

셀트리온 (068270)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

240,000

현재주가

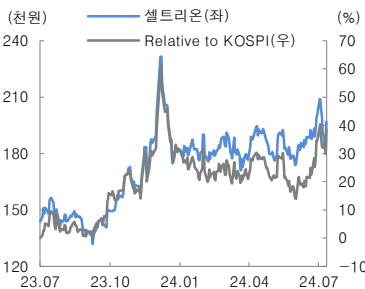
(24.08.07)

197,000

제약업종

KOSPI	2568.41
시가총액	42,748십억원
시가총액비중	1.85%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	231,500원 / 131,800원
120일 평균거래대금	1,333억원
외국인지분율	22.93%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 86 인 28.29% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	1.3	10.1	32.2
상대수익률	18.2	7.9	11.8	32.8



상반기는 예상대로, 하반기가 기대된다

- 2Q24 연결 매출 8,747억원(+18.7qoq), 영업이익 725억원(+370.8%qoq)
- 기존 제품의 견조한 성장으로 분기 최초로 8천억원 이상 매출 달성
- 짐펜트라 매출 6월부터 발생 시작, 하반기 본격적인 매출 성장 기대

투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

셀트리온에 대해 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 합병 후 원가를 정상화 및 미국 출시 신제품 매출 비중이 높아진 26년 EBITDA를 할인하여 49.8조원으로 추정. 비영업가치인 셀트리온제약 지분가치 2.1조원을 더하여 총 기업가치 51.4조원 산정.

2Q24 Review: 기존 제품의 견조한 성장세로 컨센서스 부합

[연결] 매출 8,747억원(+18.7% QoQ), 영업이익 725억원(+370.8% qoq), OPM 8.3%로 기존 제품의 견조한 성장세로 컨센서스 부합하는 실적 달성.

[기존 제품] 매출 5,406억원(+23.7% qoq)로 기존 제품의 견조한 성장세에 따라 큰 폭으로 성장. 램시마V 3,634억원(+21.5% qoq), 트룩시마 1,154억원(+14.6% qoq), 허주마 618억원(+65.2% qoq). 특히 램시마V는 유럽에서 약 60%의 높은 점유율을 꾸준히 유지하고 있으며, 미국에서는 화이자향 공급 물량이 증가하면서 분기 최초로 3천억원이 넘는 매출을 달성하며 매출 성장에 기여함.

[후속 제품] 매출 2,334억원(+9.1% qoq) 기록. 램시마SC 1,112억원(-1.1% qoq), 유플라이마 800억원(+19.4% qoq), 베그젤마 400억원(+15.6% qoq), 짐펜트라 22억원. 후속 제품 기존 제품으로 쌓아온 제품 경쟁력 및 브랜드 인지도 바탕으로 유럽에서 점유율 상승중.

2Q24 매출 원가율 57.9%로 1Q24 58.4% 대비 소폭 하락. 이는 자체 생산 대비 단가가 높은 램시마 DS 물량이 CMO 론지에서 유입된 것이 원인. 다만 하반기에는 론지의 추가적인 물량 공급 계획이 부재하여, 상반기 대비 낮은 매출 원가율을 기록할 전망.

우리의 기대작, 짐펜트라는 이제 시작이다

짐펜트라는 6월부터 Express 항 매출 발생이 시작되었으며, 7/30일, 8/2일 각각 나머지 2개의 대형 PBM과 모두 계약 완료되어 미국 전체 보험시장 커버리지의 75%를 확보하여, 하반기부터 본격적인 매출 발생 예상. 짐펜트라는 미국에서 신약으로 승인되어 약가가 높고 마진률이 높아 매출 발생이 본격화 될 시 이익 개선에 긍정적 영향을 줄 것으로 판단됨. 또한 1H24에 합병 후 발생한 판권 관련 PPA 분기별 약 600억원 반영이 완료되면서 3분기부터는 PPA 상각비 규모가 분기별 70억원으로 감소하면서 수익성 개선에 기여할 예정.

