

셀트리온 068270

3Q24 Re: 다양한 성장동력에 관심 필요

3Q24 Review: 유럽지역 고성장 등 다양한 성장동력에 관심 필요

셀트리온의 3Q24 매출액 및 영업이익은 각 약 8,819억원(+29.9% YoY, +4.7% QoQ) 및 2,077억원(-22.4% YoY, +186.5% QoQ)으로 컨센서스 소폭 하회하였다. 기대하였던 美 짐펜트라 매출이 약 64억원으로 성장이 다소 지연된 반면 램시마SC 약 1,709억원 및 베그젤마, 유플라이마 등 후속 바이오시밀러의 유럽 지역 매출 성장이 두드러지며 이를 상쇄하였다. 생산-판매 시점의 매출원가 인식 차이로 인하여 상반기 지연되었던 매출원가를 감소가 3분기부터 정상화되었으며 합병관련 상각비용 상당부분이 2분기로 종료되며 향후 영업이익 개선속도는 더욱 가팔라질 전망이다. '24년 연간 셀트리온은 매출액 3조 5,048억원 및 영업이익 5,792억원을 달성할 것으로 예상되며 '25년 매출액 및 영업이익은 후속 바이오시밀러 및 짐펜트라의 성장에 힘입어 4조 4,398억원(+26.7% YoY) 및 1조 6,716억원(+188.6% YoY, OPM 37.7%)으로 고성장할 것으로 전망된다.

2025년, CDMO 사업 시작의 해

셀트리온은 연 내 별도의 독립적인 자회사를 셀트리온 하에 설립하여 CDMO 사업을 추진할 예정임을 밝혔다. 조단위의 금액을 투자하여 18만 리터 규모의 공장을 세울 예정이며 내년부터 이를 위한 본격적인 설비 증설과 영업 활동에 나설 계획이다. 셀트리온의 다년간의 경험으로 축적된 고성능 세포주 개발 능력과 생물보안법 입법화로 인한 대내외 우호적인 업황은 향후 수주에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 착공 후 가동까지는 약 4년이 소요될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 260,000원으로 하향

셀트리온에 대하여 목표주가를 기존 27만원에서 26만원으로 하향한다. 짐펜트라 매출 성장 속도가 예상보다 더딤에 따라 '25년 순이익을 하향 조정함에 기인한다. 짐펜트라 성장 속도가 시장의 기대보다 다소 더딘 점은 아쉬우나 성장 방향성은 변함이 없으며 peak sales 추정치는 약 3조원으로 유지한다. 오히려 짐펜트라의 빈자리를 램시마SC 등 후속 파이프라인 유럽 매출이 예상보다 고성장하여 상쇄하고 있는 점이 고무적이다. 동사에 대하여 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,176	3,505	4,440
영업이익	744	647	651	591	1,684
영업이익률(%)	39.3	28.3	29.9	16.9	37.9
세전이익	739	626	671	690	1,811
지배주주지분순이익	579	538	536	658	1,761
EPS(원)	3,964	3,676	2,465	3,059	8,191
증감률(%)	11.7	-7.3	-32.9	24.1	167.7
ROE(%)	16.0	13.4	5.1	3.8	9.6
PER(배)	48.1	43.7	81.7	59.3	22.2
PBR(배)	6.7	5.5	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	28.0	26.1	50.7	23.0	13.1

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2024.11.11

매수(유지)

목표주가(하향)	260,000원
현재주가(11/08)	181,500원
상승여력	43.3%

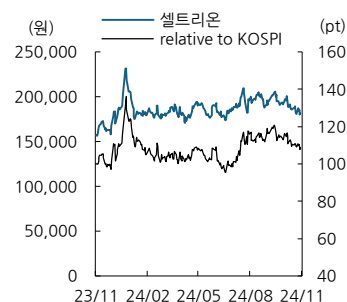
Stock Data

KOSPI	2,561.2pt
시가총액(보통주)	39,389십억원
발행주식수	217,021천주
액면가	1,000원
자본금	220십억원
60일 평균거래량	600천주
60일 평균거래대금	117,109백만원
외국인 지분율	22.9%
52주 최고가	241,000원
52주 최저가	155,800원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 89인)	28.3%
국민연금공단(외 1인)	6.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-5.1	-3.8
3M	-7.3	-7.4
6M	-6.7	0.0

