

녹십자 (006280)

임윤진 yoonjin.lim@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **220,000**
하향

현재주가 **171,500**
(22.08.01)

재무업종

남반구 독감백신 수출 확대로 기대치 부합

투자 의견 매수 유지, 목표주가 220,000원으로 하향

- 목표주가는 12MF EBITDA에 상위제약사 평균 12MF EV/EBITDA 반영한 영업 가치, 지분가치 및 신약가치를 SOTP로 산출
- 목표주가는 1) 2022년 연결 영업이익 추정치 기준 1,196억원에서 1,123억원으로 조정 2) 실적 추정 기간 변경 (2Q22~1Q23→3Q22~2Q23) 및 3) IVIG-SN 10% 미국 출시 지연으로 인한 신약가치 조정(7,294억원→6,079억원)에 따라 -8.5% 하향

2Q22 Review: 남반구 독감백신 수주 확대로 컨센서스 부합

- 연결 매출액 4,232억원(+9.2% yoy), 영업이익 131억원(+18.0% yoy) 시현. 컨센서스 매출액 부합, 영업이익은 소폭 하회
- 영업이익은 자회사 '큐레보'의 대상포진 미국 임상2b상 개시로 인한 연구개발비 증가에도 (500억원, +77.7% yoy) 불구하고 고마진 처방의약품 및 제품 비중 확대에 따라 GPM 3.4%p 개선되며 전년 대비 수익성 개선
- **[별도]** 매출액 3,224억원(+9.7% yoy), 영업이익 170억원(+195.9% yoy) 달성
- **[국내사업]** 매출액 2,238억원(+5.5% yoy). 자체 개발 처방의약품(+13.0% yoy) 및 혈액제제(+6.9% yoy) 성장세 지속
- **[해외사업]** 매출액 986억원(+20.7% yoy). 남반구 독감백신 수주 물량 664억원(+18.1% yoy) 인식. 혈액제제 IVIG-SN 단가 상승 및 브라질 등 기타 국가 판매 확대 영향으로 184억원(+119.0% yoy) 기록
- **[자회사]** 지씨셀 검체검사 서비스 용역 감소에도 불구하고 바이오 물류 및 CDMO 사업 호조로 매출액 557억원(+107.4% yoy), 영업이익 50억원(+133.3% yoy) 달성. 녹십자엠에스 진단키트 매출 감소로 173억원(-57.9% yoy) 시현

IVIG-SN 10%, FDA 실사일정 확보가 중요

- 하반기 IVIG-SN 10%의 미국 신약허가 재신청 예상. FDA의 생산시설 실사 일정 확보가 중요한 것으로 판단되며 출시 시기는 이르면 '23년 상반기로 추정
- 미국 외 기타 국가 혈액제제 수요 증가에 따라 하반기 IVIG, 알부민 등 해외 수출 성장 확대 기대

(단위: 십억원 %)

구분	2Q21	1Q22	직전추정	잠정치	2Q22			3Q22		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	388	417	420	423	9.2	1.5	420	492	5.6	16.2
영업이익	11	42	16	13	17.9	-68.7	14	65	-9.5	393.9
순이익	3	6	18	10	212.9	48.9	9	56	4.0	487.4

자료: 녹십자, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,504	1,538	1,719	1,748	1,808
영업이익	50	74	112	103	116
세전순이익	104	173	115	108	133
총당기순이익	89	137	92	86	106
지배지분순이익	81	123	82	77	118
EPS	6,935	10,543	7,048	6,622	10,106
PER	58.5	20.7	23.6	25.1	16.4
BPS	95,710	109,080	114,346	118,885	127,135
PBR	4.2	2.0	1.5	1.4	1.3
ROE	7.5	10.3	6.3	5.7	8.2

