

셀트리온헬스케어(091990)

매수(유지)

목표주가: 71,000원(상향)

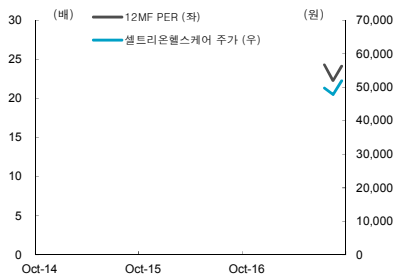
Stock Data

KOSPI(9/20)	2,412
주가(9/20)	51,900
시가총액(십억원)	7,094
발행주식수(백만)	137
52주 최고/최저가(원)	51,900/44,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	70,757
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.2/38.3
주요주주(%)	서정진 외 8인 36.8
	One Equity Partners IV, L.P. 18.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.5	-	-
상대주가(%p)	4.2	-	-

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

코스피 안가도 매력있어

Pfizer는 J&J를 무너뜨릴 것인가?

전일 Pfizer는 미국 펜실베니아 지방법원에 J&J(Remicade 원제조사)를 상대로 반독점법 위반 소송을 제기했다. J&J가 사보험사들을 대상으로 자사 제품에 대한 독점 패키지 계약을 선제적으로 체결함에 따라 셀트리온의 미국 유통 파트너 Pfizer는 인플렉트라(미국 Remicade 바이오시밀러)를 사보험사의 formulary(보험사의 의약품 리스트)에 등재시키는데 난항을 겪어왔다. 그러나 이번 소송으로 J&J의 전략에 제동이 걸릴 경우 인플렉트라 확산은 탄력을 받을 것으로 기대한다. 한편 8월 인플렉트라 처방액은 전월 대비 27% 증가(1,200만 달러)했다. Pfizer가 인플렉트라 판매를 촉진시키기 위해 영업을 강화할 것이라고 천명한 바 있고 실제로 최근 미국 내 사보험사와의 계약도 이루어지고 있어 이에 대한 효과가 나타나고 있는 것으로 사료된다.

내년에도 유통사의 공격적 발주가 이어질 것

현재 인플렉트라 미국 내 점유율은 약 2.5%로 추정된다. 올해 초 Pfizer는 연말까지 인플렉트라 목표 점유율을 10~15%로 설정한 바 있으나 이를 현실적으로 달성하기는 어려운 상황이다. 하지만 여전히 처방액은 지속적으로 증가하고 있어 Pfizer는 내년 대응물량을 확보하기 위한 재고축적을 위해 셀트리온헬스케어에 인플렉트라를 적극적으로 발주할 것으로 예상된다. 한편 내년에는 트룩시마(혈액암 치료제 Rituxan의 바이오시밀러)의 공격적 발주도 기대된다. 자가면역치료제가 아닌 항암제 바이오시밀러가 성공할 수 있을지에 대한 우려가 존재했으나 올해 4월 유럽시장에 출시한 트룩시마가 출시 3개월만에 일부 국가에서 30%의 점유율을 확보하면서 항암제 바이오시밀러에 대한 성공 가능성을 엿볼 수 있었다. 또한 유통 파트너의 보수적인 발주로 일부 국가에서 공급부족 사태까지 발생했던 만큼 내년에는 유통 파트너의 적극적인 트룩시마 발주가 예상된다.

코스피(거래소) 이전 안해도 매력은 충분하다

셀트리온헬스케어에 대해 매수 투자 의견을 유지하며 목표주가는 6만원에서 7.1만원으로 18% 상향한다. 목표주가 상향근거는 연말이 다가옴에 따라 2017년/2018년 평균 EPS 대신 2018년 EPS 1,948원에 기존 target PER 36.5배를 적용했기 때문이다. 최근 거래소 이전에 대한 수급개선 기대감 등으로 셀트리온의 주가는 9월 한달 간 28% 상승한 반면 셀트리온헬스케어의 주가 상승률은 7월 28일 기준 3%에 불과하다. 2018년 42%의 영업이익 증가율이 예상되는 반면 주가는 2018F PER 26.6배로 거래되고 있어 valuation 매력도가 높아 매수를 권고한다. 셀트리온의 파이프라인을 독점적으로 유통하며 20%가 넘는 높은 영업이익률을 시현한다는 점은 셀트리온헬스케어의 valuation premium 요인이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	402	112	21	-	-	112	-	-	-	-	-
2016A	758	179	123	-	-	179	-	-	-	-	-
2017F	1,051	244	205	1,664	50.8	244	31.2	25.1	3.9	16.6	-
2018F	1,434	346	266	1,948	17.1	346	26.6	16.9	3.4	13.7	-
2019F	2,304	606	466	3,412	75.1	606	15.2	9.0	2.8	20.1	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

