

녹십자 (006280/KS)

희귀질환의 강자, 미국 시장 진출 가시화

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 200,000 원(신규편입)

현재주가: 168,300 원

상승여력: 18.8%



Analyst
이선경

seonkyoung.lee@sks.co.kr

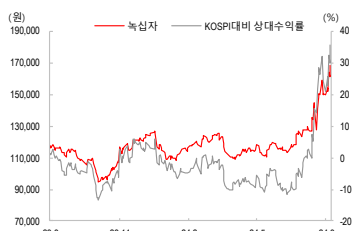
Company Data

발행주식수	1,169 만주
시가총액	1,967 십억원
주요주주	
녹십자홀딩스(와11)	51.42%
국민연금공단	7.41%

Stock Data

주가(24/08/23)	168,300 원
KOSPI	2,701.69 pt
52주 최고가	168,300 원
52주 최저가	94,600 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



24년 하반기, 본격화될 알리글로의 미국 진출

알리글로는 녹십자가 개발한 정맥 주사형 면역글로불린(IVIG)10%제제로 23년 12월 FDA 시판 승인 후, 지난 7월 미국 내 첫 출시를 완료한 제품이다. 면역글로불린 제제는 오래된 역사만큼 미국내 진출해 있는 경쟁제품이 10개 이상 존재, 효능 및 안전성은 대동소이 하지만 불순물 등 제조 공정상의 이슈로 제조 중단 및 시판 철회 사례가 있어 각 경쟁사 들은 공정개발에 따른 불순물 최소화에 힘을 쓰고 있다. 알리글로는 1) 불순물 중에서 혈전을 유발할 수 있는 인자인 Factor XIa 를 공정개발을 통해 99%까지 제거하는데 성공, 2)대량생산과 실온보관이 가능한 장점을 보유, 안정적인 생산/유통이 가능하며 3)미국 시장 침투에 중요한 대형 PBM인 Cigna 등, Formulary 등재를 완료함에 따라 미국 시장 진출 후 안정적인 매출 성장이 기대된다. 대표 경쟁사인 ADMA Biologics 는 21년 4월 대량 생산 확장 허가 후 21년 매출액이 전년 대비 104% 상승(\$38M 증가), 22년 12월 실온 보관 승인 이후 23년 매출액은 전년대비 73% 상승(\$106M 증가)을 고려했다, 첫해 매출은 502억원을 전망한다.

24년 매출액 + 7.1% YoY, 영업이익 +65.9% 전망

녹십자의 연결기준 24년 매출액은 1조 7,423억원(+7.1% YoY), 영업이익은 571억원(+65.8% YoY, OPM 3.3%)를 전망한다. 23년 부진했던 헨터라제 수출은 24년 2분기 이집트에 이어 3분기 러시아도 정상화될 것으로 기대되며, 22~23년 부진했던 백신 사업부의 매출 또한 국가 독감백신 계약금의 증가(+54% YoY) 등으로 매출이 정상화될 수 있을 것으로 기대한다. 6월 1일부터 적용된 퇴장방지의약품의 약가상승(알부민 5.1%~65.4%, IVIG 39.8%~95%)과 판가가 높은 해외 수출의 증가 등으로 GPM과 OPM은 각각 10.5%p, 14.9%p 개선될 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 20만원으로 커버리지 개시

동사의 목표주가는 SOTP Valuation 을 통해 산출, 영업가치 2조 7,720억원(25년 EBITDA 추정치에 국내 대형 제약사의 12개월 FwdEV/EBITDA 3개월 평균 18배를 적용)에 비영업가치 3,490억원을 합산하여 산출했다.

영업실적 및 투자지표

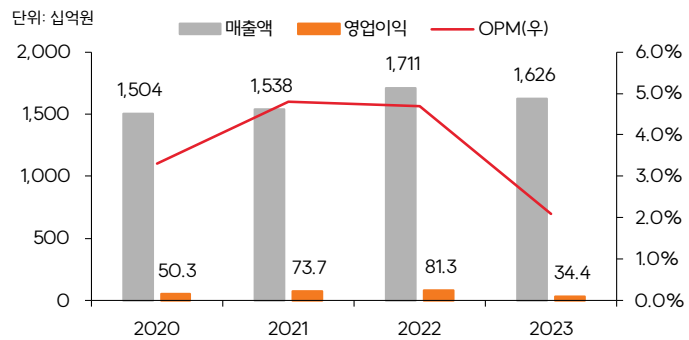
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,538	1,711	1,627	1,742	1,860	2,007
영업이익	십억원	74	81	34	57	83	113
순이익(지배주주)	십억원	123	65	-27	29	50	67
EPS	원	10,543	5,601	-2,279	2,466	4,239	5,751
PER	배	20.7	23.1	-55.1	68.2	39.7	29.3
PBR	배	1.9	1.1	1.1	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	배	24.6	15.3	21.7	21.2	18.5	15.8
ROE	%	10.3	5.0	-2.0	2.2	3.7	4.9

기업개요

녹십자는 1967년 설립, 혈액 및 백신제제를 필두로 전문의약품과 일반 의약품을 제조/판매하고 있는 국내 대표의 전통 제약사다. 높은 수익성이 보장되어 있는 항암/대사 분야에 연구개발에 중심을 둔 타 제약사와는 달리, 녹십자는 환자 진료에 반드시 필요하나 경제성이 없어 생산이나 수입을 기피하는 대표적인 퇴장방지 의약품인 면역글로불린과 알부민 제제를 제조/판매하고 있으며, 신약 파이프라인 역시 희귀질환 치료제를 중심으로 연구개발 하고 있다는 점이 차별점이라 할 수 있다.

