셀트리온 (068270)

Analyst 여노래 noraeyeo@hmsec.com
RA 김현석 heunseok0419@hmsec.com

NDR 후기: 기업가치는 Rock bottom, 성장에 대한 확신은 Sky High

BUY **TP 230,000원**

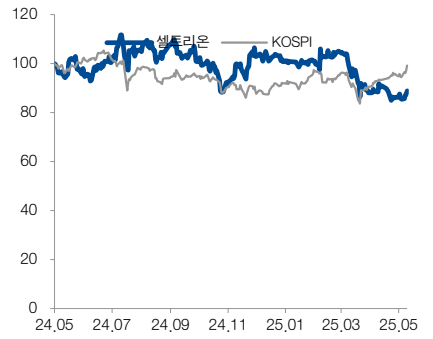
현재주가 (5/29)	158,700원
상승여력	44.9%
시가총액	35,393십억원
발행주식수	222,426천주
자본금/액면가	231십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	199,614원/151,800원
일평균 거래대금 (60일)	82십억원
외국인 지분율	21.52%
주요주주 지분율	
셀트리온홀딩스 외 94 인	29.09%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	-13.8	-11.1
상대주가(%p)	-8.8	-19.7	-19.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	3,203	4,889	230,000
After	3,052	4,200	230,000
Consensus	4,094	5,900	231,250
Cons. 차이	-25.5%	-28.8%	-0.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

탑라인 유지, 매출 성장으로 증명할 하반기

- 제품 품목 다각화로 매출 가이던스 5조 유지, 스테키마, 유플라이마, 배그젤마의 성장속도가 가파른 상태. 신규 제품군들도 출시 직후 유럽 매출 200억 이상 기대, 신규제품(Second Tier) 성장이 예상. 신규제품들의 우수한 원가율이 가격 협상력을 높이고 있으며 이를 기반으로 유럽시장 경쟁력 상승.
- 원가율 절감을 통해 유럽 시장에서 지속적인 점유율 상승 기대. 연말 기준 30%초반까지 예상 중, 4분기 대비 저조한 원가율은 1. 외주 CMO물량으로 인한 영향. 2. 3공장 초기 가동물량 입고 영향. 3. 인하우스 DP셧다운 영향. 3가지가 원인으로 2% 정도 상승되어 기저효과를 제외하면 1분기 원가율은 45% 수준. 변동성이 있으나 전체적으로 연간 30% 중반으로 맞출 수 있을 것으로 예상.
- 수율 개선 제품들은 2분기부터 본격적으로 투입 예정. 기존 원가를 높게 만들던 제품들은 재고가 소진 중으로 원가율은 지속적으로 하락하는 구조.
- 미국 직판 전략은 장기적인 성장 전략으로 추진. 매크로 환경에 대한 유연한 대처가 가능하고 이익률을 높일 수 있는 전략으로 현재 5개 제품이지만 장기적으로는 2030년까지 23개까지 제품이 늘어나며 직판 레버리지를 높일 수 있을 것으로 기대.
- 3,500억으로 조정된 짐펜트라 가이던스에도 탑라인은 유지된 상황, 짐펜트라의 가이던스 조정은 영업/마케팅적인 부분을 보면서 조절된 수치로 처방/출하량은 QoQ로 상승 중, 다만 코페이 등 초반 마케팅 비용으로 인해 1분기 변동성이 높았던 상태. 꾸준한 성장을 기대. 북미 영업 채널에서 보험사 거절율을 낮추거나 대형병원에게 피하제형의 효용성을 설득하는 작업으로 인식개선, 의사 처방을 유도할 수 있는 마케팅을 지속적으로 수행 중.

트럼프 행정부의 약가 인하 기조도 시밀러에 수혜

- 관세 영향은 제한적으로 판단, 트럼프 행정부의 IRA와 최혜국 혜택, 그리고 이로 인한 약가 인하 기조는 바이오시밀러에 호의적인 상황. 약가 인하는 대부분 고가의 신약들이 표적이 되고 있으며, 완전한 약가 할인이 불가능한 시장 상황에서는 바이오시밀러 및 제너릭이 정부의 건강보험 지출을 줄이기 위한 가장 좋은 대안.
- FDA 및 EMA의 바이오시밀러에 대한 임상 3상의 면제 기조로 진입 중. 실제로 유럽은 가이드라인을 낮추고 있으며, 동등성이 임상 1상에서 충분히 입증된 경우에만 임상 3상이 면제되는 구조. 다양한 포트폴리오를 구축하며 임상 1상 동등성을 입증할 수 있는 경험이 많은 셀트리온에 수혜가 되는 정책, 임상 3상 생략으로 개발 비용 축소 기대.

