

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sksec.co.kr

02-3773-9952

Company Data

자본금	584 억원
발행주식수	1,169 만주
자사주	27 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,620 억원
주요주주	
- 녹십자홀딩스(외)	51.39%
- 국민연금공단	9.08%
외국인지분률	23.00%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(22/02/14)	185,000 원
KOSPI	2704.48 pt
52주 Beta	1.46
52주 최고가	439,500 원
52주 최저가	166,500 원
60일 평균 거래대금	109 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.3%	-2.0%
6개월	-39.7%	-29.3%
12개월	-57.3%	-51.0%

녹십자 (006280/KS | 매수(유지) | T.P 260,000 원(하향))

2021년 4분기 마케팅비 집행으로 영업적자 시현

- 2021년 4분기 마케팅비 집행으로 139억원의 영업적자를 시현
- 통상적으로 4분기 비용집행의 시기, 2020년 4분기 대비는 개선되었음
- 2022년 IMG 10% 허가에 대한 기대감 높아
- 헨타라제 중국 매출은 2022년 실적 성장세를 견인할 전망
- 투자의견 매수 유지, 목표주가는 실적과 multiple 하향 조정으로 260,000 원으로 하향

2021년 4분기 실적 Review

동사의 2021년 4분기 실적은 매출액 4,023 억원(-3.5%YoY), 영업이익 139 억원의 적자를 시현하였다. 4분기 영업적자의 원인은 MSD 로부터 조스타박스, 가다실의 백신을 유통하였는데 계약종료에 따른 매출감소, 건기식에서의 홈쇼핑 마케팅비 집행에 따른 지급수수료 증가 때문이다. 동사의 4분기는 통상적으로 비용을 집행하는 시기, 전년도인 4Q20 222 억원 적자대비로는 83 억원 개선된 수치인 것은 긍정적으로 판단된다.

2022년 IMG 10% 허가에 대한 기대감 높아

2022년에 가장 기대되는 모멘텀은 IVIG 10%의 미국 FDA 허가이다. 2022년 상반기 중으로 허가가 예상되는데 허가 이후 하반기 중으로 런칭 계획에 있다. IVIG는 기존 5%로 진행하다 10%로 바뀌어서 허가를 다시 진행, 혈액제제 북미시장 규모는 8조원 수준인데 동사는 출시 이후 M/S 5%를 타겟으로 하고 있다. 북미 혈액제제 시장은 공급이 수요를 따라가지 못해 shortage, 출시 이후 동사 실적 증가에 크게 기여할 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 260,000 원으로 하향

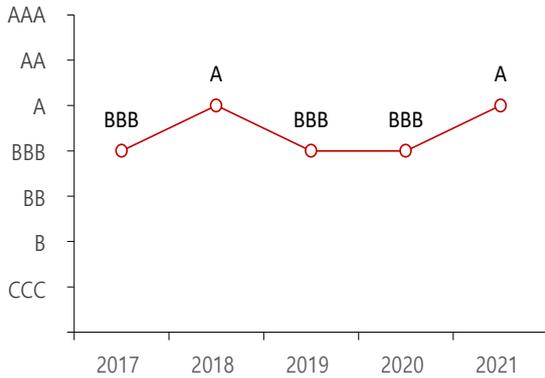
이번 실적발표를 토대로 동사의 2022년 영업이익과 EPS를 각각 13.9%, 7.7% 하향 조정하고 기존 적용 multiple인 론자의 주가하락으로 multiple을 40 배로 하향하면서 목표주가를 260,000 원으로 하향 조정한다. 2022년에는 2021년 9월에 중국 허가를 받은 헨타라제가 본격적인 시장 진출이 예상되면서 매출창출에 나설 전망이다. 희귀질환은 중국정부에서 대부분을 지원, 올해 매출증가에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	13,349	13,571	15,041	15,378	16,928	18,687
yoy	%	3.7	1.7	10.8	2.2	10.1	10.4
영업이익	억원	502	417	503	737	1,102	1,281
yoy	%	-44.5	-16.9	20.6	46.7	49.5	16.2
EBITDA	억원	903	883	990	1,265	1,641	1,880
세전이익	억원	502	-12	1,045	1,725	1,131	1,307
순이익(지배주주)	억원	344	-36	810	1,236	766	905
영업이익률%	%	3.8	3.1	3.3	4.8	6.5	6.9
EBITDA%	%	6.8	6.5	6.6	8.2	9.7	10.1
순이익률%	%	2.6	-0.8	5.9	8.9	5.3	5.5
EPS(계속사업)	원	2,946	115	6,921	10,578	6,558	7,745
PER	배	46.2	1,154.5	58.7	20.6	28.2	23.9
PBR	배	1.5	1.5	4.2	2.1	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	21.0	23.1	52.7	24.5	16.8	14.9
ROE	%	3.3	-0.4	7.5	10.5	6.1	6.7
순차입금	억원	2,280	3,455	3,195	3,918	4,371	4,622
부채비율	%	53.0	65.5	69.5	65.8	64.5	63.5

