셀트리온 (068270)

하반기 신제품 비중 증가를 기대하다

더 많은 리포트 보기

2025년 5월 12일

제약/바이오 Analyst 김혜민
hyemin.k@kbfg.com

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 270,000원 → 235,000원으로 하향

셀트리온에 대한 투자의견 Buy를 유지하지만 목표주가는 기존 270,000원에서 235,000원으로 13.0% 하향한다. 목표주가를 하향하는 주요 요인은 2025년 영업이익을 소폭 조정 (-7.9%) 했음에 기인하지만 5/9 종가 기준 Upside는 48.7%로 여전히 매력적인 구간으로 판단된다.

1Q25 Review: 하나 둘씩 헤쳐나가는 중

1Q25 매출액은 8,419억원 (+14.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익은 1,494억원 (+870.1%)을 기록했는데 이는 시장 컨센서스를 각각 10.6%, 30.6% 하회하는 수준이었다. 매출액은 非바이오 제품 (다케다 프라이머리케어 사업권 매각)의 감소에도 불구하고 램시마SC, 유플라이마 및 베그젤마 등과 같은 신규 제품 매출이 증가하며 전체적인 성장세를 시현했고, 영업이익의 경우 합병 무형자산의 상각 종료와 재고/매출 믹스의 동시 개선에 따라 성장하는 모습을 보여주었다. 매출원가율의 경우 기존 예상 추세보다 소폭 높은 47%를 기록했지만 이는 단기적인 외주 CMO 계약물량 입고와 3공장 가동 개시의 초기 영향으로 판단되어 하반기로 갈수록 완화될 부분으로 판단된다. 추가적으로는 램시마 2차 TI (수율개선), 허쥬마 등 3개 품목의 TI 버전이 2분기부터 전격 생산하며 원가율 개선에 기여를 할 수 있을 것으로 볼 수 있다.

하반기로 갈수록 확인될 신제품 효과 + 신약개발 성과 주목 필요

관세 우려에 따른 주가 변동폭이 전반적인 제약/바이오 기업에서 관찰되고 있지만, 각 제품들의 매출 성장과 점유율 상승은 굳건하다고 판단한다. 비록 짐펜트라에 대한 연간 가이던스가 기존 7,000억원 규모에서 약 3,500억원 수준으로 하향조정되었지만, 유플라이마/스테키마 등의 신제품의 성장을 통해 상쇄할 수 있는 부분으로 판단되기에 오히려 하반기로 가면서 신제품 효과를 모니터링하며 접근해볼 수 있다는 판단이다. 또한 최근 AACR 2025에서 발표한 CT-P72 전임상 결과를 통해 HER2 고발현 유방암 세포주에서의 효능 유지와 저발현 세포주에서의 독성 감소를 확인한 바 있다. 본업의 성장에 더불어서 신약에 대한 지속적인 추가 투자와 유의미한 성과 도출이 반복적으로 확인된다면, 매력도는 비로소 더 커질 것으로 판단한다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	235,000
Dividend yield* (%)	0.5
Total return (%)	49.2
현재가 (5/9, 원)	158,000
Consensus target price (원)	244,167
시가총액 (조원)	35.2

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

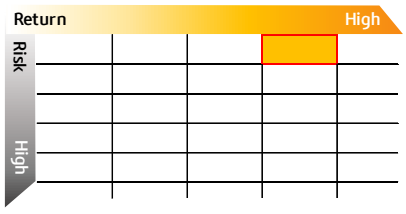
Trading Data

Free float (%)	66.4
거래대금 (3m, 십억원)	89.8
외국인 지분율 (%)	22.1
주요주주 지분율 (%)	셀트리온홀딩스 외 93 인 29.0
	국민연금공단 6.4

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	-12.0	-8.5	-12.5
시장대비 상대수익률	-9.0	-15.0	-10.6	-9.9

