

셀트리온헬스케어 (091990)

2020년 매분기 서프라이즈한 실적 기대

상장 이후 처음 기록한 어닝 서프라이즈

셀트리온헬스케어의 4분기 매출액은 3,136억원(YoY, 66.2%), 영업이익은 429억원(흑자전환, OPM, 13.7%)를 기록, 컨센서스를 크게 상회하는 서프라이즈한 실적을 시현하였다. 2017년 7월 상장한 이래 처음으로 발표하는 어닝 서프라이즈 실적이었다. 이와 같은 실적 달성에는 유럽보다 단가가 비싸 마진이 높을 것으로 추정되는 북미항 비중이 40%로 전년 대비 6%p, 전분기 대비 5%p 증가하였기 때문으로 분석된다. 더불어 2018년 3분기부터 2019년 3분기까지 5분기 동안 공급이 중단되었던 램시마(TV제형)를 4분기부터 공급받으면서 재고자산의 램시마 원가가 상쇄, GPM이 전분기 대비 11.3%p나 증가했기 때문이다. 이로 인해 판매비가 전년 대비 60%나 증가했음에도 불구하고 영업이익률이 크게 증가했다.

2020년 신화가 시작된다

올해 3월 미국시장에 런칭될 예정인 허쥬마가 4분기 116억원, 미국항 트룩시마도 3분기와 비슷한 수준인 약 825억원 발생하였다. 여기에 작년 10월부터 미국 최대 사보험사인 유나이티드 헬스케어에 등재되면서 QoQ로 14.4% double digit 성장률을 다시 회복한 인플렉트라의 미국항 매출도 409억원 발생하면서 마진율을 크게 제고시켰다. 이러한 추세는 2020년 더욱 두드러질 것으로 예상된다. 기존 램시마, 트룩시마, 허쥬마의 2019년 미국항 매출 비중은 25%에 불과했으나 2020년에는 42%로 크게 증가하면서 2020년 셀트리온헬스케어의 영업이익률은 12.6%로 전년 대비 5.1%p 증가할 것으로 예상된다. 여기에 램시마 SC가 1분기에 매출이 인식될 것으로 예상되면서 2020년 3개 신제품 출시효과로 매출액은 전년 대비 71% 증가한 1,900억, 영업이익은 전년 대비 187% 증가한 2,380억원으로 추정된다.

이제 이들의 성장을 의심하지 말자

2018년 변동대가로 영업이익 적자를 시현했던 셀트리온헬스케어에 대해 여전히 시장은 2020년 이들의 성장성을 의심하고 있다. 그러나 인플렉트라의 판매사인 화이자와 트룩시마, 허쥬마의 판매사인 테바사의 실적발표에서 이들 바이오시밀러의 가능성을 확인할 수 있으며, 매월 발표되는 처방액 데이터를 통해 그 객관성이 이미 확보되었다. 특히 트룩시마의 3개월차 처방액 데이터에서 점유율이 4.9%로 나오면서 항암제 바이오시밀러인 암젠사의 칸진티(허셉틴 바이오시밀러), 엠바시(아바스틴 바이오시밀러)와 비슷하게 점유율을 확대해 나가는 모습을 확인할 수 있다. 칸진티와 엠바시는 출시 5개월 차 각각 9.5%와 12.7%로 10% 가량의 점유율을 확보하였으며, 출시 7개월 차 각각 18.4%와 24.5%로 20% 점유율을 향해 나아가고 있다. 트룩시마가 3개월차 처방액 데이터까지 비슷한 점유율 확대를 보이고 있는 상황에서 향후 트룩시마도 출시 1년 이내 20% 점유율을 기대해 볼 수 있다. 2020년 미국시장의 바이오시밀러가 본격적으로 개화되면서 셀트리온헬스케어의 고성장이 가능할 것으로 기대, 목표주가 87,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다.

Earnings Review

BUY

TP(12M):87,000원(상향) | CP(3월 6일): 67,600원

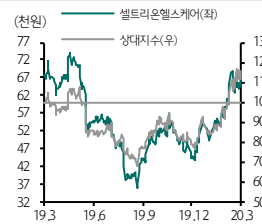
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	642.72
52주 최고/최저(원)	73,943/35,924
시가총액(십억원)	9,730.8
시가총액비중(%)	4.14
발행주식수(천주)	151,062.9
60일 평균 거래량(천주)	1,508.5
60일 평균 거래대금(십억원)	88.9
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	23.27
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18인	38.03
Ion Investments B.V.	9.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.8 52.9 (0.2)
상대	20.1 50.1 15.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,107.6	1,571.7
영업이익(십억원)	70.3	180.8
순이익(십억원)	57.1	139.3
EPS(원)	368	922
BPS(원)	11,238	12,227

