

셀트리온 (068270)

4Q24 Re: 올해를 보수적으로 봐도

4Q24 Review: 매출액 컨센서스 부합, 영업이익은 하회

동사는 4Q24 연결기준 매출액 1조 636억원(YoY+178.0%, QoQ+20.6%), 영업이익 1,964억원(QoQ-5.4%, OPM 18.5%)을 기록, 컨센서스 매출액(1조 493억원)에 부합, 영업이익(2,349억원)은 하회하는 실적을 거두었다. 매출원가에 반영된 일회성 요인(CDMO 생산에 따른 PCO 증가, 3공장 초기 가동 제반비용 등)으로 원가율 목표치를 달성하지는 못했으며(48.9%, QoQ+1.4%p), 4분기에 집중적으로 반영된 프랑스 정부보조 비용 등 판관비 단에서도 일회성 요인들이 발생하며 OPM의 하락으로 이어졌다.

24년 review: 짐펜트라 미스를 유럽에서 만회

24년에는 동사의 기존 제품군 중 램시마IV(조정매출기준 YoY+28%) 및 트룩시마(+67%)의 성장이 돋보였으며 신규 제품군 중에서는 베그젤마(+342%)가 큰 폭으로 성장했다. 상기 제품은 모두 항암 제품군이라는 점 이외에도, 24년 유럽 시장에서의 점유율 상승이 특히 돋보였다는 공통점을 갖는다. 동사는 항암 시장에서 동사의 공급 안정성이 경쟁력을 갖는 것으로 언급한 바 있는데, 이 역시 입찰 중심의 유럽 시장에 주로 해당되는 설명으로 판단된다.

한편, 짐펜트라 매출은 4분기 280억, 연간 366억을 달성하며 기대치보다 더딘 출시 첫 해를 기록했다. 짐펜트라의 성공을 위해서는 1)격변하는 PBM 주관 시장에 맞춘 빠른 대응, 2)IBD 적응증 내 글로벌 신약 대비 경쟁력 확보 및 3)마케팅 측면에서의 상대적 약점 극복이 필요한 것으로 사료된다.

25년 Outlook: 더욱 다채로워지는 포트폴리오+ 신규품목 미국 성장 중요

합병 이후 동사의 투자포인트는 1)구조 효율화를 통한 매출원가율 하락과 수익성 개선, 2)짐펜트라 등 차별화된 제품의 성공 및 3)안정적인 사업을 기반으로 신약/CDMO 등 신사업 진출이다. 이 중 IBD 시장의 경쟁 현황, 초기 단계의 신약 파이프라인, 관세 정책 불확실성 및 신규 CDMO 법인의 매출발생 시기 등을 고려했을 때 결국 25년도의 수익성이 단기적으로 기업가치의 driver로 작용할 전망이다.

올해는 점유율 상승 여력이 큰 램시마SC의 유럽 매출 및 유프라이마, 베그젤마 등 신규 제품군의 미국 내 성장이 주목할 포인트로 판단된다. 유럽에서 신규 출시되는 4건 이상의 제품은 추가적인 동력을 제공할 전망이다. 이를 반영하여 신규 제품군의 비율이 약 49%를 이룰 것으로 추정(24년도 38.3%), 해당 제품군의 높은 마진율은 동사의 수익성에 기여가 가능하다. 동사의 4Q25 목표 원가율(20% 후반)을 bull case, 30%초반을 base case, 30%중반을 bear case로 가정, base case를 적용하여 연간 매출액은 4조 2,631억원(YoY+19.8%), 영업이익 1조 3,515억원(OPM 31.7%)으로 추정한다. 이는 동사의 각 품목 연간 목표치 대비 보수적인 추정을 반영한 값이며, bear case를 적용해도 EPS 성장으로 보정한 동사의 밸류에이션은 섹터 내 대형주 중에서 가장 매력적인 수준이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 250,000원으로 소폭 하향

