2018년 5월 9일 I Equity Research

셀트리온헬스케어 (091990)

1분기보다 2분기 실적을 기대하며…

악재는 끝났다.

셀트리온헬스케어는 작년 4분기 매출액 4,154억원(YoY, -5.0%), 영업이익 493억원(YoY, 61.9%, OPM, 11.9%)라는 어닝 쇼크에 가까운 실적을 기록했다. 이로 인해 주가는 최고점이었던 153,800원 대비 49.9% 하락한 77,000원을 기록하고 있다. 특히 4분기가 저조했었던 이유는 IFRS15로 회계 기준이 변경되면서 매출인식 가격이 변경되었기 때문이다. 선적 당시 인보이스에 찍힌 금액이 아닌 시장가격을 기준으로 변경되었고 향후 시장가격이 하락했을 경우 그 손해 부분을 화이자와 셀트리온헬스케어가 공유하는 것으로 기존에도 이 부분에 대해서는 충당금으로 설정해 두었으나 변경된 회계기준 하에서는 이러한 손해발생 가능 충당금을 가능한 한 최대한으로 잡도록 함으로써 셀트리온헬스케어의 실적이 크게 훼손된 것으로 나타났었다. 이렇게 변경된 기준을 앞으로 적용하게 됨으로써 불확실했었던 회계 이슈가 해결되면서 오히려 셀트리온헬스케어에 대한 악재는 4분기로 끝이 났다고 볼 수 있다.

2분기 화이자의 주문 기대

셀트리온헬스케어의 1분기 예상매출액은 984억원으로 전년대비 40.7%까지 성장하나 셀트리온헬스케어가 제시한 전체 연간 매출액 가이던스인 1.5조원 대비 매우 미미한 실적이다. 그러나 2분기부터는 매출이 크게 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 화이자의 미국향 램시마 주문이 2분기 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 3월 미국 인플렉트라의 처방액은 전월 대비 약 29.2% 증가한 2,431만 달러를 기록했으며 최근 4개월 평균 처방액은 약 2,000만 달러 수준으로 꾸준히 증가하고 있다. 1분기 화이자사의 인플렉트라 미국 매출은 5,500만 달러로 QoQ로 25% 증가하면서 양호한 실적을 기록하고 있다. 연간 약 3,000억원 매출이 기대되는 부분으로 이렇게 되면 현재 화이자가 보유하고 있는 재고 물량을 모두 소진하게 될 것으로 예상되는 바, 9개월치 재고를 확보해야 한다는 측면에서 2분기 화이자의 물량 주문이 기대되는 부분이다.

앞으로 꽃길만 남았다.

5월 3일 셀트리온헬스케어는 영국에서 허쥬마를 공식출시했다고 언급하였다. 램시마는 이미 유럽시장에서 오리지널 제품을 능가하였으며, 트룩시마도 출시 3분기 만에 네덜란드와 영국에서 각각 58%와 43%의 점유율을 기록하며 순항 중에 있다. 2공장 Fill & Finish 공정에서의 warning letter로 트룩시마와 허쥬마의 미국 승인이 딜레이된 점은 다소 아쉬운 점으로 남지만, 늦어도 내년 초에는 승인 가능할 것으로 예상된다. 더불어 램시마 SC 제형이 올해 3분기 내에는 유럽에 승인신청서를 제출할 것으로 예상, 2019년 하반기부터는 시판 가능할 것으로 기대된다. 또한 바이오시밀러의 가격이 매년 하락될 것으로 예상됨에 따라 셀트리온헬스케어는 직판체제로의 전환을 준비하고 있다. 신흥국은 이미 직판체제로 전환되고 있으며 향후 선진국도 확대할 예정으로 올해 약 11개의 직판이 설립될 예정이다. 2분기 화이자의 램시마 물량 주문을 시작으로 셀트리온헬스케어의 앞날에는 꽃길만 남았다.

