

## 셀트리온 068270

## 우주의 기운이 셀트리온에게 모인다

## 변화하는 美 바이오시밀러 시장(부제: PBM 수익구조 개편)

당사는 올해 1월 22일 보고서를 통해 미국 바이오시밀러 시장의 변화를 예견하며 섹터 내 대형주 Top pick으로 셀트리온을 추천하였다. 이후 약 6개월 간 주가는 평행선을 그렸으나 그 동안 미국 내 바이오시밀러 시장의 개편은 본격적으로 진행되어 시밀러 제조사에게 우호적인 변화를 결과로 직접 확인할 수 있었다. 이에 경쟁사 Sandoz(SDZ,SW)의 주가는 같은 기간 내 저점 대비 약 23.7% 상승하였다. 향후 시밀러 시장은 P의 하락이 이루어지는 출시 초기부터 약 10% 이상의 점유율을 안정적으로 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 이는 시밀러 개별 품목의 전 생애주기적 이익 성장에 크게 기여할 것으로 전망한다.

## 짐펜트라 성공에 대한 확신

짐펜트라는 기존 정맥주입(IV)제형 Remicade를 자가주사가 가능한 피하주사(SC)제형으로 변경한 약물이다. 짐펜트라는 병원에서 투여 받아 Medical benefit 내에 있는 기존 오리지널 약품과 달리 약국에서 유통되는 Pharmacy benefit으로 PBM에게 리베이트를 지급하는 점을 감안하였을 때 PBM의 적극적인 지지 하에 빠른 침투를 할 수 있을 것으로 예상된다. 짐펜트라는 4월 PBM 등재가 되었으나 보험 환급 개시까지 추가로 약 3개월의 시간이 필요하다. 이에 셀트리온은 개시 전 스타트 프로그램을 통해 제품을 지원하여 현재 약 1,800명의 환자를 확보한 상태다. 환급 개시 전 1만명 확보를 목표로 한다. 또한 DDW'2024(Digestive Disease Week)에서 짐펜트라의 우수성을 발표하는 등 마케팅에 힘쓰고 있다.

## 대형주 Top pick. 목표주가 270,000원으로 상향

셀트리온에 대하여 섹터 내 대형주 Top pick을 유지하며 목표주가를 270,000원으로 상향한다. 합병법인의 원가율이 안정화 되는 시기이자 2<sup>nd</sup> 시밀러 wave의 주역인 유플라이마, 스텔라라bs, 졸레어bs 등의 매출이 본격화되는 시점인 2025년의 순이익을 '24년 말 기준으로 현가화하여 PER 적용하였다. 과거 램시마는 출시 3~4년차부터 침투율이 서서히 증가하였으나 변화하는 美 바이오시밀러 시장 내에서 2<sup>nd</sup> 시밀러 들은 조기에 빠르게 Q를 확보할 수 있을 것으로 전망하여 '25년부터 셀트리온의 실적이 큰 폭 성장할 것으로 추정하였다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,893	2,284	2,176	3,334	4,583
영업이익	744	647	651	553	1,796
영업이익률(%)	39.3	28.3	29.9	16.6	39.2
세전이익	739	626	671	570	1,813
지배주주지분순이익	579	538	536	558	1,762
EPS(원)	3,964	3,676	2,465	2,593	8,196
증감률(%)	11.7	-7.3	-32.9	5.2	216.1
ROE(%)	16.0	13.4	5.1	3.2	9.7
PER(배)	48.1	43.7	81.7	74.3	23.5
PBR(배)	6.7	5.5	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	28.0	26.1	50.7	24.9	13.5

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오  
02-709-2656  
kim.min\_jeong@ds-sec.co.kr

2024.06.12

## 매수(유지)

목표주가(상향)	270,000원
현재주가(06/11)	192,600원
상승여력	40.2%

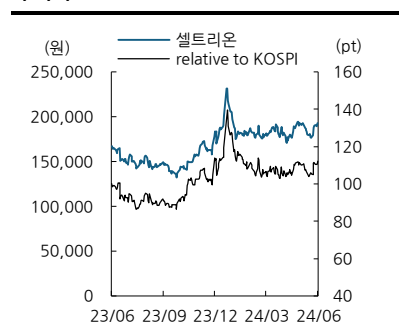
## Stock Data

KOSPI	2,705.3pt
시가총액(보통주)	41,793십억원
발행주식수	216,993천주
액면가	1,000원
자본금	220십억원
60일 평균거래량	603천주
60일 평균거래대금	110,898백만원
외국인 지분율	23.8%
52주 최고가	241,000원
52주 최저가	131,000원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외 86인)	28.3%
국민연금공단(외 1인)	5.3%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.2	0.7
3M	7.3	5.6
6M	8.4	1.3

## 주가차트



## Valuation

셀트리온에 대하여 섹터 내 대형주 Top pick을 유지하며 목표주가 270,000원으로 상향한다.

해당 목표주가는 합병법인의 본 영업가치와 지분가치를 각각 SOTP로 산정하였다. 영업가치는 2025년 순이익 1조 6,313억원을 '24년 말 기준으로 현재화하여 Target multiple 35.3배를 적용하였다. 2025년은 합병법인의 원가율이 안정화되는 시기이자 짐펜트라의 초기 매출을 확인할 수 있으며 2<sup>nd</sup> 바이오시밀러 wave의 주역인 유플라 이마, 스텔라라bs, 졸레어bs 등의 매출이 본격화되는 시점이다. 짐펜트라는 현재 미국 내 약 1,800명의 환자를 확보하였으며 실 처방이 가능해지는 7월부터 셀트리온의 매출에 적극 기여할 것으로 예상된다. 더불어 과거 램시마는 출시 3~4년차부터 침투율이 서서히 증가하였으나 변화하는 美 바이오시밀러 시장에 따라 2<sup>nd</sup> 시밀러 품목들은 출시 초기에 빠른 Q를 확보할 수 있을 것으로 예견하여 '25년부터 셀트리온의 실적이 큰 폭 성장할 것으로 기대한다.

Target P/E는 셀트리온이 가장 저평가되었던 2019년의 PER에서 약 20%를 할인한 값을 적용하였다. 셀트리온은 현재 시밀러 단일 품목을 미국에 직접 판매하는 회사로서 글로벌적으로 peer를 적용하기 어렵다. 따라서 과거 셀트리온의 멀티플 중 가장 보수적인 수치를 적용하였다. 밸류에이션은 '25년 이후 고성장 구간에서 확장 될 수 있을 것으로 기대한다.

표1 셀트리온 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	54,207
'25년 예상 순이익	1,533.5 할인율 6.9%
Target PER	35.3 셀트리온 2019년 당시 12Fw PER*80%
② 비영업가치	1,935.4
셀트리온제약	1,935.4 3개월 평균 시가총액 * 지분율
② 순차입금	-189 2024F 말 기준
③ 기업가치 (=①-②)	55,954
④ 주식수	207,208
적정 주가 (=③/④)	270,037 =270,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

## 셀트리온 실적 전망

셀트리온 연결기준 '24년 매출액 3조 3,343억원, 매출 원가율 49.7%, 영업이익 7,591억원(OPM 22.7%)으로 전망한다. 셀트리온의 바이오시밀러 매출은 약 2조 8,716억원으로 짐펜트라와 바이오시밀러 신규제품 유플라이마와 베그젤마가 해당 성장을 이끌 것으로 전망한다. 매출원가율은 2Q24 53.9%에서 4Q24 42.8%로 점진적으로 하락할 것으로 전망된다. 과거대비 판매 품목이 확장된 점을 감안하여 재고 자산은 약 3조원 수준에서 크게 벗어나지 않는 수준으로 추정하였다.

'25년 기준 셀트리온은 매출액 4조 5,834억원(+37.5% YoY), 매출원가율 35.6%, 영업이익 1조 9,454억원(+156.3% YoY, OPM 42.4%)을 달성할 것으로 전망한다. 짐펜트라 처방 확대에 인하여 2025년 약 9,853억원의 매출을 달성할 것으로 추정하였으며 신제품 스텔라라, 졸레어 등의 출시를 통해 약 1,979억원의 매출을 달성할 것으로 예상된다. PBM 수익구조 개편이 본격적으로 이루어진다면 신규제품의 침투율을 보다 상향 조정할 수 있을 것으로 예상된다.