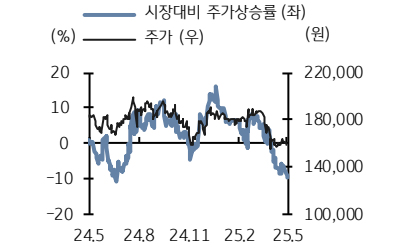
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

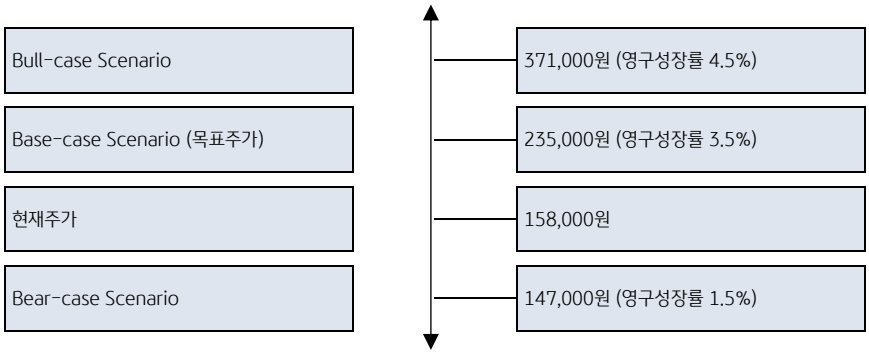
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	3,557	4,261	5,390	6,797
영업이익 (십억원)	492	1,285	1,684	2,247
지배주주순이익 (십억원)	423	994	1,297	1,728
EPS (원)	1,855	4,450	5,540	7,029
증감률 (%)	-46.6	139.9	24.5	26.9
P/E (x)	101.1	35.5	28.5	22.5
EV/EBITDA (x)	46.0	23.5	18.5	14.1
P/B (x)	2.4	2.0	2.0	1.9
ROE (%)	2.5	5.6	6.9	8.6
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5

Stock Price & Relative Performance



자료: 셀트리온, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 짐펜트라 PBM 등재 후 환급 순항
2) 후속 바이오시밀러 제품 시장 침투

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 짐펜트라 예상보다 빠른 PBM 환급
2) 후속 바이오시밀러 예상보다 빠른 침투

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 짐펜트라 예상보다 더딘 PBM 환급
2) 후속 바이오시밀러 예상보다 더딘 침투

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,289	5,242	4,261	5,390	-0.7	2.8
영업이익	1,396	1,699	1,285	1,684	-7.9	-0.9
지배주주순이익	1,068	1,298	994	1,297	-6.9	-0.1

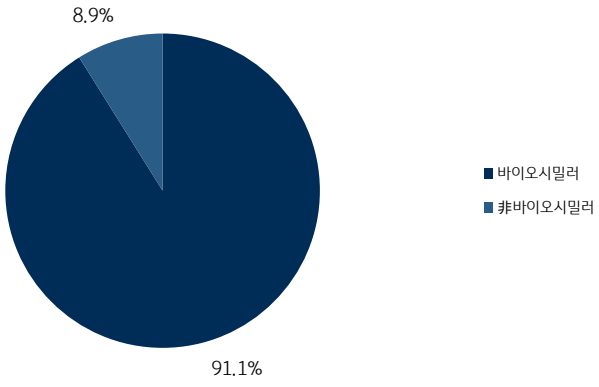
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,261	5,390	4,477	5,432	-4.8	-0.8
영업이익	1,285	1,684	1,285	1,746	0.0	-3.5
지배주주순이익	994	1,297	1,036	1,403	-4.0	-7.5

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권 추정

매출액 구성 (1Q25P 기준)



자료: 셀트리온, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 6.95%, 영구성장률 3.5%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
371,000원 ~ 147,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12개월 Fwd. 기준 P/E 48.6배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+1.7	+1.9
금리 1%p 상승 시	-8.5	-11.0

