Results Comments

셀트리온 (068270)

원가율 정상화 국면 진입

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 240,000
유지

현재주가 176,900
(25.11.04)

제약업종

- 3Q25 매출 1조 290억원(+16.7% yoy), 영업이익 3,014억원(+45.1% yoy)
- 고수익 신제품 확대에 따른 이익률 개선 가속화
- 4분기 이익률 개선 지속, 26년 미국 공장 실적 반영 전망

투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3분기 실적은 높은 시장 컨센서스를 하회하였으나, 영업이익과 영업이익률(OPM) 모두 사상 최대치를 기록하며 수익성 개선이 본격화됨. 이는 고마진의 신규제품 매출 증가와 합병효과(고원가 재고, 상각비 등) 해소에 따른 원가 구조 개선에 기인함. 글로벌 바이오시밀러 시장은 오리지널 약물 특허 만료로 구조적 성장세가 이어지고 있으며, 미국에 출시한 짐펜트라 역시 처방 건수가 꾸준히 증가하고 있음. 이에 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

3Q25 Review: 고수익 신제품 확대에 따른 이익률 개선 가속화

[연결] 매출 1조 290억원(+16.7% yoy), 영업이익 3,014억원(+45.1% yoy), OPM 29.3%으로 높은 시장 컨센서스를 하회하였으나, 영업이익은 3천억원을 돌파하며 역대 최고치를 경신. 합병 이후 지속되던 고원가 재고와 상각 부담이 해소되면서 매출원가율이 39.3%(1Q 47.4%, 2Q 43.4%)로 정상화되었고, TI(공정 개선) 버전 전환과 고수익 신제품 매출 비중 확대가 이익률 상승을 견인

[기존 제품] 매출 4,402억원(-16.9% yoy)로 감소. 이는 램시마IV 2,653억원(-16.4% yoy)가 영향을 줌. 이는 전년도 유럽 파트너사 재고 확보에 따른 기저효과에 기인함. 다만 점유율 자체는 유럽 59%, 미국 29~30% 수준으로 안정적으로 유지되고 있음. [후속 제품] 매출 5,211억원(+52% yoy)로 전체 매출의 54%를 차지하며 성장세를 주도. 유플라이마 1,438억원(+52.3% yoy), 스테키마 353억원(+2,106%), 신규 파이프라인 539억원이 고성장을 견인. 유플라이마는 유럽, 일본 시장에서 빠르게 점유율 확대하고 있음

4분기 이익률 개선 지속, 26년 미국 생산시설 인수로 신규 매출 발생 전망

4분기에도 고수익 제품 출하 확대와 합병 관련 비용 소멸로 원가율 하락세가 지속될 전망. 10월 인수한 일라이릴리의 뉴저지 생산시설은 외주 CMO 대비 30~40% 수준의 원가 절감 효과 기대, 26년부터 연결 매출 반영 예정. 중장기적으로는 CAPA를 10만L 이상으로 확장해 글로벌 공급 안정성 강화할 것으로 기대

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	882	961	1,170	1,031	16.9	7.2	1,131	1,279	20.3	24.1
영업이익	208	242	322	301	44.9	24.1	336	428	117.7	42.0
순이익	86	61	254	332	294.6	424.3	265	303	27.9	-26.6

자료: 셀트리온, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	4121.74
시가총액	40,715십억원
시가총액비중	1.22%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	184,200원 / 146,216원
120일 평균거래대금	838억원
외국인지분율	21.18%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 96 인 30.72% 국민연금공단 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	1.4	12.7	2.3
상대수익률	-13.4	-22.6	-30.0	-35.8

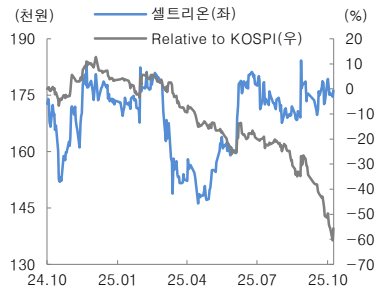


표 1. 셀트리온 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	**52,222**	
26 년 EBITDA	1,801	
EV/EBITDA 멀티플	29	19 년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 20%
순차입금 (B)	**(299)**	
총 기업가치 (A-B)	**52,521**	
보통주 총 주식수 (천주)	219,705	자사주 제외
적정주가 (원)	239,050	
목표주가 (원)	**240,000**	
현재주가 (원)	176,300	25.11.04
상승여력	36%	

