

녹십자 (006280)

[NDR 후기] 2보 전진을 위한 1보 후퇴

악재들이 겹친 2분기

동사의 연결 기준 2분기 매출은 4,212억원(YoY -16%), 영업이익 17억원(YoY -94%, OPM 0.4%)을 기록했다. 다양한 요인들이 복합적으로 작용했다. 우선 본업 측면에서는 2분기에 국내 독감백신 원액 매출이 통상적으로 발생하는데 해당 매출이 지연됐다. 매년 WHO는 독감백신의 국제 표준품을 지정하며, 표준품이 지정된 이후에 백신 생산을 진행한다. 올해는 표준품 수령 일정이 늦어짐에 따라 생산일정도 미뤄졌다. 백신 외에도 작년 2분기 수주가 몰렸던 헨터라제에 대한 역기저효과도 발생했다. 또한 자회사였던 녹십자웰빙을 지주사에게 매각함에 따라 관련 매출이 제외되었고 비용 측면에서는 일반의약품 관련 광고비가 추가로 발생해 실적에 악영향을 미쳤다.

다만 하반기에는 완벽한 상저하고의 실적이 가능할 것으로 예상한다. 일시적인 비용 관련 이슈가 해소되었고, 3분기부터는 지연되었던 매출이 반영된다. 회사는 연결 기준 연간 가이던스를 매출 1.9조원 이상, 영업이익 700억원 중후반 수준으로 제시했다. 상반기 합산매출 8,500억원, 영업이익이 130억원대였다는 점을 고려하면 하반기에는 매출 1조원 및 600억원 이상의 영업이익이 발생할 것이 기대된다.

미국에서 판매 중인 알리글로는 본업의 일시적 노이즈와 무관하게 매분기 성장하고 있다. 회사가 연초 제시했던 매출 가이던스인 1.5억달러는 무난히 달성할 것으로 판단하며 매출 상승 추세는 지속될 것으로 보인다. 이는 미국 혈장분획제제 시장이 초과수요 상태라는 점에서 약가가 꾸준히 올라가는 상황이며, 전문약국(Specialty Pharmacy) 채널 위주에서 클리닉 등으로 알리글로의 미국 내 판매 채널이 확대되고 있다는 점 등에 기인한다.

본업의 낮은 이익률을 개선하기 위한 다양한 시도들이 진행 중

금번 진행한 NDR을 통해 동사가 진행 중인 중장기적 과제들에 대한 업데이트 사항을 확인했다. 주요 사업의 마진이 낮은 한계점을 극복하기 위한 다양한 시도들이 진행되고 있었으며 중장기적인 체질 개선이 가능할 것이 기대된다. 주요 내용은 아래와 같다.

- ① SCIG (SC 제형의 혈장분획제제) 개발: IV제형이 있는 혈장분획제제 케이스에서는 SCIG 임상 3상으로 바로 진입 가능. 내년 중 미국 임상 3상 IND 제출 목표 개발. 2030년까지 임상 마무리하는 일정. 임상 타임라인에 맞춘 설비투자 진행할 것이며 최근 설비투자 관련 공시 발표. 향후 3년간 약 1,400억원 투자하며 내년부터 생산 설비 들어가는 일정. 최근 공시한 큐레보 매각대금 일부 및 OCF 활용. 현재 SCIG는 Grifols, Takeda, CSL만 20% 농도의 제품을 보유
- ② 알리글로 소아 임상 3상이 최근 종료되었으며 올해말 결과보고서 마무리 예정. 내년 초 신청서 제출하는 스케줄 기준으로 2027년말부터 2세 이상의 소아에게도 알리글로 투여 가능할 것으로 전망. 면역글로불린은 체중에 비례해 투여량이 결정. 그렇기에 시장 규모 기준 성인이 약 80%를 차지. 그럼에도 소아 적응증은 필요. 이는 진단 시점이 소아 시절에 40% 정도를 차지하기 때문. 소아 환자에게 브랜드를 인지시켜 놓으면 Lock-in 효과를 기대해볼 수 있음. 마케팅 목적에서 확보해야 하는 적응증

