

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

자본금	1,373 억원
발행주식수	13,752 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	141,238 억원
주요주주	
서정진(외18)	67.09%

외국인지분률	32.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/09)	102,700 원
KOSDAQ	874.44 pt
52주 Beta	2.04
52주 최고가	153,800 원
52주 최저가	43,802 원
60일 평균 거래대금	2,860 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-2.9%
6개월	88.6%	40.8%
12개월	%	%

셀트리온헬스케어 (091990/KQ | 매수(유지) | T.P 130,000 원(상향))

## 1 분기는 계절적인 비수기

2018 년 1 분기 실적은 매출액 948 억원(+35.5%YoY), 영업이익 85 억원(-20.0%YoY)으로 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 2017 년 하반기에 유럽허가 승인을 받은 허쥬마는 2018 년 4 월부터 EU5 런칭이 시작될 예정, 2018 년 연간 매출액의 20%를 차지하면서 동사의 연간 실적 성장세를 견인할 전망. 동사에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 130,000 원으로 상향함.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 948 억원(+35.5%YoY), 영업이익 85 억원(-20.0%YoY)으로 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 1) 1 분기가 계절적으로 가장 비수기에 해당되고, 2) 2018 년부터 낮아지는 ASP, 3) 본격적인 직판체제 돌입에 따른 해외법인의 현지채용 증가로 영업이익 역성장세가 전망됨.

## 4 월부터 유럽 런칭 예정인 허쥬마

2017 년 하반기에 유럽허가 승인을 받은 허쥬마는 2018 년 4 월부터 EU5 런칭이 시작될 예정으로 2018 년 연간 매출액의 20%를 차지하면서 동사의 연간 실적 성장세를 견인할 전망. 허쥬마의 유럽 파트너사는 테바이며 램시마보다 투여용량이 많기 때문에 이익기여도가 큼. 하지만 2018 년은 초기 런칭에 따른 마케팅비 집행이 예상됨. 한편 인플렉트라는 2018 년 미국 M/S 가 20%까지 올라올 전망.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 130,000 원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 130,000 원으로 상향함. 동사의 목표주가는 2019 년 EPS 에 셀트리온 목표 multiple 65 배에서 20% 할인한 52 배를 적용하여 산정됨. 바이오시밀러 산업의 성장세와 2018 년 허쥬마, 2019 년 램시마SC 등 지속적인 신제품 출시에 따른 중장기적인 성장세가 긍정적으로 판단됨.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	4,024	7,333	9,209	14,377	19,184	25,296
yoy	%	144.3	82.2	25.6	56.1	33.4	31.9
영업이익	억원	1,119	1,553	1,537	2,799	4,162	6,045
yoy	%	199.8	38.8	-1.1	82.2	48.7	45.2
EBITDA	억원	1,121	1,555	1,538	2,809	4,171	6,053
세전이익	억원	1,366	1,388	2,061	3,022	4,448	6,414
순이익(지배주주)	억원	206	972	1,574	2,308	3,397	4,899
영업이익률%	%	27.8	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
EBITDA%	%	27.9	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
순이익률	%	5.1	13.3	17.1	16.1	17.7	19.4
EPS	원	278	870	1,280	1,678	2,470	3,563
PER	배	0.0	0.0	84.9	61.2	41.6	28.8
PBR	배	0.0	0.0	8.7	7.3	6.3	5.2
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	94.4	46.9	30.5	20.5
ROE	%	전기잠식	18.5	14.0	12.7	16.2	19.6
순차입금	억원	2,312	2,593	-6,997	-12,252	-16,980	-20,187
부채비율	%	215.3	264.5	68.4	104.5	117.3	126.6

그림 1. 셀트리온헬스케어의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	948.0	1,239.0	35.5	(77.2)	(23.5)
영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	85.2	174.0	(20.0)	(82.7)	(51.1)
세전이익	18.7	1,031.8	404.6	606.3	538.4	203.0	2785.7	(11.2)	165.2
순이익	(18.0)	775.4	307.1	509.8	411.2	154.0	흑전	(19.3)	167.0
영업이익률	15.2	22.5	20.3	11.9	9.0	14.0			
세전이익률	2.7	43.4	20.4	14.6	56.8	16.4			
순이익률	(2.6)	32.6	15.5	12.3	43.4	12.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 셀트리온헬스케어의 연간 실적전망 변경

