

셀트리온 (068270)

[2024 DDW] A Quick Recap : 짐펜트라, 시간의 문제

투자의견

BUY(유지)

목표주가

250,000 원(유지)

현재주가

183,500 원(05/23)

시가총액

39,818(십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 25만원 유지, 적극적으로 매수해야 할 때라고 판단함
- 밸류체인 일원화와 미국 시장에서 유통 채널망을 구축하며 비즈니스모델 혁신(Business model Innovation) 진행 중
- 5월 18~21일 개최된 2024 DDW(Digestive Disease Week)를 참관하여 IBD(염증성 장질환) 치료제들의 글로벌 개발 동향 및 마케팅 현황을 파악함
- IBD 치료제 시장 동향
 - ① 염증성 장질환 유병률이 상승하면서 신제품 출시, 제형 변화, 바이오시밀러 출시로 IBD 치료제 시장 격변 중
 - ② 다케다, J&J, 애브비, 그리고 국내 제약사 셀트리온이 시장 주도권을 확보하기 위해 치열한 마케팅 진행
- 셀트리온: 짐펜트라로 외형 성장과 이익 성장 두 마리 토끼를 잡는다
 - ① 제형 변화로 편의성은 기본, 치료 효과와 안전성까지 모두 확보: 2년 연장 임상에서 우수한 약효 유지 효과 확인
 - ② 2024 DDW에서 짐펜트라에 대한 의료진들의 높은 관심과 우호적인 반응을 확인함, 밀착 마케팅 진행 중
 - ③ TNF- α 치료제 시장에서 점유율 상승에 따른 매출 증가는 시간의 문제

주가(원,5/23)	183,500
시가총액(십억원)	39,818

발행주식수	216,993천주
52주 최고가	241,000원
최저가	131,000원
52주 일간 Beta	0.93
60일 일평균거래대금	1,172억원
외국인 지분율	23.9%
배당수익률(2024F)	0.3%

주주구성	
셀트리온홀딩스 (외 86인)	28.3%
국민연금공단 (외 1인)	5.3%
자사주 (외 1인)	4.8%

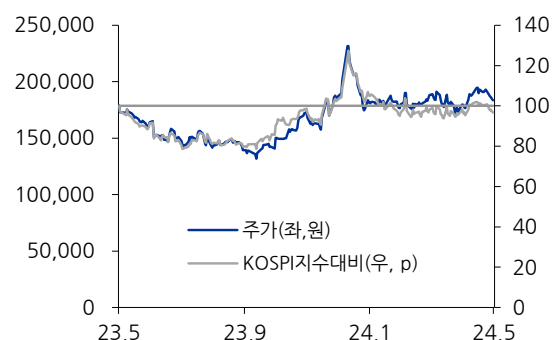
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-1.7	-2.1	-3.8
절대기준	2.1	6.1	2.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	250,000	250,000	-
영업이익(24)	569	569	-
영업이익(25)	1,806	1,806	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	2,284	2,176	3,499	4,671
영업이익	647	651	569	1,806
세전손익	626	671	577	1,808
당기순이익	543	540	464	1,452
EPS(원)	3,676	2,432	2,104	6,592
증감률(%)	-7.3	-33.9	-13.5	213.2
PER(배)	43.7	82.9	87.2	27.8
ROE(%)	13.4	5.1	2.7	8.1
PBR(배)	5.5	2.6	2.3	2.2
EV/EBITDA(배)	26.1	34.1	53.2	19.5

자료: 유진투자증권

주: 2023년 12월 28일 셀트리온이 셀트리온 헬스케어를 흡수합병함에 따라 2022~2023년 실적과 2024~2025년 예상 실적의 연속성은 없음



제 3 성장기: Business Model Innovation 진행 중

기존 의견: 상반기
에는 보수적 접근

당사는 2024 년 3 월 4 일 발간한 셀트리온 기업분석 보고서에서 2024 년 상반기에는 공격적인 매수 전략보다 보수적 접근 전략이 유효할 것으로 전망하였다. 이는 2023 년 12 월 합병 이후 신제품 출시와 합병 이후 원가율 정상화에 따른 실적 고성장 추이가 하반기부터 본격화될 것으로 판단하여 매출 성장을 확인하고 접근하는 보수적인 접근을 권유한 것이었다.

