

셀트리온 (068270)

바이오시밀러 2.0

시밀러 품목 확대

25년 최대 5개의 신규 시밀러 품목을 출시할 예정으로 현재 6개 품목에서 11개까지 시밀러 품목이 늘어날 전망. 스테키마와 CT-P47이 추가되며 자가 면역 질환 포트폴리오 강화가 예상되며 옴리클로, CT-P41 등으로 기존 항암제와 자가면역질환 중심에서 천식, 골다공증 등 다양한 질환군으로 제품군이 확대될 전망. 기존 제품의 안정적인 매출 지속과 신규 시밀러의 매출 기여가 시작되면서 견조한 실적 성장 전망.

직판 전환과 헬스케어 합병으로 가격 경쟁력을 확대하며 유럽에서 트룩시마 점유율 회복과 시밀러 출시가 늦었던 유플라이마, 베그젤마에서도 점유율을 높여가는 중. 유럽 Infliximab 점유율도 램시마 IV의 높은 점유율이 유지되는 가운데 매분기 램시마SC의 점유율이 1~2% 증가하며 전체 램시마 점유율도 꾸준히 증가하며 실적에서 유럽 매출 기여도는 높아지는 중.

짐펜트라, 그래도 경쟁력은 있다

반면, 24년 출시한 짐펜트라는 3Q24까지 누적 매출 86억원으로 아쉬운 실적을 기록. 짐펜트라의 부진에는 예상보다 지연된 PBM 등재와 셀트리온의 낮은 브랜드 인지도 영향으로 판단. 10월 3대 PBM 등재를 마치며 대부분의 보험 커버리지에 등재를 마쳤으며 SNS, TV 광고를 시작하며 브랜드 인지도도 개선될 것으로 기대.

짐펜트라는 SC 제형 특성상 자가 투약이 가능해 안정적인 혈중 농도 유지가 가능. ACG에서 공개된 짐펜트라와 Infliximab/면역억제제 병용 비교 데이터는 짐펜트라 단독으로도 충분한 효과를 나타내며 처방 경쟁력을 재확인. PBM 등재와 인지도 개선을 통해 25년부터 짐펜트라 매출도 본격화 될 수 있을 것으로 예상.

투자 의견 및 목표 주가 유지



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 250,000원 (M)

현재주가 (11/20) 171,400원

상승여력 46%

시가총액	372,073억원
총발행주식수	217,078,554주
60일 평균 거래대금	1,113억원
60일 평균 거래량	582,875주
52주 고/저	231,500원 / 157,600원
외인지분율	22.88%
배당수익률	0.25%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 88 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	(12.6)	0.9
상대	(4.9)	(5.1)	1.2
절대 (달러환산)	(10.4)	(16.3)	(6.3)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,039	171.7	17.9	1,002	3.7
영업이익	301	1,536.1	45.1	278	8.6
세전계속사업이익	316	흑전	77.2	269	17.7
지배순이익	258	24,340.7	200.9	223	15.5
영업이익률 (%)	29.0	+24.2 %pt	+5.5 %pt	27.7	+1.3 %pt
지배순이익률 (%)	24.8	+24.5 %pt	+15.1 %pt	22.2	+2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,284	2,176	3,533	4,474
영업이익	647	651	597	1,633
지배순이익	538	536	444	1,397
PER	45.5	43.5	84.0	26.6
PBR	5.8	2.0	2.1	1.9
EV/EBITDA	28.2	26.9	38.2	19.6
ROE	13.4	5.1	2.6	7.9

자료: 유안타증권

바이오 시밀러 2.0을 시작

동사는 25년 최대 5개의 신규 바이오시밀러를 유럽과 미국에서 출시할 예정으로 현재 6개인 시밀러 포트폴리오는 최대 11개로 확대될 것으로 예상된다. 자가 면역 질환 시밀러로는 스테키마 (스텔라라 시밀러)가 25년 2월부터 미국 출시 예정이며, 유럽에서는 8월 허가 이후 출시가 이어지고 있다. 스테키마와 함께 CT-P47(악템라 시밀러)도 24년 초 FDA와 EMA에 허가를 신청했으며 25년 출시가 예상된다. 악템라는 IL-6 inhibitor로 면역 반응을 낮추는 역할을 하며, COVID-19 기간 과도한 면역 반응으로 인한 염증 반응 등을 낮추는데 사용되었으며 신규 감염증 발생시 수요 증가로 이어질 것으로 예상된다.

