

제약과생물공학

기업분석 2022.08.17

주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 1Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS
 분류 상 건강관리산업 내 수위 비교. 우측으로 갈수록 저평가

녹십자웰빙 (234690)

Analyst 김태현 thkim@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

투자포인트 1) 태반주사제 시장에서 독보적 지위 활용한 이익창출력과 2) 건강기능성식품 시장에서 매출 성장 기대

녹십자웰빙은 개인 맞춤형 헬스케어 솔루션 전문기업을 지향하는 회사. 동사의 주요 사업부분은 1) 주사제 중심의 전문의약품과 2) 건강기능식품. 2021년 매출액 기준 전문의약품과 건강기능식품의 비중은 각각 68.4%, 29.1%. 투자포인트는 1) 태반주사제 시장에서 독보적인 지위를 활용한 안정적 이익 창출 능력과 2) 건강기능식품 시장 성장과 함께 예상되는 동사의 매출 성장 기대

경쟁사와의 PER비교(7개사 평균 PER 13.8배) 시 저평가 국면은 아님

2022년 매출액 1,044억원(+14.8%YoY), 영업이익률 9.3%(+0.8%pYoY) 예상. 현재 녹십자웰빙의 2022년 예상 PBR은 1.5배. 상장 후 역사적 하단인 1.1배에 근접. 동사의 2022년 PER은 18.5배로 경쟁사들과 상대적 비교 시에는 저평가 국면은 아님. 7개사 평균 PER은 13.8배

리스크 요인은 하반기 생산 개시할 공장의 가동률 수준

동사의 리스크 요인은 올해 하반기 생산 개시가 예정된 전문의약품 공장(혁신 공장)의 가동률 수준에 대한 우려. 기존 음성공장의 가동률은 2019년 78%에서 2022년 3월말 68.8%까지 떨어진 상황. 공장 신축으로 인해 고정비 부담이 증가된 가운데, 원하는 수준의 가동률이 나오지 않을 경우 동사의 수익성은 악화될 우려 상존

Forecast earnings & Valuation

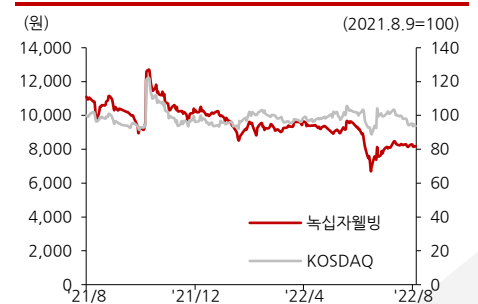
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	539	669	756	910	1,044
YoY(%)	19.6	24.2	12.9	20.3	14.8
영업이익(억원)	84	76	23	78	97
OP 마진(%)	15.6	11.4	3.1	8.5	9.3
지배주주순이익(억원)	57	57	15	67	78
EPS(원)	431	400	86	378	441
YoY(%)	38.3	-7.2	-78.5	338.3	16.8
PER(배)	0.0	26.4	162.5	26.9	18.5
PSR(배)	0.0	2.2	3.3	2.0	1.4
EV/EBIDA(배)	-0.4	15.2	55.3	20.3	12.7
PBR(배)	0.0	2.3	3.0	2.0	1.5
ROE(%)	21.2	10.2	1.8	7.8	8.6
배당수익률(%)	N/A	0.8	0.4	0.8	1.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/12)	8,170원
52주 최고가	12,700원
52주 최저가	6,700원
KOSDAQ (8/12)	831.63p
자본금	89억원
시가총액	1,450억원
액면가	500원
발행주식수	18백만주
일평균 거래량 (60일)	19만주
일평균 거래액 (60일)	18억원
외국인지분율	1.53%
주요주주	녹십자 외 30인 42.73%
	제이비피코리아 11.52%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	-12.6	-26.1
상대주가	-8.4	-7.8	-6.3

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임.'

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

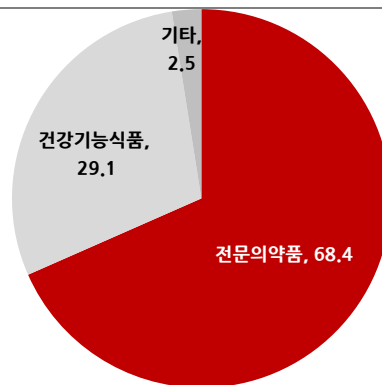
1) 연혁

녹십자웰빙의 주요 사업부분은
1) 주사제 중심의 전문의약품과
2) 건강기능식품

녹십자웰빙은 개인 맞춤형 헬스케어 솔루션 전문기업을 지향하는 회사이다. 현재 동사의 주요 사업부분은 1) 주사제 중심의 전문의약품과 2) 건강기능식품이다. 신규 사업 부분으로 1) 프로바이오틱스, 2) 천연물 기능성 소재와 3) 암약액질 치료제 중심의 혁신신약이 있다. 동사의 대표적인 제품은 태반 주사인 ‘라이넥주’ 주사제이다. 2021년 매출액 기준으로 전문의약품과 건강기능식품의 비중은 각각 68.4%, 29.1%이다.

2004년 9월 (주)씨재팬바이오로 설립된 동사는 2005년 상호를 (주)씨제이비피로 변경했다. 이 시기에 식약처로부터 태반주사제 ‘라이넥주’ 허가를 받으며 동사는 사업 기반을 구축했다. 2015년 4월 동사는 상호를 (주)녹십자제이비피로 변경했다. 이후 6개월만인 2015년 10월 동사는 (주)녹십자제이치에스를 흡수합병하고 (주)녹십자 웰빙사업부 영업을 양수하며, 사명을 (주)녹십자웰빙으로 변경했다. 즉, (주)녹십자웰빙은 기존의 영양주사제 영업을 담당하던 녹십자 웰빙사업부와 영양주사제 제품을 제조하던 (주)녹십자제이비피, 건강기능식품 제조판매업을 영위하던 (주)녹십자제이치에스가 통합한 회사이다. 2016년 병의원용 건강기능식품 ‘Dr.PNT’를 출시한 동사는 2019년 코스닥에 상장했다.

녹십자웰빙의 매출 구성



주: 2021년 매출액 기준, 자료: 녹십자웰빙, 한국IR협회의 기업리서치센터

녹십자웰빙의 주요 연혁



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협회의 기업리서치센터

2) 주주 구성과 지배 구조

녹십자웰빙의 최대주주는
(주)녹십자로
지분을 22.1% 보유

2022년 3월말 기준으로 녹십자웰빙의 최대주주는 (주)녹십자로 지분을 22.1%를 보유하고 있다. 또한 (주)녹십자홀딩스도 지분을 12.4%를 보유 중이다. 최대주주와 특수관계자 지분의 합계는 40.7%이다. 자사주는 없다. 최대주주와 특수관계자 외 주요 주주는 (주)제이비피코리아로 지분을 11.5%를 보유하고 있다. 제이비피(JBP; Japan Bio Products)는 1954년에 설립된 일본 도쿄에 본사를 두고 있는 일본의 태반 전문회사로, 태반 추출물을 이용해 전문의약품, 건강식품, 화장품 등의 제품을 생산 중이다.

