2020년 5월 18일 I Equity Research

셀트리온헬스케어 (091990)

2020년 분기별 성장할 수 있음을 증명한 1분기

1분기 또 QoQ 성장

셀트리온헬스케어의 1분기 매출액은 3,569억원(YoY, 61.9%), 영업이익은 558억원(YoY, 493.6%, OPM, 15.6%)를 기록, 컨센서스를 약 17% 상회하는 서프라이즈한 실적을 시현하였다. 양호한 환율로 외화환산이익이 약 241억원 발생하였고, 테마섹 관련 파생상품평가이익이 약 110억원 발생하면서 세전이익은 982억원을 기록, 당기순이익은 전년대비 1,214% 증가한 762억원을 달성하였다. 1) 램시마 IV 제형을 작년 4분기부터 공급받기 시작하면서 원가율이 정상화되고, 2) 미국향 비중이 48%로 작년 4분기 40%보다도 더 확대되면서 26.5% GPM을 기록하였다. 작년 4분기 28.7% 보다 2.2%p 감소하였는데 이는 유럽에서 기존 제품인 램시마 IV 일부를 직판으로 전환하면서 기존 거래처의 램시마 매출이 발생하지 않고 화이자에 의한 매출이 증가, 거래처 믹스 차이로 인해 일시적으로 원가율이 증가하였기 때문이다. 전 분기 직판 준비를 위한 외부 컨설팅 비용이 크게 발생하였는데, 1분기에는 이러한 1회성 비용이 발생하지 않으면서 판관비율은 10.8%로 전 분기 대비 4.3%p 감소하였다. GPM은 감소하였지만 비용감소로 인해 OPM은 전 분기 대비 약 2%p 증가하였다.

미국향 비중 48% 처음으로 유럽 비중 추월

3년 전 미국시장에 출시되었던 인플렉트라는 처음에는 고전을 면치 못했으나, 화이자의 재고가 감소하면서 작년부터 화이자향 주문이 꾸준히 발생하고 있는 상황이다. 사보험사에 등재되기 시작하면서 미국에서의 처방액 비중이 증가하고 있어서 올해 미국향 인플렉트라는 전년대비 약 2배 가까이 성장할 수 있을 것으로 예상하고 있다. 트룩시마는 5개월차 7.9% 점유율을 달성하면서, 6개월 차 10% 점유율 달성을 기대해 볼 수 있게 되었다. 다만 경쟁 제품인 화이자사의 룩시엔스(Ruxience)가 4월부터 유나이티드헬스케어 등재효과가 나타날 수 있을 것으로 예상되면서 5월 발표되는 4월 처방액 데이터 확인이 필요하다. 허쥬마의 경우 유럽에서는 점유율 19%로 허셉틴 바이오시밀러 중 가장 높은 점유율 기록하고는 있으나, 트룩시마 대비 경쟁이 심하기 때문에 급격한 점유율 확대는 어려울 것으로 예상된다. 다만 허셉틴이 약 2억 5,000만 달러 시장 규모를 형성하고 있는 일본시장에서 허쥬마는 런칭 7~8개월만에 직판과 유통을 합해서 현재 약 40%를 점유하면서 독보적인 위치를 선점하고 있다.

가능성을 보여준 램시마 SC

독일에서 2월 처음 출시된 램시마 SC는 출시시점 코로나19 바이러스가 확산되면서 정착하는데 어려움이 있을 것으로 우려했었으나, 오히려 코로나19 바이러스로 인해 편의성이 제고된 SC 제형에 대한 니즈가 높아지면서 처방은 크게 확대될 수 있을 것으로 기대하고 있다. 전체 적응증에 대해 6~7월 사이 승인받을 수 있을 것으로 기대하고 있으며 염증성장질환(IBD) 승인 이후에는 폭발적인 성장을 기대해 본다.
올해 매출액은 전년대비 65% 성장한 1.8조원, 영업이익은 이익률 개선으로 3,000억원 규모 달성이 예상된다. 목표주가 113,000원 유지, 투자의견 BUY 유지한다.

