

셀트리온 068270

2Q25 Re: 유럽 시장 성장 유효

2Q25 Review: 유럽 시장 성장 유효

셀트리온의 2Q25 매출액 및 영업이익은 각 약 9,615억원(+9.9% YoY, 14.2% QoQ) 및 2,425억원(+234.5% YoY, OPM 25.2%)으로 컨센서스 부합하였다. 램시마SC, 유플라이마, 베그젤마 등의 고수익 신규 제품들이 유럽 시장에서의 매출 확대를 바탕으로 각각 약 1,605억원(+44.3% YoY), 약 1,367억원(+70.9% YoY) 및 약 802억원(+100.5% YoY)으로 기대 대비 큰 폭 성장하며 top line 성장을 이끌었다. 이에 신규제품 포트폴리오는 전체 시밀러 매출 약 8,828억원 중 약 53%를 돌파하여 약 4,680억원을 달성하였다. 램시마IV는 약 2,605억원(-28.5% YoY)으로 작년까지 화이자의 재고부족으로 인해 일시적으로 출하량이 확대되었으나 올해부터는 재고가 안정화되어 매출이 안정적인 수준으로 조정되었다. 후속 파이프라인의 성장에 힘입어 셀트리온의 '25년 연간 매출액 및 영업이익은 약 4조 1,451억원(+16.5% YoY) 및 약 1조 2,458억원(+153.2% YoY, OPM 30.1%)으로 성장을 유지할 것으로 전망된다.

미국 공장 인수로 인한 CMO 매출 기대

셀트리온은 7월 29일 온라인 간담회를 통하여 미국 내 DS 생산시설 인수에서 우선협상대상자로 선정되었음을 밝혔다. 해당 공장은 시설 capa의 약 50%에 대하여 피인수 회사의 제품을 5년간 독점 생산하는 조건으로 계약될 것으로 예상되며 매출은 인수 즉시 발생할 것으로 전망된다. 확정 Due Diligence 이후 자세한 매출 예상 규모를 산정한 뒤 이를 셀트리온 실적에 반영할 예정이다. 해당 공장을 통하여 즉각적인 매출원을 확보하게 된 점 및 향후 미국 관세 정책에 유연하게 대응할 수 있으며 부족한 capacity를 해소한 점을 긍정적으로 평가한다.

투자의견 매수, 목표주가 220,000원 유지

셀트리온에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 22만원을 유지한다. 셀트리온은 주주 가치제고 목적으로 올해 매입한 자사주에 대하여 소각을 진행할 예정으로 밝혔다. 주주 가치제고에 힘쓰고 있으며 미국 공장 투자로 추가 매출원 확보 한 점, 유럽 시장 내 신규 시밀러 품목 매출 확대로 구조적인 실적 개선이 이루어지는 점 등을 감안하여 셀트리온에 대하여 긍정적인 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,557	4,145	4,815
영업이익	647	651	492	1,246	1,704
영업이익률(%)	28.3	29.9	13.8	30.1	35.4
세전이익	626	671	576	1,134	1,816
지배주주지분순이익	538	536	423	949	1,657
EPS(원)	3,378	2,235	1,789	4,320	7,845
증감률(%)	-7.3	-33.9	-19.9	141.4	81.6
ROE(%)	13.4	5.1	2.5	5.6	9.7
PER(배)	43.7	83.0	100.9	37.1	20.4
PBR(배)	5.0	2.4	2.2	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	26.1	34.1	45.9	23.5	17.8

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

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

2025.08.07

매수(유지)

목표주가(유지)	220,000원
현재주가(08/06)	178,500원
상승여력	23.2%

Stock Data

KOSPI	3,198.1pt
시가총액(보통주)	41,219십억원
발행주식수	230,920천주
액면가	1,000원
자본금	231십억원
60일 평균거래량	505천주
60일 평균거래대금	83,656백만원
외국인 지분율	21.4%
52주 최고가	211,000원
52주 최저가	150,400원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 97인)	29.7%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.3	-4.4
3M	14.1	-10.8
6M	2.4	-23.7

