셀트리온헬스케어
(091990.KQ)

풍부해지는 성장 엔진들

BIO

2020. 06. 15



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



BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	140,000원
현재주가(6/12)	107,100원

Key Data	(기준일: 2020.6.12)
KOSPI(pt)	2,132
KOSDAQ(pt)	746
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	16,216
52 주 최고/최저(원)	113,700 / 37,700
52 주 일간 Beta	0.45
발행주식수(천주)	151,406
평균거래량(3M,천주)	4,850
평균거래대금(3M,백만원)	408,203
배당수익률(20F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	19.5
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스(외 59 인)	37.9
국민연금공단(외 1 인)	7.6

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.3	62.8	132.2	90.5
KOSPI 대비상대수익률	10.2	30.4	115.1	87.5

Financial Data

결산기(12 월)	2019A	2020F	2021F
매출액(십억원)	1,100.9	1,855.7	2,400.5
영업이익(십억원)	82.8	269.6	366.7
세전계속사업손익(십억원)	75.4	325.3	378.7
당기순이익(십억원)	65.0	251.1	291.6
EPS(원)	430.9	1,662.1	1,930.2
증감률(%)	468.3	285.8	16.1
PER(배)	123.0	64.4	55.5
ROE(%)	3.9	14.0	14.1
PBR(배)	4.8	8.4	7.3
EV/EBITDA(배)	90.3	56.2	41.1

▪ 기존 4 개의 치료제에 추가로 4 개 개발과 출시 계획 확정

셀트리온헬스케어가 현재 판매하고 있는 약품은 램시마, 허쥬마, 트룩시마, 램시마SC 이다. 셀트리온이 추가로 스텔라라(CT-P43), 졸레어(CT-P39) 바이오시밀러 임상을 확정했고, EMA 에 허가를 신청한 휴미라(CT-P17) 바이오시밀러와 내년 상반기 허가 신청예정인 아바스틴(CT-P16) 바이오시밀러 등 4 개의 바이오시밀러 개발과 출시 계획을 확정했다. 글로벌 판매를 담당하는 동사의 지속 가능한 성장이 담보되고 있다.

▪ 2023 년에는 연간 매출 1 조 상회하는 약물 3 개 예상

2023 년에는 램시마, 트룩시마, 램시마SC 의 연간 매출이 각 1 조원을 상회할 것으로 예상된다. 유럽을 장악하고 미국시장에서 점유율 확대 중인 램시마와 트룩시마의 1 조원 연간 매출 달성은 크게 어렵지는 않을 것이다. 따라서, 램시마SC 에 대해 주목할 필요가 있다. 기존 인플릭시맙의 약점인 낮은 환자의 편의성을 개선한 램시마 SC 는 특히 IBD(염증성 장질환)시장에서 돌풍을 일으킬 것으로 판단한다. 적응증 허가 전임에도 불구하고 유럽 여러 국가들에서 의사들의 오프라벨 처방이 있는 상태이다. 올 상반기내로 IBD 적응증에 대한 EMA 의 허가가 완료될 것으로 예상된다. 만약 램시마 SC 가 기존 인플릭시맙 시장뿐 아니라 여타 TNF 알파 억제제 시장까지 침투한다면 피크타임 매출액은 1 조원을 월등히 상회할 것이다.

▪ 목표주가 14 만원으로 상향

셀트리온헬스케어에 대해 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 기존의 11 만원에서 14 만으로 상향한다. 출시 약품 증가에 따른 실적과 목표 PER 을 동시에 상향했다(도표 1,2 번 참조). 추가 파이프라인의 상용화로 매출액 피크타임은 2023 년 이후로 연기되고 있는 것이 적용 밸류에이션을 상향하는 근거가 된다. 동사의 목표주가 기준 PER 은 2020 년 84.4 배에서 2023 년 32.8 배로 낮아진다. 높은 밸류에이션을 적용하는 이유는 2019~2023 년에 동사의 매출액과 영업이익이 연평균 각각 41%, 78% 성장할 것으로 예상되기 때문이다. 약가 인하 속도가 빠른 유럽에서 직판 체계를 확보한 상태여서 향후 실적 성장에 대한 가시성이 더 높아진 것으로 판단된다.

