



하나금융그룹

2019년 5월 2일 | Equity Research

녹십자 (006280)

2분기 확실한 텐어라운드를 기대하며...

1분기 어닝쇼크 실적 시현

녹십자의 연결기준 1분기 매출액은 2,868억원(YoY, -2.5%), 영업이익은 14억원(YoY, -90.3%, OPM, 0.5%)을 기록, 컨센서스 121억 대비 크게 하회하는 실적을 시현하였다. 세전이익은 60억 원(YoY, -75.6%), 당기순이익은 53억원(YoY, -71.4%)을 기록하였다. 별도기준으로 녹십자의 내수 매출은 2018년 약 658억원을 기록했던 인슐린 상품중단의 여파로 전년 동기 대비 약 5.1% 감소하였고, 해외 매출 또한 IVIG(브라질의 수요 증가)와 헌터라제(3개 국가 추가 런칭)의 수출은 호조세를 이어갔지만, 수두백신의 중남미향 수출물량 감소로 전년 대비 약 8.3% 감소하였다. 수두백신은 하반기 주문이 예상되는 터키 물량과 2분기 PAHO(WHO 산하 범미보건기구) 물량을 고려할 때 2분기부터 전년 수준을 회복할 수 있을 것으로 보인다.

IVIG 수출증가의 아이러니

녹십자가 어닝쇼크한 영업이익을 시현한 이유는 원가율이 증가했기 때문이다. IVIG의 미국 진출이 좌절되면서 증설했던 혈액제제 공장 가동률이 크게 낮아지고, 공장으로 인한 고정비가 증가한 요인도 있지만, 이는 이미 2018년도부터 반영된 수치라 볼 수 있다. 올해 1분기 원가율이 전년대비 크게 증가한 이유는 해외로 수출되는 IVIG와 알부민의 매출 괴리율에 있다고 볼 수 있다. IVIG를 생산하기 위해서는 필연적으로 알부민도 같이 생산되는데 IVIG 대비 알부민 수출이 저조하면 해외에서 들여온 혈액으로 인해 원가가 크게 증가할 수 밖에 없다. 작년 1분기에는 올해와는 달리 GPM이 양호했던 이유는 마진율이 높은 수두백신의 물량증가로 이러한 원가율 증가가 상쇄되었기 때문이다.

2분기를 기대하며

1분기와는 달리 2분기 녹십자는 전년 기저를 바탕으로 확실한 텐어라운드가 가능할 것으로 기대된다. 녹십자는 남반구 의약품 입찰에서 3,570만 달러(약 403억원) 규모의 독감 백신을 수주했다고 밝혔는데 이중 약 20%가 단가가 높은 4가 독감백신 물량이라고 언급하면서 2분기 영업이익은 크게 증가할 것으로 예상된다. 녹십자의 또 다른 기대주인 헌터라제와 그린진 F가 2분기 중국에 신약신청서를 제출할 수 있을 것으로 예상되며, 미국 승인을 위한 IVIG의 구체적인 타임라인도 공개할 것으로 예상되는 바, 녹십자의 R&D 모멘텀도 기대해 볼 수 있다. 지금은 녹십자에 대해 중장기적으로 접근해야 할 시점이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 190,000원 | CP(4월 30일): 144,000원

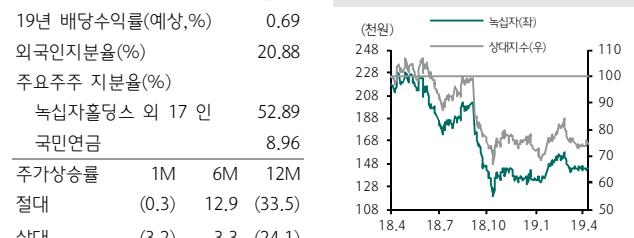
Key Data

	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,203.59	
52주 최고/최저(원)	228,500/119,500	1,393.6 1,499.9
시가총액(십억원)	1,682.9	64.8 77.0
시가총액비중(%)	0.14	46.1 53.4
발행주식수(천주)	11,686.5	
60일 평균 거래량(천주)	39.3	
60일 평균 거래대금(십억원)	5.8	
19년 배당금(예상,원)	1,000	
19년 배당수익률(예상,%)	0.69	
외국인지분율(%)	20.88	
주요주주 지분율(%)		
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89	
국민연금	8.96	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(0.3) 12.9 (33.5)	
상대	(3.2) 3.3 (24.1)	

