



하나금융그룹

2019년 10월 10일 | Equity Research

# 녹십자 (006280)

## 2분기에 이어 3분기에도 양호한 실적 시현 터널의 끝이 보인다

### 3분기에도 양호한 실적 시현 가능

녹십자의 3분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 4.5% 증가한 3,683억원, 영업이익은 전년대비 약 9.2% 증가한 306억원(OPM, 8.3%)으로 추정된다. IVIG 수출이 전년대비 약 28% 감소한 180억원에 불과할 것으로 보이는데 이것은 브라질 수요가 감소한 것이 아니라 오창공장의 설비교체로 물량공급이 일시적으로 쇼티지가 난 것으로 보이고 있다. 다만 설비교체로 인한 생산량 감소는 4분기에도 일부 반영될 것으로 예상되면서, 올해 연간으로 IVIG 수출은 전년대비 약 2% 감소할 것으로 추정된다. 이연효과로 인한 IVIG 수출 증가는 2020년 1분기 가능할 것으로 예상되는 바, 2020년 기저효과로 IVIG 수출은 약 25% 증가할 수 있을 것으로 기대된다.

### 녹십자는 역시 백신명가

2분기 녹십자의 어닝 서프라이즈는 납반구향 독감백신 수출이 회복되었기 때문이다. 3분기는 전통적으로 국내 독감백신 수요가 발생하면서 녹십자는 항상 3분기 실적이 가장 양호했는데, 작년에는 국내 독감시장의 경쟁이 심화되면서 독감백신 성장률은 4.5% 증가에 그쳤었다. 그러나 올해에는 4가 백신으로 빠르게 전환되면서 전년대비 약 18% 성장 544억원 매출이 발생할 수 있을 것으로 기대된다. 여기에 작년부터 4분기에 약 110억원이 발생한 북반구 독감백신 수출물량이 올해에는 일부 3분기에도 반영되면서 전년대비 약 40억원이 증가할 것으로 추정된다. 3분기 독감백신 생산규모가 480억원에서 올해 약 604억원으로 26%가 증가하면서 이익률 개선에 일조, 영업이익률은 전년대비 약 0.4%p 증가할 수 있을 것으로 추정된다. 다만 터키향 수두백신이 3분기에도 발생하지 않아 수두백신은 PAHO 입찰물량만이 반영된 약 40억원 발생에 그칠 것으로 보인다.

### 올해는 2018년도 부진을 벗어나는 과도기

2018년 혈액제제 공장 증설로 인한 원가율 증가와 독감백신의 부진, 10%가량 증가한 연구개발비 등으로 인해 최악의 실적을 시현하였기에 2019년 녹십자의 실적 회복을 기대하기는 어려웠었다. 그러나 마진율이 높은 4가 독감백신으로의 빠른 전환과 수출지역 확대로 올해 연간으로 약 5% 가까운 텁라인 성장을 기대할 수 있게 되었다. 물론 미국에서 IVIG를 승인받기 전까지 녹십자의 이익이 2017년 수준으로 회복되기는 어려울 수 있으나, 2020년 중국의 헌터라제 승인과 캐나다의 혈액제제 공장 가동으로 인한 성장률 증가를 고려한다면 중장기적 관점에서 여전히 저점매수에 유효한 구간이라 볼 수 있다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 170,000원 | CP(10월 8일): 114,500원

#### Key Data

	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,046.25	
52주 최고/최저(원)	158,500/98,400	
시가총액(십억원)	1,338.1	
시가총액비중(%)	0.11	
발행주식수(천주)	11,686.5	
60일 평균 거래량(천주)	27.8	
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0	
19년 배당금(예상,원)	1,000	
19년 배당수익률(예상, %)	0.87	
외국인지분율(%)	19.30	
주요주주 지분율(%)		
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89	
국민연금공단	8.96	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	4.6 (20.2) (27.8)	
상대	2.7 (13.8) (20.4)	

표 1. 녹십자 3Q19 실적 프리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q19F	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	368.3	352.3	4.5	370.6	(0.6)
영업이익	30.6	28.0	9.2	28.5	7.1
세전이익	30.6	23.2	31.6	28.9	6.0
당기순이익	28.0	15.8	77.0	20.2	39.0
OPM %	8.3	7.9		7.7	
NPM %	7.6	4.5		5.4	

