



2017/09/26

셀트리온(068270)

화이자의 반격과 타겟 시장 확대 긍정적

■ 예상보다 느리게 올라온 미국 시장 점유율은 가팔라질까?

동사의 램시마/인플렉트라의 추가 성장은 미국 지역의 점유율 증가로 나타날 것으로 보이며, 이르면 올해 4분기부터 본격 성장이 기대된다. 이유는 1) 화이자가 오는 10/1일부터 인플렉트라의 가격 인하를 결정했으며, 2) 존슨앤존슨 독점 금지법 위반 소송 제기로 이전과 같은 공격적인 영업은 어려울 것으로 예상되기 때문이다. 램시마의 유럽 점유율은 40% 이상으로 어느 정도 시장 성숙기에 도달하였다고 판단된다. 향후 추가 성장은 미국에서 나타날 것으로 보인다. 지난해 오리지널 의약품인 레미케이드의 미국 비중은 59%로 48억달러(약 54조원)으로 미국 시장이 가장 크기 때문이다. 올해 상반기 인플렉트라의 미국 시장 점유율은 2.3%에 그쳤으나 4분기 화이자의 가격인하와 소송이슈 등으로 점유율 상승이 기대된다. 화이자는 인플렉트라의 평균 가격을 기존 100mg 바이알 당 \$753.40에서 10월 \$737.91으로 -2% 인하하겠다고 언급하였다.

■ 가격 인하에도 마진을 훼손 방어 가능할 것

이와 같은 인플렉트라의 가격 인하는 앞서 유럽 시장에서도 보았듯이 자연스러운 현상이나, 그럼에도 동사의 마진 훼손 영향은 미미할 것으로 판단된다. 이유는 1) 연내 원가개선 프로젝트 완료, 2) 가격인하에도 유럽 대비 높은 미국의 단가, 3) 고마진 트룩시마의 본격 유럽 진출이 전망되기 때문이다. 연내 원가개선프로젝트가 완료되면 가격 인하에도 견딜 수 있는 룸(room)이 확대될 것으로 보이며, 이미 2분기 동사의 원가율은 YoY 뿐만 아니라 QoQ로도 10%p 하락한 29%를 기록한 바 있다. 또한, 미국 레미케이드 가격이 유럽지역 가격보다 비싸기 때문에 가격 할인에도 유럽지역 가격(오리지널대비 평균 40% 할인)보다 단가가 높다. 내년 고마진인 트룩시마의 유럽지역 본격 성장이 예상되기 때문에 마진을 훼손 영향은 제한적일 것으로 추정한다.

■ 3분기 실적은 맛밋하나, 4분기 기대

동사의 3분기 매출액은 2,206억원(YoY +31%), 영업이익 1,101억원(YoY +49%, OPM 50%)가 전망된다. 2분기 재고 소진이 이루어져야 하기 때문에 풀이되며, 3분기의 공급계약 금액도 지난 2분기보다 소폭 둔화된 1,855

제약/바이오 허혜민

(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

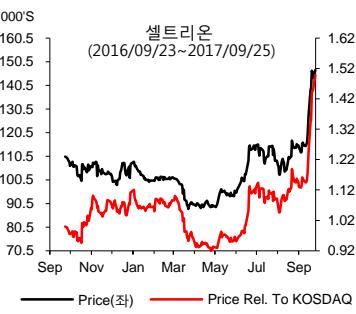
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원
종가 (2017/09/25)	146,900원

Stock Indicator

자본금	117십억원
발행주식수	12,264만주
시가총액	18,015십억원
외국인지분율	26.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	3,012원
BPS(2017E)	19,741원
ROE(2017E)	16.5%
52주 주가	88,100~146,900원
60일평균거래량	892,814주
60일평균거래대금	107.5십억원

Price Trend



억원(YoY +37%, QoQ -7%)이다. 다만, 트룩시마 단일 품목으로만 이번 9월 770억원 공급계약 체결이 되었다는 점에서 트룩시마가 예상보다 빠르게 유럽 시장에 침투하고 있는 것으로 보인다. 유럽 텐더 입찰이 크게 열리는 4분기는 매출액 2,919억원(YoY +40%), 영업이익 1,499억원(YoY +109%, OPM 51%)으로 컨센서스를 상회하는 호실적 예상되며, 연간 가이던스 달성이 가능할 전망이다.

