

# 녹십자 (006280)

## 부진한 4분기 실적발표는 악재 해소

### 늘 그렇듯 부진한 4분기 실적

녹십자의 4분기 매출액은 연결기준으로 전년과 유사한 수준인 3,415억원, 영업이익은 96억원 적자를 시현할 것으로 추정된다. 4분기 인센티브 지급으로 전분기 대비 약 70억원 증가한 239억원이 인건비로 소요되며, 경상연구개발비도 매출액 대비 10.7% 수준인 365억원가량 집행된 것으로 보인다. 3분기부터 일반의약품 성장률이 크게 증가하였는데 이에 맞춰 광고선전비도 평균 매출액 대비 1.6% 수준이었으나, 3분기부터 1.9% 수준으로 증가하면서 분기별 70억원이 발생하였다. 4분기에도 이러한 기조가 유지되면서 일반의약품은 전년대비 30% 고성장하지만 광고선전비 또한 전분기와 유사한 수준으로 집행된 것으로 추정된다.

### 하지만 백신은 견조

IVIG 수출은 3분기와 마찬가지로 오창공장의 설비교체로 물량 공급에서 차질을 빚으면서 전년대비 약 35% 감소할 것으로 보인다. 그러나 유난히 올해 독감백신이 유행하면서 4분기 백신 충당금으로 인한 수익성 악화는 발생하지 않은 것으로 보인다. 여기에 3분기 북반구향 독감백신이 70억원 발생하였는데, 4분기에도 전년과 유사한 수준인 112억원 수출이 발생하면서 연간으로 북반구향 독감백신은 전년 115억원에서 약 58% 증가한 182억원 규모로 추정된다. 다만 2020년 2분기 발생하는 남반구향 독감백신은 2019년 409억원에서 10% 정도 감소할 것으로 보인다.

### 2020년 국내 독감백신과 터키향 수두백신 기대

원래 2019년 기대했었던 4가 독감백신의 NIP(국가필수예방접종사업) 등재가 무산되면서 시장에서 국내 독감백신 성장의 정체를 우려했었다. 그러나 2020년에는 4가 독감백신의 NIP 등재를 기대해 볼 수 있는 바, 4가 독감백신이 NIP에 등재된다면 입찰규모가 가장 큰 녹십자가 최대 수혜기업이 될 수 있을 것으로 보인다. 여기에 2019년 터키향 대규모 수두백신 입찰 부재로 2019년 연간 수두백신은 전년대비 약 80% 감소한 120억원 규모였다. 그러나 2020년 터키향과 PAHO(범미보건기구)의 대규모 수두백신 입찰이 발생할 수 있을 것으로 예상되는 바, 2018년 수준인 570억원 규모 물량의 수출을 기대해 볼 수 있다. 올해 국내와 해외 독감백신, 수두백신과 같은 제조 백신의 성장률이 38% 고성장할 것으로 예상됨에 따라 녹십자의 실적은 견조하게 유지될 수 있을 것으로 기대된다. 올해 견조한 실적과 상반기 헨타라제 중국승인, 하반기 IVIG의 R&D 모멘텀 발생을 기대해 본다면, 부진한 4분기 실적발표는 오히려 녹십자 입장에서 악재 해소가 될 수 있다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 190,000원 | CP(1월 10일): 126,000원

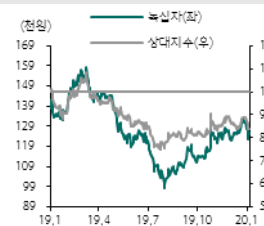
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,206.39
52주 최고/최저(원)	158,500/98,400
시가총액(십억원)	1,472.5
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	11,686.5
60일 평균 거래량(천주)	28.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.5
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.75
외국인지분율(%)	19.39
주요주주 지분율(%)	
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89
국민연금공단	8.96
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.0 8.6 (9.7)
상대	(3.0) 1.4 (15.5)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,373.0	1,465.8
영업이익(십억원)	62.3	78.2
순이익(십억원)	24.5	57.5
EPS(원)	2,157	4,563
BPS(원)	93,879	97,288

