



Buy(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(5/15): 95,300원

시가총액: 144,290억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (5/15)		691.93pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	95,300 원	35,924원
등락률	0.0%	165.3%
수익률	절대	상대
1M	17.5%	3.6%
6M	89.8%	83.4%
1Y	45.8%	53.7%

Company Data

발행주식수	151,063 천주
일평균 거래량(3M)	4,197천주
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(2020E)	0.0%
BPS(2020E)	12,636원
주요 주주	서정진 외 20 인 38.0%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	713.5	1,100.9	1,806.6	2,176.3
영업이익	-25.2	82.8	306.3	390.7
EBITDA	-24.9	84.9	308.9	390.9
세전이익	24.4	75.4	382.0	404.8
순이익	11.4	65.0	278.8	295.5
지배주주지분순이익	11.4	65.0	278.8	295.5
EPS(원)	76	431	1,843	1,952
증감률(% YoY)	-93.5	468.6	327.8	5.9
PER(배)	947.1	123.0	48.7	46.0
PBR(배)	6.60	4.81	7.11	6.27
EV/EBITDA(배)	-405.8	85.9	42.7	33.1
영업이익률(%)	-3.5	7.5	17.0	18.0
ROE(%)	0.7	3.9	15.6	14.5
순차입금비율(%)	-29.8	-20.5	-20.2	-28.2

Price Trend



실적 Review

셀트리온헬스케어 (091990)

2개 분기 연속 서프라이즈



15일 장 마감 후, 시장 기대치를 상회하는 영업이익을 발표하였다. 기존 판매 제품인 미국향 인플렉트와 일본향 허주마가 크게 성장하였고, 고마진의 신규 매출(트룩시마 미국, 램시마SC 유럽, 허주마 미국)이 약 1,100억원 이상 발생했기 때문이다. 중순 램시마SC의 IBD 추가 적응증 획득으로 인한 판매 증가와 트룩시마 미국 점유율 상승으로 인해 하반기로 갈수록 호실적이 예상된다.

>>> 1분기 영업이익 기대치 상회

1분기 매출액 3,569억원(YoY +62%, QoQ +14%), 영업이익 558억원(YoY +496%, QoQ +30%, OPM +15.6%)으로 매출액은 컨센서스 부합하였고 영업이익은 +17% 상회, 당사 추정치 대비해서도 10% 상회하는 실적을 기록하였다.

미국향 램시마/인플렉트가 약 600억원(YoY +171%), 허주마 미국외 지역에서 286억원(YoY +55%)으로 성장하였다. 신규 매출은 트룩시마 미국향 약 985억원, 허주마 미국향 71억원, 램시마SC 71억원이 발생하며 매출 성장을 이끌었다.

고마진 제품 매출 증가에 따른 원가율 하락(YoY -11.1%p)으로 영업이익율 15.6%를 달성하였다. 세전이익은 외화환산 이익이 약 300억원 및 테마섹 파생 상품 평가 이익 160억원 발생하면서 982억원을 기록하였다.

>>> 분기 지날수록 더 좋다

2분기에도 램시마SC 매출 증가와 미국향 트룩시마 물량 증가 등으로 고성장이 예상된다. 2분기 매출액 4,400억원(YoY +55%, QoQ +24%), 영업이익 703억원(YoY +660%, QoQ +26%, OPM 16%)가 전망된다.

고마진 램시마SC가 중순 궤양성대장염(IBD) 적응증 획득하여 하반기 매출 1,629억원 전망되고, 램시마SC는 고마진 제품인데다 직접 판매이기 때문에 수익성 개선에 상당한 기여를 할 것으로 예상된다.

미국향 트룩시마도 판매 파트너사 테바가 계획 대비 초과되는 물량 요구하고 있는 상황으로 하반기로 갈수록 매출액 성장과 수익성 개선이 동시에 이뤄질 것으로 전망된다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 13만원 상향

실적 추정치 상향하며 목표주가 13만원으로 상향하며, 투자 의견 BUY 유지한다. 2개 분기 연속 실적 서프라이즈를 실현하며, 실적 개선에 대한 신뢰도가 높아지고 있다. 하반기 유럽형 램시마SC 판매 추이 및 트룩시마 미국향 점유율 추이 등으로 매출 증가뿐만 아니라 수익성 개선을 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

