

셀트리온 (068270)

이제는 믿을만 포지션

실적의 내용은 그대로지만, 퀄리티는 매분기 좋아지고 있다

동사의 연결 기준 2분기 매출 및 영업이익은 각각 1조 3,937억원(YoY +45%), 4,518억원(YoY +86%, OPM 32%)을 달성했다. 지난달 잠정실적치(매출 1조 3천억원, 영업이익 4,300억원) 대비 상회했으며 시장 컨센서스(매출 1조 3,634억원, 영업이익 4,744억원)와 비교했을 때 이익이 소폭 하회했다.

이익의 레벨이 매분기 개선되고 있는 상황이다. 원가율이 상대적으로 낮은 신규 제품의 매출 내 비중이 확대됨에 따른이다. 기존 제품(램시마IV, 트룩시마, 허주마)를 제외한 신규 제품 2분기 매출은 8,249억원으로 전체 매출의 65%를 차지했다. 특히 2025년 이후 출시한 제품 5종의 합산 매출이 가파르게 성장하고 있으며 경쟁이 없는 시장을 선점한 옴리클로(졸레어 바이오시밀러)가 자체 제품만으로 분기 1,000억원의 매출을 돌파해 퍼스트무버의 특징점을 명확하게 보여줬다.

하반기에는 신규 출시 제품군에서의 신규 시장 진입이 예정되어 있다. 옴리클로는 미국 시장에도 퍼스트무버로 진입한다. 또한 유럽에서는 하반기 중 신규 제형(300mg)이 제품 라인업에 포함된다. 졸레어는 만성 특발성 두드러기에 쓰이는 약물이며 150mg 또는 300mg을 피하주사한다. 옴리클로도 만성 특발성 두드러기 적응증을 확보했기에 처방 범위 확대에 따른 추가적인 매출도 기대해볼 수 있을 것으로 판단한다.

바이오시밀러와 뉴 모달리티의 두 트랙으로 나아가는 중장기 성장 전략

바이오시밀러 시장은 경쟁하는 플레이어 수와 시장 출시 순위가 더욱 중요해지고 있다. 수익성 측면에서는 경쟁이 많지 않을 때 빠르게 출시해 퍼스트무버로 판매하는 전략이 큰 기여를 한다. 경쟁이 심화되고, 3순위 이후 출시하면 시장 점유율을 크게 가져오지 못하는 경향이 있음을 확인했다.

최근 바이오시밀러는 개발 트랙을 간소화하려는 시도가 글로벌적으로 진행되고 있다. 임상 1상 디자인에 따라 임상 3상을 면제해주는 가이드라인을 유럽은 최근 채택했고 미국은 바이오시밀러 허가 중 필요한 약동학(PK), 비교효능(CES) 시험 축소 등을 공식화하지는 않았지만 언급했다.

상기 측면에서 동사의 개발 중인 바이오시밀러가 오리지널 제품 각각의 특허만료 시점에 맞춰 빠르게 출시한다는 점을 주목한다. 또한 주요 플레이어가 시장을 과점하는 추세로 흘러가고 있어 라인업 다변화에 따른 안정적인 성장이 지속적으로 이뤄질 것이 기대된다. 덧붙여 신약 개발 측면에서도 ADC 등의 신규 파이프라인의 탐라인 결과를 내년 상반기 발표할 것으로 언급했다. 시밀러 기반의 안정적인 현금 창출 능력이 지속되면서 R&D 역량을 입증한다면 기업 가치 제고의 새로운 가능성이 생길 수 있다.

상반기도 잘했고 하반기는 더 잘할 것

목표주가와 투자 의견을 유지한다. DCF 밸류에이션을 통해 목표주가를 산정했으며 최근 바이오시밀러 시장 내 과점화에 따라 글로벌 플레이어 지위가 견고히 유지될 것으로 고려해 Terminal growth를 기존 2%에서 3%로 변경했다.

