



실적 Review

Buy(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(8/14): 154,000원

시가총액: 225,460억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Rows include KOSPI (8/14), 52 주가동향, 최고/최저가 대비, 등락률, 수익률 (절대, 상대, 1M, 6M, 1Y).

Company Data

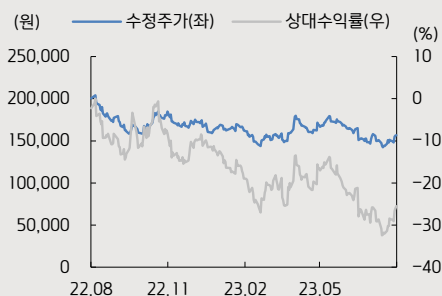
Table with 2 columns: Metric and Value. Rows include 발행주식수, 일평균 거래량(3M), 외국인 지분율, 배당수익률(2023E), BPS(2023E), 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022, 2023F, 2024F. Rows include 매출액, 영업이익, EBITDA, 세전이익, 순이익, 지배주주지분순이익, EPS(원), 증감률(% YoY), PER(배), PBR(배), EV/EBITDA(배), 영업이익률(%), ROE(%), 순차입금비율(%).

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온 (068270)

버팀목이 된 신제품 생산



시장 기대치를 소폭 하회하는 2분기 실적을 발표하였습니다. 케미컬 사업부 입찰 시기 조정 영향으로 인한 매출 감소 영향이 있었으나, 신규 파이프라인 바이오시밀러 공급 개시로 램시마V CMO 영향을 상쇄하였습니다. 올해는 향후 출시될 신제품의 허가 신청과 신규 파이프라인의 생산 공급이 동사의 실적과 모멘텀을 지지해줄 것으로 기대합니다.

>>> 2분기 기타 매출 감소 영향으로 소폭 하회

2분기 매출액 5,240억원(YoY -12%, QoQ -12%), 영업이익은 1,830억원(YoY -10%, QoQ FLAT, OPM +35%)로 시장 컨센서스 매출액 6,075억원, 영업이익 1,984억원을 각각 -14%, -8% 하회하였다.

바이오시밀러 매출은 성장하였으나, 케미컬 사업부 국제조달 입찰 시기 조정으로 기타 매출 감소 등의 영향이 있었다. 매출액 감소 및 **론자 CMO 생산 판매**로 인하여 영업이익에 영향이 있었다.

그럼에도 불구하고, 2분기에는 신제품 출시를 위한 **(비공개) 신규 파이프라인**이 **매출 대비 29% 가량 공급되어 수익성에 기여**하였다.

>>> 신규 파이프라인 공급 여부에 따라 실적 변동 전망

램시마V CMO 공급 대부분이 상반기에 몰려 있어, **하반기는 자체 제품 공급 증가가 전망**된다. 케미컬 사업부의 연말 입찰로 매출은 4분기로 갈수록 개선될 것으로 보이며, 매출 증가에 따른 영업이익 개선 및 작년 4분기 기저효과 등의 영향이 있을 것으로 전망된다. 3분기 매출액은 5,497억원(YoY -12%), 영업이익 1,846억원(YoY -5%, OPM +34%)가 전망되며, 이는 **신규 파이프라인 공급 여부에 따라 변동 폭이 높을 것**으로 추측된다 (2Q23 1,520억원, 3Q23 1,000억원으로 추정).

>>> 올해는 차곡차곡 신제품 출시 준비

스텔라라 시밀러 미국/유럽/한국 2분기 허가 신청 완료하였으며, 특히 합의를 마친 것으로 파악된다. 아일리아 시밀러 역시 미국/한국에 품목 허가 신청을 마쳤고 하반기에 유럽 허가 제출이 예정되어 있다. 졸레어 시밀러는 4월 EMA 허가 신청, 6월 국내 허가 신청을 마쳤으며, 하반기 중 미국 허가 신청이 전망된다. 이 밖에도 휴미라 시밀러 교체 처방 임상은 환자 모집이 완료되어 연내 종료 및 허가 신청 제출할 수 있을 것으로 보인다.

올해는 신규 제품 출시를 위한 다수의 허가 신청이 예상되며, 이는 **'24년부터 점차 승인 및 출시로 이어질 것으로 기대**한다. 관련하여 (미공개) 신제품의 안전 재고를 위한 셀트리온헬스케어항 제품 공급이 이어지면 수익성의 버팀목이 되어줄 것으로 예상된다.

