



실적 Preview

Buy(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(1/19): 108,800원

시가총액: 12,715억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI, 52-week range, and performance metrics for 1M, 6M, and 1Y.

Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes share count, employee count, foreign ownership, and PPS.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022, 2023F, 2024F. Includes sales, operating income, EBITDA, and various ratios.

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

강추위가 지나간다



4분기 실적은 연결 자회사 큐레보 관계사 편출로 큐레보의 R&D 비용이 전년동기 대비 제외되면서, 4분기 적자 폭을 축소할 수 있을 것으로 전망됩니다...

>>> 4분기 실적 기대치 대체로 부합 전망

4분기 매출액은 4,159억원(YoY +1%, QoQ -5%), 영업이익 -76억원(YoY 적지, QoQ 적전)로 시장 컨센서스 매출액 4,186억원과 영업이익 -73억원에 대체로 부합할 것으로 전망된다.

4분기 매출 실적은 특별한 변동사항 없이 평이할 것으로 보여, 전년동기와 유사할 것으로 전망된다. 이에 따라 '23년 연간 매출액은 1조 6,377억원(YoY -4%)가 예상된다.

동사의 4분기 영업이익은 R&D 포함한 판관비용 증가로 고질적인 적자를 기록하고 있으나, 4Q23 영업이익은 적자 폭을 축소한 -76억원이 예상된다(vs 4Q22 이익 -224억원). 연결자회사 큐레보의 대상포진 백신 관련 2상 비용이 반영되었으나, 지난 '22.12월 큐레보의 지분 희석으로 연결에서 관계사 변경되며 비용 인식에서 제외되었다.

>>> '24년 기저효과 등으로 개선 기대

'24년 연결 매출액은 1조 7,629억원(YoY +8%), 영업이익 738억원(YoY +109%)가 전망된다. 헌터라제의 수출 회복, 독감백신의 국내 점유율 개선 및 대만/이집트 개별국 물량 확대가 전망되며, '24년 건강기능식품 사업부 축소와 효율적인 판관비용 통제로 수익성 회복이 기대된다.

알리글로(IVIG-SN 10%)가 '23.12월 미국 FDA로부터 승인을 받아, 올해 하반기 출시가 예상된다. '24년 매출액은 201억원, '25년 539억원, '28년에는 1,997억원에 도달할 수 있을 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 14만원 상향

알리글로 미국 FDA 승인으로 신약가치 100% 상향(기존 85%) 및 환율 조정하여, 신약가치를 기존 2,764억원에서 4,144억원으로 반영하였다. 이에 따라 동사의 목표주가 13만원에서 14만원으로 상향하고, 투자의견 BUY 유지한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	컨센서스	차이	2023E	컨센서스	차이
매출액	349.5	432.9	439.4	415.9	418.6	-1%	1,637.70	1,640.40	-0.20%
yoy	-16.20%	2.30%	-4.40%	1.10%	1.70%		-4.30%	-4.10%	
영업이익	-13.6	23.7	32.8	-7.6	-7.3	-	35.3	35.5	-0.50%
yoy	적전	81.10%	-32.80%	적지	-		-56.50%	-56.30%	
OPM	N.A	5.50%	7.50%	-1.80%	-1.70%		2.20%	2.20%	
지배주주순이익	-22.5	1.8	13.9	-2.7	-5.3	-49%	-9.5	-10.2	-7.10%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4QE	2023E	24.1QE	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
혈액	103.3	102.1	99.9	106.7	412	101.3	106.1	116.5	121.1	445
백신	27.1	97.4	101.3	61.4	287.2	20.4	96.6	115.7	68.8	301.5
일반제제류	91.5	98.9	104.3	98.1	392.8	100.6	100.3	120.4	102.9	424.2
CHC	31.8	29.1	32.3	42	135.2	33.7	33	35.4	38.5	140.6
자회사	95.8	105.4	101.6	107.7	410.5	113.5	109.6	107.3	121.2	451.6
매출액	349.5	432.9	439.4	415.9	1,637.7	369.4	445.6	495.3	452.5	1,762.9
YOY	-16.2%	2.3%	-4.4%	1.1%	-4.3%	5.7%	2.9%	12.7%	8.8%	7.6%
원가	250	292.1	298.5	293.3	1,133.90	264.3	300.7	334	305.6	1,204.6
원가율	71.5%	67.5%	67.9%	70.5%	69.2%	71.5%	67.5%	67.4%	67.5%	68.3%
매출총이익	99.5	140.8	140.9	122.5	503.8	105.1	144.9	161.3	146.9	558.3
판매관리비	113.1	117.1	108.1	130.2	468.4	104.7	114.9	119.4	145.4	484.5
판매관리비율	32.3%	27.1%	24.6%	31.3%	28.6%	28.4%	25.8%	24.1%	32.1%	27.5%
영업이익	-13.6	23.7	32.8	-7.6	35.3	0.4	30	41.8	1.5	73.8
YOY	적전	81.1%	-32.8%	적지	-56.5%	흑전	26.8%	27.7%	흑전	108.9%
OPM	-	5.5%	7.5%	-	2.2%	-	6.7%	8.4%	-	4.2%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	18,409	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	4,144	
- Pipeline		
IVIG-SN	4,144	타겟 점유율 3%, 성공확률 100%
③ 순차입금	6,908	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	15,645	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	140,000	

