

녹십자 006280

4Q24 Re: 자회사 영향으로 인한 실적 부진

4Q24 Review: 자회사 영향으로 인한 실적 부진

녹십자 4Q24 매출액은 약 4,408억원(+8.9% YoY) 및 영업이익 약 -101억원(적자 지속, OPM -2.3%)으로 컨센서스 매출액 약 4,571억원 및 영업이익 약 23억원을 하회하였다. 알리글로 매출이 약 300억원으로 예상보다 저조하였으며 자회사 지씨셀이 검체검진 사업부 부진 및 합병으로 인식한 영업권 손상을 반영하여 영업이익 약 -92억원 및 당기순이익 -694억원으로 크게 부진하였다.

2025년 연간 매출액은 1조 8,196억원(+8.3% YoY) 및 영업이익 732억원(+128.1% YoY, OPM 4.0%)로 실적 턴어라운드에 진입할 것으로 전망한다. 미국 알리글로 매출이 녹십자의 이익 성장을 이끄는 가운데 기록적인 독감 유행 및 주사제 중심의 시장 개편으로 인하여 1분기 독감치료제 페라미플루의 매출 성장이 기대된다. 단, 주요 매출원 중 하나인 독감백신은 WHO 권고에 따라 기존 4가 백신에서 3가로 전환하여 평가 하락이 불가피 할 것으로 전망된다.

자회사 지씨셀은 올해 적자폭 감소 전망

자회사 지씨셀은 '24년 연간 매출액 1,744억원(-7.0% YoY) 및 영업이익 299억원(-41.5% YoY)로 크게 부진하였다. 매출의 가장 큰 비중을 차지하는 고마진 검체검사 용역사업이 코로나 엔데믹으로 부진하여 동사의 실적 감소를 야기시켰다. 엔데믹에 의한 실적 감소는 불가피하나 '24년 11월 AB-201(HER2 CAR-NK) 호주 임상 1상을 자진 취하 하는 등 비용 효율화를 적극 시행하는 점을 감안하였을 때 올해 적자 폭은 줄어들 것으로 전망한다. 지씨셀은 실적 턴어라운드 구간에 진입하였으며 올해 AB-101의 임상 결과 발표가 예정되어 있는 점을 감안하여 추가적인 자회사 영업권 상각에 대한 우려는 과다한 것으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 185,000원으로 하향

녹십자에 대하여 투자의견 매수를 유지하며 목표주가를 185,000원으로 약 7.5% 하향한다. 독감 백신 평가 하락 및 알리글로 매출 성장세를 반영하여 '25년 연간 EBITDA를 하향조정하였다. 4Q 실적 부진에 대한 우려는 최근 급락한 주가에 이미 반영되었다고 판단하며 녹십자에 대한 긍정적인 투자의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,538	1,711	1,627	1,680	1,820
영업이익	74	81	34	32	73
영업이익률(%)	4.8	4.7	2.1	1.9	4.0
세전이익	173	86	-27	-47	-25
지배주주지분순이익	123	65	-27	-40	-21
EPS(원)	10,543	5,601	-2,279	-3,453	-1,769
증감률(%)	52.0	-46.9	적전	적지	적지
ROE(%)	10.3	5.0	-2.0	-3.2	-1.7
PER(배)	20.7	23.1	-55.1	-40.3	-78.8
PBR(배)	2.0	1.1	1.1	1.3	1.4
EV/EBITDA(배)	22.9	13.7	19.5	21.9	17.7

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA
02-709-2666
kth@ds-sec.co.kr

2025.01.31

매수(유지)

목표주가(하향)	185,000원
현재주가(01/24)	139,300원
상승여력	32.8%

Stock Data

KOSPI	2,536.8pt
시가총액(보통주)	1,628십억원
발행주식수	11,687천주
액면가	5,000원
자본금	58십억원
60일 평균거래량	63천주
60일 평균거래대금	9,695백만원
외국인 지분율	20.1%
52주 최고가	181,800원
52주 최저가	107,600원
주요주주	
녹십자홀딩스(외 13인)	51.4%
국민연금공단(외 1인)	10.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-20.0	-23.9
3M	-16.1	-14.4
6M	7.4	15.4

