2014년 8월 18일

백신산업

Equity Research

Industry In-depth

백신의 국산화 정책에 따른 수혜는?

글로벌 백신시장, 기존 의약품 시장 대비 높은 성장 기대

글로벌 백신시장은 2013년 기준 약 240억불 규모로 향후 CAGR이 12.7% 수준으로 예상된다. 기존 제약시장의 예상 성장율이 낮은 한자리 수 수준으로 성장 기대감이 없는 가운데, 백신시장의 성장 가능성에 대한 기대감이 높은 상황이다. 백신시장이 기존 의약품 시장대비 성장할 가능성이 높다고 평가되는 이유는 1) 이머징 국가들의 소득수준 향상 및 국제기구의 지원 확대에 따라 필수접종 백신의 수요가 늘어날 것으로 판단되기 때문이며, 2) 더불어 백신으로 예방/치료할 수 있는 질병이 확대(신규 프리미엄 백신의 확대)됨에 따라 백신의 용도 확대에 대한 기대감이 있기 때문이다.

국내 백신시장 7,000억원 수준 – 80% 이상 자급화 계획

국내 백신시장은 7,000억원 수준의 규모를 달성했으며 11년 독감백신 과잉공급에 따른 덤핑 및 가격 하락 등 이슈 등에도 불구하고 고가 백신들의 사용량이 증가함에 따라 성장성은 12년 이후 12% 이상을 유지하고 있다. 국내 백신시장은 자체 생산 백신 규모가 40% 수준으로 수입백신이 더 많다. 12년 기준 국내 자체 생산 중인 백신은 주요 백신 27종 중 10종뿐이다. 이에 따라 정부는 백신의 안정적인 공급과 가격 안정화를 목표로 주요 27개 백신에 대해 국산 자급화 정책을 확대하기로 결정했다. 이에 따라 2020년까지 80%의 백신을 자급화 할 것으로 예상된다. 이에 따라 초기 국내 백신 생산시설을 마련한 업체들이 필수접종 시장 3,000억원의 국산화 수혜를 받을 것으로 기대되며, 해당 업체들이 향후 제품 라인업을 기타접종 백신까지 확대할 것으로 예상됨에 따라 기존 제약사 대비 높은 성장을 보여줄 것으로 예상된다.

관심종목 SK케미칼, 녹십자, 일양약품

현재 국내에서 백신 자체 생산 시설을 보유한 업체는 SK케미칼, 녹십자, 일양약품 뿐이며 초기 백신 자급화 정책에 따른 수혜를 나눠 가질 것으로 예상된다. 또한 확대한 백신 Capa를 바탕으로 성장하고 있는 글로벌 공공 백신 시장에 대한 침투를 확대함에 따라 차별화된 성장성을 보여줄 것으로 기대된다.

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(8월14일)
SK케미칼(006120)	BUY	85,000원	64,600원
일양약품(007570)	Not Rated	Not Rated	23,000원
녹십자(006280)	BUY	163,000원	121,000원

Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	811.8	888.2	965.3	1,014.5	1,085.9
영업이익	십억원	74.4	78.8	86.3	113.4	122.1
세전이익	십억원	73.1	91.0	110.2	121.9	133.1
순이익	십억원	53.6	70.1	86.7	94.9	103.6
EPS	원	4,916	6,177	7,415	8,119	8,865
증감율	%	(5.01)	25.67	20.03	9.51	9.19
PER	배	26.44	20.15	16.32	14.90	13.65
PBR	배	2.11	1.74	1.56	1.43	1.31
EV/EBITDA	배	15.03	14.49	10.11	9.05	8.30
ROE	%	8.31	9.28	9.92	9.99	10.02
BPS	원	61,613	71,622	77,800	84,683	92,311
Net DER	%	(10.6)	(12.2)	(12.7)	(12.2)	(11.8)

주: 녹십자 Financial Data
자료:, 하나대투증권

Analyst 이알음
02-3771-8108
aleum.lee@hanafn.com

RA 유재선
02-3771-8011
Jaeseon.yoo@hanafn.com

하나대투증권

1. 백신 시장의 이해

1) 백신이란?

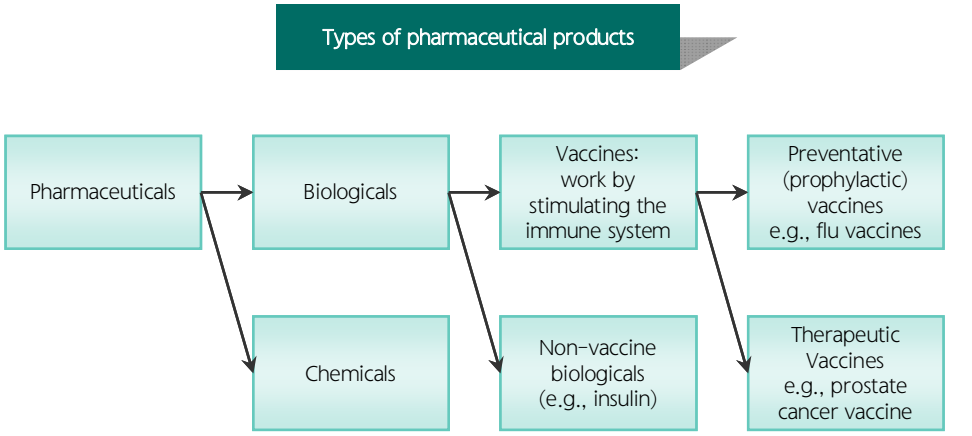
백신이란?

백신은 질병에 대한 면역성을 길러주거나 예방을 해주는 biological 물질을 통틀어서 의미하며, 최근에는 질병의 치료까지 역할이 확대되고 있다. 백신의 주요 원리는 질병의 원인이 되는 물질을 미리 병에 걸리지 않을 정도로 주입하여 미리 면역에 대한 기억이 생기게 하는 방법으로, 2차로 질병에 노출되었을 때 그 기억을 통해 더 높은 면역반응을 유도하여 질병 발생이 차단되는 원리를 응용한 것이다.

면역반응을 일으키는 질병의 원인을 항원, 면역반응을 담당하는 체내 치료 물질을 항체로 정의한다.

그림 1. 의약품 계통 내 백신은?

