

2011년 04월 30일

녹십자(006280)(시장의시각)

BUY

국내에서 놀아라. 난 해외로 간다.

-지금까지 국내 제약산업은 정체되어 있었다. 인구 고령화와 경제소득 증가에 따른 건강에 대한 관심은 나날이 높아져만 가지만 정부의 강력한 물가 안정 정책으로 인해 국내 제약 업체들은 불안정한 균형을 유지하고 있었다. 신종 플루와 조류독감과 같은 일시적인 이벤트에만 반짝할 뿐 국내 제약산업은 드라마틱한 성장을 못하고 있었던 것이 현실이다. 또한 주가도 마찬가지다. 하지만 이제 길이 보이기 시작한다. 바로 수출이다. 그리고 녹십자가 그 길을 뚫었다.

-녹십자가 개발한 계절백신독감 GC Flu가 최근 WHO에서 PQ(Pre Qualification)을 획득했다. 이는 글로벌 3개 업체에 이은 세계 4번째이고 국내에서는 첫 번째이다. 이를 통해 녹십자는 WHO 산하 기관이 주관하는 세계 백신 공급 입찰에 참여할 수 있는 자격을 얻게 되었다. 앞으로 녹십자는 WHO에 계절독감백신을 공급하는 한편 세계 4 번째 PQ획득 업체의 입지를 활용하여 추가 수출을 기대할 수 있게 되었다.

- 녹십자는 올해 제 3세대 유전자 재조합 혈우병 치료제 '그린진 F'의 시판에 들어갔다. 그린진 F는 세계에서 세 번째로 개발에 성공한 유전자 재조합 혈우병 치료제이다. 녹십자의 기존 혈우병 치료제 '그린모노'를 점차 대체해 나갈 전망이다. '그린모노'에 비해 좋은 수익률로 인해 녹십자의 1분기 혈액제제 매출액은 전년대비 약 30% 성장하였다. 또한 현재 북미, 중국 지역에서 임상시험을 진행 중이며 임상시험이 끝나는 '12~'14년부터 본격적인 수출이 가능할 것으로 보인다.

적정주가:
189,000원
현재주가:
139,000원 (04/29 기준)
상승여력: 31.3%

시가총액	13,690억원
ROE	23.33%
ROA	14.45%
영업이익률	18.41%
배당수익률	1.24%
P/E Ratio	12.28
P/B Ratio	2.52

주요주주:
녹십자홀딩스(외17인):
52.84%
MatthewsInternational
Capital
Management,LLC(외 1
인):6.79%



SMIC 리서치 2팀
팀장 권우석
팀원 김민아
안동준
이민아
정영훈

I. 산업 분석

1.1 제약산업이란?

제약산업은 각종 약제를 생산하는 제조업이다

제약산업은 의료에 사용되는 각종 약제를 생산하는 **제조업**으로 넓은 의미에서는 화학 공업의 한 부분이다. 제품으로는 치료약, 예방약, 진단약 등으로 크게 구별되며, 의사 처방전의 필요 유무에 따라 전문의약품(ETC)과 일반의약품(OTC)으로 나뉘기도 한다. 제약산업은 정부에서 엄격히 통제 관리하고 있다. 그 **통제**는 의약품의 허가, 보험 약가 등재뿐만이 아니라 생산, 유통, 판매에 이르기까지 타 산업에 비해 그 과정이 **매우 엄격**하다.

신약개발에는 엄청난 자본과 시간이 필요하다

제약산업에서의 가장 중요한 경쟁력은 바로 기술력이다. 하지만 이런 특허와 기술력을 확보하기 위한 **신약개발은 매우 어려운 일**이다. 신약개발에는 큰 자본과 엄청난 시간이 필요하기 때문이다. 이러한 이유로 한 분야에서 독점이 일어날 개연성이 크다.

1.2 신약 개발 과정

신약은 평균적으로 10년 이상의 시간이 소요되고 비용은 1조원이 상이 들기도 한다

신약 개발 과정은 서비스업의 성격을 지니고 있다. 먼저 전임상 시험과정을 거치게 된다. 이후 진행되는 **임상시험**은 크게 **1상, 2상, 3상 시험**으로 나뉘게 된다. 이런 임상 시험 이후에 신약은 드디어 시장에 출시가 가능하게 된다. **하지만 출시 이후에서 6~10년 동안은 제 4상 임상시험기간**이라고 하여 장기 투여 시 부작용 검토, 안정성 재확립 등을 검사하게 되고 이 때에 **부작용이 나타날 시 신약은 바로 시장에서 퇴출**되게 된다. 이런 신약 개발 과정에는 **평균적으로 10년 이상의 시간**이 걸리며 비용은 최대 글로벌 제약업체의 경우 **1조 이상**이 들기도 한다.

그림1. 신약 개발 과정



출처: SMIC Research Team 2

2. 세계 시장

세계 제약업체중 국내 비중은 극히 미미하다

'09년 통계에 의하면 전세계 제약산업의 규모는 총 6680억 달러에 달하며 **'16년까지 연평균 3%의 성장률**로 총 8240억 달러의 시장으로 성장할 것으로 보인다. 현재 세계 제약산업에서 **북미지역 매출이 전체 40.3%, 유럽지역 매출이 전체 32.0%**에 이를 정도로 큰 비중을 갖고 있다. 하지만 앞으로 세계 제약산업은 인구가 많고 경제가 급속도로

성장하고 있는 중국, 인도를 비롯한 러시아, 멕시코 등의 비중이 커질 것으로 예측된다. 이런 세계시장은 북미, 유럽에 본사를 둔 글로벌 제약업체들이 주도하고 있으며 **국내 제약 업체**가 전체 세계 시장에서 차지하고 있는 점유율은 약 **1.3%**에 지나지 않는다.

표 1. 세계 의약품 치료 영역별 시장 규모 및 전망 (단위: 십억 달러)				표 2. 세계 제약 회사 매출액 대비 순위 (단위: 백만 달러)			
순위	치료 영역	2009	2016	순위	회사명	10년	09년
1	항암제	52.8	72.8	1	화이자	67,809	50,009
2	고혈압 치료제	42	27.5	2	노바티스	50,624	44,267
3	기관지 확장제	30.1	25.1	3	로슈	49,528	51,147
4	고지혈증 치료제	29.2	20.3	4	머크	45,987	27,428
5	류머티스관절염 치료제	28.8	42.8	5	GSK	45,739	45,700
6	당뇨 치료제	27.3	44.5	6	사노피	41,246	39,782
7	항바이러스제	24.8	32.3	7	아스트라제네카	33,269	32,804
8	백신	23.3	37	8	릴리	23,076	21,836
9	감각기관용제	12.1	16.5	9	BMS	19,484	18,808
10	혈액 응집 억제제	6.8	14.1				

출처: LIG 증권

출처: Bloomberg, 토러스 증권

3. 국내시장

특허와 기술경쟁력이 핵심 경쟁요소다

해외 시장뿐 아니라 국내 시장에서도 **특허와 기술력이 제약 산업의 핵심 경쟁력으로 인식된다**. 하지만 **국내 제약 업체들은** 해외 업체와 비교해 봤을 때 **매우 적은 R&D 투자 규모를 유지**하고 있으며 이에 따라 신약개발은 세계 제약업체들에 비해 매우 지지부진한 상황이다. '11년 현재까지 국내에서 개발된 신약의 수는 15개의 불과하다. 따라서 국내 제약업체들은 대부분 특허가 만료되는 제품에 대한 제네릭 의약품 개발 및 생산에 집중하고 있어 타 산업에 비해 업체간 경쟁이 치열한 편이며 대부분 내수시장에 집중을 하고 있다.

국내 제약시장은 기회 와 위기가 혼조되어 있다

2010년 국내 제약시장 규모는 약 13조원으로 전년대비 약 7% 성장하였다. 하지만 의약품은 필수재의 성격에 가깝기 때문에 정부는 의약품의 가격 변동에 매우 민감하며 최근 리베이트 쌍벌제, 담합행위 추징금 부과, 저가 구매 인센티브 제도 등을 도입하여 의약품의 가격을 적극적으로 낮추려는 시도를 하고 있다. 따라서 **국내 제약 업체들은** 국내 시장에서의 성장이 정체되어 있다고 판단하고 해외 진출을 적극적으로 모색하고 있다.

표 3. 국내 개발 신약 목록

연번	회사명	제품명	허가일자
1	SK케미칼	선플라주	1999
2	대웅제약	이지에프외용액	1997
3	동화약품공업	밀리칸주	2001
4	중외제약	큐록신정	2001
5	LG생명과학	팩티브정	2002
6	구주제약	아피톡신주	2003
7	CJ제일제당	슈도박신주	1995
8	종근당	캄토벨정	2003
9	유한양행	레바넥스정	2005
10	동아제약	자이데나정	2005
11	부광약품	레보비르캡슐	2006
12	대원제약	펠루비정	2007
13	SK케미칼	엠빅스정	2007
14	일양약품	놀텍정	2008
15	보령제약	카나브정	2010

출처: LIG 증권

표 4. 글로벌제약업체 개발 신약 수와 R&D 비용 추이
(단위: 개, 십억 달러)

	개발 신약 수	R&D 비용
1993	25	12.7
1994	22	13.4
1995	28	15.2
1996	53	16.9
1997	39	19
1998	30	21
1999	35	22.7
2000	27	26
2001	24	29.8
2002	17	32.1
2003	21	33.2
2004	31	37
2005	17	39.9
2006	18	43.4
2007	18	47.9
2008	24	50.3

출처: Bloomberg, 토러스 증권

II. 기업 분석

1. 녹십자, 너는 누구니

녹십자는 전문의약품
을 주로 생산한다.

녹십자는 완제의약품을 생산하는 업체로서 의사처방이 필요한 **전문의약품**을 주로 생산하는 업체이다. 국내 제약 업체 중 매출액 대비 2위의 제약 업체로 **녹십자가 주력하고 있는 의약품 분야는 백신제제와 혈액제제 분야**이다. 전체 매출액에서 백신제제와 혈액제제가 차지하는 비중은 각각 29.5%, 28.3%이며 녹십자는 각각의 부분에서 **국내 2위, 국내 1위의 점유율**을 차지하고 있다.

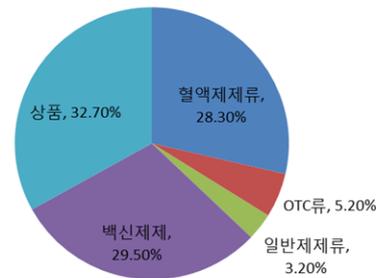
표 5. 국내 제약업체 매출액 추이

(단위: 억 원)

그림 2. 녹십자 매출 비중

(단위: %)

업체 명	2010년	2009년	2008년
녹 십 자	7,910	6,432	5,161
동아제약	8,468	8,010	7,023
유한양행	6,493	6,303	5,957



출처: 녹십자 사업보고서

출처: 녹십자 사업보고서

09년, 10년 신종플루
효과로 매출 급증하였
다.

녹십자가 '08년부터 급격한 매출액 상승을 달성한 큰 원인은 '09년에 유행한 **신종플루로 인한 급격한 백신 매출액 상승** 때문이었다. 녹십자는 '09년 하반기와 '10년 상반기에 총 1560억 원에 달하는 신종플루 관련 백신을 판매함으로써 **급격한 외형적 성장을 달성**했다. 이를 계기로 녹십자는 '09년 98%에 달하는 부채비율을 '10년 36.64%로 줄이고 당좌비율도 93.01%에서 197.88%로 끌어올렸다.

