SPOT
ISSUE

28 May. 2026

DAOL 다올투자증권

(006280·BUY·220,000원)

녹십자

큐레보 매각, 끝이 아닌 시작

이지수
제약/바이오 I jislee@daolfn.com

● 일라이 릴리에 관계사 큐레보 매각

녹십자는 미국 관계사 큐레보를 일라이 릴리 매각. 큐레보는 대상포진 백신 아메조스바세틴(amezosvatein; CRV-101)을 주력 파이프라인으로 보유한 바이오텍으로, 녹십자가 2017년 설립 후 외부 투자 유치를 통해 관계사로 전환된 회사. 이번 딜은 릴리가 LimmaTech Biologics, Vaccine Company와 함께 총 3개 백신 바이오텍을 동시에 인수하며 합산 38.3억달러를 집행한 감염병 백신 포트폴리오 구축 전략의 일환으로, 큐레보 단독 딜 규모는 최대 15억달러(약 2.2조원) 수준

녹십자는 보유 지분(20.3%) 전량 매각을 통해 업프론트 2억달러, 마일스톤 1억달러 등 합산 3억달러(약 4,599억원) 수취 예정. 업프론트는 하반기 거래 종결 시 약 3,000억원이 현금으로 유입될 전망

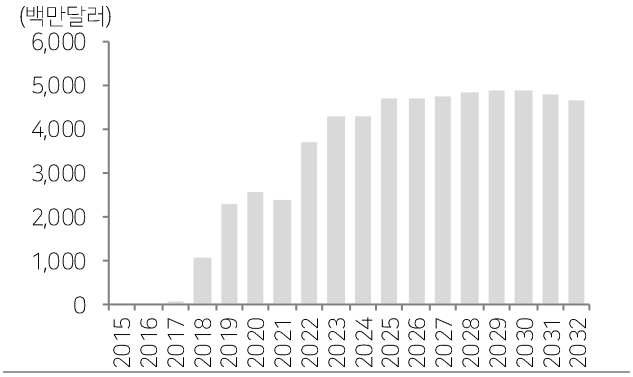
목암생명과학연구소와 녹십자가 아메조스바세틴의 원천기술을 보유한 구조 덕분에 이번 딜은 단순 지분 매각과 구별됨. 지분 매각 이후에도 글로벌 매출 연동 로열티 수취 및 상업화 물량 위탁생산(CMO)이 가능한 구조

● 싱그릭스의 약점을 파고든 데이터, 신약가치 반영 TP 22만원으로 상향

현재 글로벌 대상포진 백신 시장은 싱그릭스(GSK)가 독점하고 있으나, 극심한 주사 부위 통증과 발열·피로감 등 부작용으로 인해 1차 접종 후 2차 접종을 포기하는 환자 비율이 높다는 구조적 한계 보유. 아메조스바테인은 싱그릭스와의 head-to-head 임상 2상에서 싱그릭스와 동등한 예방 효과를 확인하면서, 합성 면역증강제(SLA-SE) 적용을 통해 부작용을 일반 백신 수준으로 낮추며 우수한 내약성을 입증. 2차 접종 완료율 제고와 신규 접종자 유입이라는 두 가지 경로로 시장 침투가 가능할 전망이며, 릴리의 압도적인 영업·유통 역량을 감안 시 상업화 이후 빠른 시장 침투 속도 기대

2026년 초 임상 2상을 완료한 가운데, 임상 3상 진입 후 통상적인 소요 기간을 감안 시 2032년경 품목허가 및 출시가 가능할 것으로 추정. 상업화 이후 로열티 및 CMO 수익이 안정적인 연간 수익원으로 자리잡을 전망. 업프론트 현금 유입에 따른 순차입금 감소 및 이자비용 절감 효과, 아메조스바테인 신약가치 1,205억원 신규 반영으로 적정주가 22만원으로 상향 조정

Fig. 1: Shingrix 매출 추이 및 전망



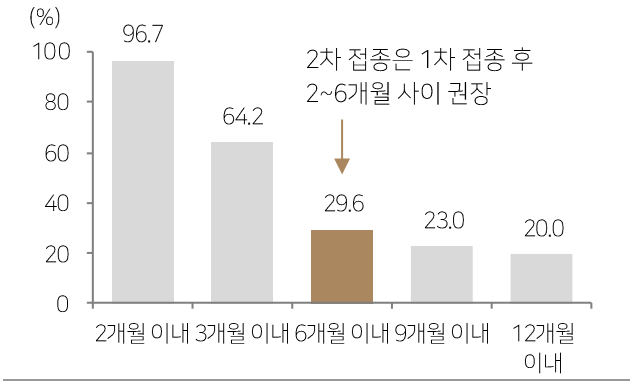
Source: Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 2: Curevo 대상포진 백신 임상2a상 탑라인 데이터

