



셀트리온헬스케어

| Bloomberg Code (091990 KS) | Reuters Code (091990.KQ)

2023년 11월 24일

[제약/바이오]

아름다운 이별

정재원 선임연구원

☎ 02-3772-1542

✉ jaewonjeong@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (11월 23일)
76,400 원



목표주가
90,000 원 (유지)



상승여력
17.8%

- ◆ 매분기 성장성 증명 중
- ◆ 합병과 직판의 시너지를 통한 공격적 마케팅 기대
- ◆ 거래정지 시점 이전까지는 편안한 흐름 전망

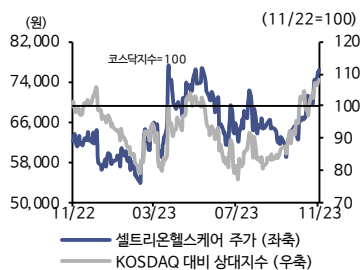


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	12,565.1 십억원
발행주식수	164.5 백만주
유동주식수	94.3 백만주 (57.4%)
52 주 최고가/최저가	77,300 원/53,900 원
일평균 거래량 (60 일)	494,882 주
일평균 거래액 (60 일)	33,023 백만원
외국인 지분율	17.84%
주요주주	
셀트리온홀딩스 외 20 인	37.59%

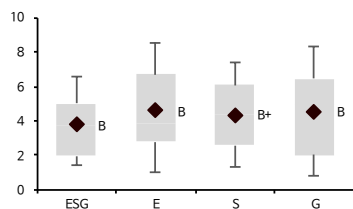
절대수익률	
3 개월	19.9%
6 개월	-0.1%
12 개월	21.9%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	29.8%
6 개월	5.2%
12 개월	8.4%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q23 Re: 상저하고 흐름 증명

3분기 연결 기준 매출액 및 영업이익은 각각 6,476억원(+30.5% YoY, 이하 YoY 생략), 505억원(-30.3%, OPM 7.8%)을 달성했다. 분기최대 실적을 달성했다. 호실적을 기록했으나 수익성은 감소했다. 이는 예상 단가 대비 실제단가가 높아 추가 정산이 진행되었음에 기인한다.

전 품목에 걸친 매출 상승 추세가 확인됐으며, 고마진 제품 점유율이 상승하고 있어 수익성 개선 효과도 기대되는 상황이다. 대표적인 고마진 시밀러 제품인 램시마SC는 23년 1분기 13%의 매출 내 비중에서 3분기 16%까지 성장했다. 램시마IV의 점유율도 동반 상승했다는 점에서 카니발리제이션 우려는 낮다고 판단한다.

직판 체제로의 전환을 위한 준비는 순조롭게 진행 중

파트너사 판매 체제에서 완전 직판 체제로 전환은 순조롭게 진행되고 있다. 현재 동사의 미국법인 인원은 90명 정도로 파악된다. 연내 100명, 궁극적으로 300명 정도의 인원을 확보하는 목표로 충원 중이다. 합병 완료 이후 매입원가 제약이 없어지는 강점을 활용해 공격적인 마케팅이 가능할 것으로 예상된다.

공격적인 마케팅이 가능해짐과 동시에 램시마SC의 미국 출시가 24년 예정되어 있다는 점은 시너지가 가능한 부분이다. 유럽에서 쌓인 실제 처방 데이터를 활용해 적극적인 영업 활동이 가능할 것이 기대된다. 또한 신약이라는 점에서 높은 약가가 예상되기에 통합 법인의 제품 포트폴리오에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 전망한다.

목표주가 유지. 아름다운 이별의 시간을 맞이할 때

투자의견과 목표주가는 그대로 유지한다. 목표주가는 DCF 밸류에이션을 통해 산출했으며 동사의 추정 가치는 13조 5,948억원이다.

