

셀트리온(068270)

합병 효과 드러날 올해

분기를 지날수록 높아지는 GPM

2025년 매출 4조 2,081억원(+18% YoY), 영업이익 1조 2,429억원(+153% YoY, OPM 30%)을 전망한다. 제약/바이오 섹터 내 종목 중 가장 큰 성장이다. 2024년부터 합병 효과로 유럽 내 기존 제품 점유율 높아지는 가운데 신제품과 짐펜트라 매출이 더해질 전망이다. 신제품과 짐펜트라 매출 비중에 따라 GPM이 개선될 것이다. 올해 5건의 신규 바이오시밀러 제품을 론칭한다. 유럽/북미 론칭을 마친 스테키마(스텔라라 시밀러)를 포함해 악템라, 졸레어, 프롤리아 그리고 아일리아 바이오시밀러다. 신제품은 판가가 높아 GPM 개선 요인인데, 론칭은 하반기부터 시작될 예정이라 GPM은 분기를 지날수록 개선될 전망이다.

미국 의약품 관세 영향 최소화 선조치 완료

불확실한 미국 관세 정책에 선조치를 완료했다. 9개월분의 재고를 1월말 기준 선적 완료함에 따라 올해 미국 판매분에 대한 영향을 최소화했다. 또한 과거부터 완제의약품 생산은 현지 CMO를 통해 생산하기 때문에 우려되는 사항이 아니다. 추가적으로 작년년부터 구체적으로 검토해 온 미국 원료의약품 생산시설 확보도 올해 상반기 중 투자 여부 결정을 마무리할 전망이라 근본적이고 지속 가능한 리스크 대책도 준비 중이다.

투자의견 매수, 목표주가 22만원 유지

투자의견 매수, 목표주가 22만원(12MF PER 45X)을 유지한다. 단기적으로 미국 정책 불확실성 속 미국에 의약품을 판매하는 기업에 투자センチ먼트는 약화됐지만 중장기적으로 의료비 지출 감소를 목표로 하는 미국 정부는 바이오시밀러 처방 확대 기조를 이어갈 수밖에 없는 상황이다. 또한 합병 기대 효과로 유럽 내 바이오시밀러 입찰 경쟁력이 강화되고 있고 성과가 매출로 확인되고 있다. 1Q25 실적은 매출 9,134억원(+24% YoY), 영업이익 2,100억원(+1,260% YoY)을 전망한다. 영업이익 절대 규모로는 연중 가장 낮은 수준이지만, 전년동기 합병 비용, PPA 상각 등으로 낮았던 기저 대비 가장 큰 이익 성장률을 보이는 구간이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	2,284	647	538	3,437	(8.3)	874	44.6	25.7	5.1	13.4	0.2
2023A	2,176	651	536	3,587	4.4	897	53.6	31.8	2.3	5.1	0.2
2024F	3,557	492	416	1,917	(46.6)	769	97.8	51.6	2.1	2.4	0.3
2025F	4,208	1,243	1,053	4,912	156.3	1,524	38.0	25.8	2.0	5.9	0.3
2026F	5,413	2,097	1,751	8,166	66.2	2,417	22.9	16.2	1.9	9.2	0.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 220,000원 (유지)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

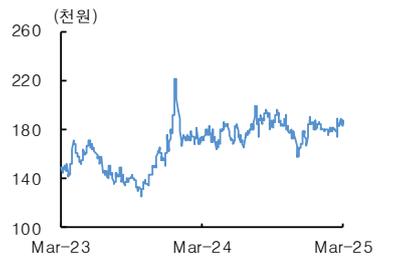
Stock Data

KOSPI(3/13)	2,574
주가(3/13)	184,600
시가총액(십억원)	39,524
발행주식수(백만)	224
52주 최고/최저(원)	199,614/157,781
일평균거래대금(6개월, 백만원)	113,278
유동주식비율/외국인지분율(%)	66.6/22.7
주요주주(%)	셀트리온홀딩스 외 93인 28.8
	국민연금공단 6.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.8	(1.0)	8.1
KOSPI 대비(%p)	4.1	(0.9)	12.6