신규 의견:
적극적 매수 권유

그러나 지난 5 월 18~21 일 개최된 2024 DDW 참관을 통해 짐펜트라의 상업화 성공을 확신하게 되었다. 따라서 2 분기부터 셀트리온을 적극적으로 매수할 것을 권유한다. 당사는 셀트리온이 제 3 성장기에 진입할 것으로 전망한다.

그 이유는 다음과 같다.

성공적인 비즈니스
모델 혁신을 보여줄
것으로 전망됨

첫째, 셀트리온은 셀트리온헬스케어와 합병을 통해 밸류체인을 일원화시키는 것과 동시에 회계 투명성, 자산 효율화를 진행하고 있으며, 최대 의약품 시장인 미국 시장에서 직접 판매를 위한 유통 채널을 구축하면서 비즈니스모델 혁신을 진행 중이다.

2024 DDW 에서
짐펜트라의 상업적
성공 가능성을
확신하게 됨

둘째, 2024 DDW 참관을 통해 당사는 2024 년 하반기 짐펜트라의 미국 상업화에 성공하면서 실적 개선에 대한 우려가 완화되는 것은 물론, 기업가치가 재평가가 될 가능성이 높다고 판단하였다. 짐펜트라의 미국 매출 증가는 시간의 문제이며 IBD 시장에서 핵심 치료제로 확고한 위상을 잡을 것으로 예상된다.

도표 1. 셀트리온 시가 총액 추이 및 이벤트



2024 DDW: A Quick Recap

DDW는
소화기 질환과 관련
된 가장 큰 행사

DDW(Digestive Disease Week: 소화기 질환 주간)는 소화기 질환과 관련된 주요한 학회들이 참가하여 연구개발 성과를 공유하는 행사이며 글로벌 제약사 및 의요기기 회사들이 각 사의 주력 제품들을 학회에 참석한 전문가들에게 대대적인 마케팅을 하는 자리이다.

염증성 장질환 시장
격변 중

2024 DDW는 그 어느 행사보다 성대하게 진행되었는데 이는 소화기 질환의 주요 분야인 염증성장질환(IBD: Inflammatory Bowel Disease) 분야에서 중요한 변화가 진행되고 있기 때문이다. 서구식 식생활 확대와 스트레스 증가 등 환경적 요인으로 염증성 장질환 유병률이 상승하면서 관련 치료제 시장의 확대가 예상되고 있다. 이에 글로벌 빅파마들은 신약 출시, 적응증 확대, 제형 변경 등을 통해 시장을 선점하고자 공격적인 마케팅을 진행하고 있다. 반면, 휴미라(2023년 6월 특허만료), 스텔라라(2025년 3분기 특허만료 예정) 등의 특허만료로 바이오시밀러 출시에 따른 시장 변화도 예상된다.

셀트리온, 다케다, J&J,
애브비, 일라이 릴리의
치열한 마케팅 현장
확인

당사는 금번 DDW에서 시장 주도권을 확보하기 위한 다케다, J&J, 애브비, 일라이 릴리, 그리고 국내 제약사 셀트리온의 치열한 마케팅 현장을 확인하였다. 그리고 마케팅을 위해 각 사 제품의 경쟁력을 뒷받침하는 다수의 임상 데이터들도 확인하였다.

다케다, 애브비, 일라이 릴리는 참가자들을 대상으로 제품명이 적혀있는 명찰 끈, 가방 등을 제공하는 것은 기본이고 행사장 곳곳에 제품 홍보 영상과 광고판을 부착하여 시선을 끌고 있었다. 빅파마들이 제품 홍보를 위해 투입하는 막강한 자본력을 체감할 수 있었다. 이러한 자리에서 지난 해부터 미국 시장에서 직접 마케팅을 시작한 셀트리온은 금번 DDW에서 전문가들을 대상으로 직접 홍보하기 시작하면서 전시회 중심부에 부스를 설치하고 상당히 공격적인 홍보 활동을 진행하고 있었다.

다음은 2024 DDW 에서 확인할 수 있었던 셀트리온 짐펜트라와 경쟁 치료제를 개발/판매하고 있는 빅파마들의 마케팅 전략이다.

