



하나금융그룹

2020년 7월 31일 | Equity Research

녹십자 (006280)

2분기에 대한 실망보다 3분기 기대할 것이 더 많다

2분기 실적 부진은 이미 예상

녹십자의 2분기 연결기준 매출액은 3,600억원(YoY, 0.1%), 영업이익은 156억원(YoY, -20.6%, OPM, 4.3%)을 기록 예상한 바와 같이 부진한 실적을 시현하였다. 영업이익의 감소는 마진율이 양호한 백신에서 남반구형 독감백신 매출은 1분기 선반영되고, 수두백신 선적이 하반기 조정되었기 때문이다. 녹십자의 주요 사업부문은 혈액제제 및 백신 등으로 코로나19로 인한 영향은 매우 제한적이었다. 영업외단에서는 녹십자가 4.1% 지분을 보유하고 있는 파멥신의 2분기 말 주가가 분기 초 대비 약 80% 가량 급등하면서 약 57억원의 금융자산 평가손익이 발생, 세전이익은 211억원(흑자전환), 당기순이익은 136억원(흑자전환)을 기록하였다.

코로나19 바이러스와 독감바이러스가 같이 유행하면

하반기 코로나19 바이러스가 재유행할 수 있다고 한다. 그런데 원래 이 시기는 계절적으로 독감 바이러스가 유행하는 시즌이다. 이로인해 올해 가을에는 두 종류의 호흡기 관련 바이러스가 같이 유행할 수 있을 것으로 보인다. 아무리 건강한 성인이라 할지라도 올해 가을에는 반드시 독감백신을 접종 받아야 할 것으로 보인다. 이미 정부에서는 국가예방접종백신(NIP) 사업에서 무료 접종 연령대를 확대(만 6개월~12세→만 6개월~18세, 65세 이상→62세 이상), NIP 확정도즈만 전년대비 약 50% 증가한 1,900만 도즈를 확보할 것으로 보인다. 결국 녹십자를 코로나19 바이러스 수혜주라 부르는 것은 단순히 혈장치료제를 개발하고 있어서만이 아니라 코로나19 바이러스 확산으로 독감 백신에 대한 수요가 크게 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 백신 마진율, 그것도 대량으로 생산해야 하는 독감백신 마진율이 가장 양호하다는 점을 고려할 때 녹십자 3분기 영업이익은 520억원으로 분기별로는 사상 최대 실적 달성이 가능할 것으로 보인다.

3분기 헌터라제 중국승인 가능?

중국에서 희귀질환으로 지정된 헌터증후군 치료제인 헌터라제가 3분기에는 시판허가를 획득할 수 있을 것으로 기대된다. 원래 올해 상반기 시판허가 획득을 기대했었으나, 중국에서 코로나19 바이러스가 크게 유행하면서 일정이 다소 늦어진 것으로 보인다. 3분기 시판허가를 획득하게 된다면, 늦어도 내년 초 헌터라제의 중국 수출을 기대해 볼 수 있다. 더불어 4분기 10% IVIG의 BLA를 미 FDA에 제출할 수 있을 것으로 예상되는 바, 한동안 시장에서 잊혀졌던 녹십자의 IVIG에 대한 기대감이 다시 부활할 수 있을 것으로 보인다. 이번에 매각한 캐나다 혈액제제 공장은 캐나다 내수용으로 미국형 IVIG 생산과는 관련이 없기 때문에 미국형 IVIG는 원래 일정대로 오창A 공장에서 생산될 것으로 보인다. 더불어 녹십자 혈장치료제의 효능이 입증된다면 하반기 녹십자의 R&D 모멘텀을 기대해 볼 만하다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 260,000원 | CP(7월 30일): 229,500원

