

셀트리온(068270)

믿음 그리고 소망

[제약/바이오] 정재원

2122-9208 jaewon.jeong@imfnsec.com

투자 의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

셀트리온에 대한 투자 의견을 Buy로 제시하며, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 셀트리온과 셀트리온제약의 가치를 합산했다. 셀트리온 기업가치는 DCF 밸류이션으로, 셀트리온제약은 1년 평균 시가총액에 지분율을 고려했다. 상기 기준으로 산정된 셀트리온의 영업가치 47조 6,074억원, 셀트리온제약 가치는 1조 4,226억원으로 최종 기업가치는 49조 300억원이다. 예상 대비 판매가 저조했던 짐펜트라(Remsuma SC)의 성장을 필두로 기존 제품과 신규 제품에서의 외형 성장이 유지될 것으로 전망한다. 또한 합병 효과로 인한 원가율 개선이 하반기부터 가시화될 것으로 예상한다.

짐펜트라에 한 번 더 걸어보는 기대감

2024년 3월 미국에 출시한 동사의 신약 짐펜트라(Remsuma SC)는 초기 기대치 대비 아쉬운 성과를 기록했다. 유럽에서는 램시마SC라는 제품으로 이미 판매 중이며 IV+SC 라인업을 내세운 빠른 점유율 상승을 기록했다. 유럽에서의 램시마SC 성과를 기반으로 미국에서도 출시 이후 유사한 효과를 보일 것으로 예상되었으나 PBM 등으로 대표되는 미국과 유럽의 의료보험 제도에서의 차이로 인해 유의미한 성과를 기록하지는 못했다.

2025년 하반기부터는 미국에서도 짐펜트라(Remsuma SC)의 성과가 나타날 것이 기대된다. 작년 미국 3대 PBM 업체 중 한 곳과 공/사보험 모든 영역에서 계약을 체결하였고 처방량 상승 효과가 작년 4분기부터 발생하는 것으로 확인된다. 작년 전체 짐펜트라 매출 357억원 대비 올해 매출은 3,502억원을 달성할 것으로 전망한다. 크론병(CD)과 궤양성대장염(UC) 적응증에서 18세 이상 신규 환자에게 기존 Anti TNF-α 치료제 대비 편의성 측면에서의 강점을 내세워 짐펜트라가 처방될 수 있을 것으로 기대한다.

장기적 사업 다각화 측면도 긍정적

셀트리온의 2025년 예상 매출 및 영업이익을 4조 3,803억원(YoY +23.1%), 1조 2,663억원(YoY +157.4%, OPM 28.9%)으로 전망한다. 1분기 실적은 아쉬웠지만 이후부터 지속적으로 가시화될 성과 개선을 주목하면 좋다는 판단이다. 판매 중인 제품 중 신규 라인업의 비중이 높아짐에 따라 원가율 개선효과도 가시화될 것으로 예상한다(1Q25 원가율 47.4% → 2Q25 41.9% → 3Q25 38.3% → 4Q25 41.2%, 2025년 연간 원가율 41.9% 전망)

동사는 바이오시밀러 외에도 CDMO, ADC 및 이중항체 등 새로운 성장동력에 대한 개발도 순조롭게 진행 중이다. 바이오시밀러에서도 다양한 파이프라인이 개발되고 있다. 펀더멘탈적 이슈가 없는 상황에서 주가가 하락했다고 판단한다. 대형바이오 종목 중 Top pick으로 제시한다.

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	220,000원
증가(2025.06.24)	161,200원
상승여력	36.5%

Stock Indicator	
자본금	221십억원
발행주식수	22,243만주
시가총액	35,855십억원
외국인지분율	21.5%
52주 주가	145,997~201,011원
60일평균거래량	495,981주
60일평균거래대금	79.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.8	-9.5	-13.8	-6.4
상대수익률	-10.0	-27.4	-41.0	-18.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,557	4,380	4,949	5,215
영업이익(십억원)	492	1,266	1,715	1,954
순이익(십억원)	423	1,079	1,477	1,632
EPS(원)	1,787	4,567	6,254	6,907
BPS(원)	80,336	86,883	95,265	104,359
PER(배)	100.9	35.3	25.8	23.3
PBR(배)	2.2	1.9	1.7	1.5
ROE(%)	25	5.9	7.5	7.5
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	44.1	21.5	16.8	14.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 220,000원 제시

셀트리온에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사와 셀트리온제약의 가치를 합산했다. 기업가치는 DCF 밸류에이션을 통해 산출했으며, 셀트리온제약은 1년 평균 시가총액에 지분율을 적용했다. 상기 기준을 통해 산정된 셀트리온의 영업가치는 47조 6,074억원이며 셀트리온제약은 1조 4,226억원이며, 최종 기업가치는 49조 300억원이다.

DCF 밸류에이션의 주요 가정은 아래와 같다.

- 1) 기존 제품(램시마IV, 트룩시마, 허쥬마): 시장점유율은 현 수준을 유지하거나 소폭 상승. 가격은 경쟁 심화 고려해 매년 5% 감소 가정
- 2) 신규 제품(램시마SC, 유플라이마, 베그젤마, 및 2025년 출시 제품군): 향후 성장성을 고려해 현재 점유율 대비 Peak 10~20%p 상승 가정. 출시 초기인 점에서 향후 경쟁 고려해 가격 하락 비율은 기존 제품 대비 높게 설정
- 3) 짐펜트라: 승인받은 2종의 적응증(크론병, 궤양성대장염) 대상 기존 Anti TNF- α 치료제를 처방받는 케이스에서 짐펜트라가 일부 점유율 확보한다고 가정. 시장점유율은 2032년 20% 달성, 약가는 신약인 점을 고려해 현재 시판되는 치료제(Humira, Actemra, Simponi, Remicade)의 1년 약가 평균치 적용
- 4) Terminal growth: 1% 설정. 바이오시밀러 경쟁 심화되는 점 고려. 점유율이 확보된 바이오시밀러 제품은 안정적인 캐시카우 역할 수행
- 5) Normalized FCF: 10% 설정. CDMO 사업 목적 셀트리온바이오솔루션스 투자만 고려하여 안정적인 현금 창출 가능 판단
- 6) 그 외: WACC 4.3%, Beta 0.55 등

합병 효과를 본격적으로 확인할 2025년

동사는 2024년 연결 기준 매출 3조 5,573억원 (YoY +63.4%), 영업이익 4,920억원(YoY -24.5%, OPM 13.8%)을 달성했다. 작년 실적은 셀트리온과 셀트리온헬스케어가 합병한 이후 발표된 첫 실적이었다. 바이오시밀러 제품군의 안정적인 성장은 주목할만한 성과였으나 합병에 따른 재고 효과와 PPA 상각 등이 영업이익에 부정적 영향을 끼쳤다.

올해 1분기도 시장 예상보다 아쉬운 실적을 기록했다. 합병을 통해 기대했던 원가율 개선 효과, 짐펜트라의 성장성 등에 대한 우려가 있다. 하지만 2분기부터는 본격적으로 합병을 통해 기대했던 효과들이 가시화될 것으로 예상한다. 작년 1,200억원 수준의 판권 관련 PPA 상각은 모두 소거되었으며 기존과 신규 제품의 외형 성장 국면에서 낮은 원가율 제품군의 비중이 올라가고 있다. 또한 저조한 판매를 기록했던 짐펜트라도 PBM과의 계약 체결을 통한 처방량 상승이 기대된다.

