

# 셀트리온 (068270)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**240,000**

유지

현재주가

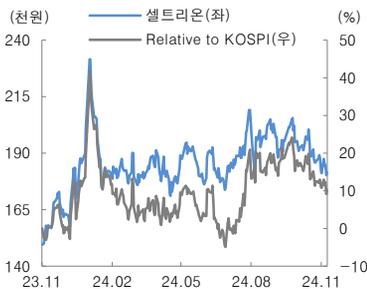
**181,500**

(24.11.08)

제약업종

KOSPI	2561.15
시가총액	39,389십억원
시가총액비중	1.84%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	231,500원 / 156,800원
120일 평균거래대금	1,346억원
외국인보유율	22.93%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 88 인 28.29% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	-7.3	-6.7	15.2
상대수익률	-3.8	-7.4	0.0	9.0



## 더 큰 도약을 위한 숨 고르기

- 3Q24 연결 매출 8,819억원(+0.8qoq), 영업이익 2,077억원(+186.5%qoq)
- 짐펜트라 시장기대치 대폭 하회했으나, 후속제품 고성장으로 컨센서스 부합
- 2025년 짐펜트라 처방 확대, 이익 개선, 신제품 매출 성장에 주목

### 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3Q24 짐펜트라 매출은 시장 기대치를 대폭 하회하였으나, 미국 처방량 및 출하량이 가파르게 증가하는 점은 긍정적임. 합병 효과로 유럽 시장 성장 견조, 원가율 하락에 따른 이익 개선 본격화, 2025년 다수의 바이오시밀러 신제품 출시가 기대되어, 연간 매출 추정치를 유지. 이에 따라 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 합병 후 원가율 정상화 및 미국 출시 신제품 매출 비중이 높아진 26년 EBITDA를 할인하고, 19년 램시마SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플을 22% 할인한 26배를 적용하여 49.3조원으로 추정. 순차입금을 반영하여 총 기업가치 49.3조원으로 산정.

### 3Q24 Review: 후속 제품 성장과 원가율 하락으로 컨센서스 부합

**[연결]** 매출 8,819억원(+0.8% QoQ), 영업이익 2,077억원(+186.5% QoQ), OPM 23.6% 기록. 짐펜트라 매출 64억원으로 시장기대치 및 당사 추정치(506억원)을 대폭 하회하였으나, 후속제품(+46.7% QoQ)의 견조한 성장과 원가율 개선으로 컨센서스 부합하는 실적 달성. 연간 매출 가이드نس 3.5조원 달성은 가능할 전망

**[기존 제품]** 매출 4,675억원(-13.5% QoQ)로 전분기 대비 감소하였으나, 이는 2분기에 화이자항 램시마V 공급이 일회성으로 증가한 것에 대한 기저효과 때문임. 최근 유럽 입찰시장에서 공급 안전성이 중요한 요소로 작용하며, 가격이 낮은 업체들 대비 공급 안전성이 우위에 있는 동사가 선정되는 사례 발생. 여전히 기존제품은 유럽 시장에서 견조한 성장을 보일 것으로 예상

**[후속 제품]** 매출 3,425억원(+46.7% QoQ)로 유럽 시장에서 점유율 지속 상승하며 호실적 기록. 램시마SC 1,709억원(+53.6% QoQ), 유플라이마 944억원(+18.0% QoQ), 베그젤마 692억원(+73.0% QoQ), 짐펜트라 64억원(+190.9% QoQ), 스테키마 16억원(신규) 달성. 유럽 IBD 분야에서 램시마와 유플라이마가 자기면역질환 포트폴리오 영업 시너지를 내며 크게 성장중. 베그젤마는 다소 늦게 유럽 시장에 출시했음에도 불구하고, 합병에 따른 원가 경쟁력, 우수한 공급 안전성, 높은 인지도를 바탕으로 빠르게 성장. 앞으로도 후속 제품은 기존 제품으로 쌓아온 브랜드 인지도 바탕으로 유럽에서 견조한 성장이 기대됨.

