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)	150,000원
현재주가(06/15)	113,000원

Key Data	(기준일: 2018.06.15)
KOSPI(pt)	2,404
KOSDAQ(pt)	866
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	15,878
52주 최고/최저(원)	164,000 / 43,650
52주 일간 Beta	0.62
발행주식수(천주)	140,516
평균거래량(3M,천주)	1,023
평균거래대금(3M,백만원)	99,050
배당수익률(18F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	33.3
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 12인	37.7
One Equity Partners	18.1
Ion Investments B.V	10.5

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.1	4.4	27.3	-
KOSPI 대비상대수익률	20.7	7.2	15.0	-

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	947	1,375	1,816
영업이익(십억원)	154	253	354
세전계속사업손익(십억원)	206	336	364
당기순이익(십억원)	157	258	280
EPS(원)	1,096	1,385	2,047
증감률(%)	1,127	1,843	1,999
PER(배)	100.3	61.3	56.5
ROE(%)	13.9	14.0	13.3
PBR(배)	9.3	8.0	7.1
EV/EBITDA(배)	98.7	60.3	43.1

자료: 유진투자증권

하반기 실적 개선세 뚜렷해 질 것

▪ 하반기 실적 성장 폭 커질 것

상반기 셀트리온헬스케어의 절대적인 이익증가는 크지 않겠지만, 하반기부터는 매출과 이익 증가가 매우 커질 것으로 예상된다. 유럽과 미국향 램시마의 고객 주문 증가와 유럽향 허쥬마와 트룩시마의 판매 확대가 동시에 발생하기 때문이다. 트룩시마는 유럽 출시 1년만에 영국, 독일, 프랑스 스페인, 이탈리아 주요 5개국 포함 총 18개국가에서 판매되고 있다. 올 연말에는 유럽 전역으로 판매가 확대된다. 진출한 지역에서의 점유율은 지난 4분기 18%에 이어 올 1분기에는 약 25% 수준으로 상승한 것으로 추정된다. 허쥬마는 지난 달 영국과 독일에서 첫 처방이 시작되었고 트룩시마의 후광효과로 주요 병원에서의 입찰에서 잇달아 성공하고 있는 것으로 보인다.

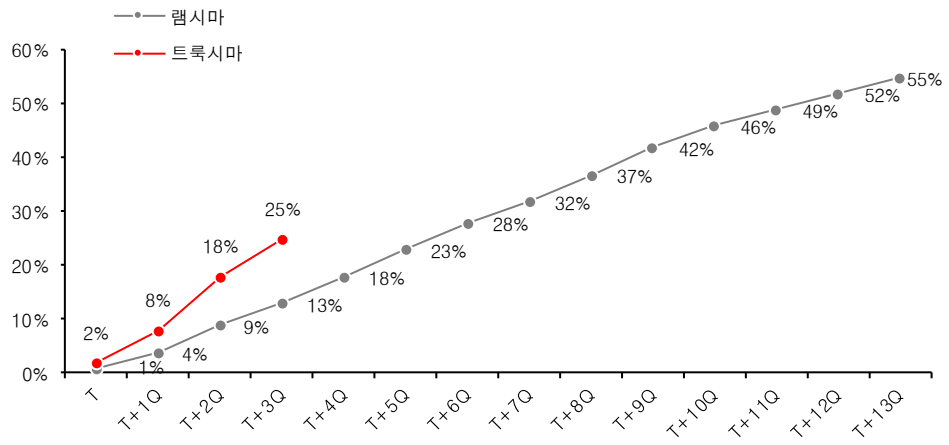
▪ 2019년 미국시장에서의 셀트리온 항암제 2종 출시 예상

FDA의 생산설비에 대한 검사에서 개선명령(CRL)을 받으면서 연기된 미국의 트룩시마와 허쥬마 허가 심사가 올 해 안에 완료되고 내년부터 출시가 될 것으로 예상된다. 최근 셀트리온은 트룩시마에 대해 보완자료를 재송부했고, 허쥬마도 조만간 같은 조치가 있을 예정이다. 처방과 임상데이타가 경쟁사 대비 우수하고 시장진입 시점도 빨라 미국시장에서도 두 약품의 성공 가능성이 높다고 판단된다. 오리지널 대비 상대적으로 긴 약 투여시간도 레피드 인퓨전을 통해 트룩시마는 3시간에서 1시간 30분, 허쥬마는 90분에서 30분으로 낮출 수 있어 가격경쟁력을 감안하면 처방의들의 선택을 받는데 무리가 없다고 예상된다. 특히 구조조정으로 외형이 줄어든 미국의 마케팅업체인 테바가 두 항암 바이오시밀러에 대해 적극적인 마케팅 활동을 할 가능성이 높아 미국 시장 조기 안착 가능성이 높다.

