셀트리온헬스케어 (091990.KQ)

고성장의 일상화

BIO

2020. 05. 18



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



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

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	110,000원
현재주가(5/15)	95,300원

Key Data	(기준일: 2020.5.15)
KOSPI(pt)	1,927
KOSDAQ(pt)	692
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	14,429
52 주 최고/최저(원)	99,400 / 37,700
52 주 일간 Beta	0.55
발행주식수(천주)	151,063
평균거래량(3M,천주)	4,215
평균거래대금(3M,백만원)	326,636
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	20.8
주요주주 지분율(%)	
서정진 (외 21 인)	38.0
Ion Investments B.V	7.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.5	46.2	89.8	45.8
KOSPI 대비상대수익률	4.1	45.7	86.3	51.0

■ 1 분기 Review: 매출 62% 증가, 영업이익 496% 증가

셀트리온헬스케어의 1 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,569 억원, 558 억원으로 전년동기비 각각 62%, 496% 증가했다. 상대적으로 마진이 높은 미국향 트룩시마와 인플렉트라 매출이 증가하고, 유럽향 램시마의 판가가 안정된 것이 실적호전의 이유이다.

■ 2 분기도 고성장 지속, 하반기에는 더 좋아

2 분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 4,034 억원, 553 억원으로 전년대비 42%, 497% 증가할 것으로 예상된다. 하반기부터는 유럽에서 램시마SC 의 IBD 등으로 적응증 확대 효과가 본격화될 것으로 판단된다. 미국에서는 트룩시마의 처방이 분기별로 큰 폭으로 증가하면서 연말에는 약 20% 수준에 육박할 것으로 예상된다. 약 3 천억원을 상회하는 일본의 허셉틴 시장에서 동사의 허쥬마 점유율(판매량 기준)이 연말에는 60% 이상에 달할 것으로 보인다. 이러한 요인들이 합해져 셀트리온헬스케어의 하반기 성장의 절대 폭은 상반기대비 월등히 커질 것이다.

■ 목표주가 11 만원 유지

셀트리온헬스케어에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 11 만원을 유지한다. 목표주가는 2023 년 실적 기준 PER 27.7 배 수준이다. 높은 밸류에이션을 적용하는 이유는 2019~2023 년에 동사의 매출액과 영업이익이 연평균 각각 38%, 75% 성장할 것으로 예상되기 때문이다. 고성장을 위해서는 1) 미국시장에서의 성공 2) 램시마 SC 의 유럽시장에서의 조기 안착이 필수적이다. 동사의 1 분기 매출 중 미국의 비중은 48%로 증가하면서 유럽의 비중을 처음으로 상회했다. 따라서 올 하반기 유럽에서의 램시마 SC 의 적응증 확대에 따른 효과만 확인하면 고성장세가 유지될지 판단할 수 있다.

Earnings Summary(IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p)	1Q20P					2Q20E			2019	2020E		2021E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	357	366	-2.5	355	0.4	403	13.0	41.6	1,101	1,856	68.6	2,401	29.4
영업이익	56	54	3.8	46	21.3	55	-1.0	497.1	83	270	225.6	367	36.0
세전이익	98	52	89.5	52	87.2	60	-38.4	236.0	75	325	331.7	379	16.4
순이익	76	40	90.9	0		47	-38.9	449.1	65	251	286.5	292	16.1
영업이익률	15.6	14.7	1.0	12.9	2.7	13.7	-1.9	10.5	7.5	14.5	7.0	15.3	0.7
순이익률	21.3	10.9	10.4	0.0	21.3	11.5	-9.8	8.6	5.9	13.5	7.6	12.1	-1.4
EPS(원)	2,018	1,057	90.9	1,045	93.2	1,233	-38.9	447.7	431	1,662	285.8	1,930	16.1
BPS(원)	11,487	11,246	2.1	10,826	6.1	11,795	2.7	9.3	11,029	12,644	14.6	14,575	15.3
ROE(%)	17.6	9.4	8.2	9.6	7.9	10.5	-7.1	8.4	3.9	14.0	10.1	14.2	0.1
PER(X)	47.2	90.2	-	91.2	-	77.3	-	-	123.0	57.3	-	49.4	-
PBR(X)	8.3	8.5	-	8.8	-	8.1	-	-	4.8	7.5	-	6.5	-