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	920.9	713.5	1,100.9	1,884.0	2,541.2
영업이익	십억원	153.7	(25.2)	82.8	237.8	386.3
세전이익	십억원	206.1	24.4	76.2	229.3	386.7
순이익	십억원	157.4	11.4	65.0	173.8	293.1
EPS	원	1,172	76	431	1,150	1,905
증감률	%	16.0	(93.5)	467.1	166.8	65.7
PER	배	86.64	947.10	122.90	58.76	35.49
PBR	배	8.92	6.23	4.46	5.18	4.68
EV/EBITDA	배	92.41	N/A	84.17	36.77	21.64
ROE	%	13.36	0.68	3.90	9.72	14.50
BPS	원	11,389	11,514	11,895	13,044	14,440
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

표 1. 셀트리온헬스케어 4Q19 실적 (IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	4Q19P	4Q18	YoY(%)	Consen	%Variance
매출액	313.6	188.7	66.2	320.4	(2.1)
영업이익	42.9	(68.9)	TB	30.4	41.1
세전이익	23.1	(83.2)	TB	35.1	(34.2)
당기순이익	40.6	(66.5)	TB	26.5	53.2
OPM %	13.7	(36.5)		9.5	
NPM %	12.9	(35.2)		8.3	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온헬스케어 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F
매출액	220.5	284.8	282.0	313.6	314.0	430.6	524.6	614.8	713.5	1,100.9	1,884.0
YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	42.4%	51.2%	86.0%	96.0%	-22.5%	54.3%	71.1%
램시마	133.3	148.0	117.7	125.4	122.1	123.6	154.4	217.6	413.8	524.4	617.8
YoY	27.4%	350.0%	5.3%	-23.8%	-8.4%	-16.5%	31.2%	73.6%	-18.4%	26.7%	17.8%
미국	19.8	22.8	22.4	40.9	57.2	42.4	53.0	59.3	92.8	105.9	211.8
유럽/기타	113.4	125.3	117.7	84.5	65.0	81.2	101.5	158.3	321.1	418.5	406.0
트룩시마	68.0	105.8	140.8	131.7	151.7	191.8	231.7	223.5	114.2	446.3	798.7
YoY	216.5%	24.8%	513.6%	TB	123.0%	81.3%	64.5%	69.7%	-71.2%	291.0%	78.9%
미국		0.0	75.5	82.5	79.0	90.9	110.6	114.6		158.0	395.0
유럽/기타	68.0	105.8	65.3	49.2	72.7	100.9	121.1	109.0	114.2	288.3	403.7
허쥬마	18.4	30.0	21.1	51.6	27.2	54.3	65.4	76.6	171.2	121.1	223.5
YoY	-	-30.9%	-72.6%	4.9%	48.3%	80.7%	210.0%	48.5%	0.0%	-29.3%	84.6%
미국		0.0	0.0	11.6	13.0	18.7	22.7	26.8	0.0	11.6	81.2
유럽/기타	18.4	30.0	21.1	40.0	14.2	35.6	42.7	49.8	171.2	109.5	142.3
램시마SC					12.0	60.0	72.0	96.0	0.0	0.0	240.0
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.1	94.2	114.1	131.1	135.3	68.9	209.4	474.7
YoY	32.6%	-6.1%	11.5%	TB	177.9%	213.2%	168.0%	50.1%	-69.3%	204.0%	126.7%
GPM	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	30.0%	26.5%	25.0%	22.0%	9.7%	19.0%	25.2%
판매관리비	24.5	27.2	27.6	47.2	51.8	58.1	62.4	64.6	94.1	126.5	236.9
YoY	43.2%	15.3%	15.9%	59.8%	111.2%	113.9%	126.1%	36.8%	33.5%	34.5%	87.3%
영업이익	9.4	9.3	21.3	42.9	42.4	56.0	68.7	70.7	(25.2)	82.8	237.8
YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	TB	352.6%	504.9%	222.2%	64.8%	TR	TB	187.0%
OPM	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	13.5%	13.0%	13.1%	11.5%	-3.5%	7.5%	12.6%
당기순이익	5.8	8.5	10.1	40.6	40.0	39.5	50.7	43.5	11.4	65.0	173.8
NPM	-90.3%	-22.8%	58.9%	TB	585.4%	366.5%	399.9%	7.3%	-92.8%	471.2%	167.2%
YoY	2.6%	3.0%	3.6%	12.9%	12.7%	9.2%	9.7%	7.1%	1.6%	5.9%	9.2%

