

녹십자 (006280.KS)

성장동력은 확보, 이제는 회수할 때

투자의견	BUY (유지)
목표주가	170,000 원(상향)
현재주가	127,300 원(7/23)
시가총액	1,488 (십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 17만원으로 상향: 2026년 당기순이익을 현가화하여 Target P/E 30배 적용
- 미국 시장 진출로 성장 동력은 확보, 경영 효율화만 진행된다면 기업가치가 Re-rating 될 것
- 중장기 성장동력 확보, 강화되는 경쟁력
 - ① 고성장하는 면역 글로불린(IG: Immune Globulin) 제제 시장에 FDA 승인 받은 알리글로™(ALYGLO™) 출시
 - ② 알리글로™ 목표 매출액 2024년 500억원, 2025년 ~1,500억원, 2026년>2,000억원, 2027년>3,000억원 제시
→ IG 제제 시장의 성장성, 글로벌 peer 그룹들의 진출 현황을 감안할 때 긍정적 기대 가능
 - ③ 경쟁사 ADMA Biologics의 2023년 IG 제품 매출액 \$258mn(+70%yoy), OP margin=8.7%, 기업가치 \$3.19bn
- 경영 효율화만 진행된다면 기업 가치가 re-rating 할 전망
 - ① 2020년부터 급증했던 R&D 비용 및 생산시설 투자로 늘어난 차입금과 이에 따른 이자비용 증가가 부담
 - ② 알리글로™ 생산 시설 확대를 위한 추가 투자가 2025~2026년에 결정될 경우 차입 가능성 있음
- 알리글로의 상업적 가치를 높게 평가함. 출시 3년차인 2026년 예상 실적을 현가화 한 후 Target P/E 30배 적용

주가(원, 07/23)	127,300
시가총액(십억원)	1,488

발행주식수	11,687천주
52주 최고가	131,100원
최저가	93,000원
52주 일간 Beta	1.03
60일 일평균거래대금	27억원
외국인 지분율	19.2%
배당수익률(2024E)	1.2%

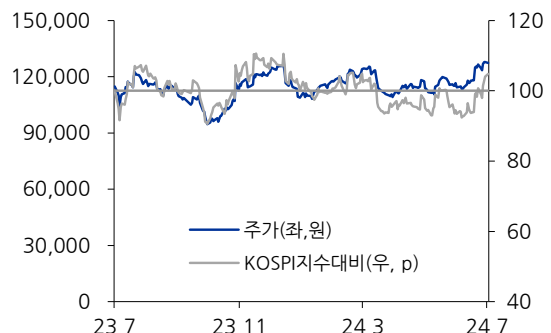
주주구성	
녹십자홀딩스 (외 12인)	51.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	11.6	2.7	4.6
절대기준	11.3	14.6	10.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	170,000	140,000	▲
영업이익(24)	55	79	▼
영업이익(25)	67	84	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,711	1,627	1,763	1,876
영업이익	81	34	55	67
세전손익	86	-27	31	51
당기순이익	69	-20	28	47
EPS(원)	5,601	-2,279	1,617	3,801
증감률(%)	-46.9	적전	흑전	135.0
PER(배)	23.1	na	78.7	33.5
ROE(%)	5.0	-2.0	1.5	3.5
PBR(배)	1.1	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	13.7	19.5	17.2	15.8

자료: 유진투자증권



투자의견 BUY 유지, 목표주가 17 만원으로 상향

알리글로 미국 시장 진출 3 년차 실적 기반으로 목표주가 상향 조정

녹십자에 대해 투자의견 BUY 를 유지하며 목표주가를 17 만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 종전대비 28% 상향한 2026 년(알리글로 판매 3 년차) 예상 순이익을 현가화(할인을 8%) 한 값에 Target P/E 30 배(제약업종에서 영업가치가 가장 높게 평가받고 있는 한미약품에 적용하는 투자지표)를 적용한 것이다.

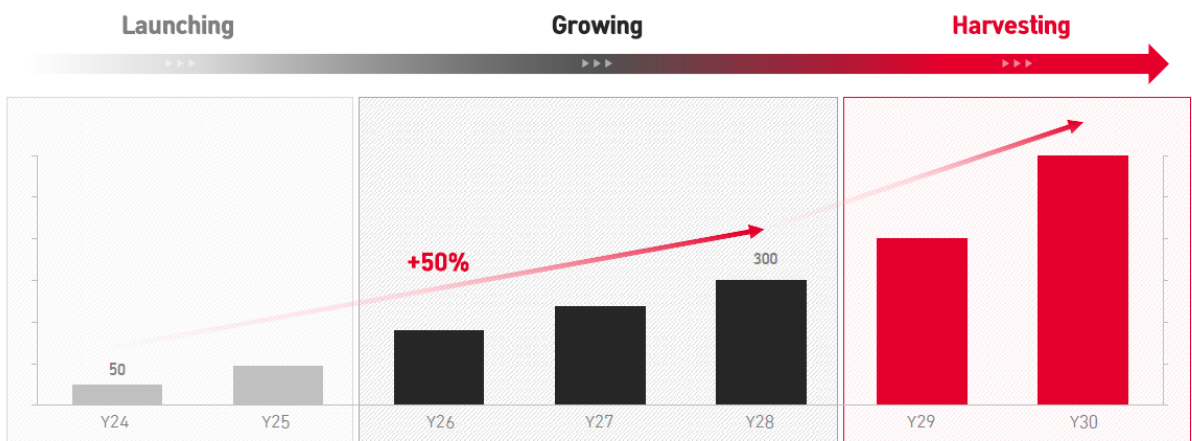
고성장하는 면역 글로불린 시장. 소수의 플레이어만 수혜를 입는 중

녹십자는 하반기부터 실적 회복 국면을 지나 2025 년부터는 성장 국면으로 진입할 것으로 예상된다. 녹십자는 2023 년 10 월 미국 면역글로불린(이하 IG) 제제 시장에서 IMG-SN 10% 제제인 알리글로™(이하 알리글로)를 FDA 로부터 승인 받았다. 면역질환의 증가와 항암치료 증가로 IG 시장이 고성장하고 있지만 소수의 기업체들의 제품만 판매되고 있다. 혈장제제 생산과 판매가 혈액 수급에 의존하고 초기 투자 비용이 많이 드는 특화된 시장이기 때문이다.

2024 년부터 성장 국면 진입

녹십자는 지난 2 년간 혈장 및 백신 부문이 성장이 정체되고 수익성도 악화되었을 뿐 아니라 중장기 성장 동력이 될 알리글로의 FDA 승인이 늦어지면서 기업 가치가 큰 폭 하락하였다. 그러나 드디어 하반기부터 미국 IG 시장 진출을 본격화하면서 기업가치도 상승 국면에 진입할 전망이다. 하반기부터 판매 실적으로 반영될 예정인데, 당사는 2024 년 알리글로의 예상 매출액을 약 400 억원, 2025 년 800 억원, 2026 년 1,450 억원으로 추정하였다. 수익성은 2026 년부터 영업이익률 약 15% 달성이 가능할 것으로 예상된다. 한편, 2023 년 감소하였던 고수익 제품인 헨터라제 수출도 다시 회복될 것으로 예상된다. 헨터라제는 우크라이나 전쟁 여파로 중동 수출이 감소하여 2023 년 수출액이 약 300 억원으로 2022 년 대비 약 40% 감소한 바 있다.

도표 1. 녹십자 Alyglo™ 중장기 매출액 전망 (\$mn)



자료: 녹십자, 유진투자증권

2026년 알리글로 미국 진출 효과 가시화 될 것

알리글로가 미국 시장에서 상업적으로 성공할 것으로 전망하며, 알리글로의 출시 3년차 예상 매출치를 반영하여 녹십자의 2026년 매출액, 영업이익 및 순이익을 종전 대비 각각 4%, 6%, 28% 상향 조정하였다. 다만 알리글로 출시 이후 마케팅 비용이 증가할 것으로 예상되고, 영업외비용(이자비용, 지분법손실 등) 증가를 반영하여 2024년과 2025년 실적은 하향 조정한다.

녹십자는 알리글로 미국 판매액을 당사 추정치를 상회하는 숫자로 제시

당사는 2024년 알리글로의 예상 매출액을 약 400억원, 2025년 800억원, 2026년 1,450억원으로 추정하였다. 녹십자는 알리글로의 목표 매출액을 2024년 500억원, 2025년 ~1,500억원, 2026년 ~2500억원으로 제시하고 있다. 녹십자의 판매 목표는 다소 공격적인 수치이긴 하나 IG 제제 시장의 성장성, 글로벌 peer 그룹들의 진출 현황, 후발 주자인 ADMA Biologics(NASDAQ: ADMA)의 실적 성장세 등을 감안할 때 긍정적 기대도 가능하다고 판단된다. 알리글로의 출시 3년차 2026년 영업이익률은 약 15%로 추정하였다. 이 또한 글로벌 peer group들의 시장 출시 이후 실적 성장 추이를 통해 확인된다.