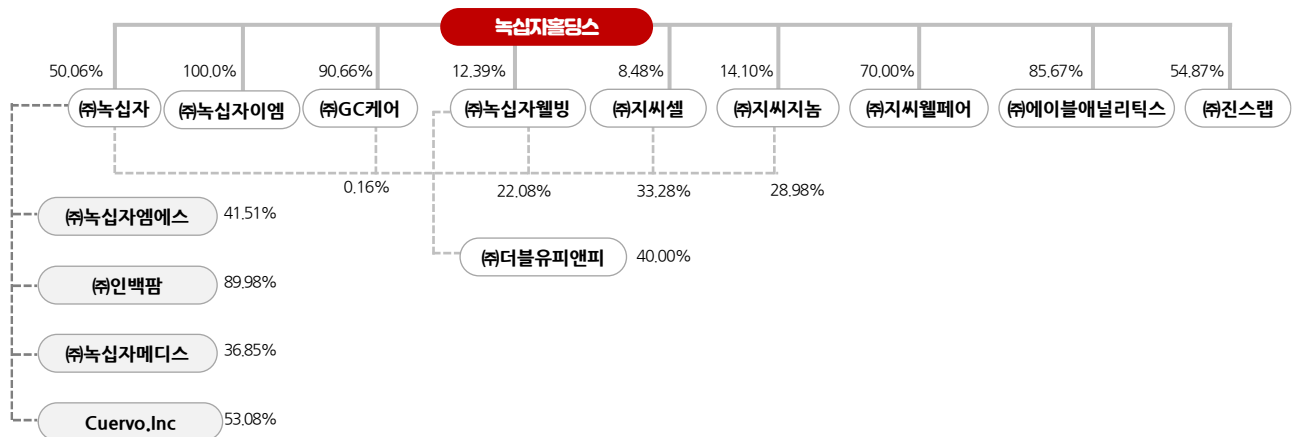
녹십자웰빙은 녹십자 그룹에 속한다. 녹십자는 1967년 세워진 '수도미생물약품'으로 설립되었고, 1971년 녹십자로 사명을 변경했다. 지주회사 전환은 2001년에 진행되었다. 녹십자 그룹은 지주회사인 녹십자홀딩스와 녹십자가 이원화되어 계열사 지분을 보유하고 있다. 현재 녹십자는 창업자 3세인 허은철 대표이사 및 허용준 부사장과 삼촌인 창업자 2세 허일섭 회장이 경영에 참여하고 있다. 지주회사인 녹십자홀딩스는 허일섭 회장과 허용준 부사장이 공동 대표이사로 참여하고 있고, 녹십자는 허은철 대표이사가 이끌고 있다. 지분구조와 경영권을 감안 시, 향후 계열사 분리 개연성도 시장에서 화자되고 있다.

녹십자웰빙의 주주 구성



주: 2022년 3월말 기준, 자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

녹십자그룹의 지배구조



주: 2022년 3월말 기준, 자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

녹십자웰빙의 주요 사업부분은 1) 영양주사제 중심의 전문의약품과 2) 건강기능식품이다.

국내 전문의약품 시장규모는 18조원

2020년 기준으로 국내 의약품 시장 규모는 23조원이다. 생산 금액 기준으로는 24조원이다. 의약품은 의사 처방이 필요한 전문의약품(Ethical the count: ETC)과 의사 처방이 필요하지 않은 일반의약품(Over the count: OTC)으로 나뉘어진다. 전문의약품은 18조원으로 전체 의약품 시장의 84.9% 비중을 차지하고 있으며, 일반의약품은 3조원으로 15.1% 비중을 차지하고 있다.

2021년 국내 영양치료주사제 시장규모는 1,574억원

현재 영양주사는 대부분 비급여 영역에 놓여 있어서 시장 규모에 대해 정확한 파악이 힘들다. 보건사회연구원에서 추정한 영양주사 시장(8종 기준) 규모는 1,274억원(2014년 기준)으로 2011년부터 연평균 9.2% 성장했었다. 2014년에 녹십자웰빙 주력 상품인 태반주사(성분명 ‘자하거가수분해물 및 자하거추출물’)의 시장규모는 193억원으로 보톡스에 이어 두번째로 큰 시장규모를 가지고 있는 것으로 추산되었다. 녹십자 웰빙이 업계 자료로 추정한 2021년 영양치료 주사제 시장규모는 1,574억원이다.

영양주사는 영양 등의 기능을 목적으로 약물 등의 물질을 신체에 주사하는 것이다. 그러나 현실에서 영양주사는 식약처 허가범위 외에서 사용(off-label use)이 많이 이뤄지고 있어. 안전성과 유효성 측면에서 이슈가 되어왔다. 그럼에도 불구하고 영양주사는 미용과 피로회복 용도로 소비자에게 많이 이용되고 있다. 의료 공급자인 병원에서 영양주사가 비급여 영역에 있어 규제에서 자유롭고 의료기관 경영에 도움이 된다는 측면에서 제한을 하지 않고 있다. 이에 영양주사에 사용에 대한 규제는 2016년부터 논의되기 시작하였고, 작년 7월부터 도입된 4세대 실손보험에서는 비타민, 영양제 등의 비급여주사제의 경우 약사법령에 의하여 약제별 허가사항 또는 신고된 사항 등에 따라 투여된 경우에만 보장받을 수 있게 보장범위를 축소하였다.

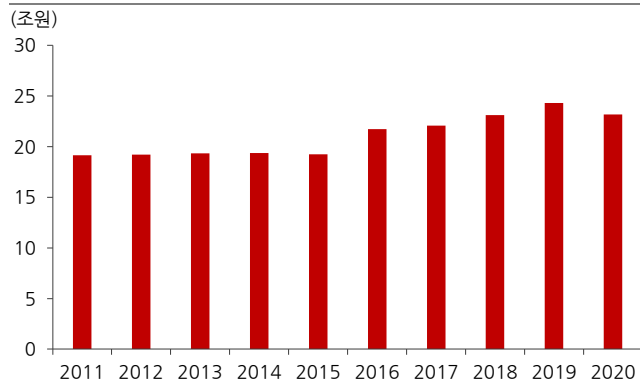
건강기능식품은 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 정제·캡슐·분말·과립·액상 등의 형태로 제조하거나 가공한 식품으로 ‘건강기능식품에 관한 법률’에 의해 정의되어진다. 대표적인 제품으로는 홍삼정과 프로바이오틱스가 있다. 건강기능식품은 식약처가 ‘건강기능식품 기준 및 규격’에 따라 고시한 37가지에 속하는 고시형 품목과 식약처로부터 안전성과 기능성에 대해 직접 인정받은 개별인정형 품목으로 나뉘어진다.

