

셀트리온헬스케어 (091990)



하현수

02 3770 2688
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	93,000원 (D)
현재주가 (3/3)	57,700원
상승여력	61%

시가총액	91,312억원
총발행주식수	164,456,910주
60일 평균 거래대금	309억원
60일 평균 거래량	518,644주
52주 고	75,851원
52주 저	51,979원
외인지분율	15.94%
주요주주	셀트리온홀딩스 외 20인 38.08%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.3)	(6.5)	(11.3)
상대	(8.6)	(14.6)	0.8
절대(달러환산)	(9.6)	(6.6)	(17.9)

유럽 직판 전환 마치고 이제는 미국

4Q22Re: 판관비 증가로 컨센서스 하회

연결 기준 매출액 5,411억원(-10.7%YoY, +9.0%QoQ), 영업이익 373억원(-46.5%YoY, -48.6%QoQ)을 기록. 매출액은 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했으나 영업이익은 판관비 증가 영향으로 컨센서스를 하회. 판관비 증가 원인은 4분기 인센티브 비용 지급, 유럽 파트너사(먼디파마) 계약 종료에 따른 수수료(150억원) 지급과 DP 생산 확대에 인한 시험 연구비 등 1회성 비용이 증가 영향. 순이익은 달러와 유로 환율 변동으로 인한 외화자산 평가 손실이 크게 발생하며 적자 전환.

램시마 SC 성장세 확인

전체 매출액에서 램시마 SC 매출 비중이 증가하고 있으며, 유럽 시장에서 점유율도 매 분기 증가하고 있으며, 유럽 주요 국가 외에서도 램시마 SC 비중이 늘어나며 수익성에 기여. 지속적인 RWD 확보 및 주요 학회에서 데이터 발표로 램시마 SC 점유율 증가 추세 이어질 것으로 전망

22년 12월에 FDA에 램시마 SC의 BLA 제출에 따라 23년말 허가 및 24년 미국 시장에서 판매를 시작할 것으로 예상. 램시마 SC는 미국에서 신약으로 출시될 예정으로 미국과 유럽의 약가 차이를 고려할 때 높은 수익성 기대.

유럽에 이어 미국 직판 시작

23년 4월 베그젤마(아바스틴 시밀러)의 미국 시장 런칭을 시작으로 미국 내 직접 판매를 시작할 예정. 22년 셀트리온 USA 인수와 글로벌 제약사 출신 인력 50여명을 채용 완료. 특히 유프라이마를 시작으로 램시마SC, 스텔라라 시밀러 등 자가 면역 질환 직판 포트폴리오 추가가 지속적으로 이어지며 직판에 따른 비용 부담을 완화시켜줄 것으로 판단. 25년에는 글로벌 시장의 90%에서 직접 판매가 이루어질 것으로 예상.

투자 의견 Buy, 목표주가 93,000원

매수 의견을 유지하며, 목표주가는 실적 추정치(24년 예상 순이익 3,644억원 → 3,383억원)를 조정 등을 고려하여 93,000원으로 하향.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	541	-10.7	9.0	548	-1.2
영업이익	37	-46.7	-48.7	74	-49.8
세전계속사업이익	-112	적전	적전	96	-216.2
지배순이익	-73	적전	적전	76	-195.7
영업이익률 (%)	6.9	-4.6 %pt	-7.7 %pt	13.5	-6.6 %pt
지배순이익률 (%)	-13.5	적전	적전	13.9	-27.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,628	1,804	1,972	2,379
영업이익	362	199	229	297
지배순이익	240	153	147	229
PER	58.3	116.7	64.8	41.5
PBR	7.2	8.4	4.4	4.0
EV/EBITDA	37.0	85.7	38.1	29.2
ROE	13.4	7.6	7.0	10.3

