

셀트리온헬스케어 (091990)

2020년 매분기 성장하는 모습을 볼 수 있습니다

4분기부터 완벽하게 정상화된 사업

셀트리온헬스케어의 1분기 매출액은 전년대비 약 58% 증가한 3,476억원, 영업이익은 전년대비 약 370% 증가한 438억원 (OPM, 12.6%)으로 추정, 최근 2년간 가장 실적이 양호했던 작년 4분기 대비 QoQ로 증가할 것으로 예상된다. 작년 4분기부터 정상화되기 시작한 마진율은 올해 1분기에도 적용될 수 있을 것으로 보인다. 셀트리온으로부터 꾸준히 램시마를 낮은 원가로 공급받고 있으며 미국향 인플렉트라, 트룩시마, 허쥬마 비중이 점차 증가하면서 원가율이 크게 개선되고 있다. 작년 4분기 기존 제품 중 43% 비중이었던 미국향 매출이 올해 1분기 46%까지 비중이 확대될 수 있을 것으로 예상된다. 특히 화이자사의 재고자산 소진과 사보협사 등재 확대로 인해 2020년 미국향 인플렉트라 연 매출은 전년대비 거의 2배 가까이 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

처음 매출이 발생하는 램시마 SC

램시마 SC 제형은 올해 2월 독일을 시작으로 유럽시장에서 순차적으로 런칭된다. 3월 램시마 SC 매출이 발생하면서 1분기 램시마 SC 제형이 유럽에서 얼마나 팔렸는지 확인해 볼 수 있다. 셀트리온헬스케어는 램시마 SC가 출시 첫해인 올해 연간 적어도 2,000억원 이상 매출을 기록할 것으로 기대하고 있었으나, 예상치 못하게 3월부터 코로나19 바이러스가 유럽에서 급속히 확산되는 바람에 램시마 SC 판매를 위한 마케팅 활동이 제한되고 있다. 3월 초까지는 의사들과의 대면미팅이 가능했으나, 현재에는 화상미팅 또는 각종 자료들을 메일로 제공하는 방식으로 마케팅을 전개하고 있다. 유럽에서 코로나19 바이러스 대유행으로 인해 3월 처음 인식되는 램시마 SC 매출을 크게 기대하기는 어려워졌다. 그러나 환자가 램시마 SC 제형으로 변경하기 위해서는 일단 IV(정맥주사) 제형으로 8주를 먼저 투여해야 해서 2월에 런칭을 시작했다 하더라도 실제 매출을 3월 말에서야 발생하기 때문에 3월 램시마 SC의 판매액은 처음 추정치보다는 더 낮을 수 있다.

트룩시마 5.4%에 대한 해석은?

4개월 차 미국 트룩시마 처방액 비중은 5.4%로 시장의 기대에는 미치지 못하였다. 엠바시, 칸진티와 같은 항암제 항체 바이오시밀러들의 경우 4개월 차에서 각각 8.8%, 7.2% 비중을 보였던 것에 비해 트룩시마의 5.4%라는 처방액 비중은 다소 실망스러운 수치라고도 볼 수 있다. 그러나 엠바시, 칸진티처럼 향후 사보협사 등재비율이 확대된다면 트룩시마의 처방비중도 올해 연내 20% 달성도 가능할 수 있다. 아직 트룩시마에 대해 기대를 저버리기에는 너무 빠른 시점이다. 4월달에 발표되는 5개월 차 처방 데이터 확인이 필요하다. 그리고 5월에 발표되는 데이터부터 경쟁자인 화이자사의 Ruxience가 유나이티드헬스케어에 preferred에 등재되면서 처방비중이 어떻게 변하는지도 반드시 체크해 봐야 할 부분이다. 최근 코로나19 바이러스의 대유행으로 코로나 관련 테마주들의 주가 상승률이 양호하다. 1분기 실적도 양호하고 코로나 수혜도 기대된다면, 셀트리온헬스케어의 주가 업사이드는 여전히 유효하다고 볼 수 있다. 목표주가 95,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M):95,000원(상향) | CP(4월 7일): 82,400원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	606.90
52주 최고/최저(원)	89,700/35,924
시가총액(십억원)	11,861.2
시가총액비중(%)	5.33
발행주식수(천주)	151,062.9
60일 평균 거래량(천주)	3,580.2
60일 평균 거래대금(십억원)	253.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	22.69
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 18인	38.03
Ion Investments B.V.	9.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	21.9 56.9 27.4
상대	29.1 62.2 57.7

