

2025. 11. 5



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 250,000 원

현재주가 (11.4) 176,300 원

상승여력 41.8%

KOSPI 4,121.74pt

시가총액 407,146억원

발행주식수 23,094만주

유동주식비율 63.64%

외국인비중 21.18%

52주 최고/최저가 184,200원/146,216원

평균거래대금 829.7억원

주요주주(%)

셀트리온홀딩스 외 96 인 30.72

국민연금공단 6.40

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 0.5 12.7 2.3

상대주가 -13.4 -30.0 -35.8

주가그래프



셀트리온 068270

오픈 이노베이션을 통한 신약 개발 의지 확인

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 25만원 유지
- ✓ 3Q25 연결 기준 매출액 1조 290억원(YoY +16.7%, QoQ +7.0%), 영업이익 3,014억원(YoY +45.1%, QoQ +24.3%)으로 컨센서스 하회
- ✓ FDA 바이오시밀러 개발 절차 간소화 가이드라인 발표
- ✓ 오픈 이노베이션을 통해 신약 파이프라인 포트폴리오 강화 중

3Q25 Review

셀트리온의 3Q25 연결 기준 매출액 1조 290억원(YoY +16.7%, QoQ +7.0%), 영업이익 3,014억원(YoY +45.1%, QoQ +24.3%)으로 컨센서스를 하회하였다. 짐펜트라 매출액은 281억원(YoY +339.1%) 달성 및 25년 3분기 종합 641억원(YoY +645.4%)을 달성하였으며 연간 짐펜트라 매출액은 973억원(YoY +165.8%)을 전망한다. 램시마, 허주마 개발비 상각이 종료됨과 동시에 고마진 제품인 신규 제품의 매출 성장세를 바탕으로 4Q25 매출원가율은 33.8%를 예상한다.

FDA의 바이오시밀러 개발 절차 간소화 가이드라인 발표

FDA는 최근 임상 3상 면제 및 교체 처방 기준을 완화하는 내용이 포함된 가이드라인을 발표했다. 이번 가이드라인이 현실화할 경우 개발 기간과 비용 절감에 따라 마진 개선 효과를 기대할 수 있다. 블록버스터 약물의 경우 신규 개발 업체 등장에 따라 경쟁이 심화될 리스크가 존재하나 블록버스터 약물이 아닌 경우 바이오시밀러 개발 자체가 이뤄지고 있는 경우가 제한적이기에 기존 시밀러 개발 업체의 경우 품목 확대 효과를 기대할 수 있다.

투자의견 Buy, 적정주가 25만원 유지

최근 오픈 이노베이션 전략을 통해 포트레이, 머스트바이오, Kaigene과 종합 약 1조 9천억원 규모의 거래를 공시하였다. 사이토카인/다중항체 플랫폼을 강화시키기 위해 포트레이, 머스트바이오와 계약을 체결한 것으로 판단하며 머스트바이오의 파이프라인 중 PD-1 x VEGF x IL-2 파이프라인은 기존 면역항암제의 한계를 극복할 것으로 기대되는 타겟 물질 중 하나이다. 또한 FcRn 억제제를 Kaigene으로부터 도입하며 신약 포트폴리오를 강화하였다. 바이오시밀러 개발을 넘어 신약 개발 회사로 변모하는 중이며 향후 신약 개발 전략을 주목할 필요가 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,176.4	651.5	535.7	3,344	-1.0	70,838	55.4	2.6	34.3	5.1	16.5
2024	3,557.3	492.0	422.7	1,787	-46.6	73,827	101.1	2.4	46.0	2.5	19.8
2025E	4,073.6	1,112.8	849.0	3,667	105.2	74,455	48.1	2.4	31.6	4.9	22.8
2026E	4,813.7	1,637.2	1,302.7	5,641	53.8	79,443	31.3	2.2	23.2	7.3	21.6
2027E	5,622.6	1,957.1	1,560.3	6,756	19.8	85,547	26.1	2.1	19.4	8.2	19.9

