

녹십자(006280)

하회	부합	상회
영업이익의 컨센서스 대비를 의미		

흔들리고 있는 편안함

IVIG 수출은 좋았으나 백신사업부 부진했으며 원가율도 상승함

국내 백신사업부 경쟁이 심화되고 있으며 IVIG 미국진출도 지연되고 있어 부담
현 주가의 valuation을 정당화하려면 IVIG 미국진출의 가시화가 필요

Facts : 백신사업부 부진과 원가율 상승으로 영업이익 약 30% 감소

연결기준 3분기 영업이익은 280억원(-33.3% YoY, 영업이익률 7.9%)으로 컨센서스 309억원에 부합했다. 그러나 별도기준은 282억원(-28.1% YoY, 영업이익률 9.3%)으로 컨센서스 393억원을 28.2% 하회했다. 연결과 별도기준 모두 영업이익이 30% 가량 감소했다. 주원인은 백신사업(3Q18 별도기준 매출비중 29%) 부진, R&D비용 315억원(vs. 3Q17 282억원), IVIG 미국진출 관련 인건비 발생 등에 따른 매출원가율 70%(vs. 3Q17 68%) 등이다.

Pros & cons : 경쟁심화와 IVIG 미국진출 지연

중국향 알부민과 브라질향 IVIG 수출호조로 혈액제제 수출이 378억원으로 34% 증가했다. 공급부족으로 46% 감소한 90억원을 기록한 Gadacil(자궁경부암 백신) 매출도 4분기부터는 145억원으로 반등할 전망이다. 그러나 국내 백신은 2018년 1분기 경쟁업체가 진입하면서 매출액이 743억원으로 20% 감소했다. 이러한 매출 하향 추세는 장기 지속될 전망이다. 한편 녹십자는 지난 9월 FDA로부터 IVIG 미국공장에 대해 심사보류 통보를 받았다. 회사는 오는 11월 FDA와 미팅을 가진 후 미국공장의 향후 전략에 대한 결정을 내릴 예정이다. 이에 올해 4분기부터 발생하기 시작할 것으로 예상했던 IVIG 미국매출 발생시점을 2020년으로 조정했다.

Action : IVIG 미국진출이 가시화되어야 valuation 부담 완화될 것

녹십자에 대해 매수의견을 유지하나 DCF로 산출한 목표주가를 15만원으로 29% 하향한다. IVIG 미국진출 지연과 실적부진을 반영했기 때문이다. 2019년 영업이익과 순이익도 각각 26%, 24% 내려 잡았다. 과거 녹십자는 높은 진입장벽 기반의 안정적 이익창출 능력으로 성장성 대비 높은 valuation을 받아왔다. 그러나 매출 증가율 둔화와 이익률 하락이 2014년부터 이어지고 있어 valuation은 de-rating되는 추세다. 여전히 2019년 PER은 28배로 예상 EPS 증가율 대비 다소 높은데, 이는 IVIG 미국진출에 대한 기대감이 여전히 주가에 반영되어 있기 때문이다. 2020년에 IVIG 미국매출이 발생한다면 2020년부터 2023년까지 영업이익이 연평균 22% 증가하며 valuation 부담이 한층 완화될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 150,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(10/30)	2,015
주가(10/30)	127,500
시가총액(십억원)	1,490
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	247,500/123,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,808
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.5/22.9
주요주주(%)	녹십자홀딩스 외 17 인
	52.9
	국민연금
	9.6

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	48.4	37.6	28.4
PBR(x)	2.5	1.3	1.2
ROE(%)	5.2	3.6	4.5
DY(%)	0.6	0.7	0.9
EV/EBITDA(x)	22.3	17.0	15.1
EPS(원)	4,665	3,387	4,483
BPS(원)	92,064	95,910	103,344

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(27.1)	(41.1)	(38.7)
KOSPI 대비(%)	(13.1)	(21.2)	(19.2)

주가추이



자료: WISEfn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	356.1	326.3	294.1	341.8	352.3	3.1	(1.1)	372
영업이익	42.0	0.1	14.5	13.3	28.0	110.4	(33.3)	31
영업이익률(%)	11.8	0.0	4.9	3.9	7.9	—	—	8.3
세전이익	38.3	(8.0)	24.7	3.8	23.2	513.8	(39.4)	32
순이익	27.1	(3.6)	15.7	3.8	16.6	335.7	(38.7)	22

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	기준전망		수정전망		차이	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,356	1,479	1,317	1,343	(39.4)	(135.8)
영업이익	54	88	58	60	4.4	(27.7)
영업이익률	4.0	5.9	4.4	4.5		
순이익	40	68	39	51	1.3	(16.8)