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 250,000원으로 소폭 하향한다. 4분기 실적을 반영하여 목표주가 산출의 근거가 된 '26년 추정 EBITDA를 2조 1,174억원으로 소폭 하향(기존 2조 3,613억원)하였으며 할인기간을 조정하였다. 짐펜트라에 집중된 동사 실적의 불확실성으로 주가는 박스권을 형성하였으나 향후 이익 성장에 대한 보수적인 추정을 반영해도 상승 여력은 충분한 것으로 판단된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

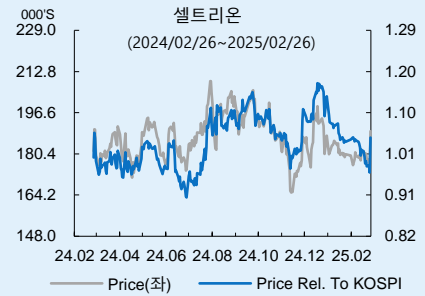
목표주가(12M)	250,000원(하향)
증가(2025.02.26)	189,300원
상승여력	32.1%

Stock Indicator

자본금	220십억원
발행주식수	21,411만주
시가총액	40,531십억원
외국인지분율	22.4%
52주 추가	165,200~209,000원
60일평균거래량	638,838주
60일평균거래대금	118.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	6.5	-5.6	-0.4
상대수익률	0.9	1.0	-3.8	-1.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,176	3,557	4,263	4,917
영업이익(십억원)	651	492	1,351	1,815
순이익(십억원)	536	416	1,097	1,477
EPS(원)	3,639	1,913	5,053	6,802
BPS(원)	77,083	79,670	84,268	90,615
PER(배)	55.4	98.9	37.5	27.8
PBR(배)	2.6	2.4	2.2	2.1
ROE(%)	5.1	2.4	6.2	7.8
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	34.1	45.2	24.5	18.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 셀트리온 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	49,017	십억원
'26년 추정 EBITDA (PV)	1,987	십억원
할인율	6.5%	%
타겟 EV/EBITDA 멀티플	24.7x	x
		추정 26년 EBITDA 1년 할인 CoD 0.4%, CoE 8.4%, 시장위험 프리미엄 5.3%, beta 0.93 적용 '19년 램시마SC 유럽 판매승인 후 1년 평균 EV/EBITDA 30% 할인
② 비영업가치	1,766	십억원
셀트리온제약 지분가치	3,222	
		지분율(54.8%) 셀트리온제약 과거 1년 시가총액 평균
③ 순차입금	83.4	십억원
		4Q24 추정치
④ 기업가치 (=①+②-③)	50,700	십억원
⑤ 주식수	204,436	천주
		자사주 제외
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	250,000	원
		247,998 원

