

# 셀트리온헬스케어 (091990)

## 정상화를 위한 진통

### 2분기 어닝쇼크

셀트리온헬스케어의 2분기 매출액은 1,838억원(YoY, -19.9%), 영업이익은 152억원(YoY, -66.7%, OPM, 8.3%)을 기록 컨센서스 대비 매출액은 25.4% 하회, 영업이익은 66.2%를 하회하는 실적을 발표하였다. 세전이익은 160억원(YoY, -83.2%), 당기순이익은 110억원(YoY, -84.5%)을 기록하였다. 거래구조 단순화를 통한 국내판매 효율성 제고를 위해 셀트리온으로 매각한 국내판매권 218억원이 매출액 세부항목 중 기타로 인식되었기 때문에 사실 이 부분을 제외한다면 제품판매로 인한 이익은 적자라고 볼 수 있다.

### 어닝 쇼크 사유. 변동대가

2017년 2분기 88%, 그리고 지난 분기까지 82% 제품별 비중을 차지하고 있었던 램시마의 이번 분기 비중은 18%에 불과하다. 물론 전년대비 유럽에서의 트룩시마 매출이 크게 증가하였고, 이번 분기부터 유럽에서 허주마가 런칭되면서 제품믹스가 변화한 이유도 있지만, 실제적으로 램시마 수출 물량은 크게 변화하지 않았다. 현재 유럽에서의 램시마 점유율은 53% 수준으로 지난 분기 대비 증가하였다. 그러나 유럽에서 램시마의 가격이 올해 초 대비 하락하면서 변동대가를 과거대비 더 많이 잡아야 했고, 미국에서 화이자의 인플렉트라 매출물량은 2016년과 2017년 인플렉트라 단가가 상대적으로 높았던 시기 가져간 물량으로 과거 변동대가로 잡혔던 금액보다 실제 가격이 더 하락했기 때문에 램시마의 매출액이 이번 분기에만 유난히 적게 인식이 되었다.

### 계약구조 수정과 향후 기대할 수 있는 이벤트에 주목

현재 셀트리온헬스케어와 유럽 파트너사의 계약은 현지에서 램시마 가격 하락시 그 위험을 고스란히 셀트리온헬스케어가 떠안는 구조로 되어 있다. 그러나 셀트리온헬스케어는 향후 파트너사와의 계약을 수정, 계약조건에 floor price를 설정, 그 가격이하의 조건하에서는 공급하지 않는다는 입장으로 현재 램시마의 가격은 특허만료 전 오리지널 가격의 약 30%로 추정되는데 이 이상으로 더 하락할 것으로 보이지는 않는다. 셀트리온헬스케어는 램시마의 가격하락을 직판체제 전환에 따른 수익률 개선 및 기타 지역 특히 단일국가로는 2번째로 큰 일본시장에서의 점유율 확대를 통해 상쇄하겠다는 전략이다. 더불어 올해 10월 SC 제형의 유럽 EMA에 신청서를 제출할 것으로 예상되는 바, 향후 SC 제형이 출시되면 가격경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 9월 테바의 Fremanezumab(편두통 치료제) 승인 및 트룩시마와 허주마의 시판 허가를 기대해 본다면 3분기 미국향 인플렉트라 매출로 정상화된 실적과 더불어 아직 셀트리온헬스케어가 쥐고 있는 패는 많다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 140,000원 | CP(8월 29일): 89,100원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	803.18
52주 최고/최저(원)	153,800/43,803
시가총액(십억원)	12,520.5
시가총액비중(%)	4.67
발행주식수(천주)	140,521.5
60일 평균 거래량(천주)	775.5
60일 평균 거래대금(십억원)	76.6
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	32.73
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 11 인	37.72
One Equity Partners IV, L.P.	18.06
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.3 (25.5) 86.9
상대	1.5 (20.5) 52.2

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,400.6	2,010.6
영업이익(십억원)	263.1	408.4
순이익(십억원)	255.2	326.8
EPS(원)	1,817	2,325
BPS(원)	13,990	16,295