Key Data

	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,267.01	
52주 최고/최저(원)	237,500/98,400	
시가총액(십억원)	2,682.1	
시가총액비중(%)	0.22	
발행주식수(천주)	11,686.5	
60일 평균 거래량(천주)	292.1	
60일 평균 거래대금(십억원)	56.3	
20년 배당금(예상,원)	1,000	
20년 배당수익률(예상, %)	0.44	
외국인지분율(%)	18.30	
주요주주 지분율(%)		
녹십자홀딩스 외 14 인	52.82	
국민연금공단	9.75	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	55.1 77.9 114.5	
상대	44.2 68.6 92.9	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,334.9	1,369.7	1,469.7	1,605.9	1,746.5
영업이익	십억원	50.2	40.3	78.7	87.7	110.0
세전이익	십억원	50.2	(6.1)	125.6	62.4	85.8
순이익	십억원	34.4	(3.6)	93.6	46.1	62.4
EPS	원	2,946	(311)	8,007	3,946	5,340
증감률	%	(35.3)	적전	흑전	(50.7)	35.3
PER	배	46.16	N/A	28.66	58.16	42.98
PBR	배	1.45	1.43	2.30	2.23	2.14
EV/EBITDA	배	20.87	23.35	24.72	24.05	20.32
ROE	%	3.28	(0.35)	8.59	4.02	5.24
BPS	원	93,724	92,793	99,823	102,793	107,156
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



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

표 1. 녹십자 2Q20 실적 리뷰(연결기준)

(단위: 십억원, %)

	2Q20P	2Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	360.0	359.6	0.1	366.2	(1.7)
영업이익	15.6	19.6	(20.6)	18.6	(16.1)
세전이익	21.1	(9.6)	TB	0.0	-
당기순이익	13.6	(9.2)	TB	1.8	655.6
OPM %	4.3	5.5		5.1	
NPM %	3.8	(2.6)		0.5	

