

셀트리온 068270

1Q25 Re: Topline 성장 및 원가율 개선 확인 필요

1Q25 Review: 대내외적 요인으로 쉬어가는 1분기

셀트리온의 1Q25 매출액 및 영업이익은 각 약 8,419억원(+14.2% YoY, -20.9% QoQ) 및 1,494억원(+866.8% YoY, -24.0% QoQ, OPM 17.7%)으로 컨센서스 및 당사 추정치 하회하였다. 4분기 stock filling에 따른 기저효과로 美 짐펜트라 매출이 약 130억원으로 QoQ 역성장하였으며 램시마IV, 유플라이마, 베그젤마 등이 기대 대비 저조하였다. 램시마IV는 작년까지 화이자의 재고부족으로 인해 일시적으로 출하량이 확대되었으나 올해부터는 재고가 안정화되어 매출이 안정적인 수준으로 조정될 전망이다. 단, 후속 파이프라인의 성장에 힘입어 셀트리온의 '25년 연간 매출액 및 영업이익은 3조 8,860억원(+9.2% YoY) 및 9,546억원(+94.0% YoY, OPM 24.6%)으로 성장을 유지할 것으로 전망된다.

매출원가율 감소세 둔화 개선이 주가의 핵심 요인

셀트리온은 올해 4분기 원가율을 약 20% 후반에서 30% 초반으로 제시하고 있다. 그러나 1Q25 원가율이 약 47%를 기록하며 목표에 비해 감소세는 다소 완만한 모습을 보여 당사의 이익추정치를 하향 조정하였다. 회사가 목표로 하는 원가율 수준을 연 내 달성하기 위해서 2분기, 3분기 각각 약 41% 및 36% 이상의 원가율 달성이 필수적일 것으로 전망한다. 이 같은 개선세가 현실화 될 경우 동사의 주가에는 상당한 업사이드가 있을 수 있으며 당사의 이익 추정치 역시 매출원가율 하락을 반영하여 2,3분기 실적 발표 후 큰 폭 상향 조정될 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 220,000원으로 하향

셀트리온에 대하여 목표주가를 기존 24만원에서 22만원으로 하향한다. 이는 예상보다 더딘 매출 원가율 하락세 및 짐펜트라 매출 성장세로 인하여 2025년 실적 전망치를 하향조정함에 따른다. 동사의 주가 업사이드 요인은 1) 동사가 제시한 수준의 매출 원가율 하락 달성, 2) 짐펜트라 매출 J-curve 돌입, 3) 시밀러 업항 개선 및 4) 트럼프 관세 영향에 대한 불확실성 해소 등이 있을 것으로 제시한다. 현재 개발하고 있는 ADC 등은 3분기부터 순차적으로 IND 신청할 것으로 예상되며 혁신 신약 개발에 성공할 경우 향후 value를 부여할 수 있다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,557	3,893	4,371
영업이익	647	651	492	962	1,212
영업이익률(%)	28.3	29.9	13.8	24.7	27.7
세전이익	626	671	576	1,106	1,413
지배주주지분순이익	538	536	426	885	1,151
EPS(원)	3,508	2,460	1,974	4,351	5,633
증감률(%)	-7.3	-29.9	-19.8	120.5	29.5
ROE(%)	13.4	5.1	2.5	5.1	6.2
PER(배)	43.7	78.2	91.5	36.3	28.0
PBR(배)	5.2	2.5	2.3	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	26.1	48.5	43.6	25.9	21.4

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2025.05.12

매수(유지)

목표주가(하향)	220,000원
현재주가(05/09)	158,000원
상승여력	39.2%

Stock Data

KOSPI	2,577.3pt
시가총액(보통주)	35,232십억원
발행주식수	222,990천주
액면가	1,000원
자본금	220십억원
60일 평균거래량	513천주
60일 평균거래대금	89,753백만원
외국인 지분율	22.1%
52주 최고가	211,000원
52주 최저가	152,900원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 94인)	29.0%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.3	-10.1
3M	-12.0	-14.2
6M	-8.9	-9.5

