



실적 Preview

Buy(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(7/12): 126,600원

시가총액: 14,795억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI (7/12), 52 주가동향, and various financial ratios.

Company Data

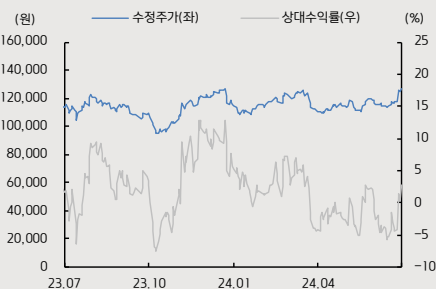
Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2022, 2023, 2024F, 2025F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and various ratios.

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

상저하고로 예견된 부진. 하반기 알리글로 기대



2분기 실적은 자회사인 지씨셀의 R&D 비용 증가와 알리글로 미국 직접 판매 준비를 위한 비용 반영 등으로 수익성이 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다.

>>> 자회사 부진과 미국 법인 비용 부담 지속으로 하회 전망

2분기 매출액은 4,537억원(YoY +5%, QoQ +27%), 영업이익 178억원(YoY -25%, QoQ 흑전, OPM 4%)로 시장 컨센서스 매출액 4,529억원에 부합할 것으로 보이나, 영업이익 230억원에는 하회할 것으로 전망된다.

혈액제제에서 IVIG가 하반기 출시를 위한 공급 조절로 소폭 감소가 예상되며, 백신 해외사업부 또한 경쟁사의 국제조달 시장에 저가 입찰 진입으로 일부 물량이 감소가 전망된다.

다만, 면역글로불린 제제 알리글로의 미국 직접 판매 준비로 인해 미국 법인이 1분기와 유사한 수준으로 적자(약 -30억원)가 예상된다.

>>> 4개의 PBM과 계약. 하반기 알리글로 매출 속도 중요

지난주 동사는 면역글로불린 혈액제제 알리글로가 미국 대형 처방급여관리업체(PBM)인 익스프레스 스크립츠 포함 4개 PBM과 계약을 맺었다고 밝혔다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 16만원 상향

타겟 밸류에이션(상위 제약사 평균 EV/EBITDA)의 상승을 적용하여, 동사에 대한 목표주가를 16만원으로 상향하였다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q24	2Q24E	컨센서스	차이	2024E	컨센서스	차이
매출액	356.8	453.7	452.9	0%	1,785.0	1,759.5	1%
yoy	2.1%	4.8%	4.6%		9.7%	8.2%	
영업이익	-15.0	17.8	23.0	-23%	63.2	62.3	1%
yoy	적지	-24.8%	-2.9%		82.8%	80.1%	
OPM	N.A	3.9%	-		3.5%	3.5%	
지배주주순이익	-25.3	6.3	-	-	19.6	13.8	42%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1Q	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
혈액	103.3	102.1	99.9	119.3	424.6	89.4	92.4	125.5	169.2	484.0
백신	27.1	97.4	101.3	40.1	265.9	31.6	94.8	109.8	55.0	279.2
일반제제류	91.5	98.9	104.3	101.0	395.7	106.7	141.5	131.1	80.8	463.0
CHC	31.8	29.1	32.3	30.5	123.7	27.7	28.1	31.4	31.8	121.2
자회사	95.8	105.4	101.6	114.1	416.9	101.6	96.9	103.5	132.3	437.7
매출액	349.5	432.9	439.4	404.9	1626.8	356.8	453.7	501.3	469.1	1785.2
YOY	-16.2%	2.3%	-4.4%	-1.6%	-4.9%	2.1%	4.8%	14.1%	15.8%	9.7%
원가	250.0	292.1	298.5	301.4	1142.0	270.4	311.6	340.6	335.1	1257.7
원가율	71.5%	67.5%	67.9%	74.4%	70.2%	75.8%	68.7%	67.9%	71.4%	70.5%
매출총이익	99.5	140.8	140.9	103.5	484.8	86.4	142.1	160.7	134.0	527.5
판매관리비	113.1	117.1	108.1	111.9	450.2	101.4	124.3	115.8	122.7	464.2
판매관리비율	32.3%	27.1%	24.6%	27.6%	27.7%	28.4%	27.4%	23.1%	26.2%	26.0%
영업이익	-13.6	23.7	32.8	-8.4	34.6	-15.0	17.8	44.9	11.3	63.2
YOY	적전	81.1%	-32.8%	적지	-57.4%	적지	-24.8%	37.1%	흑전	82.8%
OPM	-	5.5%	7.5%	-	2.1%	-	3.9%	9.0%	2.4%	3.5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	26,190	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 순차입금	7,462	
③ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
④ 기업가치(=①-②)	18,728	
⑤ 목표주가(=④/③)	160,000	

