

셀트리온 (068270)

Analyst 김현석 heunseok0419@hmsec.com

직판 효과까지 확인. 완성된 수직계열화

BUY

TP 280,000원

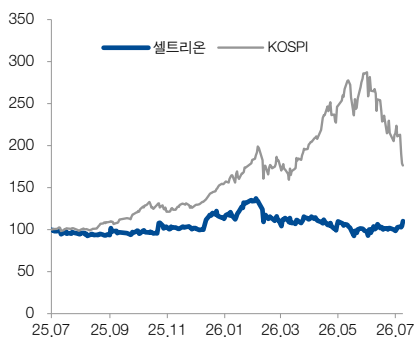
현재주가 (7/30)	190,000원
상승여력	47.4%
시가총액	44,185십억원
발행주식수	232,554천주
자본금/액면가	239십억원/1,000원
52주 최고가/최저가	236,862원/159,400원
일평균 거래대금 (60일)	130십억원
외국인 지분율	24.79%
주요주주 지분율	
셀트리온홀딩스외95인	32.83%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	9.6	-0.6	-5.1
상대주가(%p)	66.1	17.3	-11.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	6,537	7,784	270,000
After	6,594	7,902	280,000
Consensus	6,672	7,591	274,784
Cons. 차이	-1.2%	4.1%	1.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

본격화되는 직판 효과. 탑라인과 마진율의 동반 성장 구간 진입

- 2Q26 매출액 1조 3,937억원 (YoY +44.9%), 영업이익 4,518억원 (YoY +86.3%, OPM 32.4%)으로 1분기에 이어 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 상회하는 실적 발표
- 본격적인 직판 효과 확인. 이로써 개발부터 판매까지 이어지는 수직계열화 완성을 통해 글로벌 바이오시밀러 탑티어 지위를 공고히 할 것으로 전망
- 기존 제품들의 매출이 유지되는 가운데 신규 제품군의 매출 증가가 실적 성장을 견인. 특히 옴리클로, 앵트즈마, 스토보클로/오센벨트의 성장이 주요. 신규 제품군의 지역 및 적응증 확장을 통해 하반기에도 계속해서 큰 폭으로 성장할 전망
- 또한 영업이익률 역시 하반기에도 지속적으로 상승할 것으로 판단. 1) 기존 제품 대비 이익률이 높은 신규 제품군의 매출 비중이 증가할 것이며, 2) 매출이 증가할수록 고정비 레버리지 효과가 발생할 것으로 전망되기 때문
- 짐펜트라와 경우 처방량은 지속 증가하고 있으나, 과거 분기의 리베이트 정산이 이번 분기에 한번에 반영되는 일회성 이슈가 발생. 이로 인해 매출 인식분이 줄어드는 효과가 발생하여 전분기 대비 감소. 하반기에는 화이자와의 판매 협업 및 신규 채널 진입으로 처방량이 지속적으로 확대될 것으로 전망

향후 지속 출시될 바이오시밀러 신제품에 더해 신약 개발도 본격화된다

- 내년 허셉틴 SC 시밀러 출시를 필두로 2028년부터는 코센틱스, 오크레부스, 키트루다, 다잘렉스 등 매년 2개 이상의 신규 바이오시밀러 제품 출시 예정. 지속되는 신규 제품 출시는 중장기 성장의 핵심 동력으로 작용할 것으로 판단되며 2030년에는 18개의 바이오시밀러 포트폴리오를 보유하게 될 것으로 기대
- 바이오시밀러 출시 뿐만 아니라 신약 개발도 본격화. 현재 임상 1상 진행 중인 ADC 신약 파이프라인 2종은 내년 초 탑라인 데이터 공개 예정이며, 전임상 진행 중인 비만 4중 작용제 파이프라인은 올해 연말 학회에서 결과가 공개될 것으로 파악