주가차트

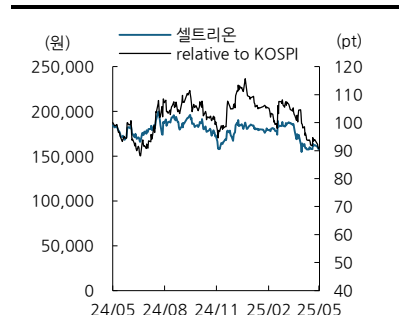


표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	44,575
'25년 EBITDA	1,401.7
Target multiple	31.8
② 비영업가치	1,034.9
셀트리온제약	1,034.9 3개월 평균 시가총액 * 자본율
③ 순차입금	809.4 2025년 말 예상 순차입금
④ 기업가치 (=①+②-③)	44,800
⑤ 주식수	203,318
적정 추가 (=④/⑤)	220,347 =220,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 1Q25 셀트리온 Review

(십억원)	1Q25P	DS 추정치	과라울	컨센서스	vs. 컨센서스	1Q24	YoY	4Q24	QoQ
매출액	841.6	1,002.1	-16.0%	949.2	-11.3%	737.0	14.2%	1,063.7	-20.9%
영업이익	149.3	238.9	-37.5%	217.1	-31.2%	15.4	866.8%	196.4	-24.0%
당기순이익	108.3	208.9	-48.2%	180.8	-40.1%	20.8	421.4%	235.6	-54.0%
OPM	17.7%	23.8%		22.9%		2.1%		18.5%	
NPM	12.9%	20.8%		19.0%		2.8%		22.1%	

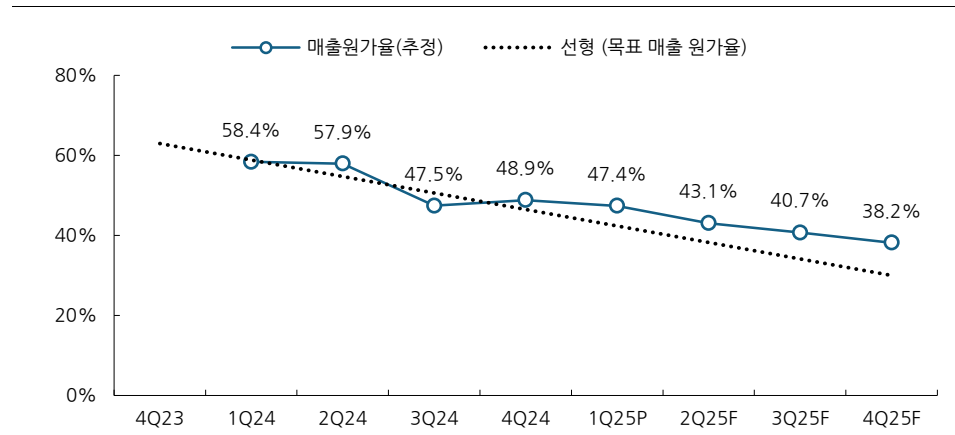
자료: dart, DS투자증권 리서치센터

표3 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	737.0	874.7	881.9	1063.7	841.6	962.6	1,023.5	1,065.8	3,557.3	3,893.5	4,371.3
YoY	16.1%	39.8%	11.4%	81.8%	14.2%	10.0%	16.1%	0.2%	34.9%	9.5%	12.3%
바이오시밀러	651.2	774.0	810.4	871.1	767.1	874.3	894.6	932.3	3,106.7	3,468.3	3,934.5
램시마 IV	299.6	363.4	317.2	289.2	238.4	327.7	279.4	304.4	1,269.3	1,150.0	1,189.3
램시마 SC	117.2	113.4	177.3	197.9	148.0	173.9	196.5	209.3	605.9	727.6	928.3
유럽	117.2	111.2	170.9	169.6	135.4	142.4	154.8	186.5	568.9	619.1	675.2
북미 (2Q24 부터 시작)	0.0	2.2	6.4	28.3	12.6	18.5	29.3	48.2	36.9	108.5	253.2
트룩시마	97.7	115.4	101.8	131.7	129.2	107.6	112.5	100.8	446.6	450.2	456.1
허쥬마	39.1	61.8	48.5	49.0	53.5	46.8	52.9	42.7	198.3	196.0	179.9
유폴라이마	65.1	80.0	94.4	108.3	117.9	122.7	133.5	139.3	347.8	513.5	556.4
베그젤마	32.6	40.0	69.2	77.1	58.2	69.8	78.8	85.2	218.8	292.0	312.0
스테키마	0.0	0.0	2.0	17.9	21.1	24.8	31.0	26.4	19.9	103.2	137.9
아일리아 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9	0.0	2.9	21.2
출레어 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.3	14.7	0.0	21.0	106.7
악템라 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.9	1.7	2.1	0.0	5.5	20.6
프롤리아/엑스지바 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	4.5	0.0	6.5	26.2
제약+케미컬	81.1	90.3	66.5	79.0	68.4	76.8	73.4	75.1	316.8	293.7	300.9
CMO	0.0	0.0	0.0	106.0	0.0	0.0	50.0	50.0	106.0	100.0	100.0
기타	4.7	10.5	5.0	7.6	6.1	11.5	5.5	8.3	27.8	31.5	35.9
매출원가	430.3	506.9	418.5	519.6	399.0	414.5	416.7	407.1	1875.4	1637.3	1624.7
매출원가율	58.4%	57.9%	47.5%	48.9%	47.4%	43.1%	40.7%	38.2%	52.7%	42.1%	37.2%
매출총이익	306.7	367.8	463.4	544.0	442.6	548.1	606.8	658.7	1,681.9	2,256.2	2,746.7
YoY					44.3%	49.0%	30.9%	21.1%	0.0%	34.1%	21.7%
매출총이익률	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	52.6%	56.9%	59.3%	61.8%	47.3%	57.9%	62.8%
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	149.3	209.3	284.0	319.5	492.0	962.1	1212.3
YoY					866.8%	188.7%	36.8%	62.7%	-213.7%	95.6%	26.0%
영업이익률	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	17.7%	21.7%	27.8%	30.0%	13.8%	24.7%	27.7%

