

# 셀트리온 (068270/KS)

## 짐펜트라 미국 시장 진출 본격화

SK증권 리서치센터

### 매수(신규편입)

목표주가: 250,000 원(신규편입)

현재주가: 202,500 원

상승여력: 23.5%



Analyst  
이선경

seonkyoung.lee@sk.com

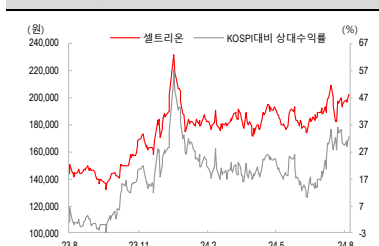
#### Company Data

발행주식수	21,702 만주
시가총액	43,947 십억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외86)	28.29%
국민연금공단	6.24%

#### Stock Data

주가(24/08/23)	202,500 원
KOSPI	2,701.69 pt
52주 최고가	231,500 원
52주 최저가	131,800 원
60일 평균 거래대금	165 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 짐펜트라의 근거 있는 도전, 하반기 미국 시장 진출 본격화

짐펜트라는 셀트리온이 독자 개발한 infliximab 의 피하제형(SC)으로 2023 년 10 월 FDA 시판허가를 받아 2024 년 3 월부터 판매를 시작한 제품이다. 휴미라 시밀러 등장, 엔티비오 SC 제형의 출시로 인해 미국 내 자가면역 치료제 시장 경쟁이 심화되고 있으나 1)infliximab 은 IBD 적응증에서 타 기전, 동일 기전 경쟁 약물 대비 높은 임상적 이득을 입증한 약물이라는 점, 2)짐펜트라는 유일한 infliximab SC 제형으로 환자 편의성 증대 측면에서 이점이 있다는 점, 3)미국 시장 침투에 있어 중요한 미 3대 PBM의 처방집 등재에 이어 코스트코 회원 처방 프로그램에도 등록을 완료하는 등 미국 내 다양한 공급망을 확보했다는 점을 고려했을 때 IBD 시장내 경쟁 우위를 확보할 수 있을 것으로 판단되며, 하반기부터 본격화될 짐펜트라의 매출과 3 분기부터 감소될 PPA 상각비(분기당 600 억원 > 70 억원)를 반영, 24 년 매출은 3 조 6,505 억원(+ 67.7% YoY), 영업이익은 6,836 억원(+4.9% YoY, OPM 18.7%)를 전망한다.

### 25 년 1 월 Medicare Part D 개편에 따른 미 시밀러 시장 개화 기대

IRA 법안에 따라 25 년 1 월부터 추진되는 Medicare Part D 의 개편은 시밀러 시장에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다는 점도 주목할 필요가 있다. 해당 개편안은 기존 8천 달러였던 환자부담 상한선을 2 천달러까지 낮추고, 환자 부담 상한선 초과분의 정부 부담금을 기존 80%에서 20%로 낮춰, 환자와 정부 비용 부담을 낮추는 구조로 설계되어 있다. 줄어든 비용은 그대로 보험사로 전가되는 구조이며 수익성 확보를 위해 보험사는 상대적으로 가격이 저렴한 시밀러 제품을 선호할 수 있다. 이는시밀러 생산/판매를 주력으로 하고 있는 동사의 매출 성장에 긍정적인 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 25 만원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 25 만원으로 커버리지를 개시한다. 본격화될 짐펜트라의 미국 매출 및 25 년 출시할 졸레어/아일리아/스텔라라 시밀러 신제품을 통한 외형성장이 기대되며, 시밀러 판가 할인에 따른 수익성 악화 우려에도 불구하고 신제품들의 견조한 매출 성장, 미국 직판 체제의 영업 레버리지 및 합병에 따른 원가율 개선 효과로 수익성은 개선은 가능하다고 판단, 긍정적인 주가 흐름을 기대한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,893	2,284	2,176	3,650	4,264	4,754
영업이익	십억원	744	647	651	684	1,435	1,809
순이익(지배주주)	십억원	579	538	536	565	1,164	1,466
EPS	원	3,896	3,599	2,432	2,605	5,364	6,756
PER	배	49.0	44.6	82.9	77.7	37.8	30.0
PBR	배	6.7	5.1	2.3	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	배	28.1	26.3	34.3	40.0	24.8	20.0
ROE	%	16.0	13.4	5.1	3.3	6.5	7.7

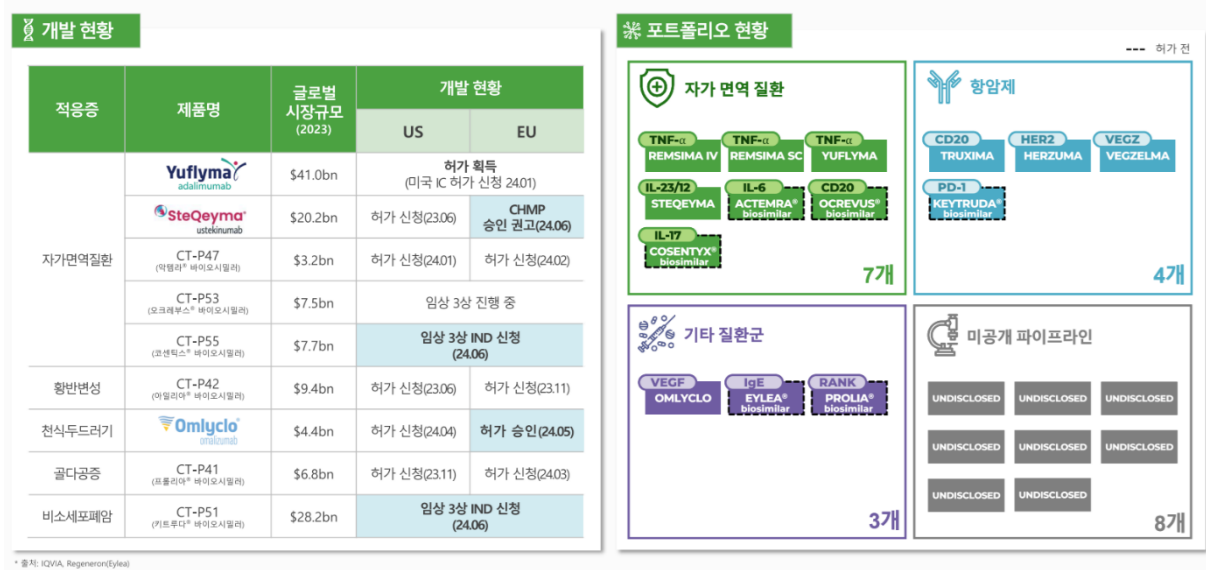
## 기업개요

셀트리온은 국내를 대표하는 바이오시밀러 전문기업으로 1991년에 설립, 세계 최초 바이오시밀러 제품인 램시마를 필두로 트룩시마, 허주마, 유플라이마, 램시마 SC, 베그젤마 총 6종의 바이오시밀러를 허가 받아 현재 세계 110여 개국에서 파트너사를 통해 판매하고 있다.