표1. 셀트리온 DCF valuation

(십억원, %, 천개, 원)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Operating EBIT	1,266	1,715	1,954	2,237	2,582
법인세율	24.6	21.4	23.0	22.2	22.6
NOPLAT	955	1,347	1,505	1,739	1,998
감가상각비	88	98	103	103	98
무형자산상각비	332	270	220	179	146
총현금흐름	1,375	1,716	1,828	2,022	2,242
총투자	-1,251	-880	-459	-456	-488
FCF	124	836	1,370	1,566	1,755
PV of FCFF	121	784	1,231	1,349	1,449
추정 마지막 연도 FCFF	1,755				
Terminal Value	53,117				
Terminal growth	1.0				
PV of Forecasted FCFF	4,934				
PV of Terminal Value	43,863				
Operating Value of FCFF	48,797				
영업 외	-1,189				
셀트리온 기업가치	47,607				
셀트리온제약 가치	1,423	1년 평균 시가총액에 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	49,030				
주식수	217,079				
적정주가	220,000				

자료: iM증권 리서치본부

표2. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	737.0	874.7	881.9	1,063.7	841.9	1,014.8	1,065.5	1,458.1	3,557.3	4,380.3	4,948.9
YoY	23.3	66.9	31.2	178.0	14.2	16.0	20.8	37.1	63.4	23.1	13.0
램시마HV	299.1	363.4	317.2	289.1	237.7	327.1	285.5	304.6	1,268.8	1,154.8	1,106.9
램시마SC	111.5	112.1	170.9	169.6	135.3	134.5	188.0	166.6	564.1	624.4	732.8
트룩시마	100.7	115.4	101.8	131.6	128.7	126.9	103.8	130.4	449.5	489.8	516.0
하쥬마	37.4	61.8	48.5	49.4	54.1	68.0	63.1	94.6	197.1	279.7	258.2
유폴라이마	67.0	80.0	94.4	107.7	117.5	128.0	122.7	177.7	349.1	545.9	564.9
베그젤마	34.6	40.0	69.2	77.4	59.2	64.0	83.0	113.8	221.2	320.0	318.4
잠펜트라	0.0	1.3	6.4	28.0	13.4	38.4	110.1	188.3	35.7	350.2	444.4
기타 바이오시밀러	0.0	0.0	1.6	20.4	21.7	22.1	23.0	24.4	22.0	91.3	378.5
Non-바이오	85.8	100.7	71.9	190.4	74.3	105.7	86.3	256.8	448.8	523.1	627.7
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.8	442.9	589.6	656.9	856.7	1,681.7	2,546.0	3,017.4
YoY	16.1	33.2	25.1	285.2	44.4	60.3	41.8	57.5	59.9	51.4	18.5
GPM	41.6	42.1	52.5	51.1	52.6	58.1	61.7	58.8	47.3	58.1	61.0
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	149.4	287.5	390.6	438.8	492.0	1,266.3	1,715.2
YoY	(91.5)	(60.4)	(22.4)	966.2	867.7	296.6	88.1	123.4	(24.5)	157.4	35.4
OPM	2.1	8.3	23.5	18.5	17.7	28.3	36.7	30.1	13.8	28.9	34.7
지배주주 순이익	22.4	78.0	85.6	236.7	108.7	252.2	334.4	383.5	422.7	1,078.8	1,477.2
YoY	(86.4)	(47.1)	(61.4)	22,438.1	384.3	223.3	290.7	62.1	(21.1)	155.2	36.9
NPM	3.0	8.9	9.7	22.2	12.9	24.8	31.4	26.3	11.9	24.6	29.8

자료: iM증권 리서치본부 추정

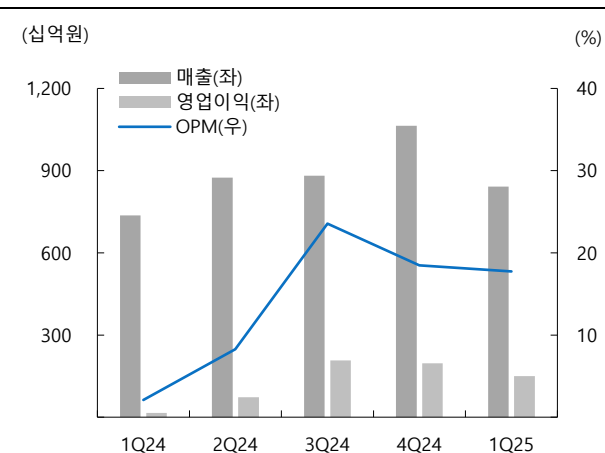
기업 개요

셀트리온은 1991년 설립되어 2005년 코스닥 시장에 상장한 생명공학 기업이다. 2018년 코스피로 이전했다. 주요 사업은 바이오시밀러 개발 및 생산이다. 레미케이드 바이오시밀러 제품인 램시마를 시작으로 트룩시마, 허쥬마, 유플라이마 등 다양한 바이오시밀러를 개발해 성공적으로 허가를 받아 판매 중이다. 주요 시장은 유럽과 미국이며 최근 일본, 브라질 등 RoW 국가에서도 견조한 판매를 보이고 있다.

현재 동사는 총 22개의 바이오시밀러 포트폴리오를 보유하고 있다. 자가면역질환부터 항암제, 안질환 등 폭넓은 분야에서 개발이 진행되고 있다. 바이오시밀러 외에도 세계 최초 레미케이드 계열 피하주사 제품인 짐펜트라를 개발하는 등 다른 분야에서의 성과도 추가되고 있다. 또한 신성장동력도 다양하게 확보 중이다. 2024년 CDMO 목적 자회사 셀트리온바이오솔루션스를 설립했고 현재 인프라를 구축 중이다. 2028년 본격적인 매출이 발생할 수 있을 것으로 전망한다. 바이오시밀러, CDMO 외에도 ADC, 이중항체 등의 파이프라인을 개발하고 있으며 최근 이중항체 파이프라인에 대한 전임상 데이터를 AACR에서 발표하는 등 개발은 순조롭게 진행되고 있는 것으로 파악된다.

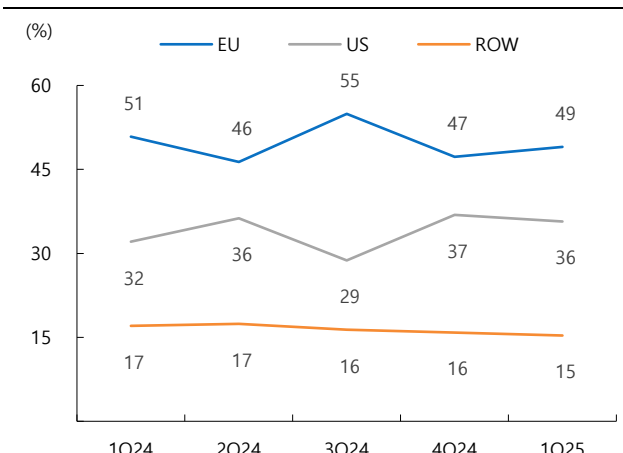
2024년 1월 기준 셀트리온과 셀트리온헬스케어 합병한 신주 상장이 진행됐다. 개발부터 판매까지 일원화 구조를 구축함에 따라 내부 거래 이슈 소거 및 원가율 개선 효과가 기대된다. 또한 기존 셀트리온헬스케어는 유럽, 아시아 등 일부 지역에서는 파트너사 협력에 덧붙여 직접판매 체제를 구축했다. 가격 경쟁이 심한 바이오시밀러의 특성 상 직판 체제 방식은 수익성 제고를 기대해볼 수 있다.

