녹십자

(006280)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	상향
목표주가	300,000	190,000	상향
Earnings			상향

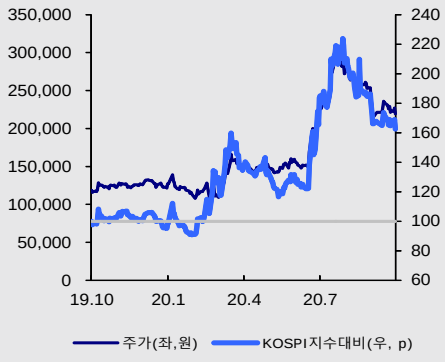
Stock Information

현재가 (10/22)	230,000원
예상 주가상승률	30.4%
시가총액	26,879억원
비중(KOSPI내)	0.17%
발행주식수	11,687천주
52주 최저가 / 최고가	108,000 – 301,500원
3개월 일평균거래대금	891억원
외국인 지분율	17.5%
주요주주지분율(%)	
녹십자홀딩스 (외 18인)	52.2
국민연금공단 (외 1인)	8.8
자사주 (외 1인)	2.3

Valuation wide	2019	2020E	2021E
PER(배)	130.8	25.1	52.2
PBR(배)	1.6	2.5	2.5
EV/EBITDA(배)	24.9	29.6	27.3
배당수익률(%)	0.8	0.4	0.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(3.4)	54.4	97.4	73.6
KOSPI대비 상대수익률(%)	(4.3)	30.2	84.7	66.4

Price Trend



ktb 투자증권

제약/바이오 이혜린 hrin@ktb.co.kr
제약/바이오 강하영 hy.kang@ktb.co.kr

Pandemic 위기에 강해지는 사업체력

▸ Issue

CEPI(Coalition for Epidemic Preparedness Innovations)와의 COVID19 백신 CMO 협약 체결은 서프라이즈 이슈. 향후 복수의 글로벌 제약사와의 구체화된 CMO 계약 체결 예상. COVID19 백신 사업 장기 영속성은 보장하기 어려우나, 중단기 캐시카우 역할은 기대 가능. 해당 사업가치 밸류에이션에 신규 반영하여 목표가와 투자의견 상향

▸ Pitch

– 목표가 19만원에서 30만원으로 큰 폭 상향. 3Q Preview 통한 추정 실적 변경 및 2021년부터 전개될 COVID19 백신 CMO 사업가치 신규 부여에 따른 것. CEPI 협약에서 공개된 단기 공급 물량을 베이스로 산정한 해당 사업가치 1.5조, 후술하겠지만 공급 단가와 영업마진율, Target multiple 보수적으로 가정. 향후 글로벌 제약사와의 본계약 체결로 구체적 내용들 공개 시 목표가와 2021년 추정 실적(현재는 미반영) 추가 업데이트 계획

– 투자의견 BUY로 상향. 앞서 비상장 자회사 SK바이오사이언스가 Astrazeneca(7월), Novavax(8월)와 COVID19 백신 CMO 계약을 체결하면서 SK케미칼 시가총액이 2조원 내외에서 최고 5조원까지 급등한 점을 상기하면 주가 업사이드 충분히 존재. CMO 실적 추정치(매출 1조원, 영업이익 4천억 내외) 반영 시 2021년 예상 PER 8배 내외로 매력적

▸ Rationale

– CEPI 잠재적인 전염병 위험 대비 목적으로 백신의 사전개발 및 비축을 위해 2017년에 출범한 공공 및 민간 기관, 자선단체, 시민단체간의 글로벌 연합체. COVID19 Pandemic 대응을 위해 9개의 COVID19 백신 후보물질의 연구개발 및 생산을 지원 중

– CEPI는 백신 후보물질들이 상업화될 예정인 2020.11월부터 2022.5월까지 20억 도즈 물량의 백신을 생산/유통할 계획. 원료의약품 제조 capa(SK바이오사이언스 등) 및 백신 용기인 유리 바이알 확보는 기완료, 제조공정의 마지막 단계인 Fill and finish capa 확보를 위해 전일 한국의 녹십자, 스페인 백신 CDMO 기업 Biofabri와 협약을 맺음

