

녹십자

BUY(유지)

006280 기업분석 | 제약

목표주가(유지)	250,000원	현재주가(07/31)	178,000원	Up/Downside	+40.4%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 08. 01

상반기 보다는 하반기

News

영업이익 컨센서스 크게 하회: 연결기준 2Q18 매출액 3,418억원(+3.5%YoY), 영업이익 133억원(−61.5%YoY), 순이익 27억원(−90.0%YoY)으로 컨센서스 영업이익 303억원을 크게 하회했다. 남반구 독감백신 경쟁심화로 수출량과 단가가 조정되었으며 고정비 부담이 원가에 반영되면서 부진한 실적을 기록했다. 연구개발비는 그린진에프와 헌터라제 임상 진행에 따라 318억원(+18.9%YoY)으로 증가했다.

Comment

기대를 걸어볼 이벤트가 있다: 2분기 실적을 반영하여 18년 연간 영업이익 추정치를 23.2% 하향 조정했으나 MG의 FDA 승인 여부가 확인되는 10월경까지 펀더멘탈의 큰 변화는 없다. 3월 말에 제출한 MG 보완서류의 경우 FDA는 통상 6개월의 심사 기간을 거치는데, 결과에 따라 올해 주가의 방향이 결정될 것으로 판단한다. 시장 상황에 따라 사업 부문별로 차이가 있으나 차방의약품의 성장을 기반으로 외형성장을 꾸준히 달성할 것으로 전망한다. 자궁경부암 백신 가다실9은 MSD의 생산 차질로 인해 공급부족을 겪고 있으나 4분기부터 정상화 될 것으로 예상된다.

Action

저점 매수 구간 진입: 녹십자는 실적보다 해외사업 성공 기대감의 비중이 높다. 실적 측면에서도 현재 기업 가치는 PSR 1.5배로 Historical PSR 2.1배와 고리가 크다. R&D 비용증가는 바이오 기업의 필연적인 투자임을 감안하면 중장기 안정적 성장이 기대되는 기업의 저점 매수 구간으로 판단하며 목표주가와 투자의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고		174,000/247,500원		
매출액	1,198	1,288	1,364	1,473	1,558	KOSDAQ /KOSPI		776/2,295pt		
(증가율)	14.3	7.5	5.9	8.0	5.7	시가총액		20,802억원		
영업이익	78	90	81	98	102	60일-평균거래량		30,040		
(증가율)	−14.4	15.1	−10.1	20.4	4.3	외국인지분율		25.7%		
자배주주순이익	63	53	61	66	69	60일-외국인지분율변동추이		+0.5%		
EPS	5,388	4,556	5,218	5,687	5,895	주요주주	녹십자홀딩스 외 17 인	52.9%		
PER (H/L)	47.6/24.8	53.8/30.1	34.1	31.3	30.2	(천원)	녹십자(좌)			
PBR (H/L)	3.0/1.6	2.8/1.5	1.9	1.8	1.7	500	KOSPI지수대비(우)			
EV/EBITDA (H/L)	28.5/16.2	23.7/14.5	17.3	15.4	14.8	0	(pt)			
영업이익률	6.5	7.0	6.0	6.6	6.5	0				
ROE	6.5	5.2	5.7	6.0	5.9	17/07 17/11 18/02 18/06				
						주가상승률	1M	3M	12M	
						절대기준	−13.8	−17.8	−3.3	
						상대기준	−12.6	−9.9	1.3	

도표 1. 녹십자 2Q18 실적 Review(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	2Q18P	2Q17	%YoY	1Q18	%QoQ	컨센서스	%차이
매출액	341.8	330.2	3.5	294.1	16.2	344.2	-0.7
영업이익	13.3	34.5	-61.5	14.5	-8.0	30.3	-56.1
당기순이익	2.7	26.9	-90.0	18.6	-85.5	21.7	-87.6

자료: 녹십자, DB 금융투자

도표 2. 녹십자 부문별 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	275.4	330.2	356.1	326.3	294.1	341.8	368.9	359.3	1287.9	1364.1	1473.4
%YoY	12.0	8.8	8.7	1.7	6.8	3.5	3.6	10.1	7.5	5.9	8.0
내수	198.1	213.0	261.3	214.2	210.6	216.4	270.1	215.4	886.6	912.5	943.1
%YoY	5.8	7.3	6.8	3.7	6.3	1.6	3.4	0.5	6.0	2.9	3.4
혈액제제	76.3	79.2	79.8	78.3	80.6	83.6	84.2	82.3	313.6	330.7	348.8
백신제제	35.1	46.9	92.9	46.2	39.0	39.0	95.0	47.7	221.1	220.7	229.4
처방의약품	68.0	65.2	70.2	72.2	70.1	69.2	72.2	67.5	275.6	279.0	281.2
일반의약품 및 기타	18.7	21.7	18.4	17.5	20.9	24.6	18.8	17.9	76.3	82.1	83.8
수출	32.6	70.8	44.6	65.3	37.2	75.9	48.8	93.1	213.3	255.0	319.3
%YoY	53.1	9.0	-0.4	-10.5	14.1	7.2	9.5	42.5	4.5	19.5	25.2
혈액제제	23.7	20.1	28.2	31.7	17.9	27.1	31.6	57.8	103.7	134.4	192.7
백신제제	5.3	47.3	14.6	32.1	15.9	42.8	16.2	33.7	99.3	108.6	114.0
기타	3.6	3.4	1.8	1.5	3.4	6.0	1.1	1.6	10.3	12.0	12.6
연결자회사	43.0	45.2	47.8	47.7	46.3	49.5	50.0	50.8	183.6	196.6	211.0
매출총이익	73.9	100.8	112.6	79.6	81.4	87.6	121.9	96.3	366.8	387.1	423.5
영업이익	13.7	34.5	42.0	0.1	14.5	13.3	44.7	8.7	90.3	81.2	97.7
%YoY	25.9	43.6	21.3	-98.7	5.7	-61.5	6.6	7385.0	15.1	-10.1	20.4
당기순이익	7.0	26.9	28.4	-5.6	18.6	2.7	30.8	7.0	56.7	65.0	70.8
%YoY	8.4	59.2	24.0	-129.6	167.4	-90.0	8.2	25.2	-13.0	14.5	9.0

