

2024.11.08.(금) 증권사리포트

휴젤

2025년 수출 중심 성장, 마진개선 전망

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

3분기 어닝 서프라이즈, 영업이익률 50.8%

2024년 4분기 연결 매출액은 1,051억원(YoY +20.3%), 영업이익은 538억원(YoY +54.5%)으로 발표, 영업이익 예상치 441억원을 넘어 어닝 서프라이즈를 기록했다. 영업이익률이 50.8%에 달한다. 마진 좋은 미국 특신 수출로 원가율이 예상보다 더 개선되었고, 소송비 감소, 전사 비용절감(인건비 포함) 결과로 해석된다.

기업역량을 소송에서 영업(수출)으로 집중 예상, 성장 폭이 커진다

미국 특신 선적으로 전사 수출이 증가하고 있다. 2025년에는 북미지역 중심으로 에스테틱을 강화하고, 필러와의 영업시너지도 나타날 전망이다. 향후 매출성장 잠재력이 커 보이는데, 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 3분기부터 특신 미국 선적 시작, 2025년부터 본격 수출이 증가한다. 2024년 3분기 특신 수출액은 419억원(YoY +73.1%)으로 대폭 증가했는데, 미국 수출물량이 의미 있게 선적된 결과이다. 4분기에는 재고소화를 가정하면 일시 줄어들 수도 있다. 연말까지 파트너사 베네브(Benev)을 통해 미국시장 런칭을 정식으로 하기 때문에 2025년부터 본격적으로 수출이 증가할 수 있을 것이다. 이와 동시에 FDA 승인에 따른 브랜드 이미지 개선으로 글로벌 특신 수출이 좀더 활성화 될 수 있을 전망이다. 다만 경쟁 심화로 국내 특신 매출은 저성장이 당분간 지속될 전망이다.

둘째, 필러 매출은 수출이 소폭 증가했으나 내수가 부진했다. 3분기 전체 필러 매출은 4.5% 감소한 299억원에 머물렀다. 다만 그중 필러수출은 0.9% 증가한 234억원이다. 2025년에는 특신과 영업시너지로 필러수출 성장 폭이 좀더 확대될 것이다.

셋째, 3분기 화장품도 수출중심으로 성장하여 37.4% 증가한 90억원이다. 화장품 매출 호조는 브랜드 후광 등으로 지속될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	282	101	57	4,629	29.1	10.9	2.1	7.3	n/a
2023	320	118	93	7,747	19.3	11.1	2.4	12.1	n/a
2024E	379	171	135	12,170	26.4	20.6	7.0	20.4	n/a
2025E	418	212	163	14,670	21.9	16.2	5.4	24.6	n/a
2026E	480	243	187	16,837	19.1	13.6	4.3	22.3	n/a

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



카카오뱅크

안정적인 이익 흐름 지속

[출처] 하나증권 최정욱 애널리스트

예상을 상회한 3분기 실적. 이는 채권투자 확대에 따른 이자이익 증가에 주로 기인

카카오뱅크에 대한 투자의견 매수와 목표주가 28,000원을 유지. 3분기 순익은 전년동기대비 30.1% 증가한 1,242억원으로 우리예상치를 소폭 상회. 1) 대출성장률이 0.8%에 그치고, NIM이 2.15%로 2bp 하락했지만 채권투자를 확대하면서 순이자이익이 QoQ 3.9%나 증가한데다(이자수익자산 평잔 3.4% 증가, 채권이자 821억원으로 QoQ 45억원 증가), 2) 체크카드수수료 확대에 힘입어 Fee 수익도 다소 크게 늘어났으며, 3) 대손비용도 609억원으로 평분기에 비해 크게 늘지 않았기 때문. 2분기에 인식한 약 100억원의 민생금융 자율프로그램 비용이 3분기에는 40억원 내외로 줄어든 점도 전분기대비 순익 개선에 기여한 듯. 모임통장 잔액이 계속 확대되는 등 저원가성예금 부문에서의 독보적인 수신경쟁력이 지속되고 있는 점은 긍정적이었지만 체크카드를 제외한 Fee/플랫폼수익은 여전히 시장 기대치를 충족시키지는 못하고 있는 상황. 대출비교수수료는 증가하고 있지만 증권연계계좌수수료 감소 등에 따라 체크카드수수료를 제외한 Fee/플랫폼수익 확대 폭은 상당히 미미한 실정임

개인사업자 연체 증가로 실질 연체율은 상승. 다만 보증대출로서 총당금 영향 미미
3분기 총연체율이 0.48%로 전분기 수준이 유지되고, NPL비율은 0.44%로 3bp 하락하는 등 표면적으로는 자산건전성이 개선되는 모습이지만 이는 3분기에 상각 규모가 컸던데 따른 현상으로 상각전 실질 연체와 NPL은 각각 590억원과 460억원 순증해 실질 연체는 순증 폭이 전분기대비 더 커졌고, 실질 NPL은 순증 폭이 소폭 축소에 그쳤음. 실질 연체가 증가하는 이유는 개인사업자대출 연체가 늘어나고 있기 때문(3분기 개인사업자대출 연체율은 1.21%로 QoQ 26bp 추가 상승). 한편 3분기 중저신용자대출 비중은 32.3%로 소폭 하락했고, 대출잔액 자체도 크게 늘지 않으면서 가계대출 부문의 연체는 비교적 안정적인 상황으로 판단. 회사측은 개인사업자대출의 연체율 상승은 주로 보증대출에서 발생하고 있기 때문에 실제 대손비용에 미칠 영향은 크지 않을 것이라는 입장

