



# Outperform(Downgrade)

목표주가: 100,000원  
주가(11/12): 85,500원

시가총액: 132,541억 원

## 제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (11/12)		1,009.07pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	173,483원	79,800원
등락률	-50.7%	7.1%
수익률	절대	상대
1M	-4.6%	-6.3%
6M	-24.9%	-28.0%
1Y	-7.1%	-22.7%

### Company Data

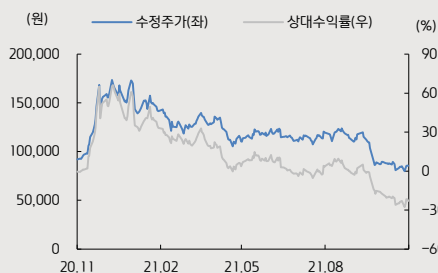
발행주식수	155,019	전주
일평균 거래량(3M)	799	전주
외국인 지분율	17.3%	
배당수익률(2021E)	0.0%	
BPS(2021E)	13,602원	
주요 주주	셀트리온헬스케어홀딩스 외 21 인	38.1%

### 투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,100.9	1,627.6	1,617.3	2,092.0
영업이익	82.8	362.1	175.7	243.9
EBITDA	84.9	365.1	183.1	243.8
세전이익	75.4	314.7	218.1	228.4
순이익	65.0	240.4	166.6	174.5
지배주주지분순이익	65.0	240.4	166.6	174.5
EPS(원)	422	1,556	1,075	1,125
증감률(% YoY)	468.6	268.5	-30.9	4.7
PER(배)	123.1	104.7	79.7	76.2
PBR(배)	4.81	13.05	6.30	5.80
EV/EBITDA(배)	85.9	66.9	69.4	53.8
영업이익률(%)	7.5	22.2	10.9	11.7
ROE(%)	3.9	13.4	8.2	7.9
순차입금비율(%)	-20.5	-16.8	-26.9	-7.4

자료: 키움증권

### Price Trend



# 셀트리온헬스케어 (091990)

## 실적 하회. 렉키로나 승인으로 계약 체결 기대



3분기 실적은 트룩시마 미국향 감소로 시장 기대치를 하회하였습니다. 최근 렉키로나 승인 소식 지연과 실적 우려로 주가가 지속 하락해온 만큼 3분기 실적 쇼크 여파는 그리 크지 않을 것으로 예상됩니다. 주말사이 렉키로나의 유럽 승인 소식으로 국가간 비축 물량 계약 체결이 기대되며, 4분기 실적은 렉키로나의 계약 물량에 따라 추가 상승이 가능할 것으로 전망됩니다.

### >>> 트룩시마 미국향 감소로 기대치 하회

3분기 매출액은 4,091억원(YoY -12%, QoQ -6%), 영업이익 220억원(YoY -83%, QoQ -71%, OPM 5%)으로 매출액과 영업이익이 시장 기대치 각각 -17%, -77% 하회하였다. 당사 추정 매출액 4,468억원, 이익 1,127억원에도 하회하는 실적을 기록하였다. **하회 주 요인으로는 파트너가 재고 레벨 조절로 인한 물량 및 가격 인하**로 일시적인 변동대가 발생 및 트룩시마 미국 매출 295억원에 그치며 지난 분기 대비 약 1,000억원이 감소했기 때문이다.

