

셀트리온 (068270/KS)

4Q24 Re: 25 년 도약을 위한 준비

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 230,000 원(하향)
현재주가: 174,100 원
상승여력: 32.1%



Analyst
이선경

seonkyoung.lee@sk.com
3773-9089

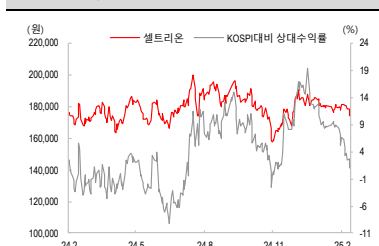
Company Data

발행주식수	22,436 만주
시가총액	37,276 십억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외93)	28.77%
국민연금공단	6.33%

Stock Data

주가(25/02/25)	174,100 원
KOSPI	2,630.29 pt
52주 최고가	199,614 원
52주 최저가	157,781 원
60일 평균 거래대금	114 십억원

주가 및 상대수익률



4Q24 Review: 일회성 요인으로 영업이익 컨센 하회

셀트리온의 24 년 4 분기 매출액은 1 조 636 억원(+178% YoY, +20.6% QoQ), 영업이익은 1,964 억원(+967.4% YoY, -5.4% QoQ, OPM 18.5%)으로 컨센서스 매출액 1 조 493 억원에 부합, 컨센서스 영업이익 2,349 억원 대비 16.4% 하회하는 실적을 발표했다.

견조한 매출 성장에도 불구하고 1)3 공장 상업 생산 개시(24 년 12 월)에 따른 초기 운영비의 증가, 2)규제기관 공장 감사에 따른 일회성 비용 발생, 3)신제품 매출 확대를 위한 해외 판관비 증가 및 4)3 공장과 해외 인력 채용에 따른 인건비 증가 등 4 분기 원가(5,200 억원, +24.2% QoQ) 및 판관비(3,470 억원, +35.7% QoQ)의 증가로 아쉬운 실적을 기록했다. 시장에서 주목하고 있는 짐펜트라 매출은 280 억원(+338% QoQ)을 기록, 다소 아쉬운 상황이나 유플라이마(1,082 억원, +157.6% YoY, +14.6% QoQ), 베그젤마(770 억원, +413.3% YoY, +11.3% QoQ) 등 신규 포트폴리오의 고성장 및 CMO 매출(1,060 억원)이 매출 성장을 견인했다.

25 년 수익성 개선의 원년, 영업이익 170% 성장 기대

셀트리온의 25 년 매출액은 4 조 4,192 억원(+24.2% YoY), 영업이익은 1 조 3,291 억원(+170.1% YoY, OPM 30.1%)으로 전망한다.

1)25 년에도 유플라이마(5,916 억원, +69% YoY), 베그젤마(3,552 억원, +61% YoY), 스테키마(1,505 억원, +653% YoY), 짐펜트라(2,541 억원, +594% YoY) 등 고마진 신규 포트폴리오의 고성장이 기대되는 가운데 2)미국내 시밀러 시장 개화에 따른 경쟁 심화 우려에도 불구하고 셀트리온의 미국 매출 비중은 지속적으로 증가하고 있으며 3)24 년 합병에 따른 PPA 상각비의 기저효과로 원가율 개선(-12%p YoY)이 가능하다는 점에 긍정적인 주가 흐름을 예상, 투자의견 매수를 유지한다. 다만 25 년 추정 EBITDA 를 기존 1 조 6,730 억원에서 1 조 6,030 억원으로 하향 조정함에 따라 목표 주가는 25 만원에서 23 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,893	2,284	2,176	3,557	4,419	5,051
영업이익	십억원	744	647	651	492	1,329	1,701
순이익(지배주주)	십억원	579	538	536	426	1,121	1,447
EPS	원	3,718	3,435	2,320	1,964	4,996	6,450
PER	배	49.0	44.6	82.9	95.5	34.8	27.0
PBR	배	6.7	5.1	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	28.1	26.3	34.3	45.1	22.6	18.2
ROE	%	16.0	13.4	5.1	2.5	6.4	7.7

