



Buy(Maintain)

목표주가: 250,000원

주가(8/7): 197,000원

시가총액: 427,477억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/7)		2,568.41pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	231,500 원	131,800원
등락률	-14.9%	49.5%
수익률	절대	상대
1M	6.0%	18.2%
6M	10.1%	11.8%
1Y	32.2%	32.8%

Company Data

발행주식수	216,993 천주
일평균 거래량(3M)	738천주
외국인 지분율	22.9%
배당수익률(2024E)	0.3%
BPS(2024E)	80,146원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 85인
	28.3%

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,575.0	4,555.3
영업이익	647.2	651.5	612.0	1,538.8
EBITDA	873.6	897.3	912.4	1,804.6
세전이익	626.2	671.1	654.3	1,563.6
순이익	542.6	539.7	516.9	1,235.2
지배주주지분순이익	537.8	535.6	513.0	1,225.9
EPS(원)	3,677	3,639	2,360	5,650
증감률(% YoY)	-7.3	-1.0	-35.1	139.4
PER(배)	43.6	55.4	77.1	32.2
PBR(배)	5.67	2.61	2.27	2.13
EV/EBITDA(배)	26.2	34.3	44.5	22.2
영업이익률(%)	28.3	29.9	17.1	33.8
ROE(%)	13.4	5.1	3.0	6.8
순차입금비율(%)	4.2	6.6	5.3	2.3

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

방어주이면서 성장주를 찾으시나요?



컨센서스에 부합하는 2분기 실적이 발표되었는데, 상반기가 실적 저점으로 하반기 수익성 개선 기대감이 반영되며 전일 주가는 +8.24% 상승 마감하였습니다. 짐펜트라의 본격적인 실적 성장 수치 확인은 '25년이 될 것으로 보이나, 이 외에도 하반기 1) 3공장 가동, 2) PPA 상각비 감소, 3) 고마진의 후속 제품 매출 비중 증가로 수익성 개선이 기대됩니다. 경기 침체에는 가격이 저렴한 바이오시밀러 매출 증가가 가능하며, 고마진 신약 짐펜트라의 출시로 수익성 개선과 성장 또한 도모하고 있다는 점에서 방어주이면서 성장주라 판단됩니다. 업종내 최선호주 유지.

>>> 2분기 실적 시장 기대치 부합

셀트리온의 2분기 매출액은 8,747억원(YoY +67%, QoQ +19%), 영업이익은 725억원(YoY -60%, QoQ +370%, OPM +8%)로 시장 컨센서스 매출액 7,973억원을 상회, 영업이익 731억원에 부합하였다.

최근 외주 CMO 물량 확대에 화이자형 인플렉트라 물량이 증가하면서 2분기 램시마/인플렉트라 매출액은 3,634억원(YoY +52%)으로 증가하였다. 셀트리온 헬스케어가 보유하던 재고 비율이 1분기 85%에서 2분기 60%대로 낮아졌음에도 불구하고, 인플렉트라 CMO 생산 물량이 확대되면서 원가율은 1분기와 유사한 수준에 그쳤다 (1Q24 원가율 58.4%→2Q24 원가율 58%). 유럽형 램시마 SC 매출액은 1,112억원으로 전분기 1,124억원과 유사한 수준이었다. 시장의 관심이 높은 고마진 신약 짐펜트라의 매출액은 2분기 22억원을 기록하였다. 영업 외로 외화환산 차손익, 다케다 제품 양도 등의 일회성 영향이 있었다.

>>> 짐펜트라는 '25년 확인. 하반기 마진 개선 요소 풍부.

지난 6월 간담회에서 처방약급여관리업체(PBM) 등재 이전 확보한 환자 수 1,800명이며 6월까지 처방 환자 수 목표를 만 명으로 언급한 바 있다. 이번 실적 컨퍼런스콜에서 짐펜트라 전환 의지를 밝힌 환자 수는 5천명 이하라고 밝혔으며, 이는 아직 등재된 처방약급여관리업체(PBM)의 환급 개시가 되지 않았기 때문으로 보인다. 피하(SC) 제형을 투여하기 위해서 정맥(IV) 제형을 2~3주 투여해야 가능하다는 점에서 2분기 인플렉트라/램시마 물량 증가는 긍정적인 신호로 해석할 수 있다. 화이자의 2분기 인플렉트라 미국 매출도 \$43mn(YoY +187%)으로 증가하였다. PBM 환급은 늦어도 4분기에는 가능할 것으로 보이며, 처방량 증가 수치 확인은 4분기 실적이 발표되는 '25년에 가능할 것으로 보인다. 당사는 여전히 보수적인 수치인 '24년 짐펜트라 매출액 2,000억원으로 추정하며, 3분기 600억원, 4분기 1,378억원을 전망하고 있다.

