

Initiation

셀트리온 (068270)

이희영 heeyoung.lee@dashin.com

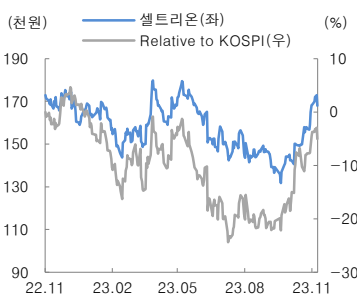
투자 의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **200,000**
신규

현재주가 **161,700**
(23.11.29) 제약업종

KOSPI	2,519.81
시가총액	23,673십억원
시가총액비중	1.24%
자본금(보통주)	220십억원
52주 최고/최저	179,800원 / 131,800원
120일 평균거래대금	772억원
외국인지분율	20.39%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 74 인 22.94% 국민연금공단 7.43%

주기 수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	9.6	-6.6	-4.9
상대수익률	-1.2	11.0	-5.1	-8.2



24년 합병 셀트리온 출범

- 24년 합병 셀트리온 출범, 이후 6개월내 셀트리온제약 인수 목표
- 24년부터 미국 출시 신제품 3종 매출 본격 인식
- 합병 후 통합 자원으로 사업 포트폴리오 다각화 기대

투자의견 매수, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

- 셀트리온에 대해 투자의견 매수, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 24년 추정 EBITDA 에 Target EV/EBITDA 23배 적용하여 28.4조원 추정. 셀트리온제약 지분가치를 제외한 비영업가치를 더하여 총 기업가치 29.4조원 산정

글로벌 종합 바이오회사로 도약 기대

- 셀트리온의 투자포인트는 1) 24년 미국 출시 신제품 3종 매출 본격화로 인한 외형 성장 2) 셀트리온헬스케어 합병으로 시너지 기대
- 신제품 3종(짐펜트라, 유프라이마, 베그젤마) 23년 미국 출시 완료. 유럽 판매 데이터 바탕으로 미국에서 빠른 점유율 확대 기대. 24년부터 본격적으로 매출 성장에 기여할 전망
- 합병 기대효과 1) 거래구조 단순화를 통한 투명성 제고 2) 원가율 개선으로 원가 경쟁력 확보 3) 합병 통합 자원으로 대규모 투자 예정

3Q23 Review 및 2024년 전망

- 3분기 연결 매출 6,723억원(+4.1% yoy), 영업이익 2,676억원(+25.2% yoy), OPM 39.8% 달성, 고수익 제품 매출 발생 (램시마SC 약 870억, 유프라이마 약 1,277억)으로 영업이익 크게 개선
- 합병 셀트리온의 24년 연결 매출 3조 6,679억원, 영업이익 7,151억원 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,467	2,836	3,157
영업이익	744	647	869	1,008	1,131
세전순이익	739	626	834	975	1,098
총당기순이익	596	543	690	805	905
지배지분순이익	579	538	690	805	905
EPS	3,966	3,677	4,695	3,654	4,107
PER	48.1	43.6	34.4	44.3	39.4
BPS	26,813	28,301	33,012	25,292	29,009
PBR	7.1	5.7	4.9	6.4	5.6
ROE	16.0	13.4	15.3	15.4	15.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

1. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 매수 목표 주가 200,000 원으로 커버리지 개시

SOTP 방식으로
 목표주가 산출,
 2024년 1월 12일
 합병 법인 새로
 출범 예정

셀트리온의 목표주가는 SOTP 방식으로 산출하였으며, 영업가치는 2024년 추정 EBITDA에 Target EV/EBITDA 23배 적용하여 28,4조원으로 산정하였다. EV/EBITDA 멀티플은 국내에서 바이오시밀러 개발 및 판매사업을 영위하는 Peer 그룹 삼성바이오에피스가 22년 바이오젠에서 삼성바이로직스로 인수 당시 기업가치를 환산하여 계산하였다. 비영업가치는 4,186억원으로 셀트리온계약 지분을 제외한 장부가액을 적용하였다. 총 기업가치는 29,4조원으로 영업가치에 비영업가치를 합산하여 산출하였다.

셀트리온은 현재 셀트리온 헬스케어와 합병을 추진중에 있으며, 합병 기일은 12월 28일, 합병 법인의 신주 상장일은 2024년 1월 12일이다. 합병 이후 기업가치는 추후에 다시 추정할 예정이다.

표 28. 셀트리온 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	28,361	
24년 EBITDA	1,212	
EV/EBITDA 멀티플	23	22년 삼성바이오에피스 인수당시 EV/EBITDA 멀티플
비영업가치 (B)	419	장부가액
순차입금 (C)	(576)	
총 기업가치 (A+B+C)	29,355	
보통주 총 주식수 (천주)	146,391	
적정주가 (원)	200,523	
목표주가 (원)	200,000	
현재주가 (원)	161,700	2023.11.29
상승여력	24%	

자료: 대산증권 Research Center

2023년 3분기 Review 및 2024년 연간 실적 전망

실처방 데이터
기반으로 미국 출시
신제품 3종 빠른 시장
침투 기대

셀트리온의 3분기 연결 매출액은 6,723억원 (+4.1% yoy), 영업이익 2,676억원 (+25.2% yoy), 영업이익률 39.5%이다. 기존 셀트리온헬스케어항 바이오시밀러 제품의 매출이 크게 성장하였고, 3분기부터 TEVA항 CMO 매출 약 605억원이 발생하였다. 3분기에 고수익 제품인 램시마SC 874억원, 유플라이마 1,277억원 매출이 새로 발생하여 영업이익이 크게 개선되었다.

