

셀트리온 068270

4Q25 Re: '25년을 닫고 밝은 '26년을 기대하며

4Q25 Review: '25년을 닫고 밝은 '26년을 기대하며

2025년 12월 31일, 셀트리온은 4분기 잠정 실적을 서프라이즈 공시하였다. 4Q25 매출액 및 영업이익은 각 약 1조 2,839억원(+20.7% YoY) 및 약 4,722억원(+140.4% YoY, OPM 약 36.8%)로 컨센서스 매출액 1조 2,579억원 및 영업이익 3,968억원 대비 상회하였다. 이에 2025년 연간 매출액 및 영업이익은 각 4조 1,664억원(+17.1% YoY) 및 1조 2,021억원(+144.3% YoY, OPM 28.9%)로 선전하였으나 셀트리온이 연초 제시한 가이던스 매출액 5조원 대비 하회하였다. 이는 예상 대비 집펜트라 매출 성장 속도가 더디었기 때문으로 판단한다. 4Q25 매출원가율은 약 36.1%로 회사는 이번 분기를 기점으로 합병 효과가 사실상 마무리되었음을 밝혔다. 1Q24 제시하였던 최종 매출원가율 목표치 20%대 중반에는 미치지 못하나 '26년에는 이익 성장 국면이 본격화 될 것으로 기대된다.

2026년 가이던스 매출액 5.3조원

같은 날 셀트리온은 2026년 매출액 가이던스를 기존 7조원에서 5.3조원으로 하향조정하였다. 당사는 2026년 매출액 5조 509억원(+21.2% YoY) 및 영업이익 1조 7,413억원(+44.9% YoY, OPM 약 34.5%)으로 안정화된 매출원가율 및 신규 제품 확장을 바탕으로 OPM 약 5.6p 개선될 것으로 전망한다.

투자 의견 매수, 목표주가 24만원으로 상향

투자 의견 매수를 유지하며 목표주가를 기존 22만원에서 24만원으로 소폭 상향한다. 이는 기업가치 산정 기준 시점을 2026년으로 조정함에 따른다. 최근 트럼프의 PBM 리베이트 축소 기조는 시밀러 가격 경쟁력 측면에서 우호적으로 작용할 수 있다. 유폴라이마, 베그젤마 등의 신규 제품이 유럽에서 선전하는 반면 미국에서는 M/S 확보에 어려움을 겪고 있는 만큼 향후 미국에서 매출 가시성이 확보될 경우 기업가치 재평가가 가능하다. 한편 12월 발표한 경영 계획 공시에서 현재 보유한 자기주식 54,714,209주의 약 25% 규모(약 2.8조원)에 대해 소각을 검토 중임을 밝혔다. 기존에는 자사주를 향후 투자 재원으로 활용할 계획이었던 만큼, 자사주 활용 방향성 변화에 대해 지속적인 모니터링을 제안한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,557	4,167	5,051
영업이익	647	651	492	1,202	1,741
영업이익률(%)	28.3	29.9	13.8	28.9	34.5
세전이익	626	671	576	1,090	1,853
지배주주지분순이익	538	536	423	910	1,693
EPS(원)	3,378	2,235	1,789	4,142	8,016
증감률(%)	-7.3	-33.9	-19.9	131.5	93.5
ROE(%)	13.4	5.1	2.5	5.4	9.9
PER(배)	43.7	83.0	100.9	48.9	25.3
PBR(배)	5.0	2.4	2.2	2.8	2.5
EV/EBITDA(배)	26.1	34.1	45.9	31.2	22.7

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2026.01.05

매수(유지)

목표주가(상향)	240,000원
현재주가(01/02)	202,500원
상승여력	18.5%

Stock Data

KOSPI	4,309.6pt
시가총액(보통주)	46,770십억원
발행주식수	230,961천주
액면가	1,000원
자본금	231십억원
60일 평균거래량	730천주
60일 평균거래대금	134,451백만원
외국인 지분율	21.1%
52주 최고가	204,500원
52주 최저가	150,400원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 97인)	31.1%
국민연금공단(외 1인)	6.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.9	2.1
3M	15.5	-6.0
6M	19.9	-20.3

