

2025. 1. 17.

비상장솔루션팀

서근희, Ph.D.

팀장

keunhee.seo@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	200,000원	23.8%
현재주가	161,500원	
시가총액	1.9조원	
Shares (float)	11,686,538주 (46.2%)	
52주 최저/최고	108,100원/179,500원	
60일-평균거래대금	92.1억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
녹십자 (%)	-4.6	30.8	42.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.1	48.3	40.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	200,000	210,000	-4.7%
2024E EPS	-593	845	nm
2025E EPS	3,677	4,883	-24.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	202,833
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

녹십자 (006280)

자회사 실적 생각보다 부진 지속

- 4Q24 preview: 연결 기준 Alyglo 매출액 300억원으로 시장 기대치 대비 아쉬운 매출 예상. 또한 자회사 비용 확대로 실적 부진 전망.
- 투자의견 BUY, 목표주가 20만원으로 하향: 자회사 실적 부진으로 목표주가는 소폭 하향했으나, 2025년 Alyglo 기반의 실적 성장 방향성은 분명하다고 판단.

WHAT'S THE STORY?

4Q24 preview: 연결 기준 매출액 4,472억원(+10.4% y-y, -3.8% q-q), 영업손실 44억원(적지 y-y, 적전 q-q) 추정(컨센서스 매출액 4,658억원, 영업이익 93억원), 직전 추정치 대비 영업이익 적자 전환. 실적 부진의 이유는 1) 연결 기준 미국 Alyglo 매출액 300억원(3분기 150억원)으로 시장 기대치 대비 아쉬운 매출 전망. 2) 독감 유행 늦어지면서 4분기 독감 백신 및 치료제 매출 546억원(-30.0% y-y, -87.5% q-q) 으로 감소 예상. 3) 자회사 GC셀 R&D 비용 증가.

2025년 outlook: 2025년 매출액 1조 8,768억원(+11.3% y-y), 영업이익 785억원(+107.6% y-y) 추정(컨센서스 매출액 1조 9,031억원, 영업이익 982억원, Enguide). 미국 Alyglo 매출액은 별도 기준 1,721억원(+187.7% y-y)으로 추정. Alyglo의 미국 매출 전망은 여전히 긍정적. 또한 1분기 독감 유행으로 독감 백신의 반품 손실 규모 감소 및 독감 치료제 페라미플루 매출 성장 전망. 반면 최근 인수한 ABO 홀딩스의 실적 및 GC셀의 실적 부진을 반영하여 영업 이익 추정치를 기존 대비 19.1% 하향 조정. 또한 ABO 홀딩스 은행 차입금 관련 이자 비용 증가도 반영.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 20만원으로 하향: 12M Fwd(1Q25-4Q25) EBITDA 1,556억원(기존 대비 10.7% 하향)에 제약사 평균 EV/EBITDA 14배 적용하여 목표주가 산정. 자회사의 영업 손실 확대 등으로 인해 2025년 실적 하향 조정했으나, Alyglo 기반의 성장 방향성은 변함없음. 2025년 Alyglo 미국 매출은 Co-pay promotion 등의 마케팅 효과로 인해 본격화 될 것으로 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,627	1,686	1,877	1,995
영업이익 (십억원)	34	38	79	104
순이익 (십억원)	-20	-14	46	73
EPS (adj) (원)	-2,279	-593	3,677	4,986
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	35.6
EBITDA margin (%)	6.8	7.0	8.3	8.8
ROE (%)	-2.0	-0.5	3.3	4.4
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	43.9	32.4
P/B (배)	1.1	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA (배)	21.7	26.8	18.6	16.1
Dividend yield (%)	1.2	0.8	0.9	0.9

