



BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원
주가(4/29): 148,500원

시가총액: 17,355억원

계약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/29)		1,947.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	148,500 원	98,400원
등락률	0.0%	50.9%
수익률	절대	상대
1M	25.3%	10.5%
6M	26.9%	36.4%
1Y	2.8%	17.0%

Company Data

발행주식수	11,687	전주
일평균 거래량(3M)	77	천주
외국인 지분율	19.0%	
배당수익률(2020E)	0.8%	
BPS(2020E)	92,009원	
주요 주주	녹십자홀딩스 외 17인	52.9%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,499.8	1,590.3
영업이익	50.2	40.3	72.5	91.3
EBITDA	90.3	86.9	120.1	135.2
세전이익	50.2	-6.1	58.2	89.0
순이익	34.2	-11.3	42.5	64.9
지배주주지분순이익	34.4	-3.6	41.4	63.3
EPS(원)	2,946	-311	3,544	5,418
증감률(% YoY)	-35.3	적전	흑전	52.9
PER(배)	46.2	-425.7	36.7	24.0
PBR(배)	1.50	1.48	1.41	1.35
EV/EBITDA(배)	20.9	23.3	16.4	14.0
영업이익률(%)	3.8	2.9	4.8	5.7
ROE(%)	3.3	-0.3	3.9	5.8
순차입금비율(%)	20.3	29.2	25.7	18.2

Price Trend



실적 Review

녹십자(006280)

향후 수익성 개선 기대



지난 29일 장 마감 후 시장 기대치를 하회하는 실적을 발표하였다. 백신 수출 증가 및 제품 믹스 개선으로 원가율 하락하였으나, 지급수수료 및 일회성 광고선전비 증가 영향이 있었다. 향후 헨터라제 수출, 4가 백신 개시, 제품 믹스 개선 지속 등으로 수익성 개선이 기대된다. 중순 헨터라제 중국 허가 및 4분기 **IMG 10% BLA** 신청 등의 R&D 모멘텀도 존재한다.

>>> 1분기 실적 컨센서스 하회

1분기 매출액 3,078억원(YoY +9%), 영업이익 61억원(YoY +284%, OPM 2%)으로 영업이익은 컨센서스 85억원을 하회하였다. 국내 사업부는 2,112억원으로 전년동기대비 6% 성장하였는데, 건강기능식품이 포함되어있는 소비자헬스케어(CHC) 사업부 매출이 397억원(+64%)로 성장을 이끌었다.

수출은 전년동기대비 23% 성장한 431억원을 기록하였는데, 백신 해외사업부가 255억원(+881%)으로 수출 성장하며 기여하였다. 흡소퐁 지급수수료와 일회성 광고선전비가 증가하였으나, 연구개발비 281억원(YoY -4%)으로 감소하였고 제품 믹스가 개선되며 원가율 71%(YoY -3%p) 하락을 이끌어 판관비 증가를 상쇄하였다.

>>> 향후 수익성 개선 기대

2분기 매출액은 3,797억원(YoY +6%), 영업이익 250억원(YoY +27%, OPM +7%)로 컨센서스 영업이익 228억원을 상회할 것으로 전망된다. 고마진의 헨터라제 수출이 2분기 74억원(YoY +39%)로 본격화되고, 1분기 대비 2분기 독감 백신 매출 확대(1Q 133억원 → 2Q 266억원) 및 제품믹스 개선이 지속되고 있어 원가율 개선에도 긍정적이다.

3분기에는 독감 백신 성수기로 3가에서 고마진인 4가 백신으로 변경되며 수익성 개선이 기대된다. '20년 매출액 1조 4,998억원(YoY +10%), 영업이익 725억원(YoY +80%, OPM 5%)이 전망된다. 중국 헨터라제와 터키향 수두 백신 물량 확대시 추가 실적 상향 가능성도 존재한다.

>>> 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 18만원 상향

동사에 대한 실적 추정치 상향하여 목표주가 기존 15만원에서 18만원으로 상향하고, 투자 의견 BUY 유지한다. 고마진의 헨터라제, 4가 백신 매출 증가 및 제품 믹스 개선이 본격화되며 수익성 개선이 전망된다.

