



BUY(Maintain)

목표주가: 260,000원

주가(4/8): 188,000원

시가총액: 21,971억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/8)		2,700.39pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	406,000원	166,500원
등락률	-53.7%	12.9%
수익률	절대	상대
1M	-2.8%	-4.2%
6M	-31.0%	-24.5%
1Y	-45.3%	-36.5%

Company Data

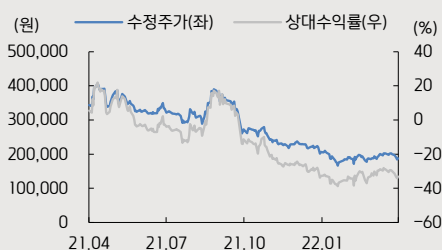
발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	54천주
외국인 자본율	22.3%
배당수익률(2022E)	1.1%
BPS(2022E)	112,698원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 8인 51.4%

투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,504.1	1,537.8	1,722.5	1,791.2
영업이익	50.3	73.7	89.6	114.8
EBITDA	99.0	129.6	152.8	172.7
세전이익	104.5	172.6	87.9	113.3
순이익	89.3	136.9	69.7	89.9
지배주주지분순이익	81.0	123.2	62.7	80.9
EPS(원)	6,935	10,543	5,368	6,922
증감률(% YoY)	흑전	52.0	-49.1	29.0
PER(배)	58.5	20.7	35.0	27.2
PBR(배)	4.24	2.00	1.67	1.59
EV/EBITDA(배)	52.6	24.5	18.8	16.5
영업이익률(%)	3.3	4.8	5.2	6.4
ROE(%)	7.5	10.3	4.8	6.0
순차입금비율(%)	24.5	26.9	28.6	25.4

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

자회사 편입과 헌터라제 등 호실적 예상



지난 4분기 실적 쇼크와 알리글로 FDA CRL 수령으로 승인 지연되며 동사의 주가는 올초 대비 -16% 하락하였습니다. 이번 1분기 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 예상됩니다. 지시셀 연결 자회사 편입 및 오미크론으로 인한 코로나19 검체 검사 급증과 항원 항체 진단키트 판매 호조, 헌터라제 수출 확대 등의 영향이 있을 것으로 추측되기 때문입니다. 2분기 또한 남반구 독감 매출 확대가 예상되는 등 양호한 실적이 예상됩니다.

>>> 1분기 기대치 상회 전망

1분기 매출액은 3,798억원(YoY +35%), 영업이익 189억원(YoY +281%, OPM +5%)로 시장 컨센서스 매출액 3,165억원과 이익 101억원을 상회할 것으로 예상됩니다.

1분기 자회사의 매출액이 1,349억원(YoY +90%)이 예상되는데, 녹십자랩셀과 녹십자셀의 합병법인 지시셀이 연결 자회사로 편입되었고, 1분기 검체 검사 급증으로 지시셀의 호실적이 예상되기 때문입니다. 녹십자엠에스 또한 코로나 전문 가용 항원 항체 진단키트 판매 호조로 **연결 자회사 이익개선**이 전망된다.

수출은 484억원(YoY +39%)으로 **헌터라제가 185억원(YoY +106%)** 수출 성장을 이끌 것으로 보인다. 헌터라제 ICV 일본항 매출 증가 및 국가별 고른 성장 이 전망된다. 헌터라제 중국향으로는 거의 수출이 발생하지 않았음에도 호실적이 예상된다는 점에 의미가 있다.

>>> IVIG-SN 연내 FDA 승인은 실사 일정에 달렸다

지난 2/25일 면역글로불린(IVIG-SN)제제 알리글로는 FDA로부터 보완요구서(CRL)를 수령받아, 오창 혈액제제 생산시설에 대한 현장 실사를 요구 받았다. 지난 4분기 비대면 평가를 진행했기 때문이다. 미국 승인은 결국 FDA의 실사 스케줄에 따라 달렸는데, 코로나19의 정점이 지나가고 있어 연내 실사가 가능할 것으로 기대한다.

