

셀트리온 (068270)

통상적으로 1분기는 아쉬웠다

1Q26 Preview; 일회성 비용으로 인한 컨센서스 하회 전망

동사의 2026년 1분기 실적은 매출 1조 994억원, 영업이익 3,025억원으로 전망한다. 시장 컨센서스(매출 1조 1,354억원, 영업이익 3,397억원) 대비 매출과 영업이익이 하회할 것으로 예상된다. 바이오시밀러의 처방 계절성이 반영되었으며 미국 공장과 관련된 추가적인 비용이 이익 감소에 영향을 줬다. 작년 인수한 미국 브랜치버그 소재 공장은 2월부터 일라이 릴리로부터 수주받은 CMO 물량에 대한 생산이 진행되고 있다. 해당 매출은 2분기부터 인식될 예정이며, 공장 가동을 준비하는 과정 중에 발생하는 밸리데이션, 테크 트랜스퍼 등으로 인한 비용이 발생했다. 다만 해당 비용은 일회성 성격이라는 점에서, 2분기부터는 실적의 정상화 궤도가 다시 시작될 수 있을 것으로 판단한다. 최근 공시를 통해 동사는 영업이익에 대한 가이드라인을 제시했다. 매분기 이익이 성장하는 흐름의 사업 실적을 회사는 전망하고 있으며, 이는 기존제품군의 안정적인 매출 시현에 신규 제품군의 성장이 가세됨에 따른 것이다.

2026년의 성장 포인트; 판매지역 확장, 뉴 모달리티 성과

핵심 사업인 바이오시밀러에서 신규제품의 비중이 커짐에 따라 실적이 개선되고 있는 상황은 작년 하반기부터 지속되고 있다. 올해는 신규 제품들의 판매지역 확장에 따른 추가적인 매출 확보가 가능할 것이 기대된다. 졸레어 바이오시밀러인 옴리클로는 하반기 중 미국에 새롭게 출시할 예정이다. 해당 제품은 최근 브라질에서 퍼스트무버로 진출하는 등 글로벌 저변을 확대 중인 상황이며, 처음 판매를 개시한 유럽에서도 점유율 기반의 빠른 성장을 보여주고 있다. 또한 하반기 중 유럽에서 스테키마의 허가 적응증에 궤양성대장염(UC)이 추가되는 이벤트도 매출 상승에 기여할 수 있다.

바이오시밀러 외에도 동사가 준비 중인 뉴 모달리티에서의 성과 역시 연내 확인할 수 있을 것이다. ADC 후보물질 3종(CT-P70, P71, P73) 및 이중항체 후보물질(CT-P72)는 1상 IND를 승인받은 뒤 임상 1상을 진행 중으로 확인된다. 특히 cMET ADC 후보물질 CT-P70은 FDA의 패스트 트랙을 지정받았기에 데이터 리드아웃에서의 성과를 기반으로 빠른 후기 임상 진입의 모멘텀이 존재한다. 바이오시밀러의 안정적인 성과와 뉴 모달리티에서의 임상적 성과가 확인되는 2026년을 기대한다.

목표주가 26만원 유지, EU 바이오시밀러 간소화는 호재

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가 26만원은 DCF 방식을 통해 산출한 수치로, 당사가 제시하는 총 기업가치는 셀트리온 58조 1,450억원 및 셀트리온제약 1조 3,619억원을 합산한 59조 5,069억원이다. 셀트리온제약은 1년 평균 시가총액에 지분율 54.81%를 반영해 산출했다.

최근 EMA 산하 CHMP(약물사용자위원회)는 바이오시밀러의 대규모 임상 3상에 대한 선택적인 면제를 가능하게 하는 가이드라인을 공식적으로 채택했다. 핵심은 구조적, 기능적 유사성 및 약동학 데이터만으로 오리지널과 바이오시밀러 간의 효능이 동일함을 증명하면 임상 3상없이 허가를 해준다는 점이다. 시간적, 비용적 이점은 곧 후속 파이프라인들의 출시 시점을 빠르게 앞당겨질 수 있게 해주며, 수익성 개선을 기대해볼 수 있다. 이미 다양한 제품군을 성공적으로 출시했던 이력이 있는 동사는 바이오시밀러 임상 측면에서 피어그룹 대비 경쟁력이 있다고 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

