



IV 리서치

Company Note

2026.02.06

E-Mail: ivresearch@naver.com

Telegram: t.me/IVResearch

투자의견	Not Rated
목표주가	- 원
현재주가	217,500 원
Upside	- %

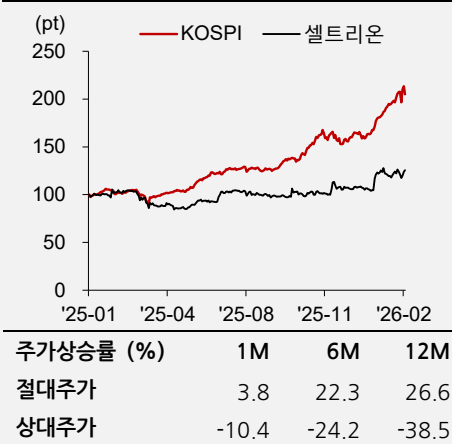
Company Info

주요주주	(%)
셀트리온홀딩스 외 95 인	31.5

Stock Info

기준일	2026 년 02 월 05 일
산업분류	코스피 제약
KOSPI(pt)	5,163.57
시가총액 (억원)	502,340
발행주식수 (천주)	230,961
외국인 지분율 (%)	22.5
52 주 고가 (원)	221,000
저가 (원)	146,216
60 일 일평균거래대금 (십억원)	164.3

주가 추이



셀트리온(068270)

항체 바이오시밀러 기업에서 글로벌 빅파마로

항체 바이오시밀러 기업에서 글로벌 빅파마로

동사는 항체 바이오시밀러(BS)를 기반으로 성장해 온 기업에서, 고수익 제품 중심의 포트폴리오 전환과 미국 생산기지 확보를 통해 글로벌 빅파마로의 전환 국면에 진입하고 있다. 2025 년 5 개 신규 제품 출시로 바이오시밀러 11 개 포트폴리오를 완성했으며, 신규 제품 매출의 고성장은 4Q 실적으로 증명했다. 2026년에는 신규 제품 매출 비중 70%, 영업이익률 30% 초중반을 목표로 내실 있는 성장이 이어질 전망이며, 미국 브랜치버그 생산시설 인수는 정책, 관세 리스크에 따른 밸류에이션 할인 요인을 완화하는 구조적 변화로 평가된다.

4Q25 Review 및 2026 년 전망

동사의 4Q25 실적은 매출액 1 조 3,302 억원, 영업이익 4,751 억원(OPM 35.7%)으로 고수익 신규 제품 판매 확대에 따른 수익성 개선이 확인되며 시장 기대치를 상회했다. 기존 제품이 안정적인 매출 흐름을 유지하는 가운데, 램시마 SC, 짐펜트라, 유플라이마, 베그젤마 및 신규 출시 제품들이 성장을 주도하며 제품 믹스 개선이 가속화되고 있다. 동사는 2026 년 매출 가이드선으로 5.3 조원을 제시했으며, 선택적 입찰 전략을 통해 외형보다 수익성을 우선하는 기조를 유지할 계획이다. 이에 따라 신규 제품 매출 비중은 70%까지 확대되고, 전사 영업이익률은 30% 초중반 수준을 목표로 하고 있다.

신약 파이프라인과 미국 CMO Site

동사의 신약 개발과 CMO 사업 확대는 단기 실적 기여보다는, 과거 셀트리온 밸류에이션에 구조적으로 적용되던 할인 요인을 전환시킬 요소라는 판단이다. ADC 및 이중항체 중심의 신약 파이프라인은 바이오시밀러 본업에서 창출되는 현금흐름을 기반으로 축적되는 중장기 성장 옵션으로, 그간 순수 바이오시밀러 기업으로 평가받으며 제한되던 멀티플 상단에 점진적인 할증 요인을 제공할 수 있다. 여기에 미국 브랜치버그 생산시설 인수를 통한 CMO 사업은 미국 내 생산 기반을 확보함으로써 관세 및 생물보안법 등 정책 리스크에 따른 불확실성을 구조적으로 제거하는 변화로 평가한다. 이는 실적 성장 여부와 무관하게 동사에 적용되던 밸류에이션 디스카운트를 완화시키는 요인으로 작용할 수 있으며, 결과적으로 동사의 역사적 밸류에이션 프레임이 재정의를 국면으로의 진입을 시사한다