자료: 유안타증권

4Q22 셀트리온헬스케어 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	541.1	605.8	-10.7%	496.4	+9.0%	547.6	-1.2%	575.1	-5.9%
영업이익	37.3	69.7	-46.5%	72.5	-48.6%	74.1	-49.8%	82.2	-54.6%
영업이익률	6.9%	11.5%	-4.6%pt	14.6%	-7.7%pt	13.5%	-6.6%pt	14.3%	-7.4%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	415.7	519.0	496.4	541.1	534.8	573.0	589.5	681.5	1,972.2	2,378.9	2,696.1
YoY	16.7%	19.8%	21.3%	(10.7%)	28.7%	10.4%	18.8%	26.0%	9.3%	20.6%	13.3%
램시마 IV	162.1	223.2	233.3	243.5	218.9	227.6	221.6	231.3	862.1	899.5	915.1
램시마 SC	41.6	51.9	64.5	81.2	97.7	98.1	100.7	121.7	239.2	418.2	647.5
트룩시마	137.2	155.7	84.4	70.3	127.6	132.3	122.4	140.0	447.6	522.3	554.8
허쥬마	41.6	57.1	64.5	32.5	47.8	62.8	68.4	47.1	195.7	226.1	237.4
케미컬/기타	33.3	31.1	49.6	113.6	42.9	52.1	76.4	141.4	227.7	312.8	341.3
매출 총이익	104.3	140.9	153.1	163.5	163.1	176.5	182.8	211.3	561.7	733.6	889.7
판매 관리비	59.2	66.8	80.6	126.3	93.6	103.7	106.8	132.7	332.9	436.7	452.2
영업 이익	45.0	74.1	72.5	37.3	69.6	72.8	75.9	78.6	228.9	296.9	437.5
YoY	43.1%	(2.7%)	229.3%	(46.5%)	54.4%	(1.7%)	4.7%	110.7%	14.8%	29.7%	47.4%
OPM	10.8%	14.3%	14.6%	6.9%	13.0%	12.7%	12.9%	11.5%	11.6%	12.5%	16.2%

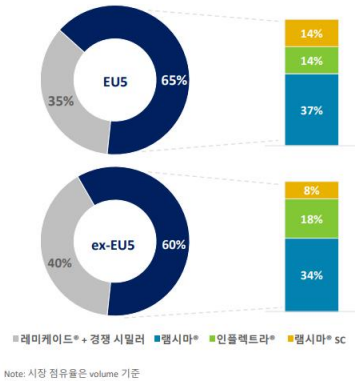
자료: 유안타증권 리서치센터

셀트리온 헬스케어 목표 주가 산정

부문	단위	비고
1. 영업 가치	14,886 (십억원)	24년 예상 순이익 3,383억원 Target P/E Multiple 44x 적용 (헬스케어 1Q20 평균 P/E 에서 20% 할인)
2. 순차입금	(354) (십억원)	2023년 말 예상 순차입금
3. 총 가치	15,240 (십억원)	1-2
4. 총 주식수	164,457 (천주)	
5. 주당 가치	92,669 (원)	3/4
6. 목표 주가	93,000 (원)	

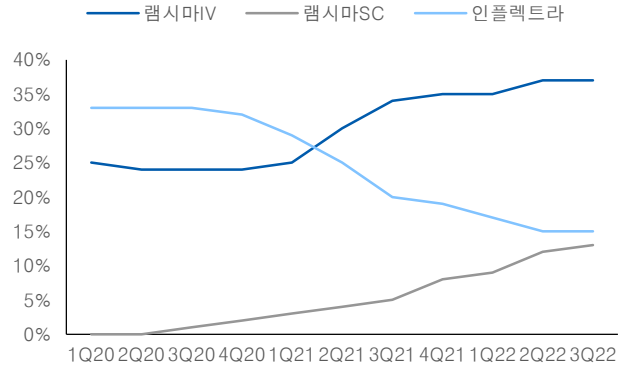
자료: 유안타증권 리서치센터

유럽 지역별 Infliximab 점유율(3Q22 기준)