주가차트

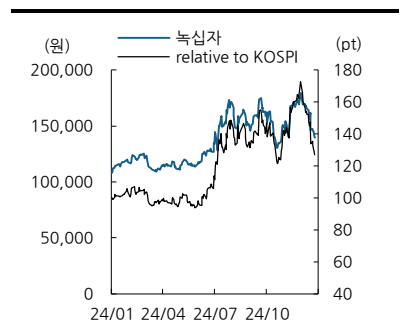


표1 녹십자 4Q24 실적 Review

(십억원)	4Q24P	당사추정치	과리율	컨센서스	과리율	4Q23	YoY	3Q24	QoQ
매출액	440.8	453.1	-2.7%	457.1	-3.5%	404.9	8.9%	464.9	-5.1%
영업이익	-10.1	3.3	-406.1%	2.3	-539.1%	-8.4	적자 지속	39.6	적자 전환
당기순이익	-38.6	-12.5	적자 확대	-10.7	적자 확대	-18.6	적자 지속	35.8	적자 전환
OPM	-2.3%	0.7%	-	0.5%	-	-2.1%	-	8.5%	-
NPM	-8.7%	-2.8%	-	-2.3%	-	-4.6%	-	7.7%	-

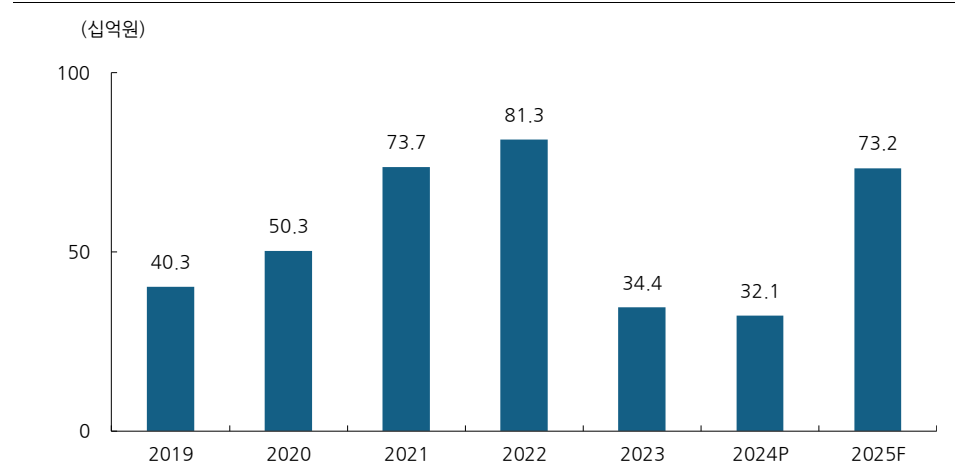
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

