



녹십자 (006280)

남반구항 백신이 이끌었던 2분기

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com 0237727613

Buy (유지)

목표주가(유지): 240,000원

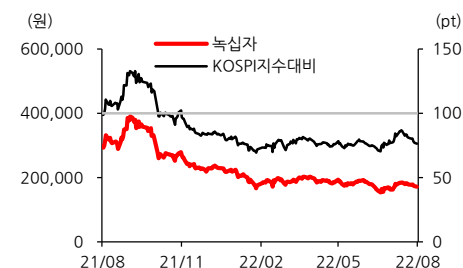
현재 주가(8/1)	171,500원
상승여력	▲39.9%
시가총액	20,042억원
발행주식수	11,687천주
52 주 최고가 / 최저가	390,000 / 154,000원
90 일 일평균 거래대금	53.08억원
외국인 지분율	22.9%
주주 구성	
녹십자홀딩스 (외 10 인)	51.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.5	-9.0	-2.3	-41.3
상대수익률(KOSPI)	-0.8	0.0	5.6	-17.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,504	1,538	1,750	1,844
영업이익	50	74	109	130
EBITDA	99	130	174	194
지배주주순이익	81	123	55	85
EPS	6,935	10,543	4,811	7,418
순차입금	343	425	439	434
PER	58.5	20.7	35.7	23.1
PBR	4.2	2.0	1.5	1.5
EV/EBITDA	51.4	22.9	14.1	12.5
배당수익률	0.4	0.9	1.2	1.2
ROE	7.5	10.3	4.3	6.3

주가 추이



녹십자의 2 분기 실적은 연결자회사의 진단키트부문을 제외하고는 호실적을 달성, 10%의 매출성장과 20%의 수익성 개선을 달성했습니다.

진단키트부문 제외, 모든 부문에서 선전했던 2분기

녹십자의 연결기준 2분기 실적은 매출액 4,232억 원(YoY +9.2%)과 영업이익 131억 원(YoY +18%)으로 규모와 수익성 모두 양호한 결과를 발표했다. 별도기준으로는 매출액 3,224억 원(YoY +9.7%)과 영업이익 170억 원(YoY +196.4%)과 시현하며 개별실적이 더 매력적인 2분기를 기록했다. 매출성장을 견인한 것은 독감백신과 혈액제제로 남반구항 독감백신 매출이 664억 원으로 역대 최고매출을 달성했다. 혈액제제 해외 수출도 단가 상승과 물량 증대로 234억 원을 달성, 전년 동기대비 62.5% 고성장을 시현했다. 판매관리비와 경상개발비가 각각 1,288억 원(YoY +21.9%), 500억 원(YoY +77.8%)으로 증가했음에도 전년대비 원가율을 개선(69.9% → 66.5%)하며 수익성을 개선했다.

주요 연결자회사 중 지씨셀은 매출액 557억 원(YoY +90.9%)과 영업이익 50억 원(YoY +278%), 녹십자웰빙은 매출액 265억 원(YoY +15%)과 영업이익 31억 원(YoY -1.5%), 녹십자엠에스는 매출액 173억 원(YoY -57.9%)과 영업손실 5억 원(적자전환)의 2분기 실적을 발표했다. 지씨셀의 검체검사와 바이오물류사업, 녹십자웰빙의 주사제 및 건기식사업은 견조한 성장을 시현했지만, 녹십자엠에스의 경우 진단키트사업 부진으로 역성장을 기록했다.

북반구 독감백신 매출이 이끌 3분기

3분기 예상실적은 매출액 4,862억 원(YoY +4.4%)과 영업이익 672억 원(YoY -6%)을 전망한다. 북반구 독감백신 매출액이 본격화되어 3분기에만 1,089억 원의 매출달성이 가능할 것으로 예상된다. 코로나19 재확산으로 지씨셀 등 연결자회사의 호실적도 기대되는 시점이다.

투자의견 'BUY'유지, 목표주가 240,000원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 유지한다. 미국 진출을 준비하고 있는 IVIG-SN 10%(아이비글로불린에스엔주)는 FDA와 실사일정을 논의하고 있으며, 중국 진출을 준비하는 헌터라제의 경우 내년부터 본격적인 매출이 기대되는 시점이다.

