



▲ 제약/바이오

Analyst 김지하

02. 6454-4868

jiha.kim@meritz.co.kr

셀트리온헬스케어 091990

렉키로나 수출을 기대하자

- ✓ 4Q20 매출액 3,870억원, 환율 하락 및 변동대가 역기저효과로 컨센 하회
- ✓ 4Q20 영업이익 918억원, 美트룩시마 비중 높아 인건비 증가에도 20%대 OPM 기록
- ✓ 2021E Preview: 매출액 1조 9,448억원(+20%, 이하 YoY), 영업이익 4,927억원(+36%)
- ✓ 램시마SC 및 유플라이마 성장과 렉키로나 수출 여부가 관건
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 145,000원으로 +11.5% 상향 조정

Buy

적정주가 (12개월)	145,000 원
현재주가 (3.4)	130,900 원
상승여력	10.8%
KOSDAQ	926.20pt
시가총액	198,930억원
발행주식수	15,497만주
유동주식비율	60.68%
외국인비중	17.15%
52주 최고/최저가	173,483원/56,095원
평균거래대금	5,919.4억원
주요주주(%)	
셀트리온헬스케어홀딩스 외 18 인	37.99
Ion Investments B.V.	7.52

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.6	35.1	105.4
상대주가	-8.9	26.3	42.3

주가그래프



4Q20 Review: 양호한 美트룩시마 실적 지속으로 영업이익 컨센 상회

4Q20 매출액은 3,870억원(+23.4%, 이하 YoY)로 컨센서스(4,383억원) 대비 저조했다. 전분기 대비 약 7%의 평균 환율 하락과 3분기에 추가 발생한 트룩시마 변동대가가 4분기에는 발생하지 않았기 때문이다.

4Q20 영업이익은 918억원(+42.8%)으로 컨센서스(878억원) 대비 상회하였다. 수익성 좋은 미국 트룩시마 매출 비중(49%)이 높았고, 유럽 품목들의 가격 하락이 크게 않았기 때문이다. 다만, 인센티브 지급 및 유럽 직판 인력 채용 등으로 인건비가 전분기 대비 +92.0% 증가해 영업이익률은 23.7%(-3.9%p QoQ)를 기록했다.

2021E Preview: 신제품과 렉키로나 수출 실적이 관건

2021년 연간 매출액은 1조 9,448억원(+19.5%), 영업이익은 4,927억원(+36.1%)을 기록하겠다. 올해 성장 동력은 바이오베테 램시마SC와 2Q21E 출시 예정인 고농도 휴미라 바이오시밀러 유플라이마다. 램시마SC는 유럽 출시 지역 확대로 21E 4,426억원, 고농도라는 장점을 앞세운 유플라이마는 21E 739억원을 기록할 전망이다. 현재 셀트리온이 개발한 코로나19 치료제 렉키로나 제품이 유럽 EMA의 Rolling Review 검토 중에 있다. 렉키로나의 해외 판매를 담당하는 동사는 향후 렉키로나 유럽 승인 및 공급 계약 체결 시 큰 폭의 실적 성장이 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 145,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 적정주가는 145,000원으로 11.5% 상향 조정 한다. 1) 2개의 신제품 출시로 +20% 매출 성장이 가능하며, 2) 향후 렉키로나 승인 및 수출 계약에 대한 가능성이 존재하기 때문이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	713.5	-25.2	11.4	74	-93.5	10,664	947.1	6.6	-405.7	0.7	80.3
2019	1,100.9	82.8	65.0	422	468.6	10,816	123.0	4.8	85.9	3.9	71.0
2020P	1,627.6	362.1	240.4	1,557	268.6	12,323	104.7	13.2	67.8	13.5	68.1
2021E	1,944.8	492.7	374.5	2,417	55.2	14,726	54.2	8.9	38.8	17.9	86.4
2022E	2,088.9	473.9	361.2	2,331	-3.6	17,057	56.2	7.7	39.3	14.7	68.2