주가차트

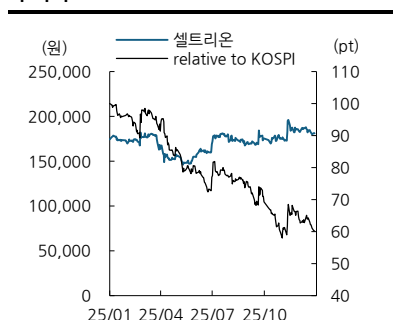


표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	53,668
'26년 EBITDA	1,687.7
Target multiple	31.8
② 비영업가치	1,034.9
셀트리온제약	1,034.9
③ 순차입금	2,419.4
④ 기업가치 (=①+②+③)	52,283
⑤ 주식수	220,278
적정 주가 (=④/⑤)	237,352 =240,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 4Q25 셀트리온 Review

(십억원)	4Q25P	DS 추정치	과리율	컨센서스	vs. 컨센서스	4Q24	YoY	3Q25	QoQ
매출액	1,283.9	1,228.9	4.5%	1,257.9	2.1%	1,063.7	20.7%	1,079.4	18.9%
영업이익	472.2	482.2	-2.1%	396.8	19.0%	196.4	140.4%	338.2	39.6%
당기순이익	443.4	451.9	-1.9%	398.8	11.2%	235.6	88.2%	292.3	51.7%
OPM	36.8%	39.2%		31.5%		18.5%		31.3%	
NPM	34.5%	36.8%		31.7%		22.1%		27.1%	

자료: dart, DS투자증권 리서치센터

표3 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	841.6	961.5	1,079.4	1,283.9	1,151.4	1,274.8	1,292.4	1,332.3	3,557.3	4,166.4	5,050.9
YoY	14.2%	9.9%	22.4%	20.7%	36.8%	32.6%	19.7%	3.8%	34.9%	17.1%	21.2%
바이오시밀러	767.1	882.3	1,001.4	1,201.6	1,070.8	1,127.7	1,095.6	1,132.1	3,106.7	3,852.4	4,426.2
램시마 IV	238.4	260.5	294.7	331.1	279.5	290.9	282.9	287.4	1269.3	1124.6	1140.6
램시마 SC	148.0	183.6	181.7	193.9	185.7	204.0	194.2	208.6	605.9	707.2	792.4
유럽	135.4	160.5	153.3	163.9	162.3	168.9	164.2	166.9	568.9	613.1	662.2
북미 (2Q24 부터 시작)	12.6	23.1	28.4	30.0	23.4	35.2	29.9	41.7	36.9	94.1	130.2
트룩시마	129.2	103.3	120.9	130.3	120.1	125.0	121.6	123.5	446.6	483.7	490.2
허쥬마	53.5	50.8	49.4	52.2	46.3	48.2	46.9	47.6	198.3	206.0	189.0
유폴라이마	117.9	136.7	174.1	230.8	179.0	187.1	183.4	190.1	347.8	659.5	739.6
베그젤마	58.2	80.2	104.0	122.6	105.7	110.0	107.0	108.7	218.8	365.0	431.5
스테키마(스텔라라 bs)	21.1	35.1	35.3	78.0	85.8	89.3	86.8	88.2	19.9	169.5	350.0
아이덴젤트(아일리라 bs)	0.0	3.8	4.2	5.4	7.8	8.1	7.9	8.0	0.0	13.4	31.8
옴니클로(올레어 bs)	0.0	22.5	31.4	50.8	53.5	55.7	54.2	55.0	0.0	104.8	218.4
엡토즈마(악템라 bs)	0.8	2.3	2.4	2.5	3.3	4.2	4.8	6.9	0.0	8.0	19.2
스토보클로/오센벨트	0.0	3.5	3.2	4.0	4.2	5.1	6.1	7.9	0.0	10.8	23.3
제약+케미컬	68.4	73.1	72.5	74.0	72.7	73.8	74.0	74.3	316.8	287.9	294.8
CMO	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	66.7	116.7	116.7	106.0	0.0	300.0
기타	6.1	6.1	5.5	8.3	8.0	6.7	6.1	9.2	27.8	26.1	29.9
매출원가	399.0	417.4	418.4	467.3	442.0	459.9	448.6	471.7	1,875.4	1,702.1	1,822.2
매출원가율	47.4%	43.4%	38.8%	36.4%	38.4%	36.1%	34.7%	35.4%	52.7%	40.9%	36.1%
매출총이익	442.6	544.1	661.0	816.6	709.5	815.0	843.7	860.6	1,681.9	2,464.4	3,228.7
YoY	44.3%	47.9%	42.6%	50.1%	60.3%	49.8%	27.7%	5.4%	0.0%	46.5%	31.0%
매출총이익률	52.6%	56.6%	61.2%	63.6%	61.6%	63.9%	65.3%	64.6%	47.3%	59.1%	63.9%
영업이익	149.3	242.5	338.2	472.2	394.2	458.2	455.1	433.8	492.0	1,202.1	1,741.3
YoY	866.8%	234.5%	62.8%	140.4%	164.1%	89.0%	34.6%	-8.1%	-213.7%	144.3%	44.9%
영업이익률	17.7%	25.2%	31.3%	36.8%	34.2%	35.9%	35.2%	32.6%	13.8%	28.9%	34.5%

