



Buy(Maintain)

목표주가: 170,000원

주가(03/04): 130,900원

시가총액: 198,930억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHKim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (03/04)		926.20pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	173,483원	56,095원
등락률	-24.5%	133.4%
수익률	절대	상대
1M	-11.9%	-7.9%
6M	35.1%	26.3%
1Y	96.9%	38.2%

Company Data

발행주식수	151,971 천주
일평균 거래량(3M)	3,871천주
외국인 지분율	17.3%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	12,115원
주요 주주	셀트리온헬스케어홀딩스 외 18 인
	38.0%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	713.5	1,100.9	1,627.6	2,069.5
영업이익	-25.2	82.8	362.1	482.8
EBITDA	-24.9	84.9	364.7	483.0
세전이익	24.4	75.4	315.0	497.9
순이익	11.4	65.0	240.7	380.4
지배주주지분순이익	11.4	65.0	240.7	380.4
EPS(원)	74	422	1,555	2,455
증감률(% YoY)	-93.5	468.6	268.1	57.9
PER(배)	947.2	123.1	104.8	52.7
PBR(배)	6.60	4.81	13.45	9.03
EV/EBITDA(배)	-405.8	85.9	66.0	39.1
영업이익률(%)	-3.5	7.5	22.2	23.3
ROE(%)	0.7	3.9	13.6	18.6
순차입금비율(%)	-29.8	-20.5	-36.7	-35.3

자료: 키움증권

Price Trend

 실적 Review

셀트리온헬스케어 (091990)

본업은 램시마SC로, 알파는 렉키로나로!



장 마감 후 4분기 실적을 발표하였고, 시장 기대치를 소폭 상회하는 영업이익을 기록하였습니다. 올해는 트룩시마 경쟁 심화로 가격 하락이 예상되나, 휴미라 고농도 시밀러와 램시마SC 유럽 본격 진출로 본업 지속 성장이 전망됩니다. 이 밖에도 코로나19 치료제 렉키로나의 EMA 롤링 리뷰 결과가 3~4월 중에 나올 것으로 보여 긍정적 결과 및 국가별 계약 체결된다면 실적 및 수익성 개선에 큰 기여할 수 있을 것으로 기대됩니다.

>> 평이한 4분기 실적

4분기 매출액 3,870억원(YoY +23%), 영업이익 918억원(YoY +115%, OPM 24%)으로 매출액은 시장 기대치를 -12% 하회하였으나, 영업이익은 +5% 상회하였다. 매출액은 전분기대비해서도 -16% 하락하였는데, 평균 환율 하락 영향이 있었고 3분기에 반영되었던 미국형 트룩시마 변동대가가 4분기에는 적게 반영된 영향 때문이다. 영업이익은 연말 인센티브 반영에 따른 인건비 상승 등으로 판매관리비 증가하였으나, 미국 지역 비중 증가 및 직판체제 안전화 등으로 원가율 하락하며 24%의 양호한 영업이익률을 기록하였다. 영업 외로는 환율 효과로 인한 외화손실 영향이 가장 컸다.

>> 올해에는 휴미라 시밀러와 램시마SC로 성장

렉키로나를 제외한 본업의 '21년 매출액은 2조 695억원(YoY +27%), 영업이익 4,828억원(YoY +33%, OPM 23%)이 전망된다. 트룩시마 '20년말 기준 점유율 20%에서 올해에도 점유율 상승이 예상되나, 화이자의 룩시엔스(Ruxience)에 이어 암젠의 리아브니(Riabni)가 경쟁에 뛰어들기 때문에 경쟁 심화에 따른 가격 하락 압박이 있을 수 있다. 다만, 휴미라 고농도 바이오시밀러 유럽 출시 매출액 1,000억원과 램시마SC의 유럽 출시 매출액 3,027억원으로 성장을 이어갈 것으로 예상된다. 램시마SC 유럽 주요 국가 출시는 1분기내로 마무리될 것으로 보인다.

>> 투자의견 BUY, 목표주가 17만원 상향

'20년에는 신제품 출시 효과, 특히 미국 트룩시마 급증의 영향으로 고성장하였다. 올해에도 유럽형 신제품(휴미라 고농도, 램시마SC) 영향으로 '20년 만큼의 성장은 아니지만 본업에서 꾸준한 성장이 전망된다. 렉키로나가 유럽 긴급사용승인 및 각 국의 정부와 비축물량 계약이 진행된다면, '20년 고성장을 뛰어넘는 실적을 기록할 수 있다. 렉키로나는 여타 기존 제품들과 다르게 신약이라는 점에서 이익개선 효과도 뚜렷할 것으로 예상된다. 정부 비축 물량이기 때문에 영업 비용 등이 적게 든다는 것 또한 특징이다. VIR 코로나19 항체 3상 환자모집 중단 권고 받는 등 코로나19 항체 치료제 성공이 쉽지 않은 가운데 3~4월 중 EMA 롤링 리뷰(Rolling Review) 결과가 긍정적으로 나올 경우 많은 물량의 계약도 기대된다. 올해 관전 포인트는 트룩시마의 점유율 및 가격경쟁 압박, 하반기부터 반영될 램시마SC의 시장 침투 및 렉키로나의 국가별 비축물량 계약이 되겠다.