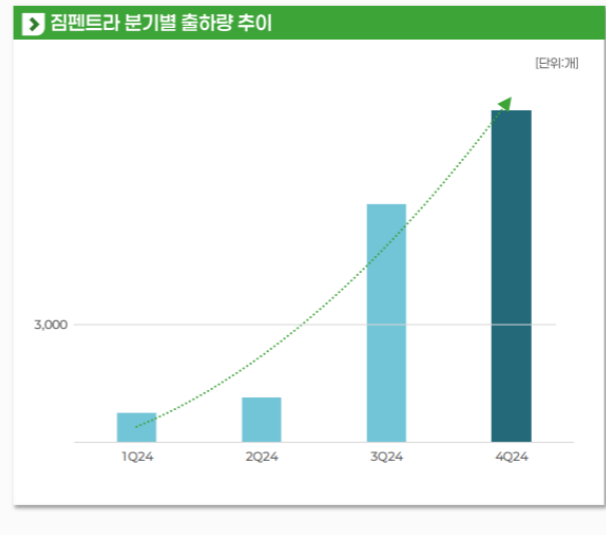
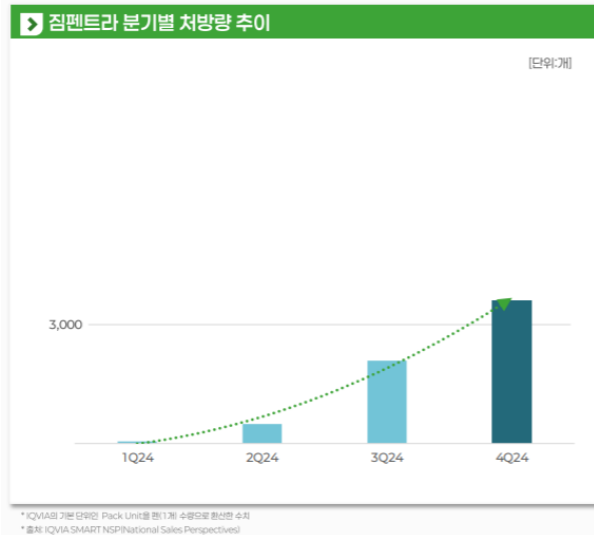
실적 추정 변경 내용 (단위: 십억원, %)						
구분	24년 4분기			24년 연간 실적		
	잠정 실적	이전 추정치	차이	잠정 실적	이전 추정치	차이
매출액	1,063.6	1,000.1	+6.3%	3,557.6	3,493.7	+1.8%
- 램시마 IV	289	316	-8.6%	1,269	1,296	-2.1%
- 트룩시마	132	100	+31.5%	450	418	+7.6%
- 허주마	49	46	+7.5%	197	193	+1.8%
- 유플라이마	108	102	+6.6%	350	343	+2.0%
- 베그젤마	77	80	-3.2%	221	223	-1.2%
- 램시마 SC	170	231	-26.3%	565	625	-9.7%
- 짐펜트라	28	23	+24.4%	37	31	+17.7%
- 기타	190	104	+83.6%	449	363	+23.9%
매출총이익	543.6	548.5	-0.9%	1,682	1,686.4	-0.3%
GPM (%)	51.1%	54.8%	-3.7%p	47.3%	48.3%	-1.0%p
영업이익	196.4	282.8	-30.5%	492.0	578.4	-14.9%
OPM (%)	18.5%	28.3%	-9.8%p	13.8%	16.6%	-2.8%p

자료: 셀트리온, SK 증권

셀트리온 분기별 실적추정 (단위: 십억원, %)										
구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E
매출액	737.0	874.7	882.3	1,063.6	991.2	1,083.1	1,144.4	1,200.5	3,557.6	4,419.2
- 램시마 IV	299	363	317	289	310	326	335	341	1,269	1,311
- 트룩시마	101	115	102	132	109	118	118	131	450	476
- 허주마	37	62	49	49	45	48	50	50	197	194
- 유플라이마	67	80	94	108	124	145	159	164	350	592
- 베그젤마	35	40	69	77	80	85	94	95	221	355
- 램시마 SC	112	111	171	170	166	174	185	190	565	715
- 짐펜트라	-	2	6	28	36	56	75	87	37	254
- 기타	85.8	100.7	73.9	210.4	122.3	130.7	129.1	140.8	471	522.9
매출총이익	306.7	367.8	463.8	543.6	548.2	631.0	698.0	742.0	1,681.9	2,619.1
GPM (%)	41.6	42.0	52.6	51.1	55.3	58.3	61.0	61.8	47.3	59.3
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	250.8	316.9	360.4	401.0	492.0	1,329.1
OPM (%)	2.1	8.3	23.5	18.5	25.3	29.3	31.5	33.4	13.8	30.1

