

셀트리온 (068270)

3Q24P Review: 시간이 필요하다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

250,000 원(유지)

현재주가

181,500 원(11/08)

시가총액

39,389 (십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 25만원 유지, 목표주가는 2025E P/E 47.5배, 2026E P/E 32.6배 수준
- 3분기 잠정 실적 발표: 매출액 8,819억원(+31.2%yoy), 영업이익 2,077억원(OP margin = 23.6%)으로 당사 및 시장 컨센서스에 부합. 램시마SC, 유플라이마 등 유럽 및 아시아 시장에서 판매 호조 지속
- 2024년 매출 가이드(3.5조원) 달성은 가능할 전망: 짐펜트라라는 3분기 매출액 65억원으로 셀트리온의 연초 가이드(2024년 약 6,500억원) 및 시장 컨센서스(2,500~6,000억원) 달성은 불가능할 것, 그러나 그 외 품목들 성장 은 모두 당초 예상치를 상회할 전망
- 2025년 및 2026년 업황 및 실적 전망: 바이오시밀러 시장 업황 양호. 셀트리온과 산도즈의 입지 강화 예상
 - ① 짐펜트라라 미국 시장 진출은 예상보다 더딤. 엔티비오(Entyvio, 2014년 출시)의 시장 진입 속도를 적용하여 짐 펜트라 예상 매출액을 2025년 3,500억원, 2026년 8,500억원으로 하향 조정함(중전 각각 약 7,000억원, 1.4조원)
 - ② 2025년 매출 추정치는 유지하나 영업이익은 하향 조정: 유럽 및 아시아 시장에서의 점유율이 상승하며 매출 성 장률은 중전 예상과 유사할 것으로 전망함, 다만 짐펜트라라 매출 기여도를 하향 조정하여 영업이익은 하향 조정
- 2024년 기대했던 미국 직판 효과는 예상보다 지연되고 있음. 그러나 2025년에는 미국 시장에서 의약품 유통망 구 축에 성공하며 비즈니스 모델 혁신(Business Model Innovation)을 통해 기업가치가 레벨 업 될 것으로 예상함

주가(원, 11/08)	181,500
시가총액(십억원)	39,389

발행주식수	217,021천주
52주 최고가	241,000원
최저가	155,800원
52주 일간 Beta	0.95
60일 일평균거래대금	1,171억원
외국인 지분율	22.9%
배당수익률(2024F)	0.3%

주주구성	
셀트리온홀딩스 (외 89인)	28.3%
국민연금공단 (외 1인)	6.2%

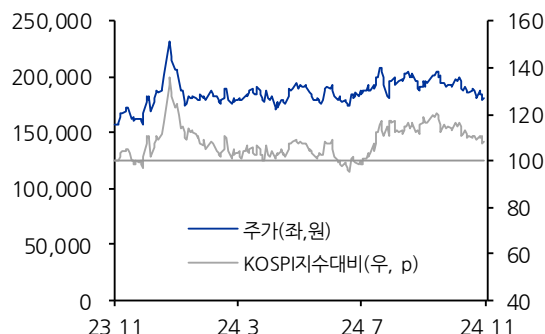
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.8	0.0	9.5
절대기준	-5.1	-6.7	15.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	250,000	250,000	-
영업이익(24)	529	576	▼
영업이익(25)	1,373	1,806	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,284	2,176	3,509	5,103
영업이익	647	651	529	1,373
세전손익	626	671	592	1,426
당기순이익	543	540	475	1,147
EPS(원)	3,676	2,432	2,191	5,260
증감률(%)	-7.3	-33.9	-9.9	140.1
PER(배)	43.7	82.9	82.9	34.5

자료: 유진투자증권

주: 2023년 12월 28일 셀트리온이 셀트리온 헬스케어를 흡수 합병함
에 따라 2023년 실적과 2024년 예상 실적의 연속성은 없음



목표주가는 2025E
P/E 47.5 배, 2026E
P/E 32.6 배 수준

2025 년 상반기
짐펜트라 판매 증가
추이 확인 후 적극적인
매수 전략 추천

글로벌 바이오시밀러
기업으로서 셀트리온
의 펀더멘털은
여전히 굳건

[투자의견 BUY 및 목표주가 25 만원 유지] 2025 년 예상 영업이익을 하향 조정 하였지만 목표주가는 종전 25 만원을 유지한다. 목표주가는 2025E P/E 기준 47.5 배, 2026E P/E 기준 32.6 배 수준이다.