2026 년은 BS 의 수익성 개선과 신약 성과, CMO 성과 원년

종합하면, 동사는 고수익 신규 제품 중심의 바이오시밀러 포트폴리오 전환과 미국 생산기지 확보를 통해 글로벌 빅파마로의 전환 국면에 진입하고 있다. 선택적 입찰 전략에 기반한 수익성 중심 성장 기조가 2026 년에도 이어질 전망이며, 미국 생산기지 확보는 정책·관세 리스크에 따른 밸류에이션 디스카운트를 완화시키는 구조적 변화로 평가된다. 여기에 ADC 및 이중항체 중심의 신약 파이프라인은 옵션 가치로 축적되며, 동사의 역사적 밸류에이션 프레임이 재정의를 구간에 진입하고 있다는 판단이다.

구분(억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025P
매출액	18,934	22,840	21,764	35,573	41,625
영업이익	7,442	6,472	6,515	4,920	11,685
영업이익률	39.3	28.3	29.9	13.8	28.1
지배순이익	5,795	5,378	5,356	4,227	10,296
PER	48.1	43.7	55.1	100.8	40.6
PBR	7.1	5.7	1.7	2.4	2.4
ROE	16.0	13.4	5.1	2.5	5.9

(Source: IV Research)

항체 바이오시밀러 기업에서 글로벌 빅파마로...

동사의 주력 사업은 항체 바이오의약품 기반 바이오시밀러(BS) 개발, 생산 및 판매를 주력으로. 연결 매출은 바이오 제품이 대부분을 차지하며, Non-바이오는 제약, 케미컬 및 기타로 구성된다. 2025 년 연간 기준 연결 매출은 4 조 1,625 억원이며, 이 중 바이오 제품 매출 3 조 8,638 억원(비중 약 93%), Non-바이오 매출 2,987 억원(비중 약 7%)으로 구성된다.

바이오 제품 매출은 기존 제품군(렘시마IV, 트룩시마, 허쥬마)과 신규 제품군(렘시마SC/짐펜트라, 유플라이마, 베그젤마 및 2025 년 출시 5 종)으로 구분된다. 2025 년 5 개의 제품을 출시하며, 연말 기준 11 개의 BS 포트폴리오를 구축했으며, 2025 년에는 신규 제품 매출 비중이 54%로 확대되었다. 신규 제품의 매출 비중은 1Q25 45.2% → 2Q25 53.0% → 3Q25 54.2% → 4Q25 58.7%로 매분기 증가 추세를 보이고 있다.

상대적으로 높은 이익율을 보이는 신규 제품의 매출 증가는 전사 수익성 개선을 견인하고 있다. 4Q25 실적 발표는 2026년 흐름의 Preview일뿐, 고수익 제품 위주의 믹스 개선은 2026년에도 이어질 전망이다. 동사의 가이던스 기준 2026 년 신규 제품군의 매출 비중은 70%, 전사 영업이익률은 30% 초중반 수준이다.

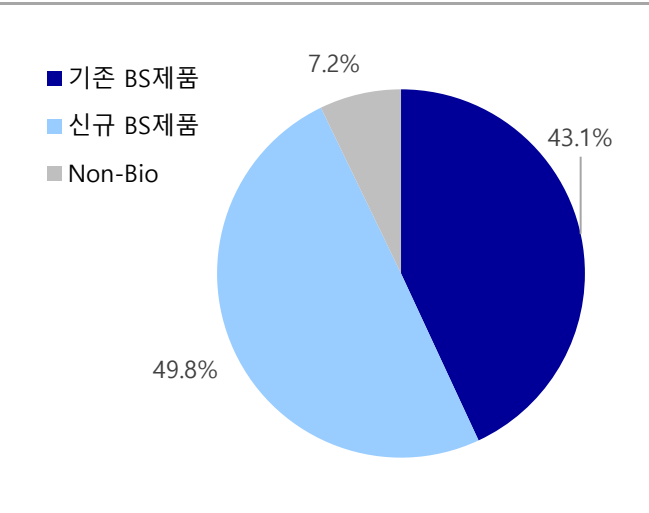
BS 부문에서의 수익성 개선과 더불어 CMO 사업 확대와 신약개발 진전은 또 다른 밸류에이션 할증 요인이라는 판단이다. 동사는 Eli Lilly 의 뉴저지 브랜치버그 공장을 약 4,600 억원에 인수하였으며, 이는 2026 년 2 월부터 가동이 시작될 예정으로 정책 리스크에 따른 밸류에이션 할인 요소를 상쇄 가능할 전망이다. 신약개발 부문에서는 피노바이오, 에이비프로바이오 등 국내외 파트너사와의 Open Innovation 을 통해 공격적인 파이프라인 확장에 나섰으며, 이중 다수의 파이프라인이 올해 본격 임상에 진입할 예정이다. 2026 년은 임상이 본격 진행되며 본업인 BS 부문에서의 가치 위에 파이프라인 가치 또한 Add up 되기 시작하는 원년이 될 것이라는 판단이다.

