

녹십자 (006280)

한정된 생산개파 녹십자의 전략적 선택은 10% IVIG

10% IVIG 전략적 선택 불확실성 해소

6월 3일 녹십자는 R&D Investor Day를 개최, 현재 녹십자의 가장 큰 불확실한 요소인 IVIG의 R&D 일정 및 우선순위 향후 글로벌 시장 진출전략에 대해 시장과 소통하였다. 이 자리에서 녹십자는 오창 A공장의 한정된 개파로 인해 미국 IVIG 제형별 시장규모 및 성장률을 고려 전략적 선택을 할 수 밖에 없었으며, 이로 인해 2018년 9월 미 FDA로부터 2차 CRL(Complete Response Letter)을 받아 미국 승인이 보류된 5% IVIG가 아닌 2017년 4월 미국 임상 3상 IND를 승인받아 2020년 말 미 FDA에 BLA 신청서 제출이 가능한 10% IVIG를 먼저 진행하기로 한다고 언급하였다. 참고로 미국시장에서 10% IVIG는 2017년 기준 약 42억 달러의 시장규모를 형성, 전체 IVIG 시장의 71%를 차지하고 있는 반면 5% IVIG는 약 8억 달러로 13%에 불과하다.

전략적 선택이 필요한 이유

녹십자는 현재 오창 A공장과 2017년 새로 완공된 오창 B공장을 보유하고 있다. 둘 다 70만 리터급 규모로 오창 B공장은 오창 A공장에서 생산된 IVIG가 미국에서 승인받게 되면, 현재 A공장에서 생산되고 있는 국내용과 ROW(Rest of world, 주로 브라질이나 중동향 물량) 국가용 혈액제제를 이관받아 생산하기 위해 건립되었다. 그러나 아직 A공장의 물량들이 이관되지 않은 상태에서 국내용과 ROW 국가용 혈액제제 생산이 풀케파로 가동되는 가운데, 미 FDA 승인을 위한 배치 생산을 위해서는 공장 스케줄 조정이 불가피하고 승인용 배치 생산 일정은 계속 지연될 수 밖에 없다. 원래 녹십자는 5% IVIG를 먼저 승인받고 이후 10% IVIG 승인을 계획하고 있었으나, 5% IVIG가 두 번이나 승인획득에 실패하면서 5%와 10% 두 종류의 IVIG 임상용 배치를 비슷한 시기에 생산해야만 하는 문제에 직면하였다. 결국 오창 A공장의 한정된 생산개파로 인해 5%와 10% IVIG 중 전략적으로 하나를 먼저 선택해야만 하는 상황에서 녹십자는 시장규모와 성장률을 고려 10% IVIG를 선택한 것이라고 할 수 있다.

IVIG에 대한 기대감은 잠시 접어두자

결국 녹십자의 IVIG 미국시장 진출은 최소 1년 이상 지연되었다. 하지만 IVIG에 대한 불확실성은 해소되었다고 볼 수 있다. 이제는 IVIG에 대한 기대감은 잠시 보류하고 녹십자의 새로운 R&D 모델에 주목해야 한다. 5월 29일 녹십자는 유전자 재조합 형태의 혈액 응고인자 Factor 8인 그린진 F의 BLA 신청서를 중국에 제출하였으며, 곧 헌터라제도 허가 신청서를 제출할 예정이다. 둘 다 희귀질환을 타겟으로 한다는 점에서 2020년 상반기 시판허가를 기대해 본다. IVIG 시판일정 지연으로 목표주가는 17만원으로 하향, 투자의견 BUY 유지한다. 지금은 녹십자에 대해 중장기적으로 접근해야 할 시점이다.

Update

BUY

| TP(12M): 170,000원(하향) | CP(6월 3일): 125,000원

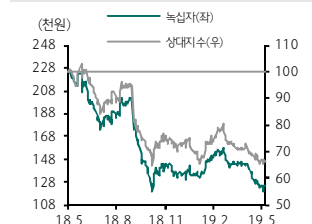
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,067.85
52주 최고/최저(원)	223,000/119,500
시가총액(십억원)	1,460.8
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	11,686.5
60일 평균 거래량(천주)	30.0
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.80
외국인지분율(%)	20.47
주요주주 지분율(%)	
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89
국민연금	8.96
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(10.4) (13.8) (43.3)
상대	(4.8) (11.1) (33.1)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,377.4	1,467.4
영업이익(십억원)	56.8	72.7
순이익(십억원)	44.1	54.2
EPS(원)	3,637	4,347
BPS(원)	95,302	98,482

