

녹십자 (006280)

턴어라운드 기대가 현실로

4Q25 Review

동사의 연결 기준 2025년 4분기 매출은 4,978억원(YoY +13%), 영업이익은 46억원(흑자 전환, OPM 1%)을 달성했다. 8년만에 4분기 흑자를 달성했으며 이전 프리뷰를 통해 언급하였듯 알리글로의 매출이 700억원 이상의 호실적을 달성했음에 기인한다. 주목할 점은 알리글로의 매출 추세가 단계적으로 상승하고 있다는 것이다. 올해 알리글로의 가이던스는 1.5억달러로 약 2천억원의 매출이 단일 제품에서 발생하게 되며, 통상적으로 4분기에 가장 높은 매출을 기록한다. 이는 약가 인상 이전 재고를 확보하는 움직임 및 혈장분획제제 시장 자체의 성장 추세가 견조히 유지되고 있음에 따름이다. 즉 2, 3분기에 정점을 지난 뒤 4분기 적자 기초를 유지하던 기존의 트렌드에서 완전히 벗어날 수 있는 가능성을 이번 실적을 통해 간접적으로 제시했다는 점을 주목하며 미국 시장에 제품을 성공적으로 런칭하는 것 자체가 회사의 이익 개선에 큰 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

녹십자만 할 수 있는 R&D 모멘텀 기대

올해는 동사의 강점을 살린 R&D 파이프라인에서의 모멘텀이 발생할 것으로 기대한다. 우선 희귀약품 분야에서는 산필리포중후군 치료제 후보물질인 GC1103A가 현재 미국과 한국에서 임상 1상을 진행 중이다. 올해 결과 발표가 가능할 것으로 기대되며, 희귀질환이라는 특성 상 후속 임상을 빠르게 진입할 것으로 예상된다. 현재 미국의 드날리(Denali)의 DNL126만이 같은 질환을 타겟으로 임상을 진행 중이며, 1/2상 단계인 것으로 확인된다. 글로벌과 비교했을 때 개발 단계가 크게 차이나지 않는다는 점과 플레이어 수가 제한적이라는 점은 향후 시장 점유에 있어서도 유의미한 수치를 확보할 수 있는 기대감을 부여한다.

헌터라제는 품목허가 획득에 따른 출시국가 확대가 기대된다. 작년 8월 새롭게 개발한 ICV제형(뇌실 직접 투여) 방식의 헌터라제에 대한 국내 품목허가를 신청한 상태이며, 12월에는 러시아에서 ICV제형에 대한 첫 투여가 발생했다. 기존 제형에 신규 제형의 판매 국가가 확대함에 따른 견조한 성장을 기대해볼 수 있다.

중장기적으로는 알리글로와 배리셀라의 임상 결과 발표를 기대한다. 알리글로는 현재 미국에서 소아 임상 3상을 진행 중이며 보수적으로 내년중 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 임상 성공 및 승인 시 처방대상 범위가 확장됨에 따른 매출 확대를 기대해볼 수 있다. 배리셀라는 태국과 베트남에서 임상 3상을 진행 중이며 해당 결과 역시 2027년 중 확인 가능할 것으로 전망한다.

목표주가를 기존 20만원에서 23만원으로 상향

목표주가를 기존 대비 15% 상향한다. SOTP 방식을 통해 산출했으며 이전 추정 대비 알리글로의 성장을 기반으로 한 외형 개선이 증명된 상황으로 판단하여 녹십자의 영업가치를 상향했다. 이전 영업가치는 1.15조원이었으며 새롭게 산출한 영업가치는 1.36조원으로 이전 대비 19% 상승한 수치다.

알리글로를 제외하면 큰 변화가 없다고 느껴질 수 있다. 다만 성공적으로 런칭한 미국 제품 하나가 주는 파괴력을 확인했다. 2026년 4분기 영업이익은 198억원으로 전망하며 전년 동기 대비 330%에 가까운 성장을 보여줄 것으로 기대한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

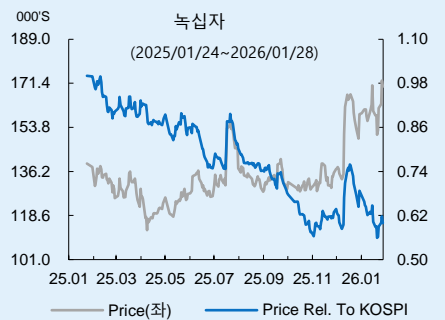
목표주가(12M)	230,000원(상향)
증가(2026.01.28)	170,100원
상승여력	35.2%

