



Buy(Upgrade)

목표주가: 220,000원

주가(5/24): 179,900원

시가총액: 390,371억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/24)		2,687.6pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	231,500원	131,800원
등락률	-22.3%	36.5%
수익률	절대	상대
1M	0.2%	-0.2%
6M	7.1%	-0.5%
1Y	0.5%	-4.0%

Company Data

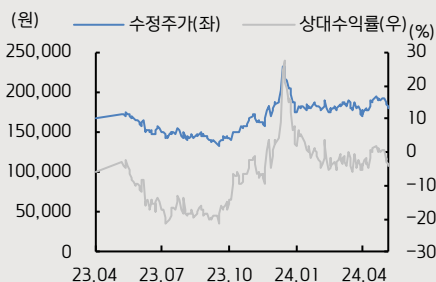
발행주식수	216,993 천주
일평균 거래량(3M)	636천주
외국인 지분율	23.9%
배당수익률(2024E)	0.3%
BPS(2024E)	80,044원
주요 주주	셀트리온홀딩스 외 85인
	28.3%

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,532.1	4,401.1
영업이익	647.2	651.5	611.1	1,403.5
EBITDA	873.6	897.3	911.5	1,669.3
세전이익	626.2	671.1	626.4	1,429.7
순이익	542.6	539.7	494.9	1,129.5
지배주주지분순이익	537.8	535.6	491.1	1,121.0
EPS(원)	3,677	3,639	2,260	5,166
증감률(% YoY)	-7.3	-1.0	-37.9	128.6
PER(배)	43.6	55.4	79.6	34.8
PBR(배)	5.67	2.61	2.25	2.12
EV/EBITDA(배)	26.2	34.3	44.0	23.7
영업이익률(%)	28.3	29.9	17.3	31.9
ROE(%)	13.4	5.1	2.9	6.3
순차입금비율(%)	4.2	6.6	5.1	2.0

자료: 키움증권

Price Trend



☑ DDW 학회 후기

셀트리온 (068270)

DDW 2024 후기: 직접 확인하고 왔어요!



올해 동사에 가장 중요한 모멘텀은 짐펜트라 미국 시장 안착입니다. 금번 미국에서 진행된 세계 최대 소화기학회(DDW)에서 짐펜트라 제품 소개가 있었으며, 세계 최초 유일한 인플릭시맵 SC 제형으로 예상보다 많은 관심을 받았습니다. 짐펜트라는 3분기까지 주요 PBM사에 등재되어, 하반기 본격 처방될 것으로 예상됩니다. 최선호주로 추천.

>>> 짐펜트라, 예상보다 높은 관심 확인

짐펜트라는 20년 이상 사용되어온 TNF-α 제제인 인플릭시맵의 세계 최초 SC 제형 신약으로 인플릭시맵이 **장기 안전성과 효능 데이터가 있다는 점에서 직접 판매 영업 활동이 비교적 수월할** 것으로 추측된다. 특히, 장기간 투여가 필요한 자가면역질환에서는 리얼월드데이터 확보가 더욱 필요한데, 동사는 램시마SC의 유럽 3년간의 처방 데이터를 확보하고 있다. 금번 DDW 학회에서 진행했던 짐펜트라 제품 설명회는 5/21일 오후 13시에 진행되어 비교적 학회 마지막 날 오후 세션에도 불구하고, 참석자가 많아 높은 관심을 확인할 수 있었다. 지난 4월 짐펜트라는 익스프레스 스크립스와 PBM 등재 계약을 체결하였으며, **추가 PBM 등재는 오는 '24.2Q~3Q가 될** 것으로 예상된다. 이에 따라 본격 처방은 하반기부터 이뤄져 짐펜트라의 매출액을 확인할 수 있는 시기가 3분기 실적을 발표하는 11월경이 될 것으로 예상된다 ('24년 짐펜트라 미국 매출 2,000억원으로 보수적 추정).

>>> 제품 포트폴리오와 시너지 효과 기대

염증성장질환(IBD) 제품 포트폴리오로 인플렉트라와 휴미라BS, 짐펜트라를 보유하고 있으며, 내년 스텔라라BS까지 확대된다. 항암제인 베그젤마, 자가면역질환에 이어 골 질환 치료제 프롤리아BS까지 주요 질환 영역 커버리지 확대되어 **영업사원간의 시너지 효과** 등이 기대된다.

자가면역질환 분야 시밀러 제품은 시장 침투에 다소 시간이 소요되는데, **올해 중순 이후부터** 휴미라 오리지널 제품을 formulary에서 내려놓게 하는 PBM의 정책 변화가 감지되고 있어 **휴미라BS의 본격적인 시장 침투**가 예상된다. 휴미라BS가 본격 성장 궤도에 올라가고 짐펜트라의 침투가 본격화되기 시작하면, 동사의 신제품인 스텔라라BS, 아일리아BS, 졸레라BS, 프롤리아BS가 줄이어 출시되어 자리를 잡아갈 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy 상향, 목표주가 22만원. 최선호주로 추천.

