



BUY(Upgrade)

목표주가: 160,000원

주가(4/16): 117,500원

시가총액: 13,732억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/16)		2,447.43pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	179,500 원	109,100원
등락률	-34.5%	7.7%
수익률	절대	상대
1M	-8.6%	-4.1%
6M	-25.3%	-20.3%
1Y	6.8%	13.9%

Company Data

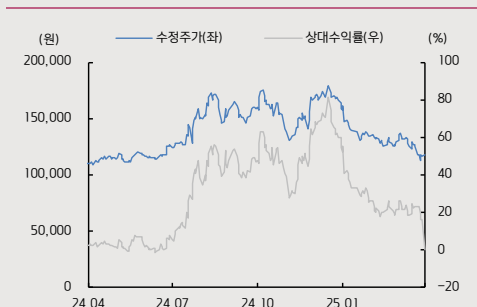
발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	47천주
외국인 지분율	19.7%
배당수익률(2025E)	1.3%
BPS(2025E)	105,736원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 12인
	51.4%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,626.6	1,679.9	1,822.0	1,951.9
영업이익	34.4	32.1	70.6	104.8
EBITDA	110.3	113.1	162.2	187.2
세전이익	-27.1	-41.1	11.0	45.9
순이익	-19.8	-42.6	8.5	35.8
지배주주지분순이익	-26.6	-26.3	8.0	33.7
EPS(원)	-2,279	-2,249	688	2,882
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	319.2
PER(배)	-55.1	-79.8	170.9	40.8
PBR(배)	1.13	1.67	1.11	1.10
EV/EBITDA(배)	21.5	27.6	14.8	12.8
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.9	5.4
ROE(%)	-2.0	-2.1	0.6	2.7
순차입금비율(%)	43.3	53.7	55.0	54.1

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

실적 하회 예상되나, 기반영. 향후 회복 기대



연초 대비 동사의 주가는 YTD -35% 하락하였습니다. 시장의 1분기 실적 기대치가 높았던 탓에 이를 하회할 것으로 예상되나, 이미 기대치가 낮아지고 있어 추가적인 주가 하락 영향은 제한적일 것으로 예상합니다. 1분기 영업이익은 45억 원 추정되어 YoY, QoQ 대비 모두 흑자전환하며 회복세를 보일 것으로 추정됩니다. 하반기로 갈수록 자회사의 적자 폭 축소되어 실적 개선세가 이어질 것으로 기대합니다.

>>> 1분기 전년동기 대비 흑자전환으로 수익성 개선 중

1분기 매출액은 4,065억 원(YoY +14%, QoQ -8%), 영업이익 45억 원(YoY 흑전, QoQ 흑전)으로 전망되어, 시장 컨센서스 매출액 4,177억 원과 영업이익 74억 원을 각각 -3%, -40% 하회할 것으로 전망된다.

지난해 6월 국내 혈액제제의 약가 인상되면서 지난해 상반기에 미반영되었던 부분이 올해 반영되면서 인상된 영향으로 혈액제제류는 1,218억 원(YoY +36%)이 전망된다. 독감 백신은 2분기로 물량 이월될 것으로 보이나, 베리셀라 수두백신 판매 호조로 이를 상쇄할 것으로 보인다. 헌터라제 수출 역시 전년동기대비 +43% 성장한 125억 원이 전망되는 등 고마진 제품의 양호한 성장이 기대된다.

녹십자 별도 기준의 실적 개선에도 불구하고, 최근 자회사의 적자가 늘 연결 실적의 발목을 잡아왔다. 지씨셀은 이번 1분기부터 인력과 비용 효율화 작업을 거쳐 **하반기로 갈수록 적자 폭이 축소될** 것으로 예상된다. 또한, 최근 인수한 혈액원의 FDA 라이선스를 이번달내로 모두 받을 수 있을 것으로 보여, 2분기에 6개가 가동될 수 있을 것으로 예상된다. 공여자 모집 및 정상화로 하반기에는 혈액원의 적자 폭 또한 축소될 수 있을 것으로 전망되며, 4Q25에는 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다.

>>> 알리글로 순항 중. 2025년 1억 불 목표.

