

## 녹십자

BUY(유지)

006280 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	170,000원	현재주가(10/30)	127,500원	Up/Downside	+33.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 10. 31

## 일정이 가능될 때 봐도 늦지 않다

## News

**컨센서스 소폭 하회:** 연결기준 3Q18 실적은 매출액 3,523억원(-1.1%YoY), 영업이익 280억원(-33.3%YoY)으로 컨센서스를 소폭 하회했다. 혈액제제 및 수두백신 수출 증가로 해외 부문 매출액은 전년 동기대비 21.2% 증가했으나, 내수 부문은 대상포진 백신 조스타박스의 경쟁 심화와 자궁경부암 백신 가다실의 공급 지연 영향으로 전년동기 대비 4.7% 감소했다. MG 10%, 그린진에프 등의 임상진행에 따라 3Q18 R&D 비용이 315억원(+11.8%YoY)으로 증가하면서 영업이익은 감소했다.

## Comment

**MG-SN 승인거절 영향은 이제 충분히 반영:** 18년 9월 MG-SN 승인거절 원인은 배치간 동등성 입증 부족으로 알려져 있다. 혈액제제의 QbD(Quality by Design) 적용 예시가 많지 않은 상황이기 때문에 시행착오를 겪는 것은 당연하다. CMC 패키지를 보완하기 위해서 관련 인자 별 정당화가 가능하다면 보완서류 제출까지 시일이 짧겠으나, 통계적인 동등성 확보 구간의 재설정이 필요하다면 제출 시기는 19년으로 넘어갈 가능성도 있다. 다만 MG-SN의 FDA 승인은 시간의 문제이며 두 번째 승인 거절의 영향은 주가에 충분히 반영되었다고 판단된다. 반등의 시점은 보완서류 제출 이후 행정적으로 계산되는 허가예상 시점에 달려있다.

## Action

**목표주가 170,000원으로 하향, 중장기적 접근:** MG-SN 허가 일정 지연과 최근 시장 지수 하락에 따른 주가와의 괴리율을 감안하여 목표주가를 170,000원으로 하향한다. 목표주가는 기준 보고서 대비 3% 낮게 조정된 2018E 매출액에 MG-SN 1차 승인거절 직후인 4Q16의 PSR 1.5배를 적용하여 산출했다. MG-SN의 미국 허가를 2Q19 이후로 예상할 수 있기 때문에 진행 상황을 주시하며 중장기적 관점에서 접근할 필요가 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	123,500/247,500원	
<b>매출액</b>	1,198	1,288	1,319	1,409	1,552	KOSDAQ /KOSPI	644/2,015pt	
(증가율)	14.3	7.5	2.4	6.9	10.1	시가총액	14,900억원	
영업이익	78	90	65	88	95	60일-평균거래량	63,797	
(증가율)	-14.4	15.1	-28.4	36.4	7.5	외국인지분율	22.9%	
자배주주순이익	63	53	52	59	64	60일-외국인지분율변동추이	-2.8%	
EPS	5,388	4,556	4,433	5,087	5,447	주요주주	녹십자홀딩스 외 17 인 52.9%	
PER (H/L)	47.6/24.8	53.8/30.1	28.8	25.1	23.4	(천원)		
PBR (H/L)	3.0/1.6	2.8/1.5	1.4	1.3	1.3	500		
EV/EBITDA (H/L)	28.5/16.2	23.7/14.5	14.6	12.1	11.6	0		
영업이익률	6.5	7.0	4.9	6.3	6.1	200		
ROE	6.5	5.2	4.9	5.4	5.5	17/10 18/02 18/05 18/09		
					주가상승률	1M 3M 12M		
					절대기준	-27.1 -29.9 -38.7		
					상대기준	-15.3 -20.3 -23.9		

도표 1. 녹십자 3Q18 실적 Review(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	3Q18P	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추경치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	352.3	356.1	-1.1	341.8	3.1	368.9	-4.5	371.8	-5.3
영업이익	28.0	42.0	-33.3	13.3	110.5	44.7	-37.4	30.6	-8.4
당기순이익	15.8	28.4	-44.4	2.7	485.2	30.8	-48.7	25.3	-37.6

자료: 녹십자, DB금융투자

도표 2. 녹십자 부문별 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	275.4	330.2	356.1	326.3	294.1	341.8	352.3	331.0	1287.9	1319.2	1409.2
	YoY%	12.0	8.8	8.7	1.7	6.8	3.5	-1.1	1.4	7.5	2.4
<b>내수</b>	198.1	212.6	261.3	214.2	210.6	216.4	251.8	208.2	886.2	887.0	916.7
	YoY%	5.8	7.1	6.8	3.7	6.3	1.8	-3.6	-2.8	5.9	0.1
혈액제제	76.3	79.0	79.8	78.3	80.6	83.6	79.4	82.3	313.4	325.9	344.2
백신제제	35.1	46.8	92.9	46.2	39.0	39.0	74.3	40.6	221.0	192.9	200.3
처방의약품	68.0	65.1	70.2	72.2	70.1	69.2	75.3	67.5	275.5	282.1	284.3
일반의약품 및 기타	18.7	21.7	18.4	17.5	20.9	24.6	22.8	17.9	76.3	86.2	87.9
<b>수출</b>	32.6	70.9	44.6	65.3	37.2	75.9	54.2	72.1	213.4	239.4	283.8
	YoY%	53.1	9.2	-0.4	-10.5	14.1	7.1	21.5	10.4	4.6	12.2
혈액제제	23.7	20.2	28.2	31.7	17.9	27.1	37.6	36.8	103.8	119.4	158.0
백신제제	5.3	47.3	14.6	32.1	15.9	42.8	14.4	33.7	99.3	106.8	112.1
기타	3.6	3.4	1.8	1.5	3.4	6.0	2.1	1.6	10.3	13.1	13.7
<b>매출총이익</b>	73.9	100.8	112.6	79.6	81.4	87.6	103.0	88.7	366.8	360.7	400.0
<b>영업이익</b>	13.7	34.5	42.0	0.1	14.5	13.3	28.0	8.9	90.3	64.7	88.2
YoY%	25.9	43.6	21.3	-98.7	5.7	-61.5	-33.3	7581.7	15.1	-28.3	36.4
<b>당기순이익</b>	7.0	26.9	28.4	-5.6	18.6	2.7	15.8	18.1	56.7	55.2	63.3
YoY%	8.4	59.2	24.0	-129.6	167.4	-90.0	-44.4	223.6	-13.0	-2.7	14.8

