



하나금융그룹

2018년 10월 31일 | Equity Research

# 녹십자 (006280)

## 2019년을 보고 투자하자

### 3분기 컨센서스에는 부합하였으나 성장 기대감은 부족

녹십자의 연결기준 3분기 매출액은 3,523억원(YoY, -1.1%), 영업이익은 280억원(YoY, -33.3%, OPM, 7.9%)을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 시현하였다. 세전이익은 232억원(YoY, -39.4%), 당기순이익은 158억원(YoY, -44.3%)을 기록하였다. 독감백신은 작년과 비슷한 461억원 매출을 기록하며 나름 선방하였으나, 가다실의 경우 국내 공급부족으로 90억원 매출액을 기록 전년대비 약 46% 감소하면서, 국내 백신사업부가 전년대비 약 20% 역성장하였다. 상반기 누적 28억원에 불과했던 해외 알부민 수출액은 중국의 시장 가격이 안정화되면서 3분기부터 본격적으로 증가하였다. 3분기에만 75억 매출을 기록, 누적으로 전년과 비슷한 103억원 매출액을 달성하였다.

### 영업이익 감소원인은 원가율 증가

녹십자의 3분기 매출총이익률은 2분기보다는 나아졌지만, 전년대비 약 2.4%p 감소하면서 영업이익률도 전년대비 3.9%p 줄어들었다. IVIG가 미국에서 시판허가를 획득하면 오창 A공장이 미국진출용으로 전환되면서 기존 물량(국내와 남미향 혈액분획 제품)을 생산하기 위한 생산시설로 오창 B공장이 완공되었으나, IVIG 승인 지연으로 오창 B공장의 가동률은 현재 매우 낮은 상태로 IVIG가 미국 시장에 진출하기 전까지는 높은 원가율이 지속, 이익은 계속 훼손될 것으로 보인다. 여기에 연구개발비가 전년대비 약 12% 증가하면서 전반적으로 판관비 또한 증가, 높은 마진율을 기대하기는 힘든 구조가 되었다.

### 내년부터 본격적으로 IVIG 관련 이벤트 시작

9월 21일 녹십자의 IVIG가 미 FDA로부터 승인이 거절된 주된 원인은 배치간 동등성 부족이었다. 이를 해결하고자 녹십자는 11월 미 FDA와의 미팅을 통해 어떤 방식으로 배치간 동등성 이슈를 해결해야 할지 논의할 예정이다. 아직 확정되지는 않았지만 내년 3월즈음에는 재신청서 제출이 예상된다. 여기에 2020년 상업용 생산을 시작할 수 있는 캐나다 공장을 고려한다면, 2019년부터 녹십자의 주가 모멘텀은 다시 회복될 수 있을 것으로 전망된다. 중장기적 관점에서 현재 주가는 저점에서 매수할 수 있는 구간이라 할 수 있다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원(하향) | CP(10월 30일): 127,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,014.69		
52주 최고/최저(원)	247,500/123,500	1,355.3	1,452.1
시가총액(십억원)	1,490.0	65.9	84.5
시가총액비중(%)	0.12	50.1	62.7
발행주식수(천주)	11,686.5		
60일 평균 거래량(천주)	63.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9		
18년 배당금(예상,원)	1,250		
18년 배당수익률(예상,%)	0.98		
외국인지분율(%)	22.90		
주요주주 지분율(%)			
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89		
국민연금	9.63		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(27.1) (41.1) (38.7)		
상대	(15.3) (26.5) (23.9)		

Stock Price	
(천원)	녹십자(좌)
271	
251	
231	
211	
191	
171	
151	
131	
111	
17.10	120
18.1	110
18.4	100
18.7	90
18.10	80
	70
	60
	50

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,197.9	1,287.9	1,335.2	1,424.9	1,526.4
영업이익	십억원	78.5	90.3	55.9	50.6	47.5
세전이익	십억원	79.5	72.2	52.1	53.9	45.7
순이익	십억원	63.0	53.2	33.4	35.5	29.9
EPS	원	5,388	4,556	2,862	3,036	2,558
증감률	%	(33.7)	(15.4)	(37.2)	6.1	(15.7)
PER	배	29.14	49.60	44.56	41.99	49.85
PBR	배	1.78	2.45	1.36	1.33	1.32
EV/EBITDA	배	18.67	22.55	17.60	18.47	19.67
ROE	%	6.46	5.24	3.19	3.32	2.75
BPS	원	88,031	92,064	93,705	95,521	96,858
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



