

셀트리온헬스케어

BUY(유지)

091990 기업분석 |

| | | | | | |
|----------|----------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(하향) | 110,000원 | 현재주가(08/29) | 89,100원 | Up/Downside | +23.5% |
|----------|----------|-------------|---------|-------------|--------|

2018. 08. 30

방어 전략을 고민할 시기가 당겨졌다

News

2Q18 컨센서스 크게 하회: 연결기준 2Q18 매출액 1,838억원(-19.9%YoY), 영업이익 152억원(-66.7%YoY)으로 컨센서스 대비 매출액은 25.5% 하회, 영업이익은 66.2% 하회하는 실적을 기록했다. 트룩시마와 허쥬마의 매출이 확대됐으나 램시마의 변동대가 반영으로 매출액이 감소했다. 상반기 매출액은 전년대비 244억원(+8.4%YoY) 증가했으나 셀트리온에 매각한 국내 판권 218억원이 매출액에 반영되었기 때문에 제품 매출로 인한 성장은 없는 수준이다. 가격 경쟁에 따른 유럽 램시마의 판가 인하와 허쥬마의 초기 안전 재고로 인해 매출총이익률은 21.1%로(-4.5%pYoY) 감소했다. 1Q18에 이어 직접판매 체계를 구축하기 위한 인건비 증가와 허쥬마, 트룩시마의 유럽출시에 따른 마케팅 비용 증가가 영업이익률 하락에 영향을 미쳤다.

Comment

가격 경쟁을 반영 연간 전망치 하향, 하반기 실적은 양호할 것: 가격 경쟁이 심화되는 구간에 접어들면서 유럽의 램시마 가격이 인하되고 있으나 유통사별 가격 조절과 직판 체계 구축을 통해 이익률 감소에 대비하고 있다. 변동대가로 인한 실적 하락은 당분간 가격 경쟁에 직면한 램시마에 한정될 것으로 판단된다. 미국 인플렉트라의 점유율은 7월 기준 8.1%(Volume 기준, IMS data)로 연말기준 10%를 달성할 것으로 기대되며 사보험사 대상의 매출 확대가 필요하다. 트룩시마와 허쥬마의 FDA 승인 시점은 각각 11월, 12월로 예상되며 두 제품의 미국 매출이 18년 실적에 기여할 가능성은 불투명하다. 변동대가 영향 및 신제품의 미국 매출 발생 시점을 감안하여 연간 매출 전망치를 하향 조정한다. 이연된 미국 인플렉트라 매출과 유럽 트룩시마, 허쥬마의 매출이 하반기에 집중되면서 3Q부터 실적은 개선될 것으로 전망된다.

| Investment Fundamentals (IFRS연결) | | | | | (단위: 십억원 원 배 %) | | | Stock Data | | |
|----------------------------------|-------|-----------|-------|-------|-----------------|----------------|-----|------------------|------|--|
| FYE Dec | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 52주 최저/최고 | | 43,803/153,800원 | | |
| 매출액 | 758 | 921 | 1,381 | 1,934 | 2,417 | KOSDAQ /KOSPI | | 803/2,309pt | | |
| (증가율) | 88.3 | 21.5 | 50.0 | 40.0 | 25.0 | 시가총액 | | 125,205억원 | | |
| 영업이익 | 179 | 154 | 275 | 393 | 527 | 60일-평균거래량 | | 775,548 | | |
| (증가율) | 59.6 | -14.0 | 78.7 | 43.1 | 34.0 | 외국인지분율 | | 32.7% | | |
| 순이익 | 123 | 157 | 217 | 313 | 420 | 60일-외국인지분율변동추이 | | -0.2%p | | |
| EPS | 1,081 | 1,254 | 1,543 | 2,229 | 2,992 | 주요주주 | | 서정진 외 11 인 37.7% | | |
| PER (H/L) | NA/NA | 89.2/34.1 | 57.7 | 40.0 | 29.8 | (천원) | | | | |
| PBR (H/L) | NA/NA | 9.2/3.5 | 6.5 | 5.6 | 4.7 | 셀트리온헬스케어(좌) | | | | |
| EV/EBITDA (H/L) | NA/NA | 92.4/35.1 | 40.9 | 27.5 | 19.9 | KOSPI지수대비(우) | | | | |
| 영업이익률 | 23.6 | 16.7 | 19.9 | 20.3 | 21.8 | 주가상승률 | 1M | 3M | 12M | |
| ROE | 21.4 | 13.4 | 11.9 | 15.0 | 17.1 | 절대기준 | 5.3 | -8.8 | 86.9 | |
| | | | | | | 상대기준 | 1.5 | -1.2 | 52.2 | |

Action

목표주가 110,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지: 경쟁심화에 따른 매출원가 및 비용 증가를 반영하여 18년 영업이익률 19.9% 하향 조정하고 이후 연간 추정치를 변경한다. 매출 안정화 시점으로 전망한 21년 영업이익률(-8.6%)에 따라 목표주가를 110,000원으로 하향하지만 하반기 실적 개선을 기대하며 투자의견 매수를 유지한다.