23년 4분기 및 2024년 미국 출시 신제품 3종(짐펜트라, 유플라이마, 베그젤마)의 매출이 본격적으로 인식된다. 램시마SC는 24년 1분기에 짐펜트라 브랜드명으로 출시를 앞두고 있고, 유럽외에도 아니라 캐나다, 호주 등 출시 지역을 확대하고 있다. 유플라이마는 23년 7월 미국 출시 이후 미국 인구 20%를 커버하는 처방집에 선호의약품으로 등재(Optum 15%, Ventegra 5%)되었고 연내 40%까지 확대를 목표하고 있다. 짐펜트라와 유플라이마 모두 이미 유럽에서 출시 완료한 제품으로, 실처방 데이터를 기반으로 빠르게 미국 시장점유율 확대가 기대된다.

표 29. 셀트리온 연결 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액(연결)	550.6	596.1	645.6	510.6	597.6	524.0	672.3	673.5	2,303.0	2,467.3	2,836.2
yoy(%)	20.5%	38.1%	61.0%	-17.9%	8.5%	-12.1%	4.1%	31.9%	20.5%	7.1%	15.0%
셀트리온 별도 매출액	538.6	498.0	452.7	448.2	535.6	423.0	600.0	595.7	1,937.5	2,154.3	2,521.4
램시마IV	149.2	244.4	219.5	168.5	113.5	87.5	168.1	224.2	781.6	593.3	726.6
램시마SC	0.0	0.0	0.0	15.3	167.3	29.3	87.4	77.2	15.3	361.2	539.8
트룩시마	66.1	59.6	19.4	71.5	113.5	60.8	13.4	51.4	216.5	239.1	262.7
허쥬마	34.1	11.9	77.5	25.5	17.9	44.5	20.2	75.2	149.1	157.8	214.8
유플라이마	0.0	0.0	0.0	5.1	1.5	0.0	127.7	23.0	5.1	152.3	266.1
베그젤마	28.6	29.8	25.8	56.2	0.0	0.0	40.3	44.4	140.4	84.7	81.5
신규 파이프라인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	152.0	0.0	0.0	0.0	152.0	0.0
TEVA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	60.5	33.4	0.0	93.9	66.7
기타 (케미컬, CMO)	138.9	128.4	10.5	95.9	121.7	48.8	82.4	67.1	373.7	320.0	330.0
셀트리온 제약	88.8	105.4	103.8	88.1	90.0	110.2	93.4	89.0	386.1	382.6	382.7
연결조정	-76.8	-7.3	89.1	-25.7	-28.0	-9.2	-21.1	-11.2	-20.6	-69.6	-67.9
매출총이익	251.5	300.2	300.0	200.0	264.2	276.2	370.4	340.8	1,051.7	1,251.5	1,439.4
GPM(%)	45.7%	50.4%	46.5%	39.2%	44.2%	52.7%	55.1%	50.6%	45.7%	50.7%	50.8%
yoy(%)	-15.3%	25.4%	21.0%	-37.8%	5.0%	-8.0%	23.5%	70.4%	-4.9%	19.0%	15.0%
영업이익	142.3	199.0	213.8	100.6	182.4	183.0	267.6	236.0	655.7	869.1	1,007.6
OPM(%)	25.8%	33.4%	33.1%	19.7%	30.5%	34.9%	39.8%	35.0%	28.5%	35.2%	35.5%
yoy(%)	-31.5%	21.9%	30.4%	-54.7%	28.2%	-8.0%	25.2%	134.6%	-13.4%	32.6%	15.9%
당기순이익	121.2	184.0	160.8	70.5	167.1	150.9	221.2	177.3	536.5	716.5	804.9
NPM(%)	22.0%	30.9%	24.9%	13.8%	28.0%	28.8%	29.0%	26.3%	23.3%	29.0%	28.4%
yoy(%)	-38.5%	42.0%	14.5%	-45.2%	37.9%	-18.0%	37.6%	151.7%	-9.9%	33.5%	12.3%

자료: 대신증권 Research Center

2024년 합병 셀트리온 실적 추정

2024년 합병 법인
매출 3.6조, 영업이익
7,151억원 추정

2024년 1월 12일 합병 셀트리온 신주 상장이 예정되어있다. 24년 합병 셀트리온 실적을 추정해보면, 기존에 셀트리온헬스케어항 제품 매출은 내부거래로 상계될 것으로 추정된다. 24년부터는 기존 셀트리온헬스케어 제품 판매 매출이 주요 매출로 인식되고, 셀트리온헬스케어와 관계 없는 기존의 셀트리온 매출 TEVA 위탁생산, 셀트리온제약/케미컬이 그대로 인식될 것으로 예상된다.

합병 후 매출원가는 초반에 높고 서서히 낮아질 것으로 예상된다. 셀트리온헬스케어 매출원가가 셀트리온 매출원가보다 높는데, 매출원가가 높은 셀트리온헬스케어 기존 재고가 판매되면서 합병 초반에는 높은 매출원가가 인식될 것으로 보인다. 합병 후에 생산되는 제품은 셀트리온의 제조 원가로 책정되고, 셀트리온헬스케어 기존 재고가 소진되면서 서서히 매출원가가 낮아질 것으로 예상된다.

합병 후 판관비는 기존 셀트리온 판관비와 셀트리온헬스케어 판관비를 합해서 추정했다. 셀트리온은 개발 및 생산 그리고 셀트리온 헬스케어는 판매/마케팅을 주요 사업으로 하고 있어서 사업 부문이 겹치지 않기 때문이다.