상저하고의 실적 흐름이 보여질 것으로 전망한다. 상기 언급한 신규 제품 외에도 짐펜트라의 성장도 주목할만하다. 출시 이후 월 평균 처방 성장률 23%를 기록해 고성장세를 지속하고 있으며 연초에 인수한 미국 사이트 밸리데이션 이후 현지 생산 체제로 전환 시 동사의 이익 개선에 추가적인 기여를 할 수 있을 것으로 기대한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

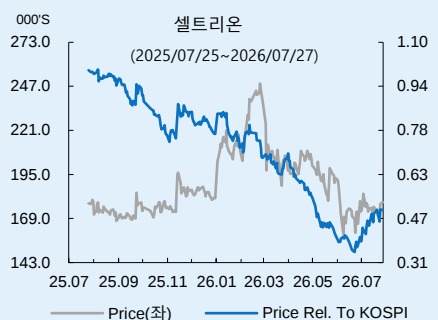
목표주가(12M)	260,000원(유지)
증가(2026.07.27)	178,700원
상승여력	45.5%

Stock Indicator

자본금	239십억원
발행주식수	23,255만주
시가총액	41,557십억원
외국인지분율	24.9%
52주 주가	159,400~248,500원
60일평균거래량	646,409주
60일평균거래대금	119.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	-8.0	-11.3	5.4
상대수익률	27.4	-10.2	-44.2	-106.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	4,162	5,529	6,416	7,263
영업이익(십억원)	1,168	1,751	2,244	2,581
순이익(십억원)	1,030	1,597	1,978	2,247
EPS(원)	4,238	6,588	8,162	9,273
BPS(원)	74,508	79,617	86,377	94,303
PER(배)	42.7	27.1	21.9	19.3
PBR(배)	2.4	2.2	2.1	1.9
ROE(%)	5.9	9.0	10.3	10.8
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	30.4	21.0	16.9	14.6

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	1,751	2,244	2,581	2,931	3,404
법인세율	19.0	18.9	19.0	19.0	19.0
NOPLAT	1,419	1,819	2,091	2,376	2,758
감가상각비	127	114	102	92	82
무형자산상각비	207	184	164	146	131
총현금흐름	1,753	2,117	2,358	2,614	2,971
총투자	-1,379	-874	-840	-914	-917
FCF	374	1,243	1,518	1,700	2,054
PV of FCF	365	1,143	1,317	1,391	1,585
추정 마지막 연도 FCF	2,054				
Terminal Value	69,920				
Terminal growth	3.0				
PV of Forecasted FCF	5,801				
PV of Terminal Value	53,961				
Operating Value of FCF	59,761.5				
영업 외	-2,633.2				
셀트리온 기업가치	57,128.3				
셀트리온제약 가치	1,356.6	1년 평균 시가총액 * 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	58,484.9				
주식수	230,961				
적정주가	260,000				
전일 종가	178,700	2026년 7월 27일 기준			
상승여력	45.5				

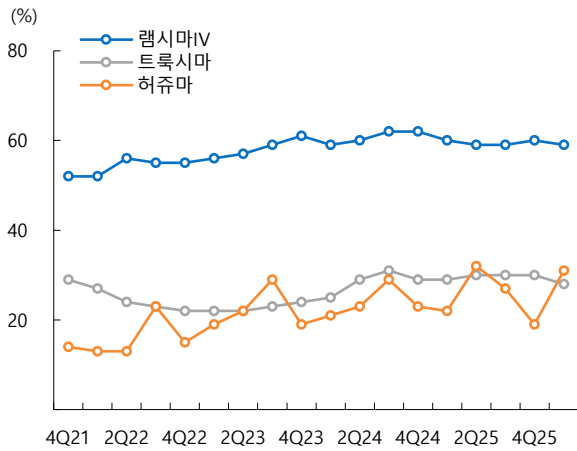
자료: iM증권 리서치본부

표1. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
연결 매출	1,145.0	1,393.7	1,464.8	1,525.1	1,391.1	1,559.6	1,663.9	1,801.8	4,162.5	5,528.6	6,416.4
YoY	36.0	45.0	42.4	14.7	21.5	11.9	13.6	18.1	17.0	32.8	16.1
매출총이익	685.8	864.2	918.8	961.6	844.5	1,028.1	1,110.3	1,201.6	2,467.0	3,430.5	4,184.5
YoY	54.9	58.8	46.8	12.6	23.1	19.0	20.8	25.0	46.7	39.1	22.0
GPM	59.9	62.0	62.7	63.1	60.7	65.9	66.7	66.7	59.3	62.0	65.2
영업이익	321.9	451.8	474.3	503.4	421.0	558.6	607.2	657.3	1,168.5	1,751.3	2,244.1
YoY	115.4	86.3	57.4	5.9	30.8	23.6	28.0	30.6	137.5	49.9	28.1
OPM	28.1	32.4	32.4	33.0	30.3	35.8	36.5	36.5	28.1	31.7	35.0
당기 순이익	349.8	371.3	434.0	454.8	388.9	490.0	537.5	577.0	1,031.5	1,609.9	1,993.4
YoY	222.9	486.6	30.8	(13.9)	11.2	32.0	23.8	26.9	146.2	56.1	23.8

