제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(006280)

녹십자

BUY(유지)

알리글로發 본격 이익 성장 국면

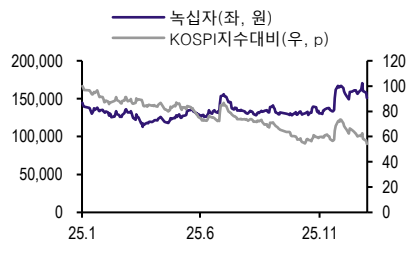
목표주가	190,000원(상향)
현재주가(01/21)	150,900원
상승여력	25.9%
시가총액	1,763십억원
발행주식수	11,687천주
52주 최고가 / 최저가	170,500 / 112,800원
3개월 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	21.8%
주요주주	
녹십자홀딩스 (외 12인)	51.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
자사주 (외 1인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.6	15.5	-2.1	3.6
상대수익률(KOSPI)	-31.8	-12.9	-55.1	-91.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,627	1,680	1,972	2,215
영업이익	34	32	67	95
EBITDA	110	113	157	184
지배기업순이익	-27	-26	78	57
EPS	-2,279	-2,249	6,710	4,839
순차입금	689	807	874	758
PER	n/a	n/a	22.5	31.2
PBR	1.1	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	19.5	25.7	16.8	13.7
배당수익률	1.2	0.8	1.0	1.0
ROE	-2.0	-2.1	6.2	4.4
컨센서스 영업이익	-	-	66	95
컨센서스 EPS	-	-	5,973	5,220

주가추이



4Q25E 연결 영업이익 흑자전환 전망

녹십자의 2025년 4분기 연결 매출액은 4,782억원(+8.5% YoY, -21.5% QoQ), 영업이익은 23억원(흑자전환 YoY, -92.1% QoQ, OPM: 0.5%)으로 시장의 컨센서스에 부합할 것으로 예상, 만성적인 4분기 적자에서 드디어 탈피할 것으로 전망한다. 4분기 흑자전환의 주요 동력은 역시 고마진 알리글로의 탑라인 성장세로 IVIG 시장의 탄탄한 수요 및 미국 내 처방 확대에 힘입어 이번 4분기에 연결 기준 700억원, 별도 기준 400억원의 매출액을 시현할 것으로 전망한다(2025년 알리글로 1억 달러 가이던스 달성). 4분기 국내/해외 혈액제제 매출액은 862억/826억원(+7% YoY/+2% YoY)을 시현할 것으로 전망하며 고마진 알리글로의 이익 기여 효과가 본격화할 것으로 예상한다. 한편 4분기 백신 사업부문의 매출액은 444억원(+2% YoY), 전문의약품/일반의약품 사업부문의 매출액은 1,178억/307억원(+14% YoY/+2% YoY) 수준으로 추정한다.

