

# 셀트리온 (068270)

홍기혜 kahye.hong@daishin.com  
한승협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

250,000

상향

현재주가  
(20.02.19)

181,500

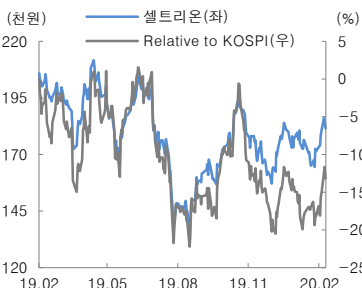
제업종

4차 산업혁명/안전등급

Sky Blue

|             |   |
|-------------|---|
| KOSPI       | 2210.34   |
| 시가총액        | 23,294십억원   |
| 시가총액비중      | 1.68%   |
| 자본금(보통주)    | 128십억원  |
| 52주 최고/최저   | 211,565원 / 135,153원                                       |
| 120일 평균거래대금 | 1,096억원   |
| 외국인지분율      | 20.39%  |
| 주요주주        | 셀트리온홀딩스 외 66 인 22.90%<br>Ion Investments B.V. 외 1 인 9.55% |

| 주가수익률(%) | 1M  | 3M  | 6M   | 12M   |
|----------|-----|-----|------|-------|
| 절대수익률    | 3.7 | 3.6 | 24.2 | -11.6 |
| 상대수익률    | 5.6 | 0.9 | 9.0  | -11.8 |



## 2020년, 신제품 효과 본격화

투자의견 매수, 목표주가 250,000원 유지

– 목표주가는 잔여이익평가모형(Residual Income Model)을 이용하여 산출

4Q19 Review: 신제품 공급 확대로 매출 호조

- 4Q19 연결 매출액 3,827억원(YoY+57.8%), 영업이익 1,142억원(YoY+159.5%, OPM 29.8%), 당기순이익 951억원(YoY+154.6%) 실현 매출액은 당사 추정치에 부합했으나 영업이익은 당사 추정치와 컨센서스 하회
- 매출액은 램시마V 공급재개(약 688억원) 및 TEVA항 편두통치료제 아조비 위탁생산물량(약 612억원) 발생하며 증가. 램시마 SC 유럽(약 574억원), 트룩시마 미국(약 956억원) 등 신제품 런칭으로 공급 지속으로 꾸준한 성장 이어지는 중
- 영업이익은 1)외주 CMO의 초기 소량 생산분 판매, 2)트룩시마 DS 생산공장 추가 영향으로 원가가 상승함에 따라 당사 추정치 하회
- 유럽 점유율은 램시마V(59%), 트룩시마(39%), 허주마(18%)로 바이오시밀러 중 점유율 1위 유지하며 안정적 구간 진입(3Q19, 수량 기준). 파트너사 Pfizer에 따르면 미국 인플렉트릭(램시마) 4Q19 매출액은 9,100만 달러(YoY+30.0%, QoQ+18.2%) 달성

2020년, 신제품 효과 본격화 기대

- 2020년 연결 매출액 1조 6,744억원(YoY+48.4%) 영업이익 6,485억원(YoY+71.5%, OPM 38.8%) 전망. 생산 공정 개선, 생산 간격 단축, 원재료 직접 공급 등 원가 절감으로 이익 개선 기대
- 램시마SC 유럽 출시(‘20.02) 진행 중. 2020년 상반기에는 유럽지역의 60%, 하반기에는 90% 지역 출시 계획. 허주마 미국 출시는 올 3월로 예정
- 트룩시마는 미국 출시 3개월차 점유율 4.2%(WAC 금액기준) 및 4.9%(수량 기준) 달성하며 빠른 시장 확대 중

(단위: 십억원 %)

| 구분   | 4Q18 | 3Q19 | 4Q19 |     |       | 1Q20 |           |      |
|------|------|------|------|-----|-------|------|-----------|------|
|      |      |      | 직전추정 | 잠정치 | YoY   | QoQ  | Consensus | 당사추정 |
| 매출액  | 243  | 289  | 379  | 383 | 57.8  | 32.4 | 344       | 331  |
| 영업이익 | 44   | 103  | 136  | 114 | 159.5 | 10.7 | 134       | 125  |
| 순이익  | 44   | 61   | 141  | 92  | 110.2 | 50.4 | 138       | 96   |