표2 녹십자 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024P	2025F
매출액	356.8	417.4	464.9	440.9	415.4	460.5	480.1	463.7	1,711.3	1,626.6	1,680.0	1,819.6
YoY	2.1%	-3.6%	5.8%	8.9%	16.4%	10.3%	3.3%	5.2%	11.3%	-4.9%	3.3%	8.3%
국내	217.5	234.6	268.0	242.3	233.1	234.7	264.3	243.0	969.1	957.8	962.4	975.1
- 혈액제제류	74.0	74.5	80.8	84.8	77.7	78.2	84.8	89.1	329.5	310.6	314.1	329.8
- OTC 및 기타	25.9	31.1	31.4	28.7	25.4	31.8	31.4	28.7	176.1	119.2	117.1	117.3
- ETC 류	97.6	88.2	91.9	92.6	113.0	90.0	93.7	94.4	325.6	369.1	370.3	391.1
- 백신제제	20.0	40.8	63.9	36.3	17.0	34.7	54.3	30.8	137.9	158.9	161.0	136.8
해외	46.7	51.1	52.0	96.4	78.9	116.0	114.5	107.3	262.2	213.8	246.2	416.7
- 혈액제제류	15.4	16.2	55.8	76.9	54.8	56.7	69.3	88.3	90.9	113.9	164.3	269.1
*알라글로 미국	0.0	0.0	16.0	30.6	26.7	31.0	36.3	46.7	0.0	0.0	46.6	140.8
- OTC 및 기타	1.8	0.5	1.1	1.3	1.2	1.0	1.2	1.2	14.3	4.5	4.7	4.5
- ETC 류	9.1	13.7	16.1	10.9	12.5	17.1	16.6	11.2	52.2	30.3	49.8	57.4
- 백신제제	11.6	45.7	30.5	7.3	10.4	41.1	27.5	6.6	118.5	103.2	95.1	85.6
자회사 매출 및 연결조정	101.6	106.8	93.4	102.2	103.4	109.8	101.3	113.4	466.5	417.0	404.0	427.9
매출총이익	86.4	128.5	145.5	121.5	120.1	136.0	145.9	131.0	581.8	484.6	481.9	533.0
GMP	24.2%	30.8%	31.3%	27.5%	28.9%	29.5%	30.4%	28.3%	34.0%	29.8%	28.7%	29.3%
YoY	-13.1%	-8.7%	3.3%	17.3%	39.0%	5.8%	0.3%	7.9%	11.8%	-16.7%	-0.6%	10.6%
판매비 및 관리비	101.4	110.9	105.9	131.6	106.5	114.3	111.1	127.9	500.5	450.2	449.8	459.8
YoY	-10.3%	-5.3%	-2.0%	17.5%	5.0%	3.1%	4.9%	-2.8%	12.0%	-10.1%	-0.1%	2.2%
연구개발비	36.3	39.3	38.5	52.1	37.4	39.6	38.4	44.0	191.4	173.5	166.2	159.4
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-10.1	13.7	21.7	34.8	3.1	81.3	34.4	32.1	73.2
OPM	-4.2%	4.2%	8.5%	-2.3%	3.3%	4.7%	7.2%	0.7%	4.7%	2.1%	1.9%	4.0%
YoY	적지	-25.5%	20.8%	적지	흑전	22.8%	-12.1%	흑전	10.3%	-57.6%	-6.8%	128.1%
당기순이익	-30.7	-9.1	35.8	-38.6	-5.8	1.6	10.0	-14.4	69.4	-19.8	-42.5	-8.6
당기순이익률	-8.6%	-2.2%	7.7%	-8.7%	-1.4%	0.4%	2.1%	-3.1%	4.1%	-1.2%	-2.5%	-0.5%
YoY	적지	적전	96.3%	적전	적지	흑전	-72.0%	적지	-49.3%	적전	적지	적지

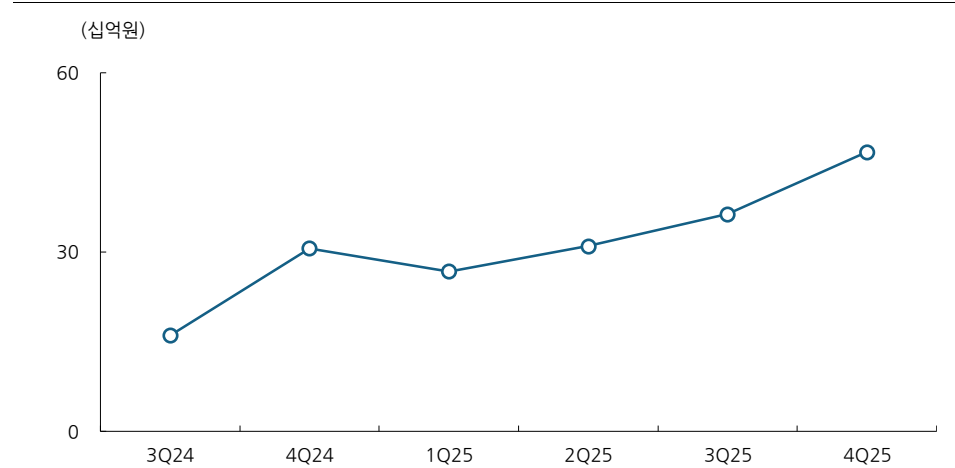
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 녹십자 영업이익 추이 및 전망



