



BUY (신규)

목표주가(12M) 250,000원
현재주가(5.30) 177,300원

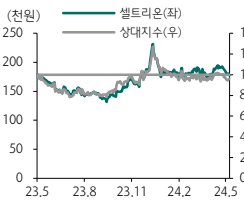
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,635.44
52주 최고/최저(원)	231,500/131,800
시가총액(십억원)	38,472.9
시가총액비중(%)	1.79
발행주식수(천주)	216,993.2
60일 평균 거래량(천주)	592.7
60일 평균 거래대금(십억원)	108.4
외국인지분율(%)	23.75
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 85 인	28.28
국민연금공단	5.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,533.7	4,295.5
영업이익(십억원)	652.3	1,486.8
순이익(십억원)	561.5	1,213.5
EPS(원)	2,563	5,548
BPS(원)	84,388	89,655

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,478.6	4,636.8
영업이익	647.2	651.5	731.0	1,800.0
세전이익	626.2	671.1	710.3	1,732.8
순이익	537.8	535.6	582.0	1,404.2
EPS	3,677	3,639	2,678	6,471
증감율	(7.29)	(1.03)	(26.41)	141.64
PER	43.65	55.37	66.21	27.40
PBR	5.06	2.31	1.99	1.86
EV/EBITDA	26.26	34.30	34.69	18.67
ROE	13.35	5.07	3.38	7.77
BPS	31,719	87,089	89,166	95,161
DPS	361	500	500	500



Analyst 박재경, CFA
jaeyeong2@hanafn.com

셀트리온 (068270)

25년부터 이익의 레벨이 달라진다

DDW에서 확인한 짐펜트라 의 저력, 투여 편의성에 효능 지속성까지

세계 최대 규모의 소화기계 질환 학회인 DDW(Digestive Disease Week)가 워싱턴 D.C에서 5/18~21 기간 동안 개최됐다. 셀트리온은 DDW에서 부스를 마련해 의료진과 소통했으며, 짐펜트라를 소개하는 발표를 진행했다. 짐펜트라는 기존 정맥주사 제형인 infliximab(램시마)을 피하주사 제형으로 변경한 약물이다. 짐펜트라는 의료진의 도움 없이 자가 투여가 가능하다는 강점에 더불어, 혈중 농도가 안정적으로 유지된다는 특징을 가진다. 이를 통해 효능 지속, 면역원성 측면에서 추가적인 이점을 가질 것으로 기대된다. 최근 기존의 anti TNF- α 제제 이외에도 다양한 기전의 신약들이 등장하며, 염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease, IBD) 분야의 경쟁은 치열해지고 있다. 하지만 Infliximab은 염증성 장질환에 25년동안 사용된 약물로, IBD 가이드라인에서 가장 높은 수준의 권고를 받고 있다는 점에 주목하자.

짐펜트라의 출시는 순항. 25년부터 본격화될 매출

램시마SC는 이미 유럽에서 순조롭게 매출을 확대하고 있다. 이제 시장의 눈은 미국 짐펜트라를 향한다. 미국 시장은 사보험사, PBM(Pharmaco Benefit Manager) 등 다수의 이해 관계자가 존재해 입찰 중심의 유럽 시장과는 상황이 다르다. 하지만 짐펜트라의 런칭은 순항하고 있다는 점에 주목하자. 짐펜트라는 올해 4월 3대 PBM인 Express Script의 National Formulary에 등재되는데 이어, 나머지 2개 대형 PBM과 협상이 진행되고 있다. 실질적인 약가를 결정하는 리베이트는 신약 수준으로, 짐펜트라의 NSP(Net Sales Price)는 기존 인플렉트라 대비 4배 수준이라는 점은 기대감을 높인다. 짐펜트라의 24년 매출액은 3,240억원, 25년 매출액은 8,636억원으로 전망한다<도표4>.

셀트리온에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 커버리지 개시

셀트리온에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP valuation을 기반으로 영업가치 49.8조원, 셀트리온제약 지분가치 2.2조원을 합산했다. 영업가치는 짐펜트라 매출액이 본격화되는 25년 EBITDA 2조 800억원을 WACC 8.0%로 할인한 1.9조원에 target EV/EBITDA 24.0배를 적용해 산출했다. 셀트리온은 앞서 2017년, 2020년 2차례의 주가 랠리를 시현했다. 셀트리온은 3번째 주가의 분기점을 지나고 있다. 금번 Wave의 Catalyst는 짐펜트라와 다수의 신규 시밀러로 급격히 성장하는 25년 실적이다. 짐펜트라의 미국 출시는 순항하고 있으며, 유럽 램시마SC의 매출 호조로 기대감은 높아지고 있다. 짐펜트라는 기존 시밀러 대비 높은 약가를 기반으로 높은 수익성을 보여줄 것으로 예상된다. 25년 실적의 레벨업이 기대되는 셀트리온에 주목하자.

1. 목표주가 250,000원으로 커버리지 개시

1) 투자 의견 Buy, 목표주가 250,000원으로 커버리지 개시

**셀트리온 목표주가
250,000원 제시**

셀트리온에 대해 목표주가 250,000원으로 커버리지를 개시하며, 긍정적인 투자 의견을 제시한다. 목표주가는 SOTP valuation을 기반으로 영업가치 49,800원, 셀트리온제약 지분가치 22,200원을 합산했다. 영업가치는 짐펜트라 매출액이 본격화되는 25년 EBITDA 2조 800억원을 WACC 8.0%로 할인한 1.9조원에 target EV/EBITDA 24.0배를 적용해 산출했다. Target multiple은 바이오시밀러를 제조, 판매하는 제약사 Sandoz, 삼성바이오로직스, Viatrix, Biocon의 평균 24년 EV/EBITDA 20.8배를 <도표3> 15% 할증해 적용했다.

**과거 2017, 2020 큰 폭의
주가 상승 경험
실적 성장을 앞둔
현 시점과 유사**

셀트리온은 2013년 이후 크게 2번의 주가 상승을 경험했다. 2017년 당시 주가 상승을 견인한 핵심 요인은 바이오시밀러의 미국 진출이다. 두 번째는 2020년이다. 2020년 셀트리온 주가 상승의 catalyst는 미국 트룩시마를 통한 실적 성장과 COVID-19 항체치료제 렉키로나였다. 현재 셀트리온의 상황은 2016년, 2019년과 유사한 측면이 있다. 2016년 바이오시밀러의 미국 진출 기대감이 반영되었던 것과 비슷하게 현재는 신약(짐펜트라)의 미국 출시를 앞두고 있다. 2020년 미국 트룩시마로 실적 성장이 이뤄졌던 반면, 25년부터는 짐펜트라와 바이오시밀러 신제품(스텔라라, 졸레어, 아일리아 등) 출시로 가파른 실적 성장 구간에 들어간다. 큰 폭의 레벨업이 기대되는 셀트리온에 주목하자.