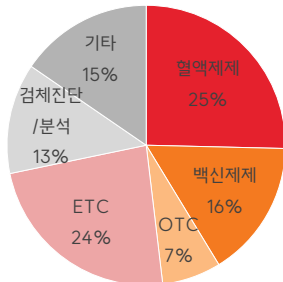
이로 인해 현재 국내 제약사들 대비 낮은 영업이익을 기록하고 있는 실정이나 1)23년 12월 FDA 시판허가를 받은 알리글로(면역글로불린 10% 제제)의 미국 시장 진입, 2)백신제제의 해외 수주시장 확대, 3)헌터라제 다국가 진출 및 그린진에프의 중국시장 진출을 통해 수익성 개선에 박차를 가하고 있다.

연도별 매출액/영업이익 현황(연결 기준)



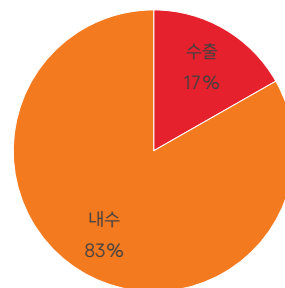
자료: 녹십자, SK 증권

제품별 매출액 비중



자료: 녹십자, SK 증권

내수/수출 매출 비중



자료: 녹십자, SK 증권

중속 기업 현황

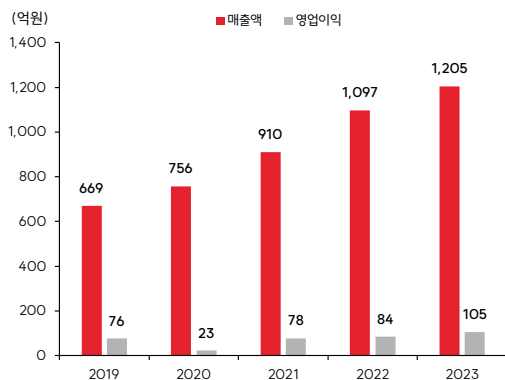
동사의 주요 중속 기업으로는 태반주사, 필러, 영양 주사제 사업을 영위하는 녹십자 웰빙, 체외 진단 사업을 영위하는 녹십자엠에스, 세포치료제 전문 기업인 지씨셀 등이 있다.

팬데믹 이후 진단 사업의 부진, 경쟁 심화로 인한 건기식의 성장 둔화와 더불어 NK 파이프라인의 임상 진입에 따른 R&D 비용 증가로 중속 기업의 리스크가 부각되었으나 녹십자웰빙의 필러 및 라이넥주의(태반주사제) 중국 진출 가시화로 외형 성장 및 수익성 개선에 도움이 될 것으로 기대하고 있다.

구분	소재지	지분율(%)		업종
		당분기말	전기말	
(주)녹십자웰빙	서울	22.1	22.1	태반제제 등 영양주사제
(주)녹십자엠에스	경기	41.5	41.6	체외진단
(주)지씨셀	경기	35.0	35.0	세포치료제 전문
Lymphotec Inc	일본	83.3	83.3	의약품 제조 및 판매
Novacel Inc.	미국	100.0	100.0	세포치료제 연구개발
농업회사법인 인백팜(주)	전남	90.0	90.0	양재, 부화, 종란업
(주)지씨지놈	경기	25.8	25.8	유전자 분석
(주)녹십자메디스	충남	98.3	98.3	혈당측정기 등 의료기기
(주)지씨씨엘	경기	65.5	65.5	임상분석 검체분석
GC DO BRASIL	브라질	100.0	100.0	서비스
GC BIOPHARMA USA	미국	100.0	100.0	의약품 판매