구체적인 합병 스케줄은 23년 12월 18일부터 24년 1월 11일까지 거래가 정지된 이후 23년 12월 28일 양사가 합병되고 24년 1월 12일 통합 셀트리온이 신주 상장되는 일정이다. 거래정지 시점 이전까지는 주가에 영향을 줄만한 요인은 부재하다는 판단이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	1,804.5	199.4	152.6	929	12,817	83.1	60.2	6.0	7.6	(5.6)
2022	1,972.2	228.9	147.2	895	12,538	64.8	38.5	4.6	7.1	(8.0)
2023F	2,424.3	191.1	161.9	985	12,900	77.1	61.8	5.9	7.6	(9.0)
2024F	3,109.8	425.4	351.3	2,057	14,282	36.9	25.6	5.3	14.8	(57.8)
2025F	3,465.5	610.3	502.3	2,832	16,359	26.8	17.2	4.6	18.1	(65.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

셀트리온헬스케어 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	20	21	22	23F
매출액	415.7	519.0	496.4	541.1	503.6	525.8	647.6	747.4	1,627.6	1,804.5	1,972.2	2,424.3
YoY	16.7	19.8	21.3	(10.7)	21.1	1.3	30.5	38.1	47.8	10.9	9.3	22.9
Remsima/Inflectra	161.4	221.3	233.6	242.8	238.8	238.5	295.5	310.6	617.4	809.6	859.1	1,083.4
Truxima	134.5	148.4	82.8	70.6	72.7	80.5	106.0	109.5	786.8	459.1	436.5	368.7
Herzuma	40.0	56.3	62.7	27.9	43.9	43.0	57.2	66.9	162.6	211.0	186.9	211.0
Remsima SC	39.1	50.3	65.5	82.1	65.8	80.8	101.3	119.7	36.8	89.6	236.9	367.6
Yuflyma	7.8	8.9	11.3	11.8	21.4	32.6	47.0	88.2	0.0	14.1	39.9	189.2
Vegzelma	0.0	0.0	0.0	8.4	7.5	8.3	8.8	9.6	0.0	0.0	8.4	34.1
기타	32.9	33.8	40.5	97.5	53.5	42.2	31.9	42.8	24.0	221.0	204.6	170.3
의약품별 YoY												
Remsima/Inflectra	(1.6)	60.1	(5.7)	(6.5)	48.0	7.8	26.5	28.0	17.9	31.1	6.1	26.1
Truxima	22.7	(9.3)	19.4	(39.3)	(46.0)	(45.8)	27.9	55.1	77.4	(41.6)	(4.9)	(15.5)
Herzuma	(32.6)	31.0	57.0	(59.4)	9.7	(23.7)	(8.8)	139.6	29.1	29.8	(11.4)	12.9
Remsima SC	136.1	170.7	175.4	167.1	68.5	60.6	54.7	45.8	-	143.5	164.4	55.1
Yuflyma	-	1,386.6	92.3	55.3	173.5	265.4	317.2	645.8	-	-	183.0	374.9
기타	208.7	295.1	96.1	297.3	153.3	24.9	(21.2)	(56.1)	208.4	820.0	(7.4)	(16.7)
매출총이익	104.3	140.9	153.1	163.5	153.2	150.9	157.4	185.8	541.8	430.5	561.8	647.2
YoY	26.7	10.8	105.1	11.6	46.9	7.1	2.8	13.6	158.8	(20.5)	30.5	15.2
GPM	25.1	27.1	30.8	30.2	30.4	28.7	24.3	24.9	33.3	23.9	28.5	26.7
판매관리비	59.2	66.8	80.6	126.2	102.2	116.8	106.9	130.2	179.7	231.1	332.9	456.1
YoY	16.6	31.1	53.1	64.7	72.6	74.9	32.6	3.2	42.0	28.6	44.1	37.0
영업이익	45.0	74.1	72.5	37.3	51.0	34.1	50.5	55.5	362.1	199.4	228.9	191.1
YoY	43.1	(2.7)	229.3	(46.6)	13.2	(54.0)	(30.3)	49.1	337.4	(44.9)	14.8	(16.5)
OPM	10.8	14.3	14.6	6.9	10.1	6.5	7.8	7.4	22.2	11.1	11.6	7.9
세전이익	61.3	95.2	185.2	(112.1)	120.1	32.1	56.7	57.6	314.7	198.3	229.6	266.5
YoY	75.1	8.4	252.8	(589.6)	95.8	(66.3)	(69.4)	흑전	317.6	(37.0)	15.8	16.1
(지배)순이익	43.6	39.1	137.6	(73.2)	54.1	17.4	44.8	45.6	240.4	152.6	147.2	161.9
YoY	38.3	(38.6)	238.9	(537.1)	24.0	(55.5)	(67.4)	흑전	270.1	(36.5)	(3.5)	10.0
NPM	10.5	7.5	27.7	(13.5)	10.7	3.3	6.9	6.1	14.8	8.5	7.5	6.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

