셀트리온헬스케어 (091990.KQ)

수익성 향상 눈 여겨 볼 때

BIO

2020. 04. 27



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



BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	110,000원
현재주가(4/24)	85,000원

Key Data	(기준일: 2020.4.24)
KOSPI(pt)	1,889
KOSDAQ(pt)	633
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	12,840
52 주 최고/최저(원)	99,400 / 37,700
52 주 일간 Beta	0.58
발행주식수(천주)	151,063
평균거래량(3M,천주)	3,994
평균거래대금(3M,백만원)	295,860
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	20.7
주요주주 지분율(%)	1,889
서정진 외 18 인	38.0
Ion Investments B.V.	9.4
자사주	1.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.8	54.0	61.0	16.2
KOSPI 대비상대수익률	-6.9	61.7	64.9	32.6

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,101	1,865	2,410
영업이익(십억원)	83	268	368
세전계속사업손익(십억원)	75	279	380
당기순이익(십억원)	65	215	293
EPS(원)	431	1,422	1,938
증감률(%)	468.3	230.0	36.3
PER(배)	123.0	59.8	43.9
ROE(%)	3.9	12.1	14.5
PBR(배)	4.8	6.9	5.9
EV/EBITDA(배)	90.3	44.6	32.0

▪ 1 분기 영업이익률 급상승 예상

동사의 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,660 억원, 537 억원으로 전년대비 66%, 474% 급증할 것으로 추정된다(도표 1 번 참조). 영업이익률이 전년동기 4%에서 15% 수준으로 급상승할 것으로 예상된다. 마진율 상승의 원인은 1) 상대적으로 마진이 높은 미국향 트룩시마의 판매증가 2) 유럽시장에서의 기존 마케팅업체들과 계약 수정 때문인 것으로 판단된다. 유럽에서의 계약 수정효과는 지난 4 분기부터 반영되기 시작했다. 램시마, 트룩시마, 허쥬마 판매업체들에게 높은 보장마진을 주던 것을 이익공유, 보장마진 축소 등으로 동사에게 유리하게 조건을 변경한 상태이다. 하반기부터는 램시마의 유럽 빅 4 국가에서 직접판매 비율이 상승하고, 램시마 SC 도 직판 매출액이 커지기 때문에 이익률의 개선 추세는 유지될 것으로 판단된다.

▪ 트룩시마 미국 침투율 빨라, 미국 항암제 시장에서 성공 가능성 높아져

트룩시마의 미국 시장에서의 성공은 동사의 실적 및 가치평가에 매우 중요한 요소이다. 출시 5 개월이 지난 트룩시마의 지난 3 월 WAC 기준 판매액과 점유율(판매액 기준)은 각각 2,776 만 달러, 7%로 매우 성공적인 결과를 보였다. 이는 미국 항암제 바이오시밀러 중 가장 성공한 사례인 암젠의 칸진티(허셉틴 바이오시밀러)의 출시 5 개월 차 판매액과 점유율인 2,323 만달러, 9%와 유사한 수준이다(도표 2, 3 번 참조). 출시 9 개월만에 판매액 기준 점유율 20%를 상회하고 있는 칸진티처럼 트룩시마도 올 해 내에 약 20% 수준의 점유율 달성이 가능해 보인다. 트룩시마의 미국시장 판가는 유럽 대비 3 배 이상 높다. 따라서 트룩시마의 미국시장에서의 성공은 이익개선과 가치평가 상승에 핵심 역할을 할 수 있다.