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,287.9	1,334.9	1,413.6	1,497.1	1,586.8
영업이익	십억원	90.3	50.2	57.6	66.9	70.0
세전이익	십억원	72.2	50.2	59.9	67.7	69.1
순이익	십억원	53.2	34.4	45.6	51.4	52.5
EPS	원	4,556	2,946	3,898	4,402	4,491
증감률	%	(15.4)	(35.3)	32.3	12.9	2.0
PER	배	49.60	46.16	32.07	28.40	27.83
PBR	배	2.45	1.45	1.29	1.25	1.21
EV/EBITDA	배	22.55	20.98	16.62	15.39	15.00
ROE	%	5.24	3.28	4.23	4.62	4.55
BPS	원	92,064	93,724	96,645	100,071	103,586
DPS	원	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000



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

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

녹십자 목표주가 하향

목표주가 17만원으로 하향
투자의견 BUY 유지

녹십자에 대해 목표주가 170,000원, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 170,000원은 SOTP 방식으로 기존 녹십자의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 녹십자의 IVIG의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다. IVIG의 승인시점이 최소 1년 이상 지연된 점을 고려하여 IVIG의 rNPV 가치를 하향 조정하였다.

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

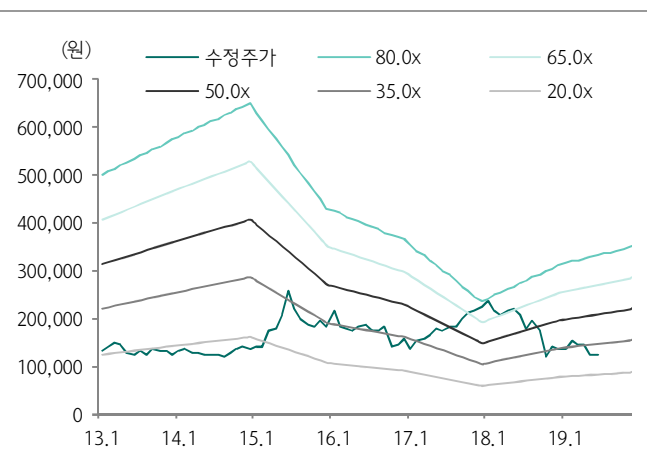
표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
기존 의약품 영업가치	1,165.8	
2019년 예상 EBITDA	104.4	
EV/EBITDA 배수	11.2	KOSPI 의약품 EV/EBITDA
상장 자회사 가치	352.8	
녹십자셀	140.4	
3개월 평균 시총	561.4	녹십자 지분을 25.0%
녹십자엠에스	44.7	
3개월 평균 시총	105.7	녹십자 지분을 42.3%
녹십자랩셀	167.7	
3개월 평균 시총	433.8	녹십자 지분을 38.7%
파이프라인 가치	599.0	
IVIG	599.0	
자사주	37.3	3개월 평균 주가
순부채	208.7	
적정자본가치	1,946.1	
주식 수(1,000주)	11,686	
적정주가	166,533	

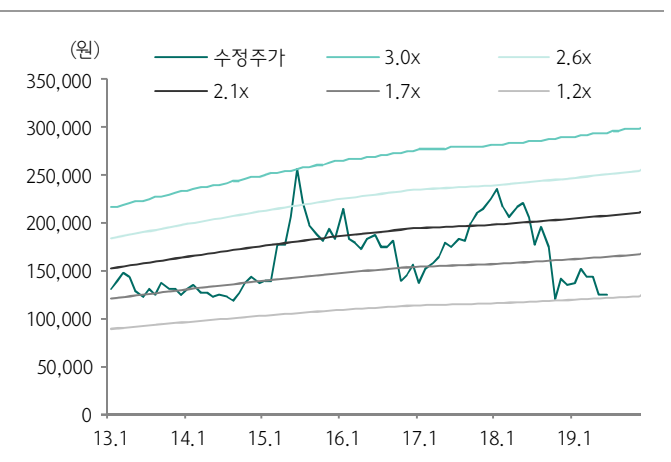
주식: EV/EBITDA는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 부광약품, 한미약품, 대웅제약 제외
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 밴드



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%)으로 추정하였다.
- 미국에서의 IVIG 가격 73.2달러/g, 캐나다에서 51.8달러/g인데 캐나다 공장은 미국 승인 전까지는 캐나다에서만 판매하는 것으로 가정하였으며, 오창 A공장은 미국 승인 이후 미국으로만 수출되는 것으로 가정하였다.
- 오창A 공장은 2022년 하반기부터 상업용 생산가능, 1년차 가동률 10%로 시작해서 30% → 50% → 70% → 90%로 가동률이 증가하는 것으로 가정하였다.
- 캐나다 공장은 2021년부터 상업용 생산 가능, 1년차 가동률 10%로 시작해서 30% → 50% → 70% → 90%로 가동률이 증가하는 것으로 가정하였다.
- EBIT 마진율은 90% 풀 가동시 최대 30%로 추정하였다.
- 임상 성공확률은 80%로 가정하였다.
- 캐나다 공장에서 녹십자 수익추정은 33%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정하였다.

