

2017/07/27

녹십자(006280)

상반기 서프라이즈. 하반기 모멘텀 기대

■ 2Q17 비용 감소와 R&D 비용 이월로 기대치 상당히 상회

동사 2분기 매출액 3,302억원(YoY +9%) 영업이익 345억원(YoY +44%)의 호실적을 기록하였다. 매출액 시장 기대치 부합하였고, 영업이익은 기대치 38% 상회하였다. 혈액제제 수출 YoY 23% 증가하였고, 이 중 브라질 항 IMG가 140억원으로 YoY 97% 증가하였다. 국내 백신 사업부 YoY 38% 성장하였는데, 가다실이 138억원으로 전분기 대비 112% 성장하였다.

영업이익은 판관비 감소와 R&D 비용이 이월되며 전년대비 44% 성장한 345억원을 기록하였다. '17년 예상 R&D 비용 1,300억원에서 상반기 500억 원 집행하였기 때문에 하반기 800억원이 집행될 것으로 보인다. R&D 비용은 헌터라제 글로벌 임상과 국내 조건부 3상, 그린진에프, 백신 등에 사용될 것으로 보인다. R&D 비용을 제외한 판관비율은 12%로 전년동기 대비 -2%p 감소하였으며, 이는 김영란 법의 영향 때문인 것으로 보인다.

■ 하반기는 IMG-SN 모멘텀

하반기 실적은 R&D 비용 집행에 따라 좌지우지 될 것으로 보이나, R&D 비용 800억원 집행에도 매출 성장과 판관비 통제로 하반기 영업이익은 지난해 하반기보다 2.6% 성장한 447억원이 될 것으로 전망한다.

IMG-SN의 보완서류 제출은 오는 9~10월이 예상되며, 검토 기간을 거쳐 이르면 연말 허가 승인을 기대해 볼만 하다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 23만원으로 상향

12개월 포워드 순이익 기준 동사의 밸류에이션은 33배로 낮지 않으나, 이익이 지난해를 기점으로 개선되고 있고 중장기 성장 모멘텀을 보유하고 있다. '19년 캐나다 100만리터가 추가되면 총 CAPA 270만 리터로 '16년 100만 리터 대비 2.7배 증가한다. 혈액제제 특히 MG는 수요 대비 공급이 부족하고 경쟁자가 많지 않다는 특징이 있으며, 면역글로불린의 가장 큰 시장인 미국과 캐나다 진출이 2~3년내 본격화 된다는 점 또한 긍정적이다. 동사의 연간 실적 추정치와 IMG-SN 가치 상향에 따라 목표주가를 기존 20만원에서 23만원으로 상향한다.

제약/바이오 허헤민

(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

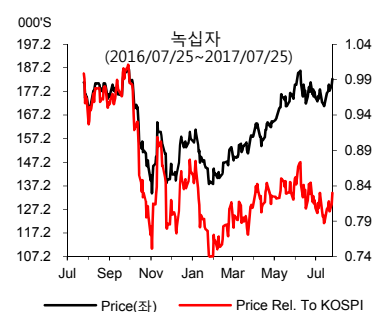
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	230,000원
종가 (2017/07/26)	187,500원

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,169만주
시가총액	2,191십억원
외국인지분율	25.6%
배당금(2016)	1,250원
EPS(2017E)	5,614원
BPS(2017E)	89,511원
ROE(2017E)	6.4%
52주 주가	134,000~187,000원
60일평균거래량	26,694주
60일평균거래대금	4.7십억원

Price Trend



<그림 1> 녹십자 2Q17 실적

(단위, 억원)									
	실적 2Q17	하이 추정치	추정치 대비	1Q17	QoQ	2Q16	YoY	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	3,302	3,338	-1%	2,754	20%	3,035	9%	3,295	0%
영업이익	345	249	39%	137	152%	240	44%	251	37%
지배주주순이익	252	164	54%	46	448%	161	57%	186	35%