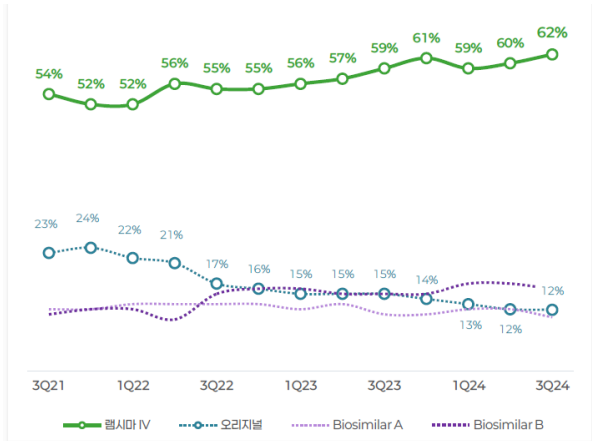
자료: iM증권 리서치본부

표2. 셀트리온 분기별 요약손익계산서 추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	737.0	874.7	881.9	1,063.6	957.3	991.1	1,103.8	1,210.9	3,557.3	4,263.1
YoY	23.3%	66.9%	31.2%	178.0%	29.9%	13.3%	25.2%	13.8%	63.4%	19.8%
Biosimilar	651.2	774.0	810.0	873.2	886.4	913.7	975.0	1,093.7	3,106.2	3,868.7
Remsima IV	299.1	363.4	317.2	289.0	307.4	313.9	327.0	359.7	1,268.7	1,307.9
Remsima SC	112.4	111.2	170.9	170.0	160.4	157.7	192.5	198.2	564.5	708.8
Zymfentra		2.2	6.4	28.0	63.8	65.2	66.5	70.5	36.6	265.9
Truxima	100.7	115.4	101.8	132.0	105.0	107.4	114.6	150.4	449.9	477.5
Herzuma	37.4	61.8	48.5	49.0	48.1	53.5	38.7	47.1	196.7	187.4
Yuflyma	67.0	80.0	94.4	108.0	96.1	96.9	98.1	109.3	349.4	400.4
Vegzelma	34.6	40.0	69.2	77.0	65.1	66.5	70.7	80.6	220.8	282.9
신규 제품			1.6	6.5	40.5	52.6	66.9	77.9	8.1	237.9
Non-Biosimilar	85.8	100.7	71.9	190.4	70.9	77.5	128.8	117.2	448.8	394.4
CMO	0.0	0.0	0.0	106.4	0.0	0.0	54.6	41.4	106.4	96.0
제약/케미칼	80.5	94.9	65.3	79.0	64.5	71.8	68.1	69.9	319.7	274.3
기타	5.3	5.8	6.6	5.0	6.4	5.7	6.1	5.9	22.7	24.0
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.6	561.7	609.0	723.6	808.1	1,681.5	2,702.4
GPM	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	58.7%	61.4%	65.6%	66.7%	47.3%	63.4%
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	255.2	295.9	376.1	424.3	492.0	1,351.5
OPM	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	26.7%	29.9%	34.1%	35.0%	13.8%	31.7%

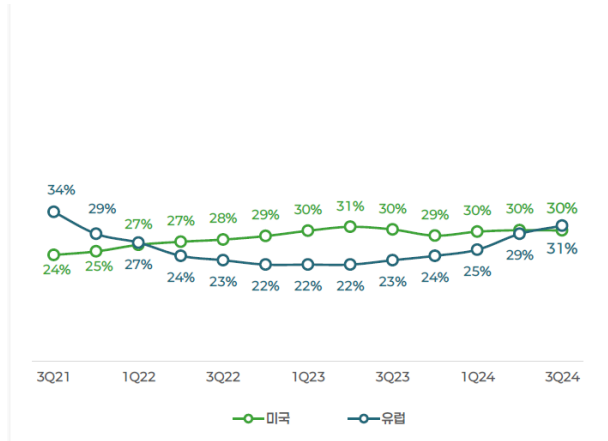
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 램시마IV 유럽 시장 점유율 추이



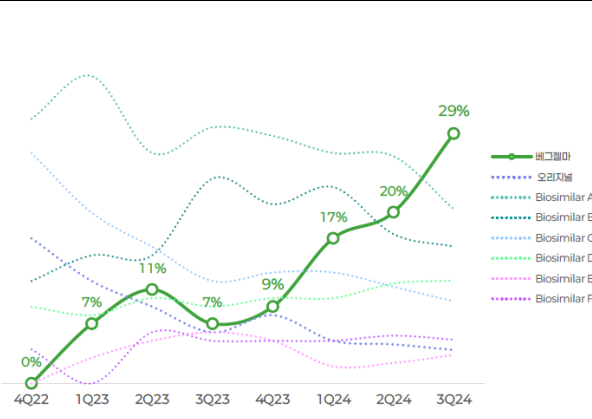
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림2. 트룩시마 글로벌 시장 점유율 추이



