



녹십자

| Bloomberg Code (006280 KS) | Reuters Code (006280.KS)

2023년 12월 5일

[제약/바이오]

정재원 선임연구원
☎ 02-3772-1542
✉ jaewonjeong@shinhan.com

버틴만큼 좋은 일이 와요



매수
(유지)



현재주가 (12월 4일)
115,800 원



목표주가
140,000 원 (상향)



상승여력
20.9%

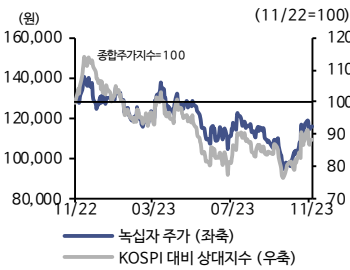
- ◆ IVIG-SN 10% 허가 임박
- ◆ CMO 사업을 통한 새로운 성장 가능성
- ◆ 목표주가 14만원으로 상향



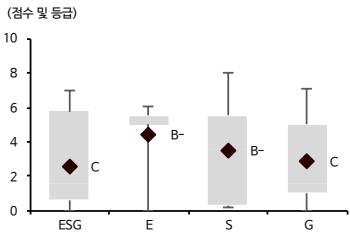
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	1,353.3십억원
발행주식수	11.7백만주
유동주식수	5.4백만주(46.2%)
52주 최고가/최저가	140,500원/94,600원
일평균 거래량 (60일)	30,645주
일평균 거래액 (60일)	3,319백만원
외국인 지분율	17.92%
주요주주	
녹십자홀딩스 외 9인	51.42%
국민연금공단	7.41%
절대수익률	
3개월	2.1%
6개월	-9.0%
12개월	-9.5%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	4.9%
6개월	-5.8%
12개월	-12.4%

주가



ESG 컨센서스



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,537.8	73.7	123.2	10,543	109,080	20.7	24.6	2.0	10.3	27.2
2022	1,711.3	81.3	65.5	5,601	113,645	23.1	15.3	1.1	5.0	30.7
2023F	1,624.5	38.9	(12.8)	(1,092)	110,844	(105.2)	20.1	1.0	(1.0)	33.3
2024F	1,723.4	74.0	23.4	2,003	111,138	57.4	14.7	1.0	1.8	28.0
2025F	1,881.1	102.6	42.7	3,652	113,081	31.5	11.8	1.0	3.3	20.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

IVIG-SN 10%의 최종허가 결과 발표 임박

현지시간 기준 2024년 1월 13일 동사의 혈액제제 IVIG-SN 10%에 대한 미국 최종허가 결과가 발표될 예정이다. 미국 내 혈액제제 공급 부족 현상이 자주 발생한다. 혈액제제의 약가는 동사가 발표한 자료에 따르면 국내와 미국이 약 4~5배 가량 차이가 난다. 출시만 문제없이 성공적으로 가능하다면 매출은 동사의 실적에 빠르게 기여할 수 있을 것으로 전망한다. 1월 허가 후 실제 판매는 24년말 가능할 것으로 예상된다. 매출은 2025년부터 본격적으로 반영될 것이 기대된다.

CMO 사업 진출을 통한 가치 상승 기대

동사는 백신과 혈액제제 분야에서는 오랜 업력을 통한 안정적인 매출이 유지되고 있다. 희귀질환 위주의 다양한 파이프라인을 보유했으나 단기적인 모멘텀이 IVIG와 대상포진백신 임상 외에 부재한 상황이다. 이를 해소하기 위해 CMO 사업을 새로운 성장동력으로 채택해 특히 DP 생산시설이 부족한 기업 대상으로 위탁생산을 고려하고 있다.

동사는 11월 유바이오로직스와 콜레라 백신 CMO 계약을 체결했다. 콜레라백신 유비콜 1,500만 도즈에 대한 위탁생산을 담당한다. 향후 추가적인 계약에 대한 가능성도 열려있다. 현재는 백신 쪽에 포커스 되어있는 상황이나 향후 바이오시밀러, 항체의약품 및 mRNA 등 다양한 모달리티를 대상으로 위탁생산 서비스를 진행할 것이 기대된다.

목표주가 14만원으로 소폭 상향. 기대감을 가져도 좋은 시점

목표주가를 기존 13만원에서 14만원으로 소폭 상향한다. IVIG-SN이 비록 2번의 실패를 겪었지만 올해 실사까지 큰 이슈없이 마무리했던 점에서 큰 이슈없이 허가를 획득할 수 있을 것으로 예상된다. 최근 동사의 주가 흐름도 발표 시점이 임박함에 따른 기대감이 반영된 것으로 판단한다.

