제약·바이오/화장품
**이지원**
02)6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

R.A.
**송지원**
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

(006280)

# 녹십자

## BUY(유지)

## 관세 리스크만 해소된다면

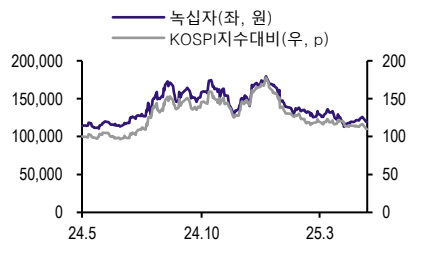
| 목표주가 | 170,000원(유지) |
|---|---|
| 현재주가(05/08) | 119,100원 |
| 상승여력 | 42.7% |
| 시가총액 | 1,392십억원 |
| 발행주식수 | 11,687천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 179,500 / 110,600원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 5십억원 |
| 외국인 지분율 | 19.7% |
| 주요주주 | |
| 녹십자홀딩스 (외 12인) | 51.4% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 10.0% |
| 자사주 (외 1인) | 2.3% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 0.9 | -11.9 | -22.8 | 2.8 |
| 상대수익률(KOSPI) | -9.6 | -14.2 | -23.5 | 8.8 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,627 | 1,680 | 1,834 | 2,076 |
| 영업이익 | 34 | 32 | 73 | 97 |
| EBITDA | 110 | 113 | 156 | 179 |
| 지배주주순이익 | -27 | -26 | 26 | 39 |
| EPS | -2,279 | -2,249 | 2,200 | 3,303 |
| 순차입금 | 689 | 807 | 832 | 840 |
| PER | n/a | n/a | 54.1 | 36.1 |
| PBR | 1.1 | 1.7 | 1.1 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 19.5 | 25.7 | 14.3 | 12.5 |
| 배당수익률 | 1.2 | 0.8 | 1.3 | 1.3 |
| ROE | -2.0 | -2.1 | 2.1 | 3.1 |
| 컨센서스 영업이익 | - | - | 68 | 89 |
| 컨센서스 EPS | - | - | 2,173 | 3,423 |

**주가추이**




### 1Q25 Review: 영업이익 흑자전환 성공

녹십자의 1분기 연결 매출액은 3,838억원(+7.6% YoY), 영업이익은 80억원(흑전 YoY, OPM: 2.1%)으로 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록하였다. 연결 자회사 지씨셀과 ABO 홀딩스의 영업손실 지속에도 불구하고 1분기 흑자전환에 성공한 주된 이유는 혈액제제 약가 인상으로 1분기 국내 혈액제제 매출액이 838억원(+13.2% YoY)을 시현한 것과 고마진 품목 헌터라제의 매출액이 +43% YoY 성장한 것이다. 미국 알리글로 매출은 1분기 현지 보험사들의 플랜 변경과 재고 소진으로 인해 다소 부진했던 것으로 보인다(300억원 추정, -26% QoQ). 1분기 혈액제제류 사업부문 매출액은 1,272억원(+42.2% YoY), 백신류 사업부문 매출액은 494억원(+56.3% YoY), 전문의약품 매출액은 919억원(-13.9% YoY), 자회사 매출액은 881억원(-13% YoY)을 시현하였다. 4분기 연결 영업적자의 주요 원인 중 하나였던 지씨셀의 경우 비용효율화 작업이 진행중이며 올해 하반기부터 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 판단한다.

