

셀트리온 068270

2Q24Pre: 시밀러 본업 성장도 견조

2Q24 Preview. 시밀러 본업 성장도 견조

2Q24 셀트리온의 매출액 및 영업이익은 각 각 8,014억원(+8.7% QoQ), 700억원(+354.5% QoQ, OPM 8.7%)을 기록하여 컨센서스에 매출액 및 영업이익 소폭 상회하는 호실적을 달성할 것으로 전망한다. 매출원가율은 1Q24 58.4%에서 약 5.6%p 하락한 52.8%로 전망된다. 상반기까지 PPA 무형자산 상각금과 높은 매출원가율로 다소 아쉬운 실적을 보일 것으로 예상되나 하반기부터는 PPA 상각금이 감소되며 고수의 품목 짐펜트라 매출 인식으로 크게 성장할 것으로 기대된다. 과거 대비 판매 품목이 확장된 점을 감안하여 재고자산은 약 3조원 수준에서 크게 벗어나지 않는 수준으로 추정하였다.

'24년 연간 기준 매출액 3조 4,809억원, 매출원가율 48.3%, 영업이익 6,770억원(OPM 19.5%)으로 전망한다. 셀트리온의 바이오시밀러 매출은 약 3조 182억원으로 소폭 상향하였다. 램시마SC의 출시가 유럽 인플릭시맙 시장에 긍정적인 영향을 미치고 있어 램시마IV의 성장세까지 이끌어내고 있으며 트룩시마, 허쥬마의 실적이 견조하다. 이에 더불어 신규제품 유플라이마와 베그젤마가 올해 내 성장을 이룰 것으로 기대된다.

짐펜트라 '25년 매출 약 9,853억원 전망

짐펜트라는 출시 첫 해 약 3,056억원, '25년 약 9,853억원의 매출을 달성할 것으로 기대된다. 2분기까지 짐펜트라는 스타트 프로그램을 통해 약물을 무상공급하여 실 매출은 저조할 것으로 예상되나 7월 1일 Express scripts의 보험 환급이 본격화됨에 따라 3분기부터 매출의 본격적인 성장이 이루어질 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 270,000원 유지

셀트리온에 대하여 대형주 Top pick, 투자의견 매수, 목표주가 270,000원을 유지한다. 올해는 짐펜트라 초기 매출을 통해 향후 짐펜트라의 매출을 예측해보는 시점이다. Target multiple은 보수적으로 셀트리온이 가장 저평가되었던 2019년의 PER에서 약 20%를 할인한 값을 적용하였다. 이러한 multiple은 짐펜트라의 실적이 가시화되는 '25년 이후 고성장 구간에서 확장될 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,176	3,481	4,804
영업이익	744	647	651	677	1,997
영업이익률(%)	39.3	28.3	29.9	19.5	41.6
세전이익	739	626	671	694	2,014
지배주주지분순이익	579	538	536	678	1,958
EPS(원)	3,964	3,676	2,465	3,154	9,107
증감률(%)	11.7	-7.3	-32.9	27.9	188.8
ROE(%)	16.0	13.4	5.1	3.9	10.6
PER(배)	48.1	43.7	81.7	58.6	20.3
PBR(배)	6.7	5.5	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	28.0	26.1	50.7	22.3	12.1

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2024.07.11

매수(유지)

목표주가(상향)	270,000원
현재주가(07/10)	184,700원
상승여력	46.2%

Stock Data

KOSPI	2,868.0pt
시가총액(보통주)	40,079십억원
발행주식수	216,993천주
액면가	1,000원
자본금	220십억원
60일 평균거래량	582천주
60일 평균거래대금	106,857백만원
외국인 지분율	22.9%
52주 최고가	241,000원
52주 최저가	131,000원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 86인)	28.3%
국민연금공단(외 1인)	6.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-2.5	-8.7
3M	1.9	-4.1
6M	-10.3	-23.2

주가차트

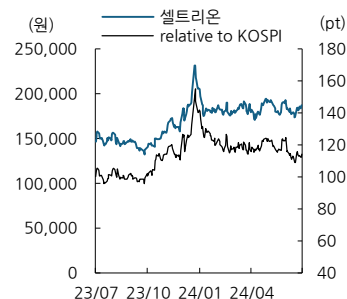


표1 2Q24 셀트리온 Preview

(십억원)	변경 후	변경 전	과리율	컨센서스	vs. 컨센서스	1Q24	QoQ
매출액	801.4	765.3	4.7%	783.4	2.3%	737.0	8.7%
영업이익	70.0	44.5	57.3%	68.9	1.6%	15.4	354.5%
당기순이익	66.8	43.9	51.6%	54.6	21.9%	20.77	220.5%
OPM	8.7%	5.8%		8.8%		2.1%	
NPM	8.3%	5.7%		7.0%		2.8%	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

