Portfolio에 약이되는 Analyst 김미현입니다.
(02)3770-3547 miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

녹십자 (006280)

미국 진출을 위한 마지막 한걸음

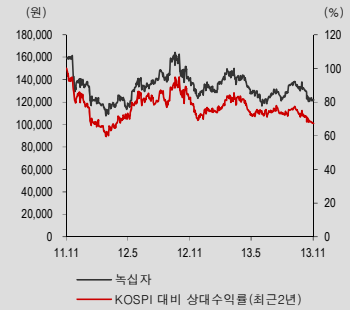
투자의견: BUY (M)
목표주가: 148,000원 (M)

제약/바이오

주가	122,000원
자본금	584억원
시가총액	14,258억원
주당순자산	73,744원
부채비율	31.32%
총발행주식수	11,686,538주
60일 평균 거래대금	28억원
60일 평균 거래량	21,256주
52주 고	150,138원
52주 저	116,500원
외인지분율	28.60%
주요주주	녹십자홀딩스 외 18인 52.76%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(8.3)	(0.8)	(19.2)
상대	(7.7)	(7.4)	(23.8)
절대(달러환산)	(8.1)	4.1	(17.3)



자료: Datastream

Why This Report

지난 몇 달간 제약/바이오 섹터가 다소 Underperform 하였지만, 연말 이후 여러 가지 계약 등 해외 진출이 기대되는 기업이 많은 것은 사실입니다. 동사의 경우, 면역억제제 IVIG-SN 미국 임상이 완료되었고 약 1 년 후엔 미국 출시가 예상됩니다. 동사는 과거 백신공장 완공으로 한 단계 도약했었는데요, 혈액제제 공장 건설도 동사에 2 차 도약의 계기가 될 것으로 판단합니다.^^

Investment Point

양호한 4분기 및 2014년 전망

- ▶ K-IFRS 연결 기준 4분기 동사 실적은 매출액 2,400억원(+23.6% YoY, -7.8% QoQ), 영업이익 65억원(전년대비 흑전, -85.4% QoQ, OPM 2.7%), 순이익 35억원(전년대비 흑전, -89.7% QoQ)으로 Consensus 추정치에 부합할 것으로 추정된다.
- ▶ 한편 세계보건기구(WHO) 산하 범미보건기구(PAHO)가 실시하는 남반구 계절독감백신 입찰에 대한 동사의 수주가 조만간 결정될 예정인데, $12mn 수출을 목표로 하고 있다.

혈액제제 공장 건설, IV-Globulin 미국 진출을 위한 마지막 한 걸음

- ▶ 동사는 최근 IVIG-SN 임상 3상을 완료하였으며, 내년 1~2분기 안에 FDA 허가를 신청하여 내년말 이후 허가받는 것을 목표로 하고 있다.
- ▶ 현재 동사의 혈액제제 공장 가동률은 80%에 달하며, 따라서 IVIG-SN 의 원활한 미국 판매를 위해 혈액제제 공장 증설이 필요한 상황이다. 동사는 국내 또는 해외에 신규 혈액제제 공장을 건설할 계획(약 1,200억원을 투자)을 조만간 확정할 것으로 보인다.

투자의견 BUY, 목표주가 148,000원 유지, Top Pick 신규 제시

- **4분기 흑전 예상, IVIG-SN 미국 3상 완료, 독감백신 남반구 입찰 결과 기대**
- **IVIG-SN 미국 진출을 위한 혈액제제 공장 증설은 글로벌 진출의 발판이 될 듯**

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	9,981
매출액증가율	-3.2	5.7	8.3	7.2	5.9
영업이익	854	744	800	933	1,038
영업이익률	11.1	9.2	9.1	9.9	10.4
지배주주귀속 순이익	554	536	722	695	771
지배주주 귀속 EPS	5,574	5,295	6,365	5,943	6,595
증가율	-54.6	-5.0	20.2	-6.6	11.0
PER	27.2	26.7	19.2	20.5	18.5
PBR	2.5	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.9	16.7	14.2	12.5	11.3
ROA	6.8	5.9	6.8	5.8	6.0
ROE	9.6	8.3	9.4	7.7	7.9

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

■ 양호한 4분기 및 2014년 전망

K-IFRS 연결 기준 4분기 동사 실적은 매출액 2,400억원(+23.6% YoY, -7.8% QoQ), 영업이익 65억원(전년대비 흑전, -85.4% QoQ, OPM 2.7%), 순이익 35억원(전년대비 흑전, -89.7% QoQ)으로 Consensus 추정치에 부합할 것으로 추정된다. 작년과 달리 독감백신 시장 안정화로 독감백신 반품 비용이 감소할 것으로 보이며, IVIG-SN(면역결핍증 치료제) 미국 임상 3상이 이번 분기에 완료됨에 따라 R&D 비용도 감소할 것으로 예상된다: 2011년 R&D 비용 587억원(매출의 7.6%), 2012년 692억원(매출의 8.5%), 2013F 791억원(매출의 9.0%).

