

셀트리온 (068270)

2024년: Global Top을 향하여

투자의견	BUY (신규)
목표주가	250,000 원(신규)
현재주가	179,700 원(02/29)
시가총액	39,184 (십억원)

제약바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 합병을 반영하여 셀트리온 목표주가를 25만원으로 신규 제시
- 목표주가는 합병 이후 원가율 정상화가 예상되는 2025년 예상 순이익 1.44조원을 할인한 값 X Target P/E 40배
- 2024년 상반기: 투자의 시기. 실적은 부진할 것으로 예상
- 2024년 하반기: 외형 및 이익이 고성장하며 기업가치 레벨 업 될 전망, 짐펜트라 처방은 3분기부터 본격화될 전망, 원가율도 하락할 것: ① 미국 인플렉시맵 시장에서 바이오시밀러 제품 점유율 낮음, ② SC 제형으로 차별화 됨, ③ 미국 출시 품목 증가에 따른 마케팅 시너지 발생, ④ 밸류체인 수직 계열화에 따른 원가 절감
- 셀트리온은 2024년 목표 실적(가이드스)을 공격적으로 제시: 당사 예상 영업이익(5,690억원)을 큰 폭 상회
 - ① 바이오시밀러 글로벌 목표 매출액 3.5조원, EBITDA 1.6조원(EBITDA margin > 40%), 영업이익 1조원 상회 예상
 - ② 고마진 신규 제품들의 매출 비중이 60%(2023년 30%)로 상승
 - ③ 2024년 1분기 원가율 60%대에서 4분기 30%대까지 하락할 것으로 추정
 - ④ 합병에 따른 무형자산 상각액은 약 1,300억원대로 작년말 예상치(약 3천억원)를 크게 하회

주가(원,2/29)	179,700
시가총액(십억원)	39,184

발행주식수	218,050천주
52주 최고가	241,000원
최저가	131,000원
52주 일간 Beta	0.93
60일 일평균거래대금	1,684억원
외국인 지분율	23.2%
배당수익률(2020F)	0.2%

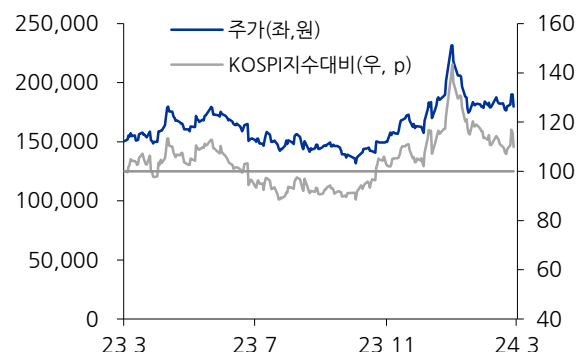
주주구성	
셀트리온홀딩스 (외 87인)	28.2%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6.8%	18.3%	14.2%
절대기준	-1.1%	21.8%	23.8%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	250,000	-	-
영업이익(24)	569	-	-
영업이익(25)	1,806	-	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023P	2024E	2025E
매출액	2,284	2,176	3,499	4,671
영업이익	647	651	569	1,806
세전손익	626	671	579	1,816
당기순이익	543	535	458	1,435
EPS(원)	3,676	2,469	2,114	6,629
증감률(%)	-7	-33	-14	214
PER(배)	43.7	72.8	85.0	27.1

자료: 유진투자증권
 주: 2023년 12월 28일 셀트리온이 셀트리온 헬스케어를 흡수합병함에 따라 2022~2023년과 2024~2025년 예상 실적의 연속성은 없음



1. 목표주가 25 만원으로 신규 제시

합병 이후 원가율이 정상화되는 2025 년 예상 순이익 할인 X Target P/E 40 배

셀트리온의 목표주가를 25 만원으로 신규 제시한다.

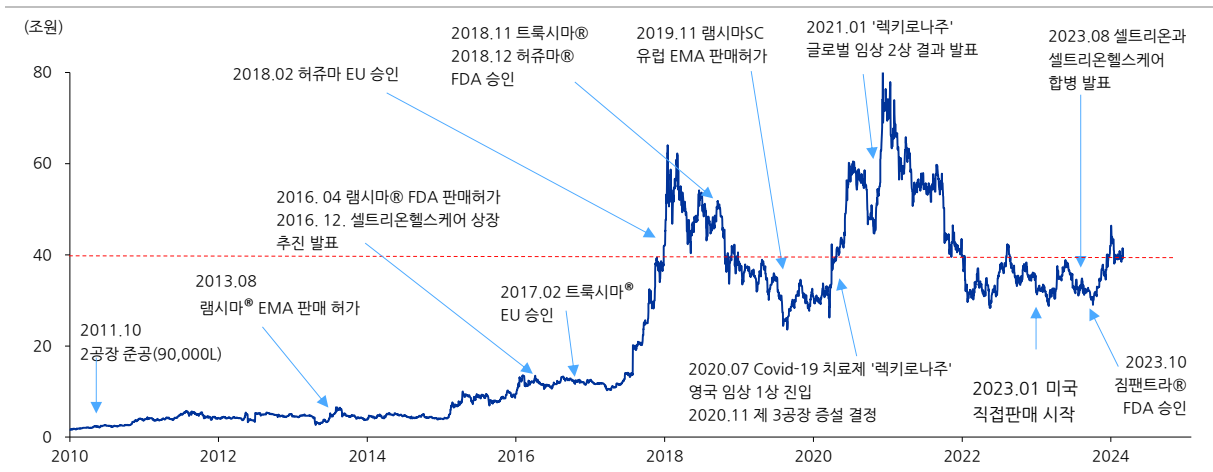
Target P/E 40 배는 셀트리온 과거 3년 평균 수준, 국내 상위 제약사 대비 30% 할증

1. 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 합병 효과를 반영하였다.
2. 목표주가는 합병 이후 원가율이 정상화되는 2025 년 예상 순이익 1.44 조원을 할인(할인율 10%)한 값에 Target P/E 40 배를 적용하였다.
3. Target P/E 40 배는 국내 상위 제약사(한미약품 및 유한양행)의 Target P/E valuation 지표 및 셀트리온의 최저 Fwd. 12M 인 30 배에 약 30% 할증된 수준이며, 셀트리온의 과거 3년(2021~2023 년) 평균 수준이다.

상반기: 보수적 접근 유효
하반기: 신제품 매출 기여도 확인하고 적극적 매수

상반기에는 공격적인 매수 전략보다 보수적 접근 전략이 유효할 것으로 예상된다. 수익성이 높은 신제품들의 매출 기여도가 3 분기부터 상승하면서 미국 직판 효과는 하반기부터 가시화될 것으로 예상되기 때문이다. 실적 고성장 추이가 하반기부터 본격화될 것을 감안하여야 한다.