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,393.6	1,499.9
영업이익(십억원)	64.8	77.0
순이익(십억원)	46.1	53.4
EPS(원)	4,081	4,741
BPS(원)	95,886	99,542

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,287.9	1,334.9	1,413.6	1,497.1	1,586.8
영업이익	십억원	90.3	50.2	57.7	66.9	70.0
세전이익	십억원	72.2	50.2	60.0	67.7	69.1
순이익	십억원	53.2	34.4	45.6	51.4	52.5
EPS	원	4,556	2,946	3,901	4,402	4,491
증감률	%	(15.4)	(35.3)	32.4	12.8	2.0
PER	배	49.60	46.16	36.91	32.71	32.06
PBR	배	2.45	1.45	1.49	1.44	1.39
EV/EBITDA	배	22.55	20.98	18.74	17.38	16.97
ROE	%	5.24	3.28	4.23	4.62	4.55
BPS	원	92,064	93,724	96,648	100,074	103,589
DPS	원	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 녹십자 1Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	1Q19P	1Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	286.8	294.1	(2.5)	300.5	(4.6)
영업이익	1.4	14.5	(90.5)	12.1	(88.6)
세전이익	6.0	24.7	(75.6)	11.6	(48.2)
당기순이익	5.3	18.6	(71.4)	7.0	(24.2)
OPM %	0.5	4.9		4.0	
NPM %	1.9	6.3		2.3	

