

# 셀트리온 (068270)

## 1Q25Re: 아쉬운 성장

### 1Q25Re: 아쉬움이 남는 실적 성장

연결 기준 매출액 8,419억원(+14.2%YoY, 이하 YoY 생략), 영업 이익 1,494억원(+870.1%, OPM 17.7%)로 컨센서스를 하회하는 실적 기록. 매출액은 인플렉트라(램시마 IV)의 캐나다 직판 전환과 지난해 화이자 재고 부족으로 인한 추가 물량 공급 등으로 인해 바이오 의약품 중 램시마IV 매출만 역성장. Non 바이오 부문은 Takeda로부터 인수한 Primary Care 사업권 매각으로 감소. 영업이익은 헬스케어 합병에 따른 무형자산 상각비 감소와 재고 자산 Mix 개선되었으나 외부 CMO 생산 영향 등이 반영되며 예상치 하회.

짐펜트라(램시마SC)의 1Q25 매출은 약 130억원으로 전분기 대비 감소. 4Q24 신규 도매상 확보 등에 따른 초기 물량 인도 및 보수적으로 반영했던 리베이트 등을 4분기 조정으로 인해 높아진 매출 영향. 짐펜트라는 1Q에 약 8천 Pen의 처방량을 보이며 꾸준한 처방 성장을 보이고 있어 매출 증가로 이어질 것으로 전망.

### 2Q부터 본격적인 원가 개선 기대

램시마, 허쥬마 등 총 3개 제품의 TI(Titer Improvement) 개선 버전의 생산이 2분기부터 반영될 예정으로 기존 버전 대비 약 2배 수준의 생산 효율로 원가 개선에 기여할 전망. 또한 외부 CMO 영향 등도 제한적일 것으로 보이며 2분기부터는 본격적인 원가 개선 기대.

25년 실적은 매출액 4조 2,642억원(+19.9%), 영업이익 1조 1,444억원(+132.6% OPM 26.8%)로 전망하며 원가 개선, 신규 제품 매출 확대되며 상저하고를 나타낼 것으로 판단.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 22만원으로 하향

목표 주가를 기존 24만원에서 22만원으로 하향. 목표 주가 하향은 기존 25년 예상 EBITDA에서 신규 시밀러 매출 본격화가 예상되는 26년 EBITDA(현가화)로 목표 주가를 산정했으며 예상보다 더딘 원가 개선으로 실적 추정치 하향 영향. 25년부터 높은 성장률을 보일 것으로 예상됨에 따라 매수 의견은 유지.



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **220,000원 (D)**

직전 목표주가 **240,000원**

현재주가 (5/9) **158,000원**

상승여력 **39%**

시가총액	352,324억원
총발행주식수	222,989,898주
60일 평균 거래대금	898억원
60일 평균 거래량	513,549주
52주 고/저	199,614원 / 154,500원
외인지분율	22.13%
배당수익률	0.38%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 93 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.3	(12.0)	(12.8)
상대	(9.0)	(13.9)	(8.2)
절대 (달러환산)	8.4	(9.0)	(14.7)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	842	14.2	-20.8	942	-10.6
영업이익	149	865.3	-24.1	215	-30.8
세전계속사업이익	196	893.8	-28.6	178	10.0
지배순이익	109	386.8	-53.8	156	-29.8
영업이익률 (%)	17.7	+15.6 %pt	-0.8 %pt	22.9	-5.2 %pt
지배순이익률 (%)	13.0	+10.0 %pt	-9.2 %pt	16.5	-3.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,176	3,557	4,264	4,957
영업이익	651	492	1,144	1,593
지배순이익	536	423	881	1,258
PER	43.6	96.4	40.1	28.0
PBR	2.0	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	26.9	45.5	23.7	18.9
ROE	5.1	2.5	5.0	6.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