그림1. 셀트리온 분기별 실적 추이



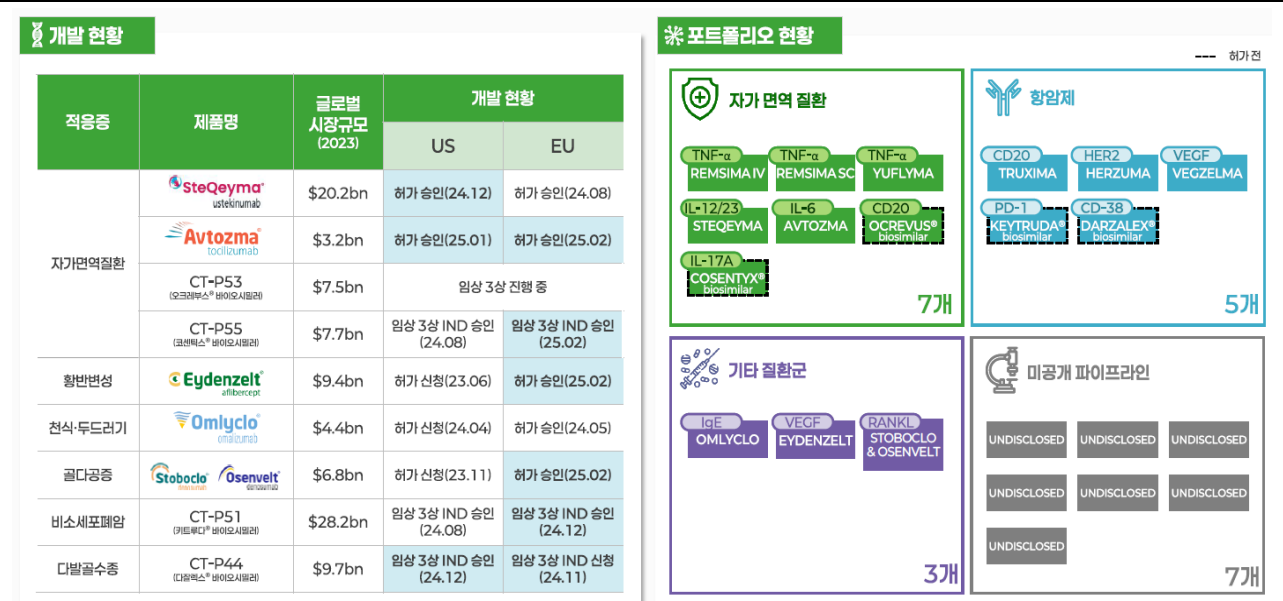
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 국가별 판매 비중 추이



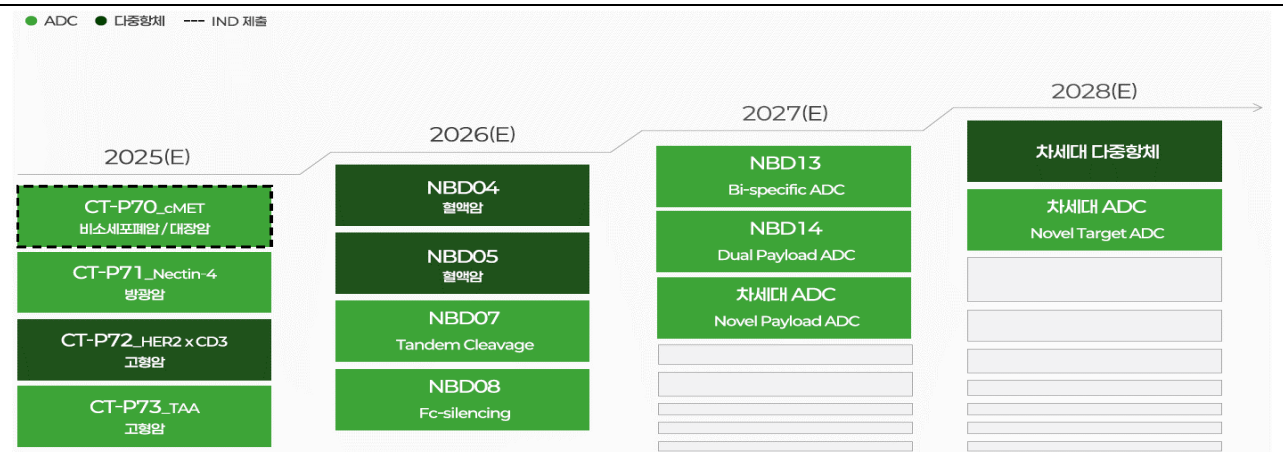
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 개발 및 포트폴리오 현황 (2025년 1분기 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림4. 셀트리온 신약 파이프라인 개발 현황



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림5. 셀트리온 CDMO 자회사 바이오솔루션스 운영 계획



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

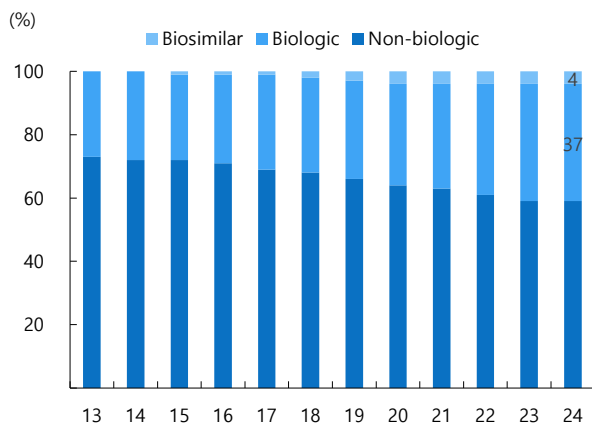
투자포인트

바이오시밀러의 안정성

2024년 기준 유럽에서의 의약품 관련 총 지출액은 2,280억 유로를 기록했다. 바이오의약품과 바이오시밀러는 41%의 비중을 차지했고 바이오시밀러는 전체의 4% 수준을 기록했다. 자체 비중이 낮다는 점에서 바이오시밀러의 시장 파급력에 대한 의구심이 생길 수 있지만 바이오시밀러의 등장으로 인해 유럽 의약품 시장 전반에 미친 파급효과를 주목해야 한다.

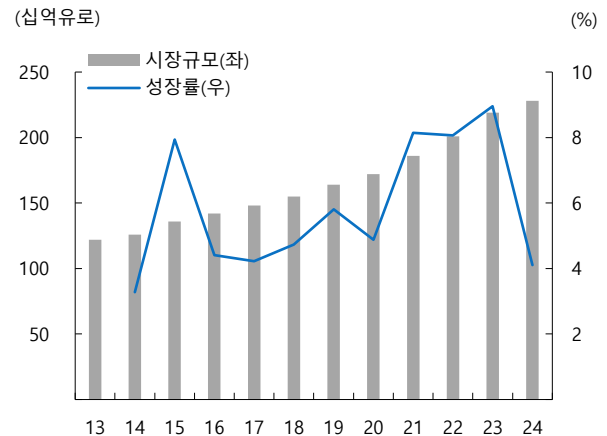
IQVIA는 누적 560억 유로의 비용 절감 효과가 바이오시밀러를 통해 일어났다고 밝혔다. 공공의료 성격이 강한 유럽의 특성을 고려 시 바이오시밀러는 낮은 약가이면서 고품질의 의료 서비스를 제공해주는 강력한 옵션으로 주목받고 있다.

그림6. 유럽 의약품 시장 내 바이오의약품 비중 추이



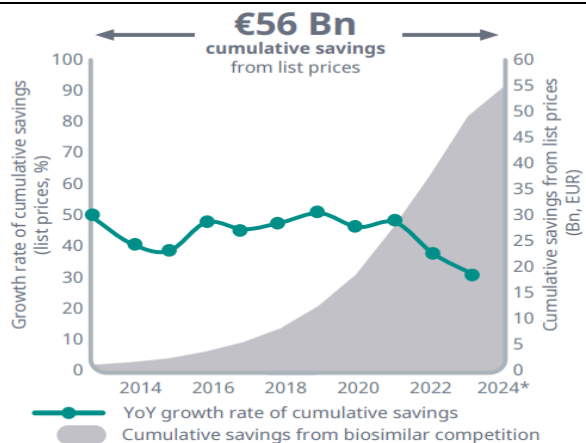
자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

