

(068270)

셀트리온

바이오제약 권해순

6181 / hskwon@eugenefn.com

밸류에이션 프리미엄 정당화 국면

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
280,000 원(유지)
201,500 원(04/09)

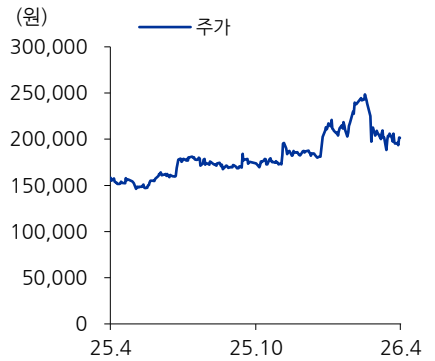
“ **주가 흐름:** 셀트리온 주가는 YTD +11%로 KOSPI 대비 26%ppt 언더퍼폼 하였음. 그러나 2025년 4분기 신제품 출시에 따른 매출 성장 및 원가율 하락으로 고성장을 하였으며, 이러한 이익 고성장은 2026~2027년까지 지속될 가능성이 높음. 대외 변수 및 분기별 실적 변동성을 감안할 때 하반기로 갈수록 성장 모멘텀이 부각될 것으로 예상되어, 현 주가는 연중 저점 수준으로 판단됨. 높은 밸류에이션에도 불구하고 연간 30%yoy 이상의 이익 성장이 예상되는 만큼, 바이오제약 섹터 내 실적 기반 성장주를 선호하는 투자자에게 2026년 셀트리온은 투자 매력이 높다고 판단됨.

“ **투자의견 BUY 및 목표주가 28만원 유지:** 지난 3년간의 저성장 국면을 벗어나 다수의 신제품 출시를 기반으로 성장 사이클에 재진입 하였다고 판단됨. 신제품 출시 사이클을 감안할 때 2026년에 이어 2027년에도 성장세가 지속될 전망. 이에 따라 밸류에이션 프리미엄이 정당화되며 실적 성장 모멘텀이 강화되는 하반기로 갈수록 주가 상승이 예상됨. 목표주가는 2026년 예상 순이익에 Target P/E 45배를 적용하여 산출하였으며, 밸류에이션 프리미엄 유지 가능성을 반영하였음.

“ **2026년 실적 전망:** 매출액 및 영업이익이 각각 25%yoy, 36%yoy 성장할 전망, 구제품은 약가 인하 및 경쟁 심화로 성장 정체가 불가피함. 그러나 고마진 신제품(6개) 매출 확대에 따른 원가율 하락, CMO 매출(약 3천억원 예상) 확장으로 전반적으로는 외형 및 이익 동반 고성장이 예상됨. 상반기에는 일라이 릴리로부터 인수(2025년 9월)한 공장 가동 초기 비용 반영으로 원가율이 단기적으로 상승할 전망, 이에 따라 연중 이익은 상반기가 저점이 될 가능성이 높음. 그러나 하반기로 갈수록 가동률 상승 및 제품 믹스 개선 효과가 반영되며 실적 개선 폭이 확대될 전망

“ **바이오시밀러 업황:** 바이오시밀러 구제품들의 약가 인하와 경쟁 심화는 여전히 진행 중임. 그러나 셀트리온, 산도즈 등 상위 업체들은 신제품 출시 사이클 진입, 글로벌 출시 지역 확대와 생산 효율성 제고를 통해 수익성 방어 및 성장 기반을 강화하고 있음. 2030년 초까지 지속되는 주요 블록버스터 의약품의 특허 만료에 대한 대응도 선제적으로 진행 중. 최근 미국 CMS는 '2027 Medicare Advantage & Part D Rate Announcement' 개정안을 통해 바이오시밀러 채택 구조를 가속화하는 정책도 시행할 예정

“ **중장기 성장 전망:** 2026~2027년은 바이오시밀러 2nd wave 국면에서 신제품 성장 구간임, 2028년 이후 키트루다 특허 만료가 본격화되면서 3rd wave 국면도 시작될 것으로 예상됨. R&D 부문에서 신약 개발 성과가 가시화될 경우, 실적 성장과 함께 신약 R&D 부문이 2030년 이후 기업 가치의 구조적 레벨 업을 견인할 전망



