

## Company Update

Analyst 정이수  
02) 6915-5677

## 매수 (유지)

목표주가 (유지)	230,000원
현재가 (8/12)	172,400원

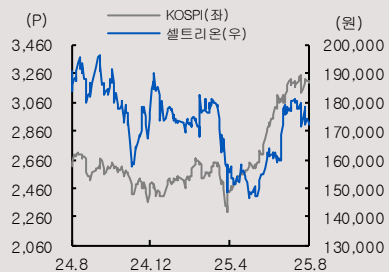
KOSPI (8/12)	3,189.91pt
시가총액	39,811십억원
발행주식수	230,939천주
액면가	1,000원
52주 최고가	189,051원
최저가	146,216원
60일 일평균거래대금	81십억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률 (2025F)	0.3%

주주구성		
셀트리온홀딩스 외	96	29.69%
국민연금공단		6.40%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-20%	-23%
절대기준	-3%	0%	-6%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	230,000	230,000	-
EPS(25)	3,467	4,065	▼
EPS(26)	5,991	5,277	▲

### 셀트리온 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 셀트리온 (068270)

## NDR 후기: 내실 강화, 본질에 집중

### 2Q25 신규 제품 비중 확대에 따른 수익성 개선

셀트리온의 2Q25 연결 매출액은 9,615억 원(YoY +9.9%, QoQ +14.2%), 영업이익은 2,425억 원(YoY +234.5%, QoQ +62.3%, OPM 25.2%)을 기록하였다. 영업이익은 시장 기대치(2,473억 원)에 부합했다.

실적 세부 내용으로는 전년 대비 셀트리온헬스케어 합병 효과 소멸과 허주마 개발비 상각 종료로 이익률이 개선됐으며, 전분기 대비 매출 성장과 수익성 개선도 두드러졌다. 전분기 대비 기존 제품(렘시마, 허주마, 트룩시마) 매출이 감소했음에도 고수익 신규 제품 매출이 35.1% 증가하며 매출 비중이 49%(1Q25 41%)로 확대됐고, 이에 따라 매출원가율이 4.0%p 하락해 이익 성장을 견인했다.

하반기에는 상반기 대비 긍정적인 실적을 거둘 것으로 전망한다. 그 이유는 고수익 신규 제품 비중 확대에 따른 수익성 개선이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 아울러, 4종의 신규 바이오시밀러(졸레어, 프롤리아/엑스지바, 악템라, 아일리아) 출시가 예정되어 있어 내년 실적 기대감도 높일 것으로 보인다.

### 미국 현지 공장 인수로 외형 성장과 관세 리스크 해소 기대

금번 NDR에서 투자자들의 주요 관심사는 동사의 미국 원료의약품(DS) 공장을 보유한 기업 인수 계획이었다. 본 계약이 10월에 체결될 경우, 4분기 재무적 영향에 대한 질문이 다수 있었는데, 실질적 딜 클로징은 연말로 추정하며 내년부터 연결 실적으로 인식될 예정이다. 인수 공장 CAPA의 50%는 향후 5년 간 피인수 회사의 오리지널 제품 생산에, 나머지 50%는 동사 자체 제품 생산에 활용할 계획이다. 이에 따라 2026년부터 오리지널 제품 생산 매출이 신규 반영되고, 2027년부터는 자체 제품의 미국 생산이 가능해져 관세 리스크를 해소할 수 있을 것으로 판단된다.