ESG 하이라이트

녹십자의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
녹십자 종합 등급	A	NA	25.6
환경(Environment)	56.6	NA	12.4
사회(Social)	43.8	NA	33.3
지배구조(Governance)	53.8	NA	48.2
<비교업체 종합 등급>			
SK 바이오사이언스	#N/A	NA	NA
유한양행	AA	C-	36.8
한미약품	A	C+	53.3
동아에스티	AA	NA	40.1
종근당	A	NA	26.0

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 녹십자 ESG 평가

기업이윤을 사회에 환원하는 의미로 목암연구소를 설립.

이 연구소는 국민 보건 향상과 생명공학 발전을 목표로 유전공학 등 첨단과학 연구에 매진하고 있음.

자료: SK 증권

녹십자의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

녹십자의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.1.7	사회 (Social)	녹십자, 결핵 백신 국산화 또 2년 미뤄 수급 대란 우려
2020.10.21	사회 (Social)	사망자 맞은 독감 백신 모두 달랐다 더 꼬이는 원인규명
2020.9.22	사회 (Social)	녹십자 등 백신 입찰 담합 제약사 일부 법정에서 혐의 부인
2019.6.27	지배구조 (Governance)	GC 녹십자 직원, 캐나다 근무 중 마리화나 흡입 적발
2018.10.22	사회 (Social)	국감서 신동근 의원, 적십자-녹십자 혈액백 입찰 담합 의혹 제기

자료: 주요 언론사, SK 증권

녹십자의 2021년 4분기 실적 Review

(억원, %)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P		증감율		추정치 차이
					확정치	추정치	YoY	QoQ	
매출액	4,167.0	2,822.0	3,876.0	4,657.0	4,023.0	4,707.1	(3.5)	(13.6)	(14.5)
영업이익	(222.3)	49.7	111.1	715.1	(138.7)	310.8	적지	(119.4)	(144.6)
세전이익	86.0	228.0	108.4	796.4	592.6	919.1	589.1	(25.6)	(35.5)
순이익	147.5	147.6	30.4	537.0	521.2	657.9	253.3	(2.9)	(20.8)
영업이익률	(5.3)	1.8	2.9	15.4	(3.4)	6.6			
세전이익률	2.1	8.1	2.8	17.1	14.7	19.5			
순이익률	3.5	5.2	0.8	11.5	13.0	14.0			

자료 : SK 증권 추정치

녹십자의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	15,378	16,928	18,687	16,051	17,252	19,114	(4.2)	(1.9)	(2.2)
영업이익	737	1,102	1,281	1,187	1,281	1,409	(37.9)	(13.9)	(9.1)
세전이익	1,725	1,131	1,307	2,052	1,310	1,437	(15.9)	(13.6)	(9.0)
순이익	1,236	766	905	1,373	830	923	(10.0)	(7.7)	(1.9)
EPS	10,578	6,558	7,745	11,748	7,103	7,896	(10.0)	(7.7)	(1.9)
영업이익률	4.8	6.5	6.9	7.4	7.4	7.4	(2.6)	(0.9)	(0.5)

