

셀트리온 (068270)

3Q25P Review: 예상치 부합

투자의견

BUY(유지)

목표주가

220,000 원(유지)

현재주가

176,300 원(11/04)

시가총액

40,715(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 셀트리온 2025년 3분기 실적은 매출액 1조 290억원(+14%yoy, +7%qqq), 영업이익 3,014억원(+45%yoy, +24%qqq, OPM 29.3%)으로 매출액 및 영업이익은 당사 추정치에 부합함. 원가율 높은 재고가 소진되며 매출원가율은 38%까지 하락함(2024년 평균 원가율 52.7%, 2024년 3분기 원가율 42.5%에서 지속적으로 하락 중)
- 셀트리온은 10월 중순 시장 컨센서스에 부합하는 2분기 실적을 발표하면서 실적 개선에 대한 우려를 일차적으로 해소 시킴. 그러나 글로벌 바이오시밀러 시장 성장세가 중장기적으로 지속될 수 있을지에 대한 투자자들의 의구심은 여전히 존재함. 반면 셀트리온은 금번 3분기 실적 발표에서 4분기에는 고수익성의 신제품 매출이 성장하면서 원가율이 30% 초반까지 하락하며 영업이익률이 약 40%까지 상승하고, 2026년에는 삼성바이오로직스 수준의 수익성 달성이 가능할 것이라는 자신감을 표명하였음
- 셀트리온의 주가는 미국 시장 진출 효과가 지연되면서 2025년 초부터 약세를 보였으나 이익 성장세가 확인된 5월 중순을 저점(수정주가 146,216원, 2025E P/E = 36배)으로 21% 반등함(11/4 기준). 2026년에도 분기별 지속적인 실적 개선세가 이어지고, 신약 R&D 분야로 비즈니스 모델 확장이 가시화된다면 기업가치가 한 단계 레벨 업 할 것으로 전망함. 다만 단기적으로는 분기별 실적을 확인하면서 접근하는 전략이 여전히 유효할 것으로 판단됨
- 경쟁사 산도즈(SIX: SDZ)는 2023년 10월 노바티스로부터 분사되어 기업가치 약 \$10.4bn으로 상장함. 이후 바이오시밀러 사업부를 핵심 성장 동력으로 육성하며 상장 후 기업가치가 약 160% 이상 상승함. 현재 시가총액은 \$30bn(약 41조원, 2026E P/E 18배)로 셀트리온보다 높게 형성되어 있음. 2025년 예상 매출액 및 EBITDA margin은 각각 \$11.1bn, 21~22%로 예상됨. 제네릭 사업부(3Q25 매출 비중 70%)를 포함하고 있어, 셀트리온 대비 매출액은 약 3배 크나 조정 EBITDA margin은 약 11~12%pt 낮은 수준(2025년 가이던스 기준). 글로벌 Top 2 바이오시밀러 기업의 기업가치가 유사한 수준에 형성되어 있어, 향후 두 기업은 상호 밸류에이션 벤치마크 역할을 할 것으로 예상됨

주가(원, 11/04) 176,300
시가총액(십억원) 40,715

발행주식수 230,939천주
52주 최고가 199,900원
52주 최저가 150,400원
52주 일간 Beta 0.41
60일 일평균거래대금 830억원
외국인 지분율 21.1%
배당수익률(2025E) 0.4%

주주구성
셀트리온홀딩스 (외 97인) 30.7%
국민연금공단 (외 1인) 6.4%

	1M	6M	12M
주가상승(%)	-15.6	-48.3	-56.9
상대기준	0.5	12.7	2.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(25)	1,078	1,078	-
영업이익(26)	1,577	1,577	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,176	3,557	4,186	5,297
영업이익	651	492	1,078	1,577
세전손익	671	576	1,137	1,627
당기순이익	540	419	907	1,304
EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033
증감률(%)	-33.9	-19.9	126.0	43.7
PER(배)	83.0	100.9	43.0	29.9