자료: 하나금융투자

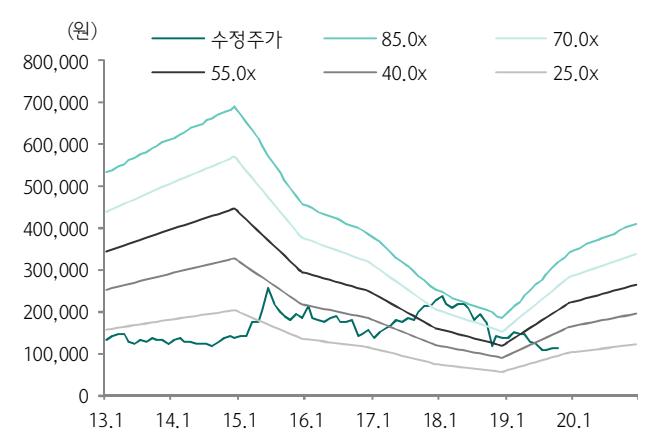
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	286.8	359.6	368.3	384.3	1,334.9	1,399.0	1,509.0
YoY(%)	6.8%	3.5%	-1.1%	6.2%	-2.5%	5.2%	4.5%	10.8%	3.6%	4.8%	7.9%
국내	210.6	218.1	251.8	234.3	201.3	219.0	273.1	264.6	914.8	958.1	995.6
YoY(%)	5.4%	1.8%	-4.7%	9.1%	-4.4%	0.4%	8.5%	13.0%	2.4%	4.7%	3.9%
혈액제제	80.6	83.6	79.4	80.0	82.2	83.9	84.7	93.4	323.6	344.2	369.4
백신제제	39.0	39.0	74.3	46.5	33.6	42.2	89.7	58.2	198.8	223.8	220.7
일반제제	70.1	69.2	75.3	82.3	60.5	64.0	71.7	85.0	296.9	281.3	289.7
OTC류	20.9	26.4	22.8	25.4	25.1	28.8	26.9	27.9	95.5	108.7	115.8
해외	37.5	75.9	54.2	66.1	35.1	87.0	42.8	68.7	233.7	233.6	290.0
YoY(%)	15.0%	7.2%	21.4%	1.2%	-6.4%	14.6%	-21.0%	3.9%	9.5%	0.0%	24.1%
혈액제제	18.2	27.1	37.6	35.8	26.6	35.6	30.7	31.7	118.7	124.6	149.8
백신제제	15.9	42.8	14.4	23.6	2.7	45.7	9.7	30.0	96.7	88.1	115.9
일반제제	3.4	6.0	2.1	6.7	5.8	5.8	2.3	7.0	18.2	21.0	24.3
연결자회사	46.0	47.8	46.3	46.3	50.4	53.6	52.4	50.9	186.4	207.3	223.4
YoY(%)	7.0%	5.8%	-1.7%	0.2%	9.7%	12.2%	13.0%	10.0%	2.7%	11.2%	7.7%
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.8	73.2	98.6	111.6	92.2	345.9	375.6	413.9
YoY(%)	10.2%	-13.1%	-8.5%	-7.3%	-10.0%	12.5%	8.3%	25.0%	-5.7%	8.6%	10.2%
GPM(%)	27.7%	25.6%	29.2%	21.3%	25.5%	27.4%	30.3%	24.0%	25.9%	26.8%	27.4%
판매관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	71.8	78.9	81.0	86.1	295.7	317.9	341.8
YoY(%)	11.2%	12.2%	6.2%	0.0%	7.4%	6.2%	8.0%	8.3%	6.9%	7.5%	7.5%
판관비율(%)	22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	25.0%	21.9%	22.0%	22.4%	22.2%	22.7%	22.7%
경상연구개발비	27.2	31.8	31.5	31.5	29.3	32.6	34.6	36.5	122.0	133.1	139.0
YoY(%)	18.1%	18.9%	11.7%	2.8%	7.7%	2.7%	9.9%	15.8%	12.3%	9.0%	4.4%
기타판매관리비	39.7	42.5	43.5	48.0	42.5	46.3	46.4	49.6	173.7	184.8	202.8
YoY(%)	6.9%	7.6%	2.5%	-1.8%	7.2%	8.9%	6.7%	3.3%	3.4%	6.4%	9.8%
영업이익	14.5	13.3	28.0	(5.6)	1.4	19.6	30.6	6.1	50.2	57.7	72.1
YoY(%)	5.7%	-61.5%	-33.3%	TR	-90.5%	47.7%	9.2%	TB	-44.5%	15.1%	24.9%
OPM(%)	4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	0.5%	5.5%	8.3%	1.6%	3.8%	4.1%	4.8%
당기순이익	18.6	2.7	15.8	(2.9)	5.3	(14.4)	28.0	6.5	34.2	25.4	46.9
YoY(%)	167.4%	-89.9%	-44.3%	CR	-71.4%	TR	77.0%	TB	-39.6%	-25.9%	84.9%
NPM(%)	6.3%	0.8%	4.5%	-0.8%	1.9%	-4.0%	7.6%	1.7%	2.6%	1.8%	3.1%

