



실적 Review

Buy(Maintain)

목표주가: 230,000원

주가(11/4): 176,300원

시가총액: 407,146억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes KOSPI (11/4), 52주 주가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

Company Data

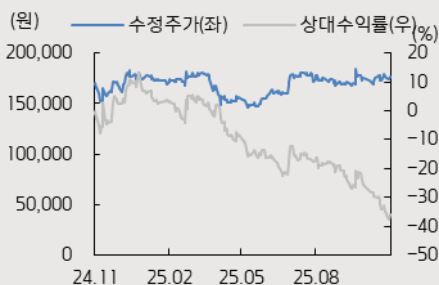
Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2023, 2024, 2025F, 2026F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, EPS, and ROE.

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

시밀러 캐시카우로 신약 모달리티 확장



3분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회하였으나, 실적에 대한 기대감이 높지 않아 주가에 미치는 영향은 제한적입니다. 짐펜트라 약세에도 타 시밀러 신제품 출시 및 매출이 확대되며 이를 상쇄하였습니다.

>>> 시밀러 신제품 매출 증가로 수익성 개선 중

셀트리온의 3분기 연결 매출액은 1조 290억 원(YoY +17%, QoQ +7%), 영업이익은 3,014억 원(YoY +45%, QoQ +24%, OPM +29%)으로 시장 컨센서스 매출액 1조 1,313억 원과 영업이익 3,359억 원을 소폭 하회하였다.

바이오 제품의 3분기 매출액은 9,613억 원(YoY +19%)으로 기존 제품(4,402억 원 YoY -6%)보다는 신규 제품군(5,211억 원 +52%)에서 매출 성장과 수익성 개선을 이끌었다.

>>> 안정적인 성장 기반으로 신약 투자에 본격 시동

4분기 매출액은 1조 1,838억 원(YoY +11%, QoQ +15%), 영업이익은 3,880억 원(YoY +98%, QoQ +29%, OPM +33%)가 전망된다.

지난 10/31일 머스트바이오로부터 전임상 이전 단계의 PD-1xVEGFxIL-2v 삼중항체를 도입하였고, 11/4일 Kalgene으로부터 FcRn 억제제를 기술 도입하였다.

>>> 투자 의견 Buy, 목표주가 23만원 유지

시밀러에서 신약으로의 전환 가속화를 통한 밸류에이션 리레이팅 국면에 진입하는 것이 중요하다고 판단되며, 신제품 출시를 통한 안정적인 수익성을 기반으로 신약 재투자에 시동을 걸고 있다는 점이 긍정적이다.

실적 세부 사항 1

(단위, 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	841.9	961.5	1,029.0	7%	17%	1,170.5	-12%	1,131.3	-9%
영업이익	149.4	242.5	301.4	24%	45%	338.0	-11%	335.9	-10%
영업이익률	18%	25%	29%			29%			
세전이익	195.5	52.4	377.9	621%	112%	321.2	18%		
세전이익률	23%	5%	37%			27%			
지배주주 순이익	108.7	61.2	331.4	442%	287%	253.5	31%	264.6	25%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E
바이오의약품	768.4	883.6	961.3	1,090.4	3,703.7	4,450.2
램시마	237.7	261.3	265.3	263.8	1,028.1	1,017.8
램시마 SC	135.3	161.1	185.1	240.0	721.5	829.7
짐펜트라	13.9	23.0	28.1	36.0	101.0	202.0
트룩시마	128.7	102.7	126.1	121.6	479.1	493.4
허쥬마	54.0	50.8	48.8	55.1	208.7	219.1
유폴라이마	117.5	137.4	143.8	170.3	569.0	654.4
기타 제품	81.3	147.3	164.1	203.6	596.3	1,033.7
Non-바이오제품	74.0	77.9	67.7	93.4	313.0	578.7
<b>매출액</b>	<b>841.9</b>	<b>961.5</b>	<b>1,029.0</b>	<b>1,183.8</b>	<b>4,016.1</b>	<b>5,029.0</b>
YoY	14%	10%	17%	11%	13%	25%
매출원가	399.0	417.1	402.9	412.8	1,631.9	1,987.6
원가율	47%	43%	39%	35%	41%	40%
매출총이익	442.9	544.4	626.1	770.9	2,384.3	3,041.4
매출총이익율	53%	57%	61%	65%	59%	60%
판매관리비	293.5	301.9	324.7	382.9	1,303.0	1,631.6
<b>영업이익</b>	<b>149.4</b>	<b>242.5</b>	<b>301.4</b>	<b>388.0</b>	<b>1,081.3</b>	<b>1,409.8</b>
YoY	868%	234%	45%	98%	120%	30%
OPM	18%	25%	29%	33%	27%	28%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	519,974	fw12m 당기순이익. 상위제약사 평균 fw12m PER.
② 비영업가치	9,325	
관계기업		
- 셀트리온제약	9,325	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	17,206	
④ 유통 주식 수	220,278	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	512,093	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	230,000	

