



2017/04/28

# 녹십자(006280)

## 1Q 호실적. 연내 IVIG-SN 미국 승인 예상

### ■ 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 조스 타박스(대상포진)와 신규 도입품목인 가다실의 성장이 눈에 띄었다.

수출이 +53% 성장하였는데, 이는 IVIG와 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 IVIG-SN FDA 승인

2분기는 WHO산하 범미보건기구(PAHO)에 400억원 규모의 독감백신 공급과 3분기 계절적 성수기가 예상되며 4분기 미국 FDA로 IVIG-SN의 허가승인이 기대된다. IVIG-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 기준 1,340억원에서 1,300억원으로 하향함에 따라 연간 영업이익 기준 740억원에서 775억원으로 상향하였다. Fw12m EBITDA 기준 대비 7% 상승, 상위제약사 EV/EBITDA 15배로 목표주가 기준 170,000원에서 190,000원으로 상향한다. 연간 실적 텐어라운드는 변동성 있는 해외 부문과 R&D 및 판관비용 통제에 따라 다르겠으나, 미국 IVIG-SN의 18년 출시 및 19년 캐나다 공장 본격 가동은 중장기 성장동력을 갖추고 있다는 점에서 여전히 매력적이라고 판단한다.

제약/바이오 허혜민

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

**Buy**(Maintain)

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



&lt;그림 1&gt; 녹십자 1Q17 실적

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

자료: 전자공시, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; 매출 세부 품목 분기별 실적 전망

구 분	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>275.4</b>	<b>331.3</b>	<b>355.4</b>	<b>324.1</b>	<b>1,197.9</b>	<b>1,286.2</b>	<b>1,371.3</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>13.7</b>	<b>23.6</b>	<b>33.6</b>	<b>6.5</b>	<b>78.5</b>	<b>77.5</b>	<b>94.5</b>
<i>yoy</i>	26.1%	-1.8%	-2.9%	-27.4%	-14.4%	-1.2%	21.9%
<i>영업이익률</i>	5.0%	7.1%	9.5%	2.0%	6.5%	6.0%	6.9%
<b>당기순이익</b>	<b>7.0</b>	<b>20.7</b>	<b>30.6</b>	<b>3.5</b>	<b>65.2</b>	<b>61.8</b>	<b>74.2</b>
<i>yoy</i>	8.4%	22.6%	33.6%	-81.2%	-36.1%	-5.1%	20.1%
<i>당기순이익률</i>	2.5%	6.3%	8.6%	1.1%	5.4%	4.8%	5.4%

자료: 녹십자, 하이투자증권

## &lt;그림 3&gt; 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 시가총액 * 지분율(42.1%)의 20% 할인 적용
녹십자셀	643	3,215	25.0%	3개월 평균 시가총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
녹십자랩셀	849	2,742	38.7%	3개월 평균 시가총액 * 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

## &lt;그림 4&gt; 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%	8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
IVIG-SN 진행상황	FDA 허가 (17년말)	출시										
IVIG-SN_MS	0.6%	1.0%	3.0%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	5.0%	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		
환율 환산 FCF(억원)	21	41	133	216	260	282	306	257	270	355		
rNPV	1,369											
rNPV of TV	3,034											
합산	4,403											
주식수(천주)	11,563											
주당가치	38,074											

## 주요 가정

환율(원)	1,150
EBIT 마진	10%
법인세율	20%
성공확률	95%
WACC	7%
영구성장률	1%

Target Market : US immunoglobulin market

자료: 하이투자증권

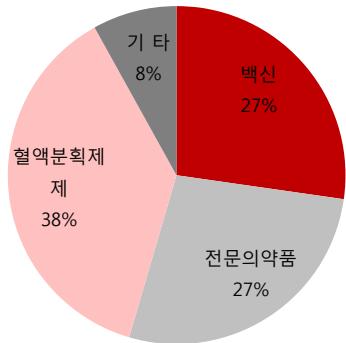
## &lt;그림 5&gt; R&amp;D Pipeline

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

주) 전임상 이하 생략

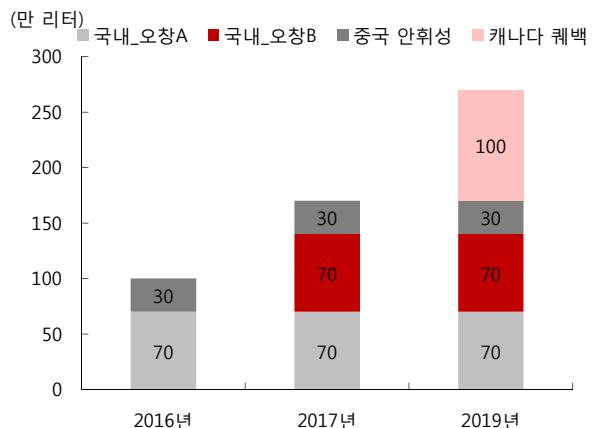
자료: 녹십자, 하이투자증권

## &lt;그림 6&gt; 2016년 매출 비중



자료: 녹십자, 하이투자증권

## &lt;그림 7&gt; 녹십자 CAPA



자료: 녹십자, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	801	855	957	1,074		매출액	1,198	1,286	1,371	1,483	
현금 및 현금성자산	57	60	112	166		증가율(%)	14.3	7.4	6.6	8.2	
단기금융자산	60	60	60	60		매출원가	846	917	970	1,050	
매출채권	345	370	395	427		매출총이익	352	369	401	433	
재고자산	321	344	367	397		판매비와관리비	274	292	306	328	
비유동자산	749	754	722	686		연구개발비	112	130	139	150	
유형자산	554	554	518	477		기타영업수익	-	-	-	-	
무형자산	74	70	67	64		기타영업비용	-	-	-	-	
자산총계	1,551	1,609	1,679	1,761		영업이익	78	77	94	106	
유동부채	303	312	320	331		증가율(%)	-14.4	-1.2	21.9	11.8	
매입채무	179	188	196	207		영업이익률(%)	6.5	6.0	6.9	7.1	
단기차입금	15	15	15	15		이자수익	1	1	1	2	
유동성장기부채	84	84	84	84		이자비용	5	5	5	5	
비유동부채	188	188	188	188		지분법이익(손실)	-2	-2	-2	-2	
사채	150	150	150	150		기타영업외손익	4	2	2	2	
장기차입금	-	-	-	-		세전계속사업이익	80	75	93	104	
부채총계	492	500	509	520		법인세비용	14	14	19	21	
지배주주지분	993	1,040	1,099	1,168		세전계속이익률(%)	6.6	5.9	6.8	7.0	
자본금	58	58	58	58		당기순이익	65	62	74	84	
자본잉여금	325	325	325	325		순이익률(%)	5.4	4.8	5.4	5.6	
이익잉여금	637	683	740	807		지배주주귀속 순이익	63	60	72	81	
기타자본항목	-36	-36	-36	-36		기타포괄이익	2	2	2	2	
비지배주주지분	66	68	70	73		총포괄이익	67	63	76	85	
자본총계	1,059	1,108	1,170	1,241		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						
현금및현금성자산의증 감	-1	3	53	54						
기초현금및현금성자산	58	57	60	112	매출채권회전율(x)	3.8	3.6	3.6	3.6	
기말현금및현금성자산	57	60	112	166	재고자산회전율(x)	3.7	3.9	3.9	3.9	

자료 : 녹십자, 하이투자증권 리서치센터

주요투자지표		(단위:억원)			
		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

## 주가와 목표주가와의 추이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 허혜민\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

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