

녹십자 (006280)

Analyst 여노래 noraeyeo@hmsec.com
RA 김현석 heunseok0419@hmsec.com

NDR후기: 알리글로는 기어 올리는 중, 1분기는 뒤늦은 독감의 수혜가 기대

BUY

TP 210,000원

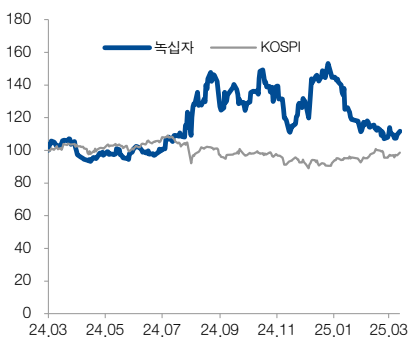
현재주가 (3/17)	130,900원
상승여력	60.4%
시가총액	1,530십억원
발행주식수	11,687천주
자본금/액면가	58십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	179,500원/109,100원
일평균 거래대금 (60일)	9십억원
외국인 지분율	19.61%
주요주주 지분율	
녹십자홀딩스의 13인	51.42%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.2	-23.1	-16.5
상대주가(%)	-3.2	-27.7	-17.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	-2,960	4,405	210,000
After	-2,960	4,405	210,000
Consensus	276	2,275	189,818
Cons. 차이	-1172.5%	93.6%	10.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

수출입 데이터로 떨리던 시간은 그만. 걱정 없이 알리글로는 순항 중

- 녹십자의 매출 성장의 핵심인 알리글로는 2025년 1억 달러(약 1,448억 원) 가이드스 유지, 연말 누적 1,000명의 환자 투약을 기대. 2025년의 알리글로 매출은 매 분기 일정한 형태가 아닌 분기별로 변동성이 존재하며, 1/4분기에 낮은 매출과 2/3분기 높은 매출을 기록할 것으로 예상
- 1분기의 미국에서 매년 초 수급자의 Healthcare policy renew(보험정책 갱신)을 진행, 고액의 약물인 경우 계속해서 맞아야 하는지 스크리닝 하는 작업이 진행. 알리글로와 같은 IMG는 고액의 의약품으로 분류되어 보험사에 Prior authorization(사전승인심사)를 신청, 허가까지 약 1개월의 기일이 소요되어 환자들은 2월부터 투약 가능. 이에 따른 1분기 정상 투약일수가 감소
- 작년 하반기부터 판매되기 시작한 알리글로는 기본적으로 안전재고로 재고물량이 축적되어있는 상태. 1분기는 기본 물량이 줄고, 재고수준이 높아 재고가 충당해서 판매되는 구조. 2분기부터 다시 매출이 올라올 예정으로, 2025년의 매출 계획은 예정대로 1분기보다 2분기가, 그리고 상반기보다 하반기가 높은 매출을 기록할 것으로 예상
- 관세에 대한 우려는 제한적. 다만 리스크에 대비하는 측면에서 3월 많은 물량이 선적될 것. 또한 혈장을 현재 미국에서 원료를 공급받아 후공정으로 항체를 정제한 뒤, 다시 미국에 판매하는 방식이고, 현재 쇼티지로 충분한 공급이 되고있지 않은 의약품이며, 자국민을 위한 의약품이기 때문에 관세대상이 되기는 어려울 것으로 예상
- 혈액원 ABO홀딩스의 매출은 500억~600억으로, 영업 손실 120~130억 규모. 아직 6개의 혈액원이 전부 가동되지 않는 상태. FDA에서 승인받은 혈액원이 3개이기에 판매량이 부족. 올해 남은 3개의 FDA 승인절차를 마무리하고 하반기~2026년 초 추가 증설 중인 2개까지 오픈 예정. 26년 BEP, 27년 흑자전환 가능할 것으로 기대. 하지만 이익보다 혈액을 안정적으로 공급하는 목적이었기 때문에 수직계열화 예정. 올해까지 계약된 곳에는 납품하면서 알리글로의 원가 변동 없음. 26년 정도에 실질적으로 알리글로의 원료로 납품되면서 마진개선 기대. 알리글로의 원가율은 3~4%는 개선 가능할 것으로 예상
- 주요 경쟁사 중 ADMA의 경우 2024년 매출 6,169억 원으로 2023년 매출 3,732억 원을 크게 상회하였으며, IMG 시장이 계속해서 기대보다 높은 성장이 가능하다는 것을 증명. 2030년 고령화로 면역질환 환자의 증가와 진단율 증가로 IMG시장은 200억 달러(28.9조 원)시장이 될 것으로 기대

