

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

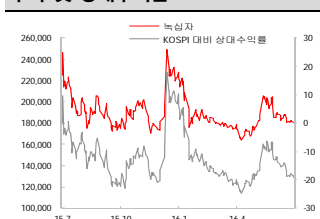
Company Data

| | |
|---|-----------|
| 자본금 | 584 억원 |
| 발행주식수 | 1,169 만주 |
| 자사주 | 12 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 21,153 억원 |
| 주요주주 | |
| 녹십자홀딩스(외16) | 52.65% |
| Matthews | |
| International Capital Management, LLC(외1) | 8.26% |
| 외국인지분율 | 23.70% |
| 배당수익률 | 1.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(16/07/27) | 181,000 원 |
| KOSPI | 2027.34 pt |
| 52주 Beta | 1.40 |
| 52주 최고가 | 249,500 원 |
| 52주 최저가 | 164,000 원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | -6.9% | -9.4% |
| 6개월 | 20.3% | 19.2% |
| 12개월 | 45.0% | 39.3% |

녹십자 (006280/KS | 매수(유지) | T.P 250,000 원(유지))

2016-07-27

글로벌 기업으로 도약하기 위한 투자가 진행 중이다

예상대로 녹십자의 2 분기 매출이 증가했으나 영업이익은 감소했다. MIG(면역제제), 대상 포진백신, 헌터라제 등과 같은 기존 제품(상품)의 고성장과 신규 상품 가세로 외형이 고성장 중이다. 다만 북미사업과 신약개발에 회사의 역량을 집중하고 있어 이와 관련된 비용(R&D 등)이 증가, 영업이익은 감소하는 추세이다. 글로벌 기업으로 도약하는데 필요한 비용지출인 만큼 일시적인 수익성 정체를 부정적으로 해석할 필요가 전혀 없다.

2 분기 매출액 13.1% 증가, 영업이익 20.5% 감소

녹십자의 2 분기 연결기준 매출액은 전년동기대비 13.1% 증가한 3,035 억원, 영업이익이 20.5% 감소한 240 억원이다. 다양한 사업포트폴리오에서 성장을 이끌어내고 있어 사업역량이 강한 기업으로 평가된다.

2 분기 백신, ETC, 혈액제제 고성장, 수출은 부진

개별 기준으로 매출액은 11.9% 증가한 2,635 억원이다. 먼저 국내부문 매출액이 25.4% 증가한 1,985 억원이다. 특히 바라크루드 상품 매출(220 억원) 가세로 ETC(전문치료제)가 46.6% 성장한 689 억원이다. 백신에서 대상포진백신 매출호조(+ 33.1%, 205 억원)로 25.9% 증가한 340 억원을 기록했다. 혈액제제도 IVIG 매출호조 등으로 9.0% 성장하며 선방했다. 수출부문은 IVIG 와 수두백신 수출이 하반기로 지연되어 12.0% 감소했다. 2 분기 매출 고성장에도 불구하고 상품비중 확대에 매출원가율이 2.7%p 상승했고 R&D 비용(+27.9%, 275 억원)이 증가하여 영업이익은 20.5% 감소한 240 억원에 그쳤다.

