

셀트리온 (068270)

2026년, 힘찬 출발

투자의견

BUY(유지)

목표주가

250,000 원(상향)

현재주가

181,000 원(12/30)

시가총액

41,804(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가를 25만원(중전 22만원)으로 상향: 바이오시밀러 구제품들의 약가 인하와 경쟁 심화 우려에도 불구하고, 2026년에는 고마진 신제품 출시 확대에 따른 원가율 하락과 CMO 사업 확장에 따른 외형 및 이익 동반 고성장이 예상됨. 밸류에이션 프리미엄이 유지될 것으로 판단해 Target P/E 40배를 유지함. 목표주가 상향은 밸류에이션 기준연도를 2025년에서 2026년 예상 실적 기준으로 전환하였기 때문
- 2025년 4분기 잠정 실적: 신제품 믹스 및 비용 통제로 이익 서프라이즈, 매출액 1.28조원 영업이익 4,722억원(영업이익률 36.8%)으로 영업이익이 당사 및 시장 컨센서스를 각각 23%, 19% 상회함. 이익 고성장은 신제품 매출 비중 상승에 따른 원가율 하락과 판관비 통제 영향이 핵심. 매출원가율과 판관비율이 각각 36.1%, 27.1%로 매출원가율은 전년동기 및 전분기 대비 각각 12.8%pt, 3.1%pt, 판관비율은 전년동기 및 전분기 대비 각각 5.6%pt, 4.5%pt 하락함
- 2026년 전망: 예상 매출액 및 영업이익 성장률은 각각 24%yoy, 33%yoy로 추정함. 가격 하락에 따른 구제품들의 성장 정체가 불가피하나 신제품 매출 증가 및 CMO 매출(약 3천억원 예상)이 전체 성장을 견인할 전망. 상반기에는 일라이 릴리로부터 인수(2025년 9월)한 공장 가동 초기 비용 반영 및 CMO 물량 증가로 원가율이 단기적으로 상승할 가능성은 있음. 그러나 하반기로 가면서 원가율이 하락하며 연평균 원가율 41%(2025년 수준)은 가능할 것으로 예상됨.
- 주가 흐름 및 체크 포인트: 미국 시장 진출 효과가 지연되며 2025년 초부터 약세를 보였으나 이익 성장세가 확인된 5월 중순을 저점(주가 146,200원, 12개월 선행 P/E = 31배)으로 23% 반등함. 2026년 실적 성장과 신약 R&D가 순조롭게 진행된다면 기업 가치가 레벨 업 될 것으로 전망함. 다만 공장 가동 비용 증가 및 고마진 제품 매출 비중 변화에 따른 분기별 변동성은 유의할 필요가 있음

주가(원, 12/30)	181,000
시가총액(십억원)	41,804

발행주식수	230,961천주
52주 최고가	203,500원
52주 최저가	150,400원
52주 일간 Beta	0.28
60일 일평균거래대금	1,232억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.4%

주주구성	
셀트리온홀딩스 (외 97인)	31.1%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.8	-23.8	-75.4
절대기준	-2.5	13.4	0.2

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	250,000	220,000	▲
영업이익(26)	1,551	1,577	▼
영업이익(27)	1,901	1,870	▲

12월 결산(십억원)	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	3,557	4,116	5,110	5,792
영업이익	492	1,165	1,551	1,901
세전손익	576	1,218	1,700	2,034
당기순이익	419	1,037	1,398	1,665
EPS(원)	1,789	4,491	6,080	7,244
증감률(%)	-19.9	151.0	35.4	19.1
PER(배)	100.9	40.3	29.8	25.0