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

|         | 2017A  | 2018A  | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 949    | 982    | 1,128  | 1,674  | 1,984  |
| 영업이익    | 508    | 339    | 378    | 649    | 801    |
| 세전순이익   | 492    | 318    | 379    | 650    | 804    |
| 총당기순이익  | 386    | 254    | 298    | 512    | 633    |
| 자배지분순이익 | 382    | 262    | 295    | 512    | 633    |
| EPS     | 2,858  | 1,952  | 2,192  | 3,801  | 4,700  |
| PER     | 72.6   | 108.9  | 82.8   | 47.8   | 38.6   |
| BPS     | 17,255 | 18,816 | 20,962 | 24,784 | 29,479 |
| PBR     | 12.0   | 11.3   | 8.7    | 7.3    | 6.2    |
| ROE     | 17.5   | 10.8   | 11.0   | 16.6   | 17.3   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

|              | 수정전   |       | 수정후   |       | 변동률   |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2019F | 2020F | 2019F | 2020F | 2019F | 2020F |
| 매출액          | 1,125 | 1,315 | 1,128 | 1,674 | 0.3   | 27.3  |
| 판매비와 관리비     | 268   | 300   | 252   | 303   | -6.0  | 1.0   |
| 영업이익         | 400   | 493   | 378   | 649   | -5.5  | 31.5  |
| 영업이익률        | 35.6  | 37.5  | 33.5  | 38.7  | -2.1  | 1.2   |
| 영업외손익        | 31    | 18    | 0     | 2     | -98.4 | -88.8 |
| 세전순이익        | 431   | 511   | 379   | 650   | -12.1 | 27.4  |
| 자비자분순이익      | 344   | 407   | 295   | 512   | -14.2 | 25.7  |
| 순이익률         | 30.6  | 31.0  | 26.4  | 30.6  | -4.2  | -0.4  |
| EPS(자비자분순이익) | 2,682 | 3,175 | 2,192 | 3,801 | -18.3 | 19.7  |

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

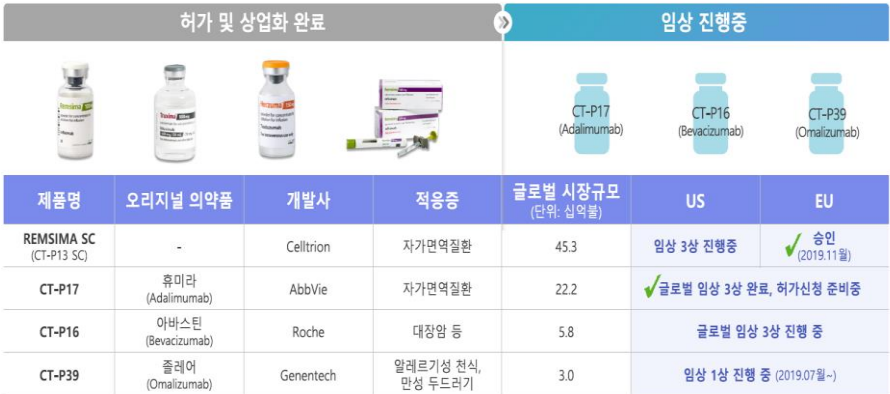
표 1. 셀트리온 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

|             | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 2017  | 2018  | 2019   | 2020F  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액         | 245.0 | 263.4 | 231.1 | 242.6 | 221.7 | 235.0 | 289.1 | 382.7 | 949.1 | 982.1 | 1128.5 | 1674.4 |
| 영업이익        | 116.5 | 108.2 | 70.0  | 44.0  | 77.4  | 83.4  | 103.1 | 114.2 | 507.8 | 338.7 | 378.1  | 648.5  |
| 세전이익        | 115.3 | 92.7  | 66.9  | 42.8  | 81.4  | 85.7  | 106.8 | 104.7 | 491.5 | 317.7 | 378.6  | 650.5  |
| 당기순이익       | 83.2  | 83.0  | 50.0  | 37.3  | 63.0  | 78.3  | 61.6  | 95.1  | 386.2 | 253.6 | 298.0  | 512.0  |
| 증감률 (YoY %) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 매출액         | 24.6  | 7.0   | -0.4  | -11.6 | -9.5  | -10.8 | 25.1  | 57.8  | 41.5  | 3.5   | 14.9   | 48.4   |
| 영업이익        | 30.3  | -21.8 | -44.2 | -71.5 | -33.6 | -23.0 | 47.3  | 159.5 | 103.4 | -33.3 | 11.6   | 71.5   |
| 당기순이익       | 24.1  | -28.0 | -49.9 | -64.1 | -24.3 | -5.6  | 23.2  | 154.6 | 114.0 | -34.3 | 17.5   | 71.8   |
| 수익성 (%)     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 영업이익률       | 47.5  | 41.1  | 30.3  | 18.1  | 34.9  | 35.5  | 35.7  | 29.8  | 53.5  | 34.5  | 33.5   | 38.7   |
| 세전이익률       | 47.1  | 35.2  | 29.0  | 17.6  | 36.7  | 36.5  | 36.9  | 27.3  | 51.8  | 32.4  | 33.5   | 38.8   |
| 순이익률        | 34.0  | 31.5  | 21.6  | 15.4  | 28.4  | 33.3  | 21.3  | 24.8  | 40.7  | 25.8  | 26.4   | 30.6   |

