제약·바이오/화장품
이지원
02)6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

R.A.
송지원
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

(068270)

셀트리온

BUY(유지)

하반기를 보자

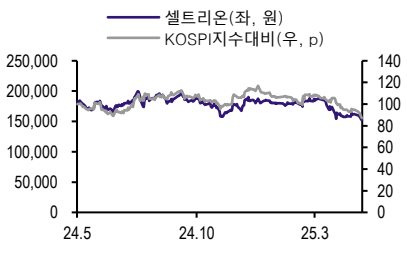
목표주가	210,000원(하향)
현재주가(05/12)	151,800원
상승여력	38.3%
시가총액	33,850십억원
발행주식수	222,990천주
52주 최고가 / 최저가	199,614 / 151,800원
3개월 일평균거래대금	92십억원
외국인 지분율	21.9%
주요주주	
셀트리온홀딩스 (외 94인)	29.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%
자사주 (외 1인)	4.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.8	-15.1	-4.2	-17.6
상대수익률(KOSPI)	-13.0	-17.4	-9.2	-13.2

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,176	3,557	4,480	5,491
영업이익	651	492	1,210	1,664
EBITDA	897	910	1,632	2,084
지배주주순이익	536	423	973	1,377
EPS	2,320	1,858	4,747	6,719
순차입금	1,131	1,064	1,285	839
PER	83.0	100.9	32.0	22.6
PBR	2.5	2.3	2.0	1.9
EV/EBITDA	34.1	45.9	21.5	16.6
배당수익률	0.2	0.4	0.5	0.5
ROE	5.1	2.5	5.8	8.2
컨센서스 영업이익	-	-	1,185	1,690
컨센서스 EPS	-	-	4,212	5,875

주가추이



1Q25 Review: 영업이익 컨센서스 하회

셀트리온의 1분기 매출액은 8,419억원(+14.2% YoY), 영업이익은 1,494억원(+867.9% YoY, OPM: 17.7%)으로 컨센서스를 하회하는 아쉬운 실적을 기록하였다. 램시마SC, 유플라이마, 베그젤마 등 신규 시밀러 제품 매출액이 60% YoY 증가하면서 1분기 탑라인 성장을 견인하였으나 영업이익은 R&D 비용 증가, 고객사 재고 조정, 유럽 시밀러 지원금 증가 등으로 인해 시장의 기대치를 하회하였다. 시장 관심도가 높은 짐펜트라의 경우 1분기 매출액 기대치가 높지는 않았지만 134억원(-54% QoQ)을 기록하며 저조한 실적을 시현하였다(재고 확보 사유). 하지만 짐펜트라 처방량 자체는 전분기 대비 증가세를 보이고 있어 하반기 매출액 성장세를 기대해볼만 할 것으로 판단한다(2025년 짐펜트라 매출액 추정치: 3,000억원). 한편 1분기 신규 바이오 시밀러 제품 매출의 성장세는 견조하였는데 램시마SC/유플라이마/베그젤마 매출액이 각각 +20%/+76%/+66% YoY 성장하며 셀트리온의 올해 탑라인 5조원 가이던스 목표를 달성하는데 기여할 것으로 본다.

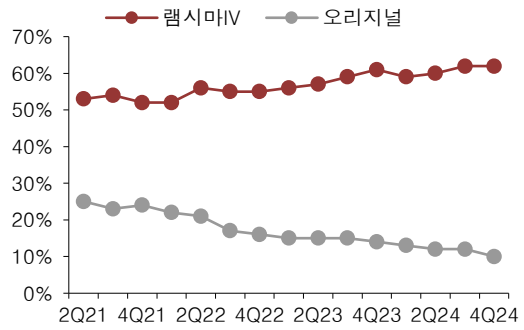
관세 리스크의 강을 건너 하반기 성장 기대

트럼프의 의약품 관세 25% 이상 부과는 시간 문제일 뿐 수주 내 현실화될 것으로 예상한다. 유럽에서 미국으로 활동 반경을 넓히고 있는 셀트리온의 경우 관세는 성장 저하 요인으로 작용할 수 있는데 현재까지 대응책은 잘 마련되어 있다. 미국 판매 재고 15개월 분 이전을 완료하여 단기 관세 리스크에 대응하고 있으며 미국 현지 CMO 계약 완료 및 향후 현지 DS 생산 시설 확보 계획을 밝힘으로써 중장기 대응책도 마련해 놓았다. 국내 바이오 기업 중 관세 리스크에 가장 민첩하게 대응하고 있으며 최근 추진되고 있는 약가 인하 정책의 경우 바이오시밀러는 대상 품목에서 제외될 가능성이 크다고 본다(시밀러 자체의 약가 인하 효과).

