

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.co.kr

02-3773-9952

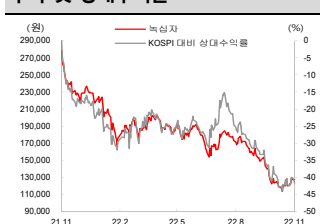
Company Data

자본금	584 억원
발행주식수	1,169 만주
자사주	27 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,900 억원
주요주주	
녹십자홀딩스(외)	51.41%
국민연금공단	7.41%
외국인지분률	23.10%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(22/11/01)	127,500 원
KOSPI	2335.22 pt
52주 Beta	1.25
52주 최고가	268,000 원
52주 최저가	113,500 원
60일 평균 거래대금	52 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.2%	-4.7%
6개월	-32.4%	-21.9%
12개월	-54.3%	-41.7%

녹십자 (006280/KS | 매수(유지) | T.P 170,000 원(하향))

2022 년 3 분기 R&D 비용 증가로 영업이익 컨센서스 소폭 하회

- 2022 년 3 분기 연결 영업이익 488 억원(-31.8%YoY) 기록, 컨센서스 10% 하회
- 전년도 3 분기 코로나 19 백신 유통 매출로 높은 base 및 R&D 비용 증가 때문
- 2022 년 4 분기에는 인건비 상승이 예상되나 비용집행 완화로 적자폭 축소 예상
- 2022 년, 2023 년 실적을 하향 조정하고 이에 따라 목표주가를 170,000 원으로 하향
- MIG 10%에 대한 기대감은 여전히 유효, 투자 의견 매수 유지

2022 년 3 분기 실적 Review

동사의 2022 년 3 분기 연결실적은 매출액 4,597 억원(-1.3%YoY), 영업이익 488 억원 (-31.8%YoY, OPM 10.6%)을 기록, 영업이익이 시장 컨센서스 대비 10.0% 하회하였다. 실적감소의 주된 원인은 전년도 3 분기 코로나 19 백신 유통 매출인식에 따른 높은 base 때문이었다. 또한 대상포진 백신 미국 임상 2상 개시로 R&D 비용이 100 억원 발생, 전년 대비 16% 증가하면서 시장 컨센서스를 하회하였다.

2022 년 4 분기 전년대비 적자폭 축소 전망

통상적으로 2022 년 4 분기에는 비용을 집행하는 시기로 매년 적자를 시현하였다. 2022 년에도 12 월 성과급 지급으로 인건비 상승이 예상되나 나머지 비용은 분산하여 집행하여 영업적자 76 억원(4Q21 영업적자 139 억원) 시현으로 적자폭 축소가 전망된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000 원 하향

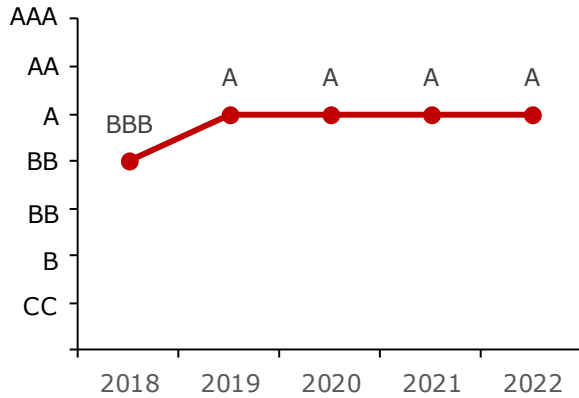
이번 실적발표를 토대로 동사의 2022 년, 2023 년 영업이익을 각각 25.0%, 26.2% 하향 하였고 이에 따라 EPS 가 각각 32.0%, 34.2% 하향되었다. 실적 하향 조정으로 목표주가를 기존 260,000 원에서 170,000 원으로 하향 조정하고 투자의견 매수를 유지한다. 지난 2 월 FDA 로부터 CRL 을 받은 IVIG 10%는 현재 방문 실사에 대한 일정을 조율 중, 조만간 BLA 를 재제출할 가능성이 높아 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단된다. 일본과 중국에 수출되고 있는 헤파라제는 2021 년 530 억원, 2022 년 600 억원을 달성할 예정이며 2023 년에는 중국 매출이 본격적으로 발생되면서 성장세를 견인할 전망, 투자의견 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	13,571	15,041	15,378	17,179	18,127	19,299
yoy	%	1.7	10.8	2.2	11.7	5.5	6.5
영업이익	억원	417	503	737	961	1,039	1,130
yoy	%	-16.9	20.6	46.6	30.5	8.2	8.8
EBITDA	억원	883	990	1,296	1,622	1,768	1,811
세전이익	억원	-12	1,045	1,726	1,047	1,109	1,197
순이익(지배주주)	억원	-36	810	1,232	564	607	668
영업이익률%	%	3.1	3.3	4.8	5.6	5.7	5.9
EBITDA%	%	6.5	6.6	8.4	9.4	9.8	9.4
순이익률	%	-0.8	5.9	8.9	4.2	4.2	4.3
EPS(계속사업)	원	115	6,921	10,543	4,828	5,195	5,717
PER	배	1,154.5	58.7	20.7	26.4	24.5	22.3
PBR	배	1.5	4.2	2.0	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	23.1	52.7	24.6	13.4	12.4	12.0
ROE	%	-0.4	7.5	10.3	4.4	4.6	4.8
순차입금	억원	3,455	3,195	4,083	4,311	4,439	4,070
부채비율	%	65.5	69.5	64.2	67.2	66.4	65.0