자료: 유진투자증권

주: 2023년 12월 28일 셀트리온이 셀트리온 헬스케어를 흡수 합병함에 따라 2023년 실적과 2024년 예상 실적의 연속성은 없음

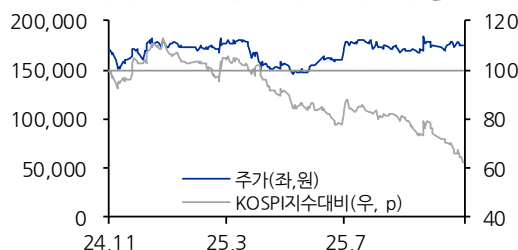


도표 1. 셀트리온 3Q25 실적 Review 및 4Q25 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	3Q25P					4Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	1,029	1,080	(4.7)	1,131	(9.0)	1,354	27.3	31.5	3,557	4,186	17.7	5,297	26.6
영업이익	301	301	0.0	336	(10.3)	385	96.0	27.7	492	1,078	119.0	1,577	46.4
지배순이익	63	194	(67.3)	265	(76.1)	588	148.4	828.8	423	911	115.6	1,310	43.7
영업이익률	29.3	27.9	1.4	29.7	(0.4)	28.4	10.0	(0.9)	13.8	25.7	11.9	29.8	4.0
지배순이익률	6.2	17.9	(11.8)	23.4	(17.2)	43.4	21.2	37.3	11.9	21.8	9.9	24.7	3.0

자료: 셀트리온, FnGuide, 유진투자증권

주: 3Q25P는 당기순이익 기준

도표 2. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	2024				2025				2024	2025E		2026E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP*	4QE		당사 예상치	컨센 서스	당사 예상치	컨센 서스
매출액	737	875	882	1,064	842	961	1,029	1,354	3,557	4,186	4,216	5,297	5,079
영업이익	15	72	208	196	149	242	301	385	492	1,078	1,134	1,577	1,596
지배순이익	22	78	86	237	109	61	63	588	423	911	798	1,310	1,247
영업이익률	2.1	8.3	23.5	18.5	17.7	25.2	29.3	29.3	13.8	25.7	26.9	29.8	31.4
지배순이익률	3.0	8.9	9.7	22.2	12.9	6.4	6.2	33.2	11.9	21.8	18.9	24.7	24.6

자료: 셀트리온, FnGuide, 유진투자증권

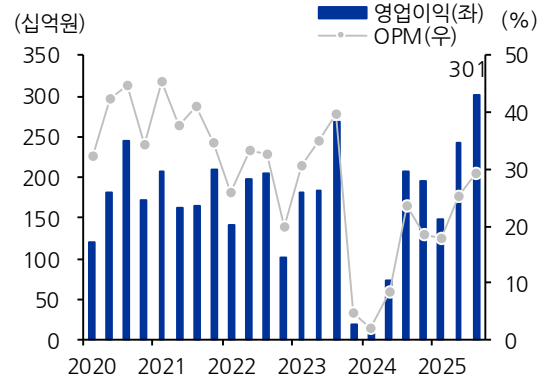
주: 3Q25P는 당기순이익 기준

도표 3. 셀트리온 분기별 매출액 추이(연결)



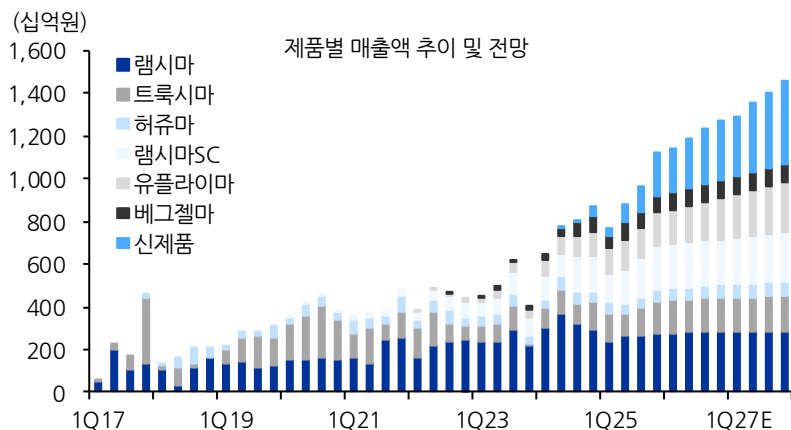
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 4. 셀트리온 분기별 영업이익 추이(연결)



