

셀트리온헬스케어(091990.KQ)



바이오스몰캡 한병화

Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향) 130,000원
현재주가(12/27) 76,900원

Key Data (기준일: 2018.12.27)	
KOSPI(pt)	2,028
KOSDAQ(pt)	668
액면가(원)	1,000
시가총액(십억원)	10,806
52주 최고/최저(원)	164,000 / 58,600
52주 일간 Beta	0.76
발행주식수(천주)	140,527
평균거래량(3M, 천주)	1,411
평균거래대금(3M, 백만원)	106,390
배당수익률(18F, %)	-
외국인 지분율(%)	31.3
주요주주 지분율(%)	
서정진 외 12인	37.9
One Equity Partners	15.0
Ion Investments B.V	9.4

Company Performance				
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	-18.2	-29.4	-28.5
KOSPI 대비 상대수익률	-1.3	1.6	-10.2	-12.9

Financial Data			
결산기(12월)	2017A	2018F	2019F
매출액(십억원)	921	902	1,367
영업이익(십억원)	154	103	171
세전계속사업손익(십억원)	206	169	181
당기순이익(십억원)	157	126	139
EPS(원)	1,128	897	993
증감률(%)	30.1	-20.5	10.6
PER(배)	96.3	85.7	77.5
ROE(%)	13.9	7.1	7.3
PBR(배)	8.9	5.9	5.5
EV/EBITDA(배)	94.3	100.3	60.1

자료: 유진투자증권

2019년부터 성장엔진 재가동 예상

■ 2019년 영업이익 67% 증가 예상

2018년 셀트리온헬스케어의 영업이익은 전년대비 33% 감소할 것으로 예상된다. 주력제품인 램시마 등의 가격인하로 영업이익률이 지난해 대비 5%p 낮아질 것으로 예상되기 때문이다. 또한 직판체제 구축을 위한 선투자비용 집행으로 인한 판매비율도 2017년 7.7%에서 2018년 10.1%로 상승할 것으로 추정된다. 하지만, 2019년부터는 영업이익의 성장세가 재현될 것으로 판단된다. 동사의 영업이익 증가율은 2019년 67%, 2020년 54%, 2021년 47%, 2022년 39%로 고성장세가 상당기간 유지될 것으로 예상된다. 2019년 하반기부터 미국항 트룩시마와 허쥬마의 매출이 본격화되고 2020년부터는 램시마SC가 견인하는 성장기 시작되기 때문이다.

■ 램시마SC의 성공여부가 미래 가치 판단의 핵심

셀트리온은 램시마를 피하주사 용법으로 개량한 램시마SC버전의 유럽허가를 EMA에 신청했다. 학회에서 발표된 임상데이터들에서 램시마와의 비열등성이 입증되어 있어 내년 하반기 허가와 출시가 무난할 것으로 예상된다. 당사는 램시마SC의 매출액이 2019년 419억원에서 2020년 3,892억원, 2021년 6,617억원, 2022년 1조원으로 급증할 것으로 추정한다. 2020년에 램시마SC의 매출은 유럽에서 본격적으로 발생할 것이고, 2021년 하반기부터는 미국시장에서의 판매도 예상된다. 유럽의 처방데이터를 근거로 미국 FDA와 임상에 대한 디자인을 협의한 후 2020년 허가신청, 2021년 허가/판매의 경로를 보일 것으로 판단된다. 미국시장에 램시마SC의 출시는 유럽보다 훨씬 더 큰 의미를 부여할 수 있다. 특히 때문에 휴미라와 엔브렐 바이오시밀러가 각각 2023년, 2028년까지 미국시장에서 출시될 가능성이 낮기 때문이다. 램시마SC가 2021년 출시되면 미국 TNF 알파 억제제 바이오시밀러 시장에서 약 2년 이상 조기진입 효과를 누릴 것이다.

