

녹십자 (006280)

코로나19 백신 위탁생산 기대감

2020년 4분기는 흑자전환

녹십자의 4분기 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 17.7% 증가한 4,163억원, 영업이익은 79억원(OPM, 1.9%)으로 흑자 전환을 시현할 수 있을 것으로 추정된다. 국내에서 트윈데믹에 대한 우려로 대규모 독감백신 접종이 이루어졌기 때문에, 4분기 독감백신 폐기 비용이 예년 대비 크게 감소했을 것으로 추정되는 바, 올해 4분기에는 흑자 전환이 가능했을 것으로 전망된다. 그러나 해외 독감백신 수출은 약 140억원으로 당초 기대했던 250억원 대비 크게 감소한 것으로 보인다. 수두백신도 다른 분기 대비 감소하여 약 70억원 규모가 발생한 것으로 보인다. 4분기 경기도 용인시의 백신 관세청 통관데이터도 1,832만 달러로 전년 대비 약 33% 증가하는 데 그쳤다.

2021년 수익성이 크게 개선될 것으로 전망

작년 9월 중국에서 승인받은 헌터라제가 1분기 초도물량이 발생하면서 2021년 헌터라제 수출은 전년 대비 2배 가까이 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 남반구 독감백신도 2020년 약 400억 원 발생했었는데 남반구도 역시 작년 가을 북반구와 마찬가지로 트윈데믹에 대한 우려가 커지면서 독감백신에 대한 수요가 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 이와 같이 녹십자가 자체 개발하거나 생산하는 제품의 수출이 증가하면서 수익성이 크게 개선될 수 있을 것으로 예상된다. 2020년 30.2%로 추정되는 매출총이익률은 올해 약 2%p 정도 개선될 수 있을 것으로 추정된다.

코로나19 백신 위탁생산은 가능?

2020년 12월 화이자와 모더나사가 개발한 코로나19 바이러스 백신이 미 FDA로부터 긴급사용허가(EUA) 승인을 획득하면서 본격적으로 코로나19 백신시대가 개막되었다. 아직까지는 두 가지 백신만 EUA 승인을 획득했으나, 3월 초 아스트라제네카와 존슨앤존슨사가 개발한 백신도 미 FDA의 EUA 승인이 가능할 것으로 전망된다. 그 뒤를 이어 상용화된 플랫폼 기술인 항원백신으로 개발된 노바백스와 사노피/GSK사가 개발한 코로나19 백신도 상반기 순차적으로 EUA 승인이 가능할 것으로 예상된다. 많은 종류의 백신들이 개발되면서 백신 생산시설의 쏠티지는 분명할 것으로 전망되는 바, 녹십자의 코로나19 백신 위탁생산은 발표시점의 문제로 판단된다. 아직까지 구체적인 계약체결이 발표되지 않아서 2021년 녹십자의 실적 추정에는 코로나19 백신 위탁생산 추정치는 반영하지 않았다. 그러나 한 건의 계약체결이 발표되기 시작하면 순차적으로 코로나19 백신 위탁생산 계약 체결 관련 뉴스가 이어질 수 있을 것으로 예상, 녹십자는 올해 큰 폭의 실적개선이 가능할 것으로 전망된다. 2020년 코로나19 팬데믹으로 크게 실적이 개선된 기업들이 진단 기업들이었다면 2021년에는 백신 위탁생산 기업들이 그 뒤를 이을 수 있을 것으로 기대된다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 500,000원(상향) | CP(1월 22일): 425,000원

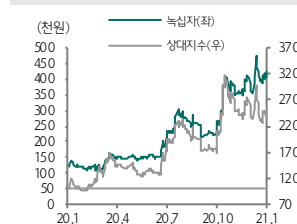
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,140.63
52주 최고/최저(원)	475,000/108,000
시가총액(십억원)	4,966.8
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	11,686.5
60일 평균 거래량(천주)	593,738.3
60일 평균 거래대금(십억원)	228.2
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	0.43
외국인지분율(%)	21.28
주요주주 지분율(%)	
녹십자홀딩스 외 10 인	51.41
국민연금공단	9.72
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.5 82.4 234.6
상대	(4.7) 29.4 141.6

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,485.3	1,898.8
영업이익(십억원)	85.0	305.3
순이익(십억원)	100.3	217.7
EPS(원)	7,058	14,432
BPS(원)	95,285	109,046