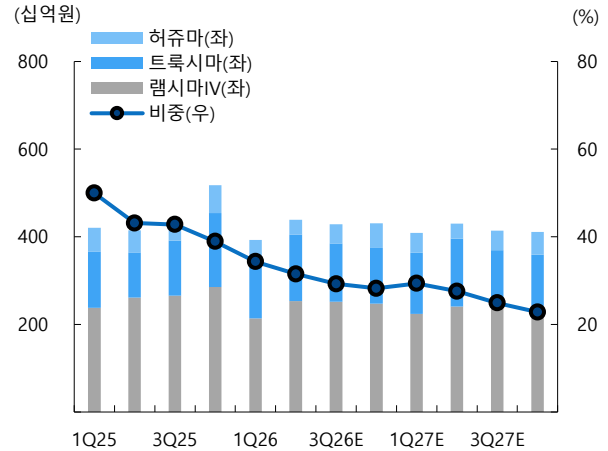
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



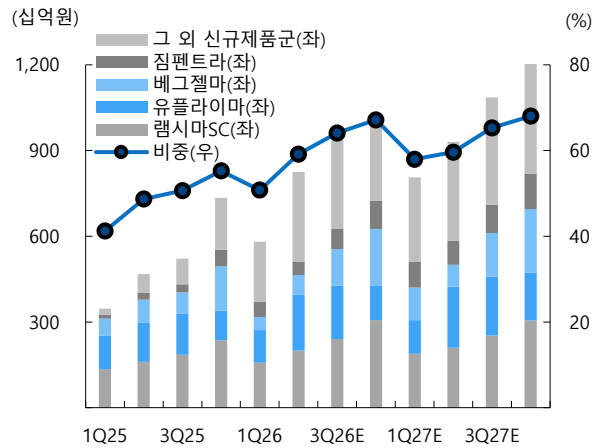
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



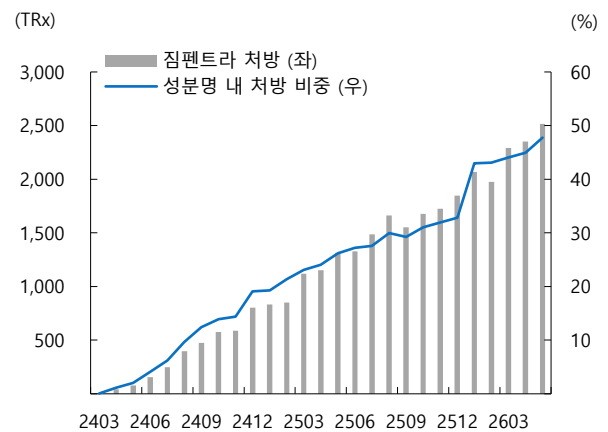
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

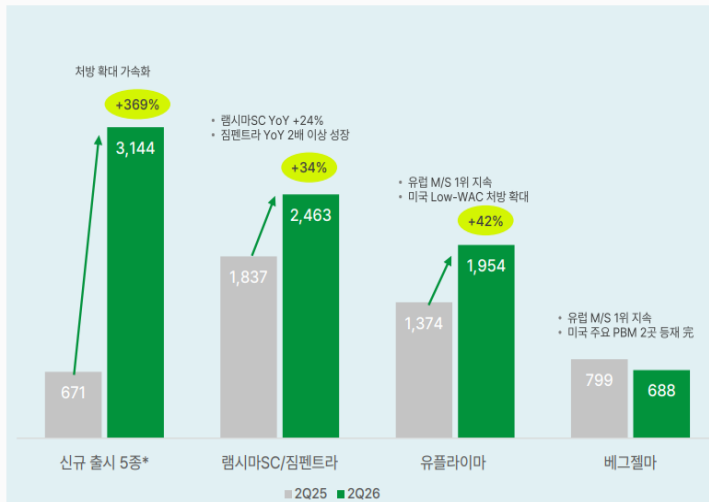
그림4. 짐펜트라 월별 처방 데이터 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부 추정

