



하나금융그룹

2020년 04월 09일 | Equity Research

녹십자 (006280)

올해 실적 텐어라운드를 시작으로 중장기 성장 모멘텀 확보

제조백신의 성장으로 1분기 양호한 실적 달성

녹십자의 1분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 10% 이상 성장한 3,163억원, 영업이익은 전년 기저효과로 무려 약 474% 증가한 79억원(OPM, 2.5%)으로 추정된다. 녹십자의 실적개선 이유는 지난 번 보고서에서도 언급했듯이 마진율이 좋은 제조백신의 성장에 있다. 1,2월 관세청의 용인시(녹십자 본사 소재지) 백신 수출데이터에 따르면 약 80억원 백신 수출이 발생하였고, 계절적 특성상 이 80억원은 다수두백신으로 추정된다. 3월에 추가로 수두백신 수출이 40억원 발생, 1분기에만 수두백신 수출물량이 120억원으로 2019년 연간 수출액인 143억원의 84%를 달성하였다. 여기에 원래 4월 중 발생하는 남반구 독감백신이 올해에는 좀 더 이른 시기에 주문이 발생하면서 남반구 독감백신도 약 120억원 정도 수출된 것으로 보인다. 즉 해외로 수출된 독감과 수두백신인 제조백신이 전년대비 약 800% 가량 증가했다.

최근 주가급등 사유, 코로나19 바이러스 혈장치료제 개발?

3월 중순 코로나19 바이러스 팬데믹에 대한 우려로 글로벌 증시 전체가 급락했을 당시 최저가 대비 한달도 안되는 짧은 기간동안 녹십자의 경우 약 63% 가량 급등하였다. 이러한 배경에는 2020년 실적개선과 관련된 기대감도 반영되어 있지만, 코로나19 바이러스 치료제와 백신개발에 대한 기대감이 과도하게 반영되면서 주가는 오버슈팅 하였다. 녹십자의 코로나19 바이러스 치료제의 경우 혈장치료제로, 다른 코로나19 관련 테마주과는 달리 최근 기사에 의하면 중증 환자들에게 투여 시 확실한 치료효과를 확인할 수 있었다. 혈장치료제의 원리는 완치된 환자의 혈액 내에는 분명 코로나19 바이러스에 대한 항체가 존재하고, 비록 이 항체를 특정할 수는 없지만, 이들의 혈장에서 항체를 분획하여 환자들에게 투입하게 되면 코로나19 바이러스의 항체에 의해 환자의 혈액 내 존재하는 코로나19 바이러스를 살상하는 효과를 볼 수 있게 된다. 가장 원초적인 방식의 치료제이기는 하나 가장 확실한 방식 중 하나라고 볼 수 있다. 이와 같은 방식으로 혈장에서 항체를 분획하는 것은 녹십자가 일반적으로 IVIG를 분획하는 공정과 100% 일치하는 방식이라 개발에 큰 어려움은 없다. 2019년 연간 국내에서 약 384억원 매출을 기록한 헤파빅이 이러한 방식으로 개발된 B형간염 바이러스 혈장치료제이다.

R&D 모멘텀이 중장기 성장 모멘텀으로

녹십자는 상반기에는 중국으로부터 헌터라제 승인, 하반기에는 미 FDA에 10% IVIG의 BLA 신청서 제출 등의 R&D 모멘텀을 보유하고 있다. 이러한 모멘텀은 향후 녹십자의 성장 모멘텀으로 연결될 수 있다. 만약 상반기 헌터라제 승인을 획득한다면, 하반기부터 중국으로 수출되면서 2021년 녹십자의 성장 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대된다. 10% IVIG도 올해 연말 BLA 신청서를 제출해서 2021년 하반기 시판허가를 획득한다면 2022년 녹십자의 성장 모멘텀은 미국향 10% IVIG에서 찾을 수 있을 것이다. 올해부터 확실한 실적 텐어라운드에 중장기적 성장 모멘텀까지 확보, 코로나19 팬데믹과 같은 외부 불확실성으로 조정받을 때마다 저점매수 권장한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 190,000원 | CP(4월 8일): 158,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt) 1,807.14