자료: 유진투자증권

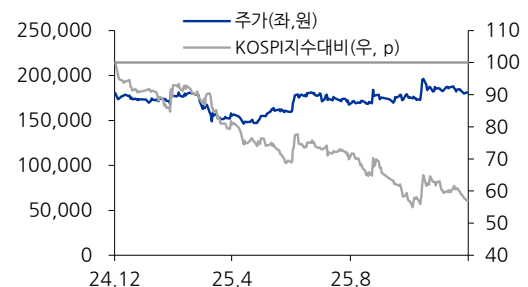


도표 1. 셀트리온 4Q25 실적 Review 및 1Q26 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	4Q25P					1Q26E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		잠정 실적	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	1,284	1,354	(5.2)	1,258	2.7	1,213	44.0	(5.6)	3,557	4,116	15.7	5,110	24.2
영업이익	472	385	22.7	397	19.0	333	122.8	(29.5)	492	1,165	136.9	1,551	33.0
지배순이익	-	588	-	399	-	379	248.3	-	423	1,037	145.4	1,404	35.4
영업이익률	36.8	28.4	8.3	31.5	5.2	27.5	9.7	(9.3)	13.8	28.3	14.5	30.3	2.0
지배순이익률	-	43.4	(43.4)	31.7	(31.7)	31.2	18.3	31.2	11.9	25.2	13.3	27.5	2.3

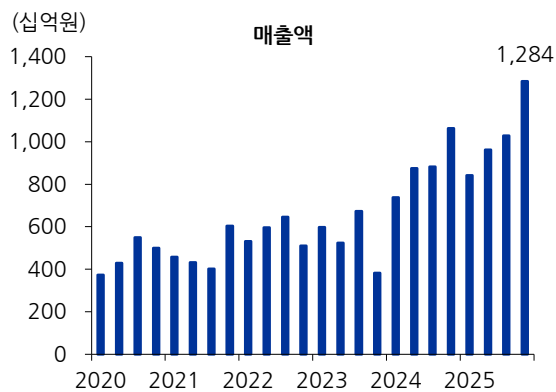
자료: 셀트리온, FnGuide, 유진투자증권
주: 2025년 지배순이익은 당사 추정치 기준

도표 2. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	2025				2026				2024	2025P		2026E	
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE		잠정 실적	당사 예상치	당사 예상치	컨센 서스
매출액	842	961	1,029	1,284	1,213	1,241	1,311	1,346	3,557	4,116	4,186	5,110	4,905
영업이익	149	242	301	472	333	364	419	435	492	1,165	1,078	1,551	1,565
지배순이익	109	61	331	-	379	149	298	578	423	1,037	911	1,404	1,243
영업이익률	17.7	25.2	29.3	36.8	27.5	29.3	32.0	32.3	13.8	28.3	25.7	30.3	31.9
지배순이익률	12.9	6.4	32.2	-	31.2	12.0	22.7	43.0	11.9	25.2	21.8	27.5	25.3

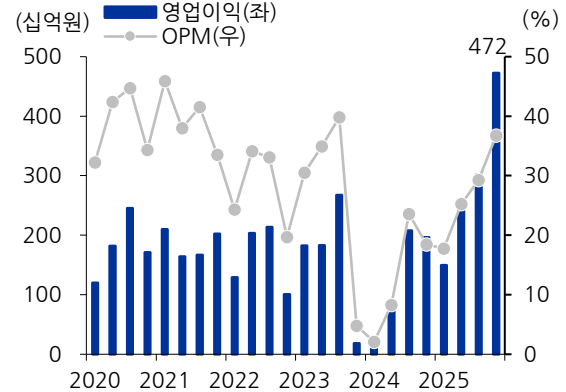
자료: 셀트리온, FnGuide, 유진투자증권
주: 2025년 지배순이익은 당사 추정치 기준

도표 3. 셀트리온 분기별 매출액 추이(연결)