하반기부터 짐펜트라의 본격 처방 확대와 실적 개선이 예상되고, '25년 다수의 신제품 출시가 예상되는 가운데 최근 주가 하락에 따른 주가 괴리율 확대로 동사에 대한 투자 의견을 BUY로 상향하며, 목표주가 22만원을 유지하며 최선호주로 추천한다. 2분기까지 PPA 상각비가 크게 반영되고(약 600억원대), 하반기부터 70억원대로 큰 폭 감소되며 재고자산 효과 또한 두드러질 것으로 예상된다.

>>> ① 부스 관찰: 메인 위치 선점하여, 적극 영업 중

행사 부스는 자가면역질환 주요 치료제를 보유한 다케다, 애브비, J&J, 릴리, 셀트리온 등이 한데 모여 있었는데, 동사의 행사장은 미국소화기학회(DDW) 후원사인 다케다 마중편에 위치하고 있어 경쟁 관계임을 다시 한번 확인할 수 있었다.

짐펜트라[®]의 실제 모형으로 투여 시뮬레이션을 해보니 2주 1회 자가투여 오토 인젝터 (Auto injector)로 매우 짧은 시간 간편한 투여가 가능했다. 또한, 부스에서는 미국 법인과 서정진 회장의 영업 활동을 관찰할 수 있었으며, 이에 대한 호응이 예상보다 높았다.

부스 정면



주: 왼쪽 다케다의 엔티비오, 오른쪽 셀트리온의 짐펜트라
자료: 키움증권 리서치센터

셀트리온 부스 앞, 직접 영업 중인 서정진 회장



자료: 키움증권 리서치센터

짐펜트라 샘플 모형 1



자료: 키움증권 리서치센터

짐펜트라 샘플 모형 2



자료: 키움증권 리서치센터

>>> ② 제품 설명회: 오랜 시간 잘 알려진 인플렉시맵 신약

짐펜트라 제품 설명회에서 Northwestern 대학교의 소화기 건강 센터 의료 책임자이자 미국 위장병학회(AGA)의 전 의장과 FDA 소화기 약물 자문위로 활동한 Steven Hanauer 박사가 짐펜트라의 소개를 맡았다.

짐펜트라가 **바이오시밀러가 아닌 신약**이며, 짐펜트라의 성분인 인플릭시맵이 1998년 출시되어 **지난 25년간 효능과 안전성이 검증**되었다는 것을 강조하였다. 자가면역질환은 장기간 투여하는 약물로 **장기 안전성 데이터 등을 확보**하는 것이 중요한데, 이 부분이 동사가 직접 판매 영업하는 데에 수월할 것으로 판단된다.

제품 설명회에서는 323명의 크론병 환자(CD)와 438명의 궤양성 대장염(UC) 환자 대상 짐펜트라의 3상 결과가 소개되었다. 중등~중증 크론병(CD) 323명 대상으로 짐펜트라의 글로벌 3상이 진행되었으며, 인플릭시맵 정맥제형 5mg/kg 6주차까지 투여(Wks 0, 2, 6) 후, 유도요법에 임상반응을 보인 환자를 10주차에 짐펜트라 120 mg를 투약하여 54주 시점에서 확인하였다. 주평가지표는 임상적 관해(Clinical remission)와 내시경 반응(Endoscopic response)이며, 임상적 관해는 짐펜트라 투약군이 63%(vs 위약 30%), 내시경 반응은 짐펜트라 투약군 35%(vs 위약 10%)로 위약 대조군 대비 통계적으로 유의하게 높은 치료 유효성 결과를 확인하였다.

궤양성 대장염(UC)의 주평가지표는 임상적 관해로 54주차에 43%(vs 위약군 21%)를 나타내었다. CD와 UC 모두에서 **일정한 혈청 농도 지속이 관찰되었고, 구연산염이 없는 제제로 주사 부위 반응 수가 매우 적었다**는 점도 언급되었다.

이번 결과는 '23.3월 유럽 크론병 및 대장염학회(ECCO)에서 발표한 바 있으며, 이번 학회에서 논문 영향력 지수(Impact factor) 29.4에 달하는 **미국 소화기학회 공식 저널 학술지에 게재**되었다.

제품 설명회(Product Theater, 주제: Understanding Zymfentra)는 5/21일 오후 13시로 비교적 학회 마지막날 오후 세션에도 불구하고, **참석자가 많아 높은 관심을 확인할 수 있었다**.