2.1 백신 분야

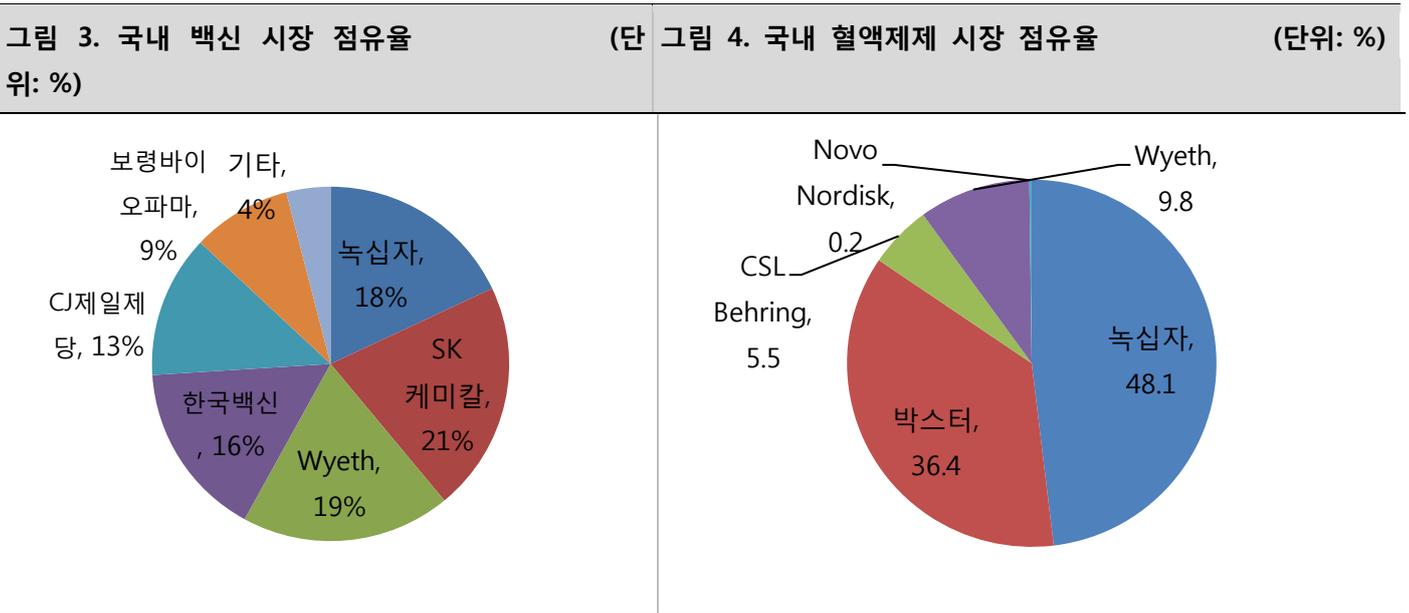
녹십자는 독감백신과
수두백신에서 국내 1
위이다

백신이란 의약품 중 예방약의 일종으로 외부에서 침입한 **항원에 저항할 수 있는 항체를 형성**시켜 후에 동일한 항원에 감염되었을 때 신속한 면역반응을 일으키게 하기 위한 의약품이다. 백신분야는 녹십자의 전체 매출 중 약 30%를 차지하는 분야이다. 국내 전체 시장 점유율에 있어서는 SK 케미칼에 이어 2위이지만 녹십자가 주력하는 독감백신 분야와 수두백신 분야는 **국내 1위**이다. 최근 유행한 신종플루로 인해 매출액이 급격히 상승했다.

2.2 혈액제제 분야

녹십자는 혈액제제에서도 국내 1위이다

혈액제제는 혈액내의 성분을 채취하여 알부민, 혈우병치료제, 면역강화제 등으로 사용된다. 이는 급성백혈병, 림프 및 비급성 백혈병, 각종암, 간질환 등에 필수적으로 쓰여야 하는 의약품으로 현재 전세계 혈장 유래 단백질의약품 시장은 약 150 억 달러로 추산되고 있다. **혈액제제 시장은 혈장확보 및 분획과 같은 기술이 진입장벽으로 작용하고 있다.** 현재 녹십자는 국내 혈액제제 시장에서 48.1%의 높은 점유율을 차지하고 있으며 글로벌 업체인 박스터, Wyeth, CSL 을 따돌리고 있다.



출처: 지식경제부, 현대증권

출처: 한국코헴회, 미래에셋증권

3. 수출, 오직 너만이 살길

정체된 시장의 돌파구는 수출이다

국내 제약산업은 고령화, 경제 수준향상과 그에 따른 건강에 대한 관심과 같은 긍정적 분위기와 정부의 강력한 물가 안정 정책과 같은 압박 사이에서 불안정한 상태를 유지하고 있다. 또한 녹십자가 주력하고 있는 백신 부분과 혈액제제부분에서의 국내 시장은 어느 정도 정체되어있다고 봐도 무리가 아니다. 백신 부분에 있어서는 비록 최근 정부의 강력한 백신 국내 생산 의지로 인해 녹십자의 R&D와 시설투자 비용을 공동으로 부담하고 있지만 정체되어 있는 인구 수와 그에 따라 일정할 수 밖에 없는 백신 수요 때문에 국내 시장은 어느 정도 정체될 수 밖에 없다. 또한 녹십자가 개발하고 있는 결핵 백신이 완성되어 시판된다고 하더라도 국내 매출액은 불과 200억 남짓할 것으로 예측된다. **혈액제제 부분에서도 이러한 상황은 마찬가지이다.** 혈액제제가 다양한 질병에 필수적으로 쓰이는 의약품이기는 하지만 국내의 백혈병, 혈우병의 환자는 그리 많지 않은 수준이다. 국내 혈우병 환자 수는 약 2000명에 불과하다. 또한 백혈병의 경우에도 국내 약 1만 명에서 1만 5천명의 환자가 있는 것으로 추산되고 있다.

해외 지상진출의 가능성이 보이고 있다 따라서 녹십자는 정체되어 있는 국내 시장을 벗어나 해외시장으로의 진출을 적극적으로 모색하고 있다. 그리고 최근 그 결실이 보이고 있다. 바로 녹십자가 자체 개발한 신약 백신 GC Flu와 혈액제제 그린진F를 통해서이다.

4. 백신 수출의 길을 뚫다.

국내업체들은 제네릭에 치중 했었다 앞서 기술한 것처럼 국내 제약 업체들은 적은 R&D와 시설 투자로 인해 오리지널 신약 생산보다는 제네릭 생산판매에 초점을 맞추고 있었다. 비록 국내 제약 업체들의 R&D 비용은 글로벌 플레이어들의 그것에 비할 바가 아니지만 최근 많은 업체들이 개발중인 신약들이 임상시험에 들어가는 등 좋은 소식이 들리고 있다. 녹십자가 바로 그 대표적인 업체이다.

녹십자는 세계에서 4번째로 WHO PQ를 획득하였다. 녹십자는 4월 18일 자사가 개발한 계절독감백신 GC Flu가 세계에서 4번째, 국내에서는 처음으로 WHO PQ(Pre Qualification)을 획득했다고 공시했다. 이로 인해서 녹십자는 WHO의 산하기관이 주관하는 국제 백신 입찰에 참여할 자격이 생겼다. 이는 정체되어 있는 국내 백신시장을 넘어서 해외시장에 백신을 수출할 길이 생긴 것으로 국내 제약 업계로서는 보기 드문 쾌거였다. 이를 통해 녹십자는 WHO에 백신을 공급하는 것 이외에도 PQ업체라는 입지를 활용한 추가 수출이 기대되는 상황이다. 또한 녹십자는 안정적인 백신 공급을 위하여 원료가 되는 유정란을 현재 1천만 도즈 확보하고 있으며 최근 100억원을 투자하여 양계장을 확대, 7백만 도즈가 추가될 예정이다.

5. 혈액제제 그린진F의 가능성

그린진F는 3세대 혈우병 치료제로 최근 개발 되었다 그린진F는 녹십자가 개발한 제3세대 혈우병 치료제이다. 혈우병을 치료하기 위해서는 매달 1회 이상의 치료약을 맞아야만 한다. 녹십자는 자사의 기존 치료약이었던 그린모노를 대체할 수 있는 새로운 치료약 그린진F의 임상시험을 끝내고 시판에 들어갔다. 그린진F는 세계에서 박스터와 와이어스 다음으로 개발에 성공한 유전자 재조합 혈우병 치료제이다. 세계 혈우병 치료제 시장의 경우 전체 규모 50억달러 규모이며 유전자 재조합 제품은 40억 달러를 차지하고 있다. 그린진F는 국내에서의 시판에 이어 북미, 중국에서 임상시험이 진행 중이다. 녹십자는 최근 인도와 3년간 총 3천만 달러의 규모의 그린진 F 공급계약을 체결하였고 임상시험이 완료될 것으로 기대되는 '12년에는 중국, '13~14년에는 북미지역으로 수출할 예정이다.

혈액제제 제조시 혈장 공급 능력이 중요하다. 혈액제제는 그 특성상 혈장공급 능력이 가장 중요한 요소이다. 혈장의 가격이 제조원가에 거의 100%이기 때문이다. 최근 녹십자는 미국 자회사 GCAM을 통해 현지 혈액원 2곳을 인수해 미국 식품의약국(FDA)에서 보장하는 양질의 혈장을 연간 최대 10만 리터까지 공급받게 되었다. 이를 통해서 혈장 수입 원가 하락으로 이어질 것으로 기대된다. 이를 통해서 녹십자는 동사가 영위하고 있는 중요한 사업부문인 백신분야와 혈액제제 분야에서 모두 수출을 가시화, 중장기적인 성장동력을 견인할 것으로 예상된다.

2011년 04월 30일

녹십자(006280)(Research Team 2의 시각)

SELL

해외? 아직은 곤란하다. 조금만 기다려달라.

- WHO의 PQ를 획득해서 수출이 증가할 것으로 예상되지만 계절적 요인, 생산설비 부족, 경쟁사 백신의 안정성 등으로 인해 매출이 크게 발생하기는 어려울 것으로 보인다. 정상적으로 매출이 발생하더라도 전체 매출액에서 차지하는 비중은 크지 않을 것이다. 또한 PQ 획득의 영향이 단기적으로 끝날 가능성도 배제할 수 없다.

- 그린진-F, IVIG-SN 등의 신약이 국내에서는 출시되었고, 미국, 중국 등에서 임상 순항중이다. 하지만 현재 그린진-F의 국내 출시 효과는 이번 분기에 반영된 상태이고, 임상시험 3상이 올해 시작되기 때문에 최소 1년 반에서 2년 정도가 걸리는 것을 감안하면 올해 신약 관련 매출은 발생하기가 어려울 전망이다. 빨라야 2012년 하반기가 되어야 신약의 효과를 기대할 수 있을 것이다.

- 09년 미국법인에서 인수한 혈액원 2곳에서 혈장을 안정적으로 조달할 수 있을 것이고, 24% 정도의 원가 절감 효과를 누릴 수 있을 것이라고 하였으나, 전체 원가율에 미치는 영향은 1%도 채 되지 않는다. 중국 내 6개의 혈액원에서는 규제로 인해 물량을 조달 받을 수 없으므로 원가율 개선을 크게 기대할 수 없을 것이다.

- 녹십자는 아직 비싸다. 아무리 좋은 주식이라도 비싸면 투자 매력이 없다. 녹십자의 PER는 낮아 보인다. 하지만 녹십자의 실질적인 PER은 베일에 가려져 있다. 이베일을 벗겨보자.



적정주가:	1234,111원
현재주가:	139,000원 (04/29 기준)
상승여력:	-8%

시가총액	13,690억원
ROE	23.33%
ROA	14.45%
영업이익률	18.41%
배당수익률	1.24%
P/E Ratio	12.28
P/B Ratio	2.52

주요주주:	녹십자홀딩스(외17인): 52.84%
	Matthews International Capital Management,LLC(외 1인):6.79%

SMIC 리서치 2팀
팀장 권우석
팀원 김민아
안동준
이민아

Ⅲ. 포인트 1 – 하지만! 실적이 당장 폭증할까?