짐펜트라 외에도 마진 개선 가능 요소가 다수 존재하는데, 1) 3공장 가동, 2) PPA 상각비 감소, 3) 후속 제품 매출 증가 등이 있다. 3공장(6만 리터) 가동 개시로 외주 물량이 아닌 자체 생산과 T.I.(Titer Improvement)가 반영되고, PPA 상각비도 상반기 670억대에서 하반기 70억대로 줄어들어 실적에 긍정적이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 25만원 상향. 최선호주 유지

실적 세부 사항 1

(단위, 십억원)

	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	737	874.7	19%	67%	783.2	12%	797.3	10%
영업이익	15.4	72.5	370%	-60%	76.7	-5%	73.1	-1%
영업이익률	2%	8%			10%			
세전이익	19.7	104.2	430%	-45%	80.7	29%		
세전이익률	3%	12%			10%			
지배주주 순이익	22.4	78	248%	-47%	48.1	62%	67.8	15%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
바이오의약품	449.4	369.3	461.8	199.6	1480.0	651.2	774.0	840.8	949.8	3215.8	4178.9
램시마	113.5	89.1	168.1	145.4	516.1	299.1	363.4	322.5	305.1	1290.2	1290.2
램시마 SC	161.3	31.4	87.4	7.7	287.8	112.4	111.2	119.7	117.2	460.5	552.6
짐펜트라						-	2.2	60.0	137.8	200.0	560.0
트룩시마	113.5	62.9	13.4	-	189.9	100.7	115.4	99.7	82.9	398.7	418.6
허쥬마	17.9	47.2	20.2	-	85.3	37.4	61.8	58.8	38.1	196.1	205.9
유플라이마	3.0	-	127.7	3.8	134.5	67.0	80.0	87.5	101.9	336.4	470.9
케미컬의약품	95.6	115.3	94.1	88.0	393.0	81.1	94.9	80.8	81.2	338.0	354.9
기타	52.6	39.4	116.4	95.0	303.4	4.7	5.8	4.1	6.6	21.2	21.5
매출액	597.6	524.0	672.3	382.6	2176.4	737.0	874.7	925.7	1037.6	3575.0	4555.3
YoY	9%	-12%	7%	-25%	-5%	23%	67%	38%	171%	64%	27%
매출원가	333.4	247.8	301.9	241.4	1124.6	430.3	506.9	415.8	416.1	1769.1	1631.8
원가율	56%	47%	45%	63%	52%	58%	58%	45%	40%	49%	36%
매출총이익	264.2	276.2	370.3	141.2	1051.9	306.7	367.8	510.0	621.5	1806.0	2923.5
매출총이익률	44%	53%	55%	37%	48%	42%	42%	55%	60%	51%	64%
판매관리비	81.7	93.2	102.7	122.7	400.4	291.2	295.3	285.9	321.4	1193.9	1384.6
영업이익	182.4	183.0	267.6	18.4	651.5	15.4	72.5	224.0	300.1	612.0	1538.8
YoY	28%	-8%	37%	-82%	2%	-92%	-60%	-16%	1529%	-6%	151%
OPM	31%	35%	40%	5%	30%	2%	8%	24%	29%	17%	34%

주: '23년 실적은 합병 전 셀트리온 기준

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

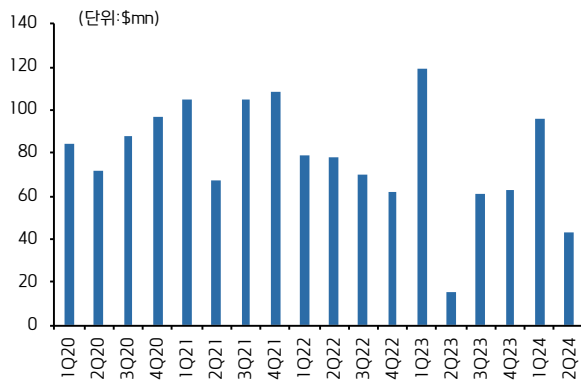
(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	468,802	'25E 당기순이익 현가화. 상위제약사 평균 fw12m PER.
② 비영업가치	15,005	
관계기업		
- 셀트리온제약	15,005	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	12,477	
④ 유통 주식 수	191,389	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	471,330	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	250,000	