바이오시밀러를 개발하며 축적한 노하우와 기술력을 기반으로 코로나19 항체치료제인 렉키로나 개발에 성공했으며, 2023년 10월 인플릭시맵(Infliximab) 성분의 피하주사 제형인 짐펜트라를 신약으로 FDA 품목 허가를 획득했다.

바이오의약품 생산 Capa는 해외 소재의 CMO 업체 활용분을 포함, 연간 총 27만 리터 규모이며, 자체 생산 Capa는 2023년 11월 완공되어 2024년 11월 상업 생산을 개시할 3공장 6만리터를 포함 연간 총 25만 리터 규모다. 제품 공급 안정성 및 원가절감을 위한 DP 내재화를 위한 신규 DP 공장 증설(규모: 연 800만개 바이알 생산)은 2023년 9월 착수함에 따라 2026년 초 완공, 2027년부터 본격적인 상업 생산을 개시할 예정이다.

### 셀트리온 시밀러 포트폴리오 현황



자료: 셀트리온, SK 증권

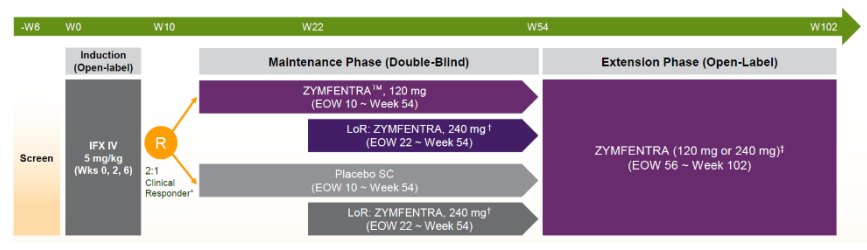
## 짐펜트라의 근거 있는 도전, 미국 시장 진출

짐펜트라는 셀트리온이 독자 개발한 infliximab 의 피하제형(SC)으로 유럽에서는 “램시마 SC”로 2020 년부터 판매를 시작, 미국에서는 바이오시밀러가 아닌 신약으로 2023 년 10 월 FDA 시판허가를 받아 2024 년 3 월부터 판매를 시작한 제품이다.

짐펜트라 적응증은 중등도/중증 궤양성 대장염(UC, Ulcerative colitis) 및 크론병(CD, Crohn's disease)유지요법(maintenance dose)으로 최소 10주간 infliximab IV 유도요법(induction dose)을 받은 환자들 대상으로 2 주 간격으로 120mg/ml 를 투약할 수 있다.

IBD 는 infliximab 외에도 Skyrizi(Risankizumab, AbbVie), Humira (Adalimumab, AbbVie), Stelara (Ustekinumab, Janssen), 등 다수의 블록버스터 약물이 진출해 있는 시장이며, 미국내 Humira 시밀러의 등장으로 가격 경쟁까지 치열해진 상황이다.

### 짐펜트라 임상 3상(LIBERTY UC/LIBERTY CD) 디자인



자료: DDW(2024), SK 증권

### 짐펜트라의 용량 및 용법

#### DOSAGE AND ADMINISTRATION

##### Important Dosage Information (2.1)

- ZYMFENTRA is indicated as maintenance treatment only, starting at Week 10 and thereafter.
  - All patients must complete an intravenous induction regimen with an infliximab product before starting ZYMFENTRA.
- ZYMFENTRA is for subcutaneous use only.

##### Recommended Maintenance Dosage in Ulcerative Colitis and Crohn's Disease (2.2)

- **Week 10 and thereafter:** Inject 120 mg subcutaneously once every two weeks.
- To switch patients who are responding to maintenance therapy with an infliximab product administered intravenously, administer the first subcutaneous dose of ZYMFENTRA in place of the next scheduled intravenous infusion and every two weeks thereafter.

자료: FDA Label, SK 증권

쉽지 않은 경쟁 상황에도 불구하고 짐펜트라의 미국 내 진출의 성공 가능성이 높다고 판단되는 이유는 1) infliximab은 IBD 적응증에서 타 기전, 동일 기전 경쟁 약물 대비 높은 임상적 이득을 입증한 약물이라는 점, 2) 짐펜트라는 유일한 infliximab SC 제형으로 환자 편의성 증대 측면에서 이점이 있다는 점, 3) 미국 시장 침투에 있어 중요한 미 3대 PBM의 처방집 등재에 이어 코스트코 회원 처방 프로그램에도 등록을 완료하는 등 미국 내 다양한 공급망을 확보했다는 점 때문이다.

참고로 Infliximab은 TNF- $\alpha$  inhibitor 시대를 개척한 레미케이드의 성분명으로 경쟁제품 중 가장 먼저 시장에 출시해 시장 선점에 우위를 확보했다. 하지만 TNF- $\alpha$  inhibitor 중 유일한 IV 제형 약물로 투약의 편의성이 중요한 자가면역 치료제의 특성상 시장 확장 측면에서는 한계가 존재했다.

IBD 치료제에서 임상적으로 중요한 Endpoint는 Clinical Remission과 Endoscopic Improvement로 infliximab은 이전 TNF- $\alpha$  치료제 투약 여부와 관계없이 크론병과 궤양성 대장염 모두 시판 약물중 Upadacitinib 다음으로 효능 측면에서 경쟁력이 있다. Upadacitinib은 경구형 Jak inhibitor로 높은 효능과 투약의 편의성을 갖췄지만 심각한 부작용으로 인해 한계 또한 분명한 약물이다. 따라서 IBD 치료제로서 우수한 효능과 투약의 편의성까지 갖춘 짐펜트라는 휴미라 시밀러 등장, 엔티비오 SC 제형의 출시에도 IBD 유지요법에서의 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 판단된다.

