

녹십자(006280)

돌파구는 IVIG의 FDA 승인!

2분기 실적은 시장 기대치를 크게 하회
안정적 이익성장을 위해선 IVIG의 FDA 승인이 필수
실적부진을 감안하여 목표주가를 21만원으로 하향

Facts : 시장 기대치를 크게 하회한 2분기

2분기 영업이익은 133억원으로 시장 기대치를 56% 하회했다. 이는 수익성 높은 백신의 매출감소(-12% YoY)와 R&D비용의 증가(318억원, +19% YoY, 매출대비 9%)에 주로 기인한다. 경쟁심화에 따른 단가하락 등에 따라 Influenza 백신수출이 전년 대비 약 40% 감소했으며 올해 1분기 출시된 자궁경부암 백신 Zostavax의 경쟁제품의 영향으로 내수 백신매출은 15% 감소했다. 그런진에프 중국 임상 3상, 헌터라제 미국 임상 2상 등 주요 파이프라인의 임상은 순항 중이다.

Pros & cons : 흔들리고 있는 편안함, 돌파구는 IVIG의 FDA 승인

2분기 부진한 실적이 일시적 요인이 아닌 경쟁심화 등 구조적인 요인에 주로 기인한다는 점은 우려할 만한 사안이다. 혈액제제는 해외에서 가격경쟁 위기에 직면해 있는 것으로 파악되며 백신 역시 국내에서 경쟁제품 출시 등에 따라 매출약세는 장기화될 수도 있다. 이에 따라 녹십자의 가장 큰 매력이었던 안정적인 실적성장도 장담할 수 없는 상황이다. 이를 타파하기 위해서는 올해 9월 이후 예정되어 있는 IVIG의 FDA 승인이 중요하다. 2019년부터 바로 매출이 발생됨은 물론이고 (예상매출 490억원) 2025년 풀캐파 가동 시 약 4천억원의 매출이 기대되기 때문이다. 또한 녹십자가 FDA 허가를 받게 된다면 2020년 가동 예정인 캐나다 공장도 캐나다 내수시장은 물론이고 미국 및 기타국가로 수출하기 수월해지기 때문에 IVIG의 FDA 승인은 녹십자의 장기 성장동력 확보에 있어 매우 중요한 이벤트다.

Action : 북미시장 진출 가시화될 경우 valuation 부담은 완화될 것

녹십자에 대해 매수 투자의견을 유지하나 2018년부터 2023년까지의 DCF로 산출한 목표주가는 21만원으로 19% 하향한다. 현 주가는 2019년 기준 PER 30배로 거래되고 있다. 2012년부터 2017년까지 연평균 영업이익 증가율은 4%에 불과했으나 높은 진입장벽에 따른 안정성 및 북미시장 진출 기대감으로 valuation premium을 받고 있는 것으로 판단된다. IVIG가 FDA 승인을 받아 미국진출이 가시화된다면 2019년부터 2023년까지의 연평균 영업이익 증가율은 16%로 확대되어 valuation 부담은 한층 완화될 전망이다.

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 210,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(7/31)	2,295
주가(7/31)	178,000
시가총액(십억원)	2,080
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	247,500/174,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,910
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.5/25.7
주요주주(%)	녹십자홀딩스 외 17 인
	52.9
	국민연금
	10.0

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	48.4	50.7	30.0
PBR(x)	2.5	1.9	1.7
ROE(%)	5.2	3.8	6.0
DY(%)	0.6	0.5	0.9
EV/EBITDA(x)	22.3	23.7	16.4
EPS(원)	4,665	3,510	5,926
BPS(원)	92,064	96,055	103,971

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.8)	(24.7)	(3.3)
KOSPI 대비(%)	(12.5)	(14.2)	1.2

주가추이



진홍국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	330.2	356.1	326.3	294.1	341.8	16.2	3.5	341.1
영업이익	34.5	42.0	0.1	14.5	13.3	(7.9)	(61.4)	30.7
영업이익률(%)	10.4	11.8	0.0	4.9	3.9			9.0
세전이익	33.1	38.3	(7.9)	24.7	3.8	(84.7)	(88.6)	29.7
순이익	25.2	27.1	(3.6)	15.7	3.8	(75.7)	(84.9)	21.6

