셀트리온헬스케어 (091990)

셀트리온헬스케어도 셀트리온에 이어 어닝 서프라이즈한 실적 시현

2분기 어닝 서프라이즈한 실적 시현

셀트리온헬스케어의 2분기 매출액은 4,203억원(YoY, 47.6%), 영업이익은 868억원(YoY, 833.3%, OPM, 20.7%)을 기록, 어닝 서프라이즈한 실적을 시현하였다. 20.7%라는 다소 충격적인 이익률 달성이 가능했던 이유는 가장 이익률이 높은 트룩시마 미국향 매출이 1,513억원으로 전분기와 비교해도 56%의 큰 폭의 증가세를 기록했다. 지역별 매출 비중도 단가가 높은 미국향이 48%, 제품별 매출 비중도 트룩시마가 2,000억원이 넘으며, 49%를 차지, 영업이익률 증가의 주요 원인이 되었다. 미국향 인플렉트라의 매출은 전분기 대비 약 33% 감소한 403억원을 기록했는데 이는 미국에서 일시적으로 sales price가 감소했기 때문이다. 바이오시밀러가 원래 시간이 지나면 가격이 하락하기 마련이지만, 이번 가격 하락을 일시적이라고 표현한 이유는 화이자사가 유통채널을 확대하는 과정에서 리베이트 확대로 가격이 조정받았기 때문이다. 3분기부터는 정상화될 것으로 예상된다. 유럽 직판체제 구축과 관련 현지 채용인이 현재 200명 이상으로 매월 새로운 직원들이 신규 채용되고 있다. 연말에는 약 400여명으로 확대될 것으로 예상된다. 이로인해 인건비는 전년대비 약 60% 이상 증가한 80억원이 발생하였다. 램시마 SC 출시 전까지 지급수수료도 증가, 전반적으로 판관비가 전년대비 53% 증가하였음에도 불구 매출액이 전분기 대비로도 17.8%나 증가하면서 레버리지 효과로 영업이익이 크게 증가한 것으로 보인다.

2021년 셀트리온헬스케어의 성장동력은?

2019년 11월 류마티스관절염(RA)으로 유럽에서 승인을 획득한 램시마 SC는 2020년 7월 염증성장질환(IBD)을 포함한 모든 적응증에 대해 유럽 판매허가를 획득하였다. 오리지널인 레미케이드의 처방비중이 RA에 32%, IBD에 63%로 IBD 처방비중이 압도적인 점을 감안 시 램시마 SC의 유럽시장 진출은 IBD 허가를 획득한 3분기 이후로 볼 수 있다. 여기에 유럽에서 코로나19 바이러스가 계속 유행하면서 병원 방문이 필요없는 SC 제형에 대한 선호도와 니즈는 지속적으로 증가할 것으로 보인다. 2분기 램시마 SC의 매출은 94억원으로 기대 이하였으나, 3분기부터 본격적으로 시장이 개화되면서 4분기 큰 폭의 매출을 기록할 수 있을 것으로 보인다. 그러나 상반기 매출이 부진했었던 까닭에 올해 연간으로 램시마 SC는 2,000억원 매출 달성은 어려울 것으로 보인다. 따라서 올해 4분기부터 처방이 확대되면서 램시마 SC의 본격적인 성장은 2021년도가 될 것으로 기대, 램시마 SC는 2021년 셀트리온헬스케어의 성장동력이 될 수 있을 것으로 기대된다.

이익률 제고와 성장성 확보라는 두 마리 토끼

2019년 3분기 미국향 트룩시마 매출이 발생하고 4분기 론자 CMO에서 생산된 램시마 IV가 다시 공급되면서 셀트리온헬스케어의 이익률은 크게 개선되기 시작했다. 여기에 매출액이 분기별로 double digit으로 성장하면서 볼륨증가로 레버리지 효과까지 발생하면서 이익률은 큰 폭으로 증가하고 있다. 올해에는 미국향 트룩시마가 큰 폭의 성장률을 기록하며 셀트리온헬스케어의 고성장을 견인하고 있다면, 2021년에는 램시마 SC가 그 역할을 담당할 것으로 보인다. 셀트리온이 매년 신제품 바이오시밀러를 출시할 수 있을 것으로 예상 셀트리온헬스케어의 장기간 성장성도 확보된 것으로 보인다. 이익률 제고와 성장성 확보라는 두 마리 토끼를 잡은 셀트리온헬스케어 주가의 지속적인 우상향을 기대해 본다.

