

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	266 억원
발행주식수	4,787 만주
자사주	269 만주
액면가	500 원
시가총액	17,871 억원
주요주주	
허일섭(외28)	42.93%
국민연금공단	5.03%
외국인지분률	4.30%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(16/06/30)	38,000 원
KOSPI	1956.36 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	57,800 원
52주 최저가	34,000 원
60일 평균 거래대금	42 억원

주가 및 상대수익률



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

녹십자홀딩스 (005250/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(유지))

자회사를 통한 해외사업과 손자사를 통한 바이오사업의 성장잠재력 크다.

녹십자홀딩스는 글로벌 혈액제제 사업에 기반한 미래 성장 잠재력이 크고, 손자회사를 통한 바이오사업 전망도 좋아 주가 밸류에이션에서 높은 프리미엄을 받을 수 있는 지주사이다. 중국과 북미사업의 주도권을 가지고 있어 성장비전이 있다. 혈액제제에 대한 지적재산권이 지주사에 있어, 향후 이와 관련한 수수료 수입도 예상해 볼 수 있다. 장기적인 관점에서 투자 매력이 큰 지주사로 평가된다

지주는 해외사업에서 기업가치 창출에 주력

녹십자홀딩스의 기업가치는 지주사의 순수사업가치와 자회사 지분가치 등으로 구분할 수 있다. 그리고 일시적인 분양사업 수익이 반영되어야 한다. 우선 순수 지주사 사업가치를 보면 임대료, 배당, 기타영업수익, 그리고 분양수입으로 이루어진다. 2015년 연간 매출액은 478 억원이며, 부문별 매출액은 임대료 93 억원, 배당금 79 억원, 기타영업수익 263 억원, 분양매출 43 억원이다. 여기서 기타 영업수익은 혈액제제로열티수입, 경영지원수입 등으로 추정된다.

가정에 기반해서 기업가치 평가

해외 혈액제제 사업은 추정이 다소 복잡하다. 녹십자홍콩을 통한 중국사업은 녹십자차이나와 안휘커린커약품 영업실적을 합하여 추정하는 것이 합리적이다. 북미혈액제제 사업도 미래사업이기 때문에 가정에 기반해서 매출 2,500 억원, 순이익률 13%로 추정했다. 다만 녹십자 글로벌 사업가치를 높게 평가하여 프리미엄 20%를 부여했다. 다음으로 자회사 및 투자회사 지분가치는 시장가치와 장부가치 등으로 평가할 수 있다. 마지막으로 아파트 분양사업가치는 일시적인 사업이므로 보수적 관점에서 투자부동산 재고자산 가치를 순차입금에 반영하는 방식으로 기업가치를 평가했다.

투자의견은 매수, 목표주가 48,000 원 유지

동사에 대한 기업가치는 사업가치 1,652 억원, 녹십자 지분가치 11,098 억원, 계열사 및 투자지분가치 7,010 억원으로 평가했다. 여기에 순차입금에 부동산재고자산을 반영한 전체 기업가치는 2조 2,269 억원으로 평가되었다. 적정주가는 49,049 원이지만 자회사 주가 변동성을 반영하여 기존의 목표주가 48,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	345	368	478	747	764	798
yoY	%	11.8	6.7	30.0	56.3	2.2	4.5
영업이익	억원	168	182	191	263	275	287
yoY	%	0.4	8.2	4.8	37.8	4.7	4.5
EBITDA	억원	181	196	205	276	285	294
세전이익	억원	202	246	220	215	175	175
순이익(자배주주)	억원	162	196	178	178	145	145
영업이익률%	%	48.8	49.4	39.9	35.1	36.0	36.0
EBITDA%	%	52.5	53.4	42.9	36.9	37.3	36.9
순이익률	%	47.0	53.4	37.3	23.8	19.0	18.2
EPS	원	327	396	359	359	293	292
PER	배	38.1	52.7	116.8	105.9	129.7	130.0
PBR	배	1.1	1.9	3.7	3.4	3.5	3.6
EV/EBITDA	배	40.6	56.0	108.5	76.2	75.6	74.9
ROE	%	29	3.5	3.2	3.2	2.7	2.7
순차입금	억원	1,159	787	1,841	2,494	3,018	3,530
부채비율	%	35.1	28.8	48.8	76.2	85.5	97.5

녹십자홀딩스 주가 밸류에이션			(단위: 억원)
사업가치			금액
2016년 매출액(배당금 제외) 추정치			634
순이익(배당금 제외 추정) 추정치			83
PER(배)			20
사업가치합계(A)			1,552
계열사 지분가치		시가총액	지분율
녹십자 사업가치(B)		21,971	50.51%
녹십자그룹 글로벌 바이오사업 프리미엄(C)			20.00%
녹십자 가치합계(A+B+C)			14,969
계열사지분가치합계(C)			6,272
녹십자 HK(녹십자차이나 포함)			81.10%
녹십자BT(지분 가정)			26.00%
녹십자이엠(자기자본)			
녹십자랩셀(시장가치)		5,340	38.63%
녹십자헬스(자기자본)			2,063
기타 투자지분(D)			47
한일시멘트		200,000	160 상장주가 가치
고려제강		203,845	75 상장주가 가치
제넥신		43,763	25 상장주가 가치
기타			478 장부가
합계(A+B+C+D)			21,979
순차입금			1,368
투자부동산 재고자산			1,658*
기업가치합계			22,269
발행주식수(주)			49,543,070
자기주식수(주)			4,141,339
유통주식수(주)			45,401,731
적정주가(원)			49,059

