

제약업

홍가혜
성하원kahye0.hong@daishin.com
hawon.sung@daishin.com

투자의견

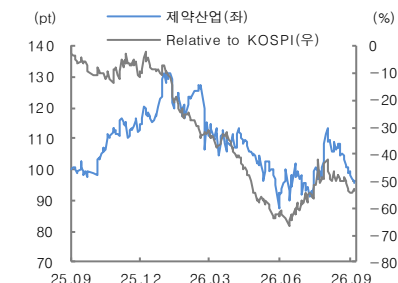
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
셀트리온	Buy	280,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.4	-0.6	-12.7	-4.7
상대수익률	-9.0	29.1	-27.9	-51.1



ERS 2026 후기: Omlyclo가 보여준 'Next Biosimilar'

- ERS 2026, 호흡기 Biologics 치료 세분화조기 치료와 접근성 부각
- Omlyclo, First-mover 기반 유럽 주요국 점유율 빠르게 확대
- Switching을 넘어 치료 환자군 확대 가능성 주목, Top-pick 셀트리온

ERS 2026 Key takeaways: Biologics 확대의 다음 과제는 치료 접근성

유럽호흡기학회(ERS; European Respiratory Society) 2026에서는 호흡기 생물학적 제제(Biologics) 치료가 phenotype·biomarker 기반으로 세분화되는 동시에 임상적 관해와 질환 진행 억제를 목표로 치료 대상과 시점이 확대되는 흐름을 확인함. 다만 높은 약가와 제한적인 보험급여로 실제 치료 침투율은 여전히 낮아, 향후 biologics 치료 환자 확대의 핵심 과제는 치료 접근성 개선에 있다고 판단함. 현지 주요 임상요인(KOL; Key Opinion Leader)에 따르면 독일에서도 치료 적합 환자의 약 30%만 biologics 치료를 받고 있으며, 약가 부담 완화 시 신규 치료 환자 유입 가능성이 높은 것으로 파악됨.

Omlyclo가 보여준 Next Biosimilar

Omlyclo는 호흡기·알레르기 영역의 첫 바이오시밀러로 2025년 하반기 유럽 시장에 first-mover로 진입해 덴마크 99%, 스페인 90% 이상, 노르웨이 84%, 독일 44% 등 주요국에서 빠른 점유율 확대를 시현. 초기 real-world data에서 Xolair 전환 후 질환 조절과 내약성이 유지되는 결과를 확보했으며, 300mg 제형 확대 등 제품 경쟁력도 강화 중임. 향후 성장 기회는 기존 Xolair 환자 전환을 넘어 가격 및 급여 접근성 개선에 따른 신규 치료 환자 유입에 있음. 미치료·불충분 치료 환자가 새롭게 유입될 경우 바이오시밀러의 역할은 단순 originator 대체에서 전체 치료 환자군 확대로 확장될 수 있다는 점에 주목함.

신규 바이오시밀러 기회 확대, Omlyclo로 확인한 경쟁력

향후 대규모 바이오의약품 특허만료와 미국·유럽의 바이오시밀러 개발 간소화로 신규 바이오시밀러 개발의 경제성이 개선될 전망. 특히 대형 블록버스터뿐 아니라 경쟁이 상대적으로 제한적인 중대형 품목에서도 신규 개발 기회가 확대될 것으로 판단함. 셀트리온은 확대된 파이프라인과 글로벌 직판망을 기반으로 이러한 시장의 선점 기회를 지속 확보할 것으로 전망함.

Omlyclo는 이러한 전략의 유효성을 보여주는 대표 사례. 유럽 주요국에서 빠른 점유율 확대와 상업화 성과를 확인했으며, 제품 매출액은 2026년 4,266억 원(+330% yoy), 2027년 6,185억 원(+45% yoy)으로 확대되며, 향후 동사의 주력 품목으로 성장 기대. 옴니클로·애포즈마 등 신제품 기여 확대에 따라 2026년 연결 매출액 5.6조원(+35% YoY), 영업이익 1.9조원(+62% YoY)을 전망. 업종 Top-pick으로 유지.

Contents

I. ERS 2026: Biologics 치료의 범위 확대	4
II. Omlyclo: 점유율 경쟁을 넘어 시장 확대 가능성	9
셀트리온	15

I . ERS 2026: Biologics 치료의 범위 확대

ERS 2026 개요 및 주요 Agenda

- ERS congress 개요

ERS Congress는 유럽호흡기학회(European Respiratory Society)가 주최하는 세계 최대 규모의 호흡기질환 학술대회 중 하나로, 기초·임상 연구부터 진단, 치료, 환자 관리까지 호흡기 전 영역의 최신 연구와 임상 트렌드를 다룬다. 2026년 학회는 바르셀로나에서 개최됐으며, 호흡기 질환 치료제의 주요 글로벌 제약사(AstraZeneca, Sanofi, Boehringer Ingelheim, GSK 등)와 바이오시밀러 기업(Celltrion) 등이 참여했다.
- ERS 2026 Priority topics

올해 ERS에서는 환자 중심 치료와 정밀의료, 신규 생물학적 제제(biologics) 및 바이오시밀러가 주요 화두로 부각됐다. 특히 천식·COPD 등 기도질환에서는 phenotype과 바이오마커에 따른 치료 세분화, 신규 기전 치료제 개발, biologics의 조기 사용과 장기 질환 관리가 활발하게 논의됐다. 동시에 고가 biologics의 실제 치료 접근성을 높이기 위한 비용 절감과 바이오시밀러의 역할에도 관심이 이어졌다.

그림 1. ERS 2026 현장



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 호흡기질환 관련 높은 학회 관심도



자료: 대신증권 Research Center

표 1. ERS Congress 2026 주요 Agenda

ERS 2026 주요 아젠다	주요 논의
환자 중심 치료 (Patient-centric care)	환자 참여, 미충족 수요, 공동 의사결정 및 치료 접근성 개선
기도질환 (Airway diseases)	천식 · COPD · 만성기침, 천식의 신규 생물학적제제 및 바이오시밀러
환자 세분화 및 정밀치료 (Precision medicine)	T2/non-T2 표현형, 바이오마커 및 AI 기반 환자 선별 · 맞춤 치료
신규 치료 접근법 (New treatment modalities)	COPD 생물학적제제, 수면호흡장애 약물치료, 오가노이드 · 세포 기반 연구

