

녹십자 006280

3Q23 Re: '24년부터 실적 회복 전망

3Q23 Re: 이 정도면 다행입니다

녹십자는 연결기준 매출액 4,394억원(-4.4% YoY), 영업이익 328억원(-32.8% YoY)를 달성하였다. 매출액은 당사 추정치 및 컨센서스 부합하였으며 영업이익은 컨센서스 351억원 대비 다소 하회하였으나 당사 추정치 245억원 대비 상회하였다. 이는 건기식 사업 축소에 따른 비용 절감과 더불어 큐레보 관계사 전환에 따라 연구개발비가 작년 대비 약 90억원 감소함에 기인한다.

백신 경쟁사 진입은 수출로 상쇄

국내 백신은 경쟁사의 진입으로 인해 753억원(-18.7% YoY)으로 작년 대비 약 173억원 감소하였으나 수출이 260억(+18.5% YoY)으로 큰 폭 성장하며 상쇄하였다. 고 마진 제품 헨터라제가 북아프리카 지역 재정보험 악화로 국가 지원이 감소함에 따라 작년에 약 230억원 매출 발생하였으나 올해는 약 50억원으로 큰 폭 감소하였다. 혈액제제는 FDA 공장 실사의 영향으로 예상보다 다소 매출 감소하였으나 4분기부터 회복할 것으로 전망된다.

2024년, 헨터라제 회복 및 IMG 10% 미국 진출로 실적 회복 전망

녹십자에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 140,000원을 유지한다. 코로나 이후 대내외적으로 어려운 상황임에도 비용 효율화를 통해 매출과 영업이익을 방어하고 있으며 '24년 이후부터는 헨터라제 매출이 정상화 될 것으로 기대한다. 헨터라제는 희귀질환 헨터증후군 치료제로 환자의 수요가 비교적 유지되기 때문이다.

IVIG-SN 10%가 2024년 1월 13일 FDA 허가 획득에 성공한다면 '24년 하반기부터 미국에 출시되어 동사의 매출 및 이익에 크게 기여할 것으로 기대된다. IVIG는 약 \$15.6bn의 거대시장으로 이 중 약 1% M/S만 차지하더라도 동사의 이익에 큰 기여를 할 수 있다. 녹십자는 10월 5일부터 8일까지 미국에서 개최된 IgNS 2023에 참가하여 제품의 안전성에 대해 설명하는 등 출시 전 적극적으로 자사 IVIG-SN 10%를 홍보하고 있다.

이에 녹십자에 대해 '24년 매출, 이익 모두 높은 성장을 예상한다. 헨터라제 및 진단 사업 부진으로 하반기 실적 저조하였으나 내년부터 회복될 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,538	1,711	1,628	1,702	1,758
영업이익	74	81	43	70	104
영업이익률(%)	4.8	4.7	2.6	4.1	5.9
세전이익	173	86	-17	-2	31
지배주주지분순이익	123	65	-18	-1	16
EPS(원)	10,543	5,601	-1,570	-107	1,366
증감률(%)	52.0	-46.9	적전	적지	흑전
ROE(%)	10.3	5.0	-1.4	-0.1	1.3
PER(배)	20.7	23.1	-62.3	-911.8	71.6
PBR(배)	2.0	1.1	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	22.9	13.7	15.2	13.1	10.9

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2023.11.02

매수(유지)

목표주가(유지)	140,000원
현재주가(11/01)	97,800원
상승여력	43.1%

Stock Data

KOSPI	2,301.6pt
시가총액(보통주)	1,143십억원
발행주식수	11,687천주
액면가	5,000원
자본금	58십억원
60일 평균거래량	30천주
60일 평균거래대금	3,356백만원
외국인 지분율	17.9%
52주 최고가	145,000원
52주 최저가	93,000원
주요주주	
녹십자홀딩스(외 10인)	51.4%
국민연금공단(외 1인)	7.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-10.0	-3.4
3M	-14.6	-0.9
6M	-20.9	-12.9

