

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@skse.co.kr

02-3773-9952

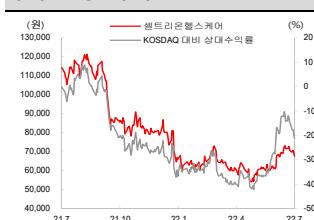
## Company Data

자본금	1,581 억원
발행주식수	15,499 만주
자사주	304 만주
액면가	1,000 원
시가총액	107,071 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외21)	38.07%
외국인지분률	15.60%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(22/07/25)	69,200 원
KOSDAQ	789.75 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	121,324 원
52주 최저가	54,000 원
60일 평균 거래대금	472 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.2%	5.1%
6개월	1.7%	21.4%
12개월	-40.7%	-21.1%

## 셀트리온헬스케어 (091990/KQ | 매수(유지) | T.P 97,000 원(상향))

### 2022년 2분기부터 본격적인 성장이 예상되는 램시마 SC

- 2022년 2분기 실적은 영업이익 619 억원(-18.7% YoY)으로 컨센서스 상회 예상
- 2분기 실적 성장의 원인은 유럽 램시마 SC의 점유율 확대 때문임.
- 램시마 SC는 2022년부터 의사들의 처방이 확대되며 연간 2,571 억원이 추정
- 2022년 영업이익 상향조정하며 목표주가 97,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지
- 하반기엔 아바스틴 바이오시밀러 런칭 예정, 꾸준한 신제품 출시가 긍정적.

### 2022년 2분기 실적 Preview

동사의 2022년 2분기 실적은 매출액 4,580 억원(+5.7% YoY), 영업이익은 619 억원(-18.7% YoY, OPM 13.5%)로 영업이익이 시장 컨센서스 대비 소폭 상회가 예상된다. 2분기 실적 성장의 원인은 유럽 램시마 SC의 점유율 확대이다. 2021년 4분기 램시마 IV와 SC 합쳐서 유럽 점유율 30%를 기록, 2022년 1분기에는 50%까지 확대되면서 꾸준히 성장중이다. 특히 독일과 프랑스에서 호실적을 기록 중, EU5 까지 확대될 전망이다.

### 2022년에는 램시마 SC가 성장세 견인 전망

램시마 IV의 주사제형인 램시마 SC는 2019년에 유럽 EMA 허가를 받았으며 2020년부터 판매가 시작되었으나 그동안 국가별 런칭 및 직판 준비 작업을 거쳐 2021년 연간 매출액 900 억원 기록에 그쳤다. 2022년에는 의사들의 본격적인 처방이 이루어지면서 연간 매출액 2,571 억원이 추정, 하반기에는 성장률이 더욱 상승할 전망이다.

### 목표주가 97,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지

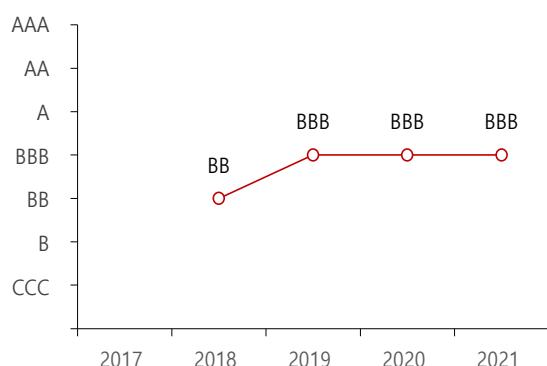
이번 실적 preview를 통해 램시마 SC 실적 추정치를 상향하였다. 이에 따라 2022년, 2023년 영업이익이 각각 29.8%, 32.3% 상향, EPS가 각각 29.2%, 32.7% 상향 조정되었다. 실적상향 조정으로 목표주가를 기존 74,000 원에서 31.1% 상향한 97,000 원으로 상향조정하고 투자의견 매수를 유지한다. 동사는 2022년 본격적인 램시마 SC 매출확대를 시작으로 하반기 유럽에 런칭하는 아바스틴 바이오시밀러가 2023년에 매출확대가 예상되면서 신제품 출시에 따른 꾸준한 성장세가 지속될 전망이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	11,009	16,276	18,045	21,130	24,342	28,786
yoY	%	54.3	47.9	10.9	17.1	15.2	18.3
영업이익	억원	828	3,621	1,994	3,158	3,744	4,540
yoY	%		흑전	337.4	-44.9	58.4	18.5
EBITDA	억원	849	3,651	2,046	3,233	3,889	4,708
세전이익	억원	754	3,147	1,983	3,397	3,875	4,609
순이익(자체주주)	억원	650	2,404	1,526	2,579	3,100	3,687
영업이익률%	%	7.5	22.3	11.1	15.0	15.4	15.8
EBITDA%	%	7.7	22.4	11.3	15.3	16.0	16.4
순이익률%	%	5.9	14.8	8.5	12.2	12.7	12.8
EPS(계속사업)	원	414	1,526	965	1,631	1,960	2,331
PER	배	123.1	104.8	83.1	41.5	34.5	29.0
PBR	배	4.8	13.1	6.0	4.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	배	85.9	68.2	60.2	33.6	28.2	23.7
ROE	%	3.9	13.4	7.6	11.9	12.9	13.4
순차입금	억원	-3,424	-3,268	-1,185	1,498	2,567	4,412
부채비율	%	71.0	93.5	85.9	121.1	123.0	119.2