[셀트리온 주가 전망] 2025 년에는 미국 시장에서 의약품 유통망 구축에 성공하 며 비즈니스 모델 혁신(Business Model Innovation)을 통해 기업가치가 레벨 업 될 것으로 예상된다. 다만 내년 초 짐펜트라 판매 증가 추이가 본격화될 것으 로 예상되어 본격적인 증가 추이를 확인한 후 적극적인 매수 전략을 취할 것을 권유한다.

[짐펜트라] 짐펜트라 미국 시장 판매는 예상치를 하회하지만, 그 외 품목들의 매출 성장은 기대 이상으로 선전하고 있다는 점을 당사는 높게 평가한다. 다케다 의 엔티비오는 2014 년 미국 출시 이후 만 3 년에 이르러서야 연간 매출액이 1 조원을 넘었다. 셀트리온도 미국 의약품 시장에서 직접 판매하기 위해 브랜드 인 지도를 높이고 유통 채널을 구축하여 마케팅 효과가 나타나는데 회사와 시장에 서 예상했던 것보다 많은 시간이 소요되고 있다고 판단한다. 당사는 4 분기에 미 국 3 대 PBM 리스트에 등재된 현 시점에서 짐펜트라 매출이 기대 이하인 것 이 글로벌 바이오시밀러 기업으로서 셀트리온의 위상을 악화시키거나 기업 펀터 멘털을 훼손하고 있다고 판단하지 않는다. 미국 유통 시장에 초기 진출하는데 시 간이 필요한 시기라고 판단한다.