도표 2. 예상 실적 수정: 2024년, 2025년 실적은 하향 조정하나 알리글로 미국 출시 3년차가 되는 2026년 실적 상향 조정

(단위: 십억원, (%,%p))	2023	수정 후			수정 전			Change		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,627	1,763	1,876	1,995	1,733	1,827	1,918	1.7%	2.7%	4.0%
영업이익	34	55	67	93	79	84	88	-30%	-2%	6.0%
순이익	-27	28	47	73	49	54	57	-42%	-13%	28.0%
영업이익률	2.1%	3.4%	3.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%	-1.4%p	-1.0%p	0.1%p
순이익률	-1.7%	1.6%	2.5%	3.7%	2.8%	3.0%	3.0%	-1.2%p	-0.5%p	0.7%p

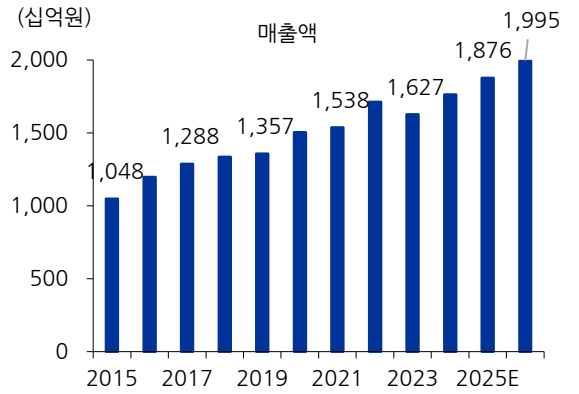
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 3. 녹십자 시가총액 이벤트 차트



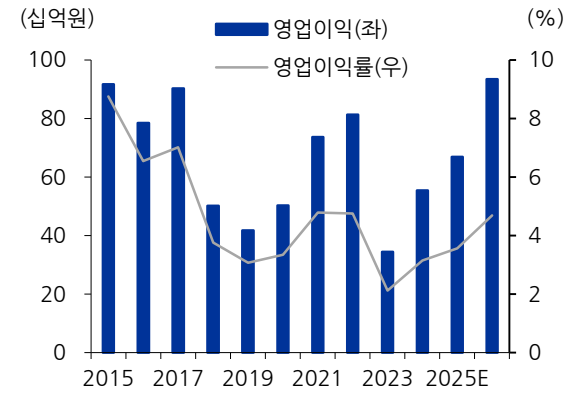
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 4. 녹십자 매출액 추이 및 전망



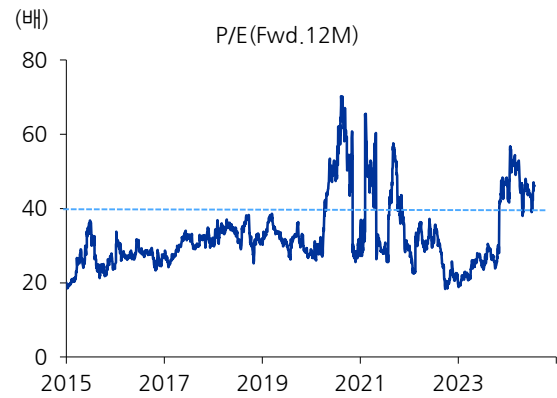
자료 녹십자, 유진투자증권

도표 5. 녹십자 영업이익 추이 및 전망



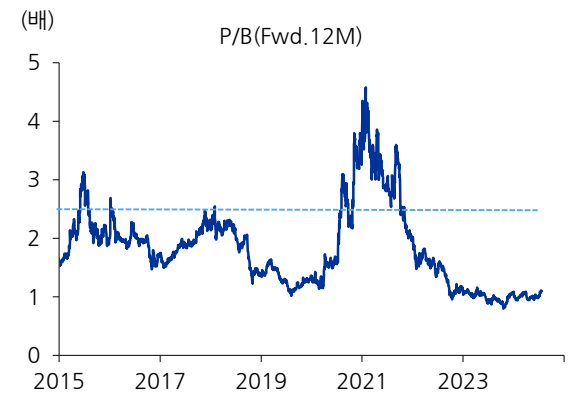
자료 녹십자, 유진투자증권

도표 6. 녹십자 P/E valuation 추이



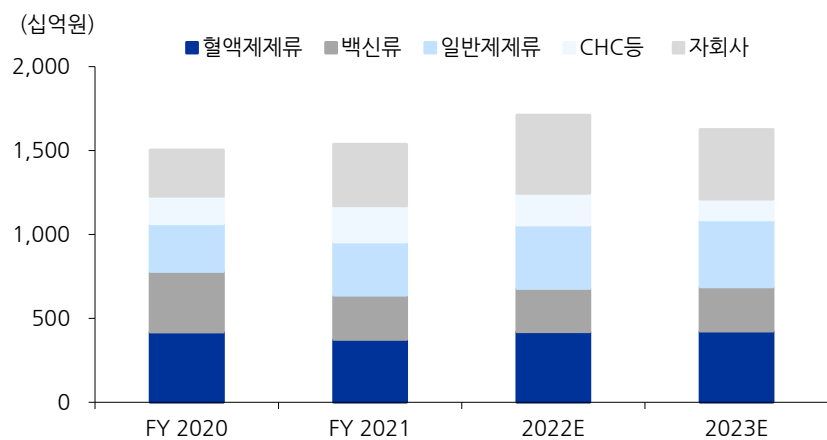
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 7. 녹십자 P/B valuation 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 8. 녹십자 부문별 매출액



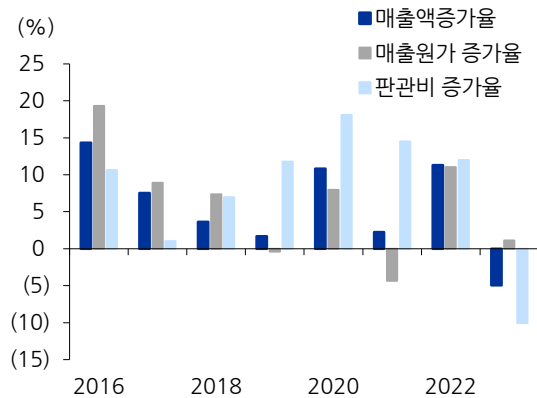
자료: 녹십자, 유진투자증권

경영 효율화만 진행된다면 기업가치 리레이팅 할 것

대규모 투자가 지속
되면서 재무구조
악화됨. 이제는
회수해야 할 시기

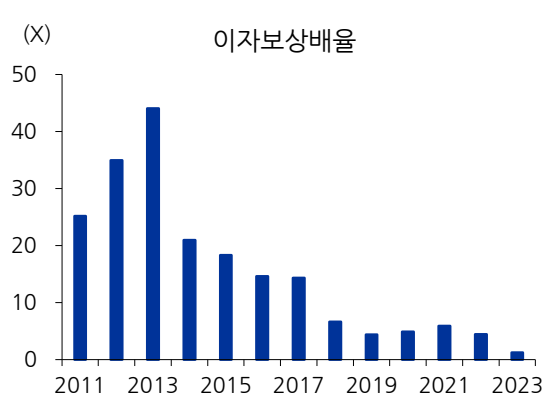
녹십자는 중장기 성장동력을 구축하기 위해 IMG 제제 생산을 위한 대규모 시설 투자, 신약 파이프라인 확보를 위한 R&D 비용 및 자회사 투자 등을 단행하면서 국내 시장에서 브랜드 강화를 위한 공격적인 마케팅을 지속하였다. 그 결과 매출액 증가율을 상회하는 비용 증가가 지속되었으며 2013년에 40 배를 상회하던 이자보상배율은 1 배를 겨우 넘는 등 수익구조와 재무구조 모두 악화된 것으로 추정된다. 2024년부터 경영 효율화를 통해 수익구조와 재무구조 모두 개선되는 시기로 진입했다고 판단한다. 경영 효율화만 진행된다면 녹십자의 기업가치는 실적 개선에 따른 상승뿐 아니라 밸류에이션 리레이팅이 진행될 수 있을 전망이다.