도표 1. 셀트리온 SOTP(Sum of the Part) 밸류에이션

(단위: 십억원, 천주)

항목	가치	주당가치	비고
(1) 영업가치	49,814	241,221	25년 EBITDA를 WACC 8%로 할인, multiple 24배 적용
(2) 셀트리온제약	2,185	10,579	셀트리온제약 1개월 평균 시가총액*지분율(55%)
(3) 순현금	-190	-922	
(4) 기업가치(1+2+3)	51,808	250,878	
(5) 주식수	206,508		자사주 제외
적정 주가(4/5)	250,878		

자료: 하나증권

도표 2. 셀트리온 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 주요 글로벌 바이오시밀러 기업 비교

비교		셀트리온	Sandoz	삼성바이오로직스	Viatris	Biocon
시가총액		38,820	20,846	51,743	16,901	6,370
매출액	2020	1,849	11,390	1,165	14,088	1,025
	2021	1,893	11,084	1,568	20,485	1,095
	2022	2,284	12,027	3,001	21,017	1,257
	2023	2,176	13,039	3,695	20,158	s
	2024F	3,393	13,973	4,280	20,467	2,637
	2025F	4,173	14,807	4,923	20,021	3,120
영업이익	2020	719	946	293	-249	175
	2021	744	1,597	537	-39	147
	2022	647	1,601	984	2,087	181
	2023	651	490	1,114	1,001	164
	2024F	711	1,582	1,251	6,051	344
	2025F	1,531	2,034	1,481	5,932	492
지배지분순이익	2020	518	545	241	-790	125
	2021	579	1,040	394	-1,453	116
	2022	538	1,096	798	2,686	102
	2023	536	101	858	71	75
	2024F	574	1,514	973	4,388	153
	2025F	1,214	1,801	1,156	3,854	258
EBITDA	2020	892	1,526	436	2,460	267
	2021	958	1,867	699	5,234	258
	2022	874	1,888	1,292	6,117	309
	2023	897	1,102	1,603	4,697	346
	2024F	1,045	2,683	1,740	6,571	605
	2025F	1,821	3,171	1,983	6,408	769
영업이익률(%)	2020	38.9	8.3	25.1	(1.8)	17.1
	2021	39.3	14.4	34.3	(0.2)	13.4
	2022	28.3	13.3	32.8	9.9	14.4
	2023	29.9	3.8	30.1	5.0	9.0
	2024F	21.0	11.3	29.2	29.6	13.0
	2025F	36.7	13.7	30.1	29.6	15.8
순이익률(%)	2020	28.0	4.8	20.7	(5.6)	12.2
	2021	30.6	9.4	25.1	(7.1)	10.6
	2022	23.5	9.1	26.6	12.8	8.1
	2023	24.6	0.8	23.2	0.4	4.1
	2024F	16.9	10.8	22.7	21.4	5.8
	2025F	29.1	12.2	23.5	19.2	8.3
PER(배)	2020	92.7	-	226.8	13.1	41.2
	2021	48.4	-	151.8	11.2	65.5
	2022	42.1	-	71.8	7.2	61.7
	2023	53.6	179.1	63.1	9.4	53.2
	2024F	68.0	13.3	53.0	3.8	42.9
	2025F	31.9	11.3	44.7	3.8	24.6
PBR(배)	2020	14.5	-	11.9	1.0	4.8
	2021	6.9	-	12.0	0.8	6.7
	2022	5.3	-	6.5	0.6	5.0
	2023	2.5	1.6	5.5	0.6	1.4
	2024F	2.5	1.6	4.8	0.6	1.8
	2025F	2.3	1.5	4.4	0.6	1.7
EV/EBITDA(배)	2020	54.0	-	125.3	23.0	21.2
	2021	27.9	-	85.4	8.5	32.2
	2022	25.7	-	44.7	6.7	22.9
	2023	48.0	20.6	33.7	8.4	20.6
	2024F	38.5	9.5	29.6	6.0	15.5
	2025F	22.1	8.0	25.9	6.2	12.2

주: 5/29일자 기준

자료: Bloomberg, 하나증권

2) 셀트리온 실적전망

셀트리온 25년 영업이익 1.8조원 전망

셀트리온의 연결 기준 24년 매출액은 3조 4,441억원, 영업이익은 7,310억원으로 전망한다. 원가율이 높은 기존 셀트리온헬스케어 재고의 비중이 줄어들 것을 감안해, 금년에는 분기가 지날면서 매출총이익률이 상승할 전망이다. 셀트리온의 25년 매출액은 4조 6,368억원 (+34.6%YoY), 영업이익은 1조 8,000억원(+146.2%YoY)으로 전망한다. 25년에는 24년의 일회성 요인(높은 매출원가율, PPA 상각 금액 약 1,200억원)이 해소되며, 매출총이익률 약 10%p 상승, PPA 상각 금액인 1,200억원 제거로 회계적인 영업이익 개선이 가능하다. 이에 더불어 짐펜트라의 매출 본격화(24년 매출액 3,240억원, 25년 매출액 8,636억원 전망)와 기타 시밀러(졸레어, 스텔라라, 아이리아 등)의 출시로 가파른 매출 성장을 시현할 전망이다. 기존에 다소 보수적이었던 실적 전망치를 상향하는 이유는 1) 기존 재고의 희석이 예상보다 빠르게 이뤄지며 매출원가율이 25년에는 30% 중반으로 하락할 것으로 예상되며, 2) 짐펜트라의 출시가 순항하고 있고(PBM 처방목록 등재, 약가 등), 3) 높은 약가를 기반으로 한 적극적인 마케팅과 infliximab 성분의 오랜 사용 경험으로 당초 예상보다 빠른 환자 access가 이뤄지고 있기 때문(5월 기준 약 2,000명으로 추정)이다.

도표 4. 셀트리온 실적전망

(십억원, %)

	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
매출액	737.0	789.3	914.1	1,038.3	983.6	1,127.1	1,209.3	1,316.7	3,444.1	4,636.8
YoY(%)	46.4	50.1	41.2	144.8	33.5	42.8	32.3	26.8	-	34.6
램시마 IV	299.6	275.5	275.5	251.5	249.5	260.1	281.4	270.7	1,102.1	1,061.7
YoY(%)	25.4	15.5	(6.5)	14.3	(16.7)	(5.6)	2.1	7.7	11.1	(3.7)
램시마SC	116.2	119.9	119.9	123.6	116.9	130.2	140.8	143.5	479.6	531.4
YoY(%)	76.6	48.5	18.1	64.8	0.6	8.6	17.5	16.1	48.5	10.8
짐펜트라	1.0	26.2	140.5	156.2	182.0	209.3	219.7	252.7	324.0	863.6
YoY(%)	-	-	-	-	18,095.9	698.5	56.4	61.7	-	166.6
트룩시마	97.7	94.5	94.5	91.4	76.7	80.0	86.5	83.3	378.1	326.6
YoY(%)	34.4	17.4	(12.1)	813.6	(21.4)	(15.4)	(8.4)	(8.9)	39.7	(13.6)
허쥬마	39.1	50.3	50.3	61.6	50.0	52.1	56.3	54.2	201.4	212.6
YoY(%)	(10.9)	17.2	(14.6)	43.3	27.8	3.4	11.9	(12.0)	6.7	5.5
유폴라이마	65.1	76.6	96.8	148.5	111.5	116.5	126.4	141.3	387.0	495.7
YoY(%)	204.0	135.1	104.7	245.5	71.3	52.1	30.6	(4.9)	168.2	28.1
베그젤마	32.6	56.9	56.9	81.3	49.8	84.4	84.4	119.0	227.7	337.5
YoY(%)	-	536.9	331.3	253.5	53.0	48.2	48.2	46.3	404.5	48.2
옴리클로(졸레어)	-	-	-	34.5	27.1	45.0	48.6	62.9	34.5	183.5
스텔라라 시밀러	-	-	-	-	24.6	40.9	44.2	57.1	-	166.8
아이리아 시밀러	-	-	-	-	15.1	25.1	27.2	35.1	-	102.6
케미컬, 기타	86.8	115.5	220.1	245.8	262.4	292.9	313.4	349.6	633.6	1,218.3
매출총이익	306.7	401.0	547.6	655.8	612.0	729.1	791.7	880.5	1,911.0	3,013.2
YoY(%)	100.2	165.7	248.0	483.6	99.6	81.8	44.6	34.3	-	57.7
매출총이익률	41.6	50.8	59.9	63.2	62.2	64.7	65.5	66.9	55.5	65.0
영업이익	15.4	78.1	268.2	369.3	326.9	429.5	482.6	561.0	731.0	1,800.0
YoY(%)	(69.7)	129.3	431.3	8,844.3	2,017.2	449.7	80.0	51.9	-	146.2
영업이익률	2.1	9.9	29.3	35.6	33.2	38.1	39.9	42.6	21.2	38.8

주: 24년부터 합병 실적. 매출액, 매출총이익, 영업이익 YoY 미적용
자료: 하나증권 추정

짐펜트라의 타겟 시장
미국 염증성 장질환 환자 중
infiximab 투여 환자로
약 10만명

짐펜트라(TAM)를 기존에 infiximab을 투여하는 염증성 장질환 환자로 추정했다. 비교 연구가 충분히 진행되지 않아, 다른 기전의 약물보다는 infiximab을 사용하는 환자에서 점유율을 확대한다고 추정했다. GlobalData에 따르면 미국의 중등도 ~ 중증 크론병 환자는 약 23만명으로 매년 5만 5천명이 신규로 발생한다. 중등도 ~ 중증 크론병 환자에게는 생물학적 제제가 우선적으로 권고되며, 신규 크론병 환자 중 생물학적 제제를 투여 받는 비율은 5% 수준이다. infiximab은 중등도 ~ 중증 크론병의 환자의 약 40% 에서 사용되고 있는 것으로 파악된다. 궤양성 대장염의 경우, 연구에 따라서 차이는 있으나 약 16%의 환자가 생물학적 제제를 사용하고, infiximab을 투여 받는 환자는 약 15% 수준으로 추정된다. 미국에서 infiximab을 사용하는 환자는 약 10만명 수준으로 추정하며, 이를 짐펜트라가 타겟하는 시장으로 설정했다<도표5>.

