



BUY(Maintain)

목표주가: 530,000원

주가(4/28): 369,500원

시가총액: 43,182억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/28)	3,181.47pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	505,000 원
등락률	-26.8%
수익률	절대 상대
1M	3.5%
6M	36.9%
1Y	149.7%
	51.8%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	215천주
외국인 지분율	19.3%
배당수익률(21E)	0.4%
BPS(21E)	102,342원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 6 인
	51.4%

투자지표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,357.1	1,504.1	1,638.2	1,722.4
영업이익	41.7	50.3	117.8	139.4
EBITDA	88.3	99.0	171.3	188.5
세전이익	-1.2	104.5	130.7	143.7
순이익	-11.3	89.3	101.9	112.1
자체주주지분순이익	-3.6	81.0	95.8	105.3
EPS(원)	-311	6,935	8,200	9,014
증감률(% YoY)	적전	흑전	18.2	9.9
PER(배)	-425.7	58.5	45.1	41.0
PBR(배)	1.48	4.24	3.61	3.37
EV/EBITDA(배)	23.0	52.6	27.6	24.7
영업이익률(%)	3.1	3.3	7.2	8.1
ROE(%)	-0.3	7.5	8.3	8.5
순차입금비율(%)	29.2	24.5	19.0	12.3

자료: 키움증권

Price Trend

 실적 Review

녹십자 (006280)

1Q는 일시적 요인, CMO 논의 지속.



1분기 실적은 컨센서스를 다소 하회하였으나, 최근 낮아진 기대치에 부합한 수치입니다. 게다가 1분기 부진한 실적은 펀더멘털 훼손이 아닌 남반구 백신 물량이 2분기로 쓸리면서 나타나는 일시적 현상으로 파악됩니다. 2분기부터는 실적 개선이 나타날 것으로 보이며, 하반기에는 국내 백신 공급 증가 및 모더나 백신 유통 물량 등으로 호실적이 기대됩니다.

>> 1분기 실적은 백신의 부재 영향

1분기 매출액 2,822억원(YoY -8%), 영업이익 50억원(YoY -92%, OPM 0%)으로 매출액과 영업이익 시장 컨센서스에 각각 -9%, -93% 하회하였다. 남반구 백신이 지난해 1~2분기 나갔던 것과 달리 올해에는 전량 2분기에 잡힐 것으로 예상되며 1분기 백신 매출 부재 영향이 컸다. 게다가 MSD 상품(조스타박스, 가다실 등) 계약 종료 등의 영향도 받았다. 다만, 고마진 품목인 헌터라제의 수출 90억원(YoY +400%)으로 일본과 중국 지역 수출이 반영되기 시작했다는 점은 고무적이다.

MSD 상품 매출 계약 종료 등으로 매출총이익률이 67%로 전년동기대비 4%p 개선되었으나, R&D 비용 증가 등 판관비가 875억원으로 전년동기 대비 +6% 소폭 증가하며 부진한 실적을 기록하였다. 영업 외에는 지난해 처분한 북미 자산 처분 이익 잔여분 약 77억원과 외화 환산 손익 약 70억원이 반영되었다.

>> 하반기 놀라운 백신 매출 기대

모더나 코로나19 백신 유통 매출 및 SK바이오사이언스의 독감 백신 중단 반사수혜 등으로 동사의 올해 국내 독감 백신 매출액은 2,290억원(YoY +155%) 성장이 전망되며, 대부분 하반기 실적에 반영될 것으로 예상된다. 이에 따라 올해 매출액은 1조 6,382억원(YoY +8.9%), 영업이익 1,178억원(YoY +134%, OPM 7.2%)의 호실적이 기대된다. 고마진의 헌터라제 또한 일본향 수출 증가 및 중국 수출 개시로 제품 믹스 개선에 기여할 것으로 전망된다. 올해 연간 실적 추정치에 CEPI향 DP 물량 및 CMO 수주는 포함하지 않았다.

>> CMO 수주까지 받게 되면, 하반기 금상첨화

올해 고마진의 헌터라제 일본향 수출 증가, 경쟁사의 독감 백신공급 중단 반사수혜로 하반기 백신 매출 증가 및 모더나 백신 유통 개시 등이 예상되는데, 만약 상반기내에 CEPI 공급 개시 및 백신 CMO 계약까지 진행된다면 실적으로 이어지는 하반기는 금상첨화의 실적을 나타낼 수 있을 것으로 예상된다.