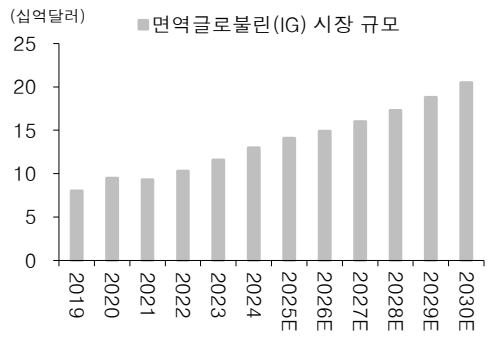
### 관세 리스크를 넘어 미국 알리글로 고성장 기대

트럼프 대통령의 의약품 관세 25% 이상 부과는 시간 문제일 뿐 2~3주안에 그 내용이 구체화될 것으로 예상한다. 이에 대응하여 녹십자는 미국 내 DP CMO를 적극 검토하고 있으며 알리글로의 원재료 구성 중 미국산 원료 비중이 높다는 점을 들어 관세 영향을 최소화할 수 있을 것으로 예상한다. 1분기 알리글로 매출액은 다소 아쉬웠지만 연중 성수기로 꼽히는 2~3분기에는 본격적 고성장세를 시현할 것으로 기대한다. 녹십자는 올해 알리글로 가이던스로 1억달러를 유지 중이며 우리의 2025~26년 알리글로 탑라인 추정치는 1,600~2,400억원 수준을 유지한다. 미국 내 IVIG 쇼티지 지속 환경 속 높은 품질 경쟁력에 더해 안정적 혈장 수급을 확보하고 있는 알리글로의 미국 내 점유율 상승세를 기대해본다.

### 녹십자 투자의견 BUY/목표주가 170,000원 유지

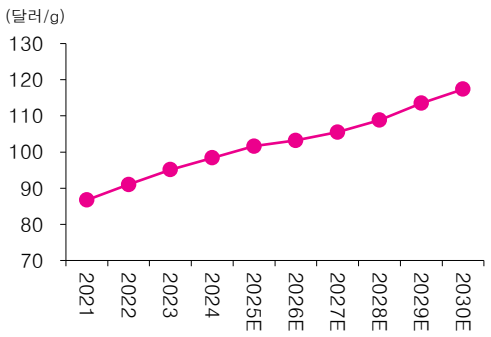
녹십자의 알리글로(IVIG 10% 제제) 미국 매출 성장세를 핵심 투자포인트로 보아 녹십자에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 17만원을 유지한다. 자회사 영업적자 개선, 고마진 헌터라제 수출 확대 등이 리레이팅 요인이다.

그림 1 미국 면역글로불린(IG) 시장 규모 추이 및 전망



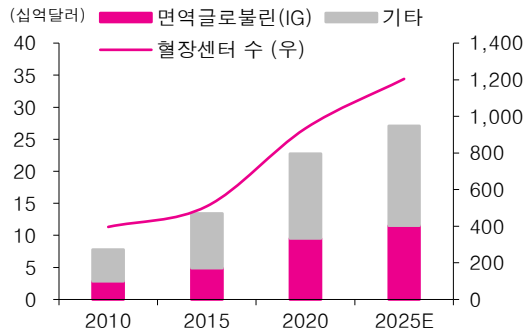

자료: Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

그림 2 미국 내 정맥 면역글로불린(IVIG) ASP 추이 및 전망



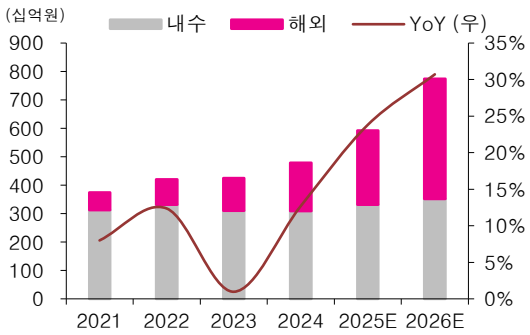

자료: Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

그림 3 미국 혈장 센터 수 및 혈액제제 시장 규모



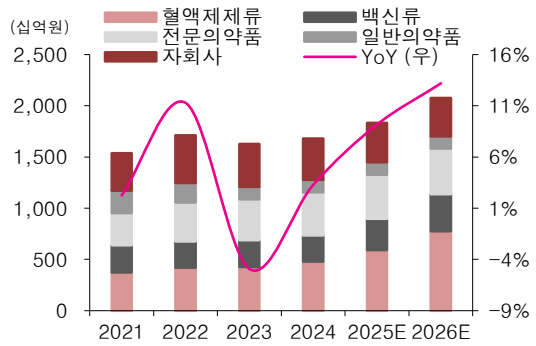

자료: Marketing Research Bureau, 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 4 녹십자 혈액제제류 매출액 추이 및 전망