빠른 커버리지 확대
점유율 확대 전략
신약 수준의 리베이트로 높은 NSP

점유율 상승 속도는 유럽의 램시마SC 점유율 상승을 참고하되<도표8, 9> 초반 점유율은 현재 투여가 진행되는 환자 수를 고려해 높게 반영했다. 짐펜트라는 출시 15일만에 미국 3대 PBM(Pharmaco Benefit Manager)에 해당하는 Express Script의 처방목록에 선호의약품으로 등재되었다고 발표했다. 이외에 2개의 주요 PBM과도 협상을 진행하며 빠르게 커버리지를 확대해 나가고 있어, 그러한 부분을 고려했다. 약가는 WAC price(2회 \$6,181, 1년 \$80,353)에 리베이트, 도매상 수수료, PSP(Patient Support Program) 등을 고려해 1년 약가 기준 \$36,159로 추정했다(WAC의 45% 수준).

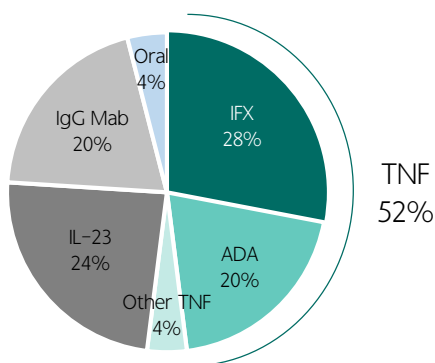
도표 5. 짐펜트라 실적 추정 역학 데이터

(단위: 명)

항목	값	출처
(1) 미국 중등도 ~ 중증 Crohn's Disease 유병 인구수	234,115	GlobalData
(2) Crohn's Disease 발생 인구수	55,155	GlobalData
(3) 기존 CD 환자 infiximab 투여 비율	40%	Journal of Health Economics and Outcomes Research(2023)
(4) 신규 CD 환자 생물학적 제제 투여 비율	5%	Clinical and Translational Gastroenterology(2020)
(5) 미국 Ulcerative Colitis 유병 인구수	603,747	GlobalData
(6) 미국 Ulcerative Colitis 발생 인구수	91,731	GlobalData
(7) 기존 UC 환자 생물학적 제제 사용 비율	16%	Alimentary Pharmacology & Therapeutics(2018)
(8) 신규 UC 환자 생물학적 제제 사용 비율	1%	Clinical and Translational Gastroenterology(2020)
(9) infiximab 투여 환자 비율	15%	중등도-중증 IBD에서 infiximab 사용 비율 약 30%(IQVIA), CD 비율에서 역산
(10) 미국 infiximab 투여 IBD(CD+UC) 환자 수	109,377	$(1+2 \times 4) \times 3 + (5 \times 7 + 6 \times 8) \times 9$

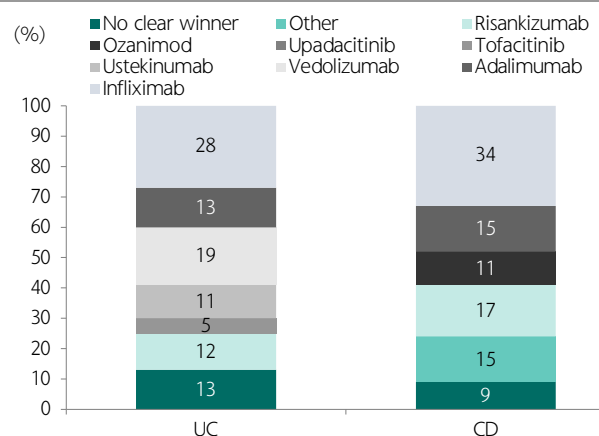
자료: 하나증권

도표 6. 미국 IBD 약물 별 환자 수



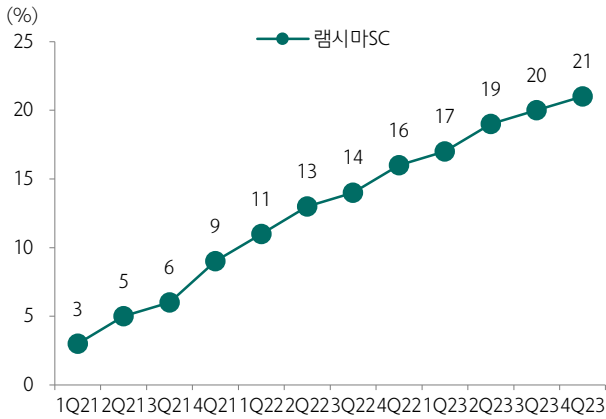
자료: 셀트리온, IQVIA, Clarivate, 하나증권 추정

도표 7. IBD 치료제 관련 의료진 설문 결과



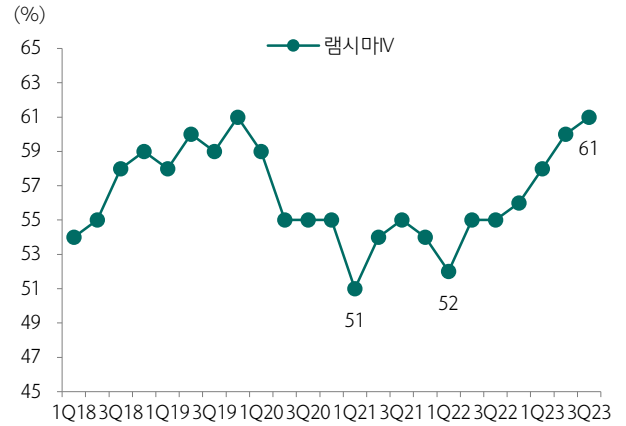
자료: 셀트리온, 하나증권

도표 8. EU5 램시마SC 점유율



자료: 셀트리온, IQVIA, 하나증권

도표 9. 유럽 램시마V 점유율



자료: 셀트리온, IQVIA, 하나증권

도표 10. 짐펜트라 출시 진행 상황

처방 가속화를 위한 모든 준비 완료

자료: 셀트리온, 하나증권

도표 11. 짐펜트라 실적 추정

(단위: 명, 십억원)