셀트리온 투자의견 BUY 유지/목표주가 210,000원

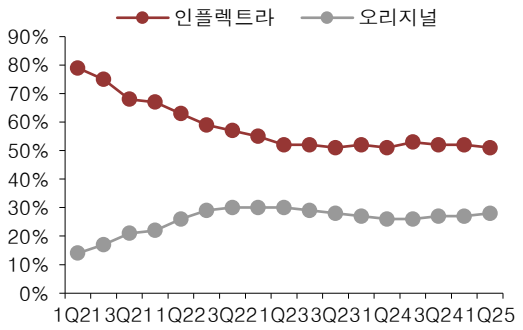
1분기 컨센서스 하회를 반영하여 2025~26년 매출액/영업이익 추정치를 5~13% 하향조정하였고 목표주가도 21만원으로 하향하였으나 투자의견은 BUY를 유지한다. 올해 상저하고 흐름을 예상하며 현재 밸류에이션은 매력적인 구간으로 관세 리스크 해소 이후 적극적 매수를 추천한다.

그림 1 램시마 IV 유럽 시장 점유율 추이



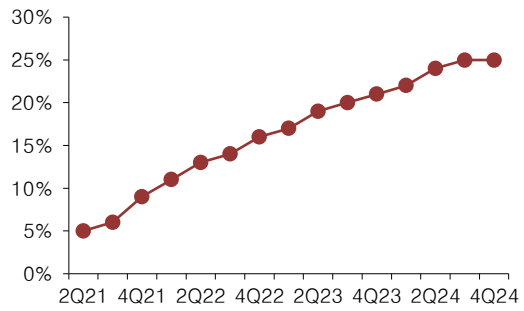
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 2 인플렉트라 미국 시장 점유율 추이



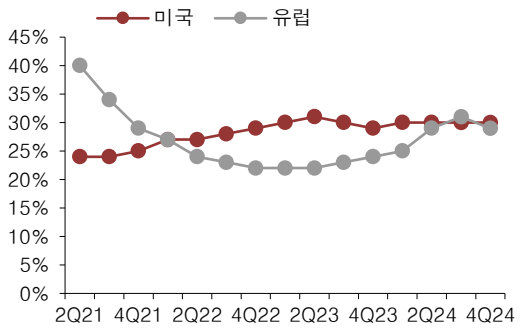
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 3 램시마 SC 유럽 주요 5개국 시장 점유율 추이



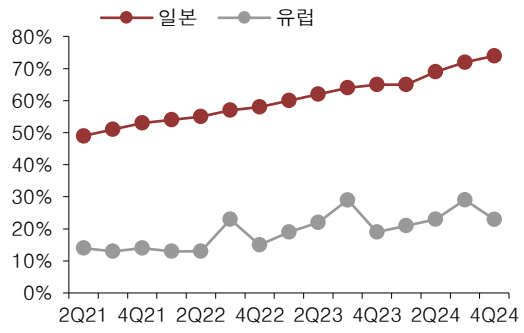
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 4 트룩시마 글로벌 시장 점유율 추이



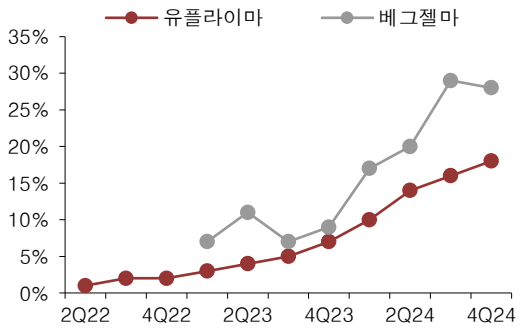
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 5 허쥬마 글로벌 시장 점유율 추이