도표 1. 셀트리온 시가 총액 추이 및 이벤트



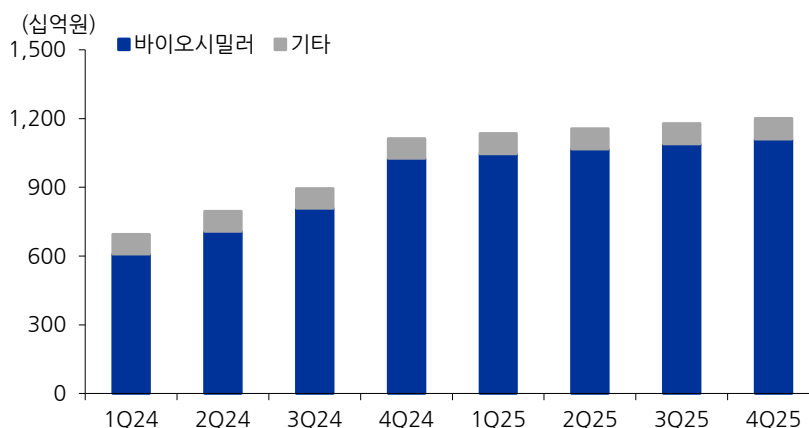
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 2. 셀트리온 분기별 실적 전망

(십억원)	2024E				2025E				2024E	2025E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
매출액	695	795	895	1,113	1,135	1,156	1,179	1,201	3,499	4,671
영업이익	9	78	199	284	374	418	477	537	569	1,806
EBITDA	131	200	265	350	445	489	548	608	947	2,091
순이익	9	63	158	227	296	331	377	432	458	1,435
영업이익률	1%	10%	22%	26%	33%	36%	40%	45%	16%	39%
EBITDA margin	19%	25%	30%	31%	39%	42%	46%	51%	27%	45%
순이익률	1%	8%	18%	20%	26%	29%	32%	36%	13%	31%

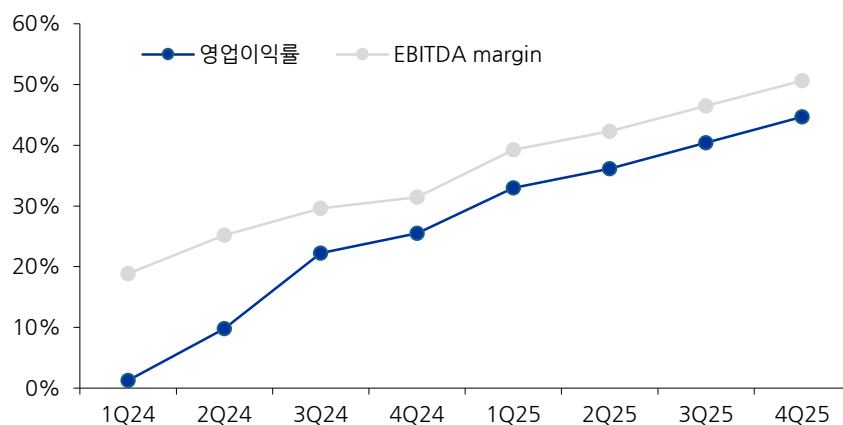
자료: 유진투자증권

도표 3. 셀트리온 2024~2025년 분기별 매출액 추이



자료: 유진투자증권

도표 4. 셀트리온 2024~2025년 영업이익률 및 EBITDA margin 추이



자료: 유진투자증권

2. 2024년 전망

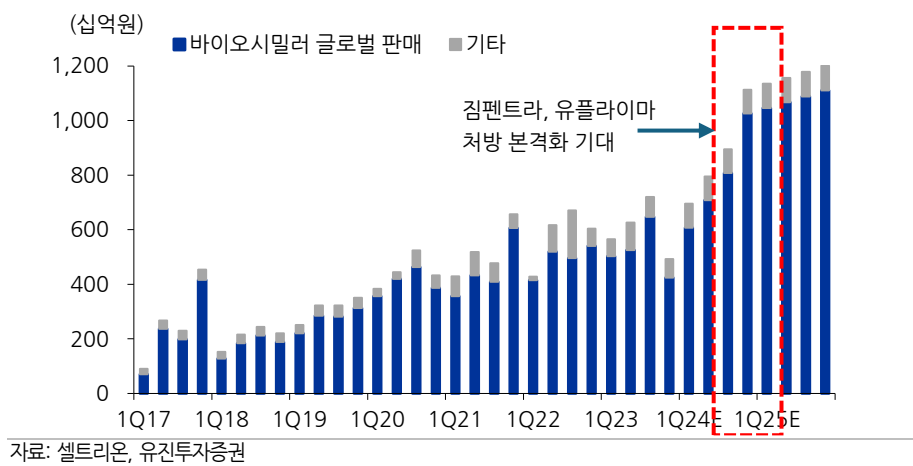
2024년 예상 매출액 3.5조원, 영업이익 5,690억원

2024년 예상 매출액, EBITDA 및 영업이익, 순이익은 각각 3.5조원, 5,690억원, 9,070억원이다.

2024년 신제품
 짐펜트라, 유플라이마,
 베그젤마
 판매 본격화 예상

2024년 예상 매출액은 바이오시밀러 글로벌 매출액 3.15조원(셀트리온 목표 매출액은 3.5조원)과 기타 사업부문 0.35조원으로 추정된다. 셀트리온의 바이오시밀러 글로벌 시장 매출액(구 셀트리온헬스케어 매출액)은 2.10조원이었는데, 2024년에는 3.15조원으로 50%yoy 성장할 전망이다. 2023년 대비 2024년 매출 증가분 약 1조원은 램시마 SC(1,500억원), 짐펜트라(4,080억원), 유플라이마(3,630억원), 베그젤마(1,300억원) 등의 판매 증가에 의할 것으로 예상된다. 2020년 이전에 출시했던 램시마 IV, 트룩시마, 허쥬마는 점유율 상승에도 불구하고 가격 하락 효과 및 제품 대체(램시마 IV → 램시마 SC)로 인해 세 제품 합산 매출액은 2024년에도 유지되는 수준으로 예상된다.

