

셀트리온헬스케어 (091990)

점점 개선되어 가고 있는 실적

3분기 어닝쇼크

셀트리온헬스케어의 3분기 매출액은 2,127억원(YoY, 25.7%), 영업이익은 200억원(YoY, 73.9%, OPM, 9.4%)을 기록 컨센서스 대비 매출액은 27.0% 하회, 영업이익은 45.8%를 하회하는 실적을 발표하였다. 세전이익은 91억원(YoY, -22.9%), 당기순이익은 64억원(YoY, -30.4%)을 기록하였다. 2분기에 3분기로 이연되었다고 생각한 미국형 램시마 물량에 대한 기대가 있었으나, 미국형 램시마는 298억원 수준으로 당초 기대보다는 하회하면서 3분기 매출액이 컨센서스 대비 하회한 것으로 추정된다.

반등하기 시작한 이익률과 개선되는 재고자산

2분기 영업이익은 셀트리온으로 매각한 국내판매권 218억원을 제외하면 사실 상 적자였으나, 3분기에는 유럽 대비 상대적으로 가격이 높은 미국시장에서의 램시마 물량, 그리고 유럽에서의 램시마의 지역별 믹스개선으로 인해 2분기 대비 이익률은 크게 개선되었다. 3분기 재고자산은 약 1.75조원 규모로 전 분기 대비 161억원 정도 증가하면서 재고자산을 타이트하게 관리하고 있는 것으로 보인다. 이러한 재고자산 중 트룩시마(3,000억원 추정)와 허쥬마(2,000억원 추정)의 재고자산은 매우 양호한 재고라 할 수 있다. 그러나 현재 약 1.2조원 규모로 추정되는 램시마의 재고는 동사의 원가율 상승의 주범으로써 4분기 대규모 램시마 매출이 발생하게 된다면 본격적으로 감소하게 될 것으로 보인다. 3분기부터 셀트리온헬스케어는 셀트리온으로부터 램시마를 공급받지 않고 있다.

향후 기대할 수 있는 이벤트에 주목

셀트리온헬스케어의 4분기 매출액은 연말에 재고를 확보한다는 제약업의 특성 상 전체 비중의 절반 가까이 차지하고 있다. 연간으로 1조원 규모의 매출액 달성은 큰 무리는 없을 것으로 추정된다. 다만 영업이익률은 램시마 재고자산으로 인한 원가율 상승으로 크게 개선되기를 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 향후 램시마 재고자산이 유의미하게 감소된다면 이익률 개선을 기대해 볼 수 있을 것으로 보인다. 올해까지는 실적 부문에서 크게 기대할 것은 없어 보이나, 연내 트룩시마와 허쥬마의 미국에서의 시판허가 획득, 그리고 이로인한 신규(미국)시장 런칭으로 성장률 확보 차원에서 내년부터는 다시 고성장세를 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 중장기적 관점에서 저점 매수를 추천한다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 87,000원 | CP(11월 14일): 62,600원

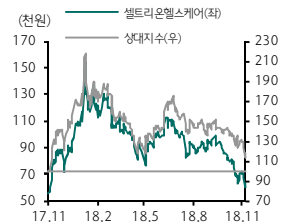
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	671.56
52주 최고/최저(원)	153,800/60,100
시가총액(십억원)	8,796.6
시가총액비중(%)	3.96
발행주식수(천주)	140,526.5
60일 평균 거래량(천주)	1,143.0
60일 평균 거래대금(십억원)	93.7
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	30.41
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 12인	37.89
One Equity Partners IV, L.P.	15.02
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(23.8) (28.7) (6.7)
상대	(16.9) (8.8) 5.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,252.3	1,670.6
영업이익(십억원)	184.9	284.0
순이익(십억원)	195.8	231.5
EPS(원)	1,408	1,698
BPS(원)	13,639	15,342

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	757.7	920.9	1,002.6	1,481.4	2,327.4
영업이익	십억원	178.6	153.7	99.6	179.2	365.4
세전이익	십억원	163.1	206.1	178.4	188.1	379.2
순이익	십억원	122.9	157.4	135.2	142.6	288.2
EPS	원	1,081	1,254	963	1,015	2,051
증감률	%	257.9	16.0	(23.2)	5.4	102.1
PER	배	N/A	86.59	65.03	61.69	30.52
PBR	배	N/A	8.91	4.77	4.43	3.87
EV/EBITDA	배	N/A	92.41	80.16	42.63	18.96
ROE	%	21.40	13.36	7.62	7.45	13.53
BPS	원	5,674	12,189	13,113	14,128	16,179
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst **선민정**
02-3771-7785
rsshun@hanafn.com

