

2021. 5. 18



▲ 제약/바이오

Analyst 김지하

02. 6454-4868

jiha.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 140,000 원

현재주가 (5.17) 114,300 원

상승여력 22.5%

KOSDAQ 962.50pt

시가총액 177,155억원

발행주식수 15,499만주

유동주식비율 60.57%

외국인비중 16.49%

52주 최고/최저가 173,483원/81,005원

평균거래대금 1,293.6억원

주요주주(%)

셀트리온헬스케어홀딩스 외 21 인 38.10

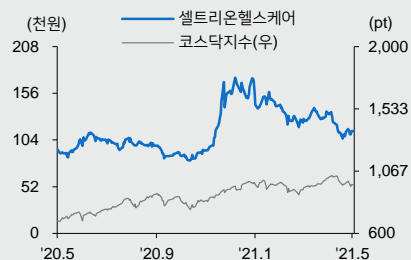
Ion Investments B.V. 7.52

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.8 23.5 22.3

상대주가 -8.5 7.7 -12.1

주가그래프



셀트리온헬스케어 091990

렉키로나 반영될 2 분기를 기다리자

- ✓ 1Q21 Review: 북미향 트룩시마 공급 조정으로 일시적인 매출 감소
- ✓ 고마진 제품 비중 하락 및 판관비 증가로 영업이익률 8.8%(-14.9%p QoQ) 기록
- ✓ 2Q21E Preview: 북미향 트룩시마 매출 정상화 + 램시마SC, 유플라이마 성장 기대
- ✓ 램시마SC RA 적응증 SC Direct Use 변경 허가 권고 받아 MS 확대 가능할 것
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 140,000원으로 -3.4% 하향 조정

1Q21 Review: 트룩시마 공백이 아쉬웠던 실적

1Q21 매출액은 3,563억원(-0.2%, 이하 YoY)으로 컨센서스(3,748억원)와 부합했다. 반면, 영업이익은 315억원(-43.6%), 영업이익률은 8.8%(-14.9%p QoQ)를 기록하며 부진했다. 북미향 트룩시마의 공급 계획 조정에 따른 일시적인 매출 감소가 원인이다. 1) 수익성이 좋은 미국 매출 비중의 감소와 2) 직판 준비 위한 인건비 및 지급수수료 발생 등 판관비도 증가한 탓에 마진을 하락 폭이 컸다.

2Q21E Preview: 트룩시마 매출 정상화 + 신제품 효과

2Q21E 매출액은 4,201억원(+0.0%), 영업이익은 1,022억원(+17.7%)을 기록하며 1Q21 대비 양호하겠다. 북미 트룩시마 매출이 예전 수준으로 정상화되며, 신제품 램시마SC와 유플라이마 매출 성장이 기대되기 때문이다. 3개 품목 모두 마진율이 높은 제품이기에 수익성 개선에도 크게 기여하겠다. 램시마SC는 RA 적응증에서 IV제형의 유도 요법 없이 SC제형을 바로 사용할 수 있도록 변경 허가를 받아 시장 점유율 확대가 가능할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 140,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며 적정주가는 140,000원으로 -3.4% 하향 조정한다. 1) COVID-19 상황으로 기존 가이드스 대비 다소 지연된 램시마SC의 '21E 연간 매출액을 2,616억원(기존 4,426억원)으로 하향하며, 2) 직판 체제 확대로 비용 증가 우려가 존재하기 때문이다. 2분기부터는 파키스탄을 시작으로 COVID-19 치료제 렉키로나 매출이 반영될 예정이기에 Buy 의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,100.9	82.8	65.0	422	468.6	10,816	123.0	4.8	85.9	3.9	71.0
2020	1,627.6	362.1	240.4	1,556	268.5	12,486	104.7	13.1	66.9	13.4	93.5
2021E	1,843.6	403.2	312.4	2,016	29.5	14,487	56.7	7.9	41.8	15.0	100.1
2022E	2,079.0	522.0	398.5	2,522	25.1	16,408	45.3	7.0	31.7	16.3	86.8
2023E	2,422.4	641.6	499.3	3,099	22.9	19,131	36.9	6.0	25.8	17.3	97.2