독감 치료제와 백신사업부 모두 기대 이상, 헨터라제 판매 국가도 확장된다

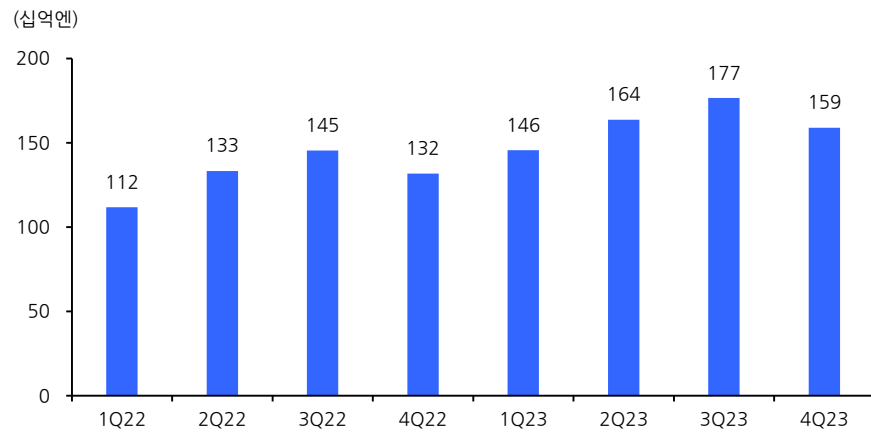
- 뒤늦은 독감의 유행으로 2025년 1분기 중 1월 초에 테라미플루(독감 치료제)와 지씨플루(독감 백신)의 매출이 추가로 100억 발생할 것으로 기대
- 배리셀라(수두백신)의 매출을 약 300억원을 목표로, 백신류는 OPM 20~30% 마진율이 높은 제품군. 또한 국내 유일 조류독감백신을 녹십자는 허가받은 상태. 조류독감의 유행으로 포스트 판데믹이 발생 시 빠르게 제조/공급할 수 있는 제반을 보유
- 헨터라제는 현재 중장기적으로 튀르키예, 인도, 브라질 등의 국가로 진출 예정. 선진국에서도 현재 판매되고 있는 다케다사의 엘라퍼레이즈를 장기복용 한 환자들 중 내성이 발생한 환자들에게 전환하여 투약하는 시장으로도 전략을 구축

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,711	81	65	146	5,601	-46.9	23.1	1.1	14.6	5.0	1.4
2023	1,627	34	-27	110	-2,279	적전	NA	1.1	20.7	NA	1.2
2024F	1,680	32	-35	113	-2,960	적지	NA	1.7	26.8	NA	0.8
2025F	1,896	100	51	177	4,405	흑전	29.7	1.2	14.2	4.1	1.1
2026F	2,192	175	118	247	10,055	128.3	13.0	1.1	9.8	8.8	1.1

* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 다케다 PDT(Plasma-Derived Therapies) 매출 추이



