셀트리온헬스케어
(091990.KQ)

리스크는 낮아지고 투자매력은 높아지고



BIO

2020. 01.17



Bio 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com

노태민
02)368-6125
taam@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	70,000원
현재주가(1/16)	55,100원

Key Data	(기준일: 2020.01.16)
KOSPI(pt)	2,248
KOSDAQ(pt)	687
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	7,930
52 주 최고/최저(원)	79,200 / 37,700
52 주 일간 Beta	1.34
발행주식수(천주)	151,044
평균거래량(3M,천주)	1,047
평균거래대금(3M,백만원)	55,554
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	23.2
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18 인	38.0
Ion Investments B.V.	9.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.5	3.8	12.5	-12.8
KOSPI 대비상대수익률	13.9	-1.5	10.7	-11.8

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	713	1,111	1,708
영업이익(십억원)	(25)	70	204
세전계속사업손익(십억원)	24	88	216
당기순이익(십억원)	11	51	166
EPS(원)	80	354	1,154
증감률(%)	(92.8)	344.9	225.9
PER(배)	946.4	155.6	47.8
ROE(%)	0.7	3.1	9.5
PBR(배)	6.6	4.8	4.4
EV/EBITDA(배)	-	104.9	36.2

▪ 유럽 마케팅업체들과의 램시마 계약 재협상 성공적으로 완료된 것으로 판단

동사 실적에 대한 가장 큰 리스크는 유럽의 램시마 계약의 변경이라고 여겨져왔다. 이익률이 낮아지면서 마케팅업체들에게 기존의 계약조건에 대해 변경을 요구했고 협상을 지속해왔다. 당사는 재협상이 셀트리온헬스케어가 원하는 방향으로 마무리된 것으로 추정한다. 램시마에 대해 1) 최저판매가격 기준을 높이거나, 2)마케팅업체들의 보장 마진을 하향하거나, 3) 이익을 공동으로 배분하는 등의 방법으로 업체별 재계약을 대부분 마무리 지은 것으로 보인다. 램시마의 시장 장악력이 워낙 높아서 마케팅업체들이 동사의 요구를 받아들인 것으로 판단된다. 유럽시장에서의 램시마 매출의 공백이 있을 수 있다는 리스크는 기우가 되어버렸다.

▪ 미국, 인플렉트라 매출 올해 큰 폭 증가 예상

지난 해 미국의 인플렉트라 매출액은 약 1 천억원 수준이었던 것으로 파악된다. 꾸준히 증가는 했지만 시장의 기대치에는 못 미쳤다. 하지만 2020 년 미국 인플렉트라는 전년대비 두 배 수준의 판매증가가 예상된다. 1 위 사보험업체인 유나이티드헬스에 이어 10 위권내의 2~3 개 업체들에게도 인플렉트라가 등재되었기 때문이다. 사보험사 가입자 기준 인플렉트라를 처방하는 커버리지 비율이 30%에서 60%로 확대된 것으로 파악된다.

▪ 2020 년 실적 급증 예상

2020 년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 1.7 조원, 2,042 억원으로 전년대비 54%, 192% 증가할 것으로 추정된다. 미국시장에서의 트룩시마, 허쥬마 판매본격화, 인플렉트라 매출 증가, 유럽에서의 램시마 SC 판매가 시작되기 때문이다. 기존 램시마에 대해서도 판매계약 수정이 동사에 유리하게 확정되어 재고가 소진되는 하반기에는 램시마의 이익률도 개선될 것으로 판단된다. 계약수정에 대한 효과는 지난 4 분기부터 일부 반영된 것으로 파악된다. 2019 년 4 분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 3,240 억원, 301 억원을 기록한 것으로 추정된다. 영업이익률이 3 분기 7%대에서 4 분기 9%대로 상향된 것으로 판단되는데 이는 유럽의 램시마 이익률이 악화되어서는 나오기 힘든 수치이다. 리스크는 낮아지고 투자매력은 높아지는 시점이 왔다.