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	757.7	920.9	1,418.6	2,116.1	3,240.3
영업이익	십억원	178.6	153.7	256.2	477.1	742.0
세전이익	십억원	163.1	206.1	336.5	491.3	766.0
순이익	십억원	122.9	157.4	255.1	372.4	582.1
EPS	원	1,081	1,254	1,816	2,650	4,142
증감률	%	257.9	16.0	44.8	45.9	56.3
PER	배	N/A	86.59	49.06	33.62	21.51
PBR	배	N/A	8.91	6.38	5.36	4.29
EV/EBITDA	배	N/A	92.41	44.25	22.27	12.73
ROE	%	21.40	13.36	13.90	17.33	22.17
BPS	원	5,674	12,189	13,967	16,617	20,759
DPS	원	0	0	0	0	0



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

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

## 셀트리온헬스케어 2분기 실적 리뷰

2분기 셀트리온헬스케어 매출액,  
영업이익 모두 컨센서스 크게 하회

셀트리온헬스케어의 2분기 매출액은 1,838억원(YoY, -19.9%), 영업이익은 152억원(YoY, -66.7%, OPM, 8.3%)을 기록 컨센서스 대비 매출액은 25.4% 하회, 영업이익은 66.2%를 하회하는 실적을 발표하였다. 세전이익은 160억원(YoY, -83.2%), 당기순이익은 110억원(YoY, -84.5%)을 기록하였다.

표 1. 셀트리온헬스케어 2Q18 실적 리뷰(IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	2Q18	2Q17	YoY(%)	Consen	%Variance
매출액	183.8	229.4	(19.9)	246.5	(25.4)
영업이익	15.2	45.6	(66.7)	45.1	(66.2)
세전이익	16.0	95.2	(83.2)	42.6	(62.5)
당기순이익	11.0	70.9	(84.5)	31.7	(65.4)
OPM %	8.3	19.9		18.3	
NPM %	6.0	30.9		12.9	

자료: 하나금융투자

## 2분기 경영실적

어닝쇼크의 사유 변동대가

매출액은 트룩시마와 허쥬마의 매출확대에도 불구하고, 인플렉트라의 미국향 매출이 지연되고, 램시마의 변동대가(파트너사로 물량 공급시 미래 가격하락을 대비하여 잡아놓은 충당금)의 영향으로 전년대비 감소하였다. 영업이익이 감소한 이유는 매출총이익률 감소 및 전년대비 크게 증가한 판관비 때문이다. 1) 높은 가격의 미국향 인플렉트라의 매출이 지연되었고, 2) 유럽 램시마 판가가 인하되었으며, 3) 이번 분기 허쥬마의 매출은 과거 초기 안전재고로 재고단가가 높은 재고물량에서 발생했기 때문에 전년대비 매출총이익률이 크게 감소하였다. 더불어 1) 직접판매 체계 구축을 위한 인건비 증가와 2) 유럽 허쥬마 런칭(유럽에서 2분기 런칭) 및 트룩시마의 시장확대를 위한 마케팅 비용 증가로 판관비가 전년대비 80.2% 증가했다.

