



BUY(Upgrade)

목표주가: 150,000원

주가(2/12): 122,000원

시가총액: 14,258억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

StockData

KOSPI (2/12)	2,238.38pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	158,500 원	98,400원
등락률	-23.0%	24.0%
수익률	절대	상대
1M	-3.2%	-4.6%
6M	17.9%	2.3%
1Y	-16.4%	-18.2%

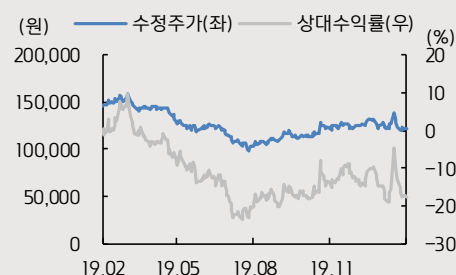
Company Data

발행주식수	11,687천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	19.5%
배당수익률(2019E)	0.8%
BPS(2019E)	88,973 원
주요 주주	녹십자홀딩스의 17 인
	52.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,369.8	1,512.7
영업이익	90.3	50.2	40.2	68.4
EBITDA	127.0	90.3	81.1	105.9
세전이익	72.2	50.2	-6.4	64.4
순이익	56.7	34.2	-11.9	47.0
지배주주지분순이익	53.2	34.4	-3.9	45.9
EPS(원)	4,556	2,946	-335	3,924
증감률(% YoY)	-15.4	-35.3	적전	흑전
PER(배)	49.6	46.2	-395.8	31.1
PBR(배)	2.54	1.50	1.49	1.33
EV/EBITDA(배)	22.5	20.9	22.6	16.2
영업이익률(%)	7.0	3.8	2.9	4.5
ROE(%)	5.2	3.3	-0.4	4.3
순차입금비용(%)	13.4	20.3	20.5	20.0

Price Trend



실적 Review

녹십자 (006280)

실적 개선과 헌터라제 모멘텀 기대



전일(12일) 장 개시전 시장 기대치를 하회하는 실적을 발표 했습니다만, 통상적으로 4분기 실적이 적자다보니 주가는 약보합 마감에 그쳤습니다. '20년에는 수두백신 수출 증가와 제품 믹스 개선으로 양호한 실적 성장이 기대되며, 헌터라제 중국 허가 및 뇌실투여 헌터라제의 일본 연말 허가가 예상됩니다. 이 밖에 IMG의 4Q20 미국 허가 신청 예정도 주가에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 보입니다.

>>> 4분기 실적 기대치 하회

4Q19 연결 매출액은 3,536억원(YoY +2%), 영업이익은 -173억원(YoY -208%)으로 매출액은 컨센서스에 부합하였으나, 영업이익은 컨센서스 -28억원을 하회하였다. IVIG 수출 145억원(-39%), 수두 백신 수출 54억원(-55%)으로 하락하였으나, 연결 자회사 실적이 614억원(+25%) 개선되며 녹십자의 해외사업부 부진을 만회하였다. 영업적자는 경상연구개발비가 350억원(+11%)으로 증가하였고, 4분기 인센티브와 소비자헬스케어 사업부 관련 마케팅 비용 및 광고비 증가 영향을 받았다. 영업 외에는 무형자산 손상차손 인식 등이 일회성으로 반영되며 세전이익 -336억원을 기록하였다.

>>> '20년 고마진 수두백신 성장과 제품 믹스 개선

'20년 매출액은 1조 5,127억원(YoY +10%) 영업이익 682억원(YoY +68%, OPM 4.5%)의 양호한 실적이 전망된다. 국내 소비자헬스케어(CHC) 사업부가 품목 증가 및 활발한 마케팅 영향으로 1,769억원(+50%)의 고성장이 예상된다. 해외 사업부에서 IVIG 수출은 751억원(+1%)으로 전년과 유사할 것으로 보이나, 알부민 수출이 306억원(+30%), 고마진의 수두 백신 수출이 562억원(+310%)으로 해외 사업부가 성장하며 원가율 개선(-1%p)이 전망된다. 경상연구개발비는 1,437억원(+10%) 증가 할 것으로 예상된다. 고마진의 수두백신 수출이 '18년 수준으로 회복하며 수익성 개선에 기여할 것으로 전망되며, 제품 믹스 또한 점차 개선될 수 있을 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 Buy, 목표가 15만원 상향