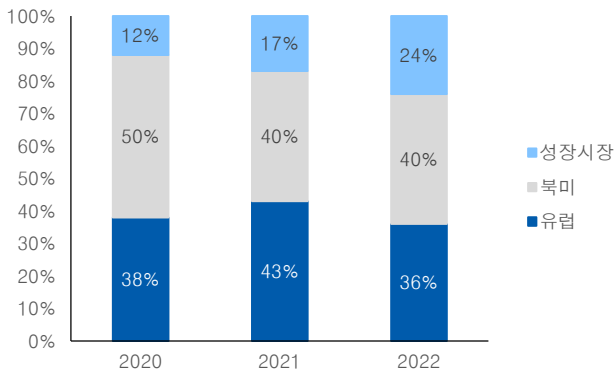
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

셀트리온 Infliximab 제품 유럽 점유율 추이



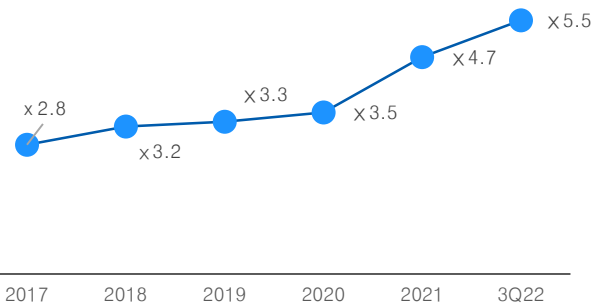
자료: IQVIA, 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출 비중



자료: 셀트리온헬스케어, 유안타증권 리서치센터

미국 vs 유럽 ASP 차이 추이



자료: 셀트리온, 유안타증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,628	1,804	1,972	2,379	2,696
매출원가	1,086	1,374	1,410	1,645	1,806
매출총이익	542	431	562	734	890
판매비	180	231	333	437	452
영업이익	362	199	229	297	437
EBITDA	365	205	234	301	440
영업외손익	-47	-1	1	-4	-4
외환관련손익	-61	38	28	0	0
이자손익	-6	-10	-4	-4	-4
관계기업관련손익	0	-1	-1	0	0
기타	20	-29	-22	0	0
법인세비용차감전순이익	315	198	230	293	434
법인세비용	74	46	82	64	95
계속사업순이익	240	153	147	229	338
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	240	153	147	229	338
지배지분순이익	240	153	147	229	338
포괄순이익	249	172	137	229	339
지배지분포괄이익	249	172	137	229	339

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

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-23	-175	10	-173	-176
당기순이익	240	153	147	229	338
감가상각비	3	3	4	3	2
외환손익	51	-7	17	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	1	1	0	0
자산부채의 증감	-389	-397	-381	-525	-636
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	-28	-32
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	6	0
현금배당	0	0	-40	-38	-40
기타현금흐름	88	188	-107	3	7
연결범위변동 등 기타	6	15	280	280	294
현금의 증감	-65	23	205	70	77
기초 현금	297	231	255	460	530
기말 현금	231	255	460	530	606
NOPLAT	362	199	229	297	437
FCF	-23	-176	9	-173	-176

