



하나금융그룹

2021년 2월 10일 | Equity Research

녹십자 (006280)

4분기 통상적이지 못한 비용 증가로 대규모 적자 시현

4분기 충격적인 어닝쇼크

녹십자의 4분기 연결 기준 매출액은 4,167억원(YoY, 18.7%), 영업이익은 -222억원(적자지속)을 기록, 111억원 컨센서스로 흑자전환을 기대했던 시장에 충격적인 실적을 발표하였다. 이와 같은 대규모 적자를 시현한 주된 원인은 대규모 비용 집행 때문이었다. 1) 원래 통상적으로 4분기에는 인센티브가 반영되어 다른 분기 대비 약 30~40억원 정도 인건비가 증가하는데 2020년 4분기에는 특별 인센티브가 반영, 전년 대비 약 77억원 인건비가 증가하였으며, 2) 4분기 경상연구개발비에 올해 연구비 일부가 선반영되면서 다른 분기 평균 대비 약 180억원 정도 더 집행되었다. 3) 주로 처방의약품 시장에서 강세를 보였던 과거의 녹십자와는 달리 최근 2~3년 내에 건강기능식품 내지는 OTC 제품군이 확대되면서 과거와는 달리 광고선전비와 지급수수료 비용이 증가하고 있는 추세이다. 4분기 광고선전비가 전년 대비 약 43억원 증가하였다. 2020년 4분기 인건비, 경상연구개발비, 광고선전비의 통상적이지 못한 비용 증가로 인해 판관비가 전년대비 무려 27.2%나 증가하면서 1,273억원이나 집행, 대규모 적자를 시현하게 되었다.

녹십자의 이익률이 개선되려면...

4분기 녹십자의 매출총이익률(GPM)은 25.2%로 전년 대비 1.5%p 개선되었다. 그러나 2020년 다른 분기와 비교했을 때에는 대략 3.6~8.8%p 정도 낮아졌는데 이는 혈액제제 수출과 직접적인 관련이 있다. 2020년 3분기는 위낙 국내 독감백신 매출이 크게 증가하면서 마진율 자체가 증가했지만, 1·2분기 GPM이 전년 대비 개선된 이유는 혈액제제 수출이 전년 대비 각각 42.5%, 21.2% 감소했기 때문이다. 혈액제제는 원료인 혈액으로부터 일부민과 IVIG를 만들 수 있는데, 일부민과 IVIG 수요에서 차이가 발생할 수 있다. 이때 수요가 높은 IVIG에 혈액 원료를 맞추다 보면 이익률이 낮아지는 역효과가 발생하고는 한다. 2020년 내내 IVIG 수출을 인위적으로 조절하면서 전년 대비 높은 GPM을 달성했으나, 4분기 브라질 정부의 강력한 요청으로 전년 대비 IVIG 수출이 45.5% 증가하면서 4분기 마진율은 다른 분기 대비 감소할 수밖에 없었다. 녹십자는 향후 일부민과 IVIG 공급을 적절히 조율하면서 혈액제제로 마진율 훼손을 최소화할 전략을 유지할 것으로 보인다.

아직은 미궁인 백신 위탁생산

며칠 전 러시아의 COVID19 백신인 스푿트니크V를 녹십자가 위탁생산(CMO)한다고 보도되면서 녹십자의 코로나19 백신 위탁생산과 관련한 이슈들이 회자되었다. 여전히 녹십자는 공식적인 언급을 하고 있지는 않으나, 일단 스푿트니크V는 최근 랜싯에서 91.6% 예방효과를 입증하면서, 우리나라뿐만 아니라 유럽지역에서도 수요가 증가하고 있다. 아스트라제네카나 J&J와 같은 바이러스 법터 방식으로 2~8°C 냉장에서 보관 및 유통이 가능하다. 타 백신들에 비해 예방효과는 뛰어나다는 점에서 향후 대규모 접종에 대한 니즈가 발생, 대량의 백신이 필요할 것으로 판단된다. 스푿트니크V는 CEPI 백신이 아니라는 점에서 차후 CEPI용 백신의 위탁생산 관련 소식도 이어질 수 있을 것으로 판단, 올해 녹십자의 코로나19 백신 위탁생산으로 인한 실적개선에 대한 기대감은 현재 진행형이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 500,000원 | CP(2월 9일): 442,000원

Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,084.67		
52주 최고/최저(원)	505,000/108,000	매출액(십억원)	1,499.1 1,695.4
시가총액(십억원)	5,165.4	영업이익(십억원)	83.6 172.6
시가총액비중(%)	0.24	순이익(십억원)	100.0 124.0
발행주식수(천주)	11,686.5	EPS(원)	7,154 6,649
60일 평균 거래량(천주)	450,814.7	BPS(원)	97,944 103,639
60일 평균 거래대금(십억원)	185.8		
20년 배당금(예상,원)	1,000		
20년 배당수익률(예상,%)	0.43		
외국인지분율(%)	20.82		
주요주주 지분율(%)			
녹십자홀딩스 외 8 인	51.40		
국민연금공단	9.72		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대	7.4 59.3 260.8		
상대	9.8 21.4 158.7		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,334.9	1,357.1	1,504.1	1,697.7	1,845.6
영업이익	십억원	50.2	41.6	50.2	110.7	197.5
세전이익	십억원	50.2	(6.1)	104.4	82.2	173.7
순이익	십억원	34.4	(3.6)	85.7	60.7	126.4
EPS	원	2,946	(311)	7,333	5,196	10,815
증감률	%	(35.34)	적전	흑전	(29.14)	108.14
PER	배	46.16	(426.05)	55.37	85.07	40.87
PBR	배	1.45	1.43	4.11	4.29	3.91
EV/EBITDA	배	20.87	23.35	32.68	20.61	12.67
ROE	%	3.28	(0.35)	7.91	5.31	10.30
BPS	원	93,724	92,793	98,742	103,124	112,988
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

하나금융투자

표 1. 녹십자 4Q20 실적 리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	4Q20P	3Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	416.7	351.2	18.7	411.7	1.2
영업이익	(22.2)	(17.0)	CR	11.1	N/A
세전이익	8.6	(33.6)	TB	(2.3)	N/A
지배주주순이익	19.4	(22.7)	TB	19.5	(0.5)
OPM %	(5.3)	(4.8)		2.7	
NPM %	4.7	(6.5)		4.7	

