셀트리온헬스케어(091990.KQ)



바이오/스몰캡 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	110,000원
현재주가(12/15)	90,500원

Key Data	(기준일: 2017.12.15)
KOSPI(pt)	2,482.1
KOSDAQ(pt)	771.8
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	12,429.1
52주 최고/최저(원)	97,700 / 43,650
52주 일간 Beta	1.48
발행주식수(천주)	137,338
평균거래량(3M,천주)	2,343
평균거래대금(3M,백만원)	171,618
배당수익률(17F, %)	0.1
외국인 지분율(%)	38.2
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 8인	36.8
One Equity Partners	18.2
Ion Investments B.V	12.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.7	85.1	-	-
KOSPI 대비상대수익률	17.2	70.1	-	-

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	757.7	958.7	1,550.9
영업이익(십억원)	178.6	208.6	352.7
세전계속사업손익(십억원)	163.1	251.7	358.7
당기순이익(십억원)	122.9	189.3	279.8
EPS(원)	1,096	1,385	2,047
증감률(%)	-	26.3	47.8
PER(배)	na	65.3	44.2
ROE(%)	21.4	15.2	14.1
PBR(배)	na	6.7	5.9
EV/EBITDA(배)	1.5	55.9	33.0

자료: 유진투자증권

허쥬마 유럽 시장 진입 확정적

목표주가 110,000원으로 상향

- **셀트리온헬스케어에 대해 목표주가를 기존 70,000원에서 110,000원으로 상향한다.** 목표주가는 동사의 2018년 EPS 기준 PER 53.7배, 2019년 36.2배, 2020년 EPS 기준 25.3배 수준이다. 과거에는 동사의 가치 산정 시 셀트리온 대비 할인을 적용했다. 셀트리온이 개발한 약품을 허가의 유무와 상관없이 보유해야 하는 사업구조이기 때문이다. 하지만, 허쥬마의 유럽 허가가 사실상 확정되면서 셀트리온이 개발한 3개의 바이오시밀러 모두 유럽 또는 미국에서 판매허가를 받아서 셀트리온헬스케어의 재고자산 리스크는 사실상 없어진 것으로 판단된다. 따라서, 셀트리온과 유사한 수준의 밸류에이션 적용이 가능해진 것으로 보인다.

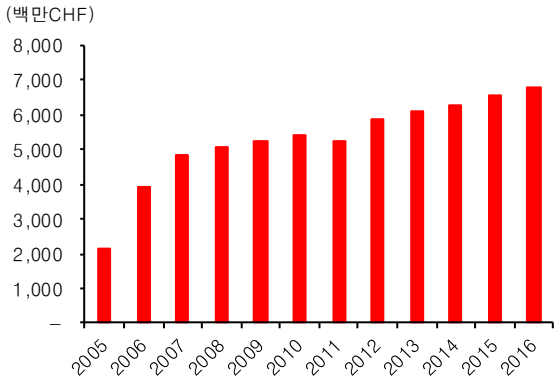
유럽시장 비중 큰 허셉틴, 허쥬마의 성공에 유리한 시장 판도

- 글로벌 블록버스터 약품인 허셉틴의 2016년 판매액은 약 7.5조원이고, 유럽 판매액의 비중은 약 30%(약 2.3조원)에 달한다. 미국 시장의 비중은 37%에 불과하고 일본과 기타지역의 판매액이 33%를 차지한다. 로슈의 또 다른 항암 블록버스터인 리툭산(맙테라)의 미국 매출 비중이 53%에 달했던 것과 비교하면 허셉틴의 유럽시장이 상대적으로 큰 것이다. 셀트리온헬스케어의 트룩시마가 예상을 깨고 유럽시장을 조기에 잠식하고 있기 때문에 허쥬마의 안착도 빠른 시간 내에 이루어질 것으로 판단된다. 여타 약품들과 달리 유럽시장의 크기가 미국과 격차가 크지 않기 때문에 유럽에서 성공하는 것만으로도 허쥬마의 글로벌 파급력은 과거보다 커질 것이다. 선두 약품 대비 허가는 늦었지만 본격적인 입찰이 시작되는 시점이 내년 2분기부터이기 때문에 사실상 두 개의 허셉틴 바이오시밀러가 동일한 선상에서 경쟁하게 된다. 트룩시마의 후광효과와 흠잡을데 없는 임상데이타를 감안하면 허쥬마의 유럽시장에서의 성공 가능성이 매우 높다고 판단된다.

