

셀트리온헬스케어 (매수, TP: 86,000 원 하향)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 3,916 억원(-5.7%YoY), 영업이익은 453 억원(-8.1%YoY, OPM 11.6%)로 시장 컨센서스 하회 전망된다. 4분기 실적 시장 컨센서스 하회의 주 요인은 동사의 직판 전환으로 파트너사로 나가는 물량 축소 및 관련된 비용 집행 때문이다. 또한 트룩시마의 가격경쟁에 따른 단가인하의 영향도 실적감소의 주된 원인으로 작용할 전망이다.

동사의 직판체제 전환에 따른 매출축소 및 비용집행은 2019 년 상반기까지 지속되면서 이에 따른 실적부진이 예상된다. 특히 직판 전환에 따른 인력 채용으로 인건비 상승이 상반기까지 지속될 전망이다. 그러나 직판체제 전환 이후 본격적인 실적발생이 예상되는 2019 년 하반기부터는 전환에 따른 이익개선세 예상된다. 따라서 2019 년 영업이익을 54% 하향하고 이에 따른 EPS 는 39% 하향 조정되었고 결과적으로 목표주가는 86,000 원으로 하향하나 투자의견 BUY 는 유지한다.

그림 39. 셀트리온헬스케어의 분기별 실적 전망치

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,154.2	1,284.0	1,838.0	2,127.0	3,915.8	4,807.0	(5.7)	84.1	(18.5)
영업이익	492.8	84.3	152.8	200.8	453.1	730.0	(8.1)	125.7	(37.9)
세전이익	606.3	825.2	159.7	90.8	615.3	783.0	1.5	577.5	(21.4)
순이익	509.8	605.1	109.8	63.8	432.4	596.0	(15.2)	577.5	(27.4)
영업이익률	11.9	6.6	8.3	9.4	11.6	15.2			
세전이익률	14.6	64.3	8.7	4.3	15.7	16.3			
순이익률	12.3	47.1	6.0	3.0	11.0	12.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 40. 셀트리온헬스케어 연간 실적전망 변경

(억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,165	11,008	12,958	13,746	18,545	24,672	(33.3)	(40.6)	(47.5)
영업이익	891	1,993	2,381	2,751	4,358	6,317	(67.6)	(54.3)	(62.3)
세전이익	1,691	2,996	3,435	2,155	4,866	6,910	(21.5)	(38.4)	(50.3)
순이익	1,211	2,247	2,577	2,399	3,700	5,255	(49.5)	(39.3)	(51.0)
EPS	862	1,599	1,833	1,708	2,635	3,742	(49.5)	(39.3)	(51.0)
영업이익률	9.7	18.1	18.4	20.0	23.5	25.6	(10.3)	(5.4)	(7.2)

자료 : SK 증권 추정치

그림 41. 셀트리온헬스케어의 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	1,284.0	1,838.0	2,127.0	3,915.8	7,332.6	9,209.2	9,164.8	11,008.3
램시마	657.5	2,090.0	1,346.7	970.8	1,052.9	330.8	1,127.3	1,456.2	7,291.3	5,065.1	3,967.3	4,799.3
트룩시마	42.0	285.0	633.8	2,999.2	218.3	863.9	234.0	1,859.5	41.3	3,960.0	3,175.6	3,439.1
허쥬마	0.0	0.0	0.0	184.2	12.8	441.1	765.7	600.0	0.0	184.2	1,819.7	2,069.9
램시마SC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	700.0
영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	84.3	152.8	200.8	453.1	1,553.0	1,536.5	891.3	1,992.6
세전이익	18.7	1,031.8	404.6	606.3	825.2	159.7	90.8	615.3	1,387.5	2,061.4	1,691.0	2,996.2
순이익	-18.0	775.4	307.1	509.8	605.1	109.8	63.8	432.4	971.7	1,574.4	1,211.1	2,247.2
성장률YoY												
매출액	32.5	152.4	14.2	0.6	83.6	-22.6	7.4	-5.7	144.3	25.6	-0.5	20.1
영업이익	1,750.8	634.0	-2.4	-53.6	-20.8	-71.4	-50.2	-8.1	199.8	-1.1	-42.0	123.6
세전이익	흑전	흑전	-19.9	-36.5	4,322.5	-84.5	-77.6	1.5	-133.6	48.6	-18.0	77.2
순이익	적지	흑전	-23.5	-19.7	흑전	-85.8	-79.2	-15.2	-105.6	62.0	-23.1	85.5
수익률												
영업이익	15.2	22.5	20.3	11.9	6.6	8.3	9.4	11.6	21.2	16.7	9.7	18.1
세전이익	2.7	43.4	20.4	14.6	64.3	8.7	4.3	15.7	18.9	22.4	18.5	27.2
순이익	-2.6	32.6	15.5	12.3	47.1	6.0	3.0	11.0	13.3	17.1	13.2	20.4