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

4Q24 실적 전망

(십억원)	4Q24E	3Q24	4Q23	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	447.2	464.9	404.9	465.8	(3.8)	10.4	(4.0)
영업이익	(4.4)	39.6	(8.4)	9.3	적전	적지	n/a
세전이익	(12.7)	42.9	(29.2)	7.9	적전	적지	n/a
지배주주순이익	(7.9)	33.3	(19.9)	1.6	적전	적지	n/a
이익률 (%)							
영업이익	(1.0)	8.5	(2.1)	2.0			
세전이익	(2.8)	9.2	(7.2)	1.7			
지배주주순이익	(1.8)	7.2	(4.9)	0.3			

자료: 녹십자, FnGuide, 삼성증권 추정

녹십자 목표주가 산출

(십억원)	환산가치	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업 가치 (A)	2,178	155.6	14.0
비영업 가치 (B)	853		
IVG-SN	853		
순차입금 (C)	776		
합산 가치 (A+B-C)	2,255		
보통주 수 (D, 천 주)	11,687		
적정 주가 (A/D)	192,988		
목표주가 (원)	200,000		

참고: 커버리지 내 대형제약사 EV/EBITDA 평균 14배 적용

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

녹십자 실적 추이 및 전망

(십억원)	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
매출액	1,627	1,686	1,877	349	433	439	405	357	417	465	447	399	474	501	503
YoY (%)	(4.9)	3.7	11.3	(16.2)	2.3	(4.4)	(1.6)	2.1	(3.6)	5.8	10.4	11.8	13.5	7.8	12.5
혈액제제	425	467	596	103	102	100	119	89	91	137	150	122	129	153	192
국내	311	307	316	80	76	78	77	74	75	81	78	75	76	83	81
해외	114	160	281	23	26	22	42	15	16	56	72	47	52	70	112
ALYGLO	0	60	172	0	0	0	0	0	0	31	29	30	35	42	65
백신제제	266	255	267	27	97	101	40	32	87	94	42	33	90	100	43
국내	163	147	155	15	40	75	33	20	41	64	23	21	43	67	24
해외	103	96	103	12	58	26	8	12	46	31	8	12	49	33	9
ETC	396	431	462	92	99	104	101	107	102	108	114	115	109	115	122
OTC	119	112	120	31	27	30	31	26	30	24	32	28	31	27	34
매출원가	1,142	1,204	1,317	250	292	298	301	270	289	319	325	275	339	336	366
YoY (%)	1.1	5.4	9.3	(7.9)	3.8	2.8	5.4	8.2	(1.1)	7.0	7.9	1.9	17.5	5.1	12.5
원가율	70.2	71.4	70.1	71.5	67.5	67.9	74.4	75.8	69.2	68.7	72.7	69.1	71.7	67.0	72.7
판관비	450	444	482	113	117	108	112	101	111	106	126	112	115	121	134
YoY (%)	(10.1)	(1.3)	8.4	9.2	(9.1)	(10.2)	(24.3)	(10.3)	(5.3)	(2.0)	12.8	10.0	3.8	14.7	5.9
판관비율 (%)	27.7	26.4	25.7	32.3	27.1	24.6	27.6	28.4	26.6	22.8	28.2	28.0	24.3	24.2	26.6
영업이익	34	38	79	-14	24	33	-8	-15	18	40	-4	12	19	44	3
YoY (%)	(57.6)	9.8	107.6	적전	81.1	(32.8)	적지	적지	(25.5)	20.8	적지	흑전	8.8	11.1	흑전
영업이익률 (%)	2.1	2.2	4.2	(3.9)	5.5	7.5	(2.1)	(4.2)	4.2	8.5	(1.0)	3.0	4.1	8.8	0.7
세전이익	-27	-10	59	-21	6	17	-29	-32	-8	43	-13	6	13	41	0
YoY (%)	적전	적지	흑전	적전	(48.8)	(71.3)	적지	적지	적전	155.0	적지	흑전	흑전	(4.3)	적지
지배주주순이익	-27	-7	43	-22	2	14	-20	-25	-7	33	-8	4	9	30	0
YoY (%)	적전	적지	흑전	적전	(86.3)	(62.9)	적전	적지	적전	138.9	적지	흑전	흑전	(8.5)	적지
순이익률 (%)	(1.6)	(0.4)	2.3	(6.4)	0.4	3.2	(4.9)	(7.1)	(1.7)	7.2	(1.8)	1.0	1.9	6.1	(0.1)

