제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(006280)

녹십자

BUY(유지)

알리글로는 여전히 잘 나가는 중

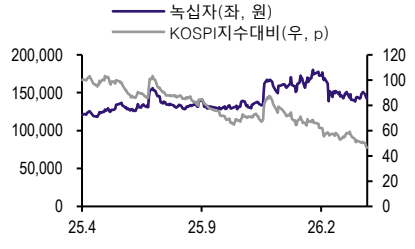
목표주가	190,000원(유지)
현재주가(04/22)	142,300원
상승여력	33.5%
시가총액	1,663십억원
발행주식수	11,687천주
52주 최고가 / 최저가	180,300 / 118,100원
3개월 일평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	23.0%
주요주주	
녹십자홀딩스 (외 13인)	51.4%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
자사주 (외 1인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.1	-6.8	7.6	19.1
상대수익률(KOSPI)	-14.1	-36.4	-57.6	-139.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,680	1,991	2,042	2,150
영업이익	32	69	78	96
EBITDA	113	157	170	186
지배기업순이익	-26	-5	28	41
EPS	-2,249	-400	2,421	3,475
순차입금	807	946	935	858
PER	n/a	n/a	58.8	40.9
PBR	1.7	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	25.7	17.9	15.3	13.6
배당수익률	0.8	0.9	1.1	1.1
ROE	-2.1	-0.4	2.3	3.4
컨센서스 영업이익	-	-	78	0
컨센서스 EPS	-	-	2,687	0

주가추이



1Q26E Preview: 컨센서스 부합 예상

녹십자의 2026년 1분기 연결 매출액은 4,392억원(+14% YoY/-12% QoQ), 연결 영업이익은 121억원(+52% YoY/+163% QoQ, OPM: 2.8%)으로 시장 컨센서스에 부합하는 수준이 될 것으로 전망한다. 고마진 품목인 헌터라제와 베리셀라 백신의 수출 물량이 중동 공항 문제로 인해 올해 2분기 이후 시점으로 이연된 것이 1분기 이익 상승을 저해한 것으로 본다. 한편 핵심 수출 품목 IVIG 10% 알리글로의 미국 내 처방 확대는 현재 진행 중으로 2026년 1분기 매출액은 연결 기준 310억원 수준이 될 것으로 예상한다(+280% YoY). 또한 헌터라제의 공급 지연 문제는 일시적인 이슈로 판단, 연간 판매량 달성에는 큰 무리가 없을 것으로 보고 있다. 녹십자웰빙 지분 매각으로 확보한 505억원은 향후 공장 증설과 알리글로 SC제형 개발 등 중장기 성장 잠재력 확보에 투입될 것으로 전망한다(2Q26E 연결 실적부터 제외). 자회사 지씨셀의 영업적자 폭 축소와 ABO홀딩스의 연내 BEP 달성으로 녹십자의 수익성이 점차 개선될 것으로 예상하며 알리글로의 미국 내 처방 확대 및 매출액 성장 속도는 향후 가속화할 것으로 전망한다.

