

녹십자 (006280)

빠대는 그대로, 덩치는 커지는

알리글로의 성장 추이가 1분기에도 보일 것으로 전망

동사의 연결 기준 1분기 매출은 4,355억원(YoY +14%), 영업이익은 118억원(YoY +48%, OPM 3%)으로 전망한다. 매출은 시장의 기대치에 부합하나 영업이익은 하회하는 실적이다. 주력 사업부인 혈액제제 및 백신의 매출이 2, 3분기에 집중되기에 통상적으로 동사의 실적은 1분기가 가장 낮은 경향성을 보인다. 이 추세는 변동이 없지만 알리글로의 성장은 분기가 거듭될수록 증명될 것이 예상된다.

당사가 추정하는 알리글로의 당분기 미국 매출은 370억원으로 작년 1분기 알리글로의 미국 매출 86억원 대비 300%가 넘는 성장을 기록할 것으로 판단한다. 이는 미국 내 면역글로불린 시장의 공급 부족이 지속되는 상황 속에서 판매채널 확장, 약가 상승, 현지 학술대회 참석을 통한 브랜드 인지도 제고 등 다양한 요인이 맞물린 결과다. 또한 최근 발표한 의약품 관세 조치 내역에서 혈장제제(Plasma-derived product)는 특수 의약품 카테고리에 포함되었으며, 특수 의약품 범위에 속하는 품목에 대해서는 무관세를 적용하기로 발표했다는 점 역시 긍정적이다.

관계사 지분 매각을 통한 현금 유입 및 사업 시너지 극대화 전망

지난 3월 31일 동사는 보유하고 있던 녹십자웰빙 지분 전량(22.1%)을 지주사인 GC홀딩스에 505억원에 매각한다고 발표했다. 해당 결정을 통해 동사는 두 가지 효과를 얻을 수 있을 것으로 기대한다.

- 1) 즉각적인 현금 유입을 통한 미국 시장 집중: 알리글로의 성공적인 안착을 위한 마케팅 비용, 공장 증설, 미국 내 추가 혈장 센터 인수 등 대규모 투자가 필요할 것으로 판단. 외부 차입 방식으로 이자 부담을 늘리기보다는 내부지분 정리를 통한 재원을 마련한 것으로 해석
- 2) 사업 시너지 극대화: 녹십자웰빙의 주력 사업은 B2C, 웰니스 성격이 강한 영양 주사, 건기식 등으로 녹십자의 필수약품, 글로벌 신약 등 본업과의 시너지가 크지 않았다는 판단. 녹십자홀딩스가 추진하는 글로벌 에스테틱 사업과의 시너지를 극대화할 수 있을 것. 관계사로 유지되는 지씨셀, 녹십자엠에스 및 지씨지놈은 각각 세포/유전자치료제, 정밀의료 및 진단 인프라 사업을 주력으로 하고 있기에 동사가 영위하는 사업과의 연계가 충분히 가능한 영역

목표주가 소폭 하향. 희귀의약품 영역에서의 임상적 성과 기대

목표주가를 기존 23만원에서 22만원으로 하향한다. 2분기 이후부터 녹십자웰빙이 동사의 실적에서 제외되는 것을 반영해 영업가치를 기존 1.4조원에서 1.1조원으로 변경함에 따른이다. 파이프라인 가치는 알리글로만 포함했으며, 계열사 지분가치는 지씨지놈을 추가로 포함해 산출했다. 상기 항목을 모두 포함해 제시하는 동사의 총 기업가치는 2조 5,365억원이다.

올해초 진행한 Investor day를 통해 알리글로 외에도 다양한 R&D 마일스톤이 있음을 발표했다. 백신과 희귀의약품 영역에 집중하고 있는 것으로 파악되며 올해 내로 결과를 확인할 수 있는 파이프라인은 산필리포중후군 치료제로 개발 중인 GC1103A다. 현재 미국과 한국에서 임상 1상을 진행 중이다. 글로벌 경쟁제품 중 선두는 드날리의 DNL126으로 1/2상 단계를 진행 중이기에 개발 단계에서의 큰 차이가 없어 데이터 우위를 증명하는 것이 중요할 것으로 판단한다.