■ 내년 하반기 고성장세 겨냥한 매수전략 유효

올 해 동사의 주가 약세의 주원인은 유럽시장에서의 공격적인 약가인하 때문이었다. 점유율을 높이고 경쟁약들의 처방데이터 확보를 어렵게 만드는 목적은 달성하였으나 단기의 이익률은 하락하였고 주가 하락의 빌미가 되었다. 하지만, 2019년은 상대적으로 약가인하 압력이 낮은 미국시장에서 두 개의 항암 바이오시밀러 판매가 시작되기 때문에 이익률이 상승할 확률이 높다. 또한 2020년부터는 램시마 SC제형의 진입으로 램시마군 전체의 이익률도 상승할 것으로 판단된다. 동사가 진행중인 직판체제 형성의 효과가 램시마SC의 판매와 시너지를 내게 되면 이익률 상승은 당사의 예상치를 상회할 수도 있다. 고성장세가 본격화될 내년 하반기를 겨냥한 매수전략이 유효한 시점이다. 목표주가는 글로벌 주식시장 전반의 하락세를 감안해 기존의 15만원에서 13만원으로 소폭 하향한다. 목표주가 기준 PER은 2019년 실적 기준 PER 131.0배, 2020년 76.2배, 2021년 52.1배, 2022년 37.9배 수준이다.



도표 1 연간실적 추정(연결기준)

(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	757.7	920.9	901.7	1,366.8	1,917.4	2,465.2	3,145.1
%YoY	82.2%	25.6%	-2.1%	51.6%	40.3%	613.2%	703.1%
램시마	747.9	506.9	419.6	465.7	549.3	631.7	726.5
트룩시마	9.8	383.2	248.0	560.0	634.4	761.3	883.1
허쥬마	-	17.7	205.2	282.2	325.4	390.5	456.9
램시마SC	-	-	-	41.9	389.2	661.7	1058.6
기타	-	13.1	28.8	17.0	19.0	20.0	20.0
매출원가	537.8	696.8	708.2	1,085.8	1,486.7	1,873.5	2,358.8
매출원가율	71.0%	75.7%	78.5%	79.4%	77.5%	76.0%	75.0%
매출총이익	219.9	224.1	193.5	281.0	430.7	591.6	786.3
판매관리비	41.3	70.5	91.0	109.7	130.8	150.7	174.2
영업이익	178.6	153.7	102.5	171.2	299.8	440.9	612.0
영업이익률	21.2%	16.7%	11.4%	12.5%	15.6%	17.9%	19.5%
%YoY	38.8%	-1.1%	-33.3%	67.0%	53.6%	47.1%	38.8%
영업외손익	(15.5)	52.5	66.9	9.9	11.4	14.0	14.0
세전이익	163.1	206.1	169.4	181.1	311.2	454.9	626.0
법인세비용	40.2	48.7	43.3	41.7	71.6	104.6	144.0
법인세율	24.7%	23.6%	25.6%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
당기순이익	122.9	157.4	126.1	139.5	239.7	350.3	482.1
EPS	-	1,128	897	993	1,705	2,493	3,430
목표주가 기준 PER	-	-	144.9	131.0	76.2	52.1	37.9

자료: 유진투자증권

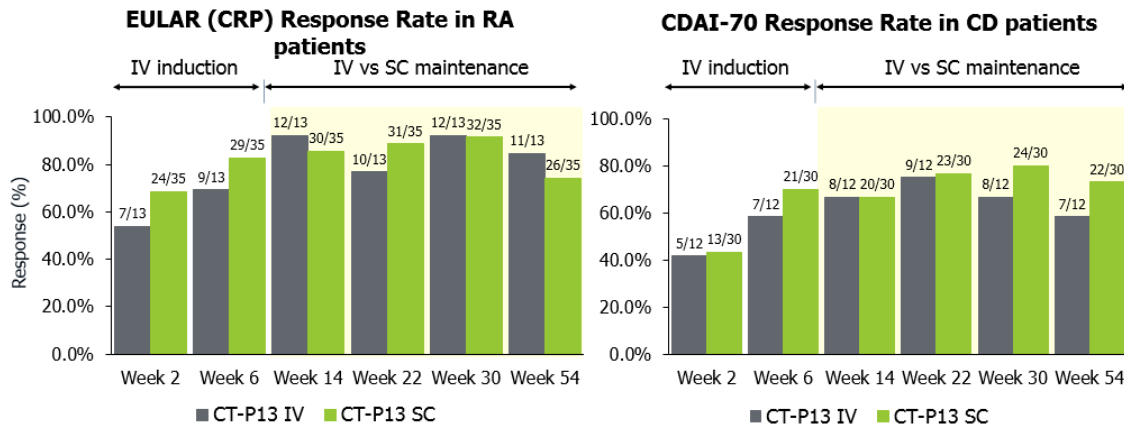
도표 2 분기실적 추정(연결기준)