도표 1 연간실적 추정(수정 후)

(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**	**3,209.4**	**4,310.6**
%YoY	*25.6%*	-22.5%	54.3%	68.6%	29.4%	33.7%	34.3%
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
CT-P16					-	133.0	201.0
CT-P-43					-	-	102.0
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	2,353.3	3,110.5
매출원가율	75.7%	90.3%	81.0%	74.0%	73.8%	73.3%	72.2%
매출총이익	224.1	68.9	209.3	482.9	629.0	856.1	1,200.1
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**	**542.4**	**827.6**
영업이익률	16.7%	-3.5%	7.5%	14.5%	15.3%	16.9%	19.2%
%YoY	*-1.1%*	적자전환	흑자전환	225.6%	36.0%	47.9%	52.6%
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	554.4	838.6
법인세비용	48.7	13.0	10.4	74.2	87.1	127.5	192.9
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**	**426.9**	**645.8**
EPS		75	430	1,658	1,926	2,819	4,265
목표주가 기준 PER			255.8	84.4	72.7	49.7	32.8

자료: 유진투자증권

도표 2 연간실적 추정(수정 전)

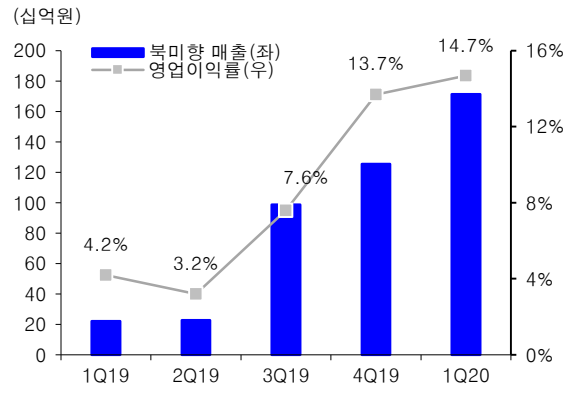
(십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**920.9**	**713.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**	**3,076.4**	**4,007.6**
%YoY	*25.6%*	-22.5%	54.3%	68.6%	29.4%	28.2%	30.3%
램시마	506.9	413.8	520.4	660.2	759.2	873.1	1,004.0
트룩시마	383.2	114.2	446.9	645.3	774.4	898.3	1,051.0
허쥬마	17.7	171.2	126.2	250.3	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 분기실적 추정

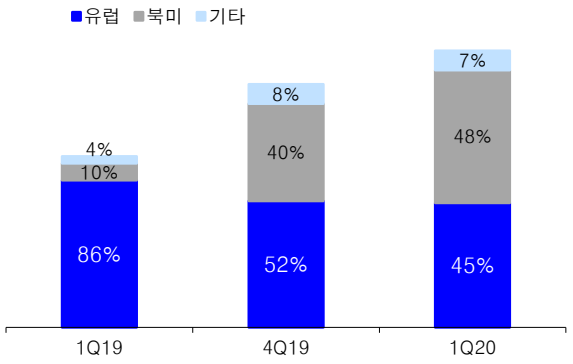
(십억원)	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019A	2020F	2021F
매출액	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**313.6**	**356.9**	**403.4**	**510.9**	**584.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**
%YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	61.9%	41.6%	81.2%	86.4%	54.3%	68.6%	29.4%
램시마	133.3	148.1	115.6	123.4	149.9	142.1	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
CT-P16											
CT-P-43											
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**

