



### Buy(Maintain)

목표주가: 190,000원  
주가(11/7): 155,600원  
시가총액: 227,803억 원



제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (11/7)		2,443.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	184,949원	131,800원
당락률	-15.9%	18.1%
수익률	절대	상대
1M	13.6%	11.9%
6M	-4.5%	-2.3%
1Y	-11.7%	-14.3%

#### Company Data

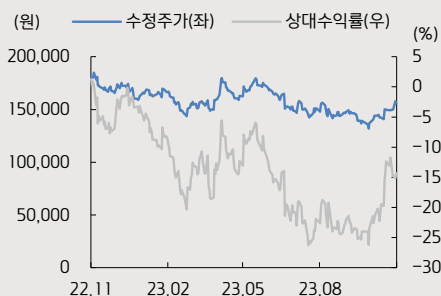
발행주식수	146,403 천주
일평균 거래량(3M)	478천주
외국인 지분율	19.6%
배당수익률(2023E)	0.2%
BPS(2023E)	32,916원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 74인 22.8%

#### 투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,893.4	2,284.0	2,401.7	2,675.5
영업이익	744.2	647.2	845.1	914.9
EBITDA	958.3	873.6	1,080.4	1,124.2
세전이익	738.6	626.2	903.9	961.7
순이익	595.8	542.6	714.1	759.8
지배주주지분순이익	579.5	537.8	707.8	753.1
EPS(원)	3,966	3,677	4,836	5,144
증감률(% YoY)	11.7	-7.3	31.5	6.4
PER(배)	48.1	43.6	32.7	30.7
PBR(배)	7.12	5.67	4.80	4.17
EV/EBITDA(배)	28.1	26.2	20.9	19.5
영업이익률(%)	39.3	28.3	35.2	34.2
ROE(%)	16.0	13.4	15.8	14.5
순차입금비율(%)	-12.8	4.2	-13.2	-23.8

자료: 키움증권

#### Price Trend



## 셀트리온 (068270)

### 신제품 출하로 호실적 기록



3분기 실적은 고수익 제품인 램시마SC와 유플라이마 출하로 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록하였습니다. 전일 주가가 주식매수청구권 가격보다 높아 이대로 유지된다면, 무난히 합병에 성공할 것으로 예상됩니다. '24년 모멘텀으로는 라니 테라퓨틱스와 협업하는 경구용 스텔라라 시밀러 1상 결과 발표('24.1Q), 램시마 SC와 유플라이마의 미국 시장 안착, 신제품 허가 신청 및 승인 등이 있습니다.

#### >>> 3분기 고수익 제품 생산 증가

셀트리온의 3분기 연결 매출액 6,723억원(YoY +4%, QoQ +28%), 영업이익은 2,676억원(YoY +25%, QoQ +46%, OPM +40%)로 시장 컨센서스 매출액 6,286억원, 영업이익 2,259억원을 각각 +7%, +18% 상회하였다. 바이오시밀러 제품의 성장과 더불어 Teva항 CMO 매출이 약 600억원 발생하면서, 매출 성장을 이끌었다. **고수익 제품인 램시마SC가 약 870억원('22.3Q 공급X), 휴미라 시밀러인 유플라이마가 약 1,300억원('22.3Q 공급X)으로 셀트리온 헬스케어항 매출이 발생하며 원가율이 45%(YoY -10%p) 개선되었다.** 이에 따라 영업이익은 2,676억원을 달성하였다.

**셀트리온헬스케어** 매출액은 6,476억원(YoY +31%, QoQ +23%), 영업이익은 505억원(YoY -30%, QoQ +48%, OPM 8%)를 기록하여, 컨센서스 매출액 5,840억원 영업이익 481억원을 각각 11%, 5% 상회하였다. 3분기 미국 인플렉트라가 1,680억원(YoY +76%, QoQ +86%)으로 매출 성장을 이끌었다. **셀트리온과의 매입단가 정산 영향이 있었으나, 고마진의 램시마SC가 1,036억원(YoY +61%, QoQ +28%)로 예상(923억원)을 상회하면서 양호한 실적**을 기록하였다.