표2 셀트리온 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>737.0</b>	<b>765.3</b>	<b>871.0</b>	<b>961.1</b>	<b>1,040.0</b>	<b>1,082.3</b>	<b>1,217.2</b>	<b>1,243.9</b>	<b>3,334.3</b>	<b>4,583.4</b>
YoY	16.1%	22.3%	10.0%	64.3%	41.1%	41.4%	39.8%	29.4%	26.4%	37.5%
<b>시밀러</b>	<b>651.2</b>	<b>669.8</b>	<b>736.5</b>	<b>814.1</b>	<b>948.5</b>	<b>988.9</b>	<b>1,079.6</b>	<b>1,094.7</b>	<b>2,871.6</b>	<b>4,111.8</b>
램시마 IV	299.6	251.3	265.4	268.6	253.7	269.8	259.1	288.0	1,084.8	1,070.5
램시마 SC	117.2	188.9	188.9	212.6	332.0	336.3	379.9	358.8	707.7	1407.0
유폴라이마	117.2	88.3	94.0	102.5	99.5	100.8	105.4	115.9	402.1	421.6
북미(짐펜트라)	0.0	24.4	123.7	157.5	195.1	216.8	246.3	327.1	305.6	985.3
트록시마	97.7	64.5	62.6	68.4	66.2	67.1	75.8	71.6	293.2	280.6
허쥬마	39.1	48.9	43.1	51.7	41.9	42.4	47.9	45.3	182.8	177.5
유폴라이마	65.1	58.3	113.0	135.7	153.4	155.3	169.0	172.2	372.2	650.0
베그젤마	32.6	57.9	63.5	65.3	77.5	78.5	88.6	83.7	219.2	328.3
그 외	0.0	0.0	0.0	11.7	23.8	39.6	59.4	75.2	11.7	197.9
<b>제약+케미컬</b>	<b>81.1</b>	<b>90.3</b>	<b>83.9</b>	<b>86.6</b>	<b>86.3</b>	<b>87.7</b>	<b>87.0</b>	<b>87.8</b>	<b>341.9</b>	<b>348.8</b>
CMO	0.0	0.0	50.0	50.0	0.0	0.0	50.0	50.0	100.0	100.0
기타	4.7	5.2	0.5	10.4	5.2	5.7	0.6	11.4	20.8	22.9
<b>매출원가</b>	<b>430.3</b>	<b>412.2</b>	<b>404.7</b>	<b>411.5</b>	<b>421.9</b>	<b>401.1</b>	<b>405.8</b>	<b>401.0</b>	<b>1,658.7</b>	<b>1,629.9</b>
매출원가율	58.4%	53.9%	46.5%	42.8%	40.6%	37.1%	33.3%	32.2%	49.7%	35.6%
<b>매출총이익</b>	<b>306.7</b>	<b>353.1</b>	<b>466.3</b>	<b>549.6</b>	<b>618.1</b>	<b>681.2</b>	<b>811.4</b>	<b>842.9</b>	<b>1,675.6</b>	<b>2,953.5</b>
YoY					101.6%	92.9%	74.0%	53.4%		76.3%
매출총이익률	41.6%	46.1%	53.5%	57.2%	59.4%	62.9%	66.7%	67.8%	50.3%	64.4%
<b>영업이익</b>	<b>15.4</b>	<b>44.5</b>	<b>213.6</b>	<b>279.5</b>	<b>342.1</b>	<b>390.7</b>	<b>525.5</b>	<b>537.3</b>	<b>759.1</b>	<b>1,945.4</b>
YoY					2,115.8%	777.6%	146.0%	92.3%	-191.1%	156.3%
영업이익률	2.1%	5.8%	24.5%	29.1%	32.9%	36.1%	43.2%	43.2%	22.8%	42.4%

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 추정

주: '24년부터 합병법인 실적이 적용되어 매출액/매출총이익/영업이익의 YoY 적용하지 않았음

## 투자포인트 1. 변화하는 美 BS 시장(부제: PBM 수익구조 개편)

### 1월, 예견하였던 美 시밀러의 약진

당사는 올해 1월 22일 “24년 시밀러 2<sup>nd</sup> wave 도래를 주목’ 보고서를 통해 미국 바이오시밀러 시장의 변화를 예견하며 섹터 내 대형주 Top pick으로 셀트리온을 추천하였다. 이후 약 6개월 간 주가는 평행선을 그렸으나, 그 동안 미국 바이오시밀러 시장의 우호적인 변화를 직접 확인할 수 있었다.

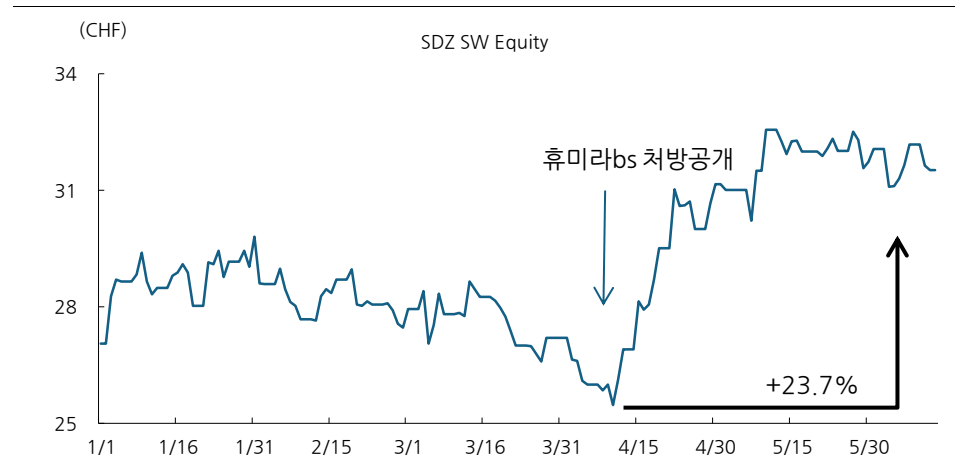
Medicare Part D:  
환자 및 정부가 부담하던  
비용을 보험사에게 전가

이러한 시장의 변화는 美 바이든 대통령의 IRA 약가협상법안부터 시작된다. 정부는 내년부터 IRA를 통해 환자와 정부가 부담하던 비용을 보험사에게 전가할 예정이다. 해당 정책은 Medicare Part D부터 시작되나 벤치마크가 변경되기에 사보험사도 영향이 불가피하다. 이에 대한 대응으로 보험사는 수익구조 개편을 통해 제조사의 마진을 일부 공유받는 대신 저가의 시밀러를 적극 사용하는 전략을 도입하였다. 이러한 전략이 ‘Private label’로 판단한다. 3대 보험사 중 하나인 CVS는 해당 전략의 선두주자로 난공불락이었던 휴미라bs M/S를 약 1개월 내 20% 수준까지 끌어올렸다.

출시 초기 10% 침투 가능  
⇒ Sandoz 주가 +23.7%

이때까지 시밀러는 오리지널 제조사의 번들링 및 리베이트 정책으로 출시 초기에 시장에 진입하는데 난항을 겪었다. 셀트리온의 인플렉트라는 출시 4년이 지나 M/S 10%를 돌파하였다. 그러나 향후 시밀러 시장은 출시 후 1달 이내에 M/S를 안정적으로 약 10% 이상 침투할 수 있을 것으로 기대한다. 이는 출시 후 약 3년 이내 가격이 지속적으로 하락하는 시밀러의 특성 상 시밀러의 전 생애주기적 이익 성장에 크게 기여할 것으로 예견한다. 이에 private label의 직접 수혜주인 경쟁사 Sandoz는 같은 기간 내 저점 대비 약 23.7% 주가 상승하는 모습을 보였다.

그림1 Sandoz 주가 변화



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 변화하는 美 정책

### Medicare Part D 재설계: 연방정부와 환자의 부담을 보험사에게 전가

Medicare Part D 재설계  
주목

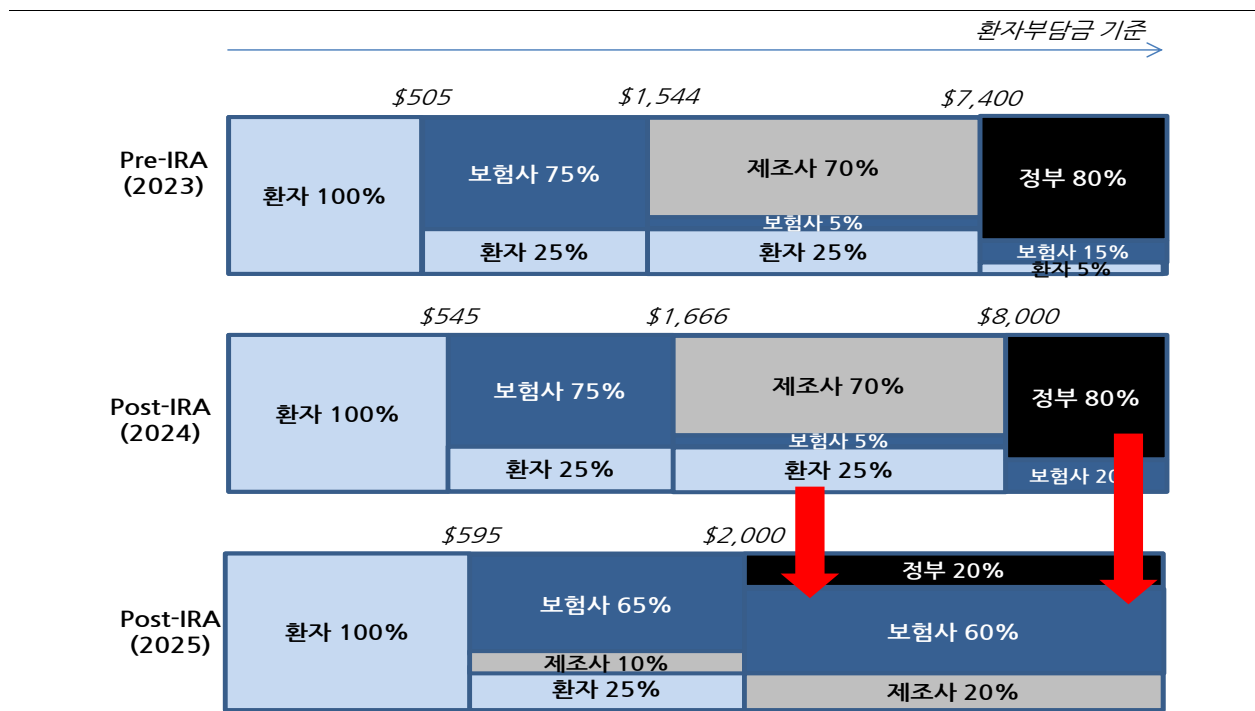
2022년 도입된 IRA 법안은 크게 3가지 주요 요소를 포함하였다. 첫째, 보건성장관에 Medicare에 대한 처방약 가격 협상 권한을 제공하며 둘째, 인플레이션 환불을 요구하여 기존 처방약 가격 인상비율을 제한하였으며 셋째, Medicare 이해 당사자 위험부담을 재조정하기 위해 Medicare Part D 보험급여를 재구성하였다.