Figure 1. 바이오시밀러 포트폴리오 현황



(Source: 셀트리온, IV Research)

Figure 2. 2025P 기준 매출 비중



(Source: 셀트리온, IV Research)

4Q25 실적 Review

동사의 4Q25 실적은 매출액 1 조 3,302 억원(YoY +25.1%, QoQ +29.3%), 영업이익 4,751 억원(YoY +142.0%, QoQ +57.7%, OPM 35.7%)를 기록하며 시장 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 호실적의 배경은 기존제품의 견조한 실적에, 고수익 신규제품의 판매 확대로 전사 영업이익률이 개선되었으며, 약 2 년간 실적에 부담으로 작용했던 합병 관련 비용 또한 해소된 영향이다.

기존 제품군에서는 램시마(IV), 트룩시마, 허쥬마 모두 안정적인 매출 흐름을 유지했다. 램시마는 유럽 점유율 59% 수준을 유지하는 가운데, 액상 IV 제형 출시를 통해 기존에 접근하지 못했던 시장을 우선 공략하고 있으며, 일본 직판 전환 이후 점유율이 40%를 상회하며 의미 있는 성과를 보이고 있다.

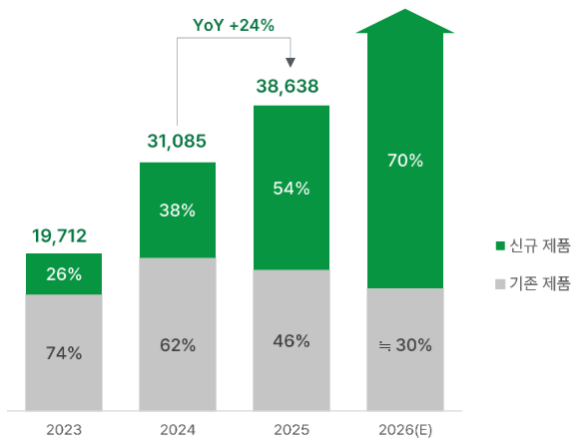
신규 제품 중에서는 램시마 SC 가 유럽, 동유럽, 영국, 중동, 호주 등에서 고른 성장을 보였고, 짐펜트라라는 미국 시장에서 직판 전환 초기 시행착오를 거친 이후, 2025 년 연간 1,222 억원(YoY +233.9%)의 매출을 달성했으며 월 처방 성장률 31%로 개선 흐름이 나타나고 있다. 유플라이마는 미국에서 Low WAC 전략을 중심으로 사보험 시장 침투가 확대되고 있으며, 유럽과 일본에서도 점유율 상승이 확인되고 있다. 베그젤마는 유럽 점유율 1 위를 유지하는 가운데, 일본에서 경쟁사 철수 효과로 빠른 점유율 확대가 진행 중이다. 신규 출시 제품 중에서는 옴니클로, 오센벨트, 스테키마 등이 4 분기 매출에 기여했으며, 특히 옴니클로는 퍼스트무버 효과로 유럽 주요 국가 입찰을 확보했다.

