

녹십자 (006280)

알리글로가 이끄는 턴어라운드 기대

4Q25 Preview

동사의 연결 기준 2025년 4분기 매출은 5,032억원(YoY +14%), 영업이익은 24억원(흑자전환, OPM 0.5%)을 제시한다. 매년 4분기 적자를 기록하던 추세를 벗어나 흑자를 기록할 수 있을 것으로 전망한다. 흑자전환으로의 주요인은 미국에서 판매 중인 알리글로의 영향으로 판단한다. 4분기 알리글로의 예상 매출은 724억원으로 전년 동기 329억원 대비 120%에 가까운 성장을 보여줄 것이 기대된다. 미국에서 매년 진행하는 약가 인상 이전 재고를 쌓는 효과에 더불어 혈장분획제제 시장이 성장하고 있고, 알리글로를 투약받길 원하는 수요도 꾸준히 증가 중인 상황이다. 동사는 작년 연간 예상 투약 환자 수를 1,000명 정도로 제시했으나 이미 11월말에 예상치를 돌파했다. 그 외 사업부(백신, 처방의약품, CHC)에서는 큰 변동사항은 없었던 것으로 파악된다.

알리글로 파이프라인 가치 63% 상향

DCF 방식을 통해 산출했던 이전 알리글로의 가치는 1조 428억원이었다. 하지만 미국 시장 내 알리글로의 침투 속도가 느리지 않다는 점을 고려해 점유율을 소폭 상향했다. 이에 따른 알리글로만의 가치는 기존 대비 63% 상향한 1조 7,007억원으로 새롭게 제시한다. 점유율 외의 주요한 가정은 이전과 동일하게 적용했으며 아래와 같다.

- 혈액제제의 시장 규모는 Globaldata 참조

- 2027년부터 알리글로의 생산량 50%를 미국에서 커버, 향후 자회사인 ABO홀딩스를 통해 생산량 비중을 서서히 미국에서 확대시킨 뒤 2033년 최대 80% 커버한다 가정

- 그 외 관세율 15%, 환율 1,450원, WACC 8.7%, Terminal value -3% 적용

회사가 제시한 알리글로의 가이드는 2025년 1억불, 2026년 1.5억불, 2027년 2억불로 작년의 추세가 크게 변화하지 않는다면 무난히 달성할 수 있을 것이 기대된다. 당사는 2026년 알리글로의 연간 매출을 2,109억원으로 전망한다. 미국 내 처방 시 오프라벨의 비중이 커질수록 처방량의 증대로 인한 매출 증대가 일어나는 점을 고려했을 때 성장에 대한 잠재력은 큰 상황으로 판단한다.

투자의견과 목표주가 유지, 중장기적으로 대상포진백신을 주목

동사에 대한 투자의견과 목표주가는 그대로 유지한다. SOTP 방식으로 기업가치를 산출했다. 별도 기준 녹십자의 영업가치는 1조 1,507억원으로 12MF EBITDA 636억원에 타겟 멀티플 18.1배를 적용해 산출했다. 동사가 보유한 계열회사의 지분가치는 3,841억원, 파이프라인 가치는 알리글로만을 고려한 1조 7,007억원을 적용했다. 작년 3분기말 기준 순차입금 9,498억원을 고려한 동사의 최종 가치는 2조 2,858억원으로 제시한다.

현 시점에선 알리글로를 필두로 한 성장을 주목하나, 중장기적으로는 대상포진백신의 성장 포텐셜을 주목한다. 동사의 미국 관계사인 큐레보가 개발 중인 대상포진백신 파이프라인 CRV-101은 현재 대상포진백신 시장에서 80% 이상의 점유율을 차지하는 싱그릭스와의 Head to head 임상이 진행 중이다. 현재 디자인을 확장한 임상 2상을 진행 중이며, 연내 중 데이터에 대한 업데이트가 가능할 것으로 기대된다. 우수한 데이터를 기반으로 한 기술이전 계약 등도 기대해볼 수 있는 제품으로 판단한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

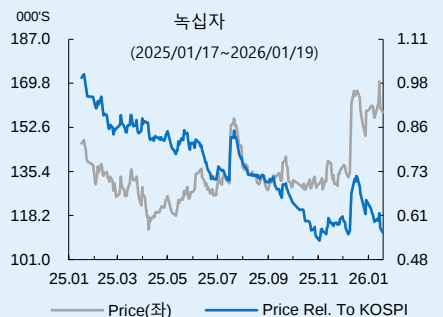
목표주가(12M)	200,000원(유지)
종가(2026.01.19)	158,500원
상승여력	26.2 %

