



Outperform(Downgrade)

목표주가: 150,000원

주가(10/16): 129,400원

시가총액: 15,122억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/16)		3,748.37pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	179,500 원	112,800원
등락률	-27.9%	14.7%
수익률	절대	상대
1M	-2.9%	-10.6%
6M	10.1%	-28.1%
1Y	-17.7%	-42.7%

Company Data

발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	42천주
외국인 지분율	21.1%
배당수익률(2025E)	1.2%
BPS(2025E)	112,108원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 12인 51.4%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,626.6	1,679.9	1,883.1	2,122.8
영업이익	34.4	32.1	60.1	88.9
EBITDA	110.3	113.1	151.7	171.3
세전이익	-27.1	-41.1	77.8	75.4
순이익	-19.8	-42.6	66.1	61.0
지배주주지분순이익	-26.6	-26.3	82.5	76.2
EPS(원)	-2,279	-2,249	7,060	6,518
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	-7.7
PER(배)	-55.1	-79.8	18.3	19.9
PBR(배)	1.13	1.67	1.15	1.11
EV/EBITDA(배)	21.5	27.6	16.5	14.7
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.2	4.2
ROE(%)	-2.0	-2.1	6.4	5.7
순차입금비용(%)	43.3	53.7	51.5	52.3

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

아쉬운 제품믹스와 일회성 요인



계절적 성수기인 동사의 금번 3분기는 아쉬운 실적을 기록할 것으로 전망됩니다. 고마진의 백신 저가 입찰 경쟁(4가→3가), 헌터라제 상반기 대비 감소와 알리글로 3분기 QoQ +10% 증가에 그치고, 상품 매출인 팩스로비드가 3분기 약 700억 원으로 확대될 것으로 보이기 때문입니다. 원가율 상승과 자회사의 일회성 비용 등의 영향이 예상되나, 4분기 알리글로 가이던스 달성으로 실적 신뢰도 회복을 기대하며, '27년 큐레보 기술 이전 등의 중장기 모멘텀을 보유하고 있습니다.

>>> 아쉬운 제품 믹스로 실적 기대치 하회 예상

3분기 매출액은 5,503억 원(YoY +18%, QoQ +10%), 영업이익 287억 원(YoY -27%, QoQ +5%)으로 전망되어, 시장 컨센서스 매출액 4,957억 원을 +11% 상회할 것으로 보이나, 컨센서스 영업이익 335억 원은 -14% 하회할 것으로 전망된다.

독감 백신이 4가에서 **3가로 전환되면서, 저가 입찰 경쟁** 및 평가 하향 조정 영향으로 독감 백신 부진이 예상된다. **고마진의 헌터라제** 역시 상반기에 물량이 쏠리며(해외 1Q 124억 원, 2Q 199억 원), **하반기는 상반기 대비 감소**하는 영향이 있겠다(3분기 해외 101억 원, 3분기 98억 원 추정). **알리글로 역시** 3분기에는 전분기 대비 +10% 성장한 370억 원이 전망되며, 대체로 4분기에 몰릴 것으로 보인다. 알리글로의 올해 연매출 목표는 \$100mn(상반기 \$31mn, 하반기 \$69mn)으로 상반기 목표는 달성하였다(1Q 90억 원, 2Q 338억 원). 4분기 약 500억 원이 가능할 것으로 보여 가이던스 달성할 수 있을 것으로 기대한다. 고마진 품목의 부진에도 불구하고, 코로나19 치료제 **팩스로비드 국내 공동판매 계약으로 3분기 매출액은 시장 기대치를 상회**할 것으로 예상된다. 지난 6월 한 국화이자와 팩스로비드 국내 공동판매 계약을 맺고, 3분기 비축 물량 확보에 따라 약 700억 원 공급이 되었을 것으로 추정되기 때문이다. 다만, 고마진 제품 매출 하락과 상품 매출 증가에 따른 원가율 상승 부담으로 영업이익은 시장 기대치 하회가 전망된다.