자료: 하나금융투자

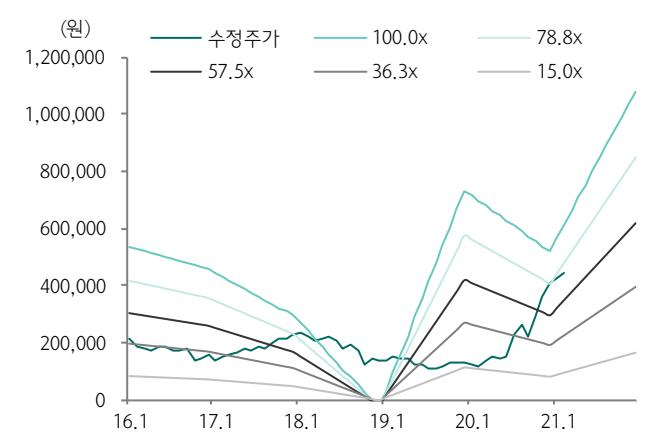
표 2. 녹십자 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20P	21F
매출액	307.8	360.0	419.6	416.7	370.5	404.6	476.7	445.9	1,357.1	1,504.1	1,697.7
YoY(%)	8.6%	1.1%	14.5%	18.7%	20.4%	12.4%	13.6%	7.0%	1.7%	10.8%	12.9%
국내	211.3	222.1	291.9	261.1	236.3	240.7	335.0	284.8	933.4	986.4	1,096.8
YoY(%)	5.5%	3.4%	6.2%	7.2%	11.8%	8.4%	14.8%	9.1%	3.0%	5.7%	11.2%
혈액제제	76.8	74.9	76.8	83.6	80.8	79.6	81.5	90.2	314.2	312.1	332.0
백신제제	33.1	46.9	109.4	63.9	37.8	46.6	126.7	67.3	225.9	253.3	278.3
일반제제	61.6	56.9	65.9	74.3	66.0	59.4	69.2	78.6	275.5	258.7	273.1
OTC류	39.8	43.4	39.8	39.3	51.7	55.1	57.7	48.7	117.9	162.3	213.3
해외	43.1	71.1	52.1	75.0	59.4	77.1	57.1	74.9	212.9	241.3	268.5
YoY(%)	22.4%	-19.0%	26.2%	54.3%	37.9%	8.5%	9.5%	-0.2%	-9.4%	13.3%	11.3%
혈액제제	15.3	27.9	26.7	36.4	22.7	24.1	27.4	30.8	115.4	106.3	105.0
백신제제	25.5	38.1	17.6	26.8	23.0	41.8	18.0	28.7	74.4	108.0	111.4
일반제제	2.3	5.1	7.8	11.8	13.8	11.2	11.7	15.3	23.1	27.0	52.1
연결자회사	53.4	66.8	75.6	80.6	74.7	86.8	84.7	86.2	210.8	276.4	332.5
YoY(%)	11.4%	24.7%	49.9%	36.6%	40.0%	30.0%	12.0%	7.0%	8.9%	31.1%	20.3%
매출총이익	88.7	104.0	142.9	105.1	111.1	123.4	169.2	124.8	372.1	440.7	528.6
YoY(%)	21.5%	5.5%	21.7%	26.4%	25.3%	18.7%	18.5%	18.8%	7.6%	18.4%	20.0%
GPM(%)	28.8%	28.9%	34.0%	25.2%	30.0%	30.5%	35.5%	28.0%	27.4%	29.3%	31.1%
판매관리비	82.6	88.4	92.1	127.3	100.8	100.3	98.2	118.6	330.5	390.4	417.9
YoY(%)	15.7%	12.5%	14.6%	27.2%	22.0%	13.5%	6.6%	-6.8%	11.8%	18.1%	7.0%
경상연구개발비	28.0	30.4	31.5	48.1	35.2	36.4	34.8	42.4	126.7	138.0	148.8
YoY(%)	-4.3%	-7.0%	5.9%	37.5%	25.5%	19.9%	10.4%	-11.9%	3.8%	8.9%	7.8%
기타판매관리비	54.6	58.0	60.6	79.2	65.6	63.9	63.4	76.2	203.8	252.4	269.2
YoY(%)	29.6%	26.3%	19.7%	21.6%	20.2%	10.2%	4.6%	-3.7%	17.4%	23.8%	6.6%
영업이익	6.1	15.6	50.7	(22.2)	10.4	23.1	71.0	6.2	41.6	50.2	110.7
YoY(%)	280.6%	-21.9%	37.0%	CR	70.4%	47.8%	40.0%	TB	-17.0%	20.6%	120.4%
OPM(%)	2.0%	4.3%	12.1%	-5.3%	2.8%	5.7%	14.9%	1.4%	3.1%	3.3%	6.5%
당기순이익	(4.0)	13.9	63.4	16.0	4.3	8.0	54.5	(4.5)	(7.0)	89.2	62.3
YoY(%)	TR	TB	175.1%	TB	TB	-42.5%	-14.1%	TR	TR	TB	-30.2%
NPM(%)	-1.3%	3.9%	15.1%	3.8%	1.2%	2.0%	11.4%	-1.0%	-0.5%	5.9%	3.7%