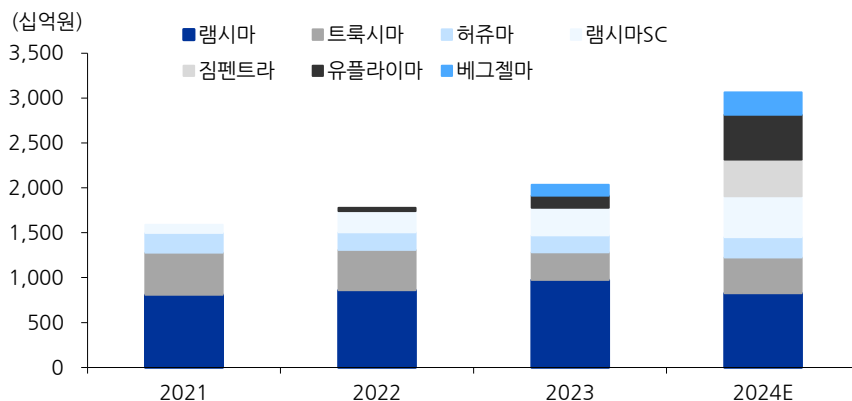
도표 5. 셀트리온 바이오시밀러 부문 및 기타부문 매출액 추이 및 전망



짐펜트라 4,080 억원
 유플라이마 5,000 억원
 베그젤마 2,500 억원
 램시마 SC 4,550 억원

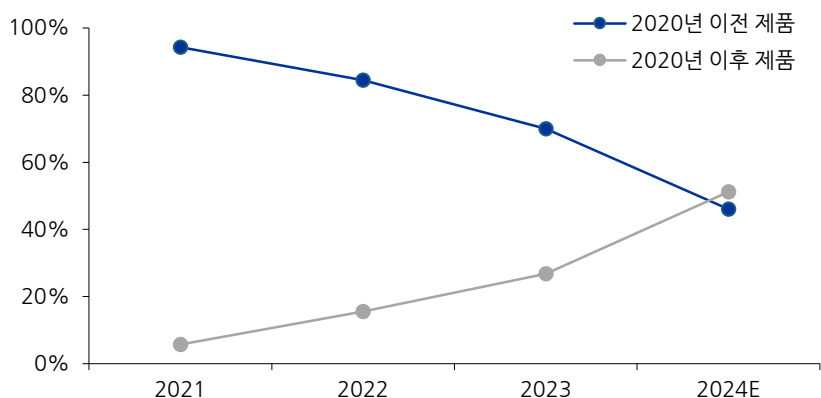
2024년 제품별 매출액은 수익성 높은 신규 제품군 램시마 SC 4,550 억원, 짐펜트라 4,080 억원, 유플라이마 5,000 억원, 베그젤마 2,500 억원으로, 합산 매출액 1.69 조원으로 예상된다. 짐펜트라는 2024년 2월 말 출시 이후 2분기에 PBM 리스트에 등재되기 시작하면 3분기 중순부터 판매 및 처방이 시작될 것으로 예상된다. 유플라이마 판매 증가도 짐펜트라와 유사한 시기에 증가할 것으로 예상된다. 베그젤마는 후발주자임에도 불구하고 유럽 입찰 수주 확대 및 미국 Payer Coverage 를 확대하며 처방이 시작되기 하였다. 그러나 타겟 시장의 크기 및 경쟁 강도를 감안할 때 성장하는 데에는 한계가 있다고 본다.

도표 6. 셀트리온 바이오시밀러 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 7. 셀트리온 바이오시밀러 부문 제품 구성



자료: 셀트리온, 유진투자증권

2024년 짐펜트라 매출액 약 4,080 억원 예상

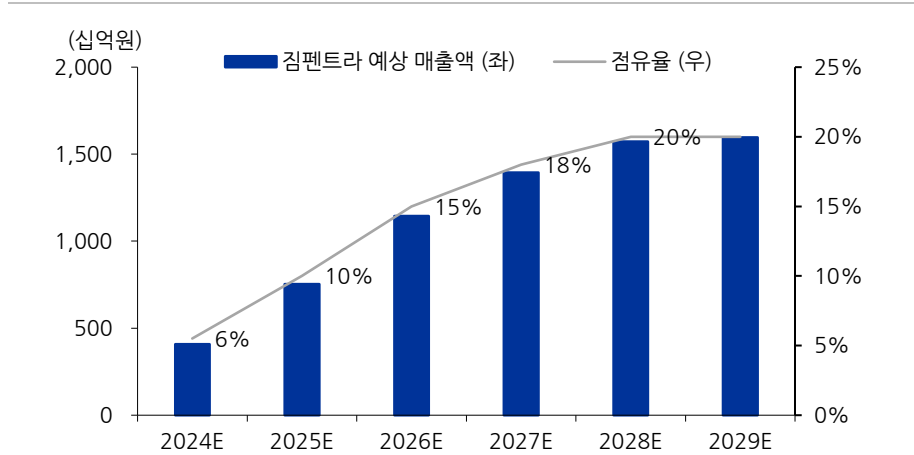
2024년 점유율 6%,
바이오시밀러 대비
30% 높은 가격 가정

당사는 짐펜트라 2024년 신규 매출액을 약 4,080 억원으로 추정하였는데, 이는 미국 중증도~중증 염증성 장질환(IBD) 약 30만명 기준 2024년 출시 첫 해 점유율 6%를 기준으로 추정하였다. 약가는 인플릭시맙 바이오시밀러 대비 약 30% 높은 가격으로 추정하였다. 이는 회사 예상치 약 6,000 억원대 대비 20% 낮은 수준이다. 향후 판매가격 및 점유율 추이에 따라 변동 가능성이 있다.

2028년까지 점유율
20% 가정,
셀트리온 목표치는
당사 가정을 큰 폭 상회

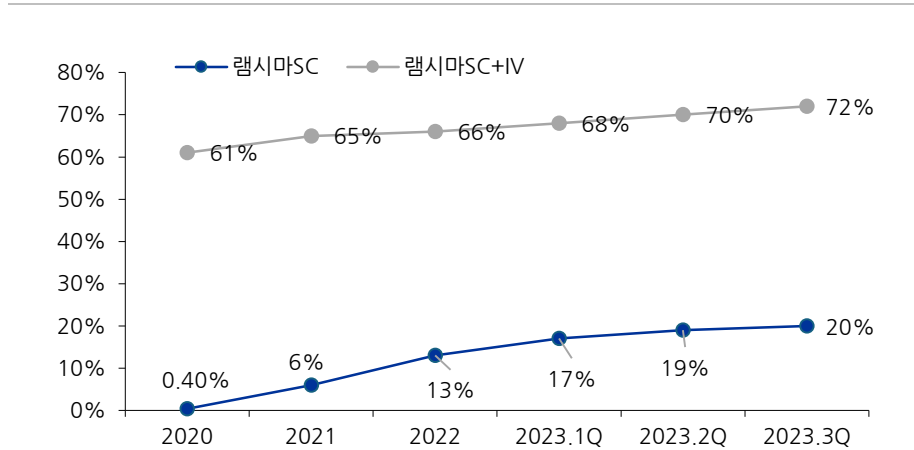
점유율은 2024년 약 6%, 2025년 10%, 2026년 15%, 2027년 18%로 상승하는 것으로 가정하였다. TNF-α 저해제 외에 신규 기전 신약들의 시장 점유율이 높아지고 있는 것을 감안하여 인플릭시맙 성분 시장만을 서서히 대체하는 것으로 가정하였다. 유럽에서 동일 성분의 램시마 SC의 점유율 상승을 참고하여 반영하였다.

도표 8. 짐펜트라 예상 매출액 추이



자료: 유진투자증권

도표 9. 램시마 SC 및 IV 유럽 시장 점유율 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

짐펜트라가 타겟하는 염증성 장질환 (IBD, Inflammatory Bowel Disease) 시장은 매년 성장하고 있는데, 현재 중등도~중증 IBD 환자는 약 30 만명으로 추산된다. 전통요법들(아미노살리실산염 계열 약물, 스테로이드, 면역억제제)보다 TNF-α를 비롯한 생물학적 제제들이 근본 원인을 완화시키면서 우수한 효능을 보여 1 차 치료제로 처방이 선호된다. 동 시장에서 짐펜트라라는 피하주사 제형이라는 투여의 편의성을 앞세워 2024 년 2 월 출시되었다.