집펜트라 설명회



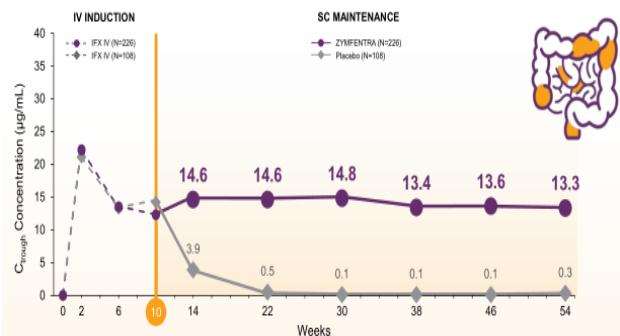
자료: 키움증권 리서치센터

집펜트라 설명회



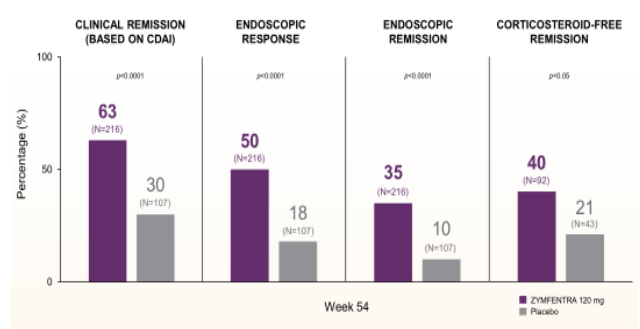
자료: 키움증권 리서치센터

크론병(CD) 환자 대상 집펜트라 혈청내 유지



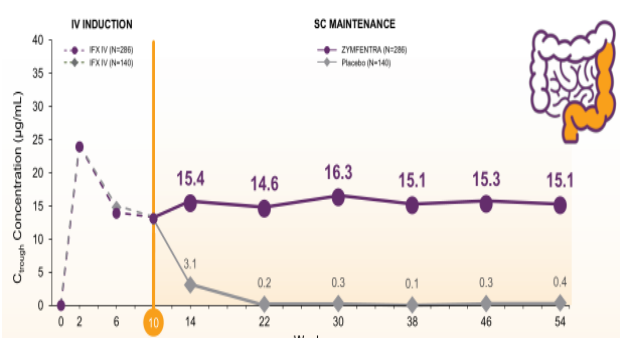
자료: DDW, 키움증권 리서치센터

집펜트라 투여 54주차 CD 효능



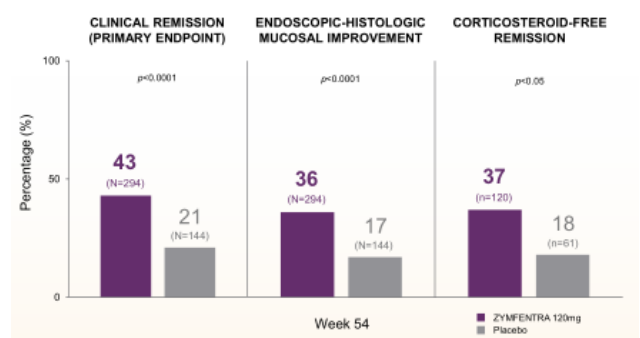
자료: DDW, 키움증권 리서치센터

궤양성대장염(UC) 환자 대상 집펜트라 혈청내 유지



자료: DDW, 키움증권 리서치센터

집펜트라 투여 54주차 UC 효능



자료: DDW, 키움증권 리서치센터

집펜트라 3상 결과 국제학술지 게재

Journal Pre-proof

Subcutaneous Infliximab (CT-P13 SC) as Maintenance Therapy for Inflammatory Bowel Disease: Two Randomized Phase 3 Trials

Stephen B. Hanauer, Bruce E. Sands, Stefan Schreiber, Silvio Danese, Maria Kłopocka, Jarosław Kierkuś, Roman Kulynych, Maciej Gonciarz, Artur Sołtysiak, Patryk Smoliński, Slobodan Srećković, Ekaterina Valuyskikh, Adi Lahat, Marek Horyński, Antonio Gasbarrini, Marina Osipenko, Vladimir Borzan, Maciej Kowalski, Daria Saenko, Ruslan Sardinov, Sang Joon Lee, Sunghyun Kim, Yunju Bae, Sunhee Lee, Seulgi Lee, Joon Ho Lee, Siyoung Yang, Jimin Lee, Juhyun Lee, Jong Min Kim, Gahee Park, William J. Sandborn, Jean-Frederic Colombel

PII: S0016-5085(24)04918-7
DOI: <https://doi.org/10.1053/j.gastro.2024.05.006>
Reference: YGAST 66257