도표 1. 셀트리온 시가총액 추이 및 주요 이벤트

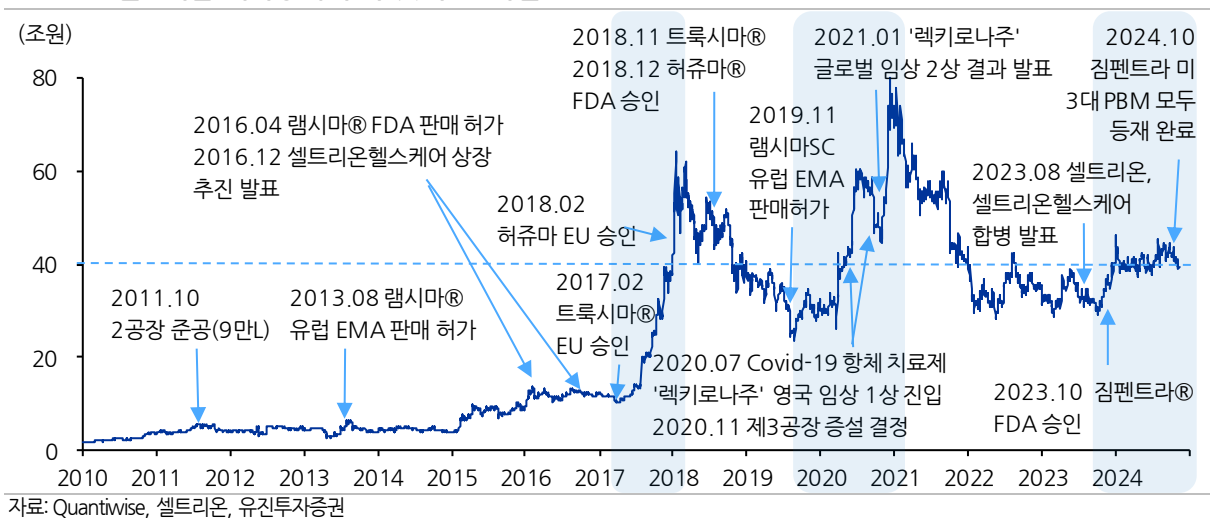


도표 2. 짐펜트라 분기별 예상 매출액 전망
: 2025년 3,500억원, 2026년 8,500억원 예상

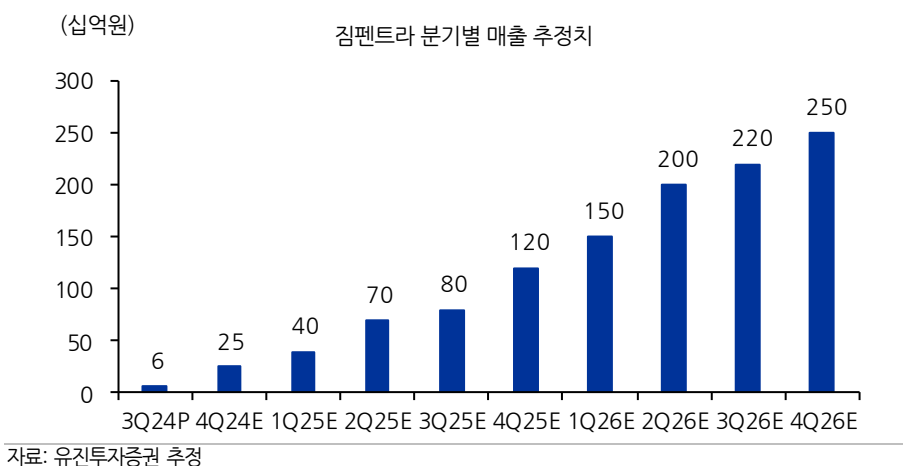


도표 3. 다케다 엔티비오 매출액 분기별 추이

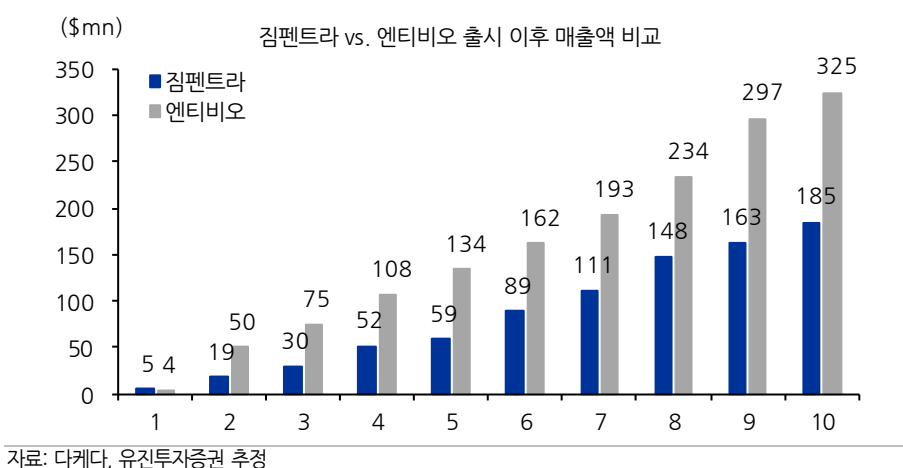
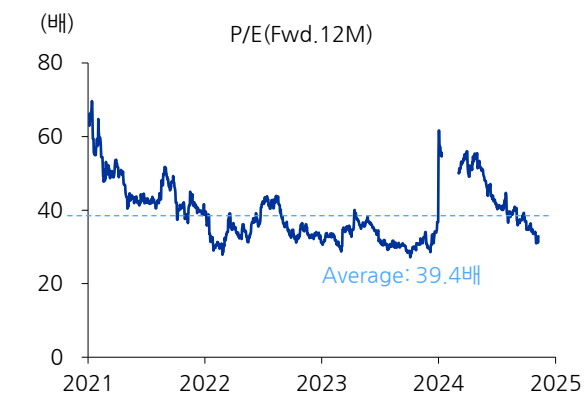
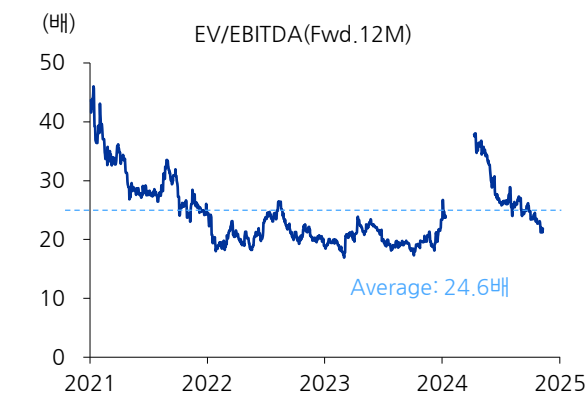


