

녹십자 (006280)

해외 진출 가시성 제고 중

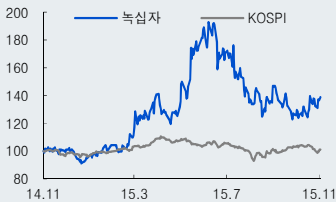
제약

Company Report
2015.11.23

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	252,000
현재주가(15/11/20,원)	194,500
상승여력	30%

영업이익(15F,십억원)	107
Consensus 영업이익(15F,십억원)	105
EPS 성장률(15F,%)	20.5
MKT EPS 성장률(15F,%)	21.0
P/E(15F,x)	22.5
MKT P/E(15F,x)	11.5
KOSPI	1,989.86
시가총액(십억원)	2,273
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	26.3
베타(12M) 일간수익률	1.50
52주 최저가(원)	127,500
52주 최고가(원)	270,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	-6.5	40.4
상대주가	9.8	0.5	38.2



[헬스케어]

김현태
02-768-3251
hyuntae.kim@dwsec.com

김승민
02-768-4157
sm.kim@dwsec.com

홍콩 NDR 후가: 해외 진출 가시성 제고 중

우리는 11월18일부터 19일까지 홍콩 소재 기관 투자자 대상으로 NDR을 진행했다. 총 10개 기관과 미팅을 진행했고, 기관들 성향은 장기 매수, 성장, 헤지 등 이었다.

홍콩 기관 투자자들은 동사의 혈액제제 및 백신제제의 해외 진출 전략, 국내 독감 백신 시장의 동향, 파이프라인 등에 관심을 나타냈다.

금번 NDR에서 동사는 혈액제제의 미국 시장 진출 비전, 혈액제제의 중국 내 매출 확대 가시성, 독감 백신의 국내의 시장 대응 전략, 파이프라인 현황 등을 투자자들과 공유했다. 우선 면역글로블린(Immunoglobulin, IG) 제품의 미국 진출을 위한 캐나다 공장 투자 및 제품 개발 상황 등을 업데이트 했고, 중국 내 혈액원 가동률 제고 등을 통한 혈액제제 제품 매출 확대 및 알부민 제품 수입 판매 가능성이 높음을 밝혔다. 또한 국내외 독감 백신 시장에서 경쟁이 심화될 것으로 보이지만, 기존 3가 독감 백신에서 4가 독감 백신으로 시장을 전환해 기존 시장 선도 위치 유지 전략을 피력했다. 주요 처방 의약품 중 헨터라제(헨터중후군)의 해외 수출 확대를 추진해 글로벌 시장에서 블록버스터로 육성하겠다는 의지도 밝혔다.

금번 NDR을 통해, 우리는 동사가 혈액제제를 통한 글로벌 시장 접근이 구체화 되고 있고, 가시성도 상당히 올라간 것으로 판단한다. 또한 독감 백신 시장에서도 신제품 4가 독감 백신으로 전환을 추진 중에 있기에, 후발 경쟁 업체들의 추격에 대비를 잘 하고 있음을 알게 되었다. 아울러 녹십자 그룹 차원의 중국 시장 진출 확대 및 세토퍼리제 개발 전략 등이 차근차근 진전되고 있음을 확인하게 되어, 본 그룹의 중장기 성장 지속이 가능해 보인다.

IG 제제의 미국 상업화 진전에 주목

동사는 IG제제인 IVIG SN(중중감염)의 미국 허가 신청을 2015년 내에 진행할 것으로 보인다. 2014년 임상3상 종료 이후, 상당 기간 준비를 해온 만큼 허가 신청 이후 2016년 내에 최종 허가를 획득할 수 있을 것으로 전망한다.

현재 IVIG SN의 미국 시장 진출과 관련한 판매 채널, 가격 정책 등에 대한 컨설팅을 받고 있다. 이에 IVIG의 허가 신청 이후, 미국 시장 진출에 대한 전략이 더 구체화될 것으로 추정한다. 특히 허가 획득 이후, 판매와 관련된 파트너 계약 등이 구체화될 것으로 기대한다.

