셀트리온헬스케어 (091990.KQ)

짙어지는 턴어라운드, 목표주가 상향

BIO

2020. 03. 09



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



시장 Consensus 대비(영업이익 기준)		
Above	In-line	Below
O		

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	80,000원
현재주가(3/6)	67,600원

Key Data	(기준일: 2020.03.06)
KOSPI(pt)	2,040
KOSDAQ(pt)	643
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	9,731
52 주 최고/최저(원)	79,200 / 37,700
52 주 일간 Beta	0.87
발행주식수(천주)	151,063
평균거래량(3M,천주)	1,507
평균거래대금(3M,백만원)	88,770
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	23.3
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18 인	38.0
Ion Investments B.V.	9.4
One Equity Partners IV	6.7

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	50.8	52.9	-0.2
KOSPI 대비상대수익률	19.2	48.5	51.1	13.7

■ 이익률 회복이 돋보인 4 분기

동사의 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,136 억원, 428 억원으로 당사의 기존 추정치(매출액 3,240 억원, 영업이익 301 억원) 대비 영업이익이 상회했다. 특히 영업이익률은 2017 년 4 분기 이후 처음으로 두 자릿수로 회복되었다. 램시마의 판가하락이 멈추면서 변동대가 발생이 미미했고, 마진율이 높은 미국향 트룩시마와 허쥬마의 판매가 시작된 것이 이익률 회복에 원인이었다.

■ 미국시장에 대한 기대 큰 2020 년

올 해 미국시장이 동사의 실적성장에 매우 중요하다. 트룩시마, 허쥬마의 판매본격화와 인플렉트라의 매출증가 가속화가 예상되기 때문이다. 트룩시마는 마케팅업체인 테바가 판매한지 2 달만에 점유율 두 자릿수를 달성했다고 밝혀 조기에 성공여부가 확인되었다. 허쥬마에 대한 기대는 크지 않지만, 유럽에서 처방이 가장 많은 바이오시밀러여서 평년작 정도는 할 것으로 판단된다. 그동안 저조했던 인플렉트라는 보험사 커버리지 확대의 효과가 이어져 마케팅업체인 화이져의 수요량이 전년 대비 약 2 배 수준으로 증가하고 있는 것으로 파악된다.

■ 목표주가 8 만원으로 상향

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가를 기존의 7 만원에서 8 만원으로 상향한다. 적용 PER 을 기존의 20.5 배에서 23.4 배로 올렸기 때문이다. 당사는 바이오시밀러 업체들에 대한 가치평가를 2023 년 실적기준에 PER 을 적용하고 있다. 글로벌 최대의 바이오약품인 휴미라의 미국시장이 열리는 해이기 때문이다. 동사에 대해 적용 PER 을 상향한 이유는 1) 유럽 마케팅업체들과의 계약 갱신으로 약가인하 하락 폭 낮아지고 2) 트룩시마의 성공적인 출시로 미국시장에서의 동사의 시장확대가 가시성이 높아졌기 때문이다. 독일, 영국 등에서 입찰이 시작된 램시마SC 의 판매가 순조롭게 진행되면 동사의 가치상승이 추가로 있을 것으로 판단된다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	4Q19P					1Q20F			2018	2019P		2020E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	314	324	-3.2	323	-2.9	320	2.0	45.1	713	1,101	54.3	1,708	55.1
영업이익	43	30	42.3	29	45.4	26	-40.2	173.2	-25	83	흑전	204	146.7
세전이익	23	35	-34.6	35	-34.6	24	2.7	174.8	24	76	211.7	216	183.4
순이익	41	27	55.5	27	55.5	18	-55.7	212.4	11	66	476.8	166	152.8
영업이익률	13.7	9.3	4.4	9.1	4.5	8.0	-5.7	3.8	-3.5	7.5	11.1	12.0	4.4
순이익률	13.1	8.2	5.0	8.2	4.9	5.7	-7.4	3.1	1.6	6.0	4.4	9.7	3.8
EPS(원)	1,146	1,776	-35.5	723	58.5	507	-55.8	211.0	80	457	473.8	1,154	152.7
BPS(원)	11,616	11,572	0.4	11,002	5.6	11,742	1.1	3.8	11,412	11,616	1.8	12,769	9.9
ROE(%)	9.9	15.3	-5.5	6.6	3.3	4.3	-5.5	2.9	0.7	4.0	3.3	9.5	5.5
PER(X)	59.0	38.1	-	93.5	-	133.3	-	-	946.4	148.1	-	58.6	-
PBR(X)	5.8	5.8	-	6.1	-	5.8	-	-	6.6	5.8	-	5.3	-