올해 독감백신이 4가에서 3가로 전환되면서 판가 하락 영향이 있겠으나, 혈액제제 가격 상승, 알리글로 미국향 공급 증가 및 고마진의 헌터라제 증가로 하반기로 갈수록 실적이 개선될 것으로 전망한다.

알리글로는 고가 의약품이나 특정 치료에 대해 치료가 반드시 필요한 상황인지, 비용 대비 효과가 타당한지를 보험사가 먼저 판단하여 사전에 허가해야만 보험 적용을 받을 수 있는 제도인 Prior Authorization(PA) 승인에 한달 이상 소요되어 2월 중순되어서야 처방 되었을 것으로 추정된다. 이에 따라 1분기는 매출 상승세가 다소 부진해 보일 수 있으나, 가이던스 제시한대로 순항하고 있는 것으로 파악된다. 올해 1억 불(약 1,400억 원) 매출을 목표로 하고 있다.

>>> 투자의견 BUY 상향, 목표주가 16만 원 하향

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q25E	컨센서스	차이	2025E	컨센서스	차이
매출액	406.5	417.7	-3%	1,822.0	1,843.0	-1%
yoy	14%	17%		9%	10%	
영업이익	4.5	7.4	-40%	70.6	73.8	-4%
yoy	흑전	N.A		120%	130%	
OPM	1%	2%		4%	4%	
지배주주순이익	-0.3	1.8	N.A	8.0	26.7	-70%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	2024	25.1QE	25.2QE	25.3QE	25.4QE	2025E
혈액	89.4	90.7	136.6	161.7	478.4	121.8	131.2	143.5	169.3	565.8
백신	31.6	86.5	94.4	43.6	256.1	36.1	98.7	88.0	48.1	271.0
일반제제류	106.7	101.9	108.0	103.4	420	110.7	105.6	116.9	110.9	444.1
CHC	27.7	31.6	32.5	30	121.8	29.5	31.3	30.4	31.9	123.0
자회사	101.6	106.8	93.4	102.2	404	108.5	102.2	97.5	109.9	418.1
매출액	356.8	417.4	464.9	440.9	1,679.9	406.5	469.0	476.5	470.0	1,822.0
YOY	2.1%	-3.6%	5.8%	8.9%	3.3%	13.9%	12.4%	2.5%	6.6%	8.5%
원가	270.4	288.9	319.4	319.3	1,198.0	295.7	324.6	322.6	329.6	1,272.5
원가율	75.8%	69.2%	68.7%	72.4%	71.3%	72.7%	69.2%	67.7%	70.1%	69.8%
매출총이익	86.4	128.5	145.5	121.5	481.9	110.8	144.4	153.9	140.4	549.5
판매관리비	101.4	110.9	105.9	131.6	449.8	106.4	123.0	112.5	137.0	478.9
판매관리비율	28.4%	26.6%	22.8%	29.9%	26.8%	26.2%	26.2%	23.6%	29.1%	26.3%
영업이익	-15.0	17.6	39.6	-10.1	32.1	4.5	21.4	41.4	3.4	70.6
YOY	적지	-25.5%	20.8%	적지	-6.8%	흑전	21.1%	4.6%	흑전	120.0%
OPM	-	4.2%	8.5%	-2.3%	1.9%	-	4.6%	8.7%	0.7%	3.9%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

