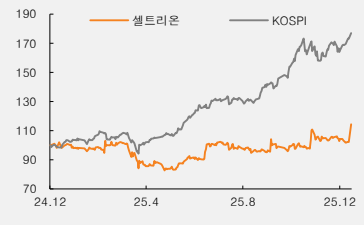


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 260,000원
현재주가(26/1/2)	202,500원
상승여력	28.4%

영업이익(25F, 십억원)	1,165
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	1,114
EPS 성장률(25F, %)	125.4
MKT EPS 성장률(25F, %)	34.0
P/E(25F, x)	44.9
MKT P/E(25F, x)	14.9
KOSPI	4,309.63
시가총액(십억원)	46,770
발행주식수(백만주)	231
유동주식비율(%)	63.2
외국인 보유비중(%)	21.5
베타(12M) 일간수익률	0.38
52주 최저가(원)	146,216
52주 최고가(원)	202,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.9	19.9	16.6
상대주가	1.9	-14.5	-35.1



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

셀트리온

올해는 다를 가능성

투자 의견 매수, 목표주가 26만원으로 상향(기존 23만원)

12개월 선행 EBITDA 1.97조원에 타겟 EV/EBITDA 30x를 적용해 산출. 4Q25 호 실적 예고(매출액 1.28조원 vs. 컨센서스 1.26조원, 영업이익 4,722억원 vs. 컨센서스 3,968억원)함에 따라 고마진 신규 시밀러(베그젤마, 유플라이마 등) 성장 및 릴리, 테바 향 CMO 실적 반영해 26년 영업이익과 EBITDA를 +6%, +6% 상향 조정. 동시에 이익 개선 본격화에 따른 타겟 멀티플 30x로 상향조정(기존 27x).

지난 2년, 24년 영업이익 4,920억원(vs. 연초 컨센서스 1조원). 25년 영업이익 1조 1,650억원(vs. 연초 컨센서스 1.8조원). 합병에 따른 높은 원가율, 짐펜트라 시장 침투 저조 및 기존 출시된 시밀러들의 경쟁 심화 등으로 연초 시장 기대치를 상당히 하회하는 연간 실적 기록.

올해는 다를 가능성, 다소 비현실적인 26년 매출 가이드스(7조원)는 현실적인 수준(5.3조원)으로 하향 조정. 현재 마켓 컨센서스 4.96조원으로 시장 기대는 이미 충분히 낮아진 상황. 26년 영업이익 컨센서스 1.58조원(vs. 당사 추정 1.66조원). 고마진 신규 시밀러 침투 확대 등으로 과거와 달리 분기 실적 발표에 따른 지속적인 추정치 상향 조정 가능성 존재.

신약 R&D 박차. cMET ADC CT-P70, Nectin-4 ADC CT-P71, HER2xCD3 이중 항체 CT-P72, TF ADC CT-P73 4개 신약이 임상1상 진입/IND 승인. 최근 머스트 바이오 PD-1xVEGFxIL-2 삼중융합단백질, Kaigene FcRn 저해제 등 라이선스-인. BD 활동 활발. 향후 파이프라인 성과 도출에 따른 파이프라인 가치 부각 기대.

26년 실적 전망

연결 기준, 매출액 5조 1,640억원(+26% YoY), 영업이익 1조 6,617억원(+43% YoY), 영업이익률 32.2%(+3.9%p YoY) 전망.

시밀러경쟁 심화에 따른 램시마 IV, 트룩시마, 허주마 등 기존 제품들의 역성장을 예상하나, 신규 시밀러(램시마 SC, 베그젤마, 유플라이마 등) 고성장과 최근 출시한 스텔라라bs, 졸레어bs, 프롤리아bs, 악템라bs, 아일리아bs가 추가되면서 고성장 및 이익 성장 지속 전망. 4Q25 부채했던 테바향 CMO는 1Q26에 반영될 예정(1,092억원 추정), 릴리향 CMO는 2Q26부터 반영될 예정(565억원 추정).

