

셀트리온 — 이익은 최고, 현금은 2년을 돈다

영업이익 +137%, 그런데 영업현금흐름은 28% 줄었다

- FY2025 영업이익 1조 1,685억원으로 10년 최고. 1H26 누계는 7,737억원(+97.4% YoY).
- 같은 해 영업활동현금흐름은 9,019억원에서 6,461억원으로 28.4% 감소.
- 매출채권 1조 7,904억원과 재고 2조 8,035억원의 합이 연매출의 110.4%.

이익은 10년 최고 구간에 있다

FY2025 영업이익은 1조 1,685억원으로 전년 4,920억원 대비 **137.5% 늘었다**. 10년 최고치이고 영업이익률은 13.83%에서 28.07%로 올랐다. 바이오의약품 매출이 3조 2,317억원에서 3조 8,825억원으로 20.1% 늘어난 것이 바탕이다.

2026년에도 이어진다. 1Q26 영업이익 3,219억원, 2Q26 잠정 4,518억원으로 상반기 누계는 7,737억원(+97.4% YoY)이다. 다만 2Q 잠정치는 7월 3일 최초 공시(매출 1조 3,000억원·영업이익 4,300억원)가 7월 27일 정정(1조 3,937억원·4,518억원)됐으므로 정정본을 기준으로 읽어야 한다. 최초 공시값으로 계산하면 영업이익이 218억원 적게 잡힌다(표 1).

이익이 현금으로 오지 않았다

같은 FY2025에 영업활동현금흐름은 9,019억원에서 **6,461억원으로 28.4% 줄었다**. 영업이익 대비 배수는 1.83배에서 **0.55배**로 떨어졌다. 이익이 2.4배가 되는 동안 현금은 오히려 줄어든 셈이다.

원인은 운전자본 양쪽에 있다. 매출채권은 1조 2,153억원에서 **1조 7,904억원으로 47.3% 늘었고** 매출채권회수일수는 124.7일에서 157.0일로 32.3일 길어졌다. 재고자산회전일수는 538.3일에서 **603.5일(1.65년)로 65.2일 늘었다**. 결과적으로 현금전환 주기는 648.3일에서 **733.7일, 약 2.01년**이 됐다(표 2).

매출채권 1조 7,904억원과 재고 2조 8,035억원을 합하면 4조 5,939억원으로 연매출 4조 1,625억원의 **110.4%**다. 1년치 매출보다 많은 금액이 회수·판매를 기다리는 자산으로 묶여 있다.

재고 안쪽은 갈린다. 바이오 제품·상품 재고는 2조 3,077억원에서 2조 1,684억원으로 6.0% 줄었으나 총재고는 2조 7,659억원에서 2조 8,035억원으로 1.4% 늘었다. **완제품은 팔려 나갔고 그 앞단(원부자재·재공품)이 대신 쌓였다는** 뜻이므로, 총재고 숫자만 보면 방향을 놓친다.

환원 41건, 희석 0건

10년간 자기주식취득 28건·주식소각 8건·배당 5건으로 환원 공시가 41건이고 그중 30건이 최근 3년에 있다. 유상증자·전환사채 등 **희석 공시는 0건**이다. 12개 위험신호도 전부 꺼져 있다(표 3).

밸류에이션은 PER 44.8배로 동종 중앙값 13.84배의 3.2배, PBR 2.66배는 중앙값 1.11배의 2.4배다. PER은 P90 61.9배 아래이므로 분포 최상단은 아니다. 연구개발비는 4,824억원으로 매출의 11.59%를 썼다(전년 12.22%).

국면 판단

이익 10년 최고 운전자본 확대

현재주가 (26/08/07)

199,300원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업CF ÷ 영업이익
(FY2025 0.55배)**

Key Data

시가총액	46.3조원
발행주식수(보통주)	2.33억주
PER / PBR	44.8배 / 2.7배
외국인지분율	25.1%
공매도잔고비율	0.2%
업종	제약
위험신호	0건 / 12건
표시점수 / 등급	100 / A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	21,764	35,573	41,625	25,387
영업이익(억원)	6,515	4,920	11,685	7,737
영업이익률(%)	29.94	13.83	28.07	30.48
순이익(억원)	5,397	4,189	10,315	주p
영업활동현금흐름(억원)	5,372	9,019	6,461	주p
매출채권(억원)	9,392	12,153	17,904	주p
재고자산(억원)	30,387	27,659	28,035	주p
재고자산회전일수(일)	986.2	538.3	603.5	주p
현금전환주기(일)	1,127.2	648.3	733.7	주p

