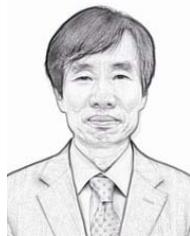


# SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com  
02-3773-8872**Company Data**

자본금	584 억원
발행주식수	1,169 만주
자사주	12 만주
액면가	5,000 원
시가총액	17,004 억원
주요주주	
녹십자홀딩스(외16)	52.38%
Matthews International	8.26%
외국인지분률	25.80%
배당수익률	1.20%

**Stock Data**

주가(16/10/27)	145,500 원
KOSPI	2013.89 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	249,500 원
52주 최저가	145,500 원
60일 평균 거래대금	56 억원

**녹십자 (006280/KS | 매수(유지) | T.P 220,000 원(하향))****R&D 투자 증가 등에 따른 일시적 수익성 하락 지속**

3분기 녹십자의 매출이 11.0% 성장하여 기대에 부합했으나 영업이익은 28.2% 감소하여 기대 이하 수준이다. 독감백신의 경쟁심화와 4분기로의 매출 이연효과, 그리고 R&D 비용 증가 등에 의해 영업이익이 크게 감소한 것이다. 그러나 수익성저하는 글로벌 혈액제제 제약사로 도약하는 과정에서 동반되는 비용증가의 결과이기 때문에 긍정적으로 해석할 필요가 있다. 비록 목표주가를 소폭 하향하지만 장기적 투자매력은 여전하다.

**3분기 매출액 11.0% 증가, 영업이익 28.2% 감소**

녹십자의 3분기 매출액이 전년동기대비 11.0% 증가한 3,276 억원, 영업이익은 28.2% 감소한 346 억원이다. 매출액은 기대에 충족했으나 영업이익이 추정치를 하회했다.

**주력 제품 및 상품매출 증가, 원가율 상승, R&D 비용 큰 폭 증가**

3분기 매출액이 비교적 높게 성장한 것은 B형간염치료제 헤파비과 대상포진백신 조스 타박스, 헌터증후군 치료제 헌터라제 등이 고성장했으며, 특히 상품으로 도입한 간염치료제 바라크루드(207 억원)가 가세했기 때문이다. 전통적으로 3분기 계절제품인 독감백신이 2015년 3분기에 520 억원 매출되었는데 금년에는 384 억원에 그쳤다. 이는 경쟁제품 출현과 100 억원 내외가 4분기 매출로 이연된 결과이다. 매출 고성장에도 불구하고 영업이익은 크게 감소했는데 상품비중이 높아지면서 원가율이 상승했고 R&D 비용(288 억원)이 전년동기대비 39.5% 증가했기 때문이다. 세전이익이 감소한 것은 1천억 원의 외화자산을 보유 중인데 여기서 60 억원 내외 평가손이 발생한 것으로 추정된다.

**4분기 실적 개선 전망, 목표주가 220,000 원으로 하향**

4분기에는 전년동기대비 영업실적이 개선될 전망이다. 주력 제품 매출이 호조를 보이고 있으며 100 억원의 독감백신 매출 이연효과가 예상되기 때문이다. 수정 추정이익과 자회사 지분가치 재평가를 반영하여 목표주가를 기존의 250,000 원에서 220,000 원으로 소폭 하향 조정한다. 그러나 동사의 기업가치는 글로벌 혈액제제 제약사로 도약하는 과정에서 장기적으로 증가하는 추세이므로 투자매력이 높은 것으로 평가된다.

**영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,882	9,753	10,478	11,760	12,732	13,884
yoY	%	9.4	9.8	7.4	12.2	8.3	9.0
영업이익	억원	788	970	917	764	828	902
yoY	%	6.0	23.0	-5.5	-16.6	8.3	9.0
EBITDA	억원	972	1,205	1,201	1,137	1,181	1,241
세전이익	억원	910	1,167	1,289	629	754	829
순이익(자배주주)	억원	701	839	950	498	601	663
영업이익률%	%	8.9	9.9	8.8	6.5	6.5	6.5
EBITDA%	%	11.0	12.4	11.5	9.7	9.3	8.9
순이익률	%	8.1	8.9	9.1	4.4	4.9	4.9
EPS	원	6,201	7,183	8,126	4,259	5,142	5,670
PER	배	20.1	19.1	22.5	34.2	28.3	25.7
PBR	배	1.8	1.8	2.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	15.4	14.3	18.5	16.4	15.8	14.9
ROE	%	9.4	9.8	10.3	5.1	5.8	6.1
순차입금	억원	12	684	263	837	816	563
부채비율	%	31.6	44.5	41.8	54.3	53.3	53.0

