

# 셀트리온 (068270)

## 3Q24 Re: 희비가 공존한 실적

### 3Q24 Review: 컨센서스 소폭 하회

동사는 3Q24 연결기준 매출액 8,819억원(YoY+31.2%, QoQ+0.8%), 영업이익 2,077억원(QoQ+187%, OPM 23.5%)을 기록, 컨센서스 매출액 9,351억원 및 영업이익 2,187억원을 소폭 하회하는 실적을 거두었다. 짐펜트라 매출(3Q 64억)이 목표치 대비 상당히 부진하였으며 다수의 신규 제품이 유럽/미국 허가 신청 및 승인 단계이나 출시까지는 아직 시간이 필요한 시점이다. 낮아지고 있는 매출원가율(2Q 58.0%→3Q 47.5%)과 PPA 상각 종료로 합병의 효과가 가시화, 공급 안정성과 직판을 기반으로 시장을 넓혀 나가고 있는 점은 긍정적으로 판단된다.

### 희비가 공존한 실적: 짐펜트라 대폭 하회 + 후속 제품 성장 = Net 뉴트럴

당사는 상반기 리뷰를 통해 셀트리온의 하반기 실적 드라이버로 1)매출원가율 개선 및 2)짐펜트라 매출 성장 본격화를 제시한 바 있다. 합병 후 셀트리온 헬스케어의 기존 재고 소진 및 신규 생산에 따라 매출 원가율은 예정대로 낮아지고 있으나 짐펜트라 매출은 출시 후 86억원에 그치며 올해 목표치를 약 600억원으로 조정, 기존 대비 75% 이상 하향된 상태이다.

예상보다 부진한 초기 매출은 하기 요소에 기인한다. 1)3대 PBM의 공/사보험 처방집 등재는 지난 10월 완료되었으나 보험사 환급 확대까지는 약 3개월의 기간이 추가적으로 소요되며 2)Infliximab 이외의 치료제에서 전환되는 환자들은 약 2개월의 IV제형 투여가 우선적으로 필요하고 3)다수의 major 제약사가 존재하는 IBD 시장에서 동사의 존재감은 아직 제한적이다.

상기 요소 1)&2)를 고려했을 때 짐펜트라는 11월부터 유의미한 초기 매출을 기록할 것으로 판단, 4분기와 내년 상반기 매출에 중단기적인 주목이 필요하다. 요소 3)의 극복을 위해 동사는 다양한 학회 발표 및 SNS/TV 광고를 송출하고 있으나, 글로벌 경쟁사들의 입지를 고려했을 때 단기에 가시화되는 효과를 기대하기는 어렵다. 결국, 짐펜트라 브랜드보다 중요한 것은 IBD 질환 영역 내에서 Infliximab 성분 자체가 갖는 경쟁력이 될 것이다. 2/3분기 매출을 고려하여 짐펜트라 목표 점유율을 하향, 연간 추정치를 549억원으로 하향 조정했다.

다만, 짐펜트라 이외 제품의 성장은 견조한 상태로, 기대 이하의 짐펜트라 매출을 상쇄하며 연간 가이던스 3.5조원은 달성 가능할 것으로 추정된다. 3분기에는 특히 유플라이마(QoQ+18.0%), 베그젤마(+73.0%), 램시마SC(+53.7%)의 매출 성장이 돋보였으며 해당 제품은 4분기에도 견조한 성장세를 유지할 전망이다. 바이오시밀러 전체 매출 성장(QoQ+4.7%)과 함께 고마진의 후속제품(램시마SC, 유플라이마, 베그젤마)이 차지하는 비중은 3분기 41%로 증가(2Q 30%), 기존 제품의 점유율은 유지하면서 신규 제품의 확대를 추진하는 동사의 중장기적인 스토리가 실적에 반영되는 중이다.