주주환원으로 재평가 자신감 확인

- 현재 기업가치에 대해 저평가되고 있다고 판단하여 지속적으로 기업가치 제고를 위해 자사주를 매입, M&A나 CDMO 등 추가 사업에 문제가 되지 않도록 기업의 순현금은 1조원 규모로 보유 중.
- 주주환원 목적으로 5월 26일 보통주 1주당 신주 0.04주를 배정하는 무상증자를 결정. 주주명부폐쇄일 6월 10일, 신주상장예정일 7월 25일로 무상증자 규모는 849만 4,384주로, 계속해서 매입한 자사주를 이용해 유통물량 부담은 최소화하는 방향으로 진행. 2분기부터 회복될 실적에 대한 자신감과 주주들과의 성과 공유에 대한 의지를 확인.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,176	651	536	897	3,472	-1.0	55.4	2.6	34.3	5.1	0.2
2024	3,557	492	423	910	1,855	-46.6	101.1	2.4	46.0	2.5	0.4
2025F	4,152	1,044	681	1,322	3,052	64.5	52.0	2.0	27.1	3.9	0.5
2026F	5,009	1,457	934	1,708	4,200	37.6	37.8	1.9	20.5	5.2	0.5
2027F	5,884	1,765	1,155	1,991	5,192	23.6	30.6	1.8	17.2	6.1	0.5

* K-IFRS 연결 기준

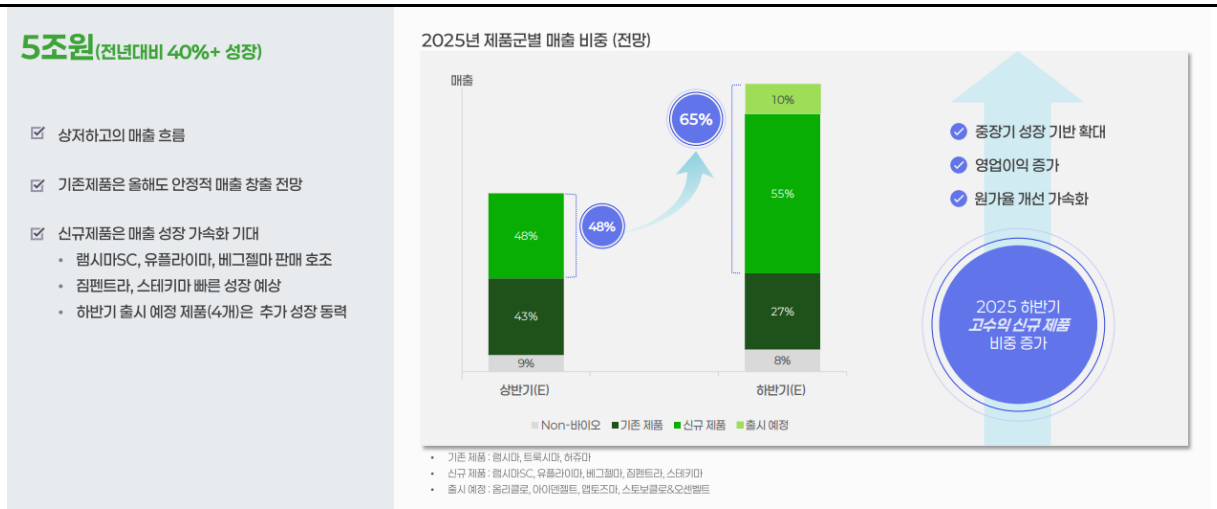
〈표1〉 셀트리온 실적 추정

(단위: 십억원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025E
매출	737.0	874.0	882.0	1,063.0	841.0	1,037.9	1,123.0	1,149.3	3,556.0	4,151.1
YoY(%)	*23.2*	*66.8*	*31.1*	*177.5*	*14.1*	*18.7*	*27.3*	*8.1*	*63.3*	*16.7*
QoQ(%)	*92.4*	*18.6*	*0.9*	*20.5*	*-20.9*	*23.4*	*8.2*	*2.3*		
바이오 제품	651.0	773.0	810.0	873.0	635.0	936.9	1,051.0	1,038.3	3,107.0	3,661.1
기존	437.0	540.0	468.0	470.0	421.0	544.4	569.2	527.0	1,915.0	2,061.6
램시마 IV	299.0	363.0	317.0	289.0	238.0	346.9	369.2	321.0	1,268.0	1,275.1
트룩시마	101.0	115.0	102.0	132.0	129.0	135.8	137.8	139.9	450.0	542.6
허쥬마	37.0	62.0	49.0	49.0	54.0	61.7	62.2	66.1	197.0	244.0
신규	214.0	233.0	342.0	403.0	214.0	392.5	481.8	511.2	1,192.0	1,599.5
램시마 SC	112.0	111.0	171.0	170.0	135.0	145.8	160.7	159.5	564.0	601.0
유플라이마	67.0	80.0	94.0	108.0	118.0	128.9	143.3	157.4	349.0	547.7
베그젤마	35.0	40.0	69.0	77.0	58.0	60.9	70.7	72.1	221.0	261.7
짐펜트라	-	2.0	6.0	28.0	13.0	35.2	72.8	75.7	36.0	196.8
스테키마	-	-	-	2.0	21.0	21.6	22.3	23.4	2.0	88.3
기타	-	-	-	-	0.0	0.0	12.0	23.0	0.0	0.0
Non-바이오 제품	86.0	101.0	72.0	190.0	74.0	101.0	72.0	111.0	449.0	358.0
제약 + 케미컬	81.0	95.0	65.0	79.0	74.0	71.0	82.0	61.0	320.0	288.0
CMO	-	-	-	106.0	-	3.0	23.0	45.0	106.0	71.0
기타	5.0	6.0	7.0	5.0	0.0	6.0	7.0	5.0	23.0	18.0
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.8	442.9	612.3	673.8	701.1	1,681.7	2,430.1
GPM(%)	*41.6*	*42.0*	*52.5*	*51.1*	*52.6*	*59.0*	*60.0*	*61.0*	*47.3*	*58.5*
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	149.4	269.8	303.2	321.8	492.0	1,044.3
OPM(%)	*2.1*	*8.3*	*23.5*	*18.5*	*17.7*	*26.0*	*27.0*	*28.0*	*13.8*	*25.2*

