

셀트리온 (068270)

예정된 잔치, 먹을 게 참 많았다

잠정실적도 좋았는데, 실제 숫자는 더 좋았다

동사의 3분기 매출은 1조 5,755억원(YoY +53%), 영업이익은 5,253억원(YoY +74%, OPM 33%)을 기록했다. 10월초 발표했던 잠정실적(매출 1조 5천억원, 영업이익 5,100억원) 및 시장 컨센서스(매출 1조 4,506억원, 영업이익 5,096억원)를 상회하는 호실적이다. 기존 제품이 전년 대비 3% 성장한 반면 신규 제품군은 74%의 성장을 보이며 분기 매출 9천억원을 돌파했다. 신규 제품의 매출 비중이 확대될수록 수익성이 개선되는 모습을 보이고 있어 중장기적으로 안정적 성장이 가능한 구조가 만들어졌다. 주요 제품별 업데이트 내용은 아래와 같다.

[집펜트라] 처방량 매분기 증가 중. 매출은 전분기 대비 감소. 이는 미국 정부 리베이트 및 보험사, PBM 등 정산에 따른 일시적 영향. 현재 화이자(Pfizer)와 집펜트라 관련 협업 준비는 대부분 마무리. 향후 공동 영업 및 마케팅 활동을 개시할 예정

[옵리클로] 신규제품 중에서도 가장 성장이 빠른 제품. 유럽에 이어 미국에서도 10월 퍼스트무버 지위로 제품 출시. 출시와 동시에 미국 대형 의료기업과 단독 공급 계약을 체결했으며 PBM도 오리지널을 제치고 선호의약품으로 옵리클로를 선정. 지금까지의 성과를 고려 시 미국에서도 빠른 성장이 가능할 것으로 기대

[그 외] 매출 탑라인 증가에는 릴리향 CMO 매출도 기여. 다만 해당 매출은 영업이익엔 기여하지 않는 구조. 탑라인을 증가시키나 이익에는 기여하지 않아 시밀러 본연의 이익 레벨을 낮추는 요인으로 작용. 영업 외 손실이 크게 발생한 것은 외화채권을 원화로 환산하는 과정에서 발생한 외화 환산 손실이 주요 원인. 아직 실제로 확정된 손실이 아닌 미실현 평가손익이며 환율이 하락했음에 기인

바이오시밀러에 대한 선호도는 점진적으로 상승 중

글로벌적으로 바이오시밀러에 대한 선호도가 상승하고 있는 상황을 주목한다. 미국 AAM(미국접근성약품협회)가 최근 공개한 레포트에서는 작년 바이오시밀러로 인한 절감액은 254억달러(약 35조원)이며 2015년 바이오시밀러가 처음 시장에 진입한 이후 누적 절감액은 816억달러(약 106조원)이라고 언급했다.

또한 영국 정부기관(NHS)가 발표한 자료에서도 휴미라(아달리무맙) 바이오시밀러 전환이 공공 보건재정 절감의 대표적인 사례로 소개하고 있다. 바이오시밀러 출시 1년 내 신규 환자의 90%, 기존 환자 80%를 최자가 제품으로 처방하는 지침을 지정했다. 이는 선호도가 정책적으로도 유도된다는 것을 간접적으로 보여주는 사례다.

최근 WAC 학회 참관에서 진행했던 인터뷰에서도 일본의 정책이 바이오시밀러에 대해 우호적으로 변화하고 있음을 확인했다. 글로벌 시장에서 퍼스트무버 지위를 확보하고 있는 상황과 중장기적인 포트폴리오를 갖춘 동사는 향후 바이오시밀러 영역에서 경쟁력 우위 및 선도적 지위를 확보할 수 있을 것으로 보인다.

실적 추정치 상향에 따른 목표주가 소폭 상향

목표주가를 기존 26만원에서 27만원으로 상향한다. DCF 밸류에이션을 적용했으며 신규제품의 성장을 고려해 실적 추정치를 변경함에 기인한다. 또한 경쟁이 심화됨에 따른 매출 감소가 예상되었던 기존 제품에서도 견조한 흐름을 보이고 있어 긍정적이다. 그리고 시밀러 외 신약 파이프라인 모델리티가 다변화되고 있으며, 내년 상반기 관련된 주요 이벤트(데이터 발표 등)들이 발생할 것으로 예상된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	270,000원(상향)
증가(2026.10.27)	188,600원
상승여력	43.2%

Stock Indicator

자본금	239십억원
발행주식수	23,207만주
시가총액	41,355십억원
외국인지분율	25.6%
52주 주가	159,400~248,500원
60일평균거래량	522,548주
60일평균거래대금	100.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	-0.3	-8.3	4.9
상대수익률	20.8	16.3	6.5	-34.6

