

셀트리온 (068270)

1Q25P Review: 확인이 필요한 시기

투자의견

BUY(유지)

목표주가

220,000 원(하향)

현재주가

158,000 원(05/09)

시가총액

35,232(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 22만원으로 하향 조정함
- 목표주가 하향 조정은 2025년 및 2026년 예상 매출액을 각각 18%, 23% 영업이익을 각각 22%, 23% 하향 조정한 것에 기인함. 목표주가는 2026년 예상 순이익을 현재화 한 값에 Target P/E 40배를 적용함
- 2025년 1분기 잠정 실적 발표: 매출액 8,419억원(+14.2%yoy), 영업이익 1,494억원(OP margin = 17.7%)으로 영업이익 기준 당사 추정치를 각각 22%, 43% 하회하였으며, 4월 이후 낮아진 컨센서스 대비 각각 11%, 31% 하회
- 1분기 실적에서 전반적으로 당사 기대치 이하의 매출 및 이익을 기록한 것을 반영하여 연간 실적을 하향 조정함. 예상치 이하의 1분기 매출액은 재고 조정과 아직 미국 시장에서 점유율이 뚜렷한 상승 추세에 진입하지 않았기 때문인 것으로 파악됨
- 이익률 회복세는 당사 예상치와 유사함. 향후 매출 성장률 회복이 셀트리온의 이익 성장의 핵심 동력임, 셀트리온은 하반기로 갈수록 신제품 매출 기여도 상승에 따른 매출 성장률 상승을 전망하였으나 당사는 확인이 좀 더 필요한 시기라고 판단함
- 2025년 가이던스: 셀트리온은 매출액은 5조원을 유지하였으며, 영업이익률 목표도 25~30% 초반 수준을 달성할 것으로 언급하였음. 당사 추정 매출액은 4.1조원으로 셀트리온의 가이던스 대비 16% 낮은 수준, 영업이익률은 26%를 달성 가능할 것으로 추정하고 있음. 짐펜트라 목표액은 2.5천억원을 제시함(당사는 짐펜트라 2025년 매출액을 약 3.1천억원에서 2.3천억원으로 하향 조정함)

주가(원, 05/09)	158,000
시가총액(십억원)	35,232

발행주식수	222,990천주
52주 최고가	211,000원
최저가	152,900원
52주 일간 Beta	0.64
60일 일평균거래대금	898억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.5%

주주구성	
셀트리온홀딩스 (외 94인)	29.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-10.1	-9.5	-7.8
절대기준	2.3	-8.9	-12.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	250,000	▼
영업이익(25)	1,078	1,373	▼
영업이익(26)	1,577	2,036	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,176	3,557	4,186	5,297
영업이익	651	492	1,078	1,577
세전손익	671	576	1,137	1,627
당기순이익	540	419	907	1,304
EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033
증감률(%)	-33.9	-19.9	126.0	43.7
PER(배)	83.0	100.9	37.6	26.2

자료: 유진투자증권

주: 2023년 12월 28일 셀트리온이 셀트리온 헬스케어를 흡수 합병함에 따라 2023년 실적과 2024년 예상 실적의 연속성은 없음

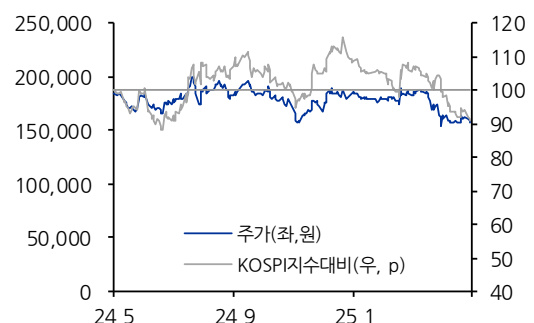


도표 1. 셀트리온 1Q25 실적 Review 및 2Q25 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	1Q25P					2Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	842	1,085	(22.4)	942	(10.6)	952	8.8	13.0	3,557	4,186	17.7	5,297	26.6
영업이익	149	264	(43.4)	215	(30.6)	242	233.3	61.7	492	1,078	119.0	1,577	46.4
지배순이익	108	220	(50.9)	156	(30.3)	213	172.6	96.3	423	911	115.6	1,310	43.7
영업이익률	17.7	24.3	(6.6)	22.9	(5.1)	25.4	17.1	7.6	13.8	25.7	11.9	29.8	4.0
지배순이익률	12.9	20.3	(7.5)	16.5	(3.6)	22.3	13.4	9.5	11.9	21.8	9.9	24.7	3.0