이 밖에도 R&D 모멘텀으로는 올해 중순 중국 헨터라제 허가 승인이 기대되며, 4분기 **IVIG 10%**의 BLA 신청이 예상된다. 중증 및 고위험군 코로나19 환자 대상 혈장치료제(GC5131A)는 올해 하반기 상용화를 목표로 하고 있다.

실적 세부 내역

(단위, 십억원)

구분	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2019	20.1Q	20.2QE	20.3QE	20.4QE	2020E	
국내	혈액	78.6	79.1	79.4	77.1	314.2	76.8	79.4	77.7	74.9	308.8
	백신	33.5	41.4	94.5	56.5	225.9	33.1	47.3	99.4	58.0	237.8
	ETC	63.9	66.8	70.5	74.3	275.5	61.6	67.0	71.0	77.8	277.5
	CHC	24.2	27.5	30.4	35.8	117.9	39.7	45.4	47.1	44.6	176.9
수출	혈액	26.6	35.4	27.6	25.8	115.4	15.3	30.5	37.0	42.1	124.9
	백신	2.6	45.7	10.1	15.9	74.3	25.5	41.3	18.3	25.7	110.9
	ETC	5.7	5.3	3.1	6.3	20.4	1.8	7.4	3.8	12.5	25.5
자회사		51.6	57.0	53.7	61.4	223.7	53.5	60.6	58.8	62.0	234.9
매출액		286.8	359.6	369.7	353.6	1,369.7	307.8	379.7	413.6	398.7	1,499.8
YOY		-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	2.6%	7.3%	5.6%	11.9%	12.8%	9.5%
원가		213.6	261.0	252.3	270.5	997.4	219.1	269.2	282.2	291.0	1,061.5
원가율		74.5%	72.6%	68.2%	76.5%	72.8%	71.2%	70.9%	68.2%	73.0%	70.8%
매출총이익		73.2	98.6	117.4	83.1	372.3	88.7	110.5	131.4	107.7	438.2
판매관리비		71.8	78.9	80.9	100.4	332.1	82.5	85.5	92.3	105.4	365.8
판매관리비율		25.0%	22.0%	21.9%	28.4%	24.2%	26.8%	22.5%	22.3%	26.4%	24.4%
영업이익		1.4	19.6	36.6	(17.3)	40.3	6.1	25.0	39.1	2.2	72.5
YOY		-90.5%	47.5%	30.6%	208.4%	-19.7%	346.1%	27.3%	6.9%	-112.9%	80.0%
OPM		0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	2.9%	2.0%	6.6%	9.4%	0.6%	4.8%

주: 자회사 '19년은 녹십자엠에스 중단사업인 혈액백사업 실적 포함 수치
 자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	19,422	Fw12m EBITDA에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	4,386	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	95	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	4,006	
③ 순차입금	3,416	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	20,392	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	180,000	

주: 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 종근당
 자료: 키움증권 리서치센터

2020년 예상 R&D 마일스톤

Phase I	Phase II	Phase III	Registration	Project
CRV-101 Shingles, US CSR completion	GC3114A QIV-HD, KR	GC5107D IGIV 10% Child, US FPI Q3	GC5101B IGIV 5%, US	GC5131A Anti-Coronavirus H-IG
	GC3111A Tdap, KR LPI Q3	GC1109 Anthrax, KR IND Q2	GC5107B IGIV 10%, US BLA submission Q4	MG1133A Monoclonal antibody therapy for Coronavirus
	GC1102B HBIG-gene (CHB), KR LPO Q3	GC3107A BCG, Global FPI Q4	GC5107D VZV, KR Approved Q1	MG3105A Coronavirus subunit vaccine
	MG1113A TFPI, KR IND Q4	GC1102 HBIG-gene (LT), KR On-going	GC1101D GreenGene F™, CN Regulatory decision Q4	
	GC1118A EGFR, KR LPI Q2		GC1111F Hunterase™, CN Regulatory decision Q2	
			GC1123A Hunterase™ ICV, JP Regulatory decision Q4	