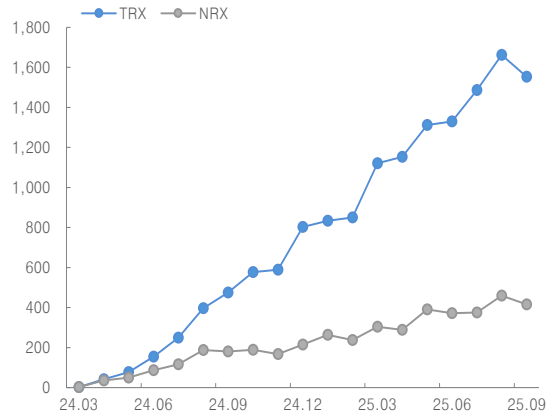
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 셀트리온 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
셀트리온 연결 매출	**737.0**	**874.7**	**881.9**	**1063.7**	**841.9**	**961.5**	**1030.8**	**1279.4**	**3557.3**	**4087.8**	**4811.0**
yoy(%)	23.3%	66.9%	31.2%	178.0%	14.2%	9.9%	16.9%	20.3%	63.4%	14.9%	17.7%
바이오시밀러 매출	**651.2**	**774.0**	**810.0**	**871.5**	**773.9**	**882.8**	**963.1**	**1061.8**	**3105.9**	**3649.3**	**4212.9**
기존 제품	**437.2**	**540.6**	**467.5**	**470.5**	**420.4**	**414.8**	**442.0**	**475.6**	**1915.4**	**1788.9**	**1893.1**
yoy(%)	22.3%	47.9%	1.2%	74.9%	-3.8%	-23.3%	-5.5%	1.2%	31.7%	-6.6%	5.8%
램시마 IV	299.1	363.4	317.2	318.2	237.7	261.0	265.3	293.7	1297.9	1116.0	1102.1
트룩시마	100.7	115.4	101.8	102.8	128.7	103.0	126.1	122.9	420.7	451.4	548.9
허쥬마	37.4	61.8	48.5	49.5	54.0	50.8	48.8	59.0	196.8	221.4	242.1
후속 제품	**214.0**	**233.4**	**342.5**	**401.0**	**353.5**	**468.0**	**521.1**	**586.2**	**1190.5**	**1860.4**	**2319.8**
yoy(%)	150.0%	77.5%	112.7%	206.1%	65.2%	100.5%	52.1%	45.4%	133.8%	56.3%	24.7%
램시마 SC	112.4	111.2	170.9	170.0	135.3	161.0	185.1	193.0	564.1	661.2	698.5
짐펜트라		2.2	6.4	28.0	13.4	22.6	28.1	35.9	0.0	100.0	205.0
유플라이마	67.0	80.0	94.4	108.0	117.5	137.4	143.8	156.6	349.1	563.7	629.3
베그젤마	34.6	40.0	69.2	77.0	59.2	79.9	74.9	85.0	221.2	300.3	360.6
스테키마			1.6	18.0	21.1	35.4	35.3	43.6	19.5	132.1	212.8
신규 파이프라인					7.0	31.7	53.9	60.7		86.8	180.0
Non-바이오시밀러	**86.0**	**101.0**	**71.9**	**190.4**	**74.3**	**79.0**	**67.7**	**217.6**	**449.3**	**438.6**	**598.1**
매출원가	**430.3**	**506.9**	**418.5**	**519.9**	**399.0**	**417.1**	**408.1**	**443.9**	**1875.6**	**1668.1**	**1737.5**
매출원가율(%)	58.4%	57.9%	47.5%	48.9%	47.4%	43.4%	39.6%	34.7%	52.7%	40.8%	36.1%
매출총이익	**306.7**	**367.8**	**463.4**	**543.8**	**442.9**	**544.4**	**622.7**	**835.6**	**1681.7**	**2419.7**	**3073.5**
GPM(%)	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	52.6%	56.6%	60.4%	65.3%	47.3%	59.2%	63.9%
영업이익	**291.2**	**295.3**	**255.7**	**347.4**	**149.4**	**242.5**	**301.0**	**427.6**	**492.0**	**1165.4**	**1451.2**
OPM(%)	39.5%	33.8%	29.0%	32.7%	17.7%	25.2%	29.2%	33.4%	13.8%	28.5%	30.2%
yoy(%)	15.4	72.5	207.7	196.4	867.7%	234.5%	44.9%	117.7%	-24.5%	136.9%	24.5%