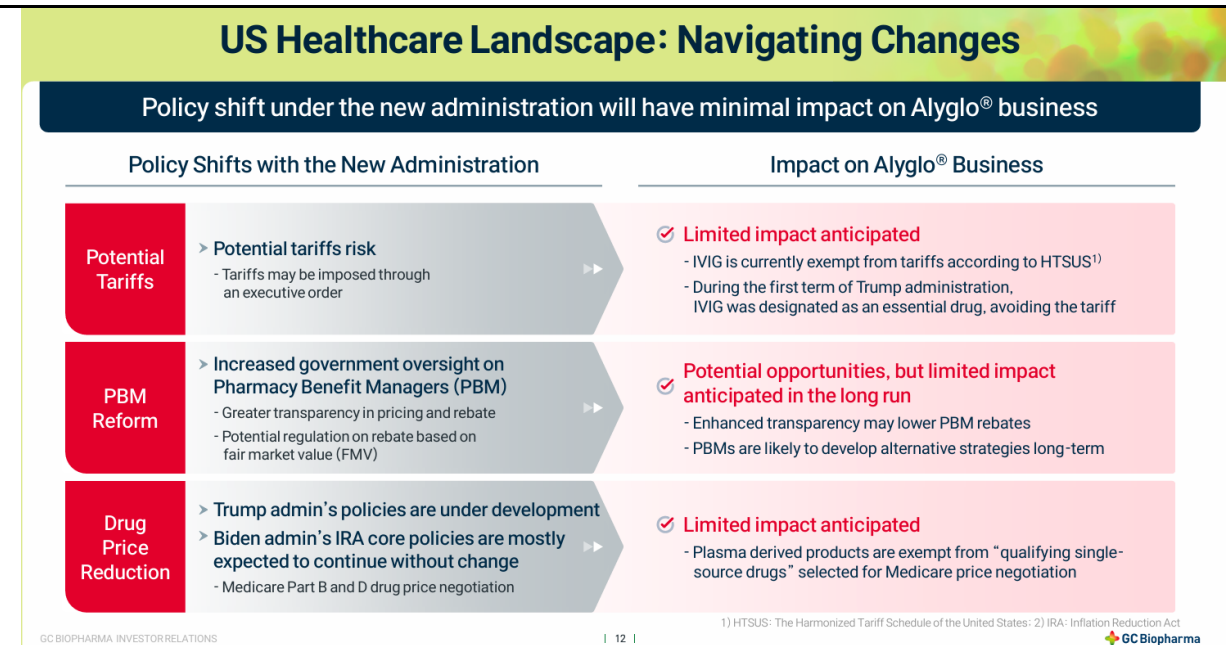
자료 : Takeda, 현대차증권

〈그림2〉 AMDA의 IVIG 시장 규모 예상



자료 : AMDA JPM Presentation, 현대차증권

〈그림3〉 미국시장 동향과 대응



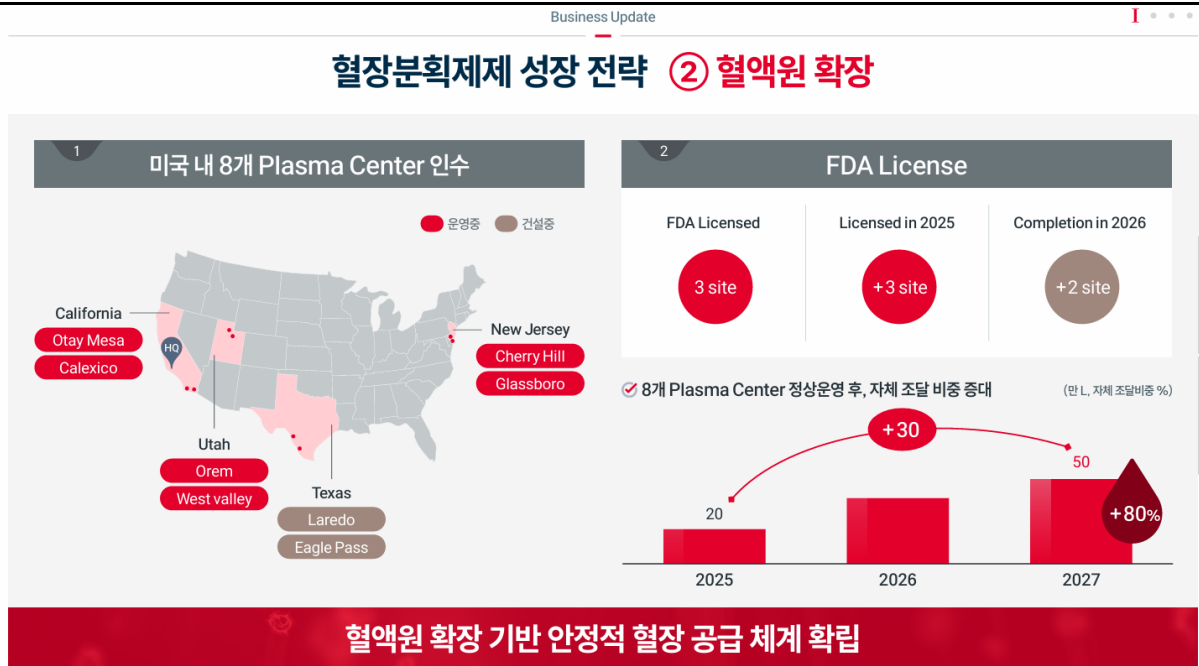
자료: 녹십자, 현대차증권

〈그림4〉 알리글로 판매 지역



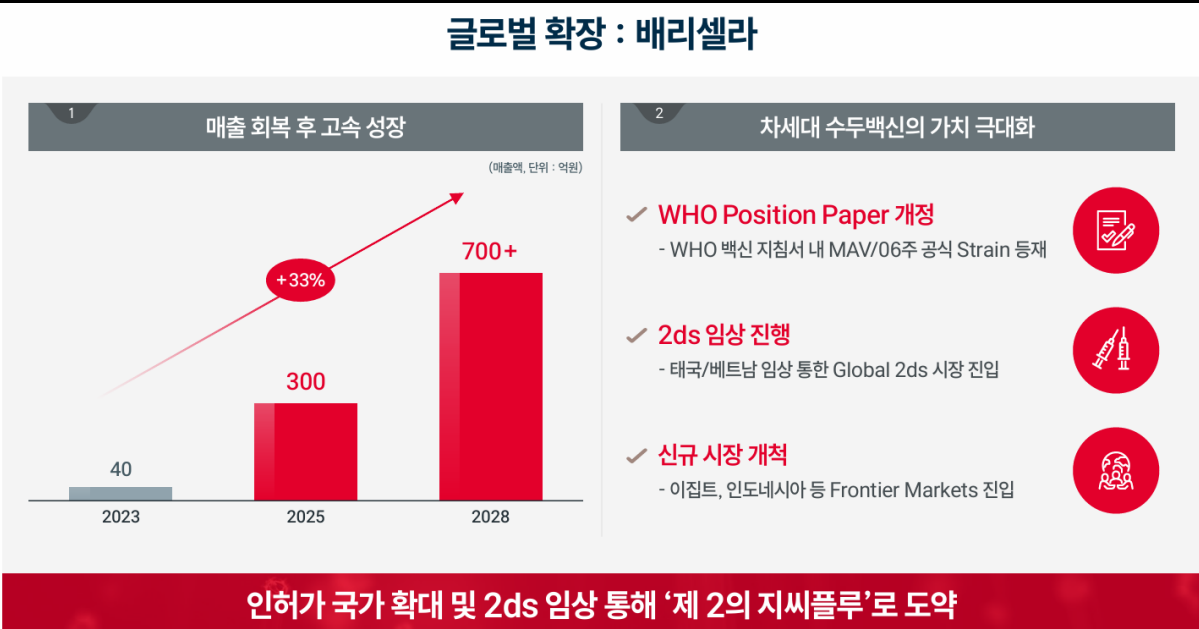
자료: 녹십자, 현대차증권

<그림5> 녹십자 혈액원 정보



자료 녹십자, 현대차증권

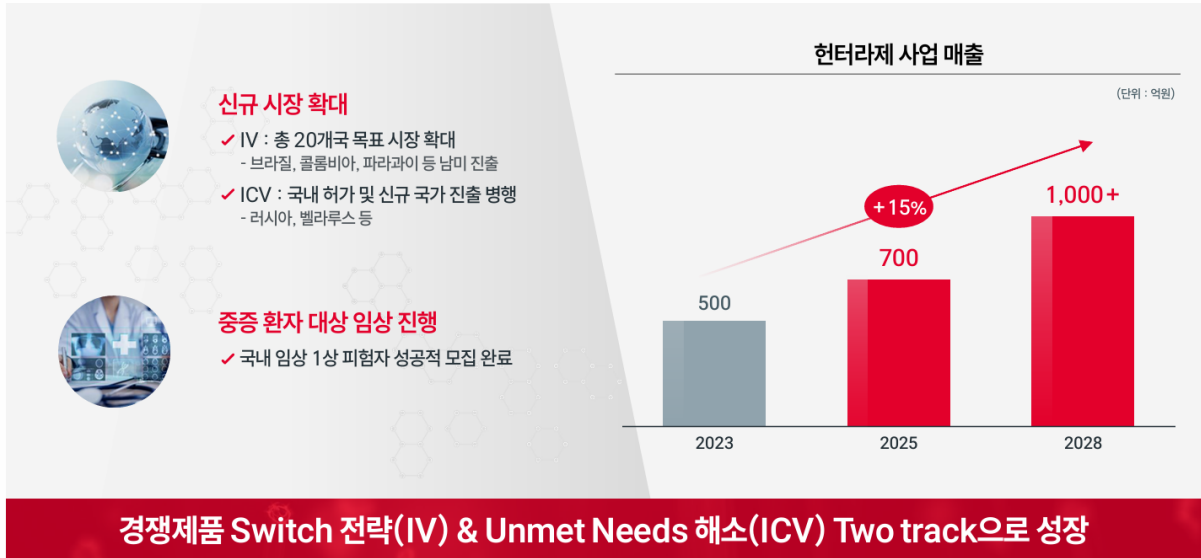
<그림6> 수두백신 배리셀라의 글로벌 확장 및 매출 성장 예상



자료 녹십자, 현대차증권

〈그림7〉 헨터라제 글로벌 확장 전략

글로벌 확장 : 헨터라제



