

## 3Q20 Review: 내실 다지기로 최대 영업이익 달성

**매수**  
(유지)

목표가: 140,000원  
상승여력: 48.1%

김태희 taehee.kim@miraeeasset.com

### 3Q20 Review

#### 분기 기준 사상 최대 영업이익 달성

- 3Q20 매출액 4,634억원(+64.3% YoY), 영업이익 1,277억원(+499.5% YoY) 달성
- 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 크게 상회하는 우수한 실적
- 제품별 비중: 램시마/인플렉트라 36%, 트룩시마 51%, 허주마 11%, 램시마SC 2%
- 영업이익률 27.6%로 사상 최고치 달성. 전분기의 20.7% 대비 6.9%p 상승
- 이는 고마진 제품의 매출액 증가와 유럽에서 선별적으로 입찰에 참여했기 때문

### 품목별 현황

#### 유럽에서의 내실 다지기 & 미국에서의 성장

- 램시마/인플렉트라: 유럽 점유율 55%로 하락했지만 저마진 입찰은 참가하지 않았기 때문. 유럽 Top5 국가에서의 점유율은 여전히 60% 이상이기에 우려할 필요 없어
- 트룩시마: 미국 점유율 20% 돌파. 지난 10월부터 미국 최대 사보험사인 유나이티드 헬스케어에 우선처방의약품으로 등재됐기에 점유율 상승 지속될 것
- 허주마: 유럽에서 전략적인 입찰 참여로 점유율 다소 하락했지만(19%→16%) 높은 수익성은 유지. 일본 시장 점유율은 전년 동기 2%에서 39%로 빠르게 상승

### 투자 의견 및 목표주가

#### 투자 의견 '매수' 및 목표주가 140,000원 유지

- 셀트리온과 함께 당사 바이오/헬스케어 업종 Top pick 의견 유지
- 미국향 매출액 증가와 유럽에서 수익성 우선 전략으로 높은 수준의 이익률 지속될 전망
- 내년 상반기는 램시마SC, 하반기는 고농도 휴미라 바이오시밀러로 고성장세 이어질 것

#### Key data



현재주가(20/11/16, 원)	94,500	시가총액(십억원)	14,346
영업이익(20F, 십억원)	405	발행주식수(백만주)	152
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	325	유동주식비율(%)	60.7
EPS 성장률(20F, %)	344.9	외국인 보유비중(%)	17.0
P/E(20F, x)	49.3	베타(12M) 일간수익률	0.56
MKT P/E(20F, x)	17.1	52주 최저가(원)	43,594
KOSDAQ	847.33	52주 최고가(원)	114,700

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.6	-0.8	88.2
상대주가	5.9	-19.0	48.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	921	713	1,101	1,818	2,314	2,932
영업이익 (십억원)	154	-25	83	405	540	711
영업이익률 (%)	16.7	-3.5	7.5	22.3	23.3	24.2
순이익 (십억원)	157	11	65	290	374	539
EPS (원)	1,172	76	431	1,917	2,353	3,234
ROE (%)	13.9	0.7	3.9	16.0	17.5	20.7
P/E (배)	86.6	947.1	123.0	49.3	40.2	29.2
P/B (배)	8.9	6.2	4.5	6.9	6.4	5.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

표 1. 3Q20 Review

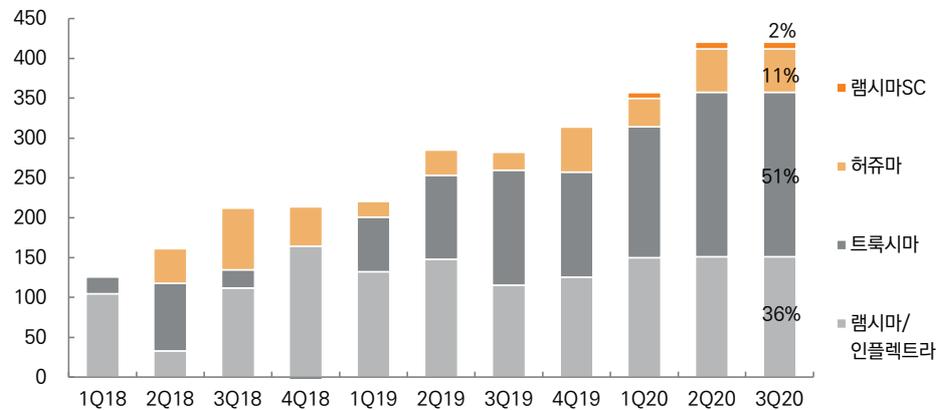
(십억원, %)

