

셀트리온 (068270)



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

4Q24Re: 비용 증가로 컨센서스 하회

4Q24Re: 비용 증가하며 아쉬운 실적

연결 기준 매출액 1조 636억원(+178.0%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,964억원(+967.4%, OPM 18.5%)로 영업 이익은 컨센서스를 하회. 3공장 상업 생산이 시작되며 관련 인건비, 준비 비용 등 운영 비용 증가와 일부 1회성 비용 등의 영향. 4Q24 제품 원가율은 49% 수준으로 3공장 가동 시작에 따른 영향을 제외할 경우 45% 수준으로 하락. 25년부터는 허주마 시밀러의 상각 비용이 반영되지 않으며, 램시마 관련 상각 비용도 25년부터는 반영되지 않으면서 원가율 개선에 기여할 것으로 전망. 램시마V, 트룩시마 등 기존 제품들이 견조한 점유율 증가를 이어가는 동시에 램시마SC(유럽), 베그젤마, 유플라이마 등 신규 제품 매출 비중도 커지고 있어 25년 이익율 개선될 것으로 판단.

짐펜트라(미국)의 4Q24 매출은 약 280억원 수준으로 아쉬운 매출을 기록. 이는 미국 내에서 동사와 짐펜트라에 대한 낮은 브랜드 인지도 영향 및 미국 내 판매 채널 확대 과정에 있기 때문으로 판단. 24년 말부터 본격적으로 광고를 시작했으며 SC 제형의 높은 편의성 등을 고려할 때 25년에는 개선된 매출 기대.

유럽과 다른 미국 시장

25년 최대 5개의 신규 시밀러를 순차적으로 출시할 예정. 다만, 신규 시밀러의 경우에도 유플라이마 시장과 비슷하게 유럽 시장에서는 빠른 시장 침투가 가능할 것으로 판단되나 미국의 경우 초기 시장 진입은 다소 더딜 것으로 판단. 이는 공보험 제도 및 입찰 시장 중심의 유럽과 달리 미국 시장에서는 사보험 중심 영향.

투자의견 Buy, 목표주가 24만원으로 하향

매수 의견을 유지하며 목표 주가는 기존 25만원에서 24만원으로 소폭 하향. 목표 주가 하향은 25년 실적 추정치를 하향에 기인. 25년 헬스케어 합병으로 인한 원가율 상승, 상각 비용 반영 등이 완화되며 본격적인 이익 개선 가능할 것으로 전망.

BUY (M)

목표주가 **240,000원 (D)**

직전 목표주가 **250,000원**

현재주가 (2/25) **174,100원**

상승여력 **38%**

시가총액	372,762억원
총발행주식수	224,359,662주
60일 평균 거래대금	1,141억원
60일 평균 거래량	613,878주
52주 고/저	199,614원 / 157,781원
외인지분율	22.48%
배당수익률	0.25%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 93 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.4)	3.1	1.3
상대	(6.8)	(0.7)	2.7
절대 (달러환산)	(3.3)	1.1	(5.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,064	178.0	20.6	1,049	1.4
영업이익	196	966.0	-5.4	235	-16.4
세전계속사업이익	274	흑전	53.7	244	12.3
지배순이익	241	22,759.5	181.5	191	26.2
영업이익률 (%)	18.5	+13.7 %pt	-5.0 %pt	22.4	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	22.7	+22.4 %pt	+13.0 %pt	18.2	+4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,284	2,176	3,557	4,431
영업이익	647	651	492	1,534
지배순이익	538	536	427	1,526
PER	45.5	43.6	100.0	25.6
PBR	5.8	2.0	2.4	2.0
EV/EBITDA	28.2	26.9	46.6	20.7
ROE	13.4	5.1	2.5	8.6