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

IVIG 가치 세부 내역

(단위, 백만달러)	'23F	'24F	'25F	'26F	'27F	'28F	'29F	'30F	'31F	'32F	'33F
Target Market(US)	7,201	7,726	8,290	8,895	9,544	10,240	10,752	11,290	11,854	12,091	12,333
yoy	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%	2.0%
IVIG-SN 진행상황	FDA 허가										
IVIG-SN_MS		0%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
IVIG-SN 매출액(억원)		201	539	809	1,241	1,997	2,796	3,669	4,623	4,716	4,810
EBIT 마진		3%	3%	5%	8%	10%	12%	14%	15%	15%	15%
EBIT(억원)		6	16	40	99	200	335	514	693	707	721
FCF(억원)		5	13	32	77	156	262	401	541	552	563
확률 환산 FCF(억원)		4.7	12.6	31.6	77.4	156	262	401	541	552	563
NPV	1,358										
NPV of TV	2,786										
NPV 합산 가치	4,144										
rNPV 합산가치(억원)	4,144										

주: 환율 1,300원, 법인세율 22%, 성공확률 100%, WACC 9%, 영구성장율 0%, 타겟 시장은 미국 이뮤노글로불린 시장으로 가정
 자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

	Project	Indication	Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Collaboration	비고
혈액 제제	GC5107B	선천성 면역결핍증 (IVIG-SN 10%)						진행중		美 FDA, BLA 제출
	GC5107D	선천성 면역결핍증 (IVIG-SN 10%, 소아)								
	GC5125A	vWF 결핍증								
백신	GC3110	계절성 독감백신						상업화		국내 포함 24개 개별국 허가(WHO PQ 별도)
	MG1111	수두백신(베리셀라)						상업화		국내 출시, WHO PQ 획득
	GC3107A	결핵백신(BCG)								연내 품목허가 신청 예정
	GC3111A	파상풍, 디프테리아, 백일해 백신(Tdap)								
	GC1109	탄저백신								연내 품목허가 신청 예정
	MG1120A(CRV-101)	대상포진백신								
	GC3117A(mRNA)	mRNA Flu								2024년 임상 1상 진입 계획
희귀 및 혁신 신약	GC1111F	헌터증후군						상업화		국내 포함 12개국 판매
	GC1123A	헌터증후군(ICV)						상업화		허가, 국내 임상 1상 진행 중
	GC1101D	A형 혈우병						상업화		국내 및 중국 허가
	GC2127A	알라질 증후군						허가 완료		품목 허가 완료, 출시 준비
	GC1138A(MarzAA)	글란조만 혈소판 무력증								2024년 US 임상 3상 IND 제출
	MG1113A	A형, B형 혈우병								
	GC1126A	면역매개 혈전성 혈소판 감소성 자반증								
	GC1130A	산발리포증후군 A형								美FDA, ODD(희귀의약품), RPDD(희귀 소아질환 의약품) 지정
	GC1134A	파브리병								
	GC4003A(mRNA)	SSADH 결핍증								mRNA 프로젝트 전환
	GC2126A	강글리오시도증								