표 2. MG의 rNPV

		19	20	21	22	23	24	25	...	29	30
캐나다 공장											
가동률				10%	30%	50%	70%	90%		90%	90%
생산량(최대 생산량 10,600kg)	10,500			1,050	3,150	5,250	7,350	9,450		9,450	9,450
녹십자 제품 가격 할인율				70%	70%	80%	80%	85%		100%	100%
가격	51,800			36,260	36,260	41,440	41,440	44,030		51,800	51,800
매출액(백만달러)				38.1	114.2	217.6	304.6	416.1		489.5	489.5
EBIT 마진율				5%	10%	15%	18%	20%		30%	30%
EBIT				1.9	11.4	32.6	54.8	83.2		146.9	146.9
원화환산수익(십억원)	1,200			2.3	13.7	39.2	65.8	99.9		176.2	176.2
세후이익(십억원)	24.2%			1.7	10.4	29.7	49.9	75.7		133.6	133.6
할인율	10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56		0.39	0.35
현재 가치 환산				1.4	7.8	20.3	31.0	42.7		51.5	46.8
NPV	631										
Terminal Value	-5%										
임상성공률	80%										
조정된 NPV	505										
녹십자 지분가치	33%										
오창 A공장											
가동률					10%	30%	50%	70%		90%	90%
생산량(최대 생산량 7,350kg)	7,350				735	2,205	3,675	5,145		6,615	6,615
녹십자 제품 가격 할인율					60%	70%	70%	80%		90%	100%
가격	73,200				43,920	51,240	51,240	58,560		65,880	73,200
매출액(\$M)					32.3	113.0	188.3	301.3		435.8	484.2
EBIT 마진율					5%	10%	15%	18%		25%	30%
EBIT					1.6	11.3	28.2	54.2		108.9	145.3
원화환산수익(십억원)	1,200				1.9	13.6	33.9	65.1		130.7	174.3
세후이익(십억원)	24.2%				1.5	10.3	25.7	49.3		99.1	132.1
할인율	10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56		0.39	0.35
현재 가치 환산					1.1	7.0	16.0	27.8		38.2	46.3
NPV	541										
Terminal Value	-5%										
임상성공률	80%										
조정된 NPV	432										
합산 가치	599										

자료: 하나금융투자

녹십자 연간 실적 전망

연간 매출액 14,136억원(YoY, 6%)
영업이익 576억원(YoY, 15%)

녹십자의 2분기 매출액은 연결기준으로 남반구항 독감백신 실적 회복으로 전년대비 약 11.7% 증가한 3,817억원, 영업이익은 전년대비 약 81% 증가한 240억원을 시현할 것으로 추정된다. 녹십자는 남반구 의약품 입찰에서 3,570만 달러(약 403억원) 규모의 독감 백신을 수주했다고 밝혔는데 이중 약 20%가 단가가 높은 4가 독감백신 물량이라고 언급하면서 2분기 영업이익은 크게 증가할 것으로 예상된다.

2019년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 약 6% 증가한 14,136억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며, 영업이익은 전년대비 약 15% 증가한 576억원을 기록할 것으로 전망된다.