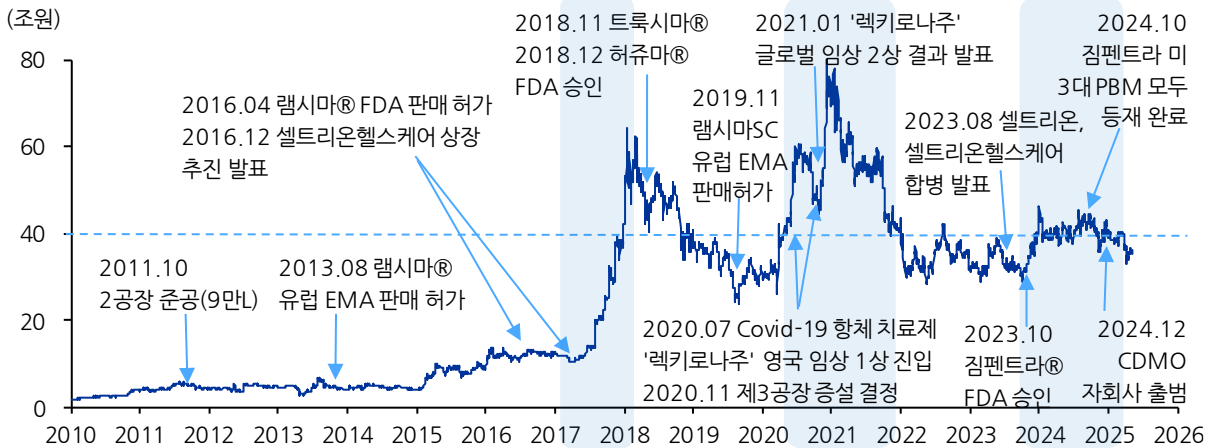
자료: 셀트리온, 유진투자증권, FnGuide

도표 2. 셀트리온 실적 조정(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	2024	NEW			OLD		Change	
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	3,557	4,186	5,297	6,006	5,103	6,838	(18.0)	(22.5)
영업이익	492	1,078	1,577	1,870	1,373	2,036	(21.5)	(22.5)
지배순이익	423	911	1,310	1,528	1,139	1,660	(20.0)	(21.1)
영업이익률	170.2	25.7	29.8	31.1	26.9	29.8	(1.2)	0.0
지배순이익률	146.2	21.8	24.7	25.4	22.3	24.3	(0.5)	0.5

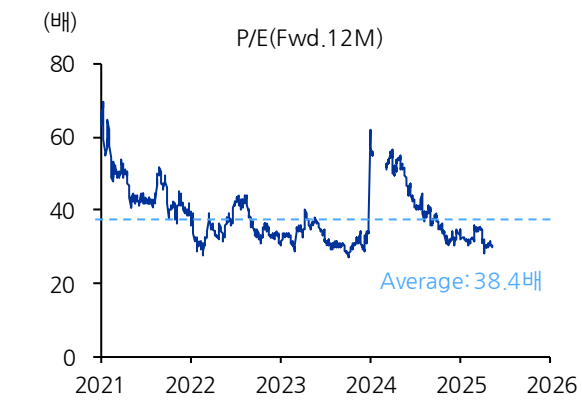
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 3. 셀트리온 시가총액 추이 및 주요 이벤트