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,334.9	1,369.7	1,503.6	1,709.6	1,858.4
영업이익	십억원	50.2	40.3	80.4	134.0	198.9
세전이익	십억원	50.2	(6.1)	157.7	105.4	175.1
순이익	십억원	34.4	(3.6)	115.1	77.9	127.4
EPS	원	2,946	(311)	9,851	6,668	10,900
증감률	%	(35.34)	적전	흑전	(32.31)	63.47
PER	배	46.16	(426.05)	41.21	63.74	38.99
PBR	배	1.45	1.43	4.01	3.97	3.63
EV/EBITDA	배	20.87	23.35	24.66	17.58	12.39
ROE	%	3.28	(0.35)	10.48	6.59	10.00
BPS	원	93,724	92,793	101,260	107,114	117,063
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000



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

RA 강승원
02-3771-3454
seungwonkang@hanafn.com

표 1. 녹십자 4Q20 실적 프리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	4Q20F	4Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	416.3	353.6	17.7	397.2	4.8
영업이익	7.9	(17.3)	TB	12.4	(36.0)
세전이익	61.6	(33.6)	TB	30.4	103.1
지배주주 당기순이익	48.8	(22.7)	TB	28.2	73.3
OPM %	1.9	(4.9)		3.1	
NPM %	11.7	(6.4)		7.1	

자료: 하나금융투자

표 2. 녹십자 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	307.8	360.0	419.6	416.3	367.8	409.8	478.3	453.8	1,369.7	1,503.6	1,709.6
YoY(%)	7.3%	0.1%	13.5%	17.7%	19.5%	13.8%	14.0%	9.0%	2.6%	9.8%	13.7%
국내	211.3	222.1	291.9	257.2	236.3	240.7	335.0	281.9	933.4	982.5	1,093.9
YoY(%)	5.5%	3.4%	6.2%	5.6%	11.8%	8.4%	14.8%	9.6%	3.0%	5.3%	11.3%
혈액제제	76.8	74.9	76.8	78.0	80.8	79.6	81.5	84.2	314.2	306.5	326.0
백신제제	33.1	46.9	109.4	61.4	37.8	46.6	126.7	64.2	225.9	250.8	275.2
일반제제	61.6	56.9	65.9	69.1	66.0	59.4	69.2	73.2	275.5	253.5	267.8
OTC류	39.8	43.4	39.8	48.7	51.7	55.1	57.7	60.4	117.9	171.7	224.9
해외	43.1	71.1	52.1	68.8	56.7	82.3	58.6	75.3	212.9	235.1	272.9
YoY(%)	22.4%	-19.0%	26.2%	41.5%	31.5%	15.8%	12.5%	9.5%	-9.4%	10.4%	16.1%
혈액제제	15.3	27.9	26.7	37.5	19.9	31.3	28.9	39.6	115.4	107.4	119.8
백신제제	25.5	38.1	17.6	20.9	23.0	41.8	18.0	22.3	74.4	102.1	105.0
일반제제	2.3	5.1	7.8	10.4	13.8	9.2	11.7	13.5	23.1	25.6	48.1
연결자회사	53.4	66.8	75.6	90.3	74.7	86.8	84.7	96.6	223.4	286.0	342.8
YoY(%)	3.8%	17.2%	41.0%	47.0%	40.0%	30.0%	12.0%	7.0%	15.5%	28.0%	19.9%
매출총이익	88.7	104.0	142.9	118.2	110.3	127.0	174.6	138.4	372.3	453.8	550.3
YoY(%)	21.1%	5.5%	21.7%	42.3%	24.4%	22.2%	22.2%	17.1%	7.7%	21.9%	21.3%
GPM(%)	28.8%	28.9%	34.0%	28.4%	30.0%	31.0%	36.5%	30.5%	27.2%	30.2%	32.2%
판매관리비	82.6	88.4	92.1	110.3	100.0	101.6	98.5	116.2	332.0	373.4	416.4
YoY(%)	14.9%	12.0%	13.9%	9.9%	21.1%	15.0%	6.9%	5.3%	12.3%	12.5%	11.5%
경상연구개발비	28.0	30.4	31.5	43.7	34.9	36.9	34.9	40.8	126.7	133.6	147.6
YoY(%)	-4.3%	-7.0%	5.9%	24.9%	24.6%	21.4%	10.8%	-6.6%	3.8%	5.5%	10.4%
기타판매관리비	54.5	58.0	60.6	66.6	65.1	64.7	63.6	75.3	205.3	239.8	268.8
YoY(%)	28.2%	25.4%	18.6%	1.8%	19.4%	11.6%	4.9%	13.1%	18.2%	16.8%	12.1%
영업이익	6.1	15.6	50.7	7.9	10.3	25.4	76.0	22.2	40.3	80.4	134.0
YoY(%)	344.3%	-20.6%	38.8%	TB	68.2%	62.9%	49.9%	181.2%	-19.7%	99.5%	66.7%
OPM(%)	2.0%	4.3%	12.1%	1.9%	2.8%	6.2%	15.9%	4.9%	2.9%	5.3%	7.8%
당기순이익	(4.0)	13.9	63.4	46.6	4.1	13.2	56.9	5.7	(11.3)	119.8	79.9
YoY(%)	TR	TB	182.8%	TB	TB	-4.8%	-10.3%	-87.7%	TR	TB	-33.3%
NPM(%)	-1.3%	3.9%	15.1%	11.2%	1.1%	3.2%	11.9%	1.3%	-0.8%	8.0%	4.7%

