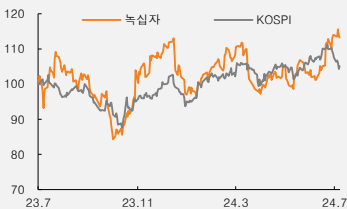


투자 의견(신규)	<b>매수</b>
목표주가(신규)	<b>170,000원</b>
현재주가(24/7/26)	127,000원
상승여력	33.9%

영업이익(24F,십억원)	64
Consensus 영업이익(24F,십억원)	61
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	155.3
MKT P/E(24F,x)	-
KOSPI	2,731.90
시가총액(십억원)	1,484
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	46.2
외국인 보유비중(%)	19.3
벤투(12M) 일간수익률	0.99
52주 최저가(원)	94,600
52주 최고가(원)	129,700
(%)	1M 6M 12M
절대주가	11.9 15.5 21.5
상대주가	14.4 4.7 15.3



[글로벌 바이오섹터]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

# 녹십자

## 알리글로: 드디어 미국 시장 진출

### 투자 의견 매수, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

목표주가 170,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 국내 상위 제약사 평균 EV/EBITDA 12.6배에 20% 프리미엄을 부여한 15.1배를 적용하였다. 면역글로불린 제품을 보유한 글로벌 Peer 기업은 CSL, 바이오테스트, ADMA 바이오로직스, 그리폴스, 다케다제약이 있으며 평균 EV/EBITDA 18배 수준이다. 투자 의견은 상승여력이 33.9% 인점을 고려하여 매수로 제시하였다.

특히, 24년 3분기부터 반영되는 면역글로불린 알리글로의 실적이 동사의 주가 방향성을 결정할 것으로 판단한다. 하반기부터 면역글로불린 알리글로의 매출이 더해지면, 밸류에이션 부담이 더욱 완화될 전망이다.

### 녹십자의 투자 포인트: 알리글로의 성공

① 신약: 동사는 2021년 2월 알리글로(10% 면역글로불린)의 미국 품목 허가를 신청하여, 2023년 12월 FDA 품목허가를 획득하였다. 2024년 7월 미국의 PBM인 익스프레스 스크립트를 포함하여 4개의 PBM과 계약을 완료하였다. 7월 8일 미국 판매를 위한 알리글로 물량이 선적되었다.

동사의 주요 판매 채널은 전문약국(Specialty Pharmacy)이다. 미국의 경우 IVIG 시장의 50% 매출이 전문약국에서 나오기 때문이다. 출시 첫해인 2024년 547억원, 출시 5년차인 2028년 4,154억원의 매출 달성이 예상된다.

② 처방의약품: 국내 자체 제품 매출만으로 2022년 800억원, 2023년 1,000억원을 기록했다. 2025년 제품 매출 연 2천억원 이상을 목표로 하고 있다. 제품의 자사 생산 확대로 수익성이 추가로 개선될 것으로 기대된다.

헌터 신드롬 치료제 헌터라제 매출은 2023년 저조(전쟁 등 외부 영향)했던 러시아와 이집트 물량이 추가될 예정이다. 튀르키예, 브라질(25~26년 허가 예정) 등 신규 시장 진입도 준비 중이다. 24년 매출은 600~700억원이 예상된다.

③ 백신: 수두백신 배리셀라는 올해 처음으로 해외 개별국 및 WHO 산하 범미보건기구(PAHO) 입찰 시장에 진입할 예정이다. 2024년 수주 물량은 2024년과 2025년 매출에 반영될 예정이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,711	1,627	1,789	1,919	2,121
영업이익 (십억원)	81	34	64	106	119
영업이익률 (%)	4.7	2.1	3.6	5.5	5.6
순이익 (십억원)	65	-27	10	39	49
EPS (원)	5,601	-2,279	818	3,346	4,192
ROE (%)	5.0	-2.0	0.7	3.0	3.6
P/E (배)	23.1	-	155.3	38.0	30.3
P/B (배)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
배당수익률 (%)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

# I. 투자포인트

## 1. 24년 7월, 미국 시장에 알리글로 런칭

녹십자의 알리글로(10% 면역글로불린)는 치료제가 없는 자가면역질환 환자에게 사용된다. 2023년 기준 미국 정맥 면역글로불린(intravenous immune globulin, IVIG) 시장규모는 93억 달러로 연평균 5%씩 성장하여 2030년에는 131억 달러에 이를 것으로 전망된다. 글로벌 시장 IVIG 점유율 1위는 CSL(41%), 2위 다케다(25%), 3위 그리폴스(14%) 순서이다. 3개의 회사가 글로벌 IVIG 점유율의 80%를 차지하고 있다. 미국 IVIG 시장(미국 처방데이터 기준) 점유율은 1위 다케다(45%), 2위 CSL(31%), 3위 그리폴스(19%)로 약간의 차이가 있으나, 3개의 기업이 시장의 대부분을 차지한다는 점에서는 유사한 구조다.

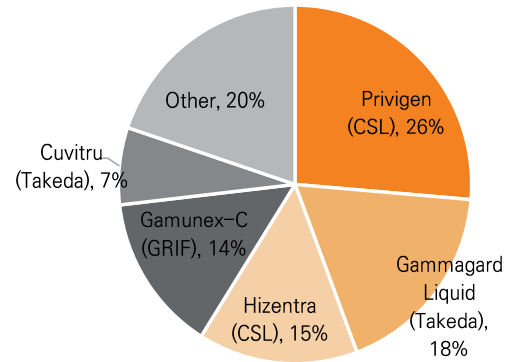
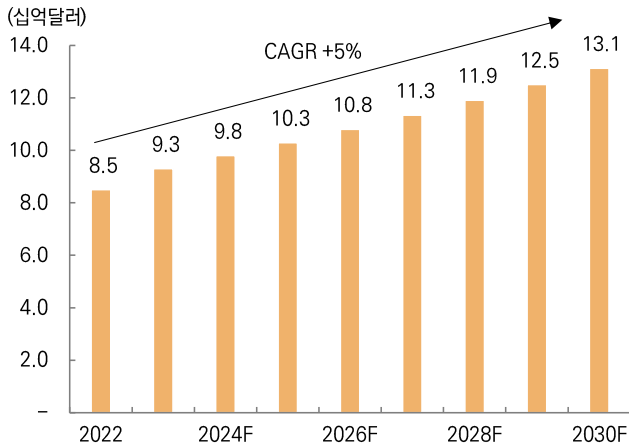
녹십자의 알리글로는 정맥 면역글로불린(intravenous immune globulin, IVIG) 의약품이다. 면역글로불린은 투여 경로에 따라 피하(SC), 근육(IM), 정맥(IV) 투여 방법이 있다. 면역글로불린이란 혈장에서 유래되는 성분으로 일차 또는 이차 면역 결핍 상태, 다양한 자가면역, 염증성 장애 치료에 사용된다. 면역글로불린은 항체의 농도가 낮아 면역을 결핍된 상태에서 투여되면 광범위한 병원체에 대한 수동 면역을 일으킨다. 1차 체액성 면역결핍증(PI), 특발성 혈소판감소성 자반증(ITP), 만성면역혈소판감소성자반증, 만성 염증성 탈수초성 다발신경병증(CIDP), 피부근염(DM), 다초점 운동신경병증(MMN) 등과 같은 질환을 치료하는 데 사용된다.

IVIG 치료의 목표는 손상된 면역 체계를 정상화하는 것이다. 투여 주기는 환자의 필요에 따라 차이가 있으나 일반적으로 3~4주 주기가 된다. 표준 복용량은 400~600 mg/kg이 된다.

녹십자는 2021년 2월 알리글로(10% 면역글로불린)의 미국 품목 허가를 신청하여 2023년 12월 FDA 품목허가를 획득하였다. 2015년, 2017년 생산설비 및 추가자료 등의 이슈로 2번의 CRL을 받고 3번째 FDA 허들을 넘었다. 2024년 7월 미국 내 대형 처방약급여관리업체(PBM)와 알리글로의 처방집 등재를 위한 계약을 체결하였고, 7월 8일 미국 판매를 위한 알리글로 물량이 선적되었다.

그림 1. IVIG 미국 시장 규모 및 전망

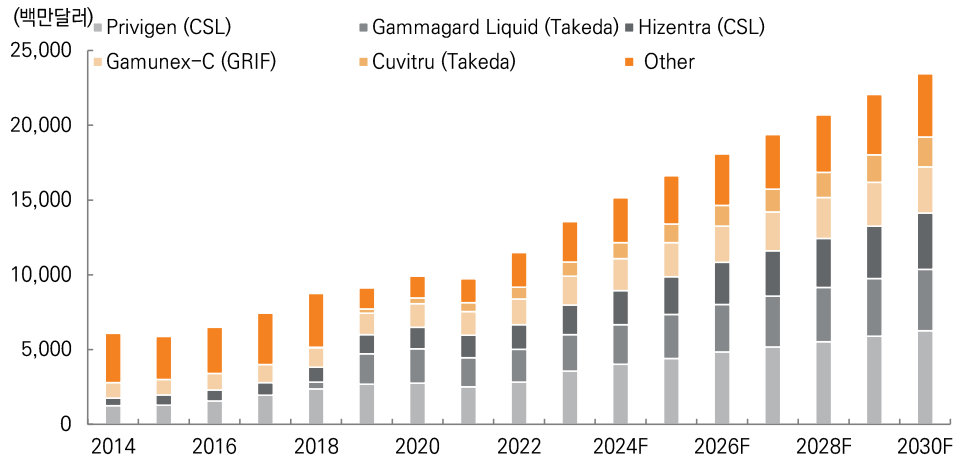
그림 2. 글로벌 시장 점유율(매출액 기준)



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

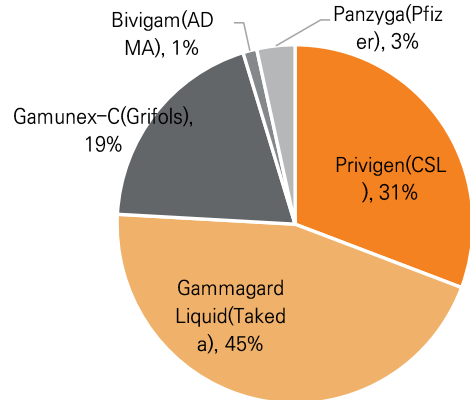
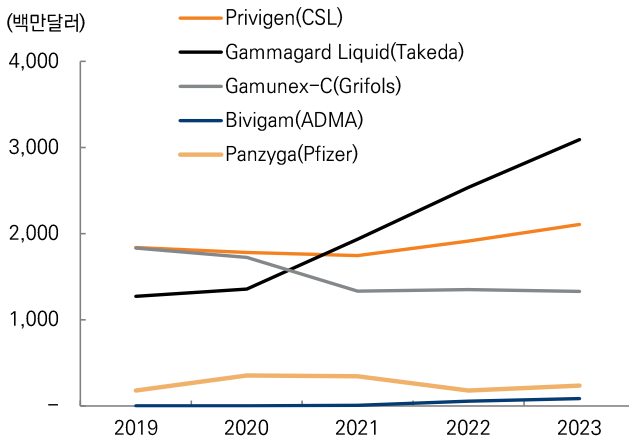
그림 3. IVIG 제품 별 매출 추이 및 전망



자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 IVIG 처방 데이터(WAC 기준)