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 260,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 260,000원을 유지한다. 짐펜트라 추정치 하향, 기존 제품의 성장세 및 신규 제품(스텔라라BS, 프롤리아/엑스지바BS, 졸레어BS, 약템라BS)의 출시 시기를 반영하여 연간 추정치를 소폭 하향조정했다. 연간 매출액은 3조 5,577억원(YoY+63.5%), 영업이익 5,917억원(OPM 16.6%)으로 추정한다. 목표주가 산출의 근거가 된 '26년 추정 EBITDA는 기존 2조 4,955억원에서 소폭 하향된 2조 3,613억원이다. 짐펜트라 불확실성이 존재하나 그외 제품의 실적 견인, CMO 사업 및 R&D 확대가 공존하는 시점으로 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

## Company Brief

## Buy (Maintain)

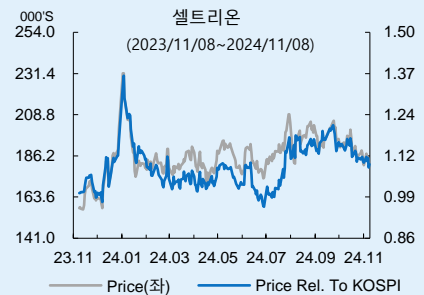
목표주가(12M)	260,000원(유지)
증가(2024.11.08)	181,500원
상승여력	43.3 %

### Stock Indicator

자본금	220십억원
발행주식수	21,702만주
시가총액	39,389십억원
외국인지분율	22.9%
52주 주가	156,800~231,500원
60일평균거래량	612,920주
60일평균거래대금	119.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-7.4	-5.9	15.5
상대수익률	-5.1	-6.3	0.2	9.2

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,176	3,558	4,116	5,062
영업이익(십억원)	651	592	1,389	2,092
순이익(십억원)	536	488	1,131	1,700
EPS(원)	3,639	2,246	5,211	7,834
BPS(원)	77,083	80,022	84,776	92,153
PER(배)	55.4	80.8	34.8	23.2
PBR(배)	2.6	2.3	2.1	2.0
ROE(%)	5.1	2.8	6.3	8.9
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	34.1	40.2	23.7	16.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 셀트리온 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	51,329	십억원
'26년 추정 EBITDA (PV)	2,081	십억원
할인율	6.5	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	24.7	x
② 비영업가치	1,989	십억원
셀트리온제약 지분가치	3,628	십억원
③ 순차입금	430.4	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	52,887	십억원
⑤ 주식수	205,868	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	260,000	원

자료: iM증권 리서치본부

표2. 셀트리온 분기별 요약손익계산서 추정(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	737.0	874.7	881.9	1,064.1	930.7	956.3	1,066.6	1,162.3	3,557.7	4,115.9
YoY	23.3%	66.9%	31.2%	178.1%	26.3%	9.3%	20.9%	9.2%	63.5%	15.7%
Biosimilar	651.2	774.0	810.0	900.8	859.8	887.1	941.9	1,051.2	3,136.0	3,740.1
Remsima IV	299.1	363.4	317.2	316.8	298.1	304.4	317.1	348.8	1,296.5	1,268.4
Remsima SC	112.4	111.2	170.9	139.6	141.7	138.9	169.9	163.4	534.1	613.9
Zymfentra		2.2	6.4	46.3	59.8	61.0	62.3	66.0	54.9	249.0
Truxima	100.7	115.4	101.8	91.2	99.8	102.1	108.9	142.9	409.1	453.7
Herzuma	37.4	61.8	48.5	61.7	55.7	61.6	44.8	58.7	209.4	220.7
Yuflyma	67.0	80.0	94.4	127.7	98.4	99.2	100.5	111.9	369.1	410.0
Vegzelma	34.6	40.0	69.2	111.0	65.9	67.3	71.6	81.7	254.8	286.5
신규 출시제품			1.6	6.5	40.5	52.6	66.9	77.9	8.1	237.9
Stelara bs			1.6	6.5	14.7	21.3	28.1	32.1	8.1	96.3
Prolia bs					5.3	5.8	6.1	9.2	0.0	26.4
Xgeva bs					2.9	3.2	3.3	5.0	0.0	14.4
Xolair bs					11.0	12.9	17.0	17.3	0.0	58.1
Actemra bs					6.5	9.4	12.4	14.2	0.0	42.6
Non-Biosimilar	85.8	100.7	71.9	163.3	70.9	69.2	124.7	111.1	421.7	375.8
CMO	0.0	0.0	0.0	95.8	0.0	0.0	54.6	41.4	95.8	96.0
제약/케미칼	80.5	94.9	65.3	61.3	64.5	62.9	63.7	63.3	302.0	254.4
기타	5.3	5.8	6.6	6.2	6.4	6.3	6.4	6.3	23.9	25.4
매출총이익	306.7	367.8	463.4	623.3	550.4	596.3	706.9	784.1	1,761.3	2,637.8
GPM	41.6%	42.1%	52.5%	58.6%	59.1%	62.4%	66.3%	67.5%	49.5%	64.1%
영업이익	15.4	72.5	207.7	296.1	264.5	306.9	385.5	431.8	591.7	1,388.7
OPM	2.1%	8.3%	23.5%	27.8%	28.4%	32.1%	36.1%	37.2%	16.6%	33.7%