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	4,162	5,756	6,823	7,637
영업이익(십억원)	1,168	1,857	2,484	2,762
순이익(십억원)	1,030	1,243	1,606	1,840
EPS(원)	4,238	5,130	6,627	7,593
BPS(원)	74,508	78,087	83,237	89,400
PER(배)	42.7	34.7	26.9	23.5
PBR(배)	2.4	2.3	2.1	2.0
ROE(%)	5.9	7.1	8.6	9.2
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	30.4	20.2	15.8	14.2

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	1,857	2,484	2,762	3,024	3,397
법인세율	19.9	21.5	20.7	21.1	20.9
NOPLAT	1,487	1,950	2,190	2,386	2,687
감가상각비	127	114	102	92	82
무형자산상각비	207	184	164	146	131
총현금흐름	1,821	2,248	2,457	2,624	2,899
총투자	-1,626	-1,069	-805	-847	-821
FCF	195	1,179	1,652	1,778	2,078
PV of FCF	193	1,114	1,487	1,524	1,697
추정 마지막 연도 FCF	2,078				
Terminal Value	71,129				
Terminal growth	2.0				
PV of Forecasted FCF	6,015				
PV of Terminal Value	58,080				
Operating Value of FCF	64,094				
영업 외	-2,633				
셀트리온 기업가치	61,461				
셀트리온계약 가치	1,276	1년 평균 시가총액 * 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	62,737				
주식수	230,961				
적정주가	270,000				
전일 증가	188,600	2026년 10월 27일 기준			
상승여력	43.2				

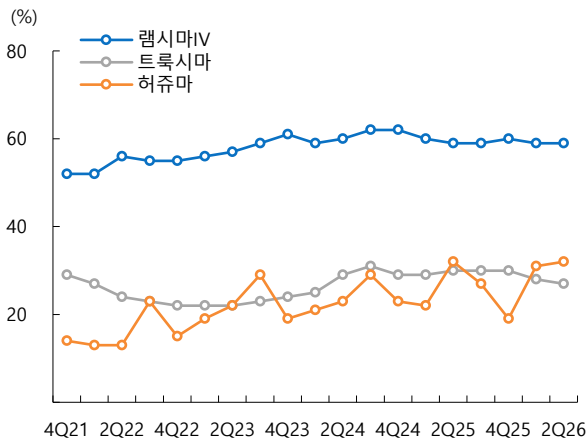
자료: iM증권 리서치본부

표1. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
연결 매출	1,145.0	1,393.7	1,575.5	1,642.0	1,412.3	1,622.5	1,775.7	2,012.8	4,162.5	5,756.2	6,823.2
YoY	36.0	45.0	53.1	23.4	23.3	16.4	12.7	22.6	17.0	38.3	18.5
매출총이익	685.8	864.2	954.8	990.5	857.8	1,070.9	1,137.9	1,324.1	2,467.0	3,495.3	4,390.7
YoY	54.9	58.8	52.5	16.0	25.1	23.9	19.2	33.7	46.7	41.7	25.6
GPM	59.9	62.0	60.6	60.3	60.7	66.0	64.1	65.8	59.3	60.7	64.3
영업이익	321.9	451.8	525.3	557.9	451.8	616.8	648.1	767.2	1,168.5	1,856.8	2,483.9
YoY	115.4	86.3	74.3	17.4	40.4	36.5	23.4	37.5	137.5	58.9	33.8
OPM	28.1	32.4	33.3	34.0	32.0	38.0	36.5	38.1	28.1	32.3	36.4
당기 순이익	349.8	371.3	78.4	450.6	297.8	387.7	391.0	536.6	1,031.5	1,250.2	1,613.2
YoY	222.9	486.6	(76.4)	(14.6)	(14.9)	4.4	398.7	19.1	146.2	21.2	29.0

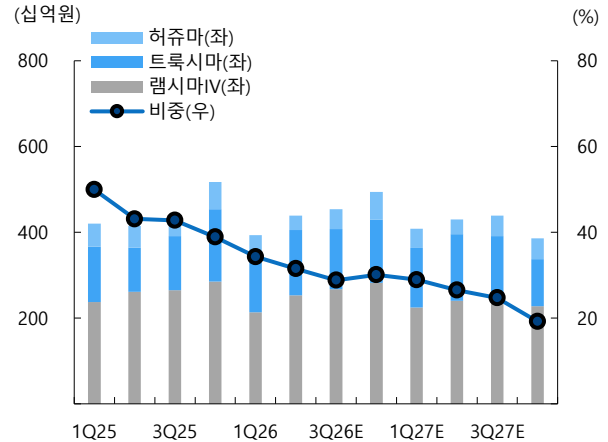
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