자료: 유안타증권

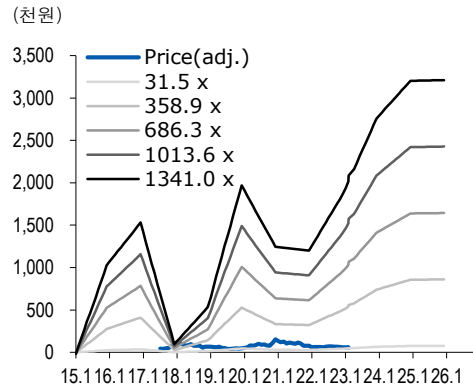
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,499	3,703	3,731	4,234	4,579
현금및현금성자산	231	255	460	530	606
매출채권 및 기타채권	410	584	587	625	718
재고자산	2,035	2,066	2,331	2,726	2,902
비유동자산	241	212	279	275	272
유형자산	6	7	8	6	4
관계기업 등 지분관련자산	2	2	1	1	1
기타투자자산	2	3	2	2	2
자산총계	3,740	3,915	4,010	4,509	4,851
유동부채	1,658	1,644	1,714	2,016	2,059
매입채무 및 기타채무	1,226	1,102	1,192	1,494	1,537
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	1,888	2,190	2,233
지배지분	1,933	2,106	2,122	2,319	2,618
자본금	152	155	158	164	164
자본잉여금	1,409	1,413	1,417	1,417	1,417
이익잉여금	563	712	817	1,007	1,306
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,933	2,106	2,122	2,319	2,618
순차입금	-330	-124	-284	-354	-430
총차입금	201	402	389	389	389

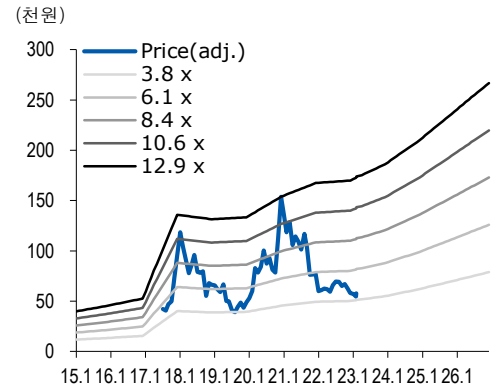
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,469	929	896	1,390	2,057
BPS	11,911	12,962	13,154	14,403	16,261
EBITDAPS	2,410	1,320	1,476	1,828	2,677
SPS	9,943	10,986	11,993	14,465	16,394
DPS	0	245	245	245	245
PER	58.3	116.7	64.8	41.5	28.0
PBR	7.2	8.4	4.4	4.0	3.5
EV/EBITDA	37.0	85.7	38.1	29.2	19.8
PSR	8.6	9.9	4.8	4.0	3.5

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	47.8	10.9	9.3	20.6	13.3
영업이익 증가율 (%)	337.4	-44.9	14.7	29.7	47.4
지배순이익 증가율 (%)	270.1	-36.5	-3.5	55.2	48.0
매출총이익률 (%)	33.3	23.9	28.5	30.8	33.0
영업이익률 (%)	22.2	11.1	11.6	12.5	16.2
지배순이익률 (%)	14.8	8.5	7.5	9.6	12.5
EBITDA 마진 (%)	22.4	11.3	11.8	12.6	16.3
ROIC	25.3	11.6	8.8	12.7	17.0
ROA	7.3	4.0	3.7	5.4	7.2
ROE	13.4	7.6	7.0	10.3	13.7
부채비율 (%)	93.5	85.9	89.0	94.4	85.3
순차입금/자기자본 (%)	-17.1	-5.9	-13.4	-15.2	-16.4
영업이익/금융비용 (배)	42.2	20.0	44.3	55.4	81.3

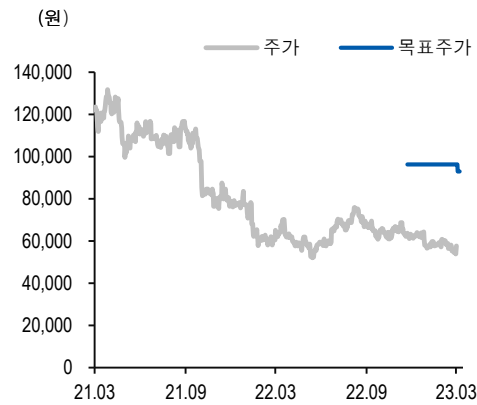
P/E band chart



P/B band chart



셀트리온헬스케어 (091990) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-06	BUY	93,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-03

※해의 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.