자료: 하나금융투자

목표주가 87,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지

목표주가 87,000원으로 상향
투자 의견 BUY 유지

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가 87,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다. 목표주가 87,000원은 2020년 예상 매출액 1조 8,840억원을 기준으로 나스닥 상장 의료기기 업체들의 평균 PSR 8.7에서 30% 할인한 6.1배를 부과하였다. 2020년 3개의 신제품 출시로 매출액은 전년대비 71% 고성장이 예상된다, 직판체제 구축으로 인한 비용 증가로 영업이익률은 여전히 2017년 수준으로 회복하지 못한 채 2,378억원(OPM, 12.6%)에 불과할 것으로 추정되는 바, PER 보다는 PSR로 밸류에이션 하는 것이 타당하다고 사료된다. 미국의 의료기기 기업들이 대부분 매출은 고성장하지만, 사업을 신규로 확대하는 구간에서 필연적으로 발생하는 비용으로 인해 이익규모는 시총에 비해 상대적으로 작다. 이러한 이유로 나스닥에 상장되어 있는 많은 의료기기 기업들이 PSR로 밸류에이션을 부여받는 바, 이를 셀트리온헬스케어에 적용하여 목표주가를 산정하였다. 다만 2021년에는 판관비 증가폭이 완화되고 매출액이 증가하면서 영업이익단에서 레버리지 발생으로 영업이익률이 15% 수준으로 정상화되어 약 3,900억원 영업이익 달성이 가능해질 것으로 추정되면서 어닝으로 밸류에이션이 가능해질 것으로 기대해 본다.

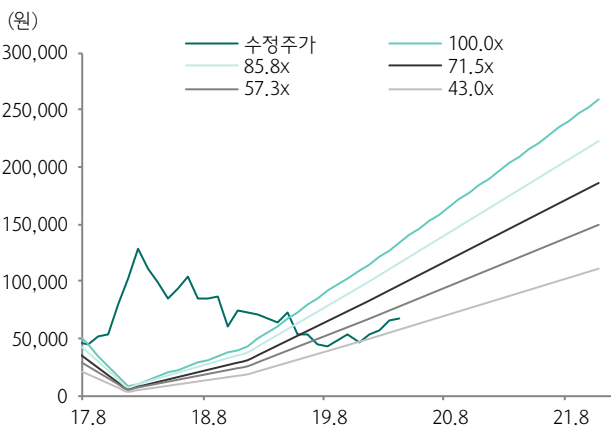
표 3. 셀트리온헬스케어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 영업가치	11,492.4	
2020년 예상 매출액	1,884	
2020년 PSR	6.1	나스닥 상장 의료기기 PSR 30% 할인
자사주	90.2	3개월 평균 주가
순부채	-977.8	
적정자본가치	12,560.4	
주식 수(1,000주)	143,947	
적정주가	87,257	

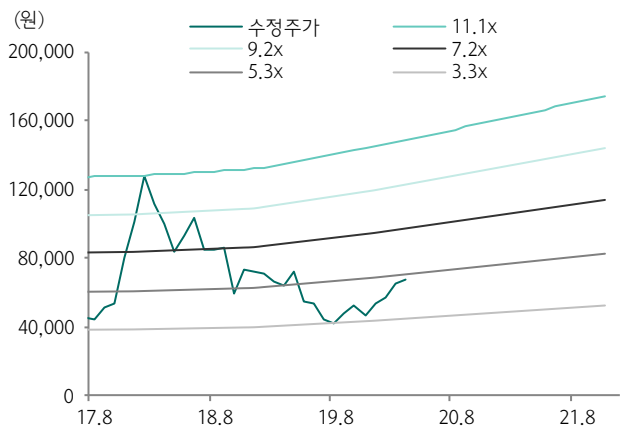
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



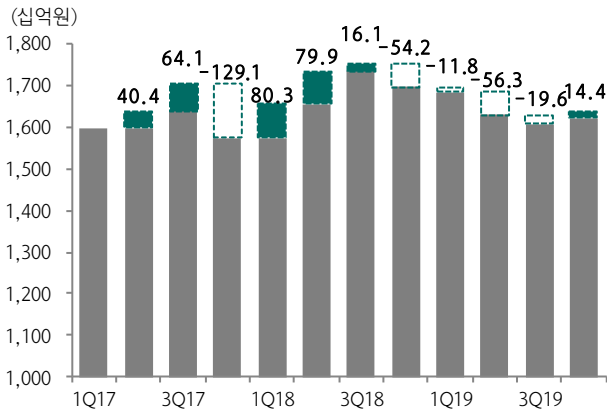
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드