(단위: 십억원 %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	524	737	793	875	66.9	18.7	797	923	37.2	5.5
영업이익	183	15	60	73	-60.4	369.6	73	197	-26.4	171.6
순이익	148	22	59	70	-52.5	212.1	68	178	-19.7	154.4

자료: 셀트리온, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 셀트리온 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	49,751	
26년 EBITDA	1,913	할인율 8.2% 적용 값
EV/EBITDA 멀티플	26	19년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 22%
비영업가치 (B)	2,141	셀트리온제약 지분 (최근 6개월 평균 시가총액*지분율 54.8%)
순차입금 (C)	536	
총 기업가치 (A+B-C)	51,356	
보통주 총 주식수 (천주)	211,453	
적정주가 (원)	242,872	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	197,000	
상승여력	22%	

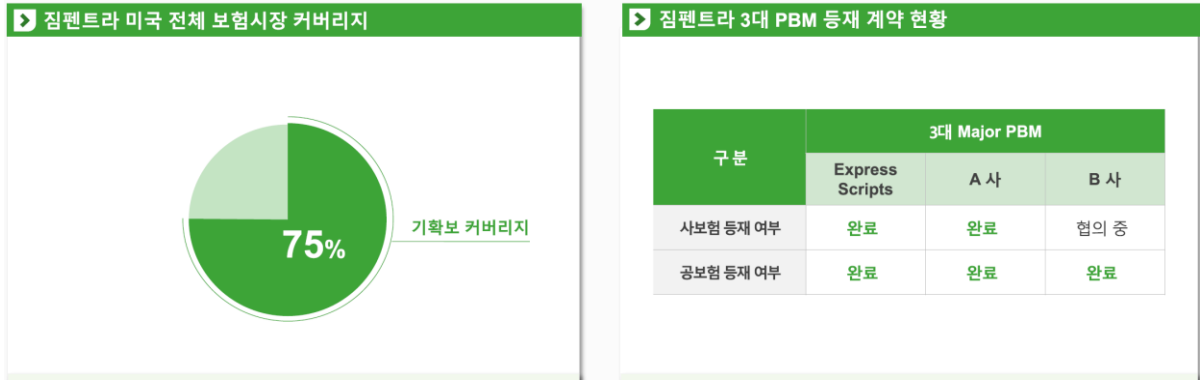
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 셀트리온 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
셀트리온 연결 매출	597.6	524.0	672.3	585.0	737.0	874.7	922.5	1087.8	2378.8	3622.0	4348.3
yoy(%)	8.5%	-12.1%	4.1%	14.6%	23.3%	66.9%	37.2%	85.9%	3.3%	52.3%	20.1%
바이오시밀러 매출	443.1	494.3	633.5	414.0	651.2	774.0	772.5	898.5	1984.9	3096.3	3774.5
기존 제품	357.5	365.5	462.0	269.0	437.2	540.6	486.4	506.2	1454.0	1970.4	2147.8
yoy(%)	4.9%	-16.2%	20.9%	-22.3%	22.3%	47.9%	5.3%	88.2%	-3.4%	35.5%	9.0%
램시마 IV	236.7	238.5	295.0	220.0	299.1	363.4	312.7	327.6	990.2	1302.7	1313.3
트룩시마	75.5	82.0	108.0	5.0	100.7	115.4	110.0	113.8	270.5	439.9	512.1
허주마	45.3	45.0	59.0	44.0	37.4	61.8	63.8	64.8	193.3	227.7	322.4
후속 제품	85.6	131.5	161.0	131.0	214.0	233.4	286.2	392.3	509.1	1125.9	1626.8
yoy(%)	105.9%	130.3%	116.2%	32.8%	150.0%	77.5%	77.7%	199.5%	87.3%	121.2%	44.5%
램시마 SC	65.5	80.7	103.6	75.0	112.4	111.2	114.0	118.3	324.8	455.9	465.9
짐펜트라	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	50.6	149.5	0.0	202.2	449.5
유폴라이마	20.1	32.6	47.0	42.0	67.0	80.0	80.6	82.4	141.7	310.0	363.6
베그젤마	0.0	18.2	13.0	15.0	34.6	40.0	41.0	42.2	46.2	157.8	219.1
신규파이프라인	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	128.7
Non-바이오시밀러	184.8	123.0	220.0	184.5	86.0	101.0	150.0	189.3	712.3	526.3	573.8
매출원가	333.4	247.8	301.9	241.4	430.3	506.9	432.3	478.0	1124.6	1847.5	1795.3
매출원가율(%)	55.8%	47.3%	44.9%	41.3%	58.4%	58.0%	46.9%	43.9%	47.3%	51.0%	41.3%
매출총이익	264.2	276.2	370.4	141.2	306.7	367.8	490.2	609.8	1051.9	1774.5	2553.0
GPM(%)	44.2%	52.7%	55.1%	24.1%	41.6%	42.0%	53.1%	56.1%	44.2%	49.0%	58.7%
영업이익	182.4	183.0	267.6	18.4	15.4	72.5	197.0	334.9	651.5	619.8	1306.8
OPM(%)	30.5%	34.9%	39.8%	3.1%	2.1%	8.3%	21.3%	30.8%	27.4%	17.1%	30.1%
yoy(%)	28.2%	-8.0%	25.2%	-81.7%	-91.5%	-60.4%	-26.4%	1718.3%	-0.6%	-4.9%	110.8%

