셀트리온 (068270)



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

신규 시밀러 견인 성장 확인

BUY (M)

목표주가	320,000원 (U)
직전 목표주가	280,000원
현재주가 (11/02)	192,000원
상승여력	67%

시가총액	444,652억원
총발행주식수	232,072,877주
60일 평균 거래대금	881억원
60일 평균 거래량	464,993주
52주 고/저	236,862원 / 159,400원
외인지분율	25.68%
배당수익률	0.41%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 97 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.8	0.8	14.8
상대	28.7	(1.6)	(18.1)
절대 (달러환산)	9.3	8.6	22.7

성장 견인하는 신규 제품

3Q26 바이오시밀러 매출은 1조 3,599억원(+41.5%)로 높은 성장률 유지. 램시마IV 등 기존 시밀러 매출 성장이 +3%에 그쳤음에도 신규 품목 매출이 9,058억원(+74%)를 기록하며, 시밀러 성장의 대부분이 신규 품목에서 발생. 25년부터 본격적으로 판매가 시작된 옴리클로 등 5종 시밀러 매출은 3,880억원으로 3Q25 대비 4배 이상 증가. 특히 옴리클로와 스토보클로/오센벨트는 분기 매출 천억원 이상을 달성하며 성장 견인. 옴리클로는 4Q 미국 시장에서도 출시되면서 높은 매출 기대.

시밀러 품목 확대 기반 성장 유효

대형 바이오 의약품들의 특허가 2030년 초까지 이어질 예정으로 특허 만료에 맞춰 추가적인 시밀러 포트폴리오 확대 예정. 현재 11개 상업화 시밀러 품목에서 30년 18개, 38년 41개로 포트폴리오를 대폭 확대할 계획. 최근 5종 신규 시밀러 성장에서 확인된 것처럼 신규 시밀러 추가는 매출 증가 외에도 높은 수익성 개선 효과로 이익 레버리지 극대화 기대.

바이오시밀러 경쟁 심화에도 다수 시밀러 개발을 통한 인허가 경험은 특허 만료 시점에 맞춘 시밀러 출시가 가능할 것으로 기대. 또한 개발부터 생산을 자체적으로 진행하고 있으며, 주요 시장인 유럽과 미국 시장에서 직판 전환을 완료하며 판매까지 내재화. 향후 경쟁 심화에도 높은 가격 경쟁력으로 경쟁 우위 전망.

투자의견 Buy, 목표주가 32만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 28만원에서 32만원으로 상향. 신규 시밀러 중심의 유효한 실적 성장이 확인되고 있으며, 대형 특허 절벽 시기를 앞두고 있어 신제품 중심 성장은 수년간 이어질 전망.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,665	25.2	5.7	1,647	1.1
영업이익	606	27.5	15.4	615	-1.4
세전계속사업이익	577	9.4	466.7	681	-15.2
지배순이익	460	-13.0	495.7	512	-10.2
영업이익률 (%)	36.4	+0.7 %pt	+3.1 %pt	37.3	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	27.6	-12.1 %pt	+22.7 %pt	31.1	-3.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	3,557	4,162	5,779	6,616
영업이익	492	1,168	1,905	2,457
지배순이익	423	1,030	1,254	1,871
PER	96.5	38.6	35.9	23.8
PBR	2.2	2.2	2.3	2.1
EV/EBITDA	45.5	28.6	21.3	16.7
ROE	2.5	5.9	7.0	9.6

자료: 유안타증권

성장 견인하고 있는 신제품

3Q26 기준 바이오시밀러 매출은 1조 3,599억원(+41.5%)로 높은 성장을 보였다. 램시마IV를 포함한 기존 3개 바이오시밀러 매출액은 4,541억원(+3%)로 전년 동기 대비 소폭 증가에 그쳤다. 반면, 램시마SC, 유플라이마, 옴리클로 등 신규 시밀러 제품 매출은 9,058억원(+74%)로 시밀러 매출 성장 대부분이 신규 제품군에서 발생했다.

