

# 셀트리온 (068270/KS)

## 1Q25 Pre: 아쉬운 실적, 하반기 기대

**SK증권 리서치센터**

### 매수(유지)

목표주가: 230,000 원(유지)

현재주가: 163,500 원

상승여력: 40.7%



Analyst  
**이선경**

seonkyoung.lee@sk.com  
3773-9089

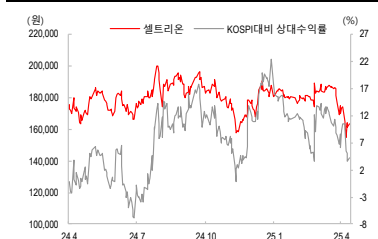
#### Company Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 발행주식수        | 22,299 만주  |
| 시가총액         | 34,827 십억원 |
| 주요주주         |            |
| 셀트리온홀딩스(외91) | 28.91%     |
| 국민연금공단       | 6.37%      |

#### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(25/04/14) | 163,500 원   |
| KOSPI        | 2,455.89 pt |
| 52주 최고가      | 199,614 원   |
| 52주 최저가      | 154,500 원   |
| 60일 평균 거래대금  | 94 십억원      |

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q25 Preview: 일회성 요인에 따른 컨센 하회 전망

셀트리온의 연결기준 25년 1분기 매출액은 8,710 억원(+18.2%YoY, -18.1%QoQ), 영업이익은 1,582 억원(+925.1%YoY, -19.4%QoQ, OPM 18.2%)으로 컨센서스 매출액 9,914 억원 대비 12.1%, 컨센서스 영업이익 2,472 억원 대비 36% 하회하는 실적이 예상된다.

판관비 효율화(2,787 억원, -4.3%YoY, -19.7%QoQ)와 고마진 신제품인 유플라이마(1,039 억원, +55.1%YoY, -4%QoQ), 베그젤마(698 억원, +101.8%YoY, -9.3%QoQ)의 견조한 매출 성장에도 불구하고 실적 부진의 주요 요인은 1)램시마 IV(2,802 억원, -6.3%YoY, -3%QoQ), 트룩시마(944 억원, -6.2%YoY, -28.5%QoQ) 등 기존 제품군의 매출 부진, 2)미국 관세 대응을 위한 DS 재고(연내 미국내 판매 예정인 제품의 DS)의 선제적 확보 및 외부 CMO 비중 증가로 인한 원가율 상승(+0.9%pQoQ)에 기인한다.

### 점진적으로 개선될 실적, 2025년 영업이익 +129% 성장 기대

셀트리온의 연결기준 25년 매출액은 4조 3,306 억원(+21.7%YoY), 영업이익은 1조 1,253 억원(+128.7%YoY, OPM 26%)을 전망한다.

1 분기에 집중된 원가율 상승 요인은 점진적으로 개선되어 합병에 따른 GPM 개선 효과가 본격화될 것으로 예상된다. 25년에는 고마진 신제품인 유플라이마(5,720 억원, +63.6%YoY), 베그젤마(3,448 억원, +56.2%YoY), 짐펜트라(1,991 억원, +439.6%YoY)의 고성장이 예상되며, 스텔라라, 악템라, 아일리아 시밀러 등 신규 품목의 판매가 하반기부터 본격화될 수 있을 것으로 판단된다. 지난 상반기 이후 수익성이 지속적으로 개선될 것이라 시장 기대와 달리 일회성 요인들로 인해 수익성 개선은 제한적인 상황, 이에 따라 일회성 요인의 해소 및 고마진 제품 성장에 따른 수익성 개선을 지속적으로 확인할 필요가 있다. 이번 1분기 실적은 아쉬운 상황이나 점진적인 개선 가능성이 높고, 동사의 미래 성장을 책임질 신약 파이프라인의 고무적인 연구발표(AACR 4/25~30)도 예상되는 상황이므로 긍정적인 주가 흐름을 기대한다.

#### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 2,284 | 2,176 | 3,557 | 4,331 | 5,193 | 6,433 |
| 영업이익      | 십억원 | 647   | 651   | 492   | 1,125 | 1,669 | 2,141 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 538   | 536   | 423   | 863   | 1,277 | 1,624 |
| EPS       | 원   | 3,435 | 2,320 | 1,858 | 3,846 | 5,693 | 7,239 |
| PER       | 배   | 44.6  | 82.9  | 100.9 | 42.5  | 28.7  | 22.6  |
| PBR       | 배   | 5.1   | 2.3   | 2.2   | 1.8   | 1.7   | 1.6   |
| EV/EBITDA | 배   | 26.3  | 34.3  | 46.0  | 26.3  | 19.2  | 15.3  |
| ROE       | %   | 13.4  | 5.1   | 2.5   | 4.8   | 6.8   | 8.1   |

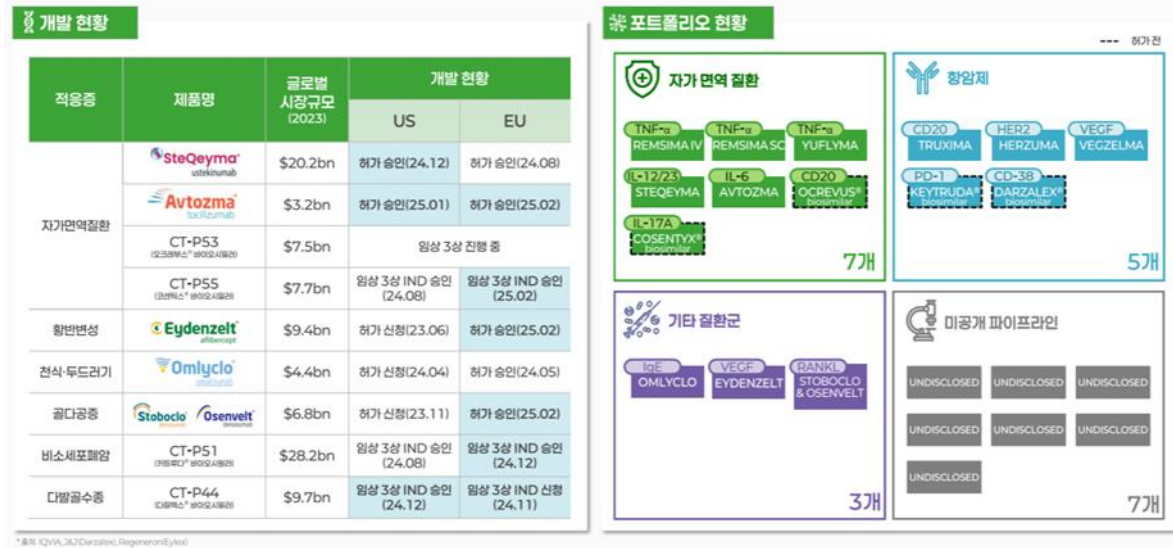
| 실적 추정 변경 내용 <span style="float: right;">(단위: 십억원, %)</span> |         |        |        |           |         |        |
|-------------------------------------------------------------|---------|--------|--------|-----------|---------|--------|
| 구분                                                          | 25년 1분기 |        |        | 25년 연간 실적 |         |        |
|                                                             | 신규 추정치  | 이전 추정치 | 차이     | 신규 추정치    | 이전 추정치  | 차이     |
| 매출액                                                         | 871.0   | 991.2  | -12.1% | 4,330.6   | 4,419.2 | -2.0%  |
| - 램시마 IV                                                    | 280.2   | 310.4  | -9.7%  | 1,344.9   | 1,311.1 | +2.6%  |
| - 트룩시마                                                      | 94.4    | 108.5  | -13.0% | 469.0     | 475.5   | -1.4%  |
| - 허쥬마                                                       | 34.3    | 45.3   | -24.2% | 182.5     | 193.5   | -5.7%  |
| - 유플라이마                                                     | 103.9   | 123.5  | -15.9% | 572.0     | 591.6   | -3.3%  |
| - 베그젤마                                                      | 69.8    | 80.2   | -12.9% | 344.8     | 355.2   | -2.9%  |
| - 램시마 SC                                                    | 161.0   | 165.5  | -2.7%  | 710.8     | 715.3   | -0.6%  |
| - 짐펜트라                                                      | 20.5    | 35.5   | -42.3% | 199.1     | 254.1   | -21.6% |
| - 기타                                                        | 106.8   | 122.3  | -12.7% | 507.4     | 522.9   | -3.0%  |
| 매출총이익                                                       | 437.0   | 548.2  | -20.3% | 2,357.3   | 2,619.1 | -10.0% |
| GPM (%)                                                     | 50.2    | 55.3   | -5.1%p | 54.4      | 59.3    | -4.8%p |
| 영업이익                                                        | 158.2   | 250.8  | -36.9  | 1,125.3   | 1,329.1 | -15.3% |
| OPM (%)                                                     | 18.2    | 25.3   | -7.1%p | 26.0      | 30.1    | -4.1%p |

