

Outperform(Downgrade)

목표주가: 170,000원

주가(1/17): 146,400원

시가총액: 17,109억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/17)	2,523.55pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	179,500 원	108,100원
등락률	-18.4%	35.4%
수익률	절대	상대
1M	-12.2%	-16.3%
6M	14.5%	26.8%
1Y	34.6%	31.8%

Company Data

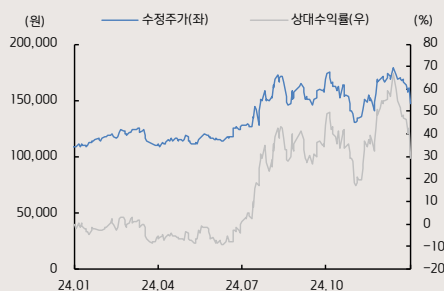
발행주식수	11,687천주
일평균 거래량(3M)	62천주
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(2024E)	0.8%
BPS(2024E)	110,401원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 12인 51.4%

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,681.8	1,818.3
영업이익	81.3	34.4	34.7	77.9
EBITDA	146.4	110.3	116.8	159.5
세전이익	85.7	-27.1	-8.9	32.5
순이익	69.4	-19.8	-9.5	25.4
지배주주지분순이익	65.5	-26.6	-9.5	26.9
EPS(원)	5,601	-2,279	-809	2,301
증감률(%, YoY)	-46.9	적전	적지	흑전
PER(배)	23.1	-55.1	-221.8	70.2
PBR(배)	1.14	1.13	1.63	1.43
EV/EBITDA(배)	15.1	21.5	25.5	17.2
영업이익률(%)	4.8	2.1	2.1	4.3
ROE(%)	5.0	-2.0	-0.7	2.1
순차입금비율(%)	29.5	43.3	41.7	39.6

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

4Q 적자 탈출 실패



4분기 실적은 낮은 독감 유행, 자회사 적자 폭 확대 및 알리글로 예상치 하회 등으로 기대치를 하회할 것으로 보입니다. 이에 대한 우려가 17일 주가 반영되면서 주가는 -9% 하락 마감하였습니다. 이번에도 4분기 만성 적자 탈피에 실패하면서 신뢰도가 하락한 것입니다. 올해에는 자회사 관리 및 알리글로 미국 매출 확대에 신뢰도 쌓는 것이 중요합니다.

>>> 자회사 적자 폭 확대 등으로 기대치 대폭 하회 전망

4분기 매출액은 4,428억 원(YoY +9%, QoQ -5%), 영업이익 -75억 원(YoY 적지, QoQ 적전)이 추정되어, 시장 컨센서스 매출액 4,648억 원을 소폭 하회하고, **컨센서스 영업이익 75억 원을 큰 폭 하회**할 것으로 전망된다. 지난 17일 이에 대한 우려가 반영되며, 동사의 주가는 -9.35% 하락 마감하였다.

하회 주요 요인으로는 **1) 낮은 독감 유행, 2) 자회사 적자 폭 확대, 3) 알리글로의 코페이 프로그램 미반영** 등이 영향을 미칠 것으로 보인다. 연말 예년보다 높은 기온으로 독감이 늦게 유행하기 시작하여 관련 백신과 치료제 매출이 1Q25로 이연될 것으로 예상된다.

게다가 **지씨셀의 적자가 3Q24 -20억대에서 4Q24 -60억대로 확대**되고, 4Q24 BEP를 예상했던 알리글로의 미국 판매 법인도 적자가 예상된다.

알리글로의 4Q24 미국 매출액은 300억 원으로 2024년 가이던스 매출액 600억 원을 하회하는 450억 원이 전망된다. 미국에서는 환자가 부담해야 하는 자기 부담금이 있고, 제약사가 이 부담을 덜어주기 위해 운영하는 코페이(Co-pay) 지원 프로그램이 있다. 보통 연초에 시작하기에 '24.8월 출시한 알리글로의 코페이 프로그램이 늦게 시작되었다. 올해부터는 코페이 프로그램 지원으로 환자 모집이 수월해질 것으로 보여 '25년 알리글로의 연간 가이던스 1,500억 원은 가능할 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 17만 원 하향

'24.4Q 영업적자가 예상되면서 '18년부터 이어온 만성 4분기 영업적자 탈피가 어렵게 되었다. **'25년 매출액은 1조 8,183억 원(YoY +8%), 영업이익은 779억 원(YoY +125%)**가 전망된다. 실적 추정치 하향 적용에 따라 동사에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 17만 원으로 하향한다.