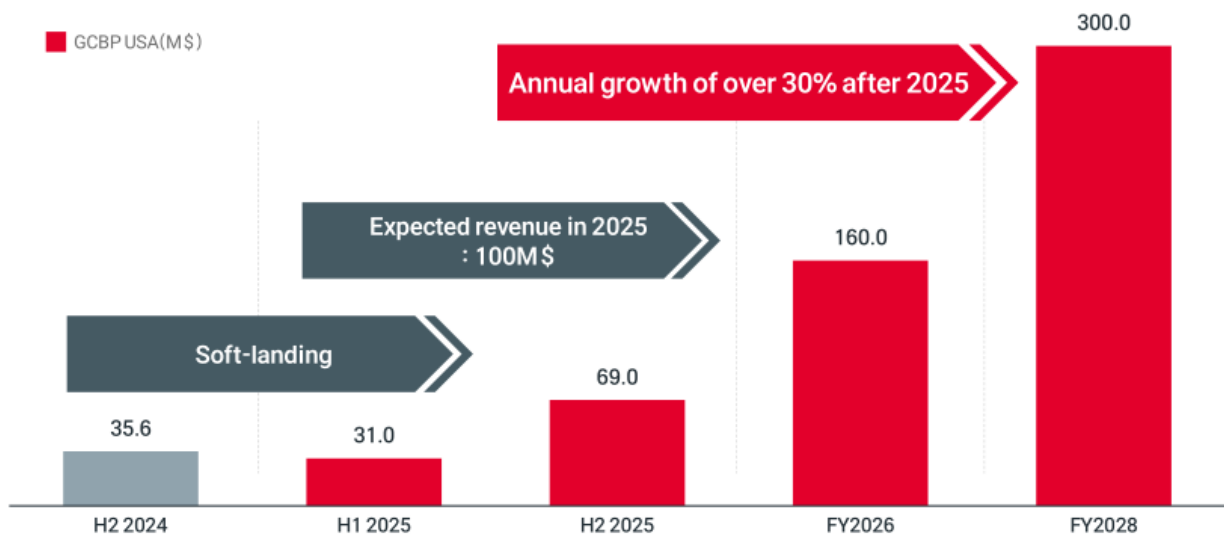
(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	26,071	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd, 12M) 적용
② 순차입금	7,938	
③ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
④ 기업가치(=①-②)	18,133	
⑤ 목표주가(=④/③)	160,000	

상위제약사: 셀트리온, 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

알리글로 미국 법인 매출 목표



자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,626.6	1,679.9	1,822.0	1,951.9	2,093.1
매출원가	1,142.0	1,198.0	1,272.5	1,343.4	1,426.0
매출총이익	484.6	481.9	549.5	608.5	667.1
판매비	450.2	449.8	478.9	503.7	530.8
영업이익	34.4	32.1	70.6	104.8	136.3
EBITDA	110.3	113.1	162.2	187.2	210.5
영업외손익	-61.6	-73.2	-59.7	-58.9	-58.5
이자수익	3.2	3.3	2.3	3.1	3.5
이자비용	28.5	40.4	40.4	40.4	40.4
외환관련이익	8.7	19.0	13.2	13.2	13.2
외환관련손실	7.7	11.7	7.9	7.9	7.9
종속 및 관계기업손익	-38.4	-27.5	-28.0	-28.0	-28.0
기타	1.1	-15.9	1.1	1.1	1.1
법인세차감전이익	-27.1	-41.1	11.0	45.9	77.9
법인세비용	-7.3	1.5	2.4	10.1	17.1
계속사업순이익	-19.8	-42.6	8.5	35.8	60.7
당기순이익	-19.8	-42.6	8.5	35.8	60.7
지배주주순이익	-26.6	-26.3	8.0	33.7	57.1
증감액 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-5.0	3.3	8.5	7.1	7.2
영업이익 증감률	-57.7	-6.7	119.9	48.4	30.1
EBITDA 증감률	-24.6	2.5	43.4	15.4	12.4
지배주주순이익 증감률	-140.6	-1.1	-130.4	321.3	69.4
EPS 증감률	적전	적지	흑전	319.2	69.6
매출총이익율(%)	29.8	28.7	30.2	31.2	31.9
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.9	5.4	6.5
EBITDA Margin(%)	6.8	6.7	8.9	9.6	10.1
지배주주순이익률(%)	-1.6	-1.6	0.4	1.7	2.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-5.5	-53.5	42.7	60.6	56.9
당기순이익	-19.8	-42.6	8.5	35.8	60.7
비현금항목의 가감	155.7	172.2	153.7	151.4	149.7
유형자산감가상각비	66.4	66.4	77.9	69.8	62.4
무형자산감가상각비	9.5	14.7	13.6	12.6	11.7
지분법평가손익	-38.4	-28.7	0.0	0.0	0.0
기타	118.2	119.8	62.2	69.0	75.6
영업활동자산부채증감	-100.3	-144.1	-79.2	-79.5	-99.9
매출채권및기타채권의감소	-45.2	54.7	-33.8	-30.9	-33.6
재고자산의감소	-69.2	-229.6	-63.2	-57.7	-62.8
매입채무및기타채무의증가	101.8	26.4	33.1	34.6	38.8
기타	-87.7	4.4	-15.3	-25.5	-42.3
기타현금흐름	-41.1	-39.0	-40.3	-47.1	-53.6
투자활동 현금흐름	-150.2	-67.9	-17.4	-18.3	-19.4
유형자산의 취득	-79.1	-32.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.3	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-45.9	-9.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	11.6	-16.2	-5.8	-5.8	-5.8
단기금융자산의감소(증가)	0.6	-2.3	-3.0	-3.8	-4.9
기타	-38.7	-8.6	-8.6	-8.7	-8.7
재무활동 현금흐름	100.5	93.8	-25.4	-25.4	-25.4
차입금의 증가(감소)	133.0	121.7	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.8	-19.5	-17.1	-17.1	-17.1
기타	-7.7	-8.4	-8.3	-8.3	-8.3
기타현금흐름	-0.5	0.4	-12.8	-12.8	-12.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-55.7	-27.1	-12.9	4.1	-0.8
기초현금 및 현금성자산	105.4	49.7	22.6	9.6	13.7
기말현금 및 현금성자산	49.7	22.6	9.6	13.7	12.9