연결 자회사 지씨셀의 적자 폭 축소 중이나, **혈액원 자회사 ABO 홀딩스**의 텍사스 지역 혈액원 개소 및 신규 시스템 도입으로 인한 **일회성 도입 비용 발생**으로 적자 영향도 있을 것으로 추정된다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 15만 원 하향

일회성 요인과 독감 백신 부진이 아쉬우나, 4분기 알리글로의 매출 성장 확인으로 실적 신뢰도가 쌓인다면 '26년 \$160mn, '28년 \$300mn에 대한 기대감이 반영될 수 있을 것으로 보인다. **큐레보**가 대상포진 백신 연령 확장 2상 중으로 '26년말 결과 확인이 가능하며 **'27년 3상 진입시점에 기술 이전이 가능**할 것으로 보인다. 동사가 큐레보의 일부 CMO를 담당할 예정으로 중장기 동사에 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 기대한다. '27~'28년 알리글로 실적 성장과 큐레보 모멘텀을 보유하고 있어, 단기 실적 보다는 중장기적 접근이 유효하다.

실적 세부 내역 1

(단위,
십억원)

구 분	1Q25	2Q25	3Q25E	컨센서스	차이	2025E	컨센서스	차이
매출액	383.8	500.3	550.3	495.7	11%	1,883.1	1,833.0	3%
yoy	7.6%	19.9%	18.4%	6.6%		12.1%	9.1%	
영업이익	8	27.4	28.7	33.5	-14%	60.1	71.4	-16%
yoy	흑전	55.1%	-27.4%	-15.3%		87.2%	122.4%	
OPM	2.1%	5.5%	5.2%	6.8%		3.2%	3.9%	
지배주주순이익	29.7	38.0	14.0	16.4	-14%	82.5	54.4	52%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

구 분	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	2024	25.1Q	25.2Q	25.3QE	25.4QE	2025E
혈액	89.4	90.7	136.6	161.7	478.4	127.2	152.0	170.6	175.5	625.4
백신	31.6	86.5	94.4	43.6	256.1	49.4	102.9	73.7	6.1	232.1
일반제제류	106.7	101.9	108.0	103.4	420.0	91.9	106.0	177.9	108.6	484.5
CHC	27.7	31.6	32.5	30.0	121.8	27.2	30.8	30.4	34.6	123.0
자회사	101.6	106.8	93.4	102.2	404.0	88.1	108.5	97.5	124.0	418.1
매출액	356.8	417.4	464.9	440.9	1,679.9	383.8	500.3	550.3	448.8	1,883.1
YOY	2.1%	-3.6%	5.8%	8.9%	3.3%	7.6%	19.9%	18.4%	1.8%	12.1%
원가	270.4	288.9	319.4	319.3	1,198.0	271.0	345.1	406.7	316.1	1,338.9
원가율	75.8%	69.2%	68.7%	72.4%	71.3%	70.6%	69.0%	73.9%	70.4%	71.1%
매출총이익	86.4	128.5	145.5	121.5	481.9	112.7	155.2	143.6	132.7	544.2
판매관리비	101.4	110.9	105.9	131.6	449.8	104.8	127.8	114.9	136.6	484.1
판매관리비율	28.4%	26.6%	22.8%	29.9%	26.8%	27.3%	25.6%	20.9%	30.4%	25.7%
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-10.1	32.1	8.0	27.4	28.7	-4.0	60.1
YOY	적지	-25.5%	20.8%	적지	-6.8%	흑전	55.1%	-27.4%	적지	87.2%
OPM	-	4.2%	8.5%	-	1.9%	-	5.5%	5.2%	-	3.2%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

