

Initiation

셀트리온 (068270)

홍가혜 kahye0.hong@dashin.com
이채리 RA chery.lee@dashin.com

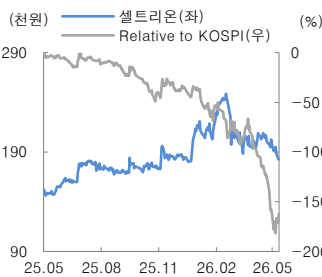
투자의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **280,000**
신규

현재주가 **182,500**
(26.05.19)
제약업종

KOSPI	7,271.66
시가총액	41,504십억원
시가총액비중	0.74%
자본금(보통주)	230십억원
52주 최고/최저	248,500원 / 147,083원
120일 평균거래대금	1,374억원
외국인지분율	24.18%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 96 인 32.53% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.0	-25.4	-1.4	23.0
상대수익률	-25.1	-41.7	-46.7	-56.0



이제 보이기 시작한다

- 합병 노이즈 해소, EBITDA margin 30%대 후반 진입
- 제품 증가(현재 11개→'30년 18개)로 강해지는 이익 레버리지
- 저평가 구간, 실적 개선 및 2H26 임상결과로 주가 반등 기대

투자의견 매수, 목표주가 280,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 EV/EBITDA 방식으로 산출, 12mF EBITDA 2조 2,589억원에 Target multiple 28배 적용함. 동사는 바이오시밀러 자체 생산 및 직판 체계를 통한 수익성 확보, 신제품 성장 가속화, CMO 다변화를 고려하여 글로벌 바이오시밀러 peer 대비 프리미엄을 적용함

바이오시밀러 수직계열화의 완성, 이익 레버리지 본격화

①**합병 노이즈 해소, 수익성 본궤도 진입**: 헬스케어 합병 과정의 채널 재고 노이즈가 마무리되며 자체 생산-직판 체계 기반의 구조적 수익성 가시화. EBITDA 마진 30%대 후반, 글로벌 바이오시밀러 peer 대비 차별화된 수익 구조. ②**포트폴리오가 깊어질수록 강해지는 이익 레버리지**: 현재 11개 → '30년 18개 → '38년 41개. 품목 추가될수록 고정비 레버리지 확대, 신규 고수익 제품 비중 확대로 믹스 개선 지속 전망. ③**글로벌 제약사 CMO 수주 확보, 새로운 수익축 가시화**: Eli Lilly 등 글로벌 제약사 수주 확보 '29년까지 생산물량 9,700억원 이상 확보 '27년부터 품목 다변화로 안정적 매출 기여 전망. 미국 공장 증설로 관세 리스크 해소

저평가 구간 진입, 실적 개선과 신약이 주가 반등의 계기가 될 것

합병 이후 실적 변동성 확대와 섹터 수급 위축 영향으로 저평가 구간에 진입했으나, 펀더멘탈은 성장 궤도에 있음. 2026년 매출액 5.2조원(yoy+25%), 영업이익 1.7조원(yoy+49%) 전망되며, OPM은 33%대 회복이 예상됨. 신규 바이오시밀러 제품 믹스 개선이 가속화되는 가운데, 하반기 CT-P70, CT-P71 임상1상 결과 확인이 추가 upside 요인으로 작용할 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,220	6,962	7,459
영업이익	492	1,168	1,743	2,519	2,834
세전순이익	576	1,154	1,738	2,521	2,837
총당기순이익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
지배지분순이익	423	1,030	1,292	1,874	2,109
EPS	1,787	4,447	5,772	8,463	9,525
PER	101.1	40.7	32.7	22.3	19.8
BPS	73,730	74,317	81,241	89,512	98,109
PBR	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
ROE	2.5	5.9	7.3	9.9	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

표 1. 셀트리온 목표주가 산출

(십억원, 천주, 배, %)

항목	가치	비고
12mF EBITDA (십억원)	2,259	2026E~2027E 추정 기준
Target EV/EBITDA (배)	28.0	글로벌 바이오시밀러 peer 대비 할증
목표 EV (십억원)	67,770	
순차입금 (십억원)	2,418	2026E 기준
목표 시가총액 (십억원)	65,320	
유통주식수 (천주)	218,711	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	182,500	
Upside	52.8%	