To appear in: *Gastroenterology*
Accepted Date: 4 May 2024

Please cite this article as: Hanauer SB, Sands BE, Schreiber S, Danese S, Kłopocka M, Kierkuś J, Kulynych R, Gonciarz M, Sołtysiak A, Smoliński P, Srećković S, Valuyskikh E, Lahat A, Horyński M, Gasbarrini A, Osipenko M, Borzan V, Kowalski M, Saenko D, Sardinov R, Lee SJ, Kim S, Bae Y, Lee S, Lee S, Lee JH, Yang S, Lee J, Lee J, Kim JM, Park G, Sandborn WJ, Colombel J-F, Subcutaneous Infliximab (CT-P13 SC) as Maintenance Therapy for Inflammatory Bowel Disease: Two Randomized Phase 3 Trials, *Gastroenterology* (2024), doi: <https://doi.org/10.1053/j.gastro.2024.05.006>.

This is a PDF file of an article that has undergone enhancements after acceptance, such as the addition of a cover page and metadata, and formatting for readability, but it is not yet the definitive version of record. This version will undergo additional copyediting, typesetting and review before it is published in its final form, but we are providing this version to give early visibility of the article. Please note that, during the production process, errors may be discovered which could affect the content, and all legal disclaimers that apply to the journal pertain.

© 2024 The Authors. Published by Elsevier Inc. on behalf of the AGA Institute.

자료: Gastroenterology, 키움증권 리서치센터



>>> ③ 미국 법인장 인터뷰 내용

셀트리온의 현지 마케팅 전략 등을 살펴보기 위해 법인장 인터뷰를 진행하였다. 주요 내용은 다음과 같다.

Q. 미국 법인의 전체 인원/영업사원 인원 구성?

A. 총 63명에 달하며, 향후 채용 확대 계획이 있음.

참고로 경쟁 다국적 제약사의 인력은 동사보다 많은 약 140명 내외. 동사는 효율적인 운용이 중요하다고 생각.

영업사원은 기존 legacy pharma 등에서 채용.

Q. 제품 포트폴리오 현황?

A. 염증성장질환(IBD)쪽으로 충분한 포트폴리오 확보되었으며, 특히 인플렉시맵은 미국에서 오랜기간 사용된 골든 스탠다드 제품임. 크론병(CD)에서 여전히 TNF- α 제제를 많이 사용하고 있음.

이 밖에도 아일리아BS '25.1Q, 스텔라라 '25.1Q 출시, 악템라 '25년 출시 준비 예정. 골다공증 치료제 프롤리아 제품 출시 또한 준비 중.

Q. 짐펜트라 제품의 차별 포인트는?

A. 이미 1) 확보된 환자군이 있으며, 2) 상온 보관 가능, 3) 오토 인젝터SC 개발. CD 환자에서 TNF- α 타겟이 가장 효과적.

Q. 영업 환경과 시장 침투 속도는 지난 화이자의 인플렉트라 당시와 비교하면 어떠한지?

A. 점점 침투율 올라가는 추세로 인플렉트라 당시와는 완전히 다른 분위기로 긍정적으로 판단.

PBM 협상 분위기도 기존 바이오시밀러와는 바게닝 파워(Bargaining power) 측면에서 많이 다름. 또한, 스텔라라BS 포함 번들링 논의되고 있다는 점에서 긍정적. 짐펜트라의 PBM 등재 속도도 예상보다 빠르게 이뤄지고 있으며, 추가 PBM 등재는 3분기내로 예상.

Q. 짐펜트라의 TV 등 광고 계획은?

A. TV 광고 검토하고 있음.

Q. 휴미라BS 본격적인 시장 침투와 매출 증가 시기?

A. 올해 3분기부터 시작될 것. 오리지널 제품을 formulary에서 내려놓게 하는 PBM 정책 변화 감지되고 있음.

Q. 미국 법인의 BEP 시점?

A. 올해말 목표.

>>> 짐펜트라 전망과 투자의견

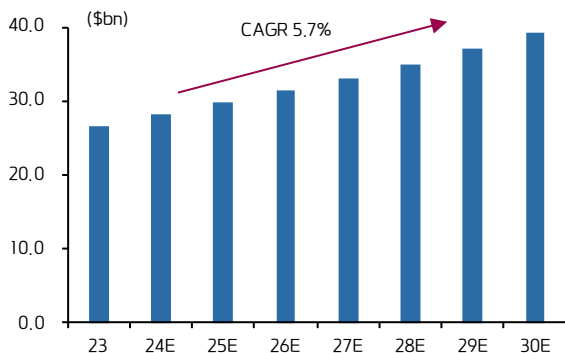
짐펜트라의 약국급여관리자(PBM) 등재가 '24.2Q~3Q 되면서, 본격 처방은 하반기부터 이뤄질 것으로 보인다. 실제 짐펜트라의 매출액을 확인할 수 있는 시기는 3분기 실적 발표하는 11월경부터로 예상됨에 따라 올해 짐펜트라 미국 매출 2,000억원으로 보수적으로 추정하였다.

