

## 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 전망이다. 3대 메이저 PBM 중 2곳에 이미 등재를 완료하여 최소 50%의 시장에 커버리지를 확보하였고, 연내 남은 1곳의 PBM과 보험사 채널을 까지 않는 단독 전문의약품(SP) 채널까지 계약 시 80% 이상의 SP 채널을 폭넓게 확보할 수 있을 전망이다. 7월 초 선적된 초도물량으로 이미 처방 실적이 발생하고 있으며 공급망내 충분한 재고공급이 필요한 상황이므로 올해 회사가 제시한 600억원 수준의 매출 달성은 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 전망이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 180,000원으로 상향

올해는 자회사 실적악화 영향이 불가피하나 25년부터는 헌터라제와 독감백신 등 백신류의 매출 성장에 중국向 알부민 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.

## 계약/바이오 담당 정유경

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

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

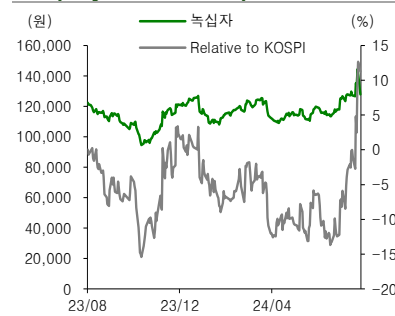
## Key Data (기준일: 2024. 08. 05)

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	9.7
KOSPI대비 상대수익률	27.1	23.5	20.4	16.9

## Company vs KOSPI composite



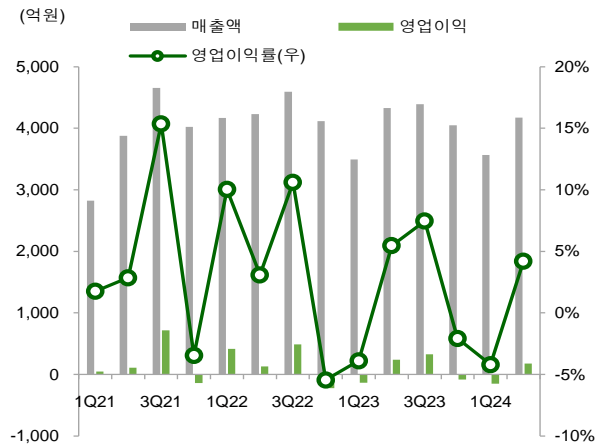
결산기(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	1,711	1,627	1,774	1,916	2,078
영업이익(십억원)	81	34	64	98	166
세전순이익(십억원)	86	-27	10	68	155
지배순이익(십억원)	65	-27	7	49	111
EPS(원)	5,601	-2,279	624	4,166	9,488
증감율(%)	-46.9	적전	흑전	567.6	127.7
ROE(%)	5.0	-2.0	0.6	3.7	7.9
PER(배)	23.1	na	205.0	30.7	13.5
PBR(배)	1.1	1.1	1.1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

도표 1. 핵심자 목표주가 산정 개요

산출 내용		비고
2025F EBITDA	1,600억원	
2025F EBITDA (disc.)	1,473억원	할인을 8.6% 적용
Target EV/EBITDA	17배	12M Fwd target EV/EBITDA
지분가치	2,234억원	지씨셀, 녹십자엠에스, 녹십자웰빙
합산가치	2조 1,074억원	기업가치-순차입금+지분가치
발행주식총수	11,686,538주	자기주식 273,360주
목표주가	180,000원	
현재주가(8/5)	127,900원	
상승여력	40.7%	

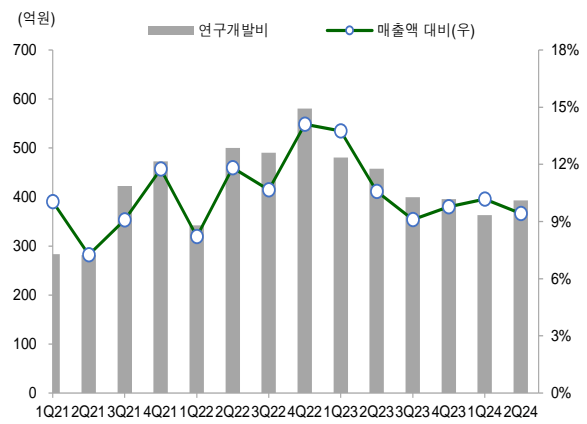
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 분기 매출, 영업이익, 영업이익률 추이



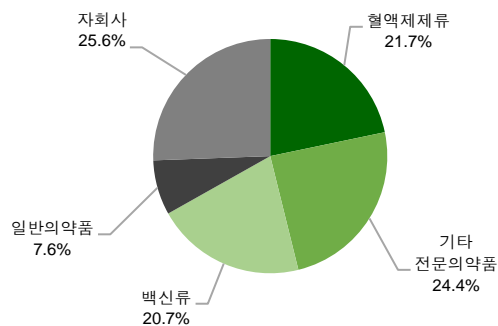
자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 3. 분기 연구개발비 추이