투자 의견 매수, 목표주가 252,000원 유지

우리는 동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 252,000원을 유지한다. 남미향 백신제제 및 혈액제제, 중국향 혈액제제 등의 수출 확대에 따른 실적 개선이 전망되는 점, 그리고 IVIG SN의 미국 상업화 진전에 따른 미래가치 부각 등이 투자 포인트다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액 (십억원)	812	888	975	1,044	1,219	1,284
영업이익 (십억원)	74	79	97	107	117	131
영업이익률 (%)	9.1	8.9	9.9	10.2	9.6	10.2
순이익 (십억원)	54	70	84	101	81	82
EPS (원)	4,916	6,177	7,183	8,653	6,962	7,042
ROE (%)	8.3	9.4	9.8	10.8	8.0	7.6
P/E (배)	26.4	20.2	19.1	22.5	27.9	27.6
P/B (배)	2.1	1.7	1.8	2.3	2.1	2.0

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

홍콩 NDR 후기

우리는 11월 18일부터 19일까지 이틀간 홍콩에서 10개 기관투자자와 NDR을 진행했다. 기관투자자들의 성향은 장기 매수, 성장, 해외 등 이었다. 이번 NDR을 통해 녹십자의 사업현황과 향후 추진 계획 등이 공개 되었고, 투자자들과 다양한 질의응답 기회를 가졌다. 주요 질문과 대답은 아래와 같다.

질문: 혈액제제의 해외 진출 전략 및 현황

대답: 녹십자는 국내 혈액제제 시장에서 80% 정도의 시장 점유율을 확보하고 있는데, 국내 시장 성장의 한계를 느껴 해외 진출을 본격적으로 추진하고 있다. 해외 진출의 기본 전략은 알부민은 중국에 수출하고, 면역글로블린(Immunoglobulin, IG)은 미국 등에 수출하는 것이다. 알부민은 중국에서 수요가 높은 편이고, IG는 미국 등에서 수요가 높아 제품 판매 가격이 국내 대비 4배 정도 높은 상황이다.

동사는 알부민을 관계사 GC 차이나에 수출 중에 있다. GC 차이나는 녹십자홀딩스 아래에 있다. GC 차이나는 1995년에 중국에 설립되었고, 현재 생산 캐파는 30만 리터이며, 중국 내 7개의 혈액 센터를 구축 중에 있다. 중국 내 혈액제제 업체들에는 25개사 정도 있고, 해외 제품들이 못 들어가고 있다. 다만 알부민만 수입 완제를 허용한 상태다. GC 차이나가 해외 기업으로는 유일하다. GC 차이나는 현재 알부민, IG, 피브리노겐, 응고8인자, 안티트롬빈 등의 제품을 생산 중에 있다.

중국 내 혈장분획제제 사용량이 계속 늘어나고 있고, 원재료 확보가 가장 중요한 이슈다. 혈액 센터 2군데를 추가로 확보하려고 하고 있다. 혈액원에 대한 정부 승인을 받으려면, 반드시 응고8인자(Factor VIII)를 생산할 수 있어야 한다. 해외 기업이 혈액 센터를 늘려나가는 것이 쉽지는 않지만, GC 차이나는 안휘성 6개, 호남성 1개 등을 이미 확보하고 있어서, 복건성과 내몽고 쪽에 추가로 2개를 얻는 게 가능할 것으로 기대된다. 특히 응고8인자에 대해 GC 차이나가 중국 내 2위 수준이다.

GC 차이나의 공장 가동률이 향후 올라갈 것으로 예상되고, 2017년에 매출액 \$100M, 순이익 \$12.5M에 이를 것으로 기대된다. 이에 따라 향후 GC 차이나를 지배하고 있는 GC 홍콩을 홍콩 증시에 상장시킬 계획이다.

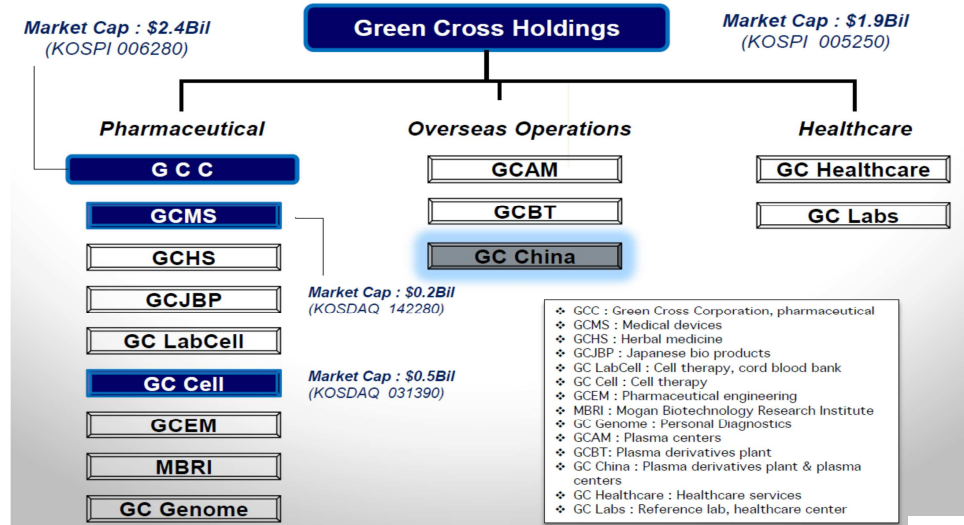
미국 진출을 위해 IG 제품의 미국 임상3상을 2014년에 완료했고, 허가 신청을 앞두고 있다. 빠르면 11월 중에 미국 FDA에 허가 신청(Biologics License Application, BLA)할 계획이다. BLA 이후, 16년 상반기 내에 공장 실사가 있을 것으로 예상되고, 16년 4분기 정도에 최종 허가가 기대된다. IG 제품에 대한 최종 허가 이후, 판매 파트너와 계약이 구체화될 것으로 보인다.