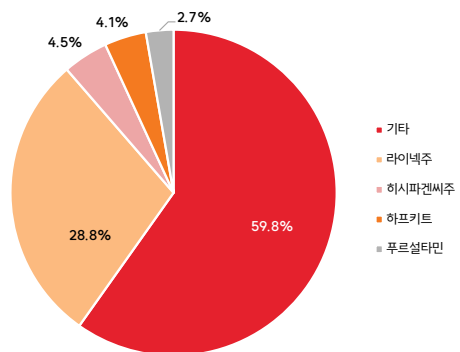
자료: 녹십자, SK 증권

녹십자웰빙 매출액/영업이익 추이



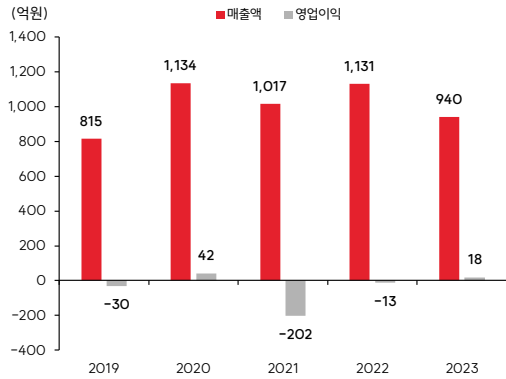
자료: 녹십자, SK 증권

녹십자웰빙 품목별 매출 비중 현황



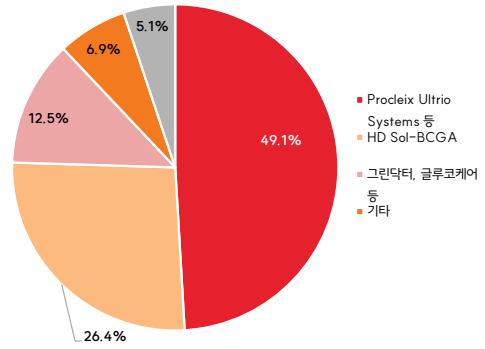
자료: 녹십자, SK 증권

녹십자엠에스 매출액/영업이익 추이



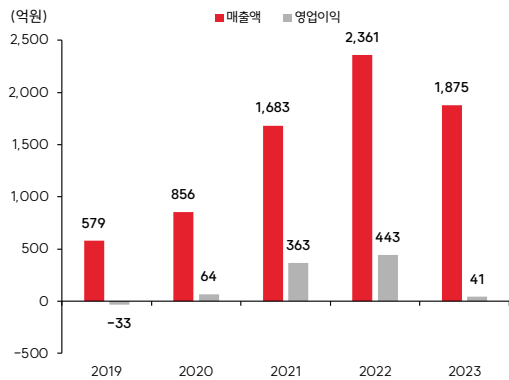
자료: 녹십자, SK 증권

녹십자엠에스 품목별 매출 비중 현황



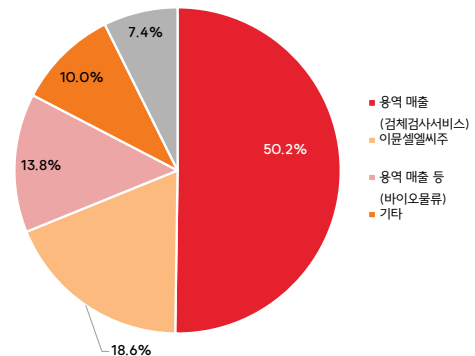
자료: 녹십자, SK 증권

지씨셀 매출액/영업이익 추이



자료: 녹십자, SK 증권

지씨셀 품목별 매출 비중 현황



자료: 녹십자, SK 증권

녹십자 R&D 주요 타임라인



자료: 녹십자, SK 증권

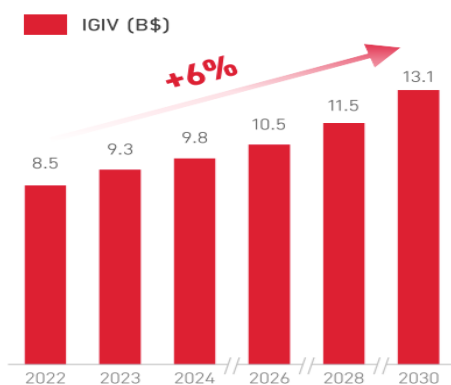
알리글로의 미국 진출 가시화

알리글로는 녹십자가 개발한 정맥 주사형 면역글로불린(IVIG)10%제제로 2023년 12월 FDA 시판 허가를 받은 제품이다. 미국 시장 침투에 중요한 대형 PBM 인 Cigna 의 Formulary 등재를 완료, 연내 사보험 시장의 80% 커버리지 확보를 목표로 현재 다른 PBM 들과도 활발히 논의 중에 있다.

면역글로불린은 건강한 기증자의 혈장에서 추출해 만든 항체 혼합물로 1차 면역 결핍증 환자에게 대체치료제로 1920년대부터 현재까지 오랫동안 사용되어 왔으며, 1981년 면역성 혈소판감소증(ITP)으로 FDA 정식 승인 이후 만성염증탈수초다발신경병증(CIDP), 가와사키병, 길랑-바레 증후군 등에도 사용되고 있다. 면역글로불린 제제가 주로 타겟하는 시장은 선천적으로 면역력이 저하된 1차 면역 결핍증 환자로 약 1만 명 중에 1명꼴로 발병하는 질환이다, 이 중 B 세포계 결함은 55%, T 세포계 결함은 25%, 식세포계 결함은 18%, 보체계의 결함은 2%를 차지한다.

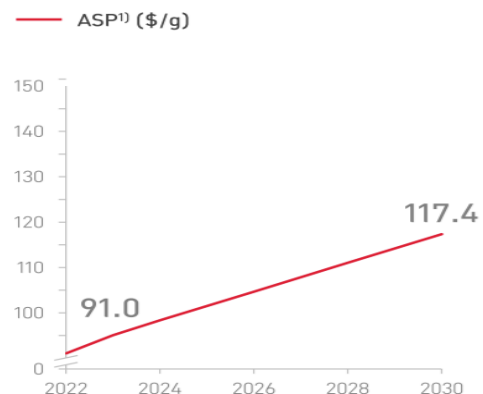
2000년 대 이후 바이오 기술의 눈부신 발전으로 자기면역치료제 분야에도 다양한 혁신 신약이 출시되었다. 그럼에도 불구하고 1차 면역 결핍증은 현재까지 완치 가능한 치료제가 없어 주기적인 면역글로불린 주사제가 필요한 상황이다. 2023년 기준 미국 면역글로불린 시장은 약 93억 달러 규모로 추정되며 시장에서는 2030년까지 연평균 6%씩 성장해 131억 달러 시장을 형성할 것으로 기대하고 있다.

미국 IVIG 시장 규모 및 전망



자료: 녹십자, SK 증권

미국 IVIG 가격 추이



자료: 녹십자, SK 증권

1)ASP: Average Sales Price

면역글로불린 제제는 오래된 역사만큼 미국내 진출해 있는 경쟁제품이 10 개 이상 존재한다. 역사적으로 오래된 의약품이기 때문에 효능 및 안전성은 대동소이하나 불순물 등 제조 공정상의 이슈로 제조 중단 및 시판 철회 사례가 있어 각 경쟁사 들은 공정개발에 따른 불순물 최소화에 힘을 쓰고 있다.

