

셀트리온
(068270)

이희영

heeyoung.lee@daishin.co.kr

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

240,000

유지

현재주가

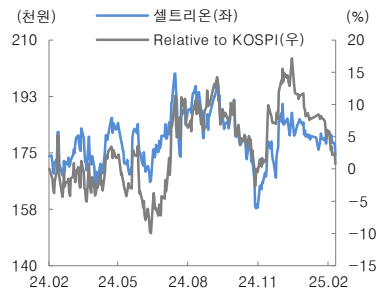
174,100

(25.02.25)

재업종

KOSPI	2630.29
시가총액	37,276십억원
시가총액비중	1.74%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	199,614원 / 157,781원
120일 평균거래대금	1,114억원
외국인소유율	22.41%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 93 인 28.77% 국민연금공단 6.33%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	3.1	-10.0	1.3
상대수익률	-6.8	-0.7	-7.5	2.7



유럽과 미국에서 동반 성장 전망

- 4Q24 연결 매출 1조원(+20.6%qoq), 영업이익 1,964억원(-5.4%qoq)
- 영업이익 3공장 초기 가동에 따른 일회성 비용으로 컨센서스 하회
- 25년 짐펜트라 처방 확대, 영업이익 본격 개선, 신제품 매출 성장에 주목

투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

25년 다수의 바이오시밀러 신제품 출시가 예정되어 있으며, 원가율 하락 및 PPA 상각비 기저효과에 따른 이익 개선 본격화 전망. 또한 합병 효과로 유럽 시장 성장 이 견조하고, 짐펜트라를 포함한 신제품의 미국향 매출 상승이 기대되어, 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 합병 후 원가율 정상화 및 미국 출시 신제품 매출 비중이 높아진 26년 EBITDA를 할인하고, 19년 램시마SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m EV/EBITDA를 22% 할인한 26배 적용하여 49.3조원 추정. 순 차입금을 반영하여 총 기업가치 49.3조원으로 산정

4Q24 Review: 3공장 초기 가동에 따른 일회성 비용으로 컨센서스 하회

[연결] 매출 1조 636억원(+20.6% QoQ), 영업이익 1,964억원(-5.4% QoQ), OPM 18.5% 기록. 매출액은 후속 제품 매출 성장 및 TEVA 항 CMO 매출 약 1,064억원이 반영되어 컨센서스 부합. 영업이익은 3공장 가동 초기 운영에 따른 일회성 비용 반영으로 컨센서스 하회, 다만 25년부터는 해당 비용은 자산으로 반영 예정

[기존 제품] 매출 4,702억원(+0.6% QoQ)로 여전히 유럽 시장에서 안정적인 성장세 유지. [후속 제품] 매출 4,030억원(+17.7% QoQ)로 유플라이마 944억원(+18.0% QoQ), 짐펜트라 64억원(+190.9% QoQ), 스테키마 16억원(+%QoQ) 달성. 유플라이마는 미국에서 3분기 5~60억원대비 4분기 250억원 매출 발생. 이는 Low WAC 제품 출시에 따른 가격 정책 다변화 효과로 판단. 짐펜트라는 PBM 등 재 후 도매상 계약이 지속되면서 초기 발주량 증가로 양호한 실적 기록

25년 전망: 유럽과 미국 동반 성장으로 영업이익 1.5조원 달성 기대

25년 매출 4조 8,829억원(+37.3% YoY), 영업이익 1조 5,117억원(+207.3% YoY), OPM 31.0%로 본격적인 이익 확대 구간에 진입할 것으로 전망

24년 짐펜트라 연간 매출 373억원으로 아쉬운 실적을 기록하였으나, 미국 내 영업 조직 안정화 및 PBM 연계 보험사 Formulary 등재 확대되며, 처방량 및 제품 출하량 증가 추세. 또한 연내 5개 바이오시밀러 신제품이 유럽 및 미국 시장에 순차적으로 출시되며 매출 확대에 기여할 것으로 기대

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24					1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	383	882	1,033	1,064	178.0	20.6	1,049	1,061	43.9	-0.3
영업이익	18	208	249	196	966.0	-5.4	235	262	1,594.5	33.2
순이익	1	86	189	236	22,501.2	178.3	191	207	824.3	-12.9

