



### Buy(Maintain)

목표주가: 130,000원  
주가(10/19): 89,700원

시가총액: 136,128억원

#### 제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSDAQ (10/19)		822.25pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	114,700 원	43,594원
등락률	-21.8%	105.8%
수익률	절대	상대
1M	-4.8%	0.4%
6M	10.6%	-15.4%
1Y	77.6%	40.2%

#### Company Data

발행주식수	151,760 천주
일평균 거래량(3M)	1,671천주
외국인 지분율	16.9%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	12,521원
주요 주주	셀트리온헬스케어홀딩스 외 18 인 38.0%

#### 투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	713.5	1,100.9	1,726.8	1,951.9
영업이익	-25.2	82.8	336.5	404.1
EBITDA	-24.9	84.9	339.1	404.2
세전이익	24.4	75.4	363.7	419.3
순이익	11.4	65.0	265.5	306.1
지배주주지분순이익	11.4	65.0	265.5	306.1
EPS(원)	76	431	1,753	2,017
증감률(% YoY)	-93.5	468.6	307.0	15.1
PER(배)	947.1	123.0	51.2	44.5
PBR(배)	6.60	4.81	7.16	6.28
EV/EBITDA(배)	-405.8	85.9	38.3	31.7
영업이익률(%)	-3.5	7.5	19.5	20.7
ROE(%)	0.7	3.9	14.9	15.1
순차입금비율(%)	-29.8	-20.5	-33.4	-37.7

자료: 키움증권

#### Price Trend



## 셀트리온헬스케어 (091990)

### 내년 램시마SC 기대



램시마SC의 매출 본격 확대가 내년으로 예상되며, 3분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회 할 것으로 예상됩니다. 트룩시마, 램시마, 허쥬마 등의 품목이 안정적인 성장을 이어가고 있어, 향후 램시마SC의 성장이 마진 개선의 주요 관전 포인트가 될 것으로 예상됩니다. 4분기 약가 등재를 마치고, 연말부터 주요 국가 출시가 예상되며 '21년 램시마SC의 매출 확대가 전망됩니다.

#### >>> 3분기 컨센서스 소폭 하회 전망

3분기 매출액 4,622억원(YoY +64%), 영업이익 939억원(YoY +340%, OPM 20%)으로 매출액과 영업이익 시장 기대치 대비 각각 -4%, -4% 소폭 하회 예상된다.

3분기 램시마SC의 출시 국가 확대가 적었고, 3개 국가(독일, 영국, 네덜란드)에서 적응증 확장된 풀 라벨(Full label) 출시되었는데, **9월 중순부터 적응증 확장 되었기 때문에** 이번 분기부터 램시마SC가 의미 있는 매출을 내기엔 시기적으로 이르다. 기존 램시마SC 3분기 예상 매출액(255억원)에서 하향하여 102억원 이 예상된다.

4분기부터 이탈리아, 프랑스, 스페인 등으로 약가 등재 후 출시가 전망되는데, 유럽 코로나 재확산으로 재택근무 등 확대 예상됨에 따라 관련 약가 등재 및 출시 국가 확대 지연 가능성이 있다. 기존 램시마SC 4분기 매출액 1,090억원 에서 343억원으로 하향하였다.

램시마SC 제외한 나머지 품목(램시마IV, 트룩시마, 허쥬마)들은 안정적인 매출 을 이어가고 있어, 2분기와 유사한 이익율(20.7%)을 기록할 것으로 예상된다.

#### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 13만원 하향.

연내 코로나 치료제 2/3상 중간 데이터 발표가 예상되며 결과에 따라 국내 긴급사용 승인 신청이 예상된다. 램시마SC 시장 침투에 따라 마진 개선 폭에 영향 주기 때문에 **'21년 램시마SC의 침투 속도가 향후 관전 포인트**가 될 것으로 보인다.

램시마SC의 활약이 올해보다는 내년이 될 것으로 기대되며, 램시마SC에 대한 기존 추정치 하향 조정하면서 동사에 대한 목표주가 13만원으로 하향한다. **코로나 치료제에 대해 동사의 이익배분이 기존 바이오시밀러보다 높고, 글로벌 판매를 담당**하고 있어 성공한다면 바이오시밀러와 바이오베터가 아닌 신약의 첫 글로벌 진출이 될 것으로 기대한다. 코로나치료제는 실적에 미반영 되어있어, 향후 코로나 치료제 출시로 인한 실적 상향 가능성이 존재한다.