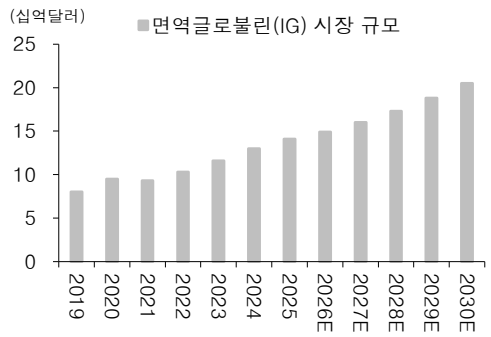
알리글로 처방 확대 지속, 이익 기여도 상승 전망

우리는 알리글로의 견조한 탑라인 성장세와 녹십자웰빙 지분 매각을 감안하여 녹십자의 2026년 연결 매출액/영업이익을 2.04조/779억원(+2.6% YoY/+12.7% YoY, OPM: 3.8%)으로 추정한다(2026년 알리글로의 매출액 추정치는 2,500억원, 연결 매출액 비중은 12%, 연결 이익 기여도는 58% 전망, 알리글로 마진율 20%, 원/달러 환율 1,430원 가정). 한편 녹십자가 제시한 2027년 알리글로 가이던스 2억달러, 2028년 3억달러 수준은 충분히 달성 가능할 것으로 여전히 믿고 있으며 알리글로의 매출 비중이 높아질수록 알리글로의 연결 이익 기여도는 가파르게 증가할 것으로 전망한다.

녹십자 투자의견 BUY, 목표주가 190,000원 유지

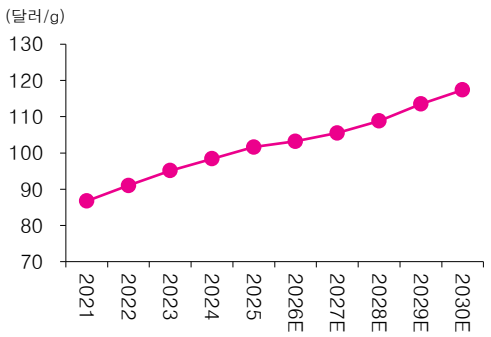
알리글로의 미국 탑라인 성장, 연결 이익 기여도 증가, 지씨셀/ABO홀딩스 등 핵심 자회사들의 실적 턴어라운드에 따른 중장기 이익 성장 모멘텀에 대하여 긍정적으로 전망하며, 녹십자에 대한 투자의견을 BUY로 유지하고 목표주가는 190,000원을 유지한다.

그림 1 미국 면역글로불린(IG) 시장 규모 추이 및 전망



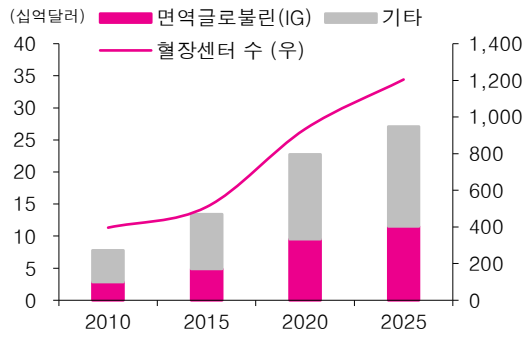
자료: Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

그림 2 미국 내 정맥 면역글로불린(IVIG) ASP 추이 및 전망



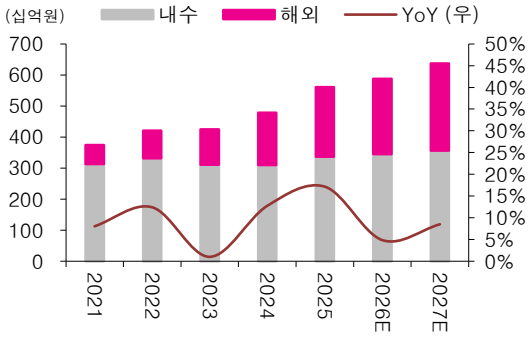
자료: Marketing Research Bureau, 흥국증권 리서치센터

그림 3 미국 혈장 센터 수 및 혈액제제 시장 규모



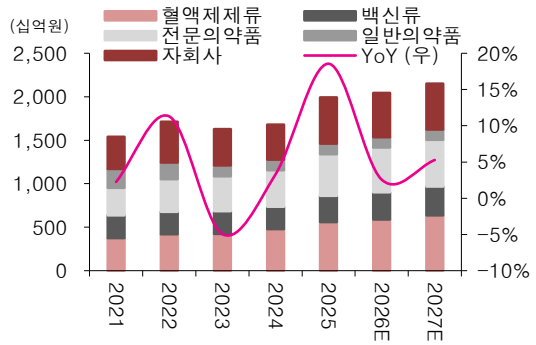
자료: Marketing Research Bureau, 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 4 녹십자 혈액제제류 매출액 추이 및 전망