도표 4. 셀트리온 12M Fwd P/E valuation



자료: Quantiverse, 유진투자증권

도표 5. 셀트리온 12M Fwd EV/EBITDA valuation



자료: Quantiverse, 유진투자증권

3분기 실적 기대치
충족, 유럽 시장에
서 점유율 상승 중

[3분기 잠정 실적] 당사 및 시장 컨센서스에 부합하였다. 매출액 8,819 억원, 영업이익 2,077 억원(영업이익률 23.5%)으로 램시마SC, 유플라이마 등이 유럽 및 아시아 시장에서 시장 점유율을 상승시키며 고성장하고 있다. 이에 따라 2024년 매출 가이드스(3.5 조원) 달성이 가능할 전망이며, 영업이익률도 점진적으로 상승할 것으로 예상된다.

[김펜트라] 김펜트라는 3분기 매출액 65 억원으로 셀트리온의 연초 가이드스(2024년 약 6,500 억원) 및 시장 컨센서스(2,500~6,000 억원) 달성은 불가능할 전망이다.

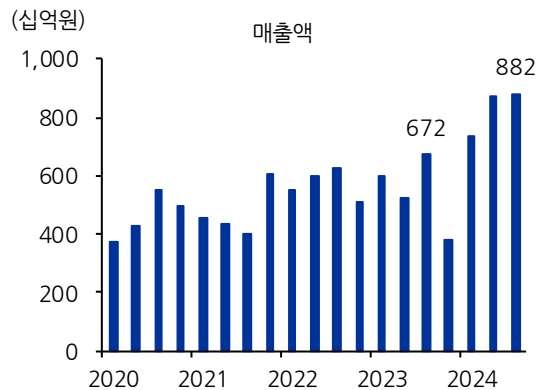
도표 6. 셀트리온 3Q24 실적 Review 및 4Q24E 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)	3Q24P					4Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoY	qoq		예상치	yoY	예상치	yoY
매출액	882	895	-1.5	935	-5.7	1,016	165	15.2	2,176	3,509	61.2	5,103	45
영업이익	208	199	4.4	219	-5.0	234	1,168	12.5	651	529	-18.8	1,373	159
지배순이익	84	174	-51.7	169	-50.3	1,193	18,168	129	536	475	-11.3	1,141	140
영업이익률	23.5	22.2	1.3	23.4	0.2	23.0	18.2	-0.6	29.9	15.1	14.9	26.9	11.8
지배순이익률	9.5	19.4	-9.9	18.1	-8.6	19.0	18.7	9.4	24.6	13.5	11.1	22.9	8.8

자료: 셀트리온, 유진투자증권, FnGuide

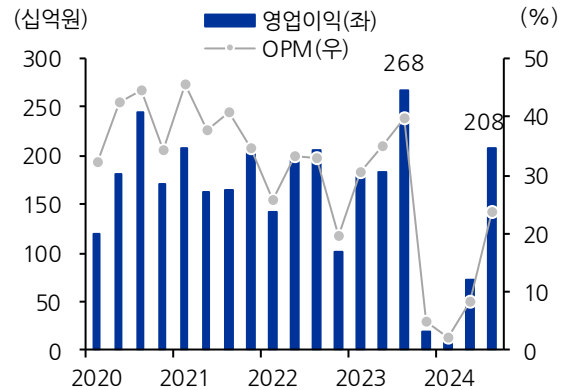
주: 2023년 12월 28일 셀트리온이 셀트리온헬스케어를 흡수합병함에 따라 2023년과 2024년 예상 실적의 연속성은 없음

도표 7. 셀트리온 분기별 매출액 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 8. 셀트리온 분기별 영업이익 추이