■ 남은 모멘텀도 긍정적. 목표주가 18만원 상향

남은 모멘텀은 1) 허셉틴 시밀러 허쥬마의 유럽 허가 권고, 2) 트룩시마와 허쥬마의 미국 FDA 승인, 3) 인플렉트라 미국 점유율 확대 및 트룩시마 유럽 본격 성장이 있다.

올해 11월 또는 내년초 허쥬마의 유럽 CHMP(약물사용자문위원회)가 열릴 것으로 예상되며, 최근 허쥬마의 3상 데이터가 동등성을 입증 할 수 있는 수준으로 나왔기 때문에 긍정적인 결과가 기대된다. 허쥬마의 오리지널 제품인 허셉틴의 시장 규모는 약 8조원이며 이중 미국이 차지하는 비중이 37%, 유럽은 30%로 약 2.4조원을 차지하고 있다. 앞서 삼성바이오에피스가 허셉틴 바이오시밀러 온트루잔트를 9월 허가 권고 받은 바 있다. 유럽 대규모 텐더 입찰이 주로 2분기와 4분기에 열리기 때문에 올해말 또는 내년초 허가 권고 획득 후 입찰에 참여 가능할 것으로 전망된다.

'18년 중순 트룩시마와 허쥬마의 미국 FDA 허가도 기대된다. 트룩시마 미국 시장 4.5조원, 허쥬마 3조원으로 타겟 시장의 규모가 점점 확대되고 있다는 점이 긍정적이다. 동사의 타겟 시장은 올해 11조원에서 '18년 21조원, '19년 25조원으로 확대가 예상된다.

현재 트룩시마는 영국, 네덜란드, 이탈리아 등 일부 주요 유럽국가에 출시된 상태이나, 연말까지 모든 유럽 국가에 출시가 예상되며, 내년 유럽지역의 본격 판매 개시로 실적 개선도 기대된다.

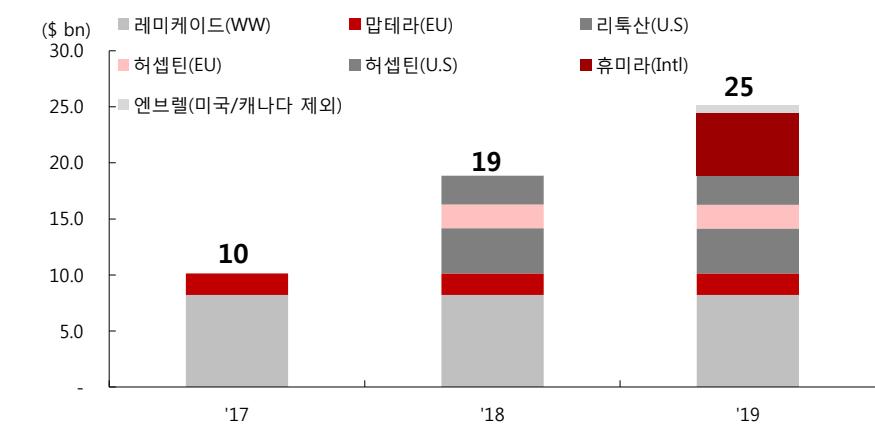
내년에도 타겟 시장이 확대될 수 있는 승인 모멘텀이 남아있고, 동사의 실적 개선세가 이어질 것으로 보이며, 이전 상장 및 코스피 200 지수 편입에 따른 수급도 긍정적일 것으로 예상된다. 동사의 영업가치를 기준 17년 EPS 기준에서 fw12m EPS(4Q17~3Q18)로 변경하였고, 예상보다 빠른 트룩시마의 유럽 시장 점유율이 확대된 것을 감안하여 점유율 가정 변경하였다. 이에 따라 동사의 목표주가를 기준 13만원에서 18만원으로 상향하였다.

