



Buy(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(4/12): 110,700원

시가총액: 12,937억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/12)		2,681.82pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	137,700 원	94,600원
등락률	-19.6%	17.0%
수익률	절대	상대
1M	-9.4%	-9.4%
6M	0.7%	-6.9%
1Y	-17.6%	-21.7%

Company Data

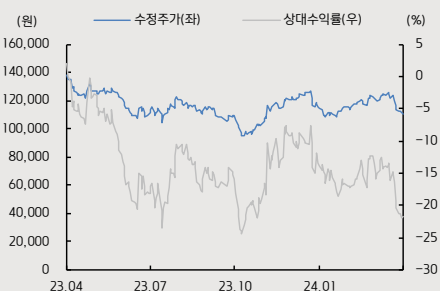
발행주식수	11,687 천주
일평균 거래량(3M)	22천주
외국인 지분율	18.6%
배당수익률(2024E)	1.4%
BPS(2024E)	113,032원
주요 주주	녹십자홀딩스 외 11 인
	51.4%

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,760.7	1,887.4
영업이익	81.3	34.4	66.5	109.9
EBITDA	146.4	110.3	148.5	184.7
세전이익	85.7	-27.1	28.7	75.2
순이익	69.4	-19.8	22.4	58.6
지배주주지분순이익	65.5	-26.6	21.3	55.7
EPS(원)	5,601	-2,279	1,821	4,766
증감률(% YoY)	-46.9	적전	흑전	161.6
PER(배)	23.1	-55.1	60.8	23.2
PBR(배)	1.14	1.13	0.98	0.94
EV/EBITDA(배)	15.1	21.5	14.7	11.5
영업이익률(%)	4.8	2.1	3.8	5.8
ROE(%)	5.0	-2.0	1.6	4.1
순차입금비율(%)	29.5	43.3	41.3	36.5

자료: 키움증권

Price Trend



녹십자 (006280)

1Q 적자이나, 2Q 회복과 PBM 등재 기대



1분기 실적은 매출 성장 둔화와 더불어 면역글로불린 제제 알리글로의 미국 진출을 앞두고 인건비 및 마케팅 비용 증가로 영업 적자가 지속되며 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. 다만, 1분기 실적을 저점으로 2분기부터 남반구 백신 집중으로 수익성 회복이 전망되며 알리글로의 대형 PBM 등재도 기대됩니다.

>>> 1분기 영업적자로 기대치 하회 전망

1분기 매출액은 3,560억원(YoY +2%, QoQ -12%), 영업이익 -105억원(YoY 적지, QoQ 적지)로 시장 컨센서스 매출액 3,714억원과 영업이익 51억원을 하회할 것으로 전망된다.

의료 파업 영향은 국소지혈제 그린플라스트 품목 정도로 약 10억원 내외의 영향만 있었을 것으로 예상되어, 처방 실적에 미치는 영향은 제한적이었을 것으로 보인다. 이보다도 배리셀라 수두 백신이 하반기로 이연되었고, 남반구 독감 백신 또한 2분기에 집중 및 IVIG 해외 공급 물량 조절 등으로 인한 매출 성장 둔화 영향이 있었을 것으로 추측된다.

매출 성장이 제한되면서, 녹십자 별도 기준으로 전년동기 대비 적자 폭은 줄었을 것으로 보이나 여전히 적자 지속이 전망된다. 알리글로(IVIG)의 미국 직접 판매를 위한 인건비 및 마케팅 비용 증가로 미국 법인 또한 적자가 예상되면서 1분기 영업적자가 지속될 것으로 보인다.

>>> 1분기 실적 분기 저점. 2Q부터 회복과 PBM 등재 기대

2분기부터는 남반구 독감 백신 매출 집중되면서 수익성 회복이 기대되고, 하반기에는 면역글로불린 제제 알리글로(Alyglo)가 미국에 출시되면서 안정적인 4분기 적자를 탈피할 수 있을 것으로 기대한다. 올해 연결 매출액은 1조 7,607억원(YoY +8%), 영업이익 665억원(YoY +92%, OPM +4%)가 전망된다.