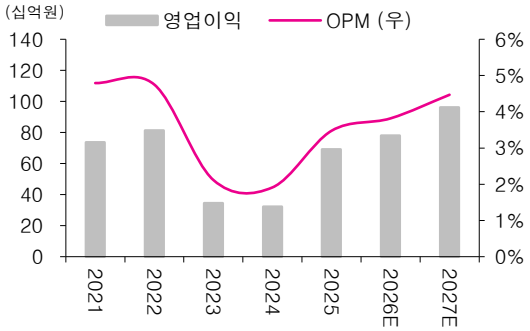
자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 5 녹십자 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 6 녹십자 연간 영업이익 추이 및 전망

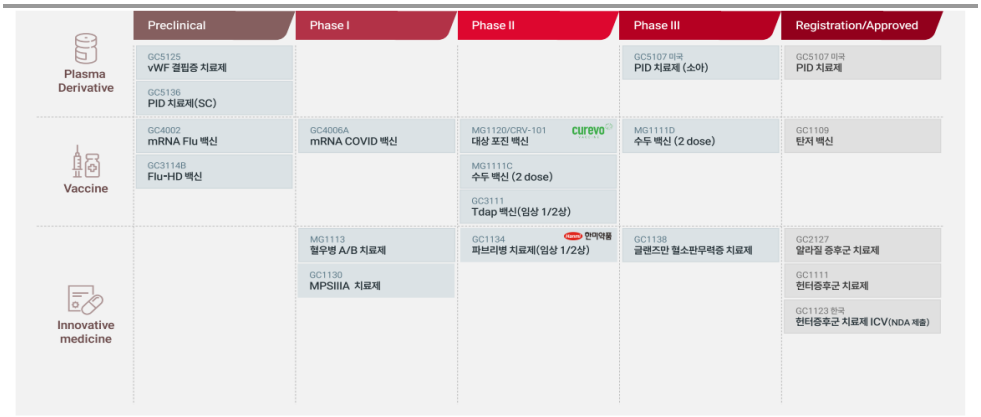


자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 7 녹십자 미국 혈장 분획제제 사업 추진 계획

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 8 녹십자 R&D Pipeline (4Q25)



자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 9 녹십자 R&D Key Milestones

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

표 1 녹십자 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**384**	**500**	**609**	**498**	**439**	**517**	**597**	**490**	**1,680**	**1,991**	**2,042**	**2,150**
혈액제제류	127	152	134	148	124	162	142	159	478	560	587	637
내수	84	80	90	83	87	82	92	84	310	337	345	356
해외	43	72	44	65	38	79	49	76	169	224	242	281
백신류	49	103	92	56	52	109	96	59	256	301	316	333
전문의약품	92	106	170	112	94	109	187	123	420	480	513	537
일반의약품 등	27	31	34	28	27	30	33	27	122	120	117	116
자회사	88	108	180	155	142	107	138	121	404	531	508	527
영업이익	**8**	**27**	**29**	**5**	**12**	**25**	**29**	**12**	**32**	**69**	**78**	**96**
수익성(%)												
영업이익률	2.1%	5.5%	4.8%	0.9%	2.8%	4.8%	4.9%	2.4%	1.9%	3.5%	3.8%	4.5%
성장률(YoY)												
전체 매출액	7.6%	19.9%	31.1%	12.9%	14.4%	3.3%	-2.1%	-1.6%	3.3%	18.5%	2.6%	5.3%
혈액제제류	42.3%	67.6%	-2.2%	-8.8%	-2.3%	6.4%	6.2%	8.1%	12.7%	17.1%	4.8%	8.5%
내수	13.3%	7.4%	11.1%	3.2%	3.2%	3.1%	2.9%	1.2%	-0.3%	8.7%	2.6%	3.2%
해외	181.4%	344.4%	-21.5%	-20.6%	-13.0%	10.0%	13.0%	17.1%	48.2%	32.5%	8.2%	15.9%
백신류	56.3%	19.0%	-2.6%	29.4%	5.2%	6.2%	4.9%	4.3%	-2.3%	17.4%	5.3%	5.2%
전문의약품	-13.9%	4.1%	57.6%	8.0%	2.5%	2.3%	10.1%	10.1%	5.2%	14.3%	6.9%	4.6%
일반의약품 등	-1.8%	-2.5%	4.6%	-8.3%	-1.5%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	-1.5%	-1.9%	-1.8%	-0.9%
자회사	-13.1%	1.7%	92.6%	51.4%	61.2%	-1.2%	-23.5%	-21.5%	-3.2%	31.6%	-4.3%	3.7%

