

셀트리온헬스케어 (091990)

내리막길 없이 Go Straight!



▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 0237727687

Buy (신규)

목표주가(신규): 90,000원

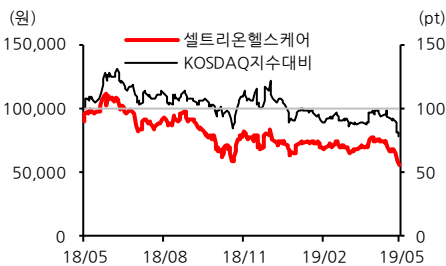
현재 주가(5/24)	56,400원
상승여력	▲59.6%
시가총액	81,113억원
발행주식수	143,818천주
52 주 최고가 / 최저가	111,072 / 56,400원
90 일 일평균 거래대금	492.39억원
외국인 지분율	28.6%
주주 구성	
서정진(외 22인)	62.6%
셀트리온헬스케어 자사주	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-26.6	-19.3	-27.1	-37.5
상대수익률(KOSDAQ)	-17.6	-12.1	-28.2	-16.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	921	713	1,433	2,296
영업이익	154	-25	241	430
EBITDA	154	-25	241	430
지배주주순이익	157	11	173	260
EPS	1,107	80	1,209	1,812
순차입금	-700	-488	1,370	3,000
PER	96.3	946.4	46.7	31.1
PBR	8.9	6.6	4.5	3.9
EV/EBITDA	94.3	-414.2	39.3	25.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	13.9	0.7	10.1	13.4

주가 추이



셀트리온헬스케어 커버리지 개시 자료입니다. 전년도에는 직판체계 구축을 위한 유통재고 조정 이슈로 인하여 부진한 실적을 기록했지만 올해는 미국지역 인플렉트라 그리고 유럽지역 트룩시마, 허쥬마의 뚜렷한 매출신장이 기대됩니다.

향후 2년간 급격한 성장 예상

셀트리온헬스케어는 향후 2년간 급격한 성장을 보일 것으로 기대한다. 2019년에는 인플렉트라(미국), 트룩시마 및 허쥬마(유럽)의 매출증가를 예상하며 2020년에는 램시마SC(유럽)와 트룩시마 및 허쥬마(미국) 신규매출을 기대한다. 2019년도 실적은 매출액 1조 4,334억원(+100.9% YoY), 영업이익 2,409억원(흑자전환, OPM 16.8%), 당기순이익 1,961억원(+1,622.0% YoY, NPM 13.7%)를 전망한다. 제품별 매출액은 램시마(유럽) 5,665억원(+78.8% YoY), 트룩시마(유럽) 3,853억원(+244.6% YoY), 허쥬마(유럽) 2,684억원(+58.6% YoY), 인플렉트라 2,132억원(+127.8% YoY)으로 추정했다.

올해는 트룩시마, 허쥬마 그리고 인플렉트라

유럽지역에서 트룩시마와 허쥬마의 성장은 뚜렷하다. 4Q18 기준 트룩시마의 M/S는 36%까지 올라왔다. 허쥬마는 10%를 기록하였으며 네덜란드 45%, 오스트리아 28%, 프랑스 17%, 독일 9%, 영국 6%를 점유하였다. 이 두 제품은 경쟁 바이오시밀러 업체 대비 약 2배의 점유율을 기록하고 있다. 연내 트룩시마는 50%, 허쥬마는 20%에 가까운 점유율을 기록할 것으로 전망한다. 인플렉트라는 미국시장에서 고전하고 있으나 PBM의 Formulary 적용확대에 따라 점진적인 성장을 보일 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 90,000원으로 커버리지 개시

셀트리온헬스케어에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 90,000원, 업종 내 최선호주로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2020년 EPS에 PER 40배를 적용하였다. 동사는 '개발-생산-판매'의 수직계열화 목적의 직판체계 구축을 진행 중이며 이에 따른 수익성 제고는 2020년부터 반영될 것으로 전망한다. 램시마SC는 올해 허가절차를 마무리 될 것으로 예상하며 미국지역 트룩시마 허쥬마와 함께 내년부터 신규매출이 발생할 것으로 전망한다.