자료: 녹십자, DB 금융투자

도표 3. 연간 추정치 변경 내역(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	2018E			2019E		
	변경 후	변경 전	%차이	변경 후	변경 전	%차이
매출액	1364.1	1398.6	-2.5	1473.4	1484.0	-0.7
영업이익	81.2	105.7	-23.2	97.7	114.5	-14.7

자료: 녹십자, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	801	927	941	981	1,036
현금및현금성자산	57	171	188	174	180
매출채권및기타채권	345	368	367	400	425
재고자산	321	381	381	403	429
비유동자산	749	777	814	836	856
유형자산	554	552	593	619	643
무형자산	74	88	84	80	76
투자자산	93	103	103	103	103
자산총계	1,551	1,704	1,755	1,817	1,892
유동부채	303	260	260	266	282
매입채무및기타채무	179	218	218	224	240
단기应付금및단기차채	15	6	6	6	6
유동성장기부채	84	0	0	0	0
비유동부채	188	335	335	335	335
사채및장기차입금	150	307	307	307	307
부채총계	492	595	595	601	617
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	325	324	324	324	324
이익잉여금	637	677	724	776	831
비자본주자분	66	68	72	77	81
자본총계	1,059	1,109	1,159	1,216	1,275

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-2	58	113	80	100
당기순이익	65	57	65	71	73
현금유동이없는비용및수익	59	77	63	76	79
유형및무형자산상각비	31	37	51	53	54
영업관련자산부채변동	-80	-57	3	-49	-33
매출채권및기타채권의감소	-56	-24	1	-33	-24
재고자산의감소	9	-59	0	-22	-25
매입채무및기타채무의증가	-26	37	0	6	16
투자활동현금흐름	-111	15	-75	-73	-73
CAPEX	-81	-29	-88	-75	-75
투자자산의순증	-9	-10	0	0	0
재무활동현금흐름	111	48	-21	-21	-21
사채및현금의증가	122	65	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	13	0	0	0	0
배당금지급	-20	-15	-14	-14	-14
기타현금흐름	1	-7	0	0	0
현금의증가	-1	114	17	-15	7
기초현금	58	57	171	188	174
기말현금	57	171	188	174	180

자료: 녹십자, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,198	1,288	1,364	1,473	1,558
매출원가	846	921	977	1,050	1,114
매출총이익	352	367	387	423	444
판관비	274	277	306	326	342
영업이익	78	90	81	98	102
EBITDA	110	127	132	150	156
영업외손익	2	-18	2	-9	-9
금융순익	0	-7	6	-5	-5
투자순익	-2	-2	0	0	0
기타영업외손익	4	-9	-4	-4	-4
세전이익	80	72	83	89	93
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	57	65	71	73
자비주주지분순이익	63	53	61	66	69
비자비주주지분순이익	2	3	4	4	4
총포괄이익	67	65	65	71	73
증감률(%YoY)					
매출액	14.3	7.5	5.9	8.0	5.7
영업이익	-14.4	15.1	-10.1	20.4	4.3
EPS	-33.7	-15.4	14.5	9.0	3.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,388	4,556	5,218	5,687	5,895
BPS	84,976	89,010	93,007	97,474	102,148
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Multiple(배)					
P/E	29.1	49.6	34.1	31.3	30.2
P/B	1.8	2.5	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	18.7	22.6	17.3	15.4	14.8
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.0	6.0	6.6	6.5
EBITDA마진	9.1	9.9	9.7	10.2	10.0
순이익률	5.4	4.4	4.8	4.8	4.7
ROE	6.5	5.2	5.7	6.0	5.9
ROA	4.4	3.5	3.8	4.0	4.0
ROIC	6.2	6.2	5.4	6.3	6.2
안정성및기타					
부채비율(%)	46.4	53.7	51.3	49.4	48.4
이자보상배율(배)	14.6	14.3	11.6	14.0	14.6
배당성향(배)	21.9	25.2	22.0	20.2	19.4

주: 녹십자, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%), 중립(22.3%), 매도(0.7%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

녹십자 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
16/10/21	Buy	195,000	-23.1	-15.9			
17/01/19	Hold	170,000	-3.9	10.3			
17/07/28	Hold	180,000	6.2	17.5			
17/11/01	Hold	200,000	8.3	23.8			
18/04/30	Buy	250,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경