환자 및 연방정부의 부담을  
보험사에게 직접  
전가시키는 목적

그 중 2025년 1월 1일부터 실효될 Medicare Part D 재설계는 연방정부와 환자의 부담을 보험사에게 직접 전가시키는 목적으로 추진되었다. 4월 1일 CMS는 2025 Medicare advantage 프로그램 지침을 발표하였다. 해당 변경안에 따르면 기존 환자는 out-of-pocket(OOP) 기준 없이 환자부담금 8,000 달러까지 약 25%를 부담하며 그 이후에도 5%를 부담하여야 했으나 이번 지침에서는 환자 OOP threshold 기준을 2,000달러로 대폭 줄였으며 그 이후 환자는 부담비용이 없다. 더불어 환자부담금 8,000달러 이후 연방정부는 약 80%의 약가를 부담하였으나 범위를 2,000달러로 확장하는 대신 보장 비율을 약 20%로 대폭 줄였다.

이러한 부담 비용은 전부 보험사에게 부과될 전망이다. 변경안에서 보험사는 환자부담금 2,000달러 미만에서는 약 65%를 부담하며 그 이후에도 60%를 부담하게 된다.

그림2 Medicare Part D 재설계 법안 도식도



자료: CMS, DS투자증권 리서치센터

### 영향: low WAC 제품 선호 ⇒ 부담비용을 제조사에게 전가할 것

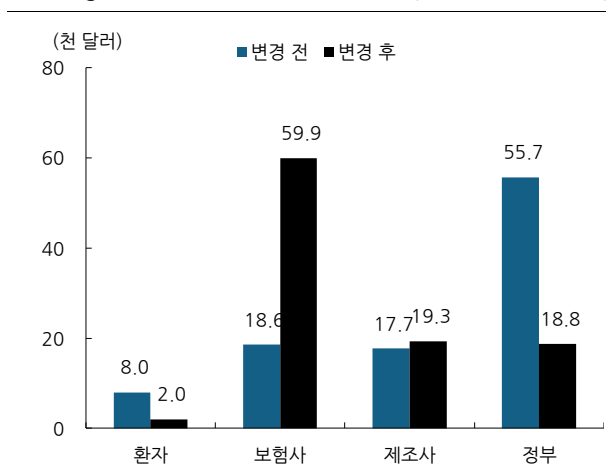
이러한 정책 하에서 보험사들은 low WAC 제품을 선호하게 될 것으로 전망한다. 환자 부담금 8,000 달러가 초과하는 Catastrophic coverage에 해당될 경우 기존에는 환자가 5%, 연방정부가 80%를 부담하였으나 변경안에서는 보험사가 60%를 부담하게 된다. 따라서 고가의 약제일수록 보험사가 부담하는 비율이 늘어나는 구조이다.

예를 들어 High WAC은 WAC 10만 달러로 가정할 경우 환자 부담금은 2024년 기준 8,000 달러에서 2,000달러로 약 75% 절감할 수 있으며 정부도 기존 55,708 달러에서 18,757 달러로 약 66% 절감할 수 있다. 이러한 부담 비용은 보험사가 부담하게 된다. 보험사는 2024년 기준 약 18,600 달러를 부담하고 있었으나 변경안을 적용할 경우 59,924 달러를 부담하게 되어 부담비용이 약 223% 증가하게 된다.

그러나 Low WAC 15,000 달러로 가정하였을 경우 환자부담금은 기존 4,159 달러에서 2,000달러로 소폭 줄어들며 연방정부는 오히려 기존에는 약가를 부담하지 않았으나 1,757 달러를 부담하게 된다. 보험사는 low WAC 기준에서도 부담비용이 증가하는 것은 불가피하나 증가 비율이 약 131%로 비교적 적게 증가한다.

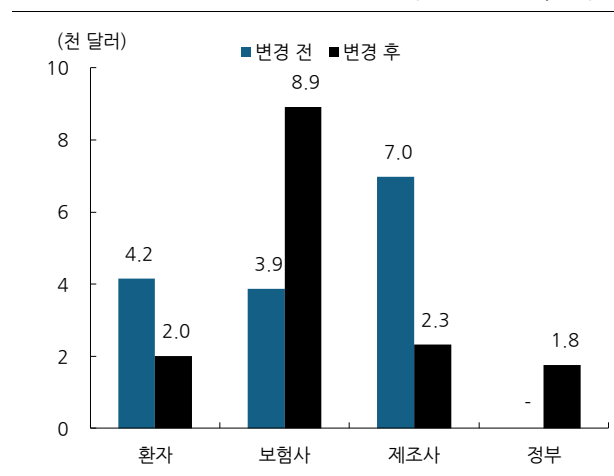
우리가 주목할 부분은 제조사 부담이다. High WAC 제품을 사용할 경우 제조사 부담비용은 소폭 상승하나 Low WAC 제품을 사용할 경우 제조사의 부담은 오히려 감소하게 된다. 이러한 경우 제조사는 보험사의 증가한 부담을 함께 분담할 여력을 보유하고 있을 것으로 예상된다. 따라서 보험사는 low WAC 제품을 선호한 뒤 제조사와 이러한 부담을 나눠 갖는 구조로 접근할 것임을 예측할 수 있다.

그림3 High WAC 각 이해관계자 부담 비용(ex. WAC 10만 달러)



자료: CMS, DS투자증권 리서치센터

그림4 Low WAC 각 이해관계자 부담 비용(ex. WAC \$15,000)



자료: CMS, DS투자증권 리서치센터



## Private label: 답을 찾은 CVS health

### Cordavis 자회사를 통한 Private label 출시

Cordavis,  
시밀러 공동생산 및 유통  
제조사와 마진 공유

보험사의 시밀러 수익구조 개편은 CVS부터 시작되었다. '23년 8월 美 3대 보험사 중 하나인 CVS health는 Cordavis라는 자회사를 설립하여 시밀러를 자체상표 (Private label)로 공동생산 및 유통할 것임을 밝혔다. 제약사는 자사 제품을 고정가격으로 납품하는 구조이다. 이를 통해 CVS health는 기존 바이오시밀러 제조사들의 생산마진과 유통마진을 공유할 수 있다.

Cordavis는 기존 바이오시밀러들이 보유한 시장 불확실성으로 인한 공급 risk를 해소하고 co-manufacturer로서 제조사와 다년간의 계약 및 강력한 품질감독을 통해 바이오시밀러 시장을 촉진할 것으로 기대하고 있다. Cordavis는 첫 번째 제품으로 Sandoz와 계약을 맺고 휴미라bs Hyrimoz를 Cordavis 자체 상표로 약 80% 저렴한 가격에 출시하였다.

제품력 보증 + 채택가속화  
⇒ 오리지널 fomulary  
제외 1달 후 M/S 19.3%

이러한 Cordavis 사의 Private label은 미국 사보험사의 수직통합구조를 활용한 전략이다. 미국은 보험사와 PBM, GPO의 수직통합구조가 형성되고 있어 높은 영향력을 행사할 수 있다. CVS health는 직접 엄선한 제조사임을 보증하며 정기적 시설감사를 통해 제품력을 보증할 수 있으며 더불어 PBM과의 협력을 통해 커버리지 등재 및 환자 지원을 제공하여 채택을 가속화 시킬 수 있다.

'24년 4월 1일부터 CVS caremark는 Cordavis의 Private label 상품 채택을 가속화하고자 휴미라 오리지널을 커버리지에서 제외하였다(CVS caremark 발표 2024년 1월). 이에 당사는 1월 보고서를 통하여 휴미라bs의 약진을 기대하였으며 실제로 4월 1일부터 Cordavis의 Private label 상품은 1달만에 약 19.3%의 Market share를 차지하는 대성공을 보였다. 이는 '23년 7월 출시 후 약 8개월 동안 총 시밀러 합산 약 3.1% 수준의 시장 침투율을 기록하였던 휴미라 시장에 큰 놀라움을 안겼다. 이에 직접 Cordavis 제품을 납품하는 Sandoz 주가는 저점대비 약 23.7% 상승하였다.