자료: 셀트리온, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 셀트리온 목표주가 산출 (단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	49,490	
26년 EBITDA 의 현가화	1,903	
EV/EBITDA 멀티플	26	19년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 22%
순차입금 (B)	380	
총 기업가치 (A-B)	49,109	
보통주 총 주식수 (천주)	204,645	자사주 제외
적정주가 (원)	239,973	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	174,100	25.02.25
상승여력	38%	

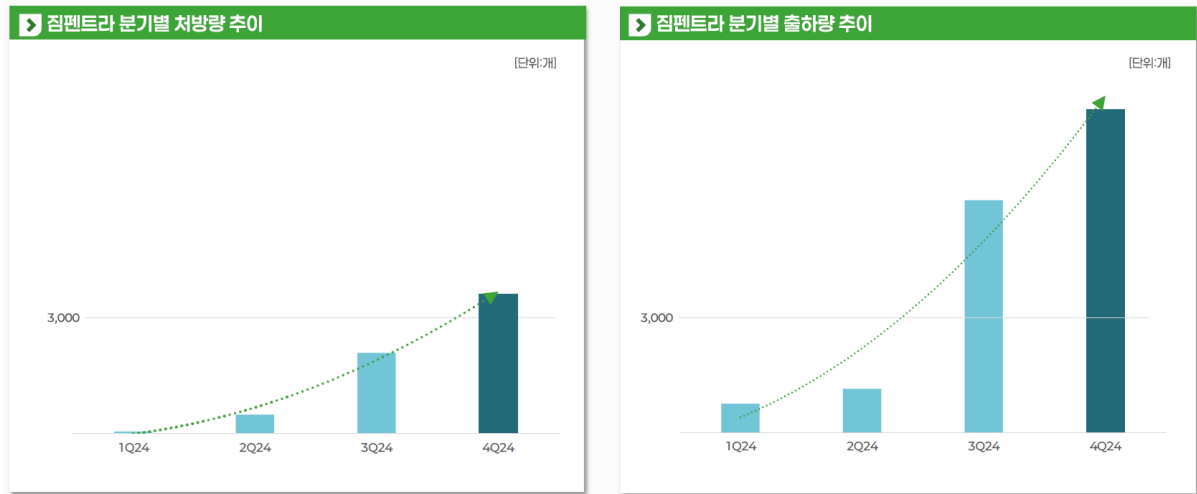
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 셀트리온 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
셀트리온 연결 매출	737.0	874.7	881.9	1063.6	1060.6	1149.0	1243.1	1430.2	2378.8	3557.3	4882.9
yoy(%)	23.3%	66.9%	31.2%	81.8%	43.9%	31.4%	41.0%	34.5%	3.3%	49.5%	37.3%
바이오시밀러 매출	651.2	774.0	810.0	873.2	971.8	1055.7	1155.1	1239.1	1984.9	3108.4	4421.7
기존 제품	437.2	540.6	467.5	470.2	504.0	525.6	554.8	576.4	1454.0	1915.5	2160.7
yoy(%)	22.3%	47.9%	1.2%	74.8%	15.3%	-2.8%	18.7%	22.6%	-3.4%	31.7%	12.8%
램시마IV	299.1	363.4	317.2	289.2	329.1	343.2	357.2	371.2	990.2	1268.9	1400.6
트룩시마	100.7	115.4	101.8	132.0	126.7	132.2	143.2	148.7	270.5	449.9	550.7
허쥬마	37.4	61.8	48.5	49.0	48.2	50.2	54.4	56.5	193.3	196.7	209.4
후속 제품	214.0	233.4	342.5	403.0	467.8	530.2	600.3	662.7	509.1	1192.9	2261.0
yoy(%)	150.0%	77.5%	112.7%	207.6%	118.6%	127.1%	75.3%	64.4%	87.3%	134.3%	89.5%
램시마SC	112.4	111.2	170.9	170.0	170.2	177.6	192.4	199.8	324.8	564.5	739.9
짐펜트라		2.2	6.4	28.0	42.1	61.8	78.7	98.3		37.3	280.9
유폴라이마	67.0	80.0	94.4	108.0	122.2	139.7	151.3	168.8	141.7	349.4	582.0
베그젤마	34.6	40.0	69.2	77.0	79.6	83.1	90.0	93.5	46.2	220.8	346.2
스테키마			1.6	18.0	14.0	28.1	42.1	56.1		19.6	140.3
신규 파이프라인					17.2	34.3	51.5	68.7			171.7
Non-바이오시밀러	86.0	101.0	71.9	190.4	88.8	93.3	88.0	191.1	712.3	449.3	461.2
매출원가	430.3	506.9	418.5	520.0	455.6	449.0	467.9	505.7	1124.6	1875.7	1878.3
매출원가율(%)	58.4%	57.9%	47.5%	48.9%	43.0%	39.1%	37.6%	35.4%	47.3%	52.7%	38.5%
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.6	604.9	700.0	775.2	924.5	1051.9	1681.5	3004.6
GPM(%)	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	57.0%	60.9%	62.4%	64.6%	44.2%	47.3%	61.5%
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	261.6	341.7	402.0	506.5	651.5	492.0	1511.7
OPM(%)	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	24.7%	29.7%	32.3%	35.4%	27.4%	13.8%	31.0%
yoy(%)	-91.5%	-60.4%	-22.4%	966.2%	1594.2%	371.4%	93.5%	157.9%	-0.6%	-24.5%	207.3%

