

# 셀트리온 (068270)

제약/바이오

Analyst 김준영

junyoung.kim@meritz.co.kr

## 2026년: OPM 본격 개선 구간

### 4Q25 Review

4Q25 연결 기준 매출액 1조 3,302억원(YoY +25.1%, QoQ +29.3%), 영업이익 4,752억원(YoY +142.0%, QoQ +57.7%)으로 매출액, 영업이익은 컨센서스를 각각 약 4.8%, 10.5% 상회하였다. 2025년 연간 매출액은 4조 1,625억원(YoY +17.0%), 영업이익은 1조 1,685억원(YoY +137.5%)을 달성하였고 24년 13.8%의 OPM이 25년 28.1%로 개선되었다. 영업이익이 개선된 주된 이유는 고마진 신규 제품의 매출 성장에 기인한다. 4Q25 신규 제품 매출은 7,347억원(YoY +82.3%)으로 바이오 의약품 내 58.7%의 비중을 차지하였고 25년 연간 바이오 매출 기준으로는 53.6%를 차지하였다.

램시마 SC, 짐펜트라, 베그젤마는 미국과 유럽 점유율 확대를 바탕으로 각각 2,357억원(YoY +39.0%), 581억원(YoY +107.5%), 1,549억원(YoY +100.1%)를 달성하였다. 무엇보다 25년 출시 및 판매 시작된 5종의 신제품(스테키마, 옴리클로, 앵토즈마, 아이덴젤트, 스토보클로/오센벨트) 4Q25 매출이 1,819억원(YoY +797.7%)으로 성장하며 OPM 개선을 가속화 하고 있다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 28만원으로 상향

피어 그룹(유한양행, 녹십자, SK바이오팜)의 평균 EV/EBITDA에 10%의 프리미엄을 부여 및 27년 EBITDA 2조 5,280억원 현가화를 반영하여 적정주가를 28만원으로 상향한다. 현재 11개의 바이오시밀러 제품을 보유 중이며 4개의 바이오시밀러 파이프라인이 임상 3상 연구 중에 있다. 히알루로니다제를 이용한 허셉틴 SC 제품 출시 또한 27년을 목표로 개발 중에 있다. 3개의 ADC와 1개의 이중 항체 파이프라인이 임상 1상 연구 중에 있으며 26년 하반기부터 주요 임상 결과가 발표될 가능성이 있다. 미국 공장은 유지 보수 기간을 거쳐 2월 중순부터 다시 제품 생산에 돌입할 예정이며 2030년까지 총 132,000L의 생산 능력을 갖추기 위해 단계적인 증설을 추진할 예정이다. 빅파마의 특허 절벽 시기에 접어들며 바이오시밀러 신제품은 지속적으로 나올 가능성이 높다. 이와 더불어 자체 R&D 및 오픈 이노베이션을 통해 신약 개발을 포함한 종합 제약사로 거듭나는 중이며 지속적인 성장에 주목할 필요가 있다.

Meritz Research 2026. 2. 6

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	280,000원
현재주가 (2.5)	217,500원
상승여력	28.7%

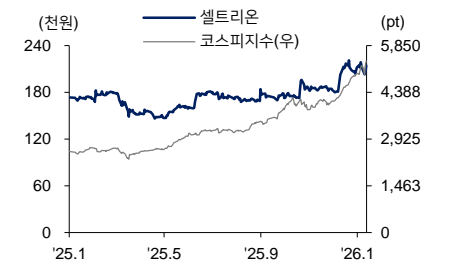
KOSPI	5,163.57pt
시가총액	502,340억원
발행주식수	23,096만주
유동주식비율	62.89%
외국인비중	22.52%
52주 최고/최저가	221,000원/146,216원
평균거래대금	1,643.3억원

### 주요주주(%)

셀트리온홀딩스 외 95 인	31.47
국민연금공단	6.40

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	22.3	26.6
상대주가	-10.4	-24.2	-38.5

### 주가그래프



(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
2025P	4,162.5	1,168.5	1,035.7	4,473	150.3	74,611	40.5	2.4	30.4	6.0	24.7
2026E	5,311.0	1,820.4	1,471.7	6,372	42.5	80,331	34.1	2.7	26.0	8.2	23.3
2027E	6,884.3	2,393.7	1,936.6	8,385	31.6	88,064	25.9	2.5	19.7	10.0	21.2