상위제약사: 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티
 자료: 키움증권 리서치센터

유나이티드헬스케어에 등록 중인 알리글로



UnitedHealthcare® Commercial
 Medical Benefit Drug Policy

Immune Globulin (IVIG and SCIG)

Policy Number: 2024D0035AN
 Effective Date: July 1, 2024

[Instructions for Use](#)

Table of Contents	Page
Coverage Rationale	1
Applicable Codes	10
Background	20
Benefit Considerations	20
Clinical Evidence	20
U.S. Food and Drug Administration	28
Centers for Medicare and Medicaid Services	29
References	29
Policy History/Revision Information	33
Instructions for Use	33

- Related Commercial Policies**
- [Medical Benefit Therapeutic Equivalent Medications - Excluded Drugs](#)
 - [Provider Administered Drugs - Site of Care](#)
- Community Plan Policy**
- [Immune Globulin \(IVIG and SCIG\)](#)

Coverage Rationale

[See Benefit Considerations](#)

Alyglo™ (immune globulin intravenous, human-stwk) has been added to the Review at Launch program. Some members may not be eligible for coverage of this medication at this time. Refer to the Medical Benefit Drug Policy titled [Review at Launch for New to Market Medications](#) for additional details.

Asceniv™ (IV), Cutaquig® (SC), and Panzyga® (IV) are typically excluded from coverage. Coverage reviews may be in place if required by law or the benefit plan. Refer to the Medical Benefit Drug Policy titled [Medical Benefit Therapeutic Equivalent Medications – Excluded Drugs](#) and the corresponding excluded drug list with preferred alternatives.

Note: For requests that require medical necessity review also refer to the General Requirements and Diagnosis-Specific section below (For Medicare reviews, refer to the [CMS](#) section.**)

Coverage for Bivigam® (IV), Cuvitru® (SC), Flebogamma® DIF (IV), Gammagard® Liquid (IV, SC), Gammagard® S/D (IV), Gammaked™ (IV, SC), Gammaplex® (IV), Gamunex®-C (IV, SC), Hizentra® (SC), HyQvia® (SC), Octagam® (IV), Privigen® (IV), and Xembify® (SC) is contingent on criteria in the General Requirements and [Diagnosis-Specific Criteria](#) section.

자료: UnitedHealthcare, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,785.0	1,924.2	2,124.1
매출원가	1,129.5	1,142.0	1,257.6	1,335.1	1,452.2
매출총이익	581.8	484.6	527.4	589.0	671.9
판관비	500.5	450.2	464.2	506.9	546.7
영업이익	81.3	34.4	63.2	82.2	125.2
EBITDA	146.4	110.3	145.3	156.9	193.2
영업외손익	4.5	-61.6	-38.6	-37.3	-36.1
이자수익	3.5	3.2	3.5	4.8	6.0
이자비용	18.4	28.5	28.5	28.5	28.5
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	-19.0	-19.0	-19.0
기타	34.9	1.1	2.6	2.6	2.6
법인세차감전이익	85.7	-27.1	24.6	44.9	89.0
법인세비용	16.3	-7.3	5.4	9.9	19.6
계속사업순손익	69.4	-19.8	19.2	35.0	69.4
당기순이익	69.4	-19.8	19.2	35.0	69.4
지배주주순이익	65.5	-26.6	19.6	35.7	70.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.3	-4.9	9.7	7.8	10.4
영업이익 증감율	10.4	-57.7	83.7	30.1	52.3
EBITDA 증감율	13.0	-24.7	31.7	8.0	23.1
지배주주순이익 증감율	-46.8	-140.6	-173.7	82.1	98.3
EPS 증감율	-46.9	적전	흑전	82.2	98.4
매출총이익률(%)	34.0	29.8	29.5	30.6	31.6
영업이익률(%)	4.8	2.1	3.5	4.3	5.9
EBITDA Margin(%)	8.6	6.8	8.1	8.2	9.1
지배주주순이익률(%)	3.8	-1.6	1.1	1.9	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	119.2	-5.5	31.2	49.5	46.5
당기순이익	69.4	-19.8	19.2	35.0	69.4
비현금항목의 가감	112.3	155.7	120.4	116.1	118.0
유형자산감가상각비	57.5	66.4	71.2	64.4	58.3
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	38.3	41.4	50.0
영업활동자산부채증감	-8.9	-100.3	-77.9	-68.2	-98.9
매출채권및기타채권의감소	7.2	-45.2	-43.9	-38.6	-55.5
재고자산의감소	1.7	-69.2	-50.3	-44.2	-63.4
매입채무및기타채무의증가	-1.5	101.8	16.5	14.9	20.3
기타	-16.3	-87.7	-0.2	-0.3	-0.3
기타현금흐름	-53.6	-41.1	-30.5	-33.4	-42.0
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	5.6	23.8	20.8
기초현금 및 현금성자산	186.1	105.4	49.7	55.3	79.0
기말현금 및 현금성자산	105.4	49.7	55.3	79.0	99.8