자료: 셀트리온, 유진투자증권

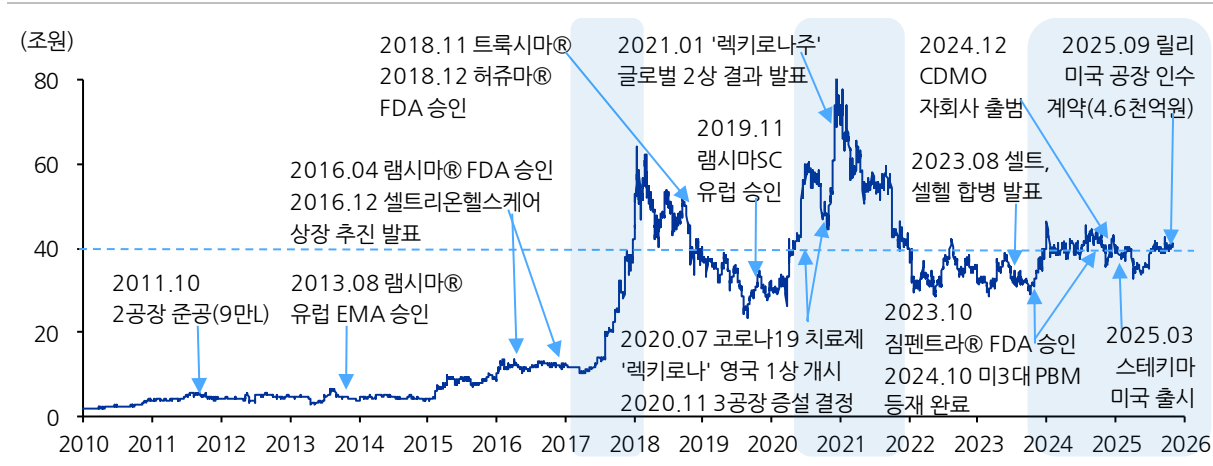
도표 5. 셀트리온 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 유진투자증권

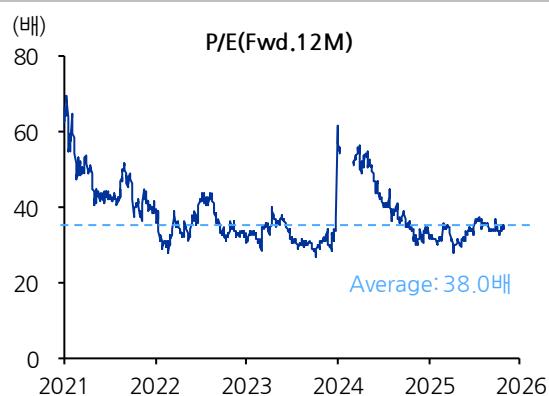
주: 4Q25E부터 추정치

도표 6. 셀트리온 시가총액 추이 및 주요 이벤트



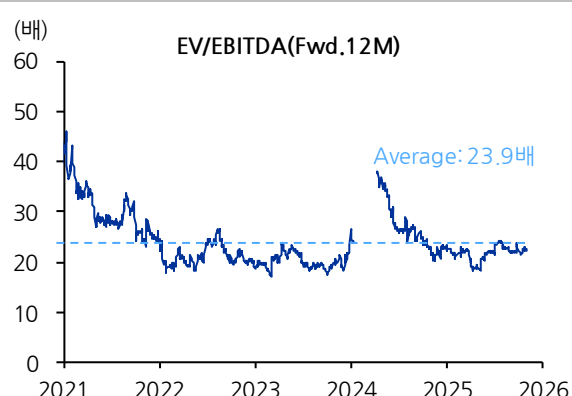
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 7. 셀트리온 12M Fwd P/E valuation



