셀트리온 (068270)

실적의 회복을 보고 신약성과를 기대하자

KB증권

더 많은 리포트 보기

2025년 7월 4일

제약/바이오 Analyst 김혜민
hyemin.k@kbfg.com

투자의견 Buy 유지,
목표주가 235,000원 유지

셀트리온에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가도 기존 235,000원을 유지한다. KB증권 리서치본부 3Q25 COE를 반영하며 WACC이 기존 6.95%에서 7.42%로 상향되었지만, 본격적으로 기대해볼 수 있는 주요 신제품 포트폴리오의 성장을 감안하여 2026E 매출액과 영업이익에 대한 긍정적인 시각을 여전히 유지했다 (2026E 컨센서스 대비 각각 3.1%, 1.6% 상회). 이에 따라 목표주가 변동은 없었다.

2Q25 Preview: 실적은 회복할 것

2Q25 매출액은 9,915억원 (+13.4% YoY, +17.8% QoQ), 영업이익은 2,456억원 (+238.8% YoY, +64.3% QoQ, OPM 24.8%)로 추정하는데 이는 시장 컨센서스와 부합 (각각 -1.5%, -2.0%)하는 수준이다. 1분기에는 단기적인 외주 CMO 계약물량 입고 및 3공장 가동 개시의 초기 영향이 반영되며 일시적으로 원가율에 대한 충격이 존재했지만, 2Q25는 전술된 영향이 부재할 것으로 판단되어 원가율 개선은 정상궤도 수준에서 이루어질 것이라고 판단한다 (38.0%). 또한 연말로 갈수록 지속되는 제품믹스 변화에 따라 신규 매출 비중이 확대될 것으로 (1Q25 기준 2025년 신규 제품 매출 비중 60% 이상) 보이며 이익의 퀄리티 또한 개선될 것으로 전망한다. 2Q 보다는 하반기에 실적개선이 더 크게 이루어질 것으로 추정한다.

다각화된 신약 연구개발도 진행되고 있다

바이오시밀러에 대한 초점이 맞춰지며 R&D에 대해서는 관심이 제한적일 수 있지만, CT-P70 (C-MET 타깃 ADC), CT-P71 (Nectin-4 ADC), CT-P72 (HER2 + CD3 이중항체 TCE), CT-P73 (TF 타깃 ADC) 등과 같은 연구가 활발하게 진행되고 있다. CT-P70과 CT-P71의 경우 각각 2H 임상 개시, IND 승인이 예정되어 있기에 본격적으로 신약투자에 대한 성과가 기대된다. 특히 CT-P73의 경우 TF 타깃 ADC로 전임상 PDX 모델에서 우수한 항종양 효능을 보이며 Tivdak 전임상 대비 개선된 효능과 안전성을 보였다. 본업의 성장과 신약 R&D 모멘텀을 중장기적인 호흡으로 본다면, 현재주가는 매력적인 구간으로 판단된다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원)	235,000
Dividend yield* (%)	0.4
Total return (%)	36.8
현재가 (7/3, 원)	172,300
Consensus target price (원)	219,681
시가총액 (조원)	38.3

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

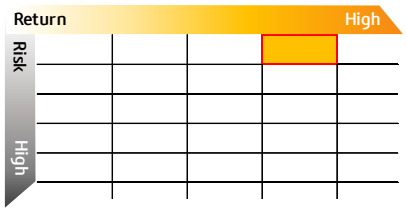
Trading Data

Free float (%)	65.7
거래대금 (3m, 십억원)	81.3
외국인 지분율 (%)	21.5
주요주주 지분율 (%)	셀트리온홀딩스 외 96 인 29.5
	국민연금공단 6.4

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	3.1	-1.1	3.4
시장대비 상대수익률	-3.9	-17.9	-23.6	-9.3

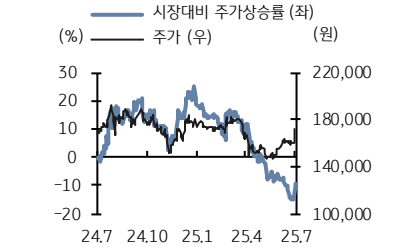
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