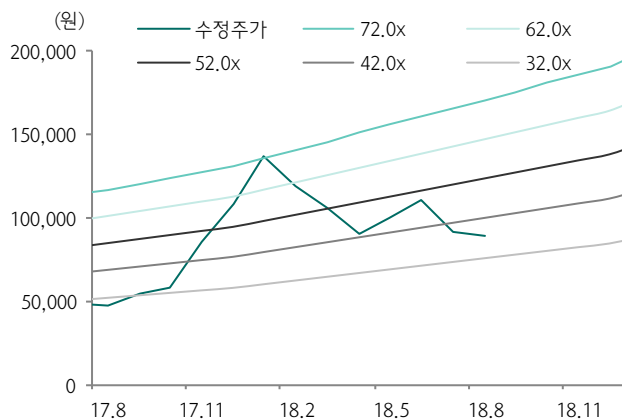
표 2. 셀트리온헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
<b>매출액</b>	<b>128.4</b>	<b>183.8</b>	<b>589.6</b>	<b>541.9</b>	<b>190.0</b>	<b>587.8</b>	<b>706.1</b>	<b>732.2</b>	<b>920.9</b>	<b>1,418.6</b>	<b>2,116.1</b>
YoY	83.5%	-22.6%	197.7%	30.4%	48.0%	219.9%	19.8%	35.1%	21.5%	54.0%	49.2%
<b>램시마</b>	<b>104.6</b>	<b>32.9</b>	<b>326.7</b>	<b>262.3</b>	<b>102.8</b>	<b>289.5</b>	<b>275.8</b>	<b>359.7</b>	<b>506.9</b>	<b>727.1</b>	<b>1,027.7</b>
YoY	59.9%	-84.3%	143.1%	168.4%	-1.7%	780.6%	-15.6%	37.1%	-32.2%	43.4%	41.4%
미국	-	0.0	205.6	137.0	65.1	195.3	162.7	227.8	110.5	342.6	650.9
유럽/기타	104.6	32.9	121.1	125.3	37.7	94.2	113.0	131.9	396.4	384.5	376.8
<b>트룩시마</b>	<b>21.2</b>	<b>82.8</b>	<b>170.1</b>	<b>191.8</b>	<b>49.7</b>	<b>169.2</b>	<b>211.3</b>	<b>216.5</b>	<b>383.2</b>	<b>459.9</b>	<b>646.6</b>
YoY	481.0%	252.4%	190.4%	-35.5%	134.7%	104.2%	24.2%	12.9%	3804.8%	20.0%	40.6%
미국	-	-	-	-	-	45.0	37.5	67.5	-	-	150.0
유럽/기타	21.2	82.8	170.1	191.8	49.7	124.2	173.8	149.0	383.2	459.9	496.6
<b>허쥬마</b>	<b>-</b>	<b>43.8</b>	<b>89.8</b>	<b>84.7</b>	<b>36.0</b>	<b>105.0</b>	<b>146.0</b>	<b>123.0</b>	<b>0.0</b>	<b>200.0</b>	<b>410.0</b>
YoY	-	-	-	377.9%	-	139.5%	62.6%	45.2%	-	-	105.0%
미국	-	-	-	-	-	15.0	20.0	15.0	-	-	50.0
유럽/기타	-	43.8	89.8	84.7	36.0	90.0	126.0	108.0	17.7	200.0	360.0
<b>매출총이익</b>	<b>25.6</b>	<b>38.8</b>	<b>171.0</b>	<b>140.9</b>	<b>39.9</b>	<b>158.7</b>	<b>197.7</b>	<b>183.0</b>	<b>224.1</b>	<b>376.3</b>	<b>579.4</b>
GPM	19.9%	21.1%	29.0%	26.0%	21.0%	27.0%	28.0%	25.0%	24.3%	26.5%	27.4%
YoY	8.2%	-41.9%	192.3%	87.2%	56.0%	308.9%	15.6%	29.9%	1.9%	67.9%	54.0%
<b>판매관리비</b>	<b>17.1</b>	<b>23.6</b>	<b>23.0</b>	<b>31.4</b>	<b>21.3</b>	<b>25.5</b>	<b>25.4</b>	<b>30.0</b>	<b>70.5</b>	<b>95.1</b>	<b>102.3</b>
YoY	32.0%	77.0%	26.3%	21.0%	24.1%	8.3%	10.5%	-4.5%	70.5%	35.0%	7.5%
<b>영업이익</b>	<b>8.4</b>	<b>15.2</b>	<b>148.0</b>	<b>109.5</b>	<b>18.6</b>	<b>133.2</b>	<b>172.3</b>	<b>153.0</b>	<b>153.7</b>	<b>281.1</b>	<b>477.1</b>
YoY	-20.8%	-71.5%	267.3%	122.1%	120.9%	774.3%	16.4%	39.8%	-14.0%	83.0%	69.7%
OPM	6.6%	8.3%	25.1%	20.2%	9.8%	22.7%	24.4%	20.9%	16.7%	19.8%	22.5%
<b>당기순이익</b>	<b>60.5</b>	<b>11.0</b>	<b>116.8</b>	<b>66.8</b>	<b>16.2</b>	<b>70.0</b>	<b>151.1</b>	<b>135.2</b>	<b>157.4</b>	<b>255.1</b>	<b>372.4</b>
NPM	47.1%	6.0%	19.8%	12.3%	8.5%	11.9%	21.4%	18.5%	17.1%	18.0%	17.6%
YoY	TB	-85.8%	280.2%	31.0%	-73.3%	537.2%	29.4%	102.4%	28.1%	62.0%	46.0%

