



기업 업데이트

BUY(Maintain)

목표주가: 290,000원

주가(12/09): 235,000원

시가총액: 27,463억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/09)		3,029.57pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	505,000원	218,000원
등락률	-53.5%	7.8%
수익률	절대	상대
1M	-3.5%	-5.6%
6M	-27.6%	-23.1%
1Y	-32.2%	-38.3%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	108천주
외국인 지분율	23.0%
배당수익률(2021E)	0.6%
BPS(2021E)	106,615원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 6 인 51.4%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,357.1	1,504.1	1,588.4	1,599.0
영업이익	41.7	50.3	107.5	116.3
EBITDA	88.3	99.0	161.0	165.4
세전이익	-1.2	104.5	205.8	114.2
순이익	-11.3	89.3	160.6	89.1
지배주주지분순이익	-3.6	81.0	145.8	80.9
EPS(원)	-311	6,935	12,473	6,919
증감률(% YoY)	적전	흑전	79.9	-44.5
PER(배)	-425.7	58.5	18.8	33.8
PBR(배)	1.48	4.24	2.19	2.09
EV/EBITDA(배)	23.0	52.6	19.0	17.9
영업이익률(%)	3.1	3.3	6.8	7.3
ROE(%)	-0.3	7.5	12.3	6.3
순차입금비율(%)	29.2	24.5	11.4	3.2

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

코로나 프리. CMO 기대감 보다는 본업 개선



전일 장 마감 후, J&J와 백신 위탁 생산 논의 중단 소식이 전해졌습니다만, 동사의 주가는 CMO 소식 지연으로 연초 대비 -51% 하락하였으며 지난해 CEPI 보도 이전 주가 수준으로 회귀하였습니다. CMO 가치를 제외한다하도 4분기 전년동기 대비 영업 흑자전환 예상, 면역글로불린 제제 Alyglo의 FDA 승인(내년 2월), 헨터라제 중국 진출로 매출 확대 등 본업 개선을 기대해 볼 수 있습니다.

>>> CMO 집착을 버리자

전일(9일) J&J와 백신 위탁 생산에 대한 논의 중단 공시를 하였다. 이 외에 CEPI와의 백신 CMO 본 계약 소식 또한 지연되면서, 주가는 연초 대비 -51% 하락하였다. **지난해 CEPI 보도('20.10.21) 이전 주가 수준으로 회귀**하였다. 여전히 백신 불평등 심화 및 저개발 국가에 백신 보급률 및 CEPI 이행을 등을 감안하면 CEPI와의 백신 CMO 본 계약 가능성 있다고 판단되나, 생산 기간과 실적 추정 산정이 어려우며 생산 지속성 유무 등의 불확실성을 감안하여 **보수적으로 CMO 가치를 제외**하였다.

주가 또한 CMO 본계약 지연의 실망감이 지속 반영되면서 CEPI 보도 이전 주가로 회귀한 만큼 이제는 **본업으로 시선을 돌릴 필요**가 있고, CMO는 반영이 되면 추가 실적 개선이 되는 긍정 요소로 볼 수 있다.

>>> '22년 IVIG-SN 승인 기대 및 헨터라제 매출 증가

정맥주사용 10% 면역글로불린 제제 Alyglo(GC5107) 품목허가 신청서(BLA)가 지난 2/26일 제출되었고, FDA 공장 실사를 마쳤다. 전문의약품 허가 신청자 비용부담법(PDUFA)에 따라 **내년 2/25일 허가 유무를 확인할 수 있을 것**으로 예상된다. 면역글로불린 미국 시장 규모는 \$6.3bn으로 추정되며, 동사는 6%의 점유율을 달성할 수 있을 것으로 추측된다. *참고, Grifols 점유율 31%, Takeda 28%, CSL 21%, Octapharma 14%, BPL 4%. 동사는 Octapharma와 BPL 점유율 사이로 예상되며, 보수적으로 추정.

지난 9월 헨터증후군 치료제 헨터라제 중국 허가 획득하여, 중국향 매출 증가가 기대된다. 헨터라제 올해 3분기 누적 수출 322억원(YoY +148%)로 중국향 본격 진출 전임에도 러시아 등으로 수출 지역 확대되며 매출 증가하였다.

이 밖에도 올해 4분기에는 북반구 독감 백신 매출 인식, 모더나 유통 물량 반영 등으로 매출액 4,529억원(YoY +8.7%), 영업이익 199억원(YoY 흑전)이 예상된다. '18년부터 지속적으로 4분기 영업적자였던 점을 감안하면 이번 4분기 흑자전환은 호실적의 의미도 있을 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 29만원 하향

실적 기간 조정 및 상위 제약사 평균 EV/EBITDA 타겟 밸류에이션 하락(20배 →17배), CMO 가치(약 1.5조원) 제외하였으나, IVIG-SN 변경된 타겟 시장을 반영하여 가치 상향(6,146억원→9,624억원)반영하여 동사에 대한 목표주가를 29만원으로 하향한다.