**표1 셀트리온 4Q25P Preview 테이블**

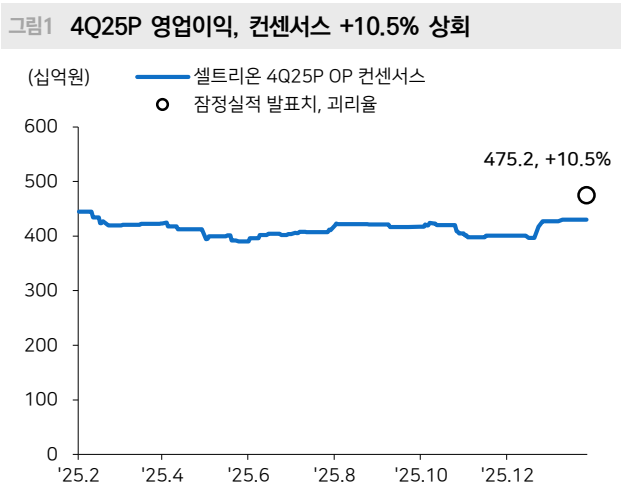
(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,330.2	1,063.7	25.1	1,029.0	29.3	1,224.8	8.6	1,268.9	4.8
영업이익	475.2	196.4	142.0	301.4	57.7	410.3	15.8	429.9	10.5
세전이익	527.8	274.0	92.6	377.9	39.7	472.7	11.7	486.4	8.5
당기순이익	527.9	235.6	124.1	331.9	59.0	364.0	45.0	405.7	30.1
영업이익률(%)	35.7	18.5		29.3		33.5		33.9	
세전이익률(%)	39.7	25.8		36.7		38.6		38.3	
순이익률(%)	39.7	22.1		32.3		29.7		32.0	

자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

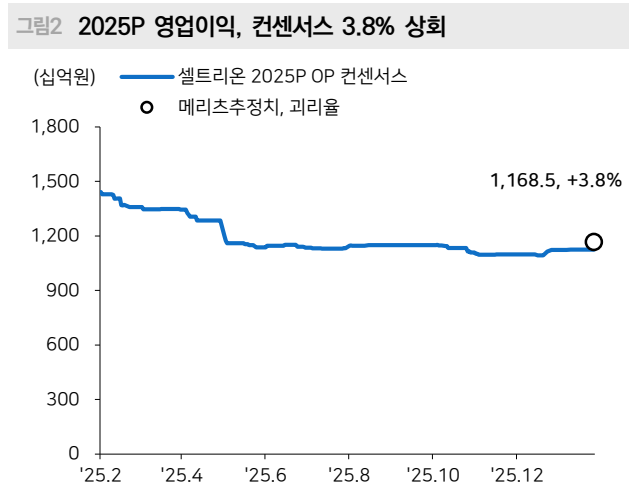
**표2 셀트리온 2025P 연간 실적 테이블**

(십억원)	2025P	2024	(% YoY)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	4,162.5	3,557.3	17.0	4,057.2	2.6	4,102.1	1.5
영업이익	1,168.5	492.0	137.5	1,103.6	5.9	1,125.4	3.8
세전이익	1,153.7	576.1	100.2	1,098.6	5.0	1,086.6	6.2
당기순이익	1,031.5	418.9	146.2	867.5	18.9	853.6	20.8
영업이익률(%)	28.1	13.8		27.2		27.4	
세전이익률(%)	27.7	16.2		27.1		26.5	
순이익률(%)	24.8	11.8		21.4		20.8	

