



Portfolio에殃이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

녹십자 (006280)

3Q 독감백신 경쟁완화가 관전 포인트



Why This Report

동사는 혈액제제와 백신이라는 독과점적이고 대규모 투자가 필요한 사업을 영위하고 있습니다. 2009년 이전 백신사업에 대규모 투자를 하였고, 이제 혈액제제 사업에 대규모 투자를 앞두고 있어서 투자의 호흡을 길게 가져가야 하는 시기라고 생각합니다. 올해 일약약품의 백신사업 진출도 예정되어 있어서, 3분기 실적은 매우 좋기는 어렵겠지요. 그러나 오너기업이기 때문에 긴 안목으로 투자하는 점에 있어서는 박수를 보내고 싶은 기업입니다^^

투자의견: **BUY (M)**

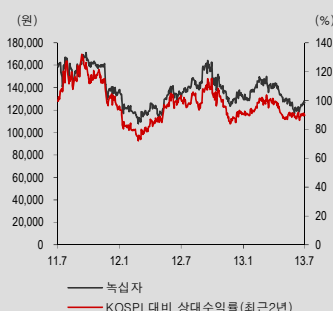
목표주가: **135,000원 (M)**

제약/바이오

주가	126,500원
자본금	584억원
시가총액	14,783억원
주당순자산	73,483원
부채비율	31.44%
총발행주식수	11,686,538주
60일 평균 거래대금	33억원
60일 평균 거래량	25,742주
52주 고	164,213원
52주 저	116,500원
외인지분율	27.83%
주요주주	녹십자홀딩스 외 19인
	52.91%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	8.6	(13.9)	(10.0)
상대	1.3	(12.4)	(16.0)
절대(달러환산)	12.8	(13.9)	(7.1)



자료: Datastream

Investment Point

R&D 비용 감소로 예상보다 양호한 실적 달성

▶ K-IFRS 연결 기준 2분기 동사 실적은 매출액 2,064억원(+1.5% YoY, +15.3% QoQ), 영업이익 171억원(+8.9 YoY, +44.9 QoQ, OPM 8.3%), 순이익 167억원(+39.2 YoY, -15.7 QoQ)로 Consensus 추정치를 상회하였다.

제품군별 매출 분석

▶ 제품군 중 백신제제 매출이 신제품 멤비오(뇌수막염 백신, Novartis 제품: 1Q13 매출 8억원, 2Q13 74억원)의 성장 등으로 전년대비 48.5% 증가하였고, 수출도 수두백신 및 독감백신 수출(1Q13 독감백신 수출 47억원, 2Q13 55억원)의 고른 성장으로 전년대비 16.6% 성장하였다.

다시금 투자의 시기 & 3Q 독감백신 업황이 관전 포인트

▶ 동사는 현재 IV-Globulin 및 Greengene F 미국 임상 3상을 진행 중이며, 조만간 두 제품의 미국시장 진출을 위한 대규모 Capex를 결정할 예정으로 향후 한 단계 도약을 위한 '투자의 시기'를 거치고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 135,000원 유지

- 예상보다 양호한 2분기, 3분기 실적전망은 국내 독감백신 경쟁증가로 아직 불확실
- 혈액제제 미국시장 진출을 위한 대규모 Capex 예정, 지금은 투자의 시기

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,679	8,118	8,792	9,425	9,933
매출액증가율	-3.2	5.7	8.3	7.2	5.4
영업이익	854	744	809	971	1,063
영업이익률	11.1	9.2	9.2	10.3	10.7
지배주주귀속 순이익	554	536	691	722	799
지배주주 귀속 EPS	5,574	5,295	6,095	6,181	6,836
증가율	-54.6	-5.0	15.1	1.4	10.6
PER	27.2	26.7	20.8	20.5	18.5
PBR	2.5	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.9	16.7	14.4	12.6	10.9
ROA	6.8	5.9	6.6	6.0	6.2
ROE	9.6	8.3	9.0	8.1	8.2

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ R&D 비용 감소로 예상보다 양호한 실적 달성

K-IFRS 연결 기준 2분기 동사 실적은 매출액 2,064억원(+1.5% YoY, +15.3% QoQ), 영업이익 171억원(+8.9 YoY, +44.9 QoQ, OPM 8.3%), 순이익 167억원(+39.2 YoY, -15.7 QoQ)로 Consensus 추정치를 상회하였다.