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,287.9	1,334.9	1,357.7	1,482.5	1,596.2
영업이익	십억원	90.3	50.2	48.0	77.6	92.7
세전이익	십억원	72.2	50.2	23.6	70.1	87.0
순이익	십억원	53.2	34.4	15.4	53.2	66.1
EPS	원	4,556	2,946	1,318	4,556	5,659
증감률	%	(15.4)	(35.3)	(55.3)	245.7	24.2
PER	배	49.60	46.16	100.50	27.65	22.27
PBR	배	2.45	1.45	1.40	1.28	1.23
EV/EBITDA	배	22.55	20.87	21.37	15.63	13.75
ROE	%	5.24	3.28	1.45	4.89	5.81
BPS	원	92,064	93,724	94,494	98,074	102,756
DPS	원	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 선만정  
02-3771-7785  
rssun@hanafn.com

표 1. 녹십자 4Q19 실적 프리뷰

(단위: 십억원, %)

	4Q19F	4Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	341.5	346.7	(1.5)	356.7	(4.3)
영업이익	(9.6)	(5.6)	CR	5.1	(286.8)
세전이익	(3.9)	(1.5)	CR	(0.0)	12,900.0
당기순이익	2.0	(1.7)	TB	5.1	(60.6)
OPM %	(2.8)	(1.6)		1.4	
NPM %	0.6	(0.5)		1.4	