주가차트

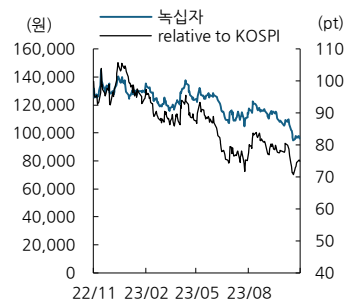


표1 3Q23 녹십자 실적

(십억원)	3Q23P	당사추정치	과리율	컨센서스	과리율	3Q22	YoY	2Q23	QoQ
매출액	439.4	442.5	-0.7%	453.2	-3.0%	459.7	-4.4%	432.9	1.5%
영업이익	32.8	24.5	33.9%	35.1	-6.6%	48.8	-32.8%	23.7	38.5%
당기순이익	18.3	19.4	-5.7%	31.4	-41.7%	42.4	-56.9%	2.7	582.8%
OPM	7.5%	5.5%	-	7.7%	-	10.6%	-	5.5%	-
NPM	4.2%	4.4%	-	6.9%	-	9.2%	-	0.6%	-

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

표2 녹십자 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F
매출액	416.9	423.2	459.7	411.5	349.5	432.9	439.4	406.1	1,537.8	1,711.3	1,627.9
YoY(%)	48%	9%	-1%	2%	-16%	2%	-4%	-1%	2%	11%	-5%
매출총이익	145.4	141.9	169.2	125.4	99.5	140.8	140.9	125.9	520.6	581.8	507.1
GMP	35%	34%	37%	30%	28%	33%	32%	31%	34%	34%	31%
YoY%	57%	21%	-9%	0%	-32%	-1%	-17%	0%	18%	12%	-13%
판매비 및 관리비	103.5	128.8	120.4	147.8	113.1	117.1	108.1	126.2	446.9	500.5	464.4
YoY%	18%	22%	6%	6%	9%	-9%	-10%	-15%	14%	12%	-7%
연구개발비	34.3	50.0	49.0	58.0	48.1	45.8	40.0	51.1	146.0	191.4	185.0
영업이익	41.8	13.1	48.8	-22.4	-13.6	23.7	32.8	-0.3	73.7	81.3	42.6
OPM	10%	3%	11%	-5%	-4%	5.5%	7%	0%	5%	5%	3%
YoY%	742%	18%	-32%	61%	-132%	81%	-33%	-99%	47%	10%	-48%
당기순이익	18.0	10.9	42.4	-1.9	-22.1	2.7	18.3	-14.7	137.0	69.4	-15.8
당기순이익률	4%	3%	9%	0%	-6%	0.6%	4%	-4%	9%	4%	-1%
YoY%	3%	45%	-27%	-104%	-223%	-75%	-57%	678%	53%	-49%	-123%

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 녹십자 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원, %

항목	비고
① 24F 영업가치	1,183.4
12Fw. EBITDA	137.7
적정 EV/EBITDA multiple	13.4 국내 대형 제약사 12Fw. EV/EBITDA
순차입금	664.3 2024년 말 추정치
② 보유지분가치	110.6 보유 지분가치에서 50% 할인
녹십자엠에스	17.5
녹십자웰빙	12.7
지씨셀	80.5
③ 파이프라인 가치	266.9
MG 10%	266.9 WACC 7.5%, peak M/S 1.4%
④ 기업가치 (=①+②+③)	1,561
⑤ 주식수	11,413
목표주가 (=④/⑤)	136,760 =140,000원
증가	97,800
상승여력	43%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

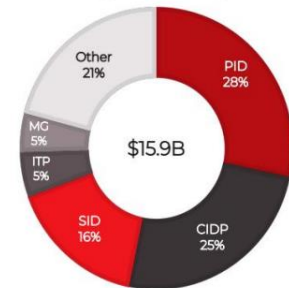
그림1 MG 적응증 별 시장 규모

Immunoglobulin Market

Market Dynamics

- Growth limited by COVID constrained plasma collections
- Underlying Ig demand remains robust
- FY22 CSL Plasma collections increased 24% YOY
 - Investment in plasma collection centers during COVID
- Leading indicators of disease diagnosis returning to pre-covid levels

