

# 셀트리온 (068270)

## 2Q24 Re: 하반기의 에피타이저

### 2Q24 Review: 유럽/미국 바이오시밀러 매출 성장세 확인

동사는 2Q24 연결기준 매출액 8,747억원(YoY+66.9%, QoQ+18.7%), 영업이익 725억원(QoQ+370%, OPM 8.3%)을 기록, 컨센서스 매출액 7,973억원을 상회, 영업이익 732억원에 대체로 부합하는 실적을 거두었다. 유럽 직판 전환 후 주요 제품의 점유율이 안정적으로 상승 중이며, 합병을 통한 효율화는 점차 그 효과가 두드러질 전망이다.

### 어려운 조건에서도 호실적 달성, 하반기 기대감 유효

합병으로인한 PPA상각비(판권, 약 1,200억원)가 반영되는 상반기의 실적은 영업이익보다 탑라인의 성장이 중요하다. 동사의 2분기 바이오시밀러 매출액은 7,740억원을 기록하며 전년 동기 및 전분기 대비 고무적인 성장세를 보였다(YoY+103.6%, QoQ+18.9%).

전분기와 유사한 매출을 기록한 램시마SC를 제외, 모든 품목이 QoQ 두자리수의 고른 성장을 이루었다. 특히, 램시마V는 약 60%에 달하는 유럽 점유율과 더불어 미국(인플렉트라)에서도 추가 DP 생산시설의 확보를 통해 높은 수요에 대응, 3,634억원(YoY+302%, QoQ+21.4%)의 최대 분기실적을 달성했다. 전체매출 중 고마진의 후속제품(램시마SC, 유폴라이마, 베그젤마 등, 30.2%)과 유럽 대비 점유율이 낮았던 미국지역(36.3%)의 비중 증가 역시 고무적이다.

하반기 실적의 드라이버는 1)매출원가율 개선 및 2)신제품 짐펜트라리의 본격적인 매출 증가이다. 합병으로 낮아진 매출원가는 기존 보유 재고의 구성 및 각 품목 매출에 따라 그 하향 추세가 달라진다. 2분기는 기존 보유 재고의 큰 비중을 차지하는 램시마V의 매출이 견조하였으나 높은 수요에 대응한 CMO 위탁생산이 더해지며 전분기 대비 0.5%p의 다소 작은 폭의 GPM 개선을 기록했다(41.6%→42.1%). 동사는 올해 4분기 약 40%, 25년 말 약 25%의 원가율을 목표로 하고 있으며, 자체 생산으로 공급을 전담하는 하반기부터 매출원가의 하락 폭이 커질 전망이다.

미국에서 신약으로 승인된 짐펜트라는 3대 PBM의 처방집 등재를 완료하며 처방 확대의 준비를 마쳤다. 램시마SC의 EU5 출시 후 가속화된 인플릭시맙 환자수 증가 추이에서 피하주사 제형의 경쟁력을 확인할 수 있으며, 이는 유럽의 RWE가 쌓인 현시점에서 더욱 가파르게 재현될 전망이다. 짐펜트라는 2분기 22억원의 매출을 기록하였으며 보수적으로 산정한 기존의 추정치(2,407억원)를 2,512억원으로 소폭 상향하였다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 260,000원 상향

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가를 260,000원으로 상향한다. 기존 바이오시밀러 제품의 매출 증가와 신규 출시 제품(스텔라라BS, 프롤리아/엑스지바BS, 줄레어BS, 악템라BS)을 반영하여 연간 실적 및 목표주가 산출의 근거가 된 '26년 추정 EBITDA를 기존 2조 2,048억원에서 2조 4,955억원으로 상향하였다. 동사의 '24년 연결기준 매출액은 3조 8,060억원(YoY+74.9%), 영업이익 7,099억원(OPM 18.7%)으로 추정한다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

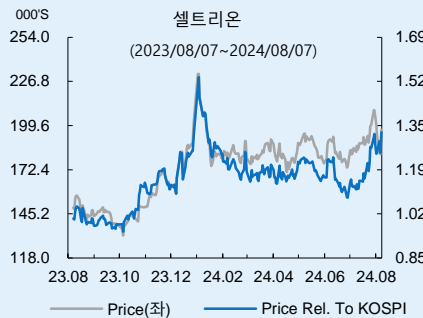
목표주가(12M)	260,000원(상향)
증가(2024.08.07)	197,000원
상승여력	32.0%

