

셀트리온 (068270)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

240,000

유지

현재주가

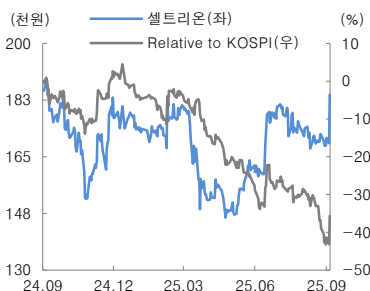
169,100

(25.09.23)

제약업종

KOSPI	3468.65
시가총액	39,052십억원
시가총액비중	1.77%
자본금(보통주)	225십억원
52주 최고/최저	189,051원 / 146,216원
120일 평균거래대금	748억원
외국인지분율	21.25%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 96 인 30.35% 국민연금공단 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.0	15.8	2.4	-2.3
상대수익률	-3.7	0.2	-22.3	-27.1



미국 생산기지 확보로 관세 해소, 성장 동력 강화

- 투자 의견 매수, 목표주가 24만원 유지
- 미국 항체의약품 공장 인수로 관세 리스크 해소
- 현지 생산시설 확보로 시장 신뢰도 강화 및 CDMO 성장 옵션 확보

투자 의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

동사의 미국 공장 인수 건은 1) 관세 리스크 해소, 2) 미국 시장 신뢰도 강화, 3) 미국 내 CDMO 성장 옵션 확보 측면에서 긍정적으로 평가하며, 이에 동사에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 240,000원 유지

미국 항체의약품 공장 인수로 관세 리스크 해소

동사는 25년 9월 23일, 미국 뉴저지에 위치한 Imclone Systems LLC(릴리 자회사) 항체의약품 원료의약품(DS) 공장을 약 4,600억 원(USD 3.3억 달러)에 인수. 운영 자금까지 포함하면 총 7,000억 원이 투입되며, 향후 바이오리액터 증설 시 총 1.4조원 규모의 투자가 예상됨. 인수 주체는 100% 자회사인 Celltrion USA로, 세무·법률상 유리한 구조를 선택. 이번 인수는 미국 정부의 “Made in USA” 정책 기조에 부합하며, 미국 시장에서 고율 관세 리스크를 구조적으로 해소할 수 있음

현지 생산시설 확보로 시장 신뢰도 강화 및 CDMO 성장 옵션 확보

해당 공장은 절반은 기존 릴리 제품 CMO 생산, 절반은 동사 자가 제품 생산으로 운영될 예정이며, 25년 말 미국 정부 승인 → 26년 밸리데이션 → 27년 본격 생산 목표. 내년부터는 릴리와 CMO 계약을 통해 매출 및 이익 기여가 시작될 예정이며, 이를 통해 미국 내 CDMO 시장에 진입해 새로운 성장 옵션을 확보했다는 점에서 의미가 있음. 중장기적으로는 주요 제품을 미국 현지에서 직접 생산함으로써 원가 절감, 공급 안정성, 보험·유통 채널 신뢰도 제고 효과가 기대됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,457	5,669	6,855
영업이익	651	492	1,142	1,655	1,924
세전순이익	671	576	1,201	1,704	1,975
총당기순이익	540	419	900	1,278	1,511
지배지분순이익	536	423	901	1,284	1,511
EPS	3,472	1,855	4,034	5,759	6,775
PER	55.4	101.1	39.5	27.6	23.5
BPS	110,071	76,545	82,462	88,635	95,585
PBR	1.7	2.4	2.1	1.9	1.8
ROE	5.1	2.5	5.0	6.7	7.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

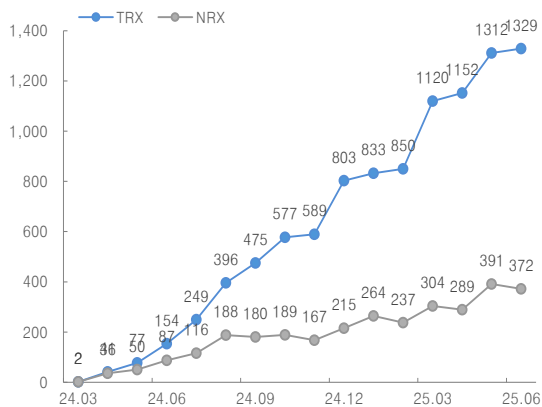
표 1. 셀트리온 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	가치	비고
셀트리온 영업가치 (A)	48,699	
26년 EBITDA의 현재화	1,739	
EV/EBITDA 멀티플	28	19년 램시마 SC 유럽 출시 당시 Fwd 12m 멀티플 x 할인율 25%
순차입금 (B)	244	
총 기업가치 (A-B)	48,456	
보통주 총 주식수 (천주)	203,071	자사주 제외
적정주가 (원)	238,615	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	184,200	25.09.23
상승여력	30%	