참고: 주요 품목은 녹십자 별도 기준

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,711	1,627	1,686	1,877	1,995
매출원가	1,130	1,142	1,204	1,317	1,390
매출총이익	582	485	482	560	605
(매출총이익률, %)	34.0	29.8	28.6	29.9	30.3
판매 및 일반관리비	501	450	444	482	501
영업이익	81	34	38	79	104
(영업이익률, %)	4.7	2.1	2.2	4.2	5.2
영업외손익	4	-62	-47	-20	-11
금융수익	15	11	15	16	20
금융비용	27	32	43	29	29
지분법손익	-18	-38	2	-11	-9
기타	35	-2	-21	4	7
세전이익	86	-27	-10	59	93
법인세	16	-7	4	13	21
(법인세율, %)	19.0	27.0	-44.9	22.0	22.0
계속사업이익	69	-20	-14	46	73
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	69	-20	-14	46	73
(순이익률, %)	4.1	-1.2	-0.8	2.4	3.7
지배주주순이익	65	-27	-7	43	58
비지배주주순이익	4	7	-7	3	15
EBITDA	146	110	118	156	175
(EBITDA 이익률, %)	8.6	6.8	7.0	8.3	8.8
EPS (지배주주)	5,601	-2,279	-593	3,677	4,986
EPS (연결기준)	5,940	-1,695	-1,185	3,933	6,233
수정 EPS (원)*	5,601	-2,279	-593	3,677	4,986

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	119	-5	-91	82	103
당기순이익	69	-20	-14	46	73
현금유출입이없는 비용 및 수익	112	156	154	108	106
유형자산 감가상각비	57	66	66	62	57
무형자산 상각비	8	9	14	15	14
기타	47	80	74	31	35
영업활동 자산부채 변동	-9	-100	-194	-33	-33
투자활동에서의 현금흐름	-205	-150	-51	-2	-2
유형자산 증감	-56	-78	-26	0	0
장단기금융자산의 증감	-8	3	-0	-1	-1
기타	-141	-76	-25	-1	-1
재무활동에서의 현금흐름	-2	101	138	-15	-14
차입금의 증가(감소)	-15	144	157	2	3
자본금의 증가(감소)	8	0	1	0	0
배당금	-24	-25	-20	-17	-17
기타	29	-19	-1	0	0
현금증감	-81	-56	-1	70	92
기초현금	186	105	50	48	119
기말현금	105	50	48	119	210
Gross cash flow	182	136	141	154	179
Free cash flow	61	-85	-117	82	103

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	980	1,039	1,246	1,397	1,575
현금 및 현금등가물	105	50	48	119	210
매출채권	394	437	471	490	510
재고자산	442	516	685	741	802
기타	39	36	42	47	53
비유동자산	1,545	1,604	1,551	1,478	1,411
투자자산	221	209	223	227	231
유형자산	822	828	797	736	679
무형자산	312	338	325	310	296
기타	190	229	205	205	205
자산총계	2,526	2,643	2,797	2,875	2,986
유동부채	541	869	802	848	899
매입채무	121	144	149	168	189
단기차입금	182	315	419	419	419
기타 유동부채	237	410	234	261	292
비유동부채	418	235	481	485	488
사채 및 장기차입금	279	85	339	339	339
기타 비유동부채	139	150	142	145	149
부채총계	959	1,103	1,283	1,332	1,388
지배주주지분	1,328	1,300	1,281	1,307	1,348
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	394	394	394	394
이익잉여금	903	873	849	875	916
기타	-27	-25	-21	-21	-21
비지배주주지분	239	240	232	235	250
자본총계	1,567	1,540	1,514	1,542	1,598
순부채	488	689	845	776	687

