

녹십자 006280

혈액원 인수를 통한 알리글로 매출 가속화 실현

혈액원 ABO holdings 인수

녹십자는 11일 공시를 통해 미국 혈장 분획제제 사업 확대 목적으로 ABO 홀딩스 지분 전량을 약 1,380억원에 인수하였음을 밝혔다. 지분 취득 예정일은 2025년 1월 31일이다. ABO 홀딩스 인수 자금은 '포휴먼라이프 제 1호 사모투자 합자회사' 처분금 약 823억원 및 차입 등의 추가 자금 조달을 통해 조달할 것으로 예상된다. ABO 홀딩스는 뉴저지 등의 3개 지역에 이미 6개의 혈액원을 운영하고 있으며 2026년부터는 텍사스주에 추가로 2개의 혈액원이 가동될 예정이다. 이는 미국 내 알리글로의 높은 수요에 맞추어 당초 예정되어있던 2027년보다 빠르게 진행한 건으로 이러한 혈액원 인수를 반영하여 '25 ~ '26년 알리글로 매출을 보다 상향 조정하였다. 현재 IVIG 시장은 Off-label 처방 확대로 공급 부족 상태에 있어 후발주자인 알리글로의 성장이 매우 용이할 것으로 전망한다.

구조적 턴어라운드 돌입의 해

'24년까지 경쟁사 진입으로 인한 독감백신 경쟁 격화 및 러·우전쟁 및 이집트 외환위기로 인한 헨터라제 부진 등으로 실적은 줄곧 하향세를 그렸다. 그러나 1) 알리글로 미국 진출 및 2) 헨터라제 정상화, 3) 신규 백신 출시 등의 3가지 신규 매출원을 통해 녹십자는 2025년 구조적 턴어라운드에 돌입한 것으로 판단한다. 11일 성사된 美 혈액원 인수를 통해 알리글로는 보다 폭발적으로 성장할 것으로 전망된다. 트럼프 당선으로 인하여 백신 사업 불확실성에 대한 우려가 제기되었으나 실 영향은 구체화된 바 없어 과도한 우려로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 200,000원으로 상향

녹십자에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 200,000원을 제시하며 전통제약사 Top pick으로 추천한다. 목표주가를 기존 185,000원에서 약 8.1% 상향하였다. 이는 혈액원 인수를 통하여 2025년 알리글로 매출을 상향 조정하였음에 따른다. 내년부터 ABO 홀딩스와 인수 후 합병(PMI, Post-Merger Integration) 절차를 거칠 예정이며 본격적인 혈액 공급 확대는 2026년부터 적용될 것으로 전망한다. '26년 알리글로 매출액은 약 3,533억원으로 대폭 상승할 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,538	1,711	1,627	1,692	1,891
영업이익	74	81	34	46	92
영업이익률(%)	4.8	4.7	2.1	2.7	4.9
세전이익	173	86	-27	-16	33
지배주주지분순이익	123	65	-27	-14	24
EPS(원)	10,543	5,601	-2,279	-1,190	2,095
증감률(%)	52.0	-46.9	적전	적지	흑전
ROE(%)	10.3	5.0	-2.0	-1.1	1.9
PER(배)	20.7	23.1	-55.1	-131.4	74.6
PBR(배)	2.0	1.1	1.1	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	22.9	13.7	19.5	21.1	16.6

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2024.12.12

매수(유지)

목표주가(상향)	200,000원
현재주가(12/11)	156,400원
상승여력	27.9%

Stock Data

KOSPI	2,442.5pt
시가총액(보통주)	1,828십억원
발행주식수	11,687천주
액면가	5,000원
자본금	58십억원
60일 평균거래량	63천주
60일 평균거래대금	9,803백만원
외국인 지분율	20.0%
52주 최고가	181,800원
52주 최저가	107,600원
주요주주	
녹십자홀딩스(외 13인)	51.4%
국민연금공단(외 1인)	10.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	1.6	5.1
3M	3.4	6.2
6M	31.3	41.0

주가차트

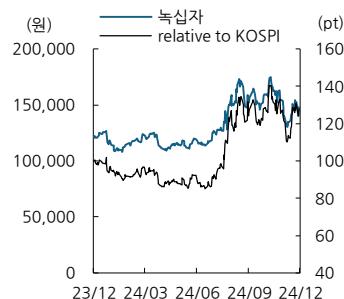


표1 Valuation Table

단위 : 십억원, 배, 천주, 원, %

항목	비고
① '25F 영업가치	1,463.4
12Fw. EBITDA	159.5
적정 EV/EBITDA multiple	14.3 국내 대형 제약사 12Fw. EV/EBITDA
순차입금	817.5 2025년 말 추정치
② 보유지분가치	142.9 보유 지분가치에서 30% 할인
녹십자엠에스	23.5
녹십자웰빙	25.5
지씨셀	93.9
③ 파이프라인 가치	624.4
MG 10%	624.4 WACC 7.5%, peak M/S 2.8%
④ 기업가치 (=①+②+③)	2,231
⑤ 주식수	11,413
목표주가 (=④/⑤)	195,448 =200,000원
증가	156,400
상승여력	27.9%

