

셀트리온 068270

4Q24 Re: 유럽에서의 성장에 주목

4Q24 Review: 유럽에서의 성장에 주목

셀트리온의 4Q24 매출액 및 영업이익은 각 약 1조 637억원 (+81.8% YoY, +20.6% QoQ) 및 1,964억원(-5.4% QoQ)으로 컨센서스 소폭 하회하였다. 美 짐펜트라 매출이 약 280억원 대로 기대 대비 소폭 성장이 지연된 반면 램시마 SC 약 1,700 억 원 및 베그젤마, 유플라이마 등 후속 바이오시밀러의 유럽 지역 매출 성장 및 베그젤마의 미국 지역 침투가 두드러지며 이를 상쇄하였다. 2024년 12월부터 시작된 3 공장 상업 생산 개시로 인한 초기 운영 비용이 발생하여 일시적으로 매출원가율이 3 분기 약 47.5%에서 4분기 약 48.9%로 소폭 상승하였다. 기타 매출원가 및 판매비에서의 일시적 비용(ex. 프랑스 M-contribution 등)을 제외한다면 향후 영업이익 개선 속도는 더욱 가팔라질 전망이다. 25년 연간 셀트리온은 후속 바이오시밀러 및 짐펜트라의 성장에 힘입어 매출액 4조 3,801억원 (+23.1% YoY) 및 영업이익 1조 3,053 억원(+165.3% YoY, OPM 29.8%)를 달성할 것으로 기대된다.

Young 포트폴리오의 비중 확대 전망

4Q24 기준 Young 포트폴리오(램시마SC, 유플라이마, 베그젤마, 스테키마 등)의 비중이 약 46.2%로 큰 폭 성장하였다. 램시마SC는 EU5 중심으로 유럽 전역에서 매출이 상승하였으며 유플라이마 및 베그젤마의 유럽 내 주요국 입찰 수주가 확대되었다. 특히 베그젤마의 유럽 점유율은 4분기 약 30%를 초과하였으며 미국에서의 매출도 약 800억원 이상의 매출을 기록하는 등 고성장세를 유지하였다. 올해 내 신규 품목 스테키마(미국), 스토보클로&오센벨트(프롤리아&엑스지바bs), 앵토즈마(악템라bs) 등의 출시가 예정되어있어 신규 품목의 매출 성장을 통한 Young 포트폴리오의 비중 확대 및 매출 원가율 개선을 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 240,000원으로 하향

셀트리온에 대하여 투자의견 매수를 유지하되 목표주가를 기존 26만원에서 24만원으로 하향한다. 짐펜트라 매출 성장 속도 및 매출원가 하락 속도가 예상보다 더딤에 따라 '25년 EBITDA를 하향 조정함에 기인한다. 짐펜트라 성장 속도가 시장의 기대보다 다소 더딘 점은 아쉬우나 성장 방향성은 변함이 없으며 peak sales 추정치는 약 3 조원으로 유지한다. 램시마 SC 및 유플라이마, 베그젤마, 스테키마 등의 후속 파이프라인 유럽 매출이 고성장하여 후발주자임에도 유의미한 M/S를 차지한 점이 고무적이다. 동사에 대하여 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,176	3,557	4,380
영업이익	744	647	651	492	1,305
영업이익률(%)	39.3	28.3	29.9	13.8	29.8
세전이익	739	626	671	576	1,383
지배주주지분순이익	579	538	536	426	1,211
EPS(원)	3,783	3,508	2,460	1,974	5,952
증감률(%)	11.7	-7.3	-29.9	-19.8	201.5
ROE(%)	16.0	13.4	5.1	2.5	6.9
PER(배)	48.2	43.7	78.2	88.2	29.2
PBR(배)	6.4	5.2	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	28.0	26.1	48.5	41.5	22.0

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2025.02.26

매수(유지)

목표주가(하향)	240,000원
현재주가(02/25)	174,100원
상승여력	37.9%

Stock Data

KOSPI	2,630.3pt
시가총액(보통주)	37,276십억원
발행주식수	224,360천주
액면가	1,000원
자본금	220십억원
60일 평균거래량	613천주
60일 평균거래대금	114,120백만원
외국인 지분율	22.4%
52주 최고가	211,000원
52주 최저가	160,300원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 94인)	28.8%
국민연금공단(외 1인)	6.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.4	-7.1
3M	3.1	-0.7
6M	-10.0	-7.3