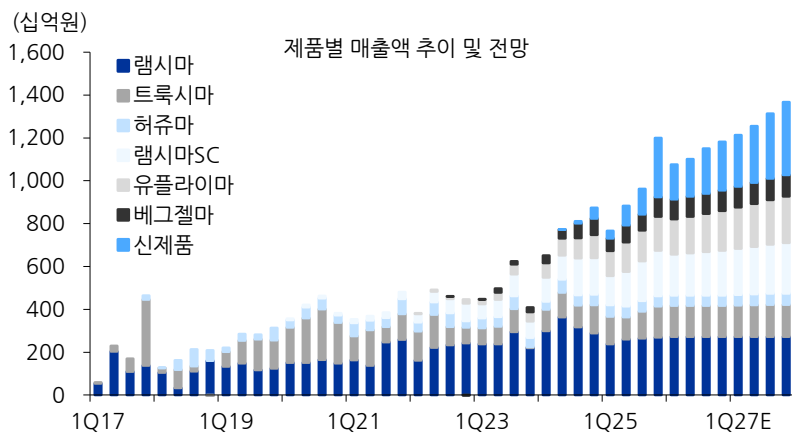
자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 4. 셀트리온 분기별 영업이익 추이(연결)



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 5. 셀트리온 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 유진투자증권
주: 4Q25E부터 추정치

