



녹십자 (006280)

비교 기준이 높아 아쉬운 3분기

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 160,000원

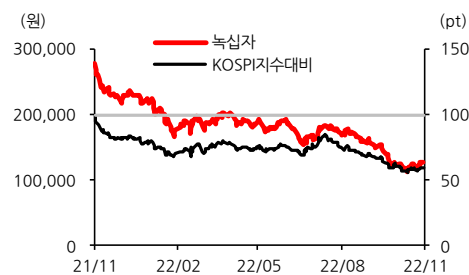
현재 주가(11/1)	127,500원
상승여력	▲25.5%
시가총액	14,900억원
발행주식수	11,687천주
52 주 최고가 / 최저가	279,000 / 113,500원
90 일 일평균 거래대금	51.89억원
외국인 지분율	23.1%
주주 구성	
녹십자홀딩스 (외 10 인)	51.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.2	-25.7	-32.4	-54.3
상대수익률(KOSPI)	-5.1	-20.9	-19.0	-32.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,228	1,170	1,243	1,290
영업이익	42	60	69	77
EBITDA	80	100	110	118
지배주주순이익	53	141	59	60
EPS	4,561	12,099	5,208	5,254
순차입금	343	352	372	330
PER	89.0	18.0	24.5	24.3
PBR	4.3	2.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	63.5	29.1	17.0	15.4
배당수익률	0.4	0.9	1.6	1.6
ROE	5.0	12.2	4.8	4.7

주가 추이



녹십자는 시장의 기대치를 하회하는 3 분기 실적을 발표했습니다. 비교 기준이 되는 작년 3 분기에 코로나 19 유통매출액이 집중되어 있어 부진 해 보이는 숫자를 보였습니다. 동사의 기업가치에 영향이 작은 자회사들의 실적을 제외한 별도기준으로 추정치를 변경합니다.

코로나19 백신 유통 매출이 줄어들어 부진해보이는 3분기

녹십자의 연결 기준 3분기 실적은 매출액 4,597억 원(YoY -1.3%)과 영업이익 488억 원(YoY -31.7%)으로 영업이익 기준 당사 추정치와 컨센서스를 하회했다. 별도기준으로는 매출액 3,547억 원(YoY -6.0%) 과 영업이익 507억 원(YoY -21.6%)을 기록했다. 작년 3분기 코로나 19 백신 유통매출이 집중되어 비교기준 자체가 높아 매출액과 영업이익이 감소되었다. 처방의약품 중 희귀질환치료제 ‘헌터라제’(적응증: 헌터증후군)는 수출이 226억원으로 전년동기대비 30% 증가했다. ‘헌터라제’는 전 세계에서 2번째로 개발된 헌터증후군 치료제로 해외시장에서의 성장은 지속 될 전망이다.

혈액제제 및 백신영역에서 전문성을 보유한 동사가 내수 전문의약품에서 매년 10%의 안정적인 성장을 시현하는 것에 주목할 필요가 있다. 올해 내수 전문의약품 예상매출액은 3,204억 원으로 작년 2,836억 원 대비 13% 성장이 기대된다.

4분기 실적은 내수 전문의약품이 성장을 견인

4분기 별도기준 예상실적은 매출액 3,020억 원(YoY +4.8%)과 영업손실 61억 원을 전망한다. 내수 전문의약품 매출액이 818억 원으로 전년 동기대비 16.2% 증가해 성장을 견인할 것으로 예상된다. 미국 자회사 (Curevo)와 공동개발하고 있는 대상포진 백신 ‘CRV-101’은 GSK의 ‘싱그릭스’와 대조실험으로 글로벌 임상 2b상을 진행 중으로 연구개발비가 전년도 대비 10% 증가한 381억원으로 추정된다.

투자의견 ‘BUY’유지, 목표주가 160,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 16만 원으로 33% 하향한다. 동사의 기업가치에 영향이 크지 않았던 자회사들의 추정치를 제외한 별도기준 매출액으로 목표가를 산출했다. 적용배수는 코로나 19 프리미엄이 없는 2017~2019년 평균 PSR 1.8배를 적용했다.