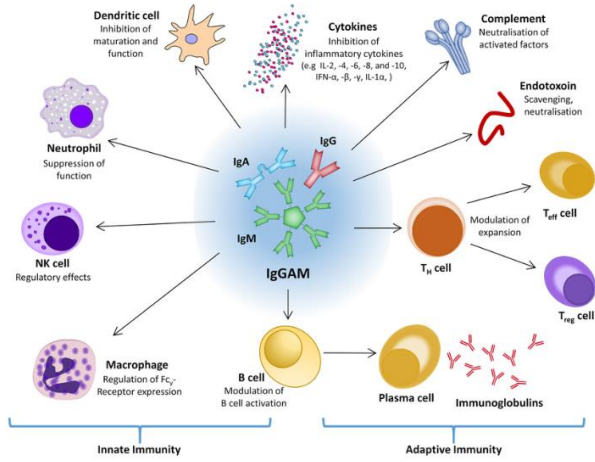
그림 5. 2023년 미국 IVIG 처방 비중(5개 제품만 포함)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

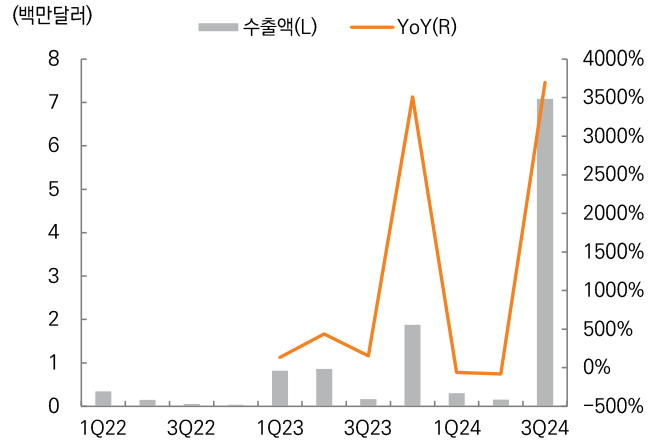
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 면역글로불린의 역할



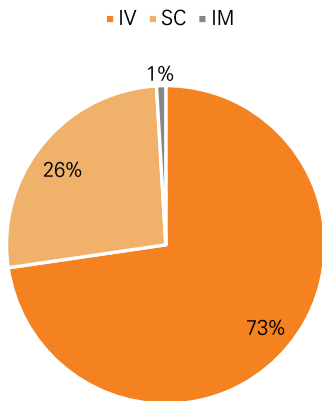
자료: Frontiers in Medicine(2021), 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 혈액제제(면역글로불린 포함) 미국향 수출데이터



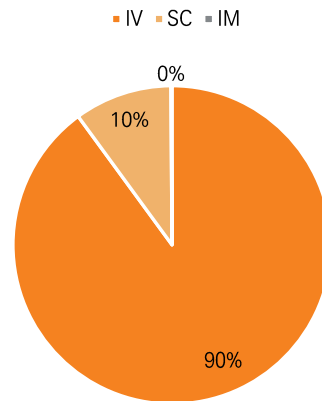
주: 3Q24는 7월1~20일까지 데이터  
 자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 면역글로불린 투여 방법별 매출 비중(글로벌 매출액 기준)



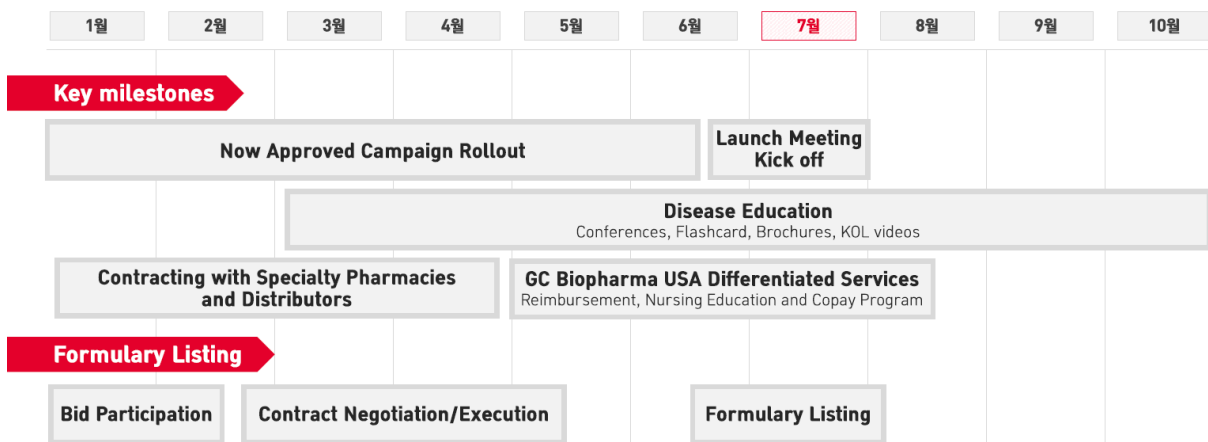
자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 면역글로불린 투여 방법별 매출 비중(미국 매출액 기준)



자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 알리글로 런칭 타임라인



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

**수요: 미국 IVIG 시장 중 50% 점유율을 차지하는 전문약국이 주요 채널**

녹십자는 미국의 PBM인 익스프레스 스크립츠를 포함하여 4개의 PBM과 계약을 완료하였다. 이와 같은 계약을 진행한 이유는 미국에서 IVIG를 처방하는 방법과 관련이 있다.

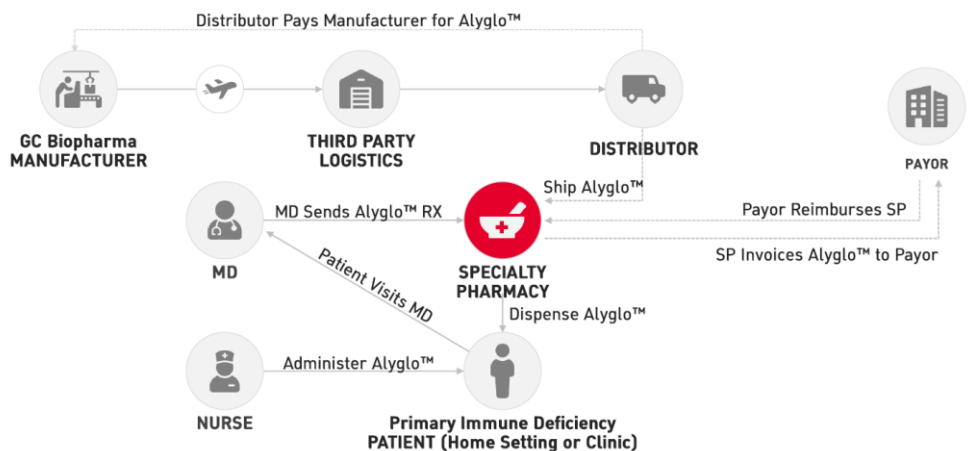
환자는 병원에 방문하여 주치의의 통해 IVIG를 처방받는다. 그 처방전은 바로 전문약국(Speciality Pharmacy)으로 전송된다. 전문약국(Speciality Pharmacy)에서는 메일링 서비스를 통해서 간호사가 환자의 집이나 클리닉으로 방문하여 투여할 수 있도록 한다. 환자가 직접 전문약국(Speciality Pharmacy)에서 IVIG를 받은 후 가까운 인퓨전센터(infusion center)를 방문하여 투여를 받는 경우도 있다.

PBM(Pharmacy Benefit Manager, 처방약급여관리회사)은 사보험 처방약 관리 업무를 전문적으로 대행하는 업체로, PBM을 통한 처방집 등재는 미국의 의료보험 급여 체제에 편입되는 것을 의미한다. 보통 병원에서 발행되는 처방전에는 ‘IVIG’로 명시된다. 전문약국(Speciality Pharmacy)에서는 특정 PBM(처방약급여관리회사)과 계약된 사보험사에 가입된 환자가 있으면, 해당 PBM 처방집에 포함되어있는 IVIG 리스트를 확인하고 리스트에 포함된 IVIG 중 하나의 제품을 처방하게 된다. 이때 전문약국(Speciality Pharmacy) 입장에서는 처방집에 포함되어있는 제품 중 마진을 많이 남길 수 있는 제품을 선택하게 된다.

동사는 100% 지분을 가지고 있는 GC 바이오파마 USA라는 판매 법인이 미국에 있다. 한국의 녹십자가 IVIG를 미국으로 보내면 GC 바이오파마 USA가 받아 전문약국(Speciality Pharmacy)에 납품을 하는 형태다.

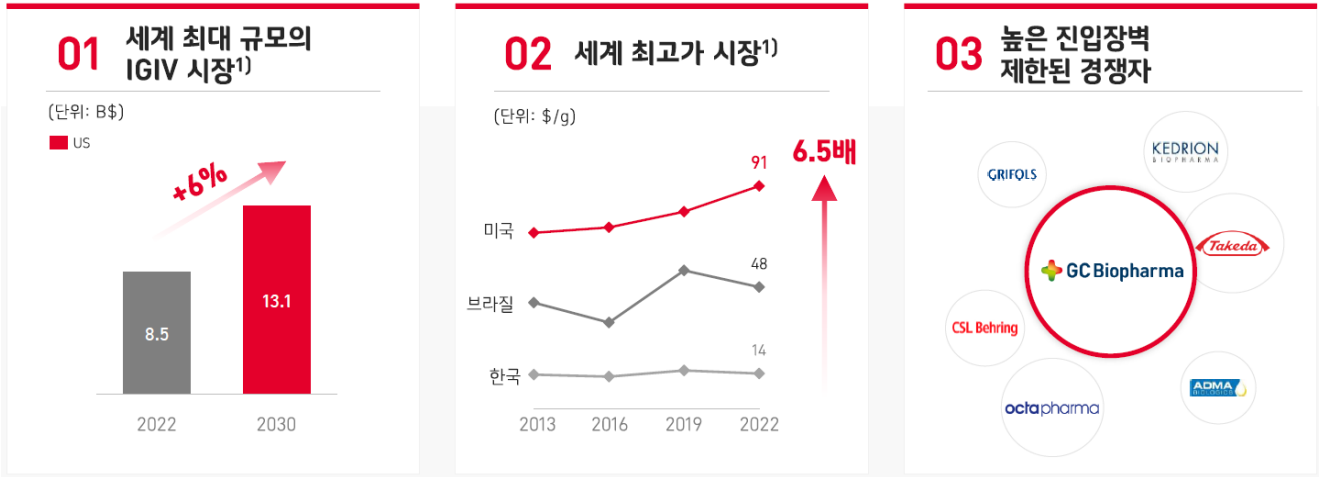
동사의 주요 판매 채널은 전문약국(Speciality Pharmacy)이다. 미국의 경우 IVIG 시장의 50% 매출이 전문약국에서 나오기 때문이다. 최근 출시된 BPL의 Gammplex(2017년 출시)와 화이자의 Panzyga(2018년 출시)는 전문약국 매출 비중이 각각 98%, 72% 이다. 또한 전문약국에서의 매출 비중이 높을수록 WAC도 높았다. 동사의 주요 판매 채널인 전문약국(Speciality Pharmacy)과의 계약도 완료되었다.