자료: 하나금융투자

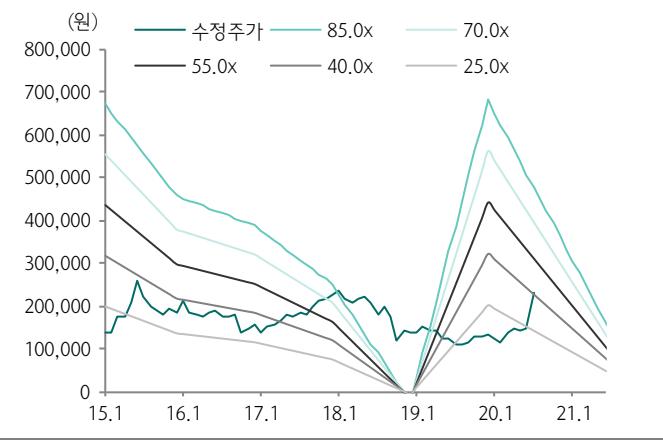
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	286.8	359.6	369.7	353.6	307.8	360.0	435.3	366.7	1,369.7	1,469.7	1,605.9
YoY(%)	-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	7.3%	0.1%	17.7%	3.7%	2.6%	7.3%	9.3%
국내	200.2	214.8	274.8	243.6	211.3	222.1	302.7	236.5	933.4	972.6	1,063.4
YoY(%)	-5.1%	0.0%	10.0%	5.5%	5.5%	3.4%	10.2%	-2.9%	3.0%	4.2%	9.3%
혈액제제	78.6	79.1	79.4	77.1	76.8	74.9	81.6	78.2	314.2	311.5	331.8
백신제제	33.5	41.4	94.5	56.5	33.1	46.9	111.6	50.0	225.9	241.7	252.2
일반제제	63.9	66.8	70.5	74.3	61.6	56.9	60.8	59.2	275.5	238.5	252.3
OTC류	24.2	27.5	30.4	35.8	39.8	43.4	48.6	49.0	117.9	180.9	227.0
해외	35.2	87.8	41.3	48.6	43.1	71.1	73.6	64.5	212.9	252.3	271.1
YoY(%)	-8.3%	15.8%	-23.7%	-27.0%	22.4%	-19.0%	78.2%	32.7%	-9.4%	18.5%	7.5%
혈액제제	26.6	35.4	27.6	25.8	15.3	27.9	29.0	29.5	115.4	101.7	111.1
백신제제	2.7	45.7	10.1	15.9	25.5	38.1	39.2	26.9	74.4	129.7	135.0
일반제제	5.9	6.7	3.6	6.9	2.3	5.1	5.4	8.1	23.1	20.9	25.0
연결자회사	51.4	57.0	53.6	61.4	53.4	66.8	59.0	65.7	223.4	244.8	271.5
YoY(%)	14.8%	11.6%	11.0%	24.5%	3.8%	17.2%	10.0%	7.0%	15.5%	9.6%	10.9%
매출총이익	73.2	98.6	117.4	83.1	88.7	104.0	144.1	99.0	372.3	435.8	467.1
YoY(%)	-10.0%	12.5%	14.0%	12.6%	21.1%	5.5%	22.7%	19.1%	7.7%	17.0%	7.2%
GPM(%)	25.5%	27.4%	31.8%	23.5%	28.8%	28.9%	33.1%	27.0%	27.2%	29.6%	29.1%
판매관리비	71.8	78.9	80.9	100.4	82.6	88.4	91.8	94.2	332.0	357.0	379.4
YoY(%)	7.4%	6.2%	7.8%	26.3%	14.9%	12.0%	13.6%	-6.1%	12.3%	7.5%	6.3%
경상연구개발비	29.3	32.6	29.8	35.0	28.0	30.3	34.8	34.1	126.7	127.3	141.0
YoY(%)	7.7%	2.7%	-5.4%	11.0%	-4.3%	-7.2%	16.8%	-2.6%	3.9%	0.4%	10.8%
기타판매관리비	42.5	46.3	51.1	65.4	54.5	58.1	57.0	60.1	205.3	229.8	238.5
YoY(%)	7.2%	8.9%	17.4%	36.3%	28.2%	25.5%	11.6%	-8.1%	18.2%	11.9%	3.8%
영업이익	1.4	19.6	36.6	(17.3)	6.1	15.6	52.2	4.8	40.3	78.7	87.7
YoY(%)	-90.5%	47.7%	30.6%	CR	344.3%	-20.6%	42.9%	TB	-19.7%	95.4%	11.3%
OPM(%)	0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	2.0%	4.3%	12.0%	1.3%	2.9%	5.4%	5.5%
당기순이익	5.3	(14.4)	22.4	(24.6)	(4.0)	13.5	33.2	52.8	(11.3)	95.5	47.3
YoY(%)	-71.4%	TR	41.7%	CR	TR	TB	48.0%	TB	TR	TB	-50.5%
NPM(%)	1.9%	-4.0%	6.1%	-7.0%	-1.3%	3.8%	7.6%	14.4%	-0.8%	6.5%	2.9%

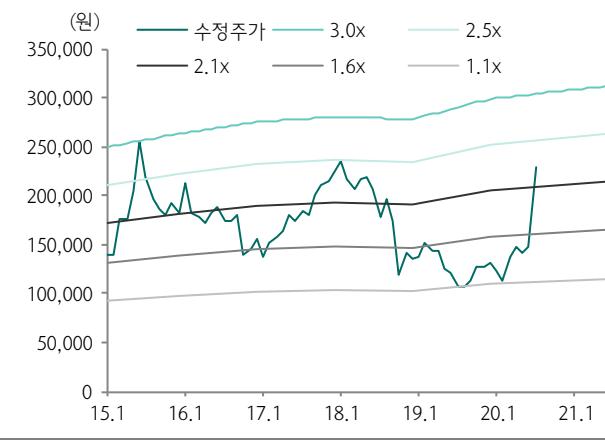
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 뱀드