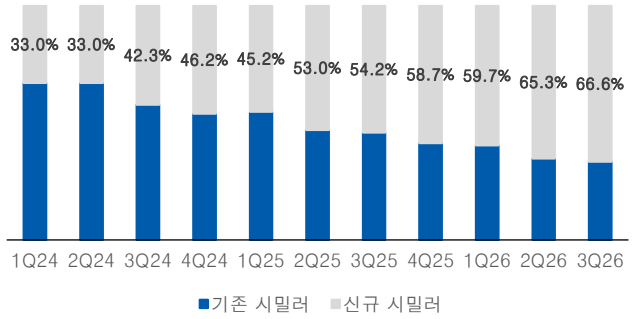
신규 제품이 빠르게 성장하면서 전체 매출에서 신제품 비중은 3Q24 42.3%에서 3Q26 66.6%까지 확대되었다. 신규 제품 내에서도 램시마SC와 유플라이마가 안정적인 성장 추세를 이어가고 있으며, 25년부터 본격적으로 출시한 5종의 신규 시밀러 매출이 빠르게 증가하고 있다. 특히 옴리클로(졸레어 시밀러)와 스토보클로/오센벨트(프롤리아/엑스지바 시밀러)는 출시 후 2년차에 분기 1,000억원 매출을 넘어서고 있다. 4Q26 신규 시밀러 매출 비중은 옴리클로의 미국 출시에 따라 72.4%까지 증가할 것으로 추정한다. 옴리클로는 아직까지 2번째 시밀러가 출시되지 않았으며, 오리지널 의약품인 졸레어는 24년 food allergy 허가 후 매출 성장이 지속되고 있어 미국 시장에서 높은 매출을 기대한다.

셀트리온 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	841.9	961.5	1029.0	1330.2	1145.0	1393.7	1575.5	1664.9	4162.5	5779.1	6616.1
YoY	14.2%	9.9%	16.7%	25.1%	36.0%	45.0%	53.1%	25.2%	17.0%	38.8%	14.5%
바이오시밀러	767.6	882.8	961.3	1252.3	974.2	1263.9	1359.9	1509.8	3864.0	5107.8	5998.2
램시마 IV	237.7	261.3	265.3	285.2	213.6	253.3	267.5	233.9	1049.5	968.3	923.1
트룩시마	128.7	102.7	126.1	168.9	136.7	152.1	139.8	135.1	526.3	563.7	558.1
허쥬마	54.1	50.8	48.8	63.5	42.7	33.6	46.8	47.6	217.1	170.7	183.1
램시마 SC	135.3	161.1	185.1	235.7	157.1	199.6	218.6	259.3	717.2	834.6	909.7
유플라이마	117.5	137.4	143.8	104.1	114.1	195.4	183.2	185.3	502.8	678.0	789.0
베그젤마	59.2	79.9	74.9	154.9	45.9	68.8	80.4	100.7	368.9	295.8	300.7
짐펜트라	13.4	22.6	28.1	58.1	52.8	46.7	35.6	55.2	122.2	190.3	271.7
스테키마	21.1	35.4	35.3	42.2	39.7	50.1	48.5	57.0	133.9	195.3	236.4
옴리클로	3	21.7	27.9	49.4	71.7	116.7	132.1	177.8	99.2	498.3	888.1
아이덴젤트	(0.1)	1.8	1.6	5.5	6.5	10.4	14.1	14.3	8.8	45.3	55.3
스토보클로/오센벨트	5	7.3	20.0	71.0	68.5	73.5	112.2	145.6	98.8	399.8	526.5
앱토즈마	0	0.9	4.4	13.8	24.9	63.7	81.1	98.1	19.1	267.8	356.5
제약/케미컬	67.9	72.3	63.3	70.1	69.4	72.8	73.2	73.6	273.6	289.0	291.1
기타(CMO 포함)	6.4	6.4	4.4	7.8	101.4	57.0	142.4	81.4	24.4	382.2	326.8
매출 총이익	442.9	544.4	626.1	853.7	685.9	864.2	954.8	1072.2	2467.0	3577.1	4241.1
판매 관리비	293.5	301.9	324.7	378.5	364.0	412.4	429.5	466.2	1298.6	1672.1	1784.5
영업이익	149.4	242.5	301.4	475.2	321.9	451.8	525.3	606.0	1168.5	1905.0	2186.5
YoY	867.9%	234.5%	45.1%	141.9%	115.5%	86.3%	74.3%	27.5%	137.5%	63.0%	14.8%
OPM	17.7%	25.2%	29.3%	35.7%	28.1%	32.4%	33.3%	36.4%	28.1%	33.0%	34.5%