▪ 목표주가 11 만원으로 상향

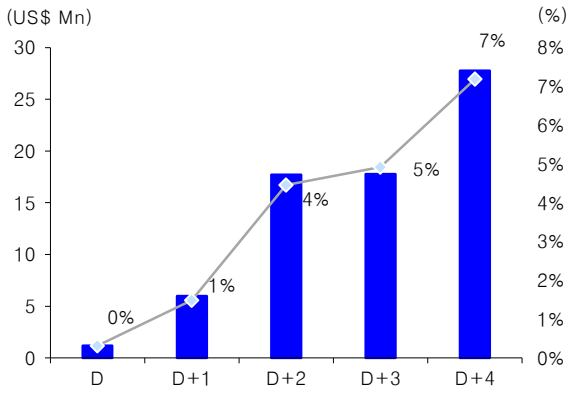
셀트리온헬스케어에 대해 목표주가를 기존의 10 만원에서 11 만원으로 상향한다. 2020~2023 년 영업이익 추정치를 기존 대비 평균 약 10% 상향했기 때문이다(도표 4 번, 5 번 참조). 트룩시마의 미국시장에서의 성공적인 시작은 확인되었고, 하반기부터 유럽에서의 램시마 SC 의 반응을 확인할 필요가 있다. 코로나 펜데믹으로 SC 제형(피하 주사)의 중요성이 높아져 램시마 SC 의 유럽시장에서의 조기 안착 가능성도 높다고 판단된다. 하반기부터 본격화되는 유럽시장에서의 직판체제로의 변경도 향후 동사의 근본적인 가치평가 상승에 기여할 것으로 보인다. **셀트리온그룹은 글로벌 바이오업체로 도약하고 있다.**

도표 1 분기실적 추정

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**313.6**	**366.0**	**403.4**	**510.9**	**584.5**	**1,100.9**	**1,864.8**	**2,410.1**
%YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	66.0%	41.6%	81.2%	86.4%	54.3%	69.4%	29.2%
램시마	133.3	148.1	115.6	123.4	161.0	142.1	178.9	189.3	520.4	671.3	772.0
트룩시마	68.0	105.4	143.8	129.7	136.8	141.0	165.1	175.1	446.9	618.0	741.6
허쥬마	18.4	31.3	22.6	53.9	64.9	65.2	69.3	80.0	126.2	279.5	363.4
램시마SC	-	-	-	-	2.2	54.1	94.6	135.1	-	286.0	486.1
CT-P17											35.0
기타	0.9	- 0.0	-	6.5	1.0	1.0	3.0	5.0	7.4	10.0	12.0
매출원가	186.6	248.3	233.1	223.5	268.2	298.2	384.0	428.2	891.6	1,378.5	1,779.7
매출원가율	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	73.3%	73.9%	75.2%	73.3%	81.0%	73.9%	73.8%
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.0	97.8	105.2	127.0	156.3	209.3	486.2	630.4
판매관리비	24.5	27.2	27.6	47.2	44.1	49.9	59.0	65.7	126.5	218.7	262.3
영업이익	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**42.8**	**53.7**	**55.3**	**68.0**	**90.6**	**82.8**	**267.5**	**368.1**
영업이익률	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	14.7%	13.7%	13.3%	15.5%	7.5%	14.3%	15.3%
%YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	흑자전환	473.6%	497.1%	218.6%	111.5%	흑자전환	223.1%	37.6%
영업외손익	- 0.7	8.7	5.1	- 20.5	- 1.9	5.2	3.9	4.2	7.4	11.4	12.0
세전이익	8.6	18.0	26.4	22.4	51.8	60.5	71.9	94.8	75.4	278.9	380.1
법인세비용	2.8	9.5	16.3	- 18.1	11.9	13.9	16.5	21.8	10.4	64.2	87.4
법인세율	32.2%	52.9%	61.6%	-81.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	13.8%	23.0%	23.0%
당기순이익	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**40.5**	**39.9**	**46.6**	**55.3**	**73.0**	**65.0**	**214.8**	**292.7**

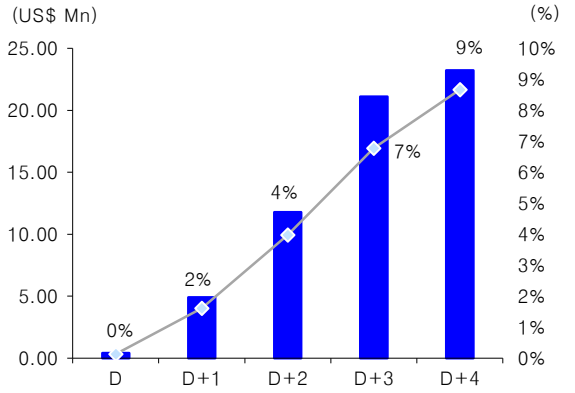
자료: : 유진투자증권

도표 2 미국의 트룩시마 발매 첫 5개월 성적



자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 시장점유율은 WAC 판매액 기준

도표 3 미국의 칸진티 발매 첫 5개월 성적



자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 시장점유율은 WAC 판매액 기준

도표 4 연간실적 추정(수정 후)