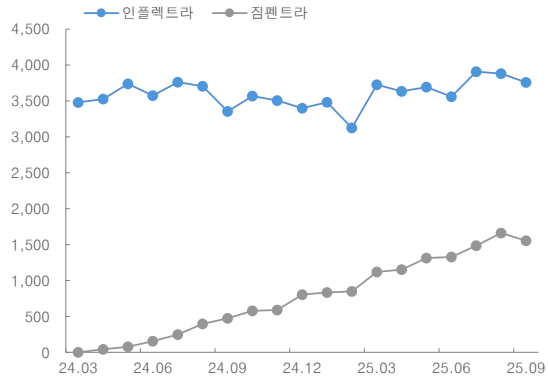
자료: 대신증권 Research Center

짐펜트라 월간 처방 건수 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인플렉트라, 짐펜트라 월간 처방 건수 추이 (TRX)



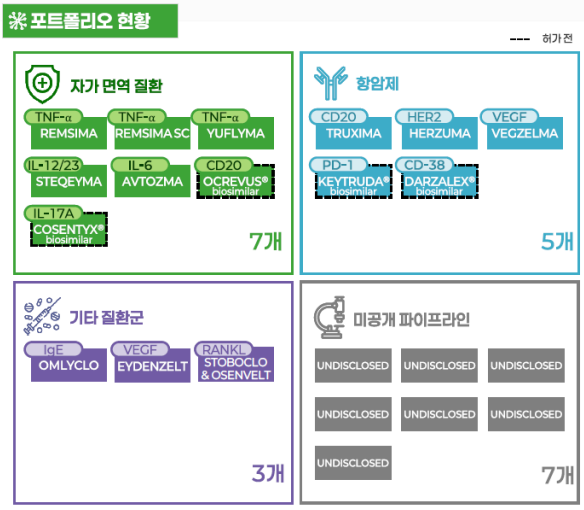
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 바이오시밀러 파이프라인 현황

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 (오크제무스® 바이오시밀러)	$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코센틱스® 바이오시밀러)	$9.9bn	임상 3상 진행 중	
황반변성	Eydenzelt aflibercept	$9.5bn	허가 승인(25.10)	허가 승인(25.02)
천식·두드러기	Omlyclo omalizumab	$5.0bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(24.05)
골다공증	Stoboclo denosumab / Osenvelt denosumab	$7.4bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(25.02)
비소세포폐암	CT-P51 (키트루다® 바이오시밀러)	$32.7bn	임상 3상 진행 중	
다발골수종	CT-P44 (다잘렉스® 바이오시밀러)	$11.7bn	임상 3상 진행 중	

포트폴리오 현황



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

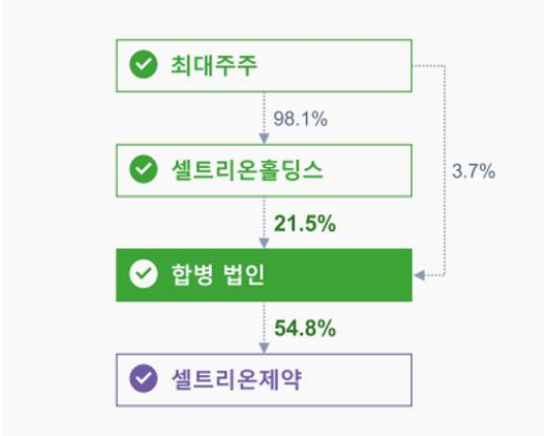
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 24년 12월부터 3공장 가동 예정.
- 세계 최초 개발한 자가면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음.
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 바이오시밀러 신제품 출시 및 허가
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

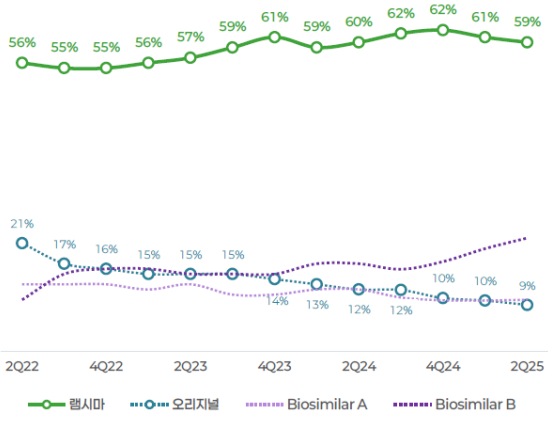
셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