시가총액(십억원)	46,556
발행주식수(천주)	231,048
52 주 최고	251,000 원
최저	150,400 원
52 주 일단 Beta	0.45
60 일 평균 거래대금	1,478 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.4%
주주구성	
셀트리온홀딩스 (외 101 인)	31.5%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-1.2	149	354
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy	Buy	-
목표주가	280,000	280,000	-
영업이익(26E)	1,593	1,593	-
영업이익(27E)	2,049	2,049	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	4,162	5,208	6,172
영업이익	1,168	1,593	2,049
세전손익	1,154	1,742	2,182
당기순이익	1,031	1,411	1,767
EPS(원)	4,458	6,116	7,658
증감률(%)	149.1	37.2	25.2
PER(배)	40.6	32.9	26.3
ROE(%)	5.9	8.0	9.3
PBR(배)	2.4	2.6	2.4
EV/EBITDA(배)	30.4	25.7	20.2

도표 1. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	2025				2026				2025	2026E		2027E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE		당사 예상치	컨센 서스	당사 예상치	컨센 서스
매출액	842	961	1,029	1,330	1,213	1,266	1,345	1,385	4,163	5,208	5,272	6,172	6,086
영업이익	149	242	301	475	309	375	435	474	1,168	1,593	1,724	2,049	2,078
지배순이익	109	61	331	528	281	335	383	414	1,030	1,413	1,445	1,769	1,720
영업이익률	17.7	25.2	29.3	35.7	25.5	29.6	32.3	34.2	28.1	30.6	32.7	33.2	34.1
지배순이익률	12.9	6.4	32.2	39.7	23.2	26.4	28.5	29.9	24.7	27.1	27.4	28.7	28.3

자료: 셀트리온, FnGuide, 유진투자증권

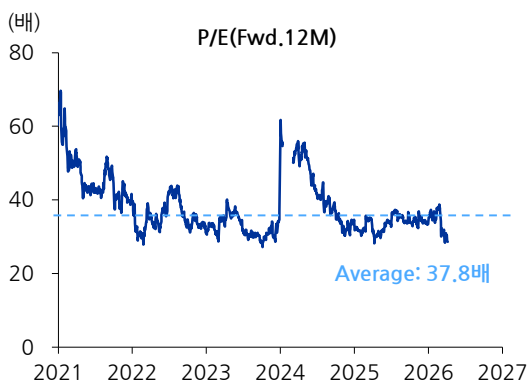
도표 2. 셀트리온 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 셀트리온, 유진투자증권

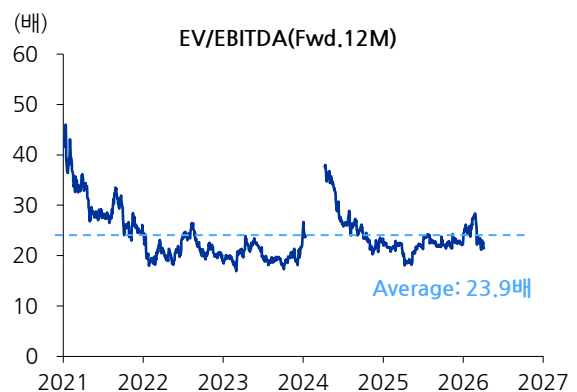
주: 2026년 연간 예상 영업이익은 당사 추정치

도표 3. 셀트리온 12M Fwd P/E valuation



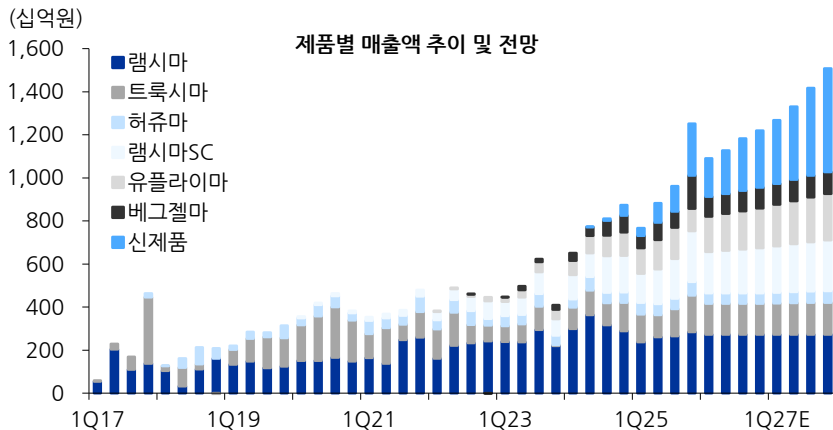
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 4. 셀트리온 12M Fwd EV/EBITDA valuation