실적 세부 사항 1

(단위, 십억원)

	1Q23	2Q23P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	597.6	524.0	-12%	-12%	621.8	-16%	607.5	-14%
영업이익	182.4	183.0	0%	-8%	221.0	-17%	198.4	-8%
영업이익률	31%	35%			36%			
세전이익	208.3	189.7	-9%	-16%	212.6	-11%		
세전이익률	35%	36%			34%			
지배주주 순이익	165.3	147.5	-11%	-20%	166.2	-11%	153.7	-4%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 사항 2

(단위, 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2023E
바이오의약품	324.1	417.2	465.1	386.1	1,592.6	449.4	369.3	383.0	387.9	1,589.5
램시마	148.7	244.4	213.1	168.5	774.6	113.5	89.1	96.8	87.9	387.3
램시마 SC	-	-	-	15.3	15.3	161.3	31.4	25.0	32.2	250.0
트룩시마	66.1	59.6	18.8	71.5	216.0	113.5	62.9	75.6	50.4	302.4
허쥬마	33.0	11.9	75.2	25.5	145.7	17.9	47.2	23.6	42.4	131.1
유플라이마	-	-	-	2.6	2.6	3.0	-	7.3	17.8	28.1
신규 파이프라인	-	-	-	-	-	-	152.0	100.0	50.0	302.0
케미컬의약품	99.1	137.1	119.1	97.0	452.3	95.6	115.3	118.5	122.9	452.3
기타	127.3	41.7	42.5	27.5	239.1	52.6	39.4	48.2	51.1	191.3
매출액	550.6	596.1	626.7	510.6	2,284.0	597.6	524.0	549.7	561.9	2,233.1
YoY	20%	38%	56%	-15%	21%	9%	-12%	-12%	10%	-2%
매출원가	299.1	295.9	345.6	310.7	1,251.3	333.4	247.8	270.2	285.6	1,137.0
원가율	54%	50%	55%	61%	55%	56%	47%	49%	51%	51%
매출총이익	251.5	300.2	281.0	200.0	1,032.7	264.2	276.2	279.5	276.2	1,096.0
매출총이익율	46%	50%	45%	39%	45%	44%	53%	51%	49%	49%
판매관리비	109.2	101.2	86.2	99.3	396.0	81.7	93.2	94.9	103.3	373.0
영업이익	142.3	199.0	194.8	100.6	636.7	182.4	183.0	184.6	173.0	723.0
YoY	-31%	22%	19%	-56%	-16%	28%	-8%	-5%	72%	14%
OPM	26%	33%	31%	20%	28%	31%	35%	34%	31%	32%

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

자료: 키움증권 리서치센터

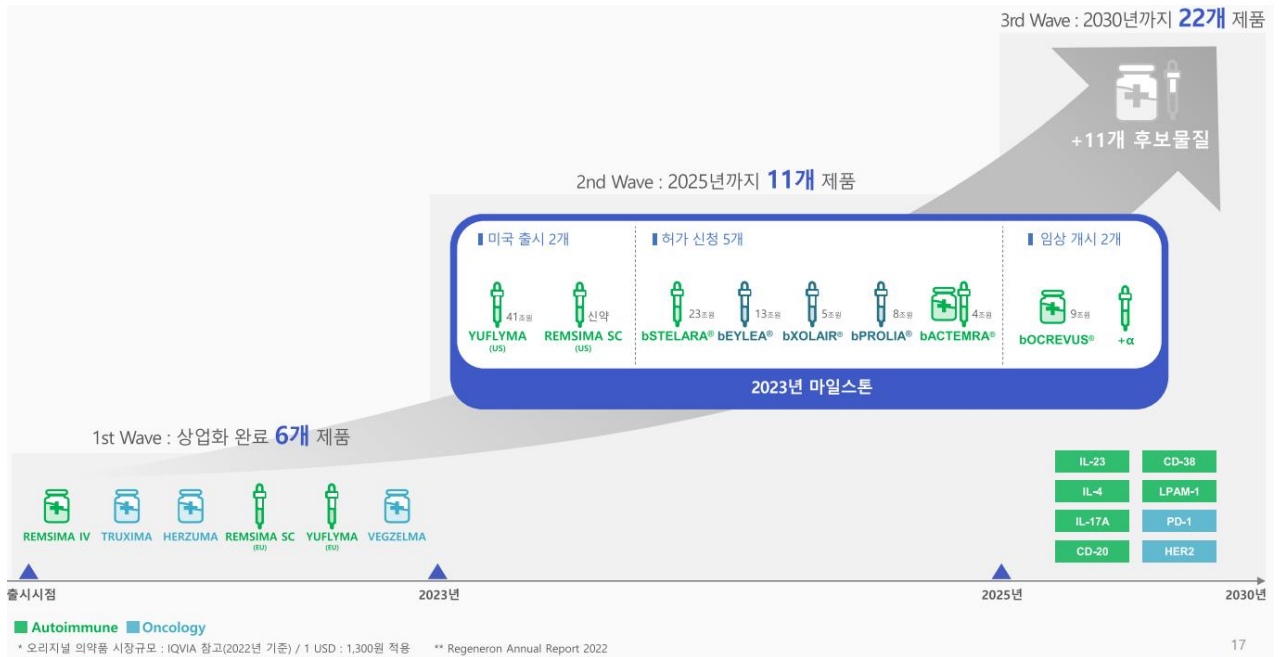
목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	266,181	'24E 당기순이익, 상위제약사 평균 fw 12m PER.
② 비영업가치	12,807	
관계기업		
- 셀트리온제약	12,807	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용
③ 순차입금	1,616	
④ 유통 주식 수	142,331	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	277,372	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	200,000	