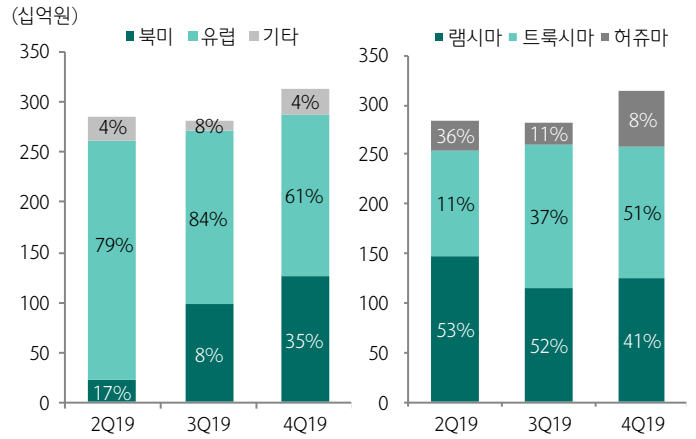
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



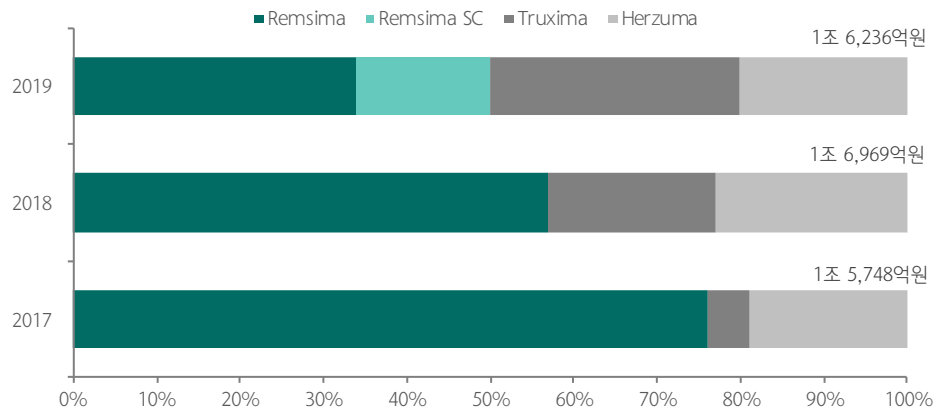
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출비중



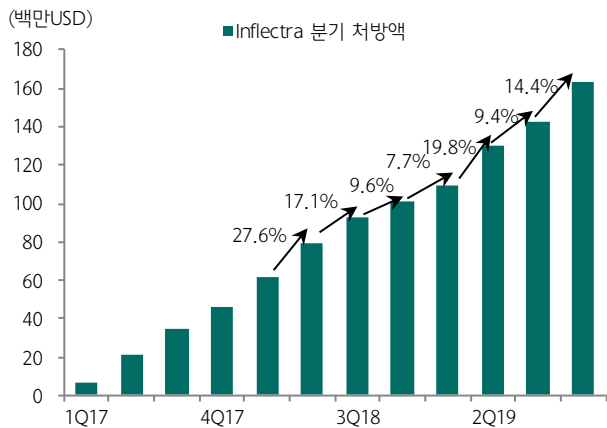
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 재고자산 mix 변화



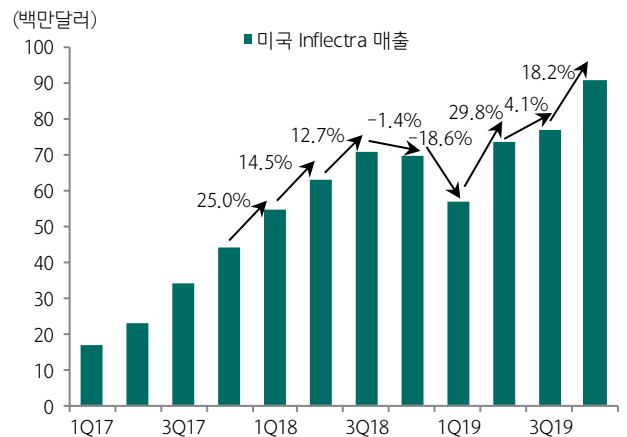
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 6. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