PEER 그룹 비교

(백만달러, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
셀트리온	25,169	33.8	24.4	1.9	1.8	22.3	16.7	5.9	7.6	0.5	0.5
화이자	130,593	7.6	7.5	1.4	1.4	6.0	6.0	18.7	18.4	7.4	7.6
암젠	146,283	13.1	12.7	15.8	13.7	9.4	10.7	147.3	132.0	3.5	3.8

자료: 블룸버그 컨센서스, KB증권

표 1. 1Q25 Review

(십억원)	1Q24	4Q24	1Q25P	% YoY	% QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	737	1,064	842	14.2	-20.8	944	942
영업이익	15	196	149	870.1	-23.9	287	215
opm(%)	*2.1*	*18.5*	*17.7*			*30.4*	*22.9*
지배주주순이익	22	236.6	109	384.3	-54.1	217	156

자료: 셀트리온, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 추정실적 변경내용

(십억원, 원, %, %p)	수정 전 (25.2.26)		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,289	5,242	4,261	5,390	-0.7	2.8
영업이익	1,396	1,699	1,285	1,684	-7.9	-0.9
지배주주순이익	1,068	1,298	994	1,297	-6.9	-0.1
EPS	4,761	5,787	4,450	5,540	-6.5	-4.3
BVPS	81,381	86,689	78,071	78,946	-4.1	-8.9
영업이익률	32.5	32.4	30.1	31.3	-2.4	-1.2
순이익률	24.9	24.8	23.3	24.1	-1.6	-0.7

자료: 셀트리온, KB증권 추정

표 3. DCF 밸류에이션

(십억원)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
현금흐름 추정										
NOPLAT	a	974	1,277	1,703	1,993	2,214	2,452	2,708	2,980	3,265
감가상각비	b	250	251	253	257	263	271	281	294	308
총 현금흐름	c=a+b	1,224	1,528	1,956	2,249	2,477	2,723	2,989	3,273	3,574
운전자본 증감	d	-454	-663	-698	-593	-626	-689	-779	-887	-1,254
Capex	e	-250	-282	-300	-320	-349	-380	-414	-452	-492
총투자	f=d+e	-704	-945	-998	-913	-975	-1,069	-1,193	-1,338	-1,747
FCFF	g=c+f	520	583	958	1,337	1,501	1,654	1,796	1,935	1,827
조정 FCF		594	542	715	1,091	1,395	1,555	1,704	1,845	1,897
현금흐름의 현재 가치										
WACC		6.95%								
영구성장률		3.5%								
Discount Factor		1.00	0.94	0.88	0.82	0.77	0.73	0.68	0.65	0.61
Discounted Free Cashflow		594	507	627	898	1,078	1,131	1,167	1,191	1,156
Total PV of FCFF		10,338								
Terminal Value		76,264								
PV of Terminal Value		41,479								
Valuation										
총 기업가치	h	51,816								
순현금	i	-290								
비지배주주지분의 시장가치	j	374								
적정 기업가치	k=h+i-j	51,254								
보통주 총 주식수 (천주)	l	218,050								
목표주가 (원)	m=k/l	235,000								
현재주가 (원)		158,000	5/9 종가							
상승여력 (%)		48.7%								

자료: KB증권 추정

표 4. 영구성장률과 WACC의 민감도 분석

(원)		Terminal Growth (%)								
		1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5
WACC (%)	6.35	167,000	185,000	209,000	244,000	296,000	383,000	564,000	1,148,000	-9,362,000
	6.55	160,000	176,000	198,000	228,000	272,000	344,000	481,000	843,000	4,579,000
	6.75	153,000	168,000	188,000	214,000	252,000	312,000	419,000	666,000	1,836,000
	6.95	147,000	161,000	178,000	202,000	235,000	286,000	371,000	550,000	1,146,000
	7.15	141,000	154,000	170,000	191,000	220,000	263,000	333,000	468,000	832,000
	7.35	136,000	148,000	162,000	181,000	206,000	244,000	302,000	407,000	653,000
	7.55	131,000	142,000	155,000	172,000	194,000	227,000	276,000	360,000	537,000