도표 1 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19F	2018A	2019F	2020F
매출액	**128.4**	**183.8**	**212.7**	**188.7**	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**324.0**	**713.5**	**1,111.3**	**1,707.7**
%YoY	*119.7%*	*-19.9%*	*25.7%*	*-59.3%*	*71.8%*	*55.0%*	*32.6%*	*71.7%*	*-22.5%*	*55.8%*	*53.7%*
램시마	104.6	32.9	111.8	164.6	133.3	148.1	115.6	135.8	413.8	532.8	549.3
트룩시마	21.2	82.8	23.7	-13.6	68.0	105.4	143.8	126.2	114.2	443.4	572.5
허쥬마	1.5	43.4	77.1	49.2	18.4	31.3	22.6	58.0	171.2	130.2	258.5
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	317.3
기타	1.1	24.6	0.1	-11.6	0.9	-0.0	-	4.0	14.3	4.9	10.0
매출원가	102.8	144.9	168.8	228.1	186.6	248.3	233.1	264.1	644.6	932.1	1,371.6
매출원가율	80.1%	78.9%	79.4%	120.9%	84.6%	87.2%	82.6%	81.5%	90.3%	83.9%	80.3%
매출총이익	25.6	38.8	43.9	-39.4	33.9	36.4	48.9	59.9	68.9	179.2	336.1
판매관리비	17.1	23.6	23.8	29.5	24.5	27.2	27.6	29.8	94.1	109.1	131.8
영업이익	**8.4**	**15.2**	**20.0**	**-68.9**	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**30.1**	**-25.2**	**70.0**	**204.2**
영업이익률	6.6%	8.3%	9.4%	-36.5%	4.2%	3.2%	7.6%	9.3%	-3.5%	6.3%	12.0%
%YoY	*흑전*	*-66.6%*	*73.7%*	*-170.7%*	*11.1%*	*-39.2%*	*6.4%*	*흑자전환*	*-116.4%*	*흑자전환*	*191.6%*
영업외손익	74.1	0.7	-11.0	-14.2	-0.7	8.7	5.1	5.2	49.6	18.3	11.4
세전이익	82.5	16.0	9.1	-83.2	8.6	18.0	26.4	35.3	24.4	88.3	215.6
법인세비용	22.0	5.0	2.7	-16.7	2.8	9.5	16.3	8.8	13.0	37.4	49.6
법인세율	26.7%	31.2%	29.7%	20.0%	32.2%	52.9%	61.6%	25.0%	53.4%	42.3%	23.0%
당기순이익	**60.5**	**11.0**	**6.4**	**-66.5**	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**26.5**	**11.4**	**50.9**	**166.0**

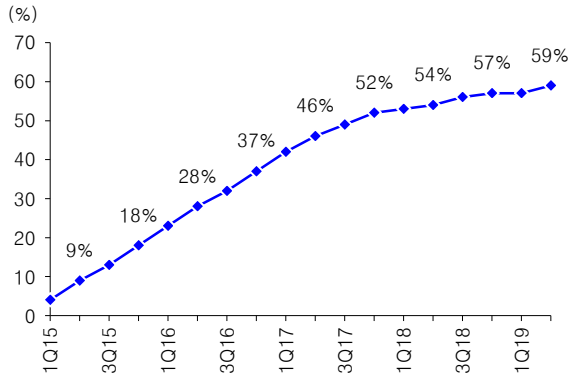
자료: 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,111.3**	**1,707.7**	**2,180.4**	**2,761.5**	**3,461.4**
%YoY	*25.6%*	*-22.5%*	*55.8%*	*53.7%*	*27.7%*	*26.6%*	*25.3%*
램시마	506.9	413.8	532.8	549.3	631.7	726.5	821.0
트룩시마	383.2	114.2	443.4	572.5	687.0	797.0	916.5
허쥬마	17.7	171.2	130.2	258.5	310.2	362.9	417.4
램시마SC	-	-	-	317.3	539.4	863.0	1,294.5
기타	13.1	14.3	4.9	10.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	932.1	1,371.6	1,711.6	2,126.3	2,630.7
매출원가율	75.7%	90.3%	83.9%	80.3%	78.5%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	179.2	336.1	468.8	635.1	830.7
판매관리비	70.5	94.1	109.1	131.8	151.9	175.6	203.7
영업이익	**153.7**	**-25.2**	**70.0**	**204.2**	**316.9**	**459.6**	**627.0**
영업이익률	16.7%	-3.5%	6.3%	12.0%	14.5%	16.6%	18.1%
%YoY	*-1.1%*	*-116.4%*	*흑자전환*	*191.6%*	*55.2%*	*45.0%*	*36.4%*
영업외손익	52.5	49.6	18.3	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	88.3	215.6	328.9	471.6	638.0
법인세비용	48.7	13.0	37.4	49.6	75.7	108.5	146.7
법인세율	23.6%	53.4%	42.3%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**50.9**	**166.0**	**253.3**	**363.1**	**491.3**
EPS			354	1,154	1,760	2,523	3,414
목표주가 기준 PER			197.8	60.7	39.8	27.7	20.5