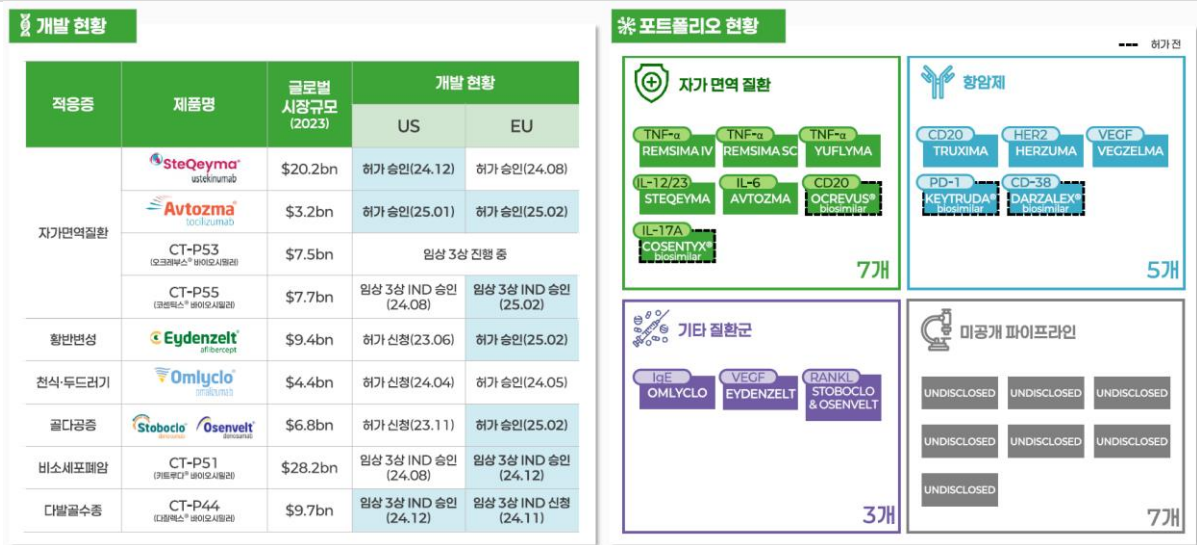
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 1. 짐펜트라 미국 판매 추이