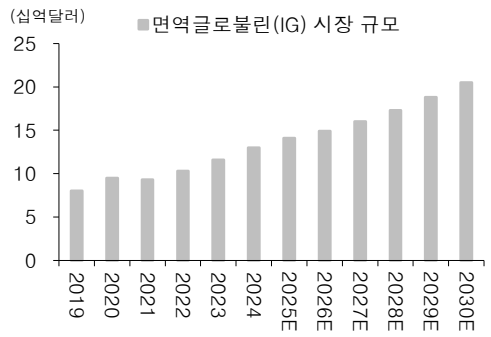
알리글로의 연결 이익 기여 비중 확대 국면

4분기 알리글로의 매출 성장은 여전히 견조한 미국 IVIG 처방 확대 모멘텀, 고마진 품목의 연결 이익 기여 효과 등 긍정적인 점들을 입증하고 있으며, 향후 미국 시장 내 점유율 상승을 통한 전사 연결 이익 성장 국면의 초입에 서있다고 판단한다. 우리는 녹십자가 제시한 2026년 알리글로 가이던스 1.5억 달러, 2027년 2억 달러, 2028년 3억 달러 수준은 충분히 달성 가능할 것으로 여전히 믿고 있으며 알리글로의 탑라인 비중이 높아질수록 연결 이익 기여도는 가파르게 증가할 것으로 전망한다. 알리글로의 견조한 성장세를 기반으로 녹십자의 2026년 연결 매출액/영업이익은 2.2조/946억원(+12.4% YoY/+41.5% YoY, OPM: 4.3%)으로 추정하며 2026년 알리글로 매출액 추정치는 2,140억원, 연결 매출액 비중은 10%, 연결 이익 기여도는 56%로 예상한다(알리글로 마진율 25%, 원/달러 환율 1,428원 가정).

녹십자 투자의견 BUY, 목표주가 190,000원

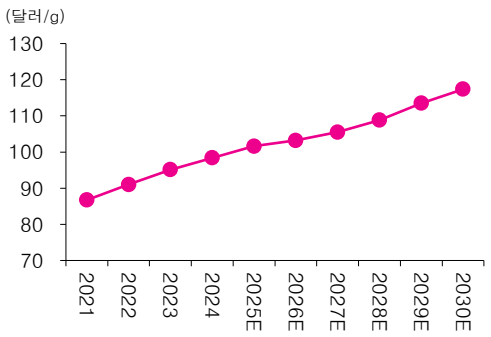
향후 녹십자의 미국 내 알리글로 매출 성장세, 연결 이익 기여도 확대, 핵심 자회사 턴어라운드에 따른 중장기 이익 성장 모멘텀에 대하여 긍정적으로 전망, 투자의견을 BUY로 유지하고 목표주가는 19만원으로 상향한다.

그림 1 미국 면역글로불린(IG) 시장 규모 추이 및 전망



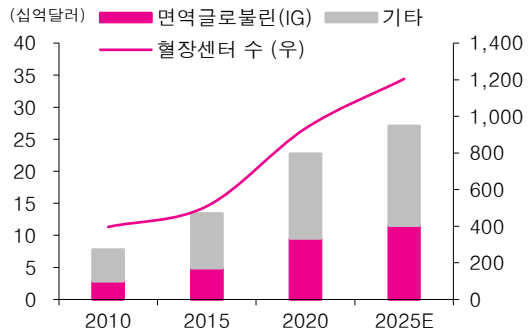
자료: Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

그림 2 미국 내 정맥 면역글로불린(IVIG) ASP 추이 및 전망



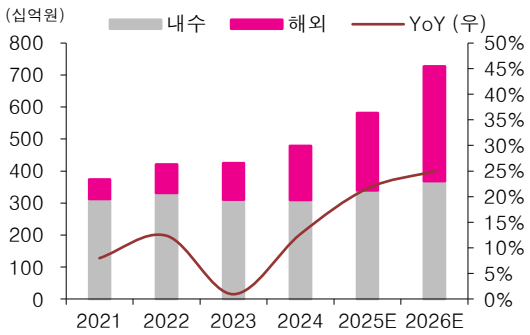
자료: Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

그림 3 미국 혈장 센터 수 및 혈액제제 시장 규모



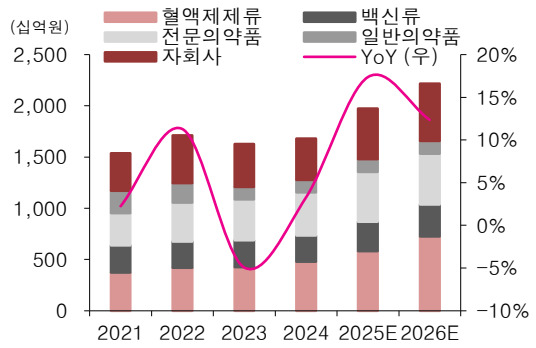
자료: Marketing Research Bureau, 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 4 녹십자 혈액제제류 매출액 추이 및 전망