도표 9. 녹십자 비용 증가율



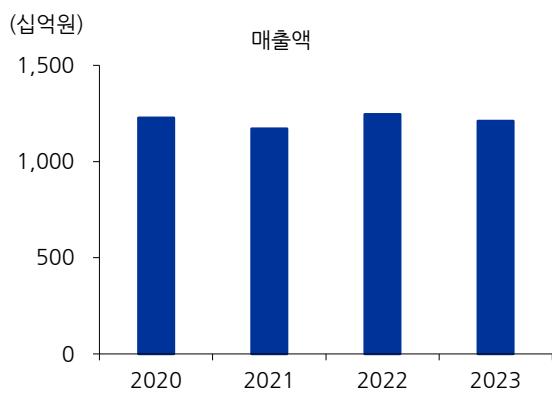
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 10. 녹십자 이자보상배율



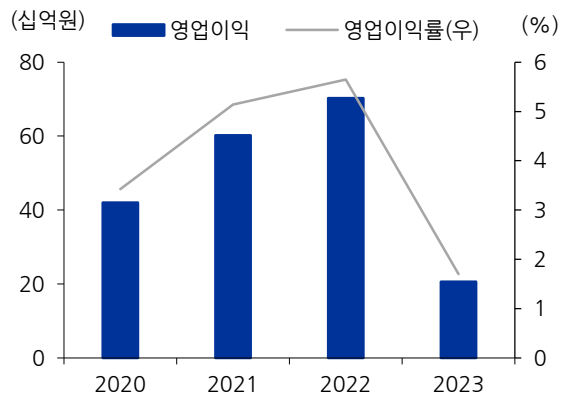
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 11. 녹십자 별도 매출액



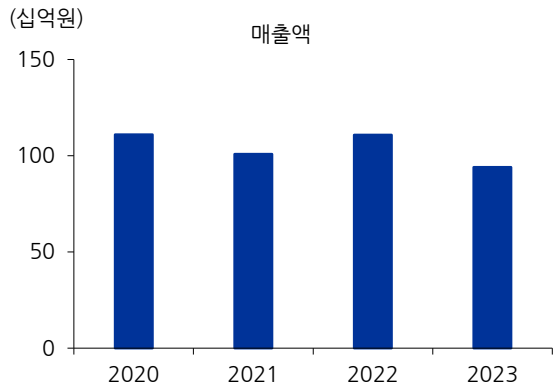
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 12. 녹십자 별도 영업이익 및 영업이익률



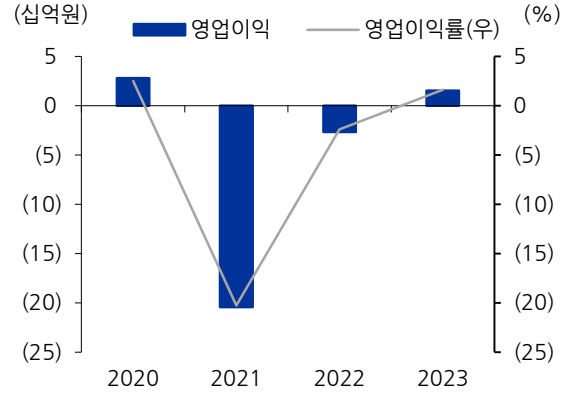
자료: 녹십자, 유진투자증권

도표 13. 녹십자 MS (KODSDAQ.142280) 매출액



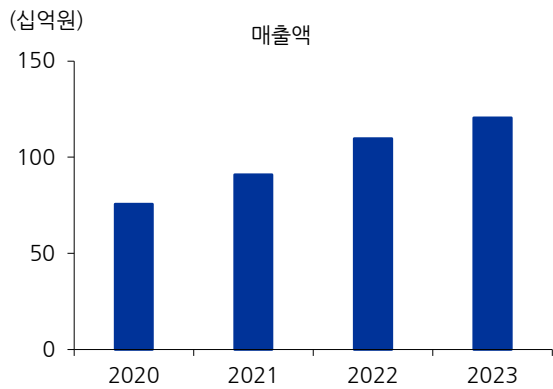
자료: 녹십자엠에스(1Q24 기준 녹십자 지분율 41.5%), 유진투자증권

도표 14. 녹십자 MS 영업이익 및 영업이익률



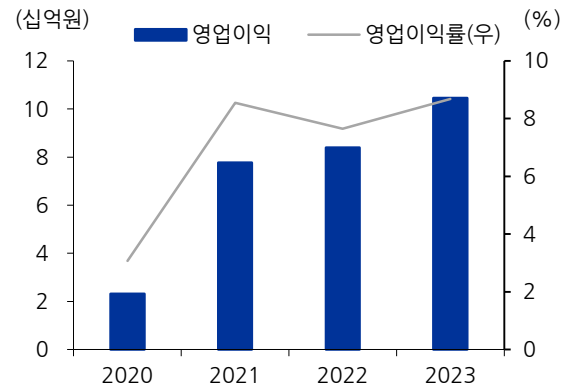
자료: 녹십자엠에스, 유진투자증권

도표 15. 녹십자웰빙(KODSDAQ.234690) 매출액



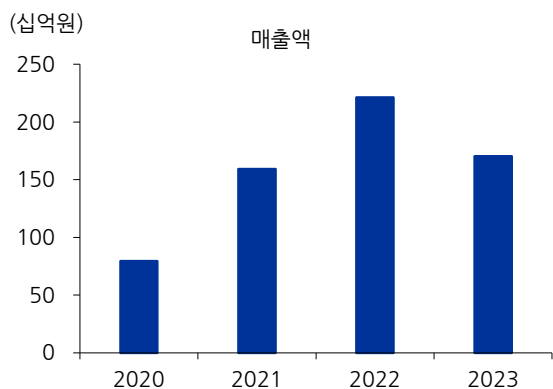
자료: 녹십자웰빙(1Q24 기준 녹십자 지분율 22.1%), 유진투자증권

도표 16. 녹십자웰빙 영업이익 및 영업이익률



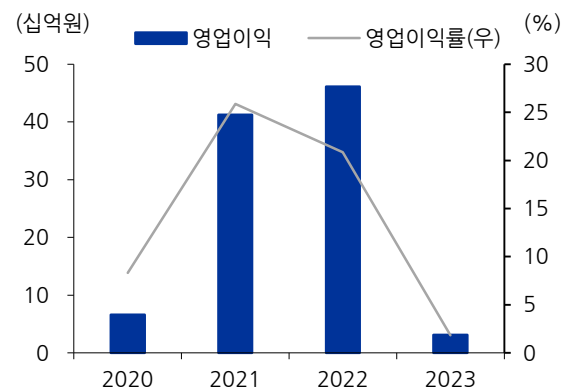
자료: 녹십자웰빙, 유진투자증권

도표 17. 지씨셀(KOSDAQ.144510) 매출액



자료: 지씨셀(1Q24 기준 녹십자 지분율 35.0%), 유진투자증권

도표 18. 지씨셀 영업이익 및 영업이익률



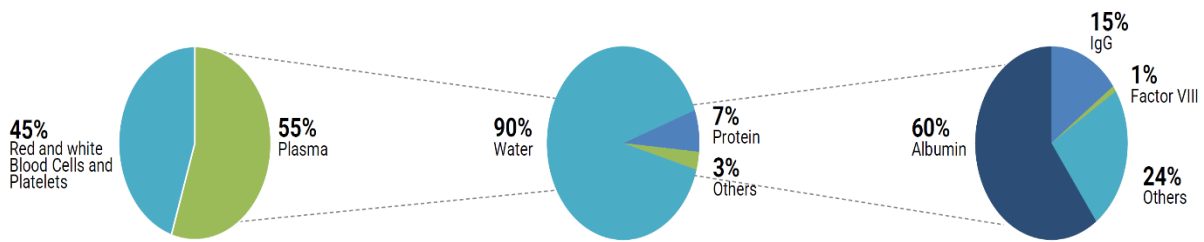
자료: 지씨셀, 유진투자증권

글로벌 면역글로불린(IG) 시장 분석

고성장하는
면역글로불린(IG)
시장

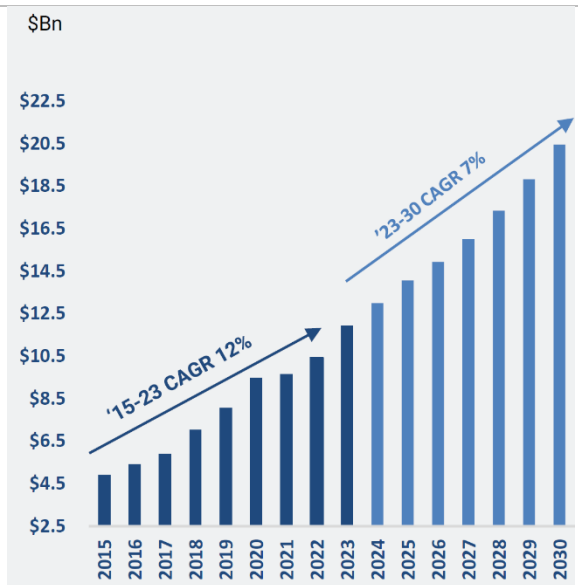
IG(면역글로불린, 항체)은 면역 체계의 중요한 구성 요소이다. 미국의 IG 시장은 2023년 기준으로 약 120억 달러이며 2030년까지 연평균 7% yoy 성장하여 200억 달러 시장을 형성할 것으로 전망다. IG는 PI(Primary Immunodeficiency, 유전적 면역장애) 치료를 위해 제공되는데 1,200:1의 발병률을 보이며 약 250,000명으로 추정한다. 선천적으로 면역 체계가 정상적인 기능을 할 수 없어 반복적인 감염에 노출된다. 따라서 정기적으로 IG를 투여해야 한다. 약 400개의 유전 장애가 PI를 유발하는 것으로 알려져 있다. PI외에도 IG와 관련된 면역질환인 CIDP(만성 염증성 탈수초성 다발신경증), MG(중증 근무력증), ITP(면역 혈소판 감소증), SID(2차 면역결핍증) 등의 치료에 쓰인다.