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,176	3,557	4,116	5,164	5,939
영업이익 (십억원)	651	492	1,165	1,662	1,971
영업이익률 (%)	29.9	13.8	28.3	32.2	33.2
순이익 (십억원)	536	423	933	1,362	1,644
EPS (원)	3,344	1,787	4,028	5,895	6,804
ROE (%)	5.1	2.5	5.2	7.2	8.2
P/E (배)	55.4	101.1	44.9	34.4	29.8
P/B (배)	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3

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

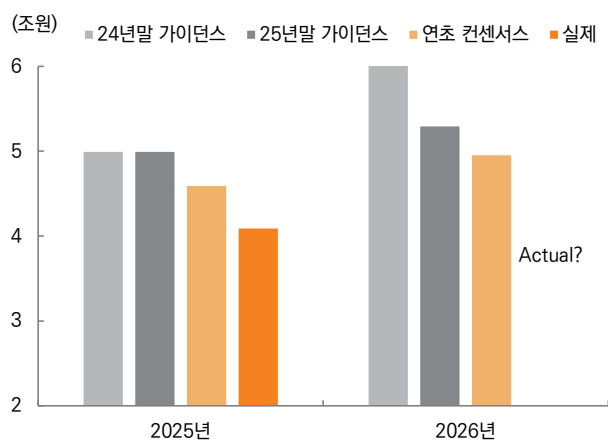
표 1. 셀트리온 Valuation

(억원)

구분	내용
26F EBITDA	19,667
Target EV/EBITDA	30 * 이익 개선 본격화에 따라 기존 27x에서 상향조정
EV	591,987
순차입금	19,689 * 25년 예상
기업가치	572,298
주식수 (천주)	220,278
목표 주가 (원)	259,807 * 260,000원
현재 주가 (원)	202,500
상승 여력	28.4%

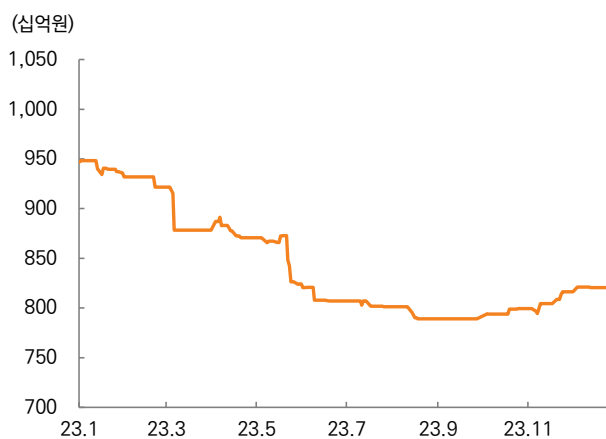
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 가이드نس, 컨센서스 및 실제 실적



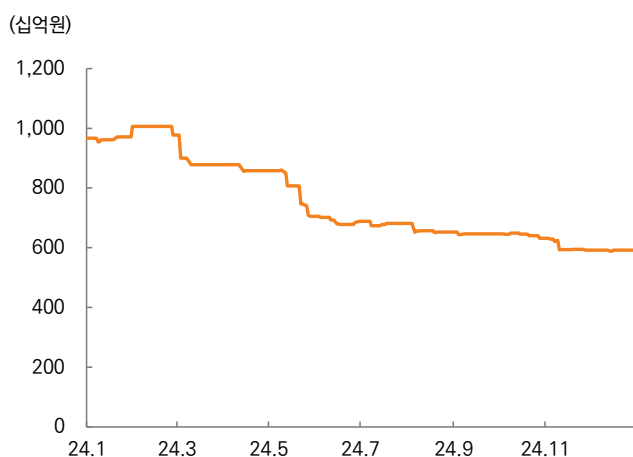
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 23년 영업이익 컨센서스 추이



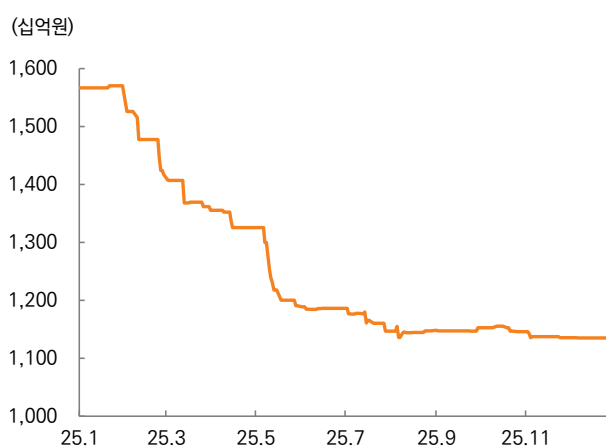
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 24년 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 25년 영업이익 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