선호 fomulary 등재에도  
불구, Sandoz/BI 모두  
M/S는 미미

휴미라bs 경쟁이 격화되었던 '23년 7월, 시장은 어떤 제품이 PBM의 선호 커버리지에 등재되는지에 초점을 맞추었다. 그러나 현재 3대 PBM 모두 등재된 산도즈의 Hyrimoz, Express scripts 및 OptumRx 양사에 등재된 베링거인겔하임의 Cyltezo도 4월 말 기준 시장 점유율은 각각 0.8%, 0.3%에 불과하다. 이는 오리지널이 선호 커버리지에 등재되어있는 동안에는 시밀러가 선호의약품 등재에 성공하더라도 시장 침투에 시간이 소요된다는 것을 의미한다. 그러나 Cordavis는 출시 2-3주 이내 시장 침투율을 약 20%까지 달성할 수 있는 방법을 처음 시장에 제시하였으며 이는 바이오시밀러 제조사들의 향후 전망에 매우 긍정적인 요인이 될 것으로 판단한다.

그림5 CVS caremark 4월 1일부터 휴미라 오리지널 커버리지 제외

## CVS Caremark accelerates biosimilars adoption through formulary changes

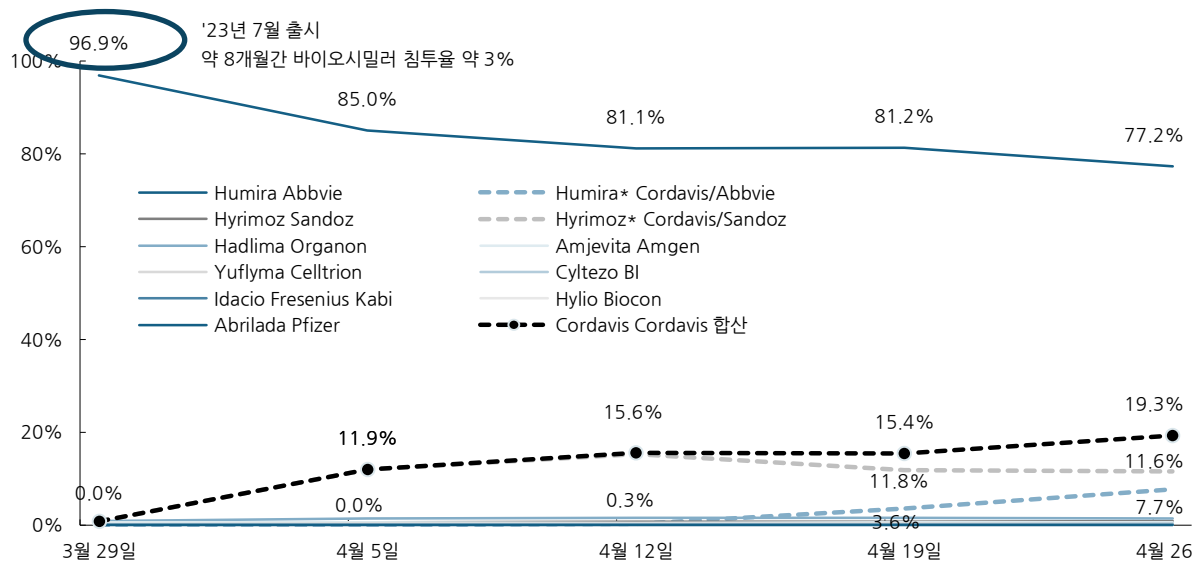
January 3, 2024 | 3 minute read time

Download Share

WOONSOCKET, R.I., Jan. 3, 2024 — Today CVS Caremark®, a CVS Health® (NYSE: [CVS](#)) company, announced the continuation of its efforts to expand adoption of biosimilars. Effective April 1, 2024, Humira® will be removed from our major national commercial template formularies and Humira biosimilars will be covered. Humira will continue to be an option for its customers with Choice and Standard Opt Out commercial formularies. Commercial formularies are the drug lists used by employers, unions and health plans for prescription drug coverage.

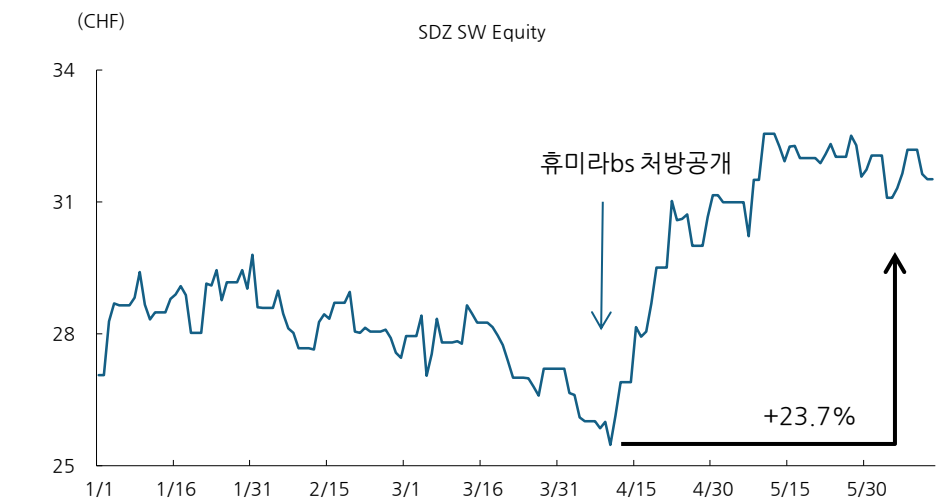
자료: CVS health, DS투자증권 리서치센터

그림6 Cordavis Private label 제품 Market share 추이



자료: 업계자료, DS투자증권 리서치센터

그림7 Sandoz 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



그림8 미국 사보험사 수직계열화

## Pharmacy Benefit System

HYUNDAI  
CELLTRON

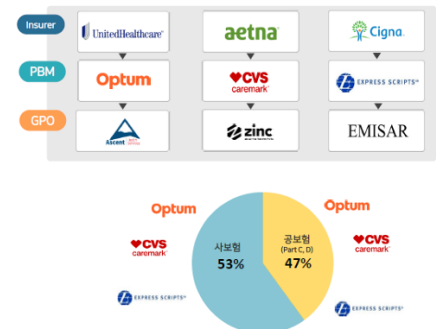
## 사보험사 수직통합구조

✓ 최근에는 영향력을 높이고자 보험사-PBM-GPO의 수직통합 구조 형성 추세



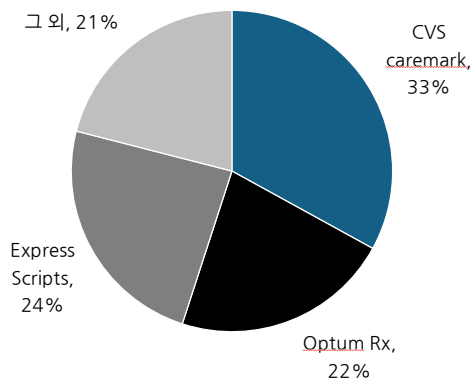
## 미국 3대 PBM사 수직구조

✓ 3대 PBM이 보험시장의 80%를 담당하며, 사보험 및 공보험 모두 관리



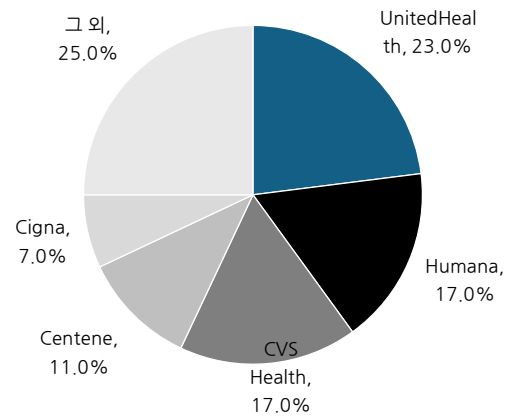
자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

그림9 미국 PBM 점유율



자료: Drug channel, DS투자증권 리서치센터

그림10 Medicare Part C,D 가입자 점유율



자료: KFF, DS투자증권 리서치센터

## Cigna 그룹의 편승, 대세의 변화 시작

Cigna 그룹도 4월25일  
Private label 출시 발표

이러한 움직임은 CVS health의 대성공 이후 타 보험사로도 확대되고 있는 것으로 보인다. 4월 25일 3대 보험사 중 하나인 Cigna group 역시 Private label 출시를 발표하였다. 자체 유통사인 Quallent Pharma를 통해 오는 6월 1일부터 Private label 출시할 계획이며 베링거인겔하임과 알보텍/테바로부터 납품 받을 예정임을 밝혔다. Cigna group은 약 85% 할인된 저가에 private label 상품을 출시하며 휴미라 오리지널과 동등한 위치에 자사제품을 선호의약품으로 등록할 예정이다. 휴미라 오리지널을 선호의약품 커버리지에서 제외하는 시기는 별도로 공개하지 않았다.

Zero-copay 정책으로 지원

Cigna group은 별도의 zero-copay 및 zero-coinsurance 정책을 사용하여 자사의 private label 상품을 지원할 것으로 예상된다. Copay란 healthcare 서비스를 받을 때 금액이 정해진 경우를 말하며 coinsurance는 받은 서비스에 대해 일정 비율을 지불하는 방법이다. 이 때 zero-copay, zero-coinsurance 정책을 사용할 경우 환자들은 서비스를 받은 이후 본인부담금이 0이다. 일반적으로 바이오시밀러는 제조사가 각각의 patient support program 혹은 copay card 등을 통해 지원하여 환자가 내는 금액이 크지 않다. 그러나 일반적으로 copay card는 월간/연간 최대한도가 설정되어있으며 사용횟수의 제한이 있다. 더불어 제조업체의 지원은 개인 공제액에 포함된다는 단점이 있다. 따라서 Cigna group의 zero-copay 정책은 휴미라bs 시장 침투율을 다시 한번 상승시키는 것에 기여할 것으로 전망한다.

