

# 셀트리온 (068270)

## 지금까지는 순조롭다

### 4Q25 Review; 형만 한 아우들이 등장

동사의 '25년 4분기 연결 기준 매출액은 1조 3,302억원(YoY +25%), 영업이익은 4,752억원(YoY +142%, OPM 36%)을 달성했다. 작년 3분기를 기점으로 합병에 대한 노이즈가 해소되었고 호실적 추세가 유지되고 있다. 신규제품의 성장을 주목할만하다. '24년 4분기 대비 고수익성의 신규제품 매출이 약 3,300억원 증가했으며 이에 따른 원가율 개선 효과도 발생했다(4Q24 GPM 51% → 4Q25 GPM 64%). 2025년에는 총 5개의 신규 시밀러 제품군을 출시했으며 출시 시점이 연말에 몰려있었다는 점을 고려했을 때 2026년의 실적 상승에 기여하는 비중은 더욱 확대될 것으로 전망한다.

동사의 2026년 연간 매출 및 영업이익을 5조 2,063억원(YoY +25%), 1조 7,944억원(YoY 54%, OPM 35%)으로 제시한다. 신규제품의 매출 비중은 55% 수준을 전망하며 2025년 신규제품군의 합산 매출 대비 39% 성장할 것으로 기대된다. 동사는 현재 총 11개의 바이오시밀러 포트폴리오를 보유하고 있으며 2030년까지 18개의 상업화 라인업을 구성한다는 계획이다. 현재 포트폴리오의 시장 규모 대비 3배 이상의 성장 잠재력을 보유했기에 외형 성장 추세는 중장기적 관점으로도 견조할 것으로 판단한다.

### PreCheck 프로그램의 수혜 가능성 기대

최근 FDA는 PreCheck 프로그램에 대한 공식 신청 접수를 시작했다. 해당 프로그램은 미국 내 의약품 제조 시설 구축을 촉진하기 위한 목적이다. 현재 동사는 일라이 릴리의 미국 소재 공장을 인수했고 올해 2분기부터 정상 가동이 개시될 예정이다. 단기적으로는 해당 공장을 통해 한정된 Capa를 기반으로 생산하지만 증설에 대한 논의가 이뤄지고 있음을 언급했다.

상기 언급한 PreCheck 프로그램은 공장 완공 이전 FDA와의 소통을 통해 평가 절차 간소화를 이끌어낼 수 있다. 결국 동사의 공장은 미국 내 공급하는 의약품에 대한 생산을 진행한다는 점에서 프로그램의 목적과도 부합하는 부분이 있다고 판단한다. 신규 증설라인에 대한 기간 단축으로 인한 매출 기여 시점을 앞당길 수 있다는 점에서 바이오시밀러 외 CMO 영역에서의 추가적인 모멘텀이 발생할 수 있어 긍정적이다.

### 목표주가 23만원→26만원 상향

동사에 대한 투자의견은 유지하며, 목표주가는 기존 23만원에서 26만원으로 상향한다. 목표주가 상향의 근거는 실적 추정치 변경이며 크게 2가지 상황을 주목했다. 1) 경쟁 심화로 인한 기존 제품의 매출 감소를 전망했으나 선택적 입찰 전략을 통해 견조한 외형 추세를 유지하고 있다는 점과 2) 일부 시장에서 경쟁사들이 철수하고 있는 상황에서 신규제품군의 성공적인 런칭을 통한 유의미한 점유율을 확보했다는 점이다. 상기 근거를 통해 재산출한 동사의 기업가치는 57조 4,341억원이다.

ADC, 이중항체 등 다양한 모달리티에서의 신규 파이프라인 개발이 순조롭게 진행되고 있다. 올해부터 내년까지 핵심 임상 파이프라인에 대한 데이터 발표가 집중되어 있다. 현재 동사의 기업가치 산출에는 바이오시밀러에 대한 가치만 반영되어 있다는 점에서 신규 모달리티의 기업가치 기여에 대한 가능성도 중장기적으로 기대해볼 수 있다. 가장 빠른 시점의 파이프라인은 cMET ADC 후보물질인 CT-P70이며 올해 하반기 중 임상 1상 데이터 발표 관련 이벤트가 발생할 것으로 기대된다.