자료: SK 증권

| 셀트리온 분기별 실적추정 <span style="float: right;">(단위: 십억원, %)</span> |       |       |       |         |       |         |         |         |         |         |
|---------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 구분                                                            | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24    | 1Q25E | 2Q25E   | 3Q25E   | 4Q25E   | 2024    | 2025E   |
| 매출액                                                           | 737.0 | 874.7 | 882.3 | 1,063.6 | 871.0 | 1,123.0 | 1,140.8 | 1,195.8 | 3,557.6 | 4,330.6 |
| - 램시마 IV                                                      | 299.1 | 363.4 | 317.2 | 289.0   | 280.2 | 383.1   | 340.8   | 340.7   | 1,268.7 | 1,344.9 |
| - 트룩시마                                                        | 100.7 | 115.4 | 101.8 | 132.0   | 94.4  | 120.4   | 117.5   | 136.7   | 449.9   | 469.0   |
| - 허쥬마                                                         | 37.4  | 61.8  | 48.5  | 49.0    | 34.3  | 48.2    | 49.8    | 50.2    | 196.7   | 182.5   |
| - 유플라이마                                                       | 67.0  | 80.0  | 94.4  | 108.2   | 103.9 | 145.2   | 158.7   | 164.2   | 349.6   | 572.0   |
| - 베그젤마                                                        | 34.6  | 40.0  | 69.2  | 77.0    | 69.8  | 85.4    | 94.2    | 95.4    | 220.8   | 344.8   |
| - 램시마 SC                                                      | 112.4 | 111.2 | 170.9 | 170.0   | 161.0 | 174.2   | 185.2   | 190.4   | 564.5   | 710.8   |
| - 짐펜트라                                                        | -     | 2.2   | 6.4   | 28.3    | 20.5  | 35.8    | 65.4    | 77.4    | 36.9    | 199.1   |
| - 기타                                                          | 85.8  | 100.7 | 73.9  | 210.4   | 106.8 | 130.7   | 129.1   | 140.8   | 470.8   | 507.4   |
| 매출총이익                                                         | 306.7 | 367.8 | 463.8 | 543.6   | 437.0 | 597.5   | 637.7   | 685.2   | 1,681.9 | 2,357.3 |
| GPM(%)                                                        | 41.6  | 42.0  | 52.6  | 51.1    | 50.2  | 53.2    | 55.9    | 57.3    | 47.3    | 54.4    |
| 영업이익                                                          | 15.4  | 72.5  | 207.7 | 196.4   | 158.2 | 285.3   | 367.3   | 314.5   | 492.0   | 1,125.3 |
| OPM(%)                                                        | 2.1   | 8.3   | 23.5  | 18.5    | 18.2  | 25.4    | 32.2    | 26.3    | 13.8    | 26.0    |