셀트리온헬스케어 분기 실적 요약

	1Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	356.9	14%	62%	341.6	4%	357.2	0%
영업이익	55.8	30%	496%	50.7	10%	47.5	17%
영업이익률	16%			15%		13%	
세전이익	98.2	339%	1039%	54.2	81%		
세전이익률	28%			16%			
지배주주 순이익	76.2	88%	1205%	43.8	74%	44.9	70%

자료: Fnguide, 전자공시, 키움증권 리서치

목표주가 산정 내역

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	153.7	(25.2)	82.8	306.3	390.7	491.0	560.4	606.1	655.8
YoY				270%	28%	26%	14%	8%	8%
Tax	41.5	(6.8)	22.4	82.7	105.5	132.6	151.3	163.7	177.1
NOPLAT	112.2	(18.4)	60.4	223.6	285.2	358.4	409.1	442.5	478.7
+ Depreciation	0.0	0.0	0.0	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- CAPEX	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- Changes in working capital	172.7	31.7	31.0	183.1	6.3	220.6	175.8	166.2	179.8
FCF	(60.5)	(50.1)	29.4	42.9	278.9	137.8	233.3	276.3	298.9

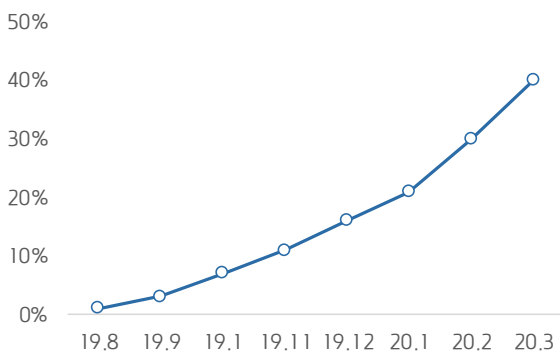
가치

NPV	1,004
PV of Terminal	18,954
합산가치(십억원)	19,959
목표주가(원)	130,000

주: WACC 6.1%, 영구성장률 4.5%('19~'24 글로벌 처방의약품 성장률 6.9%에 35% 할인), 시장위험수익률 5.7%, 무위험수익률 1%, 베타 0.7, Tax Rate 27%

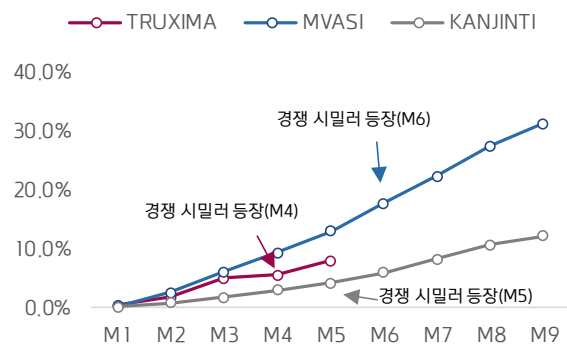
자료: 키움증권 리서치

일본 지역 허쥬마 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 키움증권

항암제 주요 바이오시밀러 미국 점유율 추이



자료: SymphonyHealth, 키움증권

분기 실적 세부 내역

(단위, 십억원)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
렘시마	133.3	148.0	117.7	125.0	524.0	149.9	162.0	171.8	190.2	673.9
미국	22.1	22.8	28.3	33.0	106.1	60.0	60.3	65.4	70.4	256.1
유럽 등	111.2	125.3	89.4	92.0	417.9	89.9	101.7	106.4	119.8	417.9
렘시마SC	-	-	-	-	-	7.1	30.0	52.0	110.9	200.0
미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유럽 등	-	-	-	-	-	7.1	30.0	52.0	110.9	200.0
트록시마	68.0	105.8	140.8	131.7	446.4	164.2	199.3	194.9	180.6	739.0
미국	-	-	70.4	80.8	151.2	98.5	105.3	110.8	129.3	443.9
유럽 등	68.0	105.8	70.4	50.9	295.1	65.7	94.0	84.1	51.3	295.1
허주마	18.4	30.0	21.1	56.4	125.9	35.7	46.4	58.5	48.5	189.0
미국	-	-	-	11.6	11.6	7.1	4.4	7.3	10.3	29.0
유럽 등	18.4	30.0	21.1	44.8	114.3	28.6	42.0	51.2	38.3	160.0
기타	0.8	0.9	2.4	0.5	4.7	-	2.3	1.5	0.9	4.7
매출액	220.5	284.8	282.0	313.6	1,100.9	356.9	440.0	478.6	531.2	1,806.6
yoy	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	54.3%	61.9%	54.5%	69.7%	69.4%	64.1%
매출원가	186.6	248.3	233.1	223.5	891.6	262.4	324.3	347.7	368.0	1,302.4
원가율	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	81.0%	73.5%	73.7%	72.6%	69.3%	72.1%
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.0	209.3	94.5	115.7	130.9	163.1	504.2
총이익율	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	19.0%	26.5%	26.3%	27.4%	30.7%	27.9%
판매비	24.5	27.2	27.6	47.2	126.5	38.7	45.4	48.0	65.8	197.9
판매비율	11.1%	9.5%	9.8%	15.0%	11.5%	10.8%	10.3%	10.0%	12.4%	11.0%
영업이익	9.4	9.3	21.3	42.8	82.8	55.8	70.3	82.9	97.3	306.3
yoy	11.1%	-39.2%	6.4%	-162.2%	-428.5%	495.6%	659.5%	288.7%	127.1%	269.9%
opm	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	7.5%	15.6%	16.0%	17.3%	18.3%	17.0%