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

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

하나금융투자

표 1. 녹십자 3Q18 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q18P	3Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	352.3	356.1	(1.1)	371.8	(5.3)
영업이익	28.0	42.0	(33.3)	30.6	(8.4)
세전이익	23.2	38.3	(39.4)	32.0	(27.5)
당기순이익	15.8	28.4	(44.3)	25.3	(37.5)
OPM %	7.9	11.8		8.2	
NPM %	4.5	8.0		6.8	

자료: 하나금융투자

표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18	17	18F	19F
<b>매출액</b>	<b>275.4</b>	<b>330.2</b>	<b>356.1</b>	<b>326.3</b>	<b>294.1</b>	<b>341.8</b>	<b>352.3</b>	<b>347.0</b>	<b>1,287.9</b>	<b>1,335.2</b>	<b>1,424.9</b>
YoY(%)	12.0%	8.8%	8.7%	1.7%	6.8%	3.5%	-1.1%	6.3%	7.5%	3.7%	6.7%
<b>국내</b>	<b>199.8</b>	<b>214.2</b>	<b>264.3</b>	<b>214.8</b>	<b>210.6</b>	<b>216.4</b>	<b>251.8</b>	<b>229.7</b>	<b>893.1</b>	<b>908.5</b>	<b>959.3</b>
YoY(%)	6.7%	7.9%	4.3%	4.1%	5.4%	1.0%	-4.7%	6.9%	5.6%	1.7%	5.6%
혈액제제	76.3	79.2	79.8	78.3	80.6	83.6	79.4	85.0	313.6	328.6	350.0
백신제제	35.1	46.9	92.9	46.2	39.0	39.0	74.3	48.5	221.1	200.8	210.2
일반제제	68.0	65.2	70.2	72.2	70.1	69.2	75.3	77.3	275.6	291.9	307.1
OTC류	20.4	22.9	21.4	18.1	20.9	24.6	22.8	19.0	82.8	87.3	92.0
<b>해외</b>	<b>32.6</b>	<b>70.8</b>	<b>44.6</b>	<b>65.3</b>	<b>37.2</b>	<b>75.9</b>	<b>54.2</b>	<b>67.4</b>	<b>213.3</b>	<b>234.6</b>	<b>260.1</b>
YoY(%)	53.1%	9.0%	0.3%	-10.5%	14.1%	7.2%	21.4%	3.2%	4.7%	10.0%	10.9%
혈액제제	23.7	20.1	28.2	31.7	17.9	27.1	37.6	33.3	103.7	115.9	130.4
백신제제	5.3	47.3	14.6	32.1	15.9	42.8	14.4	31.1	99.3	104.3	110.7
일반제제	3.6	3.4	1.8	1.5	3.4	6.0	2.1	1.7	10.3	13.2	13.8
OTC류	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	0.0	1.3	5.2
<b>연결자회사</b>	<b>43.0</b>	<b>45.2</b>	<b>47.2</b>	<b>46.2</b>	<b>46.3</b>	<b>49.5</b>	<b>46.3</b>	<b>49.9</b>	<b>181.5</b>	<b>192.0</b>	<b>205.5</b>