주가차트

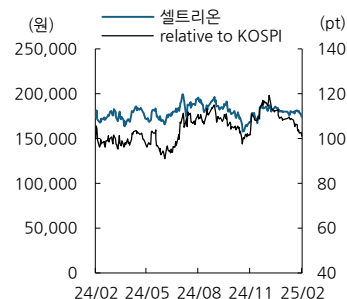


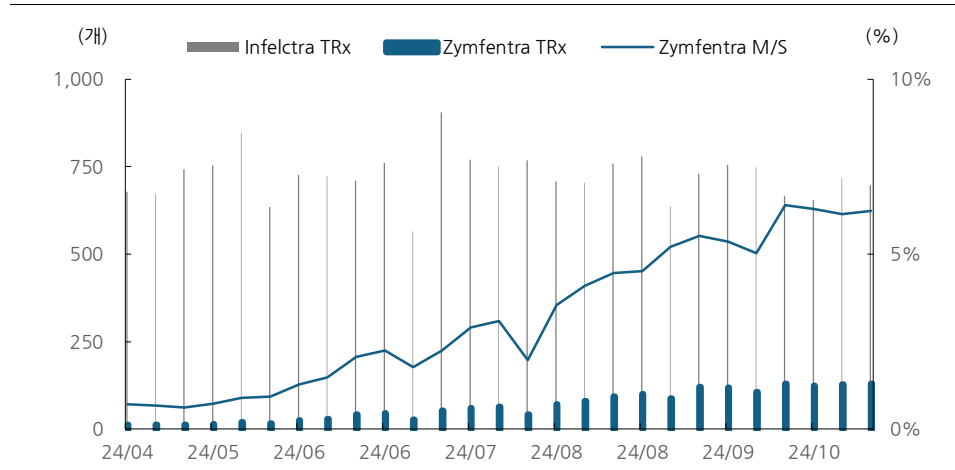
표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	49,187
'25년 EBITDA	1,735.0
Target multiple	28.4 셀트리온 2019년 당시 12Fw. EV/EBITDA*75%
② 비영업가치	1,116.3
셀트리온제약	1,116.3 3개월 평균 시가총액 * 지분율
③ 순차입금	916.8 2025년 말 예상 순차입금
④ 기업가치 (=①+②-③)	49,387
⑤ 주식수	203,318
적정 주가 (=④/⑤)	242,903 ≈240,000원

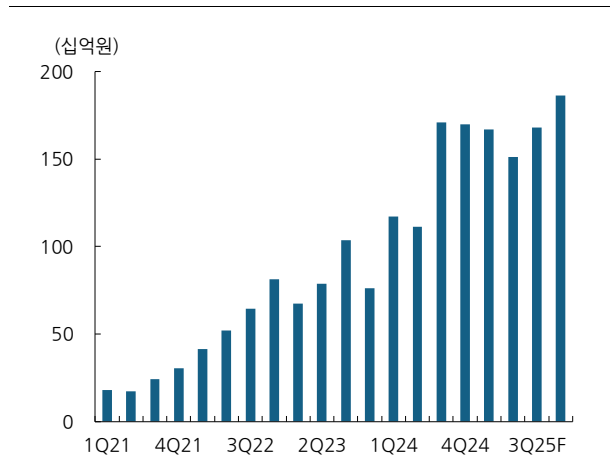
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 짐펜트라 처방 추이



