

녹십자 (006280)

2Q25P Review: 주력 제품 성장 확인

투자의견

BUY(유지)

목표주가

200,000 원(유지)

현재주가

137,400(08/01)

시가총액

1,606(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 20만원 유지, 목표주가는 2026E 순이익을 현가화하여 Target P/E 30배를 적용함
- 2분기 연결 실적: ① 연결 매출액 5,003억원(+20%yoy), 영업이익 274억원(+55%yoy, 연결 영업이익률 5.5%)로 당사 및 시장 컨센서스와 유사함 ② 3대 주력 제품인 알리글로, 헌터라제, 배리셀라(수두 백신)의 매출 성장, 매출 비중 상승(2024년 9% → 2025.1Q 15% → 2025.2Q 18%)에 따른 영업이익률(2Q 별도 영업이익률 9.6%) 상승 ③ 지씨지놈(KQ.340450) 상장으로 평가차익(약 400억원)이 영업외수익에 반영 ④그러나 연결 자회사(지씨셀, 지씨지놈)의 영업적자로 연결 영업이익이 별도 영업이익(377억원)보다 104억원 감소한 것으로 추정됨
- 하반기 실적 가이드스: 알리글로의 수출은 지속적으로 증가할 전망. 배리셀라 및 헌터라제 매출액은 2분기보다 낮을 전망. 3분기 영업이익은 2분기보다 증가할 수 있을 것으로 예상되나, 4분기 비용 증가(성가급 등)를 감안하여 연간 연결 기준 영업이익 가이드스 700~800억원을 유지함
- 중장기 성장 동력 확보: 3대 주력제품들의 해외 판매는 2030년까지 연평균 30%yoy에 가까운 성장세를 보이며 꾸준히 증가할 전망. 주력 제품들의 높은 수익성(영업이익률 20% 상회)을 감안할 때 영업이익률도 지속적으로 상승 가능할 것으로 예상됨. 녹십자의 2021~2024년 평균 별도 영업이익률은 4.3%로 상위사 중 하위 수준
- 성장 동력을 확보하면서 지속가능한 성장이 달성 가능할 것으로 예상됨에 따라 중장기 투자 매력은 매우 높다고 판단됨. 미국 내 혈액원 'ABO Holdings'가 설립 초기라는 점, 연결 자회사들의 더딘 실적 회복 추세, 지속되어야 할 R&D 투자 및 시설 투자를 감안할 때, 단기 실적 모멘텀보다는 중장기 관점에서 접근할 것을 권유함

주가(원,08/01) 137,400
시가총액(십억원) 1,606

발행주식수 11,687천주
52주 최고가 181,800원
최저가 111,800원
52주 일간 Beta 0.53
60일 일평균거래대금 55억원
외국인 지분율 21.4%
배당수익률(2025E) 1.1%

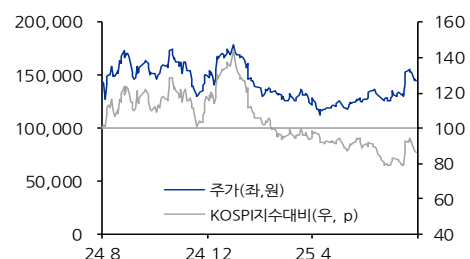
주주구성
녹십자홀딩스 (외 12인) 51.4%
국민연금공단 (외 1인) 10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	5.8	-24.4	-17.2
절대기준	6.8	-0.4	-4.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	200,000	200,000	-
영업이익(25)	76	71	▲
영업이익(26)	113	107	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,627	1,680	1,808	1,940
영업이익	34	32	76	113
세전손익	-27	-41	84	101
당기순이익	-20	-43	88	100
EPS(원)	-2,279	-2,249	7,289	7,284
증감률(%)	적전	na	흑전	-0.1
PER(배)	na	na	18.8	18.9
ROE(%)	-2.0	-2.1	6.8	6.5
PBR(배)	1.1	1.7	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	19.5	25.7	15.5	12.3

자료: 유진투자증권



2024년 2분기 연결 실적: 예상치에 부합, 주력 제품 성장 확인

연결 영업이익 기준으로 당사 예상치 및 시장 컨센서스에 부합하였다. 물론 연결 자회사 지씨셀(KQ.144510) 및 지씨지놈(KQ.340450)의 영업적자가 지속되면서 연결 영업이익률은 5.5%로 녹십자 별도 영업이익률 9.6%보다 낮았다.