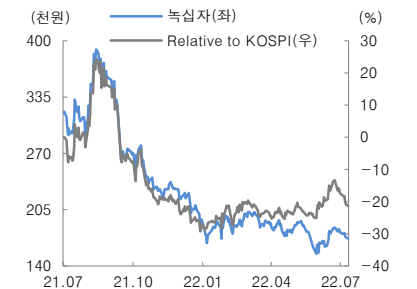
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2452.25
시가총액	2,004십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	58십억원
52주 최고/최저	390,000원 / 154,000원
120일 평균거래대금	71억원
외국인지분율	22.87%
주요주주	녹십자홀딩스 외 9 인 51.41% 국민연금공단 7.41%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	-9.0	-2.3	-41.3
상대수익률	-0.8	0.0	6.1	-23.3



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	1,698	1,756	1,719	1,748	1.2	-0.5
판매비와 관리비	455	469	479	494	5.3	5.2
영업이익	120	104	112	103	-6.1	-1.3
영업이익률	7.0	5.9	6.5	5.9	-0.5	0.0
영업외손익	4	7	3	6	-20.2	-11.5
세전순이익	123	110	115	108	-6.5	-1.9
지배지분순이익	88	79	82	77	-6.5	-1.9
순이익률	5.8	5.0	5.3	4.9	-0.4	-0.1
EPS(지배지분순이익)	7,540	6,748	7,048	6,622	-6.5	-1.9

자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

표 1. 녹십자 목표주가 산출 (단위: 십 억원, 배)

	환산가치	12M Fwd EBITDA	비고
영업가치 (A)	2,119	135.8	12M Fwd 상위제약사 평균 EV/EBITDA 15.6 배 적용
비영업가치 (B)	68		장부가액 30% 할인
지분가치	68		(연결 자회사 제외)
파이프라인 가치 (C)	608		
MG 10%	608		
순차입금 (D)	296		2022 년 기말 예상
지분가치 합산가치 (A+B+C-D)	2,499		
보통주주식수 (천주)	11,413		
목표주가	220,000		

주: 유한양행, 한미약품, 대웅제약, 종근당, 동아에스티 평균

자료: 대신증권 Research Center

표 2. **녹십자 분기별 실적 전망** (단위: 십 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
매출액	282.4	387.6	465.6	402.4	416.9	423.2	491.6	387.0	1538.0	1718.7
YoY(%)	-8.2%	7.7%	11.0%	-3.4%	47.6%	9.2%	5.6%	-3.8%	2.3%	11.8%
내수	176.1	212.2	325.4	241.9	215.7	223.8	333.8	249.5	955.6	1022.7
YoY(%)	-16.6%	-4.5%	11.5%	-7.4%	22.5%	5.5%	2.6%	3.1%	-3.1%	7.0%
혈액제제	73.9	77.3	88.2	73.4	80.8	82.6	89.1	75.6	312.8	328.0
백신	0.0	16.7	97.9	41.4	8.5	16.1	101.4	42.5	156.0	168.5
ETC	62.0	70.9	80.3	70.4	76.9	80.1	83.7	73.6	283.6	314.4
OTC	40.2	47.3	59.0	53.6	45.0	52.6	57.2	52.6	200.1	211.8
수출	35.1	81.6	51.8	46.3	48.8	98.6	51.2	53.1	214.8	251.7
YoY(%)	-18.6%	14.8%	-0.6%	-38.2%	39.0%	20.8%	-1.1%	14.7%	-10.9%	17.2%
혈액제제	14.9	14.4	21.4	10.6	13.9	23.4	21.6	13.7	61.3	72.6
백신	10.7	61.4	6.4	28.7	8.9	68.3	7.7	32.2	107.2	117.0
기타	9.5	5.8	24.0	11.9	19.4	2.4	19.1	4.7	51.2	52.2
자회사	71.2	93.8	88.4	114.2	152.5	100.8	106.6	84.5	367.6	444.4
YoY	33.3%	40.4%	16.9%	41.7%	114.2%	-7.4%	20.6%	-26.0%	33.0%	20.9%
매출총이익	92.5	116.8	185.5	125.8	145.4	141.9	178.3	126.1	520.6	591.7
YoY	4.3%	12.3%	29.9%	19.7%	57.2%	21.5%	-3.9%	0.3%	18.1%	13.7%
총이익률	32.7%	30.1%	39.8%	31.3%	34.9%	33.5%	36.3%	32.6%	33.8%	34.4%
판매비	87.5	105.7	114.0	139.7	103.5	128.8	113.6	133.4	446.9	479.4
YoY	6.0%	19.6%	23.8%	9.8%	18.3%	21.9%	-0.4%	-4.5%	14.5%	7.3%
판매비율	31.0%	27.3%	24.5%	34.7%	24.8%	30.4%	23.1%	34.5%	29.1%	27.9%
영업이익	5.0	11.1	71.5	-13.9	41.8	13.1	64.7	-7.3	73.7	112.3
YoY	-18.8%	-28.9%	40.9%	적지	740.9%	17.9%	-9.5%	적지	46.6%	52.5%
영업이익률	1.8%	2.9%	15.4%	-3.5%	10.0%	3.1%	13.2%	-1.9%	4.8%	6.5%