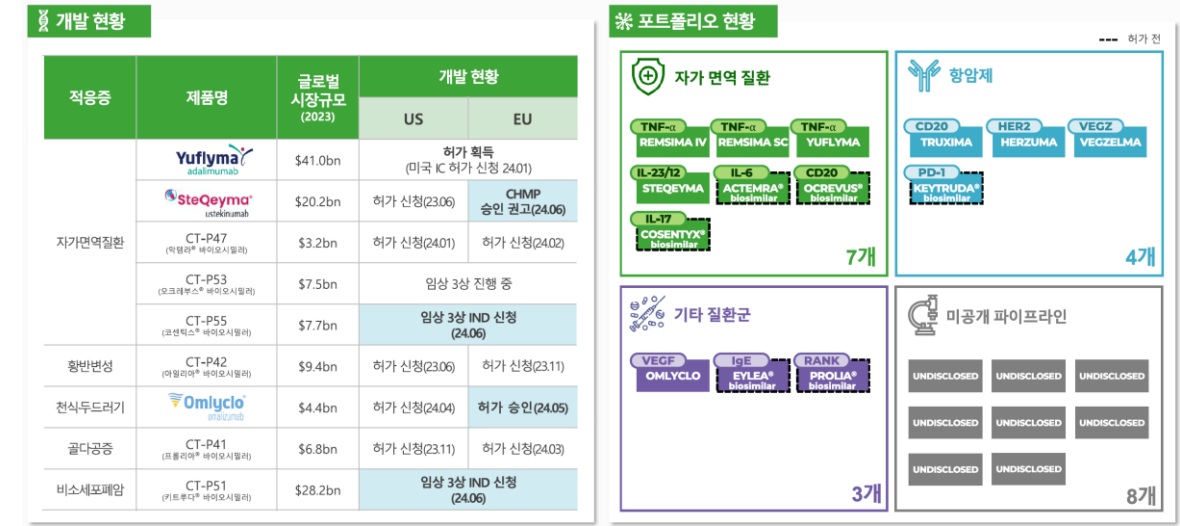
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 1. 짐펜트라 미국 PBM 등재 현황



자료: 셸트리온, 대신증권 Research Center

그림 2. 바이오시밀러 파이프라인 현황



자료: 셸트리온, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

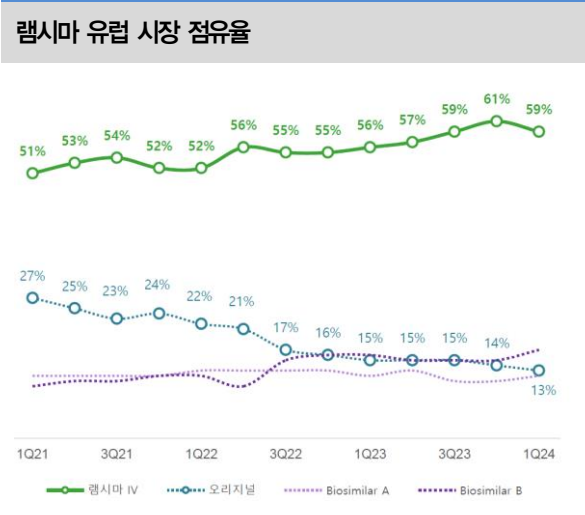
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 24년 12월부터 3공장 가동 예정
- 세계 최초 개발한 자가면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음.
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