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,039.1	1,201.8	1,304.2	1,426.2	1,568.9
현금 및 현금성자산	49.7	22.6	9.7	13.7	12.9
단기금융자산	7.8	10.1	13.0	16.8	21.8
매출채권 및 기타채권	451.3	399.2	433.0	463.9	497.4
재고자산	516.2	746.6	809.7	867.5	930.2
기타유동자산	14.1	23.3	38.8	64.3	106.6
비유동자산	1,604.2	1,542.0	1,456.3	1,379.8	1,311.6
투자자산	209.4	225.6	231.5	237.3	243.2
유형자산	828.0	805.0	727.1	657.3	594.9
무형자산	337.9	307.4	293.7	281.1	269.5
기타비유동자산	228.9	204.0	204.0	204.1	204.0
자산총계	2,643.3	2,743.9	2,760.6	2,806.0	2,880.5
유동부채	868.9	769.5	802.5	837.2	875.9
매입채무 및 기타채무	271.2	301.6	334.7	369.3	408.1
단기금융부채	532.6	392.2	392.2	392.2	392.2
기타유동부채	65.1	75.7	75.6	75.7	75.6
비유동부채	234.5	493.4	493.4	493.4	493.4
장기금융부채	191.4	435.9	435.9	435.9	435.9
기타비유동부채	43.1	57.5	57.5	57.5	57.5
부채총계	1,103.5	1,262.9	1,295.9	1,330.6	1,369.3
지배자본	1,300.2	1,252.6	1,235.7	1,244.4	1,276.5
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	393.6	396.2	396.2	396.2	396.2
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	10.9	18.4	10.5	2.6	-5.3
이익잉여금	873.0	815.3	806.3	822.8	862.8
비지배자본	239.6	228.4	228.9	231.0	234.7
자본총계	1,539.9	1,481.0	1,464.6	1,475.4	1,511.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,279	-2,249	688	2,882	4,886
BPS	111,259	107,187	105,736	106,479	109,226
CFPS	11,625	11,085	13,880	16,019	18,010
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	-55.1	-79.8	170.9	40.8	24.0
PER(최고)	-61.7	-80.8	261.1		
PER(최저)	-40.8	-47.8	162.6		
PBR	1.13	1.67	1.11	1.10	1.08
PBR(최고)	1.26	1.70	1.70		
PBR(최저)	0.84	1.00	1.06		
PSR	0.90	1.25	0.75	0.70	0.66
PCFR	10.8	16.2	8.5	7.3	6.5
EV/EBITDA	21.5	27.6	14.8	12.8	11.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-86.4	-40.2	200.3	47.8	28.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	0.8	1.3	1.3	1.3
ROA	-0.8	-1.6	0.3	1.3	2.1
ROE	-2.0	-2.1	0.6	2.7	4.5
ROIC	1.0	1.0	2.7	4.0	5.2
매출채권회전율	3.8	4.0	4.4	4.4	4.4
재고자산회전율	3.4	2.7	2.3	2.3	2.3
부채비율	71.7	85.3	88.5	90.2	90.6
순차입금비율	43.3	53.7	55.0	54.1	52.5
이자보상배율	1.2	0.8	1.7	2.6	3.4
총차입금	724.0	828.1	828.1	828.1	828.1
순차입금	666.5	795.5	805.4	797.6	793.4
EBITDA	110.3	113.1	162.2	187.2	210.5
FCF	-129.5	-84.7	67.4	84.7	80.6