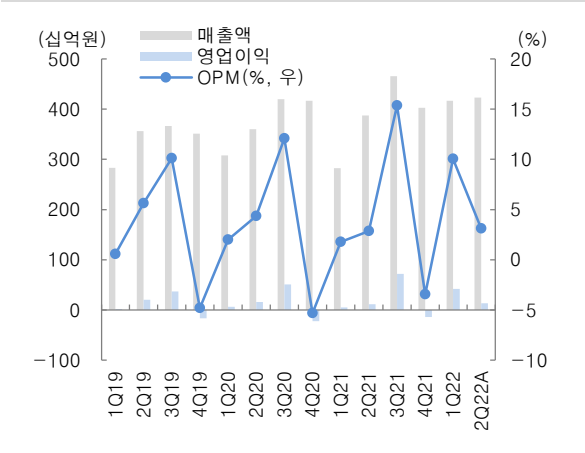
자료: 대신증권 Research Center

표 3. 녹십자 신약 파이프라인

구분	파이프라인명	적응증	개발단계					비고
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상	허가신청	상업화
혈액제제	MG 5% (GC5101B)	선전성 면역결핍증					미국	- 미국 BLA 재제출 준비
	MG 10% (GC5107B)	원발성 면역결핍					미국	- 2H22 BLA 재제출 준비
	헤파빅 (GC1102)	간이식환자의 간염 재발 예방				한국		
	헤파빅 (GC1102B)	B 형 간염			한국			
	GC5113A	혈류량 회복 및 유지						
재조합 단백질	헌터라제 (GC1111F)	헌터증후군			미국	한국	중국	- 중화권 CANbridge L/O
	헌터라제 ICV (GC1123A)	헌터증후군(ICV)					일본	
	그린진 F (GC1101D)	A 형 혈우병					중국	
	MG4H22	HER2+ 유방암				글로벌		- 하셉틴 바이오메터
	헌터라제 (GC1111B)	헌터증후군			미국		한국	
	GC1118A	EGFR+ 대장암			한국			
	MG1113A	TFPH+ A/B 형 혈우병		한국				
백신	MG1111	수두					한국	
	GC3107A	폐결핵				한국 베트남		- 2023 허가 목표
	GC1109	탄저병			한국			
	GC3111A	DPT			한국			
세포 치료제	MG4101 (NK)	간암			한국			- 리톡시맵 병용
	줄기세포치료제	부갑상선기능저하증						

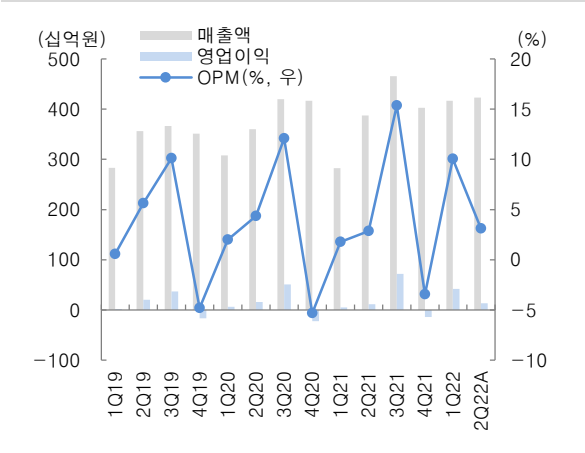
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 1. 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