주가차트



Valuation

셀트리온에 대하여 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 27만원에서 26만원으로 하향한다. 이는 예상보다 더딘 짐펜트라 매출 성장 속도를 반영하여 '25년 순이익을 하향 조정함에 기인한다. 산정 기준 시점을 '25년으로 변경함에 따라 과거 적용하였던 할인율 약 6.9%는 제거하였다. Target multiple의 경우 보수적으로 '19년 당시 멀티플에 약 25% 할인하였다. 향후 CDMO 등의 신사업으로 본격 진출할 경우 각 사업부문의 가치를 SOTP방식으로 나누어 별도의 멀티플을 부여할 수 있다.

짐펜트라 성장 속도가 시장의 기대보다 다소 더딘 점은 아쉬우나 성장 방향성은 변함이 없는 점을 감안하여 peak sales 추정치는 약 3조원으로 유지한다. 오히려 짐펜트라의 빈자리를 램시마SC, 유플라이마 등 후속 파이프라인 유럽 매출이 예상보다 고성장하여 상쇄하고 있는 점이 고무적이다. 시밀러 유럽지역 성장 등 짐펜트라 외 다양한 성장 동력을 지닌 동사에 대하여 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

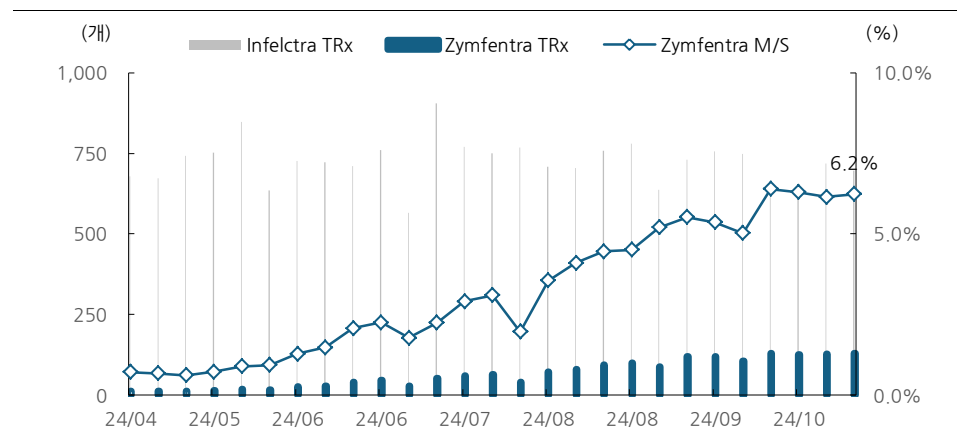
표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	52,510
'25년 예상 순이익	1,630.2
Target PER	32.2 셀트리온 2019년 당시 12Fw. PER*75%
② 비영업가치	1,369.4
셀트리온제약	1,369.4 3개월 평균 시가총액 * 지분율
③ 순차입금	-484 2025년 말 예상 순차입금
④ 기업가치 (=①+②-③)	54,363
⑤ 주식수	207,208
적정 주가 (=④/⑤)	262,359 =260,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 짐펜트라 처방 추이



자료: 산업 자료, DS투자증권 리서치센터

3Q24 Review.

3Q24 매출액 및 영업이익은 각 약 8,819억원(+29.9% YoY, +4.7% QoQ) 및 2,077억원(-22.4% YoY, +186.5% QoQ)으로 컨센서스 소폭 하회하였다. 기대하였던 짐펜트라 매출이 약 64억원으로 성장이 다소 지연된 반면 램시마SC가 유럽 및 ROW 지역에서 약 1,709억원의 매출을 달성하는 등 후속 바이오시밀러의 유럽 지역 매출 성장이 두드러지며 이를 상쇄하였다.

