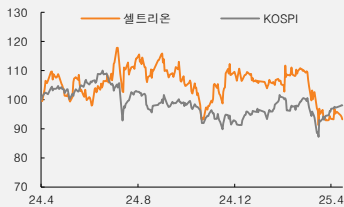


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 220,000원
현재주가(25/5/9)	158,000원
상승여력	39.2%

영업이익(25F, 십억원)	1,053
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,285
EPS 성장률(25F, %)	102.9
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.2
P/E(25F, x)	42.0
MKT P/E(25F, x)	9.3
KOSPI	2,577.27
시가총액(십억원)	35,232
발행주식수(백만주)	223
유동주식비율(%)	66.4
외국인 보유비중(%)	22.1
베타(12M) 일간수익률	0.63
52주 최저가(원)	154,500
52주 최고가(원)	199,614

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.3	-8.9	-12.8
상대주가	-9.0	-9.4	-8.2



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

셀트리온

램시마IV 감소와 CMO 비중 증가로 시장 기대치 하회

투자의견 매수, 목표주가 22만원으로 하향(기존 25만원)

12m fwd EBITDA 1.6조원에 EV/EBITDA 27x를 적용해 목표주가를 산출했다. 짐펜트라 하향 조정 및 기대보다 낮은 원가 개선 등을 반영해 25F EBITDA -33%, 26F EBITDA -26% 하향조정했으나, 주식 수 변동 및 fwd 기준 업데이트(2025F→2Q26)로 목표주가 하향 조정폭은 크지 않다. 타겟 EV/EBITDA 27x는 미국 주요 신약 기업 버텍스의 고성장이기 멀티플이다.

1Q25P Review

연결 기준, 1Q25P 매출액 8,419억원(+14% YoY), 영업이익 1,494억원(+868% YoY)으로 컨센서스를 -11%, -31% 하회했다. 기존 제품(램시마IV -20% YoY, 트룩시마 +28% YoY, 허주마 +44% YoY) 안정적 매출 발생과 신규제품(램시마SC +20% YoY, 유플라이마 +76% YoY, 베그젤마 +68% 등) 고성장이 나타났다. 짐펜트라 매출액은 130억원으로 QoQ 감소했다. 램시마IV 4Q24 채널 재고 확대로 1Q25 둔화하며 매출액이 시장 기대치를 하회했고, 동시에 외주 CMO 비중 증가로 원가율 개선이 소폭 더디면서(GPM 52.6%, +1.5%p QoQ) 영업이익 또한 컨센서스를 하회했다.

2025년 실적 전망

연결 기준 매출액 4조 1,388억원(+17% YoY), 영업이익 1조 544억원(+114% YoY), 영업이익률 25.5%(+11.6%p YoY)를 예상한다. 매출액과 영업이익을 기존 추정치 대비 -7%, -38% 하향 조정했다.

주요 성장동력은 램시마SC, 유플라이마, 스테키마(스텔라라시밀러), 짐펜트라 등이다. 우리의 기대보다 짐펜트라 미국 시장 침투는 더디나(기존 4,626억원에서 1,810억원으로 하향조정), 유럽시장에서의 유플라이마, 스테키마의 빠른 시장침투가 기대된다. 또한, 기대보다는 더디나 합병 이후 신규 시밀러 제품들의 성장 기반으로 원가율이 지속 개선되고 있다. 2Q25부터 TI(Titer Improvement) 제품 생산 본격화되며 추가적인 원가율 개선을 기대해 볼 수 있겠다. 한편, 동사는 2025년 매출 가이던스 5조원을 유지했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,176	3,557	4,139	5,133	5,903
영업이익 (십억원)	651	492	1,053	1,739	1,926
영업이익률 (%)	29.9	13.8	25.4	33.9	32.6
순이익 (십억원)	536	423	841	1,418	1,606
EPS (원)	3,472	1,855	3,765	6,071	6,563
ROE (%)	5.1	2.5	4.7	7.6	8.0
P/E (배)	55.4	101.1	42.0	26.0	24.1
P/B (배)	2.3	2.2	1.7	1.8	1.8
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 셀트리온 Valuation