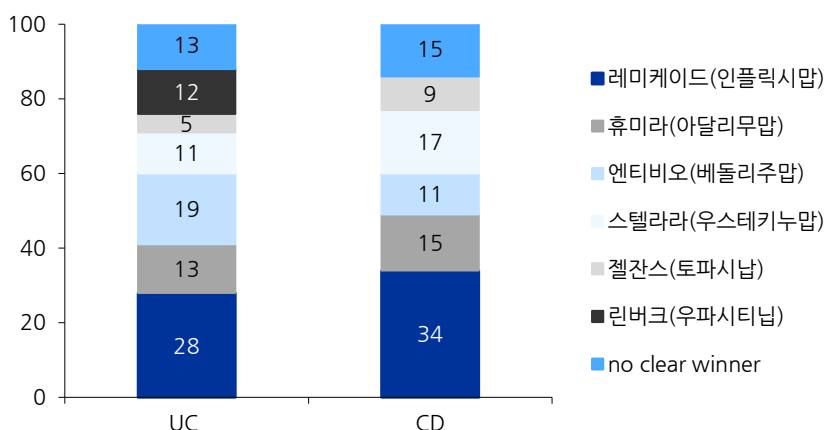
현재 IBD 시장은 약 30%가 인플릭시맵 성분 제품들의 점유율이고, 20%는 아달리무맵 성분 제품들이 점유하고 있다. 그러나 TNF-α(인플릭시맵, 아달리무맵)에 반응하지 않는 환자들이 30% 이상인데다 다른 기전의 생물학적 제제들과 경구용 신약들의 등장(젤잔스®, 린버크®, 제포시아®)하면서 시장이 커지는 만큼 경쟁도 치열해지고 있다. 2023 년 말에는 화이자가 경구용 제제 신약 벨피시피(성분명 estrasimod)를 출시하였으며, 생물학적 제제 중에서는 스카이리치®가 스텔라라®보다 우수한 효능을 앞세워 빠르게 매출이 증가하고 있다. 투약의 편의성을 앞세운 피하주사제형(SC)인 다케다의 엔티비오®, 릴리의 옴보® 등도 출시되면서 시장 판도가ダイナミック하게 변화할 전망이다.

SC 제형의 경쟁제품 출시, 경구용 제품들도 시장 점유율을 높이는 중

셀트리온은 SC 제형인 다케다의 엔티비오와 직접비교 임상을 통해 우수성을 증명하고 시장 점유율을 더 높일 계획에 있다고 지난 10 월 주주 간담회에서 밝힌 바 있다.

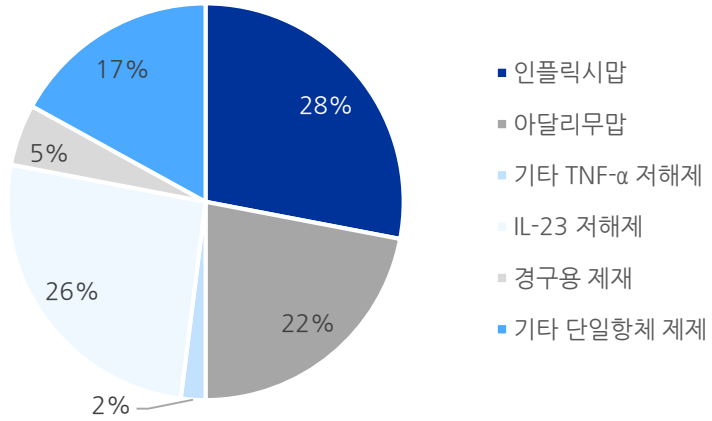
셀트리온은 SC 제형인 엔티비오와 직접비교 임상 계획 중

도표 10. IBD 치료제의 임상 기여도 관련 설문 조사 결과



자료: 셀트리온, 유진투자증권
 주: 위장병 전문의들을 대상으로 IBD 치료제의 효능, 안전성, 관해율 등에 대해 선호하는 물질별 제품명을 고르는 방식으로 진행되었음

도표 11. 미국 IBD 시장 치료제 점유율



자료: IQVIA(2023.6), 셀트리온, 유진투자증권

도표 12. IBD 치료제 비교 (약가는 2020~2021년 기준)

구분	성분명	브랜드	제약사	기전	용량	처방 (유지 용법)	연간 약가 (Year 1 →) 유지 용법
Bio	인플릭시맙	침펜트라 SC	셀트리온	TNF-α 저해제	120mg, Pen/PFS	120mg, 2 주마다	?
		레미케이드 IV	J&J		100mg, vial,	5mg/kg, 8 주마다	(31,264 →) 27,356
		인플렉트라 IV	화이자/셀트리온				(16,800 →) 14,700
		렌플렉시스 IV	오가논/삼성				(15,776 →) 13,804
	아달리무맙	휴미라 SC, IV	애브비	40mg, vial, pen	40mg, 2 주마다	(23,099 →) 20,019	
	골리무맙	심포니 SC	J&J	100mg, Pen/PFS	100mg, 4 주마다	(23,333 →) 20,217	
	베돌리주맙	엔비티오 IV	다케다	Anti-Integrins	300mg, vial	300mg, 8 주마다	(26,328 →) 23,037
		엔비티오 SC	다케다		108mg, Pen/PFS	108mg, 2 주마다	(25,501 →) 21,385
	우스테키누맙	스텔라라 IV	J&J	IL-23 저해제	90mg, vial	90mg, 8 주마다	(33,799 →) 32,152
	구셀쿠맙	트렘피어 IV			임상 2 상 완료. 3 상 예정, 스텔라라보다 임상적 관해, 환자 자기 평가 결과 완화율(PRO-2), 내시경 반응을 모두 높은 결과 발표		
리잔키주맙	스카이리치 pen	애브비			600mg, pen	350mg, 8 주마다	(36,745 →) 29,855
미리키주맙	옴보 SC	일라이 릴리		100mg, pen	200mg, 4 주마다	약 24,800	
Oral	토파시티닙	젤잔스	화이자	JAK 저해제	1 일 1 회	10mg	(19,501 →) 17,422
	우파다시티닙	린버크	애브비			15mg, 30mg	약 17,700
	오자니모드	제포시아	BMS	S1P		0.92mg	약 25,000
	에스트라시모드	벨피시피	화이자	저해제		-	-

자료: Pharmacokinetic Report: Vedolizumab SC(2020), CADTH Reimbursement Recommendation(2023.04), 각 사, 유진투자증권