YoY(%)	15.3%	12.6%	59.2%	11.1%	7.7%	9.6%	-1.7%	8.0%	22.2%	5.8%	7.0%
<b>매출총이익</b>	<b>73.9</b>	<b>100.8</b>	<b>112.6</b>	<b>79.6</b>	<b>81.4</b>	<b>87.6</b>	<b>103.0</b>	<b>79.8</b>	<b>366.8</b>	<b>351.8</b>	<b>370.5</b>
YoY(%)	6.8%	8.4%	8.5%	-7.6%	10.2%	-13.1%	-8.5%	0.3%	4.2%	-4.1%	5.3%
CPM(%)	26.8%	30.5%	31.6%	24.4%	27.7%	25.6%	29.2%	23.0%	28.5%	26.3%	26.0%
<b>판매관리비</b>	<b>60.2</b>	<b>66.2</b>	<b>70.6</b>	<b>79.5</b>	<b>66.9</b>	<b>74.3</b>	<b>75.0</b>	<b>79.6</b>	<b>276.6</b>	<b>295.8</b>	<b>319.9</b>
YoY(%)	3.2%	-3.8%	2.0%	3.0%	11.2%	12.2%	6.2%	0.2%	1.1%	7.0%	8.1%
판관비율(%)	21.9%	20.1%	19.8%	24.4%	22.7%	21.7%	21.3%	23.0%	21.5%	22.2%	22.0%
<b>경상연구개발비</b>	<b>23.0</b>	<b>26.8</b>	<b>28.2</b>	<b>30.7</b>	<b>27.2</b>	<b>31.8</b>	<b>31.5</b>	<b>31.2</b>	<b>108.6</b>	<b>121.7</b>	<b>130.4</b>
YoY(%)	7.4%	-2.6%	-2.2%	-11.2%	18.1%	18.9%	11.7%	1.9%	-3.2%	12.0%	7.2%
<b>기타판매관리비</b>	<b>37.1</b>	<b>39.5</b>	<b>42.5</b>	<b>48.8</b>	<b>39.7</b>	<b>42.5</b>	<b>43.5</b>	<b>48.4</b>	<b>167.9</b>	<b>174.1</b>	<b>189.5</b>
YoY(%)	0.8%	-4.7%	5.1%	14.4%	6.9%	7.6%	2.5%	-0.9%	4.1%	3.7%	8.8%
<b>영업이익</b>	<b>13.7</b>	<b>34.5</b>	<b>42.0</b>	<b>0.1</b>	<b>14.5</b>	<b>13.3</b>	<b>28.0</b>	<b>0.2</b>	<b>90.3</b>	<b>55.9</b>	<b>50.6</b>
YoY(%)	25.9%	43.6%	21.3%	-98.7%	5.7%	-61.5%	-33.3%	39.1%	15.1%	-38.1%	-9.5%
OPM(%)	5.0%	10.5%	11.8%	0.0%	4.9%	3.9%	7.9%	0.0%	7.0%	4.2%	3.6%
<b>당기순이익</b>	<b>7.0</b>	<b>26.9</b>	<b>28.4</b>	<b>(5.6)</b>	<b>18.6</b>	<b>2.7</b>	<b>15.8</b>	<b>2.4</b>	<b>56.7</b>	<b>39.6</b>	<b>42.0</b>
YoY(%)	8.4%	59.2%	24.0%	-129.6%	167.4%	-89.9%	-44.3%	-143.6%	-13.0%	-30.1%	6.1%
NPM(%)	2.5%	8.1%	8.0%	-1.7%	6.3%	0.8%	4.5%	0.7%	4.4%	3.0%	3.0%