### Stock Indicator

자본금	220십억원
발행주식수	21,699만주
시가총액	42,748십억원
외국인지분율	23.0%
52주 주가	131,800~231,500원
60일평균거래량	790,811주
60일평균거래대금	149.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	1.2	9.7	33.1
상대수익률	17.5	7.7	11.7	33.3

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,176	3,806	4,671	5,551
영업이익(십억원)	651	710	1,715	2,229
순이익(십억원)	536	579	1,386	1,807
EPS(원)	3,639	2,663	6,388	8,328
BPS(원)	77,083	80,449	86,380	94,251
PER(배)	55.4	74.0	30.8	23.7
PBR(배)	2.6	2.4	2.3	2.1
ROE(%)	5.1	3.4	7.7	9.2
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	34.1	39.2	21.6	16.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@ifnsec.com

표1. 셀트리온 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	52,557	십억원
'26년 추정 EBITDA (PV)	2,131	십억원
할인율	6.5%	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	24.7	x
② 비영업가치	1,901	십억원
셀트리온제약 자본가치	3,468	셀트리온제약 과거 1년 시가총액 평균
③ 순차입금	617.1	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	53,841	십억원
⑤ 주식수	207,208	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	260,000	원

자료: iM증권 리서치본부

표2. 셀트리온 2Q24 실적발표 (십억원)

구분	실적 발표		컨센서스		당사 추정		비고
연결영업실적 추정	2Q24	YoY (%)	2Q24	차이 (%)	2Q24	차이 (%)	
매출액	874.7	66.9	797.3	10	767.5	14	-
영업이익	72.5	(60.4)	73.2	(1)	75.4	(4)	원가율 추정치 반영

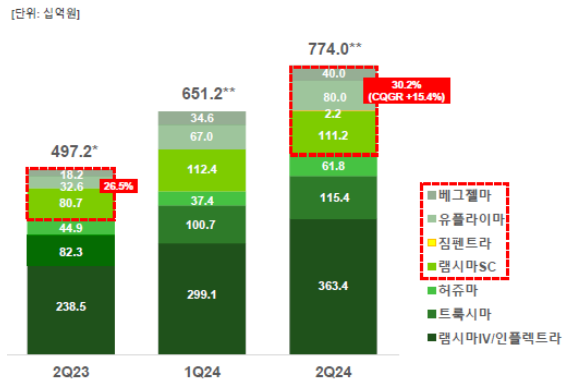
자료: iM증권 리서치본부

표3. 셀트리온 분기별 요약손익계산서 추정(십억원)

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	737.0	874.7	1,025.4	1,169.0	1,062.3	1,093.1	1,204.1	1,311.8	3,806.0	4,671.3
YoY	23.3%	66.9%	52.5%	205.5%	44.1%	25.0%	17.4%	12.2%	74.9%	22.7%
Biosimilar	651.2	774.0	897.7	1,060.7	992.2	1,024.6	1,085.8	1,205.7	3,383.5	4,308.2
Remsima IV	299.1	363.4	305.1	303.7	325.3	332.3	346.1	380.7	1,271.3	1,384.4
Remsima SC	112.4	111.2	154.7	151.8	137.6	134.9	159.6	162.6	530.0	594.7
Zymfentra		2.2	100.5	148.5	159.1	162.5	165.8	175.7	251.2	663.1
Truxima	100.7	115.4	86.6	90.8	94.0	96.1	102.5	134.5	393.4	427.1
Herzuma	37.4	61.8	69.9	50.0	57.3	63.2	51.4	58.2	219.1	230.1
Yuflyma	67.0	80.0	106.7	109.1	96.4	97.2	98.4	109.7	362.8	401.8
Vegzelma	34.6	40.0	67.8	128.8	70.1	71.6	76.1	86.8	271.2	304.6
신규 출시제품			6.5	78.0	52.3	66.8	85.8	97.4	84.5	302.4
Stelara bs				58.6	16.9	24.4	32.2	36.8	58.6	110.3
Prolia bs					5.1	5.6	5.8	8.9	0.0	25.4
Xgeva bs					2.8	3.1	3.2	4.8	0.0	13.8
Xolair bs			6.5	19.5	21.2	24.7	32.6	33.2	26.0	111.8
Actemra bs					6.3	9.1	12.0	13.7	0.0	41.0
Non-Biosimilar	85.8	100.7	127.7	108.3	70.1	68.5	118.3	106.1	422.5	363.1
CMO	0.0	0.0	54.5	41.3	0.0	0.0	49.0	37.2	95.8	86.2
제약/케미칼	80.5	94.9	67.7	61.3	64.5	62.9	63.7	63.3	304.4	254.4
기타	5.3	5.8	5.6	5.7	5.6	5.6	5.6	5.6	22.3	22.5
매출총이익	306.7	367.8	601.4	696.5	683.6	722.3	822.3	902.3	1,972.4	3,130.4
GPM	41.6%	42.1%	58.7%	59.6%	64.4%	66.1%	68.3%	68.8%	51.8%	67.0%
영업이익	15.4	72.5	284.8	337.2	358.1	392.2	459.9	505.0	709.9	1,715.3
OPM	2.1%	8.3%	27.8%	28.8%	33.7%	35.9%	38.2%	38.5%	18.7%	36.7%