**그림 11. IVIG의 처방 과정**



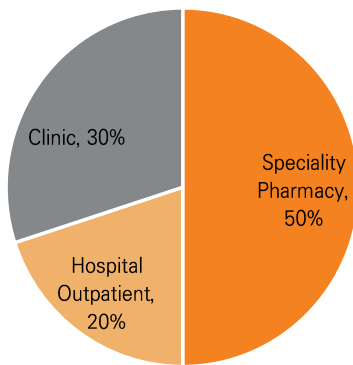
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 알리글로: 미국 시장의 기회요인



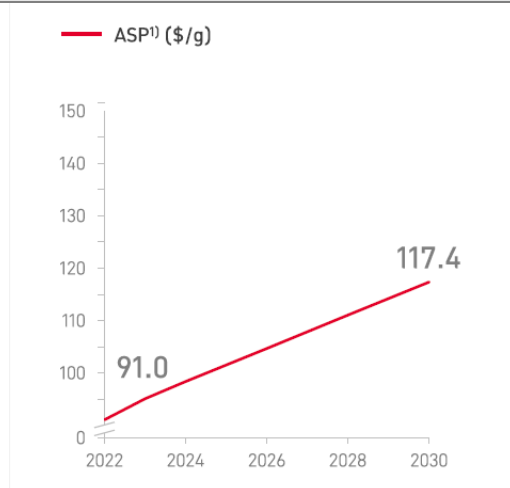
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. IVIG의 주요 매출처



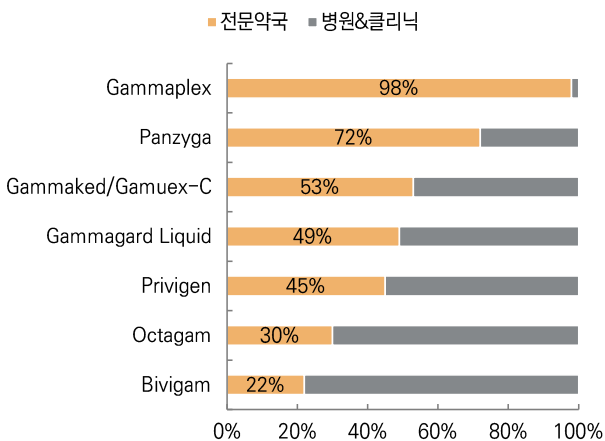
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. IVIG의 평균판매가격



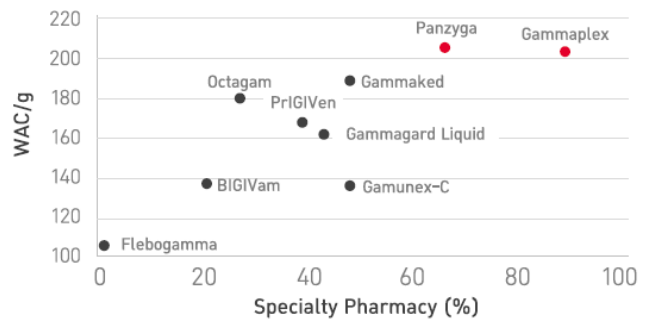
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. IVIG 별 전문약국 의존도



자료: Syneos Health, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 전문약국 매출 비중이 높을수록 WAC도 높음



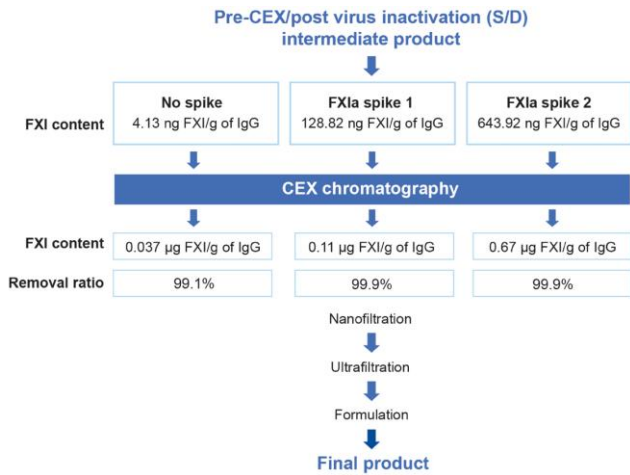
자료: Syneos Health, 미래에셋증권 리서치센터

**약의 효능: 고순도 기반의 높은 안전성 확보**

IVIg는 이미 판매되고 있는 제품들이 존재한다. 경쟁 약물 대비 차별점은 안전성이다. 약물 생산 시 사용하는 CEX(Cation Exchange chromatography) 공정은 혈전을 유발할 수 있는 요소인 Factor 11a를 99%까지 제거할 수 있다. 혈전이 생기는 문제는 면역글로불린 제품 투여 후 드물게 나타나지만 심각한 부작용이다. 과거 다른 IVIG를 투여한 환자의 체내에서 혈전이 생겨 문제가 나타난 사례들이 있다. Octagam이 시장에서 철수되었고, Omr-IgG-am<sup>TM</sup>이 혈전 사건의 증가로 인해 글로벌 시장에서 회수되었다. 경쟁사는 Factor 11a를 80% 중후반 정도 제거할 수 있다. 마케팅 시, 고순도에 대한 임상데이터를 어필할 수 있을 것으로 보인다.

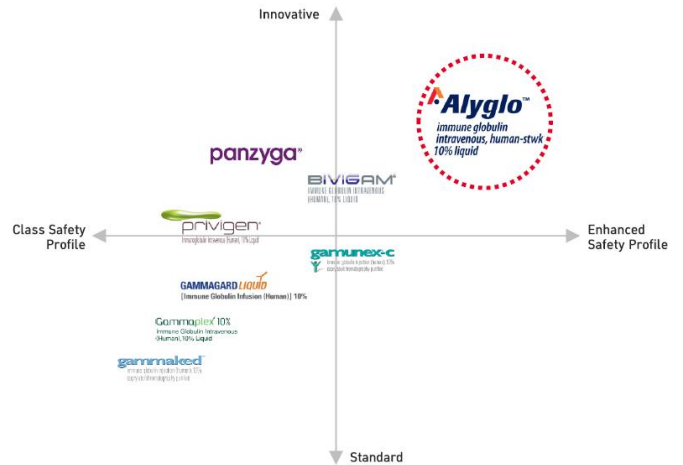
미국은 국내 시장 대비 6배 이상 높은 약가를 받을 수 있는 구조이다. 따라서 알리글로의 매출이 증가할수록 동사의 이익은 더욱 빠르게 개선될 것으로 보인다. 이미 출시된 IVIG 제품의 가격을 보면, 전문약국에서의 매출 비중이 높을수록 WAC도 높았다. 동사는 전문약국(Speciality Pharmacy)을 주요 유통채널로 하고 있어 높은 가격을 책정할 예정이다.

그림 17. Cation Exchange chromatography 공정



자료: Cardiovascular Medicine(2023), 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. IVIG 시장 내 알리글로의 위치



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

## 2. 원래도 잘 했던 백신 사업, Drive

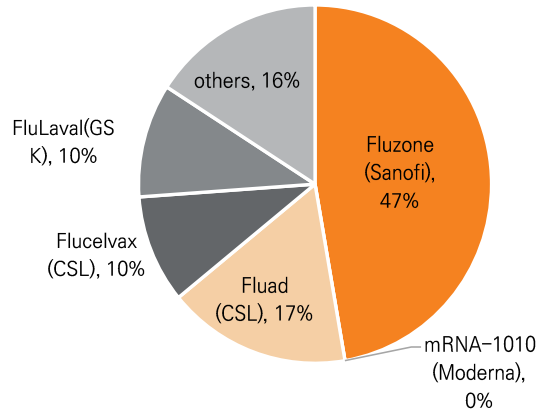
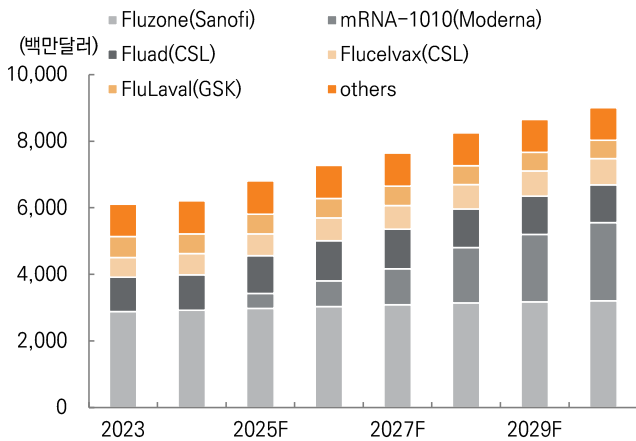
### 독감 백신: 신규 국가 진입

글로벌 독감 백신 시장 규모는 2023년 61억달러에서 연평균 5.7% 성장하여 2030년 90억 달러로 성장할 것으로 추정된다. 2023년 기준 독감 백신 매출이 가장 높은 기업은 사노피(47%)이며, CSL(27%), GSK(10%) 순서이다. 3개 기업의 점유율이 전체의 84%를 차지한다. 하지만 연평균 성장률이 5.7%로 높다는 점이 긍정적이다. 녹십자는 독감 백신 지씨플루의 타깃 시장을 2023년 1억 2,600만 달러 시장에서 2030년 2억 2400만 달러 (CAGR 8.6%)로 설정했다.

2023년 국내 인플루엔자 백신 시장 규모는 조달시장 기준 1,180억원이다. 올해는 전년 대비 4.7% 증가한 1,236억원으로 추정된다. 조달 계약 현황으로 보면 녹십자는 23% 비중을 차지한다. 국내 전체 시장 기준, 독감 백신 시장은 약 2,500억원으로 추정되며 녹십자의 독감 백신 점유율은 유지되고 있는 것으로 판단된다.

그림 19. 글로벌 독감 백신 시장 규모

그림 20. 글로벌 독감 백신 점유율 추이(2023년 기준)

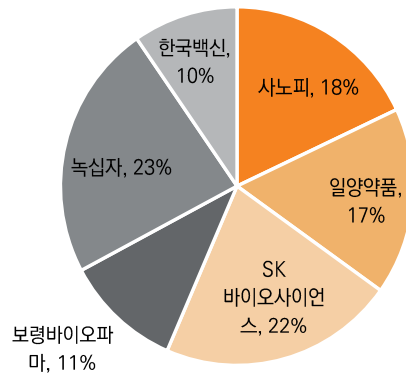
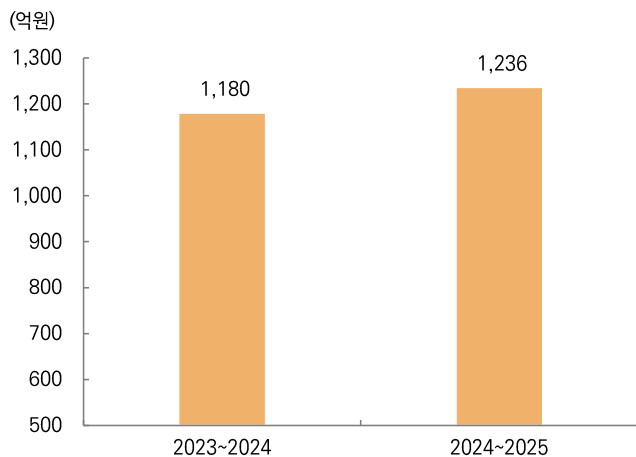


자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 국내 독감 백신 시장 규모(금액 기준)

그림 22. 2024~2025 독감 백신 조달 계약 현황



자료: 질병관리청, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 질병관리청, 미래에셋증권 리서치센터



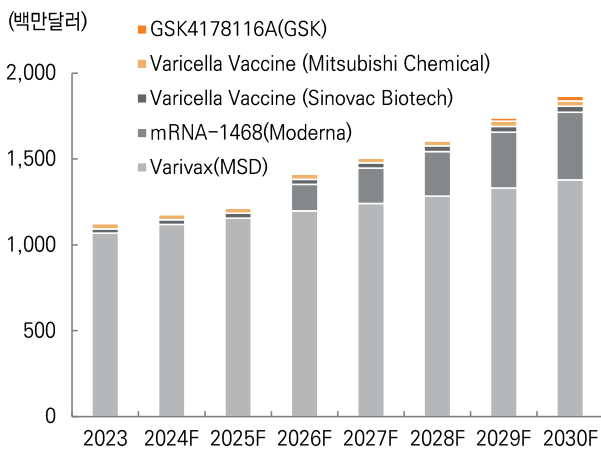
**수두백신: 차세대 제품으로 전환**

수두백신 시장 규모는 2023년 기준 11억 2,300만 달러이다. 녹십자의 타깃 시장은 2030년 기준 1억 8,200만 달러(2023년 1,900만 달러) 시장이다. 수두백신은 전세계 2번째로 개발된 백신이다. 동사의 2세대 수두백신인 ‘배리셀라주’가 2023년 2월 WHO 사전적격성 평가(PQ) 인증을 취득했다.

