

# 셀트리온

## 068270

Aug 08, 2024

Buy

유지

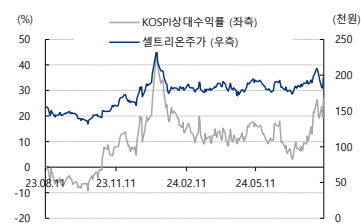
TP 250,000 원

상향

## Company Data

현재가(08/07)	197,000 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	231,500 원
52 주 최저가(보통주)	131,800 원
KOSPI (08/07)	2,568.41p
KOSDAQ (08/07)	748.54p
자본금	2,203 억원
시가총액	427,477 억원
발행주식수(보통주)	21,699 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	116.7 만주
평균거래대금(60 일)	2,279 억원
외국인자본(보통주)	23.01%
주요주주	
셀트리온홀딩스 외 86 인	28.29%
국민연금공단	6.24%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	10.1	32.2
상대주가	18.2	11.8	32.8



제약/바이오 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 2Q24 Re. 기존 시밀러의 예상외 꾸준한 성장 (Q&amp;A 포함)

## 2Q24 실적 리뷰

2Q24 매출 8,747억(QoQ +18.7%, YoY +66.9%), OP 725억(QoQ +369.6%, YoY -60.4%, OPM 8.3%) 기록. 5/13일 교보증권 추정치(7,492억/656억) 나 컨센서스(7,973억/731억) 대비 매출은 상회하고 영업이익은 부합. 이번 분기 실적에서 주목할 점은 1) DP 이슈로 충분하게 공급하지 못했던 화이자로의 공급 병목 현상이 해소되며 램시마/인플렉트라 매출이 QoQ +740억 증가했으며 2) 트룩시마(QoQ +140억)/하주마(+250억)/유폴라이마(+130억) 등 기존에 판매 중이던 기존 시밀러들이 예상외의 꾸준한 성장세를 입증. 3) 매출원가를 하락 속도는 더더져 -0.4%P 감소에 그쳐. 다만 구 헬스케어 재고 비중은 크게 줄어들어. 4) 매출 성장에도 판매비는 QoQ 유사한 수준 유지

## 2024년 실적 전망

24년 매출 3조 4,248억 (YoY +63.1%), OP 6,778억(YoY +4.0%, OPM 19.1%) 기록 전망. 5/13일 교보증권 추정치(3조 5,521억/6,722억) 대비 매출 추정은 소폭 상향하고 영업이익은 사실상 유지. 현재 컨센서스는 3조 5,719억/6,703억. 램시마IV, 트룩시마 등 기존 시밀러 제품 매출 가정은 소폭 상향. 짐펜트라 매출은 1,900억으로 하향 추정.

## 투자의견 Buy, 목표주가 25만원 상향

투자의견 Buy, 목표주가 25만 상향. 목표 상향의 근거는 25년 예상 EPS 5,525원에 셀트리온의 역사적인 P/E 평균인 45배 적용한 것. AMGEN을 제외한 대부분의 빅파마들이 철수한 바이오시밀러 경쟁 구도에서 동사는 예상외의 성장성을 보여주고 있어. 레거시 시밀러들의 꾸준한 성장과 함께 짐펜트라 성장성이 만만다면 현재의 높은 P/E 멀티플도 충분히 정당화될 수 있어. 더구나 지금 개별 기업의 성장과 함께 한국 제약바이오 투자에서 가장 중요한 공격적인 투자 심리가 불씨를 다시 살아가는 구간. 지금과는 다른 관대한 시선으로 K-바이오의 멀티플을 바라볼 경우 의미 있는 투자 성과를 기대할 수 있는 시점

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	2,284	2,176	3,551	4,248	4,923
YoY(%)	20.6	-4.7	63.1	19.6	15.9
영업이익(십억원)	647	651	678	1,537	1,979
OP 마진(%)	28.3	29.9	19.1	36.2	40.2
순이익(십억원)	543	540	560	1,208	1,567
EPS(원)	3,821	3,639	2,557	5,525	7,167
YoY(%)	-9.1	-4.8	-29.7	116.1	29.7
PER(배)	42.0	55.4	77.0	35.7	27.5
PCR(배)	24.4	32.6	47.7	24.4	19.6
PBR(배)	5.5	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	26.2	34.3	48.2	24.2	18.8
ROE(%)	13.4	5.1	3.2	6.7	8.1

