셀트리온 (068270)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

신규 시밀러 성장으로 수익성 개선

4Q25 Pre: 신규 제품 성장하며 수익성 개선

12/31 전망 공시를 통해 4Q25 매출액 1조 2839억원(+20.7%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 4722억원(+140.4%, OPM 36.8%)를 기록할 것으로 발표. 시장 컨센서스(매출액 1조 2579억원, 영업이익 3968억원) 대비 영업이익을 크게 상회. 분기 마감 전 발표이나 남은 영업일수가 많아 실제 발표치와 차이는 크지 않을 것으로 판단.

램시마SC, 유플라이마, 스테키마 등 수익성 높은 신규 시밀러 제품 매출이 증가하며 전체 시밀러 매출에서 차지하는 비중도 증가하며 원가율 개선에 기여. 4Q25 매출 원가율은 36.1%로 전분기 대비 3.1% 개선.

신제품 성장이 견인할 26년

24년말 스테키마(스텔라라 시밀러) 유럽 출시를 시작으로 25년까지 총 5개의 신규 시밀러 제품을 미국 또는 유럽 시장에 출시. 스테키마를 제외한 품목들이 하반기 이후 출시되면서 본격적인 매출 기여는 26년부터 이루어질 것으로 예상. 기존 시밀러 제품 매출 성장이 제한적인 상황에서 신규 시밀러 매출 성장이 26년 성장을 견인할 것으로 판단.

또한 일라이 릴리로부터 인수한 뉴저지 공장도 29년까지 약 6787억원 규모의 CMO 생산 계약을 수주. 릴리와의 CMO 계약에 따라 연 2천억원 이상의 CMO 매출이 발생할 것으로 예상. 증설을 통해 현재 6.6만L 규모에서 13.2만L 까지 확대할 계획으로 추가 수주 계약도 가능할 것으로 기대.

투자 의견 Buy, 목표 주가 25만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가는 기존 22만원에서 25만원으로 13.6% 상향. 목표 주가 상향은 수익성 개선에 따른 실적 전망치 상향과 26년 EBITDA(1조 9645억원)을 적용에 기인. 헬스케어 합병 이후 높아진 원가율 개선이 빠르게 이루어지지 않으면서 동사 주가도 부진했으나 신규 시밀러 비중이 증가하며 수익성 개선 및 주가 상승으로 이어질 것으로 전망.

BUY (M)

목표주가	250,000원 (U)
직전 목표주가	220,000원
현재주가 (1/2)	202,500원
상승여력	23%

시가총액	467,696억원
총발행주식수	230,960,969주
60일 평균 거래대금	1,326억원
60일 평균 거래량	720,034주
52주 고/저	202,500원 / 146,216원
외인지분율	21.06%
배당수익률	0.38%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 96 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.9	15.5	16.6
상대	1.9	(4.9)	(35.1)
절대 (달러환산)	12.0	12.1	18.6

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,284	20.7	24.8	1,258	2.1
영업이익	472	140.4	56.7	397	19.0
세전계속사업이익	536	95.7	41.9	448	19.8
지배순이익	418	76.5	26.0	399	4.7
영업이익률 (%)	36.8	+18.3 %pt	+7.5 %pt	31.5	+5.3 %pt
지배순이익률 (%)	32.5	+10.3 %pt	+0.3 %pt	31.7	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	2,176	3,557	4,116	5,144
영업이익	651	492	1,165	1,713
지배순이익	536	423	919	1,311
PER	43.6	96.4	45.6	35.7
PBR	2.0	2.2	2.3	2.4
EV/EBITDA	26.9	45.5	30.2	24.2
ROE	5.1	2.5	5.3	7.3