자료: 셀트리온, SK 증권

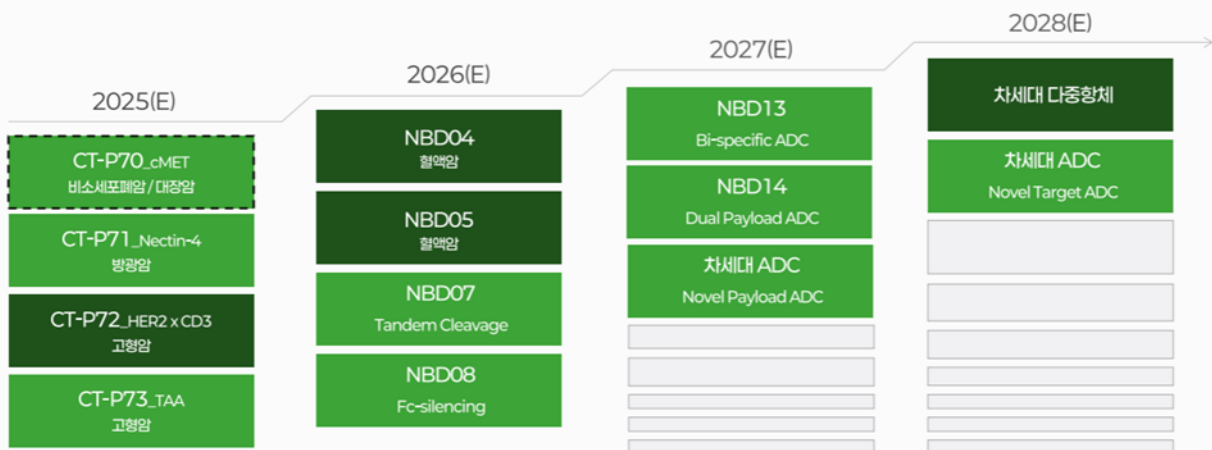
바이오시밀러 개발 현황



자료: 셀트리온, SK 증권

신약 파이프라인 개발현황 및 IND 제출 일정

● ADC ● 다중항체 --- IND 제출



자료: 셀트리온, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 5,094  | 5,584  | 5,685  | 8,436  | 11,013 |
| 현금및현금성자산       | 565    | 996    | 1,331  | 3,003  | 4,218  |
| 매출채권 및 기타채권    | 948    | 1,259  | 1,416  | 1,776  | 2,200  |
| 재고자산           | 3,039  | 2,766  | 2,711  | 3,400  | 4,212  |
| <b>비유동자산</b>   | 14,863 | 15,471 | 15,313 | 15,207 | 15,016 |
| 장기금융자산         | 31     | 49     | 50     | 50     | 51     |
| 유형자산           | 1,215  | 1,245  | 1,298  | 1,356  | 1,299  |
| 무형자산           | 13,291 | 13,702 | 13,476 | 13,279 | 13,107 |
| <b>자산총계</b>    | 19,957 | 21,055 | 20,999 | 23,643 | 26,029 |
| <b>유동부채</b>    | 2,512  | 3,187  | 2,411  | 3,889  | 4,766  |
| 단기금융부채         | 1,783  | 2,102  | 1,325  | 2,654  | 3,288  |
| 매입채무 및 기타채무    | 281    | 386    | 555    | 704    | 873    |
| 단기충당부채         | 2      | 2      | 2      | 2      | 3      |
| <b>비유동부채</b>   | 319    | 288    | 303    | 350    | 397    |
| 장기금융부채         | 107    | 106    | 106    | 106    | 106    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 6      | 9      | 9      | 9      | 9      |
| 장기충당부채         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>부채총계</b>    | 2,831  | 3,475  | 2,713  | 4,240  | 5,163  |
| <b>지배주주지분</b>  | 16,981 | 17,439 | 18,148 | 19,272 | 20,742 |
| 자본금            | 220    | 221    | 221    | 221    | 221    |
| 자본잉여금          | 14,790 | 14,828 | 14,828 | 14,828 | 14,828 |
| 기타자본구성요소       | -2,046 | -1,916 | -1,916 | -1,916 | -1,916 |
| 자기주식           | -2,204 | -2,108 | -2,108 | -2,108 | -2,108 |
| 이익잉여금          | 3,964  | 3,744  | 4,453  | 5,577  | 7,047  |
| 비지배주주지분        | 145    | 141    | 137    | 131    | 124    |
| <b>자본총계</b>    | 17,126 | 17,580 | 18,285 | 19,403 | 20,866 |
| <b>부채와자본총계</b> | 19,957 | 21,055 | 20,999 | 23,643 | 26,029 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2023    | 2024 | 2025E  | 2026E | 2027E  |
