

녹십자(006280)

해외 IR 후기

해외 투자자들의 주요 관심사는 단연 미국진출

우리는 지난주 녹십자와 해외에서 컨퍼런스 및 NDR을 진행했다. 투자자들은 국내 시장에서 혈액제제와 백신사업의 경쟁이 제한적이고 높은 점유율(각각 80%, 50%)을 확보하고 있다는 점을 높게 산 반면 높은 성장성을 기대하기는 힘들다는 우려도 있었다. 투자자들의 관심이 가장 많은 부분은 역시 IVIG의 FDA 허가에 따른 미국진출 가능성이었다. 2016년 11월 FDA로부터 생산 프로세스 관련 보완 자료 요청으로 IVIG의 승인이 지연된 바 있는 녹십자는 올해 3월 FDA에 보완 자료를 최종 제출하였다. 회사는 올해 9월경에는 FDA로부터 최종승인을 받아 내년 부터는 미국시장에 본격적으로 진출할 수 있을 것으로 예상하고 있다. 그 외에도 많은 투자자들이 남북통일 후 수혜여부를 문의했다. 녹십자는 내수비중이 80%에 달하는 내수위주 기업이며 백신을 포함한 많은 품목이 필수약품에 해당하기 때문에 내수시장 확대 시 직접적 수혜가 가능하다는 것이 녹십자의 입장이다.

올해 하반기 FDA 승인을 받게 된다면 4분기부터 매출발생 예상

미국진출은 회사의 장기 성장성 확보 측면에서 매우 중요하다. FDA로부터 IVIG 승인을 받게 되면 회사는 내년 4월부터 미국 입찰시장에 참여할 계획이기 때문에 이를 준비하기 위한 미국법인향 매출이 올해 4분기부터 발생하기 시작할 것이다. 2019년과 2020년 미국향 매출은 각각 500억원, 1,000억원 수준으로 추정된다.

미국진출 가시화될 경우 valuation 부담은 한층 완화될 전망

매수 투자자의견과 목표주가 260,000원을 유지한다. 목표주가는 2018년부터 2023년까지의 현금흐름을 이용하여 DCF 방식으로 산출했다. 목표주가의 implied 2019F PER은 35배다. 이는 회사 성장성 대비 다소 높아 보이나 녹십자의 역사적 PER 평균 수준이다. 2012년부터 2017년까지 연평균 영업이익의 증가율은 4%에 불과했으나 높은 진입장벽에 따른 안정성으로 valuation이 premium을 받고 있는 것으로 판단된다. 미국진출이 가시화될 2019년부터 2023년까지의 연평균 영업이익의 증가율은 14%로 확대되어 valuation 부담은 한층 완화될 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,198	78	63	5,451	(33.6)	110	28.8	18.3	1.8	6.5	0.8
2017A	1,288	90	53	4,665	(14.4)	127	48.4	22.3	2.5	5.2	0.6
2018F	1,377	95	79	6,917	48.3	138	32.2	20.4	2.2	7.3	0.8
2019F	1,491	112	84	7,399	7.0	160	30.1	17.0	2.1	7.2	0.9
2020F	1,593	130	101	8,876	20.0	183	25.1	14.0	1.9	7.8	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 260,000원(유지)

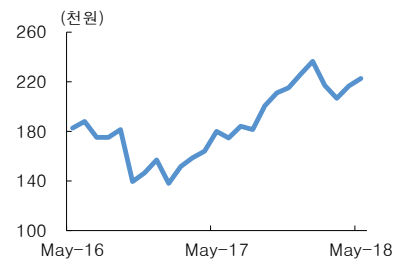
Stock Data

KOSPI(5/21)	2,466
주가(5/21)	222,500
시가총액(십억원)	2,600
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	247,500/171,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,291
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.5/25.5
주요주주(%)	녹십자홀딩스 52.9
	국민연금 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.5	(6.9)	30.1
KOSPI 대비(%p)	3.0	(4.3)	22.4

