

녹십자 (006280)

녹십자의 백신 성장, 숫자로 확인하세요

녹십자 백신 수출금액은 용인시 백신 수출 데이터

관세청에서 집계하는 수출 데이터 중 지역별로 분류했을 시 경기도 용인시의 백신 수출 데이터(HS코드 3002.20)는 바로 녹십자의 백신 수출물량이다. 원래 녹십자의 백신 생산공장은 전라남도 화순에 위치해 있지만, 수출 시 관세청에 표기하는 주소지는 본사 주소이기 때문에 용인시 지역으로 집계된다(참고로 또 다른 백신 제조 기업인 SK케미칼의 경우 생산은 안동, 본사는 성남시로 분류된다). 출항일 기준 용인시의 월별 백신 수출 데이터 합산과 녹십자의 분기별 백신 매출액의 상관관계는 99%로 녹십자 실적발표 전 백신 수출금액과 그 성장률을 먼저 파악해 볼 수 있다.

1,2월 용인시 백신 수출데이터는 대부분 수두백신

1월과 2월 용인시 백신 수출 데이터는 657만 달러(1월 645만 달러, 2월 13만 달러, 한화 약 80억원)로 전년대비 약 603% 증가하였다. 통상 1분기 독감백신 수출은 거의 전무하기 때문에 수출량 대부분은 수두백신으로 추정할 수 있다. 작년에 수두백신 수출은 143억원에 그쳤다. 대규모 입찰을 받는 터키향이 전무했기 때문이다. 따라서 터키 정부의 수두백신 비축량이 거의 소진됐을 것으로 예상, 올해에는 대규모 수두백신 입찰시장이 열릴 것으로 기대된다. 이로인해 2018년과 비슷한 수준인 570억원 이상 수두백신 수출이 발생할 것으로 추정된다.

제조백신 성장으로 인한 실적개선은 자명

녹십자가 생산하는 품목 중 가장 마진율이 좋은 것은 바로 제조백신이다. IVIG의 경우 알부민 매출과의 밸런스가 맞지 않을 경우 원료인 혈액 구입비용이 과도하게 지출되면서 원가가 증가되는 구조이지만, 내수와 수출 독감백신과 수출 수두백신과 같은 제조백신의 경우 원가율이 50% 내외로 마진율이 매우 좋은 것으로 추정된다. 따라서 제조백신의 생산이 증가할수록 녹십자의 마진율은 개선될 수 있다. 특히 2020년에는 IVIG의 수출물량 조절을 통해 혈액제제 원가를 통제할 것으로 예상되고, 제조백신이 전년대비 38% 성장할 것으로 추정되는 바, 녹십자의 마진율 개선에 일조, 2020년 영업이익은 전년대비 68% 증가한 680억원 규모를 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

여기에 상반기 중국 헨터라제 승인, 하반기 10% IVIG의 BLA 신청서 제출 등 올해 내내 R&D 모멘텀까지 확보하였다. 녹십자의 12MF PER은 28배 수준으로 역사적 밴드 하단에 위치해 있다. 코로나19 팬데믹과 같은 외부 불확실성으로 조정받을 때마다 저점매수 권장한다.

Update

BUY

| TP(12M): 190,000원 | CP(3월 16일): 118,000원

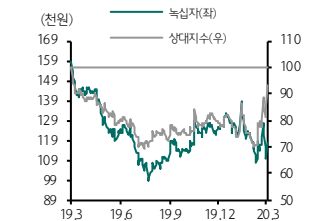
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,714.86
52주 최고/최저(원)	154,000/98,400
시가총액(십억원)	1,379.0
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	11,686.5
60일 평균 거래량(천주)	55.7
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.75
외국인지분율(%)	19.21
주요주주 지분율(%)	
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89
국민연금공단	8.96
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.4) 4.4 (23.4)
상대	30.3 25.6 (2.8)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,361.2	1,474.9
영업이익(십억원)	54.7	66.7
순이익(십억원)	9.8	45.0
EPS(원)	1,125	3,805
BPS(원)	92,735	94,245