그림7. 유럽 의약품 시장 규모 추이



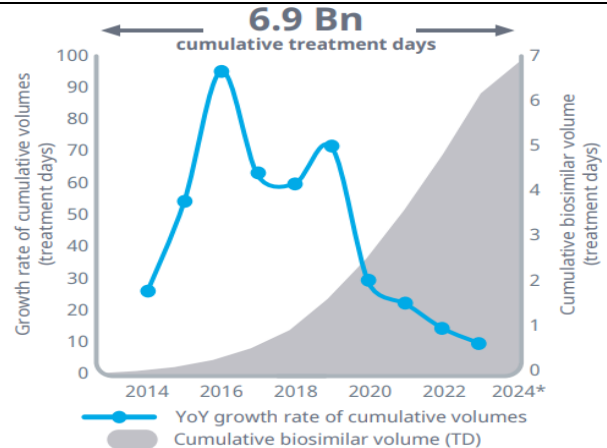
자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

그림8. 바이오시밀러의 비용 절감 효과



자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

그림9. 바이오시밀러의 누적 처방일 추이



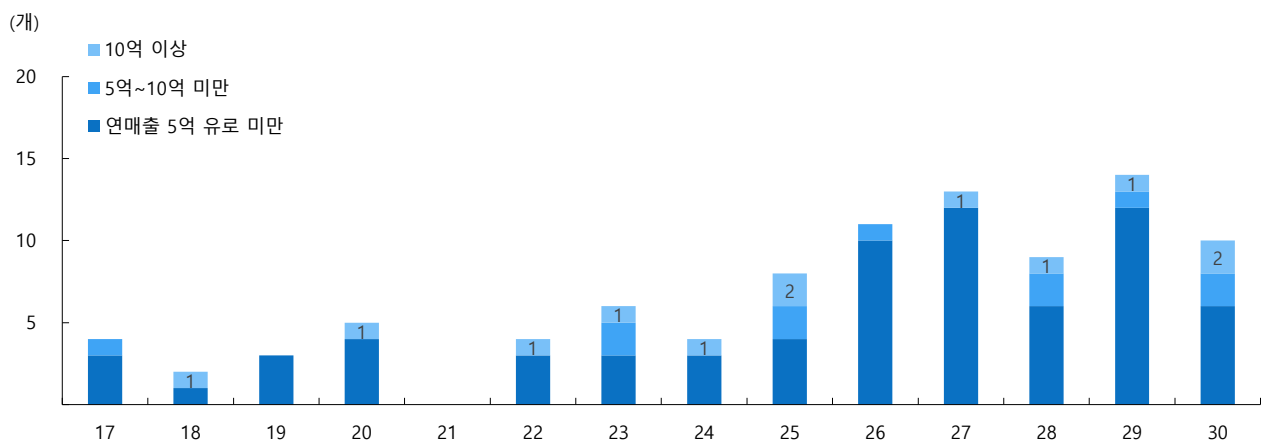
자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

특히 만료가 예정되는 품목들은 잠재적 바이오시밀러 제품군으로의 기대감이 있다. 2024년부터 2030년 기간 동안 유럽 내 69개의 바이오의약품 특허가 만료될 예정이다. 이 중 현재 바이오시밀러로 개발되고 있는 파이프라인은 약 30%에 불과하다. 기대매출이 높지 않은 제품에 대해서는 기간이나 개발비 등을 고려했을 때 시장성이 높지 않다는 판단으로 해석된다. 오리지널 제품이 연 매출 10억 유로 이상인 제품은 100% 바이오시밀러 개발이 진행되고 있지만, 낮은 연 매출을 기록하는 제품에서는 개발이 진행되고 있지 않다는 점에 기인한다.

산업의 시장 집중도를 측정하는 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index)인 HHI 측면에서 바이오시밀러 시장을 분석한 내용을 보면, 인슐린이나 항암제 등 일부 품목은 높은 집중도를 보여주고 있다. 이에 반해 anti-TNF, 성장호르몬 등은 다수 기업의 경쟁으로 인해 안정적인 구조가 형성됨으로써 HHI 지수가 낮다는 것을 확인할 수 있다. 입찰제도를 통해 바이오시밀러를 공급하는 유럽 시장의 특성을 고려한다면 적절한 경쟁 구도가 유지되는 품목의 경우 점유율, 가격 측면에서 지속적인 매출을 기대해볼 수 있다는 뜻이다.

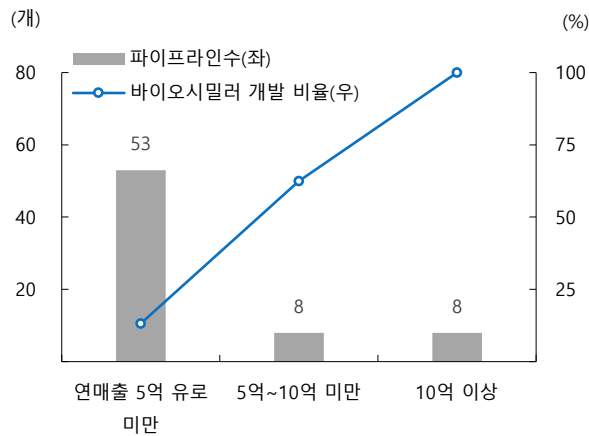
또한 출시 후 5년 이상된 제품의 70% 이상에서 제품 개발비용을 상회하는 누적 매출을 달성했다. 실패하거나 철회한 케이스는 25% 정도이며 대부분 출시 5년 전 케이스다. 44%의 제품은 출시 이후 누적 매출 10억 유로를 돌파할 정도로 성장했다. 결론적으로 바이오시밀러가 적절한 경쟁이 일어나면서 5년 이상의 안정적인 흐름으로 판매가 유지된다면 캐시카우의 역할을 해줄 수 있다.

그림10. 특허만료 예정 바이오의약품 및 오리지널 매출 현황



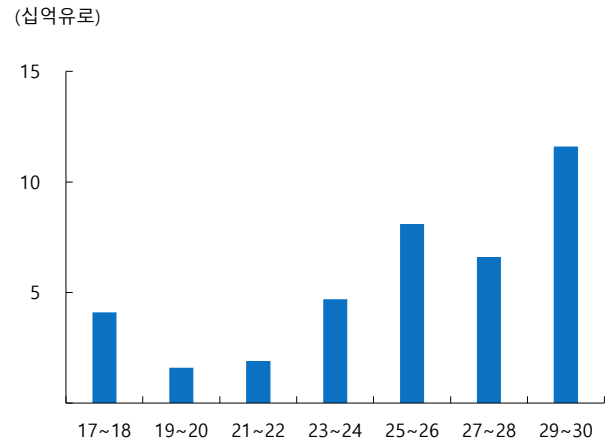
자료: IQVIA, iM 증권 리서치본부

그림11. 특허만료 의약품 바이오시밀러 개발 비율



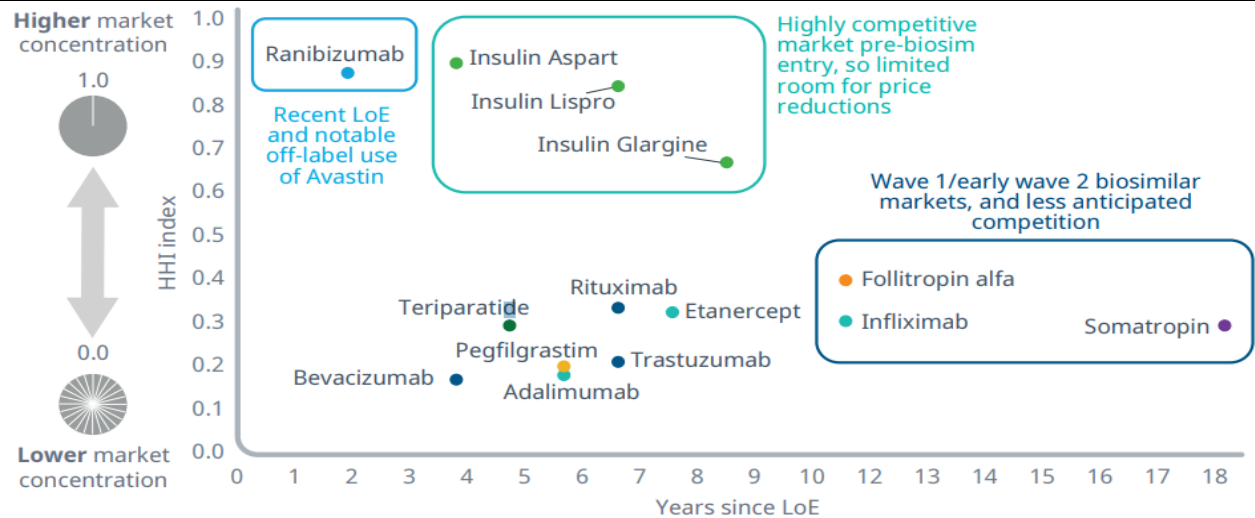
자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