자료: 전자공시, Fnguide, 하이투자증권

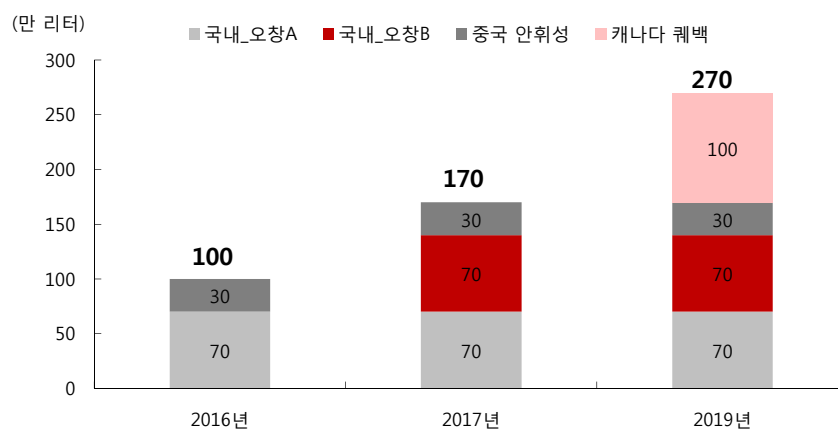
<그림 2> 목표 주가 세부 내용

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정			비 고	
① 영업가치	19,647	1,310	15	Fw12m EBITDA에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용	
② 비영업가치	7,924				
- 관계 기업 :					
GCNA	285	407	30.0%	장부가액 30% 할인	
녹십자셀	735	3,673	25.0%	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용	
- Pipeline					
IVIG-SN	6,905				
③ 순차입금	1,119				
④ 유통 주식 수	11,413			자사주 제외	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	26,452				
⑥ 목표주가(=⑤/④)	230,000	231,769			

자료: 하이투자증권

<그림 3> CAPA 증설 계획



자료: 녹십자, 하이투자증권

<그림 4> 매출 세부 내용 및 추정

(단위, 십억원)							
구 분	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2016	2017E	2018E
매출액	275.4	330.1	363.2	352.8	1,197.9	1,321.4	1,434.0
국내	198.8	214.2	266.7	228.7	836.8	908.4	958.5
- 혈액	76.3	79.2	87.5	84.5	298.7	327.5	343.2
- 백신	35.1	46.9	90.7	57.5	182.8	230.2	253.7
- ETC	68.0	65.2	66.3	64.3	275.0	263.8	270.3
- OTC	18.7	22.9	22.2	22.7	80.1	86.5	90.8
수출	32.6	70.8	49.1	72.0	204.0	224.5	268.1
- 혈액	23.7	20.1	29.0	34.9	91.0	107.8	145.1
- 백신	5.3	47.3	19.0	35.0	102.9	106.6	112.9
- ETC	3.6	3.4	1.0	2.1	10.1	10.1	10.1
영업이익	13.7	34.5	35.5	9.2	78.5	92.9	99.8
joy	25.9%	43.6%	2.6%	2.8%	-14.4%	18.4%	7.4%
영업이익률	5.0%	10.5%	9.8%	2.6%	6.5%	7.0%	7.0%

자료: 하이투자증권

<그림 5> R&D 파이프라인

구 분	과제명	적응증	임상 현황	비 고
백 신	GC3110B	4가 독감 백신	3상	
	GC3106A	인플루엔자 예방 백신	3상	
	MG1111	수두	2상	
	GC1109	탄저균 감염	2상	
	GC3111A	파상풍, 디프테리아, 백일해	2상	
유전자재조합 & 기 타	그린진 에프(GC1101D)	A형 혈우병	3상	중국
	헌터라제(GC1123A)	헌터증후군	2상	미국
	GC1102B	간이식환자의 간염 재발 예방+ 만성간염치료	2상	
	GC1118A	대장암(EGFR mAb)	1상	
	MGAH22	유방암(Her2 mAb)	3상	