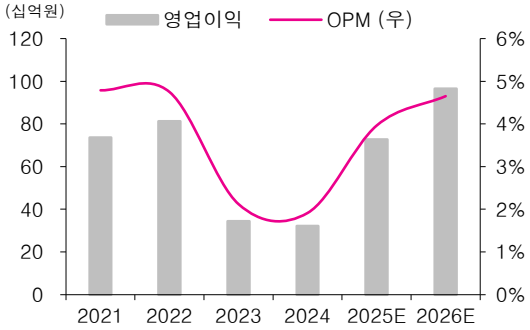

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 5 녹십자 연간 매출액 추이 및 전망




자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 6 녹십자 연간 영업이익 추이 및 전망

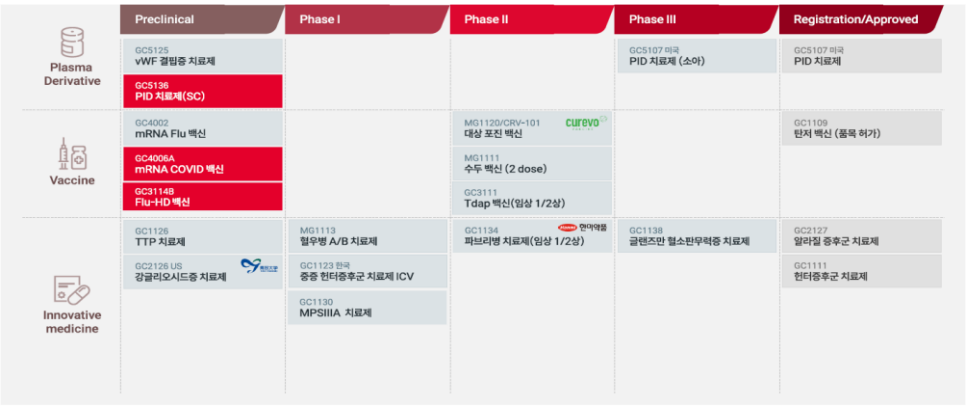



자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 7 **녹십자 혈장 분획제제 성장 전략**

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 8 **녹십자 R&D Pipeline (2025.05)**




자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 9 **녹십자 R&D Key Milestones**