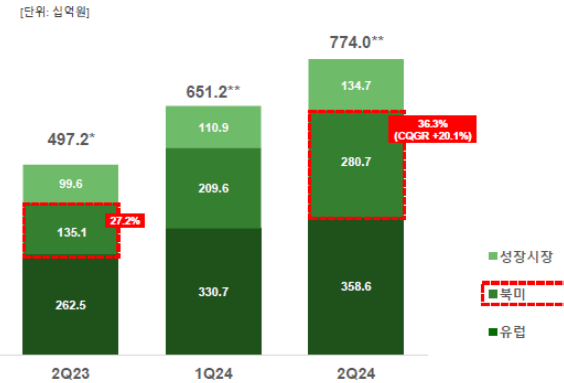
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 바이오시밀러 제품별 매출



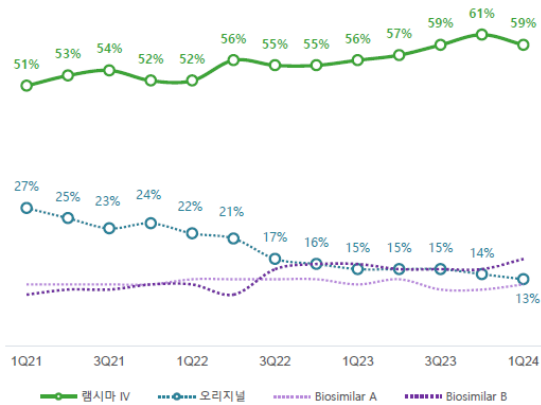
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림2. 바이오시밀러 지역별 매출



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

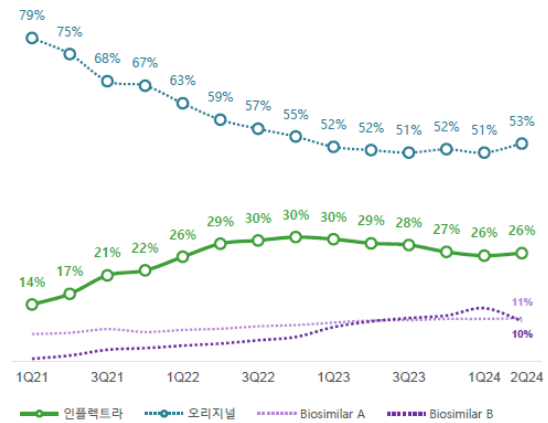
그림3. 램시마 유럽 시장 점유율



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

주) Infliximab IV시장 처방량 기준 점유율(SC제외)

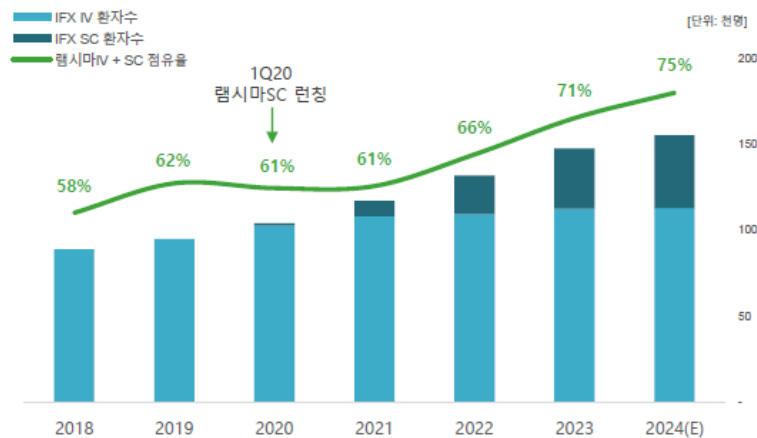
그림4. 인플렉트라(램시마IV) 미국 시장 점유율



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

주) Infliximab IV시장 처방량 기준 점유율(SC제외)