다만, 이는 보험 등재와 처방되는 시기의 문제로 2분기부터 처방에 속도가 붙기 시작한다면, 추정치 상향이 가능하다. 주요 3대 PBM 중 현재 익스프레스 스크립트와 등재 계약을 체결하여, '24.2Q~3Q 중으로 추가 등재가 될 수 있을 것으로 전망된다.

내년부터는 기존 휴미라BS와 짐펜트라에 더해 스텔라라BS의 제품까지 확보되면서 제품 포트폴리오간 시너지 효과 및 영업 효율 강화될 것으로 기대된다. 염증성 궤양성 대장염(IBD) 치료 분야에서 TNF-α 제제가 지난 25년 동안 사용되며, 오랜 시간 효능과 안전성이 검증된 만큼 미국에서 직접판매를 시작하는 동사에는 유리한 영업 환경이라고 판단된다. 실제로 학회에서 짐펜트라에 대한 관심은 예상보다 높았다.

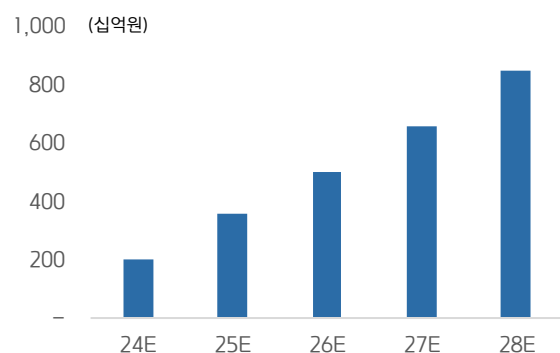
하반기부터 짐펜트라의 본격 처방 확대와 실적 개선이 예상되고, '25년 다수의 신제품 출시가 예상되는 가운데 최근 주가 하락에 따른 주가 괴리율 확대로 동사에 대한 투자 의견을 BUY로 상향하며, 목표주가 22만원을 유지한다. 2분기까지 PPA(기업인수가격배분) 상각비가 크게 반영되고(약 600억원대), 하반기부터 70억대로 감소되며 재고자산 효과 또한 하반기 두드러질 것으로 예상된다.

염증성장질환(IBD) 시장 규모 및 추정



자료: Fortune Business, 키움증권 리서치센터

짐펜트라 매출 추이 및 추정



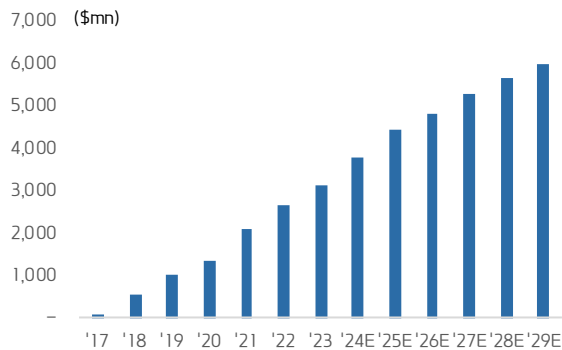
자료: 키움증권 리서치센터

다만, DDW에서 J&J의 Tremfy (guselkumab, IL-23)이 중등~중증 크론병 환자(CD) 대상으로 스텔라라와 직접 비교하는 3상 연구 결과를 발표하였는데(GALAXI2&3), 내시경 반응이 Tremfy 200mg에서 52.7%, 임상적 관해는 무려 70.3%에 달했다.

J&J의 Tremfy의 3상은 뒤늦게 구두발표(late-breaking oral presentation)되었는데, 아래 사진과 같이 발표장 내부가 가득차 들어갈 수 없을 정도로 관심을 끌었다. 심지어 발표장 외부에 위치한 모니터에 많은 사람들이 관심을 갖고 데이터를 확인하고 있었다는 점에서 신약에 대한 관심은 매우 높았다. J&J가 자사의 메가 블록버스터 제품인 스텔라라 특허만료 이후, 자체 신약인 트렘피어에 집중하고 있는 것으로 보인다.

트렘피어는 건선 적응증에 강점을 갖고 있으나, 류마티스 관절염 적응증은 개발을 중단한 바 있다. 트렘피어의 '23년 매출액은 \$3.1bn(YoY +18%)을 기록한 바 있으며, '29년 \$6bn이 예상된다. 이는 지난해 \$10bn 이상 판매한 스텔라라나 레미케이드에 비해서는 못 미치는 수치이다. 10년 이상 임상 경험과 많은 장기 안전성 데이터가 있는 TNF 억제제 계열 대비 아직 데이터가 더욱 필요하다는 의견도 있다.

