기업브리프

실적 Review

키움증권

2019. 2. 13

녹십자 (006280)

예상된 적자. 상반기 IVIG 향방 가시화

Outperform(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(2/12): 146,000원

시가총액: 17,062억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/12)		2,190.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	228,500원	119,500원
등락률	-36.11%	22.18%
수익률	절대	상대
1M	7.4%	1.7%
6M	-20.9%	-17.5%
1Y	-27.5%	-21.1%

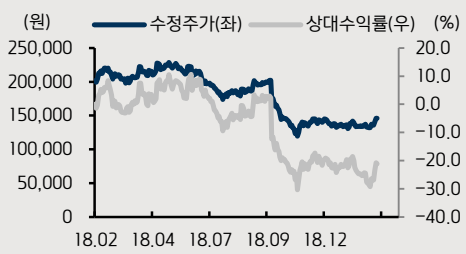
Company Data

발행주식수		11,687천주
일평균 거래량(3M)		40천주
외국인 지분율		21.52%
배당수익률(18E)		0.92%
BPS(18E)		90,806원
주요 주주	녹십자홀딩스 외	52.89%

투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018P	2019E
매출액	11,979	12,879	13,349	14,110
보고영업이익	785	903	501	621
핵심영업이익	785	903	501	621
EBITDA	1,095	1,270	848	966
세전이익	795	722	502	595
순이익	652	567	342	429
지배주주지분순이익	630	532	344	414
EPS(원)	5,388	4,556	2,942	3,542
증감률(%YoY)	-33.7	-15.4	-35.4	20.4
PER(배)	29.1	49.6	46.2	38.4
PBR(배)	1.8	2.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	18.5	23.3	17.0	15.4
보고영업이익률(%)	6.5	7.0	3.8	4.4
핵심영업이익률(%)	6.5	7.0	3.8	4.4
ROE(%)	6.3	5.2	3.1	3.7
순부채비율(%)	12.4	12.7	-12.1	-13.9

Price Trend



4분기 실적은 독감 백신 폐기 충당금으로 영업적자를 기록하였으나, 4분기 실적 기대치는 이미 낮아진 상황이다. 비용 통제와 백신 수출 회복 등으로 '19년 실적은 지난해 바닥을 지나 서서히 회복되겠다. 여전히 주가에 큰 모멘텀은 IVIG-SN의 미국 진출이며, 오는 4월 FDA와의 미팅에서 Class I, II 지정 여부에 따라 구체적인 향방이 나타날 것으로 전망된다.

>>> 백신 폐기 충당금으로 인한 예상된 적자

4분기 연결 매출액은 3,467억원(YoY +6%), 영업이익은 -56억원으로 컨센서스를 하회하였으나, 최근 시장 기대치 낮아지며 예상했던 수준이다. 주 요인은 백신 폐기 충당금과 자회사 녹십자MS의 단가 이슈로 인한 원가율 상승(YoY +3%p) 때문으로 보인다. 사용 기간이 1년인 독감 백신 물량은 대개 시즌 종료되면 폐기하는데, 상반기 중남미향 수출 부진이 4분기에 폐기 충당금 부담으로 돌아온 것이다. 독감 백신 3가 시장의 경쟁 심화 및 판가 하락으로 동사의 점유율 하락(70% → 50%) 하였으나, '18년을 바닥으로 올해 70% 수준의 회복이 예상된다. 입찰참가자격 사전심사(PQ, Prequalification) 인증을 획득한 4가 백신은 동사와 사노피 밖에 없기 때문이다.

>>> 실적은 바닥을 지나가고, 상반기 IVIG-SN 향방 가시화

'18년 매출액 1조 3,349억원(YoY +4%) 영업이익 501억원(YoY -52%, OPM 3.8%)로 부진한 해를 보냈으나, 올해는 매출액 1조 4,110억원(YoY +6%) 영업이익 621억원(YoY +24%, OPM 4.4%)로 개선될 것으로 전망한다. 백신 수출 회복 및 비용 통제 등 이익률 소폭 개선이 예상된다.