녹십자는 불순물 중에서 혈전을 유발할 수 있는 인자인 Factor XIa 를 공정개발을 통해 99%까지 제거하는데 성공, 미국 시장 내 증가하는 수요와 차별화된 경쟁력으로 24 년 600 억원, 25 년 1,500 억원 매출을 목표로 하고 있다. 참고로 혈전은 알리글로를 포함한 상업화된 모든 면역글로불린 제품에 부작용 경고 문구가 있을 정도로 중요한 부작용 이슈다. 혈전 유발 인자를 99%까지 제거했다는 것은 마케팅에 있어 긍정적 요인으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다.

동사가 제시한 매출액이 달성 가능한지 확인하기 위해서는 ADMA Biologics 의 매출 추이를 살펴볼 필요성이 있는데 이는 ADMA Biologics는 다케다, CSL Behring, Grifols 등 혈액제제의 강자들이 포진해 있는 미국 시장에 가장 늦게 도전장을 내민 업체이기 때문이다.

판매사	브랜드명	FDA 승인일	제형	농도
ADMA Biologics	Asceniv	2019.04	IV	10%
	Bivigam	2019.05	IV	10%
Pfizer	Cutaquig	2018.12	SC	16.5%
	Panzyga	2018.08	IV	10%
Takeda	Cuvitru	2016.09	SC	20%
	Gammagard	1994	IV	10%
	Gammagard LIQUID	2005.05	SC	10%
	Hyqvia	2014.09	SC	10%
Kedrion Biopharma	Gammaked	2011.08	IV, SC	10%
	Gammaplex	2018.04	IV	5%, 10%
Grifols SA	Flebogamma	2010.07	IV	5%, 10%
	GAMUNEX	2010.10	IV, SC	10%
	Xembify	2019.07	SC	20%
CSL Behring	Hizentra	2010.03	SC	20%
	Privigen	2007.07	IV	10%
Octapharma	Octagam	2004.05	IV	5%, 10%

자료: 시장자료, 각사, Drugs.com, SK 증권

ADMA Biologics 의 대표 제품으로는 Bivigam(IVIG 10%)으로 2012 년 12 월 FDA 승인을 받아 2013 년도부터 판매되었지만 피브리노겐, Factor XIa, Factor XI, C3 단백질을 포함한 불순물 이슈로 2019 년 5 월 다시 FDA 승인받은 제품이다. ADMA Biologics 는 Bivigam 판매 재개 이전 2008 년 승인된 Nabi-HB(B 형 간염 면역글로불린)제품을 판매하고 있어 19 년 Bivigam(IVIG 10%) 판매 재개에 따른 매출은 약 540 만 달러에 불과한 것으로 확인된다.

하지만 21년 4월 대량 생산 허가 후 21년 매출액은 7,494 만 달러(+104% YoY)로 3,822 만 달러가 증가, 22년 12월 실온 보관 승인 이후 23년 매출액은 24,980 만 달러(+73% YoY)로 10,572 만 달러 증가하며 고성장을 지속하고 있다.

대량생산과 실온 보관이 가능하며 불순물 측면에서도 경쟁력을 확보한 알리글로는 ADMA Biologics 가 대량생산 승인 이후 기록한 매출 증가분인 3,822 만 달러(약 502 억원)는 무난히 달성할 수 있을 것으로 판단된다.

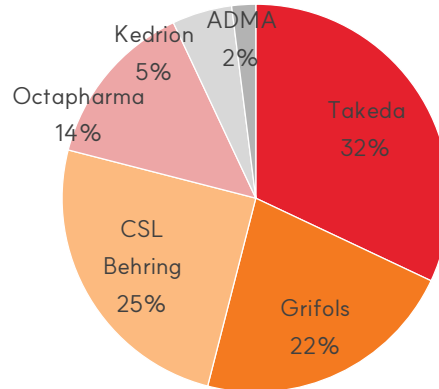
BIVIGAM과 ALYGLO 특징 비교				
구분	BIVIGAM		ALYGLO	
복용량	3-4 주마다 300-800mg/kg		3-4 주마다 300-600mg/kg	
보관/유통	냉장(2°C ~ 8°C) 최대 36 개월 유통기한 24 개월 남은 제품 실온(8°C ~ 25°C)에서 최대 4 주까지 보관 가능		냉장(2°C ~ 8°C) 최대 36 개월 또는 실온(8°C ~ 25°C) 최대 24 개월	
심각한 감염 (%/Year)	3.7		3.0	
병원입원일 (day/patient/year)	0.21		0.20	
결석일수 (day/patient/year)	2.3		6.0	
Adverse Reactions	[n=63]	[n=746]	[N1=33]	[N2=427]
Headache (두통)	27 (43%)	115 (15.4%)	13 (39%)	32 (7.5%)
Fatigue (피로)	15 (24%)	59 (7.9%)	6 (18%)	18 (4.2%)
Infusion-site reaction	5 (8%)	5 (0.7%)	2 (6%)	6 (1.4%)
Nausea (구역)	5 (8%)	8 (1.1%)	11 (33%)	20 (4.7%)
Diarrrhea (설사)	4 (6%)	4 (0.5%)	3 (9%)	3 (0.7%)
Dizziness (어지럼증)	4 (6%)	4 (0.5%)	2 (6%)	2 (0.5%)
Myalgia (근육통)	3 (5%)	4 (0.5%)	2 (6%)	7 (1.6%)