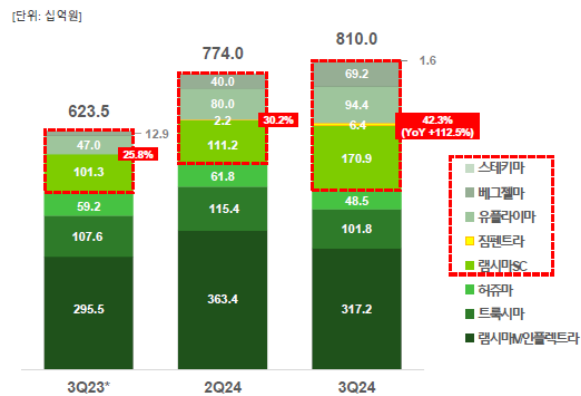
자료: iM증권 리서치본부

표3. 셀트리온 3Q24 실적발표 (십억원)

구분	실적 발표		컨센서스		당사 추정		비고
연결영업실적 추정	3Q24	YoY	3Q24	차이	3Q24	차이	
매출액	881.9	31.2%	935.1	-6%	1,025.4	-14%	잠펜트라 매출이 추정치를 하회 Teva向 CMO 매출 4분기 이연
영업이익	207.7	-	218.7	-5%	284.8	-27%	잠펜트라 매출 하회, GPM 하락

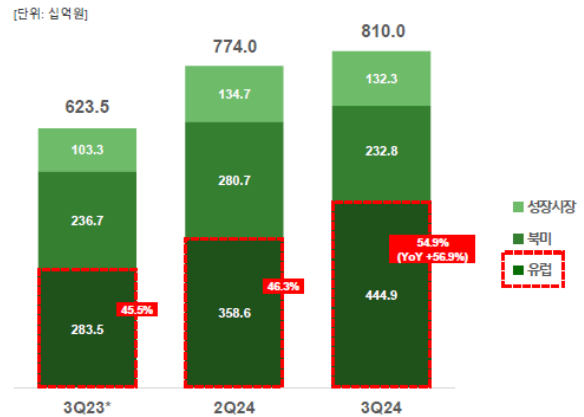
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 바이오시밀러 제품별 매출