상위제약사: 삼성바이오로직스, 유한양행, 녹십자, 한미약품

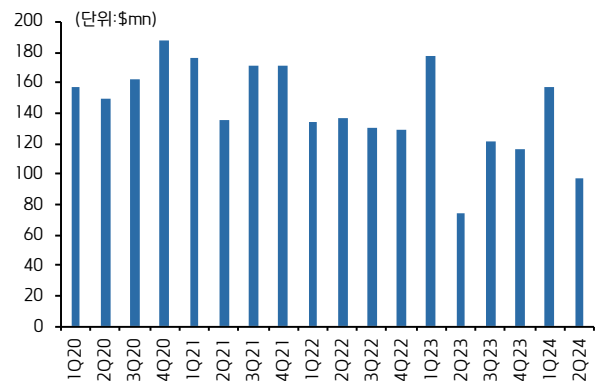
자료: 키움증권 리서치센터

화이자의 인플렉트라 미국 매출 추이



자료: Pfizer, 키움증권 리서치센터

화이자의 인플렉트라 글로벌 매출 추이



자료: Pfizer, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,575.0	4,555.3	5,130.7
매출원가	1,251.3	1,124.6	1,769.1	1,631.8	1,805.0
매출총이익	1,032.7	1,051.9	1,806.0	2,923.5	3,325.7
판관비	385.5	400.4	1,193.9	1,384.6	1,559.6
영업이익	647.2	651.5	612.0	1,538.8	1,766.2
EBITDA	873.6	897.3	912.4	1,804.6	2,001.3
영업외손익	-21.0	19.6	42.3	24.7	50.0
이자수익	14.2	19.1	24.3	36.5	61.8
이자비용	7.5	9.7	9.7	9.7	9.7
외환관련이익	48.3	41.7	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	31.3	30.0	23.8	23.8	23.8
종속 및 관계기업손익	7.1	-11.3	-11.3	-11.3	-11.3
기타	-51.8	9.8	32.8	3.0	3.0
법인세차감전이익	626.2	671.1	654.3	1,563.6	1,816.2
법인세비용	94.8	131.4	137.4	328.3	381.4
계속사업순손익	531.3	539.7	516.9	1,235.2	1,434.8
당기순이익	542.6	539.7	516.9	1,235.2	1,434.8
지배주주순이익	537.8	535.6	513.0	1,225.9	1,424.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.6	-4.7	64.3	27.4	12.6
영업이익 증감율	-13.0	0.7	-6.1	151.4	14.8
EBITDA 증감율	-8.8	2.7	1.7	97.8	10.9
지배주주순이익 증감율	-7.2	-0.4	-4.2	139.0	16.2
EPS 증감율	-7.3	-1.0	-35.1	139.4	16.2
매출총이익율(%)	45.2	48.3	50.5	64.2	64.8
영업이익율(%)	28.3	29.9	17.1	33.8	34.4
EBITDA Margin(%)	38.2	41.2	25.5	39.6	39.0
지배주주순이익율(%)	23.5	24.6	14.3	26.9	27.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	0.9	537.2	287.2	562.6	1,080.8
당기순이익	542.6	539.7	516.9	1,235.2	1,434.8
비현금항목의 가감	423.5	373.0	390.9	535.0	532.2
유형자산감가상각비	64.7	63.8	87.0	76.9	67.9
무형자산감가상각비	161.7	182.0	213.4	188.9	167.3
지분법평가손익	-15.7	-12.7	-11.3	-11.3	-11.3
기타	212.8	139.9	101.8	280.5	308.3
영업활동자산부채증감	-748.1	-221.4	-497.8	-906.1	-556.9
매출채권및기타채권의감소	-682.9	-296.0	-609.3	-427.0	-250.7
재고자산의감소	-215.0	57.3	2.7	-605.4	-460.4
매입채무및기타채무의증가	53.6	-2.2	160.4	189.0	229.3
기타	96.2	19.5	-51.6	-62.7	-75.1
기타현금흐름	-217.1	-154.1	-122.8	-301.5	-329.3
투자활동 현금흐름	-297.1	-138.9	353.2	353.2	353.2
유형자산의 취득	-111.2	-210.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 순취득	-200.8	-210.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-21.6	-28.6	-19.4	-19.4	-19.4
단기금융자산의감소(증가)	11.7	-131.8	0.0	0.0	0.0
기타	24.8	372.5	372.6	372.6	372.6
재무활동 현금흐름	-350.2	-385.1	557.4	561.3	561.3
차입금의 증가(감소)	-54.5	-86.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	9.9	7.4	-3.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-280.5	-918.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-102.5	-51.7	-103.6	-103.1	-103.1
기타	77.4	664.3	664.3	664.4	664.4
기타현금흐름	9.3	0.2	-989.5	-989.5	-989.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-637.1	13.4	208.3	487.5	1,005.7
기초현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	564.6	772.9	1,260.4
기말현금 및 현금성자산	551.2	564.6	772.9	1,260.4	2,266.2