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

그림1 매출원가율 및 셀트리온 목표 매출원가율

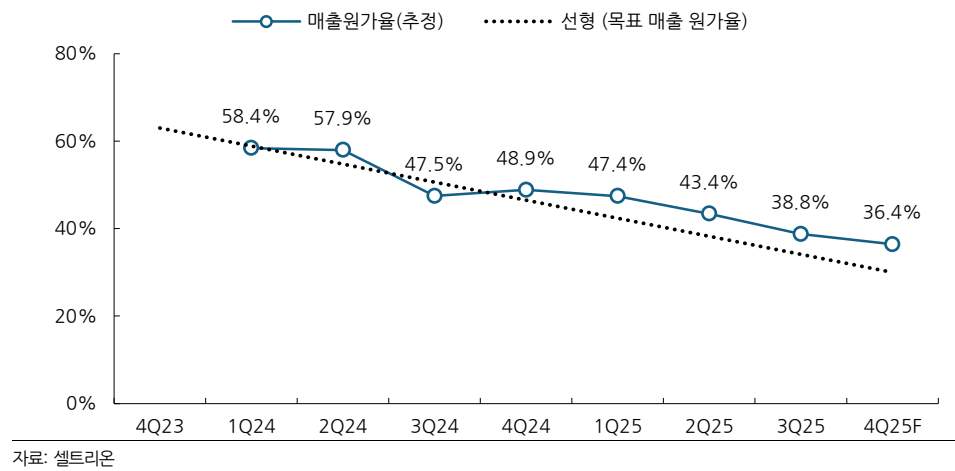
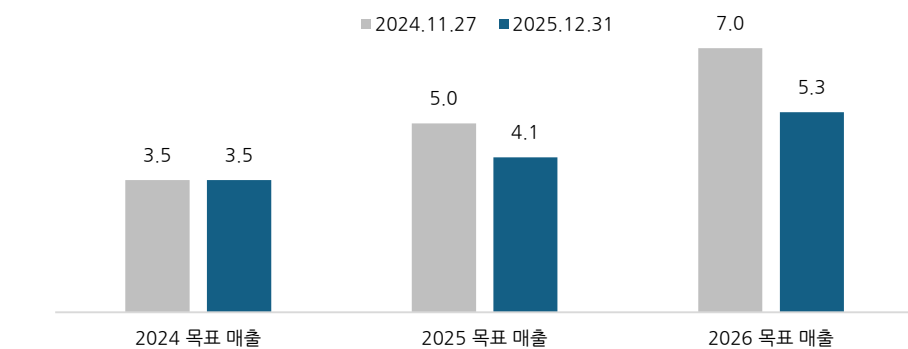