그림5. 램시마SC 출시 후 Infliximab 투여 환자수 추이

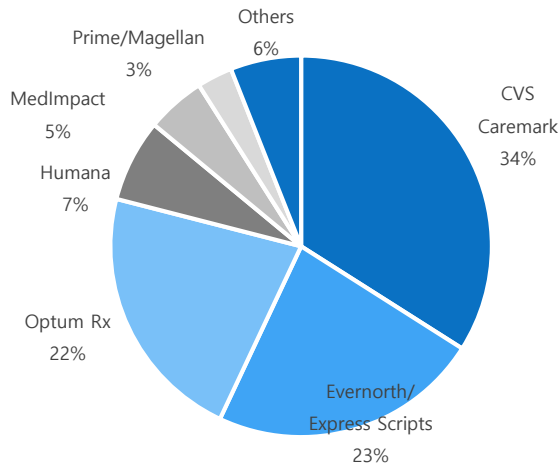


자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

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

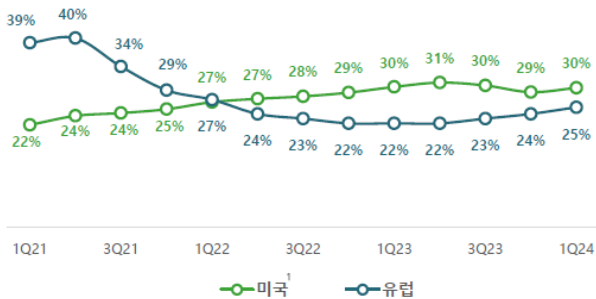
주) 2024E는 1Q24 환자수 기준으로 추정

그림6. 미국 PBM 점유율(2023)



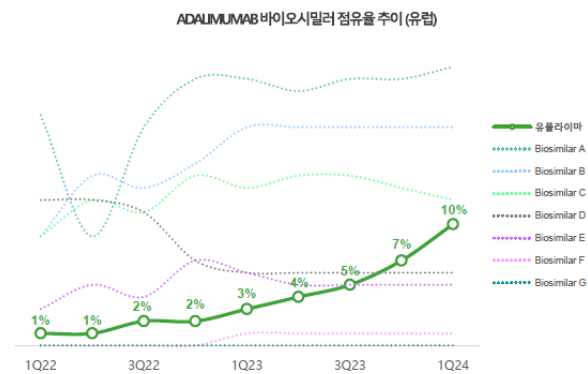
자료: Drug Channels Institute, iM증권 리서치본부  
주) 관리하는 처방전 기준

그림8. 트룩시마 글로벌 시장 점유율



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 유플라이마 점유율 추이



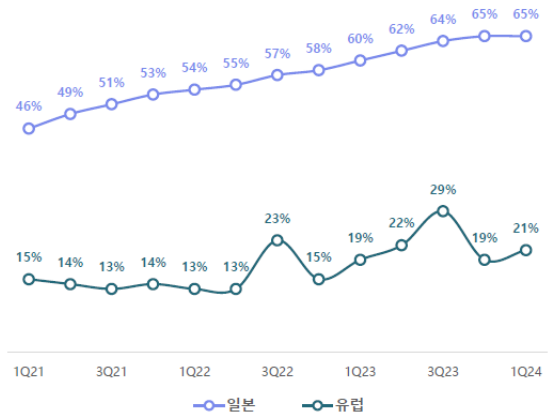
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림7. 짐펜트라 PBM 등재 계약 현황

구분	3대 Major PBM		
	Express Scripts	A 사	B 사
사보험 등재 여부	완료	완료	협의 중
공보험 등재 여부	완료	완료	완료

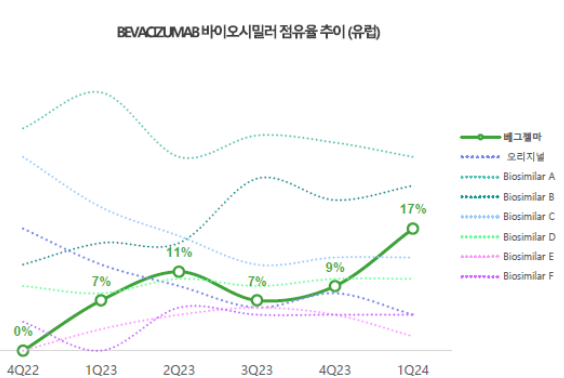
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림9. 허쥬마 글로벌 시장 점유율