1Q25 셀트리온 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	1Q25P	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	841.9	737.0	+14.2%	1063.6	-20.8%	941.7	-10.6%	967.6	-13.0%
영업이익	149.4	15.4	+870.1%	196.4	-23.9%	215.4	-30.8%	271.9	-45.1%
영업이익률	17.7%	2.1%	+15.6%pt	18.5%	-0.8%pt	23.6%	-5.2%pt	31.0%	-13.3%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	841.9	1002.1	1161.8	1258.4	1034.7	1188.6	1326.0	1407.5	3557.3	4264.2	4956.8
YoY	14.2%	14.6%	31.7%	18.3%	22.9%	18.6%	14.1%	11.8%	63.4%	19.9%	16.2%
바이오시밀러	767.6	921.9	1026.5	1114.4	957.4	1105.1	1178.4	1253.1	3108.4	3830.4	4493.9
램시마 IV	283.2	290.7	304.5	300.8	250.1	296.5	307.6	306.8	1269.4	1134.2	1161.0
트룩시마	129.0	139.6	138.4	142.6	131.6	142.4	141.2	145.4	446.9	549.6	560.6
허쥬마	54.0	69.8	67.9	81.3	57.8	74.7	72.0	86.2	198.4	273.1	290.7
램시마 SC	135.2	155.7	181.2	187.0	150.1	172.8	190.2	196.4	569.3	659.0	709.4
유폴라이마	118.2	132.0	136.9	148.0	147.8	165.0	171.1	185.0	347.5	535.0	668.8
베그젤마	58.0	67.6	90.0	100.1	85.3	82.5	100.8	112.1	218.8	315.7	380.6
짐펜트라	13.0	26.9	50.3	62.4	50.7	65.9	80.5	84.2	36.6	152.6	281.3
기타	22.0	39.5	57.3	92.3	84.1	105.2	115.1	137.0	21.6	211.1	441.4
제약/케미컬	68.3	74.0	71.8	74.3	70.3	76.2	74.0	76.5	319.7	288.4	297.1
기타(CMO 포함)	6.0	6.2	63.5	69.7	7.0	7.3	73.6	77.9	129.1	145.5	165.8
매출 총이익	442.8	558.2	671.5	742.5	614.6	712.0	803.5	858.5	1681.2	2415.0	2988.7
판매 관리비	293.8	306.7	325.3	344.8	320.8	341.1	358.0	375.8	1189.2	1270.6	1395.7
영업이익	149.4	251.5	346.2	397.7	293.9	370.8	445.5	482.8	492.0	1144.8	1593.0
YoY	870.1%	247.0%	66.7%	102.5%	96.7%	47.4%	28.7%	21.4%	(24.5%)	132.7%	39.1%
OPM	17.7%	25.1%	29.8%	31.6%	28.4%	31.2%	33.6%	34.3%	13.8%	26.8%	32.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	2Q25E	25E	26E	2Q25E	25E	26E	2Q25E	25E	26E
매출액	1050.7	4431.1	5311.0	1002.1	4264.2	4956.8	-4.6%	-3.8%	-6.7%
영업이익	341.5	1632.8	2194.6	251.5	1144.8	1593.0	-26.4%	-29.9%	-27.4%
OPM	34.5%	36.5%	41.3%	25.1%	26.8%	32.1%	-9.4%pt	-9.7%pt	-9.2%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

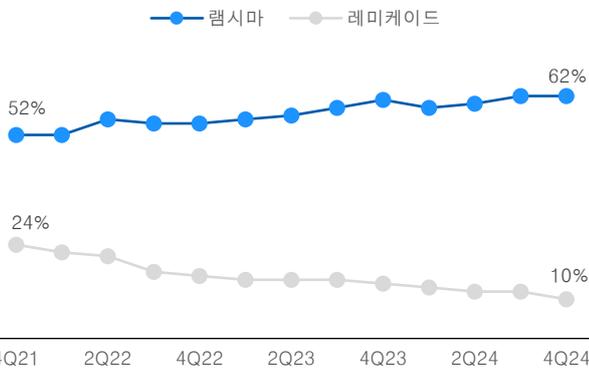
셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 영업가치	50,541	26년 예상 EBITDA 18,719억원(10% 할인) Target EV/EBITDA 30x (20년 평균 EV/EBITDA 에서 10% 할인)
2. 순차입금	745	25년말 예상
3. 총 기업 가치	49,797	1-2
4. 총 주식수	222,990	
5. 주당 가치	223,313	3/4
6. 목표 주가	220,000	