진흥국
hg.jin@truefriend.com

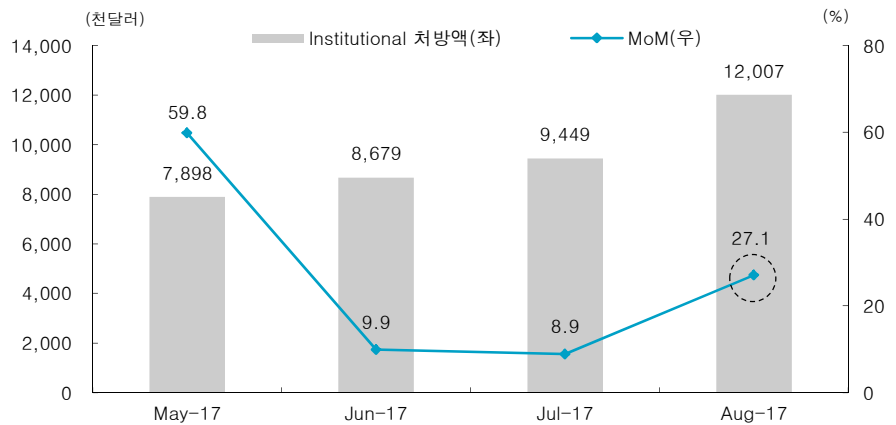
정은영
eunice.jung@truefriend.com

미국 인플렉트라 처방이 예상보다 부진하나 향후 회복세를 나타낼 전망이고 유럽 트룩시마의 매출이 빠르게 늘어나고 있다. 이에 따라 2018년 매출액을 올해 대비 37% 증가한 1조 4,340억원, 영업이익을 42% 증가한 3,460억원으로 추정한다. 매출볼륨 확대에 따라 영업이익률도 올해 23% 대비 1%p 개선된 24%로 예상된다.

파이프라인 별 주요 가정은 아래와 같다.

- 올해와 내년 인플렉트라 미국 내 점유율은 각각 4%, 15%
- Pfizer 기준 인플렉트라 올해 및 내년 매출은 각각 1,370억원, 5,380억원
- 셀트리온헬스케어 기준 2018년 인플렉트라 매출은 올해 3,139억원 대비 37% 증가한 4,305억원
- 2018년 셀트리온헬스케어의 유럽향 트룩시마 매출은 올해 대비 70% 증가한 3,211억원
- 2018년 end-market 기준 트룩시마 유럽매출은 올해 대비 130% 증가한 2,880억원

[그림 1] 인플렉트라 미국 institutional 처방액 추이



자료: Symphony Healthcare, 한국투자증권

<표 1> 셀트리온헬스케어 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	53	94	-	-	70	238	249	495	758	1,051	1,434	2,304
YoY	-	-	-	-	32.5	152.4	-	-	25.6	38.7	36.5	60.6
Remsima					66	209	214	372	748	862	995	1,271
Truxima					3	29	34	123	10	189	409	640
Herzuma					-	-	-	-	-	-	31	169
기타					-	-	-	-	-	-	-	224
영업이익	1	7	-	-	11	53	57	123	179	244	346	606
YoY					NM	NM	-	-	-	36.6	41.8	75.3
OPM	1.1	7.7	-	-	15.2	22.5	22.9	24.8	23.6	23.2	24.1	26.3
당기순이익	(4)	(3)	-	-	(2)	78	39	90	123	205	266	466
YoY					적지	흑전	-	-	-	101.2	30.2	75.1
NPM	(7.4)	(2.8)	-	-	(2.6)	32.6	15.7	18.2	16.2	19.5	18.6	20.2

