셀트리온헬스케어(091990.KQ)



바이오 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향)	80,000원
현재주가(09/19)	50,500원

Key Data	(기준일: 2019.09.19)
KOSPI(pt)	2,080
KOSDAQ(pt)	646
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	7,268
52주 최고/최저(원)	97,700 / 37,700
52주 일간 Beta	1.16
발행주식수(천주)	143,918
평균거래량(3M,천주)	682
평균거래대금(3M,백만원)	31,762
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	25.8
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18인	37.9
One Equity Partners	10.6
Ion Investments B.V	9.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.7	-14.3	-28.6	-46.0
KOSPI 대비상대수익률	14.1	-4.2	-14.8	-24.1

Financial Data

결산기(12월)	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	713.5	1,147.1	1,707.7
영업이익(십억원)	(25.2)	71.0	204.2
세전계속사업손익(십억원)	24.4	86.4	215.6
당기순이익(십억원)	11.4	60.4	166.0
EPS(원)	80	420	1,154
증감률(%)	(92.8)	428.4	174.6
PER(배)	946.4	122.5	44.6
ROE(%)	0.7	3.6	9.4
PBR(배)	6.6	4.4	4.0
EV/EBITDA(배)	-	96.7	33.6

자료: 유진투자증권

성장에 대한 기대감 회복 되는 국면

▪ 3분기 매출, 영업이익 큰 폭 증가 예상

셀트리온헬스케어의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 3,502억원, 291억원으로 전년동기 대비 65%, 45% 증가할 것으로 추정된다. 상반기 매출액은 큰 폭 증가했으나 영업이익은 감소하면서 주가가 하락했다. 하지만 3분기에는 매출뿐 아니라 이익증가까지 동반될 것으로 판단된다. 이익증가의 원인은 1) 미국향 트룩시마 매출 본격화 2) 램시마(인플렉트라)의 가격 하락세 완화에 따른 변동대가 발생 축소 때문인 것으로 추정된다.

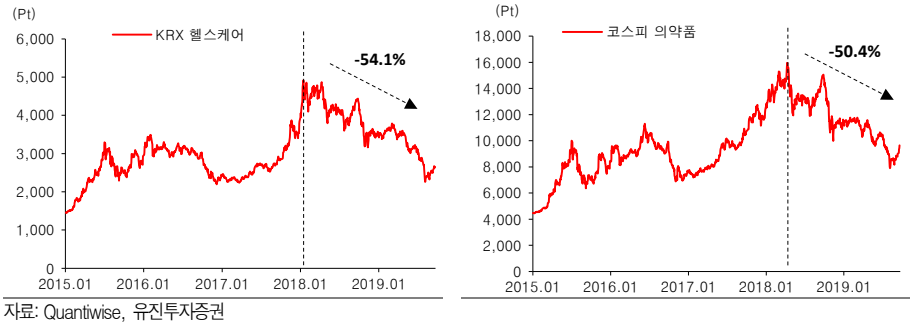
▪ 2020년에 대한 기대감 반영될 시점

유럽의 램시마SC 판매, 미국의 트룩시마와 허쥬마의 판매 본격화, 미국 인플렉트라(램시마)의 사보험 채널 판매확대 등으로 내년 동사의 성장세는 가팔라질 것으로 예상된다. 램시마SC에 대한 허가는 예정대로 올 4분기에 완료될 것으로 판단된다. 아직 판매단가를 공개하고 있지 않지만, 기존의 램시마 단가보다는 높고 휴미라보다는 낮은 수준이 될 가능성이 높아 램시마군 전체의 평균 단가는 상향될 것이다. 트룩시마와 허쥬마의 판매본격화로 내년 미국시장에서의 이익률도 상승할 것이다. 인플렉트라(램시마)의 미국 판매도 사보험에 우선처방약품 등재로 탄력을 받을 것으로 보인다. 사보험 1위인 유나이티드헬스에 등재되어 10월부터 적용되고, 여타 보험사들에도 순차적으로 확대되고 있는 중이다. 2020년 동사의 매출액과 영업이익은 1.7조원, 2,042억원으로 올해 대비 49%, 188% 급증할 것으로 추정된다.