Company Brief

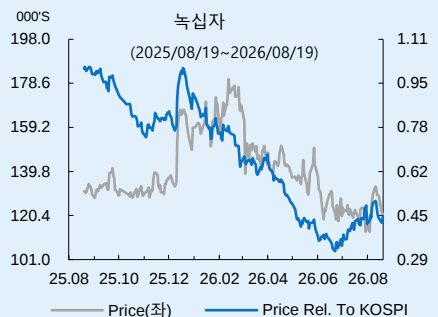
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원(하향)
증가(2026.08.19)	121,000원
상승여력	48.8 %

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,169만주
시가총액	1,414십억원
외국인지분율	24.0%
52주 주가	113,200~180,300원
60일평균거래량	49,295주
60일평균거래대금	6.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-7.4	-31.8	-7.6
상대수익률	3.7	3.6	-45.8	-113.0

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,991	1,981	2,136	2,373
영업이익(십억원)	69	77	124	123
순이익(십억원)	-5	76	108	96
EPS(원)	-400	6,543	9,284	8,192
BPS(원)	104,178	108,129	114,821	120,421
PER(배)		18.5	13.0	14.8
PBR(배)	1.5	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	-0.4	6.2	8.3	7.0
배당수익률(%)	0.9	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	17.0	11.2	9.0	9.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

③ 그 외 개발 중인 백신 파이프라인에 대한 업데이트 진행했으며 중장기적으로 동사의 수익성을 개선해줄 것으로 기대

- 1) 코로나 백신: 국산 mRNA 백신을 확보하기 위한 정부의 개발 의지 강함. 정부지원사업으로 함께 개발 중이며 질병청으로부터 임상 2상 지원사업에 선정. 2028년 품목허가하는 스케줄이며 단가나 물량은 추가적인 논의 필요
- 2) 고면역원성 독감백신: 고령층 대상으로 개발 중. 올해 7월 임상 2/3상 IND 제출 완료. 3년 내 국내 품목허가 목표. 현재 기존 독감백신 연 매출 합산 1,200억원 수준으로 해당 제품 상용화 시 1,500억원 이상 매출 발생 기대
- 3) 수두백신: 현재 동사가 판매 중인 수두백신은 1 dose 컨셉. 글로벌 스탠다드는 2 dose. 현재 2 dose 임상 3상 베트남/한국/태국에서 진행 중. 내년 임상 마무리 및 2028년 동남아 시장 진입 목표. 현재 1 dose 수두백신 연간 매출 300억원가량이며 현 수준의 1.5배 이상 매출 확보할 것으로 기대
- 4) EBV(엡스타인-바 바이러스) 백신: 현재 글로벌 상용화 제품이 없는 시장. 모더나가 임상 1/2상으로 개발 단계 가장 빠름. 최근 일라이 릴리가 동사의 관계사 큐레보 외 2개의 백신 회사를 추가 인수. 그 중 하나가 EBV 백신을 파이프라인으로 보유하고 있어 글로벌 관심도가 높은 분야라고 판단. EBV에 감염되면 일부 암 발생 확률을 올리는 것을 확인, 항암 백신 컨셉으로도 개발

목표주가는 하향하나 미국 시장 내 알리글로의 성장성을 주목

목표주가를 기존 22만원으로 18만원으로 하향한다. 피어그룹의 멀티플 하락 및 실적 추정치를 조정함에 따라 이전 제시했던 영업가치(1.1조원)가 28% 하락했음에 기인한다. 파이프라인 가치는 알리글로만 반영했으며, 계열사 지분가치는 녹십자웰빙을 제외하고 지씨지놈을 추가했다. 당사가 제시하는 알리글로의 가치는 약 1.7조원으로 Peak 점유율을 4% 수준으로 가정해 산출된 수치다. 상기 항목 및 2026년말 예상되는 순차입금을 포함한 동사의 총 기업가치는 2.05조원이다.

결국 타 제약사와 유사한 매출을 기록함에도 낮은 이익률을 어떻게 끌어올릴 것이냐가 동사에 대한 투자 매력도를 판단하는데 있어 중요한 기준이 될 것으로 예상된다. 단기간적으로는 미국에서의 알리글로 성장이 지속되는지, 회사가 제시한 가이드언스를 지키는지가 중요할 것으로 판단한다. 본업의 한 자릿수 대 이익률 대비 알리글로는 두 자릿수대의 이익률을 기록하고 있는 것으로 확인되기에 전사 매출 내 알리글로의 비중이 매분기 올라가는 것을 단기적으로 주목할 필요가 있다.

