2021년 3월 5일

기업분석 | 제약/바이오

셀트리온헬스케어 (091990)

4Q20 Review: 기대되는 유플라이마

Analyst
유한휘
02 3779 8897
hhlyu@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	146,000 원
현재주가	130,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(3/4)		926.2 pt
시가총액		202,861 억원
발행주식수		154,974 천주
52 주 최고가/최저가		173,483 / 56,095 원
90 일 일평균거래대금		5,879.74 억원
외국인 지분율		17.2%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		12,658 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.6%
	6 개월	28.2%
	12 개월	-15.3%
주주구성	셀트리온헬스케어홀딩스	38.0%
	Ion Investments B.V. (외 1 인)	7.5%

Stock Price

4Q20 Review

동사의 2020년 4분기 매출액은 3,870억원(YoY +23.4%, QoQ -16.5%) 영업이익 918억원(YoY +114.5%, QoQ -63.2%)를 기록, 컨센서스 대비 매출액은 하회, 영업이익은 상회하는 실적을 시현하였다. 4분기 당기 순이익은 317억원(YoY -21.9%, QoQ -63.2%)를 기록하였다. 직판 인력 확충 및 인센티브 지급에 따른 인건비 증가에도 유럽 시장가격 안정화와 수익성이 높은 북미향 매출이 지속되며 23.7%의 높은 영업이익률을 달성하였다.

올해 상반기 램시마SC 및 휴미라 바이오시밀러 본격적인 유럽 판매

동사의 2020년 매출 및 영업이익은 북미향 트룩시마가 견인하였다. 하지만 올해는 암젠의 Riabni가 출시를 앞두고 있어서 경쟁이 치열해 질것으로 예상된다. 2021년은 출시를 앞둔 램시마SC와 유플라이마(고농도 휴미라 바이오시밀러)가 동사의 매출 및 이익의 성장에 기여할 것으로 기대된다. 유플라이마는 21년 2월 EMA허가를 받았으며 2분기부터 유럽에 출시될 예정이다. 램시마SC는 11개국에 약가 및 환급가 승인이 완료된 상태이며 특히 유럽시장의 70%에 해당하는 EU5 지역중 3개 국가(독일, 영국, 프랑스)에 출시를 완료하였다. 21년 1분기 스페인, 이탈리아 출시로 EU5 전 지역 출시 완료할 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 146,000원 유지

동사에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 146,000원을 유지한다. 21년에도 렘시마 SC의 EU 출시국가 확대와 21년 상반기 유플라이마의 유럽출시로 매출 성장이 기대된다. 지속적인 후속 바이오시밀러의 출시로 인해 향후에도 고성장이 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	713	1,101	1,628	1,953	2,344
영업이익	-25	83	362	244	329
세전계속사업손익	24	75	279	207	293
순이익	11	65	240	179	252
EPS (원)	77	435	1,577	1,172	1,655
증감률 (%)	-92.7	468.5	269.3	-25.7	41.2
PER (x)	936.6	121.7	83.0	111.7	79.1
PBR (x)	6.6	4.8	10.3	9.5	8.5
EV/EBITDA (x)	-414.2	90.3	54.0	79.2	56.7
영업이익률 (%)	-3.5	7.5	22.2	12.5	14.0
EBITDA 마진 (%)	-3.5	7.7	22.5	12.5	14.1
ROE (%)	0.7	3.9	13.3	8.8	11.2
부채비율 (%)	80.3	71.0	73.9	78.1	80.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 셀트리온헬스케어, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

4Q20 Review

표1 4Q20 Review

(단위: 억원)	4Q20	4Q19	YoY	3Q20	QoQ	Consensus	추정치
매출액	3,870	3,136	23.4%	4,634	-16.5%	4,383	5,202
영업이익	918	428	114.5%	1,277	-28.1%	878	1,352
순이익	317	406	-21.9%	861	-63.2%	738	892
OPM	23.7%	13.6%		27.6%		20.0%	26.0%
NPM	8.2%	12.9%		18.6%		16.8%	17.1%

