



2018년 10월 31일 | Equity Research

셀트리온헬스케어 (091990)

셀트리온헬스케어 올해가 바다

2018년 셀트리온헬스케어의 실적은 매우 부진

셀트리온헬스케어의 2018년 연간 매출액은 약 9,974억원으로 전년 대비 약 8% 성장, 영업이익은 964억원으로 전년 대비 약 37% 감소할 것으로 예상된다. 탑라인 성장률이 연초 기대와는 달리 크게 하락한 이유는 유럽에서의 램시마 가격이 예상보다 빠르게 하락했고 이에 대한 충당금 때문에 전체적으로 램시마는 연간으로 약 18% 이상 역성장 할 것으로 예상된다. 더불어 약 1.2조에 달할 것으로 추정되는 램시마 재고 물량 때문에 셀트리온헬스케어의 마진율은 크게 하락, 올해 연간으로 약 10% 내외의 영업이익률을 보일 것으로 예상된다. 실적으로만 보자면 셀트리온헬스케어는 최악의 한 해가 될 것으로 보인다.

3분기 화이자 인플렉트라 매출액

10월 30일 인플렉트라의 미국 독점판매권자인 화이자의 실적 발표에 따르면, 3분기 인플렉트라의 미국시장 매출액은 7,100만 달러(한화 약 809억원)를 기록, 전분기 대비 약 12.7% 증가하였으며 전년 대비 약 108.8% 증가하였다. 2018년 누적으로 1억 8,900만 달러(한화 약 2,154억원) 수준이다. 매월 발표되는 처방액 데이터를 분기별로 보면, 1분기는 QoQ로 34.5%, 2분기는 27.6%, 3분기는 17.1%로 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 이와 같은 지속적인 성장세는 미국의 친 바이오시밀러 정책 확대 및 J&J사의 독점력 약화와 함께 내년에도 계속될 수 있을 것으로 기대된다.

바이오시밀러는 신제품이 출시될 때마다 고성장

10월 10일 미 FDA의 항암 자문단 회의에서 셀트리온의 리툭산(Rituxan, 성분명: Rituximab) 바이오시밀러인 트룩시마가 자문위원 16명의 만장일치로 승인권고를 획득하였다. 11월 말 ~12월 초 사이 미 FDA로부터 최종 시판허가를 획득할 수 있을 것으로 기대된다. 더불어 셀트리온 공장의 Fill&Finish 공정에 대한 이슈가 해결된 상황에서 허쥬마의 연내 승인도 기대해볼 만하다. 2019년 1월 트룩시마의 미국시장 런칭, 2019년 7월 허셉틴 미국시장 런칭이 예상된다.

램시마 유럽 매출성장률을 보면 바이오시밀러의 점유율이 한계에 도달하면 더 이상의 성장률을 기대하기는 어렵다는 것을 알 수 있다. 바로 이 점이 바이오시밀러 비즈니스의 한계일 수도 있다. 그러나 바이오시밀러도 제네릭 회사처럼 신제품이 출시되고 신규시장에 진입할 때마다 고성장을 기대해 볼 수 있다. 2019년 미국시장에서 램시마의 본격적인 성장이 예상되며, 트룩시마와 허쥬마가 신규로 미국시장에 출시된다는 점을 고려하면 2019년부터 셀트리온헬스케어의 고성장세는 다시 시작될 수 있을 것으로 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 87,000원(하향) | CP(10월 30일): 69,300원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	644.14
52주 최고/최저(원)	153,800/54,937
시가총액(십억원)	9,738.1
시가총액비중(%)	4.52
발행주식수(천주)	140,521.5
60일 평균 거래량(천주)	973.5
60일 평균 거래대금(십억원)	85.4
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	30.64
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 12 인	37.89
One Equity Partners IV, L.P.	15.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(24.8) (22.8) 26.1
상대	(4.1) 4.9 35.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,285.3	1,711.3
영업이익(십억원)	198.0	293.7
순이익(십억원)	205.6	240.9
EPS(원)	1,481	1,771
BPS(원)	13,655	15,426

