



Buy(Maintain)

목표주가: 150,000원

주가(08/13): 108,200원

시가총액: 164,204억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (08/13)		854.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	114,700 원	35,924원
등락률	-5.7%	201.2%
수익률	절대	상대
1M	1.5%	-7.2%
6M	69.9%	36.6%
1Y	181.1%	94.3%

Company Data

발행주식수	151,406 천주
일평균 거래량(3M)	2,873천주
외국인 지분율	17.3%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	12,582원
주요 주주	서정진 외 20 인
	38.0%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	713.5	1,100.9	1,803.0	2,212.1
영업이익	-25.2	82.8	348.5	427.5
EBITDA	-24.9	84.9	351.1	427.6
세전이익	24.4	75.4	376.3	441.6
순이익	11.4	65.0	274.7	322.4
지배주주지분순이익	11.4	65.0	274.7	322.4
EPS(원)	76	431	1,814	2,124
증감률(% YoY)	-93.5	468.6	321.1	17.1
PER(배)	947.1	123.0	57.3	48.9
PBR(배)	6.60	4.81	8.26	7.19
EV/EBITDA(배)	-405.8	85.9	43.7	35.3
영업이익률(%)	-3.5	7.5	19.3	19.3
ROE(%)	0.7	3.9	15.4	15.7
순차입금비율(%)	-29.8	-20.5	-21.1	-28.7

자료: 키움증권

Price Trend



셀트리온헬스케어 (091990)

실적에 대한 믿음을 가질 때. 모멘텀도 가득.



전일(13일) 장 마감 후, 컨센서스를 또 상회하는 실적을 발표 하였습니다. 직접 판매 안착과 미국 트룩시마 실적 호조로 3년만에 분기 영업이익이익이 20%를 돌파하였습니다. 하반기 실적은 더욱 양호할 것으로 예상되며, 연말 코로나치료제 결과 발표와 합병에 대한 윤곽도 나올 것으로 보입니다. '22년 미국 직접 진출도 계획하고 있어 글로벌 제약사가 될 준비를 하고 있다는 점이 긍정적입니다.

>>> 트룩시마 성장 타고, 3개 분기 연속 서프라이즈

2분기 연결 매출액은 4,203억원(YoY +48%), 영업이익 868억원(YoY +838%, OPM 21%)를 기록하며, 컨센서스 매출액 -2% 하회하였으나, 영업이익은 31% 상회하는 실적을 기록하였다. 램시마 1,513억원(YoY +2%), 램시마SC 84억원(QoQ +18%), 트룩시마 2,059억원(YoY +95%), 허쥬마 546억원(YoY +82%) 성장을 기록한 것으로 보인다. 미국향 램시마(인플렉트라)는 406억원으로 전년 동기대비 +78%의 고성장이었으나, 전분기 600억원 대비 -32% 감소한 것은 미국 파트너사인 화이자의 매출 증가를 위한 일시적인 리베이트 영향이 있었던 것으로 보인다. 램시마 오리지널사 J&J의 Remicade는 2분기 미국 매출 \$593mn(YoY -26%, QoQ -14%), 트룩시마 오리지널사 Roche의 Rituxan 미국 매출 CHF 720mn(YoY -35%, QoQ -39%), 유럽 CHF 79mn(YoY -48%, QoQ -36%) 하락한 데에 반해 상당히 양호한 실적을 기록한 것이다.

영업이익은 트룩시마 테바향 미국 매출이 증가하면서, 이익율이 '17.3Q 이후로 3년만에 20%를 돌파하였다. 트룩시마 미국 매출은 지난해 1,512억원 기록하였는데, 올해 상반기에만 누적 2,500억원을 달성하였다. 트룩시마 유럽 점유율은 40%, 미국은 16.4%를 기록하고 있어, 올해말 기준 미국 점유율 20%는 무난히 달성할 수 있을 것으로 전망된다.

>>> 하반기에는 더 좋을 실적.

램시마SC가 상반기 누적 155억원을 기록하며 아쉬운 성과를 나타내었으나, 웨양성대장염(IBD) 적응증에 대한 약가 승인은 9월경 가능해 4분기부터 본격 처방이 가능할 것으로 예상된다. 4분기 고마진의 램시마SC와 트룩시마 미국향 매출 증가로 천억원대 영업이익도 기대해본다.

>>> 투자의견 유지, 목표주가 15만원 상향. 최선호 추천.