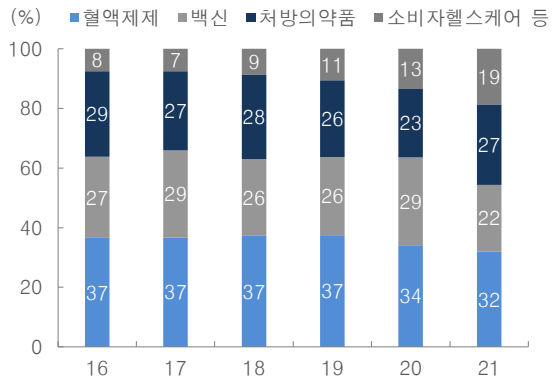
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 2. 연구비 매출, 연구비, 매출 비중



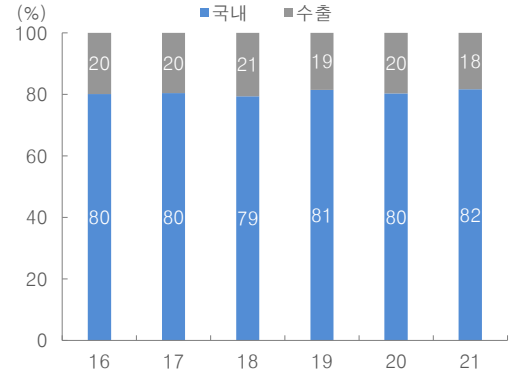
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업부문별 매출 비중 추이



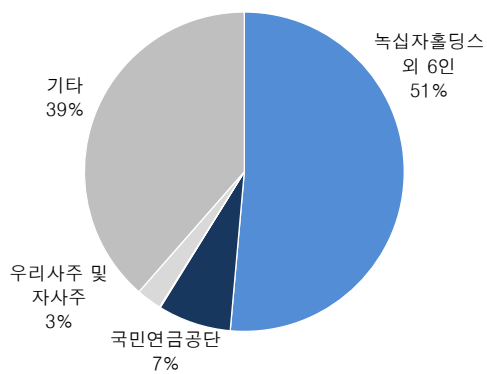
주: 별도 기준
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 4. 지역별 매출 비중 추이



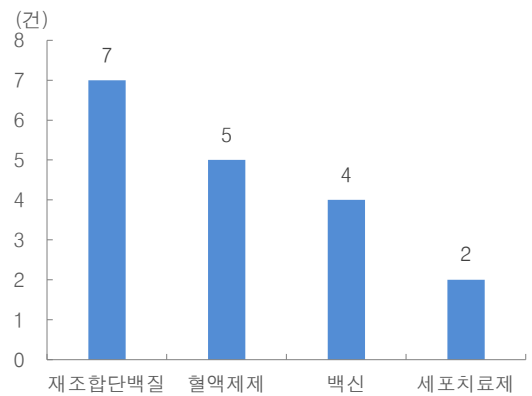
주: 별도 기준
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 5. 주주구성



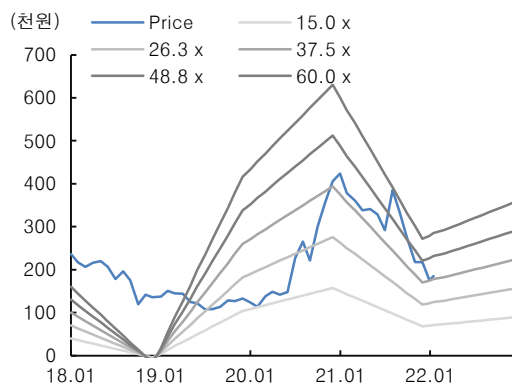
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 6. 녹십자 파이프라인 현황