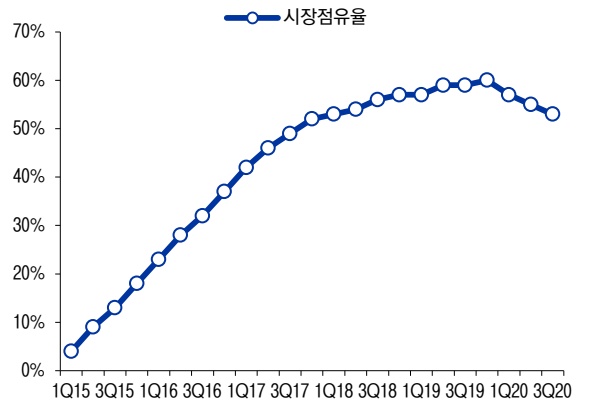
자료: 셀트리온헬스케어, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 셀트리온헬스케어 분기 및 연간 실적 추정

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2019	2020E	2021E
매출액	**2,205**	**2,848**	**2,820**	**3,136**	**3,569**	**4,203**	**4,634**	**3,870**	**11,009**	**16,276**	**23,280**
YoY	71.8%	55.0%	32.6%	66.2%	61.9%	47.6%	64.3%	23.4%	54.3%	47.8%	33.5%
램시마	1,333	1,481	1,156	1,254	1,499	1,513	1,668	1,509	5,224	6,189	6,984
트룩시마	688	1,054	1,438	1,317	1,642	2,059	2,363	1,896	4,497	7,960	11,640
허쥬마	184	313	226	564	357	546	510	348	1,287	1,761	2,561
램시마SC	-	-	-	-	71	84	93	77	-	325	2,095
매출총이익	**339**	**364**	**489**	**900**	**945**	**1,283**	**1,740**	**1,450**	**2,093**	**5,418**	**6,714**
YoY	32.6%	-6.1%	11.5%	흑자전환	178.7%	252.0%	255.8%	61.1%	204.0%	159.0%	32.5%
매출총이익률	15.4%	12.8%	17.4%	28.7%	26.5%	30.5%	37.5%	37.5%	19.0%	33.3%	28.8%
판매관리비	245	272	276	472	387	414	463	533	1,265	1,797	2,082
YoY	43.2%	15.3%	15.9%	59.8%	57.6%	52.5%	67.8%	12.9%	35%	42.1%	22.4%
영업이익	**94**	**93**	**213**	**428**	**558**	**868**	**1,277**	**918**	**828**	**3,621**	**4,632**
YoY	11%	-39%	6%	흑자전환	496%	838%	499.5%	114.5%	흑자전환	337.3%	36.9%
영업이익률	4.2%	3.2%	7.6%	13.7%	15.6%	20.7%	27.6%	23.7%	7.5%	22.2%	19.9%
당기순이익	58	85	101	405	762	464	861	317	650	2,404	3,567
YoY	-90.3%	-22.8%	58.9%	흑자전환	495.6%	838.1%	752.5%	-21.7%	470.5%	270.4%	27.8%
당기순이익률	2.6%	3.0%	3.6%	12.9%	21.3%	11.0%	18.6%	8.2%	5.9%	14.8%	15.3%

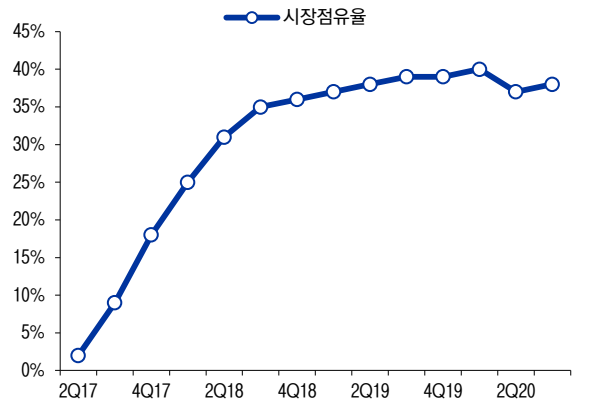
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 유럽 램시마 시장 점유율



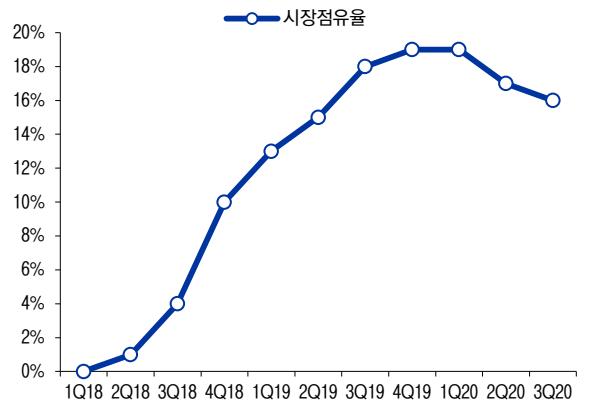
자료: IQVIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 유럽 트룩시마 시장 점유율