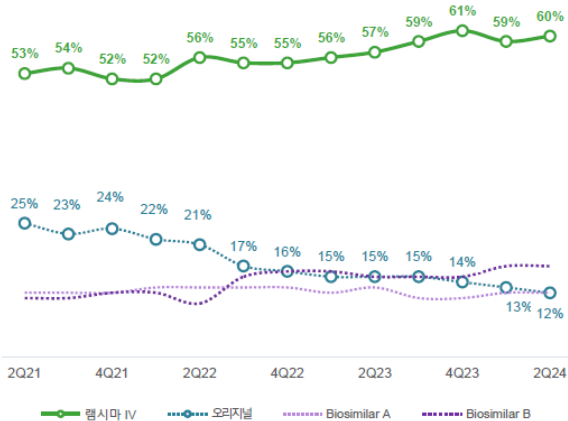
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림2. 바이오시밀러 지역별 매출



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

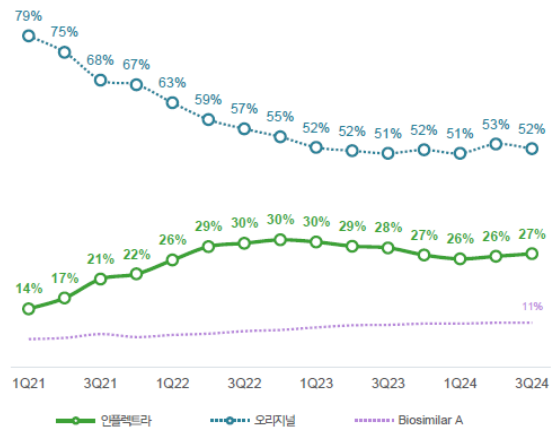
그림3. 램시마 유럽 시장 점유율



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

주) Infliximab IV시장 처방량 기준 점유율(SC제외)

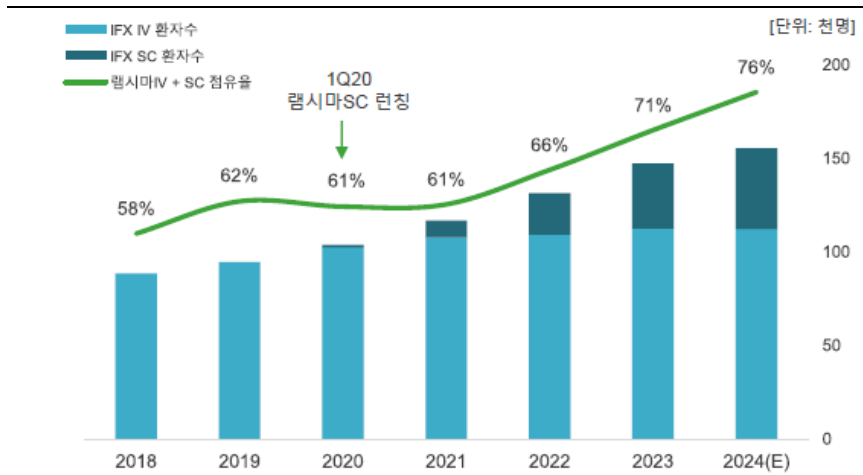
그림4. 인플렉트라(램시마IV) 미국 시장 점유율



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

주) Infliximab IV시장 처방량 기준 점유율(SC제외)