실적 세부 내역 1

구분	1Q20	2Q20	3Q20E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
						2020	컨센서스	차이
매출액	356.9	420.3	462.2	482.4	-4.2%	1,726.8	1,835.6	-5.9%
yoy	62%	48%	64%	71%		57%	67%	
영업이익	55.8	86.8	93.9	97.4	-3.6%	336.5	352.3	-4.5%
yoy	496%	838%	340%	357%		306%	326%	
OPM	16%	21%	20%	20%		19%	19%	
지배주주순이익	76.2	46.4	68.8	79.4	-13.3%	265.5	295.6	-10.2%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

구분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	(단위, 십억원)				
						1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
램시마	133.3	148.0	117.7	125.0	524.0	149.9	151.3	161.1	168.0	630.3
미국	22.1	22.8	28.3	33.0	106.1	60.0	40.6	54.7	57.1	212.4
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	10.2	34.3	60.0
미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
유럽 등	-	-	-	-	-	7.1	8.4	10.2	34.3	60.0
트룩시마	68.0	105.8	140.8	131.7	446.4	164.2	205.9	229.0	235.7	834.8
미국	-	-	70.4	80.8	151.2	98.5	152.3	149.1	154.6	554.5
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
<b>매출액</b>	<b>220.5</b>	<b>284.8</b>	<b>282.0</b>	<b>313.6</b>	<b>1,100.9</b>	<b>356.9</b>	<b>420.3</b>	<b>462.2</b>	<b>487.4</b>	<b>1,726.8</b>
yoy	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	54.3%	61.9%	47.6%	63.9%	55.5%	56.9%
매출원가	186.6	248.3	233.1	223.5	891.6	262.4	292.0	321.9	332.9	1,209.2
원가율	84.6%	87.2%	82.6%	71.3%	81.0%	73.5%	69.5%	69.6%	68.3%	70.0%
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.0	209.3	94.5	128.3	140.3	154.6	517.6
총이익율	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	19.0%	26.5%	30.5%	30.4%	31.7%	30.0%
판매비	24.5	27.2	27.6	47.2	126.5	38.7	41.4	46.4	54.6	181.1
판매비율	11.1%	9.5%	9.8%	15.0%	11.5%	10.8%	9.9%	10.0%	11.2%	10.5%
<b>영업이익</b>	<b>9.4</b>	<b>9.3</b>	<b>21.3</b>	<b>42.8</b>	<b>82.8</b>	<b>55.8</b>	<b>86.8</b>	<b>93.9</b>	<b>100.0</b>	<b>336.5</b>
yoy	11.1%	-39.2%	6.4%	-162.2%	-428.5%	495.6%	838.4%	340.4%	133.4%	306.5%
opm	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	7.5%	15.6%	20.7%	20.3%	20.5%	19.5%

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

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

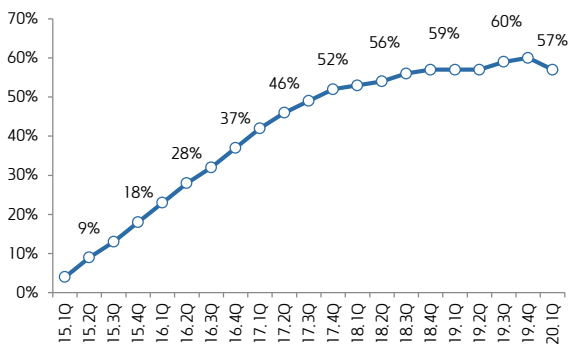
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	153.7	(25.2)	82.8	336.5	404.1	492.8	547.2	564.6	582.7
YoY				306%	20%	22%	11%	3%	3%
Tax	41.5	(6.8)	22.4	90.9	109.1	133.1	147.7	152.4	157.3
NOPLAT	112.2	(18.4)	60.4	245.7	295.0	359.8	399.5	412.2	425.4
+ Depreciation	0.0	0.0	0.0	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- 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	(78.7)	60.7	121.6	172.1	164.2	144.8
<b>FCF</b>	<b>(60.5)</b>	<b>(50.1)</b>	<b>29.4</b>	<b>326.7</b>	<b>234.2</b>	<b>238.1</b>	<b>227.4</b>	<b>248.0</b>	<b>280.6</b>