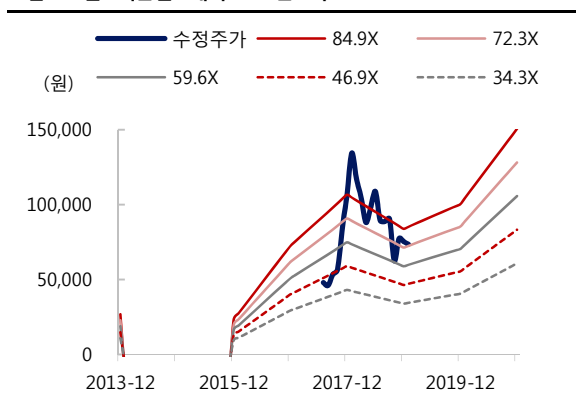
자료 : SK 증권 추정치

그림 42. 셀트리온헬스케어 Valuation Table

구분	내용	비고
2019년 예상 순이익(억원)	2,247.2	
발행주식수(주)	136,688,120	
2019년 EPS(원)	1,599	
적용PER(배)	54.0	셀트리온 목표 PER에서 20% 할인
주당가치(원)	86,352	
목표주가(원)	86,000	
현재주가(원)	69,100	2019년 1월 15일 종가 기준
상승여력(%)	24.5	

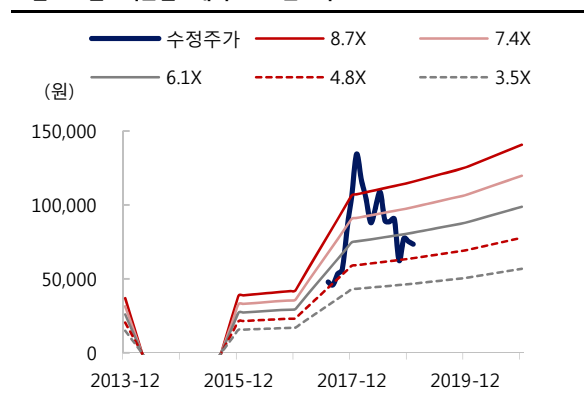
자료 : SK 증권 추정치

그림 43. 셀트리온헬스케어 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 44. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	19,492	28,002	30,084	33,783	38,051
현금및현금성자산	959	2,514	10,789	13,309	14,510
매출채권및기타채권	3,642	4,155	3,401	4,195	4,938
재고자산	14,721	15,748	12,371	12,660	14,902
비유동자산	565	747	1,016	1,836	2,656
장기금융자산	231	503	608	608	608
유형자산	1	3	1	1	0
무형자산	10	21	29	32	35
자산총계	20,058	28,749	31,100	35,619	40,707
유동부채	12,600	9,933	9,836	11,575	13,519
단기금융부채	3,224	751	699	599	599
매입채무 및 기타채무	6,831	7,204	7,168	8,611	10,136
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,954	1,741	2,960	3,556	4,186
장기금융부채	328	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	14,554	11,675	12,797	15,131	17,705
지배주주지분	5,503	17,075	18,303	20,488	23,002
자본금	1,121	1,373	1,405	1,405	1,405
자본잉여금	3,806	13,656	13,769	13,769	13,769
기타자본구성요소	-461	-461	-499	-499	-499
자기주식	0	0	-16	-16	-16
이익잉여금	1,073	2,647	3,831	6,078	8,654
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,503	17,075	18,303	20,488	23,002
부채외자본총계	20,058	28,749	31,100	35,619	40,707