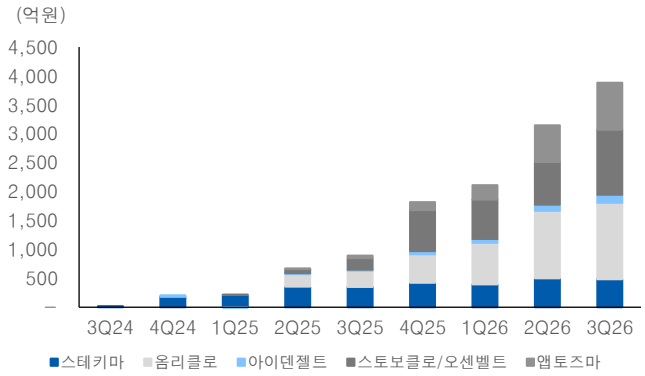
자료: 유안타증권 리서치센터

신규 제품 매출 비중



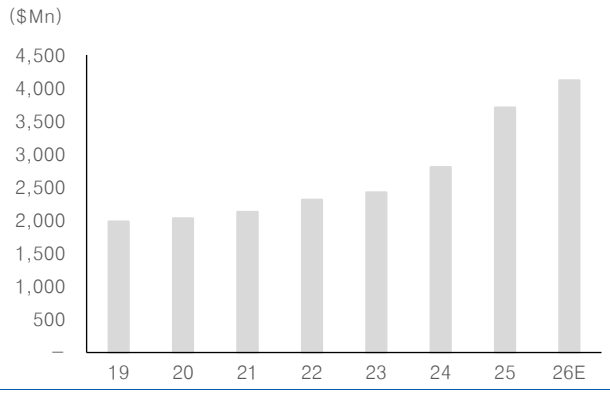
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

25 년 이후 출시 5 종 매출 추이



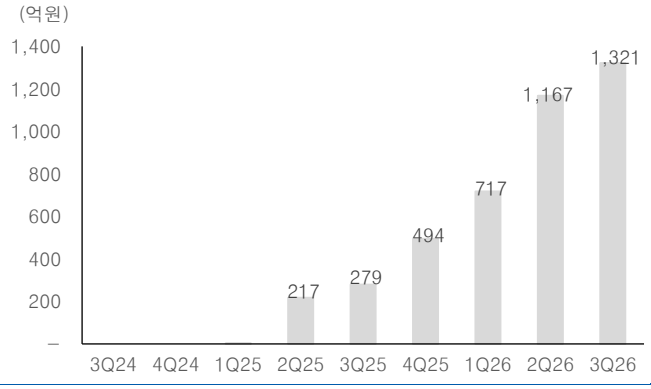
자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