– 녹십자(2021.3월~2022.5월)와 Biofabri(2020.11월~2022.5월)는 해당 기간 동안 각각 최소 5억 도즈 물량의 Fill and finish CMO 공정에 참여할 계획이며, CEPI가 지원하는 COVID19 백신 임상을 진행중인 글로벌 제약사와 확정 계약 체결이 필요. Moderna, Astrazeneca, Novavax, Inovio, Curevac 등이 복수 후보 (다음 장에서 계속)

▸ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,141	1,146	1,205	1,292	1,400	1,539	1,661
영업이익	46	42	64	73	89	113	133
EBITDA	80	79	102	112	128	153	175
순이익	48	12	107	52	64	83	99
자산총계	1,581	1,742	1,946	2,000	2,069	2,212	2,317
자본총계	1,056	1,049	1,155	1,195	1,248	1,320	1,407
순차입금	246	411	325	359	389	420	419
매출액증가율	3.9	0.4	5.1	7.3	8.3	9.9	8.0
영업이익률	4.1	3.7	5.3	5.6	6.3	7.3	8.0
순이익률	4.2	1.0	8.9	4.0	4.6	5.4	6.0
EPS증가율	(12.5)	(75.3)	804.6	(51.9)	24.6	29.8	19.0
ROE	4.6	1.1	9.7	4.4	5.3	6.5	7.3

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

– CEPI COVID19 백신 Fill and finish CMO 사업은 화순공장이 아닌 오창공장 백신 통합완제관 설비로 전개됨에 따라 추가 설비투자에 소요되는 비용은 無. 공정 기술의 난이도로 볼 때 높은 수익성을 보장하기 어려우나, 5개 분기동안 최소 5억 도즈의 물량으로 규모의 경제를 통한 고정비 절감 효과가 기대됨에 따라 높은 영업이익률 기록 전망

– 향후 복수의 글로벌 제약사와 확정 계약 체결 시 공급 단가 및 기간 등 보다 구체적인 내용 파악이 가능할 수 있으나, 주가에 긍정적인 이벤트로 해석됨에 따라 해당 사업가치를 CEPI 협약에서 공개된 단기 공급 물량 베이스 하에 기타 변수들은 보수적으로 가정하여 1.5조원으로 산출함. Fw12M 공급물량 5억 도즈의 40%의 2억 도즈로, 공급 단가는 $3(KTB 매크로팀 원달러환율 전망치 1,150원 적용), 영업이익률 40%로 가정 후 사업의 영속성에 대한 불확실성을 반영해 기존 사업가치에 부여하고 있는 Target multiple을 50% 할인 적용하여 산출함

– 한편 3Q20 실적은 컨센서스 및 KTB 기존 추정치 상회 전망. 접종 연령 확대에 따른 국내 NIP 물량 증가와 북반구 수출 물량 확대, 4가 백신 전환에 따른 ASP 상승으로 백신사업부 실적이 전년동기비 크게 호조를 보일 것으로 예상됨. 반면 혈액제제 사업부는 다소 부진이 예상. 3Q 별도 매출액 3,458억(YOY +9.4%), 영업이익 518억(+36.8%)로 변경 추정. 독감백신 내수 770억, 수출(북반구) 130억으로 900억 매출 기대. 상반기 부진했던 혈액제제 수출 알부민 중국 수출 확대로 10% 이상 성장, 내수 혈액제제 매출은 Flat 예상. 일회성 영업외수익으로 유바이오로직스 주식 매각차익(350억) 계상, 별도 순이익 660억으로 추정됨