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 오리지널 제품과 셀트리온 바이오시밀러 제품의 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
Remicade EU	1,485	1,171	931	774	693	607	530	486
YoY	(29.3)	(21.1)	(20.5)	(16.9)	(10.4)	(12.4)	(12.6)	(8.3)
Remsima EU	620	826	940	1,068	1,162	1,185	1,209	1,233
YoY	148.0	33.3	13.8	13.5	8.8	2.0	2.0	2.0
Remicade US	5,568	4,911	4,297	3,713	3,189	2,803	2,509	2,238
YoY	13.7	(11.8)	(12.5)	(13.6)	(14.1)	(12.1)	(10.5)	(10.8)
Remsima US	4	137	538	932	1,163	1,289	1,424	1,524
YoY		3,317.5	293.6	73.3	24.7	10.9	10.4	7.0
Rituxan EU	2,288	2,237	2,024	1,752	1,481	1,262	1,031	801
YoY	3.3	(2.2)	(9.5)	(13.4)	(15.5)	(14.7)	(18.3)	(22.3)
Truxima EU		125	288	401	530	656	779	925
YoY			130.1	39.2	32.0	23.8	18.8	18.8
Rituxan US	4,677	4,571	4,138	3,582	3,028	2,581	2,108	1,638
YoY	8.7	(2.3)	(9.5)	(13.4)	(15.5)	(14.8)	(18.3)	(22.3)
Truxima US			135	374	604	816	1,046	1,253
YoY				177.9	61.4	35.1	28.2	19.8
Herceptin EU	2,503	2,522	2,396	2,204	1,874	1,536	1,260	983
YoY	2.2	0.8	(5.0)	(8.0)	(15.0)	(18.0)	(18.0)	(22.0)
Herzuma EU			34	173	229	269	330	355
YoY				415.0	32.6	17.7	22.4	7.6
Herceptin US	4,677	4,571	4,138	3,582	3,028	2,581	2,108	1,638
YoY	4.0	(2.3)	(9.5)	(13.4)	(15.5)	(14.8)	(18.3)	(22.3)
Herzuma US				69	177	288	367	487
YoY					154.9	63.2	27.5	32.6

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 셀트리온헬스케어 재고자산 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Inventory	1,105	1,399	1,472	1,541	1,721	2,051	2,691
매출액 대비(배)	6.7	3.5	1.9	1.5	1.2	0.9	0.9
Remsima	915	1,104	1,062	1,052	1,072	1,075	1,206
제품매출 대비(배)	5.6	2.7	1.4	1.2	1.1	0.8	0.9
Truxima			110	149	159	103	113
제품매출 대비(배)			11.1	0.8	0.4	0.2	0.1
Herzuma	190	280	300	340	420	558	768
제품매출 대비(배)					13.4	3.3	2.9
Remsima SC					71	316	605
제품매출 대비(배)						1.4	1.4
재고자산회전율	0.09	0.20	0.37	0.50	0.63	0.86	0.87
재고자산회전일수	3,881	1,808	974	732	579	423	418

주: 재고자산회전율: 매출원가/평균재고자산

자료: 셀트리온헬스케어, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

셀트리온헬스케어는 셀트리온의 바이오의약품(바이오시밀러, 바이오메터, 바이오 신약)의 글로벌 마케팅 및 판매를 담당하고 있다. 2016년 기준 렘시마의 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	3,384	3,931	4,974
현금성자산	37	96	1,307	1,513	1,828
매출채권및기타채권	62	364	515	674	1,060
재고자산	1,399	1,472	1,541	1,721	2,051
비유동자산	63	38	43	60	109
투자자산	19	23	26	43	92
유형자산	0	0	0	(0)	(0)
무형자산	1	1	1	1	1
자산총계	1,576	1,987	3,427	3,991	5,083
유동부채	700	1,143	1,421	1,733	2,408
매입채무및기타채무	645	755	928	1,345	2,087
단기차입금및단기사채	9	23	23	0	0
유동성장기부채	6	166	166	136	106
비유동부채	376	195	190	176	127
사채	155	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	91	33	33	33	0
부채총계	1,076	1,339	1,611	1,909	2,535
지배주주지분	500	649	1,816	2,082	2,548
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	410	676	1,143
비지배주주지분	0	0	0	(0)	(0)
자본총계	500	649	1,816	2,082	2,548