표 30. 합병 셀트리온 24년 실적 가정

(단위: 십억원)

	셀트리온	셀트리온헬스케어	합병 셀트리온
매출액	2,851.4	2,956.3	3,667.9
제약+케미컬+기타	644.8		644.8
TEVA	66.7		66.7
램시마IV		807.3	807.3
램시마SC		771.2	771.2
트룩시마		375.3	375.3
허쥬마		268.5	268.5
유플라이마		380.2	380.2
베그젤마		163.1	163.1
스텔라라 시밀러		47.3	47.3
기타		143.5	143.5
매출원가	1,396.8	2,100.4	1,748.6
매출원가율(%)	49.0%	71.0%	47.7%
매출총이익	1,439.4	855.9	1,919.2
GPM(%)	50.5%	29.0%	52.3%
판관비	431.8	582.0	1013.8
영업이익	1,007.6	274.0	905.5
OPM(%)	35.3%	9.3%	24.7%

자료: 대신증권 Research Center

표 31. 합병 셀트리온 24년 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액	870.7	868.5	948.2	980.5	3,667.9
제약+케미컬	199.1	145.2	160.0	140.6	644.8
TEVA	16.0	16.3	17.0	17.3	66.7
램시마IV	193.8	197.8	205.9	209.9	807.3
램시마SC	131.2	171.6	214.0	254.4	771.2
트룩시마	90.1	92.0	95.7	97.6	375.3
허주마	64.4	65.8	68.5	69.8	268.5
유프라이마	91.2	93.1	96.9	98.8	380.2
베그젤마	39.1	40.0	41.6	42.4	163.1
스텔라라 시밀러	11.3	11.6	12.0	12.3	47.3
기타	34.4	35.2	36.6	37.3	143.5
매출원가	451.0	467.7	499.4	513.1	1,931.1
매출원가율	51.8%	53.9%	52.7%	52.3%	52.6%
매출총이익	419.7	400.8	448.8	467.4	1,736.7
GPM(%)	48.2%	46.1%	47.3%	47.7%	47.4%
판관비	239.3	244.0	259.5	271.0	1,013.8
영업이익	180.5	156.7	189.4	196.4	723.0
OPM(%)	20.7%	18.0%	20.0%	20.0%	19.7%

자료: 대신증권 Research Center

II. 투자 포인트

2024년 미국 출시 신제품 3종 매출 본격화

미국 신제품 3종
2024년 추가 매출
9,000억원 제시
(2022년 매출의
약 40%)

셀트리온은 2023년 출시한 유플라이마, 베그젤마 및 짐펜트라(2024년 1분기 출시 예정) 신제품 3종을 중심으로 본격적인 매출 성장이 기대된다. 신제품 3종은 이미 유럽에서 출시 완료된 제품이다. 유럽시장 대비 미국시장이 약 5배정도 더 크게 형성되어있어 신제품 3종이 미국시장에서의 의미있게 시장점유율을 확보하는것이 전체 매출 성장에 영향을 줄 것으로 예상된다. 해당 제품들은 유럽 판매를 통해 축적된 안정성 및 효능 데이터를 기반으로 빠르게 미국시장 침투가 가능할것으로 기대된다. 셀트리온은 23년 10월 간담회에서 2024년 미국 법인 매출 가이드스를 9천억원, 제품별로는 짐펜트라 6천억원(유럽 4천억원), 유플라이마 2.3천억원(유럽 2.8천억원), 베그젤마 3천억원(유럽+미국)으로 제시하며 자신감을 나타냈다.

짐펜트라 고수의 블록
버스터 신약으로 성장
기대

짐펜트라는 FDA 승인 획득 후 연내 PBM 등재 및 2024년 초 출시가 목표이다. 타 바이오시밀러(IV제형)와 달리 유일한 SC 제형으로 신약으로 제품 승인을 획득하는데 성공하였다. SC제형 특허는 2037년, 투여법 특허는 2038~2040년까지 보호될것이며 미국시장내에서 경쟁 없는 신약으로 판매가 가능하다. SC제형은 짐펜트라가 유일하기 때문에 타 바이오시밀러(IV제형) 대비 낮은 리베이트율을 적용하여 높은 약가 형성이 가능할것으로 예상되며, 이미 유럽시장 판매를 통해 축적한 실처방 데이터를 바탕으로 미국시장내 빠른 침투가 예상된다. Evaluate pharma에 따르면 2022년 기준 Infliximab 미국시장은 약 2조 4천억으로, 유럽시장 6천억 대비 4배 크게 형성되어 있어, 복용 편의성을 강점으로 의미 있게 시장점유율을 가져올 경우, 전체 매출 성장을 견인할 수 있을것으로 기대된다.

표 32. 셀트리온 제품 포트폴리오

구분	오리지널	제품명		현황	출시연도	
		EU	US		EU	US
자가면역질환	Remicade (Infliximab)	Remsima	Infectra	출시	2013	2016 (화이자)
		Remsima SC	Zymfentra	출시	2013	2023
	Humira (Adalimumab)	Yuflyma	Yuflyma	출시	2021	2023
종양질환	Herceptin (Trastuzumab)	Herzuma	Herzuma	출시	2018	2020
	Avastin (Bevacizumab)	Vegzelma	Vegzelma	출시	2022	2023
	Rituxan (Rituximab)	Truxima	Truxima	출시	2017	2019

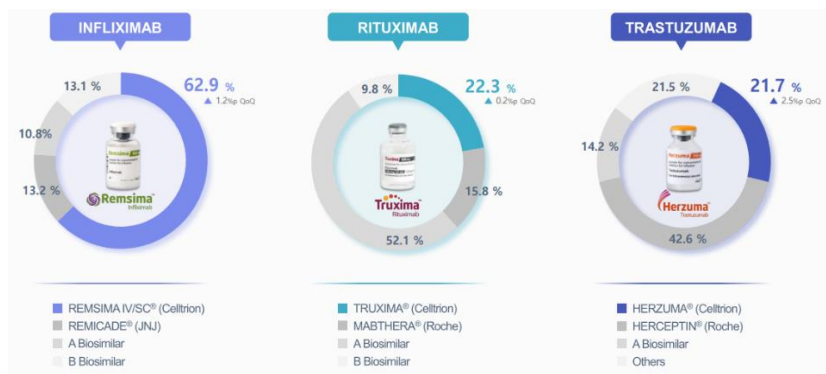
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