[표1] 녹십자 3Q22 잠정실적 vs. 당사추정치(연결기준) vs. 컨센서스

(단위: 억 원)

	3Q22P			vs. 발표치(금액)		vs. 발표치(비율)	
	한화 추정치	컨센서스	회사 발표치	한화 추정치(억 원)	컨센서스(억 원)	한화 추정치(% , %p)	컨센서스(% , %p)
매출액	4,862	4,707	4,597	-265	-110	-5.5	-2.3
영업이익	672	542	488	-184	-54	-27.4	-10.0
영업이익률	13.8	11.5	10.6	-	-	-3.2	-0.9

자료: 녹십자, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 목표가 산출내역

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A*B)	22,383	
A. 매출액	12,435	2022년 별도 기준 매출액
B. Target PSR	1.8	코로나19 발병이전 3년(2017~2019년) 평균배수
2. 순차입금	3,718	2022년 별도기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	18,665	
4. 주식수(C-D)	11,413	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	11,686	
D. 자기주식수	273	
5. 적정가치(3/4)(원)	163,542	
6. 목표주가(원)	160,000	
7. 현재주가(원)	127,500	
8. 상승여력	25.5%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

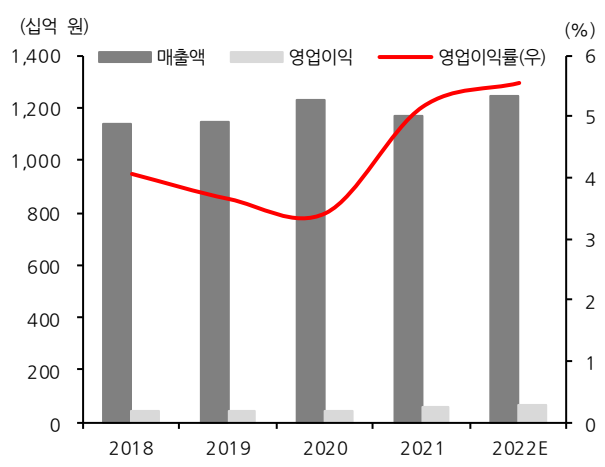
[표3] 녹십자 연도별 및 분기별 실적 추이(별도기준)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
매출	12,278	11,703	12,435	2,544	2,932	3,440	3,362	2,111	2,938	3,773	2,881	2,644	3,224	3,547	3,020
YoY(%)	7.1	(4.7)	6.3	8.1	(3.1)	8.8	15.1	(17.0)	0.2	9.7	(14.3)	25.3	9.7	(6.0)	4.8
매출원가	8,693	7,712	8,287	1,809	2,110	2,227	2,547	1,440	2,034	2,264	1,974	1,863	2,138	2,223	2,062
YoY(%)	3.9	(11.3)	7.5	1.9	(4.5)	4.4	13.4	(20.4)	(3.6)	1.7	(22.5)	29.4	5.1	(1.8)	4.5
매출원가율(%)	70.8	65.9	66.6	71.1	72.0	64.7	75.8	68.2	69.2	60.0	68.5	70.5	66.3	62.7	68.3
매출총이익	3,585	3,991	4,148	735	822	1,213	815	671	904	1,509	907	781	1,086	1,324	957
YoY(%)	15.8	11.3	3.9	27.5	0.5	18.2	20.5	(8.7)	10.0	24.4	11.3	16.4	20.1	(12.3)	5.5
매출총이익률(%)	29.2	34.1	33.4	28.9	28.0	35.3	24.2	31.8	30.8	40.0	31.5	29.5	33.7	37.3	31.7
판관비	3,164	3,389	3,460	671	727	744	1,022	664	847	863	1,016	709	916	817	1,018
YoY(%)	18.2	7.1	2.1	16.9	13.9	15.0	24.9	(0.9)	16.4	15.9	(0.6)	6.7	8.2	(5.3)	0.2
판관비율(%)	25.8	29.0	27.8	26.4	24.8	21.6	30.4	31.5	28.8	22.9	35.2	26.8	28.4	23.0	33.7
영업이익	420	602	688	64	95	468	(207)	6	57	646	(108)	72	170	507	(61)
YoY(%)	0.4	43.2	14.3	2110.0	(47.1)	23.7	적지	(90.1)	(39.4)	38.0	적지	1021.9	196.4	(21.6)	적지
영업이익률(%)	3.4	5.1	5.5	2.5	3.2	13.6	(6.2)	0.3	2.0	17.1	(3.8)	2.7	5.3	14.3	(2.0)
순이익	533	1,414	594	18	115	588	(187)	142	34	549	689	47	188	420	(61)
YoY(%)	350.1	165.3	(58.0)	(44.2)	후전	104.8	적지	704.7	(70.7)	(6.5)	후전	(66.8)	460.6	(23.6)	적전
순이익률(%)	4.3	12.1	4.8	0.7	3.9	17.1	(5.6)	6.7	1.1	14.6	23.9	1.8	5.8	11.8	(2.0)