<그림 1> 목표주가 산정 내역

구 분	가치 산정			비 고
① 영업가치	169,049	3,801	44 Fw12m EPS(4Q17~3Q18) *	과거 3년간 평균 PER 20% 할인
② 비영업가치	50,705			
파이프라인				
- 트룩시마	29,811	31,380	95% 성공확률 95% ('18년~'27년)	
- 허쥬마	18,301	20,796	88% 성공확률 88% ('18년~'27년)	
관계기업				
- 셀트리온제약	2,593	6,682	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(48.5%)의 20% 할인 적용	
③ 순차입금		2,620		
④ 유통 주식 수		122,036		
⑤ 기업가치(=①+②~③)		217,134		
⑥ 목표주가(=⑤/④)	180,000	177,927		

자료: 하이투자증권

<그림 2> 셀트리온 타겟 시장 확대 전망



주) '17년 램시마/인플렉트라(유럽, 미국 등)+트룩시마(유럽), '18년 트룩시마(미국)+허셉틴(유럽, 미국 등), '19년 램시마 SC 제형 유럽 출시로 허셉틴(미국 외 지역)+엔브렐(미국/캐나다 제외 지역) 적용하여 2016년 오리지널 제품의 매출액 기준

자료: 각 사 Annual Report, 하이투자증권

<그림 3> 주요 바이오시밀러 제품 경쟁 현황

'16 매출 (\$bn)	제품명	경쟁사	현황	품목명	비고
16.1 Humira (Adalimumab) Abbvie	1 Amgen		FDA 승인('16.09) EMA 승인('17.03)	Amjevita	Abbive, Humira 특허 소송 승소 휴미라 BS 2018년 전까지 시판 지연
	2 Samsung Bioepis/Merck	Boehringer Ingelheim	EMA 승인 권고('17.06) FDA 허가신청('17.01)	Imraldi(SB5) BI695501	
	4 Pfizer		EMA 허가신청('17.01)	PF-06410293	
	5 Coherus		3상 결과 발표('17.01)	CHS1420	
	6 Sandoz		3상 진행 중	GP2017	
			3상 진행 중		
7.2 Rituxan/MabThera (Rituximab) Roche/Genentech	1 Celltrion		EMA 승인('17.02) FDA 허가신청('17.06)	Truxima(CT-P10)	'17.1H FDA 허가신청 계획
	2 Sandoz		EMA 승인('17.06)	Rixathon(GP2013)	
	3 Amgen/Allergan		FDA 허가신청('17.09)		
	4 Pfizer		3상 진행 중	ABP798	
	5 Archigen Biotech*		3상 진행 중	PF-05280586	
			1상 신청('16.06)	SAIT101	'12년 중단했던 프로젝트 재진입
6.7 Avastin (Bevacizumab) Roche/Genentech	1 Amgen/Allergan		FDA 승인 ('17.09) EMA 허가신청('16.12)	Mvasi	
	2 Pfizer		3상 진행 중	PF-06439535	
	3 Samsung Bioepis/Merck		3상 진행 중	SB8	
	4 Boehringer Ingelheim		3상 진행 중	BI 695502	
	5 Oncobiologics		1상 완료('15.10)	ONS-1045	
6.7 Herceptin (Trastuzumab) Roche/Genentech	1 Mylan/Biocon		FDA 허가신청('16.11)	Hercules	
	2 Samsung Bioepis/Merck		EMA 허가신청('16.08)		EMA 생산시설 조사 및 허가신청 자진 철회
	3 Celltrion		EMA 허가신청('16.10)	Ontruzant	CHMP 긍정 의견 ('17.09)
	4 Amgen/Allergan		EMA 허가신청('16.10)	Herzuma(CT-P6)	
	5 Pfizer		FDA 허가신청('17.07)		
			FDA 허가신청('17.08)	ABP 980	
8.2 Remicade (Infliximab) J&J / Merck	1 Celltrion		FDA 승인('16.04) EMA 승인('13.06)	Inflectra	16.11 출시
	2 Samsung Bioepis/Merck		EMA 승인('16.05)	Flixabi	
	3 Amgen		FDA 승인('17.04) 3상 진행 중	렌플렉시스(SB2)	17.3Q 출시
	4 Epirus		3상 진행 중	ABP 710	
	5 Arogen/Nichi-Iko		3상 진행 중	BOW015	
	6 Ranbaxy/Epirus		3상 진행 중	GS071	
	7 Sandoz		3상 진행 중	BOW015	
6.7 Enbrel (Etanercept) Amgen	1 Sandoz		FDA 승인('16.08) EMA 허가신청('15.12)	Erelzi	특허보호로 2018년 이전 시판 불가
	2 Samsung Bioepis/Merck		EMA 승인('16.01)	Benepali	
	3 Coherus		EMA 허가신청('16.11)	CHS-0214	
	4 LG Life Sciences		3상 진행 중	LBEC0101	
6.3 Lantus (Insulin glargine) Sanofi	1 Boehringer Ingelheim/Lilly		FDA 승인('15.12) EMA 승인('14.09)	Basaglar**	16.12 출시
	2 Samsung Bioepis/Merck		EMA 승인('17.01)	Lusduna(SB9)	유럽 일부 국가 순차적 출시
	3 Biocon/Mylan		FDA 잠정승인('17.07) EMA 허가신청('16.11)	Basalog	사노피 소송 제기로 최종승인 시간 소요
0.8 Neupogen (Filgrastim-sndz) Amgen	1 Sandoz		FDA 승인('15.03) EMA 승인('09.02)	Zarxio	15.09 출시
	2 Apotex		FDA 허가신청('15.02)	Grastofil	
	3 Ratiopharm		EMA 승인('08.09)	Ratiograstim	
	4 Teva		EMA 승인('08.09)	Tevagratim	
					바이오제네릭으로 FDA 허가('12.08)