Earnings Preview

BUY

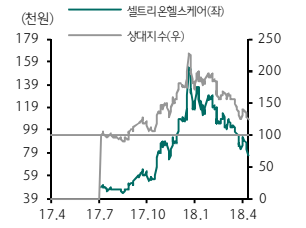
I TP(12M): 120,000원 I CP(5월 8일): 77,000원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	827.22
52주 최고/최저(원)	153,800/43,803
시가총액(십억원)	10,800.9
시가총액비중(%)	4.02
발행주식수(천주)	140,271.3
60일 평균 거래량(천주)	1,396.0
60일 평균 거래대금(십억원)	152.0
18년 배당금(예상,원)	0
18년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	32.93
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 8 인	37.63
One Equity Partners IV, L.P.	18.10

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(23.6)	35.6	0.0
상대	(19.8)	16.2	0.0

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	1,385.0	1,803.7
영업이익(십억원)	294.0	376.0
순이익(십억원)	234.8	298.1
EPS(원)	1,676	2,263
BPS(원)	12,170	14,315

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	757.7	920.9	1,423.3	2,112.3	3,124.7
영업이익	십억원	178.6	153.7	274.8	386.8	537.5
세전이익	십억원	163.1	206.1	328.6	403.3	561.8
순이익	십억원	122.9	157.4	249.0	305.7	426.9
EPS	원	1,081	1,254	1,776	2,137	2,925
증감률	%	257.9	16.0	41.6	20.3	36.9
PER	배	N/A	86.59	43.37	36.04	26.32
PBR	배	N/A	8.91	5.52	4.97	4.26
EV/EBITDA	배	N/A	92.41	35.00	23.21	14.93
ROE	%	21.40	13.36	13.59	14.49	17.24
BPS	원	5,674	12,189	13,948	15,501	18,065
DPS	원	0	0	0	0	0

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

RA 박현욱
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

표 1. 셀트리온헬스케어 1Q18 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18F	1Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	98.4	70.0	40.7	104.4	(5.7)
영업이익	11.8	10.7	10.8	10.8	9.2
세전이익	53.3	1.9	2,750.3	27.4	94.7
당기순이익	47.3	(1.8)	TB	18.9	150.8
OPM %	12.0%	15.2%		10.4%	
NPM %	48.1%	-2.6%		18.1%	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온헬스케어 실적 추정

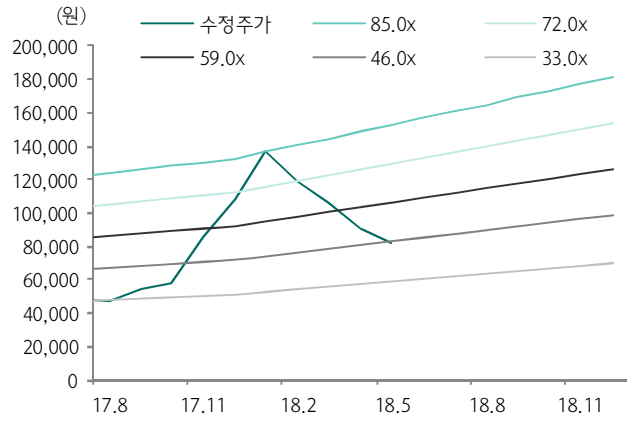
(단위: 십억원)