자료: 한국투자증권

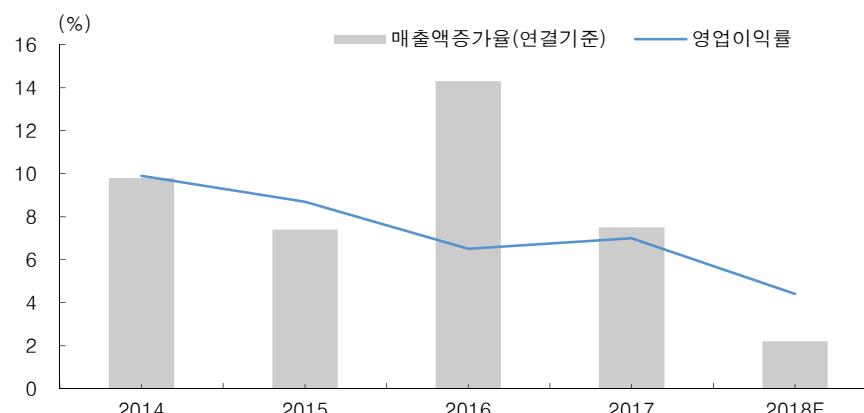
〈표 3〉 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	275	330	356	326	294	342	352	328	1,288	1,317	1,343
YoY	12.0	8.8	8.7	1.7	6.8	3.5	(1.1)	0.6	7.5	2.2	2.0
혈액제제-국내	76	79	80	78	81	84	79	76	313	320	319
혈액제제-수출	26	20	28	32	18	27	38	40	106	122	133
백신-국내	35	46	93	46	39	39	74	34	220	187	189
백신-수출	5	47	15	32	16	43	14	31	99	105	102
ETC	72	69	72	74	74	75	77	77	286	303	307
OTC	19	22	21	18	21	25	23	18	80	87	90
기타	42	48	47	47	46	50	46	52	184	194	203
영업이익	14	35	42	0	14	13	28	3	90	58	60
YoY	25.9	43.6	21.3	(98.7)	5.7	(61.5)	(33.3)	NM	15.1	(35.4)	3.3
OPM	5.0	10.5	11.8	0.0	4.9	3.9	7.9	0.8	7.0	4.4	4.5
당기순이익	5	25	27	(4)	16	4	16	4	53	39	51
YoY	(12.7)	56.8	20.8	(118.8)	241.3	(84.9)	(42.8)	흑전	(15.4)	(27.4)	32.3
NPM	1.7	7.6	7.6	(1.1)	5.3	1.1	4.4	1.1	4.1	2.9	3.8

자료: 한국투자증권

[그림 1] 매출액 증가율과 영업이익률 추이



자료: 한국투자증권

[그림 2] 12MF PBR band



자료: 한국투자증권

<표 4> FCF 전망

	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
CFO	(2)	58	95	128	112	165	177	181
EBITDA	110	127	98	106	124	144	161	175
+Increase in WC	(80)	(57)	(0)	1	1	1	1	1
Others	(31)	(12)	(3)	21	(13)	20	15	5
CAPEX	(81)	(29)	(85)	(72)	(43)	(35)	(29)	(28)
FCF	(82)	28	10	56	69	130	147	153
Discount rate				1.01	1.09	1.18	1.28	1.38
NPV of FCF				10	51	58	102	107
								103

자료: 한국투자증권

[그림 3] WACC 가정

D/E	23.7%
베타	1.1
시장위험프리미엄	7.0%
무위험자산수익률	2.2%
타인자본비용	2.2%
자기자본비용	9.9%
WACC	8.0%

자료: 한국투자증권

[그림 4] DCF valuation

Terminal Value	
영구구성장률(%)	2.0
Terminal FCF 추정치(십억원)	105
영구가치의 NPV(십억원, 2023년 12월 기준)	1,752
영구가치의 NPV(십억원, 2018년 10월 기준)	1,176
DCF Valuation	
NPV of Forecast(십억원)	421
NPV of terminal value(십억원)	1,176
+ 녹십자셀 지분가치(25%, 십억원)	150
기업가치(십억원)	1,747
+ 순차입금(십억원, 2018년 기준)	(27)
지분가치(십억원)	1,720
주식수(백만주)	12
주당가치(원)	147,203