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,169만주
시가총액	1,988십억원
외국인지분율	22.7%
52주 주가	112,800~172,500원
60일평균거래량	74,529주
60일평균거래대금	11.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.0	27.6	16.9	22.1
상대수익률	-14.3	-1.3	-44.2	-81.7

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,680	1,991	2,210	2,585
영업이익(십억원)	32	69	96	111
순이익(십억원)	-26	-6	61	76
EPS(원)	-2,249	-516	5,207	6,472
BPS(원)	107,187	104,532	107,601	111,934
PER(배)			32.7	26.3
PBR(배)	1.7	1.6	1.6	1.5
ROE(%)	-2.1	-0.5	4.9	5.9
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	24.6	17.6	14.8	13.7

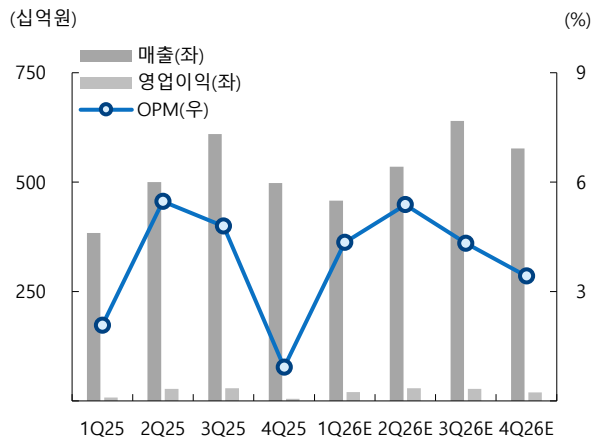
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원
jaewon.jeong@imfnsec.com

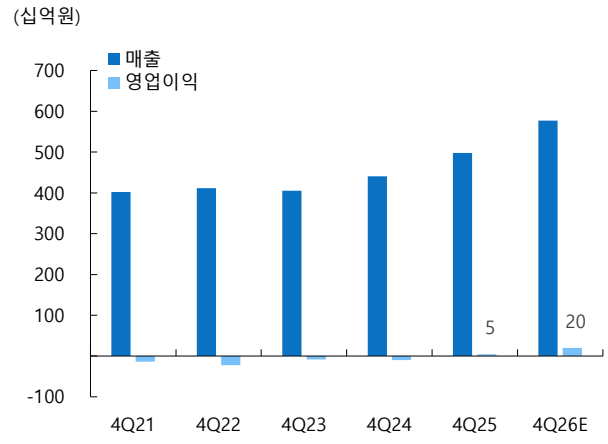
2122-9208

그림1. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망



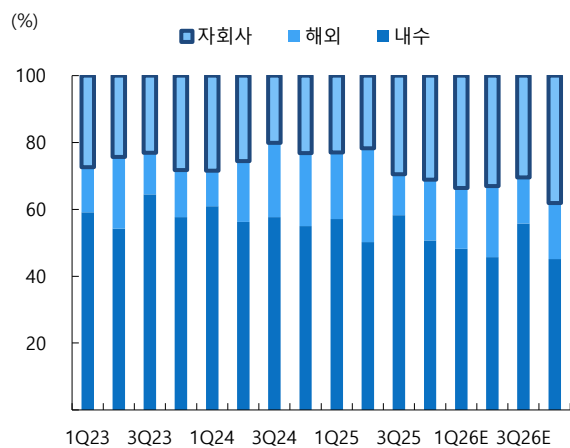
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 4분기 기준 녹십자 연도별 실적 추이 및 전망



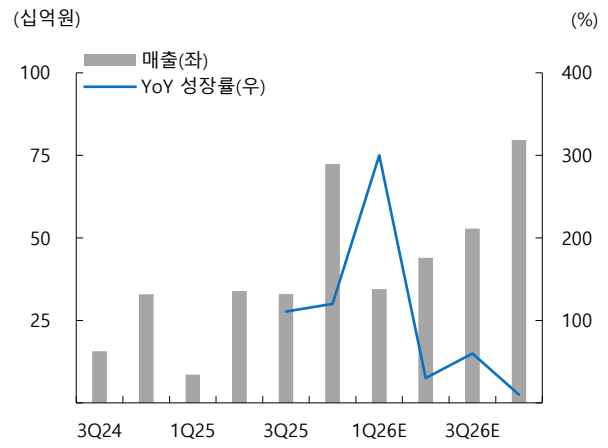
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 녹십자 분기별 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