실적 세부 내역 1

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)	(단위, 십억원)
매출액	356.9	420.3	463.4	387.0	-16%	23%	526.5	-26%	438.3	-12%	
영업이익	55.8	86.8	127.7	91.8	-28%	114%	108.6	-15%	87.8	5%	
영업이익률	16%	21%	28%	24%			21%		20%		
세전이익	98.2	68.7	120.6	27.2	-77%	22%	110.0	-75%			
세전이익률	28%	16%	26%	7%			21%				
지배주주 순이익	76.2	46.4	86.1	31.7	-63%	-22%	97.0	-67%	68.7	-54%	

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	(단위, 십억원)
랩시마	149.9	151.3	166.8	150.9	619.0	162.7	134.1	154.4	163.6	614.8	
미국	60.0	40.6	60.2	39.5	200.3	50.8	41.8	56.8	50.9	200.3	
유럽 등	89.9	110.7	106.6	111.5	418.7	111.9	92.2	97.6	112.7	414.5	
랩시마SC	7.1	8.4	9.3	7.7	32.6	30.3	60.5	90.8	121.1	302.7	
미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
유럽 등	7.1	8.4	9.3	7.7	32.6	30.3	60.5	90.8	121.1	302.7	
트룩시마	164.2	205.9	236.3	189.6	796.1	181.7	197.3	205.3	157.0	741.3	
미국	98.5	152.3	180.7	157.9	589.5	123.9	132.2	151.8	122.6	530.5	
유럽 등	65.7	53.6	55.6	31.7	206.6	57.8	65.1	53.5	34.3	210.8	
허쥬마	35.7	54.6	51.0	34.8	176.1	48.5	74.2	51.6	39.6	214.0	
미국	7.1	10.2	-	-	17.3	4.7	5.6	5.8	7.2	23.3	
유럽 등	28.6	44.5	51.0	34.8	158.8	43.8	68.6	45.7	32.4	190.6	
휴미라						5.0	13.0	22.0	60.0	100.0	
기타	-	-	-	3.9	3.9	6.6	35.6	17.9	36.6	96.7	
매출액	356.9	420.3	463.4	387.0	1,627.6	434.8	514.7	542.0	577.9	2,069.5	
yoy	61.9%	47.6%	64.3%	23.4%	47.8%	21.8%	22.5%	17.0%	49.3%	27.1%	
매출원가	262.4	292.0	289.4	242.0	1,085.8	298.0	352.5	349.3	358.5	1,358.3	
원가율	73.5%	69.5%	62.5%	62.5%	66.7%	68.5%	68.5%	64.5%	62.0%	65.6%	
매출총이익	94.5	128.3	174.0	145.0	541.8	136.8	162.3	192.7	219.4	711.2	
총이익율	26.5%	30.5%	37.5%	37.5%	33.3%	31.5%	31.5%	35.5%	38.0%	34.4%	
판관비	38.7	41.4	46.3	53.2	179.6	46.4	50.0	53.4	78.6	228.4	
판관비율	10.8%	9.9%	10.0%	13.7%	11.0%	10.7%	9.7%	9.8%	13.6%	11.0%	
영업이익	55.8	86.8	127.7	91.8	362.1	90.5	112.3	139.3	140.8	482.8	
yoy	495.6%	838.4%	498.8%	114.3%	337.4%	62.2%	29.3%	9.1%	53.4%	33.3%	
opm	15.6%	20.7%	27.6%	23.7%	22.3%	20.8%	21.8%	25.7%	24.4%	23.3%	

주: 품목별 지역 매출액은 비공개로 당사 추정치임. 회사측과 다를 수 있음.