Earnings Review

BUY

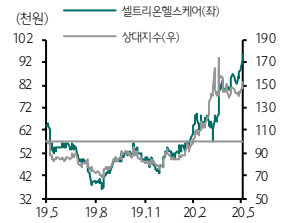
I TP(12M):113,000원 I CP(5월 15일): 95,300원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	691.93
52주 최고/최저(원)	95,300/35,924
시가총액(십억원)	14,429.0
시가총액비중(%)	5.67
발행주식수(천주)	151,406.3
60일 평균 거래량(천주)	4,250.2
60일 평균 거래대금(십억원)	329.8
19년 배당금(예상,원)	0
19년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	20.69
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 20 인	38.02
Ion Investments B.V.	7.57

주가상승률	1M	6M	12M
절대	17.5	89.8	45.8
상대	3.6	83.4	53.7

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	1,752.4	2,247.0
영업이익(십억원)	247.4	372.6
순이익(십억원)	206.3	295.1
EPS(원)	1,364	1,949
BPS(원)	12,514	14,447

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	713.5	1,100.9	1,814.8	2,298.1	2,558.4
영업이익	십억원	(25.2)	82.8	302.7	420.1	483.5
세전이익	십억원	24.4	75.4	370.4	440.6	510.1
순이익	십억원	11.4	65.0	280.7	334.0	386.6
EPS	원	76	431	1,855	2,106	2,327
증감률	%	(93.5)	467.1	330.4	13.5	10.5
PER	배	947.10	123.04	51.36	45.26	40.96
PBR	배	6.23	4.50	7.00	6.61	5.97
EV/EBITDA	배	N/A	85.86	45.14	31.75	26.86
ROE	%	0.68	3.94	15.54	15.80	15.63
BPS	원	11,514	11,784	13,610	14,410	15,976
DPS	원	0	0	0	0	0

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

RA 한재혁
02-3771-8046
jaehyukhan@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

표 1. 셀트리온헬스케어 1Q20 리뷰 (IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	1Q20	1Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	356.9	220.5	61.9	357.2	(0.1)
영업이익	55.8	9.4	495.5	47.5	17.4
세전이익	98.2	8.6	1,039.2	59.1	66.1
지배주주순이익	76.2	5.8	1,204.8	44.9	69.7
OPM %	15.6	4.2		13.3	
NPM %	21.4	2.6		12.6	

자료: 하나금융투자

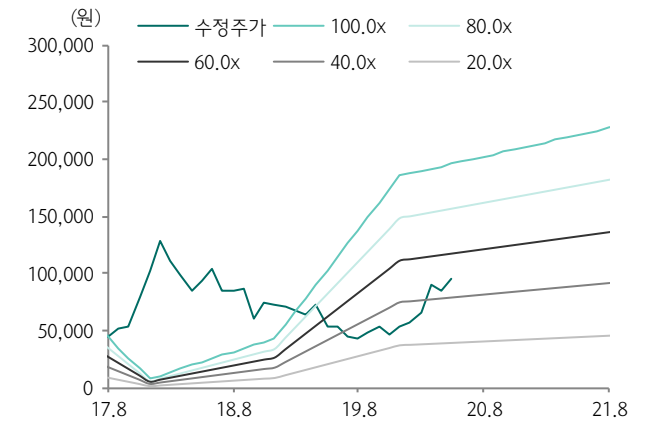
표 2. 셀트리온헬스케어 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	**220.5**	**284.8**	**282.0**	**313.6**	**356.9**	**420.1**	**503.2**	**534.6**	**1,100.9**	**1,814.8**	**2,298.1**
YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	61.9%	47.5%	78.4%	70.5%	54.3%	64.8%	26.6%
램시마	**133.3**	**148.0**	**117.7**	**125.4**	**149.9**	**127.5**	**153.8**	**176.0**	**524.4**	**607.2**	**691.6**
YoY	27.4%	350.0%	5.3%	-23.8%	12.5%	-13.9%	30.7%	40.4%	26.7%	15.8%	13.9%
미국	19.8	22.8	22.4	40.9	60.0	46.3	52.3	42.7	105.9	201.2	301.8
유럽/기타	113.4	125.3	117.7	84.5	89.9	81.2	101.5	133.3	418.5	406.0	389.7
트룩시마	**68.0**	**105.8**	**140.8**	**131.7**	**164.2**	**177.4**	**210.9**	**188.5**	**446.3**	**741.0**	**871.9**
YoY	216.5%	24.8%	513.6% TB		141.4%	67.6%	49.8%	43.2%	291.0%	66.0%	17.7%
미국		0.0	75.5	82.5	98.5	90.9	110.6	95.0	158.0	395.0	474.0
유럽/기타	68.0	105.8	65.3	49.2	65.7	86.5	100.3	93.5	288.3	346.0	397.9
허쥬마	**18.4**	**30.0**	**21.1**	**51.6**	**35.7**	**54.3**	**65.4**	**68.2**	**121.1**	**223.5**	**346.6**
YoY	-	-30.9%	-72.6%	4.9%	94.4%	80.7%	210.0%	32.1%	-29.3%	84.6%	55.1%
미국		0.0	0.0	11.6	7.1	18.7	22.7	32.6	11.6	81.2	178.6
유럽/기타	18.4	30.0	21.1	40.0	28.6	35.6	42.7	35.5	109.5	142.3	168.0
램시마SC					**7.1**	**60.0**	**72.0**	**100.9**	**0.0**	**240.0**	**384.0**
매출총이익	**33.9**	**36.4**	**48.9**	**90.1**	**94.5**	**111.3**	**125.8**	**139.0**	**209.4**	**470.6**	**620.1**
YoY	32.6%	-6.1%	11.5% TB		178.7%	205.5%	157.1%	54.3%	204.0%	124.8%	31.8%
GPM	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	26.5%	26.5%	25.0%	26.0%	19.0%	25.9%	27.0%
판매관리비	**24.5**	**27.2**	**27.6**	**47.2**	**38.7**	**41.6**	**43.3**	**44.4**	**126.5**	**167.9**	**199.9**
YoY	43.2%	15.3%	15.9%	59.8%	57.6%	53.0%	56.7%	-6.0%	34.5%	32.7%	19.1%
영업이익	**9.4**	**9.3**	**21.3**	**42.9**	**55.8**	**69.7**	**82.5**	**94.6**	**82.8**	**302.7**	**420.1**
YoY	11.1%	-39.2%	6.4% TB		495.6%	653.6%	287.0%	120.6%	TB	265.3%	38.8%
OPM	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	15.6%	16.6%	16.4%	17.7%	7.5%	16.7%	18.3%
당기순이익	**5.8**	**8.5**	**10.1**	**40.5**	**76.2**	**72.1**	**69.0**	**63.4**	**65.0**	**280.7**	**334.0**
NPM	-90.3%	-22.8%	58.9% TB		1204.6%	750.4%	580.6%	56.6%	470.5%	332.1%	19.0%
YoY	2.6%	3.0%	3.6%	12.9%	21.3%	17.2%	13.7%	11.9%	5.9%	15.5%	14.5%