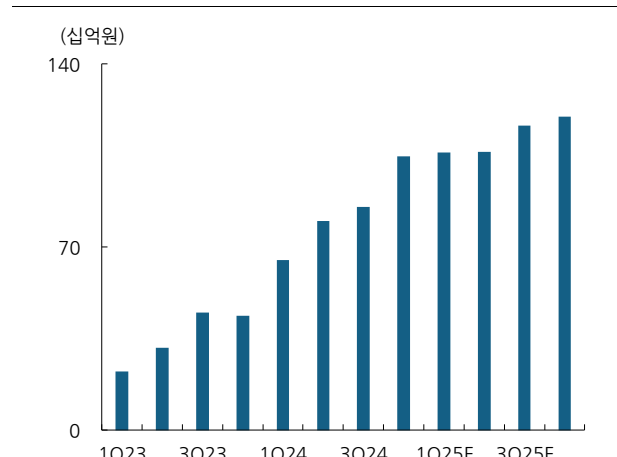
자료: 산업자료, DS투자증권 리서치센터

그림2 유럽/ROW 램시마SC 매출 추이 및 전망



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 유럽/ROW 유플라이마 매출 추이 및 전망



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 4Q24 셀트리온 Review

(십억원)	4Q24	DS 추정치	과리율	컨센서스	vs. 컨센서스	3Q24	QoQ
매출액	1,063.7	1,011.2	5.2%	1,049.3	1.4%	881.9	20.6%
영업이익	196.4	289.9	-32.2%	234.9	-16.4%	207.7	-5.4%
당기순이익	235.6	289.4	-18.6%	173.5	35.8%	84.1	180.2%
OPM	18.5%	28.7%		22.4%		23.5%	
NPM	22.2%	28.6%		16.5%		9.5%	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

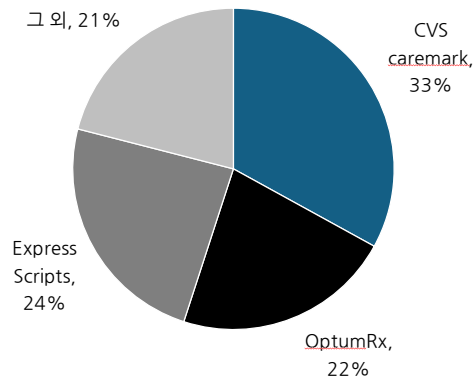
표3 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025
매출액	737.0	874.7	881.9	1,063.7	1,002.1	1,044.6	1,153.7	1,179.7	3,557.4	4,380.1
YoY	16.1%	39.8%	11.4%	81.8%	36.0%	19.4%	30.8%	10.9%	34.9%	23.1%
시밀러	651.2	774.0	810.4	871.1	916.9	953.3	1,021.1	1,041.6	3,106.7	3,933.0
램시마 IV	299.6	363.4	317.2	289.2	320.6	340.9	327.4	363.9	1269.3	1352.9
램시마 SC	117.2	113.4	177.3	197.9	202.2	204.8	231.4	218.5	605.9	856.9
유럽/ROW	117.2	111.2	170.9	169.6	166.8	151.3	168.1	186.3	568.9	672.4
북미(김펜트라)	0.0	2.2	6.4	28.3	36.9	42.4	46.1	59.0	36.9	184.5
트룩시마	97.7	115.4	101.8	131.7	103.1	104.5	118.0	111.4	446.6	437.1
허쥬마	39.1	61.8	48.5	49.0	46.3	46.8	52.9	50.0	198.3	196.0
유폴라이마	65.1	80.0	94.4	108.3	145.5	147.3	160.2	163.3	347.8	616.3
베그젤마	32.6	40.0	69.2	77.1	86.1	87.2	98.5	93.1	218.8	365.0
스텔라라	0.0	0.0	2.0	17.9	8.1	13.5	20.2	25.6	19.9	67.4
아일리아	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
줄레어	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
악템라	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	4.0	6.0	7.6	0.0	19.9
프롤리아/엑스지바	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	4.3	6.5	8.2	0.0	21.6
제약+케미컬	81.1	90.3	66.5	79.0	80.0	79.7	77.0	79.7	316.8	316.5
CMO	0.0	0.0	0.0	106.0	0.0	0.0	50.0	50.0	106.0	100.0
기타	4.7	10.5	5.0	7.6	5.2	11.5	5.5	8.4	27.8	30.6
매출원가	430.3	506.9	418.5	519.6	420.1	424.0	429.0	419.9	1875.4	1693.1
매출원가율	58.4%	57.9%	47.5%	48.9%	41.9%	40.6%	37.2%	35.6%	52.7%	38.7%
매출총이익	306.7	367.8	463.4	544.1	582.0	620.5	724.7	759.8	1,682.0	2,687.0
YoY					89.8%	68.7%	56.4%	39.6%	0.0%	59.7%
매출총이익률(%)	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	58.1%	59.4%	62.8%	64.4%	47.3%	61.3%
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	238.9	269.7	389.9	406.7	492.0	1,305.3
YoY					1447.0%	272.1%	87.8%	107.1%	-213.7%	165.3%
영업이익률(%)	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	23.8%	25.8%	33.8%	34.5%	13.8%	29.8%