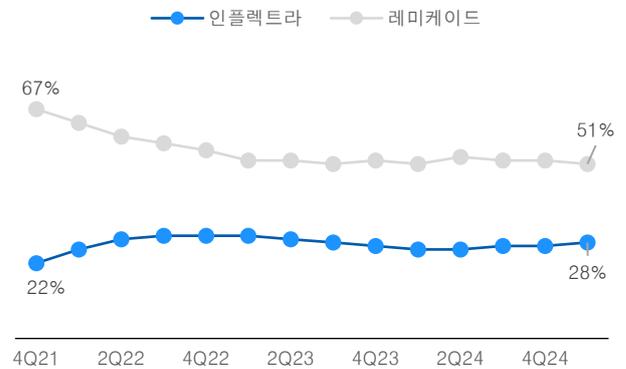
자료: 유안타증권 리서치센터

램시마 유럽 시장 점유율 추이



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

인플렉트라 미국 시장 점유율 추이



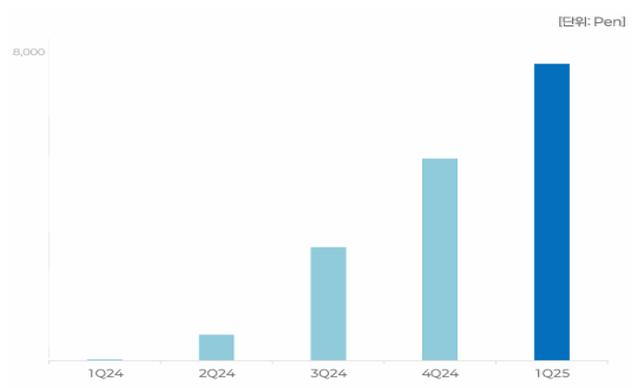
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

램시마 SC 유럽 처방 추이



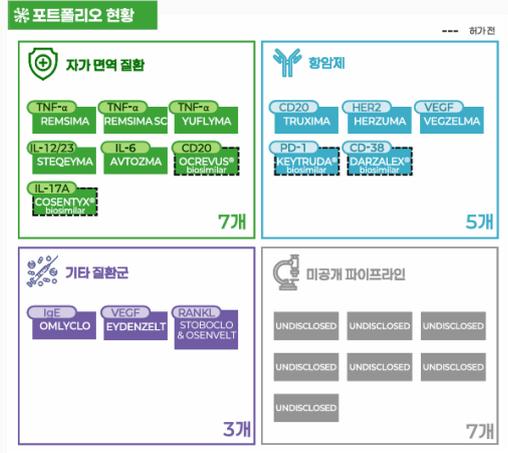
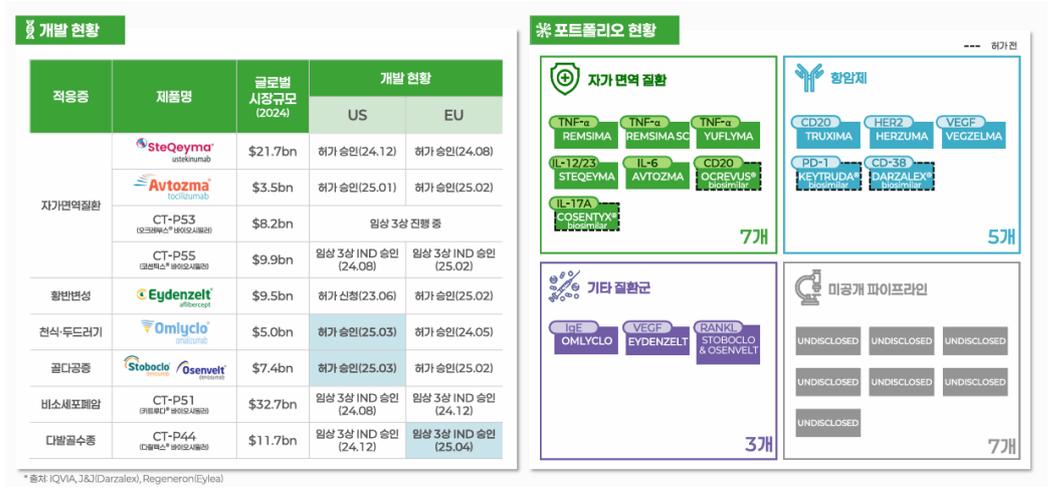
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