주가추이



자료: FnGuide

위해주, Ph.D.

hwjw@koreainvestment.com

이다용

dayong@koreainvestment.com

<표 1> 셀트리온 실적 전망

(단위: 십억원, %, %YoY)

	2024				2025F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	737	875	882	1,064	913	979	1,079	1,237	3,557	4,208	5,413	6,367
증가율	<i>23.3</i>	<i>66.9</i>	<i>31.2</i>	<i>178.0</i>	<i>23.9</i>	<i>11.9</i>	<i>22.3</i>	<i>16.3</i>	<i>63.4</i>	<i>18.3</i>	<i>28.6</i>	<i>17.6</i>
집펜트라	-	2	6	28	40	66	74	84	37	263	741	1,245
바이오시밀러	651	772	804	845	794	833	925	967	3,072	3,520	4,232	4,681
램시마SC	117	111	171	171	170	190	201	204	570	766	832	855
램시마HV	300	363	317	289	274	284	294	304	1,269	1,156	1,270	1,290
트룩시마	98	115	102	132	101	103	104	106	447	414	421	429
유폴라이마	65	80	94	109	108	109	117	113	349	447	533	541
베그젤마	33	40	69	77	83	86	88	90	219	347	413	420
신제품 등	-	-	2	18	18	19	77	105	20	218	587	976
기타(원료/완제/응역 등)	86	101	72	191	80	80	80	186	449	425	441	441
매출총이익	307	368	463	544	499	556	635	777	1,682	2,467	3,518	4,382
매출총이익률	<i>41.6</i>	<i>42.0</i>	<i>52.5</i>	<i>51.1</i>	<i>54.6</i>	<i>56.8</i>	<i>58.9</i>	<i>62.8</i>	<i>47.3</i>	<i>58.6</i>	<i>65.0</i>	<i>68.8</i>
영업이익	15	72	208	196	210	258	337	437	492	1,243	2,097	2,919
증가율	<i>(91.5)</i>	<i>(60.4)</i>	<i>(22.4)</i>	<i>966.0</i>	<i>1,260.4</i>	<i>256.0</i>	<i>62.5</i>	<i>122.7</i>	<i>(24.5)</i>	<i>152.6</i>	<i>68.7</i>	<i>39.2</i>
영업이익률	<i>2.1</i>	<i>8.3</i>	<i>23.5</i>	<i>18.5</i>	<i>23.0</i>	<i>26.4</i>	<i>31.3</i>	<i>35.3</i>	<i>13.8</i>	<i>29.5</i>	<i>38.7</i>	<i>45.9</i>
세전이익	20	104	178	274	222	270	348	487	576	1,327	2,205	3,045
지배주주순이익	22	78	86	237	176	214	276	387	423	1,053	1,751	2,418
증가율	<i>(87.6)</i>	<i>(48.3)</i>	<i>(62.0)</i>	<i>51,951.1</i>	<i>754.6</i>	<i>176.4</i>	<i>231.3</i>	<i>65.4</i>	<i>(22.4)</i>	<i>153.3</i>	<i>66.2</i>	<i>38.1</i>

자료: 셀트리온, 한국투자증권

<표 2> 셀트리온 바이오시밀러 현황

(단위: 십억달러, 십억원)