그림11 Cigna group의 zero copay, zero coinsurance 정책

### Cigna's Evernorth to Offer Humira Biosimilar with No Out-of-Pocket Cost

Published: Apr 26, 2024 | By Tristan Manalac



*Pictured: Cigna Group signage outside its office in Connecticut/iStock, JHVEPhoto*

Cigna subsidiary Evernorth Health Services **announced** on Thursday that it will offer a Humira (adalimumab) biosimilar with no out-of-pocket cost via its specialty pharmacy Accredo.

자료: Biospace, DS투자증권 리서치센터

### United Healthcare의 방향성에 주목할 것

당사는 3대 PBM 중 나머지 하나인 United Healthcare 역시 유사한 전략을 따를 가능성이 높다고 판단한다. 현재 보험사는 수익구조 개편이 필요하며 이미 CVS의 성공을 토대로 private label 성공에 대한 확신을 얻었기 때문이다. 셀트리온은 오리지널 제품을 formulary에서 탈락시키는 PBM의 전략들이 현재 가시화 되고 있으며 올해 3~4분기부터 적극적으로 진행될 것으로 예상하고 있다고 밝혔다.

일반적으로 보험사들이 시밀러 Private label 출시를 발표하고 머지않아 시밀러 납품업체가 공개된다. United Healthcare가 유사한 방식을 채택한다면 출시 발표와 더불어 납품업체를 확인할 수 있을 것으로 예상된다.

그림12 현재 3대 보험사 휴미라bs 선호 커버리지 및 Private label 현황

CVS caremark			Express scripts			Optum Rx		
제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격	제품명	제조사	가격
Humira(오리지널)*	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922	Humira(오리지널)	Abbvie	\$6,922
Humira/Cordavis	Abbvie	\$1,315	Cyltezo	BI	\$6,576	Amjevita(High)	Amgen	\$6,576
Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315	Amjevita(Low)	Amgen	\$3,115
Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576	Cyltezo	BI	\$6,576
Hyrimoz/Cordavis	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315	Adalimumab-adbm	BI	\$1,315
			Adalimumab-adbm (PL*)	BI	TBD	Hyrimoz	Sandoz	\$6,576
			adalimumab-ryvk(PL*)	Alvotech/teva	TBD	Adalimumab-adaz	Sandoz	\$1,315

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: 푸른색 음영은 Private label에 납품하는 상품임

## [DDW2024, 보험사 수익구조 개편에 대한 셀트리온 Q&A]

### Q1. 최근 IRA 인플레이션 감축 법안으로 인해 바이오시밀러사들이 부담이 되지는 않는지?

A1. 생각보다 PBM들 측에서 대응정책을 잘 마련해주고 있다. 바이오시밀러 제조사들에게 큰 부담이 되지 않는 방향으로 진행되고 있다. PBM 정책 변경에 따라 제조사 측 부담은 많이 줄어든 상황이다. CMS의 부담이 payer에게 전가가 되며 payer의 부담을 제조사가 나눠 갖는 구조이다.

### Q2. 정책 변화가 생긴다면 점유율 상승은 어디까지 기대할 수 있는가?

A2. 많이 열릴 수 있을 것으로 예상된다. 정책이 변경됨에 따라 1) Payer 들은 본인 부담을 줄이는 방향을 선호할 것이며, 2) 제조사들도 충분히 견딜 수 있는 구조로 수익구조를 개편하고 있다. 3) IRA 변화와 더불어 fomulary에서 오리지널 제품을 제외시키는 방향으로 진행할 것으로 예상된다.

### Q3. 미국 내 바이오시밀러 경쟁 동향은?

A3. 유플라이마는 PBM 정책에 의해 경쟁을 할 수 없는 구조였다. payer들의 정책이 변화하는 6월말에서 7월 초부터 다시 경쟁 구도에 진입할 것으로 예상된다. Payer 정책만 잘 변경이 된다면 1) citrate-free, 2) 다양한 제형, 3) 유플라이마+짐펜트라 번들링 효과까지 강점이 있어 경쟁력이 높다고 여긴다. 베그젤마의 경우 경쟁 제품이 출시된 지 오래 지나 현재 시밀러 경쟁이 세지 않다고 여긴다.

### Q4. 휴미라 시밀러 침투가 다소 늦다. 본격적인 매출 증가 시기는 언제인가?

A4. 올해 3분기부터 시작될 것으로 본다. 오리지널 제품을 fomulary에서 배제하는 PBM 정책들이 현재 진행되고 있다. 올해 3~4분기부터 실제 발효가 될 것으로 예상한다.

### Q5. 향후 Cordavis 등의 private label이 중요한 구조로 가고 있는 것인지?

A5. 바이오시밀러의 제품을 공급받아 CVS brand로 제품이 출시되는 것이다. 본인들의 유통망 안에서 공급하는 방식이 유리하기 때문이다. 현재 우리 제품들도 논의 중인 상황이며 당사는 private label 시장은 아직 시작단계로 여긴다. 관건은 아직 payer에게 있으며 우리 제품도 잘 진행되고 있는 상황이다.

**Q6. 수익구조 변경은 품목별로 진행이 되는 것인지?**

A6. 정해진 리드타임이 있지는 않다. 보통 PBM 들이 결정하고 통보하는 구조이다. 변경된 구조는 함께 논의하고 있으며 이는 바이오시밀러에만 해당이 된다. 짐펜트라와 같은 브랜드의약품은 다르게 논의되고 있다.

**Q7. 스텔라라와 아일리아 등 2<sup>nd</sup> 바이오시밀러들도 유플라이마와 동일한 형태로 진행이 될지?**

A7. 스텔라라<sup>bs</sup>는 출시 후 약 6개월 간 유플라이마와 비슷한 상황이 발생할 수 있다. 이는 200% PBM의 권리이기 때문이다. 셀트리온이 관여할 수 있는 문제는 아니다. 만약 휴미라와 동일한 상황에 처한다 하더라도 이는 런칭 타임의 reset을 야기하는 문제로 오히려 셀트리온에게 호재로 작용할 것이다. 충분히 경쟁이 가능하다.

**Q8. 12월 대선에서 회사에게 유리한 측은 어느 쪽인지?**

A8. 큰 정책들이 발효되고 진행되는 것이기 때문에 어떤 쪽이든 큰 변화가 있지는 않을 것으로 예상된다. 의약품 회사로서 환자의 건강에 관여하고 있기 때문에 외국 기업이라고 해서 극단적으로 배타적인 정책은 나오지 않을 것으로 예상된다.

## 출시 초기 Q의 상승: 이익 상승과 직결

### 시밀러의 ASP는 지속적으로 하락하는 구조

향후 초기에 10% M/S 확보 전망

CVS의 경우 오리지널 선호의약품 배제 시점으로부터 약 2-3주 내에 최대 시장 점유율의 90% 이상을 달성하는 모습을 보인다. 바이오시밀러의 ASP는 경쟁 심화로 출시 이후 3년간 약 50% 이상 가격의 가파른 하락세가 나타난다. ASP가 하락하기 전 출시 초기에 Q가 대폭 상승한다면 바이오시밀러 제조사들의 이익이 큰 폭 상승할 수 있다.

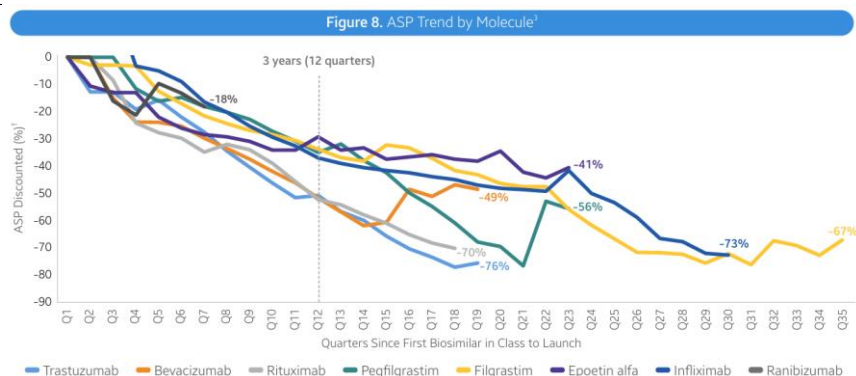
ASP 하락 전 Q 상승한다면 이익이 큰 폭 상승할 것

단, Private label의 주된 출시 목적 중 하나는 안정적인 공급이다. 따라서 보험사들은 2개 이상의 제조사와 시밀러 납품 계약을 체결할 것으로 예상된다. 따라서 보험사와 계약이 이루어진 시밀러사는 안정적으로 각각 약 10%의 Market share를 확보할 것을 기대할 수 있다. 이러한 private label 변화가 정착될 경우 향후 시밀러는 ASP 하락이 이루어지는 초기 적극적으로 시밀러가 침투하여 안정적으로 약 10%의 Q를 차지하여 의약품 전 생애주기 상 이전 대비 수익을 더욱 창출할 수 있을 것으로 기대한다. 제조사 부담 전가로 마진 훼손에 대한 우려는 존재할 수 있으나 low WAC을 선호하는 국가 정책 하에서 시밀러 제조사 마진은 일정 수준 보호받게 될 것으로 전망한다.