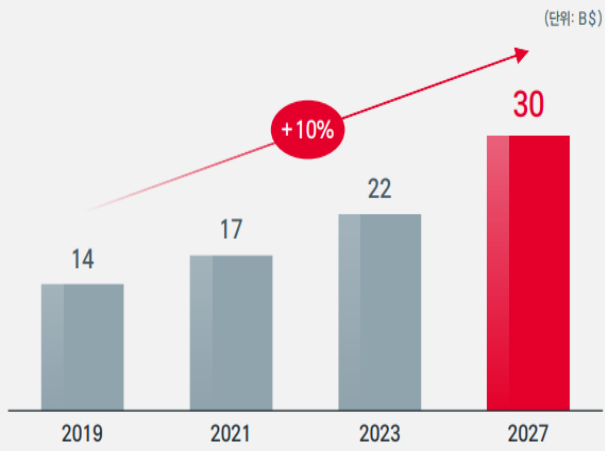
자료: iM증권 리서치본부 / 주: 자회사 매출에 알리글로 포함

그림4. 분기별 알리글로 매출 추이 및 전망



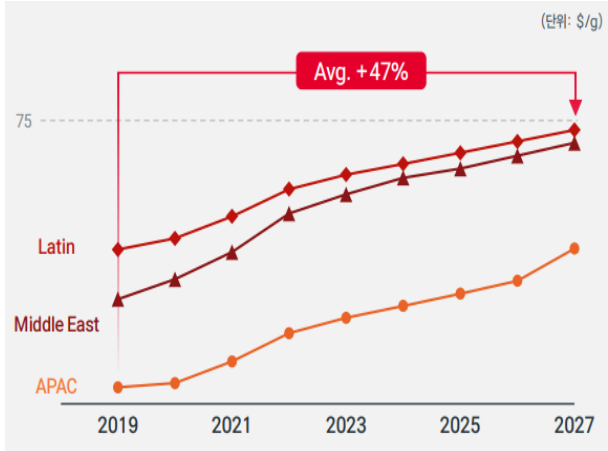
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 면역글로볼린 시장 글로벌 규모 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 면역글로볼린 약가 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표1. 녹십자 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,363.8	
A. 12MF EBITDA	72.7	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	18.8	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	1,700.7	
C. 알리글로	1,700.7	
3. 계열사 지분가치 (D+E+F+G+H)	384.1	
D. 녹십자엠에스	24.5	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
E. 녹십자웰빙	25.2	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
F. 지씨셀	80.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. GCBiopharma USA	105.3	장부가액 기준
H. ABO Holdings	148.5	장부가액 기준
4. 순차입금	831.3	2026년말 가정
5. 녹십자 총 기업가치 (1+2+3-4)	2,617.4	
6. 보통주주식수	11,413	
7. 적정주가 산출 (5÷6)	230,000	
8. 현재 주가	170,100	2026년 1월 28일 종가
9. 상승 여력	35.2	

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표1. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	383.8	500.3	609.5	497.8	457.9	535.0	640.1	577.2	1,991.3	2,210.1	2,585.3
YoY	7.6	19.9	31.1	12.9	19.3	6.9	5.0	15.9	18.5	11.0	17.0
내수	219.2	251.3	355.3	252.2	230.3	251.8	361.8	264.5	1,078.0	1,108.4	1,149.0
혈액제제	83.8	80.0	89.8	82.9	85.4	85.9	99.8	85.6	336.5	356.7	392.4
백신	30.6	56.3	74.7	42.1	32.1	54.9	73.6	43.1	203.7	203.7	224.1
처방의약품	78.8	86.8	159.2	101.2	86.7	85.4	156.6	111.2	426.0	439.8	422.2
CHC+기타	26.0	28.2	31.6	26.1	26.1	25.6	31.8	24.7	111.9	108.1	110.3
해외	76.4	140.4	74.4	91.0	86.5	117.1	89.1	98.0	382.2	390.7	410.5
혈액제제	43.3	72.0	43.8	64.6	47.6	50.4	52.6	69.1	223.7	219.7	224.1
백신	18.8	46.6	17.2	14.3	18.7	46.5	18.6	14.7	96.9	98.6	100.6
처방의약품	13.1	19.2	11.0	10.5	18.9	18.8	16.5	12.6	53.8	66.8	80.2
CHC+기타	1.2	2.6	2.4	1.6	1.2	1.4	1.4	1.6	7.8	5.6	5.7
자회사	100.8	112.3	113.7	111.8	107.3	119.4	120.6	118.4	531.1	763.4	1,072.9
기타 및 연결조정	(34.4)	(46.7)	(6.9)	(50.5)	(19.6)	(16.0)	(8.3)	(8.6)	(138.6)	(52.4)	(47.2)
매출총이익	112.7	155.2	145.9	140.3	137.4	163.2	158.3	164.4	554.1	623.3	734.6
YoY	30.5	20.8	0.3	15.4	21.9	5.2	8.5	17.2	15.0	12.5	17.9
GPM	29.4	31.0	23.9	28.2	30.0	30.5	24.7	28.5	27.8	28.2	28.4
영업이익	8.0	27.4	29.2	4.6	19.9	28.8	27.7	19.8	69.1	96.1	111.4
YoY	흑전	55.1	(26.2)	흑전	149.9	5.2	(5.3)	329.6	115.4	39.0	16.0
OPM	2.1	5.5	4.8	0.9	4.3	5.4	4.3	3.4	3.5	4.3	4.3
당기순이익	22.3	32.7	18.1	(99.2)	10.8	24.0	20.8	12.3	(26.1)	68.0	84.4
YoY	흑전	흑전	(49.3)	적지	(51.3)	(26.5)	(14.6)	흑전	적지	흑전	24.2