2020년 건강기능식품시장 규모는 3.1조원

2020년 국내건강기능식품 시장은 3.1조원이다. 2011년 1.3조원에서 지난 9년간 연평균 10% 성장해왔다. 국내 생산액은 2011년 1조원에서 2020년 2.3조원으로 연평균 9.5% 성장했고, 수입액은 2011년 0.4조원에서 2020년 1.1조원으로 연평균 12.6% 성장했다. 건강기능식품 시장은 가속화되는 고령화, 국민소득 향상과 정부규제 완화로 인해 지속적으로 성장할 것으로 예상되고 있다. 정부는 2019년 ‘현장밀착형 규제혁신방안’을 통해 1) 대형마트, 백화점 등 판매처의 사전 신고 절차를 폐지하고 2) 건강기능식품 원료 범위를 일부 의약품 원료까지 확대했다. 또한 2020년에는 개인맞춤형 건강기능식품 추천 및 판매가 허용되면서 소분 판매가 가능해졌다.

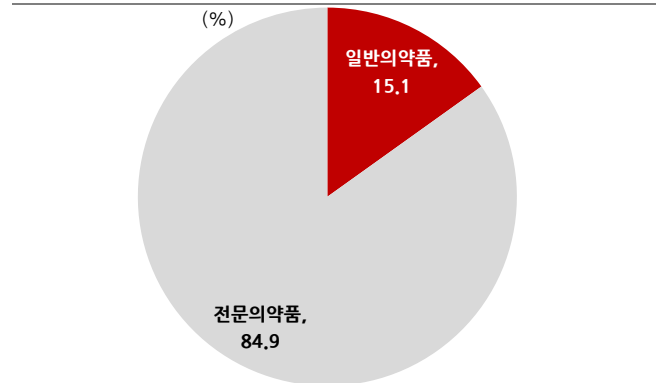
건강기능식품 회사들은 자체 브랜드를 가지고 제조 및 판매를 하는 브랜드사와 ODM/OEM을 전문으로 하는 업체로 나뉘어진다. 브랜드사로는 콜마비엔에이지, 종근당건강, CJ제일제당이 있고 ODM/OEM업체로는 노바렉스, 코스맥스엔비타가 있다.

국내 의약품 시장규모 추이



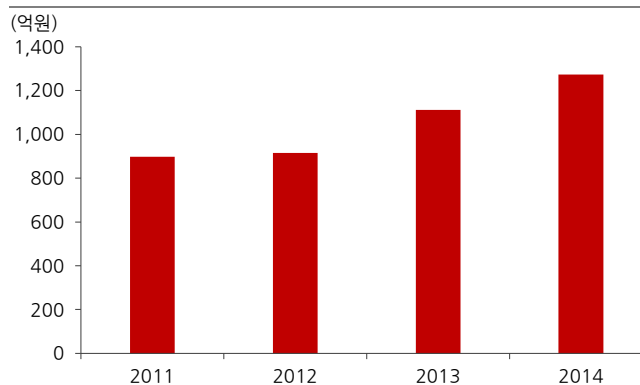
자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 의약품 중 전문의약품과 일반의약품 비중



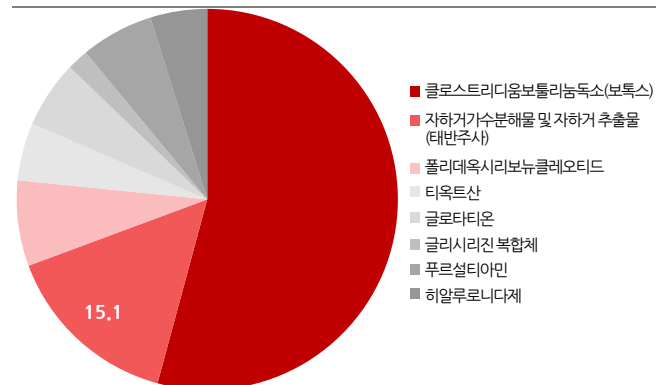
주: 2020년 기준, 자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 영양주사 시장 규모



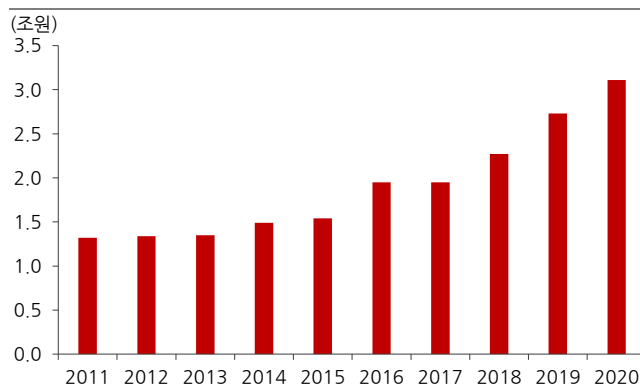
자료: 보건사회연구원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 영양주사 시장에서 태반주사가 차지하는 비중



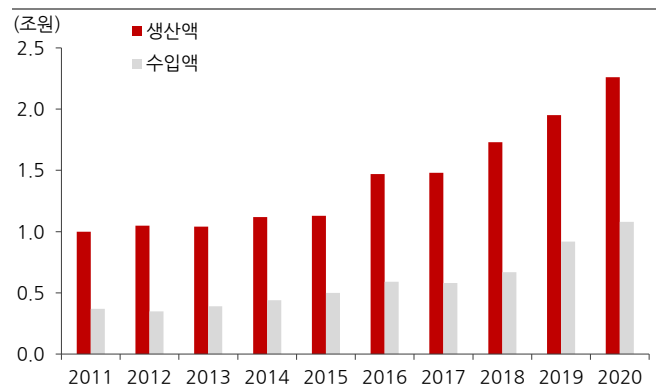
주: 2014년 기준, 자료: 보건사회연구원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 건강기능식품 생산액과 수입액 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

투자포인트

녹십자웰빙의 '라이넥주'는
태반주사제 시장에서
독보적 1위.
영양주사제 사업부는
동사의 안정적 캐시카우

1) 태반주사제 시장에서 독보적 지위에 기인한 안정적 수익 창출 능력

녹십자웰빙은 태반주사제 시장에서 독보적인 1위를 차지하고 있고, 이에 기반해 영양주사제 시장에서 선두적 지위를 유지하며 안정적 수익을 향유하고 있다.