상위제약사: 삼성바이오로직스, SK바이오팜, 유한양행, 녹십자  
 자료: 키움증권 리서치센터

바이오시밀러 개발 현황

#### 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2024)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma <sup>®</sup> ustekinumab	\$21.7bn	허가 승인(24.12)	허가 승인(24.08)
	Avtozma <sup>®</sup> tocilizumab	\$3.5bn	허가 승인(25.01)	허가 승인(25.02)
	CT-P53 (오크라부스 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코르넨스 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$9.9bn	임상 3상 진행 중	
항반변성	Eydenzelt <sup>®</sup> afibercept	\$9.5bn	허가 승인(25.10)	허가 승인(25.02)
천식-두드러기	Omylclo <sup>®</sup> omalizumab	\$5.0bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(24.05)
골다공증	Stoboclo <sup>®</sup> / Osenvelt <sup>®</sup> denosumab	\$7.4bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(25.02)
비소세포폐암	CT-P51 (카트루다 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$32.7bn	임상 3상 진행 중	
다발골수종	CT-P44 (다렐렉스 <sup>®</sup> 바이오시밀러)	\$11.7bn	임상 3상 진행 중	

#### 포트폴리오 현황

##### 자가면역 질환

- TNF-α: REMSIMA, REMSIMA SC, YUFLYMA
- IL-12/23: STEQEYMA, AVTOZMA
- IL-6: AVTOZMA
- CD20: OCREVUS<sup>®</sup> biosimilar
- IL-17A: COSENTYX<sup>®</sup> biosimilar

7개

##### 항암제

- CD20: TRUXIMA, HERZUMA, VEGZELMA
- HER2: HERZUMA
- VEGF: VEGZELMA
- PD-1: KEYTRUDA<sup>®</sup> biosimilar
- CD-38: DARZALEX<sup>®</sup> biosimilar

5개

##### 기타 질환군

- IL6: OMYLCLO
- VEGF: EYDENZELT
- RANKL: STOBOCLO & OSENVELT

3개

##### 미공개 파이프라인

- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED
- UNDISCLOSED

7개

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

신규 제품 출시 일정

		1H 2025		2H 2025			
제품명 & 물질명		SteQeyma <sup>®</sup> ustekinumab	Omylclo <sup>®</sup> omalizumab	Stoboclo <sup>®</sup> denosumab	Osenvelt <sup>®</sup> denosumab	Avtozma <sup>®</sup> tocilizumab	Eydenzelt <sup>®</sup> afibercept
	출시 시기	US	출시 완료	합인 완료 (계약상 미공개)	출시 완료	출시 완료	출시 완료
	EU	출시 완료	출시 완료	2025.2H	2025.2H	2025.2H	2025.2H