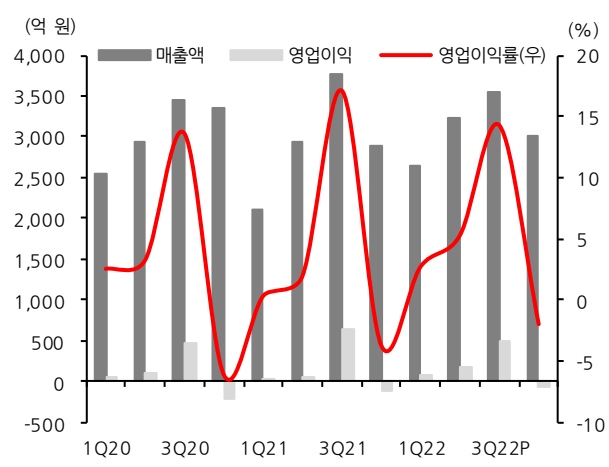
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망(별도)



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망(별도)



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

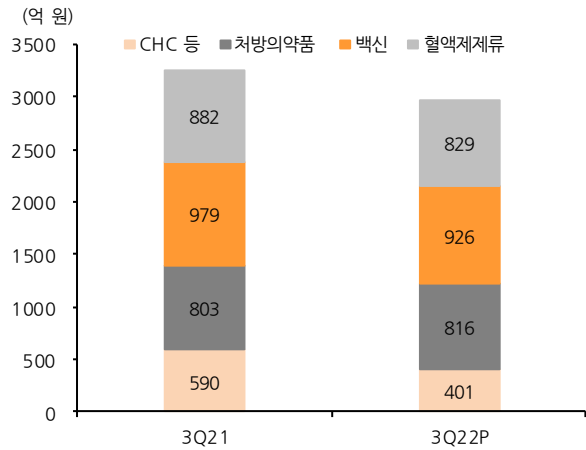
[표4] 녹십자 부문별 매출 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
부문별 매출															
내수	9,865	9,559	9,700	2,113	2,221	2,918	2,613	1,762	2,122	3,256	2,419	2,157	2,239	2,972	2,332
혈액제제류	3,121	3,128	3,220	772	745	768	836	739	773	882	734	808	826	829	757
백신	2,534	1,560	1,485	331	469	1,094	640	0	167	979	414	85	161	926	313
처방의약품	2,588	2,836	3,204	611	575	659	743	620	709	803	704	769	801	816	818
소비자헬스케어 등	1,622	2,030	1,790	398	433	396	395	402	473	590	565	494	451	401	444
해외	2,413	2,148	2,738	431	711	523	748	350	817	518	463	488	986	576	688
혈액제제류	1,063	613	782	153	279	266	365	149	144	214	106	139	234	221	188
백신	1,080	1,072	1,135	255	381	176	268	107	614	64	287	89	683	119	244
처방의약품	238	325	629	18	34	78	108	91	57	174	3	189	10	229	201
소비자헬스케어 등	32	136	192	5	18	2	7	4	0	66	66	71	59	7	55
부문별 YoY(%)															
내수	5.7	(3.1)	1.5	5.5	3.4	6.1	7.4	(16.6)	(4.5)	11.6	(7.4)	22.4	5.5	(8.7)	(3.6)
혈액제제류	(0.6)	0.2	2.9	(1.8)	(5.6)	(3.5)	8.6	(4.3)	3.8	14.8	(12.2)	9.3	6.9	(6.0)	3.1
백신	12.2	(38.4)	(4.8)	(1.2)	13.3	15.8	13.3	(100.0)	(64.4)	(10.5)	(35.3)	-	(3.6)	(5.4)	(24.4)
처방의약품	(6.1)	9.6	13.0	(4.4)	(13.9)	(6.7)	0.1	1.5	23.3	21.9	(5.2)	24.0	13.0	1.6	16.2
소비자헬스케어 등	37.7	25.2	(11.8)	64.5	57.5	30.3	10.6	1.0	9.2	49.0	43.0	22.9	(4.7)	(32.0)	(21.4)
해외	13.5	(11.0)	27.5	22.8	(19.1)	27.3	54.2	(18.8)	14.9	(1.0)	(38.1)	39.4	20.7	11.2	48.6
혈액제제류	(8.0)	(42.3)	27.6	(42.5)	(21.6)	(2.9)	40.9	(2.6)	(48.4)	(19.5)	(71.0)	(6.7)	62.5	3.3	77.4
백신	45.4	(0.7)	5.9	844.4	(16.4)	72.5	69.6	(58.0)	61.2	(63.6)	7.1	(16.8)	11.2	85.9	(15.0)
처방의약품	17.2	36.6	93.5	(68.4)	(34.6)	151.6	71.4	405.6	67.6	123.1	(97.2)	107.7	(82.5)	31.6	6,600.0
소비자헬스케어 등	28.0	325.0	41.2	150.0	28.6	(50.0)	40.0	(20.0)	(100.0)	3,200.0	842.9	1,675.0	-	(89.4)	(16.7)

