

셀트리온(068270)

실적은 좋았지만 짐펜트라는 아쉬웠다

합병 이후 분기 최대 영업이익 달성

2분기 연결 기준 동사의 매출은 9,615억원(YoY +9.9%), 영업이익은 2,425억원(YoY +234.5%, OPM 25.2%)을 달성했다. 포트폴리오 최적화를 통해 매출과 이익 모두 성장하는 호실적을 기록했다. 신규 제품(램시마IV, 트룩시마, 허쥬마 제외)의 매출이 바이오 제품군에서의 절반 이상 비중을 차지할 정도로 성장하는 추세를 유지하고 있다. 기존 제품군은 작년 안전재고 감소를 해소하기 위해 공급을 크게 증가했던 이슈로 전년동기대비 1,258억원의 매출이 하락했지만 신규 제품군에서 2,346억원의 증가를 보여줌으로써 변동성을 상쇄했다. 고수익 중심의 포트폴리오로 매출 비중이 점진적인 변화를 보이고 있어 긍정적인 상황으로 판단한다.

짐펜트라 전망치 축소, 하반기 증명하기를 기대

기존 짐펜트라의 연간 및 향후 전망치를 축소했다. 이전 추정에서는 승인받은 적응증의 신규 환자에게 약 4%의 점유율을 달성 시 2025년 약 3,500억원 매출을 짐펜트라 단일로 발생시킬 수 있다고 가정했다. 올해 2분기 짐펜트라는 384억원의 매출을 기록할 것으로 예상했으나 230억원의 매출을 기록하는데 그쳤기에 전망치와 실제 매출의 변동 비율을 일부 적용해 짐펜트라의 점유율 수치를 변경했다. 변경한 2025년 짐펜트라 매출 전망치는 1,688억원이다.

하지만 짐펜트라에 대한 당사의 시각은 동일하다. 제품 자체의 문제는 없다. SC제형의 장점을 내세워 여전히 IV제형에서 SC제형으로의 스위칭 효과를 기대해볼 수 있다. 결국 마케팅에서의 성과가 하반기 짐펜트라 매출 성장의 키가 될 것으로 판단한다. IQVIA를 통해 짐펜트라의 주간 처방량 추이는 우상향하고 있음을 확인했다. 또한 동사는 짐펜트라의 출하 물량도 1분기 대비 2분기 성장하고 있음을 언급했다.

투자의견과 목표주가 유지, 불확실성을 가장 적극적으로 대응하는 기업

동사의 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 제품 매출 일부 추정치를 변경했다. 기존 제품군은 이전의 가정과 동일하게 매출을 가정했다. 짐펜트라는 상기 언급한대로 전망치를 축소했으며, 감소분을 신규 제품군의 성장을 통해 상쇄할 수 있을 것으로 기대한다. 새롭게 산정한 동사의 2025년 연결 기준 연간 매출은 4조 1,387억원(YoY +16.3%), 영업이익은 1조 1,232억원(YoY +128.3%, OPM 27.1%)을 전망한다. 목표주가는 기존과 동일한 방식으로 산정했고 최종 기업가치는 47조 3,151억원이다.

바이오 업종은 관세와 약가 인하라는 두 가지 측면에서 불확실성이 해소되지 못하고 있는 상황이다. 하지만 바이오시밀러는 약가 인하 측면에서 오리지널 제품 대비 비슷한 약효를 보임과 동시에 낮은 약가라는 점을 내세워 세일즈 포인트를 만들었기에 관련 리스크로부터 상대적으로 안정적인 사업 분야가 될 가능성이 있다.

그리고 현 시점에서 미국이 주도하는 관세를 회피하기 위한 가장 적극적인 방법은 미국 소재의 공장에 대한 생산 투자 혹은 인수다. 공장 설립은 단기간에 이뤄지지 못한다는 점에서 투자와 매출 발생 간의 시간적 간극이 크지 않은 인수 방식이 효율적이며, 그렇기에 최근 미국 소재 생산공장 인수에 대한 우선협상대상자로 동사가 선정된 것 또한 긍정적이다. 향후 구체적인 내용을 추가적으로 확인해야겠지만 섹터에 상존하는 불확실성에 대해 가장 적극적인 대응을 보여주고 있는 기업이라 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	220,000원(유지)
증가(2025.08.06)	178,500원
상승여력	23.2%