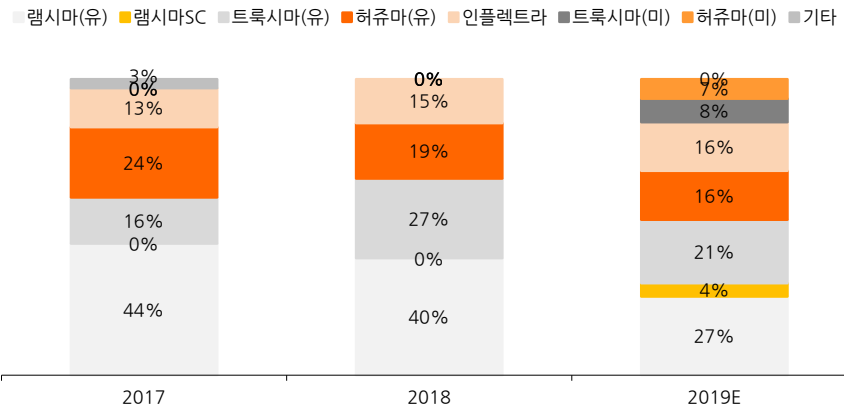
[표16] 셀트리온헬스케어 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	128	184	213	189	221	234	408	571	713	1,433	2,296
YoY(%)	119.7	-19.9	25.7	-59.3	71.8	27.6	91.7	202.5	-22.5	100.9	60.2
유럽	128	162	176	131	198	213	339	470	598	1,220	1,585
램시마	105	33	76	104	111	95	138	223	317	567	611
램시마 SC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	103
트록시마	22	86	24	(20)	69	66	109	142	112	385	493
허쥬마	2	43	77	47	18	52	93	106	169	268	379
미국	0	0	36	57	23	21	69	101	94	213	711
인플렉트라	0	0	36	57	23	21	69	101	94	213	377
트록시마	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0	182
허쥬마	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0	152
기타	0	22	0	0	0	0	0	0	22	0.0	0.0
영업이익	8	15	20	(69)	9	7	86	139	(25)	241	430
YoY(%)	흑전	(66.6)	73.7	적전	11.1	(54.2)	327.1	흑전	적전	흑전	78.3
OPM(%)	6.6	8.3	9.4	-	4.2	3.0	21.0	24.3	(3.5)	16.8	18.7
당기순이익	61	11	6	(66)	6	5	76	109	11	196	333
YoY(%)	흑전	(84.5)	(30.4)	적전	(90.3)	(53.4)	1,096.5	흑전	(92.8)	1,622.0	69.8
NPM(%)	47.1	6.0	3.0	-	2.6	2.2	18.7	19.1	1.6	13.7	14.5

자료: 셀트리온헬스케어, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 셀트리온헬스케어 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 셀트리온, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 주요 바이오의약품 및 바이오시밀러 매출액 추이