	3Q19	2Q20	3Q20	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	282.0	420.3	463.4	64.3	10.3	485.2	454.5
영업이익	21.3	86.8	127.7	499.5	47.1	91.7	92.7
opm(%)	7.6	20.7	27.6			18.9	20.4
지배주주순이익	10.1	46.4	86.1	752.5	85.6	68.8	74.9

자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

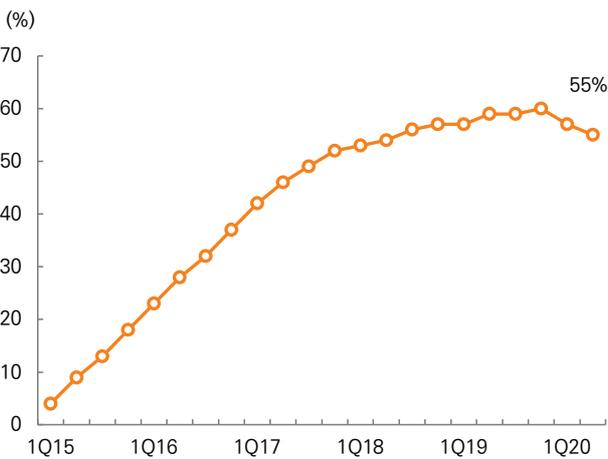
그림 1. 제품별 매출액 추이

(십억원)



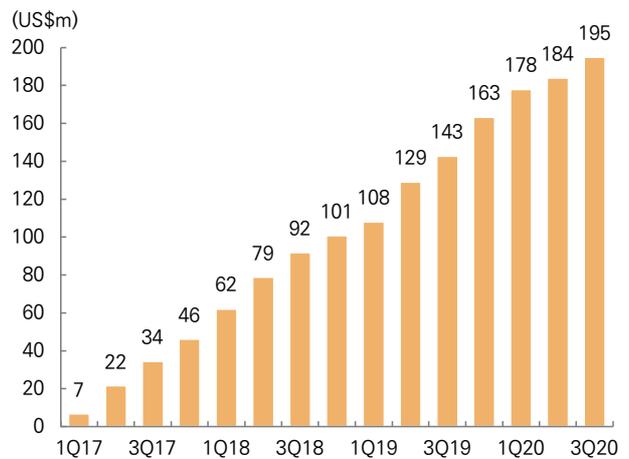
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 유럽 램시마 점유율 추이



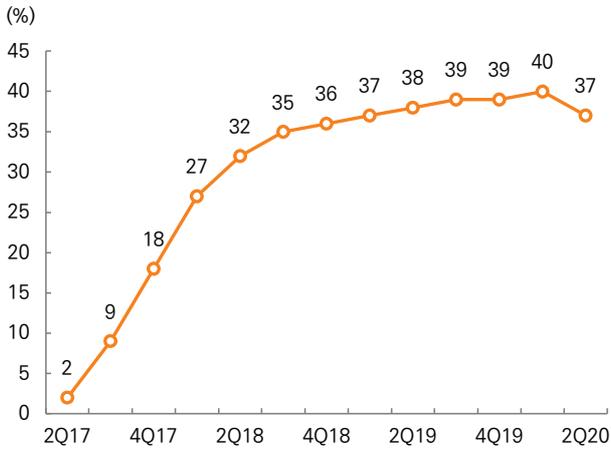
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 미국 인플렉트라 처방액 추이