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	D	33.1
환경(Environment)	56.6	C+	20.6
사회(Social)	46.1	D-	20.8
지배구조(Governance)	53.8	D-	57.8
<비교업체 종합 등급>			
SK 바이오사이언스	N/A	N/A	64.1
유한양행	AA	C	53.9
한미약품	A	B	59.6
동아에스티	A	N/A	57.4
종근당	A	N/A	32.4

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 (%)
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

녹십자의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.27	사회 (Social)	식약처, 제1약품 제조 44 개 약품 품목허가 취소 착수
2021.1.7	사회 (Social)	녹십자, 결핵 백신 국산화 또 2 년 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

자료: 주요 언론사, SK 증권

녹십자의 2022 년 3 분기 실적 Review

(억원, %)	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P		증감율		컨센서스 차이
					확정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,657.0	4,023.0	4,169.4	4,232.0	4,597.0	4,707.0	(1.3)	8.6	(2.3)
영업이익	715.1	(139.3)	418.5	130.8	487.7	542.0	(31.8)	272.9	(10.0)
세전이익	796.4	592.9	323.6	122.5	586.6	406.0	(26.3)	378.8	44.5
순이익	581.1	538.6	180.3	108.5	423.5	414.0	(27.1)	290.2	2.3
영업이익률	15.4	-3.5	10.0	3.1	10.6	11.5			
세전이익률	17.1	14.7	7.8	2.9	12.8	8.6			
순이익률	12.5	13.4	4.3	2.6	9.2	8.8			

자료 : SK 증권 추정치

녹십자의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	17,179	18,127	19,299	17,252	19,114	23,599	(0.4)	(5.2)	(18.2)
영업이익	961	1,039	1,130	1,281	1,409	2,132	(25.0)	(26.2)	(47.0)
세전이익	1,047	1,109	1,197	1,310	1,437	2,055	(20.1)	(22.8)	(41.7)
순이익	725	768	668	830	923	1,177	(12.6)	(16.7)	(43.2)
EPS	4,828	5,195	5,717	7,103	7,896	10,074	(32.0)	(34.2)	(43.2)
영업이익률	5.6	5.7	5.9	7.4	7.4	9.0	(1.8)	(1.6)	(3.2)