3Q24 매출 원가율은 47.5%로 2Q24 57.9% 대비 감소하며 이익 개선에 기여. 앞으로도 원가율이 낮은 신규 재고가 늘어나면서 매출 원가율 하락 지속될 예정이며, 수익성이 높은 후속 제품 성장으로 본격적인 이익 개선 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	672	875	923	882	31.2	0.8	935	1,033	170.1	17.2
영업이익	268	72	197	208	-22.4	186.5	219	249	1,251.1	19.9
순이익	222	78	178	84	-38.0	7.2	169	189	17,807.6	15.0

자료: 셀트리온 FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 셀트리온 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
<b>셀트리온 영업가치 (A)</b>	<b>49,784</b>	
26년 EBITDA 의 현가화	1,915	
EV/EBITDA 멀티플	26	19년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 22%
<b>순차입금 (B)</b>	<b>448</b>	
<b>총 기업가치 (A-B)</b>	<b>49,336</b>	
보통주 총 주식수 (천주)	206,330	
적정주가 (원)	239,112	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>240,000</b>	
현재주가 (원)	181,500	24.11.11
상승여력	32%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 셀트리온 연결 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>셀트리온 연결 매출</b>	<b>597.6</b>	<b>524.0</b>	<b>672.3</b>	<b>585.0</b>	<b>737.0</b>	<b>874.7</b>	<b>881.9</b>	<b>1033.4</b>	<b>2378.8</b>	<b>3527.1</b>	<b>4321.0</b>
yoy(%)	8.5%	-12.1%	4.1%	14.6%	23.3%	66.9%	31.2%	76.7%	3.3%	48.3%	22.9%
<b>바이오시밀러 매출</b>	<b>443.1</b>	<b>494.3</b>	<b>633.5</b>	<b>414.0</b>	<b>651.2</b>	<b>774.0</b>	<b>810.0</b>	<b>834.2</b>	<b>1984.9</b>	<b>3069.4</b>	<b>3873.1</b>
<b>기존 제품</b>	<b>357.5</b>	<b>365.5</b>	<b>462.0</b>	<b>269.0</b>	<b>437.2</b>	<b>540.6</b>	<b>467.5</b>	<b>512.8</b>	<b>1454.0</b>	<b>1958.1</b>	<b>2046.1</b>
yoy(%)	4.9%	-16.2%	20.9%	-22.3%	22.3%	47.9%	1.2%	90.6%	-3.4%	34.7%	4.5%
램시마IV	236.7	238.5	295.0	220.0	299.1	363.4	317.2	356.1	990.2	1335.8	1367.5
트룩시마	75.5	82.0	108.0	5.0	100.7	115.4	101.8	101.0	270.5	418.9	454.1
허쥬마	45.3	45.0	59.0	44.0	37.4	61.8	48.5	55.6	193.3	203.3	224.5
<b>후속 제품</b>	<b>85.6</b>	<b>131.5</b>	<b>161.0</b>	<b>131.0</b>	<b>214.0</b>	<b>233.4</b>	<b>342.5</b>	<b>321.5</b>	<b>509.1</b>	<b>1111.4</b>	<b>1827.0</b>
yoy(%)	105.9%	130.3%	116.2%	32.8%	150.0%	77.5%	112.7%	145.4%	87.3%	118.3%	64.4%
램시마SC	65.5	80.7	103.6	75.0	112.4	111.2	170.9	134.9	324.8	529.4	575.5
짐펜트라						2.2	6.4	47.6	0.0	56.2	415.8
유플라이마	20.1	32.6	47.0	42.0	67.0	80.0	94.4	78.8	141.7	320.2	363.6
베그젤마	0.0	18.2	13.0	15.0	34.6	40.0	69.2	55.9	46.2	199.7	258.1
스테키마							1.6	4.3		5.9	128.8
옵니클로											37.5
악템라 bs											33.0
아이덴젤트											
<b>Non-바이오시밀러</b>	<b>184.8</b>	<b>123.0</b>	<b>220.0</b>	<b>184.5</b>	<b>86.0</b>	<b>101.0</b>	<b>71.9</b>	<b>199.2</b>	<b>712.3</b>	<b>458.1</b>	<b>462.8</b>
<b>매출원가</b>	<b>333.4</b>	<b>247.8</b>	<b>301.9</b>	<b>241.4</b>	<b>430.3</b>	<b>506.9</b>	<b>418.5</b>	<b>477.1</b>	<b>1124.6</b>	<b>1832.8</b>	<b>1870.4</b>
매출원가율(%)	55.8%	47.3%	44.9%	41.3%	58.4%	57.9%	47.5%	46.2%	47.3%	52.0%	43.1%
<b>매출총이익</b>	<b>264.2</b>	<b>276.2</b>	<b>370.4</b>	<b>141.2</b>	<b>306.7</b>	<b>367.8</b>	<b>463.4</b>	<b>556.3</b>	<b>1051.9</b>	<b>1694.2</b>	<b>2451.1</b>
GPM(%)	44.2%	52.7%	55.1%	24.1%	41.6%	42.1%	52.5%	53.8%	44.2%	48.0%	56.9%
<b>영업이익</b>	<b>182.4</b>	<b>183.0</b>	<b>267.6</b>	<b>18.4</b>	<b>15.4</b>	<b>72.5</b>	<b>207.7</b>	<b>248.9</b>	<b>651.5</b>	<b>544.5</b>	<b>1320.0</b>
OPM(%)	30.5%	34.9%	39.8%	3.1%	2.1%	8.3%	23.5%	24.1%	27.4%	17.3%	30.8%
yoy(%)	28.2%	-8.0%	25.2%	-81.7%	-91.5%	-60.4%	-22.4%	1251.3%	-0.6%	-6.5%	119.1%