표2 3Q24 셀트리온 Review

(십억원)	3Q24P	DS 추정치	과리율	컨센서스	vs. 컨센서스	2Q24	QoQ
매출액	881.9	966.2	-8.7%	938.8	-6.1%	874.7	-6.1%
영업이익	213.1	186.6	14.2%	219.5	-2.9%	72.5	-2.9%
당기순이익	220.3	196.5	12.1%	195.4	12.7%	78.5	12.7%
OPM	24.2%	19.3%		23.4%		8.3%	
NPM	25.0%	20.3%		20.8%		9.0%	

자료: dart, DS투자증권 리서치센터

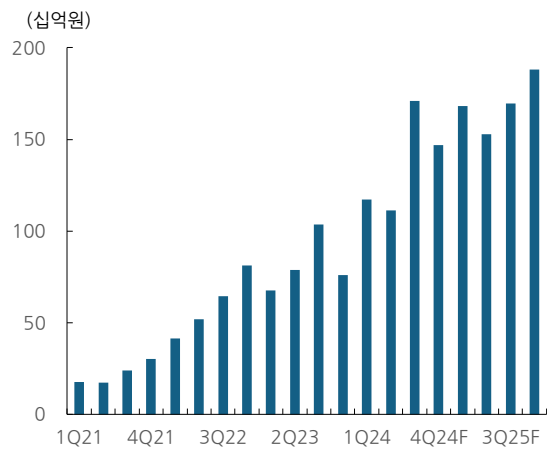
표3 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
매출액	737.0	874.7	881.9	1,011.2	1,006.9	1,056.8	1,173.1	1,203.0	3,504.8	4,439.8
YoY					36.6%	20.8%	33.0%	19.0%		26.7%
시밀러	651.2	774.0	810.0	872.5	923.2	967.4	1,042.3	1,070.2	3,107.7	4,003.1
램시마 IV	299.6	363.4	317.2	336.4	334.3	355.5	341.4	379.5	1316.5	1410.7
램시마 SC	117.2	113.4	177.3	181.7	231.9	234.9	265.3	250.6	589.6	982.8
유럽/ROW	117.2	111.2	170.9	146.9	168.4	152.7	169.7	188.0	546.2	678.9
북미(짐펜트라)	0.0	2.2	6.4	34.8	57.7	66.9	76.0	103.3	43.4	303.9
트룩시마	97.7	115.4	101.8	99.7	86.8	87.9	99.3	93.8	414.5	367.8
허쥬마	39.1	61.8	48.5	54.7	43.9	44.5	50.2	47.4	204.1	186.1
유폴라이마	65.1	80.0	94.4	114.8	116.3	117.8	128.1	130.6	354.3	492.8
베그젤마	32.6	40.0	69.2	75.2	86.1	87.2	98.5	93.1	217.0	365.0
그 외	0.0	0.0	1.6	10.1	23.8	39.6	59.4	75.2	11.7	197.9
제약+케미컬	81.1	90.3	66.5	73.3	78.5	77.9	74.8	76.9	311.1	308.1
CMO	0.0	0.0	0.0	60.0	0.0	0.0	50.0	50.0	60.0	100.0
기타	4.7	10.5	5.4	5.4	5.2	11.5	5.9	5.9	26.0	28.6
매출원가	430.3	506.9	418.5	451.4	395.3	393.9	419.8	406.2	1,807.2	1,615.2
매출원가율	58.4%	58.0%	47.5%	44.6%	39.3%	37.3%	35.8%	33.8%	51.6%	36.4%
매출총이익	306.7	367.8	463.4	559.8	611.6	662.9	753.3	796.8	1,697.6	2,824.6
YoY					99.4%	80.2%	62.6%	42.3%		66.4%
매출총이익률	41.6%	42.0%	52.5%	55.4%	60.7%	62.7%	64.2%	66.2%	48.4%	63.6%
영업이익	15.4	72.5	213.1	289.9	335.6	390.2	467.4	491.2	579.2	1671.6
YoY					2073.4%	438.4%	119.4%	69.5%		188.6%
영업이익률	2.1%	8.3%	24.2%	28.7%	33.3%	36.9%	39.8%	40.8%	16.5%	37.7%