자료: bivigam.com, alyglo.com, FDA Label, Drugs.com, SK 증권

BIVIGAM 주요 히스토리	
일자	히스토리
2012.12	PI 적응증 승인
2016.12	특정 제조 및 규정 준수 문제로 Bivigam의 상업적 생산을 자발 중단
2019.05	(2017. 생산재개후, IVIG 제조공정으로 3개의 Conformance lots 제조) FDA 재승인
2019.08	첫 상업 판매 시작
2021.04	제조공정의 확장허가로 대량생산이 가능해짐 4,400 리터 규모의 플라스마 폴 생산 규모 프로세스를 FDA로부터 승인
2022.12	실온보관에 대한 FDA 승인 발표 승인된 유통기한(36개월)의 첫 24개월동안 최대 4주 실온(25°C) 보관 허용
2023.12	2세 이상 소아환자의 PI 치료에 대한 FDA 승인 (이전에는 12세 이상 PI환자로 제한)

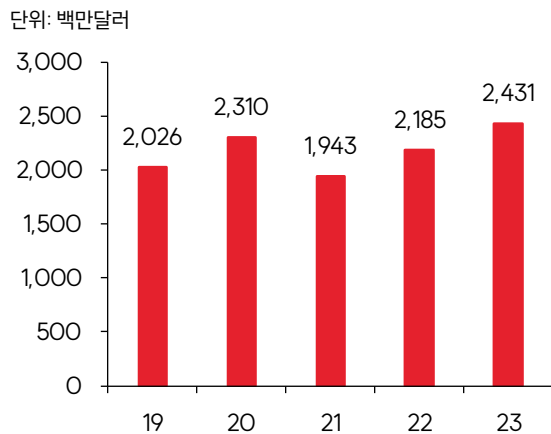
자료: ADMA Biologics, SK 증권

미국 IVIG 시장 점유율 현황



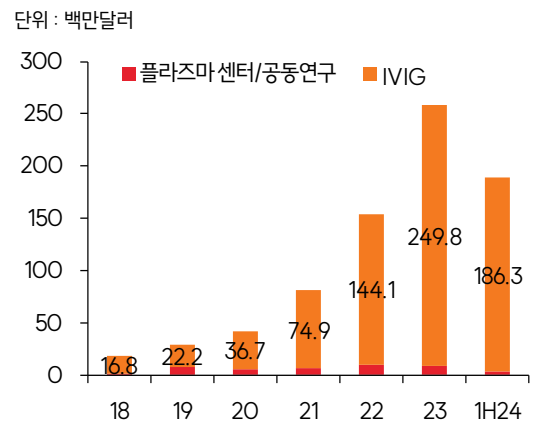
자료: ADMA Biologics, SK 증권

Takeda 의 Gammagard Liquid 매출



자료: 시장자료, SK 증권

ADMA Biologics 매출 추이



자료: ADMA Biologics, SK 증권

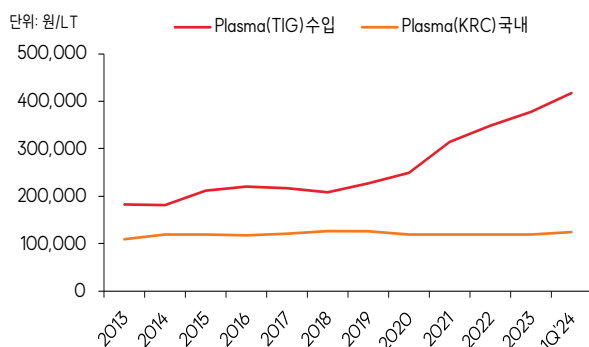
국내 약가 인상 및 미국 진출에 따른 수익성 개선 기대

혈액제제는 사람의 플라즈마(혈장)를 수집하여 분획, 정제, 바이러스 불활화 및 제거 공정을 거쳐서 생산된 의약품을 말하며 약 25종의 의약품이 존재하나 면역글로불린, 제8 혈액응고인자, 알부민이 전체 시장의 3/4를 차지하고 있다.

혈액제제의 원료인 플라즈마는 국내 헌혈 감소에 따른 수급 불안정으로 플라즈마 사입이 합법화된 미국에 수입하고 있어 환율과 플라즈마 기증 추이에 따라 원가율이 변동되는 특징이 있다. 녹십자의 사업보고서에서 확인된 플라즈마 원재료 가격은 2019년 227,985원에서 24년 1분기 기준 416,830원으로 82.8% 상승, 이는 원가 상승 및 고 환율에 따른 영향이다. 반면, 국내 약가는 지난 10년동안 인상되지 않아 수익성 악화 및 이에 따른 국내 공급 부족 현상의 주요 요인으로 작용했다.

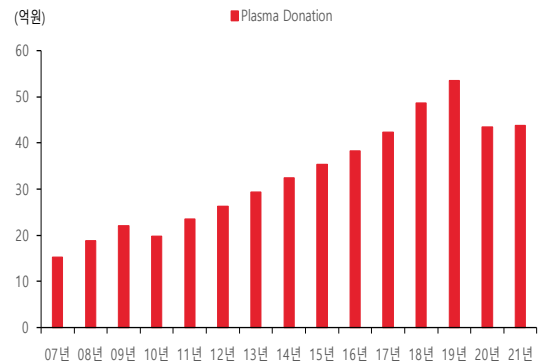
최근 퇴장방지의약품의 수급난의 근본적 원인을 해결하고자 심평원은 해당 의약품들의 약가 인상을 단행했으며, 녹십자의 알부민 제제는 5.1%~65.4% 인상, 면역글로불린 제제는 39.8%~95% 인상했다. 인상된 약가는 24년 6월 1일부터 적용되었다. 이에 따라 23년 기준 동일 원가, 동일 처방수 가정시, 약가 인상만으로 연간 약 300억원의 영업이익 개선 효과가 기대되며, 국내 대비 판가가 약 5-6배 높은 알리글로의 미국 진출의 본격화로 OPM은 26년 기준 5.6%로 개선될 수 있을 것으로 전망한다.