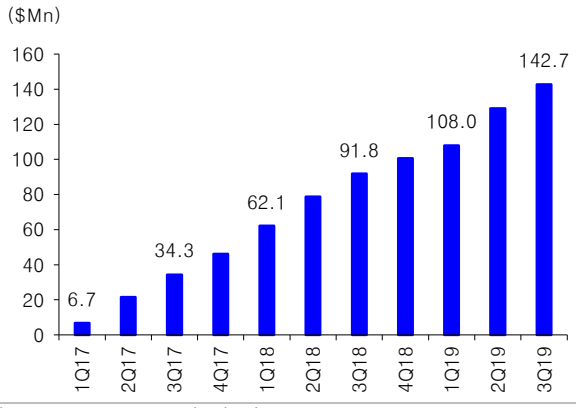
자료: 유진투자증권

도표 3 유럽 램시마 시장점유율



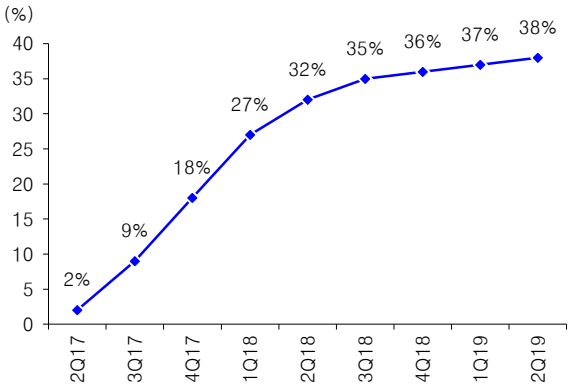
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 4 미국 인플렉트라 처방액 추이



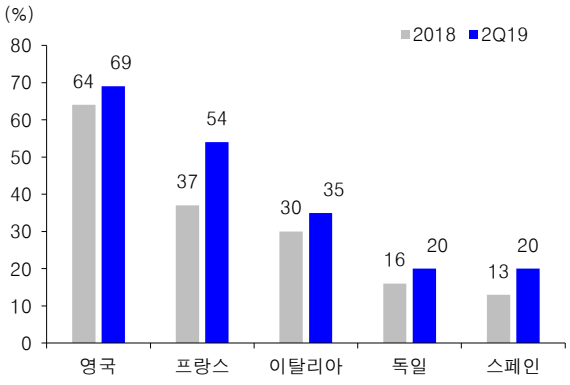
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 5 유럽 트룩시마 시장점유율



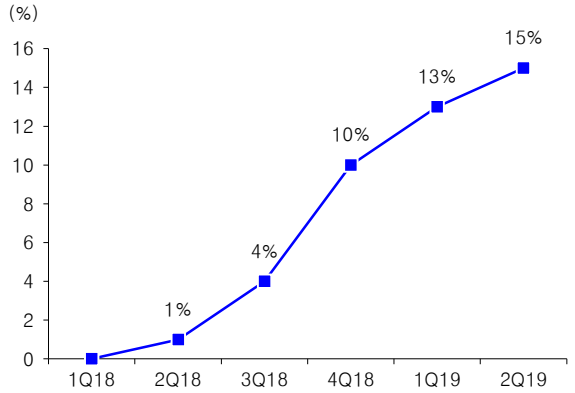
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 6 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