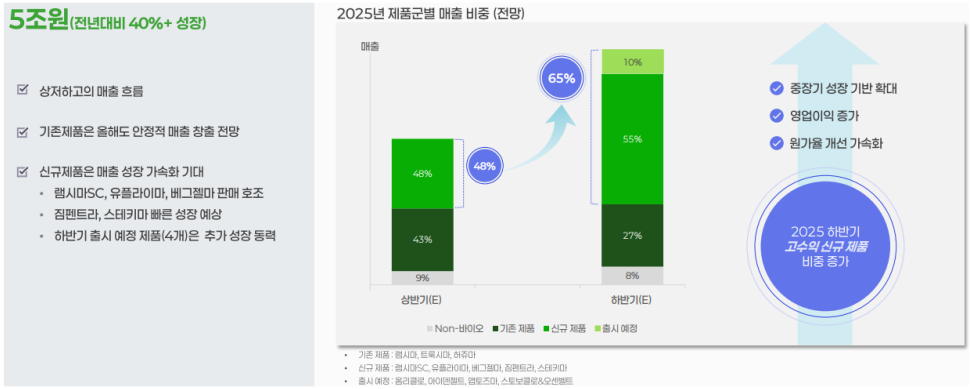
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 6 유플라이마 및 베그젤마 유럽 시장 점유율 추이



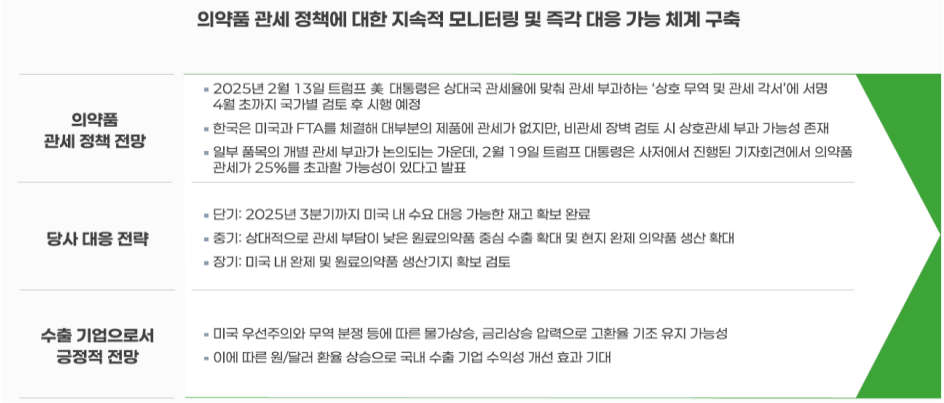
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 7 2025년 셀트리온 가이던스



자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 8 트럼프 2기 관세 정책 관련 대응책



자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

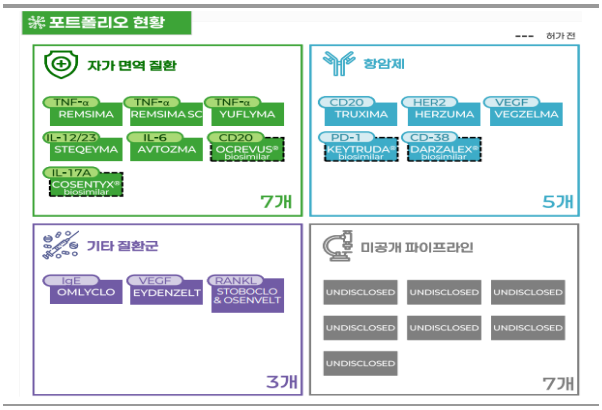
그림 9 바이오시밀러 개발 현황 (1Q25)

개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2024)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma ustekinumab	$21.7bn	허가 승인(24.12)	허가 승인(24.08)
	Avtozma tocilizumab	$3.5bn	허가 승인(25.01)	허가 승인(25.02)
	CT-P53 (오크레부스® 바이오시밀러)	$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (크론텍스® 바이오시밀러)	$9.9bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 승인 (25.02)
황반변성	Eydenzelt aflibercept	$9.5bn	허가 신청(23.06)	허가 승인(25.02)
천식·두드러기	Omlyclo omalizumab	$5.0bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(24.05)
골다공증	Stoboclo / Osenvelt denosumab	$7.4bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(25.02)
비소세포폐암	CT-P51 (키트루다® 바이오시밀러)	$32.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 승인 (24.12)
다발골수종	CT-P44 (다잘렉스® 바이오시밀러)	$11.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.12)	임상 3상 IND 승인 (25.04)

