



Buy(Maintain)

목표주가: 170,000원
주가(4/18): 134,200원
시가총액: 15,683억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/18)		2,571.09pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	193,000원	113,500원
당락률	-30.5%	18.2%
수익률	절대	상대
1M	13.6%	5.9%
6M	7.4%	-6.0%
1Y	-29.2%	-25.8%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	34천주
외국인 지분율	21.7%
배당수익률(2023E)	1.3%
BPS(2023E)	117,837원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 9인 51.4%

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,537.8	1,711.3	1,757.0	1,816.8
영업이익	73.7	81.3	65.5	80.4
EBITDA	129.6	146.4	136.8	145.7
세전이익	172.6	85.7	71.7	89.6
순이익	136.9	69.4	58.1	72.6
지배주주지분순이익	123.2	65.5	54.8	68.4
EPS(원)	10,543	5,601	4,687	5,854
증감률(% YoY)	52.0	-46.9	-16.3	24.9
PER(배)	20.7	23.1	28.7	23.0
PBR(배)	2.00	1.14	1.14	1.09
EV/EBITDA(배)	24.5	15.1	16.0	14.4
영업이익률(%)	4.8	4.8	3.7	4.4
ROE(%)	10.3	5.0	4.0	4.9
순차입금비율(%)	26.9	29.5	22.8	16.1

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

일회성 R&D 비용 반영으로 기대치 하회 전망



통상 4분기만 적자였으나, 올해는 일회성 R&D 비용 반영으로 4분기에 이어 1분기도 영업적자를 기록할 것으로 전망됩니다. 실적 턴어라운드를 확인하는 데에는 시간이 소요되고, 시장의 실적 기대치도 낮은 것으로 보입니다. 실적 외 모멘텀으로는 이번달내로 FDA의 IVIG 실사가 완료될 것으로 보여, BLA 재제출이 전망됩니다. 연말~연초 IVIG 미국 승인과 큐레보 대상포진 백신 결과가 기대됩니다.

>>> 둔화된 매출 성장 속 비용 증가로 하회 전망

1분기 매출액은 3,788억원(YoY -9%, QoQ -8%), 영업이익 -147억원(YoY 적전, QoQ 적지)로 시장 컨센서스 매출액 3,997억원, 이익 246억원을 하회할 것으로 전망된다.

헌터라제 공급 시점 변경에 따라 전년동기 대비 감소, 남반구항 독감백신 대부분 물량 2분기 반영, 연결 자회사의 코로나 검체 이동 수요 감소에 따른 역기 저효과 실적 등이 영향을 미쳤을 것으로 추측된다.

게다가, 미국 카탈리스트로부터 희귀 혈액응고 질환 파이프라인 3개 양수도 계약, mRNA 독감 백신 프로젝트 진행으로 인한 **아큐티스 옵션 행사**도 1분기 반영되면서, 1분기 연구개발비가 486억원(YoY +42%)으로 증가하였을 것으로 예상되기 때문이다. 이 밖에도 지난해 고환율에 매입한 원료가 6개월의 기간을 거쳐 현재 환율에 판매되다 보니 **원가를 상승 영향**도 있을 것으로 보인다.

>>> 상품 도입으로 매출 성장하나, 감익 불가피

올해 매출액은 1조 7,570억원(YoY +3.5%), 영업이익 655억원(YoY -20%)이 전망된다. **독감 백신 경쟁업체 시장 진입**으로 백신 매출이 코로나 이전 수준으로 회복할 것으로 보이며, 자회사의 코로나 검체 이송 특수가 사라지고, 고환율 원료 매입에 따른 원가율 상승이 예상된다. 다만, GSK의 대상포진 백신 싱그릭스 공동판매와 사노피와 공동판매하는 항혈소판제 플라빅스 도입으로 **외형 성장**이 가능할 것으로 보이고, 작년말 큐레보가 관계사로 변경되며 연결 R&D 비용은 전년대비 감소가 예상된다('22년 매출액 대비 11.2% vs '23년 10%).

이번달내로 면역글로블린 에스엔(IVIG-SN)의 미국 FDA 재실사가 완료될 것으로 예상되며, 이후 BLA 재제출하여 검토기간(약 6개월)을 거쳐 **이르면 올해말~'24년초 승인** 받을 수 있을 것으로 예상된다. 실적의 본격 턴어라운드는 출시 후 실적이 궤도에 오르는 **'25년 이후가 될 것**으로 전망되며, 공장 가동 증가에 따른 생산 효율 개선으로 **원가율 하락의 긍정적 효과**가 기대된다.

R&D 모멘텀으로는 큐레보의 **대상포진 백신 CRV-101 2b상 최종 결과**는 **이르면 올해말~'24.1Q**가 될 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 17만원 상향

