



Not Rated

현재주가(2.16) 9,790원

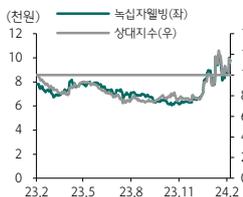
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	857.60
52주 최고/최저(원)	10,310/6,060
시가총액(십억원)	173.8
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	17,752.3
60일 평균 거래량(천주)	214.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
외국인지분율(%)	1.52
주요주주 지분율(%)	
- 녹십자 외 30인	42.74
- 제이비피코리아	11.52

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	N/A	141
영업이익(십억원)	N/A	15
순이익(십억원)	N/A	12
EPS(원)	N/A	682
BPS(원)	N/A	6,309

Stock Price



Financial Data

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	67	76	91	110
영업이익	8	2	8	8
세전이익	7	2	8	9
순이익	6	2	7	8
EPS	400	86	378	451
증감율	(7.2)	(78.5)	339.5	19.3
PER	26.4	162.8	26.9	18.2
PBR	2.3	3.0	2.0	1.5
EV/EBITDA	15.2	55.3	20.3	16.0
ROE	6.9	1.8	7.6	8.3
BPS	4,685	4,680	4,974	5,417
DPS	80	50	80	100



Analyst 조경현 chunghyuncho@hanafn.com

하나증권 리서치센터

녹십자웰빙 (234690)

라이넥 중국 진출 임박, 매출 퀀텀 점프 기대

태반주사제 m/s 1위 업체

녹십자웰빙은 의약품 및 건강기능식품 제조 및 판매 업체다. 주력 의약품은 태반주사제 라이넥이며, 국내 시장 점유율 80%를 차지하고 있다. 2023년 연결 매출액 1,205억원(+9.8%, YoY), 영업이익 104억원(+24.6%, YoY)을 기록하며 안정적 외형 성장을 시현하고 있으며, 사업부별 매출 비중은 의약품 85%, 건기식 15%이다. 현재 태반주사제는 원재료 특성상 안정성의 문제로 임상 절차가 까다로워 진입장벽이 높은 의약품이다. 태반주사제는 과거 많은 경쟁 제품이 있었으나, 자하거가수분해물 주사제의 경우 2011년부터 임상 재평가에서 라이넥주를 제외한 모든 제품이 퇴출되었기 때문에 동사는 여전히 공고한 국내 시장 점유율을 보유하고 있다. 동사의 투자 포인트는 1) 올해 태반주사제 라이넥 중국 진출이 예상됨에 따라 내수 중심의 매출에서 해외로 판매가 확대될 것으로 예상되며, 2) 이미 중국 물량 대응을 위한 선제적 capa 증설 및 GMP 허가를 마쳐 중국 H성 식약처 허가에 따라 해외 매출 가시성이 높을 것으로 판단되며, 3) 적자 사업부였던 B2C 건기식 사업 물적분할을 통해 비용 절감 효과 및 수익성 개선이 전망되는 점이다.

올해 상반기 라이넥 중국 시장 진입 예정

라이넥 중국 진출이 임박한 것으로 파악된다. 녹십자웰빙은 2022년 하반기 중국 수출 계획 검토를 시작으로, 작년 상반기 라이넥 중국 현지 대리점 파트너를 확정하였다. 현재 H성 50개의 상급병원을 포함해 지역병원 판매망을 확보한 상황이다. 올해 1월 지역관리국 허가 심의를 위한 서류를 제출한 상태로, 1분기 내 식약처 허가가 임박한 것으로 파악되며, 상반기 라이넥 수출이 개시될 것으로 판단된다[도표 4]. H성 식약처 허가 시, 라이넥은 중국에 정식으로 유통되는 첫 태반주사제라는 점에 주목해야 한다. H성만 하더라도 국내 약 500억원의 태반주사제 시장 규모를 넘어서는 수준이다. 2025년까지 H성 판매를 통한 임상 데이터를 확보 후 2026년에는 중국 전역으로 판매를 확대할 계획이다. 2021년 6월 완공된 신규 공장의 현재 capa는 약 2,000억원 수준으로 최대 7,000억원 수준의 생산이 가능하다. 작년 4분기 신공장 라이넥 생산 허가를 이미 마친 상황으로 중국 진출 모멘텀에 주목할 필요가 있다.