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

셀트리온 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	841.9	961.5	1029.0	1283.9	1133.1	1227.5	1316.3	1466.7	3557.3	4116.3	5143.5
YoY	14.2%	9.9%	16.7%	20.7%	34.6%	27.7%	27.9%	14.2%	63.4%	15.7%	25.0%
바이오시밀러	767.6	921.9	961.3	1209.0	998.4	1079.1	1172.8	1315.3	3108.4	3820.7	4565.6
램시마 IV	283.2	261.3	265.3	309.4	246.1	258.7	268.0	306.3	1269.4	1074.2	1079.1
트룩시마	129.0	102.7	126.1	136.6	130.3	107.8	131.1	132.5	446.9	494.4	501.8
허쥬마	54.0	50.8	48.8	57.8	57.2	54.4	53.2	61.3	198.4	211.4	226.1
램시마 SC	135.2	160.7	185.1	221.0	150.1	176.8	198.1	238.7	569.3	702.0	763.6
유플라이마	118.2	137.4	143.8	169.6	156.0	178.6	184.1	215.3	347.5	569.0	734.0
베그젤마	58.0	79.9	74.9	100.1	89.9	107.1	116.1	122.1	218.8	312.9	435.2
짐펜트라	13.0	23.0	28.1	36.1	34.4	43.7	55.9	68.1	36.6	100.2	202.1
기타	22.0	67.1	89.2	178.4	134.4	152.1	166.4	170.9	21.6	356.6	623.8
제약/케미컬	68.3	72.5	63.3	70.3	66.9	73.2	63.9	71.0	319.7	274.4	275.1
기타(CMO 포함)	6.0	6.2	4.4	4.6	67.8	75.1	79.5	80.4	129.1	21.2	302.8
매출 총이익	442.9	544.4	626.1	820.4	728.6	799.1	856.9	960.7	1681.2	2433.8	3345.2
판매 관리비	293.5	301.9	324.7	348.2	364.9	383.0	414.6	469.3	1189.2	1268.3	1631.8
영업이익	149.4	242.5	301.4	472.2	363.7	416.1	442.3	491.3	492.0	1165.5	1713.4
YoY	867.9%	234.5%	45.1%	140.4%	143.4%	71.6%	46.7%	4.1%	(24.5%)	136.9%	47.0%
OPM	17.7%	25.2%	29.3%	36.8%	32.1%	33.9%	33.6%	33.5%	13.8%	28.3%	33.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	4Q25E	1Q26E	25E	4Q25E	1Q26E	25E	4Q25E	1Q26E	25E
매출액	1226.9	1043.8	4163.0	1283.9	1133.1	4116.3	+1.3%	+8.6%	-1.1%
영업이익	386.5	295.4	1109.1	472.2	363.7	1165.5	+22.2%	+23.1%	+5.1%
OPM	31.5%	28.3%	26.6%	36.8%	32.1%	28.3%	+5.3%pt	+3.8%pt	+1.7%pt

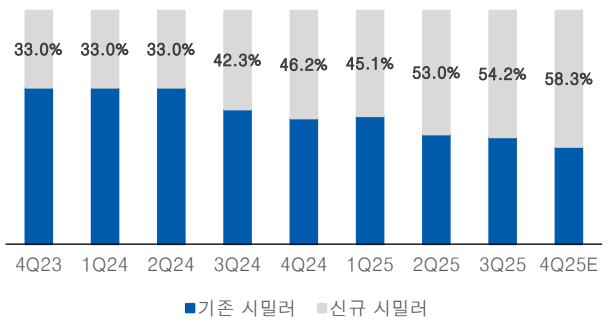
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 목표주가 산정 (단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 영업가치	58,935	26년 예상 EBITDA 19,645억원 Target EV/EBITDA 30x
2. 순차입금	646	26년말 예상
3. 총 기업 가치	58,289	1-2
4. 총 주식수	230,961	
5. 주당 가치	252,374	3/4
6. 목표 주가	250,000	

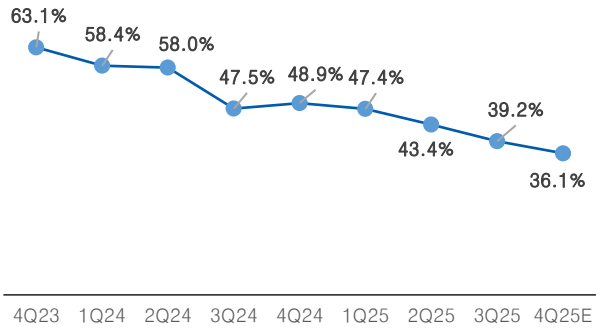
자료: 유안타증권 리서치센터

신규 제품 매출 비중 추이



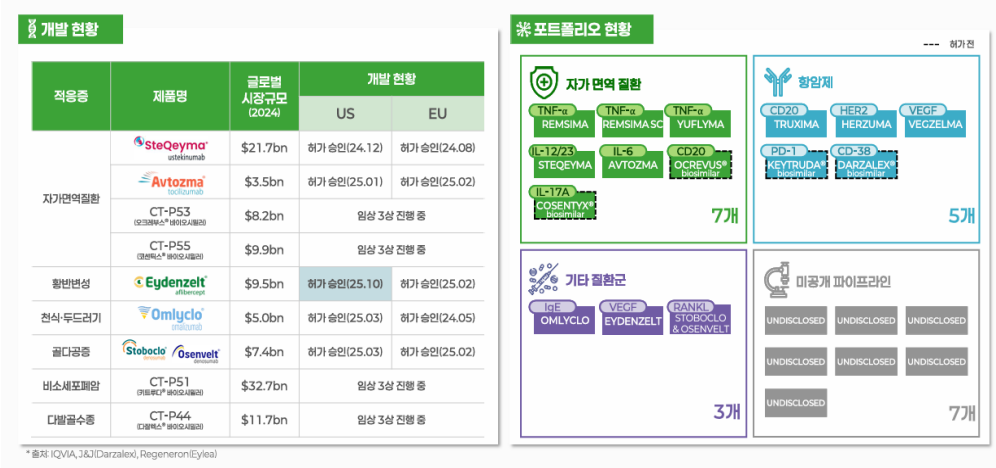
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 매출원가율 추이



