



하나금융그룹

2019년 11월 15일 | Equity Research

셀트리온헬스케어 (091990)

미국향 트룩시마 매출이 불러온 기적 같은 변화

3분기 양호한 실적 구현

셀트리온헬스케어의 3분기 매출액은 2,820억원(YoY, 32.6%), 영업이익은 213억원(YoY, 6.4%, OPM, 7.6%)으로 올해 1,2분기 대비 양호한 실적을 구현하였다. 탑라인은 전분기 대비 감소하였으나, 영업이익이 전분기 대비 약 129% 증가하여 올해 가장 높은 실적을 구현하였다. 영업이익률도 7.6%로 전분기 대비 약 4.3%p 가 개선되었다. 외환차익 효과로 인해 세전이익은 264억원(YoY, 190.1%), 순이익은 101억원(YoY, 58.9%)를 기록하였다. 3분기 법인세 비용이 약 163억원 발생하였으나, 이는 한국 본사에서 출하된 물량과 실제 해외 법인 사이의 판매시점 차이로 인한 것으로 연간으로 약 25% 법인세율은 유지될 수 있을 것으로 보여 4분기에는 약 100억원 환급이 발생할 수 있을 것으로 보인다.

이익 개선효과는 결국 미국향 트룩시마

영업이익이 전분기 대비 4.3%p 개선된 이유는 단가가 높아서 마진율이 우수한 미국향 트룩시마가 3분기 약 755억원 발생했기 때문이다. 미국향 트룩시마 매출이 발생하면서 트룩시마의 제품별 비중이 2분기 37%에서 51%로 증가하였으며, 지역별 구분에서도 미국시장 비중이 35%로 크게 증가하였다. 11월 11일 미국시장에 런칭된 트룩시마의 가격은 WAC 가격 기준으로 약 4,228달러로 오리지널인 리툭산 가격(4,698달러) 대비 약 10% 할인해서 시판될 예정이다. 트룩시마는 리툭산의 류마티스관절염 적응증을 제외한 비호지킨림프마(NHL)과 만성립프구백혈병(CLL)과 같은 암 적응증은 확보한 상황으로 류마티스관절염 적응증도 내년 상반기 획득할 수 있을 것으로 기대된다. 일반적으로 자가면역질환과 같은 만성질환치료제보다 항암제가 단가가 훨씬 높은 만큼(레미케이드 1,190달러/램시마 968달러 vs. 리툭산 4,698달러/트룩시마 4,228달러) 미국향 트룩시마 매출이 발생할 때마다 셀트리온헬스케어의 이익률은 크게 개선될 수 있을 것으로 기대된다. 올해 4분기와 내년 1분기에도 테바사의 트룩시마 주문이 계속될 것으로 예상, 셀트리온헬스케어의 이익률 증가가 지속될 수 있을 것으로 기대된다.

2020년 고성장 기대

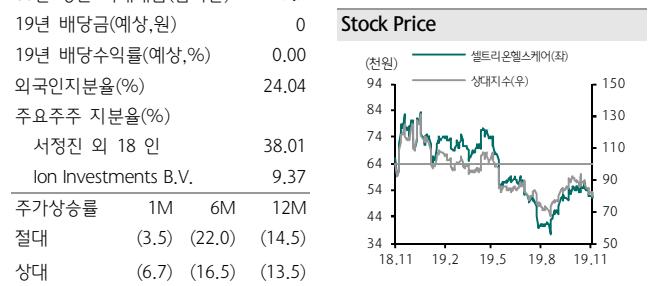
미국시장에서 허쥬마는 2020년 1분기 시판될 수 있을 것으로 보인다. 다만 4번째로 출시되는 허셉틴 바이오시밀러라는 점에서 기대감이 크지는 않지만, 항암제라는 점에서 미국시장에서 시장침투는 빠르고, 이익률은 양호할 것으로 추정된다. 램시마 SC는 11월 유럽에서 시판허기를 획득하게 되면 1분기에 약 45%, 2분기에는 62%, 3분기에 87%의 유럽시장에서 출시될 수 있을 것으로 예상된다. 휴미라 시장을 일부 대체할 수 있을 것으로 예상되는 염증성장질환(IBD)에 대한 적응증을 포함 내년 상반기 전체 적응증으로 허가받을 수 있을 것으로 예상되면서, 유럽시장에서 빠르게 침투할 수 있을 것으로 기대된다. 2020년 트룩시마와 허쥬마의 미국시장 런칭, 램시마 SC의 유럽시장 출시로 3개의 신제품 출시효과가 기대되면서 셀트리온헬스케어는 2020년 전년대비 약 40% 이상 성장한 1.5조원 매출 달성이 가능할 것으로 기대된다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 72,000원 | CP(11월 14일): 52,500원

