셀트리온헬스케어 (091990.KQ)

코로나도 못말리는 펀더멘탈 강화

BIO

2020. 04. 03



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



BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	100,000원
현재주가(4/2)	80,600원

Key Data	(기준일: 2020.4.2)
KOSPI(pt)	1,725
KOSDAQ(pt)	568
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	11,602
52 주 최고/최저(원)	99,400 / 37,700
52 주 일간 Beta	0.66
발행주식수(천주)	151,063
평균거래량(3M,천주)	3,058
평균거래대금(3M,백만원)	209,456
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	24.1
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	22.9	53.2	58.7	24.4
KOSPI 대비상대수익률	32.4	69.0	67.8	47.6

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,101	1,860	2,404
영업이익(십억원)	83	233	334
세전계속사업손익(십억원)	75	244	346
당기순이익(십억원)	65	188	266
EPS(원)	430	1,244	1,764
증감률(%)	467.5	189.1	41.8
PER(배)	187.3	64.8	45.7
ROE(%)	3.9	10.6	13.4
PBR(배)	7.3	6.5	5.7
EV/EBITDA(배)	138.5	49.6	33.9

▪ 1 분기 실적 급성장 예상

동사의 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,610 억원, 억 368 억원으로 전년대비 64%, 293% 급증할 것으로 추정된다(도표 1 번 참조). 미국향 트룩시마, 허쥬마 매출이 증가하면서 원가율도 개선된 것으로 예상된다. 약품별 매출은 램시마 1,610 억원(전년대비 21% 증가), 트룩시마 1,318 억원(94% 증가), 허쥬마 649 억원(254% 증가)으로 예상된다.

▪ 코로나 리스크로 인한 악영향 미미하고, 긍정적인 측면도 보여

동사가 공급하는 자가면역질환치료제와 항암제는 필수의약품이어서 수요의 하방리스크가 낮다. 또한 코로나 팬데믹으로 인해 오히려 동사에게 긍정적인 영향도 보이는 상황이다. 코로나로 인한 물류 문제로 약품공급에 제한이 생길 것으로 예상되면서 수요처들에서 약품재고 레벨을 상향하는 움직임이 있다. 현재 6~9 개월 수준의 약품재고 적정수준은 코로나 이후에는 약 1 년 수준으로 높아질 것으로 판단된다. 동사는 약 1.6 조원의 재고가 있기 때문에 수요처들의 요구에 대응이 가능하다. 또한 유럽시장에서 램시마 SC 가 시장에 조기 안착할 개연성이 높아지고 있다. 병원에서 투여받지 않고 자택에서 피하지방 주사로 자가투여하기 때문에 램시마 SC 에 대한 의사들의 처방 수요가 높아지고 있다. 아직 적응증 허가가 나지 않은 IBD 환자들에 대해서도 일부 의사들이 오프 라벨 처방을 하는 경우도 감지된다. 램시마SC 의 유럽시장에서의 성공 가능성이 더욱 높아졌다.

▪ 목표주가 10 만원으로 상향

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가를 기존의 8 만원에서 10 만원으로 상향한다. 실적추정치와 적용 PER 을 상향했기 때문이다(도표 2 번, 3 번 참조). 램시마 SC 와의 시너지로 인한 램시마 점유율의 추가 상승과 휴미라 바이오시밀러(CT-P17)의 판매를 내년부터 예상한다. 현재까지 코로나로 인한 피해는 미미한 것으로 보여지고 오히려 긍정적인 영향이 있어 성장의 가시성 높아졌다. 2019~2023 년 동사의 연평균 영업이익 증가율은 71%로 추정된다. 이에 따라 목표주가 기준 PER 은 2020 년 77 배에서 2021 년 54 배, 2023 년에는 26 배로 낮아질 것으로 예상된다.

