

# 셀트리온 (068270)

## 셀트리온 공장 가동률 증가로 사상 최대 이익 실현

### 2분기 어닝 서프라이즈한 실적 시현

셀트리온의 2분기 연결기준 매출액은 4,288억원(YoY, 82.5%), 영업이익은 1,818억원(YoY, 118.1%, OPM, 42.4%)를 기록, 컨센서스를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈한 실적을 시현하였다. 셀트리온의 별도기준 영업이익은 1,895억원(YoY, 141.1%, OPM, 46.9%)으로 별도기준으로 영업이익률은 1분기 대비 무려 10.4%p나 증가하였다. 이와 같은 호실적을 달성한 이유는 작년 말 완공된 1공장 증설 부분이 2분기부터 본격적으로 가동되면서 생산 효율성이 증가했기 때문으로 보여진다. 즉 작년 4분기와 올해 1분기 부진했던 이익률은 공장 가동이 정상화되면서 일시에 해소된 것으로 이제부터 셀트리온의 별도기준 영업이익률은 45% 이상 나올 수 있을 것으로 보인다.

### 이익률 개선을 위한 노력

바이오시밀러는 제네릭과 마찬가지로 출시 이후 지속적으로 가격이 하락하고, 경쟁제품이 출시되기 때문에 성장이 정체되고 이익률은 감소하게 된다. 그러나 바이오시밀러가 제네릭과 다른 점은 바로 생산방식의 차이에서 발생한다. 제네릭과는 달리 바이오시밀러는 생산 그 자체가 일종의 기술력으로 생산 기술 향상을 통해 생산 원가를 낮출 수가 있다. 과거 바이오시밀러 등장 초기에는 바이오시밀러 생산 수율 자체를 오리지널과 동등하게 요구했었으나, 바이오시밀러 시장이 확대되고 승인 요건이 완화되면서 바이오시밀러의 생산 수율을 바이오시밀러사가 개선함으로써 원가를 낮출 수 있게 되었다. 즉 titer improvement를 통해 생산된 제품이 기존 제품과 차이가 없다는 점만 입증하면 충분히 수율이 개선된 제품을 생산할 수 있게 된 것이다. 셀트리온은 titer improvement와 공정개선을 통해 생산 원가를 낮춤으로써 꾸준히 이익률을 개선하고 있다. 2분기 달성한 별도기준 47%의 영업이익률은 1회성이 아니라 지속가능한 오히려 더 증가할 수도 있는 숫자라는 점이다.

### 신제품 출시로 성장세 지속

바이오시밀러는 기존 제품들의 성장세가 둔화되면 제조사의 탑라인 성장률도 둔화된다. 지속적인 성장을 위해서는 끊임 없이 신제품이 출시되어야 한다. 램시마 SC가 유럽에서 소아적응증을 제외한 모든 적응증에 허가를 받아 3분기부터 본격적으로 유럽시장에서 판매될 예정이며, 휴미라 바이오시밀러의 경우 올해 3월 유럽에 허가신청서를 제출, 2021년 런칭할 수 있을 것으로 보인다. 여기에 천식, 두드러기 시장 매출 1위(시장규모 \$3.1B)인 졸레어(Xolair)의 바이오시밀러 임상 3상을 올해 7월 개시했으며, 건선시장 1위(시장규모 \$8.7B) 제품인 스텔라라(Stelara) 임상 1상을 올해 6월 개시하였다. 두 제품 모두 셀트리온이 big player 중에서는 first mover로 개발 중이다. 여기에 신약으로 코로나19 치료제까지 7월부터 한국과 영국에서 임상 1상에 진입하였다. 이익률 개선과 성장성 확보라는 두 마리의 토끼를 잡은 셀트리온에 대해 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점이다. 목표주가를 363,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다.

### Earnings Review

# BUY

| TP(12M): 363,000원(상향) | CP(8월 7일): 314,500원

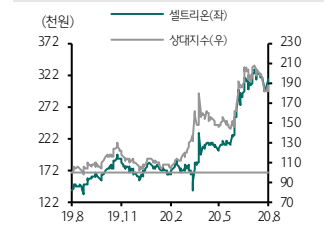
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,351.67
52주 최고/최저(원)	329,000/ 135,153
시가총액(십억원)	42,438.4
시가총액비중(%)	3.52
발행주식수(천주)	134,939.4
60일 평균 거래량(천주)	1,341.4
60일 평균 거래대금(십억원)	384.4
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	21.21
주요주주 지분율(%)	
셀트리온홀딩스 외 68 인	22.87
국민연금공단	9.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.9 83.4 121.7
상대	(6.2) 72.5 80.1