그러나 3대 주력 제품군들(알리글로, 헌터라제, 베르셀라)의 매출 증가 추세가 확인되었고, 동 결과가 중장기로도 지속될 수 있을 것으로 예상된다는 점이 긍정적이다. 주력 제품군들의 매출이 고성장하며 매출액 비중이 18%까지 상승하였는데, 녹십자는 2030년까지 3대주력 제품들이 2030년까지 연평균 30%yoy(녹십자의 2028~2030년 예상 매출액에 근거한 당사 추정치)로 성장할 것으로 전망하였다. 특히 동 제품들은 영업이익률 20%를 상회하는 품목군이라는 점에서 녹십자의 수익성이 꾸준히 개선될 수 있을 전망이다. 녹십자의 2021~2024년 평균 별도 영업이익률이 4.3%로 상위사 중 하위 수준이라는 점은 녹십자의 기업가치 할인 요인 중 하나로 볼 수 있다.

2분기 실적 발표 IR 요약: 2025년 영업이익 기준 종전 전망치와 유사할 것으로 언급

연간 연결 기준 영업이익은 연초에 제시한 700~800억원을 유지하였다. 알리글로의 미국 판매는 연초 예상대로 2025년 1억 달러(약 1,300억원대)까지 증가할 것으로 예상하였고, 베리셀라 및 헌터라제 매출액은 수출 시기에 따라 2분기를 peak로 하반기에는 소폭 감소할 것으로 예상하였다. 3분기 영업이익은 2분기 대비 증가할 전망이다(300억원 상회 예상), 4분기는 비용 증가를 감안하여 BEP 수준으로 연간 실적 중 가장 낮을 것으로 예상하였다. 참고로 녹십자는 최근 3년간 4분기에 영업적자를 기록하였기 때문에 금번 4분기에는 적자 폭을 감소시키는 것을 목표로 하고 있다. 2분기 실적을 반영하여 연간 실적을 상향 조정하였으나, 목표주가 산정에 미치는 영향은 미미하다. 목표주가는 2026년 예상 순이익을 현가화(할인율 10%)하여 Target P/E 30배를 적용하였다.

도표 1. 녹십자 2Q25 실적 Review 및 3Q25 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	2Q25P					3Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	500	442	13.2	492	1.8	488	4.9	(2.5)	1,680	1,808	7.6	1,940	7.3
영업이익	27	26	7.1	25	7.9	43	7.4	55.2	32	76	136.6	113	48.6
지배순이익	38	15	154.3	17	129.9	28	(17.2)	(27.5)	(26)	85	후전	85	(0.1)
영업이익률	5.5	5.8	(0.3)	5.2	0.3	8.7	0.2	3.2	1.9	4.2	2.3	5.8	1.6
지배순이익률	7.6	3.4	4.2	3.4	4.2	5.6	(1.5)	(1.9)	(1.6)	4.7	6.3	4.4	(0.3)

자료: 녹십자, FnGuide, 유진투자증권

도표 2. 녹십자 연결 실적 추정치 조정

(단위: 십억원, %, %pt)	2024	NEW			OLD			Change		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	1,680	1,808	1,940	2,044	1,720	1,836	1,903	5.1	5.7	7.4
영업이익	32	76	113	150	71	107	137	6.3	5.4	9.6
지배순이익	(26)	85	85	108	49	67	83	73.9	27.9	29.3
영업이익률	1.9	4.2	5.8	7.4	4.2	5.8	7.2	0.0	(0.0)	0.1
지배순이익률	(1.6)	4.7	4.4	5.3	2.8	3.6	4.4	1.9	0.8	0.9