자료: 하나금융투자

녹십자 목표주가 상향

목표주가 50만원 상향

투자의견 BUY 유지

녹십자에 대해 목표주가 500,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 500,000원은 SOTP 방식으로 기존 녹십자의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 녹십자 파이프라인인 중국에 서의 헨터라제와 캐나다와 오창 IVIG 생산에 의한 실적 등을 고려하여 산정하였으며, 코로나19 백신 위탁생산 가치도 반영하였다. 코로나19 백신 위탁생산 가치는 지난 추정과 마찬가지로 1억 바이알 기준 단가 2달러, GPM 70%, OPM 53%로 가정 EBITDA 1,200억원으로 추정하였다. 녹십자의 현재 영업가치는 코스피 의약품 평균 EV/EBITDA에서 25% 할인된 18.7배를 적용하였는데, 백신 위탁생산 가치는 이보다 할인한 7배를 부여하여 그 가치를 산정하였다.

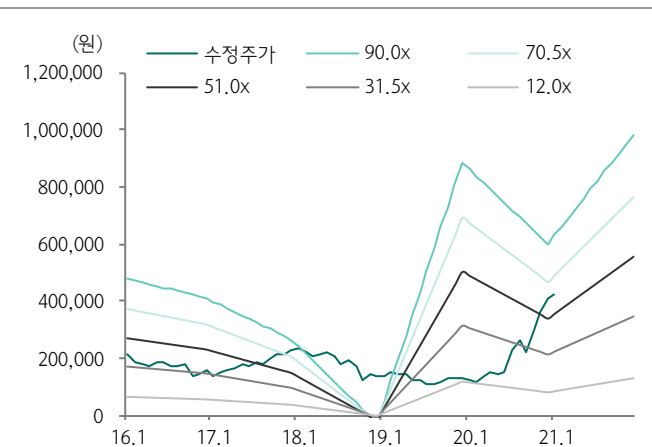
표 3. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	비고
영업가치	3,251.2
12개월 예상 EBITDA	174.0
EV/EBITDA 배수	18.7 12MF KOSPI 의약품 평균 EV/EBITDA 25% 할인
상장 자회사 가치	649.3
녹십자셀	135.2
3개월 평균 시총	575.4 녹십자 지분을 23.5%
녹십자엠에스	133.9
3개월 평균 시총	322.6 녹십자 지분을 41.5%
녹십자웰빙	55.1
3개월 평균 시총	249.4 녹십자 지분을 22.1%
녹십자랩셀	325.1
3개월 평균 시총	840.8 녹십자 지분을 38.7%
CMO 가치	845.3
IMG	845.3
파이프라인 가치	1,181.1
IMG	365.2
헨터라제	815.8
자사주	105.2 3개월 평균 주가
순부채	184.5
적정자본가치	5,847.5
주식 수(1,000주)	11,687
적정주가	500,362

