

녹십자 (006280)

CMO 기대감에 치이고, 실적에 치이고

1분기 컨센서스 하회하는 실적 추정

녹십자의 1분기 매출액은 연결 기준으로 전년 대비 약 8.7% 감소한 2,810억원, 영업이익은 약 49% 감소한 31억원(OPM, 1.1%)으로 추정, 컨센서스를 약 72% 가량 하회할 것으로 예상된다. 2020년 1분기 61억원 영업이익의 기저효과에도 불구하고, 올해 실적이 부진한 사유는 1) 전년 1분기에는 가장 마진율이 좋은 독감백신 매출이 133억원 발생하였으나, 올해 1분기에는 독감백신 매출이 전무한 상황이다. 2) 2020년 기준 연간 각각 492억원과 908억원의 매출을 올린 조스타박스와 가다실과 같은 도입백신의 유통이 올해부터 종료된다. 이로 인해 전체적인 매출 볼륨이 약 1,400억원 감소하며 올해 연간 매출액은 전년 대비 약 2.1% 감소, 역성장할 것으로 보인다.

R&D가 실적으로

녹십자는 올해 2월 10% IVIG 신청서를 제출, 4월 중 FDA의 filing을 기대해 볼 수 있다. FDA가 filing 하게 되면 PDUFA date가 나오면서 10% IVIG의 승인 예정일이 결정된다. 내년 초 즈음 승인 여부가 결정될 수 있을 것으로 기대된다. 작년 3분기 중국에서 승인받은 헨터라제는 올해 초 중국항 초도물량이 발생, 올해 1분기 해외로 수출된 헨터라제는 약 90억원의 매출이 발생했을 것으로 추정된다. 헨터라제는 중국에서 허가받은 유일한 헨터중후군 치료제로 환자들의 니즈가 매우 높다는 점에서 출시만 된다면 판매는 어렵지 않을 것으로 예상된다. 그러나 중국은 희귀질환에 대한 약가 협상 경험이 부족하여 중국에서 약가를 책정받는 작업이 순탄치만은 않을 것으로 보인다. 이에 비해 올해 1월 일본에서 승인받은 헨터라제 ICV는 이미 선적이 시작되었다. 임시 약가는 이미 나왔고 최종 약가는 4월에 결정될 예정이다. 올해 헨터라제는 전년 대비 약 70% 이상 고성장 할 것으로 예상된다.

녹십자 CMO 생산 진짜 하나?

녹십자 주가는 1월 26일 505,000원 전고점을 찍고 계속 우하향 중에 있다. 4분기 대규모 적자 시현과 코로나19 백신 CMO 비즈니스에 대한 확신 부족으로 인한 것이다. 작년 10월 CEPI로부터 5억 도즈 물량의 코로나19 백신의 Fill&Finish 위탁생산 의뢰를 받은 이후 지금까지 구체적인 계약 체결 건이 발표되지 않으면서 많은 투자자들은 녹십자의 코로나19 백신 CMO 사업 영위에 부정적인 반응을 보이고 있다. 그러나 아직 회사가 구체적인 계약을 체결하지 않았을 뿐 녹십자가 코로나19 백신을 위탁생산 하게 될 것은 분명하다. 일단 1) 녹십자는 2011년부터 지난 10년간 WHO로 독감백신을 공급하는 4~5개 되는 기업 중 하나로 생산시설 및 품질 부문에 있어서 국제적 규격을 갖추었으며, 2) 오창에 DP 통합완제관 공장이 있어서 DP CMO 비즈니스 구현이 충분히 가능하다. 오창의 DP 통합완제관은 녹십자가 DP CMO를 위해 건립했고 시의 적절하게 코로나19로 인해 대규모 생산이 가능한 곳이다. 2019~2020년 총 2,100억원의 대규모 CAPEX가 발생한 이유가 바로 오창 DP 통합완제관 때문이다. CEPI와의 계약(계약 기간 2021.3~ 2022.5) 체결 이후 실제 물량을 생산하는 데까지는 길게는 한 분기 이상 소요될 수도 있다. 녹십자가 보유하고 있는 완제시설 감안 시 녹십자의 CMO 계약 체결 발표는 시간의 문제이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 500,000원 | CP(4월 12일): 340,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,135.59
52주 최고/최저(원)	505,000/141,500
시가총액(십억원)	3,973.4
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	11,686.5
60일 평균 거래량(천주)	241.9
60일 평균 거래대금(십억원)	100.6
21년 배당금(예상, 원)	1,500
21년 배당수익률(예상, %)	0.44
외국인지분율(%)	18.81
주요주주 지분율(%)	
녹십자홀딩스 외 8인	51.40
국민연금공단	9.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.3) 47.5 115.2
상대	(2.9) 13.1 27.7