Xolair 미국 매출 추이



자료: Global data, 유안타증권 리서치센터

옴리클로 매출 추이



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

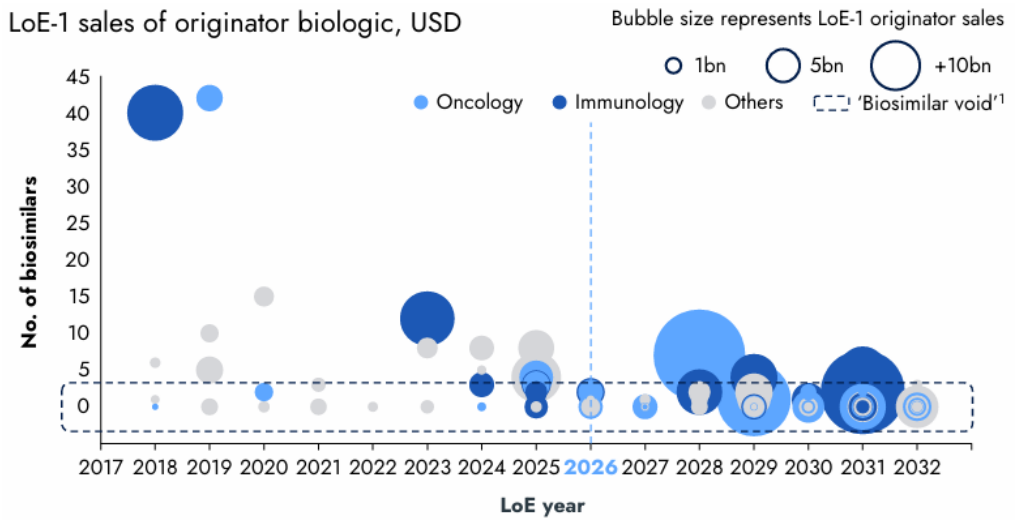
특허 절벽, 시밀러 포트폴리오 확대 시기

특허 절벽 시기에 접어들면서 매년 블록버스터 바이오 의약품의 특허 만료가 예정되어 있다. 특허 만료 바이오 의약품이 증가는 셀트리온의 바이오시밀러 포트폴리오 확대로 이어질 예정이다. 26년 기준 셀트리온은 11개의 상업화 바이오시밀러를 보유하고 있으며, 7개 시밀러 파이프라인이 임상 중에 있다.

셀트리온은 25년부터 이익률 높은 신규 시밀러들의 매출이 커지면서 수익성이 크게 개선되고 있다. 현재 임상중인 7개 파이프라인은 30년까지 상업화 예정으로 18개까지 시밀러 품목이 확대될 전망이다. 미공개 파이프라인 22개를 포함해 38년까지 41개로 상업화 시밀러를 늘려갈 계획으로 신규 시밀러 추가에 따른 수익성 개선은 장기간 동안 지속될 것으로 예상한다.

바이오시밀러들이 증가하며 경쟁이 심화되고 있으나, 셀트리온은 오랜 기간 다수 바이오시밀러를 개발하며, 임상 비용 효율화와 오리지널사와의 특허 합의 등 효과적인 인허가 전략을 보유하고 있다. 또한 제품 개발부터 생산까지 자체적으로 수행하고 있으며, 유럽에 이어 미국 시장까지 직접 판매 체제를 정착시키면서 경쟁사들과의 가격 경쟁에서도 우위를 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

연도별 특허 만료 바이오 의약품 매출 구모



자료: Sandoz, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 바이오시밀러 파이프라인



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 목표주가 산정 (단위: 십억원, 천주, 원)

부문	가치	비고
1. 영업가치	76,558	27년 EBITDA 27,342억원 Target EV/EBITDA 28x
2. 순차입금	2,426	26년말 예상
3. 총 기업 가치	74,131	1-2
4. 총 주식수	232,073	
5. 주당 가치	319,431	3/4
6. 목표 주가	320,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 (068270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,557**	**4,162**	**5,779**	**6,616**	**7,215**
매출원가	1,876	1,695	2,202	2,375	2,548
매출총이익	1,682	2,467	3,577	4,241	4,667
판관비	1,190	1,299	1,672	1,785	1,826
영업이익	**492**	**1,168**	**1,905**	**2,457**	**2,841**
EBITDA	910	1,456	2,207	2,734	3,094
영업외손익	84	-15	-336	-84	-32
외환관련손익	144	177	-234	-23	-23
이자손익	-42	-52	-74	-39	13
관계기업관련손익	-12	-14	-1	6	6
기타	-6	-126	-28	-28	-28
법인세비용차감전순손익	576	1,154	1,569	2,372	2,809
법인세비용	157	122	309	496	588
계속사업순손익	419	1,031	1,260	1,877	2,221
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	419	1,031	1,260	1,877	2,221
지배지분순이익	**423**	**1,030**	**1,254**	**1,871**	**2,214**
포괄순이익	925	779	1,683	2,100	2,444
지배지분포괄이익	929	777	1,676	2,095	2,438