(억원)

구분	내용
25F EBITDA	16,536
Target EV/EBITDA	27 * 미국 주요 신약 기업 버텍스의 고성장기 멀티플
EV	453,925
순차입금	10,638 * 24년 기준
기업가치	443,286
주식수 (천주)	203,619
목표 주가 (원)	217,704 * 220,000원
현재 주가 (원)	158,000
상승 여력	37.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 주요 바이오시밀러/제네릭 플레이어 Valuation Table

(조원, 십억원, %, 배)

사명	시가총액 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		PSR		EV/EBITDA	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
셀트리온	33.3	4,478	5,399	1,285	1,768	28.7	32.8	1,034	1,412	5.6	7.1	33.2	24.6	1.9	1.8	7.9	6.5	20.5	15.5
테바	28.9	23,944	23,953	6,202	6,468	25.9	27.0	4,138	4,472	37.5	31.9	7.1	6.6	2.6	2.1	1.2	1.2	6.8	6.0
산도즈	27.2	15,106	16,021	2,741	3,165	18.1	19.8	1,354	1,836	15.3	16.3	14.1	12.0	2.2	2.0	1.8	1.7	10.1	8.7
비아트리스	15.0	19,306	19,593	5,149	5,466	26.7	27.9	3,739	4,002	14.1	14.8	4.1	3.7	0.6	0.6	0.8	0.8	5.8	5.3
바이오콘	6.5	2,875	3,349	358	493	12.5	14.7	142	240	3.9	6.2	45.2	26.3	1.8	1.6	2.2	1.9	13.2	10.5
오가논	3.3	8,755	8,754	2,517	2,568	28.8	29.3	1,394	1,467	103.5	55.7	2.3	2.3	2.4	1.3	0.4	0.4	5.3	4.8
평균						23.4	25.2			30.0	22.0	17.7	12.6	1.9	1.5	2.4	2.1	10.3	8.5

주: 25년 5월 9일 기준

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 주요 신약 플레이어 Valuation Table

(조원, 십억원, %, 배)

사명	시가총액 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		PSR		EV/EBITDA	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
일라이릴리	994.1	83,378	100,103	33,951	44,979	40.7	44.9	27,415	37,485	74.4	60.8	34.2	25.2	25.4	15.4	11.9	9.9	28.1	21.2
노보 노디스크	304.7	71,190	82,309	32,492	38,094	45.6	46.3	24,663	29,438	54.8	51.1	16.2	13.6	8.9	6.9	5.7	4.9	11.7	9.8
아스트라제네카	291.3	80,378	85,733	25,849	28,913	32.2	33.7	19,474	22,282	30.8	30.5	15.0	13.2	4.6	4.0	3.6	3.4	11.2	9.8
버텍스	154.0	16,651	18,493	7,530	8,820	45.2	47.7	6,473	7,565	23.2	21.5	23.9	20.6	5.5	4.4	9.2	8.3	17.6	13.4
리제네론	82.5	18,700	19,954	5,524	6,197	29.5	31.1	5,666	6,228	11.7	11.9	15.2	13.9	1.8	1.6	4.4	4.1	12.2	10.2
셀트리온	33.3	4,478	5,399	1,285	1,768	28.7	32.8	1,034	1,412	5.6	7.1	33.2	24.6	1.9	1.8	7.9	6.5	20.5	15.5
평균						38.7	40.7			39.0	35.2	20.9	17.3	9.3	6.5	7.0	6.1	16.1	12.9

주: 25년 5월 9일 기준

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 셀트리온 1Q25P 실적 리뷰

(억원, %, %p)