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

셀트리온헬스케어 3분기 실적 리뷰

3분기 셀트리온헬스케어 매출액, 영업이익 모두 컨센서스 크게 하회

셀트리온헬스케어의 3분기 매출액은 2,127억원(YoY, 25.7%), 영업이익은 200억원(YoY, 73.9%, OPM, 9.4%)을 기록 컨센서스 대비 매출액은 27.0% 하회, 영업이익은 45.8%를 하회하는 실적을 발표하였다. 세전이익은 91억원(YoY, -22.9%), 당기순이익은 64억원(YoY, -30.4%)을 기록하였다.

표 1. 셀트리온헬스케어 3Q18 실적 리뷰(IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	3Q18P	3Q17	YoY(%)	Consen	%Variance
매출액	212.7	169.2	25.7	291.2	(27.0)
영업이익	20.0	11.5	73.9	37.0	(45.8)
세전이익	9.1	11.8	(22.9)	44.9	(79.8)
당기순이익	6.4	9.2	(30.4)	31.7	(79.9)
OPM %	9.4	6.8		12.7	
NPM %	3.0	5.4		10.9	

자료: 하나금융투자

3분기 경영실적

4분기 미국향 램시마 매출 기대

2분기에 3분기로 이연되었다고 생각한 미국향 램시마 물량에 대한 기대가 있었으나, 미국향 램시마는 298억원 수준으로 당초 기대보다는 하회하면서 3분기 매출액이 컨센서스 대비 하회한 것으로 추정된다. 다만 4분기 화이자사의 주문이 있었다는 점을 고려할 때 4분기 미국향 램시마 물량은 발생할 수 있을 것으로 예상, 연간 미국향 램시마는 전년과 비슷한 수준의 매출액을 기록할 수 있을 것으로 기대된다. 2분기 848억원을 기록했었던 유럽향 트룩시마의 경우 3분기는 230억원으로 주문량이 감소하였다. 그러나 연간으로 보면 연말에 유통사들이 재고 물량을 확보한다는 차원에서 전년과 비슷한 수준의 매출액은 기록할 수 있을 것으로 보인다. 경쟁이 심할 것으로 예상되었던 허주마의 경우에도, 예상외로 입찰에서의 실적도 양호하고, 런칭국가가 확대되면서 2분기 대비 크게 증가한 771억원의 매출액을 기록하였다.