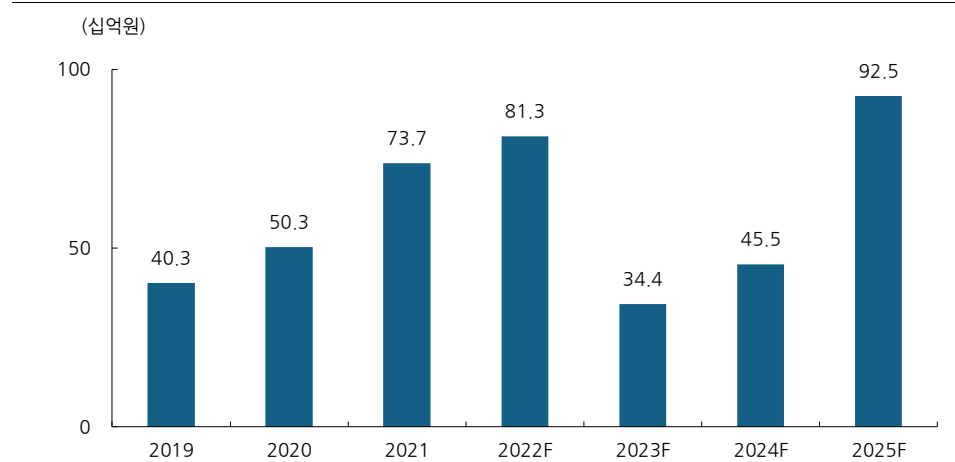
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	349.5	432.9	439.4	404.9	356.8	417.4	464.9	453.1	1,711.3	1,626.6	1,692.2	1,891.3
YoY	-16.2%	2.3%	-4.4%	-1.6%	2.1%	-3.6%	5.8%	11.9%	11.3%	-4.9%	4.0%	11.8%
국내	206.6	234.6	283.2	233.4	217.5	234.6	268.0	245.5	969.1	957.8	965.6	994.3
- 혈액제제류	79.9	76.1	77.5	77.1	74.0	74.5	80.8	84.8	329.5	310.6	314.1	329.8
- OTC 및 기타	31.1	27.8	31.7	28.6	25.9	31.1	31.4	27.2	176.1	119.2	115.6	114.3
- ETC 류	80.2	91.2	98.7	99.0	97.6	88.2	91.9	102.0	325.6	369.1	379.7	391.1
- 백신제제	15.4	39.5	75.3	28.7	20.0	40.8	63.9	31.6	137.9	158.9	156.3	159.1
해외	47.7	55.3	51.8	59.0	46.7	51.1	52.0	93.4	262.2	213.8	243.2	475.8
- 혈액제제류	23.4	26.0	22.4	42.1	15.4	16.2	55.8	66.5	90.9	113.9	153.9	299.5
*알라글로 미국 (연결 기준)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.0	47.6	0.0	0.0	63.6	201.1
- OTC 및 기타	0.7	1.3	0.6	1.9	1.8	0.5	1.1	1.3	14.3	4.5	4.7	4.5
- ETC 류	11.4	7.7	5.6	5.6	9.1	13.7	16.1	17.2	52.2	30.3	56.1	68.7
- 백신제제	11.7	57.8	26.0	7.7	11.6	45.7	30.5	8.5	118.5	103.2	96.3	103.0
자회사 매출 및 연결조정	95.8	105.4	101.6	114.2	101.6	106.8	93.4	114.2	466.5	417.0	416.0	421.2
매출총이익	99.5	140.8	140.9	103.5	86.4	128.5	145.5	129.4	581.8	484.6	489.8	562.8
GMP	28.5%	32.5%	32.1%	25.6%	24.2%	30.8%	31.3%	28.6%	34.0%	29.8%	28.9%	29.8%
YoY	-31.6%	-0.8%	-16.7%	-17.4%	-13.1%	-8.7%	3.3%	25.0%	11.8%	-16.7%	1.1%	14.9%
판매비 및 관리비	113.1	117.1	108.1	111.9	101.4	110.9	105.9	126.1	500.5	450.2	444.3	470.3
YoY	9.2%	-9.1%	-10.2%	-24.3%	-10.3%	-5.3%	-2.0%	12.7%	12.0%	-10.1%	-1.3%	5.8%
연구개발비	48.1	45.8	40.0	39.6	36.3	39.3	38.5	52.1	191.4	173.5	166.2	189.1
영업이익	-13.6	23.7	32.8	-8.4	-15.0	17.6	39.6	3.3	81.3	34.4	45.5	92.5
OPM	-3.9%	5.5%	7.5%	-2.1%	-4.2%	4.2%	8.5%	0.7%	4.7%	2.1%	2.7%	4.9%
YoY	적전	81.1%	흑전	적전	적지	흑전	20.8%	흑전	10.3%	-57.6%	32.2%	103.1%
당기순이익	-22.1	2.7	18.3	-18.6	-30.7	-9.1	35.8	-12.5	69.4	-19.8	-16.5	23.7
당기순이익률	-6.3%	0.6%	4.2%	-4.6%	-8.6%	-2.2%	7.7%	-2.8%	4.1%	-1.2%	-1.0%	1.3%
YoY	적전	흑전	흑전	적지	적지	적전	96.3%	적지	흑전	적전	적지	흑전