▪ 불안한 바이오 주식시장에 좋은 투자 대상

국내 바이오 관련 업종지수는 2018년 고점대비 50~54% 급락했다. 연속되는 임상실패, 라이선스 반환에 신약개발 과정에서의 문제로 인한 허가 취소까지 부각되었기 때문이다. 그 동안 바이오 관련주들에 대한 가장 중요한 투자 잣대는 파이프라인에 대한 가치였다. 향후에도 이는 투자의 중심 요소 중 하나이겠지만, 과거에 비해 투자자들은 먼 미래보다 가시성 높은 결과를 더욱 중요시 할 것으로 판단된다. 이런 관점에서 보면 당분간 바이오 시밀러업체인 동사에 대한 투자매력이 여타업체들 대비 높다고 할 수 있다. 손에 쥔 3개의 바이오시밀러와 하나의 바이오베터인 램시마, 트룩시마, 허쥬마, 램시마SC가 투자자들의 눈 높이에 부합하는 성장을 시현할 것이기 때문이다. 셀트리온헬스케어에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 10만원에서 8만원으로 하향한다. 하향의 이유는 바이오 업체들의 밸류에이션 하락으로 목표주가와 현재주가의 괴리율이 과도하게 확대되었기 때문이다. 내년부터 본격적인 재성장모드로 진입한다는 기존의 시각은 변함이 없다.

KRX 헬스케어 지수와 코스피 의약품 지수 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 1 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19F	4Q19F
매출액	**128.4**	**183.8**	**212.7**	**188.7**	**220.5**	**284.8**	**350.2**	**291.6**
%YoY	119.7%	-19.9%	25.7%	-59.3%	71.8%	55.0%	64.6%	54.5%
램시마	104.6	32.9	111.8	164.6	133.3	148.1	116.4	122.9
트룩시마	21.2	82.8	23.7	-13.6	68.0	105.4	159.3	106.8
허쥬마	1.5	43.4	77.1	49.2	18.4	31.3	73.4	58.0
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	1.1	24.6	0.1	-11.6	0.9	0.0	1.0	4.0
매출원가	102.8	144.9	168.8	228.1	186.6	248.3	292.2	236.5
매출원가율	80.1%	78.9%	79.4%	120.9%	84.6%	87.2%	83.4%	81.1%
매출총이익	25.6	38.8	43.9	-39.4	33.9	36.4	58.0	55.1
판매관리비	17.1	23.6	23.8	29.5	24.5	27.2	28.9	31.8
영업이익	**8.4**	**15.2**	**20.0**	**-68.9**	**9.4**	**9.3**	**29.1**	**23.3**
영업이익률	6.6%	8.3%	9.4%	-36.5%	4.2%	3.2%	8.3%	8.0%
%YoY	흑전	-66.6%	73.7%	-170.7%	11.1%	-39.2%	45.0%	흑자전환
영업외손익	74.1	0.7	-11.0	-14.2	-0.7	8.7	2.2	5.2
세전이익	82.5	16.0	9.1	-83.2	8.6	18.0	31.3	28.5
법인세비용	22.0	5.0	2.7	-16.7	2.8	9.5	7.2	6.6
법인세율	26.7%	31.2%	29.7%	20.0%	32.2%	52.9%	23.0%	23.0%
당기순이익	**60.5**	**11.0**	**6.4**	**-66.5**	**5.8**	**8.5**	**24.1**	**22.0**