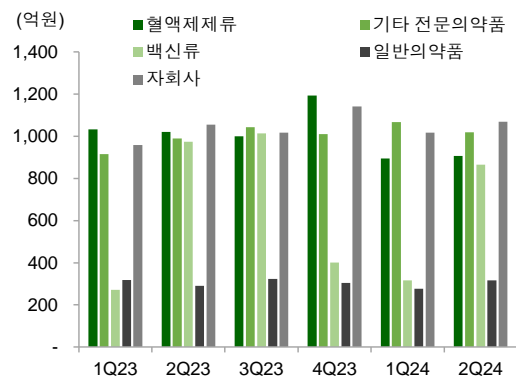
자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 4. 주요 품목 매출 비중 (1Q24)



자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 5. 주요 품목 분기 매출 추이



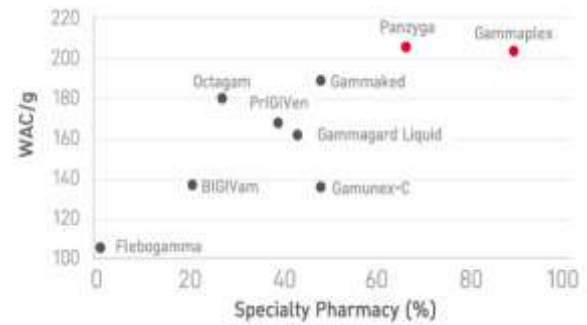
자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국 IVIG 시장 성장 전망



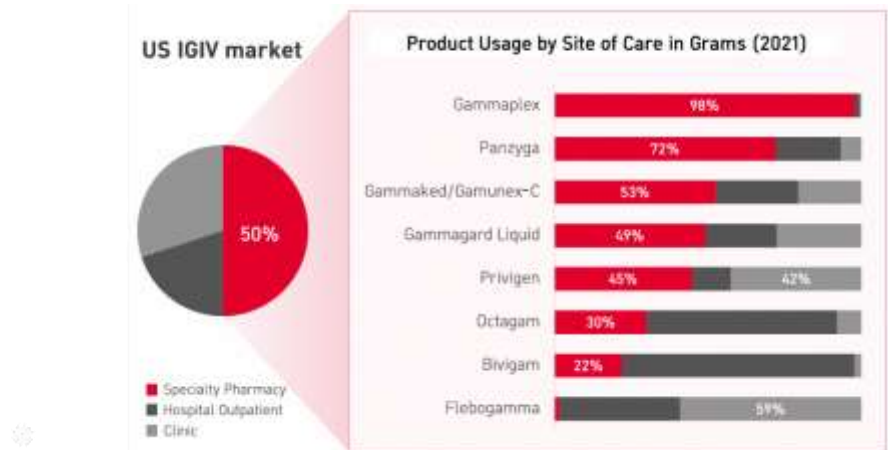
자료: 녹십자, MRB

도표 7. 유통채널과 WAC의 상관 관계



자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 8. 경쟁품목의 유통채널 유형별 점유 현황



자료: 녹십자, Syneos Health, 신영증권 리서치센터

도표 9. 주요 R&D Timeline



자료: 녹십자, 신영증권 리서치센터

도표 10. 핵심자 R&D 파이프라인



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
판매비율(%)	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
EBITDA마진(%)	8.6	6.8	8.2	8.9	11.2
순금융손익	-121	-212	-138	-69	-6
이자손익	-149	-253	-239	-130	-119
외환관련손익	7	1	3	3	3
기타영업외손익	346	-19	27	119	175
종속및관계기업 관련손익	-181	-384	-430	-344	-275
법인세차감전계속사업이익	857	-271	102	681	1,551
계속사업손익법인세비용	163	-73	25	165	375
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	694	-198	77	516	1,176
증가율(%)	-49.3	적전	흑전	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	흑전	567.1	127.7
기타포괄이익	142	165	167	167	167
총포괄이익	836	-33	244	683	1,343

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 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
현금및현금성자산	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
매입채무및기타채무	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
투자자산의 감소(증가)	-1,098	116	-172	-172	-172
유형자산의 감소	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
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	79	-5	1,593	1,593	1,593
현금의 증가	-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
Per Share (원)					
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
Multiples (배)					
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
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-46.9%	적전	흑전	567.6%	127.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	13.0%	-24.7%	31.4%	18.0%	36.0%
수익성(%)					
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%
안전성(%)					
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

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

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 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 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20240630)	매수 : 90.58%	중립 : 7.97%	매도 : 1.45%

[당사와의 이해관계 고지]

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