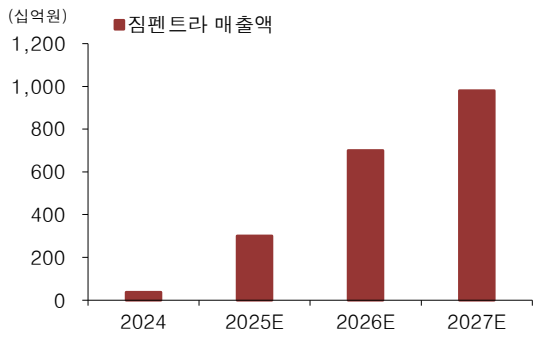
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 10 바이오시밀러 포트폴리오 현황 (1Q25)



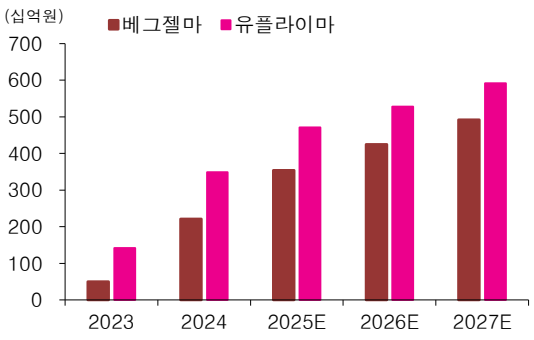
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 11 **짐펜트라 매출액 전망**



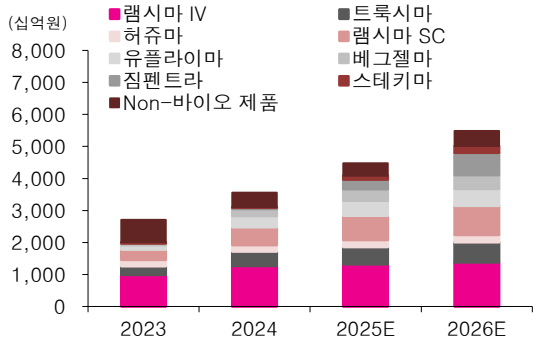
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 12 **베그젤마/유플라이마 매출액 전망**



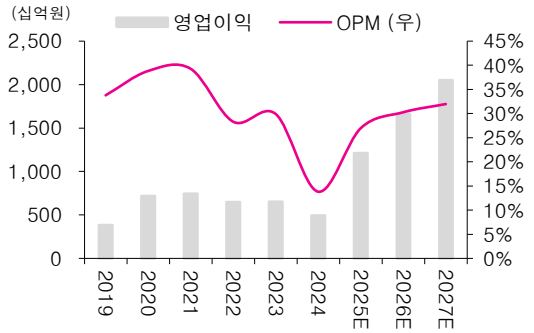
자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 13 **셀트리온 매출액 추이 및 전망**