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,671.2	2,116.5
영업이익(십억원)	639.6	861.4
순이익(십억원)	515.1	689.5
EPS(원)	3,858	5,177
BPS(원)	24,815	30,075

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	982.1	1,128.5	1,818.2	2,161.9	2,836.8
영업이익	십억원	338.7	378.1	737.2	981.8	1,357.7
세전이익	십억원	317.7	378.6	761.2	1,007.8	1,391.6
순이익	십억원	261.8	297.6	600.7	796.9	1,097.5
EPS	원	1,952	2,211	4,454	5,637	7,410
증감률	%	(31.7)	13.3	101.4	26.6	31.5
PER	배	108.87	81.86	70.61	55.79	42.44
PBR	배	10.80	8.21	11.85	10.63	8.91
EV/EBITDA	배	60.17	43.21	47.39	36.76	27.20
ROE	%	10.84	11.19	19.38	20.95	23.10
BPS	원	19,681	22,058	26,542	29,573	35,302
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

표 1. 셀트리온 2Q20P 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	2Q20P	2Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	428.8	235.0	82.5	396.0	8.3
영업이익	181.8	83.4	118.1	151.3	20.2
세전이익	180.6	85.7	110.7	148.8	21.4
당기순이익	138.6	78.3	77.0	110.9	25.0
OPM %	42.4%	35.5%		38.2%	
NPM %	32.3%	33.3%		28.0%	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>221.7</b>	<b>235.0</b>	<b>289.1</b>	<b>382.7</b>	<b>372.8</b>	<b>428.8</b>	<b>512.8</b>	<b>503.7</b>	<b>1,128.5</b>	<b>1,818.2</b>	<b>2,161.9</b>
YoY	-9.5%	-10.8%	25.1%	57.8%	68.2%	82.5%	77.4%	31.6%	14.9%	61.1%	18.9%
<b>셀트리온(별도)</b>	<b>191.5</b>	<b>196.8</b>	<b>248.2</b>	<b>345.4</b>	<b>345.7</b>	<b>404.3</b>	<b>454.0</b>	<b>452.0</b>	<b>981.9</b>	<b>1,656.0</b>	<b>1,911.9</b>
YoY	-13.1%	-14.8%	24.5%	63.7%	80.5%	105.4%	82.9%	30.9%	13.9%	68.7%	15.5%
램시마				68.9	70.8	80.9	100.0	120.0	68.9	371.7	455.3
램시마 SC	51.0	63.4	130.1	57.4	108.1	84.9	91.1	97.6	301.9	381.7	473.4
트룩시마	73.2	86.9	83.8	95.7	85.7	113.2	117.4	124.4	339.6	440.7	517.4
여쭙마	48.8	28.2	2.9	11.5	29.8	36.4	31.8	34.4	91.3	132.5	160.6
TEVA			23.1	61.2			65.6	50.0	84.4	115.6	135.0
기타	18.6	18.2	8.3	50.7	51.2	88.9	80.0	60.0	95.8	280.1	295.0
<b>셀트리온제약(별도)</b>	<b>37.8</b>	<b>42.6</b>	<b>47.4</b>	<b>44.9</b>	<b>44.1</b>	<b>24.5</b>	<b>58.8</b>	<b>59.2</b>	<b>172.7</b>	<b>186.6</b>	<b>274.4</b>
YoY	47.7%	31.5%	44.4%	-7.8%	16.7%	-42.5%	24.0%	32.0%	23.8%	8.1%	47.0%
<b>기타 및 연결조정</b>	<b>(7.6)</b>	<b>(4.5)</b>	<b>(6.6)</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(16.9)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(26.1)</b>	<b>(24.4)</b>	<b>(24.4)</b>
<b>매출총이익</b>	<b>133.0</b>	<b>141.4</b>	<b>170.3</b>	<b>185.2</b>	<b>185.4</b>	<b>239.7</b>	<b>292.3</b>	<b>292.2</b>	<b>629.9</b>	<b>1,009.5</b>	<b>1,284.6</b>
YoY	-14.8%	-9.7%	29.3%	77.0%	39.4%	69.5%	71.6%	57.7%	14.7%	60.3%	27.3%
GPM	60.0%	60.2%	58.9%	48.4%	49.7%	55.9%	57.0%	58.0%	55.8%	55.5%	59.4%
<b>판매관리비</b>	<b>55.6</b>	<b>58.1</b>	<b>67.2</b>	<b>71.0</b>	<b>65.1</b>	<b>57.9</b>	<b>74.0</b>	<b>75.4</b>	<b>251.9</b>	<b>272.3</b>	<b>302.8</b>
YoY	40.3%	19.8%	8.8%	17.1%	17.1%	-0.4%	10.2%	6.1%	19.7%	8.1%	11.2%
일반관리비	28.9	36.3	36.4	36.9	31.2	29.5	40.7	40.2	138.4	141.6	158.3
경상연구개발비	26.7	21.8	30.8	34.1	34.0	28.3	33.2	35.2	113.5	130.7	144.5
<b>영업이익</b>	<b>77.4</b>	<b>83.4</b>	<b>103.1</b>	<b>114.2</b>	<b>120.2</b>	<b>181.8</b>	<b>218.3</b>	<b>216.8</b>	<b>378.1</b>	<b>737.2</b>	<b>981.8</b>
YoY	-33.6%	-23.0%	47.3%	159.5%	55.4%	118.1%	111.7%	89.8%	11.6%	95.0%	33.2%
OPM	34.9%	35.5%	35.7%	29.8%	32.2%	42.4%	42.6%	43.0%	33.5%	40.5%	45.4%
<b>당기순이익</b>	<b>63.0</b>	<b>78.3</b>	<b>61.6</b>	<b>95.1</b>	<b>105.3</b>	<b>138.6</b>	<b>182.1</b>	<b>175.5</b>	<b>298.0</b>	<b>601.5</b>	<b>798.0</b>
YoY	-24.3%	-5.6%	23.2%	154.6%	67.1%	77.0%	195.7%	84.6%	17.5%	101.9%	32.7%
NPM	28.4%	33.3%	21.3%	24.8%	28.2%	32.3%	35.5%	34.8%	26.4%	33.1%	36.9%