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	757.7	920.9	997.4	1,466.3	2,307.4
영업이익	십억원	178.6	153.7	96.4	201.4	436.1
세전이익	십억원	163.1	206.1	175.1	210.4	450.5
순이익	십억원	122.9	157.4	132.8	159.4	342.4
EPS	원	1,081	1,254	945	1,135	2,436
증감률	%	257.9	16.0	(24.6)	20.1	114.6
PER	배	N/A	86.59	73.31	61.07	28.44
PBR	배	N/A	8.91	5.29	4.87	4.16
EV/EBITDA	배	N/A	92.41	92.61	42.59	17.92
ROE	%	21.40	13.36	7.48	8.30	15.77
BPS	원	5,674	12,189	13,096	14,230	16,667
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정

02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현욱

02-3771-7606
auseing@hanafn.com

셀트리온헬스케어 목표주가 하향

목표주가 87,000원 하향, 투자 의견 BUY

목표주가 87,000원(하향)

투자 의견 BUY

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가 87,000원으로 하향, 투자 의견 BUY로 유지한다. 목표주가 87,000원은 2020년 예상 순이익 3,420억원 기준으로 PER 30배를 부과하였다. 2020년을 기준으로 삼은 이유는 셀트리온헬스케어의 신제품 출시가 완료되고 이들의 성장이 본격적으로 발생하기 때문으로 2019년과 2020년 셀트리온헬스케어의 매출액 성장률은 50% 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

표 1. 셀트리온헬스케어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	비고
영업가치	10,260
2020년 예상 순이익	342
P/E	30
순부채	(1,922)
적정자본가치	12,182
주식 수(1,000주)	140,521
적정주가	86,692

자료: 하나금융투자

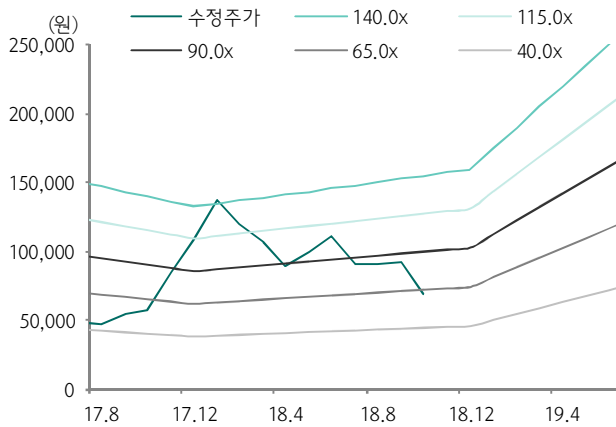
표 2. 셀트리온헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액	69.9	237.5	198.0	415.4	128.4	183.8	332.6	352.7	920.9	997.4	1,466.3
YoY	32.5%	152.4%	14.2%	-5.0%	83.5%	-22.6%	67.9%	-15.1%	21.5%	8.3%	47.0%
램시마	65.4	209.4	134.3	97.7	104.6	32.9	120.7	155.1	506.9	413.3	502.9
YoY	23.9%	122.6%	-22.5%	-77.7%	59.9%	-84.3%	-10.1%	58.8%	-32.2%	-18.5%	21.7%
미국	0.0	110.5	0.0	0.0	0.0	0.0	46.4	69.6	110.5	116.0	220.5
유럽/기타	65.4	98.9	134.3	97.7	104.6	32.9	74.3	85.5	396.4	297.3	282.4
트록시마	3.6	23.5	58.6	297.5	21.2	82.8	148.9	149.5	383.2	402.4	632.8
YoY					481.0%	252.4%	154.1%	-49.7%	3804.8%	5.0%	57.3%
미국											150.0
유럽/기타	3.6	23.5	58.6	297.5	21.2	82.8	148.9	149.5	383.2	402.4	482.8
허쥬마				17.7		43.8	60.0	45.0		150.0	320.0
YoY								154.1%			113.3%
미국											50.0
유럽/기타				17.7		43.8	60.0	45.0	17.7	150.0	270.0
매출총이익	23.6	66.8	58.5	75.3	25.6	38.8	54.9	61.7	224.1	181.0	300.6
GPM	33.8%	28.1%	29.5%	18.1%	19.9%	21.1%	16.5%	17.5%	24.3%	18.1%	20.5%
YoY	142.4%	340.3%	13.9%	-47.6%	8.2%	-41.9%	-6.2%	-18.0%	1.9%	-19.3%	66.1%
판매관리비	13.0	13.3	18.2	26.0	17.1	23.6	21.6	22.2	70.5	84.6	99.2
YoY	41.6%	69.0%	80.6%	82.9%	32.0%	77.0%	18.8%	-14.5%	70.5%	20.0%	17.3%
영업이익	10.6	53.4	40.3	49.3	8.4	15.2	33.3	39.5	153.7	96.4	201.4
YoY	1750.8%	634.0%	-2.4%	-61.9%	-20.8%	-71.5%	-17.5%	-19.8%	-14.0%	-37.2%	108.9%
OPM	15.2%	22.5%	20.3%	11.9%	6.6%	8.3%	10.0%	11.2%	16.7%	9.7%	13.7%
당기순이익	(1.8)	77.5	30.7	51.0	60.5	11.0	23.2	38.0	157.4	132.8	159.4
NPM	-2.6%	32.6%	15.5%	12.3%	47.1%	6.0%	7.0%	10.8%	17.1%	13.3%	10.9%
YoY	CR	TB	-23.5%	-42.9%	TB	-85.8%	-24.3%	-25.4%	28.1%	-15.7%	20.1%