자료 : SK 증권 추정치

녹십자의 분기 및 연간 실적 전망치

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,078.0	3,600.0	4,196.0	4,167.0	2,822.0	3,876.0	4,657.0	4,023.0	13,596.0	15,041.0	15,378.0	16,928.5
내수	2,113.0	2,221.0	2,919.0	2,611.0	1,762.0	2,122.0	3,255.0	2,419.0	9,334.0	9,864.0	9,558.0	10,923.4
혈액제제	768.0	749.0	768.0	836.0	739.0	773.0	882.0	734.0	3,142.0	3,121.0	3,128.0	3,284.4
백신	331.0	469.0	1,094.0	639.0	0.0	167.0	979.0	414.0	2,259.0	2,533.0	1,560.0	2,094.0
처방의약품	616.0	569.0	659.0	743.0	620.0	709.0	803.0	704.0	2,755.0	2,587.0	2,836.0	3,109.0
소비자헬스케어등	397.0	434.0	398.0	393.0	402.0	473.0	590.0	565.0	1,179.0	1,622.0	2,030.0	2,436.0
해외	431.0	711.0	521.0	749.0	350.0	817.0	518.0	463.0	2,129.0	2,412.0	2,148.0	1,961.5
혈액제제	153.0	279.0	267.0	364.0	149.0	144.0	214.0	106.0	1,154.0	1,063.0	613.0	353.5
백신	255.0	381.0	176.0	268.0	107.0	614.0	64.0	287.0	744.0	1,080.0	1,072.0	1,608.0
처방의약품	18.0	34.0	78.0	108.0	91.0	57.0	174.0	3.0	204.0	238.0	325.0	422.5
소비자헬스케어등	5.0	17.0	0.0	9.0	4.0	0.0	66.0	66.0	26.0	31.0	136.0	163.2
자회사	534.0	668.0	756.0	806.0	712.0	938.0	884.0	1,142.0	2,134.0	2,764.0	3,676.0	4,043.6
영업이익	61.2	156.2	507.4	-222.3	49.7	111.1	715.1	-138.7	416.8	502.5	737.2	1,102.0
세전이익	-41.5	211.0	789.3	86.0	228.0	108.4	796.4	592.6	-11.6	1,044.7	1,725.3	1,131.4
지배주주순이익	-43.2	97.0	609.2	147.5	147.6	30.4	537.0	521.2	-36.4	810.5	1,236.2	766.4
성장률YoY(%)												
매출액	8.6	1.1	14.5	18.7	-8.3	7.7	11.0	-3.5	1.7	10.8	2.2	10.1
영업이익	283.9	-22.0	37.1	31.1	-18.8	-28.9	40.9	흑전	-16.9	20.6	46.7	49.5
세전이익	적전	흑전	148.9	흑전	흑전	-48.6	0.9	589.1	적전	흑전	65.1	-34.4
지배주주순이익	적전	흑전	161.2	흑전	흑전	-68.6	-11.8	253.3	적전	흑전	52.5	-38.0
수익성(%)												
영업이익률	2.0	4.3	12.1	-5.3	1.8	2.9	15.4	-3.4	3.1	3.3	4.8	6.5
세전이익률	-1.3	5.9	18.8	2.1	8.1	2.8	17.1	14.7	-0.1	6.9	11.2	6.7
지배주주순이익률	-1.4	2.7	14.5	3.5	5.2	0.8	11.5	13.0	-0.3	5.4	8.0	4.5

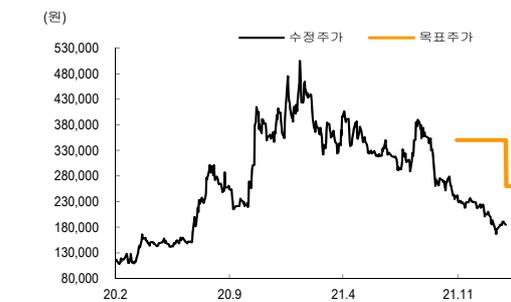
자료 : SK 증권 추정치

독실자 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	766.4	
발행주식수(주)	11,687,000	
12M Forward EPS(원)	6,558	
적용PER(배)	40.0	Lonza의 12M forward multiple 적용
주당가치(원)	262,323	
목표주가(원)	260,000	
현재주가(원)	185,000	
상승여력(%)	40.0	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.15	매수	260,000원	6개월		
2022.01.18	매수	350,000원	6개월	-39.35%	-30.86%
2021.11.15	매수	350,000원	6개월	-36.30%	-30.86%



Compliance Notice

- 작성자(이달마)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 15일 기준)

매수	94.07%	중립	5.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	9,618	11,320	10,852	11,405	12,245
현금및현금성자산	985	2,323	2,136	1,752	1,571
매출채권및기타채권	4,050	4,227	4,080	4,508	4,976
재고자산	4,066	4,371	4,219	4,661	5,145
비유동자산	9,975	10,194	12,297	12,881	13,447
장기금융자산	464	457	393	393	393
유형자산	6,417	6,737	7,163	7,175	7,236
무형자산	1,030	1,096	1,216	1,336	1,449
자산총계	19,593	21,514	23,149	24,286	25,692
유동부채	4,014	5,894	5,568	5,850	6,158
단기금융부채	1,413	3,105	2,875	2,875	2,875
매입채무 및 기타채무	1,469	1,417	1,368	1,511	1,668
단기충당부채	205	190	184	203	224
비유동부채	3,738	2,927	3,619	3,670	3,824
장기금융부채	3,458	2,646	3,434	3,554	3,674
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	4	6	6
부채총계	7,752	8,821	9,186	9,519	9,982
지배주주지분	10,487	11,185	12,332	13,012	13,831
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	3,360	3,370	3,368	3,368	3,368
기타자본구성요소	-357	-357	-357	-357	-357
자기주식	-357	-357	-357	-357	-357
이익잉여금	6,795	7,573	8,677	9,272	10,006
비지배주주지분	1,353	1,508	1,630	1,755	1,879
자본총계	11,841	12,693	13,963	14,767	15,710
부채외자본총계	19,593	21,514	23,149	24,286	25,692