▪ 램시마 SC제형이 강력한 성장 모멘텀 제공할 것, 목표주가 15만원으로 상향

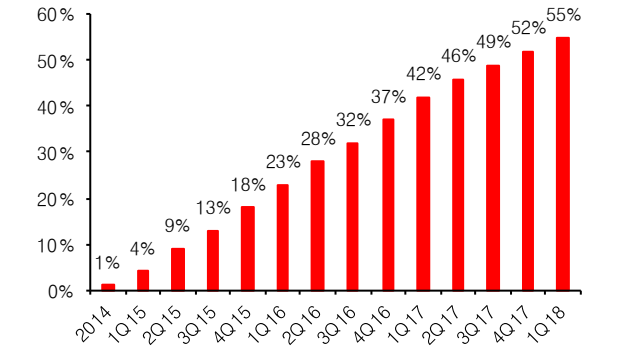
램시마 SC제형에 의한 동사의 성장 폭 확대가 2019년부터 시작될 예정이다. 램시마 SC제형의 매출액은 2019년 629억원에서 2020년 3,892억원, 2021년 6,617억원으로 급증할 것으로 예상된다(도표 4번 참조). 늦어도 2020년 미국시장에서 판매허가를 받으면 2021년부터 성장의 폭이 더욱 커질 것으로 예상된다. 목표시장인 엔브렐과 휴미라 시장이 특허권 때문에 램시마 SC제형의 경쟁 바이오시밀러가 진입하는 것이 제한적이기 때문이다. 또한 셀트리온헬스케어가 올 해부터 해외 직판채널을 본격적으로 개설하고 있어 램시마 SC제형은 직판의 비중이 높을 것으로 추정된다. 따라서 램시마 SC제형의 판매증가는 기존 바이오시밀러 약품의 마진율 감소를 보충해줄 수 있다. 램시마 SC제형의 탄생은 유럽의 램시마 처방의들이 의견을 회사가 수용해서 탄생한 약물이다. 성장을 위해, 생존을 위해 시장을 치열하게 살피고 발빠르게 움직이는 셀트리온 그룹의 DNA는 제 2, 제 3의 램시마 SC를 탄생시킬 가능성이 높다. 올 해 임상 2상이 종료되고 3상이 시작될 인플루엔자 항체 신약인 CT-P27도 타미플루와 제네릭 시장을 대체할 차기 성장동력이 될 가능성이 높다. **잠재시장이 가장 큰 램시마SC의 허가 신청이 올 하반기에 진행되면서 기업가치의 재평가가 다시 한번 강해질 것으로 판단되어 목표주가를 기존의 11만원에서 15만원으로 상향한다.** 목표주가 기준 PER은 2019년 실적기준 75.0배, 2020년 50.7배, 2021년 39.3배 수준이다.

도표 1 램시마/트룩시마 제품 출시 이후 시장점유율 추이



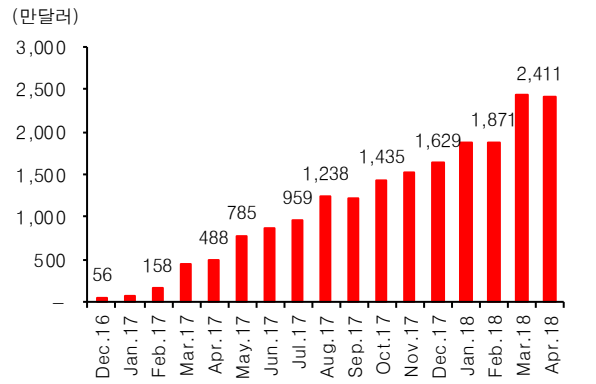
자료: 셀트리온, 유진투자증권
주: T(출시시점)은 램시마 2014년말, 트룩시마 2017년 2분기 기준임(램시마 점유율은 유럽 전역, 트룩시마 점유율은 출시국가 기준)