도표 19. 혈액 구성



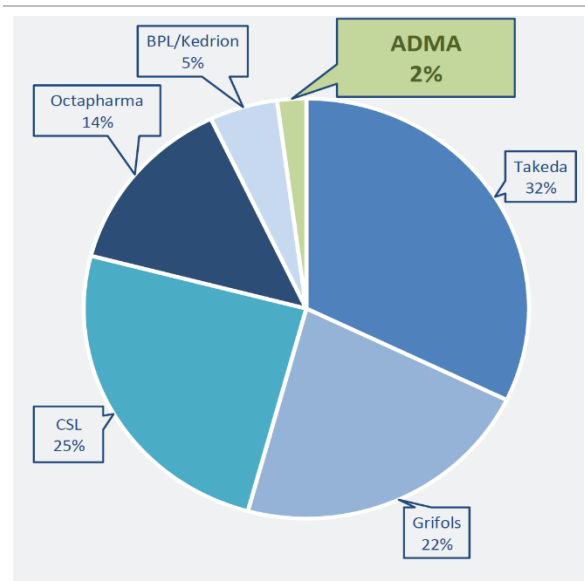
자료: AMDA Biologics, 유진투자증권

도표 20. 미국 MG 시장 전망



자료: The Plasma Proteins Market in The United States 2023, Marketing Research Bureau Inc, ADMA Biologics, 유진투자증권

도표 21. 미국 MG 생산자 시장 점유율



자료: The Plasma Proteins Market in The United States 2023, Marketing Research Bureau Inc, ADMA Biologics, 유진투자증권

글로벌 IG 제품: 농도, 투여 방법에 따라 차별화

다양한 제품이 출시
되어 있으나 소수의
기업들만 진출

녹십자의 MIG 10%는 미국에서 판매하기 위해 FDA 승인받은 7 번째 제약사로
확인된다. 현재까지 미국에서 판매 중인 제품은 CSL Behring(시장 점유율 25%),
Grifols(22%), Takeda(32%), Octapharma(14%), BPK/Kedrion(5%), AMDA
Biologics(2%)가 생산한 제품들이다. IG 의 농도에 따라(5%, 10), 투여 방법에
따라(IV, SC), 적응증(PI, CIDP, MMN, ITP 등)에 따라 다양한 제품들이 출시되어
있다(도표 6).

도표 22. 이문글로불린 제품

판매사	제품명	제품명	FDA 승인	적응증	IG 매출액(2023)
MIG: Immune Globulin Intravenous					
다케다 (일본)	Baxter	감마가드 리퀴드	2005	PI, CIDP, MMN	\$4,456mn
	Baxter	감마가드 S/D	1994	PI, CIDP, ITP	
	Baxter	하이큐비아	2014	PI, CIDP	
CSL Behring (호주)	CSL Behring	카리문 NF	1997	PI	\$4,675mn
	CSL Behring	프리비젠	2007	PI, CIDP, ITP	
Grifols (스웨덴)	Grifols	가뮤넥스 C	2003	PI, CIDP, ITP	\$3,006~3,607mn
	Grifols	감마케이드	2010	PI, CIDP, ITP	
	Grifols	플레보감마 DIF 5%, 10%	2006	PI	
	Grifols	플레보감마 DIF 10%	2016	PI	
Octapharma	Octapharma	옥타감	2004	PI	-
화이자	Octapharm	판지가	2018	PI, CIDP	\$584mn
Kedrion (KEDPLASMA: BPL 이 Kedrion 과 2021 년 합병) Kedrion(이탈리아)	BPL (영국)	감마플렉스 5% 감마플렉스 10%	2010 2017	PI, ITP PI, ITP	2023 년 Kedrion 총 매출액은 € 1,492mn -
	Kedrion(이탈리아)	KEDRAB	2017	광견병 바이러스 노출 후 예방	
ADMA (미국)	ADMA	아스세니브	2019	PI	\$105.8mn
		비비감	2019	PI	
녹십자 (한국)	녹십자	알리글로	2023	PI	-
Immune Globulin Subcutaneous					
다케다	Shire	쿠비트루	2016	PI	IV 제품 매출액과 합산 하여 나타냈음
	Baxter	감마 리퀴드	2005	PI, CIDP, MMN	
	Baxter	하이큐비아	2014	PI, CIDP	
CSL Behring	CSL Behring	히젠트라	2010	PI	
Grifols	Talecirs	가뮤넥스 C	2003	PI, CIDP, ITP	
	Grifols	감마케이드	2010	PI, CIDP, ITP	
	Grifols	젼비파이	2019	PI	
Octapharma	Octapharma	쿠타귀드	2018	PI	

자료: 각 사, FDA, 유진투자증권

글로벌 IG 판매 기업 현황

(1) 다케다 (TYO:4502, NYSE: TAK): 할로자임 기술이 탑재된 자가 투여가 가능한 IG 피하주사 판매 중

다케다는
면역글로불린 판매
2위 회사

다케다의 FY2023(2023년 4월~2024년 3월) 혈장관련 사업부 매출액은 56.6억 달러(+13%yoy)이며 전체 사업부의 19%를 차지한다. 혈장 관련 사업부 내에서 면역글로불린 매출액이 44.6억 달러(+16%yoy), 알부민 9.3억 달러(+3%yoy), 기타 2.2억 달러를 차지한다. 글로벌 IG 판매사 2위이나 1위인 CSL Limited 와 매출액이 큰 차이가 없는데, 할로자임의 히알루로니다아제를 첨가하여 자가투여가 가능한 SC 제형을 출시하며 차별화를 두고 있어 시장 점유율이 더욱 상승할 것으로 예상된다.

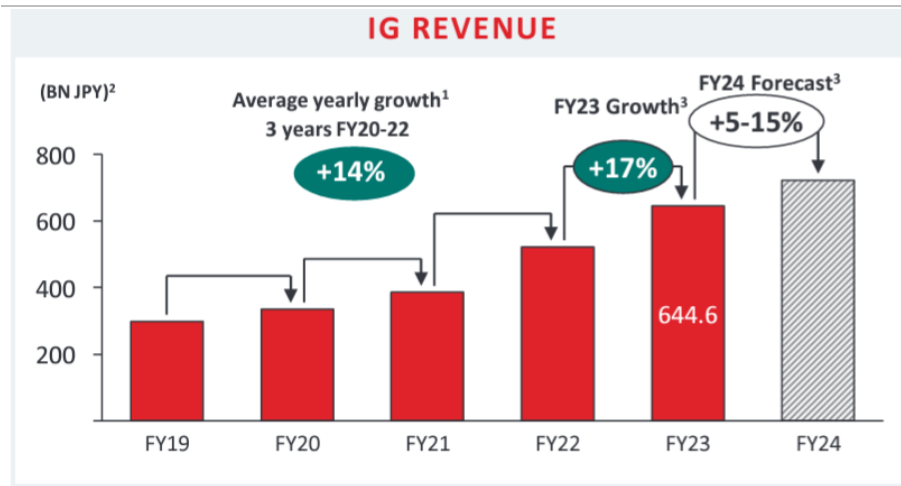
Shire 인수를
통해서 확보

다케다는 면역글로불린 사업부를 2019년 1월에 Shire 를 인수(인수금액 620억 달러)하면서 확보했다. Shire 는 희귀질환 분야에 강점을 가졌던 제약사로 2016년 6월에 Baxter의 바이오과학 부문인 Baxalta 를 인수(인수금액 320억 달러)하면서 면역글로불린 사업을 확보한 것이었다. 그 당시 감마가드 리퀴드, 쿠비트루, 하이큐비아 등의 면역글로불린 대표 제품을 확보하였다. 다케다는 할로자임의 SC 제형 기술인 ENHANZ 기술이 적용된 면역글로불린 SC제형인 하이큐비아SC 를 판매하고 있으며 2024년 초 CIPD 적응증을 추가로 승인받았다.

2028년말까지
생산 시설 확대
진행 중

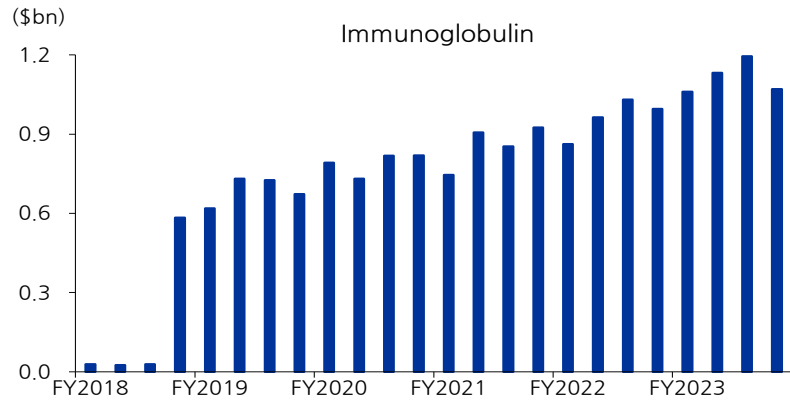
다케다는 전 세계에서 27개의 혈액 센터를 추가 확보하여 총 260개를 보유하고 있으며 2028년말까지 생산시설 50% 확대를 추진하고 있다.