	Key Data		Consensus Data	
	2019	2020	2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	663.31		매출액(십억원)	1,127.8 1,591.6
52주 최고/최저(원)	83,500/37,700		영업이익(십억원)	79.3 193.0
시가총액(십억원)	7,556.2		순이익(십억원)	69.6 163.9
시가총액비중(%)	3.21		EPS(원)	484 1,139
발행주식수(천주)	143,928.0		BPS(원)	11,901 13,031
60일 평균 거래량(천주)	975.4			
60일 평균 거래대금(십억원)	49.9			
19년 배당금(예상,원)	0			
19년 배당수익률(예상,%)	0.00			
외국인지분율(%)	24.04			
주요주주 지분율(%)				
서정진 외 18 인	38.01			
Ion Investments B.V.	9.37			
주가상승률	1M 6M 12M			
전체	(3.5) (22.0) (14.5)			
상대	(6.7) (16.5) (13.5)			



Financial Data	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	920.9	713.5	1,105.7	1,545.8	2,020.5
영업이익	십억원	153.7	(25.2)	65.7	171.6	268.7
세전이익	십억원	206.1	24.4	76.6	164.9	269.7
순이익	십억원	157.4	11.4	58.1	125.0	204.4
EPS	원	1,230	80	404	852	1,366
증감률	%	16.0	(93.5)	405.0	110.9	60.3
PER	배	86.64	947.11	129.91	61.65	38.43
PBR	배	8.92	6.23	4.22	4.10	3.78
EV/EBITDA	배	92.41	N/A	100.40	37.36	23.02
ROE	%	13.36	0.68	3.49	7.12	10.64
BPS	원	11,952	12,083	12,436	12,797	13,891
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 셀트리온헬스케어 3Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q19	3Q18	YoY(%)	Consen	%Variance
매출액	282.0	212.7	32.6	285.9	(1.4)
영업이익	21.3	20.1	6.4	24.1	(11.5)
세전이익	26.4	9.1	190.7	26.1	1.0
당기순이익	10.1	6.4	58.9	20.2	(49.7)
OPM %	7.6	9.4		8.4	
NPM %	3.6	3.0		7.1	

