

2017/04/28

녹십자(006280)

제약/바이오 허헤민

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

1Q 호실적. 연내 IMG-SN 미국 승인 예상

Buy(Maintain)

■ 부진했던 수출 증가. 비용 감소로 이익 컨센서스 상회

1분기 연결 매출액은 2,754억원(YOY +12%) 영업이익은 137억원(YOY +26%, OPM 5%)이다. 매출액은 우리 추정치와 시장 컨센서스에 부합하는 수준이었으나, 영업이익이 추정치 대비 82%, 시장 대비 40% 상회하는 호실적을 기록하였다.

국내 매출 성장 +6% 중 혈액제제와 전문의약품제제는 각각 +1%, -2%부진했으나 백신 부문 +42%로 국내 성장을 이끌었다. 백신 부문에서 조스타박스(대상포진)와 신규 도입품목인 가다실의 성장이 눈에 띄었다.

수출이 +53% 성장하였는데, 이는 IMG와 알부민 및 헌터라제가 각각 +70%, +68%, +350%씩 큰 폭으로 증가하였기 때문이다.

영업이익은 예상대비 적은 R&D 비용 집행과 김영란 법 등의 영향으로 판관비가 감소하였다. 연간 R&D 비용은 1,300억원 예상되며, 1분기 R&D비용이 연간 대비 18% 집행되었기 때문에 향후 증가할 것으로 보인다.

■ 2Q 남반구 플루, 3Q 계절적 성수기, 4Q IMG-SN FDA 승인

2분기는 WHO산하 범미보건기구(PAHO)에 400억원 규모의 독감백신 공급과 3분기 계절적 성수기가 예상되며 4분기 미국 FDA로 IMG-SN의 허가 승인이 기대된다. IMG-SN 허가 승인을 위한 제조 공정 관련 보완 자료 제출이 순탄하게 진행되고 있어, 연내 승인이 가능할 것으로 보인다.

■ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 19만원 상향

R&D 비용 기존 1,340억원에서 1,300억원으로 하향함에 따라 연간 영업이익 기존 740억원에서 775억원으로 상향하였다. Fw12m EBITDA 기존 대비 7% 상승, 상위제약사 EV/EBITDA 15배로 목표주가 기존 170,000원에서 190,000원으로 상향한다. 연간 실적 턴어라운드는 변동성 있는 해외 부문과 R&D 및 판관비용 통제에 따라 다르겠지만, 미국 IMG-SN의 18년 출시 및 19년 캐나다 공장 본격 가동은 중장기 성장동력을 갖추고 있다는 점에서 여전히 매력적이라고 판단한다.

| | |
|--------------------|----------|
| 목표주가(6M) | 190,000원 |
| 종가 (2017/04/27) | 164,500원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|------------------|
| 자본금 | 58십억원 |
| 발행주식수 | 1,169만주 |
| 시가총액 | 1,922십억원 |
| 외국인지분율 | 24.0% |
| 배당금(2016) | 1,250원 |
| EPS(2017E) | 5,112원 |
| BPS(2017E) | 89,009원 |
| ROE(2017E) | 5.9% |
| 52주 주가 | 134,000~206,000원 |
| 60일평균거래량 | 27,292주 |
| 60일평균거래대금 | 4.2십억원 |

Price Trend



<그림 1> 녹십자 1Q17 실적

(단위, 억원)

| | 영업 실적 1Q17 | 하이 추정치 | 추정치 대비 | 4Q16 | QoQ | 1Q16 | YoY | 컨센서스 | 컨센서스 대비 |
|-------|---------------|-----------|-----------|-------|------|-------|-----|-------|------------|
| 매출액 | 2,754 | 2,659 | 4% | 3,210 | -14% | 2,458 | 12% | 2,632 | 5% |
| 영업이익 | 137 | 75 | 82% | 90 | 52% | 109 | 26% | 98 | 40% |
| 당기순이익 | 70 | 53 | 31% | 189 | -63% | 64 | 8% | 62 | 12% |