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,660.3	1,704.0
영업이익(십억원)	106.4	129.7
순이익(십억원)	82.1	100.7
EPS(원)	6,883	8,406
BPS(원)	105,066	112,516

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,357.1	1,504.1	1,472.0	1,567.2	1,664.5
영업이익	십억원	41.7	50.3	96.6	110.7	123.2
세전이익	십억원	(1.2)	104.5	82.1	80.7	77.3
순이익	십억원	(3.6)	81.0	62.4	60.3	56.7
EPS	원	(311)	6,935	5,343	5,157	4,849
증감률	%	적전	폭전	(22.96)	(3.48)	(5.97)
PER	배	(426.05)	58.54	63.63	65.93	70.12
PBR	배	1.43	4.11	3.29	3.18	3.08
EV/EBITDA	배	22.97	52.65	31.75	28.81	26.71
ROE	%	(0.35)	7.48	5.45	5.05	4.59
BPS	원	92,793	98,765	103,274	106,992	110,377
DPS	원	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500



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

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

표 1. 녹십자 1Q21 실적 리뷰 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q21F	1Q20	YoY	Consen	%Diff
매출액	281.0	307.8	(8.7)	350.1	(19.7)
영업이익	3.1	6.1	(49.2)	11.2	(72.4)
세전이익	12.0	(4.3)	TB	5.9	104.2
당기순이익	8.8	(4.0)	TB	4.3	104.2
OPM %	281.0	307.8	(8.7)	350.1	(19.7)
NPM %	3.1	6.1	(49.2)	11.2	(72.4)