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
- 알부민: 혈장분획제제 제조용 혈장을 융해한 뒤 냉에탄을 분획공정과 잠재적 바이러스의 불활화를 위한 저온살균 공정을 통해 제조된 생물학적제제. 알부민의 상실(화상, 신증후군 등) 및 알부민 합성저하(간경변증 등)에 의한 저알부민혈증, 출혈성 쇼크에 효과가 있는 약품.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	801	927	960	1,039	1,169
현금성자산	57	171	196	268	353
매출채권및기타채권	345	368	373	376	398
재고자산	321	381	386	390	413
비유동자산	749	777	790	792	766
투자자산	93	103	105	108	115
유형자산	554	552	584	600	585
무형자산	74	88	81	75	98
자산총계	1,551	1,704	1,750	1,831	1,934
유동부채	303	260	275	281	303
매입채무및기타채무	179	218	174	183	202
단기차입금및단기사채	15	6	12	13	12
유동성장기부채	84	0	81	85	89
비유동부채	188	335	320	306	292
사채	150	299	297	282	268
장기차입금및금융부채	12	13	21	21	22
부채총계	492	595	595	587	595
지배주주지분	993	1,040	1,085	1,172	1,265
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	325	324	324	324	324
기타자본	(36)	(36)	(24)	(17)	(18)
이익잉여금	637	677	702	774	859
비지배주주지분	66	68	70	72	74
자본총계	1,059	1,109	1,155	1,244	1,339

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,198	1,288	1,317	1,343	1,437
매출원가	846	921	960	976	1,035
매출총이익	352	367	357	367	401
판매관리비	274	277	299	307	328
영업이익	78	90	58	60	73
금융수익	6	8	8	8	9
이자수익	1	1	2	2	3
금융비용	6	15	5	5	4
이자비용	5	6	7	6	6
기타영업외손익	4	(9)	(3)	5	(2)
관계기업관련손익	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
세전계속사업이익	80	72	56	66	73
법인세비용	14	15	15	14	15
연결당기순이익	65	57	41	52	58
지배주주지분순이익	63	53	39	51	57
기타포괄이익	2	9	9	9	9
총포괄이익	67	65	50	61	67
지배주주지분포괄이익	65	62	47	60	65
EBITDA	110	127	102	110	125

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(2)	58	95	128	87
당기순이익	65	57	41	52	58
유형자산감가상각비	28	33	40	46	48
무형자산상각비	4	4	4	4	5
자산부채변동	(80)	(57)	(80)	(6)	(28)
기타	(19)	21	90	32	4
투자활동현금흐름	(111)	15	(39)	(25)	(19)
유형자산투자	(81)	(29)	(73)	(62)	(34)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(13)	62	4	4	(1)
무형자산순증	(18)	(18)	3	3	(28)
기타	1	(1)	26	29	43
재무활동현금흐름	111	48	(24)	(24)	16
자본의증가	37	0	0	0	0
차입금의순증	116	64	84	(9)	(10)
배당금지급	(20)	(15)	(14)	(10)	(14)
기타	(22)	(1)	(94)	(5)	40
기타현금흐름	1	(7)	0	0	0
현금의증가	(1)	114	25	72	85

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,451	4,665	3,387	4,483	4,979
BPS	88,031	92,064	95,910	103,344	111,291
DPS	1,250	1,250	907	1,201	1,201
성장성(%), YoY					
매출증가율	14.3	7.5	2.2	2.0	7.0
영업이익증가율	(14.4)	15.1	(35.4)	3.3	21.0
순이익증가율	(33.7)	(15.4)	(27.4)	32.3	11.1
EPS증가율	(33.6)	(14.4)	(27.4)	32.3	11.1
EBITDA증가율	(8.8)	16.0	(19.4)	7.5	13.9
수익성(%)					
영업이익률	6.5	7.0	4.4	4.5	5.1
순이익률	5.3	4.1	2.9	3.8	4.0
EBITDA Margin	9.1	9.9	7.8	8.2	8.7
ROA	4.4	3.5	2.4	2.9	3.1
ROE	6.5	5.2	3.6	4.5	4.7
배당수익률	0.8	0.6	0.7	0.9	0.9
배당성향	22.7	26.8	26.8	26.8	24.1
안정성					
순차입금(십억원)	144	155	214	133	38
차입금/자본총계비율(%)	24.7	29.5	35.6	32.3	29.2
Valuation(X)					
PER	28.8	48.4	37.6	28.4	25.6
PBR	1.8	2.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	18.3	22.3	17.0	15.1	12.5

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
녹십자(006280)	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	-16.7	-3.8
	2018.10.31	매수	150,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 31일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

* 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 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.