

2024. 12. 11

Tech팀

서근희, Ph.D.
Senior Analyst
keunhee.seo@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	210,000원	42.1%
현재주가	147,800원	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	11,686,538주 (46.2%)	
52주 최저/최고	108,100원/174,700원	
60일-평균거래대금	102.7억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
녹십자 (%)	-4.2	24.0	21.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	1.5	38.5	26.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	210,000	200,000	5.0%
2024E EPS	845	-488	nm
2025E EPS	4,883	4,895	-0.2%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	199,917
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

녹십자 (006280)

2025년 Alyglo 기반 구조적 성장의 첫 발걸음

- 투자 의견 BUY, 목표주가 21만원으로 상향: 2025년 Alyglo 미국 매출 성장, 헨터라제 수출 회복, 백신 품목 다변화로 큰 폭의 실적 개선 전망.

WHAT'S THE STORY?

2025년 outlook: 2025년 매출액 1조 8,827억원(+11.4% y-y), 영업이익 971억원(+91.5% y-y) 추정(컨센서스: FnGuide 매출액 1조 8,945억원, 영업이익 977억원). 미국 Alyglo 매출액은 1,746억원(+191.9% y-y)으로 추정. 녹십자의 면역글로불린 제품인 Alyglo(IVIG 10%)의 미국 매출 전망은 여전히 긍정적. 미국 Alyglo(IVIG 10%)는 8월부터 본격 판매 개시. 현재 주요 3대 PBM(Cigna(CI US), United Healthcare(유나이티드헬스 그룹(UNH US)), Express Scripts)과의 계약이 완료되었으며, 6곳의 PBM/GPO, 11곳의 SP와 계약을 체결하면서 미국 내 사보험 가입자의 80% 확보. 2024년 Alyglo 매출액 598억원 전망(3분기 306억원 기록, 4분기 292억원 -4.5% q-q 예상). 미국항 혈액제제(HS Code 3002.12.3000) 7월부터 11월까지 누적 4천7백만달러 기록. 하반기에는 미국항 혈액제제 수출이 월별 변동성이 컸으나, 2025년에는 매월 균등 출하 예상. 미국 면역글로불린 수요 증가로 미국 내 혈액원 인수 추진(1H25 인수 목표). 혈액원 추가 확보되면 2025년 Alyglo 추정치 상향 조정.

혈액제제 시장 현황 업데이트: 미국 면역글로불린 시장은 1) Off-label 처방 확대로 공급 부족, 2) Off-label 처방에도 보험 급여 가능, 3) 브랜드가 아닌 성분 처방 가능. 이러한 특징으로 후발 업체의 면역글로불린 매출도 빠르게 성장 중. 후발 주자인 ADMA 바이오로직스(ADMA US, 시가총액 45억 달러)는 2024년 3분기 1억 1,980만 달러 매출(+78% y-y) 기록, 이러한 성장은 주력 제품인 면역글로불린 ASCENIV의 수요 증가와 고마진 제품 포트폴리오 확대에서 기인. 따라서 녹십자 역시도 미국 면역글로불린 시장에서 성장의 기회를 잡을 수 있을 것으로 판단.

투자 의견 BUY, 목표주가 21만원으로 상향: 12M Fwd(1Q25-4Q25) EBITDA 1,742억원에 제약사 평균 EV/EBITDA 14배 적용, 원 달러 환율 상승 반영한 Alyglo 가치 반영하여 목표주가 상향 조정. 2024년 자회사 코로나19 진단/백신 매출 감소, 러시아 우크라이나 전쟁 및 이집트 외환위기에 따라 헨터라제 수출 감소, 독감 백신 경쟁 심화, 기술 도입 및 임상 진전에 따른 R&D 비용 증가 등으로 영업이익 부진 지속. 2025년에는 Alyglo 미국 매출의 가파른 성장과 함께, 헨터라제 매출 회복, 백신 품목 다변화(수두 백신, 탄저균 백신, BCG백신)로 실적 개선 전망.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,627	1,690	1,883	1,998
영업이익 (십억원)	34	51	97	121
순이익 (십억원)	-20	7	62	86
EPS (adj) (원)	-2,279	845	4,883	5,871
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	477.6	20.2
EBITDA margin (%)	6.8	7.8	9.3	9.6
ROE (%)	-2.0	0.8	4.3	5.0
P/E (adj) (배)	n/a	174.8	30.3	25.2
P/B (배)	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	21.7	21.4	15.9	14.4
Dividend yield (%)	1.2	1.1	1.1	1.1

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

4Q24 실적 전망

(십억원)	4Q24E	3Q24	4Q23	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	450.5	464.9	404.9	467.5	(3.1)	11.2	(3.6)
영업이익	8.5	39.6	(8.4)	10.7	(78.5)	흑전	(20.4)
세전이익	14.2	42.9	(29.2)	5.9	(66.9)	흑전	142.9
지배주주순이익	8.9	33.3	(19.9)	5.3	(73.3)	흑전	67.3
이익률 (%)							
영업이익	1.9	8.5	(2.1)	2.3			
세전이익	3.2	9.2	(7.2)	1.3			
지배주주순이익	2.0	7.2	(4.9)	1.1			