자료: 하나금융투자

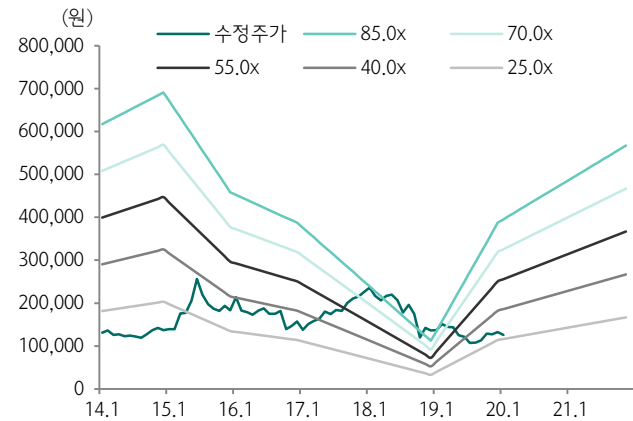
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
<b>매출액</b>	<b>286.8</b>	<b>359.6</b>	<b>369.7</b>	<b>341.5</b>	<b>317.3</b>	<b>382.1</b>	<b>413.2</b>	<b>369.9</b>	<b>1,334.9</b>	<b>1,357.7</b>	<b>1,482.5</b>
YoY(%)	-2.5%	5.2%	4.9%	-1.5%	10.6%	6.3%	11.8%	8.3%	3.6%	1.7%	9.2%
<b>국내</b>	<b>200.2</b>	<b>214.8</b>	<b>274.8</b>	<b>238.3</b>	<b>219.6</b>	<b>226.1</b>	<b>290.5</b>	<b>246.1</b>	<b>906.5</b>	<b>928.1</b>	<b>982.3</b>
YoY(%)	-5.1%	0.0%	10.0%	3.2%	9.7%	5.3%	5.7%	3.3%	2.4%	2.4%	5.8%
혈액제제	78.6	79.1	79.4	79.5	85.2	84.3	84.0	86.1	307.2	316.6	339.6
백신제제	33.5	41.4	94.5	52.1	36.1	39.0	100.3	48.4	196.5	221.5	223.8
일반제제	63.9	66.8	70.5	74.1	65.7	68.4	72.7	76.5	306.9	275.3	283.4
OTC류	24.2	27.5	30.4	32.5	32.7	34.4	33.4	35.1	95.9	114.6	135.6
<b>해외</b>	<b>35.2</b>	<b>87.8</b>	<b>41.3</b>	<b>49.1</b>	<b>42.1</b>	<b>95.6</b>	<b>63.7</b>	<b>65.8</b>	<b>234.9</b>	<b>213.4</b>	<b>267.2</b>
YoY(%)	-8.3%	15.8%	-23.7%	-26.3%	19.7%	8.9%	54.2%	34.2%	10.1%	-9.2%	25.3%
혈액제제	26.6	35.4	27.6	27.2	27.8	33.9	31.7	32.6	118.2	116.8	126.0
백신제제	2.7	45.7	10.1	14.2	7.8	54.0	26.7	24.1	96.8	72.7	112.5
일반제제	5.9	6.7	3.6	7.7	6.6	7.7	5.4	9.0	19.9	23.9	28.8
<b>연결자회사</b>	<b>51.4</b>	<b>57.0</b>	<b>53.6</b>	<b>54.2</b>	<b>55.5</b>	<b>60.4</b>	<b>59.0</b>	<b>58.0</b>	<b>193.5</b>	<b>216.3</b>	<b>233.0</b>
YoY(%)	14.8%	11.6%	11.0%	10.0%	8.0%	6.0%	10.0%	7.0%	2.1%	11.8%	7.7%
<b>매출총이익</b>	<b>73.2</b>	<b>98.6</b>	<b>117.4</b>	<b>85.4</b>	<b>84.1</b>	<b>107.0</b>	<b>136.4</b>	<b>94.3</b>	<b>345.8</b>	<b>374.6</b>	<b>421.8</b>
YoY(%)	-10.0%	12.5%	14.0%	15.7%	14.8%	8.6%	16.1%	10.5%	-5.7%	8.3%	12.6%
GPM(%)	25.5%	27.4%	31.8%	25.0%	26.5%	28.0%	33.0%	25.5%	25.9%	27.6%	28.4%
<b>판매관리비</b>	<b>71.8</b>	<b>78.9</b>	<b>80.9</b>	<b>94.9</b>	<b>73.6</b>	<b>86.7</b>	<b>88.0</b>	<b>95.8</b>	<b>295.7</b>	<b>326.6</b>	<b>344.2</b>
YoY(%)	7.4%	6.2%	7.8%	19.4%	2.5%	9.9%	8.8%	0.9%	6.9%	10.4%	5.4%
판매비율(%)	25.0%	21.9%	21.9%	27.8%	23.2%	22.7%	21.3%	25.9%	22.2%	24.1%	23.2%
<b>경상연구개발비</b>	<b>29.3</b>	<b>32.6</b>	<b>29.8</b>	<b>36.5</b>	<b>28.6</b>	<b>35.5</b>	<b>33.1</b>	<b>40.7</b>	<b>122.0</b>	<b>128.3</b>	<b>137.8</b>
YoY(%)	7.7%	2.7%	-5.4%	15.9%	-2.5%	8.9%	10.9%	11.4%	12.3%	5.1%	7.5%
<b>기타판매관리비</b>	<b>42.5</b>	<b>46.3</b>	<b>51.1</b>	<b>58.4</b>	<b>45.1</b>	<b>51.2</b>	<b>55.0</b>	<b>55.1</b>	<b>173.7</b>	<b>198.3</b>	<b>206.3</b>
YoY(%)	7.2%	8.9%	17.4%	21.7%	5.9%	10.6%	7.6%	-5.6%	3.4%	14.2%	4.1%
<b>영업이익</b>	<b>1.4</b>	<b>19.6</b>	<b>36.6</b>	<b>(9.6)</b>	<b>10.5</b>	<b>20.3</b>	<b>48.3</b>	<b>(1.5)</b>	<b>50.2</b>	<b>48.0</b>	<b>77.6</b>
YoY(%)	-90.5%	47.7%	30.6%	CR	660.0%	3.1%	32.2%	CR	-44.5%	-4.3%	61.6%
OPM(%)	0.5%	5.5%	9.9%	-2.8%	3.3%	5.3%	11.7%	-0.4%	3.8%	3.5%	5.2%
<b>당기순이익</b>	<b>5.3</b>	<b>(14.4)</b>	<b>22.4</b>	<b>2.0</b>	<b>10.6</b>	<b>4.9</b>	<b>43.3</b>	<b>(5.9)</b>	<b>34.2</b>	<b>15.3</b>	<b>53.0</b>
YoY(%)	-71.4%	TR	41.7%	TB	98.2%	TB	93.3%	TR	-39.6%	-55.3%	245.6%
NPM(%)	1.9%	-4.0%	6.1%	0.6%	3.3%	1.3%	10.5%	-1.6%	2.6%	1.1%	3.6%

