

# 셀트리온헬스케어 (091990)



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>100,000원 (I)</b>
현재주가 (11/23)	<b>65,100원</b>
상승여력	<b>54%</b>

시가총액	103,016억원
총발행주식수	158,242,322주
60일 평균 거래대금	321억원
60일 평균 거래량	475,645주
52주 고	86,800원
52주 저	54,000원
외인지분율	16.21%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 21인 38.05%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	(9.3)	(21.5)
상대	(5.3)	(2.1)	9.6
절대(달러환산)	8.5	(9.8)	(31.0)

## 직접 판매로 전환할 적기

### 바이오 시밀러 신제품 매년 2개 이상

연내 유프라이마의 FDA 승인이 기대되며, 23년 7월부터 미국 판매를 시작할 수 있을 것이며 23년 베그젤마와 유프라이마의 미국 판매, 24년 램시마 SC, 스텔라라, 아일리아 바이오 시밀러 출시가 이어질 것으로 기대. 현재 램시마와 트룩시마, 허쥬마 중심 매출 구조에서 벗어날 것으로 판단하며 매년 바이오 시밀러 포트폴리오 추가로 이익율도 증가할 것으로 예상. 바이오 시밀러는 출시 이후 추가 경쟁 바이오시밀러 등장으로 지속적인 가격하락이 불가피하나 매년 신제품 포트폴리오 추가로 이익 하락을 방어할 것.

### 미국 직판으로 이익 개선과 가격 경쟁력 확보

유럽 직판 전환에 이어 23년부터 미국 시장에서도 직접 판매를 시작할 예정. 미국 직판으로 인한 추가 판관비 증가가 예상되나 파트너사에게 지불하던 수수료(매출액의 2~30% 추정)를 고려할 때 직판으로 인한 이익 증가가 더 클 것. 병원, 클리닉 대상 영업 비중이 높은 신약과는 달리 바이오시밀러, 제네릭은 대형 보험사 선호목록 등재가 시장 점유율 확보에서 중요하므로 PBM 위주 영업으로 판관비 증가는 제한적일 것으로 예상.

이익율 증가로 바이오 시밀러시장에서 추가 가격 인하 여력 확보로 가격 경쟁력 확보가 가능할 전망이, 자가면역질환 중심의 바이오 시밀러 품목 추가로 직판으로 인한 판관비 영향은 매년 낮아질 것으로 판단.

### 투자의견 Buy, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

목표주가 10만원과 매수의견으로 커버리지 개시. 목표주가는 미국 직판 이후 안정적인 판매 구조가 정착될 것으로 예상되는 24년 예상 순이익(3644억원)에 PER 44배(셀트리온 헬스케어 1Q20 PER 평균 55에 20% 할인 적용)를 적용해 산출.

바이오 시밀러 시장의 구조적 성장이 이루어질 전망이며, 동사가 판매하는 셀트리온의 바이오 시밀러 파이프라인이 다수이며, 매년 신제품 출시가 이어질 수 있을 것으로 예상

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	575	-5.1	15.9	570	1.0
영업이익	82	17.8	13.4	83	-1.3
세전계속사업이익	94	309.6	-49.3	95	-0.8
지배순이익	72	332.7	-47.4	76	-4.1
영업이익률 (%)	14.3	+2.8 %pt	-0.3 %pt	14.6	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	12.6	+9.8 %pt	-15.1 %pt	13.3	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,628	1,804	2,006	2,418
영업이익	362	199	274	275
지배순이익	240	153	293	248
PER	58.2	116.7	35.2	41.5
PBR	7.2	8.4	4.5	4.2
EV/EBITDA	37.0	85.7	36.1	36.1
ROE	13.4	7.6	13.4	10.7