올해 상반기 희귀질환 치료제 헌터라제(헌터증후군) 중국 허가 획득이 예상되며, 4Q20 면역글로불린 IVIG 10% 미국 허가 신청이 전망된다. 또한, 세계 최초 뇌실 투여 방식의 헌터라제가 1Q20 일본 허가 신청된다면, 연말 일본 허가도 가능할 것으로 예상된다. 헌터라제는 이미 임상이 종료되어 승인만 기다리고 있는 상황으로 코로나 바이러스로 인한 헌터라제 중국 허가 일정에는 아직까지 차질이 없는 것으로 파악되고 있다. 동사에 대한 실적 추정치 변경 미미하나, Target 밸류에이션 소폭 증가(상위 제약사평균 EV/EBITDA 14.4x → 15x) 및 회계연도와 환율 가정(1,050원 → 1,150원) 변경에 따른 IVIG 가치 증가(3,375억원 → 4,006억원)를 반영하여 동사에 대한 투자의견을 Buy, 목표가 15만원으로 상향한다.

녹십자 분기 실적 요약

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	286.8	359.6	369.7	353.6	-4%	2%	351.7	1%	345.1	2%
영업이익	1.4	19.6	36.6	(17.3)	적전	적지	8.0	-	(2.8)	-
영업이익률	0%	5%	10%	-5%			2%		-1%	
세전이익	6.0	(9.6)	31.1	(33.6)	적전	적지	8.1	-		
세전이익률	2%	-	8%	-10%			2%			
지배주주순이익	5.0	(9.2)	23.3	(22.7)	적전	적지	5.3	-	-4	-

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	15,869	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd, 12M) 적용
② 비영업가치	4,394	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	103	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	4,006	
③ 순차입금	3,599	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	16,664	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	150,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

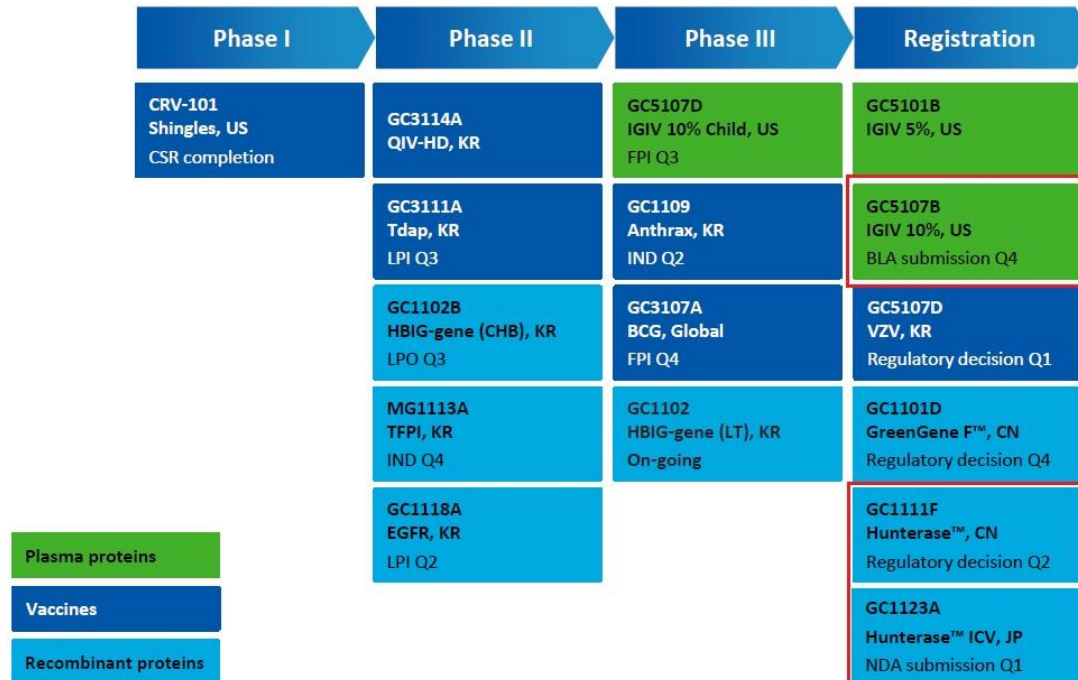
실적 세부 내용

(단위,
십억원)

