

2019. 10. 31



▲ 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 (10.30) 119,000 원

상승여력 34.5%

KOSPI 2,080.27pt

시가총액 13,907억원

발행주식수 1,169만주

유동주식비율 44.55%

외국인비중 19.25%

52주 최고/최저가 158,500원/98,400원

평균거래대금 26.5억원

주요주주(%)

녹십자홀딩스 외 17 인 52.89

국민연금공단 8.96

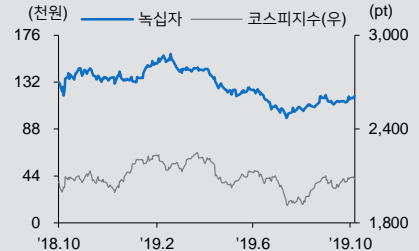
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 4.8 -17.4 -6.7

상대주가 4.0 -12.5 -9.6

주가그래프



녹십자 006280

3QReview: 백신이 좋다

- ✓ 3Q19 매출액 3,609억원(+4.9% YoY), 영업이익 366억원(+30.6%) 기록
- ✓ 4가 독감 백신 비중 확대에 원가 개선 효과로 인해 수익성 개선
- ✓ '20년 4가 독감 NIP 지정 해외 수출물량 증가로 이익 개선 기대
- ✓ '20년 중국 헨터라제, 그린진-에프 허가 및 일본 ICV 헨터라제 허가 신청 예정

3Q19 실적 업데이트

3Q19 매출액 3,609억원(+4.9% YoY), 영업이익 366억원(+30.6% YoY)을 기록하여 컨센서스를 상회하였다. 전년 동기 가다실의 일시적 부진으로 인하여 기저효과 및 독감 4가 백신 비중이 확대되며 백신사업부 +28.2% YoY 성장을 기록했다. '20년 국가예방접종사업(NIP)로 4가 독감 백신이 확대되는 경우 추가 수익성 개선이 기대된다. '19년 인슐린 유통계약 해지로 연간 600억원의 매출 부재가 예상되었으나 국내 혈액제제 및 백신이 매출을 매꿔주어 전년 대비 성장세를 유지하였다. 해외 매출은 수두백신 해외 수주 부재로 해외 백신매출 101억원(-29.9% YoY)과 오창공장 설비 교체로 인해 혈액제제류 매출액 276억원(-26.6% YoY)으로 다소 부진한 모습을 보였다. 독감 백신 및 헨터라제 수출은 성장세를 유지하였다.

해외 수출 준비중

헨터라제와 그린진-에프 중국 허가 신청이 완료되어 각각 '20년 1분기와 2분기에 허가가 예상된다. 헨터라제는 우선심사로 지정되어 상반기 내 허가 가능성을 이미 높인 상태다. 국내 헨터증후군 환자 수 대략 70명이지만 중국은 약 1,100명으로 추정되기 때문에 중국 진출을 통한 매출 증가가 기대된다. 뇌실투여(ICV) 헨터라제는 사키가케 지정과 함께 '20년 상반기 조건부 허가 신청이 예상된다. '20년이 기대되는 상황으로 투자의견 Buy 및 적정주가 160,000원을 유지한다.

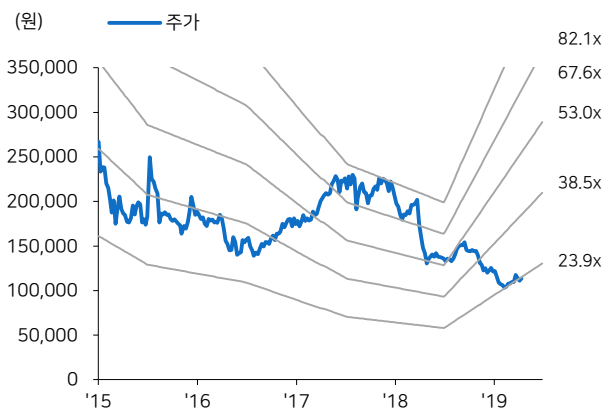
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,287.9	90.3	53.3	4,556	-13.0	89,010	49.6	2.5	22.6	5.2	53.7
2018	1,334.9	50.2	34.4	2,946	-39.6	90,669	46.2	1.5	20.9	3.3	53.0
2019E	1,373.5	67.2	28.2	2,412	-39.1	92,105	49.3	1.3	16.0	2.6	65.9
2020E	1,469.3	91.3	63.7	5,452	205.6	96,580	21.8	1.2	12.9	5.8	58.5
2021E	1,608.3	92.1	60.1	5,143	-12.1	100,747	23.1	1.2	12.9	5.2	57.0