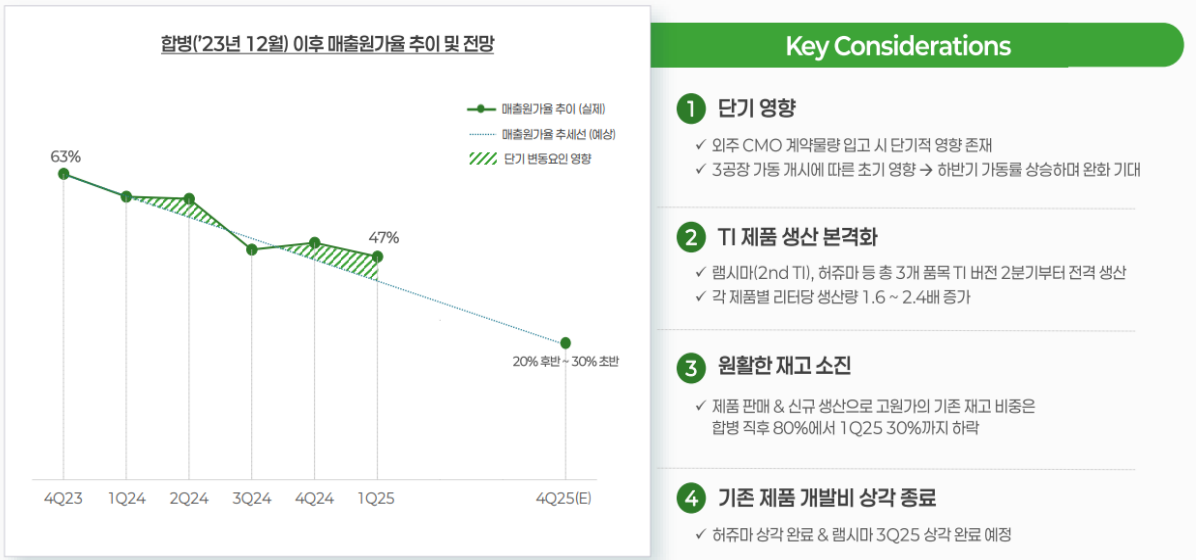
자료: 현대차증권

〈그림1〉 셀트리온 2025년 매출 전망



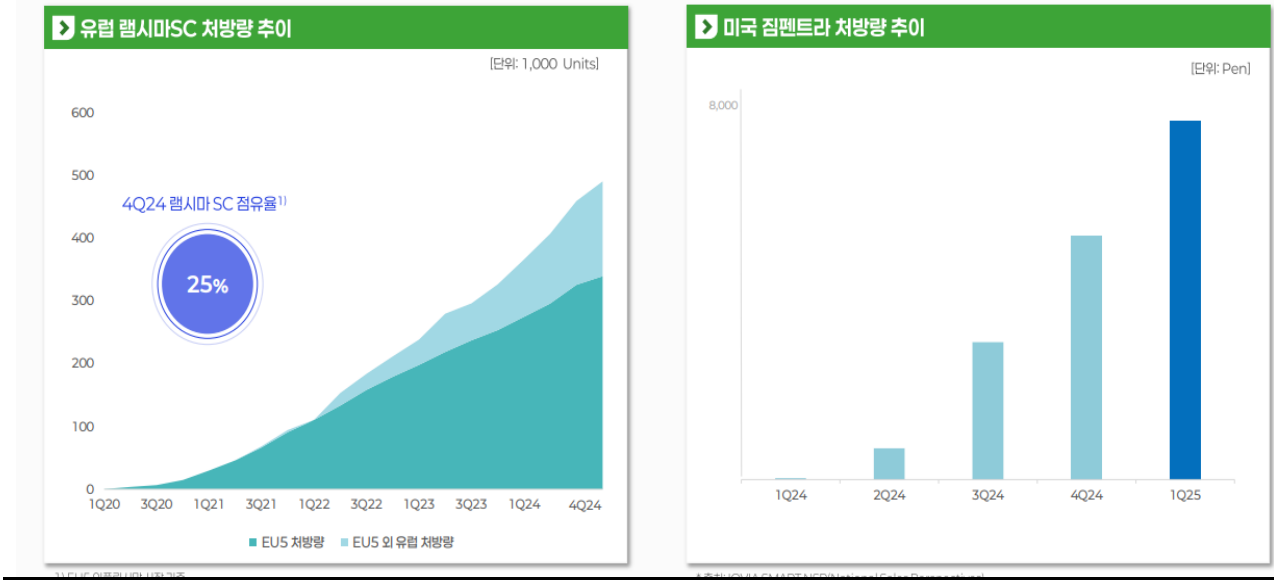
자료 : 셀트리온, 현대차증권

〈그림2〉 셀트리온 매출 원가율 개선 추이 및 전망



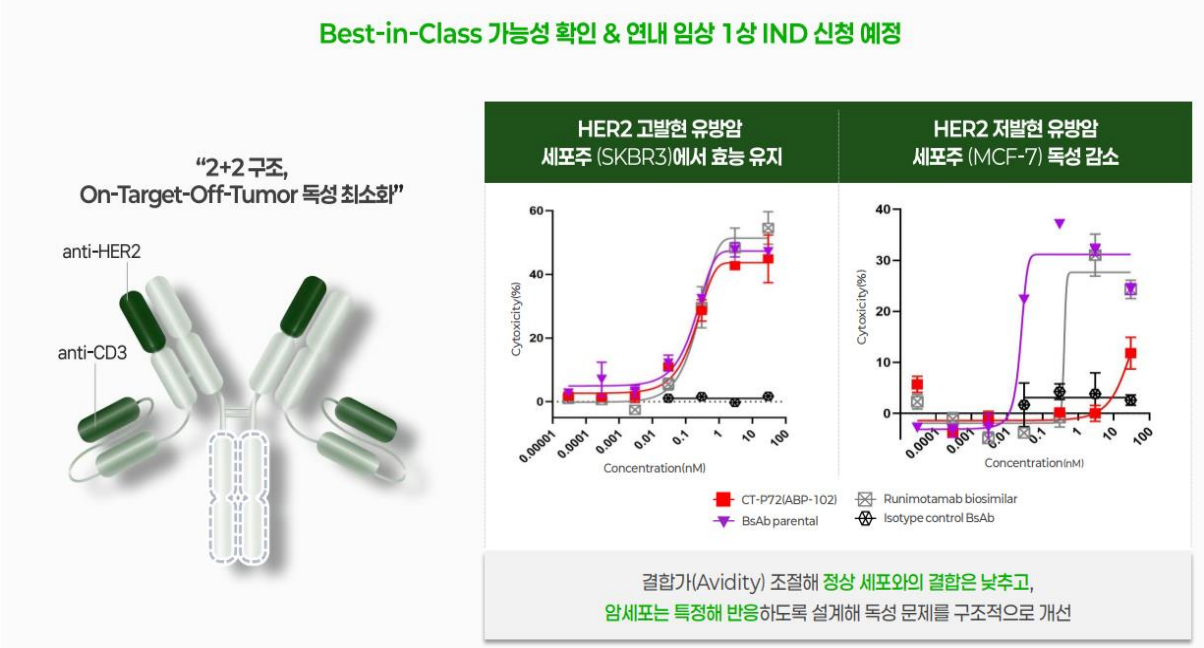
자료 : 셀트리온, 현대차증권

〈그림3〉 램시마 SC 및 짐펜트라 처방량 추이



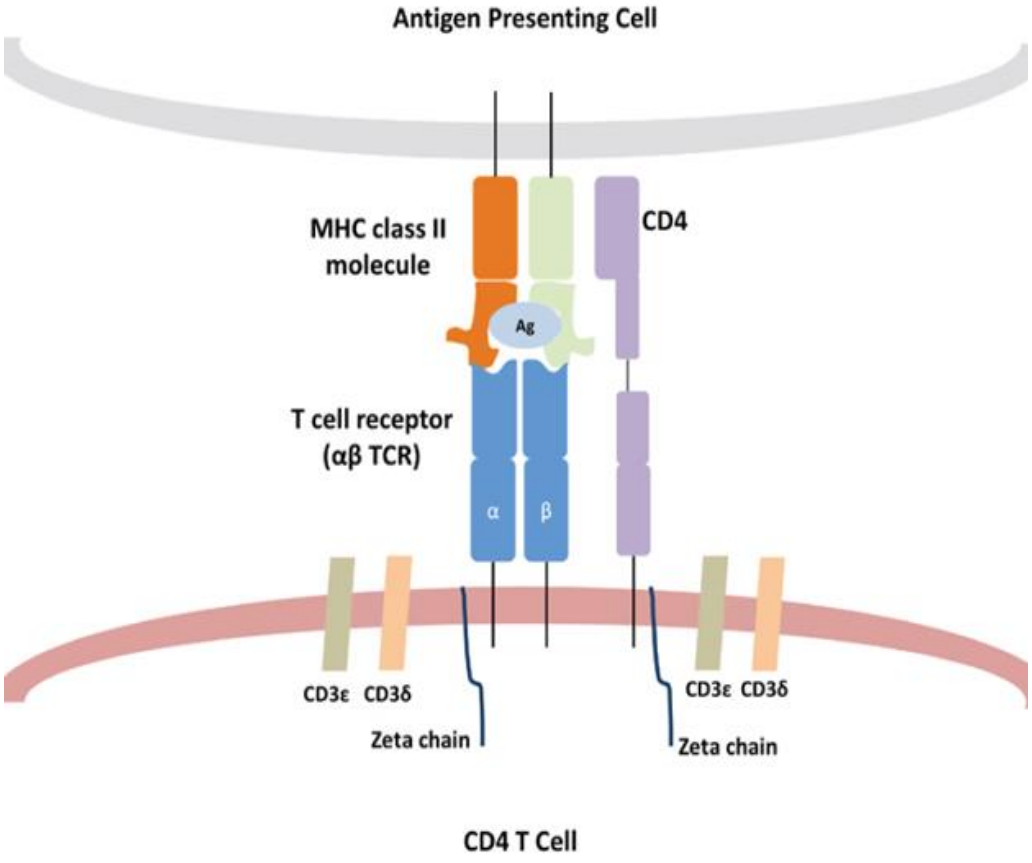
자료 : 셀트리온, 현대차증권

〈그림4〉 AACR 2025에서 발표된 CT-P72



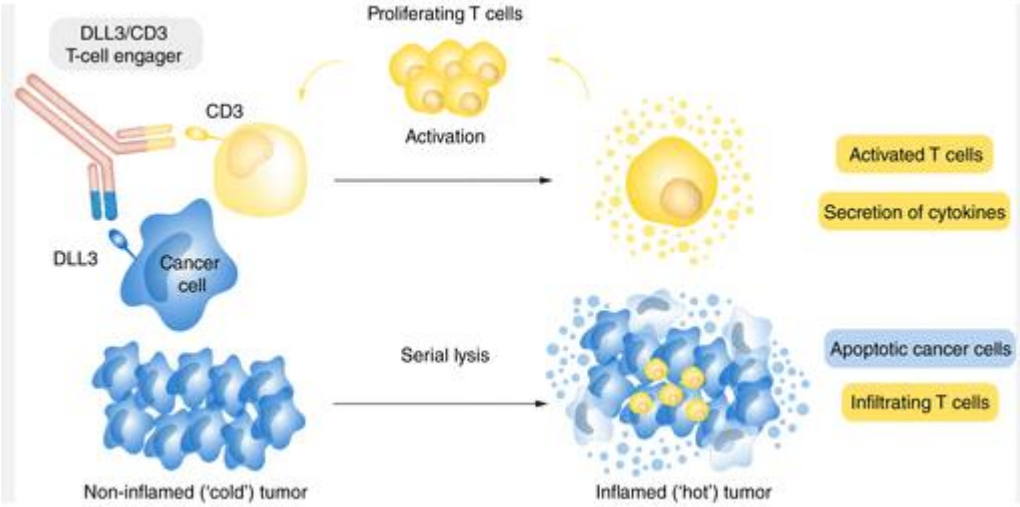
자료 : 셀트리온, 현대차증권

〈그림5〉 AACR 2025에서 발표된 CT-P72



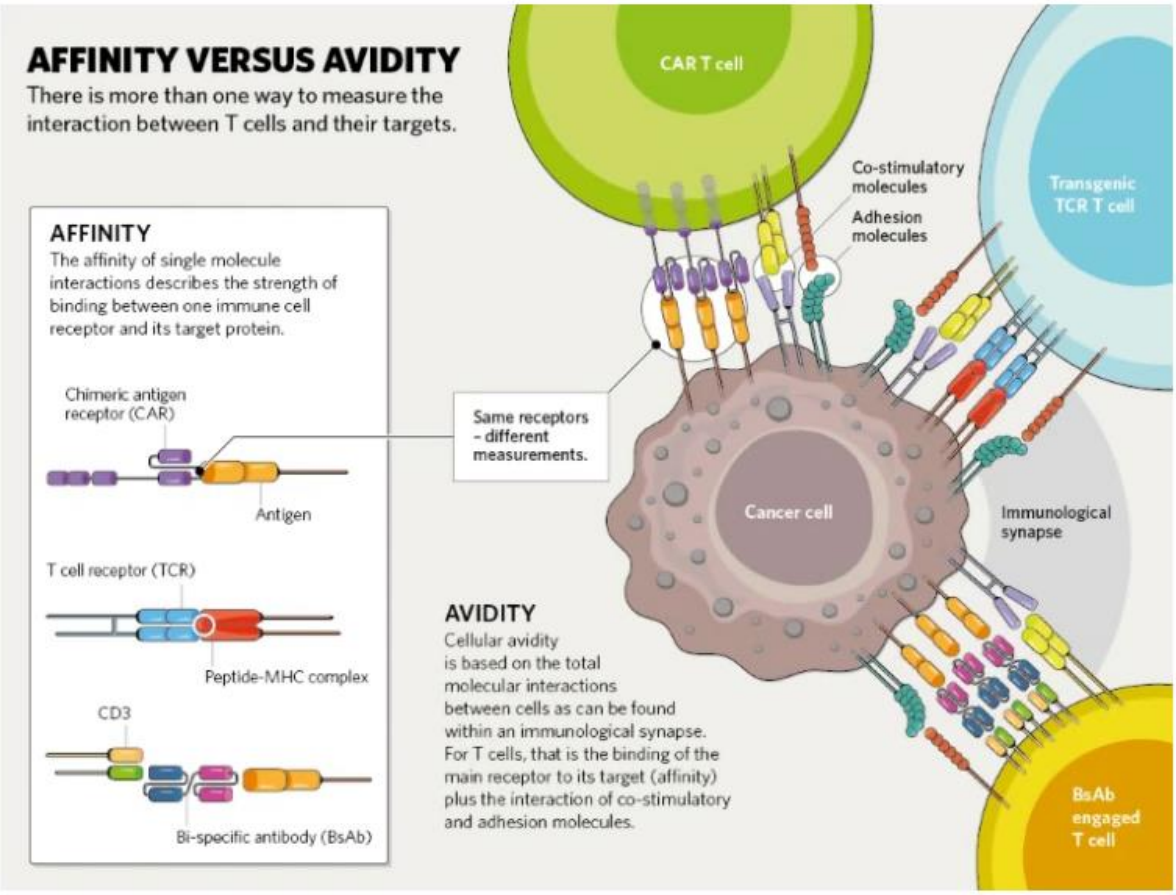
자료 : Bio-Rad, 현대차증권

〈그림6〉 DLL3xCD3 이중항체에서의 T-Cell Engager의 Cold-Hot 전환 기능



