

녹십자 006280

Analyst 김선아 | 제약/바이오

02-3779-3397, sa.kim@sangsanginib.com

BUY 유지

목표주가 하향 193,000원

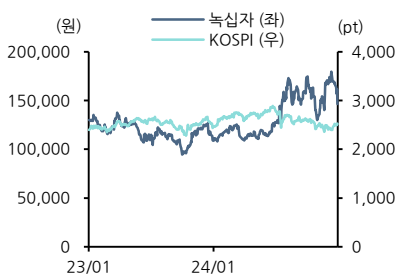
종가(25.01.17) 146,400원

상승여력 31.8%

Stock Data

KOSPI(01/17)	2,523.6pt
시가총액	17,109억원
액면가	5,000원
52주 최고가	179,500원
52주 최저가	108,100원
외국인지분율	19.8%
90일 일평균거래대금	106억원
주요주주지분율	
녹십자홀딩스 (외 13인)	51.4%
유동주식비율	46.21%

Stock Price



QR코드로 간편하게

 상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

4Q24 Preview – 다 잘하긴 힘들다

알리글로의 꾸준한 매출 상승에도 분기 영업이익 적자 전망

녹십자의 연결기준 4Q24 매출은 4,455억원(YoY+10.0%, QoQ-4.2%), 영업이익은 전 분기 대비 -39억원으로 적자전환할 것으로 전망된다. 예년보다 따뜻한 날씨로 내수와 수출에서 독감백신 매출이 현저하게 저조했고, 알리글로의 매출 상승세도 일시적으로 둔화된 것으로 보이기 때문이다. 3Q24에서 우려했던 바와 같이 연결기업인 지씨셀의 적자 수준이 약 -60억원 수준으로 더욱 확대되어 적자 폭을 키웠다. 이로써 '24년 연결 기준 연간 매출은 1조6,846억원 (YoY+3.6%), 영업이익은 384억원 (YoY+11.5%)으로 전년보다 성장했지만 당초의 가이던스(매출 1.7조원, 영업이익 600억)보다는 낮은 수준으로 마무리할 것으로 전망된다.

25년에도 알리글로 매출은 증가할 것, 비용 통제로 연결 이익도 성장 가능

대부분 제품이 출시 초기에 불규칙한 매출 동향을 보이는 경향이 있고, 미국의 Co-pay program을 보통 1년 단위로 계약하기 때문에 신규 수요 발생에 제한이 따른 영향도 있다. 이러한 이유는 일시적이므로 '25년 전체로 보아 알리글로의 매출 상승세는 계속 이어갈 것으로 전망한다. 또한 연결회사도 파이프라인 축소, 인력 감축 등을 통해 비용을 통제하여 '25년에는 영업이익 적자 폭을 감소하고자 노력 중이다. 이로써 '25년에는 연결 매출 1조8,361억원(YoY+9.0%), 영업이익 741억원(YoY+93.2%)을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

잠깐의 비틀거림, 곧 회복할 것이라 기대

당초의 기대보다 낮은 이익이 전망됨에 따라 목표주가를 조정한다. 다만, 알리글로의 성장성은 여전히 유효하고, 백신 등 일시적 매출 하락 요인이 존재했으므로 투자의견 BUY를 유지한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,711	81	65	5,601	23.1	13.7	1.1	5.0	1.4
2023	1,627	34	-27	-2,279	n/a	19.5	1.1	-2.0	1.2
2024E	1,685	38	1	98	1,492.3	21.6	1.4	0.1	1.0
2025E	1,836	74	51	4,436	33.0	16.9	1.3	4.0	1.0
2026E	1,891	113	73	6,419	22.8	13.3	1.3	5.6	1.0