주: '26.5.19 증가 기준

자료: 대신증권 Research Center

표 2. Peer valuation

(백만달러, X, %)

기업명	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 2-yr CAGR	EBITDA margin('26E)	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 2-yr CAGR
셀트리온	27,165	28.4	39%	39.1%	20.4	27%
삼성에피소홀딩스	8,251	29.9	-	25.7%	26.8	-
Sandoz	36,755	20.6	17%	22.6%	14.9	13%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

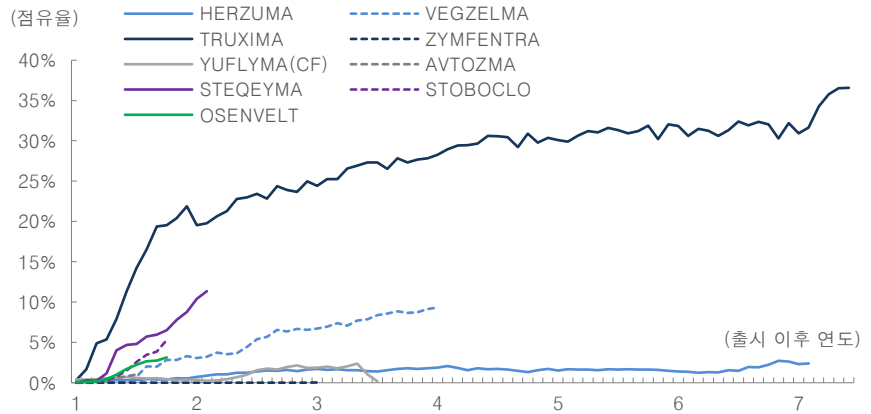
표 3. 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	842	961	1,029	1,330	1,145	1,218	1,306	1,551	4,162	5,220	6,962
(% yoy)	14.2	9.9	16.7	25.1	36.0	26.7	26.9	16.6	17.0	25.4	33.4
바이오의약품	768	883	961	1,252	974	1,092	1,193	1,432	3,864	4,690	5,307
제약+케미컬	68	72	63	70	69	76	68	74	274	287	316
CMO	0	0	0	0	96	33	40	47	0	216	1166
매출총이익	443	544	626	854	686	755	836	1,024	2,467	3,301	4,563
매출총이익률	52.6	56.6	60.8	64.2	59.9	62.0	64.0	66.0	59.3	63.2	65.5
(% yoy)	44.4	48.0	35.1	57.0	54.9	38.7	33.5	19.9	46.7	33.8	38.2
영업이익	149	242	301	475	322	390	457	574	1,168	1,743	2,519
영업이익률	17.7	25.2	29.3	35.7	28.1	32.0	35.0	37.0	28.1	33.4	36.2
(% yoy)	867.9	234.5	45.1	141.9	115.4	60.8	51.6	20.8	137.5	49.1	44.6
순이익	108	63	332	528	241	291	342	430	1,031	1,303	1,890
순이익률	12.9	6.6	32.3	39.7	21.0	23.9	26.2	27.7	24.8	25.0	27.2
(% yoy)	421.6	-19.3	294.7	124.1	122.0	360.5	3.0	-18.6	146.2	26.4	45.0

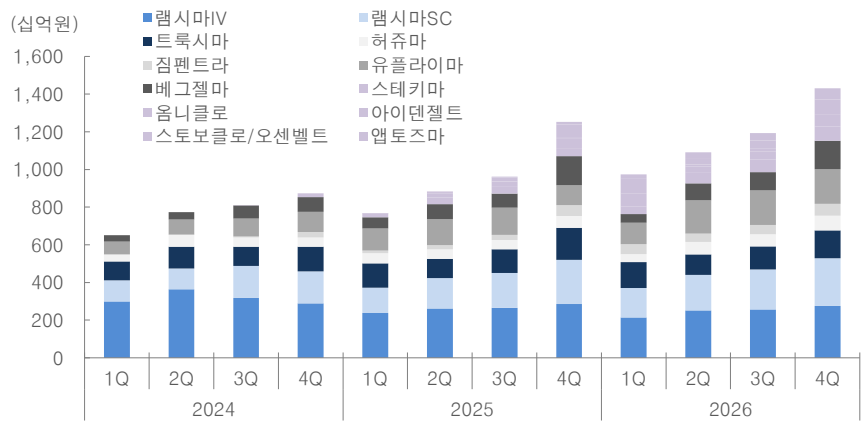
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 셀트리온 바이오시밀러 미국 점유율 추이