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

3

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	2,176.4	3,557.3	4,016.1	5,029.0	5,662.4
매출원가	1,124.6	1,875.6	1,631.9	1,987.6	2,239.2
<b>매출총이익</b>	1,051.9	1,681.7	2,384.3	3,041.4	3,423.3
판관비	400.4	1,189.7	1,303.0	1,631.6	1,837.1
<b>영업이익</b>	651.5	492.0	1,081.3	1,409.8	1,586.2
<b>EBITDA</b>	897.3	910.3	1,500.8	1,759.2	1,877.7
영업외손익	19.6	84.1	-52.0	-35.2	-13.2
이자수익	19.1	33.5	42.1	53.8	75.9
이자비용	9.7	75.6	76.7	65.8	65.8
외환관련이익	41.7	193.7	200.0	70.0	70.0
외환관련손실	30.0	49.9	150.0	35.0	35.0
종속 및 관계기업손익	-11.3	-11.9	-11.9	-11.9	-11.9
기타	9.8	-5.7	-55.5	-46.3	-46.4
<b>법인세차감전이익</b>	671.1	576.1	1,029.3	1,374.6	1,573.0
법인세비용	131.4	157.2	201.7	288.7	330.3
계속사업순손익	539.7	418.9	827.6	1,085.9	1,242.7
<b>당기순이익</b>	539.7	418.9	827.6	1,085.9	1,242.7
<b>지배주주순이익</b>	535.6	422.7	835.1	1,095.8	1,254.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-4.7	63.4	12.9	25.2	12.6
영업이익 증감율	0.7	-24.5	119.8	30.4	12.5
EBITDA 증감율	2.7	1.4	64.9	17.2	6.7
지배주주순이익 증감율	-0.4	-21.1	97.6	31.2	14.4
EPS 증감율	-1.0	-46.6	97.8	31.2	14.4
매출총이익률(%)	48.3	47.3	59.4	60.5	60.5
영업이익률(%)	29.9	13.8	26.9	28.0	28.0
EBITDA Margin(%)	41.2	25.6	37.4	35.0	33.2
지배주주순이익률(%)	24.6	11.9	20.8	21.8	22.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	537.2	901.9	687.3	316.4	831.0
당기순이익	539.7	418.9	827.6	1,085.9	1,242.7
비현금항목의 가감	373.0	649.1	733.3	727.3	689.0
유형자산감가상각비	63.8	72.6	87.5	79.0	71.3
무형자산감가상각비	182.0	345.6	332.0	270.4	220.2
지분법평가손익	-12.7	-28.6	-11.9	-11.9	-11.9
기타	139.9	259.5	325.7	389.8	409.4
영업활동자산부채증감	-221.4	-21.3	-637.1	-1,196.3	-780.5
매출채권및기타채권의감소	-296.0	-173.9	-162.4	-358.6	-224.3
재고자산의감소	57.3	224.6	-447.0	-810.3	-506.8
매입채무및기타채무의증가	-2.2	-144.2	51.0	66.3	62.2
기타	19.5	72.2	-78.7	-93.7	-111.6
기타현금흐름	-154.1	-144.8	-236.5	-300.5	-320.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-138.9	-169.4	152.0	137.2	137.2
유형자산의 취득	-210.0	-135.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-141.0	-195.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-28.6	-37.7	-15.0	-15.0	-15.0
단기금융자산의감소(증가)	-131.8	46.4	14.8	0.0	0.0
기타	372.5	152.3	152.2	152.2	152.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	-385.1	-353.0	237.4	83.7	83.7
차입금의 증가(감소)	-86.3	-69.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.4	21.1	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-918.8	-438.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-51.7	-103.6	0.0	-153.8	-153.8
기타	664.3	237.5	237.4	237.5	237.5
기타현금흐름	0.2	52.4	-102.4	51.4	51.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	13.4	431.8	974.4	588.7	1,103.3
기초현금 및 현금성자산	551.2	564.6	996.4	1,970.8	2,559.5
기말현금 및 현금성자산	564.6	996.4	1,970.8	2,559.5	3,662.8