2분기 매출액은 4,426억원(YoY +14%), 영업이익 138억원(YoY +25%)가 예상된다. 독감 남반구 수주가 651억원(YoY +16%)으로 매출 인식이 2분기로 몰리면서 실적 성장을 이끌 것으로 전망되기 때문이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 26만원 하향

Fw12m EBITDA 기간변경(1Q22~4Q22 → 2Q22~1Q23) 및 연간 실적 조정으로 목표주가 26만원 하향하였으나, 연내 알리글로의 FDA 현장 실사 시행 및 허가 승인이 기대되며 헌터라제 수출 확대 지속이 예상되어 투자의견 BUY를 유지한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q22E	컨센서스	차이	2022E	컨센서스	차이
매출액	379.8	316.5	22%	1,722.5	1,648.6	4.5%
yoy	34.6%	-12.1%		12.0%	7.2%	
영업이익	18.9	10.1	10%	89.6	88.7	1.0%
yoy	280.8%	-35.3%		21.6%	20.4%	
OPM	5.0%	3.2%		5.2%	5.4%	
지배주주순이익	17.8	9.7		62.7	66.5	-5.7%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4Q	2021	22.1QE	22.2QE	22.3QE	22.4QE	2022E
국내										
혈액	73.9	77.3	88.2	73.5	312.8	79.1	78.1	83.4	78.6	319.2
백신	0.1	16.7	97.9	41.5	156.2	1.2	16.3	95.5	43.2	156.2
ETC	62.0	70.9	80.3	70.5	283.7	68.3	70.7	78.0	75.8	292.7
CHC	40.2	47.3	59.0	56.5	203.0	47.9	49.7	53.7	51.7	203.0
수출										
혈액	14.9	14.4	21.4	10.7	61.3	17.3	17.8	20.0	13.2	68.2
백신	10.7	61.4	6.4	28.8	110.2	11.4	72.9	14.9	31.8	131.0
ETC	9.1	5.7	17.4	0.0	32.2	18.5	9.3	18.7	1.8	48.3
자회사	71.2	93.8	88.4	114.3	367.6	134.9	122.2	125.2	106.7	489.0
매출액	282.2	387.6	465.7	402.3	1,537.8	379.8	442.6	492.4	407.8	1,722.5
YOY	-8.3%	7.7%	11.0%	-3.5%	2.2%	34.6%	14.2%	5.7%	1.4%	12.0%
원가	189.8	270.8	280.2	276.5	1,017.2	255.3	304.8	301.2	280.2	1,141.6
원가율	67.2%	69.9%	60.2%	68.7%	66.1%	67.2%	68.9%	61.2%	68.7%	66.3%
매출총이익	92.5	116.8	185.5	125.8	520.6	124.4	137.8	191.2	127.5	581.0
판매관리비	87.5	105.7	114.0	139.7	446.9	105.5	124.0	130.4	131.5	491.4
판매관리비율	31.0%	27.3%	24.5%	34.7%	29.1%	27.8%	28.0%	26.5%	32.3%	28.5%
영업이익	5.0	11.1	71.5	(13.9)	73.7	18.9	13.8	60.8	(4.0)	89.6
YOY	-18.8%	-28.9%	40.9%	-37.4%	46.6%	280.8%	24.5%	-15.0%	-71.4%	21.6%
OPM	1.8%	2.9%	15.4%	-3.5%	4.8%	5.0%	3.1%	12.3%	-1.0%	5.2%

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	24,177	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	9,822	
- Pipeline		
IVIG-SN	9,822	
③ 순차입금	4,031	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	29,969	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	260,000	

주: 상위 제약사는 유한양행, 한미약품, 대웅제약, 종근당
 자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Registration
GC5134 CSA-AKI 치료제	GC5125 vWF 결핍증 치료제	MG1113 혈우병 A/B 치료제	GC2119 탄저 백신	GC5107D 미국 PID 치료제 (소아)	GC5107B 미국 PID 치료제
P210186 mRNA Flu 백신	GC5130 FXIII 결핍증 치료제		GC3111 Tdap 백신	GC5101 PID 치료제	MG1111 수두 백신
GC2120 경구용 혈우병A/B 치료제	GC1129 SSADH 결핍증 치료제		MG1120 대상 포진 백신	GC3107 BCG 백신	GC1101 중국 개조합 혈우병A 치료제
GC9116 aTTP 치료제	GC1126 aTTP 치료제			GC2127 알라질 증후군 치료제	GC1111 중국 헌터증후군 치료제
GC9114 미토콘드리아 질환 치료제	GC1134 파브리병 치료제				GC1123 일본 중증 헌터증후군 치료제
GC1135 피크노다스토티스 치료제	GC1133 Maroteaux-Lamy 치료제				
GC2119 유코다양증 치료제	GC1130 Sanfilippo A 치료제				
GC1136 Lesch-nyhan 치료제					
GC2126 강글리오시드증 치료제					
GC1126B 낮형 세포병 치료제					
					Plasma Proteins
					Vaccines
					Innovative New Products