주: 연결 기준  
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

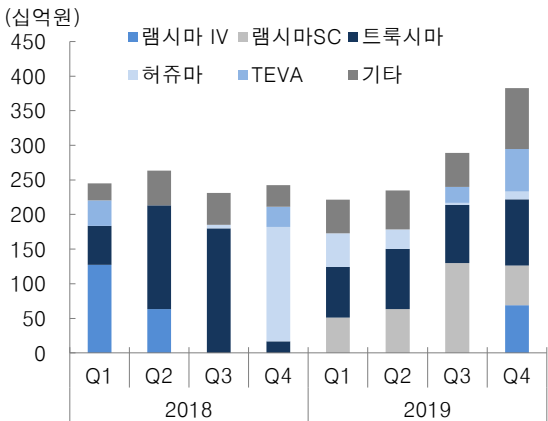
그림 1. 셀트리온 바이오시밀러 R&D 파이프라인 현황



▪ 후속 바이오시밀러 제품군 18개 (면역 의약품 8개, 항암 의약품 6개, 기타 의약품 4개) 세포주 및 공정 개발 중

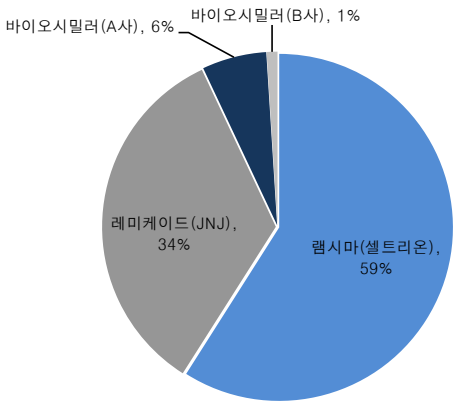
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 2. 셀트리온 바이오시밀러 매출 추이



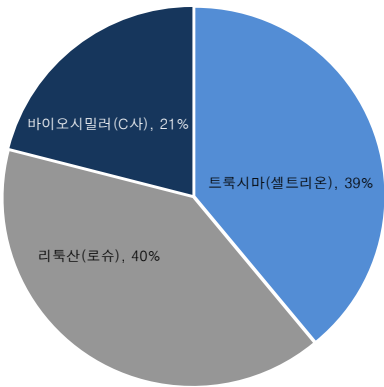
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 3. Infliximab 유럽 시장점유율



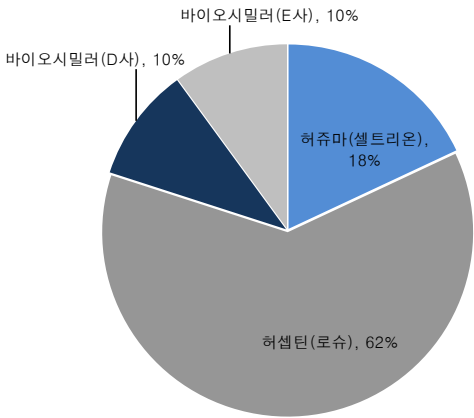
주: 2019년 3분기 기준  
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 4. Rituximab 유럽 시장점유율



