

녹십자 (006280/KS)

1Q25 Re: 고마진 품목 성장으로 흑전 성공

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 200,000 원(유지)

현재주가: 125,800 원

상승여력: 59.0%



Analyst
이선영

seonkyoung.lee@sk.com
3773-9089

Company Data

발행주식수	1,169 만주
시가총액	1,470 십억원
주요주주	
녹십자홀딩스(외11)	51.41%
국민연금공단	9.95%

Stock Data

주가(25/05/02)	125,800 원
KOSPI	2,559.79 pt
52주 최고가	179,500 원
52주 최저가	110,600 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Re: 연결회사 영업 손실에도 고마진 품목의 성장으로 흑전

녹십자의 25년 1분기 연결 기준 매출액은 3,838 억원(+7.6% YoY, -13% QoQ), 영업이익은 80 억원(흑전 YoY, 흑전 QoQ, OPM 2.1%)으로 컨센서스 매출액 4,090 억원 대비 6.2% 하회했으나 컨센서스 영업이익 59 억원 대비 35.6% 상회하는 실적을 발표했다.

GC 셀, ABO 홀딩스 등 연결회사의 영업 손실, 안전 재고 소진에 따른 미국 알리글로 매출의 감소(298 억원, -25.7% QoQ)에도 불구하고 24년 6월부터 인상된 혈액제제의 약가 영향으로 국내 혈액제제 매출은 838 억원(+13.2% YoY, +4.4% QoQ)을 기록, 고마진 수출 품목인 헤파라제(124 억원, +42.5% YoY, +202% QoQ)와 백신(188 억원, +62.1% YoY, +129% QoQ)의 고성장으로 흑자전환에 성공했다.

2분기 미국 알리글로 매출 성장 본격화 기대

녹십자의 연결기준 25년 매출액은 1조 8,073 억원(+7.6% YoY), 영업이익은 690 억원(+114.8% YoY, OPM 3.8%)을 전망한다.

미국 내 재고 소진 및 연초 미국 보험사들의 플랜 변경으로 인해 1분기 미국 알리글로 매출은 다소 아쉬운 상황이나 미국 내 공격적인 영업의 일환으로 WAC 인상을 단행한 만큼 2분기부터 매출 성장이 본격화될 것으로 판단된다. 미국 의약품 관세 관련, 불확실성이 여전히 존재하나 리스크를 최소화하기 위해 미국 내 재고량을 늘리고 미국 내 DP CMO 검토하고 있는 상황이다.

연결 종속회사는 팬데믹 이후 진단 사업의 부진, 경쟁 심화로 인한 건기식의 성장 둔화, NK 파이프라인의 임상 진입에 따른 R&D 비용 증가로 리스크가 부각되었으나 라이넥주 매출 증가에 따른 녹십자 웰빙의 외형 성장 및 수익성 개선, 지씨셀의 연구개발비 및 판관비 효율화에 따른 수익성 개선이 기대되는 상황이므로 25년 연결 종속회사의 실적도 점진적으로 회복될 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,711	1,627	1,680	1,807	1,956	2,164
영업이익	십억원	81	34	32	69	83	112
순이익(지배주주)	십억원	65	-27	-26	29	37	56
EPS	원	5,601	-2,279	-2,249	2,480	3,149	4,821
PER	배	23.1	-55.1	-79.8	50.1	39.4	25.8
PBR	배	1.1	1.1	1.6	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	배	15.3	21.7	27.7	17.0	16.1	14.2
ROE	%	5.0	-2.0	-2.1	2.3	2.9	4.3

녹십자 분기별 실적추정										(단위: 십억원, %)
구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
매출액	356.8	417.4	464.9	440.7	383.7	447.8	506.2	469.5	1,679.8	1,807.3
YoY (%)	2.1	-3.6	5.8	8.8	7.5	7.3	8.9	6.5	3.3	7.6
- 혈액제제	89.4	90.6	136.6	161.7	127.1	109.4	152.9	180.9	478.4	570.3
- 백신	31.6	86.5	94.4	43.5	49.4	78.3	108.5	41.0	256.0	277.2
- ETC	106.7	101.9	108.0	103.3	91.9	121.0	120.6	114.5	419.9	447.9
- CHC 등	27.7	31.6	32.5	30.0	27.2	30.3	30.0	29.9	121.8	117.3
- 연결대상매출	101.6	106.8	93.4	102.2	88.1	108.9	94.3	103.2	404.0	394.6
매출총이익	86.4	128.5	145.5	121.5	112.7	142.4	159.2	146.1	481.9	560.5
YoY (%)	-13.1	-8.7	3.3	17.4	30.4	10.8	9.4	20.3	-0.5	16.3
GPM (%)	24.2	30.8	31.3	27.6	29.4	31.8	31.5	31.1	28.7	31.0
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-10.1	8.0	23.2	33.7	4.0	32.1	69.0
YoY (%)	적지	-0.3	21.1	적지	흑전	0.3	-0.1	흑전	-6.7	114.8
OPM (%)	-4.2	4.2	8.5	-2.3	2.1	5.2	6.7	0.9	1.9	3.8