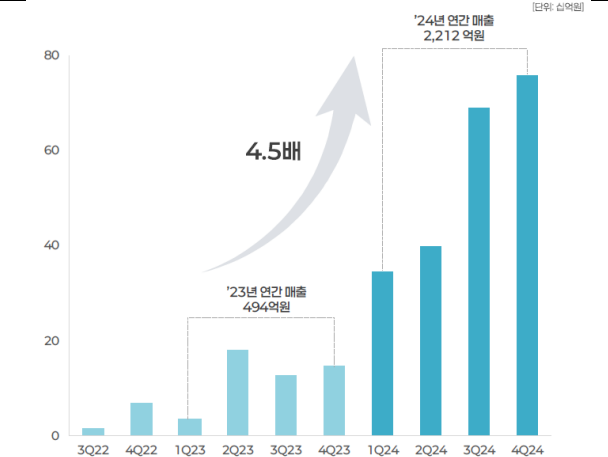
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림3. 베그젤마 유럽 시장 점유율



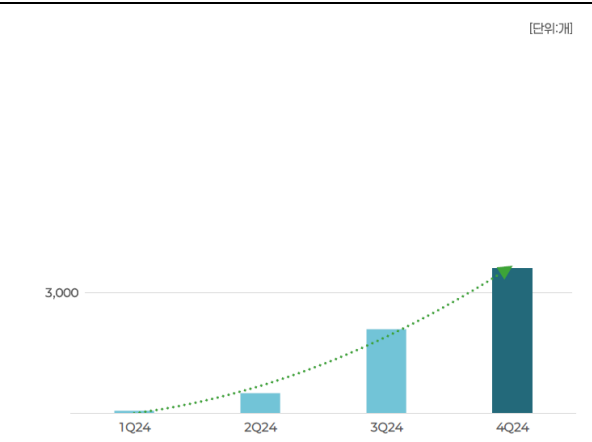
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림4. 베그젤마 글로벌 매출 추이



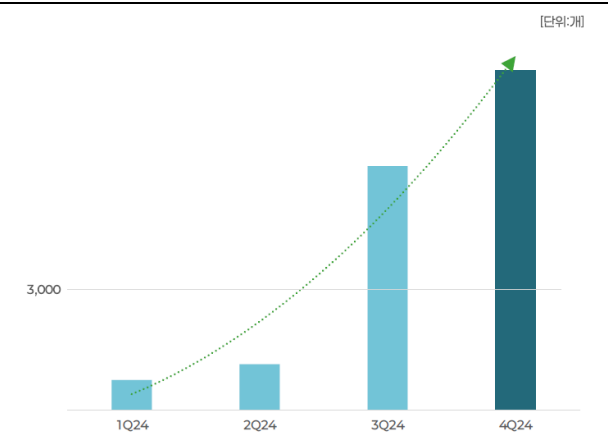
자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부
주) 합병 전 조정매출 기준

그림5. 짐펜트라 처방량 추이



자료: 셀트리온, IQVIA, iM증권 리서치본부
주) IQVIA의 기본단위 Pack unit을 펜 수량으로 환산한 수치(단위: 개)

그림6. 짐펜트라 출하량 추이



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림7. CD 신약 임상결과 요약 및 간접 비교

구분	Skyrizi(Risankizumab)			Omvoh(Mirikizumab)			Tremfya(Guselkumab)		Stelara(Ustekinumab)			Zymfentra
	ADVANCE	MOTIVATE	FORTIFY	SERENITY		VIVID-2	GALAXI-2	GALAXI-3	UNITI-1	UNITI-2	IM-UNITI	LIBERTY-CD
임상명	ADVANCE	MOTIVATE	FORTIFY	SERENITY		VIVID-2	GALAXI-2	GALAXI-3	UNITI-1	UNITI-2	IM-UNITI	LIBERTY-CD
용법	12주 유도요법	12주 유도요법	52주 유지요법	12주 유도요법	52주, 104주 유지요법	156주 경기 추적	12주 유도요법 48주 유지요법		8주 유도요법	8주 유도요법	52주 유지요법	54주 유지요법
투여경로	IV	IV	SC	IV	IV or SC	SC	IV-) SC		IV	IV	SC	SC
환자구성	1L(42%) 2L(58%)	2L	1L(30%) 2L(70%)	1L(40%), 2L(60%)		1L(43%) 2L(57%)	1L(47%), 2L(53%)		2L	1L	1L(40%) 2L(60%)	1L(89%) 2L(11%)
위약보정 임상적 관해 (%)	20 (600 mg)	22 (600 mg)	15 (180 mg) 11 (360 mg)	6.8 (200 mg) 31.3 (600 mg) 17.2 (1000 mg)	39.0(IV/IV) 56.5(IV/SC) 40.7(PBO/IV) @52주 절대값	87.3 @156주 절대값	38.1* 42.8**	34.2* 35.0**	8.6 (130 mg) 13.6 (6 mpk)	11 (130 mg) 20.6 (6 mpk)	12.9 (90 mg q12w) 17.2 (90 mg q8w)	32.1