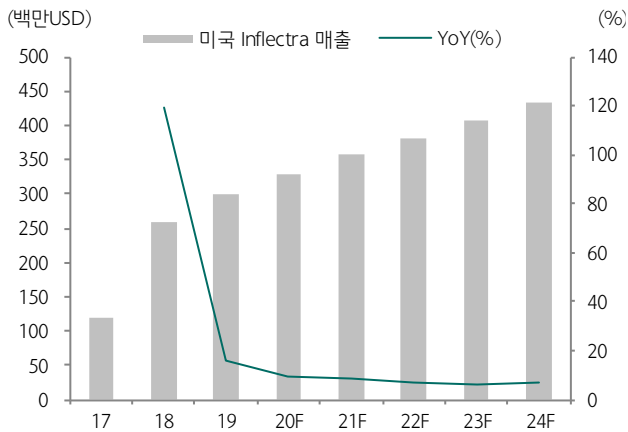
자료: 하나금융투자

그림 7. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



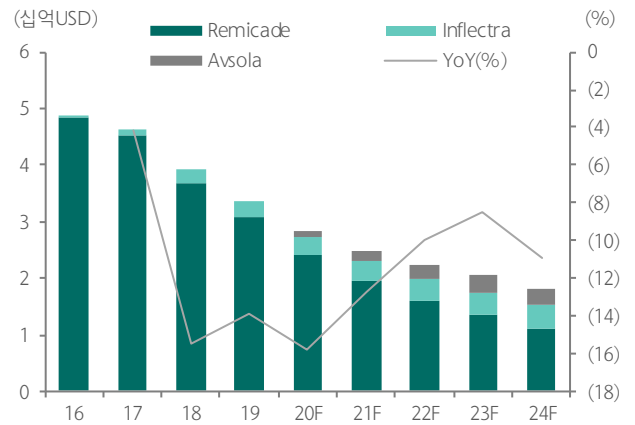
자료: 하나금융투자

그림 8. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



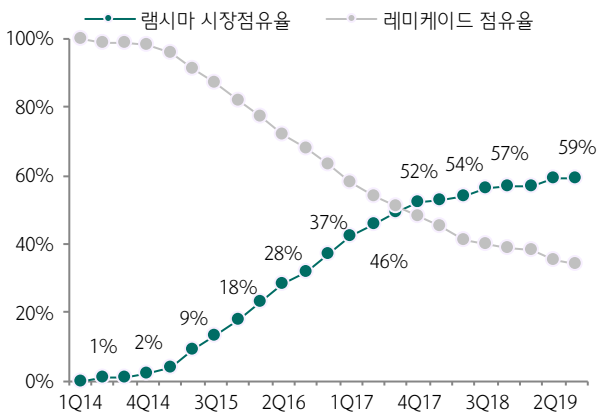
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 9. 미국 infliximab 시장규모 추정치



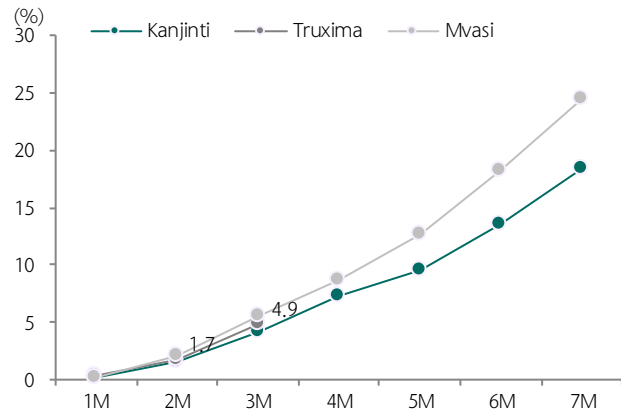
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 10. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



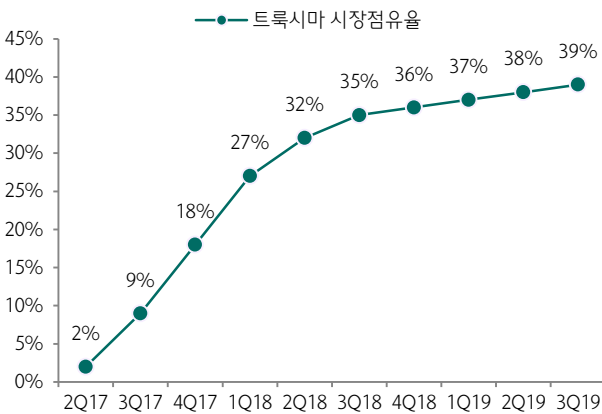
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 11. 미국시장에서 트룩시마 시장 점유율 비교