표 3. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	286.8	381.7	375.9	369.2	1,334.9	1,413.6	1,497.1
YoY(%)	6.8%	3.5%	-1.1%	6.2%	-2.5%	11.7%	6.7%	6.5%	3.6%	5.9%	5.9%
국내	210.6	216.4	251.8	234.3	201.3	222.0	265.2	246.5	913.1	935.0	971.8
YoY(%)	5.4%	1.0%	-4.7%	9.1%	-4.4%	2.6%	5.3%	5.2%	2.2%	2.4%	3.9%
혈액제제	80.6	83.6	79.4	80.0	82.2	89.5	85.3	86.8	323.6	343.8	370.2
백신제제	39.0	39.0	74.3	46.5	33.6	34.5	77.6	46.2	198.8	191.9	187.0
일반제제	70.1	69.2	75.3	82.3	60.5	72.5	78.4	86.4	296.9	297.7	306.9
OTC류	20.9	24.6	22.8	25.4	25.1	25.6	23.9	27.2	93.7	101.8	107.6
해외	37.5	75.9	54.2	66.1	35.1	106.7	60.7	73.1	233.7	275.6	310.2
YoY(%)	15.0%	7.2%	21.4%	1.2%	-6.4%	40.6%	12.0%	10.6%	9.5%	17.9%	12.6%
혈액제제	18.2	27.1	37.6	35.8	26.6	37.4	42.0	41.5	118.7	147.6	163.4
백신제제	15.9	42.8	14.4	23.6	2.7	62.9	16.3	24.5	96.7	106.5	121.9
일반제제	3.4	6.0	2.1	6.7	5.8	6.4	2.3	7.0	18.2	21.5	24.9
연결자회사	46.0	49.5	46.3	46.3	50.4	53.0	50.0	49.5	188.1	203.0	215.2
YoY(%)	7.0%	9.6%	-1.7%	0.2%	9.7%	7.0%	8.0%	7.0%	3.6%	7.9%	6.0%
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.8	73.2	106.9	109.0	88.6	345.9	377.7	405.8
YoY(%)	10.2%	-13.1%	-8.5%	-7.3%	-10.0%	22.0%	5.8%	20.1%	-5.7%	9.2%	7.4%
GPM(%)	27.7%	25.6%	29.2%	21.3%	25.5%	28.0%	29.0%	24.0%	25.9%	26.7%	27.1%
판매관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	71.8	82.8	82.7	82.7	295.7	320.1	339.0
YoY(%)	11.2%	12.2%	6.2%	0.0%	7.4%	11.5%	10.3%	4.0%	6.9%	8.2%	5.9%
판관비율(%)	22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	25.0%	21.7%	22.0%	22.4%	22.2%	22.6%	22.6%
경상연구개발비	27.2	31.8	31.5	31.5	29.3	35.5	35.3	35.1	122.0	135.2	137.9
YoY(%)	18.1%	18.9%	11.7%	2.8%	7.7%	11.6%	12.2%	11.2%	12.3%	10.8%	2.0%
기타판매관리비	39.7	42.5	43.5	48.0	42.5	47.3	47.4	47.6	173.7	184.9	201.0
YoY(%)	6.9%	7.6%	2.5%	-1.8%	7.2%	11.4%	8.9%	-0.7%	3.4%	6.4%	8.8%
영업이익	14.5	13.3	28.0	(5.6)	1.4	24.0	26.3	5.9	50.2	57.6	66.9
YoY(%)	5.7%	-61.5%	-33.3%	TR	-90.5%	80.8%	-6.0%	TB	-44.5%	14.9%	16.0%
OPM(%)	4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	0.5%	6.3%	7.0%	1.6%	3.8%	4.1%	4.5%
당기순이익	18.6	2.7	15.8	(2.9)	5.3	15.7	19.5	4.8	34.2	45.3	51.2
YoY(%)	167.4%	-89.9%	-44.3%	CR	-71.4%	476.9%	23.0%	TB	-39.6%	32.3%	12.9%
NPM(%)	6.3%	0.8%	4.5%	-0.8%	1.9%	4.1%	5.2%	1.3%	2.6%	3.2%	3.4%