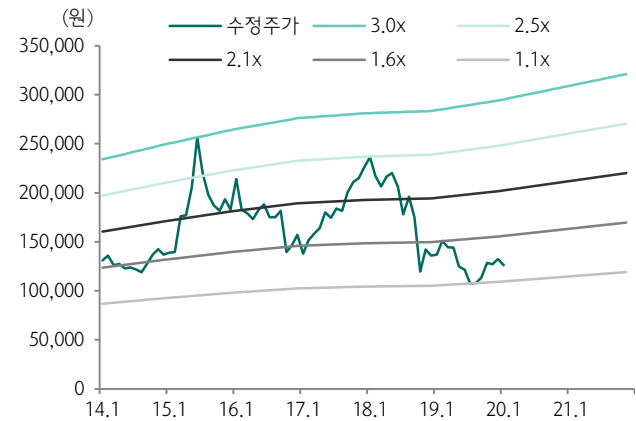
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

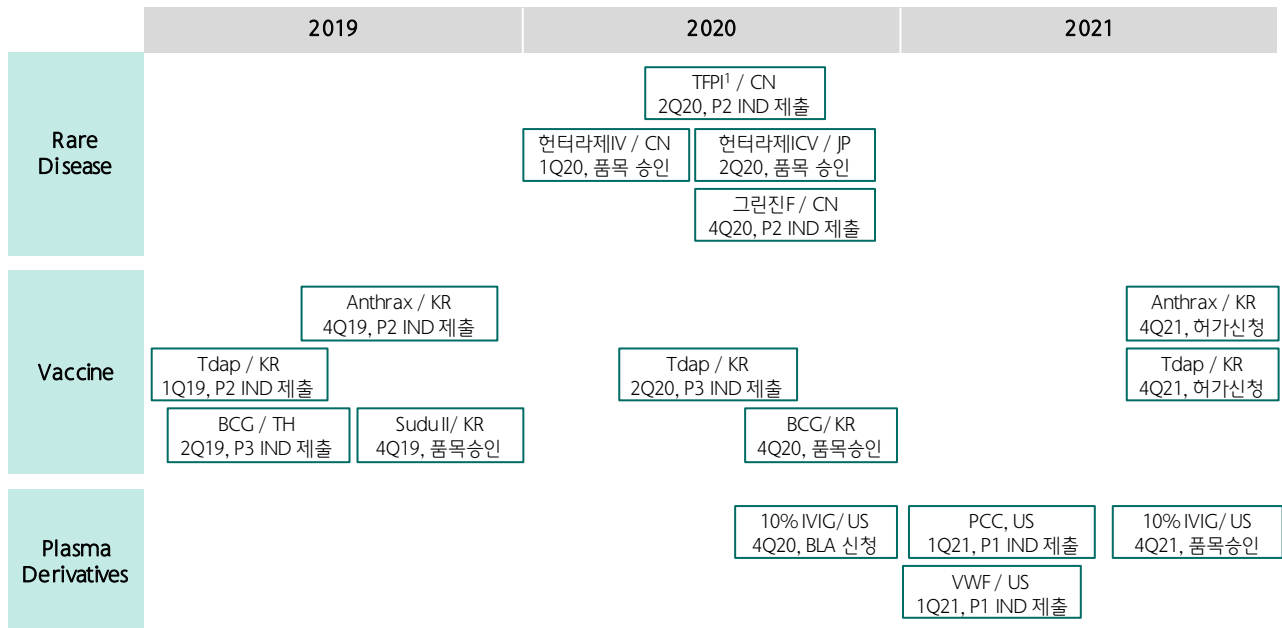
그림 3. 녹십자 주요 파이프라인

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 IDN 제출	GC5107B IVIG SN 10%, 미국 4분기 Pre-BLA 미팅
MG1124A CCM1 독성시험 완료	GC1118A EGFR, 한국 임상 1/2a상 진행	GC1102B 헤파빅-진(만성B형 간염) 한국 4분기 최종환자 투여	GC3107A BCG, 태국 2분기 IND 제출	GC1101D 그린진 F, 중국 2분기 IDL 제출
			GC1102 헤파빅-진(간 이식), 한국 3분기 최종 환자 투여	GC1111F 헌터라제, 중국 3분기 NDA 제출
				GC1123A 헌터라제 ICV, 일본 4분기 NDA 제출
				GC5107D 수두 II, 한국 4분기 승인

- 혈장 단백질
- 의료용 재조합단백질
- 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 4. 향후 3년 R&D 주요 Milestone



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

자료: 녹십자, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,357.7	1,482.5	1,596.2
매출원가	921.1	989.0	983.1	1,060.8	1,133.3
매출총이익	366.8	345.9	374.6	421.7	462.9
판관비	276.5	295.7	326.6	344.2	370.2
영업이익	90.3	50.2	48.0	77.6	92.7
금융손익	(6.7)	16.8	(12.9)	0.9	1.3
종속/관계기업손익	(2.3)	(7.0)	(3.8)	(4.4)	(5.1)
기타영업외손익	(9.1)	(9.8)	(7.7)	(4.1)	(2.0)
세전이익	72.2	50.2	23.6	70.1	87.0
법인세	15.4	15.9	8.3	17.1	21.2
계속사업이익	56.7	34.2	15.3	53.0	65.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.7	34.2	15.3	53.0	65.8
비지배주주지분 순이익	3.5	(0.2)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
지배주주순이익	53.2	34.4	15.4	53.2	66.1
지배주주지분포괄이익	61.6	30.8	21.1	54.9	68.2
NOPAT	71.0	34.2	31.2	58.7	70.1
EBITDA	127.0	90.3	89.1	117.2	131.6
성장성(%)					
매출액증가율	7.5	3.6	1.7	9.2	7.7