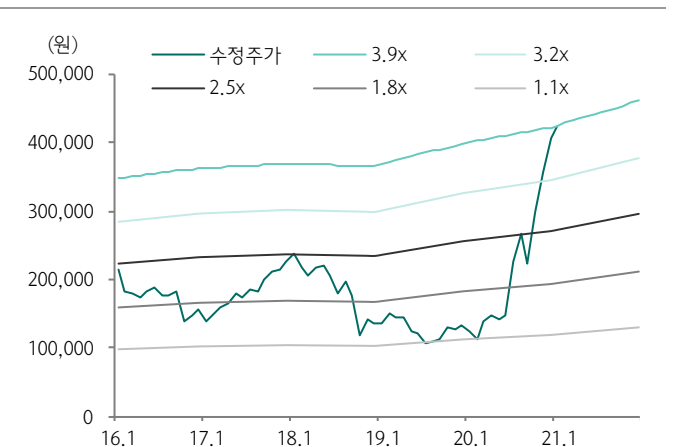
주: EV/EBITDA는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 부광약품, 한미약품, 대웅제약 제외
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 밴드



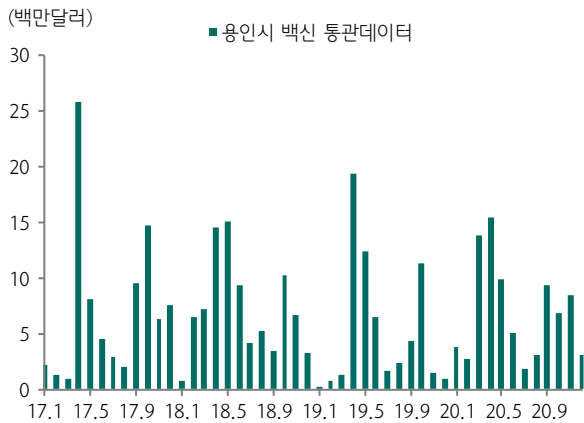
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 밴드



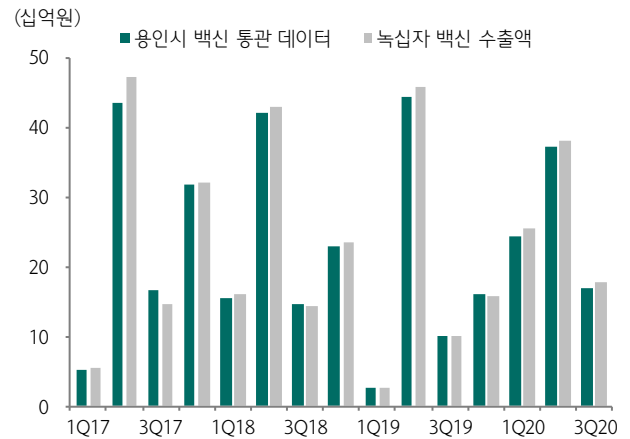
자료: 하나금융투자

그림 3. 용인시 백신 통관데이터



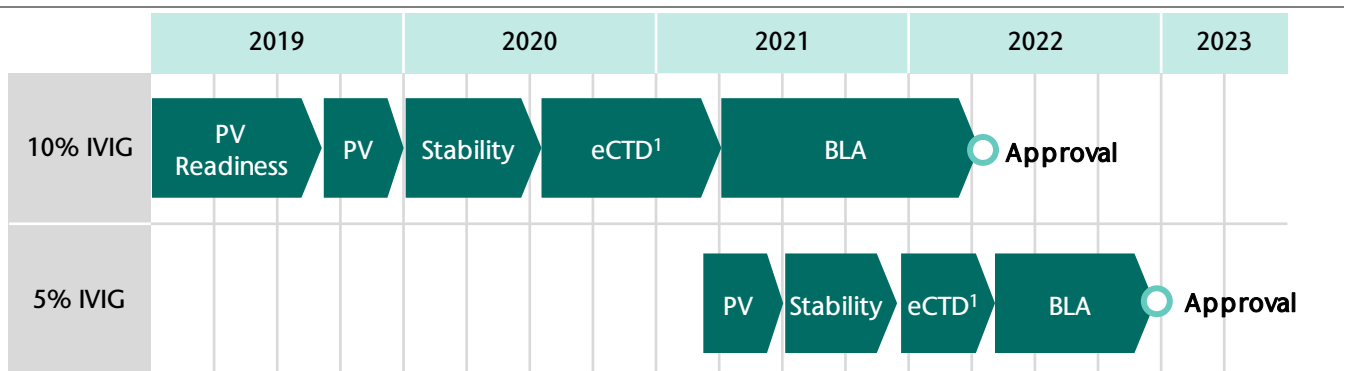
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. 분기별 녹십자 백신 수출금액과 비교(상관계수 99%)