## ESG 하이라이트

### 셀트리온헬스케어의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
셀트리온헬스케어 종합 등급	BBB	D+	44.3
환경(Environment)	11.3	D-	27.9
사회(Social)	42.8	C	21.8
지배구조(Governance)	52.0	D-	83.0
<비교업체 종합 등급>			
삼성바이오로직스	A	B-	N/A
셀트리온	A	C-	39.4
SK 바이오사이언스	N/A	N/A	N/A
에스티팜	BBB	N/A	N/A
바이넥스	BB	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 셀트리온헬스케어 ESG 평가

셀트리온 그룹 3사 합병에 따른 지배구조 단일화가 ESG 경쟁력 강화로 이어질 전망.

### 셀트리온헬스케어의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: SK 증권

자료: KRX, SK 증권

### 셀트리온헬스케어의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.3.17	지배구조 (Governance)	회계기준 위반 셀트리온 3사에 과징금 130 억원
2022.03.11	지배구조 (Governance)	당국 “셀트리온, 분식회계 아니다” 결론, 고의성 없다 판단
2021.11.23	지배구조 (Governance)	유효기한 지난 약은 무조건 손실 처리 논란

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 셀트리온헬스케어의 2022년 2분기 실적 Preview

(억원, %)	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E		증감율		시장컨센서스 차이
					추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,333.0	4,091.0	6,058.0	4,157.0	4,580.0	4,522.0	5.7	10.2	1.3
영업이익	762.0	220.0	697.5	450.4	619.2	596.0	(18.7)	37.5	3.9
세전이익	878.3	524.9	229.1	613.4	714.5	662.0	(18.6)	16.5	7.9
순이익	637.1	406.1	167.4	435.9	550.2	480.0	(13.6)	26.2	14.6
영업이익률	17.6	5.4	11.5	10.8	13.5	13.2			
세전이익률	20.3	12.8	3.8	14.8	15.6	14.6			
순이익률	14.7	9.9	2.8	10.5	12.0	10.6			

자료 : SK증권 추정치

## 셀트리온헬스케어의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	21,130	24,342	28,786	19,231	21,319	24,729	9.9	14.2	16.4
영업이익	3,158	3,744	4,540	2,433	2,829	3,313	29.8	32.3	37.0
세전이익	3,397	3,875	4,609	2,663	2,938	3,767	27.6	31.9	22.3
순이익	2,579	3,100	3,687	1,991	2,336	3,014	29.6	32.7	22.3
EPS	1,631	1,960	2,331	1,262	1,477	1,906	29.2	32.7	22.3
영업이익률	14.9	15.4	15.8	12.7	13.3	13.4	2.2	2.1	2.4

