

제약
 Company Report
 2019.2.13

투자 의견(유지)

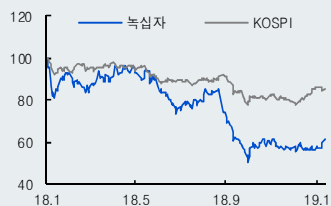
중립

목표주가(12M, 유지)	-
현재주가(19/02/12)	146,000원
상승여력	-

영업이익(18F, 십억원)	50
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	55
EPS 성장률(18F, %)	-35.5
MKT EPS 성장률(18F, %)	5.1
P/E(18F, x)	46.3
MKT P/E(18F, x)	9.1
KOSPI	2,190.47

시가총액(십억원)	1,706
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	44.5
외국인 보유비중(%)	21.5
베타(12M) 일간수익률	0.88
52주 최저가(원)	119,500
52주 최고가(원)	228,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.4	-20.9	-27.5
상대주가	1.7	-17.5	-21.1



[바이오/헬스케어]

김태희
 02-3774-6813
 taehee.kim@miraeasset.com

녹십자 (006280)

4Q18 Review: 영업적자 기록

비용 집행으로 4Q18 영업적자 기록

녹십자는 연결 기준 4Q18 매출액 3,467억원(+6.2% YoY), 영업이익 -56억원(적자 전환 YoY)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합했지만 영업이익은 하회한 수준이다. 혈액제제 부문은 전년동기 대비 +4.8%, ETC 부문은 +17.9%로 양호했지만 백신 부문은 -9.7%를 기록했다. 수출은 +1.1% 증가에 그쳤는데 이는 백신의 경쟁 심화로 백신 수출이 -26.5%로 부진했음에 기인한다.

판매관리비가 4Q17과 비슷했음에도 불구하고 영업이익이 적자를 기록한 이유는 독감백신 재고 폐기 총당금과 연구개발비가 이번 분기에 크게 집행됐기 때문이다.

19년 매출액 +6.8% YoY 예상

19년 매출액과 영업이익을 각각 1조 4,260억원(+6.8% YoY), 658억원(+31.3% YoY)으로 추정한다. 혈액제제 부문은 IVIG(면역글로불린)와 알부민(저알부민혈증 치료제), 애드베이트(혈우병 치료제) 등 주력 제품의 호조세가 이어지며 약 5%의 성장이 예상되고, ETC 부문도 헌터라제(헌터증후군 치료제)와 지노트로핀(성장호르몬)의 성장에 힘입어 약 7%의 성장이 가능할 전망이다. 백신 부문은 4가 백신의 비중 확대와 생산량 조절로 정상화될 전망이다.

영업이익률은 4.6%로 예상한다. 18년 대비 0.8%p 상승할 것으로 예상하지만 평년 대비 부진한 수준이며, 이는 임상 프로젝트 확대에 따른 연구개발비 증가와 혈액제제 신공장의 감가상각비 증가 때문이다.

투자 의견 '중립' 유지

동사에 대한 투자 의견 '중립'을 유지한다. 올해 2분기 헌터라제와 그린진F(혈우병 치료제)의 중국 신약허가 신청이 기대되고, 내년부터 캐나다 혈액제제 신공장의 상업 생산이 시작되는 점은 긍정적이다. 하지만 백신제제의 경쟁 심화 및 R&D비용 증가로 수익성 부진이 이어질 것이며 IVIG-SN(면역글로불린)의 미국 출시가 재차 지연됐다는 점이 아쉬운 부분이다. 19년 예상 P/E 37.6배로 밸류에이션 매력 또한 높지 않다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	1,048	1,198	1,288	1,335	1,426	1,528
영업이익 (십억원)	92	78	90	50	66	74
영업이익률 (%)	8.8	6.5	7.0	3.7	4.6	4.8
순이익 (십억원)	95	63	53	34	45	51
EPS (원)	8,126	5,388	4,556	2,937	3,879	4,367
ROE (%)	10.3	6.5	5.2	3.3	4.2	4.6
P/E (배)	22.5	29.1	49.6	46.3	37.6	33.4
P/B (배)	2.2	1.8	2.5	1.5	1.5	1.5
배당수익률 (%)	1.0	0.8	0.6	1.0	0.9	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 녹십자, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 4Q18 Review

(십억원, %)

	4Q17	3Q18	4Q18P	% YoY	% QoQ	당사 추정	컨센서스
매출액	326.3	352.3	346.7	6.2	-1.6	346.8	340.6
영업이익	0.1	28.0	-5.6	적자전환	적자전환	9.7	-4.8
opm(%)	0.0	7.9	-1.6			2.8	-1.4
지배주주순이익	-3.6	16.6	-1.7	적자전환	적자전환	6.1	-2.5

자료: 녹십자, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 추정실적 변경내역

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률(%)		변경 사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	1,426.0	1,527.5	1,426.0	1,527.7	0.0	0.0	수익성 악화 반영
영업이익	74.1	82.2	65.8	73.6	-11.2	-10.4	
지배주주순이익	50.1	56.1	45.3	51.0	-9.6	-9.0	
수정EPS	4,291	4,801	3,879	4,367	-9.6	-9.0	
BPS	97,316	100,799	96,390	99,439	-1.0	-1.3	
영업이익률	5.2	5.4	4.6	4.8	-0.6	-0.6	
순이익률	3.5	3.7	3.2	3.3	-0.3	-0.3	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

