



BUY(Upgrade)

목표주가: 210,000원

주가(10/17): 168,700원

시가총액: 19,715억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/17)		2,609.30pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	173,000 원	94,600원
등락률	-2.5%	78.3%
수익률	절대	상대
1M	7.6%	6.2%
6M	53.9%	52.4%
1Y	66.4%	56.9%

Company Data

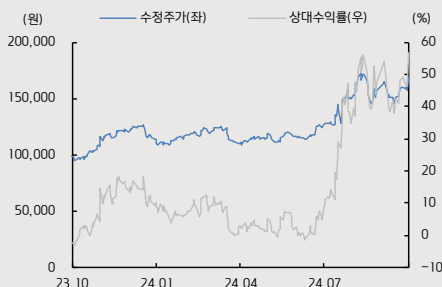
발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	91천주
외국인 자본율	20.4%
배당수익률(2024E)	1.0%
BPS(2024E)	111,164원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 12인 51.4%

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,734.1	1,875.4
영업이익	81.3	34.4	55.1	82.8
EBITDA	146.4	110.3	137.2	161.1
세전이익	85.7	-27.1	-0.7	34.6
순이익	69.4	-19.8	-0.5	27.0
지배주주지분순이익	65.5	-26.6	-0.5	27.5
EPS(원)	5,601	-2,279	-47	2,355
증감률(% YoY)	-46.9	적전	적지	흑전
PER(배)	23.1	-55.1	-3,372.1	66.8
PBR(배)	1.14	1.13	1.42	1.39
EV/EBITDA(배)	15.1	21.5	19.9	16.8
영업이익률(%)	4.8	2.1	3.2	4.4
ROE(%)	5.0	-2.0	0.0	2.1
순차입금비율(%)	29.5	43.3	42.6	40.7

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

구조적 턴어라운드 대세 지장 없음



3분기 실적은 국내 독감백신 물량 일부가 4분기로 지연되면서 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 예상됩니다. 다만, 단기 실적보다는 알리글로의 미국 시장 안착이 더욱 중요한 시점으로 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보입니다. 오히려 알리글로의 대형 보험사 처방집 등재 등으로 출시 2달만에 약 150억원의 매출이 전망되는 등 올해 미국 매출 600억원 달성 가능성이 높아지고 있습니다. 구조적인 턴어라운드에 접어든 것으로 보여 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 21만원으로 상향하였습니다.

>>> 국내 백신 4분기 이월로 소폭 하회 전망

3분기 매출액은 4,701억원(YoY +7%, QoQ +13%), 영업이익 410억원(YoY +25%, QoQ +132%, OPM +9%)로 시장 컨센서스 매출액 4,969억원과 영업이익 433억원에는 각각 -5%, -5% **소폭 하회**할 것으로 전망된다.

국내 독감백신 물량 일부가 4분기로 지연됨에 따라 실적에 소폭 영향을 미치겠지만, **구조적 턴어라운드 대세에 지장은 없을 것**으로 전망한다. 면역글로불린 제제 알리글로의 본격 출시는 8월 첫 주로 사실상 2개월 물량인 약 300억원 반영(미국 법인 판매 기준 약 150억원)되었을 것으로 추측된다. 북미법인 GC Biopharma USA 자회사의 적자는 4분기부터 흑자전환 턴어라운드가 될 것으로 예상되는 등 자회사 실적은 4분기로 갈수록 개선될 것으로 보인다. 세계에서 두 번째로 개발된 헌터증후군 치료제 헌터라제의 국내외 매출은 206억원(YoY +98%, QoQ +12%)로 성장이 전망된다.

>>> 신약의 힘으로 구조적인 턴어라운드 돌입

알리글로의 **미국 매출 올해 603억원에서 '25년 1,509억원(YoY +150%)** 전망은 그대로 유지한다. 알리글로의 매출 증가와 헌터라제가 정상 성장 궤도에 오르며 **신약 매출 비중 확대에 따른 수익성 개선**이 이어지겠다.

