

셀트리온헬스케어(091990)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 60,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/29)	2,365
주가(8/29)	48,600
시가총액(십억원)	6,643
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	51,600/46,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	91,374
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.2/38.4
주요주주(%)	서정진 외 8인 36.8
	One Equity Partners IV, L.P. 18.2

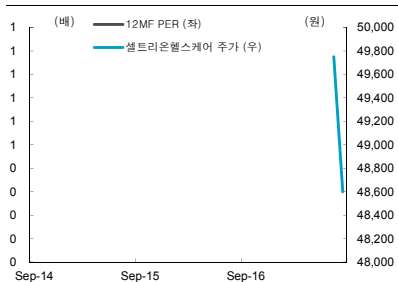
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	27.7	24.8
PBR(x)	NM	3.6	3.2
ROE(%)	21.4	17.4	13.7
DY(%)	—	—	—
EV/EBITDA(x)	1.4	22.3	15.6
EPS(원)	1,103	1,755	1,961
BPS(원)	5,787	13,367	15,326

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.4)	0.0	0.0
상대주가(%p)	(1.9)	0.0	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

2분기 실적은 추정치 부합, 하반기는 더 좋다

What's new : 추정치에 부합한 2분기 실적

2분기 실적은 우리의 예상치(분기 컨센서스는 당사 예상치만 존재)에 부합했다. 램시마 유럽매출은 전년 대비 68% 증가했으며 인플렉트라(램시마 미국)매출 1,116억원, 트룩시마 유럽매출 285억원이 신규로 발생하면서 매출액은 전년 대비 152% 늘어났다. 수익성 높은 인플렉트라 매출이 반영되면서 영업이익률도 22.5%를 기록했다. 한편 615억원의 일회성 금융수익(CB에 대한 금융상품평가이익 317억원, 사채상환이익 298억원)으로 순이익은 우리의 예상치 399억원을 대폭 상회한 775억원을 기록했다.

Positives : 재고는 증가해야 좋다

높은 재고자산에 대한 우려가 일부 존재하나 재고자산은 오히려 증가하는 것이 긍정적이다. 셀트리온헬스케어(이하 헬스케어)의 재고는 유통 파트너의 선주문에 기반하여 셀트리온으로부터 매입하기 때문에 재고증가는 제품에 대한 긍정적 내부 기대감을 의미한다. 2분기 재고자산은 전분기 대비 410억원 늘어났으며 우리 추정치 1조 6,670억원에 부합했다. 재고 증가는 대부분 트룩시마로 파악된다. 유럽판매를 대비해 연말까지 트룩시마 재고자산은 1,895억원에 달할 전망이다. 램시마와 트룩시마 판매확대로 실적은 하반기로 갈수록 더욱 좋아질 것이다. 2H17 매출액과 영업이익은 1H17 대비 각각 164%, 194% 증가할 것으로 예상된다.

Negatives : 미국시장 개화는 더디지만 결국엔 열린다

인플렉트라 처방액의 증가속도가 예상보다 더디다. 가장 큰 이유는 사보험사의 보험목록에 아직 등재되지 못하고 있기 때문이다. 그러나 미국 바이오시밀러 시장이 여전히 개화 초기단계고 약가인하에 대한 소비자 수요가 강하기 때문에 실망하기는 아직 이르다. 유통 파트너인 Pfizer가 2분기 실적발표 컨퍼런스에서 인플렉트라 판매확대를 위한 영업강화의지를 표명한 바 있어 인플렉트라 매출은 향후 점진적으로 확대될 것으로 기대한다.