3 분기에도 매출은 호조, R&D 비용 증가로 영업이익은 감소할 전망

녹십자는 3 분기에도 전반적인 제품 및 상품 매출호조로 외형이 고성장할 전망이다. 특히 3 분기는 독감백신 매출이 집중되는 시기이다. 국내 독감백신 경쟁 심화에도 불구하고 수출증가 등에 의해 전체 매출성장에는 큰 영향이 없을 것이다. 다만 수익성은 R&D 비용 증가가 불가피한 시기이므로 전년동기대비 10%대 감소할 것으로 추정된다. 북미 사업을 위한 선 비용투자라는 점에서 긍정적으로 해석할 필요가 있다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|----|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 8,882 | 9,753 | 10,478 | 11,607 | 12,475 | 13,634 |
| yoy | % | 9.4 | 9.8 | 7.4 | 10.8 | 7.5 | 9.3 |
| 영업이익 | 억원 | 788 | 970 | 917 | 824 | 898 | 982 |
| yoy | % | 6.0 | 23.0 | -5.5 | -10.1 | 9.0 | 9.3 |
| EBITDA | 억원 | 972 | 1,205 | 1,201 | 1,157 | 1,244 | 1,314 |
| 세전이익 | 억원 | 910 | 1,167 | 1,289 | 826 | 883 | 966 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 701 | 839 | 950 | 660 | 706 | 773 |
| 영업이익률% | % | 8.9 | 9.9 | 8.8 | 7.1 | 7.2 | 7.2 |
| EBITDA% | % | 11.0 | 12.4 | 11.5 | 10.0 | 10.0 | 9.6 |
| 순이익률 | % | 8.1 | 8.9 | 9.1 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| EPS | 원 | 6,201 | 7,183 | 8,126 | 5,647 | 6,041 | 6,614 |
| PER | 배 | 20.1 | 19.1 | 22.5 | 32.1 | 30.0 | 27.4 |
| PBR | 배 | 1.8 | 1.8 | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 배 | 15.4 | 14.3 | 18.5 | 19.2 | 18.0 | 16.8 |
| ROE | % | 9.4 | 9.8 | 10.3 | 6.7 | 6.9 | 7.1 |
| 순차입금 | 억원 | 12 | 684 | 263 | 460 | 606 | 306 |
| 부채비율 | % | 31.6 | 44.5 | 41.8 | 51.1 | 50.7 | 50.6 |

부문별 매출내역

(단위: 억원)

| | 2015.2Q | 2106.2Q | 증감률 |
|-----------|--------------|--------------|---------------|
| 국내 | | | |
| 혈액제제 | 648 | 706 | 9.0% |
| 백신 | 270 | 340 | 25.9% |
| ETC | 470 | 689 | 46.6% |
| OTC | 195 | 249 | 27.7% |
| 소계 | 1,583 | 1,985 | 25.4% |
| 수출 | | | |
| 혈액제제 | 201 | 164 | -18.4% |
| 백신 | 493 | 434 | -12.0% |
| 헌터라제 등 | 78 | 51 | -34.6% |
| 소계 | 772 | 650 | -15.8% |
| 합계 | 2,355 | 2,635 | 11.9% |

자료: 녹십자

주: 개별기준

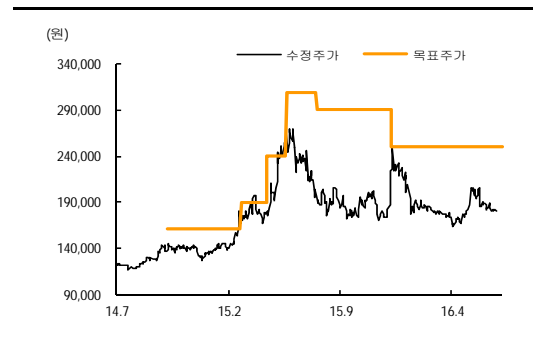
분기별 요약 영업실적

| 12월결산 | 2015 | | | | 2016E | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (억원) | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2QE | 3QE | 4QE |
| 매출액 | 2,143 | 2,684 | 2,950 | 2,700 | 2,458 | 3,035 | 3,212 | 2,902 |
| 영업이익 | 127 | 302 | 482 | 6 | 109 | 240 | 427 | 48 |
| 세전이익 | 161 | 398 | 747 | -17 | 81 | 207 | 430 | 108 |
| 순이익 | 124 | 283 | 573 | -30 | 53 | 161 | 341 | 106 |
| YoY (%) | | | | | | | | |
| 매출액 | 7.6 | 13.9 | 4.5 | 4.7 | 14.7 | 13.1 | 8.9 | 7.5 |
| 영업이익 | -8.5 | 55.3 | -6.6 | -95.3 | -144 | -20.5 | -11.4 | 742.0 |
| 세전이익 | -53.6 | 134.8 | 25.5 | 적전 | -49.5 | -48.0 | -42.4 | 흑전 |
| 순이익 | -53.8 | 117.6 | 26.6 | 적지 | -51.4 | -43.1 | -39.5 | 흑전 |

