

# 셀트리온헬스케어 (091990)



하현수

02 3770 2688  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>85,000원 (D)</b>
현재주가 (8/14)	<b>70,500원</b>
상승여력	<b>21%</b>

시가총액	115,948억원
총발행주식수	164,464,724주
60일 평균 거래대금	687억원
60일 평균 거래량	1,006,578주
52주 고	77,300원
52주 저	53,900원
외인지분율	16.57%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 20인 37.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.7	(3.0)	(5.6)
상대	1.1	(11.5)	(12.9)
절대(달려환산)	(3.2)	(2.8)	(7.6)

## 2Q23Re: 램시마SC를 바라볼 때

### 2Q23Re: 비용 증가로 컨센서스 하회

연결 기준 매출액 5,258억원(+1.3%YoY, +4.4%QoQ), 영업이익 341억원(-54.0%YoY, -33.1% QoQ, OPM 6.5%)를 기록. 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 트룩시마 가격 조정 등으로 인한 원가율 소폭 증가와 미국 직판 및 영업 활동 확대로 판관 비용이 증가하며 시장 기대치를 하회.

품목별로는 램시마V 매출이 유지되는 동시에 램시마 SC 매출이 견조하게 증가, 유플라이마와 베그젤마 등도 유럽, 미국 매출 발생으로 전체 매출에서 비중 확대 추이 지속.

### 램시마SC에 달려있는 미국 직판 성과

램시마SC는 연내 미국 허가를 목표로 하고 있으며 24년 초 출시 계획. 램시마 SC는 유럽 출시 이후 견조한 시장 점유율 확대를 이어가고 있으며 독일의 경우 전체 infliximab 시장의 1/3을 램시마 SC가 차지할 정도로 시장 선호도가 높은 것으로 보이며 미국 시장에서도 유사한 양상을 보일 것으로 판단.

동사가 미국 내 직판 품목이 베그젤마(아바스틴 시밀러), 유플라이마(휴미라 시밀러) 등 시밀러 제품에 한정되어 있는 상황에서 램시마 SC는 동일 경쟁 제품이 없는 신약으로 출시될 예정. 램시마 SC는 동사의 미국 판매 제품 포트폴리오를 강화할 수 있을 것으로 판단하며 PBM과의 협상력도 증가시킬 수 있을 것. 램시마SC외에도 현재 미국 허가를 진행중인 스틸라라 시밀러 등도 자가 면역 질환 포트폴리오 확대에 기여할 것으로 예상.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 85,000원으로 하향

매수 의견은 유지하나 목표 주가는 85,000원으로 하향. 목표 주가는 미국 내 직판으로 인한 비용 증가 영향 등으로 실적 전망치 하향 조정에 기인. 동사의 미국 직판은 초기 단계로 램시마 SC 출시 이후 PBM 협상력 확대와 셀트리온이 연내 5개 품목의 시밀러 허가 신청을 목표로 하고 있어 시밀러 품목 수 증가로 인한 매출 성장 기대.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	526	1.3	4.4	525	0.1
영업이익	34	-54.0	-33.1	55	-37.5
세전계속사업이익	32	-66.0	-73.0	75	-56.7
지배순이익	18	-54.8	-67.3	43	-59.0
영업이익률 (%)	6.5	-7.8 %pt	-3.6 %pt	10.4	-3.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.4	-4.1 %pt	-7.3 %pt	8.2	-4.8 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,804	1,972	2,222	2,615
영업이익	199	229	208	320
지배순이익	153	147	186	277
PER	116.7	71.3	62.4	41.9
PBR	8.4	5.0	5.4	5.0
EV/EBITDA	85.7	43.8	53.4	35.2
ROE	7.6	7.1	8.9	12.7