## Company Brief

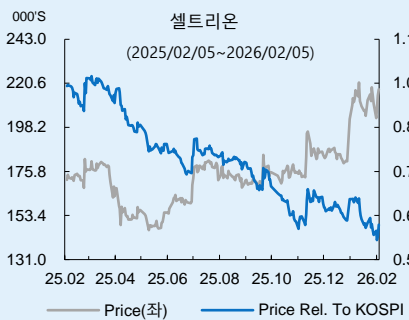
**Buy** (Maintain)

목표주가(12M)	260,000원(상향)
증가(2026.02.05)	217,500원
상승여력	19.5%

Stock Indicator	
자본금	221십억원
발행주식수	23,096만주
시가총액	50,234십억원
외국인지분율	22.5%
52주 주가	145,997~221,000원
60일평균거래량	829,862주
60일평균거래대금	164.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	24.4	22.3	26.8
상대수익률	-12.0	-4.6	-39.1	-78.9

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,557	4,163	5,206	5,650
영업이익(십억원)	492	1,169	1,794	1,950
순이익(십억원)	423	1,025	1,570	1,730
EPS(원)	1,787	4,341	6,645	7,325
BPS(원)	80,336	86,637	95,445	104,993
PER(배)	100.9	50.1	32.7	29.7
PBR(배)	2.2	2.5	2.3	2.1
ROE(%)	2.5	5.7	7.9	8.0
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	44.1	31.8	22.9	21.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]  
 정재원 2122-9208  
 jaewon.jeong@imfnsec.com

표1. 셀트리온 DCF valuation

(십억원, %, 천개, 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Operating EBIT	1,169	1,794	1,950	2,124	2,299
법인세율	10.6%	21.4%	20.0%	20.7%	20.4%
NOPLAT	1,045	1,410	1,560	1,684	1,831
감가상각비	88	98	103	103	98
무형자산상각비	332	270	220	179	146
총현금흐름	1,464	1,779	1,884	1,967	2,075
총투자	-1,010	-1,408	-656	-602	-563
FCF	455	371	1,228	1,364	1,511
PV of FCF	455	354	1,118	1,185	1,253
추정 마지막 연도 FCF	1,511				
Terminal Value	63,876				
Terminal growth	2.4				
PV of Forecasted FCF	4,365				
PV of Terminal Value	52,949				
Operating Value of FCF	57,314.1				
영업 외	-1,189.4				
셀트리온 기업가치	56,124.7				
셀트리온제약 가치	1,309.4	1년 평균 시가총액에 지분율(54.81%) 적용			
<b>최종 가치</b>	<b>57,434.1</b>				
주식수	217,079				
<b>적정주가</b>	<b>260,000</b>				