배리셀라는 녹십자가 자체 개발한 바이러스주인 ‘MAV/06’ 균주를 사용한 백신이다. 기존 제품보다 바이러스 양을 높였으나, 안정성은 개선했다. 글로벌 임상을 통해 기존 PQ 인증을 받은 MSD의 바리박스(VARIVAX)와 면역원성 측면에서 비열등성을 입증하였다.

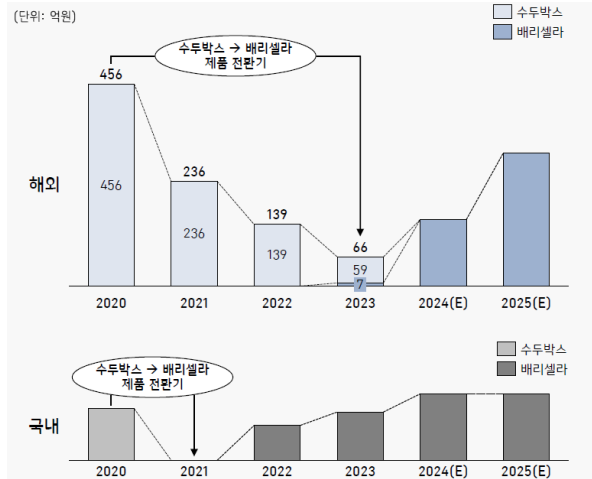
올해 처음으로 해외 입찰 시장에 진입할 예정이다. 2024년 수주 물량은 2024년과 2025년 매출에 반영된다. 1세대 수두백신 수두박스는 최대 600억원의 수출 실적을 달성했던 백신이다. 배리셀라가 2025년 본격 매출 성장하면 2030년 시점에는 1억 8,200만 달러 매출 달성도 가능할 것으로 보인다.

그림 23. 글로벌 수두백신 시장 규모



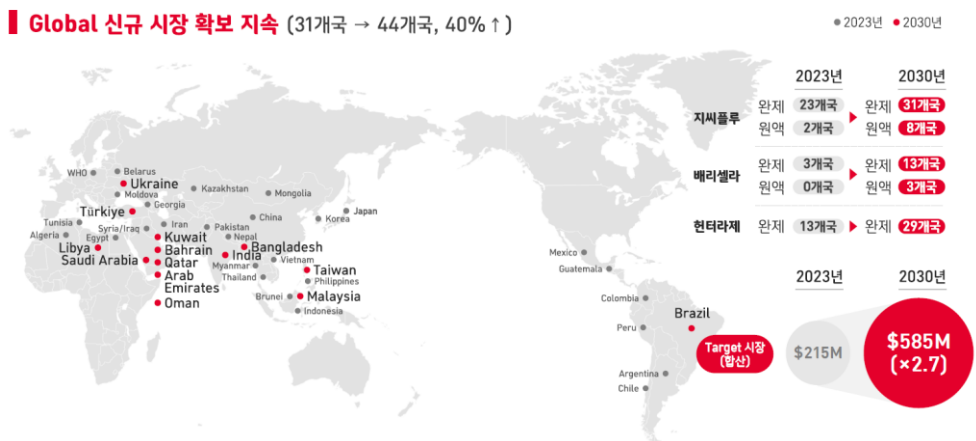
자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 해외: 수두백신 제품 전환기



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 백신 및 헌터라제 신규 시장 확보 지속



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

### 대상포진 백신: 2027년 출시 기대

대상포진은 수두-대상포진 바이러스(VZV: Varicella zoster virus)가 신경절에 잠복해 있다가 면역력이 떨어지면서 발병하는 질병이다. 대상포진은 합병증이 심각하며 특히, 포진 후 신경통은 만성 통증으로 발전할 수 있다.

대상포진 백신은 약독화생백신인 머크의 조스타박스(2006년 허가)와 SK바이오사이언스의 스카이조스터(2017년 허가)가 있다. 재조합백신으로는 GSK의 싱크릭스(2017년 허가)가 있다. GSK의 싱크릭스는 머크의 조스타박스 대비 효과가 좋아(특히 고령자) 2017년 출시 후 빠르게 매출이 높아지면서 현재는 대상포진 백신 매출 대부분을 차지하고 있다. 또한 약독화 생백신의 경우 살아있는 바이러스를 포함하기 때문에 대상포진 발병시 사용도 어렵다.

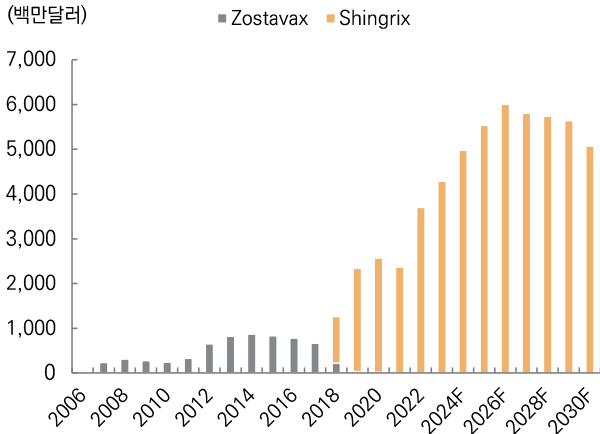
하지만 GSK 싱크릭스도 단점이 있다. 싱크릭스의 가장 큰 단점은 심한 통증이다. 통증을 유발하는 요인은 싱크릭스에 사용되는 면역증강제 AS01 때문인 것으로 보인다. AS01은 liposome+MPL+QS21로 구성되는 GSK의 면역증강제이다. 천연물에서 유래한 어쥬번트로 알려져 있다. 녹십자 자회사에서 개발하는 CRV-101에 사용되는 면역증강제는 합성난 어쥬번트로 통증에 대한 부작용을 해결한 것으로 파악된다.

경쟁제품 싱크릭스의 2023년 매출액은 42억 8,600만 달러이다. 주요 7개국 중 대상포진 백신 미접종 인구는 8억 6,400만 명으로 추정된다. 이 중 접종비율은 6% 이하로 대상포진 백신 시장의 확장성은 높아보인다. 녹십자가 47%의 지분을 보유하고 있는 CUREVO에서는 대상포진 백신 CRV-101의 임상 2상을 진행하고 있다.

CRV-101 임상 2상 결과, 경쟁약물(GSK 싱크릭스)과 비교하여 비열등성을 확보하였다. 안전성 결과는 경쟁약물 대비 우수했다. 3등급 이상의 이상반응이 나오지 않았기 때문이다. 경쟁약물의 경우 전신 2.7%, 국소 0.9%의 이상 반응이 관찰되었다. CRV-101은 낮은 수준의 이상반응이 발생하는 이점을 통해 안전한 제품으로 시장 진입이 가능할 것으로 보인다. 미국 내 경쟁제품 접종 거부자 중 약 70%가 부작용을 우려한다는 내용이 존재하기 때문이다. 또한 경쟁제품 1차 접종자 중 약 30%가 2차 접종을 포기하고 있다는 설문도 존재하는데 이는 백신 투여 시 동반되는 통증 때문인 것으로 보인다. CRV-101은 싱크릭스와 다른 면역증강제를 사용함으로써 통증이 낮아진 것으로 보인다.

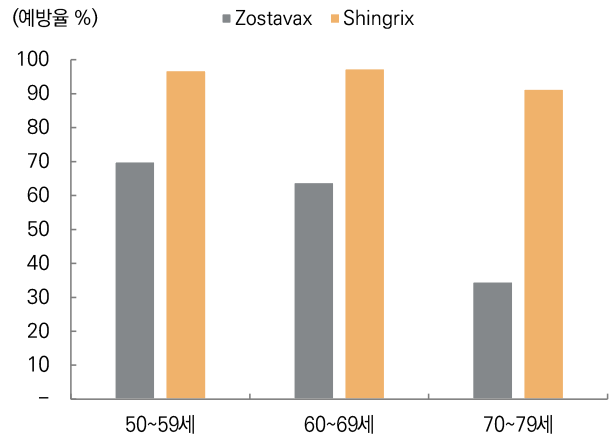
CRV-101은 2024년 임상 3상 개시가 예상되며, 2027년 미국 및 유럽 허가가 기대된다. 경쟁제품 대비 출시가 10년 늦은 상황이지만 부작용이 낮고 투여 통증이 낮아 시장 침투가 가능할 것으로 예상된다. GSK의 싱크릭스는 MSD의 조스타박스 보다 11년 늦은 2017년 출시되었으나 출시 2년차에 모든 시장을 잠식했다. GSK 싱크릭스는 조스타박스 대비 효능이 좋았기 때문이다.

