

## 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 전년 대비 244억원(+8.4%YoY) 증가했으나 셀트리온에 매각한 국내 판권 218억원이 매출액에 반영되었기 때문에 제품 매출로 인한 성장은 없는 수준이다. 가격 경쟁에 따른 유럽 램시마의 판매 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 연말 기준 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 3Q 부터 실적은 개선될 것으로 전망된다.

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	758	921	1,381	1,934	2,417
(증가율)	88.3	21.5	50.0	40.0	25.0
영업이익	179	154	275	393	527
(증가율)	59.6	-14.0	78.7	43.1	34.0
순이익	123	157	217	313	420
EPS	1,081	1,254	1,543	2,229	2,992
PER (H/L)	NA/NA	89.2/34.1	57.7	40.0	29.8
PBR (H/L)	NA/NA	9.2/3.5	6.5	5.6	4.7
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	92.4/35.1	40.9	27.5	19.9
영업이익률	23.6	16.7	19.9	20.3	21.8
ROE	21.4	13.4	11.9	15.0	17.1

## Stock Data

52주 최저/최고	43,803/153,800원
KOSDAQ /KOSPI	803/2,309pt
시가총액	125,205억원
60일-평균거래량	775,548
외국인지분율	32.7%
60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p
주요주주	서정진 외 11 인 37.7%



주가상승률	1M	3M	12M
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 영업이익을 19.9% 하향 조정하고 이후 연간 추정치를 변경한다. 매출 안정화 시점으로 전망한 21년 영업이익 조정(-8.6%)에 따라 목표주가를 110,000원으로 하향하지만 하반기 실적 개선을 기대하며 투자의견 매수를 유지한다.

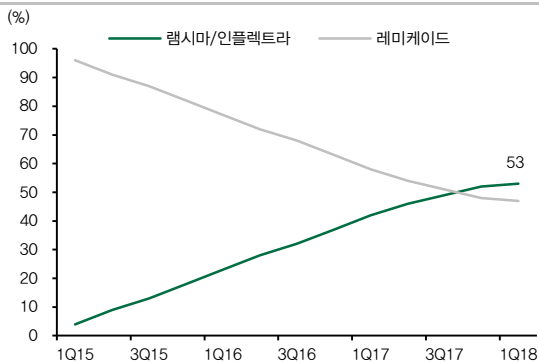
도표 1. 지역별 품목별 매출 추이

(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

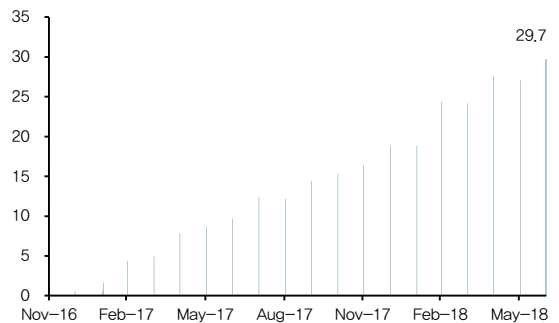
도표 2. 유럽 내 램시마 시장 점유율



자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

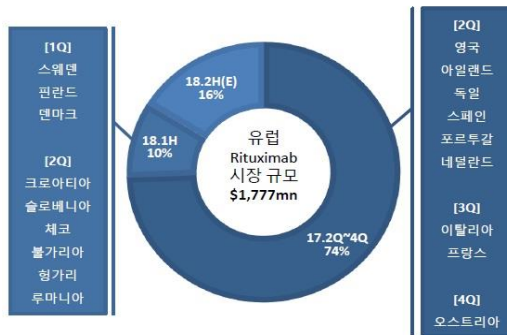
도표 3. 미국 내 인플렉트라 처방액 추이

(백만달러)



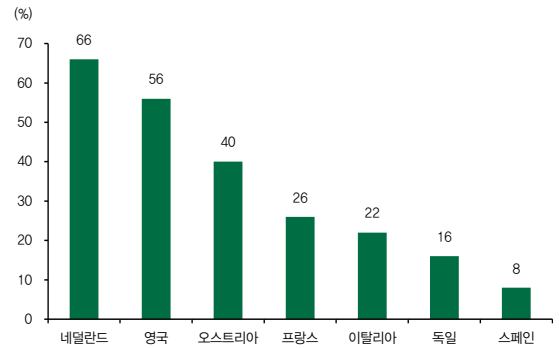
자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 4. 트룩시마가 출시된 유럽 국가의 Rituximab 시장규모



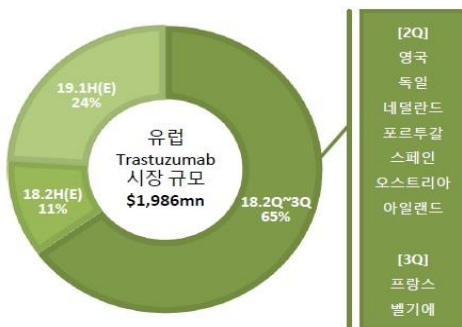
자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 5. 1Q18 유럽 내 트룩시마 시장 점유율



자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 6. 허쥬마가 출시된 유럽 국가의 Trastuzumab 시장규모



자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 7. 허쥬마 유럽 출시 계획

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

출처: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

자료: 셀트리온헬스케어, DB금융투자

도표 8. 연간 추정치 변경 내역

(단위: 십억원 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

출처: DB금융투자

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
단기차입금및단기차입	23	11	11	11	11
유동상장기부채	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
비지배주주지분	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
현금유출이없는비용및수익	63	-38	59	81	108
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-120	-267	344	125	-110
매출채권및기타채권의감소	-314	-143	-186	-278	-272
재고자산의감소	-73	-114	193	-106	-124
매입채무및기타채무의증가	118	18	342	525	312
투자활동현금흐름	0	-521	534	15	19
CAPEX	0	0	0	0	-1
투자자산의순증	-4	-27	0	0	0
재무활동현금흐름	22	865	-5	-8	-8
사채및장기입금의 증가	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	1,087	438	310
기초현금	37	96	251	1,339	1,777
기말현금	96	251	1,339	1,777	2,087

자료: 셀트리온헬스케어, DB 금융투자

## 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
판매비	41	70	85	119	150
영업이익	179	154	275	393	527
EBITDA	179	154	275	393	527
영업외손익	-16	53	3	8	12
금융손익	-22	68	2	7	11
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	6	-15	1	1	1
세전이익	163	206	278	401	539
단순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	123	157	217	313	420
자배주주지분순이익	123	157	217	313	420
비지배주주지분순이익	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(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(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
안정성및기타					
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

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자자의견 비율 (2017-06-30 기준) - 매수(67.1%) 중립(32.9%) 매도(0.0%)

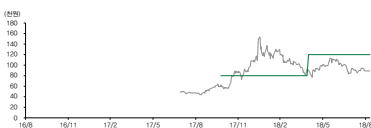
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

## 셀트리온헬스케어 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 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	-				

주: \*표는 답당자 변경