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,864.8**	**2,410.1**	**3,084.0**	**4,011.4**
%YoY	*25.6%*	-22.5%	54.3%	69.4%	29.2%	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	618.0	741.6	860.3	1,006.5
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	1,378.5	1,779.7	2,249.1	2,868.7
매출원가율	75.7%	90.3%	81.0%	73.9%	73.8%	72.9%	71.5%
매출총이익	224.1	68.9	209.3	486.2	630.4	834.9	1,142.7
판매관리비	70.5	94.1	126.5	218.7	262.3	313.7	372.5
영업이익	**153.7**	**- 25.2**	**82.8**	**267.5**	**368.1**	**521.2**	**770.2**
영업이익률	16.7%	-3.5%	7.5%	14.3%	15.3%	16.9%	19.2%
%YoY	*-1.1%*	적자전환	흑자전환	223.1%	37.6%	41.6%	47.8%
영업외손익	52.5	49.6	- 7.4	11.4	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	75.4	278.9	380.1	533.2	781.2
법인세비용	48.7	13.0	10.4	64.2	87.4	122.6	179.7
법인세율	23.6%	53.4%	13.8%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**65.0**	**214.8**	**292.7**	**410.6**	**601.5**
EPS		75	430	1422	1,938	2,718	3,982
목표주가 기준 PER				77.4	56.8	40.5	27.6

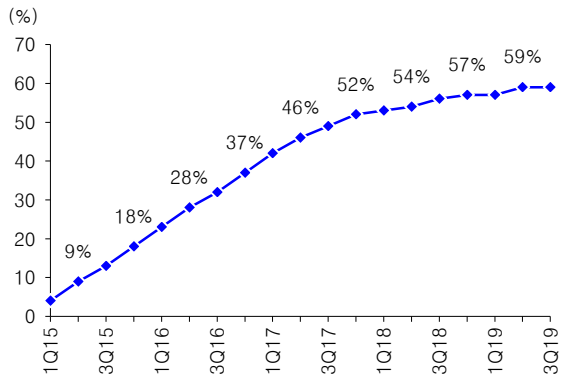
자료 : 유진투자증권

도표 5 연간실적 추정(수정 전)

(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

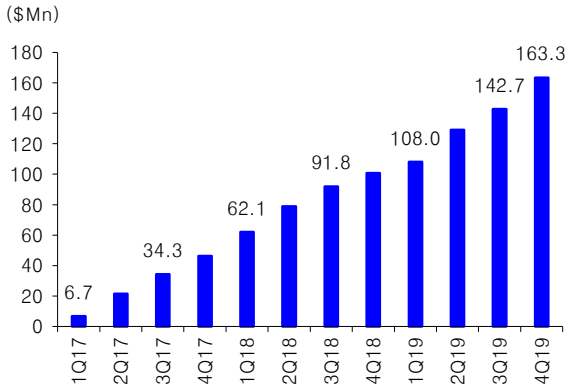
자료 : 유진투자증권

도표 6 유럽 램시마 시장점유율



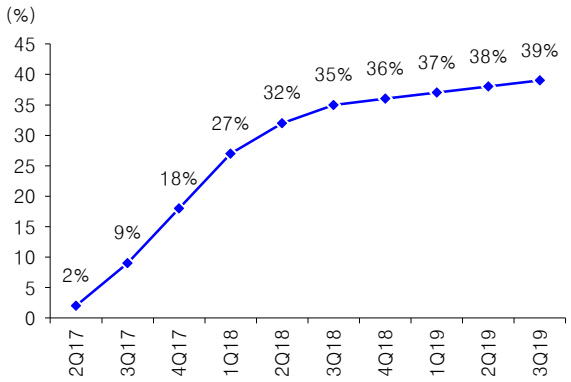
자료: IQVIA, 유진투자증권
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 7 미국 인플렉트라 처방액 추이