12개월 포워드 EBITDA 기간을 1Q23~4Q23에서 2Q23~1Q24로 조정하면서, 동사에 대한 목표주가를 기존 16만원에서 17만원으로 상향하였다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q23E	컨센서스	차이	2023E	컨센서스	차이
매출액	378.8	399.7	-5%	1,757.0	1,747.0	0.6%
yoy	-9.1%	-4.1%		2.7%	2.1%	
영업이익	(14.7)	24.6	-	65.5	76.0	-13.9%
yoy	적전	-41.2%		-19.5%	-6.5%	
OPM	N.A	6.2%		3.7%	4.4%	
지배주주순이익	(14.2)	20.9	-	54.8	57.2	-4.2%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4Q	2022	23.1QE	23.2QE	23.3QE	23.4QE	2023E
혈액	94.7	106.0	105.0	114.7	420.4	97.6	106.2	112.9	112.1	428.8
백신	17.4	84.4	104.4	50.2	256.4	19.5	96.2	115.0	47.4	278.2
일반제제류	95.8	81.1	104.5	96.3	377.7	98.3	98.0	113.6	92.4	402.3
CHC	56.5	51.0	40.8	42.1	190.4	52.4	50.8	50.4	46.3	199.9
자회사	152.5	100.8	105.0	105.3	466.5	111.0	106.4	110.3	120.1	447.8
매출액	416.9	423.2	459.7	411.5	1,711.3	378.8	457.6	502.2	418.4	1,757.0
YOY	47.7%	9.2%	-1.3%	2.3%	11.3%	-9.1%	8.1%	9.3%	1.7%	2.7%
원가	271.6	281.4	290.5	286.1	1,129.5	277.0	308.8	317.4	290.9	1,194.1
원가율	65.1%	66.5%	63.2%	69.5%	66.0%	73.1%	67.5%	63.2%	69.5%	68.0%
매출총이익	145.4	141.9	169.2	125.4	581.8	101.8	148.8	184.9	127.5	562.9
판매관리비	103.5	128.8	120.4	147.8	500.5	116.5	129.5	124.2	127.3	497.5
판매관리비율	24.8%	30.4%	26.2%	35.9%	29.2%	30.8%	28.3%	24.7%	30.4%	28.3%
영업이익	41.9	13.1	48.8	(22.4)	81.3	(14.7)	19.4	60.7	0.2	65.5
YOY	742.3%	17.7%	-31.8%	적지	10.3%	적전	48.0%	24.4%	적지	-19.5%
OPM	10.0%	3.1%	10.6%	-	4.7%	-	4.2%	12.1%	-	3.7%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	20,244	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 비영업가치	3,744	
- Pipeline		
IVIG-SN	3,744	
③ 순차입금	4,595	
④ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
⑤ 기업가치(=①+②-③)	19,393	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	170,000	

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

파이프라인 현황

Project	Indication	Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Approval	Collaboration	비고
혈액제제	GC5107B	선천성 면역결핍증 (IVIG-SN 10%)					진행중		美FDA 허가 진행 중
	GC5107D	선천성 면역결핍증 (IVIG-SN 10%, 소아)							
	GC5125A	vWF 결핍증 치료제							
백신	GC501/GC3110	계절성 독감백신					상업화		국내, WHO 포함 23개국 허가
	MG1111	수두백신					상업화		국내 출시, WHO PQ 진행 중
	GC3107A	결핵백신							
	GC3111A	파상풍, 디프테리아, 백일해 백신							연내 품목허가 신청 예정
	GC1109	탄저백신							
	MG1120A(CRV-101)	대상포진백신						CUREVO	
	GC3117A	mRNA Flu							
희귀 및 혁신신약	GC1111F	헌터증후군					상업화		국내 포함 12개국 판매
	GC1123A	헌터증후군 (ICV)					상업화		미국 허가, 국내 임상 1상 진행 중
	GC1101D	A형 혈우병					상업화		국내 및 중국 허가
	GC2127A	알라질 증후군 치료제					진행중	MIRUM	품목 허가 진행 중
	MG1113A	A형, B형 혈우병							
	GC1126A	후천성 혈전성 혈소판 감소성 자반증							
	GC1130A	산발리포증후군 A형						NOVEL PHARMA	美FDA, ODD(희귀의약품), RPDD(희귀 소아질환 의약품) 지정
	GC1134A	파브리병						Hanmi	
	GC1129A	SSADH 결핍증 치료제						Speragen	
	GC2120A	경구용 A/B 혈우병						Atomwise	
	GC2126A	강글리오시드증 치료제						Beihai University	

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 4월 18일 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.

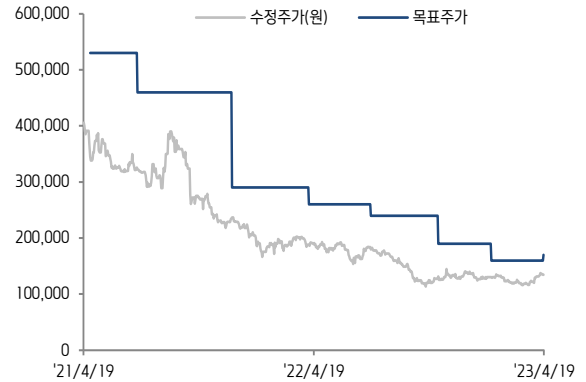
고지사항

- 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	2021-04-29	Buy(Maintain)	530,000원	6개월	-35.79	-26.98
(006280)	2021-07-13	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-35.53	-15.22
	2021-12-10	Buy(Maintain)	290,000원	6개월	-31.44	-18.28
	2022-04-11	Buy(Maintain)	260,000원	6개월	-30.95	-25.77
	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		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

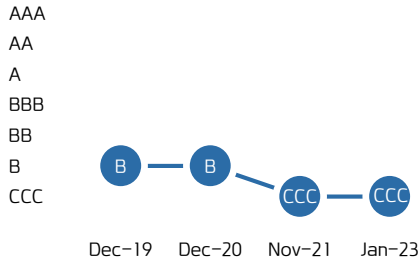
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

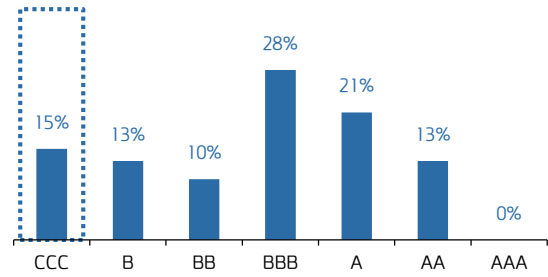
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 바이오텍 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 (바이오텍)	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	◀▶

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