트렘피어 매출 추이 및 추정



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

트렘피어 데이터를 보기 위해 몰려든 인원



자료: 키움증권 리서치센터

트렘피어 3상 데이터

	Endpoint	TREMFYA® 200mg SC q4w versus ustekinumab	TREMFYA® 100mg SC q8w versus ustekinumab	Ustekinumab
Endoscopic endpoints	Endoscopic response ^d	52.7% (p<0.001)	47.9% (p=0.009)	37.1%
	Endoscopic remission ^e	37.2% (p=0.001)	33.2% (p=0.024)	24.7%
	Clinical remission and endoscopic response	47.3% (p<0.001)	41.6% (p=0.049)	33.7%
	Deep remission ^f	33.8% (p=0.002)	29.7% (p=0.040)	22.3%
Clinical endpoint	Clinical remission ^g	70.3% (p=0.058)	65.4% (p=0.512)	62.9%

자료: J&J, 키움증권 리서치센터

분기 실적 추정 세부 내역

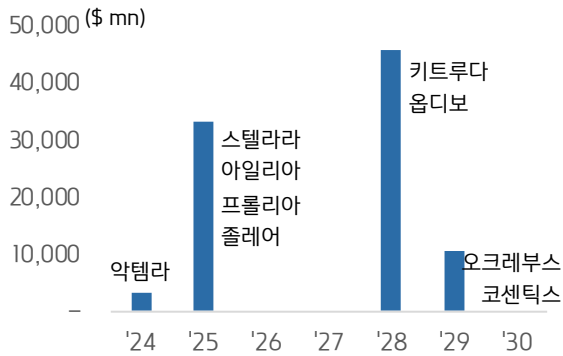
(단위,
십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E
바이오의약품	449.4	369.3	461.8	199.6	1,480.0	651.2	639.2	758.2	843.2	2,891.8	3,738.0
램시마	113.5	89.1	168.1	145.4	516.1	299.6	249.3	270.9	264	1,083.8	1,083.8
램시마 SC	161.3	31.4	87.4	7.7	287.8	117.2	104.3	108.5	87.3	417.4	521.7
짐펜트라						-	30.0	60.0	110.0	200.0	360.0
트룩시마	113.5	62.9	13.4	-	189.9	97.7	94.9	94.9	92.2	379.7	398.7
허주마	17.9	47.2	20.2	-	85.3	39.1	49	58.8	49.2	196.1	205.9
유폴라이마	3.0	-	127.7	3.8	134.5	65.1	62.2	70.6	84.6	282.6	395.6
케미컬의약품	95.6	115.3	94.1	88.0	393.0	81.1	118.7	98.6	114.2	412.7	433.3
기타	52.6	39.4	116.4	95	303.4	4.7	25.3	44.1	153.5	227.6	229.9
매출액	597.6	524.0	672.3	382.6	2,176.4	737.0	783.2	901.0	1,110.9	3,532.1	4,401.1
YoY	9%	-12%	7%	-25%	-5%	23%	49%	34%	190%	62%	25%
매출원가	333.4	247.8	301.9	241.4	1,124.6	430.3	409.6	422.7	478.8	1,741.4	1,659.9
원가율	56%	47%	45%	63%	52%	58%	52%	47%	43%	49%	38%
매출총이익	264.2	276.2	370.3	141.2	1,051.9	306.7	373.6	478.3	632.1	1,790.7	2,741.3
매출총이익율	44%	53%	55%	37%	48%	42%	48%	53%	57%	51%	62%
판매관리비	81.7	93.2	102.7	122.7	400.4	291.2	296.9	282.5	308.9	1,179.6	1,337.8
영업이익	182.4	183.0	267.6	18.4	651.5	15.4	76.7	195.8	323.2	611.1	1,403.5
YoY	28%	-8%	37%	-82%	2%	-92%	-58%	-27%	1654%	-6%	130%
OPM	31%	35%	40%	5%	30%	2%	10%	22%	29%	17%	32%

주: 2023년 수치는 합병전 셀트리온의 수치임.