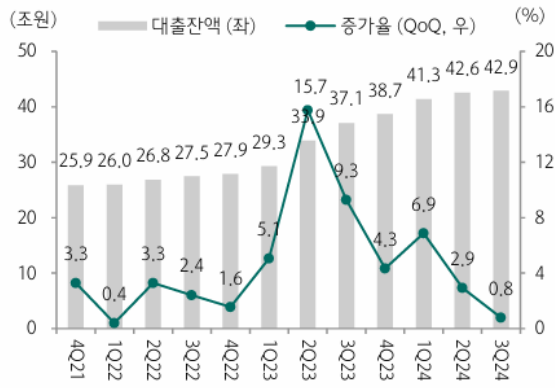
안정적인 실적 흐름 지속되겠지만 multiple 상승을 위한 추가 모멘텀은 약한 상황
가계대출 억제 정책이 한동안 지속될 것으로 보여 내년에도 대출 성장은 위축될 가능성이 높음. 회사측은 개인사업자 1억원 초과 신용대출과 담보대출 출시 등을 통해 성장률을 높일 계획이지만 연간 10%를 상회하는 대출성장률 달성은 쉽지 않을 것으로 예상됨. 그럼에도 불구하고 대손비용이 크게 늘지 않고 있고, 채권 운용을 통한 이자수익 증대 전략 등으로 이자이익은 계속 확대되고 있어 내년 이후에도 10% 이상의 증익을 수반하는 안정적인 실적 흐름은 지속될 전망. 다만 현 PBR 1.65배에서 multiple이 의미있게 추가 상승하기 위해서는 대출규제 환경을 극복할 수 있는 플랫폼가치가 재조명 내지 재평가되거나 지배구조 관련 불확실성 해소 등 모멘텀이 필요한데 이는 상당기간 시간이 필요한 요소. 동사는 11월말 경 밸류업 공시 예정. 자본효율화를 도모할 수 있는 기업가치 제고 방안이 나오기를 기대

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

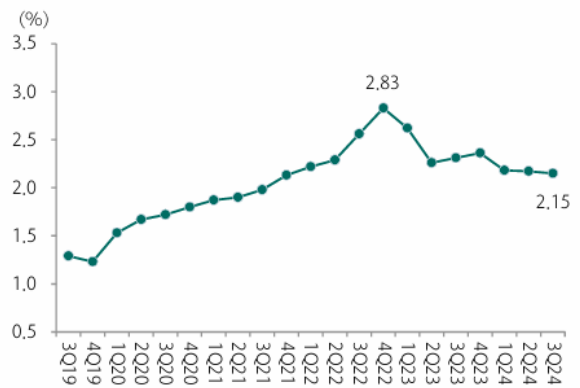
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
총영업이익	920	1,162	1,338	1,461
세전이익	352	469	584	664
지배순이익	263	355	441	501
EPS	553	744	924	1,051
(증감율)	19.5	34.7	24.2	13.7
수정BPS	11,988	12,829	13,603	14,424
DPS	80	150	230	320
PER	44.0	38.3	24.4	21.5
PBR	2.0	2.2	1.7	1.6
ROE	4.7	6.0	7.0	7.5
ROA	0.7	0.8	0.8	0.8
배당수익률	0.3	0.5	1.0	1.4