### 투자의견 매수 및 목표주가 230,000원 유지

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,237	5,214	6,179
영업이익	651	492	1,176	1,616	1,946
세전이익	671	576	1,032	1,590	1,981
지배주주순이익	536	423	803	1,383	1,718
EPS(원)	3,344	1,787	3,467	5,991	7,439
증가율(%)	-1.0	-46.6	94.0	72.8	24.2
영업이익률(%)	29.9	13.8	27.8	31.0	31.5
순이익률(%)	24.8	11.8	18.8	26.4	27.7
ROE(%)	5.1	2.5	4.5	7.5	8.6
PER	55.4	101.1	49.7	28.8	23.2
PBR	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	34.3	46.0	28.6	22.3	18.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

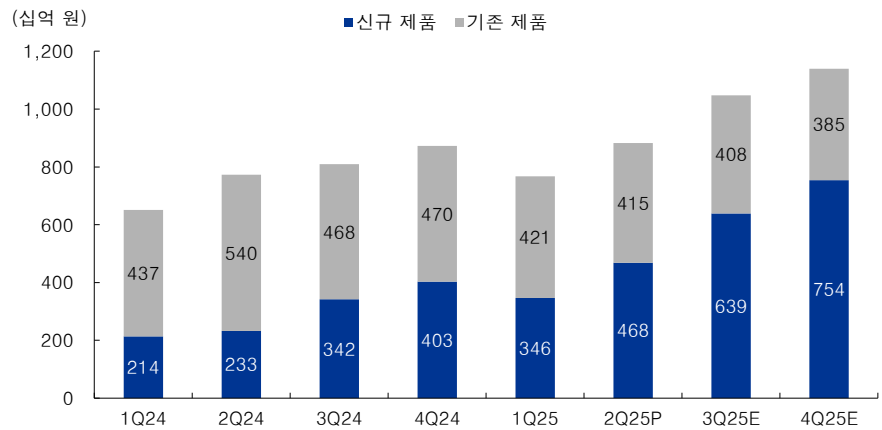
표 1. 셀트리온 실적 추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	737	875	882	1,064	841	962	1,122	1,312	3,557	4,237
YoY	23.3%	66.9%	31.2%	178.0%	14.2%	9.9%	27.3%	23.3%	63.4%	19.1%
램시마V	299	363	317	289	238	261	258	250	1,268	1,007
램시마SC	112	111	171	170	135	161	213	223	564	732
짐펜트라	0	2	6	28	13	23	33	50	36	119
트룩시마	101	115	102	132	129	103	98	81	450	411
허쥬마	37	62	49	49	54	51	52	54	197	212
유프라이마	67	80	94	108	118	137	168	192	349	615
베그젤마	35	40	69	77	58	80	119	133	221	390
스테키마	0	0	2	18	21	35	61	81	20	198
기타 바이오시밀러	0	0	0	2	1	32	45	76	2	154
CMO	0	0	0	106	0	0	0	105	106	105
제약/케미컬/기타	86	101	72	84	74	79	75	67	343	295
매출총이익	307	368	463	544	443	544	662	813	1,682	2,463
YoY	16.1%	33.2%	25.1%	285.2%	44.4%	48.0%	42.9%	49.5%	59.9%	46.4%
매출총이익률	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	52.6%	56.6%	59.0%	62.0%	47.3%	58.1%
영업이익	15	72	208	196	149	243	334	450	492	1,176
YoY	-91.5%	-60.4%	-22.4%	966.2%	867.7%	234.5%	60.7%	129.3%	-24.5%	139.0%
영업이익률	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	17.8%	25.2%	29.7%	34.3%	13.8%	27.8%

자료: IBK투자증권

그림 1. 분기 제품별 매출 추이 및 전망



자료: 셀트리온, IBK투자증권

주: 기존 제품은 램시마V, 트룩시마, 허쥬마 / 신규 제품은 램시마SC, 짐펜트라, 유프라이마, 베그젤마, 스테키마 등임.