Stock Price



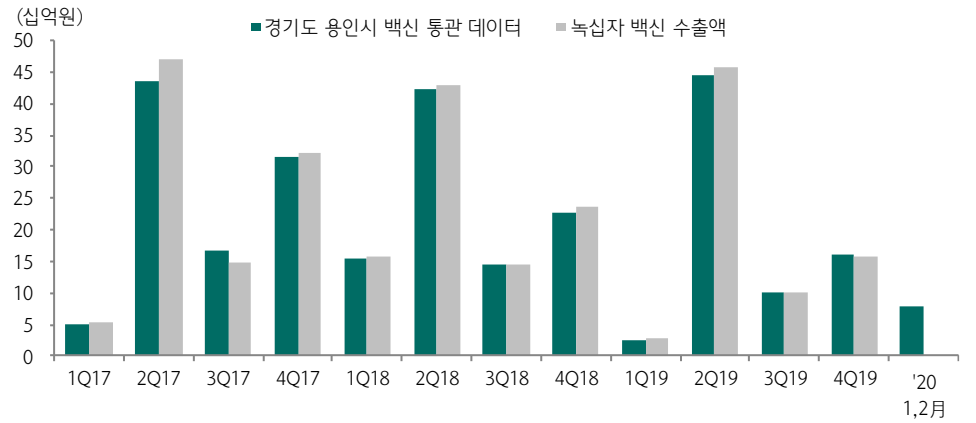
Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	1,287.9	1,334.9	1,369.7	1,502.0	1,617.3
영업이익	십억원	90.3	50.2	40.3	69.4	94.0
세전이익	십억원	72.2	50.2	(6.2)	60.3	85.2
순이익	십억원	53.2	34.4	(11.5)	45.8	64.7
EPS	원	4,556	2,946	(982)	3,923	5,537
증감률	%	(15.4)	(35.3)	적전	흑전	41.1
PER	배	49.60	46.16	N/A	30.08	21.31
PBR	배	2.45	1.45	1.44	1.24	1.18
EV/EBITDA	배	22.55	20.87	23.80	16.35	13.26
ROE	%	5.24	3.28	(1.09)	4.33	5.87
BPS	원	92,064	93,724	92,193	95,140	99,701
DPS	원	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000



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

그림 1. 용인시 관세청 수출데이터(HS코드 3002.20)