적용종	세부적용종	오리지널	피크세일즈	특허 만료(미국)	제품명	유럽	미국	3Q24 M/S(미국)	2024 매출	경쟁품
면역 질환	염증성 장질환	레미케이드 (J&J)	8.8 (2014)	2016.10	램시마/인플렉트라	출시	출시	27%	1,268	1/4
					집펜트라/램시마SC	출시	출시		600	-
	류머티스 관절염	휴미라 (애브비)	21.2 (2022)	2023.01	유폴라이마	출시	출시	1%	349	2/10
	건선	스텔라라 (얀센)	10.8 (2023)	2023.09	스테키마 (CT-P43)	출시	승인 (24.12)		20	7/7
	류머티스 관절염	악템라 (로슈)	3.5 (2021)	2022.01	엡토즈마 (CT-P47)	승인 (25.02)	승인 (25.01)			1/2
	천식/ 두드러기	졸레어 (노바티스)	2.5 (2024)	2025.11	움리클로 (CT-P39)	승인 (24.05)	승인 (25.03)			1/1
	다발성 경화증	오크레부스 (로슈)	8.5 (2027)	2029.03	CT-P53	임상 3상 진행 중	임상 3상 진행 중			-
	건선	코센틱스 (노바티스)	6.8 (2028)	2029.12	CT-P55	임상 3상 IND 승인(25.02)	임상 3상 IND 승인(24.08)			-
종양	혈액암	리톡산 (로슈)	7.5 (2014)	2018.12	트룩시마	출시	출시	30%	450	1/3
	유방암	허셉틴 (로슈)	6.9 (2016)	2019.06	허쥬마	출시	출시	2%	197	4/6
	고형암	아바스틴 (로슈)	7.1 (2019)	2019.07	베그젤마	출시	출시	6%	221	-
	혈액암	다잘렉스 (J&J)	17.5 (2029)	2029.05	CT-P44	임상 3상 IND 신청(24.11)	임상 3상 IND 신청(24.12)			-
	비소세포폐암	키트루다 (머크)	31.5 (2026)	2029.11	CT-P51	임상 3상 IND 승인(24.12)	임상 3상 IND 승인(24.08)			-
골다공증	여성	프롤리아 (암젠)	4.5 (2025)	2025.02	스토보클로 (CT-P41)	승인 (25.02)	신청 (23.11)			-
	암 골 전이	엑스지바 (암젠)	2.2 (2024)	2025.02	오센벨트 (CT-P41)	승인 (25.02)	신청 (23.11)			-

주: 경쟁품은 셀트리온 출시 순서/현재 미국 출시 바이오시밀러 총계
 자료: 셀트리온, 한국투자증권

<표 3> 2025년 2월 기준 미국 바이오시밀러 점유율

(단위: %, %p)

구분	출시일	기업	제품명	금액기준 점유율	수량기준 점유율	MoM	YoY
Infliximab	오리지널	J&J	Remicade	57.8	51.4	(0.0)	1.0
	2016년 11월	셀트리온	Inflectra	28.3	27.7	0.3	0.6
	2017년 10월	삼성바이오에피스	Renflexis	8.4	10.4	(0.1)	(0.0)
	2020년 7월	Amgen	Avsola	5.6	10.5	(0.1)	(1.5)
Rituximab	오리지널	Roche	Rituxan	25.7	22.1	0.4	(2.2)
	2019년 11월	셀트리온	Truxima	32.8	31.3	(0.4)	0.1
	2020년 2월	Sandoz	Ruxience	31.5	35.5	0.2	(0.4)
	2021년 1월	Amgen	Riabni	10.0	11.2	(0.2)	2.5
Trastuzumab	오리지널	Roche	Herceptin	15.6	23.4	(0.7)	(3.8)
	2019년 7월	Amgen	Kanjinti	32.5	28.8	(0.5)	(1.6)
	2019년 12월	Mylan	Ogivri	21.0	22.3	(0.0)	10.1
	2020년 3월	Pfizer	Trazimerza	25.3	20.6	0.5	(2.8)
	2020년 3월	셀트리온	Herzuma	1.5	1.4	(0.2)	(0.3)
	2020년 6월	삼성바이오에피스	Ontruzant	2.9	2.5	0.1	(2.5)
	2024년 12월	Accord Biopharma	Hercessi	1.2	0.9	0.8	NM
Bevacizumab	오리지널	Roche	Avastin	0.0	10.5	(0.9)	(1.5)
	2019년 7월	Amgen	Mvasi	0.0	59.3	(2.4)	11.7
	2019년 12월	Pfizer	Zirabev	0.0	16.0	3.0	(16.4)
	2022년 10월	Amneal Pharma	Alymsys	54.4	7.5	(0.0)	2.5
	2023년 4월	셀트리온	Vegzelma	45.6	6.7	0.3	3.8
Ranibizumab	오리지널	Roche	Lucentis	57.9	48.4	1.2	(0.8)
	2022년 6월	삼성바이오에피스	Byooviz	4.4	5.7	(0.3)	(1.2)
	2022년 9월	Coherus	Cimerli	37.6	45.9	(0.9)	2.0
Adalimumab	오리지널	Abbvie	Humira(L/H)	93.8	84.4	(1.6)	(10.6)
	2023년 1월	Amgen	Amjevita(L)	0.9	1.5	(0.1)	(0.3)
	2023년 7월	셀트리온	Yuflyma(H)	0.0	0.6	0.2	0.6
	2023년 7월	삼성바이오에피스	Hadlima(L/H)	1.6	4.6	0.1	3.0
	2023년 7월	Sandoz	Hyrimoz(H)	1.5	2.7	0.1	2.0
	2023년 7월	Boehringer Ingelheim	Cyltezo(L)	1.6	2.2	0.5	1.9
	2023년 7월	Viartis / Biocon	Hulio(L)	0.1	0.5	0.1	0.4
	2023년 7월	Coherus	Yusimry(L)	0.1	0.3	(0.0)	0.0
	2023년 7월	Fresenius Kabi	Idacio(L)	0.2	0.3	0.0	0.2
	2023년 11월	Pfizer	Abrilada(L)	0.0	0.0	0.0	0.0
2024년 5월	Alvotech / Teva	Simlandi	0.4	2.8	0.6	NM	

