

셀트리온 (068270)

EARNINGS REVIEW

Company Analysis | 제약/바이오 | 2025.5.12

1Q25 Review: 컨센서스 하회

1Q25 Review

동사의 1Q25 실적은 연결 기준 매출액 8,419억원 (+14.2% YoY), 영업이익 1,494억원 (+870% YoY, OPM 17.7%)으로, 시장 기대치 대비 각각 -10.6%, -30.6% 하회했다. 바이오 부문은 세컨터 제품군의 비중 증가로 성장 흐름을 이어갔으나, 비바이오 부문은 다케다 프라이머리케어 사업권 매각 영향으로 역성장을 나타냈다. 외부 CMO 물량 증가에 따른 원가를 상승과 제3공장 가동 초기 비용이 반영되며 영업 이익은 기대치를 큰 폭 하회했다. 다만, 합병 재고의 지속적인 소진, 램시마 개발비 상각(분기 약 84억원)은 3Q25 종료, 램시마, 허주마 등 3개 품목의 생산성 개선(1.6~2.4배)이 2Q25부터 본격 반영되어 수익성 개선이 기대된다. 제품별로는 램시마가 전년 기저 효과로 역성장 했으며 유럽 내 완전 직판 체제로 전환 중이다. 미국 내 허주마는 ASP 상승 효과로 실적 기여가 확대되었고, 램시마SC는 유럽 내 병행 수입 영향이 있으나 RA 시장 확장을 진행 중이다. 유프라이마는 미국에서 Low WAC 기반 제품 출시 이후 점진적인 점유율 확대가 나타나고 있으며 베그젤마는 전 지역에서 안정적인 성장 흐름을 유지 중이다. 짐펜트라는 처방 증가에도 불구하고 초도 물량 기저 및 PBM 청구 인용 지연 등으로 인해 134억원을 기록, (-52.1% QoQ) 역성장을 보였다. 스테키마는 1Q25 미국 출시 이후 유통 채널 확대를 통해 빠르게 시장 침투 중이다. 동사는 짐펜트라의 가이던스를 7,000억원에서 3,500억원으로 하향함에도 불구하고 세컨터 제품들의 고성장을 통해 영향을 상쇄 가능할 것으로 전망, 연간 매출 가이던스 5조원을 유지했으며 원가율은 4Q25 기준 20% 후반~30% 초반을 제시했다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 230,000원 하향

시장의 기대치를 밑도는 실적에도 제품 포트폴리오 확장과 원가 개선 효과를 고려할 때 중장기 성장 가시성은 여전히 유효한 것으로 판단한다. 2025년 연간 실적은 매출액 4조 2,020억원 (+18.1% YoY), 영업이익 1조 1,847억원 (+140.8% YoY, OPM 28.2%)으로 전망하며 실적 추정치 하향에 따라 목표주가를 230,000원으로 8% 하향한다. 하반기 신규 제품의 출시에 따라 2026년부터 본격적인 실적 기여가 이뤄질 것으로 판단하며 분기별 신제품 성과에 주목할 필요가 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,284	2,176	3,557	4,202	5,380
영업이익	647	651	492	1,185	1,865
순이익	543	540	378	918	1,467
EPS (원)	3,577	2,351	1,883	4,288	6,855
증감률 (%)	0.0	-34.3	-19.9	127.8	59.9
PER (x)	42.9	81.9	83.9	36.8	23.0
PBR (x)	5.2	2.5	2.0	1.9	1.8
영업이익률 (%)	28.3	29.9	13.8	28.2	34.7
EBITDA 마진 (%)	38.2	41.2	25.6	35.9	40.7
ROE (%)	13.4	5.1	2.5	5.2	8.0

주: IFRS 연결 기준

자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터



Analyst 신지훈

jay.jihoonshin@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	230,000 원
현재주가	158,000 원
상승여력	45.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (05/09)	2,577.27 pt
시가총액	352,324 억원
발행주식수	222,990 천주
52 주 최고가/최저가	199,614 / 154,500 원
90 일 일평균거래대금	892.0 억원
외국인 지분율	22.1%
배당수익률(25.12E)	0.2%
BPS(25.12E)	81,882 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -10.1%
	6개월 -14.2%
	12개월 -9.5%
주주구성	셀트리온홀딩스 (외 94인) 29.0%
	국민연금공단 (외 1인) 6.4%
	자사주 (외 1인) 4.4%