주가차트

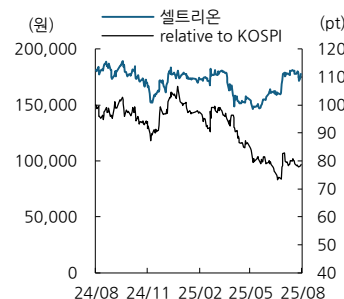


표1 Valuation Table

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 * 지분율
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 2Q25 셀트리온 Review

(십억원)	2Q25P	DS 추정치	과리율	컨센서스	vs. 컨센서스	2Q24	YoY	1Q25	QoQ
매출액	961.5	962.6	-0.1%	1,000.6	-3.9%	874.7	9.9%	841.6	14.2%
영업이익	242.5	209.3	15.8%	247.3	-2.0%	72.5	234.5%	149.3	62.4%
당기순이익	63.3	226.7	-72.1%	192.2	-67.1%	78.5	-19.3%	108.3	-41.6%
OPM	25.2%	21.7%		24.7%		8.3%		17.7%	
NPM	6.6%	23.6%		19.2%		9.0%		12.9%	

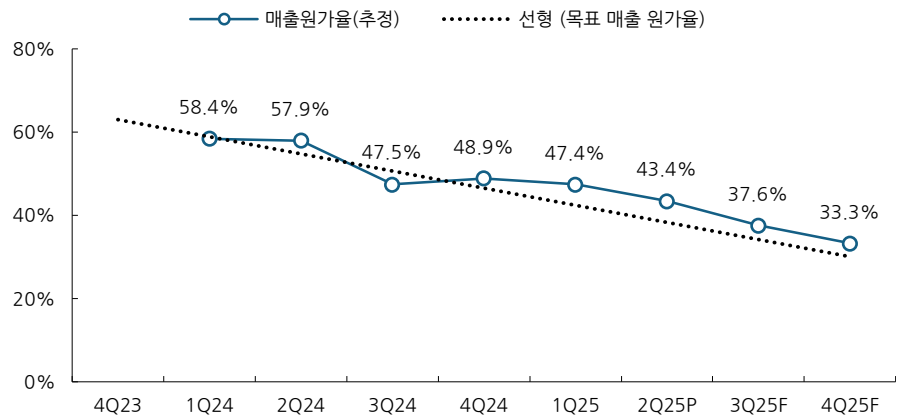
자료: dart, DS투자증권 리서치센터

표3 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	737.0	874.7	881.9	1,063.7	841.6	961.5	1,113.1	1,228.9	3,557.3	4,145.1	4,814.9
YoY	16.1%	39.8%	11.4%	81.8%	14.2%	9.9%	26.2%	15.5%	34.9%	16.5%	16.2%
바이오시밀러	651.2	774.0	810.4	871.1	767.1	882.3	985.1	1,096.6	3,106.7	3,731.1	4,390.2
램시마 IV	299.6	363.4	317.2	289.2	238.4	260.5	286.5	308.2	1,269.3	1,093.6	1,107.9
램시마 SC	117.2	113.4	177.3	197.9	148.0	183.6	192.7	219.0	605.9	743.4	915.4
유럽	117.2	111.2	170.9	169.6	135.4	160.5	153.3	163.9	568.9	613.1	662.2
북미 (2Q24 부터 시작)	0.0	2.2	6.4	28.3	12.6	23.1	39.5	55.1	36.9	130.3	253.2
트룩시마	97.7	115.4	101.8	131.7	129.2	103.3	120.9	130.3	446.6	483.7	490.2
허쥬마	39.1	61.8	48.5	49.0	53.5	50.8	49.4	52.2	198.3	206.0	189.0
유폴라이마	65.1	80.0	94.4	108.3	117.9	136.7	153.2	172.4	347.8	580.1	739.6
베그젤마	32.6	40.0	69.2	77.1	58.2	80.2	98.8	109.5	218.8	346.7	431.5
스테키마	0.0	0.0	2.0	17.9	21.1	35.1	42.2	42.3	19.9	140.7	223.8
아일리아 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.8	4.2	5.4	0.0	13.4	31.8
졸레어 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.5	31.4	50.8	0.0	104.8	218.4
약템라 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	2.3	2.4	2.5	0.0	8.0	19.2
프롤리아/엑스지바 bs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.5	3.2	4.0	0.0	10.8	23.3
제약+케미컬	81.1	90.3	66.5	79.0	68.4	73.1	72.5	74.0	316.8	287.9	294.8
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	6.1	5.5	8.3	27.8	26.1	29.9
매출원가	430.3	506.9	418.5	519.6	399.0	417.4	418.4	409.0	1,875.4	1,643.8	1,630.9
매출원가율	58.4%	57.9%	47.5%	48.9%	47.4%	43.4%	37.6%	33.3%	52.7%	39.7%	33.9%
매출총이익	306.7	367.8	463.4	544.0	442.6	544.1	694.6	819.9	1,681.9	2,501.3	3,184.0
YoY					44.3%	47.9%	49.9%	50.7%	0.0%	48.7%	27.3%
매출총이익률	41.6%	42.1%	52.5%	51.1%	52.6%	56.6%	62.4%	66.7%	47.3%	60.3%	66.1%
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	149.3	242.5	371.9	482.2	492.0	1,245.8	1,703.7
YoY					866.8%	234.5%	79.1%	145.5%	-213.7%	153.2%	36.8%
영업이익률	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	17.7%	25.2%	33.4%	39.2%	13.8%	30.1%	35.4%