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
매출액	1,893.4	2,284.0	2,233.1	2,721.9	3,339.7
매출원가	805.8	1,251.3	1,137.0	1,388.4	1,707.0
매출총이익	1,087.6	1,032.7	1,096.0	1,333.5	1,632.7
판관비	343.4	385.5	373.0	436.0	535.0
영업이익	744.2	647.2	723.0	897.4	1,097.7
EBITDA	958.3	873.6	958.3	1,106.8	1,284.0
영업외손익	-5.6	-21.0	54.7	57.3	72.9
이자수익	4.4	14.2	45.2	59.9	75.4
이자비용	8.2	7.5	7.5	7.5	7.5
외환관련이익	47.1	48.3	30.0	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	17.0	4.9	5.0
법인세차감전이익	738.6	626.2	777.7	954.8	1,170.7
법인세비용	152.8	94.8	163.3	200.5	245.8
계속사업손익	585.8	531.3	614.4	754.3	924.8
당기순이익	595.8	542.6	614.4	754.3	924.8
지배주주순이익	579.5	537.8	609.0	747.7	916.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.4	20.6	-2.2	21.9	22.7
영업이익 증감율	3.6	-13.0	11.7	24.1	22.3
EBITDA 증감율	7.4	-8.8	9.7	15.5	16.0
지배주주순이익 증감율	11.9	-7.2	13.2	22.8	22.6
EPS 증감율	11.7	-7.3	13.1	22.7	22.6
매출총이익률(%)	57.4	45.2	49.1	49.0	48.9
영업이익률(%)	39.3	28.3	32.4	33.0	32.9
EBITDA Margin(%)	50.6	38.2	42.9	40.7	38.4
지배주주순이익률(%)	30.6	23.5	27.3	27.5	27.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911.2	0.9	1,055.0	657.6	689.0
당기순이익	595.8	542.6	614.4	754.3	924.8
비현금항목의 가감	451.7	423.5	470.6	467.2	473.9
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	235.4	257.9	287.6
영업활동자산부채증감	-0.4	-748.1	95.6	-415.8	-531.9
매출채권및기타채권의감소	109.3	-682.9	36.4	-349.9	-442.3
재고자산의감소	-267.8	-215.0	13.7	-131.9	-166.7
매입채무및기타채무의증가	44.1	53.6	46.9	66.0	77.2
기타	114.0	96.2	-1.4	0.0	-0.1
기타현금흐름	-135.9	-217.1	-125.6	-148.1	-177.8
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-69.3	-350.2	31.3	24.2	24.2
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	-53.2	-53.2
기타	80.3	77.4	77.4	77.4	77.4
기타현금흐름	18.0	9.3	-193.6	-193.8	-193.8
현금 및 현금성자산의 순증가	504.0	-637.1	899.4	488.4	519.8
기초현금 및 현금성자산	684.3	1,188.3	551.2	1,450.5	1,939.0
기말현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	1,450.5	1,939.0	2,458.8