자료: 전자공시, 하이투자증권

<그림 2> 매출 세부 품목 분기별 실적 전망

| 구 분 | 17.1Q | 17.2Q | 17.3Q | 17.4Q | 2016 | 2017E | 2018E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 275.4 | 331.3 | 355.4 | 324.1 | 1,197.9 | 1,286.2 | 1,371.3 |
| 국내 | 198.8 | 204.2 | 260.8 | 219.6 | 836.8 | 883.4 | 910.0 |
| - 혈액 | 76.3 | 80.6 | 88.0 | 86.9 | 298.7 | 331.8 | 340.1 |
| - 백신 | 35.1 | 34.0 | 84.3 | 49.8 | 182.8 | 203.1 | 215.2 |
| - ETC | 68.0 | 64.7 | 66.3 | 62.6 | 275.0 | 261.6 | 263.4 |
| - OTC | 18.7 | 24.9 | 22.2 | 20.7 | 80.1 | 86.5 | 90.8 |
| 수출 | 32.6 | 78.4 | 47.2 | 56.0 | 204.0 | 214.2 | 254.0 |
| - 혈액 | 23.7 | 19.2 | 24.9 | 24.7 | 91.0 | 92.5 | 124.6 |
| - 백신 | 5.3 | 55.2 | 21.3 | 29.8 | 102.9 | 111.6 | 119.3 |
| - ETC | 3.6 | 4.0 | 1.0 | 1.5 | 10.1 | 10.1 | 10.1 |
| 영업이익 | 13.7 | 23.6 | 33.6 | 6.5 | 78.5 | 77.5 | 94.5 |
| yoy | 26.1% | -1.8% | -2.9% | -27.4% | -14.4% | -1.2% | 21.9% |
| 영업이익률 | 5.0% | 7.1% | 9.5% | 2.0% | 6.5% | 6.0% | 6.9% |
| 당기순이익 | 7.0 | 20.7 | 30.6 | 3.5 | 65.2 | 61.8 | 74.2 |
| yoy | 8.4% | 22.6% | 33.6% | -81.2% | -36.1% | -5.1% | 20.1% |
| 당기순이익률 | 2.5% | 6.3% | 8.6% | 1.1% | 5.4% | 4.8% | 5.4% |

자료: 녹십자, 하이투자증권

<그림 3> 녹십자 목표주가 산정

(단위, 억원, 천 주)

| 구 분 | 가치 산정 | | | 비 고 |
|----------------|---------|---------|-------|---|
| ① 영업가치 | 17,196 | 1,146 | 15 | Fw12m EBITDA에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용 |
| ② 비영업가치 | 6,240 | | | |
| - 관계 기업 : | | | | |
| 녹십자엠에스 | 346 | 1,027 | 42.1% | 3개월 평균 시가 총액 * 지분율(42.1%)의 20% 할인 적용 |
| 녹십자셀 | 643 | 3,215 | 25.0% | 3개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용 |
| 녹십자랩셀 | 849 | 2,742 | 38.7% | 3개월 평균 시가 총액 * 지분율(38.7%)의 20% 할인 적용 |
| - Pipeline | | | | |
| IVIG-SN | 4,403 | | | |
| ③ 순차입금 | 1,316 | | | |
| ④ 유통 주식 수 | 11,563 | | | |
| ⑤ 기업가치(=①+②-③) | 22,120 | | | |
| ⑥ 목표주가(=⑤/④) | 190,000 | 191,294 | | |

주) 상위제약사 : 유한양행, 종근당, 대웅제약, 동아에스티

자료: 전자공시, 하이투자증권

<그림 4> IVIG_SN 가치

| (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 출시 (17년말) | | | | | | | | | | | |
| IVIG-SN_MS | | | 0.6% | 1.0% | 3.0% | 4.5% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 4.0% | 4.0% | 5.0% |
| IVIG-SN 매출액(억원) | | | 272 | 536 | 1,745 | 2,839 | 3,423 | 3,714 | 4,030 | 3,385 | 3,554 | 4,665 |
| EBIT(억원) | | | 27 | 54 | 174 | 284 | 342 | 371 | 403 | 338 | 355 | 466 |
| FCF(억원) | | | 22 | 43 | 140 | 227 | 274 | 297 | 322 | 271 | 284 | 373 |
| 확률 환산 FCF(억원) | | | 21 | 41 | 133 | 216 | 260 | 282 | 306 | 257 | 270 | 355 |
| rNPV | | | 1,369 | | | | | | | | | |
| rNPV of TV | | | 3,034 | | | | | | | | | |
| 합 산 | | | 4,403 | | | | | | | | | |
| 주식수(천주) | | | 11,563 | | | | | | | | | |
| 주당가치 | | | 38,074 | | | | | | | | | |

주요 가정

| | |
|--|-------|
| 환율(원) | 1,150 |
| EBIT 마진 | 10% |
| 법인세율 | 20% |
| 성공확률 | 95% |
| WACC | 7% |
| 연구성장률 | 1% |
| Target Market : US immunoglobulin market | |

