

하반기로 갈수록 실적 개선

매수
(유지)목표가: 140,000원
상승여력: 22.5%

김태희 taehee.kim@miraeasset.com

1Q21 Review

일회성 요인으로 영업이익의 기대치 하회

- 1Q21 매출액 3,563억원(-0.2% YoY), 영업이익 315억원(-43.5% YoY) 달성
- 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 하회하는 수준
- 제품별 비중: 램시마/인플렉트라 46%, 트룩시마 31%, 허주마 17%, 램시마SC 5% 등
- 수익성 악화는 공급 스케줄 조정으로 북미향 트룩시마 매출액 감소와 퇴직급여 발생 때문. 두 가지 이슈 모두 일회성 요인이기에 2분기 정상화될 전망

품목별 현황

기존 시장에서의 수익성 관리 & 일본에서의 빠른 시장 침투

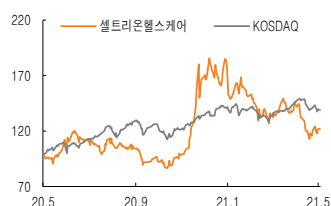
- 램시마/인플렉트라: 지난 2월 미국 최대 사보험사인 유나이티드 헬스케어가 의약품 우선 처방 목록에서 레미케이드를 제외하며 반사 이익 발생. 일본에서의 램시마 점유율도 19%로 상승 추세 지속
- 트룩시마: 미국 점유율 22% 달성. 향후 보다 적극적인 가격정책으로 점유율 상승 기대
- 허주마: 유럽에서 전략적 입찰 참여로 수익성 유지하고 있으며, 일본 점유율은 47%
- 램시마SC: 1Q 프랑스, 스페인, 이탈리아 출시로 유럽의 70% 이상 시장에서 출시 완료

투자의견 및 목표주가

투자의견 '매수' 및 목표주가 140,000원 유지

- 21년과 22년 EPS를 각각 1.4%, 3.2% 하향했지만 조정폭이 미미하여 목표주가 유지
- 램시마SC와 유플라이마 등 신제품으로 인한 하반기 실적 개선은 여전히 유효 판단
- 2분기 매출액과 영업이익은 정상화될 것으로 예상
- 동사에 대한 투자의견 '매수' 유지

Key data



현재주가(21/5/17, 원)	114,300	시가총액(십억원)	17,715
영업이익(21F, 십억원)	452	발행주식수(백만주)	155
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	458	유동주식비율(%)	60.6
EPS 성장률(21F, %)	42.3	외국인 보유비중(%)	16.5
P/E(21F, x)	51.6	베타(12M) 일간수익률	1.06
MKT P/E(21F, x)	11.9	52주 최저가(원)	81,005
KOSDAQ	962.50	52주 최고가(원)	173,483

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.8	23.5	22.3
상대주가	-8.5	7.7	-12.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	713	1,101	1,628	2,056	2,605	3,250
영업이익 (십억원)	-25	83	362	452	601	775
영업이익률 (%)	-3.5	7.5	22.2	22.0	23.1	23.8
순이익 (십억원)	11	65	240	343	474	621
EPS (원)	74	422	1,556	2,215	2,997	3,851
ROE (%)	0.7	3.9	13.4	16.3	18.8	20.3
P/E (배)	947.2	123.1	104.7	51.6	38.1	29.7
P/B (배)	6.2	4.5	12.3	7.4	6.4	5.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q21 실적

(십억원, %)

	1Q20	4Q20	1Q21	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	356.9	387.0	356.3	-0.2	-7.9	424.7	352.8
영업이익	55.8	91.8	31.5	-43.5	-65.7	79.1	55.2
opm(%)	15.6	23.7	8.8			18.6	15.6
지배주주순이익	76.2	31.7	31.5	-58.7	-0.6	55.3	50.0