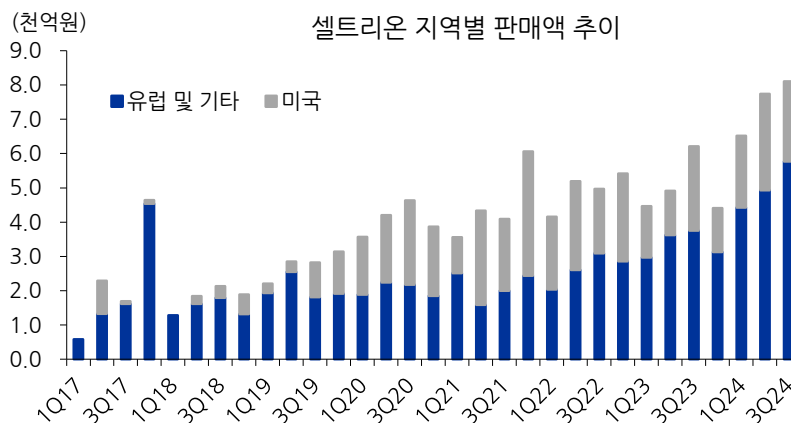
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 9. 셀트리온 분기별 예상 실적 추이

(십억원)	2024E				2025E				2024E	2025E
	1Q	2Q	3QP	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE		
매출액	737	875	882	1,016	1,085	1,289	1,280	1,449	3,509	5,103
영업이익	15	72	208	234	264	329	355	425	529	1,373
지배순이익	22	78	86	193	220	277	300	348	475	1,141
영업이익률	2.1	8.3	23.5	23.0	24.3	25.6	27.7	29.3	15.1	26.9
지배순이익률	3.0	8.9	9.8	19.0	20.3	21.5	23.4	23.8	13.5	22.9

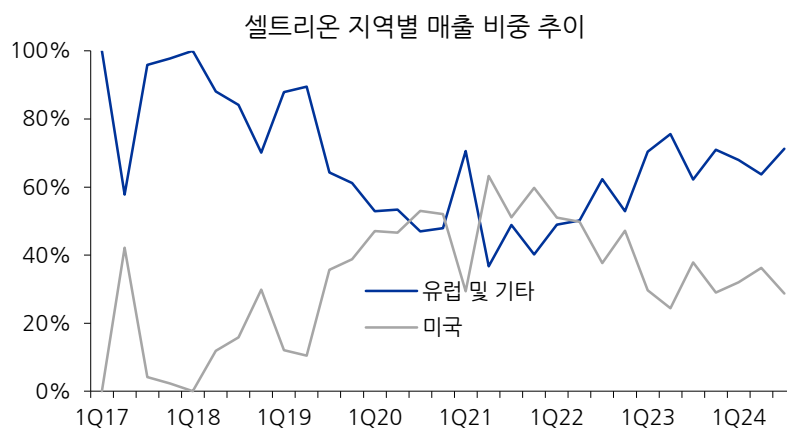
자료: 유진투자증권

도표 10. 셀트리온 지역별 판매액 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 11. 셀트리온 지역별 매출 비중 추이