자료 : SK 증권 추정치

녹십자의 분기 및 연간 실적 전망치

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,822.0	3,876.0	4,657.0	4,023.0	4,169.4	4,232.0	4,597.0	4,180.4	15,041.0	15,378.0	17,178.9	18,127.0
내수	1,762.0	2,122.0	3,255.0	2,419.0	2,157.0	2,238.0	2,972.0	2,180.9	9,864.0	9,558.0	9,547.9	10,034.3
혈액제제	739.0	773.0	882.0	734.0	808.0	826.0	829.0	689.9	3,121.0	3,128.0	3,152.9	3,184.4
백신	0.0	167.0	979.0	414.0	85.0	161.0	926.0	391.6	2,533.0	1,560.0	1,563.6	1,641.8
처방의약품	620.0	709.0	803.0	704.0	769.0	801.0	816.0	715.4	2,587.0	2,836.0	3,101.4	3,391.6
소비자헬스케어등	402.0	473.0	590.0	565.0	494.0	451.0	401.0	384.0	1,622.0	2,030.0	1,730.0	1,816.5
해외	350.0	817.0	518.0	463.0	488.0	986.0	576.0	643.1	2,412.0	2,148.0	2,693.1	2,659.3
혈액제제	149.0	144.0	214.0	106.0	139.0	234.0	221.0	109.5	1,063.0	613.0	703.5	807.3
백신	107.0	614.0	64.0	287.0	89.0	683.0	119.0	533.6	1,080.0	1,072.0	1,424.6	1,852.0
처방의약품	91.0	57.0	174.0	3.0	189.0	10.0	229.0	3.9	238.0	325.0	431.9	475.1
소비자헬스케어등	4.0	0.0	66.0	66.0	71.0	59.0	7.0	7.0	31.0	136.0	144.0	152.5
자회사	712.0	938.0	884.0	1,142.0	1,525.0	1,008.0	1,050.0	1,356.4	2,764.0	3,676.0	4,939.4	5,433.4
영업이익	49.7	111.1	715.1	-139.3	418.5	130.8	487.7	-76.0	502.5	736.6	960.9	1,039.4
세전이익	228.0	108.4	796.4	592.9	323.6	122.5	586.6	14.4	1,044.7	1,725.6	1,047.1	1,109.1
순이익	175.2	74.6	581.1	538.6	180.3	108.5	423.5	13.0	892.7	1,369.5	725.4	768.3
성장률YoY(%)												
매출액	-8.3	7.7	11.0	-3.5	47.7	9.2	-1.3	3.9	10.8	2.2	11.7	5.5
영업이익	-18.8	-28.9	40.9	-37.4	741.9	17.7	-31.8	-45.4	20.6	46.6	30.5	8.2
세전이익	흑전	-48.6	0.9	589.5	42.0	13.0	-26.3	-97.6	흑전	65.2	-39.3	5.9
순이익	흑전	-46.2	-8.4	236.1	2.9	45.6	-27.1	-97.6	흑전	53.4	-47.0	5.9
수익성(%)												
영업이익률	1.8	2.9	15.4	-3.5	10.0	3.1	10.6	-1.8	3.3	4.8	5.6	5.7
세전이익률	8.1	2.8	17.1	14.7	7.8	2.9	12.8	0.3	6.9	11.2	6.1	6.1
순이익률	6.2	1.9	12.5	13.4	4.3	2.6	9.2	0.3	5.9	8.9	4.2	4.2

자료 : SK 증권 추정치

독실자 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 지배주주순이익(억원)	607.1	
발행주식수(주)	11,687,000	
12M Forward EPS(원)	5,195	
적용PER(배)	34.0	Lonza의 12M forward multiple 적용
주당가치(원)	176,622	
목표주가(원)	170,000	
현재주가(원)	127,500	
상승여력(%)	33.3	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.02	매수	170,000원	6개월		
2022.02.15	매수	260,000원	6개월	-34.74%	-22.12%
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 3 자에게 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 (2022 년 11 월 2 일 기준)

매수	95.76%	중립	4.24%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	11,320	10,956	11,882	12,382	13,380
현금및현금성자산	2,323	1,861	2,311	2,253	2,622
매출채권및기타채권	4,227	4,234	4,400	4,642	4,943
재고자산	4,371	4,550	4,728	4,989	5,311
비유동자산	10,194	13,665	14,295	14,768	14,741
장기금융자산	457	375	251	251	251
유형자산	6,737	7,991	8,027	7,996	7,424
무형자산	1,096	2,774	2,974	3,153	3,322
자산총계	21,514	24,621	26,177	27,151	28,121
유동부채	5,894	5,529	6,250	6,429	6,650
단기금융부채	3,105	2,405	3,003	3,003	3,003
매입채무 및 기타채무	1,417	1,293	1,343	1,417	1,509
단기충당부채	190	289	300	317	337
비유동부채	2,927	4,095	4,274	4,404	4,427
장기금융부채	2,646	3,713	3,972	4,092	4,092
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	22	28	29	30
부채총계	8,821	9,624	10,523	10,832	11,077
지배주주지분	11,185	12,748	13,100	13,572	14,105
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	3,370	3,858	3,838	3,838	3,838
기타자본구성요소	-357	-357	-357	-357	-357
자기주식	-357	-357	-357	-357	-357
이익잉여금	7,573	8,674	9,009	9,445	9,942
비지배주주지분	1,508	2,250	2,554	2,747	2,939
자본총계	12,693	14,998	15,654	16,318	17,044
부채외자본총계	21,514	24,621	26,177	27,151	28,121