주: 20년도 1분기 값은 1,2월 수출액 합산 금액
자료: 관세청, 하나금융투자

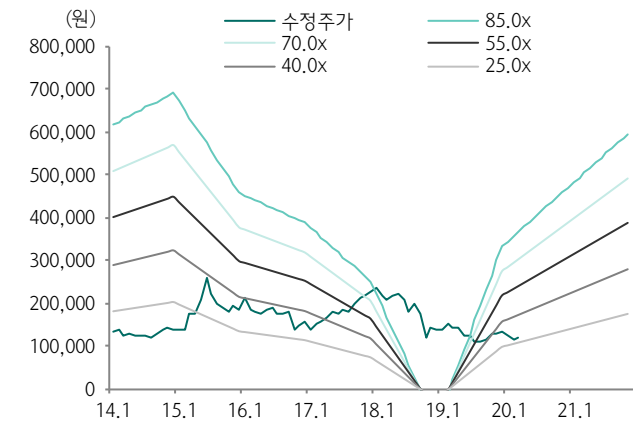
표 1. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F
매출액	286.8	359.6	369.7	353.6	320.3	381.0	414.2	386.6	1,334.9	1,369.7	1,502.0
YoY(%)	-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	11.7%	5.9%	12.0%	9.3%	3.6%	2.6%	9.7%
국내	200.2	214.8	274.8	243.6	219.6	226.1	294.6	253.6	906.5	933.4	993.9
YoY(%)	-5.1%	0.0%	10.0%	5.5%	9.7%	5.3%	7.2%	4.1%	2.4%	3.0%	6.5%
혈액제제	78.6	79.1	79.4	77.1	85.2	84.3	84.0	83.7	307.2	314.2	337.2
백신제제	33.5	41.4	94.5	56.5	36.1	39.0	101.4	52.0	196.5	225.9	228.5
일반제제	63.9	66.8	70.5	74.3	65.7	68.4	72.7	76.8	306.9	275.5	283.6
OTC류	24.2	27.5	30.4	35.8	32.7	34.4	36.5	41.2	95.9	117.9	144.7
해외	35.2	87.8	41.3	48.6	45.1	94.4	60.6	67.3	234.9	212.9	267.4
YoY(%)	-8.3%	15.8%	-23.7%	-27.0%	28.2%	7.5%	46.7%	38.4%	10.1%	-9.4%	25.6%
혈액제제	26.6	35.4	27.6	25.8	27.8	33.9	31.7	30.9	118.2	115.4	124.3
백신제제	2.7	45.7	10.1	15.9	10.8	52.8	23.6	28.2	96.8	74.4	115.3
일반제제	5.9	6.7	3.6	6.9	6.6	7.7	5.4	8.1	19.9	23.1	27.9
연결자회사	51.4	57.0	53.6	61.4	55.5	60.4	59.0	65.7	193.5	223.4	240.6
YoY(%)	14.8%	11.6%	11.0%	24.5%	8.0%	6.0%	10.0%	7.0%	2.1%	15.5%	7.7%
매출총이익	73.2	98.6	117.4	83.1	84.9	108.6	136.7	98.6	345.8	372.3	428.7
YoY(%)	-10.0%	12.5%	14.0%	12.6%	15.9%	10.2%	16.4%	18.6%	-5.7%	7.7%	15.1%
GPM(%)	25.5%	27.4%	31.8%	23.5%	26.5%	28.5%	33.0%	25.5%	25.9%	27.2%	28.5%
판매관리비	71.8	78.9	80.9	100.4	76.9	89.1	94.4	100.5	295.7	332.0	360.9
YoY(%)	7.4%	6.2%	7.8%	26.3%	7.0%	12.9%	16.8%	0.1%	6.9%	12.3%	8.7%
판매비율(%)	25.0%	21.9%	21.9%	28.4%	24.0%	23.4%	22.8%	26.0%	22.2%	24.2%	24.0%
경상연구개발비	29.3	32.6	29.8	35.0	28.8	35.4	33.1	42.5	122.0	126.7	139.9
YoY(%)	7.7%	2.7%	-5.4%	11.0%	-1.6%	8.5%	11.2%	21.5%	12.3%	3.9%	10.4%
기타판매관리비	42.5	46.3	51.1	65.4	48.0	53.7	61.3	58.0	173.7	205.3	221.0
YoY(%)	7.2%	8.9%	17.4%	36.3%	12.9%	16.1%	20.0%	-11.3%	3.4%	18.2%	7.7%
영업이익	1.4	19.6	36.6	(17.3)	8.0	19.4	42.2	(1.9)	50.2	40.3	67.7
YoY(%)	-90.5%	47.7%	30.6%	CR	481.2%	-1.1%	15.6%	CR	-44.5%	-19.7%	68.2%
OPM(%)	0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	2.5%	5.1%	10.2%	-0.5%	3.8%	2.9%	4.5%
당기순이익	5.3	(14.4)	22.4	(24.6)	9.8	7.6	36.0	(9.0)	34.2	(11.3)	44.4
YoY(%)	-71.4%	TR	41.7%	CR	83.3%	TB	60.6%	CR	-39.6%	TR	TB
NPM(%)	1.9%	-4.0%	6.1%	-7.0%	3.0%	2.0%	8.7%	-2.3%	2.6%	-0.8%	3.0%

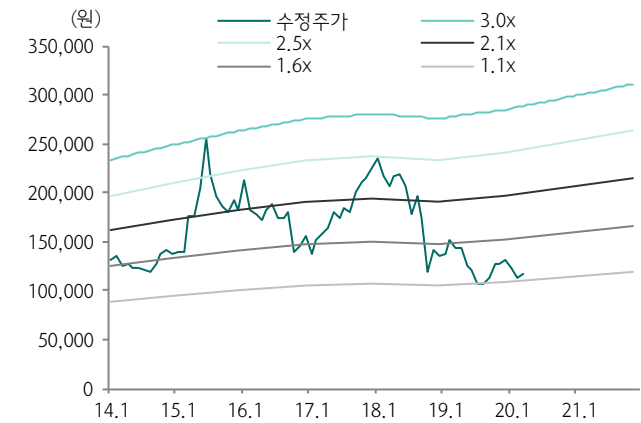
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 녹십자 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

