

녹십자(006280/KS)

해외 사업가치와 바이오자회사 지분가치 높아

매수(유지)

T.P 250,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

녹십자의 기업가치가 상승하고 있는 것으로 평가한다. 향후 1~2년간 경영전략의 최우선 순위를 북미사업 성공에 둘에 따라 R&D 및 관련 비용이 발생해, 영업실적이 기대에 못 미칠 수 있다. 그러나 북미 및 중국사업의 잠재적인 고성장성, 녹십자셀, 녹십자랩셀(IPO 중), 녹십자 MS, 녹십자지놈 등 바이오 자회사의 지분가치를 반영하면 현재 주가는 저평가된 수준이다. 녹십자의 목표주가를 250,000 원으로 제시한다.

녹십자의 3 가지 주요 기업가치

녹십자의 기업가치가 상승하고 있는 것으로 평가한다. 녹십자의 기업가치는 국내 사업가치, 중국과 북미시장을 중심으로 하는 혈액제제사업가치, 그리고 자회사 지분가치로 나눌 수 있다. 이 중에서 해외사업가치와 자회사 지분가치가 점진적으로 증가할 것으로 전망된다.

글로벌 혈액사업가치와 바이오 자회사지분가치 크게 증가할 전망

녹십자의 해외사업은 현재 투자단계이기 때문에 과실을 회수하는 시기가 아니다. 특히 북미공장은 본격투자가 진행되는 국면이다. 따라서 순수한 영업실적으로만 동사의 기업가치를 평가하면 과소평가하는 결과가 될 것이다. 중국 혈액조달 환경이 점진적으로 개선되고 있어 중국에서 혈액제품 매출이 점차 늘어날 것이다. 북미혈액사업도 캐나다 퀘벡정부의 도움(혈액공급과 제품매입)이 있고 미국혈액원 확보가 진행 중이다. 무엇보다 팔 수 있는 제품(IVIG-sn)이 미국 FDA 허가를 앞두고 있어 사업성공 가능성이 매우 높아 보인다. 금년 4분기에 FDA 허가 절차를 통과한다면 2019년부터 동제품은 글로벌 품목으로 자리잡을 것이다. 따라서 녹십자는 수년 내 혈액제제 부문에서 글로벌 제약사로 입지를 굳힐 수 있을 전망이다. 자회사 지분가치도 크다. **녹십자 MS, 녹십자셀에 이어서 녹십자랩셀의 상장이 진행 중이다.** 상장후 38.64%를 보유하게 되는데 지분가치가 높게 재평가될 것이다.

수익성부진은 R&D 및 해외사업 투자성비용 상승과 같이 평가해야!

향후 1~2년간은 경영전략에서 영업실적보다 사업의 성공이 우선할 것으로 추정한다. 북미사업의 성공을 위해서 투자(R&D 등) 와 관련 비용지출이 증가할 것이다. 지금은 순수한 영업실적만을 보고 기업가치를 평가하기 보다는 미래사업의 성장 잠재력을 적극적으로 평가할 시기로 판단한다. **녹십자의 적정주가를 250,000 원으로 평가한다.**

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,882	9,753	10,478	11,608	12,475	13,634
yoY	%	9.4	9.8	7.4	10.8	7.5	9.3
영업이익	억원	788	970	917	929	961	1,050
yoY	%	6.0	23.0	-5.5	13	34	9.3
EBITDA	억원	972	1,205	1,201	1,262	1,307	1,382
세전이익	억원	910	1,167	1,289	971	986	1,074
순이익(지배주주)	억원	701	839	950	720	731	797
영업이익률%	%	8.9	9.9	8.8	8.0	7.7	7.7
EBITDA%	%	11.0	12.4	11.5	10.9	10.5	10.1
순이익률	%	8.1	8.9	9.1	6.3	6.0	5.9
EPS	원	6,201	7,183	8,126	6,160	6,255	6,823
PER	배	20.1	19.1	22.5	30.5	30.1	27.6
PBR	배	1.8	1.8	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	배	15.4	14.3	18.5	18.2	17.7	16.6
ROE	%	9.4	9.8	10.3	7.3	7.1	7.3
순차입금	억원	12	684	263	441	601	316
부채비율	%	31.6	44.5	41.8	50.8	50.3	50.1

녹십자 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

사업가치	본사사업 가치	PER	
순이익(2016년)	720		
계열사이익 차감	50		
합계	670	25	16,747 R&D비용 증가로 이익감소 반영
* 글로벌 혈액제제 사업 PER 프리미엄 반영			
신약가치	한터라제	1,920	
	MIG-SN	4,800	
	GC1118, GC1102, 표적항암제 등	2,500	*주관적 추정치
신약가치 합계		9,220	
불확실성 10% 할인 후 신약가치			8,298
신성장사업 (계열사)	진단/세포치료제 녹십자MS 녹십자셀 녹십자랩셀 기타(장부가치)	지분율 42.1% 25.0% 38.6% 합계	시가총액 682 1,206 601 IPO 주간사 밸류에이션 참조(중간값) 420 2,910
신성장사업 프리미엄 부여			30%
소계			3,782
기업가치 합계			28,827
순차입금		465	매입채무감소 반영(연말대비)
적정기업가치			28,362
발행주식수(주)		11,686,538	
차감: 자기주식 (주)		123,360	
주식수(주)		11,563,178	
적정주가(원)			245,279