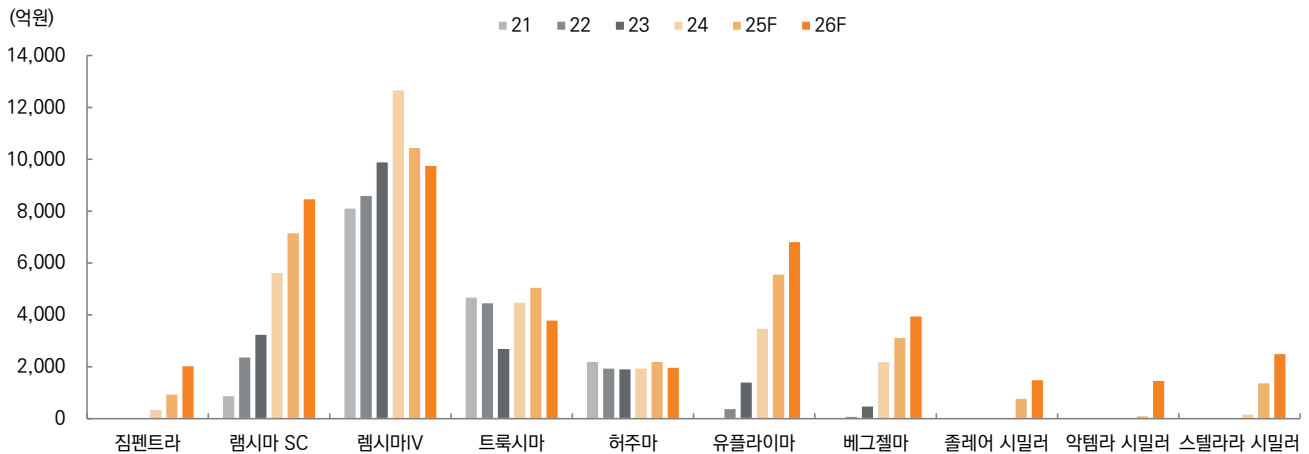
표 2. 분기 및 연간 실적 추정

(억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	8,419	9,615	10,290	12,839	11,905	11,833	12,941	14,961	35,531	41,162	51,640
YoY 성장률	14.2	9.9	16.7	20.7	41.4	23.1	25.8	16.5		15.8	25.5
zimpen트라	134	226	281	314	395	474	553	632	366	955	2,053
YoY 성장률			334.9	12.0	194.6	109.6	96.7	101.4		160.7	115.0
램시마 SC	1,353	1,611	1,851	2,358	1,965	1,944	1,979	2,598	5,641	7,173	8,486
YoY 성장률	20.4	44.9	8.3	39.0	45.2	20.7	6.9	10.2		27.2	18.3
램시마 IV	2,380	2,613	2,653	2,819	2,575	2,393	2,459	2,341	12,688	10,465	9,768
YoY 성장률	-20.4	-28.1	-16.4	-2.5	8.2	-8.4	-7.3	-17.0		-17.5	-6.7
트룩시마	1,290	1,027	1,261	1,500	934	941	1,009	923	4,499	5,078	3,807
YoY 성장률	28.1	-11.0	23.9	13.6	-27.6	-8.3	-20.0	-38.5		12.9	-25.0
허주마	540	508	488	680	516	493	547	434	1,962	2,216	1,991
YoY 성장률	44.4	-17.8	0.6	40.2	-4.4	-2.9	12.2	-36.1		12.9	-10.2
유폴라이마	1,175	1,374	1,438	1,592	1,637	1,684	1,733	1,782	3,490	5,579	6,837
YoY 성장률	75.4	71.8	52.3	47.9	39.4	22.6	20.5	12.0		59.8	22.6
베그젤마	592	799	749	1,000	852	958	1,038	1,119	2,209	3,140	3,967
YoY 성장률	71.1	99.8	8.2	29.7	44.0	19.9	38.6	11.9		42.1	26.3
스텔라라 시밀러	211	354	353	480	378	504	756	882		1,398	2,521
YoY 성장률			2,106.3	182.4	79.2	42.4	114.3	83.8			80.3
신규 시밀러(졸레어, 프롤리아, 악템라, 아일리아)	7	317	539	1,035	697	929	1,393	1,625		1,898	4,644
YoY 성장률						193.0	158.5	57.1			144.7
CMO				0	1,092	565	565	1,690	1,060		3,911