셀트리온과 다케다는
제형 변경으로 승부

1. 제형 변경: 다케다는 엔티비오 SC 를 2023 년 9 월에 FDA 승인받아 출시하였다. 엔티비오 IV 제형은 TNF- α 대비 낮은 반응 효과에도 불구하고 안전성을 경쟁력으로 하여 성공적으로 시장에 진입하였으며, SC 제형 출시로 편의성을 앞세워 공격적인 마케팅을 진행하고 있었다. 금번 2024 DDW 에서 다케다는 엔티비오 SC 의 적극적인 홍보뿐 아니라 'IBD project'를 통해 엔티비오 외에 추가적인 IBD 치료제를 임상 진행 중에 있으며 IBD 시장에서 파이프라인을 확장하고 있는 것을 홍보하였다.

애브비의 스카이리치는
J&J 의 스텔라라 시장
잠식 중

2. 적응증 확대: 애브비는 스카이리치를 2022 년 6 월 크론병(CD) 치료제로 승인 받은 이후 2023 년에는 궤양성 대장염(UC)로 적응증을 확대하여 시장에 침투하고 있다. 특히 J&J 의 스텔라라와 직접 비교 임상을 통해 우월한 효능을 입증하면서 스카이리치는 스텔라라의 시장을 잠식할 것으로 예상되었다. 애브비는 경구용 JAK 저해제 린보크를 2022 년 3 월 UC 치료제로, 2023 년 5 월 CD 치료제로 승인받아 IBD 치료제 포트폴리오를 구축하고 있다.

일라이 릴리 신제품
출시

3. 신제품 출시: 일라이 릴리는 IBD 시장에서 옴보(미리키주맵)를 크론병 치료제로 우수한 효과를 인정받아 2023 년 10 월에 FDA 승인을 받고 출시하였다. 금번 DDW 행사에서도 가는 곳곳마다 옴보 영상과 광고판이 눈에 띄었다.

한편, 마케팅 활동 외에 금번 2024 DDW 에서는 수많은 생물학적 제제들의 효능 비교, 장기 임상 데이터 등에 대한 연구 결과들도 확인할 수 있었으며, 각 빅파마들의 제품 마케팅을 위한 전문가들의 발표들도 진행되었다.

주요한 임상 데이터는
빠른 시일 내에 보완
자료로 소개할 예정

당사는 2024 DDW 에서 소개된 주요한 임상 데이터들에 대해서는 추가적인 분석을 진행한 후, 빠른 시일 내에 보완 자료를 통해 소개할 예정이다.

짐펜트라: 시간의 문제

짐펜트라는 IBD 치료에
서 핵심 제품

제형의 편의성 기본,
우수한 효과, 안전성
까지 임상 데이터 확보

밀착 마케팅으로 매우
높은 관심 받고 있어

셀트리온은
IBD 치료에서 다양한
포트폴리오 구축 중

당사는 2024 DDW 참관 후 짐펜트라가 미국 IBD 치료제 시장에서 핵심 제품으로 자리 잡을 것으로 판단하였다. 그 이유는 다음과 같다.

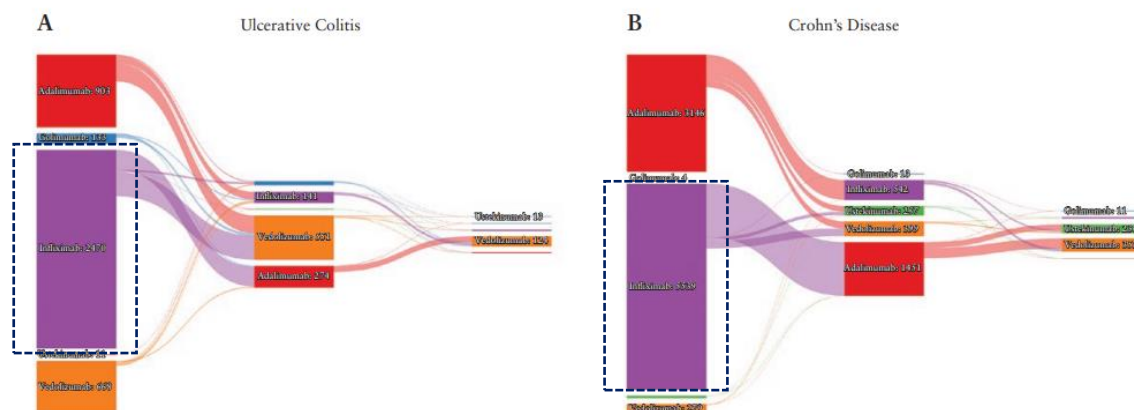
첫째, 금번 DDW에서 발표된 여러 임상 데이터들을 통해 TNF- α 저해제인 인플릭시맵이 여전히 1 차 치료제로서 핵심 치료제가 될 것으로 판단되었으며, 짐펜트라가 제형의 편의성은 기본이고 우수한 효과와 안전성까지 모두 확보한 임상 데이터들을 발표하면서 주목받고 있기 때문이다.