그림 26. 대상포진 백신 시장 규모



자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 대상포진 백신 효능 비교



자료: 각사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 대상포진 백신 접종 대상 환자군

국가	50+인구수 (2023)	재조합 단백질 백신 접종비율	50+ 중 접근 가능 인구 수
미국 <sup>1)</sup>	121M	33%	81M
EU(-독일) <sup>2)</sup>	191M	<3%	185M
독일 <sup>2)</sup>	38M	~12% <sup>3)</sup>	34M
캐나다 <sup>4)</sup>	15M	<3%	15M
호주 <sup>5)</sup>	9M	<3%	9M
일본 <sup>1)</sup>	61M	<3%	59M
중국 <sup>1)</sup>	486M	~1%	481M
합계	921M	~6%	864M

자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. CRV-101 효능 데이터

	CRV-101 (연령 50~69세, n=55)	경쟁 약물 (연령 50~69세, n=215)
Type	Adjuvanted Recombinant Protein	
API	gE + SLA-SE <sup>1)</sup>	gE + AS01(MPL + QS21 <sup>2)</sup> )
Efficacy	경쟁약물 대비 비열등성 확보	
Safety	Grade 2 <sup>3)</sup> (전신) : 5.5% Grade 2(국소) : 3.6%	Grade 2(전신) : 16.4% Grade 2(국소) : 24.4%
	Grade 3 <sup>4)</sup> (전신) : 0% Grade 3(국소) : 0%	Grade 3(전신) : 2.7% Grade 3(국소) : 0.9%

자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 녹십자 주요 파이프라인

		2024	2025	2026
Plasma Derivative (혈액제제)	GC5125A 미국 vWF 결핍증 치료제	임상 1상 IND 제출		
	GC5107D 미국 PID 치료제(소아)			임상 3상 결과 발표
Vaccine (백신)	MG111C 한국 수두 백신 (추가임상)			임상 2상 중간 결과 발표
	MG1120/CRV-101 글로벌 대상 포진 백신 (CUREVO)	임상 3상 IND 제출		
	GC1109 한국 탄저 백신(NDA 제출)	품목허가 승인		
	GC3107A 한국 BCG 백신(NDA 제출)		품목허가 승인	
Innovative medicine (혁신 신약)	GC1123B 한국 중증 헌터증후군 치료제		임상 1상 결과 발표	
	GC1134A 한국, 미국 파브리암 치료제 (연약약품)	임상 1/2상 IND 제출		
	MG1113A 한국 열우병 A/B 치료제	임상 1b상 결과 발표		
	GC1130A 글로벌 MPS IIIA 치료제 (DORVILLE/TELSARIX)	임상 1상 IND 제출		임상 1상 결과 발표 임상 2/3상 IND 제출
	GC1138A 미국 글렌즈만 혈소판무력증 치료제		임상 3상 IND 제출	
	GC2124A US 강굴리오시드증 치료제 (MIRACOST)			임상 1상 IND 제출

자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

### 3. 처방의약품의 성장: 헌터라제, 국내 PC 사업

#### 헌터라제: 신규 국가 개척

2023년 기준 헌터 신드롬 시장규모는 7억 600만 달러로 일본 다케다의 엘라프라제 (Elaprase)가 점유율 89%를 차지하고 있다. 2025년 기준 2개의 신약이 출시될 것으로 전망되고 있으나 현재 의미있게 판매되고 있는 치료제는 엘라프라제 뿐이다. 녹십자의 전략은 엘라프라제가 진입하지 않은 국가에 먼저 진입하는 것이다.

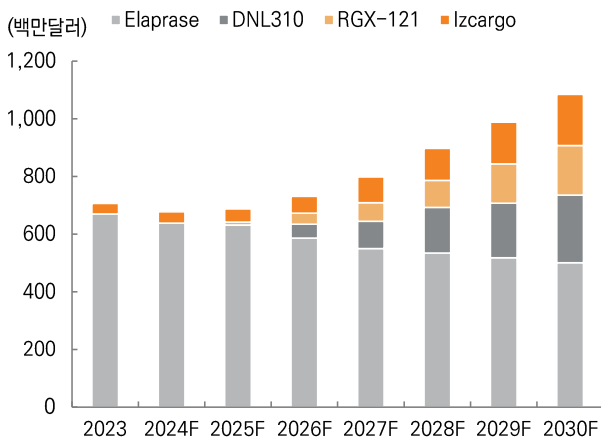
헌터 신드롬은 세포 내 소기관 중 하나인 리소좀 내 IDS(Iduronate-2-sulfatase) 효소가 없거나 결핍되어 글로코사미노글리칸이 비정상적으로 세포 내에 축적되는 질환이다. 글로코사미노글리칸이 세포에 축적되면 골격이상, 지능 저하 등이 나타나며, 증상이 심해지면 15세 전후 사망한다.

녹십자가 타깃으로 하고 있는 헌터라제 타깃 시장은 2030년 기준 1억 7,900만 달러 (2023년 7,000만 달러)이다. 경쟁약물인 다케다의 엘라프라제 2023년 매출액이 6.7억 달러로 2030년 1억 7,900만 달러 달성은 무리한 가정은 아니다.

현재 헌터라제는 13개 국가에서 판매되고 있다. 올해는 2023년 저조했던 러시아와 이집트 물량이 추가될 예정이다. 튀르키예, 브라질(25~26년 허가 예정)등 신규 시장 진입도 준비 중이다. 2030년 기준 29개국에 판매를 확대할 예정이다.

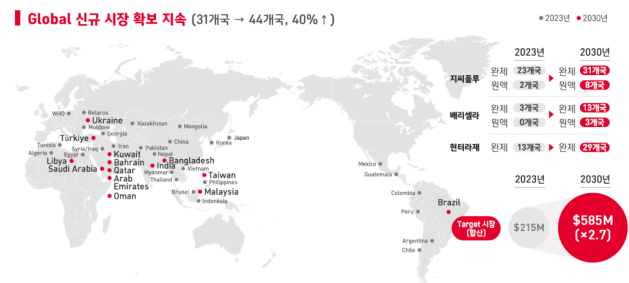
동사는 세계 최초로 뇌실 내에 직접 투여할 수 있는 ICV제형의 헌터증후군 치료제 상업화에 성공하였다. 약물 전달 효과가 우월한 뇌실 투여 제제로 글로벌 확장 계획이다. 현재 ICV 제형은 일본에서만 판매가 되고 있는데, 동남아에서도 수요가 있는 것으로 파악되고 있다. 중국의 경우, 2021년 9월 헌터라제에 대한 판매 허가는 받았으나 보험 등재 이슈로 현재 판매는 되고 있지 않으며, 중장기 플랜으로 전환되었다.

그림 31. 헌터 신드롬 치료제 시장 규모



자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 헌터라제 신규 시장 확보 지속



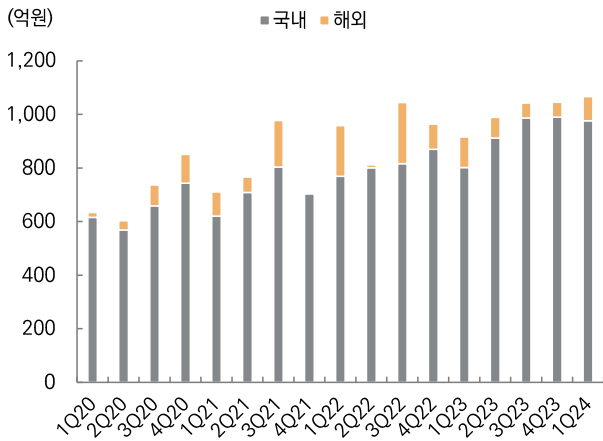
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

### 국내 처방의약품 사업 확대(고마진 사업의 정상화)

동사의 주력 질환영역은 심혈관, 내분비, 소화기 질환이다. 해당 질환의 개량신약 및 제네릭제품을 보유하고 있다. 상품 대비 제품의 비중이 높아진 것이 중요하다. 제품 비중 확대를 통해 마진 개선이 가능하기 때문이다. 2022년 13품목, 2023년 9품목이 신규 출시되었다. 2024~2025년에는 11품목 출시예정이다. 자체 제품 매출만으로 2022년 800억원, 2023년 1,000억원을 기록했다. 2025년 제품 매출 연 2천억원 이상을 목표로 하고 있다.

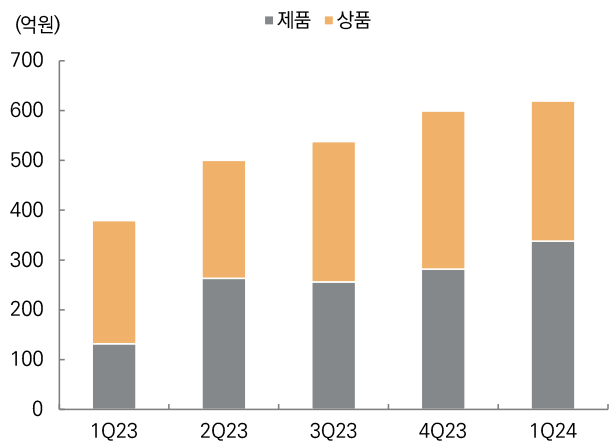
동사 고혈압 및 고지혈증 치료제는 전년동기 대비 22% 증가하였다. 그 중 2023년 출시된 이상지질혈증 다비듀오는 2023년 단일품목 매출 300억원을 달성하였다. 제품의 자사 생산 확대로 수익성이 추가로 개선될 것으로 기대된다.

그림 33. 녹십자 분기별 처방의약품 매출 추이



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 녹십자의 국내 PC 사업 부문 매출 추이



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 기업가치

### 투자의견 매수, 목표주가 170,000원으로 커버리지 개시

목표주가 170,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 국내 상위 5개 제약사(한미약품, 대웅제약, 종근당, 동아에스티, HK이노엔) 평균 EV/EBITDA 12.6배에 20% 프리미엄을 부여한 15.1배를 적용하였다. 20% 프리미엄의 근거는 미국에서 의약품 판매가 개시되는 제약사이기 때문이다. 면역글로불린 제품을 보유한 글로벌 Peer 기업은 CSL, 바이오테스트, ADMA, 그리폴스, 다케다제약이 있으며 평균 EV/EBITDA 18배 수준이다. 투자의견은 상승여력이 33.9% 인점을 고려하여 매수로 제시하였다.

동사는 2020년 코로나 팬더믹으로 실적 호조와 함께 CDMO 수주에 대한 기대까지 더해지며 주가가 상승했다. 하지만 코로나 엔더믹 전환에 따라 영업이익이 낮아지며(22년 813억원 → 23년 334억원) 코로나 이전 수준의 주가로 회귀하였다. 2024년부터는 면역글로불린 제제 알리글로 매출에 따른 이익 성장 예상된다. 이는 코로나 팬더믹 상황에서 발생되었던 일시적인 이익 개선이 아니기 때문에 의미가 크다.

특히, 24년 3분기부터 반영되는 알리글로의 실적이 동사의 주가 방향성을 결정할 것으로 판단한다. 하반기부터 면역글로불린 알리글로의 매출이 더해지면, 밸류에이션 부담이 더욱 완화될 것으로 전망된다. 출시 첫해인 2024년 547억원, 출시 5년차인 2028년 4,154억원의 매출 달성이 예상된다.

그 외에 헨터라제 및 백신의 견조한 매출성장, 처방의약품 매출 성장도 뒷받침할 것으로 기대된다. 대상포진 백신의 경우 출시 시점이 2027년으로 3년이 남았으나, 알리글로의 매출이 2,374억원이 되는 시점에 출시되면서 기업의 가치를 한번 더 높일 수 있는 모멘텀이 될 것으로 판단된다.

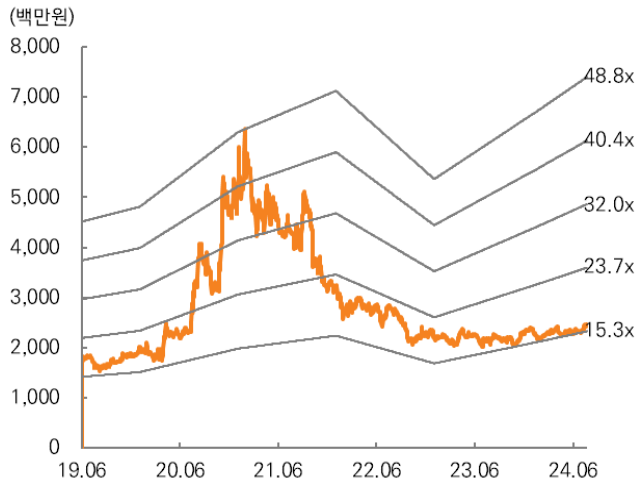
글로벌 peer 기업 중 하나인 CSL은 미국 시장에 IVIG를 출시하면서 주가가 상승하였다. 특히 2023년 기준 매출액 1위 IVIG 제품인 Privigen(23년 기준 매출액 35.7억 달러)의 2년차 매출이 4.2억 달러가 되면서 시가총액은 약 20%(32억 달러)증가하였으며, 6년차 매출액이 13.8억 달러가 되면서 시총은 허가 시점대비 31%(49억 달러) 증가하였다.