Stock Indicator	
자본금	221십억원
발행주식수	23,092만주
시가총액	41,219십억원
외국인지분율	21.4%
52주 주가	145,997~197,645원
60일평균거래량	491,727주
60일평균거래대금	81.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	14.3	2.5	2.0
상대수익률	-4.4	-10.7	-23.5	-24.8

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,557	4,139	4,424	4,590
영업이익(십억원)	492	1,123	1,474	1,694
순이익(십억원)	423	702	980	1,135
EPS(원)	1,787	2,973	4,149	4,805
BPS(원)	80,336	85,148	91,241	98,047
PER(배)	100.9	60.0	43.0	37.1
PBR(배)	2.2	2.1	2.0	1.8
ROE(%)	2.5	3.9	5.1	5.5
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	44.1	27.1	22.1	19.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 셀트리온 DCF valuation

(십억원, %, 천개, 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Operating EBIT	1,123	1,474	1,694	1,992	2,384
법인세율	25.1	23.1	24.1	23.6	23.8
NOPLAT	842	1,133	1,286	1,522	1,816
감가상각비	88	98	103	103	98
무형자산상각비	332	270	220	179	146
총현금흐름	1,261	1,502	1,610	1,805	2,059
총투자	-983	-566	-347	-345	-370
FCF	278	936	1,262	1,460	1,690
PV of FCFF	272	878	1,135	1,258	1,395
추정 마지막 연도 FCFF	1,690				
Terminal Value	51,171				
Terminal growth	1.0				
PV of Forecasted FCFF	4,938				
PV of Terminal Value	42,258				
Operating Value of FCFF	47,195.6				
영업 외	-1,189.4				
셀트리온 기업가치	46,006.2				
셀트리온제약 가치	1,308.9	1년 평균 시가총액에 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	47,315.1				
주식수	217,079				
적정주가	220,000				

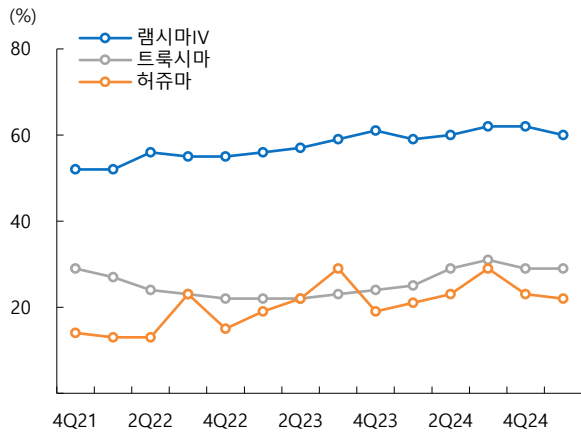
자료: iM증권 리서치본부

표2. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	737.0	874.7	881.9	1,063.7	841.9	961.5	1,064.3	1,271.0	3,557.3	4,138.7	4,424.2
YoY	23.3	66.9	31.2	178.0	14.2	9.9	20.7	19.5	63.4	16.3	6.9
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.8	442.9	544.5	651.9	767.1	1,681.7	2,406.3	2,712.9
YoY	16.1	33.2	25.1	285.2	44.4	48.0	40.7	41.1	59.9	43.1	12.7
GPM	41.6	42.1	52.5	51.1	52.6	56.6	61.2	60.4	47.3	58.1	61.3
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	149.4	242.5	353.9	377.4	492.0	1,123.2	1,473.6
YoY	(91.5)	(60.4)	(22.4)	966.2	867.7	234.5	70.4	92.1	(24.5)	128.3	31.2
OPM	2.1	8.3	23.5	18.5	17.7	25.2	33.2	29.7	13.8	27.1	33.3
당기 순이익	20.8	78.5	84.1	235.6	108.3	63.0	254.0	273.0	418.9	698.3	974.7
YoY	(87.6)	(48.0)	(62.0)	52,248.9	421.6	(19.7)	202.0	15.9	(22.4)	66.7	39.6

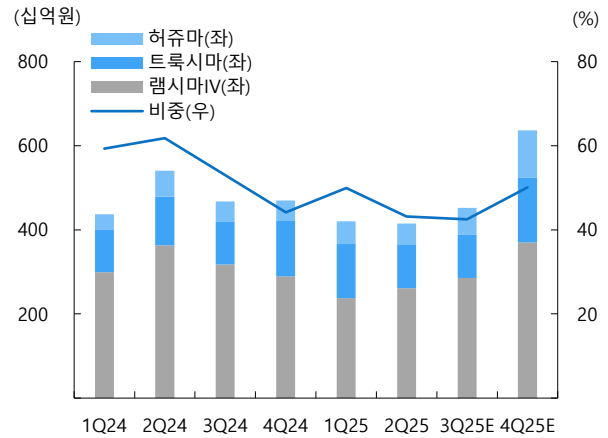
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