표 33. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 현황

구분	오리지널	글로벌 시장규모	허가 만료일자		파이프라인명	진행 현황
			EU	US		
자가면역질환	Stelara (Ustekinumab)	\$17.7bn	2024.01	2023.09	CT-P43	허가 신청 완료 EU(23.05) US(23.06)
	Actemra (Tocilizumab)	\$2.8bn	2023	2023	CT-P47	임상 3 상 진행중
항반변성	Eylea (Aflibercept)	\$9.6bn	2025.05	2024.05	CT-P42	US 허가 신청 완료 (23.06) EU 허가 신청 준비중
골다공증	Prolia (Denosumab)	\$6.2bn	2022	2025.02	CT-P41	EU/US 허가 신청 준비중
천식/두드러기	Xolair (Omalizumab)	\$3.9bn	2024.04	2025.11	CT-P39	EU 허가 신청 완료(23.04) US 허가 신청 준비중
다발성경화증	Ocrevus (Ocrelizumab)	\$6.7bn	2028.12	2029.03	CT-P54	임상 3 상 시험계획 승인

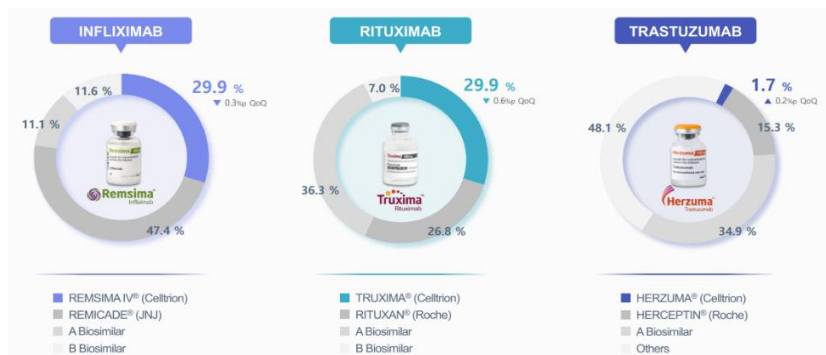
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 84. 셀트리온 제품 유럽시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 85. 셀트리온 제품 미국시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

글로벌 종합 바이오회사로 도약 기대

주주들의 압도적 지지로 셀트리온 그룹 합병 순항중

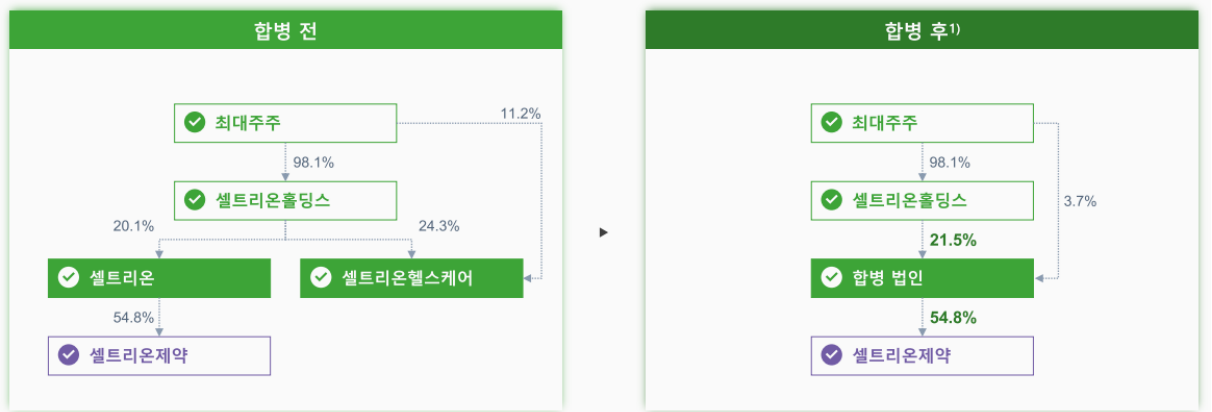
셀트리온과 셀트리온헬스케어의 합병이 가결됨에 따라 글로벌 종합 바이오회사로 도약하기 위한 초석을 다졌다. 주식매수청구권 규모에 대한 우려가 있었으나, 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 합병에 대한 주식매수청구권 행사 금액이 총 79억원으로 기대보다 낮게 집계되면서 합병 진행이 원만하게 진행될 것으로 보인다. 셀트리온은 주식매수청구권 수용 가능 규모를 최대 1조원으로 발표하였으나, 실제 주식매수청구권 집계된 주식은 각각 셀트리온 4만1972주(약 63억원), 셀트리온헬스케어 2만3786주(약 16억원)로 양사 합산 주식 수 기준 총 주식 수의 0.19%에 그쳤다. 이후 일정은 소멸법인(셀트리온헬스케어) 매매거래 정지 12/18~1/11일, 합병기일 12월 28일, 합병 신주 상장 내년 1월 12일이다.

표 34. 셀트리온 합병 일정

합병개요	존속회사: 셀트리온 소멸회사: 셀트리온헬스케어
합병비율	셀트리온 보통주: 셀트리온헬스케어 보통주 = 1:0.449262
이사회 결의일	2023.08.17
주주명부 확정일	2023.09.01
승인 주주총회일	2023.10.23
주식매수 청구권 행사기간	2023.10.23 ~ 2023.11.13
행사 가격	셀트리온 보통주: 150,813 원 셀트리온헬스케어 보통주: 67,251 원
소멸법인 매매거래 정지기간	2023.12.18 ~ 2024.01.11
합병기일	2023.12.28
신주 상장예정일	2023.01.12

자료: Dart 전자공시시스템, 대신증권 Research Center

그림 86. 합병 후 셀트리온 그룹 지배구조



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

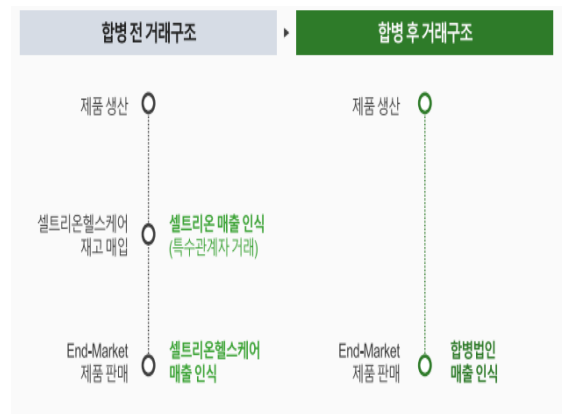
합병 시너지, 원가경쟁력 확보를 바탕으로 신규시장 진출 및 시장 점유율 확대 기대

셀트리온 그룹 합병 기대효과는 1) 거래구조 단순화를 통한 투명성 제고 2) 원가 경쟁력 강화를 통한 가격 경쟁력 확보 3) 통합 자원을 활용한 대규모 투자로 나눌 수 있다.