2018년에도 지속될 성장모멘텀에 주목

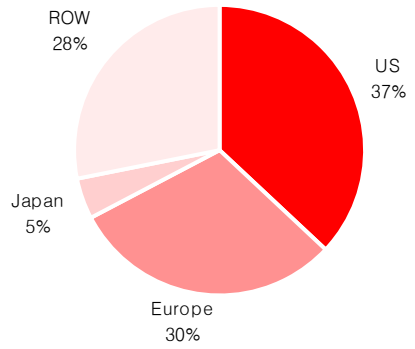
- 허쥬마의 유럽 허가 권고에 이어 2018년에는 미국시장에서 트룩시마와 허쥬마의 허가가 예상된다. 또한 램시마SC제형의 유럽 허가 신청도 이루어질 것으로 보인다. 미국시장에서는 램시마(인플렉트라)의 판매성장 속도가 빨라질 것이다. 판매사인 화이져의 채널별 공략이 활성화되고 있기 때문이다. 최근 일부 공보험 채널과 판매계약을 체결한데 이어, 내년에는 경쟁사인 J&J와 독점계약을 맺었던 업체들의 계약기간이 순차적으로 종료되면서 인플렉트라를 구매하는 보험사/PBM들이 늘어날 것이기 때문이다. 동사는 또한 보유하고 있는 8천억원을 상회하는 현금을 이용해 해외의 제약유통채널을 인수하는 등의 자체적인 성장동력을 확보하기 위한 계획을 가지고 있다. 사업구조상 매년 큰 폭의 이익이 누적되기 때문에 외부사업을 할 수 있는 여력이 계속 커진다. 따라서 이에 대한 가시성이 높아지면 동사의 가치 평가가 추가 상향될 것으로 판단된다.

도표 1 허셉틴 매출 추이



자료: Roche, 유진투자증권

도표 2 허셉틴 지역별 매출 비중



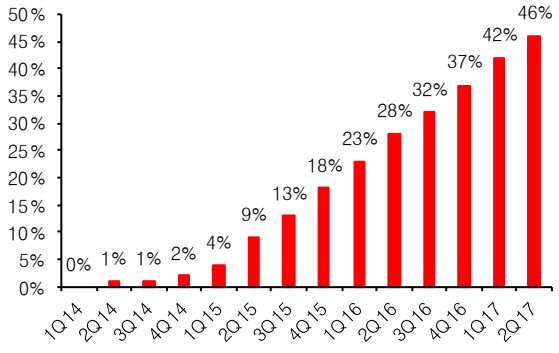
자료: Roche, 유진투자증권

도표 3 허셉틴 바이오시밀러 개발 현황

Company name, Country	Product name	Stage of development
Actavis (Allergan)/Amgen/Synthon, USA/ Netherlands	ABP-980	임상 3상 완료, 유럽 허가 신청
Alteogen/Cristalia, South Korea/Brazil*	–	임상 1상
Biocon/Mylan, India*/USA	CanMab/ Hertraz	유럽 보류, 미국 허가
	Hercules (MYL-1401O)	임상 3상 진행
Celltrion, South Korea	**CT-P6**	**미국신청/유럽 허가권고**
Pfizer/Hospira, USA	PF-05280014	임상 3상 완료
Samsung Bioepis (Biogen/Samsung)/Merck, South Korea/USA	SB3	유럽 허가