자료: 하나금융투자

녹십자 혈액제제 사업

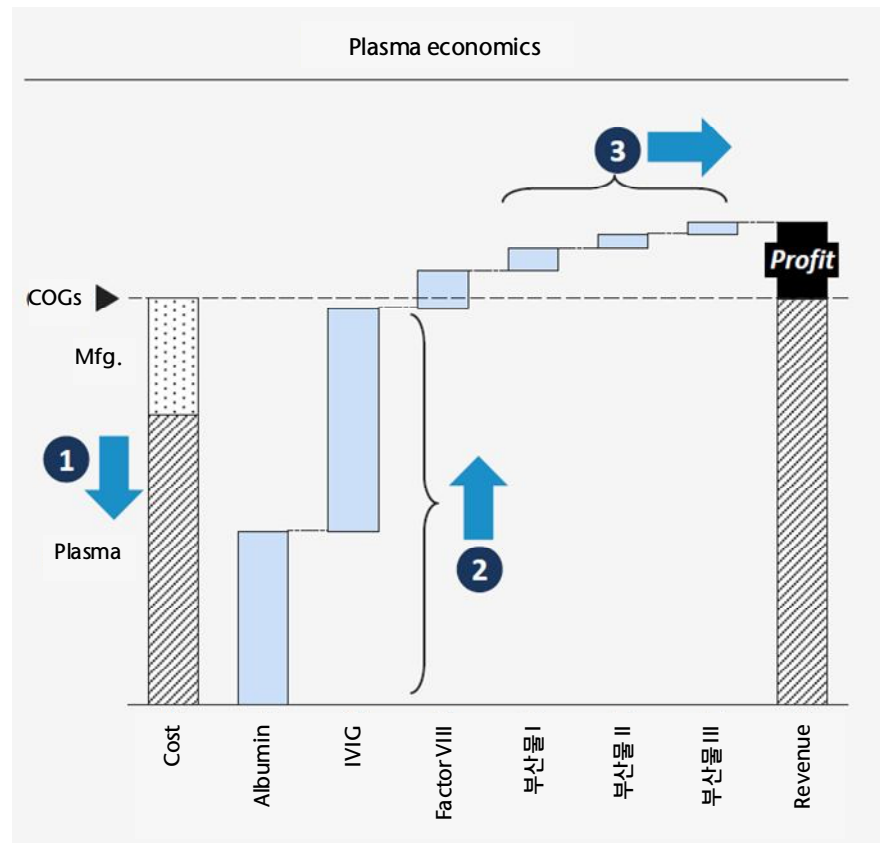
고부가가치의 추가 분획 부산물로
혈액제제 사업의 이익을 개선 기대

혈액제제는 혈액을 원료로 한다는 점에서 다양한 부산물을 얻을 수 있다. 기본적으로 혈장 단백질의 60%를 차지하고 있는 알부민과 15% 비중의 면역글로불린 이외에도 혈액응고인자 등을 추가로 분획할 수 있는데 얼마나 고부가가치의 부산물을 승인받아 시판하느냐에 따라 이익률은 크게 개선될 수 있는 특징을 보이고 있다.

VWF, PCC, Factor X 등
미국시장 규모와 성장률을 고려
추가 부산물 승인 계획

녹십자는 기본적으로 혈장에서 알부민과 면역글로불린 이외에도 미국시장에서의 성장률과 시장규모를 고려, Von Willebrand Factor(VWF), Prothrombin Complex Concentrate (PCC), Factor X를 추가로 분획 향후 미국승인을 획득하여 진출할 계획이다.

그림 3. 혈액제제 사업 성장을 위한 세가지 전략 방향



자료: 녹십자, 하나금융투자

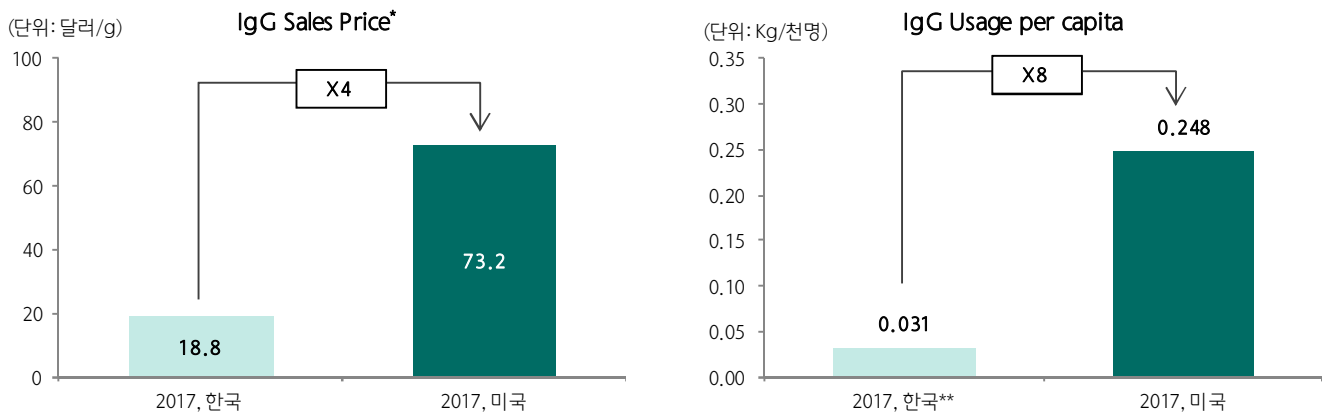
표 4. 신규 부산물 제품 개발하여 사업 수익성 향상 기대

부산물	내용	2017년 US 시장규모	성장률(YoY)
Von Willebrand Factor (VWF)	Von Willebrand disease 치료제 진단을 증가로 신규 환자 유입 증대	3억 9200만 달러	38%
Prothrombin Complex Concentrate (PCC)	Warfarin 해독제 NOAC ¹ 제제의 해독제로 사용 확대 4F-PCC 시장 지속 성장	2억 2900만 달러	27%
Factor X	Factor X 결핍증 치료제 미국 시장 2nd-in-class로 진입 가능 미국 내 환자 규모 +300명	1700만 달러	536%

주석1: NOAC(Non-Vit K Oral Anticoagulants)

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 4. IgG 제품에 대한 높은 수요 및 가격이 형성되어 있는 미국 시장

