



BUY(Maintain)

목표주가: 280,000원

주가(10/12): 230,500원

시가총액: 26,937억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/12)		2,403.73pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	301,500원	108,000원
등락률	-23.5%	113.4%
수익률	절대	상대
1M	-10.5%	-10.7%
6M	45.9%	12.9%
1Y	103.1%	72.7%

Company Data

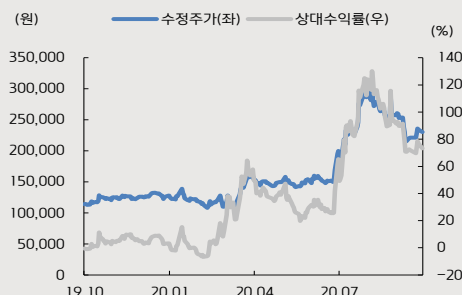
발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	425천주
외국인 지분율	17.8%
배당수익률(2020E)	0.4%
BPS(2020E)	98,398원
주요 주주	녹십자홀딩스외 12 인 52.2%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,470.3	1,578.3
영업이익	50.2	40.3	85.6	98.7
EBITDA	90.3	86.9	133.3	142.6
세전이익	50.2	-6.1	163.1	98.1
순이익	34.2	-11.3	119.1	71.6
지배주주지분순이익	34.4	-3.6	116.1	69.8
EPS(원)	2,946	-311	9,933	5,975
증감률(% YoY)	-35.3	적전	흑전	-39.8
PER(배)	46.2	-425.7	23.6	39.2
PBR(배)	1.50	1.48	2.38	2.27
EV/EBITDA(배)	20.9	23.3	23.2	21.1
영업이익률(%)	3.8	2.9	5.8	6.3
ROE(%)	3.3	-0.3	10.6	5.9
순차입금비율(%)	20.3	29.2	17.1	10.5

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

3분기 이익 > 작년 연간 이익



3분기는 통상 실적 성수기로 높아진 시장 기대치를 상회할 것으로 예상됩니다. 고마진의 4가 독감백신 호조 및 R&D 비용 감소 등으로 호실적이 예상됩니다. 4분기에는 코로나19 혈장치료제 환자모집 완료 및 데이터 발표가 기대되며, 내년에는 헌터라제 중국향 및 남반구 백신 수출 물량 증가로 이익개선이 이어질 것으로 예상됩니다.

>>> 3분기 컨센서스 상회 전망

3분기 매출액 4,244억원(YoY +15%), 영업이익 539억원(YoY +47%)으로 매출액은 컨센서스에 부합하고, 이익은 시장 기대치보다 +13% 상회가 전망된다. **작년 연간 영업이익은 403억원으로 올해 3분기 이익이 지난해 연간 전체보다 높을 것으로 기대된다.**

올해 고혈압치료제 아타칸 판매 계약 종료로(분기 약 80~90억 매출)로 국내 전문의약품 사업부 매출 609억원으로 전년동기 대비 -14% 하락이 예상되나, **국내 4가 독감백신이 3분기 778억원(+48%) 성장하여 국내 백신 사업부 천억원 돌파한 1,146억원(+21%)이 전망된다.** 해외 혈액과 백신 사업부도 고른 성장이 예상되며, 특히 헌터라제 78억원(+152%)으로 수출 확대가 기대된다. 고마진 제품 헌터라제가 9월 중국내 첫 헌터증후군 치료제로 승인되어 향후 수익성 개선에 기여할 것으로 기대된다.

R&D 비용이 코로나19 혈장치료제 정부 지원 등으로 예상(기존 추정치344억원) 보다 낮은 283억원 집행이 예상되고, 고마진의 백신 매출 증가로 '14년 이후 **6년만에 3분기 영업이익 500억원 재돌파**가 예상된다. 게다가 영업 외에는 유바이오로직스 투자금 회수로 인한 매각 대금이 3분기, 북미법인 매각대금이 4분기에 유입될 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 28만원 상향

실적 추정치 상향 및 상위제약사 타겟 EV/EBITDA 상승 적용하여, 목표주가 28만원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지한다. **연내 코로나19 혈장치료제 환자 모집 완료하여 데이터 발표가 기대되며, 헌터라제 ICV(뇌실투여) 일본 승인, IVIG 10% 미국 허가(BLA) 신청 등 4분기 다수의 모멘텀을 보유하고 있다.**

중국내 경쟁자가 없는 헌터라제 중국 출시로 내년부터 수익성 개선에 기여할 것으로 보이며, 고마진의 독감백신 남반구 수출 또한 증가가 예상된다. 영업 외에 **올해 하반기에 유바이오로직스와 북미법인 매각대금 약 천억원 유입**이 예상되어, 향후 현금 활용 계획 또한 기대된다.