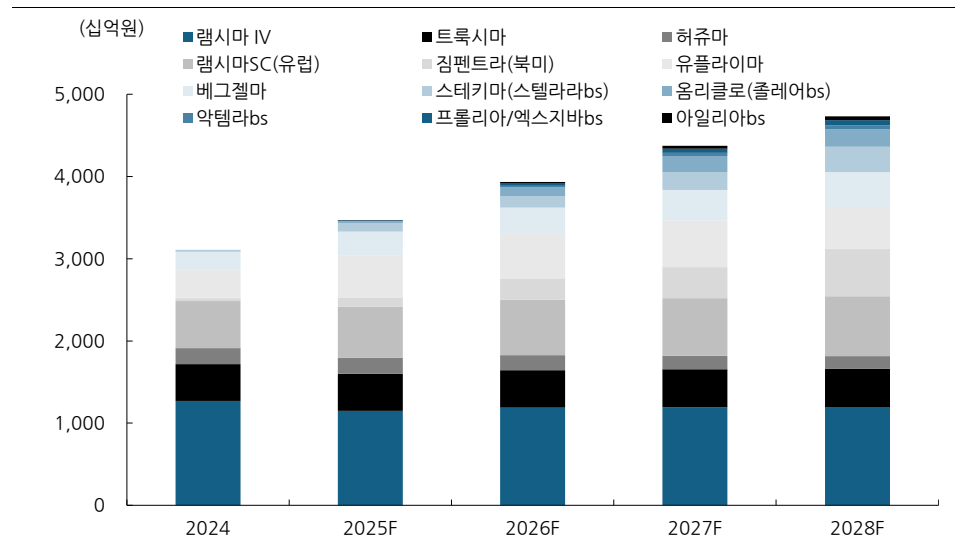
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: '24년부터 합병법인 실적이 적용되어 매출액/매출총이익/영업이익의 YoY 적용하지 않았음

그림1 매출원가율 당사 추정치 및 셀트리온 목표 매출원가율(선형 추정)



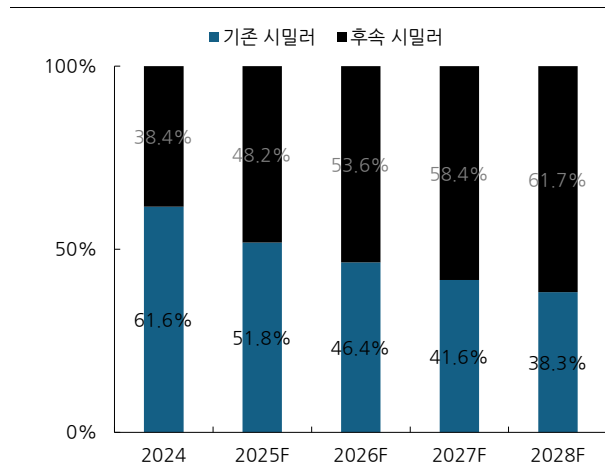
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 품목별 매출액 추이 및 전망