도표 1. 지역별 품목별 매출 추이

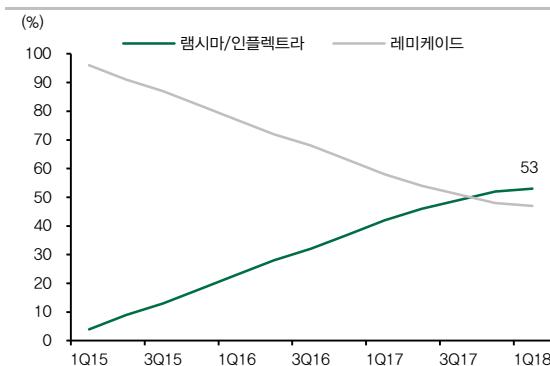
(단위: 십억원)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 2015 | 2016 | 2017 | 1H18 |
|---------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 전체 | 52.9 | 94.1 | 173.4 | 413.0 | 58.4 | 229.4 | 169.2 | 463.9 | 128.4 | 183.8 | 402.5 | 733.3 | 920.9 | 312.2 |
| 램시마 전체 | 52.9 | 94.1 | 173.4 | 403.2 | 54.8 | 201.9 | 109.9 | 123.7 | 104.5 | 35.2 | 402.5 | 723.5 | 490.2 | 139.7 |
| 유럽 | 49.0 | 53.5 | 122.7 | 156.6 | 52.2 | 98.6 | 100.0 | 107.7 | 95.0 | 33.1 | 342.4 | 381.7 | 358.6 | 128.1 |
| 미국 | | | 49.2 | 238.7 | | 96.3 | | | | | 288.0 | 96.3 | | |
| 그 외 | 3.9 | 40.6 | 1.5 | 7.8 | 2.5 | 6.9 | 9.9 | 16.0 | 9.5 | 2.1 | 60.1 | 53.8 | 35.3 | 11.6 |
| 트룩시마 전체 | | | | | 9.8 | 3.6 | 27.5 | 54.2 | 320.0 | 21.8 | 86.4 | 9.8 | 405.4 | 108.2 |
| 유럽 | | | | | | 3.6 | 27.5 | 54.2 | 320.0 | 21.8 | 86.4 | | 405.4 | 108.2 |
| 내수 | | | | | 9.8 | | | | | | | 9.8 | | |
| 허쥬마 전체 | | | | | | | | | 17.7 | 1.3 | 38.4 | | 17.7 | 39.7 |
| 유럽 | | | | | | | | | 17.7 | 1.3 | 15.0 | | 17.7 | 16.3 |
| 아시아 | | | | | | | | | | | 23.4 | | | 23.4 |
| 기타 | | | | | | | | | 5.1 | 2.5 | 0.8 | 23.8 | | 7.6 |
| | | | | | | | | | | | | | | 24.6 |

* 15, 16년도 매출액은 IFRS 15호를 반영하지 않았으며, 각 품목의 지역별 매출 추이는 사업보고서를 바탕으로 한 추정치임

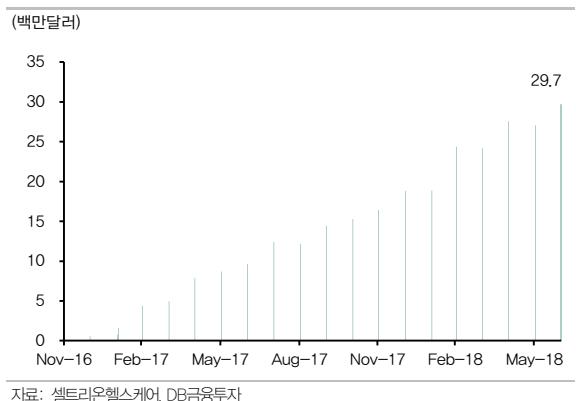
자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 2. 유럽 내 램시마 시장 점유율