'22년에는 본격적으로 중국향 헌터라제 수출 증가로 수익성 개선에 기여 할 것으로 전망되며, '22/2/25일(PDUFA Date) IVIG 10% 미국 FDA 허가 승인 여부가 결정될 것으로 보여 지속적인 성장 모멘텀이 기대된다. 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 53만원을 유지한다.

실적 세부 내역 1

	1Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)	(단위, 십억원)
매출액	282.2	-32%	-8%	328.4	-14%	311.8	-9%	
영업이익	0.5	흑전	-92%	9.4	-95%	7.6	-93%	
영업이익률	0%			3%		2%		
세전이익	2.3	-73%	흑전	16.4	-86%			
세전이익률	1%			5%				
지배주주순이익	1.5	-90%	흑전	8.5	-83%	12.0	-88%	

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 추정 내역 2

구 분	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	2020	21.1Q	21.2QE	21.3QE	21.4QE	2021E	(단위, 십억원)
국내	혈액	76.8	74.9	76.8	83.6	312.1	73.9	75.8	75.9	79.4	305.0
	백신	33.1	46.9	109.4	63.9	253.3	0.1	14.6	170.4	67.4	252.5
	ETC	61.6	56.9	65.9	74.3	258.7	62.0	66.6	72.0	79.4	280.0
	CHC	39.7	43.4	39.8	39.3	162.2	40.2	48.1	45.9	52.3	186.5
수출	혈액	15.3	27.9	26.7	36.4	106.3	14.9	30.7	32.6	39.9	118.1
	백신	25.5	38.1	17.6	26.8	108.0	10.7	59.0	18.1	31.6	121.1
	ETC	1.8	3.4	7.8	10.8	23.8	9.1	9.9	8.2	15.0	42.1
자회사		53.5	66.8	75.6	80.6	276.5	71.2	84.1	84.4	92.1	331.8
매출액	307.8	360.0	419.6	416.7	1,504.1	282.2	390.2	507.9	457.8	1,638.2	
YOY	7.3%	0.1%	13.5%	17.9%	9.8%	-8.3%	8.4%	21.1%	9.9%	8.9%	
원가	219.1	256.0	276.7	311.7	1,063.5	189.7	271.6	322.3	314.9	1,098.5	
원가율	71.2%	71.1%	66.0%	74.8%	70.7%	67.2%	69.6%	63.5%	68.8%	67.1%	
매출총이익	88.7	104.0	142.9	105.1	440.6	92.5	118.6	185.6	142.9	539.6	
판매관리비	82.6	88.4	92.1	127.3	390.4	87.5	97.1	103.7	133.5	421.8	
판매관리비율	26.8%	24.6%	22.0%	30.5%	26.0%	31.0%	24.9%	20.4%	29.2%	25.7%	
영업이익	6.1	15.6	50.7	(22.2)	50.3	5.0	21.5	82.0	9.4	117.8	
YOY	344.3%	-20.5%	38.8%	41.1%	20.2%	-18.1%	37.6%	61.5%	-142.1%	134.4%	
OPM	2.0%	4.3%	12.1%	-5.3%	3.3%	1.8%	5.5%	16.1%	2.0%	7.2%	

자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

Phase I	Phase II	Phase III	Registration	Project
CRV-101 Shingles, US CSR completion	GC3114A QIV-HD, KR LPI Q3 2020	GC5107D IGIV 10% Child, US FPI Q3 2020	GC5101B IGIV 5%, US	GC5131A Anti-Coronavirus H-IG
	GC3111A Tdap, KR LPI Q3 2020	GC1109 Anthrax, KR IND Q2 2020	GC5107B IGIV 10%, US BLA submission Q1	MG1133A Monoclonal antibody therapy for Coronavirus
	GC1102B HBIG-gene (CHB), KR LPO Q3 2020	GC3107A BCG, Global FPI Q4 2020	MG1111 VZV, KR Approved Q1 2020	MG3105A Coronavirus subunit vaccine
	MG1113A TFPI, KR IND Q4 2020	GC1102 HBIG-gene (LT), KR On-going	GC1101D GreenGene F™, CN Regulatory decision Q2	GC1111F Hunterase™, CN Approved Q3 2020
COVID-19 Updates	GC1118A EGFR, KR LPI Q2 2020		GC1123A Hunterase™ ICV, JP Approved Q1	GC1123A Hunterase™ ICV, JP Approved Q1
Plasma proteins				
Vaccines				
Recombinant proteins				

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	41,049	Fw12m EBITDA에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	22,566	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	110	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	6,146	
- CMO	16,026	
③ 순차입금	3,109	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	60,507	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	530,000	