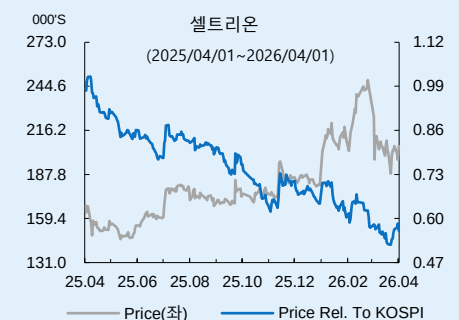
목표주가(12M)	260,000원(유지)
종가(2026.04.01)	206,000원
상승여력	26.2%

Stock Indicator

자본금	239십억원
발행주식수	23,105만주
시가총액	47,596십억원
외국인지분율	23.4%
52주 주가	145,997~248,500원
60일평균거래량	790,727주
60일평균거래대금	171.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.6	13.8	17.6	22.5
상대수익률	-1.4	-16.2	-40.9	-94.8

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	4,162	5,412	6,100	6,771
영업이익(십억원)	1,168	1,775	2,210	2,625
순이익(십억원)	1,030	1,403	1,776	2,083
EPS(원)	4,447	6,076	7,689	9,018
BPS(원)	74,508	78,780	84,665	91,879
PER(배)	40.7	33.9	26.8	22.8
PBR(배)	2.4	2.6	2.4	2.2
ROE(%)	5.9	7.9	9.4	10.2
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	30.4	23.8	19.5	16.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 셀트리온 DCF valuation

(십억원, %, 천개, 원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Operating EBIT	1,775	2,210	2,625	3,034	3,375
법인세율	21.4%	20.0%	20.7%	20.3%	20.5%
NOPLAT	1,395	1,768	2,082	2,416	2,682
감가상각비	127	129	126	118	106
무형자산상각비	207	184	164	146	131
총현금흐름	1,729	2,081	2,372	2,681	2,919
총투자	-1,453	-758	-699	-658	-565
FCF	276	1,324	1,673	2,023	2,354
PV of FCFF	265	1,198	1,431	1,634	1,798
추정 마지막 연도 FCFF	2,354				
Terminal Value	71,325				
Terminal growth	2.4				
PV of Forecasted FCFF	6,325				
PV of Terminal Value	54,454				
Operating Value of FCFF	60,778				
영업 외	-2,633.2				
셀트리온 기업가치	58,145.0				
셀트리온제약 가치	1,361.9	1년 평균 시가총액에 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	59,506.9				
주식수	230,961				
적정주가	260,000				

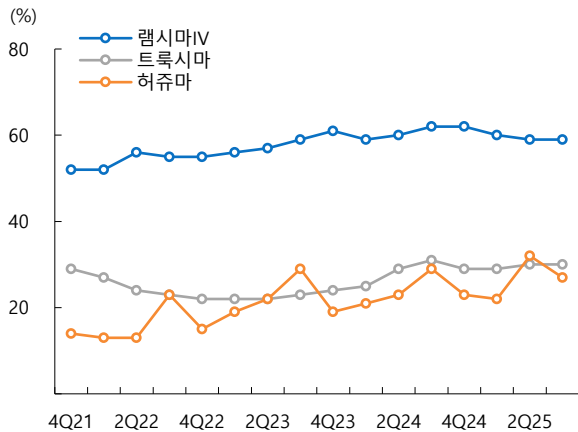
자료: iM증권 리서치본부

표1. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출	841.9	961.5	1,029.0	1,330.2	1,099.4	1,320.2	1,410.6	1,582.0	4,162.5	5,412.3	6,100.5
YoY	14.2	9.9	16.7	25.1	30.6	37.3	37.1	18.9	17.0	30.0	12.7
매출총이익	442.9	544.4	626.1	853.7	737.5	904.2	981.6	1,088.3	2,467.0	3,711.6	4,386.1
YoY	44.4	48.0	35.1	57.0	66.5	66.1	56.8	27.5	46.7	50.4	18.2
GPM	52.6	56.6	60.8	64.2	67.1	68.5	69.6	68.8	59.3	68.6	71.9
영업이익	149.4	242.5	301.4	475.2	302.5	419.1	486.8	566.8	1,168.5	1,775.2	2,209.5
YoY	867.7	234.5	45.1	141.9	102.4	72.8	61.5	19.3	137.5	51.9	24.5
OPM	17.7	25.2	29.3	35.7	27.5	31.7	34.5	35.8	28.1	32.8	36.2
당기 순이익	108.3	63.3	331.9	527.9	232.6	318.2	405.2	457.0	1,031.5	1,413.0	1,783.5
YoY	421.6	(19.3)	294.7	124.1	114.7	402.7	22.1	(13.4)	146.2	37.0	26.2