녹십자는 미국 진출을 위해 공장 설비 투자를 추진 중에 있다. 기존 오창 공장의 생산 캐파를 증설하는 것과 캐나다에 공장을 짓는 것이다. 오창 공장의 현재 캐파는 65만 리터인데, 50만 리터를 증설하고 있고, 이에 대한 캐팍스는 800억 원, 예상 가동 시점은 2017년이다. 캐나다 공장의 생산 캐파는 150만 리터이고, 이에 대한 캐팍스는 2,000억 원, 예상 가동 시점은 2019년이다. 캐팍스에 대한 자금 조달은 은행 차입으로 충당할 계획이다.

캐나다 공장 가동에 필요한 혈장은 캐나다와 미국에서 확보할 계획이다. 캐나다 HQ과 CBS로부터 총 35만 리터를 조달할 예정이고, 나머지는 GCAM을 통해 미국에서 구할 것으로 보인다. 캐나다 공장에서 생산되는 완제품들은 캐나다와 미국에 판매할 예정이다. 잔여 제품들 특히 알부민은 중국에 수출이 가능할 전망이다.

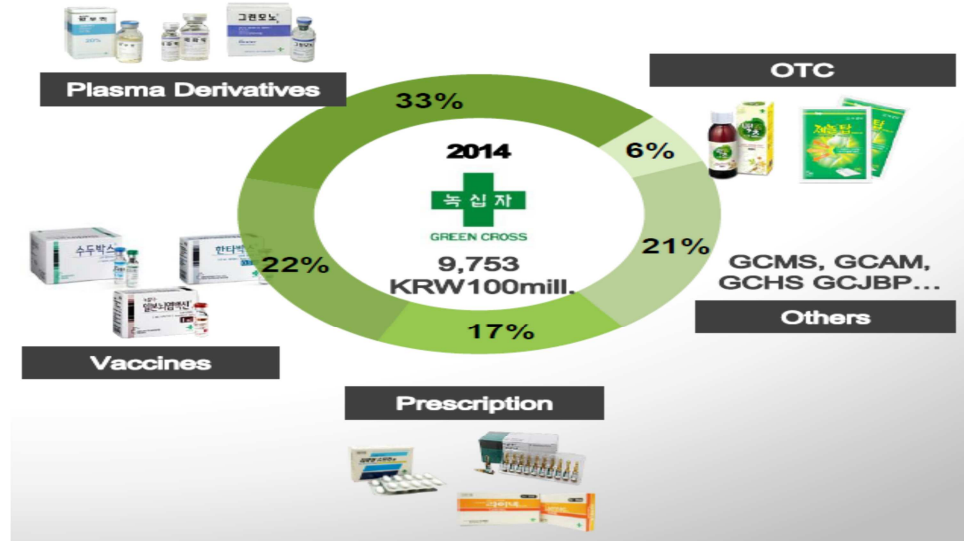
IG 제품에 대한 미국 허가를 받으면, 17년부터 미국 판매가 본격화될 전망이다. 오창 공장에서 생산된 제품이 캐나다 법인 GCBT에 공급되고, GCBT가 미국 등에 판매할 계획이다. GCBT의 지분을 현재 녹십자와 녹십자홀딩스가 가지고 있는데, 향후 녹십자가 GCBT를 지배하게 될 것으로 보인다.