그림2 1Q24 당시 목표 매출원가율 및 PPA 무형자산 상각 계획



자료: 셀트리온

그림3 셀트리온 매출액 가이드언스 조정



자료: dart, DS투자증권 리서치센터

그림4 품목별 매출액 추이 및 전망

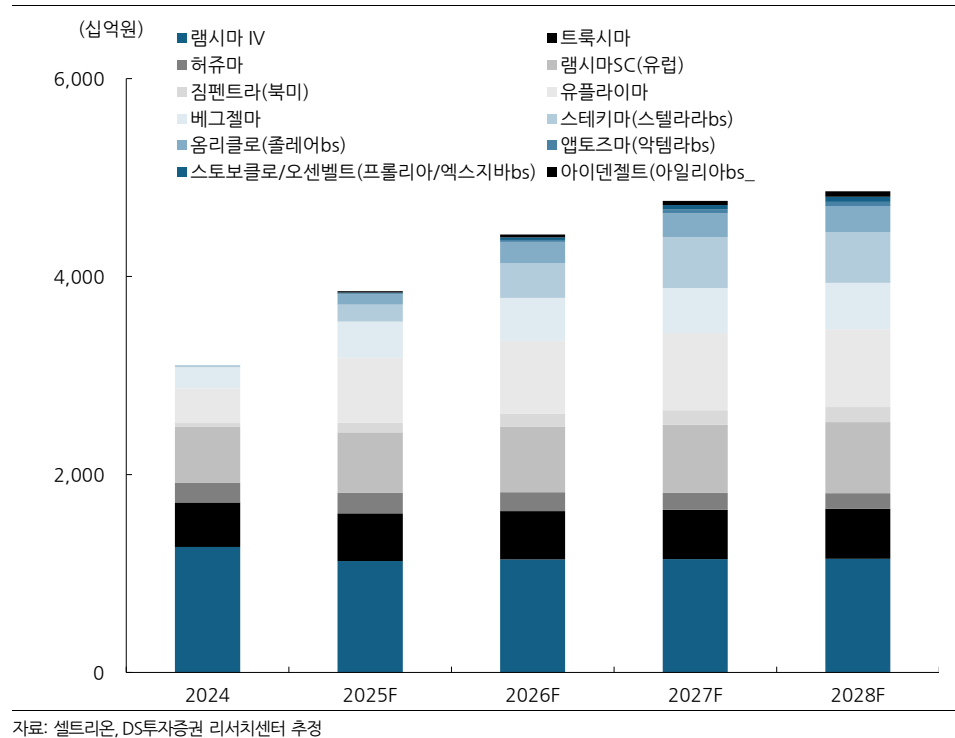


그림5 기존/후속 시밀러 매출액 비중 추이 및 전망

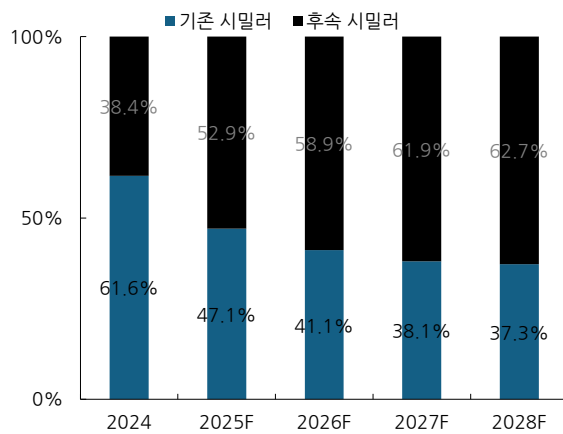


그림6 시밀러 매출액 비중 추이 및 전망 가이드스

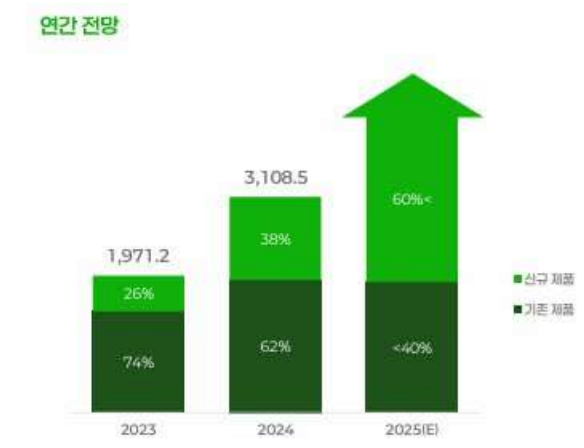
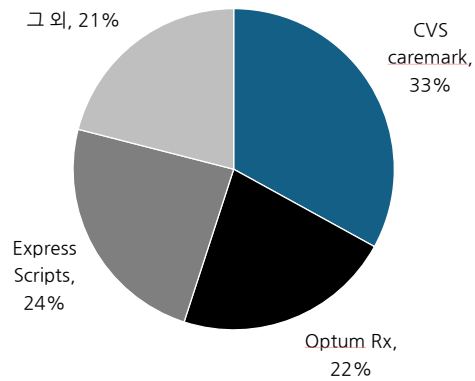


표4 바이오시밀러 품목별 매출액 추정

(단위: 십억원)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액(시밀러)	3,106.7	3,852.4	4,426.2	4,765.8	4,862.4
기존 시밀러	1,914.3	1,814.3	1,819.8	1,815.0	1,812.0
램시마 IV	1,269.3	1,124.6	1,140.6	1,144.6	1,148.9
유럽 및 ROW	720.4	600.7	587.8	580.7	573.7
YoY	46.0%	-16.6%	-2.1%	-1.2%	-1.2%
북미(pfizer)	549.0	524.0	552.9	563.9	575.2
YoY	9.8%	-4.6%	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
북미	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
북미	62.5	62.6	60.1	57.6	55.3
후속 시밀러	1,192.4	2,038.1	2,606.4	2,950.8	3,050.4
램시마SC	605.9	707.2	792.4	833.3	868.1