그림5. 램시마SC 출시 후 Infliximab 투여 환자수 추이

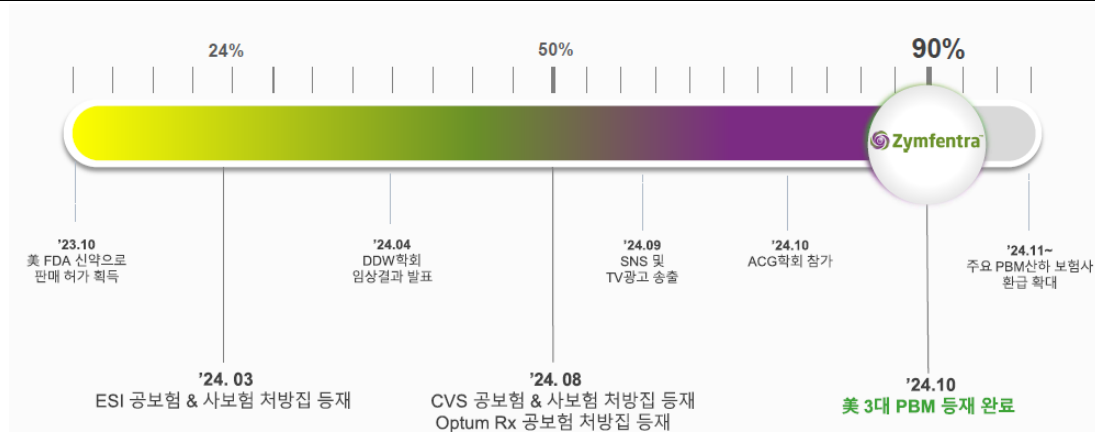


자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

주) 처방량 기준 점유율, 환자수는 전체 Infliximab 처방량을 연평균 투약횟수로 나눠 산출

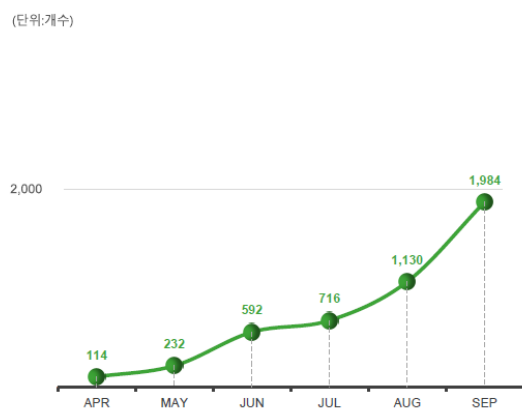
주) 2024E는 1H24 환자수 기준으로 추정

그림6. 짐펜트라 주요 마일스톤 및 타임라인



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

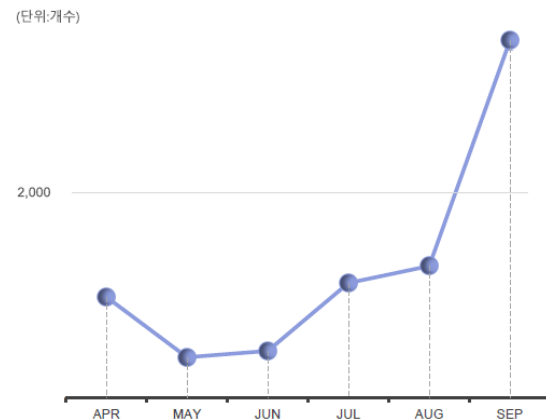
그림7. 짐펜트라 처방량 추이



자료: 셀트리온, IQVIA, iM증권 리서치본부

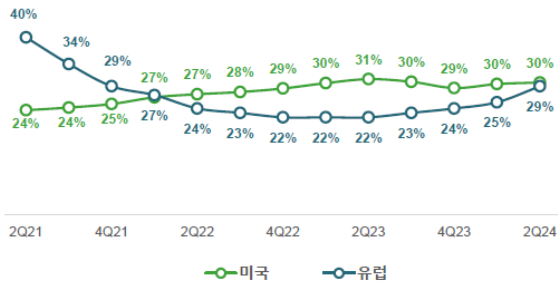
주) IQVIA의 기본단위 Pack unit을 펜 수량으로 환산한 수치(단위: 개)

그림8. 짐펜트라 실제 출하량 추이



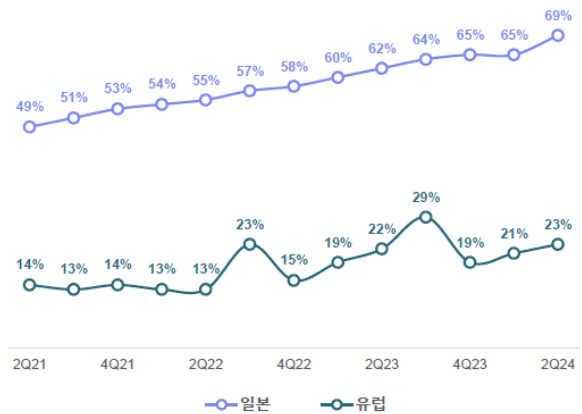
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림9. 트룩시마 글로벌 시장 점유율



