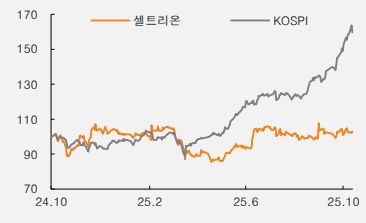


|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 투자 의견(유지)     | <b>매수</b>         |
| 목표주가(상향)      | <b>▲ 230,000원</b> |
| 현재주가(25/11/4) | 176,300원          |
| 상승여력          | 30.5%             |

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(25F,십억원)           | 1,031    |
| Consensus 영업이익(25F,십억원) | 1,134    |
| EPS 성장률(25F,%)          | 99.1     |
| MKT EPS 성장률(25F,%)      | -        |
| P/E(25F,x)              | 49.5     |
| MKT P/E(25F,x)          | 15.0     |
| KOSPI                   | 4,121.74 |

|               |         |
|---------------|---------|
| 시가총액(십억원)     | 40,715  |
| 발행주식수(백만주)    | 231     |
| 유동주식비율(%)     | 63.6    |
| 외국인 보유비중(%)   | 21.2    |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.39    |
| 52주 최저가(원)    | 146,216 |
| 52주 최고가(원)    | 184,200 |

| (%)  | 1M    | 6M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | 0.5   | 12.7  | 2.3   |
| 상대주가 | -13.4 | -30.0 | -35.8 |



[제약/바이오]

**김승민**  
sm.kim.a@miraesasset.com

**조세은**  
seeun.jo@miraesasset.com

# 셀트리온

## 원가율 개선 지속

### 투자의견 매수, 목표주가 23만원으로 상향(기존 수정주가 21만원)

12개월 선행 EBITDA 1.87조원에 타겟 EV/EBITDA 27x를 적용해 산출했다. 짐펜트라 및 기존 제품 매출 추정치를 하향 조정함에 따라 26년 영업이익과 EBITDA를 -10%, -7% 하향조정했으나, 주식 수 변동 및 선행 기준 업데이트(2Q26→2026)로 목표주가를 상향조정한다. 당사는 지난 1년간 25년 짐펜트라 예상 매출액을 1조원에서 955억원으로 -90% 하향조정했다. 미국 자가면역시장의 리베이트/할인 증가 및 침투율 저조가 주요 원인으로 보인다. 다만, 기대 이하의 짐펜트라 침투에도 불구하고, 유럽 내 신규 시밀러(유플라이마, 스테키마 등)의 침투속도는 예상보다 빠르다. 현재 시장의 짐펜트라에 대한 기대는 거의 소멸된 상태이며, 신규 시밀러 중심의 성장만으로도 실적 개선 가능성이 높다. 투자의견 매수를 유지한다.

한편, 당사는 시밀러 외에도 신약 R&D에 박차를 가하고 있다. cMET ADC CT-P70, Nectin-4 ADC CT-P71은 임상1상에 진입했고, 최근 머스트바이오로부터 PD-1xVEGFxIL-2 삼중융합단백질을, Kaigene으로부터 FcRn 저해제 등을 라이선스-인 했다. 향후 해당 에셋들의 임상 성과 도출에 따른 파이프라인 가치 부각을 기대할 수 있겠다.

### 3Q25P Review 및 실적 전망

연결 기준, 3Q25P 매출액 1조 290억원(+17% YoY), 영업이익 3,014억원(+45% YoY), 영업이익률 29.3%(+5.7%p YoY)으로 매출액과 영업이익이 컨센서스를 -9%, -10% 하회했다. 기존 제품(렘시마 IV -16% YoY, 트룩시마 +24% YoY, 허주마 +1% YoY) 안정적 매출 발생과, 짐펜트라 281억원, 스테키마 353억원, 신규(프롤리아bs, 졸레어bs 등) 시밀러 539억원을 포함해 신규제품(렘시마 SC +8% YoY, 유플라이마 +52% YoY, 베그젤마 +8% YoY 등) 고성장이 나타났다. 합병으로 발생했던 고 원가 재고자산 소진, 제품믹스 개선, 기존 제품의 TI(Titer Improvement) 생산으로 매출원가율이 39.2%(-8.3%p YoY, -4.2%p QoQ)로 지속 개선되고 있다.

