



하나금융그룹

2019년 2월 25일 | Equity Research

셀트리온헬스케어 (091990)

2018년은 비정상의 정상화를 위한 어쩔 수 없는 선택

4분기 대규모 적자시현

셀트리온헬스케어의 4분기 매출액은 1,887억원(YoY, -59.3%), 영업이익은 -689억원(적자전환)으로 적자를 시현하면서 어닝 쇼크 실적을 발표하였다. 2018년 연간으로도 매출액은 전년대비 22.5% 감소한 7,135억원, 영업이익은 4분기 발생한 대규모 적자로 -252억원 적자전환 되었다. 이와 같이 적자가 발생한 이유는 매출원가가 6,446억원으로 GPM이 9.6%에 불과했기 때문이다. 2017년 24.3%였던 GPM이 2018년에는 크게 감소했는데 이것은 미국과 유럽에서의 급격한 가격하락으로 인해 2017년 1,048억원이었던 변동대가가 2018년에는 1,758억원으로 크게 증가했기 때문이다. 다만 연간으로 당기순이익은 1분기 발생했던 740억 규모의 금융수익으로 113억 흑자를 시현할 수 있었다.

2018년 실적악화는 정상화를 위한 작업

4분기 매출액 감소의 원인은 유럽 파트너사와의 계약 조건 변경을 위해 물량 공급을 조절하고 있기 때문이다. 유럽에서 바이오시밀러의 가격하락으로 유럽 파트너사들이 미리 확보한 재고물량이 실제 판매되었을 때 가격이 조정되고 이로 인해 변동대가가 발생하게 되면, 파트너사와의 계약 상 셀트리온헬스케어가 더 많은 부담을 떠안게 되어 있다. 현재 셀트리온헬스케어는 파트너사와의 불합리한 계약조건 변경을 요구하고 있으며, floor price를 설정 그 가격 이하로는 공급을 중단하고 있고 계약변경이 받아들여지지 않을 경우 직판체제로 전환을 준비 중에 있다. 이러한 노력은 결국 가격급락을 방지하고, 셀트리온헬스케어의 이익률 방어에 기여할 수 있을 것으로 보여진다. 향후 계약변경이 상반기 중으로 마무리되면, 하반기부터는 다시 성장률을 회복할 수 있을 것으로 기대된다. 더불어 2018년 과도하게 발생한 변동대가는 주로 미국 인플렉트라의 영향 때문인데 2016년 약 2,600억원 대규모 물량들이 출하될 당시 예상했던 것보다 실제 판매될 때 미국에서 가격이 크게 하락하면서 변동대가가 많이 발생하였다. 2016년과 2017년 발생했던 물량들이 미국에서 소진될수록 변동대가는 크게 감소할 수 있을 것으로 보인다.

2018년 털어냈으니 이제 2019년은 채울 일만 남았다

3분기 362억원에 이어 4분기에도 566억원의 미국향 램시마 매출이 발생한 것으로 보아 화이자의 2016년 고가의 재고물량은 어느 정도 소진된 것으로 보여진다. 유럽에서도 파트너사와의 계약변경 및 floor price 설정을 통해 가격하락을 방지하게 된다면, 2018년과 같은 과도한 이익률 훼손은 더 이상 발생하지 않을 것으로 보인다. 유럽에서 램시마는 3분기 기준으로 56%, 트룩시마는 35%까지 시장점유율을 확대하고 있다. 다만 실적 상승 시점 지연에 따라 목표주가를 70,000원, 투자의견을 Neutral(중립)으로 하향한다.

Earnings Review

Neutral(하향)

| TP(12M): 70,000원(하향) | CP(2월 22일): 69,900원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	743.38		
52주 최고/최저(원)	127,556/58,970	907.4	1,261.0
시가총액(십억원)	9,822.8	영업이익(십억원)	95.3 158.6
시가총액비중(%)	3.88	순이익(십억원)	121.4 144.4
발행주식수(천주)	143,309.7	EPS(원)	883 1,084
60일 평균 거래량(천주)	1,100.4	BPS(원)	12,899 13,988
60일 평균 거래대금(십억원)	83.0		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	30.85		
주요주주 지분율(%)			
서정진 외 12 인	37.90		
One Equity Partners IV, L.P.	15.02		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	6.4 (24.2) (43.1)		
상대	(0.6) (19.9) (33.4)		