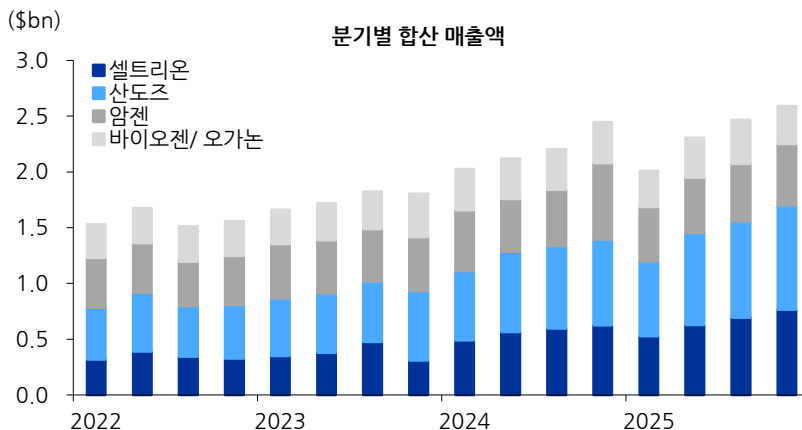
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 5. 셀트리온 제품별 매출액 추이 및 전망



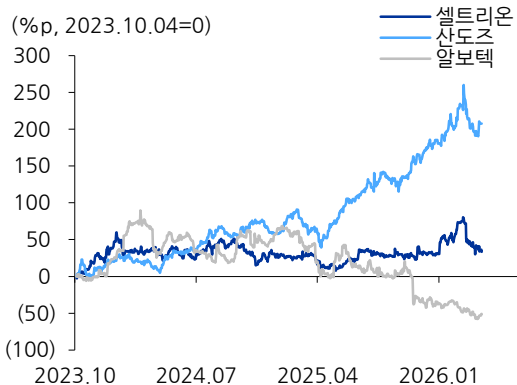
주: 1Q26E 부터 추정치
 자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 6. 바이오시밀러 기업별 합산 매출액 추이



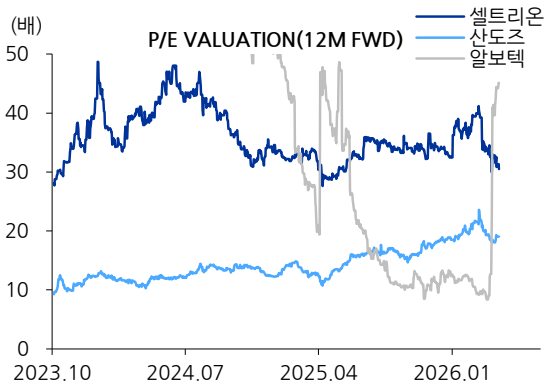
자료: 각 사, 유진투자증권
 주:

도표 7. 바이오시밀러 3사 주가 수익률 추이



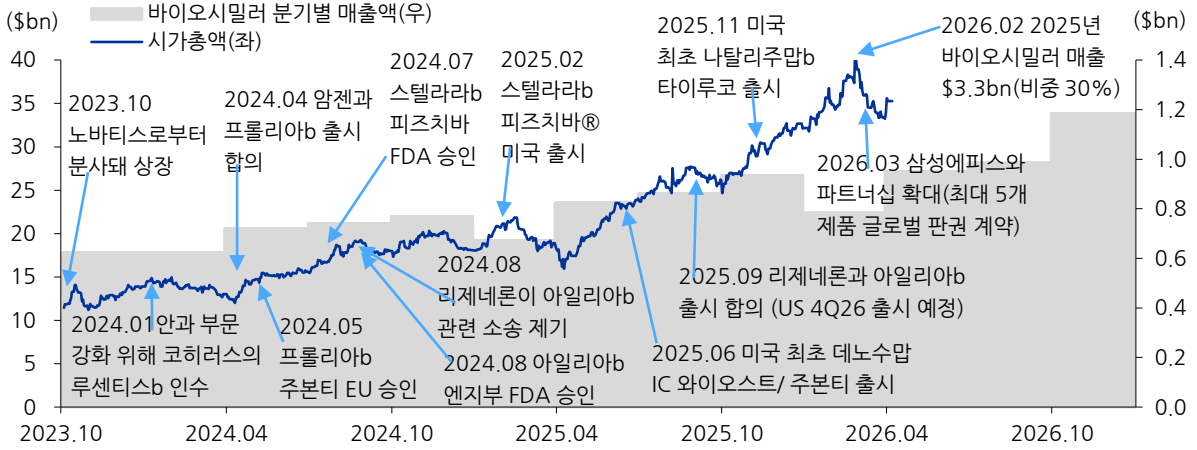
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8. 바이오시밀러 3사 P/E valuation 추이