주가추이



자료: WISEfn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

캐나다 공장은 향후 또 다른 성장동력이 될 것

한편 2019년 말 완공예정인 캐나다 공장의 총 캐파는 5천억원 규모다. 완공 직후에는 캐나다 정부와 계약된 캐나다 내수용 CMO매출(약 500억원)이 발생할 예정이다. 올해 국내 공장에서도 FDA 승인을 받게 된다면 캐나다 공장에서도 FDA 승인을 받을 가능성이 높아져 향후 캐나다 공장에서도 미국시장으로 IVIG를 판매할 수 있을 것으로 기대된다. 캐나다 공장의 총 캐파는 연 100만리터(매출액 5천억원)로 완공 후 녹십자의 혈액제제 캐파는 270만리터(오창 140만, 중국 30만, 캐나다 100만)가 되어 2025년 녹십자의 혈액제제 매출은 1조원에 달할 전망이다. 혈액제제 및 백신의 수출확대와 IVIG, 알부민의 국내 가격 인상 등에 힘입어 올해 녹십자 매출은 전년 대비 7% 증가한 1조 3,766억원으로 전망한다. 반면 전년 1,090억원 수준이었던 R&D 비용이 파이프라인의 임상진행에 따라 올해는 1,262억원으로 늘면서 영업이익 증가율은 5%에 그칠 것으로 예상한다.

〈표 1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	275	330	356	326	294	352	380	350	1,288	1,377	1,491
YoY	12.0	8.8	8.7	1.7	6.8	6.7	6.8	7.2	7.5	6.9	8.3
혈액제제-국내	76	79	80	78	81	82	83	80	314	326	337
혈액제제-수출	26	18	28	32	18	24	35	41	104	117	174
백신-국내	35	46	93	46	39	44	95	43	220	220	223
백신-수출	5	47	15	32	16	51	16	34	99	116	122
ETC	72	72	72	74	74	72	72	74	289	291	292
OTC	19	23	21	18	21	23	22	18	81	85	89
기타	42	45	47	47	46	57	58	60	181	221	254
원가&판관비	262	296	314	326	280	317	346	339	1,198	1,282	1,380
매출액 대비	95.0	89.5	88.2	100.0	95.1	90.0	91.0	96.8	93.0	93.1	92.5
원가	193	220	233	236	202	239	260	241	883	942	1,017
D&A	8	9	10	10	10	10	10	10	37	39	45
R&D	23	27	28	31	27	31	36	32	109	126	132
인건비	13	13	14	17	13	13	15	18	57	77	80
마케팅	4	4	4	4	4	5	4	4	16	17	17
기타	21	23	25	28	23	20	22	33	97	80	89
영업이익	14	35	42	0	15	35	34	11	90	95	112
YoY	25.9	43.6	21.3	(98.7)	6.0	1.5	(18.3)	NM	15.1	5.3	17.4
OPM	5.0	10.5	11.8	0.0	4.9	10.0	9.0	3.2	7.0	6.9	7.5
당기순이익	5	25	27	(4)	18	25	25	11	53	79	84
YoY	(12.7)	56.8	20.8	(118.8)	296.6	0.1	(7.8)	(391.1)	(15.4)	48.3	7.0
NPM	1.7	7.6	7.6	(1.1)	6.2	7.2	6.6	3.0	4.1	5.7	5.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 FCF 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
CFO	(2)	58	128	141	176	182	196	221
EBITDA	110	127	134	157	180	198	213	238
+ Increase in WC	(80)	(57)	(3)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
Others	(31)	(12)	(3)	(6)	(5)	(4)	(4)	(3)
CAPEX	(81)	(29)	(85)	(72)	(43)	(30)	(24)	(23)
FCF	(82)	28	43	69	132	152	172	197
Discount rate			1.04	1.10	1.17	1.25	1.32	1.41
NPV of FCF			42	63	113	122	130	140