자료: 하나금융투자

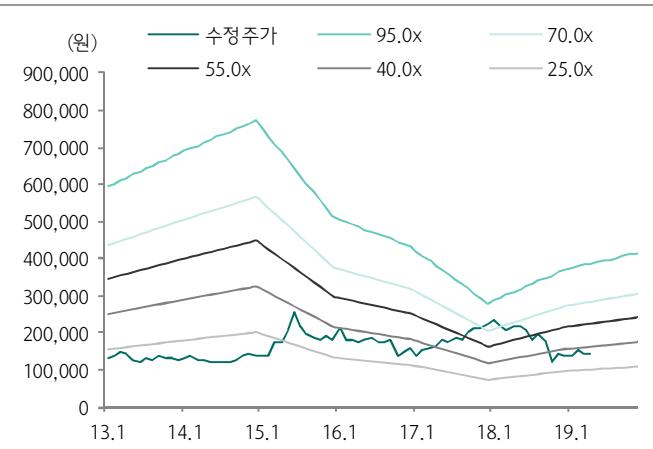
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	286.8	381.7	375.9	369.2	1,334.9	1,413.6	1,497.1
YoY(%)	6.8%	3.5%	-1.1%	6.2%	-2.5%	11.7%	6.7%	6.5%	3.6%	5.9%	5.9%
국내	210.6	216.4	251.8	234.3	201.3	222.0	265.2	246.5	913.1	935.0	971.8
YoY(%)	5.4%	1.0%	-4.7%	9.1%	-4.4%	2.6%	5.3%	5.2%	2.2%	2.4%	3.9%
혈액제제	80.6	83.6	79.4	80.0	82.2	89.5	85.3	86.8	323.6	343.8	370.2
백신제제	39.0	39.0	74.3	46.5	33.6	34.5	77.6	46.2	198.8	191.9	187.0
일반제제	70.1	69.2	75.3	82.3	60.5	72.5	78.4	86.4	296.9	297.7	306.9
OTC류	20.9	24.6	22.8	25.4	25.1	25.6	23.9	27.2	93.7	101.8	107.6
해외	37.5	75.9	54.2	66.1	35.1	106.7	60.7	73.1	233.7	275.6	310.2
YoY(%)	15.0%	7.2%	21.4%	1.2%	-6.4%	40.6%	12.0%	10.6%	9.5%	17.9%	12.6%
혈액제제	18.2	27.1	37.6	35.8	26.6	37.4	42.0	41.5	118.7	147.6	163.4
백신제제	15.9	42.8	14.4	23.6	2.7	62.9	16.3	24.5	96.7	106.5	121.9
일반제제	3.4	6.0	2.1	6.7	5.8	6.4	2.3	7.0	18.2	21.5	24.9
연결자회사	46.0	49.5	46.3	46.3	50.4	53.0	50.0	49.5	188.1	203.0	215.2
YoY(%)	7.0%	9.6%	-1.7%	0.2%	9.7%	7.0%	8.0%	7.0%	3.6%	7.9%	6.0%
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.8	73.2	106.9	109.0	88.6	345.9	377.7	405.8
YoY(%)	10.2%	-13.1%	-8.5%	-7.3%	-10.0%	22.0%	5.8%	20.1%	-5.7%	9.2%	7.4%
OPM(%)	27.7%	25.6%	29.2%	21.3%	25.5%	28.0%	29.0%	24.0%	25.9%	26.7%	27.1%
판매관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	71.8	82.8	82.7	82.7	295.7	320.0	339.0
YoY(%)	11.2%	12.2%	6.2%	0.0%	7.3%	11.5%	10.3%	4.0%	6.9%	8.2%	5.9%
판관비율(%)	22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	25.0%	21.7%	22.0%	22.4%	22.2%	22.6%	22.6%
경상연구개발비	27.2	31.8	31.5	31.5	29.3	35.5	35.3	35.1	122.0	135.2	137.9
YoY(%)	18.1%	18.9%	11.7%	2.8%	7.7%	11.6%	12.2%	11.2%	12.3%	10.8%	2.0%
기타판매관리비	39.7	42.5	43.5	48.0	42.5	47.3	47.4	47.6	173.7	184.8	201.0
YoY(%)	6.9%	7.6%	2.5%	-1.8%	7.1%	11.4%	8.9%	-0.7%	3.4%	6.4%	8.8%
영업이익	14.5	13.3	28.0	(5.6)	1.4	24.0	26.3	5.9	50.2	57.7	66.9
YoY(%)	5.7%	-61.5%	-33.3%	TR	-90.3%	80.8%	-6.0%	TB	-44.5%	15.0%	15.9%
OPM(%)	4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	0.5%	6.3%	7.0%	1.6%	3.8%	4.1%	4.5%
당기순이익	18.6	2.7	15.8	(2.9)	5.3	15.7	19.5	4.8	34.2	45.4	51.2
YoY(%)	167.4%	-89.9%	-44.3%	CR	-71.3%	476.9%	23.0%	TB	-39.6%	32.4%	12.8%
NPM(%)	6.3%	0.8%	4.5%	-0.8%	1.9%	4.1%	5.2%	1.3%	2.6%	3.2%	3.4%

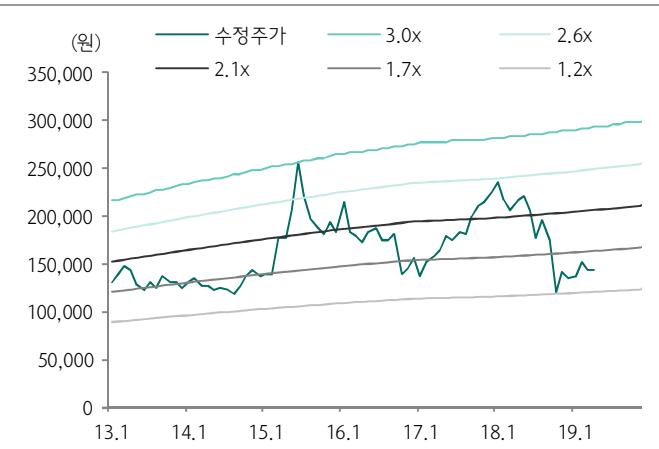
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 배드