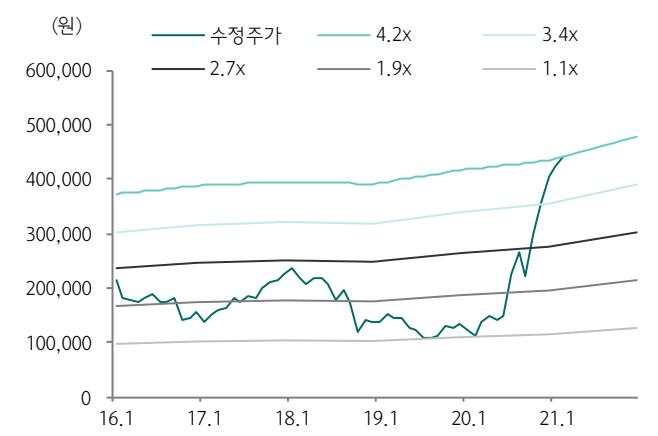
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 배드



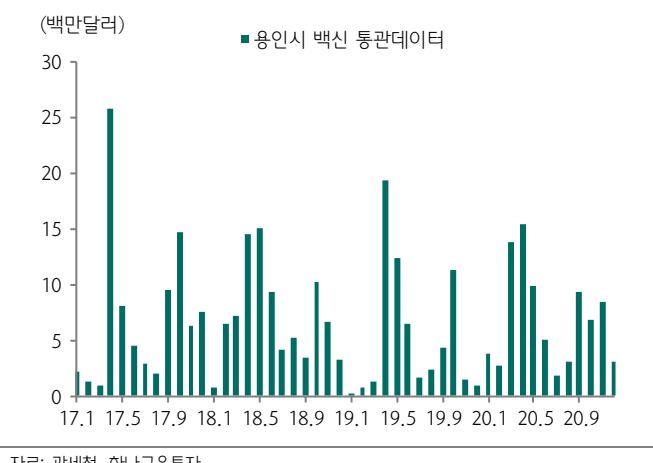
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 배드