표1 셀트리온헬스케어 1Q21 실적 Review

(십억원)	1Q21P	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	356.3	356.9	(0.2)	387.0	(7.9)	374.8	(4.9)	402.5	(11.5)
영업이익	31.5	55.8	(43.5)	91.8	(65.7)	70.8	(55.5)	113.5	(72.2)
세전이익	35.0	98.2	(64.4)	27.2	28.7	37.5	(6.7)	113.6	(69.2)
순이익	31.5	76.2	(58.7)	31.7	(0.6)	57.6	(45.3)	88.1	(64.2)
영업이익률(%)	8.8	15.6		23.7		18.9		28.2	
순이익률(%)	8.8	21.4		8.2		15.4		21.9	

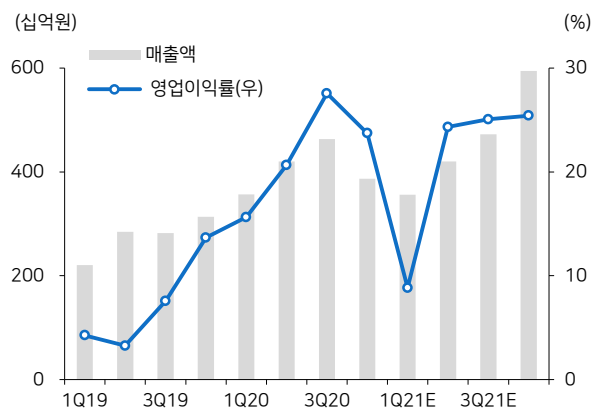
자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

표2 셀트리온헬스케어 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	356.9	420.3	463.4	387.0	356.3	420.1	472.5	594.7	1,627.6	1,843.6	2,079.0
(% YoY)	61.9	47.6	64.3	23.4	-0.2	0.0	2.0	53.7	47.8	13.3	12.8
Remsima	151.5	150.3	166.8	147.1	163.9	142.8	145.7	165.3	615.7	617.7	585.7
Remsima SC	7.0	9.4	11.3	7.7	16.0	39.2	83.7	122.6	35.5	261.6	392.3
Truxima	161.2	205.9	236.3	189.6	111.9	180.7	168.8	206.8	793.1	668.1	755.2
Herzuma	31.8	54.6	51.0	42.6	60.6	50.4	49.3	58.2	180.0	218.5	213.4
Yuflyma	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.0	25.0	41.9	0.0	73.9	116.3
Others	5.3	0.0	0.0	0.0	3.9	0.0	0.0	0.0	5.3	3.9	16.1
영업이익	55.8	86.8	127.7	91.8	31.5	102.2	118.5	151.1	362.1	403.2	522.0
(% YoY)	495.6	838.4	498.8	114.2	-43.6	17.7	-7.2	64.7	337.3	11.4	29.4
영업이익률	15.6	20.7	27.6	23.7	8.8	24.3	25.1	25.4	22.2	21.9	25.1
당기순이익	76.2	46.4	86.2	31.6	31.5	75.1	91.9	113.8	240.4	312.3	398.5
(% YoY)	1,204.6	447.6	749.5	-21.9	-58.6	61.7	6.7	259.8	270.3	29.9	27.6
순이익률	21.3	11.0	18.6	8.2	8.9	17.9	19.5	19.1	14.8	16.9	19.2