자료: 녹십자, FnGuide, 삼성증권 추정

녹십자 목표주가 산출

(십억원)	환산가치	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업 가치 (A)	2,438	174.2	14.0
비영업 가치 (B)	853		
IVG-SN	853		
순차입금 (C)	797		
합산 가치 (A+B-C)	2,494		
보통주 수 (D, 천주)	11,687		
적정 주가 (A/D)	213,447		
목표주가 (원)	210,000		

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	1,690	1,883	349	433	439	405	357	417	465	450	399	474	501	509
YoY (%)	(4.9)	3.9	11.4	(16.2)	2.3	(4.4)	(1.6)	2.1	(3.6)	5.8	11.2	11.8	13.5	7.8	13.0
혈액제제	425	467	599	103	102	100	119	89	91	137	150	122	129	153	195
국내	311	307	316	80	76	78	77	74	75	81	78	75	76	83	81
해외	114	160	283	23	26	22	42	15	16	56	72	47	52	70	114
ALYGLO	0	60	175	0	0	0	0	0	0	31	29	30	35	42	68
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	1,206	1,321	250	292	298	301	270	289	319	328	275	339	336	370
YoY (%)	1.1	5.6	9.5	(7.9)	3.8	2.8	5.4	8.2	(1.1)	7.0	8.7	1.9	17.5	5.1	13.0
원가율	70.2	71.4	70.2	71.5	67.5	67.9	74.4	75.8	69.2	68.7	72.7	69.1	71.7	67.0	72.7
판매비	450	432	465	113	117	108	112	101	111	106	114	105	113	118	129
YoY (%)	(10.1)	(3.9)	7.5	9.2	(9.1)	(10.2)	(24.3)	(10.3)	(5.3)	(2.0)	2.1	3.1	1.9	11.9	12.6
판매비율 (%)	27.7	25.6	24.7	32.3	27.1	24.6	27.6	28.4	26.6	22.8	25.4	26.2	23.9	23.6	25.3
영업이익	34	51	97	-14	24	33	-8	-15	18	40	9	19	21	47	10
YoY (%)	(57.6)	47.3	91.5	적전	81.1	(32.8)	적지	적지	(25.5)	20.8	흑전	흑전	20.2	18.7	18.0
영업이익률 (%)	2.1	3.0	5.2	(3.9)	5.5	7.5	(2.1)	(4.2)	4.2	8.5	1.9	4.7	4.5	9.4	2.0
세전이익	-27	17	79	-21	6	17	-29	-32	-8	43	14	13	14	44	8
YoY (%)	적전	흑전	353.9	적전	(48.8)	(71.3)	적지	적지	적전	155.0	흑전	흑전	흑전	1.8	(46.7)
지배주주순이익	-27	10	57	-22	2	14	-20	-25	-7	33	9	9	10	32	5
YoY (%)	적전	흑전	477.6	적전	(86.3)	(62.9)	적전	적지	적전	138.9	흑전	흑전	흑전	(2.7)	(40.1)
순이익률 (%)	(1.6)	0.6	3.0	(6.4)	0.4	3.2	(4.9)	(7.1)	(1.7)	7.2	2.0	2.4	2.1	6.5	1.0

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,711	1,627	1,690	1,883	1,998
매출원가	1,130	1,142	1,206	1,321	1,393
매출총이익	582	485	483	562	605
(매출총이익률, %)	34.0	29.8	28.6	29.8	30.3
판매 및 일반관리비	501	450	432	465	485
영업이익	81	34	51	97	121
(영업이익률, %)	4.7	2.1	3.0	5.2	6.0
영업외손익	4	-62	-33	-18	-11
금융수익	15	11	15	16	17
금융비용	27	32	43	18	18
지분법손익	-18	-38	2	-18	-14
기타	35	-2	-7	2	4
세전이익	86	-27	17	79	110
법인세	16	-7	10	17	24
(법인세율, %)	19.0	27.0	58.8	22.0	22.0
계속사업이익	69	-20	7	62	86
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	69	-20	7	62	86
(순이익률, %)	4.1	-1.2	0.4	3.3	4.3
지배주주순이익	65	-27	10	57	69
비지배주주순이익	4	7	-3	4	17
EBITDA	146	110	131	174	192
(EBITDA 이익률, %)	8.6	6.8	7.8	9.3	9.6
EPS (지배주주)	5,601	-2,279	845	4,883	5,871
EPS (연결기준)	5,940	-1,695	613	5,264	7,338
수정 EPS (원)*	5,601	-2,279	845	4,883	5,871