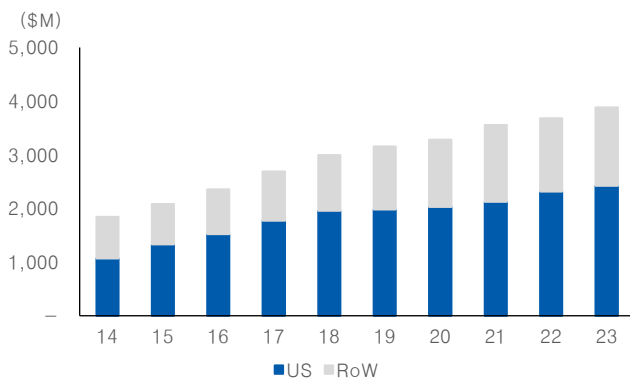
그 외에도 CT-P41(프롤리아 시밀러), CT-P42(아일리아 시밀러)와 옴리클로(졸레어 시밀러)가 25년 출시될 것으로 예상되며 자가면역질환과 항암제에서 골다공증, 황반 변성 등까지 질환 시장도 확대가 예상된다. 특히 옴리클로는 졸레어 시밀러 중 가장 개발 단계가 빨라 시장 선점이 가능할 것으로 기대한다. 바이오 시밀러 종류가 늘어나면서 기존 제품의 견조한 매출이 유지되는 가운데 추가적인 매출을 창출할 수 있을 것으로 전망한다.

셀트리온 시밀러 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2023)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma[®] ustekinumab	\$20.2bn	허가 신청(23.06)	허가 승인 (24.08)
	CT-P47 (악템라 [®] 바이오시밀러)	\$3.2bn	허가 신청(24.01)	허가 신청(24.02)
	CT-P53 (오크레루스 [®] 바이오시밀러)	\$7.5bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코센텍스 [®] 바이오시밀러)	\$7.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 신청 (24.10)
황반변성	CT-P42 (아일리아 [®] 바이오시밀러)	\$9.4bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.11)
천식두드러기	Omlyclo[®] omalizumab	\$4.4bn	허가 신청(24.04)	허가 승인 (24.05)
골다공증	CT-P41 (프롤리아 [®] 바이오시밀러)	\$6.8bn	허가 신청(23.11)	허가 신청(24.03)
비소세포폐암	CT-P51 (카트루다 [®] 바이오시밀러)	\$28.2bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 신청 (24.08)

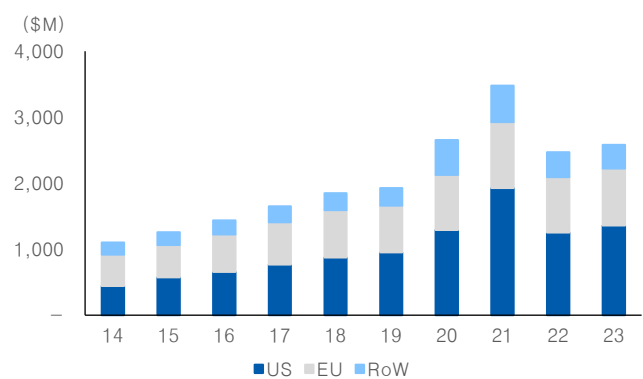
자료: 유안타증권 리서치센터

졸레어 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

악템라 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

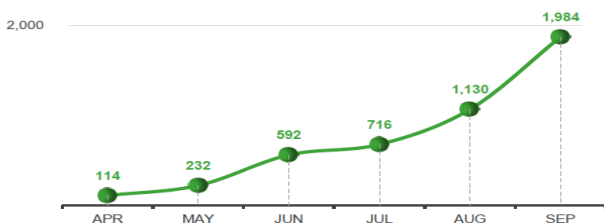
부진한 짐펜트라, 경쟁력은 있어

24년부터 짐펜트라의 미국 판매를 시작하면서 미국 시장의 높은 약가와 빠른 침투를 통한 매출 성장을 기대했으나 2Q24 22억원, 3Q24 64억원으로 실망스러운 매출을 기록하며 부진한 실적을 기록하고 있다. 저조한 매출에는 여러가지 요인이 있을 것으로 보이나 PBM 등재가 당초 예상보다 지연된 영향과 셀트리온 브랜드에 대한 낮은 인지도 등이 영향을 미친 것으로 판단한다.

