



## Buy(Maintain)

목표주가: 230,000원

주가(4/14): 163,500원

시가총액: 348,266억 원

제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/14)	2,455.89pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	199,614 원
등락률	-18.1%
수익률	절대 상대
1M	-12.1% -8.2%
6M	-14.6% -8.4%
1Y	-4.2% 4.2%

## Company Data

발행주식수	213,007 천주
일평균 거래량(3M)	524천주
외국인 지분율	22.6%
배당수익률(2025E)	0.5%
BPS(2025E)	82,465원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 93 인
	28.9%

## 투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,176.4	3,557.3	4,301.9	5,235.7
영업이익	651.5	492.0	1,193.2	1,488.1
EBITDA	897.3	910.3	1,612.8	1,837.5
세전이익	671.1	576.1	1,231.1	1,549.5
순이익	539.7	418.9	972.5	1,224.1
지배주주지분순이익	535.6	422.7	981.4	1,235.3
EPS(원)	3,472	1,855	4,313	5,429
증감률(% YoY)	-1.0	-46.6	132.5	25.9
PER(배)	55.4	101.1	37.9	30.1
PBR(배)	2.62	2.45	1.98	1.83
EV/EBITDA(배)	34.3	46.0	21.8	18.7
영업이익률(%)	29.9	13.8	27.7	28.4
ROE(%)	5.1	2.5	5.4	6.3
순차입금비율(%)	6.6	6.0	1.5	-2.6

자료: 키움증권

## Price Trend



## ☒ 실적 Preview

## 셀트리온 (068270)

## 관세와 외부 CMO 공급 영향으로 하회 전망



실적은 관세 선제 대응과 외부 CMO 공급이 1분기에 대체로 몰릴 것으로 예상되고, 램시마와 같은 기존 제품의 매출이 부진하여 시장 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다. 기대했던 원가율 개선이 전분기 대비해서는 보이지 못할 것으로 전망된다는 점이 다소 아쉽지만, 주가는 이미 이를 반영하여 YTD -13% 하락해 실적에 대한 기대감은 낮은 편이라 할 수 있습니다. 하반기로 갈수록 점차 제품 번들링 효과 및 원가율 개선을 기대해봅니다.

## &gt;&gt;&gt; 시장 기대치 하회 전망

셀트리온의 1분기 연결 매출액은 8,792억 원(YoY +19%, QoQ -17%), 영업이익은 1,638억 원(YoY +961%, QoQ -17%, OPM +19%)으로 추정되어, 시장 컨센서스 매출액 9,822억 원과 영업이익 2,417억 원을 하회할 것으로 전망된다.

지난 4Q24 원가율 48.9%로 3공장 관련 요인(FDA 감사 대응 및 운영 비용 등)이 포함되어 일시적 요인으로 1Q25에는 원가율 하락을 당초에 예상했었으나, 예상치 못한 관세 영향과 외부 CMO 생산 영향 등으로 4Q24와 유사한 원가율(48.4%)이 예상된다. 외부 CMO 생산은 1Q25에 대부분 집중될 것으로 보여, 2분기부터는 원가율이 안정화될 것으로 기대한다.

또한, 관세 선제 대응에 따른 원료(DS) 물량 공급이 증가하였고, 현지 완제(DP) CMO를 활용한 영향이 있을 것으로 추측된다. 미리 공급한 DS 물량에 따른 재고조정 등이 필요하였을 것으로 보이며, 3공장 가동 시작에 따른 인력 준비 비용 등이 반영될 것으로 예상된다. 게다가, 램시마와 같은 기존 제품의 재고조정에 따른 매출 일시부진이 겹쳐 1분기는 전분기 대비해서는 다소 아쉬운 실적이 예상된다. 다만, 합병 비용 영향이 높았던 전년동기 대비해서 여전히 기저효과로 성장이 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 하반기 점차 번들링 효과를 기대