(십억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	14,377	19,184	25,296	14,975	21,523	-	(4.0)	(10.9)	-
영업이익	2,799	4,162	6,045	4,079	5,915	-	(31.4)	(29.6)	-
세전이익	3,022	4,448	6,414	4,234	6,237	-	(28.6)	(28.7)	-
순이익	4,362	6,339	4,899	3,147	4,636	-	38.6	36.7	-
EPS	1,678	2,470	3,563	2,558	3,769	-	(34.4)	(34.5)	-
영업이익률	19.5	21.7	23.9	27.2	27.5	-	(28.4)	(21.1)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 셀트리온헬스케어의 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	948.0	2,995.4	3,986.6	6,446.6	7,332.6	9,209.2	14,376.6	19,183.7
램시마	657.5	2,090.0	1,346.7	970.8	854.8	2,299.0	2,289.5	1,747.5	7,291.3	5,065.1	7,190.7	8,919.0
트룩시마	42.0	285.0	633.8	2,999.2	43.2	296.4	697.1	3,299.2	41.3	3,960.0	4,335.9	5,619.7
허주마	0.0	0.0	0.0	184.2	50.0	400.0	1,000.0	1,400.0	0.0	184.2	2,850.0	3,945.0
램시마SC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	700.0
영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	85.2	722.1	825.9	1,166.4	1,553.0	1,536.5	2,799.5	4,161.9
세전이익	18.7	1,031.8	404.6	606.3	538.4	690.4	319.8	1,473.1	1,387.5	2,061.4	3,021.7	4,447.8
순이익	-18.0	775.4	307.1	509.8	411.2	527.3	244.3	1,125.1	971.7	1,574.4	4,361.7	6,338.6
성장률YoY(%)												
매출액	32.5	152.4	14.2	0.6	35.5	26.1	101.3	55.2	144.3	25.6	56.1	33.4
영업이익	1,750.8	634.0	-2.4	-53.6	-20.0	35.1	104.9	136.7	199.8	-1.1	82.2	48.7
세전이익	흑전	흑전	-19.9	-36.5	2,785.7	-33.1	-21.0	143.0	-133.6	48.6	46.6	47.2
순이익	적지	흑전	-23.5	-19.7	흑전	-32.0	-20.5	120.7	-105.6	62.0	177.0	45.3
수익률(%)												
영업이익	15.2	22.5	20.3	11.9	9.0	24.1	20.7	18.1	21.2	16.7	19.5	21.7
세전이익	2.7	43.4	20.4	14.6	56.8	23.0	8.0	22.9	18.9	22.4	21.0	23.2
순이익	-2.6	32.6	15.5	12.3	43.4	17.6	6.1	17.5	13.3	17.1	30.3	33.0

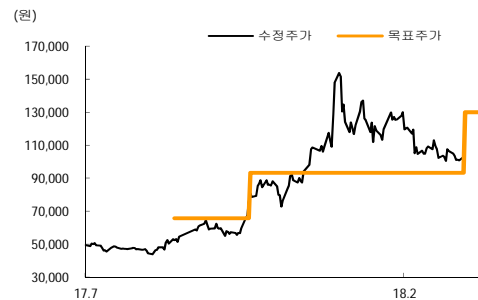
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 셀트리온헬스케어의 목표주가 Valuation Table

구분	내용	비고
2019년 EPS(원)	2,470	
적용PER(배)	52.0	셀트리온 목표 PER 65배에서 20% 할인
주당가치(원)	128,459	
목표주가(원)	130,000	
현재주가(원)	102,700	
상승여력(%)	26.6	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.10	매수	130,000원	6개월		
2017.11.16	매수	93,197원	6개월	15.60%	65.03%
2017.09.26	매수	65,728원	6개월	-9.93%	14.78%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	19,492	28,002	38,514	48,001	60,824
현금및현금성자산	959	2,514	7,961	12,589	15,795
매출채권및기타채권	3,642	4,155	5,335	7,311	9,640
재고자산	14,721	15,748	19,408	22,061	29,091
<b>비유동자산</b>	565	747	915	1,042	1,180
장기금융자산	231	503	503	503	503
유형자산	1	3	1	1	0
무형자산	10	21	27	31	34
<b>자산총계</b>	20,058	28,749	39,429	49,044	62,004
<b>유동부채</b>	12,600	9,933	14,986	19,679	25,774
단기금융부채	3,224	751	651	551	551
매입채무 및 기타채무	6,831	7,204	11,245	15,006	19,787
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,954	1,741	5,165	6,794	8,865
장기금융부채	328	0	292	292	292
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	14,554	11,675	20,151	26,473	34,639
<b>지배주주지분</b>	5,503	17,075	19,278	22,571	27,366
자본금	1,121	1,373	1,373	1,373	1,373
자본잉여금	3,806	13,656	13,656	13,656	13,656
기타자본구성요소	-461	-461	-461	-461	-461
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,073	2,647	4,955	8,352	13,251
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,503	17,075	19,278	22,571	27,366
<b>부채외자본총계</b>	20,058	28,749	39,429	49,044	62,004