Stock Price	
(천원)	셀트리온헬스케어(주)
133	상대지수(우)
123	
113	
103	
93	
83	
73	
63	
53	
18.2	18.5
18.8	18.11
19.2	

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	757.7	920.9	713.5	1,008.7	1,729.4
영업이익	십억원	178.6	153.7	(25.2)	66.4	223.1
세전이익	십억원	163.1	206.1	24.4	100.7	281.0
순이익	십억원	122.9	157.4	11.4	76.3	213.0
EPS	원	1,081	1,254	81	543	1,516
증감률	%	257.9	16.0	(93.5)	570.4	179.2
PER	배	N/A	84.96	930.82	128.75	46.11
PBR	배	N/A	8.74	6.47	5.74	5.10
EV/EBITDA	배	N/A	92.41	N/A	137.02	37.87
ROE	%	21.40	13.36	0.68	4.56	11.72
BPS	원	5,674	12,189	11,638	12,181	13,697
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

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

하나금융투자

4분기 실적 리뷰 및 목표주가, 투자의견 하향

목표주가 70,000원(하향)

투자의견 Neutral(하향)

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가 70,000원으로 하향, 투자의견 Neutral(중립)로 하향한다. 목표주가 70,000원은 2020년 예상 순이익 2,130억원을 기준으로 PER 40배를 부과하였다. 2020년을 기준으로 삼은 이유는 셀트리온헬스케어의 신제품 출시가 완료되고 이들의 성장이 본격적으로 발생하기 때문으로 2019년과 2020년 매출액은 각각 41%, 71% 고성장 할 수 있을 것으로 예상된다.

4분기 셀트리온헬스케어 매출액은

전년대비 59.3% 역성장한 1,887억원

영업이익은 689억원 적자 시현

셀트리온헬스케어의 4분기 매출액은 1,887억원(YoY, -59.3%), 영업이익은 -689억원(적자전환)으로 적자를 시현하였다. 세전이익은 831억원 적자, 당기순이익은 666억원 적자를 기록하였다.

표 1. 셀트리온헬스케어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	8,520.0	
2020년 예상 순이익	213.0	
P/E	40	
자사주	113.4	
순부채	-1,369.40	
적정자본가치	10,002.8	
주식 수(1,000주)	143,310	
적정주가	69,798	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온헬스케어 4Q18 실적 리뷰(IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	4Q18P	4Q17	YoY(%)	Consen	%Variance
매출액	188.7	463.9	(59.3)	338.1	(44.2)
영업이익	(68.9)	97.5	TR	40.2	
세전이익	(83.1)	108.8	TR	55.0	
당기순이익	(66.6)	89.6	TR	38.6	
OPM %	(36.5)	21.0		11.9	
NPM %	(35.2)	19.3		11.4	