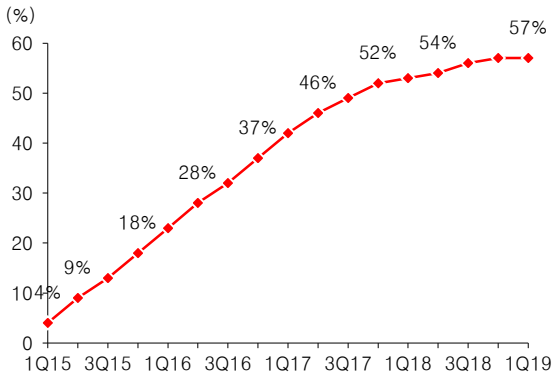
자료: 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,147.1**	**1,707.7**	**2,180.4**	**2,761.5**	**3,461.4**
%YoY	25.6%	-22.5%	60.8%	48.9%	27.7%	26.6%	25.3%
램시마	506.9	413.8	520.7	549.3	631.7	726.5	821.0
트룩시마	383.2	114.2	439.5	572.5	687.0	797.0	916.5
허쥬마	17.7	171.2	181.1	258.5	310.2	362.9	417.4
램시마SC	-	-	-	317.3	539.4	863.0	1,294.5
기타	13.1	14.3	5.9	10.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	963.6	1,371.6	1,711.6	2,126.3	2,630.7
매출원가율	75.7%	90.3%	84.0%	80.3%	78.5%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	183.5	336.1	468.8	635.1	830.7
판매관리비	70.5	94.1	112.4	131.8	151.9	175.6	203.7
영업이익	**153.7**	**-25.2**	**71.0**	**204.2**	**316.9**	**459.6**	**627.0**
영업이익률	16.7%	-3.5%	6.2%	12.0%	14.5%	16.6%	18.1%
%YoY	-1.1%	-116.4%	흑자전환	187.6%	55.2%	45.0%	36.4%
영업외손익	52.5	49.6	15.4	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	86.4	215.6	328.9	471.6	638.0
법인세비용	48.7	13.0	26.0	49.6	75.7	108.5	146.7
법인세율	23.6%	53.4%	30.1%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**60.4**	**166.0**	**253.3**	**363.1**	**491.3**
EPS			420	1,154	1,761	2,523	3,414
목표주가 기준 PER			190.5	69.3	45.4	31.7	23.4

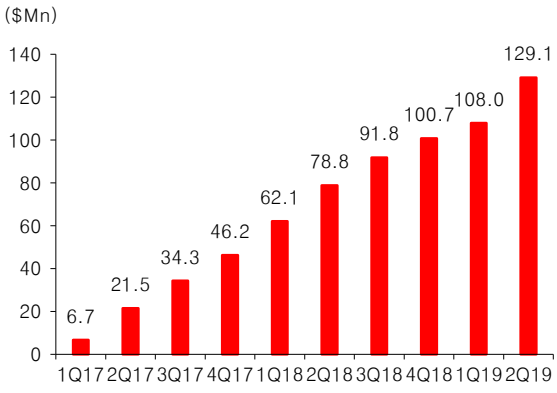
자료: 유진투자증권

도표 3 유럽 램시마 시장점유율



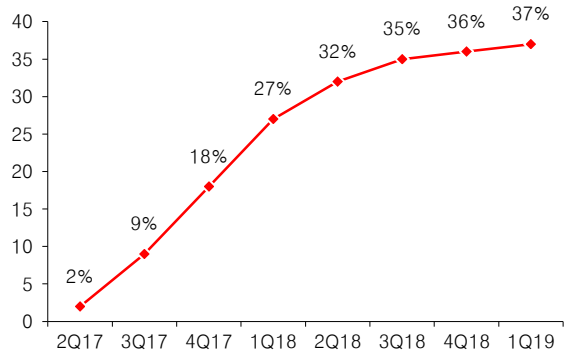
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 4 미국 인플렉트라 처방액 추이



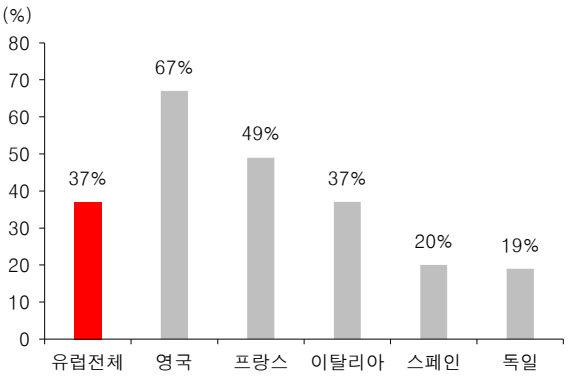
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 5 유럽 트룩시마 시장점유율