Company Brief

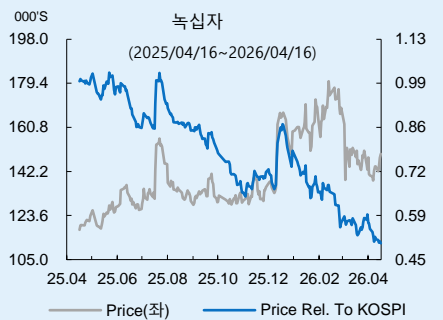
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	220,000원(하향)
증가(2026.04.16)	149,600원
상승여력	47.1%

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,169만주
시가총액	1,748십억원
외국인지분율	23.5%
52주 주가	117,500~180,300원
60일평균거래량	57,710주
60일평균거래대금	9.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	-6.7	15.6	27.3
상대수익률	-12.1	-35.3	-50.5	-127.1

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,991	2,062	2,152	2,320
영업이익(십억원)	69	77	87	101
순이익(십억원)	-5	36	42	52
EPS(원)	-400	3,122	3,626	4,447
BPS(원)	104,178	104,709	105,743	107,598
PER(배)		47.9	41.3	33.6
PBR(배)	1.5	1.4	1.4	1.4
ROE(%)	-0.4	3.0	3.4	4.2
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	17.0	13.7	11.2	7.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

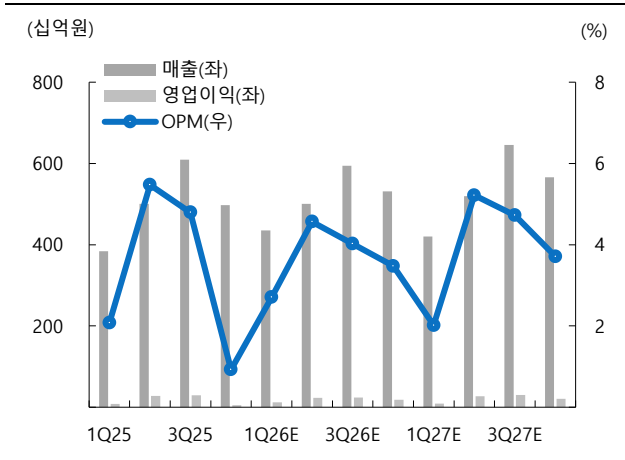
[제약/바이오]

정재원

2122-9208

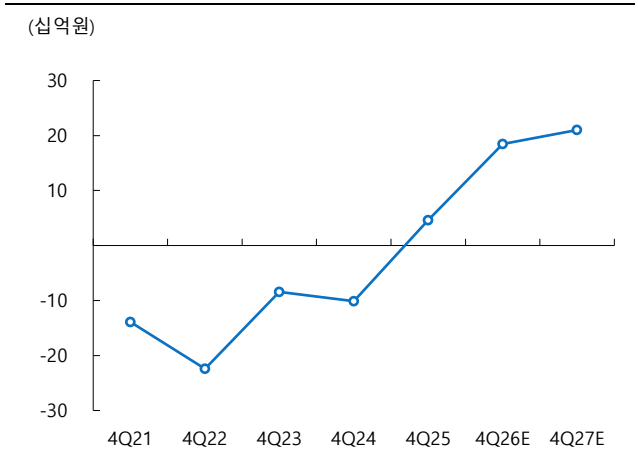
jaewon.jeong@imfnsec.com

그림1. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망



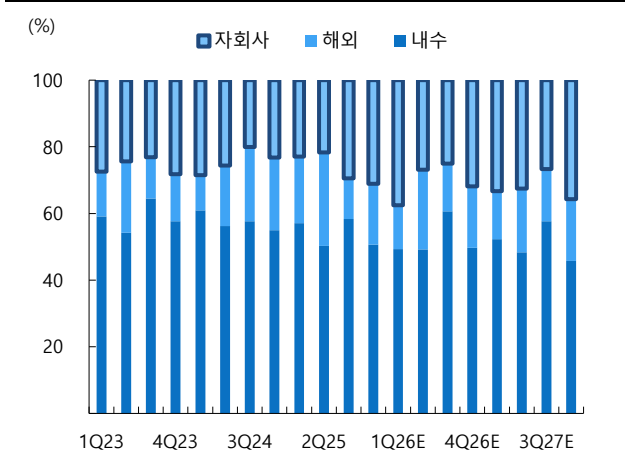
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 4분기 기준 녹십자 연도별 영업이익 추이 및 전망. 알리글로는 2024년 3분기 미국 출시. 출시 1년차부터 4분기 흑자 전환 시작