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	249,944	DCF '21~26년 DCF
② 코로나 19 치료제	8,598	가격 \$1,100. 셀트리온 배분율 50%. 성공확률 54%. OPM 67%. 투여가능 환자 수 최대 160만명('22년) 가정
③ 순차입금	-3,124	
④ 유통 주식 수	151,810	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	261,666	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	170,000	

자료: 키움증권 리서치센터

주요 파이프라인

제품명	오리지널 의약품	개발사	적용증	글로벌 시장규모 (\$bn)	US	EU
Remsima SC (CT-P13 SC)	-	Celltrion	자가면역질환	47.7	임상 3상 진행 중	모든 적용증 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)
Yuflyma (CT-P17)	Humira (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	29.5	허가 신청 준비중	유럽 판매허가 획득 (2021.2월)
CT-P16	Avastin (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	6.1	글로벌 임상 3상 진행 중 (환자모집 3Q20, 임상완료 1H21 목표)	
CT-P39	Xolair (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.2	글로벌 임상 3상 개시 (2020.7월~)	
CT-P43	Stelara (Ustekinumab)	Johnson & Johnson	자가면역질환	10.2	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2020.9월~)	
CT-P41	Prolia (Denosumab)	Amgen	골다공증	5.1	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2020.9월~)	
CT-P42	Eylea (Aflibercept)	Bayer, Regeneron	안과질환	5.3	글로벌 임상 1상 진행, 3상 개시 (2021.1월~)	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	(단위 :십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	713.5	1,100.9	1,627.6	2,069.5	2,382.0
매출원가	644.6	891.6	1,085.8	1,358.3	1,570.4
매출총이익	68.9	209.3	541.8	711.2	811.6
판관비	94.1	126.5	179.6	228.4	262.0
영업이익	-25.2	82.8	362.1	482.8	549.6
EBITDA	-24.9	84.9	364.7	483.0	549.8
영업외손익	49.6	-7.4	-47.1	15.1	19.0
이자수익	5.4	2.7	4.8	5.4	7.4
이자비용	0.8	6.8	6.8	6.8	6.8
외환관련이익	21.2	27.9	40.0	27.0	27.0
외환관련손실	25.6	20.0	8.7	8.7	8.7
증속 및 관계기업손익	0.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타	49.4	-10.4	-75.6	-1.0	0.9
법인세차감전이익	24.4	75.4	315.0	497.9	568.7
법인세비용	13.0	10.4	74.3	117.5	134.2
계속사업순손익	11.4	65.0	240.7	380.4	434.5
당기순이익	11.4	65.0	240.7	380.4	434.5
지배주주순이익	11.4	65.0	240.7	380.4	434.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.5	54.3	47.8	27.2	15.1
영업이익 증감율	-116.4	-428.6	337.3	33.3	13.8
EBITDA 증감율	-116.2	-441.0	329.6	32.4	13.8
지배주주순이익 증감율	-92.8	470.2	270.3	58.0	14.2
EPS 증감율	-93.5	468.6	268.1	57.9	14.2
매출총이익률(%)	9.7	19.0	33.3	34.4	34.1
영업이익률(%)	-3.5	7.5	22.2	23.3	23.1
EBITDA Margin(%)	-3.5	7.7	22.4	23.3	23.1
지배주주순이익률(%)	1.6	5.9	14.8	18.4	18.2

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위 :십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-184.2	-163.8	385.9	139.3	378.5
당기순이익	11.4	65.0	240.7	380.4	434.5
비현금항목의 가감	-29.8	37.1	84.1	124.2	138.9
유형자산감가상각비	0.1	1.8	2.4	0.0	0.0
무형자산감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법평가손익	0.0	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타	-30.1	35.9	82.3	124.8	139.5
영업활동자산부채증감	-126.7	-221.1	137.6	-246.4	-61.2
매출채권및기타채권의감소	-13.3	25.7	-147.2	-145.8	-31.7
재고자산의감소	-128.1	72.0	28.6	-267.5	-114.5
매입채무및기타채무의증가	-12.9	-75.7	275.7	188.4	108.6
기타	27.6	-243.1	-19.5	-21.5	-23.6
기타현금흐름	-39.1	-44.8	-76.5	-118.9	-133.7
투자활동 현금흐름	253.0	164.2	-13.6	-13.6	-13.6
유형자산의 취득	-0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	17.6	4.8	-3.6	-3.6	-3.6
단기금융자산의감소(증가)	189.3	170.1	0.0	0.0	0.0
기타	47.3	-10.1	-10.0	-10.0	-10.0
재무활동 현금흐름	-83.1	85.8	111.5	106.8	103.7
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	7.9	3.2	0.0
자기주식처분(취득)	-96.2	-17.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.1	103.7	103.6	103.6	103.7
기타현금흐름	3.3	-29.6	-136.9	-137.3	-137.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-11.0	56.6	346.9	95.2	331.0
기초현금 및 현금성자산	251.4	240.4	297.0	643.9	739.1
기말현금 및 현금성자산	240.4	297.0	643.9	739.1	1,070.1