자료: Quantwise, 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

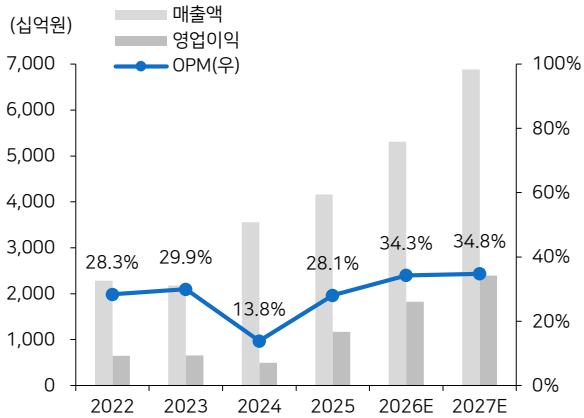
표3 셀트리온 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>841.9</b>	<b>961.5</b>	<b>1,029.0</b>	<b>1,330.2</b>	<b>1,094.7</b>	<b>1,322.9</b>	<b>1,370.1</b>	<b>1,523.3</b>	<b>3,557.3</b>	<b>4,162.5</b>	<b>5,311.0</b>	<b>6,884.3</b>
% YoY	14.2	9.9	16.7	25.1	30.0	37.6	33.2	14.5	63.4	17.0	27.6	29.6
<b>바이오 매출</b>	<b>767.6</b>	<b>882.8</b>	<b>961.3</b>	<b>1,252.3</b>	<b>1,072.5</b>	<b>1,166.1</b>	<b>1,264.3</b>	<b>1,416.9</b>	<b>3,108.4</b>	<b>3,864.0</b>	<b>4,919.8</b>	<b>6,358.8</b>
기존 제품	420.5	414.8	440.2	517.6	425.8	424.1	432.4	524.0	1,915.4	1,793.1	1,806.3	1,826.6
램시마 IV	237.7	261.3	265.3	285.2	240.1	263.9	257.3	288.1	1,268.8	1,049.5	1,049.4	1,059.9
트룩시마	128.7	102.7	126.1	168.9	130.0	107.8	124.8	170.6	449.5	526.4	533.3	538.6
허쥬마	54.1	50.8	48.8	63.5	55.7	52.3	50.3	65.4	197.1	217.2	223.7	228.2
신규 제품	347.2	468.1	521.1	734.7	646.7	742.1	831.8	892.8	1,193.0	2,071.1	3,113.5	4,532.1
램시마 SC	135.3	161.1	185.1	235.7	175.9	188.5	211.0	238.1	564.1	717.2	813.4	894.8
짐펜트라	13.4	22.6	28.1	58.1	46.9	52.0	61.8	66.8	36.6	122.2	227.5	333.4
유폴라이마	117.5	137.4	143.8	104.1	141.0	151.1	158.2	145.7	349.1	502.8	596.1	677.8
베그젤마	59.2	79.9	74.9	154.9	88.8	103.9	104.9	108.4	221.2	368.9	406.0	507.5
기타	21.8	67.1	89.2	181.9	194.2	246.6	296.0	333.8	22.0	360.0	1,070.5	2,118.7
<b>Non-바이오 매출</b>	<b>74.3</b>	<b>78.7</b>	<b>67.7</b>	<b>77.9</b>	<b>124.9</b>	<b>183.9</b>	<b>140.6</b>	<b>144.3</b>	<b>448.8</b>	<b>298.6</b>	<b>593.7</b>	<b>667.5</b>
<b>매출총이익</b>	<b>442.9</b>	<b>544.4</b>	<b>626.1</b>	<b>853.7</b>	<b>719.2</b>	<b>883.7</b>	<b>912.5</b>	<b>1,019.1</b>	<b>1,681.7</b>	<b>2,467.0</b>	<b>3,534.5</b>	<b>4,612.5</b>
GPM (%)	52.6	56.6	60.8	64.2	65.7	66.8	66.6	66.9	47.3	59.3	66.6	67.0
<b>영업이익</b>	<b>149.4</b>	<b>242.5</b>	<b>301.4</b>	<b>475.2</b>	<b>361.2</b>	<b>459.1</b>	<b>469.9</b>	<b>530.1</b>	<b>492.0</b>	<b>1,168.5</b>	<b>1,820.4</b>	<b>2,393.7</b>
% YoY	867.7	234.5	45.1	142.0	141.8	89.3	55.9	11.6	(24.5)	137.5	55.8	31.5
OPM (%)	17.7	25.2	29.3	35.7	33.0	34.7	34.3	34.8	13.8	28.1	34.3	34.8
<b>당기순이익</b>	<b>108.3</b>	<b>63.3</b>	<b>331.9</b>	<b>527.9</b>	<b>302.5</b>	<b>372.3</b>	<b>385.2</b>	<b>425.4</b>	<b>418.9</b>	<b>1,031.5</b>	<b>1,485.4</b>	<b>1,888.1</b>
% YoY	421.6	(19.3)	294.7	124.1	179.2	488.1	16.1	(19.4)	(22.4)	146.2	44.0	27.1
NPM (%)	12.9	6.6	32.3	39.7	27.6	28.1	28.1	27.9	11.8	24.8	28.0	27.4

