

투자이견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 70,000원
현재주가(19/11/14)	52,500원
상승여력	33%

영업이익(19F,십억원)	92
Consensus 영업이익(19F,십억원)	79
EPS 성장률(19F,%)	435.7
MKT EPS 성장률(19F,%)	-32.1
P/E(19F,x)	123.3
MKT P/E(19F,x)	14.3
KOSDAQ	663.31

시가총액(십억원)	7,556
발행주식수(백만주)	144
유동주식비율(%)	53.4
외국인 보유비중(%)	24.0
베타(12M) 일간수익률	1.22
52주 최저가(원)	37,700
52주 최고가(원)	83,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	-22.0	-14.5
상대주가	-6.7	-16.5	-13.5



[바이오/헬스케어]

김태희
 02-3774-6813
 taehee.kim@miraeasset.com

셀트리온헬스케어 (091990)

3Q19 Review: 미국向 트룩시마 효과 발생

시장 기대치에 부합하는 3Q19 실적

셀트리온헬스케어는 연결 기준 3Q19 매출액 2,820억원(+32.6% YoY, -1.0% QoQ), 영업이익 213억원(+6.5% YoY, +129.0% QoQ)을 달성했다. 이는 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적이다. 기대했던 트룩시마의 미국向 매출액이 발생했다. 트룩시마의 매출비중은 51%로 램시마를 상회했으며, 2Q19 8%에 불과했던 북미向 매출비중도 35%로 크게 상승했다.

영업이익률은 7.6%로 전분기 3.2% 대비 크게 개선됐는데 트룩시마의 미국 가격이 유럽 대비 약 4배 정도 높고, 유럽에서 시장 가격을 관리하며 내실 다지기에 집중하고 있기 때문이다. 세전이익은 264억원으로 +46.7% YoY를 기록했는데 이는 원화 약세에 따른 외화환산이익 증가에 기인한다.

제품별 현황

1) 램시마(미국 상품명 인플렉트라): 유럽에서 시장 점유율이 59%로 전분기 대비 2%p 상승했다. 가격 안정을 위해 물량을 조절하면서도 점유율을 늘렸다는 점이 긍정적이다. 램시마SC가 출시되면 유럽 시장에서의 경쟁력은 더욱 강화될 것이며, 램시마SC의 약가도 높을 것기에 수익성 개선까지 기대된다.

2) 트룩시마: 유럽 시장 점유율 38%를 기록했다. 이는 오리지널의 점유율과 비슷하며, 경쟁업체 대비 약 2배 높은 수준이다. 특히 영국과 프랑스에서 각각 69%, 54%의 점유율로 강한 면모를 보이고 있다. 미국에서는 지난 11월 11일에 출시됐다. 리툽산 바이오시밀러로 첫 번째 제품이며, 할인율은 오리지널 대비 10%다. 류마티스 관절염을 제외한 모든 적응증을 대상으로 판매가 가능하며, 내년 상반기 류마티스 관절염까지 적응증이 확대될 것으로 보인다.

3) 허쥬마: 입찰에 선별적으로 참여하며 가격을 관리 중이다. 그럼에도 시장 점유율 15%로 3개의 바이오시밀러 업체 중 1위를 유지하고 있다. 지난 8월 4천억원 규모의 일본 시장에 출시됐으며 내년 상반기 미국 출시로 2020년 성장을 견인할 것으로 기대한다.

신제품 효과 지속될 것

동사에 대한 투자이견 ‘매수’를 유지하며, 목표주가를 기존 60,000원에서 70,000원으로 상향조정한다. 램시마SC 유럽 출시, 트룩시마 미국 출시, 허쥬마 미국 출시로 이어지는 신제품 효과와 개발 중인 파이프라인으로 향후 실적 전망치를 소폭 상향했기 때문이다. 신제품 효과 외 시장 가격 안정을 위한 내실 다지기, 그러한 와중에 꾸준히 상승하는 시장 점유율, 우호적으로 변화하는 미국 바이오시밀러 영업 환경 등이 투자포인트다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	758	921	713	1,183	1,821	2,263
영업이익 (십억원)	179	154	-25	92	226	341
영업이익률 (%)	23.6	16.7	-3.5	7.8	12.4	15.1
순이익 (십억원)	123	157	11	61	166	255
EPS (원)	1,060	1,230	80	426	1,129	1,705
ROE (%)	21.4	13.4	0.7	3.7	9.3	12.8
P/E (배)	-	86.6	947.1	123.3	46.5	30.8
P/B (배)	-	8.9	6.2	4.2	4.0	3.6
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 셀트리온헬스케어 3Q19 실적