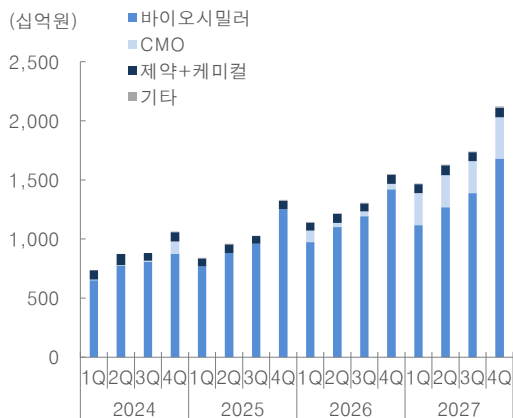
주: US 기준
자료: Symphony Health, 대신증권 Research Center

그림 2. 셀트리온 바이오시밀러 매출 추이 및 전망



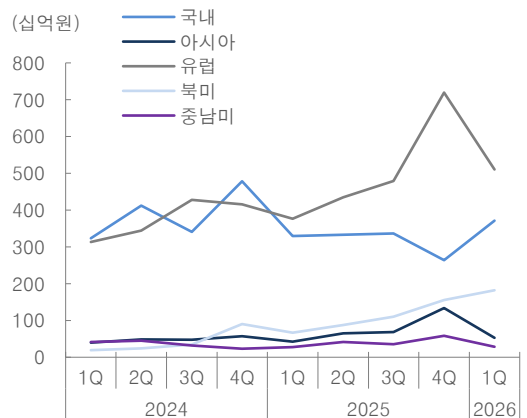
주: '26년 당사 추정치
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업부문별 매출 추이 및 전망



주: '26-'27 당사 추정치
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

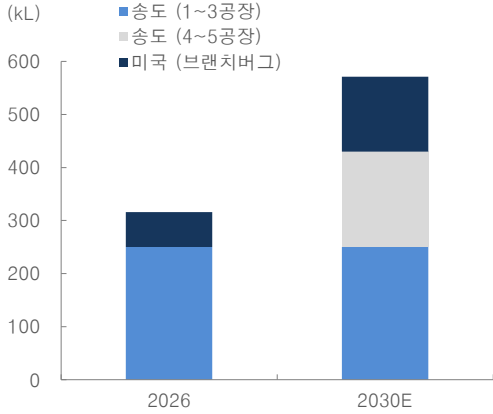
그림 4. 지역별 매출추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

표 4. 셀트리온 바이오시밀러 출시 현황 및 전망

그림 5. 셀트리온 DS 생산 CAPA 확장 계획



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 6. 셀트리온 주요 신약 파이프라인 현황

파이프 라인명	개발 단계	타겟	적응증	Catalyst
CT-P70	임상 1상	cMET	비소세포폐암, 대장암 등	FDA 패스트트랙 지정 원료(2026.01) 임상 결과 도출(24-26)
CT-P71	임상 1상	Nectin-4	요로상피암, 유방암 등	FDA 패스트트랙 지정 원료(2026.04) 임상 결과 도출(24-26)
CT-P72	임상 1상	HER2, CD3	유방암, 위암 등	FDA 패스트트랙 신청 예정(2026)
CT-P73	임상 1상	CD142	지궁경부암, 두경부암 등	임상 결과 도출(24-26) 및 FDA 패스트트랙 신청 예정(2026)