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	5,094.0	5,584.1	7,231.9	9,083.1	11,029.1
현금 및 현금성자산	564.6	996.4	1,970.8	2,559.5	3,662.8
단기금융자산	194.1	147.7	133.0	133.0	133.0
매출채권 및 기타채권	948.1	1,259.3	1,421.8	1,780.3	2,004.6
재고자산	3,038.7	2,765.9	3,212.9	4,023.2	4,530.0
기타유동자산	348.5	414.8	493.4	587.1	698.7
<b>비유동자산</b>	14,862.8	15,471.1	15,054.6	14,708.3	14,419.8
투자자산	135.2	161.0	164.1	167.2	170.2
유형자산	1,214.6	1,244.6	1,157.0	1,078.0	1,006.7
무형자산	13,290.7	13,701.6	13,369.6	13,099.2	12,879.1
기타비유동자산	222.3	363.9	363.9	363.9	363.8
<b>자산총계</b>	19,956.8	21,055.2	22,286.5	23,791.4	25,448.9
<b>유동부채</b>	2,512.4	3,187.1	3,238.1	3,304.4	3,366.6
매입채무 및 기타채무	491.4	553.9	604.9	671.2	733.4
단기금융부채	1,783.3	2,087.0	2,087.0	2,087.0	2,087.0
기타유동부채	237.7	546.2	546.2	546.2	546.2
<b>비유동부채</b>	318.6	288.0	288.0	288.0	288.0
장기금융부채	107.1	105.7	105.7	105.7	105.7
기타비유동부채	211.5	182.3	182.3	182.3	182.3
<b>부채총계</b>	2,831.0	3,475.2	3,526.2	3,592.5	3,654.6
<b>지배자본</b>	16,980.7	17,439.1	18,626.9	20,075.4	21,682.1
자본금	220.3	220.5	220.5	220.5	220.5
자본잉여금	14,790.2	14,827.6	14,827.6	14,827.6	14,827.6
기타자본	-2,046.0	-1,916.0	-1,916.0	-1,916.0	-1,916.0
기타포괄손익누계액	52.6	562.7	1,069.2	1,575.6	2,082.1
이익잉여금	3,963.6	3,744.3	4,425.6	5,367.6	6,467.9
비지배자본	145.1	140.9	133.4	123.5	112.2
<b>자본총계</b>	17,125.8	17,580.1	18,760.3	20,198.9	21,794.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,344	1,787	3,535	4,639	5,309
BPS	70,838	73,827	78,856	84,988	91,789
CFPS	5,699	4,515	6,608	7,676	8,178
DPS	0	0	750	750	750
<b>주기배수(배)</b>					
PER	55.4	101.1	49.9	38.0	33.2
PER(최고)	55.7	124.1	53.4		
PER(최저)	36.0	82.5	41.0		
PBR	2.62	2.45	2.24	2.07	1.92
PBR(최고)	2.63	3.00	2.39		
PBR(최저)	1.70	2.00	1.84		
PSR	13.64	12.01	10.37	8.28	7.35
PCFR	32.5	40.0	26.7	23.0	21.6
EV/EBITDA	34.3	46.0	27.3	22.9	20.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	18.6	14.2	12.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
ROA	4.2	2.0	3.8	4.7	5.0
ROE	5.1	2.5	4.6	5.7	6.0
ROIC	5.4	1.1	4.7	5.8	6.3
매출채권회전율	1.7	3.2	3.0	3.1	3.0
재고자산회전율	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3
부채비율	16.5	19.8	18.8	17.8	16.8
순차입금비율	6.6	6.0	0.5	-2.5	-7.4
이자보상배율	67.4	6.5	14.1	21.4	24.1
<b>총차입금</b>	1,890.4	2,192.7	2,192.7	2,192.7	2,192.7
<b>순차입금</b>	1,131.7	1,048.5	88.9	-499.8	-1,603.1
<b>EBITDA</b>	897.3	910.3	1,500.8	1,759.2	1,877.7
<b>FCF</b>	281.9	275.8	651.8	266.9	764.1

Compliance Notice

- 당사는 11월 4일 현재 '셀트리온(068270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