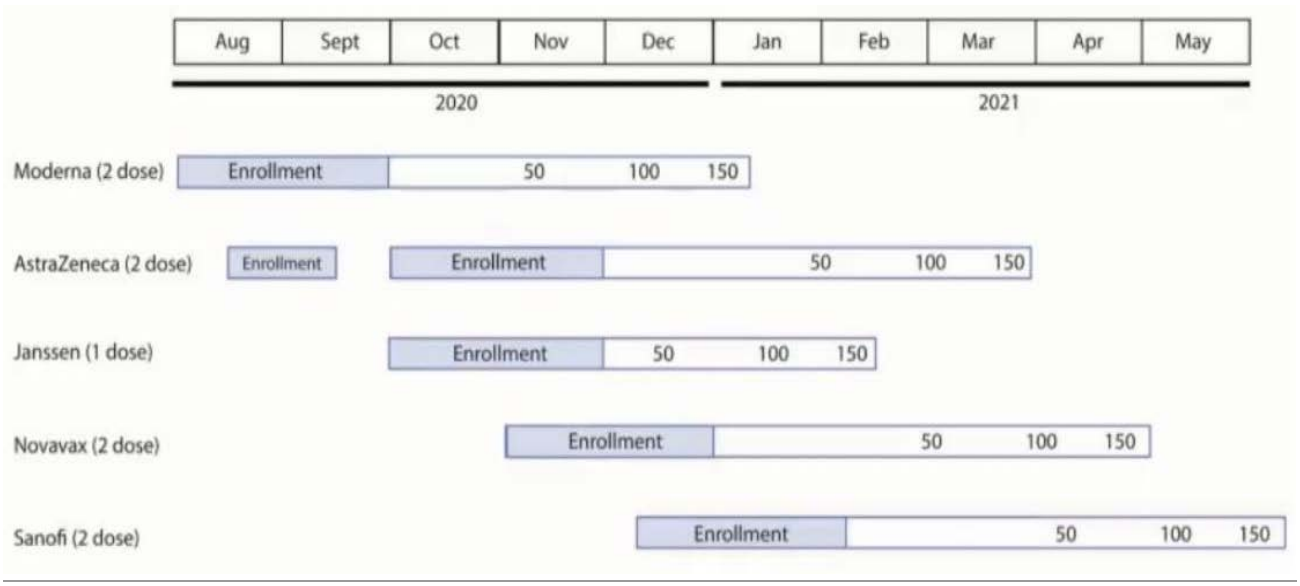
– 3Q 추정 실적 변경에 따른 2020~2021년 연간 영업이익 상향 조정율은 5~6%로 기존 사업 영업가치 큰 변경 없음

Fig. 01: CEPI가 지원하고 있는 COVID19 백신 Pipeline 현황

Company/org	Vaccine	Type	Status
Moderna/NIAID	mRNA-1273	mRNA	Ph3 under way (20/7/27~10/27) (n=30,000)
Astrazeneca / Uni of Oxford	AZD1222	Chimp Adenovirus	Ph3 under way (20/8/17~12/2) (n=30,000)
Novavax	NVX-CoV2373	Recombinant protein Nanoparticle	Ph3 starts 15 Oct 2020 (n=30,000)
Inovio	INO-4800	DNA	Ph1/2 under way (20/7/15~22/2/22) (n=160)
Curevac	CVnCoV	mRNA	Ph2 under way (20/8/17~21/11/9) (n=691)
Dynavax/Clover/GSK	SCB-2019	Trimeric subunit Spike	Ph1 under way (20/6/19~20/10/20) (n=150)
University of Queensland/CSL	MERS-CoV	Recombinant protein	Ph1 under way
Institut Pasteur/Merck/Themis	-	Measles vaccine vector	Preclinical
University of Hong Kong	-	Live influenza	Preclinical