지난 2월 스텔라라 바이오시밀러 출시되었는데, 스테키마가 다음달인 3월에 코스트코 PBM에 선호의약품(preferred drug)으로 등재되었다. 예상보다 빠르게 선호의약품으로 등재되었으며, 이는 짐펜트라와의 번들링 효과로 인한 높아진 협상력이 한 몫 하였을 것으로 추측된다. 하반기부터는 번들링 제품의 효과가 점차 나타날 것으로 기대한다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 23만원 하향

## 실적 세부 사항 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q25E	컨센서스	차이	2025E	컨센서스	차이
<b>매출액</b>	<b>879.2</b>	<b>982.2</b>	<b>-10%</b>	<b>4,301.9</b>	<b>4,516.3</b>	<b>-5%</b>
yoy	19%	33%		21%	27%	
<b>영업이익</b>	<b>163.8</b>	<b>241.7</b>	<b>-32%</b>	<b>1,193.2</b>	<b>1,345.2</b>	<b>-11%</b>
yoy	961%	1466%		143%	173%	
OPM	19%	25%		28%	30%	
<b>지배주주순이익</b>	<b>166.8</b>	<b>188.1</b>	<b>-11%</b>	<b>981.4</b>	<b>1,088.3</b>	<b>-10%</b>
yoy	644%	738%		132%	158%	
NPM	19%	19%		23%	24%	

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## 실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
바이오의약품	651.2	774.0	810.0	979.0	3214.2	792.0	897.2	1037.6	1215.8	3942.6
램시마	299.1	363.4	317.2	289.0	1268.7	245.5	262.6	331.1	302.6	1141.8
램시마 SC	112.4	111.2	170.9	170.0	564.5	160.2	177.0	184.4	206.6	728.2
짐펜트라	-	2.2	6.4	28.0	36.6	18.9	33.0	41.5	60.3	153.7
트록시마	100.7	115.4	101.8	132.0	449.9	108.7	113.4	118.1	132.3	472.4
허쥬마	37.4	61.8	48.5	49.0	196.7	53.7	51.6	62.0	39.2	206.5
유플라이마	67.0	80.0	94.4	108.0	349.4	106.2	134.2	150.9	167.7	559.0
케미컬의약품	81.1	94.9	65.3	79.0	320.3	80.2	100.1	79.2	76.8	336.3
기타	4.7	5.8	6.6	5.6	22.8	7.0	4.3	6.6	5.2	23.1
<b>매출액</b>	<b>737.0</b>	<b>874.7</b>	<b>881.9</b>	<b>1063.6</b>	<b>3557.3</b>	<b>879.2</b>	<b>1001.6</b>	<b>1123.3</b>	<b>1297.8</b>	<b>4301.9</b>
YoY	23%	67%	31%	178%	63%	19%	14%	27%	22%	21%
매출원가	430.3	506.9	418.5	519.8	1875.6	425.4	410.1	420.7	413.7	1670.0
원가율	58%	58%	47%	49%	53%	48%	41%	37%	32%	39%
매출총이익	306.7	367.8	463.4	543.8	1681.7	453.8	591.4	702.6	884.1	2631.9
매출총이익률	42%	42%	53%	51%	47%	52%	59%	63%	68%	61%
판매관리비	291.2	295.3	255.7	347.4	1189.7	290.0	338.9	352.1	457.7	1438.7
<b>영업이익</b>	<b>15.4</b>	<b>72.5</b>	<b>207.7</b>	<b>196.4</b>	<b>492.0</b>	<b>163.8</b>	<b>252.6</b>	<b>350.5</b>	<b>426.4</b>	<b>1193.2</b>
YoY	-92%	-60%	-22%	966%	-24%	961%	248%	69%	117%	143%
OPM	2%	8%	24%	18%	14%	19%	25%	31%	33%	28%

