

2025. 3. 25.

Innovation팀

서근희, Ph.D.

팀장

keunhee.seo@samsung.com

신수한

Research Associate

shn.shin@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	190,000원	43.9%
현재주가	132,000원	
시가총액	1.5조원	
Shares (float)	11,686,538주 (46.2%)	
52주 최저/최고	109,100원/179,500원	
60일-평균거래대금	79.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
녹십자 (%)	0.2	-16.0	6.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.7	-16.0	10.8

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	190,000	200,000	-5.0%
2025E EPS	3,669	3,600	1.9%
2026E EPS	5,083	5,144	-1.2%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	11
Target price	189,818
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

녹십자 (006280)

의약품 관세에 대한 대비 완료

- 투자 의견 BUY, 목표주가 19만원으로 하향: 상반기까지 자회사 영업 부진으로 실적 회복 우려되나, 하반기부터 Alyglo 통해 실적 성장세 가시화 기대.
- 트럼프 행정부의 의약품 관세 불확실성에 대비하기 위해 Alyglo 안전 재고 확보. Alyglo 처방은 분기를 거듭할수록 성장 기대.

WHAT'S THE STORY?

1Q25 preview: 연결 기준 매출액 4,116억원(+15.4% y-y, -6.6% q-q), 영업이익 48억원(흑전 y-y, 흑전 q-q) 추정(컨센서스 매출액 4,143억원, 영업이익 80억원), 직전 추정치 대비 영업이익 49.3% 하향 조정. 독감 유행으로 독감 백신 반품 축소 및 독감 치료제 매출 회복 기대하나, 자회사 지씨셀 및 ABO홀딩스 영업 적자 지속 우려. 면역글로불린 치료에 대해 보험사들은 처방 전에 사전 승인 요구. 승인 절차로 인해 치료 시작이 지연되면서 Alyglo 처방은 2월부터 정상화됨에 따라 연결 기준 1분기 Alyglo 매출액 250억원(지난 4분기 300억원) 예상. Alyglo 수출도 2월까지 재고 소진을 위해 축소됨. 미국의 의약품 관세 정책이 불확실해지면서, 선제적 대응을 위해 3월부터 Alyglo 수출 물량 확대하여 미국 내 재고 확보 중. Alyglo 수출은 상반기에 집중될 것이며, Alyglo 처방은 점진적으로 성장할 것으로 전망.

면역글로불린 수요는 맑음: 주요 면역글로불린 제조사들은 2025년에도 면역글로불린 수요에 대해 긍정적인 전망 제시. ADMA 바이오로직스(ADMA US)는 면역글로불린 제품인 ASCENIV에 대한 강한 수요에 기반하여 가이드선으로 2025년 매출액 4억 9천만 달러(+14.9% y-y) 이상 제시. 그리폴스(GRFS US)와 CSL(CSL AU) 역시 2024년에 이어 2025년에도 면역 결핍 질환의 증가와 적응증 확대에 따른 면역글로불린 수요 증가로 인해 각각 성장이 예상된다고 컨퍼런스콜 등을 통해 코멘트.

투자 의견 BUY, 목표주가 19만원으로 소폭 하향 조정: 2025년 연결 기준 1조 8,521억원(+10.3% y-y), 영업이익 633억원(+97.1% y-y) 전망. 12M Fwd(1Q25-4Q25) EBITDA 1,415억원(기존 대비 7.2% 하향)으로 목표주가 소폭 하향 조정. 별도 기준 미국 Alyglo 매출액 1,475억원(+108.6% y-y)으로 소폭 하향 조정. 지난 4분기 실적이 기대에 미치지 못한 데 이어, 2025년 상반기까지 자회사의 영업 부진이 예상되면서 실적 회복에 대해 우려. 다만, 면역글로불린 수요가 지속적으로 증가하는 만큼, 하반기부터는 Alyglo 처방 확대를 통해 실적 성장세 가시화 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,680	1,852	1,970	2,102
영업이익 (십억원)	32	63	88	106
순이익 (십억원)	-43	46	74	108
EPS (adj) (원)	-2,249	3,669	5,083	7,390
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	38.5	45.4
EBITDA margin (%)	6.7	7.6	8.1	8.1
ROE (%)	-2.1	3.4	4.6	6.4
P/E (adj) (배)	n/a	36.0	26.0	17.9
P/B (배)	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (배)	27.7	17.7	15.2	13.9
Dividend yield (%)	0.8	1.1	1.1	1.1