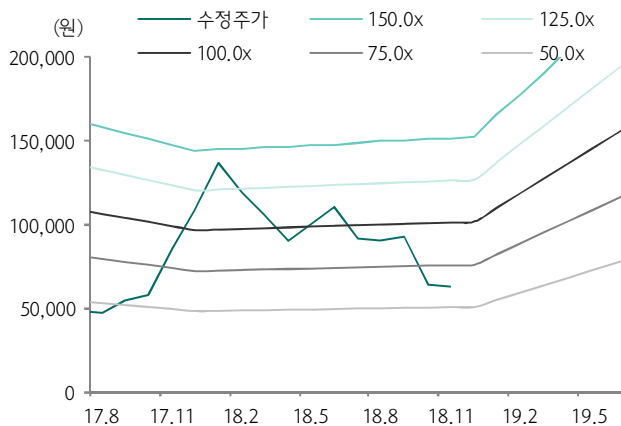
표 2. 셀트리온헬스케어 실적 추정(IFRS15 적용)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	128.4	183.8	212.7	477.8	190.5	326.3	481.0	583.6	920.9	1,002.6	1,481.4
YoY	119.8%	-19.9%	25.7%	3.0%	48.4%	77.6%	126.2%	22.1%	21.5%	8.9%	47.8%
램시마	104.6	32.9	111.8	164.0	112.4	100.0	139.8	150.6	506.9	413.3	502.9
YoY	90.9%	-83.6%	6.0%	12.2%	7.5%	204.1%	25.1%	-8.2%	-32.2%	-18.5%	21.7%
미국			29.8	86.2	22.0	66.1	55.1	77.2	110.5	116.0	220.5
유럽/기타	104.6	32.9	82.0	77.8	90.4	33.9	84.7	73.4	396.4	297.3	282.4
트룩시마	21.5	84.8	23.0	275.0	48.5	151.3	149.5	285.8	396.3	404.3	635.1
YoY	490.1%	192.4%	-64.0%	-8.3%	125.7%	78.4%	551.4%	3.9%	3938.5%	2.0%	57.1%
미국						30.0	52.5	67.5			150.0
유럽/기타	21.5	84.8	23.0	275.0	48.5	121.3	97.0	218.3	396.3	404.3	485.1
허쥬마		43.4	77.1	37.9	28.8	72.0	120.8	116.4		160.0	338.0
YoY				113.9%	-	65.7%	56.7%	206.8%			111.3%
미국							20.0	30.0			50.0
유럽/기타		43.4	77.1	37.9	28.8	72.0	100.8	86.4	17.7	160.0	288.0
매출총이익	25.6	38.8	43.9	86.0	34.3	60.4	91.4	116.7	224.1	194.3	302.8
GPM	19.9%	21.1%	20.6%	18.0%	18.0%	18.5%	19.0%	20.0%	24.3%	19.4%	20.4%
YoY	111.7%	-33.9%	47.7%	-30.5%	34.1%	55.5%	108.3%	35.7%	1.9%	-13.3%	55.9%
판매관리비	17.1	23.6	23.8	30.1	22.9	28.4	33.2	39.1	70.5	94.6	123.5
YoY	31.4%	80.0%	31.2%	15.0%	33.4%	20.4%	39.3%	29.9%	70.5%	34.3%	30.5%
영업이익	8.4	15.2	20.0	55.9	11.4	32.0	58.2	77.6	153.7	99.6	179.2
YoY	-976.0%	-66.6%	73.9%	-42.7%	35.6%	109.9%	190.3%	38.8%	-14.0%	-35.2%	79.9%
OPM	6.6%	8.3%	9.4%	11.7%	6.0%	9.8%	12.1%	13.3%	16.7%	9.9%	12.1%
당기순이익	60.5	11.0	6.4	57.3	2.3	22.8	49.0	68.5	157.4	135.2	142.6
NPM	47.1%	6.0%	3.0%	12.0%	1.2%	7.0%	10.2%	11.7%	17.1%	13.5%	9.6%
YoY	TB	-84.5%	-30.4%	-36.0%	-96.2%	107.8%	668.4%	19.5%	28.1%	-14.1%	5.5%

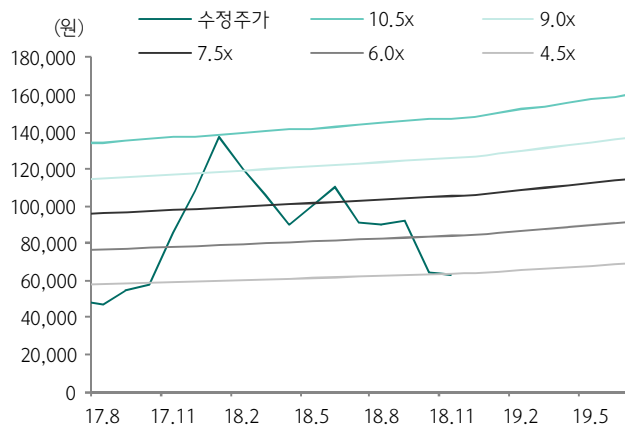
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 밴드



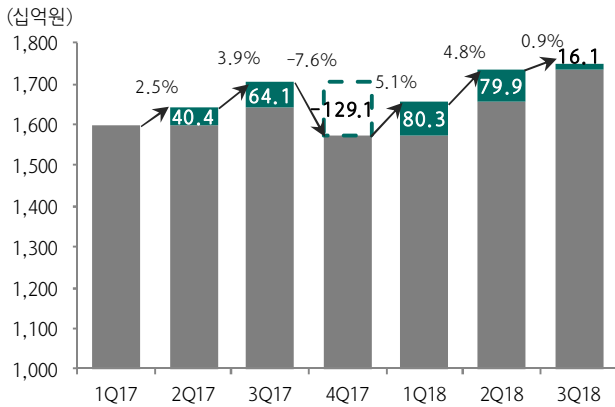
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 PBR 밴드