표 2. 신규 제품 출시 일정

오리지널 제품명	바이오시밀러 제품명	출시 시기	
		EU	US
스텔라라	스테키마	완료	완료
졸레어	옵리클로	2025.2H	합의 완료 (계약상 미공개)
아일리아	아이덴젤트	2025.2H	TBD
프롤리아/엑스지바	스토보클로/오센벨트	2025.2H	완료
악템라	엡토즈마	2025.2H	2025.2H

자료: 셀트리온, IBK투자증권

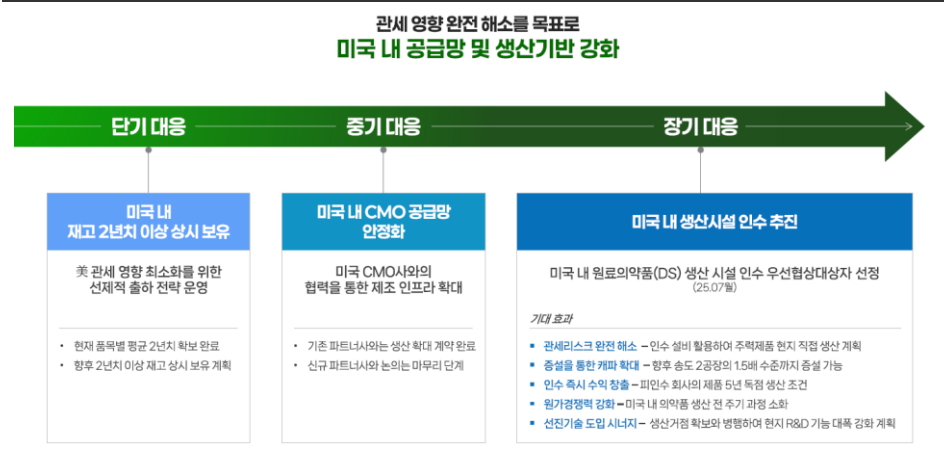
표 3. 바이오시밀러 개발 현황

(단위: )

적응증	제품명	글로벌 시장규모(2024년)	개발현황	
			US	EU
자가면역질환	스테키마	\$21.7bn	허가(24.12)	허가(24.08)
	엡토즈마	\$3.5bn	허가(25.01)	허가(25.02)
	오크레부스 바이오시밀러	\$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	코센텍스 바이오시밀러	\$9.9bn	임상 3상 진행 중	
항반변성	아이덴젤트	\$9.5bn	허가 신청(23.06)	허가 승인(25.02)
천식/두드러기	옵리클로	\$5.0bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(24.05)
골다공증	스토보클로/오센벨트	\$7.4bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(25.05)
비스세포페암	키트루다 바이오시밀러	\$32.7bn	임상 3상 진행 중	
다발골수종	다잘렉스 바이오시밀러	\$11.7bn	임상 3상 진행 중	

자료: IBK투자증권

그림 2. 관세 관련 대응 전략 업데이트



자료: 셀트리온, IBK투자증권

셀트리온 (068270)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,237	5,214	6,179
증가율(%)	-4.7	63.4	19.1	23.1	18.5
매출원가	1,125	1,876	1,775	2,086	2,410
매출총이익	1,052	1,682	2,462	3,129	3,769
매출총이익률 (%)	48.3	47.3	58.1	60.0	61.0
판매비	400	1,190	1,286	1,512	1,823
판매비율(%)	18.4	33.5	30.4	29.0	29.5
영업이익	651	492	1,176	1,616	1,946
증가율(%)	0.7	-24.5	139.0	37.4	20.4
영업이익률(%)	29.9	13.8	27.8	31.0	31.5
순금융손익	11	-24	-24	-27	23
이자손익	9	-42	-30	-3	22
기타	2	18	6	-24	1
기타영업외손익	19	120	-114	21	24
중속/관계기업손익	-11	-12	-6	-20	-13
세전이익	671	576	1,032	1,590	1,981
법인세	131	157	235	212	270
법인세율	19.5	27.3	22.8	13.3	13.6
계속사업이익	540	419	796	1,378	1,711
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	540	419	796	1,378	1,711
증가율(%)	-0.5	-22.4	90.1	73.0	24.2
당기순이익률 (%)	24.8	11.8	18.8	26.4	27.7
지배주주당기순이익	536	423	803	1,383	1,718
기타포괄이익	4	506	0	0	0
총포괄이익	544	925	797	1,378	1,711
EBITDA	897	910	1,416	1,781	2,071
증가율(%)	2.7	1.4	55.5	25.8	16.3
EBITDA마진율(%)	41.2	25.6	33.4	34.2	33.5