25년 매출액 3조 9,314억원(+11% YoY), 영업이익 1조 309억원(+110% YoY), 26년 매출액 4조 7,583억원(+21% YoY), 1조 5,658억원(+52% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 스테키마 및 신규 시밀러가 탑라인 성장을 견인할 것으로 보이며, 합병 영향의 소멸과 신제품 중심의 제품 믹스 개선에 따라 수익성 개선 폭이 두드러질 것으로 예상된다.

| 결산기 (12월)  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 2,176 | 3,557 | 3,931 | 4,758 | 5,472 |
| 영업이익 (십억원) | 651   | 492   | 1,031 | 1,566 | 1,888 |
| 영업이익률 (%)  | 29.9  | 13.8  | 26.2  | 32.9  | 34.5  |
| 순이익 (십억원)  | 536   | 423   | 824   | 1,284 | 1,575 |
| EPS (원)    | 3,344 | 1,787 | 3,558 | 5,558 | 6,821 |
| ROE (%)    | 5.1   | 2.5   | 4.6   | 6.9   | 7.9   |
| P/E (배)    | 55.4  | 101.1 | 49.5  | 31.7  | 25.8  |
| P/B (배)    | 2.3   | 2.2   | 2.0   | 1.9   | 1.8   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0   | 0.0   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |

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

표 1. 셀트리온 Valuation

(억원)

| 구분               | 내용                             |
|------------------|--------------------------------|
| 26F EBITDA       | 18,658                         |
| Target EV/EBITDA | 27 * 미국 주요 신약 기업 버텍스의 고성장기 멀티플 |
| EV               | 512,713                        |
| 순차입금             | 7,638 * 24년 기준                 |
| 기업가치             | 505,075                        |
| 주식수 (천주)         | 220,278                        |
| 목표 주가 (원)        | 229,290 * 230,000원             |
| 현재 주가 (원)        | 176,300                        |
| 상승 여력            | 30.5%                          |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 주요 바이오시밀러/제네릭 플레이어 Valuation Table

(조원, 십억원, %, 배)

| 사명    | 시가총액<br>(조원) | 매출액    |        | 영업이익  |       | 영업이익률 |      | 순이익   |       | ROE   |      | P/E  |      | P/B |     | P/S |     | EV/EBITDA |      |
|-------|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----------|------|
|       |              | FY1    | FY2    | FY1   | FY2   | FY1   | FY2  | FY1   | FY2   | FY1   | FY2  | FY1  | FY2  | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1       | FY2  |
| 산도즈   | 42.4         | 15,836 | 17,144 | 2,200 | 2,934 | 13.9  | 17.1 | 2,080 | 2,450 | 14.7  | 16.1 | 20.2 | 17.5 | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 14.0      | 12.1 |
| 셀트리온  | 40.5         | 4,229  | 5,069  | 1,144 | 1,582 | 27.1  | 31.2 | 829   | 1,243 | 4.7   | 6.9  | 48.0 | 32.0 | 2.3 | 2.1 | 9.6 | 8.0 | 28.4      | 21.6 |
| 테바    | 33.8         | 24,014 | 24,178 | 6,306 | 6,662 | 26.3  | 27.6 | 4,269 | 4,651 | 37.5  | 34.3 | 8.0  | 7.4  | 3.2 | 2.4 | 1.4 | 1.4 | 7.5       | 6.7  |
| 비아트리스 | 17.5         | 19,804 | 20,122 | 5,293 | 4,911 | 26.7  | 24.4 | 3,856 | 3,539 | 16.0  | 14.7 | 4.6  | 4.3  | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 6.1       | 5.7  |
| 바이오콘  | 8.2          | 2,801  | 3,296  | 297   | 445   | 10.6  | 13.5 | 101   | 212   | 2.8   | 5.2  | 78.1 | 37.4 | 1.9 | 1.9 | 2.9 | 2.5 | 18.5      | 14.2 |
| 오가논   | 2.5          | 9,050  | 9,108  | 2,629 | 2,641 | 29.1  | 29.0 | 1,451 | 1,530 | 100.3 | 66.8 | 1.7  | 1.7  | 1.7 | 0.9 | 0.3 | 0.3 | 4.9       | 4.4  |
| 평균    |              |        |        |       |       | 22.3  | 23.8 |       |       | 29.3  | 24.0 | 26.8 | 16.7 | 2.2 | 1.8 | 2.9 | 2.6 | 13.2      | 10.8 |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 주요 신약 플레이어 Valuation Table