Earnings Review

BUY

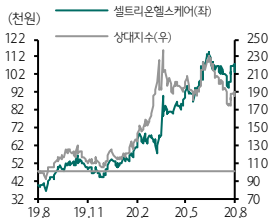
I TP(12M):140,000원 I CP(8월 13일): 108,200원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	854.77
52주 최고/최저(원)	114,700/35,924
시가총액(십억원)	16,420.4
시가총액비중(%)	5.08
발행주식수(천주)	151,759.6
60일 평균 거래량(천주)	2,978.1
60일 평균 거래대금(십억원)	305.3
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	17.64
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 20 인	37.98
Ion Investments B.V.	7.55

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.5	69.9	181.1
상대	(7.2)	36.6	94.3

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	1,811.1	2,336.3
영업이익(십억원)	286.7	399.9
순이익(십억원)	266.0	317.7
EPS(원)	1,752	2,081
BPS(원)	12,882	15,026

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	713.5	1,100.9	1,765.0	2,174.2	2,458.5
영업이익	십억원	(25.2)	82.8	337.2	461.5	536.0
세전이익	십억원	24.4	75.4	376.0	480.2	556.1
순이익	십억원	11.4	65.0	285.0	364.0	421.5
EPS	원	76	431	1,882	2,289	2,531
증감률	%	(93.5)	467.1	336.7	21.6	10.6
PER	배	947.10	123.04	57.49	47.27	42.75
PBR	배	6.23	4.50	7.95	7.42	6.62
EV/EBITDA	배	N/A	85.86	46.42	33.18	27.84
ROE	%	0.68	3.94	15.76	17.06	16.69
BPS	원	11,514	11,784	13,607	14,583	16,335
DPS	원	0	0	0	0	0

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

하나금융투자

표 1. 셀트리온헬스케어 2Q20 리뷰 (IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	2Q20	2Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	420.3	284.8	47.6	429.7	(2.2)
영업이익	86.8	9.3	838.4	66.4	30.7
세전이익	68.7	18.0	281.9	68.6	0.2
당기순이익	46.4	8.5	447.2	46.8	(0.9)
OPM %	20.7	3.2		15.5	
NPM %	11.0	3.0		10.9	