자료: 하나금융투자

## 녹십자 목표주가 하향

**목표주가 180,000원 하향**

**투자의견 BUY 유지**

녹십자에 대해 목표주가 180,000원, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 180,000원은 SOTP 방식으로 기존 녹십자의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 녹십자의 IVIG의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

녹십자의 영업가치에는 IVIG의 예상 매출액은 반영하지 않았다. 아직 IVIG가 승인받지 못했으며, IVIG의 가치는 파이프라인 가치로 따로 합산했기 때문이다.

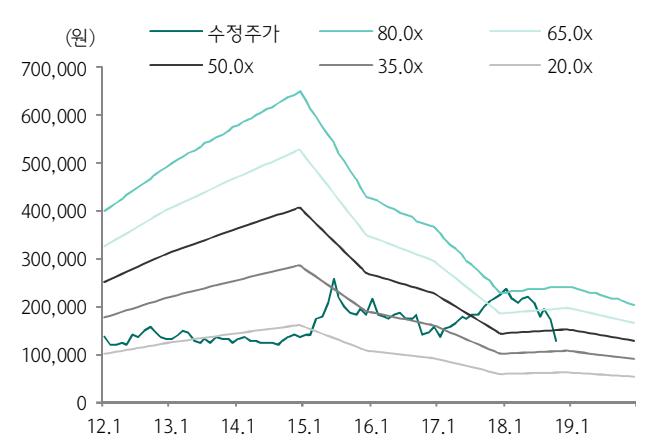
표 3. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 의약품 영업가치	953.5	
2019년 예상 EBITDA	98.3	
EV/EBITDA 배수	9.7	KOSPI 의약품 EV/EBITDA 13.8배에 30% 할인
<b>상장 자회사 가치</b>	<b>418.8</b>	
녹십자셀	156.4	
3개월 평균 시총	625.8	녹십자 지분율 25.0%
녹십자엠에스	51.3	
3개월 평균 시총	121.3	녹십자 지분율 42.3%
녹십자랩셀	211.1	
3개월 평균 시총	545.9	녹십자 지분율 38.7%
<b>파이프라인 가치</b>	<b>912.0</b>	
IVIG	912.0	
<b>자사주</b>	<b>48.1</b>	3개월 평균 주가
<b>순부채</b>	<b>235.6</b>	
적정자본가치	2,096.8	
주식 수(1,000주)	11,686	
<b>적정주가</b>	<b>179,432</b>	

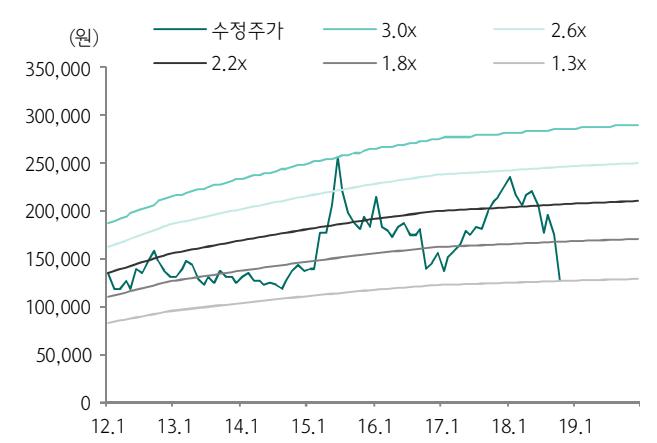
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 뱀드



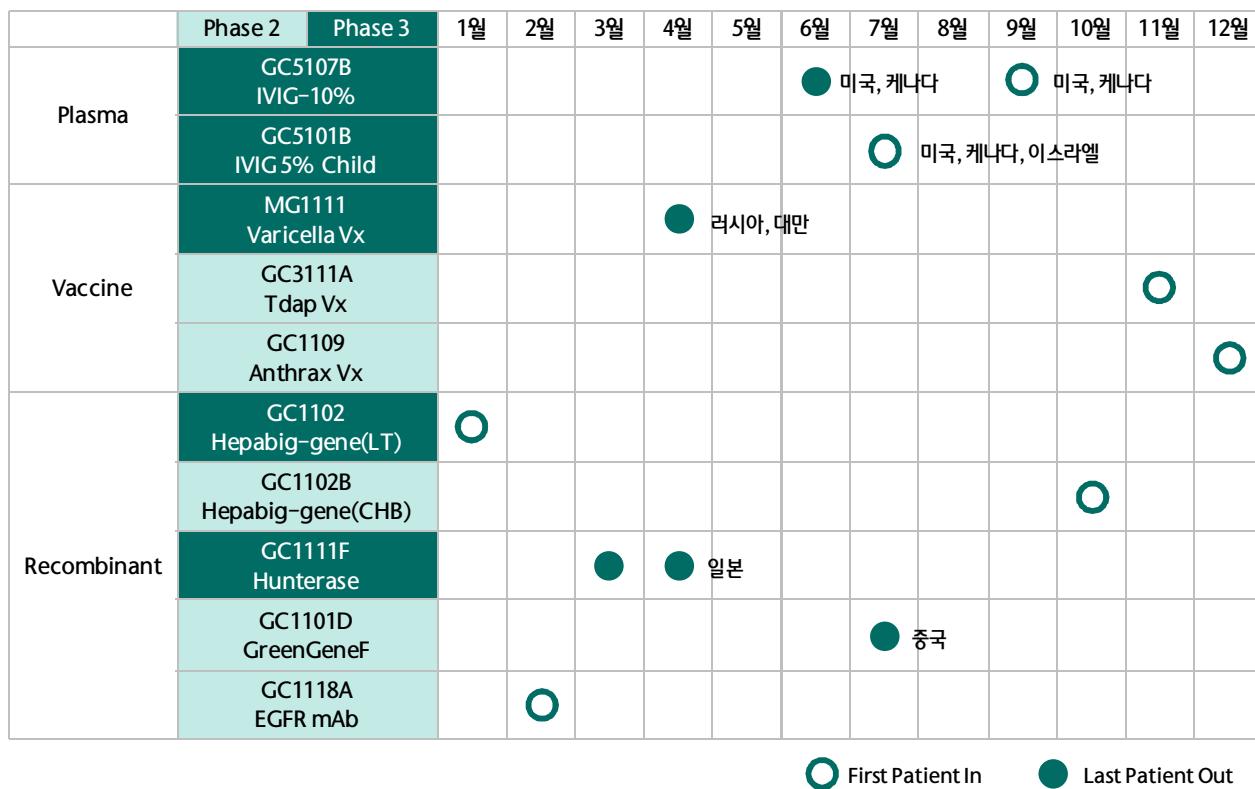
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 뱀드