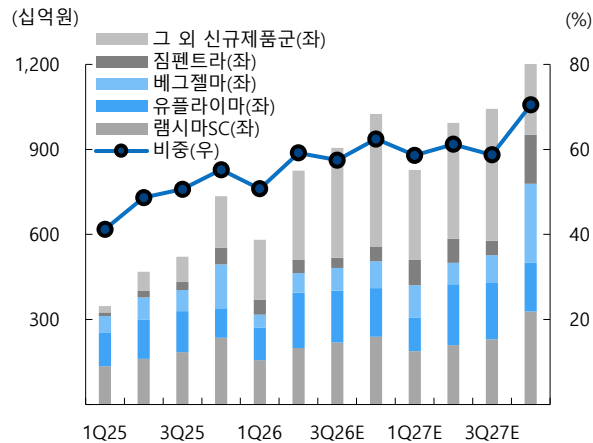
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



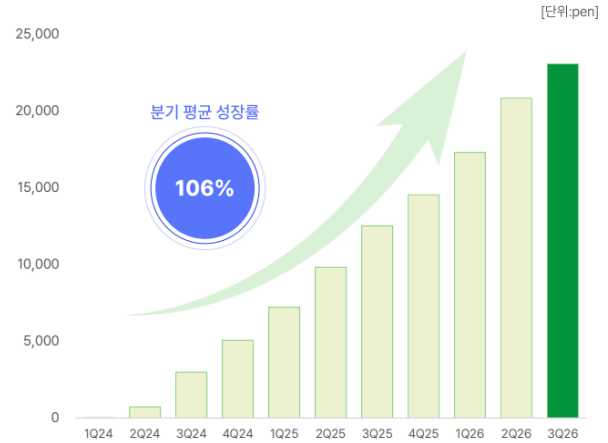
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림3. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

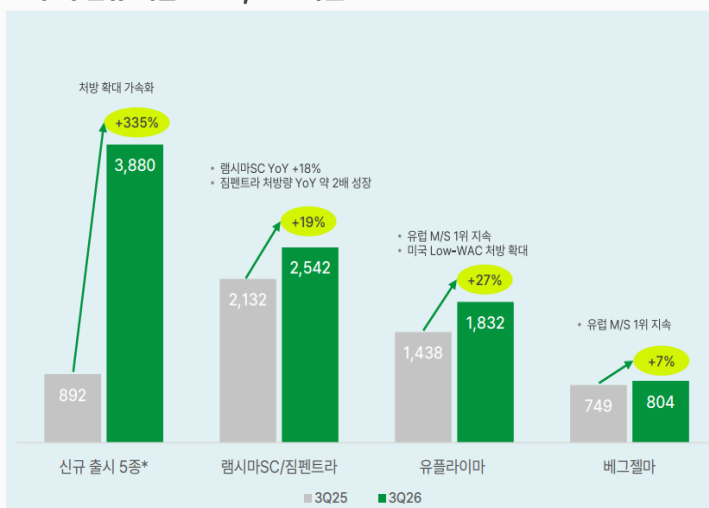
그림4. 짐펜트라 월별 처방 데이터 추이



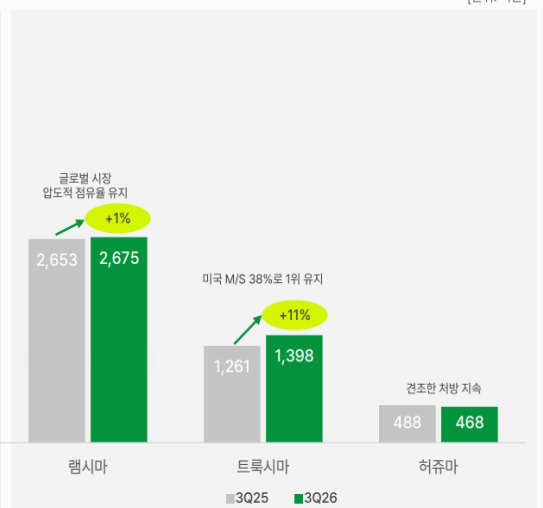
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 바이오 제품별 매출 상세