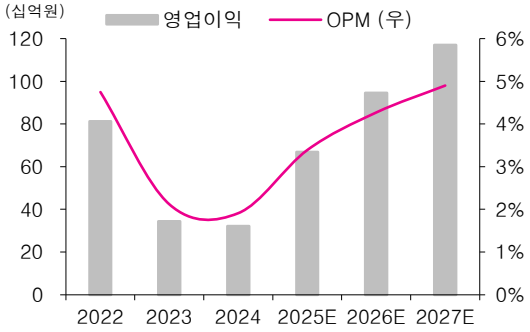
자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 5 녹십자 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 6 녹십자 연간 영업이익 추이 및 전망

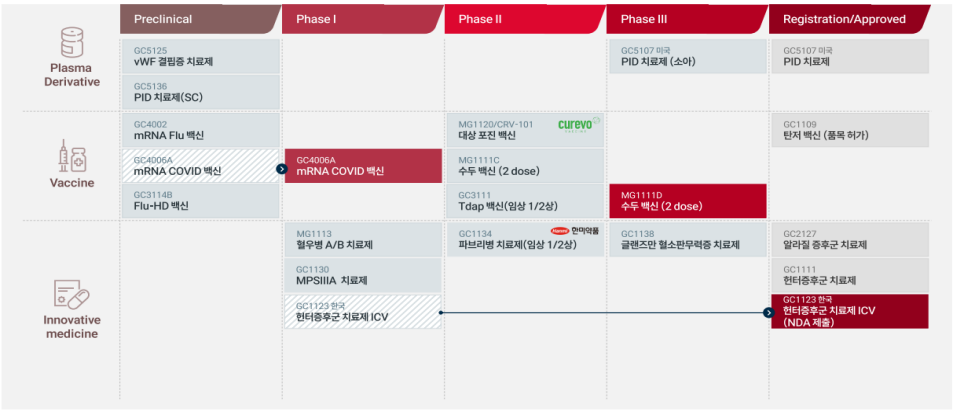


자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 7 **녹십자 혈장 분획제제 성장 전략**

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 8 **녹십자 R&D Pipeline (3Q25)**



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	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**357**	**417**	**465**	**441**	**384**	**500**	**609**	**478**	**1,627**	**1,680**	**1,972**	**2,215**
혈액제제류	89	91	137	162	127	152	134	169	425	478	582	727
내수	74	75	81	80	84	80	90	86	311	310	340	369
해외	15	16	56	81	43	72	44	83	114	169	242	358
백신류	32	87	94	44	49	103	92	44	262	256	289	310
전문의약품	107	102	108	103	92	106	170	118	399	420	486	497
일반의약품 등	28	32	33	30	27	31	34	31	124	122	123	123
자회사	101	107	93	102	88	108	180	117	417	404	493	557
영업이익	**-15**	**18**	**40**	**-10**	**8**	**27**	**29**	**2**	**34**	**32**	**67**	**95**
수익성(%)												
영업이익률	-4.2%	4.2%	8.5%	-2.3%	2.1%	5.5%	4.8%	0.5%	2.1%	1.9%	3.4%	4.3%
성장률(YoY)												
전체 매출액	2.1%	-3.6%	5.8%	8.9%	7.6%	19.9%	31.1%	8.5%	-4.9%	3.3%	17.4%	12.4%
혈액제제류	-13.5%	-11.2%	36.7%	35.7%	42.3%	67.6%	-2.2%	4.4%	1.0%	12.7%	21.6%	24.9%
내수	-7.4%	-2.1%	4.3%	4.2%	13.3%	7.4%	11.1%	7.4%	-6.5%	-0.3%	9.8%	8.6%
해외	-34.2%	-37.7%	149.1%	93.3%	181.4%	344.4%	-21.5%	1.5%	29.0%	48.2%	43.2%	47.9%
백신류	16.6%	-11.1%	-6.8%	19.8%	56.3%	19.0%	-2.6%	1.8%	2.2%	-2.3%	12.7%	7.6%
전문의약품	16.5%	3.0%	3.5%	-1.1%	-13.9%	4.1%	57.6%	13.9%	5.7%	5.2%	15.7%	2.4%
일반의약품 등	-12.9%	8.6%	0.6%	-1.6%	-1.8%	-2.5%	4.6%	2.3%	-35.0%	-1.5%	0.7%	0.5%
자회사	6.0%	1.1%	-8.1%	-10.6%	-13.1%	1.7%	92.6%	14.1%	-10.6%	-3.2%	22.1%	13.1%