항목	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Crohn's Disease								
미국 중등도 - 중증 CD prevalence(N)	234,115	234,115	234,115	234,115	236,046	236,046	236,046	236,046
미국 CD incidence(N)	13,789	13,789	13,789	13,789	13,877	13,877	13,877	13,877
중등도-중증 전환 비율(incidence)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
약물 투여 CD(N)	234,805	234,805	234,805	234,805	236,740	236,740	236,740	236,740
infliximab 투여 비율	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
infliximab 투여 환자 수	93,922	93,922	93,922	93,922	94,696	94,696	94,696	94,696
Zymfentra infliximab 투여 M/S		2%	11%	13%	14%	16%	17%	19%
Quantity		1,878	10,331	11,881	13,177	15,153	15,911	18,298
분기 약가(\$)	9,040	9,040	9,040	9,040	9,492	9,492	9,492	9,492
매출액(백만달러)		17	93	107	125	144	151	174
매출액(십억원)		23	126	140	163	187	196	226
Ulcerative Colitis								
미국 UC prevalence(N)	603,747	603,747	603,747	603,747	609,415	609,415	609,415	609,415
중등도-중증 비율	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
미국 UC incidence(N)	22,933	22,933	22,933	22,933	23,117	23,117	23,117	23,117
중등도-중증 전환 비율(incidence)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
약물 투여 UC(N)	96,829	96,829	96,829	96,829	97,738	97,738	97,738	97,738
infliximab 투여 비율	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
infliximab 투여 환자 수	14,524	14,524	14,524	14,524	14,661	14,661	14,661	14,661
Zymfentra infliximab 투여 M/S		3%	11%	13%	14%	16%	17%	19%
Quantity		363	1,598	1,837	2,040	2,346	2,463	2,833
분기 약가(\$)	9,040	9,040	9,040	9,040	9,492	9,492	9,492	9,492
매출액(백만달러)		3	14	17	19	22	23	27
매출액(십억원)		4	19	22	25	29	30	35
CD + UC 매출액		27	146	161	188	216	227	261

자료: 하나증권 추정

2. 집펜트라, 셀트리온의 Third Wave의 주역

1) 염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease, IBD), 어떤 질환?

염증성 장질환의 종류와 특징

염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease, IBD)이란, 소장 ~ 대장에 걸쳐 장 점막에 조절되지 않는 만성적인 염증이 발생하는 질환으로 주요 종류로 크론병(Crohn's Disease, CD)와 궤양성 대장염(Ulcerative Colitis, UC)로 나뉜다. 크론병의 경우, 궤양성 대장염은 대장, 특히 직장 부위에 만성적인 염증이 발생하는 질환으로, 주 증상으로 복통, 설사, 체중 감소 등이 나타난다. 궤양성 대장염은 장의 점막층에만 염증이 생기는 반면, 크론병은 점막층, 점막하층, 근육층 등 장벽의 전층을 침범하는 염증 반응을 보이며 소장 ~ 대장 전반에 걸쳐 염증이 발생한다. 크론병은 누공이나, 협착 등이 발생하기도 하며, 궤양성 대장염에 비해 장외 증상(눈, 피부, 간, 신장 등)이 더 흔하게 나타난다는 특징이 있다<도표12>.

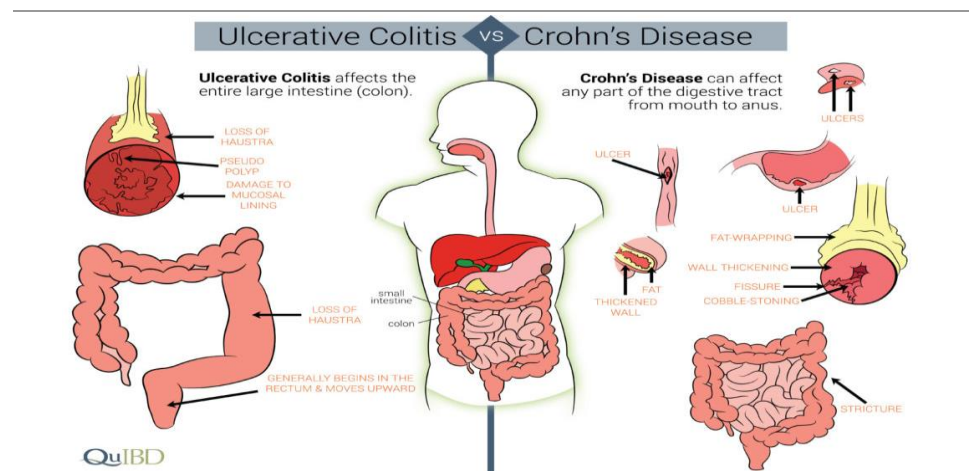
IBD의 약물 치료 최근에는 중등도 ~ 중증의 경우 초기부터 Biologics 사용

IBD의 약물 치료는 질병의 활성(급성 염증)을 줄이고 증상을 완화하는 관해(Remission) 상태를 유지하고 재발을 방지하는 것을 목표로 한다. 크론병 환자의 경우 내시경적 관해 또는 점막 치유가 추가적인 목표다. IBD에 사용되는 약물은 크게 5-ASA(Amino Salicylic Acid), 스테로이드, 면역조절제(immunomodulator, IM), 항체의약품(Biologics)로 구분된다. 최근 AGA 가이드라인에 따르면 중등도~중증 단계의 IBD의 경우 초기부터 Biologics를 사용하는 것이 권고되고 있다.

다수의 치료제 경쟁하고 있음

지난 20년동안, 다수의 신약이 염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease, IBD)에 승인되었다<도표25>. TNF- α 길항제인 infliximab(제품명 Remicade), adalimumab(제품명 Humira)을 비롯해 $\alpha 4\beta 7$ -integrin 길항제인 vedolizumab(제품명 Entyvio), IL-12/23 길항제 ustekinumab(제품명 Stelara) 등이 대표적이며, 최근 크론병(Crohn's Disease, CD)에 적응증을 획득한 Risankizumab(제품명 Skyrizi)와 저분자 의약품 기반의 JAK 길항제 tofacitinib(제품명 Xeljanz), Upadacitinib(제품명 Linvq) 등의 다수의 신약이 중등도-중증 IBD 환자에 사용되고 있다.

도표 12. 궤양성 대장염과 크론병의 비교



자료: QuiBD, 하나증권

2) 짐펜트라 기대되는 이유 ① 투여 편의성에 안전성, 면역원성 개선도 기대

기존에 IV 제형으로만 개발된
Infliximab의 최초 SC 제형인
짐펜트라

짐펜트라는 기존에 정맥주사(intravenous, IV) 제형으로 개발된 infliximab을 최초로 피하주사(Subcutaneous, SC) 제형으로 개발한 약물로, 23년 10월 중등도~중증의 염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease, IBD)을 적응증으로 FDA 승인을 획득했다. 기존 infliximab IV 제제가 최초 0주, 2주, 6주 5mg/kg의 용량으로 유도요법(induction dose)을 진행하고, 8주마다 5mg/kg을 유지요법(maintenance dose)으로 투여하나, 짐펜트라는 IV를 통한 최초 유도요법 이후, 유지요법으로 2주마다 infliximab 120mg을 피하주사로 투여한다<도표13>.

2건의 임상 3상을 근거로
신약으로 FDA 승인 획득

FDA는 2건의 임상 3상(LIBERTY-UC, LIBERTY-CD)를 근거로 짐펜트라를 신약으로 승인했다<도표14>. LIBERTY 임상은 모집된 환자에게 최초에 유도 요법(0, 2, 6주 5mg/kg IV 투여)을 진행하고 투여군(짐펜트라 120mg 2주마다 투여), 대조군(위약)으로 환자군을 나눠서 10주 ~ 54주까지 투여하는 방식으로 진행된다. 물론 위약 대조군을 적용했기 때문에 대조군과의 차이에서 의미를 도출하기는 어렵다. 투여 환자의 크론병에서 환자의 63%가 관해에 도달했으며, 50%가 내시경적 증상 개선을, 35%가 내시경적 관해에 도달했고, 궤양성 대장염에서는 43%의 환자가 임상적 관해에, 36%의 환자가 점막 개선을 확인했다<도표 15, 16, 17>.