52주 최고/최저(원) 166,000/98,400

시가총액(십억원) 1,852.3

시가총액비중(%) 0.15

발행주식수(천주) 11,686.5

60일 평균 거래량(천주) 135.1

60일 평균 거래대금(십억원) 18.7

19년 배당금(예상,원) 1,000

19년 배당수익률(예상,%) 0.63

외국인지분율(%) 19.01

주요주주 지분율(%)

녹십자홀딩스 외 17 인 52.89

국민연금공단 10.00

주가상승률 1M 6M 12M

절대 31.5 38.4 10.5

상대 48.5 56.7 35.1

Consensus Data

2020 2021

매출액(십억원) 1,480.2 1,569.5

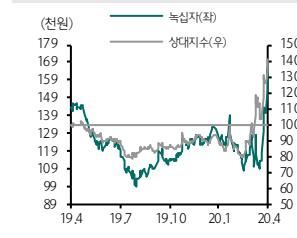
영업이익(십억원) 69.0 78.9

순이익(십억원) 46.9 52.8

EPS(원) 4,004 4,486

BPS(원) 94,636 98,213

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	1,287.9	1,334.9	1,369.7	1,505.7	1,622.2
영업이익	십억원	90.3	50.2	40.3	71.4	94.3
세전이익	십억원	72.2	50.2	(6.1)	54.7	76.6
순이익	십억원	53.2	34.4	(3.6)	13.8	18.7
EPS	원	4,556	2,946	(311)	1,177	1,601
증감률	%	(15.4)	(35.3)	적전	흑전	36.0
PER	배	49.60	46.16	N/A	134.65	99.03
PBR	배	2.45	1.45	1.43	1.70	1.69
EV/EBITDA	배	22.55	20.87	23.35	20.41	18.25
ROE	%	5.24	3.28	(0.35)	1.31	1.77
BPS	원	92,064	93,724	92,793	92,994	93,618
DPS	원	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

표 1. 녹십자 1Q20 실적 프리뷰

(단위: 십억원, %)

	1Q20F	1Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	316.3	286.8	10.3	320.2	(1.2)
영업이익	7.9	1.4	CR	9.2	(13.8)
세전이익	8.9	6.0	TB	9.6	(7.3)
당기순이익	5.9	5.3	TB	5.8	1.2
OPM %	2.5	0.5		2.9	
NPM %	1.9	1.9		1.8	