자료: 하나금융투자

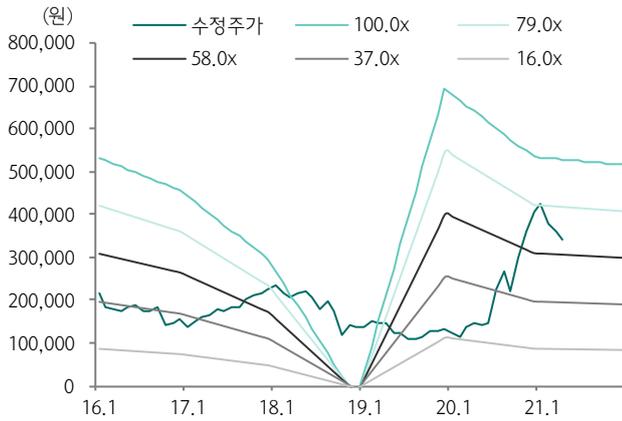
표 2. 녹십자 연간 실적 추정 (연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	307.8	360.0	419.6	416.8	281.0	368.2	438.0	384.8	1,504.1	1,472.0	1,567.2
YoY(%)	8.6%	1.1%	14.5%	18.7%	-8.7%	2.3%	4.4%	-7.7%	10.8%	-2.1%	6.5%
국내	211.3	222.1	291.9	261.1	178.2	195.3	294.1	224.9	986.4	892.5	932.3
YoY(%)	5.5%	3.4%	6.2%	7.2%	-15.7%	-12.1%	0.8%	-13.9%	5.7%	-9.5%	4.5%
혈액제제	76.8	74.9	76.8	83.6	72.4	74.7	77.5	88.2	312.1	312.9	328.4
백신제제	33.1	46.9	109.4	63.9	4.1	12.6	102.1	25.9	253.3	144.7	152.5
일반제제	61.6	56.9	65.9	74.3	50.7	52.8	56.9	62.0	258.7	222.4	204.4
OTC류	39.8	43.4	39.8	39.3	50.9	55.1	57.7	48.7	162.3	212.5	247.0
해외	43.1	71.1	52.1	75.0	35.6	86.0	59.3	73.6	241.3	254.4	275.5
YoY(%)	22.4%	-19.0%	26.2%	54.3%	-17.5%	21.0%	13.7%	-1.9%	13.3%	5.4%	8.3%
혈액제제	15.3	27.9	26.7	36.4	16.2	24.1	27.4	30.8	106.3	98.5	106.5
백신제제	25.5	38.1	17.6	26.8	10.4	50.7	19.4	29.2	108.0	109.6	113.6
일반제제	2.3	5.1	7.8	11.8	9.0	11.2	12.5	13.6	27.0	46.2	55.4
연결자회사	53.4	66.8	75.6	80.7	67.3	86.8	84.7	86.3	276.4	325.1	359.4
YoY(%)	11.4%	24.7%	49.9%	36.8%	26.0%	30.0%	12.0%	7.0%	31.1%	17.6%	10.6%
매출총이익	88.7	104.0	142.9	105.1	91.3	121.5	152.4	107.7	440.6	473.0	501.8
YoY(%)	21.5%	5.5%	21.7%	26.3%	3.0%	16.8%	6.7%	2.5%	18.4%	7.3%	6.1%
GPM(%)	28.8%	28.9%	34.0%	25.2%	32.5%	33.0%	34.8%	28.0%	29.3%	32.1%	32.0%
판매관리비	82.6	88.4	92.1	127.3	88.2	93.9	91.1	103.1	390.4	376.4	391.0
YoY(%)	15.7%	12.5%	14.6%	27.1%	6.8%	6.2%	-1.1%	-19.0%	18.1%	-3.6%	3.9%
경상연구개발비	28.0	30.4	31.5	48.1	28.1	33.1	32.0	36.6	138.0	129.8	136.2
YoY(%)	-4.3%	-7.0%	5.9%	37.5%	0.2%	9.1%	1.5%	-24.0%	8.9%	-6.0%	4.9%
기타판매관리비	54.6	58.0	60.6	79.2	60.1	60.7	59.1	66.6	252.4	246.6	254.9
YoY(%)	29.6%	26.3%	19.7%	21.6%	10.2%	4.7%	-2.4%	-15.9%	23.8%	-2.3%	3.4%
영업이익	6.1	15.6	50.7	(22.2)	3.1	27.6	61.3	4.6	50.3	96.6	110.7
YoY(%)	280.6%	-21.9%	37.0%	CR	-49.2%	77.0%	20.9%	TB	20.6%	92.3%	14.6%
OPM(%)	2.0%	4.3%	12.1%	-5.3%	1.1%	7.5%	14.0%	1.2%	3.3%	6.6%	7.1%
당기순이익	(4.0)	13.9	63.4	16.0	8.8	17.6	51.0	(13.3)	89.3	64.0	62.1
YoY(%)	TR	TB	175.1%	TB	TB	26.9%	-19.6%	TR	TB	-28.3%	-3.0%
NPM(%)	-1.3%	3.9%	15.1%	3.8%	3.1%	4.8%	11.6%	-3.5%	5.9%	4.4%	4.0%

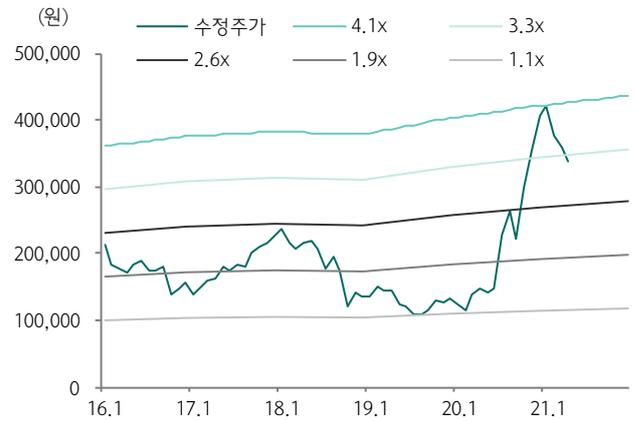
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 밴드



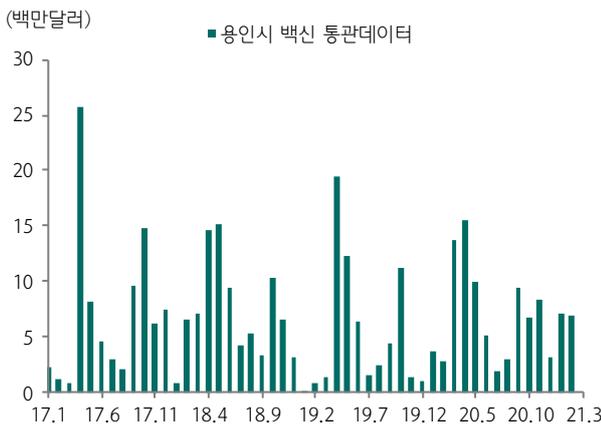
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 밴드