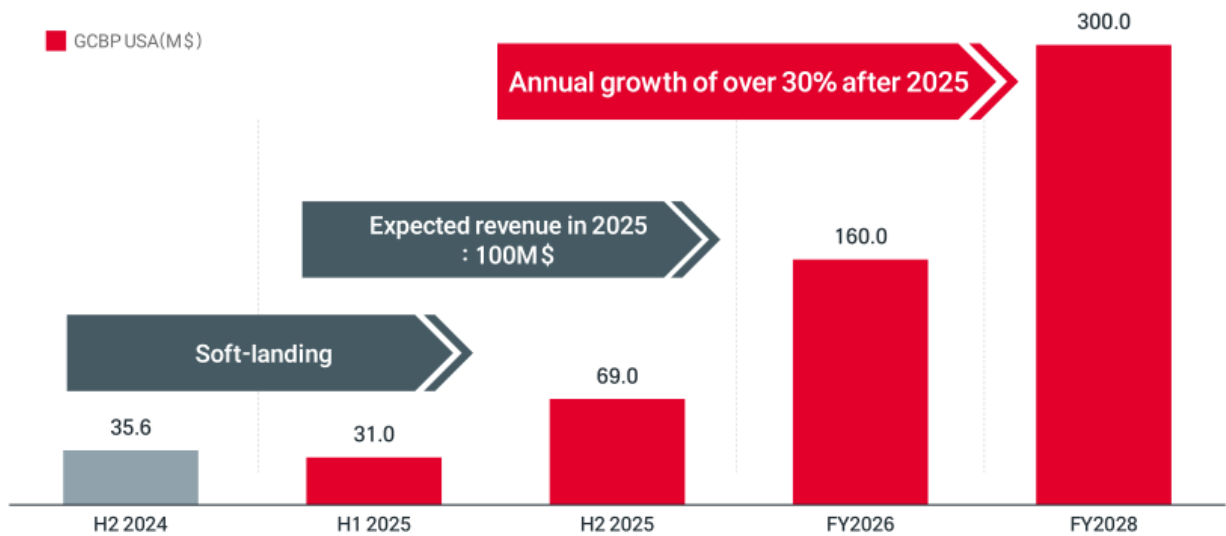
(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	26,618	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 순차입금	9,425	
③ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
④ 기업가치(=①-②)	17,193	
⑤ 목표주가(=④/③)	150,000	