짐펜트라는 10월 3대 PBM의 등재를 완료하며 미국 시장 보험 커버리지를 90%까지 확보하는데 성공했으며 일반적으로 PBM 등재 이후 환급 절차까지 3개월 가량이 소요되는 것을 고려할 때 25년초부터는 3대 PBM 모두에서 환급이 가능할 것으로 보인다. 또한 낮은 브랜드 인지도 개선을 위한 9월부터 SNS 및 TV 광고를 시작하며 브랜드 인지도도 개선이 예상된다. SC 제형인 짐펜트라는 자가 투약이 가능하며 원내 투약이 필요한 Infliximab IV 대비 일정한 혈중 농도 유지가 가능한 장점이 있다. 이는 유효 농도 내에서 혈중 농도가 유지가 되면서 안정적인 효능을 보일 수 있으며, 급격한 농도 변화에 따른 내성 발생 위험도 낮다. ACG에서 공개된 짐펜트라의 연구 결과에 따르면 짐펜트라 단독 요법과 Infliximab과 면역 억제제를 병용 비교시 유사한 유효성과 안전성을 보였으며 혈중 약물 농도가 높은 그룹에서는 개선 효과가 더 컸다.

짐펜트라 처방량 추이

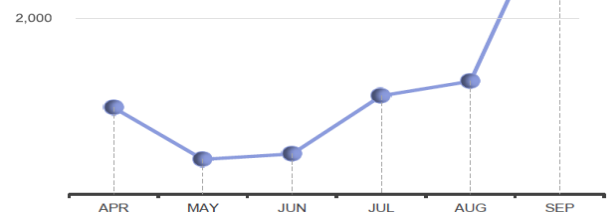
(단위:개수)



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

짐펜트라 실제 출하량 추이

(단위:개수)

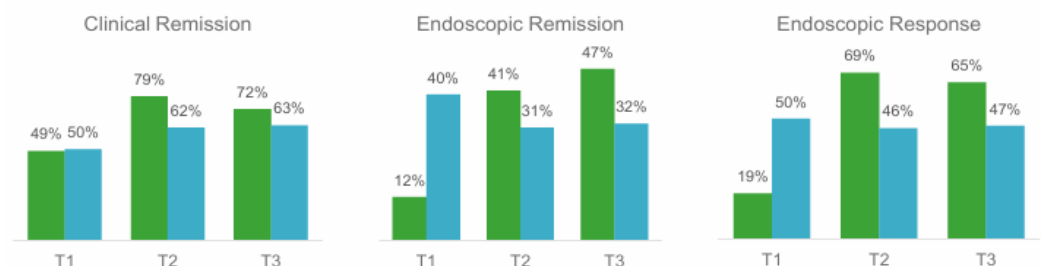


자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

짐펜트라 vs 면역 억제제+Infliximab

Week 102 Efficacy Results¹ in UC² (by concentration tertile group³)

■ Monotherapy
■ Combination Therapy



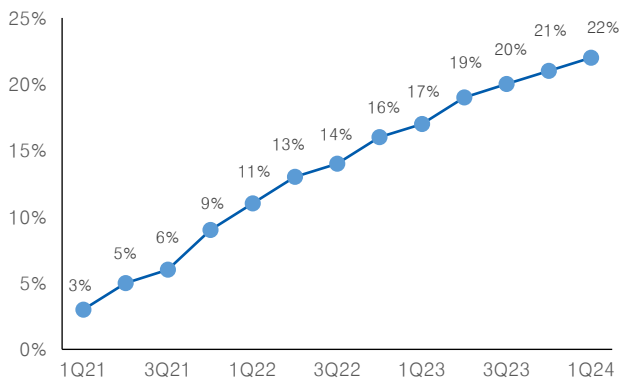
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

안정적인 성장 보이는 유럽

집헨트라가 부진한 실적을 보이는 반면 유럽에서는 램시마 SC를 중심으로 안정적인 매출 성장이 지속되고 있다. 3Q24 매출에서 유럽 매출액이 4,449억원으로 전체 매출의 54.9%를 차지하며 전체 매출 성장을 주도하고 있다. 직판 전환과 헬스케어와의 합병으로 인한 가격 경쟁력을 확보하면서 입찰 시장 비중이 큰 유럽 시장에서 점유율 확대를 이어지고 있는 것으로 판단한다.