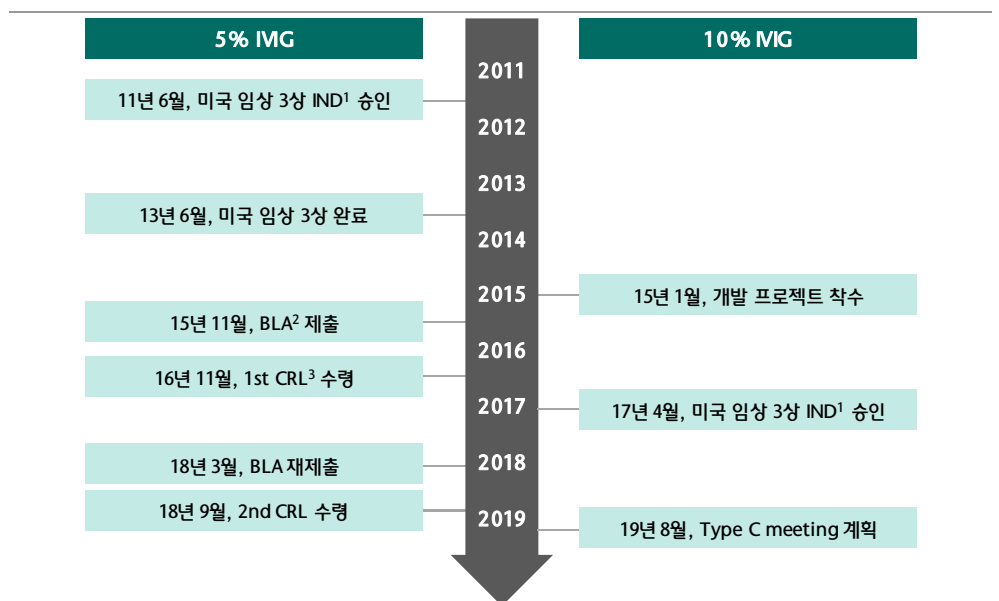


주석*: 한국 가격은 자사 제품 급여 가격 기준, 미국 가격은 Average selling Price 기준

주석**: IgG 제품 국내 판매 실적 추정치

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 5. 미국 IMiG 개발 History



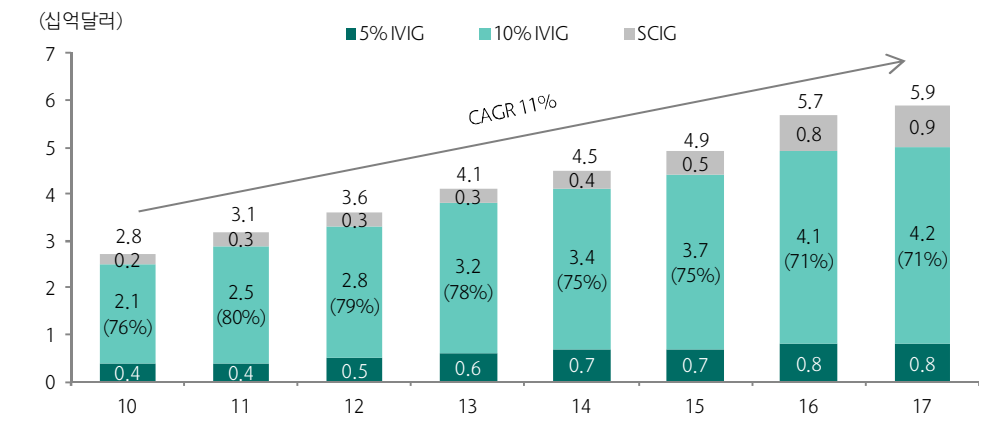
주석1: IND(Investigational New Drug Application)

주석2: BLA(Biologics License Application)

주석3: CRL(Complete Response Letter)

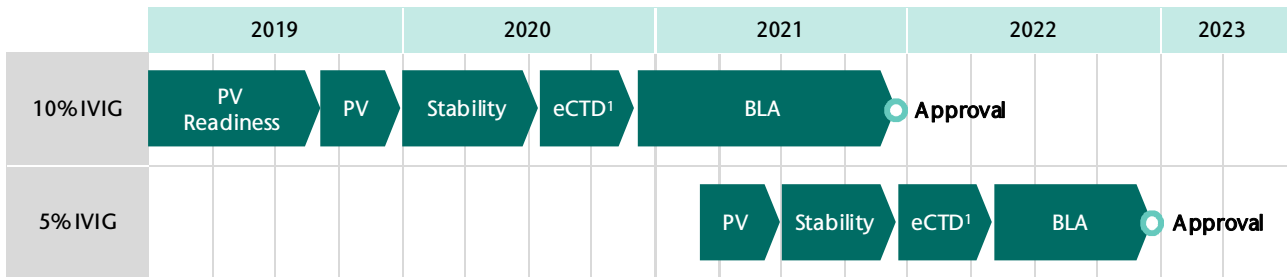
자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 6. US IgG sales value by formulation