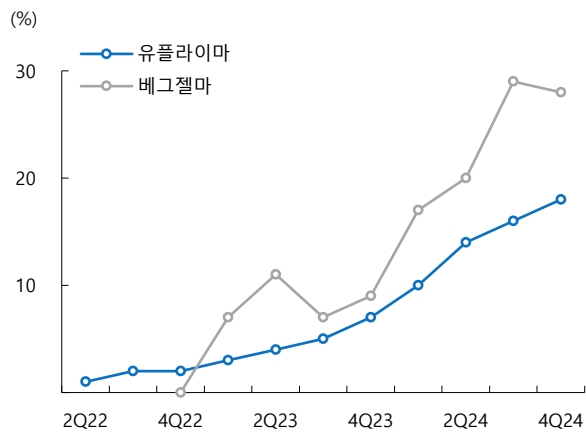
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



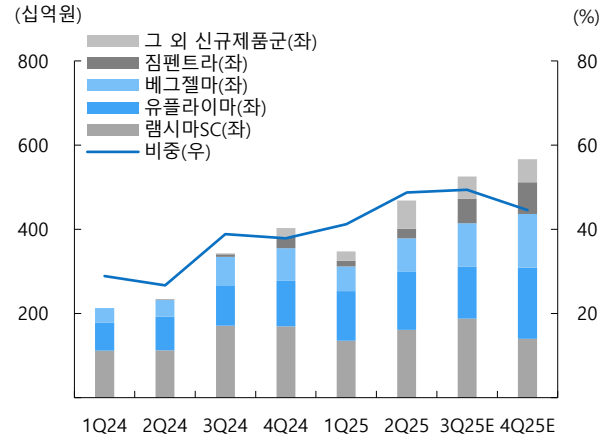
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 셀트리온 신규 제품군 유럽 점유율 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



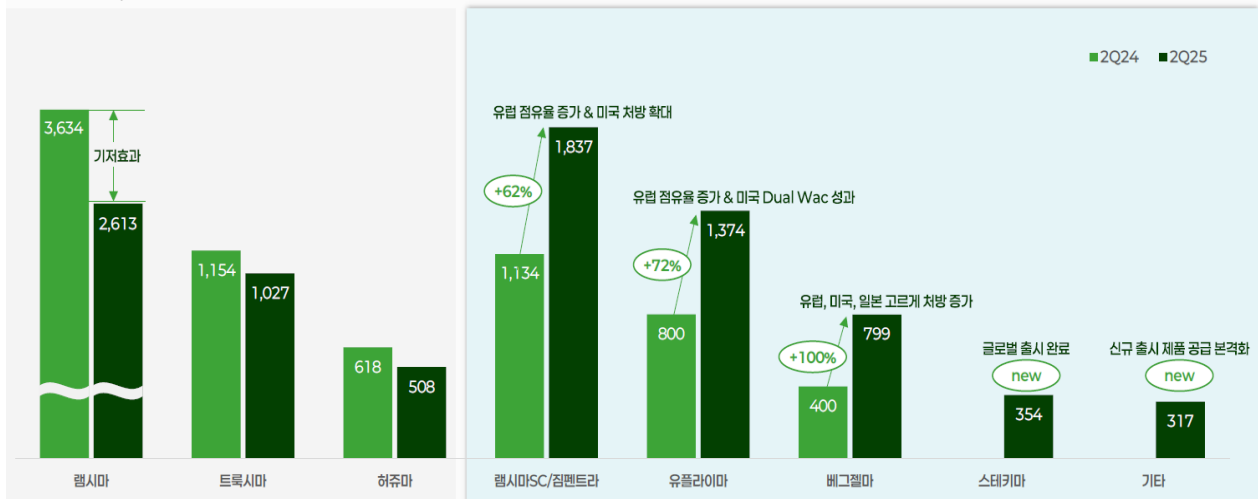
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 바이오 제품별 매출 상세

기존제품 ▼ 1,258억원

고수의 신규제품 ▲ 2,346억원

[단위: 억원]



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

표3. 짐펜트라 매출 전망 (UC)

