

셀트리온 (068270)

셀트리온 주가 업사이드를 위해 플러스 알파가 필요해

램시마 SC 유럽 판매승인 획득

예상했던 것처럼 셀트리온의 램시마 SC가 유럽에서 정식으로 시판허가를 획득하였다. 램시마 SC는 기존의 정맥주사제가 아닌 투여 편의성이 제고된 피하주사제형으로 일종의 바이오베터라고 볼 수 있다. 이로 인해 일반적인 바이오시밀러와는 달리 특허로 독점적 지위를 보장받을 수 있으며, 가격 또한 오리지널의약품 가격하락에 크게 영향을 받지 않을 것으로 기대된다. 셀트리온은 램시마 SC를 1차 치료제인 TNF- α 저해제(엔브렐, 레미케이드, 휴미라)에 내성이 발생하면 IL-6 저해제와 같은 고가의 2차 치료제(악템라, 엔티비오, 스텔라라 등)로 넘어가는 환자들에게 일종의 1.5차 치료제로 처방하는 '프라이미 시밀러' 전략을 구축, 확실하게 포지셔닝할 것으로 보이고 있다. 그러나 램시마 SC는 엄밀히 말하면, 일반적인 바이오시밀러가 아니기 때문에 바이오시밀러의 특성 중 하나인 적응증 외삽이 적용되지 않아 류마티스관절염 적응증만 승인받았다. 2020년 중반 염증성장질환(IBD) 적응증도 추가 확보할 수 있을 것으로 예상, 램시마 SC의 시장 확대는 시간문제라고 판단된다.

밸류에이션에 의해 박스권에 갇혀버린 주가

2020년 셀트리온은 트룩시마와 허쥬마의 미국시장 런칭, 램시마 SC 유럽시장 판매와 같은 3개 신제품 출시효과로 순이익이 전년대비 무려 84% 증가한 5,364억원으로 추정된다. 11월 6일 발표된 3분기 실적은 2020년 고성장으로 턴어라운드 되고 있음을 확실하게 보여준 양호한 실적이었다. 그럼에도 불구하고 다음 날 주가는 2.8% 하락하였다. 셀트리온의 현재 주가는 2020년 기준 PER 42.5배 수준으로 하반기 고점인 205,500원을 찍은 이후 PER 50배인 21만원을 쉽게 넘지 못하고 있다. PER로 밸류에이션이 되면서 아 이러니하게도 주가가 박스권에 갇혀버린 상황이다.

현재 주가에 반영되지 않은 이벤트가 발생해야

결국 셀트리온의 주가가 박스권을 뚫기 위해서는 현재 주가에 반영되지 않은 이벤트가 발생해야 할 것으로 보인다. 1) 미국시장에서 트룩시마의 실제 판매량이 기대치를 크게 상회할 경우(적어도 미국 인플렉트라 1차년도 매출액인 1,700억원을 크게 상회하는 실적 달성), 2) 유나이티드헬스에 등재됨으로써 미국시장에서 인플렉트라 성장률이 증가할 경우, 3) 유럽에서의 램시마 SC가 기대 이상 실적을 달성할 경우와 같이 서프라이즈한 실적과 직결될 경우 셀트리온의 밸류에이션은 리레이팅 되면서 주가는 박스권을 뚫고 업사이드를 기대해 볼 수 있다. 3분기 가장 마진율이 좋을 것으로 추정되는 미국향 트룩시마 매출이 약 755억원가량 발생하면서 셀트리온헬스케어의 이익률이 크게 개선되었다. 3분기를 기점으로 셀트리온그룹의 본격적인 반등이 시작되고 있다. 이번 램시마 SC 유럽 승인을 시작으로 셀트리온의 밸류에이션이 리레이팅 될 만한 서프라이즈한 실적 달성을 위한 만반의 준비는 끝났다.