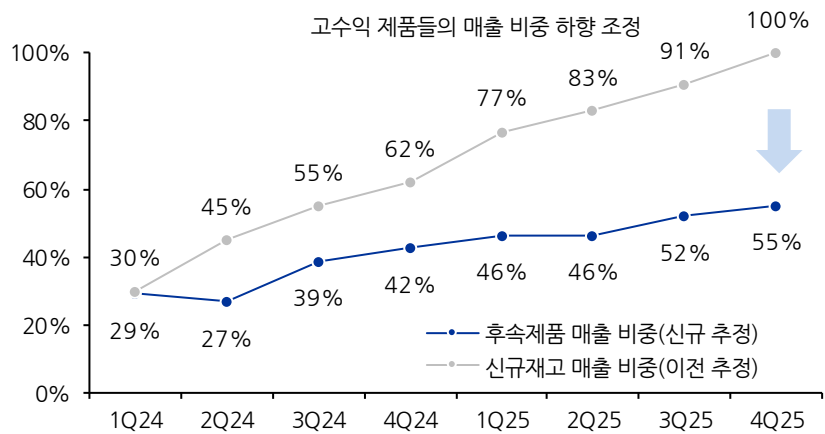


자료: 셀트리온, 유진투자증권

외형 성장 속도는
기존 예상 충족,
짐펜트라의 시장 진입
속도를 반영하여
영업이익률 하향 조정

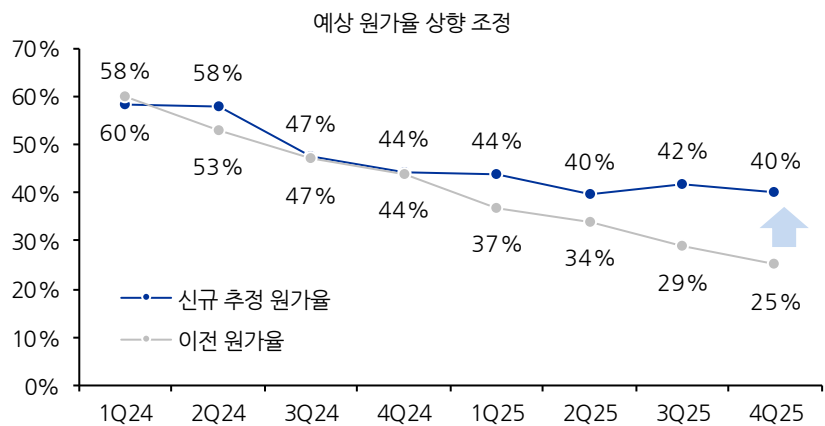
[신규 실적 추정] 미국 시장에서 2024년부터 높은 판매액을 기대했던 짐펜트라의 예상 매출액을 하향 조정하여 2025년 영업이익을 하향 조정한다. 유럽 및 아시아 시장에서의 대부분의 제품들의 점유율이 상승할 것으로 예상되어 2025년 매출 추정치는 이전 예상치와 유사할 것으로 보인다. 반면, 짐펜트라 매출액 기여 시기가 1년 지연되는 것을 반영하여 고수익 제품들의 매출 비중이 하향 조정되었다. 이에 따라 원가율도 상향 조정되었다. 당사가 연초 2025년에 달성 가능할 것으로 예상했던 실적은 2026년에 달성 가능할 전망이다.

도표 12. 셀트리온 고수익 제품들의 매출 비중 하향 조정



자료: 유진투자증권 추정

도표 13. 셀트리온 예상 원가율 상향 조정



자료: 유진투자증권 추정

도표 14. 셀트리온 연간 예상 실적 조정

(단위: 십억원, (%, %p)	2023	수정 후			수정 전			Change (%, %p)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,176	3,509	5,103	6,838	3,499	4,671	4,972	0.3	9.2	37.5
영업이익	651	529	1,373	2,036	576	1,806	1,923	-8.1	-24.0	5.9
순이익	536	475	1,141	1,663	509	1,473	1,538	-6.6	-22.5	8.1
영업이익률	29.9	15.1	26.9	29.8	16.5	38.7	38.7	-1.4	-11.8	-8.9
순이익률	24.6	13.5	22.9	24.3	14.5	31.5	30.9	-1.0	-9.2	-6.6

자료: 셀트리온, 유진투자증권 추정

[참고 자료]