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,504.1	1,537.8	1,722.5	1,791.2	1,865.1
매출원가	1,063.5	1,017.2	1,141.6	1,168.3	1,216.5
매출총이익	440.6	520.6	581.0	622.9	648.6
판관비	390.4	446.9	491.4	508.1	525.2
영업이익	50.3	73.7	89.6	114.8	123.4
EBITDA	99.0	129.6	152.8	172.7	176.4
영업외손익	54.2	98.9	-1.7	-1.5	-1.3
이자수익	1.2	1.3	1.0	1.2	1.4
이자비용	10.4	12.5	12.5	12.5	12.5
외환관련이익	5.4	17.3	5.0	5.0	5.0
외환관련손실	22.9	3.8	3.4	3.4	3.4
종속 및 관계기업손익	-5.6	81.5	0.0	0.0	0.0
기타	86.5	15.1	8.2	8.2	8.2
법인세차감전이익	104.5	172.6	87.9	113.3	122.1
법인세비용	15.4	35.6	18.1	23.4	25.2
계속사업손익	89.1	136.9	69.7	89.9	96.9
당기순이익	89.3	136.9	69.7	89.9	96.9
지배주주순이익	81.0	123.2	62.7	80.9	87.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.8	2.2	12.0	4.0	4.1
영업이익 증감율	20.7	46.5	21.6	28.1	7.5
EBITDA 증감율	12.1	30.9	17.9	13.0	2.1
지배주주순이익 증감율	흑전	52.1	-49.1	29.0	7.8
EPS 증감율	흑전	52.0	-49.1	29.0	7.7
매출총이익율(%)	29.3	33.9	33.7	34.8	34.8
영업이익율(%)	3.3	4.8	5.2	6.4	6.6
EBITDA Margin(%)	6.6	8.4	8.9	9.6	9.5
지배주주순이익율(%)	5.4	8.0	3.6	4.5	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	36.0	126.0	72.2	144.9	145.0
당기순이익	89.3	136.9	69.7	89.9	96.9
비현금항목의 가감	45.8	34.6	106.0	105.7	102.5
유형자산감가상각비	44.5	50.3	55.6	50.7	46.2
무형자산감가상각비	4.3	5.6	7.6	7.2	6.8
지분법평가손익	-13.1	-88.5	0.0	0.0	0.0
기타	10.1	67.2	42.8	47.8	49.5
영업활동자산부채증감	-81.9	-19.0	-79.3	-21.5	-23.5
매출채권및기타채권의감소	-15.3	0.4	-51.0	-18.9	-20.4
재고자산의감소	-52.1	-14.9	-54.6	-20.3	-21.9
매입채무및기타채무의증가	-4.4	-15.2	24.2	16.0	17.3
기타	-10.1	10.7	2.1	1.7	1.5
기타현금흐름	-17.2	-26.5	-24.2	-29.2	-30.9
투자활동 현금흐름	29.7	-132.1	-65.0	-66.1	-66.9
유형자산의 취득	-82.9	-102.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-18.3	-21.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	29.2	-18.9	-73.3	-73.3	-73.3
단기금융자산의감소(증가)	19.8	5.8	4.4	3.3	2.5
기타	81.7	3.8	3.9	3.9	3.9
재무활동 현금흐름	81.0	-41.3	-36.3	-36.3	-36.3
차입금의 증가(감소)	90.4	-9.3	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	-12.7	-18.5	-22.8	-22.8	-22.8
기타	3.3	-13.5	-13.5	-13.5	-13.5
기타현금흐름	-12.8	1.1	-6.6	-6.6	-6.6
현금 및 현금성자산의 순증가	133.8	-46.2	-35.7	35.9	35.1
기초현금 및 현금성자산	98.5	232.3	186.1	150.3	186.2
기말현금 및 현금성자산	232.3	186.1	150.3	186.2	221.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,132.0	1,095.6	1,159.0	1,229.0	1,302.5
현금 및 현금성자산	232.3	186.1	150.3	186.2	221.3
단기금융자산	23.3	17.4	13.1	9.8	7.4
매출채권 및 기타채권	423.9	424.2	475.1	494.1	514.5
재고자산	437.1	455.0	509.6	529.9	551.8
기타유동자산	15.4	12.9	10.9	9.0	7.5
비유동자산	1,019.4	1,366.5	1,376.6	1,392.0	1,412.2
투자자산	92.3	111.2	184.5	257.8	331.1
