

# 셀트리온 (068270/KS)

## 3Q24 Re: 아쉬운 짐펜트라, 컨센 하회

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 250,000 원(유지)

현재주가: 181,500 원

상승여력: 37.7%



Analyst  
이선경

seonkyoung.lee@sk.com  
3773-9089

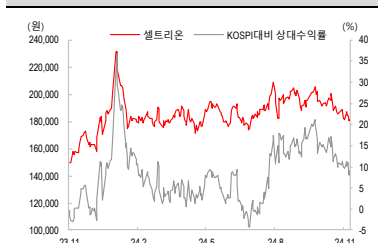
#### Company Data

발행주식수	21,702 만주
시가총액	39,389 십억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외88)	28.29%
국민연금공단	6.24%

#### Stock Data

주가(24/11/08)	181,500 원
KOSPI	2,561.15 pt
52주 최고가	231,500 원
52주 최저가	156,800 원
60일 평균 거래대금	120 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 3Q24 Review: 아쉬운 짐펜트라 매출로 컨센 하회

셀트리온의 24 년 3 분기 매출액은 8,819 억원(+31.2% YoY, +0.8% QoQ), 영업이익은 2,077 억원(-22.4% YoY, +186.5% QoQ, OPM 23.6%)으로 컨센서스 매출액 9,351 억원과 영업이익 2,187 억원 대비 각각 5.7%, 5% 하회하는 실적을 발표했다.

시장에서 주목하고 있는 짐펜트라 매출은 64 억(+191% QoQ)으로 아쉬운 실적을 기록했으나 램시마 SC(1,709 억원, +68.7% YoY, +53.7% QoQ), 유플라이마(944 억원, +101% YoY, +18% QoQ), 베그젤마(692 억원, +436% YoY, +73% QoQ) 3 개 제품이 역대 분기 최대 매출을 기록하며 견조한 매출 성장을 견인했다. 고마진 후속 시밀러 제품(짐펜트라, 램시마 SC, 유플라이마, 베그젤마)의 매출 성장과 합병으로 인한 PPA 상각이 이번 분기부터 약 70 억원으로 감소(상반기 1,137 억원 인식, 분기당 약 600 억원)함에 따라 GPM 과 OPM 은 전분기 대비 각각 10.5%p, 15.3%p 개선되었다.

### 짐펜트라 본격적인 성장은 25 년

짐펜트라는 지난 10 월 미국 3 대 PBM 사의 등재가 완료, 11 월부터 주요 PBM 산하 보험사의 환급이 확대될 예정이다. 생각보다 더딘 매출 성장으로 시장에서의 우려가 존재하나 1)infiximab 은 IBD 적응증에서 타 기전, 동일 기전 경쟁 약물 대비 높은 임상적 이득을 입증한 약물이라는 점 2)짐펜트라는 유일한 infiximab SC 제형으로 환자 편의성 증대 측면에서 이점이 있다는 점을 고려했을 때 짐펜트라의 성장성은 여전히 유효하다고 판단된다.

다만 현재까지 짐펜트라의 매출액을 고려, 짐펜트라의 매출 추정치를 24 년 2,180 억원에서 311 억원으로, 25 년 5,697 억원에서 2,626 억원으로 하향 조정했다. 이에 따라 셀트리온의 24 년 매출액은 3 조 4,937 억원(+60.5% YoY), 영업이익은 5,784 억원(-11.2% YoY, OPM 16.4%)으로 전망한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,893	2,284	2,176	3,494	4,121	4,849
영업이익	십억원	744	647	651	578	1,313	1,711
순이익(지배주주)	십억원	579	538	536	483	1,059	1,373
EPS	원	3,896	3,599	2,432	2,225	4,878	6,328
PER	배	49.0	44.6	82.9	81.6	37.2	28.7
PBR	배	6.7	5.1	2.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	28.1	26.3	34.3	44.5	27.0	21.3
ROE	%	16.0	13.4	5.1	2.8	5.9	7.3