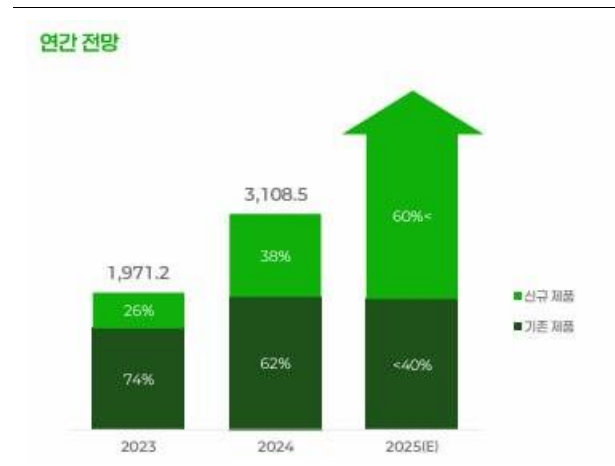
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 기존/후속 시밀러 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 시밀러 매출액 비중 추이 및 전망 가이드스



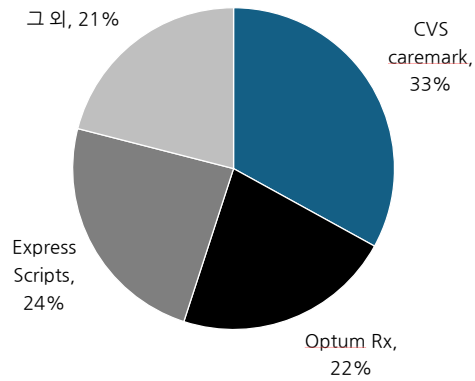
자료: 셀트리온

표4 바이오시밀러 품목별 매출액 추정

(단위: 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액(시밀러)	3106.7	3468.3	3934.5	4372.8	4733.8
기존 시밀러	1914.3	1796.2	1825.3	1819.1	1814.7
램시마 IV	1269.3	1150.0	1189.3	1191.6	1194.3
유럽 및 ROW	720.4	657.0	669.1	661.1	653.2
YoY	46.0%	-8.8%	1.8%	-1.2%	-1.2%
북미(pfizer)	549.0	492.9	520.1	530.5	541.2
YoY	9.8%	-10.2%	5.5%	2.0%	2.0%
트록시마	446.6	450.2	456.1	462.2	468.4
유럽	149.6	158.7	161.9	165.1	168.3
북미	297.0	291.4	294.3	297.2	300.1
허쥬마	198.3	196.0	179.9	165.3	152.0
유럽	135.8	136.5	122.8	110.5	99.4
북미	62.5	59.5	57.1	54.8	52.5
후속 시밀러	1192.4	1672.1	2109.2	2553.7	2919.1
램시마SC	605.9	727.6	928.3	1078.2	1308.5
램시마SC(유럽)	568.9	619.1	675.2	702.2	730.3
YoY	74.5%	8.8%	9.1%	4.0%	4.0%
김펜트라(북미)	36.9	108.5	253.2	376.0	578.2
YoY		194.0%	133.2%	48.5%	53.8%
유플라이마	347.8	513.5	556.4	564.7	506.2
유럽	318.3	432.0	455.7	448.0	415.3
YoY	222.2%	35.7%	5.5%	-1.7%	-7.3%
북미	29.6	81.5	100.7	116.7	90.9
YoY	152.0%	175.6%	23.6%	15.9%	-22.1%
베그젤마	218.8	292.0	312.0	376.7	426.2
유럽 및 ROW	207.3	253.9	254.7	309.8	349.6
YoY	194.0%	22.5%	0.3%	21.6%	12.9%
북미	11.6	38.1	57.3	66.9	76.6
YoY	363.4%	229.6%	50.3%	16.9%	14.5%
스테키마(스텔라라bs)	19.9	103.2	137.9	217.7	305.3
유럽 및 ROW	19.9	97.3	126.3	200.7	263.6
YoY		389.3%	29.8%	58.9%	31.3%
북미	0.0	5.9	11.6	17.1	41.7
YoY		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
옴리클로(줄레어bs)		21.0	106.7	191.4	215.6
유럽 및 ROW		21.0	97.1	168.1	183.6
북미			9.6	23.4	32.0
악템라bs		5.5	20.6	42.3	48.2
유럽 및 ROW		4.8	17.8	35.4	38.2
북미		0.7	2.8	6.9	10.1
프롤리아/엑스지바bs		6.5	26.2	51.0	60.3
유럽 및 ROW		5.0	20.5	37.2	40.1
북미		1.4	5.6	13.8	20.2
아일리아bs		2.9	21.2	31.7	48.8
유럽 및 ROW		2.9	21.2	29.5	38.0
북미		0.0	0.0	2.2	10.8