자료: 녹십자, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>801</b>	<b>927</b>	<b>926</b>	<b>962</b>	<b>1,021</b>
현금및현금성자산	57	171	198	190	169
매출채권및기타채권	345	368	355	383	423
재고자산	321	381	368	386	427
<b>비유동자산</b>	<b>749</b>	<b>777</b>	<b>814</b>	<b>831</b>	<b>847</b>
유형자산	554	552	593	613	634
무형자산	74	88	84	80	76
투자자산	93	103	103	103	103
<b>자산총계</b>	<b>1,551</b>	<b>1,704</b>	<b>1,740</b>	<b>1,792</b>	<b>1,868</b>
<b>유동부채</b>	<b>303</b>	<b>260</b>	<b>255</b>	<b>259</b>	<b>281</b>
매입채무및기타채무	179	218	213	217	239
단기应付금및단기차제	15	6	6	6	6
유동성장기부채	84	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>188</b>	<b>335</b>	<b>335</b>	<b>335</b>	<b>335</b>
사채및장기차입금	150	307	307	307	307
<b>부채총계</b>	<b>492</b>	<b>595</b>	<b>590</b>	<b>594</b>	<b>616</b>
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	325	324	324	324	324
이익잉여금	637	677	715	760	810
비자매주주지분	66	68	72	76	80
<b>자본총계</b>	<b>1,059</b>	<b>1,109</b>	<b>1,150</b>	<b>1,199</b>	<b>1,252</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>-2</b>	<b>58</b>	<b>120</b>	<b>80</b>	<b>69</b>
당기순이익	65	57	55	63	68
현금유동이없는비용및수익	59	77	58	73	77
유형및무형자산상각비	31	37	51	52	54
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-80</b>	<b>-57</b>	<b>22</b>	<b>-41</b>	<b>-57</b>
매출채권및기타채권의감소	-56	-24	13	-28	-40
재고자산의감소	9	-59	13	-17	-41
마이너스부채및기타채무의증가	-26	37	-5	4	22
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-111</b>	<b>15</b>	<b>-72</b>	<b>-67</b>	<b>-68</b>
CAPEX	-81	-29	-88	-69	-70
투자자산의순증	-9	-10	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>111</b>	<b>48</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>
사채및자본잉여금의증가	122	65	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	13	0	0	0	0
배당금지급	-20	-15	-14	-14	-14
기타현금흐름	1	-7	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-1</b>	<b>114</b>	<b>27</b>	<b>-8</b>	<b>-20</b>
기초현금	58	57	171	198	190
기말현금	57	171	198	190	169

자료: 녹십자, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,198</b>	<b>1,288</b>	<b>1,319</b>	<b>1,409</b>	<b>1,552</b>
매출원가	846	921	958	1,009	1,116
<b>매출총이익</b>	<b>352</b>	<b>367</b>	<b>361</b>	<b>400</b>	<b>436</b>
판관비	274	277	296	312	341
영업이익	78	90	65	88	95
<b>EBITDA</b>	<b>110</b>	<b>127</b>	<b>116</b>	<b>140</b>	<b>149</b>
<b>영업외손익</b>	<b>2</b>	<b>-18</b>	<b>6</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
금융순익	0	-7	8	-5	-5
투자순익	-2	-2	0	0	0
기타영업외손익	4	-9	-2	-4	-4
<b>세전이익</b>	<b>80</b>	<b>72</b>	<b>71</b>	<b>80</b>	<b>86</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>63</b>	<b>68</b>
자비주주지분순이익	63	53	52	59	64
비자비주주지분순이익	2	3	3	4	4
<b>총포괄이익</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>63</b>	<b>68</b>
증감률(%YoY)					
매출액	14.3	7.5	2.4	6.9	10.1
영업이익	-14.4	15.1	-28.4	36.4	7.5
EPS	-33.7	-15.4	-2.7	14.8	7.1

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

## 주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,388	4,556	4,433	5,087	5,447
BPS	84,976	89,010	92,222	96,089	100,315
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	29.1	49.6	28.8	25.1	23.4
P/B	1.8	2.5	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	18.7	22.6	14.6	12.1	11.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	6.5	7.0	4.9	6.3	6.1
EBITDA마진	9.1	9.9	8.8	10.0	9.6
순이익률	5.4	4.4	4.2	4.5	4.4
ROE	6.5	5.2	4.9	5.4	5.5
ROA	4.4	3.5	3.2	3.6	3.7
ROI	6.2	6.2	4.3	5.8	5.9
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	46.4	53.7	51.3	49.5	49.2
이자보상배율(배)	14.6	14.3	9.2	12.6	13.5
배당성향(배)	21.9	25.2	25.9	22.5	21.0

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 것입니다. 당시의 리시버센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%), 중립(24.8%), 매도(0.0%)

■ 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

## 최근 1년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				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	-23.2	-8.6			
18/10/31	Buy	170,000	-	-			

주: \*표는 담당자 변경