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

자료: 키움증권 리서치센터

알리글로 미국 법인 매출 목표



자료: 독십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,626.6	1,679.9	1,883.1	2,122.8	2,324.5
매출원가	1,142.0	1,198.0	1,338.9	1,504.9	1,574.4
매출총이익	484.6	481.9	544.2	617.9	750.1
판관비	450.2	449.8	484.1	529.0	566.1
영업이익	34.4	32.1	60.1	88.9	183.9
EBITDA	110.3	113.1	151.7	171.3	258.1
영업외손익	-61.6	-73.2	17.7	-13.6	-8.5
이자수익	3.2	3.3	4.5	1.3	6.4
이자비용	28.5	40.4	40.4	40.4	40.4
외환관련이익	8.7	19.0	13.2	13.2	13.2
외환관련손실	7.7	11.7	7.9	7.9	7.9
종속 및 관계기업손익	-38.4	-27.5	20.0	20.0	20.0
기타	1.1	-15.9	28.3	0.2	0.2
법인세차감전이익	-27.1	-41.1	77.8	75.4	175.5
법인세비용	-7.3	1.5	11.7	14.3	33.3
계속사업순손익	-19.8	-42.6	66.1	61.0	142.1
당기순이익	-19.8	-42.6	66.1	61.0	142.1
지배주주순이익	-26.6	-26.3	82.5	76.2	177.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.0	3.3	12.1	12.7	9.5
영업이익 증감율	-57.7	-6.7	87.2	47.9	106.9
EBITDA 증감율	-24.6	2.5	34.1	12.9	50.7
지배주주순이익 증감율	-140.6	-1.1	-413.7	-7.6	132.8
EPS 증감율	적전	적지	흑전	-7.7	132.9
매출총이익율(%)	29.8	28.7	28.9	29.1	32.3
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.2	4.2	7.9
EBITDA Margin(%)	6.8	6.7	8.1	8.1	11.1
지배주주순이익률(%)	-1.6	-1.6	4.4	3.6	7.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-5.5	-53.5	64.3	21.2	102.7
당기순이익	-19.8	-42.6	66.1	61.0	142.1
비현금항목의 가감	155.7	172.2	160.7	157.4	163.1
유형자산감가상각비	66.4	66.4	77.9	69.8	62.4
무형자산감가상각비	9.5	14.7	13.6	12.6	11.7
지분법평가손익	-38.4	-28.7	0.0	0.0	0.0
기타	118.2	119.8	69.2	75.0	89.0
영업활동자산부채증감	-100.3	-144.1	-115.2	-144.1	-135.4
매출채권및기타채권의감소	-45.2	54.7	-48.3	-57.0	-47.9
재고자산의감소	-69.2	-229.6	-90.3	-106.5	-89.6
매입채무및기타채무의증가	101.8	26.4	38.8	44.9	44.4
기타	-87.7	4.4	-15.4	-25.5	-42.3
기타현금흐름	-41.1	-39.0	-47.3	-53.1	-67.1
투자활동 현금흐름	-150.2	-67.9	-15.5	-15.6	-15.7
유형자산의 취득	-79.1	-32.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.3	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-45.9	-9.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	11.6	-16.2	-5.8	-5.8	-5.8
단기금융자산의감소(증가)	0.6	-2.3	-1.0	-1.1	-1.2
기타	-38.7	-8.6	-8.7	-8.7	-8.7
재무활동 현금흐름	100.5	93.8	-25.4	-25.4	-25.4
차입금의 증가(감소)	133.0	121.7	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	-24.8	-19.5	-17.1	-17.1	-17.1
기타	-7.7	-8.4	-8.3	-8.3	-8.3
기타현금흐름	-0.5	0.4	-12.8	-12.8	-12.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-55.7	-27.1	10.6	-32.7	48.8
기초현금 및 현금성자산	105.4	49.7	22.6	33.1	0.5
기말현금 및 현금성자산	49.7	22.6	33.1	0.5	49.2