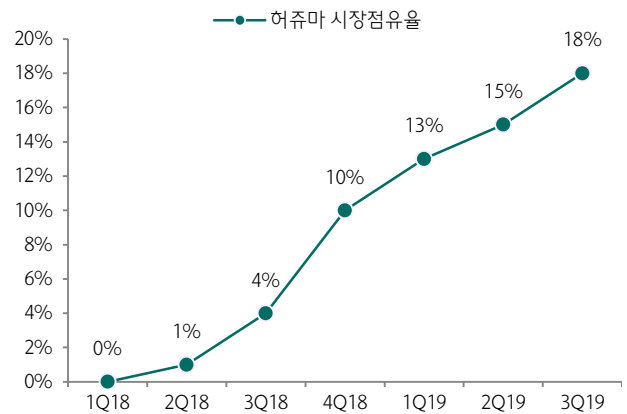
자료: Symphonyhealth, 하나금융투자

그림 12. 트룩시마 유럽 시장점유율



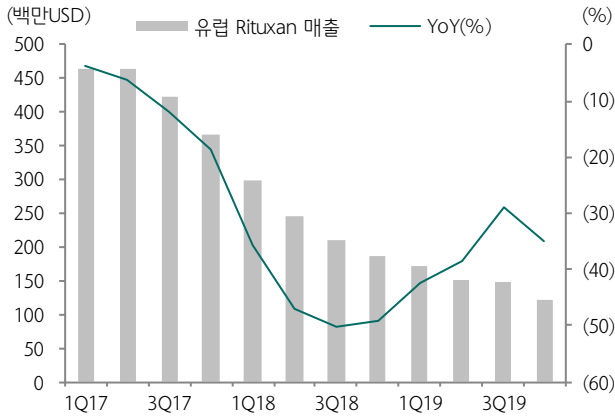
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 13. 허쥬마 유럽 시장점유율



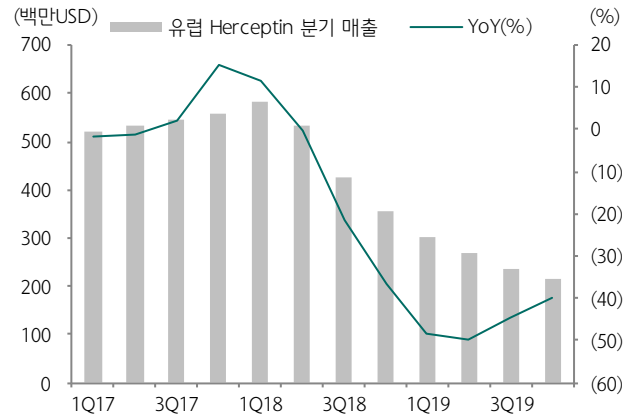
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 14. 유럽시장 리툽산 분기별 매출액



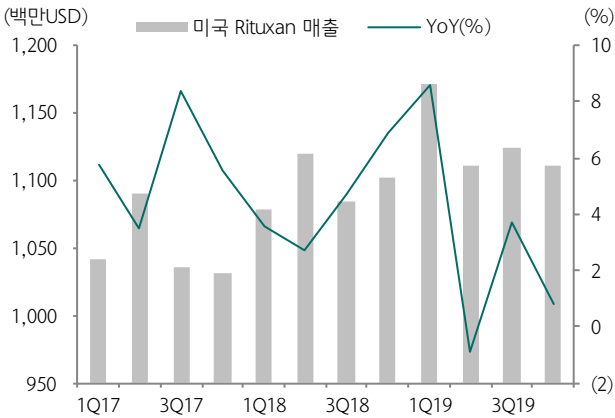
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 15. 유럽시장 허셉틴 분기별 매출액



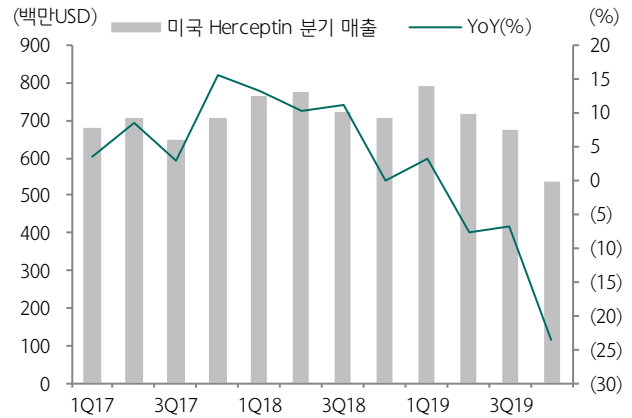
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 16. 미국시장 리툽산 분기별 매출액