자료: 하나금융투자

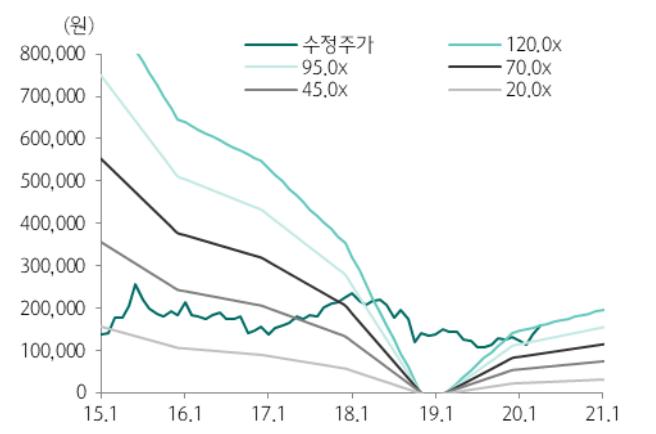
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	286.8	359.6	369.7	353.6	316.3	383.0	416.8	389.6	1,334.9	1,369.7	1,505.7
YoY(%)	-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	10.3%	6.5%	12.7%	10.2%	3.6%	2.6%	9.9%
국내	200.2	214.8	274.8	243.6	210.9	228.0	297.0	256.5	906.5	933.4	992.4
YoY(%)	-5.1%	0.0%	10.0%	5.5%	5.3%	6.2%	8.1%	5.3%	2.4%	3.0%	6.3%
혈액제제	78.6	79.1	79.4	77.1	83.0	84.3	84.0	83.7	307.2	314.2	335.0
백신제제	33.5	41.4	94.5	56.5	36.4	39.0	101.4	52.0	196.5	225.9	228.8
일반제제	63.9	66.8	70.5	74.3	58.8	68.4	72.7	76.8	306.9	275.5	276.7
OTC류	24.2	27.5	30.4	35.8	32.7	36.3	38.9	44.0	95.9	117.9	151.9
해외	35.2	87.8	41.3	48.6	49.9	94.5	60.7	67.5	234.9	212.9	272.6
YoY(%)	-8.3%	15.8%	-23.7%	-27.0%	41.7%	7.6%	47.1%	38.8%	10.1%	-9.4%	28.0%
혈액제제	26.6	35.4	27.6	25.8	19.3	34.0	31.8	31.1	118.2	115.4	116.2
백신제제	2.7	45.7	10.1	15.9	24.0	52.8	23.6	28.2	96.8	74.4	128.5
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	84.1	109.1	135.9	99.4	345.8	372.3	428.5
YoY(%)	-10.0%	12.5%	14.0%	12.6%	14.9%	10.7%	15.7%	19.6%	-5.7%	7.7%	15.1%
GPM(%)	25.5%	27.4%	31.8%	23.5%	26.6%	28.5%	32.6%	25.5%	25.9%	27.2%	28.5%
판매관리비	71.8	78.9	80.9	100.4	76.2	90.0	94.6	96.2	295.7	332.0	357.1
YoY(%)	7.4%	6.2%	7.8%	26.3%	6.1%	14.0%	17.0%	-4.1%	6.9%	12.3%	7.5%
판관비율(%)	25.0%	21.9%	21.9%	28.4%	24.1%	23.5%	22.7%	24.7%	22.2%	24.2%	23.7%
경상연구개발비	29.3	32.6	29.8	35.0	28.8	35.6	32.5	36.2	122.0	126.7	133.1
YoY(%)	7.7%	2.7%	-5.4%	11.0%	-1.7%	9.1%	9.1%	3.5%	12.3%	3.9%	5.1%
기타판매관리비	42.5	46.3	51.1	65.4	47.4	54.4	62.1	60.0	173.7	205.3	223.9
YoY(%)	7.2%	8.9%	17.4%	36.3%	11.5%	17.5%	21.6%	-8.3%	3.4%	18.2%	9.1%
영업이익	1.4	19.6	36.6	(17.3)	7.9	19.1	41.3	3.1	50.2	40.3	71.4
YoY(%)	-90.5%	47.7%	30.6%	CR	474.0%	-2.5%	12.9%	TB	-44.5%	-19.7%	77.3%
OPM(%)	0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	2.5%	5.0%	9.9%	0.8%	3.8%	2.9%	4.7%
당기순이익	5.3	(14.4)	22.4	(24.6)	5.9	6.0	37.8	(6.7)	34.2	(11.3)	43.0
YoY(%)	-71.4%	TR	41.7%	CR	10.2%	TB	68.4%	CR	-39.6%	TR	TB
NPM(%)	1.9%	-4.0%	6.1%	-7.0%	1.9%	1.6%	9.1%	-1.7%	2.6%	-0.8%	2.9%

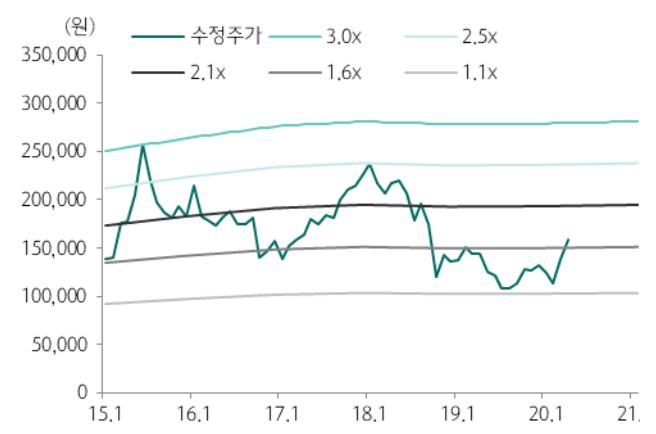
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 배드