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,074.5	2,929.8	3,772.8	4,743.0	5,871.9
현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	1,450.5	1,939.0	2,458.9
단기금융자산	74.0	62.3	56.1	56.1	56.1
매출채권 및 기타채권	1,121.9	1,635.0	1,598.6	1,948.5	2,390.8
재고자산	578.1	616.4	602.6	734.5	901.3
기타유동자산	112.2	64.9	65.0	64.9	64.8
비유동자산	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
자산총계	5,674.1	5,891.7	6,523.7	7,308.9	8,275.9
유동부채	1,210.5	1,294.1	1,341.0	1,407.1	1,484.3
매입채무 및 기타채무	309.5	370.7	417.7	483.7	560.9
단기금융부채	569.6	637.9	637.9	637.9	637.9
기타유동부채	331.4	285.5	285.4	285.5	285.5
비유동부채	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
부채총계	1,623.7	1,617.4	1,664.4	1,730.4	1,807.6
지배자본	3,917.2	4,139.4	4,719.1	5,431.7	6,313.4
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	-406.2	-406.2	-406.2
기타포괄손익누계액	25.0	48.7	72.6	96.4	120.3
이익잉여금	3,052.5	3,485.1	4,035.2	4,724.0	5,581.9
비지배자본	133.1	134.8	140.2	146.8	154.8
자본총계	4,050.4	4,274.2	4,859.3	5,578.5	6,468.3
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	3,966	3,677	4,161	5,107	6,262
BPS	26,796	28,290	32,234	37,101	43,124
CFPS	7,170	6,605	7,413	8,344	9,554
DPS	770	415	415	415	415
주가배수(배)					
PER	48.1	43.6	37.6	30.6	25.0
PER(최고)	93.0	56.3	44.2		
PER(최저)	46.1	36.4	33.5		
PBR	7.12	5.67	4.86	4.22	3.63
PBR(최고)	13.76	7.32	5.71		
PBR(최저)	6.83	4.73	4.33		
PSR	14.72	10.28	10.26	8.42	6.86
PCFR	26.6	24.3	21.1	18.8	16.4
EV/EBITDA	28.1	26.2	23.3	19.7	16.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	17.2	9.5	8.7	7.1	5.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	11.1	9.4	9.9	10.9	11.9
ROE	16.0	13.4	13.8	14.7	15.6
ROIC	14.3	12.9	13.3	16.7	19.2
매출채권회전율	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5
재고자산회전율	3.9	3.8	3.7	4.1	4.1
부채비율	40.1	37.8	34.3	31.0	27.9
순차입금비율	-12.8	4.2	-14.7	-21.6	-26.6
이자보상배율	90.4	86.2	96.3	119.5	146.2
총차입금	744.4	792.3	792.3	792.3	792.3
순차입금	-518.0	178.8	-714.3	-1,202.8	-1,722.6
EBITDA	958.3	873.6	958.3	1,106.8	1,284.0
FCF	446.0	-308.6	902.0	502.5	521.6

Compliance Notice

- 당사는 8월 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

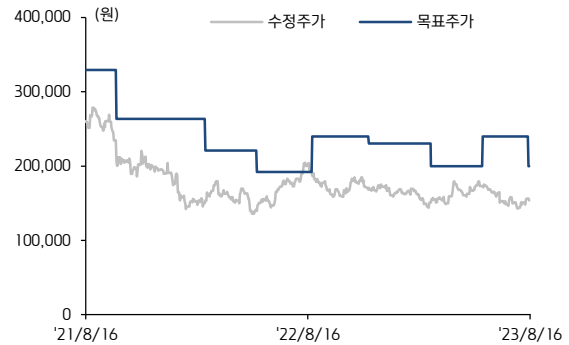
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온	2021-08-17	Buy(Maintain)	329,280원	6개월	-22.03	-18.46
(068270)	2021-08-24	Buy(Maintain)	329,280원	6개월	-21.38	-15.44
	2021-10-05	Outperform (Downgrade)	263,424원	6개월	-30.02	-16.38
	2022-02-28	Buy(Upgrade)	220,800원	6개월	-26.86	-24.53
	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	-34.63	-26.92
	2023-08-16	Buy(Maintain)	200,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이건 및 적용기준

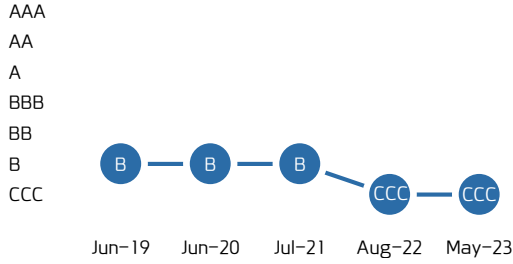
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

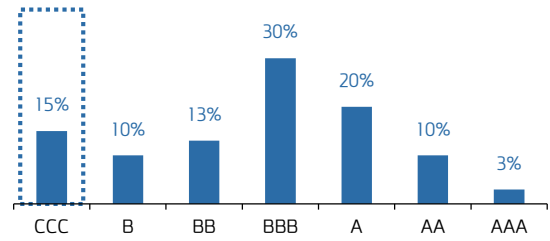
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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

항목	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 (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	▼

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