태반주사는 사람의 태반을 원료로 가수분해와 멸균 등 제조공정을 거쳐 만든 의약품으로 제조 방법에 따라 자하거(태반)가수분해물과 자하거추출물 두 종류로 나뉜다. 식품의약품안전처에서 허가한 태반주사의 효능은 만성간질 환에 있어서의 간 기능 개선(자하거가수분해물 제제)와 갱년기 장애 증상의 개선(자하거추출물제제)이다. 녹십자웰빙의 태반주사인 '라이넥주'는 자하거가수분해물 제제이다.

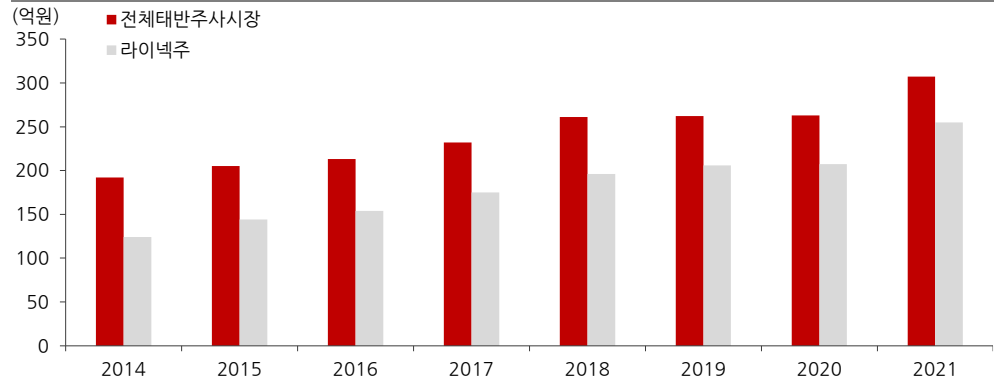
녹십자웰빙의 '라이넥주'는 국내 유일의 허가된 태반주사제로 진입 장벽이 높다. 식약처는 2009년과 2011년 태반제제 주사제에 대해 의약품으로서의 유효성 평가를 실시했다. 2009년 1차 평가한 자하거추출물 주사제에서는 평가 대상의 40%에 해당하는 품목에 대해 허가 취소되는데 이어 2차 가수분해물주사제 평가에서도 80% 이상 제품이 퇴출되었다. 2011년 식약처의 임상재평가에선 자하거가수분해물 재평가 대상 9개 품목 중 동사의 '라이넥주' 1개 품목만 판매가 허용되었다. 식약처로부터 의약품으로서 허가 받은 유일한 태반주사제라는 지위와 2006년 도입된 인태반 가수분해물제제 원료의약품등록제도(DMF, Drug Master File) 로, 녹십자웰빙은 태반주사제 시장에서 독보적인 점유율을 기록하며 지속적으로 점유율이 증가하고 있는 추세이다.

태반주사제 시장은 2014년 192억원에서 2021년 307억원으로 연평균 6.9% 성장했다. 반면, 녹십자웰빙의 '라이넥주' 매출은 2014년 124억원에서 2021년 255억원으로 연평균 10.9% 성장하며 시장보다 높은 성장률을 기록했다. 이에 '라이넥주'의 시장점유율은 2014년 64.6%에서 2021년 83.0%로 점진적으로 상승하는 추세를 보이고 있다.

녹십자웰빙은 맞춤형 영양 치료를 위해 '라이넥주' 외에 41개의 다양한 주사제 제품군을 보유하고 있다. '라이넥주'의 독보적 지위는 다른 제제 주사제 판매에도 긍정적인 영향을 끼치고 있다. 2021년 비타민 C주사제인 '메가그린주'의 시장점유율은 35.4%이며, 비타민 B1주사제인 '푸르셀타민주'의 시장점유율은 50.9%이다. 이에 동사가 집계한 2021년 영양치료주사제 시장에서 동사의 시장점유율은 39.3%로 업계 1위를 기록했다.

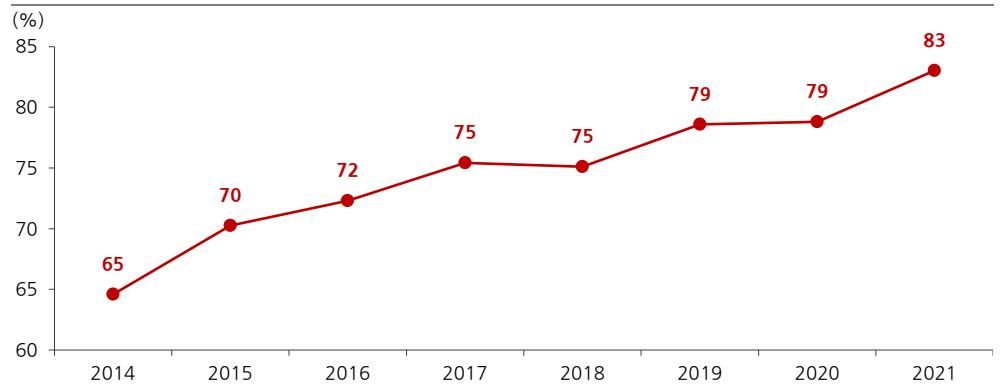
지난 상반기 녹십자웰빙은 '라이넥주' 평균 판매단가를 40% 인상했다. 이에 따라 올해는 '라이넥주'의 수익성도 개선될 전망이다.

국내 태반주사 시장과 '라이넥주' 매출액 추이



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

라이넥주의 시장 점유율 추이



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 건강기능식품 시장에서 매출 성장 기대

건강기능식품

시장 성장과 함께

녹십자웰빙의 건강기능성식품

매출액 성장 기대.

단기적으로

수익성 강화 전략으로

성장률 둔화 예상

건강기능식품 시장 성장과 함께 녹십자웰빙의 매출 성장이 기대된다.