그림12. 특허만료 바이오의약품 기대 매출



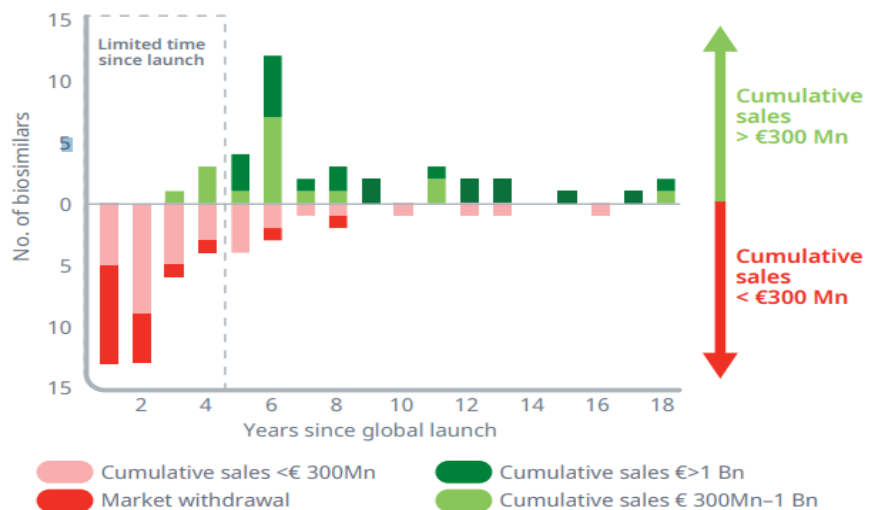
자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

그림13. 바이오시밀러 HHI 지수. 낮을수록 경쟁강도 안정적이며 현재 셀트리온이 보유한 바이오시밀러 다수가 분포



자료: IQVIA, iM 증권 리서치본부

그림14. 바이오시밀러 출시 후 매출 추이. 제품 출시 후 5년을 기점으로 개발비용 상회

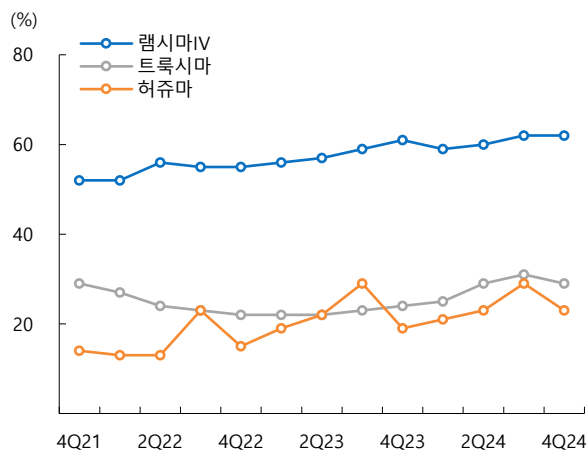


자료: IQVIA, iM증권 리서치본부

동사는 레미케이드 바이오시밀러 램시마를 첫 출시한 이후 성공적으로 추가 제품군을 확보했다. 기존 제품(램시마IV, 트룩시마, 허쥬마)들은 안정적인 점유율을 기록하며 견조한 매출을 기록하고 있다. 앞서 설명한 출시 후 지속적으로 유지된 경쟁과 안정적인 매출 흐름의 추이가 발생하고 있는 상황이라는 점에서 기존 제품군은 안정적인 캐시카우의 역할을 하고 있는 상황으로 판단한다.

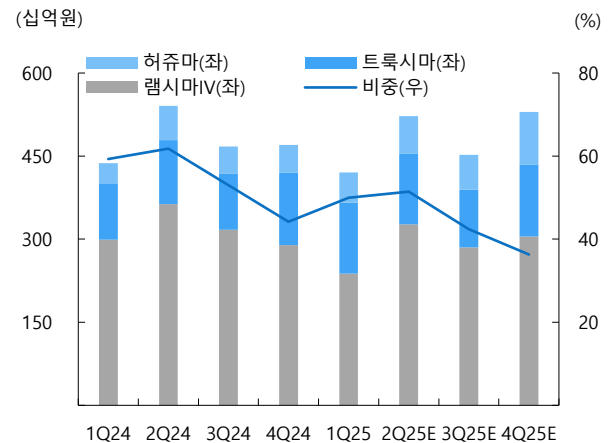
이후 출시한 신규 제품군(램시마SC, 유플라이마, 베그젤마 등)은 출시 후 점유율이 상승 중인 상황이다. 높은 경쟁 강도에서의 우위를 점하고 있는 것으로 해석되며 점유율 상승에 따라 매출 역시 증가하고 있다. 기존 제품군의 안정성과 신규 제품군의 성장성이 모두 보장되는 상황인 점에서 동사의 외형 성장 국면은 유지될 것으로 예상된다.

그림15. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



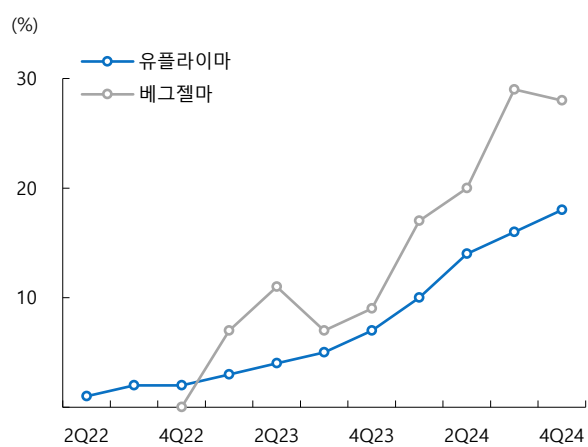
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림16. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



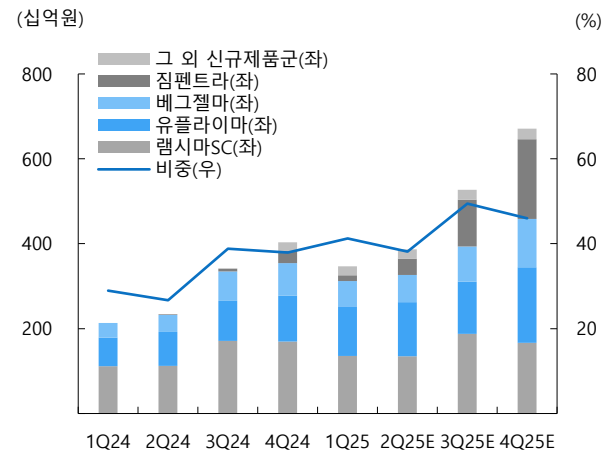
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림17. 셀트리온 신규 제품군 유럽 점유율 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림18. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



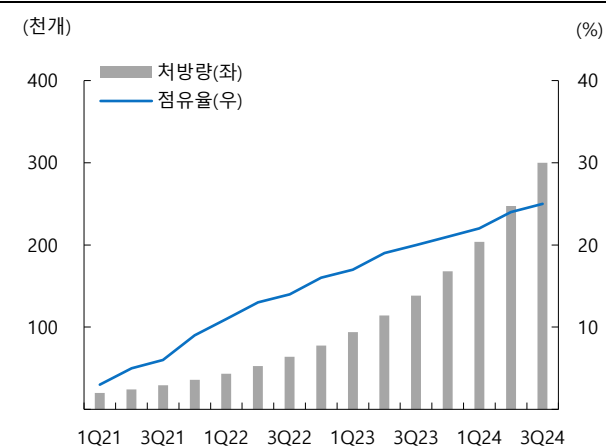
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

다시 한번 믿어보는 짐펜트라

동사가 추구하는 장기 성장성의 청사진에서는 짐펜트라를 빼놓을 수 없다. 짐펜트라는 램시마 SC제형으로 개발된 제품으로 2023년 10월 FDA로부터 허가를 획득했다. 기존 바이오시밀러가 아닌 신약이라는 점에서 시장은 큰 기대를 했고, 2019년 유럽에서는 승인 허가를 받아 2020년 출시해 매출이 발생하고 있다. 출시 초기 펜데믹 등의 영향으로 침투 속도가 빠르지 않았으나 이후 실제 처방에서의 우수한 데이터 및 IV에서 SC로의 제형 변경 등 치료 옵션이 확대되면서 성장을 이어가고 있다.