자료: 하나금융투자

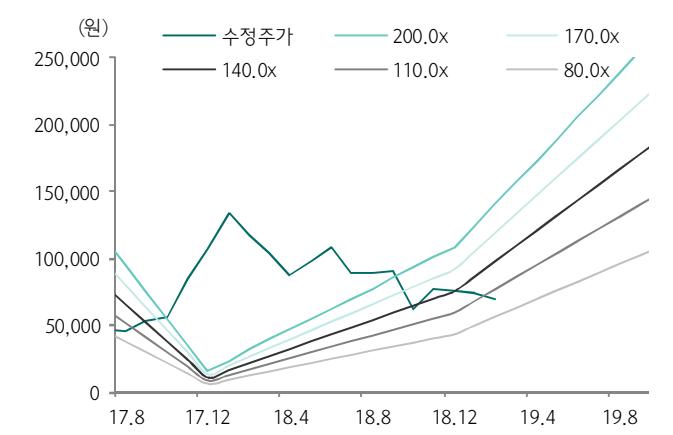
표 3. 셀트리온헬스케어 실적 추정(IFRS15 적용)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
매출액	128.4	183.8	212.7	188.7	187.9	198.6	325.4	396.8	920.9	713.5	1,008.7
YoY	119.8%	-19.9%	25.7%	-59.3%	46.4%	8.1%	53.0%	110.3%	21.5%	-22.5%	41.4%
램시마	104.6	32.9	111.8	164.5	128.2	115.2	125.4	132.8	506.9	413.8	501.6
YoY	90.9%	-83.6%	6.0%	12.5%	22.6%	250.0%	12.2%	-19.3%	-32.2%	-18.4%	21.2%
미국	0.0	0.0	36.2	56.6	22.3	44.5	37.1	44.5	110.5	92.8	148.4
유럽/기타	104.6	32.9	75.7	107.9	106.0	70.6	88.3	88.3	396.4	321.1	353.2
트룩시마	21.5	84.8	23.0	(15.1)	34.2	39.4	77.8	119.8	396.3	114.2	271.2
YoY	490.1%	192.4%	-64.0%	-105.0%	59.4%	-53.5%	239.0%	-895.0%	3938.5%	-71.2%	137.6%
미국							35.0	65.0			100.0
유럽/기타	21.5	84.8	23.0	(15.1)	34.2	39.4	42.8	54.8	396.3	114.2	171.2
허쥬마	43.4	77.1	49.2		24.7	41.1	51.4	113.4	0.0	171.2	230.5
YoY			177.3%		-	-5.4%	-33.4%	130.5%	0.0%		34.6%
미국							25.0				25.0
유럽/기타	43.4	77.1	49.2		24.7	41.1	51.4	88.4	17.7	171.2	205.5
매출총이익	25.6	38.8	43.9	(39.4)	35.7	40.1	68.3	87.3	224.1	68.9	231.4
GPM	19.9%	21.1%	20.6%	-20.9%	19.0%	20.2%	21.0%	22.0%	24.3%	9.6%	22.9%
YoY	111.7%	-33.9%	47.7%	TR	39.6%	3.4%	55.8%	TB	1.9%	-69.3%	236.2%
판매관리비	17.1	23.6	23.8	29.5	32.3	33.4	48.2	51.2	70.5	94.1	165.0
YoY	31.4%	80.0%	31.2%	12.8%	88.6%	41.5%	102.2%	73.3%	70.5%	33.5%	75.4%
영업이익	8.4	15.2	20.0	(68.9)	3.4	6.8	20.2	36.1	153.7	(25.2)	66.4
YoY	-976.0%	-66.6%	73.7%	TR	-59.9%	-55.7%	0.6%	TB	-14.0%	TR	TB
OPM	6.6%	8.3%	9.4%	-36.5%	1.8%	3.4%	6.2%	9.1%	16.7%	-3.5%	6.6%
당기순이익	60.5	11.0	6.4	(66.6)	5.9	9.2	22.6	38.6	157.4	11.3	76.3
NPM	47.1%	6.0%	3.0%	-35.3%	3.1%	4.6%	7.0%	9.7%	17.1%	1.6%	7.6%
YoY	TB	-84.5%	-30.4%	TR	-90.3%	-16.0%	254.8%	TB	28.1%	-92.8%	577.0%

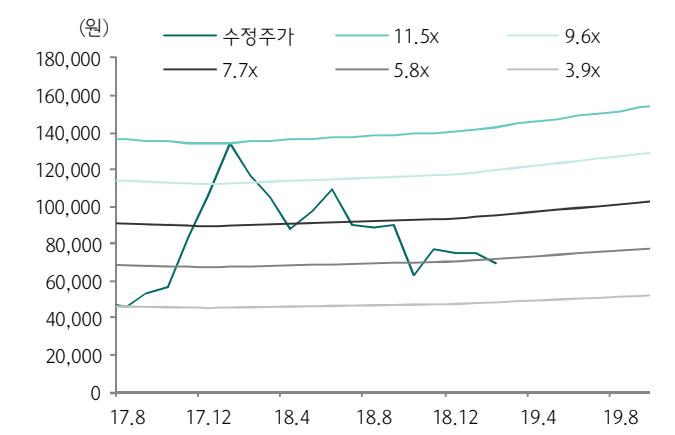
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 빔드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 빔드