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,202	1,273	1,426	1,606	매출액	1,680	1,991	2,210	2,585
현금 및 현금성자산	23	83	196	256	증가율(%)	3.3	18.5	11.0	17.0
단기금융자산	10	13	17	22	매출원가	1,198	1,437	1,587	1,851
매출채권	421	480	485	514	매출총이익	482	554	623	735
재고자산	747	680	687	730	판매비와관리비	450	485	527	623
비유동자산	1,542	1,468	1,402	1,341	연구개발비	166	153	159	192
유형자산	805	739	679	625	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	307	294	281	269	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,744	2,742	2,828	2,948	영업이익	32	69	96	111
유동부채	769	818	861	922	증가율(%)	-6.8	115.4	39.0	16.0
매입채무	157	186	206	241	영업이익률(%)	1.9	3.5	4.3	4.3
단기차입금	367	367	367	367	이자수익	3	10	22	28
유동성장기부채	11	11	11	11	이자비용	40	40	40	40
비유동부채	493	493	493	493	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	239	239	239	239	기타영업외손익	-22	-83	15	28
장기차입금	101	101	101	101	세전계속사업이익	-41	-31	83	102
부채총계	1,263	1,312	1,355	1,415	법인세비용	2	-5	15	17
자배주주지분	1,253	1,222	1,257	1,308	세전계속이익률(%)	-2.4	-1.6	3.8	3.9
자본금	58	58	58	58	당기순이익	-43	-26	68	84
자본잉여금	396	396	396	396	순이익률(%)	-2.5	-1.3	3.1	3.3
이익잉여금	815	792	836	894	자배주주귀속 순이익	-26	-6	61	76
기타자본항목	-17	-25	-33	-41	기타포괄이익	-8	-8	-8	-8
비자배주주지분	228	208	215	224	총포괄이익	-51	-34	60	77
자본총계	1,481	1,430	1,473	1,532	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-53	116	170	118	주당지표 (원)				
당기순이익	-43	-26	68	84	EPS	-2,249	-516	5,207	6,472
유형자산감가상각비	66	66	60	55	BPS	107,187	104,532	107,601	111,934
무형자산상각비	15	14	13	12	CFPS	4,685	6,278	11,416	12,147
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,500	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-68	-17	-18	-19	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-31	-	-	-	PER			32.7	26.3
무형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-	PBR	1.7	1.6	1.6	1.5
금융상품의 증감	-16	-6	-6	-6	PCR	38.3	27.1	14.9	14.0
재무활동 현금흐름	94	-25	-25	-25	EV/EBITDA	24.6	17.6	14.8	13.7
단기금융부채의증감	-158	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	279	-	-	-	ROE	-2.1	-0.5	4.9	5.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	6.7	7.5	7.6	6.9
배당금지급	-20	-17	-17	-17	부채비율	85.3	91.7	92.0	92.4
현금및현금성자산의증감	-27	60	113	60	순부채비율	46.2	43.5	34.3	28.7
기초현금및현금성자산	50	23	83	196	매출채권회전율(x)	3.7	4.4	4.6	5.2
기말현금및현금성자산	23	83	196	256	재고자산회전율(x)	2.7	2.8	3.2	3.6

자료 : 녹십자, iM증권 리서치본부

녹십자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-26	Buy	200,000	-22.6%	-13.8%
2026-01-29	Buy	230,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-