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,732.3	2,220.0
영업이익(십억원)	231.8	354.9
순이익(십억원)	186.6	279.9
EPS(원)	1,236	1,855
BPS(원)	12,457	14,292

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	920.9	713.5	1,100.9	1,804.4	2,413.7
영업이익	십억원	153.7	(25.2)	82.8	250.6	415.2
세전이익	십억원	206.1	24.4	75.4	307.6	418.7
순이익	십억원	157.4	11.4	65.0	233.2	317.4
EPS	원	1,172	76	431	1,543	2,006
증감률	%	16.0	(93.5)	467.1	258.0	30.0
PER	배	86.64	947.10	123.04	53.39	41.08
PBR	배	8.92	6.23	4.50	6.18	5.86
EV/EBITDA	배	92.41	N/A	85.86	44.23	26.14
ROE	%	13.36	0.68	3.94	13.08	15.42
BPS	원	11,389	11,514	11,784	13,326	14,056
DPS	원	0	0	0	0	0



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

표 1. 셀트리온헬스케어 1Q20 프리뷰 (IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	1Q20F	1Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	347.6	220.5	57.6	343.5	1.2
영업이익	43.8	9.4	367.4	40.7	7.7
세전이익	88.4	8.6	925.5	44.2	99.8
지배주주순이익	84.3	5.8	1,343.5	33.2	154.3
OPM %	12.6	4.2		11.8	
NPM %	24.3	2.6		9.7	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온헬스케어 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	220.5	284.8	282.0	313.6	347.6	420.3	496.1	540.4	713.5	1,100.9	1,804.4
YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	57.6%	47.6%	75.9%	72.3%	-22.5%	54.3%	63.9%
램시마	133.3	148.0	117.7	125.4	144.7	133.8	156.3	174.6	413.8	524.4	609.4
YoY	27.4%	350.0%	5.3%	-23.8%	8.5%	-9.6%	32.8%	39.2%	-18.4%	26.7%	16.2%
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	87.5	91.4	103.4	115.3	321.1	418.5	397.6
트룩시마	68.0	105.8	140.8	131.7	156.1	177.4	211.5	206.3	114.2	446.3	751.3
YoY	216.5%	24.8%	513.6%	TB	129.5%	67.7%	50.2%	56.7%	-71.2%	291.0%	68.3%
미국		0.0	75.5	82.5	83.4	76.5	90.4	97.3		158.0	347.6
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	35.4	55.6	64.3	74.4	171.2	121.1	229.7
YoY	-	-30.9%	-72.6%	4.9%	92.7%	85.0%	204.7%	44.2%	0.0%	-29.3%	89.7%
미국		0.0	0.0	11.6	14.8	21.3	26.0	30.6	0.0	11.6	92.8
유럽/기타	18.4	30.0	21.1	40.0	20.5	34.2	38.3	43.8	171.2	109.5	136.9
램시마SC					10.5	52.5	63.0	84.0	0.0	0.0	210.0
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.1	97.3	115.6	137.9	145.9	68.9	209.4	496.7
YoY	32.6%	-6.1%	11.5%	TB	187.1%	217.2%	181.8%	61.9%	-69.3%	204.0%	137.2%
GPM	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	28.0%	27.5%	27.8%	27.0%	9.7%	19.0%	27.5%
판매관리비	24.5	27.2	27.6	47.2	53.5	61.4	67.5	63.8	94.1	126.5	246.1
YoY	43.2%	15.3%	15.9%	59.8%	118.2%	125.7%	144.4%	35.1%	33.5%	34.5%	94.5%
영업이익	9.4	9.3	21.3	42.9	43.8	54.2	70.4	82.1	(25.2)	82.8	250.6
YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	TB	367.6%	485.8%	230.3%	91.5%	TR	TB	202.5%
OPM	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	12.6%	12.9%	14.2%	15.2%	-3.5%	7.5%	13.9%
당기순이익	5.8	8.5	10.1	40.5	84.3	40.3	54.4	54.1	11.4	65.0	233.2
NPM	-90.3%	-22.8%	58.9%	TB	1344.1%	374.9%	436.6%	33.7%	-92.8%	470.5%	258.9%
YoY	2.6%	3.0%	3.6%	12.9%	24.3%	9.6%	11.0%	10.0%	1.6%	5.9%	12.9%