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

표 1 녹십자 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25P | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **357** | **417** | **465** | **441** | **384** | **454** | **509** | **487** | **1,627** | **1,680** | **1,834** | **2,076** |
| 혈액제제류 | 89 | 91 | 137 | 162 | 127 | 109 | 159 | 198 | 425 | 478 | 592 | 774 |
| 내수 | 74 | 75 | 81 | 80 | 84 | 78 | 85 | 84 | 311 | 310 | 331 | 352 |
| 해외 | 15 | 16 | 56 | 81 | 43 | 30 | 74 | 113 | 114 | 169 | 261 | 422 |
| 백신류 | 32 | 87 | 94 | 44 | 49 | 97 | 108 | 50 | 262 | 256 | 304 | 363 |
| 전문의약품 | 107 | 102 | 108 | 103 | 92 | 113 | 117 | 110 | 399 | 420 | 432 | 446 |
| 일반의약품 등 | 28 | 32 | 33 | 30 | 27 | 30 | 33 | 30 | 124 | 122 | 120 | 119 |
| 자회사 | 101 | 107 | 93 | 102 | 88 | 105 | 92 | 100 | 417 | 404 | 385 | 374 |
| **영업이익** | **-15** | **18** | **40** | **-10** | **8** | **20** | **38** | **6** | **34** | **32** | **73** | **97** |
| **수익성(%)** | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | -4.2% | 4.2% | 8.5% | -2.3% | 2.1% | 4.4% | 7.6% | 1.3% | 2.1% | 1.9% | 4.0% | 4.7% |
| **성장률(YoY)** | | | | | | | | | | | | |
| 전체 매출액 | 2.1% | -3.6% | 5.8% | 8.9% | 7.6% | 8.8% | 9.4% | 10.6% | -4.9% | 3.3% | 9.2% | 13.2% |
| 혈액제제류 | -13.5% | -11.2% | 36.7% | 35.7% | 42.2% | 19.8% | 16.4% | 22.2% | 1.0% | 12.7% | 23.8% | 30.7% |
| 내수 | -7.4% | -2.1% | 4.3% | 4.2% | 13.2% | 5.3% | 4.9% | 5.0% | -6.5% | -0.3% | 7.0% | 6.3% |
| 해외 | -34.2% | -37.7% | 149.1% | 93.3% | 181.2% | 86.2% | 33.0% | 39.2% | 29.0% | 48.2% | 54.6% | 61.7% |
| 백신류 | 16.6% | -11.1% | -6.8% | 19.8% | 56.3% | 11.9% | 14.5% | 14.1% | 2.2% | -2.3% | 18.7% | 19.3% |
| 전문의약품 | 16.5% | 3.0% | 3.5% | -1.1% | -13.9% | 10.8% | 8.1% | 6.7% | 5.7% | 5.2% | 2.8% | 3.2% |
| 일반의약품 등 | -12.9% | 8.6% | 0.6% | -1.6% | -1.8% | -3.8% | 0.2% | 0.4% | -35.0% | -1.5% | -1.3% | -1.2% |
| 자회사 | 6.0% | 1.1% | -8.1% | -10.6% | -13.0% | -1.2% | -1.3% | -2.5% | -10.6% | -3.2% | -4.5% | -2.9% |

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

표 2 녹십자 사업가치 산정 (DCF Valuation) (단위: 십억원)

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| NOPLAT | 51 | 68 | 83 | 90 | 102 | 118 | 135 | 155 | 182 |
| (+) D&A | 83 | 82 | 81 | 79 | 77 | 85 | 93 | 102 | 119 |
| (-) Capex | 90 | 80 | 60 | 60 | 60 | 60 | 55 | 55 | 50 |
| (-) Change in working capital | -84 | -124 | -112 | -100 | -90 | -97 | -103 | -111 | -121 |
| Free cash flows (FCF) | 127 | 194 | 215 | 209 | 210 | 239 | 277 | 314 | 372 |
| Discounted FCF | 113 | 154 | 153 | 132 | 119 | 121 | 125 | 126 | 133 |
| PV of FCF | 1,176 | | | | | | | | |
| PV of terminal value | 1,614 | | | | | | | | |
| **Enterprise value** | **2,790** | | | | | | | | |

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 녹십자 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

| (십억원) | | 비고 |
|---|---|---|
| **녹십자 value (A)** | **2,790** | |
| **Non-core assets** | | |
| (-) Net debt (B) | 827 | FY24~26E 순차입금 평균 |
| (-) Preferred shares (C) | 0 | |
| **Fair value of equity (A-B-C)** | **1,964** | |
| No. of total shares (백만주) | 11.7 | |
| NAV/Share (원) | 168,021 | |
| **목표주가 (원)** | **170,000** | |
| 현재주가 (원) | 119,100 | |
| 상승여력 | 42.7% | |