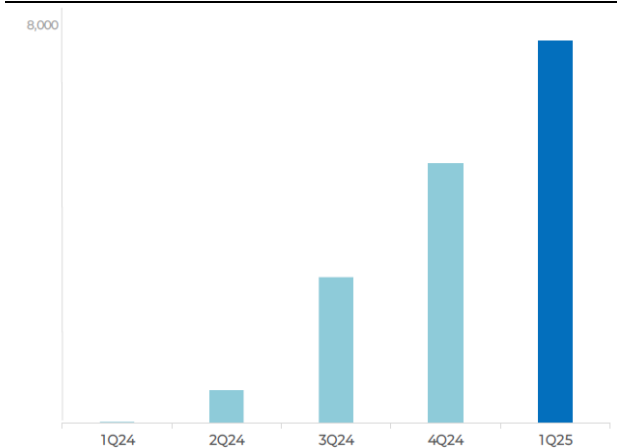
미국에서도 2024년 3월 짐펜트라라는 상품명으로 처음 출시했으나 시장이 기대했던 매출은 확보하지 못하고 있는 상황이다. PBM으로 대표되는 미국만의 독특한 의료 구조에서 고전했으나 여전히 매출 성장 모멘텀은 살아있다. PBM은 보험에 적용되는 처방의약품을 Formulary에 등재해 제공한다. 제약사는 PBM과 처방의약품의 Formulary 등재를 위해 공보험, 사보험 별도로 계약한다. 2024년 3분기 기준 동사는 짐펜트라에 대해 3대 PBM과의 계약을 마무리한 상태로 확인된다. 이에 따라 매분기별 처방량과 출하량은 상승하고 있다.

그림19. 램시마SC EU5 처방량 및 점유율 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림20. 미국 짐펜트라 분기별 처방량 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

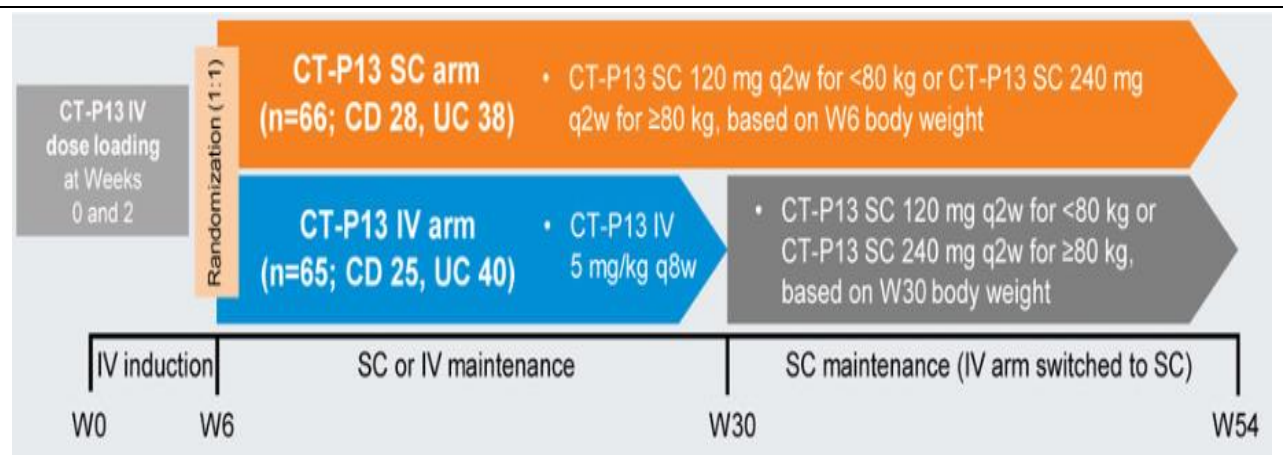
긍정적인 임상 데이터를 보여준 짐펜트라. 제품 문제는 아니다

장기적으로 짐펜트라에 대한 수요는 올라갈 것으로 예측한다. 다양한 임상에서의 우수한 데이터를 통해 향후 크론병(CD)과 궤양성대장염(UC)에서의 새로운 치료 옵션으로 활용할 가능성이 높다고 판단한다.

EMA의 승인 근거였던 Study 1.6 Part 2 임상은 이전 약물 투여 이력이 없는 활동성 CD, UC 환자를 대상으로 진행했다. 초기 IV제형으로 유도요법을 받은 뒤 6주차부터 SC제형/IV제형으로 무작위 배정을 진행해 투여하며 30주차 시점 SC제형은 그대로, IV제형은 SC로 전환해 54주차에 평가하는 디자인이다.

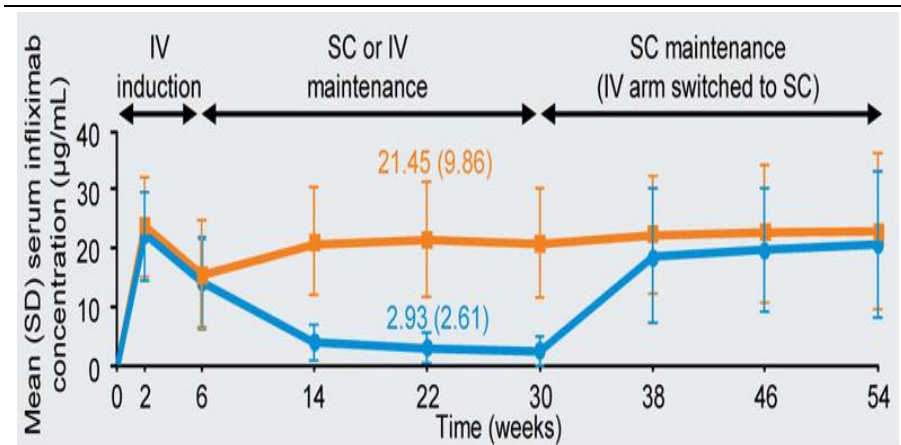
22주 시점에서의 레미케이드의 평균 혈중 최저농도는 SC제형 유지군에서 21.5ug/mL로 2.9ug/mL을 기록한 IV투여군 대비 비열등성을 입증했고 30주차 전환 투여군에서 Ctrough가 증가해 약동학적으로 우수하다는 것을 증명했다.