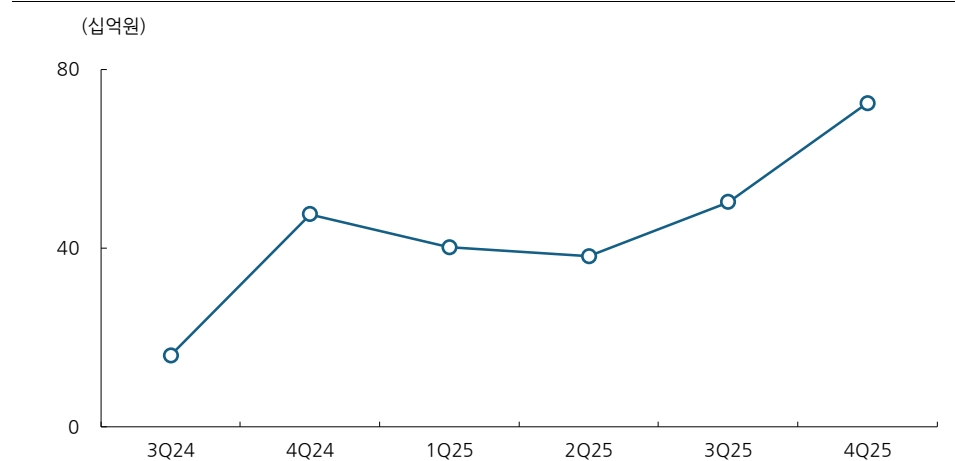
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 녹십자 영업이익 추이 및 전망



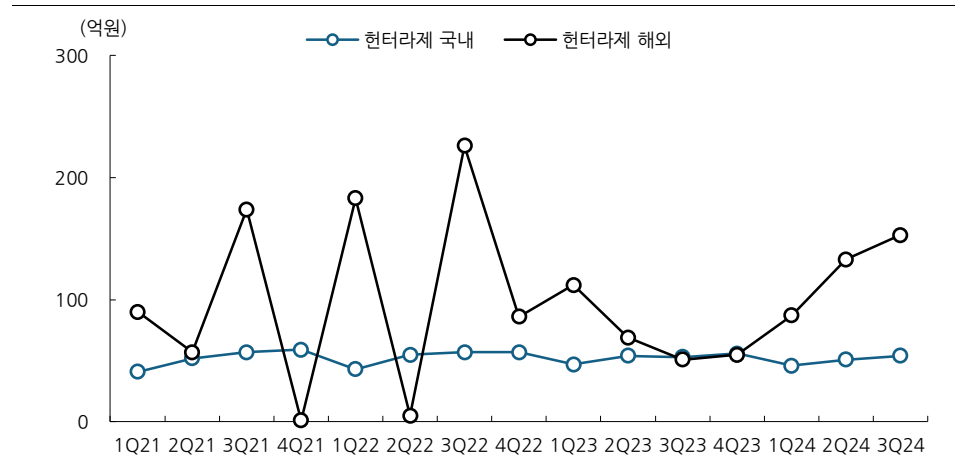
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 알리글로 미국 매출 추정 (연결기준, 분기)