도표 3. 카카오뱅크 분기별 대출 증가율 추이



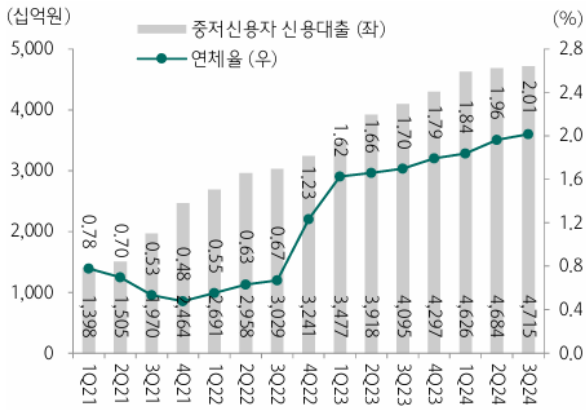
주: 전분기대비 성장률 기준
자료: 하나증권

도표 4. 카카오뱅크 NIM 추이



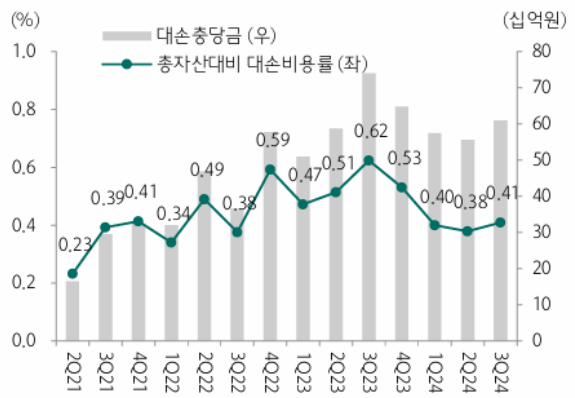
주: 분기 NIM 기준
자료: 하나증권

도표 7. 카카오뱅크 중저신용자 신용대출 잔액 및 연체율 추이



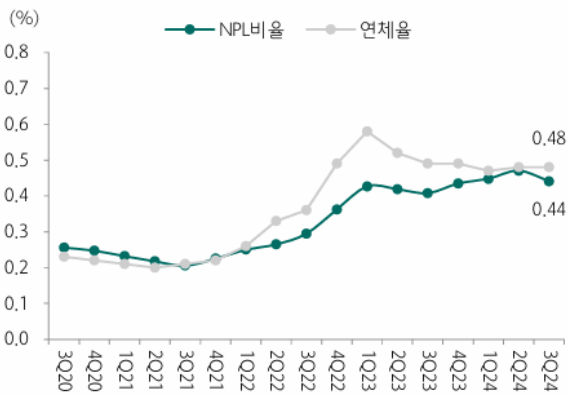
주: 1Q23~3Q24 연체율은 하나증권 추정치
자료: 하나증권

도표 8. 카카오뱅크 대손비용 및 총자산대비 대손비용률 추이



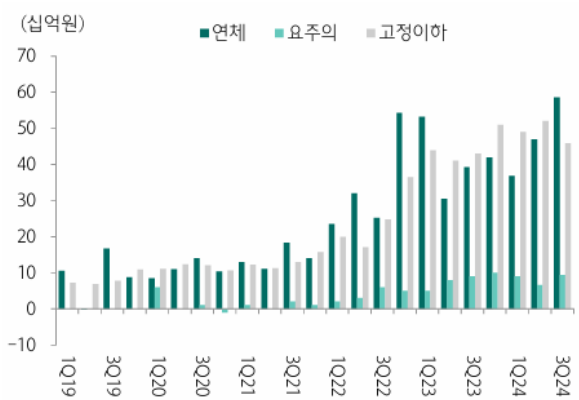
주: 총자산은 평잔 대비, 자료: 하나증권

도표 9. 카카오뱅크 표면 연체율 및 NPL비율 추이



자료: 하나증권

도표 10. 카카오뱅크 실질 연체 및 실질 고정이하여신 순증액 추이



주: 매상각 전 실질 순증액 기준
자료: 하나증권



대한항공

3Q24 Re : 앞으로 기대해도 될까요?

[출처] 하나증권 안도현 애널리스트

여전히 높은 수준 유지 중인 여객/화물 운임을 확인

대한항공에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 27,000원을 유지한다. (별도 기준) 3분기 매출액은 10% (YoY) 증가한 4조 2,408억원, 영업이익은 19% 증가한 6,186억원(영업이익률 14.6% (+1.1%p (YoY))을 기록했다. 국내선/국제선 여객 매출이 각각 2% 증가했고, 화물 매출이 22% 증가하며 매출 성장을 견인했다. 티웨이항공 향 유럽 노선 이관 등으로 3분기 국제선 ASK는 7% (YoY) 증가에 그쳤다. 3분기 국제선 여객 운임은 -3%(YoY)/ +5%(QoQ) 변동한 132원/km으로 전분기 대비 반등이 확인되었다. 화물 운임은 507원/km으로 18%(YoY)/3%(QoQ) 상승했는데, 중국 씨커머스 발 물량이 여전히 견조한 것으로 파악된다. 비용 중에서는 여전히 인건비/공항관련비 등 비용 증가가 나타나고 있으나, 유류비 단가 하락으로 인한 연료비가 감소하며 전체 영업 비용 증가폭은 8% (YoY) 에 그쳤다. 당기순이익은 영업외에서 발생한 파생상품손실 영향으로 35% (YoY) 감소한 2,766억원이었다.

트럼프 당선 이후 화물 사업 영향은 제한적

트럼프 대통령후보 당선 이후 중국산 제품에 60% 이상의 관세를 부과한다면 현재 씨커머스 발 항공화물 수요에 대한 영향을 점검해볼 필요가 있다. 우선 테무의 글로벌 이용자 중 22%가 미국, 33%는 유럽, 20%는 라틴아메리카일 정도로 씨커머스의 글로벌 사업권역은 다각화 되어있다. 또한 2024년 상반기 기준 중국 내 대형 화물기(777/747)는 55대에 불과한데, 이는 늘어난 씨커머스 항공화물 수요를 충족하기엔 역부족인 바, 당분간은 대한항공의 화물 사업부에는 씨커머스 수혜가 계속될 것으로 예상된다.

아시아나항공 합병 관련: 11월 내 승인 절차 마무리, 12월 내 연결 편입 목표

대한항공은 11월 내로 아시아나항공 합병에 대한 EC 승인 절차를 마치고 12월에는 아시아나항공을 연결재무제표로 편입할 것을 목표하고 있다. 대한항공의 인수 이후 아시아나항공의 재무구조의 개선은 명약관화하다. 인수 이후 합병 전까지 아시아나항공의 영업비용 및 금융비용의 개선은 가시성이 높으나, 아시아나항공(별도)의 여객운임이 상승전환 가능한지 여부가 단기적으로는 2025년~2026년 연결 실적의 관건이 될 것으로 예상된다. 다만 대한항공의 아시아나항공 인수는 네트워크 효율화와 원거리 경쟁강도 완화라는 점에서 밸류에이션 상향 요인이고, 대한항공에 대해서도 국내 유일 FSC이자 글로벌 메가캐리어로서 접근해야 한다는 판단이다.

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	14,096.1	16,111.8	17,877.1	18,587.7
영업이익	2,830.6	1,790.1	2,137.4	2,239.1
세전이익	2,562.1	1,575.7	1,808.8	2,035.3
순이익	1,728.4	1,061.2	1,292.0	1,453.8
EPS	4,798	2,873	3,498	3,936
증감율	151.86	(40.12)	21.75	12.52
PER	4.78	8.32	6.89	6.12
PBR	0.94	0.93	0.84	0.76
EV/EBITDA	3.10	3.94	3.19	2.90
ROE	21.95	11.46	12.88	13.06
BPS	24,353	25,793	28,540	31,727
DPS	750	750	750	750



에이피알
 성수기 맞이 준비
 [출처] 키움증권 조소정 애널리스트

3Q: 아쉬움은 있었으나, 성장은 좋았다

에이피알의 3분기 연결 매출액은 1,741억원 (+43% YoY), 영업이익은 272억원 (+25% YoY, OPM 15.6%)을 기록, 시장예상치를 하회했다. 매출 성장은 양호했으나, 4분기 성수기를 대비한 물류 이송이 늘면서 관련 비용이 늘어났기 때문이다. (약 40억 중 블랙프라이데이 대비 항공 운임 20억, 나머지는 선박 운반에 드는 수출 운임비, 현지 물류비 등)

디바이스: 디바이스 사업 매출은 745억원 (+62% YoY)을 기록, 해외 채널이 성장을 견인했다. - 국내: 국내 디바이스 사업은 295억 (+20% YoY)을 기록했다. 신제품 울트라튬, 하이포커스샷 출시 효과와 기존 제품의 콜라보 효과 덕분에 견조한 성장을 보였다.