도표 4 북미지역 매출비중과 영업이익률 추이



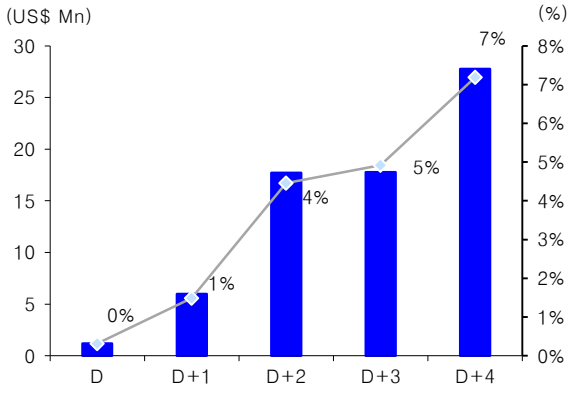
자료: 셀트리온헬스케어

도표 5 지역별 매출 비중



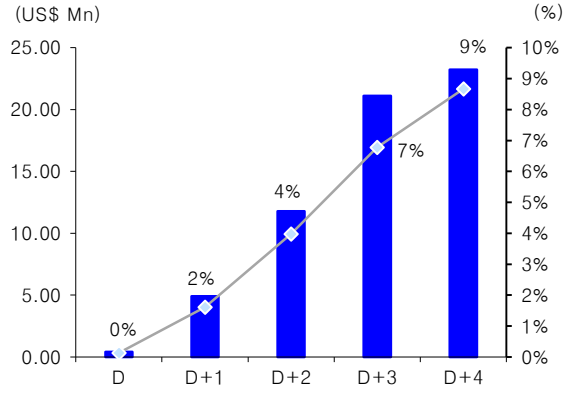
자료: 셀트리온헬스케어

도표 6 미국의 트룩시마 발매 첫 5개월 점유율



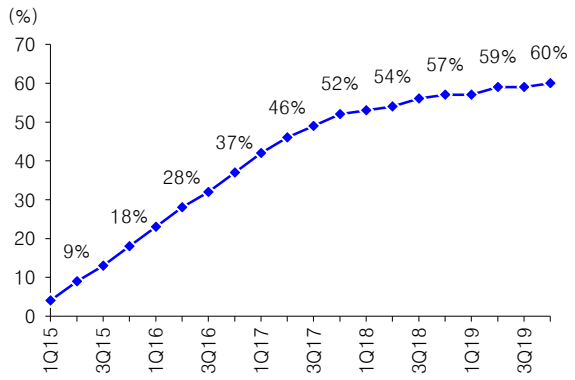
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 시장점유율은 WAC 판매액 기준

도표 7 미국 칸진티 발매 첫 5개월 점유율



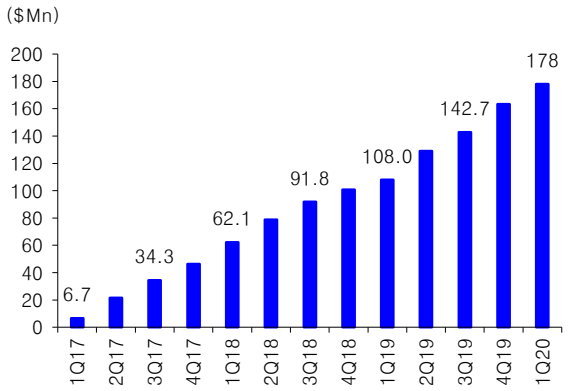
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 시장점유율은 WAC 판매액 기준

도표 8 유럽 램시마 시장점유율



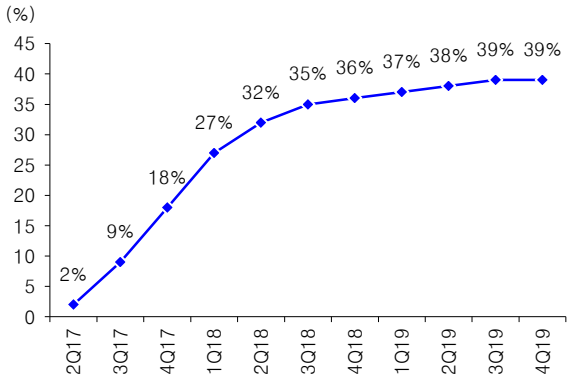
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어
주: 시장점유율은 Volume 기준