	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	**98.4**	**377.2**	**517.0**	**430.7**	**198.0**	**568.1**	**713.7**	**732.5**	**920.9**	**1,423.3**	**2,112.3**
YoY	40.7%	58.8%	161.0%	3.7%	101.2%	50.6%	38.0%	70.1%	21.5%	54.6%	48.4%
램시마	**51.4**	**244.1**	**269.7**	**205.5**	**108.8**	**304.4**	**293.7**	**380.6**	**506.9**	**770.7**	**1,087.5**
YoY	-21.5%	16.6%	100.8%	110.3%	111.7%	24.7%	8.9%	85.2%	-32.2%	52.0%	41.1%
미국	0.0	137.0	119.9	85.6	65.1	195.3	162.7	227.8	110.5	342.6	650.9
유럽/기타	51.4	107.0	149.8	119.9	43.7	109.2	131.0	152.8	396.4	428.1	436.6
트룩시마	**44.1**	**110.2**	**154.2**	**132.2**	**46.3**	**145.7**	**187.0**	**183.8**	**383.2**	**440.7**	**562.7**
YoY	1110.0%	368.7%	163.3%	-55.6%	5.0%	32.2%	21.2%	39.0%	3804.8%	15.0%	27.7%
미국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	25.0	45.0	0.0	0.0	100.0
유럽/기타	44.1	110.2	154.2	132.2	46.3	115.7	162.0	138.8	383.2	440.7	462.7
허쥬마	**0.0**	**20.0**	**90.0**	**90.0**	**40.0**	**115.0**	**160.0**	**135.0**	**0.0**	**200.0**	**450.0**
YoY	-	-	-	407.6%	-	475.0%	77.8%	50.0%	-	-	125.0%
미국	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	20.0	15.0	0.0	0.0	50.0
유럽/기타	0.0	20.0	90.0	90.0	40.0	100.0	140.0	120.0	17.7	200.0	400.0
매출총이익	**29.0**	**105.6**	**149.9**	**112.0**	**55.4**	**153.4**	**199.8**	**183.1**	**224.1**	**396.6**	**591.8**
GPM	29.5%	28.0%	29.0%	26.0%	28.0%	27.0%	28.0%	25.0%	24.3%	27.9%	28.0%
YoY	22.9%	58.2%	156.3%	48.8%	90.9%	45.2%	33.3%	63.5%	1.9%	76.9%	49.2%
판매관리비	**18.8**	**24.6**	**47.6**	**30.8**	**35.9**	**41.1**	**68.6**	**59.4**	**70.5**	**121.7**	**205.0**
YoY	44.9%	84.3%	161.6%	18.4%	90.6%	67.4%	44.0%	93.1%	70.5%	72.7%	68.4%
영업이익	**10.2**	**81.1**	**102.3**	**81.2**	**19.6**	**112.3**	**131.2**	**123.7**	**153.7**	**274.8**	**386.8**
YoY	-3.9%	51.7%	153.9%	64.8%	91.5%	38.5%	28.3%	52.3%	-14.0%	78.9%	40.8%
OPM	10.4%	21.5%	19.8%	18.9%	9.9%	19.8%	18.4%	16.9%	16.7%	19.3%	18.3%
당기순이익	**47.3**	**43.1**	**88.8**	**69.9**	**17.1**	**65.0**	**114.9**	**108.8**	**157.4**	**249.0**	**305.7**
NPM	48.0%	11.4%	17.2%	16.2%	8.6%	11.4%	16.1%	14.9%	17.1%	17.5%	14.5%
YoY	TB	-44.4%	189.1%	37.1%	-63.9%	50.8%	29.4%	55.6%	28.1%	58.2%	22.7%

자료: 하나금융투자

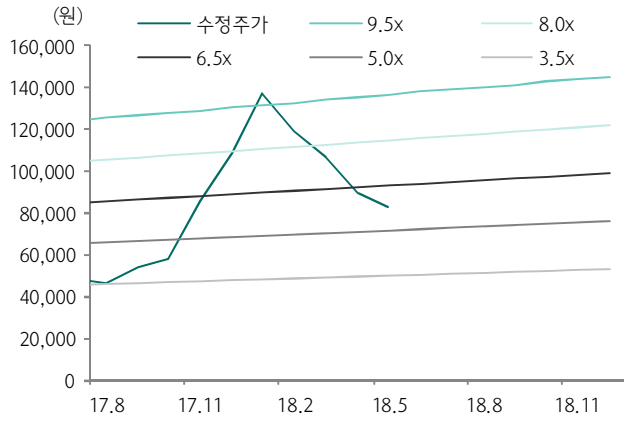
Analyst 선민정 02-3771-7785

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



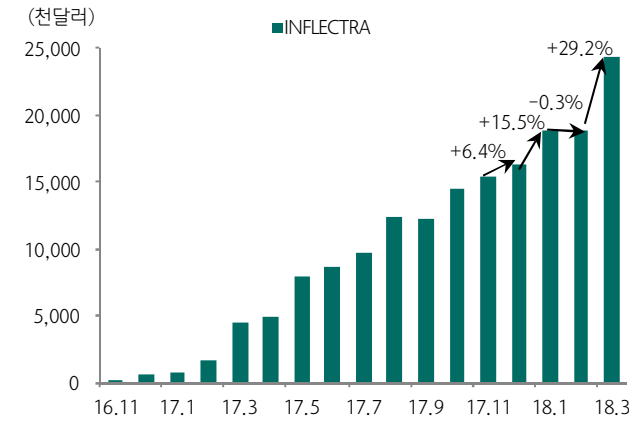
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드