자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 배드



자료: 하나금융투자

표 3. 녹십자 주요 파이프라인

	임상1상	임상 2상	임상 3상	허가
혈액제제/백신	CRV101(대상포진백신) 미국 1상 중간 결과 Q4	GC3114A(고용량독감백신) 국내 2상 결과 Q2	GC5107B(MG 10%) 북미 3상 완료	MG1111(수두백신) 국내 허가 신청 1Q
		GC3111A(Tdap백신) 국내 2상 계획 승인 Q2	GC5107D(MG 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(현터라제) 미국 2상 진행	GC1111(현터라제) 국내 (조건부) 3상 진행	현터라제 중국 허가 신청 Q2
		GC1102B(HBIG_CHB) 국내 2상 진행		GC1123A(현터라제 ICV) 일본 허가 신청 Q4

자료: 녹십자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액		1,287.9	1,334.9	1,413.6	1,497.1	1,586.8
매출원가		921.1	989.0	1,035.9	1,091.3	1,155.2
매출총이익		366.8	345.9	377.7	405.8	431.6
판관비		276.5	295.7	320.0	339.0	361.6
영업이익		90.3	50.2	57.7	66.9	70.0
금융손익		(6.7)	16.8	5.0	2.7	0.5
종속/관계기업손익		(2.3)	(7.0)	(2.5)	(2.5)	
기타영업외손익		(9.1)	(9.8)	(0.2)	0.6	1.0
세전이익		72.2	50.2	60.0	67.7	69.1
법인세		15.4	15.9	14.6	16.5	16.9
계속사업이익		56.7	34.2	45.4	51.2	52.2
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		56.7	34.2	45.4	51.2	52.2
비지배주주지분 순이익		3.5	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
지배주주순이익		53.2	34.4	45.6	51.4	52.5
지배주주지분포괄이익		61.6	30.8	47.0	53.0	54.1
NOPAT		71.0	34.2	43.6	50.5	52.9
EBITDA		127.0	90.3	104.4	111.7	113.0
성장성(%)						
매출액증가율		7.5	3.6	5.9	5.9	6.0
NOPAT증가율		10.4	(51.8)	27.5	15.8	4.8
EBITDA증가율		16.0	(28.9)	15.6	7.0	1.2
영업이익증가율		15.0	(44.4)	14.9	15.9	4.6
(지배주주)순이익증가율		(15.6)	(35.3)	32.6	12.7	2.1
EPS증가율		(15.4)	(35.3)	32.4	12.8	2.0
수익성(%)						
매출총이익률		28.5	25.9	26.7	27.1	27.2
EBITDA이익률		9.9	6.8	7.4	7.5	7.1
영업이익률		7.0	3.8	4.1	4.5	4.4
계속사업이익률		4.4	2.6	3.2	3.4	3.3

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산		926.5	893.4	1,019.9	1,095.2	1,160.6
금융자산		171.9	96.8	176.4	201.8	213.7
현금성자산		171.0	96.6	176.2	201.6	213.5
매출채권 등		368.2	391.2	414.3	438.8	465.1
재고자산		381.3	386.9	409.7	434.0	459.9
기타유동자산		5.1	18.5	19.5	20.6	21.9
비유동자산		777.0	830.0	801.7	791.4	773.2
투자자산		103.1	127.7	76.2	80.7	85.5
금융자산		40.4	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산		552.0	559.7	587.5	577.0	558.1
무형자산		87.9	100.8	96.3	92.0	87.9
기타비유동자산		34.0	41.8	41.7	41.7	41.7
자산총계		1,703.6	1,723.4	1,821.6	1,886.6	1,933.8
유동부채		260.1	303.5	327.3	332.0	337.7
금융부채		14.3	66.6	76.7	66.7	56.8
매입채무 등		217.8	211.4	223.8	237.1	251.3
기타유동부채		28.0	25.5	26.8	28.2	29.6
비유동부채		334.8	293.7	335.2	356.8	358.5
금융부채		312.4	268.4	308.4	328.4	328.4
기타비유동부채		22.4	25.3	26.8	28.4	30.1
부채총계		594.9	597.2	662.5	688.8	696.2
지배주주지분		1,040.2	1,059.6	1,093.8	1,133.8	1,174.9
자본금		58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금		324.4	327.2	327.2	327.2	327.2
자본조정		(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액		15.7	7.9	7.9	7.9	7.9
이익잉여금		677.5	701.8	736.0	776.0	817.1
비지배주주지분		68.5	66.6	65.3	64.0	62.7
자본총계		1,108.7	1,126.2	1,159.1	1,197.8	1,237.6
순금융부채		154.9	238.2	208.7	193.3	171.5