자료: 녹십자, 유진투자증권

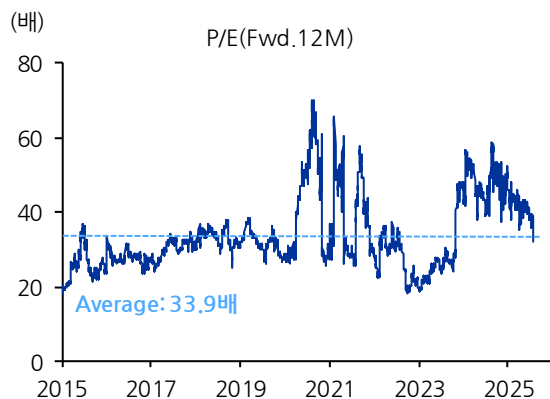
주: 2025년 예상 순이익이 큰 폭 증가한 것은 지씨자눔(KQ. 340450)의 상장에 따른 평가차익(약 400억원)이 영업외손익에 반영되었기 때문

도표 3. 녹십자 시가총액 추이 및 주요 이벤트



자료: Quantwise, 녹십자, 유진투자증권

도표 4. 녹십자 연결 P/E valuation



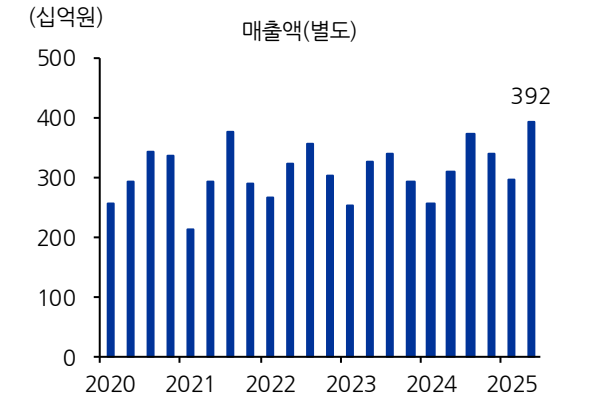
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 5. 녹십자 연결 P/B valuation



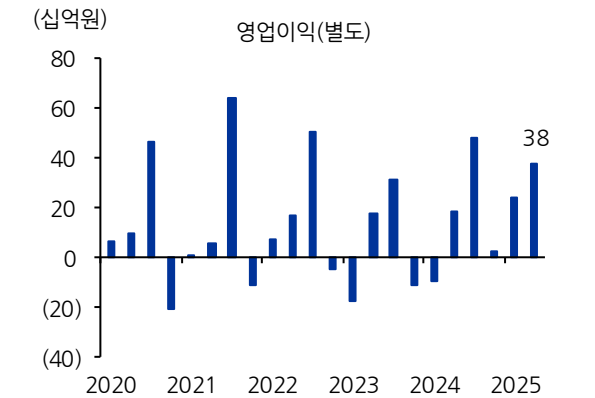
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 6. 녹십자 별도 매출액 추이



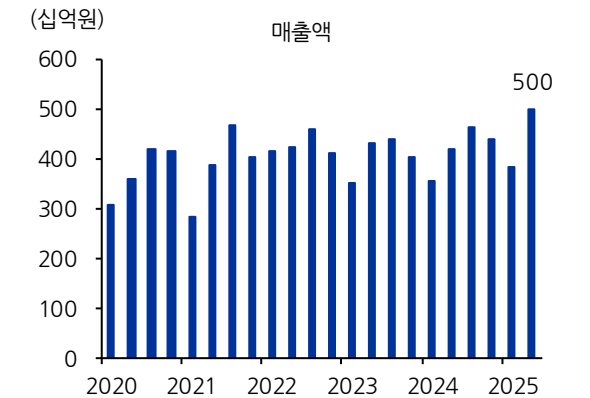
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 7. 녹십자 별도 영업이익 추이



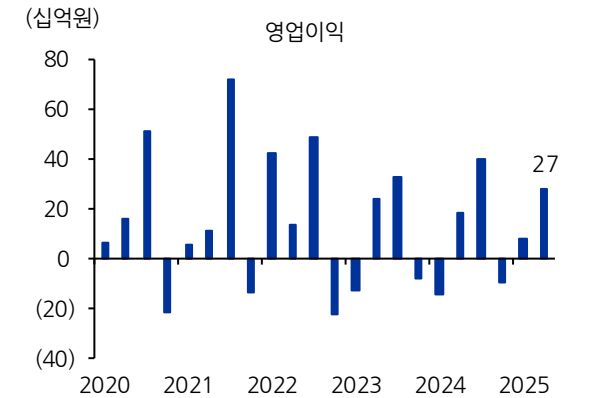
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 8. 녹십자 연결 매출액 추이