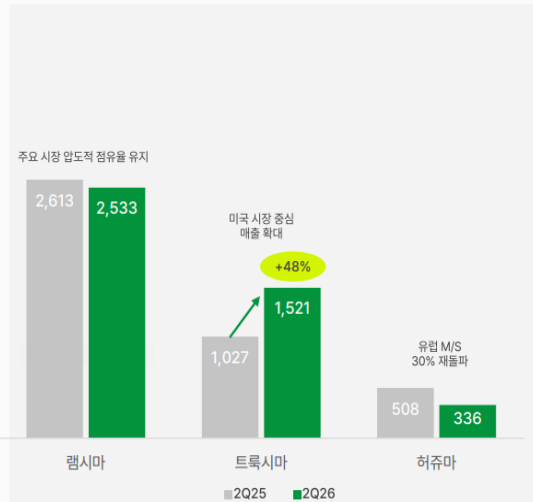
그림5. 바이오 제품별 매출 상세

고수익 신규 제품* ▲ 3,568억원



기존 제품* ▲ 242억원

[단위: 억원]



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

표2. 짐펜트라 매출 전망 (UC)

(명, %, 달러, 백만달러, 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
미국 18세 이상 신규 환자	609,415	614,830	620,114	625,314	630,400
단계별 환자 비중					
Mild to moderate 28.2%	171,613	173,138	174,626	176,091	177,523
Moderate to Severe 49.4%	301,057	303,732	306,343	308,911	311,424
Severe 이상 22.4%	136,744	137,959	139,145	140,312	141,453
Anti-TNF 처방비율					
Mild to moderate 1.6%	1,760	1,776	1,791	1,806	1,821
Moderate to Severe 5%	12,711	12,824	12,934	13,042	13,148
Severe 이상 6.8%	7,604	7,672	7,738	7,803	7,866
미국 신규 환자 처방 수	22,075	22,272	22,463	22,651	22,835
점유율	1.4	2.8	4.2	6.1	8.9
1년 약가	66,988				
매출	20.5	42.4	62.6	92.4	136.4
원화 환산(UC only)	30	63.5	93.9	138.6	204.6

자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

표3. 짐펜트라 매출 전망 (CD)

(명, %, 달러, 백만달러, 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
미국 18세 이상 신규 환자	688,949	694,477	699,862	705,147	710,210
단계별 환자 비중					
Mild to moderate 37%	254,911	256,956	258,949	260,904	262,778
Moderate to Severe 41%	282,469	284,736	286,943	289,110	291,186
Severe 이상 22%	151,569	152,785	153,970	155,132	156,246
Anti-TNF 처방비율					
Mild to moderate 2%	3,411	3,439	3,465	3,492	3,517
Moderate to Severe 14.4%	33,991	34,263	34,529	34,790	35,040
Severe 이상 29.2%	40,814	41,141	41,460	41,773	42,073
미국 신규 환자 처방 수	78,216	78,843	79,454	80,055	80,630
점유율	1.4	2.8	4.2	6.1	8.9
1년 약가	61,047				
매출	66.1	136.7	201.7	297.6	438.9
원화 환산(CD only)	96	205.0	302.5	446.4	658.4
짐펜트라 최종매출(UC+CD)	125.6	268.6	396.4	585.0	863.0

자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 개발 및 포트폴리오 현황 (2026년 2분기 실적발표자료 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림7. 셀트리온 신약 개발 현황 (2026년 2분기 실적발표자료 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