자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

표4 셀트리온 적정주가 산출		
(십억원)	비고	
<b>셀트리온 영업가치 (A)</b>	<b>60,939.2</b>	
27년 EBITDA	2,528.0	WACC 6.2% 가정
타겟 EV/EBITDA	25.6	국내 미국 진출사 (유한양행, SK바이오팜, 녹십자) 12개월 선행 EV/EBITDA 평균 23.3배에 10% 프리미엄 적용
<b>셀트리온제약 지분가치 (B)</b>	<b>152.5</b>	지분율 55%
3개월 평균 시가총액	277.3	
순차입금 (C)	482.9	2026년 말 기준
<b>주주가치 (D=A+B-C)</b>	<b>60,609.2</b>	
주식수 (E)	220,278 천주	유통주식수 기준
<b>적정주가 (F=D/E)</b>	<b>280,000</b>	

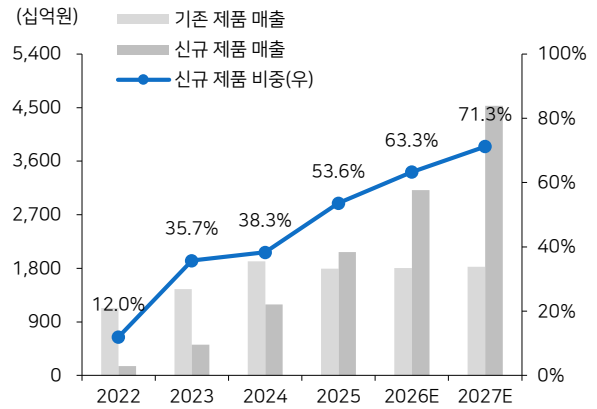
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 셀트리온 연결 기준 매출액, 영업이익, OPM 추이



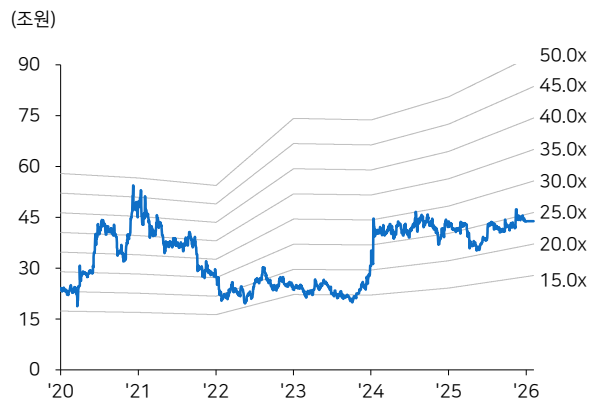
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림4 기존 및 신규 제품 매출 및 신규 제품 비중 추이



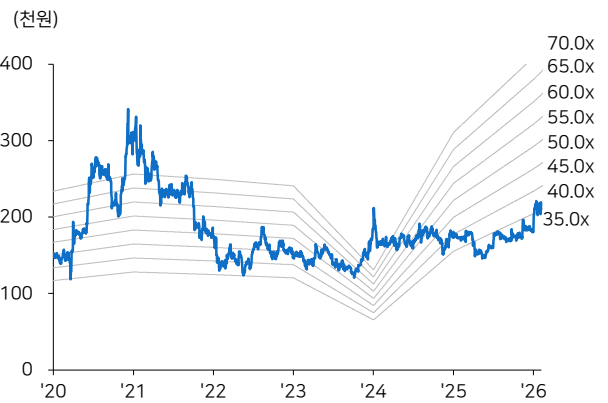
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림5 셀트리온 EV/EBITDA 밴드



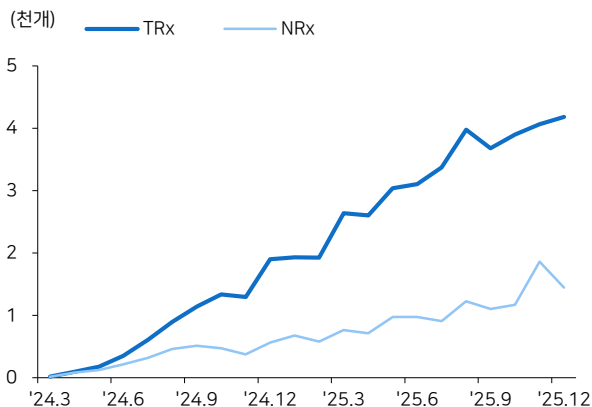
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 셀트리온 PER 밴드