자료: 하나금융투자

## 셀트리온 목표주가 상향

### 목표주가 363,000원(상향), 투자 의견 BUY

목표주가 363,000원(상향)  
투자 의견 BUY

셀트리온에 대해 목표주가 363,000원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다. 1공장 증설 분에서 본격적으로 제품이 생산되면서 이익률이 정상화되고 있으며, 매출규모가 확대되면서 이익에 있어서 레버리지 효과가 나타나 2020년 순이익은 전년대비 100% 이상 증가할 것으로 추정된다. 2021년에도 탑라인 성장은 18%에 머무르지만 순이익단에서는 33%의 고성장을 계속 유지할 수 있을 것으로 보인다. 목표주가 363,000원은 2021년 순이익 7,980억원에 글로벌 제네릭 넘버 1 회사인 테바사가 과거 제네릭 초기 시장에서 1<sup>st</sup> 제네릭 출시로 고성장을 보였던 시기의 PER을 고려하여 산정하였다. 1993년부터 1997년까지 1<sup>st</sup> 제네릭 출시로 영업이익이 매년 평균 20% 증가했었던 당시 테바사의 평균 PER은 37배 수준이었다. 셀트리온의 경우 제네릭의약품보다 시장 플레이어 수가 적고 영업이익이 2020년 100% 성장, 2021년 이후에도 약 30% 이상씩 고성장을 할 것으로 추정되는 바, 프리미엄을 부과 PER 60배를 부여하여 산정하였다.

표 3. 셀트리온 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	47,880.0	
2021년 순이익 추정치	798.0	
P/E	60	과거 테바사의 PER 참조
자사주(1,000주)	319.5	3개월 평균 주가
순부채	(868.4)	
적정자본가치	49,067.9	
주식 수(1,000주)	134,939	
적정주가	363,630	

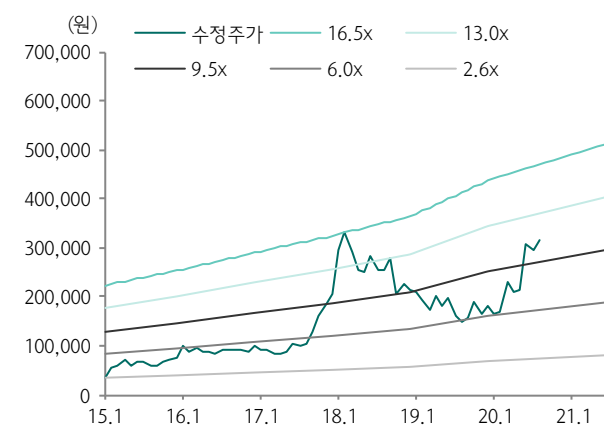
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온 주가차트와 PER 밴드



