

셀트리온

068270

Aug 18, 2023

Buy

유지

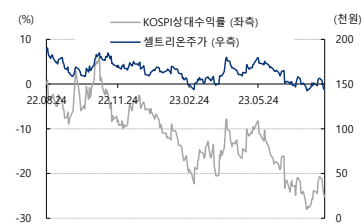
TP 220,000 원

유지

Company Data

현재가(08/17)	143,600 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	204,215 원
52 주 최저가(보통주)	142,400 원
KOSPI (08/17)	2,519.85p
KOSDAQ (08/17)	886.04p
자본금	1,408 억원
시가총액	210,234 억원
발행주식수(보통주)	22,029 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	55.0 만주
평균거래대금(60 일)	816 억원
외국인자분(보통주)	20.24%
주요주주	
셀트리온홀딩스 외 75 인	22.81%
국민연금공단	7.43%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	-7.2	-29.7
상대주가	-4.3	-9.7	-29.8



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

Issue Comment. 합병 전 or 합병 후 언제 사야하나, Check Point

합병 개요

동사는 8/17일 공시를 통해 셀트리온과 셀트리온헬스케어(이하 헬스케어)의 합병을 결정. 존속회사는 셀트리온이며 소멸회사는 헬스케어. 셀트리온제약은 이번 합병에서 제외되었으나 2사 합병 종료 후 6개월 이내 합병 추진 계획. 합병 법인의 실적 가이드는 24년 매출 3.5조(짐펜트라 7,000억 이상) EBITDA 1.6조, 25년 매출 5.4조 EBITDA 3조 OPM 45% 이상, 26년 매출 6.2조 EBITDA 4조 OPM 50% 이상, 30년 매출 12조. 바이오시밀러 60%, 신약 40%(30년 짐펜트라 3조 기대). 향후 Check Point는 1) 가이드의 가시성 2) 합병법인 수익성 장단기 변수 3) 합병의 실질적 시너지 효과 4) 주식매수청구권 행사 규모

1) 가이드의 가시성

8/17일 기준 헬스케어의 시장 매출 컨센서스는 23년 2.2조, 24년 2.6조, 25년 3.1조. 통합 셀트리온의 실적에 추가될 수 있는 것은 셀트리온의 TEVA항 CMO 매출 약 1,100억(23년 추정치), 셀트리온제약 약 3,800억(22년 기준), 셀트리온 ASIA PACIFIC 1,360억(22년 기준). 단순 한계로 볼 때 합병 법인의 현재 시장 컨센서스는 3.2~3.3조 수준인 것. 따라서 동사가 제시한 24년 매출 가이드를 달성하기 위해서는 현재 시장의 기대를 상회하는 미국 짐펜트라, 유럽 램시마SC, 유폴라이마 매출 성장 필요.

2) 합병법인 수익성 장단기 변수

매출원가율. 2Q23 기준 헬스케어의 재고자산 규모는 2.56조. 4Q19 기준 재고자산이 1.6조 인 점을 감안할 때 14개 분기 동안 재고자산은 약 1조 정도 증가. 동 기간 동안 인식한 재고자산은 셀트리온의 누적 영업이익에 이미 반영된 것. 따라서 현재 재고자산이 소진되는 동안 GPM은 다소 높게 유지될 것 판관비. 동사는 이번 합병으로 인위적인 인력 구조조정 이 없을 것이라고 밝혀. 따라서 합병에 따른 판관비 절감 효과보다는 장기적인 판관비 증가 여적 효과에 주목할 필요. 상각비. 셀트리온헬스케어가 인식한 무형자산을 상각하는 비용 반영 필요.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,893	2,284	2,410	2,794	3,081
YoY(%)	2.4	20.6	5.5	15.9	10.3
영업이익(십억원)	744	647	748	830	1,011
OP 마진(%)	39.3	28.3	31.0	29.7	32.8
순이익(십억원)	596	543	628	660	808
EPS(원)	4,203	3,821	4,257	4,470	5,471
YoY(%)	9.5	-9.1	11.4	5.0	22.4
PER(배)	47.1	42.0	33.7	32.1	26.2
PCR(배)	28.1	24.4	22.8	21.2	18.3
PBR(배)	7.0	5.5	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA(배)	28.1	26.2	21.8	20.1	16.9
ROE(%)	16.0	13.4	14.1	13.1	14.1

3) 합병의 실질적 시너지 효과

동사는 합병의 시너지 효과로 크게 3가지 제시 1) 선택과 집중을 통한 대규모 투자 효과 2) 원가 경쟁력 강화를 통한 시장 지배력 확대 3) 거래구조 단순화를 통한 투명성 제고 등. 이중 특히, 지배구조의 투명성을 강화할 수 있을 것. 셀트리온헬스케어를 통하지 않아 거래구조가 단순해져 실제 경제적 이익 창출 효과를 확인할 수 있기 때문

4) 주식매수청구권 행사 규모

주식매수청구권 한도로 1조 제시. 8월 17일 기준 2개사의 합산 시가총액 31조인 점을 고려할 때 전체 주권 중 약 3.2% 매수 가능. 셀트리온의 주요 주주인 국민연금이 동의한다고 가정하고 주식매수청구권 대상에서 제외한다면 23년 7월 기준 주식매수청구권을 청구할 셀트리온/헬스케어의 소액 주주는 각각 59.8%/66.2%. 대주주와 국민연금이 동의한다고 가정할 때 전체 소액 주주 중에서 매수 청구를 신청하는 주주의 비중이 약 5% 내외를 넘지 않을 경우 합병은 성사될 것. 다만 서정진 회장은 간담회를 통해 행사된 주식매수청구권 규모가 1조를 초과할 경우를 대비한 복안이 있다고 밝히기도.