자료: 하나금융투자

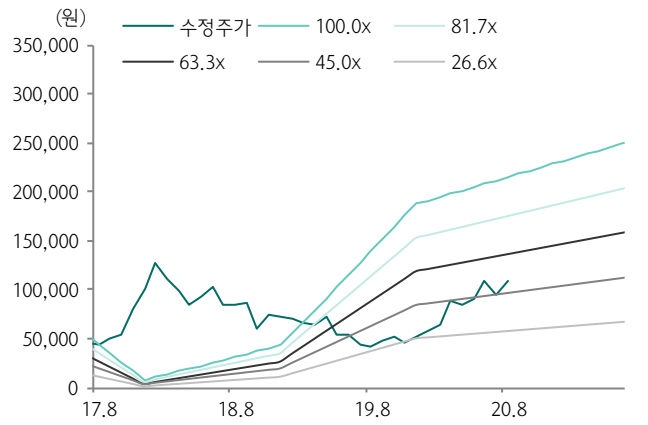
표 2. 셀트리온헬스케어 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	220.5	284.8	282.0	313.6	356.9	420.3	460.3	527.5	1,100.9	1,765.0	2,174.2
YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	61.9%	47.6%	63.2%	68.2%	54.3%	60.3%	23.2%
램시마	133.3	148.0	117.7	125.4	151.5	151.3	151.4	168.8	524.4	623.1	715.4
YoY	27.4%	350.0%	5.3%	-23.8%	13.7%	2.2%	28.7%	34.6%	26.7%	18.8%	14.8%
미국	19.8	22.8	22.4	40.9	60.6	40.3	49.9	66.2	105.9	217.1	325.6
유럽/기타	113.4	125.3	117.7	84.5	90.9	111.0	101.5	102.6	418.5	406.0	389.7
트룩시마	68.0	105.8	140.8	131.7	161.2	204.6	201.6	209.4	446.3	776.8	917.0
YoY	216.5%	24.8%	513.6%	TB	137.1%	93.4%	43.1%	59.0%	291.0%	74.0%	18.1%
미국		0.0	75.5	82.5	96.7	151.3	113.8	112.2	158.0	474.0	568.8
유럽/기타	68.0	105.8	65.3	49.2	64.5	53.3	87.8	97.2	288.3	302.8	348.2
허쥬마	18.4	30.0	21.1	51.6	31.8	49.6	57.3	55.8	121.1	194.5	282.8
YoY	-	-30.9%	-72.6%	4.9%	73.2%	65.2%	171.6%	8.2%	-29.3%	60.7%	45.4%
미국		0.0	0.0	11.6	6.4	10.1	14.6	21.1	11.6	52.2	114.8
유럽/기타	18.4	30.0	21.1	40.0	25.4	39.5	42.7	34.7	109.5	142.3	168.0
램시마SC					7.0	9.4	45.0	88.6	0.0	150.0	255.0
매출총이익	33.9	36.4	48.9	90.1	94.5	128.3	132.6	158.3	209.4	513.6	647.5
YoY	32.6%	-6.1%	11.5%	TB	178.7%	252.1%	170.9%	75.6%	204.0%	145.3%	26.1%
GPM	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	26.5%	30.5%	28.8%	30.0%	19.0%	29.1%	29.8%
판매관리비	24.5	27.2	27.6	47.2	38.7	41.4	45.6	50.6	126.5	176.3	186.0
YoY	43.2%	15.3%	15.9%	59.8%	57.6%	52.5%	65.1%	7.3%	34.5%	39.4%	5.5%
영업이익	9.4	9.3	21.3	42.9	55.8	86.8	87.0	107.6	82.8	337.2	461.5
YoY	11.1%	-39.2%	6.4%	TB	495.6%	838.4%	308.0%	150.9%	TB	307.1%	36.9%
OPM	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	15.6%	20.7%	18.9%	20.4%	7.5%	19.1%	21.2%
당기순이익	5.8	8.5	10.1	40.5	76.2	46.4	82.3	80.2	65.0	285.0	364.0
NPM	-90.3%	-22.8%	58.9%	TB	1204.6%	447.1%	711.4%	97.9%	470.5%	338.8%	27.7%
YoY	2.6%	3.0%	3.6%	12.9%	21.3%	11.0%	17.9%	15.2%	5.9%	16.1%	16.7%

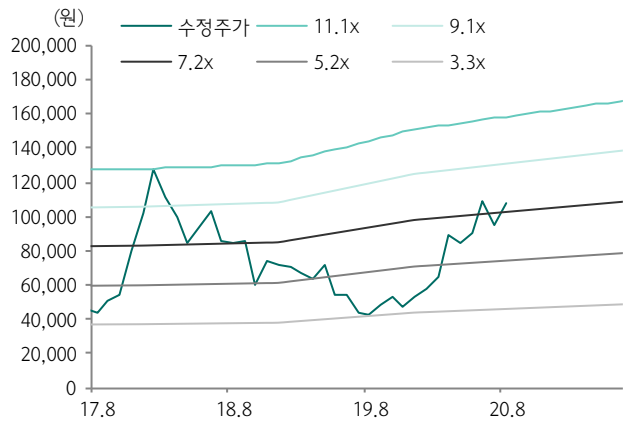
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



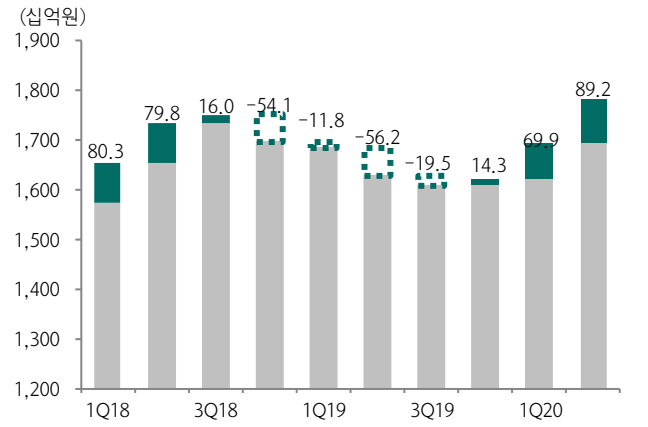
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드