실적 추정 변경 내용							(단위: 십억원, %)
구분	24년 3분기			24년 연간 실적			
	잠정 실적	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이	
매출액	881.9	945.7	-6.7%	3,493.7	3,650.5	-4.3%	
- 램시마 IV	317.2	325.5	-2.5%	1,295.8	1,304.1	-0.6%	
- 트룩시마	101.8	107.3	-5.1%	418.3	423.8	-1.3%	
- 허주마	48.5	57.5	-15.7%	193.3	231.8	-16.6%	
- 유플라이마	94.4	95.2	-0.8%	342.9	353.7	-3.1%	
- 베그젤마	69.2	48.5	+42.7%	223.4	173.6	+28.7%	
- 램시마 SC	170.9	115.5	+48.0%	625.2	554.4	+12.8%	
- 짐펜트라	6.4	95.3	-93.3%	31.1	218.0	-85.7%	
- 기타	71.9	100.9	-28.7%	362.6	391.1	-7.3%	
매출총이익	463.4	541.6	-14.4%	1,686.4	1,855.3	-9.1%	
GPM (%)	52.5	57.3	-4.8%p	48.1	50.8	-2.7%p	
영업이익	207.7	247.9	-16.2%	578.4	683.6	-16.5%	
OPM (%)	23.5	26.2	-2.7%p	16.4	18.7	-2.3%p	

자료: 셀트리온, SK 증권

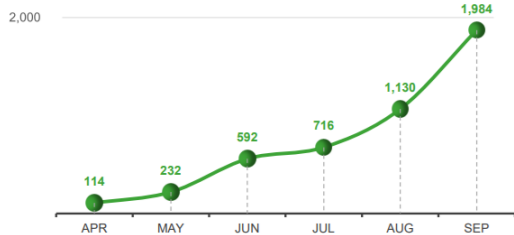
셀트리온 분기별 실적추정											(단위: 십억원, %)
구분	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	
매출액	737	874.7	881.9	1,000.1	890.5	939.0	1,072.2	1,218.9	3,493.7	4,120.6	
- 램시마 IV	299.1	363.4	317.2	316.1	310.2	295.2	310.2	300.5	1,295.8	1,216.1	
- 트룩시마	100.7	115.4	101.8	100.4	108.5	112.1	117.5	121.4	418.3	459.5	
- 허주마	37.4	61.8	48.5	45.6	45.3	50.0	51.9	55.5	193.3	202.7	
- 유플라이마	67.0	80.0	94.4	101.5	123.5	135.2	150.7	160.4	342.9	569.8	
- 베그젤마	34.6	40.0	69.2	79.6	39.8	46.0	79.6	91.5	223.4	256.9	
- 램시마 SC	112.4	111.2	170.9	230.7	125.9	124.5	191.4	258.4	625.2	700.2	
- 짐펜트라	-	2.2	6.4	22.5	35.5	55.8	70.5	100.8	31.1	262.6	
- 기타	85.8	100.7	71.9	103.7	101.8	120.2	100.4	130.3	362.6	452.7	
매출총이익	306.7	367.8	463.4	548.5	516.0	559.8	636.4	746.5	1,686.4	2,458.7	
GPM	41.6	42.0	52.5	54.8	57.9	59.6	59.4	61.2	48.3	59.7	
영업이익	15.4	72.5	207.7	282.8	214.9	254.4	372.0	471.8	578.4	1,313.1	
OPM	2.1	8.3	23.6	28.3	24.1	27.1	34.7	38.7	16.6	31.9	

자료: 셀트리온, SK 증권

## 짐펜트라 판매 추이

### ▶ 짐펜트라 처방량 추이

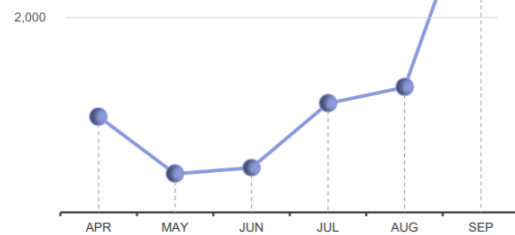
(단위:개수)



\* IQVIA의 기준 단위(Pack Unit)를 개수(개수)로 환산한 수치  
\* 출처: IQVIA SMART NISP(National Sales Perspectives), 셀트리온

### ▶ 짐펜트라 실제 출하량 추이

(단위:개수)