실적이 예상보다 양호한 주요 원인은 2분기 R&D 비용이 163억원(매출 대비 7.9%)으로 계획보다 다소 통제되었기 때문이다. 동사는 Greengene F 및 IV-Globulin 미국 임상 3상 진행으로 작년부터 R&D 비용이 크게 증가하였다: 2011년 R&D 비용 587억원(매출의 7.6%), 2012년 692억원(매출의 8.5%), 2013F 791억원(매출의 9.0%).

신약 헌터라제(헌터증후군 치료제, 전문의약품에 해당: 1Q13 매출 23억원, 2Q13 25억원) 출시 등으로 Product Mix 가 개선되어 2분기 매출원가율은 전년대비 2.3%p 감소하였으나, R&D 비용 증가 등으로 인해 판매비율은 전년대비 1.8%p 증가하였다.

참고로 IV-Globulin(면역결핍증 치료제) 및 Greengene F(혈우병 치료제)는 2014년 11월 FDA 승인을 목표로 미국에서 임상 3상을 진행하고 있으며, Greengene F 의 경우 혈우병(희귀질환) 환자 모집이 어려워 임상 진행이 다소 지연될 것으로 보인다. 동사는 2010년 미국 ASD Healthcare 와 두 제품에 대해 출시 후 3년간 \$480mn(약 5,400억원) 공급계약을 체결한 바 있다.

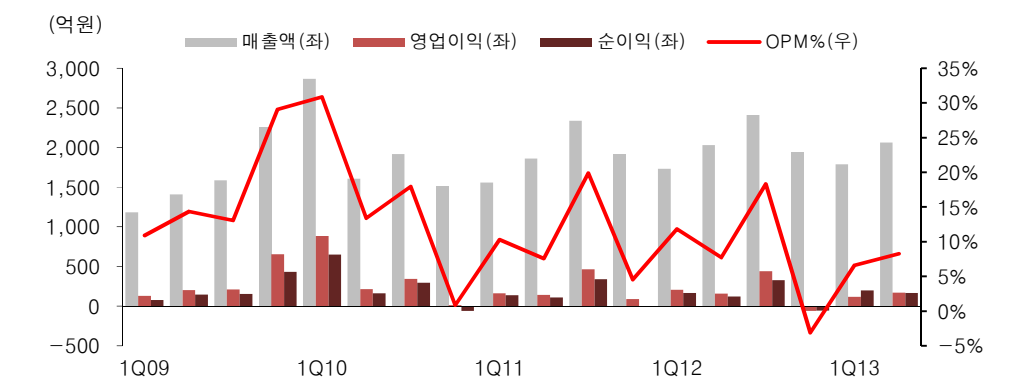
녹십자 2분기 경영실적 (K-IFRS 연결)									(단위: 억원)	
	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	YoY	QoQ	2Q13F (Consensus)	2012	2013F (Consensus)
매출액	2,033	2,409	1,941	1,790	2,064	1.5%	15.3%	2,088	8,118	8,697
매출원가	1,460	1,545	1,410	1,222	1,434	-1.8%	17.3%	-1.8%		
COGS%	71.8%	64.1%	72.6%	68.3%	69.5%					
매출총이익	573	864	531	567	567	-1.0%	0.0%	-1.0%		
판매비	416	423	591	449	459	10.3%	2.2%	10.3%		
SG&A%	20.5%	17.6%	30.4%	25.1%	22.2%					
*연구개발비	145	142	300	163	163	12.4%	0.0%		692	
R&D%	7.1%	5.9%	15.5%	9.1%	7.9%				8.5%	
영업이익	157	441	-60	118	171	8.9%	44.9%	151	744	788
OPM%	7.7%	18.3%	-3.1%	6.6%	8.3%			7.2%	9.2%	9.1%
비영업손익	1	-8	-18	135	42	4100.0%	-68.9%	18	-13	141
세전계속사업이익	158	433	-78	253	213	34.8%	-15.8%	169	731	929
법인세비용	38	106	-23	55	46	21.1%	-16.4%	47	175	241
Tax Rate%	24.1%	24.5%	NA	21.7%	21.6%			28%	24%	26%
당기순이익	120	327	-55	198	167	39.2%	-15.7%	122	556	688
NPM%	5.9%	13.6%	-2.8%	11.1%	8.1%			5.8%	6.8%	7.9%
지배주주지분										
당기순이익	114	326	-62	191					536	