[도표 1] 셀트리온 실적 추정(연결) 23년 제품별 매출은 (구) 헬스케어 판매 데이터 기재

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F		2023	2024F	2025F
	합병 전				합병 후					합병 전	합병 후	
매출액	5,976	5,240	6,723	3,826	7,368	8,747	9,323	10,070		21,765	35,508	42,479
QoQ(%)	17.0%	-12.3%	28.3%	-43.1%	92.6%	18.7%	6.6%	8.0%				
YoY(%)	8.5%	-12.1%	7.3%	-25.1%	23.3%	66.9%	38.7%	163.2%		-4.7%	63.1%	19.6%
램시마 IV	2,367	2,366	2,979	2,200	2,990	3,630	3,012	3,059		5,126	12,691	13,326
QoQ(%)	-2.8%	0.0%	25.9%	-26.1%	35.9%	21.4%	-17.0%	1.6%				
YoY(%)	46.0%	6.0%	27.7%	-9.6%	26.3%	53.4%	1.1%	39.0%		-34.4%	147.6%	5.0%
램시마 SC	655	789	1,036	750	1,120	1,120	1,190	1,200		2,808	4,630	6,251
QoQ(%)	-19.3%	20.5%	31.4%	-27.6%	49.3%	0.0%	6.3%	0.8%				
YoY(%)	57.5%	52.0%	60.6%	-7.6%	71.1%	42.0%	14.9%	60.0%		1732.8%	64.9%	35.0%
집펜트라					0	2	721	1,179			1,902	3,424
QoQ(%)							34900%	71.4%				
YoY(%)												80.0%
트룩시마	755	841	1,101	100	1,010	1,150	1,211	1,250		2,248	4,621	5,545
QoQ(%)	7.4%	11.4%	30.9%	-90.9%	910.0%	13.9%	5.3%	3.2%				
YoY(%)	-44.9%	-46.0%	30.5%	-85.8%	33.7%	36.7%	10.0%	1150.0%		1.5%	105.5%	20.0%
허쥬마	453	473	583	430	370	620	579	574		1,643	2,143	2,357
QoQ(%)	39.6%	4.4%	23.2%	-26.2%	-14.0%	67.6%	-6.6%	-0.9%				
YoY(%)	9.0%	-17.1%	-9.7%	32.4%	-18.4%	31.0%	-0.7%	33.5%		12.8%	30.4%	10.0%
유폴라이마	201	315	453	430	670	800	860	960		1,400	3,290	2,200
QoQ(%)	24.1%	56.6%	43.7%	-5.1%	55.8%	19.4%	7.5%	11.6%				
YoY(%)				164.9%	232.6%	153.6%	89.7%	123.3%		762.6%	135.0%	-33.1%
베그젤마				230	350	400	521	557		230	1,828	2,328
QoQ(%)					52.2%	14.3%	30.3%	6.9%				
YoY(%)								142.2%			694.8%	27.4%
매출원가	3,334	2,478	3,019	2,414	4,303	5,069	4,289	4,028		11,246	17,689	14,868
매출원가율	55.8%	47.3%	44.9%	63.1%	58.4%	58.0%	46.0%	40.0%		51.7%	49.8%	35.0%
QoQ(%)	7.3%	-25.7%	21.8%	-20.0%	78.2%	17.8%	-15.4%	-6.1%				
YoY(%)	11.5%	-16.2%	-12.6%	-22.3%	29.1%	104.6%	42.0%	66.8%		-10.1%	57.3%	-15.9%
판매비	817	932	1,027	1,227	2,911	2,953	2,599	2,579		4,004	11,042	12,242
판매비율	13.7%	17.8%	15.3%	32.1%	39.5%	33.8%	27.9%	25.6%		18.4%	31.1%	28.8%
QoQ(%)	-63.8%	14.0%	10.2%	19.5%	137.1%	1.5%	-12.0%	-0.8%				
YoY(%)	-51.5%	-44.5%	-34.3%	-45.6%	256.1%	216.9%	153.0%	110.1%		3.9%	175.8%	10.9%
영업이익	1,824	1,830	2,676	184	154	725	2,435	3,463		6,514	6,778	15,369
OPM	30.5%	34.9%	39.8%	4.8%	2.1%	8.3%	26.1%	34.4%		29.9%	19.1%	36.2%
QoQ(%)	81.2%	0.4%	46.2%	-93.1%	-16.2%	369.6%	236.0%	42.2%				
YoY(%)	28.2%	-8.0%	30.3%	-81.7%	-91.5%	-60.4%	-9.0%	1779.6%		0.7%	4.0%	126.8%
당기순이익	1,671	1,509	2,212	5	208	785	1,904	2,722		5,397	5,619	12,091
당기순이익률	28.0%	28.8%	32.9%	0.1%	2.8%	9.0%	20.4%	27.0%		24.8%	15.8%	28.5%
QoQ(%)	137.2%	-9.7%	46.6%	-99.8%	4484.5%	277.8%	142.7%	43.0%				
YoY(%)	37.8%	-18.0%	32.6%	-99.4%	-87.6%	-48.0%	-13.9%	59997.1%		-0.5%	4.1%	115.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 셀트리온 2Q24 비교(단위: 억원)