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

4Q24 셀트리온 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	4Q24P	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	1063.6	382.6	+178.0%	881.9	+20.6%	1049.3	+1.4%	1039.4	+2.3%
영업이익	196.4	18.4	+967.4%	207.7	-5.4%	234.9	-16.4%	301.4	-34.8%
영업이익률	18.5%	4.8%	+13.7%pt	22.4%	-5.1%pt	23.6%	-3.9%pt	29.0%	-10.5%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	737.0	874.7	881.9	1063.6	967.6	1050.7	1183.0	1229.8	2176.4	3557.3	4431.1
YoY	23.3%	66.9%	31.2%	118.0%	35.6%	24.6%	29.6%	28.3%	(4.7%)	63.4%	24.6%
바이오시밀러	651.2	774.0	810.0	873.2	867.3	982.4	1058.5	1131.6	1959.6	3108.4	4016.6
렘시마 IV	299.6	363.4	317.2	289.2	323.5	316.2	323.5	303.7	993.1	1269.4	1266.9
트룩시마	97.7	115.4	101.8	132.0	104.5	118.9	112.0	133.3	263.2	446.9	468.7
허쥬마	39.1	61.8	48.5	49.0	52.7	63.7	55.8	52.4	188.1	198.4	224.6
렘시마 SC	117.2	111.2	170.9	170.0	170.0	175.7	201.7	214.2	324.0	569.3	761.5
유폴라이마	65.1	80.0	94.4	108.0	90.5	101.6	105.7	119.9	145.1	347.5	417.7
베그젤마	32.6	40.0	69.2	77.0	64.8	71.6	86.5	90.1	46.1	218.8	313.0
짐펜트라	0	2.2	6.4	28.0	47.1	75.8	95.5	120.8	0	36.6	339.2
기타	0	0	1.6	20.0	29.9	40.8	68.8	85.5	0	21.6	225.0
제약/케미컬	80.5	94.9	65.3	79.0	78.9	80.7	72.5	80.6	381.6	319.7	312.6
기타(CMO 포함)	5.3	5.8	6.6	111.4	5.6	5.8	61.1	29.3	342.3	129.1	101.8
매출 총이익	306.7	367.8	463.4	543.3	551.5	630.4	745.3	799.4	1051.9	1681.2	2726.6
판매 관리비	291.2	295.3	255.7	346.9	279.6	288.9	304.0	319.7	400.4	1189.2	1192.3
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	271.9	341.5	441.3	479.6	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

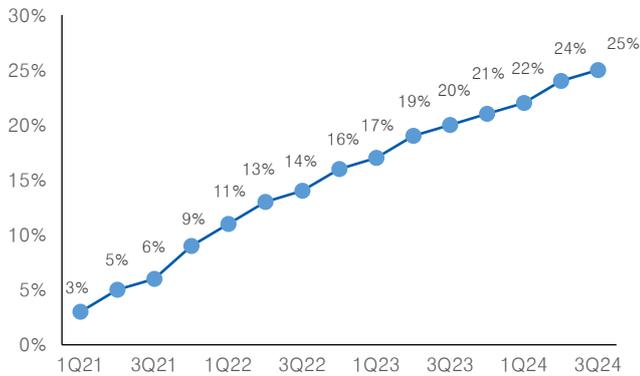
셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 영업가치	54,180	25년 예상 EBITDA 18,065억원 Target EV/EBITDA 30x (20년 평균 EV/EBITDA 에서 10% 할인)
2. 순차입금	-74	25년말 예상
3. 총 기업 가치	54,254	1-2
4. 총 주식수	224,436	
5. 주당 가치	241,817	3/4
6. 목표 주가	240,000	

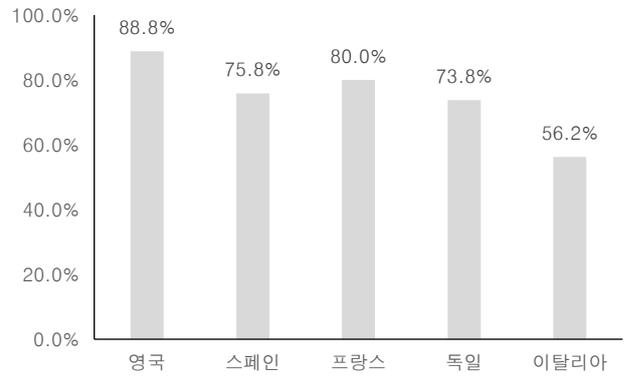
자료: 유안타증권 리서치센터

렘시마 SC EU5 점유율



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

EU5 렘시마 점유율(IV+SC)