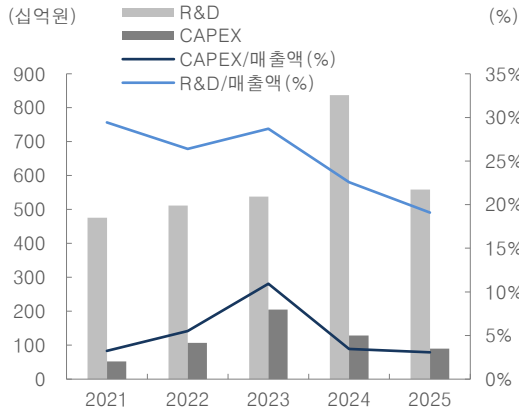
자료: DART, 대신증권 Research Center

표 5. 셀트리온-바이오텍 주요 계약 체결 현황

계약체결일	계약상대방	내용
2025.11	트리오어(한국)	트리오어사의 플랫폼 기술실시 및 라이선스 계약
2025.11	Kaigene(미국)	희귀 자가면역질환 치료 신약물질 License-in 계약
2025.01	머스트바이오(한국)	PD-1 x VEGF x IL-2v 삼중융합단백질 신약 공동 연구개발 및 라이선스 계약
2025.01	포트라이(한국)	공간전사체 기반 항체 발굴 및 후속 연구 개발을 위한 공동 연구 계약
2023.12	사이린테라퓨틱스(한국)	다중항체 개발을 위한 공동 연구 계약
2023.04	바스젠바이오(한국)	유전체 기반의 바이오마커 발굴을 위한 공동 연구개발 계약
2023.03	지뉴브(한국)	항체 발굴 및 연구개발을 위한 공동 연구개발 계약
2023.02	진메디신(한국)	항암바이러스 플랫폼 기술 개발 계약
2023.02	리스크어바이오사이언스(한국)	마이크로바이옴 파킨슨병 신약 공동 연구개발 계약
2023.06	Rani Therapeutics(미국)	경구형 아달리무맙 항체치료제 공동 개발 계약
2023.01	Rani Therapeutics(미국)	경구형 우스테키누맙 항체치료제 공동 개발 계약
2022.01	피노바이오(한국)	피노바이오가 보유한 ADC 링커-페이로드 플랫폼 기술 실시 옵션 도입 계약
2022.09	Abpro Corporation(미국)	HER2 양성 고행암 표적 이중항체 치료 후보물질 'ABP102'의 글로벌 공동 개발 계약
2021.08	TriLink BioTechnologies(미국)	차세대 mRNA 백신 플랫폼 개발
2021.06	Iksuda Therapeutics(영국)	항체약물접합체(ADC) 기반 차세대 항암 신약 개발

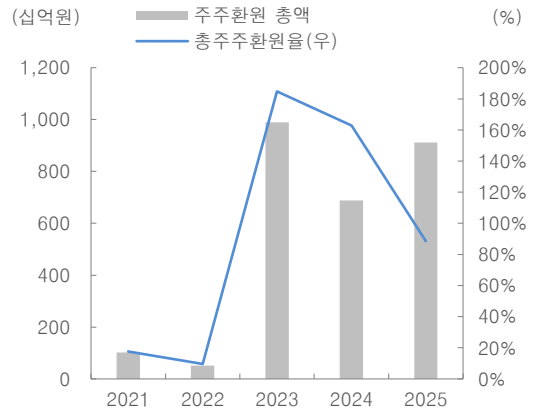
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 7. R&D 및 CAPEX 투자현황



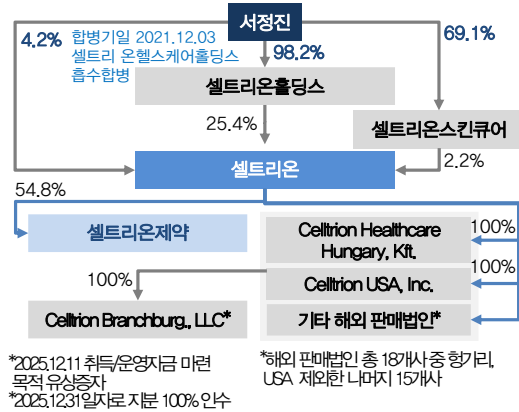
자료: DART, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 8. 주주환원 총액 및 총주주환원율