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	119	-5	-86	69	38
당기순이익	69	-20	7	62	86
현금유출입이없는 비용 및 수익	112	156	160	102	102
유형자산 감가상각비	57	66	66	62	57
무형자산 상각비	8	9	14	15	14
기타	47	80	80	25	30
영업활동 자산부채 변동	-9	-100	-210	-62	-111
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	-0	48	17
기초현금	186	105	50	50	98
기말현금	105	50	50	98	114
Gross cash flow	182	136	168	163	187
Free cash flow	61	-85	-112	69	38

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 녹십자, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	980	1,039	1,263	1,423	1,605
현금 및 현금등가물	105	50	50	98	114
매출채권	394	437	480	500	563
재고자산	442	516	691	778	876
기타	39	36	42	47	53
비유동자산	1,545	1,604	1,555	1,491	1,434
투자자산	221	209	227	240	255
유형자산	822	828	797	736	679
무형자산	312	338	325	310	296
기타	190	229	205	205	205
자산총계	2,526	2,643	2,818	2,913	3,039
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	482	487	492
사채 및 장기차입금	279	85	339	339	339
기타 비유동부채	139	150	142	147	153
부채총계	959	1,103	1,284	1,334	1,392
자배주주지분	1,328	1,300	1,298	1,338	1,390
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	394	394	394	394
이익잉여금	903	873	866	906	957
기타	-27	-25	-21	-21	-21
비지배주주지분	239	240	236	241	258
자본총계	1,567	1,540	1,535	1,579	1,648
순부채	488	689	843	797	783

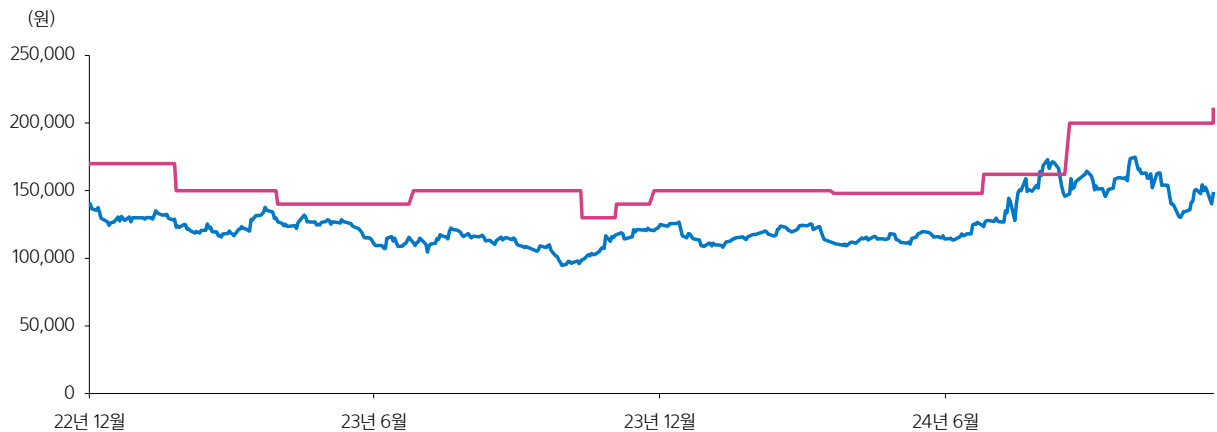
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	11.3	-4.9	3.9	11.4	6.1
영업이익	10.3	-57.6	47.3	91.5	24.5
순이익	-49.3	적전	흑전	759.2	39.4
수정 EPS**	-46.5	적전	흑전	477.6	20.2
주당지표					
EPS (지배주주)	5,601	-2,279	845	4,883	5,871
EPS (연결기준)	5,940	-1,695	613	5,264	7,338
수정 EPS**	5,601	-2,279	845	4,883	5,871
BPS	116,367	113,924	113,742	117,242	121,753
DPS (보통주)	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuations (배)					
P/E***	23.1	n/a	174.8	30.3	25.2
P/B***	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	15.3	21.7	21.4	15.9	14.4
비율					
ROE (%)	5.0	-2.0	0.8	4.3	5.0
ROA (%)	2.8	-0.8	0.3	2.1	2.9
ROIC (%)	3.6	1.3	1.0	3.6	4.4
배당성향 (%)	30.5	-64.3	173.3	30.0	25.0
배당수익률 (보통주, %)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
순부채비율 (%)	31.1	44.7	55.0	50.5	47.5
이자보상배율 (배)	4.4	1.2	1.3	5.4	6.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 12월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 12월 10일 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 주식투자 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
투자의견	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	170,000	150,000	140,000	150,000	130,000	140,000	150,000	148,000	162,000	200,000	210,000
과리율 (평균)	-23.87	-17.36	-14.14	-26.38	-17.05	-14.96	-21.42	-22.05	-9.01	-23.41	
과리율 (최대/최소)	-14.71	-8.20	-5.71	-18.33	-10.00	-12.64	-15.47	-14.46	6.79	-12.65	

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 2024.09.30 기준

매수(81.3%) 중립(18.7%) 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