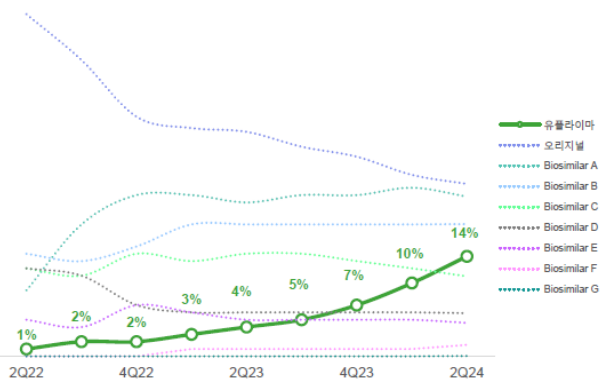
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부  
주) 처방량 기준 점유율

그림10. 허쥬마 글로벌 시장 점유율



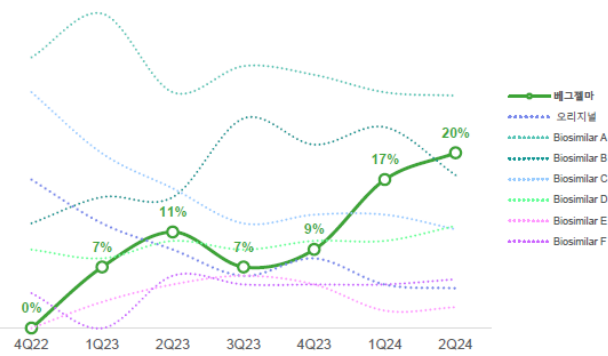
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 유플라이마 점유율 추이



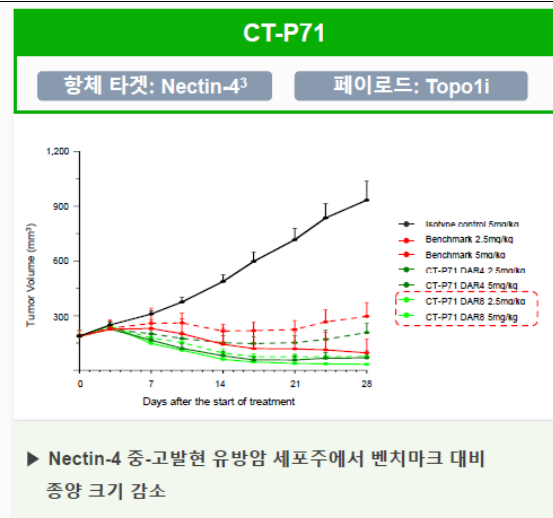
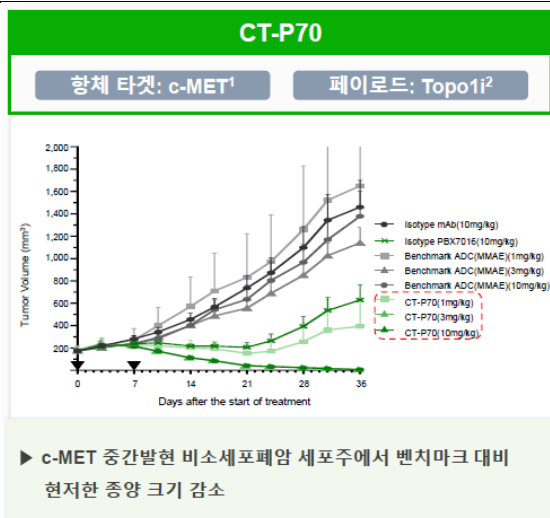
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부  
주) 처방량 기준 점유율