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 2. 바이오시밀러 파이프라인 현황



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

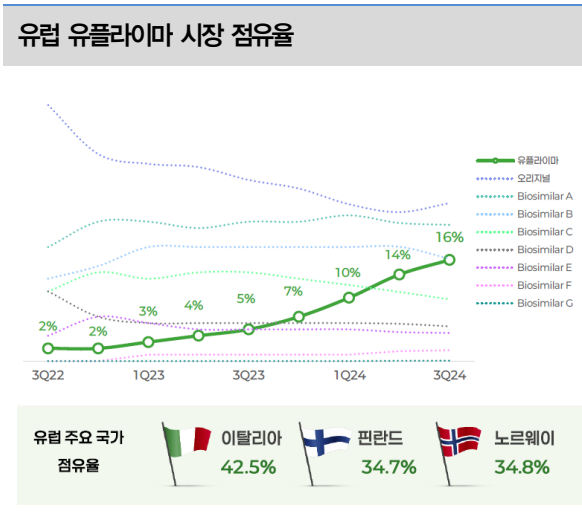
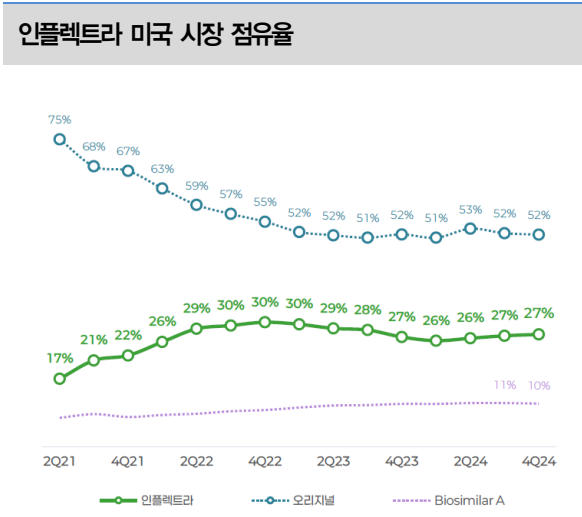
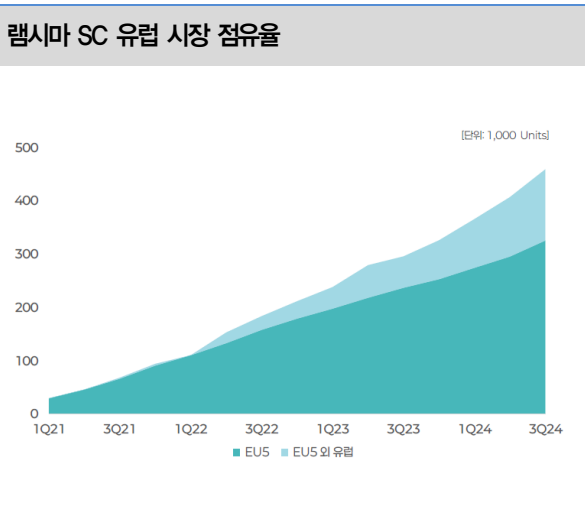
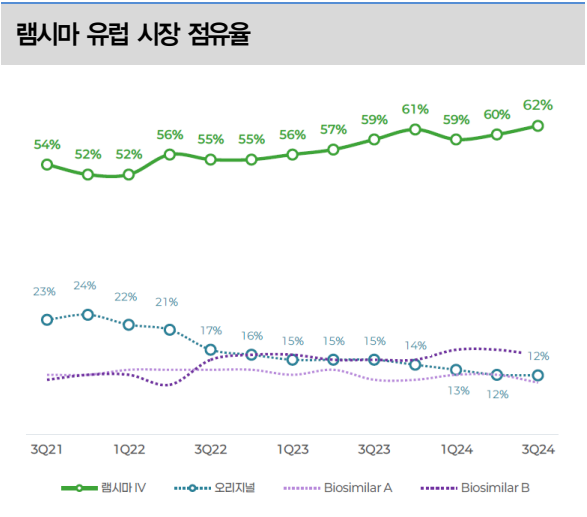
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 24년 12월부터 3공장 가동 예정
- 세계 최초 개발한 자가면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음.
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 바이오시밀러 신제품 출시 및 허가
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

Earnings Driver



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,557	4,883	5,872
매출원가	1,251	1,125	1,876	1,878	2,114
매출총이익	1,033	1,052	1,682	3,005	3,758
판매비와관리비	385	400	1,190	1,493	1,888
영업이익	647	651	492	1,512	1,870
영업외수익	283	29.9	13.8	31.0	31.8
EBITDA	874	897	981	1,723	2,069
영업외손익	-21	20	91	113	125
관계기업손익	7	-11	-11	-11	-11
금융수익	25	31	15	22	22
외환평가이익	38	29	26	26	26
금융비용	-14	-20	-27	-23	-24
외환평가손실	6	10	7	7	7
기타	-40	19	114	125	138
법인세비용차감전순이익	626	671	583	1,625	1,994
법인세비용	-95	-131	-155	-432	-530
계속사업순이익	531	540	428	1,193	1,464
중단사업순이익	11	0	0	0	0
당기순이익	543	540	428	1,193	1,464
당기순이익률	23.8	24.8	12.0	24.4	24.9
비지배자분순이익	5	4	3	9	12
지배자분순이익	538	536	424	1,183	1,452
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	566	544	432	1,197	1,468
비지배자분포괄이익	5	4	4	9	12
지배자분포괄이익	562	540	428	1,187	1,456