구 분		19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2019	20.1QE	20.2QE	20.3QE	20.4QE	2020E
국내	혈액	78.6	79.1	79.4	77.1	314.2	78.4	82.1	80.5	78.6	319.6
	백신	33.5	41.4	94.5	56.5	225.9	38.6	47.3	99.4	52.5	237.8
	ETC	63.9	66.8	70.5	74.3	275.5	66.7	68.3	71.9	73.9	280.8
	CHC	24.2	27.5	30.4	35.8	117.9	39.0	45.4	47.1	45.4	176.9
수출	혈액	26.6	35.4	27.6	25.8	115.4	25.3	29.0	35.1	35.5	124.9
	백신	2.6	45.7	10.1	15.9	74.3	17.7	54.9	16.9	20.0	109.5
	ETC	5.7	5.3	3.1	6.3	20.4	6.2	7.4	3.8	8.2	25.5
자회사		51.6	57.0	53.7	61.4	223.7	54.3	60.6	58.8	61.2	234.9
매출액		286.8	359.6	369.7	353.7	1,369.8	326.9	395.8	414.0	376.1	1,512.7
YOY		-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	2.6%	14.0%	10.1%	12.0%	6.3%	10.4%
원가		213.6	261.0	252.3	270.5	997.4	240.2	284.2	280.4	282.0	1,086.7
원가율		74.5%	72.6%	68.2%	76.5%	72.8%	73.5%	71.8%	67.7%	75.0%	71.8%
매출총이익		73.2	98.6	117.4	83.2	372.4	86.7	111.7	133.5	94.1	426.0
판매관리비		71.8	78.9	80.9	100.5	331.8	78.5	86.6	90.7	101.8	357.6
판매관리비율		25.0%	22.0%	21.9%	28.4%	24.2%	24.0%	21.9%	21.9%	27.1%	23.6%
영업이익		1.4	19.6	36.6	(17.3)	40.7	8.2	25.1	42.8	(7.7)	68.4
YOY		-90.5%	47.5%	30.6%	208.5%	-18.9%	491.8%	27.8%	17.1%	-55.5%	68.2%
OPM		0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	3.0%	2.5%	6.3%	10.3%	-2.1%	4.5%

자료: 키움증권 리서치

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	1,369.8	1,512.7	1,601.0
매출원가	921.1	989.0	997.4	1,086.7	1,142.4
매출총이익	366.8	345.9	372.4	426.0	458.6
판매비	276.5	295.7	332.2	357.6	371.1
영업이익	90.3	50.2	40.2	68.4	87.6
EBITDA	127.0	90.3	81.1	105.9	122.6
영업외손익	-18.1	0.0	-46.7	-3.9	-3.2
이자수익	1.5	1.9	0.5	0.9	1.7
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	-42.0	1.2	1.1
법인세차감전이익	72.2	50.2	-6.4	64.4	84.3
법인세비용	15.4	15.9	5.4	17.4	22.8
계속사업순이익	56.7	34.2	-11.9	47.0	61.6
당기순이익	56.7	34.2	-11.9	47.0	61.6
지배주주순이익	53.2	34.4	-3.9	45.9	60.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.5	3.6	2.6	10.4	5.8
영업이익 증감율	15.1	-44.4	-19.9	70.1	28.1
EBITDA 증감율	16.0	-28.9	-10.2	30.6	15.8
지배주주순이익 증감율	-15.5	-35.3	-111.3	-1,276.9	30.7
EPS 증감율	-15.4	-35.3	적전	흑전	30.9
매출총이익률(%)	28.5	25.9	27.2	28.2	28.6
영업이익률(%)	7.0	3.8	2.9	4.5	5.5
EBITDA Margin(%)	9.9	6.8	5.9	7.0	7.7
지배주주순이익률(%)	4.1	2.6	-0.3	3.0	3.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	25.0	30.1	69.1
당기순이익	56.7	34.2	-11.9	47.0	61.6
비현금항목의 가감	76.9	74.0	55.3	64.3	66.4
유형자산감가상각비	32.7	35.4	34.9	32.5	30.3
무형자산감가상각비	4.0	4.8	6.0	5.0	4.7
지분법평가손익	-4.5	-14.5	0.0	0.0	0.0
기타	44.7	48.3	14.4	26.8	31.4
영업활동자산부채증감	-57.0	-74.3	-8.6	-59.0	-32.0
매출채권및기타채권의감소	-24.3	-22.8	-10.2	-41.9	-25.9
재고자산의감소	-59.2	-10.2	-10.1	-41.4	-25.6
매입채무및기타채무의증가	37.2	-14.1	12.2	25.0	20.2
기타	-10.7	-27.2	-0.5	-0.7	-0.7
기타현금흐름	-18.7	-19.5	-9.8	-22.2	-26.9
투자활동 현금흐름	14.8	-86.1	10.9	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	8.0	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	-57.4	-0.7	38.2
기초현금 및 현금성자산	56.9	171.0	96.6	39.3	38.5
기말현금 및 현금성자산	171.0	96.6	39.3	38.5	76.7