도표 1 분기실적 추정

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018A	2019F	2020F
매출액	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**313.6**	**361.0**	**403.4**	510.9	**584.5**	**713.5**	**1,100.9**	**1,859.8**
%YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	63.7%	41.6%	81.2%	86.4%	-22.5%	54.3%	68.9%
램시마	133.3	148.1	115.6	123.4	161.0	142.1	178.9	189.3	413.8	522.4	671.3
트룩시마	68.0	105.4	143.8	129.7	131.8	141.0	165.1	175.1	114.2	448.9	613.0
허쥬마	18.4	31.3	22.6	53.9	64.9	65.2	69.3	80.0	171.2	128.7	279.5
램시마SC	-	-	-	-	2.2	54.1	94.6	135.1	-	-	286.0
기타	0.9	- 0.0	-	6.5	1.0	1.0	3.0	5.0	4.3	0.9	10.0
매출원가	186.6	248.3	233.1	223.5	289.7	330.0	401.7	442.7	644.6	891.6	1,464.1
매출원가율	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	80.3%	81.8%	78.6%	75.7%	90.3%	81.0%	78.7%
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.0	71.2	73.4	109.3	141.8	68.9	209.3	395.7
판매관리비	24.5	27.2	27.6	47.2	34.4	39.1	41.3	48.3	94.1	126.5	163.1
영업이익	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**42.8**	**36.8**	**34.3**	68.0	**93.5**	**-25.2**	**82.8**	**232.6**
영업이익률	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	10.2%	8.5%	13.3%	16.0%	-3.5%	7.5%	12.5%
%YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	흑자전환	293.1%	270.5%	218.6%	118.3%	적자전환	흑자전환	180.9%
영업외손익	- 0.7	8.7	5.1	- 20.5	- 1.9	5.2	3.9	4.2	49.6	6.7	11.4
세전이익	8.6	18.0	26.4	22.4	34.9	39.5	71.9	97.7	24.4	75.4	244.0
법인세비용	2.8	9.5	16.3	- 18.1	8.0	9.1	16.5	22.5	13.0	10.4	56.1
법인세율	32.2%	52.9%	61.6%	-81.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	53.4%	13.8%	23.0%
당기순이익	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**40.5**	**26.9**	**30.4**	**55.3**	**75.3**	**11.4**	**65.0**	**187.9**

자료 : 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정(수정 후)

(십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,859.8**	**2,404.1**	**3,077.1**	**4,003.2**
%YoY	*25.6%*	-22.5%	54.3%	68.9%	29.3%	28.0%	30.1%
램시마	506.9	413.8	520.4	671.3	772.0	887.8	1,021.0
트룩시마	383.2	114.2	446.9	613.0	735.6	853.3	998.4
허쥬마	17.7	171.2	126.2	279.5	363.4	425.1	493.1
램시마SC	-	-	-	286.0	486.1	777.8	1,166.7
CT-P17					35.0	121.0	312.0
기타	13.1	14.3	7.4	10.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	891.6	1,464.1	1,880.0	2,369.3	3,042.4
매출원가율	75.7%	90.3%	81.0%	78.7%	78.2%	77.0%	76.0%
매출총이익	224.1	68.9	209.3	395.7	524.1	707.7	960.8
판매관리비	70.5	94.1	126.5	163.1	190.1	222.1	260.3
영업이익	**153.7**	**- 25.2**	**82.8**	**232.6**	**334.0**	**485.6**	**700.5**
영업이익률	16.7%	-3.5%	7.5%	12.5%	13.9%	15.8%	17.5%
%YoY	*-1.1%*	적자전환	흑자전환	180.9%	43.6%	45.4%	44.2%
영업외손익	52.5	49.6	- 7.4	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	75.4	244.0	346.0	497.6	711.5
법인세비용	48.7	13.0	10.4	56.1	79.6	114.5	163.6
법인세율	23.6%	53.4%	13.8%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**65.0**	**187.9**	**266.4**	**383.2**	**547.8**
EPS		79	451	1,305	1,851	2,662	3,807
목표주가 기준 PER				76.6	54.0	37.6	26.3

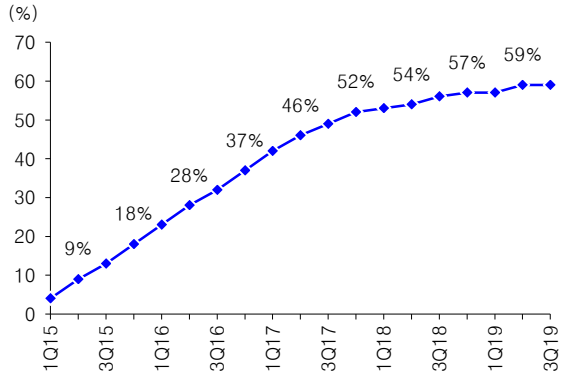
자료 : 유진투자증권

도표 3 연간실적 추정(수정 전)

