Company Note
2018. 08. 30

셀트리온헬스케어(091990)

BUY / TP 110,000원

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

터널을 지나가는 2분기, 하반기에 모멘텀+

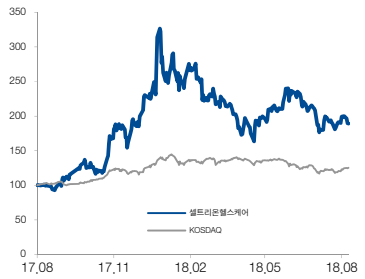
현재주가 (8/29)	89,100원
상승여력	23.5%
시가총액	125,205억원
발행주식수	140,522천주
자본금/액면가	1,403억원/1,000원
52주 최고가/최저가	153,800원/43,803원
일평균 거래대금 (60일)	766억원
외국인지분율	32.73%
주요주주	서정진 외 11인 37.72%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	5.3	-8.8	-25.5
상대주가(%p)	1.5	-1.2	-20.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	1,692	1,639	120,000
After	1,514	1,415	110,000
Consensus	1,817	2,325	130,000
Cons. 차이	-16.7%	-39.1%	-15.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- (1) 전세계적 바이오시밀러 시장 '21년까지 연평균 25% 이상 고성장할 전망과 (2) 올해 하반기 중 미국 내 트룩시마 출시와 (3) 유럽 시장 내 주력제품 높은 시장점유율 유지될 것으로 전망하여 투자의견 BUY 유지.
- 2분기 어닝 쇼크와 주력제품 가치 산출에 활용되는 EBIT 기존 18% 적용에서 15%로 하향하며 기존 목표주가 12만원에서 11만원으로 소폭 하향.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 실적관련: (1) 트룩시마와 허쥬마 매출 확대에 불구하고 지난해 발생했던 미국향 Inflectra 매출 3Q 이연에 따라 시장 추정치 하회하는 1,838 억원 (YoY -22.6%) 기록. (2) 타 지역대비 판매 가격이 높은 미국향 Inflectra 매출 3Q 이연 (약 900억원 추정)과 주력제품 램시마 유럽 내 경쟁 심화로 판매가 인하로 인하여 시장 추정치 큰 폭으로 하회하는 어닝 쇼크 152억원 (YoY -71.5%, OPM 8.3%) 기록. (3) 직접판매 체계 구축을 위해 인건비 증가와 IFRS 15호 도입 후 적용되는 제품의 판매가격이 과거 확보했던 재고 단가 대비 높게 책정되어있어 이익률에 부정적인 영향 반영: 재고 4분기 중 소진 시 이익률 개선 가능할 전망. (4) 제품별 매출 비중 램시마/인플렉트라 18%, 트룩시마 47%, 허쥬마 24%, 기타 11% (셀트리온으로 받은 판권 반환) 이며 향후 매출 비중은 트룩시마와 허쥬마 비중이 높게 유지될 것으로 예상.
- 파이프라인관련: (1) 셀트리온 램시마SC 임상 마무리되었으며 임상보고서 9월 중 확보 후 4분기 중 유럽에서 허가 신청 예정. 차질 없이 판매 승인 될 경우 '19년 하반기 중 판매 가능할 전망. SC제형 활용한 Package 판매가 가능하여 가격경쟁력 확보로 하향되고 있는 유럽 내 이익률 개선 가능할 것으로 예상. (2) 허쥬마 유럽 7개 국가에 런칭되었으며 3분기 중 이탈리아, 프랑스, 벨기에 추가 런칭 예정. 의약품 특성 상 병행 요법 투여가 높아 트룩시마 대비 시장점유율 확대 더딜 것으로 전망.
- 전세계 바이오시밀러 의약품 시장 규모 2017년 기준 4.5조원에서 연평균 25%이상 성장하며 2021년에는 11조원으로 고성장할 전망.