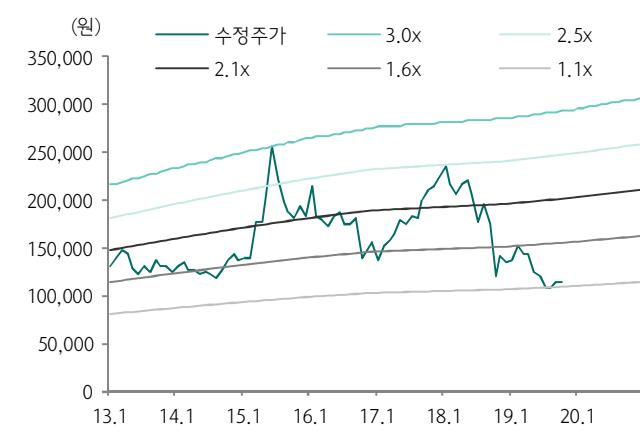
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 뱀드



자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 뱀드



자료: 하나금융투자

그림 3. 녹십자 주요 파이프라인

전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인 신청
GC5124A PCC 공정 개발	MG1113A 조직 인자 경로 억제제, 한국 4분기 임상 결과보고서 완료	GC3114A 4가 독감 백신-HD, 한국 2분기 임상 결과보고서 완료	GC5107D IVIG SN 10% 아동, 미국 4분기 첫 환자 투여	GC5101B IVIG SN 5%, 미국 PV 준비
GC5124A VWF 공정개발	CRV-101 대상포진 백신, 미국 3분기 중간 결과 발표	GC3111A Tdap, 한국 2분기 IND 승인	GC1109 탄저병, 한국 4분기 IND 제출	GC5107B IVIG SN 10%, 미국 4분기 Pre-BLA 미팅
MG1124A CCM1 독성시험 완료	GC1118A EGFR, 한국 임상 1/2a상 진행	GC1102B 에파비-진(만성B형 간염) 한국 4분기 최종환자 투여	GC3107A BCG, 태국 2분기 IND 제출	GC1101D 그린진 F, 중국 2분기 IDL 제출
		GC1102 에파비-진(간 이식), 한국 3분기 최종 환자 투여		GC1111F 현터라제, 중국 3분기 NDA 제출
				GC1123A 현터라제 ICV, 일본 4분기 NDA 제출
				GC5107D 수두 II, 한국 4분기 승인

■ 혈장 단백질  
■ 의료용 재조합단백질  
■ 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 4. 향후 3년 R&amp;D 주요 Milestone

	2019	2020	2021
Rare Disease		<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           TFPI<sup>1</sup> / CN            2Q20, P2 IND 제출         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           헌터라제IV / CN            1Q20, 품목 승인         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           헌터라제ICV / JP            2Q20, 품목 승인         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           그린진F / CN            4Q20, P2 IND 제출         </div>	
Vaccine	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           Anthrax / KR            4Q19, P2 IND 제출         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           Tdap / KR            1Q19, P2 IND 제출         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           BCG / TH            2Q19, P3 IND 제출         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           SuduII / KR            4Q19, 품목승인         </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           Tdap / KR            2Q20, P3 IND 제출         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           BCG / KR            4Q20, 품목승인         </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           Anthrax / KR            4Q21, 허가신청         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           Tdap / KR            4Q21, 허가신청         </div>
Plasma Derivatives		<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           10% IVIG / US            4Q20, BLA 신청         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           PCC, US            1Q21, P1 IND 제출         </div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           VWF / US            1Q21, P1 IND 제출         </div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">           10% IVIG / US            4Q21, 품목승인         </div>

주석1: TFPI(차세대 혈우병 치료제, anti-TFPI monoclonal antibody)