알리글로가 성장을 이끌며 동사의 실적은 구조적인 턴어라운드가 될 것으로 기대한다. 올해 연결 매출액은 1조 7,341억원(YoY +7%), 영업이익은 551억원(YoY +60%)이 예상되어 **드디어 '18년부터 이어온 만성 4분기 영업이익 적자를 탈피** 할 수 있을 것으로 기대한다. '25년 매출액은 1조 8,754억원(YoY +8%), 영업이익은 829억원(YoY +50%)으로 당분간 고성장이 전망된다.

>>> 투자 의견 Buy, 목표주가 21만원 상향

타겟 밸류에이션(상위 제약사 평균 EV/EBITDA)의 상승을 적용하여, 동사에 대한 목표주가를 21만원 적용하고, 투자 의견을 BUY로 상향하였다. 알리글로가 미국 주요 3개 보험사 처방집에 등재되어 환자 처방이 순조롭게 진행되고 있어 '25년 모멘텀도 역시 알리글로의 미국 매출 성장이 될 것으로 보인다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24E	컨센서스	차이	2024E	컨센서스	차이
매출액	356.8	417.4	470.1	496.9	-5%	1,734.1	1,741.2	0%
yoy	2.1%	-3.6%	7.0%	13.1%		6.6%	7.0%	
영업이익	-15	17.6	41.0	43.3	-5%	55.1	62.0	-11%
yoy	적지	-25.5%	25.1%	32.2%		59.2%	79.2%	
OPM	N.A	4.2%	8.7%	8.7%		3.2%	3.6%	
지배주주순이익	-25.3	-6.9	27.3	23.0	19%	-0.5	7.3	-

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	24.1Q	24.2Q	24.3QE	24.4QE	2024E	2025E
혈액	89.4	90.7	126.4	174.0	480.4	577.0
백신	31.6	86.5	82.7	76.6	277.4	281.0
일반제제류	106.7	101.9	129.0	100.8	438.3	463.7
CHC	27.7	31.6	31.4	30.5	121.2	122.4
자회사	101.6	106.8	100.6	107.9	416.9	431.5
매출액	356.8	417.4	470.1	489.7	1,734.3	1,875.6
YOY	2.1%	-3.6%	7.0%	20.9%	6.6%	8.1%
원가	270.4	288.9	316.3	352.3	1,227.8	1,299.0
원가율	75.8%	69.2%	67.3%	71.9%	70.8%	69.3%
매출총이익	86.4	128.5	153.8	137.4	506.4	576.6
판매관리비	101.4	110.9	112.8	126.3	451.4	493.8
판매관리비율	28.4%	26.6%	24.0%	25.8%	26.0%	26.3%
영업이익	-15.0	17.6	41.0	11.1	55.1	82.9
YOY	적지	-25.5%	25.1%	흑전	59.2%	50.4%
OPM	-	4.2%	8.7%	2.3%	3.2%	4.4%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

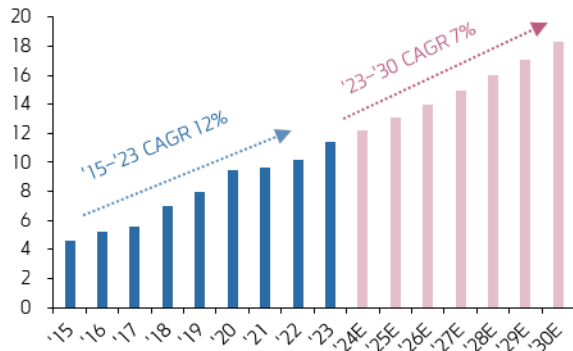
(단위: 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	32,210	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 순차입금	8,146	
③ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
④ 기업가치(=①-②)	24,064	
⑤ 목표주가(=④/③)	210,000	

상위제약사: 셀트리온, 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티
 자료: 키움증권 리서치센터

