



Outperform(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(4/8): 188,500원

시가총액: 411,024억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/8)		2,717.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	231,500원	131,800원
등락률	-18.6%	43.0%
수익률	절대	상대
1M	4.5%	3.1%
6M	34.5%	18.9%
1Y	15.0%	6.3%

Company Data

발행주식수	218,050 천주
일평균 거래량(3M)	719천주
외국인 지분율	23.2%
배당수익률(2024E)	0.3%
BPS(2024E)	79,624원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 85인
	28.2%

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,513.6	4,436.8
영업이익	647.2	651.5	603.1	1,405.2
EBITDA	873.6	897.3	903.6	1,671.1
세전이익	626.2	671.1	618.8	1,432.2
순이익	542.6	539.7	488.9	1,131.4
지배주주지분순이익	537.8	535.6	485.2	1,122.9
EPS(원)	3,677	3,639	2,225	5,150
증감률(% YoY)	-7.3	-1.0	-38.9	131.4
PER(배)	43.6	55.4	79.8	34.5
PBR(배)	5.67	2.61	2.23	2.11
EV/EBITDA(배)	26.2	34.3	44.0	23.5
영업이익률(%)	28.3	29.9	17.2	31.7
ROE(%)	13.4	5.1	2.8	6.3
순차입금비율(%)	4.2	6.6	5.0	2.3

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

짐펜트라 너만 보인단 말이야~



전일(4/8일) 짐펜트라가 대형 3대 PBM 중 한 곳과 등재 계약을 완료했다는 공지에 동사의 주가는 +6.2% 상승 마감하였습니다. 올해 동사에 **가장 중요한 모멘텀이 짐펜트라의 미국 시장 안착**임을 확인 할 수 있는 대목. 1분기 실적은 대체로 기대치에 부합 예상되며, 짐펜트라의 처방 매출은 3분기 실적부터 확인할 수 있을 것으로 보입니다. 단기 모멘텀으로는 짐펜트라 추가 PBM 등재 및 5/21일 개최되는 학회(DDW)에서 짐펜트라 세션 소개가 예정되어 있습니다.

>>> 1분기 시장 기대치 대체로 부합 전망

셀트리온의 1분기 매출액은 7,408억원(YoY +24%, QoQ +94%), 영업이익은 68억원(YoY -96%, QoQ -63%, OPM +1%)로 시장 컨센서스 매출액 7,284억원, 영업이익 88억원에 대체로 부합할 것으로 전망된다 (지난해 시장은 '24.1Q 합병법인 영업적자를 예측). 셀트리온헬스케어와의 합병으로 인한 재고 부담으로 1분기 원가율은 67%(YoY +11%p)가 전망되나, 이는 연말로 갈수록 매출 증가에 따른 재고 부담 완화로 점차 하락할 것으로 예상된다. 기업인수가격배분(PPA) 상각 또한 1분기와 2분기 각각 약 700억원 반영될 것으로 보이나, 하반기부터는 분기 약 70억원 가량으로 부담을 덜어낼 것으로 전망된다.

짐펜트라가 미국 전역에 3/18일 출시되며, **사실상 1분기 짐펜트라의 매출액 반영된다고 보기는 힘들다**(1Q24 56억원 추정). 다케다제약으로부터 인수한 아시아/태평양 지역 Primary Care 사업권 일부 매각하면서 올해 관련 매출액이 제외될 것으로 보이나 (연간 약 700억원), 지난 '23.4Q 조절된 공급 물량이 정상궤도로 회복하면서 실적 성장을 이끌 것으로 전망한다. 1분기 매출에 가장 큰 부분을 차지하는 것은 램시마로 2,426억원이 예상된다 (셀트리온헬스케어 1Q23 램시마 매출액 2,367억원).

>>> 하반기 짐펜트라와 휴미라BS 실적, 신제품 유럽 승인 기대

올해 동사의 실적은 **상저하고가 예상되는데**, 1) 하반기 짐펜트라의 본격 처방이 시작되고, 2) **올해 중순 이후 휴미라 시밀러 PBM 침투가 예상**되며, 3) **신제품 유럽 승인**으로 소폭 매출에 기여할 것으로 기대되기 때문이다. 전일(4/8일) 동사의 홈페이지를 통해 **대형 3대 PBM 중 한 곳과 짐펜트라 등재 계약을** 완료하였다고 전했다. 이로 인해 3분기부터 PBM 처방이 시작되면 짐펜트라의 매출 확인이 가능할 것으로 예상된다(올해 짐펜트라 당사 추정 매출액 2,800억원 vs 회사 목표치 5,000억원+).