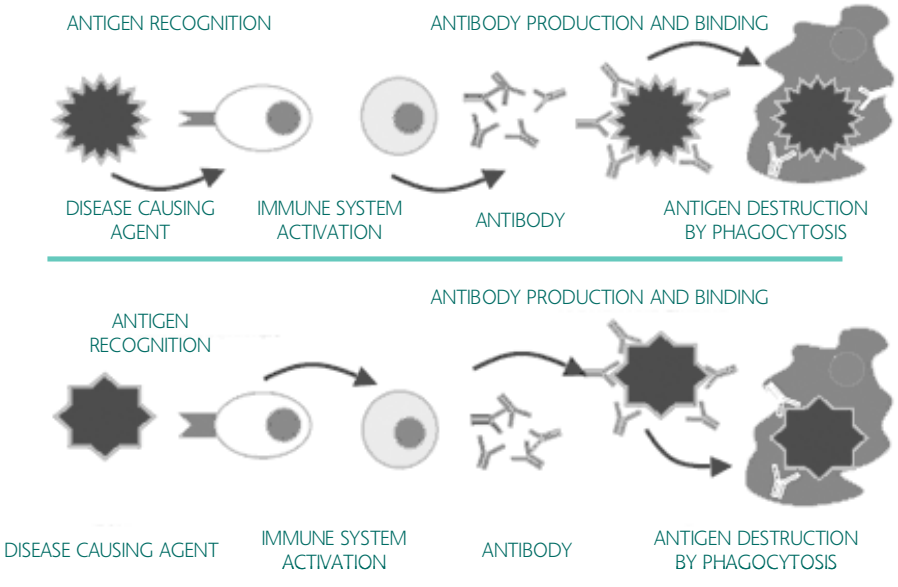
백신: 병원성 물질에 대한 면역력을 키우는 Bio 의약품



자료: WHO, 하나대투증권

그림 2. 백신 개념도

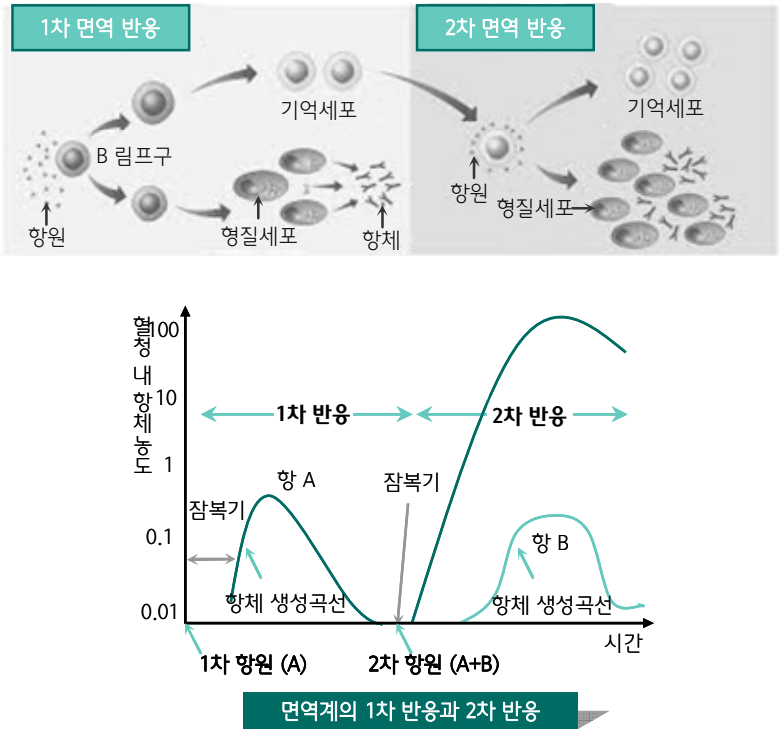
가짜 항원을 이용하여 면역 능력을 키워줌



자료: WHO, 하나대투증권

그림 3. 백신은 면역 2차 반응을 응용

면역 기억(immunological memory)를 이용하여 높은 면역 반응 유도



자료: 하나대투증권

백신의 종류

백신은 구성물질에 따라 크게 (약독화)생백신, 사(불활성화)백신, 재조합백신, 다당백신과 톡소이드백신(Toxin)으로 구분된다.

(약독화)생백신은 질병의 원인인 항원을 약화시켜 몸 안에 주입하는 백신으로, 약해진 항원이 질병유발은 하지 않으면서 체내 1차 면역반응을 일으켜 차후 질병에 걸렸을 때 체내에서 빠르게 면역반응이 일어나며 질병의 발생을 방어하는 방법이다.

반면 사(불활성화)백신은 아예 항원의 기능을 불활성화하여 주입하는 백신으로 체내 면역반응을 유도하는 방법은 유사하다.

기초적인 필수접종 백신의 경우 대체로 생백신과 사백신 방법을 사용한 백신으로 MMR, HepA, 독감, 폐렴 백신 등이 이에 속한다.

재조합 백신의 종류도 확대 중

그러나 최근에는 항원을 그대로 사용하기 보다는 1) 면역반응을 일으키는 일부분만 사용하는 재조합백신, 2) 독소를 생산하는 박테리아의 독소만 사용한 Toxin 백신, 3) 유아 면역성을 확대하기 위한 다당백신 등의 발전된 형태의 백신들이 증가하고 있다. 대표적으로 HepB(재조합), 파상풍(Toxin 백신), HibB(다당백신)이 그 분류이다.

백신의 용도에 따른 구분

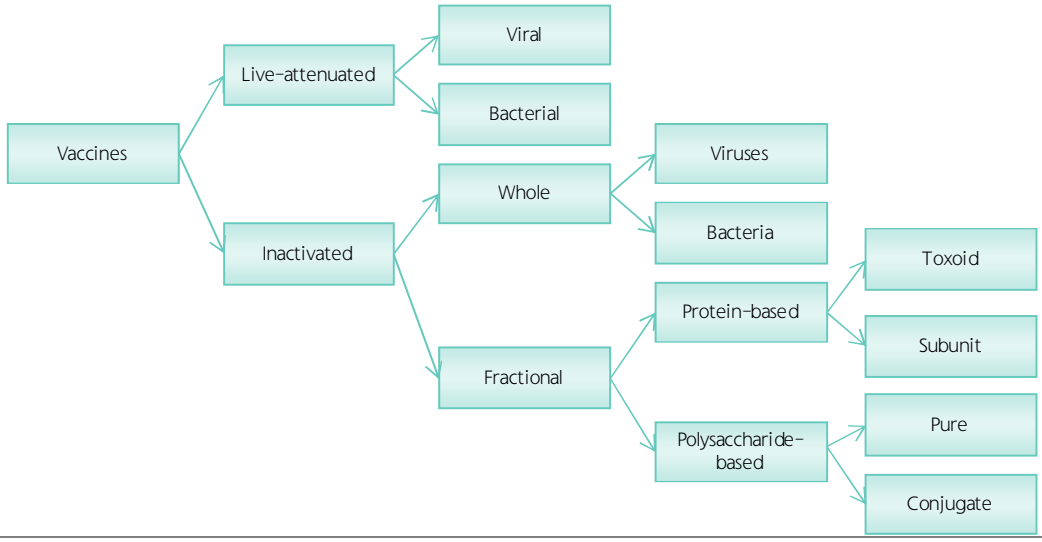
백신은 접종 대상과 용도에 따라 1) 성인용 백신, 2) 유아용 백신, 3) 치료용 백신, 4) 예방용 백신으로 분류되기도 한다. 대체로 유아용 필수접종 백신이 꾸준하고 큰 수요를 담당하고 있으며 최근 치료용 백신 시장이 확대됨에 따라 성인용 백신 시장도 커지고 있는 추세이다.

표 1. 백신의 형태에 따른 구분

백신 형태	예시
약독화 생백신	홍역, 볼거리, 풍진, 수두
불활성화백신	A형 간염, 인플루엔자, 페렴구균성 폐렴
재조합 서브유닛 백신	B형 간염
톡소이드 백신	파상풍, 디프테리아
단백결합다당 백신	페렴구균, 수막염, 헤모필루스 인플루엔자 b형