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,537.8	1,711.3	1,637.7	1,762.9	1,851.1
매출원가	1,017.2	1,129.5	1,133.9	1,204.6	1,244.4
매출총이익	520.6	581.8	503.8	558.3	606.7
판관비	446.9	500.5	468.4	484.5	502.5
영업이익	73.7	81.3	35.3	73.8	104.2
EBITDA	129.6	146.4	103.1	136.2	161.7
영업외손익	98.9	4.5	-49.7	-46.2	-44.6
이자수익	1.3	3.5	5.6	6.1	7.7
이자비용	12.5	18.4	18.4	18.4	18.4
외환관련이익	17.3	17.1	10.0	10.0	10.0
외환관련손실	3.8	14.5	8.2	8.2	8.2
종속 및 관계기업손익	81.5	-18.1	-36.0	-33.0	-33.0
기타	15.1	34.9	-2.7	-2.7	-2.7
법인세차감전이익	172.6	85.7	-14.4	27.6	59.6
법인세비용	35.6	16.3	-4.3	6.1	13.1
계속사업순손익	136.9	69.4	-10.1	21.5	46.5
당기순이익	136.9	69.4	-10.1	21.5	46.5
지배주주순이익	123.2	65.5	-9.5	20.3	43.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.2	11.3	-4.3	7.6	5.0
영업이익 증감율	46.7	10.3	-56.6	109.1	41.2
EBITDA 증감율	30.9	13.0	-29.6	32.1	18.7
지배주주순이익 증감율	52.0	-46.8	-114.5	-313.7	115.8
EPS 증감율	52.0	-46.9	적전	흑전	116.2
매출총이익율(%)	33.9	34.0	30.8	31.7	32.8
영업이익율(%)	4.8	4.8	2.2	4.2	5.6
EBITDA Margin(%)	8.4	8.6	6.3	7.7	8.7
지배주주순이익율(%)	8.0	3.8	-0.6	1.2	2.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	126.0	119.2	137.3	81.3	120.7
당기순이익	136.9	69.4	-10.1	21.5	46.5
비현금항목의 가감	34.6	112.3	103.6	108.2	108.6
유형자산감가상각비	50.3	57.5	58.2	53.4	49.0
무형자산감가상각비	5.6	7.6	9.5	9.0	8.5
지분법평가손익	-88.5	-58.7	0.0	0.0	0.0
기타	67.2	105.9	35.9	45.8	51.1
영업활동자산부채증감	-19.0	-8.9	51.9	-30.3	-10.9
매출채권및기타채권의감소	0.4	7.2	17.7	-30.2	-21.3
재고자산의감소	-14.9	1.7	19.0	-32.4	-22.8
매입채무및기타채무의증가	-15.2	-1.5	15.1	32.3	33.2
기타	10.7	-16.3	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	-26.5	-53.6	-8.1	-18.1	-23.5
투자활동 현금흐름	-132.1	-205.3	-44.6	-44.6	-44.6
유형자산의 취득	-102.3	-58.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.6	1.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.1	-36.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-18.9	-109.8	-33.3	-33.3	-33.3
단기금융자산의감소(증가)	5.8	9.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.8	-11.3	-11.3	-11.3	-11.3
재무활동 현금흐름	-41.3	-2.5	13.5	13.5	13.5
차입금의 증가(감소)	-9.3	-12.0	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	-18.5	-24.0	-20.0	-20.0	-20.0
기타	-13.5	33.5	33.5	33.5	33.5
기타현금흐름	1.1	7.9	-35.6	-35.6	-35.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-46.2	-80.7	70.5	14.6	54.0
기초현금 및 현금성자산	232.3	186.1	105.4	175.9	190.5
기말현금 및 현금성자산	186.1	105.4	175.9	190.5	244.5

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,095.6	980.4	1,014.2	1,091.3	1,189.3
현금 및 현금성자산	186.1	105.4	175.9	190.4	244.4
단기금융자산	17.4	8.4	8.4	8.4	8.4
매출채권 및 기타채권	424.2	412.4	394.7	424.8	446.1
재고자산	455.0	442.4	423.4	455.7	478.5
기타유동자산	12.9	11.8	11.8	12.0	11.9
비유동자산	1,366.5	1,545.1	1,510.6	1,481.4	1,457.2
투자자산	111.2	221.1	254.3	287.6	320.8
유형자산	799.1	822.4	764.2	710.7	661.8
무형자산	277.4	311.6	302.0	293.0	284.6
기타비유동자산	178.8	190.0	190.1	190.1	190.0
자산총계	2,462.1	2,525.5	2,524.8	2,572.7	2,646.6
유동부채	552.9	540.7	555.8	588.1	621.2
매입채무 및 기타채무	235.6	255.0	270.0	302.3	335.5
단기금융부채	235.3	199.0	199.0	199.0	199.0
기타유동부채	82.0	86.7	86.8	86.8	86.7
비유동부채	409.5	418.2	418.2	418.2	418.2
장기금융부채	371.3	376.5	376.5	376.5	376.5
기타비유동부채	38.2	41.7	41.7	41.7	41.7
부채총계	962.4	958.9	974.0	1,006.2	1,039.4
지배자본	1,274.8	1,328.1	1,312.9	1,327.3	1,365.4
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	385.8	393.5	393.5	393.5	393.5
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	-1.1	8.4	22.6	36.8	50.9
이익잉여금	867.4	903.5	874.0	874.3	898.2
비지배자본	225.0	238.5	237.9	239.2	241.8
자본총계	1,499.8	1,566.6	1,550.8	1,566.5	1,607.2
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	10,543	5,601	-811	1,735	3,751
BPS	109,080	113,645	112,339	113,578	116,833
CFPS	14,682	15,549	8,004	11,094	13,272
DPS	2,000	1,750	1,750	1,750	1,750
주기배수(배)					
PER	20.7	23.1	-154.7	62.7	29.0
PER(최고)	51.0	40.1	-173.4		
PER(최저)	20.2	20.3	-114.7		
PBR	2.00	1.14	1.12	0.96	0.93
PBR(최고)	4.93	1.98	1.25		
PBR(최저)	1.95	1.00	0.83		
PSR	1.66	0.88	0.90	0.72	0.69
PCFR	14.8	8.3	15.7	9.8	8.2
EV/EBITDA	24.5	15.1	20.3	13.9	11.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	16.7	28.8	-198.7	92.9	43.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.4	1.4	1.6	1.6
ROA	5.9	2.8	-0.4	0.8	1.8
ROE	10.3	5.0	-0.7	1.5	3.3
ROIC	3.6	3.2	1.4	3.4	5.0
매출채권회전율	3.6	4.1	4.1	4.3	4.3
재고자산회전율	3.4	3.8	3.8	4.0	4.0
부채비율	64.2	61.2	62.8	64.2	64.7
순차입금비율	26.9	29.5	25.2	24.0	20.1
이자보상배율	5.9	4.4	1.9	4.0	5.7
총차입금	606.6	575.5	575.5	575.5	575.5
순차입금	403.1	461.7	391.2	376.7	322.7
EBITDA	129.6	146.4	103.1	136.2	161.7
FCF	-26.7	20.4	144.4	89.7	127.9