자료: 키움증권 리서치센터

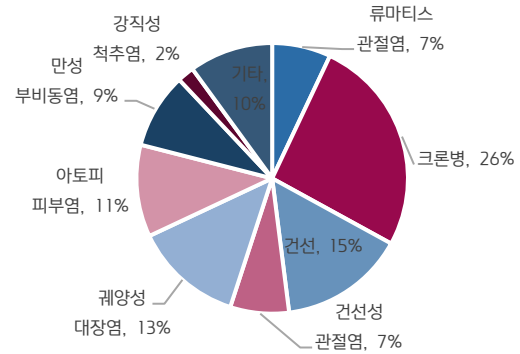
미국 주요 바이오로직스 특허만료 예정



주: 각 제품의 매출액은 특허만료 전년도 최고 매출액 기준. 특허만료 합의에 따라 만료 시기 달라질 수 있음. 미국 특허 기준

자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

자가면역질환 '19년 대비 '23년 성장률. 크론병 ↑



자료: IQVIA, 키움증권 리서치센터

셀트리온 바이오시밀러 개발 현황

적응증	제품명	글로벌 시장규모 (2023)	개발 현황	
			US	EU
자가면역질환	Yuflyma adalimumab	\$41.0bn	허가 획득 (미국 IC 허가 신청 24.01)	
	CT-P43 (스텔라라® 바이오시밀러)	\$20.2bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.05)
	CT-P47 (악템라® 바이오시밀러)	\$3.2bn	허가 신청(24.01)	허가 신청(24.02)
항반변성	CT-P42 (아일리아® 바이오시밀러)	\$9.4bn	허가 신청(23.06)	허가 신청(23.11)
천식두드러기	CT-P39 (줄레어® 바이오시밀러)	\$4.4bn	허가 신청(24.03)	CHMP 승인 권고(24.03)
골다공증	CT-P41 (프롤리아® 바이오시밀러)	\$6.8bn	허가 신청(23.11)	허가 신청(24.03)
다발성경화증	CT-P53 (오크레부스® 바이오시밀러)	\$7.5bn	임상 3상 진행 중	
건선	CT-P55 (코센틱스® 바이오시밀러)	\$7.7bn	임상 1상 진행 중	

자료: 셀트리온, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,532.1	4,401.1	4,925.0
매출원가	1,251.3	1,124.6	1,741.4	1,659.9	1,824.6
매출총이익	1,032.7	1,051.9	1,790.7	2,741.3	3,100.5
판관비	385.5	400.4	1,179.6	1,337.8	1,497.0
영업이익	647.2	651.5	611.1	1,403.5	1,603.4
EBITDA	873.6	897.3	911.5	1,669.3	1,838.6
영업외손익	-21.0	19.6	15.3	26.2	49.8
이자수익	14.2	19.1	25.1	38.0	61.6
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	3.0	3.0
법인세차감전이익	626.2	671.1	626.4	1,429.7	1,653.2
법인세비용	94.8	131.4	131.5	300.2	347.2
계속사업순손익	531.3	539.7	494.9	1,129.5	1,306.0
당기순이익	542.6	539.7	494.9	1,129.5	1,306.0
지배주주순이익	537.8	535.6	491.1	1,121.0	1,296.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.6	-4.7	62.3	24.6	11.9
영업이익 증감율	-13.0	0.7	-6.2	129.7	14.2
EBITDA 증감율	-8.8	2.7	1.6	83.1	10.1
지배주주순이익 증감율	-7.2	-0.4	-8.3	128.3	15.6
EPS 증감율	-7.3	-1.0	-37.9	128.6	15.6
매출총이익율(%)	45.2	48.3	50.7	62.3	63.0
영업이익율(%)	28.3	29.9	17.3	31.9	32.6
EBITDA Margin(%)	38.2	41.2	25.8	37.9	37.3
지배주주순이익율(%)	23.5	24.6	13.9	25.5	26.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	0.9	537.2	319.2	589.5	1,014.6
당기순이익	542.6	539.7	494.9	1,129.5	1,306.0
비현금항목의 가감	423.5	373.0	384.3	505.4	498.1
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	95.2	250.9	274.2
영업활동자산부채증감	-748.1	-221.4	-443.8	-773.5	-494.4
매출채권및기타채권의감소	-682.9	-296.0	-590.5	-378.6	-228.2
재고자산의감소	-215.0	57.3	39.2	-518.7	-419.1
매입채무및기타채무의증가	53.6	-2.2	159.4	186.4	228.1
기타	96.2	19.5	-51.9	-62.6	-75.2
기타현금흐름	-217.1	-154.1	-116.2	-271.9	-295.1
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
무형자산의 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	557.4	561.0	561.0
차입금의 증가(감소)	-54.5	-86.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	9.9	7.4	-3.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-280.5	-918.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-102.5	-51.7	-103.6	-103.3	-103.3
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	240.3	514.2	939.3
기초현금 및 현금성자산	1,188.3	551.2	564.6	804.9	1,319.1
기말현금 및 현금성자산	551.2	564.6	804.9	1,319.1	2,258.4