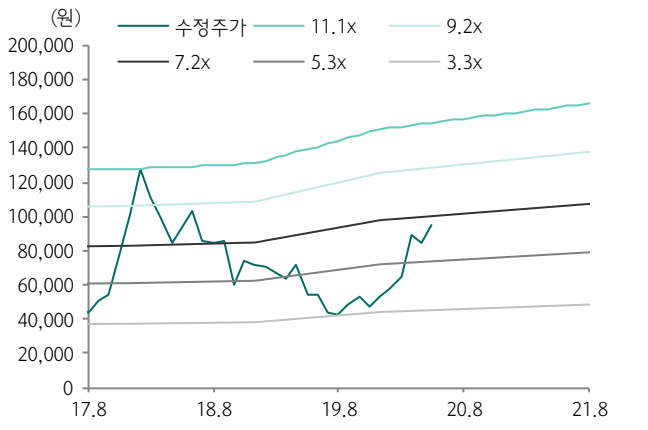
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



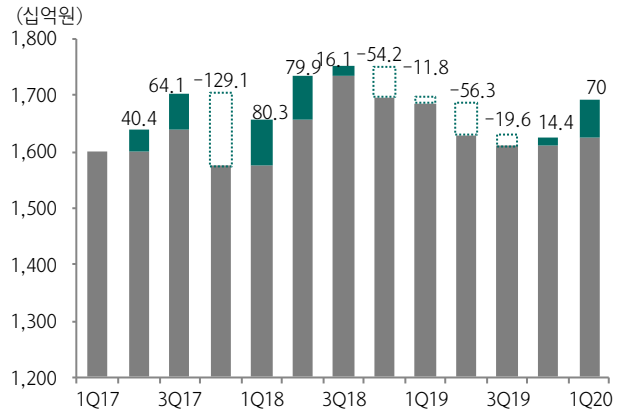
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드