견고해지는 펀더멘탈, 낮아진 밸류에이션

- 투자 의견 BUY 유지 및 목표주가 280,000원(기존 270,000원)으로 상향. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA 2조 3,757억원(기존 2조 2,462억원)에 Target multiple 27.5배(기존 28배) 적용하여 산출
- 견고해지는 펀더멘탈 대비 멀티플은 역사적 최하단인 19배 수준. 글로벌 피어들의 EV/EBITDA 평균 14배(산도즈, 테바, 알보텍, 삼성에피소홀딩스) 대비 높은 수준이나, 글로벌 피어들은 대부분 제네릭 비중이 크거나 개발부터 판매까지의 수직계열화가 안되어 있어 동사 대비 마진율이 낮고 변동이 심하다는 점을 고려했을 때 오히려 동사의 밸류에이션 매력 부각된다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	3,557	492	423	910	1,703	-46.6	101.1	2.4	46.0	2.5	0.4
2025	4,162	1,168	1,030	1,456	4,238	148.8	40.7	2.4	30.5	5.9	0.4
2026F	5,554	1,890	1,550	2,193	6,594	55.6	28.8	2.4	19.6	8.6	0.4
2027F	6,369	2,373	1,838	2,649	7,902	19.8	24.0	2.2	15.8	9.4	0.4
2028F	7,059	2,751	2,166	3,002	9,314	17.9	20.4	2.0	13.4	10.1	0.4

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 셀트리온 Valuation Table

(십억원, 배, 천주, 원)

구분	내용	비고
영업가치	65,428	
12MF EBITDA	2,376	
Target Multiple	27.5	미국 신약 출시 제약사 EV/EBITDA 평균 (유한양행, SK 바이오팜)
비영업가치	788	
셀트리온제약 지분가치	788	3 개월 평균 시가총액 * 지분율 * 지주사 할인(30%)
기업가치	66,216	
순차입금	2,627	2Q26 기준
주주가치	63,589	
유통주식수	228,740	
적정주가	277,995	
목표주가	280,000	
현재주가	190,000	
상승여력	47.4%	

자료: 현대차증권

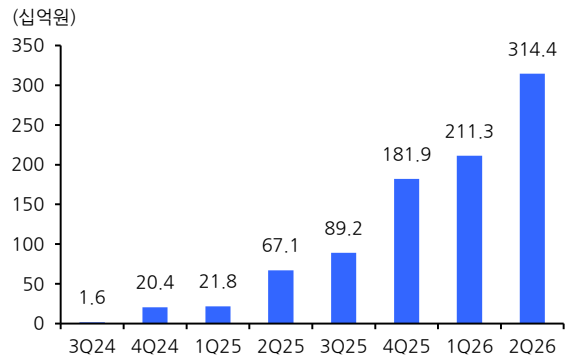
〈표2〉 셀트리온 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출	842	962	1,029	1,330	1,145	1,394	1,409	1,607	4,163	5,554
YoY	14.3%	10.0%	17.2%	25.1%	36.0%	44.9%	36.9%	20.8%	17.0%	33.4%
QoQ	-20.8%	14.2%	7.5%	28.7%	-13.9%	21.7%	1.1%	14.0%		
바이오시밀러	768	883	961	1,252	974	1,264	1,290	1,477	3,864	5,005
기존	421	415	440	518	393	439	369	426	1,793	1,627
램시마 IV	238	261	265	285	214	253	252	271	1,050	990
트룩시마	129	103	126	169	137	152	76	101	526	466
허쥬마	54	51	49	64	43	34	41	54	217	172
신규	347	468	521	735	581	825	921	1,051	2,071	3,378
램시마 SC	135	161	185	236	157	200	226	266	717	849
유플라이마	118	137	144	104	114	195	165	133	503	608
베그젤마	59	80	75	155	46	69	112	144	369	371
짐펜트라	13	23	28	58	53	47	67	93	122	260
스테키마	21	35	35	42	40	50	60	72	134	222
옴리클로	0	22	28	49	72	117	120	151	99	460
아이덴젤트	0	2	2	6	7	10	34	47	9	97
스토보클로/ 오센벨트	1	7	20	71	69	74	77	84	99	303
애포즈마	0	1	4	14	25	64	58	61	19	208
Non-바이오	74	79	68	78	171	130	119	129	299	549
제약 + 케미컬	68	72	63	70	69	73	65	72	274	278
CMO	0	0	0	0	96	50	50	50	0	246
기타	6	6	4	8	5	7	4	8	25	25
매출총이익	443	544	626	854	686	864	918	1,058	2,467	3,549
YoY	44.4%	48.0%	35.1%	57.0%	54.9%	58.7%	46.6%	23.9%	46.7%	43.8%
GPM	58.2%	61.2%	61.9%	64.0%	59.9%	63.1%	65.1%	65.8%	59.3%	63.9%
영업이익	149	243	301	475	322	452	509	608	1,169	1,890
YoY	867.6%	234.5%	45.1%	142.0%	115.5%	86.3%	68.9%	27.9%	137.5%	61.8%
OPM	17.7%	25.2%	29.3%	35.7%	28.1%	32.4%	36.1%	37.8%	28.1%	34.0%

