



Outperform(Maintain)

목표주가: 130,000원
주가(7/10): 116,000원

시가총액: 13,556억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/10)		2,058.78pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	202,000원	116,000원
등락률	-42.6%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-4.5%	-2.6%
6M	-16.8%	-16.7%
1Y	-41.4%	-34.7%

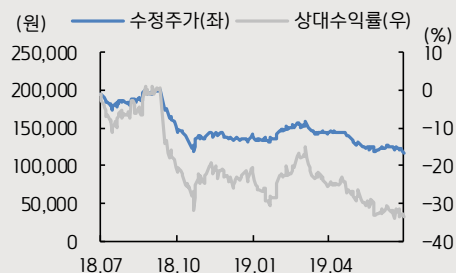
Company Data

발행주식수	11,687천주
일평균 거래량(3M)	30천주
외국인 지분율	19.8%
배당수익률(2019E)	0.9%
BPS(2019E)	92,725원
주요 주주	녹십자홀딩스외 17 인 52.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,345.4	1,401.9
영업이익	90.3	50.2	46.1	52.9
EBITDA	127.0	90.3	87.0	91.0
세전이익	72.2	50.2	50.5	55.5
순이익	56.7	34.2	39.7	42.8
지배주주지분순이익	53.2	34.4	39.9	43.0
EPS(원)	4,556	2,946	3,416	3,679
증감률(% YoY)	-15.4	-35.3	16.0	7.7
PER(배)	49.6	46.2	34.4	31.9
PBR(배)	2.54	1.50	1.27	1.24
EV/EBITDA(배)	22.6	21.0	18.0	16.8
영업이익률(%)	7.0	3.8	3.4	3.8
ROE(%)	5.2	3.3	3.7	3.9
순차입금비율(%)	14.0	21.2	10.9	7.5

Price Trend



녹십자 (006280)

2분기 기대치 하회 예상



2분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다. 2공장 가동에 따른 높은 원가율, 고마진인 터키향 수두 백신 수출의 지연 등 때문으로 보이는데요. 다만, 이미 시장에서 실적에 대한 기대치가 낮고, 지난 6월 MIG-SN의 사업전략을 발표하며 모멘텀 부재 또한 주가에 반영된 것으로 판단됩니다. 단기 모멘텀과 실적 개선을 기대하긴 어려우나, 당장 약재 또한 보이지 않는 상황으로 주가는 바닥을 다질 수 있을 것으로 예상됩니다.

>>> 2Q19 컨센서스 하회 예상

2Q19 연결 매출액은 3,498억원(YoY +2.3%), 영업이익은 146억원(YoY +9.9%, OPM 4.2%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익을 각각 -2%, -24% 하회할 것으로 예상된다. 고마진인 터키향 Sudu-vax 수출이 하반기로 지연되었고, 오창 2공장 가동에(가동율 30%) 따라 원가율이 높은 상황을 반영하였다. 또한, 연결 자회사 중 녹십자엠에스의 적자 지속과 미국 법인 큐레모(대상포진백신 개발사)의 개발 비용 등의 증가로 연결자회사의 이익 기여 영향이 미미할 것으로 예상된다. 국내 매출은 지난 2Q18 152억원 팔렸던 상품매출 인슐린(당뇨병치료제)이 이번 분기 제외되었음에도 불구하고 혈액/백신/일반의약품 판매 강화로 이를 상쇄하여 YoY +0.2%를 기록할 것으로 전망된다. 수출 또한 터키향 수두 수출이 하반기로 지연 되었음에도 불구하고, 알부민 수출 정상화와 기타 백신 수출 성장으로 YoY +15%의 수출 성장이 예상된다. 인슐린 품목 제외와 터키향 수두 백신 지연 등의 이슈에도 불구하고, 주력 사업 성장으로 이를 상쇄할 수 있을 것으로 전망된다.

>>> IVIG-SN 고농도 제형은 성공 가능성 높아

면역계 질환 치료에 사용되는 정맥 주사 혈액제제 IVIG-SN 5%가 4년째 허가가 지연된 사이 고농도 제형의 후속 파이프라인 IVIG-SN 10%의 3Q19 3상 완료를 목표로 하고 있다. '20년말 BLA 신청하여 '21년 하반기 허가가 예상된다. IVIG-SN 10%는 성공 가능성을 높게 보고 있는데, 이유는 1) IVIG-SN 5%가 FDA에 허가 신청('15년말) 이후인 '16년부터 10% 임상을 시작하여 FDA와 협업한 경험과 노하우가 쌓여 있고, 2) 임상 이후 공정 업데이트가 2번된 5%와 달리 임상시험한 공정으로 BLA 자료를 제출하기 때문이다.