Stock Price

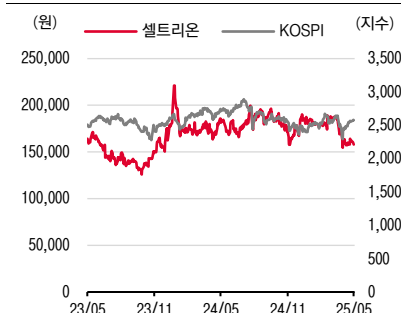


표1 분기 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	737	875	882	1,063	842	1,001	1,103	1,256	3,557	4,202	5,380
바이오	651	774	810	873	768	916	998	1,134	3,109	3,809	4,955
램시마	299	363	317	289	238	278	284	285	1,268	1,085	990
트룩시마	101	115	102	132	129	115	116	123	450	483	440
허쥬마	37	62	49	49	54	61	64	68	197	247	275
램시마 SC	112	112	171	170	135	165	180	188	565	668	725
유플라이마	67	80	94	108	118	130	126	148	349	522	658
베그젤마	35	40	69	77	58	78	81	92	221	309	398
짐펜트라		2	6	28	13	42	51	78	37	185	479
스테키마			2	18	21	44	53	79	20	196	329
옴리클로							20	29		49	231
엠포즈마							12	22		33	202
스토보클로/오센벨트							11	21		32	226
Non-바이오	86	101	72	190	74	85	105	122	449	386	425
매출총이익	307	368	463	544	443	567	683	844	1,681	2,536	3,728
GPM	41.6%	42.0%	52.5%	51.1%	52.6%	56.6%	61.9%	67.2%	47.3%	60.4%	69.3%
영업이익	15	72	208	196	149	261	359	416	492	1,185	1,865
OPM	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	17.7%	26.1%	32.5%	33.1%	13.8%	28.2%	34.7%

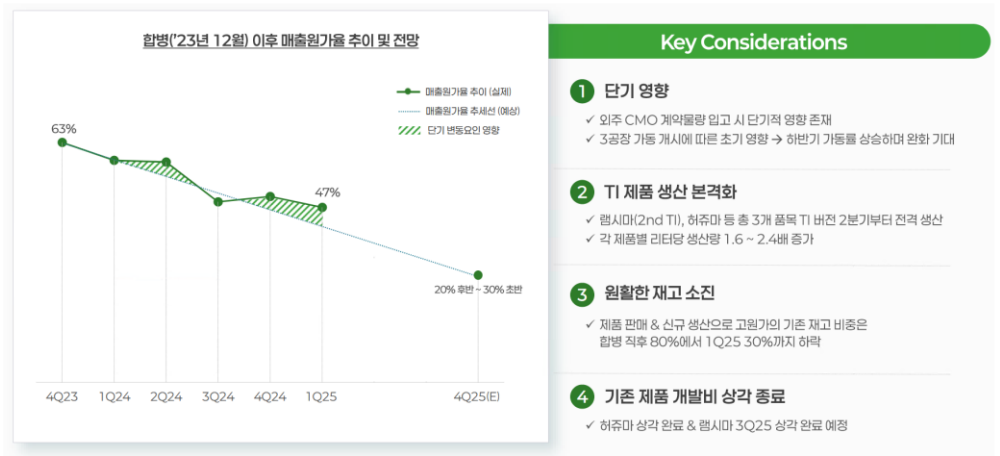
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

표2 목표주가 산출

항목	비고
영업가치 (십억원)	49,273 2026F EBITDA: 2 조 1,899 억원, 10%할인 Target multiple: EV/EBITDA 25X
순차입금 (십억원)	853 2025 년말 예상
기업가치 (십억원)	48,420
발행주식수 (천주)	213,196 자사주 제외
적정주가	227,114 원
목표주가	230,000 원 기존 250,000 원