기존에 셀트리온은 제품을 개발 및 생산하여 셀트리온 헬스케어에 납품시 매출 인식, 셀트리온 헬스케어는 해당 제품이 판매될 경우 매출 인식하는 구조였다. 합병 후에는 제품 판매 매출로 통합되면서 수익인식이 더 명료해지고, 매출원가가 기존의 매입원가가 아닌 제조원가로 변경되면서 원가구조가 개선될 예정이다.

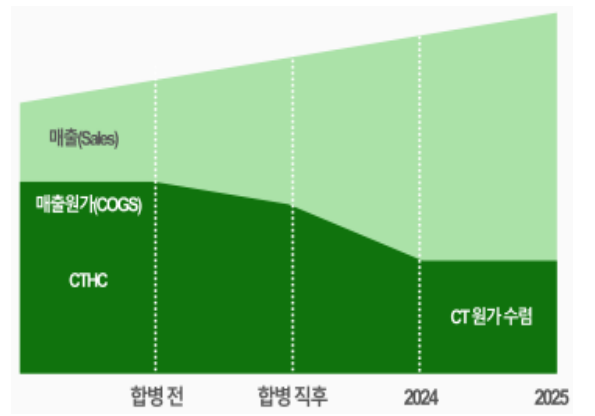
매출 원가구조가 개선되면서 원가경쟁력을 확보할 수 있고, 그동안 높은 매출원가로 제한되었던 신규시장 진입 및 입찰 참여 기회 확대가 기대된다. 강화된 가격경쟁력은 기존 및 신규시장에서 시장점유율 확대에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

그림 87. 거래구조 단순화를 통한 투명성 제고



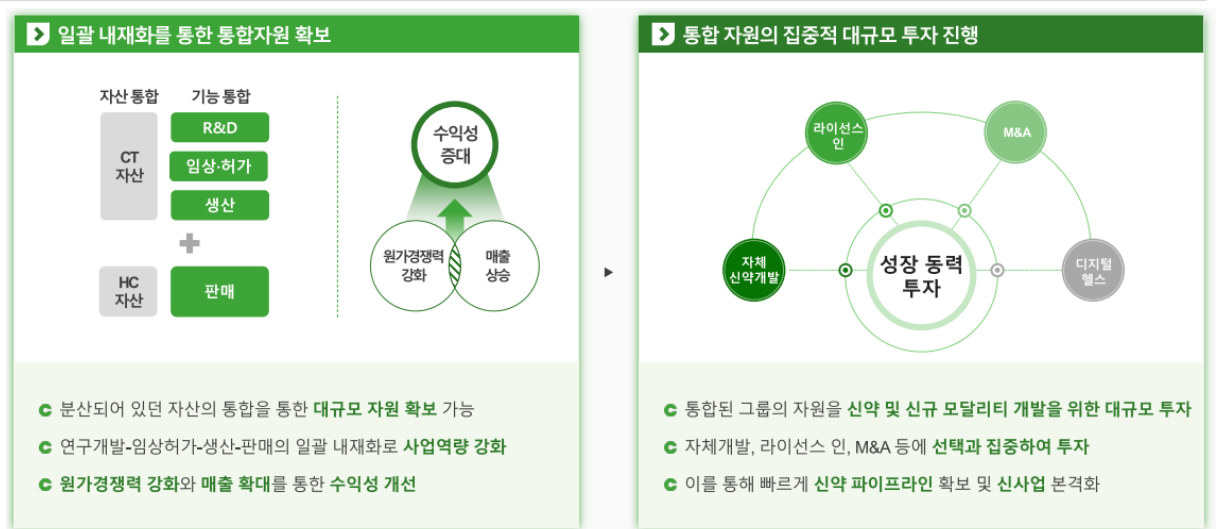
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 88. 합병 후 매출 원가율 개선 기대



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 89. 통합 자원의 선택과 집중을 통한 대규모 투자



자료: 셀트리온헬스케어, 대신증권 Research Center

대규모 통합 자원을
활용해 신약개발
회사로 도약

셀트리온은 합병 후 2030년까지 글로벌 신약개발 회사로 도약하겠다는 비전을 제시하였고, 합병 후 통합 자원을 활용하여 1) 바이오시밀러 파이프라인 확대 2) 신약 파이프라인 확보 3) 설비 추가 증설을 통한 공급안정성 확보 4) 디지털 헬스케어 진출 등 신성장동력 확보에 진행될 예정이다.