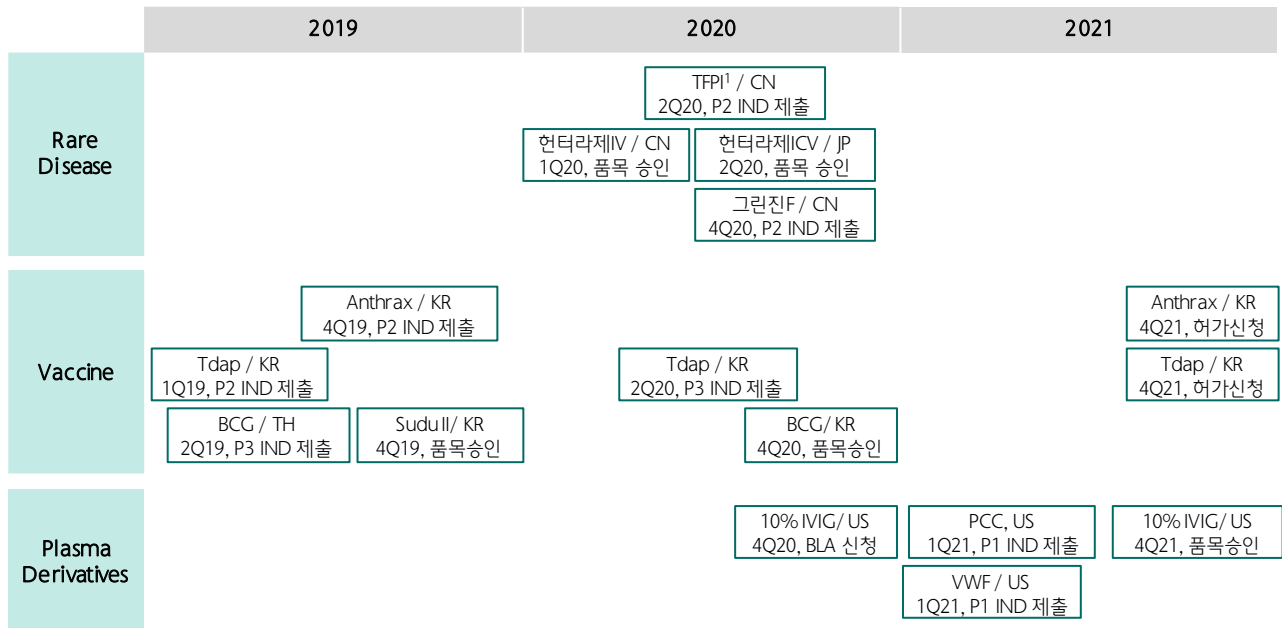
그림 4. 녹십자 주요 파이프라인

임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인 신청
CRV-101 대상포진 백신, 미국 임상 결과보고서 완료	GC3114A 4가 독감 백신-HD, 한국	GC5107D IVIG SN 10%아동, 미국 3분기 첫 환자 투여	GC5101B IVIG SN 5%, 미국
	GC3111A Tdap, 한국 3분기 환자 모집 완료	GC1109 탄저병, 한국 2분기 IND 제출	GC5107B IVIG SN 10%, 미국 4분기 BLA 제출
	GC1102B 헤파빅-진(만성B형 간염) 한국 3분기 임상 마무리	GC3107A BCG, 태국 4분기 첫 환자 투여	GC1101D 그린진 F, 중국 4분기 승인
	MG1113A 조직 인자 경로 억제제, 한국 4분기 IND 제출	GC1102 헤파빅-진(간 이식), 한국 진행중	GC1111F 헌터라제, 중국 2분기 승인
	GC1118A EGFR, 한국 2분기 최종 환자 투여		GC1123A 헌터라제 ICV, 일본 1분기 NDA 제출
			GC5107D 수두 II, 한국 1분기 승인