주: ERS Congress 2026 priority topics 기준
자료: ERS 2026, 대신증권 Research Center

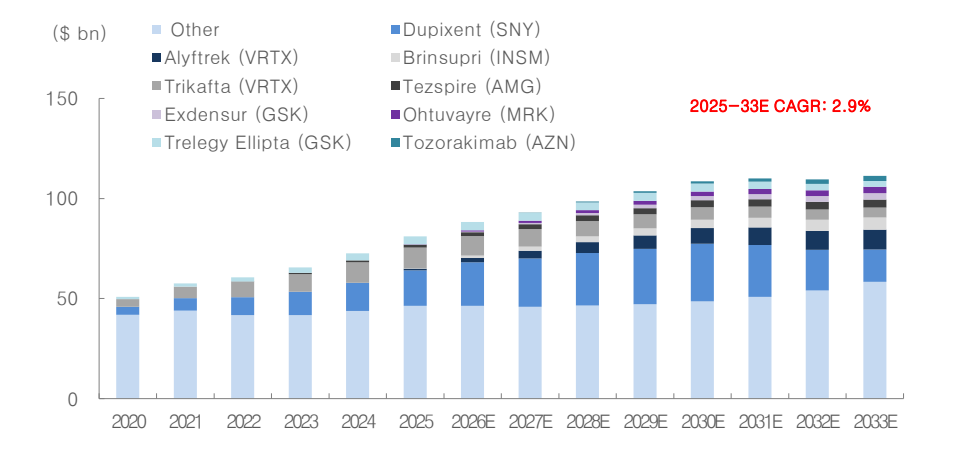
호흡기 Biologics, 더 정교하게 더 넓게

ERS 2026 Highlight

ERS 2026에서는 호흡기 biologics의 적용 환자군과 치료 시점이 확대되는 흐름을 확인했다. 치료 경쟁의 초점도 단순한 효능 차별화에서 환자 선별과 조기치료로 이동하고 있다.

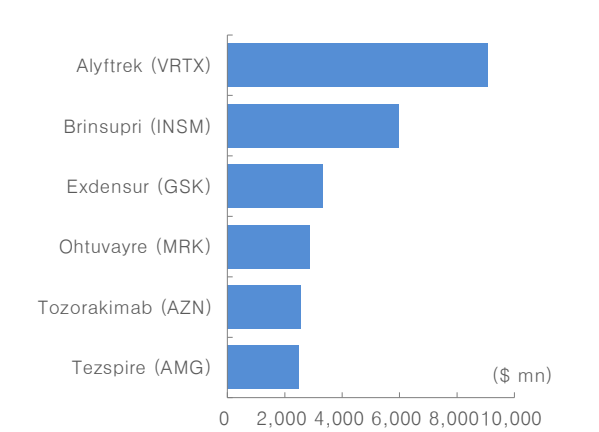
- 치료 세분화(Treatment segmentation): 중증 전식은 allergic 및 eosinophilic phenotype을 중심으로 biomarker와 임상 특성에 따라 세분화되며, 이에 따라 anti-IgE, IL-5/5R, IL-4/13, TSLP 계열 biologic의 적용 환자군도 차별화.
- 신규 기전 확대(New mechanisms): tozorakimab, lunsekimig 등 upstream target 및 bispecific biologic 개발이 확대되며 치료 옵션이 다양화.
- 조기 치료 확대(Earlier intervention): 치료 목표가 증상 조절에서 clinical remission과 질환 진행 억제로 확장되면서 biologics의 치료 시점도 앞당겨지는 방향.
- 장기 질환 관리(Broader disease management): precision medicine과 real-world data를 기반으로 적합한 환자를 조기에 선별하고 치료를 장기간 유지하는 전략이 중요해짐.

그림 3. 호흡기질환 시장 규모 및 전망(2020-2033E)



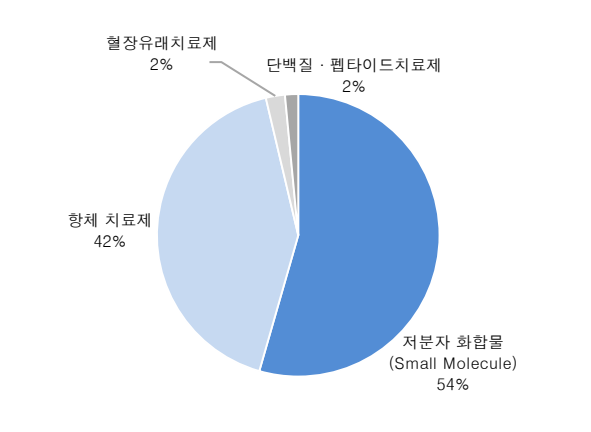
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 4. 호흡기질환 Growth Drivers ('25-33E)



주: '25-'33E 매출증가 상위 약물 / 자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 5. 호흡기질환 치료제의 주요 모달리티



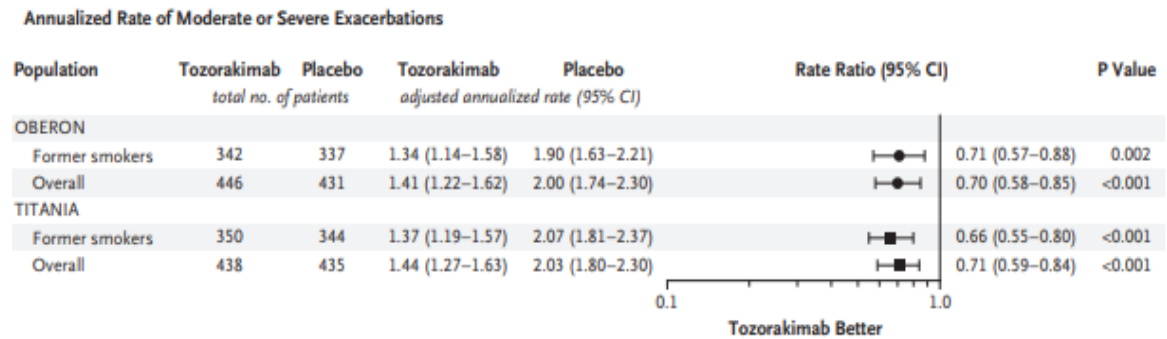
주: 2026E 매출 기준 / 자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

표 2. 중증 천식 주요 Biologics 치료제 및 환자군

Asthma phenotype	주요 특징	Biologic target	주요 약물
알레르기성 천식 (Allergic asthma)	Allergen sensitization, IgE-driven	IgE	Omalizumab (Xolair/Omydo)
		IL-4/13	Dupilumab (Dupixent)
		TSLP	Tezepelumab (Tezspire)
호산구성 천식 (Eosinophilic asthma)	혈중 Eosinophil 증가, FeNO 상승	IL-5	Mepolizumab (Nucala)
		IL-5R	Benralizumab (Fasenra)
		IL-4/13	Dupilumab (Dupixent)
		TSLP	Tezepelumab (Tezspire)

자료: ERS 2026 Expert Insights,대신증권 Research Center

그림 6. ERS 2026 Highlight: 호흡기 신규 치료제 개발 확대-Tozorakimab COPD 3 상 결과



자료: Scirba et al., NEJM (2026), 대신증권 Research Center

Biologics 확산의 병목은 높은 가격으로 인한 낮은 치료율

Biologics의 치료 목표는 단순 증상 조절을 넘어 임상적 관해(clinical remission)와 질환 진행 억제로 확장되고 있다. 이에 따라 중증도가 상대적으로 낮거나 질환 초기 단계에서 biologics를 조기에 사용하는 전략의 중요성도 높아지고 있다. 그러나 치료 대상 환자군 확대가 실제 치료 환자 증가로 바로 이어지는 것은 아니다. 높은 약가와 보험급여(reimbursement) 기준은 여전히 biologics 치료 접근성 확대의 주요 제약 요인이다.