녹십자 (006280)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	1,288	1,335	1,426	1,528
매출원가	921	989	1,044	1,115
매출총이익	367	346	382	413
판매비와관리비	277	296	316	339
조정영업이익	90	50	66	74
영업이익	90	50	66	74
비영업손익	-18	0	-4	-3
금융손익	-5	-5	-6	-6
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0
세전계속사업손익	72	50	62	71
계속사업법인세비용	15	16	15	18
계속사업이익	57	34	47	53
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	57	34	47	53
지배주주	53	34	45	51
비지배주주	3	0	1	2
총포괄이익	65	34	47	53
지배주주	62	32	44	50
비지배주주	4	2	3	3
EBITDA	127	87	103	111
FCF	28	10	5	6
EBITDA 마진율 (%)	9.9	6.5	7.2	7.3
영업이익률 (%)	7.0	3.7	4.6	4.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.1	2.5	3.2	3.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	927	956	988	1,025
현금 및 현금성자산	171	136	103	69
매출채권 및 기타채권	368	391	422	456
재고자산	381	395	427	461
기타유동자산	7	34	36	39
비유동자산	777	803	814	828
관계기업투자등	63	65	69	74
유형자산	552	553	555	559
무형자산	88	98	99	99
자산총계	1,704	1,759	1,802	1,853
유동부채	260	314	328	344
매입채무 및 기타채무	165	175	187	200
단기금융부채	14	56	53	49
기타유동부채	81	83	88	95
비유동부채	335	316	313	310
장기금융부채	312	282	277	272
기타비유동부채	23	34	36	38
부채총계	595	630	641	655
지배주주지분	1,041	1,061	1,091	1,126
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	324	324	324	324
이익잉여금	677	698	728	764
비지배주주지분	68	68	70	72
자본총계	1,109	1,129	1,161	1,198

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	58	43	40	43
당기순이익	57	34	47	53
비현금수익비용가감	77	53	58	61
유형자산감가상각비	33	33	33	33
무형자산상각비	4	5	5	5
기타	40	15	20	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	-57	-24	-44	-47
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-24	-22	-30	-33
재고자산 감소(증가)	-59	-14	-32	-34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	10	11	13
법인세납부	-15	-16	-15	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	15	-83	-49	-52
유형자산처분(취득)	-29	-33	-35	-37
무형자산감소(증가)	-18	-15	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	45	-30	-5	-5
기타투자활동	17	-5	-4	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	48	-2	-23	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	65	12	-9	-9
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-15	-14	-15	-15
기타재무활동	-2	0	1	0
현금의 증가	114	-35	-33	-34
기초현금	57	171	136	103
기말현금	171	136	103	69

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	49.6	46.3	37.6	33.4
P/CF (x)	19.8	18.2	16.3	15.0
P/B (x)	2.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA (x)	22.6	21.1	19.2	18.0
EPS (원)	4,556	2,937	3,879	4,367
CFPS (원)	11,433	7,488	8,932	9,704
BPS (원)	92,064	93,780	96,390	99,439
DPS (원)	1,250	1,300	1,350	1,400
배당성향 (%)	25.2	43.2	32.9	30.3
배당수익률 (%)	0.6	1.0	0.9	1.0
매출액증가율 (%)	7.5	3.6	6.8	7.2
EBITDA증가율 (%)	15.5	-31.5	18.4	7.8
조정영업이익증가율 (%)	15.4	-44.4	32.0	12.1
EPS증가율 (%)	-15.4	-35.5	32.1	12.6
매출채권 회전을 (회)	3.7	3.6	3.6	3.6
재고자산 회전을 (회)	3.7	3.4	3.5	3.4
매입채무 회전을 (회)	6.6	6.0	6.0	6.0
ROA (%)	3.5	2.0	2.6	2.9
ROE (%)	5.2	3.3	4.2	4.6
ROIC (%)	6.1	2.9	4.0	4.2
부채비율 (%)	53.7	55.8	55.3	54.6
유동비율 (%)	356.3	304.1	301.0	297.7
순차입금/자기자본 (%)	14.0	16.4	17.9	19.3
조정영업이익/금융비용 (x)	14.3	7.0	9.2	10.5

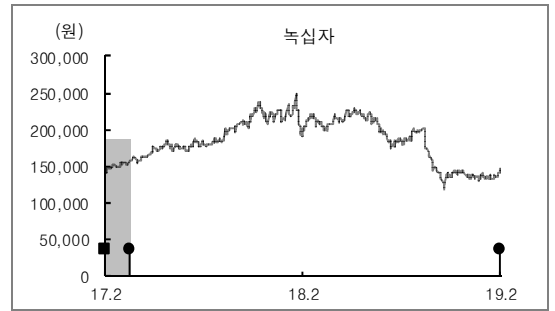
자료: 녹십자, 미래에셋대우 리서치센터

녹십자

4Q18 Review: 영업적자 기록

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
녹십자(006280)				
2017.03.28	중립	-	-	-
2016.08.22	분석 대상 제외			



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(—), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.