미국 IG 시장 규모 및 전망

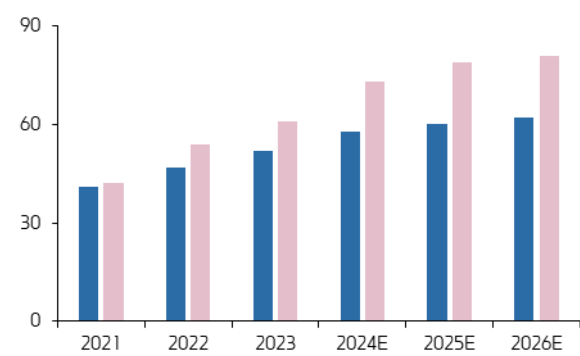
(단위: \$bn)



자료: The Plasma Proteins Market In The United States 2023, Marketing Research Bureau Inc, ADMA, 키움증권 리서치센터

혈장 수요와 공급 전망

(단위: 백만 L)



자료: ADMA, 키움증권 리서치센터

녹십자 파이프라인 현황

프로젝트	적용증	1상	2상	3상	승인
GC5107B (미국-알리글로)	선천성 면역결핍				
MG1111	수두				
GC1111F (중국)	헌터증후군				
GC1123A (일본)	헌터증후군(ICV)				
GC1101D (중국)	A형 혈우병				
GC2127A	알라질증후군				
GC3107A	폐결핵				
GC5107D (미국-알리글로)	소아 선천성 면역결핍				
GC1109	탄저병				
GC3111A	파상풍/디프테리아 등				
MG1113A	A형/B형 혈우병				
GC1123B	헌터증후군(ICV)				
GC1130A	산폴리포증후군 A형				

주: 비임상 단계 물질은 제외

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,734.1	1,875.4	2,015.1
매출원가	1,129.5	1,142.0	1,227.7	1,298.8	1,374.9
매출총이익	581.8	484.6	506.4	576.6	640.2
판매비	500.5	450.2	451.3	493.7	521.5
영업이익	81.3	34.4	55.1	82.8	118.7
EBITDA	146.4	110.3	137.2	161.1	189.6
영업외손익	4.5	-61.6	-55.8	-48.2	-45.9
이자수익	3.5	3.2	3.8	4.8	7.1
이자비용	18.4	28.5	28.5	28.5	28.5
외환관련이익	17.1	8.7	7.8	7.8	7.8
외환관련손실	14.5	7.7	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	-18.1	-38.4	-28.0	-28.0	-28.0
기타	34.9	1.1	-5.9	0.7	0.7
법인세차감전이익	85.7	-27.1	-0.7	34.6	72.7
법인세비용	16.3	-7.3	-0.2	7.6	16.0
계속사업순이익	69.4	-19.8	-0.5	27.0	56.7
당기순이익	69.4	-19.8	-0.5	27.0	56.7
지배주주순이익	65.5	-26.6	-0.5	27.5	57.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.3	-4.9	6.6	8.1	7.4
영업이익 증감율	10.4	-57.7	60.2	50.3	43.4
EBITDA 증감율	13.0	-24.7	24.4	17.4	17.7
지배주주순이익 증감율	-46.8	-140.6	-98.1	-5,600.0	110.5
EPS 증감율	-46.9	적전	적지	흑전	110.2
매출총이익율(%)	34.0	29.8	29.2	30.7	31.8
영업이익률(%)	4.8	2.1	3.2	4.4	5.9
EBITDA Margin(%)	8.6	6.8	7.9	8.6	9.4
지배주주순이익률(%)	3.8	-1.6	0.0	1.5	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	119.2	-5.5	37.3	43.9	67.1
당기순이익	69.4	-19.8	-0.5	27.0	56.7
비현금항목의 가감	112.3	155.7	114.5	117.4	116.1
유형자산감가상각비	57.5	66.4	71.2	68.0	61.2
무형자산감가상각비	7.6	9.5	10.9	10.3	9.7
지분법평가손익	-58.7	-38.4	0.0	0.0	0.0
기타	105.9	118.2	32.4	39.1	45.2
영업활동자산부채증감	-8.9	-100.3	-52.2	-69.2	-68.4
매출채권및기타채권의감소	7.2	-45.2	-29.8	-39.2	-38.8
재고자산의감소	1.7	-69.2	-34.1	-44.8	-44.3
매입채무및기타채무의증가	-1.5	101.8	12.1	15.1	15.0
기타	-16.3	-87.7	-0.4	-0.3	-0.3
기타현금흐름	-53.6	-41.1	-24.5	-31.3	-37.3
투자활동 현금흐름	-205.3	-150.2	-56.1	-56.1	-56.1
유형자산의 취득	-58.0	-79.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.5	1.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-36.7	-45.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-109.8	11.6	-17.2	-17.2	-17.2
단기금융자산의감소(증가)	9.0	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	-11.3	-38.7	-38.9	-38.9	-38.9
재무활동 현금흐름	-2.5	100.5	-24.8	-24.8	-24.8
차입금의 증가(감소)	-12.0	133.0	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	-24.0	-24.8	-17.1	-17.1	-17.1
기타	33.5	-7.7	-7.7	-7.7	-7.7
기타현금흐름	7.9	-0.5	55.2	55.2	55.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-80.7	-55.7	11.6	18.2	41.4
기초현금 및 현금성자산	186.1	105.4	49.7	61.3	79.5
기말현금 및 현금성자산	105.4	49.7	61.3	79.5	120.9