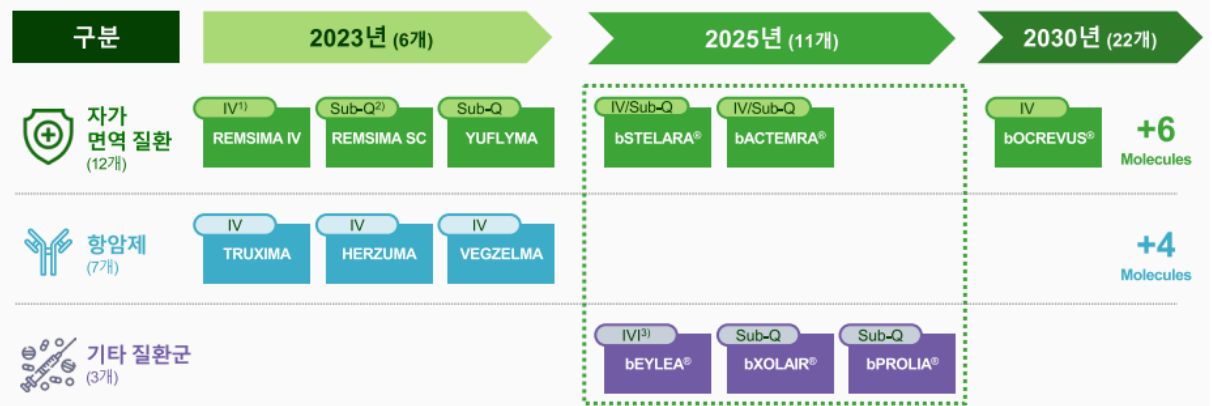
셀트리온은 현재 다양한 플랫폼 기술 확보(ADC, 이중항체, mRNA 플랫폼)를 위해 자체 신약개발을 지속하고 있으며, 오픈이노베이션을 통한 공동연구도 진행중이다. 합병 후 통합된 자원을 활용하여, 2024년 라이선스 인 및 M&A를 통한 적극적 포트폴리오 다변화와 신성장동력 확보를 강조했다.

그림 90. 셀트리온헬스케어 제품 포트폴리오 출시 현황



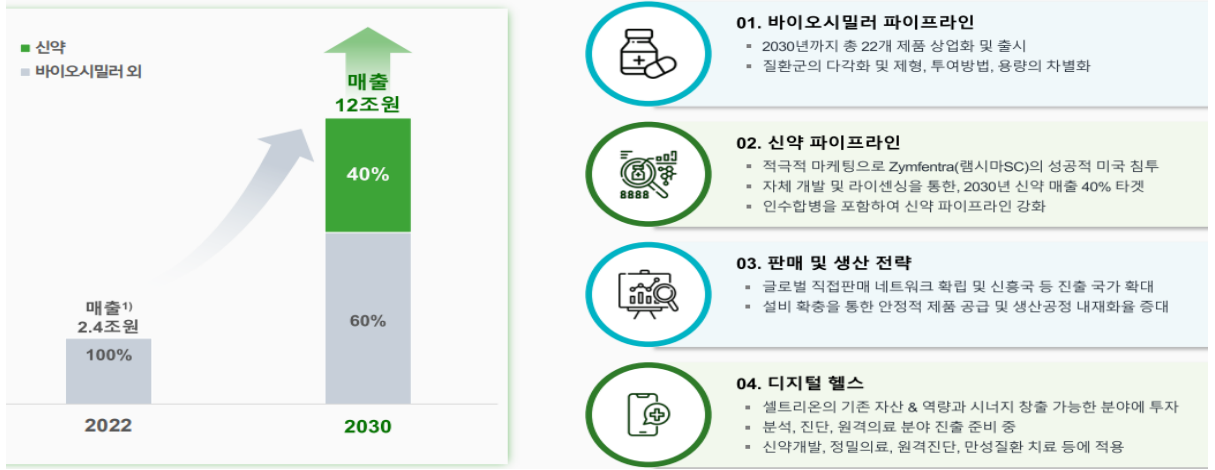
자료: 셀트리온헬스케어, 대신증권 Research Center

그림 91. 셀트리온헬스케어 제품 출시 예정 파이프라인



자료: 셀트리온헬스케어, 대신증권 Research Center

그림 92. 2030년 셀트리온그룹 비전 제시: 바이오시밀러에서 신약 개발 회사로 도약



자료: 셀트리온헬스케어, 대신증권 Research Center

그림 93. 셀트리온 오픈노베이션 현황

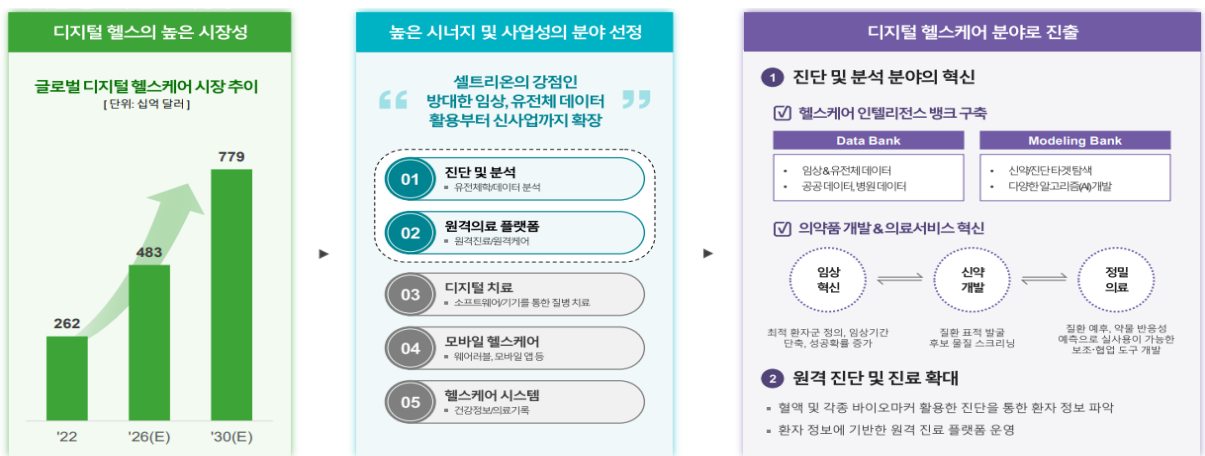
개발 분야	협업 기업	현황		
		타겟기술	단계	협업 방식
항체 치료제(경구)	Rani	경구형 우스테키누맙·아달리무맙	임상 1상	공동개발
이중 항체	abpro	유방암	연구개발	지분투자 / License-in
항체 신약	GENUV	2중 항체 신약	연구개발	공동개발
ADC	IKSUDA THERAPEUTICS	B세포 림프종, 유방암 등	임상 1상	지분투자 (최대주주)
	PINOTBIO	고형암	연구개발	지분투자 / License-in
마이크로바이옴	KOBIOLABS	과민성 대장 증후군·아토피	연구개발	공동개발
	LISCure	파킨슨병	연구개발	공동개발
항암바이러스	Biothe	항생제 내성균 감염증	연구개발	공동개발
	GENEMEDICINE	항암바이러스 플랫폼	연구개발	공동개발
바이오마커	baogenbio	시 알고리즘 개발을 통한 유전체 바이오마커 발굴 및 검증	연구개발	공동개발