그림12. 유럽 베그젤마 점유율 추이



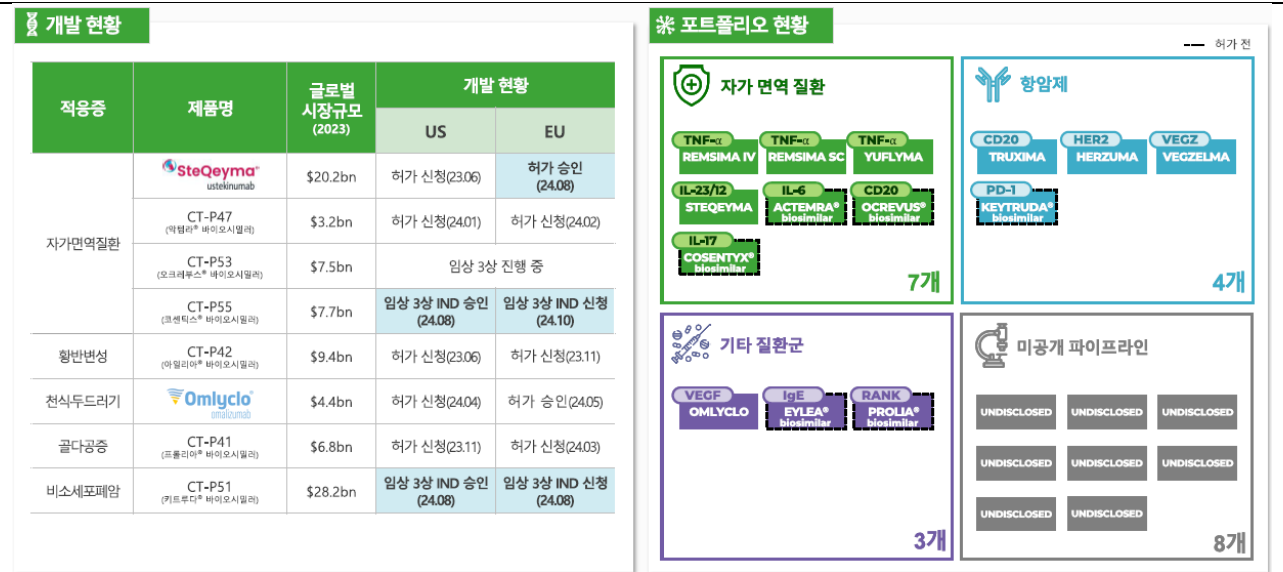
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부  
주) 처방량 기준 점유율

그림13. 셀트리온의 ADC 파이프라인 전임상 결과 발표(Wordl ADC 2024)