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

표 2 녹십자 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	2,247	2,468	-	2,042	2,150	2,225	-9%	-13%	-
영업이익 (십억원)	96	122	-	78	96	121	-19%	-21%	-
영업이익률 (%)	*4.3%*	*5.0%*	-	*3.8%*	*4.5%*	*5.4%*			
지배기업순이익 (십억원)	45	71	-	28	41	58	-	-43%	-

자료: 흥국증권 리서치센터

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

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPLAT	62	77	97	109	122	136	153	171	196
(+) D&A	93	91	88	86	83	85	87	88	90
(-) Capex	80	70	70	60	60	60	55	55	50
(-) Change in working capital	-24	-22	-20	-18	-17	-18	-20	-21	-22
Free cash flows (FCF)	100	120	135	152	161	179	204	225	259
Discounted FCF	91	100	104	107	104	106	110	111	117
PV of FCF	951								
PV of terminal value	2,171								
Enterprise value	**3,121**								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 4 녹십자 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
녹십자 value (A)	**3,121**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	913	FY25~27E 순차입금 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**2,208**	
No. of total shares (백만주)	11.7	
NAV/Share (원)	188,953	
목표주가 (원)	**190,000**	
현재주가 (원)	142,300	
상승여력	33.5%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 10 녹십자 12M Fwd P/E 추이

자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,680**	**1,991**	**2,042**	**2,150**	**2,225**
증가율 (Y-Y,%)	3.3	18.5	2.6	5.3	3.5
영업이익	**32**	**69**	**78**	**96**	**121**
증가율 (Y-Y,%)	(6.8)	115.4	12.7	23.2	26.2
EBITDA	113	157	170	186	208
영업외손익	(73)	(104)	(38)	(38)	(38)
순이자수익	(37)	(47)	(50)	(47)	(44)
외화관련손익	7	(2)	0	0	0
지분법손익	(26)	57	(33)	(33)	(33)
세전계속사업손익	(41)	(35)	40	58	83
당기순이익	**(43)**	**(30)**	**31**	**45**	**65**
지배기업당기순이익	**(26)**	**(5)**	**28**	**41**	**58**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	43.5	43.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.0	5.2	7.9	8.6	3.8
영업이익증가율(3Yr)	(24.2)	(5.2)	31.3	44.1	20.6
EBITDA증가율(3Yr)	(4.4)	2.3	15.4	17.9	10.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	1.9	3.5	3.8	4.5	5.4
EBITDA마진(%)	6.7	7.9	8.3	8.6	9.4
순이익률 (%)	(2.5)	(1.5)	1.5	2.1	2.9
NOPLAT	**23**	**50**	**61**	**75**	**95**
(+) Dep	81	88	92	90	87
(-) 운전자본투자	136	8	22	(93)	(62)
(-) Capex	32	72	55	48	48
OpFCF	(63)	57	75	210	196