자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 14 **셀트리온 영업이익 추이 및 전망**



자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

그림 15 **셀트리온 CDMO 사업 확대 방안**

자료: 셀트리온, 흥국증권 리서치센터

표 1 셀트리온 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**737**	**875**	**882**	**1,064**	**842**	**991**	**1,203**	**1,444**	**2,176**	**3,557**	**4,480**	**5,491**
바이오 제품	**651**	**773**	**810**	**871**	**766**	**896**	**1,094**	**1,328**	**2,006**	**3,105**	**4,085**	**5,011**
램시마 IV	299	363	317	289	238	325	359	397	993	1,268	1,319	1,385
트룩시마	101	115	102	132	129	134	138	139	269	450	540	621
허쥬마	37	62	49	49	54	50	56	60	194	197	220	230
램시마 SC	112	111	171	170	135	154	205	267	322	564	761	914
유플라이마	67	80	94	108	118	112	122	119	142	349	471	528
베그젤마	35	40	69	77	58	56	90	150	50	221	354	424
짐펜트라	-	2	6	28	13	40	90	157	-	36	300	700
스테키마	-		2	18	21	25	34	40	36	20	120	210
Non-바이오 제품	**86**	**101**	**72**	**190**	**74**	**92**	**106**	**120**	**703**	**449**	**392**	**475**
제약/케미컬	81	95	65	79	68	75	86	96	372	320	325	380
CMO	-	-	-	106	-	10	12	15	105	106	37	60
기타	5	6	7	5	6	7	8	9	226	23	30	35
연결 매출액 YoY	*23%*	*67%*	*31%*	*178%*	*14%*	*13%*	*36%*	*36%*	*-5%*	*63%*	*26%*	*23%*
연결 영업이익	**15**	**72**	**208**	**196**	**149**	**240**	**363**	**458**	**651**	**492**	**1,210**	**1,664**
영업이익률	*2.1%*	*8.3%*	*23.5%*	*18.5%*	*17.7%*	*24.3%*	*30.1%*	*31.7%*	*29.9%*	*13.8%*	*27.0%*	*30.3%*

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 셀트리온 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
EPS (원)	4,747	6,719	2025~26E EPS 평균 5,733
목표 PER (배)		36.7	글로벌 바이오시밀러 업체 2025~26년 P/E 평균
목표주가 (원)		**210,000**	
현재주가(원)		151,800	
상승여력 (%)		38.3	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 셀트리온 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	4,740	5,784	-	4,480	5,491	6,404	-5%	-5%	-
영업이익 (십억원)	1,384	1,753	-	1,210	1,664	2,049	-13%	-5%	-
영업이익률 (%)	*29.2%*	*30.3%*	-	*27.0%*	*30.3%*	*32.0%*			
지배기업순이익 (십억원)	1,110	1,448	-	973	1,377	1,681	-12%	-5%	-

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**2,176**	**3,557**	**4,480**	**5,491**	**6,404**
증가율 (Y-Y,%)	(4.7)	63.4	25.9	22.5	16.6
영업이익	**651**	**492**	**1,210**	**1,664**	**2,049**
증가율 (Y-Y,%)	0.7	(24.5)	145.9	37.5	23.2
EBITDA	897	910	1,632	2,084	2,469
영업외손익	20	84	27	86	86
순이자수익	9	(42)	(42)	(37)	(32)
외화관련손익	12	144	0	0	0
지분법손익	(11)	(3)	20	20	20
세전계속사업손익	671	576	1,236	1,750	2,136
당기순이익	**540**	**419**	**964**	**1,365**	**1,666**
지배기업당기순이익	**536**	**423**	**973**	**1,377**	**1,681**
증가율 (Y-Y,%)	(0.4)	(21.1)	130.2	41.5	22.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.6	23.4	25.2	36.1	21.7
영업이익증가율(3Yr)	(3.2)	(12.9)	23.2	36.7	60.9
EBITDA증가율(3Yr)	0.2	(1.7)	23.2	32.4	39.5
순이익증가율(3Yr)	0.9	(11.1)	21.1	36.2	58.4
영업이익률(%)	29.9	13.8	27.0	30.3	32.0
EBITDA마진(%)	41.2	25.6	36.4	38.0	38.5
순이익률 (%)	24.8	11.8	21.5	24.9	26.0
NOPLAT	**524**	**358**	**944**	**1,298**	**1,598**
(+) Dep	246	418	422	421	419
(-) 운전자본투자	1,918	(250)	906	999	910
(-) Capex	210	135	162	162	162
OpFCF	(1,358)	891	298	557	946