미국내 여전히 면역글로불린에 대한 수요가 공급을 초과하고 있으며, 안정적인 가격 형성 등을 살펴보면 시간의 문제이겠지만, **알리글로가 성장궤도에 오른다면 수익성 개선에 탄력이 붙을 것**으로 전망한다. 지난해 4분기 만성적자 탈피 실패로 하락한 시장 신뢰도를 **자회사 관리와 알리글로 매출 확대**로 다시 쌓아갈 필요가 있다고 판단된다.

실적 세부 내역 1

(단위,
십억원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	컨센서스	차이	2025E	컨센서스	차이
매출액	356.8	417.4	464.9	442.8	464.8	-5%	1,818.3	1,903.1	-4%
yoy	2.1%	-3.6%	5.8%	9.3%	14.8%		8.1%	13.2%	
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-7.5	7.5	N.A	77.9	98.2	-21%
yoy	적지	-25.5%	20.9%	적지	N.A		124.5%	183.0%	
OPM	N.A	4.2%	8.5%	N.A	1.6%		4.3%	5.2%	
지배주주순이익	-25.3	-6.9	33.3	-10.5	5.5	N.A	26.9	40.1	-33%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

구 분	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4QE	2024E	25.1QE	25.2QE	25.3QE	25.4QE	2025E
혈액	89.4	90.7	136.6	160.2	476.9	121.2	129.2	142.2	165.4	558.0
백신	31.6	86.5	94.4	36.5	249.0	31.1	96.6	93.1	42.9	263.8
일반제제류	106.7	101.9	108.0	101.5	418.1	113.7	105.0	116.8	107.0	442.5
CHC	27.7	31.6	32.5	29.4	121.2	31.9	31.2	30.3	29.0	122.4
자회사	101.6	106.8	93.4	115.1	416.9	115.1	104.3	99.6	112.4	431.5
매출액	356.8	417.4	464.9	442.8	1,681.8	413.1	466.3	482.2	456.8	1,818.3
YOY	2.1%	-3.6%	5.8%	9.3%	3.4%	15.8%	11.7%	3.7%	3.2%	8.1%
원가	270.4	288.9	319.4	328.7	1207.3	298.6	322.7	326.4	320.8	1268.5
원가율	75.8%	69.2%	68.7%	74.2%	71.8%	72.3%	69.2%	67.7%	70.2%	69.8%
매출총이익	86.4	128.5	145.5	114.1	474.5	114.5	143.6	155.7	136.0	549.8
판매관리비	101.4	110.9	105.9	121.6	439.8	105.2	122.2	112.3	132.2	471.8
판매관리비율	28.4%	26.6%	22.8%	27.5%	26.2%	25.5%	26.2%	23.3%	28.9%	26.0%
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-7.5	34.7	9.3	21.3	43.5	3.8	77.9
YOY	적지	-25.5%	20.9%	적지	0.8%	흑전	20.9%	9.8%	흑전	124.5%
OPM	-	4.2%	8.5%	-1.7%	2.1%	-	4.6%	9.0%	0.8%	4.3%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

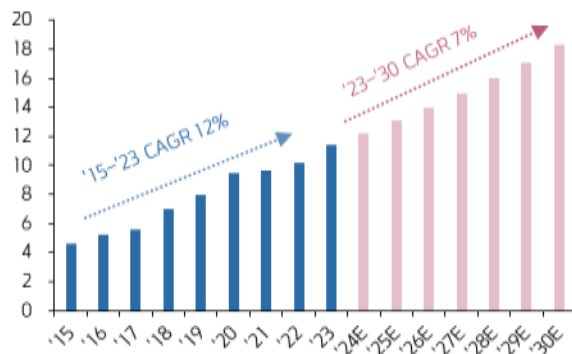
구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	27,117	Fw12m EBITDA에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 순차입금	8,146	
③ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
④ 기업가치(=①-②)	18,971	
⑤ 목표주가(=④/③)	170,000	