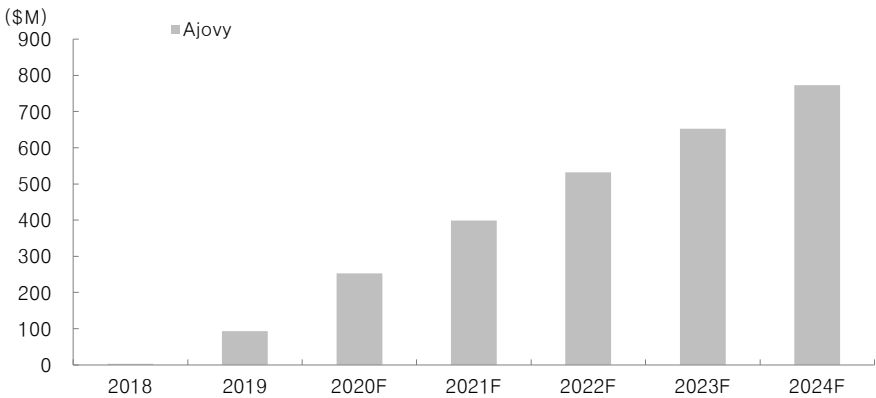
주: 2019년 3분기 기준  
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 5. Trastuzumab 유럽 시장점유율



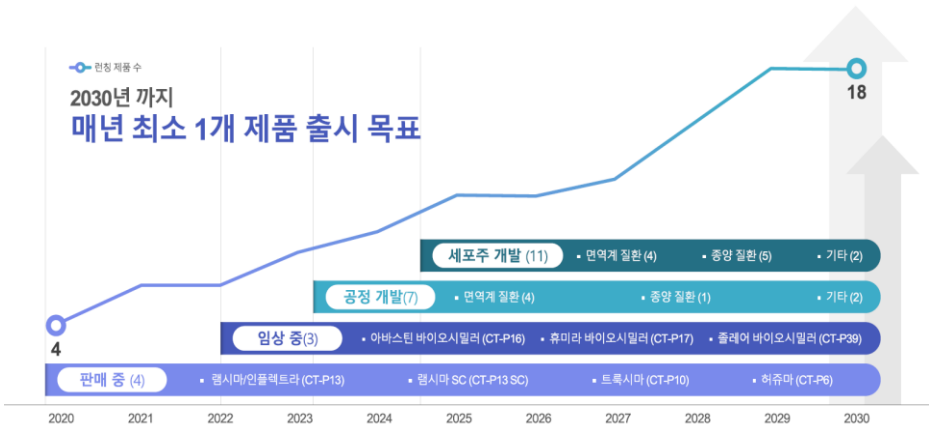
주: 2019년 3분기 기준  
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 6. Ajovy 매출 컨센서스 추이



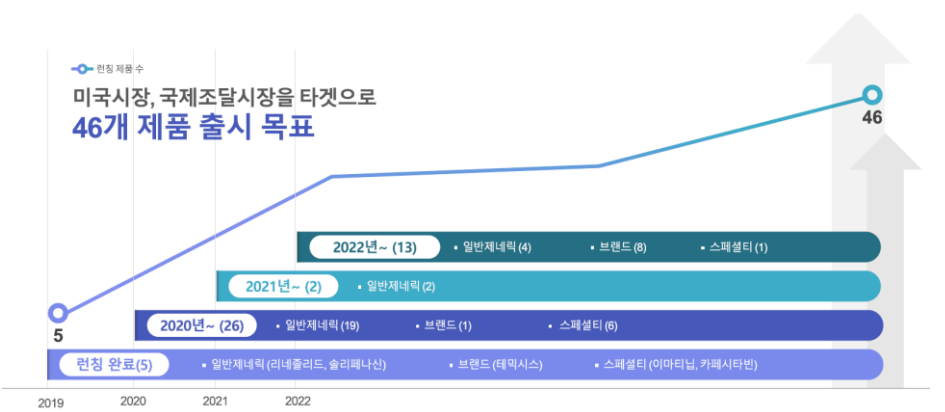
자료: Evaluate Pharma, 대신증권 Research Center