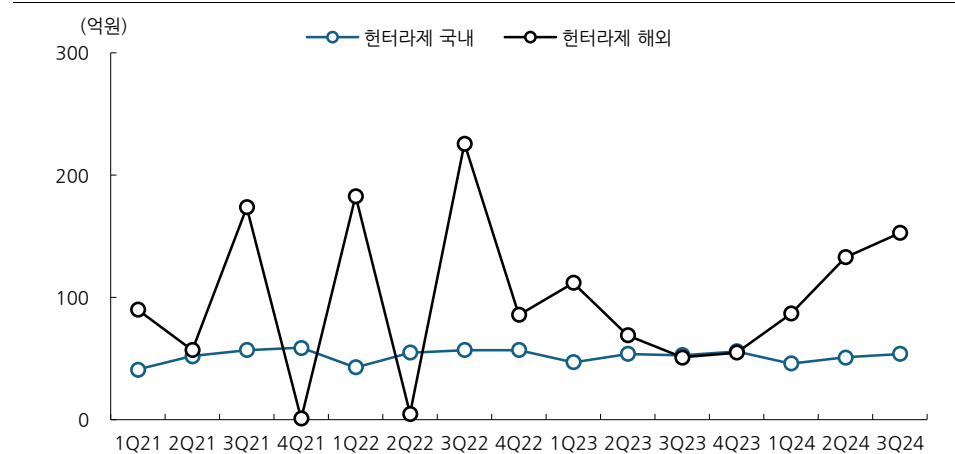
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 알리글로 매출액 추이 및 전망 (연결 기준, 분기)



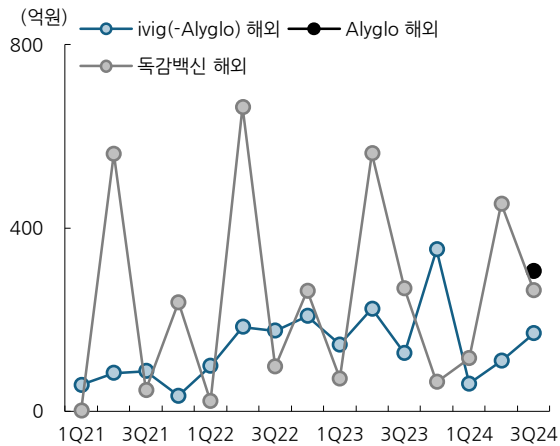
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 헨터라제 매출 정상궤도 진입



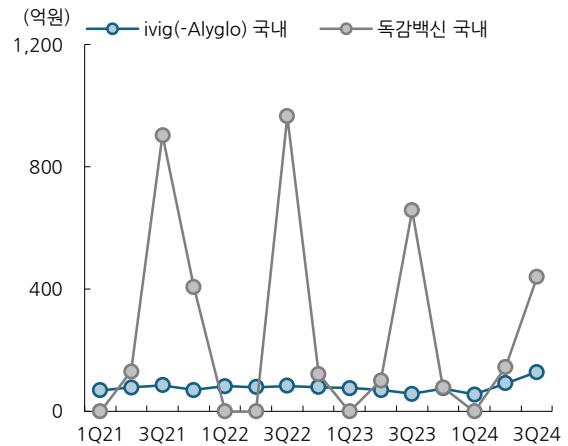
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 주요품목 해외 수출 추이 및 전망



자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

그림5 주요품목 국내 매출 추이 및 전망



자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

그림6 녹십자 R&D Timeline

R&D TIMELINE

		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)	MG1111C 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 미국 파브리병 치료제 Novartis	임상 1/2상 IND 승인		
	MG1113A 한국 혈우병 A/B 치료제		임상 1b상 결과 발표	
	GC1130A 글로벌 MPS IIIA 치료제 NOVEL PHARM	임상 1상 IND 승인		임상 1상 결과 발표 임상 2/3상 IND 제출
	GC1138A 미국 글랜즈만 혈소판무력증 치료제		임상 3상 IND 제출	
	GC2126A US 강글리오시드증 치료제 녹십자			임상 1상 IND 제출