Update

BUY

| TP(12M): 233,000원 | CP(11월 26일): 180,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,121.35
52주 최고/최저(원)	241,193/141,500
시가총액(십억원)	23,100.8
시가총액비중(%)	1.92
발행주식수(천주)	128,337.9
60일 평균 거래량(천주)	596.1
60일 평균 거래대금(십억원)	107.2
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	19.98
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 63 인	22.85
Ion Investments B.V. 외 1 인	9.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.6) (0.6) (23.8)
상대	(10.1) (4.1) (25.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,103.3	1,459.2
영업이익(십억원)	396.3	581.0
순이익(십억원)	314.9	463.5
EPS(원)	2,485	3,685
BPS(원)	22,153	25,797

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	949.1	982.1	1,036.8	1,668.5	2,262.4
영업이익	십억원	507.8	338.7	370.8	678.7	887.3
세전이익	십억원	491.5	317.7	369.1	677.9	890.2
순이익	십억원	382.5	261.8	301.2	554.0	729.1
EPS	원	3,000	2,049	2,349	4,233	5,465
증감률	%	114.4	(31.7)	14.6	80.2	29.1
PER	배	72.41	108.60	76.63	42.52	32.94
PBR	배	11.74	10.77	7.85	6.87	5.79
EV/EBITDA	배	45.11	60.17	45.96	28.44	22.36
ROE	%	17.53	10.84	11.26	17.86	19.48
BPS	원	18,495	20,656	22,940	26,218	31,074
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정
02-3771-7785
rsshun@hanafn.com

RA 박현욱
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

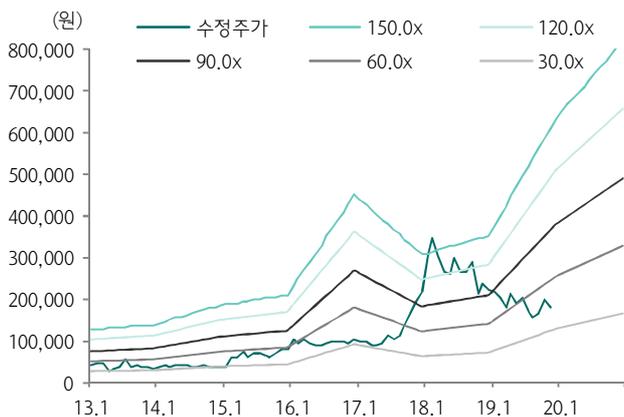
표 1. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	221.7	235.0	289.1	291.1	424.6	408.3	420.3	415.3	982.1	1,036.8	1,668.5
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	20.0%	91.5%	73.8%	45.4%	42.7%	3.5%	5.6%	60.9%
셀트리온(별도)	191.5	196.8	248.2	255.6	386.9	359.5	372.0	376.7	861.9	892.1	1,495.1
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	21.2%	102.0%	82.6%	49.9%	47.4%	4.0%	3.5%	67.6%
램시마					120.0	110.0	80.0	100.0	176.8		410.0
램시마 SC	51.0	63.4	130.1	100.0	91.8	95.2	143.1	125.0		344.5	455.0
트룩시마	73.2	86.9	83.8	76.4	95.1	104.3	98.9	91.7	383.0	320.3	390.0
허쥬마	48.8	28.2	2.9	30.0	58.5	42.3	50.0	39.0	206.2	109.9	189.8
TEVA			23.1	64.2	60.0	30.0	30.0	40.0	68.7	87.3	160.0
기타	18.6	18.2	8.3	15.0	20.0	20.0	20.0	20.0	27.1	60.1	80.0
셀트리온제약(별도)	37.8	42.6	41.0	52.5	45.3	53.3	48.4	55.7	139.5	174.0	202.7
YoY	47.7%	31.5%	25.0%	8.0%	20.0%	25.0%	18.0%	6.0%	7.7%	24.7%	16.5%
기타 및 연결조정	(7.6)	(4.5)	(0.2)	(17.1)	(7.6)	(4.5)	(0.2)	(17.1)	(19.3)	(29.3)	(29.3)
매출총이익	133.0	141.4	170.3	177.6	267.5	263.4	273.2	267.9	549.2	622.3	1,071.9
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	69.7%	101.2%	86.2%	60.4%	50.9%	-20.9%	13.3%	72.3%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	61.0%	63.0%	64.5%	65.0%	64.5%	55.9%	60.0%	64.2%
판매관리비	55.6	58.1	67.2	70.6	100.5	96.8	100.4	95.4	210.5	251.4	393.2
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	16.4%	80.7%	66.7%	49.6%	35.2%	12.7%	19.5%	56.4%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	39.1	64.4	64.1	67.2	60.8	119.7	140.6	256.5
경상연구개발비	26.7	21.8	30.8	31.5	36.1	32.7	33.2	34.6	90.8	110.8	136.7
영업이익	77.4	83.4	103.1	107.0	167.0	166.6	172.7	172.4	338.7	370.8	678.7
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	143.1%	115.9%	99.8%	67.5%	61.2%	-33.3%	9.5%	83.0%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	36.8%	39.3%	40.8%	41.1%	41.5%	34.5%	35.8%	40.7%
당기순이익	63.0	78.3	61.6	88.7	158.8	170.4	148.3	59.0	253.6	291.6	536.4
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	137.6%	151.9%	117.6%	140.8%	-33.5%	-34.3%	15.0%	83.9%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	30.5%	37.4%	41.7%	35.3%	14.2%	25.8%	28.1%	32.2%

