

## 녹십자(006280.KS)

매수(유지)

## 효자품목으로 선방

## 분석의 기본 가정

- 고마진 품목의 제품믹스로 수익성 개선되었으나 자회사 적자전환에 당기순손실 기록

## 2Q24 Review: 자회사 영향에 당기순이익 적자

2분기 연결기준 매출 4,174억원(-3.6% YoY), 영업이익 176억원(-25.5% YoY)을 기록하며 컨센서스를 하회하였으며, 별도기준으로는 매출 3,106억원(-5.2% YoY), 영업이익 187억원(+5.1% YoY) 기록. 고마진의 독감백신(598억원)과 헌터라제(184억원) 매출 호조가 의료계 파업 및 하반기 알리글로 공급을 위한 수급 조절로 혈액제제 매출이 둔화된 영향을 상쇄, 수익성이 개선되며 전분기 대비 흑자전환함. 그러나 자회사 지씨셀이 2분기 영업손실 -27억원으로 적자전환 하며 당기순이익은 적자 기록. 판관비는 1,109억원으로 경상연구개발비가 소폭 감소하며 전년비 -5.3% 감소함.

## 차기 효자품목 알리글로: 하반기 큰 폭의 실적 개선 기대

3분기 독감백신 매출 본격 발생, 헌터라제 러시아 매출 회복, 배리셀라(수두백신) NIP 매출에 더해 하반기 알리글로 매출 확대가 하반기 및 향후 실적 성장의 핵심 모멘텀이 될 전망임. 3대 메이저 PBM 중 2곳에 이미 등재를 완료하여 최소 50%의 시장에 커버리지를 확보하였고, 연내 남은 1곳의 PBM과 보험사 채널을 끼지 않는 단독 전문의약품(SP) 채널까지 계약 시 80% 이상의 SP 채널을 폭넓게 확보할 수 있을 전망임. 7월 초 선적된 초도물량으로 이미 처방 실적이 발생하고 있으며 공급망내 충분한 재고공급이 필요한 상황이므로 올해 회사가 제시한 600억원 수준의 매출 달성을 무난할 전망. 미국 IVIG 시장은 연평균 6% 이상 꾸준한 성장이 예상되어('24F \$9.8B) 알리글로의 강점인 낮은 부작용(혈전색전증)이 부각될 시 빠른 시일내 두 자릿수 점유율도 기대할 수 있을 전망임.

## 투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 상향

올해는 자회사 실적악화 영향이 불가피하나 25년부터는 헌터라제와 독감백신 등 백신류의 매출 성장에 중국向 일부민 공급 확대, 알리글로 미국 매출 본격화가 더해져 확실한 실적 성장이 예상됨. 2024년 실적 전망을 매출 1조 7,737억원, 영업이익률 3.6%로 상향 조정하였으며, 2025년 예상 EBITDA 1,600억원에 할인율 8.6%, 타겟 EV/EBITDA 17배를 적용하여 목표주가를 180,000원으로 상향함.

제약/바이오 담당 정유경

T.02) 2004-9253 / jamie.choung@shinyoung.com

|               |          |
|---------------|----------|
| 현재주가(8/5)     | 127,900원 |
| 목표주가(12M, 상향) | 180,000원 |

| Key Data        |  | (기준일: 2024. 08. 05) |
|-----------------|--|---------------------|
| KOSPI(pt)       |  | 2441.55             |
| KOSDAQ(pt)      |  | 691.28              |
| 액면가(원)          |  | 5,000               |
| 시가총액(억원)        |  | 14,947              |
| 발행주식수(천주)       |  | 11,687              |
| 평균거래량(3M, 주)    |  | 35,413              |
| 평균거래대금(3M, 백만원) |  | 4,492               |
| 52주 최고/최저       |  | 144,400 / 94,600    |
| 52주 일간Beta      |  | 1.0                 |
| 배당수익률(24F, %)   |  | 1.2                 |
| 외국인지분율(%)       |  | 20.1                |
| 주요주주 지분율(%)     |  |                     |
| 녹십자홀딩스 외 11 인   |  | 51.4 %              |
| 국민연금공단          |  | 7.4 %               |

