

셀트리온(068270)

드디어 벗어난 합병의 그늘

1분기만에 깨진 영업이익 하이레코드

3분기 연결 기준 매출은 1조 290억원(YoY +16.7%), 영업이익은 3,014억원(YoY +45.1%, OPM 29.3%)을 달성했다. 전반적으로 2분기 호실적을 일으켰던 요인에서 크게 변한 것은 없었다. 포트폴리오 최적화가 여전히 일어나고 있으며 신규 제품군에서 매출이 성장함에 따라 이익도 개선되는 그림이 지속되고 있다. 이번 분기 실적발표에서 주목할만한 점은 분기 최초 매출원가율이 30%대로 떨어진 것이다(3Q25 GPM 61%). 합병을 통해 시장이 동사에게 기대했던 원가를 개선 효과를 드디어 증명했다. 회사는 영업이익에 영향을 주는 합병 관련 요인이 당분기를 기점으로 대부분 해소되었다고 언급했다. 개선효과는 분기가 거듭될수록 커질 것으로 전망한다. 기존/신규 제품군에서 TI(Titer Improvement) 버전으로 본격적으로 대체가 되고 있으며, 매출 비중에서 고수익성의 신규 제품군들이 차지하는 비중이 확대되고 있음에 기인한다.

짐펜트라는 여전히 증명해야하는 상황

기존 가정했던 2025년 짐펜트라의 매출은 약 1,700억원이다. 3분기 실적발표를 통해 짐펜트라의 처방량 자체는 늘고 있는 상황임을 확인했으나 여전히 매출이 제시했던 수치 대비 아쉬운 상황이다. 동사는 짐펜트라의 3분기 누적 매출을 600억 중반에서 700억 사이라고 언급했다. 또한 기존 연간 매출 1,500억 수준에서 1,000억 내외로 매출 전망치를 하향했다. 상기 코멘트를 고려해 당사 짐펜트라의 연간 매출 전망치도 기존에서 약 700억 축소해 1,013억원으로 새롭게 제시한다. 해당 수치는 초기 진출 시장 점유율을 2%에서 1.2%로 감소시킴에 기인했으며, 나머지 환자 수나 약가 등에 대해서는 변경하지 않았다.

목표주가 소폭 상향, 성장성에 대해 의심할 여지는 없다

투자의견은 그대로 유지하며, 목표주가를 기존 22만원에서 23만원으로 소폭 상향한다. 목표주가 산출은 DCF 밸류에이션을 적용했다. 향후 영업이익 측면에서 악영향을 주는 요인이 소거되었다 가정했으며, 짐펜트라의 매출이 소폭 감소하나 신규제품군의 가파른 성장세 및 향후 추가로 출시되는 제품의 빠른 시장 침투를 고려하여 전망치를 일부 변경함에 따름이다. 산출한 동사의 최종 기업가치는 50조 4,978억원이다.

바이오 업종에 상존하던 불확실성은 대부분 해소된 상황이다. 동사는 최근 일라이 릴리의 DS 생산공장을 인수했고 인수 및 운영비로 약 7천억원을 투자할 계획이다. 인수 주체는 셀트리온 미국 법인이고 일라이 릴리의 기존 생산 제품에 대한 공급 계약을 맺었기에 인수 직후 매출 실현이 가능하다. 단기적으로는 상기 언급한 CMO 및 자체 생산 체제로 가동되며, 중장기적으로는 기존 건물의 유휴 부지 내 증설 검토를 추진하여 추가적인 DS 생산 능력을 확보할 것이 기대된다. 미국 내 생산되는 의약품인 점에서 관세가 없다는 특징을 가격 경쟁에 적극 활용할 수 있을 것으로 전망한다.

회사의 성장성에 대해서는 의심할 여지는 없다고 판단한다. 기존 제품군은 안정적으로 매출이 발생하고 있으며, 추가로 출시하는 시밀러 제품 역시 빠르게 성장하고 있으며 이익에 직접적인 기여를 하고 있다. 시장의 기대치 대비 아쉬운 성과를 보이는 짐펜트라도 느리지만 서서히 성장하고 있는 상황임을 주목한다. 현재 PBM 중심의 유통에서 PBM + 추가 유통 채널을 통한 판매 확대를 추진하고 있음을 밝혔기에 관련된 소식을 조만간 발표할 수 있을 것으로 기대한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	230,000원(상향)
증가(2025.11.04)	176,300원
상승여력	30.5 %