자료: WHO, 하나대투증권

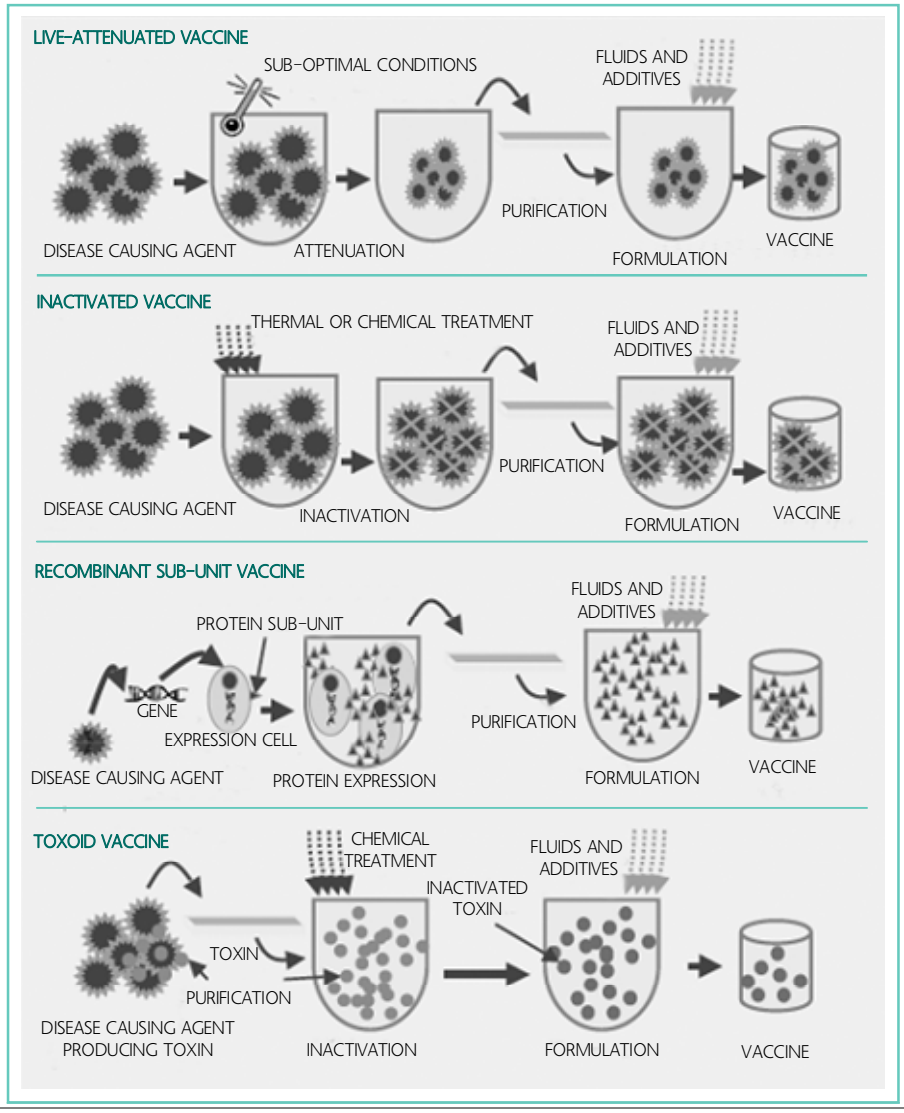
그림 4. 백신의 성격에 따른 분류



자료: 식약청, 하나대투증권

기존 주요 백신은 생백신, 사백신

그림 5. 생산방법에 따른 백신 구분



자료: WHO, 하나대투증권

표 2. 백신으로 예방되는 질병 리스트

병명	질병 형태	백신 형태	개발 연도	흔히 발현되는 증세
천연두	바이러스성	약독화 생백신	1798	흉터
광견병	바이러스성	불활성화백신	1885	
		불활성화백신(세포배양)	1976	
티푸스	박테리아성	불활성화백신	1886	장출혈 및 천공, 뇌염, 정신증, 내부 장기 농양
		약독화 생백신	1983	
		다당 백신	1994	
		단백결합 백신	2008	
콜레라	박테리아성	불활성화백신(주사가능)	1896	심각한 탈수증, 전해질불균형
		불활성 단백재조합 백신(구강투여)	1991	
		불활성화백신(구강투여)	1997	
페스트	박테리아성	불활성화백신	1897	발작, 혼수상태, 내출혈, 미치료 시 4일내 치사
백일해	박테리아성	불활성화백신	1914	영유아 질식, 늑골 골절, 탈장, 실금, 혈관파열
		정제단백 백신	1981	
결핵	박테리아성	약독화 생백신	1921	각혈, 탈장 및 탈골, 뇌수막염
디프테리아	박테리아성	톡소이드 백신	1923	질식, 심부전 및 신부전, 안면마비, 삼킴장애, 호흡마비
파상풍	박테리아성	톡소이드 백신	1926	심한 근경련과 골절, 개구불능, 호흡곤란
황열	바이러스성	약독화 생백신	1932	간손상, 내출혈
일본뇌염	바이러스성	불활성화백신	1935	혼수상태, 난청, 감각상실, 감정장애
		약독화 생백신	1988	
인플루엔자	바이러스성	불활성화백신	1936	심각한 폐렴, 관동맥성 심장질환 악화
		약독화 생백신	2003	심한 근피로 및 통증, 고열
진드기매개뇌염	바이러스성	불활성화백신	1937	만성적 신경정신질환
볼거리	바이러스성	불활성화백신	1948	남성 성기능 상실, 불임, 뇌수막염, 췌장염, 뇌염, 난청
		약독화 생백신	1967	
탄저병	박테리아성	단백 백신	1954	패혈증, 각혈
소아마비	바이러스성	불활성화백신	1955	호흡마비, 영구사지마비, 골격기형
		약독화 생백신	1962	
홍역	바이러스성	약독화 생백신	1963	설사와 체중급감(영유아), 경련, 폐렴, 이염, 뇌염, 귀꿰양
풍진	바이러스성	약독화 생백신	1969	치료 불가능한 선천성 기형, 관절염
수막염	박테리아성	다당 백신	1971	영구뇌손상, 발작, 패혈증, 난청, 호흡곤란, 장기부전
		단백결합 백신	1999	
수두	바이러스성	약독화 생백신	1974	뇌졸중(소아), 피부염, 폐렴, 간손상, 신장 및 심장질환 뇌염, 치료 불가능한 선천성 기형
B형 간염	바이러스성	혈장추출 백신	1981	간부전, 간경변, 간암
		단백결합 백신	1986	
폐렴구균	바이러스성	23가 다당 백신	1983	폐렴, 뇌수막염, 이염, 뼈/심근 감염
		7가 단백결합 백신	2000	
		13가 단백결합 백신	2010	
헤모필루스 인플루엔자 b형	박테리아성	다당 백신 단백결합 백신	1985 1987	뇌수막염, 폐렴, 피부/뼈/목구멍 감염, 관절염
A형 간염	바이러스성	불활성화백신	1995	질환 장기화와 loss of productivity, 간부전
대상포진	바이러스성	약독화 생백신	2005	지속적 고통, 눈 질환과 마비, 시력상실 청력상실, 어지럼증, 뇌수막염, 뇌 감염
로타바이러스	바이러스성	약독화 생백신	2006	심각한 탈수증
인유두종바이러스	바이러스성	단백재조합 백신	2006	생식기/자궁경부/구강의 암, 생식기 유두종
아데노바이러스 4, 7형	바이러스성	약독화 생백신(구강투여)	2011	발열을 동반한 극심한 호흡기질환, 폐렴과 사망

자료: WHO, 하나대투증권

2) 백신의 특이점

백신 vs Chemical Drugs

백신은 일반적인 의약품과 상당히 다른 성격을 지니고 있다.

첫번째 특징은 대상이 아픈 사람이 아닌 주로 건강한 사람을 타겟으로 한다는 점이다. 때문에 정책적 제제 속에서도 제한적인 광고와 한정적인 마케팅을 통해 타 제품들과 경쟁해야 한다는 단점이 있다.

다만 두번째, 백신은 공공재적 성격이 강하고 이에 따라 항상 정해진 꾸준한 수요가 있다. 때문에 정부가 가격에 대해 항상 통제를 한다는 부분이 있으나 제네릭 침투에 따른 가격인하 등의 요소 없이 안정적인 수익구조를 이어갈 수 있다는 장점이 있다.

세번째는 백신이 일반 Chemical 의약품 대비 제법이 까다롭기 때문에 특허 부분에 대한 보호 여력은 낮더라도 제법상 진입장벽이 있다는 부분이다. 따라서 유사한 백신을 생산하더라도 낮은 원가를 유지하고, 꾸준한 품질의 백신을 생산하는 것이 백신 회사들의 중요한 부분이다.

기존 필수접종 위주의 백신시장은 이머징 시장 내 수요 확대에도 불구하고 가격 통제와 낮은 수익성으로 조금씩 매력을 잃어가고 있었으나, 프리미엄 백신 시장 확대를 통해 시장 패러다임이 조금씩 변화하고 있다. 프리미엄 백신이 기존 백신 대비 고마진, 고가의 시장을 형성하고 있고, 상대적으로 높은 진입장벽을 가지고 있기 때문에 향후 시장의 성장이 기대된다.

