

셀트리온(068270)

짐펜트라를 제외한 모든 것

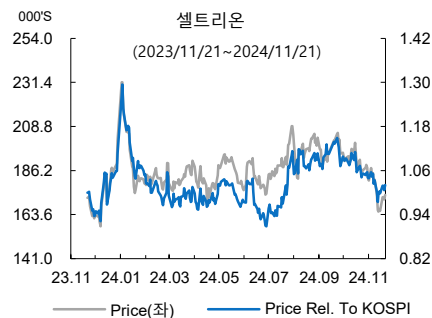
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	260,000원(유지)
증가(2024.11.21)	173,700원
상승여력	49.7 %

Stock Indicator

자본금	220십억원
발행주식수	21,708만주
시가총액	37,707십억원
외국인지분율	22.9%
52주 주가	157,600~231,500원
60일평균거래량	579,892주
60일평균거래대금	110.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-13.1	-6.7	0.9
상대수익률	-4.6	-4.9	2.2	2.1



[투자포인트]

- 지난 분기에는 합병과 직판을 통해 확보한 원가 경쟁력 및 공급 안정성을 기반으로 유럽 매출이 증가, 미국 대비 바이오시밀러 침투가 용이한 유럽 시장의 성격을 재확인 한 바 있다. 마진율이 높은 후속 제품의 성장세가 고무적으로, 3분기 기준 후속 제품의 비중은 42.3%(QoQ+12.1%p), '25년에는 신규 출시되는 5건의 품목이 추가되며 약 48%로 증가할 전망이다
- 시장의 관심은 짐펜트라에 집중된 상황이다. 1L IBD 적응증에서 infliximab의 입지는 공고하며, 올해 동사는 PBM과의 협상을 통해 처방에 우호적인 환경을 준비한 것으로 판단된다. Infusion center를 벗어날 수 있는 장점과 PBM향 리베이트, 우월한 PK 프로파일으로 인한 효능/안전성/면역원성의 개선은 충분한 수요를 창출할 전망이다. 다만, 1L에 안착한 엔티비오와 Stelara 바이오시밀러 출시 및 private labeler에 따른 PBM의 선호도 증가는 경쟁 심화를 의미한다
- 투자 의견 Buy, 목표주가 260,000원을 유지한다. 짐펜트라 불확실성이 존재하나, 그 외 제품의 실적 견인, CMO 사업 진입, R&D 성과 및 주주환원이 공존, 단기적으로는 기존 제품의 점유율 유지와 신규 품목의 매출 성장에 주목할 시기로 판단된다

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	77.3	33.3	22.2
PBR(배)	2.6	2.2	2.0	1.9
ROE(%)	5.1	2.8	6.3	8.9
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	34.1	38.5	22.7	15.6

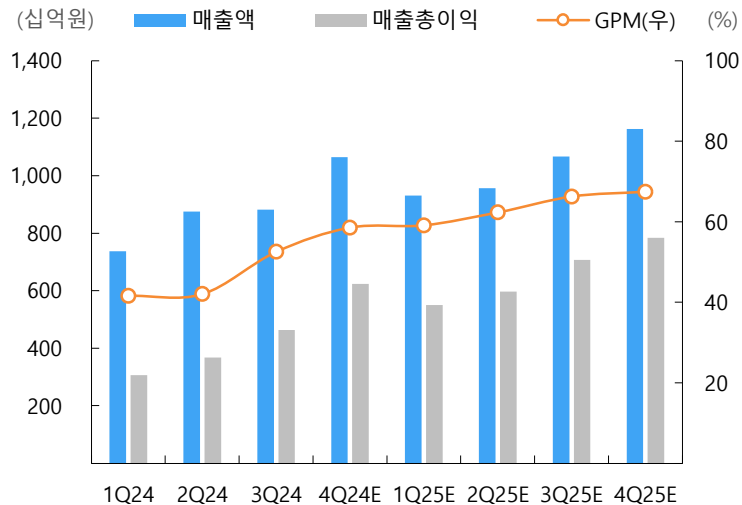
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표> 셀트리온 Valuation table