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

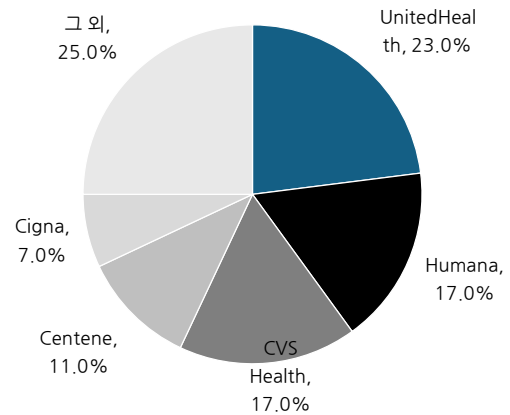
주: '24년부터 합병법인 실적이 적용되어 매출액/매출총이익/영업이익의 YoY 적용하지 않았음

그림4 미국 PBM 점유율



자료: Drug channel, DS투자증권 리서치센터

그림5 Medicare Part C,D 가입자 점유율



자료: KFF, DS투자증권 리서치센터

그림6 현재 3대 보험사 휴미라bs 선호 커버리지 및 Private label 현황

CVS caremark			Express scripts			Optum Rx		
제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)*	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Humira/Cordavis	Abbvie	\$1,315	Cyltezo	BI	\$6,576	Amjevita(High)	Amgen	\$6,576
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315	Amjevita(Low)	Amgen	\$3,115
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Cyltezo	BI	\$6,576
Hyrimoz/Cordavis	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
			Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
			adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 푸른색 음영은 Private label에 납품하는 상품임

그림7 CVS caremark 4월 1일부터 휴미라 오리지널 커버리지 제외

CVS Caremark accelerates biosimilars adoption through formulary changes

January 3, 2024 | 3 minute read time

Download Share

WOONSOCKET, R.I., Jan. 3, 2024 — Today CVS Caremark®, a CVS Health® (NYSE: [CVS](#)) company, announced the continuation of its efforts to expand adoption of biosimilars. **Effective April 1, 2024, Humira® will be removed from our major national commercial template formularies** and Humira biosimilars will be covered. Humira will continue to be an option for its customers with Choice and Standard Opt Out commercial formularies. Commercial formularies are the drug lists used by employers, unions and health plans for prescription drug coverage.

자료: CVS health, DS투자증권 리서치센터

[셀트리온 068270]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	5,009	5,584	6,884	매출액	1,893	2,284	2,176	3,557	4,380
현금 및 현금성자산	1,188	551	565	314	1,067	매출원가	806	1,251	1,125	1,875	1,693
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	948	1,406	1,560	매출총이익	1,088	1,033	1,052	1,682	2,687
재고자산	578	616	3,041	3,455	3,831	판매비 및 관리비	343	385	400	1,190	1,382
기타	186	127	455	410	426	영업이익	744	647	651	492	1,305
비유동자산	2,600	2,962	14,908	14,938	14,959	(EBITDA)	958	874	897	938	1,735
관계기업투자등	89	118	134	131	137	금융손익	31	24	21	-15	0
유형자산	950	1,007	1,215	1,275	1,398	이자비용	8	8	10	55	0
무형자산	1,492	1,622	13,336	13,197	13,076	관계기업등 투자손익	-5	7	-13	-10	-8
자산총계	5,674	5,892	19,918	20,522	21,843	기타영업외손익	-32	-52	11	110	86
유동부채	1,210	1,294	2,471	3,125	3,200	세전계속사업이익	739	626	671	576	1,383
매입채무 및 기타채무	309	371	477	508	563	계속사업법인세비용	153	95	131	157	194
단기금융부채	570	665	1,783	2,121	2,121	계속사업이익	586	531	540	419	1,190
기타유동부채	331	258	211	496	516	중단사업이익	10	11	0	0	0
비유동부채	413	323	321	246	253	당기순이익	596	543	540	419	1,190
장기금융부채	175	154	107	80	80	지배주주	579	538	536	426	1,211
기타비유동부채	239	169	214	167	173	총포괄이익	614	566	540	419	1,190
부채총계	1,624	1,617	2,792	3,371	3,453	매출총이익률 (%)	57.4	45.2	48.3	47.3	61.3
지배주주지분	3,917	4,139	16,981	17,010	18,248	영업이익률 (%)	39.3	28.3	29.9	13.8	29.8
자본금	138	141	220	220	220	EBITDA마진률 (%)	50.6	38.2	41.2	26.4	39.6
자본잉여금	856	871	14,790	14,816	14,816	당기순이익률 (%)	31.5	23.8	24.8	11.8	27.2
이익잉여금	3,052	3,485	3,964	3,749	4,882	ROA (%)	10.8	9.3	4.2	2.1	5.7
비지배주주지분(연결)	133	135	145	141	141	ROE (%)	16.0	13.4	5.1	2.5	6.9
자본총계	4,050	4,274	17,126	17,151	18,389	ROIC (%)	17.1	14.1	4.7	1.9	5.9