실적 추정치 상향 적용하여, 투자의견 BUY 유지 목표주가 15만원으로 상향하고 최선호주로 추천한다. 셀트리온이 개발 중인 코로나치료제는 올해말 데이터 발표가 예상되며, 결과에 따라 긴급승인 가능성이 있고 동사가 전세계 판매권을 보유하고 있다. '21.1Q 휴미라 바이오시밀러 유럽 출시 기대감이 있으며, 램시마SC 유럽 4상 데이터를 바탕으로 '22년 램시마SC 미국 직접 판매 계획을 보유하고 있어 점차 글로벌 제약사로 변모하고 있다는 점이 긍정적이다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	356.9	420.3	18%	48%	440.0	-4%	429.7	-2%
영업이익	55.8	86.8	56%	838%	70.3	24%	66.4	31%
영업이익률	16%	21%			16%		15%	
세전이익	98.2	68.7	-30%	282%	81.4	-16%		
세전이익률	28%	16%			19%			
지배주주 순이익	76.2	46.4	-39%	448%	58.7	-21%	59.5	-22%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
램시마	133.3	148.0	117.7	125.0	524.0	149.9	151.3	162.7	169.5	633.4
미국	22.1	22.8	28.3	33.0	106.1	60.0	40.6	56.2	58.7	215.5
유럽 등	111.2	125.3	89.4	92.0	417.9	89.9	110.7	106.4	110.8	417.9
램시마SC	-	-	-	-	-	7.1	8.4	33.0	101.5	150.0
미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유럽 등	-	-	-	-	-	7.1	8.4	33.0	101.5	150.0
트룩시마	68.0	105.8	140.8	131.7	446.4	164.2	205.9	213.9	233.7	817.8
미국	-	-	70.4	80.8	151.2	98.5	152.3	134.0	152.6	537.5
유럽 등	68.0	105.8	70.4	50.9	295.1	65.7	53.6	79.9	81.1	280.3
허쥬마	18.4	30.0	21.1	56.4	125.9	35.7	54.6	60.5	46.3	197.1
미국	-	-	-	11.6	11.6	7.1	10.2	9.3	10.5	37.1
유럽 등	18.4	30.0	21.1	44.8	114.3	28.6	44.5	51.2	35.8	160.0
기타	0.8	0.9	2.4	0.5	4.7	-	-	1.5	3.2	4.7
매출액	220.5	284.8	282.0	313.6	1,100.9	356.9	420.3	471.5	554.2	1,803.0
yoy	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	54.3%	61.9%	47.6%	67.2%	76.8%	63.8%
매출원가	186.6	248.3	233.1	223.5	891.6	262.4	292.0	329.4	382.9	1,266.7
원가율	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	81.0%	73.5%	69.5%	69.8%	69.1%	70.3%
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.0	209.3	94.5	128.3	142.2	171.3	536.3
총이익율	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	19.0%	26.5%	30.5%	30.2%	30.9%	29.7%
판매비	24.5	27.2	27.6	47.2	126.5	38.7	41.4	47.3	60.3	187.8
판매비율	11.1%	9.5%	9.8%	15.0%	11.5%	10.8%	9.9%	10.0%	10.9%	10.4%
영업이익	9.4	9.3	21.3	42.8	82.8	55.8	86.8	94.9	111.0	348.5
yoy	11.1%	-39.2%	6.4%	-162.2%	-428.5%	495.6%	838.4%	344.8%	159.1%	320.9%
opm	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	7.5%	15.6%	20.7%	20.1%	20.0%	19.3%

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

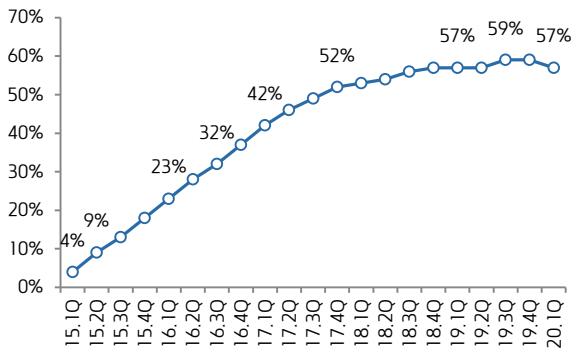
자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	153.7	(25.2)	82.8	348.5	427.5	537.1	610.3	656.6	706.8
YoY				321%	23%	26%	14%	8%	8%
Tax	41.5	(6.8)	22.4	94.1	115.4	145.0	164.8	177.3	190.8
NOPLAT	112.2	(18.4)	60.4	254.4	312.0	392.1	445.5	479.3	516.0
+ 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	161.8	32.3	193.1	255.3	159.6	171.8
FCF	(60.5)	(50.1)	29.4	95.1	279.7	198.9	190.2	319.7	344.2
가치									
NPV	1,135								
PV of Terminal	21,823								
합산가치(십억원)	22,958								
목표주가(원)	150,000								