### >>> 4분기는 렉키로나에 좌지우지

11/13일 유럽에서 렉키로나와 리제너론의 코로나19 항체 치료제 로나프레베가 승인을 획득하였다. 렉키로나는 산소치료가 필요하지 않으면서 중증 전환 가능성이 높은 성인 코로나19 치료를 목적으로 한다. 백신 접종 및 경구용 치료제를 감안한 **렉키로나의 유럽향 연간 매출액은 1,000억원에서 경구용 치료제 제외시 약 1조원**이 예상된다. 예상 매출 범위가 넓은 가장 큰 요인은 경구용 치료제로의 수요 이동이다.(아래 표 참고) 다만, 렉키로나의 실적 추정이 국가간 계약에 따라 다르고, 코로나19 확진 자 수에 따라 변동성이 심하기에 동사의 실적 추정에는 제외하였다. 렉키로나는 바이오시밀러 위주의 사업에서 첫 바이오 신약의 유럽 승인이라는 점에서 큰 의미가 있다. 렉키로나를 제외한 동사의 **4분기 매출액은 램시마SC 점진적 상승 및 트룩시마 미국향 소폭 회복**에 따라 4,186억원(YoY +8%, QoQ +2%), 영업이익 472억원(YoY -49%, OPM 11%)가 전망된다. **렉키로나가 유럽 EMA 승인된 만큼, 유럽 일부 국가 및 동남아 지역 등에서 비축 물량 계약이 체결** 될 수 있을 것으로 보이며, 계약 규모에 따라 4분기 실적 추가 상승될 수 있다.

### >>> 투자의견 Outperform, 목표주가 10만원 하향

실적 추정치 하향하였으나, '22.4Q 아바스틴 시밀러 출시, '23년 스텔라라 바이오시밀러 및 램시마SC 미국 출시 등 **매년 신제품 출시의 모멘텀**을 갖고 있다. 아바스틴(항암제) 시밀러가 이미 5~6개 존재하고, 램시마SC가 자가면역질환 치료제로 영업 영역이 달라 미국 진출 시너지가 날 수 있을지는 의문이나, 유럽에 이어 미국 지역까지 직접 진출하는 **다국적 제약사로의 발판을 마련**한다는 점에서 의미가 있다. 또한, 위드코로나 시행으로 확진자 수 증가하며 **유럽내 항체 치료제 확보가 필요한 상황으로 가고 있다는 점** 또한 동사에 긍정적이라 판단된다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	356.3	433.3	409.1	-6%	-12%	446.8	-8%	495.6	-17%
영업이익	31.5	76.2	22.0	-71%	-83%	112.7	-80%	95.6	-77%
영업이익률	9%	18%	5%			25%		19%	
세전이익	35.0	87.8	52.5	-40%	-56%	106.3	-51%		
세전이익률	10%	20%	13%			24%			
지배주주 순이익	31.5	63.7	40.6	-36%	-53%	68.5	-41%	87.0	-53%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2022E
렘시마	163.9	138.6	249.6	192.7	744.8	193.7	173.3	246.4	190.1	803.5
미국	64.0	67.2	150.0	99.4	380.6	111.2	90.2	165.3	109.0	475.7
유럽 등	99.9	71.4	99.6	93.3	364.2	82.5	83.1	81.1	81.1	327.8
렘시마 SC	16.0	17.3	24.5	39.7	97.7	53.1	65.6	153.7	190.0	462.5
미국	-	-	-	-	-	-	-	60.0	90.0	150.0
유럽 등	16.0	17.3	24.5	39.7	97.7	53.1	65.6	93.7	100.0	312.5
트록시마	110.5	164.6	73.6	105.5	454.2	107.7	138.2	101.0	99.9	446.8
미국	29.9	130.3	29.5	57.8	247.6	34.6	94.2	51.1	60.2	240.1
유럽 등	80.5	34.3	44.1	47.6	206.6	73.1	44.0	49.9	39.7	206.6
허쥬마	60.6	47.7	40.9	47.6	196.8	50.6	76.3	52.6	38.8	218.2
미국	5.0	6.1	-	6.2	17.3	5.2	5.2	5.2	5.2	20.8
유럽 등	55.6	41.5	40.9	41.4	179.5	45.4	71.1	47.4	33.6	197.4
기타	5.3	65.0	20.5	33.1	123.8	32.7	38.8	37.0	52.6	161.0
<b>매출액</b>	<b>356.3</b>	<b>433.3</b>	<b>409.1</b>	<b>418.6</b>	<b>1,617.3</b>	<b>437.8</b>	<b>492.2</b>	<b>590.6</b>	<b>571.3</b>	<b>2,092.0</b>
yoy	-0.2%	3.1%	-11.7%	8.2%	-0.6%	22.9%	13.6%	44.4%	36.5%	29.4%
매출원가	274.0	306.1	334.4	312.0	1,226.6	336.7	357.7	453.3	431.5	1,579.1
원가율	76.9%	70.7%	81.7%	74.5%	75.8%	76.9%	72.7%	76.7%	75.5%	75.5%
매출총이익	82.3	127.1	74.7	106.6	390.7	101.1	134.6	137.3	139.8	512.8
총이익율	23.1%	29.3%	18.3%	25.5%	24.2%	23.1%	27.3%	23.3%	24.5%	24.5%
판매비	50.8	50.9	52.7	59.4	213.8	61.3	56.7	73.7	77.2	268.9
판매비율	14.3%	11.8%	12.9%	14.2%	13.2%	14.0%	11.5%	12.5%	13.5%	12.9%
<b>영업이익</b>	<b>31.5</b>	<b>76.2</b>	<b>22.0</b>	<b>47.2</b>	<b>176.9</b>	<b>39.8</b>	<b>77.8</b>	<b>63.7</b>	<b>62.6</b>	<b>243.9</b>
yoy	-43.6%	-12.3%	-82.8%	-48.5%	-51.2%	26.3%	2.2%	189.5%	32.6%	37.9%
opm	8.8%	17.6%	5.4%	11.3%	10.9%	9.1%	15.8%	10.8%	11.0%	11.7%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 세부 내역