도표 2 램시마 유럽 내 시장점유율 추이



자료: 셀트리온, 유진투자증권

도표 3 미국 내 램시마(인플렉트라) 매출 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	**402.4**	**757.7**	**920.9**	**1,375.0**	**1,816.0**	**2,573.4**	**3,203.0**
%YoY	144.3%	82.2%	25.6%	49.3%	32.1%	41.7%	24.5%
램시마	402.4	747.9	507.0	763.8	933.7	1,137.5	1,308.1
트룩시마	-	9.8	383.2	418.8	539.5	690.8	828.9
허쥬마	-	-	17.7	177.3	262.9	336.9	404.2
램시마SC	-	-	-	-	62.9	389.2	661.7
매출원가	252.7	537.8	696.8	1,039.5	1,365.6	1,938.0	2,402.2
매출원가율	62.8%	71.0%	75.7%	75.6%	75.2%	75.3%	75.0%
매출총이익	149.7	219.9	0.0	335.5	450.3	635.4	800.7
판매관리비	37.7	41.3	70.5	82.4	96.0	107.5	119.8
영업이익	**111.9**	**178.6**	**153.7**	**253.1**	**354.3**	**527.9**	**681.0**
영업이익률	27.8%	21.2%	16.7%	18.4%	19.5%	20.5%	21.3%
%YoY	199.8%	38.8%	-1.1%	64.8%	40.0%	49.0%	29.0%
영업외손익	24.7	(15.5)	52.5	83.1	9.9	11.4	14.0
세전이익	136.6	163.1	206.1	336.2	364.2	539.3	695.0
법인세비용	116.0	40.2	48.7	77.8	83.8	124.0	159.8
법인세율	84.9%	24.7%	23.6%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	**20.6**	**122.9**	**157.4**	**258.4**	**280.4**	**415.2**	**535.1**

자료: 유진투자증권

도표 5 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18F	3Q18F	4Q18F
매출액	**69.9**	**237.5**	**198.0**	**415.4**	**128.4**	**245.6**	**432.5**	**568.5**
%YoY	32.5%	152.4%	14.2%	0.6%	83.5%	3.4%	118.4%	36.9%
램시마	65.4	209.5	134.4	97.7	104.6	103.9	233.4	322.0
트룩시마	3.6	27.2	54.9	297.5	21.2	112.8	124.5	160.4
허쥬마	-	-	-	17.7	1.5	28.0	64.6	83.2
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-
매출원가	46.3	170.7	139.6	340.2	102.8	179.9	327.0	429.9
매출원가율	66.2%	71.9%	70.5%	81.9%	80.1%	73.2%	75.6%	75.6%
매출총이익	23.6	66.8	58.5	75.3	25.6	65.8	105.5	138.6
판매관리비	13.0	13.3	18.2	26.0	17.1	19.1	21.2	24.9
영업이익	**10.6**	**53.4**	**40.3**	**49.3**	**8.4**	**46.7**	**84.3**	**113.7**
영업이익률	15.2%	22.5%	20.3%	11.9%	6.6%	19.0%	19.5%	20.0%
%YoY	1750.8%	634.0%	-2.4%	-53.6%	-20.8%	-12.7%	109.3%	130.7%
영업외손익	15.2%	22.5%	20.3%	11.9%	6.6%	19.0%	19.5%	20.0%
세전이익	(8.8)	49.7	0.2	11.4	74.1	4.0	2.0	3.0
법인세비용	1.9	103.2	40.5	60.6	82.5	50.7	86.3	116.7
법인세율	3.7	25.6	9.7	9.6	22.0	11.1	19.0	25.7
당기순이익	**196.7%**	**24.8%**	**24.1%**	**15.9%**	**26.7%**	**22.0%**	**22.0%**	**22.0%**

자료: 유진투자증권

도표 6 T&F 알파 억제제 분기 매출, 바이오시밀러들에게 잠식당하는 추세 뚜렷

J&J
Remicade

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
U.S	1,182	1,064	1,206	1,073	916	5,235	5,624	5088
YoY 증가율	*-2.4%*	*-13.9%*	*-1.3%*	*-8.5%*	*-22.5%*	*0.1%*	*7.4%*	*-9.5%*
International	325	339	285	278	331	1,326	1,342	1,227
YoY 증가율	*-3.0%*	*-5.6%*	*-6.9%*	*-18.7%*	*1.8%*	*-18.9%*	*1.2%*	*-8.6%*
YoY (환효과제외)	*-4.8%*	*-3.4%*	*-10.2%*	*-22.6%*	*-3.7%*	*-4.7%*	*5.4%*	*-10.20%*