표1. 녹십자 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	769.0	
A. 12MFEBITDA	51.1	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	15.1	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	1,753.3	
C. 알리글로	1,753.3	
3. 계열사 지분가치 (D+...+H)	339.0	
D. 녹십자엠에스	21.6	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
E. 지씨셀	57.1	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
F. 지씨지놈	16.9	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 30% 적용
G. GC Biopharma USA	105.3	장부가액 기준
H. ABO Holdings	138.0	장부가액 기준
4. 순차입금	811.6	2026년말 가정
5. 녹십자 총 기업가치 (1+2+3-4)	2,049.8	
6. 보통주주식수	11,413	
7. 적정주가 산출 (5÷6)	180,000	
8. 현재 주가	121,000	2026년 8월 19일 종가
9. 상승 여력	48.8	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표2. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	383.8	500.3	609.5	497.8	435.5	421.2	608.0	515.9	1,991.3	1,980.6	2,135.8
YoY	7.6	19.9	31.1	12.9	13.5	(15.8)	(0.2)	3.6	18.5	(0.5)	7.8
내수	219.2	251.3	355.3	252.2	223.0	234.9	380.9	264.5	1,078.0	1,103.3	1,109.0
혈액제제	83.8	80.0	89.8	82.9	89.9	89.9	99.8	85.6	336.5	365.1	373.0
백신	30.6	56.3	74.7	42.1	33.6	37.2	92.7	43.1	203.7	206.6	204.0
처방의약품	78.8	86.8	159.2	101.2	70.8	74.2	156.6	111.2	426.0	412.7	427.2
CHC+기타	26.0	28.2	31.6	26.1	28.7	33.8	31.8	24.7	111.9	118.9	104.8
해외	76.4	140.4	74.4	91.0	62.8	81.6	85.3	98.0	382.2	327.7	368.2
혈액제제	43.3	72.0	43.8	64.6	25.0	48.6	52.6	69.1	223.7	195.3	200.9
백신	18.8	46.6	17.2	14.3	23.3	18.1	18.6	14.7	96.9	74.8	99.7
처방의약품	13.1	19.2	11.0	10.5	10.8	12.3	12.7	12.6	53.8	48.4	62.0
CHC+기타	1.2	2.6	2.4	1.6	3.7	2.6	1.4	1.6	7.8	9.3	5.7
자회사	100.8	112.3	113.7	111.8	110.0	73.6	74.4	65.1	531.1	581.1	743.4
기타 및 연결조정	(34.4)	(46.7)	(10.5)	(50.2)	(23.8)	(36.0)	(15.1)	(16.3)	(141.9)	(91.2)	(84.8)
매출총이익	112.7	155.2	145.9	140.3	122.8	109.5	167.0	158.7	554.1	558.0	608.7
YoY	30.5	20.8	0.3	15.4	8.9	(29.4)	14.5	13.1	15.0	0.7	9.1
GPM	29.4	31.0	23.9	28.2	28.2	26.0	27.5	30.8	27.8	28.2	28.5
영업이익	8.0	27.4	29.2	4.6	11.7	1.7	36.0	27.7	69.1	77.1	123.9
YoY	흑전	55.1	(26.2)	흑전	47.3	(93.7)	23.2	501.5	115.4	11.5	60.7
OPM	2.1	5.5	4.8	0.9	2.7	0.4	5.9	5.4	3.5	3.9	5.8

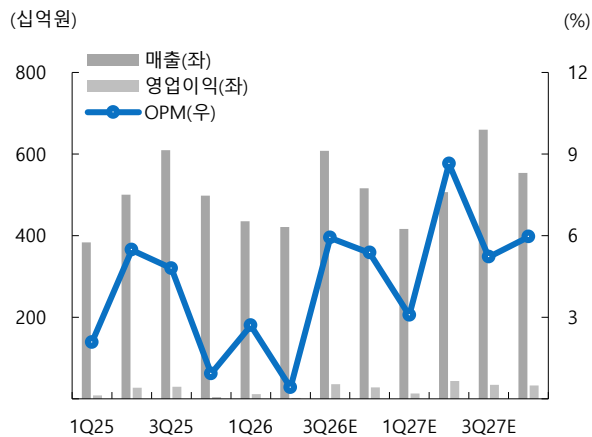
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 알리글로 가치 산출