실적 세부 내역

		(단위, 십억원)									
구분		20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	2020	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4QE	2021E
국내	혈액	76.8	74.9	76.8	83.6	312.1	73.9	77.3	88.2	71.8	311.2
	백신	33.1	46.9	109.4	63.9	253.3	0.1	16.7	97.9	41.7	156.4
	ETC	61.6	56.9	65.9	74.3	258.7	62.0	70.9	80.3	79.8	293.0
	CHC	39.7	43.4	39.8	39.3	162.2	40.2	47.3	59.0	96.9	243.3
수출	혈액	15.3	27.9	26.7	36.4	106.3	14.9	14.4	21.4	18.7	69.3
	백신	25.5	38.1	17.6	26.8	108.0	10.7	61.4	6.4	41.1	121.3
	ETC	1.8	3.4	7.8	10.8	23.8	9.1	5.7	17.4	9.9	42.1
자회사		53.5	66.8	75.6	80.6	276.5	71.2	93.8	88.4	92.1	331.8
매출액		307.8	360.0	419.6	416.7	1,504.1	282.2	387.6	465.7	452.9	1,588.4
YOY		7.3%	0.1%	13.5%	17.9%	9.8%	-8.3%	7.7%	11.0%	8.7%	5.6%
원가		219.1	256.0	276.7	311.7	1,063.5	189.8	270.8	280.2	309.3	1,050.0
원가율		71.2%	71.1%	66.0%	74.8%	70.7%	67.2%	69.9%	60.2%	68.3%	66.1%
매출총이익		88.7	104.0	142.9	105.1	440.6	92.5	116.8	185.5	143.6	538.4
판매관리비		82.6	88.4	92.1	127.3	390.4	87.5	105.7	114.0	123.7	430.9
판매관리비율		26.8%	24.6%	22.0%	30.5%	26.0%	31.0%	27.3%	24.5%	27.3%	27.1%
영업이익		6.1	15.6	50.7	(22.2)	50.3	5.0	11.1	71.5	19.9	107.5
YOY		344.3%	-20.5%	38.8%	41.1%	20.2%	-18.8%	-28.9%	40.9%	흑전	113.9%
OPM		2.0%	4.3%	12.1%	-5.3%	3.3%	1.8%	2.9%	15.4%	4.4%	6.8%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

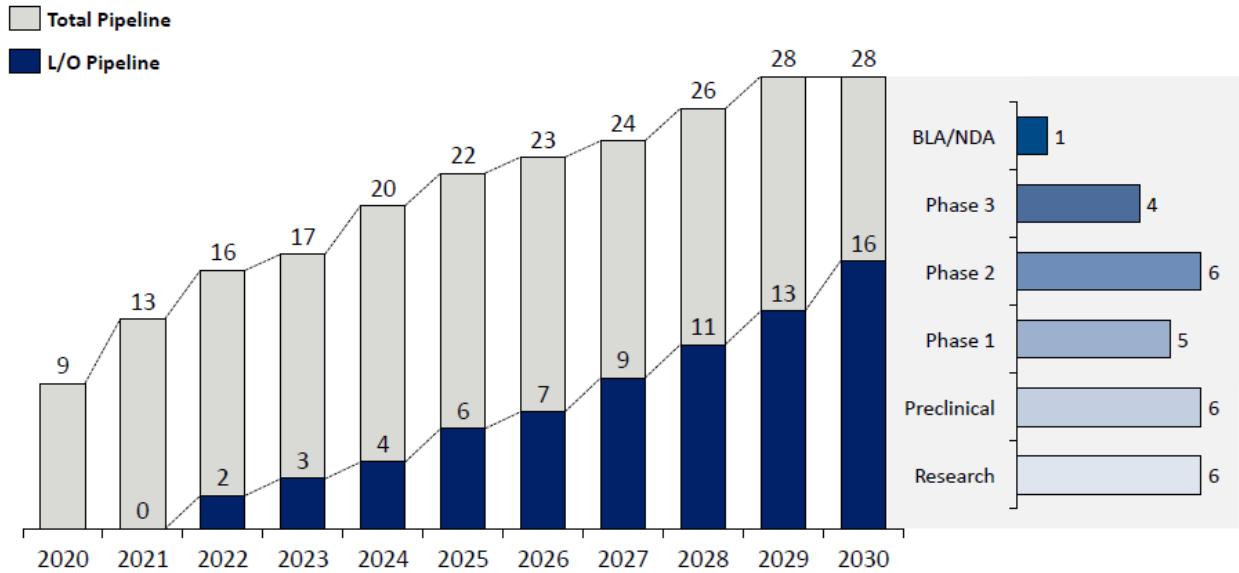
(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	27,951	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	9,624	
- Pipeline		
IVIG-SN	9,624	
③ 순차입금	4,258	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	33,317	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	290,000	