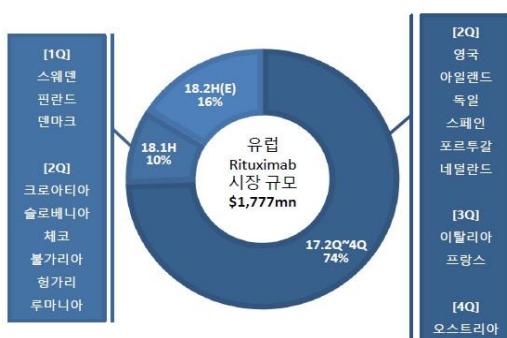
자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 3. 미국 내 인플렉트라 처방액 추이



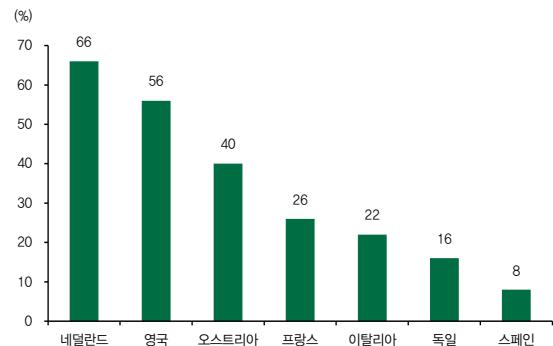
자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 4. 트록시마가 출시된 유럽 국가의 Rituximab 시장규모



자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 5. 1Q18 유럽 내 트록시마 시장 점유율



자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 6. 하쥬마가 출시된 유럽 국가의 Trastuzumab 시장규모



자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 7. 하쥬마 유럽 출시 계획

| 런칭시점 | 국가 | 파트너사 |
|-------|-----------------|-------------|
| 18.3Q | 이탈리아 | Mundipharma |
| 18.4Q | 크로아티아 | Oktal |
| | 슬로베니아 | Oktal |
| 19.1H | 북유럽 | Orion |
| | 스위스 | iQone |
| | 그리스 및 이외 국가들 | - |

자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 8. 연간 추정치 변경 내역

| | (단위: 심억원 원 %) | | | | | |
|---------------------|---------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 변경 후 | | | | | | |
| 매출액 | 921 | 1,381 | 1,934 | 2,417 | 3,022 | 3,777 |
| 영업이익 | 154 | 275 | 393 | 527 | 690 | 900 |
| 순이익 | 157 | 217 | 313 | 421 | 552 | 720 |
| EPS | 1,254 | 1,543 | 2,231 | 2,994 | 3,934 | 5,129 |
| P/E 40배 적용 | | | | | 157,347 | |
| 현재가치(연간 할인율 10% 적용) | | | | | 114,706 | |
| 변경 전 | | | | | | |
| 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 |
| %차이 | | | | | | |
| 매출액 | | -3.2 | -3.2 | -7.0 | -10.5 | -14.0 |
| 영업이익 | | -19.9 | -9.4 | -4.6 | -8.6 | -5.8 |
| 순이익 | | -19.7 | -9.2 | -4.4 | -8.4 | -5.7 |

자료: DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 1,949 | 2,800 | 3,363 | 4,201 | 4,933 |
| 현금및현금성자산 | 96 | 251 | 1,339 | 1,777 | 2,087 |
| 매출채권및기타채권 | 364 | 419 | 605 | 884 | 1,156 |
| 재고자산 | 1,472 | 1,575 | 1,381 | 1,488 | 1,612 |
| 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 | 3,437 | 4,276 | 5,008 |
| 유동부채 | 1,143 | 993 | 1,336 | 1,861 | 2,173 |
| 매입채무및기타채무 | 755 | 740 | 1,082 | 1,608 | 1,920 |
| 단기应付 및 단기차채 | 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 | 1,510 | 2,035 | 2,347 |
| 자본금 | 112 | 137 | 143 | 146 | 149 |
| 자본잉여금 | 381 | 1,366 | 1,366 | 1,366 | 1,366 |
| 이익잉여금 | 206 | 265 | 479 | 789 | 1,206 |
| 비자매주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 649 | 1,707 | 1,927 | 2,240 | 2,660 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|------------|-------------|
| 영업활동현금흐름 | 30 | -194 | 559 | 431 | 300 |
| 당기순이익 | 123 | 157 | 217 | 313 | 420 |
| 현금유동이 없는 비용 및 수익 | 63 | -38 | 59 | 81 | 108 |
| 유형 및 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업관련자산부채변동 | -120 | -267 | 344 | 125 | -110 |
| 매출채권및기타채권의 감소 | -314 | -143 | -186 | -278 | -272 |
| 재고자산의 감소 | -73 | -114 | 193 | -106 | -124 |
| 마이너리티 및 기타채무의 증가 | 118 | 18 | 342 | 525 | 312 |
| 투자활동현금흐름 | 0 | -521 | 534 | 15 | 19 |
| CAPEX | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| 투자자산의 순증 | -4 | -27 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 22 | 865 | -5 | -8 | -8 |
| 사채 및 차입금의 증가 | 87 | -280 | 0 | 0 | 0 |
| 자본금 및 차입금의 증가 | -834 | 1,010 | 3 | 0 | 0 |
| 배당금 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 7 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | 59 | 155 | 1,087 | 438 | 310 |
| 기초현금 | 37 | 96 | 251 | 1,339 | 1,777 |
| 기말현금 | 96 | 251 | 1,339 | 1,777 | 2,087 |