Global Ig Volume by Indication

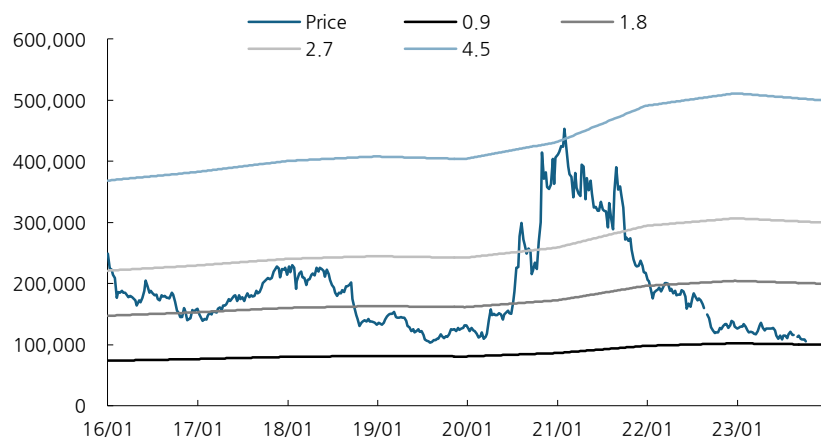


Source: Data on file for 2021

자료: CSL, DS투자증권 리서치센터

주: PID=Primary Immune Di~ 1차 면역결핍증, SID=Secondary 2차 면역결핍증

그림2 녹십자 PBR 12m Fw. 밴드



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

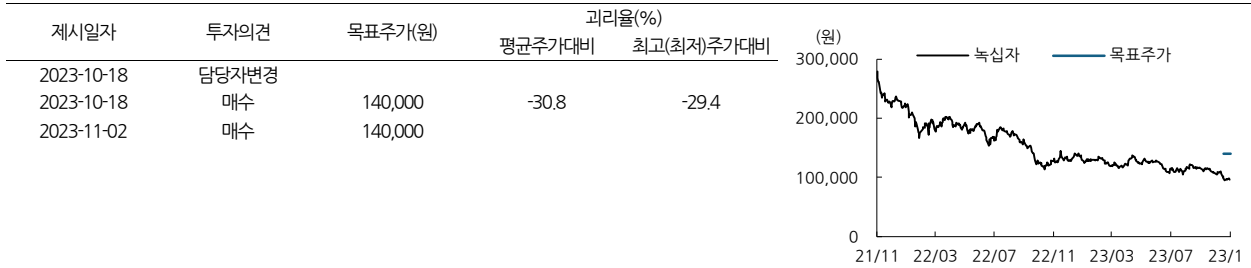
[녹십자 006280]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,096	980	1,013	990	1,015	매출액	1,538	1,711	1,628	1,702	1,758
현금 및 현금성자산	186	105	136	70	66	매출원가	1,017	1,130	1,121	1,143	1,150
매출채권 및 기타채권	424	412	390	409	422	매출총이익	521	582	507	559	608
재고자산	455	442	465	487	502	판매비 및 관리비	447	501	464	489	504
기타	30	20	22	23	24	영업이익	74	81	43	70	104
비유동자산	1,367	1,545	1,567	1,603	1,642	(EBITDA)	130	146	113	138	172
관계기업투자등	111	216	213	221	230	금융손익	3	-12	-17	-21	-20
유형자산	799	822	815	814	815	이자비용	13	18	22	22	22
무형자산	277	312	342	363	383	관계기업등 투자손익	82	22	-37	-38	-38
자산총계	2,462	2,526	2,580	2,593	2,657	기타영업외손익	15	-6	-6	-14	-14
유동부채	553	541	814	847	912	세전계속사업이익	173	86	-17	-2	31
매입채무 및 기타채무	236	255	229	240	248	계속사업법인세비용	36	16	-1	-1	7
단기금융부채	241	221	536	556	611	계속사업이익	137	69	-16	-2	24
기타유동부채	77	65	49	51	53	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	410	418	240	241	244	당기순이익	137	69	-16	-2	24
장기금융부채	371	377	184	184	185	지배주주	123	65	-18	-1	16
기타비유동부채	38	42	56	58	59	총포괄이익	134	79	-16	-2	24
부채총계	962	959	1,054	1,088	1,156	매출총이익률 (%)	33.9	34.0	31.1	32.9	34.6
지배주주지분	1,275	1,328	1,290	1,269	1,265	영업이익률 (%)	4.8	4.7	2.6	4.1	5.9
자본금	58	58	58	58	58	EBITDA마진률 (%)	8.4	8.6	6.9	8.1	9.8
자본잉여금	386	394	394	394	394	당기순이익률 (%)	8.9	4.1	-1.0	-0.1	1.4
이익잉여금	867	903	865	844	840	ROA (%)	5.3	2.6	-0.7	0.0	0.6
비지배주주지분(연결)	225	239	236	236	236	ROE (%)	10.3	5.0	-1.4	-0.1	1.3
자본총계	1,500	1,567	1,526	1,505	1,501	ROIC (%)	3.5	3.6	1.7	2.7	4.1