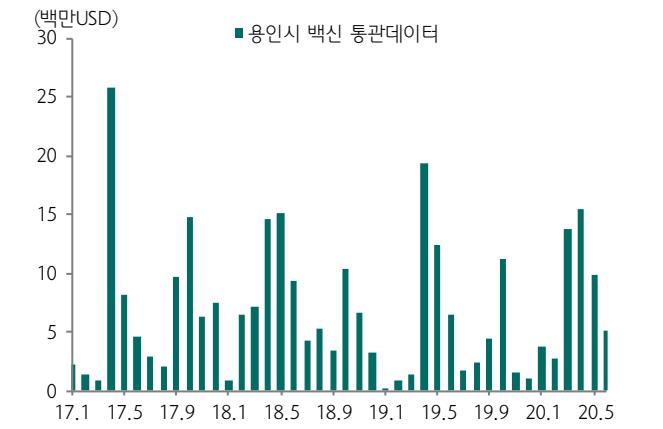
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 뱀드



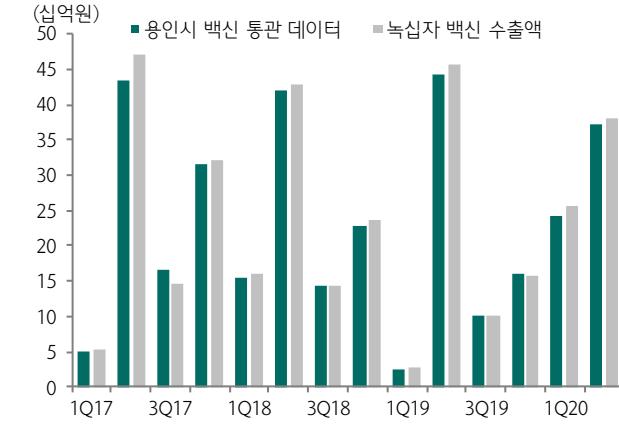
자료: 하나금융투자

그림 3. 용인시 백신 통관데이터



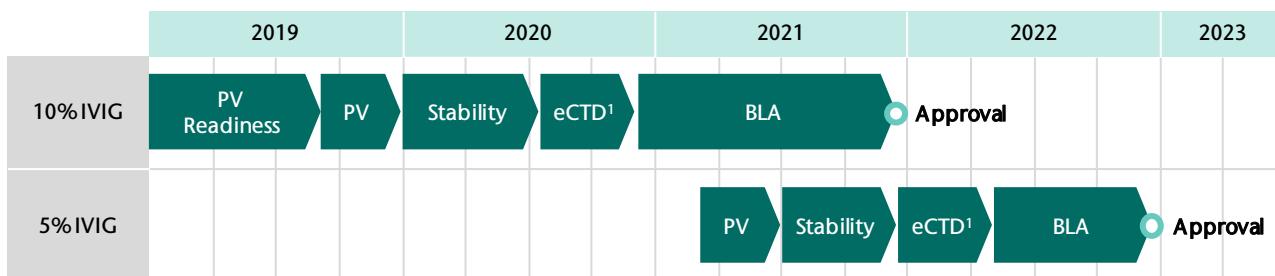
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. 분기별 녹십자 백신 수출금액과 비교(상관계수 99%)



자료: 하나금융투자

그림 5. IVIG 북미 진출 Project Timeline



주석1: CTD(Common Technical Document)

자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 6. 녹십자 주요 파이프라인

임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인 신청	프로젝트
CRV-101 대상포진, 미국 임상 결과보고서 완료	GC3114A 4가 독감백신-HD, 한국 3분기 최종환자 투여	GC5107D IVIG SN 10% 아동, 미국 3분기 첫 환자 투여	GC5101B IGIV 5%, 미국	GC5131A 고면역글로불린
	GC3111A Tdap, 한국 3분기 최종환자 투여	GC1109 탄저병, 한국 2분기 IND 제출	GC5107B IGIV 10%, 미국 4분기 BLA 제출	MG1133A 모노클론항체치료
GC1102B 헤파빅-진(만성B형 간염) 한국 3분기 최종환자 퇴원	GC3107A BCC, 전세계 4분기 첫 환자 투여	GC5107D 수두 II, 한국 1분기 승인		MG3105A 이단위백신
MG1113A 조직 인자 경로 억제제, 한국 4분기 IND 제출	GC1102 헤파빅-진(간 이식), 한국 진행 중	GC1101D 그린진 F, 중국 4분기 규제 결정 중		
GC1118A EGFR, 한국 2분기 최종 환자 투여			GC1111F 헌터라제, 중국 2분기 규제 결정 중	
			GC1123A 헌터라제 ICV, 일본 4분기 규제 결정 중	