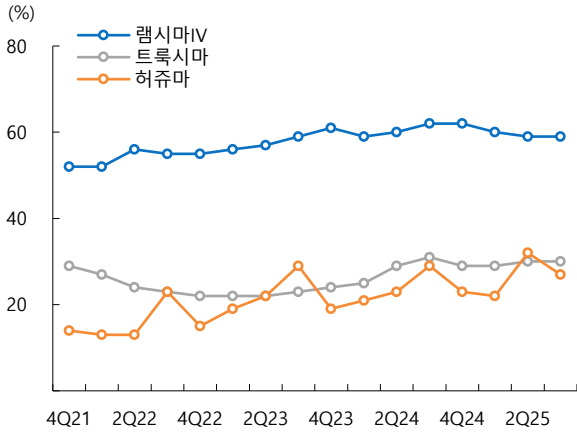
자료: iM증권 리서치본부

표1. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출	841.9	961.5	1,029.0	1,330.2	1,099.4	1,263.6	1,342.5	1,500.8	4,162.5	5,206.3	5,650.0
YoY	14.2	9.9	16.7	25.1	30.6	31.4	30.5	12.8	17.0	25.1	8.5
매출총이익	442.9	544.4	626.1	853.7	681.0	801.2	867.6	976.2	2,467.0	3,326.1	3,606.8
YoY	44.4	48.0	35.1	57.0	53.8	47.2	38.6	14.4	46.7	34.8	8.4
GPM	52.6	56.6	60.8	64.2	61.9	63.4	64.6	65.0	59.3	63.9	63.8
영업이익	149.4	242.5	301.4	475.2	345.0	428.6	478.1	542.7	1,168.5	1,794.4	1,950.1
YoY	867.7	234.5	45.1	142.0	130.9	76.8	58.6	14.2	137.5	53.6	8.7
OPM	17.7	25.2	29.3	35.7	31.4	33.9	35.6	36.2	28.1	34.5	34.5
당기 순이익	108.3	63.3	331.9	527.9	265.7	325.7	398.3	438.1	1,031.5	1,427.7	1,579.3
YoY	421.6	(19.3)	294.7	124.1	145.3	414.5	20.0	(17.0)	146.2	38.4	10.6

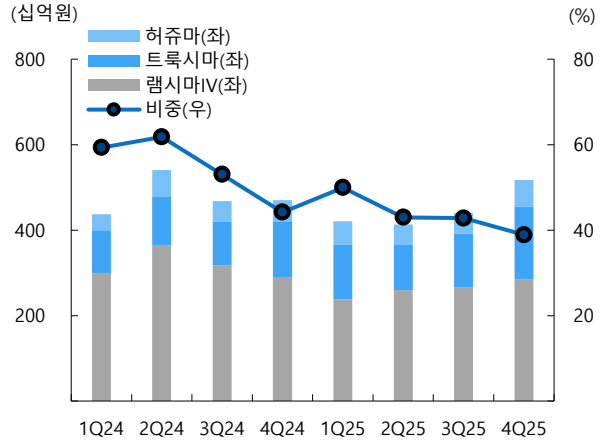
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



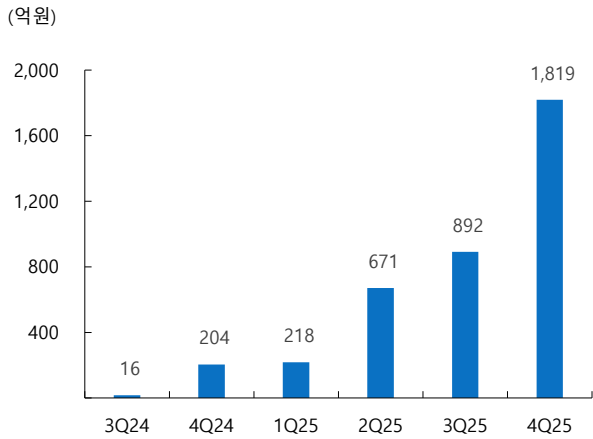
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



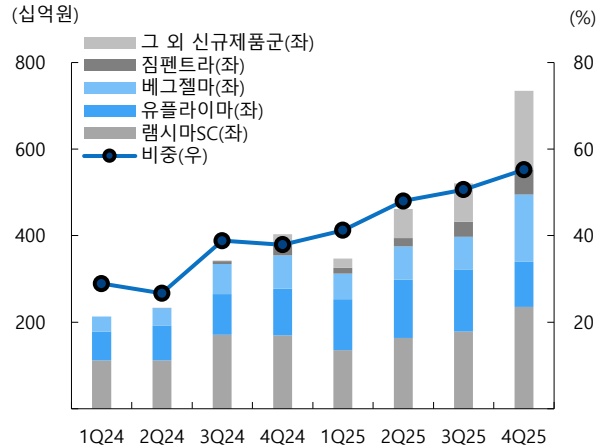
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 2024년 이후 런칭제품 글로벌 합산 매출 추이