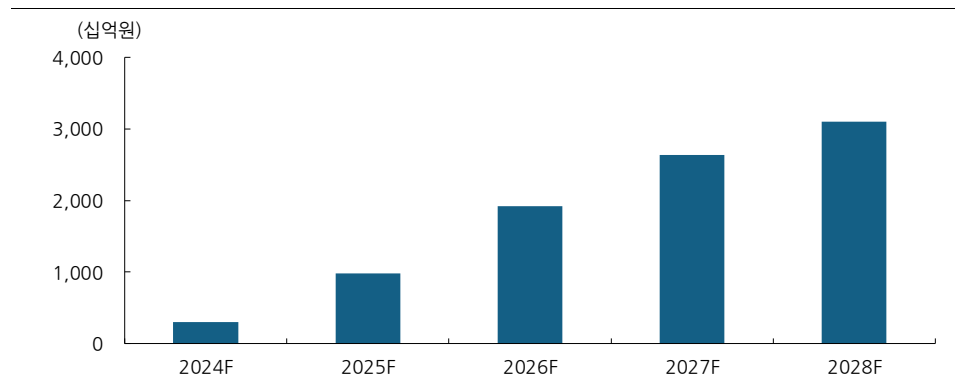
표1 셀트리온 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025
매출액	737.0	801.4	945.2	997.3	1092.1	1136.3	1273.8	1301.5	3480.9	4803.7
YoY	16.1%	28.1%	19.4%	70.5%	48.2%	41.8%	34.8%	30.5%	32.0%	38.0%
시밀러	651.2	706.0	810.7	850.3	1000.6	1042.9	1136.2	1152.4	3018.2	4332.1
램시마 IV	299.6	297.7	272.9	256.4	278.3	295.9	284.2	315.9	1126.6	1174.3
램시마 SC	117.2	130.0	232.9	261.3	344.9	349.3	394.6	372.7	741.4	1461.6
유럽	117.2	114.7	105.1	98.8	112.4	113.8	119.1	131.0	435.8	476.2
북미(김펜트라)	0.0	15.3	127.7	162.6	195.1	216.8	246.3	327.1	305.6	985.3
트룩시마	97.7	97.9	85.3	83.5	80.9	81.9	92.5	87.4	364.3	342.6
허쥬마	39.1	48.9	43.1	51.7	41.9	42.4	47.9	45.3	182.8	177.5
유플라이마	65.1	73.7	113.0	120.4	153.4	155.3	169.0	172.2	372.2	650.0
베그젤마	32.6	57.9	63.5	65.3	77.5	78.5	88.6	83.7	219.2	328.3
그 외	0.0	0.0	0.0	11.7	23.8	39.6	59.4	75.2	11.7	197.9
제약+케미컬	81.1	90.3	83.9	86.6	86.3	87.7	87.0	87.8	341.9	348.8
CMO	0.0	0.0	50.0	50.0	0.0	0.0	50.0	50.0	100.0	100.0
기타	4.7	5.2	0.5	10.4	5.2	5.7	0.6	11.4	20.8	22.9
매출원가	430.3	422.8	411.5	416.6	433.4	413.0	416.7	410.4	1681.3	1648.8
매출원가율	58.4%	52.8%	43.5%	41.8%	39.7%	36.3%	32.7%	31.5%	48.3%	34.3%
매출총이익	306.7	378.6	533.7	580.7	658.7	723.3	857.1	891.1	1,799.6	3,154.9
YoY					114.8%	96.0%	63.1%	55.5%	0.0%	75.3%
매출총이익률	41.6%	47.2%	56.5%	58.2%	60.3%	63.7%	67.3%	68.5%	51.7%	65.7%
영업이익	15.4	70.0	281.1	310.5	382.7	443.1	571.1	585.5	677.0	1996.9
YoY					2378.8%	535.6%	109.4%	93.3%	-256.4%	195.0%
영업이익률	2.1%	8.7%	29.7%	31.1%	35.0%	39.0%	44.8%	45.0%	19.5%	41.6%