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	537	-222	1,497	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	596	543	540	419	1,190	P/E	48.2	43.7	78.2	88.2	29.2
비현금수익비용가감	452	423	373	133	770	P/B	6.4	5.2	2.5	2.2	2.0
유형자산감가상각비	62	65	64	77	91	P/S	14.7	10.3	20.4	11.1	8.5
무형자산상각비	152	162	182	370	339	EV/EBITDA	28.0	26.1	48.5	41.5	22.0
기타현금수익비용	238	197	127	-522	340	P/CF	26.6	24.3	48.7	71.7	18.9
영업활동 자산부채변동	0	-748	-221	-774	-463	배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	109	-683	-296	-417	-153	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-268	-215	57	-529	-377	매출액	2.4	20.6	-4.7	63.4	23.1
매입채무 증가(감소)	44	54	-2	57	55	영업이익	3.6	-13.0	0.7	-24.5	165.3
기타자산 부채변동	114	96	20	114	12	세전이익	12.4	-15.2	7.2	-14.1	140.1
투자활동 현금	-356	-297	-139	-492	-467	당기순이익	13.3	-8.9	-0.5	-22.4	183.9
유형자산처분(취득)	-63	-111	-210	-144	-213	EPS	11.7	-7.3	-29.9	-19.8	201.5
무형자산 감소(증가)	-230	-201	-141	-200	-218	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-54	-34	-183	-37	-22	부채비율	40.1	37.8	16.3	19.7	18.8
기타투자활동	-8	49	395	-111	-14	유동비율	254.0	226.4	202.8	178.7	215.1
재무활동 현금	-69	-350	-385	463	-277	순차입금/자기자본(x)	-12.8	4.8	6.6	9.8	5.0
차입금의 증가(감소)	-135	-58	-90	-8	0	영업이익/금융비용(x)	90.4	86.2	67.4	8.9	n/a
자본의 증가(감소)	-18	-373	-963	471	-277	총차입금 (십억원)	744	819	1,890	2,201	2,201
배당금의 지급	0	102	52	79	78	순차입금 (십억원)	-518	206	1,131	1,678	917
기타재무활동	83	81	668	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	504	-637	13	-251	753	EPS	3,783	3,508	2,460	1,974	5,952
기초현금	684	1,188	551	565	314	BPS	28,397	29,398	77,083	78,379	85,268
기말현금	1,188	551	565	314	1,067	SPS	12,360	14,897	9,428	15,644	20,546
NOPLAT	590	549	524	358	1,123	CFPS	6,838	6,301	3,954	2,428	9,191
FCF	691	-79	552	-714	1,030	DPS	693	381	380	380	380

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

셀트리온 (068270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-03-13	담당자변경					
2023-03-13	매수	205,000	-21.5	12.9	200,000	
2023-04-12	매수	205,000	-21.2	12.9	200,000	
2023-06-09	매수	205,000	-22.3	12.9	200,000	
2023-08-16	매수	205,000	-21.1	12.9	200,000	
2024-01-22	매수	230,000	-20.5	-15.4	200,000	
2024-06-12	매수	270,000	-29.2	-22.6	200,000	
2024-07-11	매수	270,000	-28.2	-22.6	200,000	
2024-08-08	매수	270,000	-28.2	-23.9	200,000	
2024-11-11	매수	260,000	-28.6	-23.4	200,000	
2024-11-28	매수	260,000	-27.4	-23.4	200,000	
2025-02-26	매수	240,000			200,000	

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.