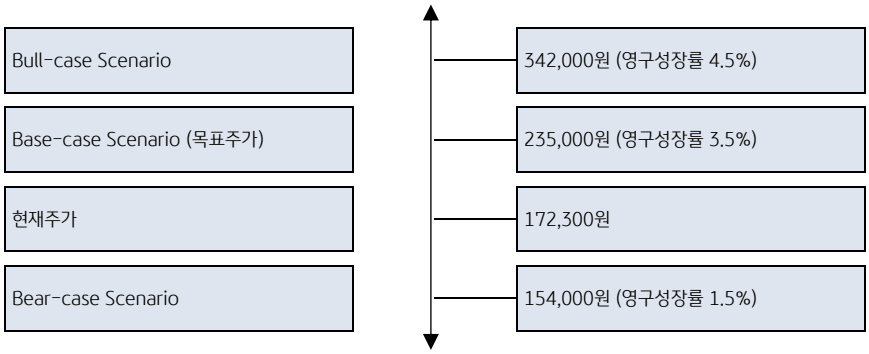
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	3,557	4,188	5,338	6,731
영업이익 (십억원)	492	1,110	1,648	2,198
지배주주순이익 (십억원)	423	861	1,286	1,691
EPS (원)	1,787	3,717	5,303	6,643
증감률 (%)	-46.6	108.0	42.7	25.3
P/E (x)	101.1	46.4	32.5	25.9
EV/EBITDA (x)	46.0	28.8	20.5	15.7
P/B (x)	2.4	2.3	2.3	2.2
ROE (%)	2.5	4.8	6.9	8.5
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4

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	4,261	5,390	4,188	5,338	-1.7	-1.0
영업이익	1,285	1,684	1,110	1,648	-13.6	-2.2
지배주주순이익	994	1,297	861	1,286	-13.4	-0.9

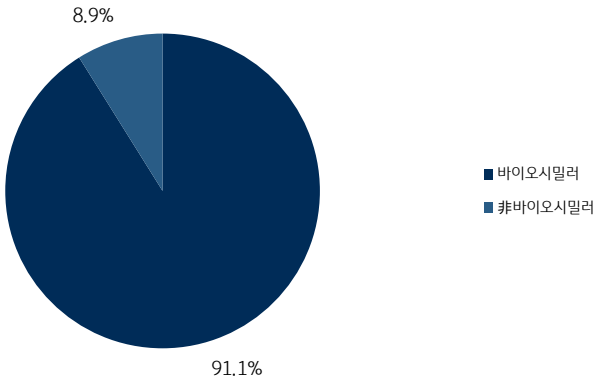
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,188	5,338	4,293	5,177	-2.4	3.1
영업이익	1,110	1,648	1,151	1,622	-3.6	1.6
지배주주순이익	861	1,286	911	1,298	-5.6	-0.9

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권 추정

매출액 구성 (1Q25 기준)



자료: 셀트리온, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 7.42%, 영구성장률 3.5%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
342,000원 ~ 154,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12개월 Fwd. 기준 P/E 52배

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	29,195	40.9	28.9	2.1	2.0	27.3	20.7	5.2	7.0	0.4	0.4
화이자	143,953	8.5	8.2	1.6	1.5	7.0	6.9	19.3	18.3	6.7	6.9
암젠	159,618	14.2	13.8	14.7	12.2	10.0	11.5	147.6	124.3	3.2	3.4

자료: 블룸버그 컨센서스, KB증권

표 1. 2Q25 Preview

(십억원)	2Q24	1Q25	2Q25E	% YoY	% QoQ	컨센서스
매출액	875	842	992	13.4	17.8	1,006
영업이익	72	149	246	238.8	64.3	251
opm(%)	*8.3*	*17.7*	*24.8*			*24.9*
지배주주순이익	78	108.7	182	133.0	67.2	205

자료: 셀트리온, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 추정실적 변경내용

(십억원, 원, %, %p)	수정 전 (25.5.12)		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	4,261	5,390	4,188	5,338	-1.7	-1.0
영업이익	1,285	1,684	1,110	1,648	-13.6	-2.2
지배주주순이익	994	1,297	861	1,286	-13.4	-0.9
EPS	4,450	5,540	3,717	5,303	-16.5	-4.3
BVPS	78,071	78,946	74,839	75,642	-4.1	-4.2
영업이익률	30.1	31.3	26.5	30.9	-3.6	-0.4
순이익률	23.3	24.1	20.5	24.1	-2.8	0.0