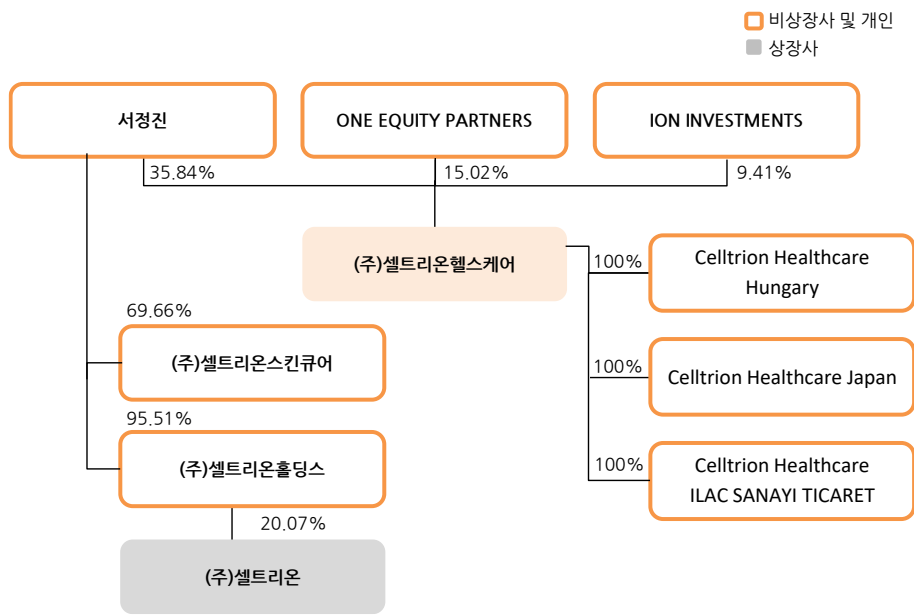
(단위: 백만 USD, 백만 CHF)

성분	품명	업체	지역	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2017	2018
Infliximab	Remicade	Janssen	US	1,182	1,064	1,206	1,073	916	918	987	843	774	4,525	3,664
			YoY(%)	(2.4)	(13.9)	(1.3)	(8.5)	(22.5)	(13.7)	(18.2)	(21.4)	(15.5)	(6.5)	(19.0)
			US Export	165	127	156	115	142	104	100	90	76	563	436
			YoY(%)	(29.2)	(31.4)	(38.8)	5.5	(13.9)	(18.1)	(35.9)	(21.7)	(46.5)	(28.0)	(22.6)
			Intl	325	339	285	278	331	298	292	305	252	1,227	1,226
			YoY(%)	(3.0)	(5.6)	(6.9)	(18.7)	1.8	(12.1)	2.5	9.7	9.7	(8.6)	(0.1)
	Merck	Total	1,672	1,530	1,647	1,466	1,389	1,320	1,379	1,238	1,102	6,315	5,326	
		YoY(%)	(6.0)	(14.0)	(7.6)	(9.7)	(16.9)	(13.7)	(16.3)	(15.6)	(15.6)	(9.3)	(15.7)	
	Remsima	Pfizer	Total	78	94	112	135	145	158	166	173	138	419	642
			YoY(%)	116.7	108.9	128.6	121.3	85.9	68.1	48.2	28.1	(4.8)	119.4	53.2
			US	17	23	34	44	55	63	71	70	57	118	259
			EU	54	64	64	79	75	80	79	84	71	261	319
			ROW	7	7	15	11	15	15	16	18	11	40	62
			Fixabi	Biogen	EU	1	2	2	4	7	11.2	11.4	13.6	14.7
Adalimumab	Humira	Abbvie	US	2,696	3,201	3,151	3,313	3,003	3,521	3,546	3,615	3,215	12,361	13,685
			YoY(%)	22.8	18.0	19.0	15.1	11.4	10.0	12.5	9.1	7.1	18.5	10.7
			Intl	1,422	1,515	1,550	1,579	1,706	1,664	1,578	1,303	1,231	6,066	6,251
			YoY(%)	2.9	5.4	9.7	11.7	20.0	9.8	1.8	(17.5)	(27.8)	7.4	3.1
	Total	4,118	4,716	4,701	4,892	4,709	5,185	5,124	4,918	4,446	18,427	19,936		
	YoY(%)	15.1	13.7	15.8	14.0	14.4	9.9	9.0	0.5	(5.6)	14.6	8.2		
Imraldi	Biogen	EU							16.7	35.7	16.7			
Rituximab	Rituxan	Roche	YoY(%)	465	458	406	361	282	243	206	185	171	1690	916
			EU	(2.9)	(5.0)	(13.2)	(19.8)	(39.4)	(46.9)	(49.3)	(48.8)	(39.4)	(11.0)	(46.0)
Trastuzumab	Herceptin	Roche	YoY(%)	522	525	524	552	551	525	419	354	300	2123	1849
			EU	(0.6)	0.4	0.6	13.6	5.6	-	(20.0)	(35.9)	(45.6)	2.0	(13.0)
Etanercept	Enbrel	Pfizer	YoY(%)	588	617	613	634	506	551	531	524	451	2112	1588
			EU	(19.8)	(19.5)	(12.6)	(10.5)	(13.9)	(10.7)	(13.4)	(17.4)	(10.9)	(27.4)	(12.7)
	Benepali	Biogen	EU	65	89	99	117.6	121	115.6	123.4	125.3	124.0	371	485.2