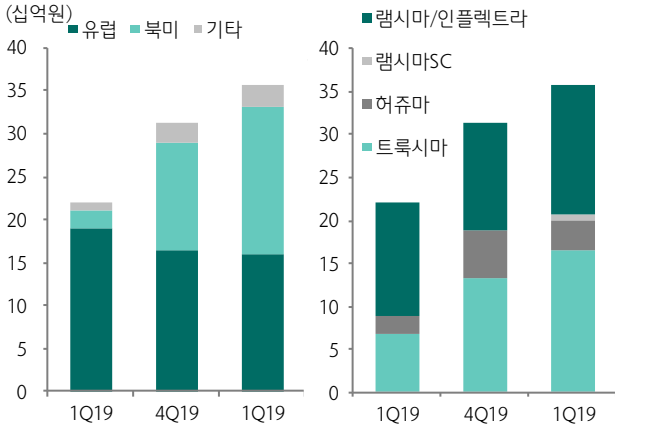
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



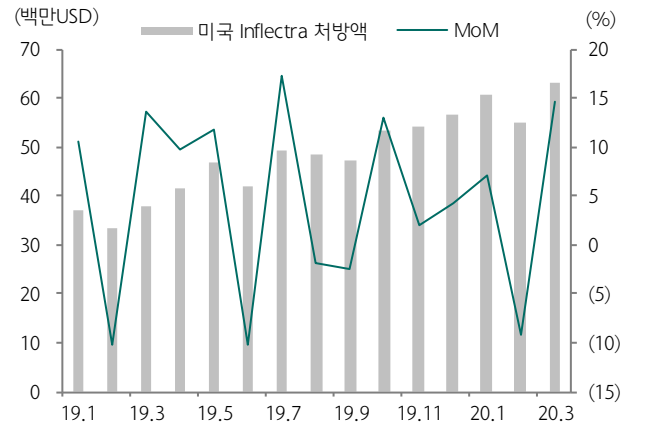
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출비중



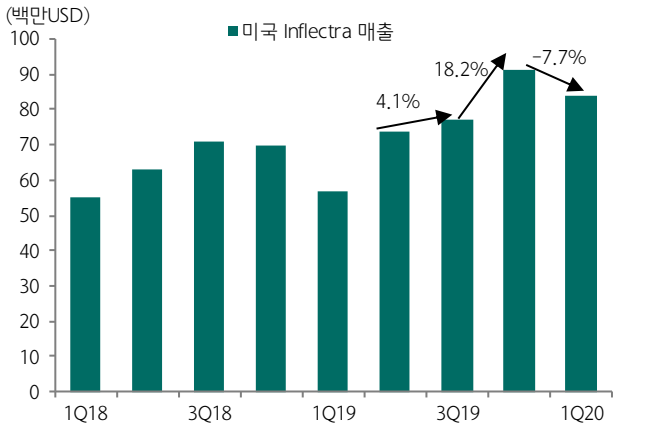
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 미국 인플렉트라 월별 처방액



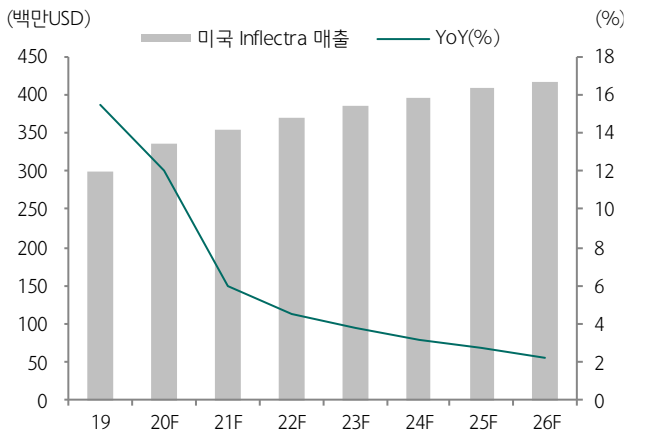
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