- 해외: 해외 디바이스 사업은 449억원 (+115% YoY)을 기록했다. 현지 채널 확장과 신제품 출시 효과 덕분에 성장을 보였다. 지역별 성장률은 홍콩 +170%, 미국 +94%, 일본 +68%으로 추정된다.

뷰티(화장품/건기식): 뷰티 사업 매출은 850억원 (+54% YoY)을 기록, 국내 뿐 아니라 해외 모든 지역에서 성장을 기록한 덕분이다.

- 국내: 국내 뷰티 사업부는 369억 (+26% YoY)를 기록했다. 메디큐브 9주년 행사 개최, PDRN 라인 강화 덕분이었다.

- 해외: 해외 뷰티 사업부는 481억 (+80% YoY)를 기록했다. 브랜드 메디큐브 를 중심으로 성장을 보였고, 특히 주요 제품의 판매 호조 (모공패드 등), 채널 확장 효과가 컸다. 지역별 성장률은 일본 +156%, 미국 +146%, 홍콩 51%으로 추정된다.

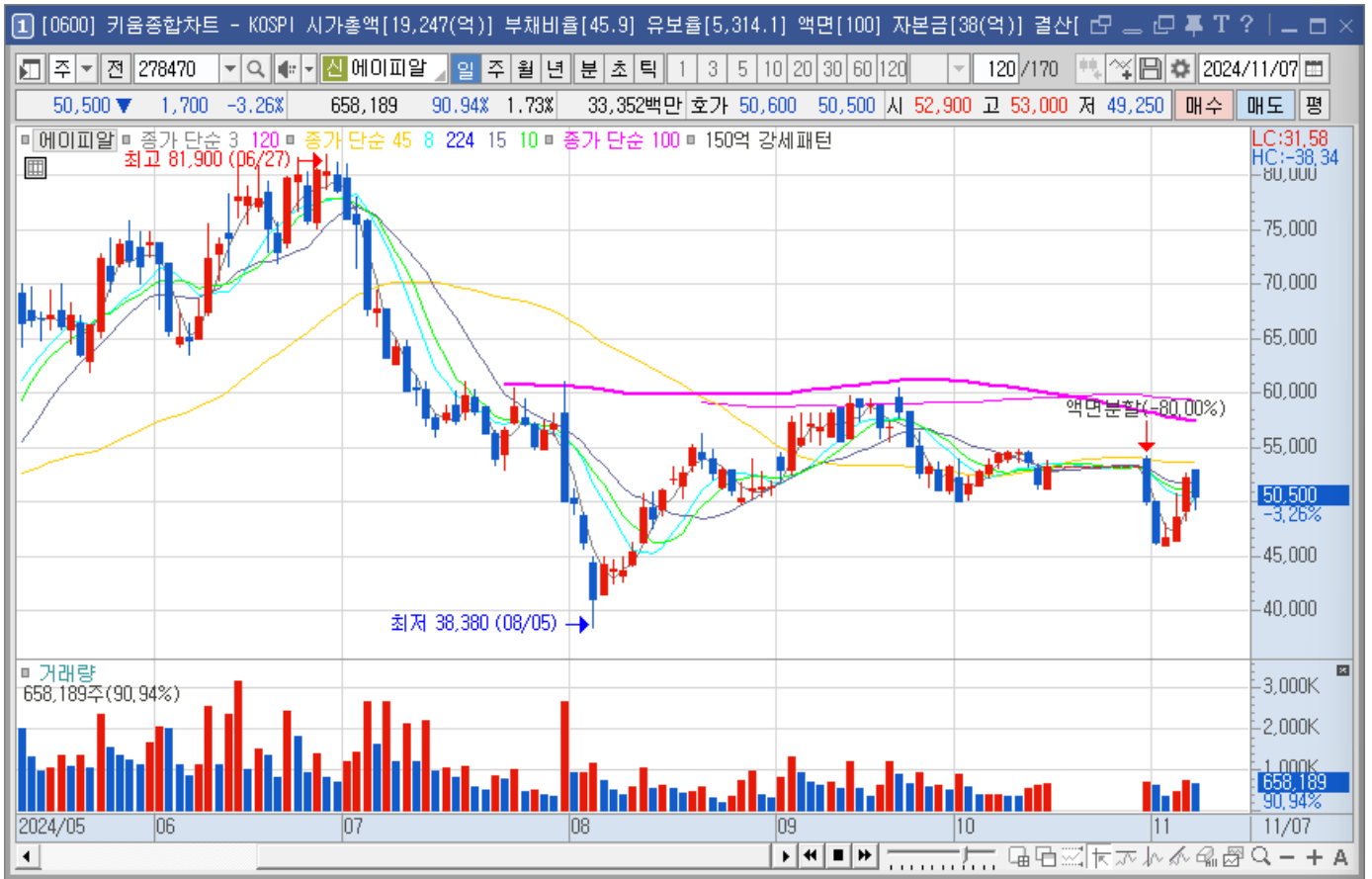
이제 물 들어온다, 노 젓자

4Q 매출 2,050억원 (+35% YoY), 영업이익 447억원 (+30% YoY, OPM 22%)을 예상한다. 이제 성수기가 다가오고 있기 때문이다. 디바이스 뿐 아니라 화장품 브랜드 메디큐브의 성과도 기대된다. 美 아마존에서 동사의 모공패드가 계속 순위권에 들고 있으며, SNS 트레픽 흐름도 긍정적이다. 美 아마존 채널 내 실적, 11월 블랙프라이데이, 12월 홀리데이 쇼핑 이벤트를 계속 주목하자. 투자의견 BUY, 목표주가 74,000원을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	397.7	523.8	683.5	786.0
영업이익	39.2	104.2	127.7	146.9
EBITDA	50.0	118.1	145.8	138.0
세전이익	38.9	105.8	129.6	148.7
순이익	30.0	81.5	99.3	119.0
지배주주지분순이익	30.0	81.5	99.3	119.0
EPS(원)	845	2,249	2,624	3,122
증감률(% YoY)	157.3	166.3	16.7	19.0
PER(배)	0.0	0.0	18.5	15.6
PBR(배)	0.00	0.00	6.24	4.46
EV/EBITDA(배)			11.3	11.2
영업이익률(%)	9.9	19.9	18.7	18.7
ROE(%)	36.0	54.9	40.3	33.4
순차입금비율(%)	-23.1	-55.9	-70.4	-74.1





마이크로디지탈

트럼프2.0이 준비된 바이오 소부장

[출처] IBK투자증권 이근재 애널리스트

트럼프, 무조건 America First

11월 5일(미국 현지시간) 실시된 60번째 미국 대통령 선거에서 공화당의 트럼프가 재선에 성공함. 트럼프와 해리스 두 후보 모두 바이오 의약품 약가 인하 동의하고 있으나, 구체적 접근 방식에서 차이를 나타냄. 특히 트럼프는 필수 의약품의 <탈중국화>와 <미국 기업 우선 지원>을 핵심 공약으로 내세우며, 바이오 산업에서도 America First를 강력히 주장하고 있음. 이러한 트럼프의 방침으로 미국 시장 내 파트너십 확보 여부에 따라 국내 바이오 소부장 기업들의 성과 크게 달라질 것으로 예상됨.

꼭 확인해야 할 9월 공시

마이크로디지탈은 지난 9월 공시를 통해 단일판매 공급계약을 발표함. 해당 공시에는 고객사 이름이 명확히 공개되지 않고 A사로 표기 되었음. 이는 고객사 요청에 따른 것으로 A사 이름은 2025년 제품 출시 시점에 공개될 것으로 예상됨.