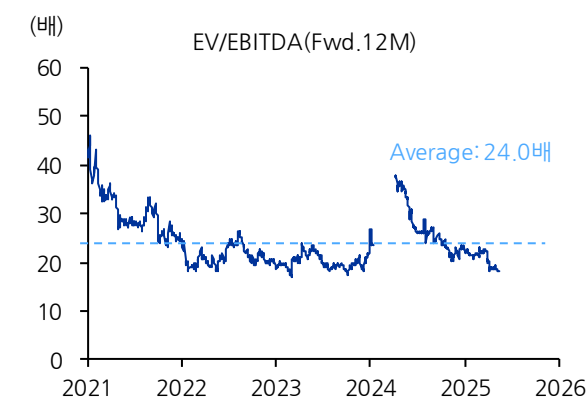
자료: Quantivise, 셀트리온, 유진투자증권

도표 4. 셀트리온 12M Fwd P/E valuation



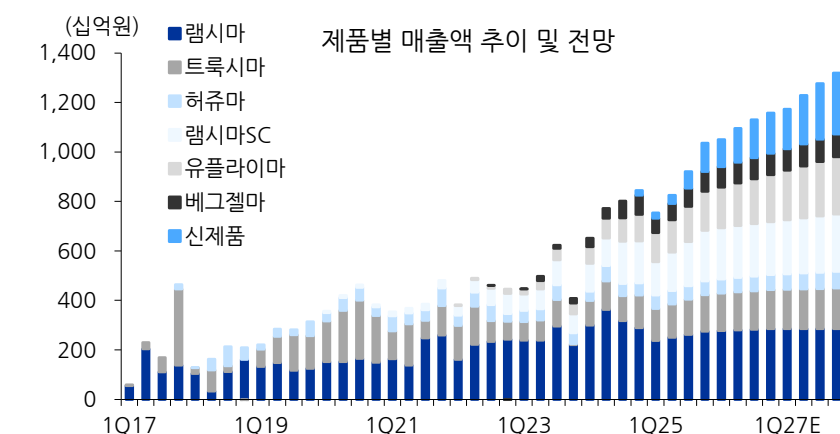
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 5. 셀트리온 12M Fwd EV/EBITDA valuation



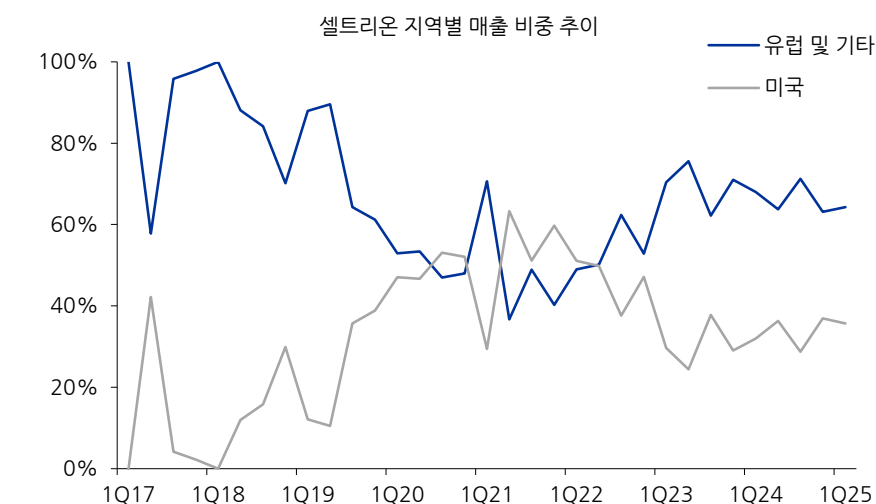
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 6. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 7. 셀트리온 지역별 판매비중 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 8. 셀트리온 지역별 판매액 추이