도표 13. Infliximab IV vs 짐펜트라(FDA 허가 Label)

항목	Infliximab IV(Remicade, Inflectra)	Infliximab SC(Zymfentra)
투여방법	정맥투여, 80분 이상	피하투여, 즉시
농도&용량	100mg/10mL	120mg/1mL
주요 적응증	크론병, 궤양성대장염	크론병, 궤양성대장염
용법/용량	류마티스관절염(RA)	
	(0주, 2주, 6주) 3mg/kg(2~3 바이알) (유지요법) 8주마다 3mg/kg	미승인
	크론병(CD)	
	(0주, 2주, 6주) 5mg/kg(3~4 바이알) (유지요법) 6주차 5mg/kg, 8주마다 5mg/kg	(0주, 2주, 6주) 5mg/kg IV로 투여 (유지요법) 2주마다 120mg
	궤양성대장염(UC)	
	(0주, 2주, 6주) 5mg/kg(3~4 바이알) (유지요법) 8주마다 5mg/kg	(0주, 2주, 6주) 5mg/kg IV로 투여 (유지요법) 2주마다 120mg

자료: FDA, 하나증권

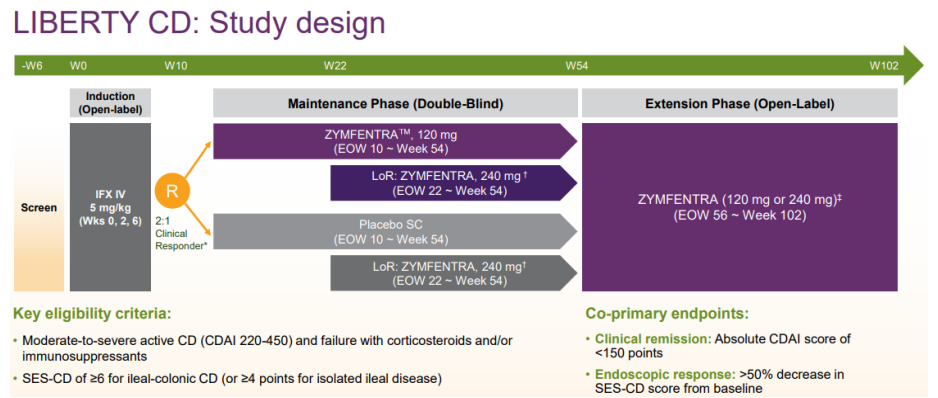
도표 14. 짐펜트라 임상 3상 요약

Overview of ZYMFENTRA™ US registration studies

Study	Liberty CD	Liberty UC
Title	A Randomized, Placebo-Controlled, Double-Blind, Multicenter Phase 3 Study to Evaluate the Efficacy and Safety of ZYMFENTRA™ in Moderately to Severely Active Crohn's Disease	A Randomized, Placebo-Controlled, Double-Blind, Multicenter Phase 3 Study to Evaluate the Efficacy and Safety of ZYMFENTRA in Moderately to Severely Active Ulcerative Colitis
Population	Crohn's Disease	Ulcerative Colitis
Sample size	323	438
Test, reference	ZYMFENTRA, Placebo	ZYMFENTRA, Placebo
Endpoints (W54)	Co-primary: Clinical remission, Endoscopic response Secondary: Endoscopic remission, Corticosteroid-free remission	Primary: Clinical remission Secondary: Histologic-endoscopic mucosal improvement, Corticosteroid-free remission
Results	ZYMFENTRA achieved statistically significant higher rates across all endpoints compared to placebo	ZYMFENTRA achieved statistically significant higher rates across all endpoints compared to placebo

자료: DDW(2024), 하나증권

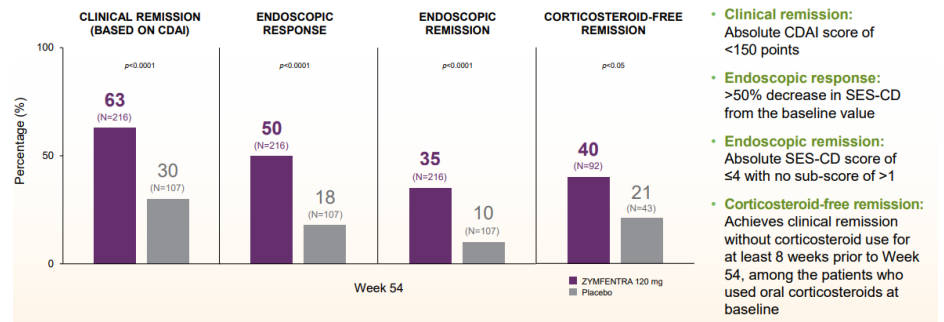
도표 15 LIBERTY CD 임상 디자인



자료: DDW(2024), 하나증권

도표 16. LIBERTY CD 임상 결과(유효성)

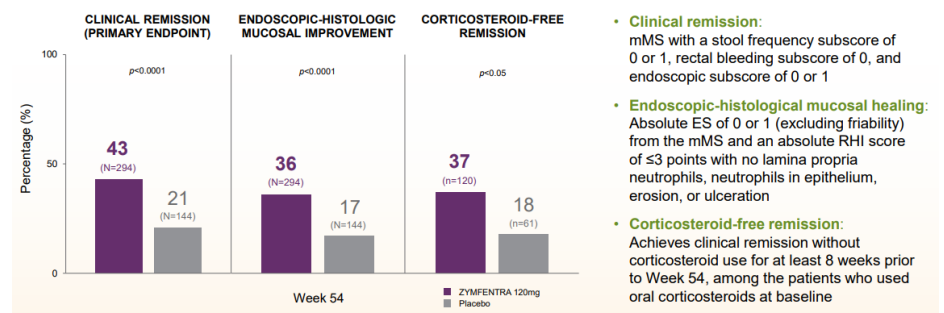
ZYMFENTRA™ maintenance therapy provided significant clinical benefit in patients with moderate to severe CD at Week 54



자료: DDW(2024), 하나증권

도표 17. LIBERTY UC 임상 결과(유효성)

ZYMFENTRA™ maintenance therapy provided significant clinical benefit in patients with moderate to severe UC at Week 54



자료: DDW(2024), 하나증권

램시마SC의 핵심 강점은
투여 편의성과 비용 절감

짐펜트라와 가장 눈에 띄는 강점은 투여 편의성의 개선과 투여 비용 절감이다. 기존 infliximab 정맥주사 제형은 투여를 위해 의료진의 도움이 필수적이며, 투여에 90분 이상의 시간이 소요된다. 이에 반해 피하주사 제형은 자가 투여가 가능하고 수 분 내에 투여가 완료된다. 투여 편의성의 개선은 장기 유지 요법이 필요한 자가면역질환 의약품에서 분명한 경쟁력이다.

혈중 농도의 편차를 줄여
면역원성을 낮추고
효능의 장기 지속을 높임

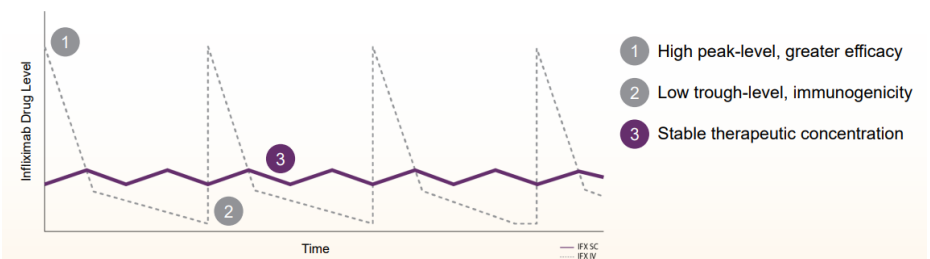
하지만 짐펜트라의 강점이 투여 편의성만은 아니다. 추가적인 경쟁력은 낮은 수준의 면역원성과 효능의 장기 지속이다. 이는 기존 IV 제형과 다른 PK(Pharmacokinetics, 약동학) 프로파일로 인해 가능하다. 짐펜트라는 기존 IV 제형이 8주마다 투여하는 것과 달리, 2주마다 투여한다. 이러한 용법의 변경을 통해 짐펜트라의 C_{max} (혈중 최고 농도)는 IV보다 낮고, C_{trough} (다음 투여를 진행하기 전 약물의 혈중 최저 농도, 도표19)가 높아 기존 infliximab IV 제제에 비해 혈중 농도가 균일하게 유지된다<도표18>. C_{max} 를 낮춤으로써 면역원성을 낮출 수 있을 것으로 기대되며, 높은 C_{trough} 가 유지되는 것은 약효의 지속성을 높인다.