주요 부문별 매출 추이		(단위: 억원)	
		2015.3Q	2016.3Q
<b>&lt;국내&gt;</b>			
혈액제제		715	813
백신		770	738
독감백신		520	384
<b>ETC</b>		<b>436</b>	<b>701</b>
비라크루드		-	207
<b>OTC</b>		<b>182</b>	<b>193</b>
<b>국내 소계</b>		<b>2,103</b>	<b>2,446</b>
<b>&lt;해외/수출&gt;</b>			
혈액제제		283	258
백신		150	180
기타		27	10
<b>해외 소계</b>		<b>459</b>	<b>448</b>
<b>합계</b>		<b>2,562</b>	<b>2,894</b>

자료: 녹십자

**분기별 요약 영업실적**

(억원)	2015						2016E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	2,143	2,684	2,950	2,700	2,458	3,035	3,276	2,990
영업이익	127	302	482	6	109	240	346	69
세전이익	161	398	747	-17	81	207	274	67
순이익	124	283	573	-30	53	161	224	60
YoY (%)	7.6	13.9	4.5	4.7	14.7	13.1	11.0	10.7
매출액	-8.5	55.3	-6.6	-95.3	-14.4	-20.5	-28.2	1113.3
영업이익	-53.6	134.8	25.5	적전	-49.5	-48.0	-63.4	흑전
세전이익	-53.8	117.6	26.6	적지	-51.4	-42.7	-60.9	흑전

자료: SK 증권

주: 연결기준

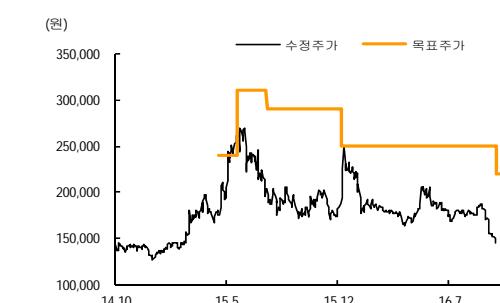
## 녹십자 주가 베이스라인 (단위: 억원)

사업가치	본사사업 가치	PER	금액
	순이익(2017년)	601	
	계열사이익 차감	50	
<b>합계</b>	<b>551</b>	<b>26</b>	<b>14,323</b>
* 글로벌 혈액제제사업			PER 프리미엄 반영
신약가치	현터라제		1,920
	MIG-SN		4,800
	GC1118, GC1102, 표적항암제 등		2,500
신약가치 합계			9,220
불확실성 10% 할인 후 신약가치			8,298
신성장사업 (계열사)	진단/세포치료제 녹십자MS 녹십자셀 녹십자랩셀 기타(장부가치)	지분율 42.10% 25.03% 38.60%	시가총액 1,114 3,515 2,802 420
	<b>합계</b>		<b>2,850</b>
신성장사업 프리미엄 부여			30%
	<b>소계</b>		<b>3,705</b>
기업가치 합계			26,327
순차입금			852
<b>적정기업가치</b>			<b>25,475</b>
발행주식수			11,686,538
차감: 자기주식			123,360
주식수(원)			11,563,178
<b>적정주가(원)</b>			<b>220,307</b>

자료 SK 증권

주:

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.28	매수	220,000원
	2016.07.28	매수	250,000원
	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



### 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 10월 28일 기준)

매수	94.9%	중립	5.1%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	6,629	7,435	8,934	9,540	10,485
현금및현금성자산	320	577	591	612	865
매출채권및기타채권	2,559	2,883	3,236	3,503	3,820
재고자산	2,984	3,247	3,644	3,946	4,303
<b>비유동자산</b>	6,675	6,717	7,693	7,804	7,740
장기금융자산	683	260	366	366	366
유형자산	4,089	5,004	5,758	5,696	5,406
무형자산	546	602	710	813	910
<b>자산총계</b>	13,304	14,151	16,627	17,343	18,225
<b>유동부채</b>	3,344	3,077	3,999	4,230	4,503
단기금융부채	1,225	587	1,204	1,204	1,204
매입채무 및 기타채무	1,378	1,512	1,697	1,837	2,003
단기증당부채	111	122	137	148	162
<b>비유동부채</b>	754	1,097	1,854	1,803	1,813
장기금융부채	380	809	1,495	1,495	1,495
장기매입채무 및 기타채무	3	4	4	4	4
장기증당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	4,097	4,174	5,852	6,033	6,317
<b>지배주주지분</b>	8,927	9,568	10,114	10,630	11,208
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	3,165	3,113	3,245	3,245	3,245
기타자본구성요소	-139	-139	-139	-139	-139
자기주식	-139	-139	-139	-139	-139
이익잉여금	5,134	5,955	6,249	6,648	7,108
비지배주주지분	280	409	661	681	700
<b>자본총계</b>	9,206	9,977	10,775	11,311	11,908
<b>부채와자본총계</b>	13,304	14,151	16,627	17,343	18,225