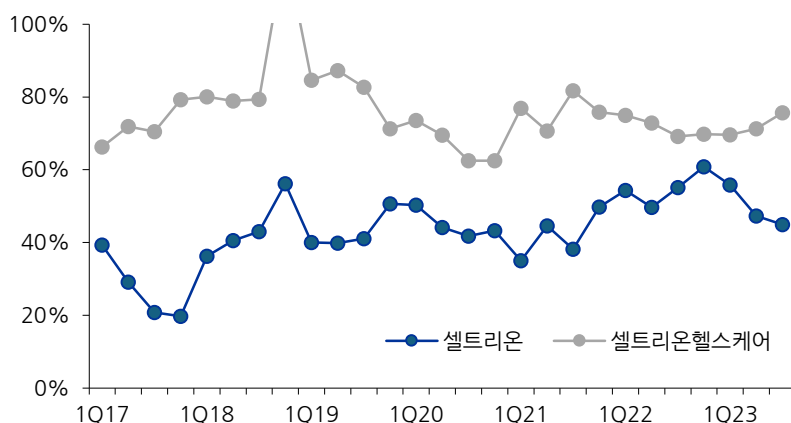
원가율 추이: 1Q 60% → 2Q 53% → 3Q 47% → 4Q 44%

셀트리온은 2024년 4분기 원가율이 30%대까지 하락할 것을 목표로 제시함

셀트리온의 합병 후 원가율은 2024년 1분기 60%수준에서 2024년 4분기 44% 수준까지 하락할 것으로 추정하였다. 총평균법에 따른 재고자산(고수익 제품군과 저수익 제품군)의 비중을 각 제품군의 예상 원가율에 적용하여 추정하였다. 이런 당사의 원가율 추정치는 셀트리온의 목표 원가율보다 높은 수준이다. 셀트리온은 2023년 4분기 실적 발표에서 2024년 4분기 30%대 수준까지, 2025년 4분기 20%대까지 원가율이 하락할 것으로 제시하였다.

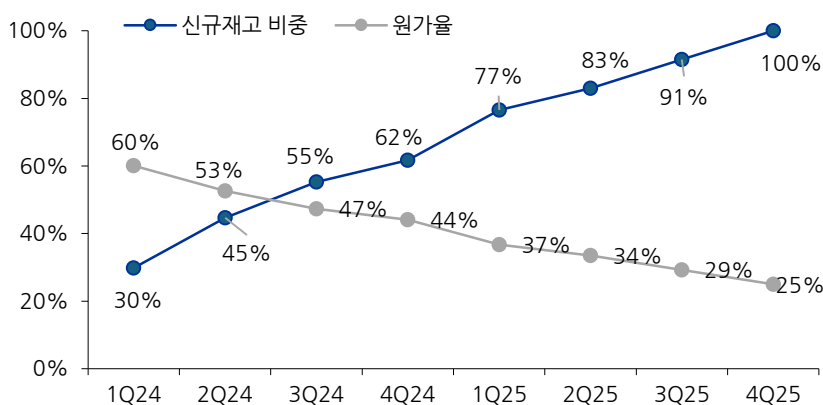
참고로 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 합병 전 원가율 추이를 보면 셀트리온은 2017년 이후 평균 원가율이 43%, 셀트리온헬스케어 원가율은 76% 수준이었다.

도표 13. 셀트리온 및 셀트리온헬스케어 원가율 추이 (2017~2023.3Q)



자료: 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 유진투자증권

도표 14. 셀트리온 분기별 신규재고 비중 상승에 따른 원가율 예상치



자료: 유진투자증권 추정

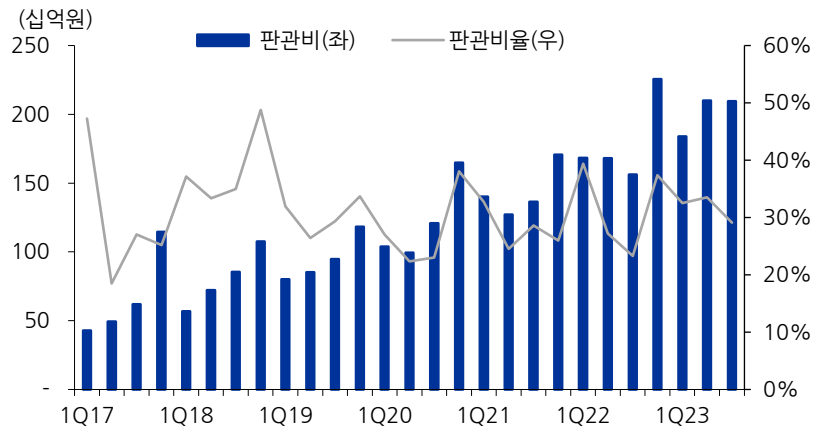
판관비 추이: 매출액의 약 30% 수준 예상

2017년 이후 판관비율은
평균 30% 수준

셀트리온의 합병 후 판관비율(PPA 상각액 제외)은 약 30% 수준으로 예상된다. 2017년 셀트리온헬스케어 상장 이후 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 판관비 추이 및 합산 매출액(셀트리온헬스케어와 기타부문 합산) 대비 비율을 추정해보면 평균적으로 매출액 대비 30% 수준에서 비용이 발생하는 것으로 추정된다.

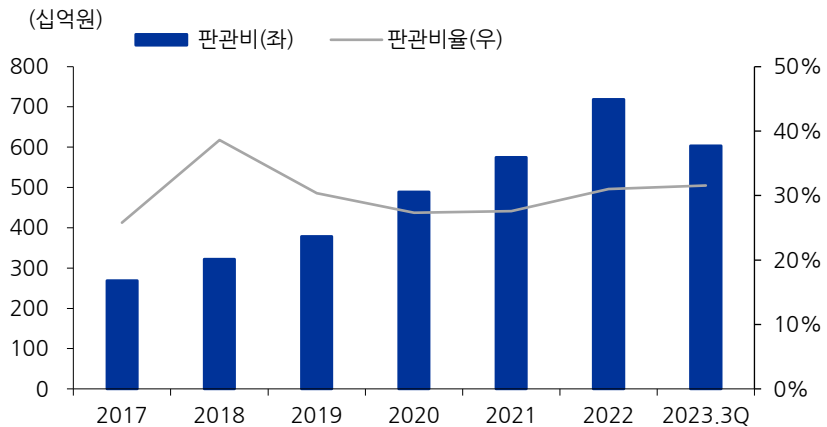
2023년부터 미국 직판이 시작되면서 비용 증가폭도 커지고 있으나 2024년 하반기부터 신제품 판매가 증가하고 원가율이 하락하는 것을 감안할 때 판관비율 상승 가능성은 낮아 보인다.