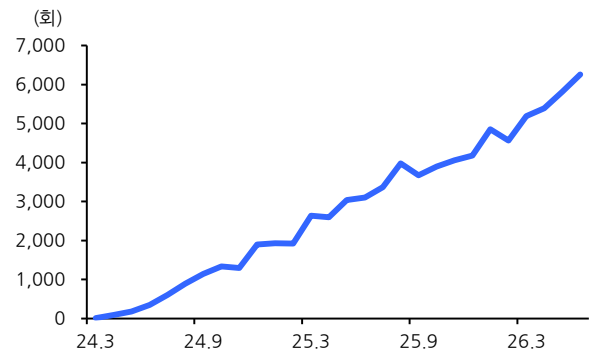
자료: 현대차증권

〈그림1〉 셀트리온 신규 제품 5종 매출 추이



자료: 셀트리온, 현대차증권

〈그림2〉 짐펜트라 월별 처방량 추이



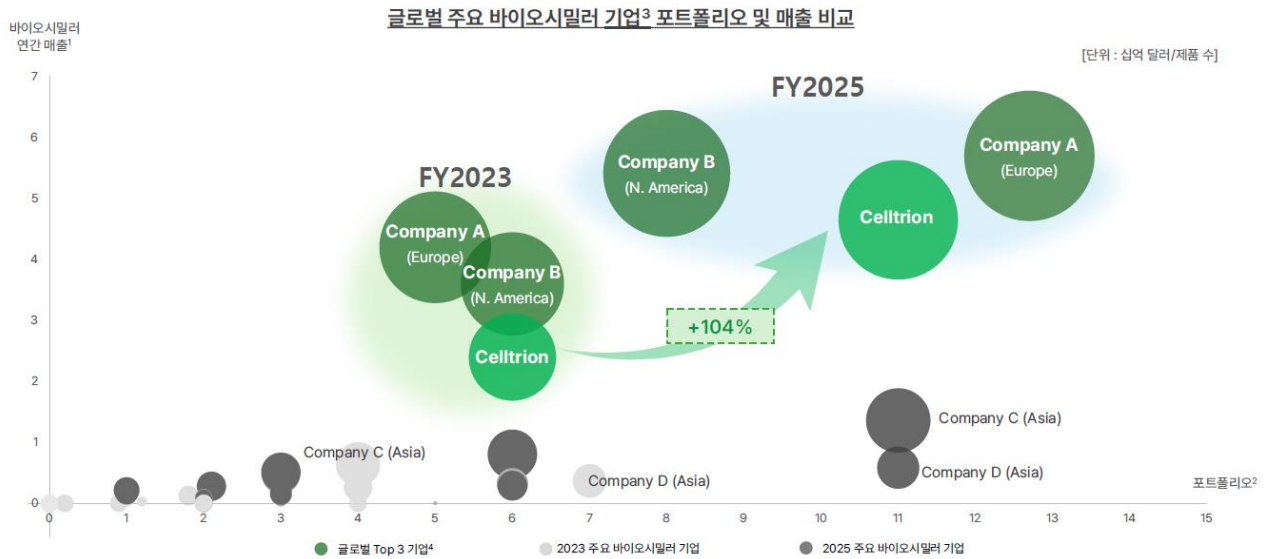
자료: Sympony Health, 현대차증권

〈그림3〉 신규 제품 5종 주요 시장 출시 현황 및 향후 일정

	유럽 24.11	AI 제형 공급 확대 및 하반기 UC 적응증 추가로 매출 성장 가속화
	미국 25.03	3대 PBM 1개사 등재, Full-label 승인 및 폭넓은 자가면역질환 포트폴리오 기반으로 출시 1년 만에 점유율 12%(26.2Q) 달성
	유럽 25.09	경쟁 바이오시밀러 없는 퍼스트무버로 유럽 독주 체제 구축, 출시 3개 분기만에 점유율 21%(26.1Q) 달성
	미국 하반기 예정	경쟁 바이오시밀러 없는 퍼스트무버로 미국 시장 출시 예정, 유럽에 이은 압도적 성과 재현 기대
	유럽 25.12	자가면역질환 포트폴리오 시너지 및 '26.5월 지프레 인수를 통해 확보한 9천여 개 약국 영업망을 활용해 시장 침투 확대 추진
	미국 25.07	5대 PBM 중 3개사 선호의약품 등재, 다수의 경쟁 제품 속에서 처방 기반 우위 확보
	유럽 26.01	출시 직후 EU5 국가 공공 입찰 수주 성공, 매출 빠르게 확대 중
	미국 25.10	3대 PBM 사보험 및 5위 PBM '프라임 테라퓨틱스'의 공-사보험 처방집 등재를 기반으로 판매 확대 기대
	유럽 26.01	출시 직후 영국 NHS(국가보건서비스) 입찰 수주, 하반기 공급 안정화로 점유율 확대 전망
	미국 하반기 예정	하반기 출시 준비 순항 중