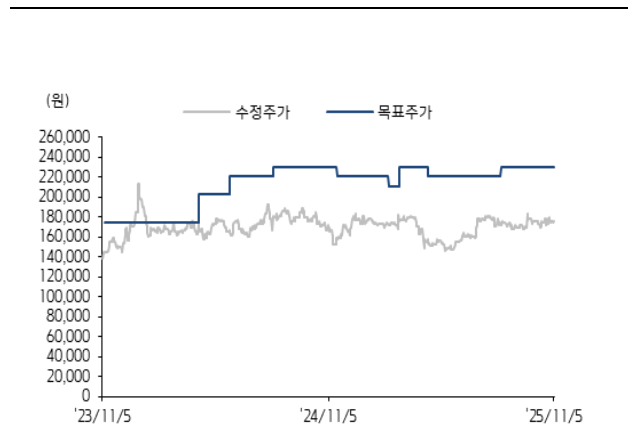
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온	2023-11-08	Buy(Maintain)	175,104원	6개월	-14.31	-9.53
(068270)	2023-11-22	Outperform(Downgrade)	175,104원	6개월	-4.83	21.62
	2024-04-09	Outperform(Maintain)	202,752원	6개월	-16.48	-11.70
	2024-05-27	Buy(Upgrade)	202,752원	6개월	-16.55	-11.70
	2024-05-29	Buy(Maintain)	221,184원	6개월	-22.37	-13.07
	2024-08-08	Buy(Maintain)	230,400원	6개월	-21.65	-20.14
	2024-08-21	Buy(Maintain)	230,400원	6개월	-23.43	-17.95
	2024-11-19	Buy(Maintain)	221,184원	6개월	-21.94	-17.15
	2025-02-10	Buy(Maintain)	211,200원	6개월	-17.93	-13.67
	2025-02-28	Buy(Maintain)	230,400원	6개월	-25.29	-21.36
	2025-04-15	Buy(Maintain)	220,800원	6개월	-26.42	-17.93
	2025-08-11	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-27.76	-19.91
	2025-11-05	Buy(Maintain)	230,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

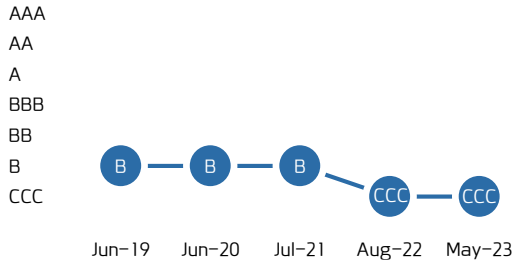
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

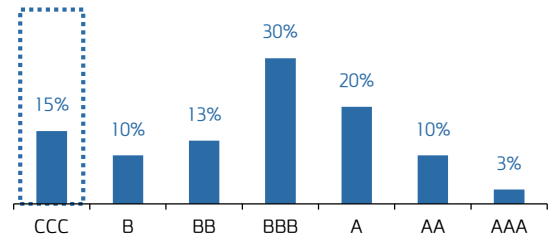
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 바이오섹 40개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.6	4.4		
<b>환경</b>	6.4	5.3	10.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	6.4	5.3	10.0%	▲0.5
<b>사회</b>	2.9	3.7	55.0%	▼0.3
인력 자원 개발	2.1	3.9	25.0%	▼0.5
의료 서비스	3.8	3.3	15.0%	▲0.2
제품 안전과 품질	3.4	3.9	15.0%	▼0.3
<b>지배구조</b>	3.8	5.2	35.0%	▲0.2
기업 지배구조	4.3	6.1		▼0.3
기업 활동	5.6	5.6		▲1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (바이오섹)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
SK 바이오사이언스	● ●	● ● ●	● ● ● ● ●	● ●	● ● ●	●	BBB	▲▲
Beigene Ltd	●	● ● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ●	BB	▼
Chongqing Zhifei Biological Products Co Ltd	● ● ● ●	●	● ● ● ● ●	●	● ● ●	●	B	◀▶
셀트리온	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	●	● ●	CCC	◀▶
Beijing Wantai Biological Pharmacy Enterprise Co Ltd	● ●	● ● ● ●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶
Bloomage Biotechnology Corp Ltd	● ●	●	● ● ● ● ●	●	● ●	●	CCC	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ● ●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터