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 산출 내역

(십억원, %)		비고
COE (A) = a + b x c	**7.58**	
Risk Free Rate (a)	2.55	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.97	52주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	0.83	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	
Market (d)	8.44	2001년~2025년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.25	2001년~2025년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	**1.7**	
주식가치 가중치 (f)	89.3	
차입금 가중치 (g)	10.7	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**6.95**	

자료: KB증권 추정

표 6. WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (25.2.26)	변경 후 (25.5.12)	비고
COE (A) = a + b x c	**7.69**	**7.58**	
Risk Free Rate (a)	2.66	2.55	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.97	0.97	52주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	0.83	0.83	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	5.19	
Market (d)	8.54	8.44	01년~25년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.35	3.25	01년~25년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	**1.7**	**1.7**	
주식가치 가중치 (f)	90.5	89.3	
차입금 가중치 (g)	9.5	10.7	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	**7.13**	**6.95**	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	2,176	3,557	4,261	5,390	6,797
매출원가	1,125	1,876	1,406	1,617	1,835
매출총이익	1,052	1,682	2,855	3,773	4,962
판매비와관리비	400	1,190	1,570	2,089	2,715
영업이익	651	492	1,285	1,684	2,247
EBITDA	897	910	1,534	1,935	2,500
영업외손익	20	84	16	13	15
이자수익	19	34	2	2	3
이자비용	10	76	11	11	12
지분법손익	-11	-12	-5	-10	-9
기타영업외손익	22	138	30	31	33
세전이익	671	576	1,301	1,697	2,261
법인세비용	131	157	299	390	520
당기순이익	540	419	1,002	1,307	1,741
지배주주순이익	536	423	994	1,297	1,728
수정순이익	536	423	994	1,297	1,728

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-4.7	63.5	19.8	26.5	26.1
영업이익 성장률	0.7	-24.5	161.1	31.1	33.4
EBITDA 성장률	2.7	1.4	68.6	26.1	29.2
지배기업순이익 성장률	-0.4	-21.1	135.2	30.5	33.2
매출총이익률	48.3	47.3	67.0	70.0	73.0
영업이익률	29.9	13.8	30.2	31.3	33.1
EBITDA이익률	41.2	25.6	36.0	35.9	36.8
세전이익률	30.8	16.2	30.5	31.5	33.3
지배기업순이익률	24.6	11.9	23.3	24.1	25.4

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	537	902	885	755	981
당기순이익	540	419	1,002	1,307	1,741
유무형자산상각비	246	418	250	251	253
기타비현금손익 조정	127	231	255	250	204
운전자본증감	-221	-21	-454	-663	-698
매출채권감소 (증가)	-296	-174	-240	-386	-481
재고자산감소 (증가)	57	225	-166	-293	-387
매입채무증가 (감소)	-2	-144	15	24	30
기타운전자본증감	20	72	-62	-8	140
기타영업현금흐름	-154	-145	-167	-389	-519
투자활동 현금흐름	-139	-169	-299	-365	-402
유형자산투자감소 (증가)	-210	-135	-250	-282	-300
무형자산투자감소 (증가)	-141	-195	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-22	-38	-31	-37	-44
기타투자현금흐름	234	199	-18	-47	-58
재무활동 현금흐름	-385	-353	-154	-156	-154
금융부채 증감	-90	-80	42	43	43
자본의 증감	-911	-418	10	11	12
배당금 당기지급액	-52	-104	-154	-168	-177
기타재무현금흐름	668	249	-52	-41	-32
기타현금흐름	0	52	0	0	0
현금의 증가 (감소)	13	432	432	234	425
기말현금	565	996	1,429	1,663	2,088
잉여현금흐름 (FCF)	327	767	635	473	681
순현금흐름	-953	83	420	239	440
순현금 (순차입금)	-1,132	-1,049	-629	-390	50