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	450	442	1,203	624	808
당기순이익(손실)	-113	893	1,365	895	1,034
비현금성항목등	1,103	458	265	746	846
유형자산감가상각비	418	445	482	487	540
무형자산감가상각비	49	43	46	52	59
기타	467	-468	-766	-139	-139
운전자본감소(증가)	-363	-819	-218	-795	-799
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-159	-153	140	-427	-468
재고자산감소(증가)	-220	-521	84	-442	-484
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-35	-44	-30	143	157
기타	51	-101	-413	-69	-4
법인세납부	-178	-90	-209	-222	-273
투자활동현금흐름	-1,755	312	-1,645	-836	-814
금융자산감소(증가)	-319	546	73	-50	-50
유형자산감소(증가)	-1,253	-826	-833	-500	-600
무형자산감소(증가)	-190	-183	-172	-172	-172
기타	8	776	-713	-114	7
재무활동현금흐름	497	599	191	-172	-174
단기금융부채증가(감소)	-254	687	-1,443	0	0
장기금융부채증가(감소)	945	137	1,944	120	120
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-124	-127	-185	-171	-171
기타	-71	-97	-125	-120	-123
현금의 증가(감소)	18	1,338	-187	-384	-181
기초현금	966	985	2,323	2,136	1,752
기말현금	985	2,323	2,136	1,752	1,571
FCF	450	-382	270	53	41

자료 : 녹십자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	13,571	15,041	15,378	16,928	18,687
매출원가	9,849	10,635	10,172	11,181	12,343
매출총이익	3,722	4,406	5,206	5,747	6,344
매출총이익률 (%)	27.4	29.3	33.9	34.0	34.0
판매비와관리비	3,305	3,904	4,469	4,645	5,063
영업이익	417	503	737	1,102	1,281
영업이익률 (%)	3.1	3.3	4.8	6.5	6.9
비영업손익	-428	542	988	29	26
순금융비용	76	92	108	112	115
외환관련손익	10	-175	-26	2	2
관계기업투자등 관련손익	-28	-56	64	0	0
세전계속사업이익	-12	1,045	1,725	1,131	1,307
세전계속사업이익률 (%)	-0.1	7.0	11.2	6.7	7.0
계속사업법인세	51	154	361	236	273
계속사업이익	-63	891	1,365	895	1,034
중단사업이익	-50	2	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-113	893	1,365	895	1,034
순이익률 (%)	-0.8	5.9	8.9	5.3	5.5
지배주주	-36	810	1,236	766	905
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.27	5.39	8.04	4.53	4.84
비지배주주	-77	82	129	129	129
총포괄이익	-148	881	1,445	975	1,114
지배주주	-56	801	1,321	851	990
비지배주주	-92	79	124	124	124
EBITDA	883	990	1,265	1,641	1,880

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	1.7	10.8	2.2	10.1	10.4
영업이익	-16.9	20.6	46.7	49.5	16.2
세전계속사업이익	적전	흑전	65.1	-34.4	15.5
EBITDA	-2.1	12.1	27.8	29.7	14.6
EPS(계속사업)	적전	흑전	52.8	-38.0	18.1
수익성 (%)					
ROE	-0.4	7.5	10.5	6.1	6.7
ROA	-0.6	4.3	6.1	3.8	4.1
EBITDA마진	6.5	6.6	8.2	9.7	10.1
안정성 (%)					
유동비율	239.6	192.1	194.9	195.0	198.8
부채비율	65.5	69.5	65.8	64.5	63.5
순차입금/자기자본	29.2	25.2	28.1	29.6	29.4
EBITDA/이자비용(배)	9.2	9.6	10.5	13.6	15.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	115	6,921	10,578	6,558	7,745
BPS	89,738	95,710	105,526	111,343	118,348
CFPS	3,682	11,110	15,097	11,170	12,872
주당 현금배당금	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	1,381.0	60.0	47.7	34.2	28.9
PER(최저)	857.4	15.6	20.5	25.4	21.5
PBR(최고)	1.8	4.3	4.8	2.0	1.9
PBR(최저)	1.1	1.1	2.1	1.5	1.4
PCR	36.0	36.5	14.4	16.6	14.4
EV/EBITDA(최고)	26.6	53.8	51.0	19.6	17.3
EV/EBITDA(최저)	18.6	17.6	24.4	15.5	13.7