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**902**	**646**	**1,667**	**2,697**	**3,397**
당기순이익	419	1,031	1,260	1,877	2,221
감가상각비	73	93	127	116	106
외환손익	0	0	405	23	23
종속,관계기업관련손익	12	14	1	-6	-6
자산부채의 증감	-21	-495	-443	501	881
기타현금흐름	420	3	316	185	172
투자활동 현금흐름	**-169**	**-860**	**-386**	**5**	**57**
투자자산	-38	-19	-20	-13	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-135	-108	-242	-272	-276
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	3	-734	-124	290	345
재무활동 현금흐름	**-353**	**339**	**-349**	**-272**	**-273**
단기차입금	397	1,245	202	1	1
사채 및 장기차입금	-79	286	-60	0	0
자본	38	-604	48	0	0
현금배당	-104	-154	-168	-163	-163
기타현금흐름	-605	-434	-371	-111	-111
연결범위변동 등 기타	52	-2	-752	-988	-1,061
현금의 증감	**432**	**123**	**179**	**1,441**	**2,120**
기초 현금	565	996	1,119	1,298	2,739
기말 현금	996	1,119	1,298	2,739	4,859
NOPLAT	**492**	**1,168**	**1,905**	**2,457**	**2,841**
FCF	**767**	**538**	**1,424**	**2,425**	**3,121**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**5,584**	**6,205**	**7,562**	**9,679**	**12,092**
현금및현금성자산	996	1,119	1,298	2,739	4,859
매출채권 및 기타채권	1,259	1,840	2,377	2,667	2,914
재고자산	2,766	2,803	3,330	3,655	3,648
비유동자산	15,471	16,130	16,729	16,736	16,771
유형자산	1,245	1,703	1,902	2,057	2,228
관계기업등 지분관련자산	112	106	121	134	146
기타투자자산	49	64	56	56	56
자산총계	**21,055**	**22,335**	**24,291**	**26,416**	**28,862**
유동부채	3,187	4,454	5,035	5,207	5,357
매입채무 및 기타채무	554	629	945	1,047	1,137
단기차입금	1,989	3,239	3,439	3,439	3,439
유동성장기부채	98	77	15	15	15
비유동부채	288	529	559	575	589
장기차입금	87	387	387	387	387
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**3,475**	**4,982**	**5,594**	**5,782**	**5,946**
지배지분	17,439	17,208	18,550	20,481	22,757
자본금	221	239	251	251	251
자본잉여금	14,828	14,215	14,262	14,262	14,262
이익잉여금	3,744	4,407	3,825	5,534	7,585
비지배지분	141	144	147	153	159
자본총계	**17,580**	**17,353**	**18,697**	**20,634**	**22,916**
순차입금	**1,064**	**2,499**	**2,426**	**970**	**-1,163**
총차입금	2,208	3,740	3,881	3,883	3,884

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,703	4,238	5,335	8,062	9,541
BPS	74,502	75,396	81,561	90,056	100,060
EBITDAPS	3,668	5,993	9,393	11,782	13,332
SPS	14,333	17,132	24,595	28,509	31,088
DPS	657	715	715	715	715
PER	**96.5**	**38.6**	**35.9**	**23.8**	**20.1**
PBR	**2.2**	**2.2**	**2.3**	**2.1**	**1.9**
EV/EBITDA	**45.5**	**28.6**	**21.3**	**16.7**	**14.0**
PSR	**11.5**	**9.5**	**7.8**	**6.7**	**6.2**

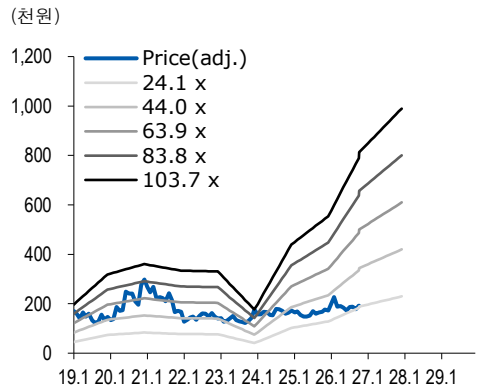
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**63.4**	**17.0**	**38.8**	**14.5**	**9.0**
영업이익 증가율 (%)	**-24.5**	**137.5**	**63.0**	**29.0**	**15.6**
지배순이익 증가율 (%)	**-21.1**	**143.6**	**21.7**	**49.3**	**18.4**
매출총이익률 (%)	47.3	59.3	61.9	64.1	64.7
영업이익률 (%)	**13.8**	**28.1**	**33.0**	**37.1**	**39.4**
지배순이익률 (%)	11.9	24.7	21.7	28.3	30.7
EBITDA 마진 (%)	25.6	35.0	38.2	41.3	42.9
ROIC	2.0	5.6	7.4	9.4	10.7
ROA	2.1	4.7	5.4	7.4	8.0
ROE	**2.5**	**5.9**	**7.0**	**9.6**	**10.2**
부채비율 (%)	19.8	28.7	29.9	28.0	25.9
순차입금/자기자본 (%)	6.1	14.5	13.1	4.7	-5.1
영업이익/금융비용 (배)	6.5	15.5	17.3	22.1	25.5

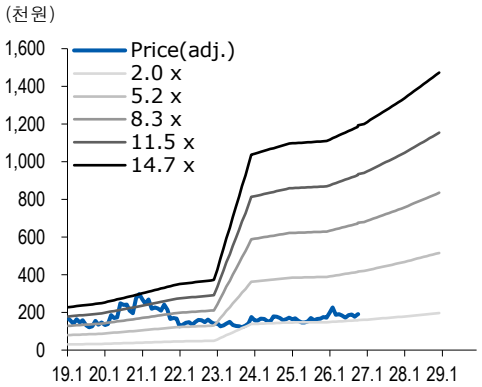
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

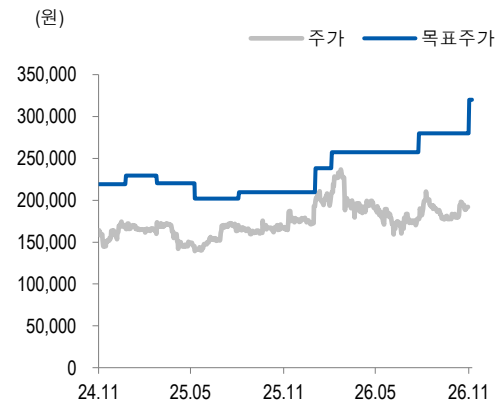
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온 (068270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-11-03	BUY	320,000	1년		
2026-07-28	BUY	280,000	1년		
2026-06-05	BUY	257,355	1년	-32.80	-28.66
2026-02-06	BUY	257,355	1년	-23.77	-7.96
2026-01-05	BUY	238,292	1년	-15.31	-11.60
2025-08-07	BUY	209,697	1년	-19.15	-7.95
2025-07-22	BUY	201,983	1년	-16.13	-14.87
2025-05-12	BUY	201,983	1년	-23.52	-14.49
2025-02-26	BUY	220,345	1년	-28.27	-21.62

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.9
Hold(중립)	3.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-11-02

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.