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,039.1	1,201.8	1,367.4	1,524.9	1,754.7
현금 및 현금성자산	49.7	22.6	33.1	0.5	49.2
단기금융자산	7.8	10.1	11.1	12.2	13.4
매출채권 및 기타채권	451.3	399.2	447.5	504.5	552.4
재고자산	516.2	746.6	836.9	943.4	1,033.0
기타유동자산	14.1	23.3	38.8	64.3	106.7
비유동자산	1,604.2	1,542.0	1,456.3	1,379.8	1,311.6
투자자산	209.4	225.6	231.5	237.3	243.2
유형자산	828.0	805.0	727.1	657.3	594.9
무형자산	337.9	307.4	293.7	281.1	269.5
기타비유동자산	228.9	204.0	204.0	204.1	204.0
자산총계	2,643.3	2,743.9	2,823.8	2,904.7	3,066.2
유동부채	868.9	769.5	808.2	853.1	897.5
매입채무 및 기타채무	271.2	301.6	340.4	385.3	429.7
단기금융부채	532.6	392.2	392.2	392.2	392.2
기타유동부채	65.1	75.7	75.6	75.6	75.6
비유동부채	234.5	493.4	493.4	493.4	493.4
장기금융부채	191.4	435.9	435.9	435.9	435.9
기타비유동부채	43.1	57.5	57.5	57.5	57.5
부채총계	1,103.5	1,262.9	1,301.6	1,346.5	1,390.9
지배지분	1,300.2	1,252.6	1,310.2	1,361.3	1,513.7
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	393.6	396.2	396.2	396.2	396.2
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	10.9	18.4	10.5	2.6	-5.3
이익잉여금	873.0	815.3	880.7	939.8	1,100.1
비지배지분	239.6	228.4	212.0	196.8	161.6
자본총계	1,539.9	1,481.0	1,522.1	1,558.2	1,675.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,279	-2,249	7,060	6,518	15,180
BPS	111,259	107,187	112,108	116,487	129,528
CFPS	11,625	11,085	19,410	18,692	26,119
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	-55.1	-79.8	18.3	19.9	8.5
PER(최고)	-61.7	-80.8	25.4		
PER(최저)	-40.8	-47.8	15.8		
PBR	1.13	1.67	1.15	1.11	1.00
PBR(최고)	1.26	1.70	1.60		
PBR(최저)	0.84	1.00	1.00		
PSR	0.90	1.25	0.80	0.71	0.65
PCFR	10.8	16.2	6.7	6.9	5.0
EV/EBITDA	21.5	27.6	16.5	14.7	9.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-86.4	-40.2	25.9	28.0	12.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2
ROA	-0.8	-1.6	2.4	2.1	4.8
ROE	-2.0	-2.1	6.4	5.7	12.3
ROIC	1.0	1.0	2.5	3.4	6.9
매출채권회전율	3.8	4.0	4.4	4.5	4.4
재고자산회전율	3.4	2.7	2.4	2.4	2.4
부채비율	71.7	85.3	85.5	86.4	83.0
순차입금비율	43.3	53.7	51.5	52.3	45.7
이자보상배율	1.2	0.8	1.5	2.2	4.5
총차입금	724.0	828.1	828.1	828.1	828.1
순차입금	666.5	795.5	783.9	815.5	765.5
EBITDA	110.3	113.1	151.7	171.3	258.1
FCF	-129.5	-84.7	27.4	10.3	87.7

Compliance Notice

- 당사는 10월 16일 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.

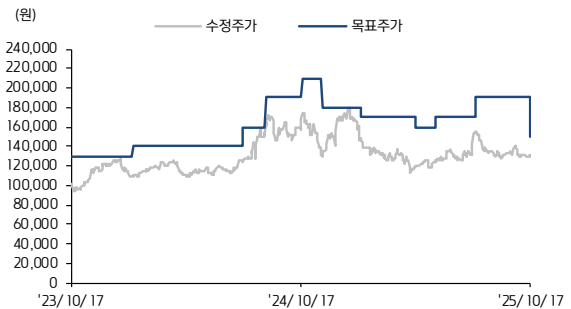
고지사항

- 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 (006280)	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	-11.88	-0.28
	2025-01-20	Outperform(D owngrade)	170,000원	6개월	-23.24	-13.12
	2025-04-17	Buy(Upgrade)	160,000원	6개월	-23.87	-21.38
	2025-05-20	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-22.71	-9.71
	2025-07-21	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-28.81	-17.84
	2025-10-17	Outperform (Downgrade)	150,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

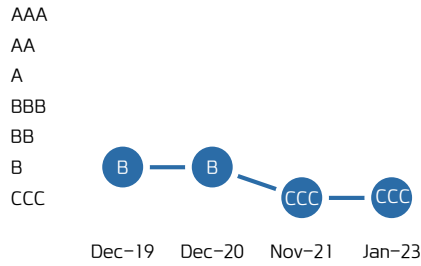
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/10/01~2025/09/30)

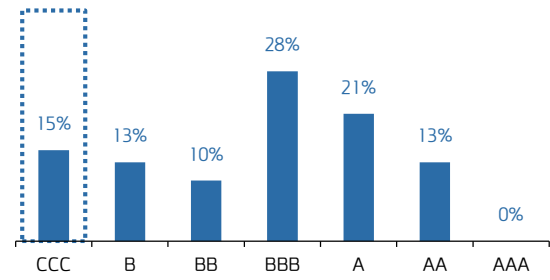
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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