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,202	1,370	1,395	1,227	1,164
현금성자산	33	52	43	73	83
매출채권	399	409	420	537	506
재고자산	747	892	914	597	556
비유동자산	1,542	1,601	1,595	1,583	1,574
투자자산	430	419	435	453	472
유형자산	805	845	826	802	780
무형자산	307	337	333	327	322
자산총계	**2,744**	**2,971**	**2,990**	**2,810**	**2,738**
유동부채	769	1,146	996	706	509
매입채무	302	440	449	340	327
유동성이자부채	404	639	478	293	106
비유동부채	493	431	625	711	796
비유동이자부채	436	359	500	638	775
부채총계	**1,263**	**1,577**	**1,621**	**1,417**	**1,305**
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	396	396	396	396	396
이익잉여금	815	797	808	831	872
자본조정	(17)	(34)	(69)	(69)	(69)
자기주식	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
자본총계	**1,481**	**1,394**	**1,370**	**1,393**	**1,434**
투하자본	2,063	2,142	2,099	2,037	2,008
순차입금	807	946	935	858	798
ROA	(1.0)	(0.2)	0.9	1.4	2.1
ROE	(2.1)	(0.4)	2.3	3.4	4.7
ROIC	1.1	2.4	2.9	3.6	4.7

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(2,249)	(400)	2,421	3,475	4,986
BPS	107,187	104,178	102,079	104,054	107,540
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	58.8	40.9	28.5
PBR	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/ EBITDA	25.7	17.9	15.3	13.6	11.8
배당수익율	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1
PCR	16.2	10.8	9.8	14.9	13.1
PSR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	85.3	113.1	118.3	101.7	91.0
Net debt/Equity	54.5	67.8	68.2	61.6	55.7
Net debt/EBITDA	713.4	603.3	551.1	462.4	382.8
유동비율	156.2	119.6	140.2	173.8	229.0
이자보상배율	0.9	1.5	1.6	2.0	2.7
이자비용/매출액	2.4	2.5	2.6	2.3	2.1
자산구조					
투하자본(%)	81.7	82.0	81.4	79.5	78.4
현금+투자자산(%)	18.3	18.0	18.6	20.5	21.6
자본구조					
차입금(%)	36.2	41.7	41.7	40.1	38.1
자기자본(%)	63.8	58.3	58.3	59.9	61.9

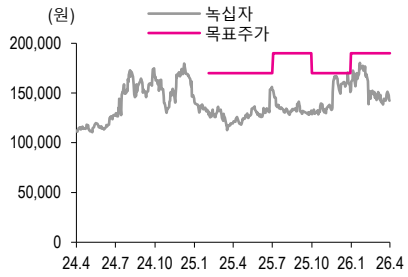
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	**(53)**	**99**	**147**	**205**	**189**
당기순이익	(43)	(30)	31	45	65
자산상각비	81	88	92	90	87
운전자본증감	(144)	(25)	(22)	93	62
매출채권감소(증가)	55	(21)	(10)	(118)	32
재고자산감소(증가)	(230)	(125)	(23)	317	41
매입채무증가(감소)	26	111	9	(109)	(13)
투자현금	**(68)**	**(187)**	**(119)**	**(111)**	**(111)**
단기투자자산감소	(18)	17	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(6)	(43)	(41)	(41)	(42)
설비투자	(32)	(72)	(55)	(48)	(48)
유무형자산감소	(9)	(30)	(14)	(12)	(12)
재무현금	**94**	**112**	**(37)**	**(64)**	**(68)**
차입금증가	114	130	(20)	(47)	(51)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(20)	(19)	(17)	(18)	(18)
현금 증감	(27)	27	(9)	30	10
총현금흐름(Gross CF)	**130**	**172**	**169**	**111**	**127**
(-) 운전자본증가(감소)	136	8	22	(93)	(62)
(-) 설비투자	32	72	55	48	48
(+) 자산매각	(9)	(30)	(14)	(12)	(12)
Free Cash Flow	(47)	62	78	145	129
(-) 기타투자	6	43	41	41	42
잉여현금	(53)	18	37	104	88

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
2026-01-22	Buy	190,000	(14.6)	(5.1)
2026-04-23	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 (2026년 03월 31일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	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