

녹십자웰빙

(234690)

Not Rated

IPO Company

24 Sep. 2019

실적 성장성과 R&D 모멘텀 견비한 양수검장

▶ Issue

9/24~25일 양일간 기관 수요예측 예정으로 기업개요 및 투자포인트 점검

▶ Pitch

- 19년 예상 실적 기준 공모가 밴드 PER는 22배~27배, 주관사가 제시한 암약액질 치료제(GCWB204) 신약가치(745억) 제외 시는 12배~17배로 웰빙의약품/건강기능식품 사업 영위하는 Peer 그룹(19E PER 18배) 대비 밸류에이션 매력이크게 부각되지는 않음
- 그럼에도 i) Peer 그룹 대비 높은 실적 성장성과(19E Peer 합산 매출 YoY +14%, OPM 12% vs 녹십자웰빙 매출 +21%, OPM 16%), ii) 유럽 임상 2상 진행 중인 GCWB204의 L/O 가능성, iii) 상장 후 단기 출회될 물량 부담이 낮은 메리트 등이 밸류에이션 할증 요인으로 작용할 수 있음에 따라 공모가 밴드 내 수요예측 참여 권고

▶ Rationale

<기업개요 및 실적현황>

- 녹십자웰빙은 2004년 일본 JBP와의 합작법인으로 설립된 녹십자 JBP가 2015년 녹십자HS와의 합병, 녹십자WB사업부 영업양수를 통해 출범한 헬스케어 전문 기업
- 2018년 기준 매출구성은 전문의약품 78%(라이넥 36%), 건강기능식품 19%, 기타 3%
- 전문의약품은 태반주사제 '라이넥' 과 비타민주사제 등 28개 제품군 보유. 2018년 기준 국내 시장점유율 영양주사제 33%, 태반주사제 78%로 1위 기업
- 건강기능식품은 B2H(병의원용) 브랜드 Dr.PNT와 B2C용 건강기능식품 상품군 보유. 주로 ODM 생산으로 이익기여도 낮은 편이나 16~18Y 매출액 CAGR +55%로 고성장세
- 2016~2018Y 매출액 CAGR +21%, 2019년에도 20% 이상 성장 예상. 영업이익률은 2016~2017년 11% 수준에서 2018년 16%로 개선, 2019.1H에도 유지 중. i) 합병과 영업양수 이후 사업 및 비용 구조 안정화된 가운데 ii) 매출 규모화에 따른 고정비 부담 경감으로 영업레버리지 효과 발생한 영향. 2019년 연간 영업이익률 16% 유지 가능 전망
- 공모자금은 현재 가동률 90%에 이르는 생산시설 증설 목적으로 충북 음성 신공장(2022.3Q GMP 승인 및 생산 개시) 구축(87%)과 연구개발비(12%)로 소요 계획
- 상장 후 유통기능 물량 48.9%이나, 실질 유통기능 물량은 31.4%로 수급 부담 낮은 편. i) 2004년부터 관계가 시작된 일본 합작 파트너사 제이비피코리아(11.5%)와 ii) 기존 우리사주조합(6%) 물량 단기 출회 가능성 낮고, iii) 벤처캐피탈 등의 기관 물량 전무하기 때문

<투자포인트>

1) 실적 성장성 : 매출액 성장률 20%, 영업이익률 15% 내외 향후에도 유지 기대

- 전국 9,000여개 병의원에 구축되어 있는 PNT(Personalized Nutrition Therapy) 솔루션을 통한 영양주사제와 Dr.PNT 건강기능식품 매출 확대 지속
- 기존 피하, 근육주사 제형인 태반주사제의 정맥주사 제형 '라이넥 IV' 국내 임상 3상 진행 중으로 투여 옵션 추가에 따른 시장 확대 기대(2021년 연말 제품 출시 예정)
- 현재 프로바이오틱스 사업은 수입 완제품으로 병의원에만 납품하고 있으나, 자체 균주 20여종 개발 중으로 향후 독자적 고기능성 유산균을 개발해 B2C 채널 매출 확대 계획

(다음장에서 계속)

연구원 공병찬 kbc2901@ktb.co.kr
제약/바이오 이혜린 hrin@ktb.co.kr

Stock Information

공모 예정가	9,400 ~ 11,300원
공모 예정금액	423 ~ 509억원
공모 주식수	4,500,000주
상장 예정 주식수	17,770,163주
상장 예정 시가총액	1,670 ~ 2,008억원

IPO Schedule

수요 예측일	2019년 9월 24일 ~ 25일
청약 예측일	2019년 10월 1일 ~ 2일
상장 예정일	2019년 10월 14일

공모 후 보호예수 지분율 (%)

㈜ 녹십자(6M)	22.06
㈜ 녹십자홀딩스(6M)	12.37
기타 녹십자 그룹 계열사(6M)	0.39
유영호 외 임직원(6M)	10.90
우리사주조합(공모분, 6M)	3.80
녹우회 외 11인(1Y)	0.96
상장주선인 의무취득분(3M)	0.60
소계	51.08

ktb 투자증권

- 계열사 녹십자랩셀을 통해 확보한 NK세포 배양액 기반 고기능성 화장품 출시도 계획. 지난 5월 병의원 채널용 제품 출시, 10월말 B2C 마켓인 홈쇼핑 채널용 제품 출시 예정
- 다양한 천연물 기능성 소재 제품화 진행. 2019.7월 위 건강 개선 금은화 추출물 그린세라-F 국내 식약처 개별인정형 기능성 원료 인정 획득, 암웨이를 통해 11월 제품 출시 예정. 2020년 개별인정형 기능성 원료 승인과 제품 출시를 목표로 체지방 및 관절건강 개선 기능성 소재 인체시험 진행 중, 수출시장 타겟용으로 향후 해외 메이저 기업과의 계약을 통해 제품화될 전망

2) 혁신 신약 개발 : 암악액질(Cancer Cachexia) 치료제 GCWB204 유럽 2상 후 L/O 목표

- 암악액질은 종양에 의한 대사 장애 또는 항암제 부작용 요인으로 비자발적인 근육 손실 및 체중감소, 빈혈, 전신염증 등의 증상을 보이며 점진적 기능장애로 사망에 이르는 질환
- 현재까지 FDA 허가를 완료한 신약은 없으며, 식욕개선 목적으로 시판 의약품 중 Megace가 주로 처방되고 있음. Megace의 경우 스테로이드제제로 1주일 이상 투약이 불가함에도 암악액질 적응증으로만 글로벌 매출액 약 4천억원 규모 시현 중
- GCWB204는 천연물(진세노사이드: 인삼 추출물) 유래 약물로 부작용이 낮고, 전임상 동물 질환모델에서 복합작용기전(체중/근육량 증가, 근육기능개선 등)을 확인함에 따라 임상적 효용성 기대. 노바티스 동 적응증 타겟으로 개발하던 신약과제 임상 2상에서 근육 증대 효과 있었으나, 심장근육 비대 부작용으로 임상 실패
- GCWB204 현재 유럽 임상 2상 중이며 2020년말 종료 예정. 국내 이주대학교에서 진행한 간이 임상(24명 환자 대상)에서 긍정적 결과를 확인함에 따라 유사한 프로토콜로 유럽 임상 2상 진행 계획. 대장암과 폐암 환자 대상으로 진행하며 임상 2상 완료 후 글로벌 L/O 목표

Fig. 01: 녹십자웰빙 공모 개요

공모 방법	신주모집 100%	공모 희망가	9,400원 ~ 11,300원
공모 주식수		공모 예정금액	423억원 ~ 509억원
총계	4,500,000주	상장 예정 주식수	17,770,163주
일반공모(85%)	3,825,000주	상장 예상 시가총액	1,670억원 ~ 2,008억원
기관투자자(65%)	2,925,000주	주요 일정	
일반투자자(20%)	900,000주	수요 예측일	2019년 9월 24일~25일
우리사주조합(15%)	675,000주	상장 예정일	2019년 10월 14일

Source: 전자공시시스템, KTB투자증권

Fig. 02: 녹십자웰빙 회사 개요

대표이사	유영효 -경영총괄('15년~ 현재) * 성균관대학교 약학박사(생물약학 전공, 약사) * 스위스노바티스바젤연구소 박사 후 과정 * 일본 오츠카제약 도쿠시마 중앙연구소 객원 연구원 * 대웅제약 중앙연구소 신약 팀장 * ㈜바이오사포젠(㈜녹십자에이치에스 전신) 설립 * ㈜녹십자에이치에스 대표이사
설립일	2004.09.02
자본금	66억원(2019.9월 기준)
기업 개요	전문의약품/건강기능식품 제조 및 판매, 천연물 기반 혁신 신약 개발
임직원수	200명(2019.9월 기준)
주요제품	라이넥(태반주사제) 및 비타민주사제, 홍삼, 프로바이오틱스 등

Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 03: 녹십자웰빙 주요 연혁

2004.09	㈜지씨재팬바이오 설립
2005.04	태반 주사제 라이넥 허가, ㈜ 지씨제이비피로 상호변경
2014.09	GCWB204 독일 임상 1상 완료
2015.04	㈜ 녹십자제이비피로 상호변경
2015.10	㈜ 녹십자에이치에스 흡수합형 및 녹십자 웰빙사업부 영업양수
2015.12	㈜ 녹십자웰빙으로 상호변경
2016.04	병의원용 건강기능식품 Dr.PNT 출시
2017.10	건강기능식품 GMP 획득
2017.11	라이넥IV 임상 3상 IND 승인
2017.12	GCWB204 독일 임상 2상 CTA 승인
2019.07	인동덩굴꽃봉오리추출물의 개별인정형 기능성 원료 인정

Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 04: 녹십자웰빙 상장 후 지분율 및 보호예수 현황

구분	주식수(주)	지분율	보호예수	비고
최대주주 등	8,125,720	45.73%		
(주) 녹십자	3,920,250	22.06%		
(주) 녹십자홀딩스	2,198,700	12.37%		
(주) 녹십자셀	40,000	0.23%	6개월	
(주) 녹십자지놈	20,000	0.11%		
(주) 녹십자엠에스	10,000	0.06%		
유영호 외 34인	1,936,770	10.90%		대표이사 외
기타주주	951,383	5.35%		
녹우회 외 11인	170,000	0.96%	6개월	
우리사주조합(공모분)	675,000	3.80%	1년	
상장주선인	106,383	0.60%	3개월	
보호예수합계	9,077,103	51.08%		
유통가능주식수	8,693,060	48.92%		
상장예정주식수	17,770,163	100.00%		

Source: 전자공시시스템, KTB투자증권

Fig. 05: 녹십자웰빙 실적 추이

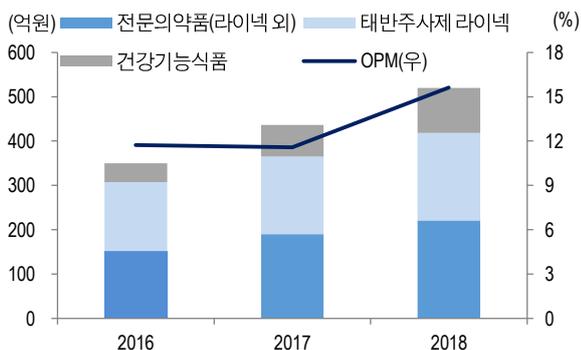
(단위: 백만원, %)	2015	2016	2017	2018	2019 1H
구분	(K-IFRS)	(K-IFRS)	(K-IFRS)	(K-IFRS)	(K-IFRS)
매출액	7,875	36,651	45,071	53,883	32,678
전문의약품	-	31,203	37,308	42,909	24,743
건강기능식품	-	4,323	7,160	10,322	6,517
기타(용역매출 포함)	-	1,708	1,476	1,902	1,714
매출원가	4,823	15,921	20,127	23,594	14,609
매출총이익	3,052	20,730	24,944	30,289	18,069
판매관리비	2,752	16,431	19,729	21,881	12,873
영업이익	299	4,298	5,215	8,409	5,196
영업이익률(%)	3.8	11.7	11.6	15.6	15.9
세전순이익	696	4,336	5,236	7,301	4,802
당기순이익	512	3,373	4,106	5,678	3,768
순이익률(%)	6.5	9.2	9.1	10.5	11.5

Note: 매출액 합계는 매출할인과 반품추정 제외

2015년 (주) 녹십자에이치에스 흡수합병과 녹십자 웰빙사업부 영업양수

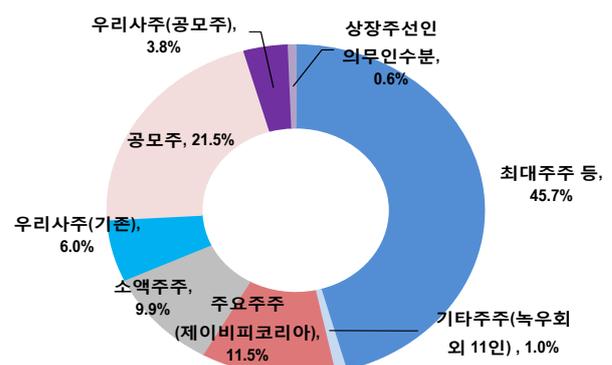
Source: 전자공시시스템, KTB투자증권

Fig. 06: 부문별 매출 추이



Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 07: 공모 후 주주 구성



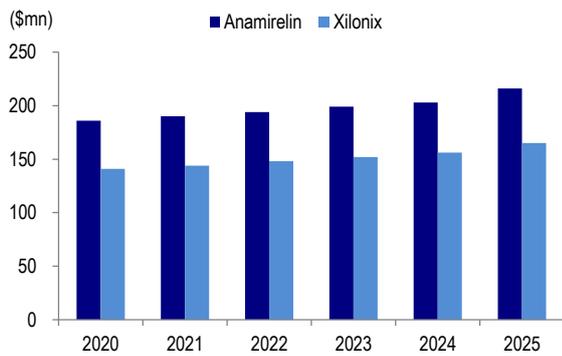
Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 08: 녹십자웰빙 사업영역 및 성장전략



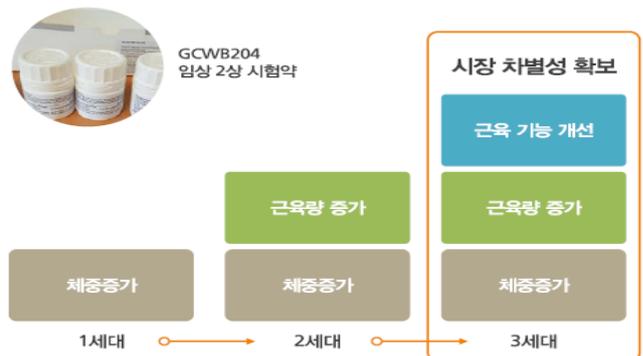
Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 09: 암약액질 경쟁의약품(단일기전) 상업화 시 매출 전망



Source: 산업자료, 전자공시시스템, KTB투자증권

Fig. 010: 복합작용기전의 GCWB204



Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 011: 녹십자웰빙 파이프라인 및 제품 출시 계획

구분	Product	2019		2020		2021		2022		2023	2024
		상	하	상	하	상	하	상	하		
의약품	Dipeptiven주 (글루타민보급)	P									
	Omegaben주 (오메가3)		P								
	피엔티세미주 (우울증, 관절염)			P							
	신규 비타민 주사제 (비활성형)								P		
	미네랄제 신규제형								P		
	GCWB204 (암약액질)										PI
식품	라이넥 IV (간기능 개선)										P
	유산균 (식품 & 건가식)										P
	그린세라F (위건강)										A, P
	GCWB106 (관절건강)										A, P
	GCWB107 (체지방감소)										A, P
화장품	NK 화장품										P
	유산균 EV 화장품										P

Source: 녹십자웰빙, KTB투자증권

Fig. 012: Peer Group Valuation Table

	기업	시가총액 (십억원)	수익률(%)					PER (X)		PBR(X)		매출액(십억원)		영업이익(십억원)	
			1W	1M	3M	6M	YTD	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
전문약품 (주사제 등)	동국제약	579	(0.8)	(1.7)	9.8	6.7	12.4	11.7	10.7	1.6	1.4	462.4	516.2	61.8	69.4
	휴온스	399	1.5	(0.3)	(23.5)	(37.8)	(37.9)	11.9	11.2	2.1	1.8	350.3	391.8	41.7	45.4
	광동제약	371	(0.4)	1.4	(2.2)	(5.0)	3.4	11.7	10.5	0.8	0.7	1249.3	1317.8	48.9	52.4
건강기능식품	코스맥스엔비티	786	(1.5)	4.5	2.9	(13.4)	33.3	30.3	12.4	1.7	1.5	227.8	245.8	11.1	23.5
	에이치엘사이언스	395	(6.3)	(6.2)	(29.0)	13.3	78.2	16.7	12.2	4.6	3.4	137.6	186.8	28.4	39.0
	노바렉스	185	5.7	4.6	(11.0)	(19.4)	29.7	13.8	10.8	2.1	1.8	142.8	175.5	16.2	20.9
	콜마비앤에이치	156	(1.1)	(6.3)	(25.6)	(56.6)	(54.0)	13.7	12.1	3.1	2.5	449.1	519.7	72.1	81.2
	뉴트리	150	8.5	6.4	(17.2)	(16.2)	36.1	14.7	11.0	2.6	2.1	120.5	152.8	12.9	17.4

Source: Quantiwise, KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% **HOLD :** 11.3% **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치