COVID-19 Updates
Plasma proteins
Vaccines
Recombinant proteins

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,499.8	1,590.3	1,657.6
매출원가	989.0	997.4	1,061.5	1,117.6	1,148.5
매출총이익	345.9	372.3	438.2	472.7	509.1
판관비	295.7	332.1	365.8	381.4	392.8
영업이익	50.2	40.3	72.5	91.3	116.3
EBITDA	90.3	86.9	120.1	135.2	156.7
영업외손익	0.0	-46.4	-14.3	-2.3	-0.1
이자수익	1.9	2.0	3.3	4.9	7.2
이자비용	7.6	9.6	11.2	11.2	11.2
외환관련이익	8.8	7.1	6.3	6.3	6.3
외환관련손실	6.0	6.1	3.7	3.7	3.7
종속 및 관계기업손익	-7.0	-2.8	-4.4	0.0	0.0
기타	9.9	-37.0	-4.6	1.4	1.3
법인세차감전이익	50.2	-6.1	58.2	89.0	116.2
법인세비용	15.9	5.1	15.7	24.0	31.4
계속사업손익	34.2	-11.3	42.5	64.9	84.9
당기순이익	34.2	-11.3	42.5	64.9	84.9
지배주주순이익	34.4	-3.6	41.4	63.3	82.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	2.6	9.5	6.0	4.2
영업이익 증감율	-44.4	-19.7	79.9	25.9	27.4
EBITDA 증감율	-28.9	-3.8	38.2	12.6	15.9
지배주주순이익 증감율	-35.4	-110.5	-1,250.0	52.9	30.6
EPS 증감율	-35.3	적전	흑전	52.9	30.7
매출총이익율(%)	25.9	27.2	29.2	29.7	30.7
영업이익률(%)	3.8	2.9	4.8	5.7	7.0
EBITDA Margin(%)	6.8	6.3	8.0	8.5	9.5
지배주주순이익률(%)	2.6	-0.3	2.8	4.0	5.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	100.3	142.3	181.1
당기순이익	34.2	-11.3	42.5	64.9	84.9
비현금항목의 가감	74.0	110.3	118.1	116.6	118.3
유형자산감가상각비	35.4	41.8	42.6	39.1	35.9
무형자산감가상각비	4.8	4.9	5.0	4.8	4.5
지분법평가손익	-14.5	-19.9	-4.4	0.0	0.0
기타	48.3	83.5	74.9	72.7	77.9
영업활동자산부채증감	-74.3	-36.3	-37.5	-9.8	12.5
매출채권및기타채권의감소	-22.8	-15.9	-38.5	-26.8	-19.9
재고자산의감소	-10.2	-22.0	-38.6	-26.9	-20.0
매입채무및기타채무의증가	-14.1	-3.5	40.2	44.6	53.2
기타	-27.2	5.1	-0.6	-0.7	-0.8
기타현금흐름	-19.5	-22.4	-22.8	-29.4	-34.6
투자활동 현금흐름	-86.1	-177.9	-16.6	-12.3	-12.4
유형자산의 취득	-41.4	-127.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	2.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-23.3	-19.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-24.6	6.2	-7.6	-3.2	-3.2
단기금융자산의감소(증가)	-9.8	-33.0	-2.2	-2.3	-2.4
기타	12.7	-6.7	-6.8	-6.8	-6.8
재무활동 현금흐름	-4.5	140.8	64.9	64.9	64.9
차입금의 증가(감소)	16.5	76.9	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.3	-12.4	-11.4	-11.4	-11.4
기타	-5.7	76.3	76.3	76.3	76.3
기타현금흐름	1.8	-1.4	-116.3	-116.2	-116.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-74.3	1.8	32.4	78.7	117.3
기초현금 및 현금성자산	171.0	96.6	98.5	130.8	209.5
기말현금 및 현금성자산	96.6	98.5	130.8	209.5	326.9