도표 18. Infliximab IV vs 짐펜트라(PK 프로파일)

IV 제형 대비 혈중 농도의
변화가 줄인 짐펜트라

SC offers consistent steady-state levels

Theoretical PK profiles of IFX IV and IFX SC

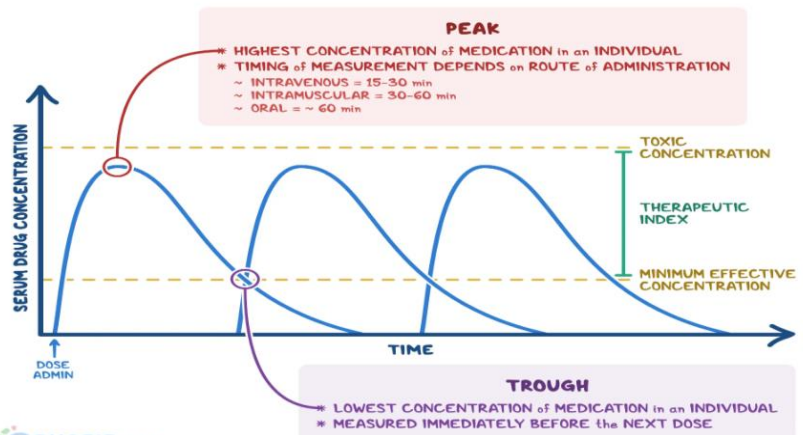


Current evidence does not establish a direct correlation between pharmacokinetic attributes and clinical efficacy. The prognostic relevance of serum drug concentrations should be interpreted within the complete clinical context, not as the sole predictor of therapeutic outcomes.

자료: DDW(2024), 하나증권

도표 19. C_{trough} (약물의 혈중 최저 농도)의 의미

C_{trough} (약물의 혈중 최저 농도)
의 의미



자료: Osmosis.org, 하나증권

4) 짐펜트라 기대되는 이유 ② 순항하는 출시 준비

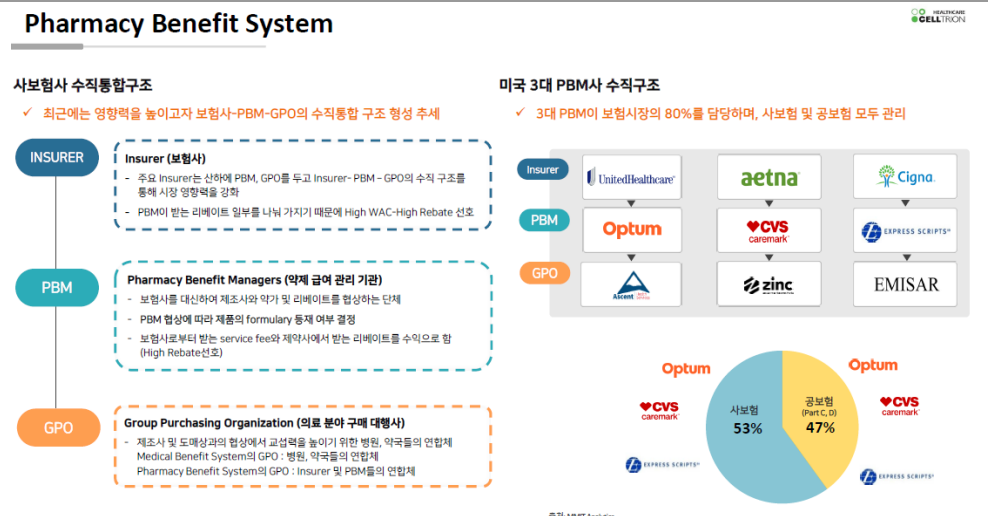
미국 시장 진출에 대한 우려

램시마SC는 뚜렷한 강점을 기반으로 유럽에서 순조롭게 매출을 확대하고 있다. 이제 시장의 눈은 미국 짐펜트라를 향한다. 미국 시장에는 사보험사, PBM(Pharmaco Benefit Manager) 등 다수의 이해 관계자가 존재해, 입찰 중심의 유럽 시장과는 다른 양상을 보인다. 이러한 우려로 짐펜트라 실적에 대한 기대감은 주가에 반영되지 않고 있다. 하지만 짐펜트라의 런칭은 순항하고 있다는 점에 주목하자.

우려에도 불구하고 출시 순항 PBM 커버리지 확대, 신약 수준의 리베이트

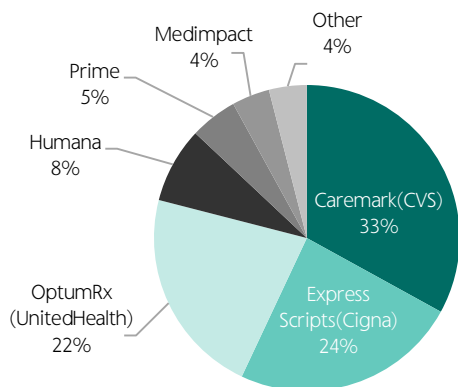
짐펜트라는 올해 4월 3대 PBM인 Express Script의 National Formulary에 등재된데 이어 나머지 2개 PBM에 대한 협상이 진행되고 있다. 과거 휴미라 바이오시밀러의 경우, 치열한 경쟁으로 높은 수준의 리베이트가 요구된 것으로 알려져 있다(WAC 대비 85% 수준). 하지만 짐펜트라는 신약으로 허가를 받았으며, 유일한 infliximab SC 제제로 상대적으로 수월하게 협상이 진행된 것으로 판단된다. 리베이트 또한 기존 시밀러 대비 낮은, 신약과 유사한 수준으로 파악된다. 낮은 리베이트율은 NSP(Net Sales Price)를 높이고, 높은 약가는 판촉 비용, PSP(Patient Support Program) 등 판매, 마케팅에 사용할 비용 여력을 높인다. 짐펜트라의 점유율 확대가 당초보다 기대되는 이유다.

도표 20. Pharmacy Benefit System



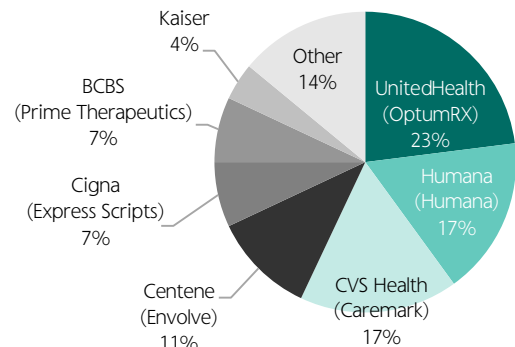
자료: 셀트리온, 하나증권

도표 21. 미국 PBM 점유율(2022)



자료: DrugChannel, 하나증권

도표 22. Medicare Part C, D 가입자 점유율(2021)



자료: KFF, 하나증권

4) 짐펜트라 기대되는 이유 ③ infliximab 성분의 경쟁력을 보자

IBD 적응증 다수의 신약으로
경쟁 치열

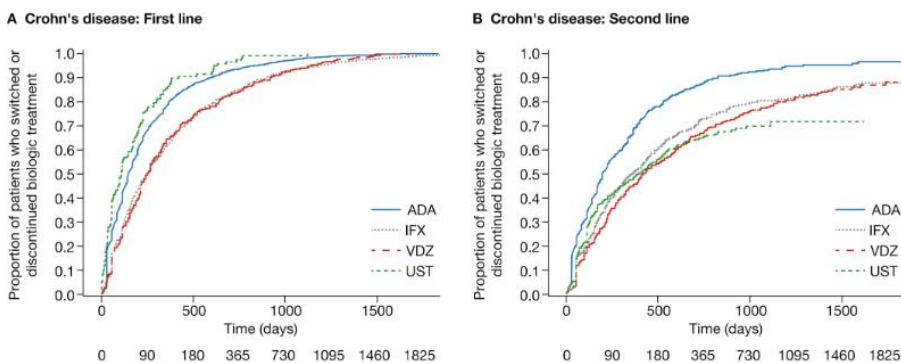
지난 20년동안, 다수의 신약이 염증성 장질환(Inflammatory Bowel Disease, IBD)에 승인되었다<도표25>. TNF- α 길항제인 infliximab(제품명 Remicade), adalimumab(제품명 Humira)을 비롯해 α 4 β 7-integrin 길항제인 vedolizumab(제품명 Entyvio), IL-12/23 길항제 ustekinumab(제품명 Stelara) 등이 대표적이며, 최근 크론병(Crohn's Disease, CD)에 적응증을 획득한 Risankizumab(제품명 Skyrizi)와 저분자 의약품 기반의 JAK 길항제 tofacitinib(제품명 Xeljanz), Upadacitinib(제품명 Linvoo) 등 다수의 신약이 중등도-중증 IBD 환자에 사용되고 있으며, 경쟁은 점점 치열해지고 있다.