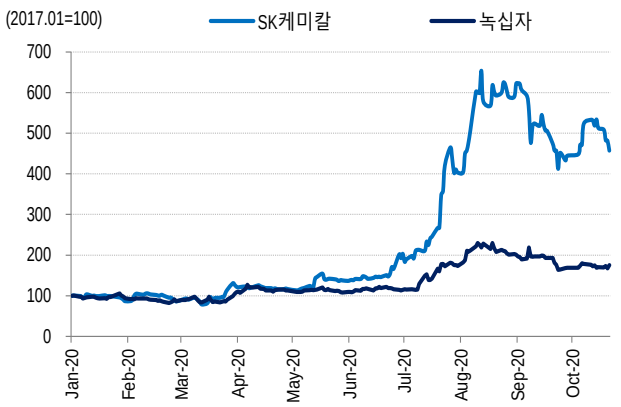
Source: WHO, CEPI, KTB투자증권

Fig. 02: Timelines for generation of data necessary for formal approval of Operation Warp Speed Covid-19 vaccines



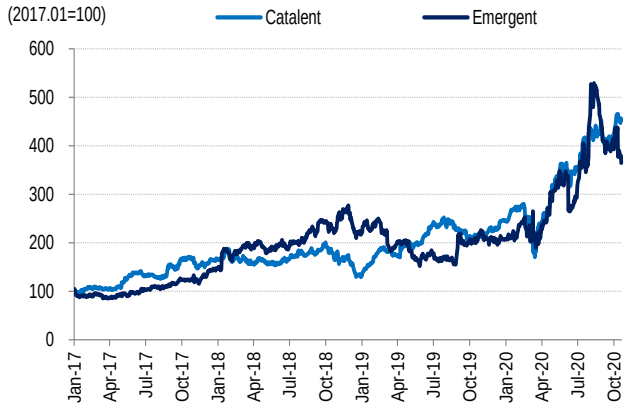
Source: Evaluate Pharma, JHU-UW Symposium & Leerink, KTB투자증권

Fig. 03: SK케미칼과 녹십자 상대 주가 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 04: Emergent Biosolutions와 Catalent 상대 주가 추이



Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 05: Emergent 2020년 COVID19 백신 CDMO 계약 현황

일자	파트너사	계약 내용 개요	계약 규모
3/10	Novavax	COVID19 백신 CDMO 서비스	-
3/18	Vaxart	COVID19 Oral 백신 CDMO 서비스	-
4/2	BARDA	COVID Human Immune Globulin(COVID-HIG) CDMO 서비스	$14.5M
4/28	J&J	COVID19 백신(AdVac&PER.C6 기술) CDMO 서비스	$135M
6/1	미국 보건부 (HHS)	COVID19 백신 및 치료제 신속 대량 생산 시설로 지정(WSP참여)	$628M
6/11	ASZ	COVID19 백신 AZD1222 CDMO 계약	$87M
7/6	J&J	COVID19 백신 Ad26.COV2-S 백신 CDMO 서비스	5년간 계약 초기 2년 $480M
7/27	ASZ	COVID19 백신 AZD1222 CDMO 2차 계약	$174M

Source: Emergent Biosolutions, KTB투자증권

Fig. 06: Emergent 주요 기업과 COVID19 백신 CDMO 계약 내용



Source: Emergent Biosolutions, KTB투자증권

Fig. 07: Catalent 2020년 COVID19 백신 CDMO 계약 현황

일자	파트너사	계약 내용 개요	비고
4/29	J&J	COVID19 백신 CDMO 서비스	2021.1월 상업제조
5/4	Arcturus	COVID19 백신 LUNAR-COV19 CDMO 서비스	2020년 수백만 도즈 이후 수억 도즈 공급
6/15	ASZ	COVID19 백신 AZD1222 CDMO 서비스	상용화 물량 공급
6/25	Moderna	COVID19 백신 mRNA-1273 CDMO 서비스	임상 및 상업제조 초기 1억 도즈 공급
7/6	J&J	COVID19 백신 CDMO 서비스 확장 계약	상용화 물량 공급 이탈리아 공장 CMO
8/24	ASZ	COVID19 백신 AZD1222 CDMO 서비스 확장 계약	상용화 물량 공급

Source: Catalent, KTB투자증권

Fig. 08: Catalent 주요 기업과 COVID19 백신 CDMO 계약 내용

COVID-19 response wins involving more than 50 compounds; in active discussions with customers involving an additional ~100 COVID-19-related compounds; engagement in all four business segments