표 1. 녹십자 목표주가 산정

구분	내용	비고
A. 영업가치	26,833	1,775(2025F EBITDA)
B. 순차입금	6,890	15.1(적용 EV/EBITDA)
기업가치(A-B)	19,944	
보통주주식수(천주)	11,687	
적정주가(원)	170,648	
목표주가	170,000	
현재주가	127,000	
상승여력	33.9%	

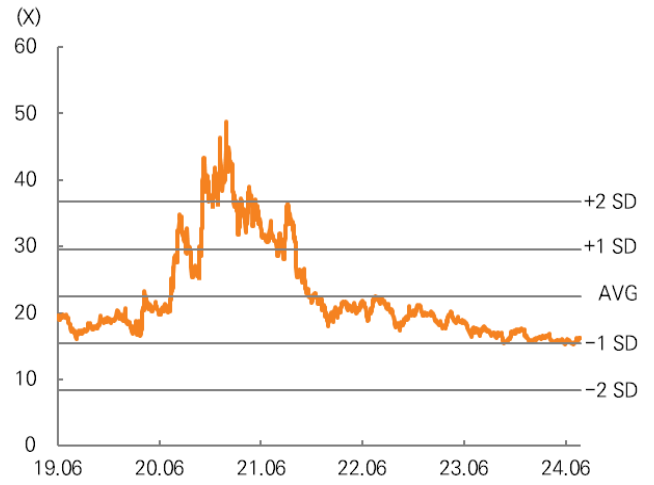
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 35. 녹십자 12개월 선행 EV/EBITDA 밴드



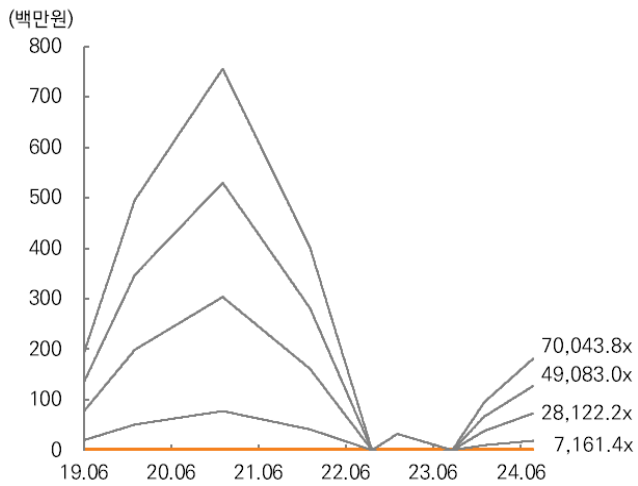
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 녹십자 12개월 선행 EV/EBITDA 추이



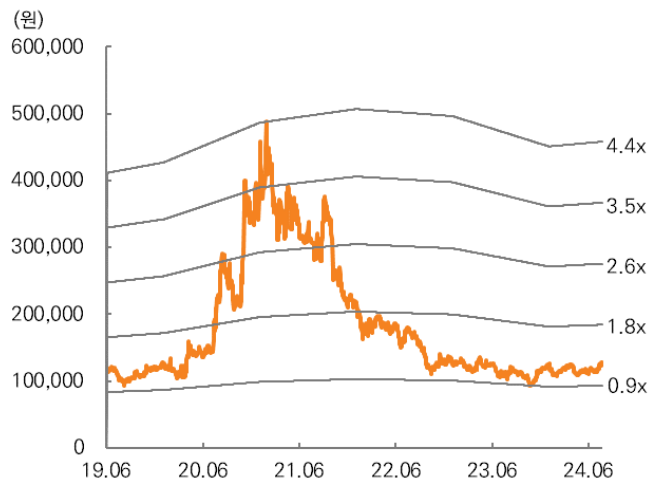
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 녹십자 12개월 선행 P/E 밴드



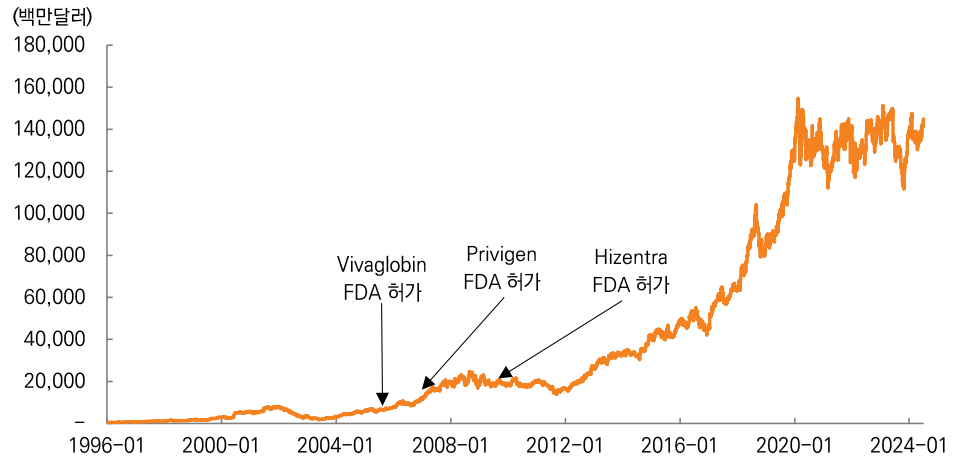
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 녹십자 12개월 선행 P/B 밴드



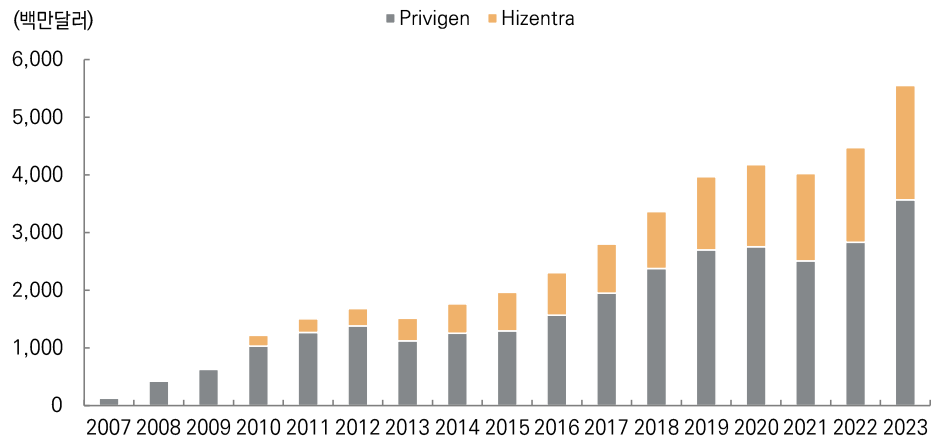
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. CSL 시가총액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. CSL의 주요 IVIG 매출액 추이



자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터



표 2. 면역글로불린 관련 기업 밸류에이션

기업명	녹십자	그리폴스	CSL	바이오테스트	ADMA 바이오로지스	타케다	
	GREEN CROSS CORP	GRIFOLS SA	CSL LTD	BIOTEST AG	ADMA BIOLOGICS INC	Takeda Pharmaceutical Co Ltd	
Ticker	006280 KS Equity	GRF SM Equity	CSL AU Equity	BIO GR Equity	ADMA US Equity	4502 JP Equity	
시가총액	1,076	6,331	99,943	1,500	3,187	43,305	
2023	매출액(백만달러)	1,245.6	7,129	13,310.0	740.4	258.2	29,529.8
	영업이익(백만달러)	26.4	796	3,069.0	155.2	21.6	1,482.6
	EBITDA(백만달러)	84.2	1,274	3,900.0	194.0	32.4	6,524.6
	순이익(백만달러)	-20.4	64	2,194.0	137.4	-28.2	997.8
	EPS(달러)	-1.8	0.09	4.6	3.5	-0.1	0.6
	PER(배)	-	177	40.7	13.3	-	45.4
	PBR(배)	1.1	2	5.7	3.4	7.6	0.9
	ROE(%)	-2.0	1	14.5	29.2	-19.7	2.1
	EV/EBITDA(배)	21.2	20	26.1	12.6	34.4	12.3
	PSR(배)	0.9	2	6.7	2.5	3.9	1.5
2024F	매출액(백만달러)	1,271.6	7,705	14,688.13	-	357.5	27,491.8
	영업이익(백만달러)	46.6	1,316	4,198.3	-	100.6	6,476.1
	EBITDA(백만달러)	98.2	1,953	4,870.5	-	117.0	6,814.3
	순이익(백만달러)	11.7	458	2,916.6	-	85.3	4,537.0
	EPS(달러)	1.0	1	6.1	-	0.4	2.8
	PER(배)	93.1	14	34.0	-	39.0	9.6
	PBR(배)	1.2	1	5.7	-	-	0.9
	ROE(%)	1.4	8	17.4	-	-	2.4
	EV/EBITDA(배)	18.1	10	23.2	-	28.0	11.0
	PSR(배)	0.8	1	6.8	-	8.9	1.6
2025F	매출액(백만달러)	1,364.8	8,242	15,845.44	-	415.3	27,884.0
	영업이익(백만달러)	68.1	1,608	4,730.7	-	149.5	6,850.3
	EBITDA(백만달러)	118.0	2,199	5,438.3	-	162.0	7,387.0
	순이익(백만달러)	30.0	670	3,393.3	-	133.3	4,704.5
	EPS(달러)	2.6	1	7.0	-	0.5	3.0
	PER(배)	35.7	9	29.6	-	25.3	9.1
	PBR(배)	1.2	1	5.1	-	-	1.0
	ROE(%)	3.8	10	18.0	-	-	4.4
	EV/EBITDA(배)	15.0	9	20.8	-	20.2	10.2
	PSR(배)	0.8	1	6.3	-	7.7	1.5

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### III. 실적

#### 1. 과거 실적 리뷰

2024년 1분기 매출액은 3,568억원(-11.9% YoY) 영업손실 150억원(적지 YoY)을 기록하였다. 하반기 알리글로 공급을 위해 혈액제제 수급을 조절하면서 다른 혈액제제 매출이 전년 동기대비 감소(해외 -34.2% YoY, 국내 -7.4% YoY)하였기 때문이다. 반면, 국내 처방 의약품 사업부문은 전년동기 대비 21.7% 성장하였다.

영업손실은 150억원이 발생하였다. 1) GC 바이오파마 USA 알리글로 마케팅 및 고정비가 반영되었기 때문이다. 또한 자회사 지씨셀의 국내외 임상 진행으로 인한 R&D 비용도 증가하였다. 2) 마진이 좋은 헌터라제 매출이 감소(2022년 700억원, 2023년 500억원)한 것도 원인이다.

2023년의 경우 팬더믹으로 증가되었던 매출이 제거되었다. 독감백신 생산을 중단했던 SK 바이오사이언스 및 사노피의 재등장으로 독감 백신 매출이 낮아졌다. 또한 2023년 건기식 사업 철수로 인한 매출 감소도 원인이다. 2023년 기준 녹십자 매출 비중은 혈액제제류 35%, 처방의약품 33%, 백신 22%, 소비자헬스케어 등 10%이다.