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주1)유도/유지요법은 누적 투약기간을 기재, *Guselkumab 200 mg IV q4w-) 100 mg SC q8w, ** Guselkumab 200 mg IV q4w-) 200 mg SC q4w
주2)Guselkumab Phase3 GRAVITI trial SC 유도요법 성공

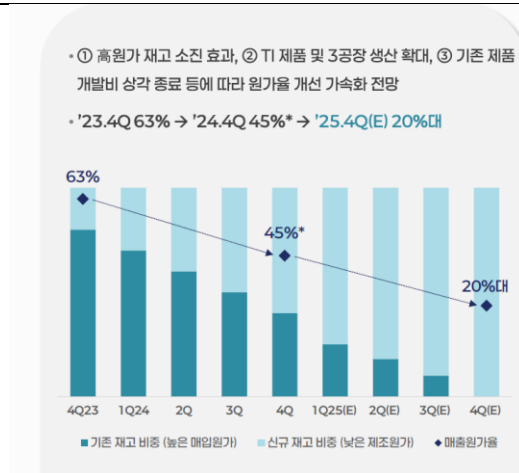
그림8. UC 신약 임상결과 요약 및 간접 비교

구분	Skyrizi(Risankizumab)		Omvoh(Mirikizumab)		Tremfya(Guselkumab)		Stelara(Ustekinumab)		Zymfentra
	INSPIRE	COMMAND	LUCENT-1	LUCENT-2	QUASAR		UNIFI		LIBERTY-UC
임상명	INSPIRE	COMMAND	LUCENT-1	LUCENT-2	QUASAR		UNIFI		LIBERTY-UC
용법	12주 유도요법	52주 유지요법	12주 유도요법	40주 유지요법	12주 유도요법	44주 유지요법	8주 유도요법	44주 유지요법	54주 유지요법
투여경로	IV	SC	IV	SC	IV	SC	IV	SC	SC
환자구성	1L(47-49%), 2L(51-53%)		1L(60%), 2L(40%)		1L(58%), 2L(42%)		1L(49%), 2L(51%)		1L(90%) 2L(10%)
위약보정 임상적 관해 (%)	14.1	16.3(180 mg) 14.2(360 mg)	11.1	23.2	25.2(100 mg q8w) 29.5(200 mg q4w)		10.3(130 mg) 10.2(6 mpk)	14.4 (90 mg q12w) 19.8 (90 mg q8w)	21.1

자료: 각 사, iM증권 리서치본부

주1)유도/유지요법은 누적 투약기간을 기재
주2)Guselkumab Phase3 ASTRO trial SC 유도요법 성공

그림9. 합병 후 매출원가를 추정치(4Q23-4Q25E)