구분	CRV-101 (연령 50~69 세, n=55)	경쟁 약물 (연령 50~69 세, n=215)
Type	Adjuvanted Recombinant Protein	
API	gE + SLA-SE	gE + AS01 (MPL + QS21)
Efficacy	1 차평가지표: 경쟁약물 대비 비열등성 확보 2 차평가지표: 백신반응률 100% (vs. 97.9%)	
Safety	Grade 2(전신) : 5.5% Grade 2(국소) : 3.6%	Grade 2(전신) : 16.4% Grade 2(국소) : 24.4%
	Grade 3(전신) : 0% Grade 3(국소) : 0%	Grade 3(전신) : 2.7% Grade 3(국소) : 0.9%

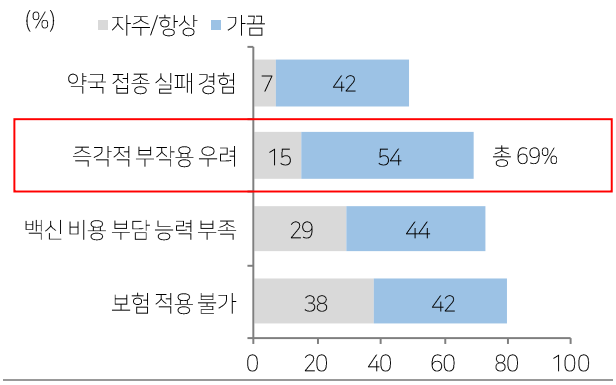
Source: 녹십자, 다올투자증권

Fig. 3: 기간별 Shingrix 2차 접종 포기율 약 30%



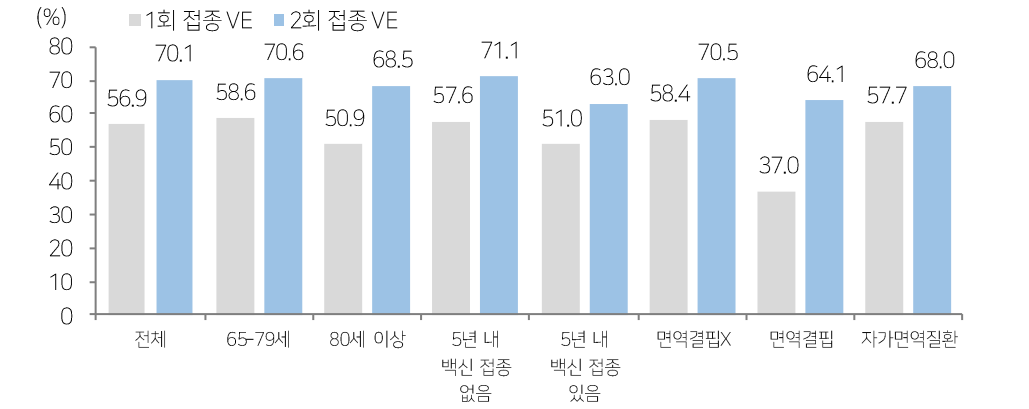
Source: Patterson, et al. Hum Vaccin Immunother, 2021, 다올투자증권