고수익 신규 제품* ▲ 3,847억원



기존 제품* ▲ 139억원



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

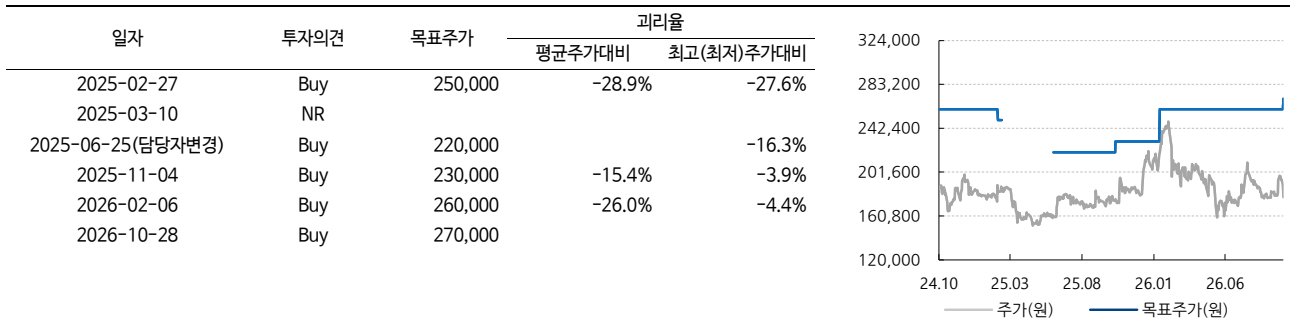
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	6,205	7,234	8,575	10,116	매출액	4,162	5,756	6,823	7,637
현금 및 현금성자산	1,119	464	689	1,380	증가율(%)	17.0	38.3	18.5	11.9
단기금융자산	122	100	82	68	매출원가	1,695	2,261	2,432	2,748
매출채권	1,874	2,578	3,050	3,410	매출총이익	2,467	3,495	4,391	4,889
재고자산	2,803	3,877	4,595	5,143	판매비와관리비	1,299	1,639	1,907	2,127
비유동자산	16,130	15,794	15,494	15,225	연구개발비	211	291	345	387
유형자산	1,703	1,576	1,462	1,360	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,778	13,571	13,387	13,222	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	22,335	23,027	24,069	25,341	영업이익	1,168	1,857	2,484	2,762
유동부채	4,454	4,333	4,198	4,058	증가율(%)	137.5	58.9	33.8	11.2
매입채무	125	172	204	229	영업이익률(%)	28.1	32.3	36.4	36.2
단기차입금	3,239	3,039	2,839	2,639	이자수익	23	11	14	27
유동성장기부채	77	77	77	77	이자비용	75	71	67	62
비유동부채	529	509	489	469	지분법이익(손실)	-14	-14	-14	-14
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	36	-249	-386	-386
장기차입금	387	367	347	327	세전계속사업이익	1,154	1,561	2,055	2,332
부채총계	4,982	4,841	4,687	4,526	법인세비용	122	311	442	483
지배주주지분	17,208	18,035	19,224	20,648	세전계속이익률(%)	27.7	27.1	30.1	30.5
자본금	239	239	239	239	당기순이익	1,031	1,250	1,613	1,849
자본잉여금	14,215	14,215	14,215	14,215	순이익률(%)	24.8	21.7	23.6	24.2
이익잉여금	4,407	5,486	6,929	8,605	지배주주귀속 순이익	1,030	1,243	1,606	1,840
기타자본항목	-1,653	-1,906	-2,159	-2,411	기타포괄이익	-253	-253	-253	-253
비지배주주지분	144	151	158	167	총포괄이익	779	998	1,360	1,597
자본총계	17,353	18,186	19,383	20,815	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	646	117	1,002	1,470	주당지표 (원)				
당기순이익	1,031	1,250	1,613	1,849	EPS	4,238	5,130	6,627	7,593
유형자산감가상각비	93	127	114	102	BPS	74,508	78,087	83,237	89,400
무형자산감가상각비	195	207	184	164	CFPS	5,421	6,508	7,858	8,692
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	34.7	26.9	23.5
무형자산의 처분(취득)	-223	-	-	-	PBR	2.4	2.3	2.1	2.0
금융상품의 증감	-22	-12	-12	-12	PCR	33.4	27.4	22.7	20.5
재무활동 현금흐름	339	1,062	1,062	1,062	EV/EBITDA	30.4	20.2	15.8	14.2
단기금융부채의증감	-56	-200	-200	-200	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-20	-20	-20	ROE	5.9	7.1	8.6	9.2
자본의증감	12	-	-	-	EBITDA이익률	35.0	38.1	40.8	39.7
배당금지급	-154	-164	-164	-164	부채비율	28.7	26.6	24.2	21.7
현금및현금성자산의증감	123	-655	225	691	순부채비율	14.2	16.1	12.9	7.7
기초현금및현금성자산	996	1,119	464	689	매출채권회전율(x)	2.6	2.6	2.4	2.4
기말현금및현금성자산	1,119	464	689	1,380	재고자산회전율(x)	1.5	1.7	1.6	1.6

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

셀트리온 투자이전 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-