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

주: '24년부터 합병법인 실적이 적용되어 매출액/매출총이익/영업이익의 YoY 적용하지 않았음

그림1 김펜트라 매출 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 CVS caremark 4월 1일부터 휴미라 오리지널 커버리지 제외

CVS Caremark accelerates biosimilars adoption through formulary changes

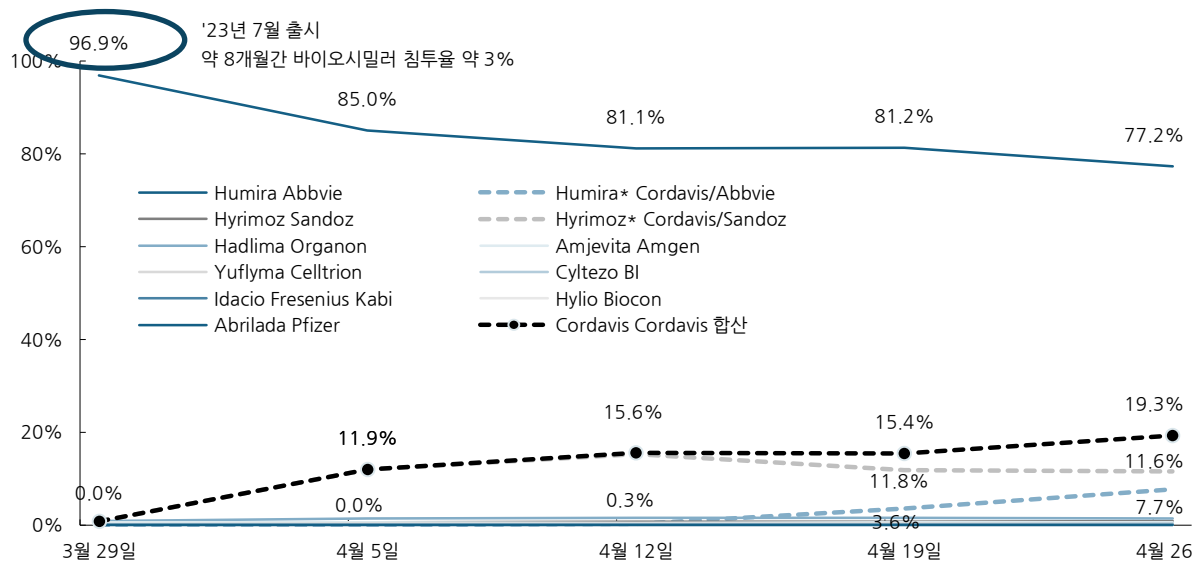
January 3, 2024 | 3 minute read time

Download Share

WOONSOCKET, R.I., Jan. 3, 2024 — Today CVS Caremark®, a CVS Health® (NYSE: [CVS](#)) company, announced the continuation of its efforts to expand adoption of biosimilars. **Effective April 1, 2024, Humira® will be removed from our major national commercial template formularies** and Humira biosimilars will be covered. Humira will continue to be an option for its customers with Choice and Standard Opt Out commercial formularies. Commercial formularies are the drug lists used by employers, unions and health plans for prescription drug coverage.