A사는 S&P 500 상위 100위에 포함된 북미 기반 대형 글로벌 기업으로, 바이오 의약품 생산 공정의 Down Stream 부문에서 이미 상당한 시장 점유율을 차지하고 있음. 또한, 사업 확장을 위해 Up Stream 부문 진출을 준비하고 있는 것으로 보임. A사는 마이크로디지탈이 개발한 CEL BIC을 Private Labeling 방식으로 북미 시장에 출시해 바이오 소부장 사업 확장을 추진하고 있음.

투자의견 매수 목표주가 27,000원

트럼프의 America First 정책으로 국내 바이오 소부장 기업들은 미국 시장에서 핵심 파트너 확보 여부에 따라 경쟁력이 달라질 것으로 예상됨. 마이크로디지탈은 북미 A사와의 파트너십을 통해 대규모 투자 없이도 북미 시장 진출 기반을 마련했으며 이는 트럼프 정책에 부합하는 성공 모델로 발전할 가능성이 높음.

(단위: 억원 배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	89	108	142	308	472
영업이익	-80	9	18	117	205
세전이익	-93	6	31	95	176
당기순이익	-93	6	30	85	153
EPS(원)	-607	38	184	486	879
증가율(%)	17.2	-106.2	388.7	164.2	80.7
영업이익률(%)	-89.9	8.3	12.7	38.0	43.4
순이익률(%)	-104.5	5.6	21.1	27.6	32.4
ROE(%)	-104.5	8.3	20.0	33.3	41.0
PER	-5.7	189.0	74.5	28.2	15.6
PBR	9.8	12.8	11.3	8.0	5.3
EV/EBITDA	-7.5	41.2	61.3	15.2	8.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상



롯데칠성

바닥은 지났고 반등만 남았다

[출처] DS투자증권 장지혜 애널리스트

3Q24Re: 부진한 국내 실적을 해외가 방어

롯데칠성의 3분기 실적은 연결기준 매출액 1조 650억원(+28% YoY), 영업이익 787억원(-7% YoY, OPM 7.4%)으로 시장 기대치(OP 856억원)를 하회했다. 국내 음료 매출 감소와 주류 광고 판촉비 증가에 따른 실적 부진을 해외 자회사 실적 성장으로 방어했다. 1)음료(별도)는 매출액 5,391억원(-5% YoY), 영업이익 528억원(-15% YoY, OPM 9.8%)을 기록했다. 비우호적 날씨 영향과 내수 소비 부진으로 탄산, 커피, 생수, 주스 등 대부분의 카테고리 매출이 감소했으나 제로 제품과 수출은 성장했다. 다만 원재료비 상승과 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가로 수익성이 하락했다. 2)주류(별도)는 매출액 2,042억원(+2% YoY), 영업이익 97억원(-31% YoY, OPM 4.8%)을 기록했다. 소주와 맥주는 시장 성장이 제한적인 상황에서 가격 인상 및 신제품 실적 기여가 있었으나 청주와 와인 등은 부진했다. 다만 3)해외 자회사의 실적은 필리핀, 파키스탄, 미얀마의 수익 기여 확대가 이어졌다. 당분기 필리핀 펩시 법인의 매출액은 2,423억원(+5% YoY), 영업이익 -1억원으로 전년동기대비 75억원 개선됐다.