그림 7. 중장기 바이오시밀러 파이프라인



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 8. 중장기 글로벌 케미컬 파이프라인



자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

|                               | 2019F   | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F  | 2028F  |
|-------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>   | 295     | 512   | 633   | 732   | 797   | 941   | 1,230 | 1,323 | 1,482  | 1,660  |
| II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup> | 2,821   | 3,338 | 3,971 | 4,703 | 5,500 | 6,442 | 7,672 | 8,995 | 10,477 | 12,137 |
| 추정ROE                         | 11.0    | 16.6  | 17.3  | 15.6  | 14.5  | 14.6  | 16.0  | 14.7  | 14.1   | 13.7   |
| III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>     | 6.0     |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 무위험이자율 <sup>(주4)</sup>        | 2.0     |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>      | 4.0     |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 베타                            | 1.00    |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| IV Spread(추정ROE-필요수익률)        | 5.0     | 10.6  | 11.3  | 9.6   | 8.5   | 8.6   | 10.0  | 8.7   | 8.1    | 7.7    |
| V 필요수익                        | 151     | 169   | 200   | 238   | 282   | 330   | 386   | 460   | 540    | 629    |
| VI 잔여이익(I-V)                  | 144     | 343   | 433   | 494   | 515   | 611   | 844   | 863   | 942    | 1,031  |
| 현가계수                          | 1.00    | 0.94  | 0.89  | 0.84  | 0.79  | 0.75  | 0.70  | 0.67  | 0.63   | 0.59   |
| 잔여이익의 현가                      | 144     | 323   | 385   | 415   | 408   | 457   | 595   | 574   | 591    | 610    |
| VII 잔여이익의 합계                  | 4,502   |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가          | 26,803  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>      | 3.6%    |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| IX 기초자기자본                     | 2,524   |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| X 주주지분가치(VII+VIII+IX)         | 33,829  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 총주식수(천주)                      | 134,698 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| XI 적정주당가치(원)                  | 251,144 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| 현재가치(원)                       | 181,500 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |
| Potential (%)                 | 38.4%   |       |       |       |       |       |       |       |        |        |

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 지회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 자본만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮은 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1992년 설립된 종합 생명공학 기업. 2002년 의약품 CMO 사업을 시작하여 2009년 다수 바이오시밀러 제품을 개발 및 판매
- 세계 최초 레미케이드(자가면역질환) 바이오시밀러 ‘램시마’ 유럽 출시
- 셀트리온 그룹: 셀트리온(항체약품 제조), 셀트리온헬스케어(글로벌 판매), 셀트리온제약(케미컬약품 제조 및 판매) 으로 구성
- 경영진: 사장인 회장 / 셀트리온 대표이사 기우성
- 자산 3.9조, 부채 1.0조, 자본 2.9조(2019년 말 기준)

발행주식 수: 134,704,264

주가 변동요인

- (+) 바이오시밀러 승인가가 및 시장점유율 확대, 신약개발 임상 진전 등
- (-) 바이오시밀러 승인실패, 시장점유율 하락, 공급단가 인하

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

매출액 비중 추이

| 분류  | 비율  |
|-----|-----|
| 바이오 | 84% |
| 케미컬 | 16% |
| 기타  | 0%  |

주: 2019년 3분기 기준  
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

그림 1. 바이오시밀러 제품 유럽 점유율

| 기간      | 램시마 | 트룩시마 | 허쥬마 |
|---------|-----|------|-----|
| 2015 1Q | 4%  | -    | -   |
| 2015 2Q | 9%  | -    | -   |
| 2015 3Q | 13% | -    | -   |
| 2015 4Q | 18% | -    | -   |
| 2016 1Q | 23% | -    | -   |
| 2016 2Q | 28% | -    | -   |
| 2016 3Q | 32% | -    | -   |
| 2016 4Q | 37% | -    | -   |
| 2017 1Q | 42% | -    | -   |
| 2017 2Q | 46% | 2%   | -   |
| 2017 3Q | 49% | 9%   | -   |
| 2017 4Q | 52% | 18%  | -   |
| 2018 1Q | 53% | 26%  | 0%  |
| 2018 2Q | 54% | 32%  | 1%  |
| 2018 3Q | 55% | 35%  | 4%  |
| 2018 4Q | 57% | 36%  | 10% |
| 2019 1Q | 57% | 37%  | 13% |
| 2019 2Q | 59% | 38%  | 15% |
| 2019 3Q | 59% | 39%  | 18% |

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 2. 인플렉트라 미국 처방량 추이

| 기간      | 처방량 (만 달러) | QoQ (%) |
|---------|------------|---------|
| 2016 4Q | 63         | -       |
| 2017 1Q | 675        | 220%    |
| 2017 2Q | 2,115      | 59%     |
| 2017 3Q | 3,420      | 55%     |
| 2017 4Q | 4,613      | 35%     |
| 2018 1Q | 6,205      | 35%     |
| 2018 2Q | 7,879      | 27%     |
| 2018 3Q | 9,194      | 17%     |
| 2018 4Q | 10,075     | 10%     |
| 2019 1Q | 10,805     | 7%      |
| 2019 2Q | 12,914     | 20%     |
| 2019 3Q | 14,267     | 10%     |
| 2019 4Q | 16,334     | 14%     |