* Archigen Biotech는 Samsung BioLogics와 AstraZeneca 합작법인(50-50 JV)

** Basaglar는 바이오시밀러가 아닌 Follow-on(후속) 생물학제제. Sanofi가 Basaglar에 제기한 특허소송에 합의하여 2016년 12월 출시

*** Sanofi와 Roche는 2016년 평균 환율로 연매출 환산

자료: 각 사, 언론 자료, 하이투자증권

<그림 4> 셀트리온과 셀트리온헬스케어 공급 계약 내역

분기별	월별	계약금액	내용	YOY	비고
11년		2,930	허쥬마, 램시마 판매		허쥬마 EMA 허가신청('16.10), 램시마 EMA 승인('13.06) FDA 승인('16.04)
12.2Q		1,725	허쥬마, 램시마 판매		
12.3Q		851	램시마 판매		
12.4Q		993	"		
13.1Q		880	"		
13.4Q		1,200	트룩시마 판매		트룩시마 EMA 승인('17.02)
14.3Q		800	램시마 판매		
14.4Q		800	"		
15.1Q		771	"		
15.2Q		1,330	"		
15.3Q		1,351	"	69%	
15.4Q		1,192	"	49%	
16.1Q		852	"	10%	
16.2Q		1,456	"	9%	
16.3Q		1,349	"	0%	
16.4Q		1,491	"	25%	
17.1Q		1,669		96%	
	17.1월	533	"		
	17.2월	568	"		
	17.3월	568	"		
17.2Q		2,000		37%	
	17.4월	604	"		
	17.5월	675	"		
	17.6월	722	램시마, 트룩시마		
17.3Q		1,855		37%	
	17.7월	515	램시마, 트룩시마		
	17.8월	570	램시마, 트룩시마		
	17.9월	770	트룩시마 판매		