자료: 셀트리온헬스케어, 유진투자증권
주: EPS는 annualized 기준

도표 1 분기실적 추정

(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**313.6**	**356.9**	**403.4**	**510.9**	**584.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**
%YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	61.9%	41.6%	81.2%	86.4%	54.3%	68.6%	29.4%
램시마	133.3	148.1	115.6	123.4	149.9	142.1	178.9	189.3	520.4	660.2	759.2
트룩시마	68.0	105.4	143.8	129.7	164.2	141.0	165.1	175.1	446.9	645.3	774.4
허쥬마	18.4	31.3	22.6	53.9	35.7	65.2	69.3	80.0	126.2	250.3	325.3
램시마SC	-	-	-	-	7.1	54.1	94.6	135.1	-	290.9	494.6
CT-P17											35.0
기타	0.9	0.0	-	6.5	-	1.0	3.0	5.0	7.4	9.0	12.0
매출원가	186.6	248.3	233.1	223.5	262.4	298.2	384.0	428.2	891.6	1,372.8	1,771.6
매출원가율	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	73.5%	73.9%	75.2%	73.3%	81.0%	74.0%	73.8%
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.0	94.5	105.2	127.0	156.3	209.3	482.9	629.0
판매관리비	24.5	27.2	27.6	47.2	38.7	49.9	59.0	65.7	126.5	213.3	262.3
영업이익	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**42.8**	**55.8**	**55.3**	**68.0**	**90.6**	**82.8**	**269.6**	**366.7**
영업이익률	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	14.7%	13.7%	13.3%	15.5%	7.5%	14.5%	15.3%
%YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	흑자전환	495.6%	497.1%	218.6%	111.5%	흑자전환	225.6%	36.0%
영업외손익	- 0.7	8.7	5.1	- 20.5	42.4	5.2	3.9	4.2	-7.4	55.7	12.0
세전이익	8.6	18.0	26.4	22.4	98.2	60.5	71.9	94.8	75.4	325.3	378.7
법인세비용	2.8	9.5	16.3	- 18.1	22.0	13.9	16.5	21.8	10.4	74.2	87.1
법인세율	32.2%	52.9%	61.6%	-81.2%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%	13.8%	22.8%	23.0%
당기순이익	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**40.5**	**76.2**	**46.6**	**55.3**	**73.0**	**65.0**	**251.1**	**291.6**

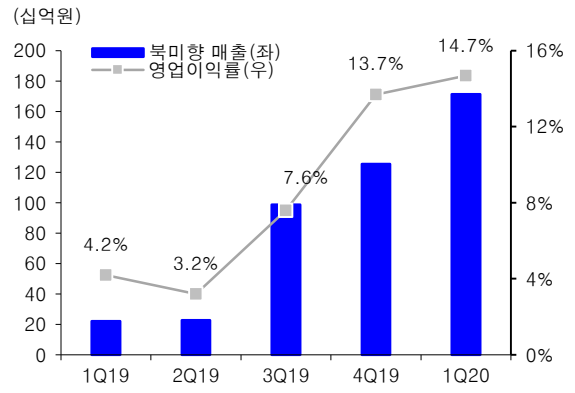
자료: 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**	**3,076.4**	**4,007.6**
%YoY	*25.6%*	-22.5%	54.3%	68.6%	29.4%	28.2%	30.3%
램시마	506.9	413.8	520.4	660.2	759.2	873.1	1,004.0
트룩시마	383.2	114.2	446.9	645.3	774.4	898.3	1,051.0
허쥬마	17.7	171.2	126.2	250.3	325.3	380.7	441.6
램시마SC	-	-	-	290.9	494.6	791.3	1,187.0
CT-P17					35.0	121.0	312.0
기타	13.1	14.3	7.4	9.0	12.0	12.0	12.0
매출원가	696.8	644.6	891.6	1,372.8	1,771.6	2,242.8	2,865.7
매출원가율	75.7%	90.3%	81.0%	74.0%	73.8%	72.9%	71.5%
매출총이익	224.1	68.9	209.3	482.9	629.0	833.6	1,141.9
판매관리비	70.5	94.1	126.5	213.3	262.3	313.7	372.5
영업이익	**153.7**	**- 25.2**	**82.8**	**269.6**	**366.7**	**519.9**	**769.5**
영업이익률	16.7%	-3.5%	7.5%	14.5%	15.3%	16.9%	19.2%
%YoY	*-1.1%*	적자전환	흑자전환	225.6%	36.0%	41.8%	48.0%
영업외손익	52.5	49.6	- 7.4	55.7	12.0	12.0	11.0
세전이익	206.1	24.4	75.4	325.3	378.7	531.9	780.5
법인세비용	48.7	13.0	10.4	74.2	87.1	122.3	179.5
법인세율	23.6%	53.4%	13.8%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**157.4**	**11.4**	**65.0**	**251.1**	**291.6**	**409.6**	**601.0**
EPS		75	430	1,662	1,930	2,711	3,978
목표주가 기준 PER			255.8	66.2	57.0	40.6	27.7