	2Q24	기존 추정	차이	컨센서스	차이	2Q23	YoY(%)	1Q24	QoQ(%)
매출액	8,747	7,492	1,255	7,973	774	5,240	66.9%	7,368	18.7%
영업이익	725	656	69	731	-6	1,830	-60.4%	154	369.6%
순이익	785	485	299	678	107	1,509	-48.0%	208	277.8%
영업이익률	8.3%	8.8%		9.2%		34.9%		2.1%	
순이익률	9.0%	6.5%		8.5%		28.8%		2.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 셀트리온 3Q24 & 2024 실적 추정 변경 내역(연결 기준, 단위: 억원)

	3Q24F					2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	9,323	9,041	282	9,189	134	35,508	34,248	1260	35,719	-211
영업이익	2,435	2,283	152	2,355	80	6,778	6,722	56	6,703	75
순이익	1,904	1,782	122	1,813	91	5,619	5,330	289	5,644	-25
영업이익률	26.1%	25.3%		25.6%		19.1%	19.6%		18.8%	
순이익률	20.4%	19.7%		19.7%		15.8%	15.6%		15.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

## 주요 Q&A(일부 질문은 재구성)

### Q1. 동 분기 비용 구조에서 매출원가율은 유지되었고 판관비가 감소한 것이 맞는지?

A. 전체 재고 중 1Q말 기준 80%가 기존 구 헬스케어의 재고였으나 2Q말에 60%까지 감소함. 판관비도 통제 범위 내에서 발생 중

### Q2. 짐펜트라 처방 현황은?

A. 6월말 1만명, 연말 8만명이 기존 목표였으나 현재 이에 못 미치고 있는 것은 사실. 환자 등록 추세나 2대 PBM의 환급 추세 고려시 여전히 매출 최소 2,500억은 달성 가능하다고 판단. 도매상 매출+안전재고가 동사의 매출인데 현재는 도매상의 안전재고가 크지 않아 도매상 매출도 발생할 것

### Q3. 미국의 제품별 매출은?

A. 추후에 공개할 것. 다만 인플렉트라/램시마 매출이 증가한 이유는 화이자향 매출 증대 때문. DP 사이트 이슈로 인해서 화이자에 원하는 물량만큼 공급 못했으나 최근 DP 사이트 이슈 해결 되면서 공급 늘어난 것

### Q4. 유럽의 제도 변환에 맞추어 2년 이내 유럽 제약사 인수 검토한다고 한 바 있는데 현재 상황은?

A. 유럽에서 약국의 시밀러 대체 조제 가능한 법안이 논의되고 있으며 프랑스에서 가장 빠르게 논의 중. 다만 프랑스 내에서도 갑음 많은 편. 26년 정도 도입 기대. 그 전까지 약국 네트워크를 강화해야 하는 목표. 현재 유럽 몇 개 회사 딜 오피 받고 타당성 검토하고 있으며 인수 뿐만 아니라 여러 가지 방향성 함께 고려 중

### Q5. 3공장 준공으로 인한 비용은 어떻게 되는지?

A. 3공장은 신제품 중심으로 생산되기 때문에 GPM이 20%가 안됨. 비용이 증가하는 측면보다는 영업이익 및 매출 측면에서 판단해야 함

### Q6. 줄레이 제형 특허 침해 가능성 보도되었는데?

A. 현재는 큰 문제 없이 될 것이라고 예상. 특허 침해 아니라고 판단되는 제형 사용했음

### Q7. GPM은 0.5%p 줄었는데 예상보다 GPM 개선 폭이 적은 건 아닌지?

A. 우선 기존 구 헬스케어 재고분이 80%에서 60~65%로 하락. 그리고 실제 매출 원가율은 재고보다는 제품 믹스에 따라 결정됨. 합리적인 예측을 통해 제품 믹스 계산하면 매출원가율은 최저 25% 개선 가능하다는 것. 원가율은 변동성 있으나 구 헬스케어의 재고 자산은 지속 감소 중.