알리글로의 미국 출시는 7월이며, 올해 알리글로의 매출액 \$30mn(약 416억원)을 목표로 하고 있다. 출시전인 2분기 중에 대형 PBM(약국급여관리자) 계약하여 7/1일 포물러리(Formulary) 등재가 예상된다.

R&D 모멘텀으로는 한미약품과 공동 개발하는 파브리병 치료제 LA-GLA가 하반기 미국 1상 진입, 산필리포증후군 치료제(MPS III A) 미국 1상 진입, 미국 관계사인 큐레보의 대상포진 백신 3상이 연말 중 진입하는 등 데이터 발표 보다는 임상 진척이 진행될 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 14만원 유지

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q24E	컨센서스	차이	2024E	컨센서스	차이
매출액	356.0	371.4	-4%	1,760.7	1,740.1	1.2%
yoy	1.9%	6.3%		8.2%	7.0%	
영업이익	-10.5	5.1	-	66.5	60.7	9.5%
yoy	적지	-		92.1%	75.5%	
OPM	-	-		3.8%	3.5%	
지배주주순이익	-17.7	2.4	-	21.3	20.8	2.3%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1QE	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
혈액	103.3	102.1	99.9	119.3	424.6	93.5	110.2	121.1	142.2	467.1
백신	27.1	97.4	101.3	40.1	265.9	19.6	97.6	109.8	52.2	279.2
일반제제류	91.5	98.9	104.3	101	395.7	101.1	100.7	121	104.5	427.4
CHC	31.8	29.1	32.3	30.5	123.7	31.7	31.1	33.3	32.5	128.6
자회사	95.8	105.4	101.6	114.1	416.9	110.1	110.7	108.4	129.4	458.6
매출액	349.5	432.9	439.4	404.9	1,626.8	356.0	450.3	493.7	460.9	1,760.8
YOY	-16.2%	2.3%	-4.4%	-1.6%	-4.9%	1.9%	4.0%	12.4%	13.8%	8.2%
원가	250.0	292.1	298.5	301.4	1,142.00	254.7	303.8	332.9	329.2	1,220.7
원가율	71.5%	67.5%	67.9%	74.4%	70.2%	71.5%	67.5%	67.4%	71.4%	69.3%
매출총이익	99.5	140.8	140.9	103.5	484.8	101.3	146.5	160.7	131.6	540.2
판매관리비	113.1	117.1	108.1	111.9	450.2	111.8	116.4	116.9	128.6	473.7
판매관리비율	32.3%	27.1%	24.6%	27.6%	27.7%	31.4%	25.8%	23.7%	27.9%	26.9%
영업이익	-13.6	23.7	32.8	-8.4	34.6	-10.5	30.1	43.9	3.0	66.5
YOY	적전	81.1%	-32.8%	적지	-57.40%	적지	27.0%	33.9%	흑전	92.1%
OPM	-	5.5%	7.5%	-	2.10%	-	6.7%	8.9%	0.7%	3.8%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업이익	22,117	Fw12m EBITDA 에 상위 제약사 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 적용
② 순차입금	6,661	
③ 유통 주식 수	11,413	자사주 제외
④ 기업가치(=①-②)	15,456	
⑤ 목표주가(=④/③)	140,000	

상위제약사: 한미약품, 유한양행, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

R&D 파이프라인

	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Registration/Approved
Plasma Derivative	GC5125 vWF 결핍증 치료제 (FDA pre-IND 미팅)			GC5107D 미국 PID 치료제 (소아)	GC5107B 미국 PID 치료제 (허가 신청 → 승인)
Vaccine	GC4002 mRNA Flu 백신 (1가 → 4가) GC3111 Tdap 백신		MG1120/CRV-101 대상 포진 백신 GC1109 탄저 백신 MG1111C 수두 백신 (2 dose)		MG1111 수두 백신 GC1109 탄저 백신 (NDA 제출) GC3107 BCG 백신 (NDA 제출)
Innovative medicine	GC1126A TTP 치료제 GC1134 파브리병 치료제 GC1130 MPS IIIA 치료제 (FDA pre-IND 미팅)	MG1113 혈우병 A/B 치료제 GC1123 한국 중증 헌터증후군 치료제		GC1138 글렌즈만 혈소판무력증 치료제	GC2127 알라질 증후군 치료제 (허가 신청 → 승인) GC1101 중국 재조합 혈우병A 치료제 GC1111 헌터증후군 치료제 (조건부 허가 → 정식 허가)