자료: 하나금융투자

제품별 실적 및 전망

2019년 램시마 소폭 성장 기대
화이자 재고 소진으로 분기별 매출
발생 가능
시장점유율이 가장 큼

트룩시마의 매출 감소는
파트너사와의 계약변경을 위한
일시적으로 현상

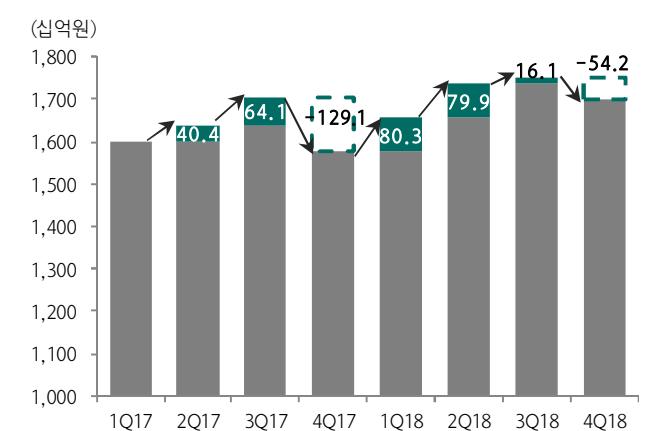
비슷한 시기에 출시된 경쟁제품 대비
허쥬마의 시장점유율이 가장 큼

2018년 연간으로 셀트리온헬스케어의 제품 비중은 램시마가 58%, 트룩시마가 16%, 허쥬마가 24%를 차지하고 있다. 2018년 램시마 매출의 약 22%는 미국향으로 2017년 3분기부터 2018년 2분기까지 약 1년동안 주문이 없었으나, 2018년 3분기와 연이어 4분기까지 미국향 램시마 매출이 발생하면서 2016년 초도물량으로 발생했던 화이자사의 고가의 재고는 어느 정도 소진된 것으로 예상된다. 향후 미국향 램시마에 의한 과도한 변동대가는 발생하지 않을 것으로 예상된다. 더불어 미국의 램시마 가격은 유럽보다는 비싸기 때문에 미국향의 비중 증가는 전체적으로 셀트리온헬스케어의 이익증가에 크게 기여할 수 있을 것으로 보인다. 유럽 향도 2018년 예상보다 빠른 가격인하로 약 19% 역성장하였으나, floor price 설정으로 급격한 가격하락은 방지할 수 있을 것으로 예상해본다. 또한 변동대가 규모 감소 및 2018년 기저효과로 2019년에는 유럽향 램시마도 소폭 성장을 기대해 본다.

2018년 셀트리온헬스케어의 역성장의 주요 원인 중 하나는 트룩시마 비중 감소라 할 수 있다. 2017년 43% 비중이었던 트룩시마는 2018년 16%로 크게 감소하였는데, 이것은 2017년 런칭될 당시 파트너사들의 재고 확보로 대규모의 초도물량이 발생하였고, 2018년에는 파트너사들이 재고로 확보했던 물량들이 유럽 현지에서 판매되면서 2018년 매출 감소로 이어졌다. 사실 4분기 2019년 재고 확보 차원에서 대량의 물량 출하가 예상되었으나, 위에서 언급하였듯이 파트너사들과의 계약 변경으로 셀트리온헬스케어 차원에서 공급을 조절하고 있어서 2018년 예상했던 만큼의 매출이 발생하지 못하였다. 유럽에서 트룩시마는 다른 경쟁자들이 부재한 상황으로 램시마와 같은 급격한 가격하락은 일어나지 않을 것으로 예상된다. IQVIA에 따르면, 유럽시장에서 2018년 3분기 기준으로 트룩시마는 약 35%까지 비중이 확대되었으며, 2019년 50% 이상의 시장 점유가 가능할 것으로 기대된다. 참고로 오리지널 제품인 로슈사의 리툭산의 유럽 매출은 전년대비 약 49%로 크게 감소하였다. 다만 트룩시마의 미국시장 런칭은 하반기에나 기대할 수 있을 것으로 보인다.

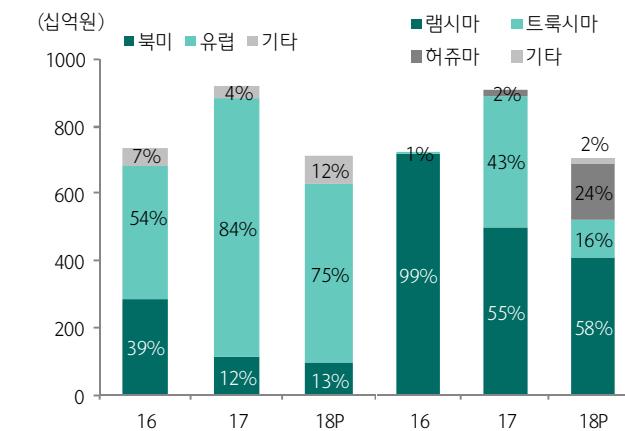
경쟁 제품들과 거의 비슷한 시기에 출시한 허쥬마의 경우 유럽시장에서 다른 경쟁 제품 대비 시장 점유율에서 우위를 보이고 있다. 국가별로 차이가 많이 나타나고 있는데 가격이 낮고 물량이 많은 영국에서의 점유율이 3%로 다소 미미한 수준이다. 유럽에서의 허쥬마 평균 점유율은 약 6%로 추정된다. 다만 최근 프랑스에서 대규모 입찰을 따내면서 4분기부터 시장 점유율이 크게 확대될 것으로 예상된다. 오리지널 제품인 허셉틴이 SC 제형으로 변경, SC 제형의 시장점유율이 증가하면서 IV 제형인 바이오시밀러들의 시장 확대가 어려울 것으로 예상하고 있으나, 바이오시밀러가 등장하면서 가격이 저렴한 바이오시밀러의 처방이 증가했으며, IV 제형인 퍼제타(Perjeta)와의 병용이 표준요법으로 자리를 잡으면서 허셉틴 SC 제형의 경쟁력이 약화되었다.