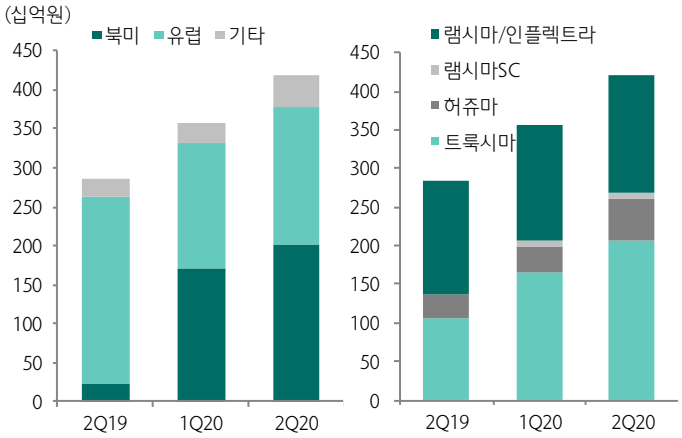
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



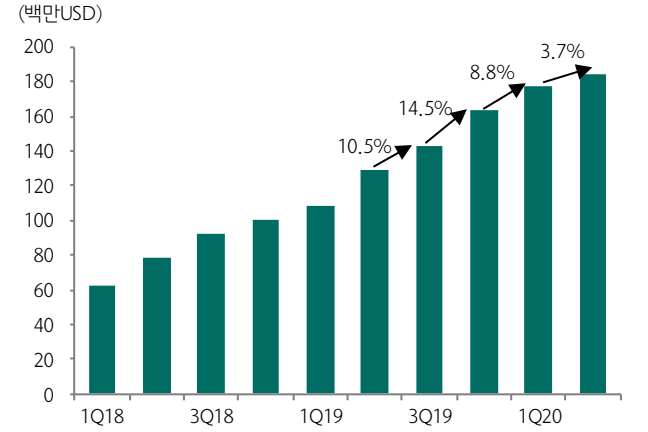
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출비중



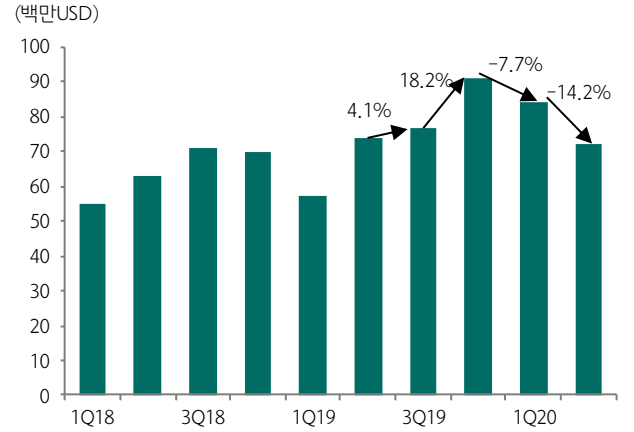
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



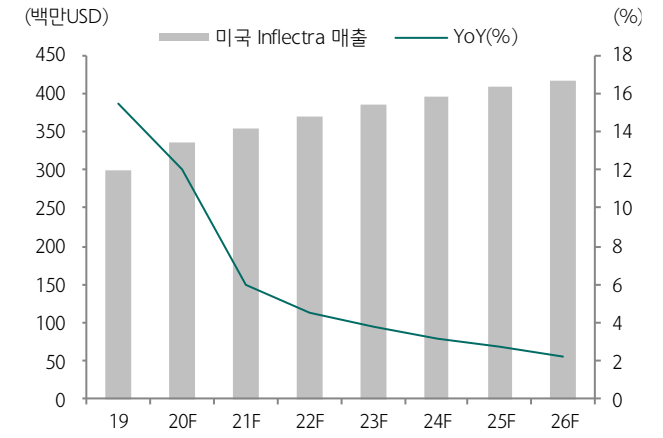
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



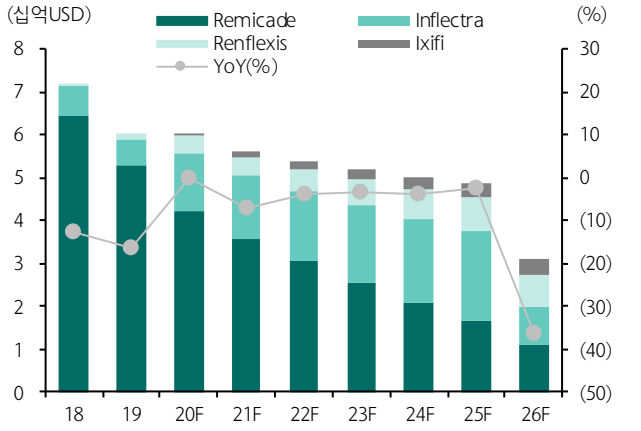
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 7. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