Compliance Notice

- 당사는 4월 16일 현재 '녹십자(006280)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

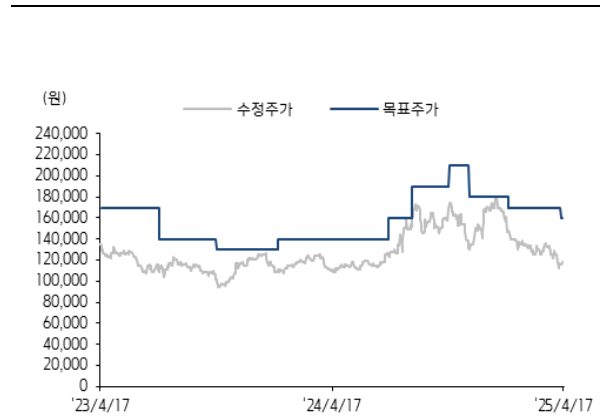
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
녹십자	2023-04-19	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-29.00	-22.35
(006280)	2023-07-19	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-19.30	-12.50
	2023-10-17	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-13.35	-2.46
	2024-01-22	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-21.43	-20.57
	2024-02-01	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-16.36	-10.43
	2024-04-15	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-17.00	-9.57
	2024-07-15	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-13.39	-0.75
	2024-08-21	Outperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-16.79	-8.95
	2024-10-18	Buy(Upgrade)	210,000원	6개월	-25.32	-16.81
	2024-11-19	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-11.88	-0.28
	2025-01-20	Outperform (Downgrade)	170,000원	6개월	-23.06	-13.12
	2025-04-17	Buy(Upgrade)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

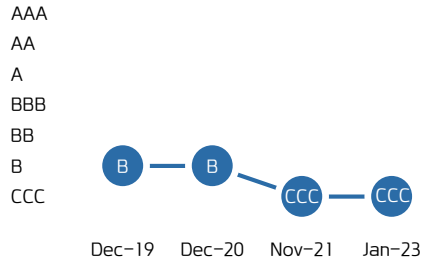
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

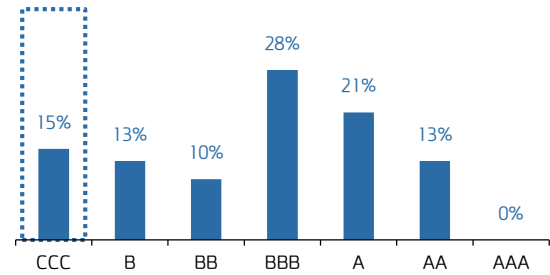
매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

Universe: MSCI ACWI Index 바이오섹 기업 39개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	2.6	4.4		
환경	5.7	5.5	10.0%	▲0.4
유독 물질 배출과 폐기물	5.7	5.5	10.0%	▲0.4
사회	3.7	3.7	55.0%	
인력 자원 개발	4.8	3.9	25.0%	▲2.0
의료 서비스	2.6	3.4	15.0%	▼0.4
제품 안전과 품질	3.0	3.8	15.0%	▼2.9
지배구조	0.1	5.2	35.0%	▼2.4
기업 지배구조	1.0	6.1		▼1.7
기업 활동	2.6	5.6		▼2.8

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 업데이트 내용 없음

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (바이오섹)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세			
AMGEN INC.	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ●	AA	◀▶			
GILEAD SCIENCES, INC.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AA	◀▶			
CSL LIMITED	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ● ● ●	● ●	A	◀▶			
VERTEX PHARMACEUTICALS INCORPORATED	● ●	●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	A	◀▶			
ABBVIE INC.	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	● ●	●	BBB	◀▶			
독십자	● ● ●	●	● ● ●	●	●	●	CCC	◀▶			

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터