



BUY(유지)

목표주가(12M) 250,000원
현재주가(6.11) 192,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,705.32
52주 최고/최저(원)	231,500/131,800
시가총액(십억원)	41,792.9
시가총액비중(%)	1.89
발행주식수(천주)	216,993.2
60일 평균 거래량(천주)	605.6
60일 평균 거래대금(십억원)	111.5
외국인지분율(%)	23.78
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 85 인	28.28
국민연금공단	5.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	3,548.5	4,330.4
영업이익(십억원)	667.0	1,527.5
순이익(십억원)	556.2	1,224.2
EPS(원)	2,555	5,635
BPS(원)	84,304	89,588

Stock Price



Financial Data	(십억원, %, 배, 원)			
	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	71.92	29.76
PBR	5.06	2.31	2.16	2.02
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 jaegyeong2@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 6월 12일 | 기업분석_Issue update

셀트리온 (068270)

간담회 키워드: 짐펜트라 런칭 성과 그리고 M&A

간담회의 메시지: 짐펜트라의 직판, 순항하고 있다

6/11일자로 셀트리온이 서정진 회장을 발표자로 애널리스트, 기관투자자 간담회를 진행했다. 금번 간담회의 핵심 메시지는 짐펜트라의 미국 출시 성과와 전망이다. 셀트리온은 경영진이 직접 미 전역을 돌며 IBD(Inflammatory Bowel Disease) 클리닉 및 대형 병원 2,700개를 방문하며 영업을 진행 했다. 마운트 사이나이, 클리브랜드 클리닉 등이 대표적이다. 또한 올해 4월 미국 3대 PBM(Pharmacy Benefit Manager)의 하나인 Express Script의 National formulary에 선호의약품 등재를 완료했다. 보험 커버리지 확대를 위해 나머지 2개 PBM도 6월 하순부터 순차적으로 계약이 완료될 예정이다. 3대 PBM 이외의 주요 payer(군인공제회, Kaiser 등)와의 협상도 완료/진행 단계에 있다. 현재까지 목표하는 2,700개 병원 중 1/3이 처방 중이거나 처방을 확정했다. 환자 수 기준으로는 1,800명에게 투여를 시작했고, 2분기까지 10,000명 투약 시작을 목표하고 있다. 직판 영업에서 가장 중요한 부분은 의사와의 소통과 주요 의사(Key Opinion Leader, KOL) 설득이며, 광고도 활용할 수 있다. 셀트리온은 꾸준히 다수의 세미나를 개최하고 적극적으로 광고를 활용할 계획이다.

M&A를 통해서 기대되는 시너지: 유럽 직판의 점유율 확대

셀트리온이 유럽 제약사 M&A를 고려하고 있다는 내용이 5월에 언론을 통해서 공개됐다. 금번 간담회에서는 M&A를 고려하는 이유와 기대하는 효과에 대한 부분 또한 언급되었다. 유럽 제약사 M&A가 가지는 기대 효과는 번들링 영업을 통한 유럽 시장에서의 점유율 확대다. 프랑스 등 일부 유럽 국가에서 바이오시밀러의 대체 조제를 가능하게 하려는 움직임이 있다. 그렇게 된다면 제품의 선택 권한이 약사에게 있게 돼, 약국에도 영업이 필요하다. 유럽에서는 약국 영업을 위해 케미컬 의약품 포트폴리오가 필요하다는 판단에서 M&A가 고려되고 있는 상황이다. 셀트리온은 케미컬 제품 150개 정도를 보유한 로컬 제약사를 인수 후 보로 고려하고 있다고 밝혔다. M&A는 홀딩스가 아니라 셀트리온에서 진행할 계획이며 금액은 1조원 내외일 것으로 예상된다. 셀트리온은 현재 자사주를 약 2조원어치 보유하고 있어, M&A에는 자사주가 활용될 것으로 예상된다.