Working with customers on all major classes of COVID-19 vaccines in development (viral vector, nucleic acid, and protein-based). Notable vaccine/treatment candidate projects include:

- Drug Product (Bloomington): J&J; Moderna
- Drug Product (Anagni): AZ; J&J
- Drug Substance (BWI): AZ
- Drug Substance (Madison): Arcturus; Spicona
- OneBio® Suite: Humanigen

Source: Catalent, KTB투자증권

Fig. 09: 녹십자 3Q20 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2020.09(E)	2020.09(E)	차이(%)	2019.09A	차이(%)	2020.06A	차이(%)	2020.09(E)	차이(%)
매출액	345.8	370.1	(6.6)	316.0	9.4	293.2	17.9	427.6	(19.1)
영업이익	51.8	43.9	18.0	37.9	36.8	9.5	446.6	53.2	(2.6)
순이익	66.0	33.6	96.5	28.7	129.9	11.5	475.9	61.5	7.2
이익률(%)									
영업이익	15.0	11.9		12.0		3.2		12.4	
순이익	19.1	9.1		9.1		3.9		14.4	
이익률 차이(%P)									
영업이익		3.1		3.0		11.7		2.5	
순이익		10.0		10.0		15.2		4.7	

Source: 녹십자, KTB투자증권 / Note: 컨센서스 K IFRS 연결 기준 , 나머지는 K IFRS 별도 기준

Fig. 010: 녹십자 분기 실적 전망 변경 (단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%p)			
	2020.9	2020.12	2021.03	2021.06	2020.9	2020.12	2021.03	2021.06	2020.9	2020.12	2021.03	2021.06
매출액	370.1	316.6	269.9	323.6	345.8	311.1	271.0	314.6	(6.6)	(1.7)	0.4	(2.8)
영업이익	43.9	(5.5)	6.3	19.2	51.8	(3.5)	6.8	13.3	18.0	적지	9.0	(30.6)
영업이익률(%)	11.9	(1.7)	2.3	5.9	15.0	(1.1)	2.5	4.2	3.1	0.6	0.2	(1.7)
EBITDA	53.7	4.3	16.1	29.1	61.4	6.1	16.5	23.0	14.4	43.2	2.3	(20.9)
EBITDA이익률(%)	14.5	1.3	6.0	9.0	17.7	2.0	6.1	7.3	3.2	0.6	0.1	(1.7)
순이익	33.6	37.3	4.5	13.8	66.0	39.1	4.7	7.2	96.5	4.6	5.2	(47.8)

Source: KTB투자증권 / Note: K-IFRS 별도 기준

Fig. 011: 녹십자 연간 실적 전망 변경 (단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%p)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
매출액	1,242.6	1,333.1	1,443.6	1,204.5	1,292.1	1,400.0	(3.1)	(3.1)	(3.0)
영업이익	61.2	68.6	84.7	64.2	72.7	88.5	4.9	6.0	4.5
영업이익률(%)	4.9	5.1	5.9	5.3	5.6	6.3	0.4	0.5	0.5
EBITDA	99.4	108.5	125.8	102.0	111.8	128.5	2.5	3.0	2.2
EBITDA이익률(%)	8.0	8.1	8.7	8.5	8.7	9.2	0.5	0.5	0.5
순이익	84.1	50.6	64.0	107.1	51.5	64.2	27.3	1.8	0.2