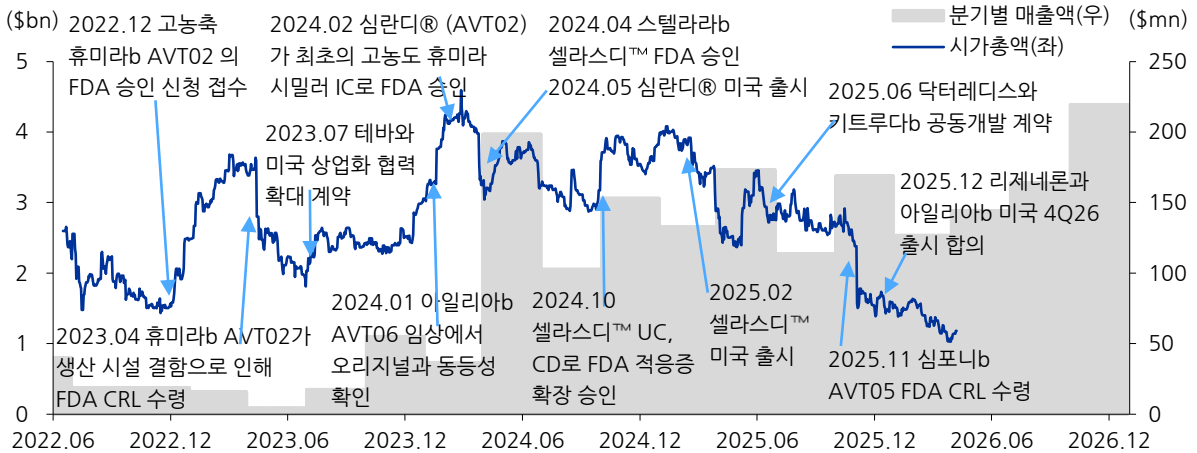
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 9. 산도즈(SWX:SDZ) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 산도즈, Bloomberg, 유진투자증권
주: 1Q26E~의 분기별 예상 매출액은 블룸버그 컨센서스

도표 10. 알보텍(NASDAQ:ALVO) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 알보텍, Bloomberg, 유진투자증권
주: 3Q25E~ 실적은 블룸버그 컨센서스