(조원, 십억원, %, 배)

| 사명      | 시가총액<br>(조원) | 매출액    |         | 영업이익   |        | 영업이익률 |      | 순이익    |        | ROE  |      | P/E  |      | P/B  |      | P/S  |      | EV/EBITDA |      |
|---------|--------------|--------|---------|--------|--------|-------|------|--------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|------|
|         |              | FY1    | FY2     | FY1    | FY2    | FY1   | FY2  | FY1    | FY2    | FY1  | FY2  | FY1  | FY2  | FY1  | FY2  | FY1  | FY2  | FY1       | FY2  |
| 일라이릴리   | 1,219.9      | 89,814 | 106,626 | 37,478 | 48,288 | 41.7  | 45.3 | 29,934 | 39,732 | 95.7 | 74.6 | 38.3 | 28.8 | 28.9 | 16.9 | 13.5 | 11.4 | 31.6      | 24.1 |
| 노보 노디스크 | 364.7        | 83,402 | 88,571  | 26,824 | 29,989 | 32.2  | 33.9 | 20,286 | 22,848 | 27.3 | 27.4 | 17.9 | 15.9 | 5.5  | 4.8  | 4.3  | 4.1  | 13.7      | 12.0 |
| 아스트라제네카 | 309.1        | 69,233 | 73,050  | 29,239 | 31,974 | 42.2  | 43.8 | 23,217 | 24,754 | 64.4 | 55.9 | 13.2 | 12.3 | 7.2  | 5.9  | 4.4  | 4.2  | 10.0      | 9.1  |
| 버텍스     | 157.1        | 17,139 | 18,876  | 7,636  | 8,731  | 44.6  | 46.3 | 6,748  | 7,476  | 25.0 | 22.9 | 23.4 | 21.8 | 5.9  | 4.7  | 9.1  | 8.3  | 17.6      | 14.5 |
| 리제네론    | 97.2         | 20,179 | 21,175  | 6,613  | 6,662  | 32.8  | 31.5 | 6,774  | 6,638  | 15.3 | 13.1 | 14.9 | 15.0 | 2.1  | 1.9  | 4.8  | 4.5  | 10.7      | 10.3 |
| 셀트리온    | 40.5         | 4,229  | 5,069   | 1,144  | 1,582  | 27.1  | 31.2 | 829    | 1,243  | 4.7  | 6.9  | 48.0 | 32.0 | 2.3  | 2.1  | 9.6  | 8.0  | 28.4      | 21.6 |
| 평균      |              |        |         |        |        | 36.8  | 38.6 |        |        | 38.7 | 33.5 | 25.9 | 21.0 | 8.7  | 6.1  | 7.6  | 6.7  | 18.7      | 15.3 |

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 셀트리온 3Q25P 실적 리뷰

(억원, %, %p)

|        | 3Q24  | 2Q25  | 3Q25P  |        |          | 성장률   |       |
|--------|-------|-------|--------|--------|----------|-------|-------|
|        |       |       | 발표치    | 컨센서스   | vs. 컨센서스 | YoY   | QoQ   |
| 매출액    | 8,819 | 9,615 | 10,290 | 11,313 | -9.0     | 16.7  | 7.0   |
| 매출총이익  | 4,634 | 5,444 | 6,261  | 6,668  | -6.1     | 35.1  | 15.0  |
| 매출총이익률 | 52.5  | 56.6  | 60.8   | 58.9   | 1.9      | 8.3   | 4.2   |
| 영업이익   | 2,077 | 2,425 | 3,014  | 3,359  | -10.3    | 45.1  | 24.3  |
| 영업이익률  | 23.5  | 25.2  | 29.3   | 29.7   | -0.4     | 5.7   | 4.1   |
| 순이익    | 856   | 612   | 3,314  | 2,646  | 25.2     | 287.1 | 441.7 |

주: 연결 기준

자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

|        | 변경전    |        | 변경후    |        | 조정 비율 |       |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
|        | 25F    | 26F    | 25F    | 26F    | 25F   | 26F   |
| 매출액    | 41,388 | 51,329 | 39,314 | 47,583 | -5.0  | -7.3  |
| 영업이익   | 10,544 | 17,391 | 10,309 | 15,658 | -2.2  | -10.0 |
| EBITDA | 13,082 | 19,991 | 13,309 | 18,658 | 1.7   | -6.7  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 분기 및 연간 실적 추정

(억원, %)