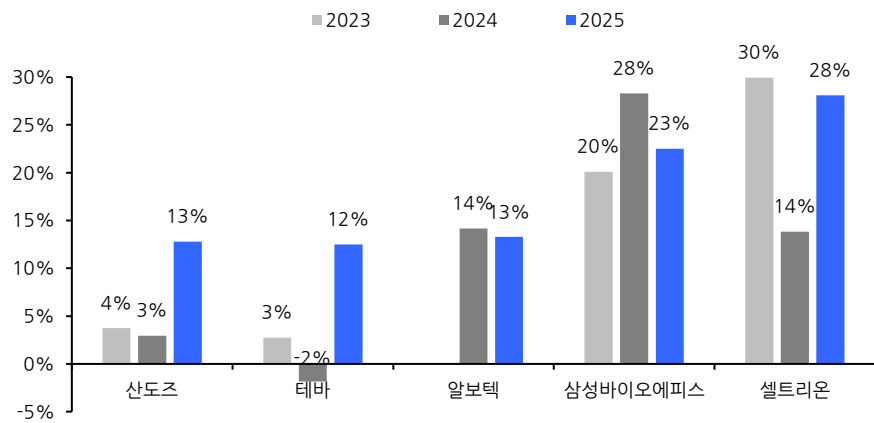
자료: 셀트리온, 현대차증권

〈그림4〉 Top-tier 중심의 성장 구조가 강화되는 바이오시밀러 시장



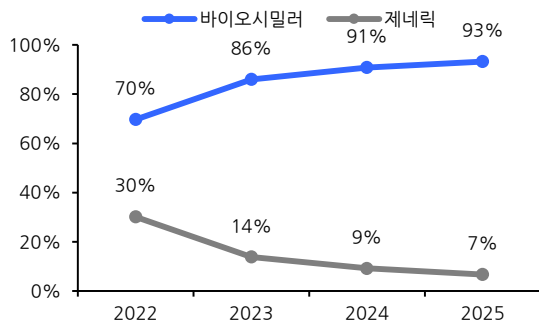
자료: IQVIA, 현대차증권

〈그림5〉 글로벌 주요 바이오시밀러 기업 최근 3개년 영업이익률 추이



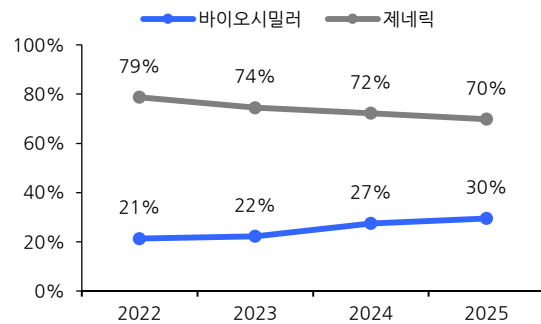
자료: 각 사, Bloomberg, 현대차증권

〈그림6〉 셀트리온 바이오시밀러 매출 비중



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 산도즈 바이오시밀러 매출 비중



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림8〉 합병 이후 셀트리온 12개월 선행 EV/EBITDA 추이



자료: Quantiverse, 현대차증권

COMPANY REPORT

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,557	4,162	5,554	6,369	7,059
증가율 (%)	63.5	17.0	33.4	14.7	10.8
매출원가	1,876	1,695	2,029	2,117	2,226
매출원가율 (%)	52.7	40.7	36.5	33.2	31.5
매출총이익	1,682	2,467	3,525	4,252	4,833
매출이익률 (%)	47.3	59.3	63.5	66.8	68.5
증가율 (%)	59.9	46.7	42.9	20.6	13.7
판매관리비	1,190	1,299	1,635	1,879	2,082
판매비율 (%)	33.5	31.2	29.4	29.5	29.5
EBITDA	910	1,456	2,193	2,649	3,002
EBITDA 이익률 (%)	25.6	35.0	39.5	41.6	42.5
증가율 (%)	1.4	60.0	50.6	20.8	13.3
영업이익	492	1,168	1,890	2,373	2,751
영업이익률 (%)	13.8	28.1	34.0	37.3	39.0
증가율 (%)	-24.4	137.4	61.8	25.6	15.9
영업외손익	97	0	100	8	55
금융수익	57	60	39	45	74
금융비용	80	96	116	109	109
기타영업외손익	120	36	177	72	90
종속관계기업관련손익	-12	-14	2	0	0