자료: 하나금융투자

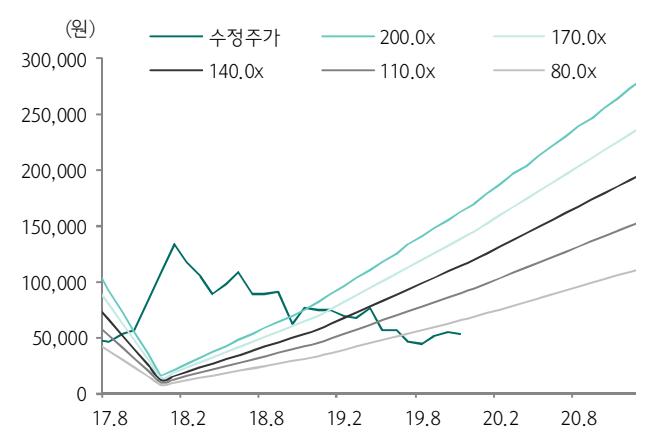
표 2. 셀트리온헬스케어 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	220.5	284.8	282.0	318.4	242.7	351.6	428.7	522.7	713.5	1,105.7	1,545.8
YoY	71.8%	55.0%	32.6%	68.7%	10.1%	23.5%	52.0%	64.2%	-22.5%	55.0%	39.8%
램시마	133.3	148.0	117.7	104.3	101.0	111.5	139.4	205.7	413.8	503.4	557.7
YoY	27.4%	350.0%	5.3%	-36.6%	-24.2%	-24.7%	18.5%	97.1%	-18.4%	21.6%	10.8%
미국	19.8	22.8	22.4	59.4	38.7	33.7	42.1	53.9	92.8	102.0	168.4
유럽/기타	113.4	125.3	117.7	44.9	62.3	77.9	97.3	151.8	321.1	401.3	389.3
트룩시마	68.0	105.8	140.8	147.9	114.3	160.9	194.1	195.9	114.2	462.5	665.3
YoY	216.5%	24.8%	513.6%	TB	68.1%	52.1%	37.8%	32.5%	-71.2%	305.2%	43.8%
미국			75.5	84.5	43.5	62.6	76.2	89.8		160.0	272.0
유럽/기타	68.0	105.8	65.3	63.4	70.8	98.3	118.0	106.2	114.2	302.5	393.3
허쥬마	18.4	30.0	21.1	65.4	26.4	53.2	64.2	75.1	171.2	134.9	218.8
YoY		-30.9%	-72.6%	32.9%	43.7%	77.2%	203.9%	14.9%		-21.2%	62.3%
미국				15.0	12.0	17.3	21.0	24.8		15.0	75.0
유럽/기타	18.4	30.0	21.1	50.4	14.4	36.0	43.2	50.3	171.2	119.9	143.8
램시마SC					25.0	30.0	45.0				100.0
기타	0.8	0.9	2.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	14.3	4.9	4.0
매출총이익	33.9	36.4	48.9	57.3	51.0	77.4	85.7	112.4	68.9	176.6	326.5
GPM	32.6%	-6.1%	11.5%	TB	50.3%	112.3%	75.2%	96.1%	-69.3%	156.4%	84.9%
YoY	15.4%	12.8%	17.4%	18.0%	21.0%	22.0%	20.0%	21.5%	9.7%	16.0%	21.1%
판매관리비	24.5	27.2	27.6	31.5	32.3	35.5	41.6	45.5	94.1	110.8	154.9
YoY	43.2%	15.3%	15.9%	6.7%	31.6%	30.7%	50.6%	44.3%	33.5%	17.8%	39.7%
영업이익	9.4	9.3	21.3	25.8	18.7	41.8	44.2	66.9	(25.2)	65.7	171.6
YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	TB	99.5%	352.2%	107.1%	159.4%	TR	TB	161.0%
OPM	4.2%	3.2%	7.6%	8.1%	7.7%	11.9%	10.3%	12.8%	-3.5%	5.9%	11.1%
당기순이익	5.8	8.5	10.1	33.6	20.1	29.7	30.5	44.7	11.4	58.1	125.0
NPM	-90.3%	-22.8%	58.9%	TB	243.4%	250.4%	200.7%	33.0%	-92.8%	410.1%	115.2%
YoY	2.6%	3.0%	3.6%	10.6%	8.3%	8.4%	7.1%	8.6%	1.6%	5.3%	8.1%

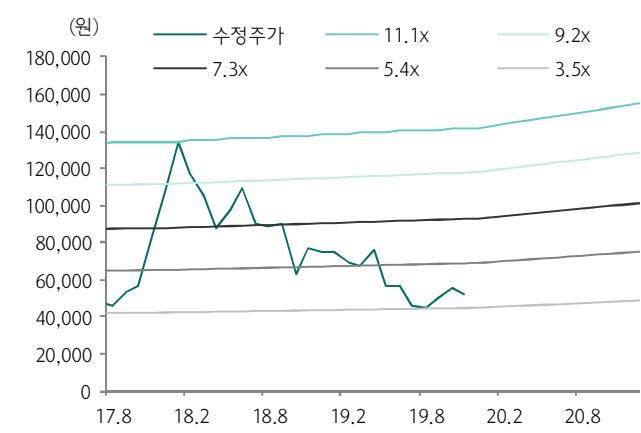
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