자료: 하이투자증권

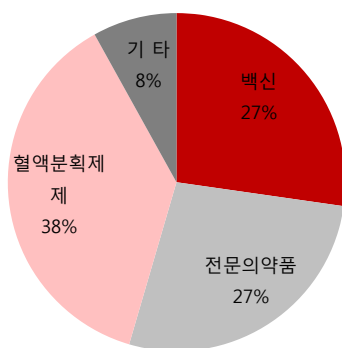
<그림 5> R&D Pipeline

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

주) 전임상 이하 생략

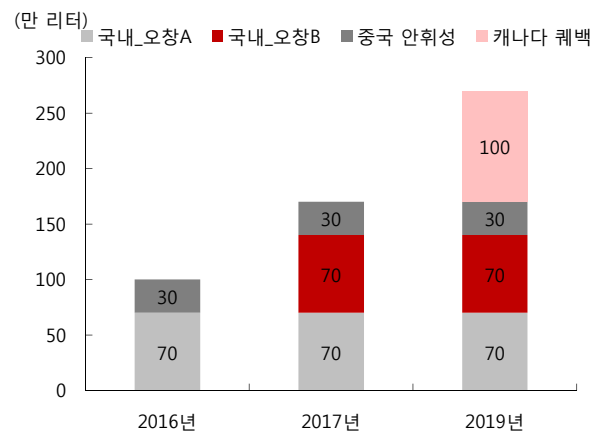
자료: 녹십자, 하이투자증권

<그림 6> 2016 년 매출 비중



자료: 녹십자, 하이투자증권

<그림 7> 녹십자 CAPA



자료: 녹십자, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | (단위:십억원) | | | |
|------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | 801 | 855 | 957 | 1,074 |
| 현금 및 현금성자산 | 57 | 60 | 112 | 166 |
| 단기금융자산 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 매출채권 | 345 | 370 | 395 | 427 |
| 재고자산 | 321 | 344 | 367 | 397 |
| 비유동자산 | 749 | 754 | 722 | 686 |
| 유형자산 | 554 | 554 | 518 | 477 |
| 무형자산 | 74 | 70 | 67 | 64 |
| 자산총계 | 1,551 | 1,609 | 1,679 | 1,761 |
| 유동부채 | 303 | 312 | 320 | 331 |
| 매입채무 | 179 | 188 | 196 | 207 |
| 단기차입금 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 유동성장기부채 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| 비유동부채 | 188 | 188 | 188 | 188 |
| 사채 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 장기차입금 | - | - | - | - |
| 부채총계 | 492 | 500 | 509 | 520 |
| 지배주주지분 | 993 | 1,040 | 1,099 | 1,168 |
| 자본금 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 자본잉여금 | 325 | 325 | 325 | 325 |
| 이익잉여금 | 637 | 683 | 740 | 807 |
| 기타자본항목 | -36 | -36 | -36 | -36 |
| 비지배주주지분 | 66 | 68 | 70 | 73 |
| 자본총계 | 1,059 | 1,108 | 1,170 | 1,241 |

| 포괄손익계산서 | (단위:십억원%) | | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 1,198 | 1,286 | 1,371 | 1,483 |
| 증가율(%) | 14.3 | 7.4 | 6.6 | 8.2 |
| 매출원가 | 846 | 917 | 970 | 1,050 |
| 매출총이익 | 352 | 369 | 401 | 433 |
| 판매비와관리비 | 274 | 292 | 306 | 328 |
| 연구개발비 | 112 | 130 | 139 | 150 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 78 | 77 | 94 | 106 |
| 증가율(%) | -14.4 | -1.2 | 21.9 | 11.8 |
| 영업이익률(%) | 6.5 | 6.0 | 6.9 | 7.1 |
| 이자수익 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 이자비용 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 지분법이익(손실) | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 기타영업외손익 | 4 | 2 | 2 | 2 |
| 세전계속사업이익 | 80 | 75 | 93 | 104 |
| 법인세비용 | 14 | 14 | 19 | 21 |
| 세전계속이익률(%) | 6.6 | 5.9 | 6.8 | 7.0 |
| 당기순이익 | 65 | 62 | 74 | 84 |
| 순이익률(%) | 5.4 | 4.8 | 5.4 | 5.6 |
| 지배주주귀속 순이익 | 63 | 60 | 72 | 81 |
| 기타포괄이익 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 총포괄이익 | 67 | 63 | 76 | 85 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 66 | 63 | 75 | 84 |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | -2 | 66 | 85 | 86 |
| 당기순이익 | 65 | 62 | 74 | 84 |
| 유형자산감가상각비 | 28 | 32 | 36 | 40 |
| 무형자산상각비 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| 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 | 3 | 53 | 54 |
| 기초현금및현금성자산 | 58 | 57 | 60 | 112 |
| 기말현금및현금성자산 | 57 | 60 | 112 | 166 |

| 주요투자지표 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 5,388 | 5,112 | 6,143 | 6,911 |
| BPS | 84,976 | 89,009 | 94,073 | 99,905 |
| CFPS | 8,047 | 8,126 | 9,549 | 10,640 |
| DPS | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 1,250 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 29.1 | 32.2 | 26.8 | 23.8 |
| PBR | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| PCR | 19.5 | 20.2 | 17.2 | 15.5 |
| EV/EBITDA | 18.0 | 18.2 | 14.9 | 13.0 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 6.5 | 5.9 | 6.7 | 7.1 |
| EBITDA 이익률 | 9.1 | 8.8 | 9.8 | 10.1 |
| 부채비율 | 46.4 | 45.1 | 43.5 | 41.9 |
| 순부채비율 | 12.4 | 11.6 | 6.5 | 1.8 |
| 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 차이

| 의견제시일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|-------------------|------|---------|
| 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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

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

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 87.3 % | 12.7 % | - |