램시마SC(유럽)	568.9	613.1	662.2	688.7	716.3
YoY	74.5%	7.8%	8.0%	4.0%	4.0%
김펜트라(북미)	36.9	94.1	130.2	144.6	151.8
YoY		154.8%	38.4%	11.1%	5.0%
유플라이마	347.8	659.5	739.6	778.7	786.5
유럽	318.3	599.8	669.1	697.0	710.7
YoY	222.2%	88.4%	11.6%	4.2%	2.0%
북미	29.6	59.7	70.5	81.7	75.7
YoY	152.0%	102.1%	18.0%	15.9%	-7.3%
베그젤마	218.8	365.0	431.5	458.3	471.1
유럽 및 ROW	207.3	319.8	363.5	378.9	380.1
YoY	194.0%	54.3%	13.7%	4.2%	0.3%
북미	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	169.5	350.0	514.5	508.6
유럽 및 ROW (24.11 출시)	19.9	165.0	342.8	501.7	496.1
YoY		729.8%	107.7%	46.4%	-1.1%
북미 (25.03 출시)	0.0	4.5	7.3	12.8	12.5
YoY			63.1%	76.1%	-2.2%
움리클로(줄레어bs)		104.8	218.4	239.8	266.4
유럽 및 ROW (25.09 출시)		104.8	213.7	228.1	250.4
북미			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
북미		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
북미 (25.07 출시)		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
북미		0.0	0.0	2.2	10.8