도표 23. 다케다 이문글로불린 연간 매출액 추이



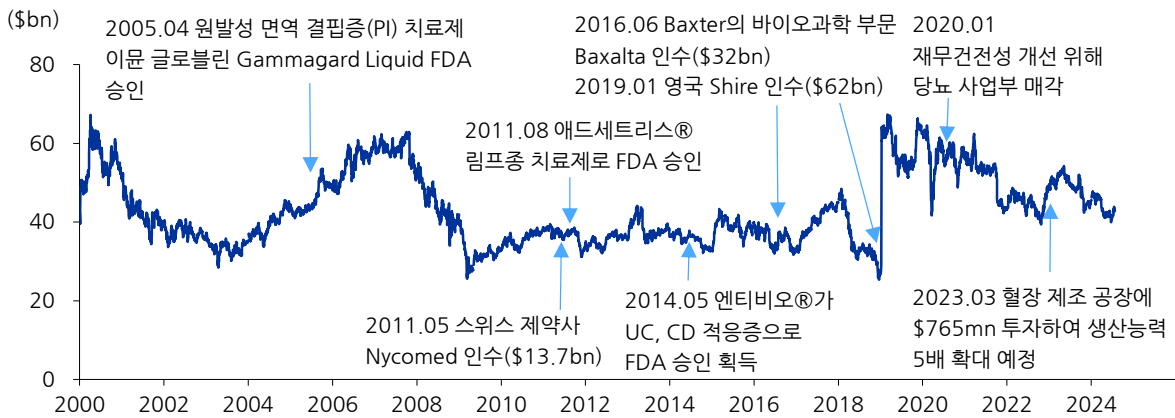
자료: 다케다, 유진투자증권

도표 24. 다케다 이문글로불린 분기별 매출액 추이



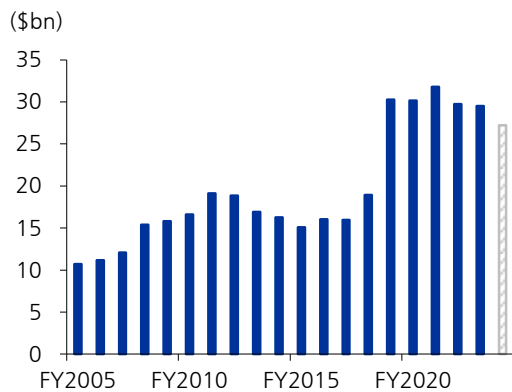
자료: Bloomberg, 다케다, 유진투자증권

도표 25. 다케다 시가총액 및 이벤트 차트



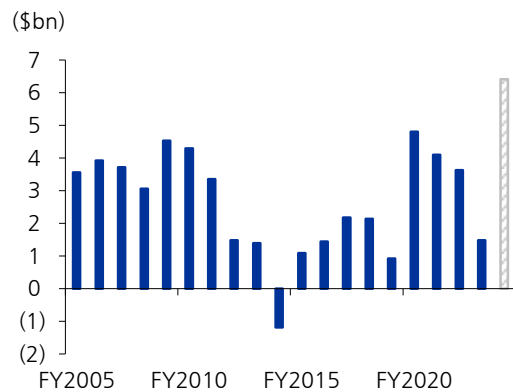
자료: Bloomberg, 다케다, 유진투자증권

도표 26. 다케다 연간 매출액 추이



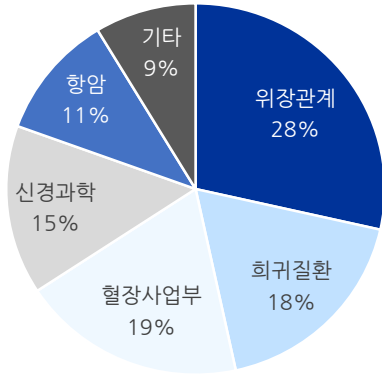
자료: Bloomberg, 다케다, 유진투자증권
주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 27. 다케다 연간 영업이익 추이



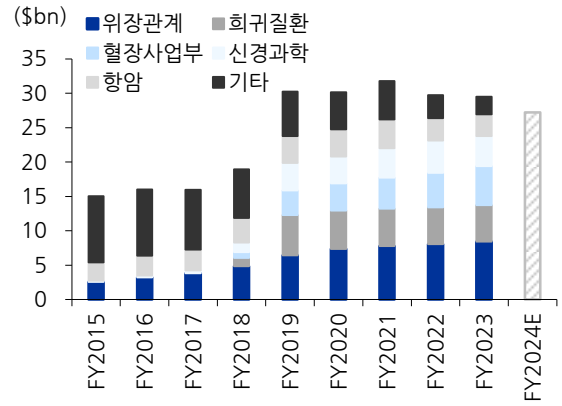
자료: Bloomberg, 다케다, 유진투자증권
주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 28. 다케다 사업부문 매출액 (FY 2023)



자료: Bloomberg, 다케다, 유진투자증권

도표 29. 다케다 사업부문별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 다케다, 유진투자증권
 주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

(2) CSL (ASX: CSL)

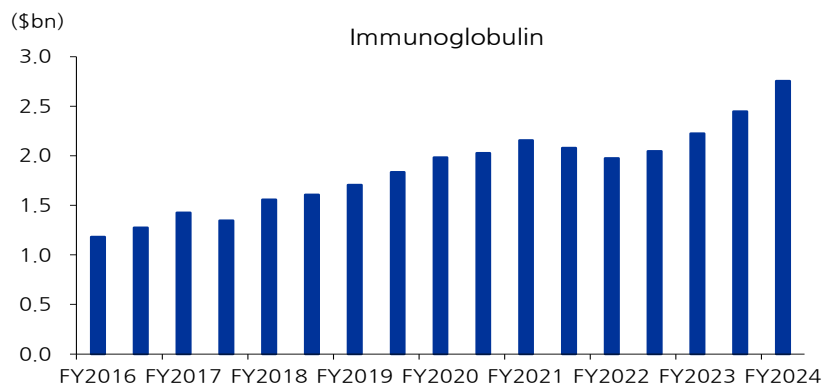
호주의 CSL Limited
는 세계 1 위의
IG 판매사

CSL Limited 는 시가총액 992 억 달러인 글로벌 17 위(07/22 기준)의 제약사로 호주에 본사를 둔 생명공학 회사이다. 혈장 유래 제품, 백신, 인플루엔자 치료제 등을 개발한다. 1916년에 설립하여 1994년에 상장하였다, 혈장 유래 제품과 재조합 단백질 치료제를 개발하고 있는 CSL Behring 과 백신 개발사인 Seqirus, 철분 결핍증 및 만성 신장 질환 치료제 개발과 상업화를 담당하는 Vifor 가 자회사이다.

IG 매출액
45 억 달러

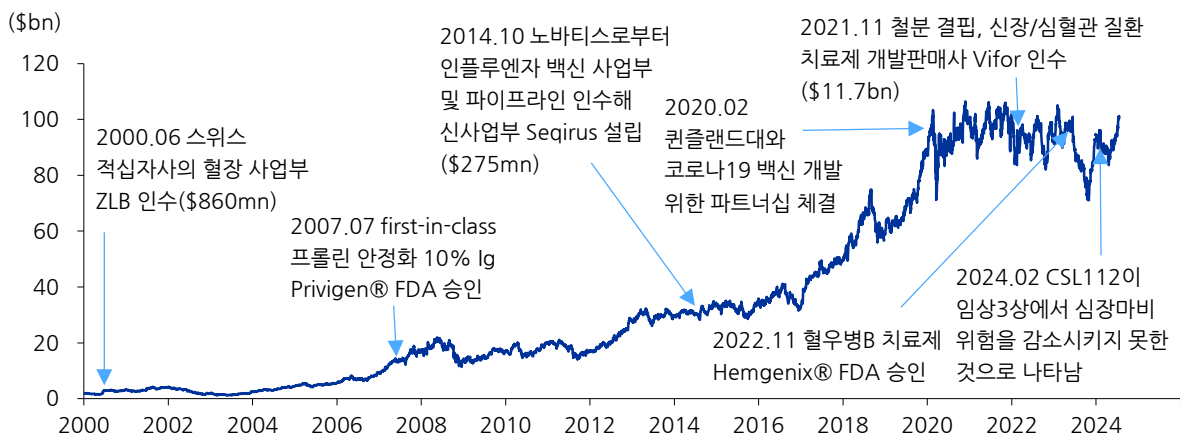
CSL Behring 이 영위하는 혈장 관련 사업부의 매출액은 56.6 억 달러(+13%yoy)이며 전체 CSL Limited 매출액의 19%를 차지한다. 혈장 관련 사업부 내에서 면역글로불린 매출액이 44.6억 달러(+16%yoy), 알부민 9.3억 달러(+3%yoy), 기타 2.2 억 달러를 차지한다. Seqirus 는 세계에서 2 번째로 큰 인플루엔자 백신 제조사이며, Vifor은 CSL Limited 가 2022년 Vifor Pharma 를 117 억 달러에 인수하면서 만들어진 자회사이다.