표1 녹십자 3Q19 실적 Review

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	369.7	352.3	4.9%	359.6	2.8%	371.1	-0.4%	369.2	0.1%
영업이익	36.5	28.0	30.4%	19.6	85.8%	28.7	27.2%	29.7	22.9%
세전이익	31.1	23.2	적전	-9.6	적전	29.4	5.8%	22.5	38.2%
순이익	23.3	16.6	적전	-9.2	적전	20.3	14.9%	16.4	42.2%
영업이익률(%)	9.9%	7.9%	-	5.5%	-	7.7%	-	8.0%	-
순이익률(%)	6.3%	4.7%	-	-2.6%	-	5.5%	-	4.4%	-

자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

그림1 녹십자 PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 녹십자 PBR 밴드

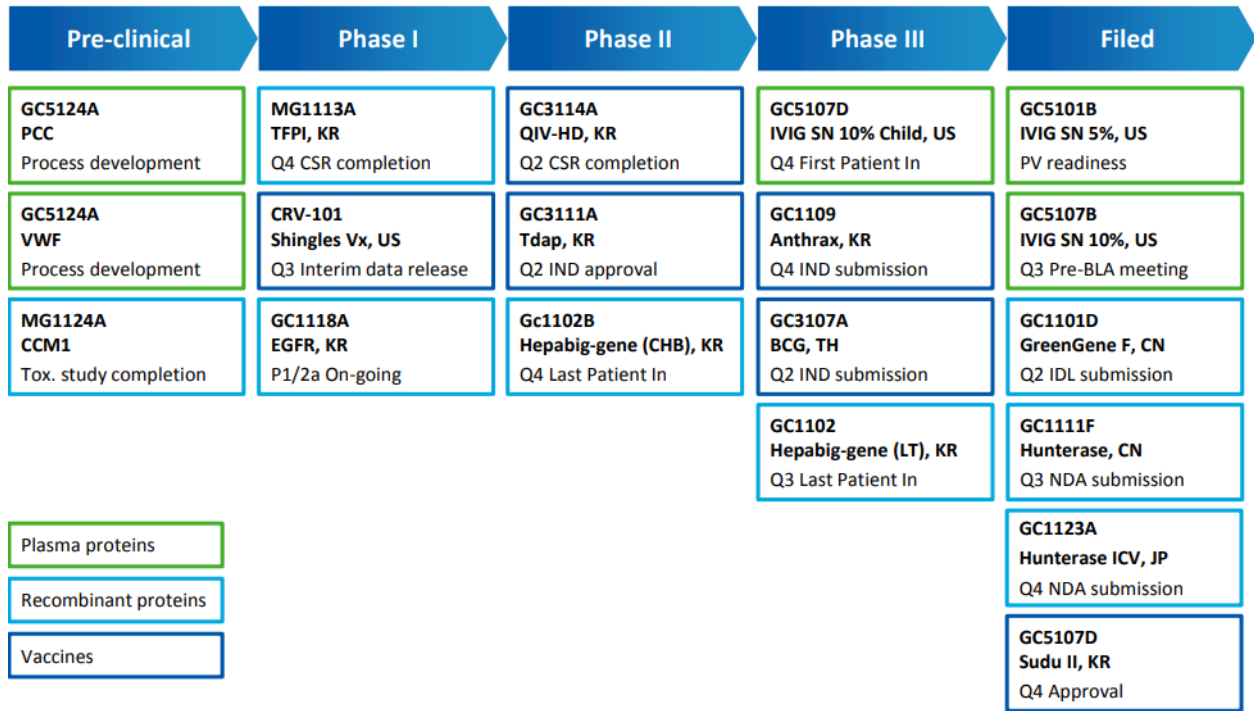


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 녹십자 실적 테이블											
(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	294.1	341.8	352.3	346.7	286.8	359.6	369.7	357.4	1334.9	1469.3	1608.3
YoY(%)	6.8	3.5	-1.1	6.3	-17.3	5.2	4.9	3.1	3.6	7.0	9.5
연결자회사	52.3	51.1	48.3	49.3	59.9	57.0	53.7	54.0	193.5	222.1	248.4
YoY(%)	19.4	5.4	-2.4	3.4	21.5	11.3	11.2	9.5	2.2	2.8	11.9
내수	210.9	214.9	249.9	230.8	200.2	214.8	274.8	240.9	906.5	953.5	981.7
YoY(%)	7.3	0.7	-4.8	8.5	-13.3	0.0	10.0	4.4	2.4	2.5	3.0
혈액제제류	76.9	79.2	75.4	75.7	78.6	79.1	79.4	79.8	307.2	319.0	326.8
YoY(%)	9.1	2.6	-0.4	4.8	3.8	-0.1	5.3	5.4	3.9	0.7	2.5
백신	38.9	38.2	73.7	45.7	33.5	41.4	94.5	60.2	196.5	231.5	236.3
YoY(%)	11.5	-17.0	-15.3	-9.7	-26.7	8.4	28.2	31.8	-10.1	0.8	2.1
처방의약품	73.0	71.3	78.2	84.4	63.9	66.8	70.5	73.8	306.9	288.7	299.4
YoY(%)	2.7	6.9	7.9	17.9	-24.3	-6.3	-9.8	-12.6	8.9	5.0	3.7
기타	22.1	26.2	22.6	25.0	24.2	27.5	30.4	27.1	95.9	114.4	119.2
YoY(%)	10.0	11.5	-17.2	36.6	-3.2	5.0	34.5	8.3	7.5	4.8	4.2
수출	38.4	75.8	54.1	66.6	35.2	87.8	41.2	62.6	234.9	293.7	378.2
YoY(%)	9.7	11.0	22.7	1.1	-47.1	16.0	-23.8	-6.0	10.1	29.5	28.8
혈액제제류	17.9	27.0	37.6	35.7	26.6	35.4	27.6	39.8	118.2	148.4	179.5