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 1. 짐펜트라 미국 판매 추이



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 2. 바이오시밀러 파이프라인 현황

#### 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2023)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma <sup>®</sup> (ustekinumab)	\$20.2bn	허가 신청(23.06)	허가 승인 (24.08)
	CT-P47 (악탈라 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$3.2bn	허가 신청(24.01)	허가 신청(24.02)
	CT-P53 (오크레부스 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$7.5bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코센티크스 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$7.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 신청 (24.10)
항반병성	CT-P42 (아일리아 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$9.4bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.11)
천식두드러기	Omylclo <sup>®</sup> (omalizumab)	\$4.4bn	허가 신청(24.04)	허가 승인(24.05)
골다공증	CT-P41 (프롤리아 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$6.8bn	허가 신청(23.11)	허가 신청(24.03)
비스페포페암	CT-P51 (키트루다 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$28.2bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 신청 (24.08)

#### 포트폴리오 현황

##### 자가면역 질환

- TNF- $\alpha$ : REMSIMA IV, REMSIMA SC, YUFLYMA
- IL-23/12: STEQYMA
- IL-6: ACTEMBRA<sup>®</sup> biosimilar
- CD20: OCREVUS<sup>®</sup> biosimilar
- IL-17: COSENTYX<sup>®</sup> biosimilar

7개

##### 항암제

- CD20: TRUXIMA, VEGZ
- HER2: HERZUMA, VEGZELMA
- PD-1: KEYTRUDA<sup>®</sup> biosimilar

4개

##### 기타 질환군

- VEGF: OMYLCLO
- IGF1: EYLEA<sup>®</sup> biosimilar
- RANK: PROLIA<sup>®</sup> biosimilar

3개

##### 미공개 파이프라인

- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED

8개

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

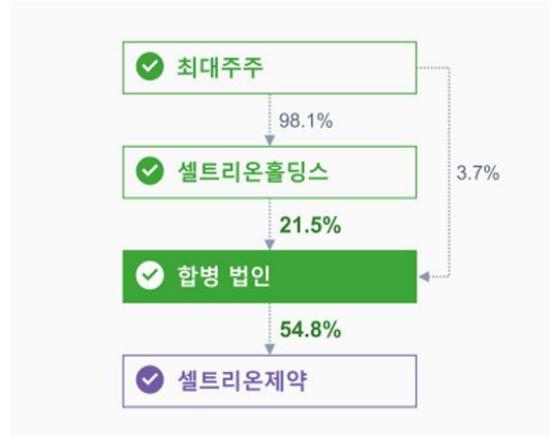
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 24년 12월부터 3공장 가동 예정
- 세계 최초 개발한 자기면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음.
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

### 주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 바이오시밀러 신제품 출시 및 허가
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