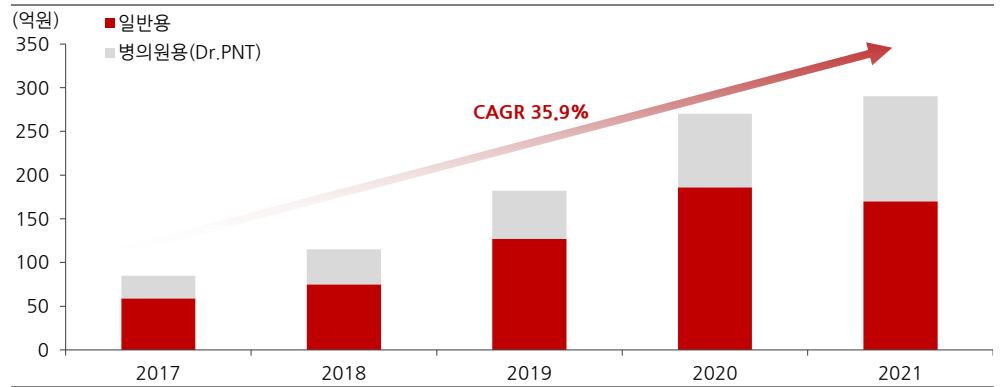
녹십자웰빙은 2016년 병의원용 건강기능식품 'Dr.PNT'를 출시하며 본격적으로 건강기능성식품 시장에 진출했다. 'Dr.PNT'는 동사가 추구하는 개인 맞춤형 헬스케어 서비스(Personalized Nutrition Therapy Solution System)와 맥을 같이 한다. 개인 맞춤형 헬스케어 서비스는 과학적이고 체계적인 검사를 통해 환자의 상태를 진단하고 생활 습관과 부족한 영양소를 분석해 동사의 건강기능성식품이나 전문의약품을 제공하는 서비스이다. 병의원용 전문 브랜드인 'Dr PNT'의 매출액은 2017년 26억원에서 2021년 120억원으로 연평균 46.6% 증가했다.

녹십자웰빙은 일반용 건강기능성식품도 판매를 한다. 일반용 건강기능성식품은 2017년 59억원에서 2021년 170억원으로 연평균 30.3% 증가했다. 특히, 2020년 코로나 발생 시기에 186억원을 매출을 기록하며 전문의약품의 부진을 다소 완화시켜 주었다.

녹십자웰빙의 건강기능식품 전체 매출액은 2017년 85억원에서 2021년 290억원으로 연평균 35.9% 성장했다. 2022년에는 동사가 수익성 개선에 보다 집중하며 성장률은 11% 성장에 그칠 것으로 추정하나 중장기 성장 기대는 유효하다. 동사는 대부분의 건강기능식품을 OEM(Original Equipment Manufacturing; 주문자위탁생산) 방식으로 받아와서 판매하기 때문에 마진율은 제품인 영양주사제보다 낮다.

녹십자웰빙은 건강기능식품 상품 중 프로바이오틱스에 주목하고 있다. 동사의 프로바이오틱스 상품인 메타바이오 틱스와 프로비던스 프로바이오틱스는 올해 상반기 각각 15억원, 8억원 매출을 기록했다. 녹십자웰빙은 올해까지 1) 해외우수균주 기반 수입 완제품 도입과 2) 자체 균주기반 제품 개발을 통해 브랜드를 구축하고 2023~2024년에는 고기능성 자체 유산균을 개발할 계획이다. 장기적으로는 유산균 생산물질과 의약품을 개발한다는 목표를 가지고 있다.

녹십자웰빙의 건강기능식품 매출액 추이



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

**녹십자웰빙 제품(전문의약품)의
매출총이익률은 70~75%,
상품(건강기능식품)의
매출총이익률은 45~55%**

녹십자웰빙의 매출액은 크게 제품과 상품으로 구분된다. 2021년 매출액 기준으로 제품과 상품의 비중은 각각 54.6%와 45.4%이다. 매출총이익률은 제품이 상품보다 제품 높다. 제품의 매출총이익률은 70%~75%이며, 상품의 매출총이익률은 45~55%이다. 동사의 매출액은 사업부분에 따라 영양주사제 중심의 전문의약품과 건강기능식품, 기타로 나누어질 수 있다. 2011년 기준으로 전문의약품과 건강기능식품의 매출액 비중은 각각 68.4%와 29.1%이다. 동사의 매출 중 전문의약품은 제품이 많고, 건강기능식품은 OEM방식으로 받아와서 상품이 많다.

**녹십자웰빙의 생산시설은
성남과 음성 공장.
2019년부터 음성에
혁신공장 신축 중.
올해 3분기 중 생산 개시 예정**

동사의 생산시설은 GMP인증을 받은 공장으로서 성남과 음성에 위치해 있다. 성남공장에서는 건강기능식품을 제조하고 음성공장에서는 태반주사제 등 의약품을 제조한다. 2022년 1분기 기준 음성공장에서 의약품 생산 가동률은 68.8%이다. 가동률은 2019년 78% 수준에서 2020년 코로나 발생으로 67.8%로 하락했다가, 2021년부터 서서히 반등 중이다. 녹십자웰빙은 충북 음성에 주사제 앰플라인 시설 확장과 신규 바이알라인 구축을 위해 공장 신축을 결정하고 2019년 11월 착공에 들어갔다. 공장은 2021년 6월에 완공되었으며 올해 3분기 중 GMP승인을 받고 생산을 개시할 계획이다. 총 자금은 600억원 정도가 투자되었다. 동사는 가동률이 부진할 시 CMO(Contract Manufacturing Organization; 위탁생산업체)도 진행할 계획이 있으며, 생산 개시 후 출하가 시작되는 시점부터는 감가상각비가 발생할 예정이다.

**2021년 동사의 매출액은
20.3% 증가.
영업이익률은 8.5%로
5.5%pYoY 개선**

2021년 녹십자웰빙의 매출액은 910억원으로 2020년 대비 20.3% 증가했다. 영양주사제 등 전문의약품이 26.6% 증가하며 성장을 견인했고, 건강기능식품은 5.9%증가에 그쳤다. 전문의약품의 높은 성장률은 1) 2020년 코로나19에 따른 기저효과와 2) 2021년 하반기에 동사의 대표 제품인 '라이넥주'의 평균가격을 40% 인상한데 따른 효과이다.

동사의 영업이익률은 8.5%로 2020년 대비 5.5%p 개선되었다. 녹십자웰빙은 2020년 일반용 건강기능식품 매출 증대를 위해 마케팅비를 본격적으로 지출하며, 광고선전비가 2019년 대비 104% 증가한 54억원을 기록했다. 2021년에는 수익성을 위해 마케팅비를 절감하며 판관비율이 3.5%p 하락했다. 또한 매출구성 측면에서도 수익성이 높은 영양주사제가 비중이 높아지며 매출원가율도 2.0%p 하락했다. 지배주주기준 당기순이익은 67억원으로 338% 증가했다.

**2022년 상반기 매출액은
15%YoY 성장, 영업이익률
전년동기와 유사한 8.3%**

2022년 상반기 동사의 매출액은 510원으로 전년동기 대비 15.0% 증가했다. 영업이익률은 8.3%로 전년동기와 같았으며, 영업이익은 42억원으로 14.7% 증가했다. 청년 고용부담금 지원액 감소와 차입금 증가에 따른 이자비용 증가로 영업외이익이 감소하며 당기순이익은 32억원으로 전년동기 대비 0.7% 감소했다.