셀트리온헬스케어 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원)		비고
1. 셀트리온헬스케어 기업가치(A+B)	13,595	DCF 밸류에이션을 통해 산출
A. NPV of FCFF	5,178	
B. NPV of Terminal Value	8,417	
2. 순현금	198	2023년 말 기준
3. 기업가치(1+2)	13,793	
4. 보통주주식수	158,242	
5. 적정주가 산출	90,000	
6. 현주가	76,400	2023년 11월 23일 종가
7. 상승여력	17.8%	

자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,914.7	4,454.6	4,614.5	4,962.4	5,657.5
유동자산	3,702.7	4,275.7	4,440.5	4,790.6	5,487.4
현금및현금성자산	254.9	458.0	440.5	1,650.2	2,104.9
매출채권	521.5	660.2	538.7	691.1	770.1
재고자산	2,065.7	2,352.9	2,676.5	1,659.9	1,732.6
비유동자산	212.0	178.9	174.0	171.8	170.1
유형자산	7.1	9.4	4.7	2.3	1.3
무형자산	4.6	12.6	11.8	11.2	10.0
투자자산	4.4	2.4	3.0	3.9	4.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,808.9	2,392.8	2,411.2	2,429.2	2,644.2
유동부채	1,644.2	2,244.9	2,256.6	2,260.0	2,456.1
단기차입금	398.9	358.7	322.8	290.5	261.5
매출채무	736.1	1,441.5	1,513.6	1,559.0	1,737.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	164.7	147.9	154.6	169.2	188.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	3.5	4.3	4.3	4.3	4.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,105.8	2,061.8	2,203.3	2,533.2	3,013.2
자본금	155.0	158.2	164.4	170.7	177.2
자본잉여금	1,412.6	1,417.3	1,417.3	1,417.3	1,417.3
기타자본	(159.0)	(242.5)	(242.5)	(242.5)	(242.5)
기타포괄이익누계액	(15.3)	(88.0)	(88.0)	(88.0)	(88.0)
이익잉여금	712.5	816.8	952.1	1,275.7	1,749.2
지배주주지분	2,105.8	2,061.8	2,203.3	2,533.2	3,013.2
비지배주주지분	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	408.3	367.1	332.2	301.4	273.1
*순차입금(순현금)	(118.5)	(164.1)	(198.3)	(1,464.3)	(1,960.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(175.3)	202.1	47.8	1,280.4	510.0
당기순이익	152.6	147.2	161.9	351.3	502.3
유형자산상각비	3.5	4.4	5.7	3.4	2.0
무형자산상각비	1.7	0.9	1.8	1.6	1.2
외환환손실(이익)	(7.4)	42.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업실(이익)	1.2	0.7	(0.7)	(0.7)	(0.7)
운전자본변동	(397.4)	(166.8)	(112.5)	933.1	13.7
(법인세납부)	(23.3)	(29.2)	(104.6)	(99.1)	(141.7)
기타	93.8	202.7	96.0	90.6	133.0
투자활동으로인한현금흐름	(4.2)	177.4	(10.1)	(19.0)	(5.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.6)	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(22.2)	(0.7)	(1.0)	(1.0)	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.2	(0.1)	0.3
기타	18.6	179.0	(8.3)	(16.9)	(4.7)
FCF	(267.3)	222.1	2.9	1,254.1	473.3
재무활동으로인한현금흐름	187.8	(174.9)	(55.1)	(51.4)	(49.7)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(34.9)	(30.8)	(28.3)
자기주식의처분(취득)	11.6	91.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(39.9)	(20.2)	(20.3)	(21.2)
기타	176.2	(226.0)	(0.0)	(0.3)	(0.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	15.1	(1.6)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	23.4	203.1	(17.5)	1,209.7	454.8
기초현금	231.5	254.9	458.0	440.5	1,650.2
기말현금	254.9	458.0	440.5	1,650.2	2,104.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,804.5	1,972.2	2,424.3	3,109.8	3,465.5
증감률 (%)	10.9	9.3	22.9	28.3	11.4
매출원가	1,374.0	1,410.4	1,777.1	2,142.5	2,256.5
매출총이익	430.5	561.8	647.2	967.3	1,209.0
매출총이익률 (%)	23.9	28.5	26.7	31.1	34.9
판매관리비	231.1	332.9	456.1	541.9	598.8
영업이익	199.4	228.9	191.1	425.4	610.3
증감률 (%)	(44.9)	14.8	(16.5)	122.6	43.4
영업이익률 (%)	11.1	11.6	7.9	13.7	17.6
영업외손익	(1.2)	0.7	75.4	25.0	33.7
금융손익	(18.6)	(40.7)	67.1	42.6	50.6
기타영업외손익	18.6	42.1	8.5	(16.9)	(16.4)
중속 및 관계기업관련손익	(1.1)	(0.7)	(0.2)	(0.7)	(0.5)
세전계속사업이익	198.3	229.6	266.5	450.4	644.0
법인세비용	45.7	82.4	104.6	99.1	141.7
계속사업이익	152.6	147.2	161.9	351.3	502.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	152.6	147.2	161.9	351.3	502.3
증감률 (%)	(36.5)	(3.5)	10.0	117.0	43.0
순이익률 (%)	8.5	7.5	6.7	11.3	14.5
(지배주주)당기순이익	152.6	147.2	161.9	351.3	502.3
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	171.7	74.5	161.9	351.3	502.3
(지배주주)총포괄이익	171.7	74.5	161.9	351.3	502.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	204.6	234.2	198.6	430.5	613.5
증감률 (%)	(44.0)	14.5	(15.2)	116.7	42.5
EBITDA 이익률 (%)	11.3	11.9	8.2	13.8	17.7