M/S=8.1%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 셀트리온 바이오시밀러 매출 비중 추이

| 연도   | 램시마V | 램시마SC | 트룩시마 | 허쥬마 | 기타  |
|------|------|-------|------|-----|-----|
| 2016 | 80%  | -     | -    | -   | 20% |
| 2017 | 55%  | 25%   | 10%  | -   | 10% |
| 2018 | 20%  | 40%   | 20%  | 15% | 5%  |
| 2019 | 5%   | 30%   | 25%  | 15% | 25% |

자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

그림 4. 셀트리온 파이프라인 현황

| 분류      | 제품명                | 대상물질        | 주요 적응증   | 개발 단계           |
|---------|--------------------|-------------|----------|-----------------|
| 바이오 시밀러 | Remsima /Inflectra | Infliximab  | 류마티스 관절염 | EU, US 출시       |
|         | Truxima            | Rituximab   | 혈액암      | EU, US 출시       |
|         | Herxuma            | Trastuzumab | 유방암, 위암  | EU 출시, US 허가    |
|         | Remsima SC         | Infliximab  | 류마티스 관절염 | EU 출시, US 임상 3상 |
|         | CT-P16             | Bevacizumab | 대장암      | 임상 3상           |
|         | CT-P17             | Adalimumab  | 류마티스 관절염 | 임상 3상 완료        |
|         | CT-P39             | Omalizumab  | 알레르기성 천식 | 임상 1상           |
| 신약      | CT-P27             | 항체          | 독감       | 임상 2b 상         |

주: 후속 바이오시밀러 18개 세무주 및 공정 개발 중  
자료: 셀트리온, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     |       | (단위: 십억원) |       |       |       |  |
|-------------|-------|-----------|-------|-------|-------|--|
|             | 2017A | 2018A     | 2019F | 2020F | 2021F |  |
| 매출액         | 949   | 982       | 1,128 | 1,674 | 1,984 |  |
| 매출원가        | 254   | 433       | 499   | 723   | 843   |  |
| 매출총이익       | 695   | 549       | 630   | 952   | 1,140 |  |
| 판매비와관리비     | 187   | 210       | 252   | 303   | 340   |  |
| 영업이익        | 508   | 339       | 378   | 649   | 801   |  |
| 영업외수익       | 53.5  | 34.5      | 33.5  | 38.7  | 40.4  |  |
| EBITDA      | 606   | 465       | 502   | 774   | 920   |  |
| 영업외손익       | -16   | -21       | 0     | 2     | 4     |  |
| 관계기업손익      | 3     | -1        | 0     | 0     | 0     |  |
| 금융수익        | 10    | 22        | 18    | 19    | 10    |  |
| 외환관련이익      | 2     | 2         | 2     | 2     | 2     |  |
| 금융비용        | -28   | -18       | -14   | -14   | -4    |  |
| 외환관련손실      | 13    | 4         | 4     | 4     | 4     |  |
| 기타          | -1    | -24       | -3    | -3    | -3    |  |
| 법인세비용차감전순이익 | 492   | 318       | 379   | 650   | 804   |  |
| 법인세비용       | -105  | -64       | -81   | -138  | -171  |  |
| 계속사업순이익     | 386   | 254       | 298   | 512   | 633   |  |
| 중단사업순이익     | 0     | 0         | 0     | 0     | 0     |  |
| 당기순이익       | 386   | 254       | 298   | 512   | 633   |  |
| 당기순이익률      | 40.7  | 25.8      | 26.4  | 30.6  | 31.9  |  |
| 비재계분순이익     | 4     | -8        | 3     | 0     | 0     |  |
| 재계분순이익      | 382   | 262       | 295   | 512   | 633   |  |
| 매도가능금융자산평가  | 0     | 0         | 0     | 0     | 0     |  |
| 기타포괄이익      | 0     | 0         | 0     | 0     | 0     |  |
| 포괄순이익       | 388   | 256       | 300   | 514   | 635   |  |
| 비재계분포괄이익    | 4     | -8        | 3     | 0     | 0     |  |
| 재계분포괄이익     | 385   | 264       | 297   | 514   | 635   |  |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배 %) |        |        |        |        |
|--------------|-------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2017A       | 2018A  | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
| EPS          | 2,858       | 1,952  | 2,192  | 3,801  | 4,700  |
| PER          | 72.6        | 108.9  | 82.8   | 47.8   | 38.6   |
| BPS          | 17,255      | 18,816 | 20,962 | 24,784 | 29,479 |
| PBR          | 120         | 11.3   | 8.7    | 7.3    | 6.2    |
| EBITDAPS     | 4,527       | 3,470  | 3,730  | 5,744  | 6,827  |
| EV/EBITDA    | 45.1        | 60.2   | 46.2   | 29.2   | 21.9   |
| SPS          | 7,093       | 7,321  | 8,386  | 12,430 | 14,728 |
| PSR          | 29.3        | 29.0   | 21.6   | 14.6   | 12.3   |
| CFPS         | 4,525       | 3,503  | 3,959  | 5,965  | 7,006  |
| DPS          | 0           | 0      | 0      | 0      | 0      |