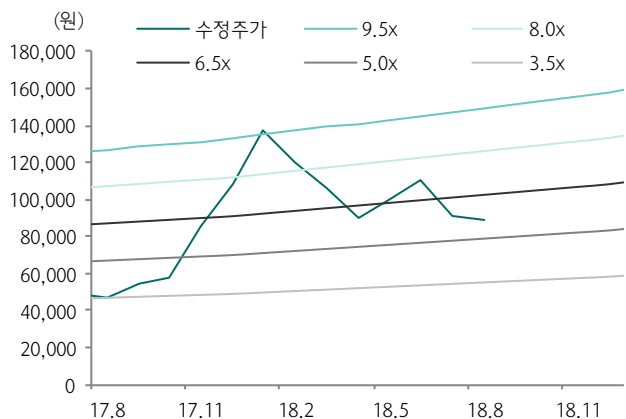
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



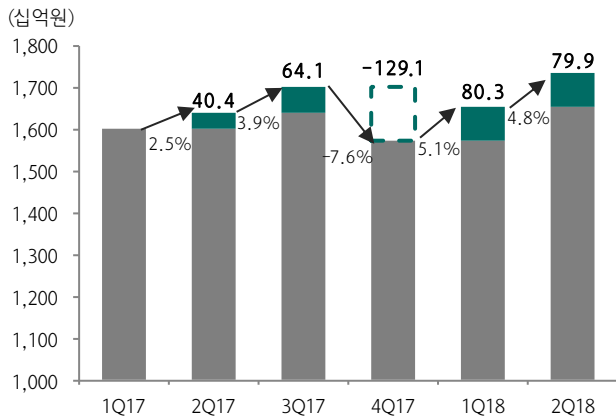
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 PBR 밴드



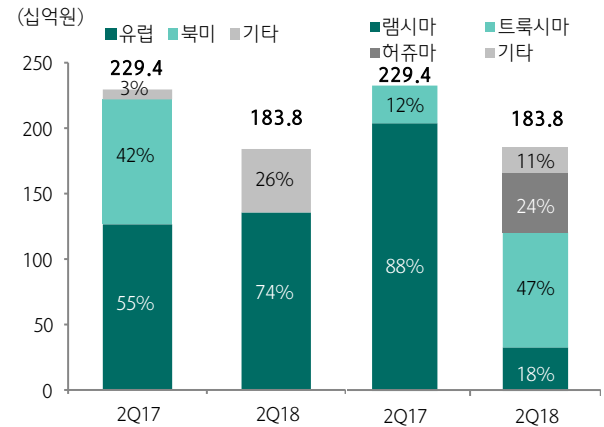
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출액