그림 1. 녹십자 그룹의 지배구조 현황



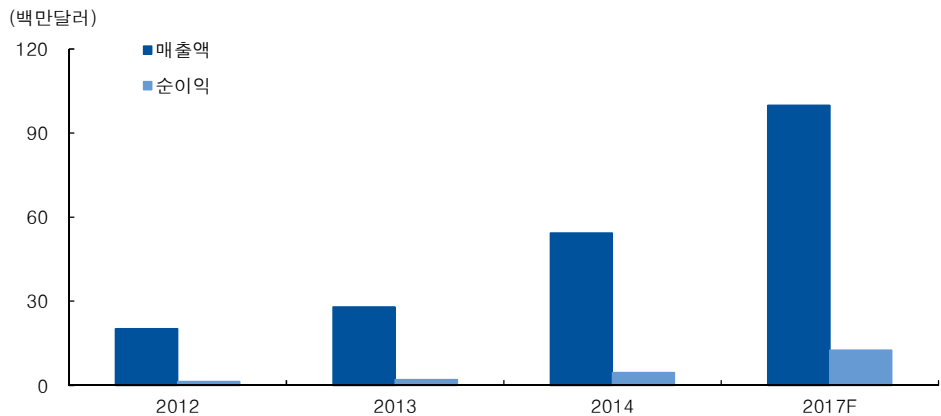
자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 매출액 비중, 혈액제제와 백신이 주력 제품군



주: 연결 기준
자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. GC 차이나 실적 추이. 공장 가동률 상승하면서 실적 개선 전망



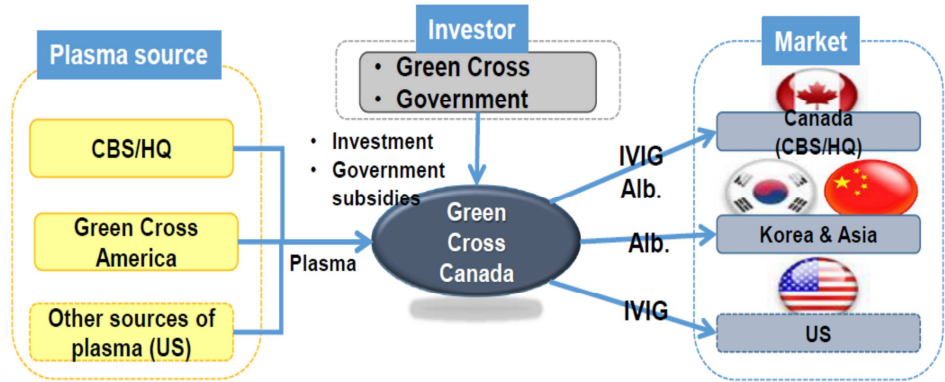
자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 녹십자 보유 혈액센터 현황. 미국과 중국에 총 12개 혈액센터 보유 중



자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 캐나다 투자 도식. 캐나다 및 미국에서 혈장 확보해, 캐나다, 한국, 중국, 미국 등에 완제품 판매 구조



자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

질문: 백신에 대한 국내외 전략 및 시장 현황

대답: 녹십자는 프리미엄 백신이 아닌 기초 백신에 주력하고 있다. 특히 여러 백신 제제 중 독감 백신이 주력 제품이다. 한편 독감 백신은 동사에 캐시카우 역할을 하고 있다.

동사는 그 동안 독감 백신 시장에서 유일한 국내 제조사로서 시장을 과점해 왔다. 하지만 최근 일양약품, SK케미칼등이 진입하면서 경쟁 체제로 전환되고 있다. 현재 독감 백신은 3가 백신이 주류이다. 3가 독감 백신은 A형 독감 바이러스 2종류와 B형 독감 바이러스 1종류를 담고 있다. 그런데 동사는 16년부터 4가 독감 백신을 본격적으로 판매할 계획이다. 4가 독감 백신은 A형 독감 바이러스 2종류, B형 독감 바이러스 2종류를 담고 있다. 4가 백신 전환에 따라 가격이 오르고 이익도 개선될 것으로 보인다. 기존 거래처 및 의사들과의 관계가 좋은 편이기 때문에, 국내 경쟁 체제 전환에도 현재 수준의 매출액은 꾸준히 창출 가능할 것으로 예상된다. 16년 4가 독감 백신 시장을 두고, GSK, SK케미칼, 그리고 동사 등 3개사가 경쟁을 펼칠 전망이다.

동사의 해외 진출은 주로 PAHO(Pan American Health Organization)에 독감 백신을 납품하는 것이다. 이로써 백신 공장을 효율적으로 가동할 수 있다. 상반기에는 국내 공급, 하반기에는 PAHO를 통한 납품 공급에 주력하기 때문이다. 현재 동사는 PAHO 독감 백신 물량의 약 35% 정도를 확보하고 있다. 최근 중국 업체가 WHO PQ(Prequalification)를 받고, PAHO 입찰 시장에 진입할 것으로 보인다.