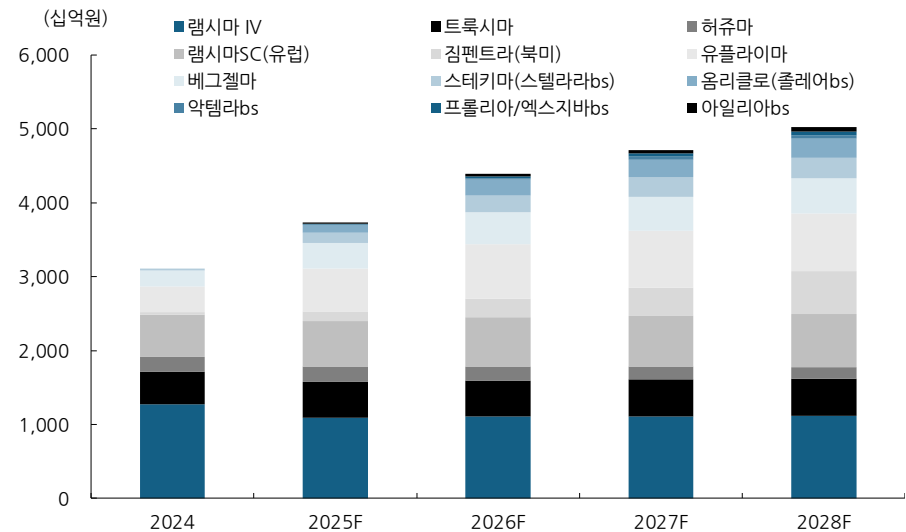
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정, 주: '24년부터 합병법인 실적이 적용되어 매출액/매출총이익/영업이익의 YoY 적용하지 않았음

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



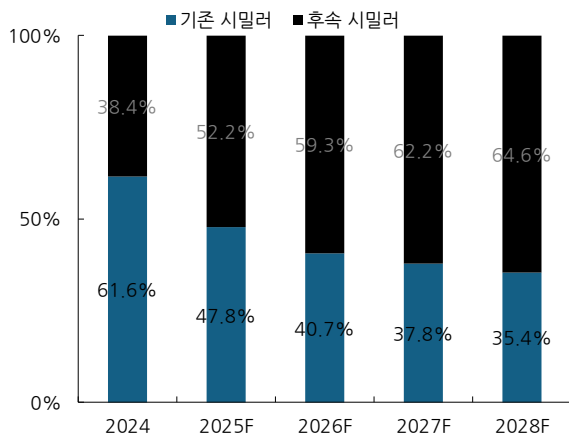
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 품목별 매출액 추이 및 전망



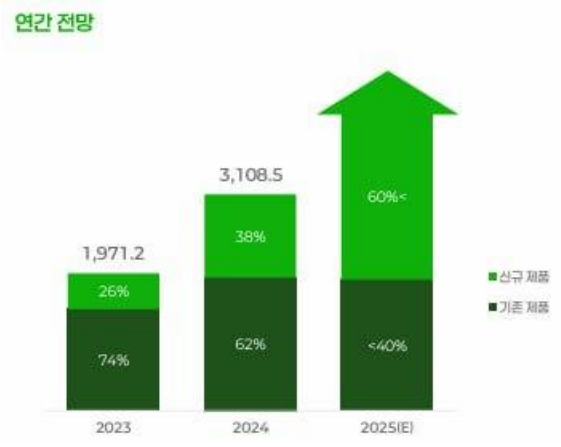
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 기존/후속 시밀러 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 시밀러 매출액 비중 추이 및 전망 가이드런스



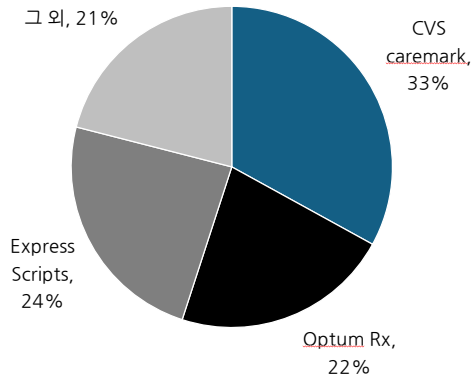
자료: 셀트리온

표4 바이오시밀러 품목별 매출액 추정

(단위: 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액(시밀러)	3,106.7	3,731.1	4,390.2	4,712.9	5,022.3
기존 시밀러	1,914.3	1,783.3	1,787.1	1,781.6	1,778.0
램시마 IV	1,269.3	1,093.6	1,107.9	1,111.2	1,114.9
유럽 및 ROW	720.4	600.7	587.8	580.7	573.7
YoY	46.0%	-16.6%	-2.1%	-1.2%	-1.2%
복미(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	483.7	490.2	496.7	503.4
유럽	149.6	174.6	178.0	181.6	185.1
복미	297.0	309.1	312.1	315.2	318.3
허쥬마	198.3	206.0	189.0	173.7	159.7
유럽	135.8	143.4	129.0	116.0	104.4
복미	62.5	62.6	60.1	57.6	55.3
후속 시밀러	62.5	62.6	60.1	57.6	55.3
램시마SC	605.9	743.4	915.4	1,064.7	1,294.5
램시마SC(유럽)	568.9	613.1	662.2	688.7	716.3
YoY	74.5%	7.8%	8.0%	4.0%	4.0%
김펜트라(복미)	36.9	130.3	253.2	376.0	578.2
YoY		252.8%	94.4%	48.5%	53.8%
유폴라이마	347.8	580.1	739.6	778.7	786.5
유럽	318.3	520.4	669.1	697.0	710.7
YoY	222.2%	63.5%	28.6%	4.2%	2.0%
복미	29.6	59.7	70.5	81.7	75.7
YoY	152.0%	102.1%	18.0%	15.9%	-7.3%
베그젤마	218.8	346.7	431.5	458.3	471.1
유럽 및 ROW	207.3	301.5	363.5	378.9	380.1
YoY	194.0%	45.5%	20.6%	4.2%	0.3%
복미	11.6	45.2	68.0	79.5	91.0
YoY	363.4%	291.4%	50.3%	16.9%	14.5%
스테키마(스텔라라bs)	19.9	140.7	223.8	263.7	276.1
유럽 및 ROW	19.9	136.2	216.5	250.9	263.6
YoY		585.0%	58.9%	15.9%	5.1%
복미	0.0	4.5	7.3	12.8	12.5
YoY			63.1%	76.1%	-2.2%
옵리클로(졸레어bs)		104.8	218.4	239.8	266.4
유럽 및 ROW		104.8	213.7	228.1	250.4
복미			4.8	11.7	16.0
악템라bs		8.0	19.2	38.8	43.2
유럽 및 ROW		7.7	17.8	35.4	38.2
복미		0.4	1.4	3.4	5.0
프롤리아/엑스지바bs		10.8	23.3	44.1	50.2
유럽 및 ROW		10.1	20.5	37.2	40.1
복미		0.7	2.8	6.9	10.1
아일리아bs		13.4	31.8	43.2	56.4
유럽 및 ROW		13.4	31.8	41.0	45.6
복미		0.0	0.0	2.2	10.8

