Company Note
2018. 03. 02

셀트리온헬스케어(091990)

BUY / TP 145,000원

제약/바이오 Analyst 강양구 02) 3787-2132 YKang@hmcib.com

국제회계처리기준 조기도입

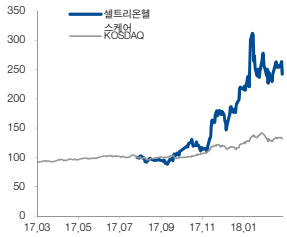
현재주가 (2/28)	119,600원
상승여력	21.2%
시가총액	164,479억원
발행주식수	140,271천주
자본금/액면가	1,367억원/1,000원
52주 최고가/최저가	153,800원/43,803원
일평균 거래대금 (60일)	3,315억원
외국인지분율	35.50%
주요주주	서정진 외10인 37.99%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.0	39.0	152.4
상대주가(%p)	4.4	25.4	92.3

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(17F)	EPS(18F)	T/P
Before	1,492	1,715	126,000
After	1,280	1,453	145,000
Consensus	1,519	1,887	110,314
Cons. 차이	-15.7%	-23.0%	31.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 셀트리온과 동일하게 긍정적인 News flow 지속 중: (1) 허쥬마 유럽 출시, (2) 램시마 크론병 대상 임상에서 레미케이드/휴미라와 동등성 입증 (3) 올해 하반기 중 트룩시마 및 허쥬마 미국 판매 승인 (4) 장기적으로 램시마/인플렉트라 SC제형 출시 가능 모멘텀 고려하여 투자의견 BUY 유지.
- 주력제품 램시마/인플렉트라 향후 SC제형 출시 시 전체 자가면역치료제 시장 진출 가정 추가하며 기존 목표주가 126,000원에서 145,000원으로 상향조정.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 실적관련: (1) 국제회계처리기준 (IFRS15) 조기도입 (2018년 도입 의무)으로 기존 매출인식 시점 변경: 거래처에 할인되어 판매된 가격 기준으로 매출인식. IFRS15 미적용시 1조원 매출액에 시장추정치 부합하는 영업이익률 기록. (2) '14년 Hospira社에 발행했던 CB상환 완료로 일회성 사채상환이익에 따라 금융손익 증가.
- 면역물풀 수출금액 '18년 1월 USD 55mn (약 590억원) 수출되며 YoY 489% 증가. 허쥬마 유럽 런칭과 미국 인플렉트라 판매 증가로 지속적인 성장 가능할 것으로 예상. 2018년 매출 1조 3,834억원 (YoY 50.2%), 영업이익 2,812억원 (YoY 82.8%, OPM 20.3%) 전망.
- 셀트리온 R&D관련: (A) 램시마 SC(피하주사)제형 글로벌 임상 3상 진행 중으로 2019년 중 허가 신청 가능할 전망. 2020년 중 판매승인 취득 시 전체 자가면역치료제 시장 진출 가능하며 램시마 시장가치 2배 이상 높아질 전망. (B) 램시마 크론병 대상 진행된 임상시험에서 오리지날의약품 레미케이드 및 휴미라와 동승성 입증하며, 향후 크론병 대상 처방률 높아질 전망. 레미케이드 기준 자가면역질환 적응증별 처방 비율: (1) 크론병 37%, (2) 궤양성 대장염 29%, (3) 강직성 척추염 15%, (4) 류마티스관절염 14% 순.

3) 주가전망 및 Valuation

- Valuation 변경 내용: (1) 램시마 2020년 이후 전체 자가면역치료제 (휴미라 시장 포함) 진출 가능할 것으로 Topline 상향 조정하며 기존 가치 8.3조원에서 11.4조원으로 상향조정. (2) 트룩시마의 오리지날 의약품 시장 기존 6%성장에서 7%성장으로 소폭 상향조정.
- IFRS15 조기도입에 따른 부진한 실적으로 소폭의 주가 조정 불가피하지만 신규제품 출시와 미국 시장 점유율 확대를 바탕으로 높은 성장 유지될 전망.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2015	4,024	1,119	206	1,121	303	481.1	N/A	N/A	2.1	5.5	N/A
2016	7,577	1,786	1,229	1,788	1,081	256.7	N/A	N/A	1.5	21.4	N/A
2017F	9,211	1,539	1,606	1,540	1,280	18.4	84.8	8.4	89.8	13.0	0.0
2018F	13,834	2,812	2,038	2,814	1,453	13.5	82.3	8.3	54.2	10.6	0.0
2019F	17,028	3,553	2,269	3,554	1,618	11.4	73.9	7.5	42.0	10.6	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 2017년 4분기 실적 리뷰 (연결기준)