녹십자 플라즈마 원재료 가격 변동 추이



자료: 녹십자, SK증권

미국 플라즈마 기증 추이



자료: 시장자료, SK증권

혈액제제의 약가 인상 현황							
비고	NO	제품명 (성분명)	제약사	조정전	조정후	인상률(%)	시행일
퇴장방지의약품 지정 및 상한금액 조정	1	그린에이트주_(500LU)	(주) 녹십자	185	185	0%	24.06.01
	2	그린플라스트큐 프리필드시린지키트_(2mL)		85,028	105,088	24%	지정기준 고시시행일
	3	그린플라스트큐 프리필드시린지키트_(4mL)		167,314	210,176	26%	
생산원가 보전 상한금액 조정	1	아이비글로불린에스엔주_(0.5g/10mL)	(주) 녹십자	15,129	29,496	95%	24.06.01
	2	아이비글로불린에스엔주_(1g/20mL)		26,498	41,605	57%	
	3	아이비글로불린에스엔주 10%_(2.5g/50mL)		60,376	84,402	40%	
	4	아이비글로불린에스엔주 10%_(1g/10mL)		26,351	41,605	58%	
	5	아이비글로불린에스엔주 10%_(2.5g/25mL)		59,970	90,062	50%	
	6	아이비글로불린에스엔주 10%_(5g/50mL)		112,132	180,124	61%	
	7	아이비글로불린에스엔주 10%_(10g/100mL)		214,617	360,248	68%	
	8	아이비글로불린에스엔주 10%_(20g/200mL)		420,106	720,496	72%	
	9	녹십자-알부민주 5%_(5g/100mL)		28,824	47,673	65%	
	10	녹십자-알부민주 5%_(12.5g/250mL)		57,138	69,610	22%	
	11	녹십자-알부민주 20%_(10g/50mL)		52,991	55,688	5%	
	12	녹십자-알부민주 20%_(20g/100mL)		94,334	111,376	18%	
	13	녹십자-파이브리노겐주_(1g/1 병)		11,940	344,842	2788%	
	14	리브감마에스엔주_(0.5g/10mL)		16,665	29,496	77%	
	15	리브감마에스엔주_(1g/20mL)	28,408	41,605	46%	에스케이 플라즈마주	
	16	리브감마에스엔주_(2.5g/50mL)	63,509	90,062	42%		
	17	리브감마에스엔주_(3g/60mL)	70,919	105,689	49%		
	18	리브감마에스엔주_(10g/200mL)	211,280	352,297	67%		
	19	에스케이항트롬빈III주 500 단위_(500LU/1 병)	171,350	201,589	18%		
	20	에스케이알부민 5%주_(12.5g/250mL)	57,692	69,610	21%		
	21	에스케이알부민 5%주_(10g/50mL)	53,405	55,688	4%		
	22	에스케이알부민 5%주_(20g/100mL)	95,242	111,376	17%		

자료: 건강보험심사평가원, SK 증권

국가 독감 백신 계약금 54% 증가

녹십자의 주력 품목인 국내 독감백신의 매출은 2020년 국내 경쟁업체인 SK 바이오사이언스의 코로나 백신 생산 공백으로 2021년 역대 최대 실적을 기록했으나 팬데믹 종료 선언 이후 경쟁심화로 매출은 2023년까지 지속 하락했다.

매출 지속 감소에 대한 시장 우려와는 달리, 2024년 녹십자의 독감백신매출은 2023년 매출 수준으로 유지될 수 있을 것으로 전망하는데 이는 2024년 독감백신의 국가 백신 계약 규모가 2023년 1,180억원에서 2024년 1,236억원으로 5% 확대되어 백신 원액에 대한 매출 증가가 기대되고, 녹십자가 조달 받은 계약금 또한 2023년 186억원에서 2024년 287억원으로 54% 증가해 완제에 대한 매출 또한 증가될 수 있을 것이라 판단되기 때문이다.

'23년 연번	개발사	계약단가 (원)	계약물량 (도즈)	계약규모 (원)
2	사노피	10,373	2,000,000	20,746,000,000
1	일양약품	10,100	1,700,000	17,170,000,000
3	SK 바이오사이언스	10,650	2,420,000	25,773,000,000
4	보령 BP	10,650	1,600,000	17,040,000,000
6	녹십자	10,700	1,740,000	18,618,000,000
5	한국백신	10,686	1,750,000	18,700,500,000

자료: 질병청, SK증권

'23년 연번	개발사	계약단가 (원)	계약물량 (도즈)	계약규모 (원)	'23년 vs '24년 증감률
1	사노피	10,340	2,150,000	22,231,000,000	7%
2	일양약품	10,450	2,000,000	20,900,000,000	22%
3	SK 바이오사이언스	10,470	2,550,000	26,698,500,000	4%
4	보령 BP	10,610	1,250,000	13,262,500,000	-22%
5	녹십자	10,810	2,650,000	28,646,500,000	54%
6	한국백신	10,810	1,100,000	11,891,000,000	-36%

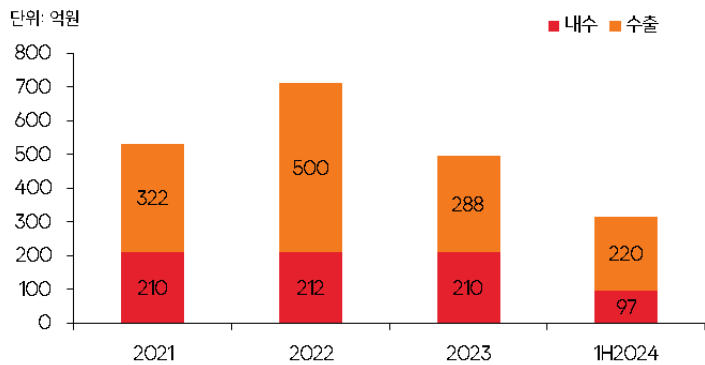
자료: 질병청, SK증권

헌터라제의 다국가 진출, 24년 정상화 기대

헌터라제는 유전자 재조합제제의 헌터증후군 치료제로 세계 최초로 약물 전달 효율을 극대화한 뇌실 내(ICV, Intra cerebroventricular) 투여 제형을 개발해 상업화에 성공한 품목이다. 희귀질환의 특성상 국내 시장의 성장은 제한적이며 외형 성장을 위해서는 다국가 진출이 매우 중요하다.