표1 3Q25 Review 테이블

(십억원)	3Q25P	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,029.0	881.9	16.7	961.5	7.0	1,156.4	(11.0)	1,131.3	(9.0)
영업이익	301.4	207.7	45.1	242.5	24.3	326.4	(7.7)	335.9	(10.3)
세전이익	378.0	178.3	112.1	52.4	621.0	348.9	8.3	369.6	2.3
당기순이익	331.9	84.1	294.7	63.3	424.3	273.0	21.6	264.6	25.5
영업이익률(%)	29.3	23.5		25.2		28.2		29.7	
세전이익률(%)	36.7	20.2		5.5		30.2		32.7	
순이익률(%)	32.3	9.5		6.6		23.6		23.4	

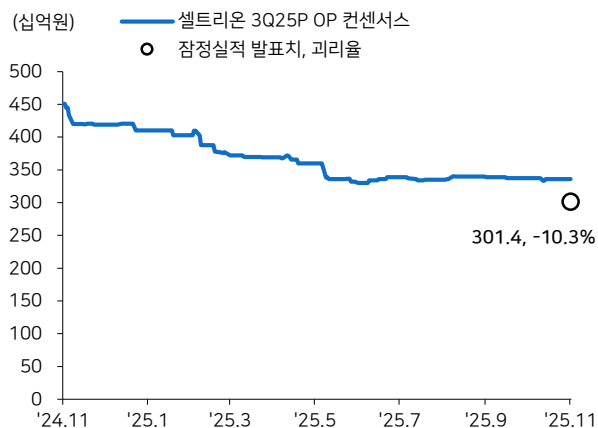
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,073.6	3,557.3	14.5	4,227.5	(3.6)	4,215.8	(3.4)
영업이익	1,112.8	492.0	126.2	1,123.3	(0.9)	1,133.7	(1.8)
세전이익	1,107.6	576.1	92.3	1,044.9	6.0	1,044.8	6.0
당기순이익	874.5	418.9	108.8	758.3	15.3	798.3	9.5
영업이익률(%)	27.3	13.8		26.6		26.9	
세전이익률(%)	27.2	16.2		24.7		24.8	
순이익률(%)	21.5	11.8		17.9		18.9	

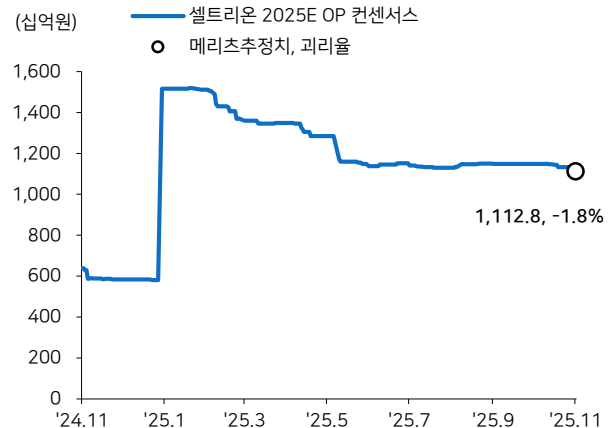
자료: QuantiWise, 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25 영업이익, 컨센서스 10.3% 하회