항목		단위	비고
① 영업가치	51,329	십억원	
'26년 추정 EBITDA (PV)	2,081	십억원	추정 '26년 EBITDA, 2.5년 할인
할인율	6.5	%	CoD 0.4%, CoE 8.4%, 시장위험 프리미엄 5.3%, beta 0.93 적용
타겟 EV/EBITDA 멀티플	24.7	x	'19년 램시마SC 유럽 판매승인 후 1년 평균 EV/EBITDA 30% 할인
② 비영업가치	1,989	십억원	지분율 (54.8%)
셀트리온제약 지분가치	3,628		셀트리온제약 과거 1년 시가총액 평균
③ 순차입금	430.4	십억원	4Q24 추정치
④ 기업가치 (=①+②-③)	52,887	십억원	
⑤ 주식수	205,868	천주	자사주 제외
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	260,000	원	256,898 원

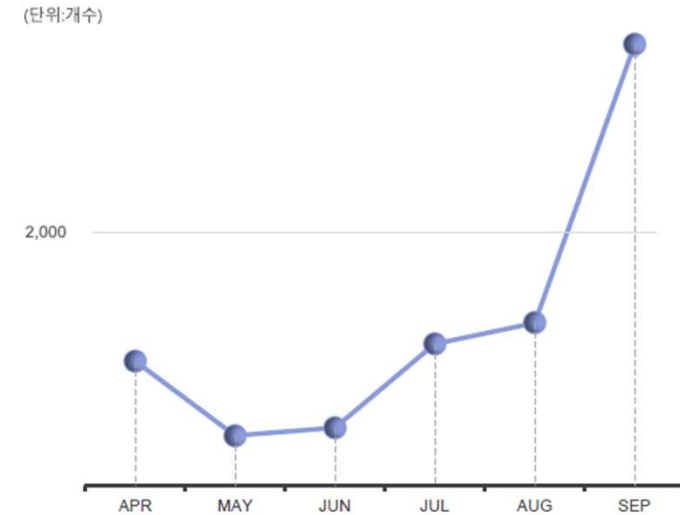
자료: iM증권 리서치본부

<그림> 셀트리온 분기실적 전망(1Q24-4Q25E)



자료: iM증권 리서치본부

<그림> 짐펜트라 실제 출하량 추이



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

〈표〉 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

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		5,009	5,561	6,462	7,805
현금 및 현금성자산		565	1,066	1,332	1,213
단기금융자산		194	194	194	582
매출채권		1,039	1,641	1,884	2,297
재고자산		3,041	2,490	2,881	3,544
비유동자산		14,908	14,718	14,757	14,797
유형자산		1,215	1,340	1,566	1,792
무형자산		13,336	13,012	12,817	12,623
자산총계		19,918	20,279	21,219	22,602
유동부채		2,471	2,443	2,342	2,111
매입채무		51	83	96	118
단기차입금		1,608	1,408	1,108	608
유동성장기부채		176	176	176	176
비유동부채		321	321	321	321
사채		-	-	-	-
장기차입금		99	99	99	99
부채총계		2,792	2,764	2,663	2,433
지배주주지분		16,981	17,366	18,398	19,999
자본금		220	217	217	217
자본잉여금		14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금		3,964	4,349	5,377	6,974
기타자본항목		-1,993	-1,990	-1,986	-1,982
비지배주주지분		145	149	157	170
자본총계		17,126	17,515	18,556	20,169