[셀트리온 068270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,410	2,794	3,081
매출원가	806	1,251	1,226	1,433	1,488
매출총이익	1,088	1,033	1,184	1,361	1,593
매출총이익률 (%)	57.4	45.2	49.1	48.7	51.7
판매비와관리비	343	385	436	531	582
영업이익	744	647	748	830	1,011
영업이익률 (%)	39.3	28.3	31.1	29.7	32.8
EBITDA	958	874	969	1,048	1,227
EBITDA Margin (%)	50.6	38.2	40.2	37.5	39.8
영업외손익	-6	-21	24	-25	-26
관계기업손익	-4	7	63	11	3
금융수익	42	25	21	25	32
금융비용	-13	-14	-13	-13	-13
기타	-31	-40	-48	-48	-48
법인세비용차감전순이익	739	626	772	805	985
법인세비용	153	95	144	145	177
계속사업순이익	586	531	628	660	808
중단사업순이익	10	11	0	0	0
당기순이익	596	543	628	660	808
당기순이익률 (%)	31.5	23.8	26.1	23.6	26.2
비지배지분순이익	16	5	5	6	7
지배지분순이익	579	538	623	654	801
지배순이익률 (%)	30.6	23.5	25.8	23.4	26.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	24	24	24	24
포괄순이익	615	566	652	683	831
비지배지분포괄이익	16	5	6	6	7
지배지분포괄이익	599	562	647	678	824

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	816	787	969
당기순이익	596	543	628	660	808
비현금항목의 가감	452	423	417	465	496
감가상각비	62	65	58	52	46
외환손익	-16	-18	1	1	1
자본법평가손익	4	-7	-63	-11	-3
기타	402	384	422	423	452
자산부채의 증감	0	-748	-99	-209	-181
기타현금흐름	-136	-217	-131	-129	-154
투자활동 현금흐름	-356	-297	-563	-565	-566
투자자산	-24	-30	-24	-24	-24
유형자산	-63	-111	-150	-150	-150
기타	-268	-156	-389	-390	-392
재무활동 현금흐름	-69	-350	47	24	24
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	21	10	6	0	0
현금배당	0	-102	-52	-53	-53
기타	-91	-258	93	77	77
현금의 증감	504	-637	269	135	310
기초 현금	684	1,188	551	820	955
기말 현금	1,188	551	820	955	1,265
NOPLAT	590	549	609	681	829
FCF	741	-84	581	539	714

자료: 셀트리온, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	3,357	3,797	4,383
현금및현금성자산	1,188	551	820	955	1,265
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	1,798	2,009	2,214
재고자산	578	616	650	754	832
기타유동자산	186	127	89	80	73
비유동자산	2,600	2,962	3,142	3,324	3,509
유형자산	950	1,007	1,099	1,197	1,301
관계기업투자금	65	89	120	151	183
기타금융자산	24	29	29	29	29
기타비유동자산	1,560	1,837	1,893	1,946	1,996
자산총계	5,674	5,892	6,499	7,121	7,893
유동부채	1,210	1,294	1,313	1,321	1,327
매입채무 및 기타채무	309	371	374	382	388
차입금	512	554	554	554	554
유동성채무	57	84	100	100	100
기타유동부채	331	286	286	286	286
비유동부채	413	323	322	322	321
차입금	170	152	152	152	152
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	243	172	171	170	170
부채총계	1,624	1,617	1,635	1,643	1,649
지배지분	3,917	4,139	4,711	5,306	6,047
자본금	138	141	146	146	146
자본잉여금	856	871	871	871	871
이익잉여금	3,052	3,485	4,051	4,646	5,387
기타자본변동	-154	-406	-406	-406	-406
비지배지분	133	135	153	173	197
자본총계	4,050	4,274	4,864	5,478	6,244
총차입금	744	792	807	807	806

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,203	3,821	4,257	4,470	5,471
PER	47.1	42.0	33.7	32.1	26.2
BPS	28,397	29,398	32,192	36,257	41,323
PBR	7.0	5.5	4.5	4.0	3.5
EBITDAPS	6,952	6,206	6,620	7,159	8,383
EV/EBITDA	28.1	26.2	21.8	20.1	16.9
SPS	12,960	15,615	16,471	19,091	21,057
PSR	15.3	10.3	8.7	7.5	6.8
CFPS	5,372	-595	3,971	3,685	4,879
DPS	750	375	375	375	375

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	2.4	20.6	5.5	15.9	10.3
영업이익 증가율	3.6	-13.0	15.6	10.9	21.9
순이익 증가율	13.3	-8.9	15.8	5.0	22.4
수익성					
ROIC	16.3	13.9	13.7	14.1	15.8
ROA	10.8	9.3	10.1	9.6	10.7
ROE	16.0	13.4	14.1	13.1	14.1
안정성					
부채비율	40.1	37.8	33.6	30.0	26.4
순차입금비율	13.1	13.4	12.4	11.3	10.2
이자보상배율	90.4	86.2	97.7	108.4	132.1

셀트리온 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.11.30	매수	240,000	(32.33)	(25.08)					
2023.05.09	매수	240,000	(31.82)	(25.08)					
2023.06.27	매수	240,000	(36.73)	(34.08)					
2023.07.17	매수	240,000	(37.26)	(34.08)					
2023.08.16	매수	220,000	(34.73)	(34.73)					
2023.08.18	매수	220,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.5	0.0	1.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하