IVIG-SN은 4월 FDA로부터 Class I 혹은 Class II 관련 논의 결과가 나올 것으로 보이는데, Class I으로 분류되면 올해 하반기 재신청(resubmission) 및 승인이 예상된다. Class II로 분류 된다면 재생산 검토 6개월과 재신청 6개월로 승인까지 최소 1년 가량 소요될 수 있다. 동사는 지난 2차 CRL에서 임상용과 상업용 배치간에 동등성 이슈가 있었던 만큼 Class II로 분류될 가능성도 존재해 보수적으로 승인 시점을 '19년에서 '20년으로 적용하고 성공확율을 95%에서 85%로 수정하여 IVIG-SN 가치를 3,326억원으로 하향하였다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 16만원 하향

동사의 fw12m EBITDA는 -3% 소폭 하향 조정 및 IVIG-SN 출시 시기 지연 및 성공확율 조정으로 IVIG-SN 가치 3,326억원으로 -29% 하향하여 목표주가 16만원으로 하향한다. 다만, 동사의 실적이 바닥을 지나가고 있고 '20년 혈우병 치료제와 헌터라제 중국 출시 및 IVIG-SN의 미국 승인 등 중장기 펀더멘털 개선이 기대되어 투자의견 Outperform 유지한다.

녹십자 분기 실적 요약

(단위, 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	326.3	294.1	341.8	352.3	346.7	-2%	6%	337.1	3%	339.6	2%
영업이익	0.1	14.4	13.3	28.0	(5.6)	적전	적전	5.2	N.A	(1.2)	-368%
영업이익률	0%	5%	4%	8%	N.A			2%			
세전이익	(8)	24.7	3.8	23.2	(1.5)	적전	적지	0.3	N.A		
세전이익률		8%	1%	7%	N.A						
지배주주순이익	(3.6)	15.7	3.8	16.6	(1.7)	적전	적지	3.9	N.A	2	N.A

자료: Fnguide, 전자공시, 키움증권 리서치

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	15,456	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	3,729	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	118	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	3,326	
③ 순차입금	1,411	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	17,774	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	160,000	

자료: 키움증권 리서치

IVIG 가치 산정 내역

(단위, 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	…	'29F
Target Market(US)	3,244	3,455	3,679	3,918	4,173	4,444	4,733	5,040		5,673
yoy	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%		3.0%
IVIG-SN 진행상황			FDA 허가							
IVIG-SN_MS			0.1%	1.0%	3.0%	5.0%	6.0%	7.0%		8.0%
IVIG-SN 매출액(억원)			39	411	1,314	2,333	2,982	3,704		4,765
EBIT 마진			3.0%	5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%		15.0%
EBIT(억원)			1	21	105	233	358	519		715
FCF(억원)			1	16	82	182	279	405		557
확률 환산 FCF(억원)			1	14	70	155	237	344		474
NPV	1,484									
NPV of TV	2,429									
NPV 합산 가치	3,912									
rNPV 합산가치(억원)	3,326									

참고: 환율 1,050원, 법인세율 22%, 성공확율 85%, 영구성장율 0%
자료: 키움증권 리서치

2019년 R&D 이벤트

자료: 녹십자, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,979	12,879	13,349	14,110	14,650
매출원가	8,458	9,211	9,891	10,349	10,740
매출총이익	3,521	3,668	3,458	3,761	3,910
판매비및일반관리비	2,736	2,765	2,957	3,140	3,222
영업이익(보고)	785	903	501	621	689
영업이익(핵심)	785	903	501	621	689
영업외손익	11	-181	1	-26	-30
이자수익	9	15	15	16	17
배당금수익	2	2	3	3	3
외환이익	138	35	0	0	0
이자비용	54	63	18	45	50
외환손실	65	157	0	0	0
관계기업지분법손익	-21	-23	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	47	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	2	0	0	0
기타	0	-39	0	0	0
법인세차감전이익	795	722	502	595	658
법인세비용	144	154	160	167	184
유효법인세율 (%)	18.1%	21.4%	31.9%	28.0%	28.0%
당기순이익	652	567	342	429	474
지배주주지분순이익(억원)	630	532	344	414	458
EBITDA	1,095	1,270	848	966	1,033
현금순이익(Cash Earnings)	962	934	689	774	818
수정당기순이익	651	528	342	429	474
증감율(%, YoY)					
매출액	14.3	7.5	3.6	5.7	3.8
영업이익(보고)	-14.4	15.1	-44.5	23.9	10.9
영업이익(핵심)	-14.4	15.1	-44.5	23.9	10.9
EBITDA	-8.8	16.0	-33.2	14.0	6.9
지배주주지분 당기순이익	-33.7	-15.4	-35.4	20.4	10.6
EPS	-33.7	-15.4	-35.4	20.4	10.6
수정순이익	-26.6	-18.9	-35.3	25.4	10.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	8,014	9,265	11,792	12,376	12,924
현금및현금성자산	569	1,710	3,986	4,231	4,500
유동금융자산	603	9	9	10	10
매출채권및유동채권	3,634	3,734	3,870	4,091	4,248
재고자산	3,208	3,813	3,927	4,045	4,166
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,492	7,770	8,094	8,123	8,139
장기매출채권및기타비유동채권	81	148	154	162	168
투자자산	1,019	1,114	1,459	1,505	1,538
유형자산	5,540	5,520	5,531	5,542	5,552
무형자산	736	879	841	805	770
기타비유동자산	116	109	109	109	109
자산총계	15,506	17,036	19,887	20,499	21,062
유동부채	3,033	2,601	5,245	5,561	5,785
매입채무및기타유동채무	1,822	2,202	5,340	5,644	5,860
단기차입금	153	56	56	56	56
유동성장기차입금	840	4	-496	-496	-496
기타유동부채	218	339	346	357	365
비유동부채	1,883	3,348	3,355	3,366	3,374
장기매입채무및비유동채무	90	113	117	124	129
사채및장기차입금	1,495	3,070	3,070	3,070	3,070
기타비유동부채	298	165	168	172	176
부채총계	4,916	5,949	8,600	8,927	9,159
자본금	584	584	584	584	584
주식발행초과금	2,918	2,918	2,918	2,918	2,918
이익잉여금	6,372	6,775	6,985	7,264	7,588
기타자본	56	125	125	125	125
지배주주지분자본총계	9,931	10,402	10,612	10,892	11,216
비지배주주지분자본총계	659	685	674	680	688
자본총계	10,590	11,087	11,286	11,572	11,903
순차입금	1,316	1,411	-1,365	-1,610	-1,880
총차입금	2,488	3,130	2,630	2,630	2,630

