



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원
주가(7/2): 152,000원

시가총액: 17,764억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/2)		2,135.37pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	166,000 원	98,400원
등락률	-8.4%	54.5%
수익률	절대	상대
1M	6.3%	3.9%
6M	16.0%	18.2%
1Y	23.1%	22.3%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	186천주
외국인 지분율	18.2%
배당수익률(2020E)	0.7%
BPS(2020E)	91,968원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 14인 52.8%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,491.8	1,583.8
영업이익	50.2	40.3	71.7	84.1
EBITDA	90.3	86.9	119.4	128.0
세전이익	50.2	-6.1	57.5	81.7
순이익	34.2	-11.3	42.0	59.7
지배주주지분순이익	34.4	-3.6	40.9	58.2
EPS(원)	2,946	-311	3,503	4,977
증감률(% YoY)	-35.3	적전	흑전	42.1
PER(배)	46.2	-425.7	42.2	29.7
PBR(배)	1.50	1.48	1.61	1.55
EV/EBITDA(배)	20.9	23.3	18.2	16.4
영업이익률(%)	3.8	2.9	4.8	5.3
ROE(%)	3.3	-0.3	3.9	5.3
순차입금비율(%)	20.3	29.2	25.4	18.5

Price Trend



실적 Preview

녹십자(006280)

하반기 양호한 실적과 승인/신청 모멘텀 다수



2분기 실적은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 코로나19 영향과 수두 백신 수출 선적 지연 등의 영향을 받았을 것으로 추측된다. 반면, 3분기에는 양호한 실적이 예상되고, 헨터라제 중국 승인, 4분기 그린진에프 중국 허가 및 IVIG 10% 신약 신청, 하반기 혈장 치료제 결과 발표 등의 다수의 모멘텀을 보유하고 있다.

>>> 2분기 실적 기대치 소폭 하회 예상

2분기 매출액 3,612억원(YoY +0.4%), 영업이익의 204억원(YoY +4.1%)으로 매출액과 영업이익은 컨센서스 대비 각각 -4% 하회가 예상된다. 국내 사업부는 코로나19 영향과 분기 약 80~90억원 판매되던 고혈압치료제 아타칸 계약 종료, B형간염 치료제 바라크루드 특허만료 등의 영향을 받았을 것으로 추측된다.

이 외에도 R&D 비용은 1분기와 유사한 수준(281억원) 예상되나, 고마진의 수두 백신 수출 선적 물량이 의약품 물류 이슈로 인해 2~3분기로 나뉘어 수출되어 실적에 영향을 미칠 것으로 전망된다. 그럼에도 불구하고 국내 백신 사업부와 소비자헬스케어(CHC) 사업 성장 및 해외 ETC와 자회사 성장이 이를 만회하였을 것으로 예상된다.

2분기 국내 혈액 사업부 매출액 794억원(+0.4%), 백신 422억원(+2%), ETC 사업부 606억원(-9%)이 예상되며, 해외 혈액 수출은 313억원(-12%), 백신 384억원(-16%), ETC 74억원(+40%)이 예상된다.

>>> 하반기 양호한 실적과 모멘텀 대기

3분기는 통상 계절적 성수기이나, 고마진의 수두 백신 수출까지 3분기로 이어지며 매출액 4,250억원(YoY +15%), 영업이익 439억원(YoY +20%)의 호실적이 예상된다.

이 밖에도 헨터중후군 치료제 헨터라제가 3분기내에 중국 허가, 4분기 그린진에프 중국 허가 및 IVIG 10% 미국 허가 신청, 연말 뇌실투여 방식의 헨터라제 ICV 일본 허가, 하반기 혈장 치료제 결과 발표가 가능할 것으로 보인다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 20만원 상향

변경된 12개월 포워드 EBITDA 기간 적용과 상위 제약사 평균 Target EV/EBITDA 상향되어 동사에 대한 목표주가 기존 18만원에서 20만원으로 상향하고, 투자의견 BUY 유지한다. 하반기 양호한 실적 기반으로 다수의 제품 승인 및 신약 허가신청 모멘텀을 보유하고 있어 긍정적인 주가 흐름이 예상된다.