YoY 성장률											
제약/케미칼	679	723	633	960	797	878	837	858	3,199	2,995	3,370
YoY 성장률	-15.7	-23.8	-3.1	21.2	17.3	21.5	32.3	-10.6		-6.4	12.5
기타	64	62	44	102	68	69	71	77	231	272	285
YoY 성장률		6.9	-33.3	88.9	6.3	11.3	60.8	-24.1		17.7	4.8
매출총이익	4,429	5,444	6,261	8,204	7,202	7,336	8,023	9,126	16,817	24,337	31,689
YoY 성장률	44.4	48.0	35.1	50.9	62.6	34.8	28.1	11.2		44.7	30.2
매출총이익률	52.6	56.6	60.8	63.9	60.5	62.0	62.0	61.0	47.3	59.1	61.4
영업이익	1,494	2,425	3,014	4,719	3,680	3,864	4,127	4,946	4,920	11,652	16,617
YoY 성장률	867.9	234.5	45.1	140.3	146.3	59.4	36.9	4.8		136.8	42.6
영업이익률	17.7	25.2	29.3	36.8	30.9	32.7	31.9	33.1	13.8	28.3	32.2
EBITDA	2,204	3,192	3,746	5,511	4,404	4,646	4,872	5,745	9,103	14,652	19,667
YoY 성장률	49.9	55.9	32.2	100.3	99.9	45.6	30.1	4.3		61.0	34.2
EBITDA 마진율	26.2	33.2	36.4	42.9	37.0	39.3	37.7	38.4	25.6	35.6	38.1
순이익	1,083	633	3,319	4,208	2,262	3,994	3,327	3,910	4,189	9,243	13,493
YoY 성장률	421.6	-19.3	294.7	78.6	108.8	531.0	0.2	-7.1		120.7	46.0
순이익률	12.9	6.6	32.3	32.8	19.0	33.8	25.7	26.1	11.8	22.5	26.1

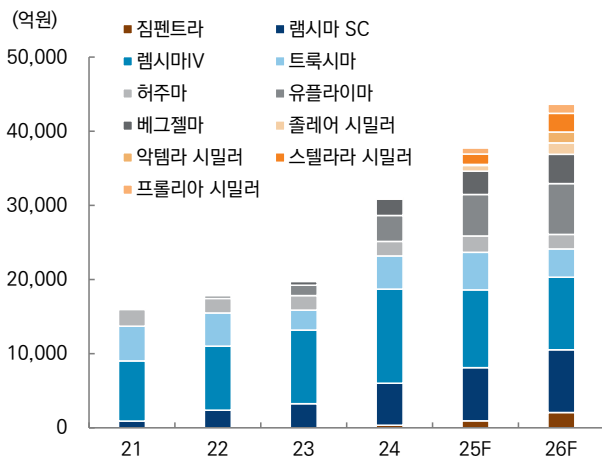
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 각 아이템별 연간 매출 추정



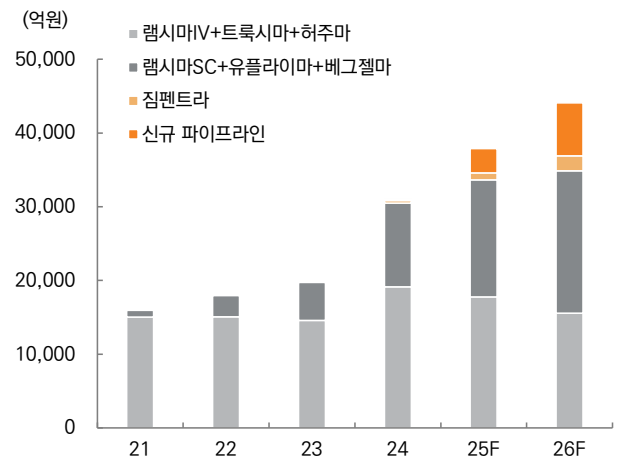
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 각 연도별 주요 아이템 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 각 연도별 주요 아이템 매출 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 바이오시밀러 개발 현황 (3Q25)