1.1 예상보다 이른 WHO PQ 획득

PQ 획득과 동시에 주가는 상승하였지만, 그 관련 실적의 시점이 관건이 될 것이다.

북반구의 경우는 수요 증가가 예상되지 않지만 남반구는 수요가 늘 전망이다. 하지만 그 실적이 나타날려면 시간이 걸릴 것이다.

녹십자에서는 올해 WHO PQ 관련 매출을 최대 100억원으로 예상하고 있지만, 생산설비 부족으로 매출규모가 비약적으로 증가하기는 어려울 것이다.

녹십자는 PQ 획득과 더불어 시장의 관심이 집중되었다. 하지만 SMIC Research Team 2는 **관련 실적이 언제 발생하는지에 초점을 맞출 필요가 있을 것으로** 판단하였다. 우선, 독감 백신은 계절성이 존재하기 때문에 **이번에 예정된 입찰은 북반구를 대상으로** 한 것이다. 북반구의 인구가 훨씬 많긴 하지만 대부분의 선진국들도 북반구에 위치해 있기 때문에 자체생산 및 조달하는 비중이 크다. 따라서 북미, 유럽 등 북반구의 규모가 큰 시장은 **시장이 성숙하여 수요가 크게 늘지 않을 것으로** 전망된다.

그에 반해 **남반구 시장은 개발도상국들이 많고 수요가 늘 전망이며, 또한 WHO에서 주관하는 부분이 크기 때문에 녹십자에게 있어서는 남반구 시장 수출이 더 중요하게 작용할 전망이다.** 하지만 남반구는 계절이 반대이므로 **빨라야 올해 말에나 입찰이 진행될 예정이므로 실적이 나타나려면 시간이 좀 더 걸릴 전망이다.**

전세계 독감 백신 시장 규모는 50억 달러, 즉 5조 원 정도로 추산되지만 WHO가 주관하는 시장 규모는 그 1/10인 5억 달러, 즉 5천억 원 정도의 시장이다. **녹십자에서는 올해 예상되는 관련 매출액을 최대 100억 원, 내년에는 최대 300~500억 정도로 보고 있는데, 그 이유는 남반구의 계절성뿐만이 아니다.** 현재 백신 제조 과정은 유정란에 균주를 배양하여 바이러스를 약화시킨 후 사람에게 접종하는 방식인데, 현재 이미 내수용 독감 백신의 생산에 들어갔기 때문에 수출에 해당하는 물량까지 생산해내기가 어려운 실정이다. **유정란 생산 설비가 아직 완공이 되지 않았기 때문에 올해의 매출을 아무리 많이 잡아야 100억 원 정도라고 한다.** 공장이 완공되어 추가적인 생산능력을 보유한 2012년이 되어야 제대로 매출이 발생할 것으로 예상되나, 그 매출 규모도 비약적으로 증가하기는 어려울 전망이다. 또한 최근 MOU를 체결한 멕시코항 백신 3,000만 도즈의 경우에도 같은 이유도 최소한 2012년 말에나 수출을 시작할 수 있을 것으로 보인다.

표6. 시장 점유율 별 녹십자 WHO항 수출액 예상 (단위: %, 백만 원)

시장 점유율	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
2011 점유금액	0	10800	21600	32400	43200	54000	64800	75600	86400	97200	108000
2012 점유금액	0	11664	23328	34992	46656	58320	69984	81648	93312	104976	116640
차지하는비중(11)	0	1.59%	3.18%	4.77%	6.36%	7.95%	9.55%	11.14%	12.73%	14.32%	15.91%
차지하는비중(12)	0	1.47%	2.94%	4.41%	5.87%	7.34%	8.81%	10.28%	11.75%	13.22%	14.69%

출처: IR, SMIC Research Team 2

또한 그것이 **확실히 수주하기로 계약을 한 것이 아니라 양해각서 형태이기 때문에 언제든지 수정될 수가 있고, 현재로서는 생산 설비의 문제로도 당장 납품이 불가능한 상황인 만큼, 이미 확정된 매출로 생각하기에는 이른 감이 있다.**

1.2 생각보다 크지 않은 수출 규모

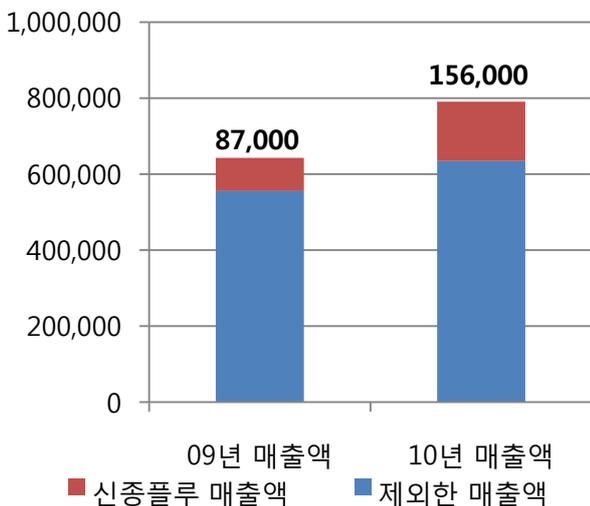
중장기적 가능성이 있지만 단기적으로는 백신의 가격의 비탄력성으로 인해 저렴한 가격만으로는 점유율을 크게 증가할 순 없을 것이다.

현재 PQ를 획득함으로써 수출 증가에 대한 중장기적 가능성은 충분한 상태이지만 단기적으로는 고려할 요인이 남아 있다. 우선 당장 생산에 차질을 빚게 된 이유인 유정란 생산 설비의 문제가 있고, 그뿐 아니라 백신이라는 제품의 특성에도 원인을 찾을 수 있을 것이다. 현재 녹십자가 시장 점유율을 높일 수 있는 이유로 지목되는 것이 가격 경쟁력이다. 1도즈(dose, 1회 접종분)당 9~10달러에 달하는 글로벌 3사 제품에 비해 5달러 정도의 저렴한 가격으로 시장 점유율을 확대한다는 것인데, **단지 가격만으로 점유율을 크게 확대하기는 쉽지 않을 수도 있다.** 백신은 장기적으로 검증된 안정성이 중요한 제품인데, 이번에 녹십자가 인증을 받았지만 **기존에 오랫동안 과점 상태로 공급해 온 글로벌 3사의 시장 지배력을 흔들 수 있을지는 미지수다.** 현재 아무 결과가 나오지 않은 지금 예측하기는 힘들다 하겠다.

따라서 리서치 2팀은 매출을 추정해보았다.

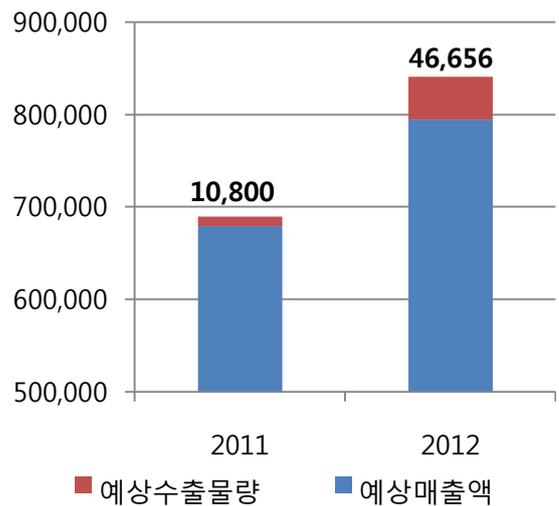
그렇다면 유정란 생산시설에 기반하여 녹십자에서 자체적으로 예측한 데이터인 **2011년 100억 원, 2012년에는 300~500억원에서 시장 점유율 8% 가량에 해당하는 460억 원 정도라고 예상하고, 총 매출에서 해당하는 비중을 확인해 보았다.** 2010년 녹십자의 매출액은 7,900억 원정도, 2010년 1분기에 발생한 신종플루 관련된 일회성 매출 1,560억 원을 제외하더라도 6,300억 원 수준이다. 2011년 매출액 추정은 매출처 중 혈액제제, 백신, 기타로 나누어 혈액제제는 10년 1분기 대비 증가량인 29%를 적용하였고, 백신 부분과 기타는 일회성 요인을 제거한 뒤 실제 성장률인 10%로 적용하여 산출하였다. 2012년도 같은 성장률과 새로 발생할 WHO향 수출분을 더하여 추정하였다.

그림 5. 일회성 매출 규모와 비중 (단위: 백만 원)



출처: IR, SMIC Research Team 2

그림 6. WHO 향 매출 규모 예상 (단위: 백만 원)



출처: IR, SMIC Research Team 2

해당하는 시장 규모는 2010년 5천억 원 규모에서 전체 백신 시장 연평균 성장률인 8%를 그대로 적용하였고, 그 후에 예상되는 수출 금액이 녹십자의 매출에 어느 정도의 비중을 차지할 지 확인해보았다.

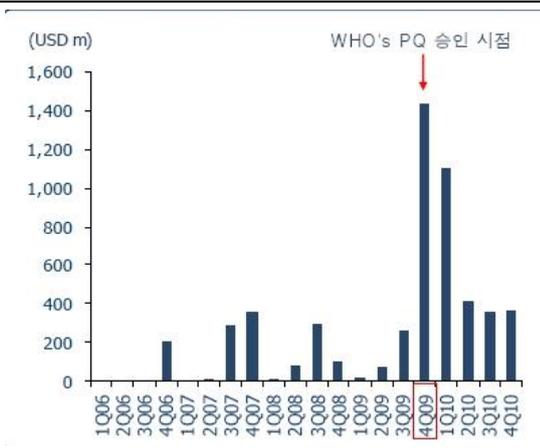
매출 추정 결과, 시장 점유율은 장기적으로 보면 크게 증가할 것 이지만 단기적으로 WHO관련 매출은 미 미하게 증가할 것이다.

또한 WHO PQ관련 매출이 꾸준한 성장을 보일지는 미지수이다.

그 결과 2011년에는 시장점유율 2% 가량에 매출의 1.6%, 2012년에는 시장점유율 8% 가량에 매출액 대비 5.9% 가량을 차지할 것으로 추정하였다. 이것을 봤을 때, 이번 WHO PQ 획득은 확실히 중장기적 성장 동력이 될 수 있을 것으로 보이지만, 단기적으로 올해에는 매출에서 차지하는 부분이 미미할 것으로 예상된다. 따라서 매출이 본격화 되는 2012년 이후를 바라보고 판단하는 것이 좋을 것으로 판단된다.

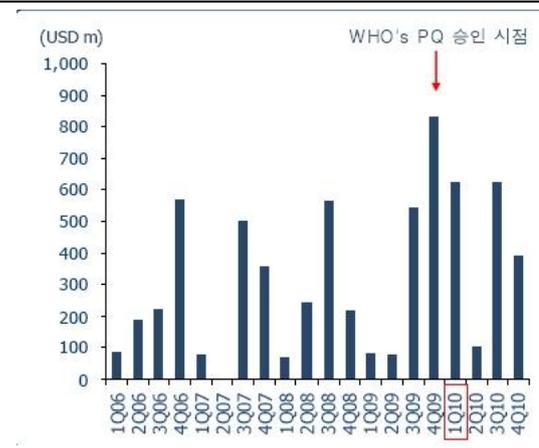
또한 위에서 언급한 것 말고도 확인해야 할 점이, WHO PQ를 획득하면 매출이 실제로 꾸준히 성장하는지의 여부이다. 현재 시장에서는 그러한 전제를 가지고 매출이 꾸준히 상승할 것으로 예상하고 있으나, 실제로 그렇게 될 것인지에 대해서 이미 PQ를 획득한 상태인 글로벌 업체들의 매출 추이를 확인해 보면 단기적으로 PQ 획득 시점 전후로 상당한 매출 성장이 있었으나, 시간이 지나면서 거의 이전 상태로 되돌아가는 것을 볼 수 있다. 이러한 사례로 볼 때, PQ 획득으로 인해 수출이 증가하는 것은 충분히 예상 가능하지만 그 수출이 꾸준히 증가할 것이라는 선부른 예측은 재고해볼 필요가 있는 것으로 판단된다.