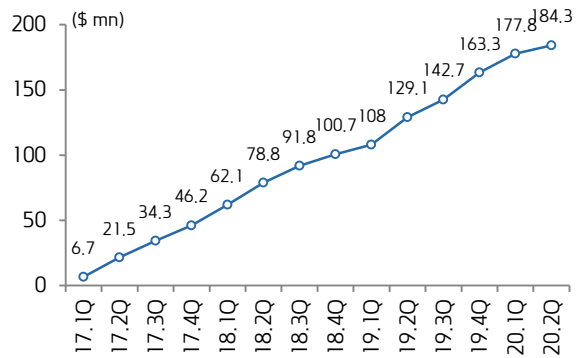
주: WACC 6.1%, 영구성장을 4.5%('19~'24 글로벌 처방의약품 성장을 6.9%에 35% 할인), 시장위험수익률 5.7%, 무위험수익률 1%, 베타 0.7, Tax Rate 27%
 자료: 키움증권 리서치

램시마 유럽 점유율 추이



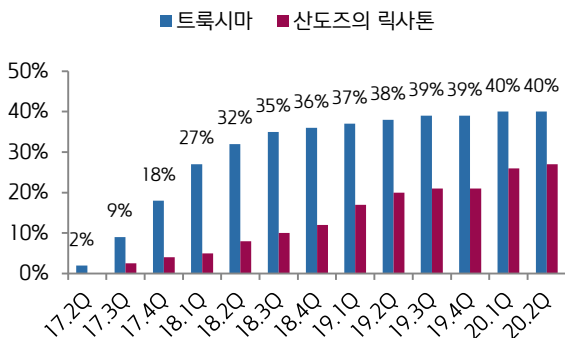
자료: 셀트리온헬스케어, 키움증권

램시마 미국 처방액 추이



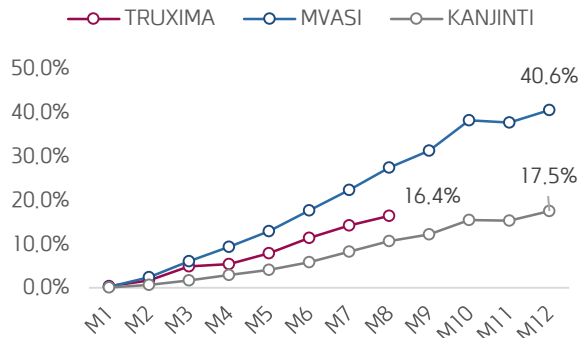
자료: SymphonyHealth, 키움증권

트룩시마 유럽 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 키움증권

항암제 주요 바이오시밀러 미국 점유율 추이



자료: SymphonyHealth, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	713.5	1,100.9	1,803.0	2,212.1	2,772.8
매출원가	644.6	891.6	1,266.7	1,557.7	1,951.1
매출총이익	68.9	209.3	536.3	654.4	821.7
판매비	94.1	126.5	187.7	226.9	284.6
영업이익	-25.2	82.8	348.5	427.5	537.1
EBITDA	-24.9	84.9	351.1	427.6	537.2
영업외손익	49.6	-7.4	27.8	14.1	15.0
이자수익	5.4	2.7	3.1	4.5	5.3
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	1.0	-1.1	-1.0
법인세차감전이익	24.4	75.4	376.3	441.6	552.1
법인세비용	13.0	10.4	101.6	119.2	149.1
계속사업순손익	11.4	65.0	274.7	322.4	403.0
당기순이익	11.4	65.0	274.7	322.4	403.0
지배주주순이익	11.4	65.0	274.7	322.4	403.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.5	54.3	63.8	22.7	25.3
영업이익 증감율	-116.4	-428.6	320.9	22.7	25.6
EBITDA 증감율	-116.2	-441.0	313.5	21.8	25.6
지배주주순이익 증감율	-92.8	470.2	322.6	17.4	25.0
EPS 증감율	-93.5	468.6	321.1	17.1	25.0
매출총이익율(%)	9.7	19.0	29.7	29.6	29.6
영업이익율(%)	-3.5	7.5	19.3	19.3	19.4
EBITDA Margin(%)	-3.5	7.7	19.5	19.3	19.4
지배주주순이익율(%)	1.6	5.9	15.2	14.6	14.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-184.2	-163.8	101.1	273.9	191.5
당기순이익	11.4	65.0	274.7	322.4	403.0
비현금항목의 가감	-29.8	37.1	113.0	126.9	155.8
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	111.2	127.5	156.4
영업활동자산부채증감	-126.7	-221.1	-181.3	-53.8	-216.7
매출채권및기타채권의감소	-13.3	25.7	-150.9	-144.9	-173.8
재고자산의감소	-128.1	72.0	-161.3	-51.1	-382.2
매입채무및기타채무의증가	-12.9	-75.7	150.5	163.6	362.9
기타	27.6	-243.1	-19.6	-21.4	-23.6
기타현금흐름	-39.1	-44.8	-105.3	-121.6	-150.6
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	111.5	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	7.8	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	103.7	103.7	103.7
기타현금흐름	3.3	-29.6	-136.9	-137.4	-137.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-11.0	56.6	62.1	226.5	144.3
기초현금 및 현금성자산	251.4	240.4	297.0	359.0	585.5