Stock Indicator

자본금	58십억원
발행주식수	1,169만주
시가총액	1,852십억원
외국인지분율	22.0%
52주 주가	112,800~170,500원
60일평균거래량	70,818주
60일평균거래대금	10.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	23.6	3.3	8.3
상대수익률	-27.1	-7.2	-50.6	-86.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,680	1,997	2,294	2,500
영업이익(십억원)	32	67	131	163
순이익(십억원)	-26	81	85	103
EPS(원)	-2,249	6,938	7,248	8,841
BPS(원)	107,187	111,986	117,095	123,797
PER(배)		22.8	21.9	17.9
PBR(배)	1.7	1.4	1.4	1.3
ROE(%)	-2.1	6.3	6.3	7.3
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	24.6	16.3	11.2	9.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

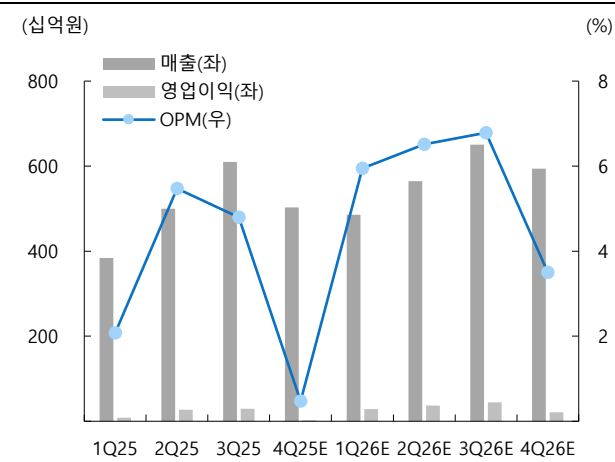
[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

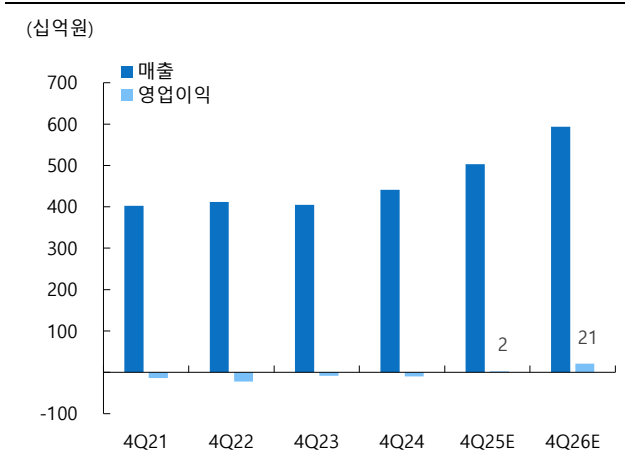
2122-9208

그림1. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망



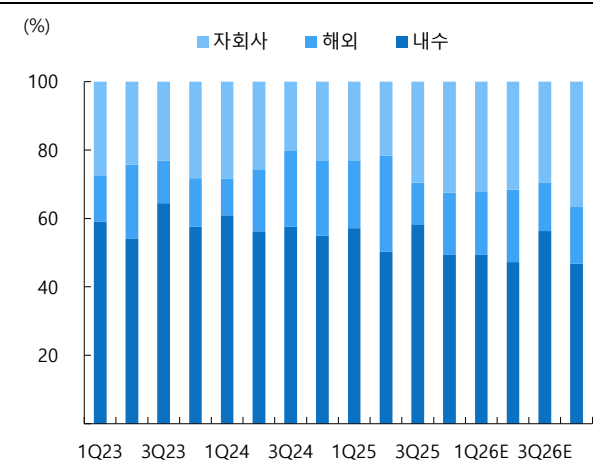
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 4분기 기준 녹십자 연도별 실적 추이 및 전망



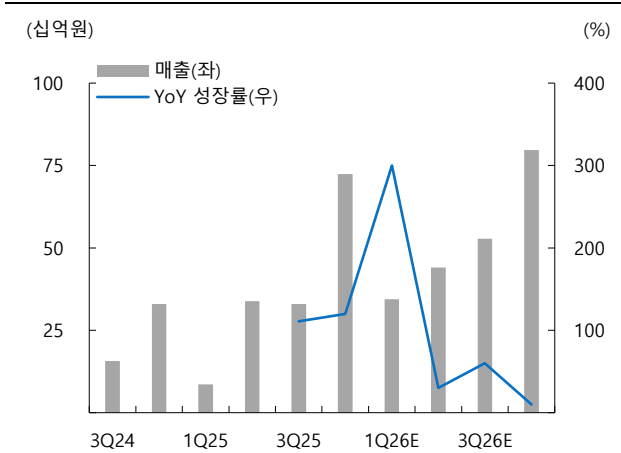
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 녹십자 분기별 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