주: Rituxan, Herceptin 단위는 백만 CHF, YoY(%)는 환율 고려

자료: 각 사 실적발표자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 셀트리온헬스케어 지배구조



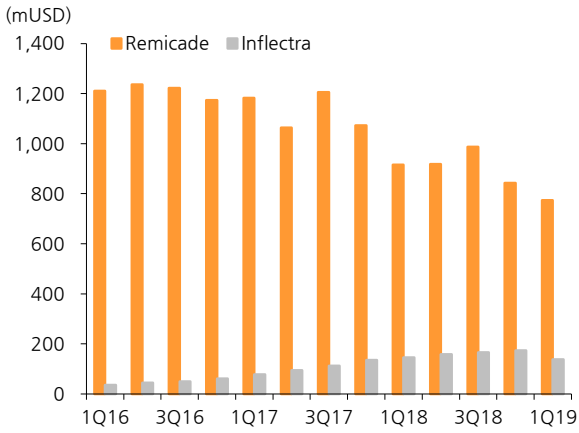
주: 2019년 1분기 말 기준, 5월 21일 블록딜 미반영
 자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 셀트리온/셀트리온헬스케어 블록딜

	일시	물량	지분율	할인율	전일 증가
ION INVESTMENTS	셀트리온				
	2018-03-06	224만 주	14.24% → 12.45%	6~9%	370,000
	2018-10-22	362.5만 주	12.45% → 9.7%	5~8%	268,500
	셀트리온헬스케어				
	2018-03-06	290만 주	12.5% → 10.4%	6~9%	119,400
ONE EQUITY PARTNERS	셀트리온헬스케어				
	2018-09-18	428만 주	18.07% → 15.4%	8%	99,000
	2019-05-21	650만 주	15.4 → 9.9%	5.1%~8%	65,300

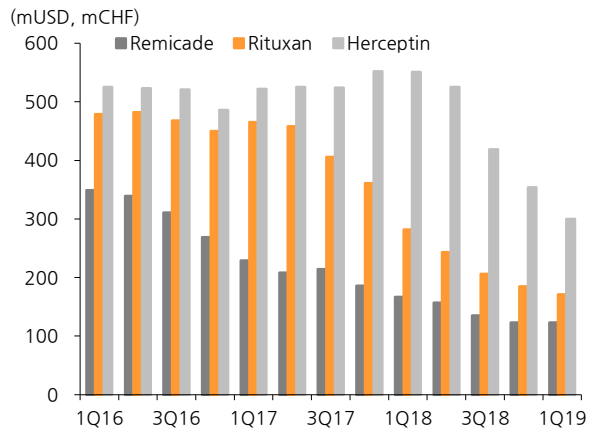
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림39] Remicade vs Inflectra 분기별 실적추이



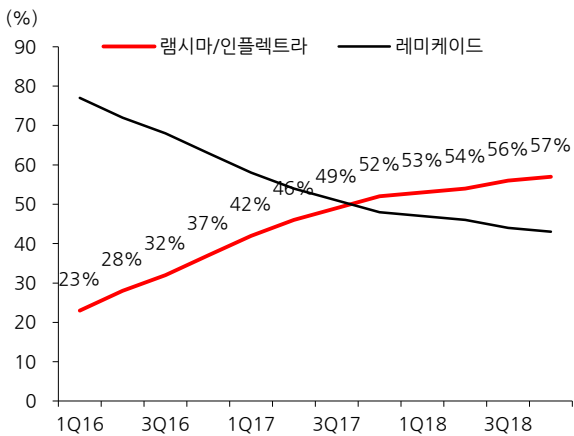
자료: Pfizer, J&J, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 유럽지역 오리지널 바이오의약품 매출감소 추이