- 높은 치료비: 높은 약가와 엄격한 보험급여 기준이 biologics 사용 확대를 제한
- 낮은 실제 치료율: 독일에서도 biologics 치료 적합 환자 중 실제 치료 환자는 약 30%에 불과하다는 KOL 의견(Prof. R. Buhl)
- 접근성 확대 기회: 가격 하락은 기존 환자의 바이오시밀러 전환뿐 아니라 미치료·불충분 치료 환자의 신규 유입을 촉진할 가능성
- 비용 절감 효과: 약가 30% 인하 가정 시 유럽 23개국에서 5년 누적 €641mn의 비용 절감과 약 9.6만명의 추가 치료 가능

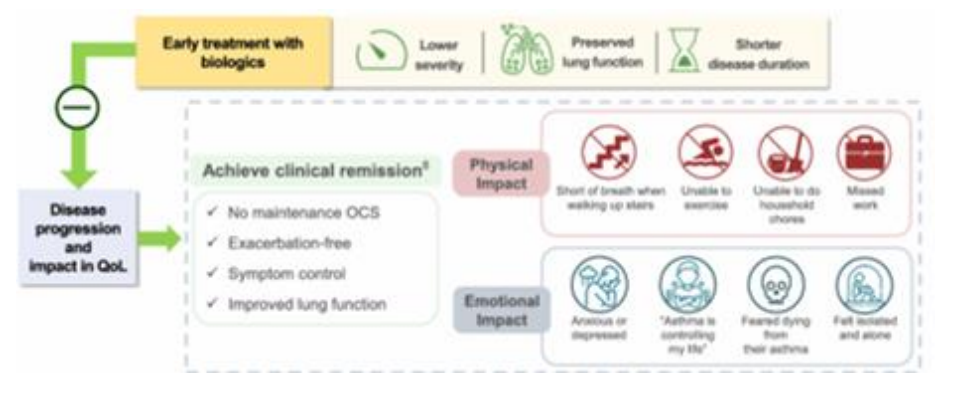
따라서 향후 호흡기 biologics 시장 성장은 신규 약물 출시뿐 아니라, 기존 치료제의 접근성 개선을 통한 치료 환자군 확대에서도 나타날 가능성이 높다.

그림 7. 중증 천식에서 여전히 제한적인 biologics 접근성



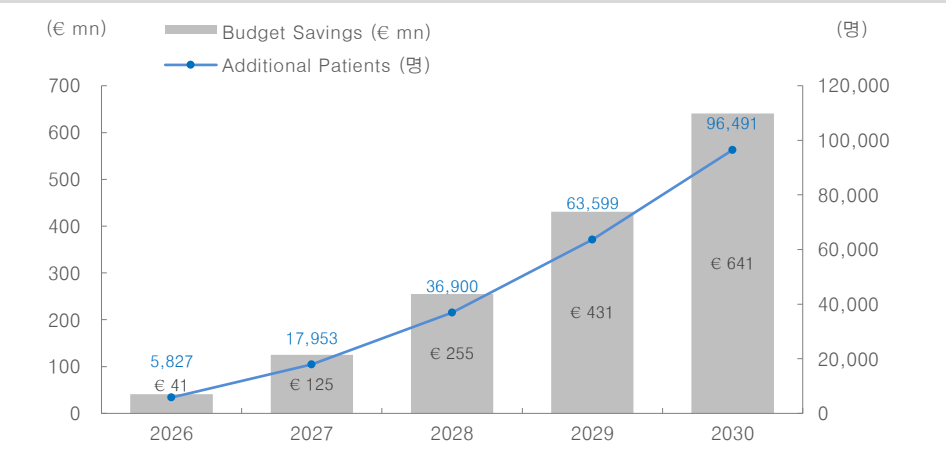
자료: ERS 2026 Expert Insights, 대신증권 Research Center

그림 8. 바이오시밀러를 통해 Biologics 조기 치료 접근성 확대 가능



자료: ERS 2026 Expert Insights, 대신증권 Research Center

그림 9. Omalizumab biosimilar 도입에 따른 유럽 의료비 절감 및 환자 접근성 확대



주: 30% 가격 인하 가정 시 유럽 23개국에서 5년 누적 €641mn 절감, 약 9.6만명 추가 치료 가능
자료: ERS 2026 Expert Insights, 대신증권 Research Center

II. Omlyclo: First-mover에서 시장 확대로

검증된 Omalizumab 시장, 이제 바이오시밀러 진입 구간

Omalizumab은 20년 이상 실제 진료 경험이 축적된 대표적인 검증된 biologic이다. 중증 알레르기성 천식을 중심으로 장기간 효능과 안전성이 확인됐으며, 이후 만성 자발성 두드러기(CSU)와 비용종을 동반한 만성 비부비동염(CRSwNP) 등으로 적응증도 확대되어 왔다. 장기간의 임상 경험과 시장 기반이 축적된 가운데 특허만료가 도래하면서 바이오시밀러 진입이 본격화되고 있다.

- 검증된 치료제: 장기간 임상 및 real-world experience를 통해 효능과 안전성 추적.
- 적응증 확대: allergic asthma에서 CSU, CRSwNP 등으로 대상 질환군 확대.
- 바이오시밀러 진입: 특허만료 이후 바이오시밀러 상업화가 시작됐으며, 2025년 셀트리온의 Omlyclo가 첫 omalizumab 바이오시밀러로 유럽에 출시.