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

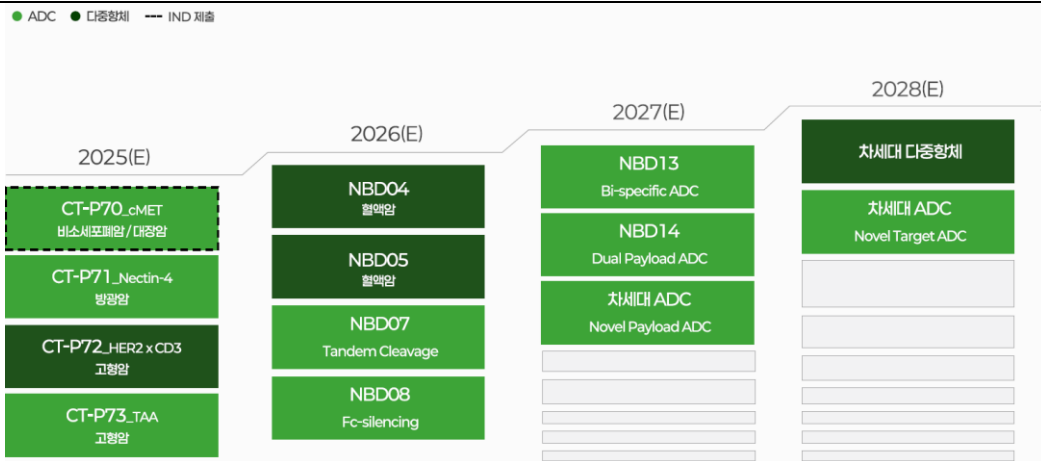
그림10. 섹터 내 주요 기업 밸류에이션 비교(십억원)

구분	한미약품	유한양행	대웅제약	녹십자	삼성바이오로직스	셀트리온	SK바이오팜	휴젤	Average	Median
FTM P/E	22.2x	65.7x	12.1x	44.2x	61.5x	35.9x	53.3x	22.8x	39.7x	40.1x
FTM EV/EBITDA	10.8x	50.0x	8.7x	14.2x	35.9x	22.9x	42.2x	13.9x	24.8x	18.6x
시가총액	3,433	10,058	1,557	1,527	83,131	40,531	9,249	4,077		
2024년 당기순이익	144	55	22	-43	1,083	419	227	142		
2025년 당기순이익	169	143	128	22	1,295	977	133	175		
2026년 당기순이익	190	204	155	66	1,624	1,354	253	217		
P/E FY24	23.9x	182.3x	72.1x	-	76.7x	96.8x	40.7x	28.6x	74.5x	72.1x
EPS growth 1Y	18%	160%	493%	-	20%	133%	-42%	23%		
EPS growth 2Y CAGR	15%	92%	168%	196%	22%	80%	6%	23%		
PEG 1Y	1.3x	1.1x	0.1x	-	3.9x	0.7x	-	1.2x	1.4x	1.2x
PEG 2Y	1.6x	2.0x	0.4x	-	3.4x	1.2x	7.4x	1.2x	2.5x	1.6x

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

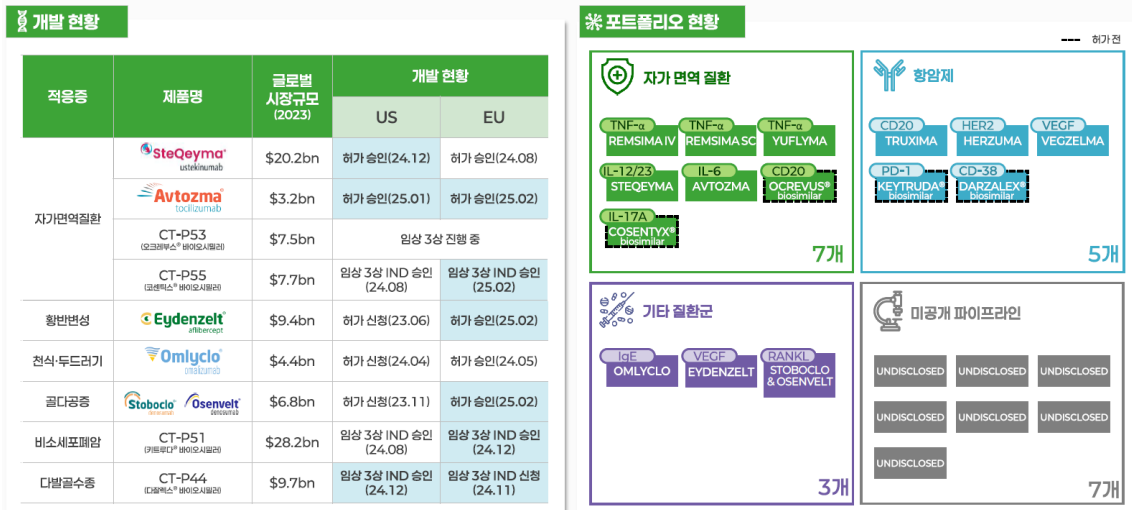
주1) 당기순이익 추정치: 셀트리온은 당사의 bear case 추정치 반영, 나머지 기업은 컨센서스 반영
 주2) PEG: P/E FY24 ÷ EPS growth. 성장성의 중복 반영을 방지하기 위해 과거 P/E 멀티플 사용