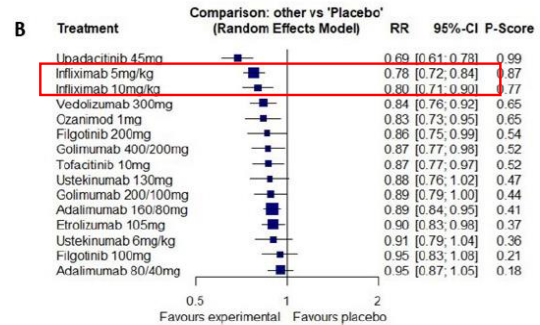
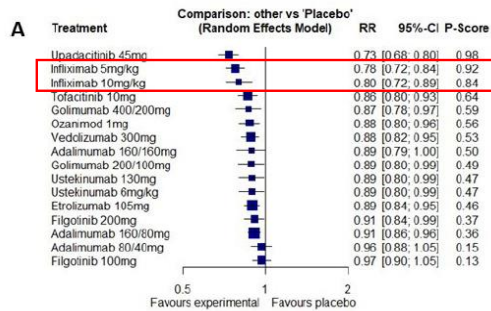
IBD 치료제로 시판 승인된 자가면역 치료제 현황

MoA	브랜드명	약물명	개발사	투약 경로	시밀러 진출	FDA 승인일		IBD 외 주요 적응증 승인현황				
						CD	UC	RA	AS	PsA	PsO	MS
TNF- $\alpha$ inhibitor	Remicade	Infliximab	Janssen	IV	O	98.08	05.09	99.11 (With MTX)	04.12	05.05	06.09	
	Enbrel	Etanercept	Amgen	SC				98.11	23.07	22.01	04.04	
	Humira	Adalimumab	AbbVie	SC	O	07.02	12.09		06.07	05.10	08.01	
	Cimzia	Certolizumab	UCB	SC		08.04		98.11	23.07	22.01	04.04	
	Simponi	Golimumab	Centocor	SC			13.05	09.05	13.10	13.09	18.05	
$\alpha 4\beta 7$ antagonist	Entyvio	Vedolizumab	Takeda	IV		14.05	14.05	09.04	09.04	09.04		
				SC		24.04	23.09					
IL-12/23 antagonist	Stelara	Ustekinumab	Janssen	IV		16.09						
				SC			19.10			13.09	09.09	
IL-23 antagonist	Skyrizi	Risankizumab	AbbVie	SC		22.06	24.06					
	Omvo	Mirikizumab	Eli Lilly	SC			23.10					
JAK inhibitor	Xeljanz	Tofacitinib	Pfizer	경구			18.05	12.11	21.12	17.12		
	Rinvoq	Upadacitinib	AbbVie	경구		23.05	22.03	19.08	22.04	21.12		
S1PR modulator	Zeposia	Ozanimod	BMS	경구			21.05					20.03

\* CD (Cron's Disease, 크론병), UC (Ulcerative Colitis, 궤양성 대장염), AS (Ankylosing Spondylitis, 강직성 척추염), PsA (Psoriatic Arthritis, 건선성 관절염), PsO (Plaque psoriasis, 판상형 건선), MS (Multiple Sclerosis, 다발성 경화증), RA (Rheumatoid Arthritis, 류마티스 관절염)

자료: Drugs.com, SK 증권

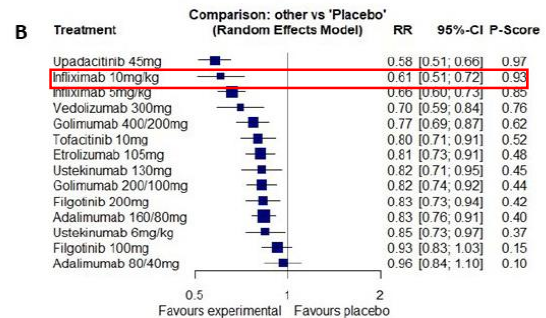
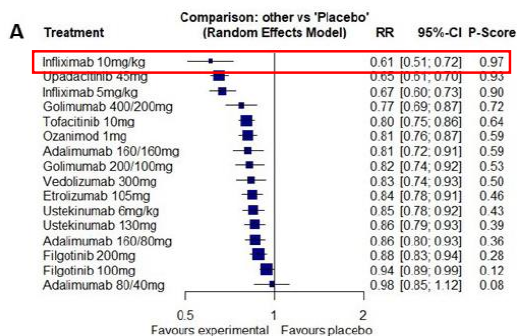
## IBD 치료제 효능 메타분석 결과 - Clinical Remission (6주 ~ 14주)



자료: 시장자료, SK 증권

A: TNF 제제 치료 이력 있음, B: TNF 제제 치료 이력 없음

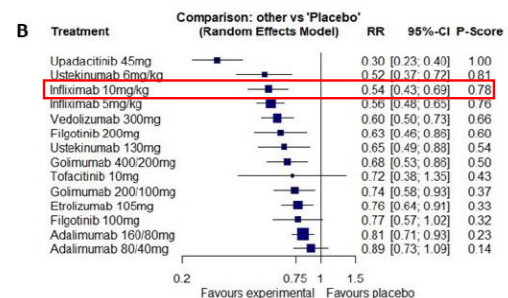
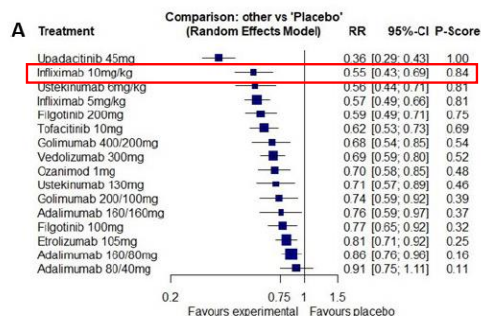
## IBD 치료제 효능 메타분석 결과 - Endoscopic Improvement (6주 ~ 14주)