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

1Q25 실적 전망

(십억원)	1Q25E	4Q24	1Q24	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	411.6	440.9	356.8	414.3	(6.6)	15.4	(0.6)
영업이익	4.8	(10.1)	(15.0)	8.0	흑전	흑전	(39.5)
세전이익	2.4	(44.3)	(31.6)	6.0	흑전	흑전	(59.4)
지배주주순이익	1.7	(27.3)	(25.3)	0.7	흑전	흑전	144.4
이익률 (%)							
영업이익	1.2	(2.3)	(4.2)	1.9			
세전이익	0.6	(10.0)	(8.9)	1.4			
지배주주순이익	0.4	(6.2)	(7.1)	0.2			

자료: 녹십자, FnGuide, 삼성증권 추정

녹십자 목표주가 산출

(십억원)	환산가치	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업 가치 (A)	1,981	141.5	14.0
비영업 가치 (B)	931		
IVG-SN	931		
순차입금 (C)	736		
합산 가치 (A+B-C)	2,177		
보통주 수 (D, 천 주)	11,687		
적정 주가 (A/D)	186,291		
목표주가 (원)	190,000		

참고: 커버리지 내 대형 제약사 EV/EBITDA 평균 14배 적용

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

녹십자 실적 추이 및 전망

(십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	1,680	1,852	1,970	357	417	465	441	412	474	499	468	439	507	538	487
YoY (%)	3.3	10.3	6.4	2.1	(3.6)	5.8	8.9	15.4	13.5	7.3	6.2	6.6	7.0	7.9	3.9
혈액제제	478	573	638	89	91	137	162	122	129	151	171	136	148	177	177
국내	310	318	328	74	75	81	80	75	76	83	83	78	79	86	86
해외	169	255	310	15	16	56	81	47	52	68	88	59	69	91	91
ALYGLO	71	148	191	0	0	31	40	30	35	40	43	40	50	60	41
백신제제	255	267	273	32	87	94	42	33	90	100	43	34	93	102	44
국내	160	168	176	20	41	64	35	21	43	67	37	22	45	70	39
해외	96	103	115	12	46	31	8	12	49	33	9	14	54	37	10
ETC	420	463	486	107	102	108	103	128	109	115	110	134	115	121	116
OTC	111	118	128	26	30	24	30	28	31	27	32	30	34	29	35
매출원가	1,198	1,300	1,367	270	289	319	319	289	339	334	337	302	360	356	350
YoY (%)	4.9	8.5	5.2	8.2	(1.1)	7.0	5.9	7.1	17.5	4.6	5.5	4.3	6.0	6.7	3.8
원가율	71.3	70.2	69.4	75.8	69.2	68.7	72.4	70.3	71.7	67.0	72.0	68.8	71.0	66.2	71.9
판관비	450	489	515	101	111	106	132	117	116	122	134	128	126	126	135
YoY (%)	(0.1)	8.7	5.3	(10.3)	(5.3)	(2.0)	17.6	15.6	4.4	15.7	1.5	8.8	8.8	3.1	1.2
판관비율 (%)	26.8	26.4	26.1	28.4	26.6	22.8	29.9	28.5	24.4	24.6	28.5	29.1	24.8	23.5	27.8
영업이익	32	63	88	-15	18	40	-10	5	19	42	-2	9	21	56	2
YoY (%)	(6.8)	97.1	39.0	적지	(25.5)	20.8	적지	흑전	5.0	6.5	적지	89.7	15.3	32.0	흑전
영업이익률 (%)	1.9	3.4	4.5	(4.2)	4.2	8.5	(2.3)	1.2	3.9	8.5	(0.5)	2.1	4.2	10.3	0.4
세전이익	-41	59	95	-32	-8	43	-44	2	13	40	3	8	18	56	12
YoY (%)	적지	흑전	61.8	적지	적전	155.0	적지	흑전	흑전	(6.3)	흑전	245.3	42.9	39.9	253.4
지배주주순이익	-26	43	59	-25	-7	33	-27	2	9	30	2	5	11	35	8
YoY (%)	적지	흑전	38.5	적지	적전	138.9	적지	흑전	흑전	(10.4)	흑전	206.9	27.0	17.8	214.1
순이익률 (%)	(1.6)	2.3	3.0	(7.1)	(1.7)	7.2	(6.2)	0.4	1.9	6.0	0.5	1.2	2.2	6.5	1.6