표 3. 백신과 기존 Chemical Drug의 차이점

	Vaccine	Chemical Drugs
주 고객	- 정부(소아 백신 대상) - 성인용 백신은 private market - 예방에 집중/ 건강한 사람이 주요 고객	- 전문의와 private 시장이 주요 고객 - 치료에 집중 / 아픈 사람이 주요 고객
수익구조	- 정해진 가격정책에 따라 낮지만 안정적인 이익구조	- 소수의 blockbuster 의약품의 높은 매출과 고마진으로 수익창출(특허만료 전까지)
차별점	- 허가와 제조방법 까다로움 - 공급 Chain 복잡(냉동창고 등 필요) - 특허 상대적으로 덜 중요 - 부작용 허용 범위 매우 낮음 - 임상범위 5,000~10,000명 규모	- 특허보호, 기술 보호, 마케팅 기법 - 특허만료 이후 제네릭 경쟁 대응 - 부작용 범위 상대적으로 넓음 - 임상 범위 2,000~3,000명 규모
경쟁력	- 제조원가 절감 - 신제품에 대한 기술적 차별화와 Capa - 가장 중요한 부분은 QC(Quality Control) - 제네릭 출시 제한적(제조방법이 장벽)	- 제조원가 비중 낮은 편(Chemical 합성이 상대적으로 쉬움) - 마케팅 비용이 핵심 지출처 - 제네릭 경쟁 심화
사업력	- 높은 규제에 대한 대응 필요 - 마케팅과 판매에 대한 비용은 상대적으로 낮음 (제한적 광고만 가능)	- 대형시장을 보유한 질환 치료제에 주목 - 빠른 치료제 개발과 마케팅 효율화에 주목 (대규모의 마케팅 인원 필요)

자료: WHO, 하나대투증권

백신, 고객층이 다양

보통 의약품의 경우 어떤 약을 선택할지에 대해서는 의사/약사가 결정하고 소비자는 처방 그대로 복용을 하기 때문에 공급자-구매자-소비자의 구조가 비교적 간단하다. 반면 백신은 일차적으로 소비자가 백신의 구매 여부를 결정함에도 불구하고 WHO, PAHO, UNICEF와 정부(National procurement Agencies, CDC 등)의 자금 지원을 받기 때문에 구매 구조가 복잡하다. 공공기관과 연계된 시장이 존재하기 때문에 꾸준한 수요가 존재하고 가격이 예측 가능하다는 장점이 있으나, 공공 기관으로 납품하고자 하는 백신에 대해 국가별 품목 허가 외에 PQ(Pre-Qualification) 인증 단계가 필요한 만큼 수출 과정이 까다롭다는 점도 있다.

표 4. 백신 시장 내 역할에 따른 정의

소비자(Consumer)	백신을 맞는 사람	어린이, 청소년, 성인
구매자(Buyer)	어떤 백신을 사용할지 고르는 개인/기관	소비자, 처방인(의사/약사), National Immunization Technical Advisory Groups, 범국가 기관들(PAHO, WHO, SAGE 등)
지불하는 사람(Payer)	구매에 대해 재정적 지원을 하는 개인/기관	소비자, 사보험사, 정부, NGO, GAVI 등

자료: 하나대투증권

표 5. 백신 소비 시장별 특징

시장 구분	주요 고객	지역
Commercial Market	Public or Private	주로 선진시장이나 최근 이머징 국가들의 성장세가 높아짐
Doner Marekt	WHO, UNICEF, PAHO, GAVI 등 국제기구	후진국 또는 개발도상국
Closed Market	지역내 고객들	인도, 인도네시아, 중국, 브라질, 쿠바 등

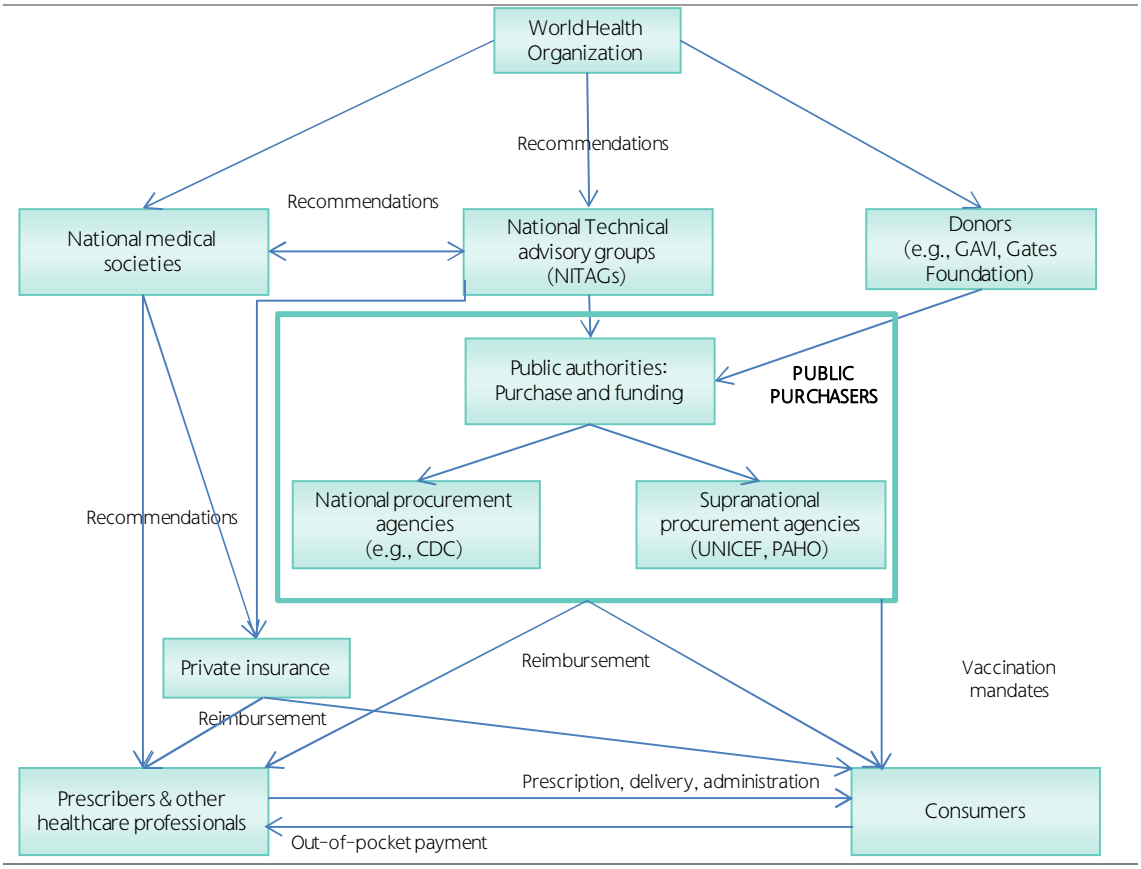
자료: 하나대투증권

표 6. 선진국의 주요 필수접종 백신 리스트

박테리아성 질병	바이러스성 질병
디프테리아	홍역
백일해	볼거리
파상풍	풍진
폐렴구균성 질병	소아마비
(폐렴, 뇌수막염, 중이염 및 기타)	A형/B형 인플루엔자
헤모필루스 인플루엔자 b형 질병	B형 간염
(폐렴, 뇌수막염 및 기타)	수두
수막구균성 질병	대상포진
(뇌수막염 및 기타)	로타바이러스
결핵	A형 간염
	인유두종바이러스
	(생식기/자궁경부/구강유두종과 암)
	일본뇌염(지역적 중요성)
	광견병(위험그룹대상)