자료: 시장자료, SK 증권

A: TNF 제제 치료 이력 있음, B: TNF 제제 치료 이력 없음

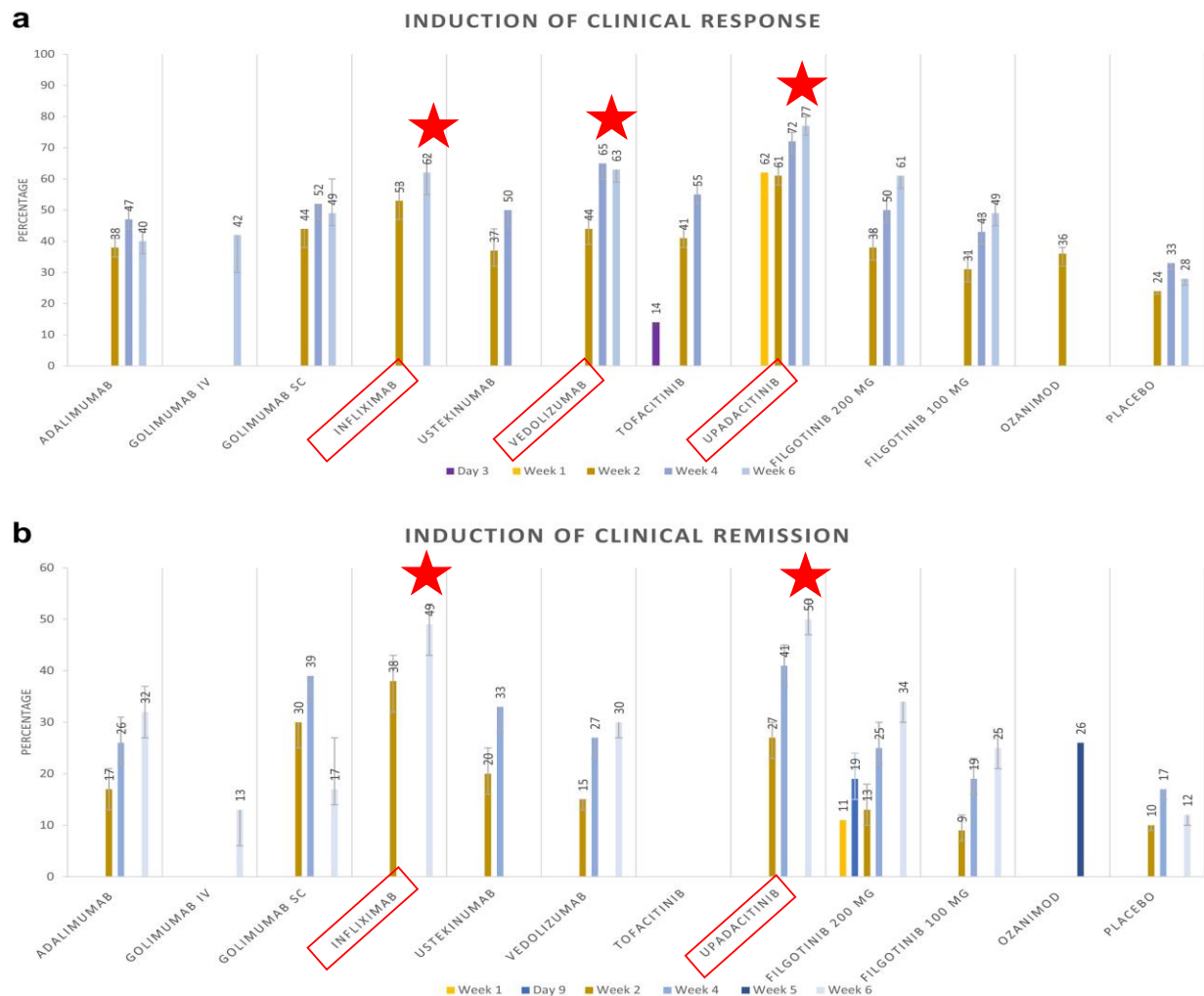
## IBD 치료제 효능 메타분석 결과 - Clinical Response (6주 ~ 14주)



자료: 시장자료, SK 증권

A: TNF 제제 치료 이력 있음, B: TNF 제제 치료 이력 없음

크론병 치료제별 효능 비교



자료: eClinicalMedicine(2023), SK 증권



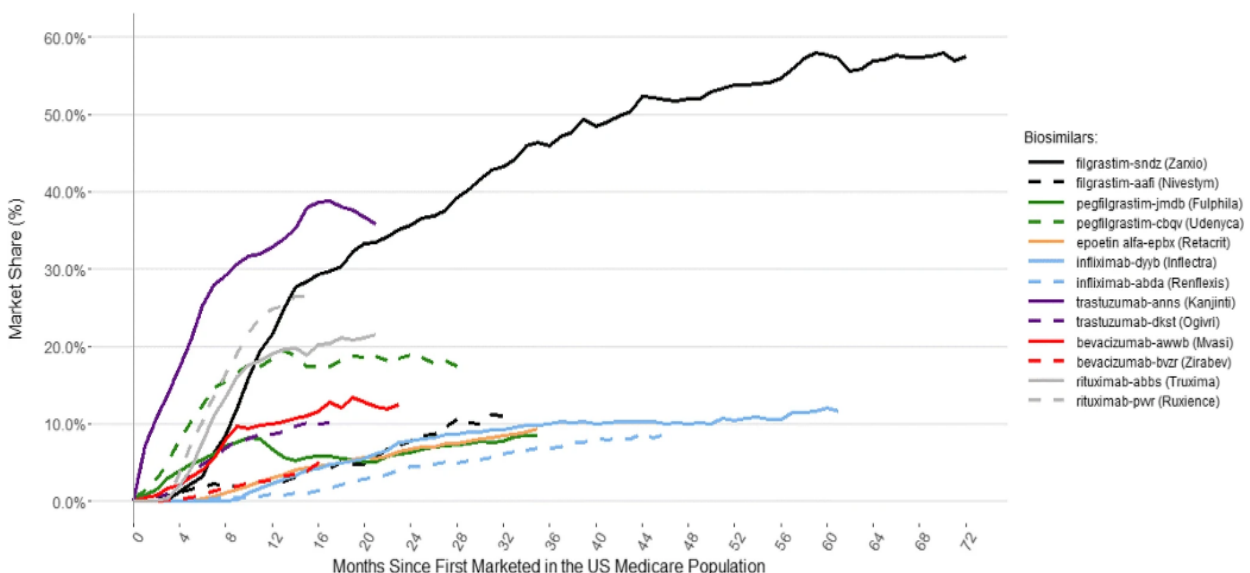
## 우호적으로 변화하고 있는 미국 시밀러 시장

바이오시밀러는 2006년 Omnitrope 출시 이후 지난 18년 동안 유럽에서 106개, 미국에서 57개의 제품이 승인되었다. 유럽의 경우, 미국시장과 비교하여 상대적으로 일찍 바이오시밀러 시장이 본격화되었는데, 북유럽 국가들 중심으로 조달시장이 커지면서 바이오시밀러 제품의 시장 침투율이 70~80%를 기록, 가파른 성장세를 이어올 수 있었다.