[표1] 녹십자 2Q22 잠정실적 vs. 당사추정치 vs. 컨센서스

(단위: 억 원)

	2Q22P			vs. 발표치(금액)		vs. 발표치(비율)	
	한화 추정치	컨센서스	회사 발표치	한화 추정치(억 원)	컨센서스(억 원)	한화 추정치(% , %p)	컨센서스(% , %p)
매출액	4,306	4,198	4,232	-74	34	-1.7	0.8
영업이익	120	140	131	11	-9	9.2	-6.4
영업이익률	2.8	3.3	3.1	-	-	0.3	-0.2

자료: 녹십자, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

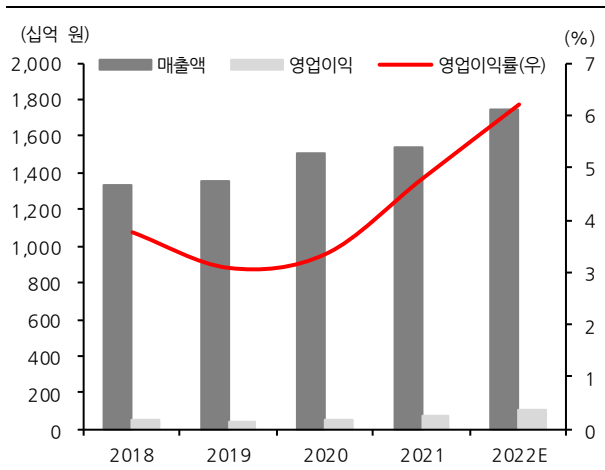
[표2] 녹십자 연도별 및 분기별 실적 추이(연결기준)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E
매출	15,041	15,378	17,503	3,078	3,600	4,196	4,167	2,822	3,876	4,657	4,023	4,169	4,232	4,862	4,240
YoY(%)	10.8	2.2	13.8	7.3	0.1	13.5	22.2	(8.3)	7.7	11.0	(3.5)	47.7	9.2	4.4	5.4
매출원가	10,635	10,172	11,355	2,191	2,560	2,767	3,117	1,898	2,708	2,802	2,765	2,716	2,813	2,922	2,904
YoY(%)	8.0	(4.3)	11.6	2.6	(1.9)	9.7	20.8	(13.4)	5.8	1.3	(11.3)	43.1	3.9	4.3	5.1
매출원가율(%)	70.7	66.1	64.9	71.2	71.1	66.0	74.8	67.2	69.9	60.2	68.7	65.1	66.5	60.1	68.5
매출총이익	4,406	5,206	6,148	887	1,040	1,429	1,051	925	1,168	1,855	1,258	1,454	1,419	1,940	1,336
YoY(%)	18.4	18.1	18.1	21.1	5.5	21.7	26.6	4.3	12.3	29.9	19.7	57.2	21.5	4.6	6.2
매출총이익률(%)	29.3	33.9	35.1	28.8	28.9	34.0	25.2	32.8	30.1	39.8	31.3	34.9	33.5	39.9	31.5
판매비	3,904	4,469	5,060	826	884	921	1,273	875	1,057	1,140	1,397	1,035	1,288	1,268	1,469
YoY(%)	18.1	14.5	13.2	14.9	12.0	13.9	28.8	6.0	19.6	23.8	9.8	18.3	21.9	11.2	5.1
판매비율(%)	26.0	29.1	28.9	26.8	24.6	22.0	30.5	31.0	27.3	24.5	34.7	24.8	30.4	26.1	34.6
영업이익	503	737	1,088	61	156	507	(222)	50	111	715	(139)	418	131	672	(133)
YoY(%)	20.6	46.6	47.7	344.3	(20.4)	38.8	적지	(18.8)	(28.9)	40.9	적지	741.9	17.9	(6.0)	적지
영업이익률(%)	3.3	4.8	6.2	2.0	4.3	12.1	(5.3)	1.8	2.9	15.4	(3.5)	10.0	3.1	13.8	(3.1)
순이익	893	1,369	665	(40)	139	634	160	175	75	581	539	180	109	498	(123)
YoY(%)	흑전	53.4	(51.4)	적전	흑전	182.8	흑전	흑전	(46.2)	(8.4)	236.1	2.9	46.8	(14.2)	적전
순이익률(%)	5.9	8.9	3.8	(1.3)	3.9	15.1	3.8	6.2	1.9	12.5	13.4	4.3	2.6	10.3	(2.9)