자료: 셀트리온, KB증권 추정

표 3. DCF 밸류에이션

(십억원)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
현금흐름 추정										
NOPLAT	a	841	1,249	1,666	1,949	2,276	2,545	2,839	3,157	3,501
감가상각비	b	250	251	253	257	263	271	281	294	308
총 현금흐름	c=a+b	1,091	1,500	1,920	2,206	2,539	2,816	3,120	3,451	3,809
운전자본 증감	d	-422	-672	-692	-589	-622	-684	-773	-880	-1,246
Capex	e	-250	-282	-300	-320	-349	-380	-414	-452	-492
총투자	f=d+e	-672	-954	-992	-909	-971	-1,064	-1,187	-1,332	-1,739
FCFF	g=c+f	420	546	927	1,297	1,569	1,752	1,932	2,119	2,070
조정 FCF		526	483	738	1,114	1,434	1,661	1,843	2,026	2,094
현금흐름의 현재 가치										
WACC		7.42%								
영구성장률		3.5%								
Discount Factor		1.00	0.93	0.87	0.81	0.76	0.71	0.67	0.63	0.59
Discounted Free Cashflow		526	450	642	905	1,090	1,182	1,230	1,270	1,233
Total PV of FCFF		10,805								
Terminal Value		80,482								
PV of Terminal Value		41,944								
Valuation										
총 기업가치	h	52,749								
순현금	i	-1,263								
비지배주주지분의 시장가치	j	366								
적정 기업가치	k=h+i-j	51,222								
보통주 총 주식수 (천주)	l	218,050								
목표주가 (원)	m=k/l	235,000								
현재주가 (원)		172,300	7/3 종가							
상승여력 (%)		36.4%								

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 (%)	6.82	174,000	191,000	214,000	244,000	287,000	354,000	469,000	715,000	1,624,000
	7.02	166,000	182,000	203,000	230,000	268,000	324,000	417,000	601,000	1,130,000
	7.22	160,000	174,000	193,000	217,000	250,000	299,000	376,000	518,000	865,000
	7.42	153,000	167,000	184,000	205,000	235,000	277,000	342,000	454,000	699,000
	7.62	148,000	160,000	175,000	195,000	221,000	258,000	313,000	404,000	585,000
	7.82	142,000	153,000	167,000	185,000	209,000	241,000	288,000	363,000	503,000
	8.02	137,000	147,000	160,000	177,000	198,000	226,000	267,000	330,000	440,000

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 산출 내역

(십억원, %)		비고
COE (A) = a + b x c	8.11	
Risk Free Rate (a)	2.35	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.96	52주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	0.77	
Risk Premium (c = d - e)	6.00	
Market (d)	9.28	2001년~2025년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.29	2001년~2025년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	1.7	
주식가치 가중치 (f)	89.2	
차입금 가중치 (g)	10.8	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	7.42	