#### >>> 합병 성공에 가까워진 주가

셀트리온의 주식매수청구권 기준가 150,813원, 헬스케어 67,251원으로 전일(11/7) 증가 대비 각각 +3%, +3%로 높아, 주식매수청구기간(~11/13)까지 유지된다면 큰 무리 없이 합병에 성공할 것으로 예상된다. 합병으로 인한 재고자산 및 상각 비용 처리 등에 따라 '24년 합병 법인의 실적 변동 폭 있을 수 있으나, 시장에서 이미 인지하고 있으므로 내년 합병법인 실적 기대치가 높지 않다. 이러한 상황에서 짐팬트라와 유플라이마의 미국 시장 안착이 예상보다 빠르고, 수익성 개선이 함께 이뤄진다면 주가에 긍정적으로 작용할 수 있다. '24년 모멘텀으로 미국 라니 테라퓨틱스의 경구용 캡슐 플랫폼 기반의 **스텔라라 시밀러 경구제제의 1상 탑라인 결과가 '24.1Q 예상**된다. 이는 램시마SC와 같이 **미국에서 신약으로 승인** 받을 가능성이 있어 추후 제품 차별화 및 수익성 개선에 기여할 것으로 전망된다. 라니 테라퓨틱스도 자금난으로 파이프라인 우선순위를 조정하였으며, 셀트리온과 협업 중인 경구형 시밀러를 우선 개발 과제로 선정할 바 있다.

#### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 19만원 유지

실적 세부 사항 1

(단위, 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	597.6	524.0	672.3	28%	7%	549.7	22%	628.6	7%
영업이익	182.4	183.0	267.6	46%	30%	184.6	45%	225.9	18%
영업이익률	31%	35%	40%			34%			
세전이익	208.3	189.7	282.9	49%	35%	196.2	44%		
세전이익률	35%	36%	42%			36%			
지배주주 순이익	165.3	147.5	221.8	50%	33%	140.3	58%	182.4	22%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2023E
바이오의약품	324.1	417.2	465.1	386.1	1,592.6	449.4	369.3	517.7	429.3	1,765.6
렘시마	148.7	244.4	213.1	168.5	774.6	113.5	89.1	168.1	117.3	488.0
렘시마 SC	-	-	-	15.3	15.3	161.3	31.4	87.4	69.8	350.0
트룩시마	66.1	59.6	18.8	71.5	216.0	113.5	62.9	13.4	26.1	216.0
허주마	33.0	11.9	75.2	25.5	145.7	17.9	47.2	20.2	24.0	109.3
유플라이마	-	-	-	2.6	2.6	3.0	-	127.7	101.6	232.3
신규 파이프라인	-	-	-	-	-	-	152.0	-	-	152.0
케미컬의약품	99.1	137.1	119.1	97.0	452.3	95.6	115.3	94.1	111.1	416.1
기타	127.3	41.7	42.5	27.5	239.1	52.6	39.4	60.5	67.5	220.0
<b>매출액</b>	<b>550.6</b>	<b>596.1</b>	<b>626.7</b>	<b>510.6</b>	<b>2,284.0</b>	<b>597.6</b>	<b>524.0</b>	<b>672.3</b>	<b>607.9</b>	<b>2,401.7</b>
YoY	20%	38%	56%	-15%	21%	9%	-12%	7%	19%	5%
매출원가	299.1	295.9	345.6	310.7	1,251.3	333.4	247.8	301.9	278.6	1,161.8
원가율	54%	50%	55%	61%	55%	56%	47%	45%	46%	48%
매출총이익	251.5	300.2	281.0	200.0	1,032.7	264.2	276.2	370.4	329.2	1,239.9
매출총이익율	46%	50%	45%	39%	45%	44%	53%	55%	54%	52%
판매관리비	109.2	101.2	86.2	99.3	396.0	81.7	93.2	102.7	117.1	394.8
<b>영업이익</b>	<b>142.3</b>	<b>199.0</b>	<b>194.8</b>	<b>100.6</b>	<b>636.7</b>	<b>182.4</b>	<b>183.0</b>	<b>267.6</b>	<b>212.1</b>	<b>845.1</b>
YoY	-31%	22%	19%	-56%	-16%	28%	-8%	37%	111%	33%
OPM	26%	33%	31%	20%	28%	31%	35%	40%	35%	35%

주: '22년은 CT USA 매각 관련 수정 재무제표를 미반영하였으며, 공개되지 않은 수치는 당사 추정치임.