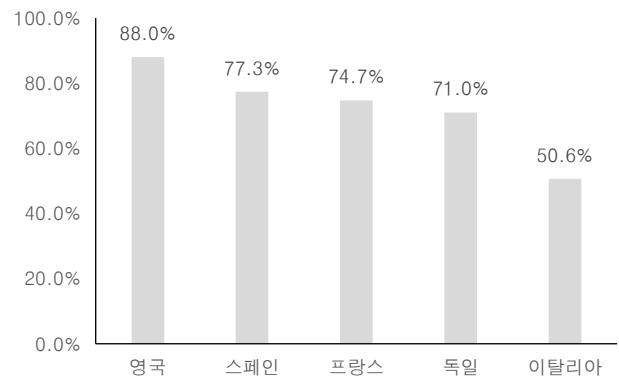
유럽 주요국(EU5)에서 램시마SC는 2Q24 기준 24%까지 매분기 1~2% 점유율 확대를 이어가고 있으며, IV+SC 점유율로도 지속적인 증가 추세가 이어지며 23년 71%였던 점유율은 24년 76%까지 증가할 것으로 예상된다. 직판 전환으로 점유율이 감소했던 트룩시마도 2H23부터 반등하며 2Q24 기준 29%까지 점유율을 높이고 있으며 경쟁 시밀러들 대비 시장 출시가 늦었던 유플라이마도 유럽에서 점유율 증가가 지속되고 있으며 누적 매출액으로도 3Q24 누적 2,414억원으로 지난해 1,435억원을 이미 초과했으며 24년 연간 매출액으로 3,475억원으로 예상된다. 신규 시밀러 품목 매출도 미국 보다 유럽에서 빠르게 증가할 것으로 예상하며 유럽 시장에서의 견조한 성장이 지속될 것으로 전망한다.

EU5 램시마 점유율 추이



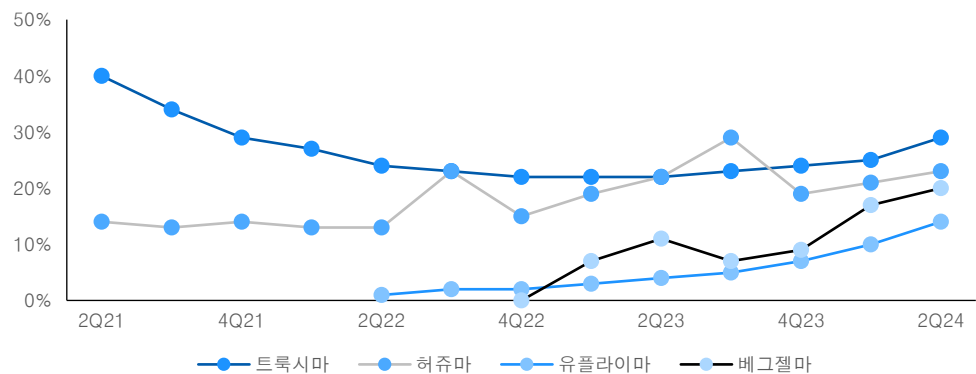
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

EU5 지역별 램시마 점유율



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

시밀러별 유럽 점유율 추이



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

이익을 개선되며 25년부터는 이익 성장 시작

헬스케어 합병으로 인해 높아진 원가율은 신규 생산 재고 비중이 증가하며 개선이 지속될 것으로 보이며 신제품 매출 비중이 커질수록 개선 속도도 빨라질 것으로 전망한다. 또한 1H24에 합병에 따른 판권(1,137억원)의 감가 상각을 마무리되면서 3Q부터 상각 비용은 분기당 70억원으로 크게 낮아졌다.

제품 원가율 개선 지속과 상각 비용이 감소하면서 낮아졌던 동사 영업이익률도 회복되기 시작했으며 이익 개선이 지속되며 25년부터는 매출 성장 뿐만 아니라 이익에서도 성장을 시작할 것으로 예상된다.

셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	737.0	874.7	881.9	1039.4	955.7	1076.2	1197.0	1244.9	2176.4	3533.1	4473.8
YoY	23.3%	66.9%	31.2%	171.7%	29.7%	23.0%	35.7%	19.8%	(4.7%)	62.3%	26.6%
바이오시밀러	651.2	774.0	810.0	866.0	867.3	982.4	1058.5	1131.6	1959.6	3101.2	4039.8
램시마 IV	299.6	363.4	317.2	297.4	323.5	316.2	323.5	303.4	993.1	1277.6	1266.6
트룩시마	97.7	115.4	101.8	112.2	104.5	118.9	108.9	115.5	263.2	427.0	447.8
허쥬마	39.1	61.8	48.5	61.7	56.7	63.7	55.8	66.0	188.1	211.1	242.1
램시마 SC	117.2	111.2	170.9	178.9	158.2	175.7	203.4	229.0	324.0	578.2	766.3
유플라이마	65.1	80.0	94.4	108.0	90.5	101.6	105.7	119.8	145.1	347.5	417.7
베그젤마	32.6	40.0	69.2	60.1	47.2	60.0	71.3	70.3	46.1	201.9	248.8
점펜트라	0	2.2	6.4	43.1	71.1	105.7	121.1	142.1	0	51.7	440.0
기타	0	0	1.6	4.7	15.5	40.7	68.8	85.5	0	6.3	210.5
제약/케미컬	80.5	94.9	65.3	81.5	81.3	86.4	75.7	82.3	381.6	322.2	325.7
기타(CMO 포함)	5.3	5.8	6.6	91.9	7.1	7.4	62.7	31.0	342.3	109.6	108.3
매출 총이익	306.7	367.8	463.4	582.1	563.9	661.8	766.1	834.1	1051.9	1720.0	2825.9
판매 관리비	291.2	295.3	255.7	280.6	297.6	290.6	311.2	323.7	400.4	1122.9	1193.1
영업이익	15.4	72.5	207.7	301.4	296.3	371.3	454.9	510.4	651.5	597.0	1632.8
YoY	(91.5%)	(60.4%)	(22.4%)	1536.1%	1819.2%	412.2%	119.0%	69.3%	0.7%	(8.4%)	173.5%
OPM	2.1%	8.3%	23.5%	29.0%	31.0%	34.5%	38.0%	41.0%	29.9%	16.9%	36.5%

주: 23년 품목별 매출은 바이오시밀러(셀트리온 헬스케어), 바이오시밀러 외(셀트리온)

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,533	4,474	5,216
매출원가	1,251	1,125	1,813	1,648	1,565
매출총이익	1,033	1,052	1,720	2,826	3,651
판매비	385	400	1,123	1,193	1,356
영업이익	647	651	597	1,633	2,295
EBITDA	874	897	1,010	1,905	2,536
영업외손익	-21	20	21	81	125
외환관련손익	17	12	15	0	0
이자손익	7	9	-40	-16	29
관계기업관련손익	7	-11	-8	0	0
기타	-52	10	54	97	97
법인세비용차감전순이익	626	671	618	1,713	2,420
법인세비용	95	131	182	341	482
계속사업순이익	531	540	436	1,372	1,939
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	436	1,372	1,939
지배지분순이익	538	536	444	1,397	1,973
포괄순이익	566	544	427	1,294	1,860
지배지분포괄이익	562	540	435	1,324	1,904

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	222	1,493	2,142
당기순이익	543	540	436	1,372	1,939
감가상각비	65	64	73	66	60
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-7	11	8	0	0
자산부채의 증감	-748	-221	-872	-443	-334
기타현금흐름	149	144	577	497	477
투자활동 현금흐름	-297	-139	-133	-81	-20
투자자산	-30	-22	-21	-24	-19
유형자산 증가 (CAPEX)	-111	-210	-92	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-156	93	-20	-56	-1
재무활동 현금흐름	-350	-385	-150	-176	-176
단기차입금	69	1,027	405	0	0
사채 및 장기차입금	6	44	-102	0	0
자본	15	13,993	26	0	0
현금배당	-102	-52	-104	-103	-103
기타현금흐름	-338	-15,397	-375	-74	-74
연결범위변동 등 기타	9	0	215	-156	-204
현금의 증감	-637	13	154	1,080	1,741
기초 현금	1,188	551	565	719	1,798
기말 현금	551	565	719	1,798	3,540
NOPLAT	647	651	597	1,633	2,295
FCF	-110	327	130	1,493	2,142