자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 추정실적 변경내역

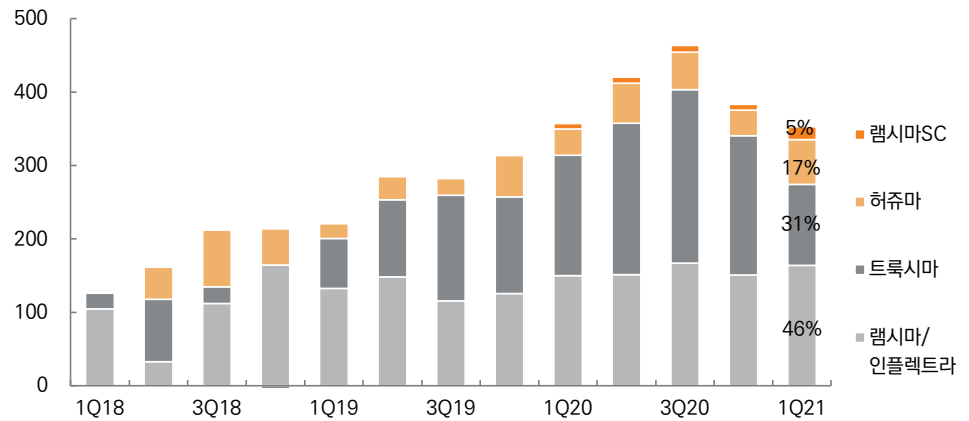
(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	2,071.9	2,625.1	2,055.7	2,604.5	-0.8	-0.8
영업이익	476.8	628.6	452.5	601.1	-5.1	-4.4
지배주주순이익	348.3	489.5	343.3	473.6	-1.4	-3.2
EPS(원)	2,248	3,097	2,215	2,997	-1.4	-3.2
BPS(원)	15,473	17,922	15,441	17,792	-0.2	-0.7
영업이익률	23.0	23.9	22.0	23.1	-1.0	-0.9
순이익률	16.8	18.6	16.7	18.2	-0.1	-0.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

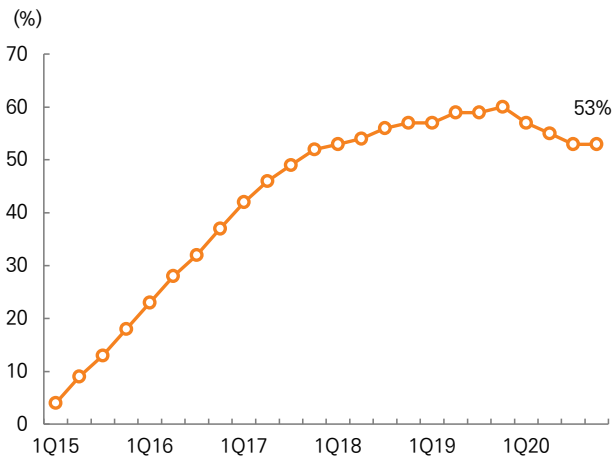
그림 1. 제품별 매출액 비중

(십억원)



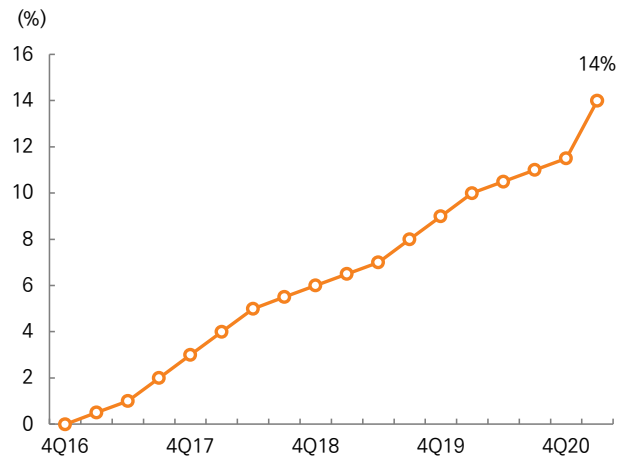
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 램시마 - 유럽 점유율 추이



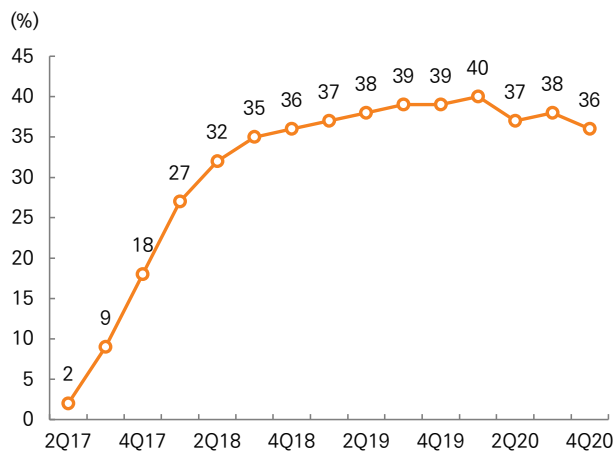
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 인플렉트라 - 미국 점유율 추이