	1Q24	4Q24	1Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	7,370	10,636	8,419	9,417	-10.6	14.2	-20.8
매출총이익	3,067	5,438	4,430	4,972	-10.9	44.5	-18.5
매출총이익률	41.6	51.1	52.6	52.8	-0.2	11.0	1.5
영업이익	154	1,964	1,494	2,154	-30.7	867.8	-23.9
영업이익률	2.1	18.5	17.7	22.9	-5.1	15.7	-0.7
순이익	224	2,366	1,080	1,555	-30.6	381.3	-54.4

주: 연결 기준

자료: Enguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	44,292	53,057	41,388	51,329	-6.6	-3.3
영업이익	16,992	24,248	10,544	17,391	-37.9	-28.3
EBITDA	19,542	26,848	13,082	19,991	-33.1	-25.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 분기 및 연간 실적 추정

(억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	7,370	8,747	8,820	10,636	8,419	9,448	10,778	12,755	35,532	41,388	51,329
YoY 성장률					14.2	8.0	22.2	19.9		16.5	24.0
집펜트라		22	65	283	130	358	560	762	369	1,810	5,098
YoY 성장률										390.8	181.6
램시마 SC	1,124	1,112	1,709	1,696	1,350	1,388	1,840	1,990	5,641	6,568	8,425
YoY 성장률					20.1	24.8	7.7	17.3		16.4	28.3
램시마 IV	2,991	3,634	3,172	2,891	2,380	3,001	2,945	2,558	12,688	10,884	10,163
YoY 성장률					-20.4	-17.4	-7.2	-11.5		-14.2	-6.6
트룩시마	1,007	1,154	1,018	1,320	1,290	1,177	1,057	1,093	4,499	4,618	4,150
YoY 성장률					28.1	2.0	3.8	-17.2		2.6	-10.1
허주마	374	618	485	485	540	528	502	485	1,962	2,055	1,655
YoY 성장률					44.4	-14.6	3.6	0.1		4.8	-19.5
유플라이마	670	800	944	1,076	1,180	1,227	1,303	1,378	3,490	5,088	6,268
YoY 성장률					76.1	53.4	38.0	28.1		45.8	23.2
베그젤마	346	400	692	771	580	652	840	910	2,209	2,982	4,240
YoY 성장률					67.6	63.0	21.4	18.0		35.0	42.2
스텔라라 시밀러			16	170	213	284	426	497		1,421	2,017
YoY 성장률											42.0
악템라 시밀러						35	209	453		697	1,482
YoY 성장률											112.7
출레어 시밀러											1,514
YoY 성장률											
프롤리아 시밀러											1,217
YoY 성장률											
CMO				1,060				1,092	1,060	1,092	1,125
YoY 성장률								3.0		3.0	3.0
제약/케미칼	805	949	653	790	680	735	708	721	3,197	2,844	2,865
YoY 성장률					-15.5	-22.6	8.3	-8.7		-11.0	0.8
기타		58	66	54	64	62	65	60	231	251	250
YoY 성장률						6.9	-1.5	11.1		8.7	-0.5
매출총이익	3,067	3,678	4,634	5,438	4,429	5,385	6,467	7,398	16,817	23,679	32,102
YoY 성장률					44.4	46.4	39.5	36.0		40.8	35.6
매출총이익률	41.6	42.1	52.5	51.1	52.6	57.0	60.0	58.0	47.3	57.2	62.5
영업이익	154	725	2,077	1,966	1,494	2,303	3,077	3,669	4,922	10,544	17,391
YoY 성장률					867.9	217.8	48.1	86.6		114.2	64.9
영업이익률	2.1	8.3	23.6	18.5	17.7	24.4	28.5	28.8	13.9	25.5	33.9
EBITDA	1,470	2,047	2,834	2,752	2,191	2,994	3,662	4,235	9,103	13,082	19,991
YoY 성장률					49.0	46.3	29.2	53.9		43.7	52.8
EBITDA 마진율	20.0	23.4	32.1	25.9	26.0	31.7	34.0	33.2	25.6	31.6	38.9
순이익	208	785	841	2,356	1,080	1,931	1,793	3,530	4,227	8,410	14,185
YoY 성장률					420.0	146.1	113.3	49.9		99.0	68.7
순이익률	2.8	9.0	9.5	22.1	12.8	20.4	16.6	27.7	11.9	20.3	27.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