기말현금 및 현금성자산	240.4	297.0	359.0	585.5	729.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,060.0	3,504.0	4,228.0
현금 및 현금성자산	240.4	297.0	358.9	585.5	729.8
단기금융자산	330.7	160.6	160.6	160.6	160.6
매출채권 및 기타채권	405.5	390.0	540.9	685.7	859.6
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,784.9	1,836.0	2,218.2
기타유동자산	119.9	195.1	214.7	236.2	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	3,242.9	3,689.4	4,416.1
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,221.6	1,385.2	1,748.2
매입채무 및 기타채무	816.6	696.7	847.2	1,010.9	1,373.8
단기금융부채	84.0	115.6	115.6	115.6	115.6
기타유동부채	378.5	258.8	258.8	258.7	258.8
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	1,333.5	1,497.2	1,860.1
지배자본	1,635.5	1,665.9	1,909.4	2,192.4	2,556.0
자본금	140.5	143.9	151.8	151.8	151.8
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	596.8	911.7	1,307.2
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,635.5	1,665.9	1,909.4	2,192.4	2,556.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,814	2,124	2,656
BPS	10,875	11,029	12,582	14,446	16,842
CFPS	-123	677	2,560	2,960	3,682
DPS	20	50	50	50	50
주가배수(배)					
PER	947.1	123.0	57.3	48.9	39.1
PER(최고)	2,024.0	175.2	65.8		
PER(최저)	723.2	83.4	27.2		
PBR	6.60	4.81	8.26	7.19	6.17
PBR(최고)	14.10	6.84	9.48		
PBR(최저)	5.04	3.26	3.92		
PSR	15.11	7.26	8.73	7.13	5.69
PCFR	-584.1	78.3	40.6	35.1	28.2
EV/EBITDA	-405.8	85.9	43.7	35.3	27.8
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	9.0	9.3	9.9
ROE	0.7	3.9	15.4	15.7	17.0
ROIC	-3.9	6.4	17.5	19.8	22.9
매출채권회전율	1.7	2.8	3.9	3.6	3.6
재고자산회전율	0.4	0.7	1.1	1.2	1.4
부채비율	80.3	71.0	69.8	68.3	72.8
순차입금비용	-29.8	-20.5	-21.1	-28.7	-30.3
이자보상배율	-33.4	12.1	50.9	62.4	78.5
총차입금	84.0	116.4	116.4	116.4	116.4
순차입금	-487.1	-341.2	-403.2	-629.8	-774.1
EBITDA	-24.9	84.9	351.1	427.6	537.2
FCF	-170.8	-140.0	75.7	258.5	175.5

Compliance Notice

- 당사는 8월 13일 현재 '셀트리온헬스케어 (091990)' 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

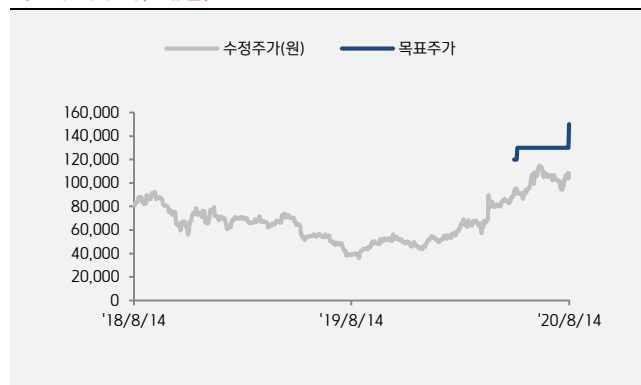
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 헬스케어 (091990)	2020-05-13	Buy (Initiate)	120,000원	6개월	-21.17	-20.58
	2020-05-18	Buy (Maintain)	130,000원	6개월	-21.62	-11.77
	2020-08-14	Buy (Maintain)	150,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%