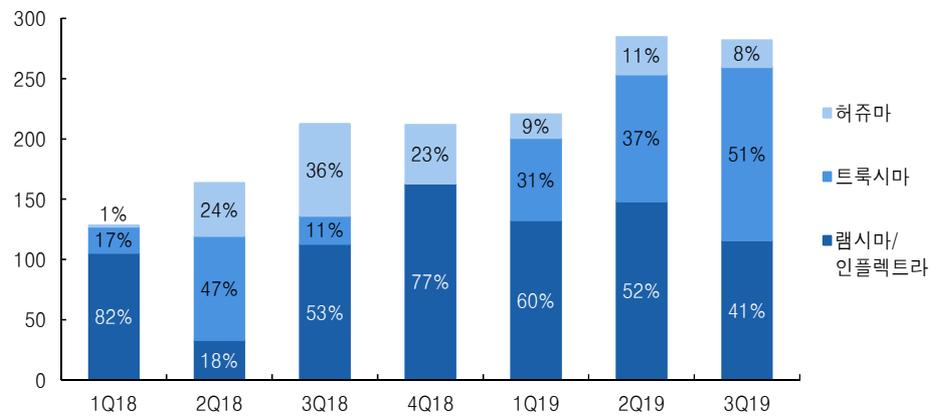
(십억원, %)

	3Q18	2Q19	3Q19	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	212.7	284.8	282.0	32.6	-1.0	291.3	281.0
영업이익	20.0	9.3	21.3	6.5	129.0	23.8	22.2
opm	9.4	3.2	7.6			8.2	7.9
지배주주순이익	6.4	8.5	10.1	57.8	18.8	22.2	20.1

자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

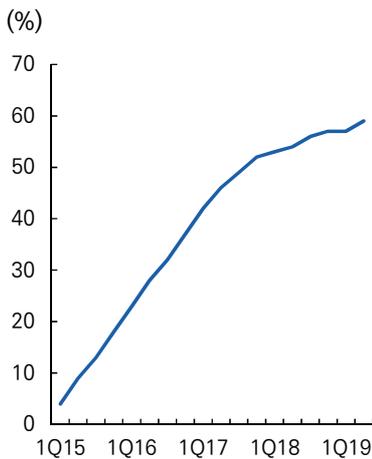
그림 1. 제품별 매출비중 추이

(십억원)



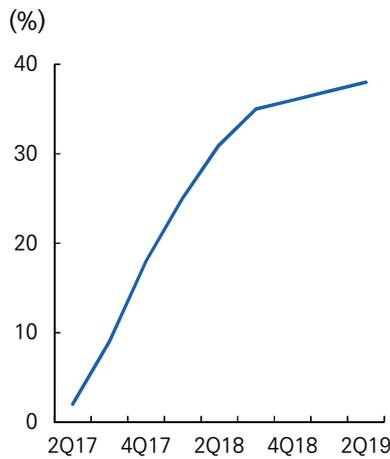
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 램시마 유럽 시장 점유율 59%



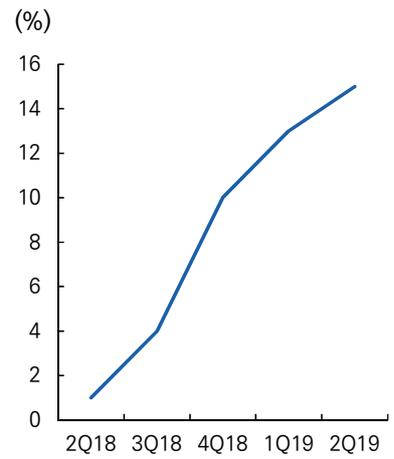
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 트룩시마 유럽 시장 점유율 38%