(명, %, 달러, 백만달러, 십억원)	2025E	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	2.0	2.7	3.6	4.7	6.3
1년 약가	66,988				
매출	29.6	75.1	95.3	121.0	153.5
원화 환산(UC only)	40	54	72	97	131

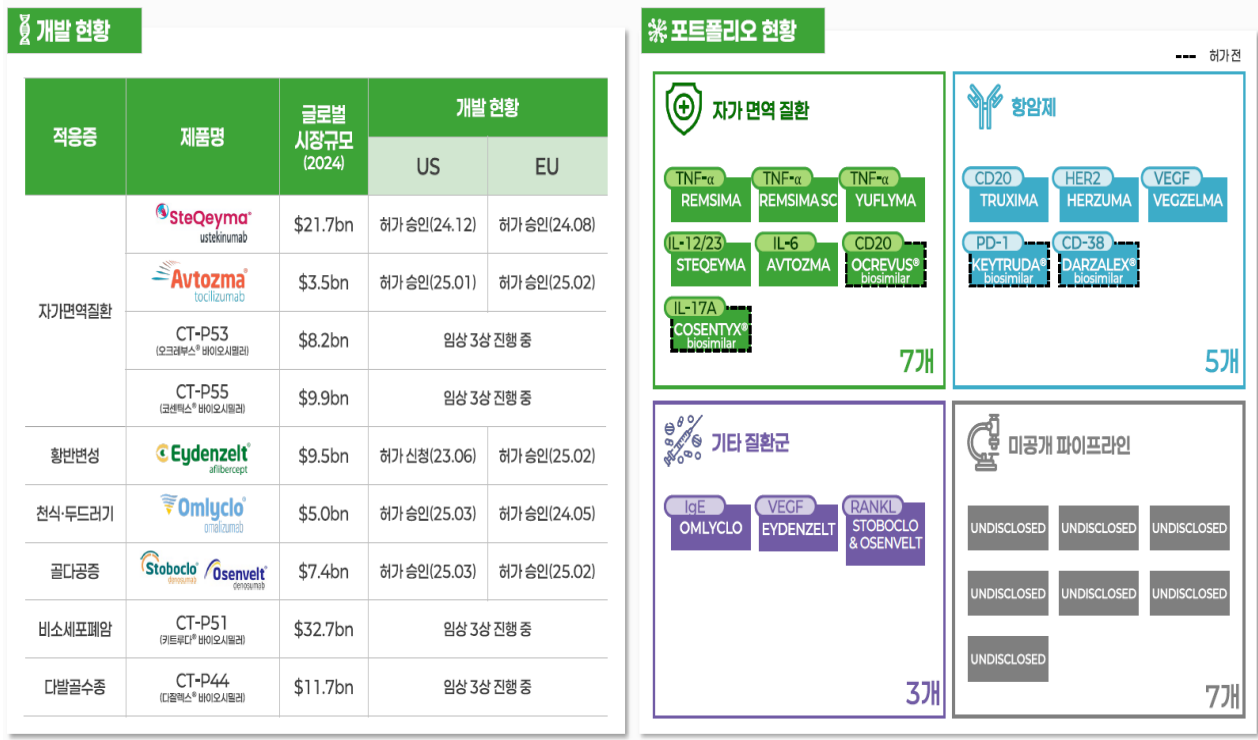
자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

표4. 짐펜트라 매출 전망 (CD)

(명, %, 달러, 백만달러, 십억원)	2025E	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	2.0	2.7	3.6	4.7	6.3
1년 약가	61,047				
매출	95.5	128.4	172.5	231.8	311.3
원화 환산(CD only)	129	173	233	313	420
짐펜트라 최종매출(UC+CD)	169	227	305	410	551

자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 개발 및 포트폴리오 현황 (2025년 2분기 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림7. 셀트리온 관세 대응 전략