자료: 유안타증권

2Q23 셀트리온헬스케어 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	2Q23P	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	525.8	519.0	+1.3%	503.6	+4.4%	525.3	+0.1%	573.2	-8.3%
영업이익	34.1	74.1	-54.0%	51.0	-33.1%	54.6	-37.5%	63.1	-46.0%
영업이익률	6.5%	14.3%	-7.8%pt	10.1%	-3.6%pt	10.4%	-3.9%pt	11.6%	-5.1%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	415.7	519.0	496.4	541.1	503.6	525.8	579.7	613.1	1972.2	2222.2	2614.5
YoY	16.7%	19.8%	21.3%	(10.7%)	21.1%	1.3%	16.8%	13.3%	9.3%	12.7%	17.7%
램시마 IV	162.1	223.2	233.3	243.5	254.3	243.5	235.6	245.9	862.1	979.4	974.6
램시마 SC	41.6	51.9	64.5	81.2	70.3	81.2	95.5	121.7	239.2	359.0	605.5
트룩시마	137.2	155.7	84.4	70.3	81.2	86.6	99.6	140.0	447.6	364.4	382.6
허쥬마	41.6	57.1	64.5	32.5	48.7	48.7	61.3	47.1	195.7	209.0	234.4
유프라이마				16.2	21.6	32.5	43.0	54.2		151.3	204.3
케미컬/기타	33.3	31.1	49.6	97.4	64.9	48.7	44.7	53.6	227.7	211.9	213.2
매출 총이익	104.3	140.9	153.1	163.5	153.2	176.5	175.1	185.8	561.7	664.9	810.5
판매 관리비	59.2	66.8	80.6	126.3	102.2	116.8	117.1	120.8	332.9	456.9	490.8
영업 이익	45.0	74.1	72.5	37.3	51.0	34.1	58.0	65.0	228.9	208.1	319.7
YoY	43.1%	(2.7%)	229.3%	(46.5%)	13.2%	(54.0%)	(20.0%)	74.2%	14.8%	(9.1%)	53.7%
OPM	10.8%	14.3%	14.6%	6.9%	10.1%	6.5%	10.0%	10.6%	11.6%	9.4%	12.2%

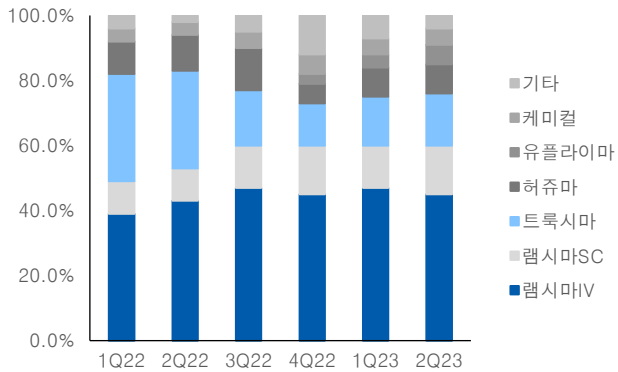
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 목표 주가 산정

부문	단위	비고
1. 영업 가치	13,839 (십억원)	24년 예상 순이익 2,768억원 Target P/E Multiple 50x 적용
2. 순차입금	(192) (십억원)	2023년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	14,031 (십억원)	1-2
4. 총 주식수	164,465 (천주)	
5. 주당 가치	85,311 (원)	3/4
6. 목표 주가	85,000 (원)	