실적 세부 내역 1

구 분	1Q20	2Q20	3Q20E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)		
						2020E	컨센서스	차이
매출액	307.8	360.0	424.4	439.3	-3%	1,470.3	1,387.3	6.0%
yoy	7.3%	0.1%	14.8%	18.8%		7.3%	1.3%	
영업이익	6.1	15.6	53.9	47.6	13%	85.6	73.6	16.3%
yoy	344.3%	-20.5%	47.3%	30.2%		112.7%	82.8%	
OPM	2.0%	4.3%	12.7%	10.8%		5.8%	5.3%	
지배주주순이익	-4.3	9.7	60.4			116.1	67.5	72.0%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

구 분		19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2019	20.1Q	20.2Q	20.3QE	20.4QE	(단위, 십억원)
											2020E
국내	혈액	78.6	79.1	79.4	77.1	314.2	76.8	74.9	77.5	78.6	307.8
	백신	33.5	41.4	94.5	56.5	225.9	33.1	46.9	114.6	52.3	246.9
	ETC	63.9	66.8	70.5	74.3	275.5	61.6	56.9	60.9	63.4	242.8
	CHC	24.2	27.5	30.4	35.8	117.9	39.7	43.4	46.2	44.0	173.3
수출	혈액	26.6	35.4	27.6	25.8	115.4	15.3	27.9	31.2	27.8	102.1
	백신	2.6	45.7	10.1	15.9	74.3	25.5	38.1	20.3	30.8	114.7
	ETC	5.7	5.3	3.1	6.3	20.4	1.8	3.4	7.8	12.6	25.5
자회사		51.6	57.0	53.7	61.4	223.7	53.5	66.8	65.5	67.7	251.7
매출액		286.8	359.6	369.7	353.6	1,369.7	307.8	360.0	424.4	378.1	1,470.3
YOY		-2.5%	5.2%	4.9%	2.0%	2.6%	7.3%	0.1%	14.8%	6.9%	7.3%
원가		213.6	261.0	252.3	270.5	997.4	219.1	256.0	289.6	276.8	1,041.5
원가율		74.5%	72.6%	68.2%	76.5%	72.8%	71.2%	71.1%	68.2%	73.2%	70.8%
매출총이익		73.2	98.6	117.4	83.1	372.3	88.7	104.0	134.8	101.3	428.8
판매관리비		71.8	78.9	80.9	100.4	332.1	82.6	88.4	80.9	91.3	343.2
판매관리비율		25.0%	22.0%	21.9%	28.4%	24.2%	26.8%	24.6%	19.1%	24.1%	23.3%
영업이익		1.4	19.6	36.6	(17.3)	40.3	6.1	15.6	53.9	10.0	85.6
YOY		-90.5%	47.5%	30.6%	208.4%	-19.7%	344.3%	-20.5%	47.3%	-158.0%	112.7%
OPM		0.5%	5.5%	9.9%	-4.9%	2.9%	2.0%	4.3%	12.7%	2.7%	5.8%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	31,777	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	4,219	
- 관계 기업 :		
GCNA	285	장부가액 30% 할인
녹십자셀	107	3개월 평균 시가 총액 * 지분율(25.0%)의 20% 할인 적용
- Pipeline		
IVIG-SN	3,827	
③ 순차입금	4,558	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	31,438	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	280,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 종근당
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,334.9	1,369.7	1,470.3	1,578.3	1,653.5
매출원가	989.0	997.4	1,041.5	1,115.6	1,152.2
매출총이익	345.9	372.3	428.8	462.7	501.2
판관비	295.7	332.1	343.2	364.0	375.8
영업이익	50.2	40.3	85.6	98.7	125.4
EBITDA	90.3	86.9	133.3	142.6	165.8
영업외손익	0.0	-46.4	77.5	-0.6	1.7
이자수익	1.9	2.0	5.1	6.6	8.9
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
종속 및 관계기업손익	-7.0	-2.8	85.6	0.0	0.0
기타	9.9	-37.0	-4.6	1.4	1.4
법인세차감전이익	50.2	-6.1	163.1	98.1	127.1
법인세비용	15.9	5.1	44.0	26.5	34.3
계속사업순손익	34.2	-11.3	119.1	71.6	92.8
당기순이익	34.2	-11.3	119.1	71.6	92.8
지배주주순이익	34.4	-3.6	116.1	69.8	90.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.6	2.6	7.3	7.3	4.8
영업이익 증감율	-44.4	-19.7	112.4	15.3	27.1
EBITDA 증감율	-28.9	-3.8	53.4	7.0	16.3
지배주주순이익 증감율	-35.4	-110.5	-3,325.0	-39.9	29.7
EPS 증감율	-35.3	적전	흑전	-39.8	29.5
매출총이익율(%)	25.9	27.2	29.2	29.3	30.3
영업이익률(%)	3.8	2.9	5.8	6.3	7.6
EBITDA Margin(%)	6.8	6.3	9.1	9.0	10.0
지배주주순이익률(%)	2.6	-0.3	7.9	4.4	5.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	893.4	961.8	1,147.7	1,291.4	1,460.6
현금 및 현금성자산	96.6	98.5	221.9	298.7	420.1
단기금융자산	10.1	43.1	45.2	47.5	49.9
매출채권 및 기타채권	391.2	405.2	434.9	466.9	489.1
재고자산	386.9	406.6	436.4	468.5	490.8
기타유동자산	8.6	8.4	9.3	9.8	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	2,100.7	2,203.8	2,335.7
유동부채	303.5	401.4	438.6	485.0	539.0
매입채무 및 기타채무	211.4	226.3	263.5	309.9	363.9
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	812.4	858.8	912.8
지배지분	1,059.6	1,048.7	1,149.9	1,204.9	1,280.4
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	784.2	842.6	921.6
비지배지분	66.6	135.3	138.3	140.1	142.4
자본총계	1,126.2	1,184.1	1,288.2	1,345.0	1,422.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	14.4	40.3	191.4	140.4	185.2
당기순이익	34.2	-11.3	119.1	71.6	92.8
비현금항목의 가감	74.0	110.3	144.6	117.4	119.4
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	101.4	73.5	79.0
영업활동자산부채증감	-74.3	-36.3	-23.1	-18.4	8.7
매출채권및기타채권의감소	-22.8	-15.9	-29.7	-32.0	-22.2
재고자산의감소	-10.2	-22.0	-29.8	-32.1	-22.3
매입채무및기타채무의증가	-14.1	-3.5	37.2	46.4	54.0
기타	-27.2	5.1	-0.8	-0.7	-0.8
기타현금흐름	-19.5	-22.4	-49.2	-30.2	-35.7
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	123.4	76.8	121.4
기초현금 및 현금성자산	171.0	96.6	98.5	221.9	298.7
기말현금 및 현금성자산	96.6	98.5	221.9	298.7	420.1