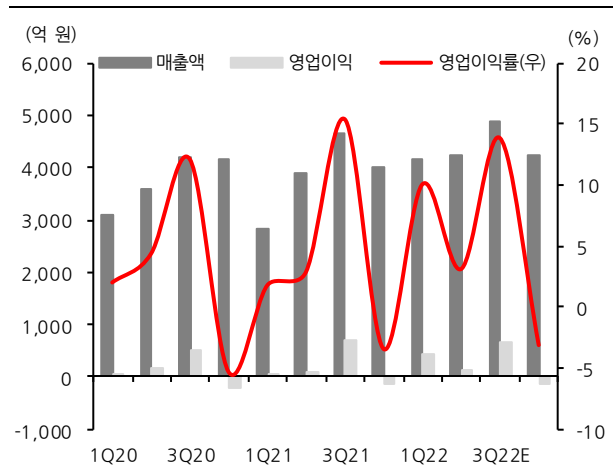
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

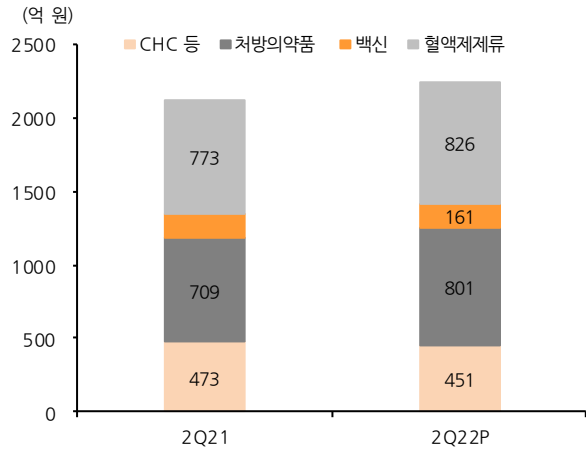
[표3] 녹십자 부문별 매출 추이(별도기준)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E
부문별 매출															
내수	9,865	9,559	10,163	2,113	2,221	2,918	2,613	1,762	2,122	3,256	2,419	2,157	2,239	3,245	2,522
혈액제제류	3,121	3,128	3,338	772	745	768	836	739	773	882	734	808	826	915	789
백신	2,534	1,560	1,658	331	469	1,094	640	0	167	979	414	85	161	1,023	389
처방의약품	2,588	2,836	3,104	611	575	659	743	620	709	803	704	769	801	759	775
소비자헬스케어 등	1,622	2,030	2,062	398	433	396	395	402	473	590	565	494	451	548	569
해외	2,413	2,148	2,850	431	711	523	748	350	817	518	463	488	986	639	737
혈액제제류	1,063	613	756	153	279	266	365	149	144	214	106	139	234	235	148
백신	1,080	1,072	1,150	255	381	176	268	107	614	64	287	89	683	66	312
처방의약품	238	325	699	18	34	78	108	91	57	174	3	189	10	278	222
소비자헬스케어 등	32	136	245	5	18	2	7	4	0	66	66	71	59	60	55
부문별 YoY(%)															
내수	5.7	(3.1)	6.3	5.5	3.4	6.1	7.4	(16.6)	(4.5)	11.6	(7.4)	22.4	5.5	(0.3)	4.3
혈액제제류	(0.6)	0.2	6.7	(1.8)	(5.6)	(3.5)	8.6	(4.3)	3.8	14.8	(12.2)	9.3	6.9	3.7	7.5
백신	12.2	(38.4)	6.3	(1.2)	13.3	15.8	13.3	(100.0)	(64.4)	(10.5)	(35.3)	-	(3.6)	4.5	(6.0)
처방의약품	(6.1)	9.6	9.4	(4.4)	(13.9)	(6.7)	0.1	1.5	23.3	21.9	(5.2)	24.0	13.0	(5.5)	10.1
소비자헬스케어 등	37.7	25.2	1.6	64.5	57.5	30.3	10.6	1.0	9.2	49.0	43.0	22.9	(4.7)	(7.1)	0.7
해외	13.5	(11.0)	32.7	22.8	(19.1)	27.3	54.2	(18.8)	14.9	(1.0)	(38.1)	39.4	20.7	23.4	59.2
혈액제제류	(8.0)	(42.3)	23.3	(42.5)	(21.6)	(2.9)	40.9	(2.6)	(48.4)	(19.5)	(71.0)	(6.7)	62.5	9.8	39.6
백신	45.4	(0.7)	7.3	844.4	(16.4)	72.5	69.6	(58.0)	61.2	(63.6)	7.1	(16.8)	11.2	3.1	8.7
처방의약품	17.2	36.6	115.1	(68.4)	(34.6)	151.6	71.4	405.6	67.6	123.1	(97.2)	107.7	(82.5)	59.8	7,300.0
소비자헬스케어 등	28.0	325.0	80.1	150.0	28.6	(50.0)	40.0	(20.0)	(100.0)	3,200.0	842.9	1,675.0	-	(9.1)	(16.7)