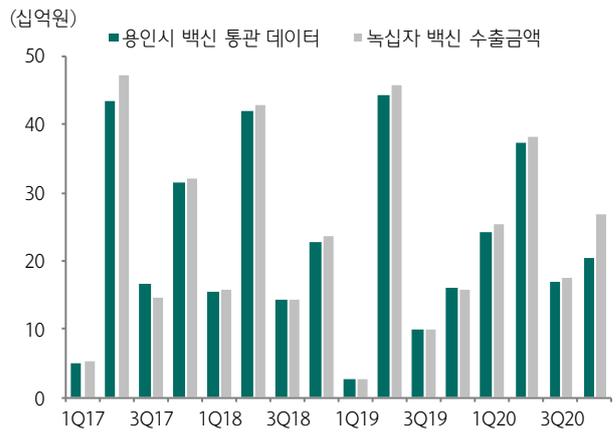
자료: 하나금융투자

그림 3. 용인시 백신 통관데이터



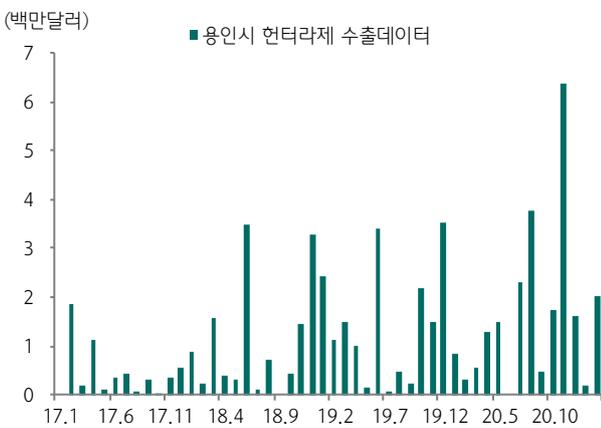
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 4. 분기별 녹십자 백신 수출금액과 비교(상관계수 99%)



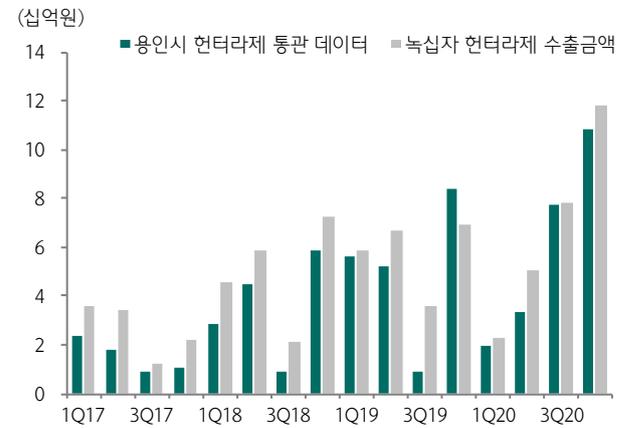
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 5. 용인시 헨터라제 통관데이터



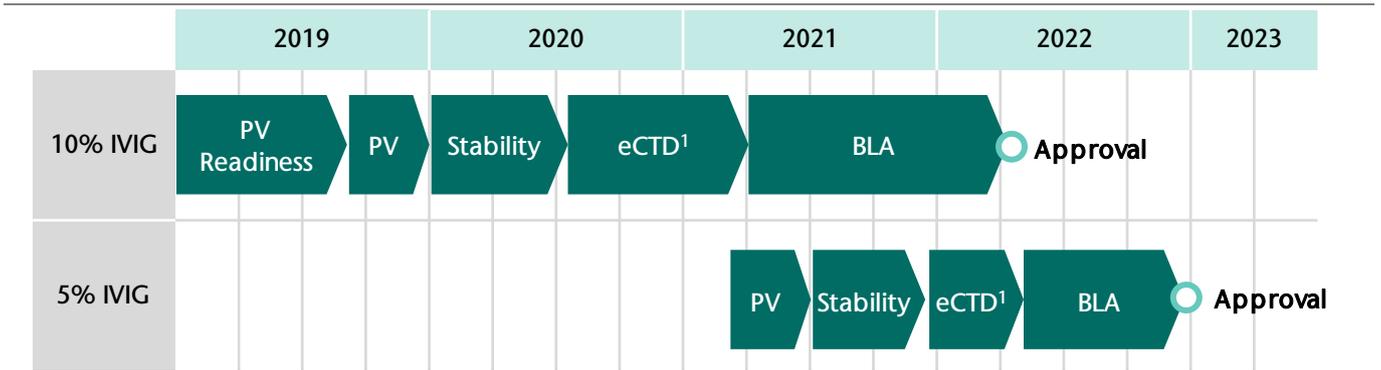
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 6. 분기별 녹십자 헨터라제 수출금액과 비교(상관계수 96%)