주 : 1상 이상 파이프라인만 기재

자료: 녹십자, 하이투자증권

<그림 6> IMG-SN 가치 산정 내역

(단위, 백만달러)	'16F	'17F	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	'26F	'27F
Target Market(US)	3,649	3,959	4,295	4,661	5,057	5,487	5,953	6,459	7,008	7,358	7,726	8,113
yoy		8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
IVIG-SN 진행상황		FDA 허가 (17년말)	출시									
IVIG-SN_MS			0.6%	1.0%	3.0%	5.0%	6.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%
IVIG-SN 매출액(억원)			272	536	1,745	3,155	4,108	5,199	5,238	5,077	4,887	4,665
EBIT 마진			5.0%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
EBIT(억원)			14	43	174	379	575	780	786	762	733	700
FCF(억원)			11	34	140	303	460	624	629	609	586	560
확률 환산 FCF(억원)			10	33	133	288	437	593	597	579	557	532
rNPV			2,355									
rNPV of TV			4,551									
합 산			6,905									
주식수(천주)			11,563									
주당가치			59,716									

주요 가정

환율(원)	1,150
법인세율	20%
성공확률	95%
WACC	7%
영구성장율	1%
Target Market : US immunoglobulin market	

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	801	859	963	1,083
현금 및 현금성자산	57	45	85	133
단기금융자산	60	60	60	60
매출채권	345	381	413	449
재고자산	321	354	384	417
비유동자산	749	753	720	683
유형자산	554	554	518	477
무형자산	74	69	65	61
자산총계	1,551	1,612	1,683	1,767
유동부채	303	309	315	322
매입채무	179	185	191	198
단기차입금	15	15	15	15
유동성장기부채	84	84	84	84
비유동부채	188	188	188	188
사채	150	150	150	150
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	492	498	503	510
지배주주지분	993	1,046	1,109	1,182
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	325	325	325	325
이익잉여금	637	689	750	822
기타자본항목	-36	-36	-36	-36
비지배주주지분	66	68	71	74
자본총계	1,059	1,114	1,180	1,256

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,198	1,321	1,434	1,559
증가율(%)	14.3	10.3	8.5	8.7
매출원가	846	937	1,019	1,108
매출총이익	352	384	415	451
판매비와관리비	274	291	315	338
연구개발비	112	130	141	153
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	78	93	100	112
증가율(%)	-14.4	18.4	7.4	12.5
영업이익률(%)	6.5	7.0	7.0	7.2
이자수익	1	1	1	2
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2
기타영업외손익	4	0	2	2
세전계속사업이익	80	85	98	111
법인세비용	14	17	20	22
세전계속이익률(%)	6.6	6.4	6.8	7.1
당기순이익	65	68	78	89
순이익률(%)	5.4	5.1	5.5	5.7
지배주주귀속 순이익	63	66	76	86
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	67	70	80	90
지배주주귀속총포괄이익	66	69	79	90

현금흐름표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-2	52	72	81
당기순이익	65	68	78	89
유형자산감가상각비	28	32	36	40
무형자산상각비	4	5	4	4
지분법관련손실(이익)	-2	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-111	-39	-7	-7
유형자산의 처분(취득)	-81	-32	-	-
무형자산의 처분(취득)	-18	-	-	-
금융상품의 증감	-14	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	41	-	-	-
장기금융부채의증감	80	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-20	-14	-14	-14
현금및현금성자산의증감	-1	-12	40	49
기초현금및현금성자산	58	57	45	85
기말현금및현금성자산	57	45	85	133

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	5,388	5,614	6,486	7,339
BPS	84,976	89,511	94,919	101,179
CFPS	8,047	8,729	9,979	11,142
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250
Valuation(배)				
PER	29.1	32.5	28.1	24.9
PBR	1.8	2.0	1.9	1.8
PCR	19.5	20.9	18.3	16.4
EV/EBITDA	18.0	17.6	15.9	14.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.5	6.4	7.0	7.5
EBITDA 이익률	9.1	9.8	9.8	10.1
부채비율	46.4	44.7	42.6	40.6
순부채비율	12.4	12.9	8.8	4.4
매출채권회전율(x)	3.8	3.6	3.6	3.6
재고자산회전율(x)	3.7	3.9	3.9	3.9

자료 : 녹십자, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-26	Buy	230,000
2017-07-17	Buy	200,000
2017-04-28	Buy	190,000
2017-02-27(담당자변경)	Buy	170,000
2015-08-31(담당자변경)	Buy	240,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 :허혜민)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-