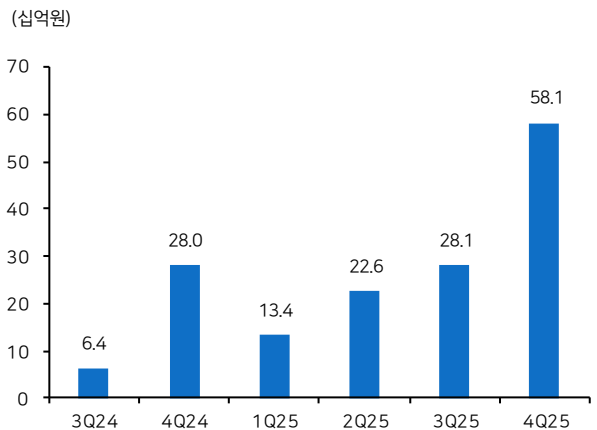
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 짐펜트라 NRx, TRx 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 짐펜트라 매출 추이



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

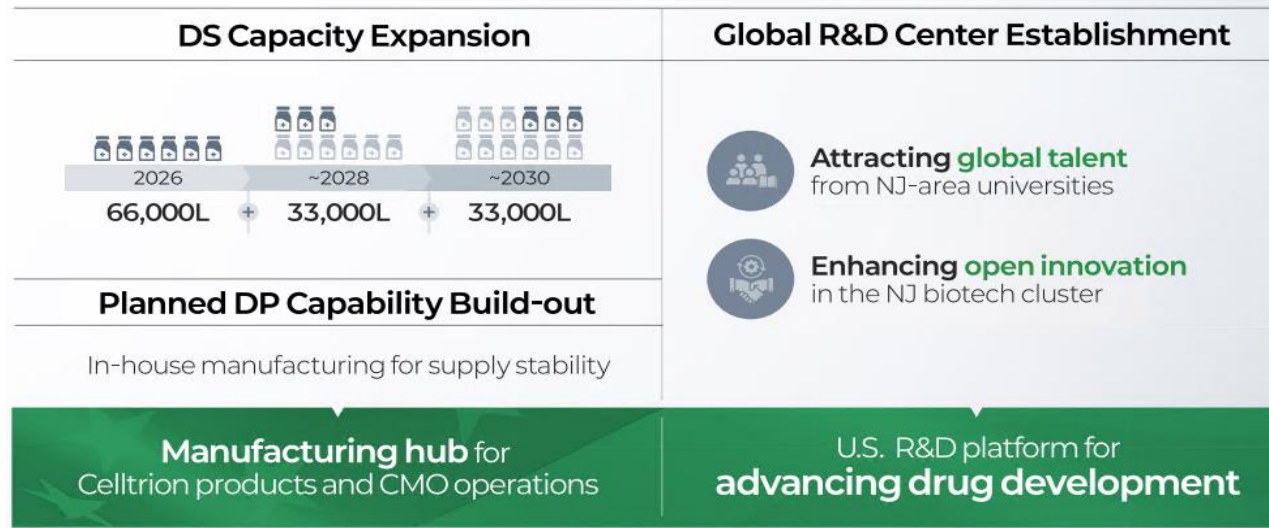
그림9 셀트리온의 관세 관련 대응 전략: 미국 생산 거점 확보