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

표 2 녹십자 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,851	2,134	2,283	1,972	2,215	2,388	7%	4%	5%
영업이익 (십억원)	64	92	111	67	95	117	4%	3%	5%
영업이익률 (%)	*3.5%*	*4.3%*	*4.9%*	*3.4%*	*4.3%*	*4.9%*			
지배기업순이익 (십억원)	25	39	56	78	57	86	216%	44%	53%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 녹십자 사업가치 산정 (DCF Valuation) (단위: 십억원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
NOPLAT	52	74	91	95	106	117	131	147	165
(+) D&A	83	82	81	79	77	75	83	91	106
(-) Capex	90	80	60	60	60	60	55	55	50
(-) Change in working capital	-141	-123	-111	-100	-93	-101	-111	-118	-124
Free cash flows (FCF)	186	199	223	214	216	234	270	301	345
Discounted FCF	167	161	161	138	126	122	126	127	130
PV of FCF	1,259								
PV of terminal value	1,705								
Enterprise value	**2,964**								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 4 녹십자 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
녹십자 value (A)	**2,964**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	742	FY25~27E 순차입금 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**2,222**	
No. of total shares (백만주)	11.7	
NAV/Share (원)	190,145	
목표주가 (원)	**190,000**	
현재주가 (원)	150,900	
상승여력	25.9%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 10 녹십자 12M Fwd P/E 추이

자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,627**	**1,680**	**1,972**	**2,215**	**2,388**
증가율 (Y-Y,%)	(4.9)	3.3	17.4	12.4	7.8
영업이익	**34**	**32**	**67**	**95**	**117**
증가율 (Y-Y,%)	(57.6)	(6.8)	108.2	41.5	23.7
EBITDA	110	113	157	184	205
영업외손익	(62)	(73)	14	(32)	(21)
순이자수익	(25)	(37)	(46)	(51)	(56)
외화관련손익	1	7	(5)	0	0
지분법손익	(38)	(26)	64	(5)	(5)
세전계속사업손익	(27)	(41)	81	63	96
당기순이익	**(20)**	**(43)**	**63**	**49**	**75**
지배기업당기순이익	**(27)**	**(26)**	**78**	**57**	**86**
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	(27.9)	52.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.6	3.0	4.8	10.8	12.4
영업이익증가율(3Yr)	(11.8)	(24.2)	(6.3)	40.1	53.9
EBITDA증가율(3Yr)	3.7	(4.4)	2.3	18.5	21.8
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(3.3)	n/a	n/a
영업이익률(%)	2.1	1.9	3.4	4.3	4.9
EBITDA마진(%)	6.8	6.7	8.0	8.3	8.6
순이익률 (%)	(1.2)	(2.5)	3.2	2.2	3.1
NOPLAT	**25**	**23**	**52**	**74**	**91**
(+) Dep	76	81	90	89	87
(-) 운전자본투자	117	136	129	121	(230)
(-) Capex	79	32	67	60	45
OpFCF	(95)	(63)	(54)	(19)	364