(단위, 십억원)

가치	
NPV	1,028
PV of Terminal	17,791
합산가치(십억원)	18,819
<b>목표주가(원)</b>	<b>130,000</b>

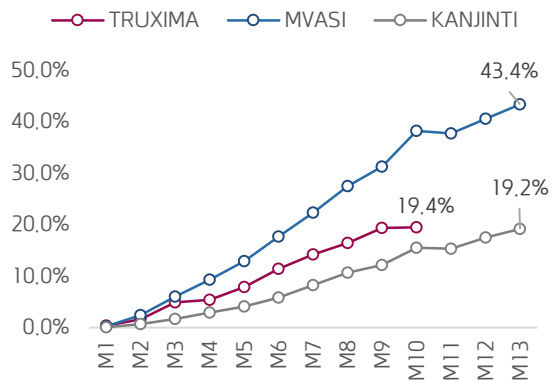
주: WACC 6.1%, 영구성장률 4.5%('19~'24 글로벌 처방의약품 성장률 6.9%에 35% 할인), 시장위험수익률 5.7%, 무위험수익률 1%, 베타 0.7, Tax Rate 27%  
 자료: 키움증권 리서치

램시마 유럽 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 키움증권

항암제 주요 바이오시밀러 미국 점유율 추이



자료: SymphonyHealth, 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	713.5	1,100.9	1,726.8	1,951.9	2,379.3
매출원가	644.6	891.6	1,209.2	1,346.1	1,640.3
매출총이익	68.9	209.3	517.6	605.8	739.0
판관비	94.1	126.5	181.1	201.8	246.2
<b>영업이익</b>	-25.2	82.8	336.5	404.1	492.8
<b>EBITDA</b>	-24.9	84.9	339.1	404.2	493.0
영업외손익	49.6	-7.4	27.2	15.3	16.4
이자수익	5.4	2.7	4.5	5.6	6.7
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	-1.0	-1.0
<b>법인세차감전이익</b>	24.4	75.4	363.7	419.3	509.2
법인세비용	13.0	10.4	98.2	113.2	137.5
계속사업손익	11.4	65.0	265.5	306.1	371.7
<b>당기순이익</b>	11.4	65.0	265.5	306.1	371.7
<b>지배주주순이익</b>	11.4	65.0	265.5	306.1	371.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-22.5	54.3	56.9	13.0	21.9
영업이익 증감율	-116.4	-428.6	306.4	20.1	22.0
EBITDA 증감율	-116.2	-441.0	299.4	19.2	22.0
지배주주순이익 증감율	-92.8	470.2	308.5	15.3	21.4
EPS 증감율	-93.5	468.6	307.0	15.1	21.4
매출총이익률(%)	9.7	19.0	30.0	31.0	31.1
영업이익률(%)	-3.5	7.5	19.5	20.7	20.7
EBITDA Margin(%)	-3.5	7.7	19.6	20.7	20.7
지배주주순이익률(%)	1.6	5.9	15.4	15.7	15.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-184.2	-163.8	332.4	229.2	231.7
당기순이익	11.4	65.0	265.5	306.1	371.7
비현금항목의 가감	-29.8	37.1	108.2	119.8	142.9
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	106.4	120.4	143.5
영업활동자산부채증감	-126.7	-221.1	59.2	-82.2	-145.2
매출채권및기타채권의감소	-13.3	25.7	-179.9	-74.3	-69.7
재고자산의감소	-128.1	72.0	-68.7	-64.4	-218.1
매입채무및기타채무의증가	-12.9	-75.7	327.3	78.0	166.1
기타	27.6	-243.1	-19.5	-21.5	-23.5
기타현금흐름	-39.1	-44.8	-100.5	-114.5	-137.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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	-137.3	-137.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-11.0	56.6	293.3	181.9	184.5
기초현금 및 현금성자산	251.4	240.4	297.0	590.3	772.2
기말현금 및 현금성자산	240.4	297.0	590.3	772.2	956.6