자료: 하나금융투자

그림 5. IVIG 복미 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	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 IND제출	GC5107B IGIV 10%, 미국 4분기 BLA제출	MG1133A 모노클론항체치료
	GC1102B 헤파빅-진(만성B형 간염) 한국 3분기 최종환자 퇴원	GC3107A BCG, 전세계 4분기 첫 환자 투여	GC5107D 수두 II, 한국 1분기 승인	MG3105A 이단위백신
	MG1113A 조직 인자 경로억제제, 한국 4분기 IND제출	GC1102 헤파빅-진(간 이식), 한국 진행중	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	1,503.6	1,709.6	1,858.4
매출원가	989.0	997.4	1,049.9	1,159.3	1,226.6
매출총이익	345.9	372.3	453.7	550.3	631.8
판매비	295.7	332.1	373.4	416.4	433.0
영업이익	50.2	40.3	80.4	134.0	198.9
금융손익	16.8	(18.0)	22.1	(11.8)	(7.9)
종속/관계기업손익	(7.0)	(2.8)	(6.0)	(5.1)	(4.0)
기타영업외손익	(9.8)	(25.6)	61.3	(11.7)	(11.9)
세전이익	50.2	(6.1)	157.7	105.4	175.1
법인세	15.9	5.1	37.8	25.5	43.8
계속사업이익	34.2	(11.3)	119.8	79.9	131.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.2	(11.3)	119.8	79.9	131.3
비배주주지분 손익	(0.2)	(7.6)	4.7	2.0	3.9
지배주주순이익	34.4	(3.6)	115.1	77.9	127.4
지배주주지분포괄이익	30.8	(5.6)	45.5	30.3	49.8
NOPAT	34.2	74.0	61.1	101.6	149.1
EBITDA	90.3	86.9	126.5	174.0	238.0
성장성(%)					
매출액증가율	3.65	2.61	9.78	13.70	8.70
NOPAT증가율	(51.83)	116.37	(17.43)	66.28	46.75
EBITDA증가율	(28.90)	(3.77)	45.57	37.55	36.78
영업이익증가율	(44.41)	(19.72)	99.50	66.67	48.43
(지배주주)순이익증가율	(35.34)	적전	흑전	(32.32)	63.54
EPS증가율	(35.34)	적전	흑전	(32.31)	63.47
수익성(%)					
매출총이익률	25.91	27.18	30.17	32.19	34.00
EBITDA이익률	6.76	6.34	8.41	10.18	12.81
영업이익률	3.76	2.94	5.35	7.84	10.70
계속사업이익률	2.56	(0.82)	7.97	4.67	7.07

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	(311)	9,851	6,668	10,900
BPS	93,724	92,793	101,260	107,114	117,063
CFPS	9,260	8,472	9,282	13,302	18,995
EBITDAPS	7,725	7,438	10,826	14,889	20,367
SPS	114,224	117,204	128,663	146,292	159,024
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	46.16	(426.05)	41.21	63.74	38.99
PBR	1.45	1.43	4.01	3.97	3.63
PCFR	14.69	15.64	43.74	31.95	22.37
EV/EBITDA	20.87	23.35	24.66	17.58	12.39
PSR	1.19	1.13	3.16	2.91	2.67
재무비율(%)					
ROE	3.28	(0.35)	10.48	6.59	10.00
ROA	2.01	(0.20)	5.51	3.38	5.10
ROIC	3.40	6.71	5.18	8.63	12.70
부채비율	53.03	65.47	72.66	76.56	76.25
순부채비율	20.25	29.18	19.12	13.60	4.78
이자보상배율(배)	6.59	4.19	6.31	11.17	15.30