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출액



자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

4분기 재고자산 전분기 대비

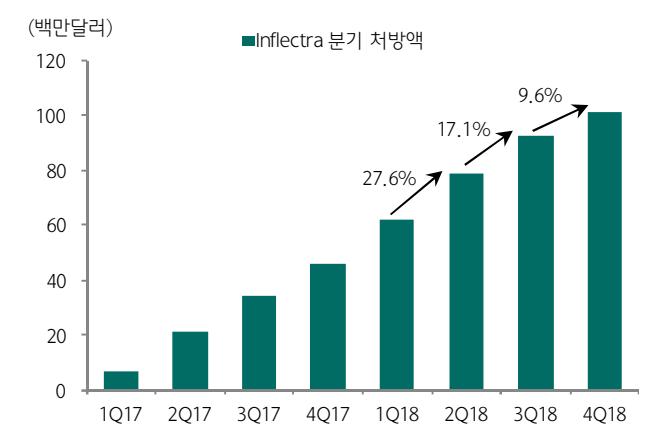
542억원 감소

트록시마와 허쥬마 재고 증가
램시마 재고 약 2,000억원 감소

2018년 재고자산은 약 16,969억원으로 2017년 15,748억원 대비 약 1,221억원 증가하였다. 1,2,3분기 모두 재고자산이 증가하였으나 4분기에는 542억원 감소하였는데, 증가한 재고는 주로 트록시마와 허쥬마이고, 3분기부터 램시마 공급이 중단되면서 램시마 재고는 약 2,000억원 감소한 것으로 보인다. 램시마 재고 감소는 원가율 감소로 이어져 셀트리온헬스케어의 이익률 제고에 기여할 수 있을 것으로 보인다. 2019년에도 이러한 재고증가 속도는 유지될 수 있을 것으로 보이며, 램시마 재고는 당분간 증가하지는 않을 것으로 보인다. 최종적으로 램시마의 적정재고인 5,000억원 규모를 올해 연말에는 달성할 수 있을 것으로 예상되는 바, 우려했던 램시마의 재고자산 평가손실은 없을 것으로 예상된다.

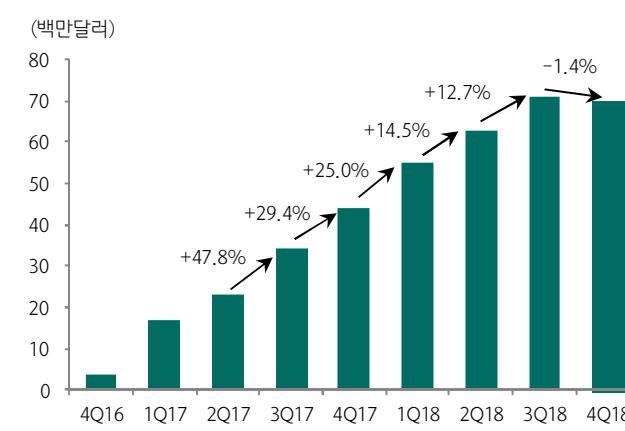
올해 연말 유럽시장 런칭이 예상되는 램시마 SC제형은 2분기 셀트리온으로부터 공급 받을 것으로 예상된다.