3) 주가전망 및 Valuation

- 주력제품 현재가치 산출에 적용한 과거 이익률 ('16년 '17년 평균치 18%) 대신 향후 예상 이익률인 15% 적용하며 목표주가 소폭하향 조정.

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 (%)
2016	7,577	1,786	1,229	1,788	1,081	256.7	0.0	0.0	1.5	21.4	N/A
2017	9,209	1,537	1,574	1,538	1,254	16.0	86.6	8.9	92.4	13.4	0.0
2018F	13,085	2,083	2,126	2,085	1,514	20.7	58.9	6.5	57.1	11.7	0.0
2019F	15,686	2,575	1,989	2,577	1,415	-6.5	63.0	5.9	45.2	9.8	0.0
2020F	18,456	3,114	2,382	3,116	1,695	19.8	52.6	5.3	36.6	10.6	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

〈표1〉 2018년 2분기 실적 리뷰 (연결기준)

(단위: 억 원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	2Q18P	2Q17	1Q18	(YoY)	(QoQ)	2Q18F	대비	2Q18F	대비
매출액	1,838	2,375	1,284	-22.6%	43.1%	2,201	-16.5%	2,465	-25.5%
영업이익	152	534	84	-71.5%	80.6%	396	-61.6%	451	-66.2%
세전이익	160	1,032	825	-84.5%	-80.7%	391	-59.2%	426	-62.5%
순이익	110	775	605	-85.8%	-81.9%	297	-63.0%	317	-65.4%

자료: DataGuide, 현대차증권

〈표2〉 셀트리온헬스케어 Valuation Table

품목	환산가치(억원)	NAV(USD mn)	적용률(배,%)	Note
1. 영업가치	143,599			환율 1,100원 적용
램시마	85,410	7,765		적용 EBIT 15% 적용 (기존 '16년 '17년 평균치 18% 적용)
트룩시마	36,181	3,289		적용 EBIT 15% 적용 (기존 '16년 '17년 평균치 18% 적용)
허쥬마	22,007	2,001		적용 EBIT 15% 적용 (기존 '16년 '17년 평균치 18% 적용)
2. 비영업가치	7,444			
파이프라인		할인 전	성공률	
CT-P27	7,444	2,319	30.0%	환율 1,070원 적용 및 임상2상 성공률 적용
3. 순차입금	-			
4. 주주가치 (1+2-3)	151,043			
5. 전체 주식수 (천주)	137,338			
6. 목표주가 (원) (4/5)	109,978			

자료: 현대차증권

〈표3〉 셀트리온헬스케어 분기별 실적 전망

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	699	2,375	1,980	4,154	1,284	1,838	2,755	7,209	9,209	13,085	15,686
램시마	654	2,094	1,343	1,510	1,053	330	1,612	2,008	5,601	5,003	5,861
트룩시마	36	235	570	2,598	218	864	758	3,325	3,439	5,166	6,076
허쥬마/기타	9	46	51	46	13	643	384	1,876	153	2,915	3,749
영업이익	106	534	403	493	84	152	476	1,370	1,537	2,083	2,575
세전이익	19	1,032	405	606	825	160	487	1,373	2,061	2,844	2,620
순이익	-18	775	307	510	605	110	370	1,042	1,574	2,126	1,989
영업이익률	15.2%	22.5%	20.3%	11.9%	6.6%	8.3%	17.3%	19.0%	16.7%	15.9%	16.4%
세전이익률	2.7%	43.4%	20.4%	14.6%	64.3%	8.7%	17.7%	19.0%	22.4%	21.7%	16.7%
순이익률	-2.6%	32.6%	15.5%	12.3%	47.1%	6.0%	13.4%	14.5%	17.1%	16.3%	12.7%

Note: 2017년 분기별 실적은 IFRS 15호 도입 이전 수치, 2018년 1분기부터 공시 업데이트 된 IFRS 15호 반영하여 재작성된 수치임.
자료: 현대차증권