주: 품목별 지역 매출액은 비공개로 당사 추정치임. 회사측과 다를 수 있음.

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	713.5	1,100.9	1,806.6	2,176.3	2,724.8
매출원가	644.6	891.6	1,302.4	1,551.8	1,940.3
매출총이익	68.9	209.3	504.2	624.5	784.5
판매비	94.1	126.5	197.9	233.8	293.5
영업이익	-25.2	82.8	306.3	390.7	491.0
EBITDA	-24.9	84.9	308.9	390.9	491.2
영업외손익	49.6	-7.4	75.7	14.0	14.5
이자수익	5.4	2.7	3.0	4.4	4.9
이자비용	0.8	6.8	6.8	6.8	6.8
외환관련이익	21.2	27.9	40.0	27.0	27.0
외환관련손실	25.6	20.0	8.7	8.7	8.7
종속 및 관계기업손익	0.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타	49.4	-10.4	49.0	-1.1	-1.1
법인세차감전이익	24.4	75.4	382.0	404.8	505.5
법인세비용	13.0	10.4	103.1	109.3	136.5
계속사업순손익	11.4	65.0	278.8	295.5	369.0
당기순이익	11.4	65.0	278.8	295.5	369.0
지배주주순이익	11.4	65.0	278.8	295.5	369.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.5	54.3	64.1	20.5	25.2
영업이익 증감율	-116.4	-428.6	269.9	27.6	25.7
EBITDA 증감율	-116.2	-441.0	263.8	26.5	25.7
지배주주순이익의 증감율	-92.8	470.2	328.9	6.0	24.9
EPS 증감율	-93.5	468.6	327.8	5.9	24.9
매출총이익율(%)	9.7	19.0	27.9	28.7	28.8
영업이익률(%)	-3.5	7.5	17.0	18.0	18.0
EBITDA Margin(%)	-3.5	7.7	17.1	18.0	18.0
지배주주순이익률(%)	1.6	5.9	15.4	13.6	13.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,065.3	3,466.7	4,149.4
현금 및 현금성자산	240.4	297.0	341.5	567.2	650.0
단기금융자산	330.7	160.6	160.6	160.6	160.6
매출채권 및 기타채권	405.5	390.0	542.0	652.9	817.4
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,806.6	1,849.9	2,261.6
기타유동자산	119.9	195.1	214.6	236.1	259.8
비유동자산	155.2	182.6	182.8	185.5	188.1
투자자산	32.7	27.1	29.9	32.7	35.4
유형자산	0.4	2.4	0.0	0.0	0.0
무형자산	2.9	2.6	2.4	2.3	2.1
기타비유동자산	119.2	150.5	150.5	150.5	150.6
자산총계	2,948.6	2,848.9	3,248.2	3,652.2	4,337.4
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,223.0	1,370.9	1,726.5
매입채무 및 기타채무	816.6	696.7	848.7	996.6	1,352.2
단기금융부채	84.0	115.6	115.6	115.6	115.6
기타유동부채	378.5	258.8	258.7	258.7	258.7
비유동부채	34.0	111.9	111.9	111.9	111.9
장기금융부채	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	34.0	111.1	111.1	111.1	111.1
부채총계	1,313.1	1,183.0	1,335.0	1,482.9	1,838.5
자본총계	1,635.5	1,665.9	1,913.2	2,169.3	2,499.0
자본금	140.5	143.9	151.4	151.4	151.4
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,390.7	1,390.7	1,390.7
기타자본	-138.1	-155.0	-154.6	-154.6	-154.6
기타포괄손익누계액	-11.4	-43.3	-75.2	-107.1	-139.0
이익잉여금	267.5	329.6	601.0	889.0	1,250.5
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,635.5	1,665.9	1,913.2	2,169.3	2,499.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-184.2	-163.8	83.9	273.0	130.1