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

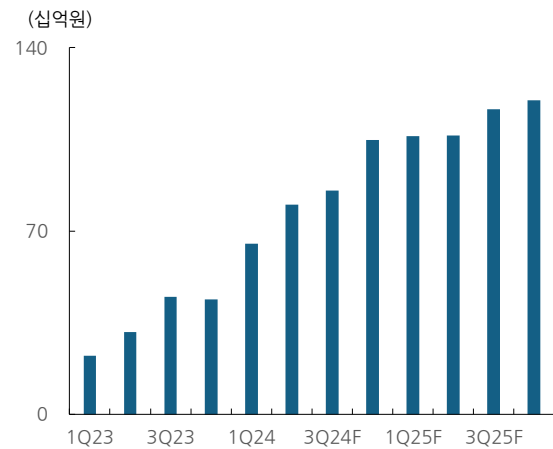
주: '24년부터 합병법인 실적이 적용되어 매출액/매출총이익/영업이익의 YoY 적용하지 않았음

그림2 유럽/ROW 램시마SC 매출 추이 및 전망



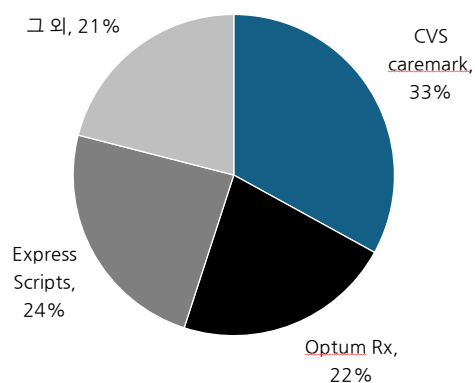
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 유럽/ROW 유플라이마 매출 추이 및 전망



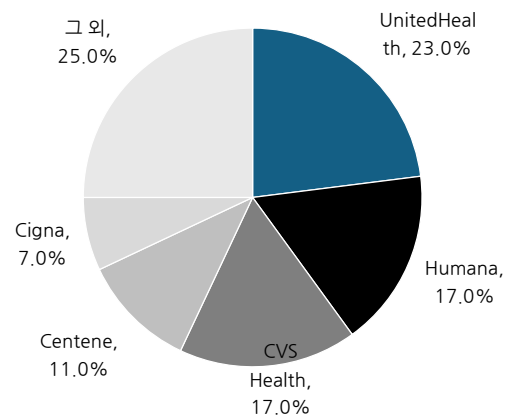
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

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			Express scripts			Optum Rx		
제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)*	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Humira/Cordavis	Abbvie	\$1,315	Cyltezo	BI	\$6,576	Amjevita(High)	Amgen	\$6,576
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315	Amjevita(Low)	Amgen	\$3,115
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Cyltezo	BI	\$6,576
Hyrimoz/Cordavis	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
			Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
			adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 푸른색 음영은 Private label에 납품하는 상품명