자료: 셀트리온헬스케어, 유진투자증권, 주: EPS는 annualized 기준

도표 1 분기실적 추정

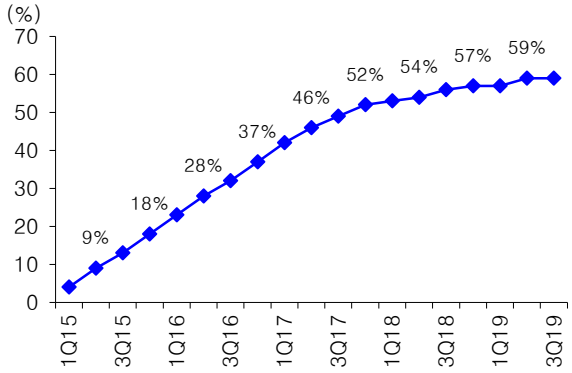
(십억원)	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19P	2018A	2019P	2020F
매출액	**128.4**	**183.8**	**212.7**	**188.7**	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**313.6**	**713.5**	**1,100.9**	**1,707.7**
%YoY	119.7%	-19.9%	25.7%	-59.3%	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	-22.5%	54.3%	55.1%
램시마	104.6	32.9	111.8	164.6	133.3	148.1	115.6	125.4	413.8	522.4	549.3
트룩시마	21.2	82.8	23.7	-13.6	68.0	105.4	143.8	131.7	114.2	448.9	572.5
허쥬마	1.5	43.4	77.1	49.2	18.4	31.3	22.6	56.4	171.2	128.7	258.5
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	317.3
기타	1.1	24.6	0.1	-11.6	0.9	-0.0	-	0.0	4.3	0.9	10.0
매출원가	102.8	144.9	168.8	228.1	186.6	248.3	233.1	223.6	644.6	891.6	1,340.3
매출원가율	80.1%	78.9%	79.4%	120.9%	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	90.3%	81.0%	78.5%
매출총이익	25.6	38.8	43.9	-39.4	33.9	36.4	48.9	90.0	68.9	209.3	367.4
판매관리비	17.1	23.6	23.8	29.5	24.5	27.2	27.6	47.2	94.1	126.5	163.1
영업이익	**8.4**	**15.2**	**20.0**	**-68.9**	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**42.8**	**-25.2**	**82.8**	**204.2**
영업이익률	6.6%	8.3%	9.4%	-36.5%	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	-3.5%	7.5%	12.0%
%YoY	흑전	-66.6%	73.7%	적자전환	11.1%	-39.2%	6.4%	흑자전환	적자전환	흑자전환	146.7%
영업외손익	74.1	0.7	-11.0	-14.2	-0.7	8.7	5.1	-19.8	49.6	6.7	11.4
세전이익	82.5	16.0	9.1	-83.2	8.6	18.0	26.4	22.4	24.4	75.4	215.6
법인세비용	22.0	5.0	2.7	-16.7	2.8	9.5	16.3	-18.1	13.0	10.4	49.6
법인세율	26.7%	31.2%	29.7%	20.0%	32.2%	52.9%	61.6%	-81.0%	53.4%	13.8%	23.0%
당기순이익	**60.5**	**11.0**	**6.4**	**-66.5**	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**40.5**	**11.4**	**65.0**	**166.0**

도표 2 연간실적 추정

(십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,707.7**	**2,180.4**	**2,761.5**	**3,461.4**
%YoY	*25.6%*	-22.5%	54.3%	55.1%	27.7%	26.6%	25.3%
램시마	506.9	413.8	522.4	549.3	631.7	726.5	821.0
트룩시마	383.2	114.2	448.9	572.5	687.0	797.0	916.5
허쥬마	17.7	171.2	128.7	258.5	310.2	362.9	417.4
램시마SC	-	-	-	317.3	539.4	863.0	1,294.5
기타	13.1	14.3	0.9	10.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	891.6	1,340.3	1,705.1	2,126.3	2,630.7
매출원가율	75.7%	90.3%	81.0%	78.5%	78.2%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	209.3	367.4	475.3	635.1	830.7
판매관리비	70.5	94.1	126.5	163.1	190.1	218.6	252.1
영업이익	**153.7**	**-25.2**	**82.8**	**204.2**	**285.2**	**416.6**	**578.6**
영업이익률	16.7%	-3.5%	7.5%	12.0%	13.1%	15.1%	16.7%
%YoY	*-1.1%*	적자전환	흑자전환	146.7%	39.7%	46.1%	38.9%
영업외손익	52.5	49.6	-6.7	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	75.4	215.6	297.2	428.6	589.6
법인세비용	48.7	13.0	10.4	49.6	68.4	98.6	135.6
법인세율	23.6%	53.4%	13.8%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**65.0**	**166.0**	**228.9**	**330.0**	**454.0**
EPS		79	452	1,154	1,590	2,293	3,155
목표주가 기준 PER			177.1	69.3	50.3	34.9	25.4