Q8. 현재 짐펜트라 처방 환자 수는?

A. 실처방받은 환자수 언급은 의미 없지만 여러 프로그램을 진행하면서 짐펜트라로 전환 의사를 밝힌 환자 수는 5,000명 이하로 추정

Q9. 별도, 연결에서 영업이익 차이가 큰 이유는?

A. 셀트리온에서 해외 자회사로 공급하는 부분이 제외되는 것. 별도 기준 매출 인식하고 자회사가 재고로 인식할 경우 연결회계로 제외.

Q10. 동 분기 영업외 수익이 컸는데?

A. 외화환산이익이나 다케다 양도 이익 등이 부분적으로 인식되며 등 약 300억 인식. 하반기에도 관련 이익 인식 가능

[셀트리온 068270]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,551	4,248	4,923
매출원가	1,251	1,125	1,769	1,487	1,575
매출총이익	1,033	1,052	1,782	2,761	3,348
매출총이익률 (%)	45.2	48.3	50.2	65.0	68.0
판매비와관리비	385	400	1,104	1,224	1,368
영업이익	647	651	678	1,537	1,979
영업이익률 (%)	28.3	29.9	19.1	36.2	40.2
EBITDA	874	897	898	1,745	2,177
EBITDA Margin (%)	38.2	41.2	25.3	41.1	44.2
영업외손익	-21	20	22	-27	-21
관계기업손익	7	-11	-13	-90	-115
금융수익	25	31	46	75	105
금융비용	-14	-20	-17	-17	-17
기타	-40	19	5	5	5
법인세비용차감전순이익	626	671	700	1,510	1,958
법인세비용	95	131	140	302	392
계속사업순이익	531	540	560	1,208	1,567
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	560	1,208	1,567
당기순이익률 (%)	23.8	24.8	15.8	28.4	31.8
비지배지분순이익	5	4	4	9	12
지배지분순이익	538	536	556	1,199	1,555
지배순이익률 (%)	23.5	24.6	15.6	28.2	31.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	24	4	7	7	7
포괄순이익	566	544	567	1,215	1,574
비지배지분포괄이익	5	4	4	9	12
지배지분포괄이익	562	540	563	1,206	1,562

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	960	1,447	1,549
당기순이익	543	540	560	1,208	1,567
비현금항목의 가감	423	373	331	531	603
감가상각비	65	64	65	66	67
외환손익	-18	-2	-12	-12	-12
자본법평가손익	-7	11	13	90	115
기타	384	300	265	386	433
자산부채의 증감	-748	-221	181	-46	-316
기타현금흐름	-217	-154	-112	-246	-305
투자활동 현금흐름	-297	-139	-155	-155	-155
투자자산	-30	-22	-19	-19	-19
유형자산	-111	-210	-80	-80	-80
기타	-156	93	-55	-55	-55
재무활동 현금흐름	-350	-385	532	561	561
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	10	7	-3	0	0
현금배당	-102	-52	-104	-103	-103
기타	-258	-341	639	664	664
현금의 증감	-637	13	722	1,139	1,217
기초 현금	1,188	551	565	1,286	2,425
기말 현금	551	565	1,286	2,425	3,642
NOPLAT	549	524	542	1,230	1,584
FCF	-84	338	863	1,312	1,385