공식적인 내년 실적 가이던스는 아직 제시하지 않았으나, Consensus 추정치와 유사할 것으로 보인다. 내수 시장을 대상으로 한 상품 매출(Co-Promotion or Co-Marketing)이 신규로 추가될 가능성이 있으며, 여러 품목(알부민, 독감백신, 수두백신 및 태국 플랜트 수출)의 수출 매출이 증가할 것으로 보인다. 참고로 동사는 지난 1월 태국 적십자(Thailand Red Cross Society)와 $68.5mn(730억원) 규모의 혈액분획제제(Albumin, IV-Globulin 등) 플랜트 건설 계약을 체결하였으며 2014년 건물 준공, 검증 및 시생산을 거쳐 2015년 9월 프로젝트가 완료될 예정이다.

한편 세계보건기구(WHO) 산하 범미보건기구(PAHO)가 실시하는 남반구 계절독감백신 입찰에 대한 동사의 수주가 조만간 결정될 예정인데, $12mn 수출을 목표로 하고 있다. 지난 8월 PAHO 가 실시한 북반구 입찰에서 동사는 $12.5mn 을 수주하였다(2012년 독감백신 수출 50억).

녹십자 4 분기 경영실적 전망 (K-IFRS 연결) (단위: 억원)

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	**4Q13F**	YoY	QoQ	4Q13F (Consensus)	2012	2013F (Consensus)	2014F (Consensus)
매출액	1,941	1,790	2,064	2,604	**2,400**	23.6%	-7.8%	2,210	8,118	8,671	9,437
매출원가	1,410	1,222	1,434	1,660							
COGS%	72.6%	68.3%	69.5%	63.7%							
매출총이익	531	567	567	943							
판관비	591	449	459	311							
SG&A%	30.4%	25.1%	22.2%	11.9%							
*연구개발비	282	163	163	188	**266**	-5.7%	41.5%				
R&D%	14.5%	9.1%	7.9%	7.2%	**11.1%**						
영업이익	-60	118	171	444	**65**	흑전	-85.4%	81	744	812	936
OPM%	-3.1%	6.6%	8.3%	17.1%	**2.7%**			3.7%	9.2%	9.4%	9.9%
비영업손익	-18	135	42	-12	**-20**	NA	NA	-11	-13	150	31
세전계속사업이	-78	253	213	432	**45**	흑전	-89.6%	70	731	962	967
법인세비용	-23	55	46	93	**10**	NA	-89.2%	26	175	248	251
Tax Rate%	NA	21.7%	21.6%	21.5%	**22.2%**			37%	24%	26%	26%
당기순이익	-55	198	167	339	**35**	흑전	-89.7%	44	556	714	716
NPM%	-2.8%	11.1%	8.1%	13.0%	**1.5%**			2.0%	6.8%	8.2%	7.6%
지배주주지분 당기순이익	-62	191	158	336					556		

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

■ 혈액제제 공장 건설, IV-Globulin 미국 진출을 위한 마지막 한 걸음

IVIG-SN(면역결핍증 치료제) 및 Greengene F(혈우병 치료제)는 미국에서 임상 3상을 진행하고 있는 동사의 핵심 R&D Pipeline 인데, Greengene F 의 경우 혈우병(희귀질환) 환자 모집이 어려워 임상이 다소 지연되고 있다. 동사는 최근 IVIG-SN 임상 3상을 완료하였으며, 내년 1~2분기 안에 FDA 허가를 신청하여 내년말 이후 허가받는 것을 목표로 하고 있다. 참고로 동사는 2010년 미국 ASD Healthcare 와 두 제품에 대해 출시 후 3년간 $480mn(약 5,400억원) 규모의 공급계약을 체결한 바 있다.

현재 동사의 혈액제제 공장 가동률은 80%에 달하며, 따라서 IVIG-SN 의 원활한 미국 판매를 위해 혈액제제 공장 증설이 필요한 상황이다. 동사는 국내 또는 해외에 신규 혈액제제 공장을 건설할 계획(약 1,200억원을 투자)을 조만간 확정할 것으로 보인다. 동사는 현재 순현금 300억원을 보유하고 있으며 부채비율이 20%대로 상당히 낮기 때문에, 자금 조달에 문제가 없을 것으로 판단된다. 동사는 과거 과감하게 백신공장 건설에 투자함으로서 한 단계 도약하였으며, 혈액제제 공장 건설도 동사의 장기적인 성장 동력이 될 것으로 기대된다.