다. PAHO 입찰 시장은 향후 4가 독감 백신 시장으로 얼마나 전환되는 지가 관건이 될 전망이다. 동사는 4가 독감 백신에 대한 해외 입상을 진행하고, 이에 대해 PQ를 받아 4가 독감 백신에 대비할 계획이다.

질문: 파이프라인 현황

대답: 현재 파이프라인 내 아이템들 중 해외 상업화에 주력하고 있는 것은 혈액제제이다. 이외에 헌터라제 정도가 있다. 그리고 녹십자 그룹 차원에서는 향후 세포치료제가 해외 시장에서 차별화하는데 중요한 아이템이 될 것으로 판단하고 있다.

헌터라제는 헌터 증후군에 대한 치료제이다. 해당 치료제에 대한 의약품으로는 세계 2번째 제품이다. 첫 번째 제품은 샤이어(Shire)의 엘라프라제(Elaprase)이다. 미국 등 선진국 시장 진출을 위해서는 입상을 진행해야 한다. 하지만 입상 자료 없이, 수입 허가 혹은 제품 등록이 가능한 국가들이 있다. 이러한 국가들에 수출을 해서 중장기적으로 블록버스터로 육성할 목표를 가지고 있다.

세포 치료제 관련해서는 녹십자가 아닌 녹십자셀, 녹십자랩셀 등 자회사 주축이 될 것으로 보인다. 세포 치료제의 중국 진출과 관련해, 중국 귀주성 정부와 MOU를 체결한 바 있다.

그림 6. 파이프라인 현황

Project	Indication	PC	Ph1	Ph2	Ph3	PA	M	Note
IVIG-SN	Immune Deficiency	US & CA						Immunoglobulin
Hunterase™	Hunter Syndrome							Enzyme Replacement Therapy
MGAH22	Gastric & Breast Cancer	US & KR						Herceptin Biobetter
GCC4401C	Anti-thrombotics	US & KR						Factor Xa Inhibitor
GC3110A GC3106A	Quadrivalent Influenza Vaccine							Egg culture Cell culture
MG1109 (AI)	Pre- pandemic flu							Inactivated- whole monovalent
GC1107	T, D prophylaxis							Absorbed T, D combined toxoids

자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

실적추정 및 밸류에이션 차트

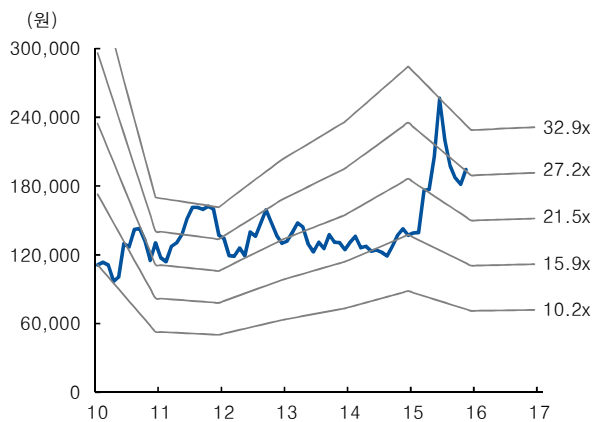
표 1. 분기 실적 예상

(십억원, % 원)