## Company Performance

| 주가수익률(%)      | 1M    | 3M   | 6M   | 12M  |
|---------------|-------|------|------|------|
|               | 절대수익률 | 8.4  | 12.7 | 13.5 |
| KOSPI대비 상대수익률 | 27.1  | 23.5 | 20.4 | 16.9 |

## Company vs KOSPI composite



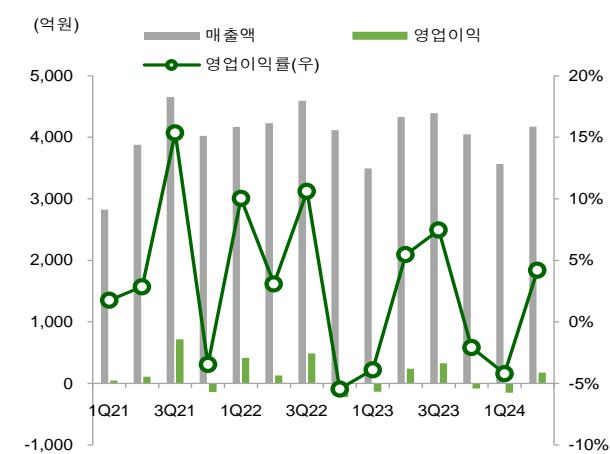
| 결산기(12월)     | 2022A | 2023A  | 2024F | 2025F | 2026F |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액(십억원)     | 1,711 | 1,627  | 1,774 | 1,916 | 2,078 |
| 영업이익(십억원)    | 81    | 34     | 64    | 98    | 166   |
| 세전순이익(십억원)   | 86    | -27    | 10    | 68    | 155   |
| 지배순이익(십억원)   | 65    | -27    | 7     | 49    | 111   |
| EPS(원)       | 5,601 | -2,279 | 624   | 4,166 | 9,488 |
| 증감률(%)       | -46.9 | 적전     | 흑전    | 567.6 | 127.7 |
| ROE(%)       | 5.0   | -2.0   | 0.6   | 3.7   | 7.9   |
| PER(배)       | 23.1  | na     | 205.0 | 30.7  | 13.5  |
| PBR(배)       | 1.1   | 1.1    | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA(배) | 15.2  | 21.6   | 16.4  | 13.8  | 9.9   |

도표 1. 녹십자 목표주가 산정 개요

| 산출 내용                | 비고          |
|----------------------|-------------|
| 2025F EBITDA         | 1,600억원     |
| 2025F EBITDA (disc.) | 1,473억원     |
| Target EV/EBITDA     | 17배         |
| 지분가치                 | 2,234억원     |
| 합산가치                 | 2조 1,074억원  |
| 발행주식총수               | 11,686,538주 |
| 목표주가                 | 180,000원    |
| 현재주가(8/5)            | 127,900원    |
| 상승여력                 | 40.7%       |

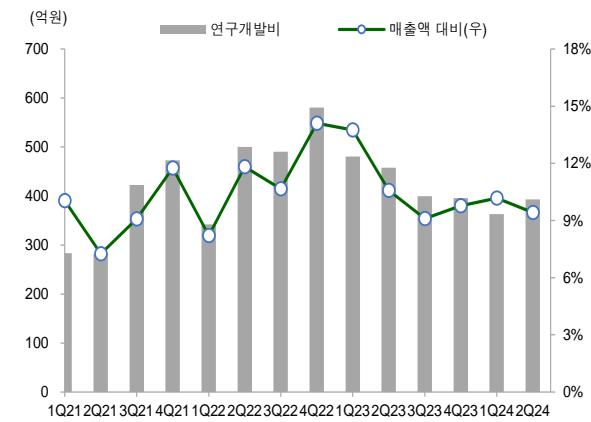
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



