

2019. 10. 11



▲ 제약/바이오

Analyst **오세중**
02. 6454-4878
sejung.oh@meritz.co.kr

RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (10.10) 114,000 원

상승여력 40.4%

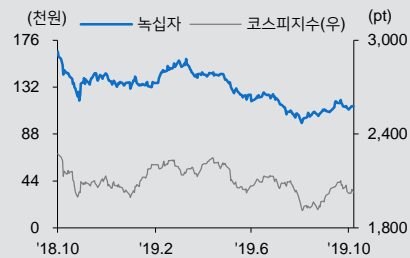
KOSPI	2,028.15pt
시가총액	13,323억원
발행주식수	1,169만주
유통주식비율	44.55%
외국인비중	19.32%
52주 최고/최저가	158,500원/98,400원
평균거래대금	29.9억원

주요주주(%)

녹십자홀딩스 외 17 인	52.89
국민연금공단	8.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-20.3	-25.5
상대주가	5.3	-12.6	-18.1

주가그래프



녹십자 006280

3Q19 Preview: 3 분기는 독감 예방접종 시즌

- ✓ 3Q19 매출액 3,692억원(+4.8% YoY), 영업이익 297억원(+6.0%YoY) 전망
- ✓ 3Q는 독감접종시즌으로 인한 매년 가장 좋은 분기
- ✓ 4가 독감백신 출하 증가로 인해 수익 개선 전망
- ✓ '19년보다는 해외 수출 증가하는 '20년과 '21년 기대감과 함께 투자의견 Buy 유지

3Q19 컨센서스 부합 전망

3Q19 매출액 3,692억원(+4.8% YoY), 영업이익 297억원(+6.0% YoY)을 전망하며 컨센서를 부합할 전망이다. 분기당 150억원 가량의 인슐린 매출 부재에도 불구하고 국내 백신 매출 증가와 새로운 도입약품으로 인해 전년대비 4.8% 증가가 예상된다. 공장 설비 교체로 인하여 IMG 수출 감소와 해외 수두백신 수주 공백으로 해외 수출은 다소 주춤할 전망이다. 4가 독감백신 출하 증가 및 혈액제제 원료에서 해외 혈장 비율 증가로 원가 개선에 따른 영업이익 개선이 예상된다. 새로 도입해온 GSK 4가 독감백신 매출은 자체 독감백신 매출액에는 영향이 없을 전망이며 해당 품목의 매출은 4Q19에 약 150억원 가량 반영될 전망이다. 연결자회사는 두 자릿수 성장이 예상되나 적자폭을 줄이는 수준이다. 별도기준 영업이익 333억 연결기준 297억원이 예상된다.

'20년부터 4가 독감백신이 NIP(국가필수예방접종)으로 적용될 경우 4가 독감백신 물량 증가로 인한 추가 수익성 개선이 전망된다. 제조 수율이 개선된 차세대 수두백신은 1Q19 식약처 허가 신청되어 연내 승인과 함께 기존 수두백신을 대체하며 추가 원가 절감 요인이 될 전망이다.

'19년보다는 해외 수출이 예상되는 '20년과 '21년

'20년 상반기와 하반기 각각 헨터라제와 그린진-에프 중국 허가가 예상되기에 앞으로가 더 기대된다. 헨터라제, 4가 독감백신 그리고 차세대 수두백신을 통한 원가 개선으로 수익성까지 점차 개선될 전망이다. '20년과 '21년 긍정적인 흐름이 예상되어 투자의견 Buy 및 적정주가 160,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,287.9	90.3	53.3	4,556	-13.0	89,010	49.6	2.5	22.6	5.2	53.7
2018	1,334.9	50.2	34.4	2,946	-39.6	90,669	46.2	1.5	20.9	3.3	53.0
2019E	1,383.8	58.1	17.7	1,516	-61.7	91,209	75.2	1.2	16.9	1.7	51.9
2020E	1,481.4	78.2	54.3	4,645	314.3	94,877	24.5	1.2	14.0	5.0	53.1
2021E	1,625.9	107.3	72.5	6,199	24.4	100,099	18.4	1.1	11.3	6.4	56.1

표1 녹십자 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	369.2	352.3	4.8	359.6	2.7	371.1	-0.5
영업이익	29.7	28.0	6.0	19.6	51.4	28.7	3.4
세전이익	22.5	23.2	-3.2	-10.1	-322.6	29.4	-23.5
지배순이익	16.4	16.6	-1.5	-9.4	-274.0	20.3	-19.4