Figure 3. 셀트리온 실적 추이

(억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P
매출액	7,370	8,747	8,819	10,636	8,419	9,615	10,290	13,302	35,573	41,625
Bio	6,512	7,740	8,101	8,732	7,677	8,829	9,613	12,523	31,084	38,638
기존(Advanced)	4,372	5,406	4,675	4,701	4,205	4,148	4,402	5,176	19,154	17,929
램시마IV	2,991	3,634	3,172	2,891	2,377	2,613	2,653	2,852	12,688	10,495
트룩시마	1,007	1,154	1,018	1,316	1,287	1,027	1,261	1,689	4,495	5,263
허쥬마	374	618	485	494	541	508	488	635	1,971	2,171
신규(Young)	2,140	2,334	3,426	4,031	3,472	4,681	5,211	7,347	11,930	20,709
램시마SC	1,124	1,112	1,709	1,696	1,353	1,611	1,851	2,357	5,641	7,172
유플라이마	670	800	944	1,077	1,175	1,374	1,438	1,041	3,491	5,028
베그젤마	346	400	692	774	592	799	749	1,549	2,212	3,689
짐펜트라	-	22	65	280	134	226	281	581	366	1,222
스테키마	-	-	16	179	211	354	353	422	195	1,339
옴니클로	-	-	-	-	3	217	279	494	-	992
아이덴젤트	-	-	-	25	-1	18	16	55	25	88
스토보클로/오센벨트	-	-	-	-	5	73	200	710	-	988
애포즈마	-	-	-	-	-	9	44	138	0	191
Non-Bio	858	1,007	719	1,904	743	785	677	779	4,488	2,987
제약+케미컬	805	949	653	792	679	723	633	701	3,199	2,736
CMO	-	-	-	1,057	-	-	-	-	1,057	-
기타	53	58	66	55	64	62	44	78	232	251
매출원가	4,303	5,069	4,185	5,198	3,990	4,171	4,029	4,765	18,756	16,955
매출총이익	3,067	3,678	4,634	5,438	4,429	5,444	6,261	8,537	16,817	24,670
(YoY, %)	16.1%	33.2%	25.1%	285.2%	44.4%	48.0%	35.1%	57.0%	59.9%	46.7%
(GPM, %)	41.6%	42.0%	52.5%	51.1%	52.6%	56.6%	60.8%	64.2%	47.3%	59.3%
판매관리비	2,912	2,953	2,557	3,474	2,935	3,019	3,247	3,785	11,897	12,986
영업이익	154	725	2,077	1,964	1,494	2,425	3,014	4,752	4,920	11,685
(YoY, %)	-91.5%	-60.4%	-22.4%	966.1%	867.9%	234.5%	45.1%	141.9%	-24.5%	137.5%
(OPM, %)	2.1%	8.3%	23.5%	18.5%	17.7%	25.2%	29.3%	35.7%	13.8%	28.1%

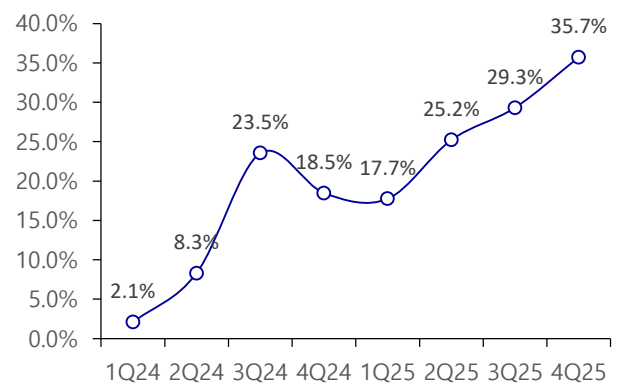
(Source: 셀트리온, IV Research)

Figure 4. 기존 vs 신규 제품 매출 비중 추이 및 가이드선



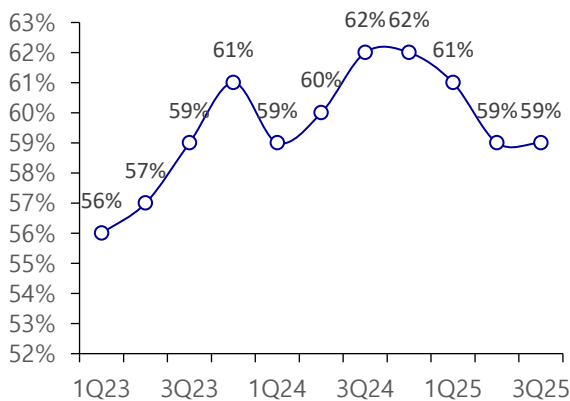
(Source: 셀트리온, IV Research)