〈표4〉 셀트리온헬스케어 실적 추정 변경 내역

(단위: 억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	13,085	15,686	13,745	16,617	-4.8%	-5.6%
영업이익	2,083	2,575	2,423	3,008	-14.1%	-14.4%
세전이익	2,844	2,620	3,159	3,034	-10.0%	-13.6%
순이익(지배)	2,126	1,989	2,376	2,303	-10.5%	-13.6%

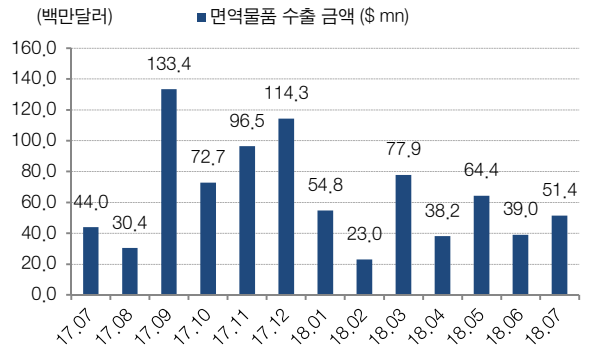
자료: 현대차증권

〈표5〉 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 절염
트라스투즈맙 바이오시밀러 (Herzuma)	허셉틴 (Herceptin)	유방암