둘째, 미국 시장에서의 유통 채널 구축은 제품 연구개발과는 차원이 다른 경영 전략이 필요한 영역이다. 셀트리온은 짐펜트라의 차별성을 극대화시켜 전문진들에게 적극적인 밀착 마케팅을 진행하고 있어 매우 높은 호응도를 이끌어내고 있는 것을 체감할 수 있었기 때문이다.

셋째, 확대되는 IBD 치료제 시장에서 셀트리온은 인플릭시맵 성분뿐만 아니라 아달리무맵(휴미라 성분) 바이오시밀러, 우스테키누맵(스텔라라 성분) 바이오시밀러 출시를 통해 제품 포트폴리오를 다양화시켜 고객들에게 전략적으로 접근하고 있다는 것도 높이 평가할 수 있다.

즉, 짐펜트라의 미국 매출 증가는 시간의 문제라고 보며 유럽 시장에서 성공한 것과 마찬가지로 미국 시장에서 침투율을 높여갈 것으로 예상된다.

도표 2. 염증성 장질환 치료제 처방 패턴 (보라색 부분이 초기 치료에서 인플릭시맵 처방 비율)



자료: Christina Kapizioni(2023), 유진투자증권

목표주가 및 실적 전망

셀트리온에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 25 만원을 유지한다.

셀트리온 목표주가는 합병 이후 원가율이 정상화되는 2025년 예상 순이익 1.45 조원을 현가화하여 Target P/E 40 배를 적용하였다.

2024 년 및 2025 년
예상 영업이익 각각
약 5,700 억원, 1.8 조원

2024 년에서 2025 년으로 갈수록 고수익 신제품 매출 비중 증가에 따른 원가율 하락에 힘입어 영업이익률은 빠르게 상승할 것으로 예상된다. 2024 년 상반기에는 PPA 상각액(연간 1,300 억원)이 집중적으로 반영되면서 1 분기에는 영업이익률이 2%대였으나, 2 분기 영업이익률 10%(780 억원), 하반기에는 20%를 상회하며 수익성이 상승하는 추세를 보여줄 것으로 추정된다.

도표 3. 셀트리온 분기별 실적 전망

(십억원)	2024E				2025E				2024E	2025E
	1Q	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE		
매출액	737	795	895	1,072	1,135	1,156	1,179	1,201	3,499	4,671
영업이익	15	78	199	277	374	418	477	537	569	1,806
순이익	22	63	173	202	296	331	377	432	464	1,452
영업이익률	2%	10%	22%	26%	33%	36%	40%	45%	16%	39%
순이익률	3%	8%	18%	19%	26%	29%	32%	36%	13%	31%

자료: 셀트리온, 유진투자증권

셀트리온(068270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	5,892	19,918	20,308	21,664	23,094
유동자산	2,930	5,009	5,483	6,564	7,801
현금성자산	614	760	698	753	1,591
매출채권	1,635	948	1,220	1,580	1,690
재고자산	616	3,041	3,294	3,950	4,226
비유동자산	2,962	14,908	14,825	15,100	15,293
투자자산	332	357	367	471	581
유형자산	1,007	1,215	1,142	1,302	1,375
기타	1,622	13,336	13,316	13,326	13,336
부채총계	1,617	2,792	2,875	2,889	2,902
유동부채	1,294	2,471	2,545	2,551	2,554
매입채무	371	477	549	592	634
유동성이자부채	665	1,783	1,783	1,743	1,703
기타	258	211	213	215	217
비유동부채	323	321	330	338	348
비유동이자부채	154	107	107	107	107
기타	169	214	222	231	240
자본총계	4,274	17,126	17,433	18,775	20,192
지배지분	4,139	16,981	17,288	18,630	20,047
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,790	14,790	14,790
이익잉여금	3,485	3,964	4,324	5,666	7,082
기타	(358)	(1,993)	(2,046)	(2,046)	(2,046)
비지배지분	135	145	145	145	145
자본총계	4,274	17,126	17,433	18,775	20,192
총차입금	819	1,890	1,890	1,850	1,810
순차입금	206	1,131	1,192	1,098	220