그림 7. GSK 독감백신 매출 추이 (단위: 백만 달러)



출처: 미래에셋 투자증권

그림 8. 사노피 독감백신 매출 추이 (단위: 백만 달러)



출처: 미래에셋 투자증권

2. 신약 효과 가시화 타이밍?

최근 주목받는 수출 실적에 대한 기대감은 이른 감이 있다.

녹십자가 최근 주목 받는 또 하나의 성장 동력은 신약으로 인한 효과이다. 최근 미국의 ASD Health Care에서 위의 그린진F에 대해 4억 8천만 달러에 달하는 양을 공급받는 양해각서(MOU)를 체결함에 따라 주목을 받고 있다. 하지만 실제로 공급이 시작되는 시점은 2015년부터이고, 현재 임상실험이 시작된 것이 아니기 때문에 시판에도 상당한 시일이 소요될 것으로 보인다. 일반적으로 임상 3상은 1년에서 4년 정도가 걸리는데, 위의 두 약물의 경우 임상실험 기간이 1년 반에서 2년 정도로 예상된다. 또한 올해 중에 임상 3상이 시작될 것으로 보이므로 1년 반 후라고 하면 최소 2013년이 되어야 신약이 시판될 수 있는 것이다. 또한 그린진F는 국내에서 이미 출시되어 이번 1분기 혈액제제 매출액의 성장을 이끌어내었기 때문에 신약 출시 효과는 이미 국내에서는 반영된 것으로 보이고, 앞으로 기대할 수 있는 수출 부문에 있어서는 빨라야 2013년에 가서야 가시화될 것으로 보인다.

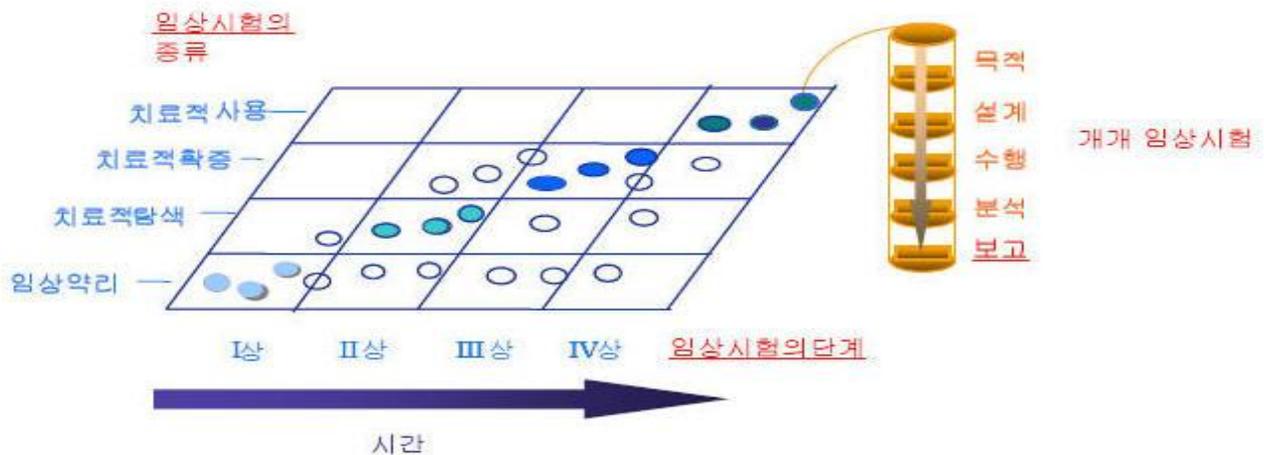
그리고 국내에서 출시되는 신약은 단순히 기존의 치료제를 대체하는 수준이기 때문에 곧바로 수익의 증가를 의미하진 않는다.

그리고 국내에서 출시된 3세대 혈우병 치료제인 그린진-F의 경우에도 기존의 치료제인 그린진을 대체하는 것이기 때문에 수요가 대체되는 면이 있을 것이므로 매출액 증가량이 곧 수익의 증가를 의미하지는 않을 확률이 높다. 1, 2, 3세대의 구분은 혈액 내 단백질인 알부민이 포함되어 제조되었는지, 일부 공정에만 포함되었는지, 아니면 전혀 사용되지 않았는지로 나뉘는데, 현재 그린진-F가 출시된 상황에서 기존의 치료제를 대체할 확률이 높기 때문에, 그리고 전세계 혈우병 시장에서 1위, 2위를 차지하고 있는 박스터의 '애드베이트'와 바이엘의 '코지네이트FS'가 이미 국내에 런칭되어 있는 상태이기 때문에 경쟁이 치열할 것으로 보인다.

다른 신약들 또한 임상단계에 있어 당장의 매출을 기대하긴 어렵다..

그리고 두 약품 외에도 주목 받고 있는 신생혈관억제항암제 그린스타틴과 파킨슨병 치료제 GCC1290K 는 이제 임상 1상이 추진 중이다. 최소한으로 잡아도 임상시험이 추가적으로 2~3년은 걸린다는 것이므로 역시 당장 매출을 기대하기는 어려운 실정이다. 따라서 2011년 내 신약 관련 매출은 국내에 출시된 그린진-F에 대한 것을 제외하면 전혀 발생하지 않을 것으로 보인다.

그림9. 임상시험 프로세스



출처: 사업보고서

그림10. 현재 녹십자에서 개발 중인 백신

그림 25) 백신, 유전자재조합제제 등 다양한 파이프라인 보유									
제품	구분	적응증	연구	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	승인	예상 출시시점
백신	조류독감백신	백신	AI 예방						2012년
	성인용 Td	백신	파상풍, 디프테리아 예방						2012년
	결핵백신	백신	결핵백신						2013년
	탄저백신	백신	탄저 바이러스 예방						2013년
	대상포진백신	백신	Zoster						2013년
	간염백신	백신	HCV DNA						2014년
	자궁암백신	백신	HPV						2014년
	수두백신II	백신	수두 예방						2015년
항암제	JX-594	유전자치료제	간암 치료제						2014년
	Greenstatin	항체바이오신약	신생혈관억제제(항암제)						2014년
	Herceptin	바이오벤테	유방암치료제(허셉틴)						2014년
	PEG-GCSF	바이오벤테	호중구감소증 치료제(항암보조제)						2015년
	NK Therapy	세포치료제	자연살해세포 활용한 암치료제						2016년
유전자재조합	IDS	희귀의약품	헌터증후군 치료제						2012년
	헤파빅-진	바이오신약	B형간염 항체치료제						2013년
	PTH	바이오신약	골다공증 치료제						2014년
	GC1290K	합성신약	파킨슨병 치료제						2014년
	Rituxan	바이오벤테	비호지킨림프종치료제						2015년

자료: 녹십자, 현대증권

출처: 현대증권

3. 혈액원 인수로 인한 원가율 절감?

녹십자의 제품 생산에
서는 원재료 가격과
원가율이 중요하다.

녹십자의 혈액제제 제품을 만드는 데 쓰는 원재료는 거의 혈장이라고 봐도 무방하다. 다른 원재료는 대부분 상품 부문이고, 제품 부문에서는 혈장이 100%에 육박하는데, 그만큼 원재료 가격과 원가율이 중요하다. 현재 국내 혈액 부족으로 40% 가량을 외국에서 수입하고 있는 상황인데, 환율이나 판매업체 단가 조정 등에 민감할 수밖에 없다. 이러한 불안정성을 해소하기 위해 09년에 미국 캘리포니아에 있는 2개의 혈액원을 인수했다. 연간 혈장 필요량이 약 85만 리터 정도이고, 미국 내 혈액원에서 최대 생산 가능한 연간 생산량은 약 10만 리터 정도이다. 현재 녹십자에서 조달하고 있는 혈장의 원가는 국내 조달 시 약 10만 원 가량, 수입 시에는 약 170달러 정도이다. 그러나 혈액원 인수 후에 그쪽에서 조달되는 혈장의 원가를 170달러에서 130달러로 낮출 수 있다고 한다. 그 경우 약 24%의 원가 절감 효과를 누릴 수가 있다.

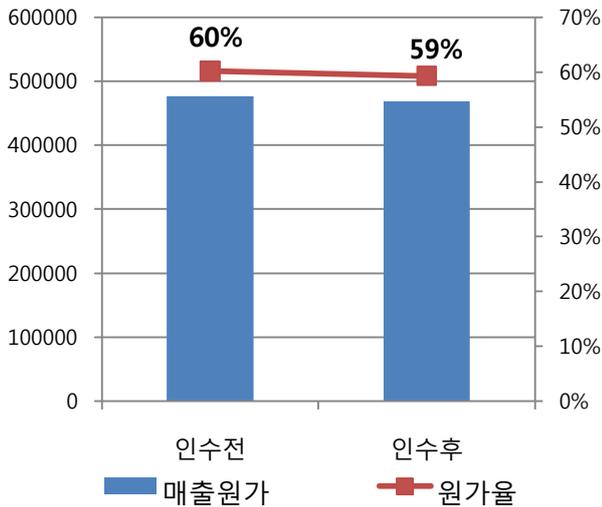
녹십자의 경우 원가절감효과가 어느정도 있지만 그 정도는 미미하다고 볼 수 있다.

원가율에 대해 유리하다고 하는 녹십자의 상황은 크게 녹십자의 수익성에 영향을 줄 수 없는 요소라고 보인다.

하지만 그 원가 절감 효과가 전체 매출원가에서 원가율을 개선하는 정도가 생각보다 크지 않다. 2010년 전체 매출원가인 4,760억 원에서 혈장이 차지하는 제품 부분 매출원가인 2,580억 원의 40% 정도를 수입으로 대체한다고 하고, 그 부분 중에 약 10만 리터 정도를 미국에서 조달한다고 하면, 전체 원가 중에서 미국 혈장이 차지하는 비율은 약 11.7%, 따라서 약 71억 원 정도를 절감할 수 있는 셈이다. 적지 않은 금액이지만 전체 매출원가에 비교하면 그렇게 큰 비중을 차지하지는 못한다. 전체 매출원가율을 비교해보면 60.22%에서 59.31%로 0.9%정도에 불과하다. 제품원가만 놓고 보더라도 원가율 차이가 1.39%정도로 크지 않다.

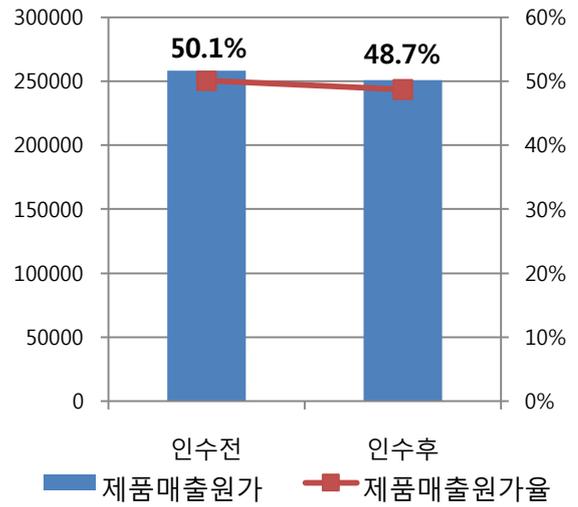
녹십자가 현재 중국 내에도 6개의 혈액원을 가지고 있으나 중국에서 생산된 혈액은 국내로 반입이 불가하기 때문에 중국 법인에서 자체적으로 조달하는 용도로 사용되고 있고, 현재 미국 내 혈액원을 추가적으로 인수할 것이라고는 하지만 현재 가시화된 계획이 없는 점을 감안하면, 현재 이 원가율 관련 이슈는 녹십자의 수익성에 크게 영향을 줄 수 있는 요소가 아닐 것으로 보인다.