Source: KTB투자증권 / Note: K-IFRS 별도 기준

Fig. 012: 녹십자 SOTP Valuation (변경 전)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	**21,197**	**185,723**	**84.8%**	Fw12M 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT+R&D) multiple 11.6배 적용 (한미약품 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 10% 할증)
B. 비영업가치	**3,813**	**33,405**	**15.2%**	주요 상장사(30% 할인)+비상장사(장부가) 합산 가치
상장사	**5,021**	**43,993**	**20.1%**	
녹십자랩셀(38.7%)	2,142	18,768	8.6%	현재가
녹십자셀(24.2%)	1,212	10,618	4.8%	현재가
녹십자엠에스(41.5%)	973	8,525	3.9%	현재가
녹십자웰빙(22.1%)	439	3,847	1.8%	현재가
유바이오로직스(6.1%)	132	1,155	0.5%	현재가
파멥신(5.7%)	59	516	0.2%	현재가
한일시멘트(1.3%)	44	388	0.2%	현재가
한일홀딩스(1.3%)	20	176	0.1%	현재가
비상장사	**298**	**2,609**	**1.2%**	
인백팜(92.5%)	71	623	0.3%	장부가
녹십자지놈(33.1%)	23	203	0.1%	장부가
녹십자메디스(36.8%)	14	119	0.1%	장부가
기타	190	1,664	0.8%	장부가
C. 총기업가치(A+B)	**25,009**	**219,127**	**100.0%**	
D. 채권자가치(순차입금)	3,516	30,806	-	2020년말 추정 기준
E. 주주가치(C-D)	**21,493**	**188,321**	**100.0%**	

Source: KTB투자증권

Fig. 013: 녹십자 SOTP Valuation (변경 후)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	**33,696**	**295,238**	**90.0%**	
기존 사업 영업가치	**19,165**	**167,916**	**51.2%**	Fw12M 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT+R&D) multiple 11.6배 적용 (한미약품 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균)
COVID19 백신 CMO 사업가치	14,531	127,321		2021.3~2022.5월까지 5억 도즈 이상의 Volume으로 계약 예정 Fw12M 기간 2억 도즈를 $3로 공급, 원달러환율 1,150원, OPM 40% 가정 기존 사업 Target multiple 50% 할인 적용
B. 비영업가치	**3,758**	**32,923**	**10.0%**	주요 상장사(30% 할인)+비상장사(장부가) 합산 가치
상장사	**5,344**	**46,826**	**14.3%**	
녹십자랩셀(38.7%)	1,914	16,766	5.1%	현재가
녹십자셀(24.2%)	1,130	9,899	3.0%	현재가
녹십자엠에스(41.5%)	1,389	12,173	3.7%	현재가
녹십자웰빙(22.1%)	512	4,482	1.4%	현재가
파멥신(5.7%)	52	460	0.1%	현재가
한일시멘트(1.3%)	45	397	0.1%	현재가
한일홀딩스(1.3%)	21	184	0.1%	현재가
비상장사	**298**	**2,609**	**0.8%**	
인백팜(92.5%)	71	623	0.2%	장부가
녹십자지놈(33.1%)	23	203	0.1%	장부가
녹십자메디스(36.8%)	14	119	0.0%	장부가
기타	190	1,664	0.5%	장부가
C. 총기업가치(A+B)	**37,454**	**328,161**	**100.0%**	
D. 채권자가치(순차입금)	3,251	28,485	-	2020년말 추정 기준
E. 주주가치(C-D)	**34,203**	**299,676**	**100.0%**	