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 셀트리온 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	841.9	961.5	1,029.0	1,241.2	988.5	1,154.7	1,277.6	1,392.9	3,557.3	4,073.6	4,813.7
% YoY	14.2	9.9	16.7	16.7	17.4	20.1	24.2	12.2	63.4	14.5	18.2
바이오 매출	767.6	882.8	961.3	1,056.5	1,020.2	1,102.2	1,183.2	1,294.3	3,108.4	3,668.2	4,599.9
기존 제품	420.4	414.8	440.2	445.0	425.7	424.1	432.4	450.5	1,915.4	1,720.4	1,732.7
램시마 IV	237.8	261.3	265.3	260.1	240.2	263.9	257.3	262.7	1,268.7	1,024.5	1,024.1
트록시마	128.6	102.7	126.1	133.3	129.9	107.8	124.8	134.7	449.9	490.7	497.2
허쥬마	54.0	50.8	48.8	51.6	55.6	52.3	50.3	53.1	196.8	205.2	211.3
신규 제품	347.2	468.1	521.1	611.5	594.5	678.1	750.7	843.9	1,193.0	1,947.9	2,867.3
램시마 SC	135.2	161.1	185.1	204.0	162.2	177.2	203.6	224.4	564.5	685.4	767.5
짐펜트라	13.0	22.6	28.1	33.6	58.5	63.3	70.3	47.0	36.6	97.3	239.1
유플라이마	118.0	137.4	143.8	150.8	153.4	158.0	165.4	173.4	349.1	550.0	650.2
베그젤마	59.0	79.9	74.9	96.8	88.5	111.9	104.9	135.5	221.2	310.6	440.7
신제품	22.0	67.1	89.2	126.4	131.9	167.8	206.6	263.6	21.6	304.7	769.9
Non-바이오 매출	74.3	78.7	67.7	184.0	70.8	79.3	128.8	136.1	448.8	404.7	415.0
매출총이익	442.9	544.4	626.1	821.7	651.4	763.3	847.0	926.3	1,681.7	2,435.0	3,188.0
GPM (%)	52.6	56.6	60.8	66.2	65.9	66.1	66.3	66.5	47.3	59.8	66.2
영업이익	149.4	242.5	301.4	419.5	329.6	394.0	436.7	476.9	492.0	1,112.8	1,637.2
% YoY	867.7	234.5	45.1	113.6	120.6	62.5	44.9	13.7	(24.5)	126.2	47.1
OPM (%)	17.7	25.2	29.3	33.8	33.3	34.1	34.2	34.2	13.8	27.3	34.0
당기순이익	108.3	63.3	331.9	370.9	279.1	323.8	359.5	385.6	418.9	874.5	1,348.0
% YoY	421.6	(19.3)	294.7	57.5	157.6	411.5	8.3	4.0	(22.4)	108.8	54.2
NPM (%)	12.9	6.6	32.3	29.9	28.2	28.0	28.1	27.7	11.8	21.5	28.0

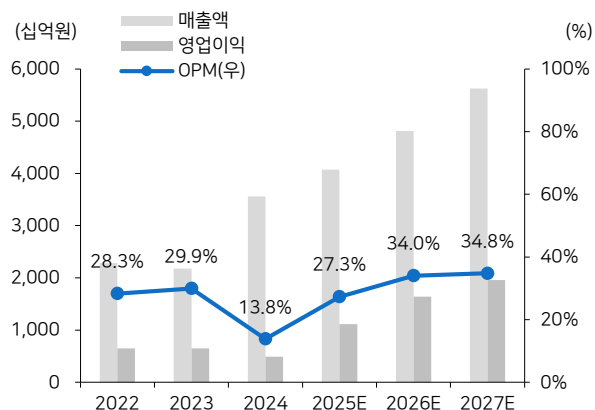
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

표4 셀트리온 적정주가 산출

(십억원)	비고	
셀트리온 영업가치 (A)	48,178.8	
27년 EBITDA	53,530.0	
타겟 EV/EBITDA	27.1	국내 미국 진출 제약사 (유한양행, SK바이오팜, 녹십자) 12개월 선행 EV/EBITDA 평균 27.1배 적용
셀트리온제약 지분가치 (B)	132.3	지분율 55%
3개월 평균 시가총액	240.6	
순차입금 (C)	400.7	2026년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	53,261.6	
주식수 (E)	220,278 천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	250,000	

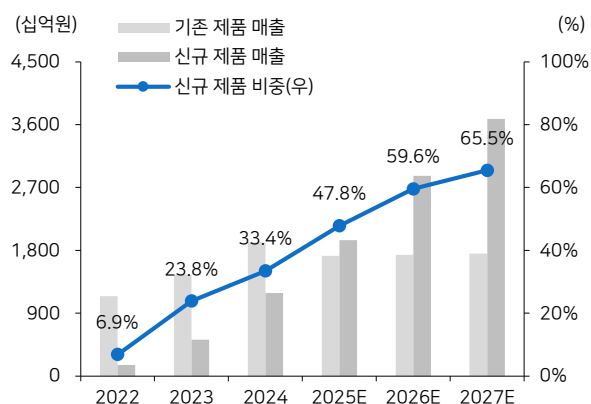
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 셀트리온 연결 기준 매출액, 영업이익, OPM 추이