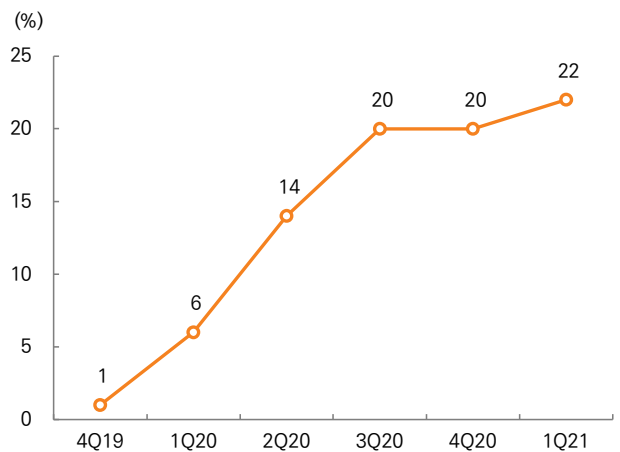
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 트룩시마 - 유럽 점유율 추이



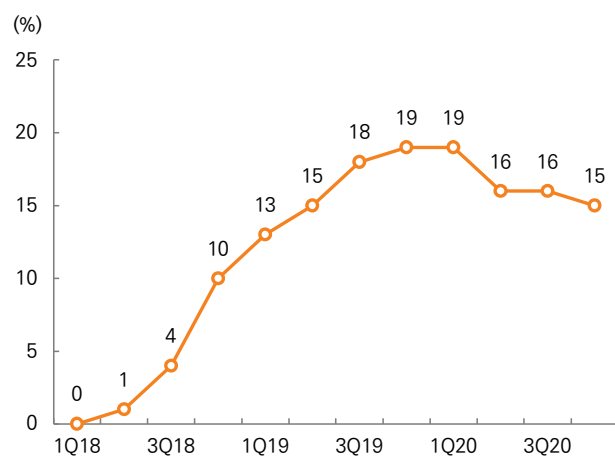
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 트룩시마 - 미국 점유율 추이



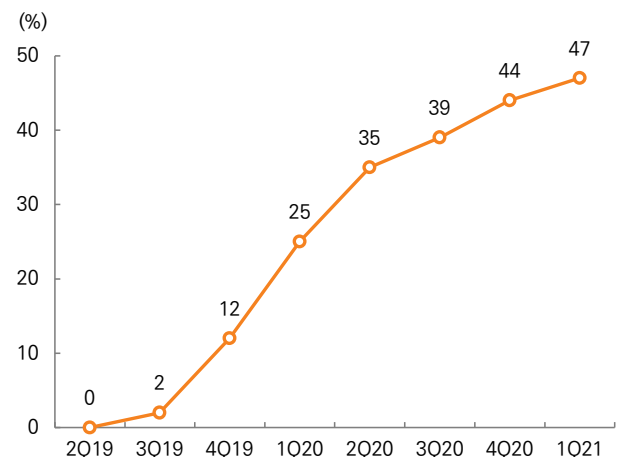
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 허쥬마 - 유럽 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 허쥬마 - 일본 점유율 추이