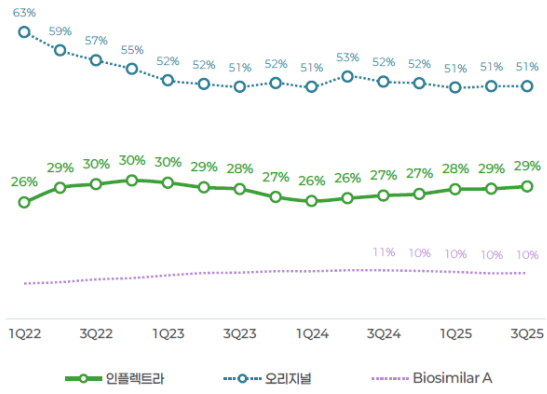
Earnings Driver

램시마 유럽 시장 점유율



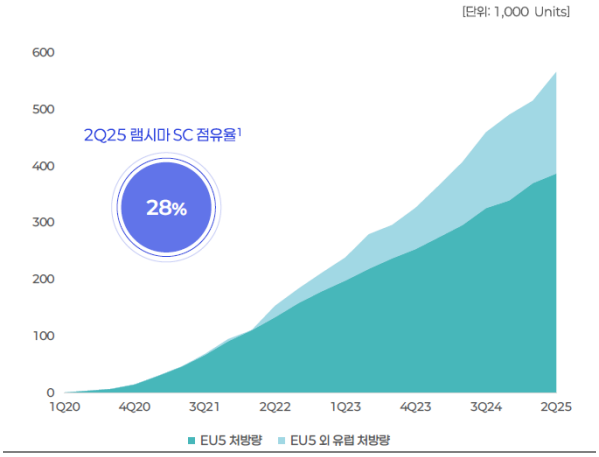
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

인플렉트라 미국 시장 점유율



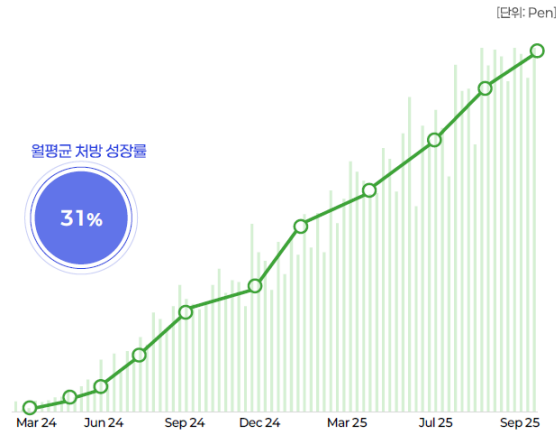
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

램시마 SC 유럽 시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

미국 짐펜트라 주간 처방량 추이



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,114	4,811	5,746
매출원가	1,125	1,876	1,668	1,738	2,010
매출총이익	1,052	1,682	2,445	3,074	3,735
판매비와관리비	400	1,190	1,325	1,622	1,830
영업이익	651	492	1,120	1,451	1,906
영업이익률	29.9	13.8	27.2	30.2	33.2
EBITDA	897	910	1,473	1,801	2,264
영업외손익	20	84	59	48	51
관계기업손익	-11	-12	-12	-12	-12
금융수익	31	57	39	39	39
외환관련이익	29	171	71	71	71
금융비용	-20	-80	-81	-86	-91
외환관련손실	10	4	2	2	2
기타	19	120	114	108	116
법인세비용차감전순손익	671	576	1,179	1,500	1,957
법인세비용	-131	-157	-295	-375	-460
계속사업순손익	540	419	885	1,125	1,497
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	540	419	885	1,125	1,497
당기순이익률	24.8	11.8	21.5	23.4	26.1
비지배지분순이익	4	-4	-1	-6	0
지배지분순이익	536	423	885	1,130	1,497
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	51	48	46	43
포괄순이익	544	925	1,366	1,582	1,931
비지배지분포괄이익	4	-4	-1	-8	0
지배지분포괄이익	540	929	1,367	1,590	1,931