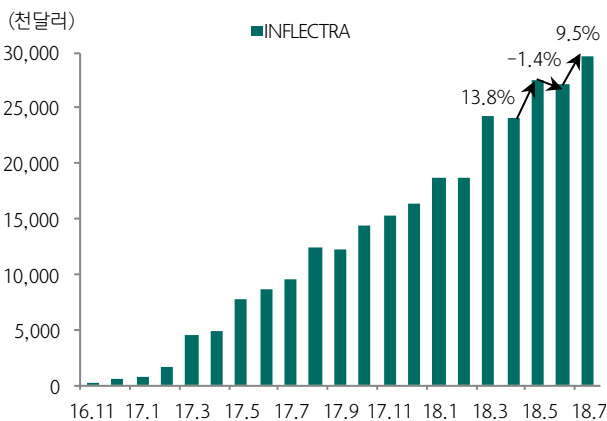


자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

### 어닝쇼크의 사유 재고자산 1,602억원 증가

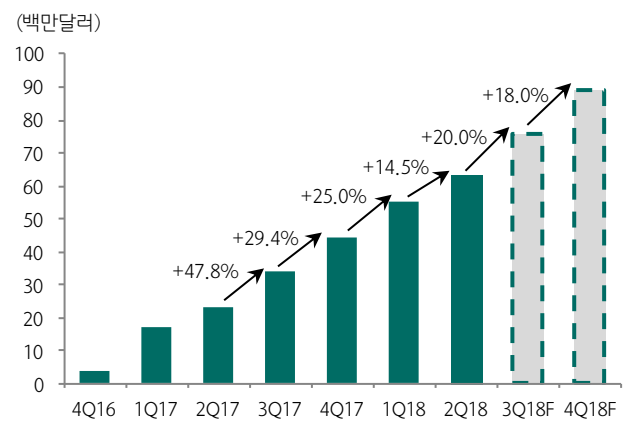
재고자산은 2017년 말 대비 약 1,602억원 증가했는데, 재고자산 중 상당부분은 트룩시마로 램시마 재고자산은 전년말 대비 약 10% 감소하였다. 9개월치 재고자산을 확보한다는 측면에서 작년 말 감소한 1,300억원 규모의 트룩시마 재고자산이 모두 소진된 점을 감안하면, 이 정도의 트룩시마 재고자산은 상당히 합리적인 규모라고 볼 수 있다.

그림 5. 미국 인플렉트라 월간 처방액



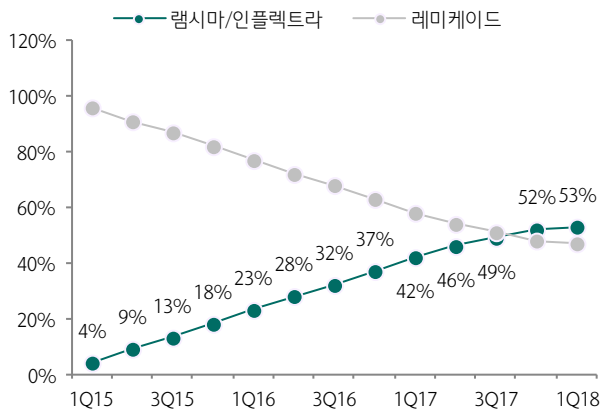
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



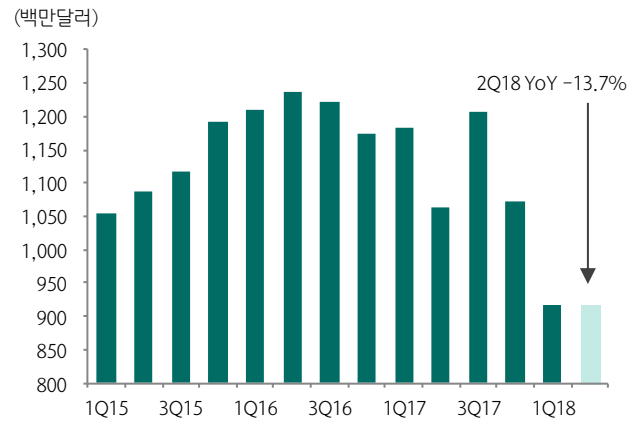
자료: 하나금융투자

그림 7. 램시마 유럽 시장점유율



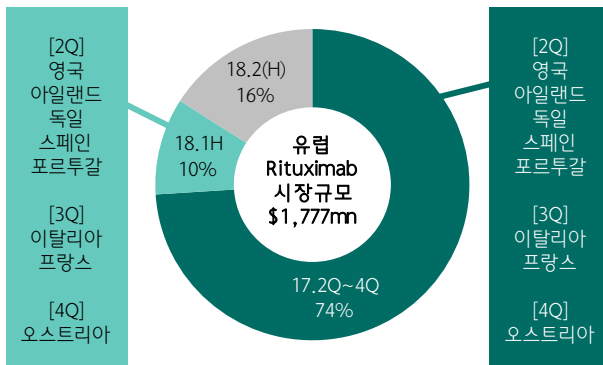
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 8. J&J 레미케이드 미국 분기별 매출액



