



BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(01/22): 425,000원

시가총액: 49,668억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHKim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/22)	최고가	최저가
52 주 주가동향		3,140.63pt
최고/최저가 대비	475,000원	108,000원
등락률	-10.5%	293.5%
수익률	절대	상대
1M	9.5%	-4.7%
6M	82.4%	29.4%
1Y	234.6%	141.6%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	594천주
외국인 지분율	21.3%
배당수익률(2020E)	0.2%
BPS(2020E)	98,632원
주요 주주	녹십자홀딩스외 10 인
	51.4%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,509.2	1,621.7
영업이익	50.2	40.3	80.8	108.9
EBITDA	90.3	86.9	128.5	152.8
세전이익	50.2	-6.1	166.9	143.6
순이익	34.2	-11.3	121.9	104.8
자체주주지분순이익	34.4	-3.6	118.8	102.2
EPS(원)	2,946	-311	10,167	8,745
증감률(% YoY)	-35.3	적전	흑전	-14.0
PER(배)	46.2	-425.7	39.9	48.6
PBR(배)	1.50	1.48	4.12	4.01
EV/EBITDA(배)	20.9	23.3	39.9	34.2
영업이익률(%)	3.8	2.9	5.4	6.7
ROE(%)	3.3	-0.3	10.8	8.5
순차입금비율(%)	20.3	29.2	18.3	9.1

자료: 키움증권

Price Trend

 실적 Preview

녹십자 (006280)

본업 개선에 CMO 추가



4분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다만, 비용 증가로 늘 실적 기대감이 가장 적은 분기이며 최근 동사의 투자 포인트가 단기 실적보다는 코로나19 백신 CMO 수주 기대감이기 때문에 실적이 주가에 미치는 영향은 적을 것으로 보입니다. 1분기내에 CMO 본계약과 IMG 10%의 미국 허가 신청이 기대되며, 고마진의 헌터라제 중국향 수출 증가로 수익성 개선이 전망됩니다.

>> 4분기 시장 기대치 하회 전망되나, 실적보단 CMO가 중요

4분기 매출액 4,218억원(YoY +19.3%), 영업이익 83억원(YoY 흑자전환)으로 매출액은 컨센서스에 부합하나, 이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 전망된다. 국내는 2,566억원(YoY +5.3%)으로 계약 종료된 고혈압치료제 아타칸(분기 약 80~90억원)의 부재와 바라크루드 특허만료 등으로 ETC 사업부가 634억원 (-15%) 이었으나, 백신 585억원(+4%), 혈액 843억원(+9%)으로 성장을 이끌 것으로 예상된다. 해외는 전년동기 수출 부진으로 인한 기저효과로 748억원 (+54%), 코로나19 진단 키트 수출과 검사 수 증가로 자회사 905억원(+47%)의 호실적이 예상된다. R&D 증가와 4분기 인센티브 지급 등으로 비용 증가 예상되나, 통상 4분기 적자였던 점을 감안하면 4Q20 흑자전환 자체만으로도 의미가 있을 것으로 보인다.

4분기는 실적에 대한 기대감이 가장 낮은 분기로 실적보다는 코로나19 백신 총전&포장(Fill and Finish) 위탁생산(CMO) 본계약 및 구체적인 실적 반영 여부 등이 투자심리에 더 많은 영향을 미칠 것으로 예상된다. 지난해 10월 감염 병력신연합(CEPI)과 협업하여 5억 도즈 이상 공급이 가능하며, 오는 3월부터 위탁생산이 예상되기 때문에 1분기내에 본계약이 체결될 것으로 전망된다.

>> 투자의견 BUY, 목표주가 53만원 상향

실적 추정치 상향과 상위제약사 타겟 EV/EBITDA 상승 적용하였으며, CMO 가치 1.6조원 추가 반영하여 목표주가 53만원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지한다. CMO 가치는 추후 본계약으로 인한 물량과 가격 및 수익성에 따라 변동될 수 있으며, 코로나19 백신 물량이 정상화되는 '22년 이후부터 백신 가격 상승으로 CMO 단가 또한 상승할 수 있어 추후 가격 변화에 따른 추가 상향도 가능하다. 코로나19 백신 총전&포장 관련 매출은 이르면 2분기부터 반영될 수 있을 것으로 예상된다. CMO 본계약이 아직 결정되지 않아 수주 가능성 80%를 반영하였으며, '21년 실적에는 아직 반영하지 않았다.