자료 : SK증권 추정치

## 셀트리온헬스케어의 분기 및 연간 실적전망 Table

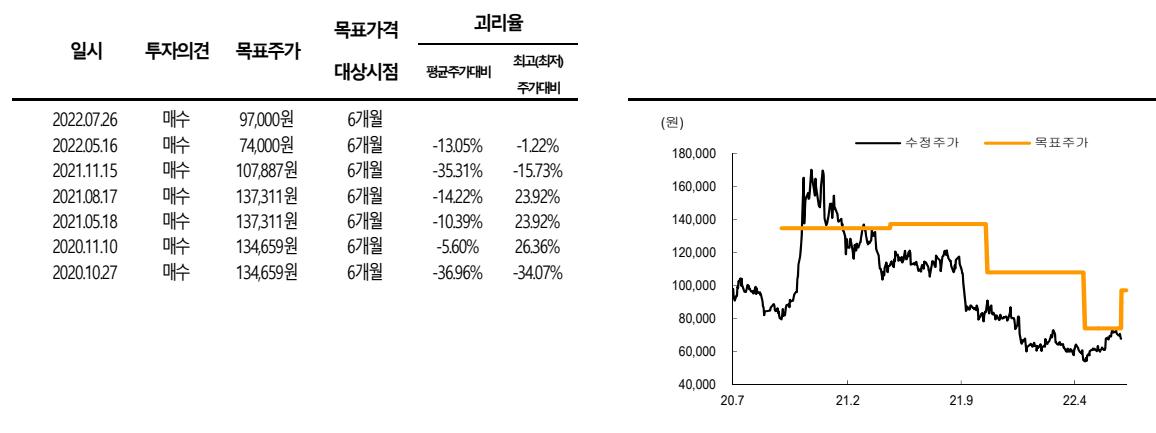
(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,563.0	4,333.0	4,091.0	6,058.0	4,157.0	4,580.0	5,547.4	6,845.5	16,276.0	18,045.0	21,129.9	24,342.0
램시마	1,639.0	1,386.6	2,495.5	2,604.9	1,621.2	1,594.5	2,994.6	3,125.9	6,189.6	8,126.0	9,336.3	9,803.1
트룩시마	1,104.5	1,646.5	736.4	1,211.6	1,371.8	1,975.8	1,178.2	1,938.6	7,960.9	4,699.1	6,464.4	7,757.3
하쥬마	605.7	476.6	409.1	727.0	415.7	524.3	613.7	872.4	1,761.3	2,218.4	2,426.0	2,668.6
램시마SC	178.2	173.3	245.5	302.9	415.7	485.3	760.9	908.7	325.5	899.8	2,570.6	4,113.0
영업이익	315.0	762.0	220.0	697.5	450.4	619.2	879.2	1,209.5	3,621.4	1,994.5	3,158.2	3,743.8
세전이익	350.3	878.3	524.9	229.1	613.4	714.5	893.1	1,176.1	3,146.8	1,982.6	3,397.1	3,874.9
순이익	315.1	637.1	406.1	167.4	435.9	550.2	687.7	905.6	2,404.1	1,525.7	2,579.4	3,099.9
성장률YoY(%)												
매출액	-0.2	3.1	-11.7	56.5	16.7	5.7	35.6	13.0	47.8	10.9	17.1	15.2
영업이익	-43.5	-12.2	-82.8	-24.0	43.0	-18.7	299.7	20.0	337.4	-44.9	58.3	18.5
세전이익	-64.3	27.9	-56.5	-15.8	75.1	-18.6	70.2	60.0	317.7	-37.0	71.4	14.1
순이익	-0.6	0.4	-0.5	-0.5	38.3	-13.6	69.3	20.0	270.3	-36.5	69.1	20.2
수익률(%)												
영업이익	8.8	17.6	5.4	11.5	10.8	13.5	15.8	17.7	22.3	11.1	14.9	15.4
세전이익	9.8	20.3	12.8	3.8	14.8	15.6	16.1	17.2	19.3	11.0	16.1	15.9
순이익	8.8	14.7	9.9	2.8	10.5	12.0	12.4	13.2	14.8	8.5	12.2	12.7

자료 : SK증권 추정치

셀트리온헬스케어의 Valuation Table

구분	내용	비고
12개월 Forward EPS(원)	1,796	
적용PER(배)	54.0	기존 multiple 60배에서 10% 할인
주당가치(원)	96,963	
목표주가(원)	97,000	
현재주가(원)	69,200	
상승여력(%)	40.2	

자료 SK 증권 추정치



### Compliance Notice

- 작성자(이달마)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 7월 26일 기준)

매수	92.91%	중립	7.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	34,989	37,027	46,231	52,646	58,721
현금및현금성자산	2,315	2,549	7,221	7,933	6,137
매출채권및기타채권	4,089	5,732	6,712	7,732	9,144
재고자산	20,346	20,657	24,189	27,866	32,953
<b>비유동자산</b>	2,408	2,120	3,396	4,372	5,479
장기금융자산	15	29	30	30	30
유형자산	62	71	52	23	10
무형자산	46	46	232	338	404
<b>자산총계</b>	37,397	39,147	49,626	57,018	64,201
<b>유동부채</b>	16,578	16,442	18,383	20,689	23,841
단기금융부채	2,011	4,048	3,869	3,969	4,069
매입채무 및 기타채무	11,205	10,697	12,526	14,430	17,064
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,490	1,647	8,798	10,758	11,077
장기금융부채	31	35	6,671	8,400	8,400
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	18,068	18,089	27,181	31,447	34,918
<b>지배주주지분</b>	19,329	21,058	22,445	25,570	29,283
자본금	1,518	1,550	1,581	1,581	1,581
자본잉여금	14,086	14,126	14,136	14,136	14,136
기타자본구성요소	-1,559	-1,590	-2,420	-2,420	-2,420
자기주식	-1,170	-1,286	-2,137	-2,137	-2,137
이익잉여금	5,629	7,125	9,275	12,375	16,062
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	19,329	21,058	22,445	25,570	29,283
<b>부채와자본총계</b>	37,397	39,147	49,626	57,018	64,201