미국에서 바이오시밀러 제품의 시장침투율이 유럽에 비해 낮은 이유는 크게 두가지 요인으로 볼 수 있는데, 첫째, 대체처방 가능성 인정여부, 둘째, 의약품 구매자에 대한 시밀러 제품의 인센티브 부여 여부이다. 그동안은 이 두 가지 조건이 충족되지 않으면서 시밀러 제품의 시장점유율 성장에 한계가 존재했다면, 아래와 같은 이유들로 인해 시장상황이 크게 변화할 것으로 예상된다.

바이든 행정부는 2021년 7월 미국 경제의 경쟁 촉진에 관한 행정명령(Promoting Competition in the American Economy)을 통해 반경쟁적 행위 제한, 대체처방 허가기준 개선, 바이오시밀러 제품에 대한 구매자 교육 프로그램을 시행했다.

미국에서의 바이오시밀러 출시 시점에 따른 시장 점유율 현황



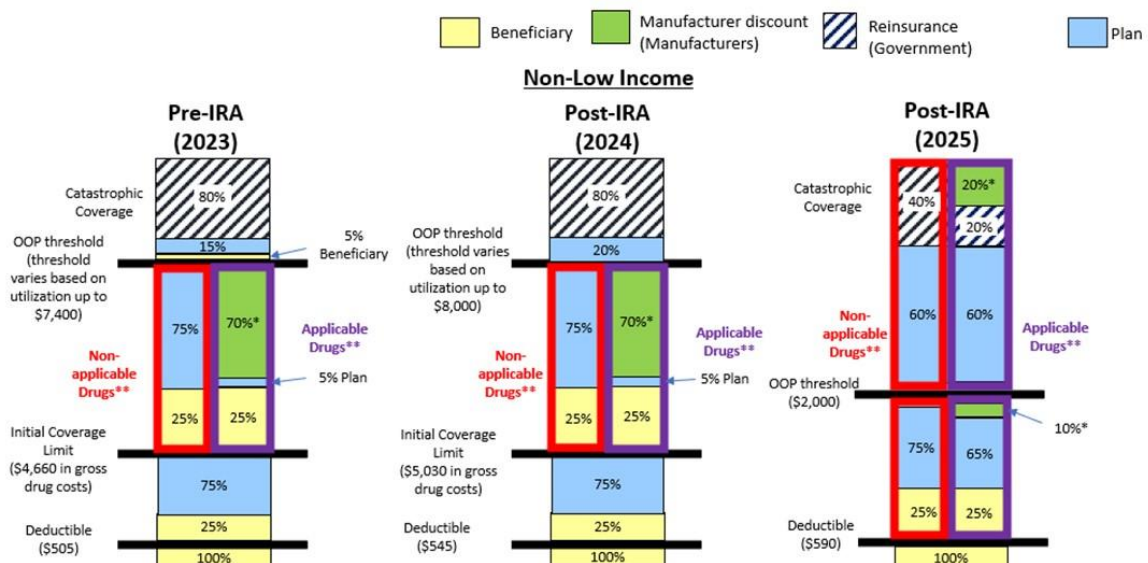
자료: Uptake and Competition Among Biosimilar Biological Products in the US Medicare Fee-for-Service Population, Journal of General Internal Medicine(2022), SK증권

해당 행정명령에 따라 후속으로 도입된 법안인 BIOSIM(Bolstering Innovative Options to Save Immediately on Medicines) Act 을 통해 바이오시밀러 가격산정 시 ASP(평균 공급가) 기준 6% 마진율을 8%로 상향조정, 바이오시밀러 구매자에 대한 인센티브를 강화, Preserve Access to Affordable Generics and Biosimilars Act 를 통해서도 반경쟁적 행위를 선제적으로 제한하는 법안을 시행했다.

2022 년 도입된 IRA 법안에 따라 2025 년 1 월부터 Medicare Part D 의 개편 또한 시밀러 시장에는 긍정적 요인으로 작용할 수 있는데 해당 개편안은 기존 8,000 달러였던 환자부담 상한선을 2,000 달러까지 낮추고, 환자 부담 상한선 초과분의 정부 부담금을 기존 80%에서 20%로 낮춰 환자와 정부 비용 부담을 낮추는 구조로 설계되어 있다. 줄어든 비용 부담은 보험사로 전가되는 구조이며 이에 따라 수익성 확보를 위해 보험사는 상대적으로 가격이 저렴한 시밀러 제품을 선호할 수 있을 것으로 판단된다.

바이오시밀러의 미국시장 시장침투력을 획기적으로 높여줄 것으로 기대되는 대체조제 시판허가와 관련해서, FDA는 2021년 7월 최초의 대체처방 가능 시밀러 제품인 Viatris의 Semglee의 승인 이후 현재까지 총 6개 제품이 승인을 받았으며, 대체처방 가능 시밀러 제품의 수는 앞으로도 계속 증가할 것이라 판단된다.