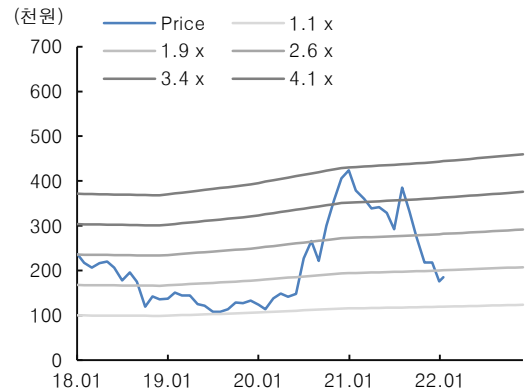
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 7. PER 밴드



자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

그림 8. PBR 밴드



자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

-1967년 설립된 제1차, 혈액제제, 백신을 중심으로 안정적 매출 성장 지속

중, 임상시험을 바탕으로 한 해외 진출 본격화

- 주요 자회사: 지씨셀(신약개발), 녹십자엠에스(진단)

- 설립자 허재경 회장 하일섭

- 자산 2.5조, 부채 1.0조, 자본 1.5조(1Q22 기준)

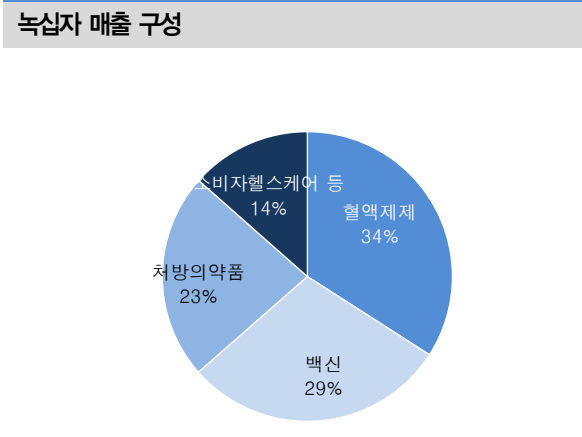
(발행주식 수: 11,413,178)

주가 변동요인

- (+) 신약개발 임상 진전 및 해외 품목허가 획득

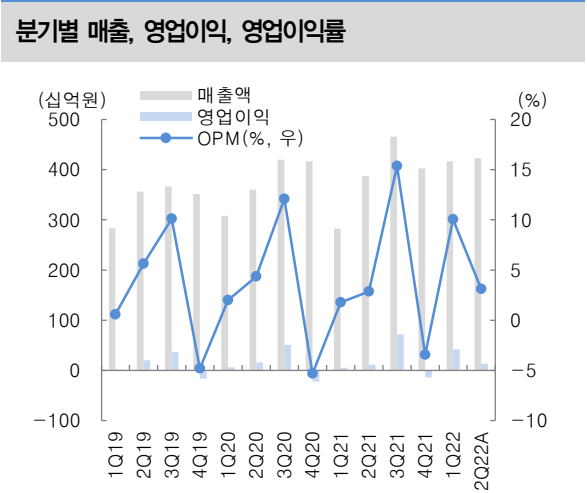
- (-) 해외 품목허가 지연, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화 등