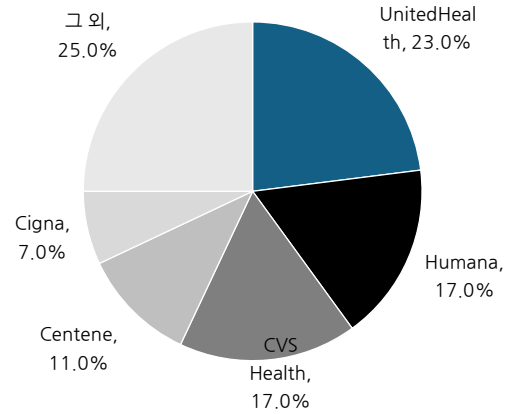
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림5 미국 PBM 점유율



자료: Drug channel, DS투자증권 리서치센터

그림6 Medicare Part C,D 가입자 점유율



자료: KFF, DS투자증권 리서치센터

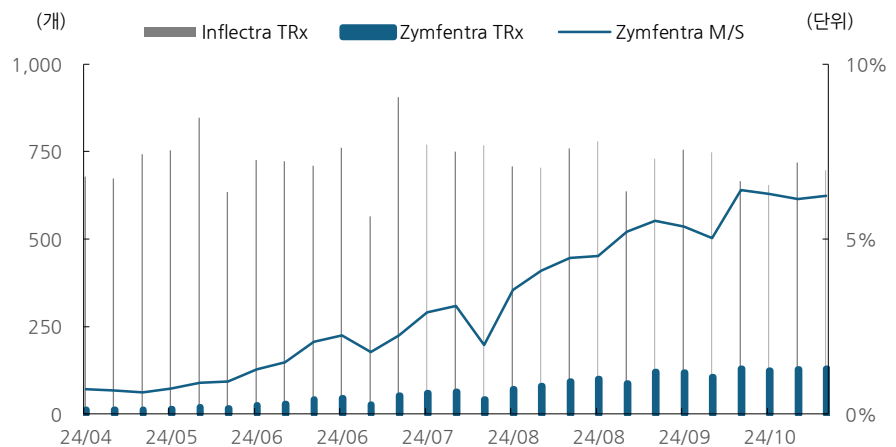
그림7 현재 3대 보험사 휴미라bs 선호 커버리지 및 Private label 현황

CVS caremark			Express scripts			Optum Rx		
제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)*	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Humira/Cordavis	Abbvie	\$1,315	Cyltezo	BI	\$6,576	Amjevita(High)	Amgen	\$6,576
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315	Amjevita(Low)	Amgen	\$3,115
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Cyltezo	BI	\$6,576
Hyrimoz/Cordavis	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
			Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
			adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 푸른색 음영은 Private label에 납품하는 상품명

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	5,094	5,584	5,827	7,672	매출액	2,284	2,176	3,557	4,145	4,815
현금 및 현금성자산	551	565	996	290	999	매출원가	1,251	1,125	1,876	1,644	1,631
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,259	1,846	1,900	매출총이익	1,033	1,052	1,682	2,502	3,184
재고자산	616	3,039	2,766	3,147	4,207	판매비 및 관리비	385	400	1,190	1,256	1,480
기타	127	543	562	545	567	영업이익	647	651	492	1,246	1,704
비유동자산	2,962	14,863	15,471	15,423	15,339	(EBITDA)	874	897	910	1,634	2,127
관계기업투자등	118	134	159	153	159	금융손익	24	21	102	30	-6
유형자산	1,007	1,215	1,245	1,328	1,427	이자비용	8	10	76	92	73
무형자산	1,622	13,291	13,702	13,543	13,337	관계기업등 투자손익	7	-11	-3	-6	0
자산총계	5,892	19,957	21,055	21,250	23,011	기타영업외손익	-52	10	-14	-136	118
유동부채	1,294	2,512	3,187	3,991	4,245	세전계속사업이익	626	671	576	1,134	1,816
매입채무 및 기타채무	371	491	554	925	952	계속사업법인세비용	95	131	157	188	164
단기금융부채	665	1,783	2,102	2,418	2,618	계속사업이익	531	540	419	946	1,652
기타유동부채	258	238	531	648	675	중단사업이익	11	0	0	0	0
비유동부채	323	319	288	829	836	당기순이익	543	540	419	946	1,652
장기금융부채	154	107	106	665	665	지배주주	538	536	423	949	1,657
기타비유동부채	169	212	182	164	170	총포괄이익	566	544	929	946	1,652
부채총계	1,617	2,831	3,475	4,821	5,080	매출총이익률 (%)	45.2	48.3	47.3	60.3	66.1
지배주주지분	4,139	16,981	17,439	16,289	17,791	영업이익률 (%)	28.3	29.9	13.8	30.1	35.4
자본금	141	220	221	231	231	EBITDA마진률 (%)	38.2	41.2	25.6	39.4	44.2
자본잉여금	871	14,790	14,828	14,213	14,213	당기순이익률 (%)	23.8	24.8	11.8	22.8	34.3
이익잉여금	3,485	3,964	3,744	4,470	5,971	ROA (%)	9.3	4.1	2.1	4.5	7.5
비지배주주지분(연결)	135	145	141	140	140	ROE (%)	13.4	5.1	2.5	5.6	9.7
자본총계	4,274	17,126	17,580	16,429	17,931	ROIC (%)	14.1	4.7	2.0	5.6	8.0