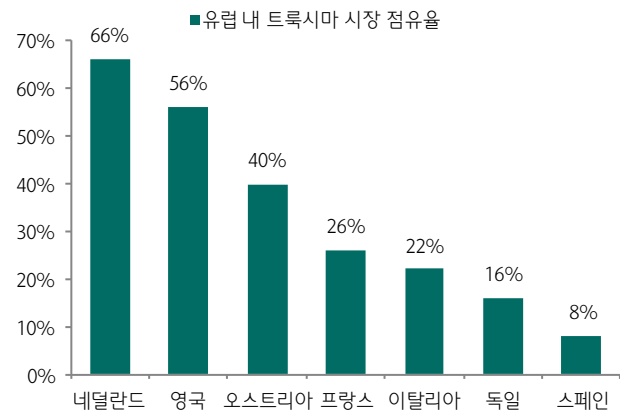
자료: 하나금융투자

그림 9. 트록시마가 출시된 유럽 국가의 Rituximab 시장규모



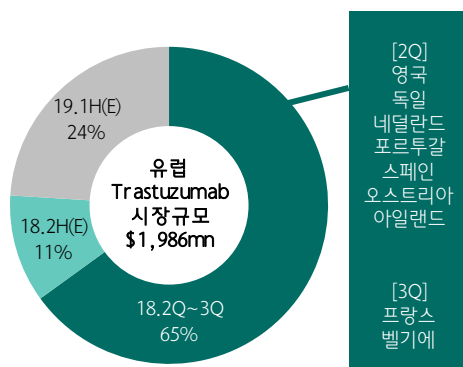
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 10. 트록시마 유럽 시장점유율



자료: 하나금융투자

그림 11. 허쥬마가 출시된 유럽 국가의 Trastuzumab 시장규모



자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

표 3. 허쥬마 유럽 런칭 계획

런칭시점	국가	파트너사
18.3Q	이탈리아	Mundipharma
18.4Q	크로아티아	Oktal
	슬로베니아	Oktal
19.1H	북유럽	Orion
	스위스	iQone
	그리스	