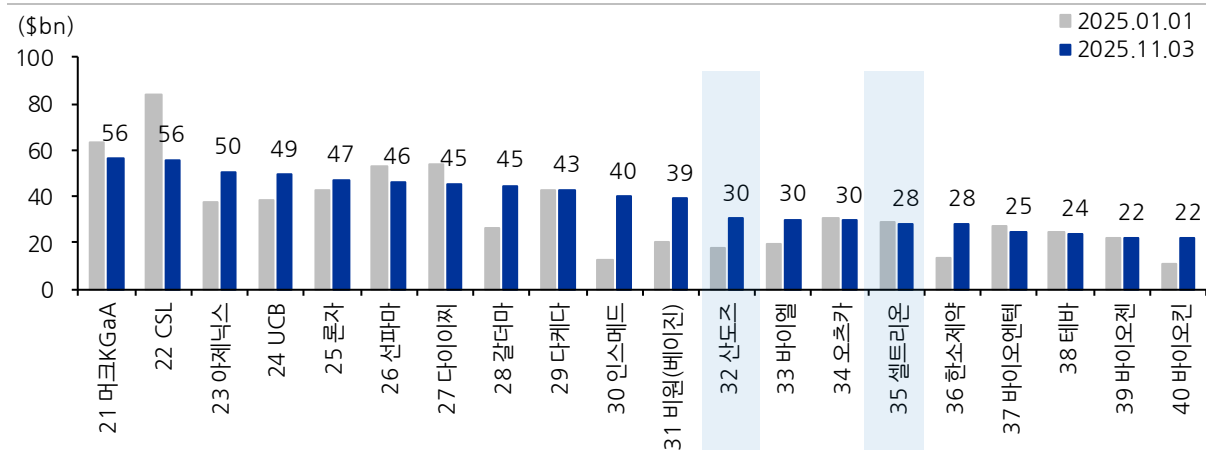
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 8. 셀트리온 12M Fwd EV/EBITDA valuation



자료: Quantivise, 유진투자증권

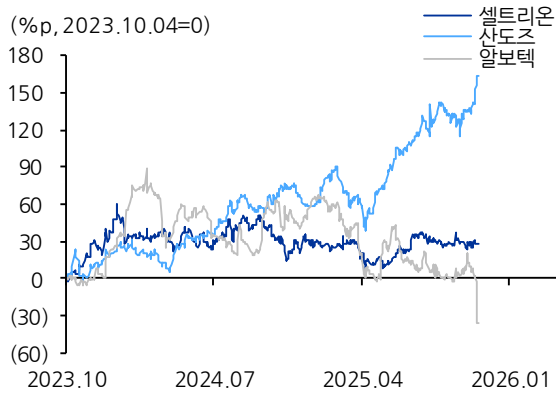
도표 9. 글로벌 바이오제약 기업 시가총액 순위(21~40 위권)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

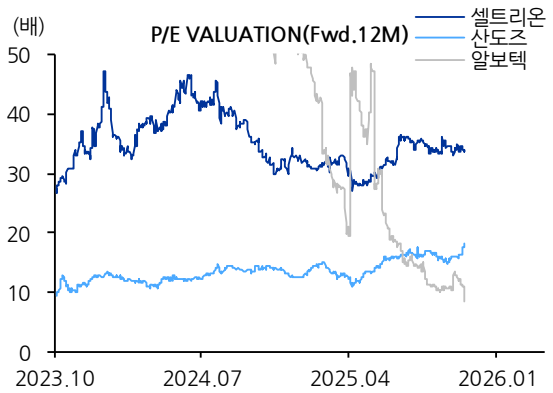
주: 시가총액 순위는 2025.11.03 기준

도표 10. 바이오시밀러 3사 주가 수익률 추이



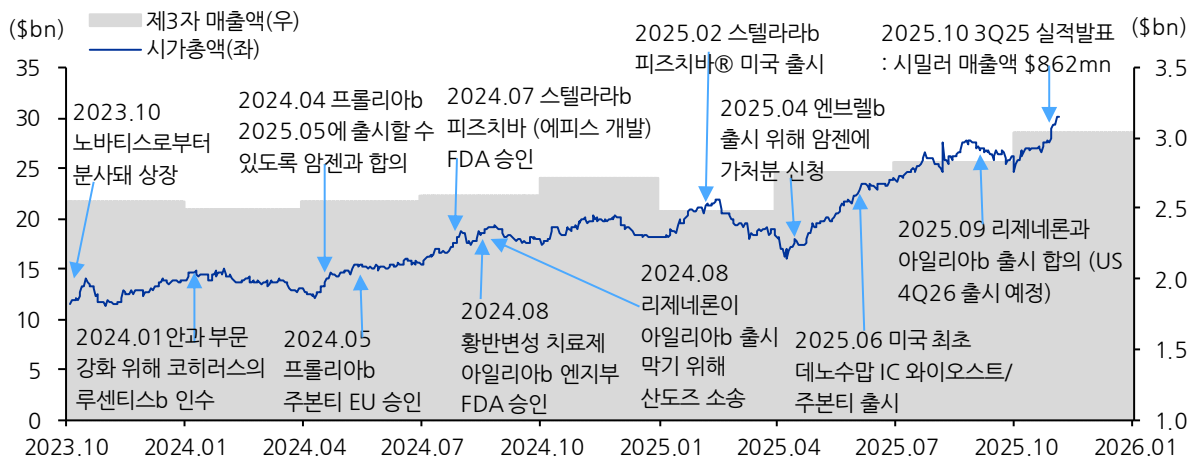
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 11. 바이오시밀러 3사 P/E valuation 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

