



2019년 2월 13일 | Equity Research

하나금융그룹

녹십자 (006280)

2018년 확실한 기저를 바탕으로 성장 기대

적자 전환된 영업이익, 그러나 매출액 성장률은 양호

녹십자의 연결기준 4분기 매출액은 3,467억원(YoY, 6.2%), 영업이익은 56억원 적자를 시현하였다. 당 리서치센터가 추정했던 영업이익 100억원 적자에 비해 양호하였는데, 이것은 추정대비 4분기 연구개발비를 포함한 판매관리비를 효율적으로 집행하면서 적자의 폭을 줄여나간 것으로 보여진다. 세전이익은 -15억원, 당기순이익은 -29억원을 기록하며 전년대비 적자 폭을 크게 줄였다. 이것은 영업외 단에서 보유하고 있는 법인 지분의 가치 상승으로 약 41억원 정도의 흑자가 발생했기 때문이다.

4분기 열일한 녹십자

녹십자는 4분기 국내 매출액이 약 9% 성장하였는데, 이것은 일반처방의약품들이 844억원 매출을 기록하며 전년대비 18% 고성장했기 때문이다. 수출 부문은 IVIG가 약 69% 성장하면서 혈액제제 성장을 주도하였다. 다만 일부민은 전년대비 약 40% 감소하였는데, 일부 물량이 올해 1분기로 이연되었기 때문으로 보고 있다. 2018년 상반기 중국향 일부민이 부진하면서 연간으로 약 27% 역성장하였으나, 기저효과와 1분기 이연된 물량을 고려하면 2019년 일부민 수출은 약 65% 고성장할 수 있을 것으로 보인다. 수두백신은 전년 기저가 높아서 4분기 역성장하였으나 독감백신의 북반구향 입찰물량이 증가하면서 이례적으로 115억원의 매출을 기록하였다. 헌터라제도 3개 국가가 더 추가되면서 연간으로 전년대비 약 77% 고성장하였다.

실적관련 투자 포인트

2018년 사상 최악의 실적을 시현한 녹십자의 독감백신은 2018년 확실한 기저를 바탕으로 올해에는 본격적인 턴어라운드를 기대해 본다. 이와 관련한 투자포인트로는 1) 국내에서 4가 독감백신이 국가필수예방접종 사업(NIP)에 편입된다면(현재 정부에서 논의 중으로 빠르면 3월 중 결론이 날 수 있을 것으로 보임) 입찰 규모가 가장 큰 녹십자가 가장 큰 수혜를 받을 수 있을 것으로 보인다. 2) 해외 WHO 입찰시장도 4가 독감백신으로 확대된다면 PQ 인증을 획득한 회사가 녹십자와 사노피 밖에 없기 때문에 2분기 남반구 백신 매출이 크게 성장할 수 있을 것으로 기대된다. IVIG 허가 재신청서 제출 시점은 올해 연말로 추정된다. 올해 상반기에는 2018년 확실한 기저를 바탕으로 한 실적 턴어라운드에 기반한 주가 상승을 기대해 본다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(2월 12일): 146,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt) 2,190.47

52주 최고/최저(원) 228,500/119,500

시가총액(십억원) 1,706.2

시가총액비중(%) 0.14

발행주식수(천주) 11,686.5

60일 평균 거래량(천주) 39.7

60일 평균 거래대금(십억원) 5.5

18년 배당금(예상,원) 1,250

18년 배당수익률(예상,%) 0.92

외국인지분율(%) 21.51

주요주주 지분율(%)

녹십자홀딩스 외 17 인 52.89

국민연금 8.96

주가상승률 1M 6M 12M

절대 7.4 (20.9) (27.5)

상대 1.7 (17.5) (21.1)