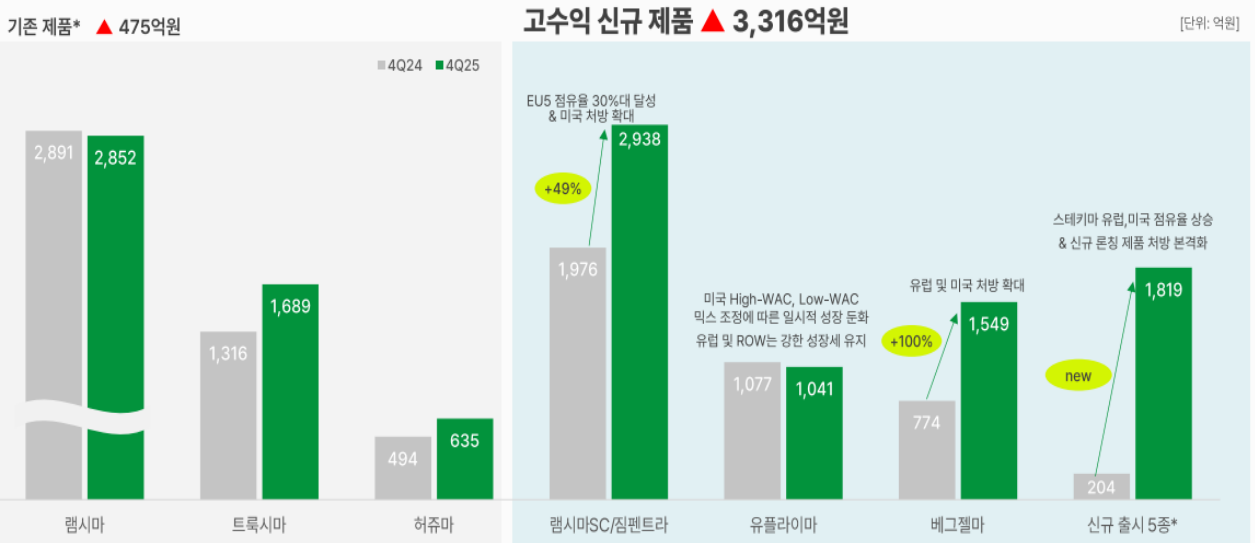
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 바이오 제품별 매출 상세



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

표2. 짐펜트라 매출 전망 (UC)

(명, %, 달러, 백만달러, 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
미국 18세 이상 신규 환자	609,415	614,830	620,114	625,314	630,400
단계별 환자 비중					
Mild to moderate 28.2%	171,613	173,138	174,626	176,091	177,523
Moderate to Severe 49.4%	301,057	303,732	306,343	308,911	311,424
Severe 이상 22.4%	136,744	137,959	139,145	140,312	141,453
Anti-TNF 처방비율					
Mild to moderate 1.6%	1,760	1,776	1,791	1,806	1,821
Moderate to Severe 5%	12,711	12,824	12,934	13,042	13,148
Severe 이상 6.8%	7,604	7,672	7,738	7,803	7,866
미국 신규 환자 처방 수	22,075	22,272	22,463	22,651	22,835
점유율	1.4	1.8	2.4	3.2	4.3
1년 약가	66,988				
매출	20.5	27.4	36.7	49.0	65.6
원화 환산(UC only)	30	37	49	66	89

자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

표3. 짐펜트라 매출 전망 (CD)

(명, %, 달러, 백만달러, 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
미국 18세 이상 신규 환자	688,949	694,477	699,862	705,147	710,210
단계별 환자 비중					
Mild to moderate 37%	254,911	256,956	258,949	260,904	262,778
Moderate to Severe 41%	282,469	284,736	286,943	289,110	291,186
Severe 이상 22%	151,569	152,785	153,970	155,132	156,246
Anti-TNF 처방비율					
Mild to moderate 2%	3,411	3,439	3,465	3,492	3,517
Moderate to Severe 14.4%	33,991	34,263	34,529	34,790	35,040
Severe 이상 29.2%	40,814	41,141	41,460	41,773	42,073
미국 신규 환자 처방 수	78,216	78,843	79,454	80,055	80,630
점유율	1.4	1.8	2.4	3.2	4.3
1년 약가	61,047				
매출	66.1	88.4	118.2	157.9	211.0
원화 환산(CD only)	96	119	160	213	285
짐펜트라 최종매출(UC+CD)	125.6	156.4	209.0	279.4	373.3