자료: 관세청, 하나금융투자

그림 7. IMG 복미 진출 Project Timeline



주석1: CTD(Common Technical Document)
 자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 8. 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 진행 중	GC5101B IGIV 5%, 미국	GC5131A COVID19 열장치료제 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 헤파빅-진(만성B형 간염) 한국 3Q20 최종 환자 퇴원	GC3107A BCG, 전세계 4Q21 최종 환자 투여 예정	MG1111 수두, 한국 1Q20 승인	MG3105A COVID19 서브유닛 백신
	MG1113A 조직 인자 경로억제제, 한국 진행 중	GC1102 헤파빅-진(간 이식), 한국 진행 중	GC1111F 헌터라제, 중국 3Q20 승인	
	GC1118A EGFR, 한국 2Q20 최종 환자 투여		GC1123A 헌터라제 ICV, 일본 1Q21 승인	
			GC1101D 그린진 F, 중국 1Q21 규제 결정 예정	

- COVID-19 업데이트
- 열장 단백질
- 의약품 재조합단백질
- 백신

자료: 녹십자, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,357.1	1,504.1	1,472.0	1,567.2	1,664.5
매출원가	984.9	1,063.5	999.0	1,065.5	1,126.9
매출총이익	372.2	440.6	473.0	501.7	537.6
판매비	330.5	390.4	376.4	391.0	414.5
영업이익	41.7	50.3	96.6	110.7	123.2
금융손익	(18.0)	14.5	(14.3)	(12.4)	(26.5)
종속/관계기업손익	(2.8)	(5.6)	(5.1)	(4.0)	(3.0)
기타영업외손익	(22.0)	45.4	4.9	(13.7)	(16.4)
세전이익	(1.2)	104.5	82.1	80.7	77.3
법인세	5.1	15.4	18.1	18.6	18.5
계속사업이익	(6.3)	89.1	64.0	62.1	58.7
중단사업이익	(5.0)	0.2	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(11.3)	89.3	64.0	62.1	58.7
비배주주지분 순이익	(7.6)	8.2	1.6	1.9	2.1
지배주주순이익	(3.6)	81.0	62.4	60.3	56.7
지배주주지분포괄이익	(5.6)	80.1	58.3	56.6	53.5
NOPAT	226.2	42.9	75.4	85.3	93.6
EBITDA	88.3	99.0	139.7	152.7	164.2
성장성(%)					
매출액증가율	1.66	10.83	(2.13)	6.47	6.21
NOPAT증가율	561.40	(81.03)	75.76	13.13	9.73
EBITDA증가율	(2.21)	12.12	41.11	9.31	7.53
영업이익증가율	(16.93)	20.62	92.05	14.60	11.29
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(22.96)	(3.37)	(5.97)
EPS증가율	적전	흑전	(22.96)	(3.48)	(5.97)
수익성(%)					
매출총이익률	27.43	29.29	32.13	32.01	32.30
EBITDA이익률	6.51	6.58	9.49	9.74	9.86
영업이익률	3.07	3.34	6.56	7.06	7.40
계속사업이익률	(0.46)	5.92	4.35	3.96	3.53