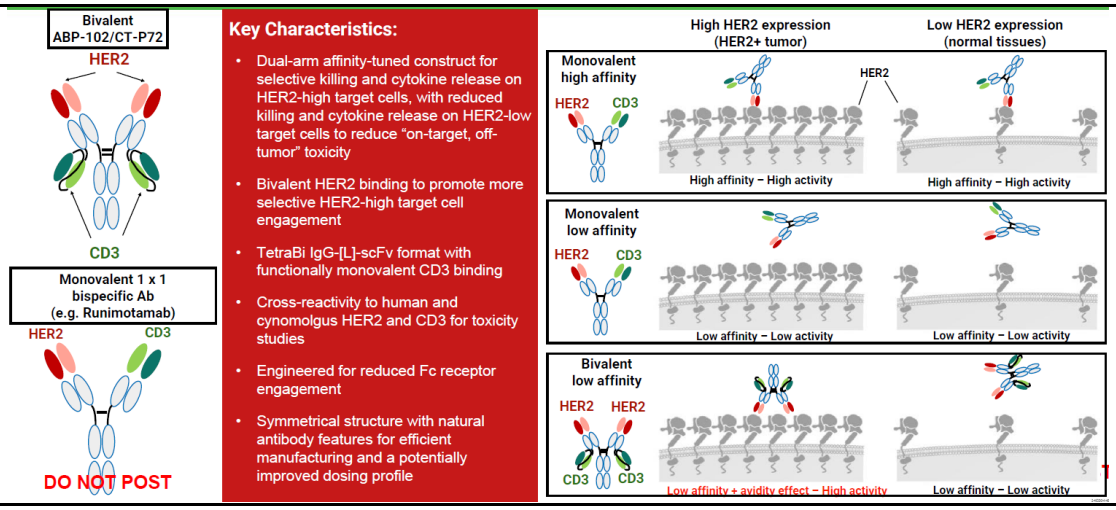
자료 : clinical trial protocol, 현대차증권

〈그림7〉 T-Cell engager에서의 친화력(Affinity)와 결합력(Avidity)의 메커니즘 차이



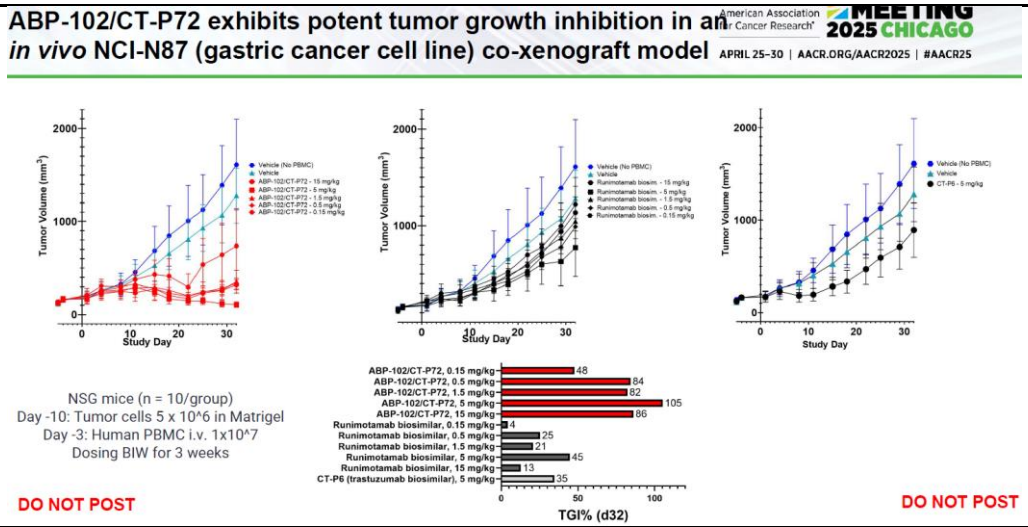
자료 : nature portfolio, 현대차증권

〈그림8〉 CT-P72의 결합력을 중시한 디자인



자료 : AACR, 현대차증권

〈그림9〉 마우스 위암 제노그래프트 모델에서 CT-P72의 효능



자료 : AACR, 현대차증권

〈그림10〉 CT-P72의 AACR 발표 요약

- ABP-102/CT-P72 demonstrated selectivity for killing and cytokine release on HER2-high and HER2-intermediate cell lines, with reduced activity on HER2-low cell lines, reflecting the avidity-driven design