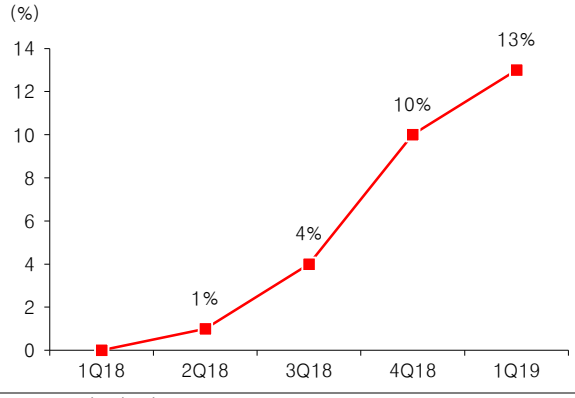
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 6 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



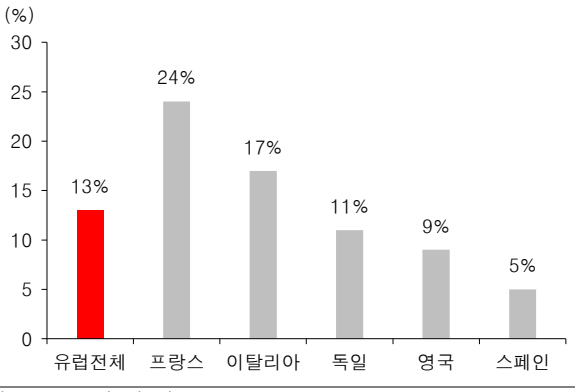
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 2019년 1분기 기준

도표 7 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 8 유럽의 지역별 허쥬마 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 2019년 1분기 기준

