

녹십자(006280.KS)

이익 성장 정체되나 R&D성과는 가시화될 것

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

2023.02.15

4Q22P 실적 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **160,000**원(하향)

현재주가: 128,900원(02/14)

시가총액: 1,506(십억원)

예상을 하회했던 4Q22P 실적, 2023년 이익 성장 정체 예상

녹십자의 4Q22P 실적은 매출액 4,115 억원(+2.3%yoy, -10.5%qq), 영업손실 224 억원(적지yoy, -146%qq)으로 영업이익 기준 당사 및 시장 컨센서스를 큰 폭 하회함. 2022년 초 녹십자가 제시하였던 분기별 비용 균등 집행이 이루어지지 않았던 것으로 판단되며, 대상포진 백신(CRV-101) 글로벌 임상 진행 비용(약 100 억원)이 추가 집행되었기 때문. 녹십자의 비용 집행 추세를 볼 때 향후에도 매년 4분기 영업손실 추세는 지속될 것으로 판단됨. 4분기 판매 관리비는 1~3분기 평균 대비 약 300 억원 증가함(연구개발비 100 억원 증가). 전일 있었던 4Q22P 실적 컨퍼런스 콜에서 녹십자가 제시한 2023년 가이드는 매출액은 약 10% 성장하나 이익 증가는 거의 없을 것으로 제시함. 헨터라제 및 MIG의 ROW 중심의 해외 판매 증가가 매출 성장을 견인할 것이나 비용 증가와 연결대상 지시첼의 성장 정체로 수익성 개선은 어려울 전망. 2023년 영업이익을 종전 대비 34% 하향조정하고 목표주가를 160,000 원으로 하향함. 목표주가는 2023년 예상 순이익의 Target P/E 25배를 적용한 값과 헨터라제 및 MIG-SN의 합산 가치 (3,330 억원)을 합산하여 산출함.

2023년 주요 이슈: MIG-10% 생산 공장 실사, CRV-101 임상 2상 마무리

미국 시장에 진출하여 성장 모멘텀이 될 것으로 기대되었던 MIG 10%의 FDA 실사는 4월 중에 대변 실사가 진행될 예정이며 이후 6개월 리뷰 기간을 가지게 됨. 승인 여부는 2023년 연말경 결정될 것으로 예상함. 코로나 팬데믹 및 GSK의 싱그리스 출시 이후 시장성이 높아진 대상포진 백신 시장을 겨냥한 CRV-101(대상포진 백신)은 임상 2상 투약이 끝나 마무리 단계임. 임상 3상 시작은 2023년 하반기로 예상됨(당사 2022년 11월 29일 발간 자료 참고)

주가 상승 catalyst: MIG 10% FDA 승인과 CRV-101 임상 2상 결과

녹십자는 지속가능한 성장을 위해 전략적으로 연구개발이 진행하고 있음. 그러나 의약품 판매 전 관련 절차(MIG 10%의 생산 시설 허가, 헨터라제의 중국 보험급여 등재 등) 지연으로 성장 동력인 바이오의약품의 해외 시장 진출이 기존 일정보다 늦어지고 있음. 반면 비용 증가는 지속되고 있는 상황. 2023년 말로 예상되는 MIG-10% FDA 승인과 CRV-100 임상 결과에 주목할 필요가 있음.

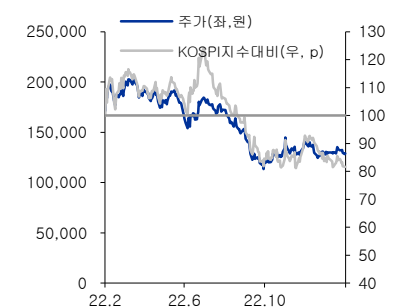
(단위: 십억원, (%), %p)	4Q22P				1Q23E			2021	2022P		2023E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qq	yoy	잠정치	yoy	예상치	yoy
매출액	412	438	-6.1	403	+2	415	1.0	-0.4	1537	+11	1773	+4
영업이익	-22	18	적전	-8	-195	42	흑전	-0.5	74	+10	84	+4
순이익	-2	21	적전	16	적전	32	흑전	+77.5	137	-49	71	+2
영업이익률	-5.4	4.2	-9.6	-1.9	-3.6	10.0	+15.5	-	4.8	-	4.8	+0.1
순이익률	-0.5	4.7	-5.2	4.1	-4.5	7.7	+8.2	+3.4	8.9	-4.9	4.0	-0.1

자료: 녹십자, 유진투자증권

발행주식수	11,687천주
52주 최고가	205,000원
최저가	113,500원
52주 일간 Beta	0.59
3M 평균거래대금	52억원
외국인 지분율	22.1%
배당수익률(2022F)	1.6%

주주구성	
녹십자홀딩스	50.06%
국민연금공단	6.87%

	1M	6M	12M
주가상승률	0.7%	-25.3%	-30.3%
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	160,000	180,000	▼
영업이익(23)	84	128	▼
영업이익(24)	93	137	▼