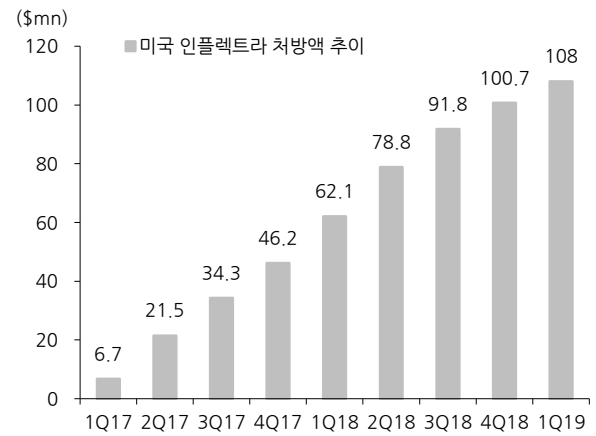
자료: Merck, Roche, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 유럽 램시마 시장 점유율



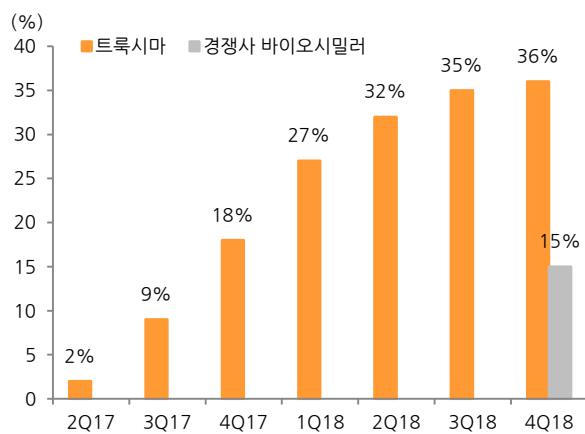
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 미국 인플렉트라 처방액 추이



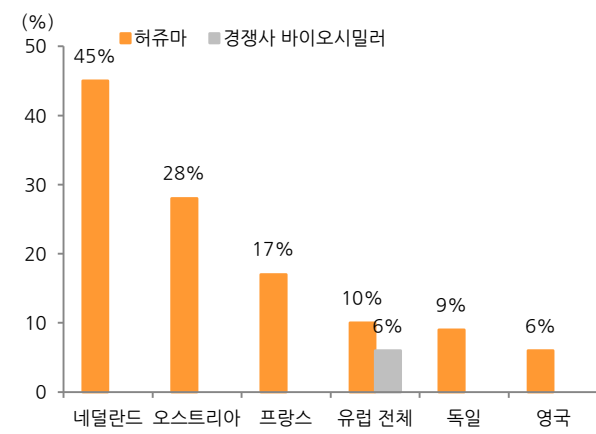
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 유럽 트룩시마 시장 점유율 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 유럽 허쥬마 시장 점유율 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	733	921	713	1,433	2,296
매출총이익	195	224	69	371	648
영업이익	155	154	-25	241	430
EBITDA	155	154	-25	241	430
순이자손익	-27	-17	5	-25	-92
외화관련손익	13	-25	-4	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	139	206	24	215	333
당기순이익	97	157	11	173	260
지배주주순이익	97	157	11	173	260
증가율(%)					
매출액	82.2	25.6	-22.5	100.9	60.2
영업이익	38.8	-1.1	적전	흑전	78.3
EBITDA	38.7	-1.1	적전	흑전	78.2
순이익	372.0	62.0	-92.8	1,421.5	49.9
이익률(%)					
매출총이익률	26.7	24.3	9.7	25.8	28.2
영업이익률	21.2	16.7	-3.5	16.8	18.7
EBITDA 이익률	21.2	16.7	-3.5	16.8	18.7
세전이익률	18.9	22.4	3.4	15.0	14.5
순이익률	13.3	17.1	1.6	12.1	11.3