도표 30. CSL Behring 면역글로불린 반기 매출액 추이



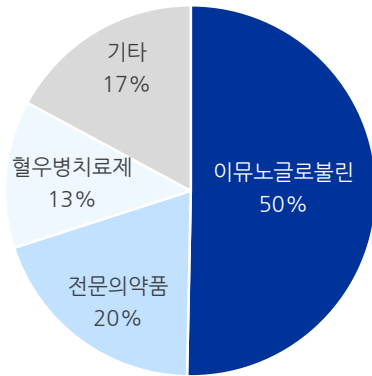
자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권

도표 31. CSL Limited 시가총액 및 이벤트 차트



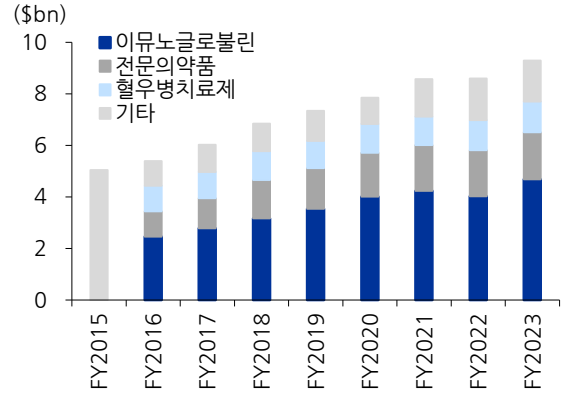
자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권

도표 32. CSL Behring 매출 구성(FY 2023)



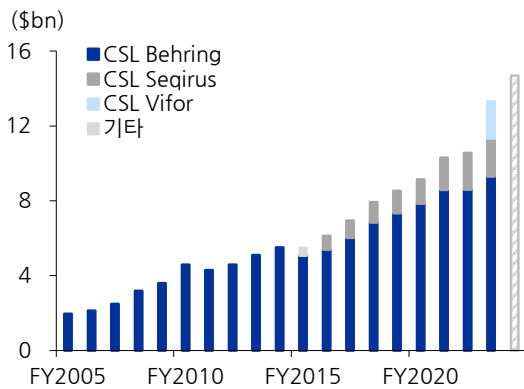
자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권

도표 33. CSL Behring 사업부별 매출액 추이



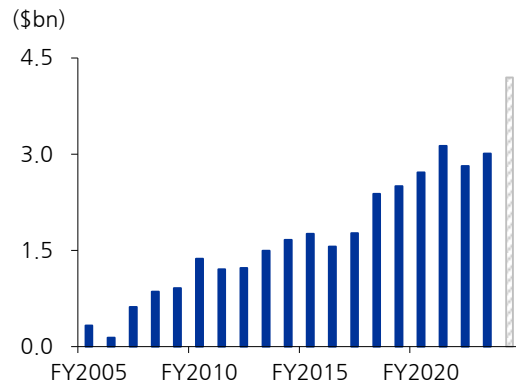
자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권

도표 34. CSL Limited 매출액 추이



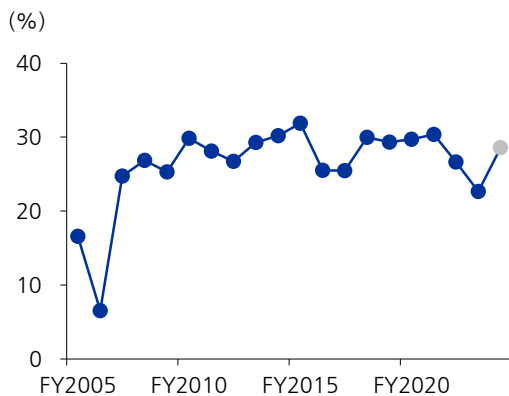
자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권
주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 35. CSL Limited 영업이익 추이



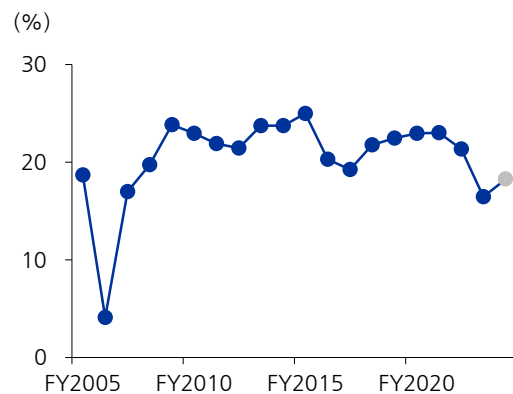
자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권
주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 36. CSL Limited 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권
주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 37. CSL Limited 순이익률 추이



자료: Bloomberg, CSL, 유진투자증권
주: FY2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

(3) 그리폴스(Grifols) (NASDAQ: GRFS, BME:GFS)

글로벌 3위 IG 판
매사, 스페인 소재

그리폴스는 1940 년에 설립되어 년에 성장한 스페인의 다국적 제약사로 면역글로불린, 알부민 팩터 VIII 등 혈장 기반의 제품을 생산하며 혈장 제품 관련 매출액은 2023년 실적 기준 6.0억 달러로 전체 비중의 84.3%를 차지한다. 기타 임상 시험, 실험실을 위한 장치, 도구, 시약 등을 공급한다.

원료 수급 악화 및
회계 부정 이슈로
기업가치 큰 폭
하락

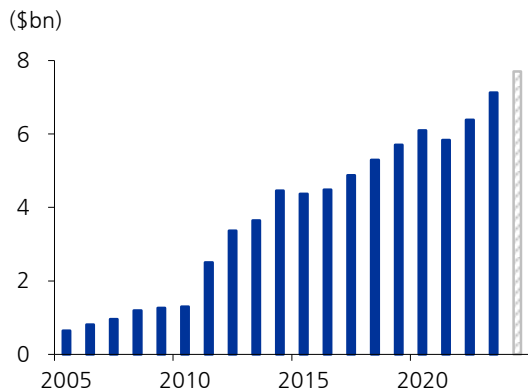
2020~2022 년 그리폴스의 시가총액은 큰 폭 하락하였는데 이는 COVID-19 팬데믹으로 인해 혈장 기부가 크게 감소하면서 수익성이 악화되었고, 2024 년 초 회계 조작 이슈가 있었기 때문이다. 2024 년부터 다시 실적 회복세를 보이고 있다. 2024 년 7 월 현재 시가총액은 약 62.5 억 달러이며, 12m FWD P/E valuation 12.6 배 수준에서 거래되고 있다.

도표 38. 그리폴스 시가총액 및 이벤트 차트



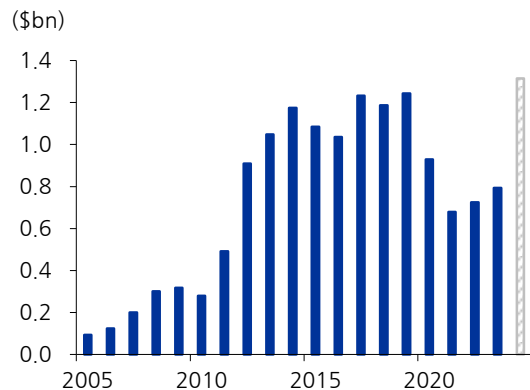
자료: Bloomberg, 그리폴스, 유진투자증권

도표 39. 그리폴스 매출액 추이



자료: Bloomberg, 그리폴스, 유진투자증권
주: 2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 40. 그리폴스 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 그리폴스, 유진투자증권
주: 2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 41. 그리폴스 혈장 사업부 R&D pipeline

약물명/제품명	적응증/임상지역/제형	전임상	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상	임상 4 상/등록	LCM
redG	PID(원발성 체액성 면역결핍질환),						
Xembify®	CLL(만성림프구성백혈병),						
	PID(2 주 1 회 투여)						
	Prefilled syringes						
	유럽 임상						
Yimmugo®	PID, IITP(면역성혈소판 감소증)						
Fostamatinib1	불응성 ITP						
Gamunex	Bags 포장						