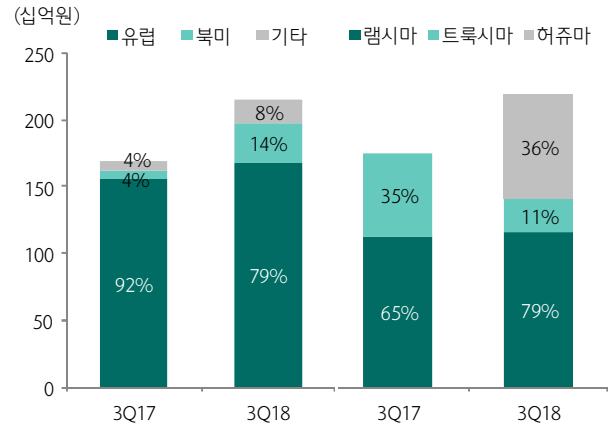
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출액

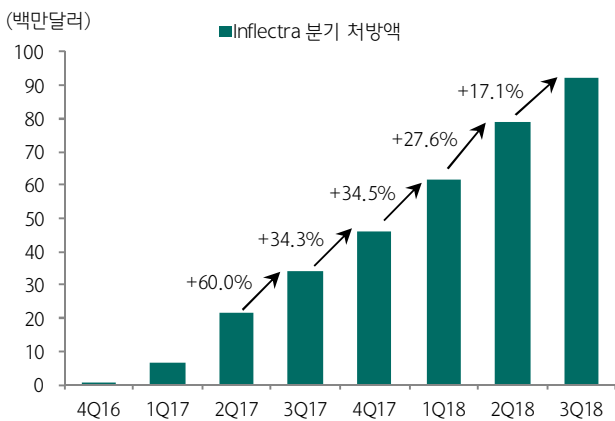


자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

3분기 재고자산 전분기 대비 161억원 증가
타이트한 재고자산 관리

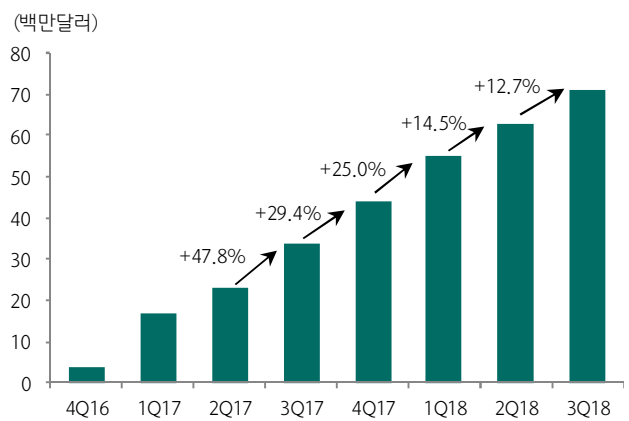
3분기 재고자산은 약 1.75조원 규모로 전 분기 대비 161억원 정도 증가하면서 재고자산을 타이트하게 관리하고 있다. 이러한 재고자산 중 트룩시마(3,000억원 추정)와 허쥬마(2,000억원 추정)의 재고자산은 매우 양호한 재고라 할 수 있다. 그러나 현재 약 1.2조원 규모로 추정되는 램시마의 재고는 동사의 원가율 상승의 주범으로써 4분기 대규모 램시마 매출이 발생하게 된다면 본격적으로 감소하게 될 것으로 보인다. 3분기부터 셀트리온헬스케어는 셀트리온으로부터 램시마를 공급받지 않고 있다.

그림 5. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



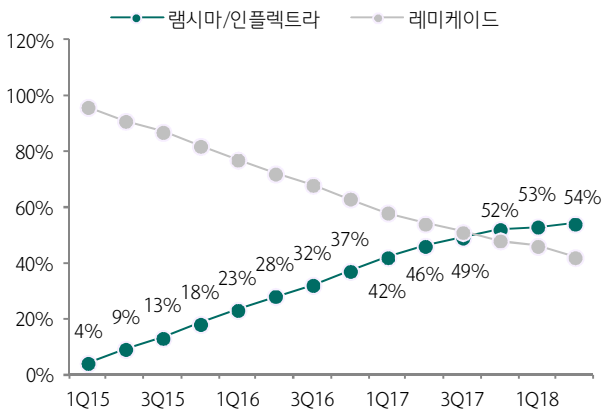
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