(단위, 십억원)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBIT	175.7	243.9	303.0	348.8	411.6	451.3
YoY	-51%	39%	24%	15%	18%	10%
Tax	47.4	65.9	81.8	94.2	111.1	121.8
NOPLAT	128.3	178.1	221.2	254.6	300.5	329.4
+ Depreciation	6.8	(0.7)	0.1	(0.0)	0.0	(0.0)
- CAPEX	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- Changes in working capital	(386.7)	406.8	67.5	23.3	23.4	97.3
<b>FCF</b>	<b>521.8</b>	<b>(229.4)</b>	<b>153.8</b>	<b>231.3</b>	<b>277.1</b>	<b>232.1</b>

가치	
NPV	969
PV of Terminal	14,496
합산가치(십억원)	15,465
<b>목표주가(원)</b>	<b>100,000</b>

자료: 키움증권 리서치센터

렉키로나 유럽향 연매출 추정

유럽 일 평균 확진자 수 (명)		302,429
연간 확진자 수 (명)		110,084,156
백신 접종자 (명)	60%	66,050,494
미접종자 (명)	40%	44,033,662
A. 백신 접종 위중증 환자 (명)	0.3%	198,151
B. 미접종자 위중증 환자 (명)	3%	1,321,010
경구용 치료제 미적용 (A+B)		1,519,161
경구용 치료 후 위중증	11%	167,108
점유율	33%	
의약품 가격 (원)		1,000,000
<b>경구 미투여, 예상 매출액 (억원)</b>	<b>비축 물량 X2</b>	<b>10,026</b>
<b>경구 투여 후, 예상 매출액 (억원)</b>	<b>비축 물량 X2</b>	<b>1,103</b>

- \* 백신 접종 위중증 환자는 예방효과 90%를 감안하여 10% 중 위중증을 3% 적용
- \* 미접종자의 3%가 위중증이라고 가정
- \* 경구용 치료 후 위중증 환자율은 화이자 경구용 치료제 예방율 89% 가정
- \* 점유율은 길리어드의 렘데시비르, 리제너론의 로나프레베, 렉키로나 3개 품목 감안하여 1/3
- \* 확진자 수 증가를 감안한 국가 비축물량 2배로 가정