다양한 플랫폼 기술 확보를 위한 신약 개발 지속

- ☑ ADC (자체 개발)
 - 기존 자체 개발 과제 4개에 더해 신규 개발 과제 2개 추가
- ☑ mRNA (자체 개발)
 - 향후 팬데믹 등 상황에 대비하여 연구수급 mRNA 백신 플랫폼 제조 공정 내재화 완료
- ☑ 경구형 항체 치료제 (협업)
 - 우스테키누맙을 이용한 경구형 항체 치료제 RT-111 호주 임상 1상 착수
 - 임상 1상 결과에 따라 글로벌 개발 및 판매권에 관한 우선 협상권 확보 예정
- ☑ 마이크로바이옴 (협업)
 - 고바이오랩과 개발 중인 마이크로바이옴 기반 과민성대장증후군 및 아토피성 피부염 치료제의 최종 후보 균주에 대한 동물 효능 검증 단계 진입
 - 바이오미와의 항생제 내성균 감염 치료제 후보 균주 선정을 위한 휴먼 마우스 모델 제작 중

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 94. 디지털 헬스케어 신사업 진출 계획



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

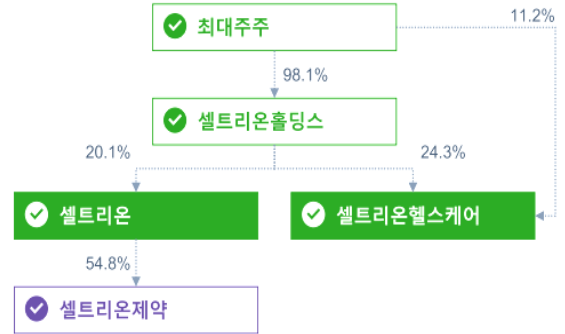
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 향후 3공장 증설 예정
- 바이오시밀러 제품 7개, 파이프라인 6개 보유
- 세계 최초 개발한 자가면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 바이오시밀러 신제품 출시 및 허가
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

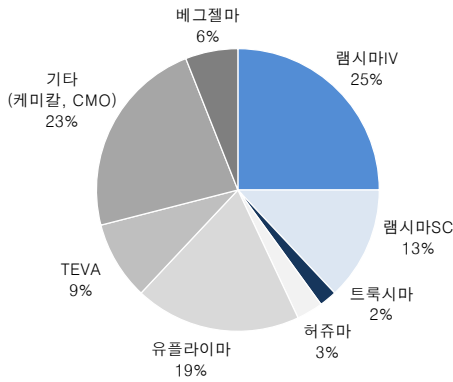
셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

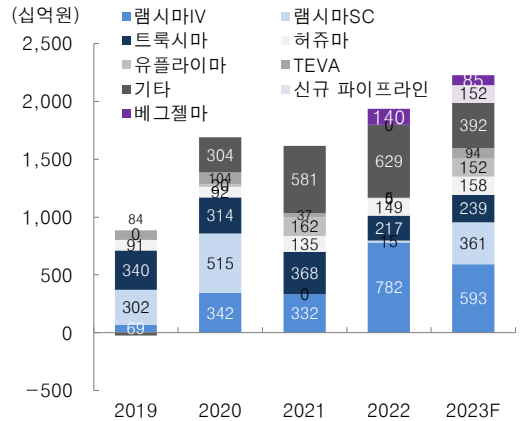
Earnings Driver

셀트리온 매출 구성



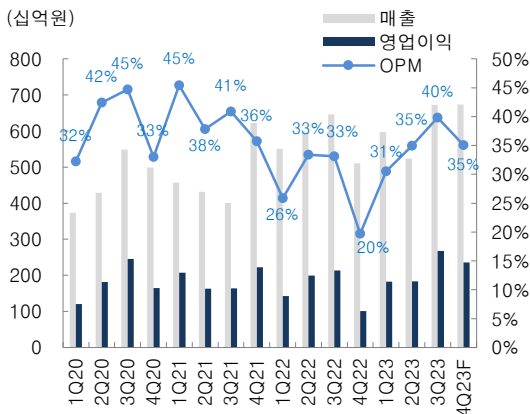
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

제품별 매출 비중 추이 (연간)