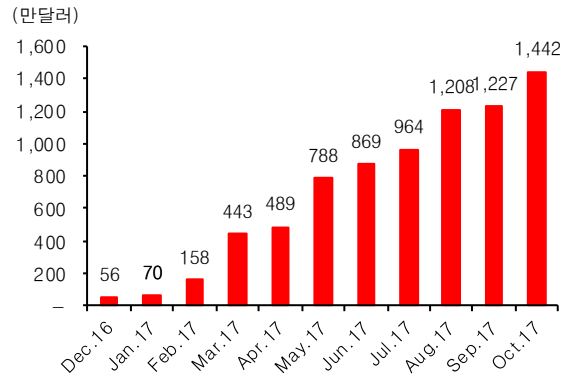
자료: 유진투자증권

도표 4 램시마 유럽 내 시장점유율 추이



자료: IMS Data, 유진투자증권

도표 5 인플렉트라(램시마) 월별 미국 판매 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 1 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	**402.4**	**757.7**	**958.7**	**1,550.9**	**2,253.4**	**3,176.7**
램시마	402.4	747.9	641.4	917.7	1,319.5	1,523.6
트룩시마	-	9.8	305.7	510.4	635.6	750.6
허쥬마	-	-	0.0	118.7	231.5	359.1
램시마SC			0.0	0.0	62.9	539.4
매출원가	252.7	537.8	691.3	1,132.6	1,654.7	2,342.9
매출원가율	62.8%	71.0%	72.1%	73.0%	73.4%	73.8%
매출총이익	149.7	219.9	0.0	418.3	598.7	833.7
판매관리비	37.7	41.3	58.8	65.6	76.1	84.4
영업이익	**111.9**	**178.6**	**208.6**	**352.7**	**522.6**	**749.3**
영업외손익	24.7	(15.5)	43.1	6.0	9.9	11.4
세전이익	136.6	163.1	251.7	358.7	532.5	760.7
법인세비용	116.0	40.2	62.4	78.9	117.2	167.4
법인세율	84.9%	24.7%	24.8%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**20.6**	**122.9**	**189.3**	**279.8**	**415.4**	**593.3**

자료: 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	**1,575.5**	**1,987.4**	**3,061.4**	**3,352.8**	**3,773.6**
유동자산	1,512.5	1,949.2	3,018.7	3,307.3	3,725.2
현금성자산	36.9	95.9	838.8	857.2	989.7
매출채권	62.1	364.2	407.6	495.4	579.6
재고자산	1,399.3	1,472.1	1,755.1	1,937.2	2,138.4
비유동자산	63.1	38.3	42.7	45.5	48.4
투자자산	61.9	37.2	40.3	41.9	43.6
유형자산	0.2	0.1	0.3	0.2	0.1
기타	1.0	1.0	2.2	3.5	4.7
부채총계	**1,075.8**	**1,338.8**	**1,214.8**	**1,240.1**	**1,266.1**
유동부채	700.3	1,143.4	1,017.5	1,034.8	1,052.5
매입채무	625.1	683.1	788.9	804.8	821.0
유동성이자부채	22.3	322.4	89.3	89.3	89.3
기타	52.8	138.0	139.3	140.7	142.1
비유동부채	375.6	195.4	197.3	205.3	213.6
비유동기타부채	245.8	32.8	0.0	0.0	0.0
기타	129.8	162.6	197.3	205.3	213.6
자본총계	**499.7**	**648.7**	**1,846.6**	**2,112.7**	**2,507.5**
지배지분	499.7	648.7	1,846.6	2,112.7	2,507.5
자본금	2.8	112.1	136.7	136.7	136.7
자본잉여금	1,323.6	380.6	1,354.8	1,354.8	1,354.8
이익잉여금	(776.7)	205.6	394.9	661.0	1,055.9
기타	(50.0)	(49.7)	(39.9)	(39.9)	(39.9)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**499.7**	**648.7**	**1,846.6**	**2,112.7**	**2,507.5**
총차입금	268.1	355.2	89.3	89.3	89.3
순차입금	231.2	259.3	(749.6)	(768.0)	(900.4)