자료: 녹십자, SK 증권

Curevo 백신 개발 현황

Curevo Vaccine: CRV-101

- ① 70세 이상의 성인을 포함한 640명의 참가자 모집(확장 임상2상)
- ② 해당 임상 데이터 확보 후, 최적 용량으로 임상 3상 진행

1
\$ 110 Million 시리즈B 투자 완료

신규 투자자

2
백신 분야 권위자의 이사회 합류

Moncef Slaoui, Ph.D

- Chief Scientific Advisor to Operation Warp Speed during the COVID-19 pandemic
- The former Chair of GSK's vaccine business, during which he helped shape its vaccine business by contributing to the creation of numerous new vaccines including Shingrix® (shingles), Cervarix® (HPV-induced cervical cancer), Mosquirix® (malaria), Rotarix® (rotavirus gastroenteritis), and Synflorix® (pneumococcal disease).

Tal Zaks, MD/Ph.D

- the former Chief Medical Officer of Moderna, where he led development of their mRNA vaccine against the SARS-CoV-2 virus.

자료: 녹십자, SK 증권

국내 혈액제제 약가 인상 현황

비고	NO	제품명 (성분명)	제약사	조정전	조정후	인상률(%)	시행일
퇴장방지의약품 지정 및 상한금액 조정	1	그린에이트주_(500LU)	(주) 녹십자	185	185	0%	24.06.01
	2	그린플라스트큐 프리필드시린지키트_(2mL)		85,028	105,088	24%	지정기준 고시시행일
	3	그린플라스트큐 프리필드시린지키트_(4mL)		167,314	210,176	26%	
생산원가 보전 상한금액 조정	1	아이비글로불린에스엔주_(0.5g/10mL)	(주) 녹십자	15,129	29,496	95%	24.06.01
	2	아이비글로불린에스엔주_(1g/20mL)		26,498	41,605	57%	
	3	아이비글로불린에스엔주 10%_(2.5g/50mL)		60,376	84,402	40%	
	4	아이비글로불린에스엔주 10%_(1g/10mL)		26,351	41,605	58%	
	5	아이비글로불린에스엔주 10%_(2.5g/25mL)		59,970	90,062	50%	
	6	아이비글로불린에스엔주 10%_(5g/50mL)		112,132	180,124	61%	
	7	아이비글로불린에스엔주 10%_(10g/100mL)		214,617	360,248	68%	
	8	아이비글로불린에스엔주 10%_(20g/200mL)		420,106	720,496	72%	
	9	녹십자-알부민주 5%_(5g/100mL)		28,824	47,673	65%	
	10	녹십자-알부민주 5%_(12.5g/250mL)		57,138	69,610	22%	
	11	녹십자-알부민주 20%_(10g/50mL)		52,991	55,688	5%	
	12	녹십자-알부민주 20%_(20g/100mL)		94,334	111,376	18%	
	13	녹십자-파이버리노겐주_(1g/1 병)		11,940	344,842	2788%	
	14	리브감마에스엔주_(0.5g/10mL)		16,665	29,496	77%	
	15	리브감마에스엔주_(1g/20mL)	에스케이 플라즈마(주)	28,408	41,605	46%	
	16	리브감마에스엔주_(2.5g/50mL)		63,509	90,062	42%	
	17	리브감마에스엔주_(3g/60mL)		70,919	105,689	49%	
	18	리브감마에스엔주_(10g/200mL)		211,280	352,297	67%	
	19	에스케이항트롬빈III주 500 단위_(500LU/1 병)		171,350	201,589	18%	
	20	에스케이알부민 5%주_(12.5g/250mL)		57,692	69,610	21%	
	21	에스케이알부민 5%주_(10g/50mL)		53,405	55,688	4%	
	22	에스케이알부민 5%주_(20g/100mL)		95,242	111,376	17%	

자료: 건강보험심사평가원, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,039	1,202	1,290	1,490	1,708
현금및현금성자산	50	23	44	111	166
매출채권 및 기타채권	451	399	425	471	521
재고자산	516	747	795	880	974
비유동자산	1,604	1,542	1,531	1,471	1,418
장기금융자산	73	124	125	125	125
유형자산	828	805	802	745	692
무형자산	338	307	292	278	265
자산총계	2,643	2,744	2,821	2,960	3,126
유동부채	869	769	819	917	1,014
단기금융부채	550	404	430	476	527
매입채무 및 기타채무	223	248	321	356	393
단기충당부채	31	30	32	35	39
비유동부채	235	493	497	503	509
장기금융부채	191	436	436	436	436
장기매입채무 및 기타채무	21	1	1	1	1
장기충당부채	3	3	3	3	3
부채총계	1,103	1,263	1,316	1,420	1,523
지배주주지분	1,300	1,253	1,265	1,284	1,323
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	396	396	396	396
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	873	815	827	847	886
비지배주주지분	240	228	240	256	279
자본총계	1,540	1,481	1,505	1,540	1,603
부채와자본총계	2,643	2,744	2,821	2,960	3,126