올해 실적은 경쟁 심화, 원재료 상승 등의 이슈로 전년 대비 소폭 감소할 것으로 전망한다. 실적은 24년 빠르게 회복될 것으로 예상된다. 2024년은 다양한 이벤트가 예정되어 있다. 1월 IVIG 허가를 시작으로 대상포진백신 및 자회사 지씨셀의 파이프라인 임상 데이터 발표 및 헌터라제 글로벌 진출국 확대 등이 현 시점에서 기대되는 모멘텀이다.

녹십자 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	22	23F	24F
매출액	4169	4232	459.7	411.5	3495	4329	439.4	402.8	1,711.3	1,624.5	1,723.4
YoY	47.7	9.2	(1.3)	2.3	(16.2)	2.3	(4.4)	(2.1)	11.3	(5.1)	6.1
내수	2644	3224	354.7	303.3	253.7	327.5	337.8	296.4	1,244.8	1,215.4	1,300.7
혈액제제	94.7	106.0	105.0	114.7	103.3	102.1	99.9	109.8	420.4	415.1	456.6
백신	17.4	84.4	104.4	50.2	27.1	97.4	101.3	41.1	256.4	266.9	256.2
처방의약품	95.8	81.1	104.5	96.3	91.5	98.9	104.3	102.3	377.7	397.0	444.6
CHC+기타	56.5	50.9	40.8	42.1	31.8	29.1	32.3	43.2	190.3	136.4	143.2
자회사	152.1	99.5	101.8	105.5	92.5	101.3	98.3	103.4	459.0	395.5	413.2
기타 및 연결조정	0.4	1.4	3.1	2.6	3.3	4.1	3.3	3.0	7.6	13.6	9.6
매출총이익	145.4	141.9	169.2	125.4	99.5	140.8	140.9	131.4	581.8	512.5	582.4
YoY	57.2	21.5	(8.8)	(0.4)	(31.6)	(0.8)	(16.7)	4.8	11.8	(11.9)	13.6
GPM	34.9	33.5	36.8	30.5	28.5	32.5	32.1	32.6	34.0	31.5	33.8
영업이익	41.8	13.1	48.8	(22.4)	(13.6)	23.7	32.8	(3.9)	81.3	38.9	74.0
YoY	741.9	17.7	(31.8)	적지	적전	81.1	(32.8)	적지	10.2	(52.2)	89.9
OPM	10.0	3.1	10.6	(5.4)	(3.9)	5.5	7.5	(1.0)	4.7	2.4	4.3
세전이익	32.4	12.3	58.7	(17.6)	(21.0)	6.3	16.8	(9.1)	85.7	(7.0)	33.2
YoY	42.0	13.0	(26.3)	적전	적전	(48.8)	(71.3)	적지	(50.3)	적전	흑전
당기순이익	18.0	10.9	42.4	(1.9)	(22.1)	2.7	18.3	(6.8)	69.4	(8.0)	26.6
YoY	2.9	45.6	(27.0)	적전	적전	(75.3)	(57.0)	적지	(49.3)	적전	흑전
(지배주주)순이익	6.4	12.9	37.5	8.6	(22.5)	1.8	13.9	(6.0)	65.5	(12.8)	23.4
YoY	(56.7)	325.6	(30.2)	(83.3)	적전	(86.3)	(62.9)	적전	(46.9)	적전	흑전
NPM	1.5	3.1	8.2	2.1	(6.4)	0.4	3.2	(1.5)	3.8	(0.8)	1.4

자료: 신한투자증권 추정

녹십자 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,139.5	
A. 녹십자 12MF EBITDA	88.0	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	13.0	주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 상장사 지분가치 (C+D+E)	138.9	
C. 녹십자엠에스	20.9	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 할인율 40% 적용
D. 녹십자웰빙	15.1	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 할인율 40% 적용
E. 지씨셀	103.0	3개월 평균 시가총액 * 지분율 * 할인율 40% 적용
3. 파이프라인 가치 (F)	708.9	
F. MIG-SN	708.9	Base case 기준
4. 순차입금	433.2	2024년 말 기준
5. 보통주주식수	11,413	
6. 적정주가 산출	140,000	
7. 현재 주가	115,800	2023년 12월 4일 종가
8. 상승여력	20.9%	