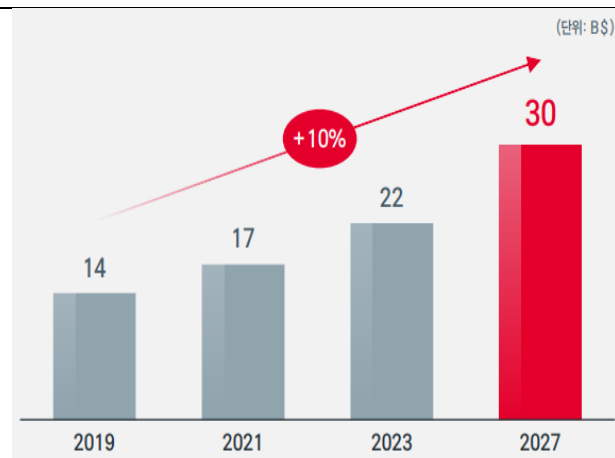
자료: iM증권 리서치본부

그림4. 분기별 알리글로 매출 추이 및 전망



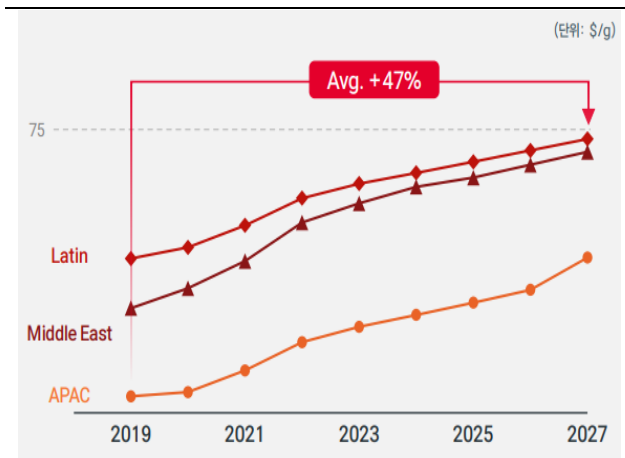
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 면역글로불린 시장 글로벌 규모 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 면역글로불린 약가 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표1. 녹십자 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,150.7	
A. 12MFEBITDA	63.6	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	18.1	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	1,700.7	
C. 알리글로	1,700.7	
3. 계열사 지분가치 (D+E+F+G+H)	384.1	
D. 녹십자엠에스	24.5	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
E. 녹십자웰빙	25.2	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
F. 지씨셀	80.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. GC Biopharma USA	105.3	장부가액 기준
H. ABO Holdings	148.5	장부가액 기준
4. 순차입금	949.8	2025년 3분기말 기준
5. 녹십자 총 기업가치 (1+2+3-4)	2,285.8	
6. 보통주주식수	11,413	
7. 적정주가 산출 (5÷6)	200,000	
8. 현재 주가	158,500	2026년 1월 19일 종가
9. 상승 여력	26.2	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표1. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출	383.8	500.3	609.5	503.2	485.2	564.4	650.6	593.9	1,996.7	2,294.2	2,500.3
YoY	7.6	19.9	31.1	14.1	26.4	12.8	6.7	18.0	18.9	14.9	9.0
내수	219.2	251.3	355.3	248.8	240.3	266.8	366.8	277.6	1,074.6	1,151.5	1,197.6
혈액제제	83.8	80.0	89.8	88.3	85.4	85.9	99.8	97.2	341.9	368.3	405.1
백신	30.6	56.3	74.7	42.4	42.1	69.9	78.6	50.8	204.0	241.5	265.6
처방의약품	78.8	86.8	159.2	89.3	86.7	85.4	156.6	99.3	414.1	428.0	410.8
CHC+기타	26.0	28.2	31.6	28.9	26.1	25.6	31.8	30.3	114.7	113.8	116.1
해외	76.4	140.4	74.4	91.2	88.3	119.1	92.1	99.6	382.4	399.1	419.9
혈액제제	43.3	72.0	43.8	65.1	47.6	50.4	52.6	69.7	224.2	220.3	224.7
백신	18.8	46.6	17.2	9.0	19.7	47.5	20.6	9.9	91.6	97.8	99.8
처방의약품	13.1	19.2	11.0	14.4	18.9	18.8	16.5	17.3	57.7	71.5	85.8
CHC+기타	1.2	2.6	2.4	2.6	2.1	2.3	2.4	2.7	8.8	9.5	9.6
자회사	98.4	109.5	109.3	106.4	103.2	116.0	114.9	111.9	539.6	743.6	981.9
기타 및 연결조정	(32.0)	(43.9)	(2.5)	(36.7)	(28.8)	(28.0)	(24.0)	(29.4)	(115.2)	(110.1)	(99.1)
매출총이익	112.7	155.2	145.9	145.3	146.3	173.1	168.7	171.7	559.1	659.9	709.6
YoY	30.5	20.8	0.3	19.5	29.8	11.5	15.6	18.2	16.0	18.0	7.5
GPM	29.4	31.0	23.9	28.9	30.2	30.7	25.9	28.9	28.0	28.8	28.4
영업이익	8.0	27.4	29.2	2.4	28.8	36.8	44.1	20.8	66.9	130.6	163.1
YoY	흑전	55.1	(26.2)	흑전	262.4	34.4	51.1	774.0	108.5	95.1	24.9
OPM	2.1	5.5	4.8	0.5	5.9	6.5	6.8	3.5	3.4	5.7	6.5
지배주주 순이익	16.7	33.1	24.9	(3.6)	29.9	35.9	41.6	18.7	71.1	126.1	151.5
YoY	흑전	흑전	(42.0)	적지	78.9	8.3	67.2	흑전	흑전	77.3	20.1
NPM	29.7	38.0	15.9	(2.6)	20.2	24.3	27.3	12.9	81.1	84.7	103.3