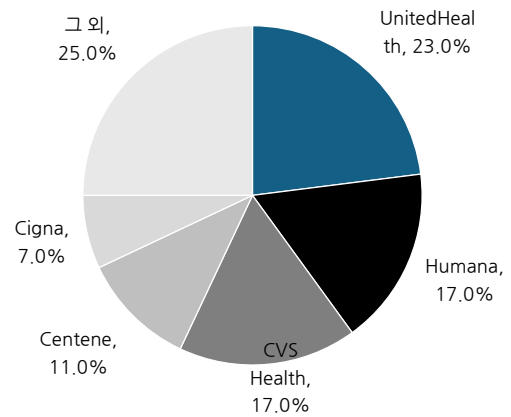
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 미국 PBM 점유율



자료: Drug channel, DS투자증권 리서치센터

그림6 Medicare Part C,D 가입자 점유율



자료: KFF, DS투자증권 리서치센터

그림7 현재 3대 보험사 휴미라bs 선호 커버리지 및 Private label 현황

CVS caremark		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)*	Abbvie	\$6,922
Humira/Cordavis	Abbvie	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315
Hyrimoz/Cordavis	Sandoz	\$1,315

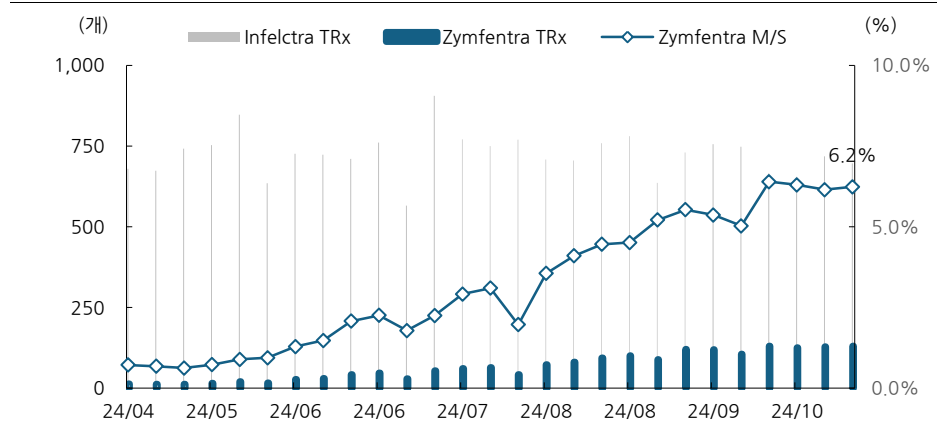
Express scripts		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Cyltezo	BI	\$6,576
Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315
Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD
adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD

Optum Rx		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Amjevita(High)	Amgen	\$6,576
Amjevita(Low)	Amgen	\$3,115
Cyltezo	BI	\$6,576
Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 푸른색 음영은 Private label에 납품하는 상품임

그림8 짐펜트라 처방 추이



자료: 산업 자료, DS투자증권 리서치센터

[셀트리온 068270]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,930	5,009	5,584	6,526	7,641	매출액	2,284	2,176	3,557	3,893	4,371
현금 및 현금성자산	551	565	314	1,230	2,029	매출원가	1,251	1,125	1,875	1,637	1,625
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,406	1,409	1,495	매출총이익	1,033	1,052	1,682	2,256	2,747
재고자산	616	3,041	3,454	3,461	3,673	판매비 및 관리비	385	400	1,190	1,294	1,534
기타	127	455	410	426	444	영업이익	647	651	492	962	1,212
비유동자산	2,962	14,908	14,938	14,936	14,953	(EBITDA)	874	897	938	1,391	1,646
관계기업투자등	118	134	131	137	142	금융손익	24	21	-15	0	0
유형자산	1,007	1,215	1,275	1,375	1,491	이자비용	8	10	55	0	0
무형자산	1,622	13,336	13,197	13,076	12,958	관계기업등 투자손익	7	-13	-10	0	0
자산총계	5,892	19,918	20,522	21,462	22,594	기타영업외손익	-52	11	110	144	200
유동부채	1,294	2,471	3,125	3,146	3,198	세전계속사업이익	626	671	576	1,106	1,413
매입채무 및 기타채무	371	477	508	509	540	계속사업법인세비용	95	131	157	237	282
단기금융부채	665	1,783	2,121	2,121	2,121	계속사업이익	531	540	419	870	1,131
기타유동부채	258	211	496	516	537	중단사업이익	11	0	0	0	0
비유동부채	323	321	246	253	260	당기순이익	543	540	419	870	1,131
장기금융부채	154	107	80	80	80	지배주주	538	536	426	885	1,151
기타비유동부채	169	214	167	173	180	총포괄이익	566	540	419	870	1,131
부채총계	1,617	2,792	3,371	3,399	3,458	매출총이익률 (%)	45.2	48.3	47.3	57.9	62.8
지배주주지분	4,139	16,981	17,010	17,922	18,995	영업이익률 (%)	28.3	29.9	13.8	24.7	27.7
자본금	141	220	220	220	220	EBITDA마진률 (%)	38.2	41.2	26.4	35.7	37.6
자본잉여금	871	14,790	14,816	14,816	14,816	당기순이익률 (%)	23.8	24.8	11.8	22.3	25.9
이익잉여금	3,485	3,964	3,749	4,556	5,629	ROA (%)	9.3	4.2	2.1	4.2	5.2
비지배주주지분(연결)	135	145	141	141	141	ROE (%)	13.4	5.1	2.5	5.1	6.2
자본총계	4,274	17,126	17,151	18,064	19,137	ROIC (%)	14.1	4.7	1.9	4.0	5.2