도표 15. 셀트리온 분기별 판관비 및 판관비율 추이



자료: 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 유진투자증권

도표 16. 셀트리온 연도별 판관비 및 판관비율 추이



자료: 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 유진투자증권

영업이익 및 EBITDA 추이

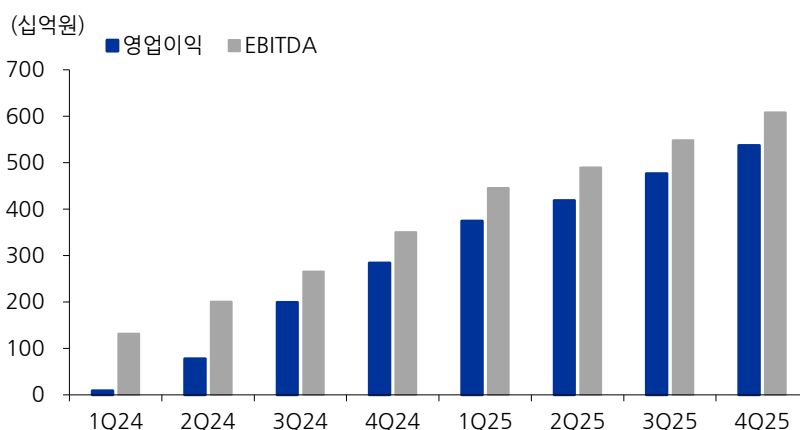
2024년 예상 영업이익
5,700 억원
예상 EBITDA 9,470 억원

2024년에서 2025년으로 갈수록 고수익 신제품 매출 비중 증가에 따른 원가율 하락에 힘입어 영업이익률은 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 2024년 상반기에는 PPA 상각액(연간 1,300 억원)이 집중적으로 반영되면서 1분기 영업이익률 1%(약 90 억원), 2분기 영업이익률 10%(780 억원) 수준이나 하반기에는 20%를 상회할 것으로 추정된다. PPA 상각액 등을 제외한 EBITDA 예상 이익은 1분기 1,300 억원이며, 매분기 증가하여 2024년 EBITDA 9,470 억원을 예상한다.

2024년 상반기에
PPA 상각 집중

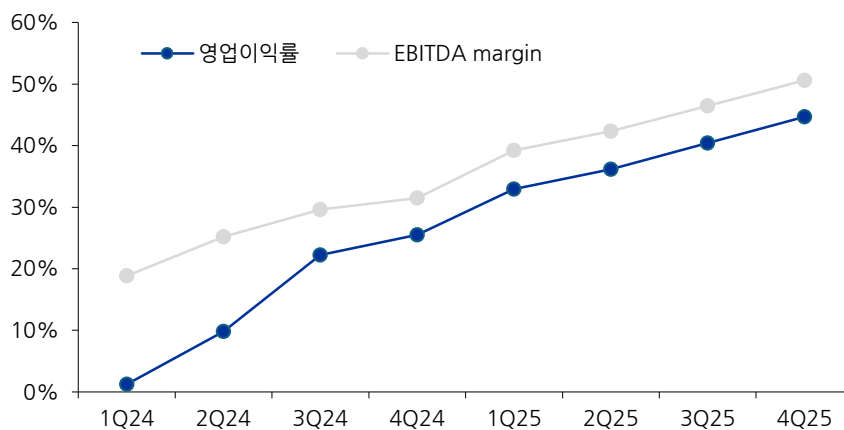
2023년 4분기 실적 발표에서 셀트리온은 합병에 따른 무형자산 증가 규모 및 상각 계획을 밝혔는데, 셀트리온과 셀트리온헬스케어 간 판권(약 1,200 억원)은 2024년 상반기까지 상각 예정이며, 셀트리온헬스케어의 고객 관계에 관한 무형자산 상각은 9년에 걸쳐 연간 150 억원 수준으로 상각이 진행될 예정이다.

도표 17. 셀트리온 합병 후 분기별 영업이익 및 EBITDA 추이



자료: 유진투자증권

도표 18. 셀트리온 합병 후 영업이익률 및 EBITDA 마진 추이



자료: 유진투자증권

셀트리온 2024년 목표 실적: 당사 추정치를 큰 폭 상회

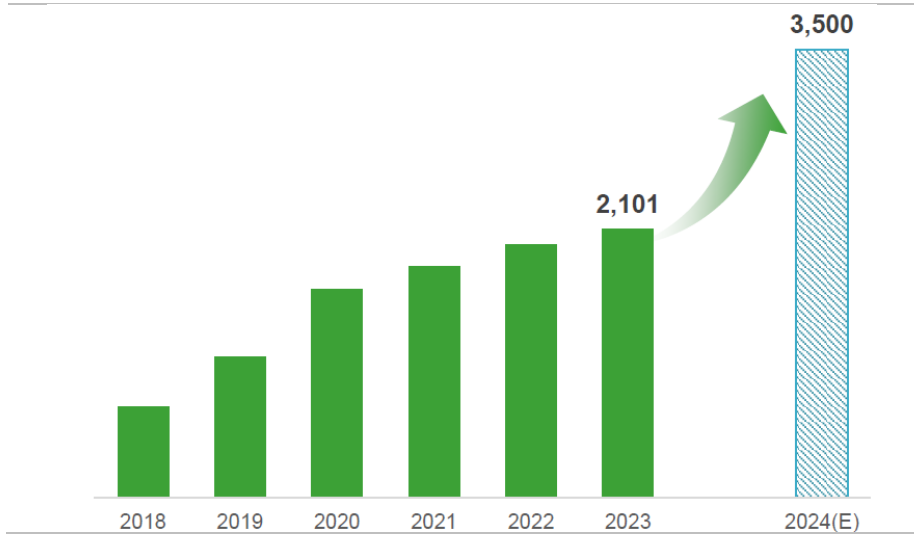
2024년 예상 영업이익
당사 5,700억원 vs.
셀트리온 1조원 상회
당사 EBITDA 9,470억원
vs. 셀트리온 1.6조원

셀트리온 2024년 목표 실적으로 당사 추정치(영업이익 약 570억원, EBITDA 9,470억원)를 큰 폭 상회하는 가이드언스를 제시하였다.

① 글로벌 바이오시밀러 매출액 3.5조원(당사 3.15조원), EBITDA 1.6조원 (EBITDA margin > 40%)으로 제시하였다. 가이드언스를 감안할 때, 목표 영업이익은 1조원을 상회하는 것으로 추정된다.

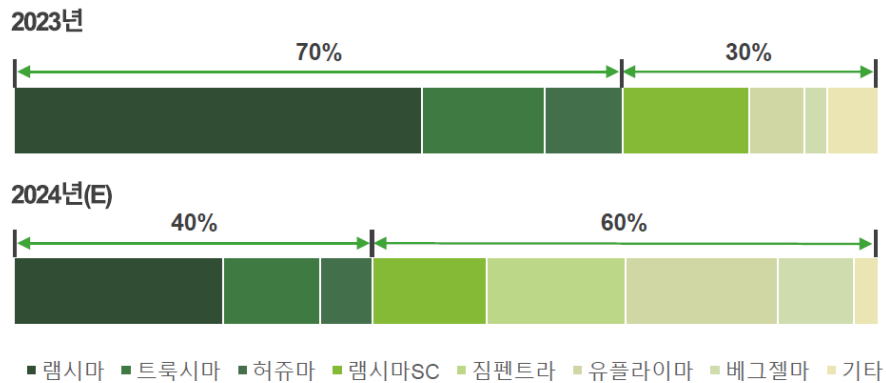
② 매출액: 고마진 신규 제품들의 매출 비중이 60%(2023년 30%)로 상승할 것으로 예상하였다. 2020년 이후 출시한 램시마 SC, 유플라이마, 베그젤마의 점유율 증가를 기대하였고, 하반기부터는 짐펜트라와 신규 처방이 확대될 것으로 기대하였다.