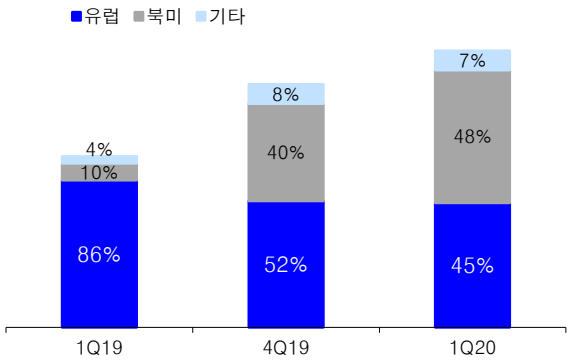
자료: 유진투자증권

도표 3 북미지역 매출비중과 영업이익률 추이



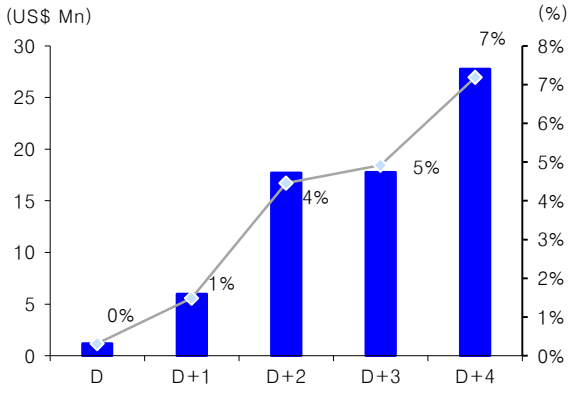
자료: 셀트리온헬스케어

도표 4 지역별 매출 비중



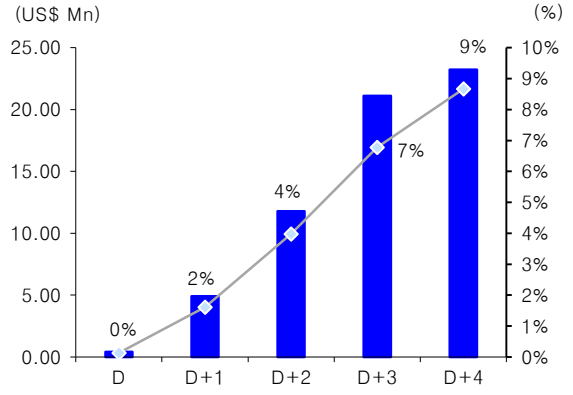
자료: 셀트리온헬스케어

도표 5 미국의 트룩시마 발매 첫 5개월 점유율



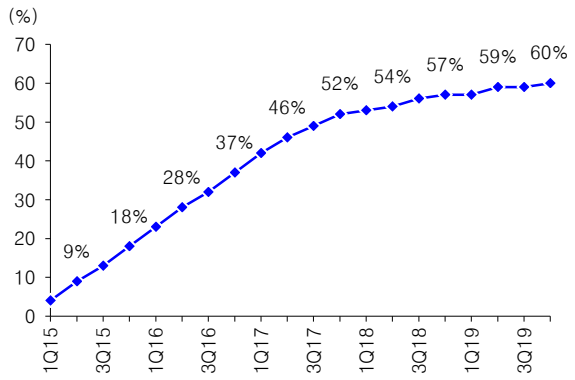
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 시장점유율은 WAC 판매액 기준