자료 : 키움증권

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위 :십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,151.3	3,681.2	4,182.1
현금 및 현금성자산	240.4	297.0	643.9	739.0	1,070.1
단기금융자산	330.7	160.6	160.6	160.6	160.6
매출채권 및 기타채권	405.5	390.0	537.1	682.9	714.6
재고자산	1,696.9	1,623.6	1,595.0	1,862.5	1,977.1
기타유동자산	119.9	195.1	214.7	236.2	259.7
비유동자산	155.2	182.6	182.8	185.5	188.1
투자자산	32.7	27.1	29.9	32.7	35.4
유형자산	0.4	2.4	0.0	0.0	0.0
무형자산	2.9	2.6	2.4	2.3	2.1
기타비유동자산	119.2	150.5	150.5	150.5	150.6
자산총계	2,948.6	2,848.9	3,334.1	3,866.7	4,370.2
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,346.7	1,535.1	1,643.8
매입채무 및 기타채무	816.6	696.7	972.4	1,160.8	1,269.4
단기금융부채	84.0	115.6	115.6	115.6	115.6
기타유동부채	378.5	258.8	258.7	258.7	258.8
비유동부채	34.0	111.9	111.9	111.9	111.9
장기금융부채	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8
기타비유동부채	34.0	111.1	111.1	111.1	111.1
부채총계	1,313.1	1,183.0	1,458.7	1,647.1	1,755.7
자본지분	1,635.5	1,665.9	1,875.5	2,219.6	2,614.5
자본금	140.5	143.9	151.8	155.0	155.0
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,390.7	1,390.7	1,390.7
기타자본	-138.1	-155.0	-154.6	-154.5	-154.5
기타포괄손익누계액	-11.4	-43.3	-75.2	-107.1	-139.0
이익잉여금	267.5	329.6	562.8	935.5	1,362.3
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,635.5	1,665.9	1,875.5	2,219.6	2,614.5
투자지표					
					(단위 :원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	74	422	1,555	2,455	2,803
BPS	10,664	10,816	12,115	14,322	16,871
CFPS	-120	664	2,098	3,256	3,700
DPS	20	50	50	50	50
주가배수(배)					
PER	947.2	123.1	104.8	52.7	46.2
PER(최고)	2,024.1	175.2	113.0		
PER(최저)	723.3	83.4	31.1		
PBR	6.60	4.81	13.45	9.03	7.67
PBR(최고)	14.10	6.84	14.51		
PBR(최저)	5.04	3.26	3.99		
PSR	15.12	7.26	15.50	9.69	8.42
PCFR	-584.2	78.3	77.7	39.7	35.0
EV/EBITDA	-405.8	85.9	66.0	39.1	33.7
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.4	2.2	7.8	10.6	10.5
ROE	0.7	3.9	13.6	18.6	18.0
ROIC	-3.9	6.4	21.3	27.3	27.9
매출채권회전율	1.7	2.8	3.5	3.4	3.4
재고자산회전율	0.4	0.7	1.0	1.2	1.2
부채비율	80.3	71.0	77.8	74.2	67.2
순차입금비율	-29.8	-20.5	-36.7	-35.3	-42.6
이자보상배율	-33.4	12.1	52.9	70.5	80.3
총차입금	84.0	116.4	116.4	116.4	116.4
순차입금	-487.1	-341.2	-688.1	-783.3	-1,114.4
EBITDA	-24.9	84.9	364.7	483.0	549.8
FCF	-170.8	-140.0	416.8	122.7	358.9

Compliance Notice

- 당사는 03월 04일 현재 '셀트리온헬스케어 (091990)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

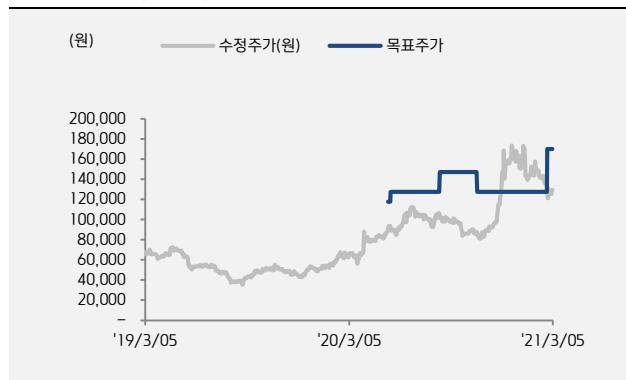
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균	최고
셀트리온 헬스케어 (091990)	2020-05-13	Buy (Initiate)	117,682원	6개월	-21.17	-20.58	
	2020-05-18	Buy (Maintain)	127,489원	6개월	-21.56	-11.77	
	2020-08-14	Buy (Maintain)	147,103원	6개월	-32.08	-30.47	
	2020-08-25	Buy(Maintain)	147,103원	6개월	-36.19	-30.47	
	2020-10-20	Buy(Maintain)	127,489원	6개월	2.93	36.08	
	2021-03-05	Buy(Maintain)	170,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)**투자의견 및 적용기준**

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/10/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%