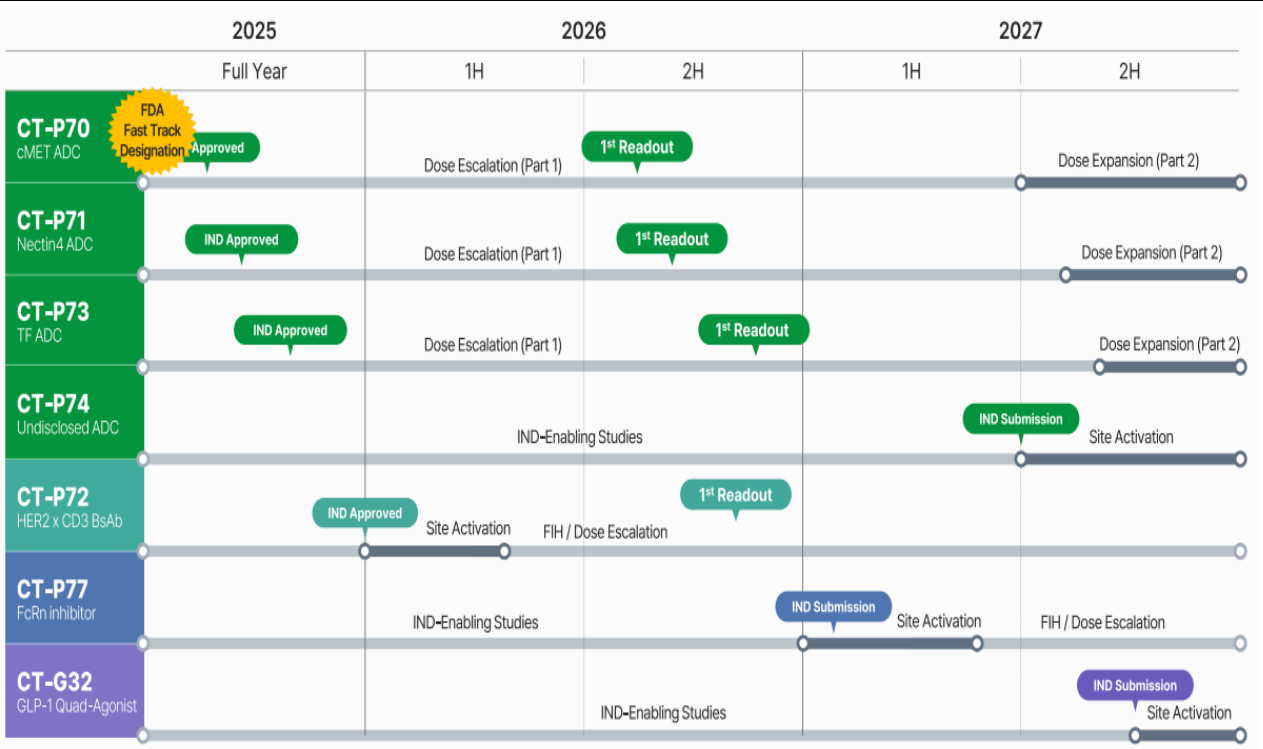
자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 개발 및 포트폴리오 현황 (2025년 4분기 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림7. 셀트리온 신약 개발 프로젝트 타임라인