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	980.4	1,039.1	1,114.9	1,217.5	1,342.4
현금 및 현금성자산	105.4	49.7	61.3	79.6	121.0
단기금융자산	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
매출채권 및 기타채권	412.4	451.3	481.1	520.3	559.1
재고자산	442.4	516.2	550.4	595.2	639.5
기타유동자산	11.8	14.1	14.3	14.6	15.0
비유동자산	1,545.1	1,604.2	1,539.3	1,478.3	1,424.6
투자자산	221.1	209.4	226.7	243.9	261.1
유형자산	822.4	828.0	756.9	688.9	627.8
무형자산	311.6	337.9	327.0	316.6	306.9
기타비유동자산	190.0	228.9	228.7	228.9	228.8
자산총계	2,525.5	2,643.3	2,654.3	2,695.8	2,767.0
유동부채	540.7	868.9	881.0	896.1	911.1
매입채무 및 기타채무	255.0	271.2	283.3	298.4	313.4
단기금융부채	199.0	532.6	532.6	532.6	532.6
기타유동부채	86.7	65.1	65.1	65.1	65.1
비유동부채	418.2	234.5	234.5	234.5	234.5
장기금융부채	376.5	191.4	191.4	191.4	191.4
기타비유동부채	41.7	43.1	43.1	43.1	43.1
부채총계	958.9	1,103.5	1,115.5	1,130.6	1,145.6
자본지분	1,328.1	1,300.2	1,299.1	1,326.1	1,383.4
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	393.5	393.6	393.6	393.6	393.6
기타자본	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타포괄손익누계액	8.4	10.9	27.5	44.0	60.6
이익잉여금	903.5	873.0	855.3	865.7	906.5
비지배지분	238.5	239.6	239.6	239.1	238.0
자본총계	1,566.6	1,539.9	1,538.8	1,565.2	1,621.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,601	-2,279	-47	2,355	4,951
BPS	113,645	111,259	111,164	113,470	118,372
CFPS	15,549	11,625	9,748	12,354	14,790
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	23.1	-	-	66.8	31.8
PER(최고)	40.1	-	-	-	-
PER(최저)	20.3	-	-	-	-
PBR	1.14	1.13	1.42	1.39	1.33
PBR(최고)	1.98	1.26	1.60	-	-
PBR(최저)	1.00	0.84	0.97	-	-
PSR	0.88	0.90	1.06	0.98	0.91
PCFR	8.3	10.8	16.1	12.7	10.6
EV/EBITDA	15.1	21.5	19.9	16.8	14.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.8	-86.4	-3,203.2	63.4	30.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0
ROA	2.8	-0.8	0.0	1.0	2.1
ROE	5.0	-2.0	0.0	2.1	4.3
ROIC	3.2	1.0	2.2	3.3	4.8
매출채권회전율	4.1	3.8	3.7	3.7	3.7
재고자산회전율	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3
부채비율	61.2	71.7	72.5	72.2	70.7
순차입금비율	29.5	43.3	42.6	40.7	36.7
이자보상배율	4.4	1.2	1.9	2.9	4.2
총차입금	575.5	724.0	724.0	724.0	724.0
순차입금	461.7	666.5	654.9	636.7	595.2
EBITDA	146.4	110.3	137.2	161.1	189.6
FCF	20.4	-129.5	72.9	73.7	95.1