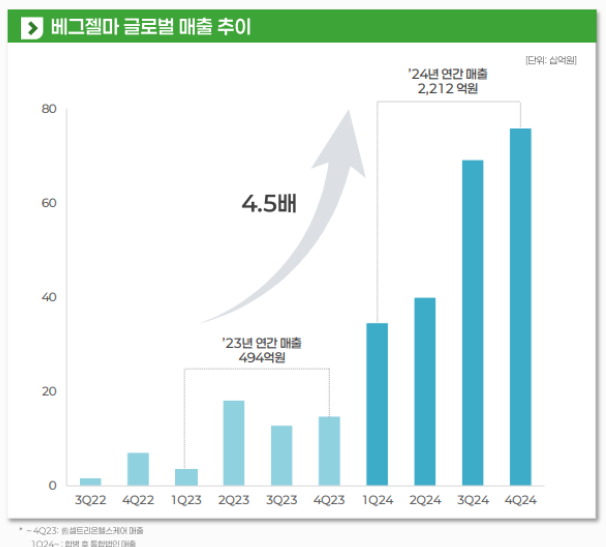
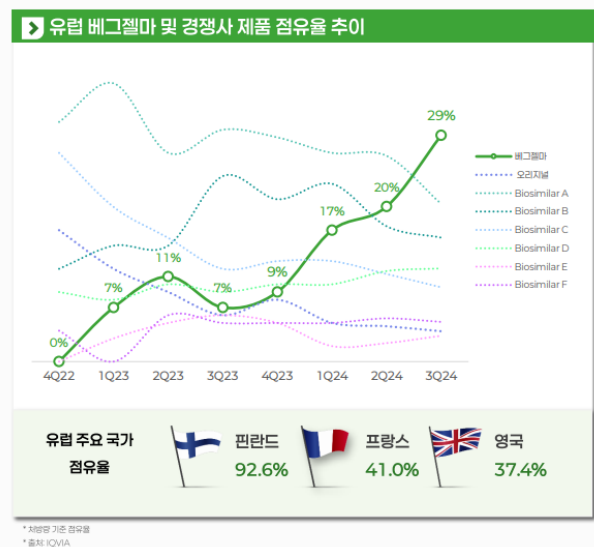
자료: 셀트리온, SK 증권

짐펜트라 분기별 처방량 및 출하량 추이



자료: 셀트리온, SK 증권

베그젤마 유럽 점유율 및 글로벌 매출 추이



자료: 셀트리온, SK 증권

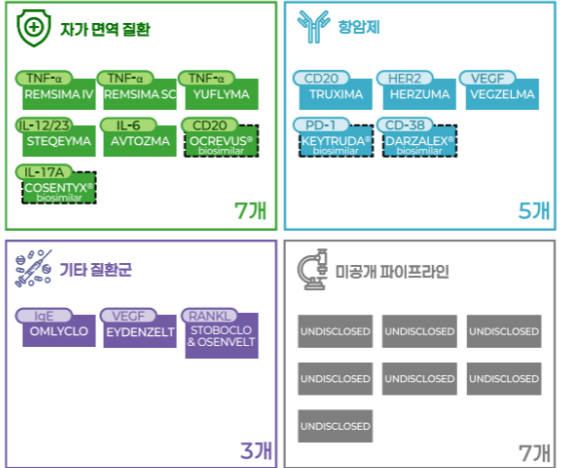
바이오시밀러 개발 현황

개발 현황

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

* 출처: IQVIA, 3s3(Darzalex), Regeneron(Eylea)