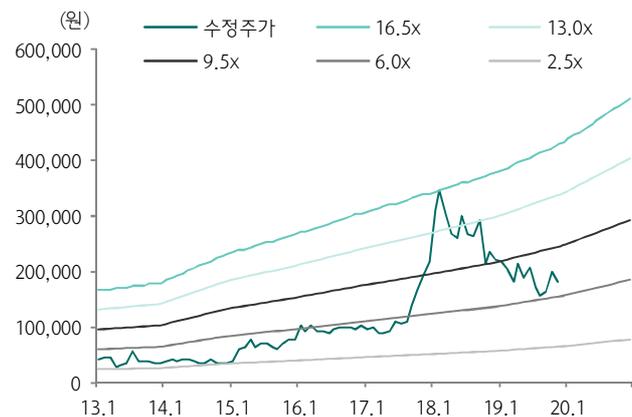
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 램시마 SC 개발일지

임상 노하우를 바탕으로 임상기간(2년 5개월) 및 개발 비용 단축



제품개요		제품개요	
제품명	램시마 SC (Subcutaneous, 피하주사제)	승인 권고 획득 품목	램시마 SC 120mg 프리필드 시린지 및 펜타입 승인
주요 적응증	류마티스관절염, 크론병, 궤양성 대장염, 강직성 척추염, 건선 등	승인 획득일	2019년 11월 26일
임상 적응증	RA(류마티스관절염), IBD(염증성 장질환)	승인 기관	EMA(유럽의약품청)
임상기간	2016년 6월 ~ 2019년 10월 예정 (장기 안전성 자료 수집 중)	승인 내용	유럽 31개국 대상 판매 승인 획득
총 임상환자수	593명	승인 적응증	RA(류마티스관절염)

자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 2. 램시마 SC 임상개요

제품명	램시마 SC
적응증	1상(IBD): 궤양성 대장염, 크론병, 3상(RA): 류마티스 관절염
임상기간	2016년 6월~2019년 10월 (장기 안전성 자료 수집 중)
총 환자수	1상(IBD 적응증): 181명(파트 1은 45명, 파트 2는 136명) 3상(RA 적응증): 412명(파트 1은 50명, 파트 2는 362명)
진행 국가 및 site 수	1상: 15개국 70개 사이트, 3상: 12개국 84개 사이트

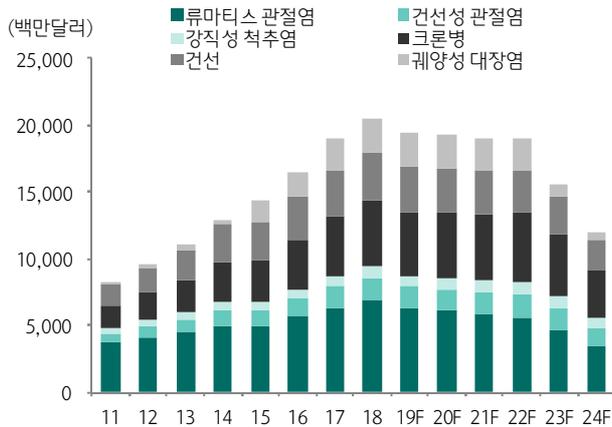
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 3. 램시마 SC 특허

구분	세부 내용	특허보호 기간
제형특허	SC(피하주사) 제형	2017년~2037년 6월
투여법 특허	투여주기 등 용법특허	2018년~2038년 8월