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	2,793.4	2,666.3	3,227.7	3,569.8	4,065.5
현금 및 현금성자산	240.4	297.0	590.3	772.2	956.6
단기금융자산	330.7	160.6	160.6	160.6	160.6
매출채권 및 기타채권	405.5	390.0	569.9	644.1	713.8
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,692.3	1,756.7	1,974.8
기타유동자산	119.9	195.1	214.6	236.2	259.7
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	2,948.6	2,848.9	3,410.5	3,755.2	4,253.6
<b>유동부채</b>	1,279.1	1,071.1	1,398.3	1,476.4	1,642.5
매입채무 및 기타채무	816.6	696.7	1,024.0	1,102.0	1,268.1
단기금융부채	84.0	115.6	115.6	115.6	115.6
기타유동부채	378.5	258.8	258.7	258.8	258.8
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	1,313.1	1,183.0	1,510.3	1,588.3	1,754.4
<b>지배자본</b>	1,635.5	1,665.9	1,900.2	2,166.9	2,499.2
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	587.6	886.2	1,250.4
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	1,635.5	1,665.9	1,900.2	2,166.9	2,499.2
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	76	431	1,753	2,017	2,449
BPS	10,875	11,029	12,521	14,279	16,468
CFPS	-123	677	2,468	2,806	3,391
DPS	20	50	50	50	50
<b>주가배수(배)</b>					
PER	947.1	123.0	51.2	44.5	36.6
PER(최고)	2,024.0	175.2	68.1		
PER(최저)	723.2	83.4	28.1		
PBR	6.60	4.81	7.16	6.28	5.45
PBR(최고)	14.10	6.84	9.53		
PBR(최저)	5.04	3.26	3.94		
PSR	15.11	7.26	7.87	6.97	5.72
PCFR	-584.1	78.3	36.4	32.0	26.5
EV/EBITDA	-405.8	85.9	38.3	31.7	25.6
<b>주요비율(%)</b>					
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	8.5	8.5	9.3
ROE	0.7	3.9	14.9	15.1	15.9
ROIC	-3.9	6.4	18.4	21.9	24.6
매출채권회전율	1.7	2.8	3.6	3.2	3.5
재고자산회전율	0.4	0.7	1.0	1.1	1.3
부채비율	80.3	71.0	79.5	73.3	70.2
순차입금비율	-29.8	-20.5	-33.4	-37.7	-40.0
이자보상배율	-33.4	12.1	49.2	59.0	72.0
<b>총차입금</b>	84.0	116.4	116.4	116.4	116.4
<b>순차입금</b>	-487.1	-341.2	-634.5	-816.4	-1,000.8
<b>EBITDA</b>	-24.9	84.9	339.1	404.2	493.0
<b>FCF</b>	-170.8	-140.0	307.4	213.0	214.7

Compliance Notice

- 당사는 10월 19일 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

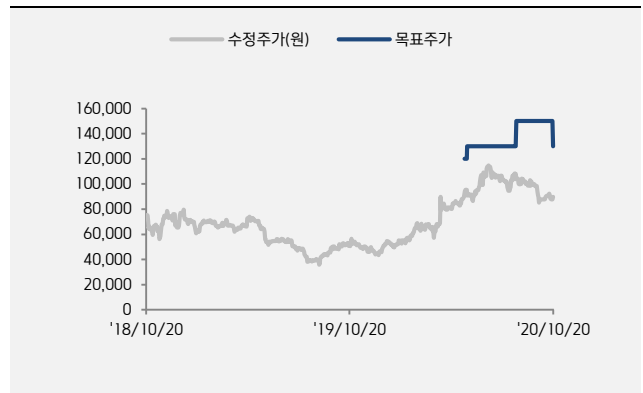
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-21.56	-11.77
	2020-08-14	Buy (Maintain)	150,000원	6개월	-32.08	-30.47
	2020-08-25	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-36.19	-30.47
	2020-10-20	Buy(Maintain)	130,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%