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,946	-311	9,933	5,975	7,740
BPS	90,669	89,738	98,398	103,099	109,565
CFPS	9,260	8,472	22,564	16,175	18,157
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	46.2	-	23.6	39.2	30.2
PER(최고)	88.3	-	32.0	-	-
PER(최저)	40.1	-	9.8	-	-
PBR	1.50	1.48	2.38	2.27	2.14
PBR(최고)	2.87	1.77	3.23	-	-
PBR(최저)	1.30	1.08	0.99	-	-
PSR	1.19	1.13	1.86	1.73	1.65
PCFR	14.7	15.6	10.4	14.5	12.9
EV/EBITDA	20.9	23.3	23.2	21.1	17.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	33.3	-101.1	9.6	15.9	12.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.8	0.4	0.4	0.4
ROA	2.0	-0.6	5.9	3.3	4.1
ROE	3.3	-0.3	10.6	5.9	7.3
ROIC	3.2	1.8	4.5	5.3	6.9
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	63.1	63.9	64.2
순차입금비율	20.3	29.2	17.1	10.5	1.2
이자보상배율	6.6	4.2	7.6	8.8	11.2
총차입금	335.0	487.1	487.1	487.1	487.1
순차입금	228.2	345.6	220.0	140.9	17.1
NOPLAT	90.3	86.9	133.3	142.6	165.8
FCF	-60.2	-110.0	87.1	97.6	140.6

Compliance Notice

- 당사는 10월 12일 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

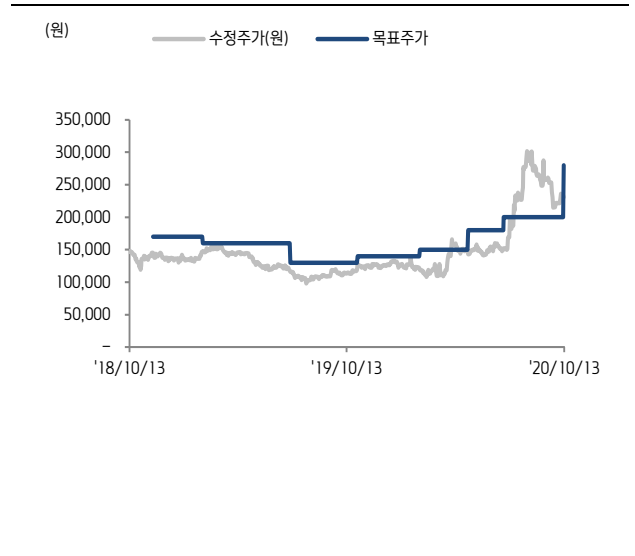
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (006280)	2018-11-21	Outperform (Initiate)	170,000원	6개월	-19.32	-14.12
	2019-02-13	Outperform (Maintain)	160,000원	6개월	-7.83	-0.94
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%