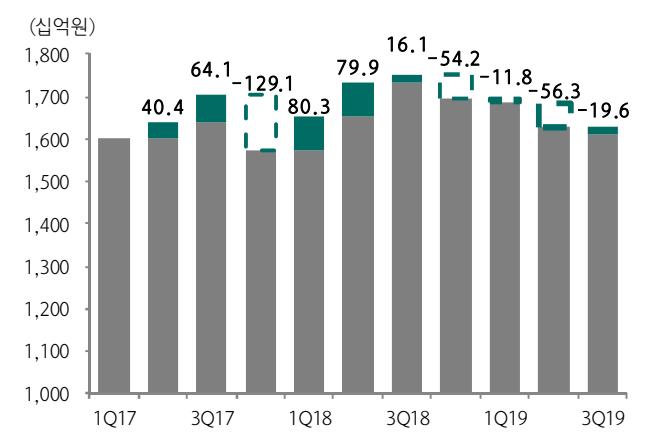
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드



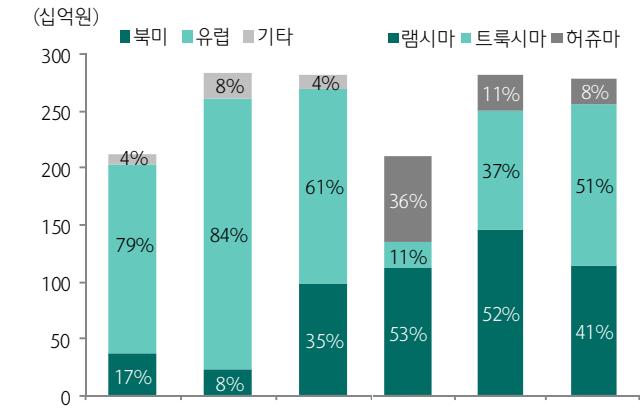
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



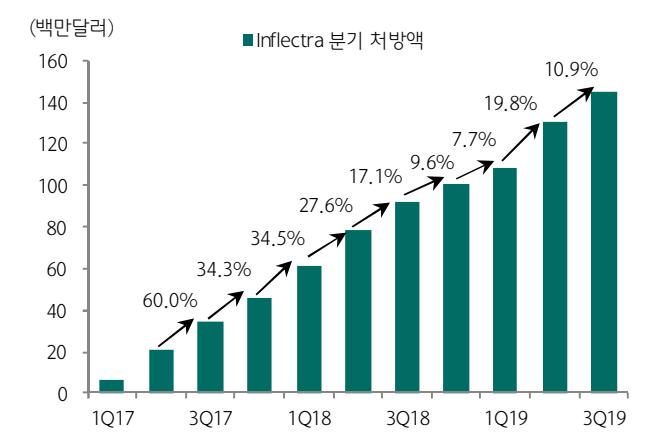
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출비중



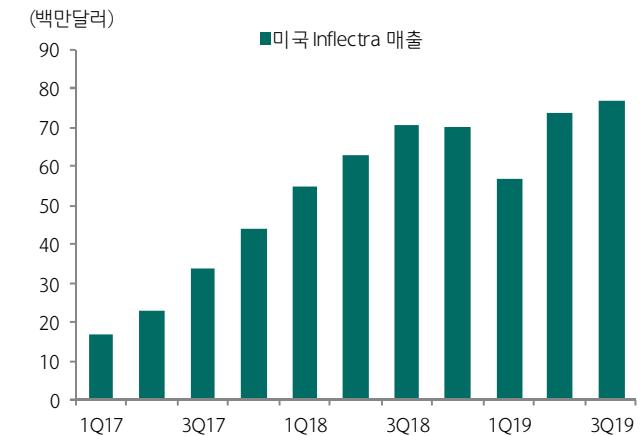
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