>>> 투자의견 유지, TP 13만원 하향

1공장 물량을 2공장으로 변경하고, 1공장은 미국 전용으로 사용할 예정으로 IVIG-SN의 미국 진출시까지 당분간 높은 원가율 부담, 줄지 않는 R&D 비용 등으로 실적 기대치는 낮춰야 할 것으로 보인다. 순차입금 증가와 실적 추정치 하향하면서 목표주가를 13만원으로 하향한다. 다만, 희귀질환 치료제 헌터라제 올해 9월 중국 허가 신청으로 '20년 승인이 예상되며, '20년에는 IVIG-SN 10%의 BLA 신청 등이 예정 되어있다. 중장기적 관점에서 실적 개선과 모멘텀 발생에 주목할 필요가 있다.

실적 내용

구분	(단위, 십억원)						
	1Q19A	2Q19E	컨센서스	차이	2019E	컨센서스	차이
매출액	286.8	349.8	355.7	-2%	1,345.4	1,370.7	-1.8%
yoy	-2.5%	2.3%	4.1%		0.8%	2.7%	
영업이익	1.4	14.6	19.3	-24%	46.5	55.7	-16.5%
yoy	-90.5%	9.9%	45.0%		-7.3%	11.1%	
OPM	0.5%	4.2%	5.4%		3.5%	4.1%	
지배주주순이익	5.0	14.8	11.5	28%	39.9	41.4	-3.6%

자료: 키움증권 리서치

세부 실적 사항

구분	(단위, 십억원)										
		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	88.7	85.5	87.2	343.6
	백신	39.0	39.2	74.3	46.5	199.0	33.5	42.5	83.4	41.0	200.3
	ETC	70.1	69.2	75.3	82.2	296.8	60.5	56.4	61.2	70.4	248.4
	OTC	20.9	25.6	22.8	25.4	94.7	25.1	30.7	26.6	31.2	113.6
	기타	-	-	-	0.2	0.2	-	-	-	0.2	0.2
수출	혈액	17.9	27.1	37.7	35.7	118.4	26.6	32.6	37.5	35.6	132.3
	백신	15.9	42.9	14.4	23.6	96.8	2.6	47.3	14.9	33.3	98.1
	ETC	3.4	5.9	2.1	6.7	18.1	5.8	7.5	2.6	5.7	21.7
매출액		294.1	341.8	352.3	346.7	1,334.9	286.8	349.8	355.1	353.7	1,345.4
YOY		6.8%	3.5%	-1.1%	6.2%	3.6%	-2.5%	2.3%	0.8%	2.0%	0.8%
원가		212.7	254.2	249.3	272.8	989.0	213.6	260.4	247.7	262.4	984.2
원가율		72.3%	74.4%	70.8%	78.7%	74.1%	74.5%	74.5%	69.8%	74.2%	73.2%
매출총이익		81.4	87.6	103.0	73.8	345.9	73.2	89.3	107.4	91.3	361.2
판매관리비		66.9	74.3	75.0	79.5	295.7	71.8	74.7	77.8	90.8	314.7
판매관리비율		22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	22.2%	25.0%	21.4%	21.9%	25.7%	23.4%
영업이익		14.5	13.3	28.0	(5.6)	50.2	1.4	14.6	29.6	0.5	46.5
YOY		5.7%	-61.4%	-33.4%	적전	-51.6%	-90.5%	9.9%	5.6%	흑전	-7.3%
OPM		4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	3.8%	0.5%	4.2%	8.3%	0.1%	3.5%