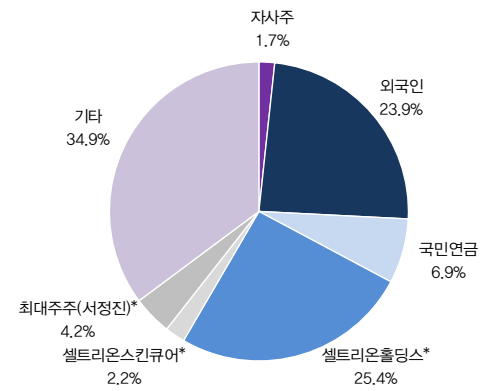
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 9. 지배구조



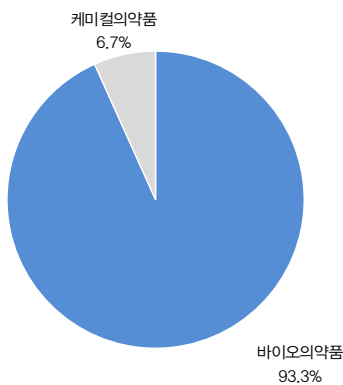
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 10. 주주구성



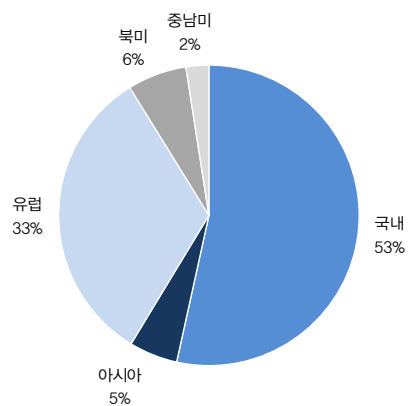
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 11. 유형별 매출 비중



주: 4Q25기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 12. 지역별 매출비중



주: 4Q25기준
자료: DART, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,220	6,962	7,459
매출원가	1,876	1,695	1,920	2,399	2,461
매출총이익	1,682	2,467	3,301	4,563	4,998
판매비와관리비	1,190	1,299	1,558	2,044	2,163
영업이익	492	1,168	1,743	2,519	2,834
영업이익률	13.8	28.1	33.4	36.2	38.0
EBITDA	910	1,456	2,028	2,818	3,148
영업외손익	84	-15	-5	1	2
관계기업손익	-12	-14	8	7	7
금융수익	57	60	56	54	54
외환관련이익	171	282	282	282	282
금융비용	-80	-96	-99	-95	-95
외환관련손실	4	21	21	21	21
기타	120	36	30	35	36
법인세비용차감전순손익	576	1,154	1,738	2,521	2,837
법인세비용	-157	-122	-434	-630	-709
계속사업순손익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
당기순이익률	11.8	24.8	25.0	27.2	28.5
비재배분순이익	-4	2	11	16	18
지배지분순이익	423	1,030	1,292	1,874	2,109
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	51	-25	25	26	26
포괄순이익	925	779	1,557	2,145	2,383
비재배분포괄이익	-4	2	13	18	20
지배지분포괄이익	929	777	1,544	2,127	2,362

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,787	4,447	5,772	8,463	9,525
PER	101.1	40.7	32.7	22.3	19.8
BPS	73,730	74,317	81,241	89,512	98,109
PBR	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
EBITDAPS	3,848	6,288	9,057	12,724	14,217
EV/EBITDA	46.0	30.5	22.1	16.1	14.1
SPS	15,040	17,976	23,317	31,439	33,683
PSR	12.0	10.1	8.1	6.0	5.6
CFPS	4,515	6,845	9,346	13,039	14,537
DPS	689	750	750	750	750

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	63.4	17.0	25.4	33.4	7.1
영업이익 증가율	-24.5	137.5	49.1	44.6	12.5
순이익 증가율	-22.4	146.2	26.4	45.0	12.5
수익성					
ROC	1.9	5.5	6.5	8.6	9.0
ROA	2.4	5.4	7.7	10.5	11.0
ROE	2.5	5.9	7.3	9.9	10.2
안정성					
부채비율	19.8	28.7	26.5	24.3	22.0
순차입금비율	6.1	14.4	14.9	16.5	10.3
이자보상배율	6.5	15.5	22.5	34.0	38.3