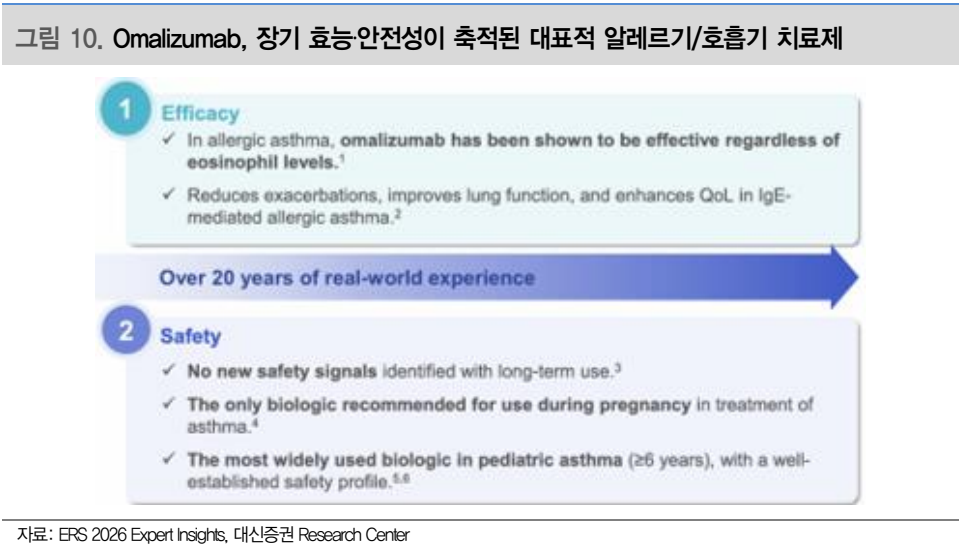


표 3. Omalizumab 주요 지역 적응증 현황

Candidate	Company	Region	Status	Expected launch/approval	제형(Formulation/device, strength 등)
Omlyclo	Celtrion	US	Approved	24Q26 출시 예정	PFS/AI, multiple strengths
Omlyclo	Celtrion	EU	Launched	25.9월 출시	PFS/AI, multiple strengths
TEV-45779	Teva	EU	MMA filed, review	2026E~	PFS etc.
		US	BLA filed, review	2027E~	PFS etc.
ADL-018	Anmeal	US	BLA filed, review	4Q26 승인 2027 출시 예정	PFS, multiple strengths

자료: FDA, EMA, 대신증권 Research Center

Omlyclo, 제품 경쟁력으로 Xolair Switching 가속

Omlyclo의 가장 직접적인 성장 기회는 기존 Xolair 환자의 전환이다. 허가 임상에서 reference omalizumab과 치료적 동등성을 입증했으며, 상업화 이후 CSU와 중증 알레르기성 천식 환자를 대상으로 한 초기 real-world data에서 바이오시밀러 전환 후 질환 조절과 내약성이 유지되는 결과가 확인되고 있다.

- 치료적 동등성: reference omalizumab 대비 효능과 안전성의 임상적 동등성 입증
- Real-world data 축적: 실제 전환 이후에도 질환 조절 유지 및 양호한 내약성 확인
- 제품 경쟁력 강화: latex-free, 24개월 Shelf-life, 최대 7일 실온 안정성 및 재냉장 등 Xolair 대비 차별화된 제품 특성 보유.
- 제형 확대: 300mg 제형 출시 확대로 고용량 처방 수요에 대한 대응력 강화

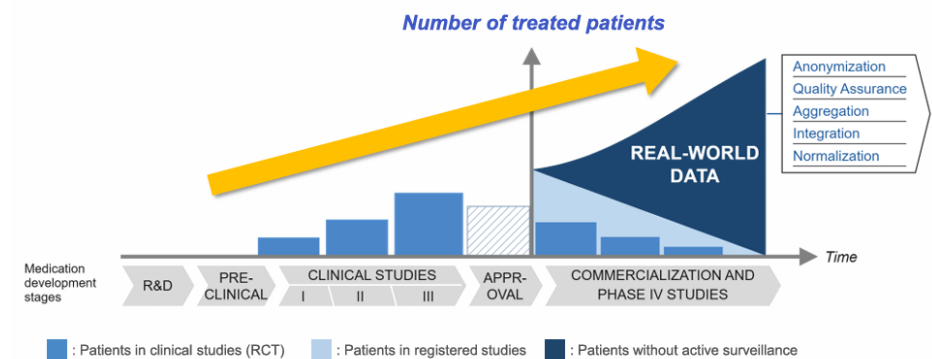
특히 300mg 처방 비중이 높은 독일·프랑스 등 주요 시장에서 제형 확대는 Xolair과의 직접 경쟁력을 높이는 요인이다. 가격 경쟁력에 더해 치료적 동등성과 초기 real-world evidence, 제품-제형 경쟁력이 확보되면서 Xolair에서의 처방 전환도 가속될 것으로 전망한다.

표 4.Omlyclo, 실제 처방 환경에서도 switching confidence 축적

구분	환자군 / 설계	주요 결과	시사점
CSU switching	N=86, reference omalizumab →Omlyclo	전환 후 disease control 유지 efficacy loss 미관찰 안전성 및 환자 만족도 양호	기존 Xolair 환자 전환에 대한 초기 real-world confidence 축적
Severe allergic asthma	N=40, reference omalizumab PFS→ Omlyclo PFP	전환 후 1개월간 중증 injection-site reaction 및 anaphylaxis 미관찰 90%가 투여 편의성 개선 응답	천식에서도 초기 switching tolerability 및 device convenience 확인

주: EAACI 2026에서 발표된 초기 real-world data
자료: Celltrion, EAACI 2026, 대신증권 Research Center

그림 11.Real-world data 축적 시 처방 전환 가속



자료: ERS 2026 Expert Insights, 대신증권 Research Center

표 5. Xolair(reference) vs omalizumab biosimilar

Product attribute	Xolair	Omyclo
Latex 함유	O	X
유효기간(Shelf life)	18 개월	24 개월
상온(25℃) 안정성	48 시간	7 일
재냉장 보관	불가	가능

주: Latex는 allergy 유발 가능
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 12. 옴니클로(Omyclo), PFS와 auto-injector 등 다양한 투여 옵션 확보



자료: 대신증권 Research Center

First-mover advantage, 초기 시장 선점 효과 지속 전망

Omlyclo는 유럽 최초 omalizumab 바이오시밀러로, 후발 경쟁 진입 전 초기 처방 경험과 점유율을 빠르게 확보하고 있다. Teva 등 후속 경쟁 제품이 유럽 허가 심사 단계에 있으나, 본격적인 경쟁 진입까지는 시차가 존재한다.

후발 제품 출시 이후에도 초기 선점 효과는 일정 부분 유지될 가능성이 높다. 바이오시밀러간 처방 전환은 단순 가격 차이보다 기존 처방 경험, 공급 안정성 및 제품 특성이 중요한 변수로 작용할 수 있기 때문이다. 선제적으로 확보한 처방 기반은 향후 경쟁 심화 국면에서도 Omlyclo의 점유율 방어에 기여할 것으로 판단한다.