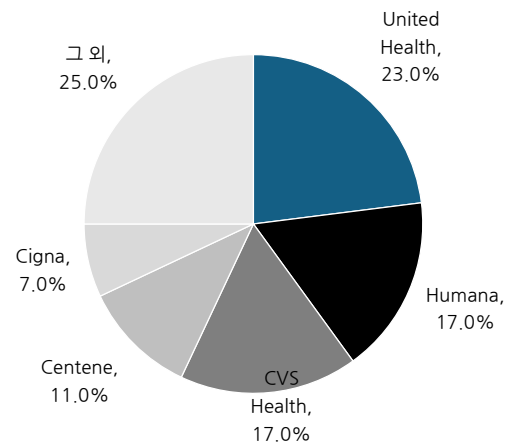
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 미국 PBM 점유율



자료: Drug channel, DS투자증권 리서치센터

그림8 Medicare Part C,D 가입자 점유율



자료: KFF, DS투자증권 리서치센터

그림9 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

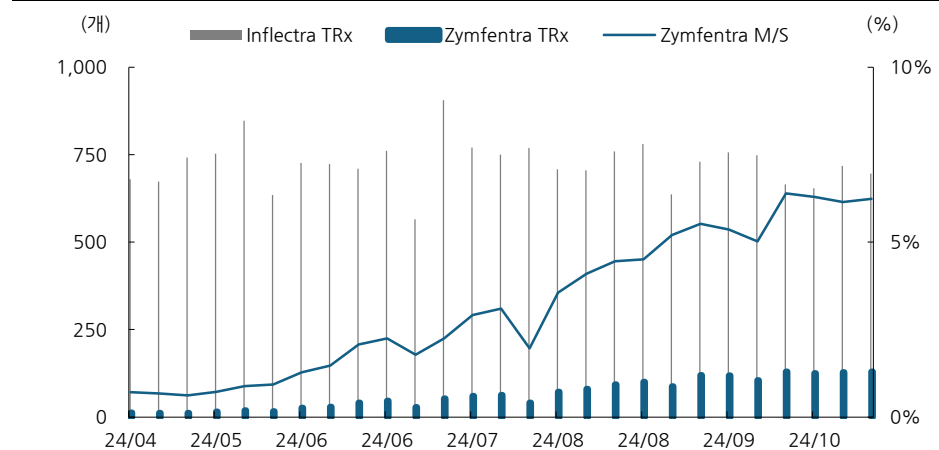
Express scripts		
제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Cyltezo	BI	\$6,576
Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315
Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD
adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD

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 상품명

그림10 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	5,829	7,761	매출액	2,284	2,176	3,557	4,167	5,051
현금 및 현금성자산	551	565	996	68	762	매출원가	1,251	1,125	1,876	1,702	1,822
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,259	1,928	2,001	매출총이익	1,033	1,052	1,682	2,465	3,229
재고자산	616	3,039	2,766	3,288	4,431	판매비 및 관리비	385	400	1,190	1,262	1,487
기타	127	543	562	545	567	영업이익	647	651	492	1,202	1,741
비유동자산	2,962	14,863	15,471	15,424	15,348	(EBITDA)	874	897	910	1,591	2,165
관계기업투자등	118	134	159	153	159	금융손익	24	21	102	30	-6
유형자산	1,007	1,215	1,245	1,328	1,437	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	21,252	23,109	기타영업외손익	-52	10	-14	-136	118
유동부채	1,294	2,512	3,187	4,033	4,345	세전계속사업이익	626	671	576	1,090	1,853
매입채무 및 기타채무	371	491	554	966	1,002	계속사업법인세비용	95	131	157	183	166
단기금융부채	665	1,783	2,102	2,418	2,668	계속사업이익	531	540	419	907	1,688
기타유동부채	258	238	531	648	675	중단사업이익	11	0	0	0	0
비유동부채	323	319	288	829	836	당기순이익	543	540	419	907	1,688
장기금융부채	154	107	106	665	665	지배주주	538	536	423	910	1,693
기타비유동부채	169	212	182	164	170	총포괄이익	566	544	929	907	1,688
부채총계	1,617	2,831	3,475	4,862	5,181	매출총이익률 (%)	45.2	48.3	47.3	59.1	63.9
지배주주지분	4,139	16,981	17,439	16,250	17,788	영업이익률 (%)	28.3	29.9	13.8	28.9	34.5
자본금	141	220	221	231	231	EBITDA마진률 (%)	38.2	41.2	25.6	38.2	42.9
자본잉여금	871	14,790	14,828	14,213	14,213	당기순이익률 (%)	23.8	24.8	11.8	21.8	33.4
이익잉여금	3,485	3,964	3,744	4,431	5,968	ROA (%)	9.3	4.1	2.1	4.3	7.6
비지배주주지분(연결)	135	145	141	140	140	ROE (%)	13.4	5.1	2.5	5.4	9.9
자본총계	4,274	17,126	17,580	16,390	17,928	ROIC (%)	14.1	4.7	2.0	5.3	8.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1	537	902	-1,250	954	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	543	540	419	907	1,688	P/E	43.7	83.0	100.9	48.9	25.3
비현금수익비용가감	423	373	649	-1,236	436	P/B	5.0	2.4	2.2	2.8	2.5
유형자산감가상각비	65	64	73	79	84	P/S	10.3	20.4	12.0	11.3	9.0
무형자산상각비	162	182	346	310	341	EV/EBITDA	26.1	34.1	45.9	31.2	22.7
기타현금수익비용	197	127	231	-1,625	11	P/CF	24.3	48.7	39.9	n/a	21.3
영업활동 자산부채변동	-748	-221	-21	-825	-1,169	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	-683	-296	-174	-607	-73	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-215	57	225	-539	-1,143	매출액	20.6	-4.7	63.4	17.1	21.2
매입채무 증가(감소)	54	-2	-144	215	36	영업이익	-13.0	0.7	-24.5	144.4	44.8
기타자산, 부채변동	96	20	72	107	10	세전이익	-15.2	7.2	-14.2	89.2	70.0
투자활동 현금	-297	-139	-169	-303	-355	당기순이익	-8.9	-0.5	-22.4	116.6	86.0
유형자산처분(취득)	-111	-210	-135	-155	-192	EPS	-7.3	-33.9	-19.9	131.5	93.5
무형자산 감소(증가)	-201	-141	-195	-135	-135	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-34	-183	-8	-8	-12	부채비율	37.8	16.5	19.8	29.7	28.9
기타투자활동	49	395	169	-5	-16	유동비율	226.4	202.8	175.2	144.5	178.6
재무활동 현금	-350	-385	-353	607	95	순차입금/자기자본(x)	4.8	6.6	6.1	17.5	13.5
차입금의 증가(감소)	-58	-90	-80	846	250	영업이익/금융비용(x)	86.2	67.4	6.5	13.1	23.8
자본의 증가(감소)	-373	-963	-521	-377	-155	총차입금 (십억원)	819	1,890	2,208	3,084	3,334
배당금의 지급	102	52	104	154	155	순차입금 (십억원)	206	1,131	1,064	2,870	2,419
기타재무활동	81	668	249	138	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-637	13	432	-928	694	EPS	3,378	2,235	1,789	4,142	8,016
기초현금	1,188	551	565	996	68	BPS	29,398	77,083	80,336	72,788	79,675
기말현금	551	565	996	68	762	SPS	14,345	9,079	15,060	17,977	22,624
NOPLAT	549	524	358	1,001	1,586	CFPS	6,068	3,808	4,521	-1,420	9,510
FCF	-79	552	877	-1,456	600	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		
2024-01-22	매수	230,000	-20.5	-15.4	300,000 200,000 100,000 0	
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	-18.5	-7.5		
2025-05-13	매수	220,000	-18.4	-7.5		
2025-08-07	매수	220,000	-19.3	-10.9		
2026-01-05	매수	240,000				

투자의견 및 적응기준 (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 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	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.