그림 11. 혈액원 인수 후 원가율 변화 (단위: 백만 원)



출처: IR, SMIC Research Team 2

그림 12. 인수 후 제품원가율 변화 (단위: 백만 원)



출처: IR, SMIC Research Team 2

Ⅲ. 포인트 2 - 현재 주가는 제대로 평가되고 있나?!

1. 현재 PER=12.38

시장에서 녹십자가 주목받고 있다..

시장에서는 성장성에도 불구하고, 현재 주가 수준이 부담스럽지 않다는 점에서 시장에서는 녹십자를 제약업종의 Top-pick으로 꼽는 경향이 있다. 하지만 앞의 포인트에서 언급하였듯이 성장성이 기대되기는 하지만, 가시화 되기까지는 최소 2년 이상의 시간이 소요될 것으로 예상된다. 또한 제약 업계의 특성상 불확실성이 굉장히 높다. 그럼 현재 녹십자의 주식이 저평가된 상태가 아니라면, 이 기업의 투자 매력은 상당부분 없어지게 된다. 이제부터 과연 현재 투자하기에 매력적인 주가 수준인지 살펴보겠다.

그림 13. 녹십자 3년 주가 추이



출처: NAVER Finance

그림 14. 녹십자 PER Band



출처: Quantwise, 한국투자증권

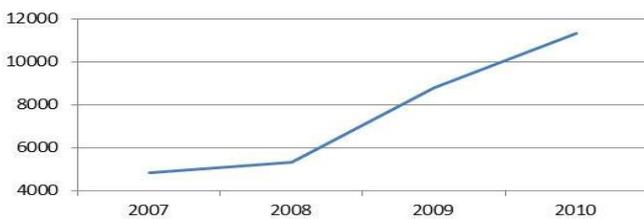
2. 신종플루와 녹십자

녹십자의 PER는 재평가 받아야 한다고 생각한다.

녹십자의 3년 주가 추이를 보면 2009년 조류독감으로 인한 이슈가 터지고 나서 주가가 큰 폭으로 오른 다음 주가는 10만원에서 15만원 사이를 움직이고 있다. 그리고 녹십자의 PER 변화 추이를 보면 2004년부터 3년간 최고 20, 최저 8수준을 유지하고 있다. 따라서 현재 녹십자는 PER를 12.38 받고 있다. 하지만 이 PER는 재평가 받아야 한다고 생각한다. 이제 2008년부터 3년간의 실적 추이를 살펴보자.

그림 15. 녹십자 EPS 추이

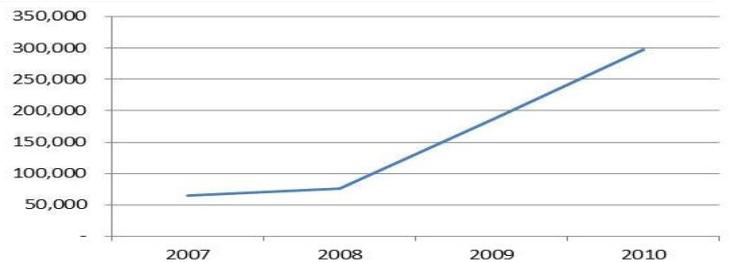
(단위: 원)



출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

그림 16. 백신부분 매출 추이

(단위: 백 만원)



출처: 사업보고서, SMIC Research Team 2

2009년에는 신종플루라는 특수한 상황으로 매출이 급성장하였고, 이는 일회적 요인에 불과하다.

위의 그림을 살펴보면 2009년과 2010년의 EPS가 급성장하는 것을 볼 수 있다. 하지만 이는 일시적인 효과일 뿐이었다. 2009년 말에 발생하였던 신종플루로 인해서 이렇게 급격한 EPS성장을 이루어 낼 수 있었던 것이다. 이 시기에 국내에서 신종플루 백신을 제작 할 수 있는 업체는 녹십자 밖에 없었다. 이 배경으로 신종플루 관련 매출이 2009년은 870억, 2010년에는 1560억이 발생하였다. 하지만 이제 신종플루 관련 매출은 더 이상 발생하지 않고 있다. 이러한 상황으로 인해 2011년 1분기 실적은 2010년에 비해서 순이익이 80%나 급감하였다.

3. 녹십자의 2010년 실적과 PER을 다시 산출해 보자

이제 녹십자의 2010년 신종플루 관련 매출을 제외한 실적을 다시 산출해 보자. 2010년 매출액은 매출액을 제외하였고, 2010년 1분기와 2011년 1분기 실적을 기준으로 변동비와 고정비를 분리해 보았다.

표 7. 녹십자 2010년 실적 비교 (단위: 원)			그림 17. 2010년 실제 PER과 수정 PER	
	실제실적	추정실적		
매출	791,026,316,627	635,015,437,410		
변동 영업비	359,297,955,570	288,435,092,008		
고정 영업비	286,099,667,839	274,608,970,000		
영업이익	145,628,693,218	71,971,375,402		
영업외 수익	10,997,635,424	10,997,635,424		
영업외 비용	21,928,827,286	21,928,827,286		
당기순이익	134,697,501,356	61,040,183,540		

출처: SMIC Research Team 2

출처: SMIC Research Team 2

2010년 실적에서 신종플루 관련 사항을 분리해 본 결과, 수정 PER은 부담스러운 수준이다.

2010년 실적에서 신종플루 관련 사항을 분리해 보았다. 그 결과 당기 순이익은 절반이 넘게 줄어들게 된다. 또한 그로 인해 2010년 수정 PER은 27에 육박하고 있다. PER Band를 살펴 볼 때 역사적 고점을 훌쩍 넘긴다. 성장세가 불확실하고, 가시적 성과를 보이기 위해서는 어느 정도 시간이 필요하다는 점을 볼 때 수정 PER 27은 부담스러운 수준임에 틀림 없다.

4. 녹십자의 2011년 실적과 PER을 다시 산출해 보자

2011년 예상 실적으로 PER을 산출해 보자

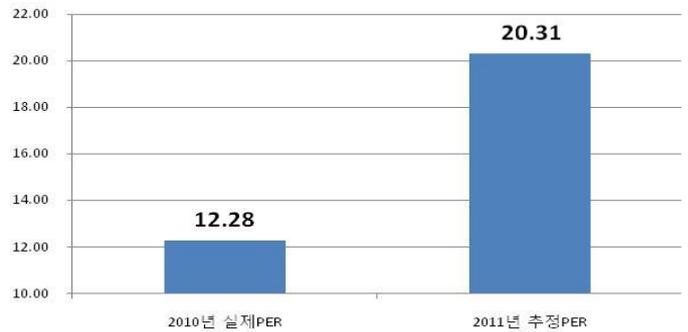
그러면 2011년의 예측되는 실적에서 현재 주가 수준을 평가해 보자. 최근 발표된 2011년 실적을 살펴보면 신종플루 매출을 제외했을 때, 혈액제제에서 30%정도의 성장을 거두었고, 다른 부분에서 10% 정도의 성장을 거두었고, 이러한 추세는 올해엔 지속될 것으로 보인다는 것이 녹십자와 시장의 의견이다. 이 의견을 받아들여 녹십자의 2011년 실적을 추정해 보았다.

표 8. 녹십자 2010년 실적 비교

(단위: 원)

	2010년 실제실적	2011년 추정실적
매출	791,026,316,627	743,314,910,807
변동영업비	359,297,955,570	337,626,602,534
고정영업비	286,099,667,839	313,279,136,284
영업이익	145,628,693,218	92,409,171,990
영업외수익	10,997,635,424	10,997,635,424
영업외비용	21,928,827,286	21,928,827,286
당기순이익	134,697,501,356	81,477,980,128

그림 18. 2010년 실제 PER과 2011년 추정 PER



출처: SMIC Research Team 2

출처: SMIC Research Team 2

녹십자의 추정 실적을 바탕으로 PER를 산출하면 20.16이 나오고, 이는 굉장히 부담스러운 수준의 PER이다.

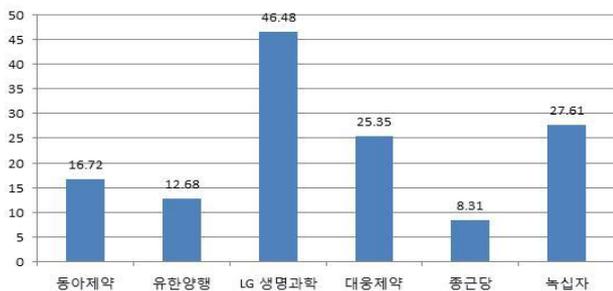
녹십자의 추정 실적은 위의 표와 같다. 매출액 대비 변동영업비 비율은 2010년의 수치를 그대로 사용하였다. 2011년의 고정영업비용은 2009년과 2008년의 감가상각비용 증가비율을 사용하여 적용하였다. 물론, 감가상각비의 비율을 고정영업비용에 그대로 적용하는 것은 정확하지는 않지만, 그러한 분석이 가능한 최선의 대안이라고 판단하였다. 결과적으로 2011년 실적을 기준으로 한 녹십자의 PER은 20.16에 달한다. 이는 굉장히 부담스러운 수준의 PER이다. 앞에서 언급한 대로 성장성에 불확실성이 존재하고 어느 정도의 시간이 필요로 한다는 점에서 이러한 PER도 부담스럽게 다가온다.

5. 다른 업체들의 PER은 어떠한가?

다른 제약사들의 PER를 비교해보자.

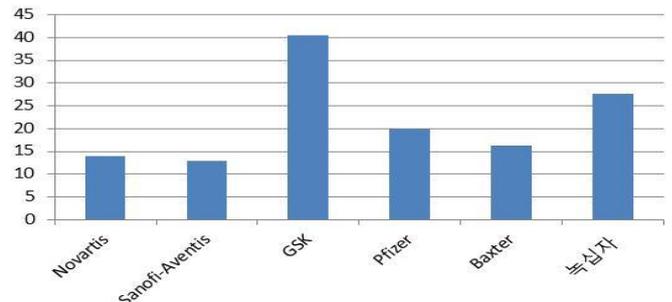
지금까지는 녹십자의 추정 PER과 역사적 PER 수준과 비교해 보았다. 그러면 '다른 제약사들은 어떠한 PER을 받고 있기에 녹십자의 PER이 높다라고 주장하는지?' 라는 의문이 들 수 있다. 이제 국내 업체들과 해외 업체들의 PER을 제시하고자 한다. 먼저 국내 업체들의 PER을 제시해 보고자 한다.