녹십자(006280.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	2,151	2,462	2,529	2,579	2,647
유동자산	1,132	1,096	1,097	1,114	1,147
현금성자산	232	187	228	207	198
매출채권	424	424	445	465	488
재고자산	437	455	394	411	431
비유동자산	1,019	1,367	1,431	1,466	1,500
투자자산	236	290	332	345	360
유형자산	674	799	799	792	785
기타	110	277	300	328	355
부채총계	882	962	1,002	1,013	1,026
유동부채	589	553	570	580	591
매입채무	242	236	201	210	220
유동성이자부채	310	241	292	292	292
기타	37	77	78	78	79
비유동부채	293	410	432	434	435
비유동이자부채	265	371	387	387	387
기타	28	38	45	47	48
자본총계	1,269	1,500	1,527	1,566	1,621
지배지분	1,119	1,275	1,271	1,310	1,365
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	337	386	384	384	384
이익잉여금	757	867	900	939	995
기타	(34)	(37)	(71)	(71)	(71)
비지배지분	151	225	256	256	256
자본총계	1,269	1,500	1,527	1,566	1,621
총차입금	575	612	678	678	678
순차입금	343	425	450	471	481

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	36	126	112	124	122
당기순이익	89	137	69	71	89
자산상각비	49	56	64	62	62
기타비/현금성손익	(13)	(197)	(20)	51	7
운전자본증감	(82)	(19)	12	(27)	(32)
매출채권감소(증가)	(15)	0	(12)	(19)	(23)
재고자산감소(증가)	(52)	(15)	54	(17)	(20)
매입채무증가(감소)	(4)	(15)	(27)	9	10
기타	(10)	11	(3)	0	0
투자현금	30	(132)	(127)	(122)	(109)
단기투자자산감소	55	43	(7)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(30)	(73)	(34)	(32)	(18)
설비투자	83	102	49	48	48
유형자산처분	0	1	1	0	0
무형자산처분	(18)	(21)	(30)	(34)	(34)
재무현금	81	(41)	36	(23)	(23)
차입금증가	82	(16)	50	0	0
자본증가	(13)	(19)	(23)	(23)	(23)
배당금지급	13	19	23	23	23
현금 증감	134	(46)	39	(21)	(10)
기초현금	98	232	186	225	204
기말현금	232	186	225	204	194
Gross Cash flow	135	172	147	152	154
Gross Investment	107	194	108	149	141
Free Cash Flow	28	(22)	39	3	13

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,504	1,538	1,711	1,773	1,777
증가율(%)	10.8	2.2	11.3	3.6	0.2
매출원가	1,063	1,017	1,130	1,162	1,155
매출총이익	441	521	582	611	623
판매 및 일반관리비	390	447	501	527	530
기타영업손익	18	14	12	5	1
영업이익	50	74	81	84	93
증가율(%)	20.6	46.6	10.3	3.8	10.1
EBITDA	99	130	145	146	155
증가율(%)	12.1	30.8	11.8	0.8	5.9
영업외손익	54	99	5	(3)	11
이자수익	2	2	3	2	2
이자비용	10	13	18	19	19
지분법손익	(6)	82	(6)	(26)	(12)
기타영업손익	69	28	31	40	40
세전순이익	104	173	86	81	104
증가율(%)	흑전	65.2	(47.3)	(10.8)	27.6
법인세비용	15	36	16	10	14
당기순이익	89	137	70	71	89
증가율(%)	흑전	53.4	(45.5)	(4.9)	26.0
지배주주지분	81	123	55	63	79
증가율(%)	흑전	52.0	(55.3)	13.8	26.0
비지배지분	8	14	14	8	10
EPS(원)	6,935	10,543	4,716	5,365	6,757
증가율(%)	흑전	52.0	(55.3)	13.8	26.0
수정EPS(원)	6,935	10,543	4,716	5,365	6,757
증가율(%)	흑전	52.0	(55.3)	13.8	26.0

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,935	10,543	4,716	5,365	6,757
BPS	95,710	109,080	108,716	112,080	116,837
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배, %)					
PER	58.5	20.7	27.3	24.0	19.1
PBR	4.2	2.0	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	51.4	22.9	13.5	13.5	12.9
배당수익률	0.4	0.9	1.6	1.6	1.6
PCR	35.1	14.8	10.2	9.9	9.8
수익성(%)					
영업이익률	3.3	4.8	4.7	4.8	5.2
EBITDA이익률	6.6	8.4	8.5	8.2	8.7
순이익률	5.9	8.9	4.4	4.0	5.0
ROE	7.5	10.3	4.3	4.9	5.9
ROIC	2.9	3.5	3.7	4.0	4.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	27.0	28.4	29.5	30.1	29.7
유동비율	192.1	198.2	192.5	192.1	194.2
이자보상배율	4.9	5.9	4.5	4.4	4.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.6	3.6	3.9	3.9	3.7
재고자산회전율	3.6	3.4	4.0	4.4	4.2
매입채무회전율	6.4	6.4	7.8	8.6	8.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)