하지만 AGA 가이드라인에서
가장 넓은 범위에서 높은 수준의
권고를 받고 있는 infliximab

하지만 AGA(American Gastroenterological Association) 염증성 장질환 가이드라인은 궤양성 대장염, 크론병의 초기 유도요법, 유지요법, Biologics naïve 환자의 유도요법 그리고 항문농양이 발생한 크론병의 유도요법, 유지요법에 infliximab을 강하게 권고하고 있다<도표 26>. Ustekinumab(제품명 Stelara)의 경우, 전반적으로 높은 권고 수준을 받고 있으며, 특히 TNF- α 에 반응하지 않는 환자들에게 다른 치료제들 대비 우선된다. 주목할 부분은 크론병이다. 크론병 환자 중 항문 누공(perianal fistula)이 동반된 중증 환자에게 가장 우선되는 약물 은 infliximab이다. Infliximab이 크론병에서 높은 점유율을 기록하고 있는 이유로 판단된다.

도표 23. ROTARY 연구, 크론병 환자의 약물 중단 비율

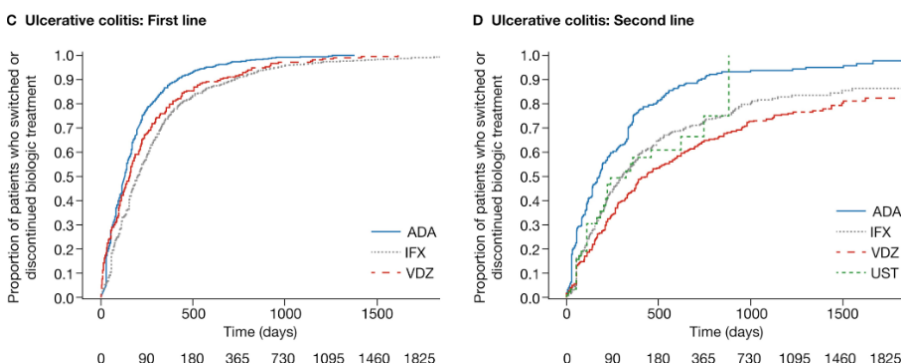
리얼월드 연구 결과
약물 중단 비율이
상대적으로 낮은 infliximab



자료: IBD(2023), 하나증권

도표 24. ROTARY 연구, 궤양성 대장염 환자의 약물 중단 비율

리얼월드 연구 결과
약물 중단 비율이
상대적으로 낮은 infliximab



자료: IBD(2023), 하나증권

도표 25. 염증성 장질환 주요 치료제 기전별 비교

기전	약품명(성분명)	업체명	FDA 허가년월	적응증	IBD 매출
anti TNF-α	Remicade(infliximab)	J&J	1998.08	• 크론병 • 소아 크론병 • 궤양성 대장염 • 소아 궤양성 대장염 • 류마티스 관절염(메토트렉세이트 병용) • 강직성 척추염 • 건선성 관절염 • 판상형 건선	\$1.5B (2023) \$0.5B (2030)
	Humira(Adalimumab)	Abbvie	2002.12	• 류마티스 관절염 • 소아 특발성 관절염 • 건선성 관절염 • 강직성 척추염 • 성인 크론병 • 소아 크론병 • 궤양성 대장염 • 판상형 건선 • 화농성 열선염 • 포도막염	\$5.2B (2023) \$1.8B (2030)
	Cimzia(certolizumab)	UCB	2008.04	• 크론병 • 류마티스 관절염 • 건선성 관절염 • 판상형 건선 • 강직성 척추염 • 비방사선학적 측정 척추관절염	\$0.2B (2023) \$0.2B (2030)
	Simponi(golimumab)	J&J	2009.04	• 류마티스 관절염 • 강직성 척추염 • 건선성 관절염 • 궤양성 대장염	\$0.4B (2023) \$0.2B (2030)
anti-α4β7 integrin	Entyvio(vedolizumab)	Takeda	2014.05	• 크론병 • 궤양성 대장염	\$5.5B (2023) \$6.8B (2030)
	Tysabri(natalizumab)	Biogen	2004.11	• 다발성 경화증 • 크론병	N/A
anti IL-12/23	Stelara(ustekinumab)	J&J	2009.09	• 건선 • 건선성 관절염 • 크론병 • 판상형 건선 • 궤양성 대장염 • 소아 판상형 건선 • 소아 건선성 관절염	\$6.7B (2023) \$2.4B (2030)
anti IL-23	Skyrizi(risankizumab)	베링거인겔하임/Abbvie	2019.04	• 판상형 건선 • 건선성 관절염 • 크론병	\$1.1B (2023) \$7.4B (2030)
	Omvo(mirikizumab)	Eli Lilly	2023.1	• 궤양성 대장염	\$0.04B (2023) \$1.6B (2030)
JAK inhibitor	Xeljanz(tafacitinib)	Pfizer	2012.11	• 류마티스 관절염 • 건선성 관절염 • 궤양성 대장염 • 소아 특발성 관절염 • 강직성 척추염	\$0.2B (2023) \$0.03B (2030)
	Rinvoq(upacitinib)	Abbvie	2019.08	• 류마티스 관절염 • 건선성 관절염 • 성인/청소년 아토피 피부염 • 궤양성 대장염 • 강직성 척추염 • 비방사선학적 측정 척추관절염 • 크론병	\$0.6B (2023) \$4.1B (2030)
S1P1 agonist	Zeposia(ozanimod)	BMS	2020.03	• 다발성 경화증 • 궤양성 대장염	\$0.2B (2023) \$1.1B (2030)

자료: FDA, GlobalData, 하나증권

도표 26. AGA(American Gastroenterological Association) IBD 치료 가이드라인

약품명	유도요법	유지요법	Biologic-naïve 유도요법	Biologic-naïve 유지요법	1차 anti-TNF non-responder	2차 infliximab non-responders	항문누공 크론병 유도요법	항문누공 크론병 유지요법
Infliximab	✓	✓	✓				✓	✓
Adalimumab	✓	✓	✓			✓	✓	✓
Certolizumab pegol	✓	✓						
Adalimumab + thiopurine, vs adalimumab monotherapy			✓	✓				
Infliximab + thiopurine vs infliximab monotherapy			✓	✓				
Natalizumab	X	X						
Ustekinumab	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Vedolizumab	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
Oral methotrexate monotherapy	X	X						
Subcutaneous or intramuscular methotrexate monotherapy	✓	✓						
Thiopurine monotherapy	X	✓						
Corticosteroids	✓	X						
5-aminosalicylate/sulfasalazine	X	X						
Antibiotic monotherapy							X	
Biologic monotherapy vs thiopurine monotherapy	✓							
Biologic agents in combination with antibiotics vs biologic monotherapy							✓	

✓ Strong recommendation for ✓ Conditional recommendation for X Conditional recommendation against X Strong recommendation against • Over certolizumab pegol