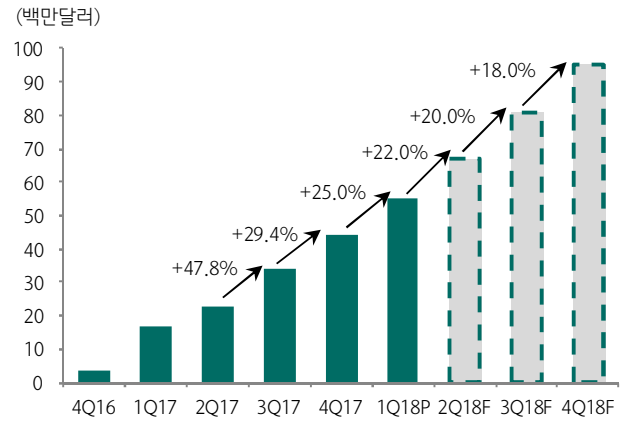
자료: 하나금융투자

그림 3. 미국 인플렉트라 월간 처방액



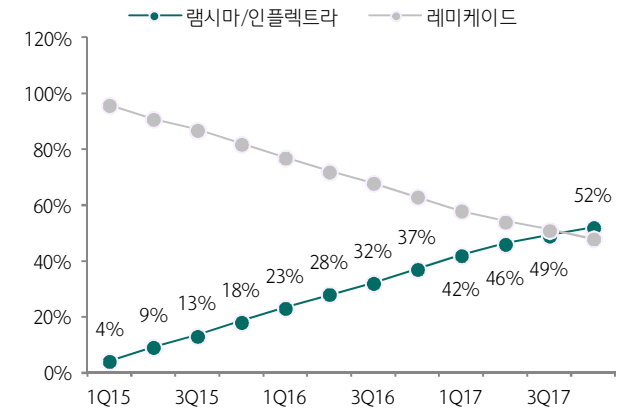
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



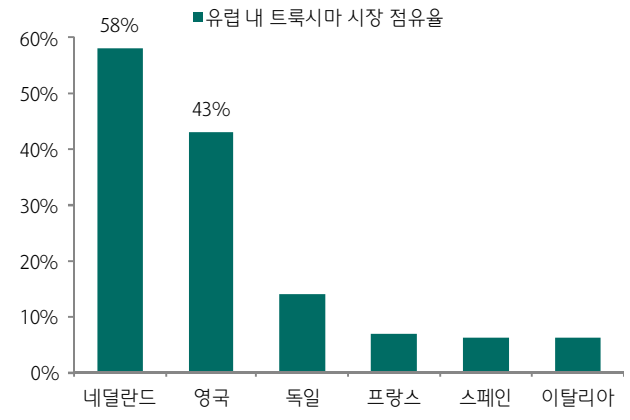
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 램시마 유럽 시장점유율



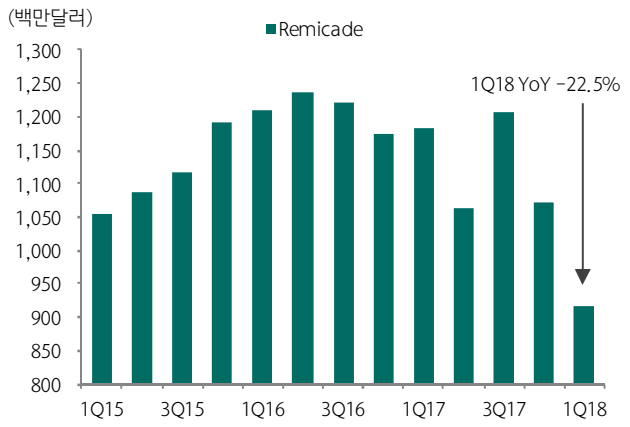
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 6. 트룩시마 유럽 시장점유율