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	21,055	22,335	23,565	25,327	27,280
유동자산	5,584	6,205	7,631	9,193	10,941
현금성자산	1,144	1,239	3,179	3,996	4,377
매출채권	1,259	1,840	1,517	1,845	2,067
재고자산	2,766	2,803	2,599	3,002	4,134
비유동자산	15,471	16,130	15,934	16,134	16,339
투자자산	525	649	668	782	904
유형자산	1,245	1,703	1,433	1,462	1,490
기타	13,702	13,778	13,832	13,889	13,945
부채총계	3,475	4,982	5,273	5,439	5,542
유동부채	3,187	4,454	4,740	4,902	5,000
매입채무	550	629	910	1,107	1,240
유동성이자부채	2,102	3,327	3,327	3,287	3,247
기타	535	498	503	508	513
비유동부채	288	529	533	537	542
비유동이자부채	106	413	413	413	413
기타	182	115	120	124	129
자본총계	17,580	17,353	18,292	19,887	21,738
자배지분	17,439	17,208	18,147	19,743	21,594
자본금	221	239	239	239	239
자본잉여금	14,828	14,215	14,215	14,215	14,215
이익잉여금	3,744	4,407	5,656	7,251	9,102
기타	(1,353)	(1,653)	(1,963)	(1,963)	(1,963)
비지배지분	141	144	144	144	144
자본총계	17,580	17,353	18,292	19,887	21,738
순차입금	2,208	3,740	3,740	3,700	3,660
순차입금	1,064	2,501	561	(296)	(717)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	902	646	2,442	1,467	1,039
당기순이익	419	1,031	1,411	1,767	2,022
자산상각비	418	288	241	238	239
기타비현금성손익	206	266	(10)	6	7
운전자본증감	(21)	(495)	801	(543)	(1,229)
매출채권감소(증가)	(174)	(344)	323	(328)	(221)
재고자산감소(증가)	225	(135)	205	(404)	(1,132)
매입채무증가(감소)	(144)	(149)	282	197	133
기타	72	133	(8)	(9)	(9)
투자현금	(169)	(860)	(342)	(443)	(504)
단기투자자산감소	7	7	(4)	(5)	(60)
장기투자증권감소	(15)	(12)	0	(94)	(100)
설비투자	135	108	95	100	100
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(195)	(223)	(224)	(224)	(224)
재무현금	(353)	339	(164)	(213)	(213)
차입금증가	(80)	(72)	0	(40)	(40)
자본증가	(521)	(1,050)	(164)	(173)	(173)
배당금지급	104	154	164	173	173
현금 증감	432	123	1,937	811	322
기초현금	565	996	1,119	3,056	3,868
기말현금	996	1,119	3,056	3,868	4,189
Gross Cash flow	1,068	1,585	1,641	2,011	2,268
Gross Investment	198	1,362	(463)	981	1,674
Free Cash Flow	870	223	2,104	1,030	594

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,557	4,162	5,208	6,172	6,912
증가율(%)	63.4	17.0	25.1	18.5	12.0
매출원가	1,876	1,695	2,141	2,395	2,682
매출총이익	1,682	2,467	3,067	3,777	4,230
판매 및 일반관리비	1,190	1,299	1,474	1,728	1,866
기타영업손익	197	9	14	17	8
영업이익	492	1,168	1,593	2,049	2,364
증가율(%)	(24.5)	137.5	36.4	28.6	15.4
EBITDA	910	1,456	1,834	2,286	2,603
증가율(%)	1.4	60.0	25.9	24.7	13.9
영업외손익	84	(15)	149	133	133
이자수익	34	23	23	23	23
이자비용	76	75	85	85	85
지분법손익	(3)	(17)	0	0	0
기타영업외손익	130	54	211	195	195
세전순이익	576	1,154	1,742	2,182	2,497
증가율(%)	(14.2)	100.3	51.0	25.2	14.4
법인세비용	157	122	331	415	474
당기순이익	419	1,031	1,411	1,767	2,022
증가율(%)	(22.4)	146.2	36.8	25.2	14.4
지배주주지분	423	1,030	1,413	1,769	2,024
증가율(%)	(21.1)	143.6	37.2	25.2	14.4
비지배지분	(4)	2	(1)	(2)	(2)
EPS(원)	1,789	4,458	6,116	7,658	8,764
증가율(%)	(19.9)	149.1	37.2	25.2	14.4
수정EPS(원)	1,789	4,458	6,116	7,658	8,764
증가율(%)	(19.9)	149.1	37.2	25.2	14.4

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	1,789	4,458	6,116	7,658	8,764
BPS	80,336	74,508	78,574	85,482	93,496
DPS	735	750	750	750	750
밸류에이션(배, %)					
PER	100.9	40.6	32.9	26.3	23.0
PBR	2.2	2.4	2.6	2.4	2.2
EV/ EBITDA	45.9	30.4	25.7	20.2	17.6
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	39.9	26.4	28.4	23.1	20.5
수익성(%)					
영업이익률	13.8	28.1	30.6	33.2	34.2
EBITDA이익률	25.6	35.0	35.2	37.0	37.7
순이익률	11.8	24.8	27.1	28.6	29.3
ROE	2.5	5.9	8.0	9.3	9.8
ROIC	2.0	5.5	6.7	8.7	9.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	6.1	14.4	3.1	(1.5)	(3.3)
유동비율	175.2	139.3	161.0	187.5	218.8
이자보상배율	6.5	15.5	18.7	24.0	27.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
매출채권회전율	3.2	2.7	3.1	3.7	3.5
재고자산회전율	1.2	1.5	1.9	2.2	1.9
매입채무회전율	6.8	7.1	6.8	6.1	5.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