자료: 유안타증권

셀트리온 헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	356.3	433.3	409.1	605.8	415.7	519.0	496.4	575.1	1,804.5	2,006.2	2,418.3
YoY	(0.2%)	3.1%	(11.7%)	56.5%	16.7%	19.8%	21.3%	(5.1%)	10.9%	11.2%	20.5%
램시마 IV	163.9	138.7	249.6	260.5	162.1	223.2	243.9	247.5	812.6	876.7	895.2
램시마 SC	17.8	17.3	24.5	30.3	41.6	51.9	67.5	80.3	90.0	241.2	397.8
트룩시마	110.5	164.7	73.6	121.2	137.2	155.7	88.2	122.4	469.9	503.5	518.6
허쥬마	60.6	47.7	40.9	72.7	41.6	57.1	67.5	77.1	221.8	243.2	263.5
기타	3.6	65.0	20.5	121.2	33.3	31.1	51.9	47.9	210.2	164.2	196.6
매출 총이익	82.3	127.1	74.7	146.4	104.3	140.9	153.1	165.6	430.5	563.9	762.3
판매 관리비	50.8	50.9	52.7	76.6	59.2	66.8	80.6	83.4	231.1	290.0	486.9
영업 이익	31.5	76.2	22.0	69.8	45.0	74.1	72.5	82.2	199.4	273.9	275.4
YoY	(42.7%)	(12.3%)	(82.8%)	(24.0%)	43.1%	(2.7%)	229.3%	17.8%	(44.9%)	37.3%	0.6%
OPM	8.8%	17.6%	5.4%	11.5%	10.8%	14.3%	14.6%	14.3%	11.1%	13.7%	11.4%

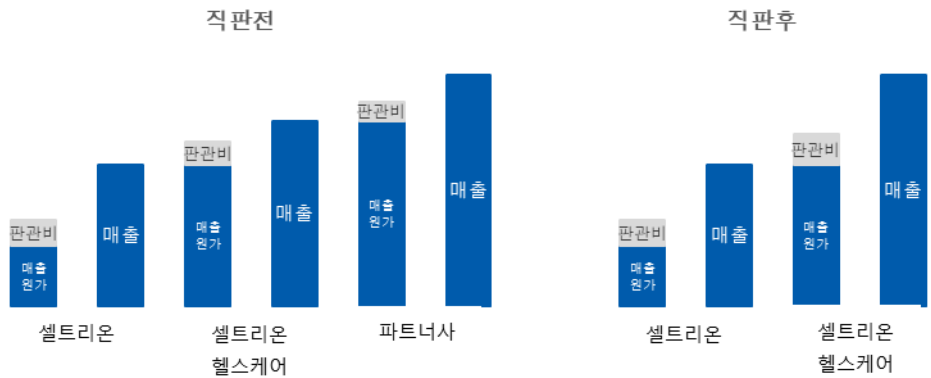
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 목표 주가 산정

부문	단위	비고
1. 영업 가치	16,032 (십억원)	24년 예상 순이익 3,644억원 Target P/E Multiple 44x 적용 (헬스케어 1Q20 평균 P/E 에서 20% 할인)
2. 순차입금	(247) (십억원)	2022년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	16,279 (십억원)	1-2
4. 총 주식수	158,242 (천주)	
5. 주당 가치	102,874 (원)	3/4
6. 목표 주가	100,000 (원)	