그림21. Study 1.6 Part 2 임상 디자인



자료: Gastroenterology, iM 증권 리서치본부

그림22. Study 1.6 Part 2 임상 결과. 주황색 선이 SC제형 결과, 혈중 Infliximab 농도에 대한 데이터이며 22주차 혈중 최저농도, 30주차 SC제형 전환 후 혈중 농도 증가 확인

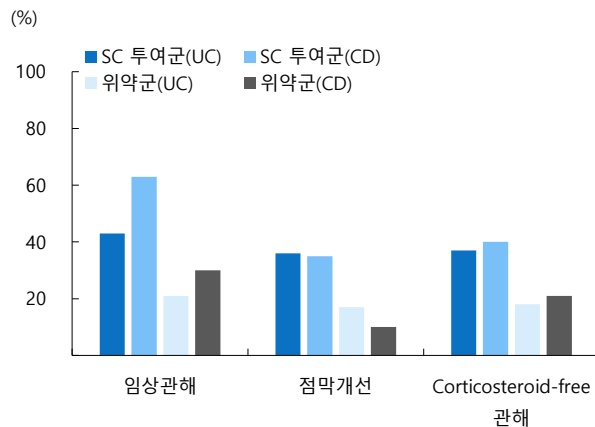


자료: Gastroenterology, iM증권 리서치본부

Study 1.6 외에도 짐펜트라와 유지요법의 효능과 안전성을 평가한 연구인 LIBERTY의 결과도 긍정적이었다. 해당 연구는 중등도/중증 UC, CD 환자를 대상으로 진행했다. 임상 1차 평가변수는 54주차에 진행된 임상 관해(CDAI 점수 150점 미만), 내시경 반응(SES-CD 점수 치료 이전 대비 50% 감소)이다.

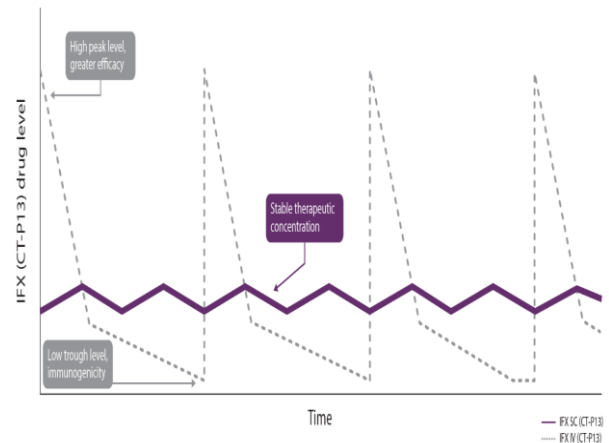
크론병 대상 임상인 LIBERTY-CD의 결과에서는 54주차 SC 투여군의 임상 관해율은 63%로 위약군 30% 대비 우수했으며 내시경 반응률 또한 SC군이 50%로 위약군 18% 대비 유의미하게 높은 수치를 기록했다. 2차 평가변수인 점막 개선, Corticosteroid-free 관해 또한 SC군이 유의미하게 높았다. 궤양성대장염 대상 임상인 LIBERTY-UC의 결과도 CD와 유사했다. 수치에서의 차이는 있었지만 전체적인 경향성은 동일했다.

그림23. LIBERTY 임상 결과



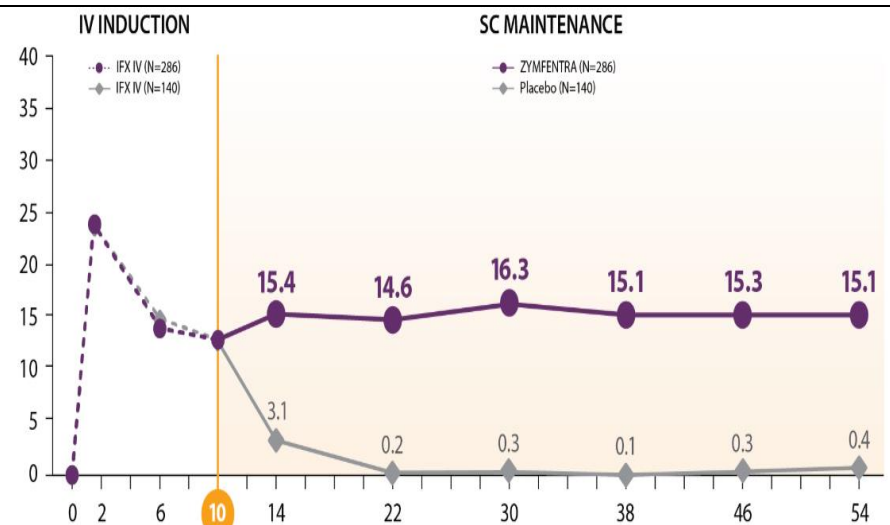
자료: Zymfentra.com, iM증권 리서치본부

그림24. 짐펜트라의 PK profile. 안정적으로 유지



자료: Zymfentra.com, iM증권 리서치본부

그림25. Infliximab 혈중 농도 추이(LIBERTY-UC). SC제형의 안정적인 혈중 농도 유지 확인



자료: Zymfentra.com, iM증권 리서치본부

처방량이 빠르게 증가 중. 2025년 예상매출 3,502억원 전망

결론적으로 미국에서의 아쉬운 성과는 제품 자체의 문제라기보다는 시장 진입에 대한 예측이 예상보다 쉽지 않았다고 보는 편이 타당하다. IV제형 대비 SC제형에서의 약동학적 안전성, 효능에서의 우위는 여러 연구를 통해 증명된 상황이다. 미국 내 처방량 확대에 따라 SC제형이 가지는 이점이 발휘된다면 매출 상승은 급격히 일어날 수 있다고 판단한다.

당사는 짐펜트라의 2025년 예상 매출을 3,502억원으로 전망한다. 매출 전망의 주요 가정은 아래와 같다. 기존 IV제형 투여환자에서 스위칭하는 케이스, 향후 추가로 적응증 범위가 넓어지는 점을 고려한다면 추가적인 매출 확보도 기대된다.

- 1) 타겟 적응증: UC, CD. 임상 중인 다른 적응증은 고려하지 않음
- 2) 타겟 환자: 신규 처방 환자 중 Anti-TNF 제제를 사용하는 환자
- 3) 점유율: 2032년 Peak M/S 20% 가정
- 4) 약가: 현재 사용되는 치료제(Remicade, Humira, Simponi, Cimzia)의 평균 약가
- 5) 환율: 1,400원 적용
- 6) 그 외 고려사항
 - 바이오시밀러 시장은 침투하지 않음
 - Anti-TNF 제품에서의 일부 점유율을 가져오는 전략
 - 신약이라는 점에서 기존 출시 제품의 평균값 적용
 - 신규 환자만 산정했기에 짐펜트라를 바로 투여하는 케이스 고려

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	4.0	5.0	6.3	8.0	10.0
1년 약가	66,988				
매출	59.2	75.1	95.3	121.0	153.5
원화 환산(UC only)	83	105	133	169	215

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	4.0	5.0	6.3	8.0	10.0
1년 약가	61,047				
매출	191.0	242.3	307.3	389.6	493.9
원화 환산(CD only)	267	339	430	546	691
짐펜트라 최종매출(UC+CD)	350	444	564	715	906

자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

실적 추정

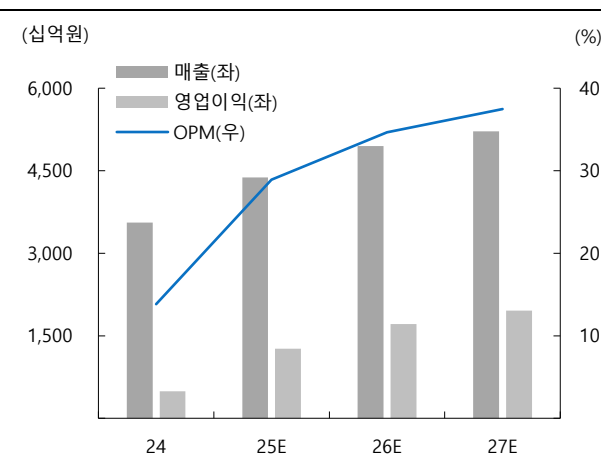
분기 거듭될수록 합병의 긍정적 효과 발생 전망

2025년 1분기 기준 셀트리온의 매출 및 영업이익은 8,419억원(YoY +14.2%), 영업이익 1,494억원(YoY +867.7%, OPM 17.7%)을 달성했다. 신규 제품 매출이 빠르게 성장하면서 다케다 프라이머리케어 사업권 매각에 따른 non-바이오 제품 매출 감소분을 커버했다. 작년 상반기 합병으로 인해 발생한 판권 관련 PPA 상각이 종료됨에 따른 기저효과로 영업이익이 큰 폭으로 상승했다. 하지만 매출원가율이 합병 이후 뚜렷하게 개선되는 모습을 보이지 못해 호실적에도 불구하고 주가의 흐름은 아쉬웠다.