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

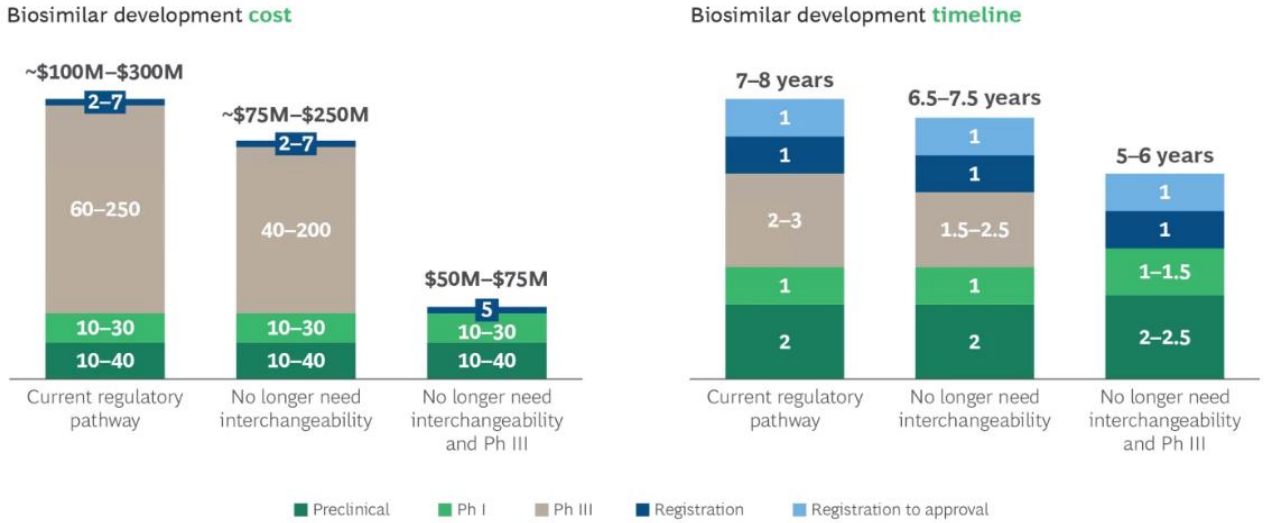
그림10 미국 내 중장기 투자 계획

## Strategic manufacturing & R&D expansion for **long-term growth**



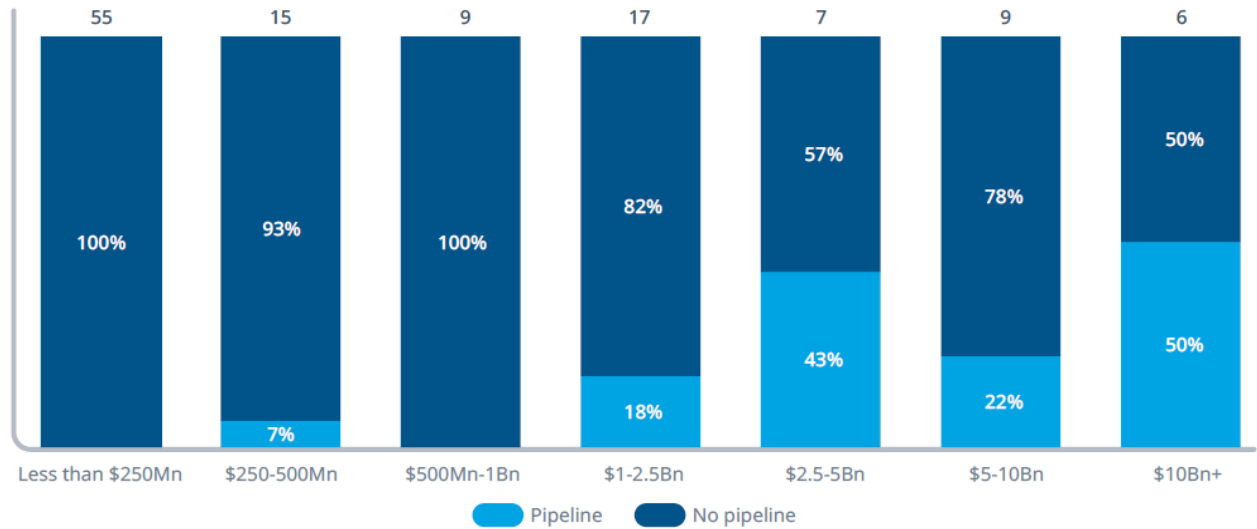
자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림11 바이오시밀러 전임상 연구부터 허가까지 소요되는 비용과 시간