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

■ 제품군별 매출 분석

제품군 중 백신제제 매출이 신제품 멤비오(뇌수막염 백신, Novartis 제품: 1Q13 매출 8억원, 2Q13 74억원)의 성장 등으로 전년대비 48.5% 증가하였고, 수출도 수두백신 및 독감백신 수출(1Q13 독감백신 수출 47억원, 2Q13 55억원)의 고른 성장으로 전년대비 16.6% 성장하였다.

녹십자 분기별 실적 변화



녹십자 제품군별 매출

(단위: 억원)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	YoY	QoQ
혈액제제	655	665	637	615	664	1.4%	8.0%
백신제제	141	629	175	110	209	48.5%	90.3%
계절독감 백신	-15	502	1	-1	-6	NA	NA
웰빙제제	53	49	42	37	46	-12.7%	23.6%
전문의약품 (ETC)	252	244	252	247	254	0.9%	2.8%
일반의약품 (OTC)	164	167	144	133	163	-1.0%	22.3%
기타상품 (AstraZeneca, LG 생명과학 등)	250	201	152	185	186	-25.7%	0.3%
수출	279	235	288	249	325	16.6%	30.6%
혈액제제	210	169	249	158	168	-20.0%	5.9%
일반 ETC 제제	20	16	11	6	28	41.9%	369.7%
백신(독감, 수두)	48	50	29	82	102	110.6%	25.2%
기타	1	1	0	3	27	3937.3%	839.2%
자회사 매출	277	327	288	286	330	19.0%	15.2%
GCMS (진단시약, 의료기기)	150	203	155	137	142	-5.0%	4.0%
GCH&P (천연물신약)	10	11	9	19	23	134.8%	24.8%
GCJBP (태반원료)	12	15	13	10	10	-12.7%	3.8%
GC LabCell (제대혈, 줄기세포)	65	69	67	63	69	6.5%	10.4%
GREENCROSS America (해외법인)	30	22	37	29	26	-12.0%	-10.3%
인백팜 (양계장)	10	6	8	28	58	475.0%	105.7%
총매출	2,070	2,517	2,001	1,862	2,175	5.1%	16.8%
매출할인	37	108	59	72	111	203.9%	54.2%
순매출	2,033	2,409	1,941	1,790	2,064	1.5%	15.3%

자료: 동양증권 리서치센터

■ 다시금 투자의 시기 & 3Q 독감백신 업황이 관전 포인트

동사는 올해 매출 8,800억원(+8.4% YoY), 영업이익 800억원(+7.5% YoY, OPM 9.1%)을 목표로 하고 있는데, 동사가 2006년부터 2011년까지 11~20%의 높은 영업이익률을 달성했기 때문에 실적 측면에서는 다소 실망스러운 시기가 될 수도 있다. 그러나 동사는 현재 IV-Globulin 및 Greengene F 미국 임상 3상을 진행 중이며, 조만간 두 제품의 미국시장 진출을 위한 대규모 Capex 를 결정할 예정으로 향후 한 단계 도약을 위한 ‘투자의 시기’ 를 거치고 있다. (참고로 동사는 2013~2014년 국내 또는 해외에 신규공장 건설을 위해 1,200~1,500억 규모의 투자를 계획하고 있다.)