2025년 연간으로는 매출 4조 3,803억원(YoY +23.1%), 영업이익 1조 2,663억원(YoY +157.4%, OPM 28.9%)을 달성할 것으로 전망한다. PPA 상각효과가 제거된 3분기부터 본격적으로 합병에 따른 원가율 개선 효과가 가시화될 것으로 예상한다. 기존 제품의 안정적인 매출과 짐펜트라를 필두로 한 신규 제품에서의 외형 성장이 기대된다. 신규 제품 비중이 늘어남에 따라 원가율도 감소할 것으로 전망한다. 상반기 전체 원가율 44.4% 대비 4.4%p 감소한 40.0%의 원가율을 하반기 기록할 것으로 예상한다. 회사가 제시하는 수치 대비 보수적으로 추정했다.

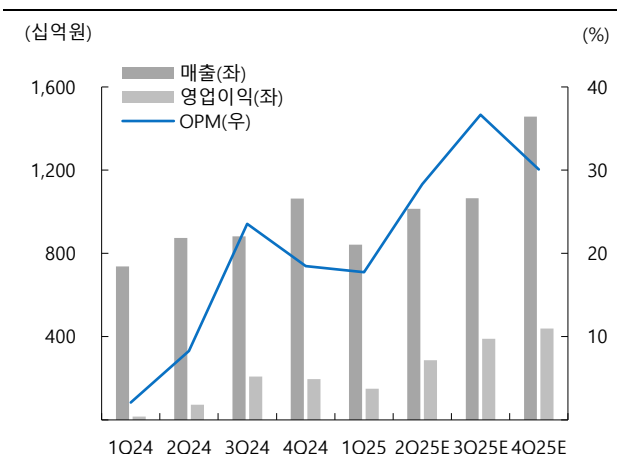
바이오시밀러 외 진행 중인 신사업에 대한 가치 산정은 시간이 필요하다. CDMO의 경우 2028년부터 본격적인 매출이 발생될 것으로 기대되는 상황이며, ADC/이중항체 등 신규 모달리티 파이프라인은 전임상 단계를 진행하고 있다는 점에서 구체적인 데이터가 확보되는 시점까지는 바이오시밀러와 짐펜트라에 대한 가치만 고려하는 것이 적절하다는 판단이다.

그림26. 셀트리온 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림27. 셀트리온 분기별 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

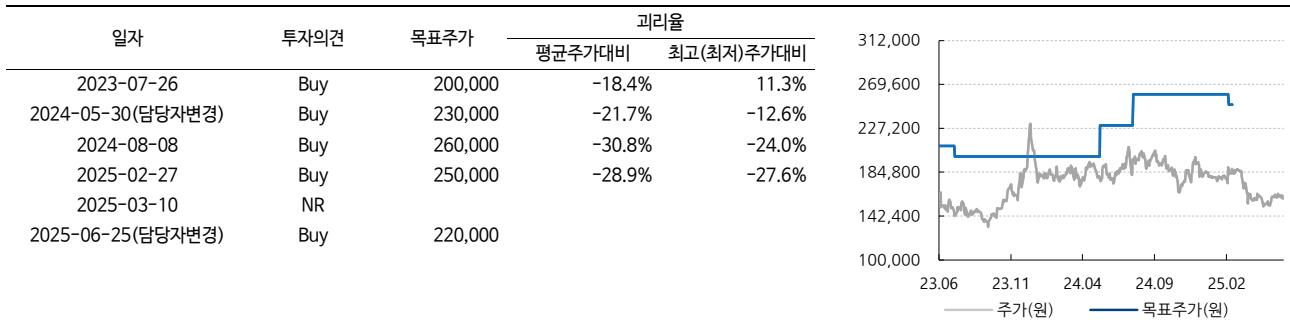
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,584	7,074	9,009	11,148	매출액	3,557	4,380	4,949	5,215
현금 및 현금성자산	996	1,512	2,736	4,483	증가율(%)	63.4	23.1	13.0	5.4
단기금융자산	148	112	86	65	매출원가	1,876	1,834	1,931	1,993
매출채권	1,366	1,657	1,859	1,953	매출총이익	1,682	2,546	3,017	3,222
재고자산	2,766	3,406	3,848	4,055	판매비와관리비	1,190	1,280	1,302	1,268
비유동자산	15,471	15,355	15,189	14,968	연구개발비	200	255	298	324
유형자산	1,245	1,457	1,559	1,555	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,702	13,370	13,099	12,879	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	21,055	22,429	24,197	26,117	영업이익	492	1,266	1,715	1,954
유동부채	3,187	3,146	3,103	3,057	증가율(%)	-24.5	157.4	35.4	13.9
매입채무	75	93	105	110	영업이익률(%)	13.8	28.9	34.7	37.5
단기차입금	1,989	1,889	1,789	1,689	이자수익	34	48	83	133
유동성장기부채	98	98	98	98	이자비용	76	72	69	65
비유동부채	288	288	288	288	지분법이익(손실)	-12	-12	-12	-14
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	120	187	187	187
장기차입금	87	87	87	87	세전계속사업이익	576	1,422	1,870	2,107
부채총계	3,475	3,434	3,391	3,345	법인세비용	157	349	401	485
자배주주지분	17,439	18,860	20,680	22,654	세전계속이익률(%)	16.2	32.5	37.8	40.4
자본금	221	221	221	221	당기순이익	419	1,073	1,469	1,622
자본잉여금	14,828	14,828	14,828	14,828	순이익률(%)	11.8	24.5	29.7	31.1
이익잉여금	3,744	4,659	5,972	7,440	자배주주귀속 순이익	423	1,079	1,477	1,632
기타자본항목	-1,353	-847	-340	166	기타포괄이익	506	506	506	506
비자배주주지분	141	135	127	117	총포괄이익	925	1,579	1,975	2,129
자본총계	17,580	18,995	20,807	22,771	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	902	618	1,235	1,665	주당지표 (원)				
당기순이익	419	1,073	1,469	1,622	EPS	1,787	4,567	6,254	6,907
유형자산감가상각비	73	88	98	103	BPS	80,336	86,883	95,265	104,359
무형자산감가상각비	346	332	270	220	CFPS	3,555	6,343	7,815	8,277
지분법관련손실(이익)	-12	-12	-12	-14	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-169	-127	-36	58	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-135	-300	-200	-100	PER	100.9	35.3	25.8	23.3
무형자산의 처분(취득)	-195	-	-	-	PBR	2.2	1.9	1.7	1.5
금융상품의 증감	-38	-15	-15	-15	PCR	50.7	25.4	20.6	19.5
재무활동 현금흐름	-353	-16	-16	-16	EV/EBITDA	44.1	21.5	16.8	14.6
단기금융부채의증감	-69	-100	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	2.5	5.9	7.5	7.5
자본의증감	21	-	-	-	EBITDA0이익률	25.6	38.5	42.1	43.7
배당금지급	-104	-154	-154	-154	부채비율	19.8	18.1	16.3	14.7
현금및현금성자산의증감	432	516	1,224	1,747	순부채비율	5.9	2.4	-4.1	-11.7
기초현금및현금성자산	565	996	1,512	2,736	매출채권회전율(x)	3.0	2.9	2.8	2.7
기말현금및현금성자산	996	1,512	2,736	4,483	재고자산회전율(x)	1.2	1.4	1.4	1.3

자료 : 셀트리온, iM증권 리서치본부

셀트리온 투자의견 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.

[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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%