자료 SK 증권

주: 자회사 주가변동성 감안 현재 목표주가 250,000 원 유지

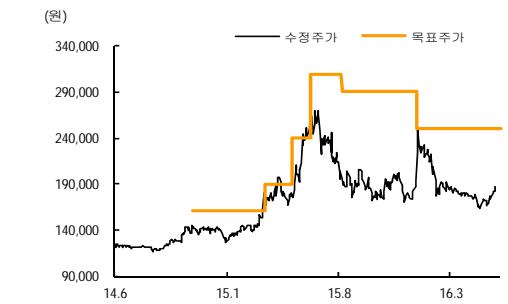
분기별 요약 영업실적

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	2,143	2,684	2,950	2,700	2,458	3,036	3,212	2,902
영업이익	127	302	482	6	109	262	476	83
세전이익	161	398	747	-17	81	268	482	140
순이익	124	283	573	-30	53	182	351	134
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	-14.4	-134	-1.3	1344.1
세전이익	-53.6	134.8	25.5	적전	-49.5	-326	-35.5	흑전
순이익	-53.8	117.6	26.6	적지	-51.4	-31.8	-37.6	흑전

자료 SK 증권

주: 연결기준

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.03.24	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 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 8일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,629	7,435	8,828	9,188	10,171
현금및현금성자산	320	577	1,029	868	1,153
매출채권및기타채권	2,559	2,883	3,194	3,433	3,752
재고자산	2,984	3,247	3,598	3,866	4,225
비유동자산	6,675	6,717	7,024	7,424	7,339
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	15,852	16,612	17,510
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	10,091	10,625	11,225
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	6,471	7,000	7,595
비자본주주지분	280	409	418	429	441
자본총계	9,206	9,977	10,509	11,054	11,666
부채와자본총계	13,304	14,151	15,852	16,612	17,510

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	598	489	559	749	696
당기순이익(손실)	868	957	732	743	809
비현금성항목등	428	387	575	564	573
유형자산감가상각비	210	254	299	305	284
무형자산상각비	25	30	34	41	48
기타	138	153	31	-5	-5
운전자본감소(증가)	-503	-548	-388	-315	-422
매출채권기타채권의 감소증가	12	-304	-317	-238	-319
재고자산감소(증가)	-481	-318	-349	-269	-359
매입채무 및 기타채무의 증가감소	210	133	190	125	167
기타	-245	-59	88	67	90
법인세납부	-195	-306	-360	-243	-265
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	452	-161	285
기초현금	276	320	577	1,029	868
기말현금	320	577	1,029	868	1,153
FCF	-26	-607	77	110	557

자료 : 녹십자, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,753	10,478	11,608	12,475	13,634
매출원가	6,648	7,088	7,882	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	2,798	3,056	3,340
영업이익	970	917	929	961	1,050
영업이익률 (%)	9.9	8.8	8.0	7.7	7.7
비영업순익	197	372	42	25	24
순금융비용	41	42	38	62	64
외환관련손익	4	80	53	53	53
관계기업투자등 관련손익	262	395	21	30	30
세전계속사업이익	1,167	1,289	971	986	1,074
세전계속사업이익률 (%)	12.0	12.3	8.4	7.9	7.9
계속사업법인세	299	332	240	243	265
계속사업이익	868	957	732	743	809
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	957	732	743	809
순이익률 (%)	8.9	9.1	6.3	6.0	5.9
지배주주	839	950	720	731	797
지배주주구속 순이익률(%)	8.61	9.06	6.2	5.86	5.85
비지배주주	28	7	12	12	12
총포괄이익	841	840	737	748	814
지배주주	814	838	725	736	803
비지배주주	27	2	11	11	11
EBITDA	1,205	1,201	1,262	1,307	1,382

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	1.3	3.4	9.3
세전계속사업이익	28.2	10.5	-24.7	1.5	8.9
EBITDA	23.9	-0.3	5.0	3.6	5.8
EPS(계속사업)	15.8	13.1	-24.2	1.6	9.1
수익성 (%)					
ROE	9.8	10.3	7.3	7.1	7.3
ROA	7.1	7.0	4.9	4.6	4.7
EBITDA마진	12.4	11.5	10.9	10.5	10.1
안정성 (%)					
유동비율	198.3	241.6	190.0	189.4	198.4
부채비율	44.5	41.8	50.8	50.3	50.1
순자기자본비율	7.4	26	42	54	27
EBITDA/이자비용(배)	26.0	24.0	27.0	17.1	18.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,183	8,126	6,160	6,255	6,823
BPS	76,384	81,873	86,346	90,916	96,054
CFPS	9,196	10,559	9,008	9,217	9,665
주당 현금배당금	1,250	1,750	1,750	1,750	1,750
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	20.2	33.2	40.5	39.9	36.6
PER(최저)	16.4	15.7	26.6	26.2	24.0
PBR(최고)	1.9	3.3	2.9	2.7	2.6
PBR(최저)	1.5	1.6	1.9	1.8	1.7
PCR	14.9	17.3	20.9	20.4	19.5
EV/EBITDA(최고)	15.0	27.0	23.9	23.2	21.8
EV/EBITDA(최저)	12.4	13.1	16.0	15.6	14.6