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	783.4	797.1	987.5	1,009.7	1,049.6
현금성자산	60.1	50.1	231.4	197.5	167.9
매출채권	353.0	359.2	365.9	393.3	427.1
재고자산	364.2	382.2	384.5	413.3	448.8
비유동자산	797.2	945.2	958.5	990.3	1,019.7
투자자산	199.5	283.5	262.9	273.6	284.7
유형자산	511.1	573.5	596.9	607.2	613.7
무형자산	86.7	88.3	98.6	109.5	121.2
자산총계	1,580.6	1,742.4	1,945.9	2,000.0	2,069.3
유동부채	260.9	341.3	523.4	536.2	551.4
매입채무	133.5	122.9	131.4	141.2	153.4
유동성이자부채	61.1	131.5	319.4	319.4	319.4
비유동부채	263.4	351.8	267.4	268.7	270.0
비유동이자부채	244.6	329.5	237.0	237.0	237.0
부채총계	524.3	693.1	790.9	804.9	821.4
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	322.6	322.6	322.0	322.0	322.0
이익잉여금	710.6	704.9	811.7	851.8	904.5
자본조정	(35.4)	(36.6)	(37.1)	(37.1)	(37.1)
자기주식	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
자본총계	1,056.3	1,049.3	1,155.1	1,195.2	1,247.9
투하자본	1,168.4	1,307.5	1,354.9	1,423.8	1,500.8
순차입금	245.7	410.9	325.1	359.0	388.5
ROA	3.0	0.7	5.8	2.6	3.2
ROE	4.6	1.1	9.7	4.4	5.3
ROIC	3.3	2.6	3.7	4.0	4.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,141.4	1,146.1	1,204.5	1,292.1	1,400.0
증가율 (Y-Y,%)	3.9	0.4	5.1	7.3	8.3
영업이익	46.3	41.9	64.2	72.7	88.5
증가율 (Y-Y,%)	(41.2)	(9.6)	53.4	13.3	21.7
EBITDA	80.3	78.7	102.0	111.8	128.5
영업외손익	13.8	(26.4)	75.3	(5.9)	(5.8)
순이자수익	(4.2)	(5.4)	(7.3)	(7.7)	(7.6)
외화관련손익	2.8	0.9	(1.0)	0.0	0.0
지분법손익	(2.2)	1.8	1.8	1.8	1.8
세전계속사업손익	60.1	15.5	139.5	66.9	82.7
당기순이익	47.9	11.8	107.1	51.5	64.2
증가율 (Y-Y,%)	(12.5)	(75.3)	804.6	(51.9)	24.6
NOPLAT	36.9	32.0	49.3	56.0	68.6
(+) Dep	34.0	36.8	37.8	39.0	39.9
(-) 운전자본투자	44.9	13.8	14.7	43.4	54.2
(-) Capex	28.2	94.3	56.8	45.2	42.0
OpFCF	(2.3)	(39.2)	15.5	6.4	12.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.7	3.5	3.1	4.2	6.9
영업이익증가율(3Yr)	(18.3)	(15.5)	(6.6)	16.2	28.4
EBITDA증가율(3Yr)	(9.6)	(6.2)	(2.5)	11.7	17.7
순이익증가율(3Yr)	(24.3)	(42.7)	25.1	2.4	75.6
매출총이익율(%)	25.6	27.0	29.8	29.9	30.6
영업이익률(%)	4.1	3.7	5.3	5.6	6.3
EBITDA마진(%)	7.0	6.9	8.5	8.7	9.2
순이익률 (%)	4.2	1.0	8.9	4.0	4.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	12.2	42.7	146.0	46.6	49.4
당기순이익	47.9	11.8	118.2	51.5	64.2
자산상각비	34.0	36.8	37.8	39.0	39.9
운전자본증감	(66.1)	(30.3)	(18.8)	(43.4)	(54.2)
매출채권감소(증가)	(20.6)	(7.9)	(7.4)	(27.4)	(33.8)
재고자산감소(증가)	(7.4)	(21.4)	(5.8)	(28.8)	(35.5)
매입채무증가(감소)	(17.8)	(8.9)	10.7	9.8	12.1
투자현금	(66.4)	(133.3)	(46.0)	(69.0)	(67.5)
단기투자자산감소	0.0	(2.9)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	55.5	(3.3)	(3.5)
설비투자	(28.2)	(94.3)	(56.8)	(45.2)	(42.0)
유무형자산감소	(19.8)	(14.9)	(14.2)	(15.0)	(16.2)
재무현금	(14.3)	82.2	83.1	(11.4)	(11.4)
차입금증가	0.0	93.6	94.5	0.0	0.0
자본증가	(14.3)	(11.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
배당금지급	14.3	11.4	11.4	11.4	11.4
현금 증감	(66.8)	(9.8)	181.3	(33.9)	(29.6)
총현금흐름(Gross CF)	95.0	94.4	171.3	90.0	103.6
(-) 운전자본증가(감소)	44.9	13.8	14.7	43.4	54.2
(-) 설비투자	28.2	94.3	56.8	45.2	42.0
(+) 자산매각	(19.8)	(14.9)	(14.2)	(15.0)	(16.2)
Free Cash Flow	(37.5)	(69.2)	106.4	(22.5)	(18.1)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(55.5)	3.3	3.5
잉여현금	(37.5)	(69.2)	161.9	(25.7)	(21.6)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	4,102	1,013	9,165	4,408	5,490
BPS	82,970	82,235	90,396	92,896	96,410
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	33.2	130.8	25.1	52.2	41.9
PBR	1.6	1.6	2.5	2.5	2.4
EV/ EBITDA	22.9	24.9	29.6	27.3	23.9
배당수익율	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4
PCR	16.7	16.4	15.7	29.9	26.0
PSR	1.4	1.4	2.2	2.1	1.9
재무건전성 (%)					
부채비율	49.6	66.1	68.5	67.3	65.8
Net debt/Equity	23.3	39.2	28.1	30.0	31.1
Net debt/EBITDA	306.1	522.1	318.8	321.1	302.4
유동비율	300.3	233.6	188.7	188.3	190.4
이자보상배율	11.1	7.7	8.8	9.5	11.6
이자비용/매출액	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7
자산구조					
투하자본(%)	81.8	79.7	73.3	75.1	76.8
현금+투자자산(%)	18.2	20.3	26.7	24.9	23.2
자본구조					
차입금(%)	22.5	30.5	32.5	31.8	30.8
자기자본(%)	77.5	69.5	67.5	68.2	69.2