자료: 녹십자, 하나금융투자

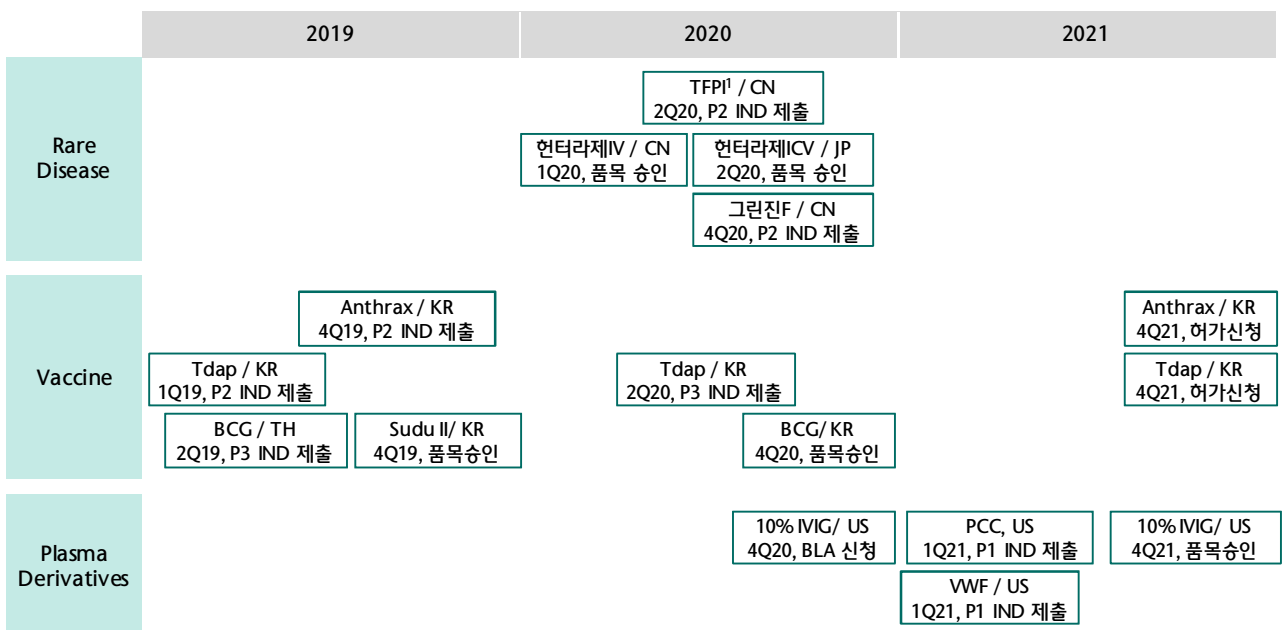
그림 7. IVIG 복미 진출 Project Timeline



주석1: CTD(Common Technical Document)

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 8. 향후 3년 R&D 주요 Milestone



주석1: TFPI(차세대 혈우병 치료제, anti-TFPI monoclonal antibody)

자료: 녹십자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,413.6	1,497.1	1,586.8
매출원가	921.1	989.0	1,035.9	1,091.3	1,155.2
매출총이익	366.8	345.9	377.7	405.8	431.6
판매비	276.5	295.7	320.1	339.0	361.6
영업이익	90.3	50.2	57.6	66.9	70.0
금융손익	(6.7)	16.8	5.0	2.7	0.5
종속/관계기업손익	(2.3)	(7.0)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
기타영업외손익	(9.1)	(9.8)	(0.2)	0.6	1.0
세전이익	72.2	50.2	59.9	67.7	69.1
법인세	15.4	15.9	14.6	16.5	16.9
계속사업이익	56.7	34.2	45.3	51.2	52.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.7	34.2	45.3	51.2	52.2
비지배주주지분 손익	3.5	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
지배주주순이익	53.2	34.4	45.6	51.4	52.5
지배주주지분포괄이익	61.6	30.8	47.0	53.0	54.1
NOPAT	71.0	34.2	43.6	50.5	52.9
EBITDA	127.0	90.3	104.4	111.7	113.0
성장성(%)					
매출액증가율	7.5	3.6	5.9	5.9	6.0
NOPAT증가율	10.4	(51.8)	27.5	15.8	4.8
EBITDA증가율	16.0	(28.9)	15.6	7.0	1.2
영업이익증가율	15.0	(44.4)	14.7	16.1	4.6
(지배주주)순이익증가율	(15.6)	(35.3)	32.6	12.7	2.1
EPS증가율	(15.4)	(35.3)	32.3	12.9	2.0
수익성(%)					
매출총이익률	28.5	25.9	26.7	27.1	27.2
EBITDA이익률	9.9	6.8	7.4	7.5	7.1
영업이익률	7.0	3.8	4.1	4.5	4.4
계속사업이익률	4.4	2.6	3.2	3.4	3.3

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	3,898	4,402	4,491
BPS	92,064	93,724	96,645	100,071	103,586
CFPS	11,433	9,260	8,684	9,307	9,420
EBITDAPS	10,869	7,725	8,932	9,554	9,668
SPS	110,205	114,224	120,959	128,109	135,780
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	49.6	46.2	32.1	28.4	27.8
PBR	2.5	1.5	1.3	1.2	1.2
PCFR	19.8	14.7	14.4	13.4	13.3
EV/EBITDA	22.6	21.0	16.6	15.4	15.0
PSR	2.1	1.2	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	5.2	3.3	4.2	4.6	4.5
ROA	3.3	2.0	2.6	2.8	2.7
ROIC	6.1	2.8	3.4	3.8	3.9
부채비율	53.7	53.0	57.2	57.5	56.3
순부채비율	14.0	21.1	18.0	16.1	13.9
이자보상배율(배)	14.3	6.6	7.0	7.5	7.8