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권

표 1. 녹십자 연결기준 분기 및 연간 실적 추정 (십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24(E)	1Q25(E)	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	2024(E)	2025(E)
총 매출액 (연결)	356.8	417.4	464.9	445.5	446.4	478.6	458.8	452.3	1,684.6	1,836.1
YoY(%)	2.1%	-3.6%	5.8%	10.0%	25.1%	14.7%	-1.3%	1.5%	3.6%	9.0%
QoQ(%)	-11.9%	17.0%	11.4%	-4.2%	0.2%	7.2%	-4.1%	-1.4%		
녹십자 (별도)	255.2	310.6	371.5	367.6	369.6	402.3	382.9	376.9	1,305.0	1,531.8
YoY(%)	0.6%	-5.2%	10.0%	26.4%	44.8%	29.5%	3.1%	2.5%	7.9%	17.4%
QoQ(%)	-12.2%	21.7%	19.6%	-1.1%	0.5%	8.8%	-4.8%	-1.6%		
내수	217.5	234.6	268.0	236.6	231.0	227.3	223.0	226.9	956.7	908.2
YoY(%)	5.3%	0.0%	-5.4%	1.3%	6.2%	-3.1%	-16.8%	-4.1%	-0.1%	-5.1%
QoQ(%)	-6.8%	7.9%	14.2%	-11.7%	-2.3%	-1.6%	-1.9%	1.7%		
혈액제제류	74.0	74.5	80.8	77.7	79.2	78.4	78.8	78.6	307.0	315.1
YoY(%)	-7.4%	-2.1%	4.3%	0.7%	7.1%	5.3%	-2.4%	1.3%	-1.2%	2.7%
QoQ(%)	-4.0%	0.7%	8.5%	-3.9%	2.0%	-1.0%	0.5%	-0.2%		
백신	20.0	40.8	63.9	36.9	23.5	30.6	22.5	25.5	161.6	102.1
YoY(%)	29.9%	3.3%	-15.1%	28.5%	17.7%	-25.1%	-64.8%	-30.8%	1.7%	-36.8%
QoQ(%)	-30.3%	104.0%	56.6%	-42.3%	-36.1%	29.8%	-26.5%	13.6%		
처방의약품	97.6	88.2	91.9	92.6	98.8	88.8	92.2	93.3	370.3	373.0
헬스케어 등	25.9	31.1	31.4	29.5	29.5	29.5	29.5	29.5	117.9	117.9
해외	37.9	76.1	103.5	131.1	138.6	175.0	159.9	150.0	348.6	623.6
YoY(%)	-19.5%	-18.1%	89.6%	128.7%	265.7%	130.0%	54.5%	14.5%	38.4%	78.9%
QoQ(%)	-33.9%	100.8%	36.0%	26.6%	5.8%	26.3%	-8.6%	-6.2%		
혈액제제	15.4	16.2	55.8	101.1	108.4	110.4	114.1	117.1	188.5	450.1
YoY(%)	-34.2%	-37.7%	149.1%	140.2%	604.1%	581.8%	104.5%	15.8%	65.5%	138.8%
QoQ(%)	-63.4%	5.2%	244.4%	81.2%	7.2%	1.9%	3.3%	2.6%		
백신	11.6	45.7	30.5	16.4	15.2	48.9	30.0	16.9	104.2	111.0
YoY(%)	-0.9%	-20.9%	17.3%	112.7%	30.9%	7.0%	-1.7%	3.1%	-12.1%	6.5%
QoQ(%)	50.6%	294.0%	-33.3%	-46.3%	-7.3%	221.9%	-38.7%	-43.7%		
처방의약품	9.1	13.7	16.1	12.4	13.9	13.9	13.9	13.9	51.3	55.5
헬스케어 등	1.8	0.5	1.1	1.1	1.1	1.8	2.0	2.2	4.5	7.1
연결대상매출	128.7	143.5	140.6	142.8	141.6	142.8	143.1	144.1	555.5	571.5
연결조정	27.1	36.7	47.2	64.9	64.8	66.5	67.3	68.7	175.9	267.2
매출원가	270.4	288.9	319.4	327.8	320.4	340.4	329.9	327.1	1,206.4	1,317.7
YoY(%)	8.2%	-1.1%	7.0%	8.8%	18.5%	17.8%	3.3%	-0.2%	5.6%	9.2%
QoQ(%)	-10.3%	6.8%	10.6%	2.6%	-2.3%	6.2%	-3.1%	-0.9%		
원가율(%)	75.8%	69.2%	68.7%	73.7%	74.3%	67.8%	67.3%	72.2%	71.6%	71.8%
매출총이익	86.4	128.5	145.5	117.7	126.0	138.2	128.8	125.3	478.1	518.3
YoY(%)	-13.2%	-8.7%	3.3%	13.7%	45.9%	7.6%	-11.5%	6.4%	-1.3%	8.4%
QoQ(%)	-16.5%	48.7%	13.2%	-19.1%	7.1%	9.7%	-6.8%	-2.8%		
매출총이익률(%)	24.2%	30.8%	31.3%	26.4%	28.2%	28.9%	28.1%	27.7%	28.4%	28.2%
판관비	101.4	110.9	105.9	121.6	116.2	106.9	103.4	117.8	439.8	444.3
YoY(%)	-10.3%	-5.3%	-2.0%	8.6%	14.5%	-3.6%	-2.3%	-3.1%	-2.3%	1.0%
QoQ(%)	-9.4%	9.3%	-4.5%	14.8%	-4.4%	-8.0%	-3.2%	13.8%		
판관비율(%)	28.4%	26.6%	22.8%	27.1%	25.6%	23.9%	20.5%	24.4%	26.1%	24.2%
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-3.9	9.9	31.3	25.4	7.5	38.4	74.1
YoY(%)	10.4%	-25.5%	21.1%	-53.8%	-165.7%	77.6%	-35.9%	-293.3%	11.5%	93.2%
QoQ(%)	78.8%	-217.5%	124.4%	-109.8%	-353.9%	217.9%	-19.1%	-70.4%		
영업이익률(%)	-4.2%	4.2%	8.5%	-0.9%	2.2%	6.5%	5.5%	1.7%	2.3%	4.0%