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,929.8	5,009.4	5,876.4	7,459.1	9,251.0
현금 및 현금성자산	551.2	564.6	772.9	1,260.4	2,266.2
단기금융자산	62.3	194.1	194.1	194.1	194.1
매출채권 및 기타채권	1,635.0	948.1	1,557.4	1,984.4	2,235.1
재고자산	616.4	3,041.5	3,038.8	3,644.2	4,104.6
기타유동자산	64.9	261.1	313.2	376.0	451.0
비유동자산	2,961.9	14,908.2	14,615.9	14,358.2	14,131.1
투자자산	117.9	135.2	143.3	151.4	159.6
유형자산	1,007.0	1,214.6	1,127.6	1,050.7	982.8
무형자산	1,622.3	13,336.1	13,122.7	12,933.7	12,766.5
기타비유동자산	214.7	222.3	222.3	222.4	222.2
자산총계	5,891.7	19,917.5	20,492.3	21,817.3	23,382.1
유동부채	1,294.1	2,470.6	2,631.0	2,820.0	3,049.3
매입채무 및 기타채무	370.7	476.7	637.1	826.1	1,055.5
단기금융부채	637.9	1,783.3	1,783.3	1,783.3	1,783.3
기타유동부채	285.5	210.6	210.6	210.6	210.5
비유동부채	323.4	321.2	321.2	321.2	321.2
장기금융부채	154.5	107.1	107.1	107.1	107.1
기타비유동부채	168.9	214.1	214.1	214.1	214.1
부채총계	1,617.4	2,791.7	2,952.2	3,141.2	3,370.5
지배자본	4,139.4	16,980.7	17,391.1	18,517.8	19,842.5
자본금	140.8	220.3	217.0	217.0	217.0
자본잉여금	871.1	14,790.2	14,790.2	14,790.2	14,790.2
기타자본	-406.4	-2,046.0	-2,046.0	-2,046.0	-2,046.0
기타포괄손익누계액	48.7	52.6	56.4	60.2	64.0
이익잉여금	3,485.1	3,963.6	4,373.5	5,496.4	6,817.3
비지배자본	134.8	145.1	149.0	158.3	169.1
자본총계	4,274.2	17,125.8	17,540.1	18,676.1	20,011.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,677	3,639	2,360	5,650	6,562
BPS	28,290	77,083	80,146	85,338	91,443
CFPS	6,605	6,201	4,177	8,158	9,065
DPS	415	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	43.6	55.4	77.1	32.2	27.7
PER(최고)	56.3	55.6	102.1		
PER(최저)	36.4	36.0	71.9		
PBR	5.67	2.61	2.27	2.13	1.99
PBR(최고)	7.32	2.63	3.01		
PBR(최저)	4.73	1.70	2.12		
PSR	10.28	13.63	11.06	8.67	7.70
PCFR	24.3	32.5	43.6	22.3	20.1
EV/EBITDA	26.2	34.3	44.5	22.2	19.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.5	19.2	19.9	8.3	7.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	9.4	4.2	2.6	5.8	6.3
ROE	13.4	5.1	3.0	6.8	7.4
ROIC	12.9	5.4	2.6	6.5	7.2
매출채권회전율	1.7	1.7	2.9	2.6	2.4
재고자산회전율	3.8	1.2	1.2	1.4	1.3
부채비율	37.8	16.3	16.8	16.8	16.8
순차입금비용	4.2	6.6	5.3	2.3	-2.8
이자보상배율	86.2	67.4	63.3	159.2	182.7
총차입금	792.3	1,890.4	1,890.4	1,890.4	1,890.4
순차입금	178.8	1,131.7	923.4	435.9	-569.9
EBITDA	873.6	897.3	912.4	1,804.6	2,001.3
FCF	-308.6	284.5	286.1	575.4	1,073.6