자료: 한국투자증권

[그림 1] WACC 가정

D/E	25.9%
베타	0.8
시장위험프리미엄	7.0%
무위험자산수익률	2.2%
타인자본비용	2.2%
자기자본비용	7.8%
WACC	6.3%

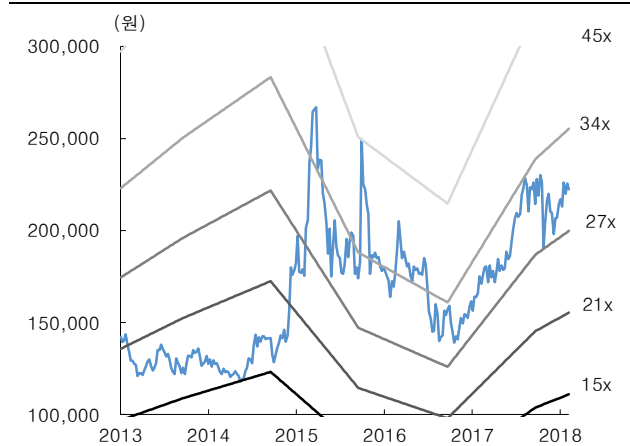
자료: 한국투자증권

[그림 2] DCF valuation

Terminal Value	
영구성장률 (%)	2.0
Terminal FCF 추정치(십억원)	143
영구가치의 NPV (십억원, 2023년 12월 기준)	3,365
영구가치의 NPV (십억원, 2018년 5월 기준)	2,394
DCF Valuation	
NPV of Forecast (십억원)	610
NPV of terminal value (십억원)	2,394
+ 녹십자셀 지분가치 (25%, 십억원)	146
기업가치 (십억원)	3,150
+ 순차입금 (십억원, 2018년 기준)	(134)
지분가치 (십억원)	3,016
주식수(백만주)	12
주당가치 (원)	258,067

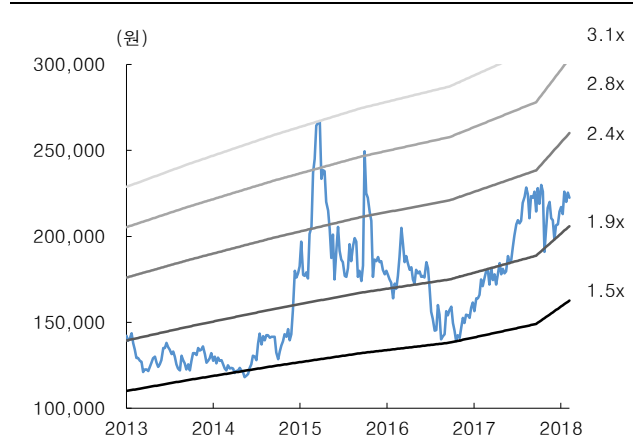
자료: 한국투자증권

[그림 3] PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 4] PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1967년 설립되어 1989년 거래소에 상장한 녹십자는 우리나라의 혈장분획제제 시장을 80% 점유하고 있다. 독감백신은 국내에서 약 50%의 점유율을 차지하고 있으며 범미보건기구로부터의 입찰을 통해 수두백신을 남미로 수출하고 있다. 녹십자의 최대주주는 녹십자홀딩스(지분율 50%)이며 연결자회사로는 녹십자엠에스, 녹십자랩셀, 녹십자웰빙, 인백팜, 녹십자지놈, 녹십자메디스 등 6개 업체가 있다. 그 외 현지 해외법인을 포함한 19개의 계열사가 있다.

- IVIG: Intravenous Immunoglobulin. 인간의 혈액을 원료로 해서 만들어진 제제 중 하나로 면역인자가 부족한 사람들에게 보충해주는 이약품

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	801	927	1,004	1,119	1,288
현금성자산	57	171	230	315	464
매출채권및기타채권	345	368	378	393	403
재고자산	321	381	391	407	417
비유동자산	749	777	791	794	769
투자자산	93	103	110	119	128
유형자산	554	552	585	602	589
무형자산	74	88	81	75	109
자산총계	1,551	1,704	1,795	1,913	2,057
유동부채	303	260	280	305	329
매입채무및기타채무	179	218	182	203	224
단기차입금및단기사채	15	6	12	13	12
유동성장기부채	84	0	84	89	93
비유동부채	188	335	320	306	292
사채	150	299	297	282	268
장기차입금및금융부채	12	13	21	21	22
부채총계	492	595	600	610	621
지배주주지분	993	1,040	1,125	1,231	1,362
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	325	324	324	324	324
기타자본	(36)	(36)	(17)	(5)	(31)
이익잉여금	637	677	736	820	969
비지배주주지분	66	68	70	72	74
자본총계	1,059	1,109	1,195	1,303	1,436