자료: BCG, 메리츠증권 리서치센터

그림12 매출 규모가 높은 제품에 편향된 바이오시밀러 개발



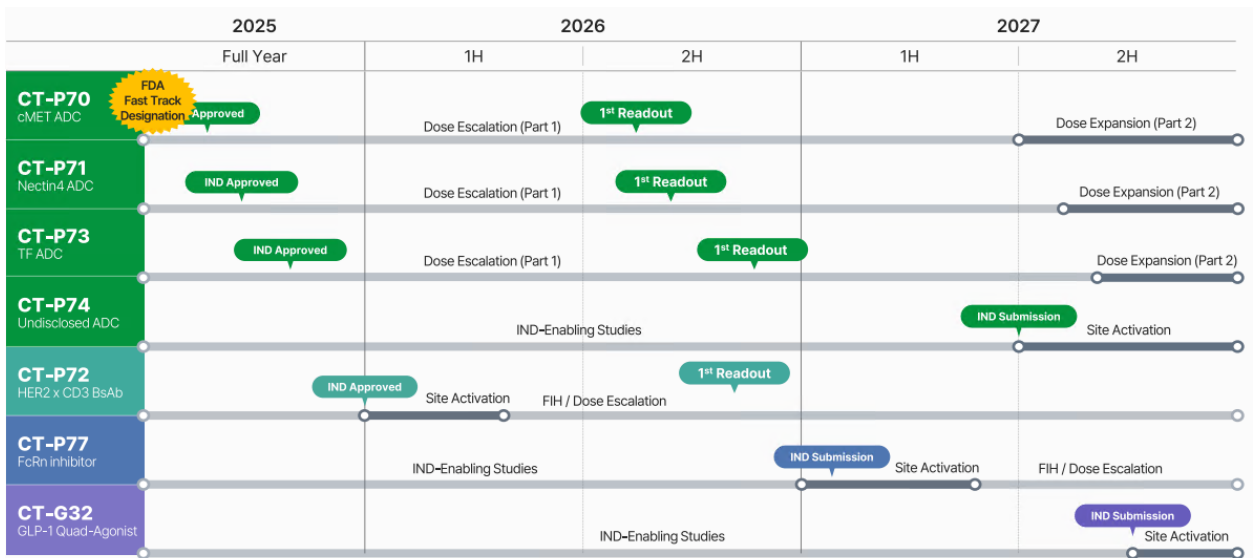
자료: IQVIA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 셀트리온 바이오시밀러 개발 계획