집펜트라 미국 처방 추이



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

바이오시밀러 개발 현황



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,264	4,957	5,507
매출원가	1,125	1,876	1,849	1,968	2,103
매출총이익	1,052	1,682	2,415	2,989	3,403
판매비	400	1,190	1,271	1,396	1,491
영업이익	651	492	1,144	1,593	1,912
EBITDA	897	910	1,522	1,872	2,159
영업외손익	20	84	24	-7	25
외환관련손익	12	144	0	0	0
이자손익	9	-42	-30	-7	26
관계기업관련손익	-11	-12	0	0	0
기타	10	-6	54	0	0
법인세비용차감전순손익	671	576	1,168	1,586	1,938
법인세비용	131	157	291	333	407
계속사업순손익	540	419	877	1,253	1,531
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	540	419	877	1,253	1,531
지배지분순이익	536	423	881	1,258	1,538
포괄순이익	544	925	865	1,240	1,518
지배지분포괄이익	540	929	866	1,242	1,520

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	537	902	792	1,119	1,429
당기순이익	540	419	877	1,253	1,531
감가상각비	64	73	139	97	89
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	11	12	0	0	0
자산부채의 증감	-221	-21	-534	-470	-402
기타현금흐름	144	420	309	239	212
투자활동 현금흐름	-139	-169	-85	30	60
투자자산	-22	-38	-21	-16	-17
유형자산 증가 (CAPEX)	-210	-135	-80	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	93	3	16	46	77
재무활동 현금흐름	-385	-353	-222	-221	-221
단기차입금	1,027	397	3	2	2
사채 및 장기차입금	44	-79	0	0	0
자본	13,993	38	0	0	0
현금배당	-52	-104	-154	-153	-153
기타현금흐름	-15,397	-605	-71	-71	-71
연결범위변동 등 기타	0	52	-191	-138	-164
현금의 증감	13	432	295	790	1,103
기초 현금	551	565	996	1,291	2,081
기말 현금	565	996	1,291	2,081	3,184
NOPLAT	651	492	1,144	1,593	1,912
FCF	327	767	712	1,119	1,429

자료: 유안타증권

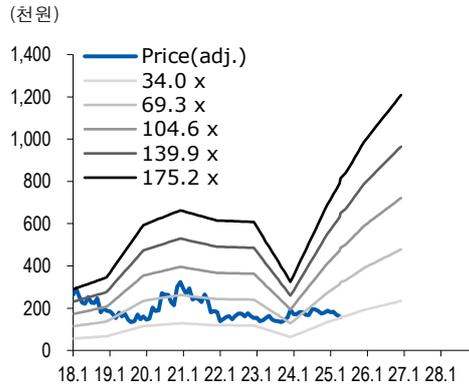
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,094	5,584	6,653	8,097	9,790
현금및현금성자산	565	996	1,291	2,081	3,184
매출채권 및 기타채권	948	1,259	1,436	1,503	1,557
재고자산	3,039	2,766	3,248	3,755	4,203
비유동자산	14,863	15,471	15,195	14,932	14,702
유형자산	1,215	1,245	1,185	1,089	1,000
관계기업 등 지분관련 자산	105	112	132	148	165
기타투자자산	31	49	50	50	50
자산총계	19,957	21,055	21,847	23,028	24,492
유동부채	2,512	3,187	3,251	3,330	3,413
매입채무 및 기타채무	491	554	614	692	772
단기차입금	1,608	1,989	1,989	1,989	1,989
유동성장기부채	176	98	98	98	98
비유동부채	319	288	306	320	335
장기차입금	99	87	87	87	87
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,831	3,475	3,557	3,650	3,748
지배지분	16,981	17,439	18,154	19,247	20,620
자본금	220	221	221	221	221
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,472	5,577	6,963
비지배지분	145	141	137	131	124
자본총계	17,126	17,580	18,291	19,378	20,744
순차입금	1,131	1,064	745	-64	-1,187
총차입금	1,890	2,208	2,211	2,213	2,215