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,584	7,029	9,089	11,354	매출액	3,557	4,163	5,206	5,650
현금 및 현금성자산	996	1,713	2,525	4,197	증가율(%)	63.4	17.0	25.1	8.5
단기금융자산	148	112	86	65	매출원가	1,876	1,696	1,880	2,043
매출채권	1,366	1,580	1,950	2,107	매출총이익	1,682	2,467	3,326	3,607
재고자산	2,766	3,237	4,048	4,393	판매비와관리비	1,190	1,299	1,532	1,657
비유동자산	15,471	15,355	15,189	14,968	연구개발비	200	242	313	351
유형자산	1,245	1,457	1,559	1,555	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,702	13,370	13,099	12,879	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	21,055	22,383	24,278	26,322	영업이익	492	1,169	1,794	1,950
유동부채	3,187	3,141	3,108	3,066	증가율(%)	-24.5	137.5	53.6	8.7
매입채무	75	88	110	120	영업이익률(%)	13.8	28.1	34.5	34.5
단기차입금	1,989	1,889	1,789	1,689	이자수익	34	53	77	125
유동성장기부채	98	98	98	98	이자비용	76	72	69	65
비유동부채	288	288	288	288	지분법이익(손실)	-12	2	5	6
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	120	19	50	50
장기차입금	87	87	87	87	세전계속사업이익	576	1,154	1,817	1,974
부채총계	3,475	3,429	3,396	3,354	법인세비용	157	122	232	230
지배주주지분	17,439	18,807	20,719	22,792	세전계속이익률(%)	16.2	27.7	34.9	34.9
자본금	221	221	221	221	당기순이익	419	1,031	1,585	1,744
자본잉여금	14,828	14,828	14,828	14,828	순이익률(%)	11.8	24.8	30.5	30.9
이익잉여금	3,744	4,606	6,011	7,578	지배주주귀속 순이익	423	1,025	1,570	1,730
기타자본항목	-1,353	-847	-340	166	기타포괄이익	506	506	506	506
비지배주주지분	141	147	163	176	총포괄이익	925	1,538	2,092	2,250
자본총계	17,580	18,954	20,882	22,968	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

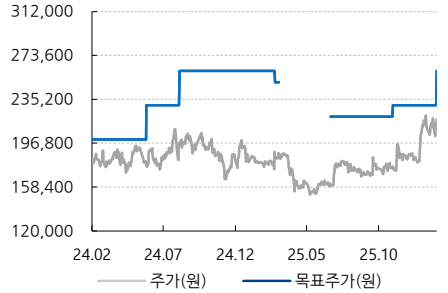
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	902	819	824	1,589	주당지표 (원)				
당기순이익	419	1,031	1,585	1,744	EPS	1,787	4,341	6,645	7,325
유형자산감가상각비	73	88	98	103	BPS	80,336	86,637	95,445	104,993
무형자산상각비	346	332	270	220	CFPS	3,555	6,117	8,207	8,695
지분법관련손실(이익)	-12	2	5	6	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-169	-127	-36	58	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-135	-300	-200	-100	PER	100.9	50.1	32.7	29.7
무형자산의 처분(취득)	-195	-	-	-	PBR	2.2	2.5	2.3	2.1
금융상품의 증감	-38	-15	-15	-15	PCR	50.7	35.6	26.5	25.0
재무활동 현금흐름	-353	-16	-16	-16	EV/EBITDA	44.1	31.8	22.9	21.0
단기금융부채의증감	-69	-100	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	2.5	5.7	7.9	8.0
자본의증감	21	-	-	-	EBITDA0이익률	25.6	38.2	41.5	40.2
배당금지급	-104	-154	-154	-154	부채비율	19.8	18.1	16.3	14.6
현금및현금성자산의증감	432	716	813	1,672	순부채비율	5.9	1.3	-3.1	-10.4
기초현금및현금성자산	565	996	1,713	2,525	매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.9	2.8
기말현금및현금성자산	996	1,713	2,525	4,197	재고자산회전율(x)	1.2	1.4	1.4	1.3

자료 : 셀트리온, IM증권 리서치본부

셀트리온 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-30(담당자변경)	Buy	230,000	-21.7%	-12.6%
2024-08-08	Buy	260,000	-30.8%	-24.0%
2025-02-27	Buy	250,000	-28.9%	-27.6%
2025-03-10	NR			
2025-06-25(담당자변경)	Buy	220,000		-16.3%
2025-11-04	Buy	230,000	-15.4%	-3.9%
2026-02-06	Buy	260,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-