실적 추정 내역

구 분				(단위, 십억원)		
	2Q20E	컨센서스	차이	2020E	컨센서스	차이
매출액	361.2	377.3	-4%	1,491.8	1,488.8	0.2%
yoy	0.4%	4.9%		8.9%	8.7%	
영업이익	20.4	21.2	-4%	71.7	70.6	1.6%
yoy	4.1%	8.0%		78.2%	75.4%	
OPM	5.7%	5.6%		4.8%	4.7%	
지배주주순이익	15.3			40.9	31.6	29.6%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

실적 세부 사항

구 분		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	42.2	94.2	61.2	230.8
	ETC	63.9	66.8	70.5	74.3	275.5	61.6	60.6	67.3	73.4	262.9
	CHC	24.2	27.5	30.4	35.8	117.9	39.7	40.5	45.6	45.2	171.0
수출	혈액	26.6	35.4	27.6	25.8	115.4	15.3	31.3	40.7	37.6	124.9
	백신	2.6	45.7	10.1	15.9	74.3	25.5	38.4	36.5	30.0	130.4
	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	361.2	425.0	397.8	1,491.8
YOY		-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	2.6%	7.3%	0.4%	15.0%	12.5%	8.9%
원가		213.6	261.0	252.3	270.5	997.4	219.1	256.8	290.0	288.4	1,054.3
원가율		74.5%	72.6%	68.2%	76.5%	72.8%	71.2%	71.1%	68.2%	72.5%	70.7%
매출총이익		73.2	98.6	117.4	83.1	372.3	88.7	104.4	135.0	109.4	437.5
판매관리비		71.8	78.9	80.9	100.4	332.1	82.6	84.0	91.1	108.1	365.8
판매관리비율		25.0%	22.0%	21.9%	28.4%	24.2%	26.8%	23.3%	21.4%	27.2%	24.5%
영업이익		1.4	19.6	36.6	(17.3)	40.3	6.1	20.4	43.9	1.3	71.7
YOY		-90.5%	47.5%	30.6%	208.4%	-19.7%	344.3%	4.1%	19.9%	-107.5%	78.2%
OPM		0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	2.9%	2.0%	5.7%	10.3%	0.3%	4.8%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	22,875	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	4,213	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	101	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	3,827	
③ 순차입금	4,095	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	22,993	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	200,000	

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

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,491.8	1,583.8	1,650.4
매출원가	989.0	997.4	1,054.3	1,117.7	1,148.1
매출총이익	345.9	372.3	437.5	466.2	502.3
판관비	295.7	332.1	365.8	382.1	393.3
영업이익	50.2	40.3	71.7	84.1	108.9
EBITDA	90.3	86.9	119.4	128.0	149.4
영업외손익	0.0	-46.4	-14.2	-2.4	-0.2
이자수익	1.9	2.0	3.4	4.8	7.0
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
중속 및 관계기업손익	-7.0	-2.8	-4.4	0.0	0.0
기타	9.9	-37.0	-4.6	1.4	1.4
법인세차감전이익	50.2	-6.1	57.5	81.7	108.7
법인세비용	15.9	5.1	15.5	22.1	29.4
계속사업순손익	34.2	-11.3	42.0	59.7	79.4
당기순이익	34.2	-11.3	42.0	59.7	79.4
지배주주순이익	34.4	-3.6	40.9	58.2	77.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	2.6	8.9	6.2	4.2
영업이익 증감율	-44.4	-19.7	77.9	17.3	29.5
EBITDA 증감율	-28.9	-3.8	37.4	7.2	16.7
지배주주순이익 증감율	-35.4	-110.5	-1,236.1	42.3	33.0
EPS 증감율	-35.3	적전	흑전	42.1	33.0
매출총이익율(%)	25.9	27.2	29.3	29.4	30.4
영업이익율(%)	3.8	2.9	4.8	5.3	6.6
EBITDA Margin(%)	6.8	6.3	8.0	8.1	9.1
지배주주순이익율(%)	2.6	-0.3	2.7	3.7	4.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	103.7	136.3	176.0
당기순이익	34.2	-11.3	42.0	59.7	79.4
비현금항목의 가감	74.0	110.3	117.8	114.7	116.4
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	74.6	70.8	76.0
영업활동자산부채증감	-74.3	-36.3	-33.6	-10.5	12.9
매출채권및기타채권의감소	-22.8	-15.9	-36.1	-27.2	-19.7
재고자산의감소	-10.2	-22.0	-36.3	-27.3	-19.7
매입채무및기타채무의증가	-14.1	-3.5	39.4	44.7	53.1
기타	-27.2	5.1	-0.6	-0.7	-0.8
기타현금흐름	-19.5	-22.4	-22.5	-27.6	-32.7
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	35.8	72.7	112.2
기초현금 및 현금성자산	171.0	96.6	98.5	134.2	206.9
기말현금 및 현금성자산	96.6	98.5	134.2	206.9	319.2