자료: 하나금융투자

그림 3. 녹십자 후기 단계 파이프라인 및 출시 일정



자료: 녹십자, 하나금융투자

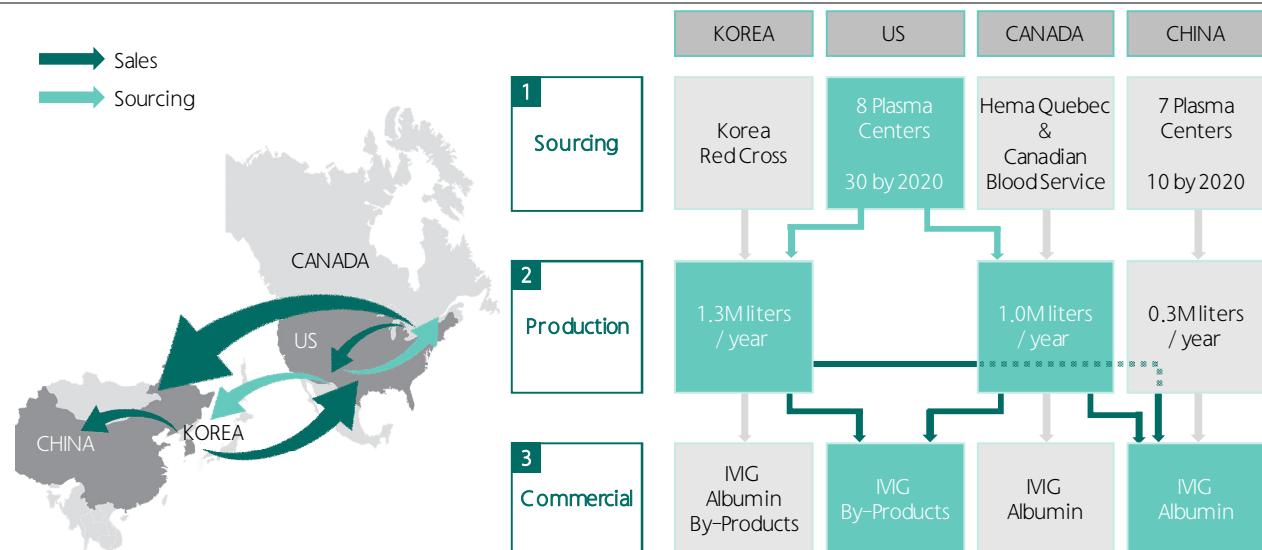
표 4. 녹십자가 임상 준비 중인 혈액분획 제제들

Product	Indications	Target	Key Milestone
Factor VIII(+vWF)	Hemophilia A, vWD	EU, LATAM, Russia	IND approval (P1/2)
Fibrinogen	CFD, Acquired Bleeding	US, EU	IND approval (P1/2)
PCC	life-threatening bleeding	US, EU	Process Dev.
SCIG (20%)	PID	US, EU	IND submission (P1/2)

주: CFD(Congenital fibrinogen deficiency), PCC(Prothrombin complex concentrate), PID(Primary immune-deficiency)