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액	199.3	235.7	282.4	258.0	214.3	268.4	295.0	266.6	975.3	1,044.4	1,218.9
YoY	11.3	14.2	8.5	6.4	7.6	13.9	4.5	3.3	9.8	7.1	16.7
혈액제제	62.7	64.7	66.8	57.7	69.7	64.8	71.5	77.8	251.9	283.8	309.4
웰빙제제	4.3	5.4	6.0	5.2	5.5	6.8	6.8	6.9	20.9	26.0	29.2
ETC제제	35.7	36.7	38.9	37.2	39.6	40.2	43.6	44.1	148.5	167.4	251.6
백신제제	19.3	25.9	79.1	34.7	28.2	27.0	77.0	38.3	159.0	170.5	172.0
OTC제제	14.5	16.9	16.6	15.0	14.5	19.3	18.2	16.7	63.0	68.6	75.7
기타상품	0.9	0.8	0.8	0.7	0.3	0.2	1.0	0.5	3.1	2.0	2.4
수출	37.2	55.2	43.3	77.9	25.3	77.2	45.9	53.2	213.6	201.6	249.7
GCMS	16.3	21.8	21.9	21.4	20.2	22.9	23.5	24.0	81.3	90.7	101.5
GCHS	2.2	2.9	2.6	2.2	2.1	2.3	2.3	2.4	9.9	9.1	10.5
LapCell	6.9	7.6	8.2	8.3	8.2	8.5	8.7	8.8	31.0	34.2	36.9
기타 자회사	7.7	13.5	6.3	12.5	10.9	12.1	8.1	8.5	40.0	39.5	37.6
영업이익	13.9	19.5	51.6	12.0	12.7	30.2	48.2	15.6	97.0	106.7	117.4
영업이익률	7.0	8.3	18.3	4.7	5.9	11.3	16.3	5.8	9.9	10.2	9.6
YoY	17.2	14.0	16.1	119.8	-8.5	55.3	-6.6	29.3	23.0	10.0	10.0
세전순이익	34.8	16.9	59.5	5.4	16.1	39.8	74.7	9.0	116.7	139.6	112.3
YoY	37.2	-20.4	37.6	363.2	-53.6	134.8	25.5	66.0	28.1	19.6	-19.5
지배주주지분 순이익	28.1	12.3	44.9	-1.4	12.4	28.3	56.4	4.0	83.9	101.1	81.4
YoY	47.3	-22.4	33.7	적전	-55.9	130.8	25.5	흑전	19.8	20.5	-19.5
조정 지배주주지분 순이익	8.1	12.3	41.3	-1.0	12.4	23.1	17.7	3.7	60.7	56.9	81.4
YoY	3.1	10.9	22.9	적전	52.4	88.5	-57.1	흑전	12.5	-6.2	43.0
EPS									7,183.0	8,652.6	6,962.5
YoY									16.3	20.5	-19.5
조정 EPS									5,192.4	4,869.0	6,962.2
YoY									9.2	-6.2	43.0

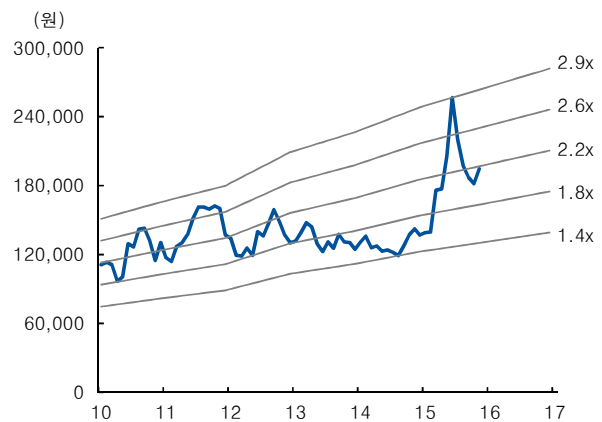
자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 12개월 선행 PER 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 12개월 선행 PBR 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 목표주가 산출 요약

구분	주당 가치	비고
영업가치 (a)	208,874	2016 EPS X 30배
미국항 혈액제제 수출 사업 가치 (b)	42,857	발매 후 10년간 이익의 합
목표주가	251,731	(a) + (b). 반올림해 목표주가 도출

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 주요 글로벌 혈액제제 및 백신제제 제조사들의 투자지표 정리