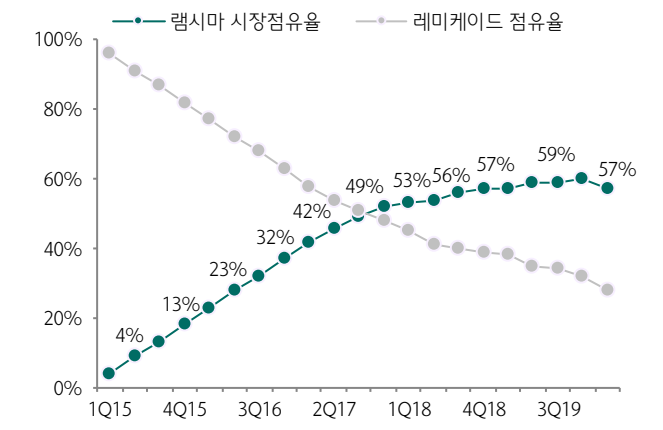
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 8. 미국 Infliximab 시장규모 추정치



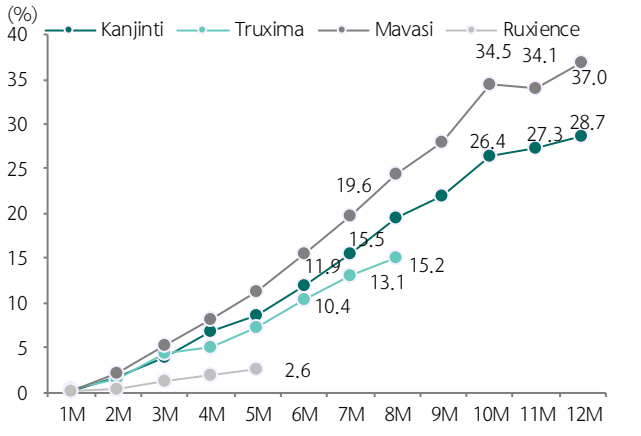
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 9. 유럽시장에서 램시마 시장 점유율(물량기준)



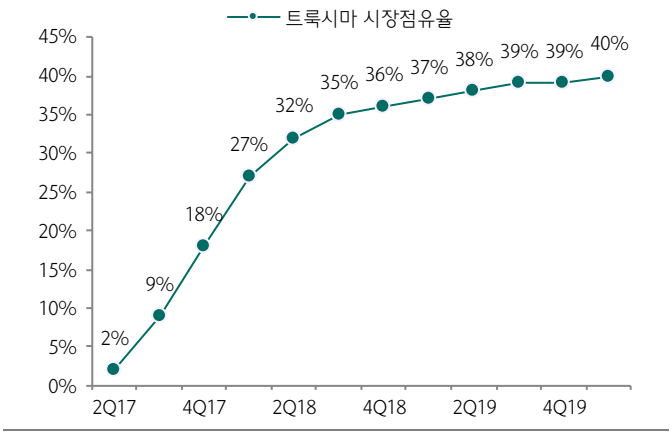
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 10. 미국시장에서 트룩시마 시장 점유율 비교