- *In vivo*, ABP-102/CT-P72 demonstrated efficacy in tumor growth inhibition in two HER2-high hPBMC-humanized xenograft models (BT-474 breast cancer, NCI-N87 gastric cancer)
- ABP-102/CT-P72 showed weaker efficacy compared to the parental antibody in the HT-55 HER2-low co-xenograft tumor model, reflecting the intended selectivity for HER2-high tumors over HER2-low normal tissues
- ABP-102/CT-P72 was well-tolerated in cynomolgus monkeys up to the highest dose tested, 90mg/kg (180-fold higher compared to the parental bispecific antibody), which may allow for a wider clinical therapeutic index

자료 : AACR, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,152	5,009	5,884
증가율 (%)	-4.7	63.5	16.7	20.6	17.5
매출원가	1,125	1,876	1,722	1,949	2,236
매출원가율 (%)	51.7	52.7	41.5	38.9	38.0
매출총이익	1,052	1,682	2,430	3,060	3,648
매출이익률 (%)	48.3	47.3	58.5	61.1	62.0
증가율 (%)	1.8	59.9	44.5	25.9	19.2
판매관리비	400	1,190	1,386	1,603	1,883
판관비율(%)	18.4	33.5	33.4	32.0	32.0
EBITDA	897	910	1,322	1,708	1,991
EBITDA 이익률 (%)	41.2	25.6	31.8	34.1	33.8
증가율 (%)	2.6	1.4	45.3	29.2	16.6
영업이익	651	492	1,044	1,457	1,765
영업이익률 (%)	29.9	13.8	25.1	29.1	30.0
증가율 (%)	0.6	-24.4	112.2	39.6	21.1
영업외손익	30	97	21	-18	9
금융수익	31	57	45	51	78
금융비용	20	80	76	69	69
기타영업외손익	19	120	52	0	0
종속/관계기업관련손익	-11	-12	-3	0	0
세전계속사업이익	671	576	1,062	1,439	1,774
세전계속사업이익률	30.8	16.2	25.6	28.7	30.1
증가율 (%)	7.2	-14.2	84.4	35.5	23.3
법인세비용	131	157	383	508	623
계속사업이익	540	419	679	931	1,151
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	540	419	679	931	1,151
당기순이익률 (%)	24.8	11.8	16.4	18.6	19.6
증가율 (%)	-0.6	-22.4	62.1	37.1	23.6
지배주주지분 순이익	536	423	681	934	1,155
비지배주주지분 순이익	4	-4	-2	-3	-4
기타포괄이익	4	506	0	0	0
총포괄이익	544	925	679	931	1,151