NOPAT증가율	10.4	(51.8)	(8.8)	88.1	19.4
EBITDA증가율	16.0	(28.9)	(1.3)	31.5	12.3
영업이익증가율	15.0	(44.4)	(4.4)	61.7	19.5
(지배주주)순이익증가율	(15.6)	(35.3)	(55.2)	245.5	24.2
EPS증가율	(15.4)	(35.3)	(55.3)	245.7	24.2
수익성(%)					
매출총이익률	28.5	25.9	27.6	28.4	29.0
EBITDA이익률	9.9	6.8	6.6	7.9	8.2
영업이익률	7.0	3.8	3.5	5.2	5.8
계속사업이익률	4.4	2.6	1.1	3.6	4.1

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	935.6	1,003.3	1,071.5
금융자산	171.9	106.9	135.6	129.8	131.0
현금성자산	171.0	96.6	125.3	119.5	120.7
매출채권 등	368.2	391.2	397.9	434.5	467.8
재고자산	381.3	386.9	393.5	429.7	462.7
기타유동자산	5.1	8.4	8.6	9.3	10.0
비유동자산	777.0	830.0	890.1	887.3	874.5
투자자산	103.1	127.7	129.0	135.7	141.8
금융자산	40.4	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	552.0	559.7	623.5	618.3	603.7
무형자산	87.9	100.8	95.9	91.5	87.2
기타비유동자산	34.0	41.8	41.7	41.8	41.8
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,825.7	1,890.5	1,946.0
유동부채	260.1	303.5	377.5	389.4	389.4
금융부채	14.3	66.6	136.6	126.7	106.8
매입채무 등	217.8	211.4	215.0	234.7	252.7
기타유동부채	28.0	25.5	25.9	28.0	29.9
비유동부채	334.8	293.7	314.2	326.5	328.7
금융부채	312.4	268.4	288.4	298.4	298.4
기타비유동부채	22.4	25.3	25.8	28.1	30.3
부채총계	594.9	597.2	691.6	715.9	718.1
지배주주지분	1,040.2	1,059.6	1,068.6	1,110.4	1,165.1
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	705.8	747.6	802.3
비지배주주지분	68.5	66.6	65.5	64.2	62.8
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,134.1	1,174.6	1,227.9
순금융부채	154.9	228.0	289.4	295.3	274.2