자료: 셀트리온, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	5,578	6,797	8,364
현금및현금성자산	551	565	1,286	2,425	3,642
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,321	1,577	1,826
재고자산	616	3,041	2,536	2,360	2,462
기타유동자산	127	455	434	434	434
비유동자산	2,962	14,908	14,799	14,701	14,614
유형자산	1,007	1,215	1,230	1,243	1,256
관계기업투자금	89	105	135	166	197
기타금융자산	29	31	31	31	31
기타비유동자산	1,837	13,558	13,403	13,261	13,131
자산총계	5,892	19,918	20,376	21,498	22,978
유동부채	1,294	2,471	2,477	2,493	2,509
매입채무 및 기타채무	371	477	509	525	541
차입금	554	1,608	1,608	1,608	1,608
유동성채무	84	176	150	150	150
기타유동부채	286	211	211	211	211
비유동부채	323	321	321	321	321
차입금	152	99	99	99	99
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	172	222	222	222	222
부채총계	1,617	2,792	2,798	2,814	2,830
지배지분	4,139	16,981	17,429	18,525	19,977
자본금	141	220	217	217	217
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금	3,485	3,964	4,416	5,511	6,963
기타자본변동	-406	-2,046	-2,046	-2,046	-2,046
비지배지분	135	145	149	158	171
자본총계	4,274	17,126	17,578	18,683	20,148
총차입금	792	1,890	1,865	1,865	1,865

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

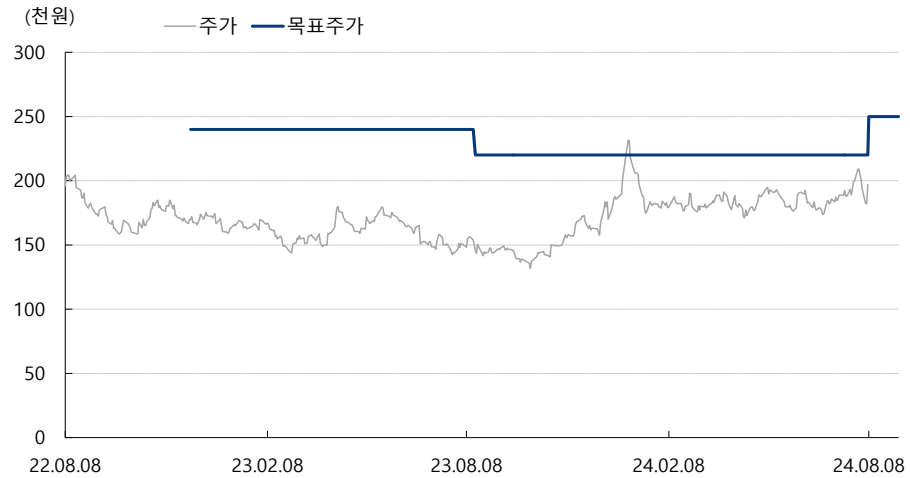
12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,821	3,639	2,557	5,525	7,167
PER	42.0	55.4	77.0	35.7	27.5
BPS	29,398	77,083	80,345	85,396	92,090
PBR	5.5	2.6	2.5	2.3	2.1
EBITDAPS	6,206	6,096	4,133	8,045	10,036
EV/EBITDA	26.2	34.3	48.2	24.2	18.8
SPS	15,615	14,787	16,345	19,582	22,694
PSR	10.3	13.6	12.1	10.1	8.7
CFPS	-595	2,298	3,974	6,047	6,384
DPS	375	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	20.6	-4.7	63.1	19.6	15.9
영업이익 증가율	-13.0	0.7	4.0	126.8	28.8
순이익 증가율	-8.9	-0.5	3.7	115.7	29.7
수익성					
ROIC	13.9	4.7	3.0	6.9	8.9
ROA	9.3	4.2	2.8	5.7	7.0
ROE	13.4	5.1	3.2	6.7	8.1
안정성					
부채비율	37.8	16.3	15.9	15.1	14.0
순차입금비율	13.4	9.5	9.2	8.7	8.1
이자보상배율	86.2	67.4	71.1	161.2	207.6

## 셀트리온 최근 2년간 목표주가 변동추이



## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.11.30	매수	240,000	(32.33)	(25.08)					
2023.05.09	매수	240,000	(31.82)	(25.08)					
2023.06.27	매수	240,000	(36.73)	(34.08)					
2023.07.17	매수	240,000	(37.26)	(34.08)					
2023.08.16	매수	220,000	(34.73)	(34.73)					
2023.08.18	매수	220,000	(34.21)	(31.64)					
2023.10.04	매수	220,000	(34.06)	(28.23)					
2023.11.08	매수	220,000	(25.15)	5.23					
2024.03.04	매수	220,000	(17.02)	(11.55)					
2024.05.13	매수	220,000	(15.92)	(5.00)					
2024.08.08	매수	250,000							

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자 2024.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.2	3.2	0.6	0.0

## [업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

## [기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하