자료: 셀트리온, SK 증권

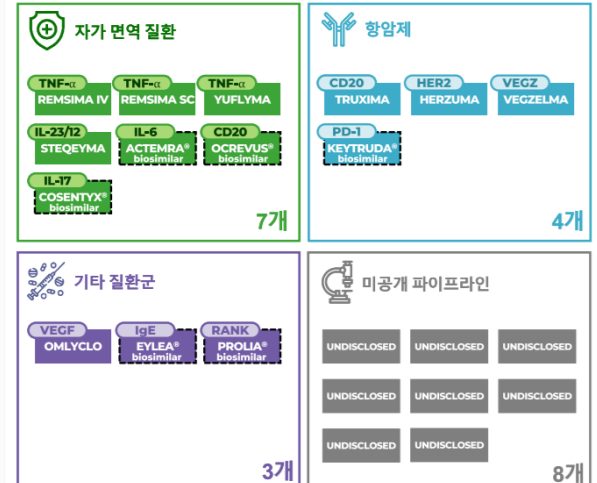
## 바이오시밀러 개발 현황

### 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2023)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	<b>SteQeyma</b> 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 (오크레ventus® 바이오시밀러)	\$7.5bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코센티x® 바이오시밀러)	\$7.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 신청 (24.10)
항반응성	CT-P42 (아말리아® 바이오시밀러)	\$9.4bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.11)
천식두드러기	<b>Omlyclo</b> 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 (키트루다® 바이오시밀러)	\$28.2bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 신청 (24.08)

\* 출처: IQVIA, BioPharmConsulting

### 포트폴리오 현황



자료: 셀트리온, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	2,930	5,009	5,360	6,264	7,349
현금및현금성자산	551	565	1,398	2,046	2,513
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,075	1,310	1,515
재고자산	616	3,041	2,433	2,384	2,757
<b>비유동자산</b>	2,962	14,908	14,942	14,885	14,845
장기금융자산	29	31	31	32	33
유형자산	1,007	1,215	1,306	1,359	1,419
무형자산	1,622	13,336	13,079	12,908	12,756
<b>자산총계</b>	5,892	19,918	20,302	21,149	22,194
<b>유동부채</b>	1,294	2,471	2,399	2,299	2,106
단기금융부채	665	1,783	1,523	1,325	1,023
매입채무 및 기타채무	191	266	600	698	807
단기충당부채	1	2	2	2	2
<b>비유동부채</b>	323	321	470	540	610
장기금융부채	154	107	90	90	90
장기매입채무 및 기타채무	8	6	6	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,617	2,792	2,869	2,839	2,715
<b>지배주주지분</b>	4,139	16,981	17,326	18,282	19,552
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,800	14,800	14,800
기타자본구성요소	-406	-2,046	-1,760	-1,760	-1,760
자기주식	-502	-2,204	-1,923	-1,923	-1,923
이익잉여금	3,485	3,964	3,983	4,939	6,209
비지배주주지분	135	145	107	29	-74
<b>자본총계</b>	4,274	17,126	17,434	18,310	19,478
<b>부채와자본총계</b>	5,892	19,918	20,302	21,149	22,194

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	1	537	1,516	1,196	1,076
당기순이익(손실)	543	540	447	980	1,271
비현금성항목등	423	373	560	585	664
유형자산감가상각비	65	64	73	67	60
무형자산상각비	162	182	312	171	153
기타	197	127	176	347	451
운전자본감소(증가)	-748	-221	694	-18	-398
매출채권및기타채권의감소(증가)	-683	-296	-88	-235	-205
재고자산의감소(증가)	-215	57	612	49	-372
매입채무및기타채무의증가(감소)	54	-2	58	98	109
기타	-434	-308	-371	-701	-921
법인세납부	-217	-154	-185	-350	-461
<b>투자활동현금흐름</b>	-297	-139	-416	-159	-92
금융자산의감소(증가)	-9	-164	-98	-64	-36
유형자산의감소(증가)	-111	-210	-174	-120	-120
무형자산의감소(증가)	-201	-141	-55	0	0
기타	24	376	-88	25	64
<b>재무활동현금흐름</b>	-350	-385	-401	-383	-512
단기금융부채의증가(감소)	-54	-86	-573	-198	-302
장기금융부채의증가(감소)	-3	-3	-4	0	0
자본의증가(감소)	15	13,993	10	0	0
배당금지급	-102	-52	-0	-103	-103
기타	-205	-14,237	167	-82	-107
<b>현금의 증가(감소)</b>	-637	13	833	648	468
기초현금	1,188	551	565	1,398	2,046
기말현금	551	565	1,398	2,046	2,513
FCF	-110	327	1,342	1,076	956