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업현금흐름	30	-194	-184	-1,849	-1,623
당기순이익	97	157	11	173	260
자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본증감	-96	-267	-127	-1,845	-1,885
매출채권 감소(증가)	-314	-143	-13	68	-203
재고자산 감소(증가)	-73	-114	-128	-3,518	-3,139
매입채무 증가(감소)	118	18	-13	1,602	1,454
투자현금흐름	0	-521	253	-20	-21
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-520	259	-13	-14
재무현금흐름	22	865	-83	1,797	2,000
차입금의 증가(감소)	14	-141	5	1,800	2,000
자본의 증가(감소)	8	999	0	-3	0
배당금의 지급	0	0	0	3	0
총현금흐름	162	119	-18	-4	262
(-)운전자본증가(감소)	118	191	-81	2,024	1,885
(-)설비투자	0	0	0	0	1
(+)자산매각	0	-1	-1	0	0
Free Cash Flow	44	-74	62	-2,028	-1,624
(-)기타투자	-22	75	213	-173	6
잉여현금	66	-149	-151	-1,855	-1,630
NOPLAT	109	117	-12	194	335
(+) Dep	0	0	0	0	0
(-)운전자본투자	118	191	-81	2,024	1,885
(-)Capex	0	0	0	0	1
OpFCF	-9	-74	70	-1,829	-1,550

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	1,949	2,800	2,793	6,146	9,862
현금성자산	96	775	573	515	885
매출채권	364	416	405	337	540
재고자산	1,472	1,575	1,697	5,215	8,355
비유동자산	57	75	155	161	168
투자자산	55	72	152	158	165
유형자산	0	0	0	1	1
무형자산	1	2	3	3	3
자산총계	2,006	2,875	2,949	6,307	10,030
유동부채	1,260	993	1,279	4,466	7,927
매입채무	683	720	814	2,416	3,870
유동성이자부채	322	75	84	1,884	3,884
비유동부채	195	174	34	35	37
비유동이자부채	33	0	0	0	0
부채총계	1,455	1,167	1,313	4,501	7,964
자본금	112	137	141	141	141
자본잉여금	381	1,366	1,377	1,377	1,377
이익잉여금	107	259	267	438	698
자본조정	-50	-54	-150	-150	-150
자기주식	0	0	-96	-96	-96
자본총계	550	1,707	1,635	1,806	2,066

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당지표					
EPS	n/a	1,107	80	1,209	1,812
BPS	4,910	11,960	11,412	12,602	14,414
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	838	-129	-26	1,825
ROA(%)	5.4	6.5	0.4	3.7	3.2
ROE(%)	18.5	13.9	0.7	10.1	13.4
ROIC(%)	14.1	12.9	-1.1	9.0	8.1
Multiples(x, %)					
PER	n/a	96.3	946.4	46.7	31.1
PBR	0.0	8.9	6.6	4.5	3.9
PSR	n/a	16.5	15.1	5.6	3.5
PCR	n/a	127.1	-583.7	-2,154.1	30.9
EV/EBITDA	1.7	94.3	-414.2	39.3	25.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	264.5	68.4	80.3	249.3	385.5
Net debt/Equity	47.1	-41.0	-29.9	75.8	145.2
Net debt/EBITDA	166.8	-454.9	1,963.5	567.6	697.4
유동비율	154.7	281.9	218.4	137.6	124.4
이자보상배율(배)	4.8	6.4	n/a	8.1	4.4
자산구조(%)					
투하자본	84.3	54.3	61.3	82.5	82.8
현금+투자자산	15.7	45.7	38.7	17.5	17.2
자본구조(%)					
차입금	39.2	4.2	4.9	51.1	65.3
자기자본	60.8	95.8	95.1	48.9	34.7