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,039	1,202	1,578	2,001	2,038
현금성자산	52	33	208	464	751
매출채권	451	399	469	526	597
재고자산	516	747	876	985	663
비유동자산	1,604	1,542	1,710	1,712	1,698
투자자산	438	430	430	447	466
유형자산	828	805	832	824	802
무형자산	338	307	448	440	430
자산총계	**2,643**	**2,744**	**3,288**	**3,713**	**3,736**
유동부채	869	769	1,132	1,112	1,013
매입채무	271	302	359	402	379
유동성이자부채	550	404	695	630	550
비유동부채	235	493	688	1,093	1,146
비유동이자부채	191	436	387	592	795
부채총계	**1,103**	**1,263**	**1,820**	**2,206**	**2,160**
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	394	396	396	396	396
이익잉여금	873	815	877	916	984
자본조정	(25)	(17)	(53)	(53)	(53)
자기주식	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
자본총계	**1,540**	**1,481**	**1,468**	**1,507**	**1,576**
투하자본	2,022	2,063	2,134	2,048	1,945
순차입금	689	807	874	758	594
ROA	(1.0)	(1.0)	2.6	1.6	2.3
ROE	(2.0)	(2.1)	6.2	4.4	6.4
ROIC	1.3	1.1	2.5	3.5	4.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,279)	(2,249)	6,710	4,839	7,374
BPS	111,259	107,187	109,377	112,717	118,590
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	22.5	31.2	20.5
PBR	1.1	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/ EBITDA	19.5	25.7	16.8	13.7	11.5
배당수익율	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
PCR	10.8	16.2	5.1	5.0	61.9
PSR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	71.7	85.3	123.9	146.3	137.0
Net debt/Equity	44.7	54.5	59.5	50.3	37.7
Net debt/EBITDA	624.4	713.4	557.3	412.2	290.7
유동비율	119.6	156.2	139.4	179.9	201.1
이자보상배율	1.4	0.9	1.5	1.9	2.1
이자비용/매출액	1.8	2.4	2.5	2.5	2.5
자산구조					
투하자본(%)	80.5	81.7	77.0	69.2	61.5
현금+투자자산(%)	19.5	18.3	23.0	30.8	38.5
자본구조					
차입금(%)	32.5	36.2	42.4	44.8	46.1
자기자본(%)	67.5	63.8	57.6	55.2	53.9

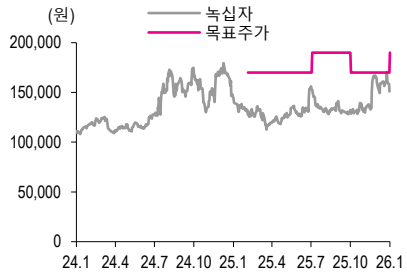
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**(5)**	**(53)**	**186**	**229**	**259**
당기순이익	(20)	(43)	63	49	75
자산상각비	76	81	90	89	87
운전자본증감	(100)	(144)	(121)	(121)	230
매출채권감소(증가)	(45)	55	(79)	(58)	(70)
재고자산감소(증가)	(69)	(230)	(100)	(108)	321
매입채무증가(감소)	102	26	42	43	(23)
투자현금	**(150)**	**(68)**	**(198)**	**(96)**	**(78)**
단기투자자산감소	(8)	(18)	14	(0)	(0)
장기투자증권감소	(17)	(6)	(46)	(13)	(14)
설비투자	(79)	(32)	(67)	(60)	(45)
유무형자산감소	(45)	(9)	(38)	(13)	(10)
재무현금	**101**	**94**	**192**	**122**	**106**
차입금증가	124	114	210	140	124
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(25)	(20)	(17)	(18)	(18)
현금 증감	(56)	(27)	181	256	287
총현금흐름(Gross CF)	**136**	**130**	**345**	**351**	**28**
(-) 운전자본증가(감소)	117	136	129	121	(230)
(-) 설비투자	79	32	67	60	45
(+) 자산매각	(45)	(9)	(38)	(13)	(10)
Free Cash Flow	(105)	(47)	111	156	204
(-) 기타투자	17	6	46	13	14
잉여현금	(122)	(53)	65	142	190

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	(24.7)	(8.2)
2025-07-24	Buy	190,000	(29.4)	(19.6)
2025-10-23	Buy	170,000	(14.7)	0.3
2025-01-22	Buy	190,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -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 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	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