Compliance Notice

- 당사는 10월 17일 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

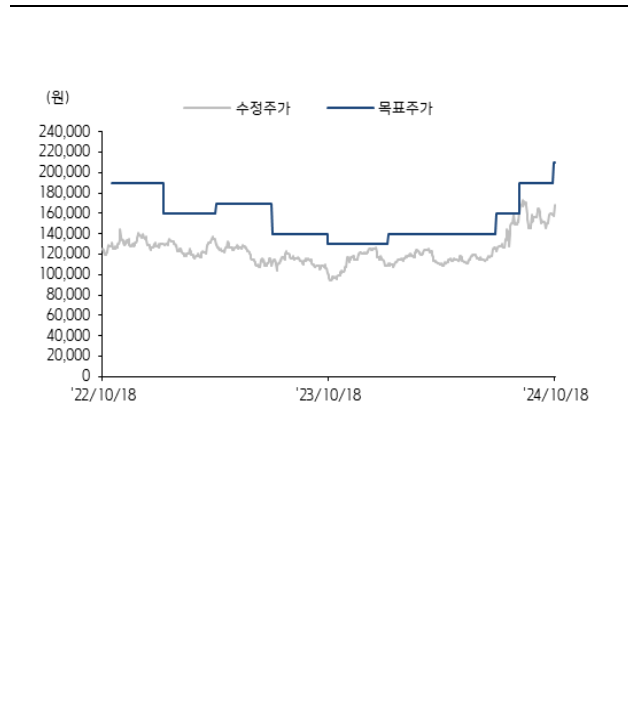
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-30.85	-23.68
(006280)	2023-01-25	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-21.67	-13.94
	2023-04-19	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-29.00	-22.35
	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	-12.97	2.50
	2024-08-22	Outperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-16.85	-8.95
	2024-10-18	Buy (Upgrade)	210,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

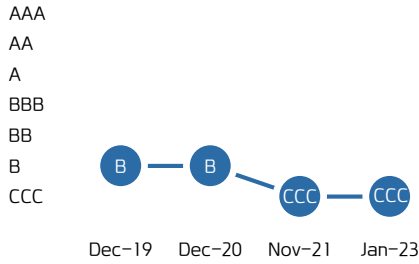
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/10/01~2024/09/30)

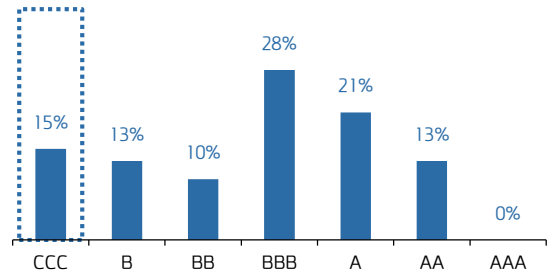
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 바이오텍 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 (바이오텍)	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	◀▶
녹십자	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ●●●●● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터