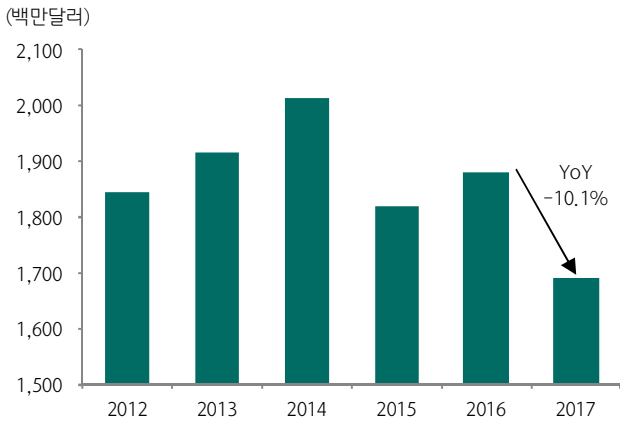
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 7. J&J의 레미케이드 미국 분기별 매출액



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 로슈의 리툭산 유럽 연간 매출액



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**757.7**	**920.9**	**1,423.3**	**2,112.3**	**3,124.7**
매출원가	537.8	696.8	1,026.8	1,520.5	2,234.2
매출총이익	219.9	224.1	396.5	591.8	890.5
판관비	41.3	70.5	121.7	205.0	353.1
영업이익	**178.6**	**153.7**	**274.8**	**386.8**	**537.5**
금융손익	(21.7)	67.5	47.4	12.5	19.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	(15.0)	6.3	3.9	4.8
세전이익	**163.1**	**206.1**	**328.6**	**403.3**	**561.8**
법인세	40.2	48.7	79.5	97.6	134.9
계속사업이익	122.9	157.4	249.0	305.7	426.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**122.9**	**157.4**	**249.0**	**305.7**	**426.9**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**122.9**	**157.4**	**249.0**	**305.7**	**426.9**
지배주주지분포괄이익	122.7	147.0	249.0	305.7	426.9
NOPAT	134.5	117.4	208.3	293.2	408.4
EBITDA	178.8	153.8	275.0	386.9	537.6
성장성(%)					
매출액증가율	88.3	21.5	54.6	48.4	47.9
NOPAT증가율	695.9	(12.7)	77.4	40.8	39.3
EBITDA증가율	59.5	(14.0)	78.8	40.7	39.0
영업이익증가율	59.6	(13.9)	78.8	40.8	39.0
(지배주주)순익증가율	496.6	28.1	58.2	22.8	39.6
EPS증가율	257.9	16.0	41.6	20.3	36.9
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	24.3	27.9	28.0	28.5
EBITDA이익률	23.6	16.7	19.3	18.3	17.2
영업이익률	23.6	16.7	19.3	18.3	17.2
계속사업이익률	16.2	17.1	17.5	14.5	13.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,081	1,254	1,776	2,137	2,925
BPS	5,674	12,189	13,948	15,501	18,065
CFPS	1,638	950	1,960	2,704	3,684
EBITDAPS	1,573	1,225	1,960	2,704	3,684
SPS	6,667	7,336	10,148	14,763	21,411
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	86.6	43.4	36.0	26.3
PBR	N/A	8.9	5.5	5.0	4.3
PCFR	N/A	114.3	39.3	28.5	20.9
EV/EBITDA	N/A	92.4	35.0	23.2	14.9
PSR	N/A	14.8	7.6	5.2	3.6
재무비율(%)					
ROE	21.4	13.4	13.6	14.5	17.2
ROA	6.9	6.5	7.6	7.1	7.5
ROIC	14.0	10.6	19.6	34.0	75.0
부채비율	206.4	68.4	90.0	115.0	142.7
순부채비율	40.0	(41.0)	(60.1)	(80.4)	(103.2)
이자보상배율(배)	5.5	6.4	29.7	30.3	27.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**1,949.2**	**2,800.2**	**3,615.5**	**4,725.0**	**6,333.0**
금융자산	95.9	774.8	1,266.0	1,956.3	2,983.0
현금성자산	95.9	251.4	456.9	755.6	1,206.8
매출채권 등	364.2	419.1	647.8	961.3	1,422.1
재고자산	1,472.1	1,574.8	1,653.5	1,736.2	1,823.0
기타유동자산	17.0	31.5	48.2	71.2	104.9
비유동자산	**38.3**	**74.7**	**102.0**	**139.5**	**194.6**
투자자산	23.1	50.3	77.7	115.3	170.6
금융자산	23.1	50.3	77.7	115.3	170.6
유형자산	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
무형자산	**1.0**	**2.1**	**2.0**	**1.9**	**1.8**
기타비유동자산	**14.1**	**22.0**	**22.1**	**22.1**	**22.0**
자산총계	**1,987.4**	**2,874.9**	**3,717.5**	**4,864.4**	**6,527.7**
유동부채	**1,143.4**	**993.3**	**1,491.9**	**2,202.8**	**3,247.7**
금융부채	322.4	75.1	89.9	137.7	207.9
매입채무 등	754.8	739.8	1,143.5	1,696.9	2,510.3
기타유동부채	66.2	178.4	258.5	368.2	529.5
비유동부채	**195.4**	**174.1**	**269.1**	**399.4**	**590.8**
금융부채	**32.8**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
기타비유동부채	162.6	174.1	269.1	399.4	590.8
부채총계	**1,338.8**	**1,167.5**	**1,761.0**	**2,602.2**	**3,838.6**
지배주주지분	**648.7**	**1,707.5**	**1,956.5**	**2,262.2**	**2,689.1**
자본금	**112.1**	**137.3**	**140.1**	**142.9**	**145.9**
자본잉여금	380.6	1,365.6	1,365.6	1,365.6	1,365.6
자본조정	(46.1)	(46.1)	(46.1)	(46.1)	(46.1)
기타포괄이익누계액	(3.6)	(14.1)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
이익잉여금	205.6	264.7	511.0	813.8	1,237.8
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**648.7**	**1,707.5**	**1,956.5**	**2,262.2**	**2,689.1**
순금융부채	259.3	(699.7)	(1,176.0)	(1,818.6)	(2,775.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)