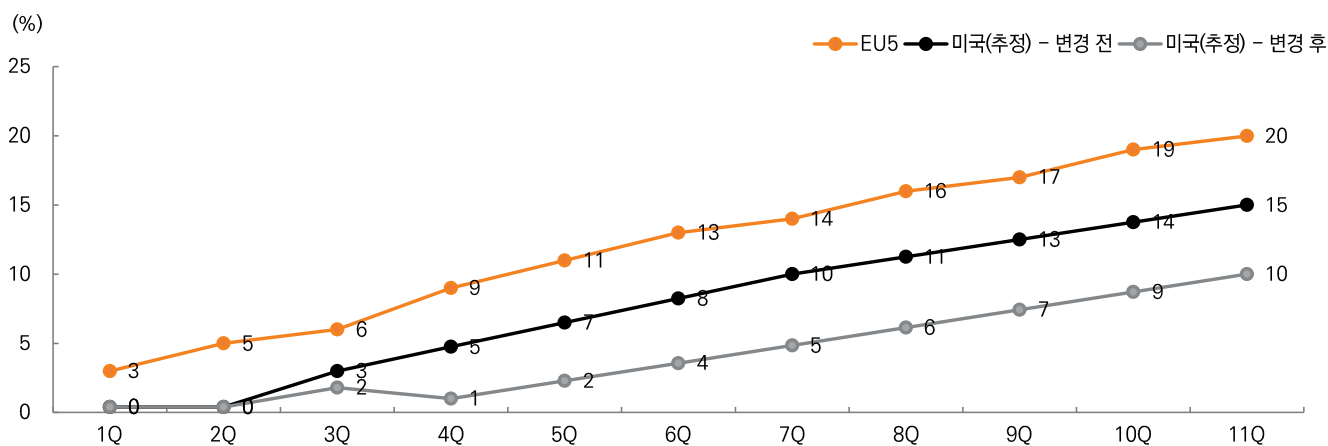
표 7. 짐펜트라 분기 매출 추정

(천명, 억원)

짐펜트라	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
미국 크론병 (천명)	576	576	576	576	580	580	580	580	583	583	583	583			
moderate to severe(43.2%)	249	249	249	249	250	250	250	250	252	252	252	252			
미국 케양성대장염 (천명)	853	853	853	853	861	861	861	861	868	868	868	868			
moderate to severe(48%)	409	409	409	409	413	413	413	413	417	417	417	417			
Total	658	658	658	658	663	663	663	663	668	668	668	668			
% of infliximab(28%)		184	184	184	186	186	186	186	187	187	187	187			
침투율		0.4%	0.4%	1.8%	0.9%	2.3%	3.6%	4.9%	6.1%	7.4%	8.7%	10.0%			
환자 수(누적)		737	737	3,226	1,579	4,245	6,634	9,022	11,493	13,898	16,303	18,709			
Monthly Price		6,181	6,181	6,181	6,367	6,367	6,367	6,367	6,558	6,558	6,558	6,558			
분기 총 매출		4.6	14	60	30	81	127	172	226	273	321	368	78	410	1,188
Rebate/Discount		65%	65%	65%	66%	66%	66%	66%	67%	67%	67%	67%	65%	66%	67%
분기 순 매출(US\$mn)		1.6	5	21	10	28	43	59	75	90	106	121	27	139	392
원화 순 매출(원달러 1350원)		22	65	283	130	358	560	762	970	1,173	1,376	1,579	369	1,810	5,098