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

바이오시밀러 개발 현황



개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2024)	개발 현황 US	개발 현황 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 (오크레부스® 바이오시밀러)	$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (크세바릭스® 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	

* 출처: IQVIA, J&J(Darzalex), Regeneron(Eylea)

포트폴리오 현황

--- 허가전

자가 면역 질환: TNF-α REMSIMA, TNF-α REMSIMA SC, TNF-α YUFLYMA, IL-12/23 STEQEYMA, IL-6 AVTOZMA, CD20 OCREVUS® biosimilar, IL-17A COSENTYX® biosimilar — 7개

항암제: CD20 TRUXIMA, HER2 HERZUMA, VEGF VEGZELMA, PD-1 KEYTRUDA® biosimilar, CD-38 DARZALEX® biosimilar — 5개

기타 질환군: IgE OMLYCLO, VEGF EYDENZELT, RANKL STOBOCLO & OSENVELT — 3개

미공개 파이프라인: UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED — 7개

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**	**4,116**	**5,144**	**5,666**
매출원가	1,125	1,876	1,682	1,798	1,977
매출총이익	1,052	1,682	2,434	3,345	3,689
판관비	400	1,190	1,268	1,632	1,756
영업이익	**651**	**492**	**1,165**	**1,713**	**1,933**
EBITDA	897	910	1,453	1,964	2,160
영업외손익	20	84	-3	-30	2
외환관련손익	12	144	189	21	21
이자손익	9	-42	-50	-35	-3
관계기업관련손익	-11	-12	-2	-16	-16
기타	10	-6	-140	0	0
법인세비용차감전순손익	671	576	1,162	1,684	1,935
법인세비용	131	157	240	370	426
계속사업순손익	540	419	922	1,313	1,509
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	540	419	922	1,313	1,509
지배지분순이익	**536**	**423**	**919**	**1,311**	**1,506**
포괄순이익	544	925	760	1,684	1,880
지배지분포괄이익	540	929	757	1,682	1,877

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**537**	**902**	**358**	**1,152**	**1,460**
당기순이익	540	419	922	1,313	1,509
감가상각비	64	73	91	82	74
외환손익	0	0	-100	-21	-21
종속,관계기업관련손익	11	12	2	16	16
자산부채의 증감	-221	-21	-665	-519	-374
기타현금흐름	144	420	108	280	255
투자활동 현금흐름	**-139**	**-169**	**-211**	**367**	**409**
투자자산	-22	-38	-18	-20	-15
유형자산 증가 (CAPEX)	-210	-135	-70	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	93	3	-123	387	424
재무활동 현금흐름	**-385**	**-353**	**-422**	**-225**	**-226**
단기차입금	1,027	397	760	3	2
사채 및 장기차입금	44	-79	-58	0	0
자본	13,993	38	-597	0	0
현금배당	-52	-104	-154	-151	-151
기타현금흐름	-15,397	-605	-374	-77	-77
연결범위변동 등 기타	0	52	108	-84	-130
현금의 증감	**13**	**432**	**-167**	**1,210**	**1,513**
기초 현금	551	565	996	829	2,039
기말 현금	565	996	829	2,039	3,552
NOPLAT	**651**	**492**	**1,165**	**1,713**	**1,933**
FCF	**327**	**767**	**288**	**1,152**	**1,460**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**5,094**	**5,584**	**6,332**	**8,322**	**10,437**
현금및현금성자산	565	996	829	2,039	3,552
매출채권 및 기타채권	948	1,259	1,405	1,605	1,759
재고자산	3,039	2,766	3,394	3,877	4,250
비유동자산	14,863	15,471	15,493	15,261	15,049
유형자산	1,215	1,245	1,241	1,159	1,085
관계기업등 지분관련자산	105	112	135	154	169
기타투자자산	31	49	58	58	58
자산총계	**19,957**	**21,055**	**21,824**	**23,583**	**25,485**
유동부채	2,512	3,187	4,188	4,381	4,530
매입채무 및 기타채무	491	554	700	799	876
단기차입금	1,608	1,989	2,746	2,746	2,746
유동성장기부채	176	98	82	82	82
비유동부채	319	288	285	316	340
장기차입금	99	87	37	37	37
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**2,831**	**3,475**	**4,472**	**4,697**	**4,871**
지배지분	16,981	17,439	17,207	18,739	20,465
자본금	220	221	239	239	239
자본잉여금	14,790	14,828	14,212	14,212	14,212
이익잉여금	3,964	3,744	4,296	5,457	6,812
비지배지분	145	141	145	147	150
자본총계	**17,126**	**17,580**	**17,352**	**18,886**	**20,615**
순차입금	**1,131**	**1,064**	**1,879**	**646**	**-884**
총차입금	1,890	2,208	2,912	2,914	2,916