자료: 녹십자, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>매출원가</b>	<b>1,287.9</b>	<b>1,334.9</b>	<b>1,399.0</b>	<b>1,509.0</b>	<b>1,609.5</b>
	매출총이익	921.1	989.0	1,023.4	1,095.0	1,158.8
	판관비	366.8	345.9	375.6	414.0	450.7
<b>영업이익</b>		<b>90.3</b>	<b>50.2</b>	<b>57.7</b>	<b>72.1</b>	<b>83.9</b>
금융순익		(6.7)	16.8	(12.7)	(1.6)	(0.5)
종속/관계기업순익		(2.3)	(7.0)	(3.8)	(4.4)	(5.1)
기타영업외순익		(9.1)	(9.8)	(7.7)	(4.1)	(4.1)
<b>세전이익</b>		<b>72.2</b>	<b>50.2</b>	<b>33.6</b>	<b>62.1</b>	<b>74.2</b>
법인세		15.4	15.9	8.2	15.1	18.1
계속사업이익		56.7	34.2	25.4	46.9	56.1
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>56.7</b>	<b>34.2</b>	<b>25.4</b>	<b>46.9</b>	<b>56.1</b>
비지배주주지분 순이익		3.5	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
<b>지배주주순이익</b>		<b>53.2</b>	<b>34.4</b>	<b>25.5</b>	<b>47.2</b>	<b>56.4</b>
지배주주지분포괄이익		61.6	30.8	31.5	48.6	58.1
NOPAT		71.0	34.2	43.6	54.5	63.4
EBITDA		127.0	90.3	96.9	110.0	121.1
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		7.5	3.6	4.8	7.9	6.7
NOPAT증가율		10.4	(51.8)	27.5	25.0	16.3
EBITDA증가율		16.0	(28.9)	7.3	13.5	10.1
영업이익증가율		15.0	(44.4)	14.9	25.0	16.4
(지배주주)순이익증가율		(15.6)	(35.3)	(25.9)	85.1	19.5
EPS증가율		(15.4)	(35.3)	(25.9)	84.9	19.5
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		28.5	25.9	26.8	27.4	28.0
EBITDA이익률		9.9	6.8	6.9	7.3	7.5
영업이익률		7.0	3.8	4.1	4.8	5.2
계속사업이익률		4.4	2.6	1.8	3.1	3.5

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>		<b>926.5</b>	<b>893.4</b>	<b>949.6</b>	<b>1,027.4</b>	<b>1,112.3</b>
금융자산		171.9	106.9	125.3	138.3	164.1
현금성자산		171.0	96.6	115.0	128.0	153.7
매출채권 등		368.2	391.2	410.0	442.3	471.7
재고자산		381.3	386.9	405.5	437.4	466.5
기타유동자산		5.1	8.4	8.8	9.4	10.0
<b>비유동자산</b>		<b>777.0</b>	<b>830.0</b>	<b>864.2</b>	<b>862.3</b>	<b>850.5</b>
투자자산		103.1	127.7	131.2	137.1	142.5
금융자산		40.4	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산		552.0	559.7	595.4	592.0	579.0
무형자산		87.9	100.8	95.9	91.5	87.2
기타비유동자산		34.0	41.8	41.7	41.7	41.8
<b>자산총계</b>		<b>1,703.6</b>	<b>1,723.4</b>	<b>1,813.8</b>	<b>1,889.7</b>	<b>1,962.9</b>
<b>유동부채</b>		<b>260.1</b>	<b>303.5</b>	<b>354.7</b>	<b>384.1</b>	<b>411.7</b>
금융부채		14.3	66.6	106.7	116.8	126.8
매입채무 등		217.8	211.4	221.5	238.9	254.8
기타유동부채		28.0	25.5	26.5	28.4	30.1
<b>비유동부채</b>		<b>334.8</b>	<b>293.7</b>	<b>314.9</b>	<b>327.0</b>	<b>328.9</b>
금융부채		312.4	268.4	288.4	298.4	298.4
기타비유동부채		22.4	25.3	26.5	28.6	30.5
<b>부채총계</b>		<b>594.9</b>	<b>597.2</b>	<b>669.7</b>	<b>711.1</b>	<b>740.6</b>
<b>지배주주지분</b>		<b>1,040.2</b>	<b>1,059.6</b>	<b>1,078.7</b>	<b>1,114.5</b>	<b>1,159.4</b>
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	12.9	12.9	12.9
이익잉여금		677.5	701.8	715.9	751.6	796.6
<b>비지배주주지분</b>		<b>68.5</b>	<b>66.6</b>	<b>65.4</b>	<b>64.1</b>	<b>62.8</b>
<b>자본총계</b>		<b>1,108.7</b>	<b>1,126.2</b>	<b>1,144.1</b>	<b>1,178.6</b>	<b>1,222.2</b>
순금용부채		154.9	228.0	269.7	276.8	261.1