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 바이오시밀러 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2023)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma [®]	\$20.2bn	허가 승인(24.12)	허가 승인(24.08)
	Avtozma [®]	\$3.2bn	허가 승인(25.01)	허가 승인(25.02)
	CT-P53	\$7.5bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55	\$7.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 승인 (25.02)
항반응성	Eydenzelt [®]	\$9.4bn	허가 신청(23.06)	허가 승인(25.02)
천식-두드러기	Omylclo [®]	\$4.4bn	허가 신청(24.04)	허가 승인(24.05)
골다공증	Stobocio / Osenvelt [®]	\$6.8bn	허가 신청(23.11)	허가 승인(25.02)
비소세포폐암	CT-P51	\$28.2bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 승인 (24.12)
다발골수종	CT-P44	\$9.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.12)	임상 3상 IND 신청 (24.11)

※ 포트폴리오 현황

자가 면역 질환

TNF-α: REMSIMA IV, REMSIMA SC, VUFLYMA

IL-17/23: STEQYMA, AVTOZMA, OKREVUS[®] biosimilar

IL-17A: COSENTYX[®] biosimilar

7개

항암제

CD20: TRUXIMA, HER2: HERZUMA, VEGF: VEGZELMA

PD-1: KEYTRUDA, CD-38: DARZALEX[®] biosimilar

5개

기타 질환군

IGE: OMYLCLO, VEGF: EYDENZELT, RANKL: STOBOCLO & OSENVELT

3개

미공개 파이프라인

UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED

UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED

UNDISCLOSED

7개

자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,557	4,431	5,311
매출원가	1,251	1,125	1,876	1,704	1,750
매출총이익	1,033	1,052	1,681	2,727	3,561
판매비	385	400	1,189	1,192	1,367
영업이익	647	651	492	1,534	2,195
EBITDA	874	897	905	1,806	2,436
영업외손익	-21	20	84	337	383
외환관련손익	17	12	15	0	0
이자손익	7	9	-41	-14	32
관계기업관련손익	7	-11	-8	0	0
기타	-52	10	118	351	351
법인세비용차감전순이익	626	671	576	1,872	2,578
법인세비용	95	131	156	372	513
계속사업순이익	531	540	420	1,499	2,065
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	420	1,499	2,065
지배지분순이익	538	536	427	1,526	2,102
포괄순이익	566	544	411	1,421	1,987
지배지분포괄이익	562	540	418	1,454	2,033

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

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	103	1,780	2,086
당기순이익	543	540	420	1,499	2,065
감가상각비	65	64	73	66	60
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-7	11	8	0	0
자산부채의 증감	-748	-221	-975	-282	-516
기타현금흐름	149	144	577	497	477
투자활동 현금흐름	-297	-139	-142	-64	-34
투자자산	-30	-22	-24	-20	-25
유형자산 증가 (CAPEX)	-111	-210	-92	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-156	93	-27	-45	-9
재무활동 현금흐름	-350	-385	-150	-171	-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	-98	-102
기타현금흐름	-338	-15,397	-375	-74	-74
연결범위변동 등 기타	9	0	225	-166	-195
현금의 증감	-637	13	35	1,378	1,680
기초 현금	1,188	551	565	600	1,978
기말 현금	551	565	600	1,978	3,659
NOPLAT	647	651	492	1,534	2,195
FCF	-110	327	11	1,780	2,086