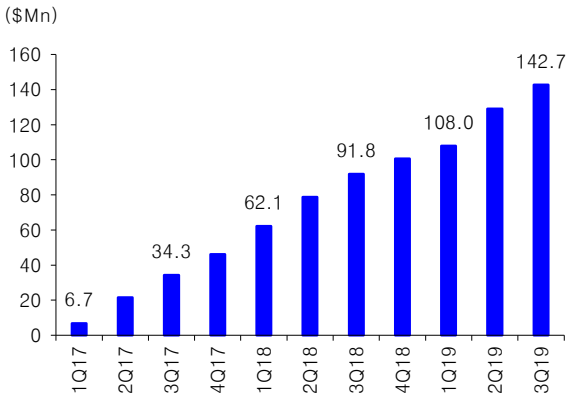
자료: 유진투자증권

도표 1 유럽 램시마 시장점유율



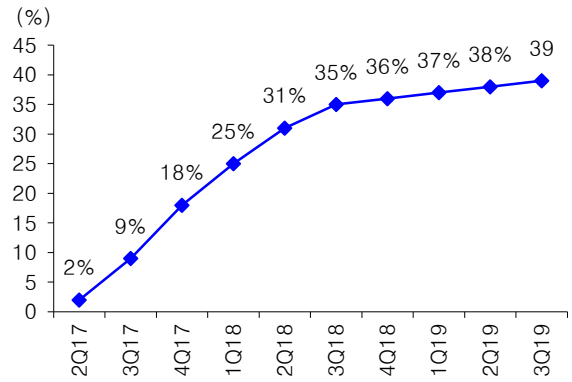
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 2 미국 인플렉트라 처방액 추이



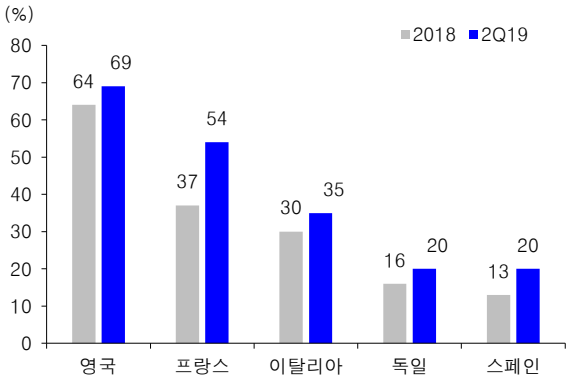
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 3 유럽 트룩시마 시장점유율



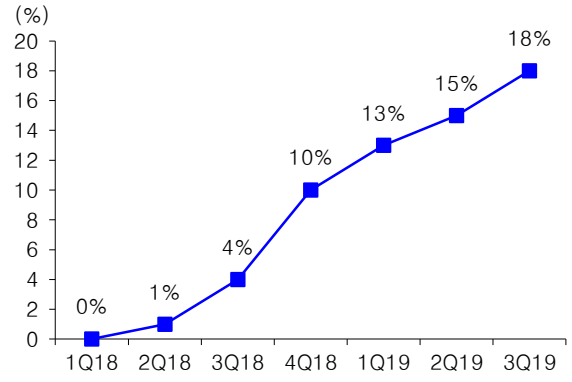
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 4 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