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**2,874.9**	**2,948.6**	**2,771.9**	**2,933.6**	**3,183.1**
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,624.5	2,781.0	3,024.8
현금성자산	774.8	572.6	519.3	629.0	830.1
매출채권	415.5	405.1	401.2	434.3	463.2
재고자산	1,574.8	1,696.9	1,680.0	1,693.5	1,707.1
비유동자산	74.7	155.2	147.4	152.6	158.3
투자자산	72.3	151.9	142.4	148.2	154.2
유형자산	0.3	0.4	2.3	1.9	1.8
기타	2.1	2.9	2.7	2.5	2.3
부채총계	**1,167.5**	**1,313.1**	**1,096.5**	**1,092.3**	**1,088.4**
유동부채	993.3	1,279.1	1,061.0	1,055.3	1,050.0
매입채무	720.4	813.8	725.3	728.2	731.1
유동성이자부채	75.1	84.1	118.6	118.6	118.6
기타	197.9	381.2	217.0	208.5	200.3
비유동부채	174.1	34.0	35.5	37.0	38.4
비유동기타부채	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
기타	174.1	34.0	34.7	36.1	37.6
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,675.3**	**1,841.4**	**2,094.6**
지배지분	1,707.5	1,635.5	1,675.3	1,841.4	2,094.6
자본금	137.3	140.5	143.8	143.8	143.8
자본잉여금	1,365.6	1,377.0	1,388.9	1,388.9	1,388.9
이익잉여금	258.8	267.5	325.0	491.1	744.3
기타	(54.3)	(149.5)	(182.4)	(182.4)	(182.4)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,675.3**	**1,841.4**	**2,094.6**
총차입금	75.1	84.1	119.5	119.5	119.5
순차입금	(699.7)	(488.4)	(399.8)	(509.6)	(710.6)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(194.3)**	**(184.2)**	**43.6**	**115.9**	**207.6**
당기순이익	157.4	11.4	60.4	166.0	253.3
자산상각비	0.2	0.3	1.5	0.9	0.8
기타비현금성손익	(57.2)	(35.9)	38.3	1.4	1.5
운전자본증감	(266.9)	(126.7)	(31.0)	(52.4)	(48.0)
매출채권감소(증가)	(143.1)	(13.3)	9.9	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(113.6)	(128.1)	21.0	(13.5)	(13.6)
매입채무증가(감소)	17.9	(12.9)	16.5	2.9	2.9
기타	(28.2)	27.6	(78.3)	(8.8)	(8.5)
투자활동현금흐름	**(521.0)**	**253.0**	**(6.1)**	**(21.6)**	**(22.6)**
단기투자자산감소	(520.0)	258.7	(44.5)	(15.4)	(16.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.1)	(1.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무활동현금흐름	**865.3**	**(83.1)**	**85.5**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(141.0)	5.5	94.9	0.0	0.0
자본증가	998.8	0.0	(2.8)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.8	0.0	0.0
현금 증감	**155.5**	**(11.0)**	**(101.1)**	**94.3**	**185.0**
기초현금	95.9	251.4	240.4	139.3	233.6
기말현금	251.4	240.4	139.3	233.6	418.6
Gross cash flow	119.2	(18.5)	100.1	168.4	255.6
Gross investment	267.9	132.5	(7.4)	58.6	54.6
Free cash flow	**(148.7)**	**(150.9)**	**107.5**	**109.7**	**201.0**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,147.1**	**1,707.7**	**2,180.4**
증가율(%)	25.6	(22.5)	60.8	48.9	27.7
매출원가	696.8	644.6	963.6	1,371.6	1,711.6
매출총이익	224.1	68.9	183.5	336.1	468.8
판매 및 일반관리비	70.5	94.1	112.4	131.8	151.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**153.7**	**(25.2)**	**71.0**	**204.2**	**316.9**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	187.6	55.2
EBITDA	153.8	(24.9)	72.5	205.2	317.8
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	183.0	54.9
영업외손익	52.5	49.6	15.4	11.4	12.0
이자수익	6.8	5.4	4.1	10.1	13.9
이자비용	24.1	0.8	0.5	0.4	0.2
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	69.8	45.0	11.8	1.8	(1.6)
세전순이익	206.1	24.4	86.4	215.6	328.9
증가율(%)	48.6	(88.2)	254.0	149.5	52.6
법인세비용	48.7	13.0	26.0	49.6	75.7
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**60.4**	**166.0**	**253.3**
증가율 (%)	62.0	(92.8)	430.1	175.1	52.6
지배주주지분	157.4	11.4	60.4	166.0	253.3
증가율(%)	62.0	(92.8)	430.1	175.1	52.6
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
EPS	**1,107**	**80**	**420**	**1,154**	**1,761**
증가율 (%)	27.7	(92.8)	428.4	174.6	52.6
수정EPS	1,107	80	420	1,154	1,761
증가율 (%)	27.7	(92.8)	428.4	174.6	52.6

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,107	80	420	1,154	1,761
BPS	11,960	11,412	11,649	12,803	14,565
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	946.4	122.5	44.6	29.2
PBR	8.9	6.6	4.4	4.0	3.5
EV/ EBITDA	94.3	-	96.7	33.6	21.1
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	127.1	-	73.9	44.0	29.0
수익성 (%)					
영업이익율	16.7	(3.5)	6.2	12.0	14.5
EBITDA이익율	16.7	(3.5)	6.3	12.0	14.6
순이익율	17.1	1.6	5.3	9.7	11.6
ROE	13.9	0.7	3.6	9.4	12.9
ROIC	12.9	(1.1)	4.1	12.1	18.0
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(23.9)	(27.7)	(33.9)
유동비율	281.9	218.4	247.4	263.5	288.1
이자보상배율	6.4	(33.4)	148.6	488.5	1,326.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.6	0.7
매출채권회전율	2.4	1.7	2.8	4.1	4.9
재고자산회전율	0.6	0.4	0.7	1.0	1.3
매입채무회전율	1.3	0.9	1.5	2.3	3.0

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 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

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-10-11	Buy	70,000	1년	4.1	34.3
2017-12-18	Buy	110,000	1년	-0.8	42.5
2018-06-18	Buy	150,000	1년	-42.1	-25.6
2018-12-28	Buy	130,000	1년	-45.2	-40.3
2019-02-25	Buy	130,000	1년	-45.3	-40.3
2019-05-16	Buy	100,000	1년	-48.9	-32.4
2019-09-20	Buy	80,000	1년		

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이