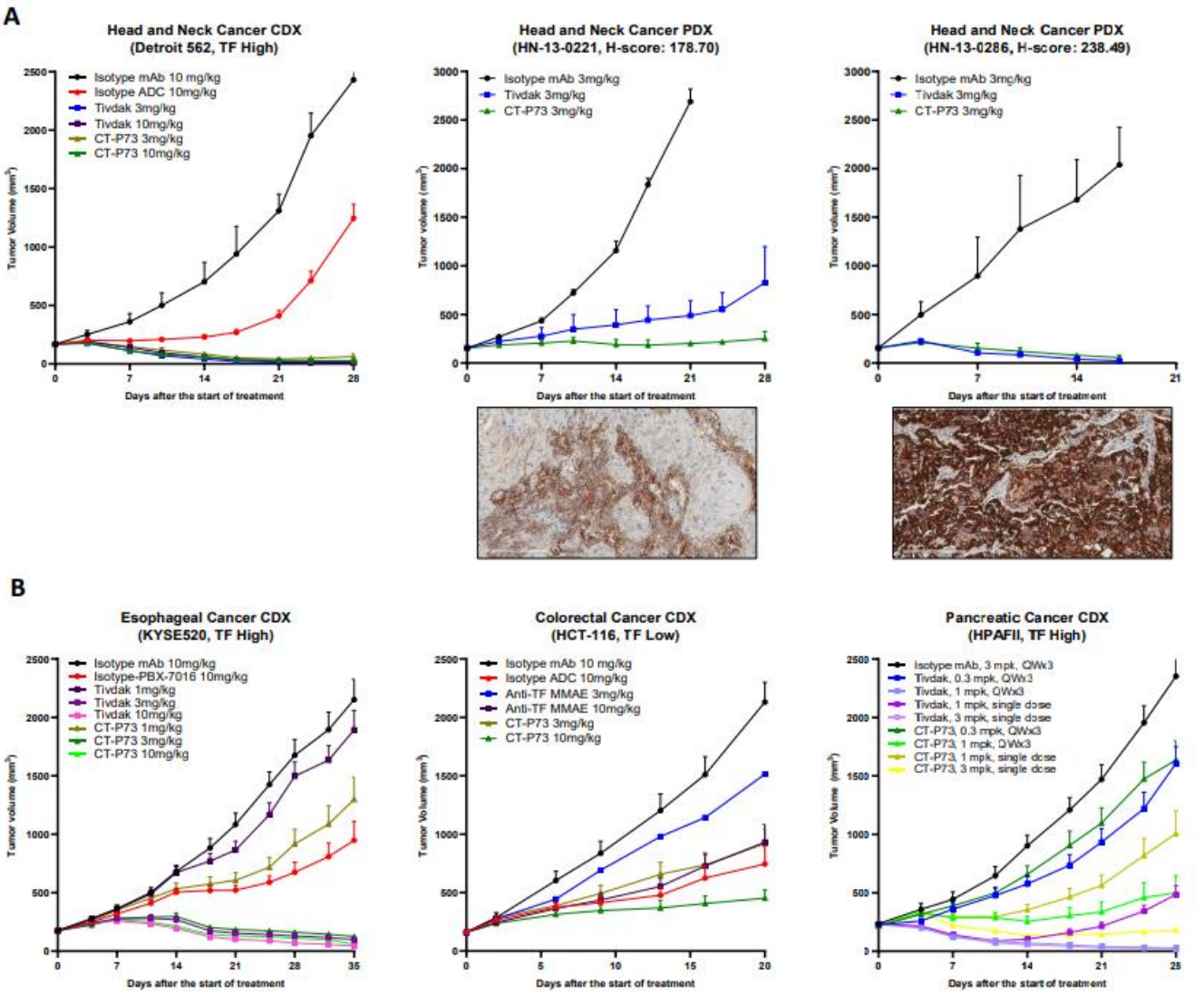
자료: KB증권 추정

표 6. WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (25.5.12)	변경 후 (25.7.4)	비고
COE (A) = a + b x c	7.58	8.11	
Risk Free Rate (a)	2.55	2.35	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.97	0.96	52주 주간 Adj. Beta
Raw Beta	0.83	0.77	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	6.00	
Market (d)	8.44	9.28	01년~25년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.25	3.29	01년~25년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	1.7	1.7	
주식가치 가중치 (f)	89.3	89.2	
차입금 가중치 (g)	10.7	10.8	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	6.95	7.42	

자료: KB증권 추정

그림 1. CT-P73 전임상 PDX 모델 효능



자료: 셀트리온, KB증권

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	2,176	3,557	4,188	5,338	6,731
매출원가	1,125	1,876	1,508	1,601	1,817
매출총이익	1,052	1,682	2,680	3,736	4,914
판매비와관리비	400	1,190	1,570	2,089	2,715
영업이익	651	492	1,110	1,648	2,198
EBITDA	897	910	1,360	1,899	2,452
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	1,126	1,661	2,213
법인세비용	131	157	259	365	509
당기순이익	540	419	867	1,295	1,704
지배주주순이익	536	423	861	1,286	1,691
수정순이익	536	423	861	1,286	1,691

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-4.7	63.5	17.7	27.5	26.1
영업이익 성장률	0.7	-24.5	125.6	48.5	33.4
EBITDA 성장률	2.7	1.4	49.4	39.6	29.1
지배기업순이익 성장률	-0.4	-21.1	103.6	49.4	31.6
매출총이익률	48.3	47.3	64.0	70.0	73.0
영업이익률	29.9	13.8	26.5	30.9	32.7
EBITDA이익률	41.2	25.6	32.5	35.6	36.4
세전이익률	30.8	16.2	26.9	31.1	32.9
지배기업순이익률	24.6	11.9	20.6	24.1	25.1