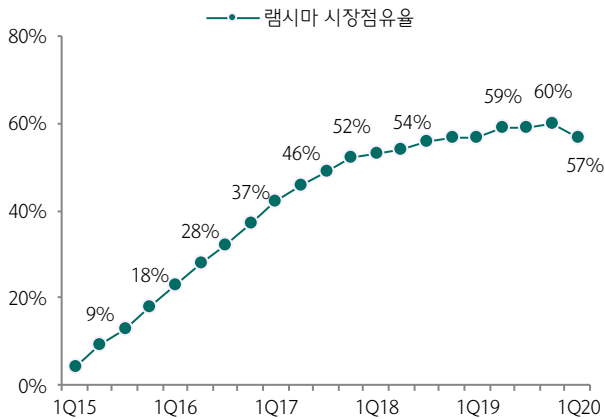
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온 주가차트와 PBR 밴드



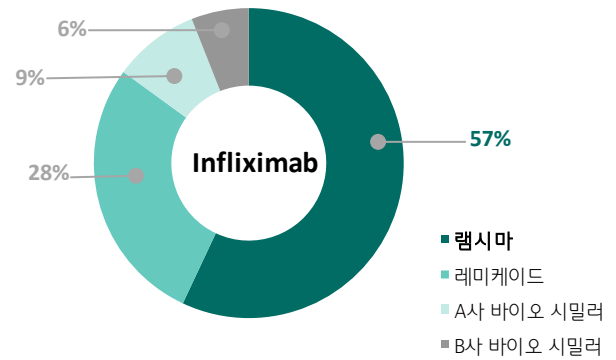
자료: 하나금융투자

그림 3. 유럽시장에서 램시마 분기별 점유율



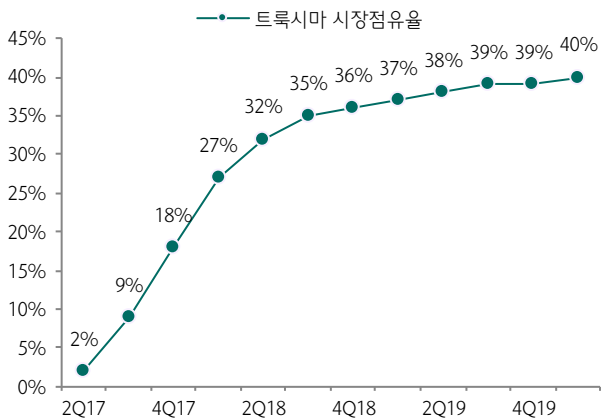
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 4. 유럽 Infliximab 시장에서 램시마 점유율



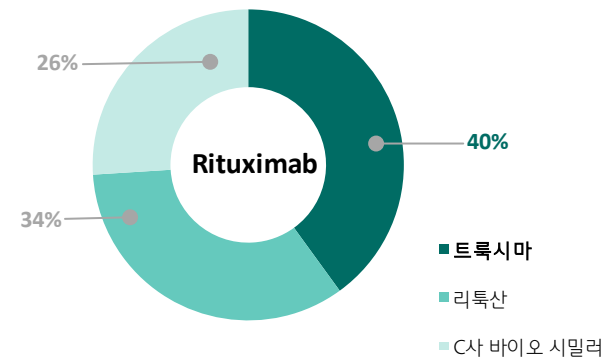
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 5. 유럽시장에서 트룩시마 분기별 점유율



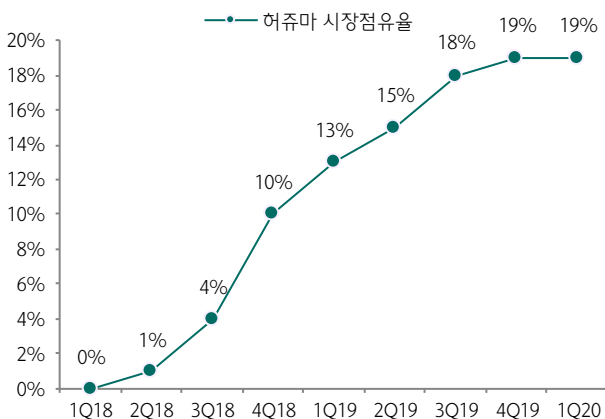
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 6. 유럽 Rituximab 시장에서 트룩시마 점유율



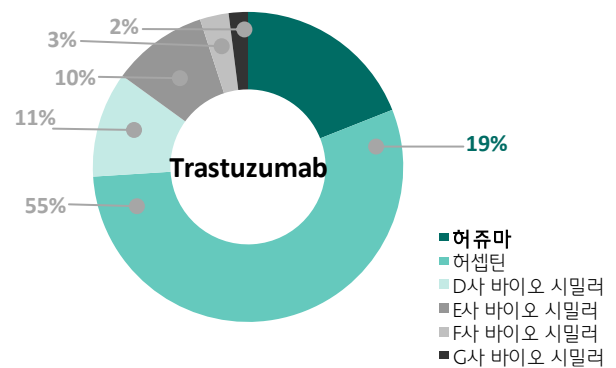
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 7. 유럽시장에서 허쥬마 분기별 점유율