투자지표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)						
EPS		4,556	2,946	3,901	4,402	4,491
BPS		92,064	93,724	96,648	100,074	103,589
CFPS		11,433	9,260	8,688	9,307	9,420
EBITDAPS		10,869	7,725	8,935	9,554	9,668
SPS		110,205	114,224	120,959	128,109	135,780
DPS		1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)						
PER		49.6	46.2	36.9	32.7	32.1
PBR		2.5	1.5	1.5	1.4	1.4
PCFR		19.8	14.7	16.6	15.5	15.3
EV/EBITDA		22.6	21.0	18.7	17.4	17.0
PSR		2.1	1.2	1.2	1.1	1.1
재무비율(%)						
ROE		5.2	3.3	4.2	4.6	4.5
ROA		3.3	2.0	2.6	2.8	2.7
ROIC		6.1	2.8	3.4	3.8	3.9
부채비율		53.7	53.0	57.2	57.5	56.3
순부채비율		14.0	21.1	18.0	16.1	13.9
이자보상배율(배)		14.3	6.6	7.0	7.5	7.8

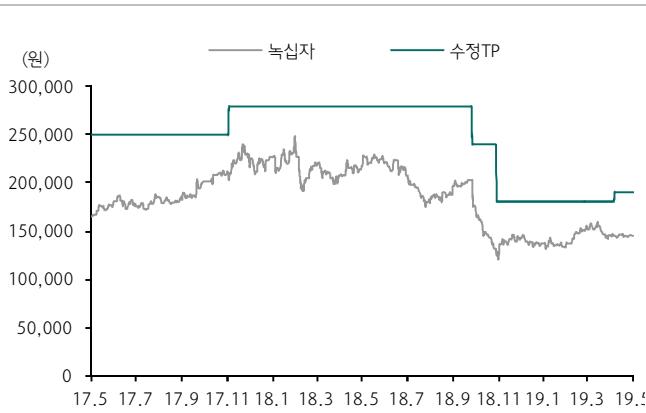
자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름		57.9	14.4	49.4	52.8	51.6
당기순이익		56.7	34.2	45.4	51.2	52.2
조정		58.2	54.5	35.7	35.3	35.5
감가상각비		36.7	40.1	46.7	44.8	43.0
외환거래손익		7.6	(2.6)	(1.0)	(2.0)	(2.5)
지분법손익		2.3	7.0	0.0	0.0	0.0
기타		11.6	10.0	(10.0)	(7.5)	(5.0)
영업활동 자산부채 변동		(57.0)	(74.3)	(31.7)	(33.7)	(36.1)
투자활동 현금흐름		14.8	(86.1)	(8.5)	(26.1)	(18.4)
투자자산감소(증가)		(9.6)	(24.6)	50.5	(5.5)	(5.9)
유형자산감소(증가)		(29.0)	(41.1)	(70.0)	(30.0)	(20.0)
기타		53.4	(20.4)	11.0	9.4	7.5
재무활동 현금흐름		48.2	(4.5)	38.7	(1.3)	(21.3)
금융부채증가(감소)		65.3	8.2	50.1	10.1	(9.9)
자본증가(감소)		(0.2)	2.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(1.6)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급		(15.3)	(15.3)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감		114.1	(74.3)	79.5	25.4	11.9
Unlevered CFO		133.6	108.2	101.5	108.8	110.1
Free Cash Flow		28.4	(27.0)	(20.6)	22.8	31.6



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
19.4.7	BUY	190,000		
18.10.30	BUY	180,000	-21.52%	-11.94%
18.9.27	BUY	240,000	-37.35%	-27.08%
17.11.3	BUY	280,000	-24.97%	-11.61%
17.5.19	BUY	250,000	-25.95%	-15.40%
16.11.21				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 30일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 05월 02일 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.