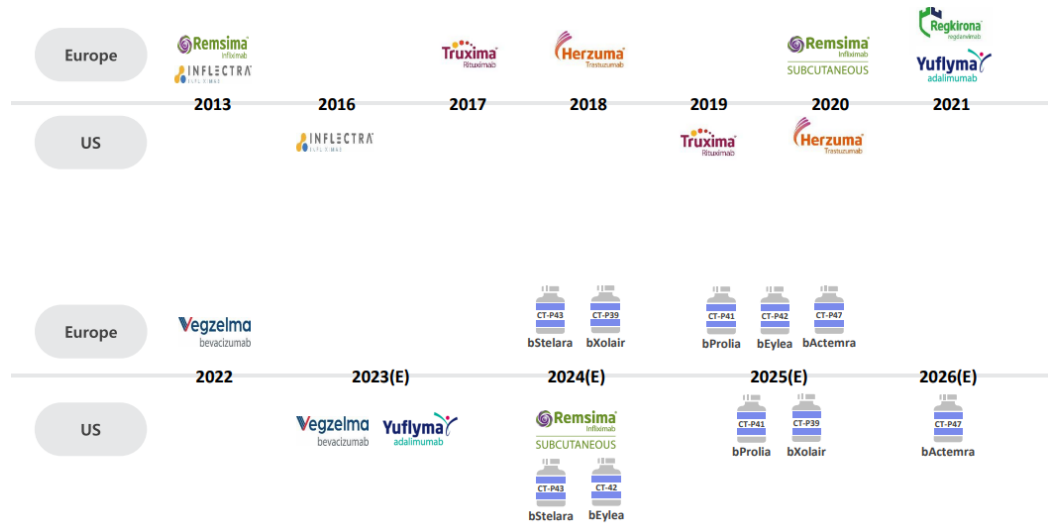
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 수익 구조 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

제품별 출시 일정(예정)



Note: 1) Inflectra™ 로고는 Pfizer 소유임  
 2) 출시 일정은 시장 상황 및 허가 일정에 따라 변동될 수 있음

자료: 셀트리온 헬스케어, 유안타증권 리서치센터

Source: Celgene, 2023. 1E

셀트리온헬스케어 (091990) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,628	1,804	2,006	2,418	2,844
매출원가	1,086	1,374	1,442	1,656	1,863
매출총이익	542	431	564	762	981
판매비	180	231	290	487	555
영업이익	362	199	274	275	426
EBITDA	365	205	279	279	429
영업외손익	-47	-1	162	46	46
외환관련손익	-61	38	201	97	97
이자손익	-6	-10	-4	-4	-4
관계기업관련손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	20	-29	-35	-46	-46
법인세비용차감전순손익	315	198	436	322	472
법인세비용	74	46	143	73	108
계속사업순손익	240	153	293	248	365
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	240	153	293	248	365
지배지분순이익	240	153	293	248	365
포괄순이익	249	172	268	191	307
지배지분포괄이익	249	172	268	191	307

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-23	-175	-117	-304	-321
당기순이익	240	153	293	248	365
감가상각비	3	3	4	3	2
외환손익	51	-7	-157	-97	-97
중속, 관계기업관련손익	0	1	1	1	1
자산부채의 증감	-389	-397	-480	-579	-711
기타현금흐름	72	72	222	121	120
투자활동 현금흐름	-136	-4	63	-9	-9
투자자산	0	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-135	-2	63	-9	-9
재무활동 현금흐름	88	188	-147	-36	-32
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-40	-40	-40
기타현금흐름	88	188	-107	3	7
연결범위변동 등 기타	6	15	370	333	337
현금의 증감	-65	23	168	-16	-25
기초 현금	297	231	255	423	407
기말 현금	231	255	423	407	382
NOPLAT	362	199	274	275	426
FCF	-23	-176	-118	-304	-321