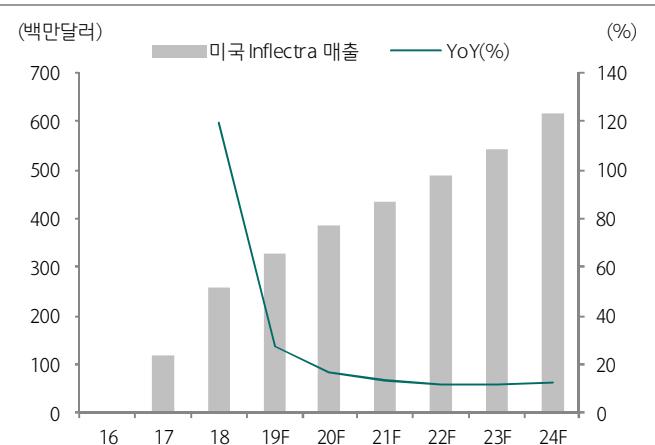
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



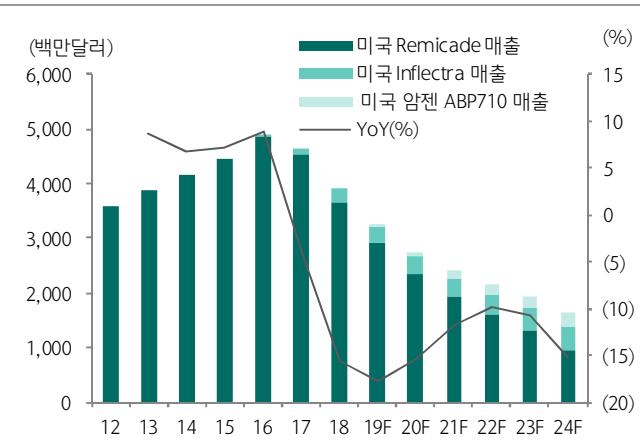
자료: 하나금융투자

그림 7. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



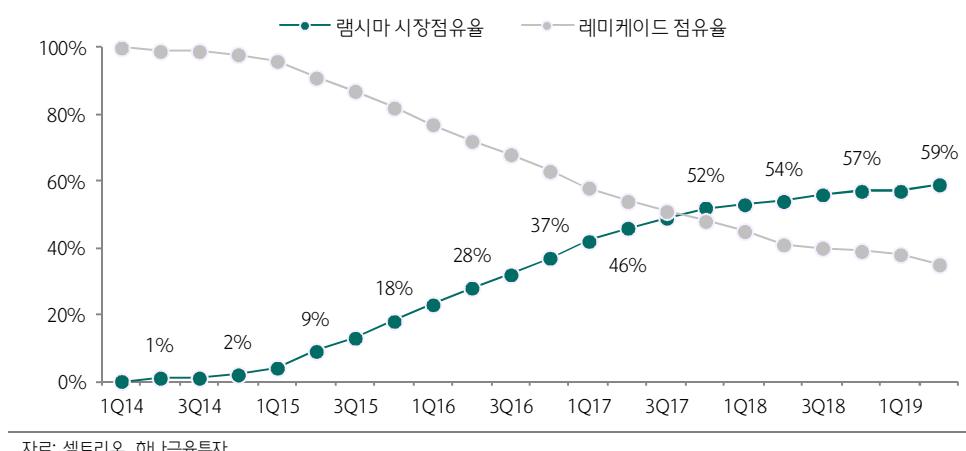
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 8. 미국 infliximab 시장규모 추정치



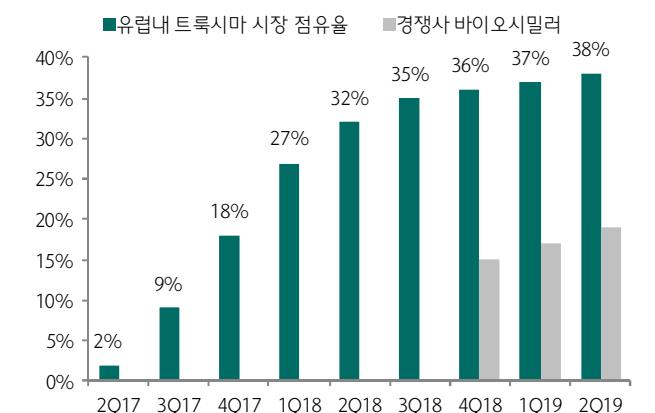
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 9. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