자료: 유안타증권

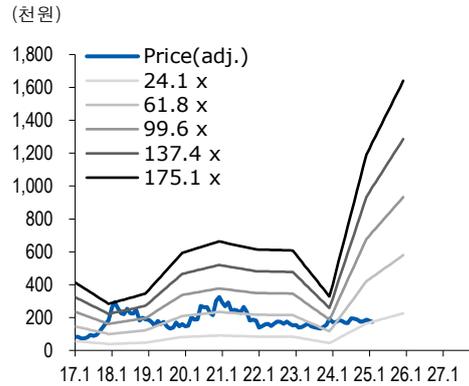
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	5,724	7,387	9,603
현금및현금성자산	551	565	600	1,978	3,659
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,282	1,407	1,531
재고자산	616	3,041	3,404	3,514	3,841
비유동자산	2,962	14,908	14,884	14,632	14,416
유형자산	1,007	1,215	1,228	1,162	1,102
관계기업 등 지분관련 자산	89	105	123	142	166
기타투자자산	29	31	33	33	34
자산총계	5,892	19,918	20,608	22,019	24,019
유동부채	1,294	2,471	3,178	3,264	3,376
매입채무 및 기타채무	371	477	574	659	772
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	3,359	3,447	3,563
지배지분	4,139	16,981	17,112	18,462	20,383
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,816	14,816	14,816
이익잉여금	3,485	3,964	3,750	5,178	7,177
비지배지분	135	145	137	110	74
자본총계	4,274	17,126	17,249	18,572	20,456
순차입금	206	1,131	1,343	-74	-1,803
총차입금	819	1,890	2,193	2,193	2,193

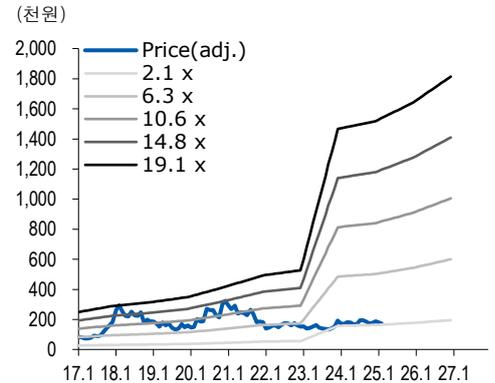
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,509	3,473	1,874	6,799	9,367
BPS	27,600	76,830	79,441	85,981	94,928
EBITDAPS	5,700	5,818	3,973	8,050	10,856
SPS	14,902	14,111	15,617	19,746	23,672
DPS	344	477	477	477	477
PER	45.5	43.6	100.0	25.6	18.6
PBR	5.8	2.0	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	28.2	26.9	46.6	20.7	14.6
PSR	10.7	10.7	12.0	8.8	7.4

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	20.6	-4.7	63.4	24.6	19.9
영업이익 증가율 (%)	-13.0	0.7	-24.5	211.8	43.0
지배순이익 증가율 (%)	-7.2	-0.4	-20.3	257.4	37.7
매출총이익률 (%)	45.2	48.3	47.3	61.5	67.1
영업이익률 (%)	28.3	29.9	13.8	34.6	41.3
지배순이익률 (%)	23.5	24.6	12.0	34.4	39.6
EBITDA 마진 (%)	38.2	41.2	25.4	40.8	45.9
ROIC	13.9	4.7	0.9	6.8	9.7
ROA	9.3	4.2	2.1	7.2	9.1
ROE	13.4	5.1	2.5	8.6	10.8
부채비율 (%)	37.8	16.3	19.5	18.6	17.4
순차입금/자기자본 (%)	5.0	6.7	7.9	-0.4	-8.8
영업이익/금융비용 (배)	86.2	67.4	6.7	20.9	29.8

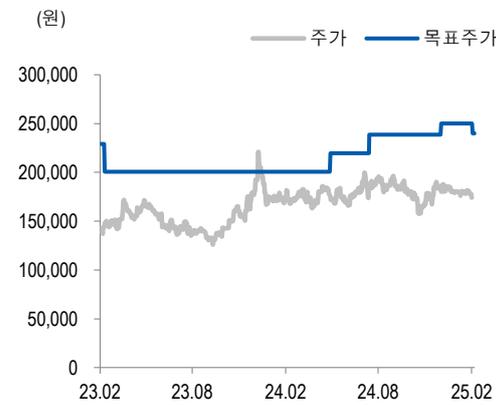
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-26	BUY	240,000	1년		
2024-12-27	BUY	250,000	1년	-27.74	-25.00
2024-08-08	BUY	238,773	1년	-24.21	-17.80
2024-05-23	BUY	219,671	1년	-18.90	-9.13
2024-03-06	1년 경과 이후		1년	-12.55	-7.33
2023-03-06	BUY	200,569	1년	-22.30	10.24
2023-01-02	BUY	229,222	1년	-32.97	-29.25

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)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-25

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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.