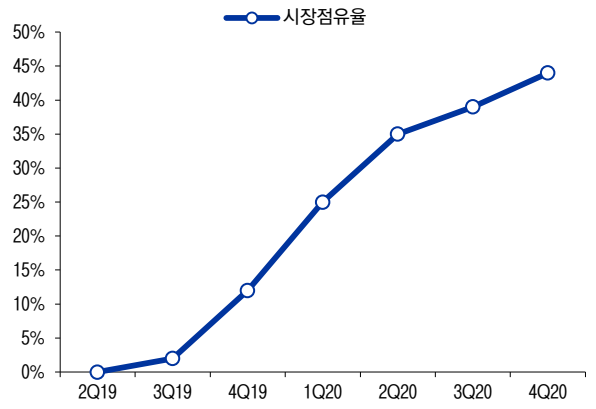
자료: IQVIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 유럽 허쥬마 시장 점유율



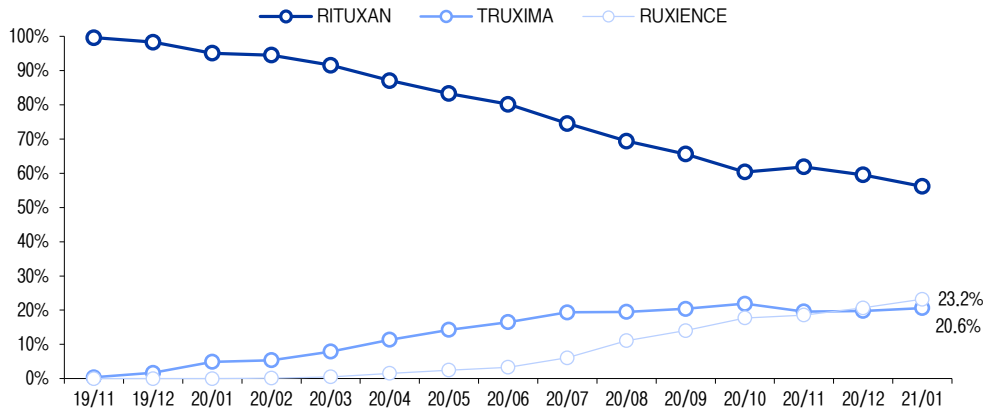
자료: IQVIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 일본 허쥬마 시장 점유율



자료: Symphony Health, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 미국 리툭산 및 Rituximab 바이오시밀러 시장 점유율, 셀트리온 20.6%



자료: Symphony Health, 이베스트투자증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,793	2,666	3,126	3,472	3,926
현금 및 현금성자산	240	297	342	795	1,349
매출채권 및 기타채권	405	389	410	389	370
재고자산	1,697	1,624	2,035	1,933	1,836
기타유동자산	451	356	340	355	371
비유동자산	155	183	264	318	380
관계기업투자등	0	4	6	8	9
유형자산	0	2	-1	0	0
무형자산	3	3	3	2	2
자산총계	**2,949**	**2,849**	**3,391**	**3,789**	**4,306**
유동부채	1,279	1,071	1,328	1,547	1,810
매입채무 및 기타재무	814	669	1,096	1,315	1,578
단기금융부채	84	116	116	116	116
기타유동부채	381	287	117	117	117
비유동부채	34	112	113	114	115
장기금융부채	0	1	1	1	1
기타비유동부채	34	111	112	113	115
부채총계	**1,313**	**1,183**	**1,441**	**1,661**	**1,925**
지배주주지분	1,635	1,666	1,950	2,128	2,380
자본금	141	144	144	144	144
자본잉여금	1,377	1,391	1,391	1,391	1,391
이익잉여금	267	330	570	749	1,001
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**1,635**	**1,666**	**1,950**	**2,128**	**2,380**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**713**	**1,101**	**1,628**	**1,953**	**2,344**
매출원가	645	892	1,086	1,504	1,805
매출총이익	**69**	**209**	**542**	**449**	**539**
판매비 및 관리비	94	127	180	205	210
영업이익	**-25**	**83**	**362**	**244**	**329**
(EBITDA)	-25	85	366	244	330
금융손익	0	4	-76	-30	-29
이자비용	1	7	4	4	4
관계기업등 투자손익	0	-1	-1	-1	-1
기타영업외손익	49	-10	-6	-6	-6
세전계속사업이익	**24**	**75**	**279**	**207**	**293**
계속사업법인세비용	13	10	38	29	40
계속사업이익	11	65	240	179	252
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**11**	**65**	**240**	**179**	**252**
지배주주	11	65	240	179	252
총포괄이익	**14**	**33**	**240**	**179**	**252**
매출총이익률 (%)	9.7	19.0	33.3	23.0	23.0
영업이익률 (%)	-3.5	7.5	22.2	12.5	14.0
EBITDA마진률 (%)	-3.5	7.7	22.5	12.5	14.1
당기순이익률 (%)	1.6	5.9	14.8	9.1	10.8
ROA (%)	0.4	2.2	7.7	5.0	6.2
ROE (%)	0.7	3.9	13.3	8.8	11.2
ROIC (%)	-1.1	5.8	22.8	16.5	29.2