자료: SK 증권

주: 연결기준, 2015년 2분기 보유 주식 매각관련 특별이익 75 억원 계상

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|----------|
| | 2016.07.28 | 매수 | 250,000원 |
| | 2016.06.08 | 매수 | 250,000원 |
| | 2016.03.27 | 매수 | 250,000원 |
| | 2016.02.05 | 매수 | 250,000원 |
| | 2016.02.01 | 매수 | 250,000원 |
| | 2016.01.06 | 매수 | 250,000원 |
| | 2015.10.28 | 매수 | 290,000원 |
| | 2015.10.05 | 매수 | 290,000원 |
| | 2015.08.17 | 매수 | 290,000원 |
| | 2015.07.29 | 매수 | 310,000원 |
| | 2015.06.19 | 매수 | 310,000원 |
| | 2015.05.13 | 매수 | 240,000원 |
| | 2015.04.15 | 매수 | 190,000원 |



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 7 월 28 일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 95.42% | 중립 | 4.58% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 6,629 | 7,435 | 8,808 | 9,184 | 10,182 |
| 현금및현금성자산 | 320 | 577 | 1,009 | 863 | 1,164 |
| 매출채권및기타채권 | 2,559 | 2,883 | 3,194 | 3,433 | 3,752 |
| 재고자산 | 2,984 | 3,247 | 3,597 | 3,866 | 4,225 |
| 비유동자산 | 6,675 | 6,717 | 6,984 | 7,344 | 7,219 |
| 장기금융자산 | 683 | 260 | 247 | 247 | 247 |
| 유형자산 | 4,089 | 5,004 | 5,104 | 5,299 | 5,015 |
| 무형자산 | 546 | 602 | 712 | 815 | 911 |
| 자산총계 | 13,304 | 14,151 | 15,792 | 16,527 | 17,401 |
| 유동부채 | 3,344 | 3,077 | 4,646 | 4,852 | 5,128 |
| 단기금융부채 | 1,225 | 587 | 1,888 | 1,888 | 1,888 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,378 | 1,512 | 1,675 | 1,800 | 1,967 |
| 단기충당부채 | 111 | 122 | 135 | 145 | 159 |
| 비유동부채 | 754 | 1,097 | 697 | 706 | 716 |
| 장기금융부채 | 380 | 809 | 400 | 400 | 400 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 4,097 | 4,174 | 5,343 | 5,558 | 5,844 |
| 지배주주지분 | 8,927 | 9,568 | 10,031 | 10,540 | 11,116 |
| 자본금 | 584 | 584 | 584 | 584 | 584 |
| 자본잉여금 | 3,165 | 3,113 | 3,113 | 3,113 | 3,113 |
| 기타자본구성요소 | -139 | -139 | -139 | -139 | -139 |
| 자기주식 | -139 | -139 | -139 | -139 | -139 |
| 이익잉여금 | 5,134 | 5,955 | 6,411 | 6,915 | 7,486 |
| 비지배주주지분 | 280 | 409 | 418 | 429 | 441 |
| 자본총계 | 9,206 | 9,977 | 10,449 | 10,969 | 11,557 |
| 부채외자본총계 | 13,304 | 14,151 | 15,792 | 16,527 | 17,401 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 598 | 489 | 539 | 763 | 711 |
| 당기순이익(손실) | 868 | 957 | 672 | 718 | 785 |
| 비현금성항목등 | 428 | 387 | 530 | 527 | 529 |
| 유형자산감가상각비 | 210 | 254 | 299 | 305 | 284 |
| 무형자산감가상각비 | 25 | 30 | 34 | 41 | 48 |
| 기타 | 138 | 153 | 71 | 35 | 35 |
| 운전자본감소(증가) | -503 | -548 | -387 | -315 | -422 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 12 | -304 | -317 | -239 | -319 |
| 재고자산감소(증가) | -481 | -318 | -349 | -269 | -359 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 210 | 133 | 190 | 125 | 167 |
| 기타 | -245 | -59 | 88 | 67 | 90 |
| 법인세납부 | -195 | -306 | -275 | -166 | -181 |
| 투자활동현금흐름 | -1,619 | 91 | -811 | -631 | -132 |
| 금융자산감소(증가) | -389 | 423 | -279 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -583 | -1,210 | -400 | -500 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -122 | -145 | -145 | -145 | -145 |
| 기타 | -526 | 1,023 | 12 | 14 | 13 |
| 재무활동현금흐름 | 1,049 | -325 | 707 | -279 | -279 |
| 단기금융부채증가(감소) | 948 | -879 | 958 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 174 | 660 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -147 | -150 | -202 | -202 | -202 |
| 기타 | 75 | 44 | -46 | -76 | -76 |
| 현금의 증가(감소) | 44 | 257 | 432 | -146 | 301 |
| 기초현금 | 276 | 320 | 577 | 1,009 | 863 |
| 기말현금 | 320 | 577 | 1,009 | 863 | 1,164 |
| FCF | -26 | -607 | 48 | 116 | 564 |