한편 동사는 국내 유일한 백신 제조업체로 독점적 위치를 누려왔는데, 올해 백신분야의 경쟁이 증가할 가능성이 있다. 일양약품이 작년 독감백신 공장 가동을 시작하여 오는 8월 자사 독감백신의 식약청 허가를 기다리고 있으며, 만약 허가가 되지 않더라도 수입 원액으로 독감백신을 제조하여 하반기에 영업을 시작할 예정이다. 또한 SK 케미칼의 독감백신 공장은 2014년 4분기 가동 예정으로 현재 임상을 진행 중인 4가지 백신(독감, 수두, 대상포진, 폐렴구균) 중 독감백신을 가장 먼저 생산할 예정이다. SK 케미칼의 백신공장은 기존의 유정란 제조방식이 아닌 세포배양(Cell Culture) 방식의 백신공장으로 제조원가가 높다는 단점이 있는데, 유정란 제조방식 대비 120%의 원가에 생산하는 것을 목표로 하고 있다.

작년 3분기 독감백신 가격이 2011년 대비 12~15% 하락할 정도로 독감백신 판매경쟁이 상당히 치열했기 때문에, 경험적으로 볼 때 올해는 공급자 측에서 물량을 줄여 경쟁이 다소 완화될 것으로 보인다. 하지만 일양약품의 신규 진입으로 경쟁자가 늘어나게 되면 국내 독감백신 시장 업황이 올해도 개선되지 못할 가능성도 일부 존재하여, 단기적으로 오는 3분기 국내 독감백신 시장 업황의 개선 여부가 동사 주가에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

녹십자 (006280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,679	8,118	8,792	9,425	9,933
매출원가	5,091	5,582	6,031	6,428	6,785
매출총이익	2,589	2,536	2,761	2,997	3,149
판매비	1,735	1,792	1,952	2,026	2,086
영업이익	854	744	809	971	1,063
EBITDA	984	900	1,004	1,165	1,300
영업외손익	7	-12	133	14	26
외환관련손익	2	0	-2	-2	-2
이자손익	-3	-13	15	11	23
관계기업관련손익	-8	-30	-30	-30	-30
기타	16	31	150	34	34
법인세비용차감전순이익	861	731	942	984	1,089
법인세비용	285	175	226	236	261
계속사업순이익	576	556	717	749	828
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	576	556	717	749	828
지배지분순이익	554	536	691	722	799
포괄순이익	562	707	868	900	979
지배지분포괄이익	542	688	844	875	953

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	5,083	4,615	5,970	6,358	7,061
현금및현금성자산	323	227	1,226	1,280	1,715
매출채권 및 기타채권	2,193	2,187	2,366	2,536	2,673
재고자산	1,981	2,107	2,282	2,446	2,579
비유동자산	3,521	4,929	5,535	6,143	6,308
유형자산	2,516	3,008	3,481	3,953	3,982
관계기업등 지분관련자산	11	141	294	446	598
기타투자자산	558	1,254	1,254	1,254	1,254
자산총계	8,604	9,544	11,505	12,501	13,369
유동부채	1,909	2,240	2,300	2,354	2,402
매입채무 및 기타채무	1,400	1,270	1,331	1,385	1,433
단기차입금	285	740	740	740	740
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	392	452	452	652	652
장기차입금	93	81	81	281	281
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,301	2,691	2,752	3,006	3,054
지배지분	6,181	6,718	8,582	9,309	10,113
자본금	507	507	584	584	584
자본잉여금	2,150	2,151	3,221	3,221	3,221
이익잉여금	3,482	3,850	4,415	4,992	5,645
비지배지분	121	134	171	186	202
자본총계	6,303	6,852	8,753	9,495	10,315
순차입금	-484	526	-473	-327	-762
총차입금	377	821	821	1,021	1,021

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	549	508	727	772	955
당기순이익	576	556	717	749	828
감가상각비	112	136	177	177	222
외환손익	2	-1	2	2	2
총속, 관계기업관련손익	0	0	30	30	30
자산부채의 증감	-237	-297	-338	-323	-263
기타현금흐름	97	114	139	138	137
투자활동 현금흐름	-386	-903	-820	-820	-420
투자자산	-365	-622	-152	-152	-152
유형자산 증가 (CAPEX)	-435	-652	-650	-650	-250
유형자산 감소	20	8	0	0	0
기타현금흐름	394	363	-18	-18	-18
재무활동 현금흐름	-154	300	1,022	55	-145
단기차입금	-110	446	0	0	0
사채 및 장기차입금	-207	6	0	200	0
자본	305	0	1,148	0	0
현금배당	-174	-155	-129	-149	-149
기타현금흐름	32	4	4	4	4
연결범위변동 등 기타	0	0	69	47	45
현금의 증감	9	-95	998	54	435
기초 현금	314	323	227	1,226	1,280
기말 현금	323	227	1,226	1,280	1,715
NOPLAT	854	744	809	971	1,063
FCF	29	-227	-177	-41	533