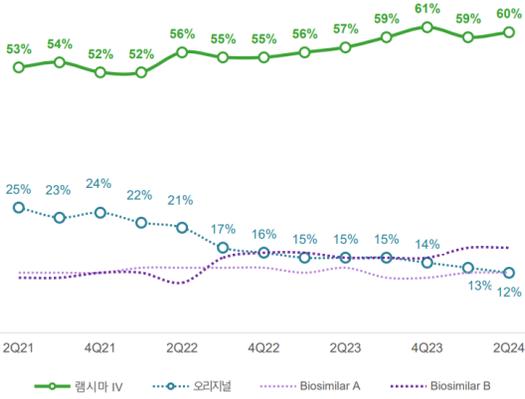
### 셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

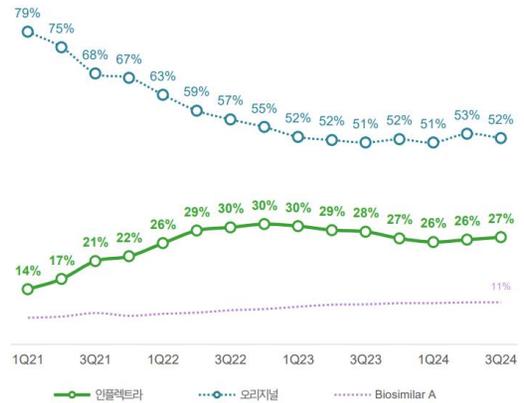
## Earnings Driver

### 램시마 유럽 시장 점유율



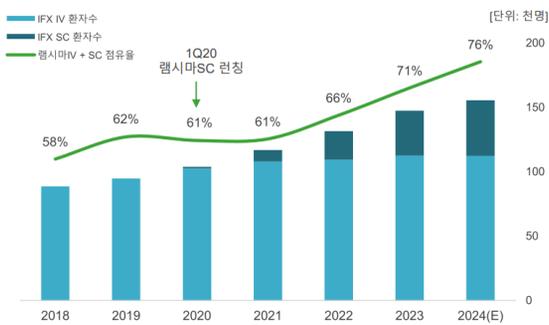
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

### 인플렉트라 미국 시장 점유율



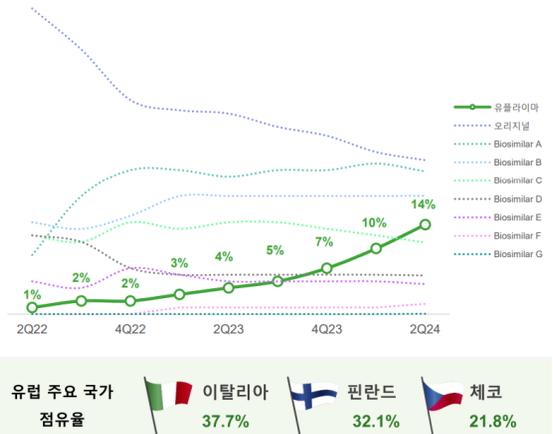
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

### 램시마 IV + SC EU5 시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

### 유럽 유플라이마 시장 점유율



유럽 주요 국가 점유율: 이탈리아 37.7%, 핀란드 32.1%, 체코 21.8%

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,527	4,321	5,421
매출원가	1,251	1,125	1,833	1,870	2,150
매출총이익	1,033	1,052	1,694	2,451	3,271
판매비와관리비	385	400	1,150	1,131	1,367
영업이익	647	651	544	1,320	1,904
영업외수익	283	299	15.4	30.5	35.1
EBITDA	874	897	987	1,516	2,089
영업외손익	-21	20	24	17	15
관계기업손익	7	-11	-11	-11	-11
금융수익	25	31	41	34	34
외환관련이익	38	29	26	26	26
금융비용	-14	-20	-25	-25	-27
외환관련손실	6	10	7	7	7
기타	-40	19	19	19	19
법인세비용차감전순이익	626	671	568	1,337	1,919
법인세비용	-95	-131	-111	-262	-376
계속사업순이익	531	540	457	1,076	1,543
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	457	1,076	1,543
당기순이익	238	248	130	249	285
비재계분순이익	5	4	4	8	12
재계분순이익	538	536	453	1,067	1,531
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	566	544	461	1,080	1,548
비재계분포괄이익	5	4	4	8	12
재계분포괄이익	562	540	457	1,071	1,536