세전계속사업이익	576	1,154	1,992	2,381	2,807
세전계속사업이익률	16.2	27.7	35.9	37.4	39.8
증가율 (%)	-14.2	100.3	72.6	19.5	17.9
법인세비용	157	122	426	524	617
계속사업이익	419	1,031	1,567	1,857	2,189
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	419	1,031	1,567	1,857	2,189
당기순이익률 (%)	11.8	24.8	28.2	29.2	31.0
증가율 (%)	-22.4	146.1	52.0	18.5	17.9
지배주주지분 손이익	423	1,030	1,550	1,838	2,166
비지배주주지분 손이익	-4	2	17	20	23
기타포괄이익	506	-253	255	0	0
총포괄이익	925	779	1,822	1,857	2,189

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	902	646	1,033	1,430	1,849
당기순이익	419	1,031	1,567	1,857	2,189
유형자산 상각비	73	93	126	114	103
무형자산 상각비	346	195	176	162	148
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-21	-495	-925	-767	-626
기타	85	-178	89	64	35
투자활동으로인한현금흐름	-169	-860	-132	-2	35
투자자산의 감소(증가)	-21	4	-18	-22	-18
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-135	-108	-35	0	0
기타	-13	-756	-79	20	53
재무활동으로인한현금흐름	-353	339	-153	-278	-279
차입금의 증가(감소)	-13	301	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	38	-593	6	0	0
배당금	-104	-154	-164	-172	-172
기타	-274	785	5	-106	-107
기타현금흐름	52	-2	-17	0	0
현금의증가(감소)	432	123	732	1,150	1,605
기초현금	565	996	1,119	1,851	3,002
기말현금	996	1,119	1,851	3,002	4,607