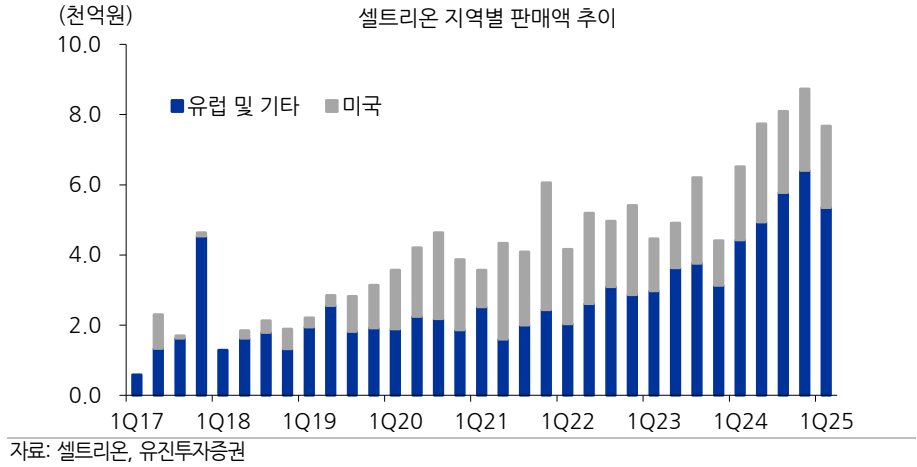
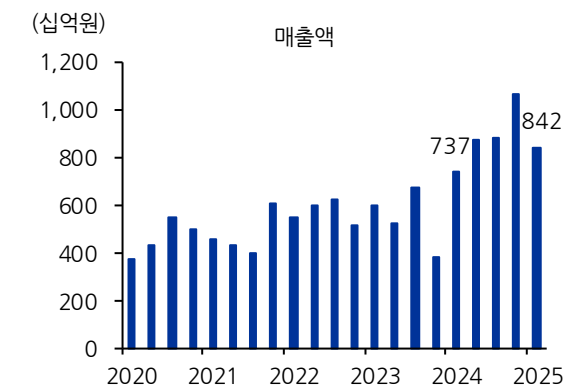


도표 9. 셀트리온 분기별 예상 실적 추이

(십억원)	2024				2025E				2024	2025E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE		
매출액	737	875	882	1,064	842	952	1,080	1,312	3,557	4,186
영업이익	15	72	208	196	150	242	301	385	492	1,078
지배순이익	22	78	86	237	69	213	194	436	423	911
영업이익률	2.1	8.3	23.5	18.5	17.8	25.4	27.9	29.3	13.8	25.7
지배순이익률	3.0	8.9	9.7	22.2	8.1	22.3	17.9	33.2	11.9	21.8

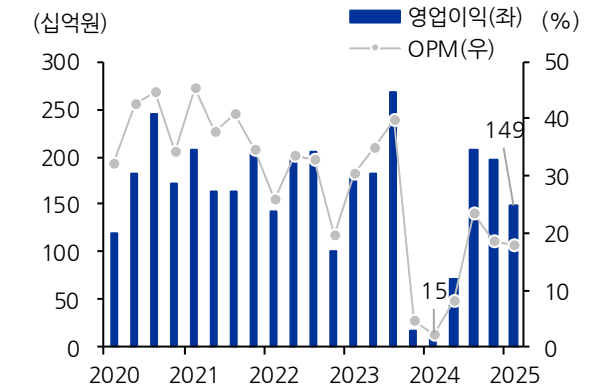
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 10. 셀트리온 분기별 매출액 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 11. 셀트리온 분기별 영업이익 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	19,957	21,055	21,571	22,790	24,256
유동자산	5,094	5,584	6,320	7,351	8,620
현금성자산	760	1,144	1,351	1,998	2,679
매출채권	948	1,259	1,438	1,609	1,824
재고자산	3,039	2,766	3,100	3,295	3,649
비유동자산	14,863	15,471	15,251	15,440	15,636
투자자산	357	525	540	644	760
유형자산	1,215	1,245	1,017	1,068	1,115
기타	13,291	13,702	13,695	13,728	13,761
부채총계	2,831	3,475	3,797	3,872	3,974
유동부채	2,512	3,187	3,501	3,569	3,664
매입채무	491	554	863	966	1,095
유동성이자부채	1,783	2,102	2,102	2,062	2,022
기타	238	531	536	542	547
비유동부채	319	288	295	302	310
비유동이자부채	107	106	106	106	106
기타	212	182	189	197	204
자본총계	17,126	17,580	17,775	18,919	20,282
지배지분	16,981	17,439	17,634	18,778	20,141
자본금	220	221	221	221	221
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,502	5,646	7,009
기타	(1,993)	(1,353)	(1,916)	(1,916)	(1,916)
비지배지분	145	141	141	141	141
자본총계	17,126	17,580	17,775	18,919	20,282
총차입금	1,890	2,208	2,208	2,168	2,128
순차입금	1,131	1,064	857	170	(551)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	537	902	669	1,255	1,301
당기순이익	540	419	907	1,304	1,521
자산상각비	246	418	251	214	218
기타비현금성손익	127	206	(484)	(124)	(93)
운전자본증감	(221)	(21)	(215)	(276)	(453)
매출채권감소(증가)	(296)	(174)	(179)	(171)	(215)
재고자산감소(증가)	57	225	(334)	(195)	(354)
매입채무증가(감소)	(2)	(144)	309	103	129
기타	20	72	(12)	(12)	(13)
투자현금	(139)	(169)	(313)	(408)	(488)
단기투자자산감소	(164)	7	(4)	(6)	(74)
장기투자증권감소	(19)	(15)	0	(88)	(100)
설비투자	210	135	95	100	100
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(141)	(195)	(198)	(198)	(198)
재무현금	(385)	(353)	(154)	(206)	(205)
차입금증가	(90)	(80)	0	(40)	(40)
자본증가	(963)	(521)	(154)	(166)	(165)
배당금지급	52	104	154	166	165
현금 증감	13	432	202	641	608
기초현금	551	565	996	1,198	1,840
기말현금	565	996	1,198	1,840	2,447
Gross Cash flow	913	1,068	884	1,531	1,754
Gross Investment	197	198	523	678	868
Free Cash Flow	716	870	360	853	886