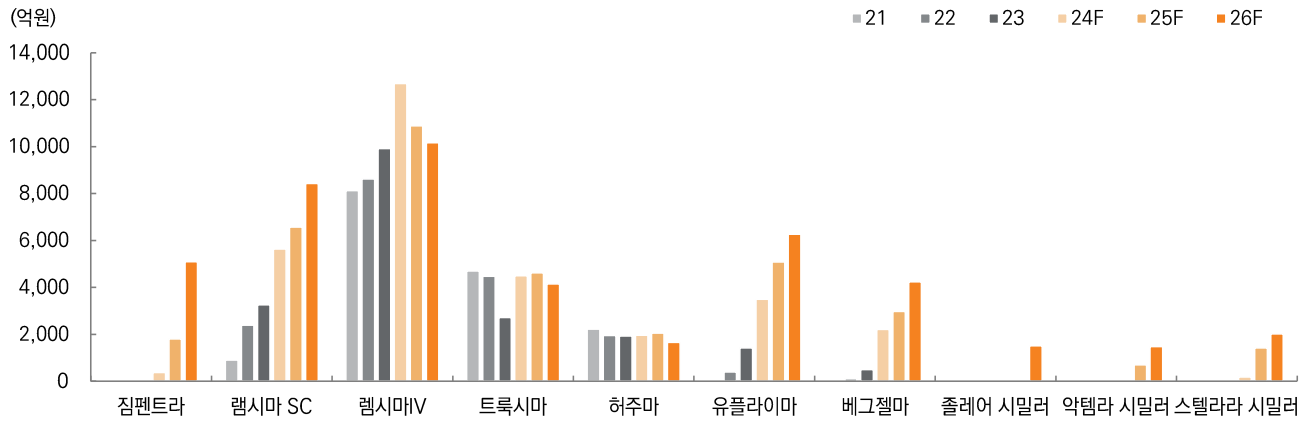
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 짐펜트라 미국 시장 침투율 가정 변경



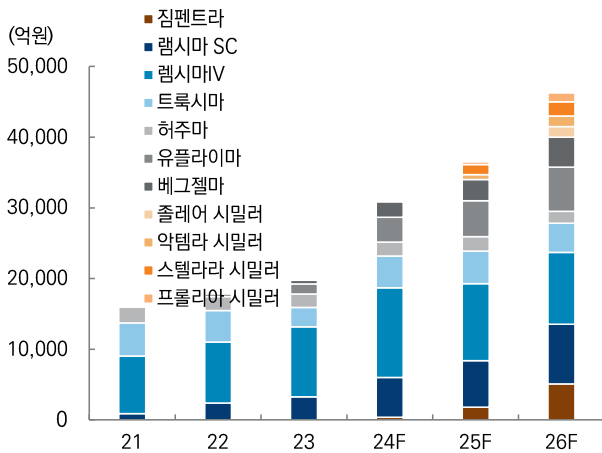
자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 각 아이템별 연간 매출 추정



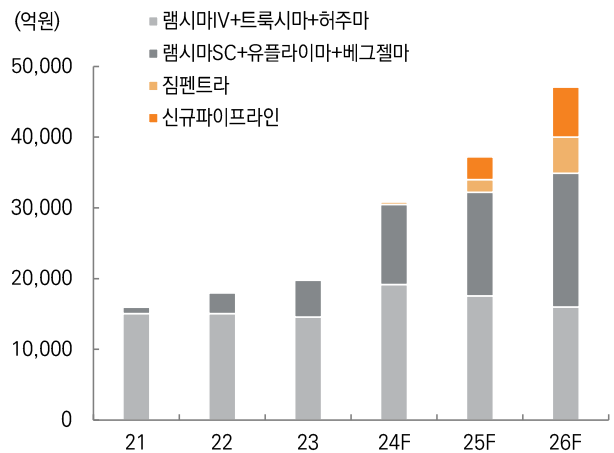
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 각 연도별 주요 아이템 매출 추정