표 2. 혈액제제 매출 추정 (녹십자 별도 인식 기준, 십억원)

연 매출 추정			2024(E)	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)	2030(E)
IMG 미국(알리글로)	연간성장률	14.8%	91.8	267.0	306.4	351.6	403.4	462.9	531.2
IMG 미국 외 수출	YoY 성장률	2.0%	48.1	60.3	61.5	62.7	64.0	65.3	66.6
IMG 수출 총계			139.9	334.7	367.9	414.3	467.4	528.2	597.8
IMG 내수 매출	YoY 성장률	2.0%	38.7	46.9	47.8	48.8	49.7	50.7	51.7
IMG 총 매출			178.6	381.6	415.7	463.1	517.2	579.0	649.6
알부민 등 기타 수출	YoY 성장률	14.8%	48.6	115.4	132.4	151.9	174.3	200.1	229.6
알부민 등 기타 내수	YoY 성장률	2.0%	268.3	268.3	273.6	279.1	284.7	290.4	296.2
알부민 등 총 매출			316.9	383.6	406.0	431.0	459.0	490.5	525.8
총 혈액제제 매출			495.5	765.2	821.7	894.1	976.2	1,069.4	1,175.3

*약가는 물가상승률 영향을 크게 받지 않으나, shortage 품목은 불규칙하게 약가 인상하는 경우도 있으므로 spread 하여 연간 물가상승률을 반영하여 매출 추정함

*알부민 등은 중국에 장기 공급계약 맺어 알리글로와의 매출 증감비는 일정

*환율변동은 '25 년 예상 환율(1,395 원/달러)을 유지하는 것으로 가정

표 3. 4Q24 예상 실적 비교 (십억원)

	4Q24 예상	4Q23	3Q24	컨센서스	증감률				
					YoY	QoQ	이전추정치	추정차이 (십억원)	컨센서스차이 (십억원)
매출액(연결)	445.5	439.4	464.9	464.8	1.4%	-4.2%	465.1	-19.6	-19.3
매출액(별도)	367.6	337.8	310.6	367.5	8.8%	18.3%	405.0	-37.4	0.1
혈액제제	178.8	99.9	136.6		78.9%	30.9%	163.5	15.3	
백신	53.2	101.3	94.4		-47.4%	-43.6%	99.1	-45.9	
연결대상 매출	142.8	124.0	140.6		15.1%	1.5%	96.2	46.6	
영업이익	-3.9	32.7	39.6	7.5	-111.9%	-109.8%	-3.6	-0.3	-11.4
영업이익률(%)	적자	7.4%	8.5%						

표 4. 2024 년 예상 실적 비교 (십억원)