자료: 셀트리온헬스케어, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 758 | 921 | 1,381 | 1,934 | 2,417 |
| 매출원가 | 538 | 697 | 1,022 | 1,422 | 1,741 |
| 매출총이익 | 220 | 224 | 359 | 512 | 677 |
| 판관비 | 41 | 70 | 85 | 119 | 150 |
| 영업이익 | 179 | 154 | 275 | 393 | 527 |
| EBITDA | 179 | 154 | 275 | 393 | 527 |
| 영업외손익 | -16 | 53 | 3 | 8 | 12 |
| 금융순익 | -22 | 68 | 2 | 7 | 11 |
| 투자순익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 6 | -15 | 1 | 1 | 1 |
| 세전이익 | 163 | 206 | 278 | 401 | 539 |
| 증단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 123 | 157 | 217 | 313 | 420 |
| 자비주주지분순이익 | 123 | 157 | 217 | 313 | 420 |
| 비자매주주지분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 123 | 147 | 217 | 313 | 420 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 매출액 | 88.3 | 21.5 | 50.0 | 40.0 | 25.0 |
| 영업이익 | 59.6 | -14.0 | 78.7 | 43.1 | 34.0 |
| EPS | 256.7 | 16.0 | 23.0 | 44.4 | 34.3 |

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

주요 투자지표

| 12월 결산(%, 배) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,081 | 1,254 | 1,543 | 2,229 | 2,992 |
| BPS | 5,674 | 12,189 | 13,716 | 15,943 | 18,933 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Multiple(배) | | | | | |
| P/E | NA | 86.6 | 57.7 | 40.0 | 29.8 |
| P/B | NA | 8.9 | 6.5 | 5.6 | 4.7 |
| EV/EBITDA | NA | 92.4 | 40.9 | 27.5 | 19.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 23.6 | 16.7 | 19.9 | 20.3 | 21.8 |
| EBITDA마진 | 23.6 | 16.7 | 19.9 | 20.3 | 21.8 |
| 순이익률 | 16.2 | 17.1 | 15.7 | 16.2 | 17.4 |
| ROE | 21.4 | 13.4 | 11.9 | 15.0 | 17.1 |
| ROA | 6.9 | 6.5 | 6.9 | 8.1 | 9.1 |
| ROIC | 14.4 | 10.9 | 22.7 | 43.3 | 58.7 |
| 안정성 및 기타 | | | | | |
| 부채비율(%) | 206.4 | 68.4 | 78.3 | 90.9 | 88.2 |
| 이자보상배율(배) | 5.5 | 6.4 | 32.6 | 46.7 | 62.5 |
| 배당성향(배) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

주: 셀트리온헬스케어, DB 금융투자

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 법인인 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 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 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2017-06-30 기준) - 매수(71.7%) 중립(32.9%) 매도(0.0%)

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

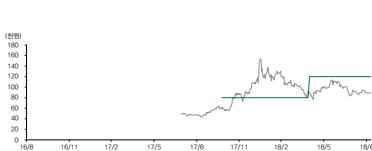
업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- 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 | 고리율(%) | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) |
|----------|------|---------|--------|------|------|------|--------|
| | | 평균 | 최고/최저 | | | 평균 | 최고/최저 |
| 17/10/24 | Buy | 80,000 | 27.3 | 96.0 | | | |
| 18/04/30 | Buy | 120,000 | -19.7 | -5.7 | | | |
| 18/08/30 | Buy | 110,000 | - | - | | | |

셀트리온헬스케어 현주가 및 목표주가 차트



주: *표는 당첨자 변경