자료 : 녹십자, SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,753 | 10,478 | 11,607 | 12,475 | 13,634 |
| 매출원가 | 6,648 | 7,088 | 7,881 | 8,458 | 9,244 |
| 매출총이익 | 3,105 | 3,390 | 3,726 | 4,017 | 4,390 |
| 매출총이익률 (%) | 31.8 | 32.4 | 32.1 | 32.2 | 32.2 |
| 판매비와관리비 | 2,135 | 2,473 | 2,902 | 3,119 | 3,409 |
| 영업이익 | 970 | 917 | 824 | 898 | 982 |
| 영업이익률 (%) | 9.9 | 8.8 | 7.1 | 7.2 | 7.2 |
| 비영업손익 | 197 | 372 | 2 | -15 | -16 |
| 순금융비용 | 41 | 42 | 38 | 63 | 64 |
| 외환관련손익 | 4 | 80 | 53 | 53 | 53 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 262 | 395 | 21 | 30 | 30 |
| 세전계속사업이익 | 1,167 | 1,289 | 826 | 883 | 966 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 12.0 | 12.3 | 7.1 | 7.1 | 7.1 |
| 계속사업법인세 | 299 | 332 | 155 | 166 | 181 |
| 계속사업이익 | 868 | 957 | 672 | 718 | 785 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 868 | 957 | 672 | 718 | 785 |
| 순이익률 (%) | 8.9 | 9.1 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |
| 지배주주 | 839 | 950 | 660 | 706 | 773 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 8.61 | 9.06 | 5.69 | 5.66 | 5.67 |
| 비지배주주 | 28 | 7 | 12 | 12 | 12 |
| 총포괄이익 | 841 | 840 | 677 | 723 | 790 |
| 지배주주 | 814 | 838 | 665 | 712 | 778 |
| 비지배주주 | 27 | 2 | 11 | 11 | 11 |
| EBITDA | 1,205 | 1,201 | 1,157 | 1,244 | 1,314 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 9.8 | 7.4 | 10.8 | 7.5 | 9.3 |
| 영업이익 | 23.0 | -5.5 | -10.1 | 9.0 | 9.3 |
| 세전계속사업이익 | 28.2 | 10.5 | -35.9 | 6.9 | 9.3 |
| EBITDA | 23.9 | -0.3 | -3.7 | 7.6 | 5.6 |
| EPS(계속사업) | 15.8 | 13.1 | -30.5 | 7.0 | 9.5 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 9.8 | 10.3 | 6.7 | 6.9 | 7.1 |
| ROA | 7.1 | 7.0 | 4.5 | 4.4 | 4.6 |
| EBITDA마진 | 12.4 | 11.5 | 10.0 | 10.0 | 9.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 198.3 | 241.6 | 189.6 | 189.3 | 198.6 |
| 부채비율 | 44.5 | 41.8 | 51.1 | 50.7 | 50.6 |
| 순차입금/자기자본 | 7.4 | 2.6 | 4.4 | 5.5 | 2.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | 26.0 | 24.0 | 24.8 | 16.3 | 17.2 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 7,183 | 8,126 | 5,647 | 6,041 | 6,614 |
| BPS | 76,384 | 81,873 | 85,833 | 90,189 | 95,118 |
| CFPS | 9,196 | 10,559 | 8,495 | 9,003 | 9,457 |
| 주당 현금배당금 | 1,250 | 1,750 | 1,750 | 1,750 | 1,750 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 20.2 | 33.2 | 44.2 | 41.3 | 37.7 |
| PER(최저) | 16.4 | 15.7 | 29.0 | 27.2 | 24.8 |
| PBR(최고) | 1.9 | 3.3 | 2.9 | 2.8 | 2.6 |
| PBR(최저) | 1.5 | 1.6 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| PCR | 14.9 | 17.3 | 21.3 | 20.1 | 19.1 |
| EV/EBITDA(최고) | 15.0 | 27.0 | 26.1 | 24.4 | 22.9 |
| EV/EBITDA(최저) | 12.4 | 13.1 | 17.5 | 16.4 | 15.3 |