* K-IFRS 연결 기준

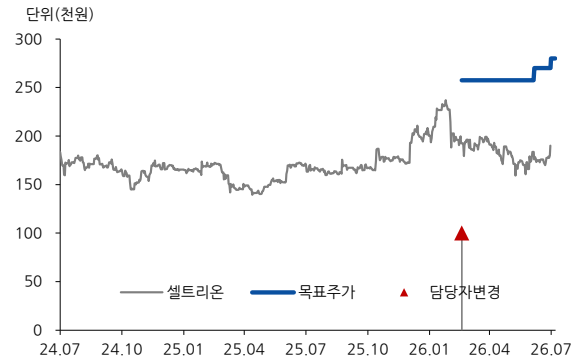
	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,584	6,205	7,994	10,200	12,666
현금성자산	996	1,119	1,851	3,002	4,607
단기투자자산	148	120	145	169	190
매출채권	1,215	1,790	2,163	2,534	2,837
재고자산	2,766	2,803	3,386	3,968	4,443
기타유동자산	459	370	447	524	587
비유동자산	15,471	16,130	16,259	16,004	15,772
유형자산	1,245	1,703	1,649	1,535	1,432
무형자산	13,702	13,778	13,896	13,734	13,586
투자자산	161	170	191	213	231
기타비유동자산	363	479	523	522	523
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	21,055	22,335	24,253	26,204	28,438
유동부채	3,187	4,454	4,828	5,064	5,257
단기차입금	1,989	3,239	3,364	3,364	3,364
매입채무	75	125	150	176	197
유동성장기부채	98	77	73	73	73
기타유동부채	1,025	1,013	1,241	1,451	1,623
비유동부채	288	529	558	587	611
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	87	387	387	387	387
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	201	142	171	200	224
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,475	4,982	5,386	5,651	5,867
지배주주지분	17,439	17,209	18,711	20,377	22,372
자본금	221	239	239	239	239
자본잉여금	14,828	14,215	14,234	14,234	14,234
자본조정 등	-1,916	-1,963	-1,957	-1,957	-1,957
기타포괄이익누계액	563	310	565	565	565
이익잉여금	3,744	4,407	5,629	7,295	9,290
비지배주주지분	141	144	156	176	199
자본총계	17,580	17,353	18,867	20,553	22,571

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	1,688	4,245	6,665	7,986	9,413
EPS(지배순이익 기준)	1,703	4,238	6,594	7,902	9,314
BPS(자본총계 기준)	70,929	71,604	81,131	88,379	97,055
BPS(지배지분 기준)	70,361	71,009	80,458	87,622	96,198
DPS	657	715	750	750	750
P/E(당기순이익 기준)	102.0	40.6	28.5	23.8	20.2
P/E(지배순이익 기준)	101.1	40.7	28.8	24.0	20.4
P/B(자본총계 기준)	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0
P/B(지배지분 기준)	2.4	2.4	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA(Reported)	46.0	30.5	19.6	15.8	13.4
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-47.4	151.5	57.0	19.8	17.9
EPS(지배순이익 기준)	-46.6	148.8	55.6	19.8	17.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	2.4	5.9	8.7	9.4	10.2
ROE(지배순이익 기준)	2.5	5.9	8.6	9.4	10.1
ROA	2.0	4.8	6.7	7.4	8.0
안정성 (%)					
부채비율	19.8	28.7	28.5	27.5	26.0
순차입금비율	5.9	14.3	9.8	3.3	순현금
이자보상배율	6.5	15.5	17.4	21.8	25.3

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.03.04	BUY	184,143	-10.96	-0.48
2024.09.05	BUY	236,755	-31.30	-23.89
2025.05.13	BUY	211,164	-17.00	12.17
2026.03.20	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2026.03.20	BUY	257,355	-28.80	-22.59
2026.07.06	BUY	270,000	-34.80	-29.63
2026.07.31	BUY	280,000		

▶ 최근 2년간 셀트리온 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현석의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%p 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%p 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%p 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.