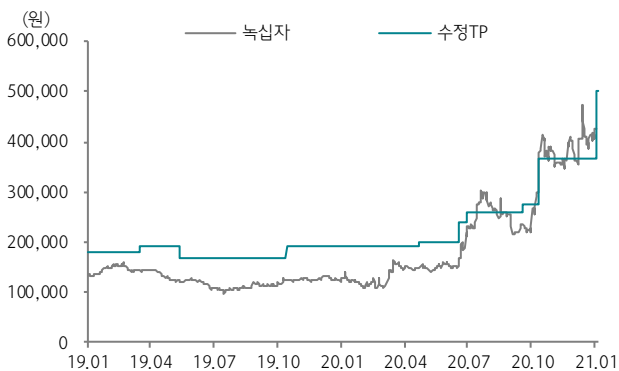
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,252.5	1,435.4	1,660.9
금융자산	106.9	141.6	374.7	512.3	687.0
현금성자산	96.6	98.5	331.6	469.2	643.9
매출채권	379.7	388.3	409.8	430.7	451.1
재고자산	386.9	406.6	441.0	463.1	491.7
기타유동자산	19.9	25.3	27.0	29.3	31.1
비유동자산	830.0	997.5	969.2	959.2	939.6
투자자산	127.7	121.5	124.6	130.6	135.2
금융자산	55.9	46.4	46.4	46.4	46.4
유형자산	559.7	641.7	630.8	636.1	622.3
무형자산	100.8	103.0	105.8	106.5	108.1
기타비유동자산	41.8	131.3	108.0	86.0	74.0
자산총계	1,723.4	1,959.3	2,221.7	2,394.6	2,600.5
유동부채	303.5	401.4	505.4	584.6	638.2
금융부채	66.6	141.3	222.0	278.0	308.8
매입채무	144.9	139.3	151.2	157.6	168.1
기타유동부채	92.0	120.8	132.2	149.0	161.3
비유동부채	293.7	373.8	429.5	453.7	486.8
금융부채	268.4	345.8	398.8	418.8	448.8
기타비유동부채	25.3	28.0	30.7	34.9	38.0
부채총계	597.2	775.2	934.9	1,038.4	1,125.0
지배주주지분	1,059.6	1,048.8	1,147.7	1,216.1	1,332.4
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	5.8	7.7	8.0
이익잉여금	701.8	679.5	783.2	849.7	965.7
비지배주주지분	66.6	135.3	139.1	140.1	143.1
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,286.8	1,356.2	1,475.5
순금융부채	228.0	345.5	246.1	184.5	70.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	38.4	117.4	153.0
당기순이익	34.2	(11.3)	119.8	79.9	131.3
조정	5	9	(6)	4	4
감가상각비	40.1	46.7	46.1	40.0	39.2
외환거래손익	(2.6)	1.7	(0.4)	2.8	1.0
지분법손익	7.0	2.8	0.0	0.0	0.0
기타	(39.5)	(42.2)	(51.7)	(38.8)	(36.2)
영업활동 자산부채변동	(74.3)	(36.3)	(22.1)	(3.3)	(15.0)
투자활동 현금흐름	(86.1)	(177.9)	16.6	(31.8)	(18.1)
투자자산감소(증가)	(24.6)	6.2	(4.0)	(7.0)	(5.6)
자본증가(감소)	(41.1)	(125.3)	(30.0)	(40.0)	(20.0)
기타	(20.4)	(58.8)	50.6	15.2	7.5
재무활동 현금흐름	(4.5)	140.8	122.3	64.6	49.3
금융부채증가(감소)	8.2	152.1	133.7	76.1	60.8
자본증가(감소)	2.8	8.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(7.7)	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	(15.3)	(12.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(74.3)	1.8	233.1	137.6	174.7
Unlevered CFO	108.2	99.0	108.5	155.5	222.0
Free Cash Flow	(27.0)	(87.2)	8.4	77.4	133.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.24	BUY	500,000		
20.11.2	BUY	365,000	-49.86%	3.56%
20.10.11	BUY	276,000	-11.00%	8.70%
20.7.21	BUY	260,000	-1.77%	15.96%
20.7.10	BUY	240,000	-19.10%	-8.96%
20.5.13	BUY	200,000	-24.72%	-20.00%
19.11.4	BUY	190,000	-32.53%	-12.63%
19.6.4	BUY	170,000	-32.89%	-24.41%
19.4.7	BUY	190,000	-28.87%	-23.16%
18.10.30	BUY	180,000	-21.45%	-11.94%

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	92.1%	7.9%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2021년 1월 22일

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 2021년 1월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 1월 25일 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.