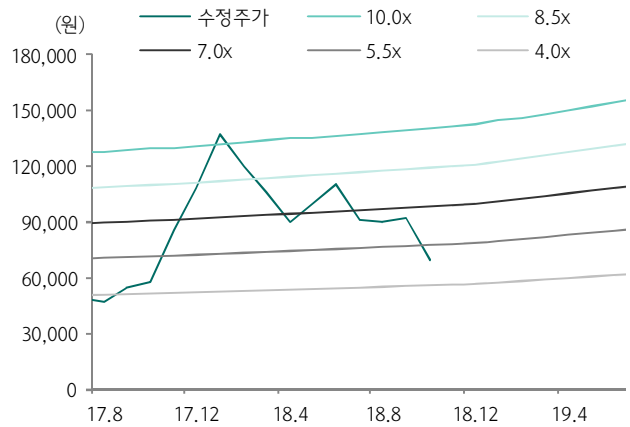
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



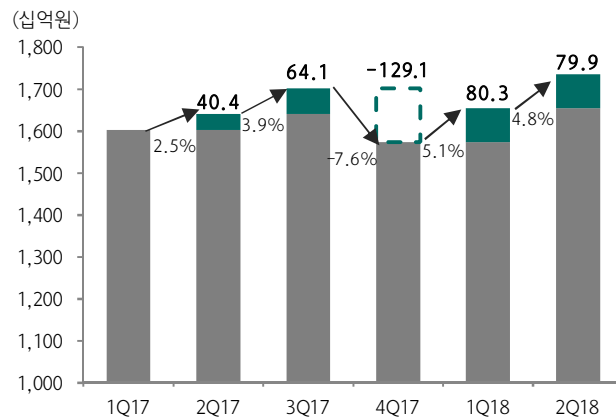
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 PBR 밴드



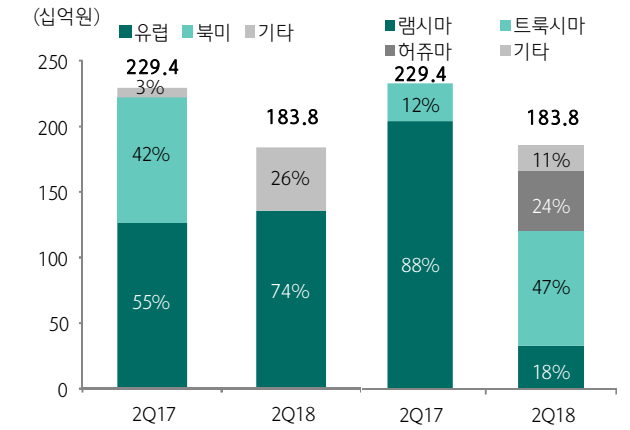
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