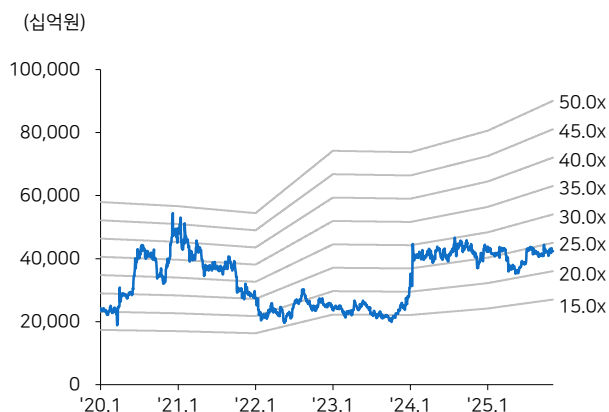
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림4 기존 및 신규 제품 매출 및 신규 제품 비중 추이



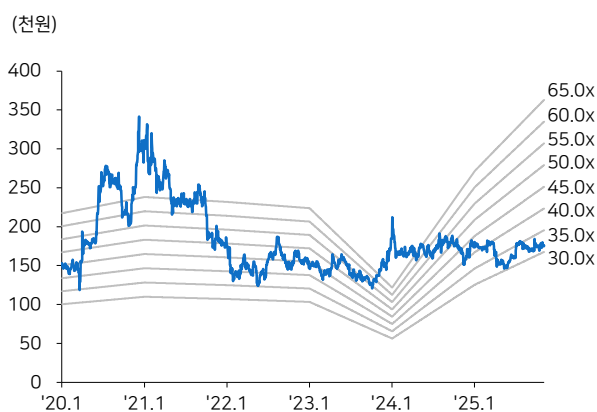
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림5 셀트리온 EV/EBITDA 밴드



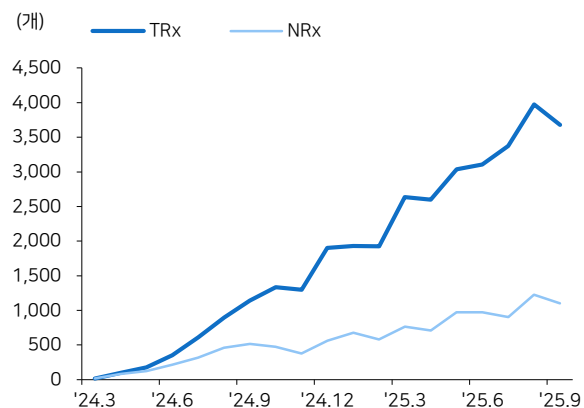
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 셀트리온 PER 밴드



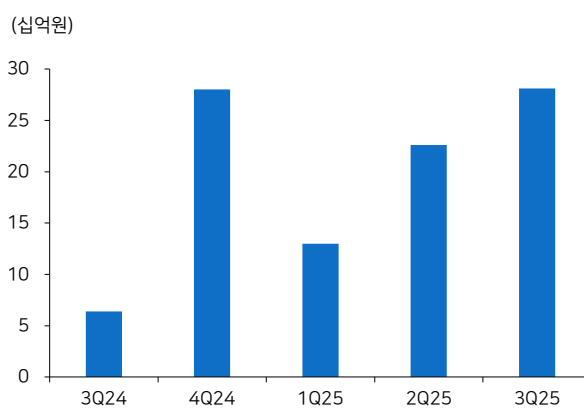
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 짐펜트라 NRx, TRx 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 짐펜트라 매출 추이



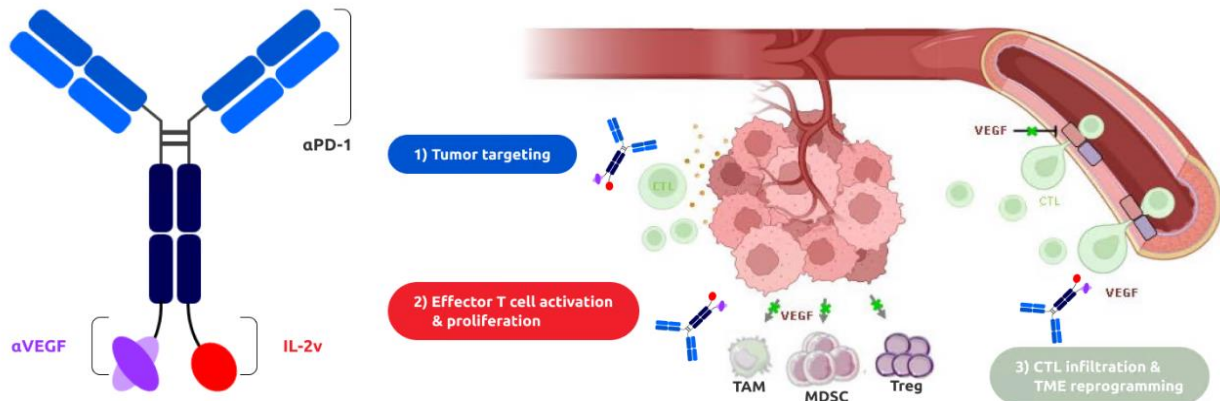
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림9 셀트리온의 관세 관련 대응 전략: 미국 생산 거점 확보