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	432	-1,894	5,764	2,494	1,021
당기순이익(손실)	972	1,574	1,211	2,247	2,577
비현금성항목등	646	-382	-236	-245	-186
유형자산감가상각비	1	1	4	2	0
무형자산상각비	0	1	3	8	9
기타	63	-1,011	-981	-1,150	-1,150
운전자본감소(증가)	-956	-2,669	5,300	1,240	-510
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,141	-1,431	588	-795	-743
재고자산감소(증가)	-732	-1,136	3,366	-289	-2,242
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,175	179	-64	1,443	1,525
기타	1,742	-282	1,409	880	950
법인세납부	-230	-417	-511	-749	-859
투자활동현금흐름	0	-5,185	2,707	205	247
금융자산감소(증가)	0	-5,200	2,569	0	0
유형자산감소(증가)	0	-3	-2	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	-11	-11	-11	-11
기타	1	30	152	218	258
재무활동현금흐름	89	8,578	-132	-178	-67
단기금융부채증가(감소)	136	-115	-105	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	-1,295	0	0	0
자본의증가(감소)	82	10,063	60	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-129	-75	-86	-78	-67
현금의 증가(감소)	590	1,555	8,275	2,520	1,201
기초현금	369	959	2,514	10,789	13,309
기말현금	959	2,514	10,789	13,309	14,510
FCF	521	-662	5,877	2,731	1,273

자료 : 셉트리온헬스케어 SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,333	9,209	9,164	11,008	12,958
매출원가	5,378	6,968	7,083	7,706	9,071
매출총이익	1,954	2,241	2,081	3,302	3,887
매출총이익률 (%)	26.7	24.3	22.7	30.0	30.0
판매비와관리비	401	705	1,191	1,310	1,506
영업이익	1,553	1,537	890	1,993	2,381
영업이익률 (%)	21.2	16.7	9.7	18.1	18.4
비영업손익	-166	525	801	1,004	1,054
순금융비용	266	173	-37	-140	-191
외환관련손익	134	-253	-286	-286	-286
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,388	2,061	1,691	2,996	3,435
세전계속사업이익률 (%)	18.9	22.4	18.5	27.2	26.5
계속사업법인세	416	487	480	749	859
계속사업이익	972	1,574	1,211	2,247	2,577
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	972	1,574	1,211	2,247	2,577
순이익률 (%)	13.3	17.1	13.2	20.4	19.9
지배주주	972	1,574	1,211	2,247	2,577
지배주주귀속 순이익률(%)	13.25	17.1	13.22	20.41	19.88
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	975	1,470	1,149	2,185	2,514
지배주주	975	1,470	1,149	2,185	2,514
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,555	1,538	898	2,003	2,390

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	82.2	25.6	-0.5	20.1	17.7
영업이익	38.8	-1.1	-42.1	123.8	19.5
세전계속사업이익	1.6	48.6	-18.0	77.2	14.7
EBITDA	38.7	-1.1	-41.7	123.1	19.4
EPS(계속사업)	212.8	47.1	-31.3	85.4	14.7
수익성 (%)					
ROE	18.5	14.0	6.9	11.6	11.9
ROA	5.4	6.5	4.1	6.7	6.8
EBITDA마진	21.2	16.7	9.8	18.2	18.5
안정성 (%)					
유동비율	154.7	281.9	305.9	291.9	281.5
부채비율	264.5	68.4	69.9	73.9	77.0
순차입금/자기자본	47.1	-41.0	-72.4	-77.5	-74.2
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.4	10.7	25.5	35.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	853	1,255	862	1,599	1,833
BPS	4,814	12,189	13,025	14,579	16,368
CFPS	854	1,256	868	1,606	1,840
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	84.9	175.0	46.8	40.9
PER(최저)	0.0	34.3	68.4	44.8	39.1
PBR(최고)	0.0	8.7	11.6	5.1	4.6
PBR(최저)	0.0	3.5	4.5	4.9	4.4
PCR	0.0	84.8	86.8	45.8	39.9
EV/EBITDA(최고)	0.0	94.4	225.3	45.7	37.8
EV/EBITDA(최저)	0.0	35.1	79.3	43.3	35.8