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	1	537	275	777	1,542
당기순이익	543	540	464	1,452	1,527
자산상각비	226	246	202	297	360
기타비현금성손익	166	127	70	21	34
운전자본증감	(748)	(221)	(461)	(981)	(355)
매출채권감소(증가)	(683)	(296)	(272)	(360)	(111)
재고자산감소(증가)	(215)	57	(253)	(656)	(276)
매입채무증가(감소)	54	(2)	72	43	41
기타	96	20	(8)	(9)	(9)
투자현금	(297)	(139)	(239)	(581)	(651)
단기투자자산감소	(9)	(164)	(6)	(8)	(97)
장기투자증권감소	(24)	(19)	0	(95)	(100)
설비투자	111	210	80	324	300
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(201)	(141)	(144)	(144)	(144)
재무현금	(350)	(385)	(104)	(150)	(150)
차입금증가	(58)	(90)	0	(40)	(40)
자본증가	(373)	(963)	(104)	(110)	(110)
배당금지급	102	52	104	110	110
현금 증감	(637)	13	(68)	47	741
기초현금	1,188	551	565	497	544
기말현금	551	565	497	544	1,285
Gross Cash flow	966	913	735	1,758	1,896
Gross Investment	1,036	197	693	1,553	908
Free Cash Flow	(70)	716	42	205	988

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284	2,176	3,499	4,671	4,972
증가율(%)	20.6	(4.7)	60.8	33.5	6.4
매출원가	1,251	1,125	1,752	1,449	1,442
매출총이익	1,033	1,052	1,747	3,222	3,530
판매 및 일반관리비	385	400	1,178	1,416	1,608
기타영업손익	12	4	194	20	14
영업이익	647	651	569	1,806	1,923
증가율(%)	(13.0)	0.7	(12.7)	217.4	6.5
EBITDA	874	897	771	2,103	2,283
증가율(%)	(8.8)	2.7	(14.1)	172.8	8.5
영업외손익	(21)	20	8	2	(5)
이자수익	14	19	19	19	19
이자비용	8	10	14	14	14
지분법손익	7	(13)	0	0	0
기타영업외손익	(35)	23	3	(4)	(10)
세전순이익	626	671	577	1,808	1,918
증가율(%)	(15.2)	7.2	(14.0)	213.3	6.1
법인세비용	95	131	113	356	391
당기순이익	543	540	464	1,452	1,527
증가율(%)	(8.9)	(0.5)	(14.1)	213.2	5.2
지배주주지분	538	536	464	1,452	1,527
증가율(%)	(7.2)	(0.4)	(13.5)	213.2	5.2
비지배지분	5	4	0	0	0
EPS(원)	3,676	2,432	2,104	6,592	6,932
증가율(%)	(7.3)	(33.9)	(13.5)	213.2	5.2
수정EPS(원)	3,676	2,432	2,104	6,592	6,932
증가율(%)	(7.3)	(33.9)	(13.5)	213.2	5.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,676	2,432	2,104	6,592	6,932
BPS	29,398	77,083	78,478	84,570	91,002
DPS	399	500	500	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	43.7	82.9	87.2	27.8	26.5
PBR	5.5	2.6	2.3	2.2	2.0
EV/ EBITDA	26.1	34.1	53.2	19.5	17.5
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	24.3	48.6	55.0	23.0	21.3
수익성(%)					
영업이익률	28.3	29.9	16.3	38.7	38.7
EBITDA이익률	38.2	41.2	22.0	45.0	45.9
순이익률	23.8	24.8	13.2	31.1	30.7
ROE	13.4	5.1	2.7	8.1	7.9
ROIC	14.1	4.7	2.5	7.6	7.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	4.8	6.6	6.8	5.8	1.1
유동비율	226.4	202.8	215.4	257.4	305.4
이자보상배율	86.2	67.4	41.2	130.7	139.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권회전율	1.7	1.7	3.2	3.3	3.0
재고자산회전율	3.8	1.2	1.1	1.3	1.2
매입채무회전율	6.7	5.1	6.8	8.2	8.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

동 자료는 셀트리온측 경비 제공으로 2024 DDW 탐방 후 작성된 자료입니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