Consensus Data

2018 2019

매출액(십억원) 1,327.8 1,398.6

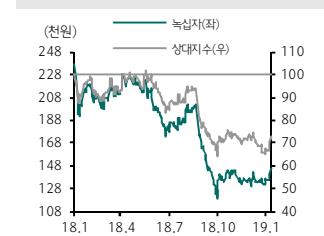
영업이익(십억원) 55.0 65.6

순이익(십억원) 38.2 45.3

EPS(원) 3,003 3,932

BPS(원) 93,084 95,930

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,197.9	1,287.9	1,334.9	1,428.5	1,488.0
영업이익	십억원	78.5	90.3	50.2	61.4	61.2
세전이익	십억원	79.5	72.2	50.2	64.7	59.5
순이익	십억원	63.0	53.2	28.9	42.6	37.7
EPS	원	5,388	4,556	2,477	3,642	3,223
증감률	%	(33.7)	(15.4)	(45.6)	47.0	(11.5)
PER	배	29.14	49.60	54.91	40.09	45.30
PBR	배	1.78	2.45	1.46	1.52	1.49
EV/EBITDA	배	18.67	22.55	19.75	18.62	18.91
ROE	%	6.46	5.24	2.76	3.98	3.44
BPS	원	88,031	92,064	93,321	95,742	97,744
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 녹십자 4Q18 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q18P	4Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	346.7	326.3	6.2	339.6	2.1
영업이익	(5.6)	0.1	(4,766.7)	(1.2)	382.8
세전이익	(1.5)	(8.0)	(81.1)	(5.8)	(74.1)
당기순이익	(2.9)	(5.6)	(48.1)	(2.9)	(1.0)
OPM %	(1.6)	0.0		(0.3)	
NPM %	(0.8)	(1.7)		(0.9)	

자료: 하나금융투자

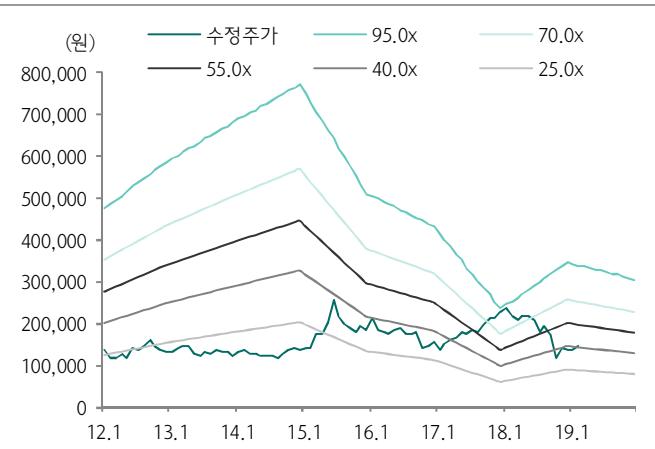
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	314.3	373.7	373.1	367.5	1,287.9	1,334.9	1,428.5
YoY(%)	6.8%	3.5%	-1.1%	6.2%	10.0%	12.0%	6.0%	6.0%	7.5%	3.6%	7.0%
국내	210.6	216.4	251.8	234.3	214.3	221.9	265.9	246.4	893.1	913.1	948.5
YoY(%)	5.4%	1.0%	-4.7%	9.1%	1.8%	2.5%	5.6%	5.2%	5.6%	2.2%	3.9%
혈액제제	80.6	83.6	79.4	80.0	87.5	89.5	84.0	86.5	313.6	323.6	347.4
백신제제	39.0	39.0	74.3	46.5	32.1	34.5	79.4	46.2	221.1	198.8	192.3
일반제제	70.1	69.2	75.3	82.3	72.6	72.3	78.5	86.6	275.6	296.9	310.0
OTC류	20.9	24.6	22.8	25.4	22.2	25.6	23.9	27.2	82.8	93.7	98.9
해외	37.2	75.9	54.2	66.1	50.0	98.8	58.0	71.5	213.3	233.4	278.4
YoY(%)	14.1%	7.2%	21.4%	1.2%	34.3%	30.2%	7.1%	8.2%	4.6%	9.4%	19.3%
혈액제제	17.9	27.1	37.6	35.8	28.9	28.8	39.4	40.0	103.7	118.4	137.0
백신제제	15.9	42.8	14.4	23.6	17.4	63.6	16.3	24.5	99.3	96.7	121.9
일반제제	3.4	6.0	2.1	6.7	3.7	6.4	2.3	7.0	10.3	18.2	19.4
OTC류	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결자회사	46.3	49.5	46.3	46.3	50.0	53.0	49.1	49.5	181.5	188.4	201.6
YoY(%)	7.7%	9.6%	-1.7%	0.2%	8.0%	7.0%	6.0%	7.0%	22.4%	3.8%	7.0%
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.8	88.0	97.2	110.1	84.5	366.8	345.9	379.7
YoY(%)	10.2%	-13.1%	-8.5%	-7.3%	8.2%	10.9%	6.8%	14.5%	4.2%	-5.7%	9.8%
CPM(%)	27.7%	25.6%	29.2%	21.3%	28.0%	26.0%	29.5%	23.0%	28.5%	25.9%	26.6%
판매관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	72.6	78.1	80.2	87.5	276.6	295.7	318.4
YoY(%)	11.2%	12.2%	6.2%	0.0%	8.5%	5.1%	6.9%	10.0%	1.1%	6.9%	7.7%
판관비율(%)	22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	23.1%	20.9%	21.5%	23.8%	21.5%	22.2%	22.0%
경상연구개발비	27.2	31.8	31.5	31.5	28.3	31.8	33.6	34.9	108.6	122.0	128.5
YoY(%)	18.1%	18.9%	11.7%	2.9%	4.0%	-0.1%	6.6%	10.7%	-3.2%	12.3%	5.3%
기타판매관리비	39.7	42.5	43.5	48.0	44.3	46.3	46.6	52.6	167.9	173.7	189.8
YoY(%)	6.9%	7.6%	2.5%	-1.8%	11.6%	9.0%	7.2%	9.6%	4.1%	3.4%	9.3%
영업이익	14.5	13.3	28.0	(5.6)	15.4	19.1	29.8	(2.9)	90.3	50.2	61.4
YoY(%)	5.7%	-61.5%	-33.3%	-4886.3%	6.5%	43.3%	6.6%	-47.5%	15.1%	-44.5%	22.3%
OPM(%)	4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	4.9%	5.1%	8.0%	-0.8%	7.0%	3.8%	4.3%
당기순이익	18.6	2.7	15.8	(2.9)	11.4	16.8	23.5	(1.3)	56.7	34.3	50.4
YoY(%)	167.4%	-89.9%	-44.3%	-48.1%	-38.9%	517.3%	48.7%	-55.3%	-13.0%	-39.6%	47.1%
NPM(%)	6.3%	0.8%	4.5%	-0.8%	3.6%	4.5%	6.3%	-0.4%	4.4%	2.6%	3.5%