개발 현황				
적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2024)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	SteQeyma [®] ustekinumab	\$21.7bn	허가 승인(24.12)	허가 승인(24.08)
	Avtozma [®] tocilizumab	\$3.5bn	허가 승인(25.01)	허가 승인(25.02)
	CT-P53 (오크레루스 [®] 바이오시밀러)	\$8.2bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코네틱스 [®] 바이오시밀러)	\$9.9bn	임상 3상 진행 중	
항반병성	Eydenzelt [®] aflibercept	\$9.5bn	허가 승인(25.10)	허가 승인(25.02)
천식·두드러기	Omyclo [®] omalizumab	\$5.0bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(24.05)
골다공증	Stoboclo [®] / Osenvelt [®] denosumab	\$7.4bn	허가 승인(25.03)	허가 승인(25.02)
비소세포폐암	CT-P51 (카트루다 [®] 바이오시밀러)	\$32.7bn	임상 3상 진행 중	
다발골수종	CT-P44 (다트릭스 [®] 바이오시밀러)	\$11.7bn	임상 3상 진행 중	

※ 포트폴리오 현황				
자가면역 질환				
TNF-α	TNF-α	TNF-α		
REMSIMA	REMSIMA SC	YUFLYMA		
IL-12/23	IL-6	CD20		
STEQEYMA	AVTOZMA	OCREVUS [®] biosimilar		
IL-17A				
COSENTYX [®] biosimilar				
7개				
항암제				
CD20	HER2	VEGF		
TRUXIMA	HERZUMA	VEGZELMA		
PD-1	CD-38			
KEYTRUDA [®] biosimilar	DARZALEX [®] biosimilar			
5개				
기타 질환군				
IgE	VEGF	RANKL		
OMLYCLO	EYDENZELT	STOBACLO & OSENVILT		
3개				
미공개 파이프라인				
UNDISCLOSED	UNDISCLOSED	UNDISCLOSED		
UNDISCLOSED	UNDISCLOSED	UNDISCLOSED		
UNDISCLOSED	UNDISCLOSED	UNDISCLOSED		
7개				

자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,557	4,116	5,164	5,939
매출원가	1,876	1,683	1,995	2,235
매출총이익	1,681	2,433	3,169	3,704
판매비와관리비	1,190	1,269	1,507	1,733
조정영업이익	492	1,165	1,662	1,971
영업이익	492	1,165	1,662	1,971
비영업손익	84	-1	79	157
금융손익	-42	-9	54	107
관계기업등 투자손익	-12	0	0	0
세전계속사업손익	576	1,164	1,741	2,128
계속사업법인세비용	157	239	391	499
계속사업이익	419	924	1,349	1,629
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	419	924	1,349	1,629
지배주주	423	933	1,362	1,644
비지배주주	-4	-8	-12	-15
총포괄이익	925	924	1,349	1,629
지배주주	929	928	1,355	1,636
비지배주주	-4	-4	-6	-7
EBITDA	910	1,465	1,967	2,151
FCF	767	1,996	1,843	1,350
EBITDA 마진율 (%)	25.6	35.6	38.1	36.2
영업이익률 (%)	13.8	28.3	32.2	33.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	22.7	26.4	27.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	902	1,996	1,843	1,350
당기순이익	419	924	1,349	1,629
비현금수익비용가감	649	524	613	537
유형자산감가상각비	73	120	120	0
무형자산상각비	346	180	185	180
기타	230	224	308	357
영업활동으로인한자산및부채의변동	-21	786	273	-317
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-174	-191	-358	-265
재고자산 감소(증가)	225	830	387	-232
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-144	12	22	16
법인세납부	-145	-239	-391	-499
투자활동으로 인한 현금흐름	-169	53	106	178
유형자산처분(취득)	-135	0	0	0
무형자산감소(증가)	-195	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	47	-24	-44	-33
기타투자활동	114	77	150	211
재무활동으로 인한 현금흐름	-353	-35	150	-259
장단기금융부채의 증가(감소)	318	205	405	3
자본의 증가(감소)	38	0	0	0
배당금의 지급	-104	-154	-158	-158
기타재무활동	-605	-86	-97	-104
현금의 증가	432	2,021	2,096	1,280
기초현금	565	996	3,017	5,113
기말현금	996	3,017	5,113	6,394