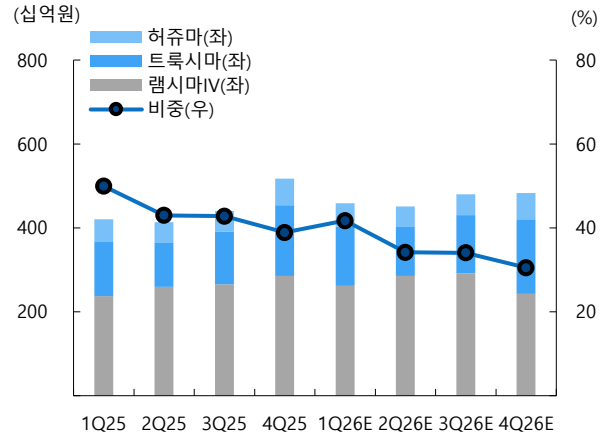
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



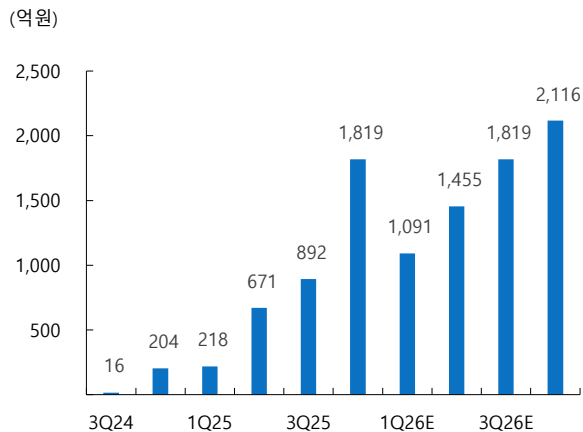
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이 및 전망



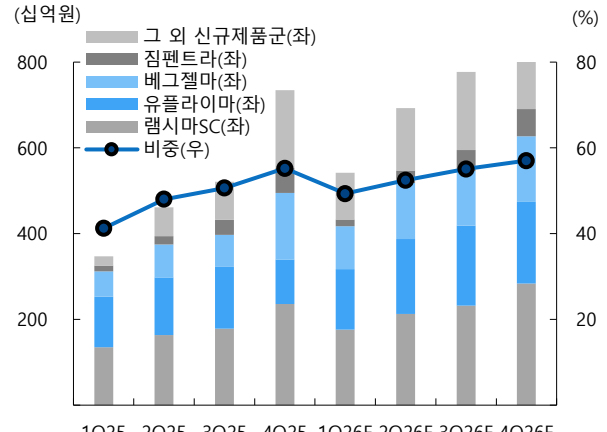
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 2024년 이후 런칭제품 글로벌 합산 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 개발 및 포트폴리오 현황 (2025년 4분기 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