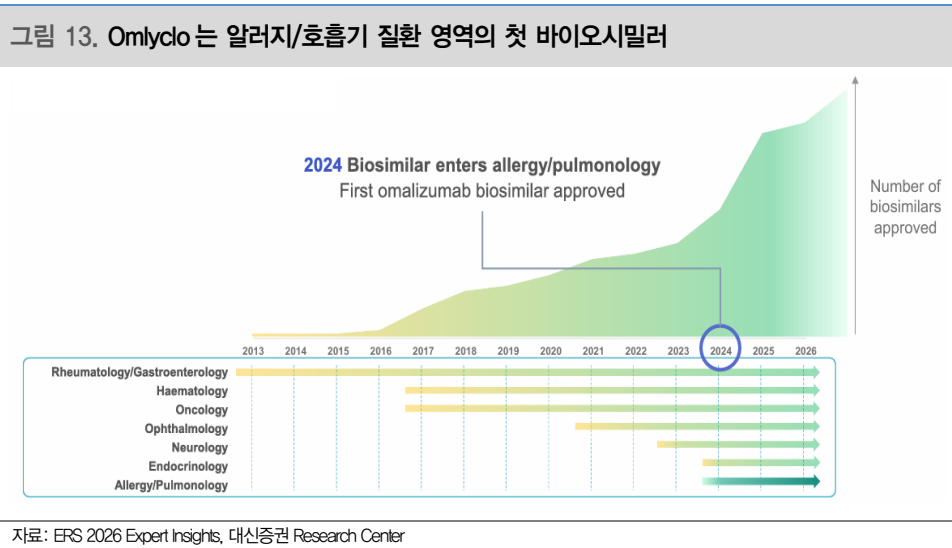


표 6. Omalizumab 바이오시밀러 개발 및 상업화 현황

바이오시밀러	기업명	대상 지역	개발단계	상업화 일정	제형
Omlyclo	Celltrion	US	Approved	2H26 출시 예정	PFS/AI, multiple strengths
		EU	Marketed	25.9 월 출시	PFS/AI, multiple strengths
TEV-45779	Teva	EU	Filed	2026E~	PFS etc.
		US	Filed	2027E~	PFS etc.
ADL-018	Amneal	US	Filed	4Q26 승인 2027 출시 예정	PFS, multiple strengths

자료: 셀트리온, Teva, Amneal,대신증권 Research Center

그림 14.Omalizumab biosimilar 관련 KOL 세션



자료: 대신증권 Research Center

그림 15.높은 관심을 보인 셀트리온 부스



자료: 대신증권 Research Center

이미 확인되는 유럽 내 상업화 성과

Omlyclo, 2025년 출시 이후 빠른 점유율 확대

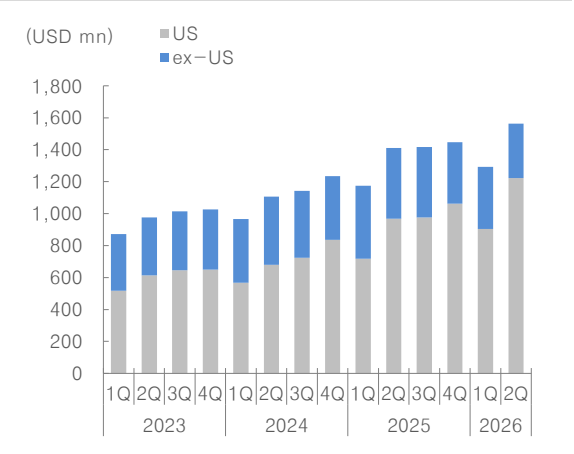
Omlyclo는 유럽 주요국에서 출시 초기부터 빠른 시장 침투를 보이고 있다. 75/150mg 기준 점유율은 덴마크 99%, 스페인 90% 이상, 노르웨이 84%, 핀란드 78%까지 상승했다. 매출액도 2025년 993억원에서 1H26 1,884억원으로 확대됐다. 높은 초기 점유율과 가파른 매출 성장을 감안하면 유럽 내 상업화 성과는 빠르게 가시화되고 있는 것으로 판단한다.

표 7. 유럽 주요 국가별 Omlyclo 점유율 (75/150mg 기준)

Country	Omlyclo share	Data period
Denmark	99%	2026.06
Spain	90% 이상	2026.09
Norway	84%	2026.06
Finland	78%	2026.06
Slovenia	71%	2026.06
Netherlands	63%	2026.05
Croatia	48%	2026.06
Portugal	47%	1Q26
Germany	44%	2026.05
Ireland	41%	1Q26

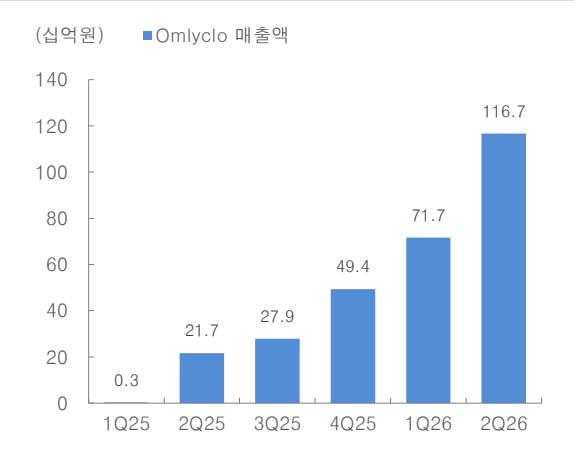
Note. Market share based on unit volume for omalizumab 75mg/150mg PFS and autoinjector formulations; 300mg formulations excluded. Data periods vary by country.
자료: 셀트리온, IQVIA

그림 16.글로벌 Xolair 분기 매출 추이 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 17. Omlyclo 분기 매출 추이



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

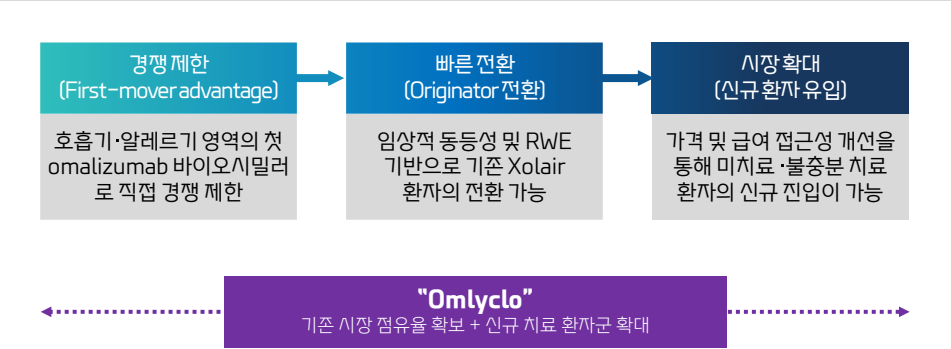
Omlyclo 가 보여준 Next Biosimilar

기존 시장 대체를 넘어 치료 환자군 확대 가능성

Omlyclo의 성장 기회는 기존 Xolair 환자 전환에 국한되지 않는다. 호흡기 biologics는 높은 약가와 제한적인 급여 기준으로 실제 치료 침투율이 낮아, 바이오시밀러 도입에 따른 가격 하락은 originator 대체뿐 아니라 치료 접근성 개선과 신규 환자 유입으로 이어질 가능성이 높다.

스페인에서는 Xolair이 CRSwNP 적응증 허가를 보유하고 있으나 급여 적용이 제한적인 반면, Omlyclo는 2025년 5월부터 일정 조건을 충족하는 중증 CRSwNP 환자에서 공공 급여가 가능하다. 이는 바이오시밀러가 기존 시장 대체를 넘어 신규 치료 수요를 창출하며 시장 자체를 확대할 수 있음을 보여주는 사례로 판단한다.