자료 : 셸트리온, SK증권 추정

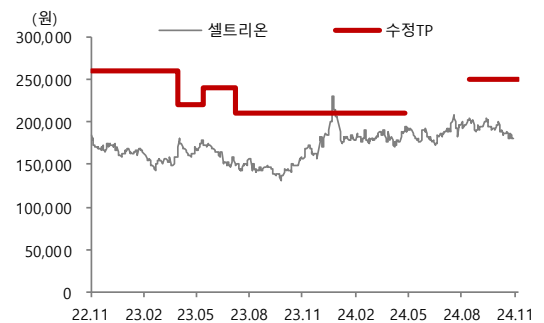
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	2,284	2,176	3,494	4,121	4,849
<b>매출원가</b>	1,251	1,125	1,807	1,662	1,791
<b>매출총이익</b>	1,033	1,052	1,686	2,459	3,059
매출총이익률(%)	45.2	48.3	48.3	59.7	63.1
<b>판매비와 관리비</b>	385	400	1,108	1,146	1,348
<b>영업이익</b>	647	651	578	1,313	1,711
영업이익률(%)	28.3	29.9	16.6	31.9	35.3
<b>비영업손익</b>	-21	20	47	17	21
순금융손익	7	9	30	3	9
외환관련손익	17	12	18	14	11
관계기업등 투자손익	7	-11	-10	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	626	671	625	1,330	1,732
세전계속사업이익률(%)	27.4	30.8	17.9	32.3	35.7
<b>계속사업법인세</b>	95	131	178	350	461
<b>계속사업이익</b>	531	540	447	980	1,271
<b>중단사업이익</b>	11	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	2	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	543	540	447	980	1,271
순이익률(%)	23.8	24.8	12.8	23.8	26.2
<b>지배주주</b>	538	536	483	1,059	1,373
지배주주귀속 순이익률(%)	23.5	24.6	13.8	25.7	28.3
<b>비지배주주</b>	5	4	-36	-79	-102
<b>총포괄이익</b>	566	544	478	980	1,271
<b>지배주주</b>	562	540	493	1,012	1,312
<b>비지배주주</b>	5	4	-15	-32	-41
<b>EBITDA</b>	874	897	963	1,551	1,924

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.6	-4.7	60.5	17.9	17.7
영업이익	-13.0	0.7	-11.2	127.0	30.3
세전계속사업이익	-15.2	7.2	-6.8	112.7	30.2
EBITDA	-8.8	2.7	7.3	61.0	24.1
EPS	-7.6	-32.4	-8.5	119.3	29.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	9.4	4.2	2.2	4.7	5.9
ROE	13.4	5.1	2.8	5.9	7.3
EBITDA마진	38.2	41.2	27.6	37.6	39.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	226.4	202.8	223.5	272.5	349.0
부채비율	37.8	16.3	16.5	15.5	13.9
순차입금/자기자본	4.8	6.6	-0.4	-5.3	-9.2
EBITDA/이자비용(배)	116.4	92.8	27.6	18.9	18.0
배당성향	9.6	19.3	21.3	9.7	7.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,599	2,432	2,225	4,878	6,328
BPS	31,719	87,089	88,697	93,100	98,952
CFPS	5,223	3,547	3,997	5,973	7,310
주당 현금배당금	361	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	44.6	82.9	81.6	37.2	28.7
PBR	5.1	2.3	2.0	1.9	1.8
PCR	30.7	56.8	45.4	30.4	24.8
EV/EBITDA	26.3	34.3	44.5	27.0	21.3
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.26	매수	250,000원	6개월		
2024.07.05	담당자 변경				
2023.07.19	매수	210,000원	6개월	-18.77%	10.24%
2023.05.25	매수	240,000원	6개월	-33.15%	-26.92%
2023.04.10	매수	220,000원	6개월	-22.86%	-18.27%
2023.01.13	담당자 변경				
2022.10.13	매수	260,085원	6개월	-34.12%	-28.89%



### 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 (2024년 11월 11일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------