(단위: 억 원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	4Q17P	4Q16	3Q17	(YoY)	(QoQ)	4Q17F	대비	4Q17F	대비
매출액	4,156	n/a	1,980	N/A	109.9%	4,799	-13.4%	4,770	-12.9%
영업이익	495	n/a	403	N/A	22.8%	1,080	-54.2%	1178	-58.0%
세전이익	637	n/a	405	N/A	57.4%	1,064	-40.2%	1116	-42.9%
순이익	541	n/a	307	N/A	76.2%	808	-33.0%	564	-4.0%

자료: DataGuide, 현대차투자증권

〈표2〉 셀트리온헬스케어 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
1. 영업가치	192,190			환율 1,070원 적용
램시마	114,314	10,684		2020년 이후 전체 자가면역 시장 진출 가정
트룩시마	48,423	4,525		오리지날 의약품 시장 성장률 7% 상향
허쥬마	29,453	2,753		오리지날 의약품 시장 성장률 6% 유지
2. 비영업가치	6,948			
파이프라인		할인 전	성공률	
CT-P27	6,948	2,319	24.3%	임상2상 성공률 적용
3. 순차입금	-			
4. 주주가치 (1+2-3)	199,137			
5. 전체 주식수 (천주)	137,338			
6. 목표주가 (원) (4/5)	144,998			

자료: 현대차투자증권

〈표3〉 셀트리온헬스케어 분기별 실적 전망

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	699	2,375	1,980	4,156	1,615	3,131	2,693	6,395	9,211	13,834	17,028
램시마	654	2,094	1,343	1,510	785	2,115	1,612	1,737	5,601	6,248	7,177
트룩시마	36	235	570	2,598	798	838	684	2,909	3,439	5,230	6,044
허쥬마/기타	9	46	51	49	32	178	396	1,749	155	2,355	3,808
영업이익	106	534	403	495	263	718	564	1,266	1,539	2,812	3,553
세전이익	19	1,032	405	637	248	678	546	1,213	2,092	2,685	2,986
순이익	-18	775	307	541	188	515	415	920	1,606	2,038	2,269
영업이익률	15.2%	22.5%	20.3%	11.9%	16.3%	22.9%	21.0%	19.8%	16.7%	20.3%	20.9%
세전이익률	2.7%	43.4%	20.4%	15.3%	15.3%	21.7%	20.3%	19.0%	22.7%	19.4%	17.5%
순이익률	-2.6%	32.6%	15.5%	13.0%	11.6%	16.4%	15.4%	14.4%	17.4%	14.7%	13.3%

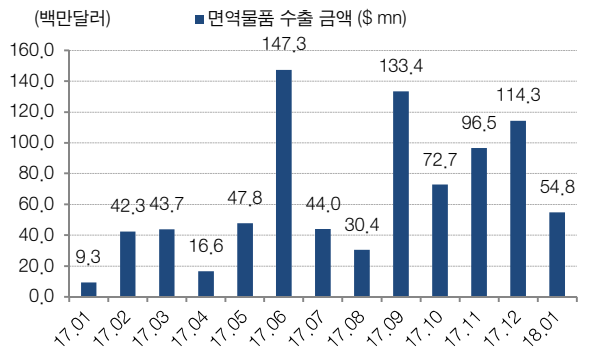
자료: 현대차투자증권

〈표4〉 셀트리온/헬스케어 주력제품

제품	오리지널 의약품	적응증
Infliximab 바이오시밀러 (Remsima/Inflectra)	레미케이드 (Remicade)	류마티스 관절염, 염증성장질환 (자가면역질환)
리툭시맙 바이오시밀러 (Truxima)	리툭산 (Rituxan) 맙테라 (MabThera)	비호지킨 림프종, 류마티스 관절염
트라스투즈맙 바이오시밀러 (Herzuma)	허셉틴 (Herceptin)	유방암