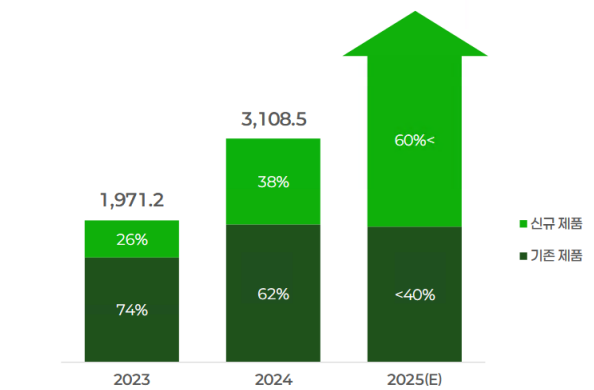
자료: LS증권 리서치센터

그림1 매출 원가율 전망



자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

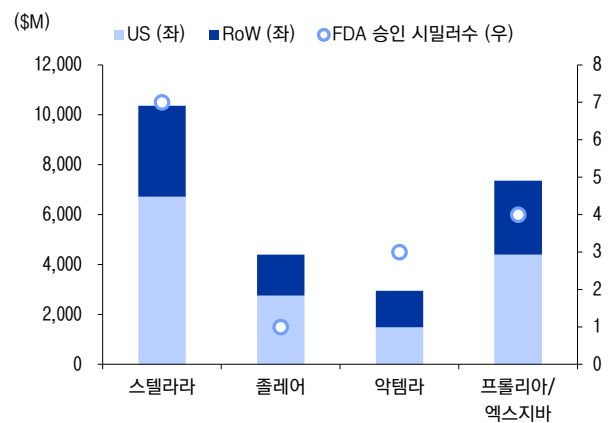
그림2 신규 제품 비중 전망



* 1Q23, 2023년 연간 바이오 매출은 합병 전 셀트리온헬스케어의 매출

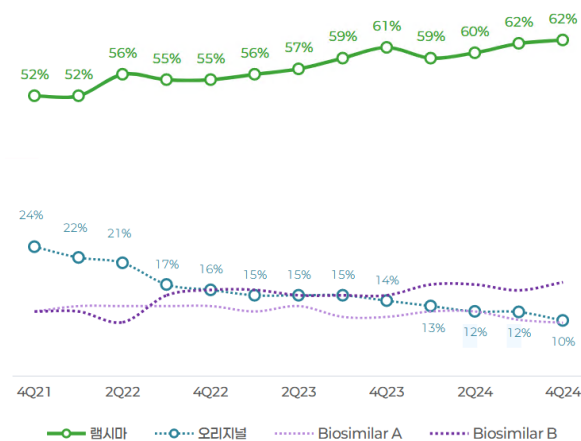
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림3 오리지널 의약품 2024년 매출액



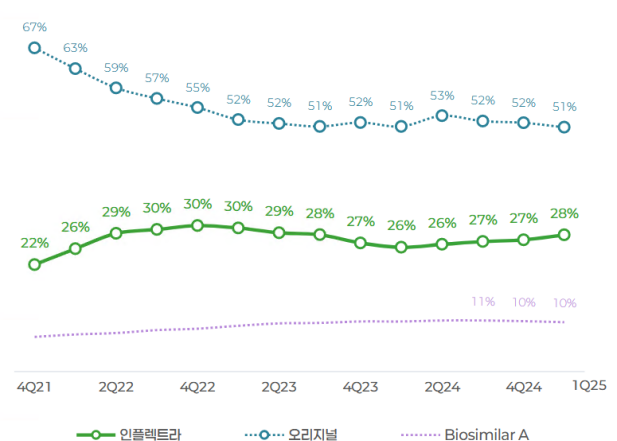
자료: Cortellis, 각사, 산업자료, LS증권 리서치센터

그림4 램시마 유럽 시장 점유율



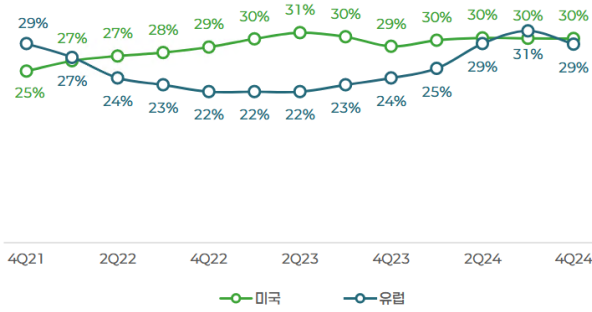
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림5 인플렉트라 미국 시장 점유율