도표 6. 셀트리온 시가총액 추이 및 주요 이벤트

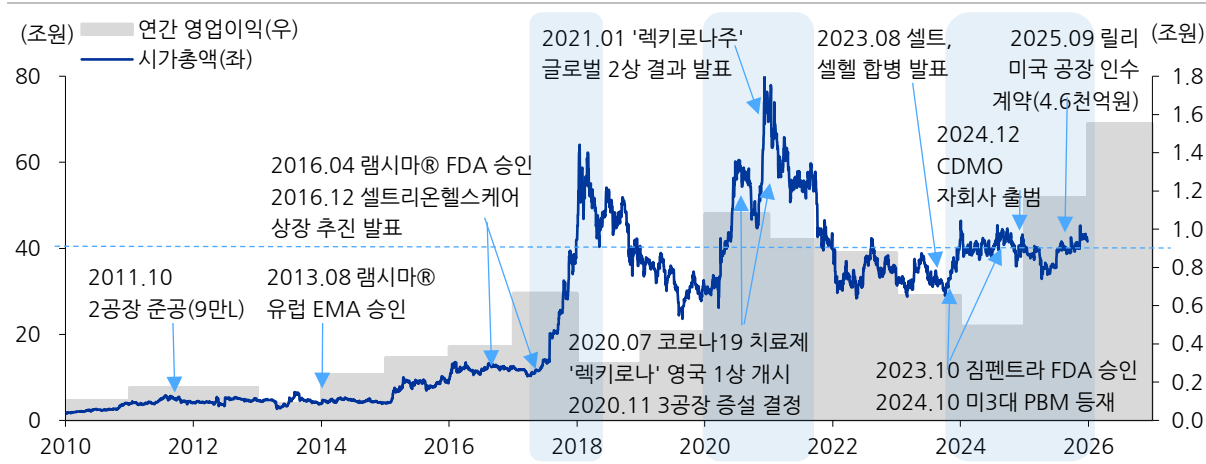


도표 7. 셀트리온 12M Fwd P/E valuation

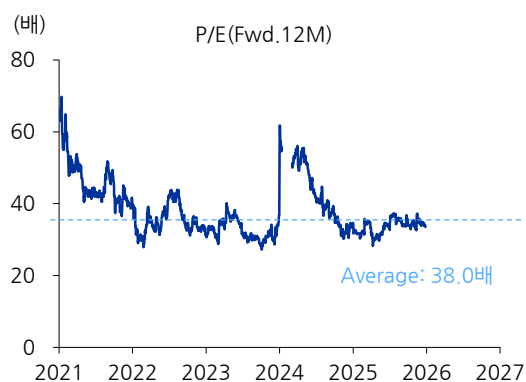


도표 8. 셀트리온 12M Fwd EV/EBITDA valuation

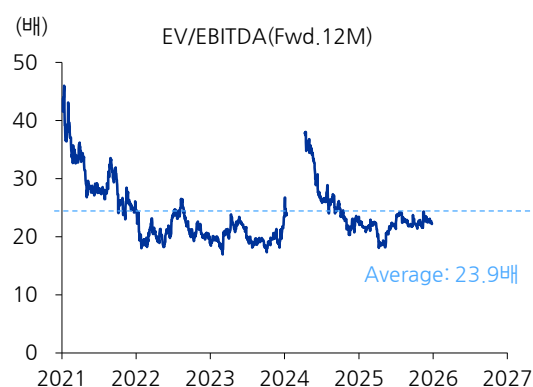


도표 9. 글로벌 바이오제약 기업 시가총액 순위(21~40 위권)

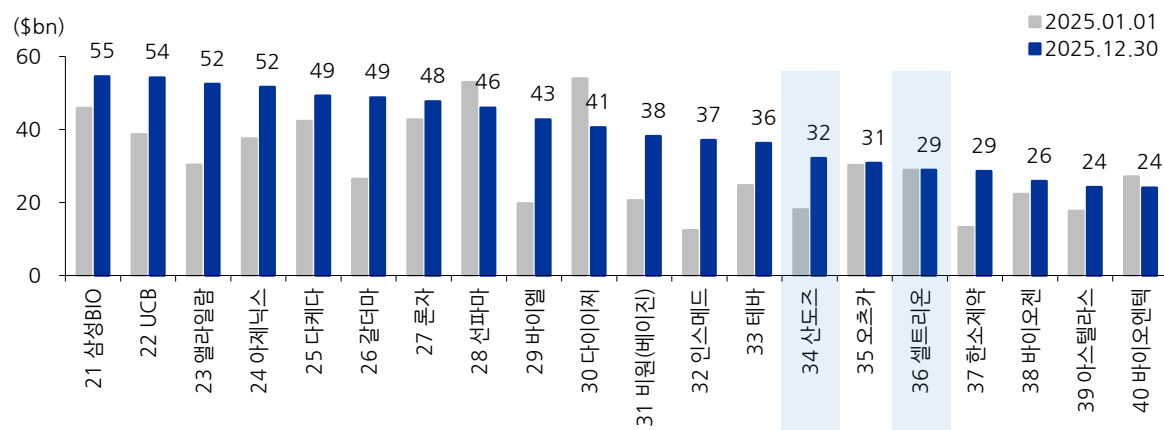
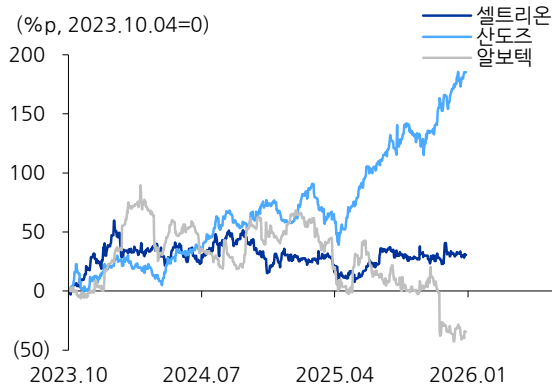
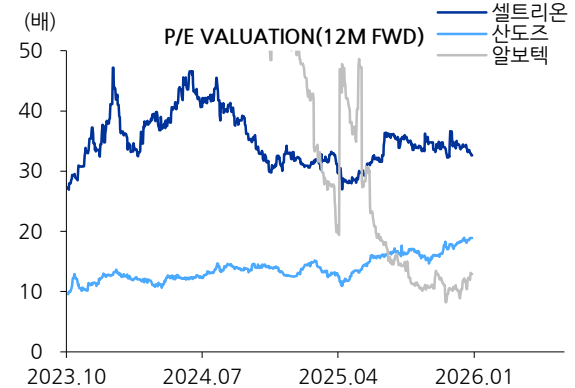