2023년 영업이익은 2022년 대비 57.6% 감소한 345억원을 기록하였다. 독감 백신 매출 감소와 희귀질환 치료제 헌터라제 해외 매출 감소가 원인이다. 2022년 헌터라제의 매출액은 700억원이었으나, 2023년 500억원이었다. 2024년은 다시 600~700억원을 달성할 것으로 예상된다. 헌터 신드롬 환자의 경우 치료제의 투여 지속성이 중요하기 때문이다.

#### 2. 실적전망

2024년 연결매출액은 전년대비 9% 성장한 1조 7,732억원, 영업이익은 전년대비 84.2% 증가한 636억원이 예상된다. 하반기 알리글로 매출 547억원이 더해지며 매출 및 이익 개선에 크게 기여할 것으로 보인다.

2Q24 혈액제제류 매출액은 1,009억원(-1.2% YoY)이 예상된다. 하반기 알리글로 공급을 위해 혈액제제 수급을 조절하며 매출이 감소할 것으로 예상된다.

2024년 3분기부터는 알리글로의 매출이 더해질 것으로 보인다. 알리글로는 작년 12월 15일 FDA 허가를 승인받았다. 7월 런칭을 위해 7월 8일 미국으로 수출했다. 하반기 알리글로 매출만 547억원이 예상된다.

2Q24 처방의약품 매출액은 1,221억원(+23.5% YoY)이 예상된다. 개량신약 및 제네릭 제품이 포함된 국내 PC(Primary Care) 사업이 확대되고 있다. 국내 PC 사업 부문 1Q24 매출은 619억원으로 전년동기 대비 63.3% 성장했다. 동사의 제품 비중이 55%로 확대되었으며, 전년동기 비중은 35%였다.

혈액제제  
하반기 알리글로 매출 추정치  
547억원

처방의약품  
국내 PC 사업 확대로 마진 개선  
헌터라제 매출 회복

자체 제품 매출만으로 2022년 800억원, 2023년 1,000억원을 기록했다. 2025년 제품 매출 2천억원 이상을 목표로 하고 있다. 제품의 자사 생산 확대로 수익성이 추가로 개선될 것으로 기대된다. 헨터라제는 2023년 저조(전쟁 등 외부 영향)했던 러시아와 이집트 물량이 추가될 예정이다. 튀르키예, 브라질(25~26년 허가 예정)등 신규 시장 진입도 준비 중이다. 2030년 기준 29개국에 판매를 확대할 예정이다.

**백신**  
독감 백신 소폭 감소

2Q24 백신 매출액은 906억원(-6.9% YoY)으로 예상된다. 해외 독감 백신 수출은 경쟁사의 저가 수주로 물량이 감소했을 것으로 예상되기 때문이다. 국내의 경우, 작년 대비 국가 예방접종사업(NIP) 공급물량이 증가(23년 174만 도즈, 24년 265만 도즈)하여 전년동기 대비 6.8% 증가할 것으로 보인다. 수두백신 배리셀라는 올해 처음으로 해외 개별국 및 WHO 산하 범미보건기구(PAHO) 입찰 시장에 진입할 예정이다. 2024년 수주 물량은 2024년과 2025년 매출에 반영된다.

**기타(소비자헬스케어 등)**  
완제의약품 CDMO 매출 증가

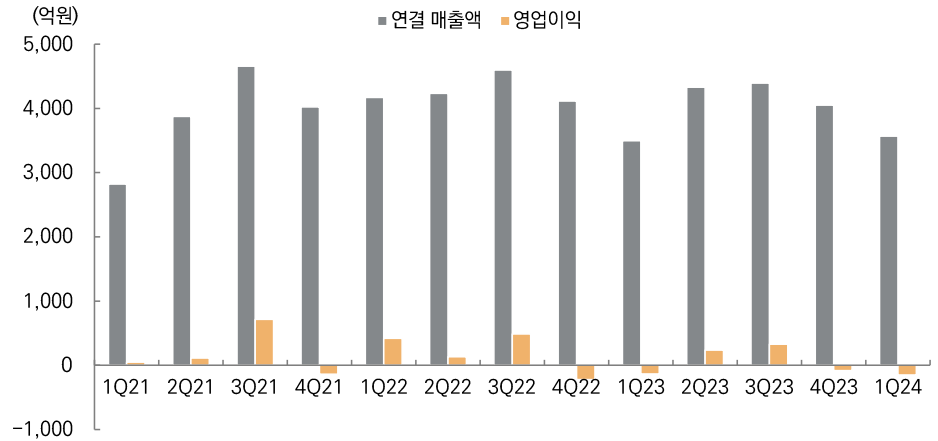
2Q24 기타(소비자헬스케어 등) 매출액은 321억원(+10.4% YoY)으로 예상된다. 2024년에는 완제의약품 CDMO 매출 증가가 예상된다. 유바이오로직스와 상업화 계약을 맺은 유비콜 1,500만 도즈에 대한 매출도 발생될 예정이다. 1,500만 도즈는 2026년까지 생산 예정인 물량이다.

표 3. 녹십자 실적 추정치

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결 매출액	3,495	4,329	4,394	4,049	3,568	4,533	4,969	4,662	16,267	17,732	18,920
별도 매출액	2,537	3,275	3,378	2,907	2,552	3,457	3,933	3,498	12,097	13,440	14,542
혈액제제류	1,033	1,021	999	1,192	894	1,009	1,306	1,523	4,245	4,732	5,246
백신	271	973	1,013	364	316	906	1,004	364	2,621	2,590	2,685
처방의약품	916	989	1,043	1,046	1,067	1,221	1,267	1,273	3,994	4,828	5,430
소비자헬스케어 등	318	291	323	305	277	321	356	337	1,238	1,292	1,182
자회사	958	1,054	1,016	1,142	1,016	1,075	1,036	1,165	4,170	4,292	4,378
매출원가	2,500	2,921	2,985	3,014	2,704	3,059	3,304	3,124	11,420	12,192	12,677
매출총이익	995	1,408	1,408	1,035	864	1,473	1,665	1,539	4,846	5,540	6,243
판매비와 관리비	1,131	1,171	1,081	1,119	1,014	1,292	1,317	1,282	4,502	4,905	5,206
영업이익	-136	237	328	-84	-150	181	348	256	345	636	1,037
<b>YoY(%)</b>											
연결 매출액	-16.2%	2.3%	-4.4%	-1.6%	2.1%	4.7%	13.1%	15.2%	-4.9%	9.0%	6.7%
별도 매출액	-4.0%	1.6%	-4.8%	-4.2%	0.6%	5.6%	16.4%	20.3%	-2.8%	11.1%	8.2%
혈액제제류	9.1%	-3.7%	-4.9%	3.9%	-13.5%	-1.2%	30.7%	27.8%	1.0%	11.5%	10.9%
백신	55.7%	15.3%	-3.1%	-27.3%	16.6%	-6.9%	-0.9%	0.0%	2.2%	-1.2%	3.7%
처방의약품	-4.4%	21.9%	-0.2%	8.5%	16.5%	23.5%	21.5%	21.7%	5.7%	20.9%	12.5%
소비자헬스케어 등	-43.7%	-42.9%	-20.8%	-27.6%	-12.9%	10.4%	10.2%	10.6%	-35.0%	4.3%	-8.5%
자회사	-37.2%	4.6%	-3.2%	5.5%	6.1%	2.0%	2.0%	2.0%	-10.6%	2.9%	2.0%
매출원가	-7.9%	3.8%	2.8%	5.4%	8.2%	4.7%	10.7%	3.6%	1.1%	6.8%	4.0%
매출총이익	-31.6%	-0.8%	-16.8%	-17.5%	-13.2%	4.6%	18.2%	48.7%	-16.7%	14.3%	12.7%
판매비와 관리비	9.3%	-9.1%	-10.2%	-24.3%	-10.3%	10.3%	21.8%	14.6%	-10.0%	8.9%	6.2%
영업이익	-132.5%	80.9%	-32.8%	-62.5%	10.3%	-23.5%	6.0%	-405.3%	-57.6%	84.2%	63.2%

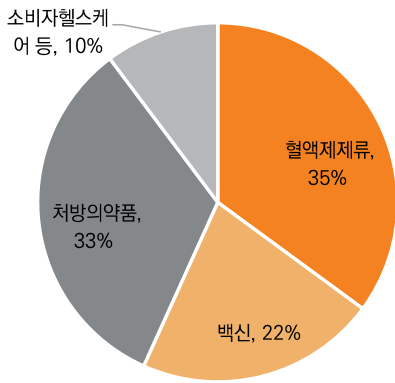
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 41. 녹십자 분기별 매출액 및 영업이익 추이



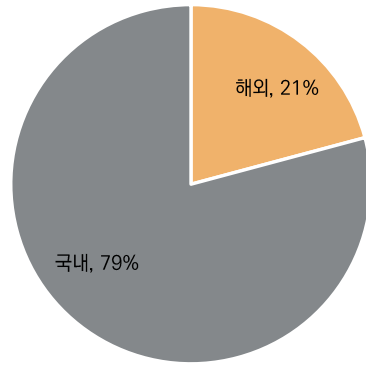
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 녹십자 주요 품목 매출 비중(2023년 기준)



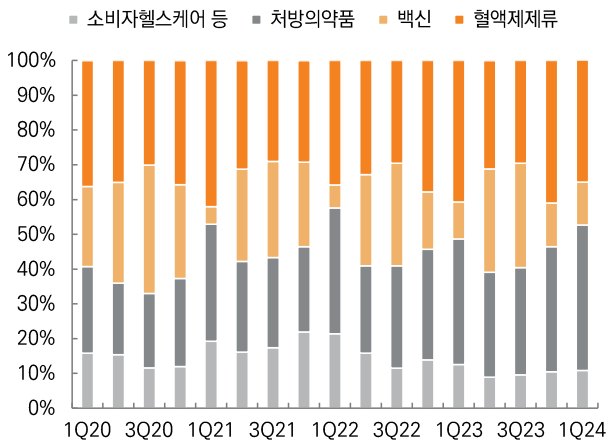
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 녹십자 내수 및 수출 비중(2023년 기준)



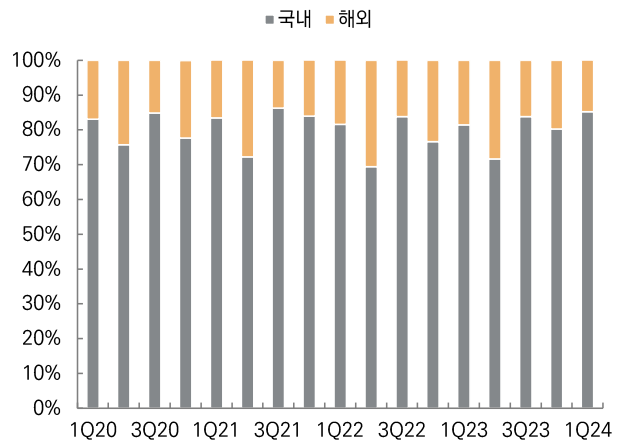
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 녹십자 분기별 주요 품목 매출 비중 추이