도표 15. 엔티비오 분기별 매출액 추이

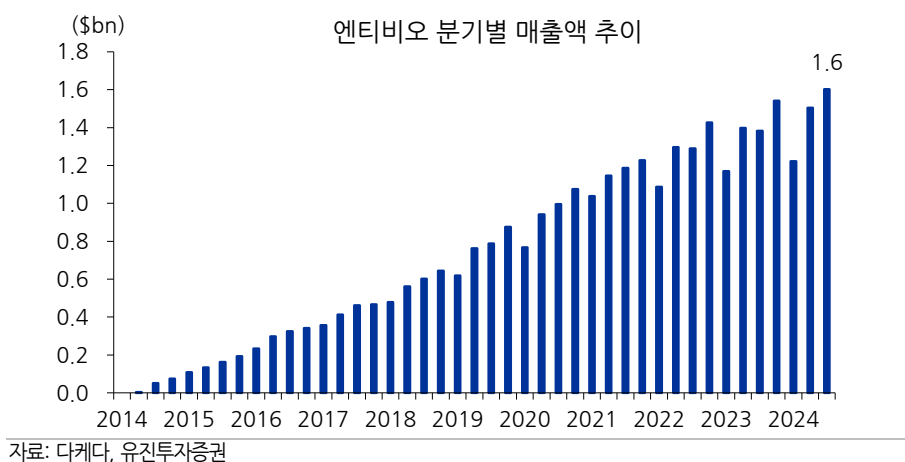


도표 16. 엔티비오 연간 매출액 추이

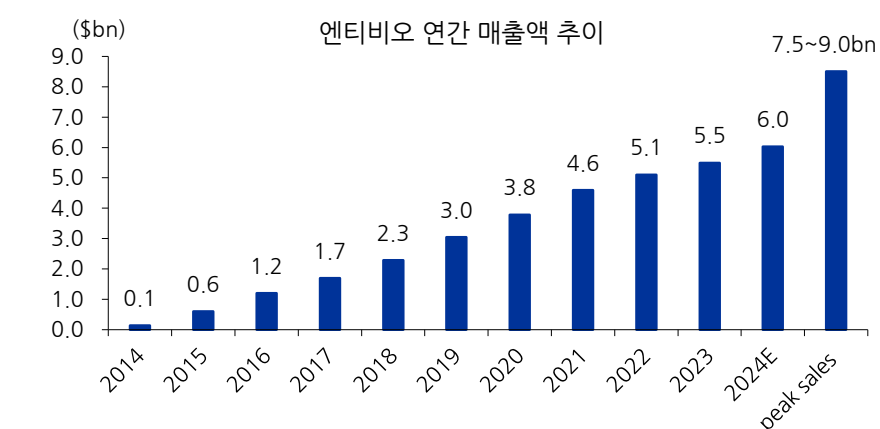
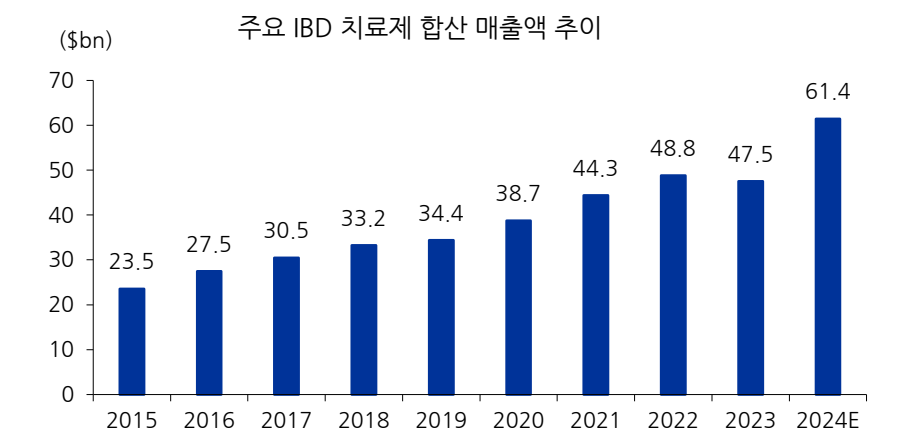


도표 17. IBD(염증성 장질환) 주요 치료제 합산 매출액 추이



셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	5,892	19,918	20,399	21,615	23,321
유동자산	2,930	5,009	5,569	6,560	8,070
현금성자산	614	760	1,293	837	1,526
매출채권	1,635	948	1,113	1,906	2,390
재고자산	616	3,041	3,005	3,653	3,984
비유동자산	2,962	14,908	14,830	15,056	15,251
투자자산	332	357	405	517	629
유형자산	1,007	1,215	1,190	1,278	1,337
기타	1,622	13,336	13,235	13,260	13,285
부채총계	1,617	2,792	3,112	3,296	3,447
유동부채	1,294	2,471	2,865	3,041	3,185
매입채무	371	477	501	715	896
유동성이자부채	665	1,783	2,151	2,111	2,071
기타	258	211	213	215	217
비유동부채	323	321	247	255	263
비유동이자부채	154	107	58	58	58
기타	169	214	190	197	205
자본총계	4,274	17,126	17,286	18,319	19,874
지배지분	4,139	16,981	17,144	18,177	19,732
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,809	14,809	14,809
이익잉여금	3,485	3,964	3,799	4,832	6,386
기타	(358)	(1,993)	(1,684)	(1,684)	(1,684)
비지배지분	135	145	142	142	142
자본총계	4,274	17,126	17,286	18,319	19,874
총차입금	819	1,890	2,209	2,169	2,129
순차입금	206	1,131	916	1,332	603