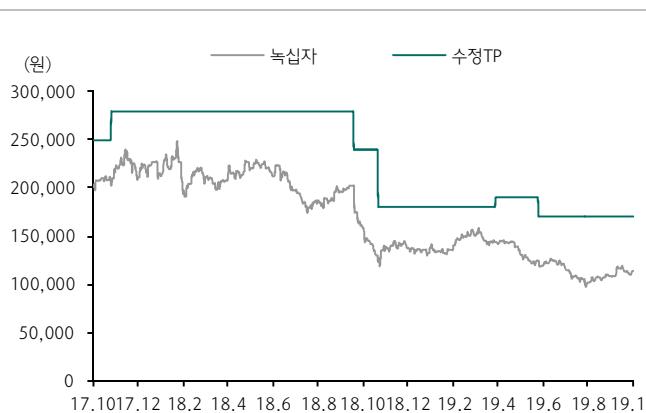
투자지표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		4,556	2,946	2,183	4,036	4,825
BPS		92,064	93,724	95,358	98,418	102,266
CFPS		11,433	9,260	6,120	8,804	9,751
EBITDAPS		10,869	7,725	8,293	9,412	10,358
SPS		110,205	114,224	119,708	129,120	137,719
DPS		1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>						
PER		49.6	46.2	52.4	28.4	23.7
PBR		2.5	1.5	1.2	1.2	1.1
PCFR		19.8	14.7	18.7	13.0	11.7
EV/EBITDA		22.6	20.9	17.3	15.3	13.7
PSR		2.1	1.2	1.0	0.9	0.8
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		5.2	3.3	2.4	4.3	5.0
ROA		3.3	2.0	1.4	2.5	2.9
ROIC		6.1	2.8	3.4	4.1	4.6
부채비율		53.7	53.0	58.5	60.3	60.6
순부채비율		14.0	20.2	23.6	23.5	21.4
이자보상배율(배)		14.3	6.6	6.9	7.7	8.7

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>57.9</b>	<b>14.4</b>	<b>31.7</b>	<b>37.3</b>	<b>49.1</b>
당기순이익		56.7	34.2	25.4	46.9	56.1
조정		58.2	54.5	31.6	33.9	32.7
감가상각비		36.7	40.1	39.2	37.9	37.2
외환거래손익		7.6	(2.6)	(1.0)	(1.0)	(0.5)
지분법손익		2.3	7.0	0.0	0.0	0.0
기타		11.6	10.0	(6.6)	(3.0)	(4.0)
영업활동 자산부채 변동		(57.0)	(74.3)	(25.3)	(43.5)	(39.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>14.8</b>	<b>(86.1)</b>	<b>(62.0)</b>	<b>(33.0)</b>	<b>(22.0)</b>
투자자산감소(증가)		(9.6)	(24.6)	0.5	(7.0)	(6.5)
유형자산감소(증가)		(29.0)	(41.1)	(70.0)	(30.0)	(20.0)
기타		53.4	(20.4)	7.5	4.0	4.5
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>48.2</b>	<b>(4.5)</b>	<b>48.6</b>	<b>8.7</b>	<b>(1.3)</b>
금융부채증가(감소)		65.3	8.2	60.1	20.1	10.1
자본증가(감소)		(0.2)	2.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(1.6)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	0.0
배당지급		(15.3)	(15.3)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
<b>현금의 증감</b>		<b>114.1</b>	<b>(74.3)</b>	<b>18.4</b>	<b>13.0</b>	<b>25.8</b>
Unlevered CFO		133.6	108.2	71.5	102.9	114.0
Free Cash Flow		28.4	(27.0)	(38.3)	7.3	29.1

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 녹십자



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.6.4	BUY	170,000		
19.4.7	BUY	190,000	-28.73%	-23.16%
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%
17.10.16	BUY	250,000	-16.55%	-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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 10월 9일

## 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 10월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 10월 10일 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.