자료: SK 증권

주: *기흥역세권 토지 재고자산 1,659 억원 반영

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.30	매수	48,000원
	2016.01.06	매수	48,000원
	2015.08.17	매수	50,000원
	2015.06.25	매수	50,000원

(원)

70,000
60,000
50,000
40,000
30,000
20,000
10,000

수정 주가 목표주가

14.6 15.1 15.8 16.3

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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 30일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,221	1,763	2,624	2,495	2,475
현금및현금성자산	12	23	749	526	417
매출채권및기타채권	88	96	113	115	120
재고자산	1,057	1,627	1,742	1,833	1,915
비유동자산	6,005	6,534	7,075	7,447	7,826
장기금융자산	642	616	627	627	627
유형자산	502	596	677	669	664
무형자산	28	27	26	25	24
자산총계	7,226	8,297	9,699	9,943	10,300
유동부채	892	1,598	1,919	2,025	2,038
단기금융부채	700	1,365	1,644	1,744	1,744
매입채무 및 기타채무	0	175	207	212	221
단기충당부채	4	4	5	5	5
비유동부채	724	1,125	2,274	2,558	3,048
장기금융부채	100	500	1,599	1,800	2,202
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,616	2,723	4,193	4,583	5,086
지배주주지분	5,610	5,574	5,505	5,360	5,214
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	811	811	811	811	811
기타자본구성요소	-149	-183	-183	-183	-183
자기주식	-149	-183	-183	-183	-183
이익잉여금	4,445	4,481	4,523	4,488	4,453
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,610	5,574	5,505	5,360	5,214
부채와자본총계	7,226	8,297	9,699	9,943	10,300

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	12	-405	4	165	190
당기순이익(순실)	196	178	178	145	145
비현금성항목등	-80	-54	-11	140	149
유형자산감가상각비	12	12	11	8	5
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	-99	-65	-23	-27	-27
운전자본감소(증가)	-80	-340	-103	-90	-74
매출채권및기타채권의 감소증가)	-22	4	-16	-3	-5
재고자산감소(증가)	0	-509	-115	-91	-82
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-4	175	31	5	10
기타	-54	-11	-3	-1	4
법인세납부	-25	-190	-60	-30	-30
투자활동현금흐름	512	-442	-447	-381	-382
금융자산감소(증가)	379	27	-20	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-81	-90	0	0
무형자산감소(증가)	-13	-1	-1	-1	-1
기타	217	-387	-336	-380	-381
재무활동현금흐름	-516	859	1,169	-6	83
단기금융부채증가(감소)	-164	565	280	100	0
장기금융부채증가(감소)	-200	500	1,099	201	402
자본의증가(감소)	-2	-34	0	0	0
배당금의 지급	-114	-137	-136	-180	-180
기타	-35	-35	-73	-128	-140
현금의 증가(감소)	9	12	726	-223	-109
기초현금	3	12	23	749	526
기말현금	12	23	749	526	417
FCF	-905	-401	52	147	170

자료 : 녹십자홀딩스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	368	478	747	764	798
매출원가	0	0	13	23	24
매출총이익	368	478	734	741	774
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	98.2	97.0	97.0
판매비와관리비	186	287	471	466	487
영업이익	182	191	263	275	287
영업이익률 (%)	49.4	39.9	35.1	36.0	36.0
비영업손익	64	29	-48	-100	-112
순금융비용	38	39	73	125	138
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	4	0	0	0
세전계속사업이익	246	220	215	175	175
세전계속사업이익률 (%)	66.8	46.0	28.7	22.9	21.9
계속사업법인세	49	42	37	30	30
계속사업이익	196	178	178	145	145
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	196	178	178	145	145
순이익률 (%)	53.4	37.3	23.8	19.0	18.2
지배주주	196	178	178	145	145
지배주주구속 순이익률(%)	53.41	37.25	23.8	19	18.16
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	56	135	67	34	34
지배주주	56	135	67	34	34
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	196	205	276	285	294

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.7	30.0	56.3	2.2	4.5
영업이익	8.2	4.8	37.8	4.7	4.5
세전계속사업이익	21.9	-10.6	-2.4	-184	-0.2
EBITDA	8.4	4.5	34.5	3.4	3.3
EPS(계속사업)	21.3	-9.4	-0.1	-184	-0.2
수익성 (%)					
ROE	35	32	32	2.7	2.7
ROA	2.6	2.3	2.0	1.5	1.4
EBITDA마진	53.4	42.9	36.9	37.3	36.9
안정성 (%)					
유동비율	136.8	110.3	136.7	123.2	121.4
부채비율	28.8	48.8	76.2	85.5	97.5
순자금/자기자본	14.0	33.0	45.3	56.3	67.7
EBITDA/이자비용(배)	5.2	5.3	3.8	2.2	2.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	396	359	359	293	292
BPS	11,324	11,252	11,112	10,819	10,525
CFPS	426	389	386	313	307
주당 현금배당금	300	300	400	400	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	62.7	160.9	138.5	169.7	170.0
PER(최저)	30.8	55.7	94.8	116.1	116.3
PBR(최고)	2.2	5.1	4.5	4.6	4.7
PBR(최저)	1.1	1.8	3.1	3.1	3.2
PCR	49.1	107.9	98.5	121.3	123.9
EV/EBITDA(최고)	65.7	146.2	96.5	95.2	93.9
EV/EBITDA(최저)	35.0	56.7	69.4	69.0	68.6