자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림6 트룩시마 글로벌 시장 점유율



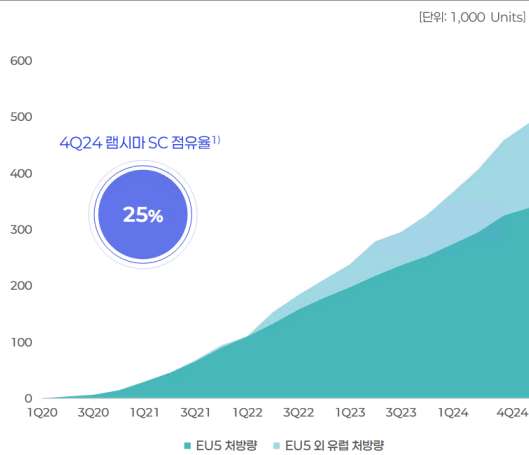
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림7 허쥬마 글로벌 시장 점유율



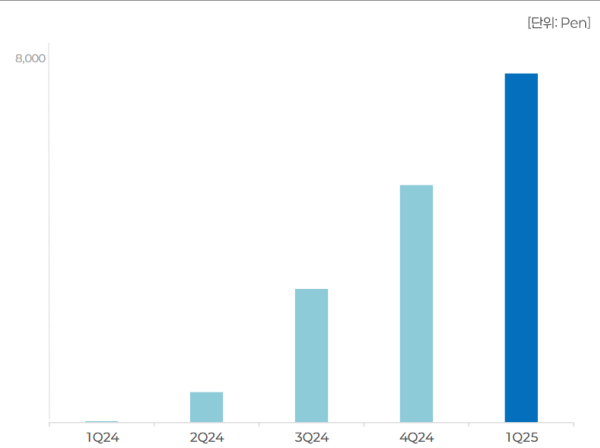
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림8 유럽 램시마 SC 처방량 추이



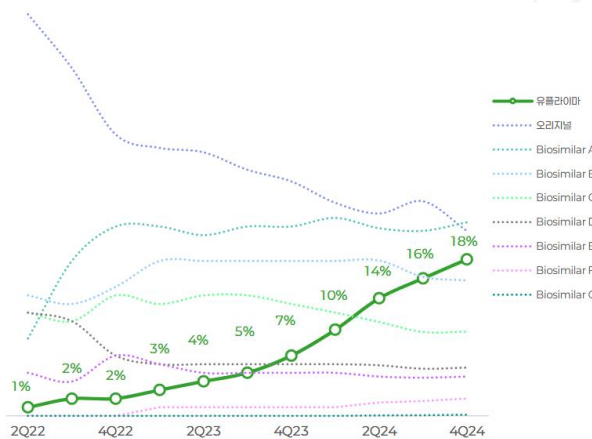
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림9 미국 짐펜트라 처방량 추이



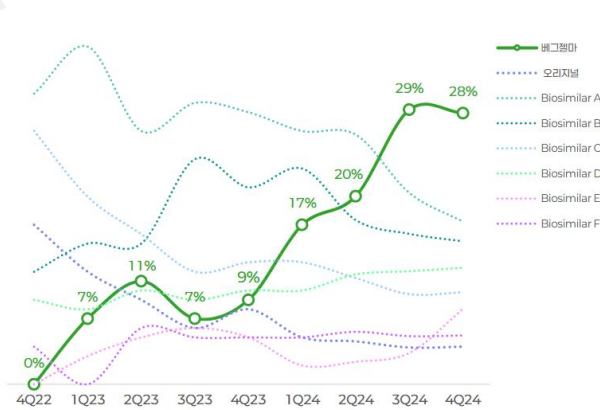
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림10 유럽 유플라이마 점유율 추이