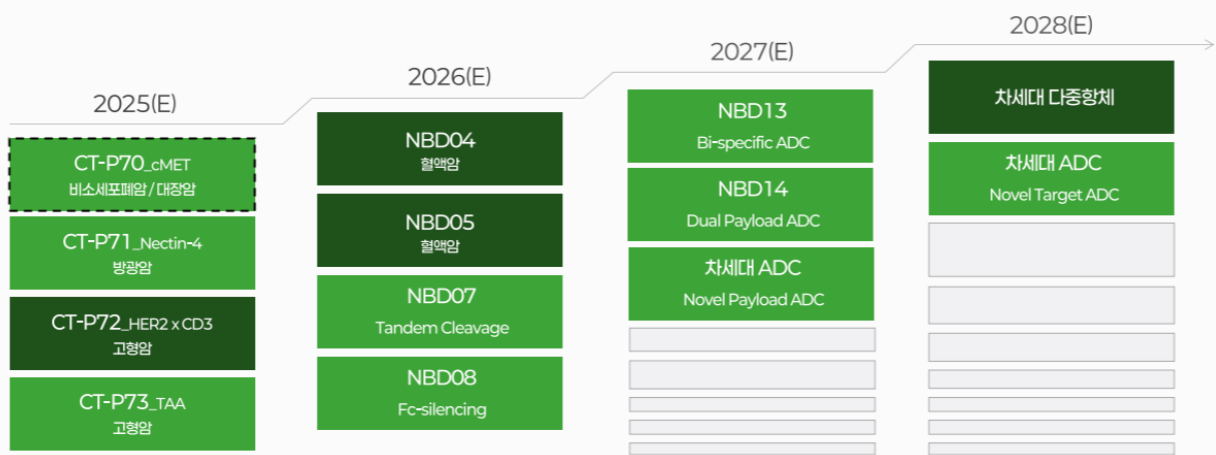
포트폴리오 현황



자료: 셀트리온, SK 증권

신약 파이프라인 개발현황 및 IND 제출 일정

● ADC ● 다중항체 --- IND 제출



자료: 셀트리온, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,930	5,009	5,156	6,156	7,426
현금및현금성자산	551	565	1,321	2,190	2,713
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,077	1,215	1,454
재고자산	616	3,041	2,433	2,384	2,854
비유동자산	2,962	14,908	15,128	15,012	14,955
장기금융자산	29	31	33	33	34
유형자산	1,007	1,215	1,302	1,355	1,414
무형자산	1,622	13,336	13,171	12,965	12,784
자산총계	5,892	19,918	20,284	21,168	22,382
유동부채	1,294	2,471	2,536	2,372	2,180
단기금융부채	665	1,783	1,523	1,325	1,023
매입채무 및 기타채무	191	266	522	557	666
단기충당부채	1	2	1	1	1
비유동부채	323	321	480	525	611
장기금융부채	154	107	80	80	80
장기매입채무 및 기타채무	8	6	6	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,617	2,792	3,016	2,897	2,791
지배주주지분	4,139	16,981	17,130	18,153	19,498
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,816	14,816	14,816
기타자본구성요소	-406	-2,046	-1,719	-1,719	-1,719
자기주식	-502	-2,204	-1,902	-1,902	-1,902
이익잉여금	3,485	3,964	3,749	4,772	6,117
비지배주주지분	135	145	137	117	92
자본총계	4,274	17,126	17,267	18,271	19,590
부채와자본총계	5,892	19,918	20,284	21,168	22,382

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1	537	1,725	1,363	1,127
당기순이익(손실)	543	540	419	1,101	1,422
비현금성항목등	423	373	722	488	493
유형자산감가상각비	65	64	73	67	61
무형자산상각비	162	182	340	206	181
기타	197	127	308	215	251
운전자본감소(증가)	-748	-221	712	-11	-513
매출채권및기타채권의감소(증가)	-683	-296	-87	-139	-239
재고자산의감소(증가)	-215	57	493	49	-469
매입채무및기타채무의증가(감소)	54	-2	72	34	110
기타	-434	-308	-257	-432	-552
법인세납부	-217	-154	-128	-216	-276
투자활동현금흐름	-297	-139	-412	-113	-88
금융자산의감소(증가)	-9	-164	-112	-38	-33
유형자산의감소(증가)	-111	-210	-167	-120	-120
무형자산의감소(증가)	-201	-141	-176	0	0
기타	24	376	43	45	65
재무활동현금흐름	-350	-385	-727	-377	-510
단기금융부채의증가(감소)	-54	-86	-598	-198	-302
장기금융부채의증가(감소)	-3	-3	-8	0	0
자본의증가(감소)	15	13,993	26	0	0
배당금지급	-102	-52	-104	-98	-102
기타	-205	-14,237	-44	-81	-106
현금의 증가(감소)	-637	13	756	869	523
기초현금	1,188	551	565	1,321	2,190
기말현금	551	565	1,321	2,190	2,713
FCF	-110	327	1,558	1,243	1,007