CMO 외에 ETC 제품 믹스 개선 또한 기대되는데, 고마진의 헌터라제 중국향 수출 증가로 헌터라제 수출 413억원(+75%)이 예상되어, 수익성 개선에 기여할 것으로 기대된다. 면역 글로불린(IVIG, 10%) 제제 미국 허가 신청은 1분기로 예상되어 허가 받아 '22년 출시한다면 지속적인 수익성 개선이 이뤄질 것으로 전망된다.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
							2021E	컨센서스	차이
매출액	307.8	360.0	419.6	421.8	397.2	6%	1,621.7	1,898.8	-14.6%
yoy	7.3%	0.1%	13.5%	19.3%	12.3%		7.5%	25.8%	
영업이익	6.1	15.6	50.7	8.3	12.4	-33%	108.9	305.3	-64.3%
yoy	344.3%	-20.5%	38.8%	흑전	N.A		34.9%	277.9%	
OPM	2.0%	4.3%	12.1%	2.0%	3.1%		6.7%	16.1%	
지배주주순이익	-4.3	9.7	60.9	52.5	14.6		102.2	168.7	-39.4%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

구 분	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4QE	2020E	21.1QE	21.2QE	21.3QE	21.4QE	(단위, 십억원)	
										2021E	
국내	혈액	76.8	74.9	76.8	84.3	312.8	79.4	79.7	79.3	81.2	319.6
	백신	33.1	46.9	109.4	58.5	247.9	33.7	47.4	121.1	51.2	253.4
	ETC	61.6	56.9	65.9	63.4	247.8	58.6	61.3	65.9	66.9	252.7
	CHC	39.7	43.4	39.8	50.4	173.3	44.2	50.3	48.0	56.8	199.3
수출	혈액	15.3	27.9	26.7	37.0	106.9	19.8	31.4	33.0	36.1	120.2
	백신	25.5	38.1	17.6	26.3	107.5	16.2	53.9	17.6	29.5	117.2
	ETC	1.8	3.4	7.8	10.5	23.5	7.7	9.4	8.3	15.8	41.2
자회사		53.5	66.8	75.6	90.5	286.3	68.1	79.0	79.1	88.7	315.0
매출액		307.8	360.0	419.6	421.8	1,509.2	328.4	413.4	452.8	427.1	1,621.7
YOY		7.3%	0.1%	13.5%	19.3%	10.2%	6.7%	14.8%	7.9%	1.3%	7.5%
원가		219.1	256.0	276.7	295.3	1,047.1	233.1	293.9	298.6	296.8	1,122.5
원가율		71.2%	71.1%	66.0%	70.0%	69.4%	71.0%	71.1%	66.0%	69.5%	69.2%
매출총이익		88.7	104.0	142.9	126.6	462.1	95.3	119.4	154.2	130.3	499.2
판매관리비		82.6	88.4	92.1	118.3	381.3	85.9	95.5	94.7	114.1	390.2
판매관리비율		26.8%	24.6%	22.0%	28.0%	25.3%	26.2%	23.1%	20.9%	26.7%	24.1%
영업이익		6.1	15.6	50.7	8.3	80.8	9.4	23.9	59.4	16.2	108.9
YOY		344.3%	-20.5%	38.8%	흑전	100.7%	53.0%	53.3%	17.1%	95.3%	34.9%
OPM		2.0%	4.3%	12.1%	2.0%	5.4%	2.9%	5.8%	13.1%	3.8%	6.7%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	42,798	Fw 12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd. 12M) 적용
② 비영업가치	22,570	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	114	3 개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	6,146	
- CMO	16,026	
③ 순차입금	4,398	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	60,970	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	530,000	

주 : 상위제약사는 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당

자료: 키움증권 리서치센터

CMO 가치 산정

(억 원)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
가동율	75%	90%	50%	30%	20%	20%
생산 가능 DP dose	5.6	6.8	3.8	2.3	1.5	1.5
매출액	8,859	10,631	5,906	3,544	2,363	2,363
EBIT 마진	4,430	5,316	2,953	1,772	1,181	1,181
FCF(억 원)	3,455	4,146	2,303	1,382	921	921
NPV	11,429					
NPV of TV	8,603					
NPV 합산 가치	20,032					
rNPV 합산가치(억원)	16,026					

주: 1교대 기준 최대 생산 가능 DP 7.5억 도즈. 도즈 당 가격 \$1.5. 이익률 50%, 환율 1,050원, 법인세율 22%, WACC 6%, 영구성장을 -2%, 성공확률 80%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,509.2	1,621.7	1,699.4
매출원가	989.0	997.4	1,047.1	1,122.5	1,159.2
매출총이익	345.9	372.3	462.1	499.2	540.2
판관비	295.7	332.1	381.3	390.2	408.4
영업이익	50.2	40.3	80.8	108.9	131.8
EBITDA	90.3	86.9	128.5	152.8	172.2
영업외손익	0.0	-46.4	86.2	34.6	37.6
이자수익	1.9	2.0	4.8	6.9	9.8
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
증속 및 관계기업손익	-7.0	-2.8	55.6	0.0	0.0
기타	9.9	-37.0	34.4	36.3	36.4
법인세차감전이익	50.2	-6.1	166.9	143.6	169.4
법인세비용	15.9	5.1	45.1	38.8	45.7
계속사업순손익	34.2	-11.3	121.9	104.8	123.6
당기순이익	34.2	-11.3	121.9	104.8	123.6
지배주주순이익	34.4	-3.6	118.8	102.2	120.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	2.6	10.2	7.5	4.8
영업이익 증감율	-44.4	-19.7	100.5	34.8	21.0
EBITDA 증감율	-28.9	-3.8	47.9	18.9	12.7
지배주주순이익 증감율	-35.4	-110.5	-3,400.0	-14.0	18.0
EPS 증감율	-35.3	적전	흑전	-14.0	18.0
매출총이익율(%)	25.9	27.2	30.6	30.8	31.8
영업이익률(%)	3.8	2.9	5.4	6.7	7.8
EBITDA Margin(%)	6.8	6.3	8.5	9.4	10.1
지배주주순이익률(%)	2.6	-0.3	7.9	6.3	7.1