그림7 CVS caremark 4월 1일부터 휴미라 오리지널 커버리지 제외

CVS Caremark accelerates biosimilars adoption through formulary changes

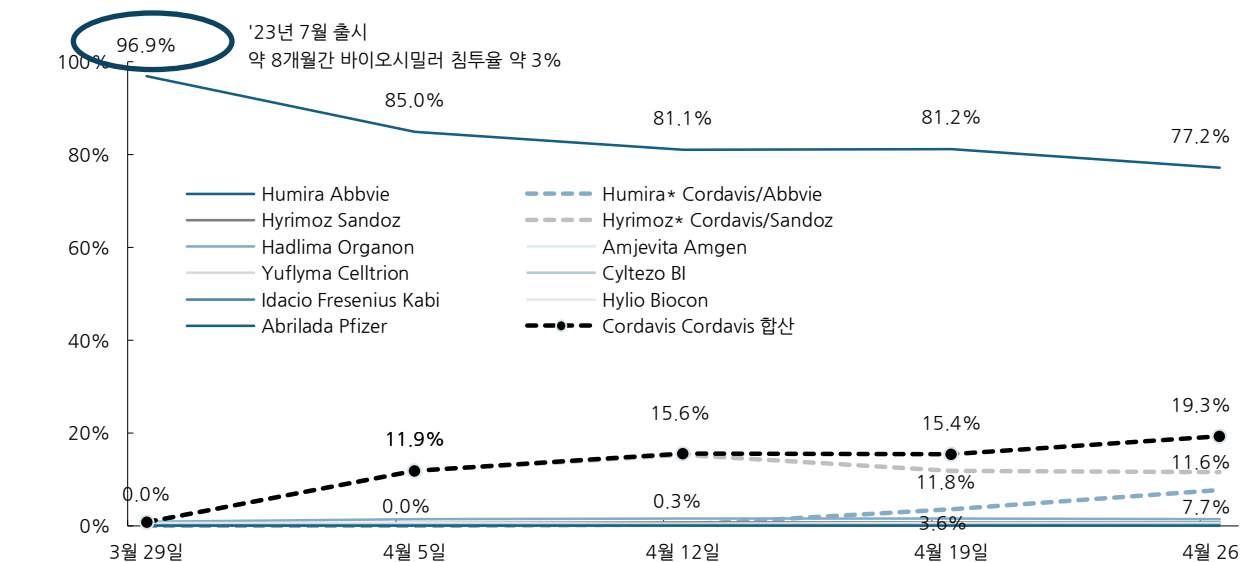
January 3, 2024 | 3 minute read time

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.

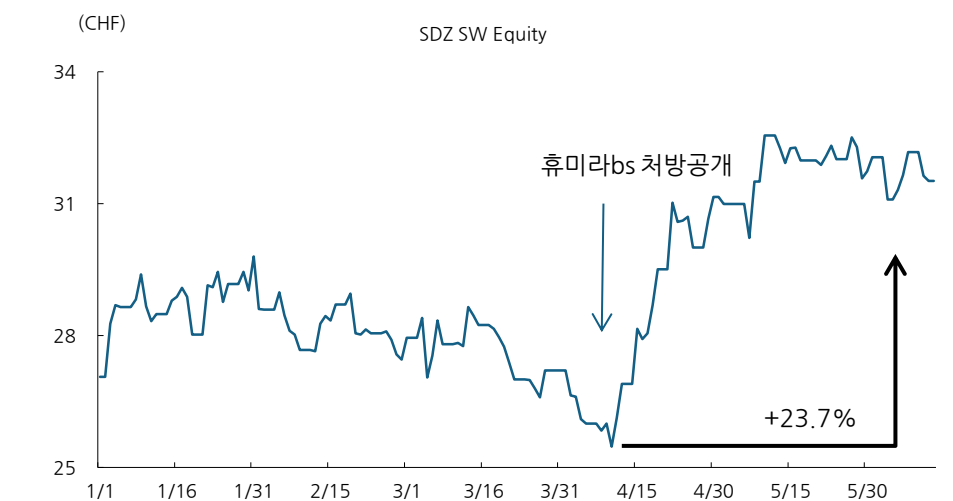
자료: CVS health, DS투자증권 리서치센터

그림8 Cordavis Private label 제품 Market share 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