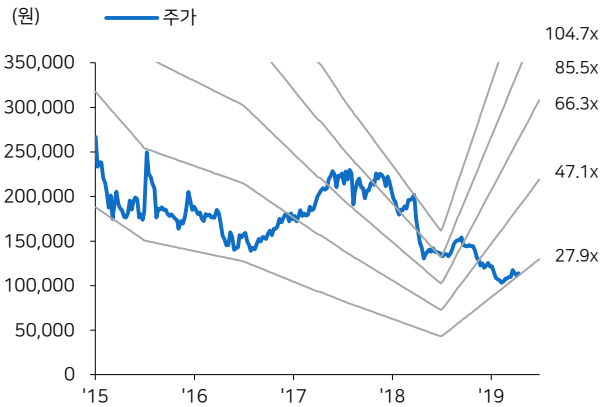
자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

표2 녹십자 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	286.8	359.6	369.2	368.3	1334.9	1383.8	1481.4
YoY	6.8%	3.5%	-1.1%	6.3%	-17.3%	5.2%	4.8%	6.2%	3.6%	3.7%	7.1%
연결자회사	52.3	51.1	48.3	49.3	59.9	57.0	59.1	59.4	193.5	226.9	228.8
YoY	19.4%	5.4%	-2.4%	3.4%	21.5%	11.3%	22.4%	20.5%	2.2%	17.2%	0.8%
내수	210.9	214.9	249.9	230.8	200.2	214.8	259.7	235.2	906.5	909.9	931.1
YoY	7.3%	0.7%	-4.8%	8.5%	-13.3%	0.0%	3.9%	1.9%	2.4%	0.4%	2.3%
혈액제제류	76.9	79.2	75.4	75.7	78.6	79.1	79.6	76.8	307.2	314.2	316.2
YoY	9.1%	2.6%	-0.4%	4.8%	3.8%	-0.1%	5.6%	1.5%	3.9%	2.3%	0.7%
백신	38.9	38.2	73.7	45.7	33.5	41.4	80.6	60.2	196.5	215.8	217.7
YoY	11.5%	-17.0%	-15.3%	-9.7%	-26.7%	8.4%	9.4%	31.8%	-10.1%	9.8%	0.9%
처방의약품	73.0	71.3	78.2	84.4	63.9	66.8	73.0	73.8	306.9	277.4	291.2
YoY	2.7%	6.9%	7.9%	17.9%	-24.3%	-6.3%	-6.7%	-12.6%	8.9%	-9.6%	5.0%
기타	22.1	26.2	22.6	25.0	24.2	27.5	26.5	24.4	95.9	102.6	105.9
YoY	10.0%	11.5%	-17.2%	36.6%	-3.2%	5.0%	17.2%	-2.5%	7.5%	7.0%	3.3%
수출	38.4	75.8	54.1	66.6	35.2	87.8	50.4	73.6	234.9	247.0	321.5
YoY	9.7%	11.0%	22.7%	1.1%	-47.1%	16.0%	-6.9%	10.6%	10.1%	5.2%	30.2%
혈액제제류	17.9	27.0	37.6	35.7	26.6	35.4	33.6	39.8	118.2	135.4	155.6
YoY	-31.4%	51.7%	34.3%	13.0%	-25.5%	31.1%	-10.7%	11.6%	14.2%	14.6%	14.9%
백신	15.9	42.9	14.4	23.6	2.7	45.7	11.5	25.9	96.8	85.9	104.1
YoY	200.0%	-9.1%	-2.7%	-26.5%	-88.5%	6.8%	-20.0%	9.9%	-2.6%	-11.2%	21.3%
처방의약품	3.1	5.5	1.3	6.4	5.7	5.3	4.7	6.4	16.3	22.1	58.7
YoY	6.9%	89.7%	0.0%	611.1%	-10.9%	-3.6%	261.0%	0.1%	103.8%	35.6%	165.7%
기타	1.5	0.4	0.8	0.9	0.2	1.4	0.6	1.5	3.6	3.6	3.1
YoY	114.3%	0.0%	-	-30.8%	-77.8%	250.0%	-28.8%	62.3%	50.0%	0.8%	-14.2%
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.9	73.2	98.6	115.2	95.6	345.9	382.6	425.8
매출총이익률	27.7%	25.6%	29.2%	21.3%	25.5%	27.4%	31.2%	26.0%	25.9%	27.6%	28.7%
판매비와관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	71.8	78.9	85.5	88.2	295.8	324.4	347.7
판관비율	22.7%	21.7%	21.3%	22.9%	25.0%	21.9%	23.2%	24.0%	22.2%	23.4%	23.5%
경상연구개발비	27.2	31.8	31.5	31.6	29.3	32.6	35.7	33.5	122.0	131.1	148.0
영업이익	14.5	13.3	28.0	-5.6	1.4	19.6	29.7	7.4	50.2	58.1	78.2
영업이익률	4.9%	3.9%	7.9%	-1.6%	0.5%	5.5%	8.0%	2.0%	3.8%	4.2%	5.3%
YoY	5.7%	-61.5%	-34.8%	적전	-90.3%	47.3%	6.0%	흑전	-44.5%	15.8%	34.6%
순이익	18.6	2.7	15.8	-2.9	5.3	-9.4	16.4	5.7	34.3	17.7	54.3
순이익률	6.3%	0.8%	4.5%	-0.8%	1.8%	-2.6%	4.4%	1.6%	2.6%	1.3%	3.7%
YoY	167.3%	-89.9%	-44.3%	적지	-71.6%	적전	-1.5%	흑전	-39.6%	-48.7%	207.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 녹십자 PER 차트