- COVID-19 업데이트
- 혈장 단백질
- 의료용 재조합단백질
- 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,469.7	1,605.9	1,746.5
매출원가	989.0	997.4	1,034.0	1,138.9	1,231.3
매출총이익	345.9	372.3	435.7	467.0	515.2
판관비	295.7	332.1	357.0	379.4	405.2
영업이익	50.2	40.3	78.7	87.7	110.0
금융손익	16.8	(18.0)	(9.9)	(11.1)	(7.8)
종속/관계기업손익	(7.0)	(2.8)	(4.4)	(5.1)	(6.0)
기타영업외손익	(9.8)	(25.6)	61.3	(9.0)	(10.5)
세전이익	50.2	(6.1)	125.6	62.4	85.8
법인세	15.9	5.1	30.2	15.1	21.4
계속사업이익	34.2	(11.3)	95.5	47.3	64.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.2	(11.3)	95.5	47.3	64.3
비지배주주지분 순이익	(0.2)	(7.6)	1.9	1.2	1.9
지배주주순이익	34.4	(3.6)	93.6	46.1	62.4
지배주주지분포괄이익	30.8	(5.6)	36.2	17.9	24.4
NOPAT	34.2	74.0	59.8	66.4	82.5
EBITDA	90.3	86.9	124.9	127.7	148.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.6	2.6	7.3	9.3	8.8
NOPAT증가율	(51.8)	116.4	(19.2)	11.0	24.2
EBITDA증가율	(28.9)	(3.8)	43.7	2.2	16.4
영업이익증가율	(44.4)	(19.7)	95.3	11.4	25.4
(지배주주)순이익증가율	(35.3)	적전	흑전	(50.7)	35.4
EPS증가율	(35.3)	적전	흑전	(50.7)	35.3
수익성(%)					
매출총이익률	25.9	27.2	29.6	29.1	29.5
EBITDA이익률	6.8	6.3	8.5	8.0	8.5
영업이익률	3.8	2.9	5.4	5.5	6.3
계속사업이익률	2.6	(0.8)	6.5	2.9	3.7

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	(311)	8,007	3,946	5,340
BPS	93,724	92,793	99,823	102,793	107,156
CFPS	9,260	8,472	9,278	9,337	11,169
EBITDAPS	7,725	7,438	10,684	10,924	12,712
SPS	114,224	117,204	125,761	137,418	149,443
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	46.2	N/A	28.7	58.2	43.0
PBR	1.5	1.4	2.3	2.2	2.1
PCFR	14.7	15.6	24.7	24.6	20.5
EV/EBITDA	20.9	23.3	24.7	24.0	20.3
PSR	1.2	1.1	1.8	1.7	1.5
재무비율(%)					
ROE	3.3	(0.3)	8.6	4.0	5.2
ROA	2.0	(0.2)	4.5	2.0	2.6
ROIC	2.8	5.5	4.2	4.6	5.7
부채비율	53.0	65.5	73.6	78.7	81.8
순부채비율	20.2	29.2	21.1	19.3	14.7
이자보상배율(배)	6.6	4.2	6.2	7.3	8.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,230.4	1,367.1	1,531.6
금융자산	106.9	141.6	352.8	444.7	558.5
현금성자산	96.6	98.5	309.7	401.6	515.4
매출채권 등	391.2	405.2	427.5	449.4	470.6
재고자산	386.9	406.6	441.0	463.1	491.7
기타유동자산	8.4	8.4	9.1	9.9	10.8
비유동자산	830.0	997.5	969.2	959.2	930.3
투자자산	127.7	121.5	124.6	130.6	135.2
금융자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
유형자산	559.7	641.7	630.8	636.1	612.9
무형자산	100.8	103.0	105.8	106.5	108.1
기타비유동자산	41.8	131.3	108.0	86.0	74.1
자산총계	1,723.4	1,959.3	2,199.6	2,326.3	2,461.9
유동부채	303.5	401.4	503.5	572.6	623.3
금융부채	66.6	141.3	221.8	277.5	308.2
매입채무 등	211.4	226.3	245.8	256.2	273.2
기타유동부채	25.5	33.8	35.9	38.9	41.9
비유동부채	293.7	373.8	428.8	451.6	484.5
금융부채	268.4	345.8	398.8	418.8	448.8
기타비유동부채	25.3	28.0	30.0	32.8	35.7
부채총계	597.2	775.2	932.4	1,024.2	1,107.8
지배주주지분	1,059.6	1,048.8	1,130.9	1,165.6	1,216.6
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	327.2	336.0	336.0	336.0	336.0
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	7.9	10.5	10.5	10.5	10.5
이익잉여금	701.8	679.5	761.7	796.4	847.4
비지배주주지분	66.6	135.3	136.3	136.5	137.5
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,267.2	1,302.1	1,354.1
순금융부채	228.0	345.5	267.8	251.6	198.5