Figure 5. 분기별 영업이익률 추이



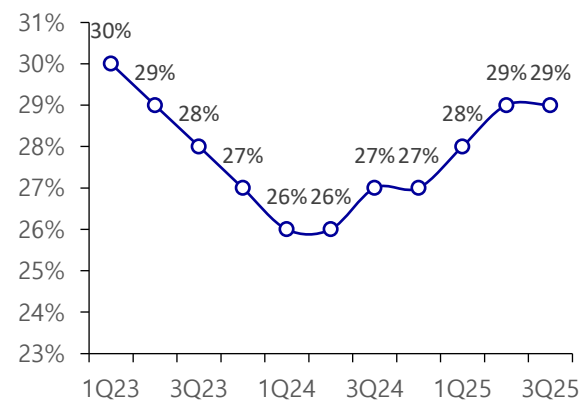
(Source: 셀트리온, IV Research)

Figure 6. 렘시마 유럽 점유율 추이



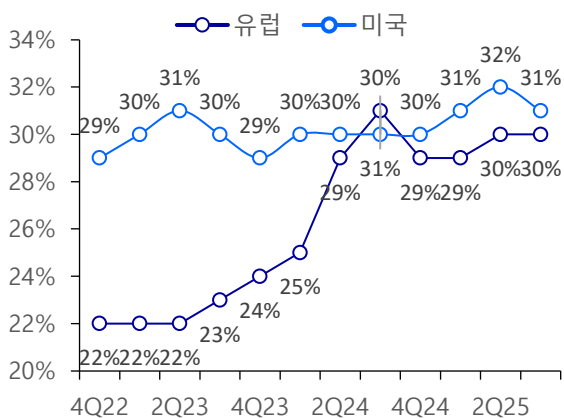
(Source: 셀트리온, IQVIA, IV Research)

Figure 7. Inflectra 미국 점유율 추이



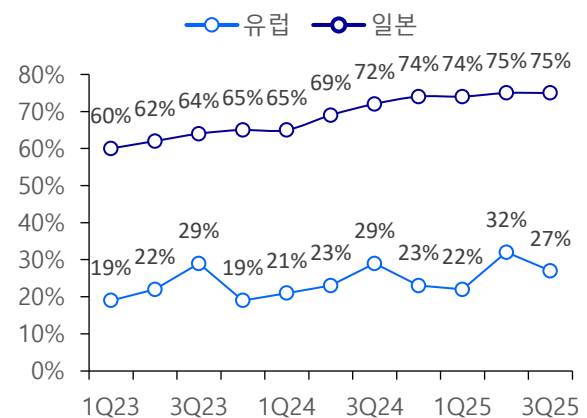
(Source: 셀트리온, IQVIA, Symphony Health, IV Research)

Figure 8. 트룩시마 유럽/미국 점유율 추이



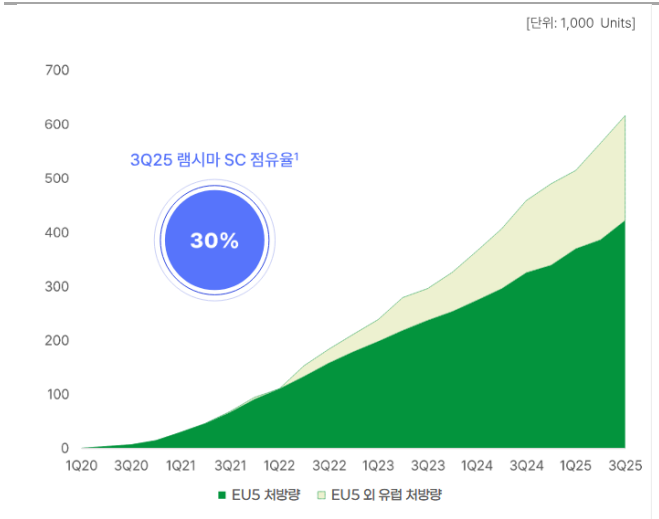
(Source: 셀트리온, IQVIA, IV Research)