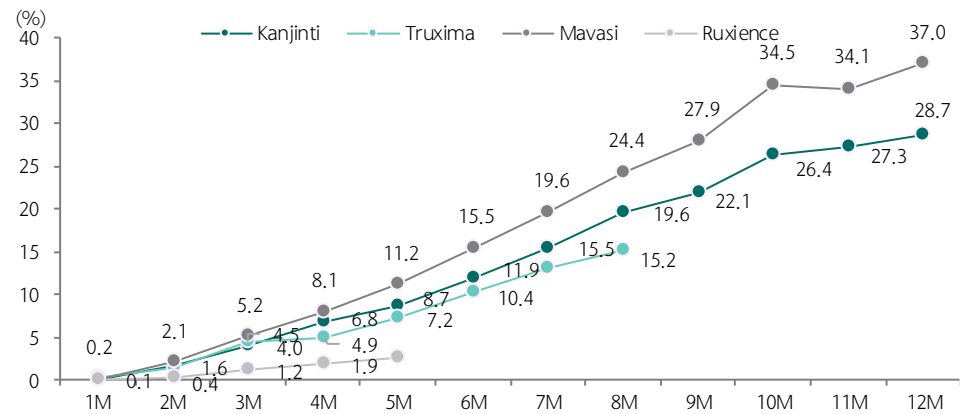
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 8. 유럽 Trastuzumab 시장에서 허쥬마 점유율