도표 6 미국 칸진티 발매 첫 5개월 점유율



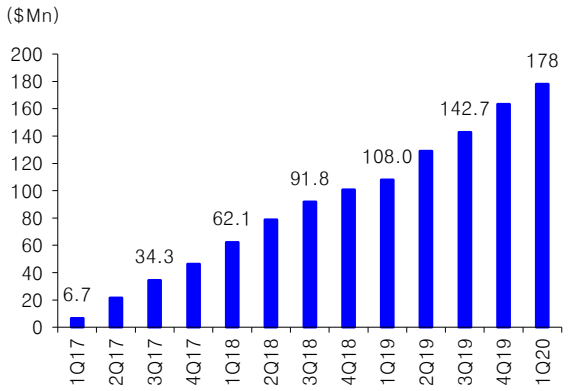
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 시장점유율은 WAC 판매액 기준

도표 7 유럽 램시마 시장점유율



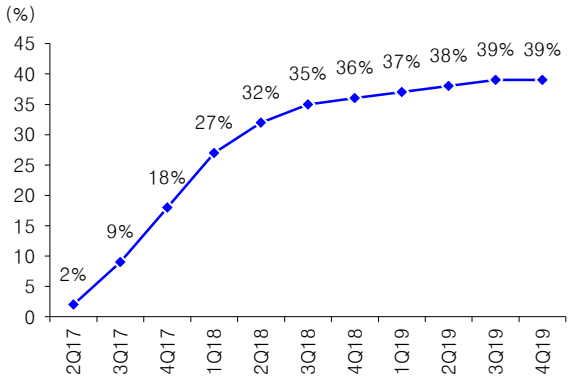
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 8 미국 인플렉트라 처방액 추이



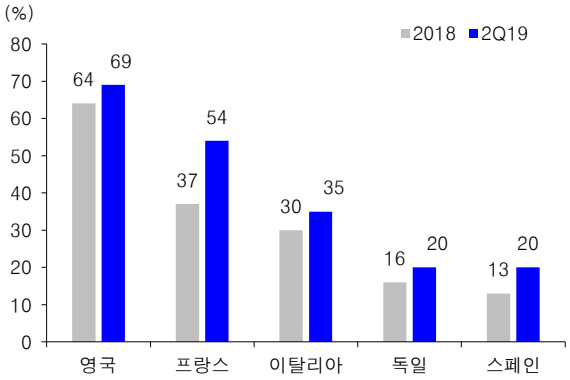
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 9 유럽 트룩시마 시장점유율



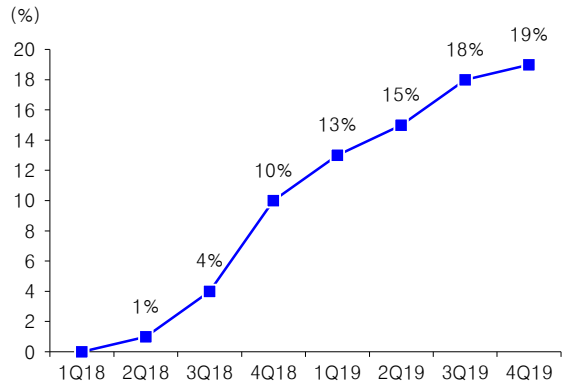
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

도표 10 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



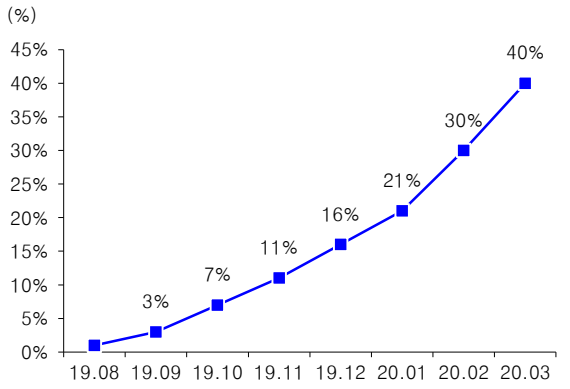
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