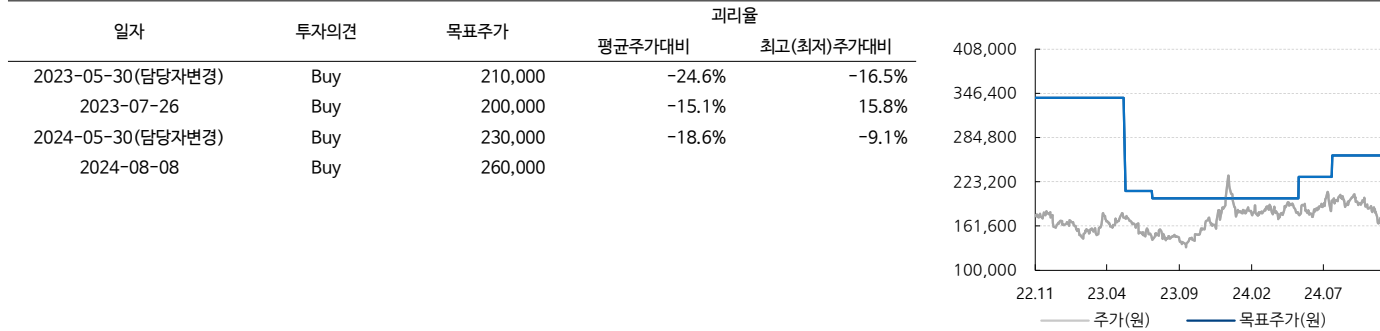
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		537	980	941	1,144
당기순이익		540	492	1,139	1,713
유형자산감가상각비		64	74	74	74
무형자산상각비		182	324	195	195
지분법관련손실(이익)		-11	-11	-11	-11
투자활동 현금흐름		-139	153	53	-335
유형자산의 처분(취득)		-210	-200	-300	-300
무형자산의 처분(취득)		-141	-	-	-
금융상품의 증감		-29	-19	-19	-19
재무활동 현금흐름		-385	357	261	61
단기금융부채의증감		-86	-200	-300	-500
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		7	-3	-	-
배당금지급		-52	-104	-103	-103
현금및현금성자산의증감		13	501	266	-119
기초현금및현금성자산		551	565	1,066	1,332
기말현금및현금성자산		565	1,066	1,332	1,213

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		2,176	3,558	4,116	5,062
증가율 (%)		-4.7	63.5	15.7	23.0
매출원가		1,125	1,796	1,478	1,472
매출총이익		1,052	1,761	2,638	3,590
판매비와관리비		400	1,170	1,249	1,498
연구개발비		161	263	305	375
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		651	592	1,389	2,092
증가율 (%)		0.7	-9.2	134.7	50.7
영업이익률 (%)		29.9	16.6	33.7	41.3
이자수익		19	32	38	45
이자비용		10	9	7	5
지분법이익(손실)		-11	-11	-11	-11
기타영업외손익		19	6	6	6
세전계속사업이익		671	612	1,417	2,130
법인세비용		131	120	277	417
세전계속이익률 (%)		30.8	17.2	34.4	42.1
당기순이익		540	492	1,139	1,713
순이익률 (%)		24.8	13.8	27.7	33.8
지배주주귀속 순이익		536	488	1,131	1,700
기타포괄이익		4	4	4	4
총포괄이익		544	496	1,143	1,717
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)					
EPS		3,639	2,246	5,211	7,834
BPS		77,083	80,022	84,776	92,153
CFPS		5,309	4,078	6,450	9,073
DPS		500	500	500	500
Valuation (배)					
PER		55.4	77.3	33.3	22.2
PBR		2.6	2.2	2.0	1.9
PCR		38.0	42.6	26.9	19.1
EV/EBITDA		34.1	38.5	22.7	15.6
Key Financial Ratio (%)					
ROE		5.1	2.8	6.3	8.9
EBITDA이익률		41.2	27.8	40.3	46.6
부채비율		16.3	15.8	14.4	12.1
순부채비율		6.6	2.4	-0.8	-4.5
매출채권회전율(x)		1.5	2.7	2.3	2.4
재고자산회전율(x)		1.2	1.3	1.5	1.6

셀트리온 투자의견 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 기업의유가증권발행과 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 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

[투자비용등급공시 2024-09-30기준]

매수
92%

종립(보유)
7.3%

매도
0.7%

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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