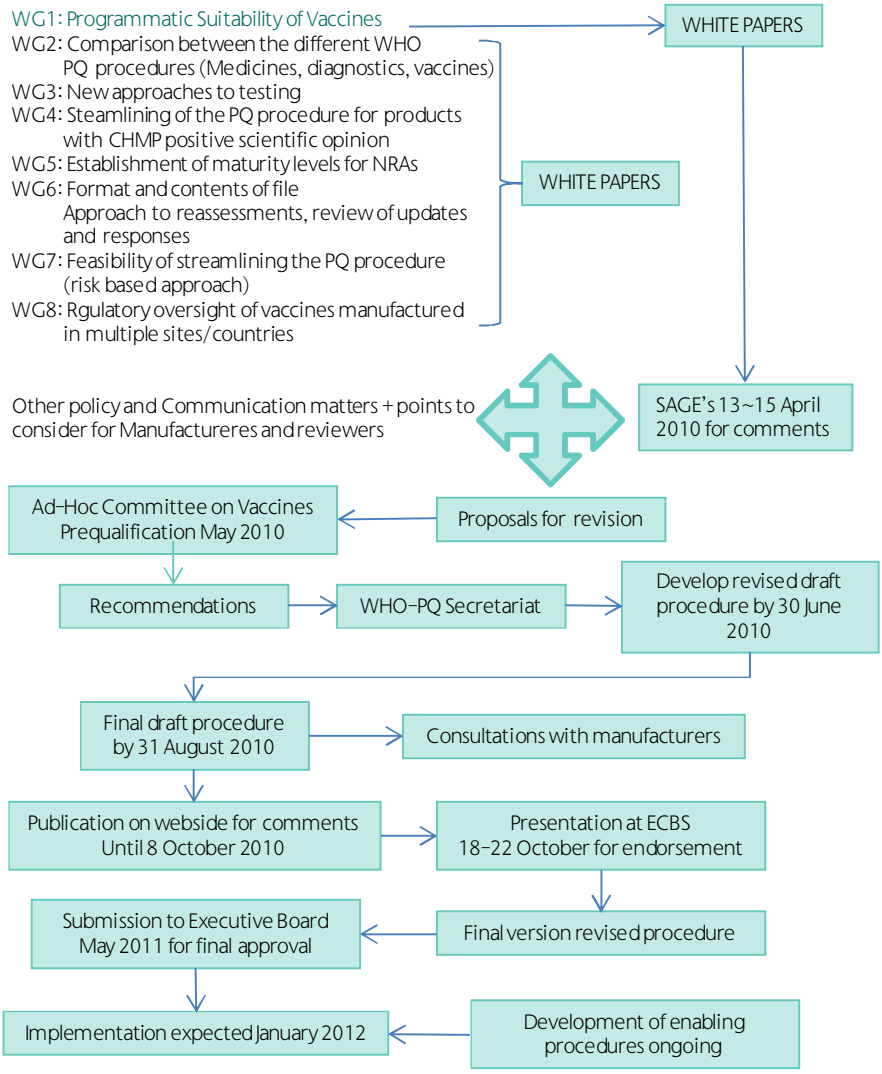
자료: WHO, 하나대투증권

그림 6. 백신시장의 소비자 구조



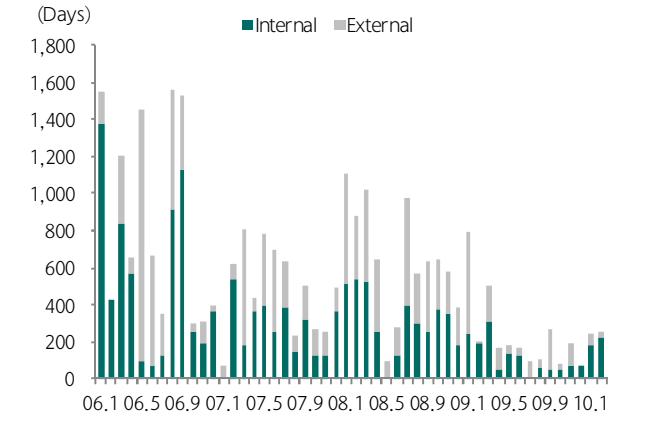
자료: WHO, 하나대투증권

그림 7. WHO PQ인증 Process 예시



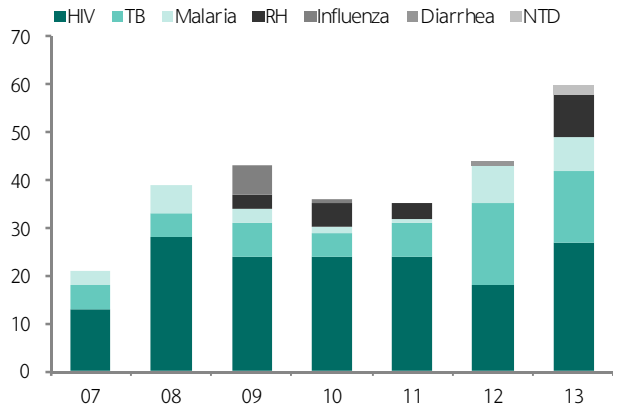
자료: WHO, 하나대투증권

그림 8. PQ 인증까지 소요 시간



자료: WHO, 하나대투증권

그림 9. PQ인증 받은 백신 추이

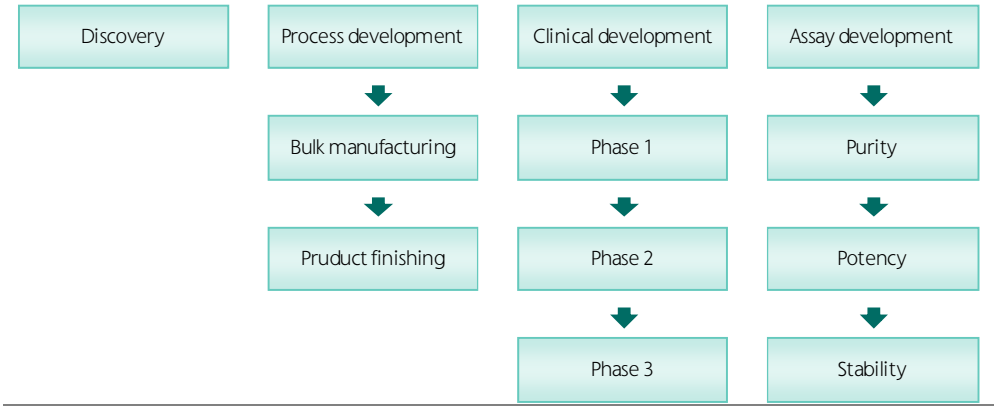


자료: WHO, 하나대투증권

백신의 개발과 임상

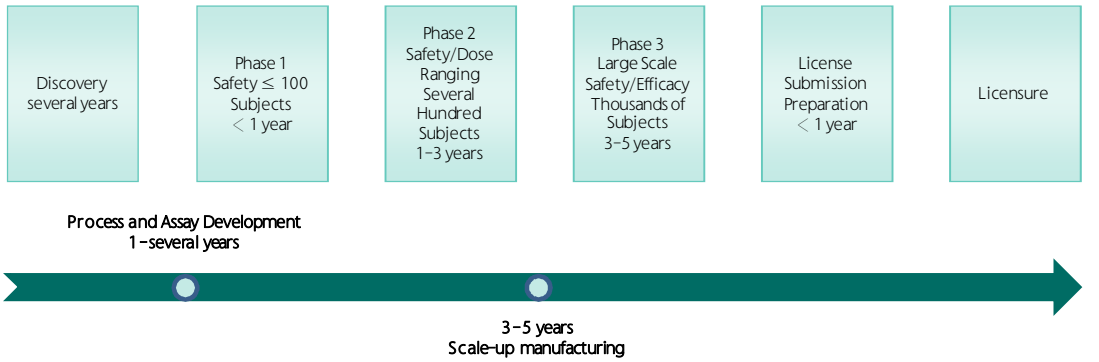
백신은 1) 면역의 핵심 부분을 개발하는 기술도 중요하나, 2) 해당 백신의 대량생산과 3) 품질관리 부분 역시 중요하다. 특히 다수의 불특정다수가 사용한다는 제품의 특성상 감수할 수 있는 부작용의 범위가 매우 좁기 때문에 4) 안전성에 대한 확인이 철저한 편이다. 백신 임상은 통상적으로 (전임상 단계 이후) 8~10년 정도가 걸리는 것으로 알려져 있으며 임상 규모는 임상 3상 기준 약 1,000여명 이상이 된다.