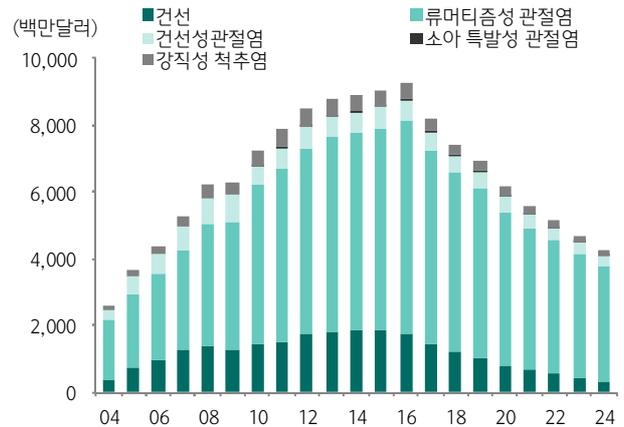
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 글로벌 휴미라 적응증별 매출



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 5. 글로벌 엔브렐 적응증별 매출



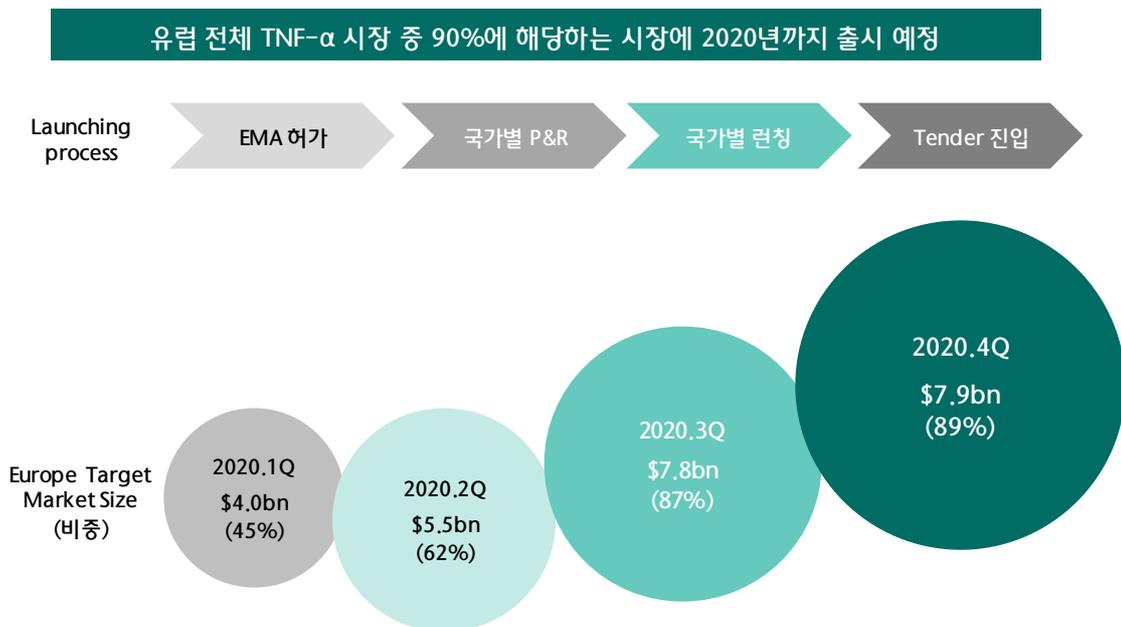
자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

표 4. 램시마 SC 출시로 인한 교체처방 옵션

구분	교체처방옵션(승인 전)		교체처방옵션(승인 후)	
	RA, 기타	IBD	RA, 기타	IBD
휴미라	엔브렐	2차 치료제	엔브렐, 램시마 SC	램시마 SC
엔브렐	휴미라	-	휴미라, 램시마 SC	-

자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 유럽 전체 TNF-α 시장 중 90%에 해당하는 시장에 2020년까지 출시 예정