Stock Indicator

자본금	221십억원
발행주식수	23,094만주
시가총액	40,715십억원
외국인지분율	21.1%
52주 주가	145,997~191,585원
60일평균거래량	474,828주
60일평균거래대금	83.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.5	1.4	12.9	-2.2
상대수익률	-15.6	-29.6	-48.1	-61.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	3,557	4,114	4,362	4,499
영업이익(십억원)	492	1,086	1,441	1,674
순이익(십억원)	423	811	1,089	1,281
EPS(원)	1,787	3,435	4,609	5,424
BPS(원)	80,336	85,698	92,339	99,866
PER(배)	100.9	51.3	38.2	32.5
PBR(배)	2.2	2.1	1.9	1.8
ROE(%)	2.5	4.5	5.6	6.1
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	44.1	27.3	22.0	19.1

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	1,086	1,441	1,674	1,933	2,188
법인세율	20.0%	20.9%	20.4%	20.6%	20.5%
NOPLAT	869	1,140	1,333	1,534	1,739
감가상각비	88	98	103	103	98
무형자산상각비	332	270	220	179	146
총현금흐름	1,289	1,509	1,656	1,817	1,983
총투자	-955	-524	-315	-295	-245
FCF	333	985	1,341	1,521	1,738
PV of FCF	332	941	1,229	1,337	1,465
추정 마지막 연도 FCF	1,738				
Terminal Value	53,558				
Terminal growth	1.0				
PV of Forecasted FCF	5,304				
PV of Terminal Value	45,136				
Operating Value of FCF	50,439.9				
영업 외	-1,189.4				
셀트리온 기업가치	49,250.5				
셀트리온제약 가치	1,247.3	1년 평균 시가총액에 지분율(54.81%) 적용			
최종 가치	50,497.8				
주식수	217,079				
적정주가	230,000				

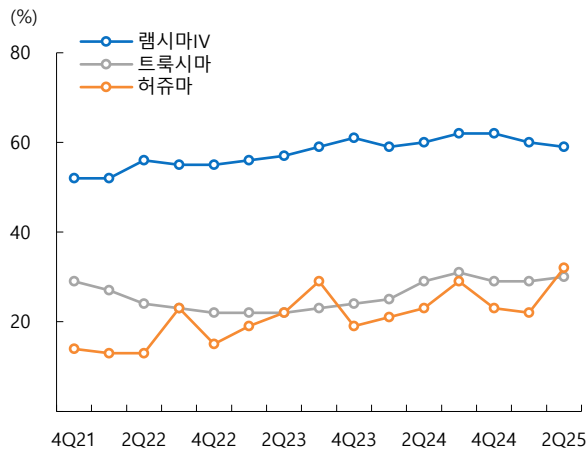
자료: iM증권 리서치본부

표2. 셀트리온 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	737.0	874.7	881.9	1,063.7	841.9	961.5	1,029.0	1,281.5	3,557.3	4,113.9	4,361.6
YoY	23.3	66.9	31.2	178.0	14.2	9.9	16.7	20.5	63.4	15.6	6.0
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.8	442.9	544.4	626.1	771.0	1,681.7	2,384.3	2,741.6
YoY	16.1	33.2	25.1	285.2	44.4	48.0	35.1	41.8	59.9	41.8	15.0
GPM	41.6	42.1	52.5	51.1	52.6	56.6	60.8	60.2	47.3	58.0	62.9
영업이익	15.4	72.5	207.7	196.4	149.4	242.5	301.4	392.3	492.0	1,085.5	1,440.6
YoY	(91.5)	(60.4)	(22.4)	966.2	867.7	234.5	45.1	99.7	(24.5)	120.6	32.7
OPM	2.1	8.3	23.5	18.5	17.7	25.2	29.3	30.6	13.8	26.4	33.0
당기 순이익	20.8	78.5	84.1	235.6	108.3	63.3	331.9	313.4	418.9	816.9	1,099.7
YoY	(87.6)	(48.0)	(62.0)	52,248.9	421.6	(19.3)	294.7	33.0	(22.4)	95.0	34.6