자료: 하나금융투자

목표주가 95,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지

목표주가 95,000원으로 상향
투자 의견 BUY 유지

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가 95,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다. 목표주가 95,000원은 2020년 예상 매출액 1조 8,040억원을 기준으로 나스닥 상장 의료기기 업체들의 평균 PSR 8.7에서 20% 할인한 7.0배를 초과하였다. 2020년 3개의 신제품 출시로 매출액은 전년대비 64% 고성장이 예상된다, 직판체제 구축으로 인한 비용 증가로 영업이익률은 여전히 2017년 수준으로 회복하지 못한 채 2,506억원(OPM, 13.9%)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 17% 수준으로 정상화되어 약 4,150억원 영업이익 달성이 가능해질 것으로 추정되면서 어닝으로 밸류에이션이 가능해질 것으로 기대해 본다.

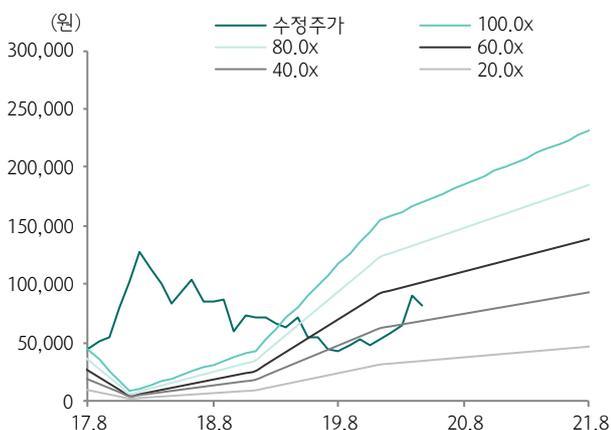
표 3. 셀트리온헬스케어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 영업가치	12,628.0	
2020년 예상 매출액	1,804	
2020년 PSR	7	나스닥 상장 의료기기 PSR 30% 할인
자사주	90.2	3개월 평균 주가
순부채	-978.3	
적정자본가치	13,696.5	
주식 수(1,000주)	143,947	
적정주가	95,150	

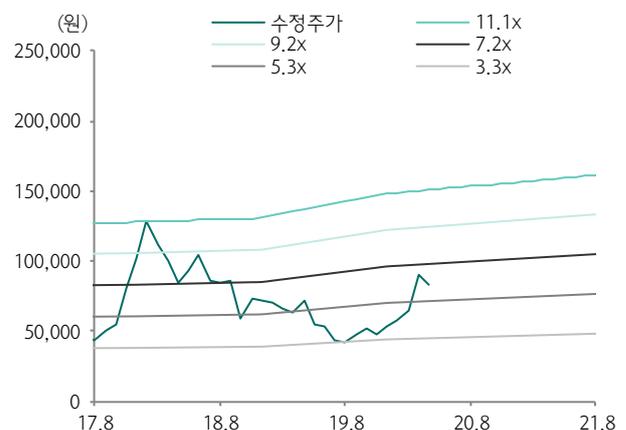
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



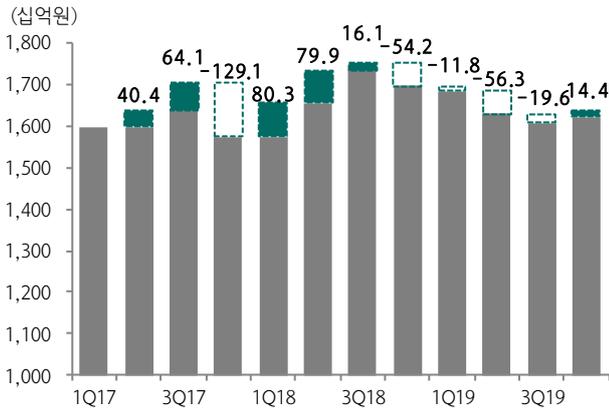
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드



