



Outperform(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(4/30): 144,000원

시가총액: 16,829억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/30)	2,203.59pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	228,500 원
등락률	-37.0%
수익률	절대 상대
1M	-0.3%
6M	12.9%
1Y	-33.5%
	-3.2%
	3.3%
	-24.1%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(2019E)	0.7%
BPS(2019E)	92,767원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 17 인
	52.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,324.4	1,379.7
영업이익	90.3	50.2	50.9	63.2
EBITDA	127.0	90.3	91.8	101.3
세전이익	72.2	50.2	50.9	52.8
순이익	56.7	34.2	40.2	40.6
지배주주지분순이익	53.2	34.4	40.4	40.8
EPS(원)	4,556	2,946	3,459	3,494
증감률(% YoY)	-15.4	-35.3	17.4	1.0
PER(배)	49.6	46.2	41.6	41.2
PBR(배)	2.54	1.50	1.55	1.52
EV/EBITDA(배)	22.6	21.0	20.3	18.1
영업이익률(%)	7.0	3.8	3.8	4.6
ROE(%)	5.2	3.3	3.8	3.7
순차입금비율(%)	14.0	21.2	10.0	6.8

Price Trend



실적 Review

녹십자 (006280)

2Q 실적 개선과 IVIG-SN의 향방 주목



1Q 실적은 시장 기대치를 하회했지만, 이미 시장은 실적에 대한 기대치가 높지 않아 30일 장중 실적 발표에도 약보합 마감에 그쳤다. 2Q19 실적은 남반구 독감백신 수주로 수익성 회복이 예상된다. 또한, 상반기 미국 IVIG-SN의 향후 향방에 대해 가시화할 수 있을 것으로 보이며, '20년 중국 헌터라제와 그린진에프의 출시 및 '20년말 캐나다에 IVIG 허가 승인 가능할 수 있을 것으로 보여 동사에 대한 중장기적 접근이 필요하다.

>>> 1Q19 실적 시장 기대치 하회

1Q19 연결 매출액 2,868억원(YoY -2%, QoQ -17%), 영업이익 14억원(YoY -90%, QoQ 흑자전환)으로 컨센서스 매출액과 영업이익 3,005억원, 121억원을 큰 폭 하회하였다. 매출액은 '18년 658억원(1Q18 141억원) 판매되던 노보노디스크 인슐린제제 상품 매출이 올해 계약 종료되었고, 1Q18 144억원하던 수두 백신 수출이 이번 분기 10억원을 기록했기 때문이다. 또한, 경상연구개발비용 293억원(YoY +7.8%) 증가와 혈액제제 수출이 IVIG에만 몰리면서 수익성에 영향을 준 것으로 보인다. 영업 외에서는 관계기업 손익이 일회성 요인으로 개선된 영향이 있었다.

>>> 2분기는 남반구 수출로 회복 기대

2분기 매출액은 3,410억원(YoY -0.2%), 영업이익은 243억원(YoY +82.5%)로 수익성 회복이 전망된다. 남반구 독감백신 약 403억원 규모로 수주에 성공해 수출 회복이 기대되며, 이번 수주에 고마진 4가 독감 백신 비중 또한 20%로 수익성 개선에 기여할 수 있을 것으로 예상한다. 다만 올해 경상연구개발비율이 매출 대비 10%로 '18년 9.1% 대비 증가가 전망되면서, '19년 매출액 1조 3,244억원(YoY -0.8%), 영업이익 514억원(YoY +2.4%, OPM 3.9%)이 예상된다.

>>> '20년 모멘텀 다수 있어 중장기적 접근 필요

시장에서 가장 주목하고 있는 미국 IVIG-SN의 향방은 상반기내 향후 향방에 대한 타임라인을 제시할 수 있을 것으로 보인다. 이 외에 올해 상반기내 희귀질환치료제 헌터라제 중국 신약 허가 신청이 예상되며, 대개 허가 신청 후 승인까지 15~18개월 소요되나 희귀질환으로 그보다 빠른 '20년 상반기 허가도 기대해 볼 수 있다. 유일한 경쟁약은 샤이어의 엘라프라제로 경쟁이 치열하지 않다는 점도 긍정적이다. 유전자재조합 A형 혈우병칠제 그린진에프도 2분기 중국 신약 허가 신청을 앞두고 있어 '20년 허가가 예상되고, IVIG 캐나다 상업시기도 '20년 말 가량이 될 것으로 보인다. '20년 헌터라제와 그린진에프의 중국 허가 승인 및 IVIG 캐나다 승인 모멘텀을 앞두고 있어 중장기적 접근이 유효해 투자의견과 목표주가 유지한다.