자료: 셀트리온엘스케어, 하나금융투자

램시마 SC 기대매출

램시마 SC

류마티스관절염 유럽시장은 2020년

염증성장질환 유럽시장은 2021년경

출시 가능

최대 6억 5,000만 달러 매출추정

류마티스관절염 미국시장은 2022년

염증성장질환 미국시장은 2023년경

출시 가능

최대 1조원 매출추정도 가능

램시마 SC는 유럽에서 류마티스관절염을 적응증으로 우선 2020년 2분기 출시될 예정이고염증성장질환으로는 2020년 3분기 승인획득이 예상되므로 2021년 출시된다고 가정하였다. 유럽시장에서 휴미라와 엔브렐, 레미케이드 오리지널의약품의 류마티스관절염 처방시장과 염증성장질환 시장에서 각각 비중을 아래 표 9과 같이 확대된다고 가정하면 유럽에서의 램시마 SC는 최대 약 6억 5,000만 달러의 매출 기록이 가능할 것으로 보인다. 미국시장에서는 류마티스관절염 대상으로 2022년경, 염증성장질환으로는 2023년경 출시된다고 가정하면 최대 1조원 이상의 매출 달성도 가능할 것으로 보인다. 오리지널의약품의 미래 추정 값 자체가 바이오시밀러로 인해 연간으로 감소하고 있으므로 램시마 SC 출시로 오리지널과 램시마 SC의 합은 오리지널의약품의 감소율보다는 적을 것임을 감안하여 램시마 SC의 비중을 추정하였다.

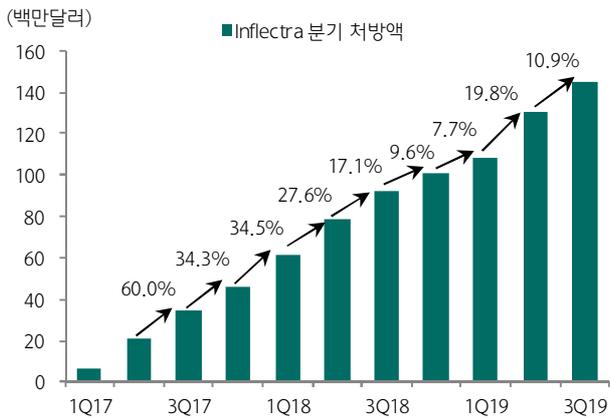
표 5. 램시마 SC의 기대 매출

(단위: 백만달러)

유럽시장	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
오리지널 류마티스관절염	2,937.6	2,224.6	1,759.3	1,461.2	1,245.8	1,099.4	937.9
YoY(%)	-5.8%	-24.3%	-20.9%	-16.9%	-14.7%	-11.7%	-14.7%
램시마 SC 비중			10.0%	15.0%	18.0%	20.0%	23.0%
램시마 SC 매출액			175.9	219.2	224.2	219.9	215.7
램시마 SC와 오리지널 합계			1,935.2	1,680.4	1,470.0	1,319.3	1,153.6
YoY(%)				-13.2%	-12.5%	-10.3%	-12.6%
오리지널 염증성장질환	2,151.6	1,643.8	1,365.4	1,159.3	1,027.9	860.6	798.1
YoY(%)	4.3%	-23.6%	-16.9%	-15.1%	-11.3%	-16.3%	-7.3%
램시마 SC 비중				15.0%	25.0%	50.0%	50.0%
램시마 SC 매출액			0.0	173.9	257.0	430.3	399.0
램시마 SC와 오리지널 합계			1,365.4	1,333.2	1,284.9	1,290.9	1,197.1
YoY(%)				-2.4%	-3.6%	0.5%	-7.3%
유럽시장 합계			175.9	393.1	481.2	650.2	614.8
미국시장	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
오리지널 류마티스관절염	8,738.6	8,779.3	8,510.2	8,250.4	7,983.6	6,972.9	5,655.6
YoY(%)	-0.8%	0.5%	-3.1%	-3.1%	-3.2%	-12.7%	-18.9%
램시마 SC 비중					3%	7%	10%
램시마 SC 매출액					239.5	488.1	565.6
램시마 SC와 오리지널 합계					8,223.2	7,461.0	6,221.1
YoY(%)						-9.3%	-16.6%
오리지널 염증성장질환	6,935.1	7,250.9	7,517.3	7,674.3	7,814.7	5,858.9	4,578.5
YoY(%)	7.1%	4.6%	3.7%	2.1%	1.8%	-25.0%	-21.9%
램시마 SC 비중						5%	10%
램시마 SC 매출액					0.0	292.9	457.9
램시마 SC와 오리지널 합계				7,674.3	7,814.7	6,151.8	5,036.4
YoY(%)					1.8%	-21.3%	-18.1%
미국시장 합계			0.0	0.0	239.5	781.0	1,023.4
전체 시장 램시마 SC 합계			175.9	393.1	720.7	1,431.2	1,638.2
YoY(%)					123.4%	83.4%	98.6%