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

그림7 주요 자회사 주가 추이

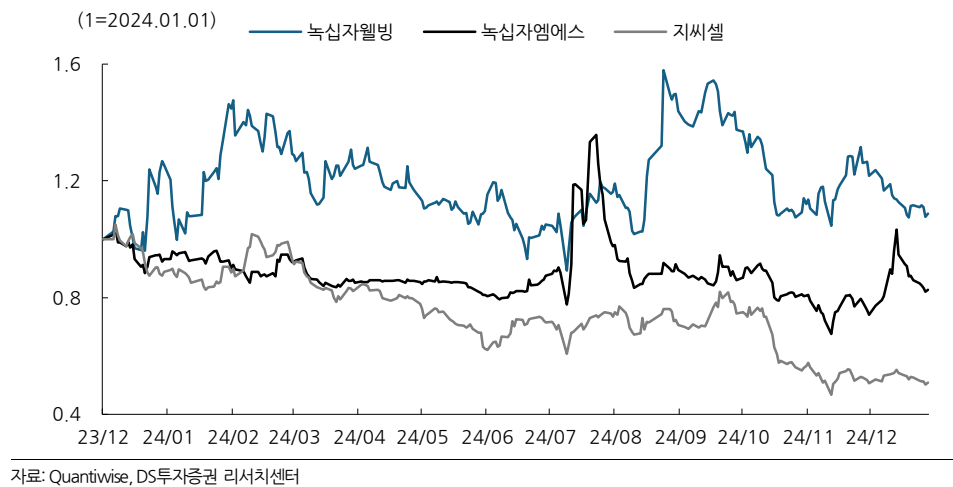


그림8 지씨셀 실적 추이

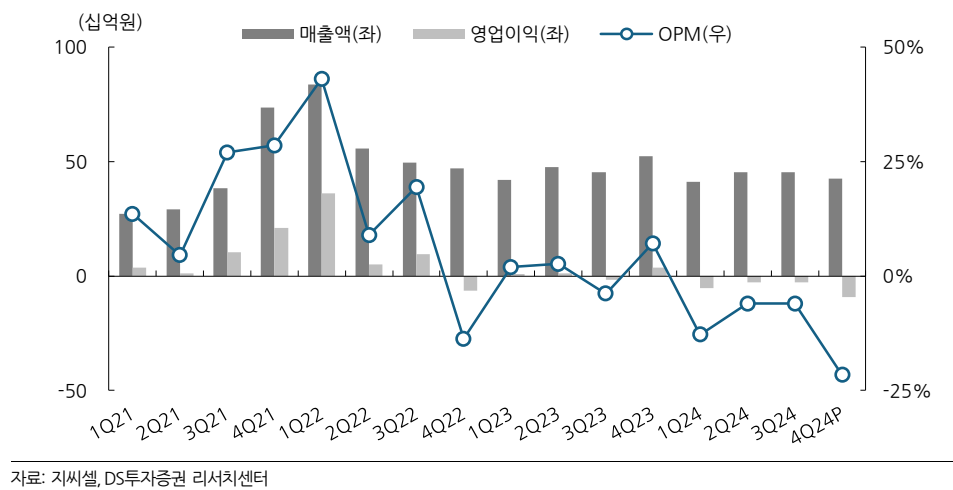
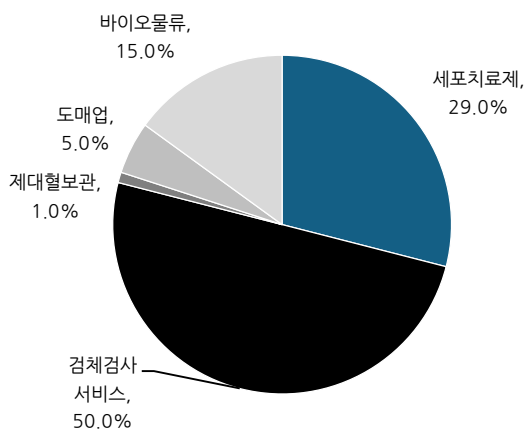
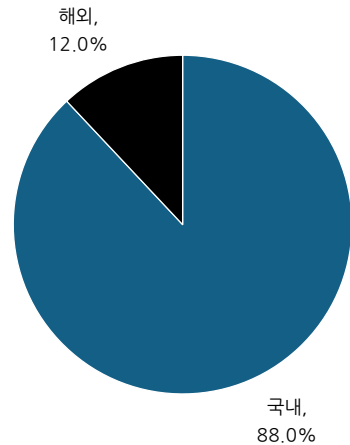