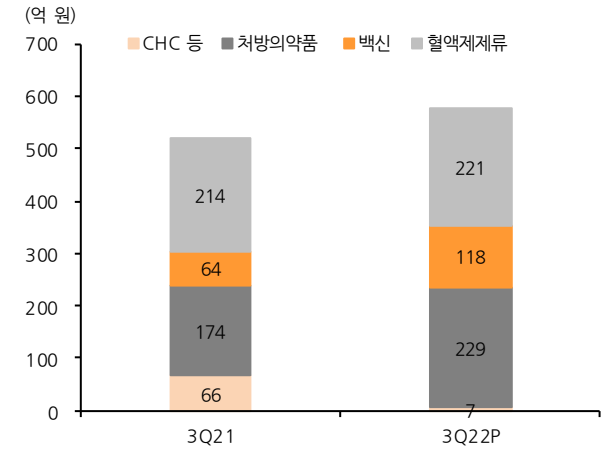
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업부별 내수 매출액 현황



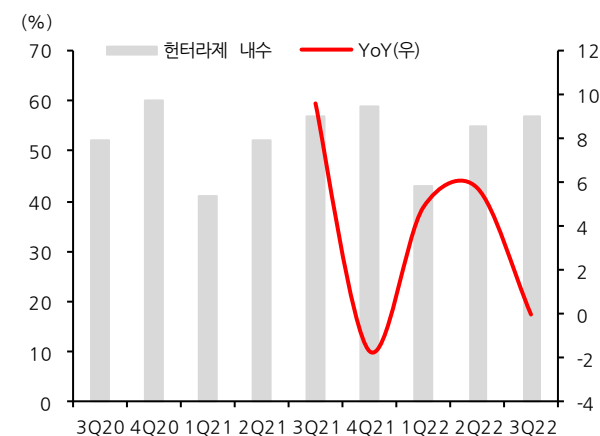
주: 별도 기준 / 자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 사업부별 해외 매출액 현황



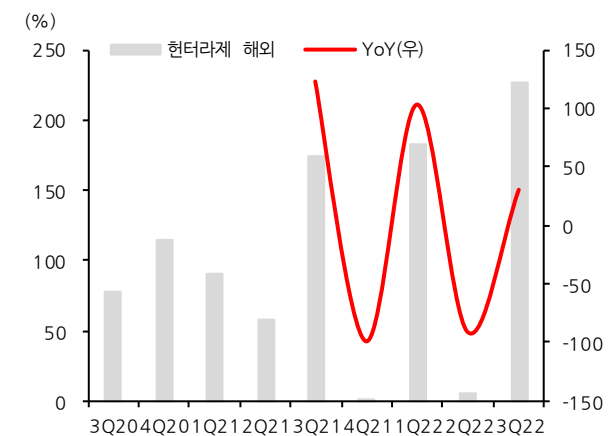
주: 별도 기준 / 자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 분기별 헌터라제 내수 매출 추이