■ 혈장 단백질
■ 의약품 재조합단백질
■ 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

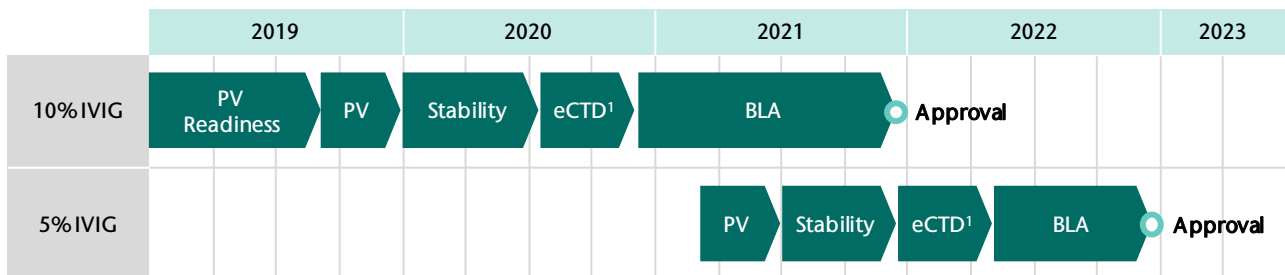
그림 5. 향후 3년 R&D 주요 Milestone



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

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 6. IVIG 복미 진출 Project Timeline



주석1: CTD(Common Technical Document)

자료: 녹십자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,287.9	1,334.9	1,369.7	1,502.0	1,617.3
매출원가	921.1	989.0	997.4	1,071.7	1,148.3
매출총이익	366.8	345.9	372.3	430.3	469.0
판매비	276.5	295.7	332.0	360.9	375.0
영업이익	90.3	50.2	40.3	69.4	94.0
금융손익	(6.7)	16.8	(18.0)	1.7	1.1
종속/관계기업손익	(2.3)	(7.0)	(2.8)	(4.4)	(5.1)
기타영업외손익	(9.1)	(9.8)	(25.6)	(6.3)	(4.9)
세전이익	72.2	50.2	(6.2)	60.3	85.2
법인세	15.4	15.9	5.2	14.7	20.8
계속사업이익	56.7	34.2	(11.4)	45.6	64.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.7	34.2	(11.4)	45.6	64.4
비지배주주지분 손이익	3.5	(0.2)	0.1	(0.2)	(0.3)
지배주주순이익	53.2	34.4	(11.5)	45.8	64.7
지배주주지분포괄이익	61.6	30.8	(6.7)	47.3	66.7
NOPAT	71.0	34.2	74.5	52.4	71.0
EBITDA	127.0	90.3	81.3	109.0	132.8
성장성(%)					
매출액증가율	7.5	3.6	2.6	9.7	7.7
NOPAT증가율	10.4	(51.8)	117.8	(29.7)	35.5
EBITDA증가율	16.0	(28.9)	(10.0)	34.1	21.8
영업이익증가율	15.0	(44.4)	(19.7)	72.2	35.4
(지배주주)순이익증가율	(15.6)	(35.3)	적전	흑전	41.3
EPS증가율	(15.4)	(35.3)	적전	흑전	41.1
수익성(%)					
매출총이익률	28.5	25.9	27.2	28.6	29.0
EBITDA이익률	9.9	6.8	5.9	7.3	8.2
영업이익률	7.0	3.8	2.9	4.6	5.8
계속사업이익률	4.4	2.6	(0.8)	3.0	4.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	926.5	893.4	910.5	971.9	1,038.9
금융자산	171.9	106.9	103.5	87.0	86.1
현금성자산	171.0	96.6	93.2	76.6	75.7
매출채권 등	368.2	391.2	401.4	440.2	474.0
재고자산	381.3	386.9	397.0	435.4	468.8
기타유동자산	5.1	8.4	8.6	9.3	10.0
비유동자산	777.0	830.0	890.8	888.3	875.6
투자자산	103.1	127.7	129.6	136.7	143.0
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	41.8	41.8	41.7
자산총계	1,703.6	1,723.4	1,801.3	1,860.2	1,914.6
유동부채	260.1	303.5	379.6	392.8	393.1
금융부채	14.3	66.6	136.6	126.8	106.9
매입채무 등	217.8	211.4	216.9	237.8	256.1
기타유동부채	28.0	25.5	26.1	28.2	30.1
비유동부채	334.8	293.7	314.4	326.9	329.1
금융부채	312.4	268.4	288.4	298.4	298.4
기타비유동부채	22.4	25.3	26.0	28.5	30.7
부채총계	594.9	597.2	694.0	719.7	722.2
지배주주지분	1,040.2	1,059.6	1,041.7	1,076.2	1,129.4
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	678.9	713.3	766.6
비지배주주지분	68.5	66.6	65.6	64.3	63.0
자본총계	1,108.7	1,126.2	1,107.3	1,140.5	1,192.4
순금융부채	154.9	228.0	321.5	338.2	319.2