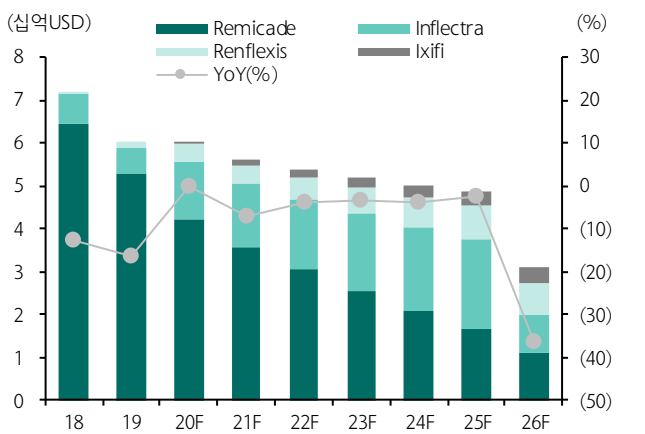
자료: 하나금융투자

그림 7. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



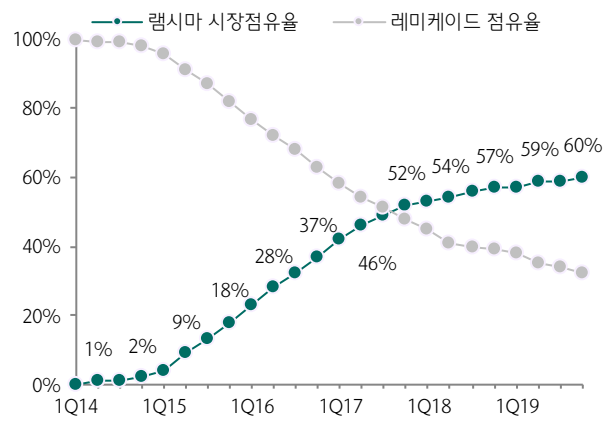
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 8. 미국 Infliximab 시장규모 추정치



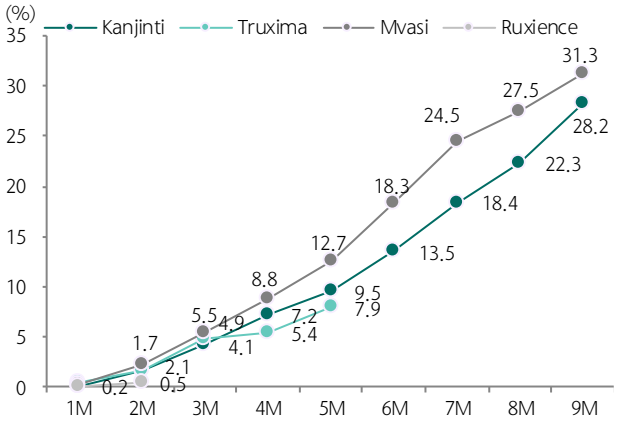
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 9. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



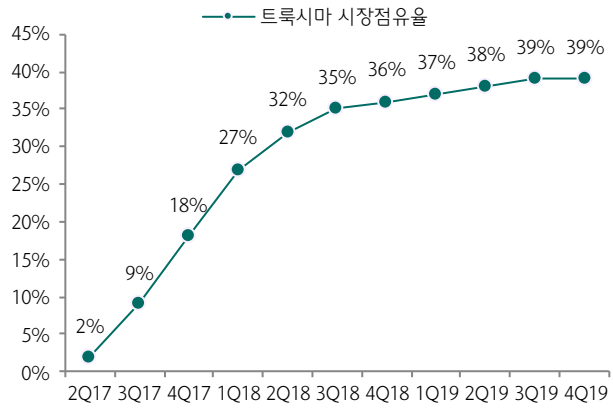
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 10. 미국시장에서 트룩시마 시장 점유율 비교