YoY(%)	-31.4	51.7	34.3	13.0	-25.5	31.1	-26.6	11.6	14.2	14.7	20.9
백신	15.9	42.9	14.4	23.6	2.7	45.7	10.1	14.9	96.8	91.9	97.4
YoY(%)	200.0	-9.1	-2.7	-26.5	-88.5	6.8	-29.9	-37.0	-2.6	25.2	6.0
처방의약품	3.1	5.5	1.3	6.4	5.7	5.3	3.1	6.4	16.3	50.5	98.0
YoY(%)	6.9	89.7	0.0	611.1	-10.9	-3.6	138.5	0.1	103.8	146.2	94.2
기타	1.5	0.4	0.8	0.9	0.2	1.4	0.4	1.5	3.6	2.9	3.3
YoY(%)	114.3	0.0	-	-30.8	-77.8	250.0	-50.0	62.3	50.0	-16.1	14.7
매출총이익	81.4	87.6	103.0	73.9	73.2	98.6	117.4	92.8	345.9	418.9	464.2
매출총이익률(%)	27.7	25.6	29.2	21.3	25.5	27.4	31.8	26.0	25.9	28.5	28.9
판매비와관리비	66.9	74.3	75.0	79.5	71.8	78.9	80.9	83.1	295.8	327.6	372.1
판매비율(%)	22.7	21.7	21.3	22.9	25.0	21.9	21.9	23.3	22.2	22.3	23.1
경상연구개발비	27.2	31.8	31.5	31.6	29.3	32.6	29.8	30.0	122.0	128.9	150.4
영업이익	14.5	13.3	28.0	-5.6	1.4	19.6	36.5	9.7	50.2	91.3	92.1
영업이익률(%)	4.9	3.9	7.9	-1.6	0.5	5.5	9.9	2.7	3.8	6.2	5.7
YoY(%)	5.7	-61.5	-34.8	적전	-90.3	47.3	30.4	흑전	-44.5	35.9	0.8
순이익	18.6	2.7	15.8	-2.9	5.3	-9.4	23.3	7.6	34.3	63.4	60.2
순이익률(%)	6.3	0.8	4.5	-0.8	1.8	-2.6	6.3	2.1	2.6	4.3	3.7
YoY(%)	167.3	-89.9	-44.3	적지	-71.6	적전	40.4	흑전	-39.6	137.2	-5.1

자료: 녹십자, 메리츠증권 리서치센터

그림3 녹십자 2019년 R&D 주요일정



자료: 녹십자, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 녹십자 주요 파이프라인 현황

Product	적응증	후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	출시
GC1101D	그린진 에프 GreenGene F	A형 혈우병					'19년 5월 중국 허가 신청
GC1111F	헌터라제 Hunterase	헌터 증후군					'19년 7월 중국 허가 신청
MG1111	수두 백신	수두 백신					4Q19 국내 허가 예상
GC1123A	Hunterase (ICV)	헌터라제					일본 조건부 허가 신청 계획
GC5101B	5% IVIG	면역결핍 (소아)				완료	2H20 미국 허가 신청
GC5107B	10% IVIG	면역결핍				완료	1H22 미국 허가 신청
GC3106A	세포배양 독감 4가 백신	독감 백신				진행중	
GC3110D	세포배양 독감 4가 백신 (소아)	독감 백신				진행중	
GC3107A	BCG 백신	BCG 백신				진행중	
GC1102	Hepabig-gene	B형 간염				3Q19 환자 등록완료	