*US는 US와 US Exports의 합계

Merck
Remicade(유럽)

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
Europe	229	208	214	186	167	1,794	1,268	837
YoY 증가율	*-34.4%*	*-38.6%*	*-31.2%*	*-30.9%*	*-27.1%*	*-24.4%*	*-29.3%*	*-34.0%*
YoY (환효과제외)	*-31.0%*	*-36.0%*	*-34.0%*	*-35.0%*	*-35.0%*	*-10.0%*	*-28.0%*	*-34.0%*

Abbvie
Humira

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
U.S	2,696	3,201	3,151	3,313	3,003	8,405	10,432	12,361
YoY 증가율	*22.8%*	*18.0%*	*19.0%*	*15.1%*	*11.4%*	*28.8%*	*24.1%*	*18.5%*
International	1,422	1,515	1,550	1,579	1,706	5,607	5,646	6,066
YoY 증가율	*2.9%*	*5.4%*	*9.7%*	*11.7%*	*20.0%*	*-6.8%*	*0.7%*	*7.4%*
YoY (환효과제외)	*4.6%*	*9.1%*	*6.8%*	*6.5%*	*9.3%*	*8.6%*	*4.3%*	*6.7%*

Amgen
Enbrel

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
U.S	1,118	1,411	1,309	1,368	1,050	5,099	5,719	5,206
YoY 증가율	*-15.7%*	*-0.8%*	*-5.7%*	*-13.5%*	*-6.1%*	*15.8%*	*12.2%*	*-9.0%*
Rest Of World	63	55	54	55	55	265	246	227
YoY 증가율	*6.8%*	*-9.8%*	*-15.6%*	*-11.3%*	*-12.7%*	*-6.7%*	*-7.2%*	*-7.7%*

Pfizer
Enbrel(유럽)

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
International	588	617	613	634	506	3,333	2,909	2,452
YoY 증가율	*-19.8%*	*-19.5%*	*-12.6%*	*-10.5%*	*-13.9%*	*-13.4%*	*-12.7%*	*-15.7%*
YoY (환효과제외)	*-18.0%*	*-17.0%*	*-13.0%*	*-13.0%*	*-21.0%*	*1.0%*	*-6.0%*	*15.0%*

Inflectra/Remsima

(백만달러)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2015	2016	2017
U.S	17	23	34	44	55		4	118
YoY 증가율				*1000.0%*	*223.5%*			*2850.0%*
International	61	71	78	91	90		188	301
YoY 증가율	*69.4%*	*57.8%*	*59.2%*	*56.9%*	*47.5%*			*60%*
YoY (환효과제외)	*73.0%*	*64.0%*	*56.0%*	*47.0%*	*32.0%*			*58%*