## Medicare Part D 개편안



자료: cms.gov, SK 증권



## 미국 바이오 시밀러 현황

오리지널 의약품	기업명	바이오시밀러 제품	기업명	FDA 승인일	교체처방	출시일(예측)
Soliris (eculizumab)	Alexion	Epysqii (eculizumab-aagh)	Samsung Bioepis	2024.07		TBD
		Bkemv (eculizumab-aeeb)	Amgen	2024.05	O	2025
Eylea (afibercept)	Regeneron	Ahzantive (afibercept-mrbb)	Formycon AG	2024.06		2025
		Opuviz (afibercept-yszy)	Samsung Bioepis	2024.05	O	TBD
		Yesafili (afibercept-jbvf)	Biocon Biologics	2024.05	O	2025
Neupogen (filgrastim)	Amgen	Nypozi (filgrastim-txid)	Tanvex BioPhara	2024.07		TBD
		Releuko (filgrastim-ayow)	Amneal	2022.02		2022
		Nivestym (filgrastim-aafi)	Pfizer	2018.07		2018
		Zarxio (Filgrastim-sndz)	Sandoz	2015.03		2015
Remicade (infliximab)	Janssen	Avsola (infliximab-axxq)	Amgen	2019.12		2020
		Ixifi (infliximab-qbtix)	Pfizer	2017.12		No U.S. launch intended
		Renflexis (Infliximab-abda)	Organon/Samsung Bioepis	2017.05		2017
		Inflectra (Infliximab-dyyb)	Pfizer/Celtrion	2016.04		2016
Stelara (ustekinumab)	Janssen	Pyzchiva (ustekinumab-ttwe)	Sandoz/Samsung Bioepis	2024.07		2025
		Selarsdi (ustekinumab-aekn)	Alvotect & Teva	2024.04		2025
		Wezlana (ustekinumab-auub)	Amgen	2023.10	O	2025
Herceptin (trastuzumab)	Genentech	Hercessi (trastuzumab-strf)	Accord	2024.04		TBD
		Kanjinti (trastuzumab-anns)	Amgen	2019.06		2019
		Trazimera (trastuzumab-qyyp)	Pfizer	2019.04		2020
		Ontruzant (trastuzumab-dttb)	Organon/Samsung Bioepis	2019.01		2020
		Herzuma (trastuzumab-pkrb)	Teva/Celtrion	2018.12		2020
		Ogivri (trastuzumab-dkst)	Mylan	2017.12		2019
Actemra (tocilizumab)	Genentech	Tyenne (tocilizumab-aazg)	Fresenius Kabi	2024.03		TBD
		Tofidence (tocilizumab-bavi)	Biogen	2023.09		2023
Prolia and Xgeva (denosumab)	Amgen	Jubbonti and Wyost (denosumab-bbdz)	Sandoz	2024.03	O	2025
Humira (adalimumab)	AbbVie	Simlandi (adalimumab-ryvk)	Alvotect & Teva	2024.02		2025
		Yuflyma (adalimumab-aaty)	Celtrion	2023.05		2023
		Idacio (adalimumab-aacf)	Fresenius Kabi	2022.12		2023
		Yusimry (adalimumab-aqvh)	Coherus	2021.12		2023
		Hulio (adalimumab-fkjp)	Mylan	2020.07		2023
		Abrilada (adalimumab-afzb)	Pfizer	2019.11		2023
		Hadlima (adalimumab-bwwd)	Samsung Bioepis	2019.07		2023
		Hyrimoz (adalimumab-adaz)	Sandoz	2018.10		2023
		Cyltezo (Adalimumab-adbm)	Boehringer Ingelheim	2017.08		2023
		Amjevita (Adalimumab-atto)	Amgen	2016.09		2023
Enbrel (etanercept)	Amgen	Eticovo (etanercept-ykro)	Samsung Bioepis	2019.04		TBD
		Erelzi (Etanercept-szzs)	Sandoz	2016.08		TBD

자료: FDA, SK 증권

주: 회색은 Samsung Bioepis, 붉은색은 Celtrion 을 나타냄

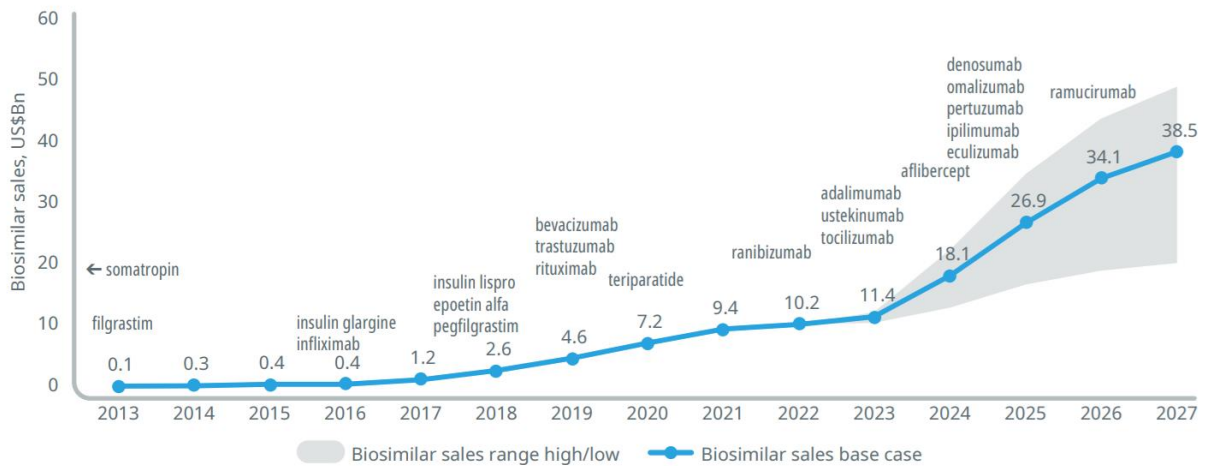
미국 바이오 시밀러 현황

오리지널 의약품	기업명	바이오시밀러 제품	기업명	FDA 승인일	교체처방	출시일(예측)
Epogen (epoetin-alfa)	Amgen	Retacrit (epoetin alfa-epbx)	Hospira	2018.05		2018
Tysabri (natalizumab)	Biogen	Tyruko (natalizumab-sztn)	Sandoz	2023.07		2024
Lucentis (ranibizumab)	Genentech	Cimerli (ranibizumab-eqrn)	Sandoz	2022.08		2022
		Byooviz (ranibizumab-nuna)	Biogen	2021.09		2022
Lantus (insulin glargine)	Sanofi	Rezvoglar (insulin glargine-aglr)	Lilly	2021.12		2023
		Semglee (Insulin glargine-yfgn)	Mylan	2021.09	O	2021
Avastin (bevacizumab)	Genentech	Avzivi (bevacizumab-trjn)	Bio-Thera Solution	2023.12		TBD
		Vegzelma (bevacizumab-adcd)	Celltrion	2022.09		2023
		Alymsys (bevacizumab-maly)	Amneal	2022.04		2022
		Zirabev (bevacizumab-bvzr)	Pfizer	2019.06		2020
		Mvasi (Bevacizumab-awwb)	Amgen	2017.09		2019
Neulasta (pegfilgrastim)	Amgen	Stimufend (pegfilgrastim-fpgk)	Fresenius Kabi	2022.09		2023
		Fylnetra (pegfilgrastim-pbbk)	Amneal	2022.04		2023
		Nyvepria (pegfilgrastim-apgf)	Pfizer	2020.06		2021
		Ziextenzo (pegfilgrastim-bmez)	Sandoz	2019.11		2020
		Udenyca (pegfilgrastim-cbqv)	Coherus	2018.11		2019
		Fulphila (pegfilgrastim-jmdb)	Mylan	2018.06		2018
Rituxan (rituximab)	Genentech	Riabni (rituximab-arrx)	Amgen	2020.12		2020
		Truxima (rituximab-abbs)	Teva/Celltrion	2018.11		2019
		Ruxience (rituximab-pvvr)	Pfizer	2019.07		2020