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 4. 녹십자 혈액 공급과 제품별 공급 전략



자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 5. IVIG 제조 사이트 별 승인관련 일정



자료: 하나금융투자

## IVIG 가치

### IVIG의 rNPV

IVIG의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- IVIG 생산 가능물량은 생산규모(혈장기준) X 혈장 중 혈장단백질(7%) X 혈장단백질 중 IVIG 비중(15%)
- 미국에서의 IVIG 가격 68.6달러/g, 캐나다에서 51.8달러/g이므로 북미지역에서의 IVIG 평균가격 60.2달러/g 적용
- 오창A 공장은 2019년 하반기부터 상업용 생산가능, 1년차 가동률 15%로 시작해서 30% → 50% → 70% → 90%로 가동률 증가
- 캐나다 공장은 2020년부터 상업용 생산 가능, 1년차 가동률 30%로 시작해서 40% → 50% → 70% → 90%로 가동률 증가
- 영업이익률은 90% 풀 가동시 40%로 추정
- 임상 성공확률은 80%로 가정
- 캐나다 공장에서 녹십자 수익추정은 33%로 가정
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정

표 5. MG의 rNPV

		18	19	20	21	22	23	24	...	29	30
MG 시장규모(\$B)		22.3	24.5	27.0	29.8	32.6	35.6	38.6		54.6	57.9
yoY(%)		9.9%	10.1%	10.1%	10.3%	9.5%	9.0%	8.5%		6.0%	6.0%
<b>캐나다 공장</b>											
가동률				30%	40%	50%	70%	90%		90%	90%
생산량(최대 생산량 10,600kg)	10,500			3,150	4,200	5,250	7,350	9,450		9,450	9,450
녹십자 제품 가격 할인율				70%	70%	80%	80%	85%		100%	110%
가격	60,200			42,140	42,140	48,160	48,160	51,170		60,200	66,220
매출액(\$M)				132.7	177.0	252.8	354.0	483.6		568.9	625.8
영업이익률				15%	15%	20%	20%	25%		35%	40%
영업이익				19.9	26.5	50.6	70.8	120.9		199.1	250.3
환율(십억원)	1,200			23.9	31.9	60.7	85.0	145.1		238.9	300.4
법인세	24.2%			18.1	24.1	46.0	64.4	110.0		181.1	227.7
할인율	10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.35	0.32
현재 가치 환산				15.0	18.1	31.4	40.0	62.1		63.5	72.5
NPV	1,019										
Terminal Value	-5%	459									
임상성공률	80%										
조정된 NPV	815										
녹십자 지분가치	33%	269									
<b>오창 A공장</b>											
가동률				15%	30%	50%	70%	90%	90%	90%	90%
생산량(최대 생산량 7,350kg)	7,350			1,103	2,205	3,675	5,145	6,615	6,615	6,615	6,615
녹십자 제품 가격 할인율				60%	70%	70%	80%	80%	85%	100%	110%
가격	60,200			36,120	42,140	42,140	48,160	48,160	51,170	60,200	66,220
매출액(\$M)				39.8	92.9	154.9	247.8	318.6	338.5	398.2	438.0
영업이익률				15%	20%	20%	25%	25%	30%	40%	40%
영업이익				6.0	18.6	31.0	61.9	79.6	101.5	159.3	175.2
환율(십억원)	1,200			7.2	22.3	37.2	74.3	95.6	121.9	191.1	210.3
법인세	24.2%			5.4	16.9	28.2	56.3	72.4	92.4	144.9	159.4
할인율	10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.35	0.32
현재 가치 환산				4.9	14.0	21.2	38.5	45.0	52.1	50.8	50.8
NPV	804										
Terminal Value	-5%	322									
임상성공률	80%										
조정된 NPV	643										
<b>합산 가치</b>	912										