Figure 9. 허쥬마 일본/유럽 점유율 추이



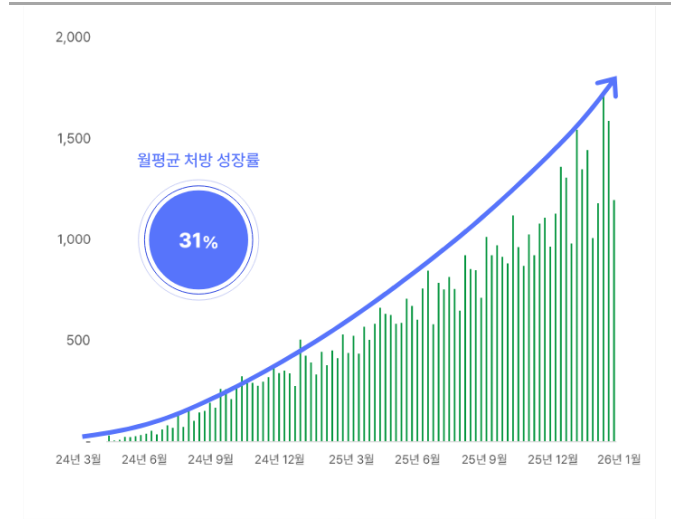
(Source: 셀트리온, IQVIA, IV Research)

Figure 10. 유럽 렘시마 SC 처방량 추이



(Source: 셀트리온, IQVIA, IV Research)

Figure 11. 미국 짐펜트라 처방량 추이 (주간)



(Source: 셀트리온, IQVIA, IV Research)

2026 년 전망

동사는 2026 년 매출 가이드선으로 5.3 조원을 제시했다. 이는 과거 제시했던 공격적인 외형 성장보다는 생산 캐파와 영업이익률을 고려한 보수적 수치다. 동사는 선택적 입찰 전략을 통해 저수익 입찰 참여를 제한하고, 고수익 신규 제품 중심의 내실 있는 성장을 강조하고 있다. 이에 따라 2026 년 연간 영업이익률 가이드선은 30% 초중반, 신규 제품 매출 비중은 70% 수준까지 확대될 전망이다.

미국 공장 인수와 관련해서는 단기적으로 CMO 매출이 외형에 반영되지만, 회계 처리상 영업이익 기여는 제한적인 구조로 파악된다. 다만 중장기적으로는 관세 및 생물보안법 등 정책 리스크를 구조적으로 헷지하고, 생산 원가 개선 여지를 확보했다는 점에서 수익성 안정성 측면의 의미가 있다.

종합적으로 2026 년은 외형 성장률보다 제품 믹스 개선과 이익률 유지 여부가 실적과 주가의 핵심 변수가 될 것으로 판단된다. 이는 동사의 메인 비즈니스인 BS 산업에서 그간 밸류에이션 Cap 으로 작용했던 업계 내 경쟁 강도 심화에 대한 우려를 완화할 수 있는 요인이다.

Figure 12. 2026 년 가이드선



(Source: 셀트리온, IV Research)

신약 파이프라인

동사의 신약 개발 전략은 기존 바이오시밀러 사업에서 축적한 항체 엔지니어링 및 CMC 역량을 기반으로, 고품암을 타깃으로 한 ADC 항암제 중심으로 전개되고 있다. 2025 년 8 월 개최된 CISD(Celltrion Science & Innovation Day)를 기점으로 동사는 신약 파이프라인을 본격적으로 공개하기 시작했으며, CT-P70 을 시작으로 다수의 ADC 후보물질이 순차적으로 임상 단계에 진입하고 있다.