자료: 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	496,152	fw12m 당기순이익. 상위제약사 평균 fw12m PER.
② 비영업가치	8,926	
관계기업		
- 셀트리온제약	8,926	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	10,132	
④ 유통 주식 수	215,282	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	494,946	
<b>⑥ 목표주가(=⑤/④ )</b>	<b>230,000</b>	

상위제약사: 삼성바이오로직스, SK바이오파, 유한양행, 녹십자

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	2,176.4	3,557.3	4,301.9	5,235.7	6,367.6
매출원가	1,124.6	1,875.6	1,670.0	1,996.6	2,427.9
<b>매출총이익</b>	1,051.9	1,681.7	2,631.9	3,239.1	3,939.6
판관비	400.4	1,189.7	1,438.7	1,751.0	2,129.6
<b>영업이익</b>	651.5	492.0	1,193.2	1,488.1	1,810.1
<b>EBITDA</b>	897.3	910.3	1,612.8	1,837.5	2,101.6
<b>영업외손익</b>	19.6	84.1	37.8	61.5	84.4
이자수익	19.1	33.5	56.1	79.7	102.7
이자비용	9.7	75.6	11.0	11.0	11.0
외환관련이익	41.7	193.7	36.0	36.0	36.0
외환관련손실	30.0	49.9	25.0	25.0	25.0
증속 및 관계기업손익	-11.3	-11.9	-11.9	-11.9	-11.9
기타	9.8	-5.7	-6.4	-6.3	-6.4
<b>법인세차감전이익</b>	671.1	576.1	1,231.1	1,549.5	1,894.5
법인세비용	131.4	157.2	258.5	325.4	397.8
<b>계속사업순손익</b>	539.7	418.9	972.5	1,224.1	1,496.6
<b>당기순이익</b>	539.7	418.9	972.5	1,224.1	1,496.6
<b>지배주주순이익</b>	535.6	422.7	981.4	1,235.3	1,510.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-4.7	63.4	20.9	21.7	21.6
영업이익 증감율	0.7	-24.5	142.5	24.7	21.6
EBITDA 증감율	2.7	1.4	77.2	13.9	14.4
지배주주순이익 증감율	-0.4	-21.1	132.2	25.9	22.3
EPS 증감율	-1.0	-46.6	132.5	25.9	22.3
매출총이익률(%)	48.3	47.3	61.2	61.9	61.9
영업이익률(%)	29.9	13.8	27.7	28.4	28.4
EBITDA Margin(%)	41.2	25.6	37.5	35.1	33.0
지배주주순이익률(%)	24.6	11.9	22.8	23.6	23.7

## 현금흐름표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	537.2	901.9	508.5	544.1	520.4
당기순이익	539.7	418.9	972.5	1,224.1	1,496.6
비현금항목의 가감	373.0	649.1	710.3	683.4	675.0
유형자산감가상각비	63.8	72.6	87.5	79.0	71.3
무형자산감가상각비	182.0	345.6	332.0	270.4	220.2
지분법평가손익	-12.7	-28.6	-11.9	-11.9	-11.9
기타	139.9	259.5	302.7	345.9	395.4
영업활동자산부채증감	-221.4	-21.3	-960.9	-1,106.7	-1,345.0
매출채권및기타채권의감소	-296.0	-173.9	-263.6	-330.6	-400.7
재고자산의감소	57.3	224.6	-675.6	-747.0	-905.5
매입채무및기타채무의증가	-2.2	-144.2	57.1	64.6	72.7
기타	19.5	72.2	-78.8	-93.7	-111.5
기타현금흐름	-154.1	-144.8	-213.4	-256.7	-306.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-138.9	-169.4	172.5	164.1	157.7
유형자산의 취득	-210.0	-135.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-141.0	-195.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-28.6	-37.7	-15.0	-15.0	-15.0
단기금융자산의감소(증가)	-131.8	46.4	35.3	26.9	20.4
기타	372.5	152.3	152.2	152.2	152.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-385.1	-353.0	83.7	83.7	83.7
차입금의 증가(감소)	-86.3	-69.2	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	7.4	21.1	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-918.8	-438.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-51.7	-103.6	-153.8	-153.8	-153.8
기타	664.3	237.5	237.5	237.5	237.5
기타현금흐름	0.2	52.4	41.1	41.1	41.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	13.4	431.8	805.9	833.0	802.9
기초현금 및 현금성자산	551.2	564.6	996.4	1,802.3	2,635.3
기말현금 및 현금성자산	564.6	996.4	1,802.3	2,635.3	3,438.2