자료: 셀트리온, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

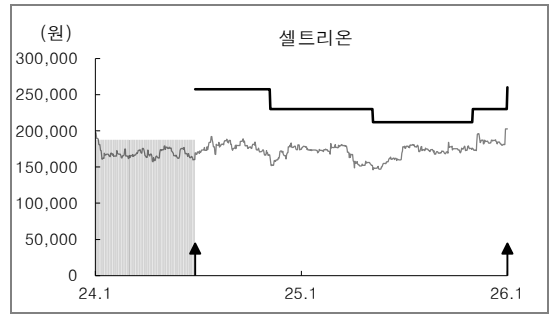
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,584	7,040	9,281	11,186
현금 및 현금성자산	996	3,017	5,113	6,394
매출채권 및 기타채권	1,257	1,434	1,799	2,069
재고자산	2,766	1,936	1,549	1,781
기타유동자산	565	653	820	942
비유동자산	15,471	15,189	14,917	14,762
관계기업투자등	112	129	162	186
유형자산	1,245	1,125	1,005	1,005
무형자산	13,702	13,522	13,337	13,157
자산총계	21,055	22,229	24,198	25,949
유동부채	3,187	3,562	4,286	4,526
매입채무 및 기타채무	386	446	560	644
단기금융부채	2,102	2,307	2,711	2,715
기타유동부채	699	809	1,015	1,167
비유동부채	288	317	370	410
장기금융부채	106	106	106	106
기타비유동부채	182	211	264	304
부채총계	3,475	3,879	4,657	4,936
지배주주지분	17,439	18,218	19,422	20,908
자본금	221	231	241	252
자본잉여금	14,828	14,828	14,828	14,828
이익잉여금	3,744	4,513	5,706	7,181
비지배주주지분	141	133	120	105
자본총계	17,580	18,351	19,542	21,013

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	101.1	44.9	34.4	29.8
P/CF (x)	40.0	28.9	23.8	22.6
P/B (x)	2.2	2.1	2.2	2.2
EV/EBITDA (x)	46.0	28.1	22.6	20.0
EPS (원)	1,787	4,028	5,895	6,804
CFPS (원)	4,515	6,256	8,495	8,966
BPS (원)	82,750	88,005	93,216	91,086
DPS (원)	689	689	689	689
배당성향 (%)	36.7	17.1	11.7	10.2
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	63.4	15.7	25.5	15.0
EBITDA증가율 (%)	1.4	61.0	34.2	9.4
조정영업이익증가율 (%)	-24.5	136.8	42.6	18.6
EPS증가율 (%)	-46.6	125.4	46.3	15.4
매출채권 회전율 (회)	3.3	3.1	3.3	3.1
재고자산 회전율 (회)	1.2	1.8	3.0	3.6
매입채무 회전율 (회)	29.7	20.7	20.3	19.0
ROA (%)	2.0	4.3	5.8	6.5
ROE (%)	2.5	5.2	7.2	8.2
ROIC (%)	1.9	5.2	7.7	9.0
부채비율 (%)	19.8	21.1	23.8	23.5
유동비율 (%)	175.2	197.6	216.5	247.2
순차입금/자기자본 (%)	6.1	-4.2	-12.8	-18.2
조정영업이익/금융비용 (x)	6.5	13.7	17.2	19.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온 (068270)				
2026.01.05	매수	260,000	-	-
2025.11.05	매수	230,000	-19.78	-11.96
2025.05.12	매수	211,907	-20.14	-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

투자의견 분류 및 적용기준

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 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 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.