그림11. 신약 파이프라인 개발 현황 및 IND 제출 일정



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림12. 셀트리온의 바이오시밀러 파이프라인



자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

그림13. 셀트리온의 CDMO 사업 경쟁력

CDMO 사업 확대 배경

20년 넘게 축적된 경험 & 역량

- 아시아 첫 CMO 주자로서 충분한 경험 및 노하우
- 낮은 증설비용, 높은 생산성을 바탕으로 기존 CDMO사를 뛰어넘는 경쟁력 확보

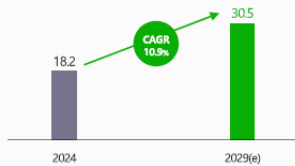


꾸준한 위탁 생산 요청

- 셀트리온의 보유설비를 활용한 잠재 고객들의 위탁생산 요청 다수

고성장 시장 전망

- 글로벌 CDMO 시장의 성장을 CAGR 10.9%로, 2029년 30조원을 상회할 전망



셀트리온의 강점

01 | 2002년 아시아 최초 CMO 사업 개시

많은 경험과 노하우 보유

- 글로벌 제약사와의 다양한 트랙 레코드 보유

02 | 원가 경쟁력 제고를 통한 수주 경쟁력 증진

증설 비용 최소화

- 경쟁사 대비 약 2/3 수준의 증설 비용
- 기존 설비 확장 노하우를 활용한 공사 및 허가 기간 단축

높은 생산성 & 효율성

- 최신 자동화 설비 도입
- 유휴기간 감축 (Changeover, 유지보수)

