

제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(068270)

셀트리온

BUY(유지)

이익 성장의 방향성은 뚜렷

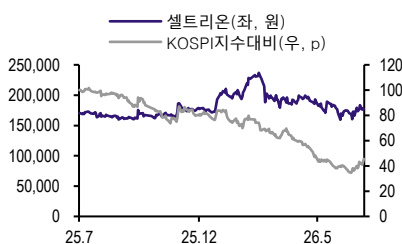
목표주가	270,000원(유지)
현재주가(07/08)	176,800원
상승여력	52.7%
시가총액	41,115십억원
발행주식수	232,554천주
52주 최고가 / 최저가	236,862 / 159,400원
3개월 일평균거래대금	117십억원
외국인 지분율	24.5%
주요주주	
셀트리온홀딩스 (외 97인)	32.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%
자사주 (외 1인)	1.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.9	-8.2	-12.9	5.7
상대수익률(KOSPI)	14.1	-31.6	-72.1	-127.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,557	4,162	5,121	6,043
영업이익	492	1,168	1,767	2,175
EBITDA	910	1,456	2,072	2,481
지배주주순이익	423	1,030	1,303	1,605
EPS	1,789	4,458	5,960	7,344
순차입금	1,064	2,501	2,120	1,423
PER	100.9	40.6	29.7	24.1
PBR	2.2	2.4	2.5	2.3
EV/EBITDA	45.9	30.4	20.9	17.1
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	2.5	5.9	7.8	9.5
컨센서스 영업이익	-	-	1,767	0
컨센서스 EPS	-	-	6,448	0

주가추이



2Q26P 잠정실적 컨센서스 상회

셀트리온의 2026년 2분기 연결 매출액은 1.3조원(+35.2% YoY/+13.5% QoQ), 영업이익은 4,300억원(+77.3% YoY/+33.6% QoQ, OPM: 33.1%)을 시현, 시장의 기대치를 상회하는 호실적을 기록하였다. 이번 2분기 호실적의 하이라이트는 고마진 제품 믹스 유지와 원가율 개선이다. 미국 내 짐펜 트라가 역대 최대 처방량을 보여주고 있는 가운데 유폴라이마, 베그젤마, 옴리클로 등 신규 바이오시밀러 비중이 1분기에 이어 2분기에도 60%대를 유지하고 있어 마진 향상에 큰 기여를 하고 있는 것으로 본다(26년 2분기 OPM: 33.1% vs. 25년 2분기/26년 1분기 OPM: 25.2%/28.1%). 한편 기존 재고 소진에 따른 원가율 개선 또한 2분기 실적의 컨센서스 상회를 견인한 것으로 판단하며 개발비 효율화, 미국 브랜치버그 공장 가동에 따른 CMO 매출액 인식 등이 우호적으로 작용하였다. 여기에 더해 2026년 3월 추가로 공개된 미 FDA의 바이오시밀러 개발 간소화 지침과 Medicare Part D 지급 구조 개편에 따른 보험사 부담 확대, 시밀러 의약품 관세 제외 등 셀트리온의 미국 내 영업 환경이 긍정적으로 변화하고 있어 하반기 실적 기대감이 더욱 높아질 수 있다고 판단한다.

2026~27년 견조한 이익 성장세 전망

2026~27년 셀트리온 이익 성장의 핵심 주역은 신규 시밀러들이 될 것으로 전망하는데 스테키마, 옴리클로 등 고마진 제품들의 처방량 확대 및 점유율 상승을 전망한다(2026년 스테키마/옴리클로/스토보클로&오센벨트 톱라인 추정치: 1,900억/2,150억/1,900억원, 향후 분기별 처방 확대에 따라 상향 예정). 한편 뉴저지 브랜치버그 공장은 올해 2분기부터 CMO 매출이 본격 계상, 연말까지 2,000억원 톱라인 반응을 전망한다. 고마진 신규 시밀러 제품들의 톱라인 성장세와 CMO 램프업에 힘입어 2026~27년 셀트리온의 연결 매출액을 5.12조~6.04조원(+18~23% YoY), 연결 영업이익을 1.77조~2.18조원(+23~51% YoY, OPM: 34.5~36.0%)으로 추정한다.

셀트리온 투자의견 BUY, 목표주가 270,000원 유지

2026~27년 견조한 이익 성장세를 확신, 셀트리온 투자의견 BUY/TP 27만 원을 유지한다. 시장의 변동성과 무관하게 이익 성장의 방향성은 뚜렷하다.

표 1 셀트리온 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
셀트리온 EBITDA	2,220.7	2026~27E EBITDA 평균
Fair P/E multiple (x)	27.0	바이오시밀러 업체 2026~27년 EV/EBITDA 평균
셀트리온 value (A)	59,960	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	1,224	2025~27년 순차입금 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	58,736	
No. of total shares (백만주)	217.1	
NAV/Share (원)	270,573	
목표주가 (원)	270,000	
현재주가 (원)	176,800	
상승여력	+52.7%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,557	4,162	5,121	6,043	6,769
증가율 (Y-Y,%)	63.4	17.0	23.0	18.0	12.0
영업이익	492	1,168	1,767	2,175	2,457
증가율 (Y-Y,%)	(24.5)	137.5	51.2	23.1	12.9
EBITDA	910	1,456	2,072	2,481	2,762
영업외손익	84	(15)	(72)	(87)	(87)
순이자수익	(42)	(52)	(69)	(66)	(62)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	(3)	(17)	(63)	(63)	(63)
세전계속사업손익	576	1,154	1,695	2,089	2,370
당기순이익	419	1,031	1,305	1,608	1,825
지배기업당기순이익	423	1,030	1,303	1,605	1,822
증가율 (Y-Y,%)	(21.1)	143.6	26.5	23.2	13.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	23.4	22.1	33.0	19.3	17.6
영업이익증가율(3Yr)	(12.9)	21.8	39.4	64.1	28.1
EBITDA증가율(3Yr)	(1.7)	18.6	32.2	39.7	23.8
순이익증가율(3Yr)	(11.1)	23.9	34.2	56.6	20.9
영업이익률(%)	13.8	28.1	34.5	36.0	36.3
EBITDA마진(%)	25.6	35.0	40.5	41.1	40.8
순이익률 (%)	11.8	24.8	25.5	26.6	27.0
NOPLAT	358	1,045	1,360	1,675	1,892
(+) Dep	418	288	306	305	305
(-) 운전자본투자	(250)	484	978	905	703
(-) Capex	135	108	130	130	130
OpFCF	891	740	557	946	1,364