인수 개요	기대 효과
시설 위치 미국 뉴저지주 인수 대상: Imclone Systems LLC(Eli Lilly 자회사)의 미국 뉴저지주 브랜치버그 사이트	01 관세 및 무역 리스크 100% 해소 ✓ 현재 주력 제품에 더해 향후 판매 예정 제품까지 관세 부담 100% 해소
인수+운영비 약 7천억원 - 인수가액 약 4,600억원 - 초기 운영비용 포함 약 7천억원 투자 계획	02 설비 시설 및 인력 즉시 확보 & 증설 통한 캐파 확장 ✓ 현대화&자동화 설비시설 및 숙련된 인력 승계하여 즉시 활용 가능 ✓ 최소 7천억원 이상 추가 투자 통해 2공장의 1.5배 수준으로 캐파 확장 가능
시설 부지 4만 5천평 4만 5천평 규모 - 증설을 위한 약 1만 1천 평 규모의 유휴 부지 포함	03 CMO 매출 즉시 발생 ✓ Eli Lilly와의 CMO 계약으로 인수 직후부터 매출 즉시 발생 예정 ✓ 일정 기간동안 캐파 절반은 CMO로 활용, 나머지 절반은 자사제품 생산 계획
	04 글로벌 생산 거점 다변화 ✓ 생산시설을 한국 외 지역으로 다변화하여 공급 안정성 및 시장 대응력 강화

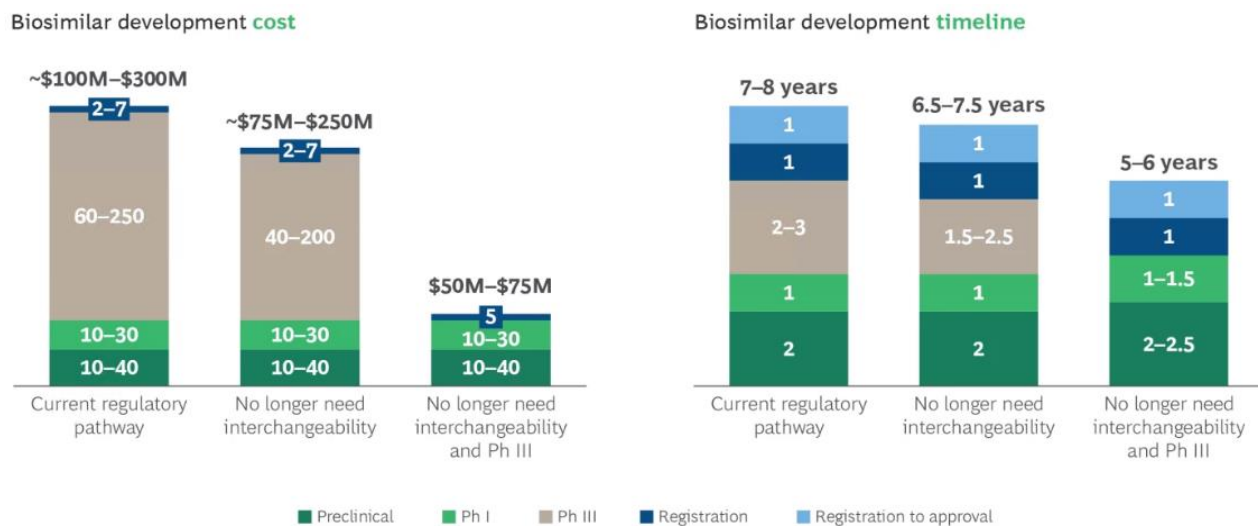
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림10 머스트바이오로부터 도입한 PD-1 x VEGF x IL-2 삼중 항체