자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 분기별 헌터라제 해외 매출 추이



자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 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)		
바이오	신약	GC1102B	만성 B 형간염치료						
바이오	신약	GC1118A	대장암				완료(한국)	2a 상 step2 완료	
바이오	신약	GC1123	헌터증후군				승인(한국)		
백신	백신	GC1109	탄저					진행(한국)	
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	1,146	1,228	1,170	1,243	1,290
매출총이익	310	358	399	415	437
영업이익	42	42	60	69	77
EBITDA	79	80	100	110	118
순이자손익	-5	-7	-7	-7	-5
외화관련손익	1	-16	13	8	0
지분법손익	2	0	88	0	0
세전계속사업손익	15	67	168	71	77
당기순이익	12	53	141	59	60
지배주주순이익	12	53	141	59	60
증가율(%)					
매출액	0.4	7.1	-4.7	6.3	3.8
영업이익	-9.6	0.4	43.2	14.3	12.3
EBITDA	-2.0	1.8	24.6	9.9	7.5
순이익	-75.3	350.1	165.3	-58.0	0.9
이익률(%)					
매출총이익률	27.0	29.2	34.1	33.4	33.9
영업이익률	3.7	3.4	5.1	5.5	6.0
EBITDA 이익률	6.9	6.5	8.5	8.8	9.1
세전이익률	1.4	5.4	14.3	5.7	6.0
순이익률	1.0	4.3	12.1	4.8	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	43	49	118	89	128
당기순이익	12	53	141	59	60
자산상각비	37	38	40	41	41
운전자본증감	-30	-40	20	-10	27
매출채권 감소(증가)	-8	-3	46	-4	14
재고자산 감소(증가)	-21	-25	-1	22	4
매입채무 증가(감소)	-9	-10	-10	-7	8
투자현금흐름	-133	41	-108	-89	-64
유형자산처분(취득)	-93	-50	-40	-27	-26
무형자산 감소(증가)	-17	-17	-18	-20	-20
투자자산 감소(증가)	-3	32	18	1	0
재무현금흐름	82	50	-85	-54	-103
차입금의 증가(감소)	94	62	-68	-32	-80
자본의 증가(감소)	-11	-11	-17	-23	-23
배당금의 지급	-11	-11	-17	-23	-23
총현금흐름	94	104	121	116	101
(-)운전자본증감(감소)	14	18	-59	20	-27
(-)설비투자	94	50	40	27	26
(+)자산매각	-15	-17	-18	-20	-20
Free Cash Flow	-29	20	122	49	82
(-)기타투자	38	-54	106	33	18
잉여현금	-66	73	16	17	65
NOPLAT	32	34	51	57	60
(+) Dep	37	38	40	41	41
(-)운전자본투자	14	18	-59	20	-27
(-)Capex	94	50	40	27	26
OpFCF	-39	4	109	51	102

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	797	952	827	755	698
현금성자산	50	179	106	55	16
매출채권	359	366	320	327	313
재고자산	382	392	398	369	365
비유동자산	945	910	1,099	1,136	1,159
투자자산	283	250	414	439	457
유형자산	574	567	578	576	566
무형자산	88	94	107	122	137
자산총계	1,742	1,863	1,926	1,891	1,857
유동부채	341	506	369	348	337
매입채무	182	188	173	153	161
유동성이자부채	132	288	144	164	144
비유동부채	352	256	331	281	222
비유동이자부채	329	233	313	262	202
부채총계	693	762	700	629	558
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	323	322	322	322	322
이익잉여금	705	755	882	918	955
자본조정	-37	-36	-37	-37	-37
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
자본총계	1,049	1,100	1,225	1,262	1,299

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,013	4,561	12,099	5,208	5,254
BPS	89,787	94,141	104,860	107,993	111,171
DPS	1,000	1,500	2,000	2,000	2,000
CFPS	8,079	8,907	10,334	9,902	8,664
ROA(%)	0.7	3.0	7.5	3.1	3.2
ROE(%)	1.1	5.0	12.2	4.8	4.7
ROIC(%)	2.7	2.6	3.9	4.4	4.6
Multiples(x, %)					
PER	130.8	89.0	18.0	24.5	24.3
PBR	1.5	4.3	2.1	1.2	1.1
PSR	1.4	3.9	2.2	1.2	1.2
PCR	16.4	45.6	21.1	12.9	14.7
EV/EBITDA	24.9	63.5	29.1	17.0	15.4
배당수익률	0.8	0.4	0.9	1.6	1.6
안정성(%)					
부채비율	66.1	69.3	57.1	49.8	43.0
Net debt/Equity	39.2	31.1	28.7	29.5	25.4
Net debt/EBITDA	522.1	427.8	352.5	338.9	279.7
유동비율	233.6	188.1	224.1	217.0	207.4
이자보상배율(배)	5.0	4.5	6.5	7.4	8.9
자산구조(%)					
투하자본	79.2	75.4	71.2	72.6	73.1
현금+투자자산	20.8	24.6	28.8	27.4	26.9
자본구조(%)					
차입금	30.5	32.2	27.2	25.3	21.1
자기자본	69.5	67.8	72.8	74.7	78.9

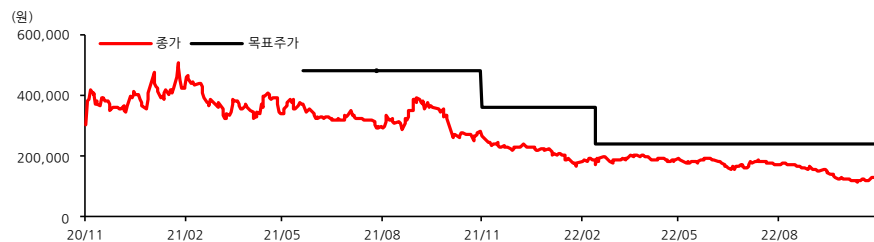
[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 11월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수, 유영술)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소재에 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	2022.11.02	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	160,000	

[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	-29.20	-15.63
2022.11.02	Buy	160,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%