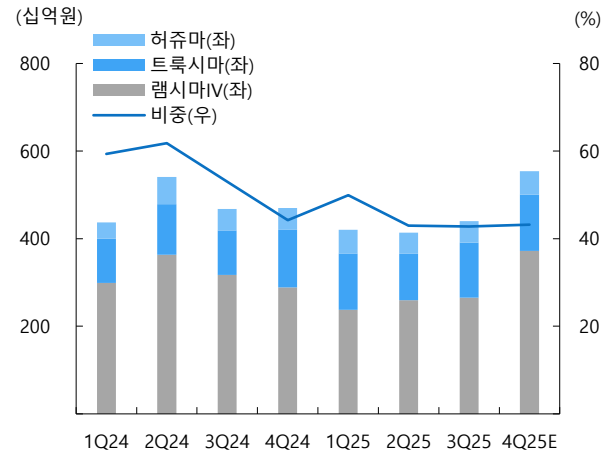
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 셀트리온 기존 제품군 유럽 점유율 추이



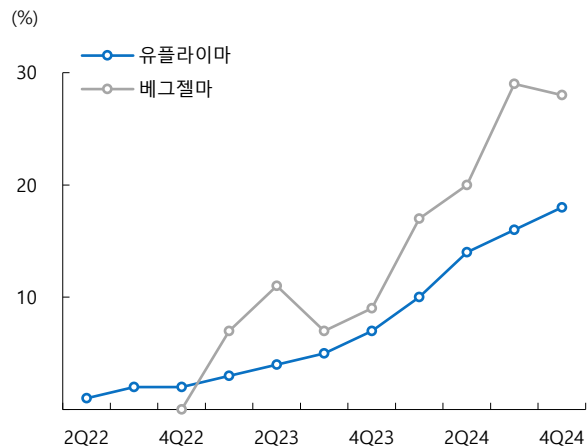
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 셀트리온 기존 제품군 매출 및 비중 추이



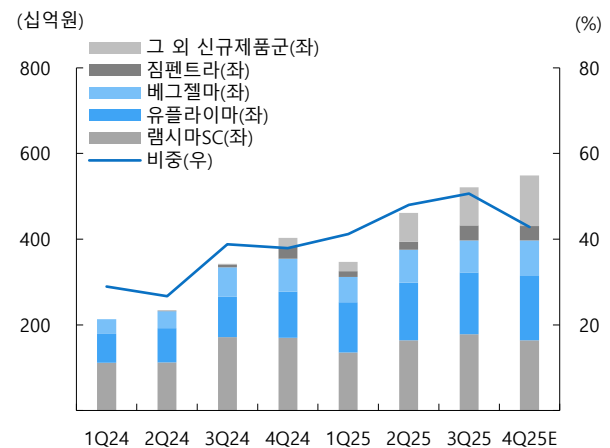
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 셀트리온 신규 제품군 유럽 점유율 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 셀트리온 신규 제품군 매출 및 비중 추이



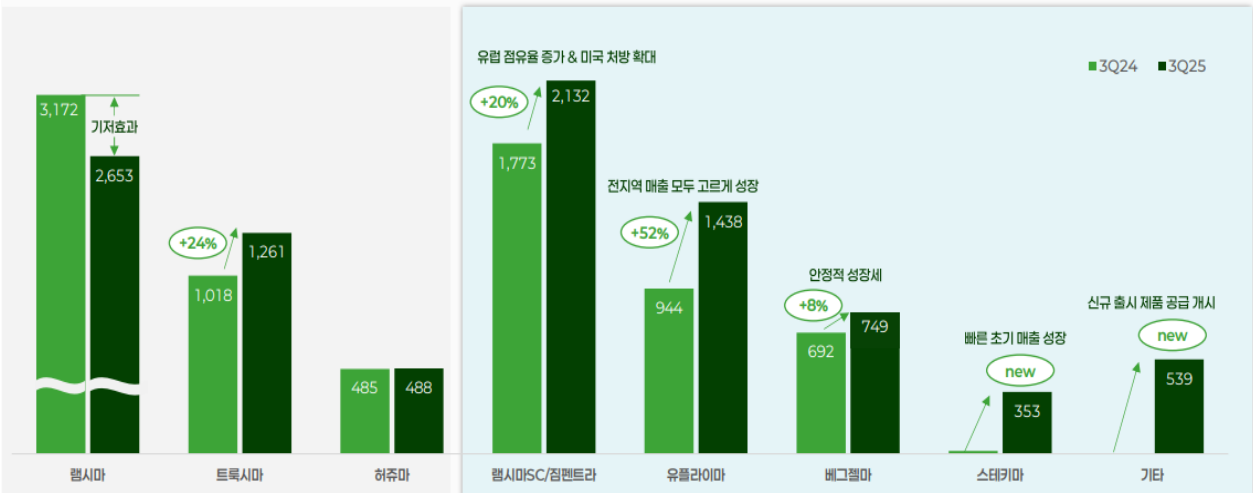
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 바이오 제품별 매출 상세