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	856.9	940.6	1,031.6
현금 및 현금성자산	171.0	96.6	39.3	38.5	76.7
단기금융자산	0.3	10.1	10.1	10.6	11.1
매출채권 및 기타채권	368.2	391.2	401.5	443.4	469.2
재고자산	381.3	386.9	397.1	438.5	464.1
기타유동자산	5.7	8.6	8.9	9.6	10.5
비유동자산	777.0	830.0	791.0	763.3	738.2
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	86.9	81.9	77.2
기타비유동자산	34.0	41.8	41.8	41.7	41.7
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,647.8	1,703.9	1,769.8
유동부채	260.1	303.5	255.7	280.6	300.9
매입채무 및 기타채무	217.8	211.4	223.5	248.5	268.7
단기금융부채	7.0	66.6	6.6	6.6	6.6
기타유동부채	35.3	25.5	25.6	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	549.4	574.4	594.6
지배지분	1,040.2	1,059.6	1,039.8	1,069.7	1,113.9
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	686.5	720.9	769.5
비지배지분	68.5	66.6	58.7	59.8	61.4
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,098.4	1,129.6	1,175.2

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	-335	3,924	5,137
BPS	89,010	90,669	88,973	91,537	95,313
CFPS	11,433	9,260	3,719	9,530	10,952
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	49.6	46.2	-395.8	31.1	23.7
PER(최고)	53.8	88.3	-475.0		
PER(최저)	30.1	40.1	-289.5		
PBR	2.54	1.50	1.49	1.33	1.28
PBR(최고)	2.75	2.87	1.79		
PBR(최저)	1.54	1.30	1.09		
PSR	2.05	1.19	1.13	0.94	0.89
PCFR	19.8	14.7	35.6	12.8	11.1
EV/EBITDA	22.5	20.9	22.6	16.2	13.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.2	33.3	-96.3	24.3	18.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
ROA	3.5	2.0	-0.7	2.8	3.5
ROE	5.2	3.3	-0.4	4.3	5.5
ROIC	6.3	3.2	3.3	4.1	5.3
매출채권회전율	3.6	3.5	3.5	3.6	3.5
재고자산회전율	3.7	3.5	3.5	3.6	3.5
부채비율	53.7	53.0	50.0	50.8	50.6
순차입금비용	13.4	20.3	20.5	20.0	15.9
이자보상배율	14.3	6.6	7.3	10.8	13.8
총차입금	319.4	335.0	275.0	275.0	275.0
순차입금	148.2	228.2	225.6	225.9	187.1
NOPLAT	127.0	90.3	81.1	105.9	122.6
FCF	4.3	-60.2	80.5	28.4	66.9

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 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.

고지사항

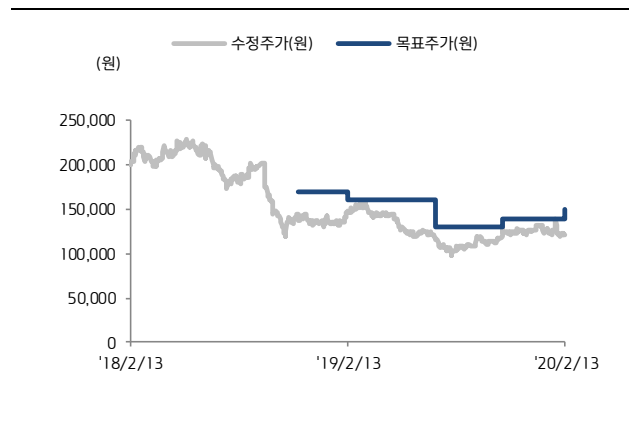
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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
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
	2019-07-10	Outperform (Maintain)	130,000원	6개월	-15.35	-7.69
	2019-10-31	Outperform (Maintain)	140,000원	6개월	-11.01	-0.71
	2020-02-13	BUY (Upgrade)	150,000원	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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%