상위제약사: 셀트리온, 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

미국 IG 시장 규모 및 전망

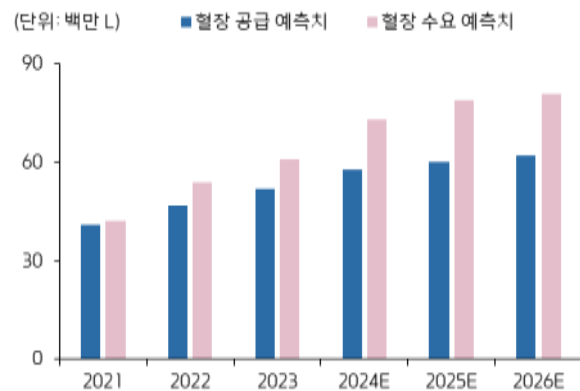
(단위: \$bn)



자료: The Plasma Proteins Market In The United States 2023, Marketing Research Bureau Inc, ADMA, 키움증권 리서치센터

혈장 수요와 공급 전망

(단위: 백만 L)



자료: ADMA, 키움증권 리서치센터

녹십자 파이프라인 현황

프로젝트	적응증	1 상	2 상	3 상	승인
GC5107B (미국-알리글로)	선천성 면역결핍				
MG1111	수두				
GC1111F (중국)	헌터증후군				
GC1123A (일본)	헌터증후군(ICV)				
GC1101D (중국)	A 형 혈우병				
GC2127A	알라질증후군				
GC3107A	폐결핵				
GC5107D (미국-알리글로)	소아 선천성 면역결핍				
GC1109	탄저병				
GC3111A	파상풍/디프테리아 등				
MG1113A	A 형/B 형 혈우병				
GC1123B	헌터증후군(ICV)				
GC1130A	산폴리포증후군 A 형				

주: 비임상 단계 물질은 제외

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,681.8	1,818.3	1,949.0
매출원가	1,129.5	1,142.0	1,207.3	1,268.5	1,339.9
매출총이익	581.8	484.6	474.5	549.8	609.1
판매비	500.5	450.2	439.8	471.8	497.0
영업이익	81.3	34.4	34.7	77.9	112.1
EBITDA	146.4	110.3	116.8	159.5	185.6
영업외손익	4.5	-61.6	-43.6	-45.4	-42.8
이자수익	3.5	3.2	4.8	6.0	8.6
이자비용	18.4	28.5	39.8	39.8	39.8
외환관련이익	17.1	8.7	7.8	7.8	7.8
외환관련손실	14.5	7.7	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	-18.1	-38.4	-15.0	-15.0	-15.0
기타	34.9	1.1	3.6	0.6	0.6
법인세차감전이익	85.7	-27.1	-8.9	32.5	69.3
법인세비용	16.3	-7.3	0.5	7.2	15.2
계속사업순이익	69.4	-19.8	-9.5	25.4	54.0
당기순이익	69.4	-19.8	-9.5	25.4	54.0
지배주주순이익	65.5	-26.6	-9.5	26.9	57.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.3	-4.9	3.4	8.1	7.2
영업이익 증감율	10.4	-57.7	0.9	124.5	43.9
EBITDA 증감율	13.0	-24.7	5.9	36.6	16.4
지배주주순이익 증감율	-46.8	-140.6	-64.3	-383.2	113.0
EPS 증감율	-46.9	적전	적지	흑전	112.9
매출총이익율(%)	34.0	29.8	28.2	30.2	31.3
영업이익률(%)	4.8	2.1	2.1	4.3	5.8
EBITDA Margin(%)	8.6	6.8	6.9	8.8	9.5
지배주주순이익률(%)	3.8	-1.6	-0.6	1.5	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	119.2	-5.5	54.8	48.1	71.6
당기순이익	69.4	-19.8	-9.5	25.4	54.0
비현금항목의 가감	112.3	155.7	125.5	130.4	127.9
유형자산감가상각비	57.5	66.4	71.2	71.3	63.8
무형자산감가상각비	7.6	9.5	10.9	10.3	9.7
지분법평가손익	-58.7	-38.4	0.0	0.0	0.0
기타	105.9	118.2	43.4	48.8	54.4
영업활동자산부채증감	-8.9	-100.3	-25.7	-66.8	-63.9
매출채권및기타채권의감소	7.2	-45.2	-15.3	-37.8	-36.3
재고자산의감소	1.7	-69.2	-17.5	-43.3	-41.5
매입채무및기타채무의증가	-1.5	101.8	7.4	14.7	14.2
기타	-16.3	-87.7	-0.3	-0.4	-0.3
기타현금흐름	-53.6	-41.1	-35.5	-40.9	-46.4
투자활동 현금흐름	-205.3	-150.2	-56.1	-56.1	-56.1
유형자산의 취득	-58.0	-79.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.5	1.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-36.7	-45.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-109.8	11.6	-17.2	-17.2	-17.2
단기금융자산의감소(증가)	9.0	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	-11.3	-38.7	-38.9	-38.9	-38.9
재무활동 현금흐름	-2.5	100.5	-24.8	-24.8	-24.8
차입금의 증가(감소)	-12.0	133.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.0	-24.8	-17.1	-17.1	-17.1
기타	33.5	-7.7	-7.7	-7.7	-7.7
기타현금흐름	7.9	-0.5	55.2	55.2	55.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-80.7	-55.7	29.1	22.4	45.9
기초현금 및 현금성자산	186.1	105.4	49.7	78.8	101.2
기말현금 및 현금성자산	105.4	49.7	78.8	101.2	147.1