셀트리온에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 250,000원 유지

셀트리온에 대해 목표주가 250,000원, 투자의견 Buy를 유지한다. 셀트리온은 3번째 주가의 분기점을 지나고 있다. 포인트는 짐펜트라와 다수의 신규 시밀러로 급격히 성장하는 25년 실적이다. 짐펜트라의 미국 출시는 순항하고 있으며, 유럽 램시마SC의 매출 호조로 기대감은 높아지고 있다. 2개 PBM 처방목록 추가 등재, 짐펜트라 투여 환자 수 확대 등이 단기 주가의 Catalyst가 될 전망이다.

간담회 주요 질의응답

짐펜트라 미국 직판의 진행 상황

경영진이 직접 미 전역을 돌며 IBD 클리닉 및 대형 병원 2,700개를 방문하며 영업 진행. 마운트 사이나이, 클리브랜드 클리닉 등 대형병원의 IBD 센터 및 GI supergroup 클리닉을 방문. 커버리지 확대를 위해 미국 3대 PBM 중 하나인 Express Script의 National formulary 선호의약품 등재. 나머지 2개 PBM도 6월 말부터 순차적으로 계약 완료될 예정. 3대 PBM 이외의 주요 payer(군인공제회, Kaiser 등)와의 협상도 완료/진행 단계. 2,700개 병원 중 1/3 이 처방 중이거나 처방 확정. 6월 초 기준 1,800명 투여 시작. 6월 말까지 목표는 10,000명. 올해 말 80,000명 투약 목표.

미국 직판을 진행하면서 얻은 인사이트, 어떤 것이 미국 직판 성공에 가장 중요한지?

직판에서 가장 중요한 것은 의사들과의 관계(relationship). 세미나를 열어 의사들과 소통해야 함. 특히 주요 의사(Key Opinion Leader, KOL) 설득이 중요. 더불어 미국은 유럽과 다르게 광고가 가능. 유튜브 광고, 케이블TV 광고, SNS 등을 올해 진행할 것. 광고에 따른 비용 증가 우려 있으나 최대 짐펜트라 매출액의 10%까지만을 광고비에 사용할 계획. EBITDA에 미치는 영향은 크지 않을 것임.

경쟁업체 대비 영업 인력이 적다는 지적에 대해서 어떻게 생각하시는지?

현재 영업인력이 100명 정도 필요. 현재 20명이 병원을 커버하고 있는데 해당 인원을 40명 까지 늘릴 계획이며, 올해 연말까지 영업 인력 150명을 포함해 미국 법인 인력을 200명까지 확대할 계획, 내년에는 300명까지 확대할 것. 고정비를 늘리는 것이기 때문에 신중하게 진행. 인력에 더불어 광고가 중요하다고 판단.

신약 개발을 진행하면 비용 부담이 생기는데, 기술이전 전략 활용할 계획인지?

현재 신약 파이프라인 11개 준비. ADC가 6개, 이중항체 3개, 항체 신약 2개 임. 11개 중에 25년에 임상 1상에 진입하는 파이프라인이 6~7개. 11개 중 자체적으로 임상 2, 3상을 진행 할 파이프라인과 공동개발/라이선스 아웃 전략을 활용할 품목을 구분. 1상 결과에 따라서 우선 순위가 결정될 것. 셀트리온은 신약 분야에서도 강한 회사가 될 것. 의약품 생산, 허가, 판매를 모두 진행해 본 경험이 있는 회사.

24년 짐펜트라 매출 가이던스와 컨센서스에 괴리 있음. 가이던스를 달성하지 못한다면 그 이유는 무엇일지?

미국은 크고 좋은 시장이지만, 보험이 너무 복잡하고 어려움. PBM 커버리지가 관건임. 24년 2,500억원 매출액은 충분히 가능. 보수적인 숫자.

짐펜트라의 Head to Head 임상 진행 계획이 있는지?

Head to Head 임상을 진행하는 것은 비용이 많이 듬. 따라서 유사한 소규모 임상을 진행할 계획임.