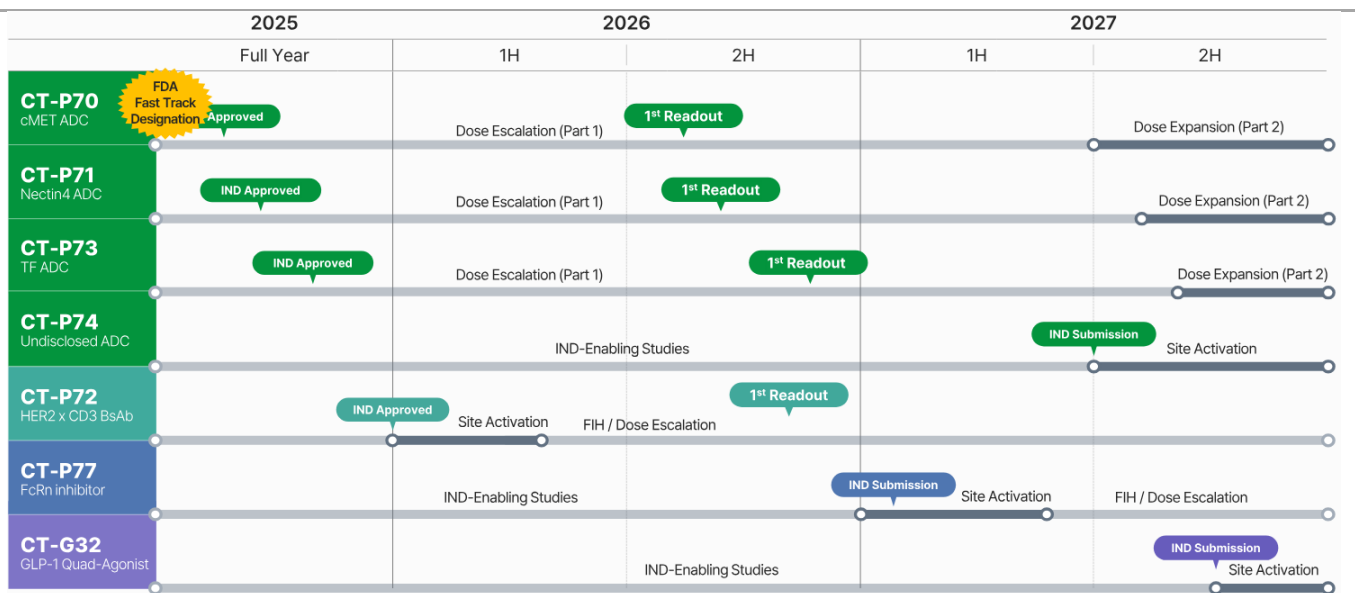
CT-P70 은 c-MET 을 타깃으로 하는 ADC 후보물질로, 비소세포폐암을 초기 적응증으로 개발이 진행되고 있다. c-MET 은 EGFR 변이 이후 발현이 증가하는 특성을 보이는 타깃으로, 동사는 PDX 비임상 결과를 3 세대 EGFR TKI 와 비교한 데이터를 World ADC 2025 에서 공개한 바 있다. 전임상 데이터임에도 불구하고 신약으로서의 가능성을 입증하며 FDA 로부터 Fast Track Designation 을 받는 성과를 도출했다.

CT-P71 은 Nectin-4 를 타깃으로 하는 ADC 로, 요로상피세포암(방광암)에서 파드셉 내성 환자군을 주요 타깃으로 설정하고 있다. CT-P71 은 기존 MMAE 계열 페이로드를 사용하는 파드셉 대비 더 높은 치료지수(TI)를 목표로 설계되었으며, 파드셉 내성 오가노이드 모델과 Xenograft 모델에서 약효가 유지되는 결과를 확인한 것으로 파악된다.

CT-P73 은 Tissue Factor(TF)를 타깃으로 하는 ADC 후보물질로, 고품암 전반을 대상으로 한 파이프라인 확장을 염두에 둔 프로젝트다. CT-P70 이후 후속 ADC 파이프라인으로서의 역할을 수행하게 된다. 동사는 이러한 ADC 파이프라인을 ‘바이오베터 전략’으로 설명하며, 기존 치료제의 효능 한계를 개선할 수 있는 타깃부터 순차적으로 접근하는 전략을 취하고 있다.

CT-P72 는 ADC 가 아닌 HER2xCD3 이중항체 기반 파이프라인으로, 2026 년 4 월 첫 환자 투약이 예정되어 있다. 이는 ADC 중심의 항암 전략과 병행하여, 면역세포 리크루팅 방식의 항체 치료제까지 모달리티를 확장하려는 시도로 해석된다. 동사는 ADC 외에도 면역항암제 등 다양한 항체 응용 모달리티를 확장하는 전략이다.

Figure 13. 신약 파이프라인 임상 Timeline



(Source: 셀트리온, IV Research)

Branchburg Site Open 이 갖는 Valuation 에 대한 함의

동사의 CMO 사업은 과거 실적 기여도가 제한적인 보조 사업에 가까웠으며, 밸류에이션 산정 과정에서도 핵심 변수로 반영되지 않아 왔다. 그러나 2025 년 하반기 완료된 미국 Eli Lilly 생산시설 인수는 기존의 단순 CMO 관점보다는 동사의 사업 구조와 정책 리스크 인식 자체를 변화시키는 사건으로 해석할 필요가 있다.