도표 11 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

도표 12 일본 허쥬마 시장 점유율



자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	**2,948.6**	**2,848.9**	**3,210.5**	**3,501.5**	**3,911.1**
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,059.2	3,343.7	3,746.2
현금성자산	572.6	458.9	945.0	1,182.6	1,542.3
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**	**1,909.8**	**2,201.4**	**2,611.0**
지배지분	1,635.5	1,665.9	1,909.8	2,201.4	2,611.0
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	573.6	865.2	1,274.8
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**	**1,909.8**	**2,201.4**	**2,611.0**
총차입금	84.1	116.4	116.4	116.4	116.4
순차입금	(488.4)	(342.4)	(828.6)	(1,066.2)	(1,425.9)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**713.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**	**3,076.4**
증가율(%)	(22.5)	54.3	68.6	29.4	28.2
매출원가	644.6	891.6	1,372.8	1,771.6	2,242.8
매출총이익	**68.9**	**209.3**	**482.9**	**629.0**	**833.6**
판매 및 일반관리비	94.1	126.5	213.3	262.3	313.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**(25.2)**	**82.8**	**269.6**	**366.7**	**519.9**
증가율(%)	적전	흑전	225.6	36.0	41.8
EBITDA	**(24.9)**	**84.9**	**272.1**	**367.9**	**521.1**
증가율(%)	적전	흑전	220.6	35.2	41.6
영업외손익	**49.6**	**(7.4)**	**55.7**	**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)	58.2	13.7	12.7
세전순이익	**24.4**	**75.4**	**325.3**	**378.7**	**531.9**
증가율(%)	(88.2)	208.7	331.7	16.4	40.5
법인세비용	13.0	10.4	74.2	87.1	122.3
당기순이익	**11.4**	**65.0**	**251.1**	**291.6**	**409.6**
증가율(%)	(92.8)	470.5	286.5	16.1	40.5
지배주주지분	11.4	65.0	251.1	291.6	409.6
증가율(%)	(92.8)	470.5	286.5	16.1	40.5
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	**76**	**431**	**1,662**	**1,930**	**2,712**
증가율(%)	(92.8)	468.3	285.8	16.1	40.5
수정EPS(원)	76	431	1,662	1,930	2,712
증가율(%)	(92.8)	468.3	285.8	16.1	40.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**(184.2)**	**(163.8)**	**485.4**	**248.6**	**371.1**
당기순이익	11.4	65.0	251.1	291.6	409.6
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	268.0	222.2	343.7
기초현금	251.4	240.4	297.0	565.0	787.2
기말현금	240.4	297.0	565.0	787.2	1,130.8
Gross Cash flow	(18.5)	102.1	258.4	300.7	418.8
Gross Investment	132.5	232.8	(252.7)	63.1	59.0
Free Cash Flow	**(150.9)**	**(130.7)**	**511.1**	**237.6**	**359.7**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,662	1,930	2,712
BPS	10,874	11,029	12,644	14,575	17,286
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	946.4	123.0	57.3	49.4	35.1
PBR	6.6	4.8	7.5	6.5	5.5
EV/ EBITDA	-	90.3	49.9	36.2	24.9
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	78.3	55.7	47.9	34.4
수익성(%)					
영업이익율	(3.5)	7.5	14.5	15.3	16.9
EBITDA이익율	(3.5)	7.7	14.7	15.3	16.9
순이익율	1.6	5.9	13.5	12.1	13.3
ROE	0.7	3.9	14.0	14.2	17.0
ROIC	(1.1)	5.8	17.4	25.6	34.7
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(29.9)	(20.6)	(43.4)	(48.4)	(54.6)
유동비율	218.4	248.9	258.3	283.6	319.1
이자보상배율	(33.4)	12.1	96.5	131.2	186.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.4	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	1.7	2.8	4.7	5.7	6.9
재고자산회전율	0.4	0.7	1.1	1.4	1.8
매입채무회전율	0.9	1.5	2.4	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) 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	-14.7	12.1
2020-04-03	Buy	100,000	1년	-18.1	-15
2020-04-27	Buy	110,000	1년	-19.7	-13.4
2020-05-18	Buy	110,000	1년		

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