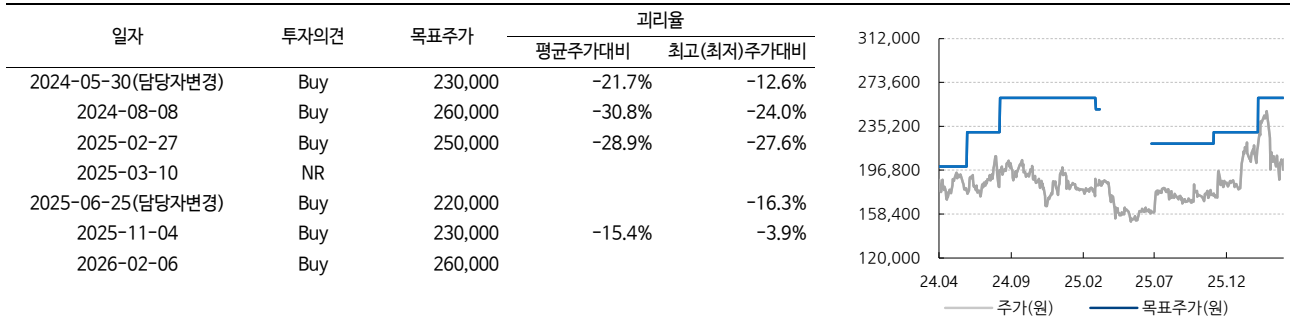
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,205	7,206	8,642	10,418	매출액	4,162	5,412	6,100	6,771
현금 및 현금성자산	1,119	820	1,562	2,648	증가율(%)	17.0	30.0	12.7	11.0
단기금융자산	122	100	82	68	매출원가	1,695	1,701	1,714	1,737
매출채권	1,874	2,426	2,731	3,027	매출총이익	2,467	3,712	4,386	5,034
재고자산	2,803	3,645	4,109	4,560	판매비와관리비	1,299	1,936	2,177	2,409
비유동자산	16,130	15,994	15,778	15,536	연구개발비	211	274	309	343
유형자산	1,703	1,776	1,746	1,670	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,778	13,571	13,387	13,222	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	22,335	23,200	24,421	25,954	영업이익	1,168	1,775	2,210	2,625
유동부채	4,454	4,322	4,176	4,032	증가율(%)	137.5	51.9	24.5	18.8
매입채무	125	162	183	203	영업이익률(%)	28.1	32.8	36.2	38.8
단기차입금	3,239	3,039	2,839	2,639	이자수익	23	17	31	51
유동성장기부채	77	77	77	77	이자비용	75	71	67	63
비유동부채	529	529	529	529	지분법이익(손실)	-14	-17	-20	-24
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	36	74	74	75
장기차입금	387	387	387	387	세전계속사업이익	1,154	1,798	2,229	2,641
부채총계	4,982	4,851	4,705	4,560	법인세비용	122	385	446	547
지배주주지분	17,208	18,195	19,554	21,220	세전계속이익률(%)	27.7	33.2	36.5	39.0
자본금	239	239	239	239	당기순이익	1,031	1,413	1,783	2,094
자본잉여금	14,215	14,215	14,215	14,215	순이익률(%)	24.8	26.1	29.2	30.9
이익잉여금	4,407	5,647	7,258	9,177	지배주주귀속 순이익	1,030	1,403	1,776	2,083
기타자본항목	-1,653	-1,906	-2,159	-2,411	기타포괄이익	-253	-253	-253	-253
비지배주주지분	144	154	161	173	총포괄이익	779	1,160	1,531	1,842
자본총계	17,353	18,349	19,716	21,394	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	646	653	1,599	1,896	주당지표 (원)				
당기순이익	1,031	1,413	1,783	2,094	EPS	4,447	6,076	7,689	9,018
유형자산감가상각비	93	127	129	126	BPS	74,508	78,780	84,665	91,879
무형자산감각비	195	207	184	164	CFPS	5,688	7,522	9,047	10,276
지분법관련손실(이익)	-14	-17	-20	-24	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-860	-723	-627	-580	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-108	-200	-100	-50	PER	40.7	33.9	26.8	22.8
무형자산의 처분(취득)	-223	-	-	-	PBR	2.4	2.6	2.4	2.2
금융상품의 증감	-22	-12	-12	-12	PCR	31.8	27.4	22.8	20.0
재무활동 현금흐름	339	1,082	1,082	1,082	EV/EBITDA	30.4	23.8	19.5	16.5
단기금융부채의증감	-56	-200	-200	-200	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	5.9	7.9	9.4	10.2
자본의증감	12	-	-	-	EBITDA0이익률	35.0	39.0	41.4	43.1
배당금지급	-154	-164	-164	-164	부채비율	28.7	26.4	23.9	21.3
현금및현금성자산의증감	123	-299	742	1,086	순부채비율	14.2	14.1	8.4	1.8
기초현금및현금성자산	996	1,119	820	1,562	매출채권회전율(x)	2.6	2.5	2.4	2.4
기말현금및현금성자산	1,119	820	1,562	2,648	재고자산회전율(x)	1.5	1.7	1.6	1.6

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

셀트리온 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-