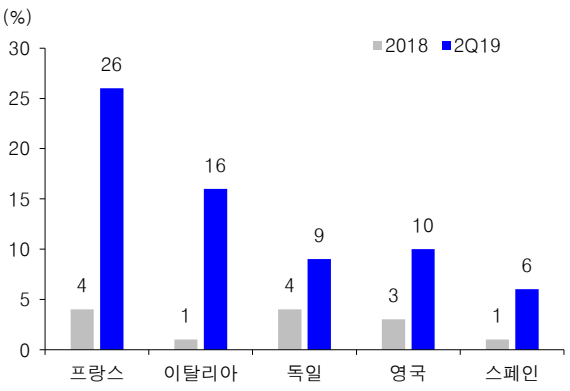
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 7 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 8 유럽의 지역별 허쥬마 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	**2,874.9**	**2,948.6**	**2,802.5**	**2,966.3**	**3,217.9**
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,618.3	2,775.4	3,019.7
현금성자산	774.8	572.6	513.1	623.4	825.0
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	184.3	190.9	198.1
투자자산	72.3	151.9	179.1	186.3	193.9
유형자산	0.3	0.4	2.5	2.1	1.9
기타	2.1	2.9	2.7	2.5	2.3
부채총계	**1,167.5**	**1,313.1**	**1,145.6**	**1,143.4**	**1,141.6**
유동부채	993.3	1,279.1	1,060.3	1,054.6	1,049.3
매입채무	720.4	813.8	725.3	728.2	731.1
유동성이자부채	75.1	84.1	117.9	117.9	117.9
기타	197.9	381.2	217.0	208.5	200.3
비유동부채	174.1	34.0	85.3	88.7	92.3
비유동기타부채	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9
기타	174.1	34.0	84.4	87.8	91.4
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,656.9**	**1,823.0**	**2,076.2**
지배지분	1,707.5	1,635.5	1,656.9	1,823.0	2,076.2
자본금	137.3	140.5	143.9	143.9	143.9
자본잉여금	1,365.6	1,377.0	1,390.3	1,390.3	1,390.3
이익잉여금	258.8	267.5	315.6	481.6	734.9
기타	(54.3)	(149.5)	(192.9)	(192.9)	(192.9)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,707.5**	**1,635.5**	**1,656.9**	**1,823.0**	**2,076.2**
총차입금	75.1	84.1	118.8	118.8	118.8
순차입금	(699.7)	(488.4)	(394.2)	(504.5)	(706.2)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,111.3**	**1,707.7**	**2,180.4**
증가율(%)	25.6	(22.5)	55.8	53.7	27.7
매출원가	696.8	644.6	932.1	1,371.6	1,711.6
매출총이익	224.1	68.9	179.2	336.1	468.8
판매 및 일반관리비	70.5	94.1	109.1	131.8	151.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**153.7**	**(25.2)**	**70.0**	**204.2**	**316.9**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	191.6	55.2
EBITDA	153.8	(24.9)	71.8	205.2	317.8
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	185.8	54.9
영업외손익	52.5	49.6	18.3	11.4	12.0
이자수익	6.8	5.4	1.9	10.2	13.9
이자비용	24.1	0.8	0.2	0.4	0.2
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	69.8	45.0	16.6	1.6	(1.6)
세전순이익	206.1	24.4	88.3	215.6	328.9
증가율(%)	48.6	(88.2)	261.8	144.2	52.6
법인세비용	48.7	13.0	37.4	49.6	75.7
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**50.9**	**166.0**	**253.3**
증가율 (%)	62.0	(92.8)	347.3	226.0	52.6
지배주주지분	157.4	11.4	50.9	166.0	253.3
증가율(%)	62.0	(92.8)	347.3	226.0	52.6
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS	**1,107**	**80**	**354**	**1,154**	**1,760**
증가율 (%)	27.7	(92.8)	344.9	225.9	52.6
수정EPS	1,107	80	354	1,154	1,760
증가율 (%)	27.7	(92.8)	344.9	225.9	52.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(194.3)**	**(184.2)**	**(119.7)**	**118.0**	**209.7**
당기순이익	157.4	11.4	50.9	166.0	253.3
자산상각비	0.2	0.3	1.8	1.0	0.9
기타비현금성손익	(57.2)	(35.9)	(150.3)	3.4	3.6
운전자본증감	(266.9)	(126.7)	16.6	(52.4)	(48.0)
매출채권감소(증가)	(143.1)	(13.3)	4.0	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(113.6)	(128.1)	21.4	(13.5)	(13.6)
매입채무증가(감소)	17.9	(12.9)	31.9	2.9	2.9
기타	(28.2)	27.6	(40.8)	(8.8)	(8.5)
투자활동현금흐름	**(521.0)**	**253.0**	**(52.4)**	**(23.1)**	**(24.1)**
단기투자자산감소	(520.0)	258.7	(42.5)	(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)**	**86.1**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	(141.0)	5.5	94.5	0.0	0.0
자본증가	998.8	0.0	(2.7)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.7	0.0	0.0
현금 증감	**155.5**	**(11.0)**	**(107.3)**	**94.9**	**185.6**
기초현금	95.9	251.4	240.4	133.1	228.0
기말현금	251.4	240.4	133.1	228.0	413.5
Gross cash flow	119.2	(18.5)	(97.6)	170.5	257.7
Gross investment	267.9	132.5	(6.6)	60.1	56.1
Free cash flow	**(148.7)**	**(150.9)**	**(91.0)**	**110.3**	**201.6**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,107	80	354	1,154	1,760
BPS	11,960	11,412	11,513	12,667	14,426
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	946.4	155.6	47.8	31.3
PBR	8.9	6.6	4.8	4.4	3.8
EV/ EBITDA	94.3	-	104.9	36.2	22.7
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	127.1	-	-	46.5	30.8
수익성 (%)					
영업이익율	16.7	(3.5)	6.3	12.0	14.5
EBITDA이익율	16.7	(3.5)	6.5	12.0	14.6
순이익율	17.1	1.6	4.6	9.7	11.6
ROE	13.9	0.7	3.1	9.5	13.0
ROIC	12.9	(1.1)	3.4	12.2	18.2
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(23.8)	(27.7)	(34.0)
유동비율	281.9	218.4	246.9	263.2	287.8
이자보상배율	6.4	(33.4)	294.7	491.0	1,333.4
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	1.4	2.3	3.0

자료: 유진투자증권

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 제작물로서 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

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	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%

(2019.12.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
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	-33.7	-26.0
2019-10-04	Buy	80,000	1년	-33.4	-26.0
2019-12-03	Buy	70,000	1년	-25.9	-18.1
2020-01-17	Buy	70,000	1년		

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 한병화