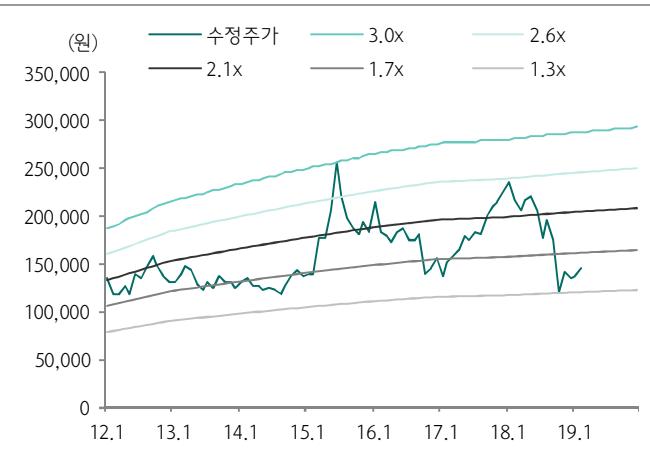
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 배드



자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 배드



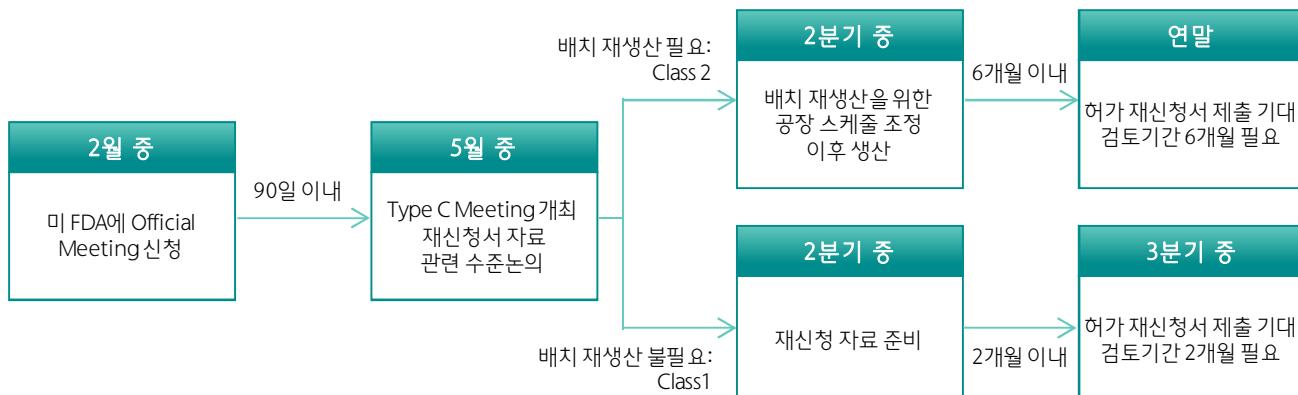
자료: 하나금융투자

표 4. 녹십자 주요 파이프라인

	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가
혈액제제/백신	CRV101(대상포진백신) 미국 1상 중간 결과 Q4	GC3114A(고용량독감백신) 국내 2상 결과 Q2	GC5107B(IVIG 10%) 북미 3상 완료	MG1111(수두백신) 국내 허가 신청 1Q
		GC3111A(Tdap백신) 국내 2상 계획 승인 Q2	GC5107D(IVIG 10% 소아) 북미 3상 진행	
		GC1109(탄저백신) 국내 2상 진행		
재조합 단백질제제	MG1113A(혈우병치료제) 국내 1상 완료 Q4	GC3111A(EGFR 항암제) 국내 2상 진행	GC1102(HBIG_LT) 국내 3상 진행	GC1101D(그린진에프) 중국 허가 신청 Q2
		GC1111B(한터라제) 미국 2상 진행	GC1111(한터라제) 국내 (조건부) 3상 진행	한터라제 중국 허가 신청 Q2
		GC1102B(HBIG_CHB) 국내 2상 진행		GC1123A(한터라제 ICV) 일본 허가 신청 Q4

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 5. IVIG 허가 재신청서 제출 일정



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,197.9	1,287.9	1,334.9	1,428.5	1,488.0
매출원가	845.8	921.1	989.0	1,048.8	1,086.3
매출총이익	352.1	366.8	345.9	379.7	401.7
판관비	273.6	276.5	295.7	318.4	340.6
영업이익	78.5	90.3	50.2	61.4	61.2
금융손익	(0.4)	(6.7)	16.8	2.2	(3.7)
종속/관계기업손익	(2.1)	(2.3)	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	3.5	(9.1)	(16.9)	1.1	2.1
세전이익	79.5	72.2	50.2	64.7	59.5
법인세	14.4	15.4	15.9	14.2	14.9