결론 : 성장성 대비 저평가되어 있어 매수의견과 목표주가 6만원 유지

헬스케어에 대해 매수 투자의견과 목표주가 6만원을 유지한다. 목표주가는 2017년(일회성 이익을 차감한 수정 EPS)과 2018년 평균EPS 1,628원에 PER 36.5배를 적용하여 산출했다. 헬스케어는 셀트리온의 우수한 바이오시밀러 파이프라인을 독점적으로 유통하며 20%가 넘는 높은 영업이익률을 시현한다는 점은 valuation premium 요인이다. 현재 헬스케어의 주가는 2018년 기준 PER 24.8배로 성장성(2017, 2018년 40% 이상의 EPS증가율) 대비 저평가되어 있어 매수를 권고한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	218	238	8.7	218	239.5	152.4	1,042	1,054
영업이익	56	53	(5.0)	56	402.4	635.6	259	253
영업이익률	25.7	22.5	-3.3	25.7	7.3	14.7	20.7	24.0
세전이익	53	103	93.7	53	5,432.3	NM	292	246
순이익	40	78	94.1	40	NM	NM	216	187

진홍국 3276-6196
hg.jin@truefriend.com

정은영 3276-6239
eunice.jung@truefriend.com

<표 1> 셀트리온 헬스케어 분기실적 및 추이

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	52.8	94.1	-	-	69.9	237.5	279.0	455.2	757.7	1,041.6	1,415.3	2,285.8
YoY	-	-	-	-	32.5%	152.4%	-	-	25.6%	37.5%	35.9%	61.5%
Remsima					66.4	209.0	239.1	367.3	747.8	881.8	1,069.3	1,243.5
Truxima					3.5	28.5	39.9	87.9	9.9	159.8	308.3	542.5
Herzuma					-	-	-	-	-	-	37.7	276.1
기타					-	-	-	-	-	-	-	223.8
영업이익	0.6	7.3	-	-	10.6	53.5	65.3	129.5	7.8	258.9	353.7	611.9
YoY					1748.1%	635.6%	-	-	-	3200.1%	36.6%	73.0%
OPM	1.1%	7.7%	-	-	15.2%	22.5%	23.4%	28.5%	1.0%	24.9%	25.0%	26.8%
당기순이익	-3.9	-2.6	-	-	-1.8	77.5	45.2	94.9	122.9	215.8	268.1	464.7
YoY					적지	흑전	-	-	-	111.4%	24.2%	73.3%
NPM	-7.4%	-2.8%	-	-	-2.6%	32.6%	16.2%	20.8%	16.2%	20.7%	18.9%	20.3%

자료: 한국투자증권

<표 2> 셀트리온헬스케어 재고자산 추이 및 전망

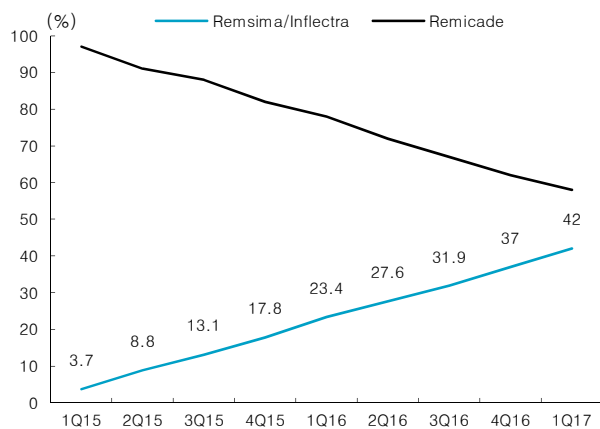
(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Inventory	1,105.0	1,399.3	1,472.1	1,593.3	1,838.5	2,256.2	2,817.0
매출액 대비(배)	6.7	3.5	1.9	1.5	1.3	1.0	0.9
Remsima	915.0	1,104.3	1,073.9	1,063.8	1,041.1	1,067.8	1,134.8
제품매출 대비(배)	5.6	2.7	2.3	2.0	1.8	1.7	1.7
Truxima			98.2	189.5	309.6	377.8	493.1
제품매출 대비(배)			9.9	1.2	1.3	1.1	1.1
Herzuma	190.0	280.0	300.0	340.0	416.1	484.7	552.2
제품매출 대비(배)					11.0	3.1	2.7
Remsima SC					71.6	325.9	636.8
제품매출 대비(배)						1.5	1.4
재고자산회전율	0.09	0.20	0.37	0.47	0.58	0.78	0.89
재고자산회전일수	3,881	1,808	974	770	627	467	411

