



Outperform(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(10/30): 119,000원

시가총액: 13,907억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/30)		2,080.27pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	158,500원	98,400원
등락률	-24.9%	20.9%
수익률	절대	상대
1M	4.8%	4.0%
6M	-17.4%	-12.5%
1Y	-6.7%	-9.6%

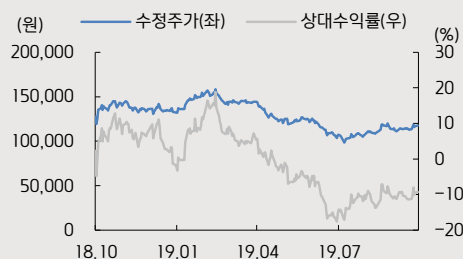
Company Data

발행주식수	11,687천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	19.3%
배당수익률(2019E)	0.9%
BPS(2019E)	91,375원
주요 주주	녹십자홀딩스외 17 인
	52.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,367.8	1,450.9
영업이익	90.3	50.2	65.5	68.9
EBITDA	127.0	90.3	106.3	106.9
세전이익	72.2	50.2	35.2	66.0
순이익	56.7	34.2	24.0	48.2
지배주주지분순이익	53.2	34.4	24.2	48.5
EPS(원)	4,556	2,946	2,067	4,146
증감률(% YoY)	-15.4	-35.3	-29.8	100.6
PER(배)	49.6	46.2	56.8	28.3
PBR(배)	2.54	1.50	1.29	1.25
EV/EBITDA(배)	22.5	20.9	15.4	15.0
영업이익률(%)	7.0	3.8	4.8	4.7
ROE(%)	5.2	3.3	2.3	4.5
순차입금비용(%)	13.4	20.3	17.3	14.3

Price Trend



실적 Review

녹십자 (006280)

시장 기대치 상회. 4분기도 흑자 전망



동사는 30일 장 마감 직전, 시장 기대치를 상회하는 3분기 실적을 발표했습니다. 제품 매출 위주로 성장하였고, 고마진의 4가 독감 백신 비중 증가 등으로 원가율이 개선되었습니다. 또한, R&D 비용이 예상대비 덜 집행된 부분도 영향을 미쳤습니다. 4분기에도 비용 통제 등으로 흑자를 달성할 수 있을 것으로 전망합니다. 향후 모멘텀은 헌터라제로 '20년 헌터라제 중국 승인 및 출시로 '21년 수익성 개선이 기대됩니다.

>>> 3Q19 실적 시장 기대치 상회

3Q19 연결 매출액은 3,697억원(YoY +5%), 영업이익은 366억원(YoY +31%, QoQ +86%)으로 매출액은 컨센서스 부합, 영업이익은 컨센서스 대비 +25% 상회하였다. 터키항 수두 백신 물량이 이연 되었고, 노보노디스크와 인슐린 제제 계약 종료(분기 평균 약 165억원)로 인한 매출 공백 있었으나 제품 위주 마케팅 강화로 외형이 전년동기대비 5% 성장하였다. 북방구 플루 백신 수출 물량 증가 및 고마진의 독감 4가 비중이 증가하면서 원가율이 68%(YoY -2.5%p)로 개선되었다. 경상개발비 또한 추정치 대비 43억원 감소한 298억원(매출액의 8%)으로 수익성 개선에 기여하였다.

>>> 올해 4분기는 영업 흑자 예상

4분기는 터키항 수두 백신 물량 지연과 노보노디스크 인슐린 제제 매출 부재에도 불구하고 기존 제품의 성장과 GSK와 공동판매하는 4가 독감 백신 플루아릭스테트라 매출 증가 등으로 3,517억원(YoY +1.4%) 성장이 전망된다. 영업이익은 80억원(YoY 흑자전환)으로 시장 기대치 51억원을 상회할 것으로 예상된다. 주로 4분기는 비용 집행이 많이 발생하는 시기로 수익성이 하락하는 모습을 보였으나, 비용 통제 및 R&D 비용 감소 등으로 올해는 흑자를 달성할 수 있을 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표가 14만원 상향