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	19,957	21,055	21,894	23,051	24,650
유동자산	5,094	5,584	6,534	7,623	9,131
현금 및 현금성자산	565	996	1,429	1,663	2,088
단기금융자산	194	148	177	224	282
매출채권	939	1,215	1,456	1,841	2,322
재고자산	3,039	2,766	2,932	3,225	3,612
기타유동자산	357	459	540	669	827
비유동자산	14,863	15,471	15,360	15,428	15,519
투자자산	136	161	192	229	272
유형자산	1,215	1,245	1,404	1,581	1,760
무형자산	13,291	13,702	13,542	13,397	13,265
기타비유동자산	222	364	222	222	222
부채총계	2,831	3,475	3,466	3,484	3,519
유동부채	2,512	3,187	3,213	3,251	3,296
매입채무	51	75	90	114	144
단기금융부채	1,783	2,087	2,129	2,171	2,215
기타유동부채	678	1,025	995	965	937
비유동부채	319	288	253	233	223
장기금융부채	107	106	106	106	106
기타비유동부채	212	182	147	128	117
자본총계	17,126	17,580	18,428	19,567	21,131
자본금	220	221	231	242	254
자본잉여금	14,790	14,828	14,828	14,828	14,828
기타자본항목	-2,046	-1,916	-1,916	-1,916	-1,916
기타포괄손익누계액	53	563	563	563	563
이익잉여금	3,964	3,744	4,574	5,692	7,232
지배지분 계	16,981	17,439	18,279	19,408	20,960
비지배지분	145	141	148	158	171

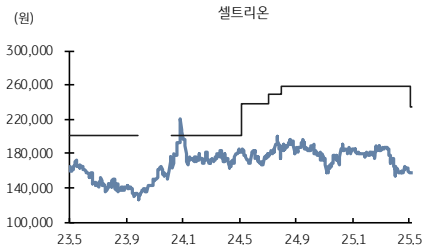
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	55.4	101.1	35.5	28.5	22.5
P/B	2.6	2.4	2.0	2.0	1.9
P/S	13.6	12.0	8.3	6.9	5.7
EV/EBITDA	34.3	46.0	23.5	18.5	14.1
EV/EBIT	47.2	85.1	28.0	21.2	15.7
배당수익률	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
EPS	3,472	1,855	4,450	5,540	7,029
BVPS	73,544	76,647	78,071	78,946	81,195
SPS (주당매출액)	14,108	15,614	19,077	23,021	27,648
DPS (주당배당금)	477	716	750	750	750
배당성향 (%)	19.3	36.4	16.9	13.6	10.8
수익성지표					
ROE	5.1	2.5	5.6	6.9	8.6
ROA	4.2	2.0	4.7	5.8	7.3
ROIC	4.6	2.6	5.0	6.2	7.7
안정성지표					
부채비율	16.5	19.8	18.8	17.8	16.7
순차입비율	6.6	6.0	3.4	2.0	순현금
유동비율	2.0	1.8	2.0	2.3	2.8
이자보상배율 (배)	67.4	6.5	120.8	152.3	195.4
활동성지표					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
매출채권회전율	1.7	3.3	3.2	3.3	3.3
매입채무회전율	43.0	56.4	51.5	52.8	52.7
재고자산회전율	1.2	1.2	1.5	1.8	2.0

자료: 셀트리온, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)



셀트리온 (068270)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-05-08	Buy	김태희	210,000	-26.10	
23-12-13	담당자변경	김혜민			
23-12-13	Buy	김혜민	210,000	-11.79	10.24
24-05-13	Buy	김혜민	250,000	-26.67	-22.80
24-07-12	Buy	김혜민	260,000	-25.25	-19.62
24-08-08	Buy	김혜민	270,000	-30.75	-23.89
25-05-12	Buy	김혜민	235,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.