자료: 키움증권 리서치

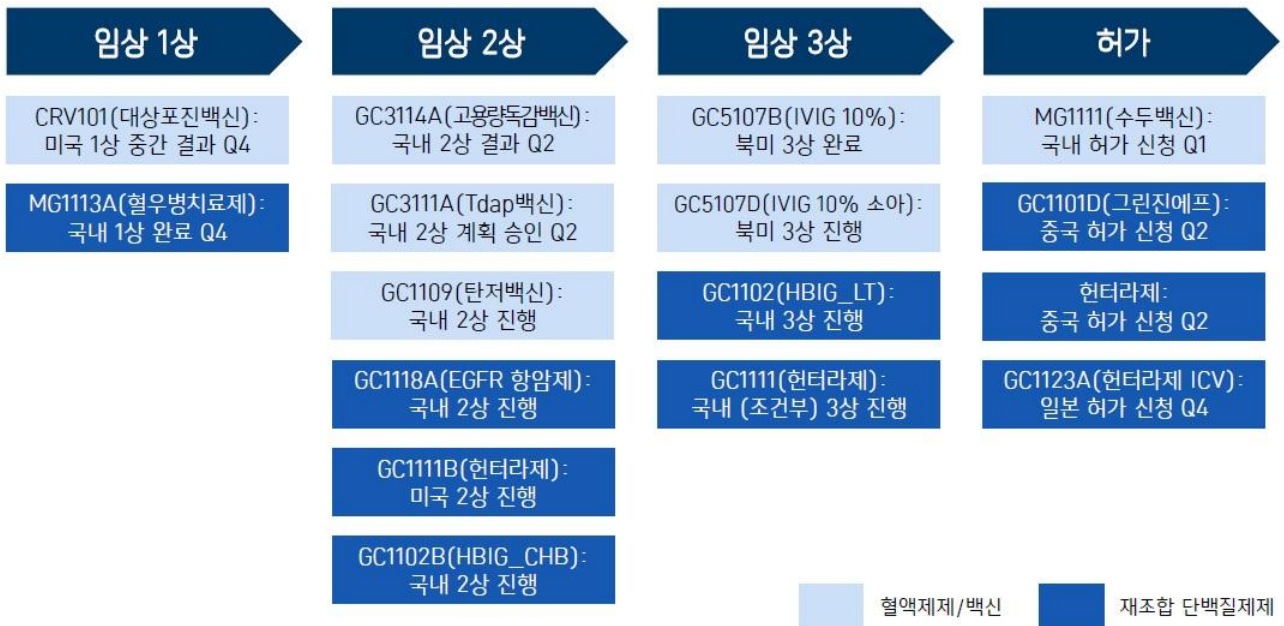
목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	14,167	Fwd 12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd. 12M) 적용
② 비영업가치	3,769	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	109	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	3,375	
③ 순차입금	3,041	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	14,894	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	130,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티
 자료: 키움증권 리서치센터