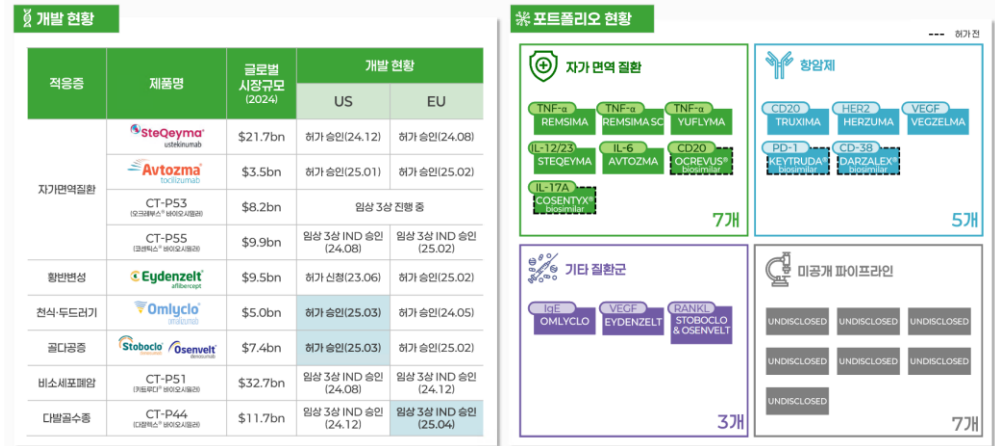
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림11 유럽 베그젤마 점유율 추이



자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

그림12 제품 개발 현황



자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,930	5,094	5,584	6,098	7,493
현금 및 현금성자산	551	565	996	1,401	2,054
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,259	1,376	1,946
재고자산	616	3,039	2,766	2,752	2,919
기타유동자산	127	543	562	568	575
비유동자산	2,962	14,863	15,471	15,580	15,748
관계기업투자등	118	134	159	166	172
유형자산	1,007	1,215	1,245	1,361	1,525
무형자산	1,622	13,291	13,702	13,673	13,655
자산총계	5,892	19,957	21,055	21,678	23,241
유동부채	1,294	2,512	3,187	3,480	3,650
매입채무 및 기타채무	371	491	554	826	973
단기금융부채	665	1,783	2,102	2,102	2,102
기타유동부채	258	238	531	552	575
비유동부채	323	319	288	295	302
장기금융부채	154	107	106	106	106
기타비유동부채	169	212	182	189	197
부채총계	1,617	2,831	3,475	3,776	3,953
지배주주지분	4,139	16,981	17,439	17,762	19,148
자본금	141	220	221	221	221
자본잉여금	871	14,790	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,485	3,964	3,744	4,581	5,967
비지배주주지분(연결)	135	145	141	141	141
자본총계	4,274	17,126	17,580	17,903	19,289

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1	537	820	907	1,213
당기순이익(손실)	543	540	419	918	1,467
비현금수익비용가감	423	373	401	-202	312
유형자산감가상각비	65	64	73	88	98
무형자산상각비	162	182	346	237	226
기타현금수익비용	197	127	-285	-628	-113
영업활동 자산부채변동	-748	-221	0	190	-567
매출채권 감소(증가)	-683	-296	-174	-117	-570
재고자산 감소(증가)	-215	57	225	14	-166
매입채무 증가(감소)	54	-2	-144	272	147
기타자산, 부채변동	96	20	94	22	22
투자활동 현금흐름	-297	-139	-489	-421	-479
유형자산처분(취득)	-111	-210	-144	-205	-262
무형자산 감소(증가)	-201	-141	-195	-209	-209
투자자산 감소(증가)	-34	-183	-8	7	7
기타투자활동	49	395	-142	-15	-15
재무활동 현금흐름	-350	-385	101	-81	-81
차입금의 증가(감소)	-58	-90	-80	0	0
자본의 증가(감소)	-373	-963	182	-81	-81
배당금의 지급	102	52	-83	-81	-81
기타재무활동	81	668	0	0	0
현금의 증가	-637	13	432	405	652
기초현금	1,188	551	565	996	1,401
기말현금	551	565	996	1,401	2,054