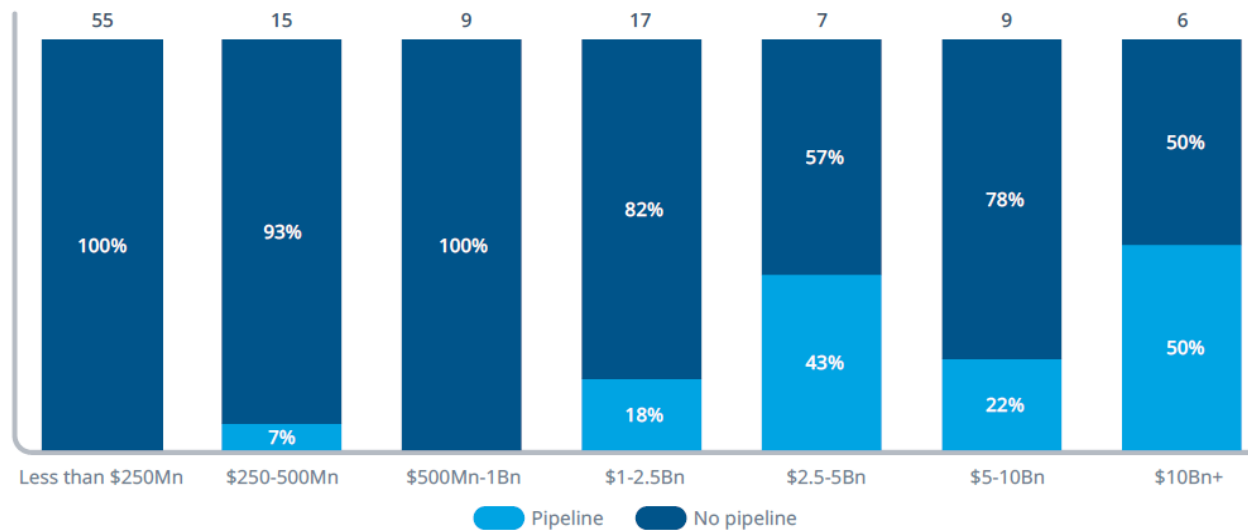
자료: 머스트바이오, 메리츠증권 리서치센터

그림11 바이오시밀러 전임상 연구부터 허가까지 소요되는 비용과 시간



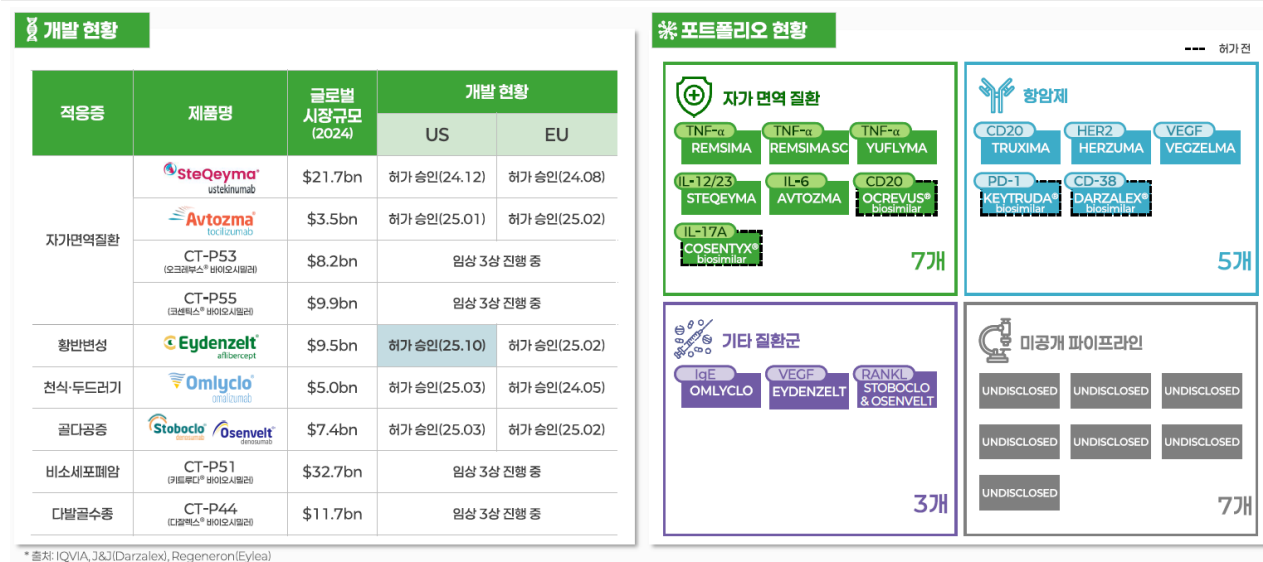
자료: BCG, 메리츠증권 리서치센터

그림12 매출 규모가 높은 제품에 편향된 바이오시밀러 개발



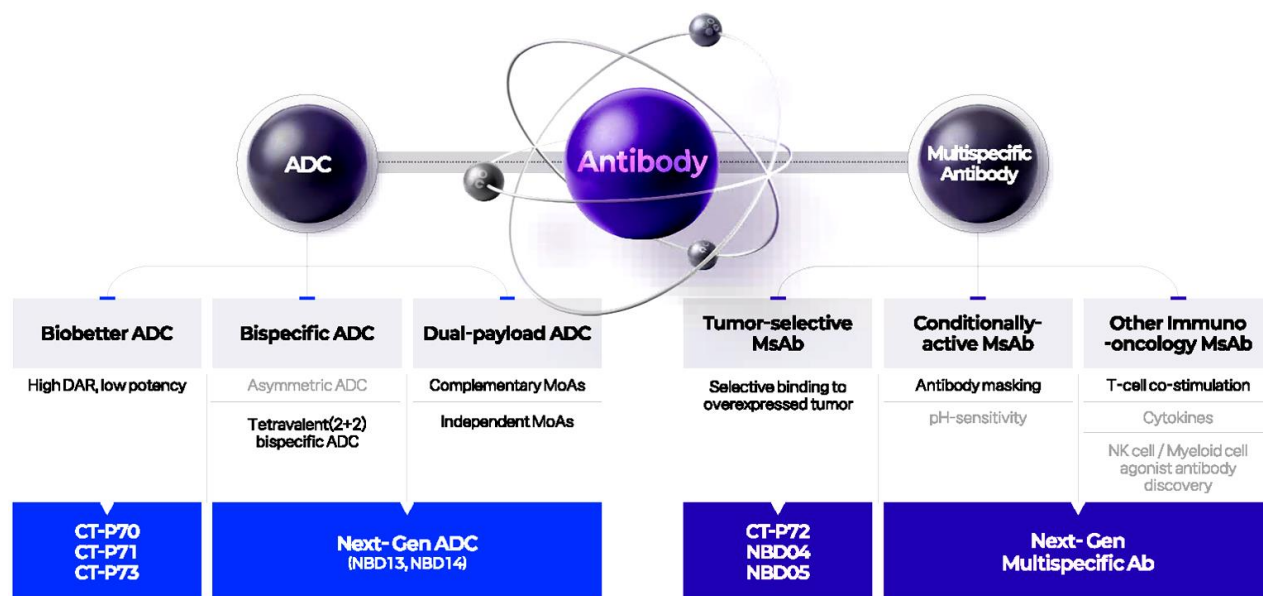
자료: IQVIA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 셀트리온 바이오시밀러 개발 계획



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림14 셀트리온 ADC, 다중 항체 신약 개발 전략



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,176.4	3,557.3	4,073.6	4,813.7	5,622.6
매출액증가율(%)	-4.7	63.4	14.5	18.2	16.8
매출원가	1,124.6	1,875.6	1,638.6	1,625.7	1,855.5
매출총이익	1,051.9	1,681.7	2,435.0	3,188.0	3,767.2
판매관리비	400.4	1,189.7	1,322.2	1,550.8	1,810.1
영업이익	651.5	492.0	1,112.8	1,637.2	1,957.1
영업이익률(%)	29.9	13.8	27.3	34.0	34.8
금융손익	11.5	-23.5	-54.5	-37.8	-20.8
종속/관계기업손익	-11.3	-11.9	2.8	-38.4	-11.8
기타영업외손익	19.4	119.6	46.6	285.5	287.3
세전계속사업이익	671.1	576.1	1,107.6	1,846.6	2,211.8
법인세비용	131.4	157.2	233.2	498.6	597.2
당기순이익	539.7	418.9	874.5	1,348.0	1,614.6
지배주주지분 순이익	535.7	422.7	849.0	1,302.7	1,560.3