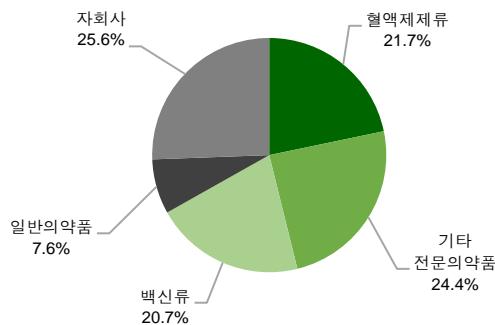
자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 3. 분기 연구개발비 추이



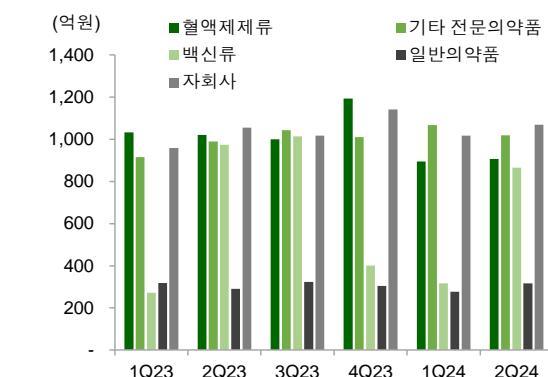
자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 4. 주요 품목 매출 비중 (1Q24)



자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 5. 주요 품목 분기 매출 추이



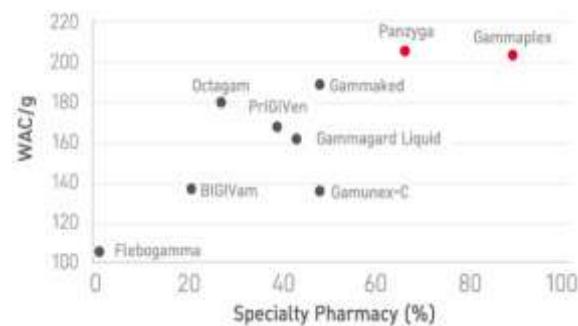
자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국 IVIG 시장 성장 전망



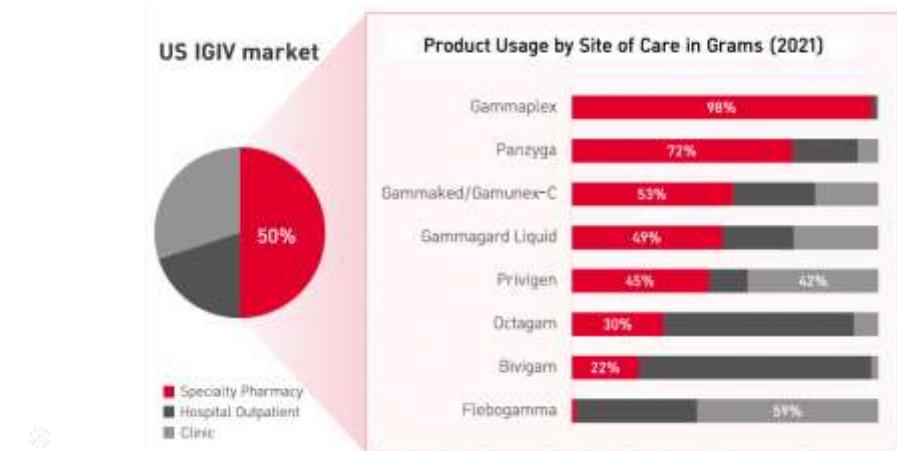
자료: 녹십자, MRP

도표 7. 유통채널과 WAC의 상관 관계



자료: 농심자. 신영증권 리서치센터

도표 8. 경쟁품목의 유통채널 유형별 점유 현황



자료: 녹십자, Syneos Health, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 R&D Timeline



자료: 농심자. 신영증권 리서치센터

도표 10. 녹십자 R&amp;D 파이프라인

|                             | Preclinical   | Phase I  | Phase II                                 | Phase III  | Registration/Approved  |
|-----------------------------|---|--|--|--|--|
| Plasma Derivative (혈액제)     | GC1284 미국<br>VWF 결핍증 치료제  |  |  | GC1020 미국<br>PID 치료제(소아)   | GC1079 미국<br>PID 치료제   |
| Vaccine (백신)                | GC4001A 한국<br>mRNA Flu 백신   |  | GC1120/CRV-101 글로벌<br>대상 포진 백신<br>CARNAO | 2024년 임상 3상 진입   | GC1111 글로벌<br>수두 백신<br>GC1101 한국<br>현저 백신(NDA 제출)<br>GC1078 한국<br>BCG 백신(NDA 제출) |
| Innovative medicine (혁신 신약) | GC1264 US<br>감글리오시드증 치료제<br>GC1136 한국<br>혈우병 A/B 치료제<br>GC1123B 한국<br>증증 혼타증후군 치료제<br>GC1134A 한국, 미국<br>연백색<br>파브리병 치료제 | GC1113A 한국<br>혈우병 A/B 치료제<br>GC1123B 한국<br>증증 혼타증후군 치료제<br>GC1130A 글로벌<br>MPS IIIA 치료제 | GC1136A 미국<br>글렌즈만 혈소판무력증 치료제            | GC1127A 한국<br>알리질 증후군 치료제<br>GC1101 중국<br>제조한 혈우병A 치료제<br>GC1111F 한국<br>혼타증후군 치료제(정식 6기) |  |

자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

## 녹십자(006280.KS) 추정 재무제표

## Income Statement

| 12월 결산(억원)      | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액             | 17,113 | 16,266 | 17,737 | 19,159 | 20,775 |
| 증가율(%)          | 11.3   | -4.9   | 9.0    | 8.0    | 8.4    |
| 매출원가            | 11,295 | 11,420 | 12,097 | 12,837 | 13,504 |
| 원가율(%)          | 66.0   | 70.2   | 68.2   | 67.0   | 65.0   |
| 매출총이익           | 5,818  | 4,846  | 5,640  | 6,323  | 7,271  |
| 매출총이익률(%)       | 34.0   | 29.8   | 31.8   | 33.0   | 35.0   |
| 판매비와 관리비 등      | 5,005  | 4,502  | 4,997  | 5,347  | 5,614  |
| 판관비율(%)         | 29.2   | 27.7   | 28.2   | 27.9   | 27.0   |
| 영업이익            | 813    | 344    | 643    | 976    | 1,657  |
| 증가율(%)          | 10.3   | -57.7  | 86.9   | 51.8   | 69.8   |
| 영업이익률(%)        | 4.8    | 2.1    | 3.6    | 5.1    | 8.0    |
| EBITDA          | 1,464  | 1,103  | 1,449  | 1,710  | 2,326  |
| EBITDAMargin(%) | 8.6    | 6.8    | 8.2    | 8.9    | 11.2   |
| 순금융손익           | -121   | -212   | -138   | -69    | -6     |
| 이자순익            | -149   | -253   | -239   | -130   | -119   |
| 외화관련손익          | 7      | 1      | 3      | 3      | 3      |
| 기타영업외손익         | 346    | -19    | 27     | 119    | 175    |
| 종속 및 관계기업 관련손익  | -181   | -384   | -430   | -344   | -275   |
| 법인세 차감전 계속사업이익  | 857    | -271   | 102    | 681    | 1,551  |
| 계속사업손익 법인세비용    | 163    | -73    | 25     | 165    | 375    |
| 세후증단사업손익        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익           | 694    | -198   | 77     | 516    | 1,176  |
| 증가율(%)          | -49.3  | 적전     | 특전     | 570.1  | 127.9  |
| 순이익률(%)         | 4.1    | -1.2   | 0.4    | 2.7    | 5.7    |
| 지배주주지분 당기순이익    | 655    | -266   | 73     | 487    | 1,109  |
| 증가율(%)          | -46.8  | 적전     | 특전     | 567.1  | 127.7  |
| 기타포괄이익          | 142    | 165    | 167    | 167    | 167    |
| 총포괄이익           | 836    | -33    | 244    | 683    | 1,343  |

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## Balance Sheet

| 12월 결산(억원)  | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 9,804  | 10,391 | 11,045 | 12,178 | 13,923 |
| 현금 및 현금성자산  | 1,054  | 497    | 861    | 1,121  | 1,849  |
| 매출채권 및 기타채권 | 4,124  | 4,513  | 4,678  | 5,044  | 5,460  |
| 재고자산        | 4,424  | 5,162  | 5,227  | 5,646  | 6,122  |
| 비유동자산       | 15,451 | 16,042 | 15,408 | 14,846 | 14,350 |
| 유형자산        | 8,224  | 8,280  | 7,569  | 6,925  | 6,341  |
| 무형자산        | 3,116  | 3,379  | 3,284  | 3,194  | 3,109  |
| 투자자산        | 2,211  | 2,094  | 2,267  | 2,439  | 2,611  |
| 기타 금융업자산    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자산총계        | 25,255 | 26,433 | 26,453 | 27,024 | 28,273 |
| 유동부채        | 5,407  | 8,689  | 8,636  | 8,695  | 8,772  |
| 단기차입금       | 1,820  | 3,154  | 3,154  | 3,154  | 3,154  |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,550  | 2,712  | 2,659  | 2,718  | 2,795  |
| 유동성장기부채     | 54     | 2,028  | 2,028  | 2,028  | 2,028  |
| 비유동부채       | 4,182  | 2,345  | 2,345  | 2,345  | 2,345  |
| 사채          | 2,728  | 793    | 793    | 793    | 793    |
| 장기차입금       | 60     | 56     | 56     | 56     | 56     |
| 기타 금융업부채    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 부채총계        | 9,589  | 11,035 | 10,982 | 11,041 | 11,118 |
| 지배주주지분      | 13,281 | 13,002 | 13,071 | 13,553 | 14,658 |
| 자본금         | 584    | 584    | 584    | 584    | 584    |
| 자본잉여금       | 3,935  | 3,936  | 3,936  | 3,936  | 3,936  |
| 기타포괄이익누계액   | 84     | 109    | 276    | 443    | 610    |
| 이익잉여금       | 9,035  | 8,730  | 8,632  | 8,947  | 9,885  |
| 비지배주주지분     | 2,385  | 2,396  | 2,401  | 2,430  | 2,497  |
| 자본총계        | 15,666 | 15,399 | 15,472 | 15,983 | 17,155 |
| 총차입금        | 5,971  | 7,411  | 7,411  | 7,411  | 7,411  |
| 순차입금        | 4,738  | 6,749  | 6,466  | 6,205  | 5,476  |

## Cashflow Statement

| 12월 결산(억원)    | 2022A  | 2023A  | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로인한현금흐름  | 1,192  | -55    | 539    | 435    | 904    |
| 당기순이익         | 694    | -198   | 77     | 516    | 1,176  |
| 현금유출이없는비용및수익  | 1,123  | 1,557  | 1,067  | 1,026  | 1,161  |
| 유형자산감가상각비     | 575    | 664    | 712    | 644    | 583    |
| 무형자산상각비       | 76     | 95     | 95     | 90     | 86     |
| 영업활동관련자산부채변동  | -89    | -1,003 | -341   | -813   | -938   |
| 매출채권의감소(증가)   | 72     | -452   | -165   | -366   | -416   |
| 재고자산의감소(증가)   | 17     | -692   | -64    | -419   | -476   |
| 매입채무의증가(감소)   | -15    | 1,018  | -53    | 59     | 77     |
| 투자활동으로인한현금흐름  | -2,053 | -1,502 | -1,520 | -1,520 | -1,520 |
| 투자자산의감소(증가)   | -1,098 | 116    | -172   | -172   | -172   |
| 유형자산의감소       | 15     | 13     | 0      | 0      | 0      |
| CAPEX         | -580   | -791   | 0      | 0      | 0      |
| 단기금융자산의감소(증가) | -39    | 26     | -1     | -1     | -1     |
| 재무활동으로인한현금흐름  | -25    | 1,005  | -248   | -248   | -248   |
| 장기차입금의증가(감소)  | 6      | 50     | 0      | 0      | 0      |
| 사채의증가(감소)     | 262    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본의증가(감소)     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타현금흐름        | 79     | -5     | 1,593  | 1,593  | 1,593  |
| 현금의증가         | -807   | -557   | 364    | 260    | 728    |
| 기초현금          | 1,861  | 1,054  | 497    | 861    | 1,121  |
| 기말현금          | 1,054  | 497    | 861    | 1,121  | 1,849  |

## Valuation Indicator

| 12월 결산(억원)             | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Per Share (원)</b>   |         |         |         |         |         |
| EPS                    | 5,601   | -2,279  | 624     | 4,166   | 9,488   |
| BPS                    | 116,700 | 114,314 | 114,901 | 119,029 | 128,479 |
| DPS                    | 1,750   | 1,500   | 1,500   | 1,500   | 1,500   |
| <b>Multiples(배)</b>    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 23.1    | na      | 205.0   | 30.7    | 13.5    |
| PBR                    | 1.1     | 1.1     | 1.1     | 1.1     | 1.0     |
| EV/EBITDA              | 15.2    | 21.6    | 16.4    | 13.8    | 9.9     |
| <b>Financial Ratio</b> |         |         |         |         |         |
| 12월 결산(억원)             | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
| <b>성장성(%)</b>          |         |         |         |         |         |
| EPS(지배순이익) 증가율         | -46.9%  | 적전      | 특전      | 567.6%  | 127.7%  |
| EBITDA(발표기준) 증가율       | 13.0%   | -24.7%  | 31.4%   | 18.0%   | 36.0%   |
| <b>수익성(%)</b>          |         |         |         |         |         |
| ROE(순이익 기준)            | 4.5%    | -1.3%   | 0.5%    | 3.3%    | 7.1%    |
| ROE(지배순이익 기준)          | 5.0%    | -2.0%   | 0.6%    | 3.7%    | 7.9%    |
| ROIC                   | 3.2%    | 1.0%    | 2.5%    | 3.8%    | 6.3%    |
| WACC                   | 7.7%    | 7.4%    | 7.5%    | 7.0%    | 7.0%    |
| <b>안전성(%)</b>          |         |         |         |         |         |
| 부채비율                   | 61.2%   | 71.7%   | 71.0%   | 69.1%   | 64.8%   |
| 순차입금비율                 | 30.2%   | 43.8%   | 41.8%   | 38.8%   | 31.9%   |
| 이자보상배율                 | 4.4     | 1.2     | 2.3     | 6.6     | 11.2    |

## Compliance Notice

## ■ 투자등급

|           |   |
|-----------|---|
| <b>종목</b> | <b>매수</b> : 향후 12 개월 동안 추천일 종기대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우     |
|           | <b>중립</b> : 향후 12 개월 동안 추천일 종기대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우   |
|           | <b>매도</b> : 향후 12 개월 동안 추천일 종기대비 목표주가 $-10\%$ 이하의 하락이 예상되는 경우 |
| <b>산업</b> | <b>비중확대</b> : 향후 12 개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천 |
|           | <b>중립</b> : 향후 12 개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천     |
|           | <b>비중축소</b> : 향후 12 개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천 |

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 갑자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## [당사의 투자의견 비율 고지]

| 당사의 투자의견 비율 |                   | 기준일(20240630)               | 매수 : 90.58% | 중립 : 7.97% | 매도 : 1.45%         |
|-------------|-------------------|-----------------------------|-------------|------------|--------------------|
| 종목명         | LP(유동성공급자)<br>ELW | 시장조성자<br>주식<br>주식선물<br>주식옵션 | 1%이상보유      | 계열사 관계여부   | 채무이행보증<br>자사주신탁 계약 |

## [당사와의 이해관계 고지]

| 종목명 | LP(유동성공급자)<br>ELW | 시장조성자<br>주식<br>주식선물<br>주식옵션 | 1%이상보유 | 계열사 관계여부 | 채무이행보증<br>자사주신탁 계약 |
|-----|-------------------|-----------------------------|--------|----------|--------------------|
| 녹십자 | -                 | -                           | -      | -        | -                  |