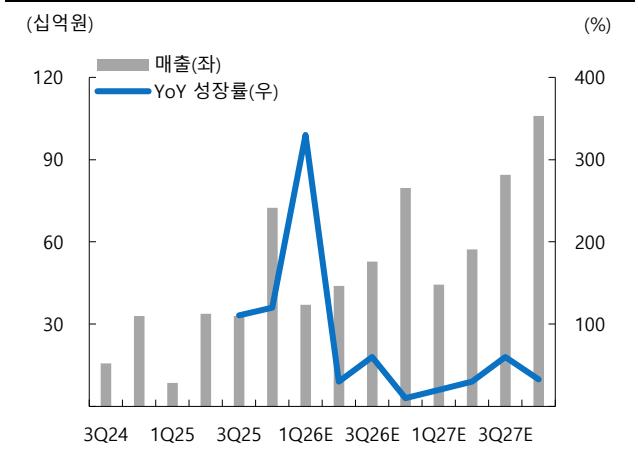
자료: iM증권 리서치본부

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

표1. 알리글로 가치 산출

(십억달러, %, 십억원)	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E
미국 MG 시장 규모	15	16	17	19	20	22	23	25	27	29
알리글로 점유율	Peak 4%	1.0	1.8	2.8	3.3	4.0	3.6	3.2	2.9	2.6
US 생산비중	40	50	55	60	65	70	75	80	80	80
최종 매출	211	424	699	896	1,160	1,123	1,087	1,053	1,019	987
법인세 적용	20%									
총 현금흐름	168.7	339.4	559.1	716.4	928.0	898.4	869.8	842.1	815.2	789.3
현가이자계수(PVIF)	0.92	0.87	0.83	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60	0.57
PV of FCFF	156	296	463	562	690	633	580	532	488	448
Sum of FCFF	8.70%	3,016.6								
Terminal Value	-3%	3,714.8								
PV of Terminal Value		1,753.3								
알리글로 최종 가치		1,753.3								

자료: iM증권 리서치본부

표2. 녹십자 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,063.9	
A. 12MF EBITDA	58.6	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	18.2	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	1,753.3	
C. 알리글로	1,753.3	
3. 계열사 자본가치 (D~I)	411.8	
D. 녹십자엠에스	22.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
E. 녹십자웰빙	29.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
F. 지씨셀	90.4	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. 지씨지놈	25.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
H. GC Biopharma USA	105.3	장부가액 기준
I. ABO Holdings	138.0	장부가액 기준
4. 순차입금	692.5	2026년말 가정
5. 녹십자 총 기업가치 (1+2+3-4)	2,536.5	
6. 보통주주식수	11,413	
7. 적정주가 산출 (5÷6)	220,000	
8. 현재 주가	149,600	2026년 4월 16일 증가
9. 상승 여력	47.1	

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표3. 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	435.5	500.7	594.4	531.4	1,991.3	2,062.0	2,151.7
YoY	7.6	19.9	31.1	12.9	13.5	0.1	(2.5)	6.8	18.5	3.6	4.3
내수	219.2	251.3	355.3	252.2	214.6	251.8	361.8	264.5	1,078.0	1,092.7	1,109.0
혈액제제	83.8	80.0	89.8	82.9	85.4	85.9	99.8	85.6	336.5	356.7	373.0
백신	30.6	56.3	74.7	42.1	32.1	54.9	73.6	43.1	203.7	203.7	204.0
처방의약품	78.8	86.8	159.2	101.2	70.9	85.4	156.6	111.2	426.0	424.1	427.2
CHC+기타	26.0	28.2	31.6	26.1	26.1	25.6	31.8	24.7	111.9	108.1	104.8
해외	76.4	140.4	74.4	91.0	57.3	122.5	85.3	98.0	382.2	363.1	368.2
혈액제제	43.3	72.0	43.8	64.6	26.0	50.4	52.6	69.1	223.7	198.1	200.9
백신	18.8	46.6	17.2	14.3	18.7	46.5	18.6	14.7	96.9	98.6	99.7
처방의약품	13.1	19.2	11.0	10.5	11.3	24.2	12.7	12.6	53.8	60.8	62.0
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	74.8	72.6	64.8	531.1	619.7	687.5
기타 및 연결조정	(34.4)	(46.7)	(6.9)	(50.5)	0.3	(11.0)	(2.0)	(0.8)	(138.6)	(13.5)	(13.1)
매출총이익	112.7	155.2	145.9	140.3	126.4	151.8	145.6	149.8	554.1	573.5	605.4
YoY	30.5	20.8	0.3	15.4	12.1	(2.2)	(0.2)	6.8	15.0	3.5	5.6
GPM	29.4	31.0	23.9	28.2	29.0	30.3	24.5	28.2	27.8	27.8	28.1
영업이익	8.0	27.4	29.2	4.6	11.8	22.9	23.9	18.5	69.1	77.0	87.1
YoY	흑전	55.1	(26.2)	흑전	48.1	(16.5)	(18.2)	301.5	115.4	11.4	13.1
OPM	2.1	5.5	4.8	0.9	2.7	4.6	4.0	3.5	3.5	3.7	4.0