**2022년 동사 매출액
14.8% 성장,
영업이익률 9.3%로
0.8%pYoY 개선 예상**

2022년 동사의 매출액은 1,044억원으로 14.8% 증가할 예정이다. 작년 영양주사제의 판매 단가 인상 영향으로 전문의약품은 17% 성장이 예상된다. 상반기 부진했던 건강기능식품 매출은 11% 증가할 전망이다. 통상 건강기능식품은 4분기 매출 규모가 크다. 건강기능식품은 2020년에 55.3%, 2021년에는 48.3%가 4분기에 발생했다. 영업이익률은 9.3%로 2021년 대비 0.8%p 개선될 것으로 추정한다. 1) 제품 비중이 높은 전문의약품 매출 비중이 증가하며 매출원가율의 하락과 2) 영업레버리지 효과에 따른 판관비 하락에 기인한다.

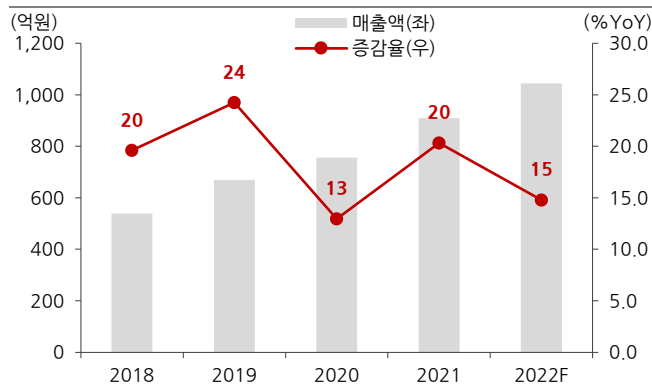
실적 전망

(단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	539	669	756	910	1,044
전문의약품	429	491	491	622	728
건강기능식품	103	167	250	264	294
기타	7	11	15	23	23
영업이익	84	76	23	78	97
당기순이익	57	57	15	67	78
%YoY					
매출액	19.6	24.2	12.9	20.3	14.8
전문의약품	15.0	14.5	0.0	26.6	17.0
건강기능식품	44.2	62.0	49.3	5.9	11.0
기타	8.1	62.9	40.1	54.4	-1.8
영업이익	61.2	-9.3	-69.6	235.5	25.4
당기순이익	38.3	0.4	-73.2	338.3	16.8
영업이익률	15.6	11.4	3.0	8.5	9.3
당기순이익률	10.6	8.5	2.0	7.4	7.5

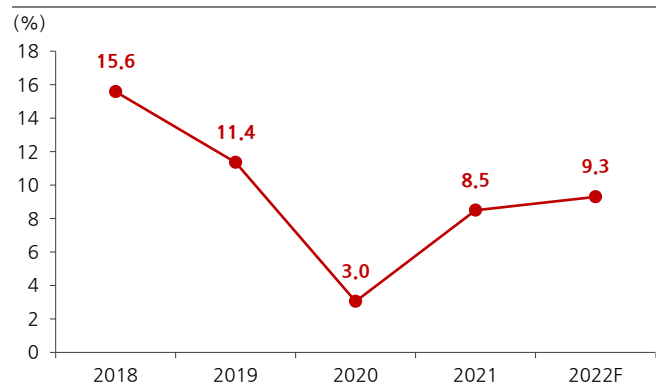
자료: 한국IR협의회 리서치센터

녹십자웰빙의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

녹십자웰빙의 영업이익 추이 및 전망



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

녹십자웰빙의

2022년 예상 PBR은 1.5배로

역사적 하단인 1.1배 근접

현재 녹십자웰빙의 2022년 예상 PER과 PBR은 18.5배와 1.5배이다. 동사의 현재 PBR은 상장 후 역사적 하단인 1.1배에 근접해 있다. 그러나 동사의 경쟁사들과 상대적 비교 시에는 저평가 국면은 아니다.

2019년 PBR 2.7배로 상장했던 녹십자웰빙은 코로나 19 발생에 따른 금융시장 급락으로 2020년 3월 PBR 1.1배를 기록했다. 그러나 직후 1) 전세계적으로 시행된 확장적 통화 및 재정 정책으로 유동성이 확대되고, 2) 동사의 건강 기능식품 매출 성장에 대한 기대와 3) 유럽에서 임상 2상 진행 중이었던 암약액질(암환자 식욕·근육 감소, 전신 염증 등 증상의 질환)치료제에 대한 기술이전 기대로 동사 주가는 급등했다. 이에 2020년 9월 동사 PBR은 3.7배를 기록했다. 그러나 건강기능식품 성장률 둔화와 마케팅비용 증가에 따른 수익성 저하로 녹십자웰빙의 PBR은 하락했다. 상장 이후 현재까지 동사의 평균 PBR은 2.2배이다.

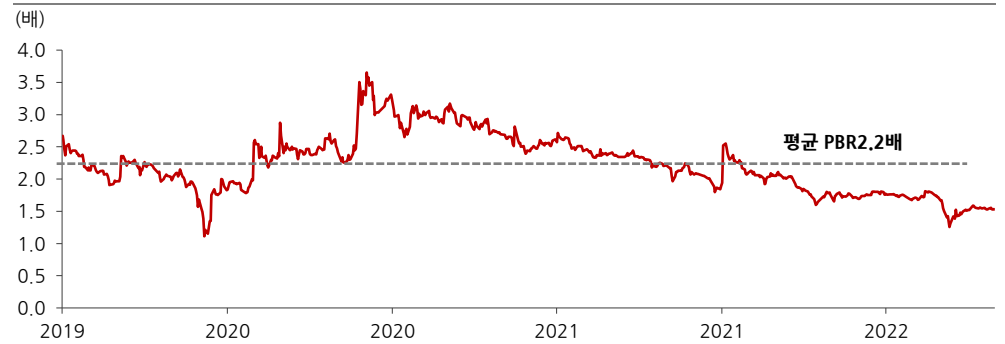
녹십자웰빙 연도별 BPS와 PBR Level

(단위: 원, 배)

	2019	2020	2021	2022
BPS	4,685	4,680	4,974	5,335
High PBR	2.7	3.7	3.0	1.9
Average PBR	2.2	2.4	2.4	1.7
Low PBR	1.9	1.1	1.8	1.3

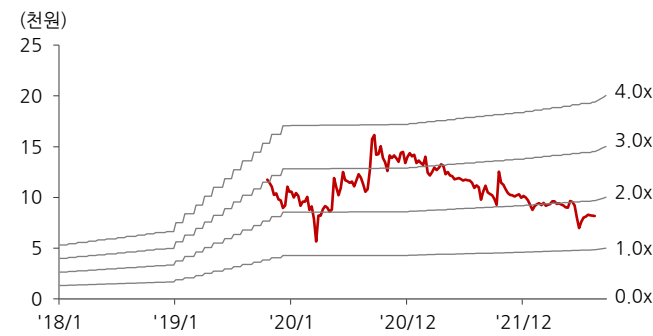
자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