(십억원)	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F
매출액	58.4	229.4	169.2	463.8	128.4	183.8	212.7	376.9
%YoY	10.6%	143.8%	-2.4%	12.3%	119.7%	-19.9%	25.7%	-18.7%
램시마	65.4	209.5	134.4	97.6	104.6	32.9	111.8	170.4
트룩시마	3.6	27.2	54.9	297.5	21.2	82.8	23.7	120.3
허쥬마	-	-	-	17.7	1.5	43.4	77.1	83.2
램시마SC	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	-10.6	-7.2	-20.1	51.0	1.1	24.6	0.1	3.0
매출원가	46.3	170.7	139.6	340.2	102.8	144.9	168.8	291.7
매출원가율	79.3%	74.4%	82.5%	73.3%	80.1%	78.9%	79.4%	77.4%
매출총이익	12.1	58.7	29.7	123.7	25.6	38.8	43.9	85.2
판매관리비	13.0	13.3	18.2	26.0	17.1	23.6	23.8	26.4
영업이익	-0.9	45.6	11.5	97.5	8.4	15.2	20.0	58.8
영업이익률	-1.6%	19.9%	6.8%	21.0%	0.1	0.1	0.1	0.2
%YoY	적전	526.1%	-72.1%	-8.2%	흑전	-66.6%	73.7%	-39.7%
영업외손익	-8.8	49.6	0.3	11.4	74.1	0.7	-11.0	3.0
세전이익	-9.7	95.2	11.8	108.8	82.5	16.0	9.1	61.8
법인세비용	2.5	24.3	2.7	19.2	22.0	5.0	2.7	13.6
법인세율	-26.2%	25.5%	22.5%	17.7%	0.3	0.3	0.3	0.2
당기순이익	-12.3	70.9	9.2	89.6	60.5	11.0	6.4	48.2

자료: 유진투자증권

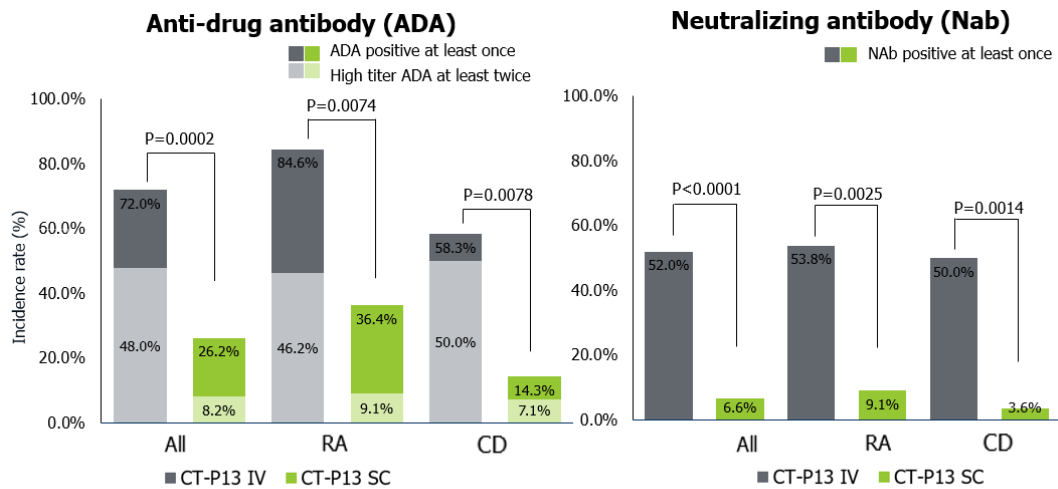


도표 3 램시마SC의 효능 임상데이터



자료: ACR2018, 유진투자증권

도표 4 램시마SC 면역원성 임상데이터



Note: High ADA titer was defined as more than 92. Patients who reported ADA positive at Weeks 0 or 6 (before randomization) were excluded. P values are from analysis of ADA/NAb positive at least once and derived from Fisher's exact test.