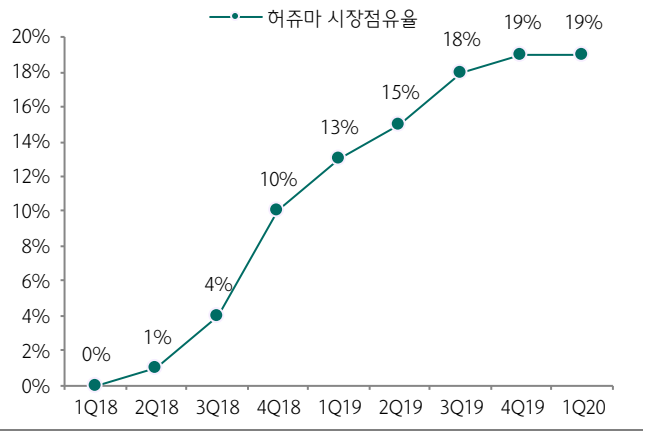
자료: Symphonyhealth, 하나금융투자

그림 11. 트룩시마 유럽 시장점유율



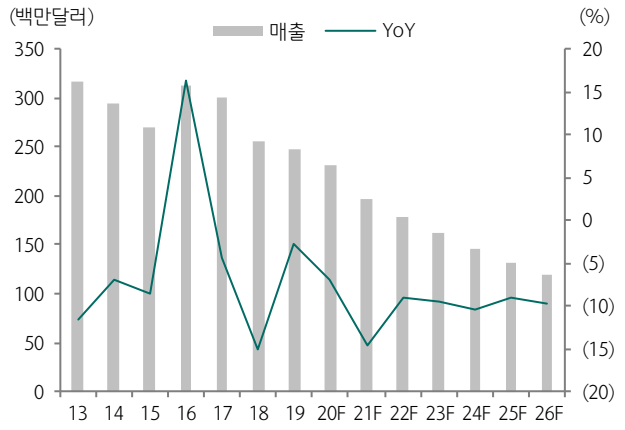
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 12. 허쥬마 유럽 시장점유율



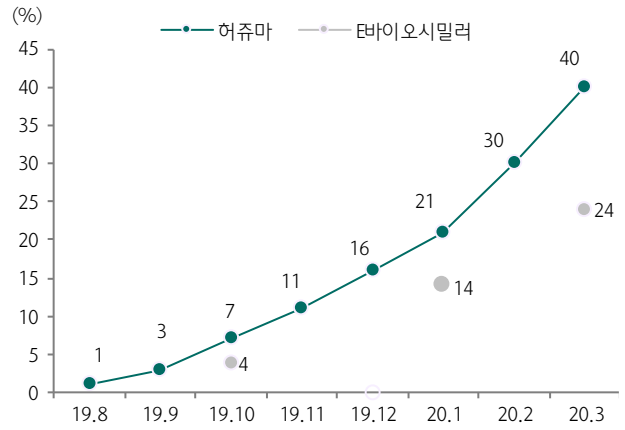
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 13. 일본 허셉틴 연간 매출



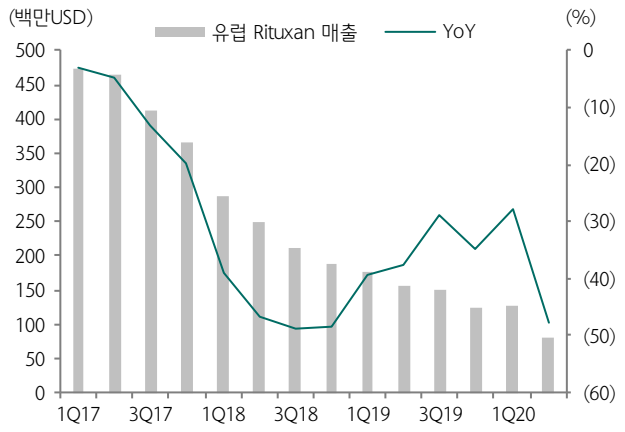
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 14. 일본 허쥬마 시장점유율 추이



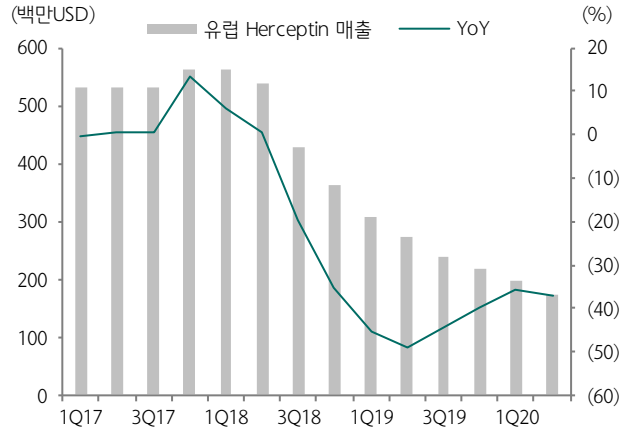
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 15. 유럽시장 리툭산 분기별 매출액