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	1,100.9	1,627.6	1,617.3	2,092.0	2,419.7
매출원가	891.6	1,085.8	1,226.6	1,579.1	1,805.3
<b>매출총이익</b>	209.3	541.8	390.7	512.8	614.4
판관비	126.5	179.7	215.0	268.9	311.3
<b>영업이익</b>	82.8	362.1	175.7	243.9	303.0
<b>EBITDA</b>	84.9	365.1	183.1	243.8	303.5
<b>영업외손익</b>	-7.4	-47.4	42.4	-15.5	-16.8
이자수익	2.7	2.6	3.8	1.9	1.6
이자비용	6.8	8.6	8.6	8.6	8.6
외환관련이익	27.9	44.3	36.0	36.0	36.0
외환관련손실	20.0	105.5	45.7	45.7	45.7
종속 및 관계기업손익	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-10.4	20.0	57.1	1.1	0.1
<b>법인세차감전이익</b>	75.4	314.7	218.1	228.4	286.2
법인세비용	10.4	74.3	51.5	53.9	67.6
계속사업손손익	65.0	240.4	166.6	174.5	218.7
<b>당기순이익</b>	65.0	240.4	166.6	174.5	218.7
<b>지배주주순이익</b>	65.0	240.4	166.6	174.5	218.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	54.3	47.8	-0.6	29.4	15.7
영업이익 증감율	흑전	337.3	-51.5	38.8	24.2
EBITDA 증감율	흑전	330.0	-49.8	33.2	24.5
지배주주순이익 증감율	470.9	269.8	-30.7	4.7	25.3
EPS 증감율	468.6	268.5	-30.9	4.7	25.3
매출총이익율(%)	19.0	33.3	24.2	24.5	25.4
영업이익율(%)	7.5	22.2	10.9	11.7	12.5
EBITDA Margin(%)	7.7	22.4	11.3	11.7	12.5
지배주주순이익율(%)	5.9	14.8	10.3	8.3	9.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-163.8	-22.6	230.0	-407.2	-57.2
당기순이익	65.0	240.4	166.6	174.5	218.7
비현금항목의 가감	37.1	126.1	50.3	47.1	61.6
유형자산감가상각비	1.8	2.6	6.8	-0.7	0.1
무형자산감가상각비	0.2	0.3	0.6	0.5	0.4
지분법평가손익	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	35.9	123.4	43.1	47.5	61.3
영업활동자산부채증감	-221.1	-389.2	59.7	-577.7	-272.5
매출채권및기타채권의감소	25.7	-145.6	-75.4	-37.8	-57.7
재고자산의감소	72.0	-434.6	417.3	-474.7	-134.1
매입채무및기타채무의증가	-75.7	390.2	44.8	105.7	124.3
기타	-243.1	-199.2	-327.0	-170.9	-205.0
기타현금흐름	-44.8	0.1	-46.6	-51.1	-65.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	164.2	-136.2	-21.0	-21.0	-21.0
유형자산의 취득	-0.3	-0.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.3	-2.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	4.8	22.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	170.1	-135.1	0.0	0.0	0.0
기타	-10.1	-21.0	-21.0	-21.0	-21.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	85.8	87.6	93.7	90.5	90.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-17.9	-2.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	103.7	90.5	90.5	90.5	90.5
기타현금흐름	-29.6	5.8	-59.6	-59.6	-59.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	56.6	-65.5	243.1	-397.4	-47.4
기초현금 및 현금성자산	240.4	297.0	231.5	474.6	77.2
기말현금 및 현금성자산	297.0	231.5	474.6	77.2	29.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	2,666.3	3,498.9	3,726.9	4,013.0	4,362.5
현금 및 현금성자산	297.0	231.5	474.5	77.2	29.8
단기금융자산	160.6	295.7	295.7	295.7	295.7
매출채권 및 기타채권	390.0	409.8	485.2	523.0	580.7
재고자산	1,623.6	2,034.6	1,617.3	2,092.0	2,226.1
기타유동자산	195.1	527.3	854.2	1,025.1	1,230.2
<b>비유동자산</b>	182.6	240.8	233.2	233.2	232.6
투자자산	27.1	4.0	3.8	3.7	3.5
유형자산	2.4	6.2	-0.6	0.1	0.0
무형자산	2.6	4.6	3.9	3.4	3.0
기타비유동자산	150.5	226.0	226.1	226.0	226.1
<b>자산총계</b>	2,848.9	3,739.7	3,960.2	4,246.3	4,595.1
<b>유동부채</b>	1,071.1	1,657.8	1,702.6	1,808.3	1,932.6
매입채무 및 기타채무	696.7	1,226.3	1,271.1	1,376.8	1,501.2
단기금융부채	115.6	199.9	199.9	199.9	199.9
기타유동부채	258.8	231.6	231.6	231.6	231.5
<b>비유동부채</b>	111.9	149.0	149.0	149.0	149.0
장기금융부채	0.8	3.1	3.1	3.1	3.1
기타비유동부채	111.1	145.9	145.9	145.9	145.9
<b>부채총계</b>	1,183.0	1,806.8	1,851.6	1,957.3	2,081.6
<b>지배자본</b>	1,665.9	1,932.9	2,108.7	2,289.0	2,513.5
자본금	143.9	151.8	155.0	155.0	155.0
자본잉여금	1,390.7	1,408.6	1,408.6	1,408.6	1,408.6
기타자본	-155.0	-155.9	-155.9	-155.9	-155.9
기타포괄손익누계액	-43.3	-34.4	-25.5	-16.6	-7.7
이익잉여금	329.6	562.9	726.5	897.9	1,113.5
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	1,665.9	1,932.9	2,108.7	2,289.0	2,513.5
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	422	1,556	1,075	1,125	1,411
BPS	10,816	12,486	13,602	14,765	16,213
CFPS	664	2,373	1,400	1,429	1,808
DPS	50	20	20	20	20
<b>주기배수(배)</b>					
PER	123.1	104.7	79.7	76.2	60.8
PER(최고)	175.2	112.9	164.7		
PER(최저)	83.4	31.1	72.9		
PBR	4.81	13.05	6.30	5.80	5.29
PBR(최고)	6.84	14.08	13.02		
PBR(최저)	3.26	3.87	5.76		
PSR	7.26	15.47	8.21	6.35	5.49
PCFR	78.3	68.7	61.2	60.0	47.4
EV/EBITDA	85.9	66.9	69.4	53.8	43.4
<b>주요비율(%)</b>					
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	2.2	7.3	4.3	4.3	4.9
ROE	3.9	13.4	8.2	7.9	9.1
ROIC	6.4	21.6	7.9	9.6	9.8
매출채권회전율	2.8	4.1	3.6	4.2	4.4
재고자산회전율	0.7	0.9	0.9	1.1	1.1
부채비율	71.0	93.5	87.8	85.5	82.8
순차입금비율	-20.5	-16.8	-26.9	-7.4	-4.9
이자보상배율	12.1	42.2	20.5	28.5	35.3
<b>총차입금</b>	116.4	202.9	202.9	202.9	202.9
<b>순차입금</b>	-341.2	-324.3	-567.2	-170.0	-122.6
<b>EBITDA</b>	84.9	365.1	183.1	243.8	303.5
<b>FCF</b>	-140.0	-55.5	201.4	-391.5	-40.5