자료: 전자공시, 하이투자증권

<그림 5> 트룩시마 가치와 전망

(단위: \$ mn/ 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Rituximab Global Sales	6,781	7,196	7,628	7,856	8,092	8,335	8,418	8,502	8,587	8,587	8,587	8,587	8,587	8,587
YOY			6.1%	6.0%	3.0%	3.0%	3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
U.S.	3,619	3,855	4,043	4,164	4,289	4,417	4,462	4,506	4,551	4,551	4,551	4,551	4,551	4,551
Europe	1,750	1,852	1,983	2,043	2,104	2,167	2,189	2,211	2,233	2,233	2,233	2,233	2,233	2,233
Intls	1,412	1,489	1,602	1,650	1,699	1,750	1,768	1,785	1,803	1,803	1,803	1,803	1,803	1,803
Truxima Price Discount Rate														
U.S.					15.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	30.0%
Europe					30.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Intls					30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Truxima MS														
U.S.					1.0%	10.0%	20.0%	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%
Europe					30.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Intls					10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Truxima Global Sales														
U.S.					35	365	751	892	1,081	1,092	1,024	1,195	1,195	1,115
Europe					416	465	505	520	525	531	536	536	536	536
Intls					112	173	238	306	371	437	505	433	433	433
Truxima Global Sales 셀트리온(십억원)														
U.S.					14	147	302	359	435	440	412	481	481	449
Europe					168	187	203	209	211	214	216	216	216	216
Intls					45	70	96	123	149	176	203	174	174	174
적용 환율(원)	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
트룩시마 매출(십억원)	213	271	446	635	720	825	859	802	871	871	839			
NOPLAT (Tax rate 20% 가정)	97	124	203	290	328	376	392	366	397	397	397	397	397	382
Discount Factor	1.0	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.52	0.48	0.44			
NPV of FCF	97	114	172	226	236	249	239	205	205	189	168			
NPV	2,003													
PV of Terminal value	1,135													
셀트리온 End Sales %	35%													
OPM	57%													
Tax rate	20%													
Discount Rate	8.6%													
Terminal growth	2.0%													

주) Rituximab Global Sales은 바이오시밀러 출시 제외시 바이오의약품 매출 추정. 셀트리온헬스케어와 셀트리온 동시 매출 발생 가정으로 실제 회사 공급시기와 다를 수 있음. 셀트리온 매출은 트룩시마 글로벌 매출의 35% 가정

자료: 하이투자증권

<그림 6> 허쥬마 가치와 전망

(단위: \$ mn/ 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Trastuzumab Global Sales	6,297	6,685	7,086	7,511	7,737	7,969	8,208	8,290	8,373	8,456	8,456	8,456	8,456	8,456	8,456
YOY		6.2%	6.0%	6.0%	3.0%	3.0%	3.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
U.S.	2,296	2,473	2,551	2,704	2,785	2,869	2,955	2,984	3,014	3,044	3,044	3,044	3,044	3,044	3,044
Europe	1,936	2,026	2,197	2,328	2,398	2,470	2,544	2,570	2,596	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622
Intls	2,065	2,186	2,338	2,479	2,553	2,630	2,709	2,736	2,763	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791
Herzuma Price Discount Rate															
U.S.					15.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Europe					30.0%	30.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Intls					30.0%	30.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Herzuma MS															
U.S.					0.0%	5.0%	15.0%	20.0%	22.0%	25.0%	27.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
Europe					15.0%	20.0%	20.0%	25.0%	25.0%	27.0%	28.0%	28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Intls					1.0%	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Herzuma Global Sales															
U.S.					0	118	366	473	525	603	616	639	639	597	597
Europe					244	336	321	382	385	420	440	440	440	393	393
Intls					17	89	171	244	328	414	419	419	419	419	419
Herzuma Global Sales 셀트리온(십억원)															
U.S.					0	48	147	190	211	243	248	257	257	240	240
Europe					98	135	129	154	155	169	177	177	177	158	158
Intls					7	36	69	98	132	167	168	168	168	168	168
적용 환율(원)					1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150	1,150
허쥬마 매출(십억원)					105	219	345	442	499	579	594	603	603	567	567
NOPLAT (Tax rate 20% 가정)					48	100	157	202	227	264	271	275	275	259	259
Discount Factor					1.0	0.92	0.85	0.78	0.72	0.66	0.61	0.56	0.52	0.48	0.44
NPV of FCF					48	92	133	157	163	175	165	154	142	123	113
NPV					1,246										
PV of Terminal value					833										
셀트리온 End Sales %					35%										
OPM					57%										
Tax rate					20%										
Discount Rate					8.6%										
Terminal growth					2.0%										

주) Trastuzumab Global Sales은 바이오시밀러 출시 제외시 바이오의약품 매출 추정. 셀트리온헬스케어와 셀트리온 동시 매출 발생 가정으로 실제 회사 공급시기와 다를 수 있음. 셀트리온 매출은 트룩시마 글로벌 매출의 35% 가정