Compliance Notice

- 당사는 8월 7일 현재 '셀트리온(068270)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

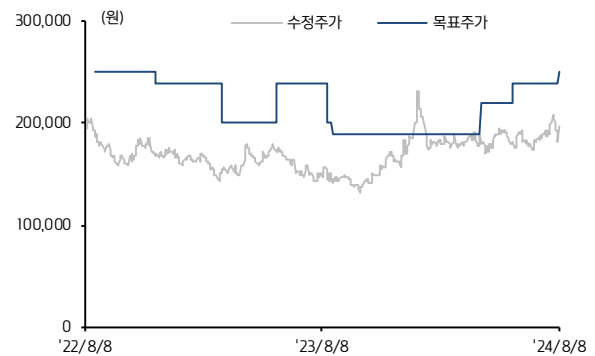
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온	2022-08-23	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-30.94	-23.90
(068270)	2022-11-24	Buy(Maintain)	230,400원	6개월	-31.71	-26.95
	2023-03-06	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-19.86	-10.10
	2023-05-09	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-18.41	-10.10
	2023-05-30	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-34.64	-26.92
	2023-08-16	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-26.50	-24.80
	2023-08-23	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-24.06	-16.89
	2023-11-08	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-22.54	-9.37
	2023-11-22	Outperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-12.98	21.84
	2024-04-09	Outperform (Maintain)	220,000원	6개월	-16.33	-11.55
	2024-05-27	Buy(Upgrade)	220,000원	6개월	-16.40	-11.55
	2024-05-29	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-22.23	-12.92
	2024-08-08	Buy(Maintain)	250,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

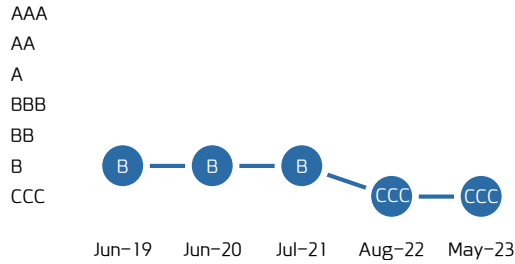
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/07/01~2024/06/30)

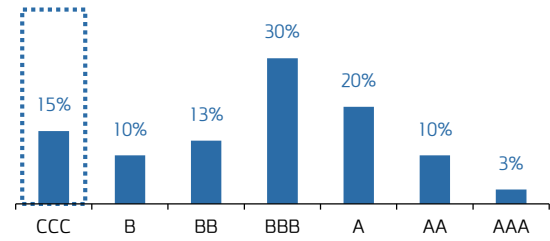
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 바이오섹터 40개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.6	4.4		
환경	6.4	5.3	10.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	6.4	5.3	10.0%	▲0.5
사회	2.9	3.7	55.0%	▼0.3
인력 자원 개발	2.1	3.9	25.0%	▼0.5
의료 서비스	3.8	3.3	15.0%	▲0.2
제품 안전과 품질	3.4	3.9	15.0%	▼0.3
지배구조	3.8	5.2	35.0%	▲0.2
기업 지배구조	4.3	6.1		▼0.3
기업 활동	5.6	5.6		▲1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (바이오섹터)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세			
SK 바이오사이언스	● ●	● ●	● ● ● ●	● ●	● ●	●	BBB	▲▲			
Beigene Ltd	●	● ● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ●	BB	▼			
Chongqing Zhifei Biological Products Co Ltd	● ● ●	●	● ● ● ●	●	● ● ●	●	B	◀▶			
셀트리온	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	●	● ●	CCC	◀▶			
Beijing Wantai Biological Pharmacy Enterprise Co Ltd	● ●	● ● ● ●	●	●	● ●	●	CCC	◀▶			
Bloomage Biotechnology Corp Ltd	● ●	●	● ● ● ●	●	● ●	●	CCC	▼			

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터