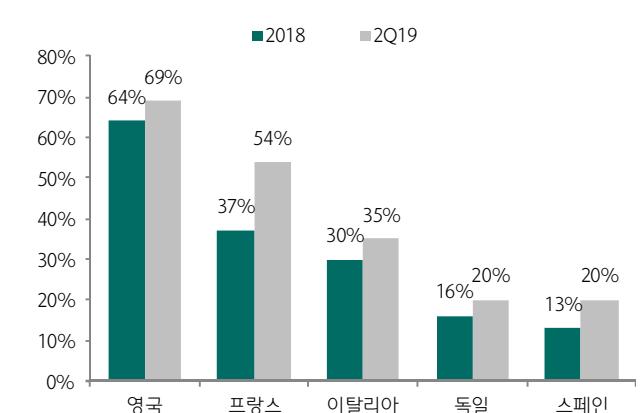
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 10. 트룩시마 유럽 시장점유율



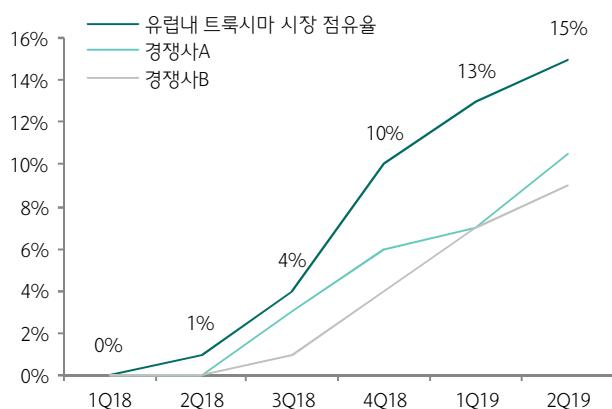
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 11. 트룩시마 유럽 시장점유율



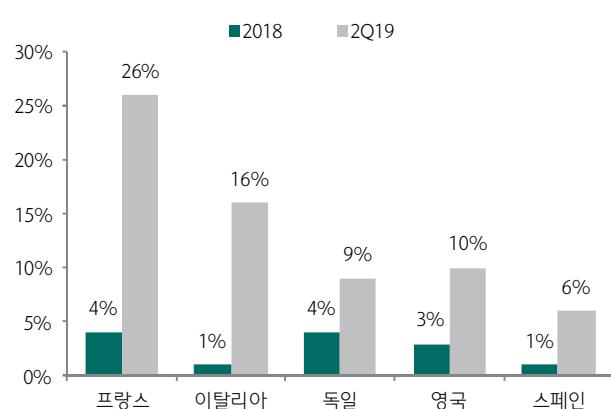
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 12. 허쥬마 유럽 시장점유율



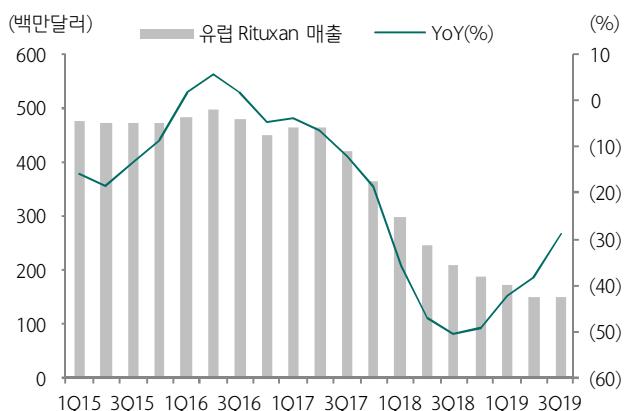
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 13. 허쥬마 유럽 시장점유율