휴미라 시밀러의 경우, 바이오시밀러 전반의 낮은 침투율로(지난해 시밀러 침투 약 3%) 시장의 기대감이 낮은 편이나 올해 중순부터 **오리지널 제품인 휴미라의 PBM 계약 종료**가 순차 돌입하며 **시밀러의 약진에 예상**된다. 이 밖에도 주가 모멘텀이 될 수 있는 이벤트로는 상반기 졸레어 시밀러 유럽 승인, 하반기 스텔라라 시밀러 유럽 승인 등이 전망된다.

>>> 투자의견 유지, 목표주가 22만원 상향

실적 세부 사항 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q24E	컨센서스	차이	2024E	컨센서스	차이
매출액	740.8	728.4	2%	3,513.6	3,433.6	2.3%
yoy	24.0%	21.9%		61.4%	57.8%	
영업이익	6.8	8.8	-23%	603.1	609.9	-1.1%
yoy	-96.3%	-95.2%		-7.4%	-6.4%	
OPM	0.9%	1.2%		17.2%	17.8%	
지배주주순이익	8.4	2.7	211%	485.2	614.8	-21.1%
yoy	-94.9%	-98.4%		-9.4%	14.8%	
NPM	1.1%	0.4%		13.8%	17.9%	

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
바이오향품	449.4	369.3	461.8	199.6	1,480.0	589.5	618.1	800.8	865.0	2,873.4
램시마	113.5	89.1	168.1	145.4	516.1	242.6	230.2	301.4	258.0	1,032.1
램시마 SC	161.3	31.4	87.4	7.7	287.8	88.7	100.7	104.8	108.8	403.0
짐펜트라						5.6	42	84	148.4	280.0
트룩시마	113.5	62.9	13.4	-	189.9	86.6	90.2	90.2	93.8	360.7
허쥬마	17.9	47.2	20.2	-	85.3	51	49	58.8	37.3	196.1
유폴라이마	3.0	-	127.7	3.8	134.5	43.1	59.2	67.3	99.6	269.1
케미컬의약품	95.6	115.3	94.1	88	393	96.1	118.7	98.6	99.1	412.7
기타	52.6	39.4	116.4	95	303.4	55.2	25.3	44.1	102.9	227.6
매출액	597.6	524	672.3	382.6	2,176.4	740.8	762.1	943.6	1,067.1	3,513.6
YoY	9%	-12%	7%	-25%	-5%	24%	45%	40%	179%	61%
매출원가	333.4	247.8	301.9	241.4	1,124.6	494.8	451.9	463.4	502.6	1,912.7
원가율	56%	47%	45%	63%	52%	67%	59%	49%	47%	54%
매출총이익	264.2	276.2	370.3	141.2	1,051.9	246	310.2	480.2	564.5	1,600.9
매출총이익율	44%	53%	55%	37%	48%	33%	41%	51%	53%	46%
판매관리비	81.7	93.2	102.7	122.7	400.4	239.2	251.1	239	268.4	997.7
영업이익	182.4	183	267.6	18.4	651.5	6.8	59.1	241.2	296.1	603.1
YoY	28%	-8%	37%	-82%	2%	-96%	-68%	-10%	1,507%	-7%
OPM	31%	35%	40%	5%	30%	1%	8%	26%	28%	17%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	415,895	'25E 당기순이익 현가화. 상위제약사 평균 fw12m PER.
② 비영업가치	17,066	
관계기업		
- 셀트리온제약	17,066	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	11,307	
④ 유통 주식 수	191,389	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	421,654	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	220,000	

상위제약사: 삼성바이오로직스, 유한양행, 녹십자, 한미약품

자료: 키움증권 리서치센터

미국소화기학회(DDW)에서 짐펜트라 소개 세션

UNDERSTANDING ZYMFENTRA: THE FIRST AND ONLY SUBCUTANEOUS INFLIXIMAB OFFERING A NEW THERAPEUTIC APPROACH IN CD AND UC MAINTENANCE

Tue, May 21

12:50pm - 1:35pm (Eastern)

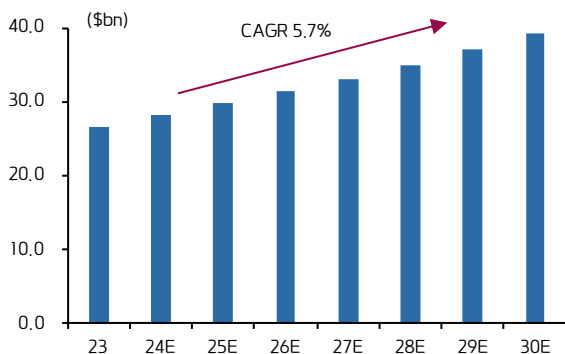
[See in my timezone](#)