2019년 R&D 파이프라인 주요일정



자료: 녹십자, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,345.4	1,401.9	1,454.0
매출원가	921.1	989.0	984.2	1,018.3	1,056.3
매출총이익	366.8	345.9	361.2	383.6	397.7
판관비	276.5	295.7	315.1	330.7	346.4
영업이익	90.3	50.2	46.1	52.9	51.3
EBITDA	127.0	90.3	87.0	91.0	86.8
영업외손익	-18.1	0.0	4.4	2.7	3.3
이자수익	1.5	1.9	1.5	3.5	4.2
이자비용	6.3	7.6	5.5	6.3	6.3
외환관련이익	3.5	8.8	5.6	5.6	5.6
외환관련손실	15.7	6.0	5.3	5.3	5.3
종속 및 관계기업손익	-2.3	-7.0	4.0	0.0	0.0
기타	1.2	9.9	4.1	5.2	5.1
법인세차감전이익	72.2	50.2	50.5	55.5	54.7
법인세비용	15.4	15.9	10.8	12.8	12.6
계속사업손손익	56.7	34.2	39.7	42.8	42.1
당기순이익	56.7	34.2	39.7	42.8	42.1
지배주주순이익	53.2	34.4	39.9	43.0	42.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.5	3.6	0.8	4.2	3.7
영업이익 증감율	15.1	-44.4	-8.2	14.8	-3.0
EBITDA 증감율	16.0	-28.9	-3.7	4.6	-4.6
지배주주순이익 증감율	-15.5	-35.3	16.0	7.8	-1.6
EPS 증감율	-15.4	-35.3	16.0	7.7	-1.5
매출총이익율(%)	28.5	25.9	26.8	27.4	27.4
영업이익률(%)	7.0	3.8	3.4	3.8	3.5
EBITDA Margin(%)	9.9	6.8	6.5	6.5	6.0
지배주주순이익률(%)	4.1	2.6	3.0	3.1	2.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	953.6	1,024.3	1,092.4
현금 및 현금성자산	171.0	96.6	149.8	185.9	222.0
단기금융자산	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 및 기타채권	368.2	391.2	394.3	410.9	426.2
재고자산	381.3	386.9	390.0	406.3	421.5
기타유동자산	6.0	18.7	19.5	21.2	22.7
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	1,696.8	1,739.3	1,781.8
유동부채	260.1	303.5	253.0	268.6	284.9
매입채무 및 기타채무	217.8	211.4	220.9	236.5	252.8
단기금융부채	14.3	66.6	6.6	6.6	6.6
기타유동부채	28.0	25.5	25.5	25.5	25.5
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	546.7	562.3	578.6
지배지분	1,040.2	1,059.6	1,083.6	1,110.7	1,137.1
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	730.3	761.9	792.8
비지배지분	68.5	66.6	66.4	66.2	65.9
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,150.0	1,176.9	1,203.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	87.7	66.5	66.4
당기순이익	56.7	34.2	39.7	42.8	42.1
비현금항목의 가감	76.9	74.0	59.7	57.6	54.2
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	18.8	19.5	18.7
영업활동자산부채증감	-57.0	-74.3	2.5	-18.9	-15.8
매출채권및기타채권의감소	-24.3	-22.8	-3.1	-16.6	-15.3
재고자산의감소	-59.2	-10.2	-3.0	-16.4	-15.1
매입채무및기타채무의증가	37.2	-14.1	9.5	15.6	16.3
기타	-10.7	-27.2	-0.9	-1.5	-1.7
기타현금흐름	-18.7	-19.5	-14.2	-15.0	-14.1
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	-77.1	-17.1	-17.1
차입금의 증가(감소)	63.9	16.5	-60.0	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	-5.5	-5.5
현금 및 현금성자산의 순증가	114.1	-74.3	53.1	36.2	36.1
기초현금 및 현금성자산	56.9	171.0	96.6	149.7	185.9
기말현금 및 현금성자산	171.0	96.6	149.7	185.9	222.0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	3,416	3,679	3,622
BPS	89,010	90,669	92,725	95,042	97,303
CFPS	11,433	9,260	8,505	8,591	8,237
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	49.6	46.2	34.4	31.9	32.4
PER(최고)	53.8	88.3	46.5		
PER(최저)	30.1	40.1	34.2		
PBR	2.54	1.50	1.27	1.24	1.21
PBR(최고)	2.75	2.87	1.71		
PBR(최저)	1.54	1.30	1.26		
PSR	2.05	1.19	1.02	0.98	0.94
PCFR	19.8	14.7	13.8	13.7	14.3
EV/EBITDA	22.6	21.0	18.0	16.8	17.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.2	33.3	28.7	26.7	27.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
ROA	3.5	2.0	2.3	2.5	2.4
ROE	5.2	3.3	3.7	3.9	3.8
ROIC	6.3	3.2	3.0	3.4	3.4
매출채권회전율	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5
재고자산회전율	3.7	3.5	3.5	3.5	3.5
부채비율	53.7	53.0	47.5	47.8	48.1
순차입금비율	14.0	21.2	10.9	7.5	4.4
이자보상배율	14.3	6.6	8.4	8.4	8.1
총차입금	326.8	335.0	275.0	275.0	275.0
순차입금	154.9	238.2	125.0	88.8	52.8
NOPLAT	127.0	90.3	87.0	91.0	86.8
FCF	4.3	-60.2	79.6	59.9	59.2

Compliance Notice

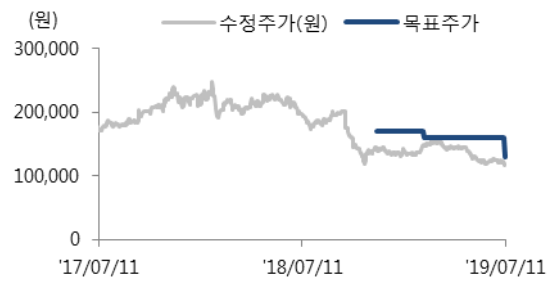
- 당사는 7월 10일 현재 '녹십자' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2018-11-21	Outperform (Initiate)	170,000원	6개월	-19.32	-14.12
(006280)	2019-02-13	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-7.83	-0.94
	2019-05-02	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-14.23	-0.94
	2019-07-11	Outperform (Maintain)	130,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%