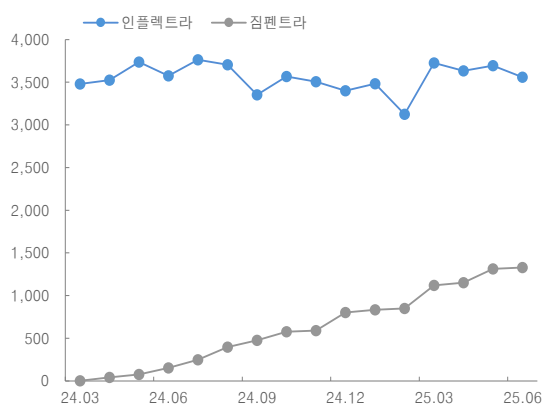
자료: 대신증권 Research Center

짐펜트라 월간 처방 건수 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

인플렉트라, 짐펜트라 월간 처방 건수 추이 (TRX)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 1. 바이오시밀러 파이프라인 현황

개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2024)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma [®] ustekinumab	\$21.7bn	허가 승인(24.12)	허가 승인(24.08)
	Avtozma [®] tofacitinib	\$3.5bn	허가 승인(25.01)	허가 승인(25.02)
	CT-P53 (오크레루스 [®] 바이오시밀러)	\$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코센티스 [®] 바이오시밀러)	\$9.9bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 승인 (25.02)
항반변성	Eydenzelt [®] abiraterone	\$9.5bn	허가 신청(23.06)	허가 승인(25.02)
전식·두드러기	Omylclo [®] omalizumab	\$5.0bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(24.05)
골다공증	Stoboclo [®] / Osenvelt [®] denosumab	\$7.4bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(25.02)
비소세포폐암	CT-P51 (키트루다 [®] 바이오시밀러)	\$32.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.08)	임상 3상 IND 승인 (24.12)
다발골수종	CT-P44 (다르자렉스 [®] 바이오시밀러)	\$11.7bn	임상 3상 IND 승인 (24.12)	임상 3상 IND 승인 (25.04)

포트폴리오 현황

자가 면역 질환

TNF-α: REMSIMA, REMSIMA SC, YUFLYMA
IL-12/23: STEQEYMA, AVTOZMA
IL-6: IL-6
CD20: OCREVUS[®] biosimilar, IL-17A: COSENTYX[®] biosimilar

7개

항암제

CD20: TRUXIMA, HER2: HERZUMA, VEGF: VEGZELMA
PD-1: KEYTRUDA[®] biosimilar, CD-38: DARZALEX[®] biosimilar

5개

기타 질환군

IgE: OMYLCLO, VEGF: EYDENZELT, RANKL: STOBOCLO & OSENVELT

3개

미공개 파이프라인

UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED
UNDISCLOSED, UNDISCLOSED, UNDISCLOSED
UNDISCLOSED

7개

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

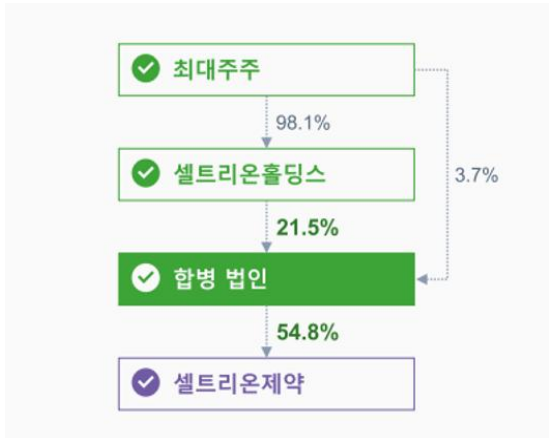
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 생명공학기술 및 동물 세포 대량 배양기술을 기반으로 항암제 등 각종 단백질 치료제 개발 및 생산
- 140,000L 규모의 동물세포배양 단백질의약품 생산설비 보유, 24년 12월부터 3공장 가동 예정.
- 세계 최초 개발한 자가면역질환 치료용 바이오시밀러 '램시마'는 2016년 미국 FDA 판매 승인 받음.
- 케미컬 의약품 제조 및 판매업을 영위하는 셀트리온제약을 주요 자회사로 보유
- 설립자 및 대표이사 서정진