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	598	489	443	694	676
당기순이익(순실)	868	957	517	621	682
비현금성활동등	428	387	701	560	559
유형자산감가상각비	210	254	338	312	290
무형자산상각비	25	30	34	41	48
기타	138	153	186	50	50
운전자본감소(증가)	-503	-548	-382	-354	-419
매출채권및기타채권의 감소증가	12	-304	-353	-268	-317
재고자산감소(증가)	-481	-318	-397	-301	-357
매입채무 및 기타채무의 증가감소	210	133	176	140	166
기타	-245	-59	191	75	89
법인세납부	-195	-306	-393	-134	-147
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,619	91	-1,916	-380	-130
금융자산감소(증가)	-389	423	-724	0	0
유형자산감소(증가)	-583	-1,210	-1,060	-250	0
무형자산감소(증가)	-122	-145	-145	-145	-145
기타	-526	1,023	13	14	14
<b>재무활동현금흐름</b>	1,049	-325	1,489	-293	-293
단기금융부채증가(감소)	948	-879	-223	0	0
장기금융부채증가(감소)	174	660	1,595	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-147	-150	-202	-202	-202
기타	75	44	323	-90	-90
<b>현금의 증가(감소)</b>	44	257	14	20	253
기초현금	276	320	577	591	612
기말현금	320	577	591	612	865
FCF	-26	-607	-669	286	518

자료 : 녹십자, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	9,753	10,478	11,760	12,732	13,884
<b>매출원가</b>	6,648	7,088	8,055	8,722	9,510
<b>매출총이익</b>	3,105	3,390	3,704	4,011	4,373
매출총이익률 (%)	31.8	32.4	31.5	31.5	31.5
<b>판매비와관리비</b>	2,135	2,473	2,940	3,183	3,471
영업이익	970	917	764	828	902
영업이익률 (%)	9.9	8.8	6.5	6.5	6.5
비영업손익	197	372	-136	-73	-73
<b>순금융비용</b>	41	42	38	76	76
외환관련손익	4	80	53	53	53
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	262	395	-37	0	0
세전계속사업이익	1,167	1,289	629	754	829
세전계속사업이익률 (%)	12.0	12.3	5.4	5.9	6.0
계속사업법인세	299	332	111	134	147
<b>계속사업이익</b>	868	957	517	621	682
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	868	957	517	621	682
<b>순이익률 (%)</b>	8.9	9.1	4.4	4.9	4.9
<b>지배주주</b>	839	950	498	601	663
<b>지배주주기여 순이익률(%)</b>	861	9.06	4.23	4.72	4.77
<b>비지배주주</b>	28	7	20	20	20
<b>총포괄이익</b>	841	840	635	738	800
<b>지배주주</b>	814	838	616	719	781
<b>비지배주주</b>	27	2	20	20	20
EBITDA	1,205	1,201	1,137	1,181	1,241

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	9.8	7.4	12.2	8.3	9.0
영업이익	23.0	-5.5	-16.6	8.3	9.0
세전계속사업이익	28.2	10.5	-51.2	19.9	9.9
EBITDA	23.9	-0.3	-5.3	3.8	5.1
EPS(계속사업)	15.8	13.1	-47.6	20.7	103
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.8	10.3	5.1	5.8	6.1
ROA	7.1	7.0	3.4	3.7	3.8
EBITDA마진	12.4	11.5	9.7	9.3	8.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	198.3	241.6	223.4	225.5	232.8
부채비율	44.5	41.8	54.3	53.3	53.0
순차입금/자기자본	7.4	2.6	7.8	7.2	4.7
EBITDA/이자비용(배)	26.0	24.0	24.4	13.1	13.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,183	8,126	4,259	5,142	5,670
BPS	76,384	81,873	86,540	90,959	95,906
CFPS	9,196	10,559	7,448	8,163	8,568
주당 현금배당금	1,250	1,750	1,750	1,750	1,750
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	20.2	33.2	58.6	48.5	44.0
PER(최저)	16.4	15.7	34.2	28.3	25.7
PBR(최고)	1.9	3.3	2.9	2.7	2.6
PBR(최저)	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5
PCR	14.9	17.3	19.5	17.8	17.0
EV/EBITDA(최고)	15.0	27.0	27.1	26.1	24.7
EV/EBITDA(최저)	12.4	13.1	16.4	15.8	14.9