자료: ACR2018, 유진투자증권



도표 5 램시마SC 안전성 임상데이터

Events, n (%)	All		RA		CD	
	IV cohorts (N=26)	SC cohorts (N=66)	IV cohort (N=13)	SC cohorts (N=35)	IV cohort (N=13)	SC cohorts (N=31)
TEAEs	19 (73.1)	47 (71.2)	9 (69.2)	24 (68.6)	10 (76.9)	23 (74.2)
Related	7 (26.9)	30 (45.5)	4 (30.8)	19 (54.3)	3 (23.1)	11 (35.5)
TESAEs	5 (19.2)	11 (16.7)	1 (7.7)	5 (14.3)	4 (30.8)	6 (19.4)
Related	0	2 (3.0)	0	2 (5.7)	0	0
ARRs	2 (7.7)	4 (6.1)	1 (7.7)	3 (8.6)	1 (7.7)	1 (3.2)
Infections	8 (30.8)	26 (39.4)	5 (38.5)	13 (37.1)	3 (23.1)	13 (41.9)
Upper respiratory tract infection	1 (3.8)	7 (10.6)	1 (7.7)	4 (11.4)	0	3 (9.7)
Viral upper respiratory tract infection	4 (15.4)	3 (4.5)	2 (15.4)	2 (5.7)	2 (15.4)	1 (3.2)
Latent tuberculosis	1 (3.8)	4 (6.1)	1 (7.7)	1 (2.9)	0	3 (9.7)

ARR (Administration-related Reaction), TEAE (Treatment-emergent Adverse Event), TESAE (Treatment-emergent Serious Adverse Event)

*Infections reported most frequently during the maintenance phase are specified.

자료: ACR2018, 유진투자증권



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

J&J

Remicade

s(백만달러)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
U.S	1,206	1,073	916	918	987	5,235	5,624	5,088
YoY 증가율	-1.3%	-8.5%	-22.5%	-13.7%	-18.2%	0.1%	7.4%	-9.5%
International	285	278	331	298	292	1,326	1,342	1,227
YoY 증가율	-6.9%	-18.7%	1.8%	-12.1%	2.5%	-18.9%	1.2%	-8.6%
YoY (환효과제외)	-10.2%	-22.6%	-3.7%	-14.0%	8.2%	-4.7%	5.4%	-10.20%

*US는 US와 US Exports의 합계

Merck

Remicade(유럽)

(백만달러)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
Europe	214	186	167	157	135	1,794	1,268	837
YoY 증가율	-31.2%	-30.9%	-27.1%	-24.5%	-36.9%	-24.4%	-29.3%	-34.0%
YoY (환효과제외)	-34.0%	-35.0%	-35.0%	-29.0%	-35.0%	-10.0%	-28.0%	-34.0%

Abbvie

Humira

(백만달러)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
U.S	3,151	3,313	3,003	3,521	3,546	8,405	10,432	12,361
YoY 증가율	19.0%	15.1%	11.4%	10.0%	12.5%	28.8%	24.1%	18.5%
International	1,550	1,579	1,706	1,664	1,578	5,607	5,646	6,066
YoY 증가율	9.7%	11.7%	20.0%	9.8%	1.8%	-6.8%	0.7%	7.4%
YoY (환효과제외)	6.8%	6.5%	9.3%	4.4%	4.2%	8.6%	4.3%	6.7%

Amgen

Enbrel

(백만달러)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
U.S	1,309	1,368	1,050	1,252	1,242	5,099	5,719	5,206
YoY 증가율	-5.7%	-13.5%	-6.1%	-11.3%	-5.1%	15.8%	12.2%	-9.0%
Rest Of World	54	55	55	50	50	265	246	227
YoY 증가율	-15.6%	-11.3%	-12.7%	-9.1%	-7.4%	-6.7%	-7.2%	-7.7%

Pfizer

Enbrel(유럽)

(백만달러)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
International	613	634	506	551	531	3,333	2,909	2,452
YoY 증가율	-12.6%	-10.5%	-13.9%	-10.7%	-13.4%	-13.4%	-12.7%	-15.7%
YoY (환효과제외)	-13.0%	-13.0%	-21.0%	15.0%	11.0%	1.0%	-6.0%	15.0%

Inflectra/Remsiima

(백만달러)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	2015	2016	2017
U.S	34	44	55	63	91		4	118
YoY 증가율		1000.0%	223.5%	173.9%	167.6%			2850.0%
International	78	91	90	95	95		188	301
YoY 증가율	59.2%	56.9%	47.5%	33.8%	21.8%			60%
YoY (환효과제외)	56.0%	47.0%	32.0%	21.0%	22.0%			58%