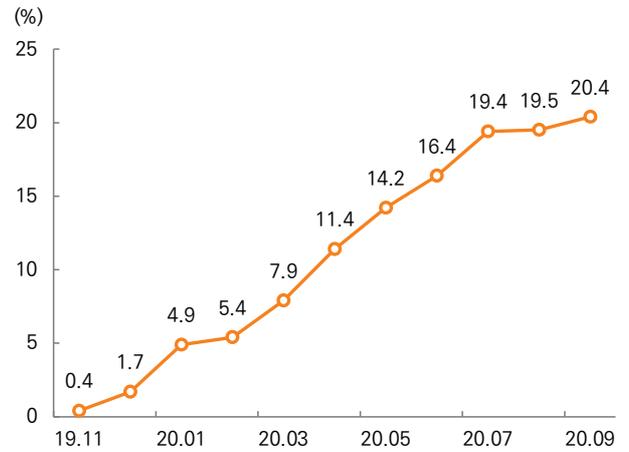
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 유럽 트룩시마 점유율 추이



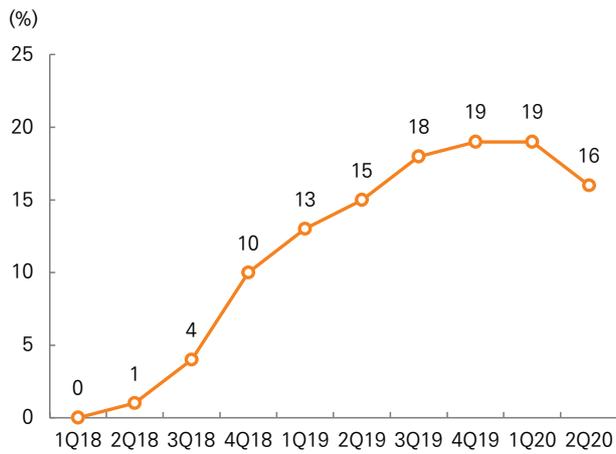
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 미국 트룩시마 점유율 추이



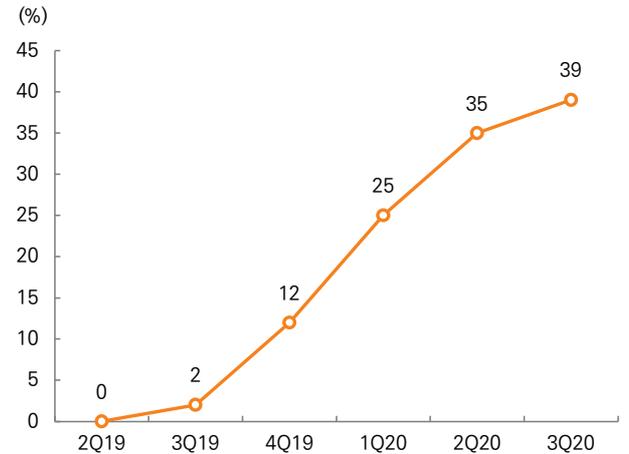
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 유럽 허쥬마 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 일본 허쥬마 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,101</b>	<b>1,818</b>	<b>2,314</b>	<b>2,932</b>
매출원가	892	1,213	1,539	1,944
매출총이익	209	605	775	988
판매비와관리비	127	200	236	278
조정영업이익	83	405	540	711
영업이익	83	405	540	711
비영업손익	-8	-5	-9	-5
금융손익	-4	-5	-4	-1
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	75	400	531	706
계속사업법인세비용	10	110	157	167
계속사업이익	65	290	374	539
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>65</b>	<b>290</b>	<b>374</b>	<b>539</b>
지배주주	65	290	374	539
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>33</b>	<b>290</b>	<b>374</b>	<b>539</b>
지배주주	33	290	374	539
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	85	409	543	714
FCF	-164	91	166	318
EBITDA 마진율 (%)	7.7	22.5	23.5	24.4
영업이익률 (%)	7.5	22.3	23.3	24.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.9	16.0	16.2	18.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>2,666</b>	<b>3,179</b>	<b>3,772</b>	<b>4,600</b>
현금 및 현금성자산	297	335	475	764
매출채권 및 기타채권	389	474	603	764
재고자산	1,624	1,818	2,037	2,281
기타유동자산	356	552	657	791
<b>비유동자산</b>	<b>183</b>	<b>234</b>	<b>244</b>	<b>256</b>
관계기업투자등	3	5	6	7
유형자산	2	4	4	5
무형자산	3	3	3	3
<b>자산총계</b>	<b>2,849</b>	<b>3,413</b>	<b>4,017</b>	<b>4,856</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,071</b>	<b>1,356</b>	<b>1,595</b>	<b>1,905</b>
매입채무 및 기타채무	669	1,022	1,301	1,649
단기금융부채	116	104	87	70
기타유동부채	286	230	207	186
<b>비유동부채</b>	<b>112</b>	<b>101</b>	<b>91</b>	<b>82</b>
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	111	100	90	81
<b>부채총계</b>	<b>1,183</b>	<b>1,456</b>	<b>1,686</b>	<b>1,987</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,666</b>	<b>1,956</b>	<b>2,330</b>	<b>2,869</b>
자본금	144	151	159	166
자본잉여금	1,391	1,391	1,391	1,391
이익잉여금	330	613	979	1,511
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,666</b>	<b>1,956</b>	<b>2,330</b>	<b>2,869</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-164</b>	<b>96</b>	<b>169</b>	<b>321</b>
당기순이익	65	290	374	539
비현금수익비용가감	37	109	163	170
유형자산감가상각비	2	3	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	35	106	160	167
영업활동으로인한자산및부채의변동	-221	-188	-207	-220
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	26	-74	-121	-150
재고자산 감소(증가)	72	-195	-218	-244
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-76	285	234	291
법인세납부	-41	-110	-157	-167
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>164</b>	<b>-54</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>
유형자산처분(취득)	0	-5	-4	-4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-1	-1	-1
기타투자활동	164	-48	-9	-11
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>86</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	<b>-18</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	32	-12	-16	-17
자본의 증가(감소)	14	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	40	0	-1	-1
<b>현금의 증가</b>	<b>57</b>	<b>38</b>	<b>139</b>	<b>290</b>
기초현금	240	297	335	475
기말현금	297	335	475	764