경쟁강도가 낮은 품목은 제조사의 협상력이 강해질 것

의약품 가격책정 전문가들 또는 J&J의 CFO는 향후 사보험사들은 스텔라라 품목 역시 휴미라의 전략을 반복할 계획이 높다고 언급하고 있다. 휴미라는 경쟁강도가 높아 Private label 협상에서 보험사가 협상력이 높았으나 경쟁강도가 낮은 제품의 경우 제조사가 협상력을 보유하게 될 것으로 전망한다. 바이오시밀러는 개발에 수년이 소요되기 때문에 현재 경쟁 강도가 낮아도 경쟁사가 즉시 개발하여 출시하는 것이 불가능하다. 따라서 졸레어bs 등 경쟁강도가 약한 품목의 경우에는 셀트리온의 협상력이 더욱 높아질 것으로 전망한다.

그림13 ASP 하락



자료: 삼성바이오에피스, DS투자증권 리서치센터



## 투자포인트 2. 짐펜트라 성공 확신

### PBM 계약 2개월 차, 현재 보유 환자 수 약 1,800명

#### 스타트 프로그램을 통해 보험 환급 개시 전 환자 확보

6월 11일 셀트리온의 서정진 회장은 여의도 페어몬트 호텔에서 국내외 증권사 애널리스트 및 기관투자자들을 대상으로 간담회를 진행하였다. 위의 간담회에서 서정진 회장은 현재 1,800명의 환자가 짐펜트라로 투여받고 있음을 밝혔다.

PBM 등재 계약 후 환급  
개시까지 약 3개월 소요  
→ 스타트프로그램으로  
환자 우선 확보

짐펜트라는 2월 29일 출시 직후 PBM 등재가 이루어지지 않는 상태였으나 올해 4월 29일 Express Scripts에 등재되어 약 40%의 사보험 시장을 확보한 상태다. 나머지 2개의 대형 PBM과의 협상도 마무리 단계에 있으며 6월 하순부터 순차적으로 계약이 완료될 것으로 밝혔다. 4월 짐펜트라가 Express scripts에 등록되었음에도 불구하고 PBM 등재계약 이후 환자에게 환급이 이루어지기까지는 제품 리스팅에 약 3개월의 시간이 추가로 필요하다. 따라서 현재 미국 환자들은 짐펜트라를 투여받았을 때 보험 환급을 받을 수 없다. 이에 셀트리온은 스타트 프로그램(Patient Support Program)을 통해 보험 환급 개시 이전 환자들에게 제품을 지원함으로써 환자 조기 uptake를 독려하고 있다. 현재는 약 1,800명의 환자를 확보하였으며 서정진 회장은 6월 말까지 1만명, 올해 연말까지 약 5만명의 환자를 확보할 것을 목표로 하고 있음을 밝혔다.

확보 환자 약 1,800명,  
7월부터 실처방 시 매출  
폭발적 성장 기대

7월부터 Express scripts에서 보험 환급이 개시되었을 경우 이러한 스타트 프로그램을 통해 확보한 환자들에서 이뤄지는 실 처방을 통해 짐펜트라 매출이 폭발적인 성장을 기록할 것으로 기대된다.

그림14 짐펜트라 PBM 등재는 순항 중

#### ① Express Scripts 선호의약품 등재 완료

- 미국 3대 PBM 중 하나로 전체 가입자 수 약 2,190만명
- 본 등재를 통해 미국 전체 사보험 시장의 40% 커버리지 확보
- ESI 산하 일부 보험사들 처방 진행 중, 7월이면 모든 보험사 처방 및 환급 가능

#### ② 다른 주요 PBM 협상도 순항 중

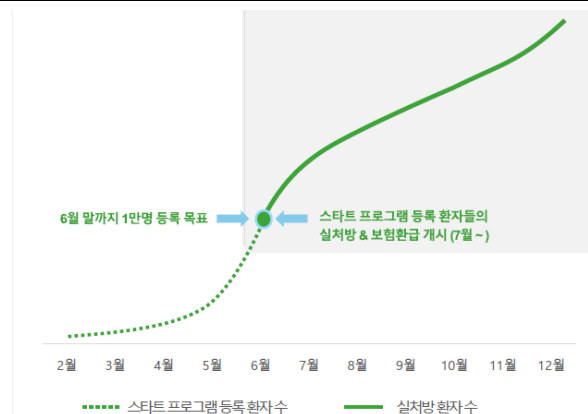
- 나머지 2개 주요 PBM도 6월말부터 순차적으로 계약 완료 전망

#### ③ 3분기 내 美 사보험 시장의 80% 확보 계획

- 3대 PBM의 주요 Payor들과도 짐펜트라 등재 순항 중
- 서부 소재 대형 Health Group에 짐펜트라 등재 완료 (가입자 수 약 1,300만명 규모) → 등재 직후 IBD 환자의 10% 스위칭 계획

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

그림15 스타트 프로그램을 통한 실처방 가속화 전략



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

## 미국 시장은 짐펜트라를 원하고 있다

### 1. Medical benefit에서 Pharmacy benefit으로 전환






짐펜트라 자가주사  
⇒ Pharmacy benefit,  
PBM에게 직접 리베이트  
제공하여 PBM 선호도 大

짐펜트라의 미국 성공을 자신하는 이유는 미국 보험시장의 특수성에 있다. 짐펜트라와 기존 인플릭시맵 오리지널의 가장 큰 차이점은 정맥주사 제형이 피하주사 제형으로 변경되었다는 점이다. 이는 환자의 편의성만을 의미하지 않는다. 일반적으로 병원에서 투여받는 의약품은 Medical benefit으로 분류되며 가정에서 자체 관리하거나 자가주사가 가능한 의약품은 Pharmacy benefit으로 분류된다. 따라서 기존 인플릭시맵은 IV제형으로서 Medical benefit에 해당되는 반면, 짐펜트라는 자가주사가 가능하여 Pharmacy benefit에 해당되는 점이 가장 큰 차이점이다. Pharmacy benefit 약물의 경우 PBM이 fomulary를 주관하기 때문에 제조사는 PBM에게 직접 리베이트를 지급한다. 따라서 PBM들은 현재 Pharmacy benefit에 별도의 인플릭시맵 제품이 없는 상황에서 직접 리베이트를 제공하는 짐펜트라를 선호할 가능성이 높다.

인플릭시맵은 ASP 하락으로 투여 시 손해 발생  
⇒ infusion center 등은 짐펜트라로 전환에 매우 적극적일 것

기존 오리지널 인플릭시맵은 Medical benefit으로서 판매가격을 정부에 보고할 의무가 있다. 따라서 의료진은 판매가격에 따라 CMS가 고시한 ASP(average sales price) 보다 낮은 가격에 인플릭시맵을 구매할 수 없다(반면, Pharmacy benefit은 ASP 고시 의무 없음). 이 때 보험사가 제공하는 환급금이 ASP보다 낮은 경우 오히려 인플릭시맵을 투여하였을 때 병원 및 infusion center에서 손해가 발생하여 환자 치료가 지연되는 경우가 있는 것으로 알려져 있다. 염증성장질환(IBD) 내에서 인플릭시맵은 환자가 꼭 사용하는 필수 의약품이다. 따라서 기존 손해에도 불구하고 인플릭시맵을 투여하던 병원 및 infusion center은 짐펜트라로 전환에 매우 적극적일 것으로 사료된다.

그림16 Medical benefit vs. Pharmacy benefit

	MEDICAL BENEFIT	PHARMACY BENEFIT
 <b>Route of administration<sup>1</sup></b>	IV infusions or injectable and self-administered injections	Oral treatment or self-administered injections
 <b>Site of service<sup>1</sup></b>	HCP office, infusion center, home health, hospital outpatient clinic	Retail or SP
 <b>Health plan requirements<sup>1</sup></b>	PA/medical review	PA, quantity limits, formularies
 <b>Benefits verification<sup>2</sup></b>	Determined by medical policy	Determined by the PBM or SP's drug formulary
 <b>Patient cost<sup>2</sup></b>	Co-pay for office or hospital visit; coinsurance for drug	Co-pay or coinsurance for drug

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

## 2. 높은 효능 & 낮은 수준의 면역원성

짐펜트라는 미국에서 시밀러가 아닌 신약으로 받아들여지는 중

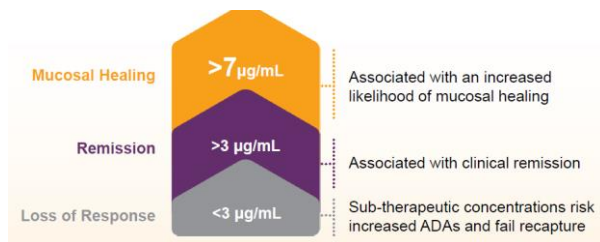
美 워싱턴 D.C에서 5월 18일부터 21일까지 개최된 미국 최대 소화기학회 DDW/2024(Digestive Disease Week 2024)에서 IBD 권위자 Dr. Steven Hanauer는 짐펜트라의 우수성을 적극 발표하였다. 발표자가 거듭 강조한 것은 짐펜트라는 ‘바이오 시밀러가 아닌 신약’이며 기존 IBD의 SoC(standard of care)인 인플릭시맙의 유일무이한 피하주사 제형이라는 점이었다. DDW 참가자들 역시 짐펜트라가 신약으로 허가받은 약물이라는 점을 잘 이해하고 있었으며 약 25년간 사용되어온 인플릭시맙의 SC 제형으로 변환됨에 따라 치료 패러다임 변화에 대한 기대를 엿볼 수 있었다.

