

독십자

BUY(유지)

006280 기업분석 | 제약

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

2018. 10. 31

일정이 가늠될 때 봐도 늦지 않다

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

IMG-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 두번째 승인 거절의 영향은 주가에 충분히 반영되었다고 판단된다. 반동의 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 주가와외의 괴리율을 감안하여 목표주가를 170,000원으로 하향한다. 목표주가는 기존 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.

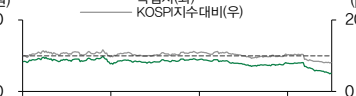
Investment Fundamentals (IFRS연결)						(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	123,500/247,500원				
매출액	1,198	1,288	1,319	1,409	1,552	KOSDAQ /KOSPI	644/2,015pt				
(증가율)	14.3	7.5	2.4	6.9	10.1	시가총액	14,900억원				
영업이익	78	90	65	88	95	60일-평균거래량	63,797				
(증가율)	-14.4	15.1	-28.4	36.4	7.5	외국인지분율	22.9%				
지배주주순이익	63	53	52	59	64	60일-외국인지분율변동추이	-2.8%p				
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	(pt)					
EV/EBITDA (H/L)	28.5/16.2	23.7/14.5	14.6	12.1	11.6	추가상승률	1M	3M	12M		
영업이익률	6.5	7.0	4.9	6.3	6.1	절대기준	-27.1	-29.9	-38.7		
ROE	6.5	5.2	4.9	5.4	5.5	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
매출액	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	6.9
내수	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	3.3
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
수출	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	18.6
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
매출총이익	73.9	100.8	112.6	79.6	81.4	87.6	103.0	88.7	366.8	360.7	400.0
영업이익	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
당기순이익	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
유동자산	801	927	926	962	1,021
현금및현금성자산	57	171	198	190	169
매출채권및기타채권	345	368	355	383	423
재고자산	321	381	368	386	427
비유동자산	749	777	814	831	847
유형자산	554	552	593	613	634
무형자산	74	88	84	80	76
투자자산	93	103	103	103	103
자산총계	1,551	1,704	1,740	1,792	1,868
유동부채	303	260	255	259	281
매입채무및기타채무	179	218	213	217	239
단기차입금및단기차	15	6	6	6	6
유동상장기부채	84	0	0	0	0
비유동부채	188	335	335	335	335
사채및장기차입금	150	307	307	307	307
부채총계	492	595	590	594	616
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	325	324	324	324	324
이익잉여금	637	677	715	760	810
비지배주주지분	66	68	72	76	80
자본총계	1,059	1,109	1,150	1,199	1,252

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-2	58	120	80	69
당기순이익	65	57	55	63	68
현금유출이없는비용및수익	59	77	58	73	77
유형및무형자산상각비	31	37	51	52	54
영업관련자산부채변동	-80	-57	22	-41	-57
매출채권및기타채권의감소	-56	-24	13	-28	-40
재고자산의감소	9	-59	13	-17	-41
매입채무및기타채무의증가	-26	37	-5	4	22
투자활동현금흐름	-111	15	-72	-67	-68
CAPEX	-81	-29	-88	-69	-70
투자자산의순증	-9	-10	0	0	0
재무활동현금흐름	111	48	-21	-21	-21
사채및차입금의 증가	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	27	-8	-20
기초현금	58	57	171	198	199
기말현금	57	171	198	190	169

자료: 녹십자, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,198	1,288	1,319	1,409	1,552
매출원가	846	921	958	1,009	1,116
매출총이익	352	367	361	400	436
판매비	274	277	296	312	341
영업이익	78	90	65	88	95
EBITDA	110	127	116	140	149
영업외손익	2	-18	6	-9	-9
금융손익	0	-7	8	-5	-5
투자손익	-2	-2	0	0	0
기타영업외손익	4	-9	-2	-4	-4
세전이익	80	72	71	80	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	57	55	63	68
지배주주지분순이익	63	53	52	59	64
비지배주주지분순이익	2	3	3	4	4
총포괄이익	67	65	55	63	68
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 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
당당지표(원)					
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
Multiple(배)					
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
수익성(%)					
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
ROIC	6.2	6.2	4.3	5.8	5.9
안정성및기타					
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

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

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

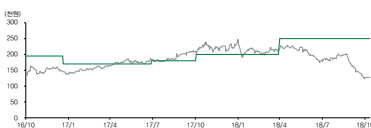
가업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

녹십자 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

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

주: *표는 담당자 변경