상위제약사: 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	(단위 : 십억원)				
	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	1,357.1	1,504.1	1,638.2	1,722.4	1,794.4
매출원가	984.9	1,063.5	1,098.5	1,136.5	1,166.3
매출총이익	372.2	440.6	539.6	585.9	628.2
판관비	330.5	390.4	421.8	446.5	469.8
영업이익	41.7	50.3	117.8	139.4	158.4
EBITDA	88.3	99.0	171.3	188.5	203.5
영업외손익	-42.8	54.2	12.9	4.3	4.6
이자수익	2.0	1.2	1.4	1.8	2.2
이자비용	9.6	10.4	10.4	10.4	10.4
외환관련이익	7.1	5.4	5.2	5.2	5.2
외환관련손실	6.1	22.9	7.8	7.8	7.8
증속 및 관계기업손익	-2.8	-5.6	0.0	0.0	0.0
기타	-33.4	86.5	24.5	15.5	15.4
법인세차감전이익	-1.2	104.5	130.7	143.7	163.1
법인세비용	5.1	15.4	28.8	31.6	35.9
계속사업순손익	-6.3	89.1	101.9	112.1	127.2
당기순이익	-11.3	89.3	101.9	112.1	127.2
지배주주순이익	-3.6	81.0	95.8	105.3	119.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.7	10.8	8.9	5.1	4.2
영업이익 증감율	-16.9	20.6	134.2	18.3	13.6
EBITDA 증감율	-2.2	12.1	73.0	10.0	8.0
지배주주순이익 증감율	-110.5	-2,350.0	18.3	9.9	13.6
EPS 증감율	전전	흑전	18.2	9.9	13.5
매출총이익율(%)	27.4	29.3	32.9	34.0	35.0
영업이익률(%)	3.1	3.3	7.2	8.1	8.8
EBITDA Margin(%)	6.5	6.6	10.5	10.9	11.3
지배주주순이익률(%)	-0.3	5.4	5.8	6.1	6.7

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위 : 십억원)				
	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40.3	36.0	53.6	78.6	83.5
당기순이익	-11.3	89.3	101.9	112.1	127.2
비현금항목의 가감	110.3	45.8	41.6	39.7	39.5
유형자산감가상각비	41.8	44.5	48.8	44.7	40.8
무형자산감가상각비	4.9	4.3	4.6	4.4	4.2
지분법평가손익	-19.9	-13.1	0.0	0.0	0.0
기타	83.5	10.1	-11.8	-9.4	-5.5
영업활동자산부채증감	-36.3	-81.9	-52.9	-33.7	-39.9
매출채권및기타채권의감소	-15.9	-15.3	-37.8	-23.8	-20.3
재고자산의감소	-22.0	-52.1	-39.0	-24.5	-20.9
매입채무및기타채무의증가	-3.5	-4.4	36.6	37.8	43.6
기타	5.1	-10.1	-12.7	-23.2	-42.3
기타현금흐름	-22.4	-17.2	-37.0	-39.5	-43.3
투자활동 현금흐름	-177.9	29.7	62.1	57.2	54.5
유형자산의 취득	-127.5	-82.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.1	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-19.0	-18.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	6.2	29.2	-30.2	-30.2	-30.2
단기금융자산의감소(증가)	-33.0	19.8	10.7	5.8	3.1
기타	-6.7	81.7	81.6	81.6	81.6
재무활동 현금흐름	140.8	81.0	-13.9	-13.9	-13.9
차입금의 증가(감소)	76.9	90.4	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	-12.4	-12.7	-17.1	-17.1	-17.1
기타	76.3	3.3	3.2	3.2	3.2
기타현금흐름	-1.4	-12.8	-37.2	-37.2	-37.2
현금 및 현금성자산의 순증가	1.8	133.8	64.7	84.7	87.0
기초현금 및 현금성자산	96.6	98.5	232.3	297.0	381.7
기말현금 및 현금성자산	98.5	232.3	297.0	381.7	468.7