녹십자 분기 실적 요약

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	4Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)	(단위, 십억원)
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	286.8	-17%	-2%	302.1	-5%	300.5	-5%	
영업이익	14.5	13.3	28.0	(5.6)	1.4	흑전	-90%	14.4	-90%	12.1	-89%	
영업이익률	5%	4%	8%	-	-							
세전이익	24.7	3.8	23.2	-1.5	6.0	흑전	-76%	12.9	-53%			
세전이익률	8%	1%	-	-	-							
지배주주순이익	15.7	3.8	16.6	(1.7)	5.0	흑전	-68%	10.0	-50%	10.7	-54%	

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

목표주가 산정내역

구 분	가치 산정	비 고	(단위, 억원, 천 주)
① 영업가치	16,265	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용	
② 비영업가치	3,733		
- 관계 기업 :			
GCNA	285	장부가액 30% 할인	
녹십자셀	122	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용	
- Pipeline			
IVIG-SN	3,326		
③ 순차입금	2,218		
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외	
⑤ 기업가치(=①+②- ③)	17,780		
⑥ 목표주가(=⑤/④)	160,000		

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

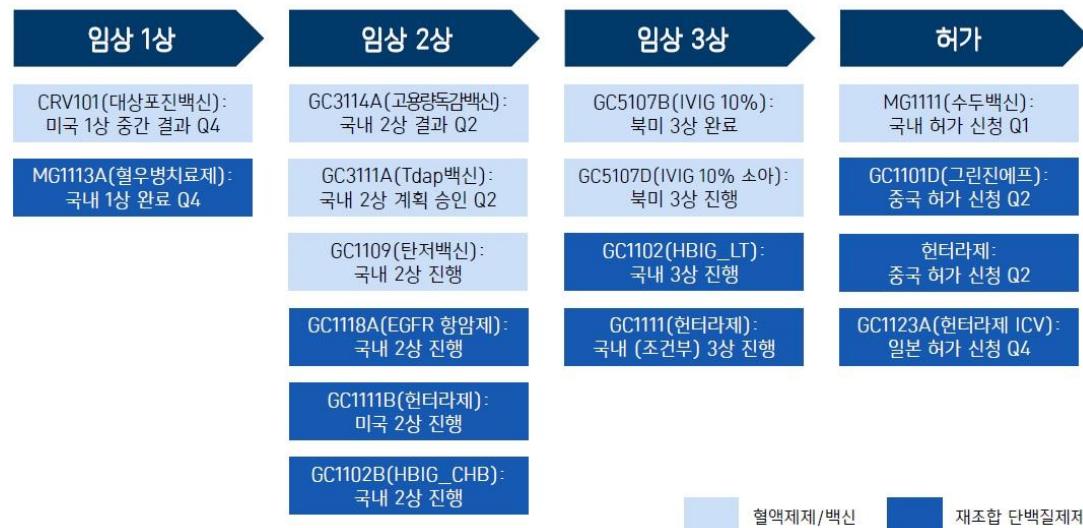
실적 세부 내용

(단위,
십억원)

구 분	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2019
국내	혈액	80.6	83.8	79.3	80.0	323.7	82.2	87.7	84.5	85.3
	백신	39.0	39.2	74.3	46.5	199.0	33.5	41.6	83.1	41.1
	ETC	70.1	69.2	75.3	82.2	296.8	60.5	56.1	60.9	69.6
	OTC	20.9	25.6	22.8	25.4	94.7	25.1	30.2	26.2	30.3
	기타	-	-	-	0.2	0.2	-	-	0.2	0.2
수출	혈액	17.9	27.1	37.7	35.7	118.4	26.6	27.1	34.5	33.2
	백신	15.9	42.9	14.4	23.6	96.8	2.6	47.3	14.9	33.3
	ETC	3.4	5.9	2.1	6.7	18.1	5.8	7.5	2.6	5.7
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	1,334.9	286.8	341.0	349.7	346.9	1,324.4
YOY	6.8%	3.5%	-1.1%	6.2%	3.6%	-2.5%	-0.2%	-0.8%	0.1%	-0.8%
원가	212.7	254.2	249.3	272.8	989.0	213.6	242.3	243.9	259.1	959.0
원가율	72.3%	74.4%	70.8%	78.7%	74.1%	74.5%	71.1%	69.8%	74.7%	72.4%
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.8	345.9	73.2	98.7	105.7	87.8	365.4
판매관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	295.7	71.9	74.4	77.7	90.5	314.1
판매관리비율	22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	22.2%	25.1%	21.8%	22.2%	26.1%	23.7%
영업이익	14.5	13.3	28.0	(5.6)	50.2	1.4	24.3	28.0	(2.8)	51.4
YOY	5.7%	-61.4%	-33.4%	-	-51.6%	-90.5%	82.5%	0.2%	-	2.4%
OPM	4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	3.8%	0.5%	7.1%	8.0%	-0.8%	3.9%