(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

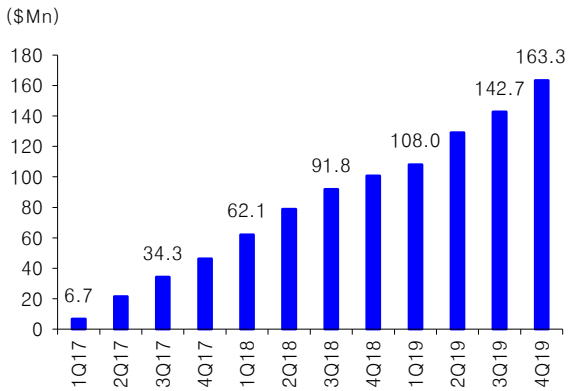
자료 : 유진투자증권

도표 1 유럽 램시마 시장점유율



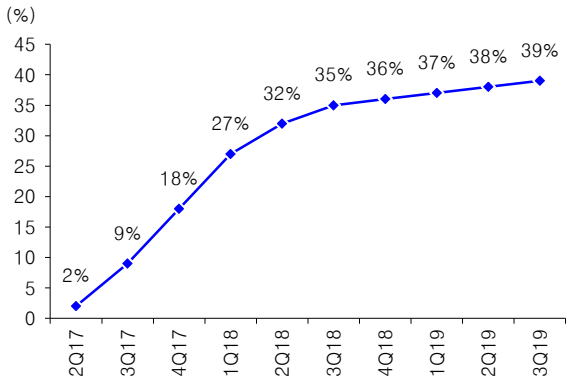
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 2 미국 인플렉트라 처방액 추이



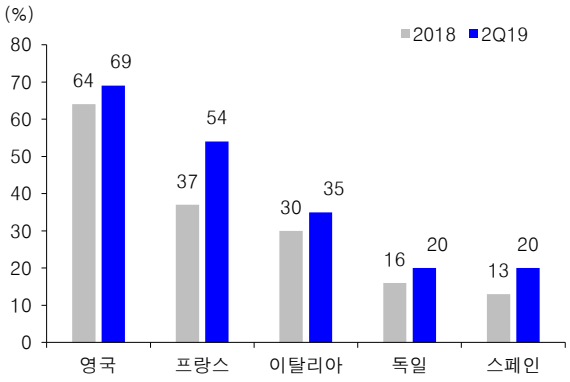
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 4 유럽 트룩시마 시장점유율



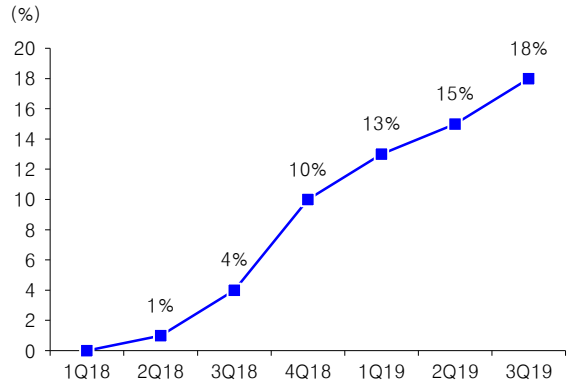
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 5 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



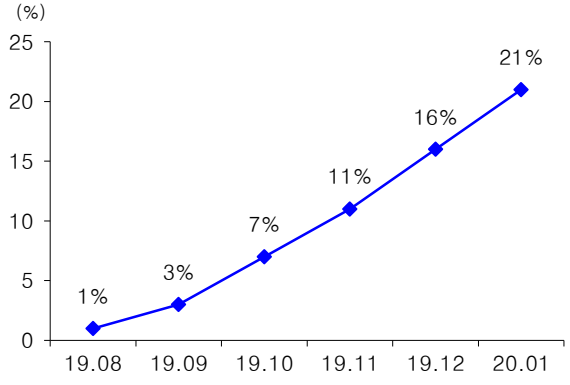
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 6 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 7 일본 허쥬마 시장 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
자산총계	**2,874.9**	**2,948.6**	**2,816.5**	**3,002.2**	**3,266.9**
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,632.3	2,811.2	3,068.7
현금성자산	774.8	572.6	583.5	716.1	931.3
매출채권	415.5	405.1	401.2	434.3	463.2
재고자산	1,574.8	1,696.9	1,623.6	1,636.6	1,649.8
비유동자산	74.7	155.2	184.3	191.0	198.2
투자자산	72.3	151.9	179.1	186.3	193.9
유형자산	0.3	0.4	2.5	2.1	2.0
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
비유동이자부채	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**	**1,671.0**	**1,858.8**	**2,125.2**
지배지분	1,707.5	1,635.5	1,671.0	1,858.8	2,125.2
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	329.6	517.5	783.9
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**	**1,671.0**	**1,858.8**	**2,125.2**
총차입금	75.1	84.1	118.8	118.8	118.8
순차입금	(699.7)	(488.4)	(464.6)	(597.2)	(812.4)