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,094	5,584	7,036	8,679	10,596
현금및현금성자산	565	996	2,453	3,543	4,710
매출채권 및 기타채권	948	1,259	1,452	1,692	2,014
재고자산	3,039	2,766	2,742	3,007	3,380
기타유동자산	543	562	389	437	492
비유동자산	14,863	15,471	15,430	15,477	15,621
유형자산	1,215	1,245	1,331	1,441	1,579
관계기업투자금	105	112	115	118	121
기타비유동자산	13,544	14,115	13,985	13,918	13,921
자산총계	19,957	21,055	22,466	24,156	26,217
유동부채	2,512	3,187	3,416	3,667	3,953
매입채무 및 기타채무	491	554	579	599	622
차입금	1,608	1,989	2,089	2,193	2,303
유동성채무	176	98	93	88	84
기타유동부채	238	546	655	787	944
비유동부채	319	288	332	406	469
차입금	99	87	113	146	190
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	220	201	220	260	279
부채총계	2,831	3,475	3,748	4,073	4,422
지배지분	16,981	17,439	18,568	19,922	21,621
자본금	220	221	225	229	229
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,630	5,760	7,257
기타자본변동	-1,993	-1,353	-1,114	-895	-693
비지배지분	145	141	150	161	175
자본총계	17,126	17,580	18,718	20,083	21,795
순차입금	1,131	1,064	-299	-1,278	-2,312

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,344	1,787	3,823	4,894	6,482
PER	55.4	101.1	46.1	36.0	27.2
BPS	106,022	73,730	80,188	86,264	93,620
PBR	1.7	2.4	2.2	2.0	1.9
EBITDAPS	5,603	3,848	6,362	7,798	9,804
EV/EBITDA	34.3	46.0	27.5	22.0	17.0
SPS	13,589	15,040	17,765	20,832	24,879
PSR	13.6	12.0	9.9	8.5	7.1
CFPS	5,699	4,515	7,436	8,848	10,889
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-4.7	63.4	15.6	17.0	19.4
영업이익 증가율	0.7	-24.5	127.7	29.5	31.3
순이익 증가율	-0.5	-22.4	111.2	27.1	33.1
수익성					
ROIC	4.6	1.9	4.5	5.8	7.6
ROA	5.0	2.4	5.1	6.2	7.6
ROE	5.1	2.5	4.9	5.9	7.2
안정성					
부채비율	16.5	19.8	20.0	20.3	20.3
순차입금비율	6.6	6.1	-1.6	-6.4	-10.6
이자보상배율	67.4	6.5	14.2	17.4	21.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	537	902	1,309	1,204	1,400
당기순이익	540	419	885	1,125	1,497
비현금항목의 가감	373	649	837	919	1,018
감가상각비	246	418	353	350	358
외환손익	-2	-104	-39	-39	-39
지분법평가손익	11	12	12	12	12
기타	118	323	512	596	686
자산부채의 증감	-221	-21	-69	-411	-597
기타현금흐름	-154	-145	-344	-428	-518
투자활동 현금흐름	-139	-169	-141	-230	-334
투자자산	-22	-38	-4	-4	-4
유형자산	-210	-135	-162	-194	-233
기타	93	3	24	-32	-97
재무활동 현금흐름	-385	-353	-71	-37	-7
단기차입금	0	0	99	104	110
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	26	34	44
유상증자	13,998	31	4	4	0
현금배당	-52	-104	0	0	0
기타	-14,332	-281	-201	-180	-160
현금의 증감	13	432	1,457	1,090	1,167
기초 현금	551	565	996	2,453	3,543
기말 현금	565	996	2,453	3,543	4,710
NOPLAT	524	358	840	1,088	1,458
FCF	419	446	909	1,076	1,357

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

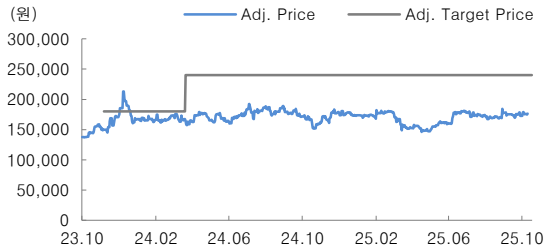
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.06	25.09.24	25.07.22	25.05.12	25.04.22	25.02.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
괴리율(평균,%)		(27.47)	(27.78)	(32.32)	(29.64)	(28.90)
괴리율(최대/최소,%)		(23.25)	(23.25)	(24.50)	(23.64)	(23.64)
제시일자	24.11.16	24.11.12	24.10.15	24.10.04	24.08.30	24.08.07
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
괴리율(평균,%)	(28.68)	(36.50)	(29.15)	(27.24)	(27.36)	(27.95)
괴리율(최대/최소,%)	(23.64)	(36.22)	(24.95)	(19.89)	(19.89)	(19.89)
제시일자	24.05.06	24.04.15	24.03.05	23.12.02	23.12.01	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	240,000	240,000	180,000	180,000	180,000	
괴리율(평균,%)	(28.80)	(31.18)	(5.79)	(5.38)		
괴리율(최대/최소,%)	(19.89)	(27.55)	18.32	18.32		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251102)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상