자료: 유안타증권

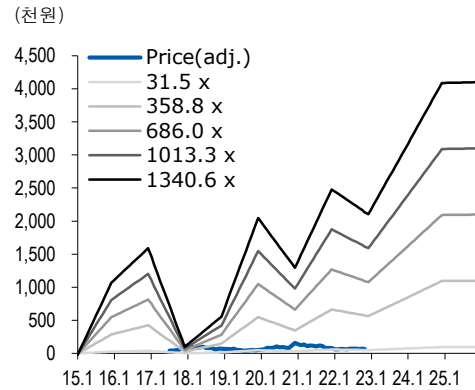
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,499	3,703	3,941	4,367	4,822
현금및현금성자산	231	255	423	407	382
매출채권 및 기타채권	410	584	687	644	712
재고자산	2,035	2,066	2,478	2,963	3,376
비유동자산	241	212	279	274	271
유형자산	6	7	8	6	4
관계기업 등 지분관련자산	2	2	1	0	0
기타투자자산	2	3	2	2	2
자산총계	3,740	3,915	4,220	4,642	5,093
유동부채	1,658	1,644	1,792	2,063	2,246
매입채무 및 기타채무	1,226	1,102	1,271	1,541	1,725
단기차입금	198	399	384	384	384
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	149	165	174	174	174
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,807	1,809	1,967	2,237	2,421
지배지분	1,933	2,106	2,253	2,405	2,673
자본금	152	155	158	158	158
자본잉여금	1,409	1,413	1,417	1,417	1,417
이익잉여금	563	712	962	1,171	1,496
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,933	2,106	2,253	2,405	2,673
순차입금	-330	-124	-247	-231	-206
총차입금	201	402	389	389	389

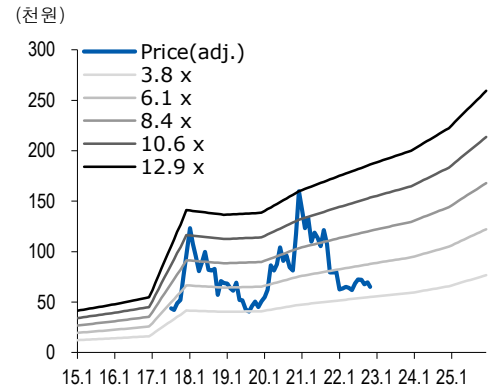
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,526	965	1,850	1,570	2,305
BPS	12,378	13,471	14,517	15,494	17,220
EBITDAPS	2,410	1,320	1,761	1,764	2,711
SPS	10,333	11,417	12,678	15,282	17,973
DPS	0	255	255	255	255
PER	58.2	116.7	35.2	41.5	28.2
PBR	7.2	8.4	4.5	4.2	3.8
EV/EBITDA	37.0	85.7	36.1	36.1	23.5
PSR	8.6	9.9	5.1	4.3	3.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	47.8	10.9	11.2	20.5	17.6
영업이익 증가율 (%)	337.4	-44.9	37.3	0.6	54.8
지배순이익 증가율 (%)	270.1	-36.5	91.9	-15.1	46.8
매출총이익률 (%)	33.3	23.9	28.1	31.5	34.5
영업이익률 (%)	22.2	11.1	13.7	11.4	15.0
지배순이익률 (%)	14.8	8.5	14.6	10.3	12.8
EBITDA 마진 (%)	22.4	11.3	13.9	11.5	15.1
ROIC	25.3	11.6	10.6	10.5	14.6
ROA	7.3	4.0	7.2	5.6	7.5
ROE	13.4	7.6	13.4	10.7	14.4
부채비율 (%)	93.5	85.9	87.3	93.0	90.6
순차입금/자기자본 (%)	-17.1	-5.9	-11.0	-9.6	-7.7
영업이익/금융비용 (배)	42.2	20.0	53.0	51.4	79.2

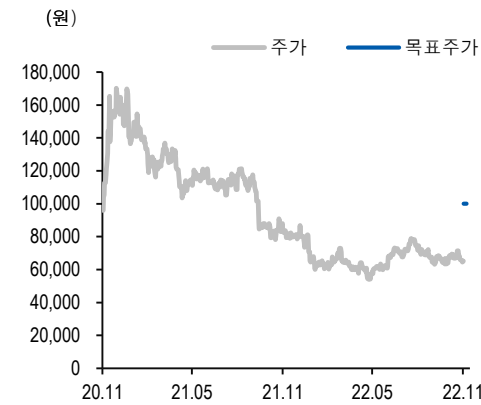
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온헬스케어 (091990) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-24	BUY	100,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.2
Hold(중립)	4.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 하현수)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.