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,074.1	1,209.4	1,369.8
현금 및 현금성자산	96.6	98.5	130.9	209.6	326.9
단기금융자산	10.1	43.1	45.2	47.5	49.9
매출채권 및 기타채권	391.2	405.2	443.6	470.4	490.3
재고자산	386.9	406.6	445.2	472.0	492.0
기타유동자산	8.6	8.4	9.2	9.9	10.7
비유동자산	830.0	997.5	953.0	912.3	875.1
투자자산	127.7	121.5	124.7	127.9	131.1
유형자산	559.7	641.7	599.0	559.9	523.9
무형자산	100.8	103.0	98.0	93.2	88.7
기타비유동자산	41.8	131.3	131.3	131.3	131.4
자산총계	1,723.4	1,959.3	2,027.1	2,121.8	2,244.9
유동부채	303.5	401.4	441.6	486.2	539.4
매입채무 및 기타채무	211.4	226.3	266.5	311.1	364.3
단기금융부채	66.6	141.3	141.3	141.3	141.3
기타유동부채	25.5	33.8	33.8	33.8	33.8
비유동부채	293.7	373.8	373.8	373.8	373.8
장기금융부채	268.4	345.8	345.8	345.8	345.8
기타비유동부채	25.3	28.0	28.0	28.0	28.0
부채총계	597.2	775.2	815.4	860.0	913.2
지배지분	1,059.6	1,048.7	1,075.3	1,123.7	1,191.6
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	327.2	336.0	336.0	336.0	336.0
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	7.9	10.5	7.0	3.6	0.1
이익잉여금	701.8	679.5	709.5	761.4	832.8
비지배지분	66.6	135.3	136.4	138.0	140.2
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,211.7	1,261.7	1,331.7

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	-311	3,544	5,418	7,080
BPS	90,669	89,738	92,009	96,153	101,959
CFPS	9,260	8,472	13,737	15,538	17,381
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	46.2	-425.7	36.7	24.0	18.4
PER(최고)	88.3	-510.8	39.9		
PER(최저)	40.1	-311.3	27.5		
PBR	1.50	1.48	1.41	1.35	1.28
PBR(최고)	2.87	1.77	1.54		
PBR(최저)	1.30	1.08	1.06		
PSR	1.19	1.13	1.01	0.96	0.92
PCFR	14.7	15.6	9.5	8.4	7.5
EV/EBITDA	20.9	23.3	16.4	14.0	11.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	33.3	-101.1	26.9	17.6	13.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
ROA	2.0	-0.6	2.1	3.1	3.9
ROE	3.3	-0.3	3.9	5.8	7.1
ROIC	3.2	1.8	3.8	4.8	6.4
매출채권회전율	3.5	3.4	3.5	3.5	3.5
재고자산회전율	3.5	3.5	3.5	3.5	3.4
부채비율	53.0	65.5	67.3	68.2	68.6
순차입금비율	20.3	29.2	25.7	18.2	8.3
이자보상배율	6.6	4.2	6.5	8.1	10.4
총차입금	335.0	487.1	487.1	487.1	487.1
순차입금	228.2	345.6	311.0	230.0	110.3
NOPLAT	90.3	86.9	120.1	135.2	156.7
FCF	-60.2	-110.0	63.0	100.7	137.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 29일 현재 '녹십자' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

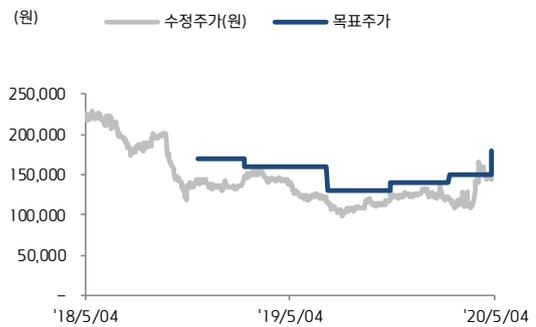
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2018-11-21	Outperform (Initiate)	170,000원	6개월	-19.32	-14.12
(006280)	2019-02-13	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-7.83	-0.94
	2019-05-02	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-14.23	-0.94
	2019-07-10	Outperform (Maintain)	130,000원	6개월	-14.80	-7.9%
	2019-10-31	Outperform (Maintain)	140,000원	6개월	-10.20	-0.71
	2020-02-13	Buy (Upgrade)	150,000원	6개월	-13.80	10.67
	2020-05-04	Buy (Maintain)	180,000원	6개월		

*주가 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%