녹십자웰빙의 PBR 추이



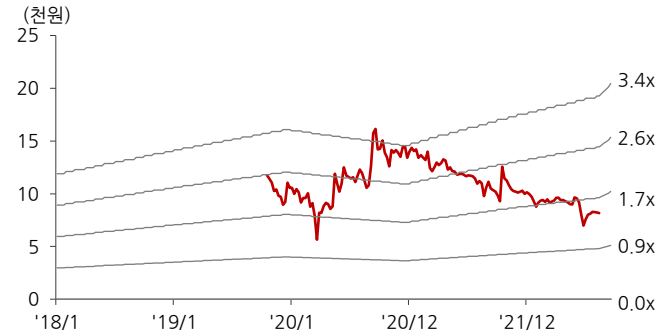
자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

녹십자웰빙의 PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

녹십자웰빙의 PSR Band



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

하지만 경쟁사와

PER 상대적 비교 시

저평가 국면은 아님

녹십자웰빙의 사업부는 1) 영양주사제 중심의 전문의약품과 2) 건강기능식품으로 나뉜다.

영양주사제 등 전문의약품을 취급하는 경쟁자로 휴온스, 대한뉴팜, 광동제약이 있다. 휴온스, 대한뉴팜과 광동제약의 PER은 각각 14.7배, 10.0배와 14.8배로 녹십자웰빙 18.5배보다 낮다. ROE와 PBR을 비교해도 녹십자웰빙은 PBR이 상대적으로 낮다고 할 수 없다.

건강기능식품 경쟁사와 비교 시에도 녹십자웰빙의 밸류에이션은 저평가 국면에 있지 않다. 파마리서치, 노바렉스, 에이치엘사이언스의 PER은 각각 14.9배, 11.4배와 12.4배로 녹십자웰빙 18.5배보다 낮다. 또한 PBR은 녹십자웰빙보다 높지만, ROE를 감안 시 녹십자웰빙의 PBR이 낮다고 할 수 없다.

녹십자웰빙과 주요 경쟁업체 밸류에이션 비교

(단위: 억원, %, 배)

		녹십자웰빙	휴온스	대한뉴팜	광동제약	파마리서치	노바렉스	에이치엘사이언스
시가총액(억원)	2022	1,450	4,512	1,572	3,544	6,977	3,003	1,674
	2018	390	2,514	1,087	7,321	2,582	1,063	714
자산총계 (억원)	2019	1,067	3,003	1,279	7,928	2,699	1,544	944
	2020	1,146	4,165	1,327	8,306	3,198	2,155	1,071
	2021	1,390	4,369	1,576	8,839	4,277	2,546	1,179
자본총계 (억원)	2018	288	1,633	431	4,053	1,976	789	630
	2019	832	1,945	611	4,230	2,091	918	812
	2020	831	2,388	592	4,777	2,454	1,156	958
	2021	883	2,661	825	4,992	3,054	1,397	1,073
매출액 (억원)	2018	539	3,286	1,195	11,802	643	1,073	641
	2019	669	3,650	1,341	12,383	839	1,591	1,283
	2020	756	4,067	1,493	12,438	1,088	2,228	1,430
	2021	910	4,369	1,666	13,382	1,541	2,788	1,044
영업이익 (억원)	2018	84	453	200	339	87	113	123
	2019	76	484	207	418	191	163	237
	2020	23	541	246	466	334	270	236
	2021	78	453	267	449	525	300	148
영업이익률 (%)	2018	15.6	13.8	16.8	2.9	13.5	10.6	19.1
	2019	11.4	13.3	15.4	3.4	22.7	10.3	18.5
	2020	3.1	13.3	16.5	3.8	30.7	12.1	16.5
	2021	8.5	10.4	16.0	3.4	34.1	10.8	14.2
당기순이익 (억원)	2018	57	452	25	224	144	95	109
	2019	57	382	152	231	167	147	197
	2020	15	556	-101	454	328	252	196
	2021	67	308	157	240	467	264	135
ROE(%)	2018	21.2	31.6	5.2	5.6	7.7	14.5	18.7
	2019	10.2	21.4	29.3	5.6	8.2	17.2	27.4
	2020	1.8	25.7	-16.8	10.1	14.4	24.3	22.2
	2021	7.8	12.2	22.2	4.9	17.0	20.7	12.6
PER(배)	2018	0.0	12.9	59.2	16.1	22.1	15.0	20.4
	2019	32.9	12.7	9.8	15.1	20.9	12.3	14.2
	2020	162.4	11.0	N/A	11.8	17.1	13.9	11.8
	2021	26.9	16.8	10.0	16.2	17.8	13.1	14.2
	2022E	18.5	14.7	10.0	14.8	14.9	11.4	12.4
PBR(배)	2018	0.0	3.6	3.4	0.9	1.6	1.8	3.5
	2019	2.3	2.5	2.4	0.8	1.7	2.0	3.5
	2020	3.0	2.6	3.1	1.1	2.3	3.0	2.4
	2021	2.0	1.9	1.9	0.8	2.7	2.5	1.8
	2022E	1.5	1.7	1.9	0.7	2.3	2.1	1.6
PSR(배)	2018	0.0	1.8	1.2	0.3	5.0	1.3	3.5
	2019	2.8	1.3	1.1	0.3	4.1	1.1	2.2
	2020	3.3	1.5	1.2	0.4	5.1	1.6	1.6
	2021	2.0	1.2	0.9	0.3	5.4	1.2	1.8
	2022E	1.4	1.0	0.9	0.3	4.5	1.1	1.6
배당수익률(%)	2018	0.0	1.0	0.0	1.2	0.9	1.3	0.7
	2019	0.8	1.2	0.0	1.2	0.8	1.0	0.7
	2020	0.4	0.9	0.0	1.0	0.9	0.8	0.9
	2021	0.8	1.1	0.7	1.4	0.7	0.8	1.1

주: 녹십자웰빙의 2022년 PBR, PER, PSR은 당사추정치 기준. 녹십자웰빙 외 경쟁사에 2022년 PBR, PER, PSR의 자본총계, 당기순이익, 매출액은 2021년 기준, 주가는 8/12일 기준.