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(2)	58	128	141	160
당기순이익	65	57	81	86	103
유형자산감가상각비	28	33	39	45	48
무형자산상각비	4	4	4	4	5
자산부채변동	(80)	(57)	(90)	(12)	(1)
기타	(19)	21	94	18	5
투자활동현금흐름	(111)	15	(39)	(25)	(20)
유형자산투자	(81)	(29)	(73)	(62)	(35)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(13)	62	(1)	(3)	(2)
무형자산순증	(18)	(18)	3	3	(40)
기타	1	(1)	31	36	56
재무활동현금흐름	111	48	(24)	(24)	10
자본의증가	37	0	0	0	0
차입금의순증	116	64	87	(9)	(10)
배당금지급	(20)	(15)	(14)	(21)	(23)
기타	(22)	(1)	(97)	6	43
기타현금흐름	1	(7)	0	0	0
현금의증가	(1)	114	58	85	149

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

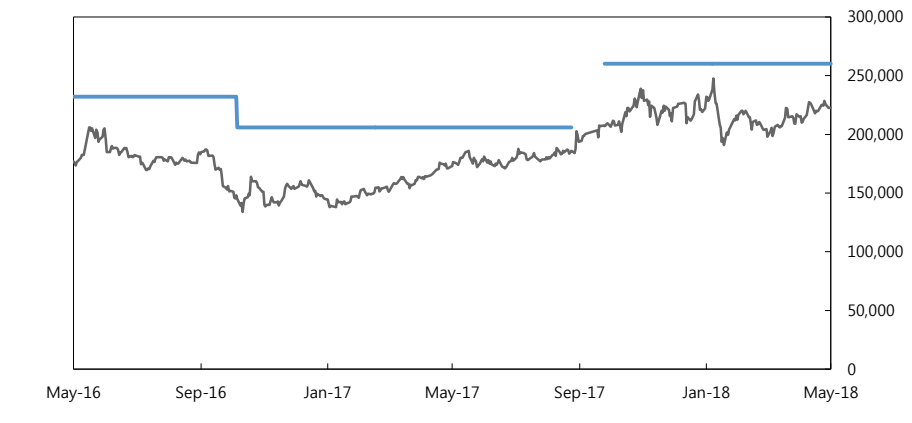
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,198	1,288	1,377	1,491	1,593
매출원가	846	921	984	1,064	1,132
매출총이익	352	367	393	427	461
판매관리비	274	277	298	315	331
영업이익	78	90	95	112	130
금융수익	6	8	8	9	10
이자수익	1	1	2	2	3
금융비용	6	15	13	11	11
이자비용	5	6	7	6	6
기타영업외손익	4	(9)	17	5	4
관계기업관련손익	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
세전계속사업이익	80	72	105	112	131
법인세비용	14	15	24	25	27
연결당기순이익	65	57	81	86	103
지배주주지분순이익	63	53	79	84	101
기타포괄이익	2	9	9	9	9
총포괄이익	67	65	89	95	112
지배주주지분포괄이익	65	62	87	93	110
EBITDA	110	127	138	160	183

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,451	4,665	6,917	7,399	8,876
BPS	88,031	92,064	99,334	108,395	119,624
DPS	1,250	1,250	1,853	1,983	1,983
성장성(% , YoY)					
매출증가율	14.3	7.5	6.9	8.3	6.8
영업이익증가율	(14.4)	15.1	5.3	17.4	16.3
순이익증가율	(33.7)	(15.4)	48.3	7.0	20.0
EPS증가율	(33.6)	(14.4)	48.3	7.0	20.0
EBITDA증가율	(8.8)	16.0	8.7	16.1	14.1
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.0	6.9	7.5	8.2
순이익률	5.3	4.1	5.7	5.7	6.4
EBITDA Margin	9.1	9.9	10.0	10.8	11.5
ROA	4.4	3.5	4.6	4.6	5.2
ROE	6.5	5.2	7.3	7.2	7.8
배당수익률	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9
배당성향	22.7	26.8	26.8	26.8	22.3
안정성					
순차입금(십억원)	144	155	184	90	(69)
차입금/자본총계비율(%)	24.7	29.5	34.6	31.1	27.5
Valuation(X)					
PER	28.8	48.4	32.2	30.1	25.1
PBR	1.8	2.5	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	18.3	22.3	20.4	17.0	14.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
녹십자(006280)	2016.02.23	매수	232,000원	-22.8	-11.2
	2016.10.28	매수	206,000원	-20.9	-8.5
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	260,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 23일 현재 녹십자 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.