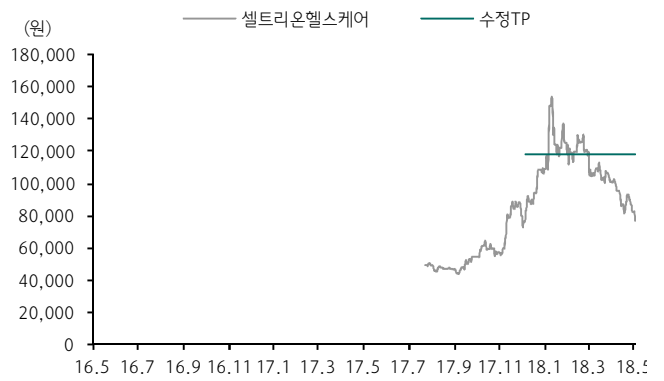
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**30.4**	**(194.3)**	**456.7**	**676.1**	**1,006.8**
당기순이익	122.9	157.4	249.0	305.7	426.9
조정	27.5	(84.8)	(46.8)	(3.9)	(4.9)
감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
외환거래손익	(10.0)	(3.3)	(47.0)	(4.0)	(5.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	(81.7)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(120.0)	(266.9)	254.5	374.3	584.8
투자활동 현금흐름	**(0.2)**	**(521.0)**	**(266.0)**	**(425.2)**	**(625.8)**
투자자산감소(증가)	(4.2)	(27.2)	(27.4)	(37.6)	(55.3)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(493.5)	(238.6)	(387.6)	(570.5)
재무활동 현금흐름	**21.8**	**865.3**	**14.7**	**47.7**	**70.1**
금융부채증가(감소)	87.1	(280.1)	14.8	47.8	70.2
자본증가(감소)	(833.6)	1,010.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	768.3	135.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**59.0**	**155.5**	**205.5**	**298.6**	**451.3**
Unlevered CFO	186.2	119.2	275.0	386.9	537.6
Free Cash Flow	30.4	(194.6)	456.7	676.1	1,006.8

자료: 하나금융투자

Analyst 선민정 02-3771-7785

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.12.12	BUY	117,722		

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%	7.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 8일

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 2018년 05월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 05월 09일 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.