기존 제품 ▼ 273억원

고수익 신규 제품 ▲ 1,786억원

[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	1.2	1.6	2.2	3.0	4.0
1년 약가	66,988				
매출	17.7	24.2	33.1	45.2	61.7
원화 환산(UC only)	24	33	45	61	83

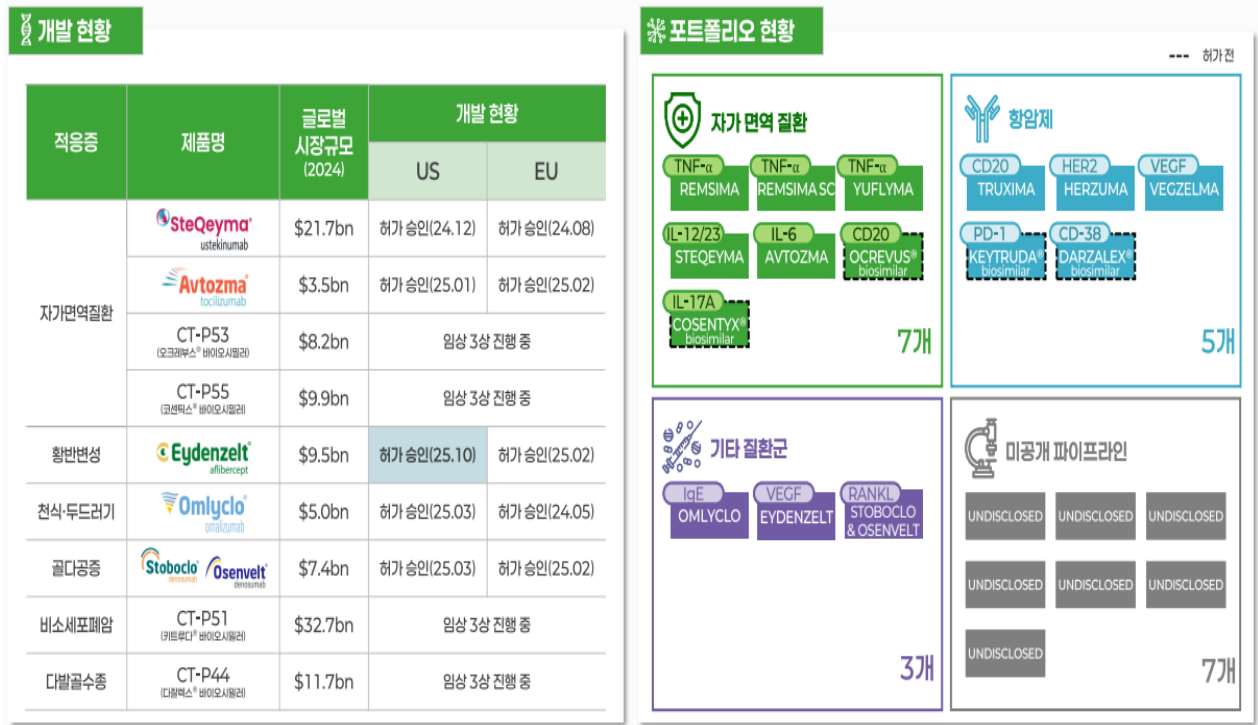
자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

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	1.2	1.6	2.2	3.0	4.0
1년 약가	61,047				
매출	57.3	78.2	106.7	145.5	198.4
원화 환산(CD only)	77	106	144	196	268
짐펜트라 최종매출(UC+CD)	101.3	138.3	188.7	257.4	351.1

자료: Globaldata, iM증권 리서치본부 추정

그림6. 셀트리온 바이오시밀러 파이프라인 개발 및 포트폴리오 현황 (2025년 3분기 기준)