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	980.4	1,039.1	1,139.1	1,246.0	1,386.0
현금 및 현금성자산	105.4	49.7	55.2	79.0	99.8
단기금융자산	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
매출채권 및 기타채권	412.4	451.3	495.2	533.8	589.3
재고자산	442.4	516.2	566.5	610.7	674.1
기타유동자산	11.8	14.1	14.4	14.7	15.0
비유동자산	1,545.1	1,604.2	1,539.3	1,481.8	1,431.0
투자자산	221.1	209.4	226.7	243.9	261.1
유형자산	822.4	828.0	756.9	692.5	634.1
무형자산	311.6	337.9	327.0	316.6	306.9
기타비유동자산	190.0	228.9	228.7	228.8	228.9
자산총계	2,525.5	2,643.3	2,678.5	2,727.8	2,817.0
유동부채	540.7	868.9	885.5	900.4	920.7
매입채무 및 기타채무	255.0	271.2	287.8	302.7	323.0
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	1,120.0	1,134.9	1,155.2
지배자본	1,328.1	1,300.2	1,319.3	1,354.4	1,424.7
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	875.5	894.1	947.8
비지배지분	238.5	239.6	239.2	238.5	237.2
자본총계	1,566.6	1,539.9	1,558.5	1,592.9	1,661.8
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	5,601	-2,279	1,677	3,055	6,061
BPS	113,645	111,259	112,887	115,893	121,906
CFPS	15,549	11,625	11,943	12,934	16,043
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
주기배수(배)					
PER	23.1	-55.1	75.5	41.4	20.9
PER(최고)	40.1	-61.7	76.2		
PER(최저)	20.3	-40.8	64.2		
PBR	1.14	1.13	1.12	1.09	1.04
PBR(최고)	1.98	1.26	1.13		
PBR(최저)	1.00	0.84	0.95		
PSR	0.88	0.90	0.83	0.77	0.70
PCFR	8.3	10.8	10.6	9.8	7.9
EV/EBITDA	15.1	21.5	16.4	15.0	12.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	28.8	-86.4	89.1	48.9	24.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
ROA	2.8	-0.8	0.7	1.3	2.5
ROE	5.0	-2.0	1.5	2.7	5.1
ROIC	3.2	1.0	2.5	3.2	4.9
매출채권회전율	4.1	3.8	3.8	3.7	3.8
재고자산회전율	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3
부채비율	61.2	71.7	71.9	71.2	69.5
순차입금비율	29.5	43.3	42.4	40.0	37.1
이자보상배율	4.4	1.2	2.2	2.9	4.4
총차입금	575.5	724.0	724.0	724.0	724.0
순차입금	461.7	666.5	661.0	637.2	616.5
EBITDA	146.4	110.3	145.3	156.9	193.2
FCF	20.4	-129.5	53.5	70.7	66.8

Compliance Notice

- 당사는 7월 12일 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

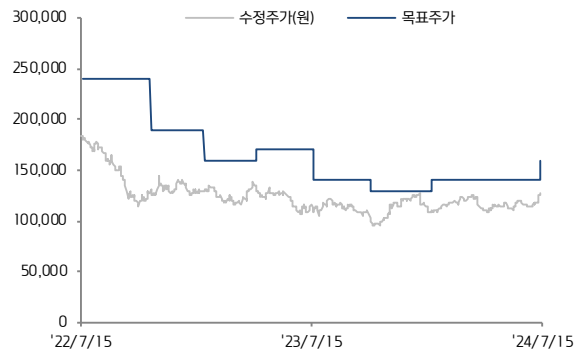
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2022-07-18	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-38.19	-23.96
(006280)	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-30.85	-23.68
	2023-01-25	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-21.67	-13.94
	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	-17.08	-9.57
	2024-07-15	Buy(Maintain)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

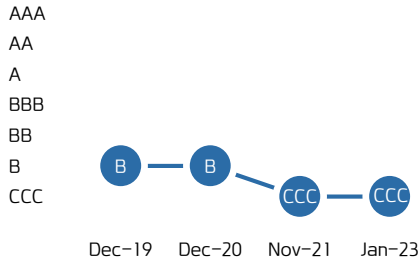
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/07/01~2024/06/30)

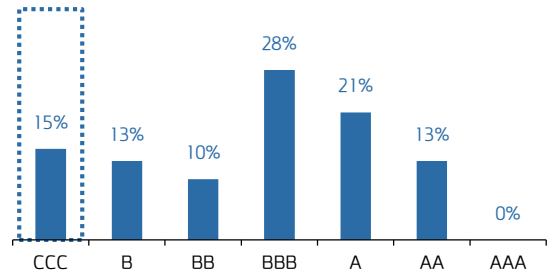
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

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	◀▶
녹십자	●●●	●	●●●	●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●●● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터