Compliance Notice

- 당사는 1월 19일 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.

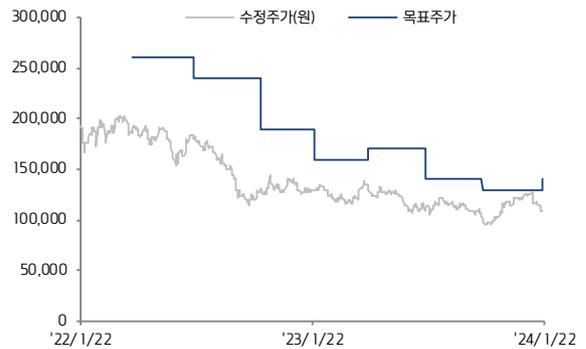
고지사항

- 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 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2022-04-11	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-30.95	-25.77
(006280)	2022-07-18	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-38.19	-23.96
	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-30.85	-23.68
	2023-01-25	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-21.67	-13.94
	2023-04-19	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-29.00	-22.35
	2023-07-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-19.30	-12.50
	2023-10-17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-13.29	-2.46
	2024-01-22	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

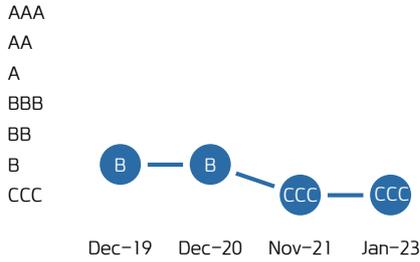
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/01/01~2023/12/31)

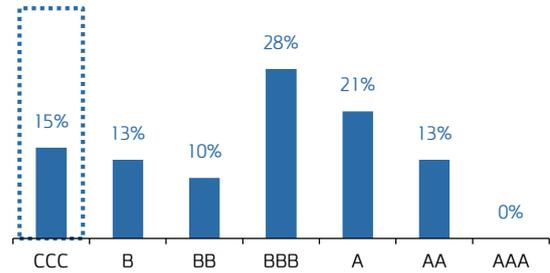
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 바이오섹터 기업 39개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.6	4.4		
환경	5.7	5.5	10.0%	▲0.4
유독 물질 배출과 폐기물	5.7	5.5	10.0%	▲0.4
사회	3.7	3.7	55.0%	
인력 자원 개발	4.8	3.9	25.0%	▲2.0
의료 서비스	2.6	3.4	15.0%	▼0.4
제품 안전과 품질	3.0	3.8	15.0%	▼2.9
지배구조	0.1	5.2	35.0%	▼2.4
기업 지배구조	1.0	6.1		▼1.7
기업 활동	2.6	5.6		▼2.8

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 업데이트 내용 없음

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (바이오섹터)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
AMGEN INC.	●●●●●	●●	●●●●●	●●●●●	●●	●●●	AA	◀▶
GILEAD SCIENCES, INC.	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●	●●●●●	●●●●●	AA	◀▶
CSL LIMITED	●●	●●●●●	●●●●●	●	●●●●●	●●	A	◀▶
VERTEX PHARMACEUTICALS INCORPORATED	●●	●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●●	A	◀▶
ABBVIE INC.	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●	●●	●	BBB	◀▶
녹십자	●●●	●	●●●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●●● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터