자료: iM증권 리서치본부

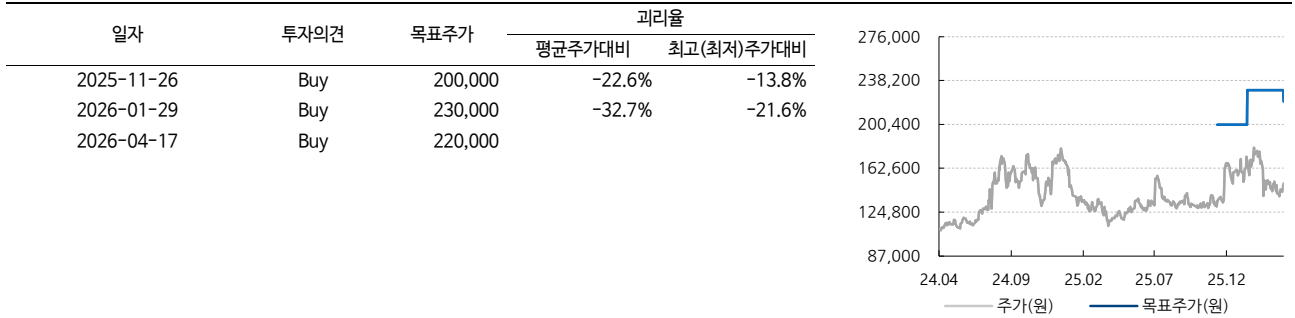
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,370	1,651	2,105	2,883	매출액	1,991	2,062	2,152	2,320
현금 및 현금성자산	49	289	688	1,359	증가율(%)	18.5	3.6	4.3	7.8
단기금융자산	2	0	0	0	매출원가	1,437	1,488	1,546	1,661
매출채권	428	443	461	496	매출총이익	554	574	605	659
재고자산	892	923	963	1,039	판매비와관리비	485	496	518	559
비유동자산	1,601	1,551	1,511	1,478	연구개발비	153	143	158	165
유형자산	845	776	713	657	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	337	313	292	273	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,971	3,203	3,616	4,362	영업이익	69	77	87	101
유동부채	1,146	1,365	1,760	2,476	증가율(%)	115.4	11.4	13.1	15.5
매입채무	177	184	192	207	영업이익률(%)	3.5	3.7	4.0	4.3
단기차입금	352	352	352	352	이자수익	3	16	38	75
유동성장기부채	257	257	257	257	이자비용	50	50	50	50
비유동부채	431	431	431	431	자본법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-66	19	19	21
장기차입금	254	254	254	254	세전계속사업이익	-35	51	59	73
부채총계	1,577	1,796	2,191	2,907	법인세비용	-6	9	10	13
자배주주지분	1,217	1,224	1,236	1,257	세전계속이익률(%)	-1.8	2.5	2.8	3.1
자본금	58	58	58	58	당기순이익	-30	42	49	60
자본잉여금	396	396	396	396	순이익률(%)	-1.5	2.0	2.3	2.6
이익잉여금	797	816	841	876	지배주주귀속 순이익	-5	36	42	52
기타자본항목	-34	-47	-60	-73	기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	177	182	189	197	총포괄이익	-43	29	36	47
자본총계	1,394	1,406	1,425	1,454	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	99	432	591	864	주당지표(원)				
당기순이익	-30	42	49	60	EPS	-400	3,122	3,626	4,447
유형자산감가상각비	68	69	63	57	BPS	104,178	104,709	105,743	107,598
무형자산상각비	20	24	21	19	CFPS	7,101	11,067	10,809	10,943
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,500	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-187	-162	-163	-164	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-70	-	-	-	PER		47.9	41.3	33.6
무형자산의 처분(취득)	-32	-	-	-	PBR	1.5	1.4	1.4	1.4
금융상품의 증감	27	-43	-43	-43	PCR	22.4	13.5	13.8	13.7
재무활동 현금흐름	112	-26	-26	-26	EV/EBITDA	17.0	13.7	11.2	7.1
단기금융부채의증감	-27	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	167	-	-	-	ROE	-0.4	3.0	3.4	4.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.9	8.2	7.9	7.6
배당금지급	-19	-17	-17	-17	부채비율	113.1	127.8	153.8	199.9
현금및현금성자산의증감	27	240	399	671	순부채비율	58.2	40.7	12.2	-34.1
기초현금및현금성자산	23	49	289	688	매출채권회전율(x)	4.7	4.7	4.8	4.9
기말현금및현금성자산	49	289	688	1,359	재고자산회전율(x)	2.4	2.3	2.3	2.3

자료 : 녹십자, iM증권 리서치본부

녹십자 투자이건 및 목표주가 변동추이



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 기관투자가 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. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 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 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-