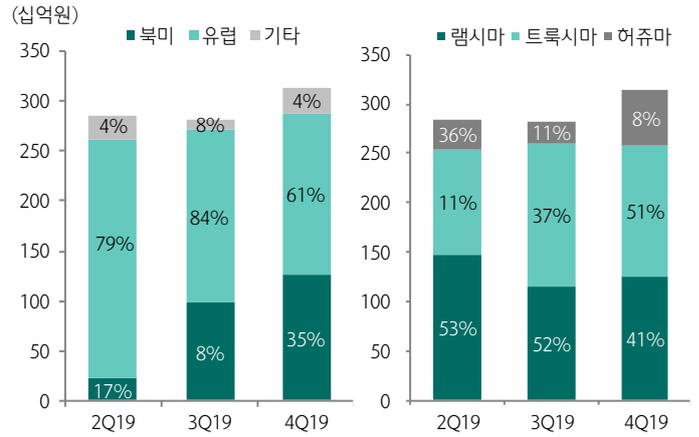
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



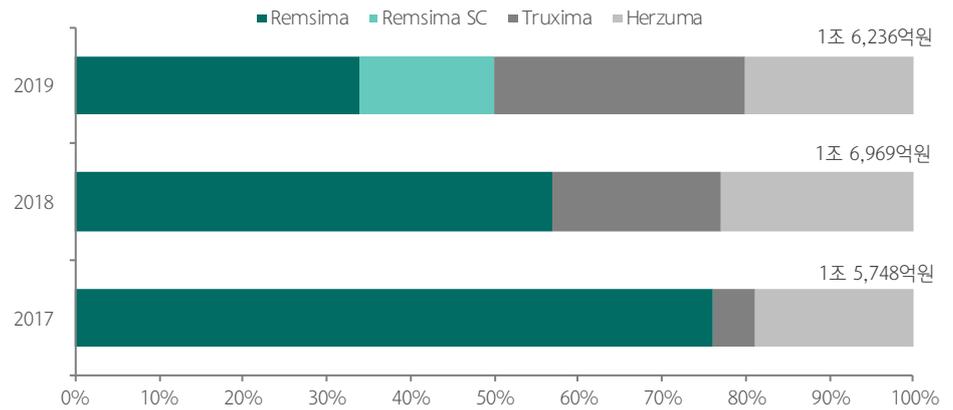
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출비중



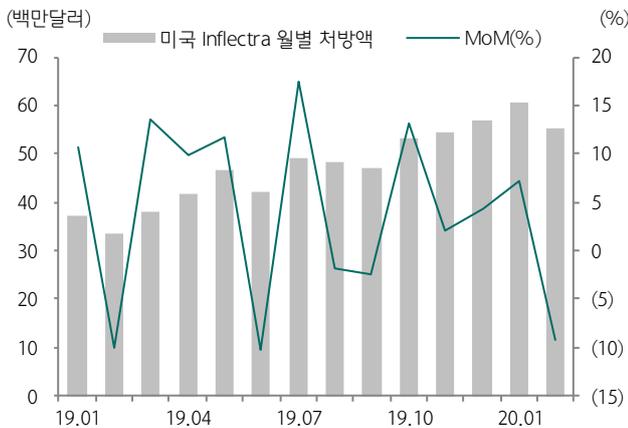
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 재고자산 mix 변화