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	432	-1,894	5,231	4,640	3,034
당기순이익(손실)	972	1,574	2,308	3,397	4,899
비현금성항목등	646	-382	501	774	1,154
유형자산감가상각비	1	1	4	2	1
무형자산감가상각비	0	1	5	7	8
기타	63	-1,011	-471	-471	-471
운전자본감소(증가)	-956	-2,669	3,136	1,520	-1,505
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,141	-1,431	-1,180	-1,976	-2,329
재고자산감소(증가)	-732	-1,136	-3,660	-2,653	-7,029
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,175	179	4,042	3,760	4,781
기타	1,742	-282	3,935	2,388	3,073
법인세납부	-230	-417	-714	-1,051	-1,515
<b>투자활동현금흐름</b>	0	-5,185	108	193	268
금융자산감소(증가)	0	-5,200	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	-3	-2	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	-11	-11	-11	-11
기타	1	30	121	207	279
<b>재무활동현금흐름</b>	89	8,578	108	-206	-95
단기금융부채증가(감소)	136	-115	-100	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	-1,295	292	0	0
자본의증가(감소)	82	10,063	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-129	-75	-84	-106	-95
<b>현금의 증가(감소)</b>	590	1,555	5,447	4,628	3,207
기초현금	369	959	2,514	7,961	12,589
기말현금	959	2,514	7,961	12,589	15,795
FCF	521	-662	5,270	4,694	3,110

자료 : 셀트리온헬스케어, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	7,333	9,209	14,377	19,184	25,296
<b>매출원가</b>	5,378	6,968	9,593	12,661	16,443
<b>매출총이익</b>	1,954	2,241	4,783	6,522	8,854
매출총이익률 (%)	26.7	24.3	33.3	34.0	35.0
<b>판매비와관리비</b>	401	705	1,984	2,361	2,809
영업이익	1,553	1,537	2,799	4,162	6,045
영업이익률 (%)	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
비영업손익	-166	525	222	286	370
<b>순금융비용</b>	266	173	-37	-101	-185
외환관련손익	134	-253	-286	-286	-286
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,388	2,061	3,022	4,448	6,414
세전계속사업이익률 (%)	18.9	22.4	21.0	23.2	25.4
계속사업법인세	416	487	714	1,051	1,515
<b>계속사업이익</b>	972	1,574	2,308	3,397	4,899
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	972	1,574	2,308	3,397	4,899
<b>순이익률 (%)</b>	13.3	17.1	16.1	17.7	19.4
지배주주	972	1,574	2,308	3,397	4,899
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	13.25	17.1	16.05	17.71	19.37
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	975	1,470	2,204	3,293	4,795
지배주주	975	1,470	2,204	3,293	4,795
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,555	1,538	2,809	4,171	6,053

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	82.2	25.6	56.1	33.4	31.9
영업이익	38.8	-1.1	82.2	48.7	45.2
세전계속사업이익	1.6	48.6	46.6	47.2	44.2
EBITDA	38.7	-1.1	82.6	48.5	45.1
EPS(계속사업)	212.8	47.1	31.1	47.2	44.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.5	14.0	12.7	16.2	19.6
ROA	5.4	6.5	6.8	7.7	8.8
EBITDA마진	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.7	281.9	257.0	243.9	236.0
부채비율	264.5	68.4	104.5	117.3	126.6
순차입금/자기자본	47.1	-41.0	-63.6	-75.2	-73.8
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.4	33.4	39.4	64.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	870	1,280	1,678	2,470	3,563
BPS	4,910	12,433	14,018	16,412	19,899
CFPS	872	1,281	1,685	2,477	3,569
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	84.9	91.6	62.3	43.2
PER(최저)	0.0	34.2	59.9	40.7	28.2
PBR(최고)	0.0	8.7	11.0	9.4	7.7
PBR(최저)	0.0	3.5	7.2	6.1	5.1
PCR	0.0	84.8	61.0	41.5	28.8
EV/EBITDA(최고)	0.0	94.4	72.3	47.6	32.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	35.1	45.8	29.7	20.0