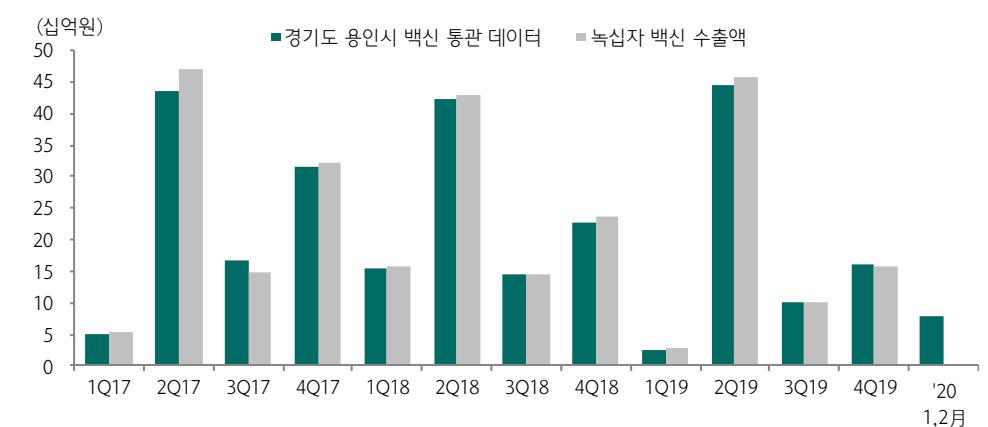
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 배드



자료: 하나금융투자

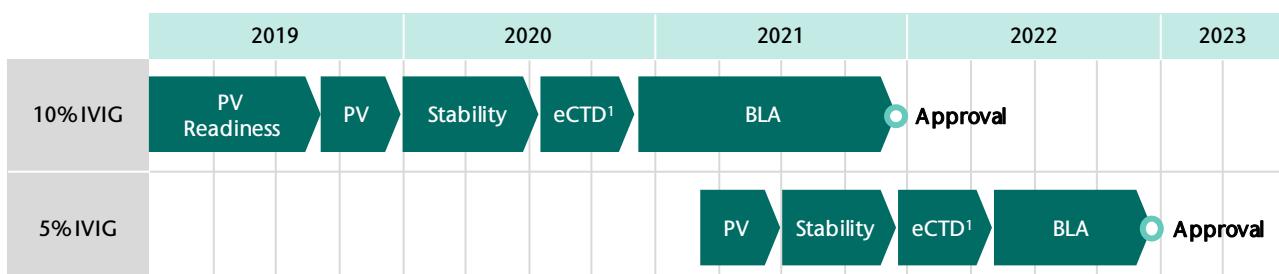
그림 3. 용인시 관세청 수출데이터(HS코드 3002.20)



주: 20년도 1분기 값은 1,2월 수출액 합산 금액

자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. IVIG 북미 진출 Project Timeline



주석1: CTD(Common Technical Document)