그림 18. Omlyclo 의 Next Biosimilar Opportunity



자료: 대신증권 Research Center

셀트리온 (068270)

홍가혜
성하원

kahye0.hong@daishin.com
hawon.sung@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지

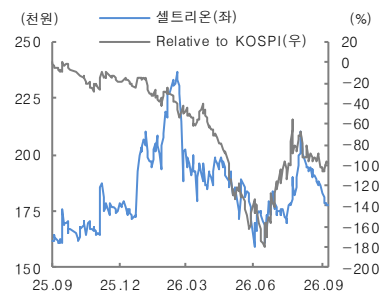
6개월
목표주가 280,000
유지

현재주가 177,200
(26.09.16)

제약업종

KOSPI	6717.97
시가총액	41,220십억원
시가총액비중	0.62%
자본금(보통주)	241십억원
52주 최고/최저	236,862원 / 159,400원
120일 평균거래대금	1,113억원
외국인지분율	25.38%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 97 인 32.83% 국민연금공단 7.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.8	1.5	-7.0	10.2
상대수익률	-8.4	31.9	-23.2	-43.4



유럽에서 확인한 Omlyclo의 Potential

- ERS 2026에서 옴니클로의 빠른 초기 침투와 성장 가능성 확인
- 특허만료·임상 간소화로 바이오시밀러 기회 확대, 선점 효과 기대
- 신제품 성장 본격화, 2026년 매출 5.6조원·영업이익 1.9조원 전망

투자 의견 매수, 목표주가 280,000원 유지

목표주가는 12mF EBITDA 2조 4208억원에 Target multiple 28배를 적용하여 산출. 유럽호흡기학회(ERS) 2026 및 유럽 현지 미팅을 통해 옴니클로(Omlyclo)의 빠른 초기 시장 침투와 추가 성장 가능성을 확인함. 유럽 시장 선점과 2H26 미국 출시를 바탕으로 옴니클로의 중장기 성장 가시성이 높아지고 있는 것으로 판단함.

특허만료 확대, 신규 바이오시밀러 선점 기회

향후 10년간 \$300bn 이상의 바이오의약품이 특허만료를 앞둔 가운데, 대형 블록버스터뿐 아니라 \$1~5bn 규모의 중대형 품목에서도 신규 바이오시밀러 개발 기회가 확대되고 있음. 미국·유럽의 바이오시밀러 임상 간소화로 개발 규제가 변화하며 개발기간과 비용 부담이 낮아질 전망. 이에 주요 바이오시밀러 업체들은 개발 품목을 확대하고 있으며, 동사도 확대된 파이프라인과 글로벌 직판망을 기반으로 신규 특허만료 시장의 선점 기회를 지속 확보할 것으로 전망함. 동사의 옴니클로는 경쟁이 제한적인 시장에 first-mover로 진입해 이러한 전략의 유효성을 보여준 사례로 판단함.

옴니클로, 유럽 성과 확인. 다음은 미국

옴니클로는 유럽 최초 omalizumab 바이오시밀러로, 스페인 90% 이상, 독일 44% 등 주요 시장에서 빠르게 침투 중이며, 덴마크·노르웨이에서는 각각 99%, 84%의 높은 점유율을 확보함. First-mover advantage와 제품 경쟁력이 빠른 상업화 성과로 연결되고 있으며, 유럽에서는 300mg 제형 확대와 치료 접근성 개선을 통한 추가 침투가 기대됨.

2H26 미국 출시가 다음 성장 동력으로 작용할 전망. 미국은 유럽과 달리 Xolair의 food allergy 적응증이 허가돼 있어 대상 시장 측면에서도 추가 확장 여력이 존재함. 옴니클로 매출액은 2026년 4,266억원(+330% yoy), 2027년 6,185억원(+45% yoy)으로 전망함.

신제품 성장과 수익성 개선 지속

옴니클로, 앵토즈마를 중심으로 신규 바이오시밀러 매출 기여가 확대되며 외형성장과 수익성 개선이 지속될 전망. 2026년 연결 매출액은 5조 6,378억원(+35% yoy), 영업이익은 1조 8,909억원(+62% yoy), 영업이익률은 33.5%로 전망함

표 8.영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,638	6,250	6,880
영업이익	492	1,168	1,891	2,267	2,614
세전순이익	576	1,154	2,019	2,402	2,751
총당기순이익	419	1,031	1,615	1,801	2,063
지배지분순이익	423	1,030	1,598	1,782	2,040
EPS	1,703	4,238	6,797	7,661	8,774
PER	101.1	40.7	26.6	23.6	20.6
BPS	70,268	70,827	78,728	86,199	94,089
PBR	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
ROE	2.5	5.9	8.9	9.2	9.7

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

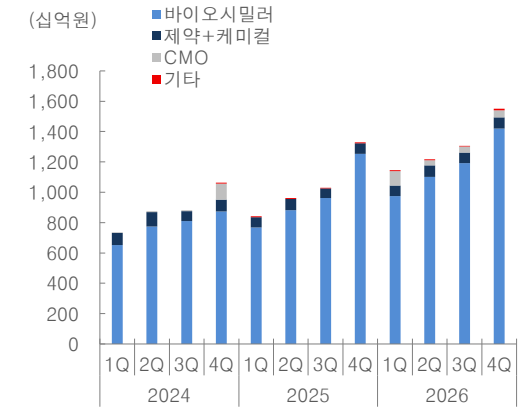
표 9. 셀트리온 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	842	961	1,029	1,330	1,145	1,394	1,472	1,627	4,162	5,638	6,250
바이오시밀러	768	883	961	1,252	974	1,264	1,352	1,504	3,864	5,094	5,562
제약+케미컬	68	72	63	70	69	73	66	74	274	282	296
CMO	-	-	-	-	96	50	50	41	-	236	363
기타	6	6	4	8	5	7	4	10	25	26	28
(% yoy)	14.2	9.9	16.7	25.1	36.0	45.0	43.0	22.3	17.0	35.4	10.9
매출총이익	443	544	626	854	686	864	942	1,074	2,467	3,566	4,097
매출총이익률(%)	52.6	56.6	60.8	64.2	59.9	62.0	64.0	66.0	59.3	63.3	65.6
(% yoy)	44.4	48.0	35.1	57.0	54.9	58.8	50.4	25.8	46.7	44.5	14.9
영업이익	149	242	301	475	322	452	515	602	1,168	1,891	2,267
영업이익률(%)	17.7	25.2	29.3	35.7	28.1	32.4	35.0	37.0	28.1	33.5	36.3
(% yoy)	867.9	234.5	45.1	141.9	115.4	86.3	70.9	26.7	137.5	61.8	19.9
순이익	109	61	331	528	346	367	412	472	1,030	1,598	1,782
순이익률(%)	12.9	6.4	32.2	39.7	30.2	26.4	28.0	29.0	24.7	28.3	28.5
(% yoy)	384.3	-21.6	287.1	123.3	218.5	500.6	24.5	-10.8	143.5	55.2	11.5