녹십자 제품군별 매출 (단위: 억원)

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	YoY	QoQ
혈액제제	665	637	615	664	677	1.7%	1.9%
백신제제	629	175	110	209	682	8.3%	226.6%
계절독감 백신	502	1	-1	-6	524	4.5%	NA
웰빙제제	49	42	37	46	47	-5.6%	0.7%
전문의약품 (ETC)	244	252	247	254	259	6.0%	1.9%
일반의약품 (OTC)	167	144	133	163	153	-8.0%	-5.7%
기타상품 (AstraZeneca, LG 생명과학 등)	201	152	185	186	196	-2.0%	5.8%
수출	235	288	249	325	389	65.2%	19.6%
혈액제제	169	249	158	168	198	17.0%	17.9%
일반 ETC 제제	16	11	6	28	12	-24.7%	-57.7%
백신(독감, 수두)	50	29	82	102	125	151.9%	22.4%
기타	1	0	3	27	54	7497.2%	99.4%
자회사 매출	327	288	286	330	307	-6.0%	-6.8%
GCMS (진단시약, 의료기기)	203	155	137	142	158	-22.2%	10.9%
GCH&P (천연물신약)	11	9	19	23	18	58.4%	-22.7%
GCJBP (태반원료)	15	13	10	10	14	-7.2%	36.1%
GC LabCell (제대혈, 줄기세포)	69	67	63	69	70	2.6%	1.6%
GREENCROSS America (해외법인)	22	37	29	26	43	89.8%	61.7%
인백팜 (양계장)	6	8	28	58	4	-35.7%	-93.4%
총매출	2,517	2,001	1,862	2,175	2,709	7.6%	24.6%
매출할인	108	59	72	111	106	-2.1%	-4.8%
순매출	2,409	1,941	1,790	2,064	2,604	8.1%	26.1%

자료: 동양증권 리서치센터

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**	**9,981**
매출원가	5,091	5,582	6,031	6,428	6,797
매출총이익	2,589	2,536	2,761	2,997	3,184
판관비	1,735	1,792	1,961	2,064	2,146
영업이익	854	744	800	933	1,038
EBITDA	984	900	982	1,129	1,252
영업외손익	**7**	**-12**	**184**	**14**	**12**
외환관련손익	**2**	**0**	**-2**	**-2**	**-2**
이자손익	-3	-13	15	11	10
관계기업관련손익	-8	-30	-30	-30	-30
기타	**16**	**31**	**200**	**34**	**34**
법인세비용차감전순손익	861	731	984	947	1,050
법인세비용	285	175	236	227	251
계속사업순손익	576	556	748	720	799
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**576**	**556**	**748**	**720**	**799**
지배지분순이익	554	536	722	695	771
포괄순이익	562	707	899	871	950
지배지분포괄이익	542	688	875	847	924

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	**5,083**	**4,615**	**5,987**	**6,349**	**6,604**
현금및현금성자산	323	227	1,243	1,271	1,233
매출채권 및 기타채권	2,193	2,187	2,366	2,536	2,685
재고자산	1,981	2,107	2,282	2,446	2,591
비유동자산	**3,521**	**4,929**	**5,549**	**6,156**	**6,744**
유형자산	2,516	3,008	3,494	3,966	4,417
관계기업등 지분관련자산	11	141	294	446	598
기타투자자산	**558**	**1,254**	**1,254**	**1,254**	**1,254**
자산총계	8,604	9,544	11,536	12,505	13,348
유동부채	1,909	2,240	2,300	2,354	2,404
매입채무 및 기타채무	1,400	1,270	1,331	1,385	1,435
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	3,056
지배지분	**6,181**	**6,718**	**8,613**	**9,314**	**10,091**
자본금	507	507	584	584	584
자본잉여금	2,150	2,151	3,221	3,221	3,221
이익잉여금	3,482	3,850	4,446	4,996	5,622
비지배지분	121	134	172	186	201
자본총계	6,303	6,852	8,784	9,499	10,292
순차입금	-484	526	-491	-319	-280
총차입금	377	821	821	1,021	1,021