그림 10. 백신 개발 단계 세분화



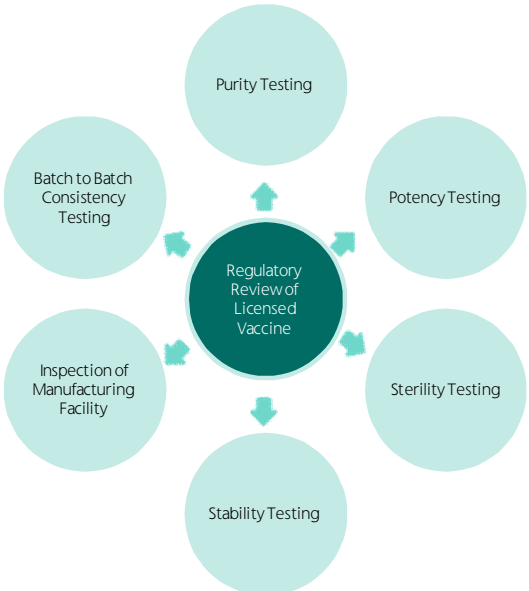
자료: WHO, 하나대투증권

그림 11. 백신 임상 단계



자료: WHO, 하나대투증권

그림 12. 백신 제품 허가 단계의 핵심 point



자료: WHO, 하나대투증권

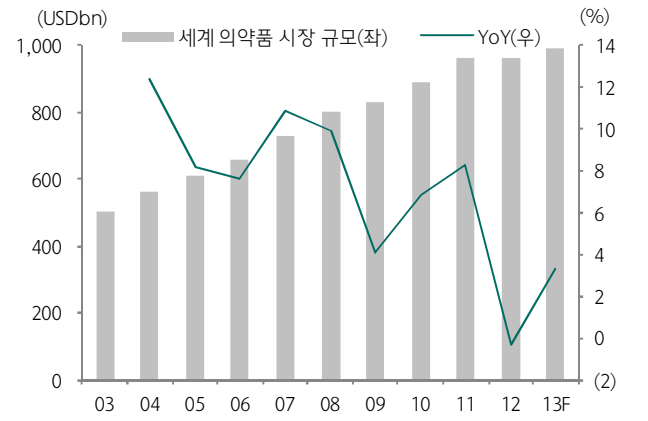
3) 백신 시장, 의약품 시장 대비 높은 성장성 기대

글로벌 백신 시장 CAGR 9.9% 성장 예상

글로벌 백신 시장은 2013년 기준 약 240억불 규모로 향후 CAGR('13~'25)이 12.7% 수준으로 예상된다(WHO 2013년 data 기준). 기존 제약시장의 예상 성장율이 낮은 한자리수 수준으로 성장 기대감이 없는 가운데, 백신 시장의 성장 가능성에 대한 기대감이 높은 상황이다. 백신시장은 사용 용도에 따라 필수접종백신 시장과 프리미엄 백신으로 구분된다. 국가마다 꼭 접종 해야 한다고 정해진 필수접종 백신의 종류는 조금씩 차이가 있으나 해당 백신에 대한 수요는 인구 성장율에 따라 꾸준히 성장함에 따라 안정적인 시장을 형성하고 있다.

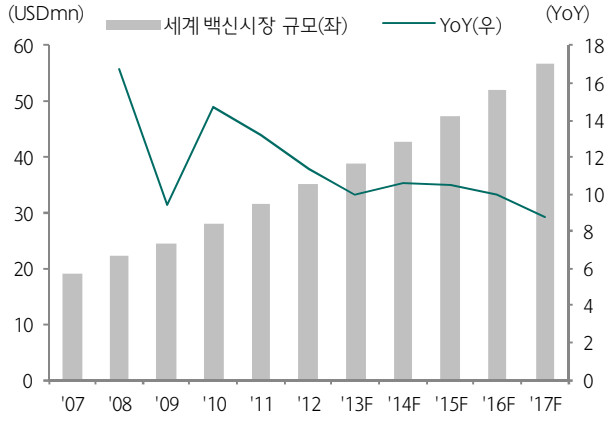
백신시장이 기존 의약품 시장대비 성장할 가능성이 높다고 평가되는 이유는 1) 이머징 국가들의 소득수준 향상 및 국제기구의 지원 확대에 따라 필수접종 백신의 수요가 늘어날 것으로 판단되기 때문이며, 2) 더불어 백신으로 예방/치료할 수 있는 질병이 확대(신규 프리미엄 백신의 확대)됨에 따라 백신의 용도 확대에 대한 기대감이 있기 때문으로 판단된다.

그림 13. 세계 의약품 시장 규모



자료: Datamonitor, 하나대투증권

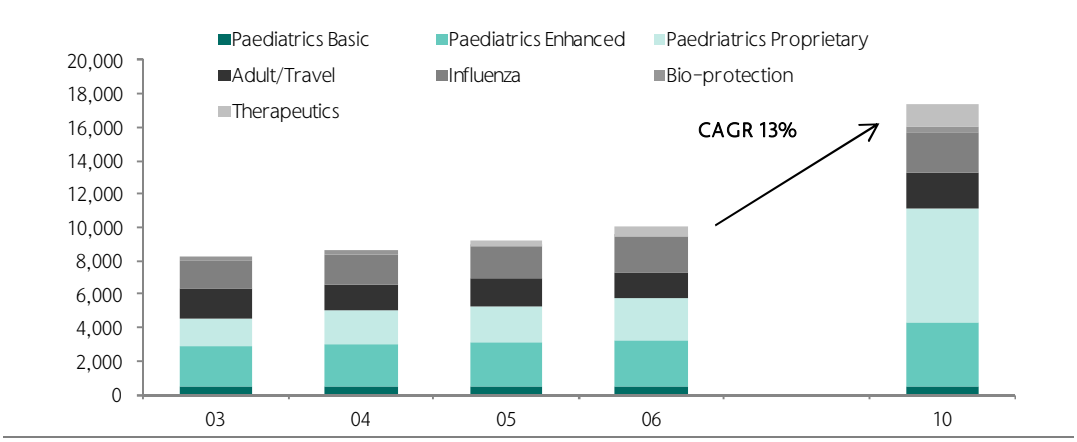
그림 14. 세계 백신시장 규모 추이 및 예상



자료: GBI Research, 하나대투증권

치료백신, 소아용 필수접종 백신 시장의 성장 기대

그림 15. 백신 세부 구분별 시장 성장 기대



자료: Bionest Partners, 하나대투증권

표 7. 백신의 Public, Private 시장 비교

	공공조달시장(Public Market)	일반시장(Private Market)
진출방식	국제기구와 개별국가 입찰을 통해 공급	사기업을 통한 개별 판매
필수요소	PQ 인증 획득 필수	글로벌 임상 시험과 품질관리에 대한 높은 신뢰성 필요
시장특성	저가시장으로 대량생산을 통한 가격 경쟁력 중요, 장기간 조달 계약으로 안정적 수요 창출 가능	신규 프리미엄 백신에 대한 수요가 높아지고 있음. 고가 제품임에도 불구하고 세계적으로 공급이 부족하여 개발 성공 시 막대한 규모의 수익창출 가능
시장현황	한국, 인도 등 신흥국 제조사 제품이 주도	중, 상위권 국가 위주로 활성화 되고 있으며 다국적백신 회사의 제품이 시장을 장악하고 있음

자료: WHO, 하나대투증권

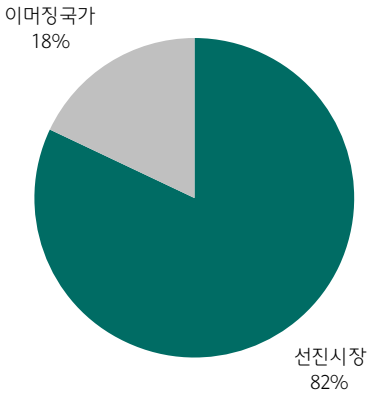
① Public Market 시장의 성장 기대

백신 시장 중 Public Market은 UNISEF나 PAHO 등 국제 기구의 예산을 바탕으로 이머징 국가에 조달되는 백신의 시장과 선진국 내에서도 정부의 지원에 따라 보건소 등으로 유통되는 시장을 뜻한다.