자료: FDA, SK 증권

주: 회색은 Samsung Bioepis, 붉은색은 Celltrion을 나타냄

미국 바이오 시밀러 시장 규모 전망



자료: IQVIA, SK 증권

## 24년 매출 +67.7%, 영업이익 +4.9%(OPM 18.7%) 전망

### 투자의견 매수, 목표주가 25만원 제시

본격화될 짐펜트라의 미국 매출 및 25년 출시할 졸레어/아일리아/스텔라라 시밀러 신제품을 통한 외형성장이 기대되며, 시밀러 판가 할인에 따른 수익성 악화 우려에도 불구하고 신제품들의 견조한 매출 성장, 미국 직판 체제의 영업 레버리지, 그리고 합병에 따른 원가율 개선 효과로 수익성 개선이 기대된다. 하반기부터 본격화될 짐펜트라의 매출과 3분기부터 감소될 PPA 상각비(분기 당 600억원 > 70억원)를 반영, 24년 매출은 3조 6,505억원(+67.7% YoY), 영업이익은 6,836억원(+4.9% YoY, OPM 18.7%)를 전망한다.

셀트리온에 대해 투자의견은 매수, 목표주가는 25만원으로 커버리지를 개시한다. 셀트리온 목표주가는 원가율이 정상화되는 2025년 예상 EBITDA에 Target EV/EBITDA Multiple 31배를 적용해 산출했다.

셀트리온 분기별 실적추정										(단위: 십억원, %)
구분	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E
매출액	737	874.7	945.7	1,093.1	975.7	988.0	1,079.4	1,220.6	3,650.5	4,263.7
YoY (%)	23.3	66.9	40.7	185.7	32.4	13.0	14.1	11.7	67.7	16.8
- 램시마 IV	299.1	363.4	325.5	316.1	310.2	285.2	330.2	310.5	1,304.1	1,236.1
- 트룩시마	100.7	115.4	107.3	100.4	98.5	92.2	93.6	110.7	423.8	395.0
- 허쥬마	37.4	61.8	57.5	75.1	55.2	59.5	60.4	64.9	231.8	240.1
- 유플라이마	67.0	80.0	95.2	111.5	123.5	135.2	150.7	160.4	353.7	569.8
- 베그젤마	34.6	40.0	48.5	50.5	39.8	46.0	55.8	58.1	173.6	199.6
- 램시마 SC	112.4	111.2	115.5	215.3	125.9	124.5	129.4	241.1	554.4	620.9
- 짐펜트라	-	2.2	95.3	120.5	125.5	132.5	150.5	161.2	218.0	569.7
- 기타	85.8	100.7	100.9	103.7	97.1	112.8	108.8	113.7	391.1	432.5
매출총이익	306.7	367.8	541.6	639.3	600.5	599.0	654.2	761.6	1,855.3	2,615.3
YoY (%)	16.1	33.2	46.2	352.8	95.8	62.9	20.8	19.1	76.4	41.0
GPM (%)	41.6	42.0	57.3	58.5	61.5	60.6	60.6	62.4	50.8	61.3
영업이익	15.4	72.5	247.9	347.8	299.4	293.7	371.2	470.6	683.6	1,434.9
YoY (%)	-91.5	-60.4	-7	1788	1839	305.1	49.7	35.3	4.9	109.9
OPM (%)	2.1	8.3	26.2	31.8	30.7	29.7	34.4	38.6	18.7	33.7

자료: 셀트리온, SK 증권

짐펜트라 매출 추정 및 주요가정							
주요가정		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
IBD 미국내 환자수	신규 5.5 만명	2,390,000	2,445,000	2,500,000	2,555,000	2,610,000	2,665,000
중증도/중증 환자수	평균 33%	788,700	806,850	825,000	843,150	861,300	879,450
Inflaxomab 투약환자수	평균 40%	315,480	322,740	330,000	337,260	344,520	351,780
짐펜트라 M/S	출시 5년, Peak 11%	1.4%	1.9%	3.5%	5.4%	8.5%	11%
짐펜트라 투약 환자수		4,354	5,971	11,550	18,212	29,284	38,696
짐펜트라 매출 (\$)		161,458,500	442,858,019	856,686,600	1,350,823,431	2,172,067,682	2,870,144,878
환율 (원)		1,350	1,300	1,250	1,250	1,250	1,250
셀트리온 매출 (억원)		2,180	5,757	10,709	16,885	27,151	35,877

자료: 시장자료, SK 증권

셀트리온 목표주가 산정				
항목	구분	적정가치	단위	비고
1. 영업가치	(A)	51,863	십억원	25년 예상 EBITDA * Target EV/EBITDA Multiple 31배
2. 순차입금	(B)	96	십억원	24년 말 예상
3. 총 기업가치	(C)	51,767	십억원	(C) = (A) - (B)
4. 주식수	(D)	206,130	천주	자사주 제외
5. 적정주가	(E)	251,138	원	(E) = (C) / (D)
6. 목표주가		250,000	원	

자료: 셀트리온, SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	2,930	5,009	5,496	6,439	7,595
현금및현금성자산	551	565	1,529	2,358	2,983
매출채권 및 기타채권	1,635	948	1,077	1,203	1,369
재고자산	616	3,041	2,433	2,384	2,713
<b>비유동자산</b>	2,962	14,908	14,968	14,886	14,839
장기금융자산	29	31	32	32	33
유형자산	1,007	1,215	1,306	1,359	1,419
무형자산	1,622	13,336	13,079	12,908	12,756
<b>자산총계</b>	5,892	19,918	20,464	21,325	22,435
<b>유동부채</b>	1,294	2,471	2,454	2,300	2,094
단기금융부채	665	1,783	1,523	1,325	1,023
매입채무 및 기타채무	191	266	656	699	795
단기충당부채	1	2	2	2	2
<b>비유동부채</b>	323	321	499	541	602
장기금융부채	154	107	90	90	90
장기매입채무 및 기타채무	8	6	6	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,617	2,792	2,954	2,840	2,696
<b>지배주주지분</b>	4,139	16,981	17,409	18,470	19,833
자본금	141	220	220	220	220
자본잉여금	871	14,790	14,800	14,800	14,800
기타자본구성요소	-406	-2,046	-1,760	-1,760	-1,760
자기주식	-502	-2,204	-1,923	-1,923	-1,923
이익잉여금	3,485	3,964	4,066	5,127	6,490
비지배주주지분	135	145	101	15	-95
<b>자본총계</b>	4,274	17,126	17,510	18,484	19,738
<b>부채와자본총계</b>	5,892	19,918	20,464	21,325	22,435