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	961.8	1,132.0	1,314.6	1,558.4	1,672.1
금융자산	141.6	255.5	394.6	586.4	643.0
현금성자산	98.5	232.3	394.3	586.2	642.7
매출채권	388.3	402.1	417.6	431.1	446.4
재고자산	406.6	437.1	459.0	487.3	517.6
기타유동자산	25.3	37.3	43.4	53.6	65.1
비유동자산	997.5	1,019.4	982.1	957.9	945.2
투자자산	121.5	92.3	95.9	98.7	102.0
금융자산	46.4	45.7	45.6	45.7	45.7
유형자산	641.7	673.7	675.1	657.6	645.9
무형자산	103.0	109.6	111.2	113.6	109.3
기타비유동자산	131.3	143.8	99.9	88.0	88.0
자산총계	1,959.3	2,151.4	2,296.8	2,516.3	2,617.3
유동부채	401.4	589.4	652.4	736.2	845.1
금융부채	141.3	310.5	370.1	436.1	527.2
매입채무	139.3	134.8	140.5	149.8	159.1
기타유동부채	120.8	144.1	141.8	150.3	158.8
비유동부채	373.8	292.7	322.1	413.9	365.7
금융부채	345.8	264.6	294.6	384.6	334.6
기타비유동부채	28.0	28.1	27.5	29.3	31.1
부채총계	775.2	882.1	974.5	1,150.0	1,210.8
지배주주지분	1,048.8	1,118.5	1,171.2	1,214.7	1,254.2
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	336.0	337.0	337.0	337.0	337.0
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	10.5	1.5	8.9	9.2	9.2
이익잉여금	679.5	757.3	802.6	845.8	885.3
비배주주지분	135.3	150.8	151.1	151.6	152.3
자본총계	1,184.1	1,269.3	1,322.3	1,366.3	1,406.5
순금융부채	345.5	319.5	270.1	234.3	218.8

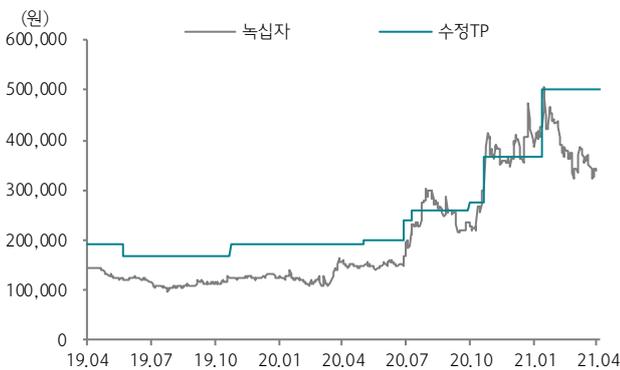
투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(311)	6,935	5,343	5,157	4,849
BPS	92,793	98,765	103,274	106,992	110,377
CFPS	8,472	11,559	10,962	11,716	12,526
EBITDAPS	7,560	8,475	11,954	13,067	14,049
SPS	116,127	128,705	125,956	134,106	142,431
DPS	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
주기지표(배)					
PER	(426.05)	58.54	63.63	65.93	70.12
PBR	1.43	4.11	3.29	3.18	3.08
PCFR	15.64	35.12	31.02	29.02	27.14
EV/EBITDA	22.97	52.65	31.75	28.81	26.71
PSR	1.14	3.15	2.70	2.54	2.39
재무비율(%)					
ROE	(0.35)	7.48	5.45	5.05	4.59
ROA	(0.20)	3.94	2.81	2.50	2.21
ROIC	20.51	3.53	6.07	6.87	7.47
부채비율	65.47	69.49	73.70	84.17	86.08
순부채비율	29.18	25.17	20.43	17.15	15.55
이자보상배율(배)	4.34	4.85	8.05	8.52	6.37

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40.3	36.0	69.6	79.7	81.3
당기순이익	(11.3)	89.3	64.0	62.1	58.7
조정	9	3	4	5	5
감가상각비	46.7	48.8	43.1	42.0	41.0
외환거래손익	1.7	14.8	5.5	7.3	10.1
지분법손익	2.8	4.9	0.0	0.0	0.0
기타	(42.2)	(65.5)	(44.6)	(44.3)	(46.1)
영업활동 자산부채변동	(36.3)	(81.9)	(31.0)	(28.2)	(31.5)
투자활동 현금흐름	(177.9)	29.7	(10.7)	(22.9)	(42.7)
투자자산감소(증가)	6.2	29.2	(4.9)	(4.1)	(4.6)
자본증가(감소)	(125.3)	(82.6)	(40.0)	(20.0)	(25.0)
기타	(58.8)	83.1	34.2	1.2	(13.1)
재무활동 현금흐름	140.8	81.0	72.5	138.9	23.9
금융부채증가(감소)	152.1	87.9	89.7	156.0	41.0
자본증가(감소)	8.8	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.7)	3.4	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(12.4)	(11.4)	(17.1)	(17.1)	(17.1)
현금의 증감	1.8	146.6	149.2	191.9	56.5
Unlevered CFO	99.0	135.1	128.1	136.9	146.4
Free Cash Flow	(87.2)	(46.9)	29.6	59.7	56.3

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

녹십자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			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	93.85%	6.15%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 12일

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 4월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2021년 4월 13일 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.