참고: 주요 품목은 녹십자 별도 기준

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,627	1,680	1,852	1,970	2,102
매출원가	1,142	1,198	1,300	1,367	1,446
매출총이익	485	482	552	603	656
(매출총이익률, %)	29.8	28.7	29.8	30.6	31.2
판매 및 일반관리비	450	450	489	515	550
영업이익	34	32	63	88	106
(영업이익률, %)	2.1	1.9	3.4	4.5	5.0
영업외손익	-62	-73	-4	7	33
금융수익	11	26	31	36	44
금융비용	32	50	28	28	28
지분법손익	-38	-27	-11	-9	-7
기타	-2	-22	3	7	24
세전이익	-27	-41	59	95	138
법인세	-7	2	13	21	30
(법인세율, %)	27.0	-3.7	22.0	22.0	22.0
계속사업이익	-20	-43	46	74	108
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-20	-43	46	74	108
(순이익률, %)	-1.2	-2.5	2.5	3.8	5.1
지배주주순이익	-27	-26	43	59	86
비지배주주순이익	7	-16	3	15	22
EBITDA	110	113	142	160	171
(EBITDA 이익률, %)	6.8	6.7	7.6	8.1	8.1
EPS (지배주주)	-2,279	-2,249	3,669	5,083	7,390
EPS (연결기준)	-1,695	-3,648	3,928	6,354	9,238
수정 EPS (원)*	-2,279	-2,249	3,669	5,083	7,390

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	-5	-53	79	100	92
당기순이익	-20	-43	46	74	108
현금유출입이없는 비용 및 수익	156	172	101	99	97
유형자산 감가상각비	66	66	63	58	53
무형자산 상각비	9	15	15	14	13
기타	80	91	23	27	31
영업활동 자산부채 변동	-100	-144	-31	-31	-66
투자활동에서의 현금흐름	-150	-68	-2	-2	-2
유형자산 증감	-78	-31	0	0	0
장단기금융자산의 증감	3	-5	-1	-1	-2
기타	-76	-31	-1	-1	0
재무활동에서의 현금흐름	101	94	-14	-13	-16
차입금의 증가(감소)	144	99	3	4	1
자본금의 증가(감소)	0	3	0	0	0
배당금	-25	-20	-17	-17	-17
기타	-19	12	0	0	0
현금증감	-56	-27	73	95	76
기초현금	105	50	23	96	191
기말현금	50	23	96	191	267
Gross cash flow	136	130	147	173	205
Free cash flow	-85	-85	79	100	92

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,039	1,202	1,358	1,543	1,715
현금 및 현금등가물	50	23	96	191	267
매출채권	437	387	402	419	436
재고자산	516	747	808	875	947
기타	36	46	52	58	65
비유동자산	1,604	1,542	1,468	1,401	1,349
투자자산	209	226	230	234	248
유형자산	828	805	742	685	632
무형자산	338	307	292	278	265
기타	229	204	204	204	204
자산총계	2,643	2,744	2,826	2,943	3,064
유동부채	869	769	819	874	901
매입채무	144	157	176	199	205
단기차입금	315	367	367	367	367
기타 유동부채	410	246	275	308	329
비유동부채	235	493	498	502	505
사채 및 장기차입금	85	340	340	340	340
기타 비유동부채	150	154	158	163	165
부채총계	1,103	1,263	1,316	1,376	1,406
지배주주지분	1,300	1,253	1,278	1,321	1,390
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	396	396	396	396
이익잉여금	873	815	841	883	953
기타	-25	-17	-17	-17	-17
비지배주주지분	240	228	231	246	268
자본총계	1,540	1,481	1,510	1,567	1,658
순부채	689	807	736	643	566