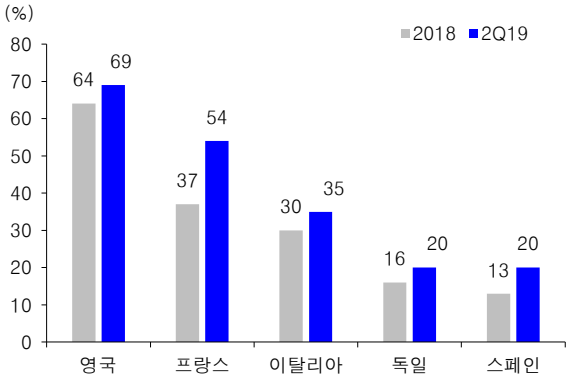
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 8 유럽 트룩시마 시장점유율



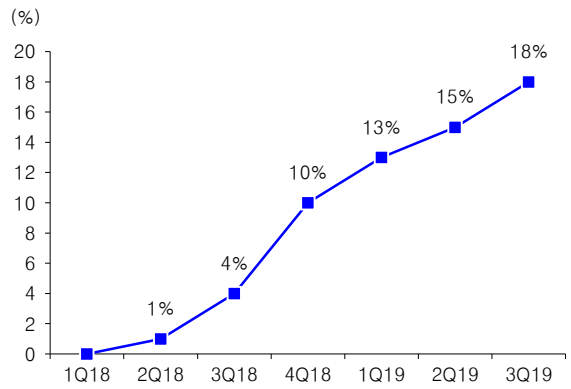
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 9 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



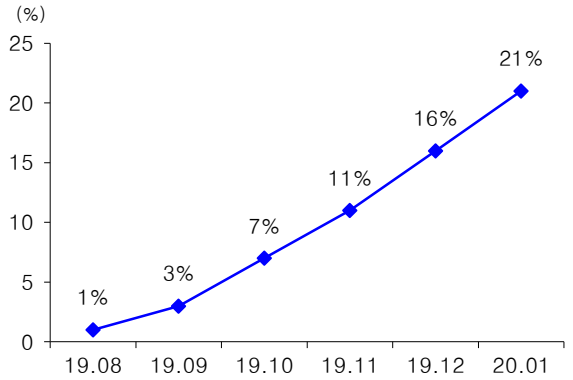
자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 10 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

도표 11 일본 허쥬마 시장 점유율



자료: IQVIA, 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**2,948.6**	**2,848.9**	**3,174.2**	**3,466.4**	**3,877.0**
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,022.9	3,308.5	3,712.0
현금성자산	572.6	458.9	908.7	1,147.4	1,508.2
매출채권	405.1	389.4	401.2	434.3	463.2
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,689.0	1,702.6	1,716.2
비유동자산	155.2	182.6	151.3	157.9	164.9
투자자산	151.9	177.6	147.0	153.0	159.2
유형자산	0.4	2.4	0.7	0.4	0.4
기타	2.9	2.6	3.6	4.6	5.4
부채총계	**1,313.1**	**1,183.0**	**1,300.7**	**1,300.1**	**1,300.1**
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,184.2	1,179.0	1,174.1
매입채무	813.8	668.5	849.3	852.7	856.2
유동성이자부채	84.1	115.6	115.6	115.6	115.6
기타	381.2	286.9	219.2	210.6	202.3
비유동부채	34.0	111.9	116.5	121.1	126.0
비유동이자부채	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
기타	34.0	111.2	115.7	120.4	125.2
자본총계	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,873.6**	**2,166.3**	**2,576.8**
지배지분	1,635.5	1,665.9	1,873.6	2,166.3	2,576.8
자본금	140.5	143.9	143.9	143.9	143.9
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,390.7	1,390.7	1,390.7
이익잉여금	267.5	329.6	537.3	830.0	1,240.6
기타	(149.5)	(198.3)	(198.3)	(198.3)	(198.3)
비지배지분	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,873.6**	**2,166.3**	**2,576.8**
총차입금	84.1	116.4	116.4	116.4	116.4
순차입금	(488.4)	(342.4)	(792.3)	(1,031.0)	(1,391.7)