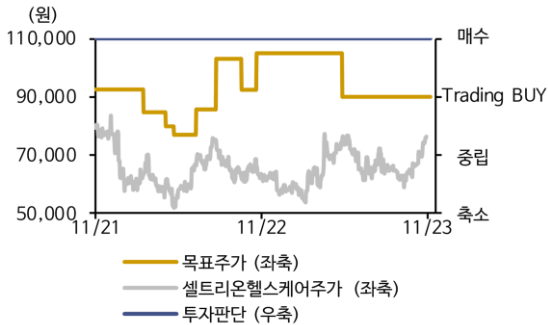
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	929	895	985	2,057	2,832
EPS (지배순이익, 원)	929	895	985	2,057	2,832
BPS (자본총계, 원)	12,817	12,538	12,900	14,282	16,359
BPS (지배지분, 원)	12,817	12,538	12,900	14,282	16,359
DPS (원)	245	125	125	125	125
PER (당기순이익, 배)	83.1	64.8	77.1	36.9	26.8
PER (지배순이익, 배)	83.1	64.8	77.1	36.9	26.8
PBR (자본총계, 배)	6.0	4.6	5.9	5.3	4.6
PBR (지배지분, 배)	6.0	4.6	5.9	5.3	4.6
EV/EBITDA (배)	60.2	38.5	61.8	25.6	17.2
배당성향 (%)	28.1	17.9	16.4	7.9	5.7
배당수익률 (%)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.3	11.9	8.2	13.8	17.7
영업이익률 (%)	11.1	11.6	7.9	13.7	17.6
순이익률 (%)	8.5	7.5	6.7	11.3	14.5
ROA (%)	4.0	3.5	3.6	7.3	9.5
ROE (지배순이익, %)	7.6	7.1	7.6	14.8	18.1
ROIC (%)	10.3	7.9	6.7	22.9	45.0
안정성					
부채비율 (%)	85.9	116.1	109.4	95.9	87.8
순차입금비율 (%)	(5.6)	(8.0)	(9.0)	(57.8)	(65.1)
현금비율 (%)	15.5	20.4	19.5	73.0	85.7
이자보상배율 (배)	20.0	28.9	26.8	65.7	104.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	1.0	1.0	1.3	2.0	3.2
재고자산회수기간 (일)	414.7	408.9	378.6	254.5	178.7
매출채권회수기간 (일)	84.3	109.4	90.3	72.2	76.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

셀트리온헬스케어(091990)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 15일	매수	92,520	(23.5)	(7.6)
2022년 03월 10일	매수	84,707	(27.2)	(17.2)
2022년 04월 28일	매수	79,894	(27.7)	(22.7)
2022년 05월 16일	매수	77,006	(23.0)	(13.1)
2022년 07월 04일	매수	85,669	(18.4)	(11.5)
2022년 08월 17일	매수	102,996	(35.6)	(29.7)
2022년 10월 12일	매수	92,407	(30.2)	(25.7)
2022년 11월 14일	매수	104,921	(40.4)	(26.3)
2023년 05월 15일		6개월경과	(30.3)	(29.1)
2023년 05월 22일	매수	90,000	(25.4)	(14.8)
2023년 11월 23일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 22일 기준)

매수 (매수)	93.15%	Trading BUY (중립)	4.84%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------