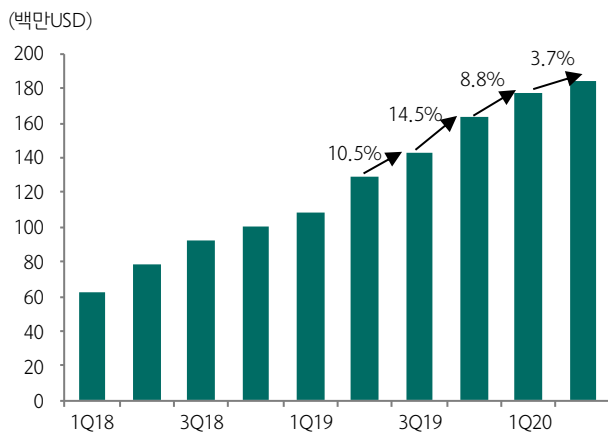
자료: 셀트리온, 하나금융투자

그림 9. 항암제 바이오시밀러의 오리지널 대비 처방액 비중 비교



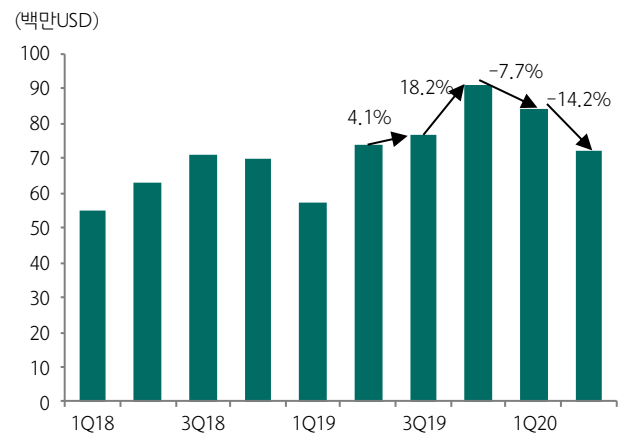
자료: 하나금융투자

그림 10. 미국 인플렉트라 분기별 처방액



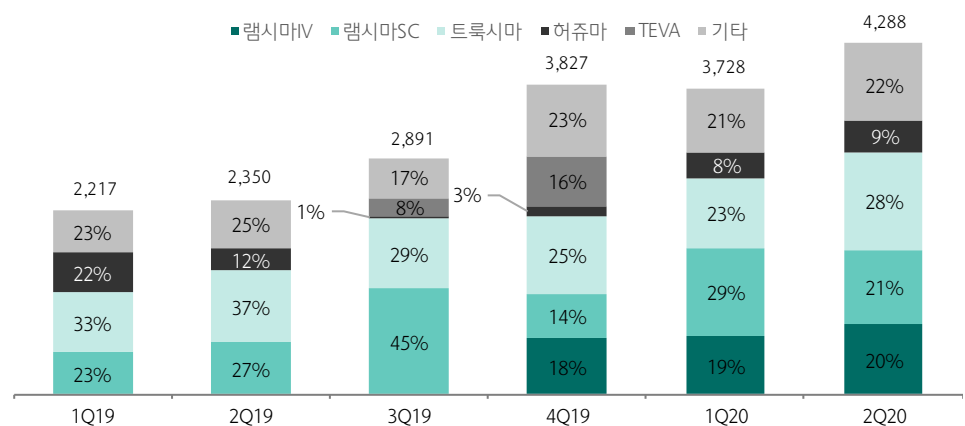
자료: 하나금융투자

그림 11. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



자료: 하나금융투자

그림 12. 매출 구성 추이



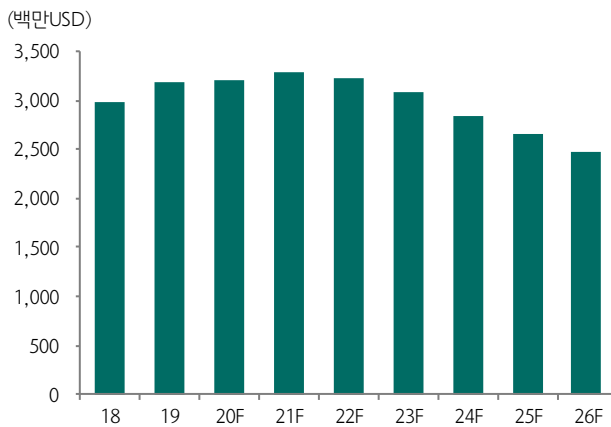
자료: 셀트리온, 하나금융투자

표 4. 셀트리온의 바이오시밀러 개발 현황

제품명	오리지널 의약품	개발사	적응증	글로벌 시장규모 (십억달러)	US	EU
REMSIMA SC (CT-P13 SC)	-	Celltrion	자가면역질환	46.8	임상 3상 진행중	모든 적응증 추가 승인 (2020.7월, 소아적응증 제외)
CT-P17	휴미라 (Adalimumab)	AbbVie	자가면역질환	26.5	허가신청 준비중	허가 신청 (2020.3월)
CT-P16	아바스틴 (Bevacizumab)	Roche	대장암 등	6.4	글로벌 임상 3상 진행 중 (환자모집 3Q20, 임상완료 1H21 목표)	
CT-P39	졸레어 (Omalizumab)	Genentech	알레르기성 천식, 만성 두드러기	3.1	글로벌 임상 3상 개시 (2020.07~)	
CT-P43	스텔라라 (Ustekinumab)	Johnson & Johnson	자가면역질환	8.7	글로벌 임상 1상 개시 (2020.06~)	

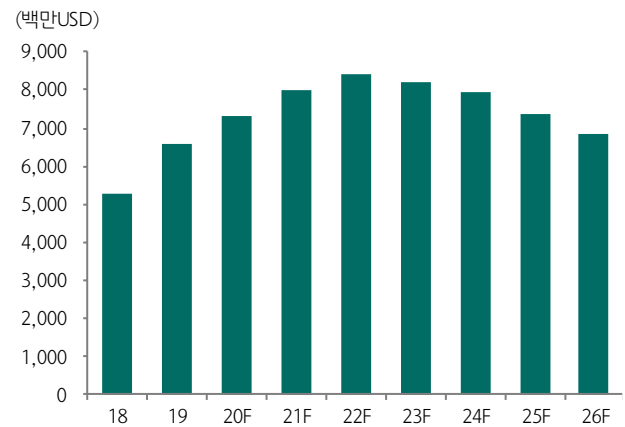
자료: 하나금융투자

그림 13. 졸레어 연간 매출 추정



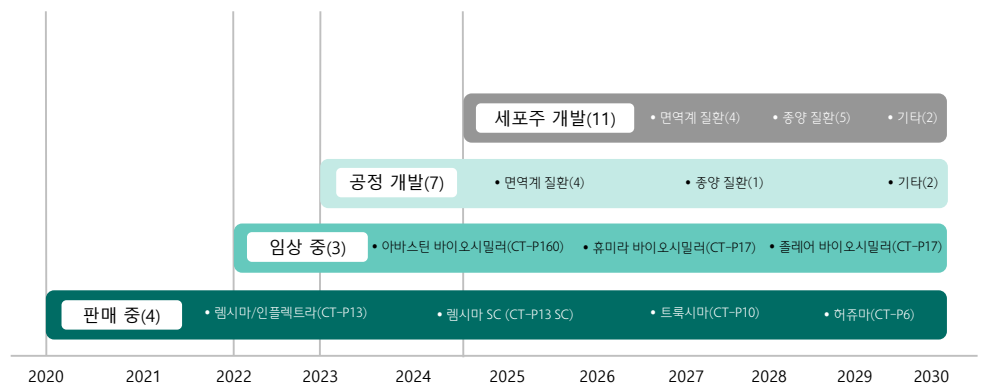
자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 14. 스텔라라 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 하나금융투자