그림 19. 국내 제약 업체 PER



출처:Naver Finance, SMIC Research Team 2

그림 20. 해외 경쟁사 PER



출처: Google Finance, SMIC Research Team 2

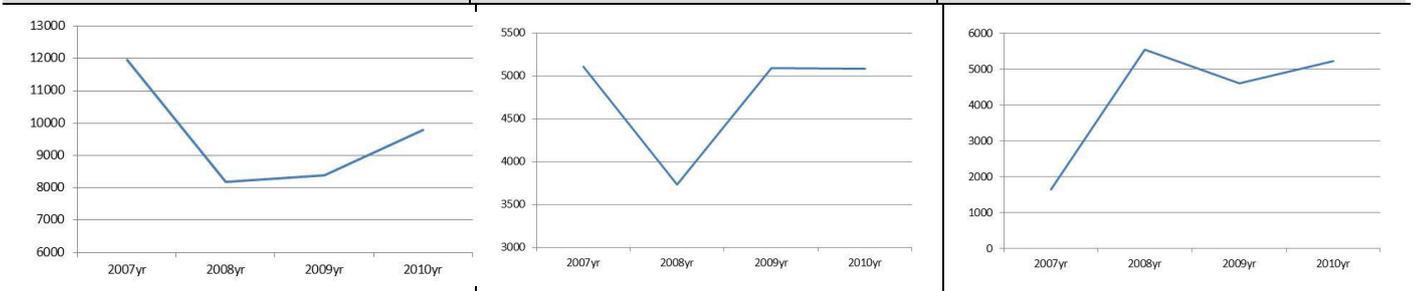
국내 제약사들과 비교해보면, 녹십자의 추정 PER은 상당히 높은 수준이다.

녹십자의 PER은 신종 플루 효과를 제거한 것이다. 또한 모든 회사들의 PER은 2010년 실적을 기준으로 하였다. LG 생명과학은 2010년 당기 순이익이 2009년 대비 60%에 불과하였기 때문에 이렇게 높은 PER이 도출되었고, 종근당은 2009년 대비 2010년에 2배에 가까운 당기 순이익이 도출되었기 때문에 상대적으로 많이 낮은 PER이 도출되었다. 양극단의 두 회사를 제외할 경우에, 국내 제약 업체들의 평균 PER은 18.25다. **녹십자의 PER 27.61는 평균 PER와 비교했을 때 상당히 높다고 할 수 있다.**

해외 업체들과 비교해 볼 때에도 마찬가지로 결과가 나온다.

이제 해외 업체들과 비교해 보자. 해외의 수많은 경쟁사 중에서 녹십자와 어느 정도 사업 분야가 겹치는 업체들 위주로 PER을 비교해 보았다. 이번에도 PER 최대값과 최소값인 GSK와 Sanofi-Aventis를 제거하면, 해외 업체들의 평균 PER은 16.64에 불과하다. **녹십자의 수정 PER는 이마저도 크게 상회하고 있다.**

그림 21. Novartis순이익 추이 (단위: Million Dollar)	그림 22. Sanofi-Aventis 순이익추이 (단위: Million Euro)	그림 23.GSK 순이익 추이 (단위: Milion GBP)
--	--	---

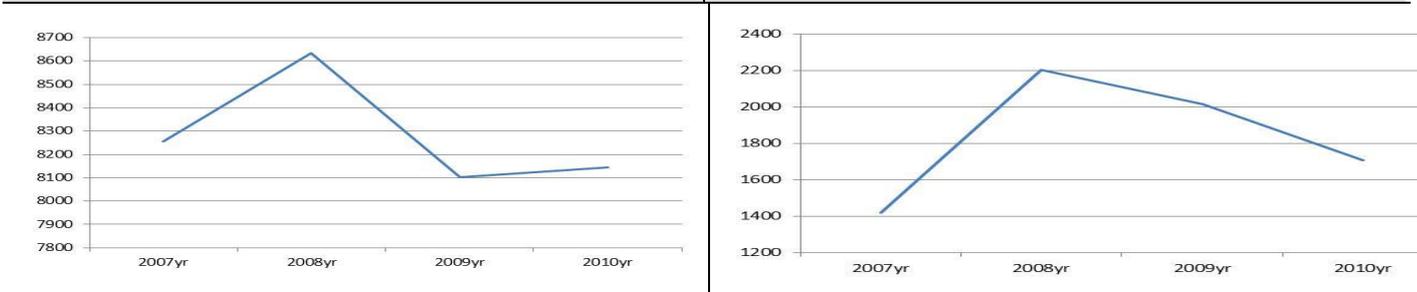


출처: Google Finance

출처: Google Finance

출처: Google Finance

그림24. Pfizer 순이익 추이 (단위: Million Dollar)	그림 25. Baxter 순이익 추이 (단위: Million Dollar)
---	--



출처: Google Finance

출처: Google Finance

해외 5개업체들은 신종플루의 수혜를 녹십자만큼 입지 못하였다고 판단한다.

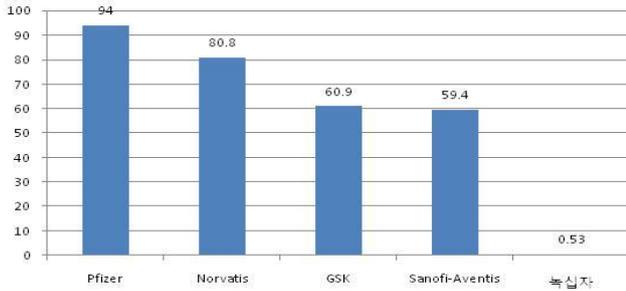
그렇다면 '이러한 업체들도 신종 플루의 수혜를 입지 않았을까'라는 의문이 들 수 있다. 하지만 위의 5개사 실적 추이를 볼 때, 2009년 실적에 비해 2010년 순이익이 녹십자처럼 급격하게 성장하는 업체는 없다. 오히려 2010년에 순이익이 감소하는 업체도 존재한다. 따라서 **해외 경쟁사들의 2010년 실적으로 도출한 각각의 PER은 어느 정도 적절하게 기업의 가치를 반영한다고 SMIC Research Team 2는 판단하였다.**

또한, 위의 해외 업체들은 막대한 R&D 비용을 사용하고 있다. 제약 산업에서 R&D 비용은 추가적인 매출 기회의 창출이라는 점에서 매우 중요하다. 즉, 미래의 매출 증가액과 R&D 비용은 정의 상관관계를 갖고 있다고 할 수 있다. 또한 이들 **해외 업체들은**

해외 제약업체들과의 근본적인 차이가 있는 녹십자임에도 불구하고 높은 PER를 받고 있다는 점은 주가가 과대 평가받고 있다는 사실을 말해준다.

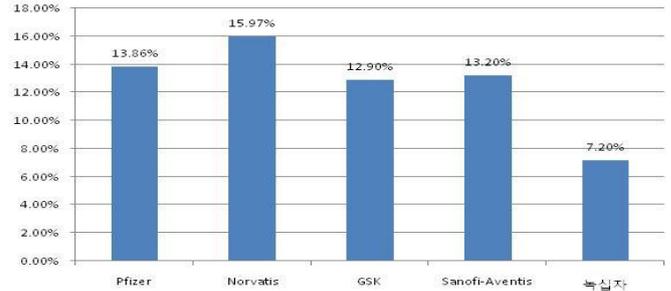
시장을 이미 과점하고 있는 상태다. 따라서 이미 충분한 Reference를 쌓고 있다. 그에 반해 녹십자의 경우, 세계 제약 시장의 1.3%에 불과한 국내 시장에서 활동하는 작은 업체이다. 위의 제약사들과는 근본적으로 차이가 있다고 할 수 있다. 그리고 안정성이 중요시 되는 제약업 특성상 녹십자보다는 해외 업체가 상당한 비교우위에 있다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 현재 주가에서는 녹십자가 더 높은 PER를 받고 있다는 사실은 분명 주가가 과대 평가 되어 있다는 사실을 반증하는 결과다.

그림26. 해외 제약사 R&D 비용 (단위: 억 달러)



출처: 약사신문, 사업보고서

그림 27. 해외 제약사 매출 대비 R&D 비중 (단위: %)



출처: 약사신문, Google Finance, 사업보고서

IV. ISSUE & RISK

1. 정부의 규제

최근, 정부는 제약회사에 대한 여러가지 규제를 가하고 있다.

기등재 목록 정비와 리베이트 쌍벌제, 시장형 실거래 상황제도 등은 제약사들에게 리스크가 될 것이다.

녹십자의 경우는 정부의 규제에 다소 자유로울 수 있다.

정부는 국민건강보험공단의 재정 안정화를 위해 2010년 7월 기등재약가 목록정비에 이어 시장형 실거래가 상황제도 도입, 리베이트 쌍벌제를 시행하는 등 **전방위로 제약산업에 규제를 강화**하고 있다.

보건복지부가 이처럼 기등재의약품 목록정비 사업을 전면 수정하게 된 이유는 기존의 방식은 연구결과의 지연과 불신으로 인해 제약업계나 의료계로부터 부정적인 시각을 갖게 했고, 5년 기한으로는 사업수행이 어려웠기 때문인 것으로 보인다. 또한 **건강보험재정의 악화의 이유로 약가를 인하하겠다는 전제하에서 이 같은 불가피한 정책적 판단**을 할 수 밖에 없다고 생각한다.

그리고 **리베이트 쌍벌제란 의약품이나 의료기기 거래시 불법 리베이트를 제공한 사람은 물론 리베이트를 받은 사람까지 모두 처벌하는 제도**다.

정부는 시장형 실거래가 상황제도, 리베이트 쌍벌제, 기등재 목록 정비 등 **제약사에게 리스크가 될 규제를 더 강력히 할 것**을 밝혔다.

하지만, **녹십자의 경우는 혈액과 백신으로 이루어진 특수 의약품 전문업체**로서 정부의 리베이트 규제 및 약가 인하제도에 별다른 영향을 받지 않을 가능성이 높다. 정부가 시행하는 상기 3대 정책규제의 대상은 주로 보험에 등재되어 전문의의 처방을 통해 수요되는 **전문의약품(ETC)**이기 때문이다.

표9. 약사법 등의 의약품 리베이트 '쌍벌제' 내용			표 10. 2010년 제약산업에 대한 정부의 규제 정책 현황		
구분	리베이트 준 사람 (제약사, 도매상)	받은 사람 (의사, 약사, 한의사, 의료기관 종사자)	규제정책	시행시기	내용
행정처분	업무정지	1년 이내 자격 정지	기등재 목록정비	2010.07	3년간 20% 일괄 인하(7%→7%→6%)
처벌규정	2년 이하 징역 또는 3000만원 이하 벌금	- 2년 이하 징역 또는 3000만원 이하 벌금 - 리베이트 몰수(추징)	시장형실거 래가 상황제도	2010.10	병의원 및 약국이 품목(약)을 기존 가격보다 저가로 구매할 경우 그 차액을 지급함
			리베이트 쌍벌제	2010.11	리베이트를 제공한 제약사와 이를 수령한 의료인도 함께 처벌

출처: 보건복지부

출처: SMIC Research Team 2

2. 혈우병 치료제의 보험급여

혈우병 치료제 보험
급여에 대한 나이제한
이 2013년 까지 연장
될 것이다.

최근, 정부가 유전자재조합 혈우병치료제에 대해 보험 급여 나이제한을 2013년까지 유지한다는 정책을 밝혔다. 국내 혈우병치료제는 크게 현혈한 혈액에서 분리해 제조하는 '혈액제제'와 세포를 배양해 만드는 '유전자재조합제제'로 구분되는데, 보험급여 나이 제한은 이 중 유전자재조합 제제에 대해 1983년 1월1일 이전 출생자에게는 보험을 적용해 줄 수 없다는 내용이다.

유전자재조합 혈우병 치료제의 경우, 지난 2003년 국내 발매와 동시에 나이제한이 유지돼오고 있다. 이로 인해 27세 이하 환자들(1983년 1월1일 이후 출생)은 유전자재조합 치료제를 사용해오고 있지만 28세 이상 환자들은 보험 적용을 받지 못해 혈액제제를 사용하고 있는 실정이다.

이런 나이 제한을 두는 이유는 혈액제제와 유전자재조합 제제는 약효는 동일하나 가격에 차이가 있기 때문에 비싼 유전자재조합 제제의 경우 나이 제한을 뒤 보험 재정의 낭비를 막고자 한 것이다.

유전자재조합제제 약
가가 혈액제제 약가
수준으로 될 시, 나이
제한을 철회할 것이라
예상되었지만 오히려
기간이 연장되었다.

이에 혈우병환자들은 지난 8년간 유전자재조합 혈우병 치료제에 대한 나이 제한을 철회해줄 것을 요구해왔다. 이에 정부는 유전자재조합제제 약가를 혈액제제인 '그린모노'(iu당 586원)의 약가와 유사한 수준으로 가격이 인하되면 나이제한을 철회할 수 있다고 밝혀왔다. 하지만 2010년 11월4일 유전자재조합제제인 '코지네이트FS'의약가가 혈액제제인 '그린모노'(586원)보다 75원 낮은 511원에 결정됐음에도 불구하고 보건복지부는 나이에 제한 철회 약속을 지키지 않았다. 그리고 기존의 입장을 반복하면서 오히려 2년을 연장하는 모습을 보였다.

이러한 정부의 행동은 그린진F의 매출 증대를 바라는 녹십자에게는 리스크로 작용하고 있다.

3. 커져가는 OTC 시장

OTC 시장이 주목 받고
있다.

여러 가지 정부의 규제들로 인해 전문의약품(ETC) 시장이 다소 주춤하면서 일반의약품 시장(OTC)이 새로운 전환기를 맞이하고 있다. ETC의 경우는 의사의 처방전이 필요한 것이고 처방전이 필요 없이 본인이 구매할 수 있는 것이 OTC이다.

정부의 규제로부터 자
유로운 국내 OTC시장
은 성장하고 있다.

상대적으로 전문약에 비해 정부의 약가 규제로부터 자유로운 일반의약품 시장이 제약사들의 또 다른 대안으로 떠오르고 있는 것이다. 관련 업계에 따르면, 의약분업 이후 침체기에 빠졌던 일반약 시장이 지난해 IMS데이터 기준 1조 8720억 원의 매출을 기록하였다. 최근 4~5년간 마이너스 성장했던 일반약 시장이 지난해에는 7%대 성장에 성공한 것이다.

표 11. 국내에서 사용되고 있는 혈우병 치료제	그림 28. 국내 일반의약품(OTC) 시장규모 (단위: 10억 원)	그림 29. 녹십자의 OTC매출 추이 (단위: 억원)																																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>약품명</th> <th>제조방식</th> <th>약가</th> <th>사용제한</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>그린모노</td> <td>혈액제제</td> <td>485 원</td> <td>제한없음</td> </tr> <tr> <td>모노</td> <td>혈액제제</td> <td>647 원</td> <td>나이제한</td> </tr> <tr> <td>클레이트-p</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>그린진 F</td> <td>유전자재조합</td> <td>652 원</td> <td>나이제한</td> </tr> <tr> <td>에드베이트</td> <td>유전자재조합</td> <td>673 원</td> <td>나이제한</td> </tr> <tr> <td>코지</td> <td>유전자재조합</td> <td>511 원</td> <td>나이제한</td> </tr> <tr> <td>네이트 FS</td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	약품명	제조방식	약가	사용제한	그린모노	혈액제제	485 원	제한없음	모노	혈액제제	647 원	나이제한	클레이트-p				그린진 F	유전자재조합	652 원	나이제한	에드베이트	유전자재조합	673 원	나이제한	코지	유전자재조합	511 원	나이제한	네이트 FS				<table border="1"> <thead> <tr> <th>연도</th> <th>시장규모 (10억 원)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2005년</td><td>1785</td></tr> <tr><td>2006년</td><td>1789</td></tr> <tr><td>2007년</td><td>1718</td></tr> <tr><td>2008년</td><td>1683</td></tr> <tr><td>2009년</td><td>1802</td></tr> <tr><td>2010년</td><td>1872</td></tr> </tbody> </table>	연도	시장규모 (10억 원)	2005년	1785	2006년	1789	2007년	1718	2008년	1683	2009년	1802	2010년	1872	<table border="1"> <thead> <tr> <th>연도</th> <th>매출 추이 (억 원)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>2005년</td><td>143</td></tr> <tr><td>2006년</td><td>382</td></tr> <tr><td>2007년</td><td>380</td></tr> <tr><td>2008년</td><td>455</td></tr> <tr><td>2009년</td><td>496</td></tr> <tr><td>2010년</td><td>528</td></tr> </tbody> </table>	연도	매출 추이 (억 원)	2005년	143	2006년	382	2007년	380	2008년	455	2009년	496	2010년	528
약품명	제조방식	약가	사용제한																																																											
그린모노	혈액제제	485 원	제한없음																																																											
모노	혈액제제	647 원	나이제한																																																											
클레이트-p																																																														
그린진 F	유전자재조합	652 원	나이제한																																																											
에드베이트	유전자재조합	673 원	나이제한																																																											
코지	유전자재조합	511 원	나이제한																																																											
네이트 FS																																																														
연도	시장규모 (10억 원)																																																													
2005년	1785																																																													
2006년	1789																																																													
2007년	1718																																																													
2008년	1683																																																													
2009년	1802																																																													
2010년	1872																																																													
연도	매출 추이 (억 원)																																																													
2005년	143																																																													
2006년	382																																																													
2007년	380																																																													
2008년	455																																																													
2009년	496																																																													
2010년	528																																																													

출처: 프라이م 경제

출처: IMS Health Data

출처: 녹십자 사업보고서

4. LG생활과학과의 MOU 체결

녹십자는 LG 생활과학과 MOU를 체결하였다.

녹십자는 지난해 LG 생활과학과 의약품 판매 유통을 비롯한 포괄적 업무 협약에 대한 양해각서(MOU)를 체결하였다. 양사는 전문의약품, 일반의약품, 건강기능식품 등에 대한 마케팅 판매 유통 협력과 물류배송 시스템 활용 등에 관해 전략적 업무 제휴를 실시하였다.

전문약 영업도 함께 하고 있으며, 그 판매실적은 전해지지 않고 있다.

양사는 전국의 기존 영업망을 서로 활용해 전문약 영업도 함께 진행하고 있다. 이를 통해 지점개설 등으로 발생하는 비용을 절감하는 등 시너지 효과를 누리고 있다는 것이 두 회사의 설명이다. 한편 판매·유통망 공유와 관련 판매실적에 따른 수익금 배분 등에 대해서는 구체적으로 전해지지 않고 있다.

5. 신주인수권부사채(BW)와 전환사채(CB) 발행

녹십자는 2009년 600억가량의 BW와 CW를 발행하였다.

녹십자는 2009년 10월38회차 전환사채 300억원, 39회차 신주인수권부 사채 300억원 등 총 600억원의 사모 주식연계사채를 발행했다. 현재 권리가 행사되고 남은 규모는 **합계 400억 가량**이다. 하나은행(150억원)을 비롯, 외환은행·현대스위스·현대스위스프저축은행·W저축은행(각 100억원), 키움증권(50억원) 등 6개 기관이 사채를 인수했다. 사채는 만기 3년에 이율조건은 만기이자율 각각 3.0%, 1.75%로 발행 후 2년이 되는 날 조기상환청구권(풋옵션)이 붙었다. 주식 전환 및 신주인수권 행사 조건을 보면 2010년 10월 20일부터 보통주 전환이 가능해졌다. 이는 발행 후 1년이 지나서이며, 행사종료일은 2012년 10월6일까지이다.

이처럼 1년전 발행한 600억원의 전환사채(CB) 및 신주인수권부사채(BW)의 전환청구권·신주인수권행사 제한이 2010년 10월부터 풀렸고 일부 행사되었다.

단기간 전환·행사 가능성이 충분히 있다.

전환·행사가는 발행 당시 각각 15만3380원이었으나 유상증자에 의한 가격조정으로 현재 12만 655원으로 낮아졌다. 반면 녹십자의 주가는 현재 13만 9000원이다. 전환·행사가 대비 15.2%(1만 8345원)높아 권리 행사가능성이 존재한다.

만약, 400억의 **전환사채와 신주인수권부사채가 모두 전환될 시** 발행주식수는 현재 9,849,197에서 10,180,719로 늘어나게 된다. 그리고 시가총액은 현재 13,690억 원 에서 14,090억으로 늘어나게 되고 전환 후, 주가는 **139,000원 에서 138,402원으로 떨어진다.**

6. 제네릭, 바이오시밀러

제약 산업의 또 다른 큰 이슈로는 제네릭과 바이오시밀러가 있다.

최근 제약 산업의 또 다른 이슈로는 제네릭과 바이오시밀러가 있다. 제네릭과 바이오시밀러란 특허가 만료된 오리지널 의약품을 모방, 복제한 약을 말한다. 기존 의약품에 대한 대규모 특허 만료로 새로운 시장이 출현할 것으로 기대된다. 대표적으로 글로벌 1위 제약사인 Pfizer는 작년 말 매출비중 28%에 달하는 1위 품목 Lipitor의 특허가 만료되었으며 다른 Big Player 의 상황도 크게 다르지 않다.

제네릭은 완벽한 복제약을 뜻하고 바이오시밀러는 단순히 유사한 복제약을 개발할 수 있다.

제네릭이란 화학 합성의약품 복제약의 경우 오리지널 약품의 **화학식만 알면 쉽게 만들 수 있다.** 완벽한 복제약을 뜻하는 제네릭과는 달리 **바이오시밀러는 살아있는 단백질 세포 등을 이용하여 만들기 때문에** 염기서열이 동일한 의약품을 개발하려 해도 구조적 복잡성으로 인해 특성 분석이 어렵고, 배양과정이 매우 민감하여 **완벽한 복제약을 만들 수는 없고 단지 유사한(similar) 복제약을 개발할 수 있다.** 또한 이러한 특성으로 인해 제네릭은 임상시험이 생략되지만 바이오시밀러의 경우 비임상, 임상시험에 통과해야 한다.

현재 바이오시밀러가 제네릭보다 더 큰 경쟁력을 갖고있다고 평가되고 있다.

제네릭은 그 특성상 모든 업체에게 개방되어 있고 복제가 어렵지 않아 상대적으로 매력도가 떨어지는 분야로 평가되며 이에 반해 바이오시밀러는 그 제조가 쉽지 않기 때문에 그 매력도가 주목 받고 있다.

V. Valuation

1. PER&DCF Method

DCF와 PER Method를 활용하였다

SMIC Research Team 2는 PER Method와 DCF Method를 통해서 녹십자의 적정주가를 산출하였다. 보고서상에서 현재 PER을 도출한 결과 현재 고평가라는 점을 제시하였기 때문에 적정 PER과 2011년 추정 EPS를 제시한 후, 적절한 매입선을 제시하고자 한다. 또한 Valuation상에서 장기적으로 보면 성장세가 예상된다는 시장의 시각을 받아들여 보았다. 따라서기업에 미래 매출 증가를 반영하지 못하는 PER Method의 한계를 보완하고자 이를 반영 가능한 DCF Method을 통해 Valuation을 하고자 한다.

2.PER Method

위에서 제시한 녹십자의 2011년 추정실적과 Historical PER Band를 다시 살펴보자.

표 12. 녹십자 2010년 실적 비교 (단위: 원)

	2010년 실제실적	2011년 추정실적
매출	791,026,316,627	743,314,910,807
변동영업비	359,297,955,570	337,626,602,534
고정영업비	286,099,667,839	313,279,136,284
영업이익	145,628,693,218	92,409,171,990
영업외수익	10,997,635,424	10,997,635,424
영업외비용	21,928,827,286	21,928,827,286
당기순이익	134,697,501,356	81,477,980,128

그림 30. Historical PER Band



출처: SMIC Research Team 2

출처: SMIC Research Team 2

2011년 예상 EPS는 6,844원이고, 적정 PER는 17을 지시한다

2010년 실제 실적으로 도출한 EPS는 11,315원이므로, 비레식을 활용하여 2011년 추정 EPS를 도출해 보면, 6,844원이다. 그러면 이제 적정 PER을 제시해 보고자 한다. 녹십자의 PER Band를 살펴볼 경우 신종 플루 확산과 같은 이슈가 발생한 2009년 말을 제외하면 대부분 PER이 17을 하회하였다. 낙관적으로 Valuation을 수행하기 위해서 SMIC Research Team 2는 녹십자의 적정 PER을 17로 제시한다. 또한 Sell 보고서 상에서 낙관적으로 Valuation을 수행하기 위해 녹십자의 주가가 비이성적이었던 상황을 제외한 최고 수준 PER인 17을 통해 Valuation을 수행하였다.

추정 EPS	6,844
적정 PER	17
적정주가	116,348
현재주가	139,000
기대수익률	-16.27

적정주가는 116,348원으로 도출됨

이 경우 적정주가는 116,348원으로 기대수익률은 -16.27%로 도출 되었다. PER Method가 장기 성장성을 반영하지 못한다 해도, 낙관적 Multiple을 사용해서도 기대 수익률이 -16.27%로 산출되었기 때문에, Valuation상 투자매력이 없다고 볼 수 있다.

3. DCF Method

앞에서 언급했듯이 녹십자의 성장세를 반영하기 위해서 DCF Method를 통해 PER Method의 맹점을 보완하고자 한다. 일단 다음 자료를 보자.

매출액대비율	2010	2011	2012	2013	2014	2015	10년 평균치
영업이익률	18.41%	14.19%	14.19%	14.19%	14.19%	14.19%	14.19%
유,무형자산 상각비	2.43%	2.27%	2.32%	2.37%	2.42%	2.47%	2.27%
영업용운전자본	25.00%	24.25%	24.25%	24.25%	24.25%	24.25%	24.25%
순유형고정자산	27.18%	30.14%	31.14%	32.14%	33.14%	34.14%	30.14%
순무형고정자산	1.15%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
기타영업용순자산	-0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.57%
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
예상매출액	635,015,437	743,314,911	869,678,446	1,017,523,782	1,190,502,825	1,392,888,305	
매출액성장률		17.1%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
매출액	635,015,437	743,314,911	869,678,446	1,017,523,782	1,190,502,825	1,392,888,305	
매출액성장률							
매출액		0	0	0	0	0	0
매출액성장률							
매출액		0	0	0	0	0	0
가중평균성장률		17.1%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
예상EBIT	145,628,693	105,477,821	123,409,051	144,388,589	168,934,650	197,653,540	
NOPLAT	105,580,802	79,952,188	95,642,014	112,623,100	131,769,027	154,169,761	
(+)유,무형자산 상각비	19,234,559	16,858,046	20,176,540	24,115,314	28,810,168	34,404,341	
총현금유입	124,815,361	96,810,235	115,818,554	136,738,413	160,579,195	188,574,102	
영업용 운전자본	197,737,323	180,258,971	210,902,996	246,756,505	288,705,111	337,784,980	
순유형고정자산	215,002,530	224,036,520	270,819,512	327,034,067	394,534,887	475,534,701	
기타 영업용 순자산	(3,433,705)	0	0	0	0	0	
IC	409,306,148	404,295,491	481,722,508	573,790,573	683,239,998	813,319,681	
예상ROIC(평균)	28.7%	19.7%	21.6%	21.3%	21.0%	20.6%	
예상ROIC(기초)	32.4%	19.5%	23.7%	23.4%	23.0%	22.6%	
IC증가액		(5,010,657)	77,427,018	92,068,064	109,449,426	130,079,683	
(+)유,무형자산 상각비		16,858,046	20,176,540	24,115,314	28,810,168	34,404,341	
총투자액		11,847,389	97,603,558	116,183,378	138,259,594	164,484,024	
예상 FCFF		84,962,846	18,214,997	20,555,036	22,319,601	24,090,079	
할인기간		0.58	1.58	2.58	3.58	4.58	
현재가치		80,309,297	15,632,430	16,016,820	15,790,836	15,474,533	

영구성장률	목표주가	기대수익률
1.2%	123,340	-11%
1.4%	124,523	-10%
1.6%	125,759	-10%
1.8%	127,054	-9%
2.0%	128,411	-8%
2.2%	129,834	-7%
2.4%	131,330	-6%
2.6%	132,903	-4%
2.8%	134,560	-3%
3.0%	136,308	-2%
3.2%	138,154	-1%

자기자본비용	10.82%
1년치일별베타	1.00000
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2008년 평균)	3.82%
WACC	10.31%
차입금가치(미자발생부채)	105,912,707
주주지분가치(시가총액)	1,359,189,186
한계조달금리	4.86%

WACC	10.32%
영구성장률	2.00%
예상 ROIC(2단계)	20.60%
FCFF추정(2단계)	139,204,164
Terminal Value	1,674,082,738
현재가치의 합	142,885,599
PV of TV	1,067,839,751
현금 + 시장성유가증권	132,865,798
비영업용자산	34,955,585
Value of the Firm	1,378,546,732
(-)Value of the Debt	105,912,707
전환사채	10,000,000
신주인수권부사채 및 S/O 등	30,000,000
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	1,312,634,025
발행주식수	9,849,197
희석주식수	372,963
목표주가	₩ 128,411
현재주가	₩ 139,000
기대수익률	-8%

2011년 1분기의 성장세가 향후 5년 지속될 것으로 예상하였다

향후 성장성은 영구성장률 2%에 반영하였다

DCF Method를 통해 Valuation을 수행하여 보았다. 2010년 1분기 대비 2011년 1분기에 백신분야 10% 성장(신종플루 효과 제외 시), 혈액제제분야 30% 성장, 기타 분야 10% 성장을 도출 한 결과 2010년 대비 17.1%의 성장세가 예측 되었다. 이 추세가 향후 5년간 지속된다고 가정하였다. 이러한 가정은 낙관적이라고 판단된다. 신약출시 효과와 수출 효과가 반영된 2011년 1분기 실적을 향후에도 지속된다는 가정을 내렸기 때문이다. 하지만 신종플루 효과가 반영된 2010년 영업이익을 그대로 차용하는 것은 무리가 있다고 판단해, 10년 평균치를 14.19%를 사용하였다. 2011년 1분기 영업이익률이 10%에 머무른다는 점을 가정할 때 14.19%라는 수치도 낙관적이라고 판단된다. 또한 영업용 운전자본의 경우 10년 평균 값을 그대로 사용하였고, 유무형고정자산상각비, 고정자산 상각비의 경우 혈액원의 매입, 설비 증설등을 반영해서 각각 0.5%, 1%씩 증가 시켰다.

또한 영구성장률을 2%로 가정하였다. 시장에서는 지속적인 수출을 기대하고 있고, 신약이 시판 될 경우 매출의 신장을 기대하고 있는데, 구체적인 매출을 산출할 수가 없었다. 낙관적으로 Valuation을 통해 반영하고자 하였다. 영구성장률 2%에 반영하였다.

이를 반영한 결과 목표 주가 128,411원 기대 수익률 -8%가 산출 되었다. 낙관적인 가정을 최대한 반영하였고, 미래 현금흐름의 성장성을 모두 반영한 DCF Method를 적용한 Valuation 상에서도 음의 수익률이 나왔다는 것은 녹십자의 주가가 현재 고평가 되어있다는 것을 보여주고, 현재 투자하기에는 너무 주가가 높다는 사실을 반증한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

VI. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	4,423	5,161	6,432	7,910
매출원가	2,619	3,119	3,735	4,763
매출총이익	1,804	2,042	2,697	3,147
판매비	1,220	1,363	1,504	1,691
인건비	371	447	462	496
감가상각비	39	38	32	31
무형자산상각비	10	13	18	16
연구개발비	272	344	448	569
마케팅비	84	68	77	70
기타 판매비	445	454	466	509
영업이익	584	679	1,194	1,456
영업외손익	17	-87	-147	-109
이자손익	-29	-58	-85	-32
지분법손익	12	5	-12	-26
외환차손익	-8	-44	14	5
외화환산손익	-0	-163	57	2
기타 영업외손익	41	173	-122	-59
세전계속사업이익	601	592	1,047	1,347
법인세비용	158	103	241	300
당기순이익	444	489	805	1,047
EPS	4,922	5,423	8,936	10,683

현금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	352	-207	1,120	845
당기순이익	444	489	805	1,047
비현금수익비용가감	77	113	252	365
감가상각비	95	92	145	159
무형자산상각비	10	13	22	33
외화환산손익	-1	-162	59	5
지분법평가손익	12	5	-12	-26
기타	-39	166	38	194
영업활동으로인한 자산부채	-169	-809	63	-567
투자활동 현금흐름	-543	-496	-709	-904
유형자산 투자	709	572	151	272
유형자산 처분	1	15	2	7
무형자산 증감	35	62	46	-19
지분법자산 증감	-218	63	126	70
기타	-17	186	-388	-588
재무활동 현금흐름	108	760	-304	143
단기IBD 증감	-70	696	-476	-271
장기IBD 증감	200	318	-28	-320
자본증감	-44	-3	-145	0
배당금 지급	-66	-88	-88	-112
기타	87	-163	433	846
순현금흐름	-82	57	106	83
기초현금	141	58	116	222
기말현금	58	116	222	305

대차대조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	2,230	3,045	4,620	4,696
현금 및 현금등가물	125	117	657	1,329
매출채권	1,215	1,600	1,675	1,455
재고자산	824	1,125	2,117	1,833
비유동자산	2,027	2,449	2,510	2,662
투자자산	389	275	342	350
유형자산	1,483	1,958	1,961	2,150
무형자산	93	142	134	91
자산총계	4,256	5,494	7,130	7,358
유동부채	1,297	1,949	2,692	1,447
매입채무	385	485	1,011	537
단기차입금	190	836	58	57
유동성장기차입금	100	150	452	182
비유동부채	599	873	850	526
사채	150	0	513	379
장기차입금	300	768	226	41
부채총계	1,896	2,822	3,542	1,973
자본금	451	451	451	490
자본잉여금	840	855	1,027	1,776
이익잉여금	974	1,374	2,091	3,026
자본조정	-47	-46	-6	-6
자본총계	2,360	2,672	3,588	5,385

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA 성장률 %	14.6%	13.7%	73.7%	21.1%
EBIT 성장률 %	-9.0%	-0.4%	41.0%	-0.8%
총자산성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	40.8%	39.6%	41.9%	39.8%
EBITDA margin %	15.6%	15.2%	21.2%	20.8%
EBIT margin %	13.2%	13.2%	18.6%	18.4%
세전이익률 %	13.6%	11.5%	16.3%	17.0%
당기순이익률 %	10.0%	9.5%	12.5%	13.2%
Stability Ratios				
부채비율 %	80.4%	105.6%	98.7%	36.6%
순부채비율 %	26.0%	61.3%	16.5%	-12.4%
유동비율 %	171.9%	156.2%	171.6%	324.6%
당좌비율 %	108.4%	98.5%	93.0%	197.9%
이자보상배율	1631.3%	1004.9%	1249.3%	2711.4%
Performance Ratios				
ROE %	18.8%	18.3%	22.4%	19.4%
ROA %	10.4%	8.9%	11.3%	14.2%
ROIC %	4.9%	4.5%	6.3%	7.1%
Per Share Ratios				
BPS	26,189	29,649	39,818	54,951
DPS	981	982	1,247	1,746