자료: 키움증권 리서치

2019년 R&D 파이프라인 주요일정



자료: 녹십자, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,324.4	1,379.7	1,430.6
매출원가	921.1	989.0	959.0	986.6	1,023.2
매출총이익	366.8	345.9	365.4	393.1	407.5
판관비	276.5	295.7	314.5	329.9	345.5
영업이익	90.3	50.2	50.9	63.2	62.0
EBITDA	127.0	90.3	91.8	101.3	97.5
영업외손익	-18.1	0.0	0.0	-10.4	-9.8
이자수익	1.5	1.9	2.2	4.8	5.5
이자비용	6.3	7.6	6.7	7.7	7.7
외환관련이익	3.5	8.8	5.6	5.6	5.6
외환관련손실	15.7	6.0	5.3	5.3	5.3
증속 및 관계기업손익	-2.3	-7.0	7.0	0.0	0.0
기타	1.2	9.9	-2.8	-7.8	-7.9
법인세차감전이익	72.2	50.2	50.9	52.8	52.2
법인세비용	15.4	15.9	10.7	12.1	12.0
계속사업순손익	56.7	34.2	40.2	40.6	40.2
당기순이익	56.7	34.2	40.2	40.6	40.2
지배주주순이익	53.2	34.4	40.4	40.8	40.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.5	3.6	-0.8	4.2	3.7
영업이익 증감율	15.1	-44.4	1.4	24.2	-1.9
EBITDA 증감율	16.0	-28.9	1.7	10.3	-3.8
지배주주순이익 증감율	-15.5	-35.3	17.4	1.0	-1.0
EPS 증감율	-15.4	-35.3	17.4	1.0	-1.0
매출총이익률(%)	28.5	25.9	27.6	28.5	28.5
영업이익률(%)	7.0	3.8	3.8	4.6	4.3
EBITDA Margin(%)	9.9	6.8	6.9	7.3	6.8
지배주주순이익률(%)	4.1	2.6	3.1	3.0	2.8

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	98.1	65.0	65.1
당기순이익	56.7	34.2	40.2	40.6	40.2
비현금항목의 가감	76.9	74.0	60.0	57.1	53.7
유형자산감가상각비	32.7	35.4	34.9	32.5	30.3
무형자산감가상각비	4.0	4.8	6.0	5.6	5.2
지분법평가손익	-4.5	-14.5	0.0	0.0	0.0
기타	44.7	48.3	19.1	19.0	18.2
영업활동자산부채증감	-57.0	-74.3	12.4	-18.3	-15.2
매출채권및기타채권의감소	-24.3	-22.8	3.1	-16.2	-14.9
재고자산의감소	-59.2	-10.2	3.0	-16.0	-14.8
매입채무및기타채무의증가	37.2	-14.1	7.3	15.4	16.2
기타	-10.7	-27.2	-1.0	-1.5	-1.7
기타현금흐름	-18.7	-19.5	-14.5	-14.4	-13.6
투자활동 현금흐름	14.8	-86.1	48.2	-7.7	-7.7
유형자산의 취득	-29.5	-41.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-18.2	-23.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.6	-24.6	45.9	-9.9	-9.9
단기금융자산의감소(증가)	59.4	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	12.2	2.2	2.3	2.2	2.2
재무활동 현금흐름	48.2	-4.5	-17.1	-17.1	-17.1
차입금의 증가(감소)	63.9	16.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가 (감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.3	-15.3	-11.4	-11.4	-11.4
기타	0.1	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타현금흐름	-6.8	1.8	-5.6	-5.7	-5.6
현금 및 현금성자산의 순증가	114.1	-74.3	123.5	34.5	34.7
기초현금 및 현금성자산	56.9	171.0	96.6	220.2	254.7
기말현금 및 현금성자산	171.0	96.6	220.2	254.7	289.3