2024년 매출액 1,427억원, 영업이익 147억원 전망

2024년 실적은 매출액 1,427억원(+18.4%, YoY), 영업이익 147억원(+41.3%, YoY)으로 전망한다. 사업부별 매출액은 의약품 1,284억원(+25.3%, YoY), 건기식 143억원(-18.7%, YoY)으로 예상한다. 이는 태반주사제 라이넥 국내 성장률 및 건기식 사업 축소로 인한 비용 절감 효과만 고려한 추정치로, 중국 매출 가시화 시 실적 상향 여지가 크다고 판단한다.

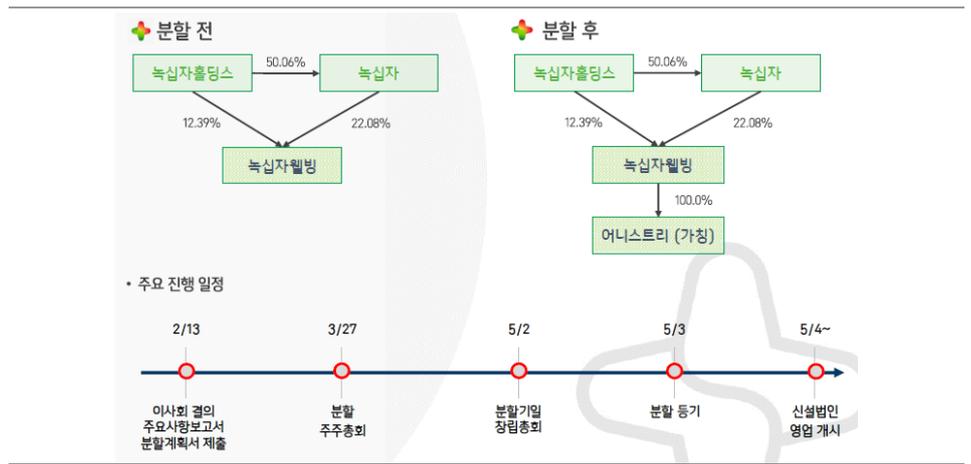
건기식 사업 물적분할에 따른 수익성 개선 기대

녹십자웰빙은 지난 2월 13일 건강기능식품 사업부의 물적분할을 발표하며 의약품 사업에 집중할 것으로 보인다. 존속법인인 녹십자웰빙은 비급여 주사제(라이넥 등), 에스테틱, B2B 건기식, CMO 사업을 영위하며, 신설법인(어니스트리)은 B2C 건기식 사업을 영위할 예정이다.

B2C 건기식 사업 물적분할을 통해 수익성은 점차 개선될 것으로 판단된다. 동사의 건기식 사업부는 연간 매출 약 200억원을 시현하는 반면, 건기식 경쟁 심화 및 마케팅 비용 상승으로 인한 적자를 면치 못했다. 건기식 사업을 점진적으로 축소할 전망이며, 온라인 중심의 판매를 확대하는 만큼, 전사 실적 개선에 기여할 것으로 예상된다.

올해 녹십자웰빙은 라이넥 중국 판매 확대와 더불어 에스테틱 및 CMO 사업 또한 확장할 것으로 예상된다. 2022년 4월 체결된 412억원 규모의 필러 공급이 올해 상반기 중국으로 판매가 시작될 전망이다. CMO 사업의 경우, 음성 신공장 GMP 승인에 따라 작년 수주한 5건의 CMO 매출이 가시화될 전망이다. 밸류에이션 리레이팅이 필요한 시점이다.

도표 1. 물적분할 개요



자료: 녹십자웰빙, 하나증권

도표 2. 분할 기대효과

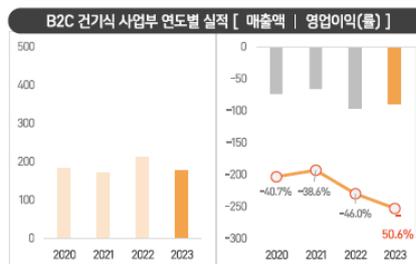
지속적 적자 사업부 분리를 통한 기업가치 상승 제고 실적 개선으로 인한 Valuation 증대 기업별 가치 재평가로 인한 주주이익 극대화

Core 사업 중심의 안정적 이익 기반 강화

- B2B 고객중심의 Category 확장 전략
- 병의원 및 B2B 비급여 시장 내 선도 시장지위 구축
- 기존 R&D 및 영업 역량 Leveraging 기반으로 주사제 카테고리 확장
- 수익구조 안정화 기반 사업 확대 집중 투자

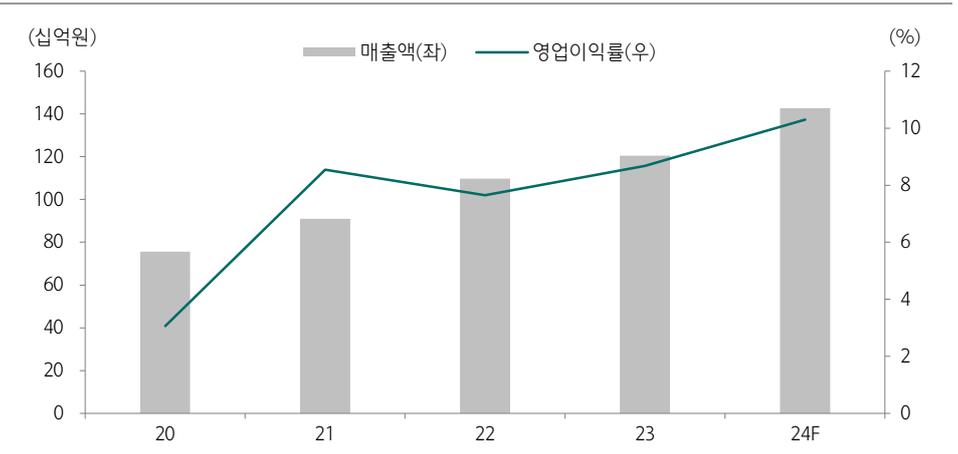
B2C 전문화 기반 Stand-alone 성장

- 온라인 중심의 사업전개 Turnaround 및 실적 개선
- 조직/인력과 사업기반 재정비를 통해 B2C사업에 최적화된 시스템 구축가능
- D2C 중심 R&R강화하여 독립 경쟁력 확보
- 가족사 플랫폼 연계(독약,아터케어 등) 디지털 헬스케어 Solution.



자료: 녹십자웰빙, 하나증권

도표 3. 실적 추이 및 전망



자료: 녹십자웰빙, 하나증권

도표 4. 라이넥 해외시장 진출



자료: 녹십자웰빙, 하나증권

도표 5. 충북 음성 신공장 CAPA



자료: 녹십자웰빙, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	54	67	76	91	110
매출원가	24	31	36	42	49
매출총이익	30	36	40	49	61
판매비	22	28	37	41	52
영업이익	8	8	2	8	8
금융손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
종속/관계기업손익	0	0	0	(0)	(0)
기타영업외손익	(1)	0	(1)	0	2
세전이익	7	7	2	8	9
법인세	2	2	(0)	1	1
계속사업이익	6	6	2	7	8
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	6	2	7	8
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
지배주주순이익	6	6	2	7	8
지배주주지분포괄이익	5	5	1	6	9
NOPAT	7	6	2	6	7
EBITDA	9	9	4	10	11
성장성(%)					
매출액증가율	20.0	24.1	13.4	19.7	20.9
NOPAT증가율	75.0	(14.3)	(66.7)	200.0	16.7
EBITDA증가율	50.0	0.0	(55.6)	150.0	10.0
영업이익증가율	60.0	0.0	(75.0)	300.0	0.0
(지배주주)순이익증가율	50.0	0.0	(66.7)	250.0	14.3
EPS증가율	38.1	(7.2)	(78.5)	339.5	19.3
수익성(%)					
매출총이익률	55.6	53.7	52.6	53.8	55.5
EBITDA이익률	16.7	13.4	5.3	11.0	10.0
영업이익률	14.8	11.9	2.6	8.8	7.3
계속사업이익률	11.1	9.0	2.6	7.7	7.3

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	431	400	86	378	451
BPS	2,191	4,685	4,680	4,974	5,417
CFPS	790	738	379	725	730
EBITDAPS	707	650	237	554	615
SPS	4,093	4,699	4,259	5,124	6,181
DPS	0	80	50	80	100
주가지표(배)					
PER	0.0	26.4	162.8	26.9	18.2
PBR	0.0	2.3	3.0	2.0	1.5
PCFR	0.0	14.3	36.9	14.0	11.3
EV/EBITDA	0.0	15.2	55.3	20.3	16.0
PSR	0.0	2.2	3.3	2.0	1.3
재무비율(%)					
ROE	19.7	6.9	1.8	7.6	8.3
ROA	14.6	5.3	1.3	4.8	5.3
ROIC	32.9	19.1	3.9	6.5	6.4
부채비율	35.1	28.3	37.9	57.4	56.2
순부채비율	(12.1)	(55.7)	(18.6)	22.7	30.0
이자보상배율(배)	1,677.0	116.9	20.2	58.3	22.9

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	23	80	59	49	50
금융자산	3	54	24	9	3
현금성자산	3	12	24	9	3
매출채권	10	14	14	18	21
재고자산	10	10	18	20	22
기타유동자산	0	2	3	2	4
비유동자산	16	26	55	90	101
투자자산	3	2	0	0	3
금융자산	3	2	0	0	0
유형자산	6	7	36	71	76
무형자산	7	7	7	7	7
기타비유동자산	0	10	12	12	15
자산총계	39	107	115	139	150
유동부채	9	15	23	41	47
금융부채	0	1	1	22	26
매입채무	3	6	5	4	8
기타유동부채	6	8	17	15	13
비유동부채	1	9	8	9	8
금융부채	0	7	8	7	6
기타비유동부채	1	2	0	2	2
부채총계	10	24	31	51	54
지배주주지분	29	83	83	88	96
자본금	7	9	9	9	9
자본잉여금	7	55	55	55	55
자본조정	0	0	(0)	(0)	(0)
기타포괄이익누계액	(0)	(0)	0	0	0
이익잉여금	16	20	19	25	33
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	29	83	83	88	96
순금융부채	(3)	(46)	(15)	20	29

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	5	5	(6)	9	2
당기순이익	6	6	2	7	8
조정	2	2	4	6	2
감가상각비	1	2	2	2	3
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	1	0	2	4	(1)
영업활동 자산부채 변동	(3)	(3)	(12)	(4)	(8)
투자활동 현금흐름	(1)	(45)	20	(43)	(9)
투자자산감소(증가)	1	1	2	(0)	(3)
자본증가(감소)	(1)	(1)	(22)	(43)	(7)
기타	(1)	(45)	40	0	1
재무활동 현금흐름	(1)	49	(2)	19	1
금융부채증가(감소)	(1)	6	(1)	18	1
자본증가(감소)	0	50	0	0	0
기타재무활동	1	(6)	0	2	1
배당지급	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
현금의 증감	3	9	11	(15)	(6)
Unlevered CFO	10	11	7	13	13
Free Cash Flow	5	4	(29)	(34)	(6)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

녹십자웰빙



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.6.30	Not Rated	-	-	-
21.7.22	담당자 변경	-	-	-
21.6.9	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(조정현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(조정현)는 2024년 2월 19일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93,46%	6,07%	0,47%	100%

* 기준일: 2024년 02월 16일