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	175.1	171.4	214.8
당기순이익	34.2	-11.3	121.9	104.8	123.6
비현금항목의 가감	74.0	110.3	146.0	129.4	130.0
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	102.8	85.5	89.6
영업활동자산부채증감	-74.3	-36.3	-42.2	-20.6	7.4
매출채권및기타채권의감소	-22.8	-15.9	-41.3	-33.3	-23.0
재고자산의감소	-10.2	-22.0	-41.4	-33.4	-23.1
매입채무및기타채무의증가	-14.1	-3.5	41.2	46.8	54.3
기타	-27.2	5.1	-0.7	-0.7	-0.8
기타현금흐름	-19.5	-22.4	-50.6	-42.2	-46.2
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	107.1	107.8	151.0
기초현금 및 현금성자산	171.0	96.6	98.5	205.6	313.4
기말현금 및 현금성자산	96.6	98.5	205.6	313.4	464.4

자료: 기움증권

재무상태표

	(단위: 십억원)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,154.4	1,331.9	1,532.1
현금 및 현금성자산	96.6	98.5	205.6	313.4	464.4
단기금융자산	10.1	43.1	45.2	47.5	49.9
매출채권 및 기타채권	391.2	405.2	446.4	479.7	502.7
재고자산	386.9	406.6	448.0	481.4	504.4
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	2,107.5	2,244.2	2,407.2
유동부채	303.5	401.4	442.6	489.4	543.7
매입채무 및 기타채무	211.4	226.3	267.5	314.3	368.6
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	816.4	863.2	917.5
자본지분	1,059.6	1,048.7	1,152.7	1,240.0	1,345.7
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	786.9	877.7	986.9
비자금지분	66.6	135.3	138.4	141.0	144.1
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,291.1	1,381.0	1,489.8

투자지표

	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	-311	10,167	8,745	10,316
BPS	90,669	89,738	98,632	106,104	115,146
CFPS	9,260	8,472	22,921	20,044	21,704
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	46.2	-425.7	39.9	48.6	41.2
PER(최고)	88.3	-510.8	44.7		
PER(최저)	40.1	-311.3	9.6		
PBR	1.50	1.48	4.12	4.01	3.69
PBR(최고)	2.87	1.77	4.61		
PBR(최저)	1.30	1.08	0.99		
PSR	1.19	1.13	3.14	3.06	2.92
PCFR	14.7	15.6	17.7	21.2	19.6
EV/EBITDA	20.9	23.3	39.9	34.2	29.5
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	33.3	-101.1	9.4	10.9	9.2
배당수익률(%),보통주,현금)	0.7	0.8	0.2	0.2	0.2
ROA	2.0	-0.6	6.0	4.8	5.3
ROE	3.3	-0.3	10.8	8.5	9.3
ROIC	3.2	1.8	4.2	5.7	7.1
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	63.2	62.5	61.6
순차입금비율	20.3	29.2	18.3	9.1	-1.8
이자보상배율	6.6	4.2	7.2	9.7	11.8
총차입금	335.0	487.1	487.1	487.1	487.1
순차입금	228.2	345.6	236.3	126.2	-27.2
NOPLAT	90.3	86.9	128.5	152.8	172.2
FCF	-60.2	-110.0	64.5	102.8	144.1

Compliance Notice

- 당사는 01월 22일 현재 '녹십자' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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

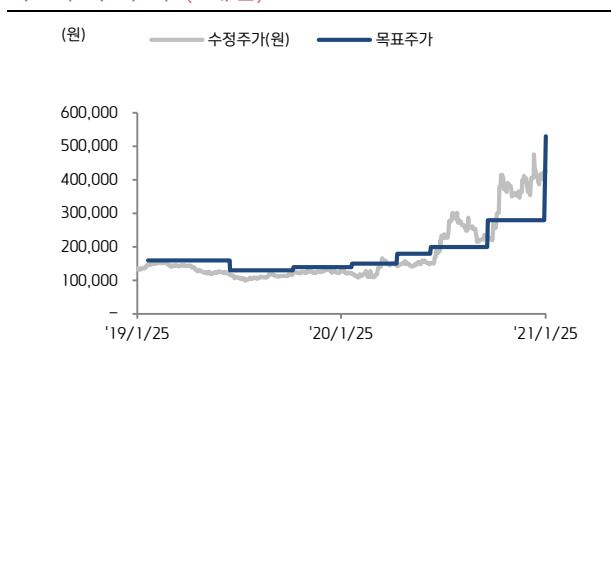
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2019-02-13	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-7.83	-0.94
(006280)	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	18.97	50.75
	2020-10-13	Buy (Maintain)	280,000원	6개월	28.38	69.64
	2021-01-25	Buy (Maintain)	530,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%