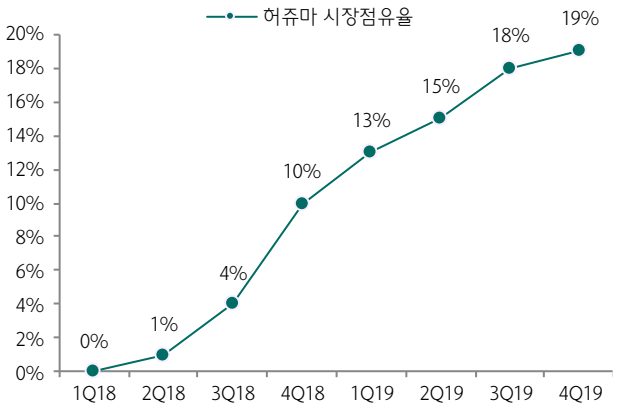
자료: Symphonyhealth, 하나금융투자

그림 11. 트룩시마 유럽 시장점유율



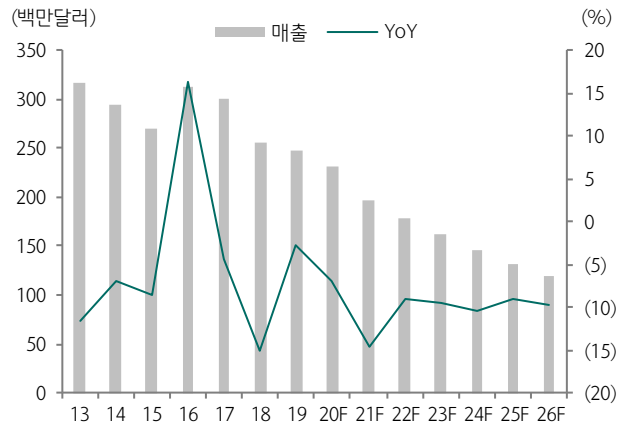
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 12. 허쥬마 유럽 시장점유율



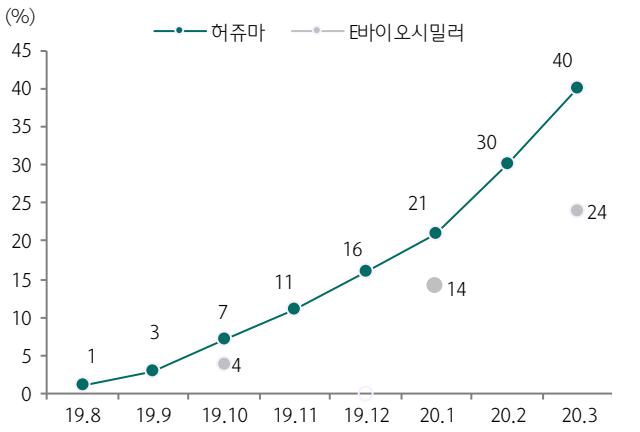
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 13. 일본 허셉틴 연간 매출



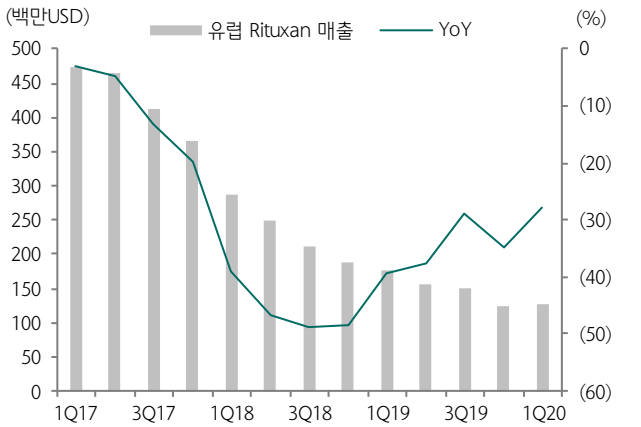
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 14. 일본 허쥬마 시장점유율 추이



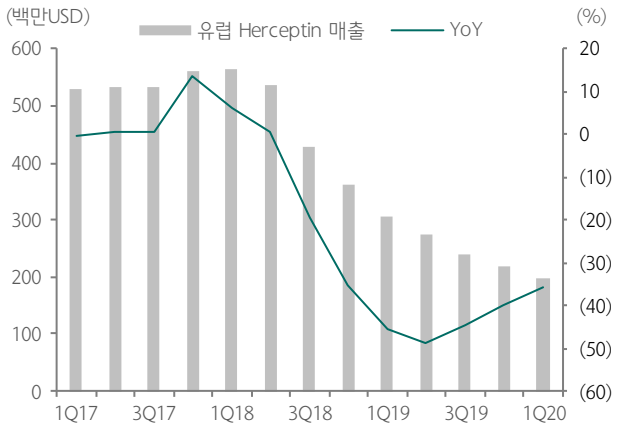
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 15. 유럽시장 리툭산 분기별 매출액



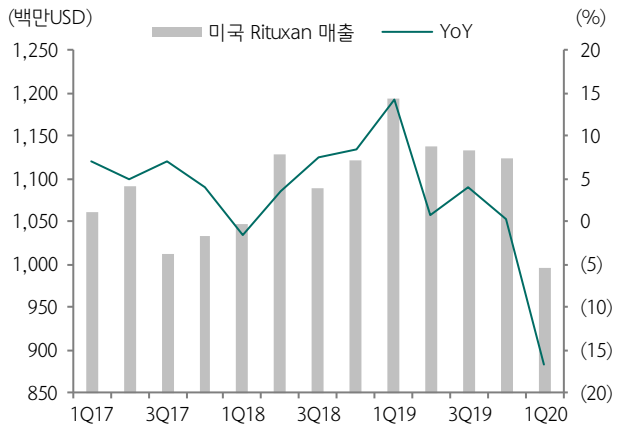
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 16. 유럽시장 허셉틴 분기별 매출액