도표 9 미국 인플렉트라 처방액 추이



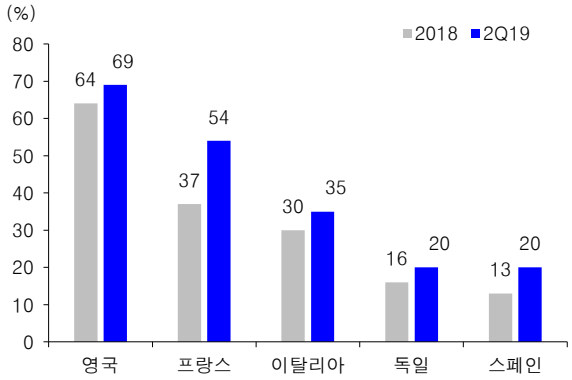
자료: Symphony Health, 유진투자증권
주: 처방액은 WAC 기준

도표 10 유럽 트룩시마 시장점유율



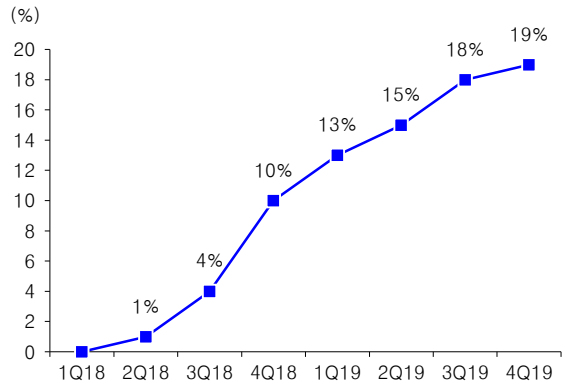
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

도표 11 유럽의 지역별 트룩시마 점유율



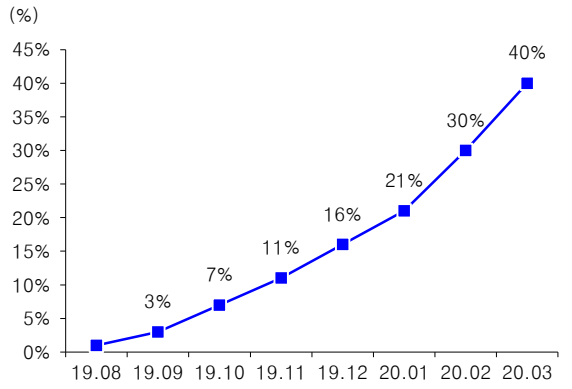
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

도표 12 유럽 허쥬마 시장점유율



자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어

도표 13 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**	**3,237.4**	**3,528.7**	**3,955.9**
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,086.0	3,371.9	3,792.7
현금성자산	572.6	458.9	971.8	1,210.8	1,588.8
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	151.4	156.8	163.2
투자자산	151.9	177.6	147.1	153.0	159.3
유형자산	0.4	2.4	1.4	0.5	0.4
기타	2.9	2.6	3.0	3.3	3.6
부채총계	**1,313.1**	**1,183.0**	**1,319.9**	**1,319.6**	**1,319.9**
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,196.2	1,191.0	1,186.1
매입채무	813.8	668.5	851.0	854.4	857.8
유동성이자부채	84.1	115.6	126.0	126.0	126.0
기타	381.2	286.9	219.2	210.6	202.3
비유동부채	34.0	111.9	123.7	128.7	133.8
비유동이자부채	0.0	0.8	1.9	1.9	1.9
기타	34.0	111.2	121.8	126.7	131.9
자본총계	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,917.5**	**2,209.1**	**2,636.0**
지배지분	1,635.5	1,665.9	1,917.5	2,209.1	2,636.0
자본금	140.5	143.9	151.1	151.1	151.1
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,391.3	1,391.3	1,391.3
이익잉여금	267.5	329.6	573.6	865.2	1,292.1
기타	(149.5)	(198.3)	(198.4)	(198.4)	(198.4)
비지배지분	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,917.5**	**2,209.1**	**2,636.0**
총차입금	84.1	116.4	127.9	127.9	127.9
순차입금	(488.4)	(342.4)	(843.9)	(1,082.9)	(1,460.9)