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

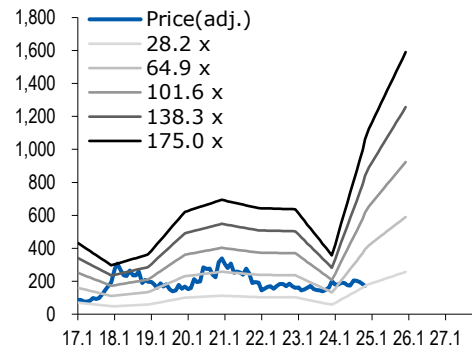
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	5,730	7,279	9,347
현금및현금성자산	551	565	719	1,798	3,540
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,253	1,424	1,494
재고자산	616	3,041	3,326	3,557	3,749
비유동자산	2,962	14,908	14,881	14,634	14,412
유형자산	1,007	1,215	1,228	1,162	1,102
관계기업 등 지분관련 자산	89	105	120	143	162
기타투자자산	29	31	33	33	34
자산총계	5,892	19,918	20,612	21,913	23,759
유동부채	1,294	2,471	3,165	3,272	3,357
매입채무 및 기타채무	371	477	561	668	753
단기차입금	554	1,608	2,012	2,012	2,012
유동성장기부채	84	176	101	101	101
비유동부채	323	321	181	184	187
장기차입금	152	99	49	49	49
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,617	2,792	3,346	3,456	3,544
지배지분	4,139	16,981	17,129	18,344	20,137
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,816	14,816	14,816
이익잉여금	3,485	3,964	3,766	5,060	6,931
비지배지분	135	145	137	112	78
자본총계	4,274	17,126	17,265	18,457	20,214
순차입금	206	1,131	1,231	103	-1,676
총차입금	819	1,890	2,193	2,193	2,193

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,677	3,639	2,041	6,435	9,090
BPS	28,922	80,509	83,285	89,197	97,910
EBITDAPS	5,973	6,096	4,646	8,776	11,683
SPS	15,615	14,787	16,254	20,609	24,027
DPS	361	500	500	500	500
PER	45.5	43.5	84.0	26.6	18.9
PBR	5.8	2.0	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	28.2	26.9	38.2	19.6	14.0
PSR	10.7	10.7	10.5	8.3	7.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	20.6	-4.7	62.3	26.6	16.6
영업이익 증가율 (%)	-13.0	0.7	-8.4	173.5	40.6
지배순이익 증가율 (%)	-7.2	-0.4	-17.2	214.9	41.3
매출총이익률 (%)	45.2	48.3	48.7	63.2	70.0
영업이익률 (%)	28.3	29.9	16.9	36.5	44.0
지배순이익률 (%)	23.5	24.6	12.6	31.2	37.8
EBITDA 마진 (%)	38.2	41.2	28.6	42.6	48.6
ROIC	13.9	4.7	1.2	7.2	10.1
ROA	9.3	4.2	2.2	6.6	8.6
ROE	13.4	5.1	2.6	7.9	10.3
부채비율 (%)	37.8	16.3	19.4	18.7	17.5
순차입금/자기자본 (%)	5.0	6.7	7.2	0.6	-8.3
영업이익/금융비용 (배)	86.2	67.4	8.1	22.2	31.2

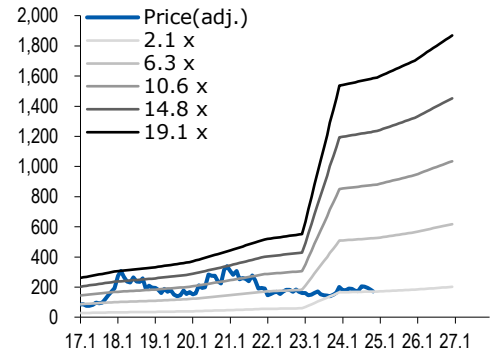
P/E band chart

(천원)



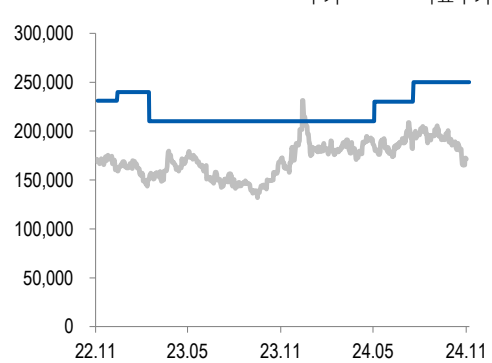
P/B band chart

(천원)



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-11-21	BUY	250,000	1년		
2024-08-08	BUY	250,000	1년		
2024-05-23	BUY	230,000	1년	-18.90	-9.13
2024-03-06	1년 경과 이후		1년	-12.55	-7.33
2023-03-06		210,000	1년	-22.30	10.24
2023-01-02	BUY	240,000	1년	-32.97	-29.25
2022-11-24	BUY	231,186	1년	-26.55	-24.17
2022-01-10	BUY	288,983	1년	-43.95	-34.33

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.