1H26은 7월 27일 정정된 잠정치이며 외부감사 전이다. 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 이익 회복과 2Q26 정정 (단위: 억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P
매출액	8,419	9,615	10,290	13,301	11,450	13,937
영업이익	1,494	2,425	3,014	4,752	3,219	4,518
영업이익률(%)	17.75	25.22	29.29	35.73	28.11	32.42
TTM 영업이익	6,260	7,960	8,897	11,685	13,410	-
2Q26 정정 — 매출 13,000 → 13,937(+937) · 영업이익 4,300 → 4,518(+218) · 누계 영업이익 7,519 → 7,737						

주: 7월 3일 최초 공시가 7월 27일 정정됐다. 표의 2Q26P는 정정 후 값이다. 정정 전 수치로 계산하면 상반기 영업이익 증가율이 91.86%(정정 후 97.42%)로 잡힌다. 자료: [기재정정]연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800078)-분기보고서(2026.03, 20260515002932)

표 2. 이익과 현금의 간격 (단위: 억원, 일, 배)

구분	2023	2024	2025	증감(YoY)
영업이익	6,515	4,920	11,685	+137.5%
영업활동현금흐름	5,372	9,019	6,461	-28.4%
영업CF ÷ 영업이익(배)	0.82	1.83	0.55	-
운전자본				
매출채권	9,392	12,153	17,904	+47.3%
재고자산	30,387	27,659	28,035	+1.4%
(매출채권+재고) ÷ 매출(%)	182.6	111.9	110.4	-
매출채권회수일수(일)	157.5	124.7	157.0	+32.3일
재고자산회전일수(일)	986.2	538.3	603.5	+65.2일
현금전환주기(일)	1,127.2	648.3	733.7	+85.4일

주: FY2023 수치는 합병 직후 구간이라 절대 수준 비교보다 방향으로 읽는다. 바이오시밀러는 생산·인허가 리드타임이 길어 회전일수가 구조적으로 길지만, FY2024에서 FY2025로 다시 늘어난 방향 자체가 점검 대상이다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표

표 3. 재고 구성과 자본배분

구분	2024	2025	증감
바이오 제품·상품 재고(억원)	23,077	21,684	-6.0%
총재고(억원)	27,659	28,035	+1.4%
바이오의약품 매출(억원)	32,317	38,825	+20.1%
자본배분 — 10년 환원 41건(자사주 28·소각 8·배당 5, 최근 3년 30건) · 회석 0건			
PER / PBR 대비 동종	44.8배(증양값 13.84, P90 61.90, 95사) / 2.66배(증양값 1.11, 176사)		

주: 완제품 재고는 줄고 총재고는 늘었다 — 원부자재·재공품이 대신 쌓였다는 의미이며, 항목별 세부 금액은 공시 범위에서 분리되지 않아 금액으로 나누지 않았다. 공시 건수는 빈도이며 금액 규모가 아니다. 연구개발비는 4,824억원(매출의 11.59%, 전년 4,347억원·12.22%). 자료: 사업보고서(2025.12) 재고자산 주석·연구개발 활동, KRX 시세(2026-08-07)

점검 지표

1순위는 영업활동현금흐름 대비 영업이익 배수다. FY2025 0.55배가 1배 위로 돌아오지 않으면 이익 증가가 현금으로 확인되지 않는다. 매출채권회수일수 157.0일과 재고자산회전일수 603.5일이 그 배수를 결정하므로 함께 본다(차기 사업보고서 연결재무제표). 매출채권+재고가 연매출의 110.4%인 상태에서 매출이 더 늘면 운전자본 소요도 같은 비율로 늘어난다. 총재고는 정체돼 보이지만 완제품이 줄고 앞단이 늘었으므로 구성까지 확인한다. 잠정실적은 정정 이력이 있으므로 항상 최신 정정본을 기준으로 삼는다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515002932) · [기재정정]연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260727800078).

한계: ① 2Q26은 외부감사 전 잠정치이며 7월 27일 정정본을 사용했다. ② 제품별 매출·수익성이 공시 범위에서 분리되지 않아 제품 믹스의 이익 기여를 나누지 않았다. ③ 재고 구성 항목별 금액이 분리되지 않아 원부자재·재공품 증가를 금액으로 확인하지 않았다. ④ 지역별 매출이 공시 범위에 없어 매출채권 증가를 지역·거래처로 설명하지 않았다. ⑤ FY2023은 합병 직후라 전후 회전일수 비교에 단점이 있다. ⑥ 환원 공시는 건수이며 금액 규모가 아니므로 환원율을 산출하지 않았다.