자료 : 키움증권

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	(단위 : 십억원)				
	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
유동자산	961.8	1,132.0	1,275.5	1,425.9	1,593.2
현금 및 현금성자산	98.5	232.3	296.9	381.7	468.7
단기금융자산	43.1	23.3	12.6	6.8	3.7
매출채권 및 기타채권	405.2	423.9	461.7	485.4	505.7
재고자산	406.6	437.1	476.0	500.5	521.4
기타유동자산	8.4	15.4	28.3	51.5	93.7
비유동자산	997.5	1,019.4	996.1	977.2	962.3
투자자산	121.5	92.3	122.5	152.7	182.9
유형자산	641.7	673.7	624.9	580.2	539.4
무형자산	103.0	109.6	104.9	100.5	96.3
기타비유동자산	131.3	143.8	143.8	143.8	143.7
자산총계	1,959.3	2,151.4	2,271.5	2,403.1	2,555.5
유동부채	401.4	589.4	626.0	663.7	707.3
매입채무 및 기타채무	226.3	241.8	278.4	316.1	359.7
단기금융부채	141.3	301.9	301.9	301.9	301.9
기타유동부채	33.8	45.7	45.7	45.7	45.7
비유동부채	373.8	292.7	292.7	292.7	292.7
장기금융부채	345.8	264.6	264.6	264.6	264.6
기타비유동부채	28.0	28.1	28.1	28.1	28.1
부채총계	775.2	882.1	918.7	956.4	1,000.0
자본지분	1,048.7	1,118.5	1,196.0	1,283.0	1,384.3
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	336.0	337.0	337.0	337.0	337.0
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	10.5	1.5	0.3	-0.9	-2.1
이익잉여금	679.5	757.3	836.0	924.2	1,026.7
비자본지분	135.3	150.8	156.9	163.6	171.3
자본총계	1,184.1	1,269.3	1,352.9	1,446.7	1,555.5
투자지표					(단위 : 원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-311	6,935	8,200	9,014	10,231
BPS	89,738	95,710	102,342	109,788	118,450
CFPS	8,472	11,559	12,282	12,985	14,267
DPS	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	-425.7	58.5	45.1	41.0	36.1
PER(최고)	-510.8	65.5	65.6		
PER(최저)	-311.3	14.0	38.3		
PBR	1.48	4.24	3.61	3.37	3.12
PBR(최고)	1.77	4.75	5.26		
PBR(최저)	1.08	1.02	3.07		
PSR	1.14	3.15	2.64	2.51	2.41
PCFR	15.6	35.1	30.1	28.5	25.9
EV/EBITDA	23.0	52.6	27.6	24.7	22.5
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	-101.1	19.2	16.8	15.3	13.5
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	-0.6	4.3	4.6	4.8	5.1
ROE	-0.3	7.5	8.3	8.5	9.0
ROIC	1.9	3.1	6.2	7.4	8.5
매출채권회전율	3.4	3.6	3.7	3.6	3.6
재고자산회전율	3.4	3.6	3.6	3.5	3.5
부채비율	65.5	69.5	67.9	66.1	64.3
순차입금비율	29.2	24.5	19.0	12.3	6.0
이자보상배율	4.3	4.9	11.4	13.5	15.3
총차입금	487.1	566.4	566.4	566.4	566.4
순차입금	345.6	310.9	256.9	177.9	94.1
EBITDA	88.3	99.0	171.3	188.5	203.5
FCF	-108.6	-89.2	92.5	124.2	128.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 28일 현재 '녹십자(006280)' 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 권리로 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

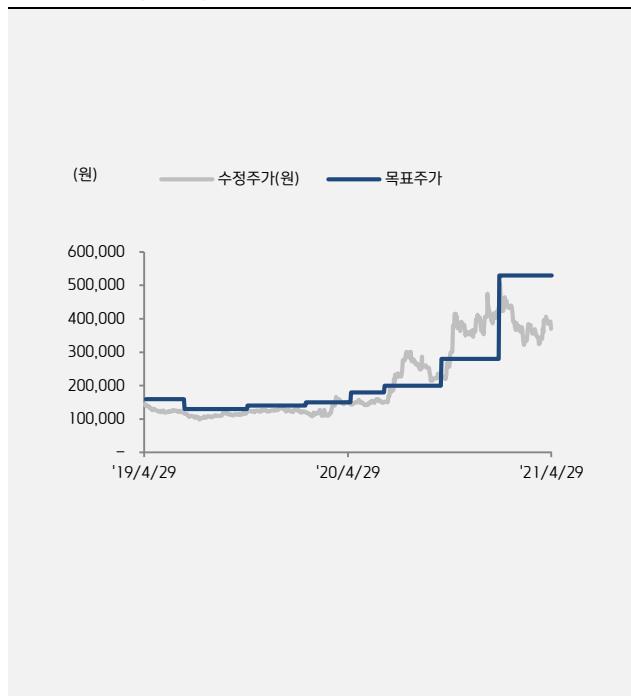
고지사항

- 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자 (006280)	2019-05-02	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-21.47	-12.81	
	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	29.05	69.64	
	2021-01-25	Buy (Maintain)	530,000원	6개월	-27.04	-4.72	
	2021-04-29	Buy (Maintain)	530,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	증립	매도
99.39%	0.61%	0.00%