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	980.4	1,039.1	1,101.4	1,205.2	1,329.2
현금 및 현금성자산	105.4	49.7	78.8	101.2	147.1
단기금융자산	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
매출채권 및 기타채권	412.4	451.3	466.6	504.5	540.7
재고자산	442.4	516.2	533.8	577.1	618.6
기타유동자산	11.8	14.1	14.4	14.6	15.0
비유동자산	1,545.1	1,604.2	1,539.3	1,475.0	1,418.6
투자자산	221.1	209.4	226.7	243.9	261.1
유형자산	822.4	828.0	756.9	685.6	621.8
무형자산	311.6	337.9	327.0	316.6	306.9
기타비유동자산	190.0	228.9	228.7	228.9	228.8
자산총계	2,525.5	2,643.3	2,640.7	2,680.2	2,747.8
유동부채	540.7	868.9	876.3	891.0	905.2
매입채무 및 기타채무	255.0	271.2	278.6	293.3	307.5
단기금융부채	199.0	532.6	532.6	532.6	532.6
기타유동부채	86.7	65.1	65.1	65.1	65.1
비유동부채	418.2	234.5	234.5	234.5	234.5
장기금융부채	376.5	191.4	191.4	191.4	191.4
기타비유동부채	41.7	43.1	43.1	43.1	43.1
부채총계	958.9	1,103.5	1,110.9	1,125.5	1,139.8
자본지분	1,328.1	1,300.2	1,290.2	1,316.5	1,373.2
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	393.5	393.6	393.6	393.6	393.6
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	8.4	10.9	27.5	44.0	60.6
이익잉여금	903.5	873.0	846.4	856.2	896.3
비지배지분	238.5	239.6	239.6	238.1	234.9
자본총계	1,566.6	1,539.9	1,529.8	1,554.6	1,608.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,601	-2,279	-809	2,301	4,899
BPS	113,645	111,259	110,401	112,653	117,504
CFPS	15,549	11,625	9,930	13,329	15,565
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	23.1	-55.1	-221.8	70.2	33.0
PER(최고)	40.1	-61.7	-224.6		
PER(최저)	20.3	-40.8	-133.0		
PBR	1.14	1.13	1.63	1.43	1.37
PBR(최고)	1.98	1.26	1.65		
PBR(최저)	1.00	0.84	0.97		
PSR	0.88	0.90	1.25	1.04	0.97
PCFR	8.3	10.8	18.1	12.1	10.4
EV/EBITDA	15.1	21.5	25.5	17.2	14.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.8	-86.4	-181.0	67.5	31.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.2	0.8	0.9	0.9
ROA	2.8	-0.8	-0.4	1.0	2.0
ROE	5.0	-2.0	-0.7	2.1	4.3
ROIC	3.2	1.0	1.8	3.2	4.6
매출채권회전율	4.1	3.8	3.7	3.7	3.7
재고자산회전율	3.8	3.4	3.2	3.3	3.3
부채비율	61.2	71.7	72.6	72.4	70.9
순차입금비율	29.5	43.3	41.7	39.6	35.4
이자보상배율	4.4	1.2	0.9	2.0	2.8
총차입금	575.5	724.0	724.0	724.0	724.0
순차입금	461.7	666.5	637.4	615.0	569.1
EBITDA	146.4	110.3	116.8	159.5	185.6
FCF	20.4	-129.5	91.1	75.6	97.1