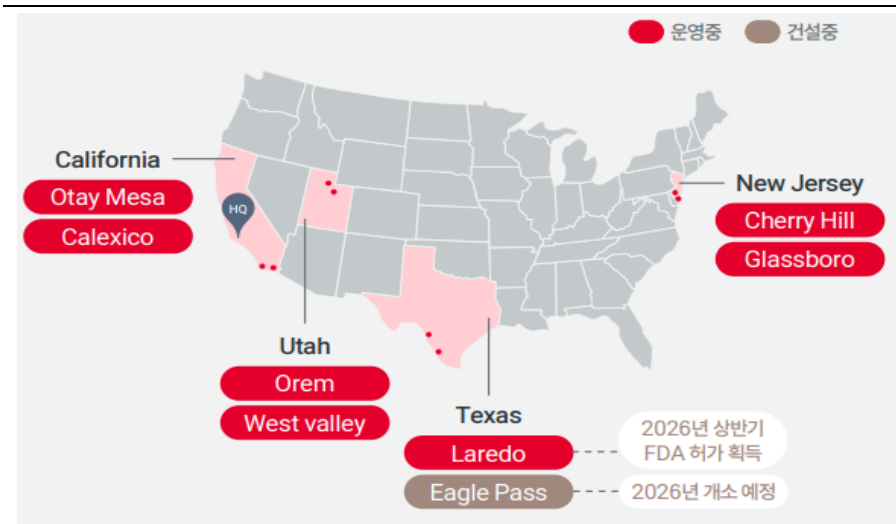
자료: iM증권 리서치본부

표2. 알리글로 가치 산출

(십억달러, %, 십억원)	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E
미국 IMG 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	2.4
US 생산비중	40	50	55	60	65	70	75	80	80	80
관세 적용한 최종 매출	192	392	652	842	1,099	1,072	1,046	1,021	988	957
법인세 적용 20%										
총 현금흐름	153.5	313.9	521.4	673.5	879.3	858.0	837.2	816.8	790.8	765.6
현가이자계수(PVIF)	0.92	0.87	0.83	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60	0.57
PV of FCF	142	274	432	528	653	604	559	516	474	435
Sum of FCF 8.70%	2,862.2									
Terminal Value -3%	3,603.3									
PV of Terminal Value	1,700.7									
알리글로 최종 가치	1,700.7									

자료: iM증권 리서치본부

그림7. ABO홀딩스 혈장 확보 계획



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표3. CRV-101 초기 임상 2상 탐라인 데이터. 안전성 측면에서 우위

	CRV-101 (연령 50~69세, n=55)		경쟁 제품 (연령 50~69세, n=215)	
Type	재조합단백질 (Adjuvant Recombinant Protein)			
API	gE + SLA-SE		gE + AS01 (MPL + QS21)	
Efficacy	경쟁약품 대비 비열등성 확보			
Safety (%)	Grade 2			
	전신	국소	전신	국소
	5.5	3.6	16.4	24.4
	Grade 3			
	전신	국소	전신	국소
	-	-	2.7	0.9