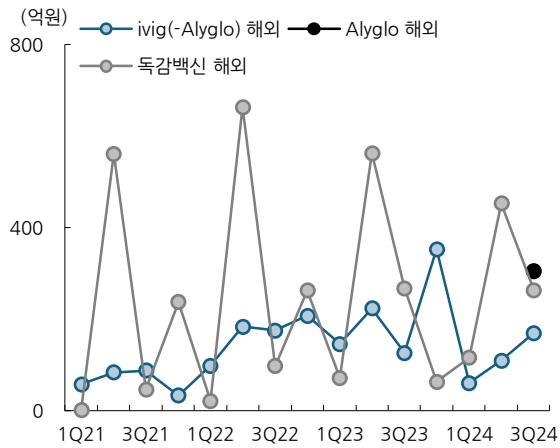
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 헨터라제 매출 정상궤도 진입



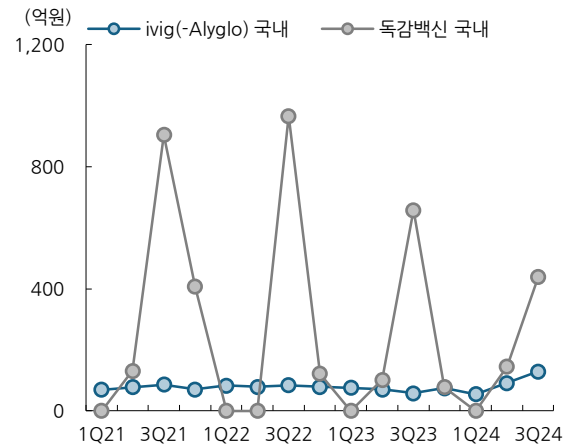
자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 주요품목 해외 수출 추이 및 전망



자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

그림5 주요품목 국내 매출 추이 및 전망



자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

그림6 녹십자 R&D Timeline

R&D TIMELINE

		2024	2025	2026
Plasma Derivative (혈액제제)	GC5125A 미국 vWF 결핍증 치료제	임상 1상 IND 제출		
	GC5107D 미국 PID 치료제(소아)			임상 3상 결과 발표
Vaccine (백신)	MG1111C 한국 수두 백신 (추가임상)			임상 2상 중간 결과 발표
	MG1120/CRV-101 글로벌 대상 포진 백신 <small>curevo</small>	임상 3상 IND 제출		
	GC1109 한국 탄저 백신(NDA 제출)	품목허가 승인		
	GC3107A 한국 BCG 백신(NDA 제출)		품목허가 승인	
Innovative medicine (혁신 신약)	GC1123B 한국 중증 헌터증후군 치료제		임상 1상 결과 발표	
	GC1134A 미국 파브리병 치료제 <small>Novartis</small>	임상 1/2상 IND 승인		
	MG1113A 한국 혈우병 A/B 치료제		임상 1b상 결과 발표	
	GC1130A 글로벌 MPS IIIA 치료제 <small>NOVEL PHARM</small>	임상 1상 IND 승인		임상 1상 결과 발표 임상 2/3상 IND 제출
	GC1138A 미국 글랜즈만 혈소판무력증 치료제		임상 3상 IND 제출	
	GC2126A US 강글리오시드증 치료제 <small>녹십자</small>			임상 1상 IND 제출

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터

[녹십자 006280]