03 | 개발-임상-허가-생산 중단계 수행

고객사 맞춤 One-stop Process

- 신약 후보물질 선별부터 세포주 및 공정 개발, 임상시험 계획, 허가 서류 작성, 상업 생산까지 일련의 서비스 제공

자료: 셀트리온, iM증권 리서치본부

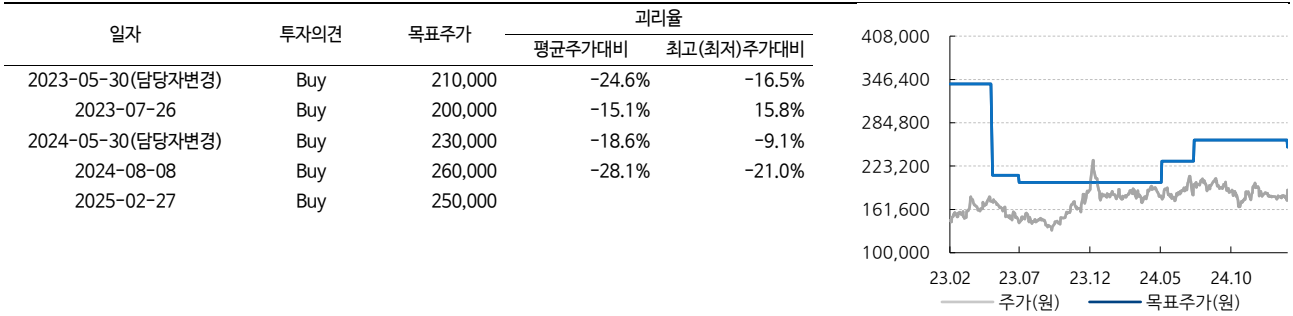
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	5,009	5,506	6,409	7,556	매출액	2,176	3,557	4,263	4,917
현금 및 현금성자산	565	1,011	1,113	1,129	증가율(%)	-4.7	63.4	19.8	15.3
단기금융자산	194	194	194	582	매출원가	1,125	1,876	1,561	1,593
매출채권	1,039	1,641	1,948	2,233	매출총이익	1,052	1,682	2,702	3,324
재고자산	3,041	2,490	2,984	3,442	판매비와관리비	400	1,190	1,351	1,509
비유동자산	14,908	14,701	14,707	14,712	연구개발비	161	263	316	364
유형자산	1,215	1,342	1,570	1,798	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,336	12,994	12,763	12,532	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,918	20,207	21,116	22,268	영업이익	651	492	1,351	1,815
유동부채	2,471	2,443	2,345	2,108	증가율(%)	0.7	-24.5	174.7	34.3
매입채무	51	83	100	115	영업이익률(%)	29.9	13.8	31.7	36.9
단기차입금	1,608	1,408	1,108	608	이자수익	19	30	33	43
유동성장기부채	176	176	176	176	이자비용	10	9	7	5
비유동부채	321	321	321	321	지분법이익(손실)	-11	-11	-11	-11
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	19	6	6	6
장기차입금	99	99	99	99	세전계속사업이익	671	576	1,374	1,850
부채총계	2,792	2,764	2,667	2,429	법인세비용	131	157	269	362
지배주주지분	16,981	17,295	18,293	19,671	세전계속이익률(%)	30.8	16.2	32.2	37.6
자본금	220	217	217	217	당기순이익	540	419	1,105	1,488
자본잉여금	14,790	14,790	14,790	14,790	순이익률(%)	24.8	11.8	25.9	30.3
이익잉여금	3,964	4,277	5,271	6,645	지배주주귀속 순이익	536	416	1,097	1,477
기타자본항목	-1,993	-1,990	-1,986	-1,982	기타포괄이익	4	4	4	4
비지배주주지분	145	148	157	168	총포괄이익	544	423	1,109	1,492
자본총계	17,126	17,443	18,449	19,838	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	537	925	777	1,279	주당지표(원)				
당기순이익	540	419	1,105	1,488	EPS	3,639	1,913	5,053	6,802
유형자산감가상각비	64	73	72	72	BPS	77,083	79,670	84,268	90,615
무형자산상각비	182	342	231	231	CFPS	5,309	3,823	6,447	8,197
지분법관련손실(이익)	-11	-11	-11	-11	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-139	153	53	-335	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-210	-200	-300	-300	PER	55.4	98.9	37.5	27.8
무형자산의 처분(취득)	-141	-	-	-	PBR	2.6	2.4	2.2	2.1
금융상품의 증감	-29	-19	-19	-19	PCR	38.0	49.5	29.4	23.1
재무활동 현금흐름	-385	357	262	62	EV/EBITDA	34.1	45.2	24.5	18.8
단기금융부채의증감	-86	-200	-300	-500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.1	2.4	6.2	7.8
자본의증감	7	-3	-	-	EBITDA이익률	41.2	25.5	38.8	43.1
배당금지급	-52	-104	-103	-103	부채비율	16.3	15.8	14.5	12.2
현금및현금성자산의증감	13	446	102	16	순부채비율	6.6	2.7	0.4	-4.2
기초현금및현금성자산	551	565	1,011	1,113	매출채권회전율(x)	1.5	2.7	2.4	2.4
기말현금및현금성자산	565	1,011	1,113	1,129	재고자산회전율(x)	1.2	1.3	1.6	1.5

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

셀트리온 투자이건 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%