주: 재고자산회전율: 매출원가/평균재고자산

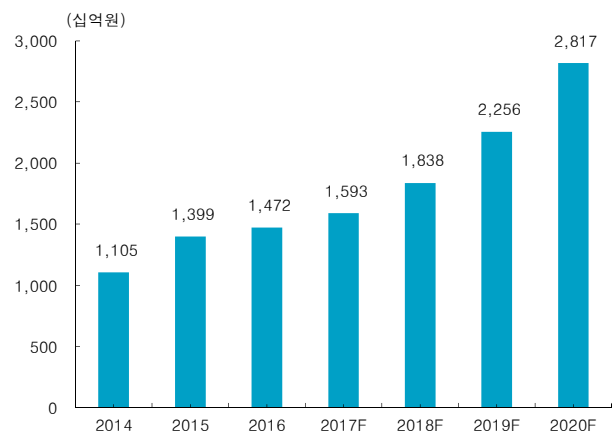
자료: 셀트리온헬스케어, 한국투자증권

[그림 1] 램시마/인플렉트라 유럽 점유율



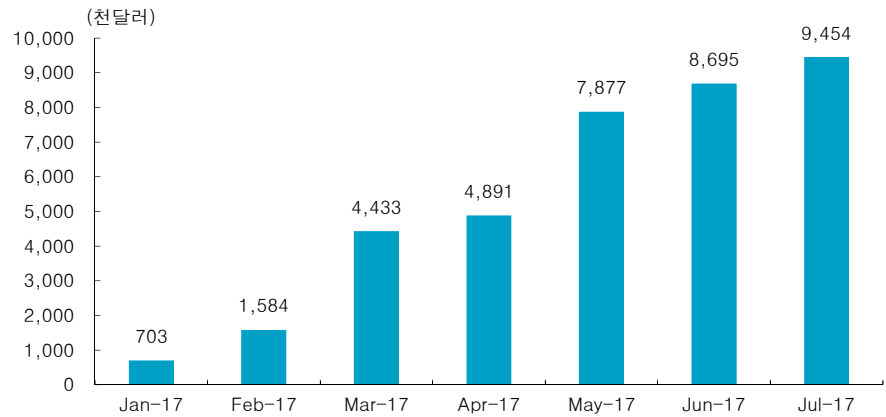
자료: 셀트리온헬스케어, 한국투자증권

[그림 2] 셀트리온헬스케어 재고자산 추이 및 전망



자료: 셀트리온헬스케어, 한국투자증권

[그림 3] 인플렉트라 미국 처방액 추이



자료: Symphony Health Solutions, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

셀트리온헬스케어는 셀트리온의 바이오의약품(바이오시밀러, 바이오베터, 바이오 신약)의 글로벌 마케팅 및 판매를 담당하고 있다. 2016년 기준 램시마의 매출비중은 100%에 가깝지만 2017년은 83%로 하락하고 트룩시마의 매출이 16%를 차지할 것으로 전망된다. 상장 후 주요주주 구성은 서정진 대표 37%, One Equity Partners 19%, Ion Investments 13%로 이루어져 있다. 전체 주식수의 71%가 상장 후 6개월 이상의 보호예수가 걸려 있으며 유통가능 주식수는 29%이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,512	1,949	3,338	3,895	4,959
현금성자산	37	96	1,214	1,368	1,617
매출채권및기타채권	62	364	510	665	1,051
재고자산	1,399	1,472	1,593	1,838	2,256
비유동자산	63	38	42	59	109
투자자산	19	23	26	42	91
유형자산	0	0	0	(0)	(0)
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	1,576	1,987	3,381	3,954	5,068
유동부채	700	1,143	1,323	1,643	2,341
매입채무및기타채무	645	755	956	1,381	2,145
단기차입금및단기사채	9	23	23	0	0
유동성장기부채	6	166	166	136	106
비유동부채	376	195	189	174	126
사채	155	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	91	33	33	33	0
부채총계	1,076	1,339	1,512	1,817	2,467
지배주주지분	500	649	1,827	2,095	2,559
자본금	3	112	112	112	112
자본잉여금	1,324	381	1,340	1,340	1,340
기타자본	(47)	(46)	(46)	(46)	(46)
이익잉여금	(777)	206	421	689	1,154
비지배주주지분	0	0	0	(0)	(0)
자본총계	500	649	1,827	2,095	2,559