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	-131	-1,701	-1,442	-509	-1,227
당기순이익(순실)	2,404	1,526	2,579	3,100	3,687
비현금성항목등	1,261	980	938	790	1,021
유형자산감가상각비	26	35	40	29	13
무형자산상각비	3	17	35	117	155
기타	-83	438	167	-150	-150
운전자본감소(증가)	-3,892	-3,974	-4,413	-3,624	-5,013
매출채권및여幕墙의 감소증가)	-1,456	-3,222	-1,034	-1,020	-1,412
재고자산감소증가)	-4,346	-557	-3,683	-3,677	-5,087
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3,902	257	899	1,904	2,634
기타	-1,992	-451	-595	-830	-1,149
법인세납부	96	-233	-547	-775	-922
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,331	-2	685	-266	-265
금융자산감소(증가)	-1,326	267	911	-50	-50
유형자산감소(증가)	-8	-6	0	0	0
무형자산감소(증가)	-22	-222	-222	-222	-222
기타	25	-41	-5	6	7
<b>재무활동현금흐름</b>	750	1,787	5,425	1,486	-303
단기금융부채증가(감소)	801	1,999	-213	100	100
장기금융부채증가(감소)	-25	-34	6,618	1,730	0
자본의증가(감소)	100	-86	-843	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-126	-92	-137	-343	-403
<b>현금의 증가(감소)</b>	-655	234	4,672	711	-1,796
<b>기초현금</b>	2,970	2,315	2,549	7,221	7,933
<b>기말현금</b>	2,315	2,549	7,221	7,933	6,137
<b>FCF</b>	-805	-2,694	-1,448	-705	-1,435

자료 : 셀트리온헬스케어, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	16,276	18,045	21,130	24,342	28,786
<b>매출원가</b>	10,858	13,740	15,098	17,149	20,280
<b>매출총이익</b>	5,418	4,305	6,032	7,193	8,506
매출총이익률 (%)	33.3	23.9	28.6	29.6	29.6
<b>판매비와관리비</b>	1,797	2,311	2,874	3,449	3,966
<b>영업이익</b>	3,621	1,994	3,158	3,744	4,540
영업이익률 (%)	22.3	11.1	15.0	15.4	15.8
<b>비영업손익</b>	-474	-12	239	131	69
순금융비용	60	96	130	337	396
외환관련손익	-612	384	311	311	311
관계기업투자등 관련손익	-2	-12	-2	8	5
<b>세전계속사업이익</b>	3,147	1,983	3,397	3,875	4,609
세전계속사업이익률 (%)	19.3	11.0	16.1	15.9	16.0
<b>계속사업법인세</b>	743	457	818	775	922
<b>계속사업이익</b>	2,404	1,526	2,579	3,100	3,687
<b>증단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	2,404	1,526	2,579	3,100	3,687
순이익률 (%)	14.8	8.5	12.2	12.7	12.8
<b>지배주주</b>	2,404	1,526	2,579	3,100	3,687
지배주주귀속 순이익률(%)	14.77	8.45	12.21	12.73	12.81
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	2,493	1,717	2,605	3,125	3,712
<b>지배주주</b>	2,493	1,717	2,605	3,125	3,712
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	3,651	2,046	3,233	3,889	4,708

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	47.9	10.9	17.1	15.2	18.3
영업이익	337.4	-44.9	58.4	18.5	21.3
세전계속사업이익	317.6	-37.0	71.4	14.1	18.9
EBITDA	330.2	-44.0	58.1	20.3	21.0
EPS(계속사업)	268.5	-36.8	69.0	20.2	18.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.4	7.6	11.9	12.9	13.4
ROA	7.3	4.0	5.8	5.8	6.1
EBITDA/마진	22.4	11.3	15.3	16.0	16.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	211.1	225.2	251.5	254.5	246.3
부채비율	93.5	85.9	121.1	123.0	119.2
순자본/자기자본	-16.9	-5.6	6.7	10.0	15.1
EBITDA/이자비용(배)	42.6	20.5	24.3	11.3	11.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,526	965	1,631	1,960	2,331
BPS	12,243	13,320	14,192	16,168	18,515
CFPS	1,545	998	1,678	2,052	2,438
주당 현금배당금	0	260	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	111.5	175.8	49.8	41.4	34.8
PER(최저)	31.2	81.1	33.1	27.6	23.2
PBR(최고)	13.9	12.7	5.7	5.0	4.4
PBR(최저)	3.9	5.9	3.8	3.3	2.9
PCR	103.5	80.4	40.3	33.0	27.8
EV/EBITDA(최고)	72.7	127.8	39.4	33.0	27.7
EV/EBITDA(최저)	18.6	59.9	26.9	22.6	19.1