그림 5. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



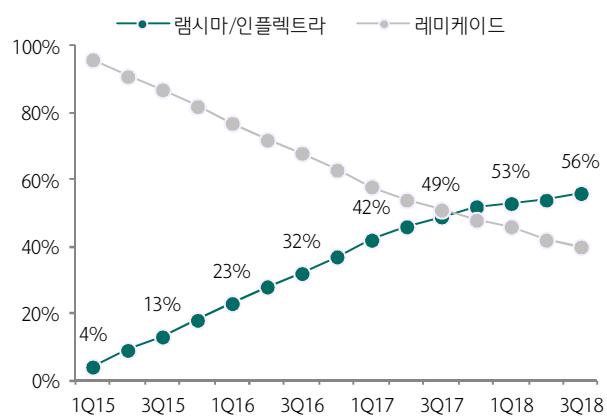
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



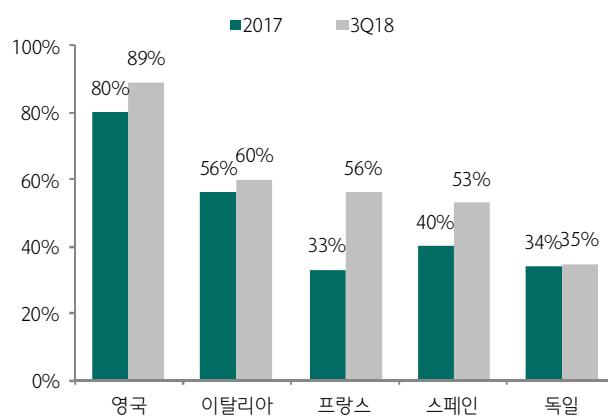
자료: 하나금융투자

그림 7. 램시마 유럽 시장점유율



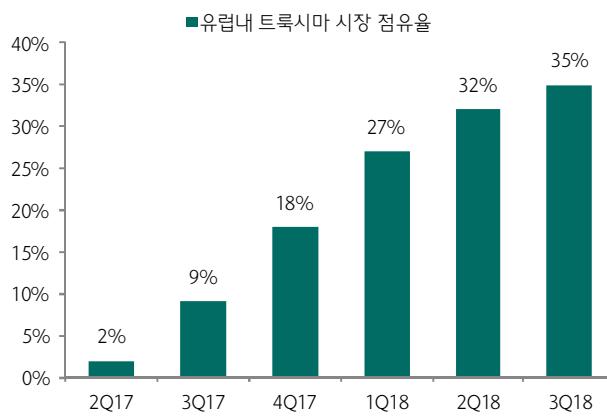
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 8. 램시마 유럽 주요국 시장점유율



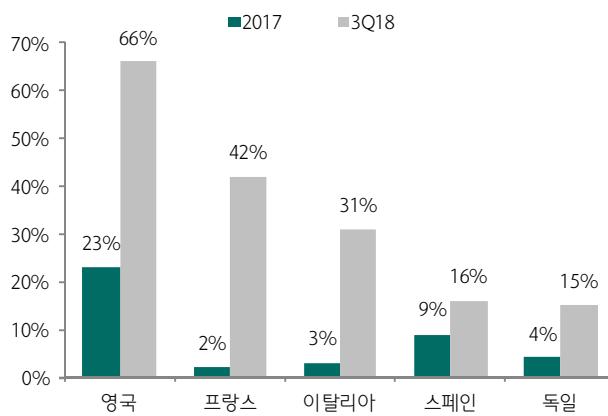
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 9. 트록시마 유럽 시장점유율



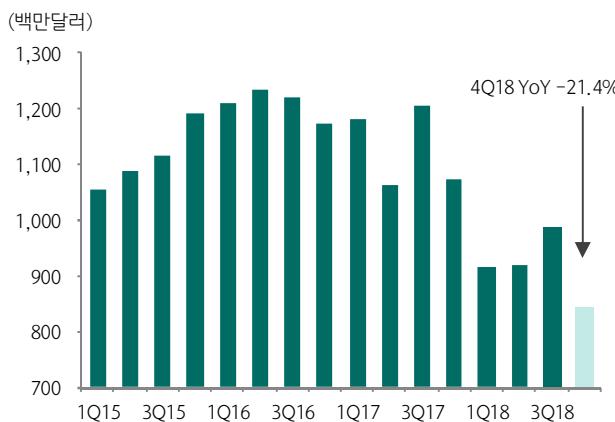
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 10. 트록시마 유럽 주요국 시장점유율