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	-222	1,628	1,336	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	543	540	419	870	1,131	P/E	43.7	78.2	91.5	36.3	28.0
비현금수익비용가감	423	373	133	755	460	P/B	5.2	2.5	2.3	1.9	1.8
유형자산감가상각비	65	64	77	90	97	P/S	10.3	20.4	11.5	8.7	7.7
무형자산감가상각비	162	182	370	339	336	EV/EBITDA	26.1	48.5	43.6	25.9	21.4
기타현금수익비용	197	127	-522	326	27	P/CF	24.3	48.7	74.4	20.7	21.3
영업활동 자산부채변동	-748	-221	-774	3	-255	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	-683	-296	-417	-3	-86	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-215	57	-529	-7	-212	매출액	20.6	-4.7	63.4	9.4	12.3
매입채무 증가(감소)	54	-2	57	1	31	영업이익	-13.0	0.7	-24.5	95.6	26.0
기타자산, 부채변동	96	20	114	12	12	세전이익	-15.2	7.2	-14.1	92.0	27.7
투자활동 현금	-297	-139	-492	-435	-459	당기순이익	-8.9	-0.5	-22.4	107.6	30.0
유형자산처분(취득)	-111	-210	-144	-190	-213	EPS	-7.3	-29.9	-19.8	120.5	29.5
무형자산 감소(증가)	-201	-141	-200	-218	-218	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-34	-183	-37	-14	-14	부채비율	37.8	16.3	19.7	18.8	18.1
기타투자활동	49	395	-111	-14	-14	유동비율	226.4	202.8	178.7	207.5	238.9
재무활동 현금	-350	-385	463	-277	-78	순차입금/자기자본(x)	4.8	6.6	9.8	4.2	-0.3
차입금의 증가(감소)	-58	-90	-8	0	0	영업이익/금융비용(x)	86.2	67.4	8.9	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-373	-963	471	-277	-78	총차입금 (십억원)	819	1,890	2,201	2,201	2,201
배당금의 지급	102	52	79	78	78	순차입금 (십억원)	206	1,131	1,678	754	-54
기타재무활동	81	668	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-637	13	-251	916	799	EPS	3,508	2,460	1,974	4,351	5,633
기초현금	1,188	551	565	314	1,230	BPS	29,398	77,083	78,379	83,745	88,759
기말현금	551	565	314	1,230	2,029	SPS	14,897	9,428	15,644	18,264	20,426
NOPLAT	549	524	358	756	970	CFPS	6,301	3,954	2,427	7,620	7,433
FCF	-79	552	-714	1,193	877	DPS	381	380	380	380	380

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

셀트리온 (068270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-06-09	매수	205,000	-22.3	12.9		
2023-08-16	매수	205,000	-21.1	12.9		
2024-01-22	매수	230,000	-20.5	-15.4		
2024-06-12	매수	270,000	-29.2	-22.6		
2024-07-11	매수	270,000	-28.2	-22.6		
2024-08-08	매수	270,000	-28.2	-23.9		
2024-11-11	매수	260,000	-28.6	-23.4		
2024-11-28	매수	260,000	-27.4	-23.4		
2025-02-26	매수	240,000	-28.1	-21.1		
2025-05-12	매수	220,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.