자료: 각사, 유진투자증권



셀트리온헬스케어(091990.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
자산총계	2,875	3,000	3,208	3,532	4,013
유동자산	2,800	2,913	3,117	3,437	3,914
현금성자산	775	577	579	553	891
매출채권	416	450	489	633	670
재고자산	1,575	1,851	2,013	2,215	2,316
비유동자산	75	87	91	95	99
투자자산	72	83	87	90	94
유형자산	0	0	1	1	1
기타	2	3	3	4	4
부채총계	1,167	1,165	1,233	1,318	1,448
유동부채	993	1,130	1,197	1,280	1,409
매입채무	720	850	915	996	1,123
유동상이자부채	75	80	80	80	80
기타	198	200	202	204	206
비유동부채	174	35	36	38	39
비유동기타부채	0	0	0	0	0
기타	174	35	36	38	39
자본총계	1,707	1,835	1,975	2,214	2,565
자본지분	1,707	1,835	1,975	2,214	2,565
자본금	137	141	141	141	141
자본잉여금	1,366	1,377	1,377	1,377	1,377
이익잉여금	265	388	527	767	1,117
기타	(60)	(70)	(70)	(70)	(70)
비자본지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,707	1,835	1,975	2,214	2,565
총차입금	75	80	80	80	80
순차입금	(700)	(497)	(499)	(473)	(811)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(194)	(240)	7	(22)	343
당기순이익	157	126	139	240	350
자산상각비	0	0	0	1	1
기타비(현금성손익)	(57)	(26)	1	1	2
운전자본증감	(267)	(312)	(134)	(263)	(9)
매출채권감소(증가)	(143)	(51)	(39)	(144)	(37)
재고자산감소(증가)	(114)	(277)	(162)	(202)	(101)
매입채무증가(감소)	18	127	65	81	127
기타	(28)	(110)	2	2	2
투자활동현금흐름	(521)	248	(17)	(18)	(19)
단기투자자산감소	(520)	254	(13)	(13)	(14)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무활동현금흐름	865	5	0	0	0
차입증가	(141)	(1)	0	0	0
자본증가	1,006	5	0	0	0
배당금지급	0	3	0	0	0
현금 증감	155	7	(10)	(40)	324
기초현금	96	251	258	248	208
기말현금	251	258	248	208	532
Gross cash flow	119	100	141	242	353
Gross investment	268	318	139	268	14
Free cash flow	(149)	(217)	3	(26)	338

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
매출액	921	902	1,367	1,917	2,465
증가율(%)	25.6	(2.1)	51.6	40.3	28.6
매출원가	697	708	1,086	1,487	1,874
매출총이익	224	193	281	431	592
판매 및 일반관리비	70	91	110	131	151
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	154	103	171	300	441
증가율(%)	(1.1)	(33.3)	67.0	75.1	47.1
EBITDA	154	103	172	300	442
증가율(%)	(1.1)	(33.2)	66.9	75.0	47.0
영업외손익	52	67	10	11	14
이자수익	7	7	9	9	10
이자비용	24	0	1	1	1
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	70	60	1	3	4
세전순이익	206	169	181	311	455
증가율(%)	48.6	(17.8)	6.9	71.8	46.2
법인세비용	49	43	42	72	105
당기순이익	157	126	139	240	350
증가율(%)	62.0	(19.9)	10.6	71.8	46.2
지배주주지분	157	126	139	240	350
증가율(%)	62.0	(19.9)	10.6	71.8	46.2
비지배지분	(0)	0	0	0	0
EPS	1,128	897	993	1,705	2,493
증가율(%)	30.1	(20.5)	10.6	71.8	46.2
수정EPS	1,128	897	993	1,705	2,493
증가율(%)	30.1	(20.5)	10.6	71.8	46.2

주요투자지표

	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,128	897	993	1,705	2,493
BPS	12,189	13,060	14,053	15,758	18,251
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	96.3	85.7	77.5	45.1	30.8
PBR	8.9	5.9	5.5	4.9	4.2
EV/EBITDA	94.3	100.3	60.1	34.4	22.6
배당수익률	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	127.1	107.7	76.5	44.7	30.7
수익성(%)					
영업이익률	16.7	11.4	12.5	15.6	17.9
EBITDA이익률	16.7	11.4	12.6	15.7	17.9
순이익률	17.1	14.0	10.2	12.5	14.2
ROE	13.9	7.1	7.3	11.4	14.7
ROIC	12.9	6.5	9.4	14.4	19.4
안정성(배,%)					
순차입금/자본지분	(41.0)	(27.1)	(25.3)	(21.4)	(31.6)
유동비율	281.9	257.9	260.5	268.6	277.8
이자보상배율	6.4	641.4	267.8	469.0	689.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7
매출채권회전율	2.4	2.1	2.9	3.4	3.8
재고자산회전율	0.6	0.5	0.7	0.9	1.1
매입채무회전율	1.3	1.1	1.5	2.0	2.3



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 기관투자자 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 저작물로서 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	90%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	10%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.09.30 기준)