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	902	-1,029	1,010	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	543	540	419	946	1,652	P/E	43.7	83.0	100.9	37.1	20.4
비현금수익비용가감	423	373	649	-1,236	435	P/B	5.0	2.4	2.2	2.2	2.0
유형자산감가상각비	65	64	73	79	83	P/S	10.3	20.4	12.0	10.0	8.3
무형자산상각비	162	182	346	310	341	EV/EBITDA	26.1	34.1	45.9	23.5	17.8
기타현금수익비용	197	127	231	-1,625	11	P/CF	24.3	48.7	39.9	n/a	17.2
영업활동 자산부채변동	-748	-221	-21	-643	-1,076	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
매출채권 감소(증가)	-683	-296	-174	-525	-54	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-215	57	225	-398	-1,060	매출액	20.6	-4.7	63.4	16.5	16.1
매입채무 증가(감소)	54	-2	-144	173	27	영업이익	-13.0	0.7	-24.5	153.2	36.7
기타자산 부채변동	96	20	72	107	10	세전이익	-15.2	7.2	-14.2	96.8	60.2
투자활동 현금	-297	-139	-169	-302	-346	당기순이익	-8.9	-0.5	-22.4	125.9	74.6
유형자산처분(취득)	-111	-210	-135	-155	-183	EPS	-7.3	-33.9	-19.9	141.4	81.6
무형자산 감소(증가)	-201	-141	-195	-135	-135	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-34	-183	-8	-8	-12	부채비율	37.8	16.5	19.8	29.3	28.3
기타투자활동	49	395	169	-5	-16	유동비율	226.4	202.8	175.2	146.0	180.8
재무활동 현금	-350	-385	-353	607	45	순차입금/자기자본(x)	4.8	6.6	6.1	16.1	11.9
차입금의 증가(감소)	-58	-90	-80	846	200	영업이익/금융비용(x)	86.2	67.4	6.5	13.6	23.2
자본의 증가(감소)	-373	-963	-521	-377	-155	총차입금 (십억원)	819	1,890	2,208	3,084	3,284
배당금의 지급	102	52	104	154	155	순차입금 (십억원)	206	1,131	1,064	2,648	2,132
기타재무활동	81	668	249	138	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-637	13	432	-707	709	EPS	3,378	2,235	1,789	4,320	7,845
기초현금	1,188	551	565	996	290	BPS	29,398	77,083	80,336	72,962	79,688
기말현금	551	565	996	290	999	SPS	14,345	9,079	15,060	17,885	21,566

NOPLAT	549	524	358	1,040	1,550	CFPS	6,068	3,808	4,521	-1,251	9,347
FCF	-79	552	877	-1,235	665	DPS	367	459	735	740	740

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

셀트리온 (068270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
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	-22.3	-14.5	
2025-05-13	매수	220,000	-22.1	-14.5	
2025-08-07	매수	220,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.6%	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.