현금흐름표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**549**	**508**	**745**	**745**	**879**
당기순이익	576	556	748	720	799
감가상각비	112	136	164	179	198
외환손익	2	-1	2	2	2
종속,관계기업관련손익	0	0	30	30	30
자산부채의 증감	-237	-297	-338	-323	-287
기타현금흐름	97	114	139	138	137
투자활동 현금흐름	**-386**	**-903**	**-820**	**-820**	**-820**
투자자산	-365	-622	-152	-152	-152
유형자산 증가 (CAPEX)	-435	-652	-650	-650	-650
유형자산 감소	20	8	0	0	0
기타현금흐름	394	363	-18	-18	-18
재무활동 현금흐름	-154	300	1,022	56	-144
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	-148	-148
기타현금흐름	32	4	4	4	4
연결범위변동 등 기타	0	0	68	47	46
현금의 증감	9	-95	1,016	28	-38
기초 현금	314	323	227	1,243	1,271
기말 현금	323	227	1,243	1,271	1,233
NOPLAT	854	744	800	933	1,038
FCF	29	-227	-197	-68	67

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,574	5,295	6,365	5,943	6,595
BPS	61,071	66,369	73,744	79,742	86,392
EBITDAPS	9,909	8,885	8,657	9,658	10,716
SPS	77,310	80,128	77,509	80,644	85,402
DPS	1,500	1,250	1,250	1,250	1,750
PER	27.2	26.7	19.2	20.5	18.5
PBR	2.5	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.9	16.7	14.2	12.5	11.3
PSR	2.0	1.8	1.6	1.5	1.4

재무비율

(단위: 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	-3.2	5.7	8.3	7.2	5.9
영업이익 증가율 (%)	-45.2	-12.9	7.6	16.6	11.2
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-3.1	34.6	-3.8	11.0
매출총이익률 (%)	33.7	31.2	31.4	31.8	31.9
영업이익률 (%)	11.1	9.2	9.1	9.9	10.4
지배순이익률 (%)	7.2	6.6	8.2	7.4	7.7
EBITDA 마진 (%)	12.8	11.1	11.2	12.0	12.5
ROIC	11.3	9.7	9.2	9.7	9.8
ROA	6.8	5.9	6.8	5.8	6.0
ROE	9.6	8.3	9.4	7.7	7.9
부채비율 (%)	36.5	39.3	31.3	31.6	29.7
순차입금/자기자본 (%)	-7.8	7.8	-5.7	-3.4	-2.8
영업이익/금융비용 (배)	25.1	34.9	37.6	35.3	39.2

자료: 동양증권

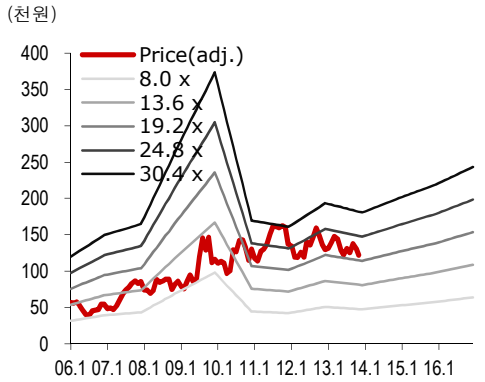
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

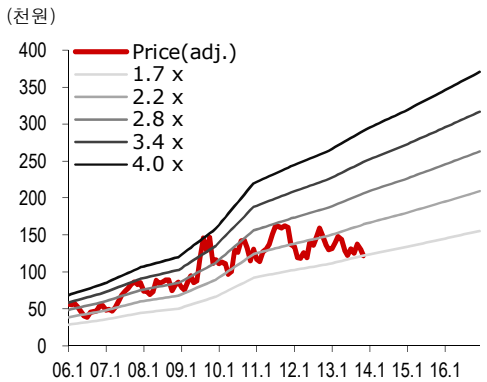
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

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

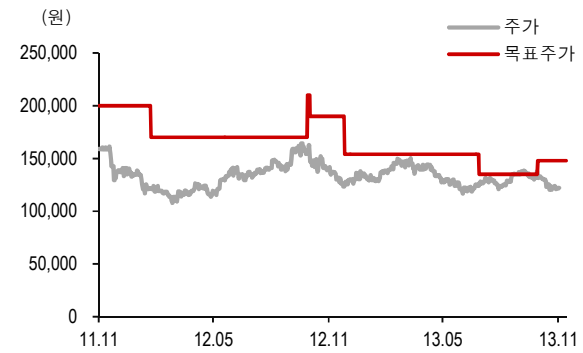
PER Band chart



PBR Band chart



녹십자 (006280) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-11-27	BUY	148,000
2013-11-20	BUY	148,000
2013-10-23	BUY	148,000
2013-10-16	BUY	135,000
2013-09-17	BUY	135,000
2013-08-19	BUY	135,000
2013-07-30	BUY	135,000
2013-07-22	BUY	135,000
2013-04-16	BUY	154,000
2013-03-19	BUY	154,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 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 배우자는 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: -10이상(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 신뢰할만 하다고 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.