경영진이 직접 영업을 하는 것의 영향? 은퇴/상속에 대한 계획?

경영진이 직접 영업을 진행하는 것이 홍보 효과를 가짐. 더욱 빠른 속도를 낼 수 있음. 은퇴에 대해서 확정된 것은 없지만, 허락된다면 7년 정도 더 일하는 것을 고려. 상속에 대해서는 구체적으로 고려된 것 없음.

유럽 제약사 M&A에 대한 보도 있었음. 유럽 제약사 M&A를 고려하는 이유? 그리고 M&A는 홀딩스에서 진행하는지 셀트리온에서 진행하는지?

유럽 제약사 M&A를 고려하는 이유는 번들링 영업을 하기 위함. 미국 시장과 달리, 유럽 시장은 케미컬 의약품과의 번들링이 필요한 상황이 있음. 프랑스 등의 국가에서 바이오시밀러의 대체 조제를 가능하게 하려는 움직임이 있음. 그렇게 된다면 제품의 선택 권한이 약사에게 있게 되며, 약국에도 영업이 필요해짐. 약국 영업을 위해서는 케미컬 의약품 포트폴리오가 필요함. 이러한 움직임이 독일, 스웨덴 등의 국가로도 확대될 수 있으나, 약국에 리비이트가 불가능한 구조로 현실화되기 어려울 것으로 예상. 따라서 프랑스에서 점유율을 높이기 위해 M&A가 우선적으로 필요. 케미컬 제품 150개 정도를 보유한 회사 고려. M&A는 홀딩스가 아니라 셀트리온에서 진행할 것. 금액은 1조원 내외로 예상. 자사주 약 2조원어치 보유하고 있어, 재무적 문제는 없음. 자사주를 활용할 것. 이외에도 일본 제약사도 고려. 현재 후보는 3개 업체. 고민하고 있는 것은 밸류에이션으로, 범위 안에 들어오면 인수합병 진행할 것.

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
판관비	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
증단사업이익	11.2	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	542.6	539.7	538.7	1,299.6	1,848.2
비자매주주지분 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
주가지표(배)					
PER	43.65	55.37	71.92	29.76	20.93
PBR	5.06	2.31	2.16	2.02	1.85
PCFR	24.30	32.49	35.63	20.42	15.27
EV/EBITDA	26.26	34.30	34.69	18.67	13.64
PSR	10.28	13.63	12.03	9.01	7.58
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

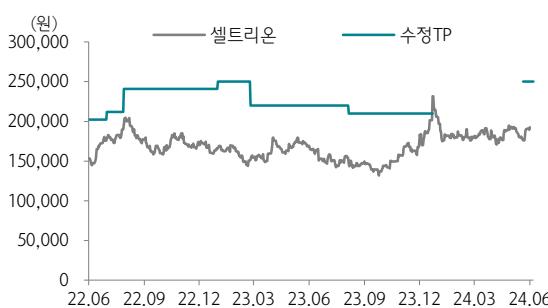
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,929.8	5,009.4	6,555.8	8,253.1	10,447.4
금융자산	613.5	759.7	1,312.7	1,640.4	3,165.1
현금성자산	551.2	564.6	1,069.4	1,332.3	2,825.3
매출채권	1,621.9	939.2	1,399.7	1,775.1	1,958.6
재고자산	616.4	3,041.5	3,460.8	4,389.0	4,842.8
기타유동자산	78.0	269.0	382.6	448.6	480.9
비유동자산	2,961.9	14,908.2	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
비자매주주지분	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

	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 과정

셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	과거율	
			평균	최고/최저
24.5.31	BUY	250,000	-	-
24.5.24	BUY	210,000	-14.68%	-13.86%
24.5.20	Not Rated	-	-	-
24.3.29	BUY	210,000	-12.57%	-7.33%
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 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 6월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 6월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 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 현재가 대비 15% 이상 상승 예상

Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락

Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 예상

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	93.69%	5.86%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 06월 09일