Fig. 4: 환자들의 Shingrix 2차 접종 거부 사유



Source: Hurley, et al. J Gen Intern Med, 2022, 다올투자증권

Fig. 5: Shingrix 낮은 백신접종률은 1회접종 효능이 2회 접종 효능 대비 낮음에 기인



Source: Izurieta, et al. Clinical Infectious Diseases, 2021, 다올투자증권

Fig. 6: 녹십자 실적 추정 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	383.8	500.3	609.5	497.8	435.5	516.6	561.1	516.6	1,991.3	2,029.8
YoY	7.6	19.9	31.1	12.9	13.5	3.3	(7.9)	3.8	18.5	1.9
국내	219.2	251.3	355.3	252.2	223.0	259.4	336.2	272.8	1,078.0	1,091.5
혈액제제	83.8	80.0	89.8	82.9	89.9	83.0	90.6	88.2	336.5	351.6
백신	30.6	56.3	74.7	42.1	33.6	58.9	81.1	43.7	203.7	217.2
ETC	78.8	86.8	159.2	101.2	70.8	89.0	136.5	112.8	426.0	409.2
CHC 등	26.0	28.2	31.6	26.1	28.7	28.5	28.1	28.2	111.9	113.5
해외	76.4	140.4	74.4	90.9	62.7	154.2	102.6	120.0	382.1	439.5
혈액제제	43.3	72.0	43.8	64.6	25.0	71.5	65.4	82.5	223.7	244.4
백신	18.8	46.6	17.2	14.3	23.3	65.3	17.2	15.2	96.9	121.0
ETC	13.1	19.2	11.0	10.5	10.8	15.0	17.5	19.7	53.8	63.0
CHC 등	1.2	2.6	2.4	1.6	3.7	2.4	2.6	2.6	7.8	11.2
연결대상매출	88.1	108.4	179.8	154.7	149.8	103.0	122.3	123.7	531.0	498.8
매출총이익	112.7	155.2	145.9	140.3	122.8	145.3	157.0	147.1	554.1	572.1
YoY	30.5	20.8	0.3	15.4	8.9	(6.4)	7.6	4.9	20.0	1.4
GPM	29.4	31.0	23.9	28.2	28.2	28.1	28.0	28.5	27.8	28.2
영업이익	8.0	27.4	29.2	4.6	11.7	22.2	31.2	8.3	69.1	73.4
YoY	흑전	55.1	(26.2)	흑전	47.3	(18.8)	6.8	79.4	115.4	6.2
OPM	2.1	5.5	4.8	0.9	2.7	4.3	5.6	1.6	3.5	3.6
당기순이익	22.3	32.7	18.1	(102.8)	20.1	13.6	198.4	3.5	(29.7)	235.6
YoY	흑전	흑전	(49.3)	적지	(9.6)	(58.3)	993.0	흑전	적지	흑전
NPM	5.8	6.5	3.0	(20.7)	4.6	2.6	35.4	0.7	(1.5)	11.6

Source: 다올투자증권

Fig. 7: 녹십자의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	기업가치(십억원) 변경 전	기업가치(십억원) 변경 후	비고
1. 영업가치(A)	3,123	2,889	12M Fwd 추정 EBITDA에 12MF EV/EBITDA 18배 (제약사 Peer 평균) 적용
2. 신약가치(B)	0	121	아메조스바테인 신규 반영
3. 비영업가치(C)	181	179	
보유 지분가치(계열사)	110	108	
지씨셀(33%)	86	84	3개월 평균 시가총액 30% 할인
녹십자엠에스(42%)	24	24	3개월 평균 시가총액 30% 할인
녹십자웰빙(22%)	0	0	녹십자웰빙 지분 매각
보유 지분가치(투자유가증권)	71	71	
한일홀딩스㈜(0.8%)	3	3	3개월 평균 시가총액 30% 할인
㈜파멥신(0.8%)	0	0	3개월 평균 시가총액 30% 할인
기타	68	68	비상장, 장부가액 30% 할인
순차입금(D)	887	653	2026년말 기준
주주가치(E=A+B+C-D)	2,418	2,536	
발행주식수(F, 천주)	11,413	11,413	자기주식수 제외
적정주가(E/F, 원)	211,841	222,178	
적정주가(원)	210,000	220,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 8: 아메조스바테인 신약 가치

(단위: $mn/ 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	···	2038E	2039E	2040E	2041E
대상포진 백신 시장	4,692.4	4,743.9	4,844.2	4,903.0		5,861.5	6,084.4	6,269.4	6,422.0
YoY	0.0%	1.1%	2.1%	1.2%		4.8%	3.8%	3.0%	2.4%
Amezosvastein(CRV-101)						1,465.4	1,521.1	1,567.4	1,605.5
M/S						25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Milestones									
경상로열티						44.0	45.6	47.0	48.2
녹십자 Milestones&로열티 (원화환산)						61.5	63.9	65.8	67.4
NOPLAT						49.2	51.1	52.7	53.9
Sum of NPV	112								
Terminal Value	539								
PV of Terminal Value	129								
Total PV Value	241								
전체 가치(임상 성공률 50%)	121								

Source: 다올투자증권
Note: WACC 10%, Terminal Growth 0%, Tax rate 20%, 원/달러 1,400원/$, peak M/S 25%, 로열티 비율 3%로 가정

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.7%	HOLD : 8.3%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
· Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
· Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치