자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

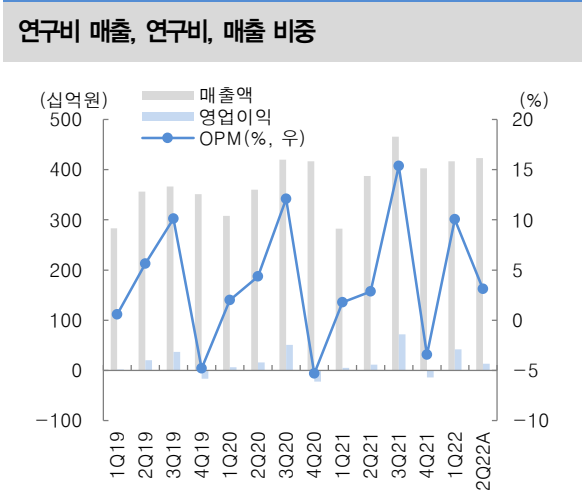


주: 2021년 별도 기준
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center

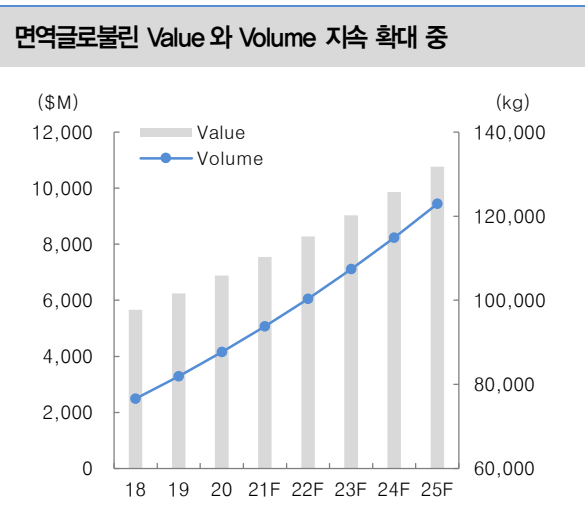
Earnings Driver



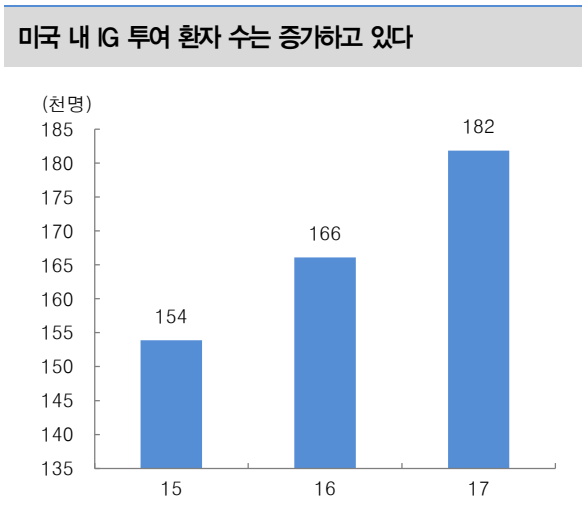
자료: 녹십자, 대신증권 Research Center



자료: 녹십자, 대신증권 Research Center



자료: MFB, 대신증권 Research Center



자료: MFB, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,504	1,538	1,719	1,748	1,808
매출원가	1,063	1,017	1,127	1,151	1,189
매출총이익	441	521	592	596	618
판매비와관리비	390	447	479	494	503
영업이익	50	74	112	103	116
영업외수익	3.3	4.8	6.5	5.9	6.4
EBITDA	99	130	162	150	161
영업외손익	54	99	3	6	17
관계기업손익	-6	82	-6	-6	-6
금융수익	41	21	26	26	26
외환관련이익	5	9	9	9	9
금융비용	-26	-20	-22	-22	-8
외환관련손실	13	1	1	1	1
기타	45	16	4	8	5
법인세비용차감전순이익	104	173	115	108	133
법인세비용	-15	-36	-24	-22	-28
계속사업순이익	89	137	92	86	106
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	89	137	92	86	106
당기순이익	5.9	8.9	5.3	4.9	5.9
비재계분순이익	8	14	9	9	-12
재계분순이익	81	123	82	77	118
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	88	139	94	88	108
비재계분포괄이익	8	15	9	9	-13
재계분포괄이익	80	125	85	80	121

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	6,935	10,543	7,048	6,622	10,106
PER	58.5	20.7	23.6	25.1	16.4
BPS	95,710	109,080	114,346	118,885	127,135
PBR	42	20	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	8,475	11,087	13,873	12,837	13,785
EV/EBITDA	52.7	24.6	16.2	17.0	15.2
SPS	128,705	131,590	147,073	149,531	154,666
PSR	32	1.7	1.2	1.1	1.1
CFPS	11,559	14,682	9,355	8,600	9,281
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감	10.8	2.2	11.8	1.7	3.4
영업이익 증/감	20.6	46.6	52.5	-8.7	12.9
순이익 증/감	흑전	53.4	-33.2	-6.0	23.0
수익성					
ROIC	3.0	3.6	5.0	4.5	5.1
ROA	2.4	3.2	4.5	4.0	4.3
ROE	7.5	10.3	6.3	5.7	8.2
안정성					
부채비율	69.5	64.2	61.3	60.3	57.7
순차입금비율	25.2	27.2	24.4	18.1	10.1
이자보상비율	4.9	5.9	7.9	6.9	0.0