주: 상위제약사는 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당

자료: 키움증권 리서치센터

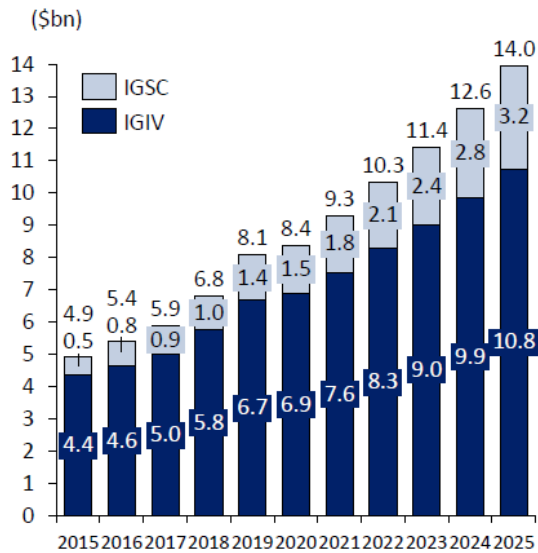
희귀질환 혁신신약 파이프라인 개수의 변화 및 추이



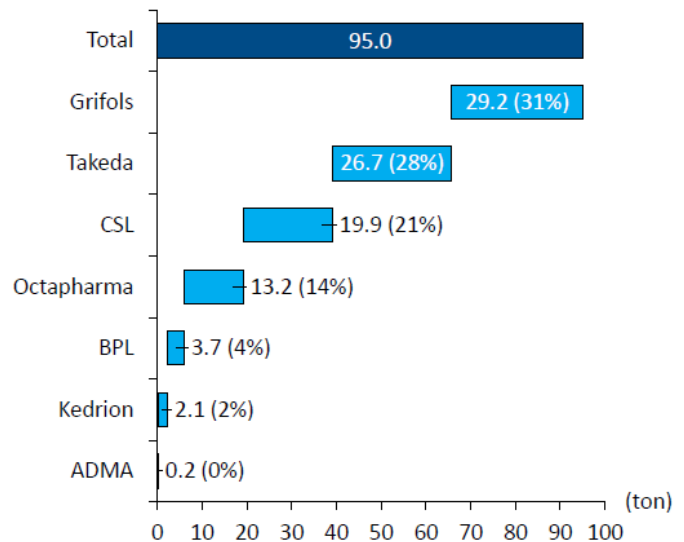
자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