트럼프 정부 재출범 이후 미국 내 의약품 생산 확대, 생물보안법(Biosecurity Act), 수입 의약품에 대한 관세 부과 가능성 등 정책 변수는 바이오시밀러 기업 전반에 반복적인 추가 부담 요인으로 작용해 왔다. 특히 미국 매출 비중이 확대되는 국면에서 해외 생산 기반을 유지하는 기업에 대해서는, 정책 리스크가 실적 가시성과 무관하게 할인 요인으로 반영되는 경향이 존재했다. 실제로 동사 역시 관세 또는 생물보안 관련 뉴스가 부각될 때마다 추가 변동성이 확대되는 모습을 반복적으로 노출해 왔다는 점에서, 해당 리스크는 펀더멘털과 별개의 구조적 디스카운트 요인으로 작용해 왔다고 판단된다.

이러한 맥락에서 미국 생산기지 인수는 단순히 CMO 매출이 추가된다는 의미를 넘어, 미국 시장 내 공급 구조에 대한 불확실성을 제거했다는 점에서 의미가 크다. 동사는 인수 직후부터 Eli Lilly 와의 CMO 계약을 통해 즉각적인 매출을 인식하는 한편, 해당 시설을 자사 바이오시밀러 생산 거점으로 병행 활용할 계획을 제시하고 있다. 이에 따라 미국 판매 제품에 대해 관세 및 무역 리스크를 구조적으로 제거할 수 있는 기반을 확보하게 되었다

이로 인해 동사에 적용되던 정책 리스크 우려는 중장기적으로 축소될 여지가 있다. 과거에는 미국 매출 확대가 곧 정책 리스크 노출 확대로 해석되며 밸류에이션 상단을 제한했다면, 현재는 미국 내 생산 역량을 보유한 바이오시밀러 기업으로 재포지셔닝이 가능하다는 판단이다. 이는 향후 실적 성장과 무관하게 적용되던 할인 요인의 완화를 의미하며, 결과적으로 밸류에이션 정상화 논리로 연결될 수 있다.

요약하면, 미국 생산시설 인수는 단기적인 CMO 매출 증가보다는 정책 및 관세 리스크 제거를 통한 멀티플 정상화 관점에서 해석하는 것이 타당하다. 이는 동사의 이익 체력 개선과 맞물려, 과거 대비 밸류에이션 프레임 자체가 달라질 수 있는 구조적 변화라는 판단이다.

Figure 14. 뉴저지 브랜치버그 사이트 운영 계획



(Source: 셀트리온, IV Research)

2026 년은 BS 의 수익성 개선과 신약 성과, CMO 성과의 원년

종합하면, 동사는 단순 항체 바이오시밀러 기업의 범주를 넘어, 제품 믹스, 수익성, 공급망, 신약 파이프라인 측면에서 글로벌 빅파마로의 전환 국면에 진입한 것으로 판단된다. 바이오시밀러 부문에서는 고수익 신규 제품 중심의 매출 비중 확대를 통해 구조적인 이익 체력 개선이 확인되고 있으며, 2026 년에도 선택적 입찰 전략을 바탕으로 외형보다 수익성을 우선하는 기조가 유지될 전망이다. 여기에 미국 생산기지 확보를 통한 정책, 관세 리스크 해소는, 그간 미국 매출 확대 국면에서 반복적으로 적용되던 밸류에이션 디스카운트를 완화시킬 수 있는 구조적 변화로 평가된다. 동시에 ADC 및 다중항체 중심의 신약 파이프라인은 본업인 바이오시밀러에서 창출되는 현금흐름 위에 옵션 가치로 축적되기 시작했으며, 2026 년은 임상 진전과 함께 파이프라인 가치가 점진적으로 Add-up 되기 시작하는 원년이 될 가능성이 높다. 결국 동사의 투자 논리는 단기 실적 모멘텀을 넘어, 수익성 중심의 바이오시밀러 사업 + 정책 리스크 제거 + 신약 파이프라인 옵션 가치라는 세 축이 결합되며, 밸류에이션 프레임 자체가 재정의되는 구간으로 진입하고 있다는 점에 있다.

► Compliance Notice

- 동 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었으며, 본 작성자는 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있음을 확인합니다.
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 당사의 투자 의사결정을 위한 정보제공을 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.