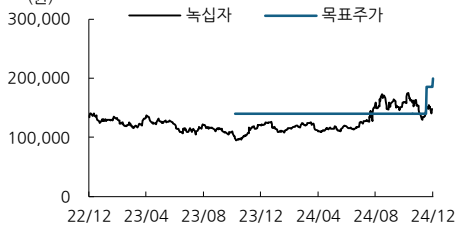
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,096	980	1,039	1,241	1,299	매출액	1,538	1,711	1,627	1,692	1,891
현금 및 현금성자산	186	105	50	184	181	매출원가	1,017	1,130	1,142	1,202	1,329
매출채권 및 기타채권	424	412	451	428	453	매출총이익	521	582	485	490	563
재고자산	455	442	516	601	636	판매비 및 관리비	447	501	450	444	470
기타	30	20	22	28	29	영업이익	74	81	34	46	92
비유동자산	1,367	1,545	1,604	1,577	1,599	(EBITDA)	130	146	110	123	160
관계기업투자등	111	216	207	226	235	금융손익	3	-12	-24	-26	0
유형자산	799	822	828	814	820	이자비용	13	18	28	29	0
무형자산	277	312	338	329	329	관계기업등 투자손익	82	22	-38	-13	3
자산총계	2,462	2,526	2,643	2,817	2,898	기타영업외손익	15	-6	1	-23	-62
유동부채	553	541	869	785	858	세전계속사업이익	173	86	-27	-16	33
매입채무 및 기타채무	236	255	271	260	276	계속사업법인세비용	36	16	-7	4	7
단기금융부채	241	221	550	455	510	계속사업이익	137	69	-20	-20	26
기타유동부채	77	65	48	69	72	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	410	418	235	531	534	당기순이익	137	69	-20	-20	26
장기금융부채	371	377	191	492	494	지배주주	123	65	-27	-14	24
기타비유동부채	38	42	43	39	40	총포괄이익	134	79	-20	-20	26
부채총계	962	959	1,103	1,316	1,392	매출총이익률 (%)	33.9	34.0	29.8	28.9	29.8
지배주주지분	1,275	1,328	1,300	1,268	1,272	영업이익률 (%)	4.8	4.7	2.1	2.7	4.9
자본금	58	58	58	58	58	EBITDA마진률 (%)	8.4	8.6	6.8	7.2	8.4
자본잉여금	386	394	394	394	394	당기순이익률 (%)	8.9	4.1	-1.2	-1.2	1.4
이익잉여금	867	903	873	842	846	ROA (%)	5.3	2.6	-1.0	-0.5	0.9
비지배주주지분(연결)	225	239	240	234	234	ROE (%)	10.3	5.0	-2.0	-1.1	1.9
자본총계	1,500	1,567	1,540	1,502	1,506	ROIC (%)	3.5	3.6	1.3	1.6	3.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	126	119	-5	-7	47	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	137	69	-20	-20	26	P/E	20.7	23.1	-55.1	-131.4	74.6
비현금수익비용가감	35	112	156	-103	64	P/B	2.0	1.1	1.1	1.4	1.4
유형자산감가상각비	50	57	66	64	59	P/S	1.7	0.9	0.9	1.1	1.0
무형자산상각비	6	8	9	13	8	EV/EBITDA	22.9	13.7	19.5	21.1	16.6
기타현금수익비용	-21	47	77	-213	-9	P/CF	14.8	8.3	10.8	n/a	20.2
영업활동 자산부채변동	-19	-9	-100	115	-43	배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.4	1.1	1.1
매출채권 감소(증가)	0	7	-45	23	-25	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-15	2	-69	-93	-35	매출액	2.2	11.3	-4.9	4.0	11.8
매입채무 증가(감소)	-15	-2	102	-12	15	영업이익	46.6	10.3	-57.6	32.2	103.1
기타자산 부채변동	11	-16	-88	198	2	세전이익	65.2	-50.3	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-132	-205	-150	-46	-87	당기순이익	53.4	-49.3	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-102	-56	-78	-41	-64	EPS	52.0	-46.9	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-21	-37	-46	-9	-7	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-31	-31	-25	-19	-7	부채비율	64.2	61.2	71.7	87.6	92.4
기타투자활동	22	-81	-1	24	-8	유동비율	198.2	181.3	119.6	158.1	151.5
재무활동 현금	-41	-2	101	188	37	순차입금/자기자본(x)	28.4	31.1	44.7	50.5	54.3
차입금의 증가(감소)	-16	-21	124	207	57	영업이익/금융비용(x)	5.9	4.4	1.2	1.5	n/a
자본의 증가(감소)	-19	-24	-20	-19	-20	총차입금 (십억원)	612	597	741	947	1,004
배당금의 지급	19	24	20	20	20	순차입금 (십억원)	425	488	689	758	817
기타재무활동	-7	42	-4	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-46	-81	-56	134	-3	EPS	10,543	5,601	-2,279	-1,190	2,095
기초현금	232	186	105	50	184	BPS	109,080	113,645	111,259	108,465	108,852
기말현금	186	105	50	184	181	SPS	131,590	146,435	139,190	144,797	161,833
NOPLAT	58	66	25	33	74	CFPS	14,682	15,549	11,625	-10,509	7,727
FCF	21	-32	-115	-53	-39	DPS	2,000	1,750	1,750	1,750	1,750

자료: 녹십자, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

녹십자 (006280) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-10-18	담당자 변경				
2023-10-18	매수	140,000	-9.5	24.8	
2023-11-02	매수	140,000	-8.6	24.8	
2024-01-22	매수	140,000	-6.3	24.8	
2024-05-03	매수	140,000	-1.0	24.8	
2024-11-28	매수	185,000	-19.3	-16.6	
2024-12-12	매수	200,000			



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업
매수	+10% 이상의 투자 수익이 예상되는 경우	비중 확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	-10% 이하의 주가 하락이 예상되는 경우	비중 축소

업종별 투자 의견은 해당 업종 투자 비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권 투자를 돕기 위한 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공 시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천 종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천 종목은 전일 기준 현재 당사의 조사 분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천 종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.