	2024 예상	2023	컨센서스	증감률			
				YoY	이전추정치	추정차이 (십억원)	컨센서스차이 (십억원)
매출액(연결)	1,684.6	1,626.7	1,707.1	3.6%	1,428.7	-19.6	-22.5
매출액(별도)	1,305.0	1,209.8	1,304.8	7.9%	142.0	-37.5	0.2
혈액제제	495.5	424.5		16.7%	880.6	15.3	
백신	265.7	277.4		-4.2%	189.7	-6.5	
연결대상 매출	555.5	531.7		4.5%	139.4	-7.0	
영업이익	38.4	34.4	53.7	11.5%	142.0	-0.2	-15.3
영업이익률(%)	2.3%	2.1%		7.7%	9.9%	0.0%	

표 5. 기업가치 추정 (십억원)

구분	내용	비고
EBITDA	151.7	25 년 추정 EBITDA
Target EV/EBITDA	19.6	국내제약사 Peer* EV/EBITDA (Fwd.12M 컨센서스) 평균
영업가치	2,981	
순차입금	-728.6	3Q24 분기보고서 기준
적정 기업가치	2,251.9	
주식 수	11,686,538	
적정주가(원)	193,000	(백원 단위 올림)
현재주가(원)	146,400	
상승여력	31.8%	

* 국내제약사 Peer*: 연간 매출액 1 조원 이상, 미국시장 시판 의약품 또는 제품 보유, 유사한 사업구조 (OTC, ETC, 건기식 등 기타 매출) 보유한 기업 중 시총 상위 4 개사 선정 (유한양행, 한미약품, 녹십자, 대웅제약_

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	980.4	1,039.1	1,149.6	1,339.7	1,588.0
현금 및 현금성자산	105.4	49.7	57.4	230.0	444.7
매출채권	412.4	451.3	442.5	449.3	462.8
재고자산	442.4	516.2	621.5	631.1	650.0
비유동자산	1,545.1	1,604.2	1,580.8	1,617.5	1,655.9
관계기업투자등	216.3	206.6	225.9	235.1	244.7
유형자산	822.4	828.0	818.6	839.5	861.3
무형자산	311.6	337.9	328.9	327.1	325.3
자산총계	2,525.5	2,643.3	2,730.4	2,957.2	3,243.9
유동부채	540.7	868.9	768.0	768.4	806.7
매입채무	255.0	271.2	243.8	247.6	255.0
단기금융부채	220.5	549.7	455.0	448.9	476.9
비유동부채	418.2	234.5	478.7	671.6	863.8
장기금융부채	376.5	191.4	440.1	631.5	822.2
부채총계	958.9	1,103.5	1,246.7	1,440.0	1,670.5
지배주주지분	1,328.1	1,300.2	1,249.4	1,282.9	1,339.1
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	393.5	393.6	394.5	394.5	394.5
이익잉여금	903.5	873.0	857.0	890.5	946.6
비지배주주지분	238.5	239.6	234.3	234.3	234.3
자본총계	1,566.6	1,539.9	1,483.7	1,517.2	1,573.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	119.2	-5.5	-66.6	62.4	74.5
당기순이익(손실)	69.4	-19.8	-3.8	54.5	78.9
현금수익비용가감	112.3	155.7	90.4	18.6	18.6
유형자산감가상각비	57.5	66.4	66.6	68.4	70.1
무형자산상각비	7.6	9.5	12.9	9.2	9.2
기타현금수익비용	47.2	79.8	-22.3	-172.1	-173.8
운전자본 증감	-8.9	-100.3	-123.0	-10.8	-23.0
매출채권의 감소(증가)	7.2	-45.2	8.4	-6.8	-13.5
재고자산의 감소(증가)	1.7	-69.2	-114.3	-9.6	-18.9
매입채무의 증가(감소)	-1.5	101.8	-28.5	3.8	7.4
기타영업현금흐름	-16.3	-87.7	11.5	1.9	1.9
투자활동 현금흐름	-205.3	-150.2	-60.9	-57.9	-61.3
유형자산 처분(취득)	-56.5	-77.8	-47.5	-89.3	-91.9
무형자산 감소(증가)	-36.7	-45.9	-9.4	-7.4	-7.4
투자자산 감소(증가)	-31.3	-25.1	-1.8	47.2	46.8
기타투자활동	-80.8	-1.4	-2.2	-8.4	-8.8
재무활동 현금흐름	-2.5	100.5	134.7	168.2	201.5
차입금의 증가(감소)	-20.6	124.0	154.5	185.3	218.6
자본의 증가(감소)	-24.0	-24.8	-17.1	-17.1	-17.1
배당금 지급	24.0	24.8	17.1	17.1	17.1
기타재무활동	42.1	1.3	-2.6	0.0	0.0
현금의 증감	-80.7	-55.7	7.7	172.6	214.7
기초현금	186.1	105.4	49.7	57.4	230.0
기말현금	105.4	49.7	57.4	230.0	444.7