자료: 녹십자, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	1,711.3	1,626.6	1,760.7	1,887.4	2,080.0
매출원가	1,129.5	1,142.0	1,220.6	1,281.1	1,391.0
매출총이익	581.8	484.6	540.1	606.3	689.0
판매비	500.5	450.2	473.7	496.4	534.5
영업이익	81.3	34.4	66.5	109.9	154.5
EBITDA	146.4	110.3	148.5	184.7	222.6
영업외손익	4.5	-61.6	-37.7	-34.8	-31.9
이자수익	3.5	3.2	4.4	7.3	10.1
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	-19.0	-19.0	-19.0
기타	34.9	1.1	2.6	2.6	2.7
법인세차감전이익	85.7	-27.1	28.7	75.2	122.6
법인세비용	16.3	-7.3	6.3	16.5	27.0
계속사업순손익	69.4	-19.8	22.4	58.6	95.6
당기순이익	69.4	-19.8	22.4	58.6	95.6
지배주주순이익	65.5	-26.6	21.3	55.7	90.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.3	-4.9	8.2	7.2	10.2
영업이익 증감율	10.4	-57.7	93.3	65.3	40.6
EBITDA 증감율	13.0	-24.7	34.6	24.4	20.5
지배주주순이익 증감율	-46.8	-140.6	-180.1	161.5	63.0
EPS 증감율	-46.9	적전	흑전	161.6	63.1
매출총이익율(%)	34.0	29.8	30.7	32.1	33.1
영업이익율(%)	4.8	2.1	3.8	5.8	7.4
EBITDA Margin(%)	8.6	6.8	8.4	9.8	10.7
지배주주순이익율(%)	3.8	-1.6	1.2	3.0	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	119.2	-5.5	46.8	79.4	76.4
당기순이익	69.4	-19.8	22.4	58.6	95.6
비현금항목의 가감	112.3	155.7	120.4	120.3	121.2
유형자산감가상각비	57.5	66.4	71.2	64.4	58.3
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	38.3	45.6	53.2
영업활동자산부채증감	-8.9	-100.3	-65.6	-61.9	-95.2
매출채권및기타채권의감소	7.2	-45.2	-37.2	-35.2	-53.4
재고자산의감소	1.7	-69.2	-42.5	-40.2	-61.1
매입채무및기타채무의증가	-1.5	101.8	14.4	13.8	19.7
기타	-16.3	-87.7	-0.3	-0.3	-0.4
기타현금흐름	-53.6	-41.1	-30.4	-37.6	-45.2
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	21.1	53.7	50.7
기초현금 및 현금성자산	186.1	105.4	49.7	70.8	124.4
기말현금 및 현금성자산	105.4	49.7	70.8	124.4	175.1