주가 변동요인

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

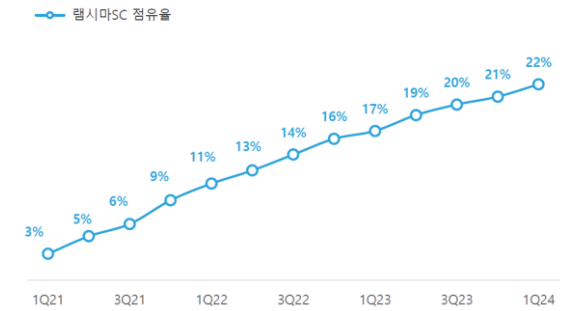
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

Earnings Driver



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

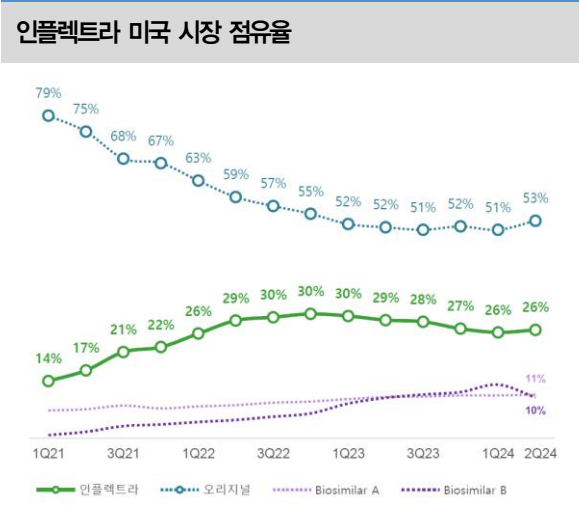
램시마 SC 유럽 시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

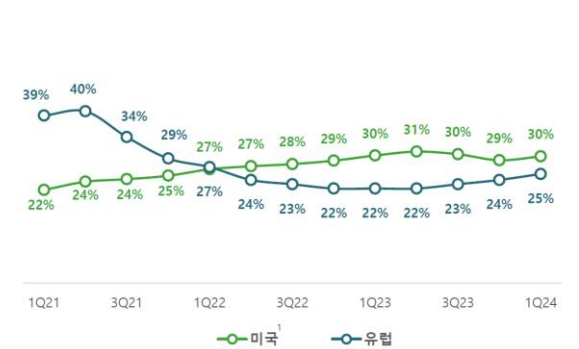


자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

트록시마 글로벌 시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,622	4,349	5,497
매출원가	1,251	1,125	1,848	1,795	2,052
매출총이익	1,033	1,052	1,775	2,553	3,445
판매비와관리비	385	400	1,155	1,246	1,561
영업이익	647	651	620	1,307	1,884
영업외수익	283	29.9	17.1	30.1	34.3
EBITDA	874	897	1,062	1,503	2,071
영업외손익	-21	20	24	17	15
관계기업손익	7	-11	-11	-11	-11
금융수익	25	31	41	34	34
외환평가이익	38	29	26	26	26
금융비용	-14	-20	-25	-25	-27
외환평가손실	6	10	7	7	7
기타	-40	19	19	19	19
법인세비용차감전순이익	626	671	644	1,325	1,899
법인세비용	-95	-131	-126	-259	-372
계속사업순이익	531	540	518	1,065	1,527
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	518	1,065	1,527
당기순이익률	23.8	24.8	14.3	24.5	27.8
비자비자분순이익	5	4	4	8	12
자비자분순이익	538	536	513	1,057	1,515
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	566	544	521	1,069	1,532
비자비자분포괄이익	5	4	4	8	12
자비자분포괄이익	562	540	517	1,061	1,519