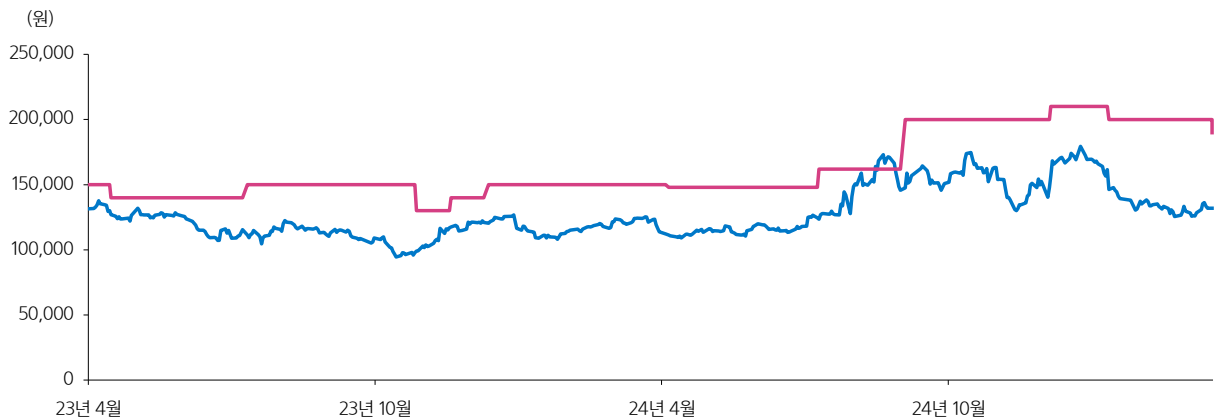
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-4.9	3.3	10.3	6.4	6.7
영업이익	-57.6	-6.8	97.1	39.0	20.0
순이익	적전	적지	흑전	61.8	45.4
수정 EPS**	적전	적지	흑전	38.5	45.4
주당지표					
EPS (지배주주)	-2,279	-2,249	3,669	5,083	7,390
EPS (연결기준)	-1,695	-3,648	3,928	6,354	9,238
수정 EPS**	-2,279	-2,249	3,669	5,083	7,390
BPS	113,924	109,754	112,012	115,716	121,784
DPS (보통주)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	36.0	26.0	17.9
P/B***	1.1	1.6	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	21.7	27.7	17.7	15.2	13.9
비율					
ROE (%)	-2.0	-2.1	3.4	4.6	6.4
ROA (%)	-0.8	-1.6	1.6	2.6	3.6
ROIC (%)	1.3	1.6	2.4	3.4	4.1
배당성향 (%)	-64.3	-65.1	39.9	28.8	19.8
배당수익률 (보통주, %)	1.2	0.8	1.1	1.1	1.1
순부채비율 (%)	44.7	54.5	48.7	41.0	34.1
이자보상배율 (배)	1.2	0.8	2.3	3.3	3.9

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 3월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 3월 24일 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 당사에 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	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	2025/3/25
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	150,000	140,000	150,000	130,000	140,000	150,000	148,000	162,000	200,000	210,000	200,000	190,000
과리율 (평균)	-17.36	-14.14	-26.38	-17.05	-14.96	-21.42	-22.05	-9.01	-23.41	-19.93	-33.35	
과리율 (최대/최소)	-8.20	-5.71	-18.33	-10.00	-12.64	-15.47	-14.46	6.79	-12.65	-14.52	-26.15	

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 ($\pm 5\%$) 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