도표 10. 바이오시밀러 3사 주가 수익률 추이



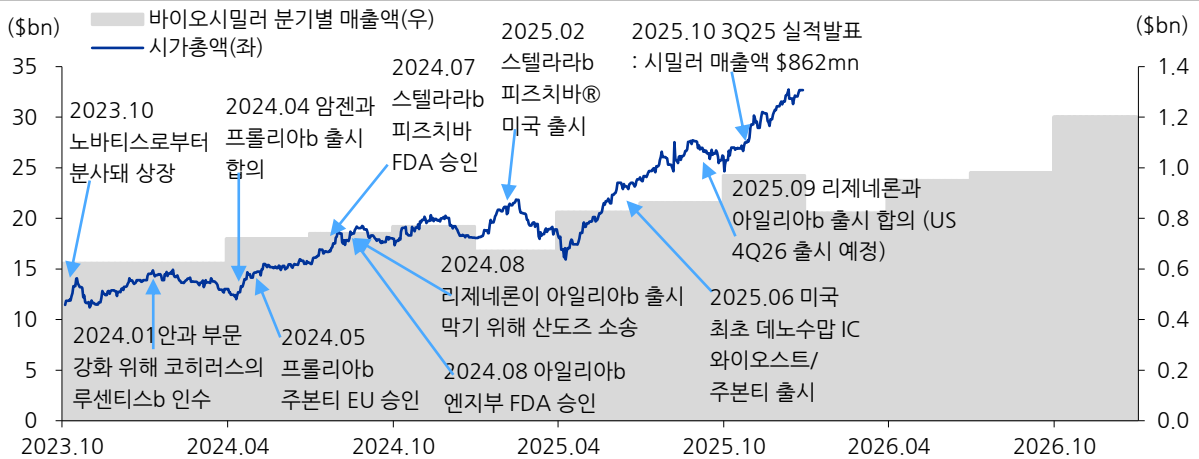
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 11. 바이오시밀러 3사 P/E valuation 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12. 산도즈(SWX:SDZ) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 산도즈, Bloomberg, 유진투자증권

주: 3Q25E 이후 분기별 매출액 및 예상 매출액은 블룸버그 컨센서스

도표 13. 알보텍(NASDAQ:ALVO) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: 알보텍, Bloomberg, 유진투자증권

주: 3Q25E~ 실적은 블룸버그 컨센서스

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	19,957	21,055	21,516	22,763	24,366
유동자산	5,094	5,584	6,190	7,203	8,582
현금성자산	760	1,144	1,346	2,286	3,072
매출채권	948	1,259	1,406	1,475	1,690
재고자산	3,039	2,766	3,030	3,019	3,380
비유동자산	14,863	15,471	15,326	15,560	15,784
투자자산	357	525	695	800	922
유형자산	1,215	1,245	1,032	1,120	1,181
기타	13,291	13,702	13,599	13,640	13,682
부채총계	2,831	3,475	4,446	4,459	4,560
유동부채	2,512	3,187	4,214	4,221	4,316
매입채무	491	554	844	885	1,014
유동성이자부채	1,783	2,102	2,835	2,795	2,755
기타	238	531	536	542	547
비유동부채	319	288	232	238	245
비유동이자부채	107	106	65	65	65
기타	212	182	167	173	180
자본총계	17,126	17,580	17,070	18,304	19,806
지배지분	16,981	17,439	16,926	18,160	19,662
자본금	220	221	239	239	239
자본잉여금	14,790	14,828	14,212	14,212	14,212
이익잉여금	3,964	3,744	4,415	5,649	7,151
기타	(1,993)	(1,353)	(1,940)	(1,940)	(1,940)
비지배지분	145	141	144	144	144
자본총계	17,126	17,580	17,070	18,304	19,806
총차입금	1,890	2,208	2,899	2,859	2,819
순차입금	1,131	1,064	1,553	573	(253)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	537	902	1,023	1,646	1,511
당기순이익	540	419	1,037	1,398	1,665
자산상각비	246	418	278	263	291
기타비현금성손익	127	206	(45)	(220)	(242)
운전자본증감	(221)	(21)	(147)	(27)	(459)
매출채권감소(증가)	(296)	(174)	(92)	(68)	(215)
재고자산감소(증가)	57	225	(315)	11	(361)
매입채무증가(감소)	(2)	(144)	197	41	129
기타	20	72	62	(11)	(12)
투자현금	(139)	(169)	(331)	(502)	(573)
단기투자자산감소	(164)	7	(17)	(5)	(58)
장기투자증권감소	(19)	(15)	(7)	(83)	(100)
설비투자	210	135	111	187	187
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(141)	(195)	(206)	(206)	(206)
재무현금	(385)	(353)	(415)	(210)	(211)
차입금증가	(90)	(80)	(12)	(40)	(40)
자본증가	(963)	(521)	(997)	(170)	(171)
배당금지급	52	104	154	170	171
현금 증감	13	432	230	935	728
기초현금	551	565	996	1,226	2,161
기말현금	565	996	1,226	2,161	2,889
Gross Cash flow	913	1,068	1,507	1,674	1,970
Gross Investment	197	198	461	524	974
Free Cash Flow	716	870	1,046	1,150	997