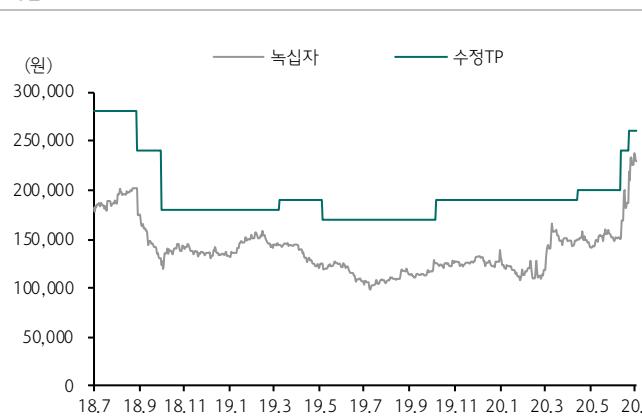
현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	34.5	56.2	71.0
당기순이익	34.2	(11.3)	95.5	47.3	64.3
조정	54.5	87.9	(27.2)	37.5	34.5
감가상각비	40.1	46.7	46.1	40.0	38.5
외환거래손익	(2.6)	1.7	(0.4)	(0.5)	(0.5)
지분법손익	7.0	2.8	0.0	0.0	0.0
기타	10.0	36.7	(72.9)	(2.0)	(3.5)
영업활동 자산부채 변동	(74.3)	(36.3)	(33.8)	(28.6)	(27.8)
투자활동 현금흐름	(86.1)	(177.9)	(15.4)	(28.5)	(6.6)
투자자산감소(증가)	(24.6)	6.2	(4.0)	(7.0)	(5.6)
유형자산감소(증가)	(41.1)	(125.3)	(30.0)	(40.0)	(10.0)
기타	(20.4)	(58.8)	18.6	18.5	9.0
재무활동 현금흐름	(4.5)	140.8	122.1	64.3	49.3
금융부채증가(감소)	8.2	152.1	133.5	75.7	60.7
자본증가(감소)	2.8	8.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(7.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(15.3)	(12.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(74.3)	1.8	211.2	91.9	113.8
Unlevered CFO	108.2	99.0	108.4	109.1	130.5
Free Cash Flow	(27.0)	(87.2)	4.5	16.2	61.0



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.7.21	BUY	260,000		
20.7.10	BUY	240,000	-22.53%	-16.67%
20.5.13	BUY	200,000	-24.74%	-20.00%
19.11.4	BUY	190,000	-32.63%	-12.63%
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%
18.7.31	BUY	280,000	-31.90%	-27.86%
17.11.1	BUY	250,000	-14.31%	-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	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 29일

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 07월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 07월 31일 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.