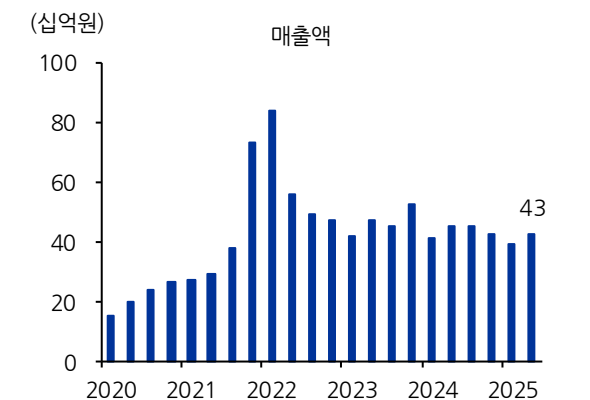
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 9. 녹십자 연결 영업이익 추이



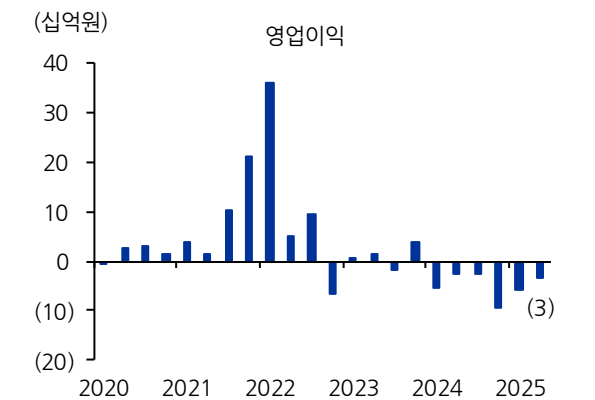
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 10. 지씨셀(144510.KQ) 분기별 매출액



자료: 지씨셀(1Q25 말 기준 녹십자 지분율 33.3%), 유진투자증권

도표 11. 지씨셀 분기별 영업이익



자료: 지씨셀, 유진투자증권

도표 12. ADMA(NASDAQ:ADMA) 시가총액 추이 및 주요 이벤트

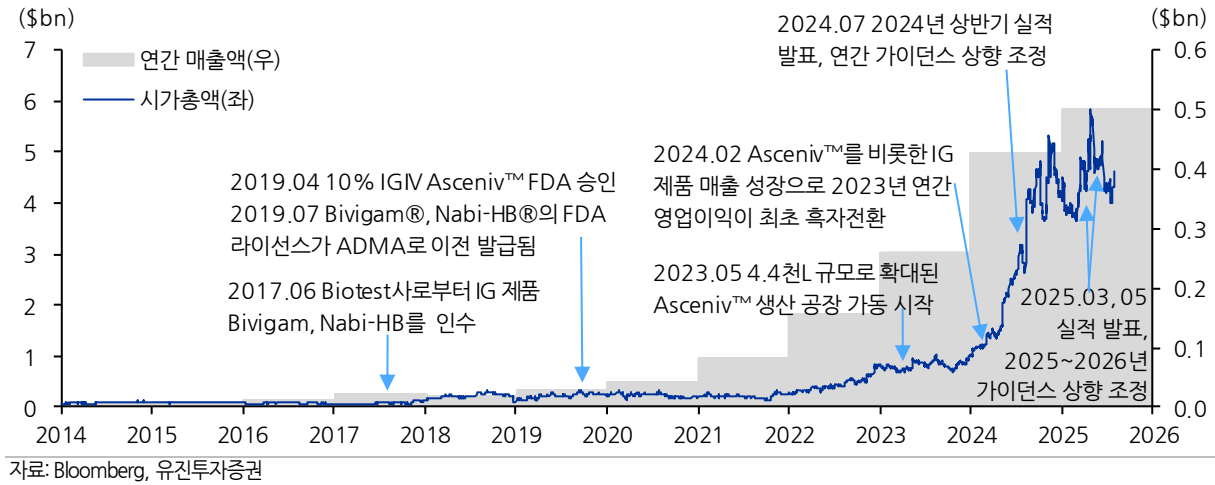
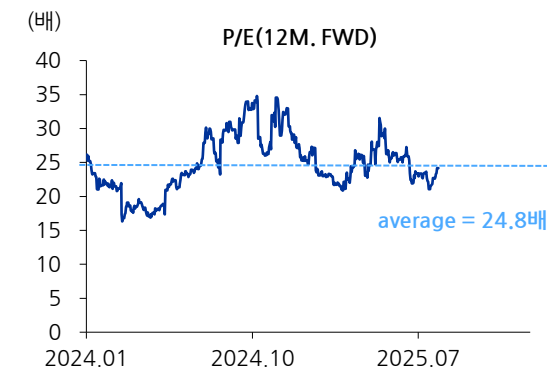
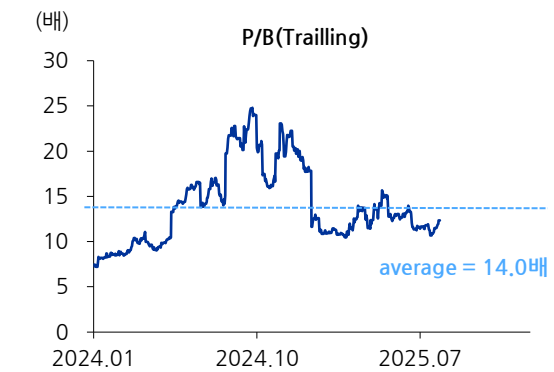