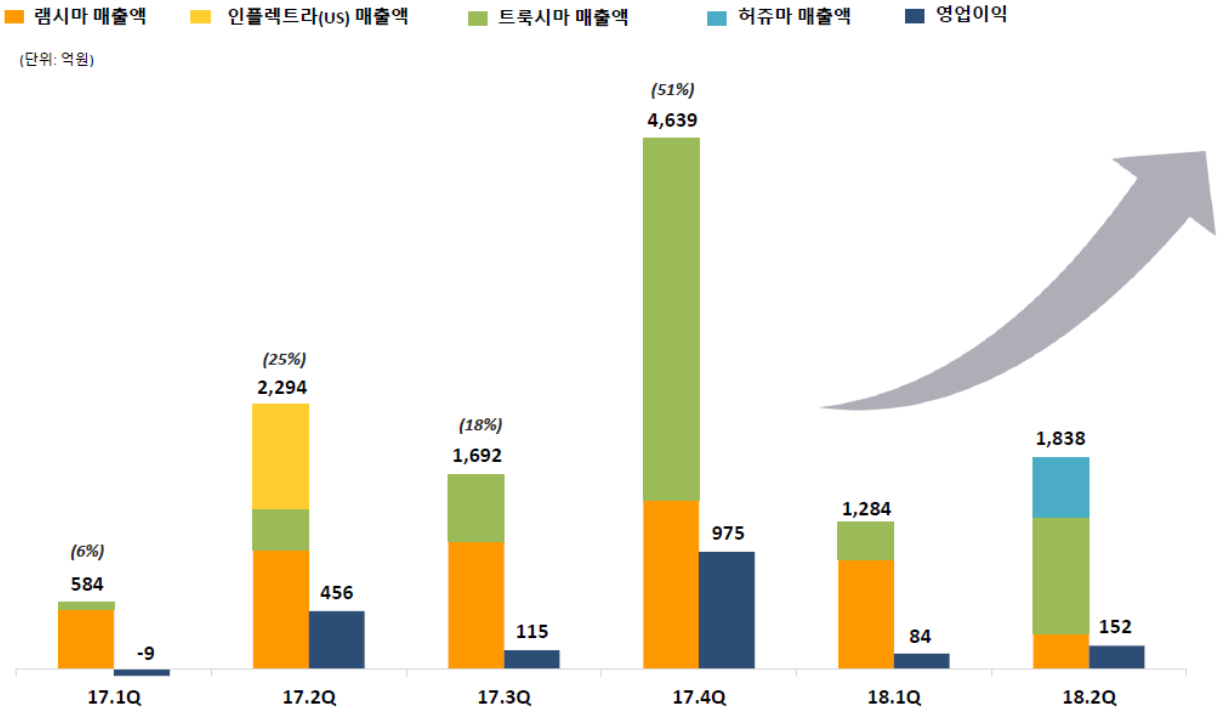
자료: 현대차증권

〈그림1〉 면역물품 수출 금액 추이



자료: KITA, 현대차증권

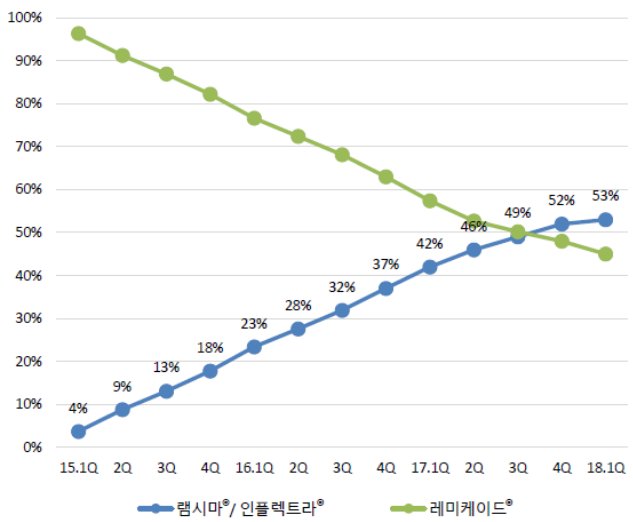
〈그림2〉 셀트리온헬스케어 분기별 매출액 및 영업이익 추이



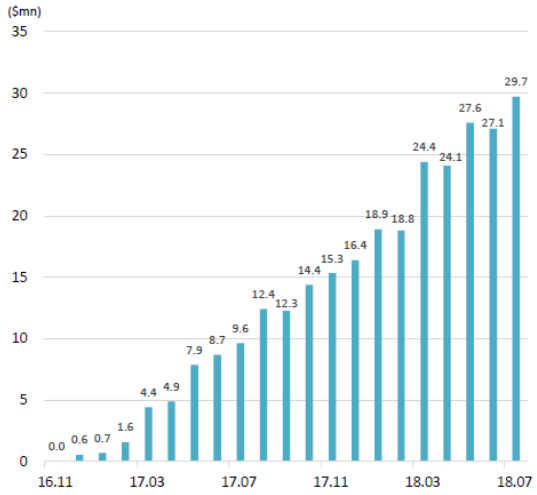
자료: 셀트리온헬스케어, 현대차증권
Note: 2017년 및 2018년 분기별 실적은 IFRS 15호를 반영하여 재작성된 수치임