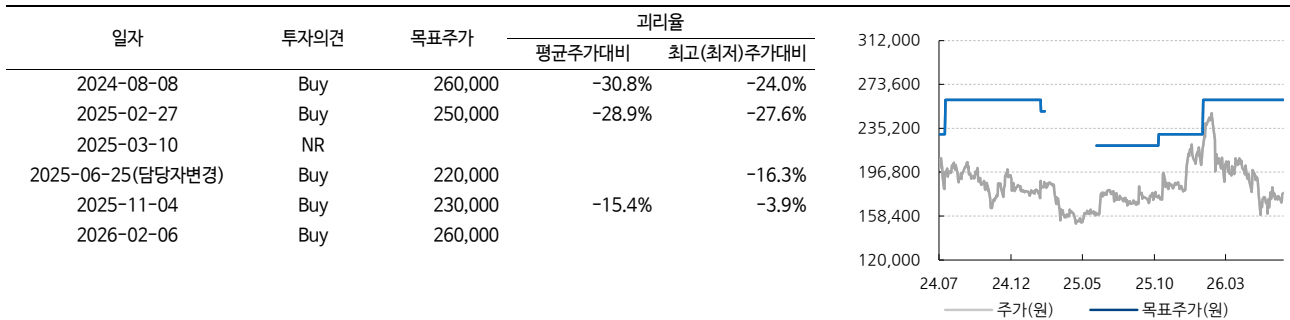
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,205	7,587	9,303	11,261	매출액	4,162	5,529	6,416	7,263
현금 및 현금성자산	1,119	1,071	1,871	2,942	증가율(%)	17.0	32.8	16.1	13.2
단기금융자산	122	100	82	68	매출원가	1,695	2,098	2,232	2,493
매출채권	1,874	2,478	2,870	3,245	매출총이익	2,467	3,430	4,184	4,770
재고자산	2,803	3,724	4,322	4,892	판매비와관리비	1,299	1,679	1,940	2,189
비유동자산	16,130	15,794	15,494	15,225	연구개발비	211	280	325	368
유형자산	1,703	1,576	1,462	1,360	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,778	13,571	13,387	13,222	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	22,335	23,380	24,797	26,486	영업이익	1,168	1,751	2,244	2,581
유동부채	4,454	4,326	4,186	4,046	증가율(%)	137.5	49.9	28.1	15.0
매입채무	125	165	192	217	영업이익률(%)	28.1	31.7	35.0	35.5
단기차입금	3,239	3,039	2,839	2,639	이자수익	23	22	36	56
유동성장기부채	77	77	77	77	이자비용	75	71	67	62
비유동부채	529	509	489	469	지분법이익(손실)	-14	-14	-14	-14
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	36	255	234	234
장기차입금	387	367	347	327	세전계속사업이익	1,154	1,987	2,459	2,795
부채총계	4,982	4,835	4,674	4,515	법인세비용	122	377	466	530
지배주주지분	17,208	18,388	19,950	21,780	세전계속이익률(%)	27.7	35.9	38.3	38.5
자본금	239	239	239	239	당기순이익	1,031	1,610	1,993	2,266
자본잉여금	14,215	14,215	14,215	14,215	순이익률(%)	24.8	29.1	31.1	31.2
이익잉여금	4,407	5,840	7,654	9,737	지배주주귀속 순이익	1,030	1,597	1,978	2,247
기타자본항목	-1,653	-1,906	-2,159	-2,411	기타포괄이익	-253	-253	-253	-253
비지배주주지분	144	157	173	191	총포괄이익	779	1,357	1,741	2,013
자본총계	17,353	18,546	20,123	21,971	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	646	724	1,576	1,851	주당지표 (원)				
당기순이익	1,031	1,610	1,993	2,266	EPS	4,238	6,588	8,162	9,273
유형자산감가상각비	93	127	114	102	BPS	74,508	79,617	86,377	94,303
무형자산감각비	195	207	184	164	CFPS	5,421	7,966	9,393	10,373
지분법관련손실(이익)	-14	-14	-14	-14	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-860	-523	-527	-530	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-108	-	-	-	PER	42.7	27.1	21.9	19.3
무형자산의 처분(취득)	-223	-	-	-	PBR	2.4	2.2	2.1	1.9
금융상품의 증감	-22	-12	-12	-12	PCR	33.4	22.4	19.0	17.2
재무활동 현금흐름	339	1,062	1,062	1,062	EV/EBITDA	30.4	21.0	16.9	14.6
단기금융부채의증감	-56	-200	-200	-200	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-20	-20	-20	ROE	5.9	9.0	10.3	10.8
자본의증감	12	-	-	-	EBITDA이익률	35.0	37.7	39.6	39.2
배당금지급	-154	-164	-164	-164	부채비율	28.7	26.1	23.2	20.5
현금및현금성자산의증감	123	-49	800	1,072	순부채비율	14.2	12.5	6.5	0.2
기초현금및현금성자산	996	1,119	1,071	1,871	매출채권회전율(x)	2.6	2.5	2.4	2.4
기말현금및현금성자산	1,119	1,071	1,871	2,942	재고자산회전율(x)	1.5	1.7	1.6	1.6

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

셀트리온 투자이견 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.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-