|-------------------|---------|------|--------|-------|--------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 537     | 902  | 1,078  | 690   | 919    |
| 당기순이익(손실)         | 540     | 419  | 859    | 1,271 | 1,617  |
| 비현금성항목등           | 373     | 649  | 550    | 635   | 753    |
| 유형자산감가상각비         | 64      | 73   | 67     | 62    | 57     |
| 무형자산상각비           | 182     | 346  | 226    | 197   | 172    |
| 기타                | 127     | 231  | 258    | 376   | 524    |
| 운전자본감소(증가)        | -221    | -21  | -86    | -852  | -943   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | -296    | -174 | -156   | -360  | -424   |
| 재고자산의감소(증가)       | 57      | 225  | 55     | -689  | -812   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | -2      | -144 | 1      | 150   | 168    |
| 기타                | -308    | -290 | -491   | -727  | -1,017 |
| 법인세납부             | -154    | -145 | -246   | -364  | -508   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -139    | -169 | -91    | -86   | -65    |
| 금융자산의감소(증가)       | -164    | 7    | -18    | -17   | -44    |
| 유형자산의감소(증가)       | -210    | -135 | -120   | -120  | 0      |
| 무형자산의감소(증가)       | -141    | -195 | 0      | 0     | 0      |
| 기타                | 376     | 154  | 48     | 51    | -21    |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | -385    | -353 | -1,005 | 1,080 | 447    |
| 단기금융부채의증가(감소)     | -86     | -69  | -777   | 1,329 | 634    |
| 장기금융부채의증가(감소)     | -3      | -11  | 0      | 0     | 0      |
| 자본의증가(감소)         | 13,993  | 38   | -10    | 0     | 0      |
| 배당금지급             | -52     | -104 | -154   | -154  | -154   |
| 기타                | -14,237 | -207 | -64    | -95   | -33    |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | 13      | 432  | 335    | 1,672 | 1,215  |
| 기초현금              | 551     | 565  | 996    | 1,331 | 3,003  |
| 기말현금              | 565     | 996  | 1,331  | 3,003 | 4,218  |
| FCF               | 327     | 767  | 958    | 570   | 919    |