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	275	330	356	326	294	342	368	353	1,288	1,356	1,479
YoY	12.0	8.8	8.7	1.7	6.8	3.5	3.2	8.1	7.5	5.3	9.1
혈액제제-국내	76	79	80	78	81	84	83	80	313	327	338
혈액제제-수출	26	18	28	32	18	27	35	41	106	121	177
백신-국내	35	46	93	46	39	39	77	41	220	197	200
백신-수출	5	47	15	32	16	43	16	34	99	109	114
ETC	72	72	72	74	74	75	77	78	286	304	306
OTC	19	23	21	18	21	25	22	18	80	86	89
기타	42	45	47	47	46	50	58	60	183	214	254
원가&판관비	262	296	314	326	280	329	348	346	1,198	1,302	1,392
매출액 대비	95.0	89.5	88.2	100.0	95.1	96.1	94.7	98.0	93.0	96.0	94.1
원가	193	220	233	236	202	244	262	251	883	959	1,027
D&A	8	9	10	10	10	10	10	10	37	40	46
R&D	23	27	28	31	27	32	33	31	109	123	136
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	25	25	31	97	87	86
영업이익	14	35	42	0	15	13	19	7	90	54	88
YoY	25.9	43.6	21.3	(98.7)	6.0	(61.4)	(53.9)	NM	15.1	(40.2)	62.1
OPM	5.0	10.5	11.8	0.0	4.9	3.9	5.3	2.0	7.0	4.0	5.9
당기순이익	5	25	27	(4)	18	4	13	7	53	40	68
YoY	(12.7)	56.8	20.8	(118.8)	296.6	(84.9)	(50.3)	(296.5)	(15.4)	(24.8)	68.8
NPM	1.7	7.6	7.6	(1.1)	6.2	1.1	3.7	2.0	4.1	3.0	4.6

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 FCF 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
CFO	(2)	58	100	124	158	151	163	185
EBITDA	110	127	94	133	155	171	185	208
+Increase in WC	(80)	(57)	6	(14)	(15)	(16)	(18)	(20)
Others	(31)	(12)	0	5	(5)	(4)	(4)	(3)
CAPEX	(81)	(29)	(85)	(72)	(43)	(30)	(24)	(23)
FCF	(82)	28	15	52	114	121	139	162
Discount rate			1.03	1.09	1.16	1.23	1.31	1.39
NPV of FCF			15	48	99	98	106	117

자료: 한국투자증권

[그림 1] WACC 가정

D/E	26.7%
베타	0.8
시장위험프리미엄	7.0%
무위험자산수익률	2.2%
타인자본비용	2.2%
자기자본비용	7.8%
WACC	6.2%

자료: 한국투자증권

[그림 2] DCF valuation

Terminal Value	
영구성장률 (%)	2.0
Terminal FCF 추정치(십억원)	119
영구가치의 NPV (십억원, 2023년 12월 기준)	2,828
영구가치의 NPV (십억원, 2018년 8월 기준)	2,040
DCF Valuation	
NPV of Forecast (십억원)	483
NPV of terminal value (십억원)	2,340
+ 녹십자셀 지분가치 (25%, 십억원)	100
기업가치 (십억원)	2,623
+ 순차입금 (십억원, 2018년 기준)	(134)
지분가치 (십억원)	2,488
주식수(백만주)	12
주당가치 (원)	212,932

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	801	927	964	1,067	1,218
현금성자산	57	171	202	270	400
매출채권및기타채권	345	368	372	390	400
재고자산	321	381	385	404	414
비유동자산	749	777	790	793	767
투자자산	93	103	109	118	127
유형자산	554	552	584	600	586
무형자산	74	88	81	75	108
자산총계	1,551	1,704	1,754	1,860	1,985
유동부채	303	260	278	303	327
매입채무및기타채무	179	218	179	202	222
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	598	609	619
지배주주지분	993	1,040	1,087	1,179	1,292
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	325	324	324	324	324
기타자본	(36)	(36)	(27)	(11)	(38)
이익잉여금	637	677	707	775	906
비지배주주지분	66	68	70	72	74
자본총계	1,059	1,109	1,157	1,251	1,366