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

그림7. 셀트리온 일라이 릴리 DS 생산공장 인수 관련 요약



자료: 회사 자료, iM 증권 리서치본부

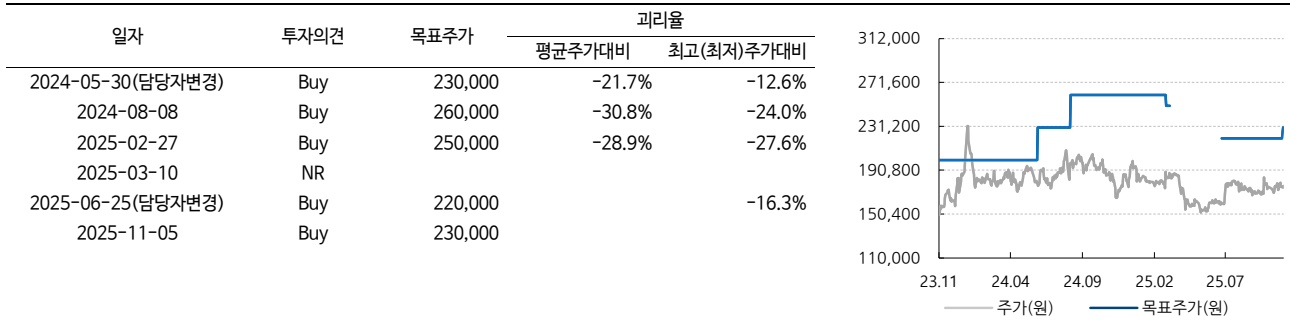
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,584	6,822	8,391	10,207	매출액	3,557	4,114	4,362	4,499
현금 및 현금성자산	996	1,561	2,783	4,352	증가율(%)	63.4	15.6	6.0	3.1
단기금융자산	148	112	86	65	매출원가	1,876	1,730	1,620	1,487
매출채권	1,366	1,563	1,651	1,699	매출총이익	1,682	2,384	2,742	3,012
재고자산	2,766	3,199	3,391	3,498	판매비와관리비	1,190	1,299	1,301	1,337
비유동자산	15,471	15,355	15,189	14,968	연구개발비	200	239	262	280
유형자산	1,245	1,457	1,559	1,555	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	13,702	13,370	13,099	12,879	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	21,055	22,177	23,580	25,175	영업이익	492	1,086	1,441	1,674
유동부채	3,187	3,140	3,090	3,042	증가율(%)	-24.5	120.6	32.7	16.2
매입채무	75	87	92	95	영업이익률(%)	13.8	26.4	33.0	37.2
단기차입금	1,989	1,889	1,789	1,689	이자수익	34	49	84	129
유동성장기부채	98	98	98	98	이자비용	76	72	69	65
비유동부채	288	288	288	288	지분법이익(손실)	-12	-8	-7	-9
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	120	-12	3	3
장기차입금	87	87	87	87	세전계속사업이익	576	1,019	1,389	1,622
부채총계	3,475	3,428	3,378	3,330	법인세비용	157	203	290	331
지배주주지분	17,439	18,603	20,045	21,679	세전계속이익률(%)	16.2	24.8	31.9	36.1
자본금	221	221	221	221	당기순이익	419	816	1,100	1,291
자본잉여금	14,828	14,828	14,828	14,828	순이익률(%)	11.8	19.8	25.2	28.7
이익잉여금	3,744	4,402	5,337	6,465	지배주주귀속 순이익	423	811	1,089	1,281
기타자본항목	-1,353	-847	-340	166	기타포괄이익	506	506	506	506
비지배주주지분	141	146	156	167	총포괄이익	925	1,323	1,606	1,798
자본총계	17,580	18,749	20,201	21,845	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	902	657	1,222	1,477	주당지표 (원)				
당기순이익	419	816	1,100	1,291	EPS	1,787	3,435	4,609	5,424
유형자산감가상각비	73	88	98	103	BPS	80,336	85,698	92,339	99,866
무형자산감가상각비	346	332	270	220	CFPS	3,555	5,211	6,171	6,794
지분법관련손실(이익)	-12	-8	-7	-9	DPS	750	750	750	750
투자활동 현금흐름	-169	-127	-36	58	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-135	-300	-200	-100	PER	100.9	51.3	38.2	32.5
무형자산의 처분(취득)	-195	-	-	-	PBR	2.2	2.1	1.9	1.8
금융상품의 증감	-38	-15	-15	-15	PCR	50.7	33.8	28.6	25.9
재무활동 현금흐름	-353	137	-16	-16	EV/EBITDA	44.1	27.3	22.0	19.1
단기금융부채의증감	-69	-100	-100	-100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	2.5	4.5	5.6	6.1
자본의증감	21	-	-	-	EBITDA0이익률	25.6	36.6	41.5	44.4
배당금지급	-104	-	-154	-154	부채비율	19.8	18.3	16.7	15.2
현금및현금성자산의증감	432	565	1,221	1,570	순부채비율	5.9	2.1	-4.4	-11.6
기초현금및현금성자산	565	996	1,561	2,783	매출채권회전율(x)	3.0	2.8	2.7	2.7
기말현금및현금성자산	996	1,561	2,783	4,352	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 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%