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,197.9</b>	<b>1,287.9</b>	<b>1,335.2</b>	<b>1,424.9</b>	<b>1,526.4</b>
매출원가	845.8	921.1	983.4	1,054.4	1,121.9
매출총이익	352.1	366.8	351.8	370.5	404.5
판관비	273.6	276.5	295.8	319.9	357.0
<b>영업이익</b>	<b>78.5</b>	<b>90.3</b>	<b>55.9</b>	<b>50.6</b>	<b>47.5</b>
금융손익	(0.4)	(6.7)	4.1	2.3	(3.8)
종속/관계기업손익	(2.1)	(2.3)	(2.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	3.5	(9.1)	(5.9)	1.1	2.1
<b>세전이익</b>	<b>79.5</b>	<b>72.2</b>	<b>52.1</b>	<b>53.9</b>	<b>45.7</b>
법인세	14.4	15.4	12.5	11.9	10.3
계속사업이익	65.2	56.7	39.6	42.0	35.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>65.2</b>	<b>56.7</b>	<b>39.6</b>	<b>42.0</b>	<b>35.4</b>
비지배주주지분 순이익	2.2	3.5	6.2	6.6	5.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>63.0</b>	<b>53.2</b>	<b>33.4</b>	<b>35.5</b>	<b>29.9</b>
지배주주지분포괄이익	65.1	61.6	37.3	39.6	33.3
NOPAT	64.3	71.0	42.5	39.5	36.8
EBITDA	109.5	127.0	100.8	98.3	93.2
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	14.3	7.5	3.7	6.7	7.1
NOPAT증가율	(5.6)	10.4	(40.1)	(7.1)	(6.8)
EBITDA증가율	(8.8)	16.0	(20.6)	(2.5)	(5.2)
영업이익증가율	(14.4)	15.0	(38.1)	(9.5)	(6.1)
(지배주주)순이익증가율	(33.7)	(15.6)	(37.2)	6.3	(15.8)
EPS증가율	(33.7)	(15.4)	(37.2)	6.1	(15.7)
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	29.4	28.5	26.3	26.0	26.5
EBITDA이익률	9.1	9.9	7.5	6.9	6.1
영업이익률	6.6	7.0	4.2	3.6	3.1
계속사업이익률	5.4	4.4	3.0	2.9	2.3

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,388	4,556	2,862	3,036	2,558
BPS	88,031	92,064	93,705	95,521	96,858
CFPS	10,662	11,433	8,419	8,380	7,938
EBITDAPS	9,372	10,869	8,626	8,416	7,974
SPS	102,503	110,205	114,249	121,924	130,613
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>주가지표(배)</b>					
PER	29.1	49.6	44.6	42.0	49.8
PBR	1.8	2.5	1.4	1.3	1.3
PCFR	14.7	19.8	15.1	15.2	16.1
EV/EBITDA	18.7	22.6	17.6	18.5	19.7
PSR	1.5	2.1	1.1	1.0	1.0
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	6.5	5.2	3.2	3.3	2.7
ROA	4.2	3.3	1.9	1.9	1.5
ROIC	6.0	6.1	3.5	3.1	2.8
부채비율	46.4	53.7	60.4	64.9	66.5
순부채비율	13.6	14.0	18.5	21.4	22.0
이자보상배율(배)	14.6	14.3	7.1	5.1	4.3