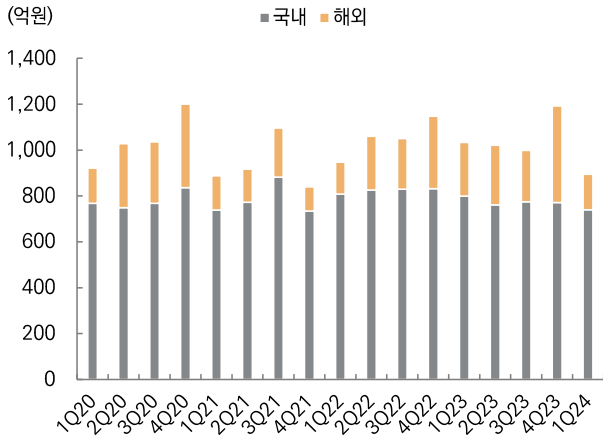
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 녹십자 분기별 내수 및 수출 비중 추이



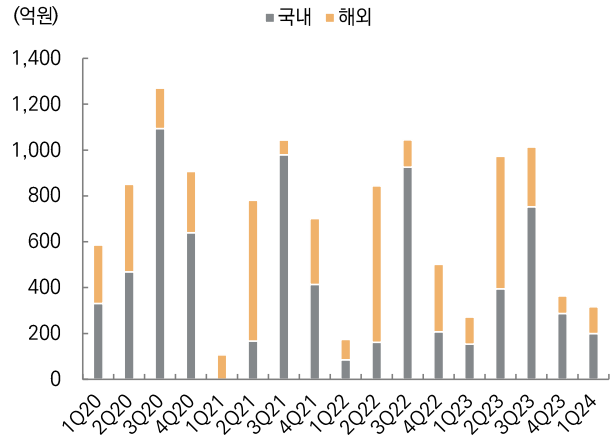
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 녹십자 분기별 혈액제제류 매출 추이



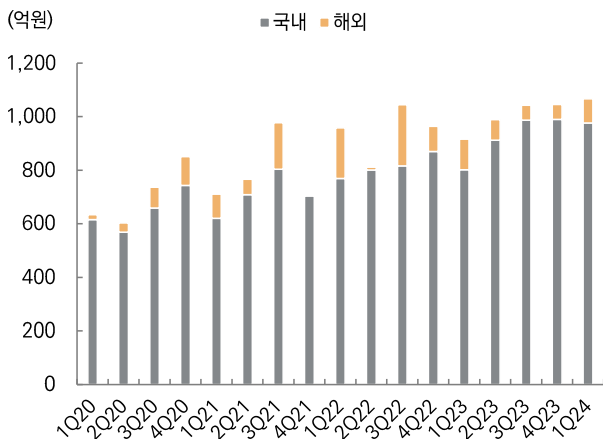
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 녹십자 분기별 백신 매출 추이



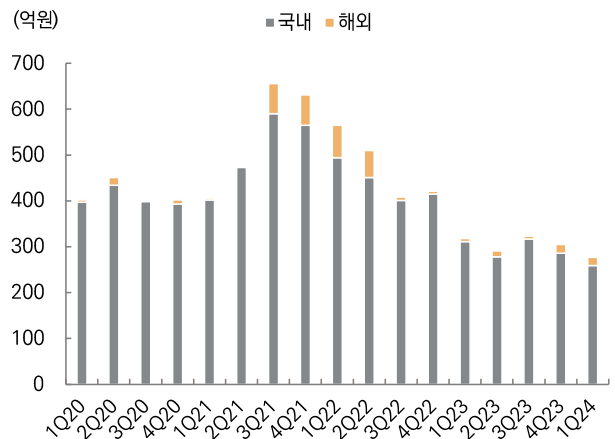
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 녹십자 분기별 처방의약품 매출 추이



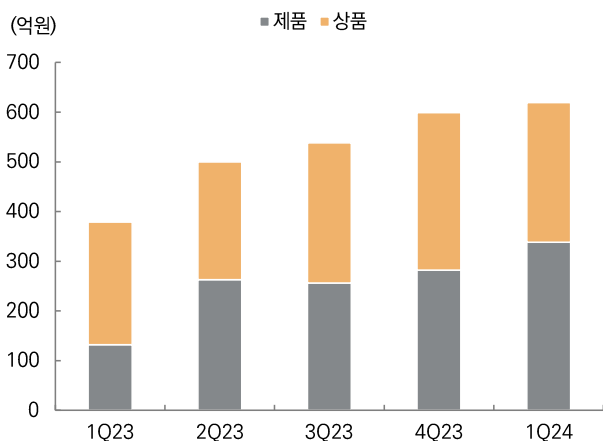
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 녹십자 분기별 기타(소비자헬스케어 등) 매출 추이



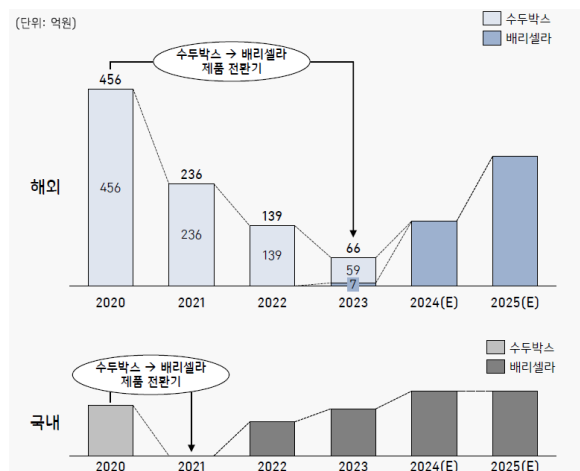
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 녹십자의 국내 PC 사업 부문 매출 추이



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 녹십자의 수두백신 제품 전환기



자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

녹십자 (006280)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,627</b>	<b>1,789</b>	<b>1,919</b>	<b>2,121</b>
매출원가	1,142	1,232	1,287	1,421
<b>매출총이익</b>	<b>485</b>	<b>557</b>	<b>632</b>	<b>700</b>
판매비와관리비	450	493	526	581
<b>조정영업이익</b>	<b>34</b>	<b>64</b>	<b>106</b>	<b>119</b>
<b>영업이익</b>	<b>34</b>	<b>64</b>	<b>106</b>	<b>119</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-61</b>	<b>-43</b>	<b>-47</b>	<b>-45</b>
금융손익	-25	-36	-36	-36
관계기업등 투자손익	-38	-13	-12	-10
세전계속사업손익	-27	21	59	74
계속사업법인세비용	-7	10	12	15
계속사업이익	-20	12	47	59
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-20</b>	<b>12</b>	<b>47</b>	<b>59</b>
지배주주	-27	10	39	49
비지배주주	7	2	8	10
<b>총포괄이익</b>	<b>-3</b>	<b>22</b>	<b>51</b>	<b>64</b>
지배주주	-8	18	42	52
비지배주주	5	4	10	12
EBITDA	110	141	178	186
FCF	-85	-25	47	69
EBITDA 마진율 (%)	6.8	7.9	9.3	8.8
영업이익률 (%)	2.1	3.6	5.5	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.7	0.6	2.0	2.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	<b>1,039</b>	<b>1,272</b>	<b>1,375</b>	<b>1,479</b>
현금 및 현금성자산	50	124	129	156
매출채권 및 기타채권	448	519	563	598
재고자산	516	598	649	689
기타유동자산	25	31	34	36
<b>비유동자산</b>	<b>1,604</b>	<b>1,575</b>	<b>1,546</b>	<b>1,528</b>
관계기업투자등	162	187	203	225
유형자산	828	787	739	701
무형자산	338	334	336	335
<b>자산총계</b>	<b>2,643</b>	<b>2,847</b>	<b>2,920</b>	<b>3,007</b>
<b>유동부채</b>	<b>869</b>	<b>905</b>	<b>940</b>	<b>974</b>
매입채무 및 기타채무	223	258	280	297
단기금융부채	550	536	539	543
기타유동부채	96	111	121	134
<b>비유동부채</b>	<b>235</b>	<b>400</b>	<b>404</b>	<b>409</b>
장기금융부채	191	350	350	350
기타비유동부채	44	50	54	59
<b>부채총계</b>	<b>1,103</b>	<b>1,305</b>	<b>1,344</b>	<b>1,384</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,300</b>	<b>1,302</b>	<b>1,329</b>	<b>1,365</b>
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	394	394	394	394
이익잉여금	873	865	887	919
<b>비지배주주지분</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>248</b>	<b>258</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,540</b>	<b>1,542</b>	<b>1,577</b>	<b>1,623</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>58</b>	<b>85</b>
당기순이익	-20	12	47	59
비현금수익비용가감	156	140	120	117
유형자산감가상각비	66	64	59	55
무형자산상각비	9	13	13	12
기타	81	63	48	50
영업활동으로인한자산및부채의변동	-100	-111	-61	-41
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-45	-60	-43	-34
재고자산 감소(증가)	-69	-86	-51	-40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	102	-3	14	11
법인세납부	-19	-11	-12	-15
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-150</b>	<b>-39</b>	<b>-27</b>	<b>-28</b>
유형자산처분(취득)	-78	-20	-12	-16
무형자산감소(증가)	-46	-13	-15	-11
장단기금융자산의 감소(증가)	3	-1	-1	-1
기타투자활동	-29	-5	1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>101</b>	<b>145</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	144	144	3	4
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	0	-17	-17
기타채무활동	-18	1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-56</b>	<b>74</b>	<b>5</b>	<b>27</b>
기초현금	105	50	124	129
기말현금	50	124	129	156

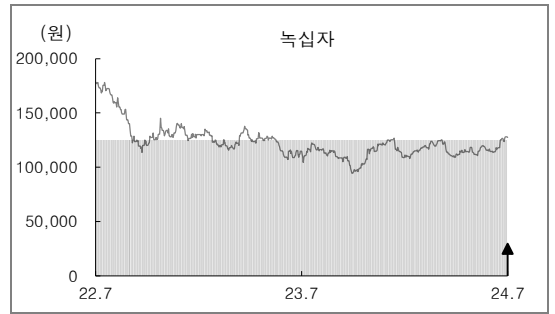
자료: 녹십자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	155.3	38.0	30.3
P/CF (x)	10.8	9.8	8.9	8.4
P/B (x)	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	21.7	17.5	13.9	13.3
EPS (원)	-2,279	818	3,346	4,192
CFPS (원)	11,625	12,971	14,298	15,131
BPS (원)	114,314	114,518	116,742	119,854
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500
배당성향 (%)	-86.4	147.8	36.1	28.8
배당수익률 (%)	1.2	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	-4.9	10.0	7.3	10.5
EBITDA증가율 (%)	-24.6	27.9	26.2	4.3
조정영업이익증가율 (%)	-57.6	86.7	64.9	12.0
EPS증가율 (%)	-	-	309.2	25.3
매출채권 회전율 (회)	3.9	3.8	3.6	3.7
재고자산 회전율 (회)	3.4	3.2	3.1	3.2
매입채무 회전율 (회)	8.6	7.9	7.4	7.6
ROA (%)	-0.8	0.4	1.6	2.0
ROE (%)	-2.0	0.7	3.0	3.6
ROIC (%)	1.3	1.6	4.1	4.5
부채비율 (%)	71.7	84.6	85.2	85.2
유동비율 (%)	119.6	140.5	146.3	151.9
순차입금/자기자본 (%)	44.7	48.6	47.3	44.5
조정영업이익/금융비용 (x)	1.2	1.7	2.7	3.0

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
녹십자 (006280) 2024.07.29	매수	170,000	-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.