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.7	920.9	1,418.6	2,116.1	3,240.3
매출원가	537.8	696.8	1,067.3	1,536.7	2,381.6
매출총이익	219.9	224.1	351.3	579.4	858.7
판매비	41.3	70.5	95.1	102.3	116.7
영업이익	178.6	153.7	256.2	477.1	742.0
금융손익	(21.7)	67.5	74.0	10.3	19.1
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	336.5	491.3	766.0
법인세	40.2	48.7	81.4	118.9	183.9
계속사업이익	122.9	157.4	255.1	372.4	582.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	122.9	157.4	255.1	372.4	582.1
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	122.9	157.4	255.1	372.4	582.1
지배주주지분포괄이익	122.7	147.0	255.1	372.4	582.1
NOPAT	134.5	117.4	194.2	361.6	563.9
EBITDA	178.8	153.8	256.3	477.2	742.1
성장성(%)					
매출액증가율	88.3	21.5	54.0	49.2	53.1
NOPAT증가율	695.9	(12.7)	65.4	86.2	55.9
EBITDA증가율	59.5	(14.0)	66.6	86.2	55.5
영업이익증가율	59.6	(13.9)	66.7	86.2	55.5
(지배주주)순이익증가율	496.6	28.1	62.1	46.0	56.3
EPS증가율	257.9	16.0	44.8	45.9	56.3
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	24.3	24.8	27.4	26.5
EBITDA이익률	23.6	16.7	18.1	22.6	22.9
영업이익률	23.6	16.7	18.1	22.5	22.9
계속사업이익률	16.2	17.1	18.0	17.6	18.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,081	1,254	1,816	2,650	4,142
BPS	5,674	12,189	13,967	16,617	20,759
CFPS	1,638	950	2,309	3,396	5,282
EBITDAPS	1,573	1,225	1,825	3,396	5,282
SPS	6,667	7,336	10,102	15,059	23,060
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	86.6	49.1	33.6	21.5
PBR	N/A	8.9	6.4	5.4	4.3
PCFR	N/A	114.3	38.6	26.2	16.9
EV/EBITDA	N/A	92.4	44.2	22.3	12.7
PSR	N/A	14.8	8.8	5.9	3.9
재무비율(%)					
ROE	21.4	13.4	13.9	17.3	22.2
ROA	6.9	6.5	7.7	8.5	9.8
ROIC	14.0	10.6	18.2	41.9	109.3
부채비율	206.4	68.4	91.0	112.9	137.5
순부채비율	40.0	(41.0)	(60.1)	(81.1)	(105.4)
이자보상배율(배)	5.5	6.4	23.5	29.6	32.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,949.2	2,800.2	3,646.0	4,832.1	6,725.7
금융자산	95.9	774.8	1,298.8	2,061.5	3,319.2
현금성자산	95.9	251.4	492.4	858.7	1,477.4
매출채권 등	364.2	419.1	645.6	963.0	1,474.7
재고자산	1,472.1	1,574.8	1,653.5	1,736.2	1,823.0
기타유동자산	17.0	31.5	48.1	71.4	108.8
비유동자산	38.3	74.7	101.7	139.7	201.0
투자자산	23.1	50.3	77.5	115.5	176.9
금융자산	23.1	50.3	77.5	115.5	176.9
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	22.0	22.1	22.1
자산총계	1,987.4	2,874.9	3,747.8	4,971.8	6,926.7
유동부채	1,143.4	993.3	1,517.0	2,236.8	3,397.0
금융부채	322.4	75.1	119.6	168.0	245.9
매입채무 등	754.8	739.8	1,139.7	1,699.9	2,603.1
기타유동부채	66.2	178.4	257.7	368.9	548.0
비유동부채	195.4	174.1	268.2	400.1	612.7
금융부채	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	162.6	174.1	268.2	400.1	612.7
부채총계	1,338.8	1,167.5	1,785.2	2,636.9	4,009.7
지배주주지분	648.7	1,707.5	1,962.5	2,334.9	2,917.0
자본금	112.1	137.3	140.1	140.1	140.1
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	517.0	889.4	1,471.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	648.7	1,707.5	1,962.5	2,334.9	2,917.0
순금융부채	259.3	(699.7)	(1,179.2)	(1,893.6)	(3,073.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	30.4	(194.3)	499.6	748.5	1,236.1
당기순이익	122.9	157.4	255.1	372.4	582.1
조정	27.5	(84.8)	(6.9)	(3.9)	(4.9)
감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
외환거래손익	(10.0)	(3.3)	(7.0)	(4.0)	(5.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	(81.7)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 현금흐름	(120.0)	(266.9)	251.4	380.0	658.9
투자활동 현금흐름	(0.2)	(521.0)	(303.1)	(430.5)	(695.4)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(27.2)	(27.2)	(38.1)	(61.4)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(493.5)	(275.9)	(392.4)	(634.0)
재무활동 현금흐름	21.8	865.3	47.2	48.3	77.9
금융부채증가(감소)	87.1	(280.1)	44.5	48.3	77.9
자본증가(감소)	(833.6)	1,010.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	768.3	135.2	2.7	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	59.0	155.5	241.1	366.3	618.7
Unlevered CFO	186.2	119.2	324.3	477.2	742.1
Free Cash Flow	30.4	(194.6)	499.6	748.5	1,236.1

## 투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 셀트리온헬스케어



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.7.9	BUY	140,000		
17.12.12	BUY	117,722	-9.50%	30.65%

## 투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 8월 29일

## 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 08월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.