기업가치 제고 1)수익성 개선을 바탕으로 2)재무건전성, 주주환원 강화

롯데칠성은 지난 10월 기업가치 제고 계획을 발표했다. 1)수익성 강화 측면에서 ROE를 23년 11.3%→28년 10~15%로 올리고 해외 매출 비중을 동기간 36% →45%로 확대할 계획이다. 성장이 제한적인 국내는 제로 음료와 건강 제품 포트폴리오를 확대하고 주류는 수익성 개선이 기대된다. 해외는 필리핀 법인 수익성 개선(3년내 OPM 5%이상)과 파키스탄과 미얀마 법인 성장, 글로벌 파트너와 협력 강화, 롯데 브랜드의 글로벌화가 기대된다. 2)재무건전성과 주주환원 측면에서는 개선된 수익성을 바탕으로 부채비율을 23년 177%→28년 100%로 낮추고 주주 환원율을 연결기준 21%→30%로 상향 목표를 밝혔다.

투자의견 매수, 목표주가 22만원 유지

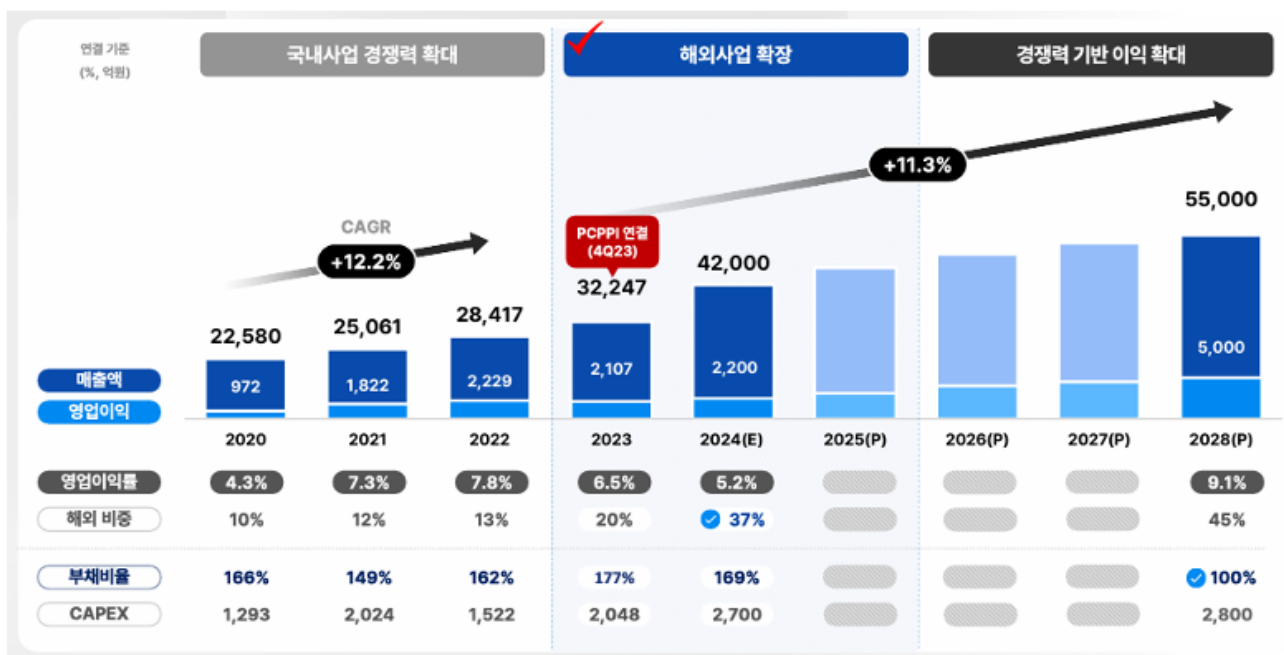
목표주가는 12M Fwd EPS에 목표배수 12배를 그대로 적용했다. 4Q24부터 강화될 실적 모멘텀을 감안하면 현재 주가는 바닥이고 반등만 남았다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,506	2,842	3,225	4,075	4,293
영업이익	182	223	211	217	267
영업이익률(%)	7.3	7.8	6.5	5.3	6.2
세전이익	175	169	207	146	215
지배주주지분순이익	136	128	166	105	167
EPS(원)	14,399	13,563	17,593	11,010	17,630
증감률(%)	흑전	-5.8	29.7	-37.4	60.1
ROE(%)	10.0	9.1	11.6	7.0	10.4
PER(배)	9.3	13.0	8.3	10.8	6.8
PBR(배)	0.9	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	7.0	7.5	7.4	6.0	4.6

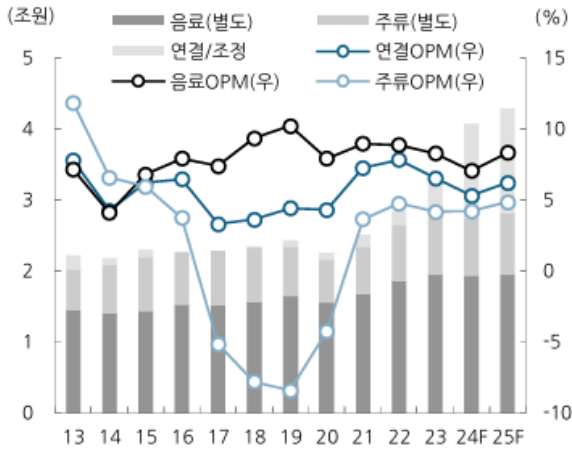
자료: 롯데칠성, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 롯데칠성 기업가치 제고 계획: 해외 비중 확대와 국내외 수익성 개선, 부채비율 하락 및 주주 환원 강화