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 4 녹십자 12M Fwd P/E 추이

자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,627** | **1,680** | **1,834** | **2,076** | **2,253** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (4.9) | 3.3 | 9.2 | 13.2 | 8.5 |
| **영업이익** | **34** | **32** | **73** | **97** | **118** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (57.6) | (6.8) | 126.0 | 33.1 | 22.5 |
| EBITDA | 110 | 113 | 156 | 179 | 200 |
| 영업외손익 | (62) | (73) | (31) | (35) | (30) |
| 순이자수익 | (25) | (37) | (41) | (42) | (42) |
| 외화관련손익 | 1 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | (38) | (26) | (67) | (67) | (67) |
| 세전계속사업손익 | (27) | (41) | 41 | 62 | 89 |
| **당기순이익** | **(20)** | **(43)** | **32** | **48** | **69** |
| **지배기업당기순이익** | **(27)** | **(26)** | **26** | **39** | **55** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 50.2 | 43.6 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 2.6 | 3.0 | 2.3 | 8.5 | 10.3 |
| 영업이익증가율(3Yr) | (11.8) | (24.2) | (3.7) | 41.0 | 54.5 |
| EBITDA증가율(3Yr) | 3.7 | (4.4) | 2.1 | 17.6 | 20.8 |
| 순이익증가율(3Yr) | n/a | n/a | (22.6) | n/a | n/a |
| 영업이익률(%) | 2.1 | 1.9 | 4.0 | 4.7 | 5.3 |
| EBITDA마진(%) | 6.8 | 6.7 | 8.5 | 8.6 | 8.9 |
| 순이익률 (%) | (1.2) | (2.5) | 1.8 | 2.3 | 3.1 |
| **NOPLAT** | **25** | **23** | **57** | **75** | **92** |
| (+) Dep | 76 | 81 | 83 | 83 | 81 |
| (-) 운전자본투자 | 117 | 136 | 82 | 122 | (212) |
| (-) Capex | 79 | 32 | 68 | 60 | 45 |
| OpFCF | (95) | (63) | (10) | (25) | 340 |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,039 | 1,202 | 1,322 | 1,503 | 1,358 |
| 현금성자산 | 52 | 33 | 47 | 62 | 143 |
| 매출채권 | 451 | 399 | 436 | 493 | 563 |
| 재고자산 | 516 | 747 | 815 | 923 | 626 |
| 비유동자산 | 1,604 | 1,542 | 1,559 | 1,569 | 1,561 |
| 투자자산 | 438 | 430 | 447 | 465 | 484 |
| 유형자산 | 828 | 805 | 804 | 796 | 774 |
| 무형자산 | 338 | 307 | 308 | 308 | 303 |
| **자산총계** | **2,643** | **2,744** | **2,882** | **3,072** | **2,919** |
| 유동부채 | 869 | 769 | 647 | 543 | 381 |
| 매입채무 | 271 | 302 | 323 | 364 | 347 |
| 유동성이자부채 | 550 | 404 | 258 | 110 | (38) |
| 비유동부채 | 235 | 493 | 781 | 1,054 | 1,025 |
| 비유동이자부채 | 191 | 436 | 622 | 793 | 960 |
| **부채총계** | **1,103** | **1,263** | **1,428** | **1,597** | **1,406** |
| 자본금 | 58 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 자본잉여금 | 394 | 396 | 396 | 396 | 396 |
| 이익잉여금 | 873 | 815 | 824 | 845 | 883 |
| 자본조정 | (25) | (17) | (53) | (53) | (53) |
| 자기주식 | (36) | (36) | (36) | (36) | (36) |
| **자본총계** | **1,540** | **1,481** | **1,454** | **1,475** | **1,513** |
| 투하자본 | 2,022 | 2,063 | 2,052 | 2,071 | 2,038 |
| 순차입금 | 689 | 807 | 832 | 840 | 779 |
| ROA | (1.0) | (1.0) | 0.9 | 1.3 | 1.9 |
| ROE | (2.0) | (2.1) | 2.1 | 3.1 | 4.4 |
| ROIC | 1.3 | 1.1 | 2.8 | 3.7 | 4.5 |