업체명	GREEN CROSS	SK CHEMICAL	BAXTER	CSL	GRIFOLS	CHINA BIOLOGIC PRODUCT	HUALAN	BEIJING TIAN TAN	JIANGXI BOYA	FUDAN-ZHANGJIANG	LEE'S PHARMACEUTICAL	3SBIO
터커	006280 KS equity	006120 KS equity	BAX US equity	CSL AU equity	GRF SM equity	CBPO US equity	002007 CH equity	600161 CH equity	300294 CH equity	1349 HK equity	950 HK equity	1530 HK equity
통화	KRW	KRW	USD	USD	EUR	USD	CNY	CNY	CNY	CNY	HKD	CNY
주가(달러)	168.4	61.9	38.3	71.0	45.4	119.8	6.6	4.9	6.4	1.0	1.2	1.3
시가총액 (백만달러)	1,970.3	1,506.2	20,956.2	33,082.1	14,165.0	3,179.4	3,823.1	2,545.4	1,454.6	882.5	689.5	3,193.6
매출액 (백만달러)	2014A 926.7 2015F 911.8 2016F 991.1	6,920.2 4,543.4 5,274.6	16,671.0 9,911.4 10,021.1	5,612.4 6,235.3 6,838.1	4,457.6 4,094.3 4,267.3	243.3 293.2 349.8	200.4 243.5 301.3	294.5 - -	70.4 - -	76.4 95.7 126.3	123.2 140.4 178.0	183.5 263.0 359.0
영업이익 (백만달러)	2014A 92.1 2015F 92.4 2016F 101.9	142.1 97.0 132.9	2,707.0 833.8 1,034.1	1,758.0 1,758.9 1,986.4	1,139.4 1,033.5 1,090.8	111.2 132.0 159.0	82.5 111.4 138.9	64.7 - -	20.0 - -	19.9 25.6 34.7	32.0 37.3 39.4	57.9 96.9 133.8
영업이익률 (%)	2014A 9.9 2015F 10.1 2016F 10.3	2.1 2.1 2.5	16.2 8.4 10.3	31.3 28.2 29.0	25.6 25.2 25.6	45.7 45.0 45.5	41.2 45.7 46.1	22.0 - -	28.4 - -	26.0 26.7 27.5	25.9 26.6 22.1	31.6 36.8 37.3
순이익 (백만달러)	2014A 79.8 2015F 93.4 2016F 74.2	-23.8 35.4 31.6	2,497.0 692.7 770.6	1,379.0 1,383.4 1,575.8	624.7 664.7 711.7	70.9 97.5 122.3	87.4 102.4 123.3	20.8 - -	16.9 - -	19.2 22.1 29.2	24.9 30.3 33.7	47.4 90.3 123.3
EPS (달러)	2014A 6.9 2015F 8.0 2016F 6.3	-1.4 1.7 2.1	4.6 1.3 1.4	2.9 3.0 3.4	1.8 2.0 2.1	2.9 3.5 4.4	0.2 0.2 0.2	0.0 0.1 0.2	0.1 0.1 0.1	0.0 0.0 0.0	0.0 0.1 0.1	- 0.0 0.0
EPS 증가율 (%)	2015F 15.5 2016F -20.6	-218.2 25.3	-72.7 12.6	1.3 15.8	7.5 7.5	24.0 24.2	18.4 19.7	262.3 5.4	33.6 33.3	15.4 29.2	17.9 18.5	- 28.9
ROE (%)	2014A 10.4 2015F 11.3 2016F 8.3	-1.7 2.1 3.8	21.1 8.1 8.1	46.7 49.2 49.9	18.6 22.0 22.4	30.5 29.5 22.7	16.9 16.6 17.7	-4.3 - -	12.6 - -	20.0 19.6 21.1	18.3 23.8 24.3	29.1 17.0 14.4
PER (배)	2014A 24.4 2015F 21.1 2016F 26.6	-44.0 37.2 29.7	8.3 30.5 27.0	24.3 24.0 20.7	25.0 23.2 21.6	42.0 33.9 27.3	43.7 36.9 30.9	121.6 33.6 31.8	86.2 64.6 48.4	46.0 39.8 30.8	25.7 21.8 18.4	- 33.4 25.9
PBR (배)	2014A 2.4 2015F 2.3 2016F 2.1	1.0 1.3 1.2	2.7 1.5 1.5	12.0 11.3 9.1	3.0 4.7 4.4	8.6 8.2 6.3	6.9 6.1 5.3	8.2 - -	10.5 - -	8.5 7.1 5.8	3.7 4.5 3.7	- 3.7 3.5
EV/EBITDA (배)	2014A 17.2 2015F 16.9 2016F 15.3	6.8 7.8 6.1	5.6 13.3 11.7	17.1 16.8 14.7	10.2 11.6 10.9	26.7 22.5 18.2	37.8 30.6 26.0	30.7 - -	59.4 - -	36.7 29.6 22.2	19.3 16.2 15.3	50.3 30.9 22.4