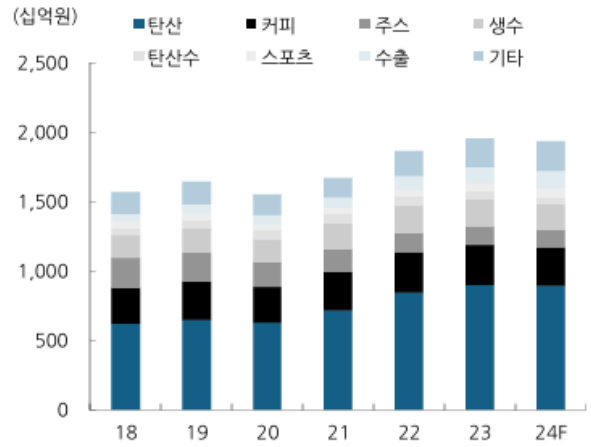
자료: 롯데칠성, DS투자증권 리서치센터

그림2 롯데칠성 연결 실적 추이 및 전망



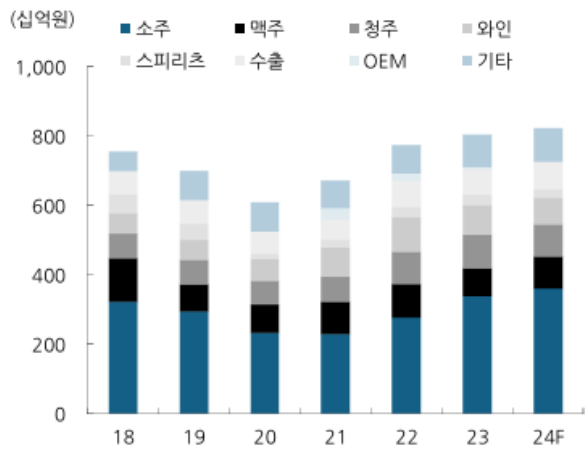
자료: 롯데칠성, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 롯데칠성 음료(별도) 실적 추이 및 전망



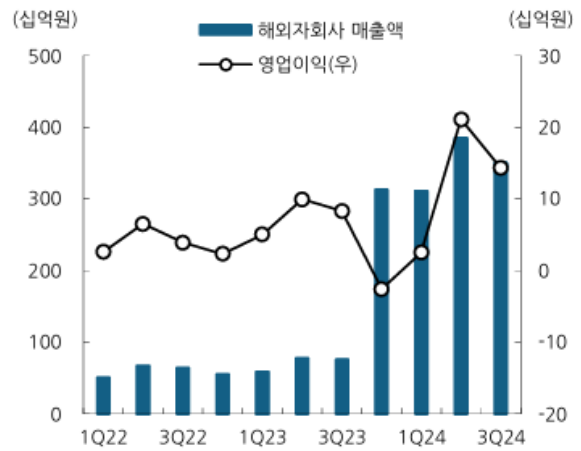
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 롯데칠성 주류(별도) 실적 추이 및 전망