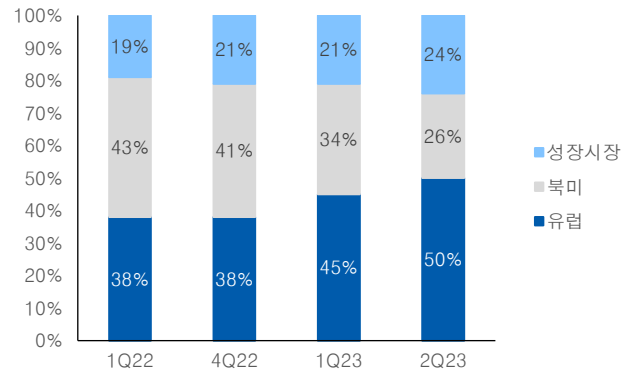
자료: 유안타증권 리서치센터

제품별 매출 비중



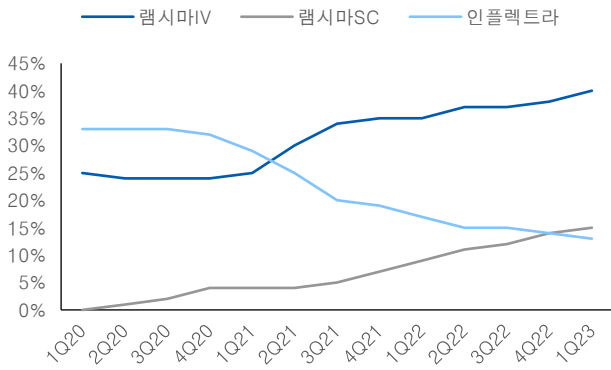
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출 비중



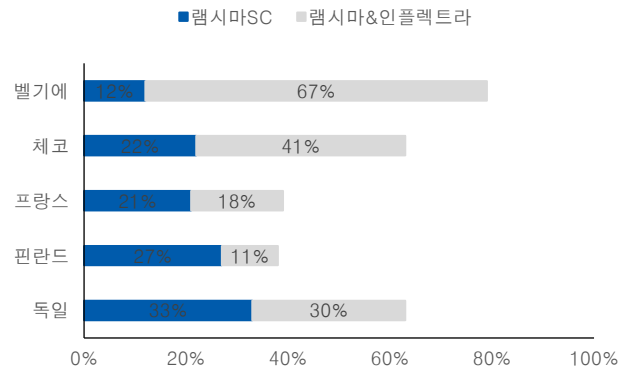
자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

유럽내 Infliximab 점유율 추이



자료: 셀트리온 헬스케어, 유안타증권 리서치센터

유럽내 램시마SC 시장 점유율(상위 5개국)



자료: 셀트리온 헬스케어, 유안타증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,804	1,972	2,222	2,615	2,902
매출원가	1,374	1,410	1,557	1,804	1,997
매출총이익	431	562	665	811	905
판매비	231	333	457	491	517
영업이익	199	229	208	320	388
EBITDA	205	234	213	323	391
영업외손익	-1	1	91	35	35
외환관련손익	38	20	87	30	30
이자손익	-10	-6	-3	-1	-2
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-29	-13	7	7	7
법인세비용차감전순이익	198	230	299	355	424
법인세비용	46	82	113	78	93
계속사업순이익	153	147	186	277	330
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	153	147	186	277	330
지배지분순이익	153	147	186	277	330
포괄순이익	172	74	100	191	245
지배지분포괄이익	172	74	100	191	245

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-175	202	-268	-87	-19
당기순이익	153	147	186	277	330
감가상각비	3	4	4	3	2
외환손익	-7	42	-77	-30	-30
중속, 관계기업관련손익	1	1	1	1	1
자산부채의 증감	-397	-167	-516	-432	-417
기타현금흐름	72	175	135	94	95
투자활동 현금흐름	-4	177	-3	-7	-7
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	-1	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2	179	-2	-7	-7
재무활동 현금흐름	188	-175	-242	-172	-170
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-40	-20	-20	-20
기타현금흐름	188	-135	-222	-152	-150
연결범위변동 등 기타	15	-2	472	273	261
현금의 증감	23	203	-41	6	65
기초 현금	231	255	458	417	423
기말 현금	255	458	417	423	488
NOPLAT	199	229	208	320	388
FCF	-176	201	-268	-87	-19