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	1	537	1,674	1,312	1,205
당기순이익(손실)	543	540	523	1,077	1,357
비현금성항목등	423	373	589	609	676
유형자산감가상각비	65	64	73	67	60
무형자산상각비	162	182	312	171	153
기타	197	127	205	371	463
운전자본감소(증가)	-748	-221	777	8	-337
매출채권및기타채권의감소(증가)	-683	-296	-90	-126	-166
재고자산의감소(증가)	-215	57	612	49	-329
매입채무및기타채무의증가(감소)	54	-2	114	43	96
기타	-434	-308	-431	-764	-983
법인세납부	-217	-154	-215	-382	-492
<b>투자활동현금흐름</b>	-297	-139	-441	-97	-64
금융자산의감소(증가)	-9	-164	-98	-34	-33
유형자산의감소(증가)	-111	-210	-174	-120	-120
무형자산의감소(증가)	-201	-141	-55	0	0
기타	24	376	-113	58	89
<b>재무활동현금흐름</b>	-350	-385	-401	-383	-512
단기금융부채의증가(감소)	-54	-86	-573	-198	-302
장기금융부채의증가(감소)	-3	-3	-4	0	0
자본의증가(감소)	15	13,993	10	0	0
배당금지급	-102	-52	-0	-103	-103
기타	-205	-14,237	167	-82	-107
<b>현금의 증가(감소)</b>	-637	13	964	829	625
기초현금	1,188	551	565	1,529	2,358
기말현금	551	565	1,529	2,358	2,983
FCF	-110	327	1,500	1,192	1,085

자료 : 셸트리온, SK증권 추정

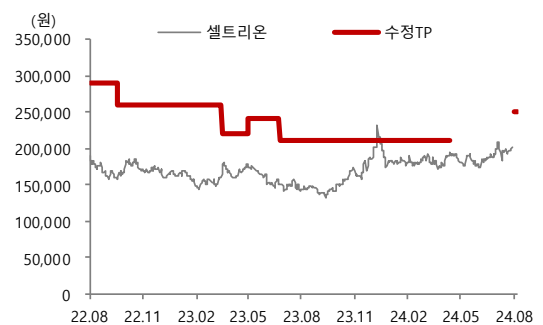
## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	2,284	2,176	3,650	4,264	4,754
<b>매출원가</b>	1,251	1,125	1,795	1,648	1,637
<b>매출총이익</b>	1,033	1,052	1,855	2,615	3,117
매출총이익률(%)	45.2	48.3	50.8	61.3	65.6
<b>판매비와 관리비</b>	385	400	1,172	1,180	1,308
<b>영업이익</b>	647	651	684	1,435	1,809
영업이익률(%)	28.3	29.9	18.7	33.7	38.1
<b>비영업손익</b>	-21	20	48	24	40
순금융손익	7	9	31	11	28
외환관련손익	17	12	18	14	11
관계기업등 투자손익	7	-11	-10	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	626	671	732	1,459	1,849
세전계속사업이익률(%)	27.4	30.8	20.0	34.2	38.9
<b>계속사업법인세</b>	95	131	208	382	492
<b>계속사업이익</b>	531	540	523	1,077	1,357
<b>중단사업이익</b>	11	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	2	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	543	540	523	1,077	1,357
순이익률(%)	23.8	24.8	14.3	25.3	28.5
<b>지배주주</b>	538	536	565	1,164	1,466
지배주주귀속 순이익률(%)	23.5	24.6	15.5	27.3	30.8
<b>비지배주주</b>	5	4	-42	-87	-109
<b>총포괄이익</b>	566	544	554	1,077	1,357
<b>지배주주</b>	562	540	572	1,112	1,401
<b>비지배주주</b>	5	4	-18	-35	-44
<b>EBITDA</b>	874	897	1,068	1,673	2,022

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.6	-4.7	67.7	16.8	11.5
영업이익	-13.0	0.7	4.9	109.9	26.1
세전계속사업이익	-15.2	7.2	9.0	99.5	26.7
EBITDA	-8.8	2.7	19.1	56.6	20.9
EPS	-7.6	-32.4	7.1	105.9	26.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	9.4	4.2	2.6	5.2	6.2
ROE	13.4	5.1	3.3	6.5	7.7
EBITDA마진	38.2	41.2	29.3	39.2	42.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	226.4	202.8	223.9	280.0	362.7
부채비율	37.8	16.3	16.9	15.4	13.7
순차입금/자기자본	4.8	6.6	-1.1	-6.8	-11.2
EBITDA/이자비용(배)	116.4	92.8	30.6	20.3	18.9
배당성향	9.6	19.3	18.2	8.9	7.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,599	2,432	2,605	5,364	6,756
BPS	31,719	87,089	89,077	93,966	100,247
CFPS	5,223	3,547	4,377	6,459	7,738
주당 현금배당금	361	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	44.6	82.9	77.7	37.8	30.0
PBR	5.1	2.3	2.3	2.2	2.0
PCR	30.7	56.8	46.3	31.4	26.2
EV/EBITDA	26.3	34.3	40.0	24.8	20.0
배당수익률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.26	매수	250,000원	6개월		
2024.07.08	담당자 변경				
2023.07.19	매수	210,000원	6개월	-18.77%	10.24%
2023.05.25	매수	240,000원	6개월	-33.15%	-26.92%
2023.04.10	매수	220,000원	6개월	-22.86%	-18.27%
2023.01.13	담당자 변경				
2022.10.13	매수	260,085원	6개월	-34.12%	-28.89%
2022.08.08	매수	288,983원	6개월	-38.65%	-29.17%



### Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 26일 기준)

매수	97.44%	중립	2.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------