도표 13. ADMA P/E valuation



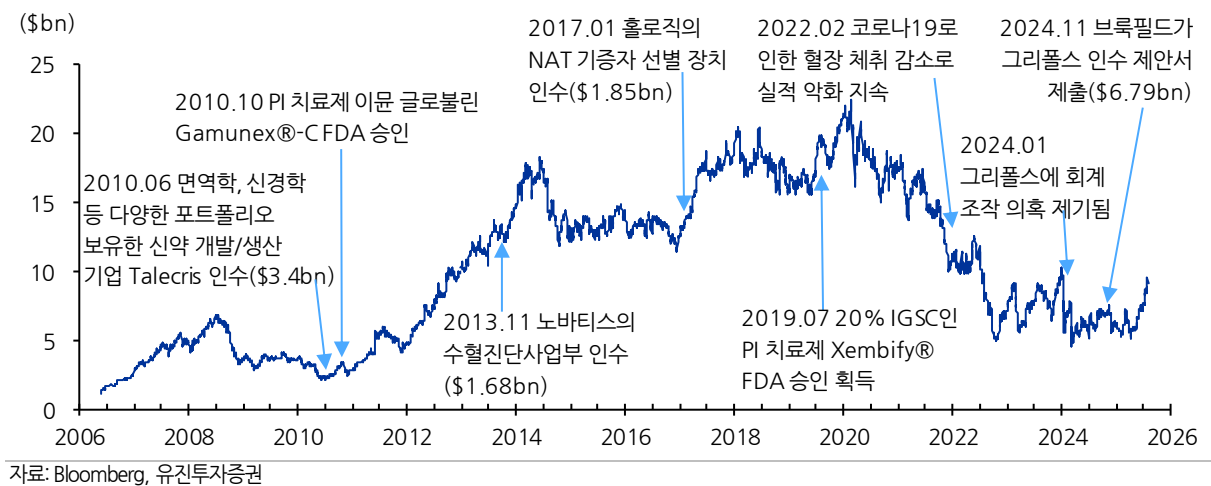
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14. ADMA P/B valuation



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15. Grifols(BME:GRF) 시가총액 추이 및 주요 이벤트



녹십자 (006280.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,643	2,744	3,020	3,115	3,173
유동자산	1,039	1,202	1,429	1,531	1,596
현금성자산	52	33	186	278	323
매출채권	451	399	406	410	417
재고자산	516	747	813	820	833
비유동자산	1,604	1,542	1,592	1,584	1,577
투자자산	438	430	361	371	381
유형자산	828	805	811	792	775
기타	338	307	420	421	421
부채총계	1,103	1,263	1,535	1,563	1,530
유동부채	869	769	1,029	1,054	1,019
매입채무	271	302	335	359	323
유동성이자부채	550	404	630	630	630
기타	48	64	64	65	66
비유동부채	235	493	506	509	512
비유동이자부채	191	436	437	437	437
기타	43	57	69	72	75
자본총계	1,540	1,481	1,485	1,553	1,643
지배지분	1,300	1,253	1,267	1,334	1,425
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	396	396	396	396
이익잉여금	873	815	883	951	1,041
기타	(25)	(17)	(71)	(71)	(71)
비지배지분	240	228	219	219	219
자본총계	1,540	1,481	1,485	1,553	1,643
총차입금	741	840	1,067	1,067	1,067
순차입금	689	807	881	789	744