Compliance Notice

- 당사는 11월 12일 현재 '셀트리온헬스케어' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

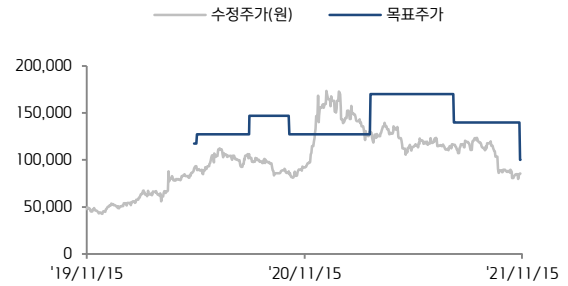
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
셀트리온 헬스케어	2020-05-13	Buy(Initiate)	117,600원	6개월	-21.11	-20.53
(091990)	2020-05-18	Buy(Maintain)	127,400원	6개월	-21.51	-11.71
	2020-08-14	Buy(Maintain)	147,000원	6개월	-32.03	-30.42
	2020-08-25	Buy(Maintain)	147,000원	6개월	-36.14	-30.42
	2020-10-20	Buy(Maintain)	127,400원	6개월	3.01	36.17
	2021-03-05	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-28.98	-17.88
	2021-07-23	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-24.78	-11.64
	2021-11-15	Outperform (Downgrade)	100,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%