자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 6. 미국 인플렉트라 월별 처방액



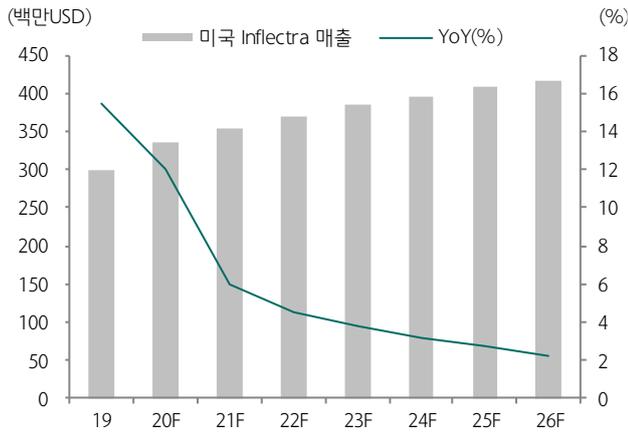
자료: 하나금융투자

그림 7. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



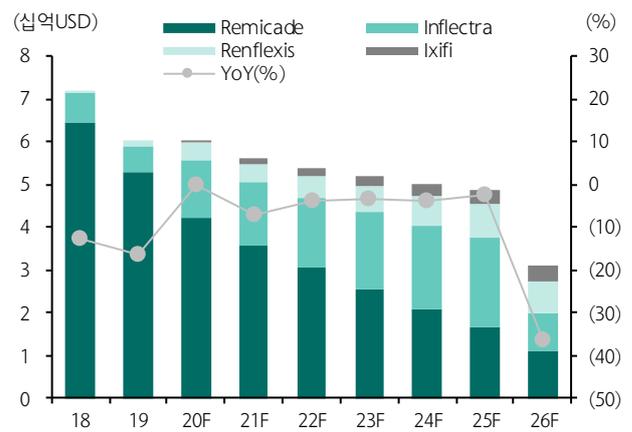
자료: 하나금융투자

그림 8. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



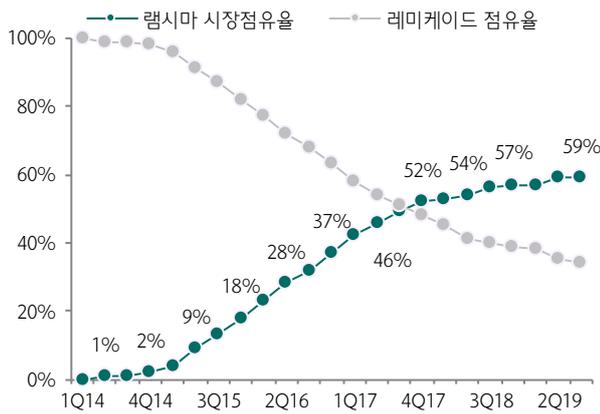
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 9. 미국 Infliximab 시장규모 추정치



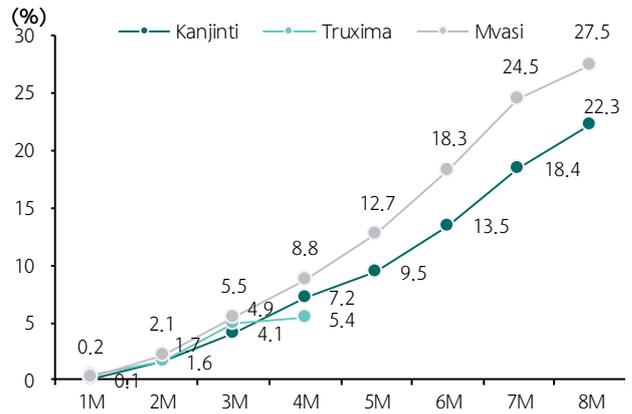
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 10. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



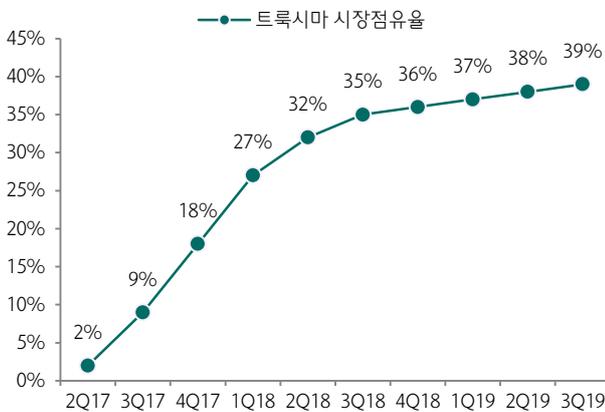
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 11. 미국시장에서 트룩시마 시장 점유율 비교