자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

셀트리온헬스케어 (091990)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,628	2,056	2,605	3,250
매출원가	1,086	1,377	1,737	2,162
매출총이익	542	679	868	1,088
판매비와관리비	180	226	266	314
조정영업이익	362	452	601	775
영업이익	362	452	601	775
비영업손익	-47	-12	-11	-1
금융손익	-6	-7	-6	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	315	440	590	774
계속사업법인세비용	74	97	117	153
계속사업이익	240	343	474	621
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	240	343	474	621
지배주주	240	343	474	621
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	249	343	474	621
지배주주	249	343	474	621
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	365	456	605	779
FCF	-23	121	244	371
EBITDA 마진율 (%)	22.4	22.2	23.2	24.0
영업이익률 (%)	22.2	22.0	23.1	23.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.7	16.7	18.2	19.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,499	4,079	4,878	5,895
현금 및 현금성자산	231	321	531	869
매출채권 및 기타채권	409	516	654	817
재고자산	2,035	2,279	2,552	2,858
기타유동자산	824	963	1,141	1,351
비유동자산	241	254	268	283
관계기업투자등	2	3	4	5
유형자산	6	7	7	8
무형자산	5	5	5	5
자산총계	3,740	4,333	5,146	6,178
유동부채	1,658	1,904	2,235	2,635
매입채무 및 기타채무	1,121	1,415	1,793	2,238
단기금융부채	201	186	170	152
기타유동부채	336	303	272	245
비유동부채	149	154	162	173
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	146	151	159	170
부채총계	1,807	2,057	2,397	2,808
지배주주지분	1,933	2,276	2,750	3,370
자본금	152	155	158	161
자본잉여금	1,409	1,409	1,409	1,409
이익잉여금	563	903	1,374	1,991
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,933	2,276	2,750	3,370

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	-23	125	248	375
당기순이익	240	343	474	621
비현금자산감가상각비	126	110	130	159
유형자산감가상각비	3	3	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	123	107	127	156
영업활동으로인한자산및부채의변동	-389	-224	-232	-248
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-146	-82	-105	-124
재고자산 감소(증가)	-435	-244	-273	-306
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	390	251	322	379
법인세납부	0	-97	-117	-153
투자활동으로 인한 현금흐름	-136	-19	-22	-18
유형자산처분(취득)	-1	-4	-4	-4
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-1	-1	-2
기타투자활동	-130	-14	-17	-12
재무활동으로 인한 현금흐름	88	-15	-16	-17
장단기금융부채의 증가(감소)	88	-15	-16	-17
자본의 증가(감소)	19	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-19	0	0	0
현금의 증가	-65	90	209	339
기초현금	297	231	321	531
기말현금	231	321	531	869

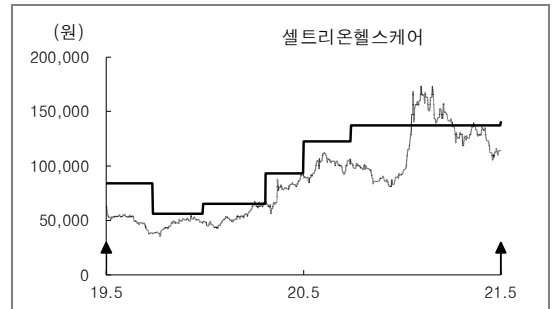
자료: 셀트리온헬스케어, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	104.7	51.6	38.1	29.7
P/CF (x)	68.7	39.1	29.9	23.6
P/B (x)	12.3	7.4	6.4	5.4
EV/EBITDA (x)	67.7	37.9	28.2	21.4
EPS (원)	1,556	2,215	2,997	3,851
CFPS (원)	2,373	2,924	3,818	4,838
BPS (원)	13,241	15,441	17,792	21,227
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	47.9	26.3	26.7	24.8
EBITDA증가율 (%)	329.4	24.9	32.7	28.8
조정영업이익증가율 (%)	336.1	24.9	33.0	29.0
EPS증가율 (%)	268.7	42.4	35.3	28.5
매출채권 회전율 (회)	4.8	5.8	5.8	5.8
재고자산 회전율 (회)	0.9	1.0	1.1	1.2
매입채무 회전율 (회)	1.4	1.3	1.3	1.3
ROA (%)	7.3	8.5	10.0	11.0
ROE (%)	13.4	16.3	18.8	20.3
ROIC (%)	17.9	19.7	23.7	27.1
부채비율 (%)	93.5	90.4	87.2	83.3
유동비율 (%)	211.1	214.3	218.3	223.7
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-19.0	-24.0	-30.2
조정영업이익/금융비용 (x)	42.2	43.1	62.2	88.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
셀트리온헬스케어 (091990)				
2021.05.18	매수	140,000	-	-
2020.08.14	매수	137,296	-12.27	26.36
2020.05.18	매수	122,586	-18.41	-8.24
2020.03.09	매수	93,165	-17.77	0.32
2019.11.14	매수	65,413	-18.26	3.45
2019.08.13	매수	56,068	-16.33	-1.33
2019.05.15	매수	84,103	-39.91	-24.11



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 셀트리온헬스케어(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.