자료: Bloomberg, AJMC, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,557	4,208	5,413
매출원가	1,251	1,125	1,876	1,741	1,895
매출총이익	1,033	1,052	1,682	2,467	3,518
판매관리비	385	400	1,190	1,224	1,421
영업이익	647	651	492	1,243	2,097
영업이익률(%)	28.3	29.9	13.8	29.5	38.7
EBITDA	874	897	769	1,524	2,417
EBITDA Margin(%)	38.2	41.2	21.6	36.2	44.6
영업외수익	(21)	20	84	84	108
금융수익	25	31	51	65	73
금융비용	14	20	74	56	59
기타영업외손익	(40)	19	73	86	105
관계기업관련손익	7	(11)	35	(12)	(12)
세전계속사업이익	626	671	576	1,327	2,205
법인세비용	95	131	157	265	441
연결당기순이익	543	540	419	1,061	1,764
지배주주지분순이익	538	536	416	1,053	1,751
지배주주순이익률(%)	23.5	24.6	11.7	25.0	32.3
성장성(% YoY)					
매출 증가율	20.6	(4.7)	63.4	18.3	28.6
영업이익 증가율	(13.0)	0.7	(24.5)	152.7	68.7
지배주주순이익 증가율	(7.2)	(0.4)	(22.4)	153.4	66.2
EPS 증가율	(8.3)	4.4	(46.6)	156.3	66.2
EBITDA 증가율	(8.8)	2.7	(14.3)	98.3	58.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	1	537	2,581	833	3,687
당기순이익	543	540	419	1,061	1,764
유형자산감가상각비	65	64	74	74	74
무형자산상각비	162	182	203	208	246
자산부채변동	(748)	(221)	1,917	(530)	1,578
기타	(21)	(28)	(32)	20	25
투자활동현금흐름	(297)	(139)	(2,662)	(797)	(3,533)
유형자산투자	(111)	(210)	(74)	(74)	(74)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(39)	(186)	(47)	(140)	(217)
무형자산순증	(201)	(141)	(2,519)	(547)	(3,202)
기타	54	398	(22)	(36)	(40)
재무활동현금흐름	(350)	(385)	157	(3)	38
자본의증가	10	7	0	0	0
차입금의순증	(58)	(90)	258	107	154
배당금지급	(102)	(52)	(104)	(98)	(102)
기타	(200)	(250)	3	(12)	(14)
기타현금흐름	9	0	0	0	0
현금의증가	(637)	13	76	33	193
FCF	(198)	(12,992)	176	340	558