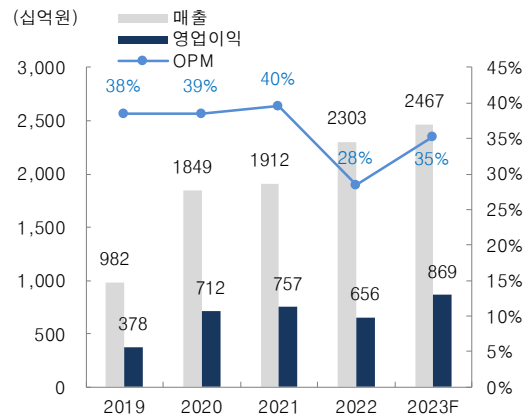
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,467	2,836	3,157
매출원가	806	1,251	1,216	1,397	1,545
매출총이익	1,088	1,033	1,251	1,439	1,612
판매비율	343	385	382	432	481
영업이익	744	647	869	1,008	1,131
영업이익률	39.3	28.3	35.2	35.5	35.8
EBITDA	958	874	1,081	1,212	1,322
영업외손익	-6	-21	-35	-32	-34
판매업손익	-4	7	7	7	7
금융수익	42	25	10	13	11
외환관련이익	9	38	27	27	27
금융비용	-13	-14	-12	-12	-12
외환관련손실	5	6	5	5	5
기타	-31	-40	-40	-40	-40
법인세비용차감전순이익	739	626	834	975	1,098
법인세비용	153	95	155	182	204
계속사업순이익	586	531	679	794	893
중단사업순이익	10	11	11	11	11
당기순이익	596	543	690	805	905
당기순이익률	31.5	23.8	28.0	28.4	28.7
비재분순이익	16	5	0	0	0
재분순이익	579	538	690	805	905
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	3	4	5
포괄순이익	615	566	720	842	950
비재분포괄이익	16	5	0	0	0
재분포괄이익	599	562	720	842	950

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,966	3,677	4,695	3,654	4,107
PER	48.1	43.6	34.4	44.3	39.4
BPS	26,813	28,301	33,012	25,292	29,009
PBR	7.1	5.7	4.9	6.4	5.6
EBITDAPS	6,560	5,973	7,357	5,502	6,003
EV/EBITDA	28.1	26.3	21.5	18.7	16.6
SPS	12,960	15,615	16,786	12,875	14,332
PSR	14.7	10.3	9.6	12.6	11.3
CFPS	7,170	6,605	8,016	5,942	6,443
DPS	708	361	361	361	361

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	2.4	20.6	8.0	15.0	11.3
영업이익 증가율	3.6	-13.0	34.3	15.9	12.3
순이익 증가율	13.3	-8.9	27.2	16.6	12.4
수익성					
ROIC	15.4	13.1	15.5	17.8	19.5
ROA	13.9	11.2	14.0	14.5	14.6
ROE	16.0	13.4	15.3	15.4	15.1
안정성					
부채비율	40.1	37.8	30.8	27.0	23.7
순차입금비율	-12.8	4.8	-11.5	-20.2	-28.5
이자보상배율	90.4	86.2	121.8	139.5	161.1

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	3,636	4,441	5,395
현금및현금성자산	1,188	551	1,248	1,833	2,552
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	1,661	1,786	1,939
재고자산	578	616	628	722	803
기타유동자산	186	127	99	100	101
비유동자산	2,600	2,962	2,916	2,866	2,769
유형자산	950	1,007	1,071	1,118	1,106
관계기업투자	65	89	120	151	183
기타비유동자산	1,584	1,866	1,725	1,596	1,480
자산총계	5,674	5,892	6,552	7,307	8,164
유동부채	1,210	1,294	1,217	1,227	1,237
매입채무 및 기타채무	309	371	375	383	390
차입금	512	554	554	554	554
유동상차부	57	84	0	0	0
기타유동부채	331	286	288	291	293
비유동부채	413	323	325	327	328
차입금	170	152	152	152	152
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	243	172	173	175	177
부채총계	1,624	1,617	1,542	1,554	1,565
자본부분	3,917	4,139	4,852	5,571	6,390
자본금	138	141	220	220	220
자본잉여금	856	871	871	871	871
이익잉여금	3,052	3,485	4,118	4,837	5,655
기타자본변동	-129	-358	-357	-357	-356
비재분부분	133	135	158	181	208
자본총계	4,050	4,274	5,010	5,753	6,599
순차입금	-518	206	-576	-1,161	-1,881

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	1,088	1,017	1,087
당기순이익	596	543	690	805	905
비현금영향의 기입	452	423	488	504	515
감가상각비	214	226	212	204	191
오환손익	-16	-18	1	1	1
자본법정이익손익	4	-7	-7	-7	-7
기타	249	222	282	306	330
자산부채의 증감	0	-748	63	-115	-131
기타현금흐름	-136	-217	-153	-177	-201
투자활동 현금흐름	-356	-297	-110	-98	-38
투자자산	-24	-30	-31	-31	-31
유형자산	-63	-111	-132	-120	-60
기타	-268	-156	54	54	54
재무활동 현금흐름	-69	-350	15	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	31	16	79	0	0
현금배당	0	-102	-52	-78	-78
기타	-100	-263	-13	72	72
현금의 증감	504	-637	697	585	719
기초 현금	684	1,188	551	1,248	1,833
기말 현금	1,188	551	1,248	1,833	2,552
NOPLAT	590	549	707	820	921
FCF	511	464	787	904	1,052

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희경)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231128)													
		구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)										
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td>23.12.01</td></tr> <tr><td>투자의견</td><td>Buy</td></tr> <tr><td>목표주가</td><td>200,000</td></tr> <tr><td>과다율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자	23.12.01	투자의견	Buy	목표주가	200,000	과다율(평균%)		과다율(최대/최소%)		비율	91.6%	8.4%	0.0%
제시일자	23.12.01														
투자의견	Buy														
목표주가	200,000														
과다율(평균%)															
과다율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과다율(평균%)		과다율(최대/최소%)		산업 투자의견 - Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 - Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 - Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과다율(평균%)															
과다율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과다율(평균%)		과다율(최대/최소%)		기업 투자의견 - Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상 - Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 - Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상			
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과다율(평균%)															
과다율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과다율(평균%)		과다율(최대/최소%)					
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과다율(평균%)															
과다율(최대/최소%)															
<table border="1"> <tr><td>제시일자</td><td></td></tr> <tr><td>투자의견</td><td></td></tr> <tr><td>목표주가</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(평균%)</td><td></td></tr> <tr><td>과다율(최대/최소%)</td><td></td></tr> </table>		제시일자		투자의견		목표주가		과다율(평균%)		과다율(최대/최소%)					
제시일자															
투자의견															
목표주가															
과다율(평균%)															
과다율(최대/최소%)															