|                                  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24   | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25P   | 4Q25F  | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                              | 7,370 | 8,747 | 8,819 | 10,636 | 8,419 | 9,615 | 10,290  | 10,992 | 35,531 | 39,314 | 47,583 |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 14.2  | 9.9   | 16.7    | 3.3    |        | 10.6   | 21.0   |
| zimpentra                        |       | 22    | 65    | 280    | 134   | 226   | 281     | 314    | 366    | 955    | 2,053  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        |       |       | 334.9   |        |        | 160.7  | 115.0  |
| 램시마 SC                           | 1,124 | 1,112 | 1,709 | 1,696  | 1,353 | 1,611 | 1,851   | 2,220  | 5,641  | 7,035  | 7,875  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 20.4  | 44.9  | 8.3     | 30.9   |        | 24.7   | 11.9   |
| 램시마 IV                           | 2,991 | 3,634 | 3,172 | 2,891  | 2,380 | 2,613 | 2,653   | 2,492  | 12,688 | 10,138 | 9,322  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | -20.4 | -28.1 | -16.4   | -13.8  |        | -20.1  | -8.1   |
| 트룩시마                             | 1,007 | 1,154 | 1,018 | 1,320  | 1,290 | 1,027 | 1,261   | 724    | 4,499  | 4,302  | 3,669  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 28.1  | -11.0 | 23.9    | -45.2  |        | -4.4   | -14.7  |
| 허주마                              | 374   | 618   | 485   | 485    | 540   | 508   | 488     | 505    | 1,962  | 2,041  | 1,838  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 44.4  | -17.8 | 0.6     | 4.2    |        | 4.0    | -10.0  |
| 유폴라이마                            | 670   | 800   | 944   | 1,076  | 1,175 | 1,374 | 1,438   | 1,592  | 3,490  | 5,579  | 6,837  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 75.4  | 71.8  | 52.3    | 47.9   |        | 59.8   | 22.6   |
| 베그젤마                             | 346   | 400   | 692   | 771    | 592   | 799   | 749     | 897    | 2,209  | 3,037  | 3,232  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 71.1  | 99.8  | 8.2     | 16.3   |        | 37.5   | 6.4    |
| 스텔라라 시밀러                         |       |       | 16    | 170    | 211   | 354   | 353     | 600    |        | 1,518  | 3,025  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        |       |       | 2,106.3 | 252.9  |        |        | 99.3   |
| 신규 시밀러<br>(졸레어, 프롤리아, 악템라, 아일리아) |       |       |       |        | 7     | 317   | 539     | 911    |        | 1,774  | 4,644  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        |       |       |         |        |        |        | 161.8  |
| CMO                              |       |       |       | 1,060  |       |       |         |        | 1,060  |        | 2,216  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        |       |       |         |        |        |        |        |
| 제약/케미칼                           | 805   | 949   | 653   | 792    | 679   | 723   | 633     | 678    | 3,199  | 2,713  | 2,647  |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | -15.7 | -23.8 | -3.1    | -14.4  |        | -15.2  | -2.4   |
| 기타                               | 53    | 58    | 66    | 54     | 64    | 62    | 44      | 60     | 231    | 230    | 225    |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        |       | 6.9   | -33.3   | 11.1   |        | -0.4   | -2.3   |
| 매출총이익                            | 3,067 | 3,678 | 4,634 | 5,438  | 4,429 | 5,444 | 6,261   | 7,143  | 16,817 | 23,276 | 30,181 |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 44.4  | 48.0  | 35.1    | 31.4   |        | 38.4   | 29.7   |
| 매출총이익률                           | 41.6  | 42.1  | 52.5  | 51.1   | 52.6  | 56.6  | 60.8    | 65.0   | 47.3   | 59.2   | 63.4   |
| 영업이익                             | 154   | 725   | 2,077 | 1,964  | 1,494 | 2,425 | 3,014   | 3,376  | 4,920  | 10,309 | 15,658 |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 867.9 | 234.5 | 45.1    | 71.9   |        | 109.5  | 51.9   |
| 영업이익률                            | 2.1   | 8.3   | 23.5  | 18.5   | 17.7  | 25.2  | 29.3    | 30.7   | 13.8   | 26.2   | 32.9   |
| EBITDA                           | 1,470 | 2,047 | 2,834 | 2,752  | 2,204 | 3,192 | 3,610   | 4,303  | 9,103  | 13,309 | 18,658 |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 49.9  | 55.9  | 27.4    | 56.4   |        | 46.2   | 40.2   |
| EBITDA 마진율                       | 20.0  | 23.4  | 32.1  | 25.9   | 26.2  | 33.2  | 35.1    | 39.1   | 25.6   | 33.9   | 39.2   |
| 순이익                              | 208   | 785   | 841   | 2,356  | 1,083 | 633   | 3,314   | 3,134  | 4,189  | 8,165  | 12,721 |
| YoY 성장률                          |       |       |       |        | 421.6 | -19.3 | 294.1   | 67.1   |        | 94.9   | 55.8   |
| 순이익률                             | 2.8   | 9.0   | 9.5   | 22.1   | 12.9  | 6.6   | 32.2    | 28.5   | 11.8   | 20.8   | 26.7   |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