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

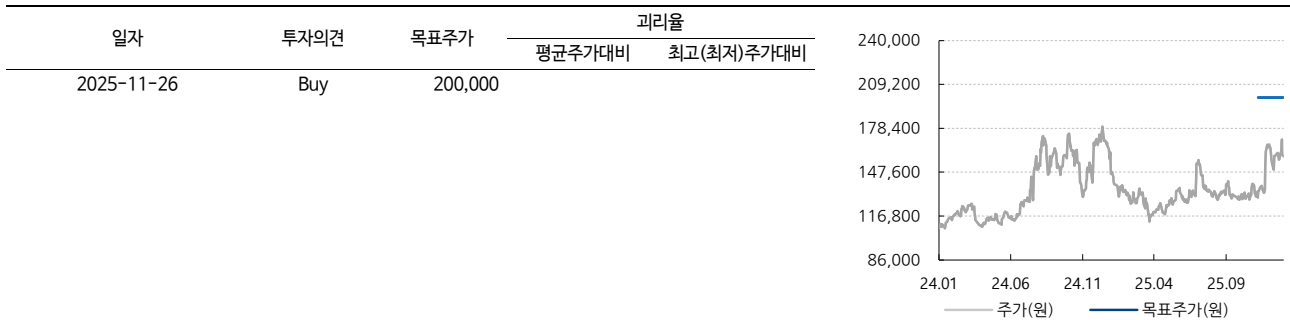
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,202	1,370	1,559	1,757	매출액	1,680	1,997	2,294	2,500
현금 및 현금성자산	23	176	285	448	증가율(%)	3.3	18.9	14.9	9.0
단기금융자산	10	13	17	22	매출원가	1,198	1,438	1,634	1,791
매출채권	421	482	502	498	매출총이익	482	559	660	710
재고자산	747	682	713	706	판매비와관리비	450	492	529	547
비유동자산	1,542	1,468	1,402	1,341	연구개발비	166	158	146	178
유형자산	805	739	679	625	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	307	294	281	269	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,744	2,839	2,961	3,099	영업이익	32	67	131	163
유동부채	769	819	869	914	증가율(%)	-6.8	108.5	95.1	24.9
매입채무	157	186	214	233	영업이익률(%)	1.9	3.4	5.7	6.5
단기차입금	367	367	367	367	이자수익	3	19	31	48
유동성장기부채	11	11	11	11	이자비용	40	40	40	40
비유동부채	493	493	493	493	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	239	239	239	239	기타영업외손익	-22	31	31	29
장기차입금	101	101	101	101	세전계속사업이익	-41	71	126	151
부채총계	1,263	1,312	1,363	1,407	법인세비용	2	1	29	33
지배주주지분	1,253	1,309	1,368	1,447	세전계속이익률(%)	-2.4	3.6	5.5	6.1
자본금	58	58	58	58	당기순이익	-43	70	97	118
자본잉여금	396	396	396	396	순이익률(%)	-2.5	3.5	4.2	4.7
이익잉여금	815	879	947	1,033	지배주주귀속 순이익	-26	81	85	103
기타자본항목	-17	-25	-33	-41	기타포괄이익	-8	-8	-8	-8
비지배주주지분	228	218	230	245	총포괄이익	-51	62	89	110
자본총계	1,481	1,526	1,598	1,691	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-53	210	165	220	주당지표 (원)				
당기순이익	-43	70	97	118	EPS	-2,249	6,938	7,248	8,841
유형자산감가상각비	66	66	60	55	BPS	107,187	111,986	117,095	123,797
무형자산감가상각비	15	14	13	12	CFPS	4,685	13,731	13,457	14,516
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,500	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-68	-17	-18	-19	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-31	-	-	-	PER		22.8	21.9	17.9
무형자산의 처분(취득)	-10	-	-	-	PBR	1.7	1.4	1.4	1.3
금융상품의 증감	-16	-6	-6	-6	PCR	38.3	11.5	11.8	10.9
재무활동 현금흐름	94	-25	-25	-25	EV/EBITDA	24.6	16.3	11.2	9.2
단기금융부채의증감	-158	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	279	-	-	-	ROE	-2.1	6.3	6.3	7.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	6.7	7.3	8.9	9.2
배당금지급	-20	-17	-17	-17	부채비율	85.3	86.0	85.2	83.2
현금및현금성자산의증감	-27	154	109	162	순부채비율	46.2	34.6	26.0	14.7
기초현금및현금성자산	50	23	176	285	매출채권회전율(x)	3.7	4.4	4.7	5.0
기말현금및현금성자산	23	176	285	448	재고자산회전율(x)	2.7	2.8	3.3	3.5

자료 : 녹십자, iM증권 리서치본부

녹십자 투자의견 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 기관투자자 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-