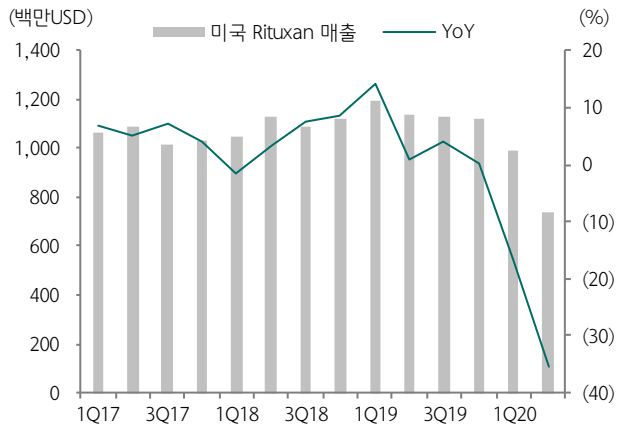
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 16. 유럽시장 허셉틴 분기별 매출액



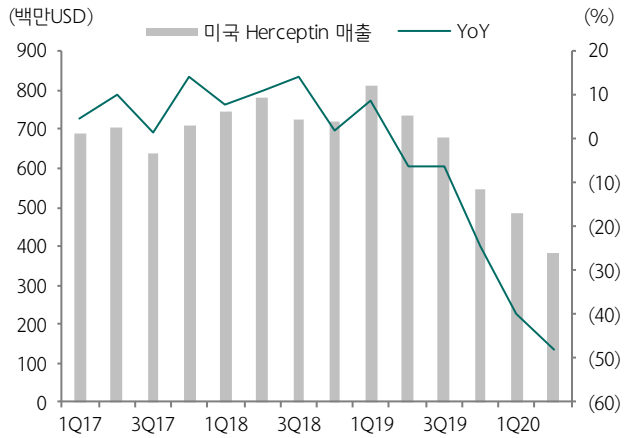
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 17. 미국시장 리툭산 분기별 매출액



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 18. 미국시장 허셉틴 분기별 매출액



자료: GlobalData, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**713.5**	**1,100.9**	**1,765.0**	**2,174.2**	**2,458.5**
매출원가	644.6	891.6	1,251.4	1,526.6	1,716.0
매출총이익	68.9	209.3	513.6	647.6	742.5
판관비	94.1	126.5	176.3	186.0	206.5
영업이익	**(25.2)**	**82.8**	**337.2**	**461.5**	**536.0**
금융손익	57.2	(9.5)	30.2	10.0	11.2
종속/관계기업손익	0.0	(0.8)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.5)	2.8	8.6	8.6	8.9
세전이익	**24.4**	**75.4**	**376.0**	**480.2**	**556.1**
법인세	13.0	10.4	91.0	116.2	134.6
계속사업이익	11.4	65.0	285.0	364.0	421.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**11.4**	**65.0**	**285.0**	**364.0**	**421.5**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**11.4**	**65.0**	**285.0**	**364.0**	**421.5**
지배주주지분포괄이익	14.0	33.1	285.0	364.0	421.5
NOPAT	(11.8)	71.4	255.6	349.8	406.3
EBITDA	(24.9)	84.9	338.5	462.4	536.6
성장성(%)					
매출액증가율	(22.5)	54.3	60.3	23.2	13.1
NOPAT증가율	적전	흑전	258.0	36.9	16.2
EBITDA증가율	적전	흑전	298.7	36.6	16.0
영업이익증가율	적전	흑전	307.2	36.9	16.1
(지배주주)순익증가율	(92.8)	470.2	338.5	27.7	15.8
EPS증가율	(93.5)	467.1	336.7	21.6	10.6
수익성(%)					
매출총이익률	9.7	19.0	29.1	29.8	30.2
EBITDA이익률	(3.5)	7.7	19.2	21.3	21.8
영업이익률	(3.5)	7.5	19.1	21.2	21.8
계속사업이익률	1.6	5.9	16.1	16.7	17.1