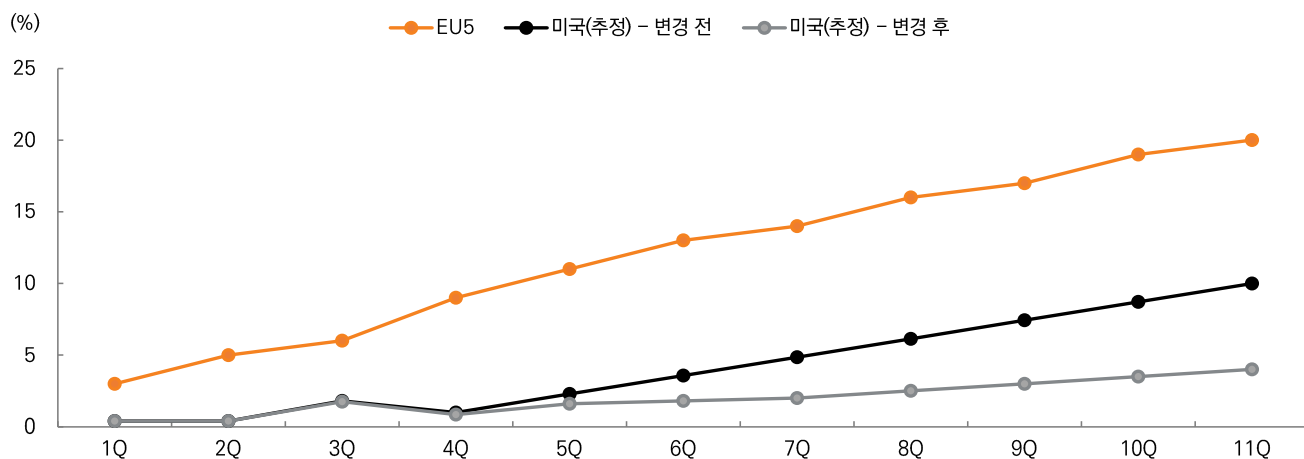
표 7. 짐펜트라 분기 매출 추정

(천명, 억원)

| 짐펜트라                      | 1Q24 | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25P | 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%  | 1.6%  | 1.8%  | 2.0%  | 2.5%  | 3.0%  | 3.5%  | 4.0%  |      |       |       |
| 환자 수(누적)                  |      | 737   | 737   | 3,226 | 1,579 | 2,972 | 3,343 | 3,715 | 4,677 | 5,613 | 6,548 | 7,484 |      |       |       |
| 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    | 57    | 64    | 71    | 92    | 110   | 129   | 147   | 78   | 222   | 478   |
| Rebate/Discount           |      | 65%   | 65%   | 65%   | 66%   | 66%   | 66%   | 66%   | 67%   | 67%   | 67%   | 67%   | 65%  | 66%   | 67%   |
| 분기 순 매출(US\$m)            |      | 1.6   | 5     | 21    | 10    | 19    | 22    | 24    | 30    | 36    | 43    | 49    | 27   | 75    | 158   |
| 원화 순 매출(원달러 1350원)        |      | 22    | 65    | 280   | 134   | 226   | 281   | 314   | 395   | 474   | 553   | 632   | 366  | 955   | 2,053 |

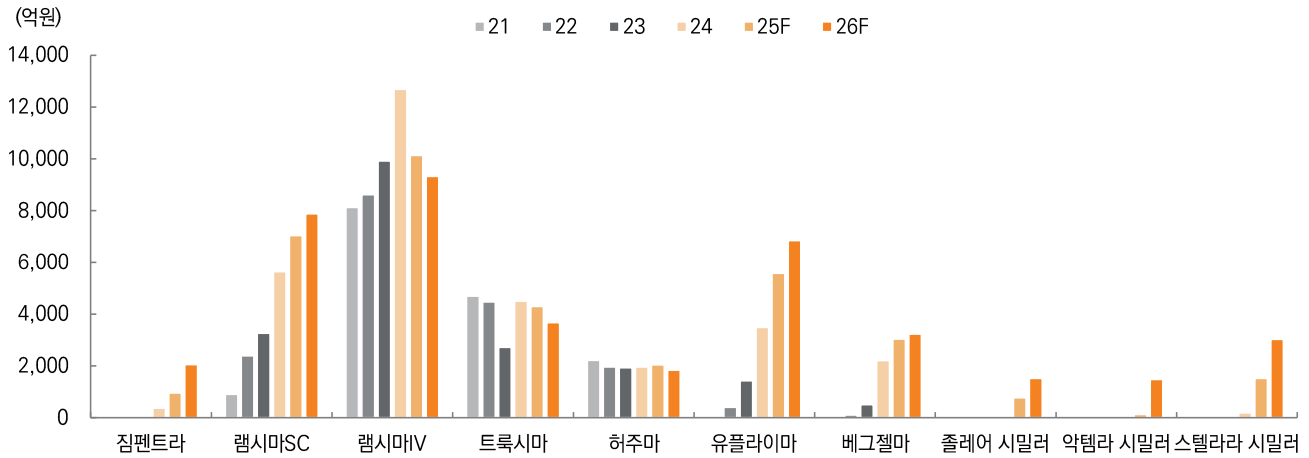
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 짐펜트라 미국 시장 침투율 가정 변경