도표 19. 셀트리온 바이오시밀러 부문 및 제약부문 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 20. 셀트리온 바이오시밀러 부문 및 제약부문 매출액 추이 및 전망

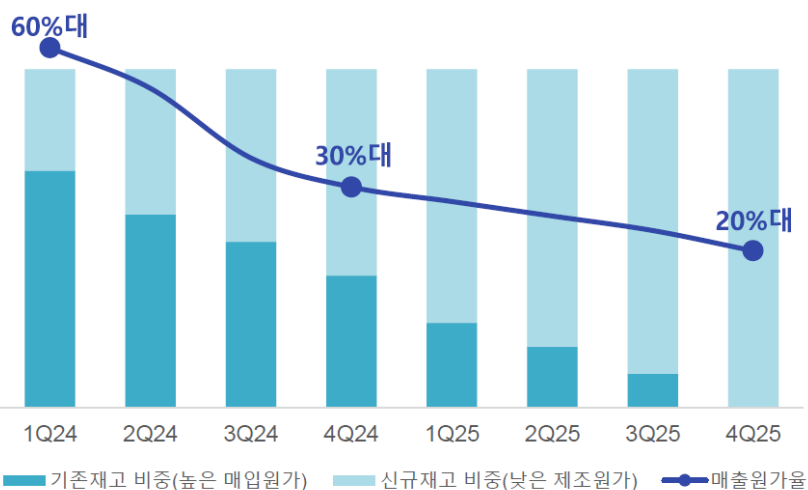


자료: 셀트리온, 유진투자증권

③ 원가율: 2024년 1분기 원가율 60%대에서 4분기 약 30%대까지 하락할 것으로 셀트리온은 제시하였다.

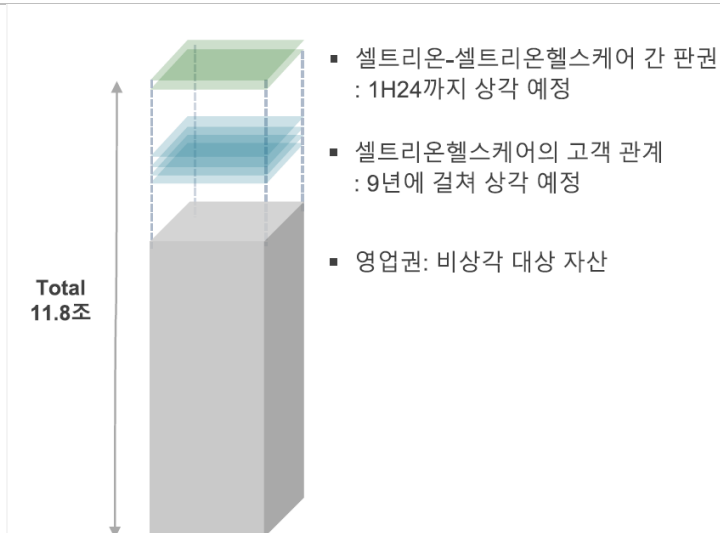
④ 합병에 따른 무형자산 상각액: 약 1,200억원대로 작년말 예상치(약 3천억원)을 크게 하회하는 수준이다. 이를 감안하면 영업이익 1 조원을 상회할 것으로 셀트리온은 추정하고 있는 것으로 예상된다.

도표 21. 셀트리온 바이오시밀러 부문 및 제약부문 매출액 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 유진투자증권

도표 22. 셀트리온 바이오시밀러 부문 및 제약부문 매출액 추이 및 전망



자료: 에스티팜, 유진투자증권

3. R&D 현황 및 파이프라인

2025년에는 신규 바이오시밀러 제품들의 매출 일정 중요

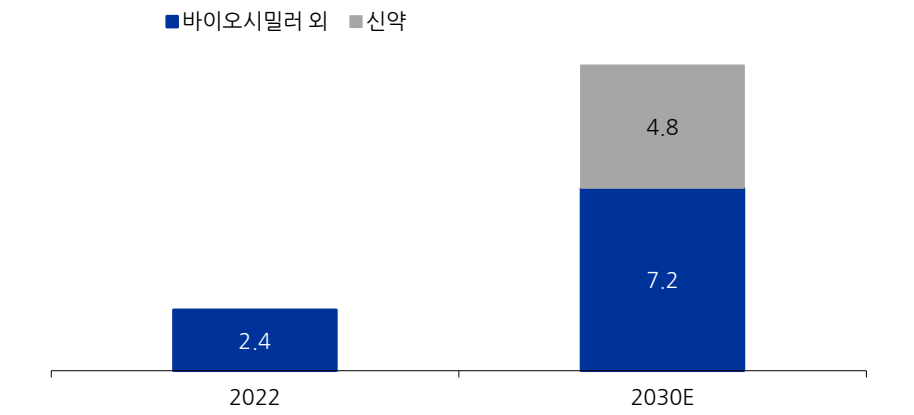
장기 목표 달성을 위해서는 2025년 출시 예정인 5개 신제품의 출시 일정 중요

김펜트라라는 중장기 매출액 2조원 기대, 셀트리온은 5조원 까지 가능할 것으로 예상

셀트리온은 셀트리온헬스케어와 합병 이후 2030년 매출액 목표를 12조원(신약 부문 40%, 바이오시밀러 포함 기타 부문 60%)으로 제시하였다. 장기 매출액 목표를 달성하기 위해서 바이오시밀러 판매액만 감안해보면 2024년 미국에 출시한 김펜트라라의 목표 매출액 달성도 중요하지만 2025년부터 출시가 예상되는 신규 바이오시밀러 제품들이 일정애 맞게 출시되는 것이 중요할 것이다.

당사는 김펜트라라의 중장기 예상 매출액은 2024년 4천억원대에서 2029년 1.6조원까지 예상하고 있는데, 이는 타겟 환자 수 증가율 3% 성장, 시장 점유율 20%를 가정한 것이다. 셀트리온은 지난 8월 합병 간담회에서 김펜트라라의 목표 매출액을 출시 2년 차에 3조원, 이후 5조원까지 달성 가능할 것으로 제시한 바 있다.

도표 23. 셀트리온 2030년 매출액 구성



자료: 셀트리온(2023년 8월 17일 합병 IR에서 제공)

2025년 신규 출시 5개 제품 예정 셀트리온이 2025년 출시를 준비하고 있는 바이오시밀러 제품들은 자가면역질환 치료제 스텔라와 악템라, 항반변성 치료제 아일리아, 천식/두드러기 치료제 졸레어, 골다공증 치료제 프롤리아의 바이오시밀러이다. 이후 다발성경화증 치료제 오크레부스, 건선 치료제 코센틱스도 출시도 준비 중이다.