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,584	6,205	6,876	8,237	9,820
현금및현금성자산	996	1,119	822	277	1,324
매출채권 및 기타채권	1,259	1,840	2,298	3,050	3,266
재고자산	2,766	2,803	3,516	4,689	5,024
기타유동자산	562	442	240	221	206
비유동자산	15,471	16,130	16,322	16,600	16,903
유형자산	1,245	1,703	2,040	2,449	2,868
관계기업투자금	112	106	126	144	163
기타비유동자산	14,115	14,321	14,156	14,006	13,872
자산총계	21,055	22,335	23,197	24,837	26,723
유동부채	3,187	4,454	4,371	4,389	4,373
매입채무 및 기타채무	550	629	661	713	728
차입금	1,989	3,239	3,239	3,239	3,239
유동성채무	98	77	0	0	0
기타유동부채	550	509	471	437	406
비유동부채	288	529	486	459	442
차입금	87	387	387	387	387
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	201	141	99	72	55
부채총계	3,475	4,982	4,857	4,848	4,815
지배지분	17,439	17,208	18,188	19,822	21,726
자본금	221	239	230	230	230
자본잉여금	14,828	14,215	14,215	14,215	14,215
이익잉여금	3,744	4,407	5,535	7,246	9,192
기타자본변동	-1,353	-1,653	-1,793	-1,869	-1,911
비지배지분	141	144	152	166	182
자본총계	17,580	17,353	18,340	19,988	21,908
순차입금	1,064	2,499	2,738	3,300	2,266

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	902	646	597	464	2,054
당기순이익	419	1,031	1,303	1,890	2,128
비현금항목의 가감	649	553	789	997	1,092
감가상각비	418	288	285	298	314
외환손익	-104	-118	-177	-177	-177
지분법평가손익	12	14	-8	-7	-7
기타	323	370	689	882	961
자산부채의 증감	-21	-495	-1,002	-1,737	-400
기타현금흐름	-145	-444	-493	-686	-765
투자활동 현금흐름	-169	-860	-423	-527	-571
투자자산	-38	-19	-19	-19	-19
유형자산	-135	-108	-450	-550	-590
기타	3	-734	46	42	38
재무활동 현금흐름	-353	339	-333	-246	-246
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	31	-594	-10	0	0
현금배당	-104	-154	-164	-163	-163
기타	-281	1,087	-160	-83	-83
현금의 증감	432	123	-297	-546	1,048
기초 현금	565	996	1,119	822	277
기말 현금	996	1,119	822	277	1,324
NOPLAT	358	1,045	1,307	1,889	2,126
FCF	446	1,001	1,142	1,638	1,850

자료: 셉트리온, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

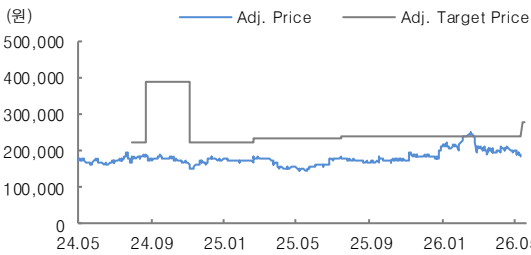
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍가혜)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.20	담당자 변경	26.01.22	26.01.08	25.12.01	25.11.28
투자의견	Buy		6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000		240,000	240,000	240,000	240,000
과리율(평균%)			(9.44)	(24.34)	(25.54)	(26.68)
과리율(최대/최소%)			3.54	(7.92)	(11.25)	(18.29)
제시일자	25.11.05	25.09.24	25.07.22	25.04.22	25.02.26	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	240,000	240,000	240,000	231,200	231,200	220,800
과리율(평균%)	(26.73)	(27.47)	(27.81)	(29.16)	(26.73)	(22.48)
과리율(최대/최소%)	(18.29)	(23.25)	(23.25)	(21.62)	(21.62)	(17.00)
제시일자	24.11.12	24.10.04	24.08.30	24.08.07	24.06.06	24.04.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,800	386,400	386,400	220,800	184,000	220,800
과리율(평균%)	(30.97)	(54.36)	(53.26)	(17.20)	(6.50)	(25.19)
과리율(최대/최소%)	(30.67)	(51.07)	(51.07)	(14.58)	4.50	(21.25)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260517)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율			

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상