당기순이익	11.4	65.0	278.8	295.5	369.0
비현금항목의 가감	-29.8	37.1	114.7	117.1	143.7
유형자산감가상각비	0.1	1.8	2.4	0.0	0.0
무형자산감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법평가손익	0.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타	-30.1	35.9	112.9	117.7	144.3
영업활동자산부채증감	-126.7	-221.1	-202.6	-27.8	-244.2
매출채권및기타채권의감소	-13.3	25.7	-152.0	-110.9	-164.5
재고자산의감소	-128.1	72.0	-183.0	-43.3	-411.7
매입채무및기타채무의증가	-12.9	-75.7	152.0	147.9	355.6
기타	27.6	-243.1	-19.6	-21.5	-23.6
기타현금흐름	-39.1	-44.8	-107.0	-111.8	-138.4
투자활동 현금흐름	253.0	164.2	-13.6	-13.6	-13.6
유형자산의 취득	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	17.6	4.8	-3.6	-3.6	-3.6
단기금융자산의감소(증가)	189.3	170.1	0.0	0.0	0.0
기타	47.3	-10.1	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금흐름	-83.1	85.8	111.1	103.7	103.7
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	7.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-96.2	-17.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.1	103.7	103.6	103.7	103.7
기타현금흐름	3.3	-29.6	-136.9	-137.3	-137.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-11.0	56.6	44.5	225.7	82.8
기초현금 및 현금성자산	251.4	240.4	297.0	341.5	567.2
기말현금 및 현금성자산	240.4	297.0	341.5	567.2	650.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,843	1,952	2,437
BPS	10,875	11,029	12,636	14,328	16,505
CFPS	-123	677	2,601	2,725	3,387
DPS	20	50	50	50	50
주당배수(배)					
PER	947.1	123.0	48.7	46.0	36.8
PER(최고)	2,024.0	175.2	53.9		
PER(최저)	723.2	83.4	26.8		
PBR	6.60	4.81	7.11	6.27	5.44
PBR(최고)	14.10	6.84	7.87		
PBR(최저)	5.04	3.26	3.90		
PSR	15.11	7.26	7.52	6.25	4.99
PCFR	-584.1	78.3	34.5	33.0	26.5
EV/EBITDA	-405.8	85.9	42.7	33.1	26.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.4	2.2	9.1	8.6	9.2
ROE	0.7	3.9	15.6	14.5	15.8
ROIC	-3.9	6.4	15.2	18.0	20.9
매출채권회전율	1.7	2.8	3.9	3.6	3.7
재고자산회전율	0.4	0.7	1.1	1.2	1.3
부채비율	80.3	71.0	69.8	68.4	73.6
순차입금비율	-29.8	-20.5	-20.2	-28.2	-27.8
이자보상배율	-33.4	12.1	44.7	57.1	71.7
총차입금	84.0	116.4	116.4	116.4	116.4
순차입금	-487.1	-341.2	-385.7	-611.5	-694.3
NOPLAT	-24.9	84.9	308.9	390.9	491.2
FCF	-170.8	-140.0	23.6	257.7	114.4

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 5월 15일 현재 '셀트리온헬스케어' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

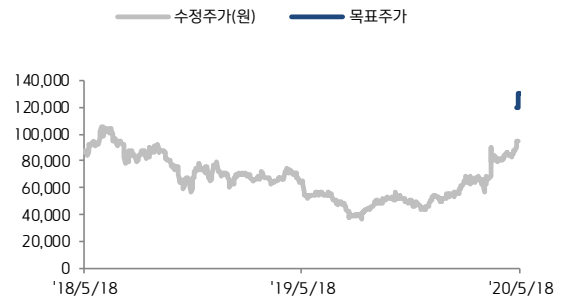
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온	2020-05-13	Buy(Initiate)	120,000원	6개월	-21.56	-20.58
헬스케어 (0919900)	2020-05-18	Buy(Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%