그림9 지씨셀 매출 품목별 비중 (2023년 기준)



자료: 지씨셀, DS투자증권 리서치센터

그림10 지씨셀 매출 판매처별 비중 (2023년 기준)



자료: 지씨셀, DS투자증권 리서치센터

표3 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원, %

항목	비고
① '25F 영업가치	1,145.0
12Fw. EBITDA	140.2
적정 EV/EBITDA multiple	14.3 국내 대형 제약사 12Fw. EV/EBITDA
순차입금	859.3 2025년 말 추정치
② 보유지분가치	133.8 보유 지분가치에서 30% 할인
녹십자엠에스	24.2
녹십자웰빙	24.3
지씨셀	85.3
③ 파이프라인 가치	823.3
M/G 10% (알리글로)	823.3 WACC 8.6%, peak M/S 2.8%
④ 기업가치 (=①+②+③)	2,102
⑤ 주식수	11,413
목표주가 (=④/⑤)	184,178 =185,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

[녹십자 006280]

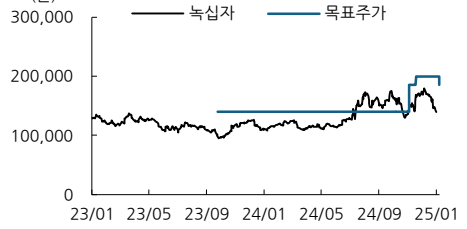
재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,096	980	1,039	1,157	1,223	매출액	1,538	1,711	1,627	1,680	1,820
현금 및 현금성자산	186	105	50	129	142	매출원가	1,017	1,130	1,142	1,198	1,287
매출채권 및 기타채권	424	412	451	416	438	매출총이익	521	582	485	482	533
재고자산	455	442	516	584	615	판매비 및 관리비	447	501	450	450	460
기타	30	20	22	28	29	영업이익	74	81	34	32	73
비유동자산	1,367	1,545	1,604	1,577	1,596	(EBITDA)	130	146	110	109	140
관계기업투자등	111	216	207	226	235	금융손익	3	-12	-24	-26	0
유형자산	799	822	828	814	817	이자비용	13	18	28	29	0
무형자산	277	312	338	329	329	관계기업등 투자손익	82	22	-38	-15	-14
자산총계	2,462	2,526	2,643	2,734	2,819	기타영업외손익	15	-6	1	-38	-84
유동부채	553	541	869	778	848	세전계속사업이익	173	86	-27	-47	-25
매입채무 및 기타채무	236	255	271	253	266	계속사업법인세비용	36	16	-7	1	-2
단기금융부채	241	221	550	455	510	계속사업이익	137	69	-20	-48	-22
기타유동부채	77	65	48	69	72	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	410	418	235	481	536	당기순이익	137	69	-20	-48	-22
장기금융부채	371	377	191	442	496	지배주주	123	65	-27	-40	-21
기타비유동부채	38	42	43	39	40	총포괄이익	134	79	-20	-48	-22
부채총계	962	959	1,103	1,259	1,384	매출총이익률 (%)	33.9	34.0	29.8	28.7	29.3
지배주주지분	1,275	1,328	1,300	1,241	1,200	영업이익률 (%)	4.8	4.7	2.1	1.9	4.0
자본금	58	58	58	58	58	EBITDA마진률 (%)	8.4	8.6	6.8	6.5	7.7
자본잉여금	386	394	394	394	394	당기순이익률 (%)	8.9	4.1	-1.2	-2.9	-1.2
이익잉여금	867	903	873	816	775	ROA (%)	5.3	2.6	-1.0	-1.5	-0.7
비지배주주지분(연결)	225	239	240	234	234	ROE (%)	10.3	5.0	-2.0	-3.2	-1.7
자본총계	1,500	1,567	1,540	1,475	1,435	ROIC (%)	3.5	3.6	1.3	1.2	2.6