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

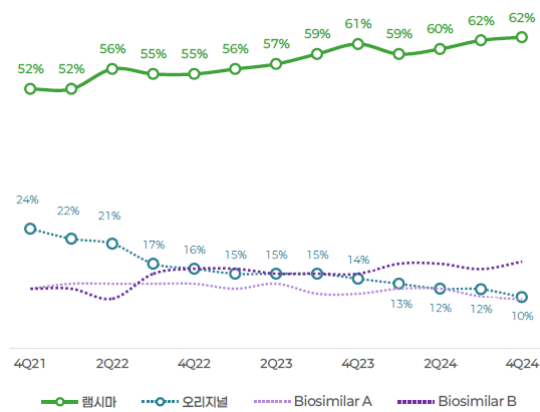
셀트리온 지배구조



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

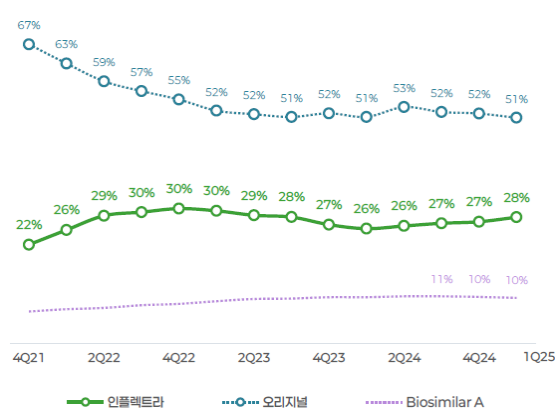
Earnings Driver

램시마 유럽 시장 점유율



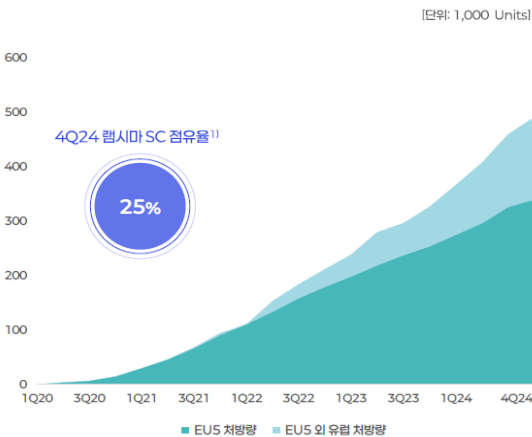
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

인플렉트라 미국 시장 점유율



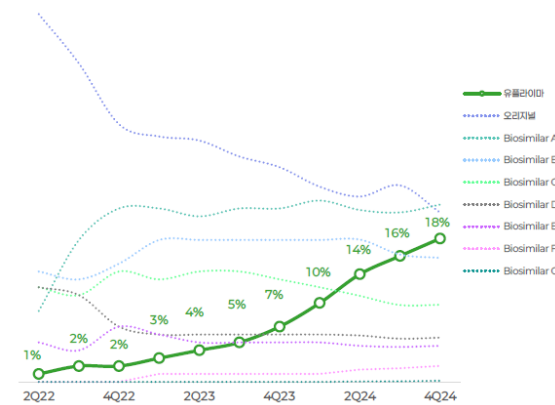
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

램시마 SC 유럽 시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

유럽 유플라이마 시장 점유율



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,457	5,669	6,855
매출원가	1,125	1,876	1,951	2,301	2,798
매출총이익	1,052	1,682	2,506	3,368	4,057
판매비와관리비	400	1,190	1,365	1,712	2,133
영업이익	651	492	1,142	1,655	1,924
영업이익률	29.9	13.8	25.6	29.2	28.1
EBITDA	897	910	1,494	2,005	2,282
영업외손익	20	84	59	48	51
관계기업손익	-11	-12	-12	-12	-12
금융수익	31	57	39	39	39
외환관련이익	29	171	71	71	71
금융비용	-20	-80	-81	-86	-91
외환관련손실	10	4	2	2	2
기타	19	120	114	108	116
법인세비용차감전순손익	671	576	1,201	1,704	1,975
법인세비용	-131	-157	-300	-426	-464
계속사업순손익	540	419	900	1,278	1,511
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	540	419	900	1,278	1,511
당기순이익률	24.8	11.8	20.2	22.5	22.0
비지배지분순이익	4	-4	-1	-6	0
지배지분순이익	536	423	901	1,284	1,511
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	51	48	46	43
포괄순이익	544	925	1,382	1,735	1,945
비지배지분포괄이익	4	-4	-1	-9	0
지배지분포괄이익	540	929	1,383	1,743	1,945

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,472	1,855	4,034	5,759	6,775
PER	55.4	101.1	39.5	27.6	23.5
BPS	110,071	76,545	82,462	88,635	95,585
PBR	1.7	2.4	2.1	1.9	1.8
EBITDAPS	5,816	3,995	6,690	8,991	10,234
EV/EBITDA	34.3	46.0	26.4	19.4	16.7
SPS	14,108	15,614	19,955	25,422	30,743
PSR	136	120	85	67	55
CFPS	5,916	4,688	7,803	10,078	11,357
DPS	477	716	716	716	716