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,094	5,584	6,331	7,839	9,631
현금성자산	760	1,144	830	1,177	1,917
매출채권	948	1,259	1,586	1,944	2,267
재고자산	3,039	2,766	3,484	4,269	4,980
비유동자산	14,863	15,471	15,325	15,182	15,041
투자자산	357	525	546	568	591
유형자산	1,215	1,245	1,328	1,407	1,481
무형자산	13,291	13,702	13,451	13,207	12,968
자산총계	**19,957**	**21,055**	**21,656**	**23,021**	**24,672**
유동부채	2,512	3,187	3,261	3,334	3,387
매입채무	491	554	688	827	946
유동성이자부채	1,783	2,102	2,020	1,932	1,843
비유동부채	319	288	2,104	2,174	2,248
비유동이자부채	107	106	95	84	73
부채총계	**2,831**	**3,475**	**5,365**	**5,508**	**5,634**
자본금	220	221	221	221	221
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,564	5,785	7,310
자본조정	(1,993)	(1,353)	(3,461)	(3,461)	(3,461)
자기주식	(2,204)	(2,108)	(2,108)	(2,108)	(2,108)
자본총계	**17,126**	**17,580**	**16,292**	**17,513**	**19,038**
투하자본	18,123	18,485	17,411	18,179	18,857
순차입금	1,131	1,064	1,285	839	(2)
ROA	4.1	2.1	4.6	6.2	7.0
ROE	5.1	2.5	5.8	8.2	9.3
ROIC	4.7	2.0	5.3	7.3	8.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,320	1,858	4,747	6,719	8,198
BPS	77,083	80,336	74,401	80,025	87,050
DPS	477	763	760	760	760
Multiples(x,%)					
PER	83.0	100.9	32.0	22.6	18.5
PBR	2.5	2.3	2.0	1.9	1.7
EV/ EBITDA	34.1	45.9	21.5	16.6	13.7
배당수익율	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	48.7	39.9	25.5	17.7	15.2
PSR	20.4	12.0	7.4	6.0	5.1
재무건전성 (%)					
부채비율	16.5	19.8	32.9	31.5	29.6
Net debt/Equity	6.6	6.1	7.9	4.8	n/a
Net debt/EBITDA	126.0	116.9	78.7	40.2	n/a
유동비율	202.8	175.2	194.2	235.1	284.4
이자보상배율	n/a	11.7	28.6	44.9	64.6
이자비용/매출액	0.4	2.1	1.8	1.4	1.1
자산구조					
투하자본(%)	94.2	91.7	92.7	91.2	88.3
현금+투자자산(%)	5.8	8.3	7.3	8.8	11.7
자본구조					
차입금(%)	9.9	11.2	11.5	10.3	9.1
자기자본(%)	90.1	88.8	88.5	89.7	90.9

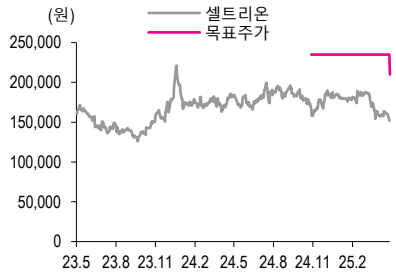
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**537**	**902**	**385**	**860**	**1,254**
당기순이익	540	419	964	1,365	1,666
자산상각비	246	418	422	421	419
운전자본증감	(221)	(21)	(906)	(999)	(910)
매출채권감소(증가)	(296)	(174)	(327)	(358)	(324)
재고자산감소(증가)	57	225	(718)	(785)	(711)
매입채무증가(감소)	(2)	(144)	134	139	119
투자현금	**(139)**	**(169)**	**(459)**	**(264)**	**(265)**
단기투자자산감소	(164)	7	(6)	(6)	(6)
장기투자증권감소	(19)	(15)	13	13	13
설비투자	(210)	(135)	(162)	(162)	(162)
유무형자산감소	(141)	(195)	(93)	(93)	(93)
재무현금	**(385)**	**(353)**	**(247)**	**(255)**	**(256)**
차입금증가	(90)	(80)	(93)	(99)	(101)
자본증가	7	21	0	0	0
배당금지급	(52)	(104)	(154)	(156)	(156)
현금 증감	13	432	(320)	341	733
총현금흐름(Gross CF)	**913**	**1,068**	**1,291**	**1,860**	**2,165**
(-) 운전자본증가(감소)	1,918	(250)	906	999	910
(-) 설비투자	210	135	162	162	162
(+) 자산매각	(141)	(195)	(93)	(93)	(93)
Free Cash Flow	(1,356)	988	130	605	999
(-) 기타투자	19	15	(13)	(13)	(13)
잉여현금	(1,376)	973	144	618	1,012

셀트리온 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-11	담당자변경			
2024-11-11	Buy	235,000		
2025-05-13	Buy	210,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286