동사의 fw12m EBITDA 상향 조정 등으로 목표가를 기존 13만원에서 14만원으로 상향한다. 향후 모멘텀은 헌터라제의 중국 허가 승인으로 '20년 상반기 허가가 기대되며 약가 협상을 거쳐 '20년말 출시가 전망된다. 중국내 헌터증후군 치료제가 없는 가운데 동사의 중국 파트너사 캔브리지(CANbridge)가 최근 중국 식약처로부터 우선 심사(Priority Review)를 받은 점 또한 긍정적이다. 경쟁사는 향후 사이어로 아직은 사이어의 시장 진입 움직임이 보이지 않으나, 보수적으로 유사한 시기에 출시를 가정해도 동사의 헌터라제 점유율은 50%를 달성할 수 있을 것으로 예상한다. 국내 관련 시장은 약 250억원으로 동사는 환자 수 기준으로 약 70%의 점유율을 보유하고 있다. 중국에 헌터증후군 환자수가 더 많다는 점과 헌터라제가 자체제품으로 고마진인 점을 감안하면 '21년부터 수익성 개선이 기대된다.

녹십자 분기 실적 요약

	1Q19	2Q19	3Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	(단위, 십억원) 차이 (컨센/추정)
매출액	286.8	359.6	369.7	3%	5%	355.1	4%	372.2	-1%
영업이익	1.4	19.6	36.6	86%	31%	29.6	24%	29.2	25%
영업이익률	0%	5%	10%			8%		8%	
세전이익	6.0	(9.6)	31.1	흑전	34%	28.8	8%		
세전이익률	2%	-	8%			8%			
지배주주순이익	5.0	(9.2)	23.3	흑전	40%	22.0	6%	18.5	26%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	15,177	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd, 12M) 적용
② 비영업가치	3,751	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	91	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	3,375	
③ 순차입금	3,228	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	15,700	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	140,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내용

(단위,
십억원)

구 분		19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4QE	2019E	20.1QE	20.2QE	20.3QE	20.4QE	2020E
국내	혈액	78.6	79.1	79.4	79.1	316.2	80.5	84.4	82.7	81.5	329.0
	백신	33.5	41.4	94.5	51.4	220.8	39.2	46.6	89.8	52.6	228.2
	ETC	63.9	66.8	70.5	75.8	277.0	68.2	69.7	73.5	76.1	287.5
	OTC	24.2	27.5	30.4	30.1	112.2	28.9	33.6	35.0	31.6	129.0
수출	혈액	26.6	35.4	27.6	36.0	125.6	28.1	31.0	37.4	39.8	136.2
	백신	2.6	45.7	10.1	15.4	73.8	8.7	48.3	9.6	15.7	82.4
	ETC	5.7	5.3	3.1	5.6	19.7	6.0	7.5	3.5	7.7	24.8
자회사		51.6	57.0	53.7	56.4	218.7	53.5	59.7	57.9	58.5	229.6
매출액		286.8	359.6	369.7	351.7	1,367.8	314.2	381.4	390.1	365.2	1,450.9
YOY		-2.5%	5.2%	4.9%	1.4%	2.5%	9.5%	6.1%	5.5%	3.8%	6.1%
원가		213.6	261.0	252.3	262.7	989.6	232.4	275.0	266.2	269.2	1,042.8
원가율		74.5%	72.6%	68.2%	74.7%	72.4%	74.0%	72.1%	68.2%	73.7%	71.9%
매출총이익		73.2	98.6	117.4	89.0	378.2	81.8	106.5	123.9	96.1	408.2
판매관리비		71.8	78.9	80.9	81.0	312.3	77.4	85.2	89.0	87.8	339.3
판매관리비율		25.0%	22.0%	21.9%	23.0%	22.8%	24.6%	22.3%	22.8%	24.0%	23.4%
영업이익		1.4	19.6	36.5	8.0	65.9	4.4	21.3	34.9	8.3	68.9
YOY		-90.5%	47.5%	30.3%	흑전	31.3%	218.9%	8.6%	-4.4%	3.7%	4.6%
OPM		0.5%	5.5%	9.9%	2.3%	4.8%	1.4%	5.6%	8.9%	2.3%	4.7%