자료: 녹십자 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,132	1,096	1,210	1,332	1,506
현금및현금성자산	232	186	198	304	444
매출채권 및 기타채권	424	424	473	481	497
재고자산	437	455	509	517	535
기타유동자산	39	30	30	30	30
비유동자산	1,019	1,367	1,326	1,287	1,251
유형자산	674	799	769	741	715
관계기업투자지급	47	83	77	72	66
기타비유동자산	299	485	479	474	470
자산총계	2,151	2,462	2,536	2,620	2,757
유동부채	589	553	566	587	611
매입채무 및 기타채무	242	236	250	252	257
차입금	203	101	151	171	191
유동상대채무	91	121	71	71	71
기타유동부채	53	96	95	94	93
비유동부채	293	410	398	398	398
차입금	183	267	255	255	255
전환증권	11	13	13	13	13
기타비유동부채	99	129	129	129	129
부채총계	882	962	964	985	1,009
자본부분	1,119	1,275	1,336	1,389	1,486
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	337	386	386	386	386
이익잉여금	757	867	927	981	1,077
기타자본부분	-34	-37	-35	-36	-35
비재계분	151	225	236	245	262
자본총계	1,269	1,500	1,572	1,635	1,748
순차입금	319	408	383	296	176

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	36	126	18	83	63
당기순이익	89	137	92	86	106
비현금항목의 가감	46	35	18	15	3
감가상각비	49	56	50	47	45
외환손익	15	-2	-11	-11	-11
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-18	-19	-21	-22	-31
자산부채의 증감	-82	-19	-77	-3	-19
기타현금흐름	-17	-27	-14	-14	-27
투자활동 현금흐름	30	-132	11	11	11
투자자산	24	-29	6	6	6
유형자산	-83	-102	-14	-14	-14
기타	88	-1	20	20	20
재무활동 현금흐름	81	-41	-48	-16	-16
단기차입금	159	-123	50	20	20
사채	20	0	-12	0	0
장기차입금	2	204	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-13	-19	-23	-23	-23
기타	-87	-104	-64	-14	-14
현금의 증감	134	-46	12	106	140
기초 현금	98	232	186	198	304
기말 현금	232	186	198	304	444
NOPLAT	43	58	89	81	92
FCF	-10	-9	124	114	122

[ESG 평가 등급체계]

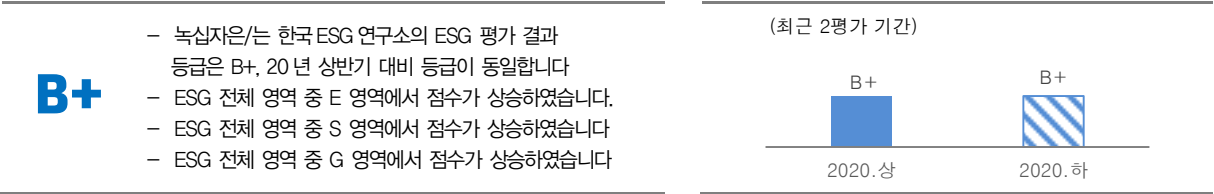
* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있음 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