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

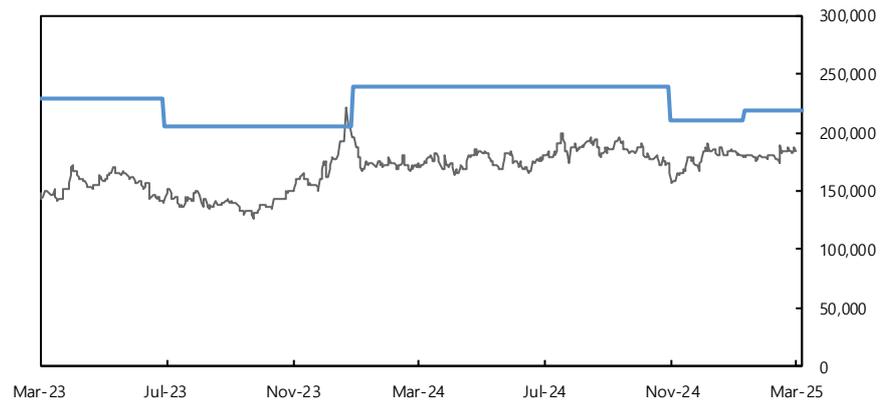
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	5,892	19,918	21,055	22,262	23,540
유동자산	2,930	5,009	5,584	5,863	6,156
현금성자산	551	565	1,000	673	866
매출채권및기타채권	1,635	948	1,215	1,262	1,624
재고자산	616	3,041	2,766	2,314	2,707
비유동자산	2,962	14,908	15,471	16,399	17,383
투자자산	118	135	221	354	563
유형자산	1,007	1,215	1,215	1,214	1,214
무형자산	1,622	13,336	13,702	15,991	18,947
부채총계	1,617	2,792	3,475	3,614	3,759
유동부채	1,294	2,471	3,187	3,314	3,447
매입채무및기타채무	371	477	462	421	433
단기차입금및단기사채	554	1,608	1,822	1,880	1,938
유동성장기부채	84	176	267	359	450
비유동부채	323	321	288	300	312
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	155	107	60	17	21
자본총계	4,274	17,126	17,580	18,648	19,781
지배주주지분	4,139	16,981	17,302	18,257	19,909
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
기타자본	(406)	(2,046)	(2,046)	(2,046)	(2,046)
이익잉여금	3,485	3,964	4,281	5,232	6,881
비지배주주지분	135	145	148	156	170
순차입금	206	1,131	1,006	1,309	1,219

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,437	3,587	1,917	4,912	8,166
BPS	30,270	83,110	90,456	92,247	97,235
DPS	344	477	477	477	477
수익성(%)					
ROA	9.4	4.2	2.0	4.9	7.7
ROE	13.4	5.1	2.4	5.9	9.2
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
배당성향	9.6	19.3	23.5	9.7	5.8
안정성					
부채비율(x)	37.8	16.3	19.8	19.4	19.0
차입금/자본총계비율(%)	19.2	11.0	12.2	12.1	12.2
이자보상배율(x)	86.2	67.4	12.2	28.2	44.9
순차입금/EBITDA(x)	0.2	1.3	1.3	0.9	0.5
Valuation(x)					
PER	44.6	53.6	97.8	38.0	22.9
최고	57.6	53.9	120.1	39.3	23.6
최저	37.2	34.9	79.9	35.2	21.2
PBR	5.1	2.3	2.1	2.0	1.9
최고	6.5	2.3	2.5	2.1	2.0
최저	4.2	1.5	1.7	1.9	1.8
PSR	10.3	13.6	11.5	10.0	7.7
EV/EBITDA	25.7	31.8	51.6	25.8	16.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
셀트리온 (068270)	2022.11.10	매수	220,804원	-28.7	-20.0
	2023.03.13	매수	229,221원	-32.0	-25.1
	2023.07.11	매수	205,344원	-26.9	7.7
	2024.01.09	매수	238,772원	-25.1	-16.4
	2024.11.11	매수	210,120원	-15.9	-9.5
	2025.01.22	매수	220,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 3월 13일 현재 셀트리온 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 셀트리온 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.6%	17.4%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.