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	-5	-53	72	52	53
당기순이익(손실)	-20	-43	41	52	80
비현금성항목등	156	172	105	100	97
유형자산감가상각비	66	66	63	58	53
무형자산상각비	9	15	15	14	13
기타	80	91	27	28	32
운전자본감소(증가)	-100	-144	-48	-72	-92
매출채권및기타채권의감소(증가)	-45	55	-26	-45	-50
재고자산의감소(증가)	-69	-230	-49	-85	-94
매입채무및기타채무의증가(감소)	102	26	20	34	38
기타	-60	-41	-39	-43	-44
법인세납부	-19	-2	-12	-15	-13
투자활동현금흐름	-150	-68	-68	-13	-14
금융자산의감소(증가)	-8	-24	-1	-1	-1
유형자산의감소(증가)	-78	-31	-60	0	0
무형자산의감소(증가)	-46	-10	0	0	0
기타	-19	-4	-7	-12	-13
재무활동현금흐름	101	94	9	29	34
단기금융부채의증가(감소)	128	-158	26	46	51
장기금융부채의증가(감소)	-4	271	0	0	0
자본의증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금지급	-25	-20	-17	-17	-17
기타	1	-3	0	-0	-0
현금의 증가(감소)	-56	-27	21	67	55
기초현금	105	50	23	44	111
기말현금	50	23	44	111	166
FCF	-83	-85	12	52	53

자료 : 독십자, SK증권 추정

포괄손익계산서

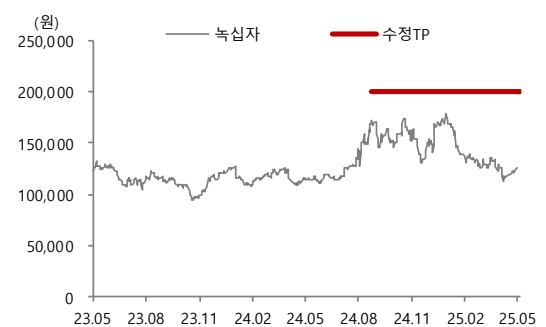
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,627	1,680	1,807	1,956	2,164
매출원가	1,142	1,198	1,247	1,337	1,477
매출총이익	485	482	560	618	687
매출총이익률(%)	29.8	28.7	31.0	31.6	31.7
판매비와 관리비	450	450	492	535	575
영업이익	34	32	69	83	112
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.8	4.3	5.2
비영업손익	-62	-73	-16	-16	-19
순금융손익	-25	-37	-15	-13	-19
외환관련손익	1	7	2	1	0
관계기업등 투자손익	-38	-27	-16	-18	0
세전계속사업이익	-27	-41	53	67	93
세전계속사업이익률(%)	-1.7	-2.4	2.9	3.4	4.3
계속사업법인세	-7	2	12	15	13
계속사업이익	-20	-43	41	52	80
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-43	41	52	80
순이익률(%)	-1.2	-2.5	2.3	2.7	3.7
지배주주	-27	-26	29	37	56
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.6	-1.6	1.6	1.9	2.6
비지배주주	7	-16	12	15	24
총포괄이익	-3	-51	41	52	80
지배주주	-8	-33	31	39	60
비지배주주	5	-17	10	13	20
EBITDA	110	113	147	155	177

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-4.9	3.3	7.6	8.2	10.7
영업이익	-57.6	-6.8	114.0	21.1	34.0
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	27.0	37.7
EBITDA	-24.6	2.5	29.9	5.4	14.4
EPS	적전	적지	흑전	27.0	53.1
수익성 (%)					
ROA	-0.8	-1.6	1.5	1.8	2.6
ROE	-2.0	-2.1	2.3	2.9	4.3
EBITDA마진	6.8	6.7	8.1	7.9	8.2
안정성 (%)					
유동비율	119.6	156.2	157.5	162.5	168.5
부채비율	71.7	85.3	87.4	92.2	95.0
순차입금/자기자본	44.4	54.4	53.8	51.2	48.8
EBITDA/이자비용(배)	3.9	2.8	6.7	7.7	9.0
배당성향	-64.3	-65.1	59.1	46.5	30.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,279	-2,249	2,480	3,149	4,821
BPS	114,314	110,242	111,257	112,941	116,297
CFPS	4,216	4,685	9,175	9,279	10,433
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER	-55.1	-79.8	50.1	39.4	25.8
PBR	1.1	1.6	1.1	1.1	1.1
PCR	29.8	38.3	13.5	13.4	11.9
EV/EBITDA	21.7	27.7	17.0	16.1	14.2
배당수익률	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비

2024.08.26 매수 200,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 05월 02일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------