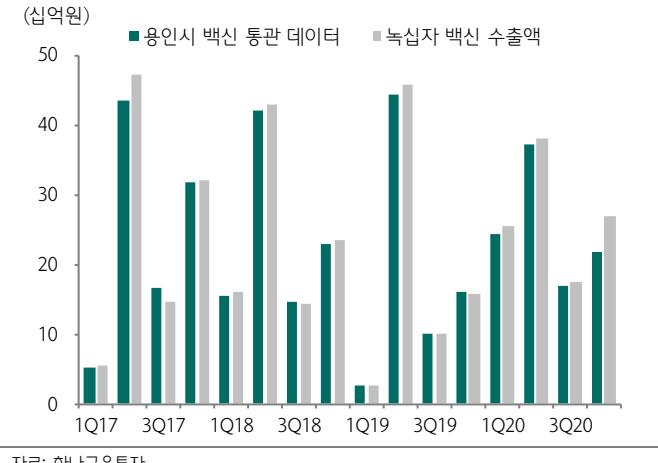
자료: 하나금융투자

그림 3. 용인시 백신 통관데이터



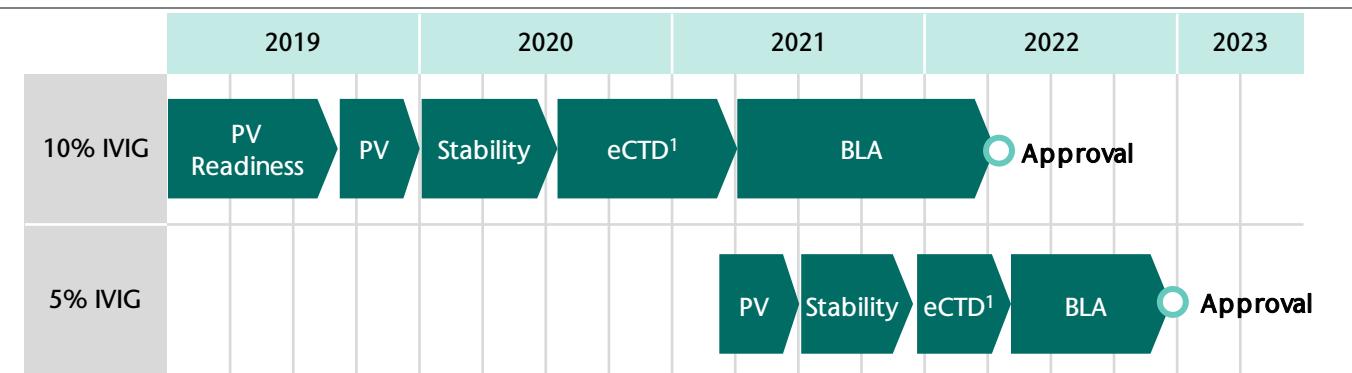
자료: 관세청, 하나금융투자

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 독감 백신+HD, 한국	GC5107D IVIG SN 10% 아동, 미국 진행 중	GC5101B IGIV 5%, 미국	GC5131A COVID19 혈장치료제 4Q20 임상 2상 최종 환자 투여
	GC3111A Tdap, 한국 3Q20 최종 환자 투여	GC1109 탄저병, 한국 진행 중	GC5107B IGIV 10%, 미국 1Q21 BLA 제출 예정	MG1133A COVID19 단일클론 항체치료제
	GC1102B 에파비-진(만성B형 간염) 한국 3Q20 최종 환자 퇴원	GC3107A BCG, 전세계 4Q21 최종 환자 투여 예정	MG1111 대상포진, 한국 1Q20 승인	MG3105A COVID19 서브유닛 백신
	MC1113A 조직 인자 경로 억제제, 한국 진행 중	GC1102 에파비-진(간 이식), 한국 진행 중	GC1111F 현터라제, 중국 3Q20 승인	
	GC1118A EGFR, 한국 2Q20 최종 환자 투여		GC1123A 현터라제 ICV, 일본 1Q21 승인	
			GC1101D 그린진 F, 중국 1Q21 규제 결정 예정	

- 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	1,504.1	1,697.7	1,845.6
매출원가	989.0	997.4	1,063.4	1,169.1	1,218.1
매출총이익	345.9	372.3	440.7	528.6	627.5
판관비	295.7	332.1	390.4	417.9	430.0
영업이익	50.2	40.3	50.2	110.7	197.5
금융손익	16.8	(18.0)	14.6	(11.8)	(7.9)
종속/관계기업손익	(7.0)	(2.8)	(5.7)	(5.1)	(4.0)
기타영업외손익	(9.8)	(25.6)	45.4	(11.7)	(11.9)
세전이익	50.2	(6.1)	104.4	82.2	173.7
법인세	15.9	5.1	15.4	19.9	43.4
계속사업이익	34.2	(11.3)	89.0	62.3	130.3
증단사업이익	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
당기순이익	34.2	(11.3)	89.2	62.3	130.3
비지배주주지분 순이익	(0.2)	(7.6)	3.5	1.6	3.9
지배주주순이익	34.4	(3.6)	85.7	60.7	126.4
지배주주지분포괄이익	30.8	(5.6)	33.8	23.6	49.4
NOPAT	34.2	74.0	42.8	83.9	148.1
EBITDA	90.3	86.9	96.4	150.7	236.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.65	2.61	9.81	12.87	8.71
NOPAT증가율	(51.83)	116.37	(42.16)	96.03	76.52
EBITDA증가율	(28.90)	(3.77)	10.93	56.33	57.00
영업이익증가율	(44.41)	(19.72)	24.57	120.52	78.41
(지배주주)순이익증가율	(35.34)	적전	흑전	(29.17)	108.24
EPS증가율	(35.34)	적전	흑전	(29.14)	108.14
수익성(%)					
매출총이익률	25.91	27.18	29.30	31.14	34.00
EBITDA이익률	6.76	6.34	6.41	8.88	12.82
영업이익률	3.76	2.94	3.34	6.52	10.70
계속사업이익률	2.56	(0.82)	5.92	3.67	7.06