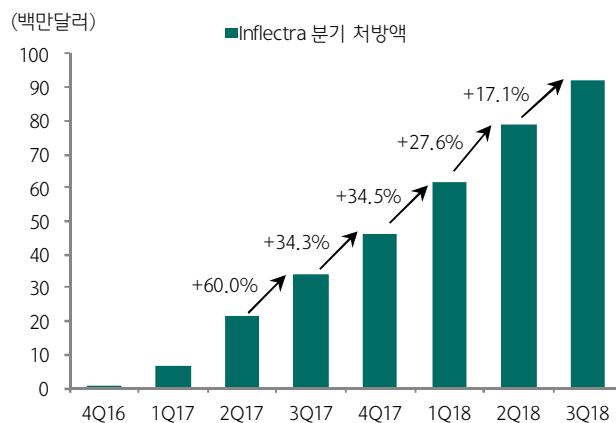
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출액



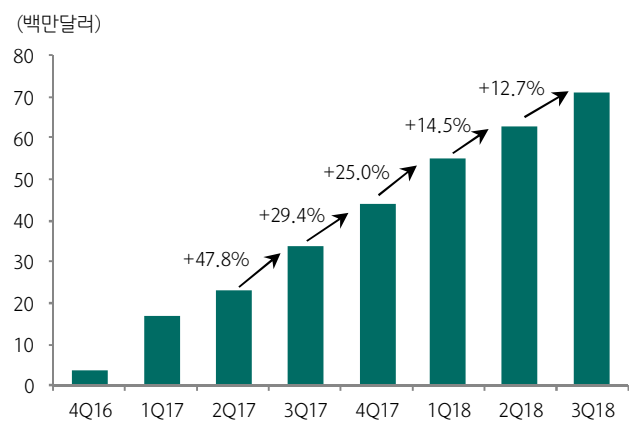
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 미국 인플렉트라 분기 처방액



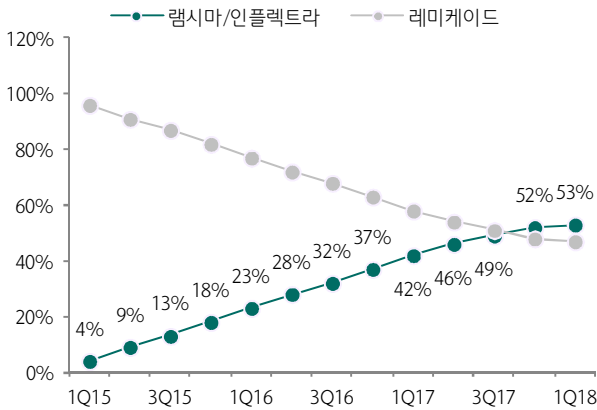
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