최근 UNISEF나 PAHO 등 주요 백신 공급자들이 백신 관련 예산을 크게 증액시키면서 이머징 국가의 백신 시장이 점차 확대되고 있으며 해당 시장 성장의 수혜는 한정적으로 PQ 인증을 받은 업체에 한해서 적용되는 만큼 진입장벽을 넘어간 업체들의 수혜가 기대된다.

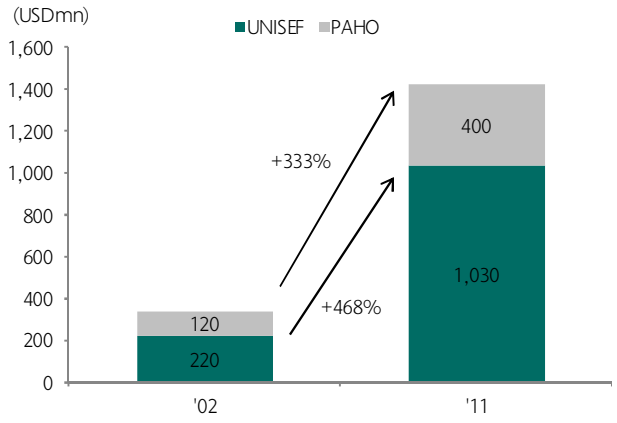
Public 시장에서의 또 하나의 변화는 공급하는 백신의 변화로 기존에는 인플루엔자백신, 단일 필수접종백신 등이 다수였다면 2011년 이후 주로 공급하는 백신들은 혼합백신, 폐렴백신 등으로 확산됨에 따라 Public 시장에서도 프리미엄백신의 사용이 점차 확산되고 있다고 판단된다.

그림 16. 백신 시장 지역별 규모 비교



자료: WHO, 하나대투증권

그림 17. 국제 기관별 Vaccine 지원 자금 증가 현황



자료: WHO, 하나대투증권

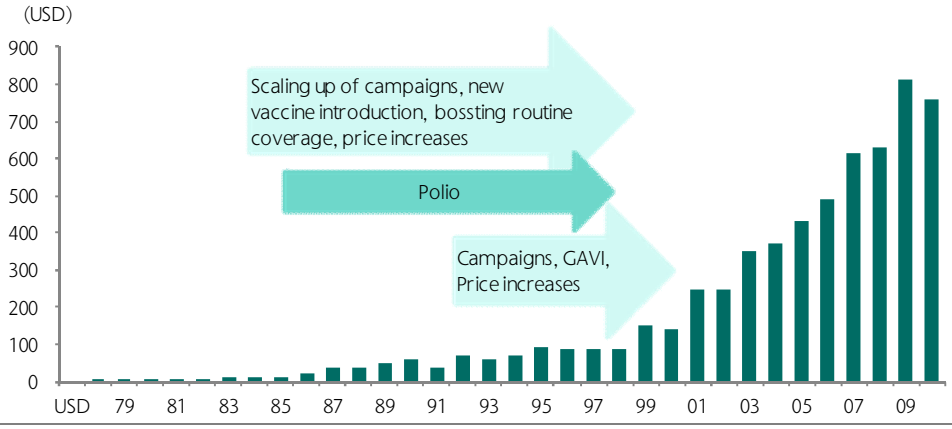
표 8. GAVI 지원 백신 현황 및 전망

2001년~2010년		2011년~2020년	
Vaccines	누적물량(doses)	Vaccines	누적물량(doses)
B형 간염 백신	100mn	5가 혼합백신(DTP-HepB-Hib)	1,800mn
5가 혼합백신(DTP-HepB-Hib)	400mn	폐렴 백신	1,300mn
황열	130mn	로타바이러스	600mn

자료: GAVI, 하나대투증권

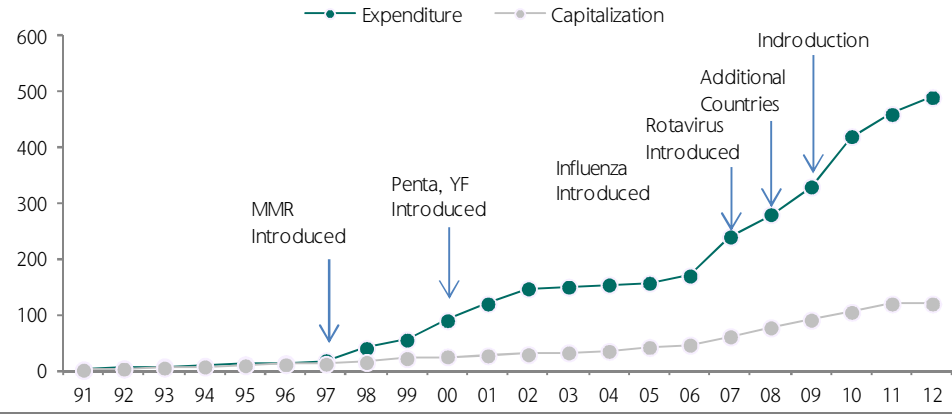
접종 국가 확대, 접종 백신 확대로 연간 백신 예산은 점차 상승 추세

그림 18. UNISEF 연간 공급 백신 value



자료: WHO, 하나대투증권

그림 19. 백신관련 Global 예산 증가 추이 및 관련 Issue



자료: WHO, 하나대투증권

표 9. WHO PQ 인증받은 백신(국내사 개발 파이프라인 해당 적응증만 요약)