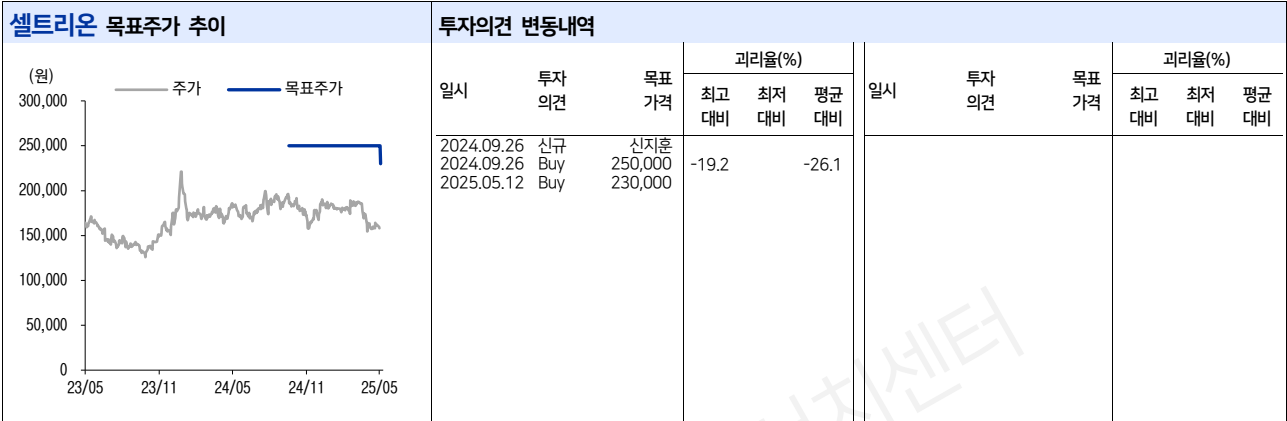
자료: 셀트리온, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,284	2,176	3,557	4,202	5,380
매출원가	1,251	1,125	1,876	1,665	1,652
매출총이익	1,033	1,052	1,682	2,537	3,728
판매비 및 관리비	385	400	1,190	1,352	1,862
영업이익	647	651	492	1,185	1,865
(EBITDA)	874	897	910	1,510	2,190
금융손익	24	21	102	-46	-45
이자비용	8	10	76	81	81
관계기업등 투자손익	7	-11	-3	20	20
기타영업외손익	-52	10	-56	61	17
세전계속사업이익	626	671	535	1,219	1,857
계속사업법인세비용	95	131	157	301	390
계속사업이익	531	540	378	918	1,467
중단사업이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	378	918	1,467
지배주주	538	536	423	918	1,467
총포괄이익	566	540	378	918	1,467
매출총이익률 (%)	45.2	48.3	47.3	60.4	69.3
영업이익률 (%)	28.3	29.9	13.8	28.2	34.7
EBITDA 마진률 (%)	38.2	41.2	25.6	35.9	40.7
당기순이익률 (%)	23.8	24.8	10.6	21.8	27.3
ROA (%)	9.3	4.1	2.1	4.3	6.5
ROE (%)	13.4	5.1	2.5	5.2	8.0
ROIC (%)	14.1	4.7	1.9	4.8	7.9

주요 투자지표

	2022	2023	2024	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	42.9	67.2	83.9	36.8	23.0
P/B	5.2	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	26.1	40.5	39.9	23.8	16.1
P/CF	24.3	40.0	43.9	47.9	19.3
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	20.6	-4.7	63.4	18.1	28.0
영업이익	-13.0	0.7	-24.5	140.8	57.5
세전이익	-15.2	7.2	-20.3	128.0	52.3
당기순이익	-8.9	-0.5	-30.0	143.1	59.9
EPS	-6.2	-34.3	-19.9	127.8	59.9
안정성 (%)					
부채비율	37.8	16.5	19.8	21.1	20.5
유동비율	226.4	202.8	175.2	175.2	205.3
순차입금/자기자본(x)	4.8	6.6	6.1	3.6	0.0
영업이익/금융비용(x)	86.2	67.4	6.5	14.5	22.9
총차입금 (십억원)	819	1,890	2,208	2,208	2,208
순차입금 (십억원)	206	1,131	1,064	853	-6
주당지표(원)					
EPS	3,577	2,351	1,883	4,288	6,855
BPS	29,398	77,083	80,336	81,822	88,207
CFPS	6,299	3,953	3,602	3,300	8,197
DPS	381	380	380	380	380



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신지훈).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	91.7% 8.3% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2024.4.1 ~ 2025.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)