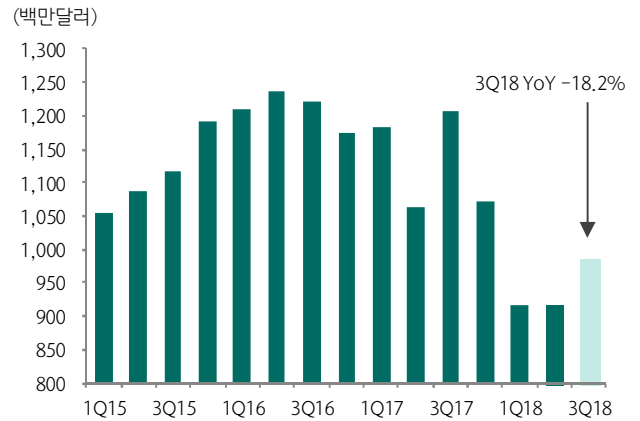
자료: 하나금융투자

그림 7. 램시마 유럽 시장점유율



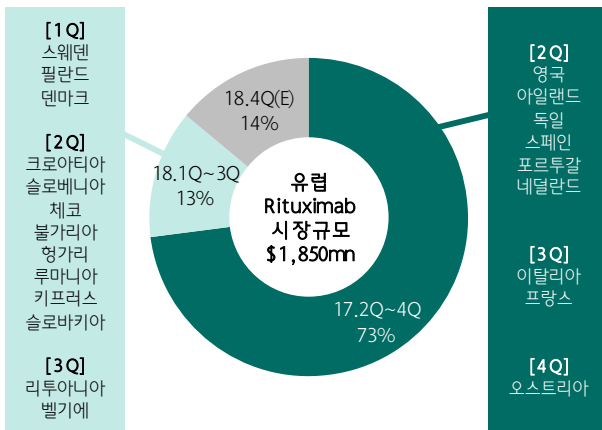
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 8. J&J 레미케이드 미국 분기별 매출액



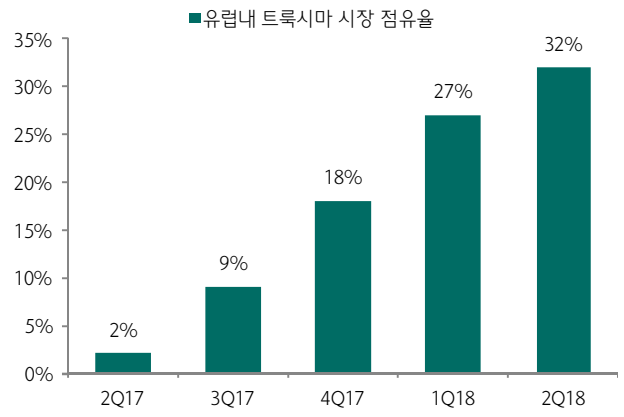
자료: 하나금융투자

그림 9. 트록시마가 출시된 유럽 국가의 Rituximab 시장규모



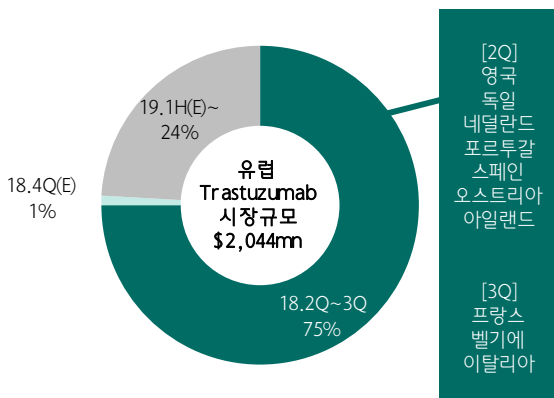
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

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
18.4Q	크로아티아	Oktal
	슬로베니아	
	체코	EGIS
	헝가리	
	불가리아	
19.1H	라트비아	Orion
	북유럽	iQone
	스위스	-
	그리스 및 이외 국가들	-