자료: 키움증권 리서치

2019년 R&D 파이프라인 주요일정

Pre-clinical	Phase I	Phase II	Phase III	Filed
GC5124A PCC Process development	MG1113A TFPI, KR Q4 CSR completion	GC3114A QIV-HD, KR Q2 CSR completion	GC5107D IVIG SN 10% Child, US Q4 First Patient In	GC5101B IVIG SN 5%, US PV readiness
GC5124A VWF Process development	CRV-101 Shingles Vx, US Q3 Interim data release	GC3111A Tdap, KR Q2 IND approval	GC1109 Anthrax, KR Q4 IND submission	GC5107B IVIG SN 10%, US Q3 Pre-BLA meeting
MG1124A CCM1 Tox. study completion	GC1118A EGFR, KR P1/2a On-going	Gc1102B Hepabig-gene (CHB), KR Q4 Last Patient In	GC3107A BCG, TH Q2 IND submission	GC1101D GreenGene F, CN Q2 IDL submission
			GC1102 Hepabig-gene (LT), KR Q3 Last Patient In	GC1111F Hunterase, CN Q3 NDA submission
				GC1123A Hunterase ICV, JP Q4 NDA submission
				GC5107D Sudu II, KR Q4 Approval
Plasma proteins				
Recombinant proteins				
Vaccines				

자료: 녹십자, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,367.8	1,450.9	1,523.2
매출원가	921.1	989.0	989.6	1,042.8	1,070.5
매출총이익	366.8	345.9	378.2	408.2	452.7
판관비	276.5	295.7	312.7	339.3	357.7
영업이익	90.3	50.2	65.5	68.9	95.0
EBITDA	127.0	90.3	106.3	106.9	130.5
영업외손익	-18.1	0.0	-30.3	-2.8	-1.8
이자수익	1.5	1.9	0.8	2.1	3.1
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	0.0	0.0	0.0
기타	1.2	9.9	-25.9	1.1	1.1
법인세차감전이익	72.2	50.2	35.2	66.0	93.2
법인세비용	15.4	15.9	11.2	17.8	25.2
계속사업순손익	56.7	34.2	24.0	48.2	68.0
당기순이익	56.7	34.2	24.0	48.2	68.0
지배주주순이익	53.2	34.4	24.2	48.5	68.4
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.5	3.6	2.5	6.1	5.0
영업이익 증감율	15.1	-44.4	30.5	5.2	37.9
EBITDA 증감율	16.0	-28.9	17.7	0.6	22.1
지배주주순이익 증감율	-15.5	-35.3	-29.7	100.4	41.0
EPS 증감율	-15.4	-35.3	-29.8	100.6	41.1
매출총이익율(%)	28.5	25.9	27.7	28.1	29.7
영업이익율(%)	7.0	3.8	4.8	4.7	6.2
EBITDA Margin(%)	9.9	6.8	7.8	7.4	8.6
지배주주순이익율(%)	4.1	2.6	1.8	3.3	4.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	884.5	963.5	1,059.7
현금 및 현금성자산	171.0	96.6	68.1	97.4	150.2
단기금융자산	0.3	10.1	10.1	10.6	11.1
매출채권 및 기타채권	368.2	391.2	400.9	425.2	446.4
재고자산	381.3	386.9	396.5	420.6	441.5
기타유동자산	5.7	8.6	8.9	9.7	10.5
비유동자산	777.0	830.0	799.0	770.8	745.2
투자자산	103.1	127.7	137.6	147.5	157.4
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	1,683.5	1,734.3	1,804.9
유동부채	260.1	303.5	255.5	273.9	292.4
매입채무 및 기타채무	217.8	211.4	223.3	241.8	260.3
단기금융부채	7.0	66.6	6.6	6.6	6.6
기타유동부채	35.3	25.5	25.6	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	549.2	567.6	586.1
지배지분	1,040.2	1,059.6	1,067.9	1,100.4	1,152.9
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	714.5	751.6	808.5
비지배지분	68.5	66.6	66.5	66.2	65.9
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,134.3	1,166.6	1,218.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	61.8	60.2	83.7
당기순이익	56.7	34.2	24.0	48.2	68.0
비현금항목의 가감	76.9	74.0	60.7	64.2	67.9
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	19.8	26.1	32.4
영업활동자산부채증감	-57.0	-74.3	-7.7	-30.7	-24.4
매출채권및기타채권의감소	-24.3	-22.8	-9.7	-24.4	-21.2
재고자산의감소	-59.2	-10.2	-9.5	-24.1	-20.9
매입채무및기타채무의증가	37.2	-14.1	12.0	18.5	18.5
기타	-10.7	-27.2	-0.5	-0.7	-0.8
기타현금흐름	-18.7	-19.5	-15.2	-21.5	-27.8
투자활동 현금흐름	14.8	-86.1	2.9	2.4	2.4
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	-9.9	-9.9	-9.9
단기금융자산의감소(증가)	60.0	-9.8	0.0	-0.5	-0.5
기타	11.6	12.7	12.8	12.8	12.8
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	-16.1	-16.1	-16.1
현금 및 현금성자산의 순증가	114.1	-74.3	-28.5	29.3	52.7
기초현금 및 현금성자산	56.9	171.0	96.6	68.1	97.4
기말현금 및 현금성자산	171.0	96.6	68.1	97.4	150.1