자료 독십자, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,711	1,627	1,680	1,896	2,192
증가율 (%)	11.2	-4.9	3.3	12.9	15.6
매출원가	1,130	1,142	1,198	1,213	1,337
매출원가율 (%)	66.0	70.2	71.3	64.0	61.0
매출총이익	582	485	482	683	855
매출이익률 (%)	34.0	29.8	28.7	36.0	39.0
증가율 (%)	11.7	-16.7	-0.6	41.7	25.2
판매관리비	501	450	450	583	680
판매비율 (%)	29.3	27.7	26.8	30.7	31.0
EBITDA	146	110	113	177	247
EBITDA 이익률 (%)	8.5	6.8	6.7	9.3	11.3
증가율 (%)	12.3	-24.7	2.7	56.6	39.5
영업이익	81	34	32	100	175
영업이익률 (%)	4.7	2.1	1.9	5.3	8.0
증가율 (%)	9.5	-58.0	-5.9	212.5	75.0
영업외손익	23	-23	-63	-40	-37
금융수익	15	11	12	3	6
금융비용	27	32	68	43	43
기타영업외손익	35	-2	-7	0	0
종속/관계기업관련손익	-18	-38	-11	0	0
세전계속사업이익	86	-27	-41	60	137
세전계속사업이익률	5.0	-1.7	-2.4	3.2	6.3
증가율 (%)	-50.3	적전	적지	흑전	128.3
법인세비용	16	-7	1	4	11
계속사업이익	69	-20	-42	55	127
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	69	-20	-42	55	127
당기순이익률 (%)	4.0	-1.2	-2.5	2.9	5.8
증가율 (%)	-49.6	적전	적지	흑전	130.9
지배주주지분 순이익	65	-27	-35	51	118
비지배주주지분 순이익	4	7	-8	4	9
기타포괄이익	14	17	5	0	0
총포괄이익	84	-3	-38	55	127