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

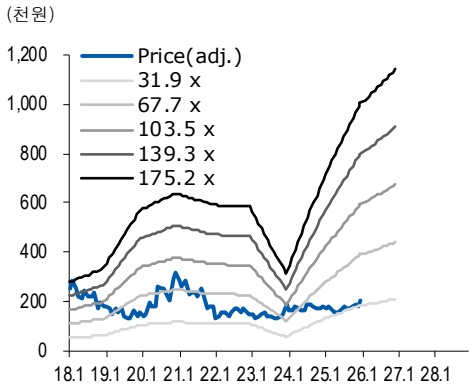
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,344	1,787	3,968	5,676	6,522
BPS	73,987	78,173	78,716	85,721	93,619
EBITDAPS	5,603	3,848	6,275	8,506	9,354
SPS	13,589	15,040	17,776	22,270	24,532
DPS	459	689	689	689	689
PER	**43.6**	**96.4**	**45.6**	**35.7**	**31.0**
PBR	**2.0**	**2.2**	**2.3**	**2.4**	**2.2**
EV/EBITDA	**26.9**	**45.5**	**30.2**	**24.2**	**21.3**
PSR	**10.7**	**11.5**	**10.2**	**9.1**	**8.3**

재무비율 (단위: 배, %)

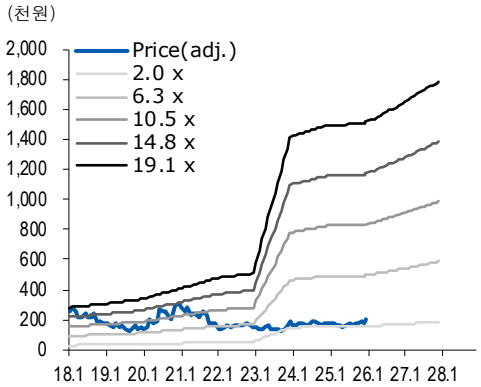
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-4.7**	**63.4**	**15.7**	**25.0**	**10.2**
영업이익 증가율 (%)	**0.7**	**-24.5**	**136.9**	**47.0**	**12.8**
지배순이익 증가율 (%)	**-0.4**	**-21.1**	**117.4**	**42.7**	**14.9**
매출총이익률 (%)	48.3	47.3	59.1	65.0	65.1
영업이익률 (%)	**29.9**	**13.8**	**28.3**	**33.3**	**34.1**
지배순이익률 (%)	24.6	11.9	22.3	25.5	26.6
EBITDA 마진 (%)	41.2	25.6	35.3	38.2	38.1
ROIC	4.7	2.0	4.0	7.2	7.9
ROA	4.1	2.1	4.3	5.8	6.1
ROE	**5.1**	**2.5**	**5.3**	**7.3**	**7.7**
부채비율 (%)	16.5	19.8	25.8	24.9	23.6
순차입금/자기자본 (%)	6.7	6.1	10.9	3.4	-4.3
영업이익/금융비용 (배)	67.4	6.5	15.9	22.2	25.1

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

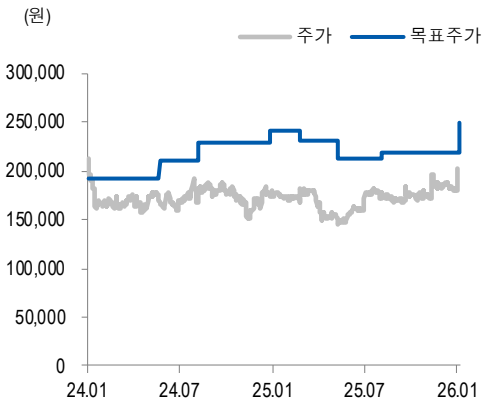
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-05	BUY	250,000	1년		
2025-08-07	BUY	220,000	1년	-19.15	-7.95
2025-07-22	BUY	211,907	1년	-16.13	-14.87
2025-05-12	BUY	211,907	1년	-23.52	-14.49
2025-02-26	BUY	231,171	1년	-28.27	-21.63
2024-12-27	BUY	240,803	1년	-27.74	-25.00
2024-08-08	BUY	229,989	1년	-24.21	-17.80
2024-05-23	BUY	211,590	1년	-18.90	-9.13
2024-03-06	1년 경과 이후		1년	-12.55	-7.33

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-02

※해외 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.