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,509	3,473	1,863	5,274	6,472
PER	43.7	55.4	100.7	33.8	27.5
BPS	27,007	110,097	75,985	81,992	88,051
PBR	5.7	1.7	2.3	2.1	2.0
EBITDAPS	5,700	5,818	4,306	7,678	9,222
EV/EBITDA	26.3	34.3	38.5	22.0	18.1
SPS	14,902	14,111	15,618	21,760	26,171
PSR	10.3	13.6	11.1	8.0	6.7
CFPS	6,303	5,918	4,753	8,183	9,782
DPS	344	477	477	477	477

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감률	206	-4.7	63.4	37.3	20.3
영업이익 증/감률	-130	0.7	-24.5	207.3	23.7
순이익 증/감률	-8.9	-0.5	-20.8	178.9	22.7
수익성					
ROIC	13.1	4.5	2.0	5.9	7.0
ROA	11.2	5.0	2.5	7.4	8.6
ROE	13.4	5.1	2.5	6.6	7.6
안정성					
부채비율	37.8	16.3	13.6	13.5	13.5
순차입금비율	4.8	6.6	2.2	2.8	0.0
이자보상비율	86.2	67.4	24.6	99.9	114.1

자료: 섀프론 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	5,181	6,535	8,233
현금및현금성자산	551	565	979	928	1,577
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,025	1,404	1,687
재고자산	616	3,041	2,736	3,756	4,517
기타유동자산	127	455	440	447	453
비유동자산	2,962	14,908	14,642	14,531	14,383
유형자산	1,007	1,215	1,268	1,299	1,281
관계기업투자금	89	105	113	121	129
기타비유동자산	1,866	13,589	13,261	13,112	12,973
자산총계	5,892	19,918	19,822	21,066	22,616
유동부채	1,294	2,471	2,109	2,236	2,395
매입채무 및 기타채무	371	477	491	515	533
차입금	554	1,608	1,286	1,350	1,418
유동상채무	84	176	184	194	232
기타유동부채	286	211	147	177	212
비유동부채	323	321	259	274	297
차입금	152	99	80	103	134
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	172	222	179	171	163
부채총계	1,617	2,792	2,367	2,510	2,692
자본부분	4,139	16,981	17,307	18,399	19,755
자본금	141	220	225	229	234
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금	3,485	3,964	4,284	5,370	6,720
기타자본변동	-358	-1,993	-1,992	-1,990	-1,988
비지배자분	135	145	148	157	169
자본총계	4,274	17,126	17,455	18,556	19,924
순차입금	206	1,131	380	525	9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	1,175	47	655
당기순이익	543	540	428	1,193	1,464
비현금항목의 가감	423	373	655	643	731
감가상각비	226	246	489	211	199
외환손익	-18	-2	-12	-12	-12
지분법평가손익	-7	11	11	11	11
기타	222	118	167	433	532
자산부채의 증감	-748	-221	261	-1,355	-1,006
기타현금흐름	-217	-154	-169	-435	-534
투자활동 현금흐름	-297	-139	176	297	347
투자자산	-30	-22	-8	-8	-8
유형자산	-111	-210	-120	-100	-50
기타	-156	93	304	406	406
재무활동 현금흐름	-350	-385	-383	52	88
단기차입금	0	0	-322	64	68
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	-20	24	31
유상증자	16	13,998	4	4	5
현금배당	-102	-52	-104	-98	-102
기타	-263	-14,332	57	57	87
현금의 증감	-637	13	414	-51	649
기초 현금	1,188	551	565	979	928
기말 현금	551	565	979	928	1,577
NOPLAT	549	524	361	1,110	1,372
FCF	464	419	640	1,233	1,534

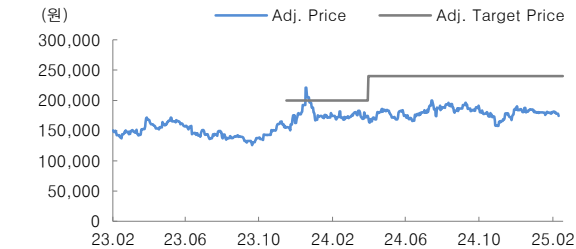
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.27	24.11.12	24.10.15	24.10.15	24.08.07	24.04.15
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
과다율(평균%)		(25.96)	(26.44)	(24.46)	(24.50)	(26.08)
과다율(최대/최소%)		(20.73)	(22.08)	(16.83)	(16.83)	(16.83)

제시일자	24.03.05	23.12.05	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	200,000
과다율(평균%)	(7.83)	(7.43)	(18.70)
과다율(최대/최소%)	15.75	15.75	(18.70)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250223)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상