

셀트리온헬스케어

BUY(유지)

091990 기업분석 |

목표주가(상향)	120,000원	현재주가(04/27)	93,000원	Up/Downside	+29.0%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 04. 30

해외 경쟁사와 파트너사의 실적발표 시즌

News

오리지널 개발사 매출 급감: 1Q18 로슈의 리툭산 유럽 매출 -44.0%YOY. 존슨앤존슨의 레미케이드 미국 매출 -22.5%YOY 감소한 것으로 확인됐다. 양사 모두 바이오시밀러 경쟁(램시마 및 트룩시마 출시 영향)으로 인한 매출부진을 원인으로 꼽았다. 특히 존슨앤존슨은 약가 조정과 리베이트 비용 증가로 레미케이드 출시 이후 분기 최대 감소폭을 나타냈다.

Comment

유럽은 무주공산, 미국은 우공이산: IMS 기준 17년말 램시마의 유럽 점유율은 52%이다. 트룩시마는 후발 경쟁사 산도스의 바이오시밀러 출시에도 3분기만에 유럽 점유율 18%를 달성했다. 화이자에 따르면 램시마의 17년말 미국 점유율은 5.2%로 공공보험 시장을 중심으로 점유율을 높이고 있다. 4월부터 개별 코드부여로 오리지널을 포함한 약가 경쟁의 토대가 마련되었고, 트럼프 행정부는 메디케어와 메디케이드의 구조 변경을 통해 정부가 약가 협상력을 가지는 방안을 구상하면서 경쟁을 통한 약기인하 정책을 준비 중인 것으로 알려져있다. 미국 의약품 가격 경쟁은 바이오시밀러 기업의 성장 발판이 될 것으로 판단된다. 한국시간 5월1일 저녁, 램시마의 수출량을 간접적으로 확인 가능한 화이자(램시마 파트너사)와 머크(레미케이드 유럽 판매사)의 실적 발표가 주목된다.

Action

목표주가 120,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지: 상용화된 3종의 바이오시밀러와 램시마SC 제형의 연간 매출이 안정적으로 확인되는 시점인 2021년의 EPS에 Target P/E 40배를 적용하고, 연간 할인율 10%를 적용하여 목표주가 120,000원을 산출했다. 매출 안정화에 따라 재고지산 관리가 효율적으로 이뤄질 것이기 때문에 매출 선행에 따른 할인은 제외했다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 백 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고		43,803/153,800원		
매출액	758	921	1,427	1,998	2,598	KOSDAQ /KOSPI		886/2,492pt		
(증가율)	88.3	21.5	55.0	40.0	30.0	시가총액		130,452억원		
영업이익	179	154	343	434	552	60일-평균거래량		1,537,247		
(증가율)	59.6	-14.0	123.5	26.3	27.2	외국인자본율		33.0%		
순이익	123	157	270	345	440	60일-외국인자본율변동주이		-4.0%p		
EPS	1,081	1,254	1,928	2,461	3,138	주요주주		서정진 외 8 인 37.6%		
PER (H/L)	NA/NA	89.2/34.1	48.2	37.8	29.6	(천원)				
PBR (H/L)	NA/NA	9.2/3.5	6.6	5.6	4.7	셀트리온헬스케어(주)				
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	92.4/35.1	34.2	26.0	19.9	KOSPI지수대비(우)				
영업이익률	23.6	16.7	24.1	21.7	21.2	주가상승률	1M	3M	12M	
ROE	21.4	13.4	14.7	16.0	17.3	절대기준	-9.6	-23.8	0.0	
						상대기준	-12.4	-21.5	0.0	

도표 1. 셀트리온헬스케어 Valuation

(단위: 십억원, 원)

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	921	1,427	1,998	2,598	3,377	4,390
영업이익	154	343	434	552	755	956
순이익	157	270	345	440	603	764
EPS	1,254	1,928	2,461	3,138	4,296	5,444
P/E 40배 적용					171,824	
현재가치(연간 할인율 10% 적용)					125,260	

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,949	2,800	3,449	4,336	5,170
현금및현금성자산	96	251	1,358	1,833	2,117
매출채권및기타채권	364	419	625	913	1,242
재고자산	1,472	1,575	1,427	1,537	1,732
비유동자산	38	75	74	74	74
유형자산	0	0	0	0	0
무형자산	1	2	2	2	2
투자자산	23	50	50	50	50
자산총계	1,987	2,875	3,523	4,410	5,244
유동부채	1,143	993	1,368	1,910	2,304
매입채무및기타채무	755	740	1,115	1,656	2,050
단기차입금및기차채	23	11	11	11	11
유동성장기부채	166	0	0	0	0
비유동부채	195	174	174	174	174
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,339	1,167	1,542	2,084	2,478
자본금	112	137	143	146	149
자본잉여금	381	1,366	1,366	1,366	1,366
이익잉여금	206	265	532	875	1,312
비자매주자지분	0	0	0	0	0
자본총계	649	1,707	1,981	2,326	2,766

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	30	-194	579	467	274
당기순이익	123	157	270	345	440
현금유동이 없는비용및수익	63	-38	74	90	113
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-120	-267	310	129	-155
매출채권및기타채권의감소	-314	-143	-206	-288	-329
재고자산의감소	-73	-114	147	-110	-195
매입채권및기타채무의증가	118	18	375	542	394
투자활동현금흐름	0	-521	534	16	19
CAPEX	0	0	0	0	-1
투자자산의순증	-4	-27	0	0	0
재무활동현금흐름	22	865	-5	-8	-8
사채및차입금의증가	87	-280	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-834	1,010	3	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	7	5	0	0	0
현금의증가	59	155	1,107	474	285
기초현금	37	96	251	1,358	1,833
기말현금	96	251	1,358	1,833	2,117

자료: 셀트리온헬스케어, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	758	921	1,427	1,998	2,598
매출원가	538	697	997	1,442	1,885
매출총이익	220	224	431	557	713
판관비	41	70	87	123	161
영업이익	179	154	343	434	552
EBITDA	179	154	344	434	552
영업외손익	-16	53	3	9	12
금융순익	-22	68	2	8	11
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	6	-15	1	1	1
세전이익	163	206	347	443	564
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	123	157	270	345	440
자비주주지분순이익	123	157	270	345	440
비자비주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	123	147	270	345	440
증감률(%YoY)					
매출액	88.3	21.5	55.0	40.0	30.0
영업이익	59.6	-14.0	123.5	26.3	27.2
EPS	256.7	16.0	53.8	27.6	27.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,081	1,254	1,928	2,461	3,138
BPS	5,674	12,189	14,122	16,583	19,721
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	NA	86.6	48.2	37.8	29.6
P/B	NA	8.9	6.6	5.6	4.7
EV/EBITDA	NA	92.4	34.2	26.0	19.9
수익성(%)					
영업이익률	23.6	16.7	24.1	21.7	21.2
EBITDA마진	23.6	16.7	24.1	21.7	21.3
순이익률	16.2	17.1	18.9	17.3	16.9
ROE	21.4	13.4	14.7	16.0	17.3
ROA	6.9	6.5	8.5	8.7	9.1
ROIC	14.4	10.9	27.9	45.8	57.2
안정성및기타					
부채비율(%)	206.4	68.4	77.9	89.6	89.6
이자보상배율(배)	5.5	6.4	40.8	51.5	65.5
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 셀트리온헬스케어, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03~31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
17/10/24	Buy	80,000	27.3	96.0			
18/04/30	Buy	120,000	—	—			

셀트리온헬스케어 현주가 및 목표주가 차트