자료: 녹십자, 메리츠종금증권 리서치센터

녹십자 (006280)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,287.9	1,334.9	1,373.5	1,469.3	1,608.3
매출액증가율 (%)	7.5	3.6	2.9	7.0	9.5
매출원가	921.1	989.0	991.5	1,050.4	1,144.1
매출총이익	366.8	345.9	382.0	419.0	464.2
판매관리비	276.5	295.7	314.8	327.6	372.1
영업이익	90.3	50.2	67.2	91.3	92.1
영업이익률	7.0	3.8	4.9	6.2	5.7
금융손익	-6.8	16.8	-14.9	3.2	-1.7
종속/관계기업손익	-2.3	-7.0	-3.9	-4.4	-5.1
기타영업외손익	-9.1	-9.8	-10.8	-5.1	-10.5
세전계속사업이익	72.2	50.2	37.6	85.0	74.8
법인세비용	15.4	15.9	16.7	21.3	18.7
당기순이익	56.7	34.3	20.9	63.8	56.1
지배주주지분 순이익	53.3	34.4	28.2	63.7	60.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	39.8	66.5	42.5
당기순이익(손실)	56.7	34.3	20.9	63.8	56.1
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	-20.6	-38.0	-55.1
투자활동 현금흐름	14.8	-86.1	-52.0	-58.4	-58.9
유형자산의증가(CAPEX)	-29.5	-41.4	-31.9	-30.4	-29.4
투자자산의감소(증가)	-9.6	-24.6	-2.1	-5.2	-7.5
재무활동 현금흐름	48.2	-4.5	115.4	-84.3	-33.3
차입금의 증감	65.4	8.2	126.8	-72.9	-21.9
자본의 증가	-0.2	2.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	114.1	-74.3	103.2	-76.2	-49.7
기초현금	56.9	171.0	96.6	199.8	123.6
기말현금	171.0	96.6	199.8	123.6	73.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	926.5	893.4	1,041.4	1,023.2	1,057.7
현금및현금성자산	171.0	96.6	199.8	123.6	73.9
매출채권	359.0	379.7	412.7	441.5	483.3
재고자산	381.3	386.9	398.1	425.9	466.2
비유동자산	777.0	830.0	842.5	860.1	877.4
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	129.8	135.0	142.5
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,883.9	1,883.3	1,935.1
유동부채	260.1	303.5	432.0	438.3	454.7
매입채무	158.8	144.9	189.9	203.1	222.3
단기차입금	5.6	2.1	77.1	77.1	77.1
유동성장기부채	0.4	63.4	93.4	81.4	71.4
비유동부채	334.8	293.7	316.3	257.1	247.7
사채	299.3	258.4	279.2	219.2	209.2
장기차입금	7.7	4.9	5.9	4.9	2.9
부채총계	594.9	597.2	748.3	695.3	702.4
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	718.6	770.9	819.6
비지배주주지분	68.5	66.6	59.3	59.3	55.3
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,135.7	1,188.0	1,232.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	110,205	114,224	117,529	125,727	137,621
EPS(지배주주)	4,556	2,946	2,412	5,452	5,143
CFPS	11,433	9,260	7,197	11,401	10,574
EBITDAPS	10,869	7,725	9,127	11,299	11,435
BPS	89,010	90,669	92,105	96,580	100,747
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	49.6	46.2	49.3	21.8	23.1
PCR	19.8	14.7	16.5	10.4	11.3
PSR	2.1	1.2	1.0	0.9	0.9
PBR	2.5	1.5	1.3	1.2	1.2
EBITDA	127.0	90.3	106.7	132.1	133.6
EV/EBITDA	22.6	20.9	16.0	12.9	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.2	3.3	2.6	5.8	5.2
EBITDA 이익률	9.9	6.8	7.8	9.0	8.3
부채비율	53.7	53.0	65.9	58.5	57.0
금융비용부담률	0.5	0.6	0.7	0.7	0.5
이자보상배율(x)	14.3	6.6	7.3	9.3	10.6
매출채권회전율(x)	3.7	3.6	3.5	3.4	3.5
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