자료: 키움증권

## 재무상태표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	5,094.0	5,584.1	7,372.7	9,350.2	11,550.4
현금 및 현금성자산	564.6	996.4	1,802.3	2,635.3	3,438.2
단기금융자산	194.1	147.7	112.4	85.6	65.1
매출채권 및 기타채권	948.1	1,259.3	1,523.0	1,853.5	2,254.2
재고자산	3,038.7	2,765.9	3,441.5	4,188.6	5,094.0
기타유동자산	348.5	414.8	493.5	587.2	698.9
<b>비유동자산</b>	14,862.8	15,471.1	15,054.6	14,708.3	14,419.8
투자자산	135.2	161.0	164.1	167.2	170.2
유형자산	1,214.6	1,244.6	1,157.0	1,078.0	1,006.7
무형자산	13,290.7	13,701.6	13,369.6	13,099.2	12,879.1
기타비유동자산	222.3	363.9	363.9	363.9	363.8
<b>자산총계</b>	19,956.8	21,055.2	22,427.2	24,058.4	25,970.2
<b>유동부채</b>	2,512.4	3,187.1	3,244.2	3,308.8	3,381.5
매입채무 및 기타채무	491.4	553.9	611.0	675.6	748.3
단기금융부채	1,783.3	2,087.0	2,087.0	2,087.0	2,087.0
기타유동부채	237.7	546.2	546.2	546.2	546.2
<b>비유동부채</b>	318.6	288.0	288.0	288.0	288.0
장기금융부채	107.1	105.7	105.7	105.7	105.7
기타비유동부채	211.5	182.3	182.3	182.3	182.3
<b>부채총계</b>	2,831.0	3,475.2	3,532.2	3,596.9	3,669.6
<b>자본부채</b>	16,980.7	17,439.1	18,763.0	20,340.7	22,193.3
자본금	220.3	220.5	220.5	220.5	220.5
자본잉여금	14,790.2	14,827.6	14,827.6	14,827.6	14,827.6
기타자본	-2,046.0	-1,916.0	-1,916.0	-1,916.0	-1,916.0
기타포괄손익누계액	52.6	562.7	1,069.2	1,575.6	2,082.1
이익잉여금	3,963.6	3,744.3	4,561.6	5,632.9	6,979.1
비자본부채	145.1	140.9	132.1	120.9	107.3
<b>자본총계</b>	17,125.8	17,580.1	18,895.0	20,461.6	22,300.7
<b>투자지표</b>					
	(단위: 원, %, 배)				
12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,472	1,855	4,313	5,429	6,638
BPS	73,544	76,647	82,465	89,399	97,542
CFPS	5,916	4,688	7,396	8,384	9,544
DPS	500	800	800	800	800
<b>주가배수(배)</b>					
PER	55.4	101.1	37.9	30.1	24.6
PER(최고)	55.7	124.1	44.7		
PER(최저)	36.0	82.5	35.4		
PBR	2.62	2.45	1.98	1.83	1.68
PBR(최고)	2.63	3.00	2.34		
PBR(최저)	1.70	2.00	1.85		
PSR	13.64	12.01	8.65	7.11	5.84
PCFR	32.5	40.0	22.1	19.5	17.1
EV/EBITDA	34.3	46.0	21.8	18.7	16.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	19.2	36.7	15.8	12.6	10.3
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
ROA	4.2	2.0	4.5	5.3	6.0
ROE	5.1	2.5	5.4	6.3	7.1
ROIC	5.4	1.1	5.0	6.1	7.1
매출채권회전율	1.7	3.2	3.1	3.1	3.1
재고자산회전율	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
부채비율	16.5	19.8	18.7	17.6	16.5
순차입금비율	6.6	6.0	1.5	-2.6	-5.9
이자보상배율	67.4	6.5	108.8	135.7	165.1
총차입금	1,890.4	2,192.7	2,192.7	2,192.7	2,192.7
순차입금	1,131.7	1,048.5	277.9	-528.2	-1,310.7
EBITDA	897.3	910.3	1,612.8	1,837.5	2,101.6
FCF	281.9	275.8	401.3	418.2	376.4