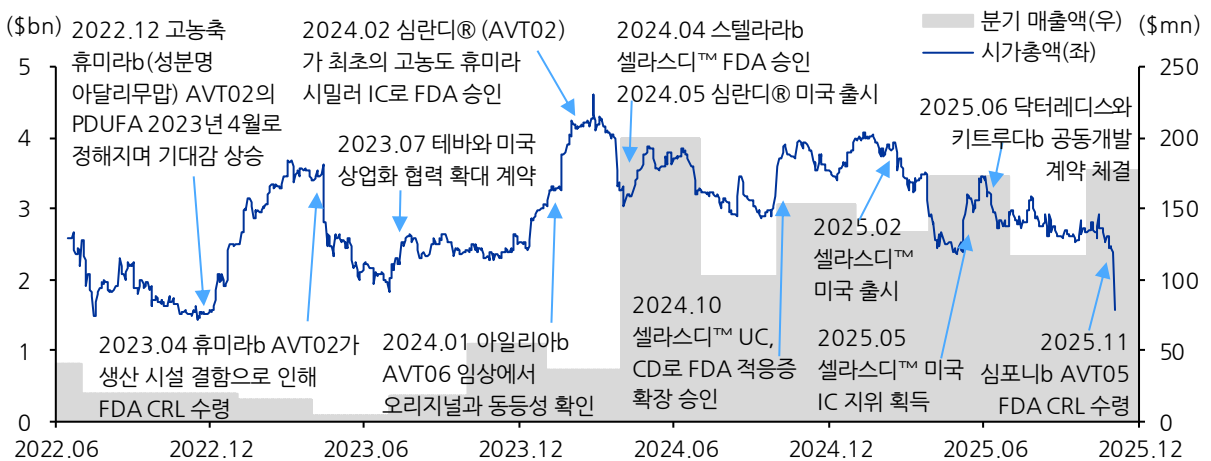
도표 12. 산도즈(SWX:SDZ) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 산도즈, Bloomberg, 유진투자증권

주: 3Q25E~ 실적은 블룸버그 컨센서스

도표 13. 알보텍(NASDAQ:ALVO) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 알보텍, Bloomberg, 유진투자증권