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	442	1,337	1,251	1,070	970
당기순이익(손실)	893	1,370	725	768	829
비현금성항목등	458	346	983	999	982
유형자산감가상각비	445	503	579	630	573
무형자산감가상각비	43	56	82	98	108
기타	-468	161	-113	-174	-174
운전자본감소(증가)	-819	-190	-60	-357	-474
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-153	4	-111	-243	-300
재고자산감소(증가)	-521	-149	-177	-261	-322
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-44	-152	58	74	92
기타	-101	107	170	73	57
법인세납부	-90	-189	-397	-341	-368
투자활동현금흐름	312	-1,263	-1,268	-908	-258
금융자산감소(증가)	546	420	-172	-50	0
유형자산감소(증가)	-826	-1,018	-530	-600	0
무형자산감소(증가)	-183	-211	-277	-277	-277
기타	776	-454	-289	19	19
재무활동현금흐름	599	-122	392	-221	-343
단기금융부채증가(감소)	687	-2,137	273	0	0
장기금융부채증가(감소)	137	1,976	387	120	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-127	-185	-240	-171	-171
기타	-97	224	-27	-169	-172
현금의 증가(감소)	1,338	-462	450	-58	369
기초현금	985	2,323	1,861	2,311	2,253
기말현금	2,323	1,861	2,311	2,253	2,622
FCF	-382	-7	224	215	714

자료 : 독심자, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	15,041	15,378	17,179	18,127	19,299
매출원가	10,635	10,172	11,308	11,931	12,703
매출총이익	4,406	5,206	5,872	6,196	6,596
매출총이익률 (%)	29.3	33.9	34.2	34.2	34.2
판매비와관리비	3,904	4,469	4,911	5,156	5,466
영업이익	503	737	961	1,039	1,130
영업이익률 (%)	3.3	4.8	5.6	5.7	5.9
비영업손익	542	989	86	70	67
순금융비용	92	112	134	150	153
외환관련손익	-175	135	46	46	46
관계기업투자등 관련손익	-56	815	-27	0	0
세전계속사업이익	1,045	1,726	1,047	1,109	1,197
세전계속사업이익률 (%)	7.0	11.2	6.1	6.1	6.2
계속사업법인세	154	356	322	341	368
계속사업이익	891	1,370	725	768	829
중단사업이익	2	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	893	1,370	725	768	829
순이익률 (%)	5.9	8.9	4.2	4.2	4.3
지배주주	810	1,232	564	607	668
지배주주귀속 순이익률(%)	5.39	8.01	3.28	3.35	3.46
비지배주주	82	137	161	161	161
총포괄이익	881	1,393	793	836	897
지배주주	801	1,246	600	643	704
비지배주주	79	147	193	193	193
EBITDA	990	1,296	1,622	1,768	1,811

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	10.8	2.2	11.7	5.5	6.5
영업이익	20.6	46.6	30.5	8.2	8.8
세전계속사업이익	흑전	65.2	-39.3	5.9	8.0
EBITDA	12.1	30.8	25.2	9.0	2.5
EPS(계속사업)	흑전	52.3	-54.2	7.6	10.1
수익성 (%)					
ROE	7.5	10.3	4.4	4.6	4.8
ROA	4.3	5.9	2.9	2.9	3.0
EBITDA마진	6.6	8.4	9.4	9.8	9.4
안정성 (%)					
유동비율	192.1	198.2	190.1	192.6	201.2
부채비율	69.5	64.2	67.2	66.4	65.0
순차입금/자기자본	25.2	27.2	27.5	27.2	23.9
EBITDA/이자비용(배)	9.6	10.4	10.9	10.4	10.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,921	10,543	4,828	5,195	5,717
BPS	95,710	109,080	112,094	116,133	120,695
CFPS	11,110	15,327	10,482	11,426	11,544
주당 현금배당금	1,500	2,000	1,500	1,500	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	60.0	47.9	46.4	43.1	39.2
PER(최저)	15.6	20.6	23.5	21.9	19.9
PBR(최고)	4.3	4.6	2.0	1.9	1.9
PBR(최저)	1.1	2.0	1.0	1.0	0.9
PCR	36.5	14.2	12.2	11.2	11.0
EV/EBITDA(최고)	53.8	50.5	20.3	18.8	18.3
EV/EBITDA(최저)	17.6	24.5	12.4	11.5	11.1