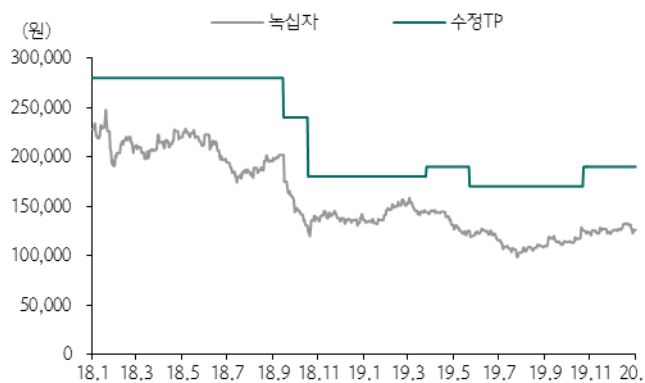
투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	1,318	4,556	5,659
BPS	92,064	93,724	94,494	98,074	102,756
CFPS	11,433	9,260	5,449	9,422	10,834
EBITDAPS	10,869	7,725	7,622	10,029	11,262
SPS	110,205	114,224	116,174	126,859	136,588
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	49.6	46.2	100.5	27.7	22.3
PBR	2.5	1.5	1.4	1.3	1.2
PCFR	19.8	14.7	24.3	13.4	11.6
EV/EBITDA	22.6	20.9	21.4	15.6	13.7
PSR	2.1	1.2	1.1	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	5.2	3.3	1.4	4.9	5.8
ROA	3.3	2.0	0.9	2.9	3.4
ROIC	6.1	2.8	2.4	4.3	5.1
부채비율	53.7	53.0	61.0	61.0	58.5
순부채비율	14.0	20.2	25.5	25.1	22.3
이자보상배율(배)	14.3	6.6	5.5	7.9	9.7

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	39.9	36.2	53.2
당기순이익	56.7	34.2	15.3	53.0	65.8
조정	58.2	54.5	33.6	32.6	32.4
감가상각비	36.7	40.1	41.1	39.6	38.9
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	(6.5)	(6.0)	(6.0)
영업활동 자산부채 변동	(57.0)	(74.3)	(9.0)	(49.4)	(45.0)
투자활동 현금흐름	14.8	(86.1)	(89.8)	(30.8)	(20.7)
투자자산감소(증가)	(9.6)	(24.6)	2.7	(7.8)	(7.2)
유형자산감소(증가)	(29.0)	(41.1)	(100.0)	(30.0)	(20.0)
기타	53.4	(20.4)	7.5	7.0	6.5
재무활동 현금흐름	48.2	(4.5)	78.6	(11.3)	(31.3)
금융부채증가(감소)	65.3	8.2	90.0	0.1	(19.9)
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)	28.7	(5.9)	1.2
Unlevered CFO	133.6	108.2	63.7	110.1	126.6
Free Cash Flow	28.4	(27.0)	(60.1)	6.2	33.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 녹십자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.4	BUY	190,000		
19.6.4	BUY	170,000	-32.86%	-24.41%
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%
18.1.16	BUY	280,000	-26.18%	-11.61%
17.11.1	BUY	250,000	-11.64%	-4.40%

## 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	89.4%	10.6%	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 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 01월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 01월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.