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,344	1,787	3,467	5,991	7,439
BPS	70,838	73,827	77,450	83,073	90,099
DPS	459	689	600	730	850
밸류에이션(배)					
PER	55.4	101.1	49.7	28.8	23.2
PBR	2.6	2.4	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	34.3	46.0	28.6	22.3	18.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-4.7	63.4	19.1	23.1	18.5
EPS증가율	-1.0	-46.6	94.0	72.8	24.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5
ROE	5.1	2.5	4.5	7.5	8.6
ROA	4.2	2.0	3.6	5.5	6.2
ROIC	4.8	2.3	4.4	7.6	9.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	16.5	19.8	31.1	35.5	39.3
순차입금 비율(%)	6.6	6.0	3.0	-1.6	-6.9
이자보상배율(배)	67.4	6.5	15.7	16.8	17.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	1.7	3.3	2.7	2.5	2.4
재고자산회전율	1.2	1.2	1.7	2.2	2.5
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,094	5,584	7,735	9,969	12,633
현금및현금성자산	565	996	2,573	4,111	5,966
유가증권	193	147	221	271	326
매출채권	939	1,215	1,871	2,299	2,768
재고자산	3,039	2,766	2,361	2,417	2,522
비유동자산	14,863	15,471	15,895	16,199	16,515
유형자산	1,215	1,245	1,406	1,537	1,655
무형자산	13,291	13,702	13,729	13,753	13,790
투자자산	135	161	161	172	183
자산총계	19,957	21,055	23,631	26,167	29,148
유동부채	2,512	3,187	5,248	6,434	7,737
매입채무및기타채무	51	75	166	204	246
단기차입금	1,608	1,989	3,169	3,894	4,689
유동성장기부채	176	98	56	56	56
비유동부채	319	288	364	422	484
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	99	87	91	91	91
부채총계	2,831	3,475	5,612	6,856	8,221
지배주주지분	16,981	17,439	17,885	19,183	20,806
자본금	220	221	238	238	238
자본잉여금	14,790	14,828	14,213	14,213	14,213
자본조정등	-2,046	-1,916	-1,495	-1,495	-1,495
기타포괄이익누계액	53	563	605	652	716
이익잉여금	3,964	3,744	4,323	5,574	7,132
비지배주주지분	145	141	134	128	121
자본총계	17,126	17,580	18,019	19,311	20,927
비이자부채	941	1,282	2,258	2,778	3,348
총차입금	1,890	2,193	3,354	4,078	4,873
순차입금	1,133	1,050	545	-318	-1,434

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	537	902	1,003	1,120	1,290
당기순이익	540	419	796	1,378	1,711
비현금성 비용 및 수익	373	649	490	191	90
유형자산감가상각비	64	73	75	68	63
무형자산상각비	182	346	164	96	62
운전자본변동	-221	-21	-167	-446	-533
매출채권등의 감소	-296	-174	-619	-428	-469
재고자산의 감소	57	225	388	-56	-105
매입채무등의 증가	-2	-144	21	38	42
기타 영업현금흐름	-155	-145	-116	-3	22
투자활동 현금흐름	-139	-169	-945	-658	-649
유형자산의 증가(CAPEX)	-210	-135	-229	-200	-180
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-141	-195	-175	-120	-100
투자자산의 감소(증가)	-22	-38	-10	-11	-11
기타	234	199	-531	-327	-358
재무활동 현금흐름	-385	-353	1,494	1,076	1,215
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	7	21	11	0	0
기타	-392	-374	1,483	1,076	1,215
기타 및 조정	0	52	25	-1	0
현금의 증가	13	432	1,577	1,537	1,856
기초현금	551	565	996	2,573	4,111
기말현금	565	996	2,573	4,111	5,966

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	89.8
Trading Buy (중립)	11	7.5
중립	4	2.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