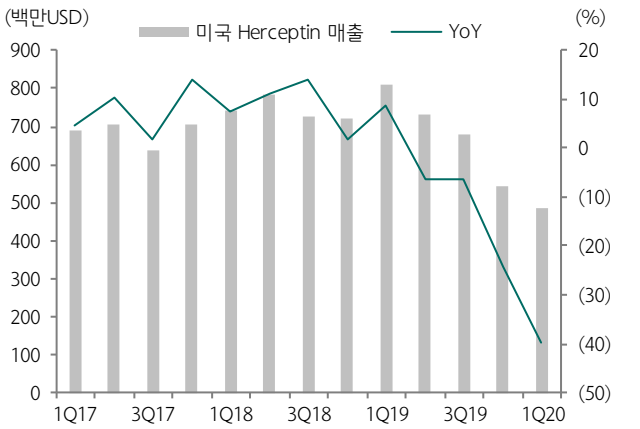
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 17. 미국시장 리툭산 분기별 매출액



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 18. 미국시장 허셉틴 분기별 매출액



자료: GlobalData, 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**713.5**	**1,100.9**	**1,814.8**	**2,298.1**	**2,558.4**
매출원가	644.6	891.6	1,344.2	1,678.0	1,859.9
매출총이익	68.9	209.3	470.6	620.1	698.5
판관비	94.1	126.5	167.9	199.9	214.9
영업이익	**(25.2)**	**82.8**	**302.7**	**420.1**	**483.5**
금융손익	57.2	(9.5)	41.5	11.9	16.8
종속/관계기업손익	0.0	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.5)	2.8	26.2	8.6	9.7
세전이익	**24.4**	**75.4**	**370.4**	**440.6**	**510.1**
법인세	13.0	10.4	89.6	106.6	123.4
계속사업이익	11.4	65.0	280.7	334.0	386.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**11.4**	**65.0**	**280.7**	**334.0**	**386.6**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**11.4**	**65.0**	**280.7**	**334.0**	**386.6**
지배주주지분포괄이익	14.0	33.1	280.7	334.0	386.6
NOPAT	(11.8)	71.4	229.4	318.5	366.5
EBITDA	(24.9)	84.9	303.9	421.0	484.2
성장성(%)					
매출액증가율	(22.5)	54.3	64.8	26.6	11.3
NOPAT증가율	적전	흑전	221.3	38.8	15.1
EBITDA증가율	적전	흑전	258.0	38.5	15.0
영업이익증가율	적전	흑전	265.6	38.8	15.1
(지배주주)순익증가율	(92.8)	470.2	331.8	19.0	15.7
EPS증가율	(93.5)	467.1	330.4	13.5	10.5
수익성(%)					
매출총이익률	9.7	19.0	25.9	27.0	27.3
EBITDA이익률	(3.5)	7.7	16.7	18.3	18.9
영업이익률	(3.5)	7.5	16.7	18.3	18.9
계속사업이익률	1.6	5.9	15.5	14.5	15.1