스텔라라 당사가 추정한 셀트리온 2024년 예상 매출액 대비 2025년 예상 매출액 증가분
악템라 은 약 1.1조원 수준인데, 이는 짐펜트라에의 시장 점유율 상승에 따른 매출 증가분
아일리아 (3,450 억원), 유플라이마(3,000 억원), 베그젤마(1,000 억원) 매출증가분과 스텔
졸레어 라라/악템라/아일리아 유럽 판매, 졸레어 유럽 판매, 프롤리아 판매를 감안하여
프롤리아 신규 예상 매출 증가액 약 4,000 억원을 합산한 것이다. 따라서 향후 신규 바이
출시 준비 중 오시밀러 허가 및 출시 일정이 예상대로 진행되는 것이 매우 중요하다.

도표 24. 셀트리온 바이오시밀러 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장 규모 (셀트리온 추정, USmn)	오리지널 제품 매출액 (USmn)		개발 현황	
			2022	2023	미국(US)	유럽(EU)
자가면역질환	유플라이마(휴미라 바이오시밀러)	38.0	21.2	14.4	허가 획득 (IC 허가 신청 2024.01)	
	스텔라라 바이오시밀러	17.7	9.7	10.7	허가 신청 (2023.06)	허가 신청 (2023.05)
	악템라 바이오시밀러	2.8	2.8	3.0	허가 신청 (2024.01)	허가 신청 (2024.02)
항반변성	아일리아 바이오시밀러	9.6	12.5	9.3	허가 신청 (2023.06)	허가 신청 (2023.11)
천식/두드러기	졸레어 바이오시밀러	3.9	2.3	2.5	허가 신청 준비	허가 신청 (2023.04)
골다공증	프롤리아 바이오시밀러	6.2	3.6	4.0	허가 신청 (2023.11)	허가 신청 준비
다발성경화증	오크레부스 바이오시밀러	6.7	6.4	7.2	임상 3상 진행 중	
건선	코센틱스 바이오시밀러	7.0	4.8	5.0	임상 1상 시험계획 승인 (2023.12)	

자료: 유진투자증권

4. 2023 년 Review 및 기타 이슈

셀트리온 제약 합병 시기는 미정

2023 년 실적
으로 셀트리온
향후 경영
성과를 판단하는
것은 적절치
않음

셀트리온은 2 월 29 일 2023 년 잠정 실적을 발표하였다. 2023 년 연간 실적(연결기준) 2.17 조원, 영업이익 6,515 억원으로 당사 예상치와 유사하였다. 2022 년 연간 실적 매출액 2.28조원, 영업이익 6,472 억원 대비 매출액은 감소하였고, 영업이익은 소폭 증가하였다. 그러나 바이오시밀러 글로벌 판매사인 셀트리온헬스케어와 합병하면서 제품 공급량 조절 등이 있었기 때문에 2023 년 합병 준비과정에서 나타난 실적으로 셀트리온의 경영성과를 판단하는 것은 적절치 않아 보인다.

2023 년 4 분기
매출 부진

소멸된 셀트리온헬스케어 실적은 바이오시밀러 글로벌 시장 매출액 2.1 조원으로 2022 년 1.97 조원에서 약 6.5% 성장한 것으로 파악된다. 4 분기 바이오시밀러 글로벌 판매액은 약 4,240 억원(2022 년 4 분기 5,410 억원 대비 약 20% yoy 감소)으로 추정된다. 이는 2023 년에는 매출 성장을 견인할만한 신제품 매출이 부재하면서 매출 성장이 낮았던 것으로 판단된다.

셀트리온 제약
합병 시기 미정

실적 발표 질의응답 시간에는 셀트리온 제약과의 합병 시기 및 가능성에 대해 언급하였다. 셀트리온 제약과의 합병은 염두에 두고 있으나 시기 및 합병 비율 등에 대해서는 언급하지 않았다. 적정 가치 평가 이후 양사의 주주들이 모두 인정하는 범위에서 합병 비율이 결정되어야 가능할 것으로 밝혔다.

도표 25. 셀트리온 재무상태표(잠정)

	2022 년말	2023 년말	비고
자산 총계	5,891	19,917	
유동자산	2,929	5,043	
현금성자산	594	757	
매출채권	1,622	936	합병에 따른 내부거래 제거
재고자산	616	3,041	합병에 따른 재고자산 합산
비유동자산	2,961	14,874	
무형자산	1,622	13,332	합병 후 영업권 등 무형자산 증가
부채총계	1,617	2,766	
유동부채	1,294	2,445	
비유동부채	323	321	
** 장단기차입금	786	1,874	신규 차입 및 합병에 따른 차입금 합산
자본총계	4,139	17,151	
자본금	141	220	
주식발행초과금	853	14,772	
이익잉여금	3,485	3,964	
기타포괄손익누계액	49	53	
기타자본항목	(389)	(2,003)	

자료: 셀트리온(2024.02.29 실적 발표에서 제공)

Compliance Notice

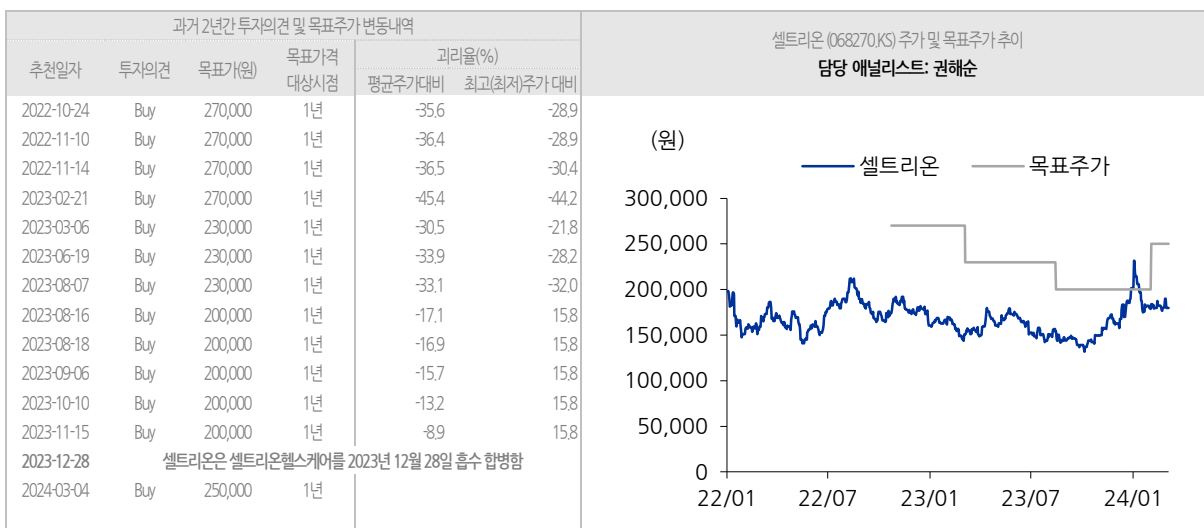
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)



**** 셀트리온이 셀트리온헬스케어를 흡수합병(2023년 12월 28일)함에 따라 합병재무제표가 확정되지 않은 상태임. 따라서 재무제표 추정치는 본문 내 당사의 추정 손익계산서(2024~2025년, 도표 2) 및 셀트리온이 제시한 잠정 재무상태표(2022년~2023년, 도표 25)로 대체함**