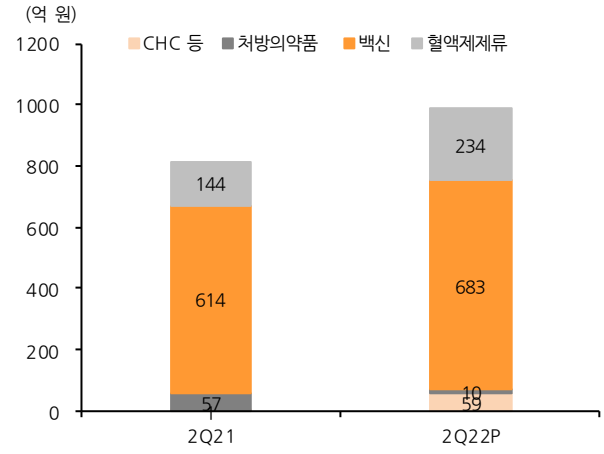
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업부별 내수 매출액 현황



주: 별도 기준 / 자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 사업부별 해외 매출액 현황



주: 별도 기준 / 자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 녹십자 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	임상단계						
				전임상	1 상	2 상	3 상	비고		
바이오	신약	GC5107B	1 차성 면역결핍질환				완료(미국)	허가 심사(미국)		
바이오	신약	GC5101B	1 차성 면역결핍질환				완료(미국)	허가 심사(미국)		
바이오	신약	GC1111B/F	헌터증후군				준비(미국)	진행(한국),	조건부 3 상 진행중(한국)	
바이오	신약	MG1113A	A 형&B 형 혈우병				진행(한국)			2a 상 step2 완료
바이오	신약	GC1102B	만성 B 형간염치료					완료(한국)		
바이오	신약	GC1118A	대장암				완료(한국)			
바이오	신약	GC1123B	헌터증후군				승인(한국)			
백신	백신	GC1109	탄저					진행(한국)	step2 진행 2 상 CSR 완료	
백신	백신	GC3111A	파상풍, 디프테리아, 백일해				완료(한국)			
백신	백신	GC3107A	결핵					진행 (한국, 베트남)		
백신	백신	GC3114A	인플루엔자예방				완료(한국)			
백신	백신	MG1120A	대상포진				승인(미국)			

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,357	1,504	1,538	1,750	1,844
매출총이익	372	441	521	615	665
영업이익	42	50	74	109	130
EBITDA	88	99	130	174	194
순이자손익	-7	-9	-11	-18	-24
외화관련손익	1	-18	13	2	0
지분법손익	-3	-6	82	-2	0
세전계속사업손익	-1	104	173	93	109
당기순이익	-11	89	137	67	85
지배주주순이익	-4	81	123	55	85
증가율(%)					
매출액	1.7	10.8	2.2	13.8	5.3
영업이익	-16.9	20.6	46.6	47.7	19.1
EBITDA	-2.1	12.1	30.8	34.1	11.8
순이익	적전	흑전	53.4	-51.4	27.2
이익률(%)					
매출총이익률	27.4	29.3	33.9	35.1	36.1
영업이익률	3.1	3.3	4.8	6.2	7.0
EBITDA 이익률	6.5	6.6	8.4	9.9	10.5
세전이익률	-0.1	6.9	11.2	5.3	5.9
순이익률	-0.8	5.9	8.9	3.8	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	40	36	126	68	124
당기순이익	-11	89	137	67	85
자산상각비	47	49	56	65	65
운전자본증감	-36	-82	-19	-108	-26
매출채권 감소(증가)	-16	-15	0	-41	-23
재고자산 감소(증가)	-22	-52	-15	-33	-14
매입채무 증가(감소)	-4	-4	-15	-13	9
투자현금흐름	-178	30	-132	-87	-97
유형자산처분(취득)	-125	-83	-102	-66	-74
무형자산 감소(증가)	-19	-18	-21	-14	-16
투자자산 감소(증가)	-32	55	43	2	0
재무현금흐름	141	81	-41	-74	-44
차입금의 증가(감소)	69	82	-16	-85	-21
자본의 증가(감소)	-12	-13	-19	-23	-23
배당금의 지급	-12	-13	-19	-23	-23
총현금흐름	99	135	172	191	151
(-)운전자본증감(감소)	43	18	-24	74	26
(-)설비투자	127	83	102	66	74
(+)자산매각	-17	-18	-21	-14	-16
Free Cash Flow	-89	16	73	38	35
(-)기타투자	-5	-12	95	44	7
잉여현금	-83	28	-22	-5	28
NOPLAT	30	43	58	78	101
(+) Dep	47	49	56	65	65
(-)운전자본투자	43	18	-24	74	26
(-)Capex	127	83	102	66	74
OpFCF	-94	-9	36	4	66