(십억달러, %, 십억원)	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E
미국 IMG 시장 규모	15	16	17	19	20	22	23	25	27	29
알리글로 점유율	Peak 4%									
US 생산비중	40	50	55	60	65	70	75	80	80	80
최종 매출	211	424	699	896	1,160	1,123	1,087	1,053	1,019	987
법인세 적용	20%									
총 현금흐름	168.7	339.4	559.1	716.4	928.0	898.4	869.8	842.1	815.2	789.3
현가이자계수(PVIF)	0.92	0.87	0.83	0.78	0.74	0.70	0.67	0.63	0.60	0.57
PV of FCFF	156	296	463	562	690	633	580	532	488	448
Sum of FCFF	8.70%	3,016.6								
Terminal Value	-3%	3,714.8								
PV of Terminal Value		1,753.3								
알리글로 최종 가치		1,753.3								

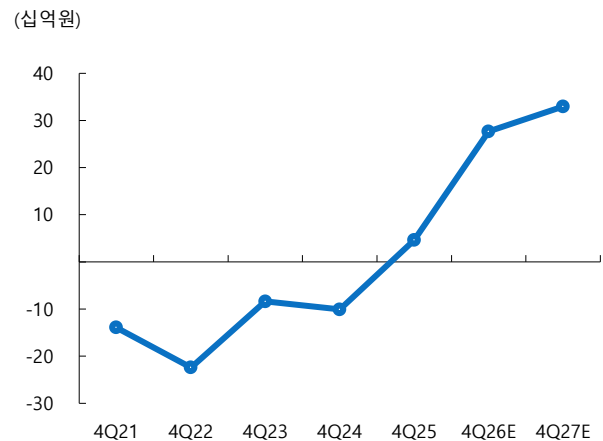
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 녹십자 분기별 실적 추이 및 전망



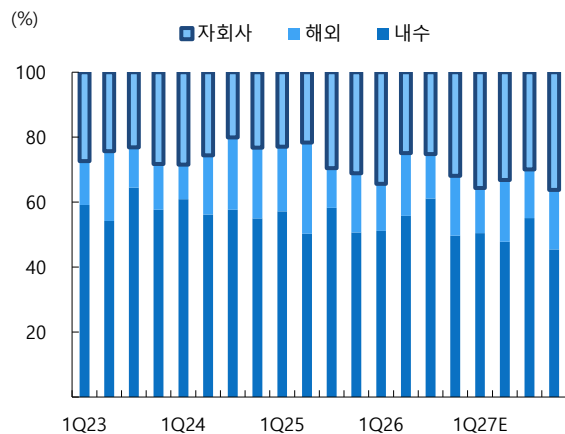
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림2. 4분기 기준 녹십자 연도별 영업이익 추이 및 전망. 알리글로는 2024년 3분기 미국 출시. 출시 1년차부터 4분기 흑자 전환 시작



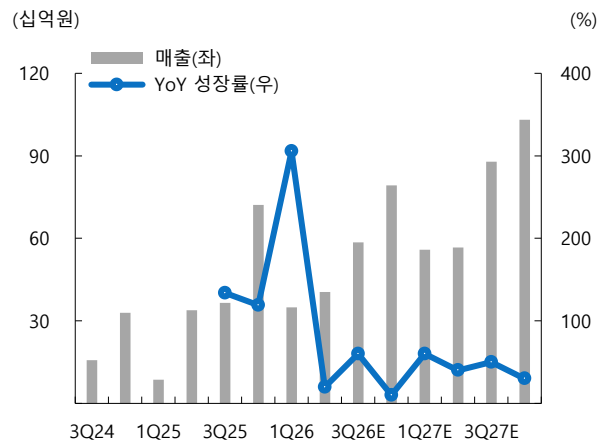
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림3. 녹십자 분기별 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



자료: iM증권 리서치본부 추정 / 주 : 자회사 매출에 알리글로 포함

그림4. 분기별 알리글로 매출 추이 및 전망

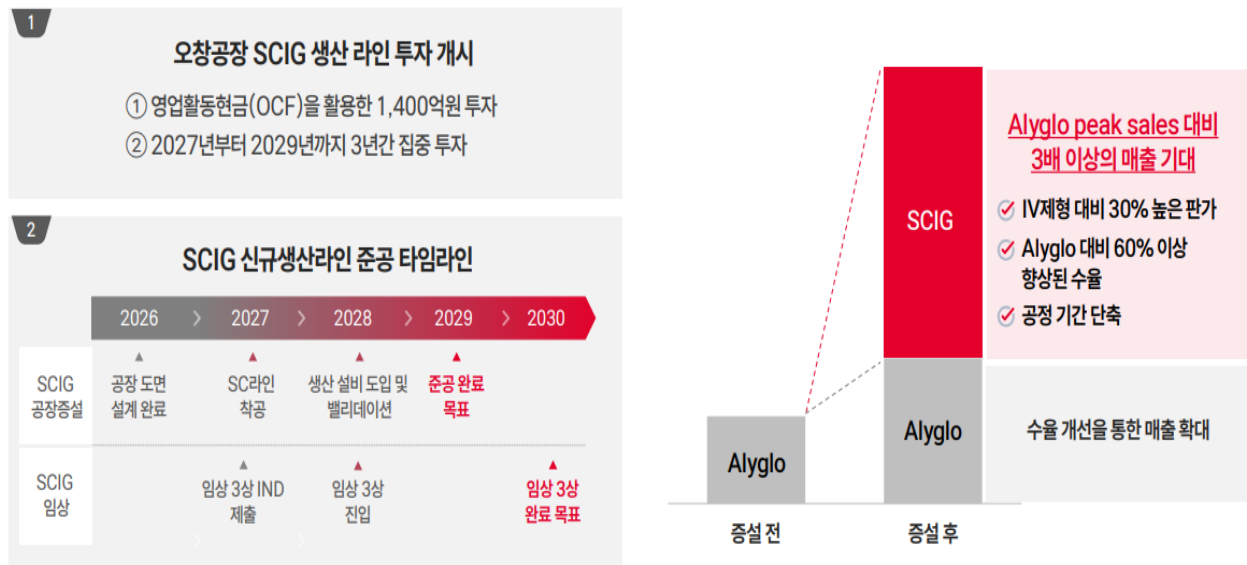


자료: iM증권 리서치본부 추정

그림5. SCIG 개발 관련 업데이트 내용 요약

SCIG 개발 본격화

100% 가동 시, 기대 매출 15억 달러 이상



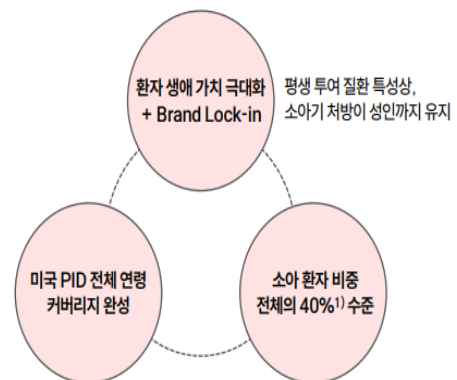
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 알리글로 IVIG 소아 임상 개발 관련 진행상황

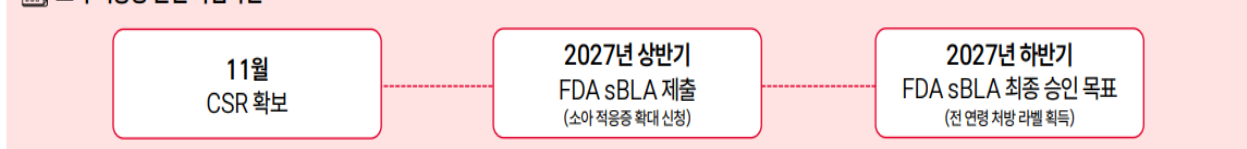
소아 임상 3상 개요

Study Design	Multi-center, Single-arm, Open-label
Target Group	만 2세 이상 ~ 만 17세 미만의 소아/청소년 일차 면역결핍증 환자
Primary Endpoint	약동학(PK)평가: 체내 약물 농도 추이 및 최저 혈중 농도 안전성 평가: 중증 세균 감염을 및 내약성
Timeline	2026년 5월: Last Patient Out 2026년 11월: Clinical Study Report(CSR) 완료

소아 적응증 확장의 의미



소아 적응증 관련 타임라인



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림7. 주요 백신 파이프라인 개발 로드맵

파이프라인	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	2026년 마일스톤
COVID19 mRNA 백신	완료	진행 중	IND 제출		연내 임상 2상 진입
고면역원성 독감백신 (High-dose flu, HD flu)	Skip	Skip	IND 제출		연내 임상 2/3상 진입
백리셀라주 2dose	Skip	Skip	Skip	베트남, 태국 진행 중	한국 임상 개시
EBV 백신		IND 제출 목표			GLP 독성 시험 개시 생산 공정 확립

COVID19 mRNA 백신 자체 mRNA-LNP 플랫폼 활용 첫 파이프라인 ☒ 임상 2상 '정부 지원 사업' 선정 ☒ 임상 2상 IND 제출 ☐ 연내 임상 2상 진입	고면역원성 독감백신 고령층 대상 고면역원성 확보 위한 고함량 독감백신 개발 Drive ☒ 임상 2/3상 IND 제출 ☐ 연내 임상 2/3상 진입 ☐ 향후 3년 내 품목허가 목표 (첫 국산 HD flu 백신 개발 기대)	백리셀라주 2dose 글로벌 스탠다드에 발맞춘 임상 동남아 주요 시장 임상 진행 중 ☒ 베트남&태국 첫 환자 투약 완료 ☒ 국내 임상 3상 진입 ☐ 2028년 품목허가 목표	EBV 백신 차별화된 항원 기반의 프리미엄 백신 개발 + L/O 목표 ☒ GLP 독성 시험 개시 ☐ 생산 공정 확립 ☐ 내년 임상 1상 IND 제출 목표
--	--	---	---

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림8. 녹십자 중장기 R&D 파이프라인 개발 현황 (2026년 2분기 실적자료 기준)

			기반 구축 및 축적기			성장 가속 및 실현기		
			2023	2024	2025	2026	2027	2028
Plasma derivatives	Global	Alygio®	US 품목허가 획득			US 소아 Ph3 완료	허가 변경 완료 ¹⁾	
	Global	PI 치료제(SC)				비임상 / 예비투자 개시	US Ph3 IND 승인	
Vaccines		백리트락스주			KR 품목허가 획득			
	Global	백리셀라주	WHO PQ 인증 획득	RU Ph3 IND 승인	VN 품목허가 획득			
	Global	백리셀라주(2-dose)			TH Ph3 IND 승인	KR/VN Ph3 IND 승인		TH/VN 품목허가 신청
		Tdap 백신			KR Ph1/2 IND 승인		Ph3 IND 승인	
		Flu-HD 백신				KR Ph2/3 IND 승인		
		mRNA COVID 백신			KR Ph1 IND 승인	Ph2 IND 승인	Ph3 IND 승인	품목허가 신청
Global	EBV 백신				비임상 ²⁾ 개시	임상 1상 IND 승인 ³⁾		
Innovative medicine	Global	헌터라제(IV)	KR 조건부 허가 해제					
	Global	헌터라제(ICV)		RU 품목허가 획득	KR Ph1 완료, 품목허가 신청	PE 품목허가 획득		
	Global	MPSIIIA 치료제		US/KR Ph1 IND 승인		US/KR Ph2/3 개시		
	Global	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	
	Global	Immune-based innovative medicines		6개 신규과제 개시	2개 신규과제 개시 + ADC 과제 도입	ADC 과제 비임상 ²⁾ 개시 + α개 신규과제 개시		

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

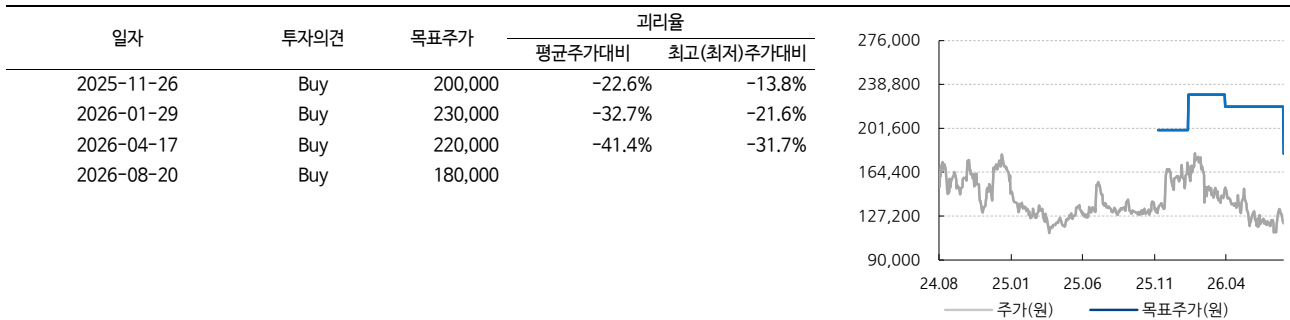
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,370	1,579	1,682	1,775	매출액	1,991	1,981	2,136	2,373
현금 및 현금성자산	49	270	275	216	증가율(%)	18.5	-0.5	7.8	11.1
단기금융자산	2	0	0	0	매출원가	1,437	1,423	1,527	1,692
매출채권	428	426	458	506	매출총이익	554	558	609	681
재고자산	892	887	956	1,062	판매비와관리비	485	481	485	557
비유동자산	1,601	1,351	1,333	1,323	연구개발비	153	166	180	199
유형자산	845	776	748	723	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	337	313	292	273	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,971	2,930	3,016	3,098	영업이익	69	77	124	123
유동부채	1,146	1,116	1,133	1,159	증가율(%)	115.4	11.5	60.7	-0.5
매입채무	177	176	190	211	영업이익률(%)	3.5	3.9	5.8	5.2
단기차입금	352	302	282	262	이자수익	3	15	15	12
유동성장기부채	257	257	257	257	이자비용	50	45	44	43
비유동부채	431	381	381	381	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-66	56	47	35
장기차입금	254	204	204	204	세전계속사업이익	-35	88	125	110
부채총계	1,577	1,497	1,514	1,540	법인세비용	-6	18	26	23
지배주주지분	1,217	1,264	1,342	1,407	세전계속이익률(%)	-1.8	4.4	5.8	4.6
자본금	58	58	58	58	당기순이익	-30	69	99	87
자본잉여금	396	396	396	396	순이익률(%)	-1.5	3.5	4.6	3.7
이익잉여금	797	856	947	1,026	지배주주귀속 순이익	-5	76	108	96
기타자본항목	-34	-47	-60	-73	기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
비지배주주지분	177	170	160	151	총포괄이익	-43	56	86	74
자본총계	1,394	1,433	1,502	1,558	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	99	194	122	60	주당지표 (원)				
당기순이익	-30	69	99	87	EPS	-400	6,543	9,284	8,192
유형자산감가상각비	68	69	63	60	BPS	104,178	108,129	114,821	120,421
무형자산감각비	20	24	21	19	CFPS	7,101	14,487	16,467	14,960
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	1,500	1,500	1,500	1,500
투자활동 현금흐름	-187	-27	-66	-69	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-70	-	-35	-35	PER		18.5	13.0	14.8
무형자산의 처분(취득)	-32	-	-	-	PBR	1.5	1.1	1.1	1.0
금융상품의 증감	27	-28	-31	-34	PCR	22.4	8.4	7.3	8.1
재무활동 현금흐름	112	-126	-46	-46	EV/EBITDA	17.0	11.2	9.0	9.5
단기금융부채의증감	-27	-50	-20	-20	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	167	-50	-	-	ROE	-0.4	6.2	8.3	7.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	7.9	8.6	9.7	8.5
배당금지급	-19	-17	-17	-17	부채비율	113.1	104.5	100.8	98.8
현금및현금성자산의증감	27	221	5	-59	순부채비율	58.2	34.3	31.1	32.5
기초현금및현금성자산	23	49	270	275	매출채권회전율(x)	4.7	4.6	4.8	4.9
기말현금및현금성자산	49	270	275	216	재고자산회전율(x)	2.4	2.2	2.3	2.4

자료 : 녹십자, iM증권 리서치본부

녹십자 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-