**Compliance Notice**

- 당사는 4월 14일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

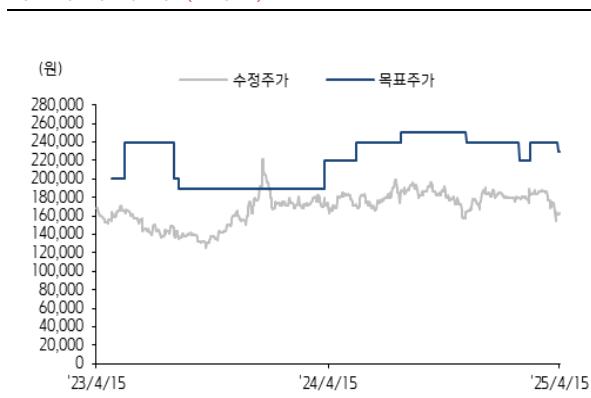
**고지사항**

- 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 일제의 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	목표가격 대상 시점			과리율(%)
				평균 주가대비	최고 주가대비		
셀트리온 (068270)	2023-05-09	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-17.83	-14.28	
	2023-05-30	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-37.58	-30.20	
	2023-08-16	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-29.80	-28.18	
	2023-08-23	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-27.47	-20.63	
	2023-11-08	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-26.02	-13.44	
	2023-11-22	Outperform(Downgrade)	190,000원	6개월	-16.89	16.37	
	2024-04-09	Outperform(Maintain)	220,000원	6개월	-20.09	-15.52	
	2024-05-27	Buy(Upgrade)	220,000원	6개월	-20.16	-15.52	
	2024-05-29	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-25.72	-16.83	
	2024-08-08	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-25.03	-23.59	
	2024-08-21	Buy(Maintain)	250,000원	6개월	-26.74	-21.49	
	2024-11-19	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-25.31	-20.73	
	2025-02-10	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-18.20	-13.95	
	2025-02-28	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-25.54	-21.63	
	2025-04-15	Buy(Maintain)	230,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

**목표주가 추이 (2개년)****투자의견 및 적용기준**

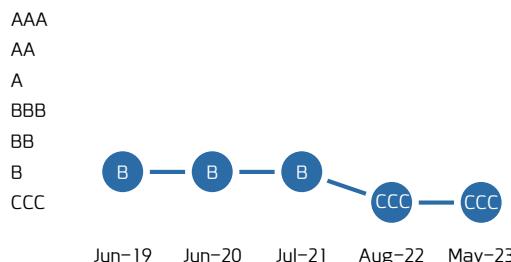
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/04/01~2025/03/31)**

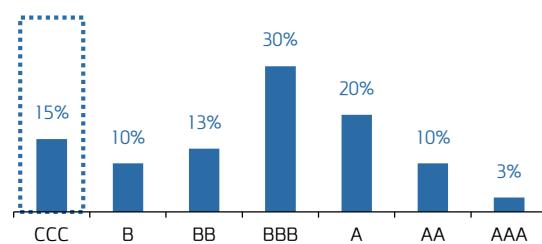
매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

## MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 바이오텍 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 (바이오텍)	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	▼

4 분위 등급 : 최저 4 분위 ● 최고 4 분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ▲▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터