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

그림14 셀트리온 ADC, 다중 항체 신약 개발 타임라인



자료: 셀트리온, 메리츠증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>2,176.4</b>	<b>3,557.3</b>	<b>4,162.5</b>	<b>5,311.0</b>	<b>6,884.3</b>
매출액증가율(%)	-4.7	63.4	17.0	27.6	29.6
매출원가	1,124.6	1,875.6	1,695.5	1,776.5	2,271.8
매출총이익	1,051.9	1,681.7	2,467.0	3,534.5	4,612.5
판매관리비	400.4	1,189.7	1,298.5	1,714.1	2,218.8
<b>영업이익</b>	<b>651.5</b>	<b>492.0</b>	<b>1,168.5</b>	<b>1,820.4</b>	<b>2,393.7</b>
영업이익률(%)	29.9	13.8	28.1	34.3	34.8
금융손익	11.5	-23.5	-47.9	-35.1	-15.7
중속/관계기업손익	-11.3	-11.9	3.2	-38.4	5.2
기타영업외손익	19.4	119.6	37.5	272.7	274.3
세전계속사업이익	671.1	576.1	1,161.2	2,019.5	2,657.4
법인세비용	131.4	157.2	122.2	545.3	717.5
<b>당기순이익</b>	<b>539.7</b>	<b>418.9</b>	<b>1,039.0</b>	<b>1,474.3</b>	<b>1,939.9</b>
지배주주지분 손이익	535.7	422.7	1,035.7	1,471.7	1,936.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>537.2</b>	<b>901.9</b>	<b>1,208.9</b>	<b>1,304.1</b>	<b>1,551.4</b>
당기순이익(손실)	539.7	418.9	1,039.0	1,474.3	1,939.9
유형자산상각비	63.8	72.6	93.0	96.1	96.5
무형자산상각비	182.1	345.6	161.1	37.4	37.9
운전자본의 증감	-221.4	-21.3	0.8	-338.8	-538.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-138.9</b>	<b>-169.4</b>	<b>-363.5</b>	<b>-256.9</b>	<b>-310.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-210.1	-135.1	-104.6	-192.0	-206.0
투자자산의감소(증가)	-28.6	-37.8	-34.7	-20.6	-46.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-385.1</b>	<b>-353.0</b>	<b>-414.4</b>	<b>-197.5</b>	<b>-194.9</b>
차입금의 증감	1,071.0	317.5	711.4	30.8	34.3
자본의 증가	13,998.5	37.6	-597.0	-13.0	0.0
현금의 증가(감소)	13.4	431.8	384.8	849.7	1,046.2
기초현금	551.2	564.6	996.4	1,381.3	2,230.9
기말현금	564.6	996.4	1,381.3	2,230.9	3,277.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>유동자산</b>	<b>5,094.0</b>	<b>5,584.1</b>	<b>6,089.7</b>	<b>7,332.7</b>	<b>8,945.2</b>
현금및현금성자산	564.6	996.4	1,381.3	2,230.9	3,277.1
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
<b>비유동자산</b>	<b>14,862.8</b>	<b>15,471.1</b>	<b>15,581.0</b>	<b>15,720.1</b>	<b>15,898.3</b>
유형자산	1,214.6	1,244.6	1,274.2	1,370.1	1,479.6
무형자산	13,290.7	13,701.6	13,593.2	13,615.8	13,638.0
투자자산	135.2	161.0	197.5	218.1	264.7
<b>자산총계</b>	<b>19,956.8</b>	<b>21,055.2</b>	<b>21,670.7</b>	<b>23,052.8</b>	<b>24,843.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,512.4</b>	<b>3,187.1</b>	<b>4,059.8</b>	<b>4,126.8</b>	<b>4,136.3</b>
매입채무	50.9	75.3	94.2	107.9	138.7
단기차입금	1,607.6	1,989.1	2,756.3	2,796.3	2,836.3
유동성장기부채	175.7	97.9	79.4	67.4	55.4
<b>비유동부채</b>	<b>318.6</b>	<b>288.0</b>	<b>233.7</b>	<b>225.2</b>	<b>217.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	99.1	86.6	37.2	37.2	37.2
<b>부채총계</b>	<b>2,831.0</b>	<b>3,475.2</b>	<b>4,293.5</b>	<b>4,352.0</b>	<b>4,353.4</b>
<b>자본금</b>	<b>220.3</b>	<b>220.5</b>	<b>239.3</b>	<b>239.3</b>	<b>239.3</b>
자본잉여금	14,790.2	14,827.6	14,211.7	14,211.7	14,211.7
기타포괄이익누계액	52.6	562.7	308.0	308.0	308.0
이익잉여금	3,963.6	3,744.3	4,413.3	5,734.3	7,520.2
비지배주주지분	145.1	140.9	144.9	147.5	150.8
<b>자본총계</b>	<b>17,125.8</b>	<b>17,580.1</b>	<b>17,377.2</b>	<b>18,700.8</b>	<b>20,490.1</b>

Key Financial Data

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	13,589	15,040	17,976	22,995	29,807
EPS(지배주주)	3,344	1,787	4,473	6,372	8,385
CFPS	5,699	4,515	6,673	9,474	12,156
EBITDAPS	5,603	3,848	6,143	8,460	10,946
BPS	70,838	73,827	74,611	80,331	88,064
DPS	459	689	689	689	689
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	55.4	101.1	40.5	34.1	25.9
PCR	32.5	40.0	27.1	23.0	17.9
PSR	13.6	12.0	10.1	9.5	7.3
PBR	2.6	2.4	2.4	2.7	2.5
EBITDA(십억원)	897.3	910.3	1,422.6	1,953.9	2,528.0
EV/EBITDA	34.3	46.0	30.4	26.0	19.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.1	2.5	6.0	8.2	10.0
EBITDA 이익률	41.2	25.6	34.2	36.8	36.7
부채비율	16.5	19.8	24.7	23.3	21.2
금융비용부담률	0.4	2.1	1.8	1.5	1.1
이자보상배율(x)	67.4	6.5	15.9	23.4	30.5
매출채권회전율(x)	1.7	3.3	3.1	3.3	3.6
재고자산회전율(x)	1.2	1.2	1.6	2.0	2.6

**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	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 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	-25.3	-11.6	
2026.02.06	기업브리프	Buy	280,000	김준영	-	-	