자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 11. J&J 레미케이드 미국 분기별 매출액



자료: 하나금융투자

그림 12. 로슈 리툭산 유럽 분기별 매출액



자료: 하나금융투자

주요 성장시장에서의 성과

이머징 국가들을 대상으로
저가의 바이오시밀러 공급을 통한
시장파이 확대 전략 추진

셀트리온헬스케어의 주요 시장은 미국과 유럽이지만, 기타 다른 국가들에서의 성장도 올해 기대해 볼 수 있다. 특히 단일국가로 미국 다음으로 시장규모가 큰 일본시장에서 관찰임상, 병원기부 등 다양한 마케팅 활동을 통해 램시마의 시장 점유율을 지속적으로 확대하려는 노력을 전개, 2019년 1월 기준 약 10% 점유율을 달성한 것으로 보인다. 중남미 국가들의 경우 국가 입찰이 많은데, 과테말라, 코스타리카, 에콰도르, 페루 등 독점 입찰계약을 체결 시장을 지속적으로 확대해 나갈 예정이다. 올해 대만과 중동국가들로도 진출, 오리지널 제품의 고가정책 탓에 시장 확대가 제한적이었던 이머징 국가들을 대상으로 저렴한 바이오시밀러 도입으로 물량확대를 통한 전체 시장파이를 확대해 나갈 수 있을 것으로 기대해 본다.

표 4. 주요 성장시장에서의 성과

구분	국가	성과/이벤트
아시아	일본	<ul style="list-style-type: none"> 19년 1월 기준 램시마 시장점유율 10% 달성 관찰임상, 병원기부 등 다양한 마케팅 활동을 통해 램시마 시장 점유율을 지속적으로 늘려나가고 있음
	태국	<ul style="list-style-type: none"> 리툭시맙 시장의 70%를 차지하는 건강보험 시장에서 입찰 수주에 성공하면서 1년간 독점 판매
	싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> 램시마 시장점유율 50% 상회했으며, 19년 80% 이상까지 상승할 것으로 기대 정부 주도 시장으로, 인플릭시맙 시장의 80%를 차지하는 시장에서 입찰에 성공하며 1년간 독점 판매 ACE(약가지원 목록 관리부서)에서 18년 3월 릴시마를 Subsidies Drug List에 포함하고, 18년 12월부터 Infliximab 바이오시밀러에 대해서만 약가지원
중남미	과테말라	<ul style="list-style-type: none"> 18년 8월 트록시마 입찰 수주에 성공, 1년간 트록시마 독점 판매
	코스타리카	<ul style="list-style-type: none"> 18년 8월 트록시마 입찰 수주에 성공, 4년간 트록시마 독점 판매
	에콰도르	<ul style="list-style-type: none"> 램시마 시장점유율 50% 상회 18년 4분기 트록시마 입찰 수주에 성공, 2년간 공공시장에 독점 판매
	페루	<ul style="list-style-type: none"> 램시마 시장점유율 1위(95%), 18년 12월 재입찰에 성공하며 기존 독점 판매 지속

자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

표 5. 변동대가에 따른 매출액 및 매출 원가율 변동

구분	(억원)	17	18P
변동대가 반영	매출액	9,209	7,135
	매출원가(%)	6,968 (76%)	6,446 (90%)
변동대가 제외	변동대가	-1,048	-1,758
	매출액	10,257	8,871
	매출원가(%)	6,968 (68%)	6,446 (73%)