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,793.4**	**2,666.3**	**3,135.0**	**3,560.0**	**4,092.5**
금융자산	572.6	458.9	798.6	1,111.9	1,461.8
현금성자산	240.4	297.0	635.8	948.6	1,298.1
매출채권 등	405.5	390.0	351.0	298.3	332.1
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,672.3	1,755.9	1,861.3
기타유동자산	118.4	193.8	313.1	393.9	437.3
비유동자산	**155.2**	**182.6**	**200.8**	**212.5**	**217.0**
투자자산	32.7	27.1	71.2	77.4	78.1
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.4	2.4	1.4	0.9	0.7
무형자산	2.9	2.6	2.5	2.3	2.2
기타비유동자산	119.2	150.5	125.7	131.9	136.0
자산총계	**2,948.6**	**2,848.9**	**3,335.8**	**3,772.5**	**4,309.5**
유동부채	**1,279.1**	**1,071.1**	**1,205.2**	**1,259.1**	**1,383.1**
금융부채	84.1	115.6	86.4	47.0	37.2
매입채무 등	816.6	696.7	661.9	642.0	714.7
기타유동부채	378.4	258.8	456.9	570.1	631.2
비유동부채	**34.0**	**111.9**	**184.0**	**232.8**	**259.1**
금융부채	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	34.0	111.1	183.2	232.0	258.3
부채총계	**1,313.1**	**1,183.0**	**1,389.2**	**1,491.9**	**1,642.2**
지배주주지분	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,946.6**	**2,280.6**	**2,667.3**
자본금	140.5	143.9	151.0	158.5	166.4
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,390.7	1,390.7	1,390.7
자본조정	(138.1)	(155.0)	(155.0)	(155.0)	(155.0)
기타포괄이익누계액	(11.4)	(43.3)	(43.3)	(43.3)	(43.3)
이익잉여금	267.5	329.6	603.3	929.8	1,308.6
비지배주주지분	**0.0**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**
자본총계	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,946.6**	**2,280.6**	**2,667.3**
순금융부채	(488.4)	(342.4)	(711.4)	(1,064.2)	(1,423.8)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,855	2,106	2,327
BPS	11,514	11,784	13,610	14,410	15,976
CFPS	(123)	677	1,991	2,624	2,865
EBITDAPS	(166)	563	2,009	2,654	2,914
SPS	4,747	7,300	11,994	14,488	15,395
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	947.1	123.0	51.4	45.3	41.0
PBR	6.2	4.5	7.0	6.6	6.0
PCFR	N/A	78.3	47.9	36.3	33.3
EV/EBITDA	N/A	85.9	45.1	31.7	26.9
PSR	15.1	7.3	7.9	6.6	6.2
재무비율(%)					
ROE	0.7	3.9	15.5	15.8	15.6
ROA	0.4	2.2	9.1	9.4	9.6
ROIC	(1.0)	5.7	17.1	23.7	26.6
부채비율	80.3	71.0	71.4	65.4	61.6
순부채비율	(29.9)	(20.6)	(36.5)	(46.7)	(53.4)
이자보상배율(배)	(33.4)	12.1	47.0	132.5	189.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

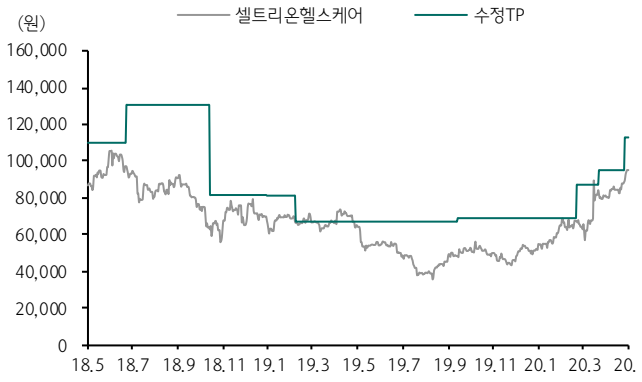
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**(184.2)**	**(163.8)**	**286.1**	**343.7**	**336.6**
당기순이익	11.4	65.0	280.7	334.0	386.6
조정	(68.9)	(7.7)	(70.4)	(21.0)	(27.4)
감가상각비	0.3	2.1	1.2	0.8	0.7
외환거래손익	9.4	10.0	(34.7)	(12.8)	(14.2)
지분법손익	(0.0)	0.8	0.0	0.0	0.0
기타	(78.6)	(20.6)	(36.9)	(9.0)	(13.9)
영업활동 자산부채 변동	(126.7)	(221.1)	75.8	30.7	(22.6)
투자활동 현금흐름	**253.0**	**164.2**	**51.4**	**8.7**	**22.7**
투자자산감소(증가)	17.6	6.4	(44.1)	(6.2)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
기타	235.6	158.1	95.6	15.1	23.7
재무활동 현금흐름	**(83.1)**	**85.8**	**(29.6)**	**(39.8)**	**(10.1)**
금융부채증가(감소)	9.0	32.3	(29.2)	(39.5)	(9.7)
자본증가(감소)	11.9	14.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(104.0)	39.3	(0.4)	(0.3)	(0.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(11.0)**	**56.6**	**338.9**	**312.7**	**349.5**
Unlevered CFO	(18.5)	102.1	301.3	416.2	476.1
Free Cash Flow	(184.4)	(164.1)	286.0	343.5	336.3

자료: 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.13	BUY	113,000		
20.4.8	BUY	95,000	-12.34%	-6.53%
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%
18.5.24	BUY	110,066	-11.41%	-3.84%

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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 16일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 5월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 5월 18일 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.