DDW Theater 2 - Walter E. Washington Convention Center

Session Number: 11125

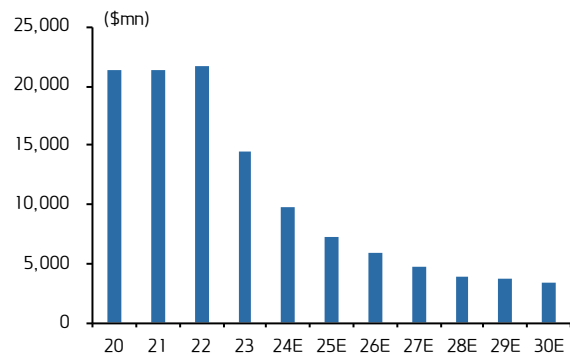
자료: DDW, 키움증권 리서치센터

염증성장질환(IBD) 시장 규모 및 추정



자료: Fortune Business, 키움증권 리서치센터

휴미라 매출 추이 및 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,513.6	4,436.8	5,011.8
매출원가	1,251.3	1,124.6	1,912.7	1,904.7	2,117.9
매출총이익	1,032.7	1,051.9	1,600.9	2,532.0	2,893.9
판관비	385.5	400.4	997.7	1,126.8	1,272.8
영업이익	647.2	651.5	603.1	1,405.2	1,621.0
EBITDA	873.6	897.3	903.6	1,671.1	1,856.2
영업외손익	-21.0	19.6	15.7	26.9	49.3
이자수익	14.2	19.1	25.5	36.7	59.1
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	5.0	5.0	5.0
법인세차감전이익	626.2	671.1	618.8	1,432.2	1,670.3
법인세비용	94.8	131.4	130.0	300.8	350.8
계속사업순손익	531.3	539.7	488.9	1,131.4	1,319.5
당기순이익	542.6	539.7	488.9	1,131.4	1,319.5
지배주주순이익	537.8	535.6	485.2	1,122.9	1,309.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.6	-4.7	61.4	26.3	13.0
영업이익 증감율	-13.0	0.7	-7.4	133.0	15.4
EBITDA 증감율	-8.8	2.7	0.7	84.9	11.1
지배주주순이익 증감율	-7.2	-0.4	-9.4	131.4	16.6
EPS 증감율	-7.3	-1.0	-38.9	131.4	16.6
매출총이익율(%)	45.2	48.3	45.6	57.1	57.7
영업이익율(%)	28.3	29.9	17.2	31.7	32.3
EBITDA Margin(%)	38.2	41.2	25.7	37.7	37.0
지배주주순이익율(%)	23.5	24.6	13.8	25.3	26.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	0.9	537.2	334.3	525.0	966.1
당기순이익	542.6	539.7	488.9	1,131.4	1,319.5
비현금항목의 가감	423.5	373.0	382.3	507.2	504.3
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	93.2	252.7	280.4
영업활동자산부채증감	-748.1	-221.4	-422.8	-840.0	-556.4
매출채권및기타채권의감소	-682.9	-296.0	-582.5	-402.1	-250.5
재고자산의감소	-215.0	57.3	54.9	-562.8	-460.0
매입채무및기타채무의증가	53.6	-2.2	159.0	187.7	229.3
기타	96.2	19.5	-54.2	-62.8	-75.2
기타현금흐름	-217.1	-154.1	-114.1	-273.6	-301.3
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	-141.0	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	558.5	558.8	558.8
차입금의 증가(감소)	-54.5	-86.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	9.9	7.4	-2.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-280.5	-918.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-102.5	-51.7	-103.6	-105.5	-105.5
기타	77.4	664.3	664.3	664.3	664.3
기타현금흐름	9.3	0.2	-989.5	-989.5	-989.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-637.1	13.4	256.4	447.4	888.5
기초현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	564.6	821.0	1,268.4
기말현금 및 현금성자산	551.2	564.6	821.0	1,268.4	2,157.0