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,094.0	5,584.1	5,945.4	7,070.0	8,367.8
현금및현금성자산	564.6	996.4	1,274.4	2,011.5	2,773.5
매출채권	939.2	1,215.3	1,458.3	1,750.0	2,100.0
재고자산	3,038.7	2,765.9	2,572.3	2,623.8	2,755.0
비유동자산	14,862.8	15,471.1	15,365.6	15,493.2	15,641.7
유형자산	1,214.6	1,244.6	1,271.4	1,359.9	1,462.7
무형자산	13,290.7	13,701.6	13,452.4	13,475.3	13,497.8
투자자산	135.2	161.0	186.7	202.9	225.9
자산총계	19,956.8	21,055.2	21,311.0	22,563.2	24,009.5
유동부채	2,512.4	3,187.1	3,720.3	3,783.7	3,774.0
매입채무	50.9	75.3	87.9	98.6	113.9
단기차입금	1,607.6	1,989.1	2,423.7	2,463.7	2,503.7
유동성장기부채	175.7	97.9	80.3	68.3	56.3
비유동부채	318.6	288.0	229.6	221.2	213.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	99.1	86.6	37.2	37.2	37.2
부채총계	2,831.0	3,475.2	3,949.9	4,004.9	3,987.2
자본금	220.3	220.5	239.3	239.3	239.3
자본잉여금	14,790.2	14,827.6	14,208.0	14,208.0	14,208.0
기타포괄이익누계액	52.6	562.7	215.3	215.3	215.3
이익잉여금	3,963.6	3,744.3	4,226.6	5,378.6	6,788.2
비지배주주지분	145.1	140.9	166.5	211.8	266.1
자본총계	17,125.8	17,580.1	17,361.0	18,558.4	20,022.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	537.2	901.9	1,053.3	1,184.6	1,221.5
당기순이익(손실)	539.7	418.9	874.5	1,348.0	1,614.6
유형자산상각비	63.8	72.6	97.6	103.5	103.1
무형자산상각비	182.1	345.6	120.3	37.1	37.5
운전자본의 증감	-221.4	-21.3	-105.8	-341.8	-554.6
투자활동 현금흐름	-138.9	-169.4	-285.2	-244.8	-256.8
유형자산의증가(CAPEX)	-210.1	-135.1	-117.9	-192.0	-206.0
투자자산의감소(증가)	-28.6	-37.8	-31.5	-16.2	-23.1
재무활동 현금흐름	-385.1	-353.0	-452.8	-202.7	-202.7
차입금의 증감	1,071.0	317.5	374.4	30.2	31.1
자본의 증가	13,998.5	37.6	-600.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.4	431.8	278.0	737.1	762.0
기초현금	551.2	564.6	996.4	1,274.4	2,011.5
기말현금	564.6	996.4	1,274.4	2,011.5	2,773.5

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	13,589	15,040	17,592	20,844	24,347
EPS(지배주주)	3,344	1,787	3,667	5,641	6,756
CFPS	5,699	4,515	6,601	8,768	10,277
EBITDAPS	5,603	3,848	5,747	7,698	9,084
BPS	70,838	73,827	74,455	79,443	85,547
DPS	459	689	689	689	689
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	55.4	101.1	48.1	31.3	26.1
PCR	32.5	40.0	26.7	20.1	17.2
PSR	13.6	12.0	10.0	8.5	7.2
PBR	2.6	2.4	2.4	2.2	2.1
EBITDA(십억원)	897.3	910.3	1,330.7	1,777.8	2,097.7
EV/EBITDA	34.3	46.0	31.6	23.2	19.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	2.5	4.9	7.3	8.2
EBITDA 이익률	41.2	25.6	32.7	36.9	37.3
부채비율	16.5	19.8	22.8	21.6	19.9
금융비용부담률	0.4	2.1	1.9	1.7	1.5
이자보상배율(x)	67.4	6.5	14.5	19.9	23.5
매출채권회전율(x)	1.7	3.3	3.0	3.0	2.9
재고자산회전율(x)	1.2	1.2	1.5	1.9	2.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	87.8%
중립	11.7%
매도	0.6%

2025년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

셀트리온 (068270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2025.09.04	기업브리프	Buy	250,000	김준영	-	-	(원) —— 셀트리온 —— 적정주가