인플릭시맙은 혈중 농도가 약물의 효능과 직접적인 연관관계가 있다는 연구결과가 있다. 인플릭시맙은 혈중 농도가  $3\mu\text{g/mL}$  이상일 때 임상적 관해(clinical remission)를 달성할 수 있으며  $7\mu\text{g/mL}$  이상일 때 점막 개선(mucosal healing)을 달성할 수 있다. 현재 염증성장질환에서는 조직학적으로 개선을 달성한 환자들이 재발 위험이 보다 낮다는 것이 잘 알려져 있어 장기 목표로 삼고 있다.

혈중농도 일정하게 유지:  
면역원성을 낮추고 효능을 높임  
(예상보다 Ctrough 높게 유지)

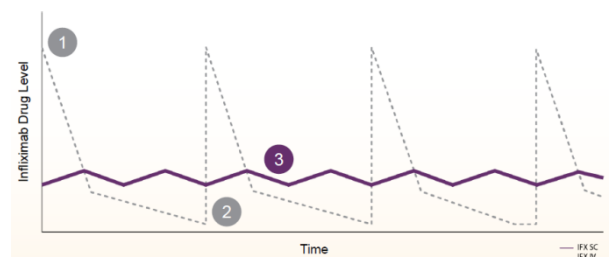
이 때 짐펜트라는 피하주사제형으로서 혈중 농도를 일정하게 유지시킬 수 있다는 장점을 가진다. 정맥주사 제형과 달리 Cmax 값이 과도하게 상승하는 것을 방지하여 ADA의 발생의 위험을 막고 Ctrough 값을 높게 유지하여 약효의 지속성을 유지하였다. 짐펜트라 신약의 승인의 근간이 된 LIBERTY CD/UC 연구에서 짐펜트라의 혈중농도를 측정한 결과 기존 예상보다 trough level이 높게 유지(LIBERTY CD  $13.3 \sim 14.8\mu\text{g/mL}$ , LIBERTY UC  $14.6 \sim 16.3\mu\text{g/mL}$ ) 점을 확인할 수 있었다. 이에 짐펜트라를 투여한 크론병 환자의 63%가 임상적 관해, 50%가 내시경적 증상 개선, 35%가 내시경적 관해에 도달하였다. 궤양성대장염의 경우 43%가 임상적 관해, 36% 내시경적 개선, 37%가 스테로이드를 투여하지 않고 관해에 도달하였다.

그림17 IFX 혈중농도에 따른 효능



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

그림18 짐펜트라의 혈중농도 유지

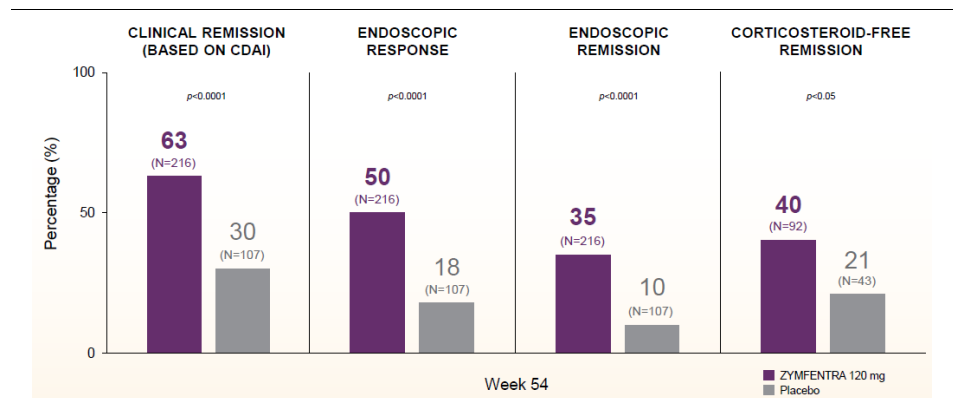


자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

더불어 셀트리온은 짐펜트라 Phase 3의 2년 장기추적 데이터 역시 발표하였는데 짐펜트라는 54주차와 유사한 수준의 유효성, 안전성 결과를 102주차에도 확인할 수 있었다. 인플릭시맙에서 밝혀진 부작용 외 다른 부작용은 없었다.

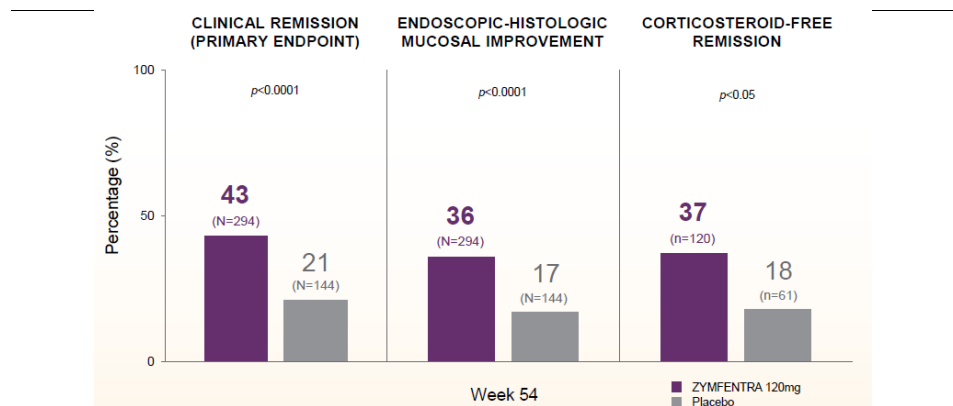
재미있는 점은 경쟁약 다케다의 엔티비오 역시 SC제형으로 전환에 성공하여 출시하였으나 SC전환을 통한 높은 혈중 농도 유지가 효능과 직결되지는 않았다. 이는 개인적으로 TNF- $\alpha$  inh와 인테그린 저해제의 기전에서 생기는 차이점으로 예상된다.

그림19 54주차 LIBERTY CD 결과



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

그림20 54주차 LIBERTY UC 결과



자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터

### 3. 휴미라bs 등장은 짐펜트라에게 오히려 호재

최근 동일한 TNF- $\alpha$  기전인 휴미라 오리지널이 CVS health의 선호 fomulary에서 제외되었다. 이러한 경우 의료진은 약 80%의 환자에게 시밀러를 사용하지만 약 20%는 커버리지가 되는 별도의 신약으로 전환되게 된다. 동일한 기전에 SC 제형인 신약 짐펜트라는 휴미라 전환 환자군에서 훌륭한 전환 선택지가 될 것으로 예상된다

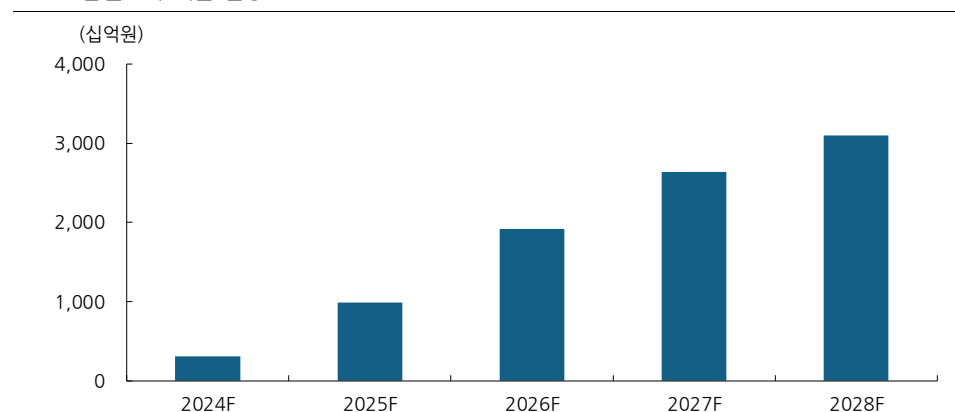
## 출시 첫 해, 약 3천억원 매출 달성 전망

미국 시장은 그 시장의 복잡성으로 인한 우려로 짐펜트라 실적에 대한 기대감이 주가에 반영되고 있지 않은 것으로 판단한다. 그러나 당사는 오히려 짐펜트라가 신약으로 등재된 점과 미국 보험시장의 특수성으로 짐펜트라가 유럽 램시마SC보다 더 빠른 침투가 가능할 것으로 기대하며 짐펜트라에 대한 가치를 부여할 것을 제시한다. 짐펜트라는 출시 첫 해 약 3,056억원, 2025년 약 9,853억원의 매출을 달성할 것으로 기대된다. 서정진 회장 역시 간담회에서 보수적으로 짐펜트라 매출 '24년 2,500억원은 충분히 달성할 수 있을 것으로 밝혔다.