표1 셀트리온헬스케어 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	387.0	313.6	23.4	463.4	(16.5)	438.3	(11.7)	411.2	(5.9)
영업이익	91.8	42.8	114.3	127.7	(28.1)	87.8	4.6	66.0	39.0
세전이익	27.2	22.4	21.7	120.7	(77.5)	83.8	(67.5)	58.5	(53.5)
순이익	31.7	40.5	(21.7)	86.2	(63.2)	68.7	(53.9)	45.4	(30.1)
영업이익률(%)	23.7	13.7		27.6					
순이익률(%)	8.2	12.9		18.6					

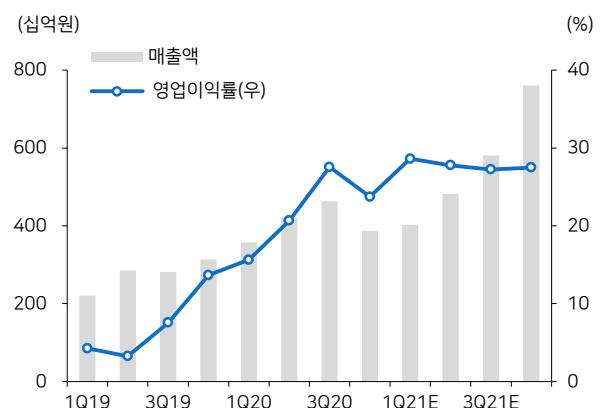
자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

표2 셀트리온헬스케어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	356.9	420.3	463.4	387.0	402.5	440.3	496.6	605.5	1,100.9	1,627.6	1,944.8
(% YoY)	61.9	47.6	64.3	23.4	12.8	4.8	7.2	56.5	54.3	47.8	19.5
Remsima	151.5	150.3	166.8	147.1	141.3	142.8	145.7	161.6	523.7	615.7	591.3
Remsima SC	7.0	9.4	11.3	7.7	20.0	66.4	132.8	223.4	0.0	35.5	442.6
Truxima	161.2	205.9	236.3	189.6	201.1	180.7	168.8	162.6	443.4	793.1	713.2
Herzuma	31.8	54.6	51.0	42.6	40.0	50.4	49.3	57.9	126.0	180.0	197.6
Yuflyma	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	25.0	41.9	0.0	0.0	73.9
Others	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	5.3	0.0
영업이익	55.8	86.8	127.7	91.8	113.5	114.7	122.2	142.3	82.8	362.1	492.7
(% YoY)	495.6	838.4	498.8	114.2	103.5	32.1	-4.3	55.0	-428.5	337.3	36.1
영업이익률	15.6	20.7	27.6	23.7	28.2	26.1	24.6	23.5	7.5	22.2	25.3
당기순이익	76.2	46.4	86.2	31.6	88.1	84.8	94.8	106.8	65.0	240.4	374.5
(% YoY)	1,204.6	447.6	749.5	-21.9	15.6	82.6	10.1	237.6	470.5	270.3	55.7
순이익률	21.3	11.0	18.6	8.2	21.9	19.3	19.1	17.6	5.9	14.8	19.3

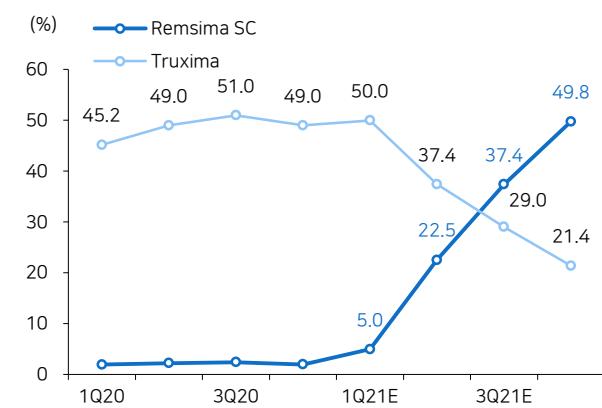
자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