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,584	6,205	7,571	9,207	10,347
현금성자산	1,144	1,239	1,523	2,116	2,432
매출채권	1,259	1,840	2,264	2,672	2,993
재고자산	2,766	2,803	3,449	4,070	4,559
비유동자산	15,471	16,130	16,068	16,008	15,949
투자자산	525	649	675	703	731
유형자산	1,245	1,703	1,722	1,740	1,757
무형자산	13,702	13,778	13,671	13,566	13,461
자산총계	21,055	22,335	23,640	25,215	26,296
유동부채	3,187	4,454	4,476	4,527	4,558
매입채무	550	629	712	829	929
유동성이자부채	2,102	3,327	3,246	3,158	3,068
비유동부채	288	529	2,858	2,941	2,333
비유동이자부채	106	413	397	381	365
부채총계	3,475	4,982	7,334	7,467	6,891
자본금	221	239	239	239	239
자본잉여금	14,828	14,215	14,215	14,215	14,215
이익잉여금	3,744	4,407	5,546	6,987	8,645
자본조정	(1,353)	(1,653)	(3,839)	(3,839)	(3,839)
자기주식	(2,108)	(2,186)	(2,186)	(2,186)	(2,186)
자본총계	17,580	17,353	16,306	17,747	19,405
투하자본	18,485	19,684	18,249	18,987	20,215
순차입금	1,064	2,501	2,120	1,423	1,001
ROA	2.1	4.7	5.7	6.6	7.1
ROE	2.5	5.9	7.8	9.5	9.9
ROIC	2.0	5.5	7.2	9.0	9.7

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	1,789	4,458	5,960	7,344	8,334
BPS	80,336	74,508	69,975	76,217	83,394
DPS	735	750	750	750	750
Multiples(x,%)					
PER	100.9	40.6	29.7	24.1	21.2
PBR	2.2	2.4	2.5	2.3	2.1
EV/ EBITDA	45.9	30.4	20.9	17.1	15.2
배당수익율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	39.9	26.4	20.2	19.7	25.6
PSR	12.0	10.0	8.0	6.8	6.0
재무건전성 (%)					
부채비율	19.8	28.7	45.0	42.1	35.5
Net debt/Equity	6.1	14.4	13.0	8.0	5.2
Net debt/EBITDA	116.9	171.8	102.3	57.4	36.2
유동비율	175.2	139.3	169.1	203.4	227.0
이자보상배율	11.7	22.5	25.5	33.1	39.7
이자비용/매출액	2.1	1.8	1.9	1.5	1.3
자산구조					
투하자본(%)	91.7	91.2	89.2	87.1	86.5
현금+투자자산(%)	8.3	8.8	10.8	12.9	13.5
자본구조					
차입금(%)	11.2	17.7	18.3	16.6	15.0
자기자본(%)	88.8	82.3	81.7	83.4	85.0

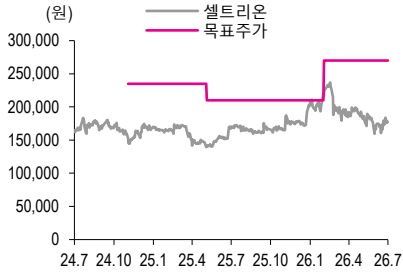
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	902	646	1,048	1,169	895
당기순이익	419	1,031	1,305	1,608	1,825
자산상각비	418	288	306	305	305
운전자본증감	(21)	(495)	(978)	(905)	(703)
매출채권감소(증가)	(174)	(344)	(424)	(408)	(321)
재고자산감소(증가)	225	(135)	(645)	(621)	(489)
매입채무증가(감소)	(144)	(149)	83	117	100
투자현금	(169)	(860)	(507)	(313)	(315)
단기투자자산감소	7	7	(5)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(15)	(12)	(70)	(70)	(71)
설비투자	(135)	(108)	(130)	(130)	(130)
유무형자산감소	(195)	(223)	(87)	(87)	(87)
재무현금	(353)	339	(261)	(268)	(270)
차입금증가	(80)	(72)	(97)	(104)	(106)
자본증가	21	12	0	0	0
배당금지급	(104)	(154)	(164)	(164)	(164)
현금 증감	432	123	279	588	311
총현금흐름(Gross CF)	1,068	1,585	2,026	2,074	1,598
(-) 운전자본증가(감소)	(250)	484	978	905	703
(-) 설비투자	135	108	130	130	130
(+) 자산매각	(195)	(223)	(87)	(87)	(87)
Free Cash Flow	988	769	830	951	678
(-) 기타투자	15	12	70	70	71
잉여현금	973	758	760	881	607

셀트리온 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-11	담당자변경			
2024-11-11	Buy	235,000		
2025-05-13	Buy	210,000		
2026-02-10	Buy	270,000		
2026-07-09	Buy	270,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286