계속사업이익	65.2	56.7	34.3	50.4	44.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	65.2	56.7	34.3	50.4	44.6
비지배주주지분 순이익	2.2	3.5	5.4	7.9	7.0
지배주주순이익	63.0	53.2	28.9	42.6	37.7
지배주주지분포괄이익	65.1	61.6	32.3	47.5	42.0
NOPAT	64.3	71.0	34.3	47.9	45.8
EBITDA	109.5	127.0	95.1	109.1	106.9
성장성(%)					
매출액증가율	14.3	7.5	3.6	7.0	4.2
NOPAT증가율	(5.6)	10.4	(51.7)	39.7	(4.4)
EBITDA증가율	(8.8)	16.0	(25.1)	14.7	(2.0)
영업이익증가율	(14.4)	15.0	(44.4)	22.3	(0.3)
(지배주주)순이익증가율	(33.7)	(15.6)	(45.7)	47.4	(11.5)
EPS증가율	(33.7)	(15.4)	(45.6)	47.0	(11.5)
수익성(%)					
매출총이익률	29.4	28.5	25.9	26.6	27.0
EBITDA이익률	9.1	9.9	7.1	7.6	7.2
영업이익률	6.6	7.0	3.8	4.3	4.1
계속사업이익률	5.4	4.4	2.6	3.5	3.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,388	4,556	2,477	3,642	3,223
BPS	88,031	92,064	93,321	95,742	97,744
CFPS	10,662	11,433	8,257	9,301	9,109
EBITDAPS	9,372	10,869	8,136	9,337	9,145
SPS	102,503	110,205	114,225	122,236	127,327
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주가지표(배)					
PER	29.1	49.6	54.9	40.1	45.3
PBR	1.8	2.5	1.5	1.5	1.5
PCFR	14.7	19.8	16.5	15.7	16.0
EV/EBITDA	18.7	22.6	19.7	18.6	18.9
PSR	1.5	2.1	1.2	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	6.5	5.2	2.8	4.0	3.4
ROA	4.2	3.3	1.6	2.3	1.9
ROIC	6.0	6.1	2.8	3.7	3.4
부채비율	46.4	53.7	60.7	64.8	65.1
순부채비율	13.6	14.0	19.1	21.2	19.2
이자보상배율(배)	14.6	14.3	6.4	6.2	5.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