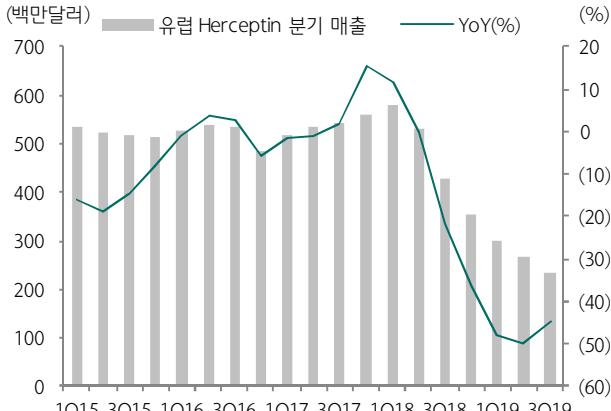
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 14. 유럽시장에서 리툭산 분기별 매출액



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 15. 유럽시장에서 헤셉틴 분기별 매출액



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 16. 유럽 전체 TNF- α 시장 중 90%에 해당하는 시장에 2020년까지 출시 예정

유럽 전체 TNF- α 시장 중 90%에 해당하는 시장에 2020년까지 출시 예정



Europe Target Market Size (비중)

2020.1Q
\$4.0bn
(45%)2020.2Q
\$5.5bn
(62%)2020.3Q
\$7.8bn
(87%)2020.4Q
\$7.9bn
(89%)

자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액		920.9	713.5	1,105.7	1,545.8	2,020.5
매출원가		696.8	644.6	929.1	1,219.3	1,580.1
매출총이익		224.1	68.9	176.6	326.5	440.4
판관비		70.5	94.1	110.8	154.9	171.7
영업이익		153.7	(25.2)	65.7	171.6	268.7
금융손익		67.5	57.2	0.2	2.8	6.2
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업이익		(15.0)	(7.5)	10.7	(9.6)	(5.3)
세전이익		206.1	24.4	76.6	164.9	269.7
법인세		48.7	13.0	18.5	39.9	65.3
계속사업이익		157.4	11.4	58.1	125.0	204.4
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		157.4	11.4	58.1	125.0	204.4
비자매주주지분 순이익		(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익		157.4	11.4	58.1	125.0	204.4
지배주주지분포괄이익		147.0	14.0	58.1	125.0	204.4
NOPAT		117.4	(11.8)	49.8	130.1	203.7
EBITDA		153.8	(24.9)	66.0	171.9	269.0
성장성(%)						
매출액증가율		21.5	(22.5)	55.0	39.8	30.7
NOPAT증가율		(12.7)	적전	흑전	161.2	56.6
EBITDA증가율		(14.0)	적전	흑전	160.5	56.5
영업이익증가율		(13.9)	적전	흑전	161.2	56.6
(지배주주)순이익증가율		28.1	(92.8)	409.6	115.1	63.5
EPS증가율		16.0	(93.5)	405.0	110.9	60.3
수익성(%)						
매출총이익률		24.3	9.7	16.0	21.1	21.8
EBITDA이익률		16.7	(3.5)	6.0	11.1	13.3
영업이익률		16.7	(3.5)	5.9	11.1	13.3
계속사업이익률		17.1	1.6	5.3	8.1	10.1

투자지표						
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)						
EPS		1,230	80	404	852	1,366
BPS		11,952	12,083	12,436	12,797	13,891
CFPS		931	(129)	508	1,117	1,751
EBITDAPS		1,202	(174)	460	1,171	1,798
SPS		7,194	4,982	7,694	10,534	13,505
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		86.6	947.1	129.9	61.6	38.4
PBR		8.9	6.2	4.2	4.1	3.8
PCFR		114.4	N/A	103.3	47.0	30.0
EV/EBITDA		92.4	N/A	100.4	37.4	23.0
PSR		14.8	15.1	6.8	5.0	3.9
재무비율(%)						
ROE		13.4	0.7	3.5	7.1	10.6
ROA		6.5	0.4	1.9	3.7	5.5
ROIC		10.6	(1.0)	5.2	17.7	29.7
부채비율		68.4	80.3	89.0	93.8	96.3
순부채비율		(41.0)	(29.9)	(54.7)	(62.4)	(67.4)
이자보상배율(배)		6.4	(33.4)	150.7	399.2	582.7