| 재무비율     | (단위: 원 배 %) |       |       |       |       |
|----------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2017A       | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
| 성장성      |             |       |       |       |       |
| 매출액 증/감  | 41.5        | 3.5   | 14.9  | 48.4  | 18.5  |
| 영업이익 증/감 | 103.4       | -33.3 | 11.6  | 71.5  | 23.5  |
| 순이익 증/감  | 114.0       | -34.3 | 17.5  | 71.8  | 23.6  |
| 수익성      |             |       |       |       |       |
| ROIC     | 15.3        | 10.3  | 10.4  | 15.2  | 16.5  |
| ROA      | 16.0        | 9.9   | 10.1  | 13.9  | 8.0   |
| ROE      | 17.5        | 10.8  | 11.0  | 16.6  | 17.3  |
| 안정성      |             |       |       |       |       |
| 부채비율     | 36.3        | 34.5  | 34.3  | 55.1  | 254.4 |
| 순차입금비율   | 3.4         | -0.6  | -6.8  | -23.5 | -81.1 |
| 이자보상비율   | 35.1        | 23.8  | 37.8  | 64.9  | 0.0   |

자료: 섀프린은 대산증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |       |       |       |        |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|--------|
|             | 2017A     | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F  |
| 유동자산        | 1,614     | 1,664 | 2,048 | 3,470 | 12,803 |
| 현금및현금성자산    | 419       | 411   | 442   | 1,222 | 10,187 |
| 매출채권 및 기타채권 | 831       | 932   | 1,259 | 1,811 | 2,128  |
| 재고자산        | 199       | 163   | 187   | 278   | 330    |
| 기타유동자산      | 164       | 159   | 159   | 159   | 159    |
| 비유동자산       | 1,701     | 1,876 | 1,904 | 1,932 | 1,877  |
| 유형자산        | 844       | 881   | 892   | 902   | 911    |
| 관계기업투자지급    | 17        | 28    | 40    | 51    | 63     |
| 기타비유동자산     | 840       | 967   | 972   | 979   | 903    |
| 자산총계        | 3,316     | 3,541 | 3,951 | 5,402 | 14,680 |
| 유동부채        | 617       | 678   | 530   | 702   | 7,131  |
| 매입채무 및 기타채무 | 104       | 157   | 160   | 172   | 178    |
| 차입금         | 323       | 258   | 258   | 258   | 258    |
| 유동상차무       | 94        | 155   | 0     | 0     | 0      |
| 기타유동부채      | 95        | 107   | 112   | 272   | 6,694  |
| 비유동부채       | 267       | 230   | 479   | 1,217 | 3,408  |
| 차입금         | 224       | 103   | 103   | 103   | 103    |
| 전환증권        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 기타비유동부채     | 43        | 127   | 376   | 1,114 | 3,304  |
| 부채총계        | 884       | 908   | 1,009 | 1,920 | 10,538 |
| 자본부분        | 2,309     | 2,524 | 2,821 | 3,338 | 3,971  |
| 자본금         | 123       | 125   | 128   | 135   | 135    |
| 자본잉여금       | 758       | 777   | 777   | 777   | 777    |
| 이익잉여금       | 1,450     | 1,702 | 1,994 | 2,504 | 3,135  |
| 기타자본변동      | -21       | -80   | -78   | -77   | -75    |
| 비자본부분       | 123       | 109   | 122   | 144   | 171    |
| 자본총계        | 2,432     | 2,633 | 2,942 | 3,482 | 4,142  |
| 순차입금        | 83        | -16   | -199  | -817  | -3,360 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |        |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|--------|
|           | 2017A     | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F  |
| 영업활동 현금흐름 | 497       | 382   | 105   | 26    | 405    |
| 당기순이익     | 386       | 254   | 298   | 512   | 633    |
| 비현금항목의가감  | 219       | 216   | 235   | 292   | 311    |
| 감가상각비     | 98        | 127   | 124   | 125   | 119    |
| 외환손익      | 9         | 0     | 16    | 5     | -1     |
| 자본법평가손익   | -3        | 1     | 0     | 0     | 0      |
| 기타        | 115       | 89    | 95    | 161   | 193    |
| 자산부채의증감   | -69       | -11   | -355  | -638  | -367   |
| 기타현금흐름    | -39       | -76   | -73   | -140  | -171   |
| 투자활동 현금흐름 | -245      | -193  | -143  | -145  | -55    |
| 투자자산      | -10       | -13   | -11   | -11   | -11    |
| 유형자산      | -21       | -79   | -51   | -51   | -51    |
| 기타        | -215      | -101  | -81   | -83   | 7      |
| 재무활동 현금흐름 | -96       | -198  | -296  | -137  | -144   |
| 단기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 사채        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 장기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 유상증자      | 10        | 15    | 3     | 6     | 0      |
| 현금배당      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 기타        | -106      | -213  | -299  | -144  | -144   |
| 현금의증감     | 151       | -9    | 32    | 779   | 8,965  |
| 기초 현금     | 268       | 419   | 411   | 442   | 1,222  |
| 기말 현금     | 419       | 411   | 442   | 1,222 | 10,187 |
| NOPLAT    | 399       | 270   | 298   | 510   | 630    |
| FCF       | 389       | 192   | 283   | 495   | 698    |