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금	119	-5	30	62	152
당기순이익	69	-20	-42	55	127
유형자산 상각비	57	66	66	62	58
무형자산 상각비	8	9	15	15	15
외환손익	4	2	2	0	0
운전자본의 감소(증)	-9	-100	-43	-71	-47
기타	-10	38	32	1	-1
투자활동으로인한현금	-205	-150	-123	-19	-34
투자자산의 감소(증)	-100	13	-89	-18	-34
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
유형자산의 증가	-58	-79	-26	0	0
기타	-49	-85	-8	-1	0
재무활동으로인한현금	-2	101	152	-14	-11
장기차입금의 증가	-2	-0	100	0	0
사채의증가(감소)	-3	-193	155	0	0
자본의 증가	8	0	1	0	0
배당금	-24	-25	-20	-17	-17
기타	19	319	-84	3	6
기타현금흐름	8	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-81	-56	59	30	107
기초현금	186	105	50	109	139
기말현금	105	50	109	139	246

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024P	2025F	2026F
유동자산	980	1,039	1,175	1,329	1,579
현금성자산	105	50	109	139	246
단기투자자산	4	2	3	3	3
매출채권	394	437	454	468	477
채고자산	442	516	577	683	811
기타유동자산	28	28	31	34	39
비유동자산	1,545	1,604	1,630	1,571	1,532
유형자산	822	828	797	735	677
무형자산	312	338	325	310	296
투자자산	221	209	302	321	354
기타비유동자산	190	229	206	205	205
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,526	2,643	2,805	2,899	3,111
유동부채	541	869	818	857	929
단기차입금	182	315	419	419	419
매입채무	121	144	157	173	202
유동성장기부채	5	203	17	17	17
기타유동부채	233	207	225	248	291
비유동부채	418	235	502	519	550
사채	273	79	234	234	234
장기차입금	6	6	106	106	106
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	139	150	162	179	210
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	959	1,103	1,320	1,376	1,478
지배주주지분	1,328	1,300	1,253	1,289	1,388
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	394	394	394	394
자본조정 등	-36	-36	-36	-36	-36
기타포괄이익누계액	8	11	15	15	15
이익잉여금	903	873	821	856	956
비지배주주지분	239	240	232	235	245
자본총계	1,567	1,540	1,485	1,524	1,633

(단위:원, 배, %)

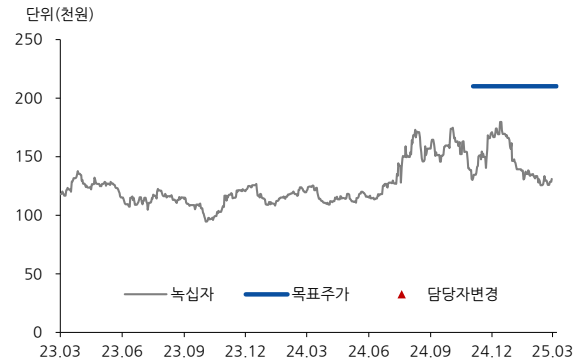
주요투자지표	2022	2023	2024P	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	5,940	-1,695	-3,617	4,744	10,828
EPS(지배순이익 기준)	5,601	-2,279	-2,960	4,405	10,055
BPS(자본총계 기준)	134,055	131,764	127,087	130,366	139,730
BPS(지배지분 기준)	113,645	111,259	107,276	110,215	118,805
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
P/E(당기순이익 기준)	21.8	-74.0	-49.6	27.6	12.1
P/E(지배순이익 기준)	23.1	-55.1	-60.6	29.7	13.0
P/B(자본총계 기준)	1.0	1.0	1.4	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.1	1.1	1.7	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	14.6	20.7	26.8	14.2	9.8
배당수익률	1.4	1.2	0.8	1.1	1.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-49.3	적전	적지	흑전	128.3
EPS(지배순이익 기준)	-46.9	적전	적지	흑전	128.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.5	-1.3	-2.8	3.7	8.0
ROE(지배순이익 기준)	5.0	-2.0	-2.7	4.1	8.8
ROA	2.8	-0.8	-1.6	1.9	4.2
안정성 (%)					
부채비율	61.2	71.7	88.9	90.3	90.5
순차입금비율	24.5	37.4	46.9	43.9	34.8
이자보상배율	4.4	1.2	0.8	2.3	4.1

* K-IFRS 연결 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.11.20	BUY	210,000	-30.17	-14.52
2025.03.18	BUY	210,000		

▶ 최근 2년간 녹십자 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 여노래의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	170건	93.9%
보유	11건	6.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.