헌터라제는 현재 13개국에서 판매, 2030년까지 29개국에 판매를 확대할 계획으로 다국가 진출을 통한 매출 성장이 기대된다. 러시아 및 이집트 수출이 지연됨에 따라 23년 헌터라제 매출은 부진했으나 2분기 이집트 수출 정상화에 이어 3분기 러시아 수출이 정상화되며 24년 수출은 440억까지 회복될 것으로 전망한다.

헌터라제 매출액 추이



자료: 녹십자, SK 증권

녹십자의 글로벌 확장 전략

Global 신규 시장 확보 지속 (31개국 → 44개국, 40% ↑)



자료: 녹십자, SK 증권

24년 매출액 + 7.1% YoY, 영업이익 +65.9% 전망 투자의견 매수, 목표주가 20만원으로 커버리지 개시

녹십자의 연결기준 24년 매출액은 1조 7,423억원(+7.1% YoY), 영업이익은 571억원(+65.8% YoY, OPM 3.3%)를 전망한다. 23년 부진했던 헨터라제 수출은 24년 2분기 이집트에 이어 3분기 러시아도 정상화될 것으로 기대되며, 22~23년 부진했던 백신 사업부의 매출 또한 국가 독감백신 계약금의 증가(+54% YoY) 등으로 매출이 정상화될 수 있을 것으로 기대한다. 6월 1일부터 적용된 퇴장방지의약품의 약가상승(알부민 5.1%~65.4%, IVIG 39.8%~95%)과 판가가 높은 해외 수출의 증가 등으로 GPM과 OPM은 각각 10.5%p, 14.9%p 개선될 수 있을 것으로 전망한다.

주력 제품들의 매출 정상화 및 판가 상승에 따른 수익성은 하반기를 시작으로 지속적으로 개선 가능하다고 판단, 투자의견 매수, 목표주가 20만원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 SOTP Valuation을 통해 산출, 영업가치 2조 7,720억원(25년 EBITDA 추정치에 국내 대형 제약사의 12개월 Fwd EV/EBITDA 3개월 평균 18배를 적용)에 비영업가치 3,490억원을 합산하여 산출했다.

녹십자 목표주가 산정				
항목	구분	적정가치	단위	비고
1. 영업가치	(A)	2,772	십억원	25년 녹십자 EBITDA * 국내 주요 대형제약사 3개월 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 18배
2. 비영업가치	(B)	349	십억원	타법인 출자 장부가액
3. 순차입금	(C)	744	십억원	24년 차입금
4. 총 기업가치	(D)	2,377	십억원	(D) = (A)+(B)-(C)
5. 주식수	(E)	11,420	천주	자사주 제외
6. 적정주가	(F)	208,144	원	(E) = (D) / (E)
7. 목표주가		200,000	원	

자료: 녹십자, SK증권

녹십자 분기별 실적추정										(단위: 십억원)
구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	349.5	432.9	439.4	404.9	356.8	417.4	511.7	456.4	1,626.6	1,742.3
YoY (%)	-16.2	2.3	-4.4	-1.6	2.1	-3.6	16.5	12.7	-4.9	7.1
- 혈액제제	103.3	102.1	99.9	119.3	89.4	90.6	128.2	162.9	424.6	471.2
- 백신	27.1	97.4	101.3	40.1	31.5	86.5	139.2	38.4	265.9	295.8
- ETC	91.6	98.9	104.3	104.6	106.7	101.9	108.7	108.6	399.4	426
- CHC 등	31.2	29.2	32.3	30.5	27.7	31.6	32.1	30.7	123.2	122
- 연결대상매출	95.8	105.4	101.6	114.1	101.6	106.8	103.4	115.8	416.8	427.6
매출총이익	99.5	140.8	140.9	103.5	86.4	128.5	162.7	143.8	484.6	521.4
YoY (%)	-31.6	-0.8	-16.8	-17.4	-13.2	-8.7	15.6	38.9	-16.7	7.6
GPM (%)	28.5	32.5	32.1	25.6	24.2	30.8	31.8	31.5	29.8	29.9
영업이익	-13.6	23.7	32.8	-8.4	-15.0	17.6	42.2	12.3	34.4	57.1
YoY (%)	적전	80.7	-32.9	적지	적지	-25.7	0.3	흑전	-57.7	65.8
OPM (%)	-3.9	5.5	7.5	-2.1	-4.2	4.2	8.3	2.7	2.1	3.3