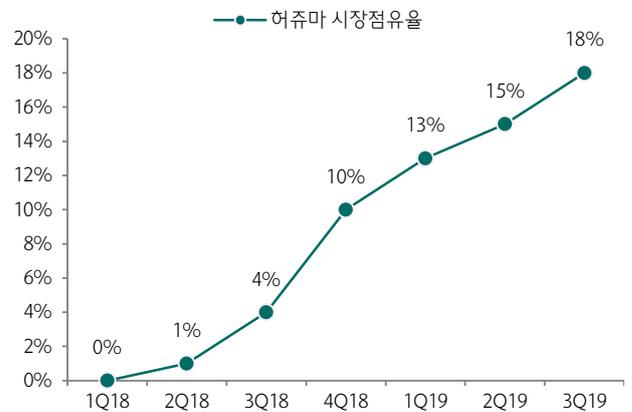
자료: Symphonyhealth, 하나금융투자

그림 12. 트룩시마 유럽 시장점유율



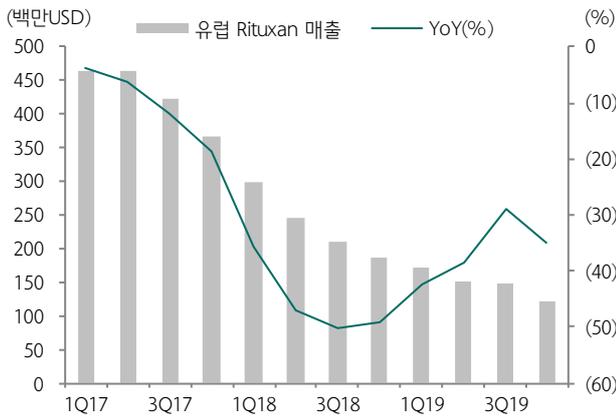
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 13. 허쥬마 유럽 시장점유율



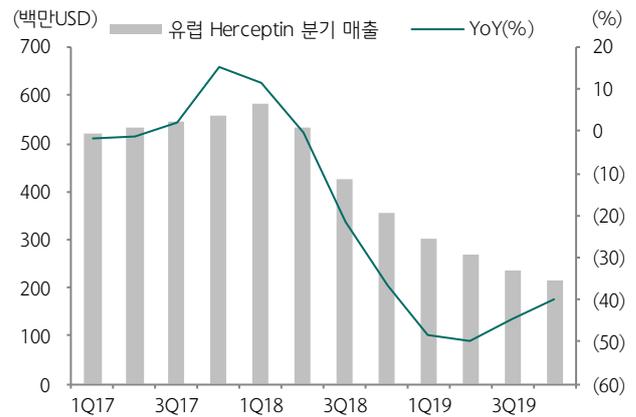
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 14. 유럽시장 리툭산 분기별 매출액



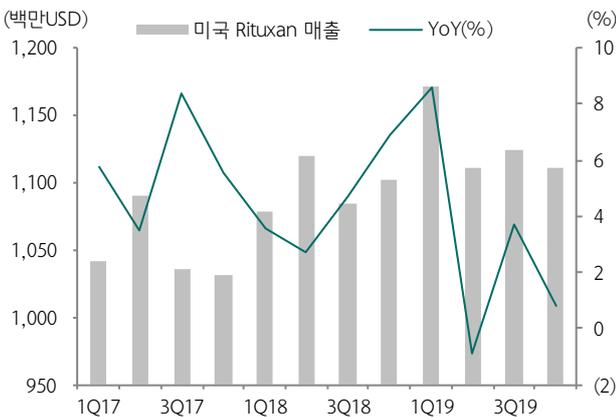
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 15. 유럽시장 허셉틴 분기별 매출액



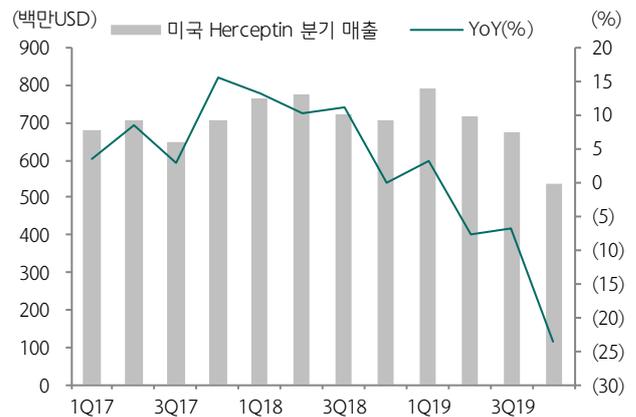
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 16. 미국시장 리툭산 분기별 매출액