자료: 유안타증권

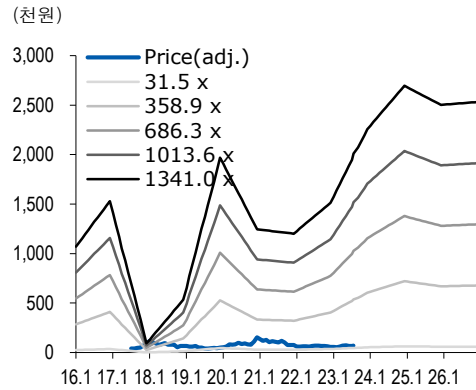
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,703	4,276	4,275	4,547	5,013
현금및현금성자산	255	458	417	423	488
매출채권 및 기타채권	584	897	698	846	960
재고자산	2,066	2,353	2,666	2,784	3,071
비유동자산	212	179	178	173	170
유형자산	7	9	7	5	3
관계기업 등 지분관련자산	2	1	1	0	-1
기타투자자산	3	2	2	2	2
자산총계	3,915	4,455	4,453	4,721	5,183
유동부채	1,644	2,245	2,222	2,319	2,557
매입채무 및 기타채무	1,102	1,737	1,716	1,813	2,051
단기차입금	399	359	292	292	292
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	165	148	136	136	136
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,809	2,393	2,358	2,455	2,693
지배지분	2,106	2,062	2,095	2,266	2,491
자본금	155	158	164	164	164
자본잉여금	1,413	1,417	1,418	1,418	1,418
이익잉여금	712	817	976	1,233	1,543
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,106	2,062	2,095	2,266	2,491
순차입금	-124	-168	-191	-197	-262
총차입금	402	363	297	297	297

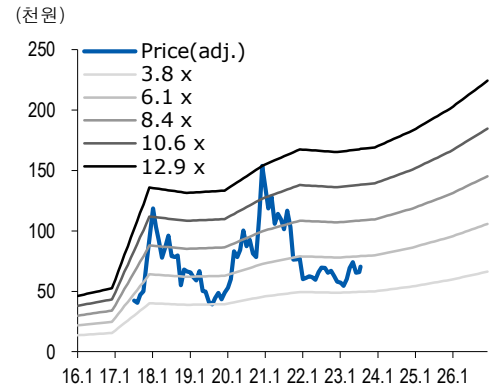
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	929	895	1,129	1,683	2,009
BPS	12,962	12,791	13,095	14,163	15,566
EBITDAPS	1,320	1,481	1,297	1,966	2,376
SPS	10,986	11,997	13,512	15,897	17,646
DPS	245	125	125	125	125
PER	116.7	71.3	62.4	41.9	35.1
PBR	8.4	5.0	5.4	5.0	4.5
EV/EBITDA	85.7	43.8	53.4	35.2	29.0
PSR	9.9	5.3	5.2	4.4	4.0

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	10.9	9.3	12.7	17.7	11.0
영업이익 증가율 (%)	-44.9	14.8	-9.1	53.7	21.4
지배순이익 증가율 (%)	-36.5	-3.5	26.2	49.1	19.4
매출총이익률 (%)	23.9	28.5	29.9	31.0	31.2
영업이익률 (%)	11.1	11.6	9.4	12.2	13.4
지배순이익률 (%)	8.5	7.5	8.4	10.6	11.4
EBITDA 마진 (%)	11.3	11.9	9.6	12.4	13.5
ROIC	11.6	9.4	7.5	12.7	14.2
ROA	4.0	3.5	4.2	6.0	6.7
ROE	7.6	7.1	8.9	12.7	13.9
부채비율 (%)	85.9	116.1	112.5	108.3	108.1
순차입금/자기자본 (%)	-5.9	-8.2	-9.1	-8.7	-10.5
영업이익/금융비용 (배)	20.0	28.9	20.5	33.0	40.0

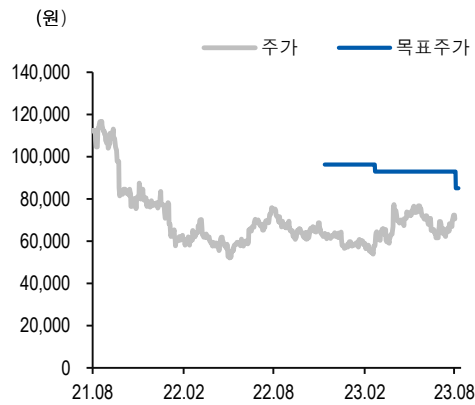
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온헬스케어 (091990) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-08-16	BUY	85,000	1년		
2023-03-06	BUY	93,000	1년	-27.01	-16.88
2022-11-24	BUY	96,258	1년	-38.16	-33.20

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)	0.0
Buy(매수)	91.2
Hold(중립)	8.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-08-13

※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 투자사결정은 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.