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

|                |                    |               |
|----------------|--------------------|---------------|
| Dark Gray (하위) | Neutral Green (보통) | Sky Blue (상위) |
|----------------|--------------------|---------------|

[Compliance Notice]

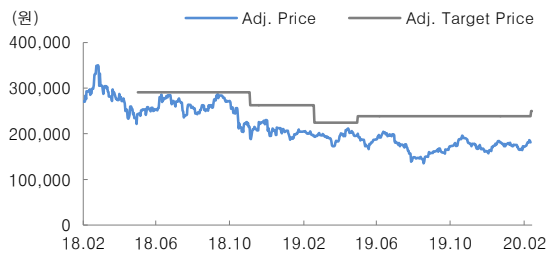
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍기혜)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

셀트리온(068270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|             |          |          |          |          |          |          |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자        | 20.02.20 | 19.11.24 | 19.11.23 | 19.11.09 | 19.11.06 | 19.08.02 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      | 6개월 경과   | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 250,000  | 238,800  | 238,800  | 238,800  | 238,800  | 238,800  |
| 과다율(평균%)    |          | (27.77)  |          | (26.74)  | (27.16)  | (27.26)  |
| 과다율(최대/최소%) |          | (22.11)  | (100.00) | (25.40)  | (14.40)  | (14.40)  |
| 제시일자        | 19.05.09 | 19.02.26 | 18.11.12 | 18.11.10 | 18.08.09 | 18.05.10 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | Buy      | 6개월 경과   | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 238,800  | 224,500  | 262,700  | 290,900  | 290,900  | 290,900  |
| 과다율(평균%)    | (22.56)  | (13.39)  | (21.37)  | (34.84)  | (11.89)  | (10.06)  |
| 과다율(최대/최소%) | (14.40)  | (5.74)   | (12.32)  | (34.84)  | (1.29)   | (1.61)   |
| 제시일자        |          |          |          |          |          |          |
| 투자의견        |          |          |          |          |          |          |
| 목표주가        |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(평균%)    |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(최대/최소%) |          |          |          |          |          |          |
| 제시일자        |          |          |          |          |          |          |
| 투자의견        |          |          |          |          |          |          |
| 목표주가        |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(평균%)    |          |          |          |          |          |          |
| 과다율(최대/최소%) |          |          |          |          |          |          |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200217)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 86.0%   | 13.0%             | 0.5%             |

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장주요인물 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장주요인물과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장주요인물 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장주요인물 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장주요인물)  
: 향후 6개월간 시장주요인물 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장주요인물 하회)  
: 향후 6개월간 시장주요인물 대비 10%p 이상 주가 하락 예상