Compliance Notice

- 당사는 1월 17일 현재 '녹십자(006280)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

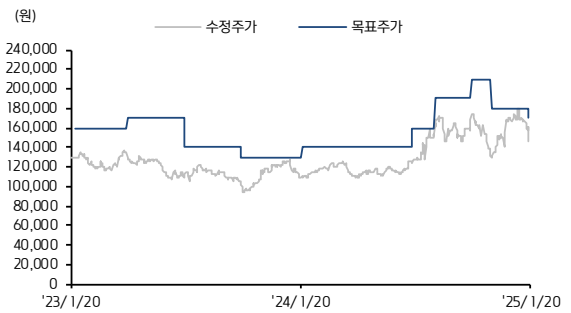
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2023-01-25	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-21.67	-13.94
(006280)	2023-04-19	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-29.00	-22.35
	2023-07-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-19.30	-12.50
	2023-10-17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-13.35	-2.46
	2024-01-22	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-21.43	-20.57
	2024-02-01	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-16.36	-10.43
	2024-04-15	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-17.00	-9.57
	2024-07-15	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-13.39	-0.75
	2024-08-21	Outperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-16.79	-8.95
	2024-10-18	Buy(Upgrade)	210,000원	6개월	-25.32	-16.81
	2024-11-19	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-11.66	-0.28
	2025-01-20	Outperform (Downgrade)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

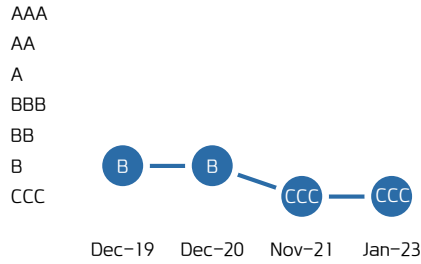
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

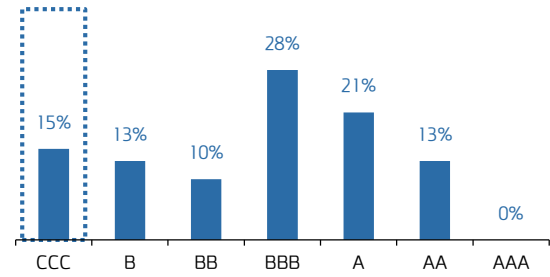
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

Universe: MSCI ACWI Index 바이오섹 기업 39개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.6	4.4		
환경	5.7	5.5	10.0%	▲0.4
유독 물질 배출과 폐기물	5.7	5.5	10.0%	▲0.4
사회	3.7	3.7	55.0%	
인력 자원 개발	4.8	3.9	25.0%	▲2.0
의료 서비스	2.6	3.4	15.0%	▼0.4
제품 안전과 품질	3.0	3.8	15.0%	▼2.9
지배구조	0.1	5.2	35.0%	▼2.4
기업 지배구조	1.0	6.1		▼1.7
기업 활동	2.6	5.6		▼2.8

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 업데이트 내용 없음

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (바이오섹)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세				
AMGEN INC.	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	AA	◀▶				
GILEAD SCIENCES, INC.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AA	◀▶				
CSL LIMITED	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ● ●	● ●	A	◀▶				
VERTEX PHARMACEUTICALS INCORPORATED	● ●	●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶				
ABBVIE INC.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	●	BBB	◀▶				
독십자	● ● ●	●	● ● ●	●	●	●	CCC	◀▶				

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터