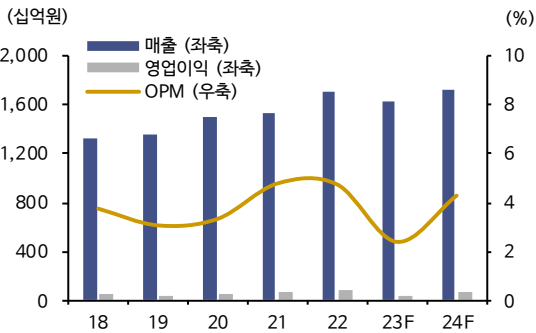
자료: Quantwise, 신한투자증권 추정

IVIG-SN 10% 파이프라인 가치 산정

(백만달러)		21	22F	23F	24F	25F	...	32F	33F
미국 혈액제제 시장 전체규모 (A)	EvaluatePharma 기준	7,630	8,278	8,969	9,911	10,792	...	20,015	21,862
개발 Timeline 가정				BLA 재제출	승인 출시				
IVIG-SN 10% 시장점유율 (B)	Peak 점유율 5% 가정					0.4%	...	5.0%	5.0%
IVIG-SN 10% 매출액 (C)	C=A*B					40	...	1,001	1,093
IVIG-SN 10% 마진(D)	D=C*0.15, 마진을 15%					6	...	150	164
최종 매출액 (법인세 적용) (E)	E=D*0.77, 법인세율 23%					5	...	116	126
Sum of FCFF	WACC 7.9% 가정	306.1							
Terminal value	영구성장률 -5% 가정	929.8							
PV of Terminal value		402.8							
IVIG-SN 10% 최종가치	성공확률 80% 가정	567.1							
IVIG-SN 10% 최종가치(십억원)	1,250원/달러	708.9							

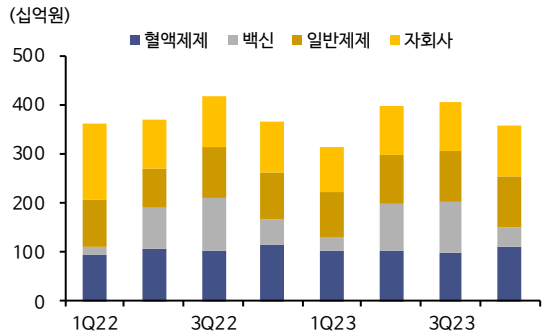
자료: 신한투자증권 추정 / 주: Peak M/S 시기를 2030년으로 조정

녹십자 연간 실적 추이 및 전망



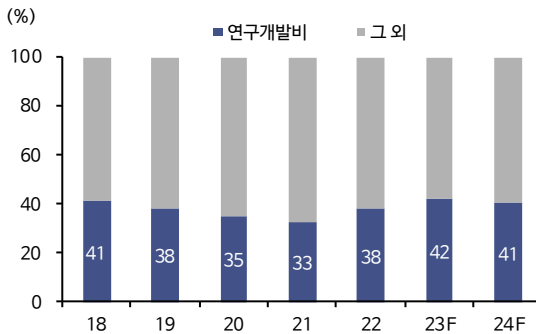
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

녹십자 품목별 분기 실적 추이 및 전망



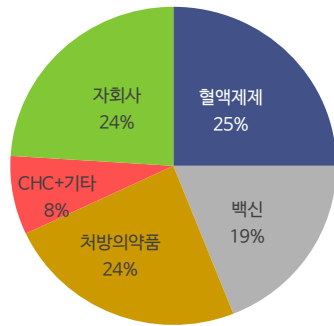
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

녹십자 연간 판관비 추이 및 전망



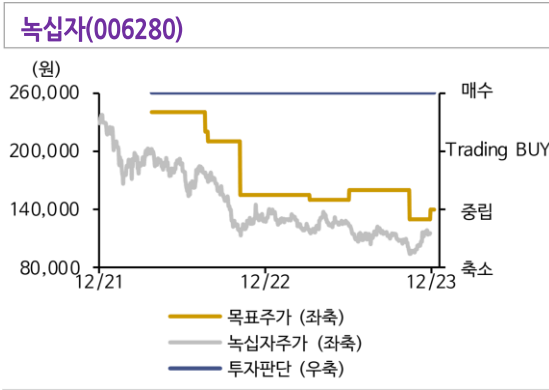
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

녹십자 사업부 매출 비중 (23년 3분기 누적)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 03월 31일	매수	240,000	(25.0)	(16.9)
2022년 07월 27일	매수	220,000	(21.4)	(20.7)
2022년 08월 02일	매수	210,000	(28.3)	(15.2)
2022년 10월 12일	매수	155,000	(17.0)	(6.5)
2023년 03월 14일	매수	150,000	(16.0)	(8.2)
2023년 06월 09일	매수	160,000	(29.7)	(23.4)
2023년 10월 20일	매수	130,000	(18.0)	(8.6)
2023년 12월 05일	매수	140,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 12월 01일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------