면역글로불린 미국 시장 규모 및 현황

면역글로불린(IG) US 시장 규모¹



US IGIV 시장 점유율²



자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,357.1	1,504.1	1,588.4	1,599.0	1,666.7
매출원가	984.9	1,063.5	1,050.0	1,040.1	1,067.0
매출총이익	372.2	440.6	538.4	558.9	599.8
판관비	330.5	390.4	430.9	442.6	465.6
영업이익	41.7	50.3	107.5	116.3	134.1
EBITDA	88.3	99.0	161.0	165.4	179.2
영업외손익	-42.8	54.2	98.3	-2.1	-1.6
이자수익	2.0	1.2	1.9	2.4	2.9
이자비용	9.6	10.4	10.4	10.4	10.4
외환관련이익	7.1	5.4	6.0	5.0	5.0
외환관련손실	6.1	22.9	7.8	7.8	7.8
종속 및 관계기업손익	-2.8	-5.6	3.0	3.0	3.0
기타	-33.4	86.5	105.6	5.7	5.7
법인세차감전이익	-1.2	104.5	205.8	114.2	132.5
법인세비용	5.1	15.4	45.3	25.1	29.1
계속사업손손익	-6.3	89.1	160.6	89.1	103.3
당기순이익	-11.3	89.3	160.6	89.1	103.3
지배주주순이익	-3.6	81.0	145.8	80.9	93.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.7	10.8	5.6	0.7	4.2
영업이익 증감율	-16.9	20.6	113.7	8.2	15.3
EBITDA 증감율	-2.2	12.1	62.6	2.7	8.3
지배주주순이익 증감율	-110.5	-2,350.0	80.0	-44.5	15.9
EPS 증감율	적전	흑전	79.9	-44.5	16.0
매출총이익율(%)	27.4	29.3	33.9	35.0	36.0
영업이익률(%)	3.1	3.3	6.8	7.3	8.0
EBITDA Margin(%)	6.5	6.6	10.1	10.3	10.8
지배주주순이익률(%)	-0.3	5.4	9.2	5.1	5.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	961.8	1,132.0	1,329.7	1,450.5	1,593.5
현금 및 현금성자산	98.5	232.3	381.7	496.4	600.7
단기금융자산	43.1	23.3	23.3	23.3	23.3
매출채권 및 기타채권	405.2	423.9	447.7	450.6	469.7
재고자산	406.6	437.1	461.6	464.6	484.3
기타유동자산	8.4	15.4	15.4	15.6	15.5
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	2,325.7	2,427.6	2,555.8
유동부채	401.4	589.4	621.5	652.7	695.9
매입채무 및 기타채무	226.3	241.8	273.9	305.1	348.3
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	914.2	945.4	988.6
지배지분	1,048.7	1,118.5	1,246.0	1,308.5	1,384.0
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	885.9	949.7	1,026.4
비지배지분	135.3	150.8	165.6	173.8	183.3
자본총계	1,184.1	1,269.3	1,411.5	1,482.3	1,567.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	40.3	36.0	146.0	111.3	100.9
당기순이익	-11.3	89.3	160.6	89.1	103.3
비현금항목의 가감	110.3	45.8	54.7	29.6	29.1
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	-3.0	-3.0	-3.0
기타	83.5	10.1	4.3	-16.5	-12.9
영업활동자산부채증감	-36.3	-81.9	-16.1	25.1	4.4
매출채권및기타채권의감소	-15.9	-15.3	-23.8	-3.0	-19.1
재고자산의감소	-22.0	-52.1	-24.5	-3.1	-19.7
매입채무및기타채무의증가	-3.5	-4.4	32.1	31.1	43.2
기타	5.1	-10.1	0.1	0.1	0.0
기타현금흐름	-22.4	-17.2	-53.2	-32.5	-35.9
투자활동 현금흐름	-177.9	29.7	54.4	54.4	54.4
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	-27.2	-27.2	-27.2
단기금융자산의감소(증가)	-33.0	19.8	0.0	0.0	0.0
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	149.4	114.7	104.3
기초현금 및 현금성자산	96.6	98.5	232.3	381.7	496.4
기말현금 및 현금성자산	98.5	232.3	381.7	496.4	600.7

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	-311	6,935	12,473	6,919	8,029
BPS	89,738	95,710	106,615	111,965	118,425
CFPS	8,472	11,559	18,418	10,152	11,333
DPS	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	-425.7	58.5	18.8	33.8	29.1
PER(최고)	-510.8	65.5	43.1		
PER(최저)	-311.3	14.0	17.0		
PBR	1.48	4.24	2.19	2.09	1.98
PBR(최고)	1.77	4.75	5.05		
PBR(최저)	1.08	1.02	1.99		
PSR	1.14	3.15	1.72	1.71	1.64
PCFR	15.6	35.1	12.7	23.1	20.6
EV/EBITDA	23.0	52.6	19.0	17.9	16.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-101.1	19.2	10.7	19.2	16.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	0.4	0.6	0.6	0.6
ROA	-0.6	4.3	7.2	3.7	4.1
ROE	-0.3	7.5	12.3	6.3	7.0
ROIC	1.9	3.1	5.8	6.5	7.8
매출채권회전율	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6
재고자산회전율	3.4	3.6	3.5	3.5	3.5
부채비율	65.5	69.5	64.8	63.8	63.1
순차입금비율	29.2	24.5	11.4	3.2	-3.7
이자보상배율	4.3	4.9	10.4	11.2	13.0
총차입금	487.1	566.4	566.4	566.4	566.4
순차입금	345.6	310.9	161.5	46.8	-57.5
NOPLAT	88.3	99.0	161.0	165.4	179.2
FCF	-108.6	-89.2	121.2	164.9	154.1

Compliance Notice

- 당사는 12월 09일 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.

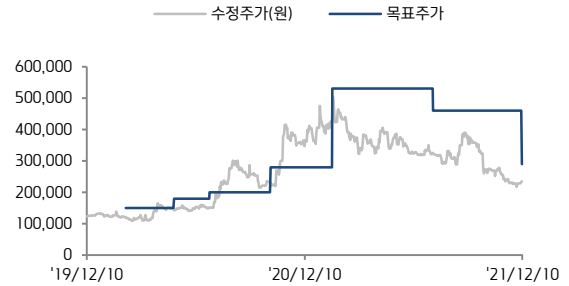
고지사항

- 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	2020-02-13	Buy(Upgrade)	150,000원	6개월	-13.14	10.67
(006280)	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	-30.92	-4.72
	2021-07-13	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-35.44	-15.22
	2021-12-10	Buy(Maintain)	290,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%