그림 15. 중장기 바이오시밀러 파이프라인 개발 계획



자료: 셀트리온, 하나금융투자

## 추정 재무제표

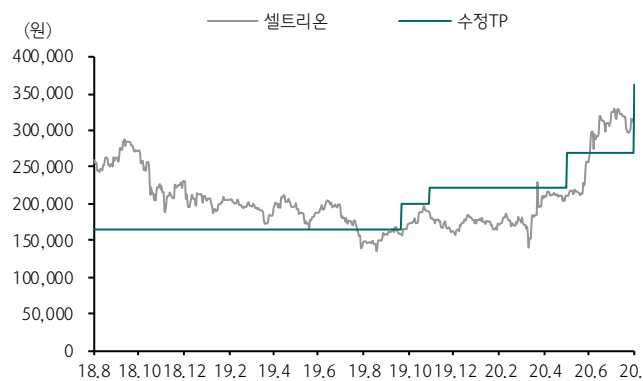
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>982.1</b>	<b>1,128.5</b>	<b>1,818.2</b>	<b>2,161.9</b>	<b>2,836.8</b>
매출원가	432.9	498.4	808.7	877.2	1,134.7
매출총이익	549.2	630.1	1,009.5	1,284.7	1,702.1
판매비	210.5	252.0	272.3	302.8	344.4
<b>영업이익</b>	<b>338.7</b>	<b>378.1</b>	<b>737.2</b>	<b>981.8</b>	<b>1,357.7</b>
금융손익	3.5	3.4	7.1	10.3	18.8
종속/관계기업손익	(0.5)	(0.5)	(1.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.0)	(2.4)	17.9	15.7	15.1
<b>세전이익</b>	<b>317.7</b>	<b>378.6</b>	<b>761.2</b>	<b>1,007.8</b>	<b>1,391.6</b>
법인세	64.2	80.6	159.6	209.8	292.6
계속사업이익	253.6	298.0	601.5	798.0	1,099.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>253.6</b>	<b>298.0</b>	<b>601.5</b>	<b>798.0</b>	<b>1,099.0</b>
비지배주주지분 손이익	(8.3)	0.4	0.8	1.1	1.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>261.8</b>	<b>297.6</b>	<b>600.7</b>	<b>796.9</b>	<b>1,097.5</b>
지배주주지분포괄이익	263.8	290.6	600.2	796.3	1,096.6
NOPAT	270.3	297.6	582.6	777.4	1,072.2
EBITDA	465.5	537.3	891.2	1,133.9	1,511.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.5	14.9	61.1	18.9	31.2
NOPAT증가율	(32.3)	10.1	95.8	33.4	37.9
EBITDA증가율	(23.2)	15.4	65.9	27.2	33.3
영업이익증가율	(33.3)	11.6	95.0	33.2	38.3
(지배주주)순이익증가율	(31.6)	13.7	101.8	32.7	37.7
EPS증가율	(31.7)	13.3	101.4	26.6	31.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	55.9	55.8	55.5	59.4	60.0
EBITDA이익률	47.4	47.6	49.0	52.4	53.3
영업이익률	34.5	33.5	40.5	45.4	47.9
계속사업이익률	25.8	26.4	33.1	36.9	38.7
<b>투자지표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,952	2,211	4,454	5,637	7,410
BPS	19,681	22,058	26,542	29,573	35,302
CFPS	3,503	4,183	6,671	8,095	10,295
EBITDAPS	3,470	3,993	6,608	8,021	10,205
SPS	7,321	8,386	13,481	15,293	19,155
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	108.9	81.9	70.6	55.8	42.4
PBR	10.8	8.2	11.8	10.6	8.9
PCFR	60.7	43.3	47.1	38.9	30.5
EV/EBITDA	60.2	43.2	47.4	36.8	27.2
PSR	29.0	21.6	23.3	20.6	16.4
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	10.8	11.2	19.4	21.0	23.1
ROA	7.6	8.0	13.9	15.2	17.1
ROIC	10.2	10.5	18.3	21.7	26.6
부채비율	34.5	33.9	35.5	33.1	31.0
순부채비율	(0.6)	(4.4)	(8.9)	(20.1)	(26.7)
이자보상배율(배)	23.8	34.9	65.8	83.7	112.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,664.5</b>	<b>1,787.3</b>	<b>2,665.3</b>	<b>3,621.8</b>	<b>4,875.2</b>
금융자산	532.4	627.8	797.1	1,400.4	1,960.3
현금성자산	410.5	546.1	665.5	1,243.9	1,755.0
매출채권 등	931.8	826.7	1,332.1	1,583.9	2,078.4
재고자산	163.1	308.9	497.8	591.8	776.6
기타유동자산	37.2	23.9	38.3	45.7	59.9
<b>비유동자산</b>	<b>1,876.1</b>	<b>2,106.4</b>	<b>2,102.0</b>	<b>2,124.7</b>	<b>2,220.1</b>
투자자산	47.0	65.5	95.1	109.9	139.0
금융자산	0.7	0.7	1.1	1.3	1.8
유형자산	881.4	923.6	917.4	932.5	987.2
무형자산	922.3	1,040.0	1,012.1	1,005.0	1,016.6
기타비유동자산	25.4	77.3	77.4	77.3	77.3