자료: 하나금융투자

그림 7. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



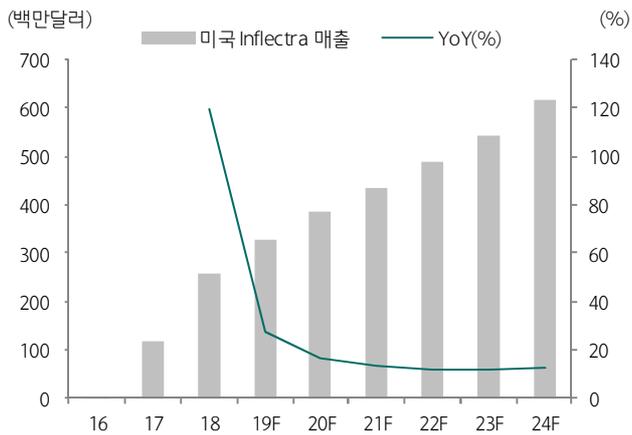
자료: 하나금융투자

그림 8. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



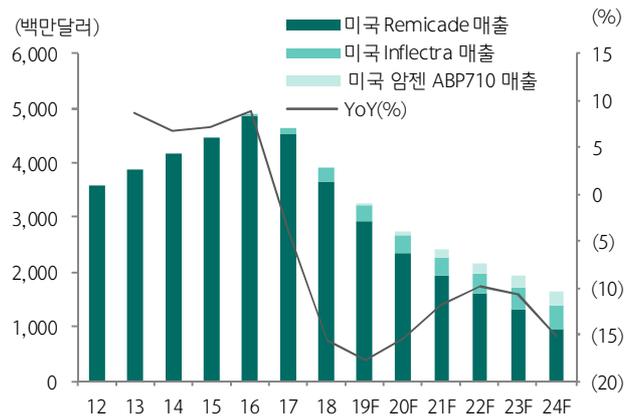
자료: 하나금융투자

그림 9. 화이자 미국 인플렉트라 연간 매출 추정치



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

그림 10. 미국 infliximab 시장규모 추정치



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	949.1	982.1	1,036.8	1,668.5	2,262.4
매출원가	254.5	432.9	414.6	596.6	814.4
매출총이익	694.6	549.2	622.2	1,071.9	1,448.0
판매비	186.8	210.5	251.4	393.2	560.6
영업이익	507.8	338.7	370.8	678.7	887.3
금융손익	(18.0)	3.5	0.2	3.1	7.1
중속/관계기업손익	2.5	(0.5)	0.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.9)	(24.0)	(2.5)	(3.9)	(4.2)
세전이익	491.5	317.7	369.1	677.9	890.2
법인세	105.3	64.2	77.4	141.5	184.1
계속사업이익	386.2	253.6	291.6	536.4	706.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	386.2	253.6	291.6	536.4	706.1
비배주주지분 순이익	3.7	(8.3)	(9.5)	(17.5)	(23.1)
지배주주순이익	382.5	261.8	301.2	554.0	729.1
지배주주지분포괄이익	384.7	263.8	301.0	553.6	728.7
NOPAT	399.0	270.3	293.0	537.1	703.8
EBITDA	605.8	465.5	499.5	805.9	1,016.3
성장성(%)					
매출액증가율	41.5	3.5	5.6	60.9	35.6
NOPAT증가율	103.1	(32.3)	8.4	83.3	31.0
EBITDA증가율	79.0	(23.2)	7.3	61.3	26.1
영업이익증가율	103.4	(33.3)	9.5	83.0	30.7
(지배주주)순이익증가율	114.9	(31.6)	15.0	83.9	31.6
EPS증가율	114.4	(31.7)	14.6	80.2	29.1
수익성(%)					
매출총이익률	73.2	55.9	60.0	64.2	64.0
EBITDA이익률	63.8	47.4	48.2	48.3	44.9
영업이익률	53.5	34.5	35.8	40.7	39.2
계속사업이익률	40.7	25.8	28.1	32.1	31.2