자료: 녹십자, 하나금융투자

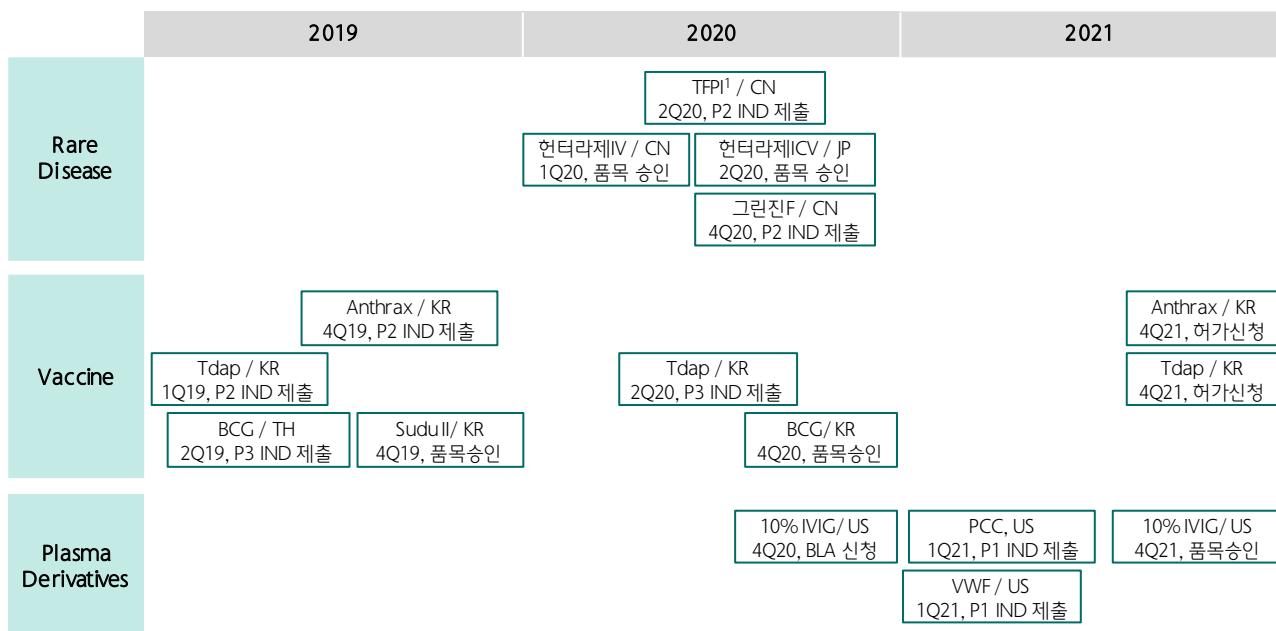
그림 5. 녹십자 주요 파이프라인

임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인 신청
CRV-101 대상포진 백신, 미국 임상 결과보고서 완료	GC3114A 4가 독감백신-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 현터라제, 중국 2분기 승인
	GC1118A EGFR, 한국 2분기 최종 환자 투여		GC1123A 현터라제 ICV, 일본 1분기 NDA 제출
			GC5107D 수두 II, 한국 1분기 승인

- 혈장 단백질
- 의료용 재조합단백질
- 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 6. 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	2019	2020F	2021F
매출액		1,287.9	1,334.9	1,369.7	1,505.7	1,622.2
매출원가		921.1	989.0	997.4	1,077.2	1,151.8
매출총이익		366.8	345.9	372.3	428.5	470.4
판관비		276.5	295.7	332.1	357.1	376.2
영업이익		90.3	50.2	40.3	71.4	94.3
금융순익		(6.7)	16.8	(18.0)	(3.7)	(5.3)
종속/관계기업순익		(2.3)	(7.0)	(2.8)	(4.4)	(5.1)
기타영업외순익		(9.1)	(9.8)	(25.6)	(8.6)	(7.3)
세전이익		72.2	50.2	(6.1)	54.7	76.6
법인세		15.4	15.9	5.1	12.0	18.5
계속사업이익		56.7	34.2	(11.3)	42.7	58.0
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		56.7	34.2	(11.3)	42.7	58.0
비지배주주지분 순이익		3.5	(0.2)	(7.6)	28.9	39.3
지배주주순이익		53.2	34.4	(3.6)	13.8	18.7
지배주주지분포괄이익		61.6	30.8	(5.6)	16.2	22.0
NOPAT		71.0	34.2	74.0	55.7	71.4
EBITDA		127.0	90.3	86.9	116.4	131.7
성장성(%)						
매출액증가율		7.5	3.6	2.6	9.9	7.7
NOPAT증가율		10.4	(51.8)	116.4	(24.7)	28.2
EBITDA증가율		16.0	(28.9)	(3.8)	33.9	13.1
영업이익증가율		15.0	(44.4)	(19.7)	77.2	32.1
(지배주주)순이익증가율		(15.6)	(35.3)	적전	흑전	35.5
EPS증가율		(15.4)	(35.3)	적전	흑전	36.0
수익성(%)						
매출총이익률		28.5	25.9	27.2	28.5	29.0
EBITDA이익률		9.9	6.8	6.3	7.7	8.1
영업이익률		7.0	3.8	2.9	4.7	5.8
계속사업이익률		4.4	2.6	(0.8)	2.8	3.6

투자지표

	2017	2018	2019	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,556	2,946	(311)	1,177	1,601
BPS	92,064	93,724	92,793	92,994	93,618
CFPS	11,433	9,260	8,472	8,555	9,871
EBITDAPS	10,869	7,725	7,438	9,961	11,270
SPS	110,205	114,224	117,204	128,839	138,813
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	49.6	46.2	N/A	134.6	99.0
PBR	2.5	1.5	1.4	1.7	1.7
PCFR	19.8	14.7	15.6	18.5	16.1
EV/EBITDA	22.6	20.9	23.3	20.4	18.3
PSR	2.1	1.2	1.1	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	5.2	3.3	(0.3)	1.3	1.8
ROA	3.3	2.0	(0.2)	0.7	0.9
ROIC	6.1	2.8	5.5	3.8	4.8
부채비율	53.7	53.0	65.5	67.9	66.6
순부채비율	14.0	20.2	29.2	29.7	27.8
이자보상배율(배)	14.3	6.6	4.2	6.2	8.1