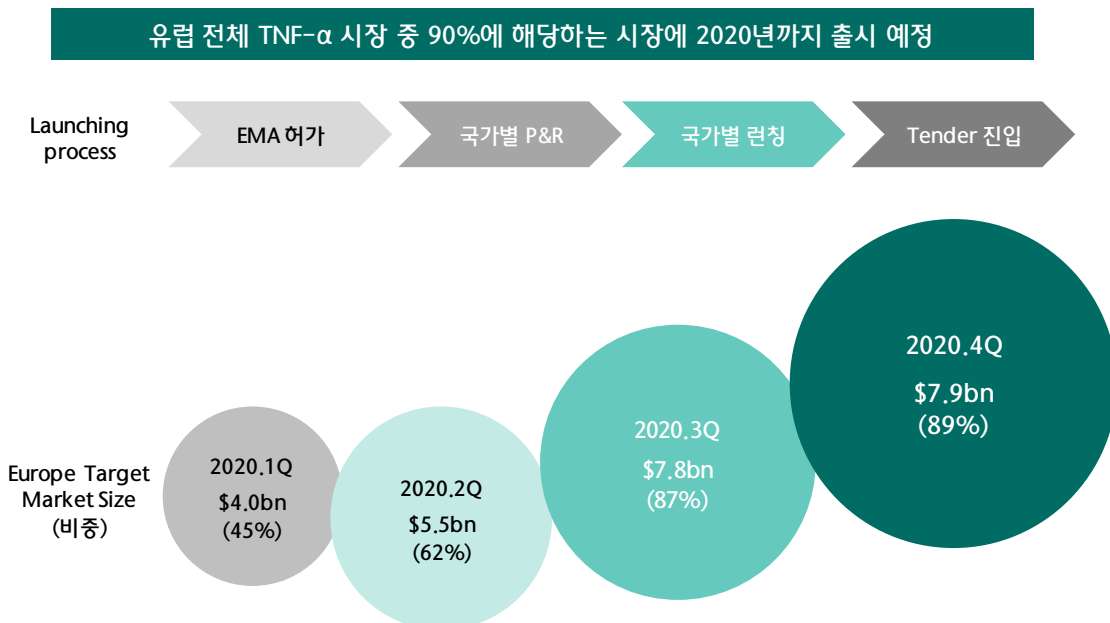
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 17. 미국시장 허셉틴 분기별 매출액



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 18. 유럽 전체 TNF-α 시장 중 90%에 해당하는 시장에 2020년까지 출시 예정



자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	920.9	713.5	1,100.9	1,884.0	2,541.2
매출원가	696.8	644.6	891.5	1,409.3	1,880.5
매출총이익	224.1	68.9	209.4	474.7	660.7
판매비	70.5	94.1	126.5	236.9	274.5
영업이익	153.7	(25.2)	82.8	237.8	386.3
금융손익	67.5	57.2	(9.5)	(1.3)	2.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.0)	(7.5)	2.9	(7.2)	(2.2)
세전이익	206.1	24.4	76.2	229.3	386.7
법인세	48.7	13.0	11.1	55.5	93.6
계속사업이익	157.4	11.4	65.0	173.8	293.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	157.4	11.4	65.0	173.8	293.1
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	157.4	11.4	65.0	173.8	293.1
지배주주지분포괄이익	147.0	14.0	65.0	173.8	293.1
NOPAT	117.4	(11.8)	70.8	180.2	292.8
EBITDA	153.8	(24.9)	83.1	238.1	386.6
성장성(%)					
매출액증가율	21.5	(22.5)	54.3	71.1	34.9
NOPAT증가율	(12.7)	적전	흑전	154.5	62.5
EBITDA증가율	(14.0)	적전	흑전	186.5	62.4
영업이익증가율	(13.9)	적전	흑전	187.2	62.4
(지배주주)순이익증가율	28.1	(92.8)	470.2	167.4	68.6
EPS증가율	16.0	(93.5)	467.1	166.8	65.7
수익성(%)					
매출총이익률	24.3	9.7	19.0	25.2	26.0
EBITDA이익률	16.7	(3.5)	7.5	12.6	15.2
영업이익률	16.7	(3.5)	7.5	12.6	15.2
계속사업이익률	17.1	1.6	5.9	9.2	11.5