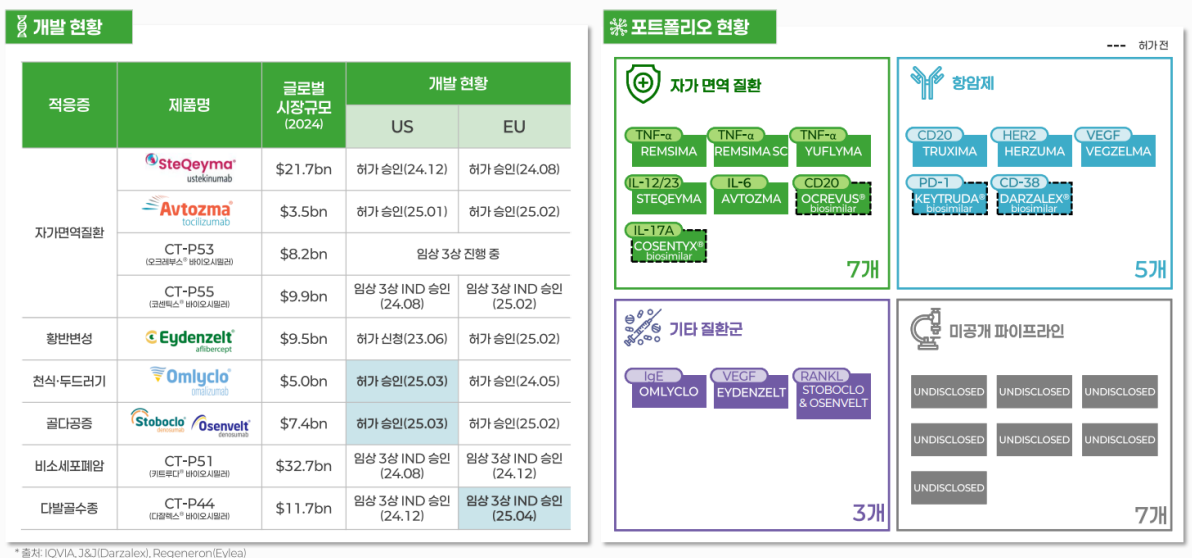
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 각 연도별 주요 아이템 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 바이오시밀러 개발 현황 (1Q25)



자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,557	4,139	5,133	5,903
매출원가	1,876	1,772	1,923	2,211
매출총이익	1,681	2,367	3,210	3,692
판매비와관리비	1,190	1,314	1,471	1,765
조정영업이익	492	1,053	1,739	1,926
영업이익	492	1,053	1,739	1,926
비영업손익	84	-4	74	154
금융손익	-42	-11	49	103
관계기업등 투자손익	-12	0	0	0
세전계속사업손익	576	1,049	1,813	2,080
계속사업법인세비용	157	216	408	488
계속사업이익	419	833	1,406	1,592
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	419	833	1,406	1,592
지배주주	423	841	1,418	1,606
비지배주주	-4	-8	-13	-14
총포괄이익	925	833	1,406	1,592
지배주주	929	837	1,411	1,599
비지배주주	-4	-3	-6	-7
EBITDA	910	1,308	1,999	2,186
FCF	767	1,860	1,865	1,397
EBITDA 마진율 (%)	25.6	31.6	38.9	37.0
영업이익률 (%)	13.8	25.4	33.9	32.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	20.3	27.6	27.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	902	1,860	1,865	1,397
당기순이익	419	833	1,406	1,592
비현금수익비용가감	649	458	589	610
유형자산감가상각비	73	200	200	200
무형자산상각비	346	55	60	60
기타	230	203	329	350
영업활동으로인한자산및부채의변동	-21	784	279	-317
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-174	-199	-340	-263
재고자산 감소(증가)	225	830	387	-232
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-144	12	21	16
법인세납부	-145	-216	-408	-488
투자활동으로 인한 현금흐름	-169	49	104	175
유형자산처분(취득)	-135	0	0	0
무형자산감소(증가)	-195	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	47	-24	-42	-32
기타투자활동	114	73	146	207
재무활동으로 인한 현금흐름	-353	-35	147	-269
장단기금융부채의 증가(감소)	318	205	404	3
자본의 증가(감소)	38	0	0	0
배당금의 지급	-104	-154	-160	-168
기타재무활동	-605	-86	-97	-104
현금의 증가	432	1,881	2,115	1,314
기초현금	565	996	2,877	4,992
기말현금	996	2,877	4,992	6,307