자료: AGA, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,284.0	2,176.4	3,478.6	4,636.8	5,517.1
매출원가	1,251.3	1,124.6	1,567.6	1,623.6	1,759.0
매출총이익	1,032.7	1,051.8	1,911.0	3,013.2	3,758.1
판매비	385.5	400.4	1,180.0	1,213.2	1,309.5
영업이익	647.2	651.5	731.0	1,800.0	2,448.6
금융손익	11.4	11.5	(30.1)	(24.6)	15.6
종속/관계기업손익	7.1	(11.3)	(4.3)	0.0	0.0
기타영업외손익	(39.5)	19.4	13.6	(42.6)	0.0
세전이익	626.2	671.1	710.3	1,732.8	2,464.2
법인세	94.8	131.4	171.6	433.2	616.1
계속사업이익	531.3	539.7	538.7	1,299.6	1,848.2
중단사업이익	11.2	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	542.6	539.7	538.7	1,299.6	1,848.2
비지배주주지분 순이익	4.7	4.1	(43.3)	(104.5)	(148.7)
지배주주순이익	537.8	535.6	582.0	1,404.2	1,996.8
지배주주지분포괄이익	561.6	539.5	587.9	1,341.8	1,908.1
NOPAT	549.2	523.9	0.0	0.0	0.0
EBITDA	873.6	897.3	1,136.9	2,089.6	2,737.8
성장성(%)					
매출액증가율	20.63	(4.71)	59.83	33.30	18.99
NOPAT증가율	N/A	(4.61)	(100.00)	N/A	N/A
EBITDA증가율	(8.84)	2.71	26.70	83.80	31.02
영업이익증가율	(13.03)	0.66	12.20	146.24	36.03
(지배주주)순이익증가율	(7.20)	(0.41)	8.66	141.27	42.20
EPS증가율	(7.29)	(1.03)	(26.41)	141.64	42.20
수익성(%)					
매출총이익률	45.21	48.33	54.94	64.98	68.12
EBITDA이익률	38.25	41.23	32.68	45.07	49.62
영업이익률	28.34	29.93	21.01	38.82	44.38
계속사업이익률	23.26	24.80	15.49	28.03	33.50

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,677	3,639	2,678	6,471	9,202
BPS	31,719	87,089	89,166	95,161	103,887
CFPS	6,605	6,201	5,405	9,433	12,617
EBITDAPS	5,973	6,096	5,231	9,630	12,617
SPS	15,615	14,787	16,005	21,368	25,425
DPS	361	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	43.65	55.37	66.21	27.40	19.27
PBR	5.06	2.31	1.99	1.86	1.71
PCFR	24.30	32.49	32.80	18.80	14.05
EV/EBITDA	26.26	34.30	34.69	18.67	13.64
PSR	10.28	13.63	11.08	8.30	6.97
재무비율(%)					
ROE	13.35	5.07	3.38	7.77	10.15
ROA	9.30	4.15	2.83	6.39	8.43
ROIC	18.83	5.16	0.00	0.00	0.00
부채비율	37.84	16.30	21.02	21.33	20.39
순부채비율	4.82	6.60	4.95	2.88	(4.81)
이자보상배율(배)	86.21	67.40	0.00	0.00	0.00

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,929.8	5,009.4	6,555.8	8,253.1	10,447.4
금융자산	613.5	759.7	1,312.7	1,640.4	3,165.1
현금성자산	551.2	564.6	1,069.4	1,332.3	2,825.3
매출채권	1,621.9	939.2	1,399.7	1,775.1	1,958.6
재고자산	616.4	3,041.5	3,460.8	4,389.0	4,842.8
기타유동자산	78.0	269.0	382.6	448.6	480.9
비유동자산	2,961.9	14,908.2	14,653.4	14,462.8	14,192.6
투자자산	117.9	135.2	172.2	211.1	230.1
금융자산	29.4	30.5	29.3	29.8	30.1
유형자산	1,007.0	1,214.6	1,169.1	1,150.8	1,073.0
무형자산	1,622.3	13,336.1	13,059.9	12,848.6	12,637.3
기타비유동자산	214.7	222.3	252.2	252.3	252.2
자산총계	5,891.7	19,917.5	21,209.2	22,715.8	24,640.0
유동부채	1,294.1	2,470.6	3,316.8	3,552.6	3,695.4
금융부채	665.0	1,783.4	2,090.8	2,090.8	2,090.8
매입채무	50.3	50.9	88.9	112.7	124.4
기타유동부채	578.8	636.3	1,137.1	1,349.1	1,480.2
비유동부채	323.4	321.2	366.8	441.2	477.6
금융부채	154.5	107.1	89.5	89.5	89.5
기타비유동부채	168.9	214.1	277.3	351.7	388.1
부채총계	1,617.4	2,791.7	3,683.6	3,993.8	4,173.0
지배주주지분	4,139.4	16,980.7	17,425.6	18,726.5	20,620.1
자본금	140.8	220.3	220.4	220.4	220.4
자본잉여금	871.1	14,790.2	14,799.8	14,799.8	14,799.8
자본조정	(406.4)	(2,046.0)	(1,760.3)	(1,760.3)	(1,760.3)
기타포괄이익누계액	48.7	52.6	83.4	83.4	83.4
이익잉여금	3,485.1	3,963.6	4,082.3	5,383.2	7,276.8
비지배주주지분	134.8	145.1	100.0	(4.5)	(153.2)
자본총계	4,274.2	17,125.8	17,525.6	18,722.0	20,466.9
순금융부채	206.0	1,130.8	867.6	539.9	(984.9)

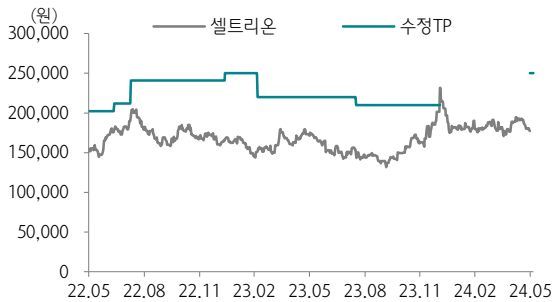
현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	0.9	537.2	836.2	906.0	1,803.2
당기순이익	542.6	539.7	538.7	1,299.6	1,848.2
조정	206.4	218.9	457.3	314.1	273.5
감가상각비	226.4	245.8	405.9	289.5	289.1
외환거래손익	(17.8)	(2.0)	(19.5)	0.0	0.0
지분법손익	(15.7)	12.7	4.3	0.0	0.0
기타	13.5	(37.6)	66.6	24.6	(15.6)
영업활동자산부채변동	(748.1)	(221.4)	(159.8)	(707.7)	(318.5)
투자활동 현금흐름	(297.1)	(138.9)	(112.3)	(105.7)	47.5
투자자산감소(증가)	(21.6)	(6.0)	(32.7)	(38.9)	(19.0)
자본증가(감소)	(111.2)	(210.0)	(39.3)	(60.0)	0.0
기타	(164.3)	77.1	(40.3)	(6.8)	66.5
재무활동 현금흐름	(350.2)	(385.1)	108.4	(185.9)	(185.9)
금융부채증가(감소)	75.1	1,071.0	277.7	0.0	0.0
자본증가(감소)	14.9	13,993.0	9.7	0.0	0.0
기타재무활동	(337.7)	(15,397.4)	(75.4)	(82.7)	(82.7)
배당지급	(102.5)	(51.7)	(103.6)	(103.2)	(103.2)
현금의 증감	(637.1)	13.4	519.9	262.8	1,493.0
Unlevered CFO	966.0	912.7	1,174.7	2,046.9	2,737.8
Free Cash Flow	(110.3)	327.1	796.9	846.0	1,803.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.5.31	BUY	250,000		
24.1.3	Not Rated	-	-	-
23.8.16	BUY	210,000	-25.54%	10.24%
23.3.6	BUY	220,000	-27.30%	-18.27%
23.1.11	BUY	250,000	-35.85%	-32.08%
22.8.8	BUY	240,819	-27.88%	-15.00%
22.7.11	BUY	211,921	-15.04%	-10.45%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 박재경은 'Digestive Disease Week'에 (주)셀트리온의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 2024년 5월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 5월 31일 현재 해당회사의 유가증권으로 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.67%	5.88%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 28일