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,614.0	1,664.5	2,022.0	2,746.6	3,568.1
금융자산	558.1	532.4	827.4	829.9	972.6
현금성자산	419.2	410.5	698.8	623.7	693.5
매출채권 등	831.4	931.8	983.7	1,583.1	2,146.5
재고자산	199.5	163.1	172.2	277.1	375.8
기타유동자산	25.0	37.2	38.7	56.5	73.2
비유동자산	1,701.5	1,876.1	1,909.1	1,930.4	1,998.7
투자자산	33.2	47.0	48.6	67.1	84.4
금융자산	16.2	0.7	0.7	1.2	1.6
유형자산	844.2	881.4	899.7	908.8	947.2
무형자산	809.8	922.3	935.4	929.1	941.7
기타비유동자산	14.3	25.4	25.4	25.4	25.4
자산총계	3,315.5	3,540.6	3,931.1	4,677.0	5,566.8
유동부채	616.8	678.1	691.9	832.8	958.0
금융부채	416.8	413.6	403.6	396.7	388.7
매입채무 등	104.5	157.1	165.9	266.9	361.9
기타유동부채	95.5	107.4	122.4	169.2	207.4
비유동부채	266.8	229.8	314.8	383.3	441.9
금융부채	224.1	103.1	181.1	168.1	150.1
기타비유동부채	42.7	126.7	133.7	215.2	291.8
부채총계	883.6	907.8	1,006.7	1,216.1	1,399.9
지배주주지분	2,308.9	2,524.0	2,825.2	3,379.2	4,108.2
자본금	122.7	125.5	127.9	130.5	133.1
자본잉여금	757.6	776.6	776.6	776.6	776.6
자본조정	(29.8)	(89.8)	(89.8)	(89.8)	(89.8)
기타포괄이익누계액	8.7	10.0	10.0	10.0	10.0
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,000.5	2,551.9	3,278.4
비배주주지분	123.0	108.8	99.2	81.7	58.7
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,924.4	3,460.9	4,166.9
순금융부채	82.8	(15.7)	(242.7)	(265.2)	(433.8)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,000	2,049	2,349	4,233	5,465
BPS	18,495	20,656	22,940	26,218	31,074
CFPS	4,749	3,677	3,893	6,156	7,615
EBITDAPS	4,752	3,642	3,896	6,159	7,617
SPS	7,444	7,684	8,086	12,751	16,957
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	72.4	108.6	76.6	42.5	32.9
PBR	11.7	10.8	7.8	6.9	5.8
PCFR	45.7	60.5	46.2	29.2	23.6
EV/EBITDA	45.1	60.2	46.0	28.4	22.4
PSR	29.2	29.0	22.3	14.1	10.6
재무비율(%)					
ROE	17.5	10.8	11.3	17.9	19.5
ROA	12.1	7.6	8.1	12.9	14.2
ROIC	15.4	10.2	10.6	17.3	19.1
부채비율	36.3	34.5	34.4	35.1	33.6
순부채비율	3.4	(0.6)	(8.3)	(7.7)	(10.4)
이자보상배율(배)	35.1	23.8	27.4	48.1	65.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	378.9	170.0	367.4
당기순이익	386.2	253.6	291.6	536.4	706.1
조정	180.2	139.9	130.1	127.7	125.8
감가상각비	98.0	126.8	128.7	127.2	129.0
외환거래손익	8.8	(0.3)	2.2	3.1	1.4
지분법손익	(2.0)	0.5	(0.5)	0.0	0.0
기타	75.4	12.9	(0.3)	(2.6)	(4.6)
영업활동 자산부채 변동	(68.9)	(11.4)	(42.8)	(494.1)	(464.5)
투자활동 현금흐름	(245.1)	(193.1)	(156.2)	(212.4)	(253.5)
투자자산감소(증가)	(8.8)	(13.3)	(1.1)	(18.5)	(17.4)
유형자산감소(증가)	(21.0)	(79.1)	(60.0)	(50.0)	(80.0)
기타	(215.3)	(100.7)	(95.1)	(143.9)	(156.1)
재무활동 현금흐름	(96.3)	(198.1)	54.4	(34.1)	(39.6)
금융부채증가(감소)	(38.0)	(124.3)	68.0	(19.9)	(26.0)
자본증가(감소)	10.3	19.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(68.6)	(93.1)	(13.6)	(14.2)	(13.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	150.8	(8.7)	288.3	(75.1)	69.7
Unlevered CFO	605.5	469.9	499.2	805.6	1,016.0
Free Cash Flow	476.4	302.7	318.9	120.0	287.4

자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

셀트리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.7	BUY	233,000		
19.9.30	BUY	210,000	-9.92%	-2.14%
17.9.19	BUY	173,396	32.58%	111.62%

투자 등급 관련 사항 및 투자 의견 비율 공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자 등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 27일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 11월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.