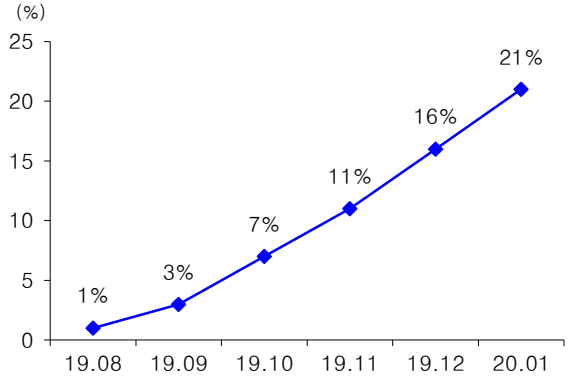
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 5 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 6 일본 허쥬마 시장 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
자산총계	**2,875**	**2,949**	**2,817**	**2,981**	**3,208**
유동자산	2,800	2,793	2,633	2,790	3,010
현금성자산	775	573	528	638	815
매출채권	416	405	401	434	463
재고자산	1,575	1,697	1,680	1,693	1,707
비유동자산	75	155	184	191	198
투자자산	72	152	179	186	194
유형자산	0	0	3	2	2
기타	2	3	3	3	2
부채총계	**1,167**	**1,313**	**1,146**	**1,143**	**1,142**
유동부채	993	1,279	1,060	1,055	1,049
매입채무	720	814	725	728	731
유동성이자부채	75	84	118	118	118
기타	198	381	217	208	200
비유동부채	174	34	85	89	92
비유동기타부채	0	0	1	1	1
기타	174	34	84	88	91
자본총계	**1,707**	**1,635**	**1,672**	**1,838**	**2,067**
지배지분	1,707	1,635	1,672	1,838	2,067
자본금	137	141	144	144	144
자본잉여금	1,366	1,377	1,390	1,390	1,390
이익잉여금	259	267	330	496	725
기타	(54)	(150)	(193)	(193)	(193)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,707**	**1,635**	**1,672**	**1,838**	**2,067**
총차입금	75	84	119	119	119
순차입금	(700)	(488)	(409)	(519)	(697)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	**921**	**713**	**1,101**	**1,708**	**2,180**
증가율(%)	25.6	(22.5)	54.3	55.1	27.7
매출원가	697	645	892	1,340	1,705
매출총이익	224	69	209	367	475
판매 및 일반관리비	70	94	127	163	190
기타영업손익	76	33	34	29	17
영업이익	**154**	**(25)**	**83**	**204**	**285**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	146.7	39.7
EBITDA	154	(25)	85	205	286
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	142.7	39.4
영업외손익	52	50	(7)	11	12
이자수익	7	5	2	5	7
이자비용	24	1	0	0	0
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업손익	70	45	(8)	6	5
세전순이익	206	24	76	216	297
증가율(%)	48.6	(88.2)	211.7	183.4	37.8
법인세비용	49	13	10	50	68
당기순이익	**157**	**11**	**66**	**166**	**229**
증가율 (%)	62.0	(92.8)	476.8	152.8	37.8
지배주주지분	157	11	66	166	229
증가율(%)	62.0	(92.8)	476.8	152.8	37.8
비지배지분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
EPS	**1,107**	**80**	**457**	**1,154**	**1,590**
증가율 (%)	27.7	(92.8)	473.8	152.7	37.8
수정EPS	1,107	80	457	1,154	1,590
증가율 (%)	27.7	(92.8)	473.8	152.7	37.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(194)**	**(184)**	**(105)**	**118**	**185**
당기순이익	157	11	66	166	229
자산상각비	0	0	2	1	1
기타비현금성손익	(57)	(36)	(150)	3	4
운전자본증감	(267)	(127)	17	(52)	(48)
매출채권감소(증가)	(143)	(13)	4	(33)	(29)
재고자산감소(증가)	(114)	(128)	21	(13)	(14)
매입채무증가(감소)	18	(13)	32	3	3
기타	(28)	28	(41)	(9)	(8)
투자활동현금흐름	**(521)**	**253**	**(52)**	**(23)**	**(24)**
단기투자자산감소	(520)	259	(42)	(15)	(16)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	0	0	0	0	1
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무활동현금흐름	**865**	**(83)**	**86**	**0**	**0**
차입금증가	(141)	5	94	0	0
자본증가	999	0	(3)	0	0
배당금지급	0	0	3	0	0
현금 증감	**155**	**(11)**	**(93)**	**95**	**161**
기초현금	96	251	240	148	243
기말현금	251	240	148	243	404
Gross cash flow	119	(18)	(83)	170	233
Gross investment	268	132	(7)	60	56
Free cash flow	**(149)**	**(151)**	**(76)**	**110**	**177**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,107	80	457	1,154	1,590
BPS	11,960	11,412	11,616	12,769	14,359
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	946.4	148.1	58.6	42.5
PBR	8.9	6.6	5.8	5.3	4.7
EV/ EBITDA	94.3	n/a	110.3	44.9	31.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	127.1	n/a	n/a	57.1	41.7
수익성 (%)					
영업이익율	16.7	(3.5)	7.5	12.0	13.1
EBITDA이익율	16.7	(3.5)	7.7	12.0	13.1
순이익율	17.1	1.6	6.0	9.7	10.5
ROE	13.9	0.7	4.0	9.5	11.7
ROIC	12.9	(1.1)	5.9	12.2	16.3
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(24.5)	(28.3)	(33.7)
유동비율	281.9	218.4	248.3	264.6	286.9
이자보상배율	6.4	(33.4)	348.3	491.0	1,200.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.6	0.7
매출채권회전율	2.4	1.7	2.7	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) 주가 대비
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
2019-10-04	Buy	80,000	1년	-33.4	-26
2019-12-03	Buy	70,000	1년	-16.5	3.4
2020-01-17	Buy	70,000	1년	-12.5	-1.4
2020-01-28	Buy	70,000	1년	-10.6	-1.4
2020-03-06	Buy	80,000	1년		

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