자료: 하이투자증권

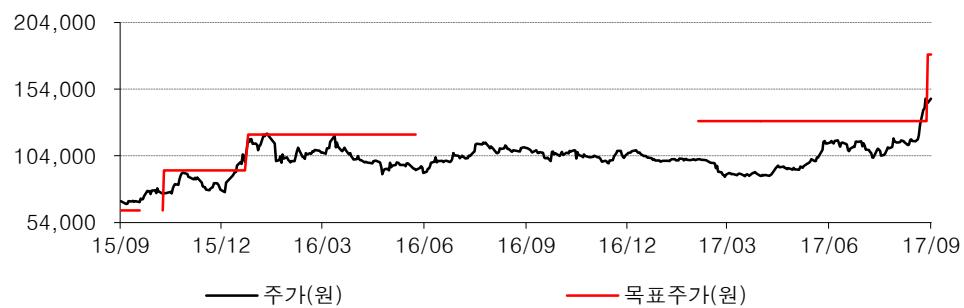
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,254	1,665	2,194	2,848	매출액	671	955	1,335	1,691
현금 및 현금성자산	268	318	420	609	증가율(%)	11.1	42.5	39.7	26.7
단기금융자산	8	3	1	1	매출원가	274	306	426	542
매출채권	761	1,051	1,335	1,691	매출총이익	397	649	908	1,149
재고자산	185	258	400	507	판매비와관리비	147	162	239	320
비유동자산	1,768	1,736	1,727	1,719	연구개발비	65	57	80	101
유형자산	868	897	943	988	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	848	789	734	683	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,022	3,401	3,921	4,567	영업이익	250	488	669	830
유동부채	610	617	627	636	증가율(%)	-3.6	95.3	37.2	23.9
매입채무	79	86	96	105	영업이익률(%)	37.2	51.0	50.2	49.0
단기차입금	344	344	344	344	이자수익	3	4	5	7
유동성장기부채	127	127	127	127	이자비용	14	14	14	14
비유동부채	213	213	213	213	지분법이익(손실)	1	1	1	1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-11	-2	-2	-2
장기차입금	208	208	208	208	세전계속사업이익	229	476	658	821
부채총계	823	830	839	848	법인세비용	49	101	140	175
지배주주지분	2,054	2,421	2,924	3,553	세전계속이익률(%)	34.2	49.8	49.3	48.5
자본금	117	123	123	123	당기순이익	180	374	518	646
자본잉여금	748	748	748	748	순이익률(%)	26.9	39.2	38.8	38.2
이익잉여금	1,169	1,532	2,037	2,667	지배주주귀속 순이익	178	369	511	637
기타자본항목	14	15	15	15	기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	145	150	157	166	총포괄이익	178	372	516	644
자본총계	2,199	2,571	3,081	3,719	지배주주귀속총포괄이익	177	368	511	637

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	251	372	390	615	주당지표(원)				
당기순이익	180	374	518	646	EPS	1,528	3,012	4,167	5,195
유형자산감가상각비	40	46	60	91	BPS	17,613	19,741	23,842	28,970
무형자산상각비	49	59	55	51	CFPS	2,290	3,868	5,106	6,352
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-162	-65	-100	-129	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-14	-75	-107	-135	PER	70.3	48.8	35.3	28.3
무형자산의 처분(취득)	-164	-	-	-	PBR	6.1	7.4	6.2	5.1
금융상품의 증감	12	6	4	3	PCR	46.9	38.0	28.8	23.1
재무활동 현금흐름	-	-	-	-	EV/EBITDA	38.2	31.0	23.3	18.6
단기금융부채의증감	-70	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-63	-	-	-	ROE	9.5	16.5	19.1	19.7
자본의증감	4	6	-	-	EBITDA 이익률	50.5	62.0	58.8	57.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	37.4	32.3	27.2	22.8
현금및현금성자산의증감	118	50	102	188	순부채비율	18.3	13.9	8.4	1.9
기초현금및현금성자산	150	268	318	420	매출채권회전율(x)	0.9	1.1	1.1	1.1
기말현금및현금성자산	268	318	420	609	재고자산회전율(x)	3.2	4.3	4.1	3.7

자료 : 셀트리온, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(셀트리온)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2015-11-03(담당자변경)	Buy	93,000	6개월	-7.9%	13.0%
2016-01-18	Buy	120,000	6개월	-14.1%	0.5%
2017-02-27(담당자변경)	Buy	130,000	6개월	-22.0%	-10.0%
2017-09-25	Buy	180,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 허혜민)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-