그림1 셀트리온헬스케어 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

그림2 Remsima SC와 Truxima 매출액 비중 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	713.5	1,100.9	1,627.6	1,944.8	2,088.9
매출액증가율 (%)	-22.5	54.3	47.8	19.5	7.4
매출원가	644.6	891.6	1,085.8	1,242.1	1,393.7
매출총이익	68.9	209.3	541.8	702.7	695.3
판매관리비	94.1	126.5	179.7	210.0	221.4
영업이익	-25.2	82.8	362.1	492.7	473.9
영업이익률	-3.5	7.5	22.2	25.3	22.7
금융손익	57.2	-9.5	4.8	-0.8	0.9
증속/관계기업손익	0.0	-0.8	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.5	2.8	-52.0	-9.2	-9.2
세전계속사업이익	24.4	75.4	314.7	482.7	465.6
법인세비용	13.0	10.4	74.3	108.2	104.3
당기순이익	11.4	65.0	240.4	374.5	361.2
지배주주지분 순이익	11.4	65.0	240.4	374.5	361.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-184.2	-163.8	-331.9	638.3	493.3
당기순이익(손실)	11.4	65.0	240.5	374.5	361.2
유형자산상각비	0.1	1.8	2.6	2.9	3.0
무형자산상각비	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
운전자본의 증감	-126.8	-221.1	-662.8	261.3	131.2
투자활동 현금흐름	253.0	164.2	153.9	-344.4	-50.3
유형자산의증가(CAPEX)	-0.2	-0.3	-0.5	-3.8	-3.9
투자자산의감소(증가)	17.6	4.8	23.4	-2.0	0.5
재무활동 현금흐름	-83.1	85.8	-8.4	1.0	-1.7
차입금의 증감	9.0	32.3	-4.5	2.1	-0.5
자본의 증가	14.6	17.0	24.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-11.0	56.6	-200.9	294.9	441.4
기초현금	251.4	240.4	297.0	96.1	391.0
기말현금	240.4	297.0	96.1	391.0	832.4

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	2,793.4	2,666.3	3,012.0	4,056.0	4,248.8
현금및현금성자산	240.4	297.0	96.1	391.0	832.4
매출채권	403.5	368.6	387.0	538.2	489.7
재고자산	1,696.9	1,623.6	2,034.1	2,018.3	1,836.5
비유동자산	155.2	182.6	195.0	198.0	198.5
유형자산	0.4	2.4	3.8	4.7	5.6
무형자산	2.9	2.6	4.6	4.7	4.8
투자자산	32.7	27.1	3.6	5.6	5.1
자산총계	2,948.6	2,848.9	3,206.9	4,254.0	4,447.4
유동부채	1,279.1	1,071.1	1,163.2	1,760.0	1,611.1
매입채무	646.3	570.7	740.7	1,158.8	1,054.5
단기차입금	16.8	114.4	106.1	106.1	106.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	34.0	111.9	136.1	211.8	192.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,313.1	1,183.0	1,299.3	1,971.8	1,803.9
자본금	140.5	143.9	151.8	151.8	151.8
자본잉여금	1,377.0	1,390.7	1,407.7	1,407.7	1,407.7
기타포괄이익누계액	-11.4	-43.3	-57.1	-57.1	-57.1
이익잉여금	267.5	329.6	563.0	937.5	1,298.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,635.5	1,665.9	1,907.7	2,282.2	2,643.4

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020P	2021E	2022E
SPS	4,655	7,158	10,537	12,550	13,479
EPS(지배주주)	74	422	1,557	2,417	2,331
CFPS	-121	664	2,109	3,131	3,010
EBITDAPS	-162	552	2,363	3,200	3,080
BPS	10,664	10,816	12,323	14,726	17,057
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	947.1	123.0	104.7	54.2	56.2
PCR	-584.0	78.3	77.3	41.8	43.5
PSR	15.1	7.3	15.5	10.4	9.7
PBR	6.6	4.8	13.2	8.9	7.7
EBITDA	-24.9	84.9	365.0	495.9	477.3
EV/EBITDA	-405.7	85.9	67.8	38.8	39.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.7	3.9	13.5	17.9	14.7
EBITDA 이익률	-3.5	7.7	22.4	25.5	22.8
부채비율	80.3	71.0	68.1	86.4	68.2
금융비용부담률	0.1	0.6	0.8	0.1	0.1
이자보상배율(X)	-33.4	12.1	27.3	434.1	417.9
매출채권회전율(X)	1.7	2.9	4.3	4.2	4.1
재고자산회전율(X)	0.4	0.7	0.9	1.0	1.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

셀트리온헬스케어 (091990) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