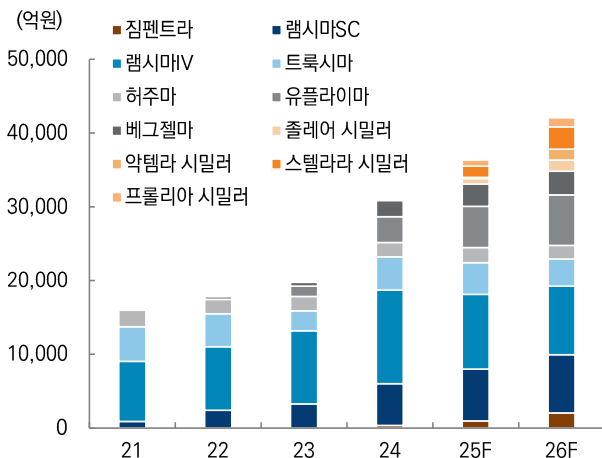
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 각 아이템별 연간 매출 추정



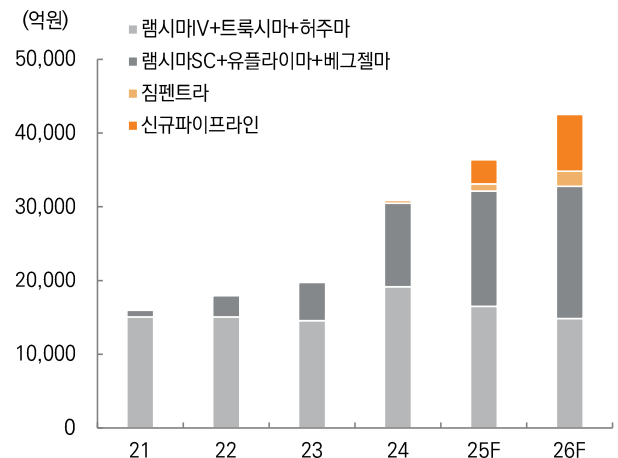
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 각 연도별 주요 아이템 매출 추정



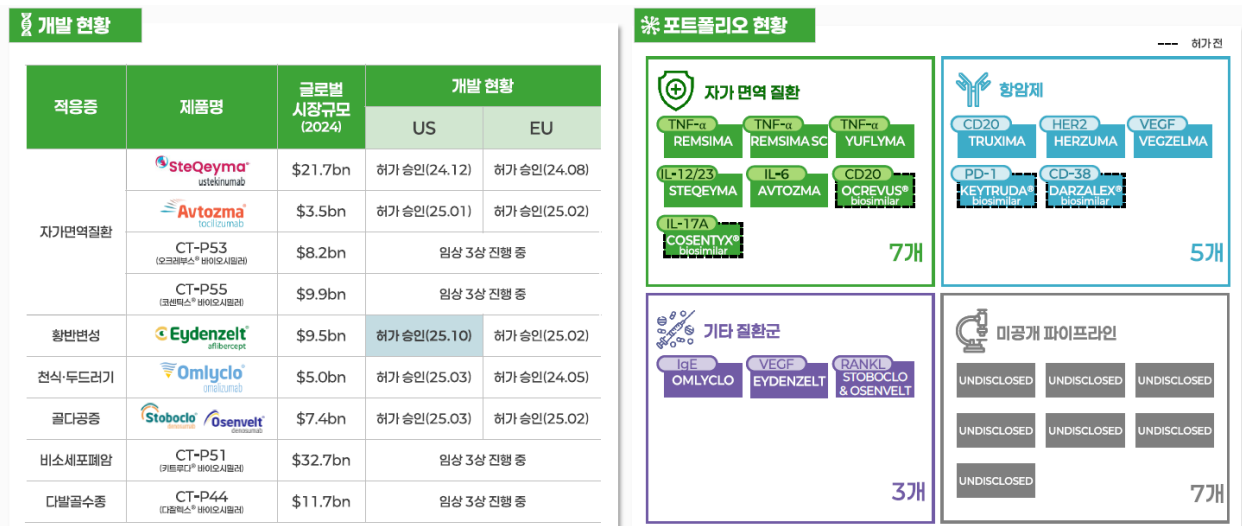
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 각 연도별 주요 아이템 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 바이오시밀러 개발 현황 (3Q25)