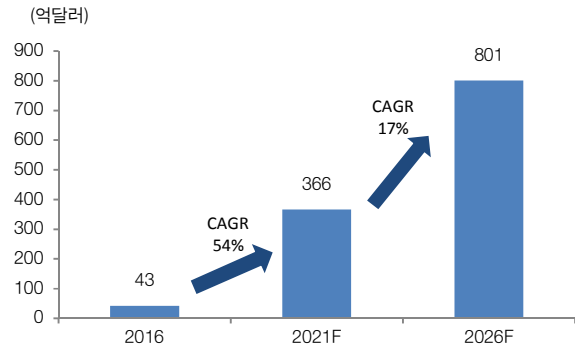
자료: 현대차투자증권

〈그림1〉 면역물품 수출 금액 추이



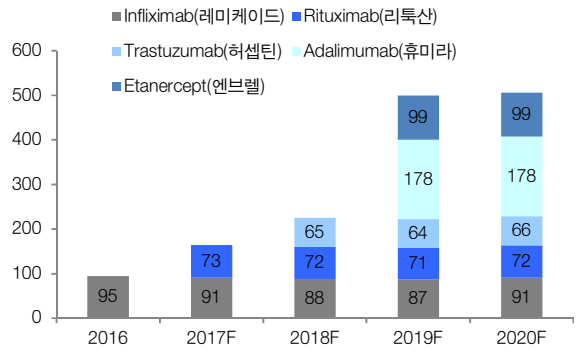
자료: KITA, 현대차투자증권

〈그림2〉 글로벌 바이오시밀러 시장 규모 전망



자료: Frost & Sullivan, 현대차투자증권

〈그림3〉 셀트리온헬스케어 진입가능 시장 규모



자료: Frost & Sullivan, 셀트리온헬스케어, 현대차투자증권

〈표5〉 셀트리온/셀트리온헬스케어 파이프라인

제품 Code	구분	대조의약품 및 유형	시장 규모 (16)	치료분야	개발 현황
1 CT-P5	바이오시밀러	Enbrel®	$ 9.5bn	자가면역질환	임상시험 준비
2 CT-P14	바이오시밀러	Synagis®	$ 1.4bn	감염질환	세포주 개발
3 CT-P15	바이오시밀러	Erbitux®	$ 1.7bn	종양질환	임상시험 준비
4 CT-P16	바이오시밀러	Avastin®	$ 6.6bn	종양질환	임상시험 준비
5 CT-P17	바이오시밀러	Humira®	$ 16.4bn	자가면역질환	임상시험 준비
6 CT-P19	신약	단일클론항체	N/A	감염질환	공정 개발 단계
7 CT-P24	신약	단일클론항체	N/A	감염질환	공정 개발 단계
8 CT-P25	신약	세포배양백신	N/A	Influenza	비임상 준비
9 CT-P27	신약	단일클론항체	N/A	Influenza	임상 Ⅲb
10 CT-P26	바이오베터	항체약물접합	N/A	종양질환	비임상 준비

자료: 셀트리온헬스케어, 현대차투자증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	4,024	7,577	9,211	13,834	17,028
증가율 (%)	141.0	88.3	21.6	50.2	23.1
매출원가	2,527	5,378	7,040	10,083	12,229
매출원가율 (%)	62.8	71.0	76.4	72.9	71.8
매출총이익	1,497	2,199	2,171	3,751	4,799
매출이익률 (%)	37.2	29.0	23.6	27.1	28.2
증가율 (%)	90.0	46.9	-1.3	72.8	27.9
판매관리비	377	413	633	939	1,246
판관비율(%)	9.4	5.5	6.9	6.8	7.3
EBITDA	1,121	1,788	1,540	2,814	3,554
EBITDA 이익률 (%)	27.9	23.6	16.7	20.3	20.9
증가율 (%)	221.2	59.5	-13.9	82.7	26.3
영업이익	1,119	1,786	1,539	2,812	3,553
영업이익률 (%)	27.8	23.6	16.7	20.3	20.9
증가율 (%)	221.6	59.6	-13.8	82.7	26.4
영업외손익	247	-154	553	-128	-567
금융수익	1,504	251	1,214	432	459
금융비용	1,793	467	521	250	285
기타영업외손익	536	62	-140	-310	-741
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,366	1,631	2,092	2,685	2,986
세전계속사업이익률 (%)	33.9	21.5	22.7	19.4	17.5
증가율 (%)	1,908.8	19.4	28.3	28.3	11.2
법인세비용	1,160	402	486	647	717
계속사업이익	206	1,229	1,606	2,038	2,269
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	206	1,229	1,606	2,038	2,269
당기순이익률 (%)	5.1	16.2	17.4	14.7	13.3
증가율 (%)	505.9	496.6	30.7	26.9	11.3
지배주주지분 순이익	206	1,229	1,606	2,038	2,269
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-205	-2	69	0	0
총포괄이익	1	1,227	1,674	2,038	2,269

(단위:억원)