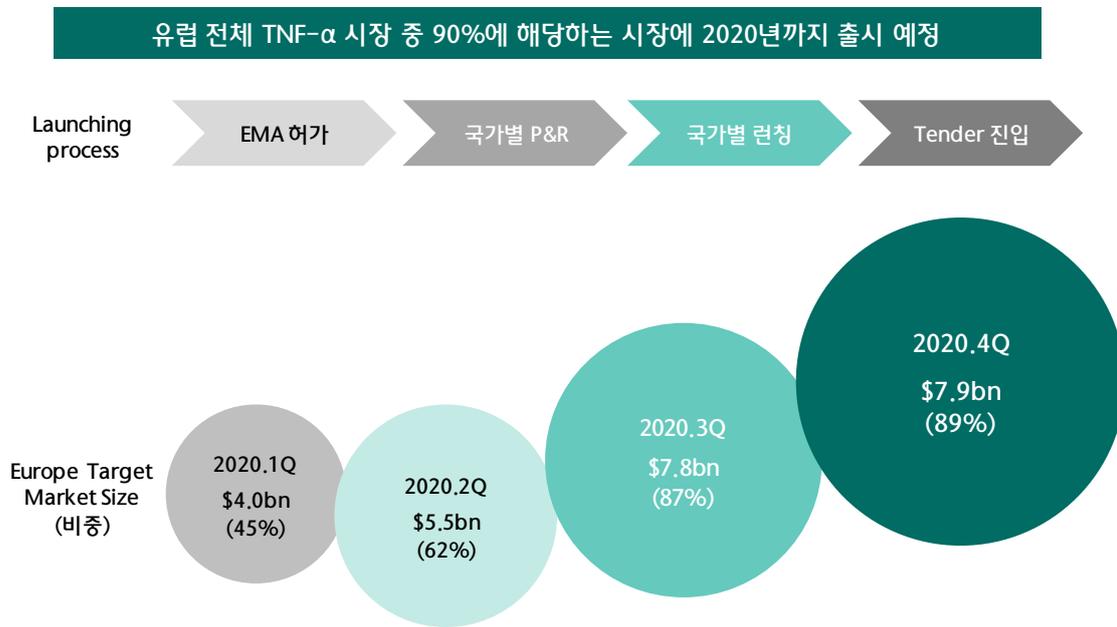
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

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	2019	2020F	2021F
매출액	920.9	713.5	1,100.9	1,804.4	2,413.7
매출원가	696.8	644.6	891.6	1,307.6	1,737.8
매출총이익	224.1	68.9	209.3	496.8	675.9
판매비	70.5	94.1	126.5	246.1	260.7
영업이익	153.7	(25.2)	82.8	250.6	415.2
금융손익	67.5	57.2	(9.5)	58.4	8.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.8)	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.0)	(7.5)	2.8	(1.4)	(4.9)
세전이익	206.1	24.4	75.4	307.6	418.7
법인세	48.7	13.0	10.4	74.4	101.3
계속사업이익	157.4	11.4	65.0	233.2	317.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	157.4	11.4	65.0	233.2	317.4
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	157.4	11.4	65.0	233.2	317.4
지배주주지분포괄이익	147.0	14.0	33.1	233.2	317.4
NOPAT	117.4	(11.8)	71.4	190.0	314.7
EBITDA	153.8	(24.9)	84.9	251.8	416.0
성장성(%)					
매출액증가율	21.5	(22.5)	54.3	63.9	33.8
NOPAT증가율	(12.7)	적전	흑전	166.1	65.6
EBITDA증가율	(14.0)	적전	흑전	196.6	65.2
영업이익증가율	(13.9)	적전	흑전	202.7	65.7
(지배주주)순이익증가율	28.1	(92.8)	470.2	258.8	36.1
EPS증가율	16.0	(93.5)	467.1	258.0	30.0
수익성(%)					
매출총이익률	24.3	9.7	19.0	27.5	28.0
EBITDA이익률	16.7	(3.5)	7.7	14.0	17.2
영업이익률	16.7	(3.5)	7.5	13.9	17.2
계속사업이익률	17.1	1.6	5.9	12.9	13.1