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	537	902	783	735	950
당기순이익	540	419	867	1,295	1,704
유무형자산상각비	246	418	250	251	253
기타비현금손익 조정	127	231	214	225	193
운전자본증감	-221	-21	-422	-672	-692
매출채권감소 (증가)	-296	-174	-216	-393	-476
재고자산감소 (증가)	57	225	-166	-293	-387
매입채무증가 (감소)	-2	-144	13	24	29
기타운전자본증감	20	72	-54	-11	141
기타영업현금흐름	-154	-145	-127	-364	-508
투자활동 현금흐름	-139	-169	-296	-366	-401
유형자산투자감소 (증가)	-210	-135	-250	-282	-300
무형자산투자감소 (증가)	-141	-195	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-22	-38	-31	-37	-44
기타투자현금흐름	234	199	-15	-48	-58
재무활동 현금흐름	-385	-353	-154	-161	-160
금융부채 증감	-90	-80	42	43	43
자본의 증감	-911	-418	10	12	12
배당금 당기지급액	-52	-104	-154	-174	-183
기타재무현금흐름	668	249	-52	-42	-33
기타현금흐름	0	52	0	0	0
현금의 증가 (감소)	13	432	333	207	388
기말현금	565	996	1,329	1,536	1,924
잉여현금흐름 (FCF)	327	767	533	453	650
순현금흐름	-953	83	317	212	403
순현금 (순차입금)	-1,132	-1,049	-731	-519	-117

자료: 셀트리온, KB증권 추정

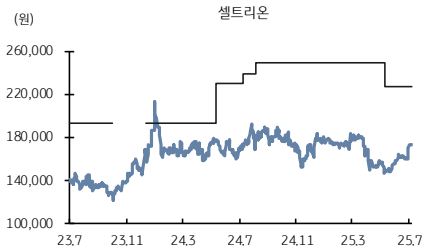
재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	19,957	21,055	21,758	22,898	24,453
유동자산	5,094	5,584	6,398	7,470	8,935
현금 및 현금성자산	565	996	1,329	1,536	1,924
단기금융자산	194	148	174	222	280
매출채권	939	1,215	1,431	1,824	2,299
재고자산	3,039	2,766	2,932	3,225	3,612
기타유동자산	357	459	532	663	819
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	3,465	3,483	3,517
유동부채	2,512	3,187	3,212	3,250	3,295
매입채무	51	75	89	113	142
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	18,293	19,415	20,936
자본금	220	221	231	242	255
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	4,441	5,541	7,037
지배지분 계	16,981	17,439	18,146	19,258	20,766
비지배지분	145	141	147	157	170

주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	55.4	101.1	46.4	32.5	25.9
P/B	2.6	2.4	2.3	2.3	2.2
P/S	13.6	12.0	9.5	7.8	6.5
EV/EBITDA	34.3	46.0	28.8	20.5	15.7
EV/EBIT	47.2	85.1	35.3	23.7	17.6
배당수익률	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
EPS	3,344	1,787	3,717	5,303	6,643
BVPS	70,838	73,827	74,839	75,642	77,682
SPS (주당매출액)	13,589	15,040	18,088	22,015	26,439
DPS (주당배당금)	459	689	750	750	750
배당성향 (%)	19.3	36.4	20.2	14.2	11.4
수익성지표					
ROE	5.1	2.5	4.8	6.9	8.5
ROA	4.2	2.0	4.1	5.8	7.2
ROIC	4.6	2.6	4.4	6.2	7.6
안정성지표					
부채비율	16.5	19.8	18.9	17.9	16.8
순차입비율	6.6	6.0	4.0	2.7	0.6
유동비율	2.0	1.8	2.0	2.3	2.7
이자보상배율 (배)	67.4	6.5	104.4	149.0	191.2
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	51.1	52.9	52.7
재고자산회전율	1.2	1.2	1.5	1.7	2.0

투자자 고지 사항



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.

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.

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ═)

셀트리온 (068270)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-05-31	Buy	김태희	210,000	-27.09	
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		

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

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.