자료: 키움증권 리서치센터

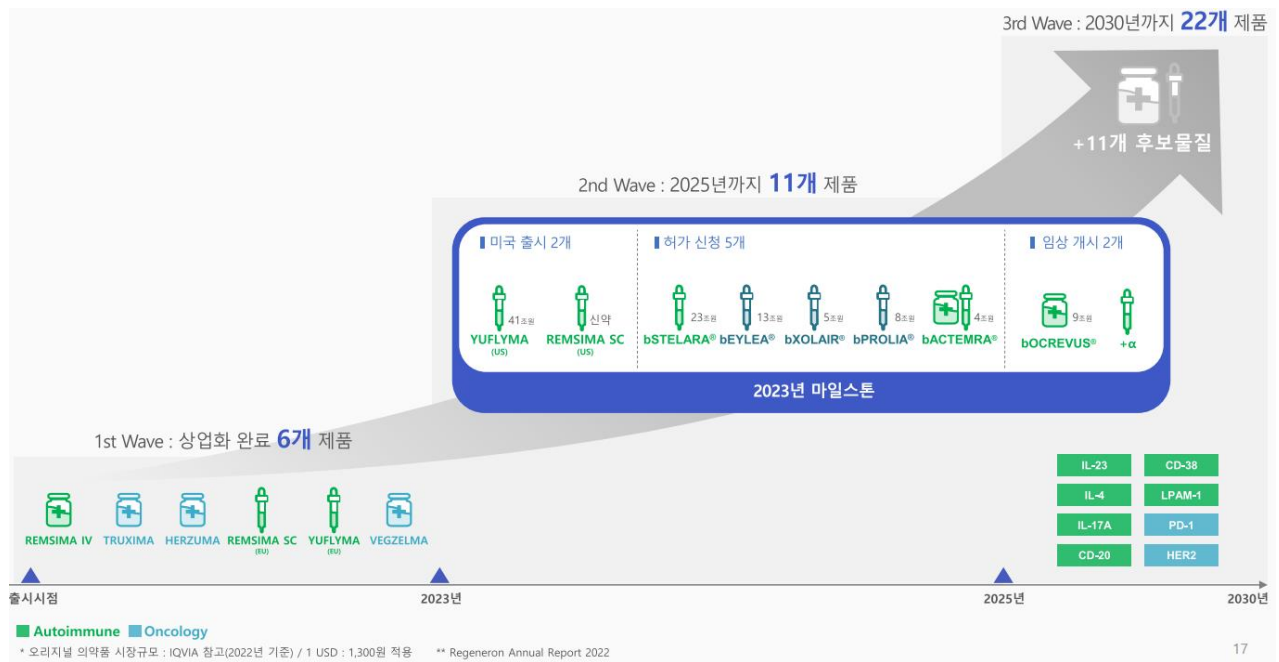
목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	256,069	'24E 당기순이익. 상위제약사 평균 fw12m PER.
② 비영업가치	10,711	
관계기업		
- 셀트리온제약	10,711	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	1,116	
④ 유통 주식 수	142,331	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	265,664	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	190,000	