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,172	76	431	1,543	2,006
BPS	11,389	11,514	11,784	13,326	14,056
CFPS	887	(123)	677	1,614	2,584
EBITDAPS	1,145	(166)	563	1,667	2,629
SPS	6,855	4,747	7,300	11,945	15,251
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	86.6	947.1	123.0	53.4	41.1
PBR	8.9	6.2	4.5	6.2	5.9
PCFR	114.4	N/A	78.3	51.0	31.9
EV/EBITDA	92.4	N/A	85.9	44.2	26.1
PSR	14.8	15.1	7.3	6.9	5.4
재무비율(%)					
ROE	13.4	0.7	3.9	13.1	15.4
ROA	6.5	0.4	2.2	7.5	8.8
ROIC	10.6	(1.0)	5.7	14.4	23.7
부채비율	68.4	80.3	71.0	76.0	74.0
순부채비율	(41.0)	(29.9)	(20.6)	(38.1)	(44.6)
이자보상배율(배)	6.4	(33.4)	12.1	192.1	306.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,800.2	2,793.4	2,666.3	3,202.6	3,696.5
금융자산	774.8	572.6	458.9	867.9	1,145.5
현금성자산	251.4	240.4	297.0	705.1	982.0
매출채권 등	419.1	405.5	390.0	351.0	298.3
재고자산	1,574.8	1,696.9	1,623.6	1,672.3	1,839.5
기타유동자산	31.5	118.4	193.8	311.4	413.2
비유동자산	74.7	155.2	182.6	139.5	159.5
투자자산	50.3	32.7	27.1	71.2	77.7
금융자산	50.3	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.3	0.4	2.4	1.4	0.9
무형자산	2.1	2.9	2.6	2.5	2.3
기타비유동자산	22.0	119.2	150.5	64.4	78.6
자산총계	2,874.9	2,948.6	2,848.9	3,342.0	3,856.0
유동부채	993.3	1,279.1	1,071.1	1,260.0	1,395.0
금융부채	75.1	84.1	115.6	113.9	116.0
매입채무 등	739.8	816.6	696.7	661.9	642.0
기타유동부채	178.4	378.4	258.8	484.2	637.0
비유동부채	174.1	34.0	111.9	183.0	244.5
금융부채	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	174.1	34.0	111.1	182.2	243.7
부채총계	1,167.5	1,313.1	1,183.0	1,443.0	1,639.5
지배주주지분	1,707.5	1,635.5	1,665.9	1,899.1	2,216.5
자본금	137.3	140.5	143.9	151.0	158.5
자본잉여금	1,365.6	1,377.0	1,390.7	1,390.7	1,390.7
자본조정	(40.2)	(138.1)	(155.0)	(155.0)	(155.0)
기타포괄이익누계액	(14.1)	(11.4)	(43.3)	(43.3)	(43.3)
이익잉여금	258.8	267.5	329.6	555.7	865.6
비지배주주지분	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	1,707.5	1,635.5	1,665.9	1,899.1	2,216.5
순금융부채	(699.7)	(488.4)	(342.4)	(723.4)	(988.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(194.3)	(184.2)	(163.8)	247.4	281.6
당기순이익	157.4	11.4	65.0	233.2	317.4
조정	(84.8)	(68.9)	(7.7)	(59.8)	(4.1)
감가상각비	0.2	0.3	2.1	1.2	0.8
외환거래손익	(3.3)	9.4	10.0	(6.0)	(2.9)
지분법손익	0.0	(0.0)	0.8	0.0	0.0
기타	(81.7)	(78.6)	(20.6)	(55.0)	(2.0)
영업활동 자산부채 변동	(266.9)	(126.7)	(221.1)	74.0	(31.7)
투자활동 현금흐름	(521.0)	253.0	164.2	102.0	(16.7)
투자자산감소(증가)	(27.2)	17.6	6.4	(44.1)	(6.5)
유형자산감소(증가)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.2)
기타	(493.5)	235.6	158.1	146.2	(10.0)
재무활동 현금흐름	865.3	(83.1)	85.8	(2.1)	1.7
금융부채증가(감소)	(280.1)	9.0	32.3	(1.7)	2.1
자본증가(감소)	1,010.2	11.9	14.2	0.0	0.0
기타재무활동	135.2	(104.0)	39.3	(0.4)	(0.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	155.5	(11.0)	56.6	408.2	276.8
Unlevered CFO	119.2	(18.5)	102.1	243.8	409.0
Free Cash Flow	(194.6)	(184.4)	(164.1)	247.3	281.4

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.8	BUY	95,000		
20.3.9	BUY	87,000	-19.98%	3.10%
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	90.6%	9.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 8일

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 4월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 4월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.