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,929.8	5,009.4	5,845.6	7,320.6	8,994.9
현금 및 현금성자산	551.2	564.6	821.0	1,268.4	2,157.0
단기금융자산	62.3	194.1	194.1	194.1	194.1
매출채권 및 기타채권	1,635.0	948.1	1,530.6	1,932.8	2,183.2
재고자산	616.4	3,041.5	2,986.6	3,549.4	4,009.4
기타유동자산	64.9	261.1	313.3	375.9	451.2
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	20,461.5	21,678.8	23,126.0
유동부채	1,294.1	2,470.6	2,629.6	2,817.2	3,046.6
매입채무 및 기타채무	370.7	476.7	635.7	823.3	1,052.7
단기금융부채	637.9	1,783.3	1,783.3	1,783.3	1,783.3
기타유동부채	285.5	210.6	210.6	210.6	210.6
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	2,950.7	3,138.4	3,367.7
지배자본	4,139.4	16,980.7	17,361.9	18,383.1	19,591.0
자본금	140.8	220.3	218.0	218.0	218.0
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	4,343.3	5,360.7	6,564.8
비지배자본	134.8	145.1	148.8	157.3	167.2
자본총계	4,274.2	17,125.8	17,510.7	18,540.4	19,758.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,677	3,639	2,225	5,150	6,006
BPS	28,290	77,083	79,624	84,307	89,847
CFPS	6,605	6,201	3,995	7,515	8,364
DPS	415	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	43.6	55.4	79.8	34.5	29.6
PER(최고)	56.3	55.6	108.3		
PER(최저)	36.4	36.0	77.4		
PBR	5.67	2.61	2.23	2.11	1.98
PBR(최고)	7.32	2.63	3.03		
PBR(최저)	4.73	1.70	2.16		
PSR	10.28	13.63	11.02	8.72	7.72
PCFR	24.3	32.5	44.4	23.6	21.2
EV/EBITDA	26.2	34.3	44.0	23.5	20.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.5	19.2	21.6	9.3	8.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	9.4	4.2	2.4	5.4	5.9
ROE	13.4	5.1	2.8	6.3	6.9
ROIC	12.9	5.4	2.6	5.9	6.7
매출채권회전율	1.7	1.7	2.8	2.6	2.4
재고자산회전율	3.8	1.2	1.2	1.4	1.3
부채비율	37.8	16.3	16.9	16.9	17.0
순차입금비용	4.2	6.6	5.0	2.3	-2.3
이자보상배율	86.2	67.4	62.4	145.4	167.7
총차입금	792.3	1,890.4	1,890.4	1,890.4	1,890.4
순차입금	178.8	1,131.7	875.3	427.9	-460.7
EBITDA	873.6	897.3	903.6	1,671.1	1,856.2
FCF	-308.6	284.5	354.1	536.0	959.4

Compliance Notice

- 당사는 4월 8일 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

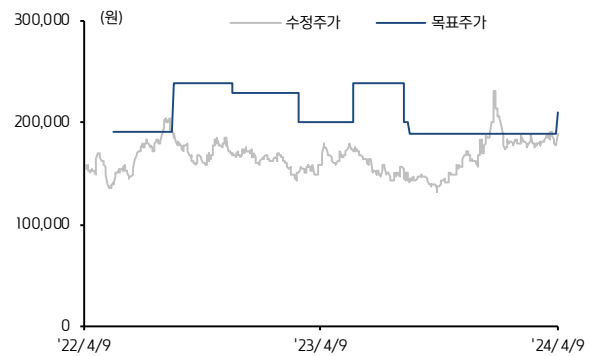
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (068270)	2022-05-24	Buy(Maintain)	192,000원	6개월	-10.41	6.61
	2022-08-23	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-28.07	-20.73
	2022-11-24	Buy(Maintain)	230,400원	6개월	-28.86	-23.91
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

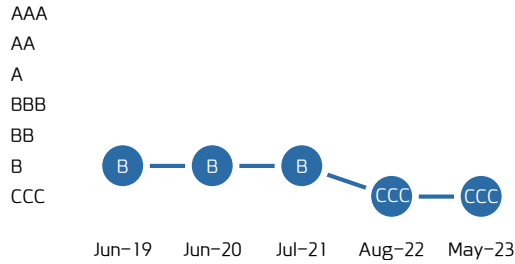
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

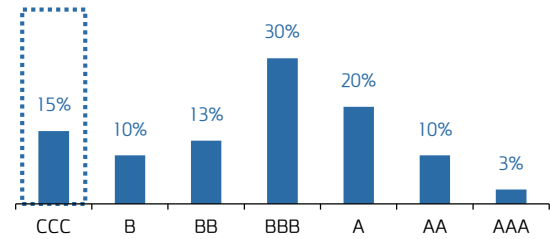
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

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