주: 3Q25E~ 실적은 블룸버그 컨센서스

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	19,957	21,055	21,571	22,790	24,256
유동자산	5,094	5,584	6,320	7,351	8,620
현금성자산	760	1,144	1,351	1,998	2,679
매출채권	948	1,259	1,438	1,609	1,824
재고자산	3,039	2,766	3,100	3,295	3,649
비유동자산	14,863	15,471	15,251	15,440	15,636
투자자산	357	525	540	644	760
유형자산	1,215	1,245	1,017	1,068	1,115
기타	13,291	13,702	13,695	13,728	13,761
부채총계	2,831	3,475	3,797	3,872	3,974
유동부채	2,512	3,187	3,501	3,569	3,664
매입채무	491	554	863	966	1,095
유동성이자부채	1,783	2,102	2,102	2,062	2,022
기타	238	531	536	542	547
비유동부채	319	288	295	302	310
비유동이자부채	107	106	106	106	106
기타	212	182	189	197	204
자본총계	17,126	17,580	17,775	18,919	20,282
지배지분	16,981	17,439	17,634	18,778	20,141
자본금	220	221	221	221	221
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,964	3,744	4,502	5,646	7,009
기타	(1,993)	(1,353)	(1,916)	(1,916)	(1,916)
비지배지분	145	141	141	141	141
자본총계	17,126	17,580	17,775	18,919	20,282
총차입금	1,890	2,208	2,208	2,168	2,128
순차입금	1,131	1,064	857	170	(551)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	537	902	669	1,255	1,301
당기순이익	540	419	907	1,304	1,521
자산상각비	246	418	251	214	218
기타비현금성손익	127	206	(484)	(124)	(93)
운전자본증감	(221)	(21)	(215)	(276)	(453)
매출채권감소(증가)	(296)	(174)	(179)	(171)	(215)
재고자산감소(증가)	57	225	(334)	(195)	(354)
매입채무증가(감소)	(2)	(144)	309	103	129
기타	20	72	(12)	(12)	(13)
투자현금	(139)	(169)	(313)	(408)	(488)
단기투자자산감소	(164)	7	(4)	(6)	(74)
장기투자증권감소	(19)	(15)	0	(88)	(100)
설비투자	210	135	95	100	100
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(141)	(195)	(198)	(198)	(198)
재무현금	(385)	(353)	(154)	(206)	(205)
차입금증가	(90)	(80)	0	(40)	(40)
자본증가	(963)	(521)	(154)	(166)	(165)
배당금지급	52	104	154	166	165
현금 증감	13	432	202	641	608
기초현금	551	565	996	1,198	1,840
기말현금	565	996	1,198	1,840	2,447
Gross Cash flow	913	1,068	884	1,531	1,754
Gross Investment	197	198	523	678	868
Free Cash Flow	716	870	360	853	886

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,186	5,297	6,006
증가율(%)	(4.7)	63.4	17.7	26.6	13.4
매출원가	1,125	1,876	1,845	2,184	2,395
매출총이익	1,052	1,682	2,340	3,113	3,611
판매 및 일반관리비	400	1,190	1,263	1,536	1,742
기타영업손익	4	197	6	22	13
영업이익	651	492	1,078	1,577	1,870
증가율(%)	0.7	(24.5)	119.0	46.4	18.5
EBITDA	897	910	1,329	1,791	2,088
증가율(%)	2.7	1.4	46.0	34.8	16.6
영업외손익	20	84	60	50	34
이자수익	19	34	34	34	34
이자비용	10	76	81	81	81
지분법손익	(11)	(3)	0	0	0
기타영업외손익	21	130	108	98	82
세전순이익	671	576	1,137	1,627	1,903
증가율(%)	7.2	(14.2)	97.4	43.0	17.0
법인세비용	131	157	230	323	382
당기순이익	540	419	907	1,304	1,521
증가율(%)	(0.5)	(22.4)	116.6	43.7	16.7
지배주주지분	536	423	911	1,310	1,528
증가율(%)	(0.4)	(21.1)	115.6	43.7	16.7
비지배지분	4	(4)	(4)	(6)	(7)
EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	126.0	43.7	16.7
수정EPS(원)	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	126.0	43.7	16.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,320	1,858	4,198	6,033	7,041
BPS	77,083	80,336	81,233	86,502	92,783
DPS	477	763	760	760	760
밸류에이션(배, %)					
PER	83.0	100.9	42.0	29.2	25.0
PBR	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/ EBITDA	34.1	45.9	31.3	22.8	19.2
배당수익률	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	48.7	39.9	43.3	25.0	21.8
수익성(%)					
영업이익률	29.9	13.8	25.7	29.8	31.1
EBITDA이익률	41.2	25.6	31.7	33.8	34.8
순이익률	24.8	11.8	21.7	24.6	25.3
ROE	5.1	2.5	5.2	7.2	7.9
ROIC	4.7	2.0	4.7	6.8	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	6.6	6.1	4.8	0.9	(2.7)
유동비율	202.8	175.2	180.5	205.9	235.3
이자보상배율	67.4	6.5	13.2	19.4	23.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
매출채권회전율	1.7	3.2	3.1	3.5	3.5
재고자산회전율	1.2	1.2	1.4	1.7	1.7
매입채무회전율	5.0	6.8	5.9	5.8	5.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