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,186	5,297	6,006
증가율(%)	(4.7)	63.4	17.7	26.6	13.4
매출원가	1,125	1,876	1,845	2,184	2,395
매출총이익	1,052	1,682	2,340	3,113	3,611
판매 및 일반관리비	400	1,190	1,263	1,536	1,742
기타영업손익	4	197	6	22	13
영업이익	651	492	1,078	1,577	1,870
증가율(%)	0.7	(24.5)	119.0	46.4	18.5
EBITDA	897	910	1,329	1,791	2,088
증가율(%)	2.7	1.4	46.0	34.8	16.6
영업외손익	20	84	60	50	34
이자수익	19	34	34	34	34
이자비용	10	76	81	81	81
지분법손익	(11)	(3)	0	0	0
기타영업외손익	21	130	108	98	82
세전순이익	671	576	1,137	1,627	1,903
증가율(%)	7.2	(14.2)	97.4	43.0	17.0
법인세비용	131	157	230	323	382
당기순이익	540	419	907	1,304	1,521
증가율(%)	(0.5)	(22.4)	116.6	43.7	16.7
지배주주지분	536	423	911	1,310	1,528
증가율(%)	(0.4)	(21.1)	115.6	43.7	16.7
비지배지분	4	(4)	(4)	(6)	(7)
EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	126.0	43.7	16.7
수정EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	126.0	43.7	16.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
BPS	77,083	80,336	81,233	86,502	92,783
DPS	477	763	760	760	760
밸류에이션(배, %)					
PER	83.0	100.9	37.6	26.2	22.4
PBR	2.5	2.3	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	34.1	45.9	27.2	19.8	16.6
배당수익률	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	48.7	39.9	38.8	22.4	19.6
수익성(%)					
영업이익률	29.9	13.8	25.7	29.8	31.1
EBITDA이익률	41.2	25.6	31.7	33.8	34.8
순이익률	24.8	11.8	21.7	24.6	25.3
ROE	5.1	2.5	5.2	7.2	7.9
ROIC	4.7	2.0	4.7	6.8	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	6.6	6.1	4.8	0.9	(2.7)
유동비율	202.8	175.2	180.5	205.9	235.3
이자보상배율	67.4	6.5	13.2	19.4	23.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
매출채권회전율	1.7	3.2	3.1	3.5	3.5
재고자산회전율	1.2	1.2	1.4	1.7	1.7
매입채무회전율	5.0	6.8	5.9	5.8	5.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		0%

(2025.03.31 기준)