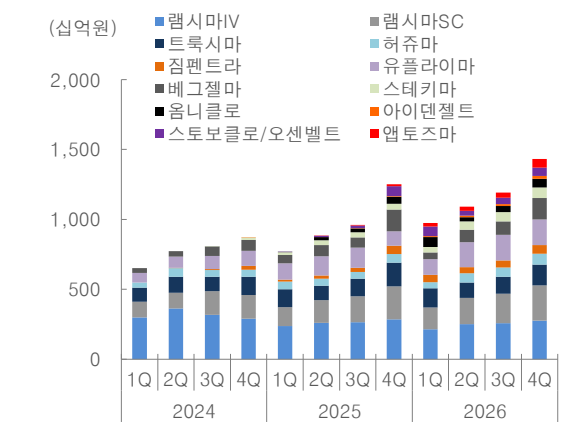
주: 순이익은 지배주주기준, 당사 추정치
자료: 대신증권 Research Center

그림 19.셀트리온 사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center 추정

그림 20.셀트리온 바이오시밀러 매출 추이 및 전망



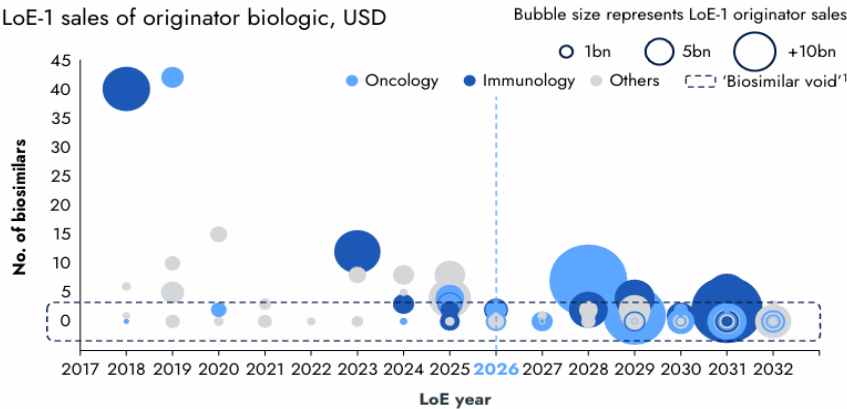
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center 추정

표 10. 셀트리온 바이오시밀러 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2025)	개발현황	
			US	EU
자가면역질환	CT-P53 (오크레부스® 바이오시밀러)	\$9.0bn	임상 3상 진행 중	
	CT-P55 (코센틱스® 바이오시밀러)	\$11.2bn	허가 신청 예정	허가 제출 완료
	CT-P52 (탈츠® 바이오시밀러)	\$7.0bn	임상 1상 진행 중	
	CT-P45 (엔티비오® 바이오시밀러)	\$7.3bn	임상 1상 진행 중	
	CT-P68 (트렘피어® 바이오시밀러)	\$10.5bn	임상 1상 진행 중 (한국 ND 승인 획득)	
항암제	CT-P6 SC (허셉틴 SC® 바이오시밀러)	\$1.2bn ²	—	허가 제출 완료
비소세포폐암	CT-P51 (키트루다® 바이오시밀러)	\$36.5bn	임상 3상 진행 중	
다발골수종	CT-P44 (다질렉스® 바이오시밀러)	\$14.4bn	임상 3상 진행 중	

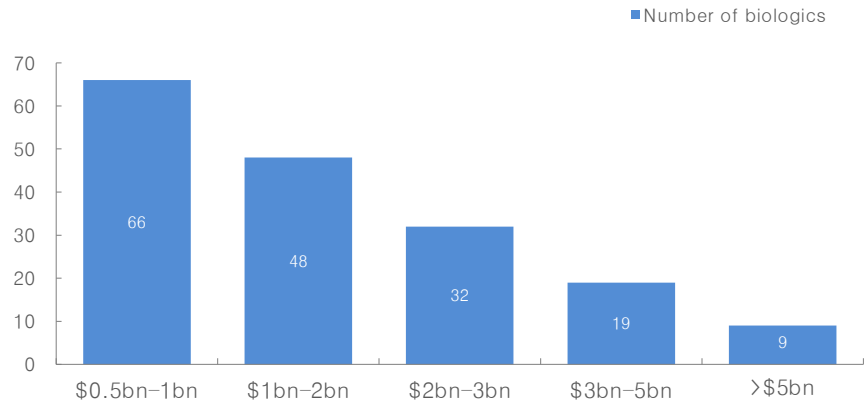
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 21. 바이오시밀러 시장 기회



자료: Sandoz, 대신증권 Research Center

그림 22. 특허만료 예정 바이오의약품 매출 규모



자료: Sandoz, 대신증권 Research Center

그림 23.셀트리온 바이오시밀러 포트폴리오



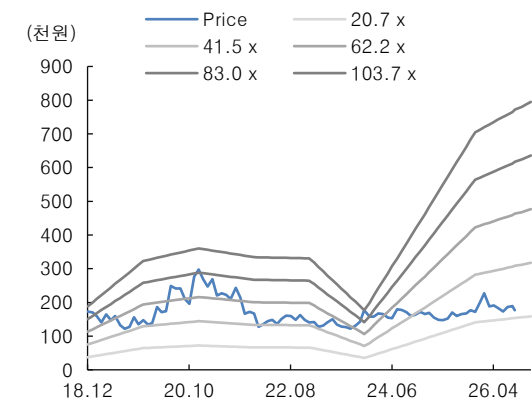
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

표 11.셀트리온 주요 신약 파이프라인 현황

파이프라인명	모달리티	타겟	개발단계	적응증	주요 이벤트
CT-P70	ADC	dMET	임상1 상	비소세포폐암, 대장암, 위암	FDA Fast track 지정 완료 (1Q27, 임상1 상 톨라인 도출 예정)
CT-P71	ADC	Nectin-4	임상1 상	요로상피암, 유방암, 전립선암	FDA Fast track 지정 완료 (1Q27, 임상1 상 톨라인 도출 예정)
CT-P73	ADC	CD142	임상1 상	자궁경부암, 두경부암, 대장암	FDA Fast track 신청 완료
CT-P72	이중항체	HER2, CD3	임상1 상	유방암, 위암, 대장암, 자궁내막암	FDA Fast track 신청 예정
CT-P77 ¹⁾	재조합단백질	FcRn	전임상	희귀 자가면역질환	2H26, IND 제출 예정
MB4 ²⁾	다중항체	PD-1, VEGF, IL-2v	전임상	암	-
CT-G32 ³⁾	-	GLP-1 포함 4종 타겟	비임상	비만	2H26, 비임상 결과 학회 발표 1H27, IND 제출 예정