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	1,011.7	1,080.1	1,146.2
현금 및 현금성자산	171.0	96.6	220.1	254.7	289.4
단기금융자산	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 및 기타채권	368.2	391.2	388.2	404.4	419.3
재고자산	381.3	386.9	383.9	399.9	414.7
기타유동자산	6.0	18.7	19.5	21.1	22.8
비유동자산	777.0	830.0	743.2	715.0	689.4
투자자산	103.1	127.7	81.8	91.7	101.6
유형자산	552.0	559.7	524.7	492.2	461.9
무형자산	87.9	100.8	94.9	89.3	84.1
기타비유동자산	34.0	41.8	41.8	41.8	41.8
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,754.9	1,795.1	1,835.6
유동부채	260.1	303.5	310.7	326.2	342.4
매입채무 및 기타채무	217.8	211.4	218.6	234.1	250.2
단기금융부채	14.3	66.6	66.6	66.6	66.6
기타유동부채	28.0	25.5	25.5	25.5	25.6
비유동부채	334.8	293.7	293.7	293.7	293.7
장기금융부채	312.4	268.4	268.4	268.4	268.4
기타비유동부채	22.4	25.3	25.3	25.3	25.3
부채총계	594.9	597.2	604.5	619.9	636.1
자본총액	1,040.2	1,059.6	1,084.1	1,109.1	1,133.6
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	324.4	327.2	327.2	327.2	327.2
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	15.7	7.9	3.4	-1.1	-5.6
이익잉여금	677.5	701.8	730.8	760.2	789.2
비지배지분	68.5	66.6	66.4	66.2	66.0
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,150.5	1,175.2	1,199.6

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	3,459	3,494	3,461
BPS	89,010	90,669	92,767	94,900	97,000
CFPS	11,433	9,260	8,579	8,359	8,037
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	49.6	46.2	41.6	41.2	41.6
PER(최고)	53.8	88.3	46.0		
PER(최저)	30.1	40.1	37.3		
PBR	2.54	1.50	1.55	1.52	1.48
PBR(최고)	2.75	2.87	1.71		
PBR(최저)	1.54	1.30	1.39		
PSR	2.05	1.19	1.27	1.22	1.18
PCFR	19.8	14.7	16.8	17.2	17.9
EV/EBITDA	22.6	21.0	20.3	18.1	18.4
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	25.2	33.3	28.4	28.1	28.4
배당수익률(%),보통주,현금)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ROA	3.5	2.0	2.3	2.3	2.2
ROE	5.2	3.3	3.8	3.7	3.6
ROIC	6.3	3.2	3.3	4.1	4.1
매출채권회전율	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5
재고자산회전율	3.7	3.5	3.4	3.5	3.5
부채비율	53.7	53.0	52.5	52.7	53.0
순차입금비율	14.0	21.2	10.0	6.8	3.8
이자보상배율	14.3	6.6	7.6	8.2	8.0
총차입금	326.8	335.0	335.0	335.0	335.0
순차입금	154.9	238.2	114.7	80.1	45.4
NOPLAT	127.0	90.3	91.8	101.3	97.5
FCF	4.3	-60.2	93.6	68.4	68.0

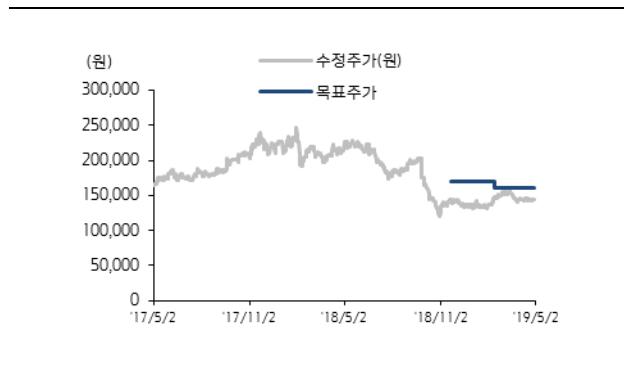
Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 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 권리로 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점		고리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자 (006280)	2018-11-21	Outperform(Initiate)	170,000원	6개월	-19.32	-14.12	
	2019-02-13	Outperform(Maintain)	160,000원	6개월	-7.80	-0.94	
	2019-05-02	Outperform(Maintain)	160,000원	6개월			

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%