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,677	3,639	2,362	4,871	6,983
PER	436	55.4	78.7	38.1	26.6
BPS	28,301	115,369	80,042	84,594	91,131
PBR	5.7	1.7	2.5	2.3	2.2
EBITDAPS	5,973	6,096	4,886	6,926	9,545
EV/EBITDA	26.3	34.3	40.9	28.7	20.7
SPS	15,615	14,787	16,665	20,040	25,332
PSR	10.3	13.6	11.8	9.8	7.8
CFPS	6,605	6,201	4,919	6,959	9,578
DPS	361	500	500	500	500

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	206	-4.7	66.4	20.1	26.4
영업이익 증/감률	-130	0.7	-4.9	110.9	44.1
순이익 증/감률	-8.9	-0.5	-4.1	105.8	43.4
수익성					
ROIC	13.1	4.5	2.7	5.6	7.7
ROA	11.2	5.0	3.1	6.1	8.2
ROE	13.4	5.1	3.0	5.9	7.9
안정성					
부채비율	37.8	16.3	17.7	18.6	19.3
순차입금비율	4.8	6.6	2.8	1.0	-0.6
이자보상비율	86.2	67.4	34.8	73.6	95.6

자료: 섀프론 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	6,196	7,601	9,542
현금및현금성자산	551	565	1,386	1,909	2,462
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,584	1,900	2,399
재고자산	616	3,041	2,786	3,345	4,228
기타유동자산	127	455	440	447	453
비유동자산	2,962	14,908	14,455	14,360	14,253
유형자산	1,007	1,215	1,268	1,299	1,309
관계기업투자금	89	105	113	121	129
기타비유동자산	1,866	13,589	13,074	12,940	12,816
자산총계	5,892	19,918	20,651	21,960	23,795
유동부채	1,294	2,471	2,712	2,963	3,256
매입채무 및 기타채무	371	477	512	532	563
차입금	554	1,608	1,736	1,875	2,025
유동상채무	84	176	211	253	304
기타유동부채	286	211	253	303	364
비유동부채	323	321	394	484	596
차입금	152	99	129	168	218
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	172	222	265	316	378
부채총계	1,617	2,792	3,106	3,447	3,851
자비자분	4,139	16,981	17,396	18,356	19,775
자본금	141	220	225	229	234
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금	3,485	3,964	4,373	5,327	6,739
기타자본변동	-358	-1,993	-1,992	-1,990	-1,988
비자비자분	135	145	149	157	169
자본총계	4,274	17,126	17,545	18,513	19,944
순차입금	206	1,131	499	191	-114

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	632	423	381
당기순이익	543	540	518	1,065	1,527
비현금항목의 가감	423	373	552	445	551
감가상각비	226	246	442	196	187
외환손익	-18	-2	-12	-12	-12
자본법평가손익	-7	11	11	11	11
기타	222	118	110	250	364
자산부채의 증감	-748	-221	-325	-835	-1,332
기타현금흐름	-217	-154	-112	-252	-366
투자활동 현금흐름	-297	-139	410	297	317
투자자산	-30	-22	-8	-8	-8
유형자산	-111	-210	-120	-100	-80
기타	-156	93	538	406	406
재무활동 현금흐름	-350	-385	143	169	201
단기차입금	0	0	129	139	150
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	30	39	50
유상증자	16	13,998	4	4	5
현금배당	-102	-52	-104	-103	-103
기타	-263	-14,332	83	90	99
현금의 증감	-637	13	821	523	552
기초 현금	1,188	551	565	1,386	1,909
기말 현금	551	565	1,386	1,909	2,462
NOPLAT	549	524	498	1,051	1,515
FCF	464	419	965	1,159	1,634

[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:이희영)
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

제시일자	24.08.08	24.04.15	24.03.05	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	200,000	200,000	200,000
과다율(평균%)		(22.55)	(7.83)	(7.43)	
과다율(최대/최소%)		(12.92)	15.75	15.75	

제시일자	2024.06.29
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240805)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

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

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