S

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**713.5**	**1,100.9**	**1,864.8**	**2,410.1**	**3,084.0**
증가율(%)	(22.5)	54.3	69.4	29.2	28.0
매출원가	644.6	891.6	1,378.5	1,779.7	2,249.1
매출총이익	**68.9**	**209.3**	**486.2**	**630.4**	**834.9**
판매 및 일반관리비	94.1	126.5	218.7	262.3	313.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(25.2)**	**82.8**	**267.5**	**368.1**	**521.2**
증가율(%)	적전	흑전	223.1	37.6	41.6
EBITDA	**(24.9)**	**84.9**	**270.0**	**369.4**	**522.4**
증가율(%)	적전	흑전	218.2	36.8	41.4
영업외손익	**49.6**	**(7.4)**	**11.4**	**12.0**	**12.0**
이자수익	5.4	2.7	3.5	4.2	5.2
이자비용	0.8	6.8	2.8	2.8	2.8
지분법손익	0.0	(0.8)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
기타영업손익	45.0	(2.6)	13.8	13.7	12.7
세전순이익	**24.4**	**75.4**	**278.9**	**380.1**	**533.2**
증가율(%)	(88.2)	208.7	270.1	36.3	40.3
법인세비용	13.0	10.4	64.2	87.4	122.6
당기순이익	**11.4**	**65.0**	**214.8**	**292.7**	**410.6**
증가율(%)	(92.8)	470.5	230.6	36.3	40.3
지배주주지분	11.4	65.0	214.8	292.7	410.6
증가율(%)	(92.8)	470.5	230.6	36.3	40.3
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	**76**	**431**	**1,422**	**1,938**	**2,718**
증가율(%)	(92.8)	468.3	230.0	36.3	40.3
수정EPS(원)	76	431	1,422	1,938	2,718
증가율(%)	(92.8)	468.3	230.0	36.3	40.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**(184.2)**	**(163.8)**	**449.1**	**249.7**	**372.1**
당기순이익	11.4	65.0	214.8	292.7	410.6
자산상각비	0.3	2.1	2.5	1.3	1.2
기타비현금성손익	(35.9)	20.8	4.9	7.8	8.0
운전자본증감	(126.7)	(221.1)	226.9	(52.1)	(47.7)
매출채권감소(증가)	(13.3)	25.7	(11.8)	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(128.1)	72.0	(65.4)	(13.6)	(13.7)
매입채무증가(감소)	(12.9)	(75.7)	180.8	3.4	3.4
기타	27.6	(243.2)	123.3	(8.9)	(8.5)
투자현금	**253.0**	**164.2**	**(192.3)**	**(26.4)**	**(27.4)**
단기투자자산감소	258.7	176.0	(218.1)	(15.4)	(16.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(3.3)	(3.3)	(3.3)
설비투자	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.8)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.0)	(0.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
재무현금	**(83.1)**	**85.8**	**(7.1)**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	5.5	94.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	(7.1)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	7.1	0.0	0.0
현금 증감	**(11.0)**	**56.6**	**231.8**	**223.3**	**344.7**
기초현금	251.4	240.4	297.0	528.7	752.0
기말현금	240.4	297.0	528.7	752.0	1,096.7
Gross Cash flow	(18.5)	102.1	222.1	301.8	419.8
Gross Investment	132.5	232.8	(252.7)	63.1	59.0
Free Cash Flow	**(150.9)**	**(130.7)**	**474.8**	**238.7**	**360.7**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,422	1,938	2,718
BPS	10,874	11,029	12,404	14,342	17,060
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	946.4	123.0	59.8	43.9	31.3
PBR	6.6	4.8	6.9	5.9	5.0
EV/ EBITDA	-	90.3	44.6	32.0	21.9
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	78.3	57.8	42.5	30.6
수익성(%)					
영업이익율	(3.5)	7.5	14.3	15.3	16.9
EBITDA이익율	(3.5)	7.7	14.5	15.3	16.9
순이익율	1.6	5.9	11.5	12.1	13.3
ROE	0.7	3.9	12.1	14.5	17.3
ROIC	(1.1)	5.8	17.2	25.7	34.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(29.9)	(20.6)	(42.3)	(47.6)	(54.0)
유동비율	218.4	248.9	255.3	280.6	316.2
이자보상배율	(33.4)	12.1	95.7	131.7	186.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.4	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	1.7	2.8	4.7	5.8	6.9
재고자산회전율	0.4	0.7	1.1	1.4	1.8
매입채무회전율	0.9	1.5	2.5	2.8	3.6

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) 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	-16.2	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	-14.7	12.1
2020-04-03	Buy	100,000	1년	-18.5	-15.6
2020-04-27	Buy	110,000	1년		

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