재무상태표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	15,125	19,492	30,257	33,699	36,158
현금성자산	369	959	13,174	14,306	17,623
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	621	3,641	2,969	4,060	4,920
재고자산	13,993	14,721	13,854	15,047	13,306
기타유동자산	142	170	260	285	309
비유동자산	631	383	370	457	542
유형자산	2	1	3	2	1
무형자산	10	10	19	18	17
투자자산	189	231	319	407	494
기타비유동자산	430	141	29	30	30
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,755	19,874	30,626	34,156	36,700
유동부채	7,003	11,434	9,969	11,560	11,725
단기차입금	94	227	219	219	219
매입채무	5,802	6,413	6,157	7,106	6,505
유동성장기부채	58	1,661	0	0	0
기타유동부채	1,049	3,133	3,593	4,235	5,001
비유동부채	3,756	1,954	2,480	2,380	2,490
사채	1,546	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	912	328	620	474	547
기타비유동부채	1,298	1,626	1,860	1,906	1,943
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	10,758	13,388	12,448	13,940	14,216
지배주주지분	4,997	6,487	18,178	20,216	22,485
자본금	28	1,121	1,367	1,367	1,367
자본잉여금	13,236	3,806	13,548	13,548	13,548
자본조정 등	-466	-461	-431	-431	-431
기타포괄이익누계액	-34	-36	32	32	32
이익잉여금	-7,767	2,056	3,662	5,699	7,969
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,997	6,487	18,178	20,216	22,485

(단위:억원)

현금흐름표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	320	304	1,926	1,220	3,169
당기순이익	206	1,229	1,606	2,038	2,269
유형자산 상각비	2	1	1	1	1
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	-23	-100	-29	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,059	-1,200	1,250	-819	898
기타	1,194	374	-903	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-4	-2	194	-88	-87
투자자산의 감소(증가)	-151	-42	-88	-88	-87
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	-2	0	0
기타	147	40	284	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-9	218	10,094	1	235
차입금의 증가(감소)	912	-584	292	-146	73
사채의증가(감소)	-362	-1,546	0	0	0
자본의 증가	10,197	-8,336	9,988	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-10,756	10,684	-186	147	162
기타현금흐름	17	69	1	0	0
현금의증가(감소)	324	590	12,215	1,132	3,316
기초현금	44	369	959	13,174	14,306
기말현금	369	959	13,174	14,306	17,623

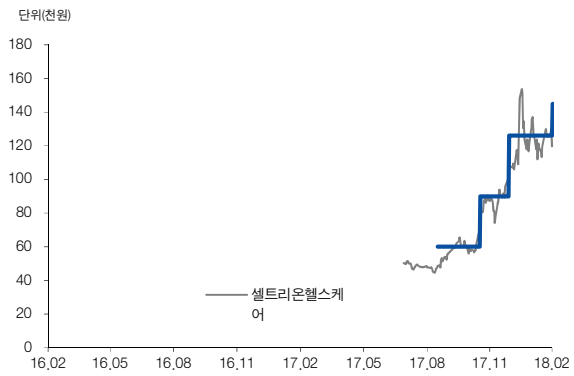
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS(당기순이익 기준)	303	1,081	1,280	1,453	1,618
EPS(지배순이익 기준)	303	1,081	1,280	1,453	1,618
BPS(자본총계 기준)	4,418	5,674	12,977	14,412	16,030
BPS(지배지분 기준)	4,418	5,674	12,977	14,412	16,030
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	0.0	84.8	82.3	73.9
P/E(지배순이익 기준)	0.0	0.0	84.8	82.3	73.9
P/B(자본총계 기준)	0.0	0.0	8.4	8.3	7.5
P/B(지배지분 기준)	0.0	0.0	8.4	8.3	7.5
EV/EBITDA(Reported)	2.1	1.5	89.8	54.2	42.0
배당수익률	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	481.1	256.7	18.4	13.5	11.4
EPS(지배순이익 기준)	481.1	256.7	18.4	13.5	11.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	5.5	21.4	13.0	10.6	10.6
ROE(지배순이익 기준)	5.5	21.4	13.0	10.6	10.6
ROA	1.4	6.9	6.4	6.3	6.4
안정성 (%)					
부채비율	215.3	206.4	68.5	69.0	63.2
순차입금비율	46.3	40.0	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.0	5.5	6.7	19.5	23.0

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17/09/15	BUY	58,861	-1.9	28.2
17/11/16	BUY	88,292	-1.9	21.9
17/12/28	BUY	126,000	-1.8	22.1
18/03/01	BUY	145,000	-	-

▶ 최근 2년간 셀트리온헬스케어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강양구의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.01.01~2017.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	143건	91.67%
보유	13건	8.33%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.