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	980.4	1,039.1	1,140.2	1,269.6	1,435.1
현금 및 현금성자산	105.4	49.7	70.8	124.4	175.1
단기금융자산	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
매출채권 및 기타채권	412.4	451.3	488.5	523.7	577.1
재고자산	442.4	516.2	558.8	599.0	660.1
기타유동자산	11.8	14.1	14.3	14.7	15.0
비유동자산	1,545.1	1,604.2	1,539.3	1,481.8	1,431.0
투자자산	221.1	209.4	226.7	243.9	261.1
유형자산	822.4	828.0	756.9	692.5	634.1
무형자산	311.6	337.9	327.0	316.6	306.9
기타비유동자산	190.0	228.9	228.7	228.8	228.9
자산총계	2,525.5	2,643.3	2,679.5	2,751.4	2,866.1
유동부채	540.7	868.9	883.3	897.1	916.8
매입채무 및 기타채무	255.0	271.2	285.6	299.4	319.1
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	1,117.8	1,131.7	1,151.3
지배자본	1,328.1	1,300.2	1,321.0	1,376.1	1,466.3
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	877.2	915.7	989.4
비지배자본	238.5	239.6	240.7	243.7	248.5
자본총계	1,566.6	1,539.9	1,561.7	1,619.7	1,714.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,601	-2,279	1,821	4,766	7,773
BPS	113,645	111,259	113,032	117,748	125,472
CFPS	15,549	11,625	12,220	15,310	18,556
DPS	1,750	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	23.1	-55.1	60.8	23.2	14.2
PER(최고)	40.1	-61.7	70.2		
PER(최저)	20.3	-40.8	59.1		
PBR	1.14	1.13	0.98	0.94	0.88
PBR(최고)	1.98	1.26	1.13		
PBR(최저)	1.00	0.84	0.95		
PSR	0.88	0.90	0.73	0.69	0.62
PCFR	8.3	10.8	9.1	7.2	6.0
EV/EBITDA	15.1	21.5	14.7	11.5	9.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.8	-86.4	76.4	29.2	17.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
ROA	2.8	-0.8	0.8	2.2	3.4
ROE	5.0	-2.0	1.6	4.1	6.4
ROIC	3.2	1.0	2.6	4.4	6.1
매출채권회전율	4.1	3.8	3.7	3.7	3.8
재고자산회전율	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3
부채비율	61.2	71.7	71.6	69.9	67.1
순차입금비용	29.5	43.3	41.3	36.5	31.6
이자보상배율	4.4	1.2	2.3	3.9	5.4
총차입금	575.5	724.0	724.0	724.0	724.0
순차입금	461.7	666.5	645.4	591.8	541.1
EBITDA	146.4	110.3	148.5	184.7	222.6
FCF	20.4	-129.5	68.3	98.6	93.4

Compliance Notice

- 당사는 4월 12일 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.

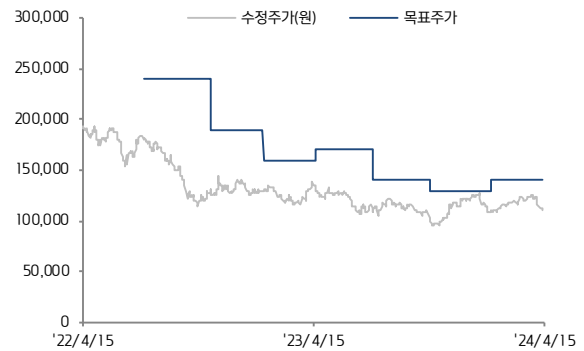
고지사항

- 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	2022-07-18	Buy(Maintain)	240,000원	6개월	-38.19	-23.96
(006280)	2022-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-30.85	-23.68
	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	-16.25	-10.43
	2024-04-15	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

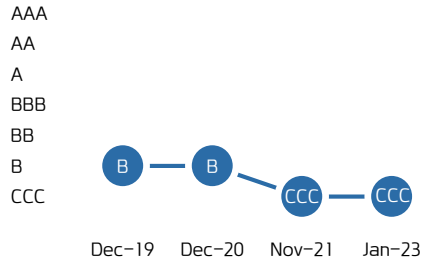
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

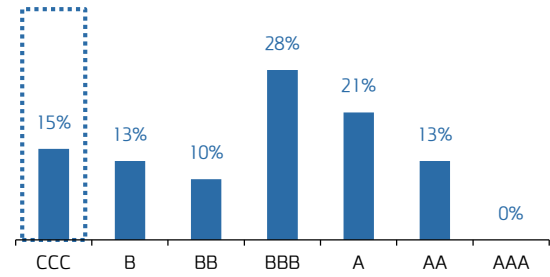
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

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