자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

## 셀트리온 (068270)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>3,557</b> | <b>3,931</b> | <b>4,758</b> | <b>5,472</b> |
| 매출원가            | 1,876        | 1,604        | 1,740        | 1,914        |
| 매출총이익           | 1,681        | 2,327        | 3,018        | 3,558        |
| 판매비와관리비         | 1,190        | 1,297        | 1,452        | 1,670        |
| 조정영업이익          | 492          | 1,031        | 1,566        | 1,888        |
| 영업이익            | 492          | 1,031        | 1,566        | 1,888        |
| 비영업손익           | 84           | -3           | 75           | 151          |
| 금융손익            | -42          | -10          | 50           | 101          |
| 관계기업등 투자손익      | -12          | 0            | 0            | 0            |
| 세전계속사업손익        | 576          | 1,028        | 1,641        | 2,039        |
| 계속사업법인세비용       | 157          | 211          | 369          | 478          |
| 계속사업이익          | 419          | 816          | 1,272        | 1,561        |
| 중단사업이익          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>419</b>   | <b>816</b>   | <b>1,272</b> | <b>1,561</b> |
| 지배주주            | 423          | 824          | 1,284        | 1,575        |
| 비지배주주           | -4           | -7           | -12          | -14          |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>925</b>   | <b>816</b>   | <b>1,272</b> | <b>1,561</b> |
| 지배주주            | 929          | 820          | 1,277        | 1,568        |
| 비지배주주           | -4           | -3           | -5           | -6           |
| EBITDA          | 910          | 1,331        | 1,866        | 2,068        |
| FCF             | 767          | 1,910        | 1,789        | 1,294        |
| EBITDA 마진율 (%)  | 25.6         | 33.9         | 39.2         | 37.8         |
| 영업이익률 (%)       | 13.8         | 26.2         | 32.9         | 34.5         |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 11.9         | 21.0         | 27.0         | 28.8         |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>5,584</b>  | <b>6,872</b>  | <b>8,965</b>  | <b>10,790</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 996           | 2,942         | 5,003         | 6,234         |
| 매출채권 및 기타채권    | 1,257         | 1,370         | 1,658         | 1,906         |
| 재고자산           | 2,766         | 1,936         | 1,549         | 1,781         |
| 기타유동자산         | 565           | 624           | 755           | 869           |
| <b>비유동자산</b>   | <b>15,471</b> | <b>15,183</b> | <b>14,909</b> | <b>14,752</b> |
| 관계기업투자등        | 112           | 123           | 149           | 172           |
| 유형자산           | 1,245         | 1,125         | 1,005         | 1,005         |
| 무형자산           | 13,702        | 13,522        | 13,342        | 13,162        |
| <b>자산총계</b>    | <b>21,055</b> | <b>22,055</b> | <b>23,874</b> | <b>25,542</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>3,187</b>  | <b>3,505</b>  | <b>4,161</b>  | <b>4,381</b>  |
| 매입채무 및 기타채무    | 386           | 426           | 516           | 593           |
| 단기금융부채         | 2,102         | 2,306         | 2,710         | 2,713         |
| 기타유동부채         | 699           | 773           | 935           | 1,075         |
| <b>비유동부채</b>   | <b>288</b>    | <b>307</b>    | <b>350</b>    | <b>386</b>    |
| 장기금융부채         | 106           | 106           | 106           | 106           |
| 기타비유동부채        | 182           | 201           | 244           | 280           |
| <b>부채총계</b>    | <b>3,475</b>  | <b>3,812</b>  | <b>4,510</b>  | <b>4,768</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>17,439</b> | <b>18,110</b> | <b>19,242</b> | <b>20,667</b> |
| 자본금            | 221           | 221           | 221           | 221           |
| 자본잉여금          | 14,828        | 14,828        | 14,828        | 14,828        |
| 이익잉여금          | 3,744         | 4,414         | 5,547         | 6,972         |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>141</b>    | <b>133</b>    | <b>122</b>    | <b>108</b>    |
| <b>자본총계</b>    | <b>17,580</b> | <b>18,243</b> | <b>19,364</b> | <b>20,775</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2024        | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>902</b>  | <b>1,910</b> | <b>1,789</b> | <b>1,294</b> |
| 당기순이익                 | 419         | 816          | 1,272        | 1,561        |
| 비현금수익비용가감             | 649         | 498          | 589          | 522          |
| 유형자산감가상각비             | 73          | 120          | 120          | 0            |
| 무형자산상각비               | 346         | 180          | 180          | 180          |
| 기타                    | 230         | 198          | 289          | 342          |
| 영업활동으로 인한 자산및부채의 변동   | -21         | 807          | 297          | -310         |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -174        | -128         | -282         | -244         |
| 재고자산 감소(증가)           | 225         | 830          | 387          | -232         |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | -144        | 8            | 18           | 15           |
| 법인세납부                 | -145        | -211         | -369         | -478         |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-169</b> | <b>59</b>    | <b>111</b>   | <b>175</b>   |
| 유형자산처분(취득)            | -135        | 0            | 0            | 0            |
| 무형자산감소(증가)            | -195        | 0            | 0            | 0            |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | 47          | -16          | -35          | -30          |
| 기타투자활동                | 114         | 75           | 146          | 205          |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-353</b> | <b>-35</b>   | <b>157</b>   | <b>-251</b>  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | 318         | 204          | 404          | 3            |
| 자본의 증가(감소)            | 38          | 0            | 0            | 0            |
| 배당금의 지급               | -104        | -154         | -151         | -151         |
| 기타재무활동                | -605        | -85          | -96          | -103         |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>432</b>  | <b>1,946</b> | <b>2,061</b> | <b>1,231</b> |
| 기초현금                  | 565         | 996          | 2,942        | 5,003        |
| 기말현금                  | 996         | 2,942        | 5,003        | 6,234        |