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	32	30	143	258	397
당기순이익	21	123	216	268	465
유형자산감가상각비	0	0	0	(0)	(0)
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(106)	(120)	(73)	(10)	(68)
기타	117	27	0	0	0
투자활동현금흐름	(0)	(0)	(6)	(31)	(65)
유형자산투자	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	0	1	(17)	(49)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	0	(0)
기타	0	0	(7)	(14)	(16)
재무활동현금흐름	(1)	22	981	(73)	(83)
자본의증가	1	8	1,001	0	0
차입금의순증	0	0	(20)	(73)	(83)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(2)	14	0	0	0
기타현금흐름	2	7	0	0	0
현금의증가	32	59	1,118	155	249

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

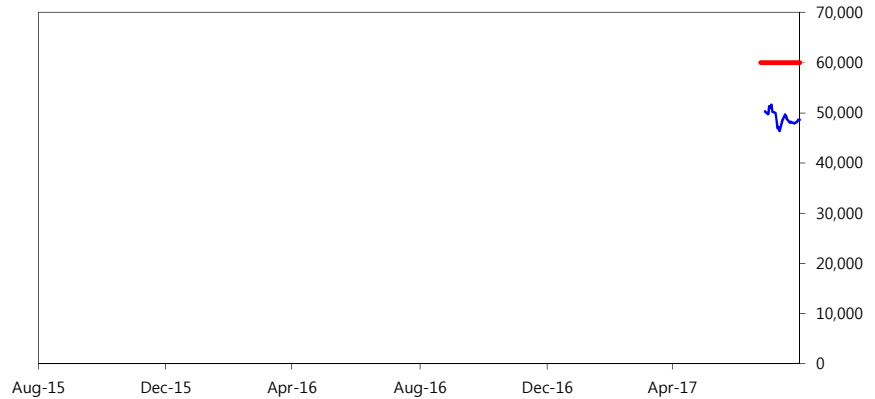
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	402	758	1,042	1,415	2,286
매출원가	253	538	727	999	1,599
매출총이익	150	220	315	416	687
판매관리비	38	41	56	63	75
영업이익	112	179	259	354	612
금융수익	150	25	20	22	24
이자수익	6	6	10	24	27
금융비용	179	47	50	26	24
이자비용	56	33	18	17	13
기타영업외손익	54	6	63	3	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	137	163	292	353	611
법인세비용	116	40	76	85	147
연결당기순이익	21	123	216	268	465
지배주주지분순이익	21	123	216	268	465
기타포괄이익	(21)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	0	123	216	268	464
지배주주지분포괄이익	0	123	216	268	464
EBITDA	112	179	259	354	612

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	1,755	1,961	3,400
BPS	-	-	13,367	15,326	18,724
DPS	-	-	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	144.3	88.3	37.5	35.9	61.5
영업이익증가율	199.8	59.6	45.0	36.6	73.0
순이익증가율	NM	497.0	75.6	24.2	73.3
EPS증가율	NM	8,823.9	59.1	11.7	73.3
EBITDA증가율	198.7	59.4	44.9	36.6	73.0
수익성(%)					
영업이익률	27.8	23.6	24.9	25.0	26.8
순이익률	5.1	16.2	20.7	18.9	20.3
EBITDA Margin	27.9	23.6	24.9	25.0	26.8
ROA	1.4	6.9	8.0	7.3	10.3
ROE	(22.3)	21.4	17.4	13.7	20.0
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	231	259	(879)	(1,106)	(1,438)
차입금/자본총계비율(%)	53.7	54.8	18.3	12.5	7.0
Valuation(X)					
PER	-	-	27.7	24.8	14.3
PBR	-	-	3.6	3.2	2.6
EV/EBITDA	-	-	22.3	15.6	8.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
셀트리온헬스케어(091990)	2017.07.24	매수	60,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 8월 30일 현재 셀트리온헬스케어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.6.30 기준)

매 수	중립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.