자료 : 셸트리온, SK증권 추정

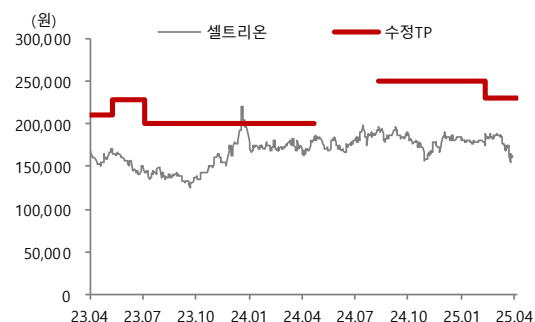
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 2,176 | 3,557 | 4,331 | 5,193 | 6,433 |
| <b>매출원가</b>     | 1,125 | 1,876 | 1,973 | 2,062 | 2,570 |
| <b>매출총이익</b>    | 1,052 | 1,682 | 2,357 | 3,131 | 3,863 |
| 매출총이익률(%)       | 48.3  | 47.3  | 54.4  | 60.3  | 60.0  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 400   | 1,190 | 1,232 | 1,462 | 1,722 |
| <b>영업이익</b>     | 651   | 492   | 1,125 | 1,669 | 2,141 |
| 영업이익률(%)        | 29.9  | 13.8  | 26.0  | 32.1  | 33.3  |
| <b>비영업손익</b>    | 20    | 84    | -21   | -34   | -16   |
| 순금융손익           | 9     | -42   | -39   | -53   | -16   |
| 외환관련손익          | 12    | 144   | 7     | 6     | 0     |
| 관계기업등 투자손익      | -11   | -12   | -9    | -12   | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 671   | 576   | 1,105 | 1,635 | 2,125 |
| 세전계속사업이익률(%)    | 30.8  | 16.2  | 25.5  | 31.5  | 33.0  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 131   | 157   | 246   | 364   | 508   |
| <b>계속사업이익</b>   | 540   | 419   | 859   | 1,271 | 1,617 |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 540   | 419   | 859   | 1,271 | 1,617 |
| 순이익률(%)         | 24.8  | 11.8  | 19.8  | 24.5  | 25.1  |
| <b>지배주주</b>     | 536   | 423   | 863   | 1,277 | 1,624 |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 24.6  | 11.9  | 19.9  | 24.6  | 25.2  |
| <b>비지배주주</b>    | 4     | -4    | -4    | -6    | -7    |
| <b>총포괄이익</b>    | 544   | 925   | 859   | 1,271 | 1,617 |
| <b>지배주주</b>     | 540   | 929   | 860   | 1,273 | 1,619 |
| <b>비지배주주</b>    | 4     | -4    | -1    | -2    | -2    |
| <b>EBITDA</b>   | 897   | 910   | 1,417 | 1,928 | 2,370 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 매출액                    | -4.7   | 63.4   | 21.7   | 19.9   | 23.9    |
| 영업이익                   | 0.7    | -24.5  | 128.7  | 48.3   | 28.2    |
| 세전계속사업이익               | 7.2    | -14.2  | 91.7   | 48.0   | 30.0    |
| EBITDA                 | 2.7    | 1.4    | 55.7   | 36.0   | 22.9    |
| EPS                    | -32.4  | -19.9  | 107.0  | 48.0   | 27.2    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| ROA                    | 4.2    | 2.0    | 4.1    | 5.7    | 6.5     |
| ROE                    | 5.1    | 2.5    | 4.8    | 6.8    | 8.1     |
| EBITDA마진               | 41.2   | 25.6   | 32.7   | 37.1   | 36.8    |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |         |
| 유동비율                   | 202.8  | 175.2  | 235.8  | 216.9  | 231.1   |
| 부채비율                   | 16.5   | 19.8   | 14.8   | 21.8   | 24.7    |
| 순차입금/자기자본              | 6.6    | 6.1    | -0.4   | -2.2   | -5.0    |
| EBITDA/이자비용(배)         | 92.8   | 12.0   | 19.1   | 20.2   | 72.2    |
| 배당성향                   | 19.3   | 36.4   | 17.8   | 12.0   | 9.5     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |         |
| EPS(계속사업)              | 2,320  | 1,858  | 3,846  | 5,693  | 7,239   |
| BPS                    | 83,110 | 85,930 | 90,283 | 95,291 | 101,845 |
| CFPS                   | 3,385  | 3,697  | 5,148  | 6,846  | 8,261   |
| 주당 현금배당금               | 477    | 716    | 716    | 716    | 716     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |         |
| PER                    | 82.9   | 100.9  | 42.5   | 28.7   | 22.6    |
| PBR                    | 2.3    | 2.2    | 1.8    | 1.7    | 1.6     |
| PCR                    | 56.8   | 50.7   | 31.8   | 23.9   | 19.8    |
| EV/EBITDA              | 34.3   | 46.0   | 26.3   | 19.2   | 15.3    |
| 배당수익률                  | 0.2    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4     |

| 일시         | 투자의견   | 목표주가     | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
|            |        |          |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2025.02.26 | 매수     | 230,000원 | 6개월          |         |                |
| 2024.08.26 | 매수     | 250,000원 | 6개월          | -24.59% | -17.80%        |
| 2024.07.05 | 담당자 변경 |          |              |         |                |
| 2023.07.19 | 매수     | 200,569원 | 6개월          | -18.77% | 10.24%         |
| 2023.05.25 | 매수     | 229,222원 | 6개월          | -33.15% | -26.92%        |
| 2023.05.09 | 매수     | 210,120원 | 6개월          | -21.69% | -18.41%        |
| 2023.01.13 | 담당자 변경 |          |              |         |                |



### Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 15일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.53% | 중립 | 2.47% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|