자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

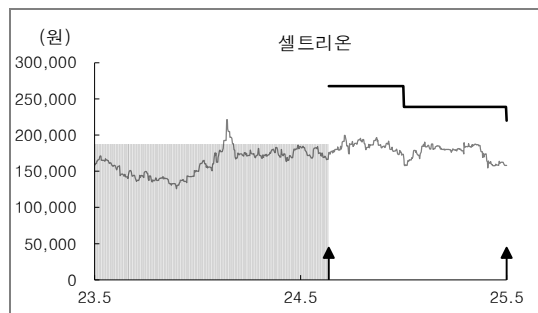
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,584	6,912	9,144	11,081
현금 및 현금성자산	996	2,877	4,992	6,307
매출채권 및 기타채권	1,257	1,442	1,788	2,056
재고자산	2,766	1,936	1,549	1,781
기타유동자산	565	657	815	937
비유동자산	15,471	15,235	15,006	14,771
관계기업투자등	112	130	161	185
유형자산	1,245	1,045	845	645
무형자산	13,702	13,647	13,587	13,527
자산총계	21,055	22,147	24,151	25,852
유동부채	3,187	3,569	4,277	4,515
매입채무 및 기타채무	386	449	556	640
단기금융부채	2,102	2,307	2,711	2,715
기타유동부채	699	813	1,010	1,160
비유동부채	288	318	369	408
장기금융부채	106	106	106	106
기타비유동부채	182	212	263	302
부채총계	3,475	3,887	4,645	4,923
지배주주지분	17,439	18,127	19,384	20,823
자본금	221	231	241	253
자본잉여금	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,744	4,421	5,669	7,096
비지배주주지분	141	133	121	106
자본총계	17,580	18,260	19,505	20,929

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	101.1	42.0	26.0	24.1
P/CF (x)	40.0	27.3	18.5	17.6
P/B (x)	2.2	1.7	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	46.0	26.5	16.5	14.5
EPS (원)	1,855	3,765	6,071	6,563
CFPS (원)	4,688	5,783	8,536	8,994
BPS (원)	85,910	90,739	87,805	89,416
DPS (원)	716	716	716	716
배당성향 (%)	36.7	19.2	12.0	11.1
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	63.4	16.3	24.0	15.0
EBITDA증가율 (%)	1.4	43.7	52.8	9.4
조정영업이익증가율 (%)	-24.5	114.1	65.1	10.8
EPS증가율 (%)	-46.6	102.9	61.3	8.1
매출채권 회전율 (회)	3.3	3.1	3.2	3.1
재고자산 회전율 (회)	1.2	1.8	2.9	3.5
매입채무 회전율 (회)	29.7	21.8	19.6	18.9
ROA (%)	2.0	3.9	6.1	6.4
ROE (%)	2.5	4.7	7.6	8.0
ROIC (%)	1.9	4.7	8.0	8.8
부채비율 (%)	19.8	21.3	23.8	23.5
유동비율 (%)	175.2	193.7	213.8	245.5
순차입금/자기자본 (%)	6.1	-3.5	-12.2	-17.8
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	12.4	18.0	18.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온 (068270)				
2025.05.12	매수	220,000	-	-
2024.11.11	매수	238,773	-26.55	-20.32
2024.07.01	매수	267,426	-31.04	-25.36



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온 올(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.