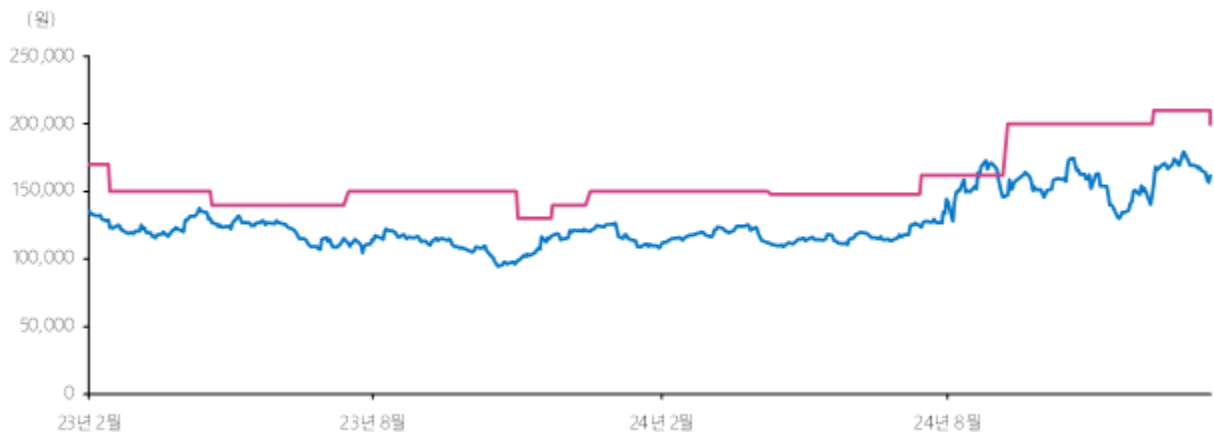
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	11.3	-4.9	3.7	11.3	6.3
영업이익	10.3	-57.6	9.8	107.6	32.4
순이익	-49.3	적전	적지	흑전	58.5
수정 EPS**	-46.5	적전	적지	흑전	35.6
주당지표					
EPS (지배주주)	5,601	-2,279	-593	3,677	4,986
EPS (연결기준)	5,940	-1,695	-1,185	3,933	6,233
수정 EPS**	5,601	-2,279	-593	3,677	4,986
BPS	116,367	113,924	112,269	114,534	118,140
DPS (보통주)	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuations (배)					
P/E***	23.1	n/a	n/a	43.9	32.4
P/B***	1.1	1.1	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	15.3	21.7	26.8	18.6	16.1
비율					
ROE (%)	5.0	-2.0	-0.5	3.3	4.4
ROA (%)	2.8	-0.8	-0.5	1.6	2.5
ROIC (%)	3.6	1.3	2.6	2.9	3.9
배당성향 (%)	30.5	-64.3	-247.1	39.8	29.4
배당수익률 (보통주, %)	1.4	1.2	0.8	0.9	0.9
순부채비율 (%)	31.1	44.7	55.8	50.3	43.0
이자보상배율 (배)	4.4	1.2	0.9	2.7	3.6

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 1월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 1월 16일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2022/9/29	2023/2/15	4/21	7/17	11/2	11/24	12/18	2024/4/11	7/16	9/9	12/11	2025/1/17
투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	170000	150000	140000	150000	130000	140000	150000	148000	162000	200000	210000	200000
과리율 (평균)	-23.87	-17.36	-14.14	-26.38	-17.05	-14.96	-21.42	-22.05	-9.01	-23.41	-19.93	
과리율 (최대/최소)	-14.71	-8.20	-5.71	-18.33	-10.00	-12.64	-15.47	-14.46	6.79	-12.65	-14.52	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.12.31 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA