

제약·바이오/화장품

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(006280)

녹십자

하반기를 보자

BUY(유지)

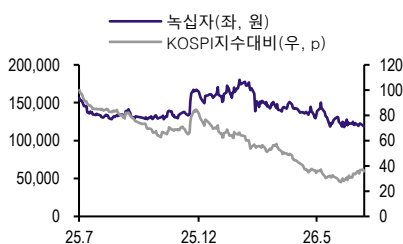
목표주가	165,000원(하향)
현재주가(07/21)	118,600원
상승여력	39.1%
시가총액	1,386십억원
발행주식수	11,687천주
52주 최고가 / 최저가	180,300 / 117,900원
3개월 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	23.2%
주요주주	
녹십자홀딩스 (외 12인)	51.4%
국민연금공단 (외 1인)	6.7%
자사주 (외 1인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.9	-17.6	-21.4	-23.1
상대수익률(KOSPI)	20.6	-23.3	-58.8	-133.3

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,680	1,991	1,970	2,150
영업이익	32	69	72	96
EBITDA	113	157	163	185
지배기업순이익	-26	-5	25	41
EPS	-2,249	-400	2,231	3,549
순차입금	807	946	812	707
PER	n/a	n/a	53.2	33.4
PBR	1.7	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	25.7	17.9	13.5	11.3
배당수익률	0.8	0.9	1.3	1.3
ROE	-2.1	-0.4	2.1	3.4
컨센서스 영업이익	-	-	74	0
컨센서스 EPS	-	-	4,706	0

주가추이



2Q26E Preview: 컨센서스 하회 예상

녹십자의 2026년 2분기 연결 매출액은 4,130억원(-17.4% YoY/-5.2% QoQ), 연결 영업이익은 74억원(-72.8% YoY/-36.6% QoQ, OPM: 1.8%)을 시현, 시장 컨센서스와 우리의 추정치를 크게 하회하는 수준이 될 것으로 전망한다. 2분기 어닝 쇼크의 주요 원인은 헨터라제, 베리셀라 등 고마진 품목들의 매출 이연에 따른 탭라인 미스와 R&D 비용 증가에 있다. 전분기 남반구항 독감 백신 선출하, WHO 유행 군주 공표로 인한 국내 백신 원액 생산 지연, 4분기에 출하될 것으로 예상되는 헨터라제, 하반기 공급 예정인 베리셀라 등 펀더멘탈 훼손보다는 인식 시점 이연이 이번 분기 실적 하회의 원인이므로 하반기 빠른 탭라인 회복세와 이익 성장세를 전망한다. 한편 연결 자회사 녹십자웰빙 매각에 따른 이익 편출 효과(2Q25 녹십자웰빙 OP 40억원)도 더해질 것으로 본다. 사업부문별로 보면, 2분기 혈액제제/백신/전문의약품/일반의약품 등/자회사 탭라인 성장률은 각각 -14% YoY/-44% YoY/+9% YoY/+10% YoY/-30% YoY 으로 추정한다.

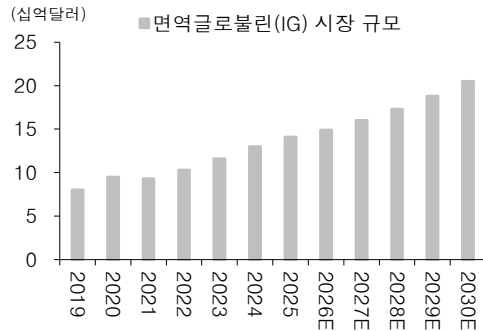
알리글로는 여전히 견조, 하반기 실적에 거는 기대

알리글로의 미국 내 처방 확대는 여전히 진행 중으로 2분기 알리글로 연결 기준 매출액은 350억원 수준이 될 것으로 예상한다. 하반기 본격 출하에 따른 탭라인 성장세가 여전히 견조하므로 2026년 알리글로 매출액 추정치를 2,500억원 수준으로 유지, 연결 매출액 비중은 12%, 연결 이익 기여도는 63%가 될 것으로 전망한다(알리글로의 마진을 약 20% 가정, 원/달러 환율 1,430원 가정). 또한 녹십자가 제시하고 있는 2027년 알리글로 가이던스 2억달러, 2028년 3억달러 수준은 충분히 달성 가능할 것으로 여전히 확신한다(2026~27년 녹십자 연결 매출액 추정치: 1.97조~2.15조원, 영업이익 추정치: 719억~960억원, OPM: 3.7~4.5%).

녹십자 투자의견 BUY, 목표주가 165,000원

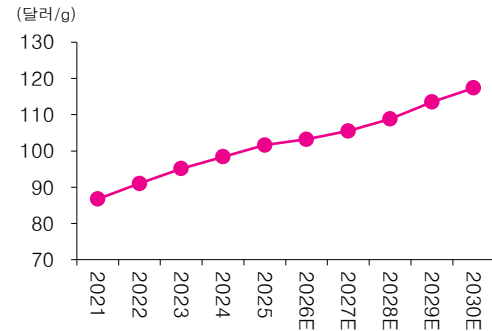
2분기 고마진 백신 품목들의 탭라인 이연 및 R&D 비용 증가를 반영하여 2026년 실적 추정치를 소폭 하향 조정, 2027~28년 이익 추정치는 그대로 유지한다. TP는 16.5만원으로 하향하지만 하반기 실적 회복과 알리글로의 미국 성장을 긍정적으로 보아 투자의견은 BUY로 유지한다.

그림 1 미국 면역글로불린(IG) 시장 규모 추이 및 전망



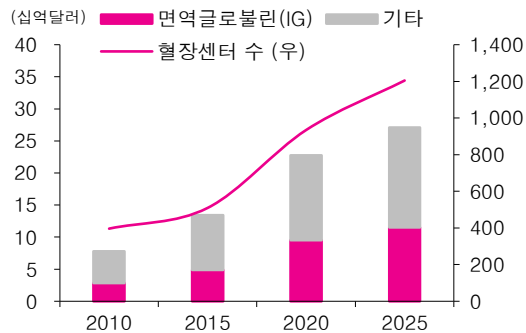
자료: Marketing Research Bureau, 홍국증권 리서치센터

그림 2 미국 내 정맥 면역글로불린(IVIG) ASP 추이 및 전망



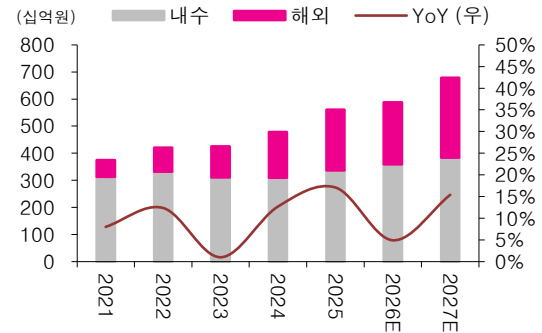
자료: Marketing Research Bureau, 홍국증권 리서치센터

그림 3 미국 혈장 센터 수 및 혈액제제 시장 규모



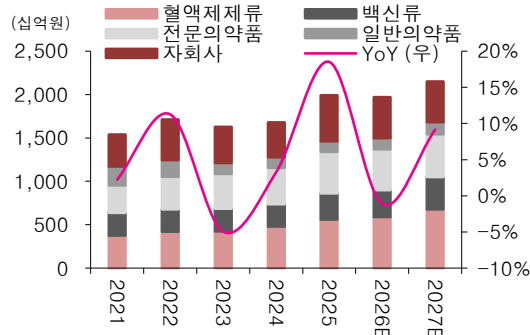
자료: Marketing Research Bureau, 녹십자, 홍국증권 리서치센터

그림 4 녹십자 혈액제제류 매출액 추이 및 전망



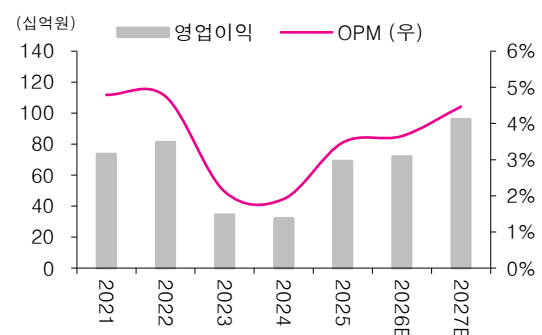
자료: 녹십자, 홍국증권 리서치센터

그림 5 녹십자 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 녹십자, 홍국증권 리서치센터

그림 6 녹십자 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 녹십자, 홍국증권 리서치센터

그림 7 녹십자 미국 혈장 분획제제 사업 추진 계획



자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 8 녹십자 2026년 R&D Pipeline (1Q26)

	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	Registration/Approved
Plasma derivative	GC5136 PI 치료제(SC)			GC5107 미국 PI 치료제 (소아)	GC5107 미국 PI 치료제 (알리글로)
Vaccine	GC4002 mRNA Flu 백신 GC3114 Flu-HD 백신 GC1140 EBV 백신	GC4006 mRNA COVID 백신	MG1120/CRV-101 대상 포진 백신 MG1111 수두백신(2-dose) GC3111 Tdap 백신	MG1111 미국 헤라셀라주(2-dose)	GC1109 탄저 백신(베리트락스)
Innovative medicine	GC1148 고형암 항암제(ADC)	GC1130 MPSIIIA 치료제	GC1134 파브리병 치료제 (임상 1/2상)	GC1138 글렌즈만 혈소판무력증 치료제	GC2127 알라질 중추신경 치료제(리브라렉) GC1123 한국 중추신경질환 연구 치료제 ICV (혈액이가 산장서 제출) GC1111 인터루킨 치료제(인터라제)

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

그림 9 녹십자 중장기 R&D Pipeline

		2023	2024	2025	2026	2027	2028
Plasma derivatives	Alygio® PI 치료제(SC)	US 품목허가 획득			US 소아 Ph3 완료	허가 변경 완료 ¹⁾	
	베리트락스주		WHO PQ 인증 획득	RU Ph3 IND 승인	비임상 / 선행투자 개시	US Ph3 IND 승인	
Vaccines	베라셀라주(2-dose)			KR 품목허가 획득			TH/VN 품목허가 신청
	Tdap 백신			TH Ph3 IND 승인	KR/VN Ph3 IND 승인		
	Flu-HD 백신			KR Ph1/2 IND 승인		Ph3 IND 승인	
	mRNA COVID 백신				KR Ph2/3 IND 승인		
	EBV 백신			KR Ph1 IND 승인	Ph2 IND 승인	Ph3 IND 승인	품목허가 신청
	한티라제(IV)	KR 초건부 허가 개제			비임상 ²⁾ 개시	임상 1상 IND 승인 ³⁾	
Innovative medicine	한티라제(ICV)		RU 품목허가 획득	KR Ph1 완료, 품목허가 신청			
	MPSIIIA 치료제		US/KR Ph1 IND 승인		US/KR Ph2/3 개시		
	Fabry 치료제		US Ph1/2 IND 승인	KR/AR Ph1/2 IND 승인	US/KR/AR Cohort 2 개시	US/KR/AR Cohort 3 개시	
	Immune-based Innovative medicines		6개 신규과제 개시	2개 신규과제 개시 + ADC 과제 도입	ADC 과제 비임상 ²⁾ 개시 + α개 신규과제 개시		

1) 소아 적용용 확대, 2) 독성, 3) 2026년 하반기 대상 국가 확장 예정

자료: 녹십자, 흥국증권 리서치센터

표 1 녹십자 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	384	500	609	498	436	413	563	558	1,680	1,991	1,970	2,150
혈액제제류	127	152	134	148	115	131	160	182	478	560	588	678
내수	84	80	90	83	90	86	95	88	310	337	360	384
해외	43	72	44	65	25	45	65	94	169	224	228	295
백신류	49	103	92	56	57	57	94	104	256	301	312	370
전문약품	92	106	170	112	82	115	151	122	420	480	470	494
일반약품 등	27	31	34	28	32	34	35	29	122	120	130	140
자회사	88	108	180	155	150	76	122	121	404	531	469	468
영업이익	8	27	29	5	12	7	26	27	32	69	72	96
수익성(%)												
영업이익률	2.1%	5.5%	4.8%	0.9%	2.7%	1.8%	4.6%	4.8%	1.9%	3.5%	3.7%	4.5%
성장률(YoY)												
전체 매출액	7.6%	19.9%	31.1%	12.9%	13.5%	-17.4%	-7.7%	12.1%	3.3%	18.5%	-1.1%	9.2%
혈액제제류	42.3%	67.6%	-2.2%	-8.8%	-9.7%	-13.9%	20.0%	23.2%	12.7%	17.1%	4.9%	15.4%
내수	13.3%	7.4%	11.1%	3.2%	7.2%	7.7%	6.3%	6.2%	-0.3%	8.7%	6.9%	6.7%
해외	181.4%	344.4%	-21.5%	-20.6%	-42.3%	-38.0%	48.0%	45.0%	48.2%	32.5%	2.0%	29.2%
백신류	56.3%	19.0%	-2.6%	29.4%	15.0%	-44.2%	2.1%	85.0%	-2.3%	17.4%	3.9%	18.5%
전문약품	-13.9%	4.1%	57.6%	8.0%	-11.2%	8.5%	-11.1%	9.3%	5.2%	14.3%	-2.0%	5.1%
일반약품 등	-1.8%	-2.5%	4.6%	-8.3%	19.1%	9.5%	3.4%	4.3%	-1.5%	-1.9%	8.8%	7.5%
자회사	-13.1%	1.7%	92.6%	51.4%	70.1%	-30.0%	-32.0%	-21.5%	-3.2%	31.6%	-11.6%	-0.4%

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)	2,042	2,150	2,225	1,970	2,150	2,233	-4%	0%	0%
영업이익 (십억원)	78	96	121	72	96	121	-8%	0%	0%
영업이익률 (%)	3.8%	4.5%	5.4%	3.7%	4.5%	5.4%			
지배기업순이익 (십억원)	28	41	58	25	41	58	-10%	0%	0%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 녹십자 사업가치 산정 (DCF Valuation)

(단위: 십억원)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
NOPLAT	58	77	97	109	124	140	158	178	202
(+) 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	10	9	8	7	7	7	8	8	9
Free cash flows (FCF)	61	89	107	128	140	158	182	203	233
Discounted FCF	56	75	82	90	90	93	98	101	106
PV of FCF	791								
PV of terminal value	1,955								
Enterprise value	2,746								

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 4 녹십자 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
녹십자 value (A)	2,746	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	822	FY25~27E 순차입금 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	1,924	
No. of total shares (백만주)	11.7	
NAV/Share (원)	164,631	
목표주가 (원)	165,000	
현재주가 (원)	118,600	
상승여력	+39.1%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 10 녹십자 12M Fwd P/E 추이



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,680	1,991	1,970	2,150	2,233
증가율 (Y-Y, %)	3.3	18.5	(1.1)	9.2	3.9
영업이익	32	69	72	96	121
증가율 (Y-Y, %)	(6.8)	115.4	4.0	33.5	26.1
EBITDA	113	157	163	185	208
영업외손익	(73)	(104)	(36)	(38)	(38)
순이자수익	(37)	(47)	(47)	(41)	(36)
외화관련손익	7	(2)	1	0	0
지분법손익	(26)	57	134	134	134
세전계속사업손익	(41)	(35)	36	58	83
당기순이익	(43)	(30)	28	45	65
지배기업당기순이익	(26)	(5)	25	41	58
증가율 (Y-Y, %)	적지	적지	흑전	59.1	43.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.0	5.2	6.6	8.6	3.9
영업이익증가율(3Yr)	(24.2)	(5.2)	27.8	44.1	20.5
EBITDA증가율(3Yr)	(4.4)	2.3	13.9	17.9	9.9
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	1.9	3.5	3.7	4.5	5.4
EBITDA마진(%)	6.7	7.9	8.3	8.6	9.3
순이익률 (%)	(2.5)	(1.5)	1.4	2.1	2.9
NOPLAT	23	50	55	75	94
(+) Dep	81	88	91	89	87
(-) 운전자본투자	136	8	(0)	(62)	(60)
(-) Capex	32	72	74	48	48
OpFCF	(63)	57	73	178	194

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,202	1,370	1,339	1,200	1,149
현금성자산	33	52	30	42	59
매출채권	399	409	405	537	508
재고자산	747	892	882	597	558
비유동자산	1,542	1,601	1,472	1,458	1,447
투자자산	430	419	379	394	410
유형자산	805	845	765	741	720
무형자산	307	337	328	323	317
자산총계	2,744	2,971	2,811	2,658	2,596
유동부채	769	1,146	774	267	(155)
매입채무	302	440	435	344	333
유동성이자부채	404	639	276	(141)	(556)
비유동부채	493	431	767	1,097	1,416
비유동이자부채	436	359	566	890	1,209
부채총계	1,263	1,577	1,541	1,365	1,261
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	396	396	396	396	396
이익잉여금	815	797	805	828	869
자본조정	(17)	(34)	(69)	(69)	(69)
자기주식	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
자본총계	1,481	1,394	1,270	1,294	1,335
투하자본	2,063	2,142	1,913	1,824	1,746
순차입금	807	946	812	707	594
ROA	(1.0)	(0.2)	0.9	1.5	2.2
ROE	(2.1)	(0.4)	2.1	3.4	4.7
ROIC	1.1	2.4	2.7	4.0	5.3

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(2,249)	(400)	2,231	3,549	5,107
BPS	107,187	104,178	101,836	103,836	107,359
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x, %)					
PER	n/a	n/a	53.2	33.4	23.2
PBR	1.7	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/ EBITDA	25.7	17.9	13.5	11.3	9.5
배당수익율	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3
PCR	16.2	10.8	15.9	753.1	122.4
PSR	1.2	0.9	0.7	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	85.3	113.1	121.3	105.5	94.5
Net debt/Equity	54.5	67.8	64.0	54.6	44.5
Net debt/EBITDA	713.4	603.3	498.0	381.6	285.8
유동비율	156.2	119.6	173.0	448.7	n/a
이자보상배율	0.9	1.5	1.5	2.3	3.4
이자비용/매출액	2.4	2.5	2.5	2.1	1.7
자산구조					
투하자본(%)	81.7	82.0	82.4	80.7	78.8
현금+투자자산(%)	18.3	18.0	17.6	19.3	21.2
자본구조					
차입금(%)	36.2	41.7	39.9	36.7	32.9
자기자본(%)	63.8	58.3	60.1	63.3	67.1

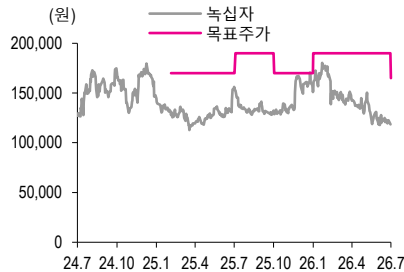
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	(53)	99	6	64	72
당기순이익	(43)	(30)	28	45	65
자산상각비	81	88	91	89	87
운전자본증감	(144)	(25)	(67)	62	60
매출채권감소(증가)	55	(21)	(26)	(133)	30
재고자산감소(증가)	(230)	(125)	(34)	285	39
매입채무증가(감소)	26	111	10	(92)	(10)
투자현금	(68)	(187)	43	59	58
단기투자자산감소	(18)	17	(2)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(6)	(43)	92	127	127
설비투자	(32)	(72)	(74)	(48)	(48)
유무형자산감소	(9)	(30)	(15)	(12)	(12)
재무현금	94	112	(75)	(110)	(113)
차입금증가	114	130	(75)	(93)	(96)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(20)	(19)	(17)	(17)	(17)
현금 증감	(27)	27	(20)	12	16
총현금흐름(Gross CF)	130	172	87	2	11
(-) 운전자본증가(감소)	136	8	(0)	(62)	(60)
(-) 설비투자	32	72	74	48	48
(+) 자산매각	(9)	(30)	(15)	(12)	(12)
Free Cash Flow	(47)	62	(2)	4	12
(-) 기타투자	6	43	(92)	(127)	(127)
잉여현금	(53)	18	90	131	138

녹십자 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-02-25	담당자 변경			
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	(24.8)	(5.1)
2026-07-22	Buy	165,000		

투자 의견 (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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	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 중간사로 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.



<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