자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 허쥬마 유럽 시장 점유율 15%



자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	713	1,183	1,821	2,263
매출원가	645	987	1,475	1,788
매출총이익	68	196	346	475
판매비와관리비	94	104	120	135
조정영업이익	-25	92	226	341
영업이익	-25	92	226	341
비영업손익	49	19	36	40
금융손익	5	10	14	15
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	24	111	262	381
계속사업법인세비용	13	50	96	126
계속사업이익	11	61	166	255
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	61	166	255
지배주주	11	61	166	255
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	14	61	166	255
지배주주	14	61	166	255
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-25	93	227	342
FCF	-184	316	181	-75
EBITDA 마진율 (%)	-3.5	7.9	12.5	15.1
영업이익률 (%)	-3.5	7.8	12.4	15.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	5.2	9.1	11.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	2,793	3,348	4,096	4,765
현금 및 현금성자산	240	549	738	672
매출채권 및 기타채권	405	487	633	787
재고자산	1,697	1,828	2,194	2,727
기타유동자산	451	484	531	579
비유동자산	155	200	202	203
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	0	2	4	5
무형자산	3	3	3	2
자산총계	2,949	3,549	4,297	4,968
유동부채	1,279	1,817	2,402	2,819
매입채무 및 기타채무	814	1,269	1,903	2,365
단기금융부채	84	110	105	99
기타유동부채	381	438	394	355
비유동부채	34	35	33	31
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	34	35	33	31
부채총계	1,313	1,852	2,435	2,850
지배주주지분	1,635	1,697	1,862	2,117
자본금	141	143	146	149
자본잉여금	1,377	1,377	1,377	1,377
이익잉여금	267	326	489	741
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,635	1,697	1,862	2,117

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	-184	318	184	-72
당기순이익	11	61	166	255
비현금수익비용가감	-30	27	69	97
유형자산감가상각비	0	1	1	2
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-30	26	68	95
영업활동으로인한자산및부채의변동	-127	270	32	-313
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-81	-145	-153
재고자산 감소(증가)	-128	-132	-366	-533
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-13	388	517	377
법인세납부	-46	-50	-96	-126
투자활동으로 인한 현금흐름	253	-50	-4	-5
유형자산처분(취득)	0	-3	-3	-3
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	572	-4	-1	-2
기타투자활동	-318	-43	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-83	93	-5	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-58	93	-5	-6
자본의 증가(감소)	12	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-37	0	0	0
현금의 증가	-11	308	189	-66
기초현금	251	240	549	738
기말현금	240	549	738	672

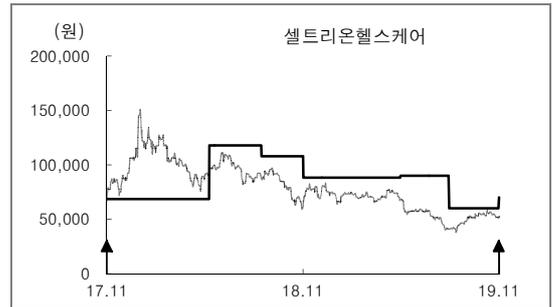
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	947.1	123.3	46.5	30.8
P/CF (x)	-	85.5	32.9	22.3
P/B (x)	6.2	4.2	4.0	3.6
EV/EBITDA (x)	-	72.7	29.0	19.4
EPS (원)	80	426	1,129	1,705
CFPS (원)	-129	614	1,596	2,351
BPS (원)	12,083	12,457	13,089	14,510
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-22.6	65.9	53.9	24.3
EBITDA증가율 (%)	-	-	144.1	50.7
조정영업이익증가율 (%)	-	-	145.7	50.9
EPS증가율 (%)	-93.5	432.5	165.0	51.0
매출채권 회전을 (회)	1.7	2.7	3.3	3.2
재고자산 회전을 (회)	0.4	0.7	0.9	0.9
매입채무 회전을 (회)	1.0	1.2	1.1	1.0
ROA (%)	0.4	1.9	4.2	5.5
ROE (%)	0.7	3.7	9.3	12.8
ROIC (%)	-1.1	4.8	16.7	22.9
부채비율 (%)	80.3	109.1	130.8	134.6
유동비율 (%)	218.4	184.3	170.5	169.0
순차입금/자기자본 (%)	-29.9	-45.7	-52.1	-43.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-33.4	100.4	222.3	353.2

자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온헬스케어(091990)				
2019.11.14	매수	70,000	-	-
2019.08.13	매수	60,000	-16.33	-1.33
2019.05.15	매수	90,000	-39.91	-24.11
2018.11.15	매수	88,308	-17.70	-5.44
2018.08.29	매수	107,932	-25.43	-10.00
2018.05.24	매수	117,744	-18.32	-5.67
2017.09.25	매수	68,343	36.29	120.81



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

* 2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온헬스케어 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.