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,828.6	3,344.1	3,966.8
금융자산	774.8	572.6	637.2	1,012.7	1,411.1
현금성자산	251.4	240.4	635.2	1,009.3	1,406.7
매출채권 등	419.1	405.5	385.3	346.7	294.7
재고자산	1,574.8	1,696.9	1,623.6	1,672.3	1,839.5
기타유동자산	31.5	118.4	182.5	312.4	421.5
비유동자산	74.7	155.2	54.8	132.3	151.3
투자자산	50.3	32.7	0.0	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	2,883.5	3,476.4	4,118.1
유동부채	993.3	1,279.1	1,130.6	1,512.4	1,829.7
금융부채	75.1	17.0	7.4	5.1	6.6
매입채무 등	739.8	816.6	552.0	524.4	508.7
기타유동부채	178.4	445.5	571.2	982.9	1,314.4
비유동부채	174.1	34.0	52.4	89.7	120.9
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	174.1	34.0	52.4	89.7	120.9
부채총계	1,167.5	1,313.1	1,182.9	1,602.1	1,950.6
지배주주지분	1,707.5	1,635.5	1,700.5	1,874.3	2,167.4
자본금	137.3	140.5	143.3	146.0	148.9
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	329.7	500.8	791.1
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	1,707.5	1,635.5	1,700.5	1,874.3	2,167.4
순금융부채	(699.7)	(488.4)	(629.8)	(977.8)	(1,364.7)

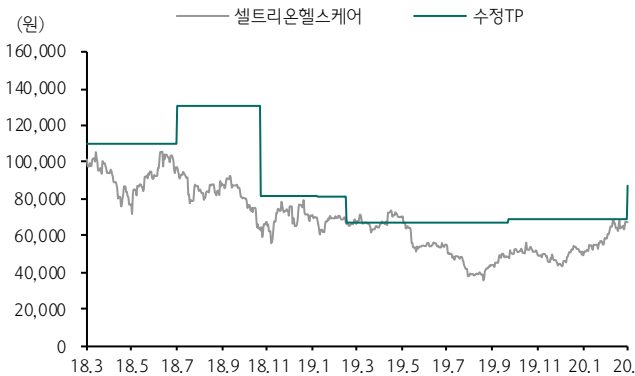
투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,172	76	431	1,150	1,905
BPS	11,389	11,514	11,895	13,044	14,440
CFPS	887	(123)	511	1,523	2,466
EBITDAPS	1,145	(166)	551	1,576	2,512
SPS	6,855	4,747	7,300	12,472	16,514
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	86.6	947.1	122.9	58.8	35.5
PBR	8.9	6.2	4.5	5.2	4.7
PCFR	114.4	N/A	103.7	44.4	27.4
EV/EBITDA	92.4	N/A	84.2	36.8	21.6
PSR	14.8	15.1	7.3	5.4	4.1
재무비율(%)					
ROE	13.4	0.7	3.9	9.7	14.5
ROA	6.5	0.4	2.2	5.5	7.7
ROIC	10.6	(1.0)	6.3	17.6	33.1
부채비율	68.4	80.3	69.6	85.5	90.0
순부채비율	(41.0)	(29.9)	(37.0)	(52.2)	(63.0)
이자보상배율(배)	6.4	(33.4)	258.6	1,125.5	1,055.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(194.3)	(184.2)	42.1	433.9	407.1
당기순이익	157.4	11.4	65.0	173.8	293.1
조정	(84.8)	(68.9)	4.3	7.2	1.0
감가상각비	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
외환거래손익	(3.3)	9.4	1.4	9.9	2.7
지분법손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(81.7)	(78.6)	2.6	(3.0)	(2.0)
영업활동 자산부채 변동	(266.9)	(126.7)	(27.2)	252.9	113.0
투자활동 현금흐름	(521.0)	253.0	95.7	(86.0)	(21.2)
투자자산감소(증가)	(27.2)	17.6	32.7	(65.0)	(5.0)
유형자산감소(증가)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
기타	(493.5)	235.6	63.1	(20.9)	(16.0)
재무활동 현금흐름	865.3	(83.1)	(9.5)	(2.5)	1.5
금융부채증가(감소)	(280.1)	(58.1)	(9.6)	(2.3)	1.6
자본증가(감소)	1,010.2	11.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	135.2	(36.9)	0.1	(0.2)	(0.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	155.5	(11.0)	394.9	374.0	397.4
Unlevered CFO	119.2	(18.5)	77.0	230.1	379.6
Free Cash Flow	(194.6)	(184.4)	42.0	433.8	406.9

자료: 하나금융투자

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.9	BUY	87,000		
19.9.30	BUY	68,607	-21.76%	0.57%
19.2.23	Neutral	66,702	-16.18%	10.86%
19.1.15	BUY	80,995	-16.44%	-12.24%
18.10.30	BUY	81,342	-13.95%	-2.18%
18.7.9	BUY	130,895	-35.79%	-27.00%
18.5.9	BUY	110,066	-14.14%	-3.84%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 3월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 3월 09일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.