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	2,067	4,146	5,850
BPS	89,010	90,669	91,375	94,161	98,650
CFPS	11,433	9,260	7,253	9,616	11,629
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	49.6	46.2	56.8	28.3	20.1
PER(최고)	53.8	88.3	76.9		
PER(최저)	30.1	40.1	46.9		
PBR	2.54	1.50	1.29	1.25	1.19
PBR(최고)	2.75	2.87	1.74		
PBR(최저)	1.54	1.30	1.06		
PSR	2.05	1.19	1.00	0.95	0.90
PCFR	19.8	14.7	16.2	12.2	10.1
EV/EBITDA	22.5	20.9	15.4	15.0	11.9
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	25.2	33.3	47.5	23.7	16.8
배당수익률(%),보통주,현금	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
ROA	3.5	2.0	1.4	2.8	3.8
ROE	5.2	3.3	2.3	4.5	6.1
ROIC	6.3	3.2	3.7	4.2	5.8
매출채권회전율	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
재고자산회전율	3.7	3.5	3.5	3.6	3.5
부채비율	53.7	53.0	48.4	48.7	48.1
순차입금비율	13.4	20.3	17.3	14.3	9.3
이자보상배율	14.3	6.6	11.9	10.9	15.0
총차입금	319.4	335.0	275.0	275.0	275.0
순차입금	148.2	228.2	196.8	167.0	113.7
NOPLAT	127.0	90.3	106.3	106.9	130.5
FCF	4.3	-60.2	77.9	57.7	80.4

Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 '독십자' 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.

고지사항

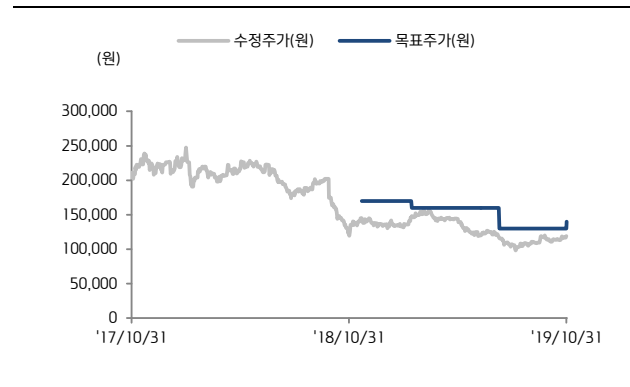
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
독십자 (006280)	2018-11-21	Outperform (Initiate)	170,000원	6개월	-19.32	-14.12
	2019-02-13	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-7.83	-0.94
	2019-05-02	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-14.23	-0.94
	2019-07-10	Outperform (Maintain)	130,000원	6개월	-14.80	-7.69
	2019-10-31	Outperform (Maintain)	140,000원	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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%