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,176	3,557	4,116	5,110	5,792
증가율(%)	(4.7)	63.4	15.7	24.2	13.4
매출원가	1,125	1,876	1,682	2,112	2,300
매출총이익	1,052	1,682	2,433	2,998	3,492
판매 및 일반관리비	400	1,190	1,268	1,447	1,592
기타영업손익	4	197	7	14	10
영업이익	651	492	1,165	1,551	1,901
증가율(%)	0.7	(24.5)	136.9	33.0	22.6
EBITDA	897	910	1,443	1,814	2,191
증가율(%)	2.7	1.4	58.6	25.7	20.8
영업외손익	20	84	52	149	133
이자수익	19	34	27	27	27
이자비용	10	76	72	72	72
지분법손익	(11)	(3)	(1)	0	0
기타영업손익	21	130	99	195	179
세전순이익	671	576	1,218	1,700	2,034
증가율(%)	7.2	(14.2)	111.3	39.6	19.6
법인세비용	131	157	180	302	369
당기순이익	540	419	1,037	1,398	1,665
증가율(%)	(0.5)	(22.4)	147.6	34.8	19.1
지배주주지분	536	423	1,037	1,404	1,673
증가율(%)	(0.4)	(21.1)	145.4	35.4	19.1
비지배지분	4	(4)	(0)	(6)	(8)
EPS(원)	2,235	1,789	4,491	6,080	7,244
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	151.0	35.4	19.1
수정EPS(원)	2,235	1,789	4,491	6,080	7,244
증가율(%)	(33.9)	(19.9)	151.0	35.4	19.1

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,235	1,789	4,491	6,080	7,244
BPS	77,083	80,336	73,291	78,636	85,141
DPS	459	735	740	740	740
밸류에이션(배, %)					
PER	83.0	100.9	40.3	29.8	25.0
PBR	2.4	2.2	2.5	2.3	2.1
EV/ EBITDA	34.1	45.9	30.0	23.4	19.0
배당수익률	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	48.7	39.9	27.7	25.0	21.2
수익성(%)					
영업이익률	29.9	13.8	28.3	30.3	32.8
EBITDA이익률	41.2	25.6	35.1	35.5	37.8
순이익률	24.8	11.8	25.2	27.4	28.8
ROE	5.1	2.5	6.0	8.0	8.8
ROIC	4.7	2.0	5.4	6.9	8.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	6.6	6.1	9.1	3.1	(1.3)
유동비율	202.8	175.2	146.9	170.7	198.9
이자보상배율	67.4	6.5	16.1	21.4	26.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회전율	1.7	3.2	3.1	3.5	3.7
재고자산회전율	1.2	1.2	1.4	1.7	1.8
매입채무회전율	5.0	6.8	5.9	5.9	6.1

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 기관투자가 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 제작물로서 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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