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1	537	766	188	1,334
당기순이익	543	540	476	1,147	1,671
자산상각비	226	246	380	271	300
기타비현금성손익	166	127	28	(115)	(95)
운전자본증감	(748)	(221)	(112)	(1,231)	(637)
매출채권감소(증가)	(683)	(296)	(103)	(793)	(484)
재고자산감소(증가)	(215)	57	45	(648)	(330)
매입채무증가(감소)	54	(2)	37	214	181
기타	96	20	(92)	(4)	(4)
투자현금	(297)	(139)	(109)	(501)	(559)
단기투자자산감소	(9)	(164)	60	(5)	(63)
장기투자증권감소	(24)	(19)	1	(101)	(100)
설비투자	111	210	174	226	226
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(201)	(141)	(157)	(158)	(158)
재무현금	(350)	(385)	(76)	(148)	(148)
차입금증가	(58)	(90)	(40)	(40)	(40)
자본증가	(373)	(963)	(285)	(108)	(108)
배당금지급	102	52	104	108	108
현금 증감	(637)	13	598	(462)	627
기초현금	1,188	551	565	1,163	701
기말현금	551	565	1,163	701	1,328
Gross Cash flow	966	913	938	1,419	1,971
Gross Investment	1,036	197	282	1,727	1,133
Free Cash Flow	(70)	716	657	(308)	838

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,509	5,103	6,838
증가율(%)	20.6	(4.7)	61.2	45.4	34.0
매출원가	1,251	1,125	1,853	2,329	2,820
매출총이익	1,033	1,052	1,656	2,774	4,019
판매 및 일반관리비	385	400	1,127	1,401	1,983
기타영업손익	12	4	181	24	41
영업이익	647	651	529	1,373	2,036
증가율(%)	(13.0)	0.7	(18.8)	159.4	48.3
EBITDA	874	897	909	1,643	2,335
증가율(%)	(8.8)	2.7	1.3	80.8	42.1
영업외손익	(21)	20	63	54	43
이자수익	14	19	26	26	26
이자비용	8	10	72	70	70
지분법손익	7	(13)	(6)	0	0
기타영업외손익	(35)	23	116	98	87
세전순이익	626	671	592	1,426	2,078
증가율(%)	(15.2)	7.2	(11.7)	140.8	45.7
법인세비용	95	131	117	279	407
당기순이익	543	540	475	1,147	1,671
증가율(%)	(8.9)	(0.5)	(12.0)	141.6	45.7
지배주주지분	538	536	475	1,141	1,663
증가율(%)	(7.2)	(0.4)	(11.3)	140.1	45.7
비지배지분	5	4	1	6	8
EPS(원)	3,676	2,432	2,191	5,260	7,664
증가율(%)	(7.3)	(33.9)	(9.9)	140.1	45.7
수정EPS(원)	3,676	2,432	2,191	5,260	7,664
증가율(%)	(7.3)	(33.9)	(9.9)	140.1	45.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,676	2,432	2,191	5,260	7,664
BPS	29,398	77,083	79,009	83,769	90,933
DPS	399	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	43.7	82.9	82.9	34.5	23.7
PBR	5.5	2.6	2.3	2.2	2.0
EV/ EBITDA	26.1	34.1	44.3	24.8	17.1
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	24.3	48.6	42.0	27.7	20.0
수익성(%)					
영업이익률	28.3	29.9	15.1	26.9	29.8
EBITDA이익률	38.2	41.2	25.9	32.2	34.2
순이익률	23.8	24.8	13.5	22.5	24.4
ROE	13.4	5.1	2.8	6.5	8.8
ROIC	14.1	4.7	2.3	5.9	8.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	4.8	6.6	5.3	7.3	3.0
유동비율	226.4	202.8	194.4	215.7	253.4
이자보상배율	86.2	67.4	7.4	19.5	29.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3
매출채권회전율	1.7	1.7	3.4	3.4	3.2
재고자산회전율	3.8	1.2	1.2	1.5	1.8
매입채무회전율	6.7	5.1	7.2	8.4	8.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