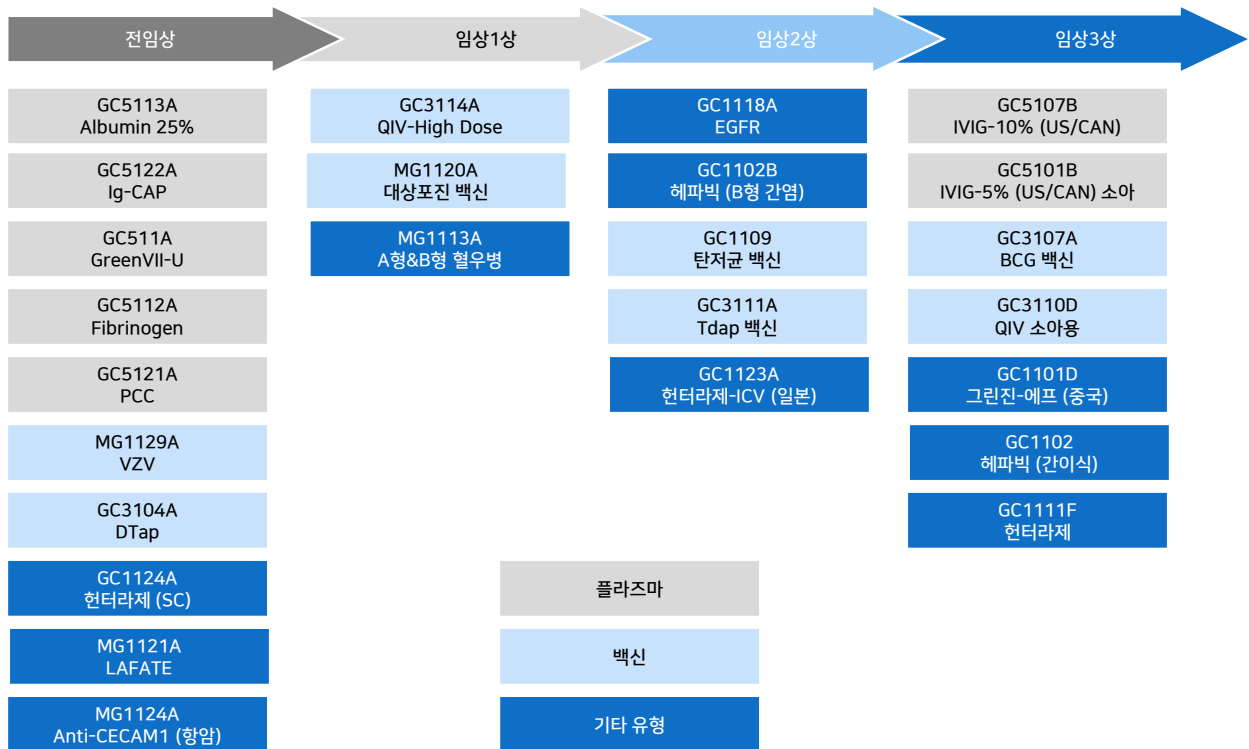
자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 녹십자 PBR 차트