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림11. 유럽 베그젤마 점유율 추이



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림12. 셀트리온의 신규 바이오시밀러 파이프라인



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

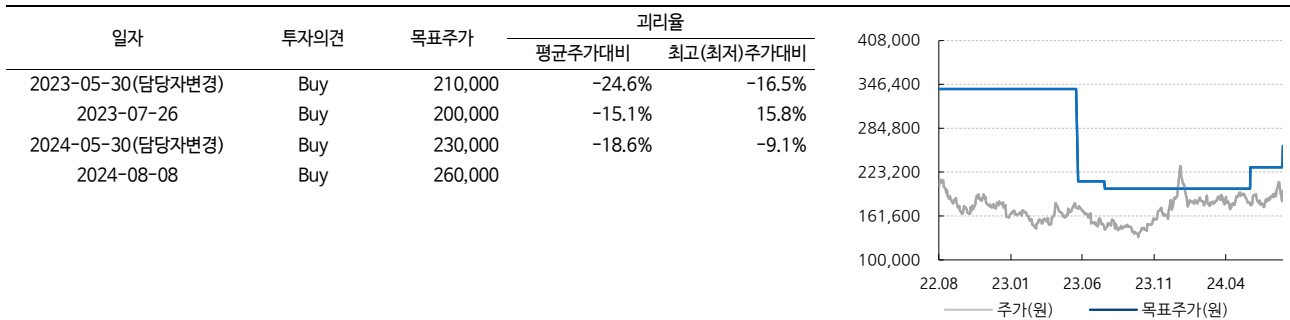
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,009	5,657	6,819	8,266	매출액	2,176	3,806	4,671	5,551
현금 및 현금성자산	565	879	1,058	1,120	증가율(%)	-4.7	74.9	22.7	18.8
단기금융자산	194	194	194	582	매출원가	1,125	1,834	1,541	1,678
매출채권	1,039	1,749	2,126	2,509	매출총이익	1,052	1,972	3,130	3,873
재고자산	3,041	2,664	3,270	3,885	판매비와관리비	400	1,262	1,415	1,644
비유동자산	14,908	14,720	14,762	14,803	연구개발비	161	282	346	411
유형자산	1,215	1,339	1,564	1,789	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,336	13,015	12,823	12,632	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,918	20,376	21,580	23,069	영업이익	651	710	1,715	2,229
유동부채	2,471	2,449	2,355	2,123	증가율(%)	0.7	9.0	141.6	30.0
매입채무	51	89	109	130	영업이익률(%)	29.9	18.7	36.7	40.2
단기차입금	1,608	1,408	1,108	608	이자수익	19	27	31	43
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	725	1,737	2,264
부채총계	2,792	2,770	2,676	2,444	법인세비용	131	142	340	443
자배주주지분	16,981	17,457	18,744	20,452	세전계속이익률(%)	30.8	19.1	37.2	40.8
자본금	220	217	217	217	당기순이익	540	583	1,397	1,821
자본잉여금	14,790	14,790	14,790	14,790	순이익률(%)	24.8	15.3	29.9	32.8
이익잉여금	3,964	4,439	5,722	7,427	자배주주귀속 순이익	536	579	1,386	1,807
기타자본항목	-1,993	-1,990	-1,986	-1,982	기타포괄이익	4	4	4	4
비자배주주지분	145	149	160	174	총포괄이익	544	587	1,400	1,825
자본총계	17,126	17,606	18,904	20,625	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	537	793	854	1,325	주당지표 (원)				
당기순이익	540	583	1,397	1,821	EPS	3,639	2,663	6,388	8,328
유형자산감가상각비	64	75	75	75	BPS	77,083	80,449	86,380	94,251
무형자산감각비	182	321	191	191	CFPS	5,309	4,487	7,616	9,556
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	74.0	30.8	23.7
무형자산의 처분(취득)	-141	-	-	-	PBR	2.6	2.4	2.3	2.1
금융상품의 증감	-29	-19	-19	-19	PCR	38.0	43.9	25.9	20.6
재무활동 현금흐름	-385	357	261	61	EV/EBITDA	34.1	39.2	21.6	16.8
단기금융부채의증감	-86	-200	-300	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.1	3.4	7.7	9.2
자본의증감	7	-3	-	-	EBITDA0이익률	41.2	29.1	42.4	45.0
배당금지급	-52	-104	-103	-103	부채비율	16.3	15.7	14.2	11.8
현금및현금성자산의증감	13	314	179	61	순부채비율	6.6	3.5	0.7	-4.0
기초현금및현금성자산	551	565	879	1,058	매출채권회전율(x)	1.5	2.7	2.4	2.4
기말현금및현금성자산	565	879	1,058	1,120	재고자산회전율(x)	1.2	1.3	1.6	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 기관투자가 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.

## [투자의견]

## 종목추천 투자등급

종목추천의견은 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 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%