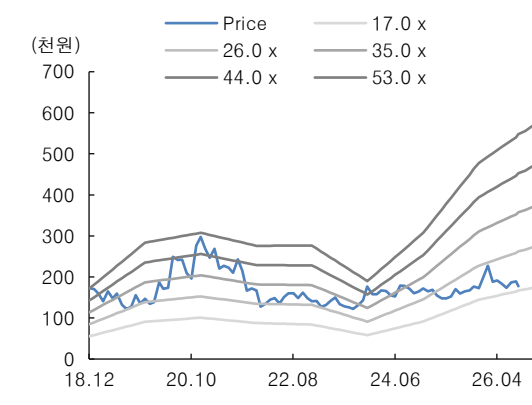
1)CT-P77은 Kaigene 공동개발, 2)MB4는 mustbio 공동개발, 3)Schoia Pharma 공동개발
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 24.12mF PER Band Chart



주: 2026.09.16 기준
자료: Valuelwise, 대신증권 Research Center

그림 25.12mF EV/EBITDA Band Chart



주: 2026.09.16 기준
자료: Valuelwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,638	6,250	6,880
매출원가	1,876	1,695	2,072	2,153	2,270
매출총이익	1,682	2,467	3,566	4,097	4,610
판매비와관리비	1,190	1,299	1,675	1,830	1,995
영업이익	492	1,168	1,891	2,267	2,614
영업이익률	13.8	28.1	33.5	36.3	38.0
EBITDA	910	1,456	2,176	2,565	2,928
영업외손익	84	-15	128	135	136
관계기업손익	-12	-14	-1	-2	-2
금융수익	57	60	56	54	54
외환관련이익	171	282	282	282	282
금융비용	-80	-96	-99	-94	-94
외환관련손실	4	21	21	21	21
기타	120	36	172	177	178
법인세비용차감전순손익	576	1,154	2,019	2,402	2,751
법인세비용	157	122	404	600	688
계속사업순손익	419	1,031	1,615	1,801	2,063
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	419	1,031	1,615	1,801	2,063
당기순이익률	11.8	24.8	28.7	28.8	30.0
비배지분순이익	-4	2	18	20	23
지배지분순이익	423	1,030	1,598	1,782	2,040
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	51	-25	-25	-25	-25
포괄순이익	925	779	1,363	1,550	1,811
비배지분포괄이익	-4	2	15	17	20
지배지분포괄이익	929	777	1,348	1,532	1,791

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,703	4,238	6,797	7,661	8,774
PER	101.1	40.7	26.6	23.6	20.6
BPS	70,268	70,827	78,728	86,199	94,089
PBR	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9
EBITDA/PS	3,668	5,993	9,257	11,030	12,592
EV/EBITDA	46.0	30.5	20.8	17.6	15.6
SPS	14,333	17,132	23,986	26,873	29,584
PSR	12.0	10.1	7.5	6.7	6.1
CFPS	4,303	6,523	10,137	11,941	13,507
DPS	657	715	715	715	715

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	63.4	17.0	35.4	10.9	10.1
영업이익 증가율	-24.5	137.5	61.8	19.9	15.3
순이익 증가율	-22.4	146.2	56.6	11.5	14.5
수익성					
ROIC	1.9	5.5	7.4	7.8	8.6
ROA	2.4	5.4	8.2	9.3	10.1
ROE	2.5	5.9	8.9	9.2	9.7
안정성					
부채비율	19.8	28.7	26.1	23.9	21.7
순차입금비율	6.1	14.4	16.5	14.9	15.6
이자보상배율	6.5	15.5	24.4	31.0	35.8

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,584	6,205	7,008	7,738	8,011
현금및현금성자산	996	1,119	490	556	140
매출채권 및 기타채권	1,259	1,840	2,481	2,752	3,031
재고자산	2,766	2,803	3,797	4,209	4,634
기타유동자산	562	442	240	221	206
비유동자산	15,471	16,130	16,521	17,303	18,851
유형자산	1,245	1,703	2,040	2,449	2,868
관계기업투자금	112	106	117	126	136
기타비유동자산	14,115	14,321	14,363	14,728	15,847
자산총계	21,055	22,335	23,529	25,041	26,862
유동부채	3,187	4,454	4,383	4,368	4,356
매입채무 및 기타채무	550	629	673	691	710
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	4,870	4,827	4,798
자배지분	17,439	17,208	18,504	20,046	21,881
자본금	221	239	241	241	241
자본잉여금	14,828	14,215	14,215	14,215	14,215
이익잉여금	3,744	4,407	5,841	7,459	9,336
기타지분변동	-1,353	-1,653	-1,793	-1,869	-1,911
비배지분	141	144	155	168	183
자본총계	17,580	17,353	18,659	20,214	22,064
순차입금	1,064	2,499	3,070	3,021	3,450

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	902	646	470	1,598	1,855
당기순이익	419	1,031	1,615	1,801	2,063
비현금항목의 가감	649	553	767	975	1,078
감가상각비	418	288	285	298	314
외환손익	-104	-118	-177	-177	-177
지분법평가손익	12	14	1	2	2
기타	323	370	668	852	939
자산부채의 증감	-21	-495	-1,451	-523	-543
기타현금흐름	-145	-444	-462	-656	-743
투자활동 현금흐름	-169	-860	-955	-1,059	-1,102
투자지산	-38	-19	-10	-10	-10
유형자산					-135
기타	3	-734	-495	-499	-502
재무활동 현금흐름	-353	339	1,812	1,888	1,888
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	31	-594	2	0	0
현금배당	-104	-154	-164	-163	-163
기타	-281	1,087	1,975	2,052	2,052
현금의 증감	432	123	-629	65	-416
기초 현금	565	996	1,119	490	556
기말 현금	996	1,119	490	556	140
NOP/AT	358	1,045	1,513	1,700	1,961
FCF	446	1,001	1,348	1,448	1,685

[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 조사분석자료의 작성과 관련하여 동 자료의 조사분석 담당자는 ERS 2026 에 9/4일부터 9/10일까지 셀트리온의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 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 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	0.0%

(기준일자: 20260912)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

제시일자	26.09.17	26.08.24	26.07.27	26.05.29	26.05.20	26.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	280,000	280,000	280,000	266,900	266,900	228,800
과리율(평균.%)		(31.81)	(30.95)	(34.48)	(30.91)	(13.14)
과리율(최대/최소.%)		(24.82)	(24.82)	(23.04)	(23.04)	354
제시일자	26.01.08	25.12.01	25.11.28	25.11.05	25.09.24	25.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	228,800	228,800	228,800	228,800	228,800	228,800
과리율(평균.%)	(24.34)	(25.54)	(26.68)	(26.73)	(27.47)	(27.81)
과리율(최대/최소.%)	(7.92)	(11.25)	(18.29)	(18.29)	(23.25)	(23.25)
제시일자	25.04.22	25.02.26	24.11.16	24.11.12	24.10.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	220,300	220,300	210,400	210,400	368,300	
과리율(평균.%)	(29.16)	(26.73)	(22.48)	(30.97)	(55.21)	
과리율(최대/최소.%)	(21.62)	(21.63)	(17.00)	(30.67)	(52.26)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						