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	962	1,132	1,096	1,073	1,096
현금성자산	99	232	187	97	81
매출채권	405	424	424	465	488
재고자산	407	437	455	483	497
비유동자산	998	1,019	1,367	1,362	1,394
투자자산	253	236	290	269	276
유형자산	642	674	799	808	823
무형자산	103	110	277	285	294
자산총계	1,959	2,151	2,462	2,435	2,489
유동부채	401	589	553	536	527
매입채무	226	242	236	228	236
유동성이자부채	141	310	241	230	209
비유동부채	374	293	410	346	347
비유동이자부채	346	265	371	306	306
부채총계	775	882	962	882	874
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	336	337	386	384	384
이익잉여금	680	757	867	899	961
자본조정	-25	-34	-37	-37	-37
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
자본총계	1,184	1,269	1,500	1,554	1,615

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-311	6,935	10,543	4,811	7,418
BPS	89,738	95,710	109,080	111,681	116,973
DPS	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000
CFPS	8,472	11,559	14,682	16,372	12,894
ROA(%)	-0.2	3.9	5.3	2.2	3.4
ROE(%)	-0.3	7.5	10.3	4.3	6.3
ROIC(%)	2.2	2.9	3.5	4.2	5.2
Multiples(x, %)					
PER	-425.7	58.5	20.7	35.7	23.1
PBR	1.5	4.2	2.0	1.5	1.5
PSR	1.1	3.2	1.7	1.1	1.1
PCR	15.6	35.1	14.8	10.5	13.3
EV/EBITDA	21.9	51.4	22.9	14.1	12.5
배당수익률	0.8	0.4	0.9	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	65.5	69.5	64.2	56.8	54.1
Net debt/Equity	32.8	27.0	28.4	28.2	26.9
Net debt/EBITDA	439.8	346.0	328.2	252.4	223.3
유동비율	239.6	192.1	198.2	200.3	208.0
이자보상배율(배)	4.3	4.9	5.9	5.5	5.1
자산구조(%)					
투하자본	80.5	76.4	79.2	83.9	84.6
현금+투자자산	19.5	23.6	20.8	16.1	15.4
자본구조(%)					
차입금	29.1	31.2	29.0	25.6	24.2
자기자본	70.9	68.8	71.0	74.4	75.8

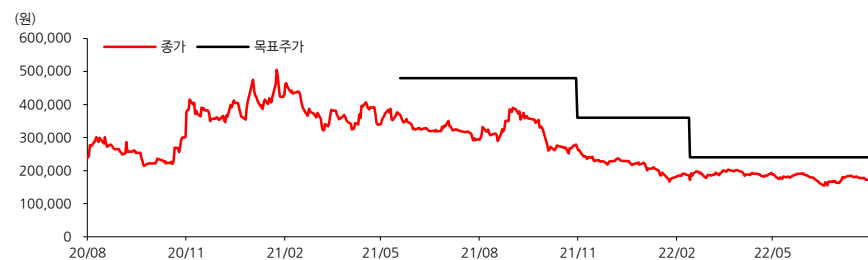
[Compliance Notice]

(공표일: 2022 년 8 월 2 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수, 유영술)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[녹십자 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.21	2021.05.21	2021.08.31	2021.11.02	2021.11.25
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김형수	480,000	480,000	360,000	360,000
일 시	2022.02.15	2022.05.03	2022.05.30	2022.08.02		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.21	Buy	480,000	-33.09	-18.75
2021.11.02	Buy	360,000	-39.71	-25.56
2022.02.15	Buy	240,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022 년 6 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%