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**713.5**	**1,100.9**	**1,855.7**	**2,400.5**	**3,209.4**
증가율(%)	(22.5)	54.3	68.6	29.4	33.7
매출원가	644.6	891.6	1,372.8	1,771.6	2,353.3
매출총이익	**68.9**	**209.3**	**482.9**	**629.0**	**856.1**
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**	**542.4**
증가율(%)	적전	흑전	225.6	36.0	47.9
EBITDA	**(24.9)**	**84.9**	**273.5**	**368.4**	**543.6**
증가율(%)	적전	흑전	222.4	34.7	47.5
영업외손익	**49.6**	**(7.4)**	**55.7**	**12.0**	**12.0**
이자수익	5.4	2.7	3.5	4.2	5.4
이자비용	0.8	6.8	2.8	3.1	3.1
지분법손익	0.0	(0.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업손익	45.0	(2.6)	55.1	11.0	9.8
세전순이익	**24.4**	**75.4**	**325.3**	**378.7**	**554.4**
증가율(%)	(88.2)	208.7	331.7	16.4	46.4
법인세비용	13.0	10.4	74.2	87.1	127.5
당기순이익	**11.4**	**65.0**	**251.1**	**291.6**	**426.9**
증가율(%)	(92.8)	470.5	286.5	16.1	46.4
지배주주지분	11.4	65.0	251.1	291.6	426.9
증가율(%)	(92.8)	470.5	286.5	16.1	46.4
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	**76**	**431**	**1,662**	**1,930**	**2,826**
증가율(%)	(92.8)	468.3	285.8	16.1	46.4
수정EPS(원)	76	431	1,662	1,930	2,826
증가율(%)	(92.8)	468.3	285.8	16.1	46.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	**(184.2)**	**(163.8)**	**448.5**	**246.4**	**385.7**
당기순이익	11.4	65.0	251.1	291.6	426.9
자산상각비	0.3	2.1	3.9	1.7	1.2
기타비현금성손익	(35.9)	20.8	39.5	5.1	5.3
운전자본증감	(126.7)	(221.1)	147.2	(52.1)	(47.7)
매출채권감소(증가)	(13.3)	25.7	(73.9)	(33.1)	(28.9)
재고자산감소(증가)	(128.1)	72.0	(43.6)	(13.6)	(13.7)
매입채무증가(감소)	(12.9)	(75.7)	182.1	3.4	3.4
기타	27.6	(243.2)	82.6	(8.9)	(8.5)
투자현금	**253.0**	**164.2**	**(132.7)**	**(22.7)**	**(23.8)**
단기투자자산감소	258.7	176.0	(217.6)	(15.4)	(16.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.3)	(0.4)	(0.4)
설비투자	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.8)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(1.0)	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
재무현금	**(83.1)**	**85.8**	**(0.1)**	**0.0**	**0.0**
차입금증가	5.5	94.0	(0.6)	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	294.8	223.6	361.9
기초현금	251.4	240.4	297.0	591.8	815.4
기말현금	240.4	297.0	591.8	815.4	1,177.3
Gross Cash flow	(18.5)	102.1	294.5	298.4	433.4
Gross Investment	132.5	232.8	(232.1)	59.4	55.4
Free Cash Flow	**(150.9)**	**(130.7)**	**526.6**	**239.0**	**378.0**

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,662	1,930	2,826
BPS	10,874	11,029	12,694	14,624	17,450
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	946.4	123.0	64.4	55.5	37.9
PBR	6.6	4.8	8.4	7.3	6.1
EV/ EBITDA	-	90.3	56.2	41.1	27.1
배당수익율	0.0	0.0	-	-	-
PCR	-	78.3	54.9	54.2	37.3
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	14.1	17.6
ROIC	(1.1)	5.8	17.4	25.8	36.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(29.9)	(20.6)	(44.0)	(49.0)	(55.4)
유동비율	218.4	248.9	258.0	283.1	319.8
이자보상배율	(33.4)	12.1	97.0	119.4	176.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.4	0.6	0.7	0.9
매출채권회전율	1.7	2.8	4.7	5.7	7.2
재고자산회전율	0.4	0.7	1.1	1.4	1.9
매입채무회전율	0.9	1.5	2.4	2.8	3.7

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	-26.0
2019-10-04	Buy	80,000	1년	-33.4	-26.0
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	-18.2	-13.4
2020-05-18	Buy	110,000	1년	-17	-13.6
2020-06-15	Buy	140,000	1년		

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