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,072.7	1,203.0	1,357.8
현금 및 현금성자산	96.6	98.5	134.2	207.0	319.2
단기금융자산	10.1	43.1	45.2	47.5	49.9
매출채권 및 기타채권	391.2	405.2	441.3	468.5	488.2
재고자산	386.9	406.6	442.8	470.1	489.9
기타유동자산	8.6	8.4	9.2	9.9	10.6
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	2,025.8	2,115.4	2,232.9
유동부채	303.5	401.4	440.8	485.6	538.7
매입채무 및 기타채무	211.4	226.3	265.7	310.5	363.6
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	814.6	859.4	912.5
지배지분	1,059.6	1,048.7	1,074.8	1,118.1	1,180.6
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	709.1	755.8	821.8
비지배지분	66.6	135.3	136.4	137.9	139.9
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,211.2	1,256.0	1,320.4

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	-311	3,503	4,977	6,622
BPS	90,669	89,738	91,968	95,671	101,020
CFPS	9,260	8,472	13,674	14,923	16,750
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주당배수(배)					
PER	46.2	-425.7	42.2	29.7	22.4
PER(최고)	88.3	-510.8	54.2		
PER(최저)	40.1	-311.3	27.8		
PBR	1.50	1.48	1.61	1.55	1.47
PBR(최고)	2.87	1.77	2.07		
PBR(최저)	1.30	1.08	1.06		
PSR	1.19	1.13	1.16	1.09	1.05
PCFR	14.7	15.6	10.8	9.9	8.8
EV/EBITDA	20.9	23.3	18.2	16.4	13.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	33.3	-101.1	27.2	19.1	14.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
ROA	2.0	-0.6	2.1	2.9	3.7
ROE	3.3	-0.3	3.9	5.3	6.7
ROIC	3.2	1.8	3.7	4.5	6.0
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	68.4	69.1
순차입금비율	20.3	29.2	25.4	18.5	8.9
이자보상배율	6.6	4.2	6.4	7.5	9.7
총차입금	335.0	487.1	487.1	487.1	487.1
순차입금	228.2	345.6	307.7	232.6	118.0
NOPLAT	90.3	86.9	119.4	128.0	149.4
FCF	-60.2	-110.0	66.4	94.8	132.8

Compliance Notice

- 당사는 7월 2일 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

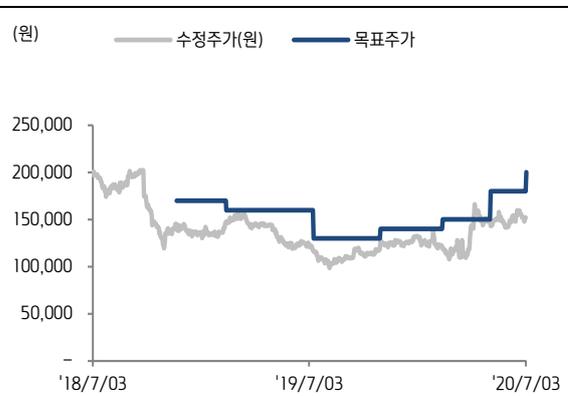
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (006280)	2018-11-21	Outperform (Initiate)	170,000원	6개월	-19.32	-14.12
	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	-7.69
	2019-10-31	Outperform (Maintain)	140,000원	6개월	-10.20	-0.71
	2020-02-13	Buy (Upgrade)	150,000원	6개월	-13.14	10.67
	2020-05-04	Buy (Maintain)	180,000원	6개월	-16.77	-11.11
	2020-07-03	Buy (Maintain)	200,000원	6개월		

*주가는 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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%