주: 상기 종목들의 투자지표는 블룸버그 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

녹십자 (006280)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
매출액	975	1,044	1,219	1,284
매출원가	665	703	834	871
매출총이익	310	341	385	413
판매비와관리비	214	234	268	282
조정영업이익	97	107	117	131
영업이익	97	107	117	131
비영업손익	20	33	-5	-17
금융손익	-4	-6	-6	-6
관계기업등 투자손익	26	2	4	4
세전계속사업손익	117	140	112	114
계속사업법인세비용	30	36	29	29
계속사업이익	87	104	84	85
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	87	104	84	85
지배주주	84	101	81	82
비지배주주	3	3	2	2
총포괄이익	84	104	84	85
지배주주	81	100	81	82
비지배주주	3	3	3	3
EBITDA	120	131	142	157
FCF	-2	-2	-25	33
EBITDA 마진율 (%)	12.3	12.5	11.6	12.2
영업이익률 (%)	9.9	10.2	9.6	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	9.7	6.6	6.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	57	58	35	93
당기순이익	87	104	84	85
비현금수익비용가감	43	15	57	70
유형자산감가상각비	21	22	23	23
무형자산상각비	3	2	2	2
기타	19	-9	32	45
영업활동으로인한자산및부채의변동	-50	-20	-71	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-21	-44	-17
재고자산 감소(증가)	-48	5	-49	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	21	-2	20	7
법인세납부	-20	-36	-29	-29
투자활동으로 인한 현금흐름	-163	-53	-58	-70
유형자산처분(취득)	-58	-60	-60	-60
무형자산감소(증가)	-12	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-5	0	0	0
기타투자활동	-88	7	2	-10
재무활동으로 인한 현금흐름	109	-14	-14	-14
장단기금융부채의 증가(감소)	112	0	0	0
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-15	-14	-14	-14
기타재무활동	9	0	0	0
현금의 증가	4	34	-37	9
기초현금	28	32	66	28
기말현금	32	66	28	37

자료: 녹십자, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

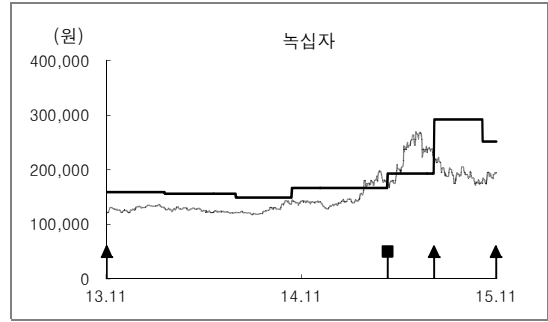
(십억원)	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
유동자산	663	714	771	815
현금 및 현금성자산	32	66	28	37
매출채권 및 기타채권	247	269	314	331
재고자산	298	294	343	361
기타유동자산	86	85	86	86
비유동자산	667	703	738	773
관계기업투자등	118	118	118	118
유형자산	409	447	484	521
무형자산	55	52	50	48
자산총계	1,330	1,417	1,509	1,587
유동부채	334	332	354	363
매입채무 및 기타채무	138	135	158	166
단기금융부채	122	122	122	122
기타유동부채	74	75	74	75
비유동부채	75	75	75	75
장기금융부채	38	38	38	38
기타비유동부채	37	37	37	37
부채총계	410	407	430	438
지배주주지분	893	979	1,046	1,114
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	317	317	317	317
이익잉여금	513	600	667	735
비지배주주지분	28	31	33	35
자본총계	921	1,010	1,079	1,149

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15F	12/16F	12/17F
P/E (x)	19.1	22.5	27.9	27.6
P/CF (x)	12.4	19.2	16.2	14.7
P/B (x)	1.8	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA (x)	14.1	17.9	16.7	15.1
EPS (원)	7,183	8,653	6,962	7,042
CFPS (원)	11,089	10,133	12,014	13,224
BPS (원)	77,574	84,990	90,716	96,521
DPS (원)	1,250	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	16.7	13.9	17.3	17.1
배당수익률 (%)	0.9	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	9.8	7.1	16.8	5.3
EBITDA증가율 (%)	23.7	9.2	8.4	10.6
조정영업이익증가율 (%)	22.8	10.3	9.3	12.0
EPS증가율 (%)	16.3	20.5	-19.5	1.1
매출채권 회전을 (회)	3.9	4.1	4.2	4.0
재고자산 회전을 (회)	3.6	3.5	3.8	3.6
매입채무 회전을 (회)	6.0	5.9	6.5	6.2
ROA (%)	7.1	7.6	5.7	5.5
ROE (%)	9.8	10.8	8.0	7.6
ROIC (%)	9.0	9.1	9.2	9.4
부채비율 (%)	44.5	40.3	39.8	38.1
유동비율 (%)	198.2	215.2	217.5	224.6
순차입금/자기자본 (%)	7.4	3.4	6.7	5.5
조정영업이익/금융비용 (x)	20.9	15.0	16.5	18.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
녹십자(006280)	2015.10.28	매수	252,000원
	2015.07.29	매수	292,000원
	2015.05.03	Trading Buy	193,000원
	2014.11.05	매수	167,000원
	2014.07.23	매수	149,000원
	2014.03.12	매수	156,000원
	2013.11.08	매수	159,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업

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

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.77%	13.86%	13.37%	0.00%

* 2015년 9월 30일 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.