자료: 녹십자, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	980	1,039	1,284	1,391	1,606
현금및현금성자산	105	50	164	198	295
매출채권 및 기타채권	412	451	509	542	596
재고자산	442	516	582	620	682
비유동자산	1,545	1,604	1,645	1,648	1,604
장기금융자산	51	73	78	80	84
유형자산	822	828	844	845	790
무형자산	312	338	324	312	300
자산총계	2,526	2,643	2,930	3,039	3,210
유동부채	541	869	993	1,058	1,162
단기금융부채	221	550	619	660	726
매입채무 및 기타채무	142	223	306	326	358
단기충당부채	31	31	35	37	41
비유동부채	418	235	377	378	381
장기금융부채	377	191	350	350	350
장기매입채무 및 기타채무	15	21	2	2	2
장기충당부채	1	3	3	3	3
부채총계	959	1,103	1,370	1,436	1,543
지배주주지분	1,328	1,300	1,316	1,348	1,399
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	394	394	394	394
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	903	873	885	917	967
비지배주주지분	239	240	244	254	269
자본총계	1,567	1,540	1,560	1,603	1,667
부채외자본총계	2,526	2,643	2,930	3,039	3,210

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	119	-5	32	89	77
당기순이익(손실)	69	-20	35	60	81
비현금성항목등	112	156	125	100	97
유형자산감가상각비	57	66	64	59	55
무형자산상각비	8	9	13	12	12
기타	47	80	48	29	31
운전자본감소(증가)	-9	-100	-100	-46	-74
매출채권및기타채권의감소(증가)	7	-45	-53	-34	-54
재고자산의감소(증가)	2	-69	-70	-38	-62
매입채무및기타채무의증가(감소)	-2	102	35	20	32
기타	-91	-60	-42	-37	-43
법인세납부	-37	-19	-13	-11	-16
투자활동현금흐름	-205	-150	-145	-78	-26
금융자산의감소(증가)	-4	-8	-5	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-56	-78	-77	-60	0
무형자산의감소(증가)	-37	-46	2	0	0
기타	-108	-19	-65	-18	-26
재무활동현금흐름	-2	101	228	24	49
단기금융부채의증가(감소)	-39	128	71	41	66
장기금융부채의증가(감소)	18	-4	157	0	0
자본의증가(감소)	8	0	0	0	0
배당금지급	-24	-25	0	-17	-17
기타	34	1	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	-81	-56	115	34	97
기초현금	186	105	50	164	198
기말현금	105	50	164	198	295
FCF	63	-83	-45	29	77

자료 : 녹십자, SK증권 추정

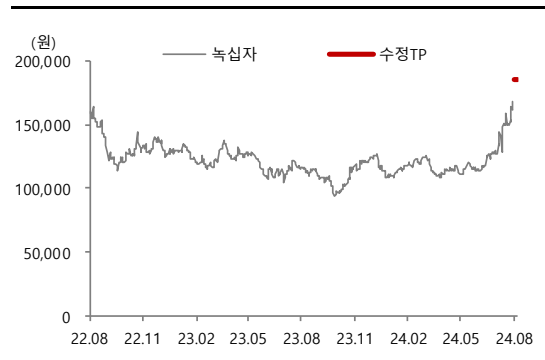
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,711	1,627	1,742	1,860	2,007
매출원가	1,130	1,142	1,221	1,287	1,374
매출총이익	582	485	521	573	633
매출총이익률(%)	34.0	29.8	29.9	30.8	31.5
판매비와 관리비	501	450	464	491	521
영업이익	81	34	57	83	113
영업이익률(%)	4.7	2.1	3.3	4.5	5.6
비영업손익	4	-62	-10	-11	-15
순금융손익	-15	-25	-16	-15	-13
외환관련손익	3	1	5	8	4
관계기업등 투자손익	-18	-38	-14	-16	-18
세전계속사업이익	86	-27	47	71	97
세전계속사업이익률(%)	5.0	-1.7	2.7	3.8	4.8
계속사업법인세	16	-7	12	11	16
계속사업이익	69	-20	35	60	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	69	-20	35	60	81
순이익률(%)	4.1	-1.2	2.0	3.2	4.1
지배주주	65	-27	29	50	67
지배주주귀속 순이익률(%)	3.8	-1.6	1.7	2.7	3.3
비지배주주	4	7	6	11	14
총포괄이익	84	-3	39	60	81
지배주주	75	-8	32	49	66
비지배주주	9	5	7	11	15
EBITDA	146	110	134	154	179

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.3	-4.9	7.1	6.8	7.9
영업이익	10.3	-57.6	65.8	45.0	35.9
세전계속사업이익	-50.3	적전	흑전	53.0	36.0
EBITDA	13.0	-24.6	21.3	15.2	16.0
EPS	-46.9	적전	흑전	71.9	35.7
수익성 (%)					
ROA	2.8	-0.8	1.3	2.0	2.6
ROE	5.0	-2.0	2.2	3.7	4.9
EBITDA마진	8.6	6.8	7.7	8.3	8.9
안정성 (%)					
유동비율	181.3	119.6	129.3	131.5	138.2
부채비율	61.2	71.7	87.8	89.6	92.6
순차입금/자기자본	30.7	44.4	50.8	49.9	46.0
EBITDA/이자비용(배)	8.0	3.9	4.2	7.0	8.9
배당성향	30.5	-64.3	59.4	34.6	25.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,601	-2,279	2,466	4,239	5,751
BPS	116,700	114,314	115,666	118,439	122,725
CFPS	11,171	4,216	9,037	10,349	11,436
주당 현금배당금	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER	23.1	-55.1	68.2	39.7	29.3
PBR	1.1	1.1	1.5	1.4	1.4
PCR	11.6	29.8	18.6	16.3	14.7
EV/EBITDA	15.3	21.7	21.2	18.5	15.8
배당수익률	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.26	매수	200,000원	6개월		
2024.07.08	담당자변경				
2022.11.02	매수	170,000원	6개월	-29.10%	-1.00%
2022.02.15	매수	260,000원	6개월	-34.74%	-22.12%



Compliance Notice

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 26일 기준)

매수	97.44%	중립	2.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------