자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액		757.7	920.9	713.5	1,008.7	1,729.4
매출원가		537.8	696.8	644.6	777.2	1,323.0
매출총이익		219.9	224.1	68.9	231.5	406.4
판관비		41.3	70.5	94.1	165.0	183.3
영업이익		178.6	153.7	(25.2)	66.4	223.1
금융손익		(21.7)	67.5	57.1	30.3	53.2
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		6.2	(15.0)	(7.5)	3.9	4.8
세전이익		163.1	206.1	24.4	100.7	281.0
법인세		40.2	48.7	13.0	24.4	68.0
계속사업이익		122.9	157.4	11.4	76.3	213.0
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		122.9	157.4	11.4	76.3	213.0
비지배주주지분 순이익		(0.0)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익		122.9	157.4	11.4	76.3	213.0
지배주주지분포괄이익		122.7	147.0	11.4	76.3	213.0
NOPAT		134.5	117.4	(11.8)	50.3	169.1
EBITDA		178.8	153.8	(25.1)	66.6	223.2
성장성(%)						
매출액증가율		88.3	21.5	(22.5)	41.4	71.4
NOPAT증가율		695.9	(12.7)	적전	흑전	236.2
EBITDA증가율		59.5	(14.0)	적전	흑전	235.1
영업이익증가율		59.6	(13.9)	적전	흑전	236.0
(지배주주)순이익증가율		496.6	28.1	(92.8)	569.3	179.2
EPS증가율		257.9	16.0	(93.5)	570.4	179.2
수익성(%)						
매출총이익률		29.0	24.3	9.7	23.0	23.5
EBITDA이익률		23.6	16.7	(3.5)	6.6	12.9
영업이익률		23.6	16.7	(3.5)	6.6	12.9
계속사업이익률		16.2	17.1	1.6	7.6	12.3
투자지표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		1,081	1,254	81	543	1,516
BPS		5,674	12,189	11,638	12,181	13,697
CFPS		1,638	950	112	687	1,944
EBITDAPS		1,573	1,225	(179)	474	1,588
SPS		6,667	7,336	5,081	7,178	12,306
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		N/A	85.0	930.8	128.7	46.1
PBR		N/A	8.7	6.5	5.7	5.1
PCFR		N/A	112.2	670.5	101.7	36.0
EV/EBITDA		N/A	92.4	N/A	137.0	37.9
PSR		N/A	14.5	14.8	9.7	5.7
재무비율(%)						
ROE		21.4	13.4	0.7	4.6	11.7
ROA		6.9	6.5	0.4	2.4	5.0
ROIC		14.0	10.6	(1.0)	4.4	19.2
부채비율		206.4	68.4	79.7	106.2	159.6
순부채비율		40.0	(41.0)	(30.0)	(41.1)	(71.1)
이자보상배율(배)		5.5	6.4	(2.9)	6.3	14.5

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산		1,949.2	2,800.2	2,763.7	3,291.7	4,607.2
금융자산		95.9	774.8	572.2	810.7	1,537.6
현금성자산		95.9	251.4	241.5	343.2	736.0
매출채권 등		364.2	419.1	405.5	573.3	982.9
재고자산		1,472.1	1,574.8	1,696.9	1,781.7	1,870.8
기타유동자산		17.0	31.5	89.1	126.0	215.9
비유동자산		38.3	74.7	175.1	237.4	389.7
투자자산		23.1	50.3	150.9	213.3	365.7
금융자산		23.1	50.3	150.9	213.3	365.7
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	2,938.9	3,529.1	4,996.9
유동부채		1,143.4	993.3	1,111.9	1,546.6	2,607.9
금융부채		322.4	75.1	81.9	107.0	168.3
매입채무 등		754.8	739.8	828.6	1,171.4	2,008.4
기타유동부채		66.2	178.4	201.4	268.2	431.2
비유동부채		195.4	174.1	191.5	270.7	464.1
금융부채		32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채		162.6	174.1	191.5	270.7	464.1
부채총계		1,338.8	1,167.5	1,303.4	1,817.4	3,072.1
지배주주지분		648.7	1,707.5	1,635.4	1,711.7	1,924.8
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)	(129.5)	(129.5)	(129.5)
기타포괄이익누계액		(3.6)	(14.1)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
이익잉여금		205.6	264.7	273.3	349.6	562.6
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		648.7	1,707.5	1,635.4	1,711.7	1,924.8
순금융부채		259.3	(699.7)	(490.3)	(703.7)	(1,369.4)
현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		30.4	(194.3)	(41.5)	271.8	813.0
당기순이익		122.9	157.4	11.4	76.3	213.0
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 자산부채 변동		(120.0)	(266.9)	(46.0)	199.4	604.9
투자활동 현금흐름		(0.2)	(521.0)	99.2	(195.2)	(481.4)
투자자산감소(증가)		(4.2)	(27.2)	(100.6)	(62.4)	(152.4)
유형자산감소(증가)		(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타		4.0	(493.5)	199.8	(132.8)	(329.0)
재무활동 현금흐름		21.8	865.3	(73.8)	25.1	61.3
금융부채증가(감소)		87.1	(280.1)	6.8	25.1	61.3
자본증가(감소)		(833.6)	1,010.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		768.3	135.2	(80.6)	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		59.0	155.5	(9.8)	101.7	392.9
Unlevered CFO		186.2	119.2	15.8	96.6	273.2
Free Cash Flow		30.4	(194.6)	(41.5)	271.8	813.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

센트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.2.25	BUY	70,000		
19.1.15	BUY	85,000	-16.48%	-12.24%
18.10.30	BUY	87,000	-15.73%	-4.02%
18.7.9	BUY	140,000	-37.00%	-28.37%
17.12.12	BUY	120,000	-13.03%	25.76%

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	93.2%	5.9%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 02월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.