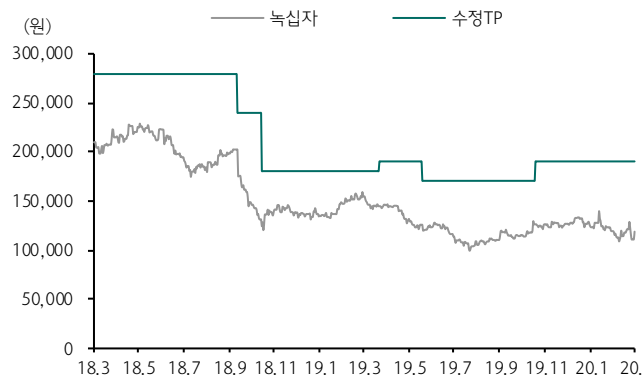
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	(982)	3,923	5,537
BPS	92,064	93,724	92,193	95,140	99,701
CFPS	11,433	9,260	3,794	8,546	10,682
EBITDAPS	10,869	7,725	6,960	9,324	11,366
SPS	110,205	114,224	117,206	128,522	138,386
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	49.6	46.2	N/A	30.1	21.3
PBR	2.5	1.5	1.4	1.2	1.2
PCFR	19.8	14.7	34.9	13.8	11.0
EV/EBITDA	22.6	20.9	23.8	16.3	13.3
PSR	2.1	1.2	1.1	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	5.2	3.3	(1.1)	4.3	5.9
ROA	3.3	2.0	(0.7)	2.5	3.4
ROIC	6.1	2.8	5.7	3.9	5.1
부채비율	53.7	53.0	62.7	63.1	60.6
순부채비율	14.0	20.2	29.0	29.7	26.8
이자보상배율(배)	14.3	6.6	4.6	7.1	9.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	18.6	24.9	50.7
당기순이익	56.7	34.2	(11.4)	45.6	64.4
조정	58.2	54.5	43.8	31.6	31.9
감가상각비	36.7	40.1	41.1	39.6	38.9
외환거래손익	7.6	(2.6)	4.5	0.0	1.0
지분법손익	2.3	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.6	10.0	(1.8)	(8.0)	(8.0)
영업활동 자산부채 변동	(57.0)	(74.3)	(13.8)	(52.3)	(45.6)
투자활동 현금흐름	14.8	(86.1)	(100.6)	(30.2)	(20.3)
투자자산감소(증가)	(9.6)	(24.6)	2.1	(8.2)	(7.3)
유형자산감소(증가)	(29.0)	(41.1)	(100.0)	(30.0)	(20.0)
기타	53.4	(20.4)	(2.7)	8.0	7.0
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)	(3.4)	(16.5)	(0.9)
Unlevered CFO	133.6	108.2	44.3	99.9	124.8
Free Cash Flow	28.4	(27.0)	(81.4)	(5.1)	30.7

자료: 하나금융투자

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%
18.4.2	BUY	280,000	-27.21%	-18.39%
17.11.1	BUY	250,000	-13.08%	-1.00%

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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 16일

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 03월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 03월 17일 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.