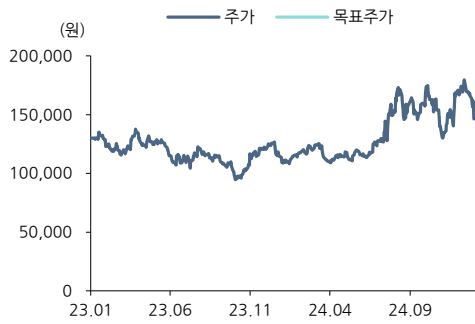
(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,711.3	1,626.6	1,684.5	1,836.1	1,891.2
매출원가	1,129.5	1,142.0	1,206.4	1,317.7	1,286.0
매출총이익	581.8	484.6	478.1	518.3	605.2
판매비와 관리비	500.5	450.2	439.8	444.3	492.4
영업이익	81.3	34.4	38.3	74.1	112.8
EBITDA	146.4	110.3	117.8	151.7	192.1
금융손익	-12.0	-24.1	-35.4	-48.6	-53.9
관계기업등 투자손익	22.4	-38.4	4.8	56.6	56.6
기타영업외손익	-5.9	0.9	-4.4	-7.4	-7.4
세전계속사업이익	85.7	-27.1	3.3	74.7	108.1
계속사업법인세비용	16.3	-7.3	7.1	20.2	29.2
당기순이익	69.4	-19.8	-3.8	54.5	78.9
지배주주순이익	65.5	-26.6	1.1	50.6	73.3
매출총이익률 (%)	34.0	29.8	28.4	28.2	32.0
영업이익률 (%)	4.7	2.1	2.3	4.0	6.0
EBITDA 마진률 (%)	8.6	6.8	7.0	8.3	10.2
세전이익률 (%)	5.0	-1.7	0.2	4.1	5.7
지배주주순이익률 (%)	3.8	-1.6	0.1	2.8	3.9
ROA (%)	2.6	-1.0	0.0	1.8	2.4
ROE (%)	5.0	-2.0	0.1	4.0	5.6
ROIC (%)	3.6	1.3	-2.1	2.6	3.8

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	23.1	n/a	1,492.3	33.0	22.8
P/B	1.1	1.1	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	13.7	19.5	21.6	16.9	13.3
P/S	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
배당수익률 (%)	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	11.3	-4.9	3.6	9.0	3.0
영업이익 증가율	10.3	-57.6	11.3	93.3	52.3
세전이익 증가율	-50.3	적전	흑전	2,146.2	44.7
지배주주순이익 증가율	-46.9	적전	흑전	4,421.7	44.7
EPS 증가율	-46.9	적전	흑전	4,421.7	44.7
안정성 (%)					
부채비율	61.2	71.7	84.0	94.9	106.2
유동비율	181.3	119.6	149.7	174.3	196.8
순차입금/자기자본	31.1	44.7	56.1	55.7	54.0
영업이익/금융비용	4.4	1.2	1.0	1.4	2.0
총차입금 (십억원)	597.1	741.1	895.2	1,080.4	1,299.0
순차입금 (십억원)	487.9	689.0	832.8	845.3	849.0
주당지표 (원)					
EPS	5,601	-2,279	98	4,436	6,419
BPS	113,645	111,259	106,912	109,779	114,583
SPS	146,435	139,190	144,140	157,110	161,824
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500

녹십자 목표주가 추이 및 투자이견 변동내역

일시	투자이견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%) 평균주가대비 최고(최저)주가대비
2024-11-06	담당자변경			



2024-11-06	BUY	204,000	1년
2025-01-20	BUY	193,000	1년

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김선아)
- 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 당사에 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 현재당사에서 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.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		