자료: 각사, 유진투자증권

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
자산총계	**2,875**	**3,021**	**3,298**	**3,704**	**4,223**
유동자산	2,800	2,936	3,208	3,608	4,121
현금성자산	775	665	675	780	1,016
매출채권	416	453	530	620	671
재고자산	1,575	1,782	1,967	2,172	2,397
비유동자산	75	85	91	97	103
투자자산	72	79	82	86	89
유형자산	0	0	0	0	0
기타	2	5	8	11	14
부채총계	**1,167**	**1,048**	**1,067**	**1,085**	**1,104**
유동부채	993	1,011	1,028	1,045	1,063
매입채무	720	736	751	766	781
유동성이자부채	75	76	76	76	76
기타	198	200	202	204	206
비유동부채	174	37	39	40	42
비유동기타부채	0	0	0	0	0
기타	174	37	39	40	42
자본총계	**1,707**	**1,972**	**2,232**	**2,619**	**3,119**
지배지분	1,707	1,972	2,232	2,619	3,119
자본금	137	140	140	140	140
자본잉여금	1,366	1,369	1,369	1,369	1,369
이익잉여금	265	520	780	1,167	1,667
기타	(60)	(57)	(57)	(57)	(57)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**1,707**	**1,972**	**2,232**	**2,619**	**3,119**
총차입금	75	76	76	76	76
순차입금	(700)	(590)	(599)	(704)	(940)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	**(194)**	**(95)**	**37**	**140**	**278**
당기순이익	157	258	280	415	535
자산상각비	0	0	0	1	1
기타비현금성손익	(38)	(88)	2	2	2
운전자본증감	(267)	(266)	(246)	(277)	(259)
매출채권감소(증가)	(143)	(2)	(77)	(90)	(51)
재고자산감소(증가)	(114)	(207)	(185)	(204)	(225)
매입채무증가(감소)	18	(17)	15	15	15
기타	(28)	(39)	2	2	2
투자활동현금흐름	**(521)**	**(93)**	**(31)**	**(32)**	**(34)**
단기투자자산감소	(520)	(83)	(25)	(26)	(27)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
재무활동현금흐름	**865**	**(5)**	**(21)**	**(28)**	**(35)**
차입금증가	(141)	0	0	0	0
자본증가	1,006	(5)	(21)	(28)	(35)
배당금지급	0	14	21	28	35
현금 증감	**155**	**(193)**	**(15)**	**79**	**209**
기초현금	96	251	59	43	123
기말현금	251	59	43	123	332
Gross cash flow	119	171	282	417	538
Gross investment	268	276	252	284	266
Free cash flow	**(149)**	**(105)**	**30**	**133**	**271**

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	**947**	**1,375**	**1,816**	**2,573**	**3,203**
증가율(%)	29.2	45.2	32.1	41.7	24.5
매출원가	697	1,040	1,366	1,938	2,402
매출총이익	250	336	450	635	801
판매 및 일반관리비	59	82	96	108	120
기타영업손익	(0)	0	0	0	0
영업이익	**154**	**253**	**354**	**528**	**681**
증가율(%)	(1.1)	64.8	40.0	49.0	29.0
EBITDA	154	254	355	528	682
증가율(%)	(1.1)	64.8	39.9	49.0	29.0
영업외손익	52	83	10	11	14
이자수익	7	12	17	17	10
이자비용	32	3	4	4	4
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업손익	77	74	(2)	(1)	8
세전순이익	206	336	364	539	695
증가율(%)	48.6	63.1	8.3	48.1	28.9
법인세비용	49	78	84	124	160
당기순이익	**157**	**258**	**280**	**415**	**535**
증가율 (%)	62.0	64.1	8.5	48.1	28.9
지배주주지분	157	258	280	415	535
증가율(%)	62.0	64.1	8.5	48.1	28.9
비지배지분	(0)	0	0	0	0
EPS	**1,127**	**1,843**	**1,999**	**2,960**	**3,815**
증가율 (%)	30.0	63.6	8.5	48.1	28.9
수정EPS	1,127	1,843	1,999	2,960	3,815
증가율 (%)	30.0	63.6	8.5	48.1	28.9

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,127	1,843	1,999	2,960	3,815
BPS	12,189	14,061	15,911	18,671	22,236
DPS	100	150	200	250	250
밸류에이션(배,%)					
PER	100.3	61.3	56.5	38.2	29.6
PBR	9.3	8.0	7.1	6.1	5.1
EV/ EBITDA	98.7	60.3	43.1	30.0	23.3
배당수익율	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	132.4	92.8	56.1	38.0	29.5
수익성 (%)					
영업이익율	16.2	18.4	19.5	20.5	21.3
EBITDA이익율	16.2	18.4	19.5	20.5	21.3
순이익율	16.6	18.8	15.4	16.1	16.7
ROE	13.9	14.0	13.3	17.1	18.7
ROIC	12.9	16.3	18.1	22.9	25.6
안정성(%,배)					
순차입금/자기자본	(41.0)	(29.9)	(26.8)	(26.9)	(30.1)
유동비율	281.9	290.4	312.0	345.2	387.8
이자보상배율	4.8	84.4	84.4	132.0	170.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	2.4	3.2	3.7	4.5	5.0
재고자산회전율	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
매입채무회전율	1.3	1.9	2.4	3.4	4.1

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%

(2018.03.31 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	4.1	34.3
2017-12-18	BUY	110,000	1년	-0.8	42.5
2018-06-18	BUY	150,000	1년		

셀트리온헬스케어(091990.KQ) 주가 및 목표주가 추이