상위제약사: 삼성바이오로직스, 유한양행, 녹십자, 한미약품, 대웅제약  
 자료: 키움증권 리서치센터

바이오시밀러 후속 파이프라인



자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,893.4	2,284.0	2,401.7	2,675.5	3,320.3
매출원가	805.8	1,251.3	1,161.8	1,330.6	1,657.0
<b>매출총이익</b>	1,087.6	1,032.7	1,239.9	1,344.9	1,663.2
판관비	343.4	385.5	394.8	430.0	533.7
<b>영업이익</b>	744.2	647.2	845.1	914.9	1,129.5
<b>EBITDA</b>	958.3	873.6	1,080.4	1,124.2	1,315.8
<b>영업외손익</b>	-5.6	-21.0	58.7	46.9	58.6
이자수익	4.4	14.2	33.2	49.4	61.1
이자비용	8.2	7.5	7.5	7.5	7.5
외환관련이익	47.1	48.3	40.0	30.0	30.0
외환관련손실	14.2	31.3	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	-3.6	7.1	0.0	0.0	0.0
기타	-31.1	-51.8	23.0	5.0	5.0
<b>법인세차감전이익</b>	738.6	626.2	903.9	961.7	1,188.1
법인세비용	152.8	94.8	189.8	202.0	249.5
계속사업손손익	585.8	531.3	714.1	759.8	938.6
<b>당기순이익</b>	595.8	542.6	714.1	759.8	938.6
<b>지배주주순이익</b>	579.5	537.8	707.8	753.1	930.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	2.4	20.6	5.2	11.4	24.1
영업이익 증감율	3.6	-13.0	30.6	8.3	23.5
EBITDA 증감율	7.4	-8.8	23.7	4.1	17.0
지배주주순이익 증감율	11.9	-7.2	31.6	6.4	23.5
EPS 증감율	11.7	-7.3	31.5	6.4	23.5
매출총이익률(%)	57.4	45.2	51.6	50.3	50.1
영업이익률(%)	39.3	28.3	35.2	34.2	34.0
EBITDA Margin(%)	50.6	38.2	45.0	42.0	39.6
지배주주순이익률(%)	30.6	23.5	29.5	28.1	28.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	911.2	0.9	993.2	870.3	676.8
당기순이익	595.8	542.6	714.1	759.8	938.6
비현금항목의 가감	451.7	423.5	509.1	479.2	491.9
유형자산감가상각비	62.0	64.7	59.3	52.9	47.2
무형자산감가상각비	152.2	161.7	175.9	156.4	139.1
지분법평가손익	-5.0	-15.7	0.0	0.0	0.0
기타	242.5	212.8	273.9	269.9	305.6
영업활동자산부채증감	-0.4	-748.1	-65.9	-208.6	-557.8
매출채권및기타채권의감소	109.3	-682.9	-84.3	-196.0	-461.6
재고자산의감소	-267.8	-215.0	-31.8	-73.9	-174.0
매입채무및기타채무의증가	44.1	53.6	50.7	61.3	77.8
기타	114.0	96.2	-0.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-135.9	-217.1	-164.1	-160.1	-195.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-355.8	-297.1	6.7	0.5	0.5
유형자산의 취득	-63.4	-111.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-230.4	-200.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-13.5	-21.6	-24.3	-24.3	-24.3
단기금융자산의감소(증가)	-60.0	11.7	6.2	0.0	0.0
기타	11.5	24.8	24.8	24.8	24.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-69.3	-350.2	31.3	25.3	25.3
차입금의 증가(감소)	-132.0	-54.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	21.5	9.9	5.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-39.1	-280.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-102.5	-51.7	-52.1	-52.1
기타	80.3	77.4	77.4	77.4	77.4
기타현금흐름	18.0	9.3	-193.6	-193.7	-193.7
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	504.0	-637.1	837.6	702.3	508.8
기초현금 및 현금성자산	684.3	1,188.3	551.2	1,388.8	2,091.1
기말현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	1,388.8	2,091.1	2,600.0