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,859.8**	**2,404.1**
증가율(%)	25.6	(22.5)	54.3	68.9	29.3
매출원가	696.8	644.6	891.6	1,464.1	1,880.0
매출총이익	**224.1**	**68.9**	**209.3**	**395.7**	**524.1**
판매 및 일반관리비	70.5	94.1	126.5	163.1	190.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**153.7**	**(25.2)**	**82.8**	**232.6**	**334.0**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	180.9	43.6
EBITDA	**153.8**	**(24.9)**	**84.6**	**233.6**	**334.9**
증가율(%)	(1.1)	적전	흑전	176.2	43.4
영업외손익	**52.5**	**49.6**	**(7.4)**	**11.4**	**12.0**
이자수익	6.8	5.4	1.9	5.9	8.1
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	(9.1)	6.0	4.1
세전순이익	**206.1**	**24.4**	**75.4**	**244.0**	**346.0**
증가율(%)	48.6	(88.2)	208.7	223.7	41.8
법인세비용	48.7	13.0	10.4	56.1	79.6
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**65.0**	**187.9**	**266.4**
증가율(%)	62.0	(92.8)	470.5	189.2	41.8
지배주주지분	157.4	11.4	65.0	187.9	266.4
증가율(%)	62.0	(92.8)	470.5	189.2	41.8
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	**1,055**	**76**	**430**	**1,244**	**1,764**
증가율(%)	21.7	(92.8)	467.5	189.1	41.8
수정EPS(원)	1,055	76	430	1,244	1,764
증가율(%)	21.7	(92.8)	467.5	189.1	41.8

S

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
영업현금	**(194.3)**	**(184.2)**	**(49.3)**	**140.3**	**223.3**
당기순이익	157.4	11.4	65.0	187.9	266.4
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)	73.0	(52.0)	(47.6)
매출채권감소(증가)	(143.1)	(13.3)	4.0	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(113.6)	(128.1)	77.8	(13.0)	(13.1)
매입채무증가(감소)	17.9	(12.9)	31.9	2.9	2.9
기타	(28.2)	27.6	(40.8)	(8.8)	(8.5)
투자현금	**(521.0)**	**253.0**	**(52.4)**	**(23.1)**	**(24.2)**
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)	(0.6)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.1)	(1.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	**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	(2.8)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	2.8	0.0	0.0
현금 증감	**155.5**	**(11.0)**	**(36.9)**	**117.2**	**199.1**
기초현금	95.9	251.4	240.4	203.5	320.7
기말현금	251.4	240.4	203.5	320.7	519.8
Gross Cash flow	119.2	(18.5)	(83.6)	192.3	270.9
Gross Investment	267.9	132.5	(63.0)	59.7	55.7
Free Cash Flow	**(148.7)**	**(150.9)**	**(20.5)**	**132.6**	**215.2**

주요투자지표

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,055	76	430	1,244	1,764
BPS	11,396	10,874	11,063	12,307	14,071
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	946.4	187.3	64.8	45.7
PBR	8.9	6.6	7.3	6.5	5.7
EV/ EBITDA	94.3	-	138.5	49.6	33.9
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	127.1	-	-	63.3	44.9
수익성(%)					
영업이익율	16.7	(3.5)	7.5	12.5	13.9
EBITDA이익율	16.7	(3.5)	7.7	12.6	13.9
순이익율	17.1	1.6	5.9	10.1	11.1
ROE	13.9	0.7	3.9	10.6	13.4
ROIC	12.9	(1.1)	6.1	14.5	20.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(27.8)	(32.1)	(38.2)
유동비율	281.9	218.4	248.3	266.6	292.4
이자보상배율	6.4	(33.4)	348.3	559.2	1,405.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.2	0.4	0.6	0.8
매출채권회전율	2.4	1.7	2.7	4.5	5.4
재고자산회전율	0.6	0.4	0.7	1.1	1.5
매입채무회전율	1.3	0.9	1.4	2.6	3.3

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%

(2020.03.31 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
2019-10-04	Buy	80,000	1년	-33.4	-26
2019-12-03	Buy	70,000	1년	-16.2	3.4
2020-01-17	Buy	70,000	1년	-12.3	-1.4
2020-01-28	Buy	70,000	1년	-10.3	-1.4
2020-03-09	Buy	80,000	1년	-15.6	12.1
2020-04-03	Buy	100,000원	1년		

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