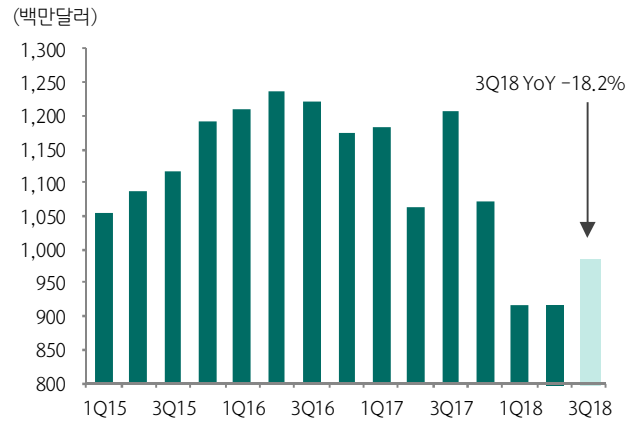
자료: 하나금융투자

그림 7. 램시마 유럽 시장점유율



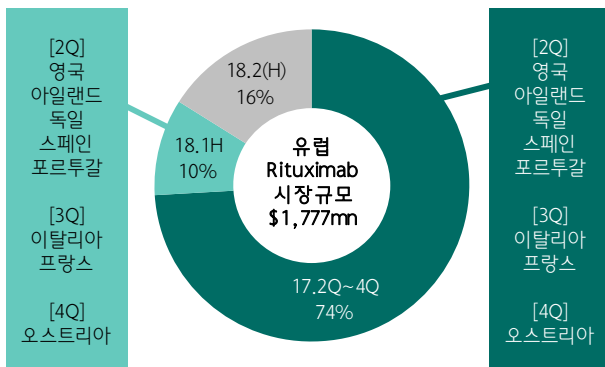
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 8. J&J 레미케이드 미국 분기별 매출액



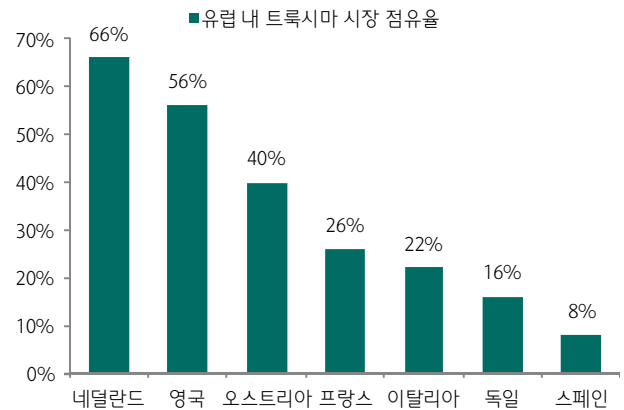
자료: 하나금융투자

그림 9. 트룩시마가 출시된 유럽 국가의 Rituximab 시장규모



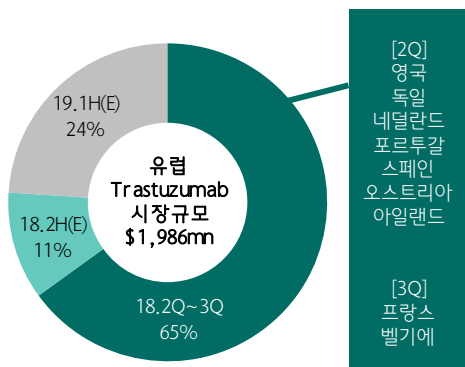
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 10. 트룩시마 유럽 시장점유율