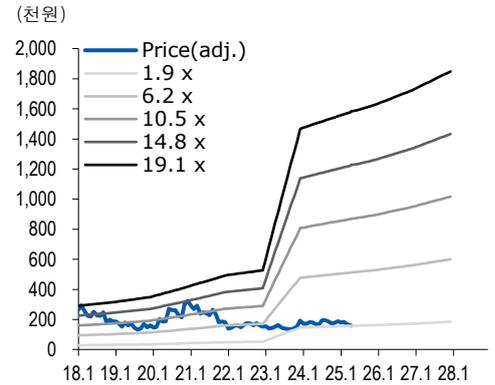
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,472	1,855	3,945	5,643	6,896
BPS	76,812	81,158	85,176	90,305	96,746
EBITDAPS	5,816	3,995	6,813	8,394	9,683
SPS	14,108	15,614	19,090	22,229	24,695
DPS	477	716	716	716	716
PER	43.6	96.4	40.1	28.0	22.9
PBR	2.0	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	26.9	45.5	23.7	18.9	15.8
PSR	10.7	11.5	8.3	7.1	6.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-4.7	63.4	19.9	16.2	11.1
영업이익 증가율 (%)	0.7	-24.5	132.6	39.2	20.0
지배순이익 증가율 (%)	-0.4	-21.1	108.5	42.8	22.2
매출총이익률 (%)	48.3	47.3	56.6	60.3	61.8
영업이익률 (%)	29.9	13.8	26.8	32.1	34.7
지배순이익률 (%)	24.6	11.9	20.7	25.4	27.9
EBITDA 마진 (%)	41.2	25.6	35.7	37.8	39.2
ROIC	4.7	2.0	4.7	6.8	8.0
ROA	4.1	2.1	4.1	5.6	6.5
ROE	5.1	2.5	5.0	6.7	7.7
부채비율 (%)	16.5	19.8	19.4	18.8	18.1
순차입금/자기자본 (%)	6.7	6.1	4.1	-0.3	-5.8
영업이익/금융비용 (배)	67.4	6.5	16.2	22.5	27.0

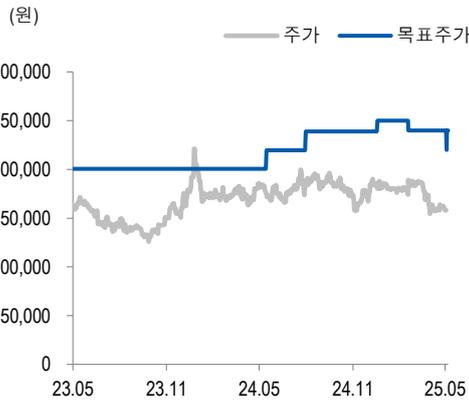
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-12	BUY	220,000	1년		
2025-02-26	BUY	240,000	1년	-28.27	-21.63
2024-12-27	BUY	250,000	1년	-27.74	-25.00
2024-08-08	BUY	238,773	1년	-24.21	-17.80
2024-05-23	BUY	219,671	1년	-18.90	-9.13
2024-03-06	1년 경과 이후		1년	-12.55	-7.33
2023-03-06	BUY	200,569	1년	-22.30	10.24

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-12

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.