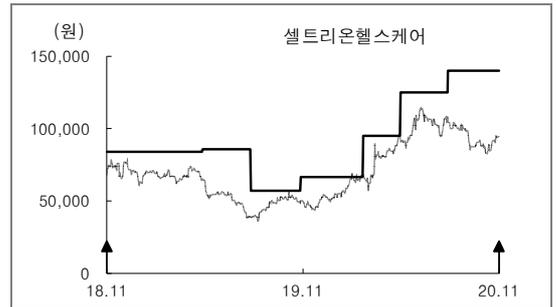
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	123.0	49.3	40.2	29.2
P/CF (x)	78.3	35.9	28.0	22.2
P/B (x)	4.5	6.9	6.4	5.5
EV/EBITDA (x)	87.8	34.1	25.4	18.9
EPS (원)	431	1,917	2,353	3,234
CFPS (원)	677	2,634	3,379	4,255
BPS (원)	11,784	13,637	14,671	17,091
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	54.4	65.1	27.3	26.7
EBITDA증가율 (%)	-	381.2	32.8	31.5
조정영업이익증가율 (%)	-	388.0	33.3	31.7
EPS증가율 (%)	467.1	344.8	22.7	37.4
매출채권 회전을 (회)	2.9	4.5	4.6	4.6
재고자산 회전을 (회)	0.7	1.1	1.2	1.4
매입채무 회전을 (회)	1.5	1.7	1.6	1.6
ROA (%)	2.2	9.3	10.1	12.1
ROE (%)	3.9	16.0	17.5	20.7
ROIC (%)	5.8	21.1	22.1	28.1
부채비율 (%)	71.0	74.4	72.4	69.2
유동비율 (%)	248.9	234.5	236.5	241.5
순차입금/자기자본 (%)	-10.9	-20.1	-23.6	-29.9
조정영업이익/금융비용 (x)	12.1	53.8	82.1	130.9

자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온헬스케어 (091990)				
2020.08.14	매수	140,000	-	-
2020.05.18	매수	125,000	-18.41	-8.24
2020.03.09	매수	95,000	-17.77	0.32
2019.11.14	매수	66,702	-18.26	3.45
2019.08.13	매수	57,173	-16.33	-1.33
2019.05.15	매수	85,759	-39.91	-24.11
2018.11.15	매수	84,147	-17.70	-5.44



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

\* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.