그림9 Sandoz 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

[셀트리온 068270]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	5,009	6,820	9,542	매출액	1,893	2,284	2,176	3,505	4,440
현금 및 현금성자산	1,188	551	565	825	2,480	매출원가	806	1,251	1,125	1,807	1,615
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	948	1,388	1,652	매출총이익	1,088	1,033	1,052	1,698	2,825
재고자산	578	616	3,041	4,136	4,921	판매비 및 관리비	343	385	400	1,107	1,140
기타	186	127	455	470	489	영업이익	744	647	651	591	1,684
비유동자산	2,600	2,962	14,908	14,116	13,216	(EBITDA)	958	874	897	1,760	2,979
관계기업투자등	89	118	134	133	138	금융손익	31	24	21	17	0
유형자산	950	1,007	1,215	1,296	1,420	이자비용	8	8	10	19	0
무형자산	1,492	1,622	13,336	12,426	11,386	관계기업등 투자손익	-5	7	-13	-4	0
자산총계	5,674	5,892	19,918	20,936	22,758	기타영업외손익	-32	-52	11	86	127
유동부채	1,210	1,294	2,471	3,036	3,174	세전계속사업이익	739	626	671	690	1,811
매입채무 및 기타채무	309	371	477	673	801	계속사업법인세비용	153	95	131	81	181
단기금융부채	570	665	1,783	2,091	2,091	계속사업이익	586	531	540	609	1,630
기타유동부채	331	258	211	271	282	중단사업이익	10	11	0	0	0
비유동부채	413	323	321	292	300	당기순이익	596	543	540	609	1,630
장기금융부채	175	154	107	90	90	지배주주	579	538	536	658	1,761
기타비유동부채	239	169	214	203	211	총포괄이익	614	566	540	609	1,630
부채총계	1,624	1,617	2,792	3,328	3,474	매출총이익률 (%)	57.4	45.2	48.3	48.4	63.6
지배주주지분	3,917	4,139	16,981	17,467	19,142	영업이익률 (%)	39.3	28.3	29.9	16.9	37.9
자본금	138	141	220	220	220	EBITDA마진률 (%)	50.6	38.2	41.2	50.2	67.1
자본잉여금	856	871	14,790	14,800	14,800	당기순이익률 (%)	31.5	23.8	24.8	17.4	36.7
이익잉여금	3,052	3,485	3,964	4,158	5,833	ROA (%)	10.8	9.3	4.2	3.2	8.1
비지배주주지분(연결)	133	135	145	142	142	ROE (%)	16.0	13.4	5.1	3.8	9.6
자본총계	4,050	4,274	17,126	17,609	19,284	ROIC (%)	17.1	14.1	4.7	2.8	8.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	537	151	2,143	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	596	543	540	609	1,630	P/E	48.1	43.7	81.7	59.3	22.2
비현금수익비용가감	452	423	373	835	1,434	P/B	6.7	5.5	2.6	2.3	2.1
유형자산감가상각비	62	65	64	83	92	P/S	14.7	10.3	20.4	11.3	8.9
무형자산상각비	152	162	182	1,087	1,203	EV/EBITDA	28.0	26.1	50.7	23.0	13.1
기타현금수익비용	238	197	127	-400	139	P/CF	26.6	24.3	48.6	27.4	12.9
영업활동 자산부채변동	0	-748	-221	-1,293	-921	배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	109	-683	-296	-401	-263	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-268	-215	57	-1,092	-785	매출액	2.4	20.6	-4.7	61.0	26.7
매입채무 증가(감소)	44	54	-2	131	128	영업이익	3.6	-13.0	0.7	-9.3	185.1
기타자산 부채변동	114	96	20	69	-1	세전이익	12.4	-15.2	7.2	2.8	162.4
투자활동 현금	-356	-297	-139	-359	-402	당기순이익	13.3	-8.9	-0.5	12.8	167.7
유형자산처분(취득)	-63	-111	-210	-174	-216	EPS	11.7	-7.3	-32.9	24.1	167.7
무형자산 감소(증가)	-230	-201	-141	-162	-163	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-54	-34	-183	15	-13	부채비율	40.1	37.8	16.3	18.9	18.0
기타투자활동	-8	49	395	-38	-11	유동비율	254.0	226.4	202.8	224.7	300.6
재무활동 현금	-69	-350	-385	469	-86	순차입금/자기자본(x)	-12.8	4.8	6.6	6.7	-2.5
차입금의 증가(감소)	-135	-58	-90	-21	0	영업이익/금융비용(x)	90.4	86.2	67.4	30.6	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	1,178	-484
기타재무활동	83	81	668	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	504	-637	13	260	1,655	EPS	3,964	3,676	2,465	3,059	8,191
기초현금	684	1,188	551	565	825	BPS	28,397	29,398	77,083	80,105	87,788
기말현금	1,188	551	565	825	2,480	SPS	12,952	15,610	9,880	16,073	20,361
NOPLAT	590	549	524	521	1,516	CFPS	7,166	6,602	4,143	6,624	14,052
FCF	691	-79	552	-208	1,741	DPS	727	399	400	400	400

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

셀트리온 (068270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-03-13	담당자변경					
2023-03-13	매수	205,000	-21.5	12.9	200,000	
2023-04-12	매수	205,000	-21.2	12.9	200,000	
2023-06-09	매수	205,000	-22.3	12.9	100,000	
2023-08-16	매수	205,000	-21.1	12.9	100,000	
2024-01-22	매수	230,000	-20.5	-15.4	0	
2024-06-12	매수	270,000	-29.2	-22.6	0	
2024-07-11	매수	270,000	-28.2	-22.6	0	
2024-08-08	매수	270,000	-28.2	-23.9	0	
2024-11-11	매수	260,000			0	

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

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.