자료: Fnguide, 한국IR협의회 리서치센터

⚠ 리스크 요인

리스크 요인은

올해 하반기 예정된

혁신공장의 가동률 수준에 대한

우려

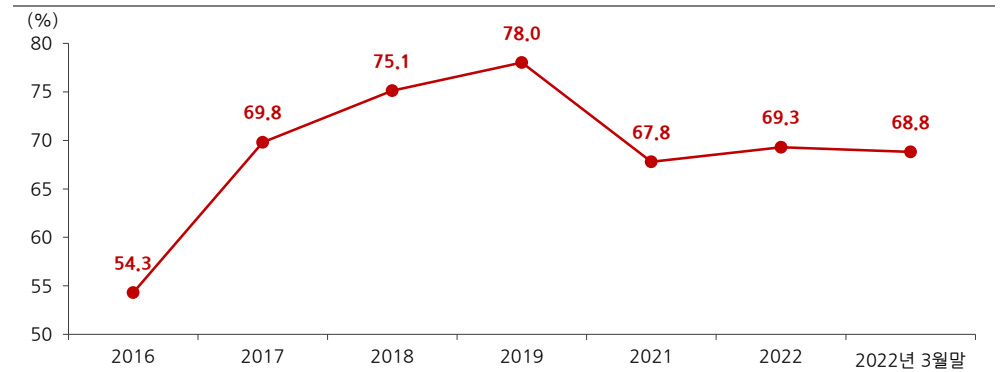
녹십자웰빙의 리스크 요인은 올해 하반기 생산 개시가 예정된 혁신 공장의 가동률 수준에 대한 우려이다.

동사는 2019년 영양주사제 등의 전문의약품 생산을 위한 공장 신축을 결정하고 착공에 들어갔다. 지역은 기존에 동사의 의약품을 제조하는 공장 근처인 충북 음성이다. 작년 6월에 완공된 공장은 올해 3분기 중 GMP승인을 받을 예정이다.

녹십자웰빙은 신축공장의 GMP승인을 받은 직후 생산을 개시할 예정이다. 동사는 신축 공장의 가동률에 대해 80% 이상 유지할 것이라는 계획을 가지고 있다. 그러나 동사의 전문의약품을 제조하는 기존 음성공장의 가동률은 2019년 78%에서 2022년 3월말 68.8%까지 떨어진 상황이다. 이를 감안 시 신축공장의 초기 가동률을 80% 수준에서 유지하는 것은 쉬운 목표는 아닌 듯하다.

공장 신축으로 인해 고정비 부담이 증가된 가운데, 원하는 수준의 가동률이 나오지 않을 경우 동사의 수익성은 악화될 우려가 있다.

녹십자웰빙 전문의약품(음성) 공장 가동률 추이



자료: 녹십자웰빙, 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	539	669	756	910	1,044
증가율(%)	19.6	24.2	12.9	20.3	14.8
매출원가	236	309	364	420	477
매출원가율(%)	43.8	46.2	48.1	46.2	45.7
매출총이익	303	361	392	489	568
매출이익률(%)	56.2	53.9	51.8	53.8	54.4
판매관리비	219	284	369	412	470
판매관리비율(%)	40.6	42.5	48.8	45.3	45.0
EBITDA	93	93	42	98	127
EBITDA 이익률(%)	17.3	13.8	5.6	10.8	12.2
증가율(%)	53.8	-0.5	-54.5	133.7	29.2
영업이익	84	76	23	78	97
영업이익률(%)	15.6	11.4	3.1	8.5	9.3
증가율(%)	61.2	-9.3	-69.6	235.5	25.4
영업외손익	-11	-3	-8	4	-3
금융수익	0	3	17	1	1
금융비용	6	6	20	1	2
기타영업외손익	-6	0	-6	4	-2
종속/관계기업관련손익	0	0	0	-1	-1
세전계속사업이익	73	73	15	81	94
증가율(%)	39.5	0.3	-79.5	441.5	15.0
법인세비용	16	16	-0	14	15
계속사업이익	57	57	15	67	78
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	57	15	67	78
당기순이익률(%)	10.5	8.5	2.0	7.4	7.5
증가율(%)	38.3	0.4	-73.2	338.3	16.8
지배주주지분 순이익	57	57	15	67	78

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	54	54	-62	87	89
당기순이익	57	57	15	67	78
유형자산 상각비	6	13	15	17	26
무형자산 상각비	3	3	3	4	4
외환손익	0	-0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-34	-33	-123	-39	-19
기타	22	14	28	38	0
투자활동으로인한현금흐름	-6	-455	200	-428	-40
투자자산의 감소(증가)	0	0	32	-1	-0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5	-11	-223	-429	-40
기타	-1	-444	391	2	0
재무활동으로인한현금흐름	-15	488	-23	193	55
차입금의 증가(감소)	-5	0	0	210	69
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	504	0	0	0
배당금	-10	-10	-14	-9	-14
기타	0	-6	-9	-8	0
기타현금흐름	0	0	-0	0	-0
현금의증가(감소)	33	87	114	-149	104
기초현금	2	35	122	236	88
기말현금	35	122	236	88	192

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	232	803	593	486	628
현금성자산	35	122	236	88	192
단기투자자산	0	421	2	0	0
매출채권	96	139	142	177	195
재고자산	96	104	185	196	212
기타유동자산	5	18	27	25	29
비유동자산	158	264	553	904	914
유형자산	55	66	364	706	720
무형자산	70	74	68	68	65
투자자산	28	22	2	5	5
기타비유동자산	5	102	119	125	124
자산총계	390	1,067	1,146	1,390	1,542
유동부채	89	148	233	415	501
단기차입금	0	0	0	210	280
매입채무	31	58	46	43	65
기타유동부채	58	90	187	162	156
비유동부채	13	87	82	92	94
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	87	82	92	94
부채총계	101	235	315	507	595
지배주주지분	288	832	831	883	947
자본금	66	89	89	89	89
자본잉여금	70	552	552	552	552
자본조정 등	0	0	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	-4	-4	0	0	0
이익잉여금	156	195	194	246	311
자본총계	288	832	831	883	947

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	0.0	26.4	162.5	26.9	18.5
P/B(배)	0.0	2.3	3.0	2.0	1.5
P/S(배)	0.0	2.2	3.3	2.0	1.4
EV/EBITDA(배)	-0.4	15.2	55.3	20.3	12.7
배당수익률(%)	N/A	0.8	0.4	0.8	1.0
EPS(원)	431	400	86	378	441
BPS(원)	2,191	4,685	4,680	4,974	5,335
SPS(원)	4,093	4,699	4,259	5,124	5,882
DP5(원)	0	80	50	80	80
수익성(%)					
ROE	21.2	10.2	1.8	7.8	8.6
ROA	15.8	7.8	1.4	5.3	5.3
ROIC	26.8	22.3	4.3	6.0	8.1
안정성(%)					
유동비율	261.7	541.7	254.0	117.3	125.3
부채비율	35.1	28.3	37.9	57.4	62.8
순차입금비율	-12.1	-55.7	-18.6	22.7	17.5
이자보상배율	1,677.0	116.9	20.2	58.3	42.1
활동성(%)					
총자산회전율	1.5	0.9	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	6.1	5.7	5.4	5.7	5.6
재고자산회전율	6.8	6.7	5.2	4.8	5.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.