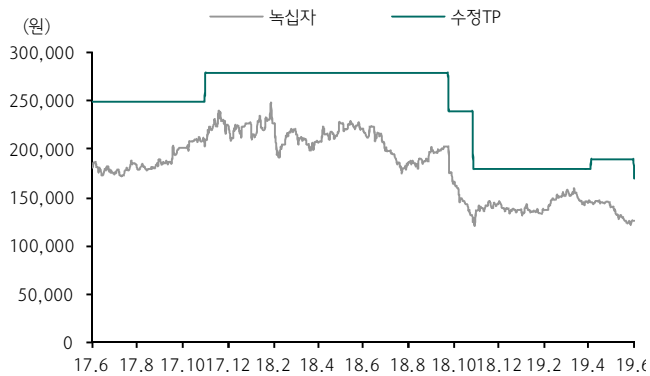
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	1,019.9	1,095.2	1,160.6
금융자산	171.9	96.8	176.4	201.8	213.7
현금성자산	171.0	96.6	176.2	201.6	213.5
매출채권 등	368.2	391.2	414.3	438.8	465.1
재고자산	381.3	386.9	409.7	434.0	459.9
기타유동자산	5.1	18.5	19.5	20.6	21.9
비유동자산	777.0	830.0	801.7	791.4	773.2
투자자산	103.1	127.7	76.2	80.7	85.5
금융자산	40.4	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	552.0	559.7	587.5	577.0	558.1
무형자산	87.9	100.8	96.3	92.0	87.9
기타비유동자산	34.0	41.8	41.7	41.7	41.7
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,821.6	1,886.6	1,933.8
유동부채	260.1	303.5	327.3	332.0	337.7
금융부채	14.3	66.6	76.7	66.7	56.8
매입채무 등	217.8	211.4	223.8	237.1	251.3
기타유동부채	28.0	25.5	26.8	28.2	29.6
비유동부채	334.8	293.7	335.2	356.8	358.5
금융부채	312.4	268.4	308.4	328.4	328.4
기타비유동부채	22.4	25.3	26.8	28.4	30.1
부채총계	594.9	597.2	662.5	688.8	696.2
지배주주지분	1,040.2	1,059.6	1,093.8	1,133.8	1,174.8
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	324.4	327.2	327.2	327.2	327.2
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	15.7	7.9	7.9	7.9	7.9
이익잉여금	677.5	701.8	735.9	776.0	817.0
비지배주주지분	68.5	66.6	65.3	64.0	62.7
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,159.1	1,197.8	1,237.5
순금융부채	154.9	238.2	208.7	193.3	171.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	49.3	52.8	51.6
당기순이익	56.7	34.2	45.3	51.2	52.2
조정	58.2	54.5	35.7	35.3	35.5
감가상각비	36.7	40.1	46.7	44.8	43.0
외환거래손익	7.6	(2.6)	(1.0)	(2.0)	(2.5)
지분법손익	2.3	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.6	10.0	(10.0)	(7.5)	(5.0)
영업활동 자산부채 변동	(57.0)	(74.3)	(31.7)	(33.7)	(36.1)
투자활동 현금흐름	14.8	(86.1)	(8.5)	(26.1)	(18.4)
투자자산감소(증가)	(9.6)	(24.6)	50.5	(5.5)	(5.9)
유형자산감소(증가)	(29.0)	(41.1)	(70.0)	(30.0)	(20.0)
기타	53.4	(20.4)	11.0	9.4	7.5
재무활동 현금흐름	48.2	(4.5)	38.7	(1.3)	(21.3)
금융부채증가(감소)	65.3	8.2	50.1	10.1	(9.9)
자본증가(감소)	(0.2)	2.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.6)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(15.3)	(15.3)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	114.1	(74.3)	79.5	25.4	11.9
Unlevered CFO	133.6	108.2	101.5	108.8	110.1
Free Cash Flow	28.4	(27.0)	(20.7)	22.8	31.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.6.4	BUY	170,000		
19.4.7	BUY	190,000	-28.87%	-23.16%
18.10.30	BUY	180,000	-21.45%	-11.94%
18.9.27	BUY	240,000	-38.42%	-27.08%
17.11.3	BUY	280,000	-24.97%	-11.61%
17.7.4	BUY	250,000	-24.62%	-15.40%
16.11.21				-

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	91.3%	8.0%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 6월 3일

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 06월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 06월 04일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.