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(5)	(53)	71	198	151
당기순이익	(20)	(43)	88	100	127
자산상각비	76	81	84	82	81
기타비현금성손익	77	77	(89)	22	18
운전자본증감	(100)	(144)	(35)	14	(55)
매출채권감소(증가)	(45)	55	(7)	(4)	(7)
재고자산감소(증가)	(69)	(230)	(37)	(7)	(13)
매입채무증가(감소)	102	26	23	24	(36)
기타	(88)	5	(14)	0	0
투자현금	(150)	(68)	(121)	(89)	(89)
단기투자자산감소	(8)	(18)	19	(1)	(1)
장기투자증권감소	(17)	(6)	(19)	(14)	(14)
설비투자	79	32	46	48	48
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(46)	(10)	(16)	(17)	(16)
재무현금	101	94	201	(18)	(18)
차입금증가	124	114	201	0	0
자본증가	(25)	(20)	(17)	(18)	(18)
배당금지급	25	20	17	18	18
현금 증감	(56)	(27)	150	91	44
기초현금	105	50	23	173	264
기말현금	50	23	173	264	308
Gross Cash flow	136	130	122	184	206
Gross Investment	243	194	175	75	143
Free Cash Flow	(107)	(64)	(53)	109	63

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,627	1,680	1,808	1,940	2,044
증가율(%)	(4.9)	3.3	7.6	7.3	5.3
매출원가	1,142	1,198	1,267	1,360	1,432
매출총이익	485	482	541	580	612
판매 및 일반관리비	450	450	465	468	462
기타영업손익	(10)	(0)	3	1	(1)
영업이익	34	32	76	113	150
증가율(%)	(57.6)	(6.8)	136.5	48.6	33.3
EBITDA	110	113	160	195	231
증가율(%)	(24.6)	2.5	41.8	21.8	18.5
영업외손익	(62)	(73)	8	(12)	(12)
이자수익	3	4	3	3	4
이자비용	28	40	50	51	51
지분법손익	(38)	(26)	17	(14)	(14)
기타영업외손익	2	(10)	38	50	50
세전순이익	(27)	(41)	84	101	138
증가율(%)	적전	적지	흑전	19.5	37.3
법인세비용	(7)	2	(3)	1	11
당기순이익	(20)	(43)	88	100	127
증가율(%)	적전	적지	흑전	14.4	26.8
지배주주지분	(27)	(26)	85	85	108
증가율(%)	적전	적지	흑전	(0.1)	26.8
비지배지분	7	(16)	2	15	19
EPS(원)	(2,279)	(2,249)	7,289	7,284	9,236
증가율(%)	적전	적지	흑전	(0.1)	26.8
수정EPS(원)	(2,279)	(2,249)	7,289	7,284	9,236
증가율(%)	적전	적지	흑전	(0.1)	26.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,279)	(2,249)	7,289	7,284	9,236
BPS	111,259	107,187	108,383	114,168	121,904
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	18.8	18.9	14.9
PBR	1.1	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	19.5	25.7	15.5	12.3	10.2
배당수익률	1.2	0.8	1.1	1.1	1.1
PCR	10.8	16.2	13.2	8.7	7.8
수익성(%)					
영업이익률	2.1	1.9	4.2	5.8	7.4
EBITDA이익률	6.8	6.7	8.9	10.1	11.3
순이익률	(1.2)	(2.5)	4.8	5.2	6.2
ROE	(2.0)	(2.1)	6.8	6.5	7.8
ROIC	1.3	1.1	2.6	5.0	6.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	44.7	54.5	59.3	50.8	45.3
유동비율	119.6	156.2	138.8	145.3	156.7
이자보상배율	1.2	0.8	1.5	2.2	2.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	3.8	4.0	4.5	4.8	4.9
재고자산회전율	3.4	2.7	2.3	2.4	2.5
매입채무회전율	6.2	5.9	5.7	5.6	6.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