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**2,793.4**	**2,666.3**	**3,122.7**	**3,552.9**	**4,139.6**
금융자산	572.6	458.9	794.6	1,125.5	1,520.3
현금성자산	240.4	297.0	631.8	962.2	1,356.7
매출채권 등	405.5	390.0	351.0	298.3	337.3
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,672.3	1,755.9	1,861.3
기타유동자산	118.4	193.8	304.8	373.2	420.7
비유동자산	**155.2**	**182.6**	**200.7**	**212.2**	**216.7**
투자자산	32.7	27.1	71.1	77.1	77.8
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**	**3,323.4**	**3,765.0**	**4,356.3**
유동부채	**1,279.1**	**1,071.1**	**1,193.4**	**1,229.9**	**1,370.9**
금융부채	84.1	115.6	86.4	46.8	37.1
매입채무 등	816.6	696.7	661.9	642.0	726.0
기타유동부채	378.4	258.8	445.1	541.1	607.8
비유동부채	**34.0**	**111.9**	**179.0**	**220.3**	**249.0**
금융부채	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	34.0	111.1	178.2	219.5	248.2
부채총계	**1,313.1**	**1,183.0**	**1,372.4**	**1,450.2**	**1,619.9**
지배주주지분	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,950.9**	**2,314.9**	**2,736.4**
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	607.6	964.0	1,377.7
비지배주주지분	**0.0**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**
자본총계	**1,635.5**	**1,665.9**	**1,950.9**	**2,314.9**	**2,736.4**
순금융부채	(488.4)	(342.4)	(707.4)	(1,077.9)	(1,482.4)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	76	431	1,882	2,289	2,531
BPS	11,514	11,784	13,607	14,583	16,335
CFPS	(123)	677	2,218	2,878	3,173
EBITDAPS	(166)	563	2,235	2,908	3,222
SPS	4,747	7,300	11,654	13,675	14,760
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	947.1	123.0	57.5	47.3	42.8
PBR	6.2	4.5	8.0	7.4	6.6
PCFR	N/A	78.3	48.8	37.6	34.1
EV/EBITDA	N/A	85.9	46.4	33.2	27.8
PSR	15.1	7.3	9.3	7.9	7.3
재무비율(%)					
ROE	0.7	3.9	15.8	17.1	16.7
ROA	0.4	2.2	9.2	10.3	10.4
ROIC	(1.0)	5.7	19.0	26.0	29.4
부채비율	80.3	71.0	70.3	62.6	59.2
순부채비율	(29.9)	(20.6)	(36.3)	(46.6)	(54.2)
이자보상배율(배)	(33.4)	12.1	52.3	145.7	210.6

자료: 하나금융투자

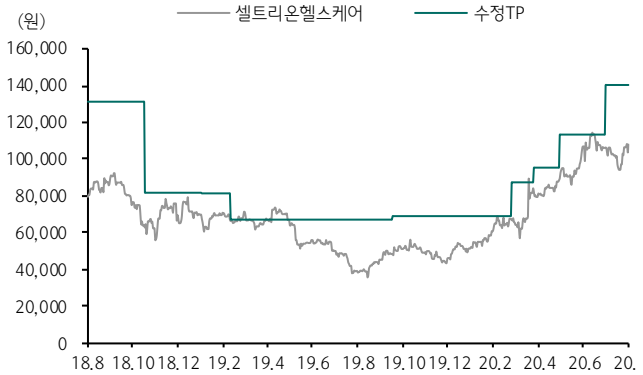
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**(184.2)**	**(163.8)**	**309.0**	**361.2**	**385.5**
당기순이익	11.4	65.0	285.0	364.0	421.5
조정	(68.9)	(7.7)	(43.4)	(20.9)	(23.5)
감가상각비	0.3	2.1	1.2	0.8	0.7
외환거래손익	9.4	10.0	(12.7)	(12.8)	(13.2)
지분법손익	(0.0)	0.8	0.0	0.0	0.0
기타	(78.6)	(20.6)	(31.9)	(8.9)	(11.0)
영업활동 자산부채 변동	(126.7)	(221.1)	67.4	18.1	(12.5)
투자활동 현금흐름	**253.0**	**164.2**	**24.5**	**9.0**	**18.6**
투자자산감소(증가)	17.6	6.4	(44.0)	(6.0)	(0.7)
유형자산감소(증가)	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
기타	235.6	158.1	68.6	15.2	19.6
재무활동 현금흐름	**(83.1)**	**85.8**	**(29.7)**	**(39.9)**	**(10.1)**
금융부채증가(감소)	9.0	32.3	(29.3)	(39.5)	(9.7)
자본증가(감소)	11.9	14.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(104.0)	39.3	(0.4)	(0.4)	(0.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(11.0)**	**56.6**	**334.8**	**330.4**	**394.4**
Unlevered CFO	(18.5)	102.1	335.9	457.6	528.5
Free Cash Flow	(184.4)	(164.1)	308.9	361.0	385.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.14	BUY	140,000		
20.5.13	BUY	113,000	-10.85%	1.50%
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%
18.7.24	BUY	130,895	-36.90%	-29.29%
18.6.20	BUY	110,066	-11.32%	-5.20%

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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 12일

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 8월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 8월 14일 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.