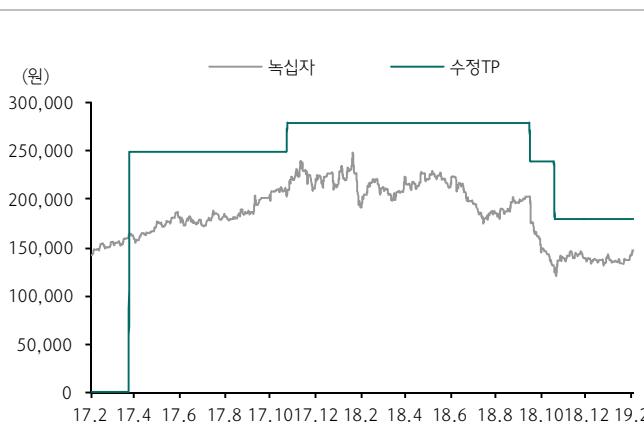
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	801.4	926.5	973.9	1,048.5	1,110.9
금융자산	117.2	171.9	191.7	211.4	239.0
현금성자산	56.9	171.0	190.8	210.4	237.9
매출채권 등	345.0	368.2	381.6	408.4	425.4
재고자산	320.8	381.3	395.2	422.9	440.5
기타유동자산	18.4	5.1	5.4	5.8	6.0
비유동자산	749.2	777.0	838.3	868.2	857.4
투자자산	93.5	103.1	109.3	116.9	121.8
금융자산	26.1	40.4	41.9	44.8	46.7
유형자산	554.0	552.0	610.9	636.8	624.5
무형자산	73.6	87.9	84.1	80.5	77.0
기타비유동자산	28.1	34.0	34.0	34.0	34.1
자산총계	1,550.6	1,703.6	1,812.3	1,916.7	1,968.3
유동부채	303.3	260.1	278.9	306.7	307.9
금융부채	100.1	14.3	24.6	35.2	25.6
매입채무 등	179.1	217.8	225.7	241.6	251.6
기타유동부채	24.1	28.0	28.6	29.9	30.7
비유동부채	188.3	334.8	405.6	447.3	468.3
금융부채	161.3	312.4	382.4	422.4	442.4
기타비유동부채	27.0	22.4	23.2	24.9	25.9
부채총계	491.6	594.9	684.6	753.9	776.2
지배주주지분	993.1	1,040.2	1,054.9	1,083.2	1,106.6
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	324.5	324.4	324.4	324.4	324.4
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	8.6	15.7	15.7	15.7	15.7
이익잉여금	637.2	677.5	692.1	720.4	743.8
비지배주주지분	65.9	68.5	72.8	79.6	85.5
자본총계	1,059.0	1,108.7	1,127.7	1,162.8	1,192.1
순금융부채	144.2	154.9	215.4	246.3	229.1

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(1.7)	57.9	57.1	51.1	60.4
당기순이익	65.2	56.7	34.3	50.4	44.6
조정	12.9	58.2	40.9	36.8	38.8
감가상각비	31.1	36.7	44.9	47.8	45.7
외환거래손익	(3.4)	7.6	1.0	(1.0)	(2.0)
지분법손익	2.1	2.3	0.0	0.0	0.0
기타	(16.9)	11.6	(5.0)	(10.0)	(4.9)
영업활동	(79.8)	(57.0)	(18.1)	(36.1)	(23.0)
변동					
투자활동 현금흐름	(111.1)	14.8	(98.3)	(67.8)	(29.0)
투자자산감소(증가)	(8.8)	(9.6)	(7.2)	(8.7)	(5.9)
유형자산감소(증가)	(80.6)	(29.0)	(100.0)	(70.0)	(30.0)
기타	(21.7)	53.4	8.9	10.9	6.9
재무활동 현금흐름	110.6	48.2	66.0	36.3	(3.9)
금융부채증가(감소)	121.8	65.3	80.3	50.6	10.4
자본증가(감소)	13.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(1.6)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(20.5)	(15.3)	(14.3)	(14.3)	(14.3)
현금의 증감	(0.8)	114.1	19.8	19.6	27.5
Unlevered CFO	124.6	133.6	96.5	108.7	106.4
Free Cash Flow	(82.4)	28.4	(42.9)	(18.9)	30.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.30	BUY	180,000		
18.9.27	BUY	240,000	-38.42%	-27.08%
17.11.3	BUY	280,000	-24.97%	-11.61%
17.4.4	BUY	250,000	-27.54%	-15.40%
16.11.21	Analyst Change			-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 02월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.