현금흐름표

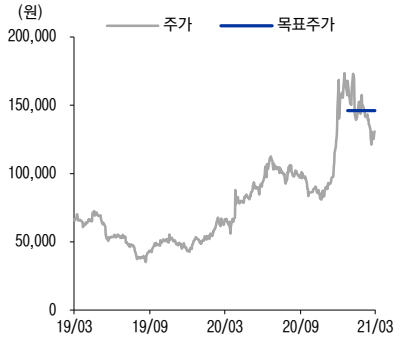
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-184**	**-164**	**182**	**470**	**573**
당기순이익(손실)	11	65	240	179	252
비현금수익비용가감	-30	37	-54	-50	-58
유형자산감가상각비	0	2	4	-1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-36	21	-58	-49	-60
영업활동 자산부채변동	-127	-221	-4	341	379
매출채권 감소(증가)	-13	26	-20	20	19
재고자산 감소(증가)	-128	72	-411	102	97
매입채무 증가(감소)	-13	-76	427	219	263
기타자산, 부채변동	28	-243	0	0	0
투자활동 현금	**253**	**164**	**-137**	**-17**	**-18**
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	-1
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	259	176	-137	-17	-18
기타투자활동	-5	-11	0	0	0
재무활동 현금	**-83**	**86**	**0**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	5	94	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-89	-8	0	0	0
현금의 증가	**-11**	**57**	**45**	**453**	**554**
기초현금	251	240	297	342	795
기말현금	240	297	342	795	1,349

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	936.6	121.7	83.0	111.7	79.1
P/B	6.6	4.8	10.3	9.5	8.5
EV/EBITDA	-414.2	90.3	54.0	79.2	56.7
P/CF	n/a	78.3	108.4	156.4	104.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-22.5	54.3	47.8	20.0	20.0
영업이익	적전	흑전	337.4	-32.6	34.8
세전이익	-88.2	208.7	269.9	-25.7	41.2
당기순이익	-92.8	470.5	269.9	-25.7	41.2
EPS	-92.7	468.5	269.3	-25.7	41.2
안정성 (%)					
부채비율	80.3	71.0	73.9	78.1	80.9
유동비율	218.4	248.9	235.4	224.4	216.9
순차입금/자기자본(x)	-29.9	-20.6	-26.7	-46.5	-65.5
영업이익/금융비용(x)	-33.4	12.1	91.9	61.9	83.5
총차입금 (십억원)	84	116	116	116	116
순차입금 (십억원)	-488	-342	-521	-989	-1,559
주당지표(원)					
EPS	77	435	1,577	1,172	1,655
BPS	10,874	11,029	12,658	13,817	15,455
CFPS	n/a	677	1,208	837	1,258
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 셀트리온헬스케어, 이베스트투자증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.11.23	Buy	110,000	-22.6		-42.9						
2019.11.24	Buy	110,000	9.4		-23.4						
2020.10.12	변경	유한휘									
2020.10.12	Buy	146,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 유한휘)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	87.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	12.2%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)