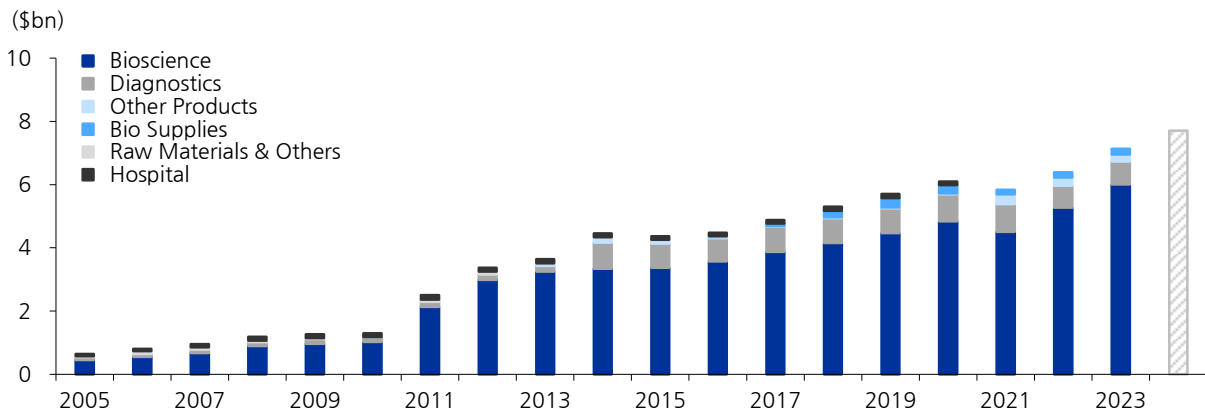
자료: 그리폴스, 유진투자증권

도표 42. 그리폴스 실적 추이

(\$mn,%)	2019	2020	2021	2022	2023
매출	5,708	6,097	5,835	6,387	7,129
Bioscience	4,471	4,844	4,512	5,272	6,011
Diagnostics	784	847	870	698	725
Other Products	26	37	315	263	220
Bio Supplies	298	256	137	154	173
매출원가	3,087	3,522	3,513	4,037	4,432
R&D 투자	309	336	420	380	428
영업이익	1,244	929	679	724	794
당기순이익	700	706	223	219	64
<i>매출원가율</i>	54.1	57.8	60.2	63.2	62.2
<i>R&D 투자율</i>	5.4	5.5	7.2	6.0	6.0
<i>영업이익률</i>	21.8	15.2	11.6	11.3	11.1
<i>당기순이익률</i>	12.3	11.6	3.8	3.4	0.9

자료: 그리폴스, 유진투자증권

도표 43. 그리폴스 사업부문별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 그리폴스, 유진투자증권
 주: 2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

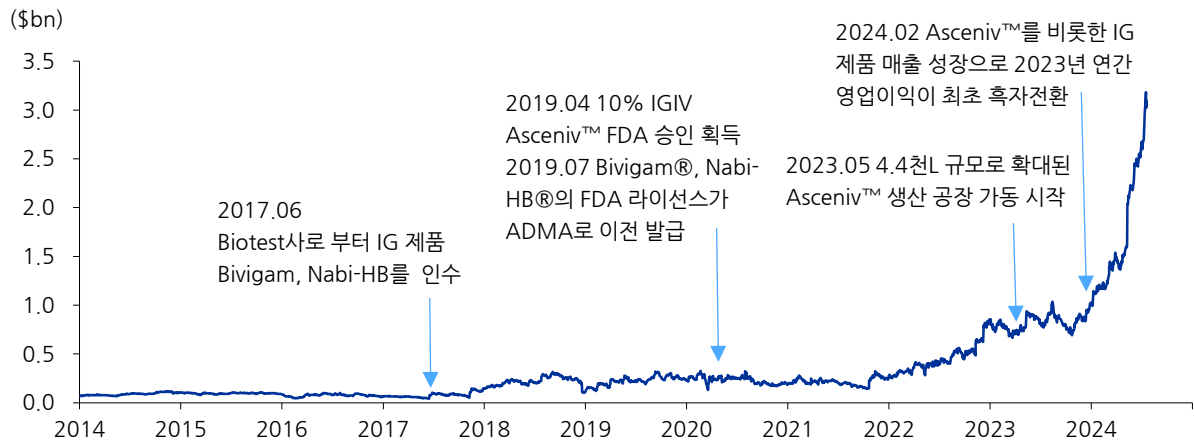
(4) ADMA Biologics (NASDAQ: AMDA)

2013년 나스닥 상장. 2023년 흑자 전환하면서 기업가치 급증

ADMA는 2004년에 설립되어 2013년에 나스닥에 상장한 면역글로불린 제품을 개발하여 상업화한 제약사이다. 주요 제품은 Ascniv, Bivigam 등이 있다. 미국 전역에서 혈장 수입 센터(ADMA Biocenter)를 운영하여 면역글로불린(IG) 제품 생산을 위한 혈장을 확보한다.

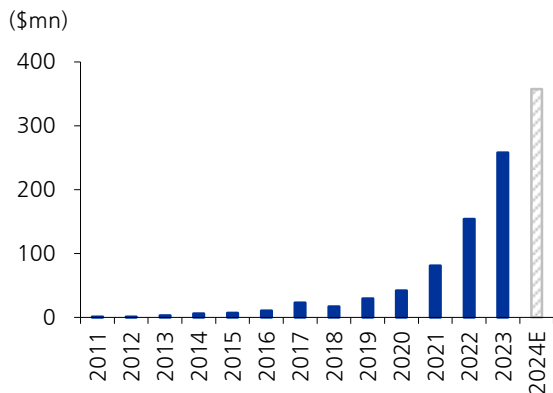
ADMA의 시가총액은 31.9억 달러(07/22 기준)이며, 2023년 영업이익이 흑자 전환하면서 급격하게 기업가치가 상승하였다. 2022년, 2023년, 2024년 주가 상승률은 각각 210.4%, 19.1%, 203.3%에 달한다.

도표 44. ADMA Biologics 시가총액 및 이벤트 차트



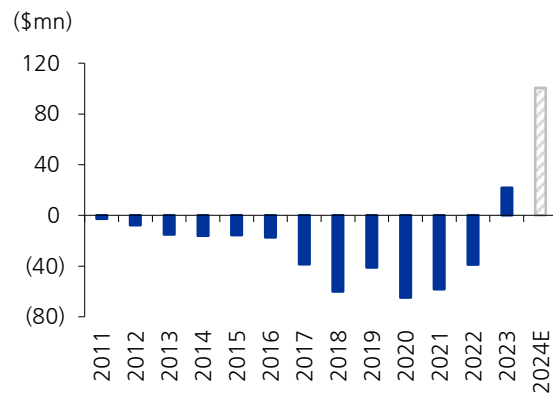
자료: Bloomberg, ADMA, 유진투자증권

도표 45. ADMA 매출액 추이



자료: Bloomberg, ADMA, 유진투자증권
주: 2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

도표 46. ADMA 영업이익 추이



자료: Bloomberg, ADMA, 유진투자증권
주: 2024E 컨센서스는 블룸버그 추정치

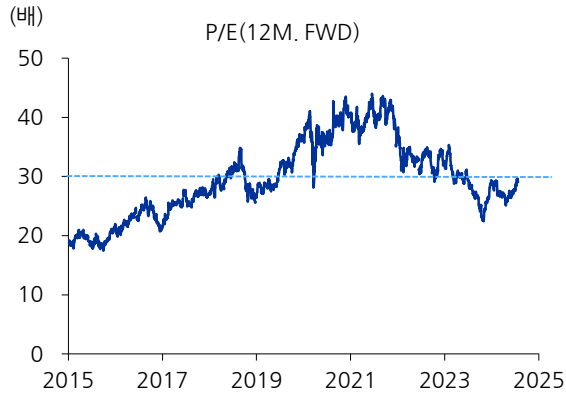
도표 47. ADMA 실적 추이

(\$mn, %)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	29.3	42.2	80.9	154.1	258.2
ADMA BioManufacturing	22.2	36.7	74.9	144.1	249.7
Plasma Collection Centers	7.0	5.4	5.9	9.9	8.3
Corporate	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출원가	39.5	61.3	79.8	118.8	169.3
R&D 투자	2.3	5.9	3.6	3.6	3.3
영업이익(영업손실)	(41.2)	(64.8)	(58.2)	(38.9)	21.8
당기순이익(당기순손실)	(48.3)	(75.7)	(71.6)	(65.9)	(28.2)
<i>매출원가율</i>	<i>134.8</i>	<i>145.3</i>	<i>98.6</i>	<i>77.1</i>	<i>65.6</i>
<i>R&D 투자율</i>	<i>7.8</i>	<i>14.0</i>	<i>4.4</i>	<i>2.3</i>	<i>1.3</i>
<i>영업이익률</i>	<i>-185.8</i>	<i>-176.7</i>	<i>-77.7</i>	<i>-27.0</i>	<i>8.7</i>