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	3,074.5	2,929.8	3,877.2	4,849.5	5,993.9
현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	1,388.8	2,091.1	2,600.0
단기금융자산	74.0	62.3	56.1	56.1	56.1
매출채권 및 기타채권	1,121.9	1,635.0	1,719.3	1,915.3	2,376.9
재고자산	578.1	616.4	648.1	722.0	896.0
기타유동자산	112.2	64.9	64.9	65.0	64.9
<b>비유동자산</b>	2,599.7	2,961.9	2,750.9	2,565.9	2,404.0
투자자산	89.3	117.9	142.3	166.6	190.9
유형자산	950.4	1,007.0	947.7	894.8	847.6
무형자산	1,491.6	1,622.3	1,446.4	1,290.0	1,150.9
기타비유동자산	68.4	214.7	214.5	214.5	214.6
<b>자산총계</b>	5,674.1	5,891.7	6,628.2	7,415.4	8,397.9
<b>유동부채</b>	1,210.5	1,294.1	1,344.8	1,406.1	1,483.8
매입채무 및 기타채무	309.5	370.7	421.4	482.7	560.5
단기금융부채	569.6	637.9	637.9	637.9	637.9
기타유동부채	331.4	285.5	285.5	285.5	285.4
<b>비유동부채</b>	413.3	323.4	323.4	323.4	323.4
장기금융부채	174.8	154.5	154.5	154.5	154.5
기타비유동부채	238.5	168.9	168.9	168.9	168.9
<b>부채총계</b>	1,623.7	1,617.4	1,668.1	1,729.4	1,807.2
<b>지배자본</b>	3,917.2	4,139.4	4,819.0	5,538.3	6,434.8
자본금	137.9	140.8	146.4	146.4	146.4
자본잉여금	856.3	871.1	871.1	871.1	871.1
기타자본	-154.5	-406.4	-406.4	-406.4	-406.4
기타포괄손익누계액	25.0	48.7	72.6	96.4	120.3
이익잉여금	3,052.5	3,485.1	4,135.2	4,830.7	5,703.4
비지배자본	133.1	134.8	141.1	147.7	155.9
<b>자본총계</b>	4,050.4	4,274.2	4,960.0	5,686.0	6,590.7
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,966	3,677	4,836	5,144	6,355
BPS	26,796	28,290	32,916	37,829	43,953
CFPS	7,170	6,605	8,356	8,463	9,771
DPS	770	415	415	415	415
<b>주가배수(배)</b>					
PER	48.1	43.6	32.7	30.7	24.8
PER(최고)	93.0	56.3	38.1		
PER(최저)	46.1	36.4	27.1		
PBR	7.12	5.67	4.80	4.17	3.59
PBR(최고)	13.76	7.32	5.59		
PBR(최저)	6.83	4.73	3.98		
PSR	14.72	10.28	9.62	8.64	6.96
PCFR	26.6	24.3	18.9	18.7	16.2
EV/EBITDA	28.1	26.2	20.9	19.5	16.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	17.2	9.5	7.3	6.9	5.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	11.1	9.4	11.4	10.8	11.9
ROE	16.0	13.4	15.8	14.5	15.5
ROIC	14.3	12.9	15.2	16.8	19.9
매출채권회전율	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5
재고자산회전율	3.9	3.8	3.8	3.9	4.1
부채비율	40.1	37.8	33.6	30.4	27.4
순차입금비율	-12.8	4.2	-13.2	-23.8	-28.3
이자보상배율	90.4	86.2	112.6	121.9	150.5
<b>총차입금</b>	744.4	792.3	792.3	792.3	792.3
<b>순차입금</b>	-518.0	178.8	-652.6	-1,354.9	-1,863.8
<b>EBITDA</b>	958.3	873.6	1,080.4	1,124.2	1,315.8
<b>FCF</b>	446.0	-308.6	837.1	723.5	520.8

Compliance Notice

- 당사는 11월 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.

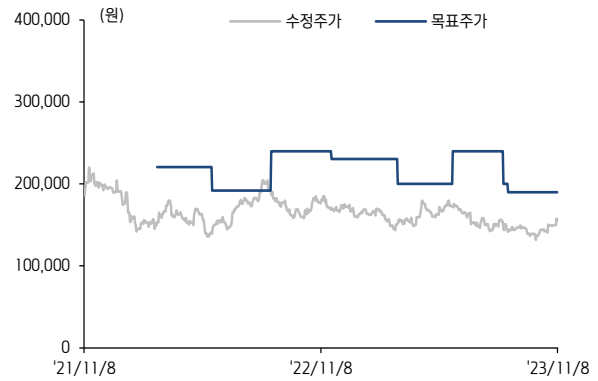
고지사항

- 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	2022-02-28	Buy(Upgrade)	220,800원	6개월	-26.86	-24.53
(068270)	2022-03-14	Buy(Maintain)	220,800원	6개월	-27.97	-18.64
	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		

목표주가 추이 (2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

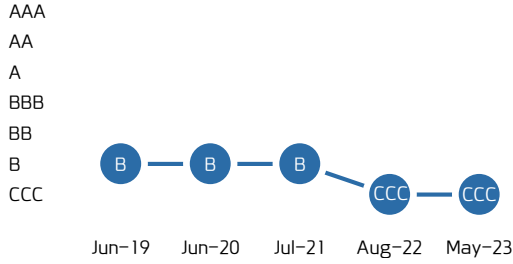
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/10/01~2023/09/30)

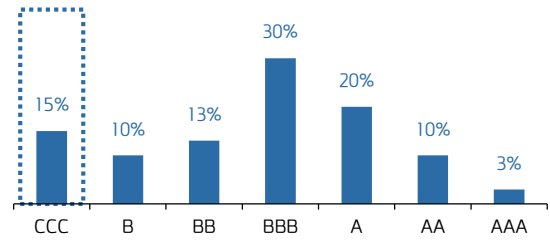
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



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

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.6	4.4		
<b>환경</b>	6.4	5.3	10.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	6.4	5.3	10.0%	▲0.5
<b>사회</b>	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
<b>지배구조</b>	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 (바이오섹)	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