<b>자산총계</b>	<b>3,540.6</b>	<b>3,893.7</b>	<b>4,767.3</b>	<b>5,746.5</b>	<b>7,095.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>678.1</b>	<b>657.2</b>	<b>818.8</b>	<b>959.7</b>	<b>1,118.0</b>
금융부채	413.6	356.3	353.0	419.9	423.6
매입채무 등	157.1	224.2	361.3	429.6	563.7
기타유동부채	107.4	76.7	104.5	110.2	130.7
<b>비유동부채</b>	<b>229.8</b>	<b>329.5</b>	<b>430.5</b>	<b>469.2</b>	<b>560.8</b>
금융부채	103.1	143.1	130.1	112.1	92.1
기타비유동부채	126.7	186.4	300.4	357.1	468.7
<b>부채총계</b>	<b>907.8</b>	<b>986.7</b>	<b>1,249.2</b>	<b>1,429.0</b>	<b>1,678.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,524.0</b>	<b>2,794.2</b>	<b>3,404.5</b>	<b>4,202.8</b>	<b>5,300.2</b>
자본금	125.5	128.3	134.7	141.4	148.4
자본잉여금	776.6	802.2	802.2	802.2	802.2
자본조정	(89.8)	(136.3)	(136.3)	(136.3)	(136.3)
기타포괄이익누계액	10.0	3.0	12.6	14.0	14.0
이익잉여금	1,701.8	1,996.9	2,591.2	3,381.5	4,472.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>108.8</b>	<b>112.8</b>	<b>113.6</b>	<b>114.7</b>	<b>116.3</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,632.8</b>	<b>2,907.0</b>	<b>3,518.1</b>	<b>4,317.5</b>	<b>5,416.5</b>
순금융부채	(15.7)	(128.5)	(314.0)	(868.4)	(1,444.7)
<b>현금흐름표</b>					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>382.1</b>	<b>474.0</b>	<b>303.3</b>	<b>716.9</b>	<b>804.7</b>
당기순이익	253.6	298.0	601.5	798.0	1,099.0
조정	139.9	198.7	138.6	136.5	133.1
감가상각비	126.8	159.2	154.1	152.0	153.7
외환거래손익	(0.3)	2.8	(3.7)	0.2	0.6
지분법손익	0.5	(4.5)	0.0	0.0	0.0
기타	12.9	41.2	(11.8)	(15.7)	(21.2)
영업활동 자산부채 변동	(11.4)	(22.7)	(436.8)	(217.6)	(427.4)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(193.1)</b>	<b>(251.4)</b>	<b>(184.9)</b>	<b>(181.4)</b>	<b>(270.3)</b>
투자자산감소(증가)	(13.3)	(18.0)	(29.7)	(14.8)	(29.0)
유형자산감소(증가)	(79.1)	(91.7)	(40.0)	(60.0)	(100.0)
기타	(100.7)	(141.7)	(115.2)	(106.6)	(141.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(198.1)</b>	<b>(85.9)</b>	<b>(27.7)</b>	<b>36.8</b>	<b>(28.7)</b>
금융부채증가(감소)	(124.3)	(17.3)	(16.2)	48.8	(16.3)
자본증가(감소)	19.3	26.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(93.1)	(94.6)	(11.5)	(12.0)	(12.4)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>(8.7)</b>	<b>135.6</b>	<b>119.4</b>	<b>578.4</b>	<b>511.1</b>
Unlevered CFO	469.9	562.8	899.7	1,144.4	1,524.8
Free Cash Flow	302.7	379.7	263.3	656.9	704.7

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 셀트리온



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.10	BUY	363,000		
20.5.11	BUY	270,000	3.54%	21.85%
19.11.7	BUY	222,549	-18.91%	2.90%
19.9.30	BUY	200,581	-10.54%	-2.14%
17.9.19	BUY	165,618	32.47%	111.62%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 8월 8일

## 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 8월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 08월 10일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.