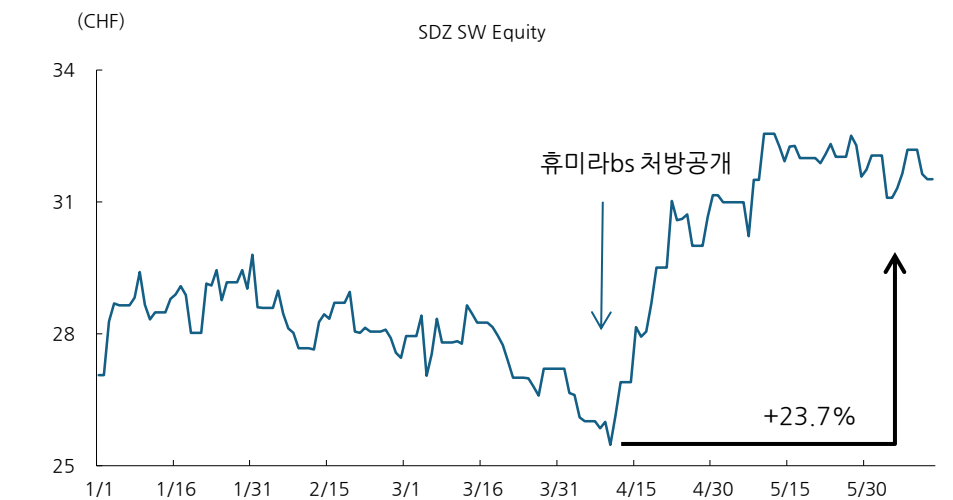
자료: CVS health, DS투자증권 리서치센터

그림2 Cordavis Private label 제품 Market share 추이



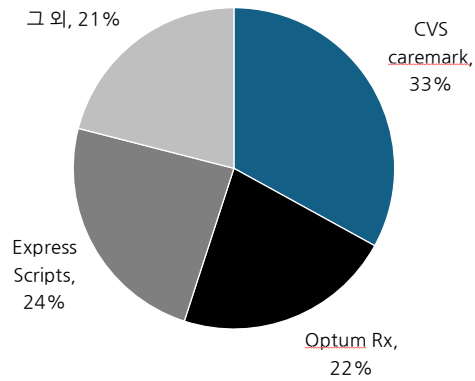
자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

그림3 Sandoz 시가총액 추이



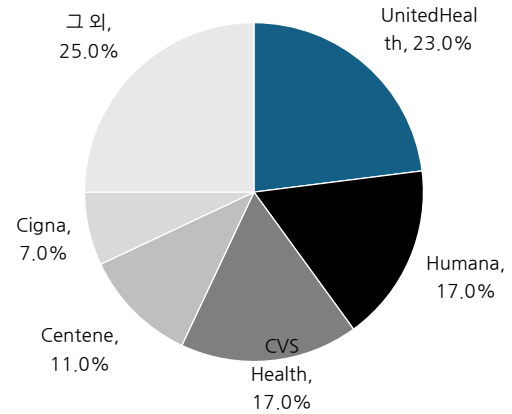
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 미국 PBM 점유율



자료: Drug channel, DS투자증권 리서치센터

그림5 Medicare Part C,D 가입자 점유율



자료: KFF, DS투자증권 리서치센터

그림6 현재 3대 보험사 휴미라bs 선호 커버리지 및 Private label 현황

CVS caremark		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)*	Abbvie	\$6,922
Humira/Cordavis	Abbvie	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315
Hyrimoz/Cordavis	Sandoz	\$1,315

Express scripts		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Cyltezo	BI	\$6,576
Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315
Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD
adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD

Optum Rx		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Amjevita(High)	Amgen	\$6,576
Amjevita(Low)	Amgen	\$3,115
Cyltezo	BI	\$6,576
Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 푸른색 음영은 Private label에 납품하는 상품명

[셀트리온 068270]