자료 : 셀트리온, SK증권 추정

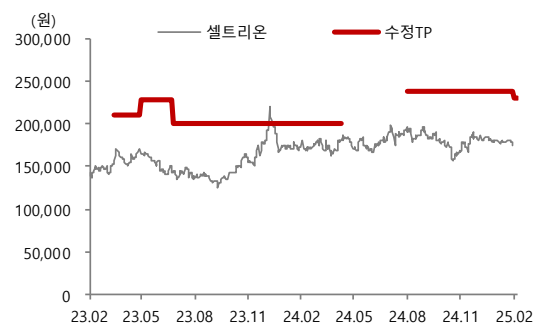
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,284	2,176	3,557	4,419	5,051
매출원가	1,251	1,125	1,876	1,800	1,877
매출총이익	1,033	1,052	1,682	2,619	3,174
매출총이익률(%)	45.2	48.3	47.3	59.3	62.8
판매비와 관리비	385	400	1,189	1,290	1,474
영업이익	647	651	492	1,329	1,701
영업이익률(%)	28.3	29.9	13.8	30.1	33.7
비영업손익	-21	20	84	-12	-3
순금융손익	7	9	-24	-25	-16
외환관련손익	17	12	11	2	-0
관계기업등 투자손익	7	-11	11	-9	-12
세전계속사업이익	626	671	576	1,317	1,698
세전계속사업이익률(%)	27.4	30.8	16.2	29.8	33.6
계속사업법인세	95	131	157	216	276
계속사업이익	531	540	419	1,101	1,422
중단사업이익	11	0	0	0	0
*법인세효과	2	0	0	0	0
당기순이익	543	540	419	1,101	1,422
순이익률(%)	23.8	24.8	11.8	24.9	28.1
지배주주	538	536	426	1,121	1,447
지배주주귀속 순이익률(%)	23.5	24.6	12.0	25.4	28.6
비지배주주	5	4	-7	-20	-25
총포괄이익	566	544	430	1,101	1,422
지배주주	562	540	438	1,127	1,455
비지배주주	5	4	-8	-26	-33
EBITDA	874	897	905	1,603	1,943

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	20.6	-4.7	63.4	24.2	14.3
영업이익	-13.0	0.7	-24.4	170.0	28.0
세전계속사업이익	-15.2	7.2	-14.2	128.7	28.9
EBITDA	-8.8	2.7	0.9	77.0	21.2
EPS	-7.6	-32.4	-15.4	154.5	29.1
수익성 (%)					
ROA	9.4	4.2	2.1	5.3	6.5
ROE	13.4	5.1	2.5	6.4	7.7
EBITDA마진	38.2	41.2	25.5	36.3	38.5
안정성 (%)					
유동비율	226.4	202.8	203.3	259.5	340.7
부채비율	37.8	16.3	17.5	15.9	14.2
순차입금/자기자본	4.8	6.6	-0.1	-6.1	-10.1
EBITDA/이자비용(배)	116.4	92.8	15.0	19.7	18.4
배당성향	9.6	19.3	22.9	9.1	7.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,435	2,320	1,964	4,996	6,450
BPS	30,270	83,110	87,676	89,391	95,385
CFPS	4,984	3,385	3,867	6,216	7,530
주당 현금배당금	344	477	477	477	477
Valuation지표 (배)					
PER	44.6	82.9	95.5	34.8	27.0
PBR	5.1	2.3	2.1	1.9	1.8
PCR	30.8	56.8	48.5	28.0	23.1
EV/EBITDA	26.3	34.3	45.1	22.6	18.2
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.26	매수	230,000원	6개월		
2024.08.26	매수	238,773원	6개월	-24.59%	-17.80%
2024.07.05	담당자 변경				
2023.07.19	매수	200,569원	6개월	-18.77%	10.24%
2023.05.25	매수	229,222원	6개월	-33.15%	-26.92%
2023.04.10	매수	210,120원	6개월	-22.86%	-18.27%
2023.01.13	담당자 변경				



Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 26일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------