〈그림3〉 램시마 및 인플렉트라 시장점유율/처방액 추이

유럽 내 램시마® 시장 점유율



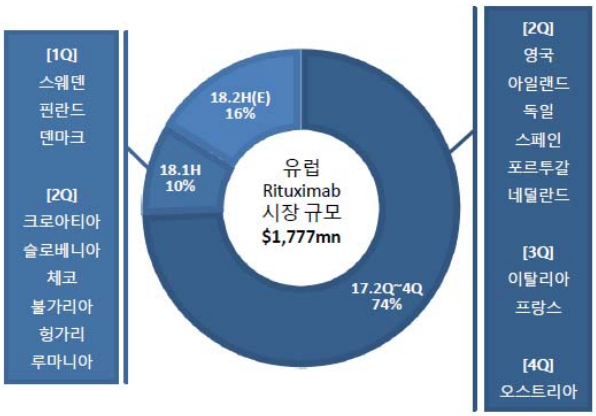
미국 내 인플렉트라® 처방액 추이



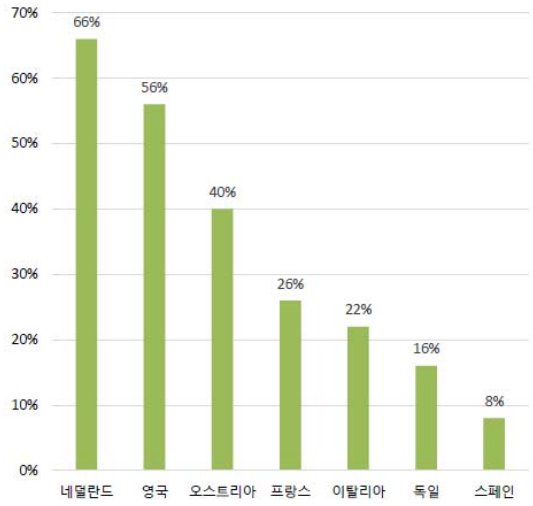
자료: 셀트리온헬스케어, IQVIA, Symphony Health, 현대차증권

〈그림4〉 트룩시마 출시 유럽 국가 시장 규모 및 시장 점유율

트룩시마®가 출시된 유럽 국가의 Rituximab 시장 규모



유럽 내 트룩시마® 시장 점유율 (18.1Q)



자료: 셀트리온헬스케어, IQVIA, 현대차증권

(단위:억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	7,577	9,209	13,085	15,686	18,456
증가율 (%)	88.3	21.5	42.1	19.9	17.7
매출원가	5,378	6,968	9,820	11,552	13,317
매출원가율 (%)	71.0	75.7	75.0	73.6	72.2
매출총이익	2,199	2,241	3,264	4,133	5,139
매출이익률 (%)	29.0	24.3	24.9	26.3	27.8
증가율 (%)	46.9	1.9	45.6	26.6	24.3
판매관리비	413	705	1,182	1,559	2,025
판관비율(%)	5.5	7.7	9.0	9.9	11.0
EBITDA	1,788	1,538	2,085	2,577	3,116
EBITDA 이익률 (%)	23.6	16.7	15.9	16.4	16.9
증가율 (%)	59.5	-14.0	35.6	23.6	20.9
영업이익	1,786	1,537	2,083	2,575	3,114
영업이익률 (%)	23.6	16.7	15.9	16.4	16.9
증가율 (%)	59.6	-13.9	35.5	23.6	20.9
영업외손익	-154	525	762	45	25
금융수익	251	1,146	792	70	60
금융비용	467	471	102	56	56
기타영업외손익	62	-150	72	31	21
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,631	2,061	2,844	2,620	3,138
세전계속사업이익률 (%)	21.5	22.4	21.7	16.7	17.0
증가율 (%)	19.4	26.4	38.0	-7.9	19.8
법인세비용	402	487	718	631	756
계속사업이익	1,229	1,574	2,126	1,989	2,382
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,229	1,574	2,126	1,989	2,382
당기순이익률 (%)	16.2	17.1	16.2	12.7	12.9
증가율 (%)	496.6	28.1	35.1	-6.4	19.8
지배주주지분 순이익	1,229	1,574	2,126	1,989	2,382
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-104	35	0	0
총포괄이익	1,227	1,470	2,161	1,989	2,382

(단위:억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	19,492	28,002	30,299	33,027	36,597
현금성자산	959	2,514	1,312	4,132	6,674
단기투자자산	0	5,235	5,644	5,669	5,671
매출채권	3,641	4,145	5,767	6,961	6,289
재고자산	14,721	15,748	16,962	15,585	17,227
기타유동자산	170	361	614	679	736
비유동자산	383	747	759	766	809
유형자산	1	3	3	2	1
무형자산	10	21	27	25	24
투자자산	231	503	668	677	722
기타비유동자산	141	220	61	62	62
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	19,874	28,749	31,058	33,793	37,405
유동부채	11,434	9,933	10,039	10,654	11,815
단기차입금	227	113	116	116	116
매입채무	6,413	6,592	5,767	6,015	6,604
유동성장기부채	1,661	0	0	0	0
기타유동부채	3,133	3,228	4,156	4,523	5,095
비유동부채	1,954	1,741	1,753	1,883	1,954
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	328	0	0	0	0
기타비유동부채	1,626	1,741	1,753	1,883	1,954
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,388	11,675	11,791	12,538	13,768
지배주주지분	6,487	17,075	19,267	21,255	23,637
자본금	1,121	1,373	1,403	1,403	1,403
자본잉여금	3,806	13,656	13,686	13,686	13,686
자본조정 등	-461	-461	-463	-463	-463
기타포괄이익누계액	-36	-141	-105	-105	-105
이익잉여금	2,056	2,647	4,746	6,734	9,116
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,487	17,075	19,267	21,255	23,637