P. 짐펜트라는 타 바이오시밀러들과 달리 독립적으로 보험에 등재되고 있다. 이번 간담회에서 서정진 회장은 짐펜트라가 타 경쟁 브랜드의약품과 유사한 약가와 리베이트 구조로 협상하였음을 밝혔다. 일반적으로 신약이 약가의 약 30%를 리베이트로 제공하고 있는 점을 감안하였을 때 고수의 제품 짐펜트라는 셀트리온 이익에 큰 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 더불어 이러한 짐펜트라의 약가는 타 신약들과 동일하게 연간 물가상승률 약 3% 수준을 반영하여 인상될 것으로 예상된다.

Q. 짐펜트라의 Target market을 인플릭시맙을 투여하는 환자군으로 보수적으로 가정하였을 경우 연간 약 10만명 수준이 될 것으로 추정한다. 짐펜트라는 위에서 설명한대로 미국 보험시장의 특수 하에서 유럽시장과 비교하였을 때 보다 빠른 침투율을 보일 것으로 전망한다. 따라서 점유율을 과거 램시마SC의 유럽시장 침투율에 약 20%를 할증한 값을 적용하였다. 특허가 만료되기 전 2022년 연간 기준으로 휴미라는 인플릭시맙 대비 부족한 효능에도 불구하고 IBD 시장에서만 약 \$7.2bn의 매출을 달성하였다. 짐펜트라는 휴미라와 동일한 SC 제형으로 출시되어 투약 편의성 때문에 휴미라를 사용하였던 환자군 일부를 uptake 할 수 있을 것으로 기대한다.

그림21 짐펜트라 매출 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

---

## 투자 포인트 3. M&A를 통해 기대되는 시너지

### 셀트리온 주체 M&A

올해 5월 셀트리온이 유럽 제약사 M&A를 고려하고 있다는 내용이 언론을 통해 공개되었다. 서정진 회장은 유럽 제약사 M&A는 다수의 chemical drug를 보유한 기업을 위주로 접근할 예정임을 밝혔다. 프랑스를 비롯한 일부 유럽 국가에서 바이오 시밀러 대체조제를 가능하게 하려는 경향이 확인되고 있으며, 시행될 경우 약의 선택권한이 의사에서 약사로 전환되는 상황에 놓여있다. 이 때 약국이 선호하는 제품을 보유하고 있다면 번들링 영업에 용이할 것으로 전망하고 있다.

따라서 셀트리온은 약국이 선호하는 chemical drug를 M&A를 통해 확보하여 번들링 영업에 확보할 것으로 기대된다. 현재 셀트리온은 자사주 약 2조원을 보유하고 있으며 이를 활용하는 방식으로 M&A를 진행할 예정임을 밝혔다. 규모는 약 1조원 수준이 될 것으로 예상하였다.

### 셀트리온홀딩스 주체 M&A

서정진 회장은 홀딩스를 나스닥에 상장시키고자 한다면 약 10조 이상의 회사와 인수합병이 필요할 것으로 언급하였다.



## [ 셀트리온 068270 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	3,074	2,930	5,009	6,695	9,471	매출액	1,893	2,284	2,176	3,334	4,583
현금 및 현금성자산	1,188	551	565	973	2,186	매출원가	806	1,251	1,125	1,659	1,630
매출채권 및 기타채권	1,122	1,635	948	1,320	1,708	매출총이익	1,088	1,033	1,052	1,676	2,954
재고자산	578	616	3,041	3,931	5,088	판매비 및 관리비	343	385	400	1,123	1,158
기타	186	127	455	470	489	영업이익	744	647	651	553	1,796
비유동자산	2,600	2,962	14,908	14,108	13,215	(EBITDA)	958	874	897	1,722	3,090
관계기업투자등	89	118	134	133	138	금융손익	31	24	21	17	0
유형자산	950	1,007	1,215	1,288	1,419	이자비용	8	8	10	19	0
무형자산	1,492	1,622	13,336	12,426	11,386	관계기업등 투자손익	-5	7	-13	-17	-17
자산총계	5,674	5,892	19,918	20,803	22,686	기타영업외손익	-32	-52	11	17	34
유동부채	1,210	1,294	2,471	3,002	3,202	세전계속사업이익	739	626	671	570	1,813
매입채무 및 기타채무	309	371	477	640	828	계속사업법인세비용	153	95	131	54	181
단기금융부채	570	665	1,783	2,091	2,091	계속사업이익	586	531	540	516	1,631
기타유동부채	331	258	211	271	282	중단사업이익	10	11	0	0	0
비유동부채	413	323	321	292	300	당기순이익	596	543	540	516	1,631
장기금융부채	175	154	107	90	90	지배주주	579	538	536	558	1,762
기타비유동부채	239	169	214	203	211	총포괄이익	614	566	540	516	1,631
부채총계	1,624	1,617	2,792	3,294	3,502	매출총이익률 (%)	57.4	45.2	48.3	50.3	64.4
지배주주지분	3,917	4,139	16,981	17,366	19,043	영업이익률 (%)	39.3	28.3	29.9	16.6	39.2
자본금	138	141	220	220	220	EBITDA마진률 (%)	50.6	38.2	41.2	51.7	67.4
자본잉여금	856	871	14,790	14,800	14,800	당기순이익률 (%)	31.5	23.8	24.8	15.5	35.6
이익잉여금	3,052	3,485	3,964	4,058	5,734	ROA (%)	10.8	9.3	4.2	2.7	8.1
비지배주주지분(연결)	133	135	145	142	142	ROE (%)	16.0	13.4	5.1	3.2	9.7
자본총계	4,050	4,274	17,126	17,508	19,185	ROIC (%)	17.1	14.1	4.7	2.7	8.7

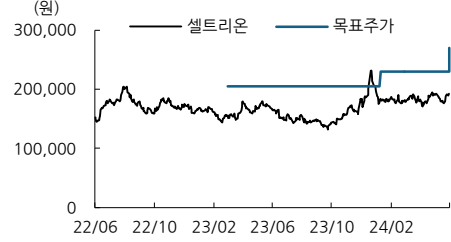
  

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	911	1	537	304	1,724	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	596	543	540	516	1,631	P/E	48.1	43.7	81.7	74.3	23.5
비현금수익비용가감	452	423	373	840	1,451	P/B	6.7	5.5	2.6	2.4	2.2
유형자산감가상각비	62	65	64	83	92	P/S	14.7	10.3	20.4	12.6	9.2
무형자산상각비	152	162	182	1,087	1,203	EV/EBITDA	28.0	26.1	50.7	24.9	13.5
기타현금수익비용	238	197	127	-395	156	P/CF	26.6	24.3	48.6	31.0	13.6
영업활동 자산부채변동	0	-748	-221	-1,053	-1,358	배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	109	-683	-296	-333	-388	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-268	-215	57	-887	-1,157	매출액	2.4	20.6	-4.7	53.2	37.5
매입채무 증가(감소)	44	54	-2	98	188	영업이익	3.6	-13.0	0.7	-15.1	224.7
기타자산 부채변동	114	96	20	69	-1	세전이익	12.4	-15.2	7.2	-15.1	218.0
투자활동 현금	-356	-297	-139	-364	-426	당기순이익	13.3	-8.9	-0.5	-4.4	216.1
유형자산처분(취득)	-63	-111	-210	-166	-223	EPS	11.7	-7.3	-32.9	5.2	216.1
무형자산 감소(증가)	-230	-201	-141	-162	-163	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-54	-34	-183	2	-30	부채비율	40.1	37.8	16.3	18.8	18.3
기타투자활동	-8	49	395	-38	-11	유동비율	254.0	226.4	202.8	223.0	295.8
재무활동 현금	-69	-350	-385	469	-86	순차입금/자기자본(x)	-12.8	4.8	6.6	5.9	-1.0
차입금의 증가(감소)	-135	-58	-90	-21	0	영업이익/금융비용(x)	90.4	86.2	67.4	28.7	n/a
자본의 증가(감소)	-18	-373	-963	490	-86	총차입금 (십억원)	744	819	1,890	2,180	2,180
배당금의 지급	0	102	52	87	86	순차입금 (십억원)	-518	206	1,131	1,030	-189
기타재무활동	83	81	668	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	504	-637	13	409	1,212	EPS	3,964	3,676	2,465	2,593	8,196
기초현금	684	1,188	551	565	973	BPS	28,397	29,398	77,083	79,645	87,333
기말현금	1,188	551	565	973	2,186	SPS	12,952	15,610	9,880	15,291	21,020
NOPLAT	590	549	524	501	1,616	CFPS	7,166	6,602	4,143	6,221	14,135
FCF	691	-79	552	-60	1,298	DPS	727	399	400	400	400

자료: 셀트리온, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 셀트리온 (068270) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-03-13	담당자변경				
2023-03-13	매수	205,000	-21.5	12.9	
2023-04-12	매수	205,000	-21.2	12.9	
2023-06-09	매수	205,000	-22.3	12.9	
2023-08-16	매수	205,000	-21.1	12.9	
2024-01-22	매수	230,000	-20.5	-15.4	
2024-06-12	매수	270,000			



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김민정은 DDW 2024에 (주)셀트리온의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.