자료: 하나금융투자

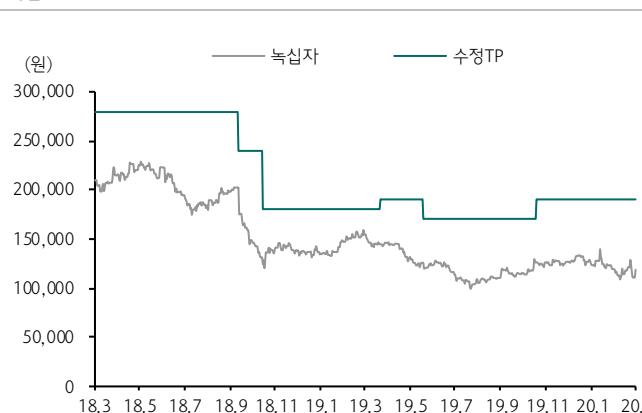
대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019	2020F	2021F
유동자산		926.5	893.4	961.8	1,048.5	1,120.0
금융자산		171.9	106.9	141.6	146.9	148.6
현금성자산		171.0	96.6	98.5	103.7	105.4
매출채권 등		368.2	391.2	405.2	445.4	479.9
재고자산		381.3	386.9	406.6	446.9	481.5
기타유동자산		5.1	8.4	8.4	9.3	10.0
비유동자산		777.0	830.0	997.5	990.0	979.0
투자자산		103.1	127.7	121.5	129.0	135.4
금융자산		40.4	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산		552.0	559.7	641.7	631.5	618.7
무형자산		87.9	100.8	103.0	98.2	93.6
기타비유동자산		34.0	41.8	131.3	131.3	131.3
자산총계		1,703.6	1,723.4	1,959.3	2,038.5	2,098.9
유동부채		260.1	303.5	401.4	437.5	449.9
금융부채		14.3	66.6	141.3	152.0	142.6
매입채무 등		217.8	211.4	226.3	248.8	268.0
기타유동부채		28.0	25.5	33.8	36.7	39.3
비유동부채		334.8	293.7	373.8	386.6	389.0
금융부채		312.4	268.4	345.8	355.8	355.8
기타비유동부채		22.4	25.3	28.0	30.8	33.2
부채총계		594.9	597.2	775.2	824.1	838.9
지배주주지분		1,040.2	1,059.6	1,048.8	1,051.1	1,058.3
자본금		58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금		324.4	327.2	336.0	336.0	336.0
자본조정		(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액		15.7	7.9	10.5	10.5	10.5
이익잉여금		677.5	701.8	679.5	681.9	689.2
비지배주주지분		68.5	66.6	135.3	163.3	201.7
자본총계		1,108.7	1,126.2	1,184.1	1,214.4	1,260.0
순금용부채		154.9	228.0	345.5	360.9	349.8

현금흐름표

	2017	2018	2019	2020F	2021F
영업활동 현금흐름					
영업활동 현금흐름	57.9	14.4	40.3	26.4	42.9
당기순이익	56.7	34.2	(11.3)	42.7	58.0
조정	58.2	54.5	87.9	36.9	30.5
감가상각비	36.7	40.1	46.7	45.0	37.4
외환거래손익	7.6	(2.6)	1.7	0.0	1.0
지분법손익	2.3	7.0	2.8	0.0	0.0
기타	11.6	10.0	36.7	(8.1)	(7.9)
영업활동 자산부채 변동	(57.0)	(74.3)	(36.3)	(53.2)	(45.6)
투자활동 현금흐름					
투자활동 현금흐름	14.8	(86.1)	(177.9)	(30.4)	(20.4)
투자자산감소(증가)	(9.6)	(24.6)	6.2	(8.4)	(7.4)
유형자산감소(증가)	(29.0)	(41.1)	(125.3)	(30.0)	(20.0)
기타	53.4	(20.4)	(58.8)	8.0	7.0
재무활동 현금흐름					
금융부채증가(감소)	65.3	8.2	152.1	20.7	(9.4)
자본증가(감소)	(0.2)	2.8	8.8	0.0	0.0
기타재무활동	(1.6)	(0.2)	(7.7)	0.0	0.0
배당지급	(15.3)	(15.3)	(12.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감					
Unlevered CFO	133.6	108.2	99.0	100.0	115.4
Free Cash Flow	28.4	(27.0)	(87.2)	(3.6)	22.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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 4월 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 2020년 04월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 04월 09일 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.