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.7	920.9	1,002.6	1,481.4	2,327.4
매출원가	537.8	696.8	808.3	1,178.6	1,803.7
매출총이익	219.9	224.1	194.3	302.8	523.7
판매비	41.3	70.5	94.6	123.5	158.3
영업이익	178.6	153.7	99.6	179.2	365.4
금융손익	(21.7)	67.5	72.4	5.0	9.0
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	178.4	188.1	379.2
법인세	40.2	48.7	43.2	45.5	91.0
계속사업이익	122.9	157.4	135.2	142.6	288.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	122.9	157.4	135.2	142.6	288.2
비지배주주지분 손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	122.9	157.4	135.2	142.6	288.2
지배주주지분포괄이익	122.7	147.0	135.2	142.6	288.2
NOPAT	134.5	117.4	75.5	135.9	277.7
EBITDA	178.8	153.8	99.8	179.4	365.5
성장성(%)					
매출액증가율	88.3	21.5	8.9	47.8	57.1
NOPAT증가율	695.9	(12.7)	(35.7)	80.0	104.3
EBITDA증가율	59.5	(14.0)	(35.1)	79.8	103.7
영업이익증가율	59.6	(13.9)	(35.2)	79.9	103.9
(지배주주)순이익증가율	496.6	28.1	(14.1)	5.5	102.1
EPS증가율	257.9	16.0	(23.2)	5.4	102.1
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	24.3	19.4	20.4	22.5
EBITDA이익률	23.6	16.7	10.0	12.1	15.7
영업이익률	23.6	16.7	9.9	12.1	15.7
계속사업이익률	16.2	17.1	13.5	9.6	12.4
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,081	1,254	963	1,015	2,051
BPS	5,674	12,189	13,113	14,128	16,179
CFPS	1,638	950	1,195	1,276	2,601
EBITDAPS	1,573	1,225	710	1,276	2,601
SPS	6,667	7,336	7,139	10,542	16,562
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	86.6	65.0	61.7	30.5
PBR	N/A	8.9	4.8	4.4	3.9
PCFR	N/A	114.3	52.4	49.0	24.1
EV/EBITDA	N/A	92.4	80.2	42.6	19.0
PSR	N/A	14.8	8.8	5.9	3.8
재무비율(%)					
ROE	21.4	13.4	7.6	7.5	13.5
ROA	6.9	6.5	4.5	4.1	6.4
ROIC	14.0	10.6	6.4	12.0	30.9
부채비율	206.4	68.4	69.8	94.2	127.7
순부채비율	40.0	(41.0)	(43.4)	(57.9)	(82.1)
이자보상배율(배)	5.5	6.4	10.7	14.9	21.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,949.2	2,800.2	3,049.2	3,750.4	5,025.6
금융자산	95.9	774.8	890.1	1,274.0	2,048.3
현금성자산	95.9	251.4	320.2	432.0	725.4
매출채권 등	364.2	419.1	456.3	674.2	1,059.2
재고자산	1,472.1	1,574.8	1,669.3	1,752.8	1,840.4
기타유동자산	17.0	31.5	33.5	49.4	77.7
비유동자산	38.3	74.7	79.0	105.0	151.1
투자자산	23.1	50.3	54.7	80.9	127.1
금융자산	23.1	50.3	54.7	80.9	127.1
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	22.0	22.0
자산총계	1,987.4	2,874.9	3,128.2	3,855.5	5,176.7
유동부채	1,143.4	993.3	1,096.0	1,590.1	2,463.2
금융부채	322.4	75.1	90.8	124.0	182.6
매입채무 등	754.8	739.8	805.4	1,190.1	1,869.7
기타유동부채	66.2	178.4	199.8	276.0	410.9
비유동부채	195.4	174.1	189.6	280.1	440.1
금융부채	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	162.6	174.1	189.6	280.1	440.1
부채총계	1,338.8	1,167.5	1,285.5	1,870.2	2,903.2
지배주주지분	648.7	1,707.5	1,842.7	1,985.3	2,273.5
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	397.1	539.7	827.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	648.7	1,707.5	1,842.7	1,985.3	2,273.5
순금융부채	259.3	(699.7)	(799.3)	(1,150.0)	(1,865.7)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	30.4	(194.3)	88.0	372.9	756.9
당기순이익	122.9	157.4	135.2	142.6	288.2
조정	27.5	(84.8)	(6.9)	(3.8)	(4.8)
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)	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(120.0)	(266.9)	(40.3)	234.1	473.5
투자활동 현금흐름	(0.2)	(521.0)	(43.9)	(294.3)	(522.1)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(27.2)	(4.5)	(26.1)	(46.2)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(493.5)	(39.4)	(268.2)	(475.9)
재무활동 현금흐름	21.8	865.3	18.4	33.2	58.6
금융부채증가(감소)	87.1	(280.1)	15.7	33.2	58.6
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	68.8	111.8	293.4
Unlevered CFO	186.2	119.2	167.8	179.4	365.5
Free Cash Flow	30.4	(194.6)	88.0	372.9	756.9

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온헬스케어



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	87,000		
18.7.9	BUY	140,000	-36.13%	-27.50%
17.12.12	BUY	117,722	-9.37%	30.65%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 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 11월 14일

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 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 11월 15일 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.