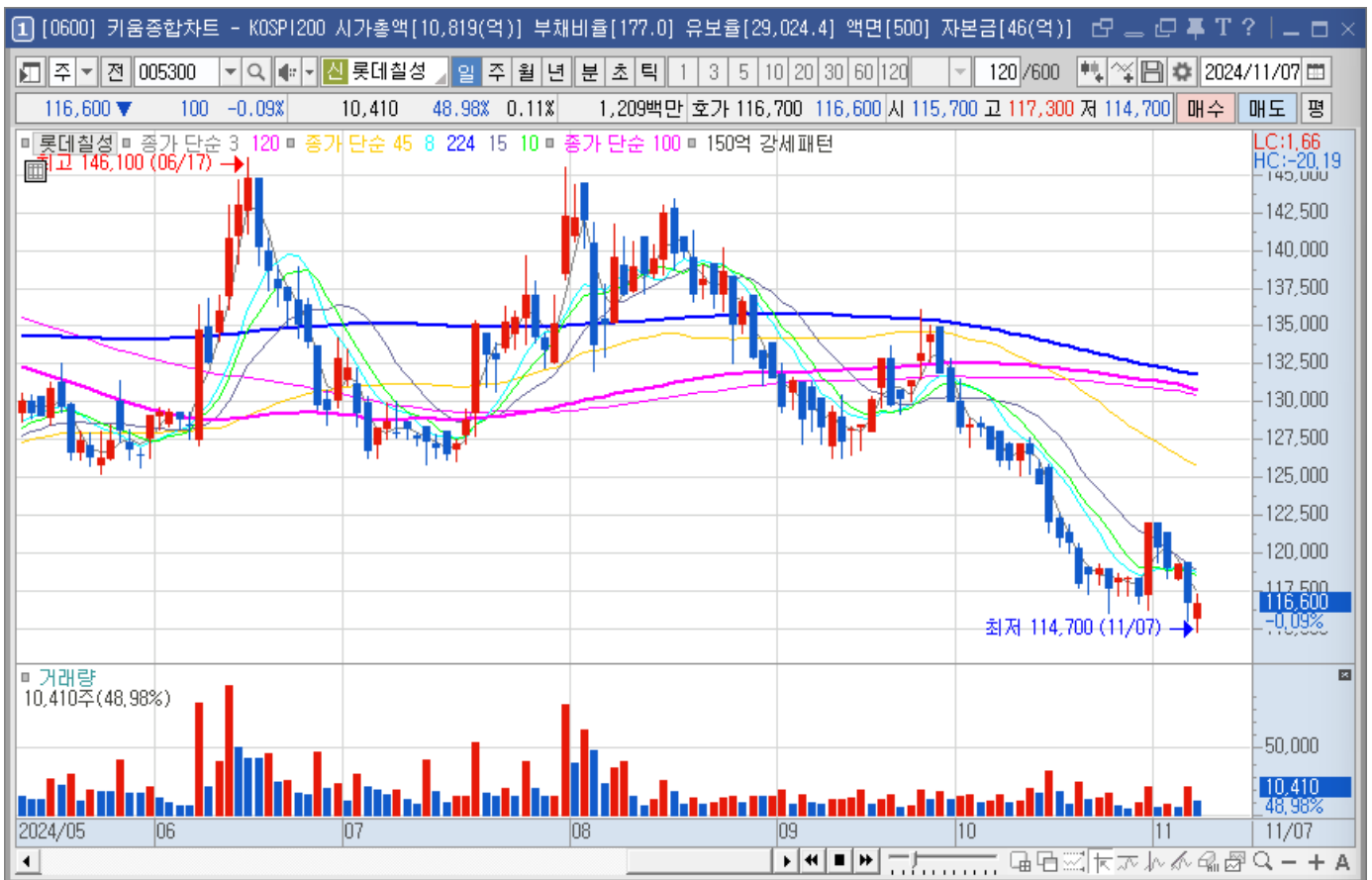


자료: 롯데칠성, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 롯데칠성 해외 자회사 실적 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터



셀트리온

3Q24 Pre : 반등의 서막을 기대

[출처] NH투자증권 한승연 애널리스트

3분기 꾸준한 매출 성장과 이익률 개선세, 실적발표 내용에 주목

투자의견 Buy, 목표주가 28만원 유지. 1)타깃 '26년 EBITDA 하향 조정(2조7,066억원 → 2조3,323억원)하였으나, 2)밸류에이션 인식 시점 변경('26년 → '25년) 및 3)하반기 피어 주가 상승으로 타깃 멀티플(27배 → 28배) 조정

3분기 연결 매출액 9,275억원(+38% y-y) 및 영업이익 1,864억원(-30% y-y) 추정. 고마진 짐펜트라(3Q 매출 206억원) 초기 성장 속도 당초 기대치보다는 아쉬우나 합병효과 및 시밀러 성장 통한 이익률 개선 지속될 것으로 추정

짐펜트라는 4Q부터 본격 성장 기대. 1)마지막 대형 사보험 등재('24.10), 2)TV 광고('24.9) 효과. 추가로, 3)Express Scripts '25년 National 포물러리에 유일한 Infliximab 계열 등재(인프렉트라, 짐펜트라) 확인. 짐펜트라 매출 '24년 1,371억원, '25년 7,471억원(환자 점유율 13%), '26년 1.2조원(20%) 추정

셀트리온의 큰 그림에 주목할 시기(숨겨진 모멘텀 세 가지)

컨센 12MF EV/EBITDA 22배로 밸류 하단 진입, 아직 미반영된 모멘텀 세 가지

1)시밀러(본업): '26년까지 5개 신제품 출시, 기존 제품 성장에 매출 추가 구조. 유럽('24년 비중 67%) 안정적 성장 및 미국 업사이드(산도즈 사례) 가능성

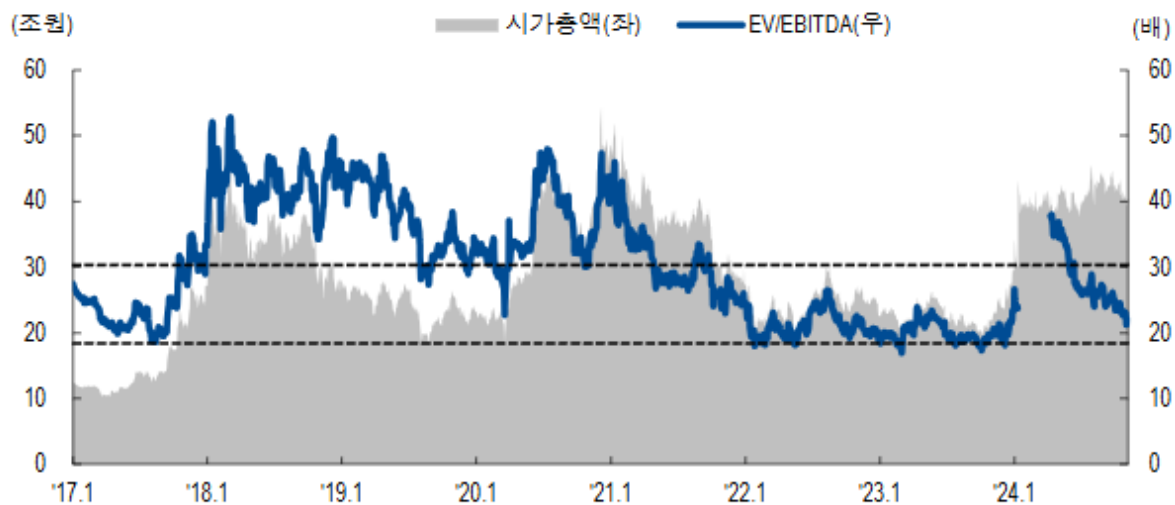
2)직판망: 글로벌 직판망 밸류에이션 프리미엄 요인. M&A 및 유통 신사업 기대

3)CMO: 바이오 CDMO 사업 진출 계획, 중장기 관점에서 기업가치 반영 가능

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	2,176	3,547	4,581	5,893
증감률	-4.7	63.0	29.2	28.6
영업이익	651	501	1,357	1,945
증감률	0.7	-23.1	170.9	43.3
영업이익률	29.9	14.1	29.6	33.0
(지배지분)순이익	536	433	1,088	1,502
EPS	3,639	1,992	5,014	6,920
증감률	-1.0	-45.3	151.7	38.0
PER	55.4	92.6	36.8	26.6
PBR	2.6	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	34.3	44.8	24.1	17.1
ROE	5.1	2.5	6.1	7.9
부채비율	16.3	18.2	19.5	20.7
순차입금	1,123	1,106	540	-382

단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 셀트리온 시가총액 및 12개월 선행 EV/EBITDA 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