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

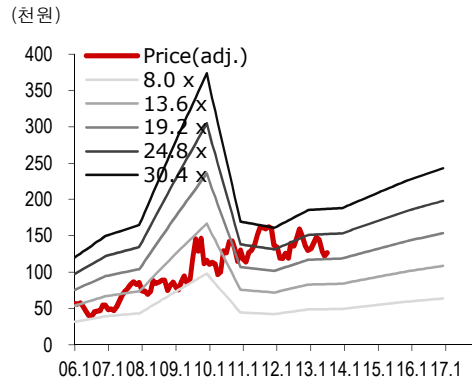
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

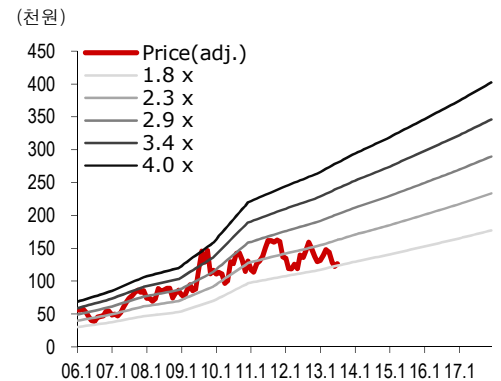
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,574	5,295	6,095	6,181	6,836
BPS	61,071	66,369	73,483	79,708	86,587
EBITDAPS	9,909	8,885	8,855	9,969	11,128
SPS	77,310	80,128	77,509	80,644	84,999
DPS	1,500	1,250	1,250	1,250	1,750
PER	27.2	26.7	20.8	20.5	18.5
PBR	2.5	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.9	16.7	14.4	12.6	10.9
PSR	2.0	1.8	1.6	1.6	1.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-3.2	5.7	8.3	7.2	5.4
영업이익 증가율 (%)	-45.2	-12.9	8.8	20.0	9.5
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-3.1	28.9	4.5	10.6
매출총이익률 (%)	33.7	31.2	31.4	31.8	31.7
영업이익률 (%)	11.1	9.2	9.2	10.3	10.7
지배순이익률 (%)	7.2	6.6	7.9	7.7	8.0
EBITDA 마진 (%)	12.8	11.1	11.4	12.4	13.1
ROIC	11.3	9.7	9.3	10.1	10.3
ROA	6.8	5.9	6.6	6.0	6.2
ROE	9.6	8.3	9.0	8.1	8.2
부채비율 (%)	36.5	39.3	31.4	31.7	29.6
순차입금/자기자본 (%)	-7.8	7.8	-5.5	-3.5	-7.5
영업이익/금융비용 (배)	25.1	34.9	38.0	36.7	40.2

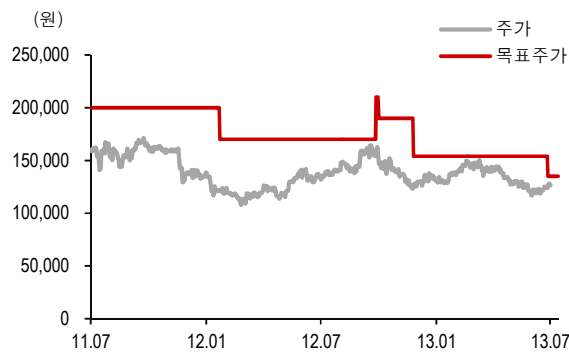
PER Band chart



PBR Band chart



녹십자 (006280) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-07-30	BUY	135,000
2013-07-22	BUY	135,000
2013-04-16	BUY	154,000
2013-03-19	BUY	154,000
2013-02-18	BUY	154,000
2013-02-04	BUY	154,000
2013-01-14	BUY	154,000
2012-12-20	BUY	154,000
2012-12-18	BUY	190,000
2012-10-26	BUY	190,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.