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,929.8	5,009.4	5,853.2	7,327.3	8,989.1
현금 및 현금성자산	551.2	564.6	804.9	1,319.1	2,258.4
단기금융자산	62.3	194.1	194.1	194.1	194.1
매출채권 및 기타채권	1,635.0	948.1	1,538.6	1,917.2	2,145.5
재고자산	616.4	3,041.5	3,002.3	3,520.9	3,940.0
기타유동자산	64.9	261.1	313.3	376.0	451.1
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	20,469.1	21,685.5	23,120.2
유동부채	1,294.1	2,470.6	2,630.0	2,816.4	3,044.5
매입채무 및 기타채무	370.7	476.7	636.1	822.5	1,050.7
단기금융부채	637.9	1,783.3	1,783.3	1,783.3	1,783.3
기타유동부채	285.5	210.6	210.6	210.6	210.5
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	2,951.2	3,137.6	3,365.7
지배자본	4,139.4	16,980.7	17,369.1	18,390.6	19,587.3
자본금	140.8	220.3	217.0	217.0	217.0
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	4,351.5	5,369.2	6,562.1
비지배자본	134.8	145.1	148.8	157.3	167.1
자본총계	4,274.2	17,125.8	17,517.9	18,547.9	19,754.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,677	3,639	2,260	5,166	5,974
BPS	28,290	77,083	80,044	84,752	90,267
CFPS	6,605	6,201	4,045	7,534	8,315
DPS	415	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	43.6	55.4	79.6	34.8	30.1
PER(최고)	56.3	55.6	106.6		
PER(최저)	36.4	36.0	75.1		
PBR	5.67	2.61	2.25	2.12	1.99
PBR(최고)	7.32	2.63	3.01		
PBR(최저)	4.73	1.70	2.12		
PSR	10.28	13.63	11.07	8.87	7.93
PCFR	24.3	32.5	44.5	23.9	21.6
EV/EBITDA	26.2	34.3	44.0	23.7	21.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.5	19.2	20.9	9.1	7.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	9.4	4.2	2.5	5.4	5.8
ROE	13.4	5.1	2.9	6.3	6.8
ROIC	12.9	5.4	2.6	5.9	6.6
매출채권회전율	1.7	1.7	2.8	2.5	2.4
재고자산회전율	3.8	1.2	1.2	1.3	1.3
부채비율	37.8	16.3	16.8	16.9	17.0
순차입금비용	4.2	6.6	5.1	2.0	-2.8
이자보상배율	86.2	67.4	63.2	145.2	165.9
총차입금	792.3	1,890.4	1,890.4	1,890.4	1,890.4
순차입금	178.8	1,131.7	891.4	377.2	-562.1
EBITDA	873.6	897.3	911.5	1,669.3	1,838.6
FCF	-308.6	284.5	339.4	601.0	1,007.5

Compliance Notice

- 당사는 5월 24일 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.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 허혜민 애널리스트는 미국 장 질환 학회(DDW)에 2024/5/18~2024/5/23 기간 중 셀트리온의 비용을 통해 참석한 사실이 있으며, 기타 다른 특별한 이해 관계는 없음을 고지합니다.

고지사항

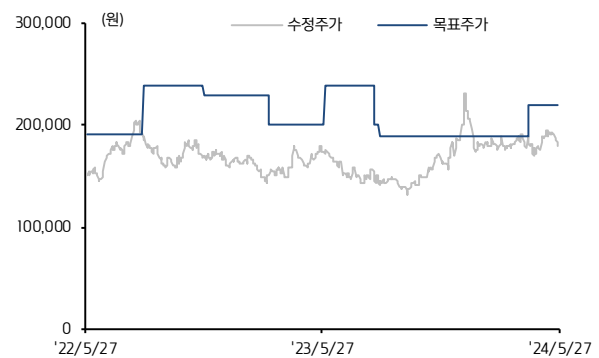
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-16.25	-11.55
	2024-05-27	Buy (Upgrade)	220,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

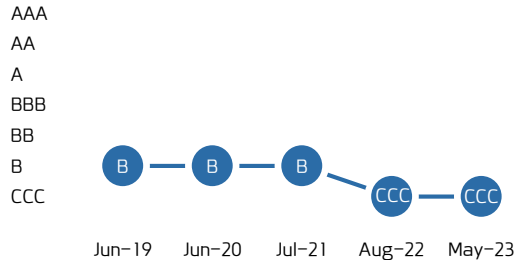
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

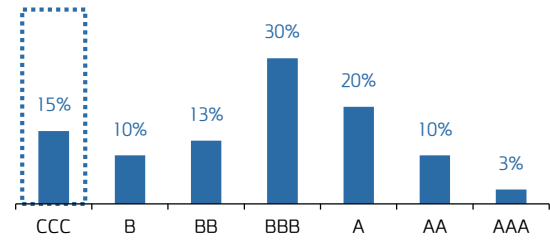
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 바이오섹 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 (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