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,677	3,639	2,085	4,916	7,053
PER	436	55.4	87.0	36.9	25.7
BPS	28,301	115,369	79,756	84,332	90,940
PBR	5.7	1.7	2.3	2.2	2.0
EBITDAPS	5,973	6,096	4,539	6,982	9,622
EV/EBITDA	26.3	34.3	40.5	26.2	18.8
SPS	15,615	14,787	16,226	19,906	24,972
PSR	10.3	13.6	11.2	9.1	7.3
CFPS	6,605	6,201	4,572	7,016	9,655
DPS	361	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	206	-4.7	62.1	22.5	25.4
영업이익 증/감률	-130	0.7	-16.4	142.4	44.2
순이익 증/감률	-8.9	-0.5	-15.3	135.4	43.5
수익성					
ROIC	13.1	4.5	2.4	5.7	7.8
ROA	11.2	5.0	2.7	6.2	8.3
ROE	13.4	5.1	2.6	6.0	8.0
안정성					
부채비율	37.8	16.3	17.7	18.7	19.3
순차입금비율	4.8	6.6	2.6	1.1	-1.0
이자보상비율	86.2	67.4	30.6	74.3	96.6

자료: 섀프린은 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	6,133	7,550	9,534
현금및현금성자산	551	565	1,437	1,891	2,545
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,543	1,888	2,366
재고자산	616	3,041	2,713	3,324	4,170
기타유동자산	127	455	440	447	453
비유동자산	2,962	14,908	14,455	14,360	14,226
유형자산	1,007	1,215	1,268	1,299	1,281
관계기업투자지분	89	105	113	121	129
기타비유동자산	1,866	13,589	13,074	12,940	12,816
자산총계	5,892	19,918	20,588	21,909	23,759
유동부채	1,294	2,471	2,710	2,963	3,254
매입채무 및 기타채무	371	477	510	531	561
차입금	554	1,608	1,736	1,875	2,025
유동상채무	84	176	211	253	304
기타유동부채	286	211	253	303	364
비유동부채	323	321	394	484	596
차입금	152	99	129	168	218
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	172	222	265	316	378
부채총계	1,617	2,792	3,103	3,446	3,850
자본비율	4,139	16,981	17,336	18,307	19,741
자본금	141	220	225	229	234
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금	3,485	3,964	4,313	5,277	6,706
기타자본변동	-358	-1,993	-1,992	-1,990	-1,988
비재계분	135	145	148	156	169
재계분	4,274	17,126	17,484	18,463	19,910
순차입금	206	1,131	448	209	-197

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	683	354	451
당기순이익	543	540	457	1,076	1,543
비현금항목의 기입	423	373	537	447	553
감가상각비	226	246	442	196	185
외환손익	-18	-2	-12	-12	-12
지분법평가손익	-7	11	11	11	11
기타	222	118	95	252	368
자산부채의 증감	-748	-221	-213	-915	-1,274
기타현금흐름	-217	-154	-97	-254	-370
투자활동 현금흐름	-297	-139	410	297	347
투자자산	-30	-22	-8	-8	-8
유형자산	-111	-210	-120	-100	-50
기타	-156	93	538	406	406
재무활동 현금흐름	-350	-385	143	170	201
단기차입금	0	0	129	139	150
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	30	39	50
유상증자	16	13,998	4	4	5
현금배당	-102	-52	-104	-103	-103
기타	-263	-14,332	83	90	99
현금의 증감	-637	13	873	454	653
기초 현금	1,188	551	565	1,437	1,891
기말 현금	551	565	1,437	1,891	2,545
NOPLAT	549	524	438	1,062	1,531
FCF	464	419	904	1,169	1,678

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.11.12	24.10.15	24.08.07	24.04.15	24.03.05	23.12.05
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	240,000	240,000	200,000	200,000
과다율(평균%)		(22.30)	(20.91)	(22.61)	(7.83)	(7.43)
과다율(최대/최소%)		(18.42)	(12.92)	(12.92)	15.75	15.75

제시일자	23.12.01
투자의견	Buy
목표주가	200,000
과다율(평균%)	(18.70)
과다율(최대/최소%)	(18.70)

제시일자	23.12.01
투자의견	Buy
목표주가	200,000
과다율(평균%)	(18.70)
과다율(최대/최소%)	(18.70)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241109)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

#### 산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

#### 기업 투자의견

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상