(단위:억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	304	-1,943	-962	2,701	2,405
당기순이익	1,229	1,574	2,126	1,989	2,382
유형자산 상각비	1	1	1	1	1
무형자산 상각비	0	1	2	2	2
외환손익	-100	-33	-42	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,200	-2,669	-2,656	710	21
기타	374	-817	-393	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-2	-5,210	-406	-35	-47
투자자산의 감소(증가)	-42	-272	-165	-9	-45
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-3	0	0	0
기타	40	-4,935	-241	-26	-2
재무활동으로인한현금흐름	218	8,653	148	153	184
차입금의 증가(감소)	-584	-328	0	0	0
사채의증가(감소)	-1,546	0	0	0	0
자본의 증가	-8,336	10,102	60	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	10,684	-1,121	88	153	184
기타현금흐름	69	55	19	0	0
현금의증가(감소)	590	1,555	-1,201	2,820	2,542
기초현금	369	959	2,514	1,312	4,132
기말현금	959	2,514	1,312	4,132	6,674

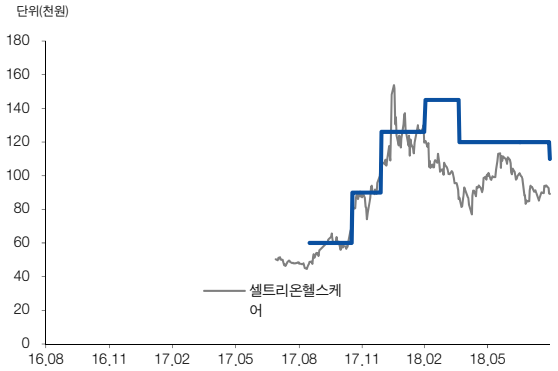
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	1,081	1,254	1,514	1,415	1,695
EPS(지배순이익 기준)	1,081	1,254	1,514	1,415	1,695
BPS(자본총계 기준)	5,674	12,189	13,711	15,126	16,821
BPS(지배지분 기준)	5,674	12,189	13,711	15,126	16,821
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	86.6	58.9	63.0	52.6
P/E(지배순이익 기준)	0.0	86.6	58.9	63.0	52.6
P/B(자본총계 기준)	0.0	8.9	6.5	5.9	5.3
P/B(지배지분 기준)	0.0	8.9	6.5	5.9	5.3
EV/EBITDA(Reported)	1.5	92.4	57.1	45.2	36.6
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	256.7	16.0	20.7	-6.5	19.8
EPS(지배순이익 기준)	256.7	16.0	20.7	-6.5	19.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	21.4	13.4	11.7	9.8	10.6
ROE(지배순이익 기준)	21.4	13.4	11.7	9.8	10.6
ROA	6.9	6.5	7.1	6.1	6.7
안정성 (%)					
부채비율	206.4	68.4	61.2	59.0	58.2
순차입금비율	40.0	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	5.5	6.4	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	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
18/03/02	BUY	145,000	-28.5	-17.7
18/04/20	BUY	120,000	-26.2	-21.6
18/05/25	BUY	120,000	-18.1	-5.7
18/07/20	BUY	120,000	-20.2	-5.7
18/08/30	BUY	110,000	-	-

▶ 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 현대차증권의 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

▶ 현대차증권의 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 (2017.07.01~2018.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.87%
보유	16건	10.13%
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.