자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 녹십자 파이프라인 현황



자료: 메리츠증권리서치센터

녹십자 (006280)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,287.9	1,334.9	1,383.8	1,481.4	1,625.9
매출액증가율 (%)	7.5	3.6	3.7	7.1	9.8
매출원가	921.1	989.0	1,001.2	1,055.6	1,129.3
매출총이익	366.8	345.9	382.6	425.9	496.6
판매관리비	276.5	295.7	324.5	347.7	389.3
영업이익	90.3	50.2	58.1	78.2	107.3
영업이익률	7.0	3.8	4.2	5.3	6.6
금융손익	-6.8	16.8	-9.2	3.2	0.3
종속/관계기업손익	-2.3	-7.0	-2.2	-3.8	-4.3
기타영업외손익	-9.1	-9.8	-20.6	-5.1	-13.2
세전계속사업이익	72.2	50.2	26.2	72.5	90.1
법인세비용	15.4	15.9	13.1	18.1	22.5
당기순이익	56.7	34.3	13.1	54.3	67.6
지배주주지분 손이익	53.3	34.4	17.7	54.3	72.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	33.4	56.7	52.4
당기순이익(손실)	56.7	34.3	13.1	54.3	67.6
유형자산상각비	32.7	35.4	33.4	33.9	34.0
무형자산상각비	4.0	4.8	6.1	6.8	7.5
운전자본의 증감	-57.0	-74.4	-19.2	-38.4	-56.7
투자활동 현금흐름	14.8	-86.1	-52.5	-58.5	-59.2
유형자산의증가(CAPEX)	-29.5	-41.4	-31.9	-30.4	-29.4
투자자산의감소(증가)	-9.6	-24.6	-2.6	-5.3	-7.8
재무활동 현금흐름	48.2	-4.5	-32.8	5.7	26.7
차입금의 증감	65.4	8.2	-21.4	17.1	38.1
자본의 증가	-0.2	2.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	114.1	-74.3	-51.9	3.9	20.0
기초현금	56.9	171.0	96.6	44.7	48.6
기말현금	171.0	96.6	44.7	48.6	68.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	926.5	893.4	870.3	931.8	1,036.8
현금및현금성자산	171.0	96.6	44.7	48.6	68.6
매출채권	359.0	379.7	393.6	421.4	462.4
재고자산	381.3	386.9	401.1	429.4	471.3
비유동자산	777.0	830.0	843.0	860.8	878.4
유형자산	552.0	559.7	558.2	554.6	550.0
무형자산	87.9	100.8	112.8	128.8	143.2
투자자산	103.1	127.7	130.4	135.6	143.4
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,713.3	1,792.6	1,915.2
유동부채	260.1	303.5	253.8	270.2	314.0
매입채무	158.8	144.9	150.2	160.8	176.5
단기차입금	5.6	2.1	4.1	4.1	4.1
유동성장기부채	0.4	63.4	3.0	2.0	20.0
비유동부채	334.8	293.7	331.7	351.5	374.3
사채	299.3	258.4	258.4	238.4	218.4
장기차입금	7.7	4.9	41.9	79.9	119.9
부채총계	594.9	597.2	585.5	621.7	688.2
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	324.4	327.2	327.2	327.2	327.2
기타포괄이익누계액	15.7	7.9	7.9	7.9	7.9
이익잉여금	677.5	701.8	708.1	751.0	812.0
비지배주주지분	68.5	66.6	62.0	62.1	57.2
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,127.9	1,170.8	1,227.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	110,205	114,224	118,410	126,765	139,124
EPS(지배주주)	4,556	2,946	1,516	4,645	6,199
CFPS	11,433	9,260	6,162	10,252	11,878
EBITDAPS	10,869	7,725	8,351	10,171	12,741
BPS	89,010	90,669	91,209	94,877	100,099
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	49.6	46.2	75.2	24.5	18.4
PCR	19.8	14.7	18.5	11.1	9.6
PSR	2.1	1.2	1.0	0.9	0.8
PBR	2.5	1.5	1.2	1.2	1.1
EBITDA	127.0	90.3	97.6	118.9	148.9
EV/EBITDA	22.6	20.9	16.9	14.0	11.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	3.3	1.7	5.0	6.4
EBITDA 이익률	9.9	6.8	7.1	8.0	9.2
부채비율	53.7	53.0	51.9	53.1	56.1
금융비용부담률	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	14.3	6.6	7.8	10.5	13.3
매출채권회전율(x)	3.7	3.6	3.6	3.6	3.7
재고자산회전율(x)	3.7	3.5	3.5	3.6	3.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

녹십자 (006280) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