현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	**32.0**	**30.4**	**(122.9)**	**35.2**	**156.2**
당기순이익	20.6	122.9	189.3	279.8	415.4
자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
기타비현금성손익	(24.1)	(4.9)	(29.1)	8.0	8.3
운전자본증감	(105.9)	(120.0)	(237.0)	(252.9)	(267.8)
매출채권감소(증가)	(9.6)	(314.1)	(157.8)	(87.8)	(84.2)
재고자산감소(증가)	(233.5)	(73.2)	(276.6)	(182.2)	(201.1)
매입채무증가(감소)	253.1	117.5	73.8	15.9	16.2
기타	(115.9)	149.9	123.7	1.2	1.2
투자활동현금흐름	**(0.4)**	**(0.2)**	**(628.3)**	**(28.5)**	**(29.7)**
단기투자자산감소	(0.0)	0.0	(626.2)	(25.4)	(26.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.1)	(0.1)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.1)	(0.1)	(1.2)	(1.4)	(1.4)
재무활동현금흐름	**(0.9)**	**21.8**	**867.8**	**(13.7)**	**(20.5)**
차입금증가	(1.9)	13.6	(131.0)	0.0	0.0
자본증가	1.0	8.2	998.8	(13.7)	(20.5)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	13.7	20.5
현금 증감	**32.4**	**59.0**	**116.8**	**(7.0)**	**106.0**
기초현금	4.4	36.9	95.9	212.6	205.6
기말현금	36.9	95.9	212.6	205.6	311.6
Gross cash flow	168.3	186.2	160.4	288.1	424.0
Gross investment	106.3	120.2	239.1	256.0	271.0
Free cash flow	**62.1**	**66.0**	**(78.7)**	**32.1**	**153.0**

손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	**402.4**	**757.7**	**958.7**	**1,550.9**	**2,253.4**
증가율(%)	144.3	88.3	26.5	61.8	45.3
매출원가	252.7	537.8	691.3	1,132.6	1,654.7
매출총이익	149.7	219.9	267.4	418.3	598.7
판매 및 일반관리비	37.7	41.3	58.8	65.6	76.1
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	**111.9**	**178.6**	**208.6**	**352.7**	**522.6**
증가율(%)	199.8	59.6	16.8	69.1	48.2
EBITDA	112.1	178.8	208.8	353.0	522.9
증가율(%)	198.7	59.4	16.8	69.0	48.1
영업외손익	24.7	(15.5)	43.1	6.0	9.9
이자수익	5.5	6.0	4.6	16.0	16.5
이자비용	56.5	32.6	21.3	4.0	4.2
지분법손익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타영업손익	75.6	11.2	59.8	(6.0)	(2.4)
세전순이익	136.6	163.1	251.7	358.7	532.5
증가율(%)	흑전	19.4	54.3	42.5	48.5
법인세비용	116.0	40.2	62.4	78.9	117.2
당기순이익	**20.6**	**122.9**	**189.3**	**279.8**	**415.4**
증가율 (%)	흑전	497.0	54.1	47.8	48.5
지배주주지분	20.6	122.9	189.3	279.8	415.4
증가율(%)	흑전	497.0	54.1	47.8	48.5
비지배지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
EPS	**-**	**-**	**1,385**	**2,047**	**3,039**
증가율 (%)	-	-	-	47.8	48.5
수정EPS	-	-	1,385	2,047	3,039
증가율 (%)	-	-	-	47.8	48.5

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	1,385	2,047	3,039
BPS	-	-	13,509	15,456	18,345
DPS	0	0	100	150	200
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	n/a	65.3	44.2	29.8
PBR	n/a	n/a	6.7	5.9	4.9
EV/ EBITDA	2.1	1.5	55.9	33.0	22.0
배당수익율	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
PCR	n/a	n/a	77.1	42.9	29.2
수익성 (%)					
영업이익율	27.8	23.6	21.8	22.7	23.2
EBITDA이익율	27.9	23.6	21.8	22.8	23.2
순이익율	5.1	16.2	19.7	18.0	18.4
ROE	n/a	21.4	15.2	14.1	18.0
ROIC	2.3	16.4	15.6	22.5	27.6
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	46.3	40.0	(40.6)	(36.4)	(35.9)
유동비율	216.0	170.5	296.7	319.6	354.0
이자보상배율	2.0	5.5	9.8	88.2	124.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
매출채권회전율	7.8	3.6	2.5	3.4	4.2
재고자산회전율	0.3	0.5	0.6	0.8	1.1
매입채무회전율	0.8	1.2	1.3	1.9	2.8

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2017.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2017-07-28	BUY	60,000	1년	-17.6	0.0
2017-10-11	BUY	70,000	1년	3.7	34.3
2017-12-18	BUY	110,000	1년		

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이