자료: 셀트리온헬스케어, 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: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.7	920.9	997.4	1,466.3	2,307.4
매출원가	537.8	696.8	816.4	1,165.7	1,788.2
매출총이익	219.9	224.1	181.0	300.6	519.2
판매비	41.3	70.5	84.6	99.2	83.1
영업이익	178.6	153.7	96.4	201.4	436.1
금융손익	(21.7)	67.5	72.4	5.0	9.6
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	175.1	210.4	450.5
법인세	40.2	48.7	42.4	50.9	108.2
계속사업이익	122.9	157.4	132.8	159.4	342.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	122.9	157.4	132.8	159.4	342.4
비지배주주지분 손이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	122.9	157.4	132.8	159.4	342.4
지배주주지분포괄이익	122.7	147.0	132.8	159.4	342.4
NOPAT	134.5	117.4	73.1	152.6	331.4
EBITDA	178.8	153.8	96.6	201.5	436.2
성장성(%)					
매출액증가율	88.3	21.5	8.3	47.0	57.4
NOPAT 증가율	695.9	(12.7)	(37.7)	108.8	117.2
EBITDA증가율	59.5	(14.0)	(37.2)	108.6	116.5
영업이익증가율	59.6	(13.9)	(37.3)	108.9	116.5
(지배주주)순이익증가율	496.6	28.1	(15.6)	20.0	114.8
EPS증가율	257.9	16.0	(24.6)	20.1	114.6
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	24.3	18.1	20.5	22.5
EBITDA이익률	23.6	16.7	9.7	13.7	18.9
영업이익률	23.6	16.7	9.7	13.7	18.9
계속사업이익률	16.2	17.1	13.3	10.9	14.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,081	1,254	945	1,135	2,436
BPS	5,674	12,189	13,096	14,230	16,667
CFPS	1,638	950	1,172	1,434	3,104
EBITDAPS	1,573	1,225	688	1,434	3,104
SPS	6,667	7,336	7,102	10,434	16,420
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	86.6	73.3	61.1	28.4
PBR	N/A	8.9	5.3	4.9	4.2
PCFR	N/A	114.3	59.1	48.3	22.3
EV/EBITDA	N/A	92.4	92.6	42.6	17.9
PSR	N/A	14.8	9.8	6.6	4.2
재무비율(%)					
ROE	21.4	13.4	7.5	8.3	15.8
ROA	6.9	6.5	4.4	4.6	7.5
ROIC	14.0	10.6	6.2	13.5	36.5
부채비율	206.4	68.4	69.5	92.6	122.9
순부채비율	40.0	(41.0)	(43.1)	(57.8)	(82.1)
이자보상배율(배)	5.5	6.4	10.4	16.8	25.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,949.2	2,800.2	3,040.7	3,747.2	5,070.9
금융자산	95.9	774.8	884.1	1,278.2	2,103.4
현금성자산	95.9	251.4	317.2	444.7	791.8
매출채권 등	364.2	419.1	453.9	667.3	1,050.1
재고자산	1,472.1	1,574.8	1,669.3	1,752.8	1,840.4
기타유동자산	17.0	31.5	33.4	48.9	77.0
비유동자산	38.3	74.7	78.7	104.2	150.0
투자자산	23.1	50.3	54.5	80.1	126.0
금융자산	23.1	50.3	54.5	80.1	126.0
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	22.0	22.0
자산총계	1,987.4	2,874.9	3,119.4	3,851.4	5,220.9
유동부채	1,143.4	993.3	1,090.6	1,574.5	2,442.6
금융부채	322.4	75.1	90.4	122.9	181.2
매입채무 등	754.8	739.8	801.3	1,177.9	1,853.7
기타유동부채	66.2	178.4	198.9	273.7	407.7
비유동부채	195.4	174.1	188.6	277.2	436.3
금융부채	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	162.6	174.1	188.6	277.2	436.3
부채총계	1,338.8	1,167.5	1,279.2	1,851.7	2,878.9
지배주주지분	648.7	1,707.5	1,840.2	1,999.7	2,342.0
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	394.7	554.2	896.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	648.7	1,707.5	1,840.2	1,999.7	2,342.0
순금융부채	259.3	(699.7)	(793.7)	(1,155.2)	(1,922.1)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	30.4	(194.3)	82.2	383.1	807.8
당기순이익	122.9	157.4	132.8	159.4	342.4
조정	27.5	(84.8)	(6.8)	(3.8)	(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)	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(120.0)	(266.9)	(43.8)	227.5	470.3
투자활동 현금흐름	(0.2)	(521.0)	(40.7)	(288.1)	(519.1)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(27.2)	(4.2)	(25.6)	(45.9)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(493.5)	(36.5)	(262.5)	(473.2)
재무활동 현금흐름	21.8	865.3	18.0	32.5	58.3
금융부채증가(감소)	87.1	(280.1)	15.3	32.5	58.3
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	65.8	127.5	347.1
Unlevered CFO	186.2	119.2	164.6	201.5	436.2
Free Cash Flow	30.4	(194.6)	82.2	383.1	807.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.31	BUY	87,000		
18.7.9	BUY	140,000	-36.01%	-27.00%
17.12.12	BUY	117,722	-9.50%	30.65%

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	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 30일

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 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 10월 31일 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.