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

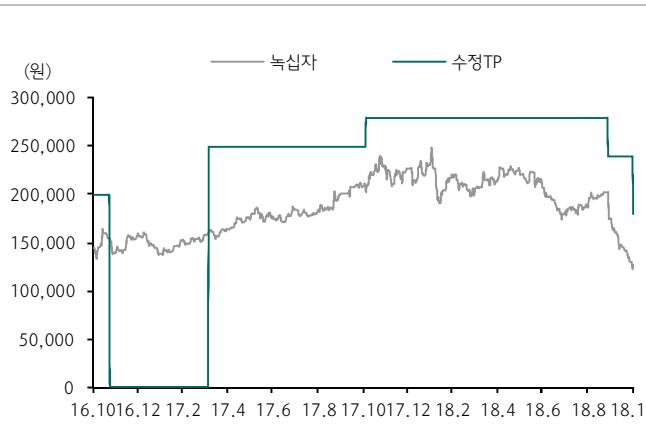
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>801.4</b>	<b>926.5</b>	<b>979.3</b>	<b>1,045.0</b>	<b>1,103.4</b>
금융자산	117.2	171.9	196.9	210.0	209.0
현금성자산	56.9	171.0	196.0	209.1	208.0
매출채권 등	345.0	368.2	381.7	407.4	436.4
재고자산	320.8	381.3	395.3	421.8	451.9
기타유동자산	18.4	5.1	5.4	5.8	6.1
<b>비유동자산</b>	<b>749.2</b>	<b>777.0</b>	<b>838.4</b>	<b>867.9</b>	<b>860.5</b>
투자자산	93.5	103.1	109.3	116.6	124.9
금융자산	26.1	40.4	41.9	44.7	47.9
유형자산	554.0	552.0	610.9	636.8	624.5
무형자산	73.6	87.9	84.1	80.5	77.0
기타비유동자산	28.1	34.0	34.1	34.0	34.1
<b>자산총계</b>	<b>1,550.6</b>	<b>1,703.6</b>	<b>1,817.6</b>	<b>1,912.9</b>	<b>1,964.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>303.3</b>	<b>260.1</b>	<b>279.0</b>	<b>306.0</b>	<b>315.2</b>
금융부채	100.1	14.3	24.6	35.2	25.9
매입채무 등	179.1	217.8	225.8	240.9	258.1
기타유동부채	24.1	28.0	28.6	29.9	31.2
<b>비유동부채</b>	<b>188.3</b>	<b>334.8</b>	<b>405.6</b>	<b>447.2</b>	<b>469.0</b>
금융부채	161.3	312.4	382.4	422.4	442.4
기타비유동부채	27.0	22.4	23.2	24.8	26.6
<b>부채총계</b>	<b>491.6</b>	<b>594.9</b>	<b>684.6</b>	<b>753.2</b>	<b>784.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>993.1</b>	<b>1,040.2</b>	<b>1,059.4</b>	<b>1,080.6</b>	<b>1,096.2</b>
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	324.5	324.4	324.4	324.4	324.4
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	8.6	15.7	15.7	15.7	15.7
이익잉여금	637.2	677.5	696.6	717.9	733.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>65.9</b>	<b>68.5</b>	<b>73.6</b>	<b>79.1</b>	<b>83.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,059.0</b>	<b>1,108.7</b>	<b>1,133.0</b>	<b>1,159.7</b>	<b>1,179.8</b>
<b>순금융부채</b>	<b>144.2</b>	<b>154.9</b>	<b>210.2</b>	<b>247.6</b>	<b>259.3</b>

## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(1.7)</b>	<b>57.9</b>	<b>62.3</b>	<b>44.2</b>	<b>35.0</b>
당기순이익	65.2	56.7	39.6	42.0	35.4
조정	12.9	58.2	40.9	36.8	38.8
감가상각비	31.1	36.7	44.9	47.8	45.7
외환거래손익	(3.4)	7.6	1.0	(1.0)	(2.0)
지분법손익	2.1	2.3	0.0	0.0	0.0
기타	(16.9)	11.6	(5.0)	(10.0)	(4.9)
영업활동 자산부채 변동	(79.8)	(57.0)	(18.2)	(34.6)	(39.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(111.1)</b>	<b>14.8</b>	<b>(98.3)</b>	<b>(67.5)</b>	<b>(32.4)</b>
투자자산감소(증가)	(8.8)	(9.6)	(7.3)	(8.4)	(9.4)
유형자산감소(증가)	(80.6)	(29.0)	(100.0)	(70.0)	(30.0)
기타	(21.7)	53.4	9.0	10.9	7.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>110.6</b>	<b>48.2</b>	<b>66.0</b>	<b>36.3</b>	<b>(3.6)</b>
금융부채증가(감소)	121.8	65.3	80.3	50.6	10.7
자본증가(감소)	13.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(1.6)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(20.5)	(15.3)	(14.3)	(14.3)	(14.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>(0.8)</b>	<b>114.1</b>	<b>25.0</b>	<b>13.1</b>	<b>(1.1)</b>
Unlevered CFO	124.6	133.6	98.4	97.9	92.8
Free Cash Flow	(82.4)	28.4	(37.7)	(25.8)	5.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 녹십자



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.31	BUY	180,000		
18.9.27	BUY	240,000	-37.89%	-27.08%
17.11.3	BUY	280,000	-24.97%	-11.61%
17.4.4	BUY	250,000	-27.65%	-15.40%
16.11.21	Analyst Change			-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 10월 30일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 10월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.