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-17	579	3,580	746	760
당기순이익	652	567	342	429	474
감가상각비	275	327	309	309	310
무형자산상각비	36	40	38	36	34
외환손익	-34	76	0	0	0
자산처분손익	1	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-798	-570	2,893	-25	-56
기타	-148	134	-2	-3	-3
투자활동현금흐름	-1,111	148	-664	-363	-351
투자자산의 처분	-127	610	-344	-43	-31
유형자산의 처분	1	5	0	0	0
유형자산의 취득	-807	-295	-320	-320	-320
무형자산의 처분	-178	-182	0	0	0
기타	0	10	0	0	0
재무활동현금흐름	1,106	482	-640	-138	-139
단기차입금의 증가	-434	-938	0	0	0
장기차입금의 증가	1,595	1,577	-500	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-205	-153	-143	-143	-143
기타	150	-4	3	5	3
현금및현금성자산의순증가	-8	1,141	2,276	245	269
기초현금및현금성자산	577	569	1,710	3,986	4,231
기말현금및현금성자산	569	1,710	3,986	4,231	4,500
Gross Cash Flow	781	1,148	687	771	815
Op Free Cash Flow	-830	31	3,261	447	464

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,388	4,556	2,942	3,542	3,918
BPS	84,976	89,010	90,806	93,201	95,970
주당EBITDA	9,372	10,869	7,257	8,270	8,837
CFPS	8,234	7,995	5,893	6,623	7,001
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주가배수(배)					
PER	29.1	49.6	46.2	38.4	34.7
PBR	1.8	2.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.5	23.3	17.0	15.4	14.1
PCFR	19.1	28.3	23.1	20.5	19.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.5	7.0	3.8	4.4	4.7
영업이익률(핵심)	6.5	7.0	3.8	4.4	4.7
EBITDA margin	9.1	9.9	6.4	6.8	7.0
순이익률	5.4	4.4	2.6	3.0	3.2
자기자본이익률(ROE)	6.3	5.2	3.1	3.7	4.0
투하자본이익률(ROIC)	6.4	6.4	3.5	5.3	5.9
안정성(%)					
부채비율	46.4	53.7	76.2	77.1	76.9
순차입금비율	12.4	12.7	-12.1	-13.9	-15.8
이자보상배율(배)	14.6	14.3	28.6	13.8	13.8
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
재고자산회전율	3.7	3.7	3.4	3.5	3.6
매입채무회전율	6.2	6.4	3.5	2.6	2.5

Compliance Notice

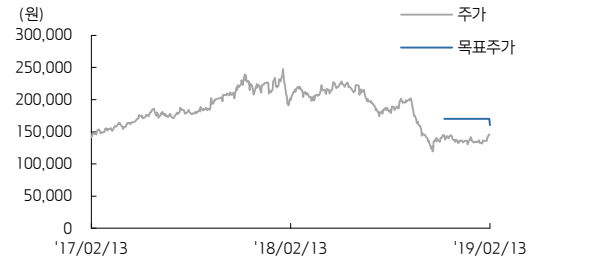
- 당사는 2월 12일 현재 '녹십자' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
녹십자 (006280)	2018-11-21	Outperform(Initiate)	170,000원	6개월	-19.38	-14.12
	2019-02-12	Outperform(Maintain)	160,000원			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%