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	126	119	71	76	104	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	137	69	-16	-2	24	P/E	20.7	23.1	-62.3	-911.8	71.6
비현금수익비용가감	35	112	120	107	99	P/B	2.0	1.1	0.9	0.9	0.9
유형자산감가상각비	50	57	62	59	59	P/S	1.7	0.9	0.7	0.7	0.7
무형자산상각비	6	8	8	9	9	EV/EBITDA	22.9	13.7	15.2	13.1	10.9
기타현금수익비용	-21	47	46	40	31	P/CF	14.8	8.3	11.0	10.9	9.3
영업활동 자산부채변동	-19	-9	-6	-29	-19	배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.8	1.8	1.8
매출채권 감소(증가)	0	7	23	-19	-13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-15	2	-17	-23	-15	매출액	2.2	11.3	-4.9	4.6	3.3
매입채무 증가(감소)	-15	-2	65	11	7	영업이익	46.6	10.3	-47.6	64.8	47.6
기타자산 부채변동	11	-16	-77	1	1	세전이익	65.2	-50.3	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-132	-205	-135	-142	-144	당기순이익	53.4	-49.3	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-102	-56	-64	-58	-60	EPS	52.0	-46.9	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-21	-37	-42	-30	-30	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-31	-31	-24	-46	-47	부채비율	64.2	61.2	69.1	72.3	77.0
기타투자활동	22	-81	-4	-8	-8	유동비율	198.2	181.3	124.5	116.9	111.3
재무활동 현금	-41	-2	93	0	37	순차입금/자기자본(x)	28.4	31.1	37.9	44.1	48.3
차입금의 증가(감소)	-16	-21	117	20	57	영업이익/금융비용(x)	5.9	4.4	2.0	3.1	4.6
자본의 증가(감소)	-19	-24	-20	-20	-20	총차입금 (십억원)	612	597	720	740	796
배당금의 지급	19	24	20	20	20	순차입금 (십억원)	425	488	579	664	724
기타재무활동	-7	42	-4	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-46	-81	30	-66	-4	EPS	10,543	5,601	-1,570	-107	1,366
기초현금	232	186	105	136	70	BPS	109,080	113,645	110,371	108,555	108,212
기말현금	186	105	136	70	66	SPS	131,590	146,435	139,293	145,638	150,421
NOPLAT	58	66	31	51	80	CFPS	14,682	15,549	8,890	8,998	10,529
FCF	21	-32	-37	-66	-40	DPS	2,000	1,750	1,750	1,750	1,750

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

녹십자 (006280) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.