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	32	30	277	309	464
당기순이익	21	123	205	266	466
유형자산감가상각비	0	0	0	(0)	(0)
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(106)	(120)	72	43	(2)
기타	117	27	0	0	0
투자활동현금흐름	(0)	(0)	(5)	(31)	(66)
유형자산투자	(0)	(0)	0	0	0
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	0	0	(17)	(49)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	0	(0)
기타	0	0	(5)	(14)	(17)
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	1,253	206	316

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

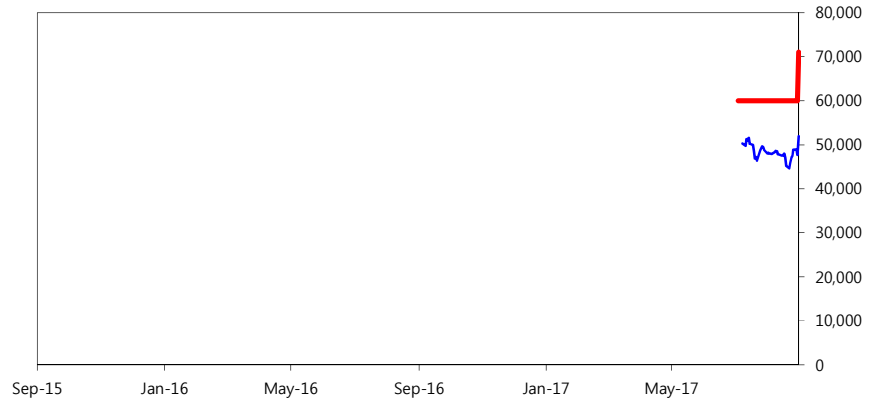
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	402	758	1,051	1,434	2,304
매출원가	253	538	751	1,028	1,629
매출총이익	150	220	300	406	676
판매관리비	38	41	56	60	70
영업이익	112	179	244	346	606
금융수익	150	25	20	22	24
이자수익	6	6	10	26	30
금융비용	179	47	50	25	24
이자비용	56	33	18	17	13
기타영업외손익	54	6	63	3	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	137	163	277	346	606
법인세비용	116	40	72	80	139
연결당기순이익	21	123	205	266	466
지배주주지분순이익	21	123	205	266	466
기타포괄이익	(21)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	0	123	204	266	466
지배주주지분포괄이익	0	123	204	266	466
EBITDA	112	179	244	346	606

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	1,664	1,948	3,412
BPS	-	-	13,284	15,231	18,641
DPS	-	-	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	144.3	88.3	38.7	36.5	60.6
영업이익증가율	199.8	59.6	36.6	41.8	75.3
순이익증가율	NM	497.0	66.4	30.2	75.1
EPS증가율	NM	8,823.9	50.8	17.1	75.1
EBITDA증가율	198.7	59.4	36.5	41.8	75.2
수익성(%)					
영업이익률	27.8	23.6	23.2	24.1	26.3
순이익률	5.1	16.2	19.5	18.6	20.2
EBITDA Margin	27.9	23.6	23.2	24.1	26.3
ROA	1.4	6.9	7.6	7.2	10.3
ROE	(22.3)	21.4	16.6	13.7	20.1
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	231	259	(972)	(1,250)	(1,649)
차입금/자본총계비율(%)	53.7	54.8	18.5	12.6	7.1
Valuation(X)					
PER	-	-	31.2	26.6	15.2
PBR	-	-	3.9	3.4	2.8
EV/EBITDA	-	-	25.1	16.9	9.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
셀트리온헬스케어(091990)	2017.07.24	매수	60,000원	-19.5	-14.0
	2017.09.20	매수	71,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2017년 9월 20일 현재 셀트리온헬스케어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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
- 중 립 : 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	중 립	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
- 중 립 : 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.