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	126	119	-5	-11	25	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	137	69	-20	-48	-22	P/E	20.7	23.1	-55.1	-40.3	-78.8
비현금수익비용가감	35	112	156	-98	84	P/B	2.0	1.1	1.1	1.3	1.4
유형자산감가상각비	50	57	66	64	59	P/S	1.7	0.9	0.9	1.0	0.9
무형자산상각비	6	8	9	13	8	EV/EBITDA	22.9	13.7	19.5	21.9	17.7
기타현금수익비용	-21	47	77	-204	44	P/CF	14.8	8.3	10.8	n/a	26.5
영업활동 자산부채변동	-19	-9	-100	136	-37	배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.4	1.3	1.3
매출채권 감소(증가)	0	7	-45	35	-21	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-15	2	-69	-77	-30	매출액	2.2	11.3	-4.9	3.3	8.3
매입채무 증가(감소)	-15	-2	102	-19	13	영업이익	46.6	10.3	-57.6	-6.8	128.1
기타자산 부채변동	11	-16	-88	198	2	세전이익	65.2	-50.3	적전	적지	적지
투자활동 현금	-132	-205	-150	-48	-101	당기순이익	53.4	-49.3	적전	적지	적지
유형자산처분(취득)	-102	-56	-78	-41	-62	EPS	52.0	-46.9	적전	적지	적지
무형자산 감소(증가)	-21	-37	-46	-9	-7	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-31	-31	-25	-22	-23	부채비율	64.2	61.2	71.7	85.3	96.5
기타투자활동	22	-81	-1	24	-8	유동비율	198.2	181.3	119.6	148.9	144.1
재무활동 현금	-41	-2	101	138	89	순차입금/자기자본(x)	28.4	31.1	44.7	51.8	59.9
차입금의 증가(감소)	-16	-21	124	157	109	영업이익/금융비용(x)	5.9	4.4	1.2	1.1	n/a
자본의 증가(감소)	-19	-24	-20	-19	-20	총차입금 (십억원)	612	597	741	897	1,006
배당금의 지급	19	24	20	20	20	순차입금 (십억원)	425	488	689	764	859
기타재무활동	-7	42	-4	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-46	-81	-56	79	13	EPS	10,543	5,601	-2,279	-3,453	-1,769
기초현금	232	186	105	50	129	BPS	109,080	113,645	111,259	106,202	102,724
기말현금	186	105	50	129	142	SPS	131,590	146,435	139,190	143,754	155,703
NOPLAT	58	66	25	23	53	CFPS	14,682	15,549	11,625	-12,562	5,257
FCF	21	-32	-115	-59	-76	DPS	2,000	1,750	1,750	1,750	1,750

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

녹십자 (006280) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-10-18	담당자 변경				
2023-10-18	매수	140,000	-9.5	24.8	
2023-11-02	매수	140,000	-8.6	24.8	
2024-01-22	매수	140,000	-6.3	24.8	
2024-05-03	매수	140,000	-1.0	24.8	
2024-11-28	매수	185,000	-19.0	-15.5	
2024-12-12	매수	200,000	-18.4	-10.3	
2025-01-31	매수	185,000			



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자 수익이 예상되는 경우		비중 확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	업종별 투자 의견은 해당 업종 투자 비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우		비중 축소	

투자 의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.3%	1.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.