자료: KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	88.2%	HOLD :	11.8%	SELL :	0.0%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

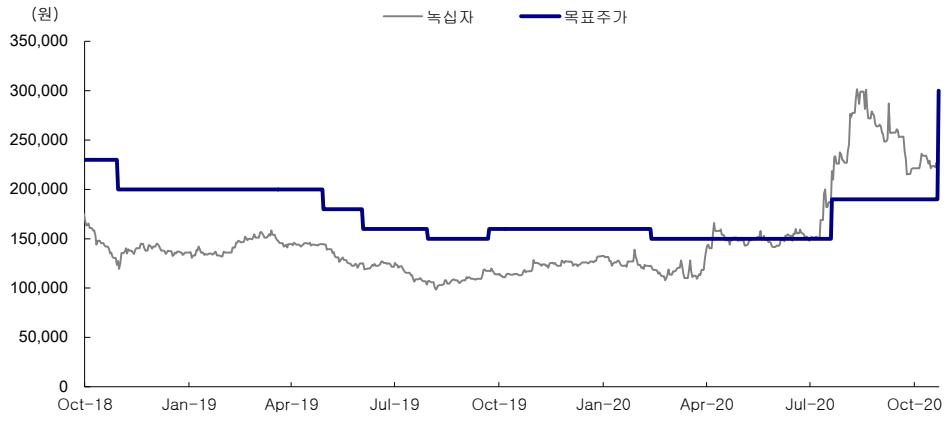
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

녹십자 (006280)



일자	2018.10.31	2019.5.2	2019.6.4	2019.7.31	2019.9.24	2020.2.13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	200,000원	180,000원	160,000원	150,000원	160,000원	150,000원
일자	2020.4.6	2020.7.21	2020.10.23			
투자의견	HOLD	HOLD	BUY			
목표주가	150,000원	190,000원	300,000원			

	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비 실제주가 괴리율	2018.10.31	200,000원	141,756원	158,500원	-29.1	-20.8
	2019.05.02	180,000원	128,318원	139,500원	-28.7	-22.5
	2019.06.04	160,000원	118,088원	127,000원	-26.2	-20.6
	2019.07.31	150,000원	108,303원	119,000원	-27.8	-20.7
	2019.09.24	160,000원	122,747원	139,000원	-23.3	-13.1
	2020.02.13	150,000원	142,518원	218,500원	-5.0	45.7
	2020.07.21	190,000원	250,734원	301,500원	31.8	58.7
	2020.10.23	300,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2020년 10월 22일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 **www.ktb.co.kr**

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 **강남금융센터** | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.