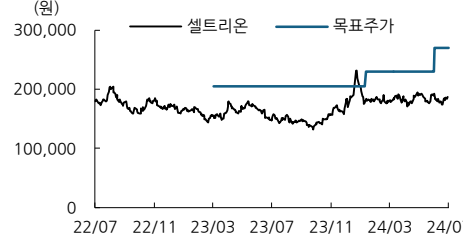
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	5,009	6,832	9,809	매출액	1,893	2,284	2,176	3,481	4,804
현금 및 현금성자산	1,188	551	565	913	2,209	매출원가	806	1,251	1,125	1,681	1,649
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	948	1,369	1,787	매출총이익	1,088	1,033	1,052	1,800	3,155
재고자산	578	616	3,041	4,080	5,324	판매비 및 관리비	343	385	400	1,123	1,158
기타	186	127	455	470	489	영업이익	744	647	651	677	1,997
비유동자산	2,600	2,962	14,908	14,115	13,232	(EBITDA)	958	874	897	1,846	3,292
관계기업투자등	89	118	134	133	138	금융손익	31	24	21	17	0
유형자산	950	1,007	1,215	1,294	1,436	이자비용	8	8	10	19	0
무형자산	1,492	1,622	13,336	12,426	11,386	관계기업등 투자손익	-5	7	-13	-17	-17
자산총계	5,674	5,892	19,918	20,947	23,041	기타영업외손익	-32	-52	11	17	34
유동부채	1,210	1,294	2,471	3,026	3,240	세전계속사업이익	739	626	671	694	2,014
매입채무 및 기타채무	309	371	477	664	867	계속사업법인세비용	153	95	131	66	201
단기금융부채	570	665	1,783	2,091	2,091	계속사업이익	586	531	540	628	1,813
기타유동부채	331	258	211	271	282	중단사업이익	10	11	0	0	0
비유동부채	413	323	321	292	300	당기순이익	596	543	540	628	1,813
장기금융부채	175	154	107	90	90	지배주주	579	538	536	678	1,958
기타비유동부채	239	169	214	203	211	총포괄이익	614	566	540	628	1,813
부채총계	1,624	1,617	2,792	3,318	3,540	매출총이익률 (%)	57.4	45.2	48.3	51.7	65.7
지배주주지분	3,917	4,139	16,981	17,487	19,359	영업이익률 (%)	39.3	28.3	29.9	19.5	41.6
자본금	138	141	220	220	220	EBITDA마진률 (%)	50.6	38.2	41.2	53.0	68.5
자본잉여금	856	871	14,790	14,800	14,800	당기순이익률 (%)	31.5	23.8	24.8	18.0	37.7
이익잉여금	3,052	3,485	3,964	4,178	6,051	ROA (%)	10.8	9.3	4.2	3.3	8.9
비지배주주지분(연결)	133	135	145	142	142	ROE (%)	16.0	13.4	5.1	3.9	10.6
자본총계	4,050	4,274	17,126	17,629	19,501	ROIC (%)	17.1	14.1	4.7	3.3	9.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	537	251	1,818	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	596	543	540	628	1,813	P/E	48.1	43.7	81.7	58.6	20.3
비현금수익비용가감	452	423	373	850	1,466	P/B	6.7	5.5	2.6	2.3	2.1
유형자산감가상각비	62	65	64	83	93	P/S	14.7	10.3	20.4	11.6	8.4
무형자산상각비	152	162	182	1,087	1,203	EV/EBITDA	28.0	26.1	50.7	22.3	12.1
기타현금수익비용	238	197	127	-386	171	P/CF	26.6	24.3	48.6	27.3	12.3
영업활동 자산부채변동	0	-748	-221	-1,227	-1,460	배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	109	-683	-296	-382	-418	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-268	-215	57	-1,035	-1,244	매출액	2.4	20.6	-4.7	59.9	38.0
매입채무 증가(감소)	44	54	-2	122	203	영업이익	3.6	-13.0	0.7	3.9	195.0
기타자산 부채변동	114	96	20	69	-1	세전이익	12.4	-15.2	7.2	3.4	190.2
투자활동 현금	-356	-297	-139	-371	-437	당기순이익	13.3	-8.9	-0.5	16.3	188.8
유형자산처분(취득)	-63	-111	-210	-173	-234	EPS	11.7	-7.3	-32.9	27.9	188.8
무형자산 감소(증가)	-230	-201	-141	-162	-163	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-54	-34	-183	2	-30	부채비율	40.1	37.8	16.3	18.8	18.2
기타투자활동	-8	49	395	-38	-11	유동비율	254.0	226.4	202.8	225.8	302.8
재무활동 현금	-69	-350	-385	469	-86	순차입금/자기자본(x)	-12.8	4.8	6.6	6.2	-1.1
차입금의 증가(감소)	-135	-58	-90	-21	0	영업이익/금융비용(x)	90.4	86.2	67.4	35.1	n/a
자본의 증가(감소)	-18	-373	-963	490	-86	총차입금 (십억원)	744	819	1,890	2,180	2,180
배당금의 지급	0	102	52	87	86	순차입금 (십억원)	-518	206	1,131	1,090	-212
기타재무활동	83	81	668	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	504	-637	13	348	1,296	EPS	3,964	3,676	2,465	3,154	9,107
기초현금	684	1,188	551	565	913	BPS	28,397	29,398	77,083	80,198	88,784
기말현금	1,188	551	565	913	2,209	SPS	12,952	15,610	9,880	15,964	22,030
NOPLAT	590	549	524	612	1,797	CFPS	7,166	6,602	4,143	6,775	15,037
FCF	691	-79	552	-120	1,382	DPS	727	399	400	400	400

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

셀트리온 (068270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-03-13	담당자변경				
2023-03-13	매수	205,000	-21.5	12.9	
2023-04-12	매수	205,000	-21.2	12.9	
2023-06-09	매수	205,000	-22.3	12.9	
2023-08-16	매수	205,000	-21.1	12.9	
2024-01-22	매수	230,000	-20.5	-15.4	
2024-06-12	매수	270,000	-32.9	-30.5	
2024-07-11	매수	270,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.