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,222.0	1,385.8	1,610.2
금융자산	106.9	141.6	344.1	462.8	636.4
현금성자산	96.6	98.5	301.0	419.7	593.3
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	27.1	29.2	31.0
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	2,191.1	2,345.0	2,549.8
유동부채	303.5	401.4	505.4	583.6	637.2
금융부채	66.6	141.3	222.0	278.0	308.7
매입채무	144.9	139.3	151.2	157.6	168.1
기타유동부채	92.0	120.8	132.2	148.0	160.4
비유동부채	293.7	373.8	429.5	453.5	486.5
금융부채	268.4	345.8	398.8	418.8	448.8
기타비유동부채	25.3	28.0	30.7	34.7	37.7
부채총계	597.2	775.2	935.0	1,037.1	1,123.7
지배주주지분	1,059.6	1,048.8	1,118.2	1,169.4	1,284.8
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	753.8	803.1	918.1
비지배주주지분	66.6	135.3	137.9	138.5	141.4
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,256.1	1,307.9	1,426.2
순금융부채	228.0	345.5	276.6	233.9	121.1

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	(311)	7,333	5,196	10,815
BPS	93,724	92,793	98,742	103,124	112,988
CFPS	9,260	8,472	4,745	11,311	18,877
EBITDAPS	7,725	7,438	8,247	12,897	20,250
SPS	114,224	117,204	128,700	145,271	157,927
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	46.16	(426.05)	55.37	85.07	40.87
PBR	1.45	1.43	4.11	4.29	3.91
PCFR	14.69	15.64	85.56	39.08	23.41
EV/EBITDA	20.87	23.35	32.68	20.61	12.67
PSR	1.19	1.13	3.15	3.04	2.80
재무비율(%)					
ROE	3.28	(0.35)	7.91	5.31	10.30
ROA	2.01	(0.20)	4.13	2.68	5.16
ROIC	3.40	6.71	3.63	7.13	12.60
부채비율	53.03	65.47	74.43	79.29	78.79
순부채비율	20.25	29.18	22.02	17.88	8.49
이자보상배율(배)	6.59	4.19	3.94	9.23	15.19

현금흐름표

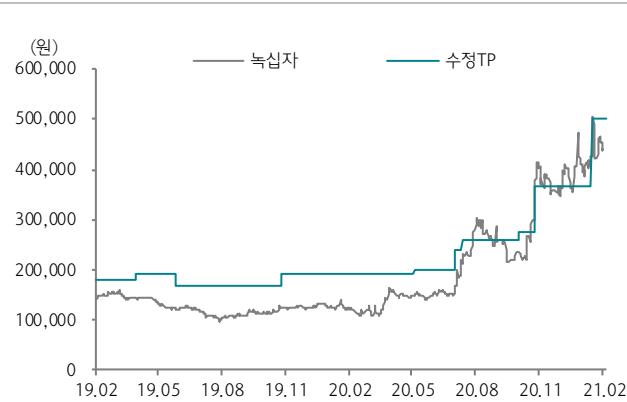
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	7.9	98.6	151.9
당기순이익	34.2	(11.3)	89.2	62.3	130.3
조정	5	9	(6)	4	4
감가상각비	40.1	46.7	46.1	40.0	39.2
외환거래손익	(2.6)	1.7	(0.4)	2.8	1.0
지분법손익	7.0	2.8	0.0	0.0	0.0
기타	(39.5)	(42.2)	(51.7)	(38.8)	(36.2)
영업활동자산부채변동	(74.3)	(36.3)	(22.1)	(4.5)	(15.0)
투자활동 현금흐름	(86.1)	(177.9)	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	76.0	60.8
자본증가(감소)	2.8	8.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(7.7)	0.0	(0.0)	(0.1)
배당자급	(15.3)	(12.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(74.3)	1.8	202.5	118.7	173.6
Unlevered CFO	108.2	99.0	55.5	132.2	220.6
Free Cash Flow	(27.0)	(87.2)	(22.1)	58.6	131.9

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
21.1.24	BUY	500,000		
20.11.2	BUY	365,000	6.29%	30.14%
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 2월 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 2021년 2월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 2월 10일 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.