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,094	5,584	5,991	7,274	8,657
현금성자산	565	996	1,110	1,973	2,788
단기투자자산	195	148	160	192	213
매출채권	939	1,215	1,177	1,153	1,277
재고자산	3,039	2,766	3,049	3,360	3,720
기타유동자산	356	459	496	596	660
비유동자산	14,863	15,471	15,310	15,083	14,874
유형자산	1,215	1,245	1,202	1,129	1,063
무형자산	13,291	13,702	13,553	13,374	13,215
투자자산	135	161	170	195	210
기타비유동자산	222	363	385	385	386
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	19,957	21,055	21,301	22,358	23,531
유동부채	2,512	3,187	3,294	3,535	3,688
단기차입금	1,608	1,989	2,034	2,034	2,034
매입채무	51	75	81	98	108
유동성장기부채	176	98	56	56	56
기타유동부채	677	1,025	1,123	1,347	1,490
비유동부채	319	288	310	354	382
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	99	87	91	91	91
장기금융부채	0	0	1	1	1
기타비유동부채	220	201	218	262	290
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,831	3,475	3,604	3,889	4,070
지배주주지분	16,981	17,439	17,559	18,334	19,329
자본금	220	221	231	231	231
자본잉여금	14,790	14,828	14,213	14,213	14,213
자본조정 등	-2,046	-1,916	-1,495	-1,495	-1,495
기타포괄이익누계액	53	563	563	563	563
이익잉여금	3,964	3,744	4,047	4,822	5,818
비지배주주지분	145	141	138	135	132
자본총계	17,126	17,580	17,697	18,469	19,461

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	537	902	611	1,094	1,000
당기순이익	540	419	679	931	1,151
유형자산 상각비	64	73	79	73	66
무형자산 상각비	182	346	199	179	159
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-221	-21	-338	-107	-368
기타	-28	85	-8	18	-8
투자활동으로인한현금흐름	-139	-169	-69	-6	42
투자자산의 감소(증가)	-9	-21	-9	-25	-16
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-210	-135	-29	0	0
기타	80	-13	-31	19	58
재무활동으로인한현금흐름	-385	-353	-445	-225	-226
차입금의 증가(감소)	-52	-13	6	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	13,999	38	-604	0	0
배당금	-52	-104	-154	-159	-159
기타	-14,280	-274	307	-66	-67
기타현금흐름	0	52	18	0	0
현금의증가(감소)	13	432	114	863	815
기초현금	551	565	996	1,110	1,973
기말현금	565	996	1,110	1,973	2,788

(단위:원, 배, %)

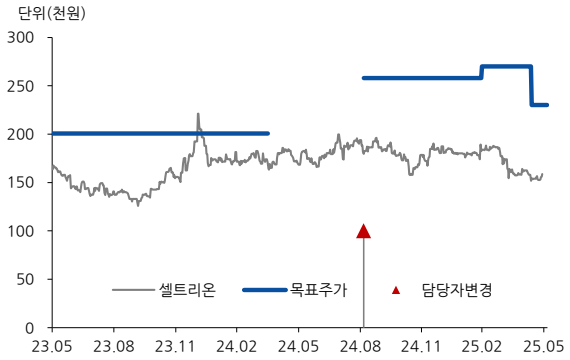
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	3,498	1,839	3,042	4,187	5,176
EPS(지배순이익 기준)	3,472	1,855	3,052	4,200	5,192
BPS(자본총계 기준)	74,172	77,266	79,564	83,035	87,494
BPS(지배지분 기준)	73,544	76,647	78,943	82,427	86,902
DPS	477	716	750	750	750
P/E(당기순이익 기준)	55.0	102.0	52.2	37.9	30.7
P/E(지배순이익 기준)	55.4	101.1	52.0	37.8	30.6
P/B(자본총계 기준)	2.6	2.4	2.0	1.9	1.8
P/B(지배지분 기준)	2.6	2.4	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA(Reported)	34.3	46.0	27.1	20.5	17.2
배당수익률	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-1.2	-47.4	65.5	37.6	23.6
EPS(지배순이익 기준)	-1.0	-46.6	64.5	37.6	23.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.0	2.4	3.8	5.2	6.1
ROE(지배순이익 기준)	5.1	2.5	3.9	5.2	6.1
ROA	4.2	2.0	3.2	4.3	5.0
안정성 (%)					
부채비율	16.5	19.8	20.4	21.1	20.9
순차입금비율	6.6	5.9	5.3	0.3	순현금
이자보상배율	67.4	6.5	15.2	21.2	25.6

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.23	BUY	200,569	-27.41	-14.76
2023.11.23	AFTER 6M	200,569	-12.92	10.24
2024.09.05	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.09.05	BUY	257,875	-30.33	-23.89
2025.03.05	AFTER 6M	257,875	-33.81	-27.06
2025.05.13	BUY	230,000	-32.71	-31.00
2025.05.30	BUY	230,000		

▶ 최근 2년간 셀트리온 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 여노래의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	166건	92.7%
보유	13건	7.3%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.