## 주요투자지표

(단위:십억원,원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | (2,279) | (2,249) | 2,200 | 3,303 | 4,743 |
| BPS | 111,259 | 107,187 | 104,867 | 106,671 | 109,914 |
| DPS | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | n/a | n/a | 54.1 | 36.1 | 25.1 |
| PBR | 1.1 | 1.7 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| EV/ EBITDA | 19.5 | 25.7 | 14.3 | 12.5 | 10.9 |
| 배당수익율 | 1.2 | 0.8 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| PCR | 10.8 | 16.2 | 5.8 | 4.8 | 182.5 |
| PSR | 0.9 | 1.2 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 71.7 | 85.3 | 98.2 | 108.3 | 92.9 |
| Net debt/Equity | 44.7 | 54.5 | 57.2 | 57.0 | 51.5 |
| Net debt/EBITDA | 624.4 | 713.4 | 534.9 | 468.7 | 390.5 |
| 유동비율 | 119.6 | 156.2 | 204.4 | 276.7 | 356.3 |
| 이자보상배율 | 1.4 | 0.9 | 1.8 | 2.3 | 2.8 |
| 이자비용/매출액 | 1.8 | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 80.5 | 81.7 | 80.6 | 79.7 | 76.5 |
| 현금+투자자산(%) | 19.5 | 18.3 | 19.4 | 20.3 | 23.5 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 32.5 | 36.2 | 37.7 | 38.0 | 37.9 |
| 자기자본(%) | 67.5 | 63.8 | 62.3 | 62.0 | 62.1 |

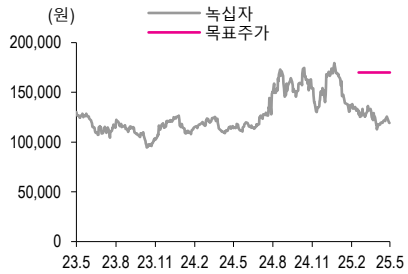
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

## 현금흐름표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **(5)** | **(53)** | **160** | **169** | **219** |
| 당기순이익 | (20) | (43) | 32 | 48 | 69 |
| 자산상각비 | 76 | 81 | 83 | 83 | 81 |
| 운전자본증감 | (100) | (144) | (82) | (122) | 212 |
| 매출채권감소(증가) | (45) | 55 | (37) | (57) | (70) |
| 재고자산감소(증가) | (69) | (230) | (68) | (108) | 297 |
| 매입채무증가(감소) | 102 | 26 | 22 | 41 | (17) |
| **투자현금** | **(150)** | **(68)** | **(168)** | **(160)** | **(142)** |
| 단기투자자산감소 | (8) | (18) | (0) | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | (17) | (6) | (77) | (77) | (77) |
| 설비투자 | (79) | (32) | (68) | (60) | (45) |
| 유무형자산감소 | (45) | (9) | (15) | (13) | (10) |
| **재무현금** | **101** | **94** | **23** | **5** | **2** |
| 차입금증가 | 124 | 114 | 40 | 23 | 20 |
| 자본증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | (25) | (20) | (17) | (18) | (18) |
| 현금 증감 | (56) | (27) | 14 | 15 | 80 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **136** | **130** | **242** | **291** | **8** |
| (-) 운전자본증가(감소) | 117 | 136 | 82 | 122 | (212) |
| (-) 설비투자 | 79 | 32 | 68 | 60 | 45 |
| (+) 자산매각 | (45) | (9) | (15) | (13) | (10) |
| Free Cash Flow | (105) | (47) | 77 | 95 | 165 |
| (-) 기타투자 | 17 | 6 | 77 | 77 | 77 |
| 잉여현금 | (122) | (53) | 0 | 18 | 87 |

## 녹십자- 주가 및 당사 목표주가 변경




## 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의견 | 적정가격(원) | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 2025-02-25 | 담당자변경 | | | |
| 2025-02-25 | Buy | 170,000 | (26.5) | (19.9) |
| 2025-05-09 | Buy | 170,000 | | |

## 투자의견(향후 12개월 기준)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 기업 | Buy(매수): 15% 이상<br>Hold(중립): -15% ~15%<br>Sell(매도): -15% 이하 | 산업 | OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상<br>NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상<br>UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

| Buy (94.6%) | Hold (5.4%) | Sell (0.0%) |
|---|---|---|

## Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

## 흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr


□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286