관세 영향 완전 해소를 목표로 미국 내 공급망 및 생산기반 강화



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

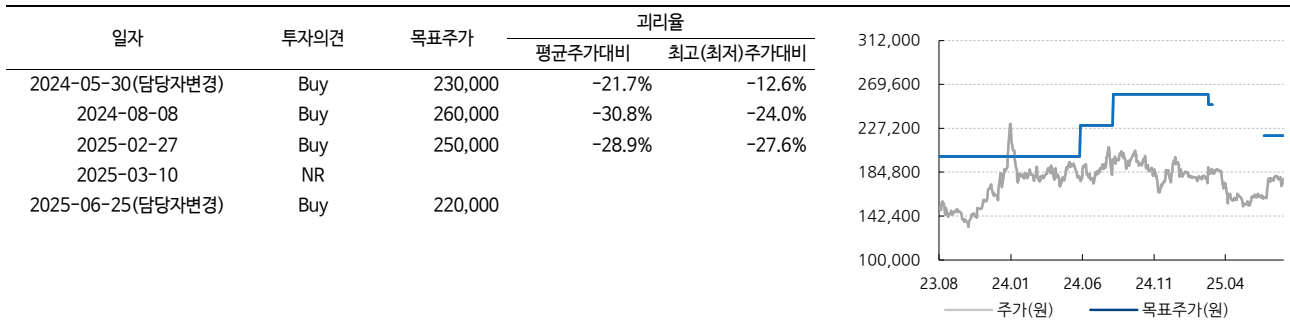
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,584	6,695	8,129	9,773	매출액	3,557	4,139	4,424	4,590
현금 및 현금성자산	996	1,406	2,450	3,815	증가율(%)	63.4	16.3	6.9	3.8
단기금융자산	148	112	86	65	매출원가	1,876	1,732	1,711	1,657
매출채권	1,366	1,572	1,673	1,732	매출총이익	1,682	2,406	2,713	2,934
재고자산	2,766	3,218	3,440	3,569	판매비와관리비	1,190	1,283	1,239	1,240
비유동자산	15,471	15,355	15,189	14,968	연구개발비	200	241	266	285
유형자산	1,245	1,457	1,559	1,555	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,702	13,370	13,099	12,879	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	21,055	22,050	23,318	24,741	영업이익	492	1,123	1,474	1,694
유동부채	3,187	3,141	3,092	3,044	증가율(%)	-24.5	128.3	31.2	14.9
매입채무	75	88	94	97	영업이익률(%)	13.8	27.1	33.3	36.9
단기차입금	1,989	1,889	1,789	1,689	이자수익	34	44	74	114
유동성장기부채	98	98	98	98	이자비용	76	72	69	65
비유동부채	288	288	288	288	지분법이익(손실)	-12	-7	-7	-8
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	120	-136	-149	-148
장기차입금	87	87	87	87	세전계속사업이익	576	932	1,267	1,487
부채총계	3,475	3,429	3,380	3,332	법인세비용	157	234	293	358
지배주주지분	17,439	18,484	19,806	21,284	세전계속이익률(%)	16.2	22.5	28.6	32.4
자본금	221	221	221	221	당기순이익	419	698	975	1,129
자본잉여금	14,828	14,828	14,828	14,828	순이익률(%)	11.8	16.9	22.0	24.6
이익잉여금	3,744	4,283	5,099	6,070	지배주주귀속 순이익	423	702	980	1,135
기타자본항목	-1,353	-847	-340	166	기타포괄이익	506	506	506	506
비지배주주지분	141	137	131	125	총포괄이익	925	1,205	1,481	1,635
자본총계	17,580	18,621	19,938	21,409	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	902	512	1,055	1,282	주당지표 (원)				
당기순이익	419	698	975	1,129	EPS	1,787	2,973	4,149	4,805
유형자산감가상각비	73	88	98	103	BPS	80,336	85,148	91,241	98,047
무형자산감각비	346	332	270	220	CFPS	3,555	4,749	5,711	6,175
지분법관련손실(이익)	-12	-7	-7	-8	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-169	-127	-36	58	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-135	-300	-200	-100	PER	100.9	60.0	43.0	37.1
무형자산의 처분(취득)	-195	-	-	-	PBR	2.2	2.1	2.0	1.8
금융상품의 증감	-38	-15	-15	-15	PCR	50.7	37.6	31.3	28.9
재무활동 현금흐름	-353	-16	-16	-16	EV/EBITDA	44.1	27.1	22.1	19.4
단기금융부채의증감	-69	-100	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	2.5	3.9	5.1	5.5
자본의증감	21	-	-	-	EBITDA0이익률	25.6	37.3	41.6	43.9
배당금지급	-104	-154	-154	-154	부채비율	19.8	18.4	17.0	15.6
현금및현금성자산의증감	432	409	1,044	1,365	순부채비율	5.9	3.0	-2.8	-9.4
기초현금및현금성자산	565	996	1,406	2,450	매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.7	2.7
기말현금및현금성자산	996	1,406	2,450	3,815	재고자산회전율(x)	1.2	1.4	1.3	1.3

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 기관투자가 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%