자료: ADMA, 유진투자증권

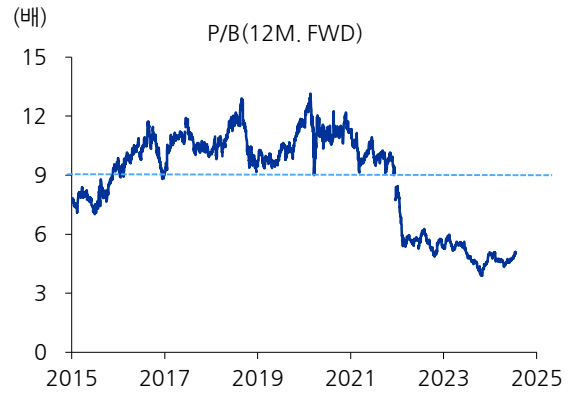
(5) 혈장체제 생산/판매 기업들 밸류에이션 비교

도표 1. CSL Limited P/E valuation 추이



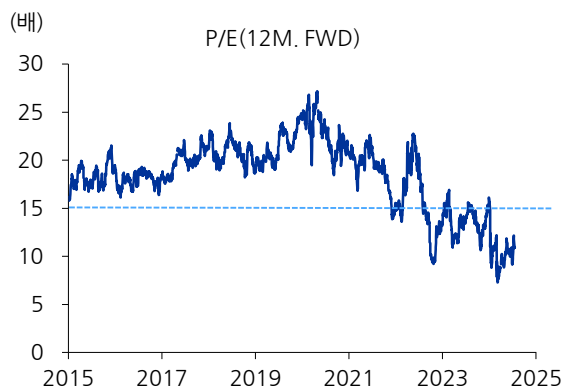
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. CSL Limited P/B valuation 추이



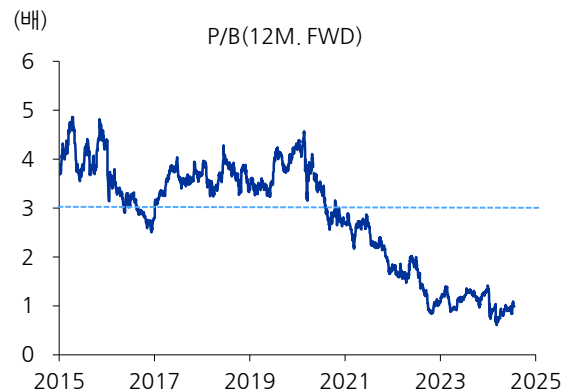
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. 그리폴스 P/E valuation 추이



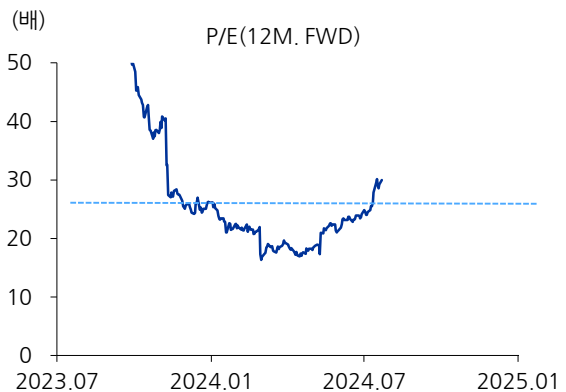
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4. 그리폴스 P/B valuation 추이



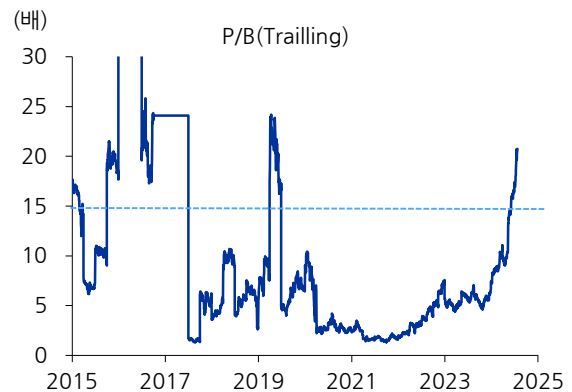
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 5. ADMA P/E valuation 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. ADMA P/B P/E valuation 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

녹십자 (006280.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,526	2,643	2,677	2,703	2,764
유동자산	980	1,039	1,096	1,124	1,186
현금성자산	109	52	26	50	65
매출채권	412	451	532	550	546
재고자산	442	516	518	504	555
비유동자산	1,545	1,604	1,581	1,579	1,578
투자자산	411	438	433	442	452
유형자산	822	828	811	793	777
기타	312	338	338	344	349
부채총계	959	1,103	1,189	1,189	1,198
유동부채	541	869	801	799	807
매입채무	255	271	277	275	282
유동성이자부채	221	550	475	475	475
기타	65	48	49	49	50
비유동부채	418	235	388	390	391
비유동이자부채	377	191	350	350	350
기타	42	43	38	40	41
자본총계	1,567	1,540	1,488	1,515	1,566
지배지분	1,328	1,300	1,255	1,282	1,334
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	394	394	394	394
이익잉여금	903	873	875	902	953
기타	(27)	(25)	(71)	(71)	(71)
비지배지분	239	240	232	232	232
자본총계	1,567	1,540	1,488	1,515	1,566
총차입금	597	741	825	825	825
순차입금	488	689	799	775	760

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	119	(5)	(18)	131	121
당기순이익	69	(20)	16	47	73
자산상각비	65	76	77	76	75
기타비현금성손익	(39)	77	7	33	32
운전자본증감	(9)	(100)	(91)	(6)	(39)
매출채권감소(증가)	7	(45)	(77)	(18)	4
재고자산감소(증가)	2	(69)	(7)	14	(51)
매입채무증가(감소)	(2)	102	6	(2)	7
기타	(16)	(88)	(14)	0	0
투자현금	(205)	(150)	(93)	(89)	(88)
단기투자자산감소	2	(8)	(5)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(33)	(17)	(21)	(14)	(14)
설비투자	58	79	46	48	48
유형자산처분	2	1	0	0	0
무형자산처분	(37)	(46)	(15)	(17)	(16)
재무현금	(2)	101	84	(18)	(18)
차입금증가	(21)	124	84	0	0
자본증가	(24)	(25)	(17)	(18)	(18)
배당금지급	24	25	17	18	18
현금 증감	(81)	(56)	(26)	25	15
기초현금	186	105	50	24	48
기말현금	105	50	24	48	63
Gross Cash flow	182	136	82	136	160
Gross Investment	216	243	180	94	127
Free Cash Flow	(34)	(107)	(98)	42	33

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,711	1,627	1,763	1,876	1,995
증가율(%)	11.3	(4.9)	8.4	6.4	6.4
매출원가	1,130	1,142	1,238	1,307	1,370
매출총이익	582	485	525	569	626
판매 및 일반관리비	501	450	470	502	532
기타영업손익	12	(10)	4	7	6
영업이익	81	34	55	67	93
증가율(%)	10.3	(57.6)	60.9	20.7	39.7
EBITDA	146	110	133	143	168
증가율(%)	13.0	(24.6)	20.4	7.8	17.6
영업외손익	4	(62)	(24)	(16)	(14)
이자수익	4	3	3	3	3
이자비용	18	28	29	25	23
지분법손익	22	(38)	(28)	(14)	(14)
기타영업외손익	(3)	2	29	20	20
세전순이익	86	(27)	31	51	79
증가율(%)	(50.3)	적전	흑전	61.5	55.8
법인세비용	16	(7)	3	4	6
당기순이익	69	(20)	28	47	73
증가율(%)	(49.3)	적전	흑전	64.8	55.8
지배주주지분	65	(27)	19	44	69
증가율(%)	(46.9)	적전	흑전	135.0	55.8
비지배지분	4	7	(3)	2	4
EPS(원)	5,601	(2,279)	1,617	3,801	5,922
증가율(%)	(46.9)	적전	흑전	135.0	55.8
수정EPS(원)	5,601	(2,279)	1,617	3,801	5,922
증가율(%)	(46.9)	적전	흑전	135.0	55.8

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,601	(2,279)	1,617	3,801	5,922
BPS	113,645	111,259	107,430	109,731	114,153
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배, %)					
PER	23.1	n/a	78.7	33.5	21.5
PBR	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1
EV/ EBITDA	13.7	19.5	17.2	15.8	13.3
배당수익률	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
PCR	8.3	10.8	18.2	10.9	9.3
수익성(%)					
영업이익률	4.7	2.1	3.1	3.6	4.7
EBITDA이익률	8.6	6.8	7.5	7.6	8.4
순이익률	4.1	(1.2)	1.6	2.5	3.7
ROE	5.0	(2.0)	1.5	3.5	5.3
ROIC	3.6	1.3	2.4	3.0	4.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	31.1	44.7	53.7	51.1	48.5
유동비율	181.3	119.6	136.8	140.7	147.0
이자보상배율	4.4	1.2	1.9	2.7	4.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	4.1	3.8	3.6	3.5	3.6
재고자산회전율	3.8	3.4	3.4	3.7	3.8
매입채무회전율	7.0	6.2	6.4	6.8	7.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.06.30 기준)