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-4.7	63.4	25.3	27.2	20.9
영업이익 증가율	0.7	-24.5	132.0	45.0	16.2
순이익 증가율	-0.5	-22.4	115.0	41.9	18.2
수익성					
ROC	46	1.9	46	6.4	7.3
ROA	5.0	2.4	5.3	7.1	7.7
ROE	5.1	2.5	5.0	6.7	7.4
안정성					
부채비율	16.5	19.8	20.2	20.5	20.7
순차입금비율	6.6	6.1	1.0	-1.6	-4.7
이자보상배율	67.4	6.5	14.5	19.9	21.8

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,094	5,584	6,895	8,542	10,315
현금및현금성자산	565	996	1,965	2,577	3,398
매출채권 및 기타채권	948	1,259	1,569	1,985	2,393
재고자산	3,039	2,766	2,972	3,543	4,033
기타유동자산	543	562	389	437	492
비유동자산	14,863	15,471	15,430	15,477	15,621
유형자산	1,215	1,245	1,331	1,441	1,579
관계기업투자금	105	112	115	118	121
기타비유동자산	13,544	14,115	13,985	13,918	13,921
자산총계	19,957	21,055	22,325	24,019	25,936
유동부채	2,512	3,187	3,424	3,688	3,960
매입채무 및 기타채무	491	554	587	620	650
차입금	1,608	1,989	2,089	2,193	2,303
유동성채무	176	98	93	88	84
기타유동부채	238	546	655	787	944
비유동부채	319	288	332	406	469
차입금	99	87	113	146	190
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	220	201	220	260	279
부채총계	2,831	3,475	3,757	4,094	4,450
자배지분	16,981	17,439	18,420	19,765	21,315
자본금	220	221	225	229	229
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,481	5,603	6,951
기타지분변동	-1,993	-1,353	-1,114	-886	-693
비지배지분	145	141	149	160	172
자본총계	17,126	17,580	18,568	19,924	21,487
순차입금	1,131	1,064	189	-312	-1,000

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	537	902	987	888	1,217
당기순이익	540	419	900	1,278	1,511
비현금항목의 가감	373	649	842	970	1,022
감가상각비	246	418	353	350	358
외환손익	-2	-104	-39	-39	-39
지분법평가손익	11	12	12	12	12
기타	118	323	517	647	691
자산부채의 증감	-221	-21	-407	-880	-793
기타현금흐름	-154	-145	-349	-479	-522
투자활동 현금흐름	-139	-169	-141	-230	-334
투자자산	-22	-38	-4	-4	-4
유형자산	-210	-135	-162	-194	-233
기타	93	3	24	-32	-97
재무활동 현금흐름	-385	-353	-225	-189	-159
단기차입금	0	0	99	104	110
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	26	34	44
유상증자	13,998	31	4	4	0
현금배당	-52	-104	-154	-153	-153
기타	-14,332	-281	-201	-180	-160
현금의 증감	13	432	969	611	821
기초 현금	551	565	996	1,965	2,577
기말 현금	565	996	1,965	2,577	3,398
NOPLAT	524	358	856	1,242	1,472
FCF	419	446	925	1,230	1,371

[Compliance Notice]

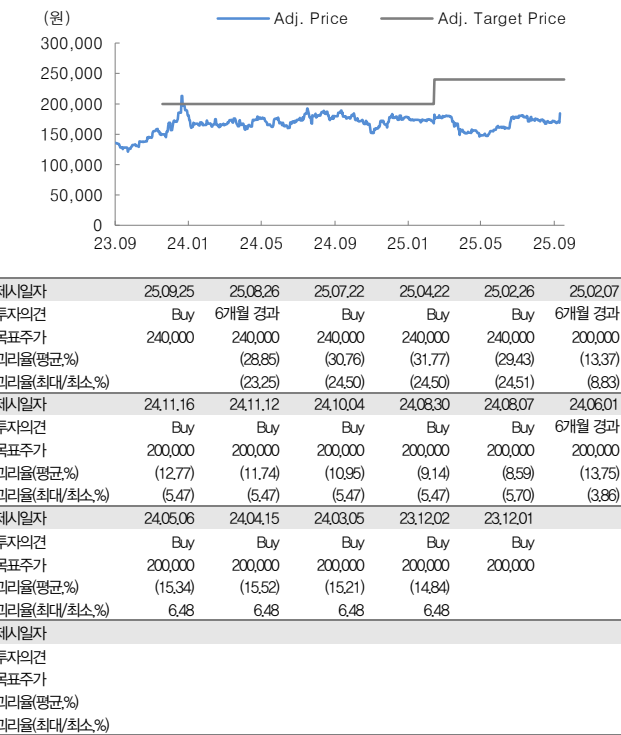
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250921)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

- 산업 투자의견**
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상