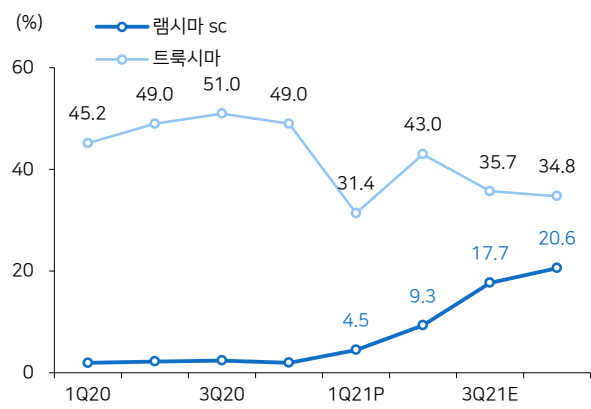
자료: 셀트리온헬스케어, 메리츠증권 리서치센터

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,100.9	1,627.6	1,843.6	2,079.0	2,422.4
매출액증가율 (%)	54.3	47.8	13.3	12.8	16.5
매출원가	891.6	1,085.8	1,226.3	1,331.3	1,525.3
매출총이익	209.3	541.8	617.3	747.8	897.2
판매관리비	126.5	179.7	214.1	225.8	255.6
영업이익	82.8	362.1	403.2	522.0	641.6
영업이익률	7.5	22.2	21.9	25.1	26.5
금융손익	-9.5	4.8	-7.7	0.9	11.1
종속/관계기업손익	-0.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.8	-52.1	1.4	-9.2	-9.2
세전계속사업이익	75.4	314.7	397.0	513.6	643.5
법인세비용	10.4	74.3	84.6	115.1	144.2
당기순이익	65.0	240.4	312.4	398.5	499.3
지배주주지분 순이익	65.0	240.4	312.4	398.5	499.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-163.8	-22.6	348.0	370.5	17.0
당기순이익(손실)	65.0	240.4	312.4	398.5	499.3
유형자산상각비	1.8	2.6	3.9	3.5	4.1
무형자산상각비	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-221.1	-389.2	32.3	-29.5	-474.2
투자활동 현금흐름	164.2	-136.2	-54.0	-50.8	11.5
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-0.8	-3.8	-3.9	-3.9
투자자산의감소(증가)	4.8	22.9	-1.3	-0.1	-1.4
재무활동 현금흐름	85.8	87.6	-90.8	-1.0	-2.7
차입금의 증감	32.3	87.8	-89.6	0.1	1.9
자본의 증가	17.0	25.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	56.6	-65.5	203.2	318.6	25.8
기초현금	240.4	297.0	231.5	434.7	753.3
기말현금	297.0	231.5	434.7	753.3	779.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,666.3	3,498.9	4,250.6	4,695.8	5,954.5
현금및현금성자산	297.0	231.5	434.7	753.3	779.1
매출채권	368.6	312.1	528.7	540.4	728.4
재고자산	1,623.6	2,034.6	1,982.5	2,026.3	2,731.5
비유동자산	182.6	240.8	242.2	242.8	244.0
유형자산	2.4	6.2	6.1	6.5	6.2
무형자산	2.6	4.6	4.7	4.8	5.0
투자자산	27.1	4.0	5.3	5.4	6.8
자산총계	2,848.9	3,739.7	4,492.7	4,938.6	6,198.5
유동부채	1,071.1	1,657.8	2,020.2	2,062.5	2,743.3
매입채무	570.7	955.4	1,138.3	1,163.4	1,568.3
단기차입금	114.4	197.6	106.1	106.1	106.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	111.9	149.0	227.3	232.3	312.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,183.0	1,806.8	2,247.5	2,294.8	3,055.4
자본금	143.9	151.8	151.8	151.8	151.8
자본잉여금	1,390.7	1,408.6	1,408.6	1,408.6	1,408.6
기타포괄이익누계액	-43.3	-34.4	-34.4	-34.4	-34.4
이익잉여금	329.6	562.9	875.3	1,273.8	1,773.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,665.9	1,932.9	2,245.3	2,643.8	3,143.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	7,158	10,537	11,896	13,156	15,034
EPS(지배주주)	422	1,556	2,016	2,522	3,099
CFPS	664	2,373	2,583	3,259	3,943
EBITDAPS	552	2,363	2,630	3,328	4,010
BPS	10,816	12,486	14,487	16,408	19,131
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	123.0	104.7	56.7	45.3	36.9
PCR	78.3	68.7	44.3	35.1	29.0
PSR	7.3	15.5	9.6	8.7	7.6
PBR	4.8	13.1	7.9	7.0	6.0
EBITDA	84.9	365.1	407.5	525.9	646.1
EV/EBITDA	85.9	66.9	41.8	31.7	25.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	13.4	15.0	16.3	17.3
EBITDA 이익률	7.7	22.4	22.1	25.3	26.7
부채비율	71.0	93.5	100.1	86.8	97.2
금융비용부담률	0.6	0.5	0.1	0.1	0.2
이자보상배율(x)	12.1	42.2	353.7	457.1	140.2
매출채권회전율(x)	2.9	4.8	4.4	3.9	3.8
재고자산회전율(x)	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0

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 간섭 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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

셀트리온헬스케어 (091990) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.12				커버리지 제외			
2020.09.23	산업분석	Buy	127,489	김지하	-2.7	36.1	
2021.03.05	기업브리프	Buy	145,000	김지하	-14.2	-3.7	
2021.05.18	기업브리프	Buy	140,000	김지하	-	-	