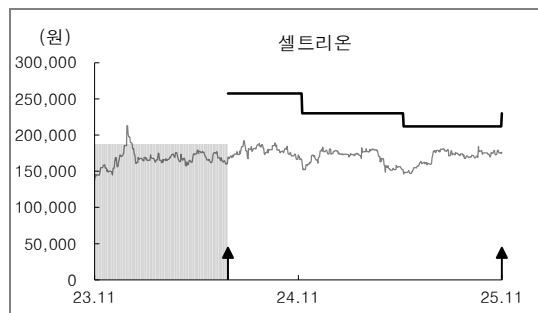
자료: 셀트리온, 미래셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | 101.1  | 49.5   | 31.7   | 25.8   |
| P/CF (x)        | 40.0   | 31.1   | 21.9   | 19.5   |
| P/B (x)         | 2.2    | 2.0    | 1.9    | 1.8    |
| EV/EBITDA (x)   | 46.0   | 30.2   | 20.6   | 18.0   |
| EPS (원)         | 1,787  | 3,558  | 5,558  | 6,821  |
| CFPS (원)        | 4,515  | 5,676  | 8,059  | 9,019  |
| BPS (원)         | 82,750 | 87,542 | 92,448 | 98,617 |
| DPS (원)         | 0      | 689    | 689    | 689    |
| 배당성향 (%)        | 36.7   | 18.5   | 11.8   | 9.7    |
| 배당수익률 (%)       | 0.0    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |
| 매출액증가율 (%)      | 63.4   | 10.5   | 21.0   | 15.0   |
| EBITDA증가율 (%)   | 1.4    | 46.2   | 40.2   | 10.8   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -24.5  | 109.5  | 51.9   | 20.6   |
| EPS증가율 (%)      | -46.6  | 99.1   | 56.2   | 22.7   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 3.3    | 3.1    | 3.2    | 3.1    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 1.2    | 1.7    | 2.7    | 3.3    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 29.7   | 20.2   | 18.9   | 17.7   |
| ROA (%)         | 2.0    | 3.8    | 5.5    | 6.3    |
| ROE (%)         | 2.5    | 4.6    | 6.9    | 7.9    |
| ROIC (%)        | 1.9    | 4.6    | 7.2    | 8.7    |
| 부채비율 (%)        | 19.8   | 20.9   | 23.3   | 22.9   |
| 유동비율 (%)        | 175.2  | 196.1  | 215.5  | 246.3  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 6.1    | -3.8   | -12.3  | -17.5  |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 6.5    | 12.1   | 16.2   | 18.2   |

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 제시일자          | 투자 의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|---------------|-------|---------|--------|------------|
|               |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 셀트리온 (068270) |       |         |        |            |
| 2025.11.05    | 매수    | 230,000 | -      | -          |
| 2025.05.12    | 매수    | 211,907 | -20.16 | -13.08     |
| 2024.11.11    | 매수    | 229,989 | -26.55 | -20.32     |
| 2024.07.01    | 매수    | 257,588 | -31.04 | -25.36     |



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

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

## 투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도    |
|--------|-----------------|--------|-------|
| 78.61% | 1.73%           | 19.08% | 0.58% |

\* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온 을(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.