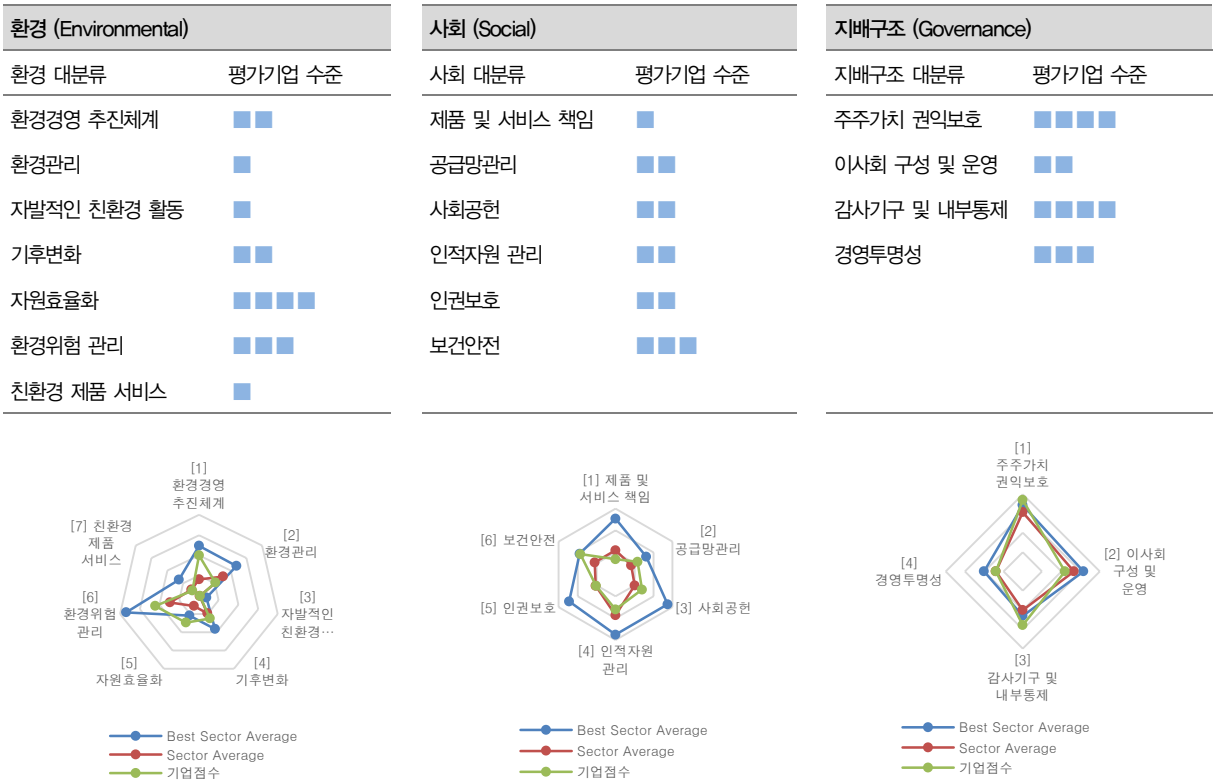
녹십자 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31



영역별 대분류 평가 결과



[Compliance Notice]

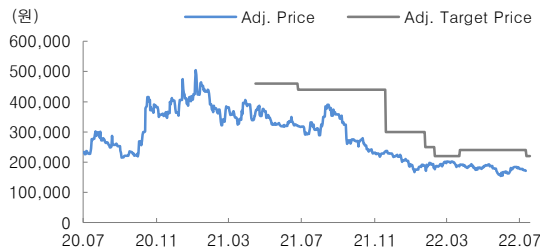
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:임윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

녹십자(006280) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.08.02	22.07.12	22.05.03	22.04.13	22.03.02	22.02.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000	240,000	240,000	240,000	220,000	250,000
과다율(평균%)		(25.62)	(25.66)	(21.76)	(11.89)	(24.62)
과다율(최대/최소%)		(19.58)	(19.58)	(19.58)	(7.96)	(20.80)
제시일자	21.12.10	21.11.20	21.11.02	21.08.05	21.08.02	21.07.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000
과다율(평균%)	(31.90)	(33.41)	(30.94)	(28.24)	(30.59)	(29.96)
과다율(최대/최소%)	(23.33)	(11.36)	(11.36)	(11.36)	(27.73)	(27.73)
제시일자	21.05.06					
투자의견	Buy					
목표주가	460,000					
과다율(평균%)	(26.49)					
과다율(최대/최소%)	(15.87)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220730)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상