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,198	1,288	1,356	1,479	1,580
매출원가	846	921	1,001	1,075	1,144
매출총이익	352	367	355	404	436
판매관리비	274	277	301	316	332
영업이익	78	90	54	88	104
금융수익	6	8	8	8	9
이자수익	1	1	2	2	3
금융비용	6	15	10	9	9
이자비용	5	6	7	6	6
기타영업외손익	4	(9)	6	5	3
관계기업관련손익	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
세전계속사업이익	80	72	56	89	105
법인세비용	14	15	13	20	22
연결당기순이익	65	57	42	69	83
지배주주지분순이익	63	53	40	68	81
기타포괄이익	2	9	9	9	9
총포괄이익	67	65	51	78	91
지배주주지분포괄이익	65	62	48	76	90
EBITDA	110	127	98	137	157

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(2)	58	100	124	139
당기순이익	65	57	42	69	83
유형자산감가상각비	28	33	40	46	48
무형자산상각비	4	4	4	4	5
자산부채변동	(80)	(57)	(80)	(17)	(1)
기타	(19)	21	94	22	4
투자활동현금흐름	(111)	15	(39)	(25)	(19)
유형자산투자	(81)	(29)	(73)	(62)	(34)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(13)	62	0	(4)	(2)
무형자산순증	(18)	(18)	3	3	(39)
기타	1	(1)	30	37	55
재무활동현금흐름	111	48	(24)	(24)	11
자본의증가	37	0	0	0	0
차입금의순증	116	64	87	(9)	(10)
배당금지급	(20)	(15)	(14)	(11)	(18)
기타	(22)	(1)	(97)	(4)	39
기타현금흐름	1	(7)	0	0	0
현금의증가	(1)	114	30	68	131

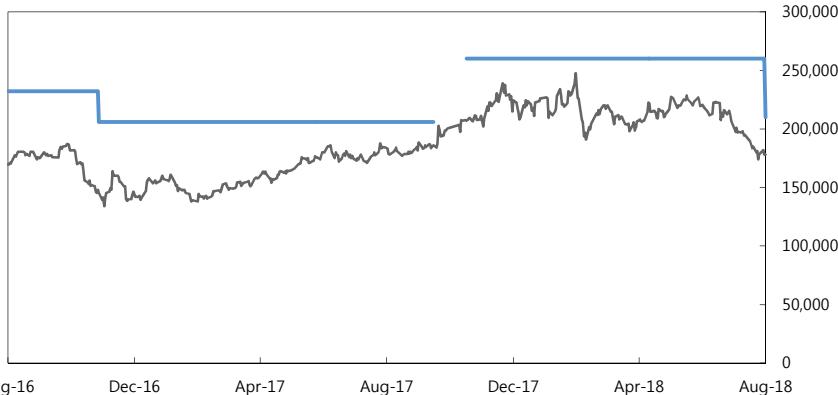
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,451	4,665	3,510	5,926	7,096
BPS	88,031	92,064	96,055	103,971	113,584
DPS	1,250	1,250	941	1,588	1,588
성장성(%), YoY					
매출증가율	14.3	7.5	5.3	9.1	6.8
영업이익증가율	(14.4)	15.1	(40.2)	62.1	18.9
순이익증가율	(33.7)	(15.4)	(24.8)	68.8	19.7
EPS증가율	(33.6)	(14.4)	(24.8)	68.8	19.7
EBITDA증가율	(8.8)	16.0	(23.0)	40.1	14.6
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.0	4.0	5.9	6.6
순이익률	5.3	4.1	3.0	4.6	5.1
EBITDA Margin	9.1	9.9	7.2	9.3	9.9
ROA	4.4	3.5	2.4	3.8	4.3
ROE	6.5	5.2	3.8	6.0	6.6
배당수익률	0.8	0.6	0.5	0.9	0.9
배당성향	22.7	26.8	26.8	26.8	22.4
안정성					
순차입금(십억원)	144	155	212	135	(5)
차입금/자본총계비율(%)	24.7	29.5	35.8	32.3	28.9
Valuation(X)					
PER	28.8	48.4	50.7	30.0	25.1
PBR	1.8	2.5	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.3	22.3	23.7	16.4	13.5

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
녹십자(006280)	2016.07.28	매수	232,000원	-25.3	-19.4
	2016.10.28	매수	206,000원	-20.9	-8.5
	2017.09.18	NR	-	-	-
	2017.10.17	매수	260,000원	-17.8	-4.8
	2018.08.01	매수	210,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 1일 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 같은 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 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.