유형자산	673.7	799.1	743.5	692.8	646.5
무형자산	109.6	277.4	269.8	262.6	255.8
기타비유동자산	143.8	178.8	178.8	178.8	178.8
자산총계	2,151.4	2,462.1	2,535.6	2,621.0	2,714.7
유동부채	589.4	552.9	577.0	593.0	610.3
매입채무 및 기타채무	241.8	235.6	259.8	275.7	293.0
단기금융부채	301.9	235.3	235.3	235.3	235.3
기타유동부채	45.7	82.0	81.9	82.0	82.0
비유동부채	292.7	409.5	409.5	409.5	409.5
장기금융부채	264.6	371.3	371.3	371.3	371.3
기타비유동부채	28.1	38.2	38.2	38.2	38.2
부채총계	882.1	962.4	986.6	1,002.5	1,019.8
지배자본	1,118.5	1,274.8	1,317.1	1,377.5	1,444.2
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	337.0	385.8	385.8	385.8	385.8
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	1.5	-1.1	1.2	3.6	6.0
이익잉여금	757.3	867.4	907.3	965.3	1,029.7
비지배자본	150.8	225.0	232.0	241.0	250.7
자본총계	1,269.3	1,499.8	1,549.0	1,618.5	1,694.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	6,935	10,543	5,368	6,922	7,459
BPS	95,710	109,080	112,698	117,871	123,580
CFPS	11,559	14,682	15,037	16,741	17,057
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
주기배수(배)					
PER	58.5	20.7	35.0	27.2	25.2
PER(최고)	65.5	51.0	41.8		
PER(최저)	14.0	20.2	30.7		
PBR	4.24	2.00	1.67	1.59	1.52
PBR(최고)	4.75	4.93	1.99		
PBR(최저)	1.02	1.95	1.46		
PSR	3.15	1.66	1.28	1.23	1.18
PCFR	35.1	14.8	12.5	11.2	11.0
EV/EBITDA	52.6	24.5	18.8	16.5	16.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	19.2	16.7	32.7	25.4	23.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.9	1.1	1.1	1.1
ROA	4.3	5.9	2.8	3.5	3.6
ROE	7.5	10.3	4.8	6.0	6.2
ROIC	3.1	3.6	4.0	5.1	5.6
매출채권회전율	3.6	3.6	3.8	3.7	3.7
재고자산회전율	3.6	3.4	3.6	3.4	3.4
부채비율	69.5	64.2	63.7	61.9	60.2
순차입금비율	24.5	26.9	28.6	25.4	22.3
이자보상배율	4.9	5.9	7.2	9.2	9.9
총차입금	566.4	606.6	606.6	606.6	606.6
순차입금	310.9	403.1	443.1	410.6	377.9
EBITDA	99.0	129.6	152.8	172.7	176.4
FCF	-89.2	-26.7	55.0	127.5	127.5

Compliance Notice

- 당사는 4월 8일 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 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

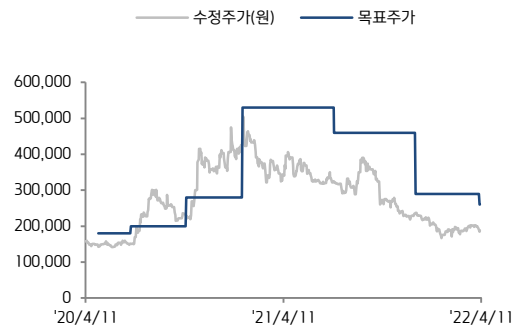
고지사항

- 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	2020-05-04	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-16.77	-11.11
(006280)	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	-35.53	-15.22
	2021-12-10	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-31.38	-18.28
	2022-04-11	Buy(Maintain)	260,000원	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 (2021/04/01~2022/03/31)

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%