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산		2,800.2	2,793.4	3,096.4	3,391.9	3,819.6
금융자산		774.8	572.6	966.6	1,180.9	1,421.1
현금성자산		251.4	240.4	634.0	846.9	1,086.0
매출채권 등		419.1	405.5	385.3	346.7	294.7
재고자산		1,574.8	1,696.9	1,561.2	1,608.0	1,768.8
기타유동자산		31.5	118.4	183.3	256.3	335.0
비유동자산		74.7	155.2	104.8	132.3	151.3
투자자산		50.3	32.7	50.0	65.0	70.0
금융자산		50.3	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산		0.3	0.4	0.4	0.3	0.4
무형자산		2.1	2.9	2.7	2.5	2.4
기타비유동자산		22.0	119.2	51.7	64.5	78.5
자산총계		2,874.9	2,948.6	3,201.3	3,524.2	3,970.9
유동부채		993.3	1,279.1	1,455.1	1,632.1	1,851.8
금융부채		75.1	17.0	18.1	15.7	17.2
매입채무 등		739.8	816.6	841.1	799.1	775.1
기타유동부채		178.4	445.5	595.9	817.3	1,059.5
비유동부채		174.1	34.0	52.6	73.6	96.2
금융부채		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채		174.1	34.0	52.6	73.6	96.2
부채총계		1,167.5	1,313.1	1,507.7	1,705.7	1,948.0
지배주주지분		1,707.5	1,635.5	1,693.6	1,818.5	2,022.9
자본금		137.3	140.5	143.3	146.2	149.1
자본잉여금		1,365.6	1,377.0	1,377.0	1,377.0	1,377.0
자본조정		(40.2)	(138.1)	(138.1)	(138.1)	(138.1)
기타포괄이익누계액		(14.1)	(11.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
이익잉여금		258.8	267.5	322.8	444.9	646.4
비자매주주지분		0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계		1,707.5	1,635.5	1,693.6	1,818.5	2,022.9
순금융부채		(699.7)	(488.4)	(926.1)	(1,135.4)	(1,364.1)

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름		(194.3)	(184.2)	384.8	245.1	248.9
당기순이익		157.4	11.4	58.1	125.0	204.4
조정		(84.8)	(68.9)	0.6	7.1	1.0
감가상각비		0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
외환거래손익		(3.3)	9.4	4.3	9.9	2.7
지분법손익		0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타		(81.7)	(78.6)	(4.0)	(3.1)	(2.0)
영업활동 자산부채 변동		(266.9)	(126.7)	326.1	113.0	43.5
투자활동 현금흐름		(521.0)	253.0	49.3	(36.0)	(21.0)
투자자산감소(증가)		(27.2)	17.6	(17.3)	(15.0)	(5.0)
유형자산감소(증가)		(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
기타		(493.5)	235.6	66.7	(20.9)	(15.8)
재무활동 현금흐름		865.3	(83.1)	1.0	(2.5)	1.5
금융부채증가(감소)		(280.1)	(58.1)	1.1	(2.4)	1.5
자본증가(감소)		1,010.2	11.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		135.2	(36.9)	(0.1)	(0.1)	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		155.5	(11.0)	393.6	212.8	239.2
Unlevered CFO		119.2	(18.5)	73.0	163.9	262.0
Free Cash Flow		(194.6)	(184.4)	384.7	245.0	248.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

센트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.9.30	BUY	72,000		
19.2.23	Neutral	70,000	-16.18%	10.86%
19.1.15	BUY	85,000	-16.44%	-12.24%
18.10.30	BUY	85,364	-13.95%	-2.18%
18.7.9	BUY	137,368	-35.79%	-27.00%
17.12.12	BUY	115,509	-9.50%	30.65%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 11월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.