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림14. 셀트리온의 신규 바이오시밀러 파이프라인



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림15. 셀트리온의 CDMO 사업 경쟁력



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

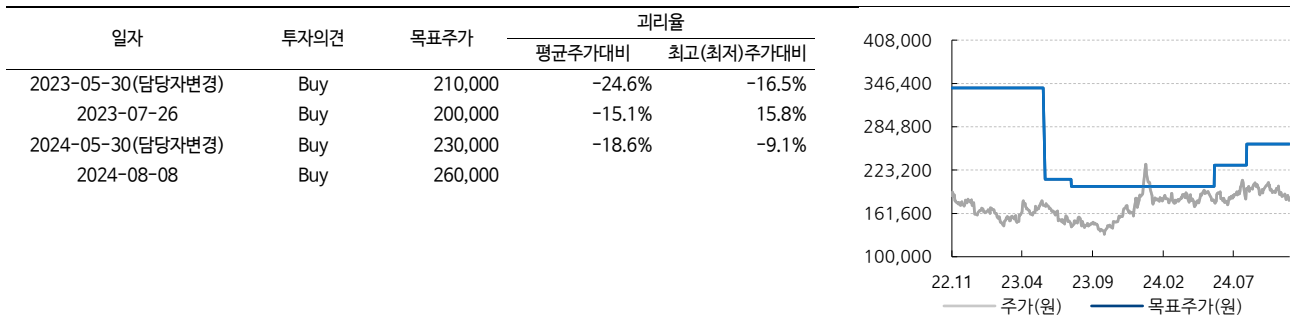
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,009	5,561	6,462	7,805	매출액	2,176	3,558	4,116	5,062
현금 및 현금성자산	565	1,066	1,332	1,213	증가율(%)	-4.7	63.5	15.7	23.0
단기금융자산	194	194	194	582	매출원가	1,125	1,796	1,478	1,472
매출채권	1,039	1,641	1,884	2,297	매출총이익	1,052	1,761	2,638	3,590
재고자산	3,041	2,490	2,881	3,544	판매비와관리비	400	1,170	1,249	1,498
비유동자산	14,908	14,718	14,757	14,797	연구개발비	161	263	305	375
유형자산	1,215	1,340	1,566	1,792	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,336	13,012	12,817	12,623	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,918	20,279	21,219	22,602	영업이익	651	592	1,389	2,092
유동부채	2,471	2,443	2,342	2,111	증가율(%)	0.7	-9.2	134.7	50.7
매입채무	51	83	96	118	영업이익률(%)	29.9	16.6	33.7	41.3
단기차입금	1,608	1,408	1,108	608	이자수익	19	32	38	45
유동성장기부채	176	176	176	176	이자비용	10	9	7	5
비유동부채	321	321	321	321	지분법이익(손실)	-11	-11	-11	-11
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	19	6	6	6
장기차입금	99	99	99	99	세전계속사업이익	671	612	1,417	2,130
부채총계	2,792	2,764	2,663	2,433	법인세비용	131	120	277	417
지배주주지분	16,981	17,366	18,398	19,999	세전계속이익률(%)	30.8	17.2	34.4	42.1
자본금	220	217	217	217	당기순이익	540	492	1,139	1,713
자본잉여금	14,790	14,790	14,790	14,790	순이익률(%)	24.8	13.8	27.7	33.8
이익잉여금	3,964	4,349	5,377	6,974	지배주주귀속 순이익	536	488	1,131	1,700
기타자본항목	-1,993	-1,990	-1,986	-1,982	기타포괄이익	4	4	4	4
비지배주주지분	145	149	157	170	총포괄이익	544	496	1,143	1,717
자본총계	17,126	17,515	18,556	20,169	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	537	980	941	1,144	주당지표(원)				
당기순이익	540	492	1,139	1,713	EPS	3,639	2,246	5,211	7,834
유형자산감가상각비	64	74	74	74	BPS	77,083	80,022	84,776	92,153
무형자산상각비	182	324	195	195	CFPS	5,309	4,078	6,450	9,073
지분법관련손실(이익)	-11	-11	-11	-11	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-139	153	53	-335	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-210	-200	-300	-300	PER	55.4	80.8	34.8	23.2
무형자산의 처분(취득)	-141	-	-	-	PBR	2.6	2.3	2.1	2.0
금융상품의 증감	-29	-19	-19	-19	PCR	38.0	44.5	28.1	20.0
재무활동 현금흐름	-385	357	261	61	EV/EBITDA	34.1	40.2	23.7	16.3
단기금융부채의증감	-86	-200	-300	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.1	2.8	6.3	8.9
자본의증감	7	-3	-	-	EBITDA이익률	41.2	27.8	40.3	46.6
배당금지급	-52	-104	-103	-103	부채비율	16.3	15.8	14.4	12.1
현금및현금성자산의증감	13	501	266	-119	순부채비율	6.6	2.4	-0.8	-4.5
기초현금및현금성자산	551	565	1,066	1,332	매출채권회전율(x)	1.5	2.7	2.3	2.4
기말현금및현금성자산	565	1,066	1,332	1,213	재고자산회전율(x)	1.2	1.3	1.5	1.6

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

## 셀트리온 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

## 종목추천 투자등급

종목추천투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%