백신종류	제조업체	국가	제형
DTP-HepB-HiBb	Berna Biotech Korea Corporation, a Crucell Company	Republic of Korea	1 dose vial
	Biological E Limited	India	1/10 dose vial
	GlaxoSmithKline	Belgium	1/2 dose vial
	LG Life Science Ltd	Republic of Korea	1/2 dose vial
	Panacea Biotec	India	1/10 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	1/2 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	1/2/10 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	10 dose vial
Diphtheria-Tetanus-Pertussis (acellular)	GlaxoSmithKline	Belgium	1 dose
Haemophilus influenzae type b	Center for Genetic Engineering and Biotechnology	Cuba	1 dose vial
	GlaxoSmithKline	Belgium	1/2/10 dose vial
	Merck Sharp & Dohme Corp	United States of America	1 dose vial
	Novartis Vaccines and Diagnostics	Italy	1 dose vial
	Sanofi Pasteur	France	1/10 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	1 dose vial
Hepatitis A	GlaxoSmithKline	Belgium	1 dose vial (junior/adult)
Hepatitis B	Berna Biotech Korea Corporation, a Crucell Company	Republic of Korea	1/10 dose vial
	Bio Farma	Indonesia	1 dose uniject
	Center for Genetic Engineering and Biotechnology	Cuba	1/10 dose vial
	GlaxoSmithKline	Belgium	1/10/20 dose ampoules
	LG Life Science Ltd	Republic of Korea	1/2/6/10 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	1/10 dose ampoule or vial
	Shanatha Biotechnics Private Ltd	India	6 dose vial
	Shanatha Biotechnics Private Ltd	India	20 dose vial
Human Papilloma Virus (HPV)	GlaxoSmithKline	Belgium	1/2 dose vial
	Merck Sharp & Dohme Corp	United States of America	1 dose vial
Influenza (Seasonal)	GlaxoSmithKline	Canada	10 dose vial
	Green Cross Corporation	Republic of Korea	1/10 dose vial
	Novartis Vaccines and Diagnostics	United Kingdom	10 dose vial
	Sanofi Pasteur	United States of America	1/10 dose vial
Influenza A (H1N1) - Pandemic	CSL	Australia	10 dose vial
	GlaxoSmithKline	Germany	10 doses
	Green Cross Corporation	Republic of Korea	1 dose vial
	MedImmune	United States of America	1 dose spray applicator
	Novartis Vaccines and Diagnostics	Germany	10/17 dose vial
	Sanofi Pasteur	United States of America	1/10 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	1/5 dose vial
Japanese Encephalitis	Biological E Limited	India	1 dose
	Chengdu Institute of Biological Products Co. Ltd China	China	1/5 dose vial
Meningococcal	Serum Institute of India Ltd	India	10 dose vial
	Bio-Manguinhos	Brazil	10 dose vial
	Sanofi Pasteur	France	10 dose vial
	Novartis Vaccines and Diagnostics	Italy	2 vial set (active+active) 1 dose
	Sanofi Pasteur	United States of America	1/2 dose vial
Pneumococcal (conjugate)	GlaxoSmithKline	Belgium	1/2 dose vial
	Wyeth	United States of America	1 dose vial
Polio Vaccine	Bilthoven Biologicals B.V.	Netherlands	1 dose vial
	GlaxoSmithKline	Belgium	1/2/10/20 dose vial
	Sanofi Pasteur	France	10/20 dose vial
	Statens Serum Institut	Denmark	1 dose vial
	Bio Farma	Indonesia	10/20 dose vial
	Haffkine Bio Pharmaceutical Corporation Ltd	India	20 dose vial
	Novartis Vaccines and Diagnostics	Italy	10/20 dose vial
	Serum Institute of India Ltd	India	20 dose vial
Rotavirus	GlaxoSmithKline	Belgium	1 dose vial
	Merck Sharp & Dohme Corp	United States of America	1 dose tube
Yellow Fever	Bio-Manguinhos	Brazil	5/10/50 dose vial
	Institut Pasteur Dakar	Senegal	5/10/20 dose vial
	Institute of Poliomyelitis and viral encephalitides	Russian Federation	2/5/10 dose ampoule
	Sanofi Pasteur	France	10 dose vial

자료: WHO, 하나대투증권

② Private 시장의 성장은 더 높아

지원 자금의 확대로 성장하는 공공 백신 시장의 성장성도 매력적이나 Private 시장을 대상으로 하는 프리미엄 백신 시장의 성장세는 더 높게 기록되고 있다. 최근 가장 높은 매출을 기록하고 있는 대부분의 백신은 폐렴, 자궁경부암, 소아장염 등 필수접종 백신이 아닌 기타 백신인 경우가 다수이다. 해당 품목들은 백신이 출시된지 오래되지 않았기 때문에 각종 이슈에 따라 매출의 변동성이 높은 편이나 – 경쟁자들이 적고 공공 입찰 시장에 참여하지 않기 때문에 상대적으로 단가가 높다.

때문에 기존 백신 생산업체들이 앞다투어 프리미엄백신을 출시하기 위해 노력하고 있으며 이를 통해 외/내형 실적 개선 추세를 회복하기 위해 노력하고 있다. 향후에도 B형간염 백신 시장의 확대와 자궁경부암 백신 시장 확대 등이 예상되며 기존 필수접종 백신들의 편리성을 증가시킨 혼합백신 제품군들도 점차 확대될 것으로 예상됨에 따라 프리미엄 백신 시장의 성장은 이어질 것으로 보인다.

표 10. 백신 상위 매출 품목 리스트

(단위: USDmn)

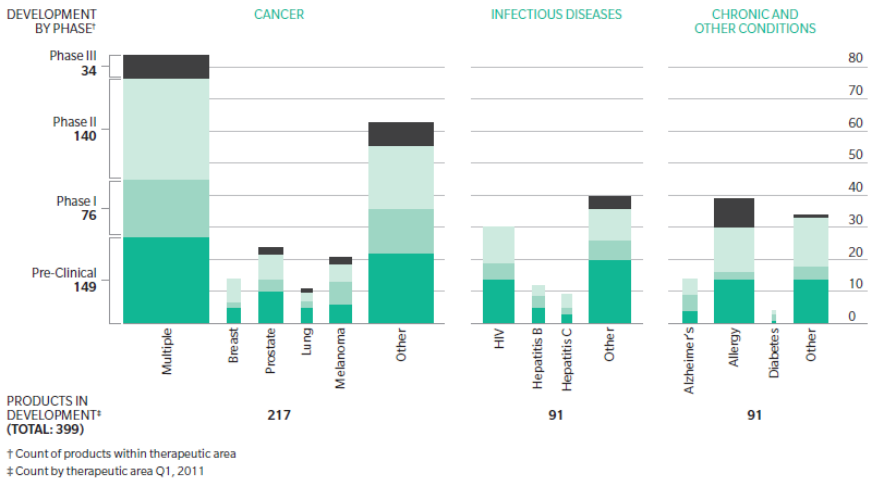
순위	제품명	적응증	회사명	2011년 매출	2012년 상반기 매출
1	프리베나	폐렴	Pfizer	3,657	1,847
2	PENTAct-HIB	DTP-IPV-Hib	Sanofi	1,496	672
3	가다실	자궁경부암	Merck	1,462	608
4	Pediaix	DTP-HepB-IPV	G.S.K	1,107	535
5	Hepatitis Vaccine	A형, B형 간염	G.S.K	1,103	500
6	Celtura	인플루엔자	Novartis	1,300	441
7	Varivax	수두	Merck	831	392
8	서바릭스	자궁경부암	G.S.K	811	285
9	로타텍	소아장염	Merck	695	284
10	시노플릭스	폐렴구균	G.S.K	561	274
11	로타릭스	소아장염	G.S.K	481	266
12	조스타박스	대상포진	Merck	332	224

자료: Datamonitor, 하나대투증권

③ 치료 백신의 시장은 커질까

백신 시장의 최근 새로운 화두는 치료백신 시장의 확대이다. 기존 백신은 '예방' 효과에 대한 기대만 있었다면 면역반응 유도를 통해 질병의 치료도 가능할 것이라는 기대가 생기고 있다. 현재 임상 진행 중인 치료백신은 약 400개 수준으로 대부분 암관련 치료제 백신 개발이 대부분이다. 대표적인 적응증은 암, 에이즈, B형간염, 알츠하이머 등이며 아직까지는 전임상 또는 초기 임상 단계의 제품들이 다수이다. 치료 백신의 경우 아직 개발 초기단계이기 때문에 다국적 제약사들 보다는 작은 바이오 벤처들이 개발을 시작한 파이프라인들이 더 많으며 각 회사들이 기술 집약적으로 밝혀낸 기술들이 대부분이다. 아직까지는 치료백신 컨셉 자체에 대해서 명확히 검증된 부분이 없는 만큼 임상 데이터로 충분히 검증될 경우 다국적 제약사로 기술 이전될 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

그림 20. 치료백신 개발 현황



자료: Bionest Partners, 하나대투증권

표 11. 바이오업체들의 치료백신 개발 현황

백신 구분	적응증	프로젝트명	개발사명	임상단계
peptide Vaccine	다발성경화증	ATX-MS-1467	EMD Serono	임상 1상
peptide Vaccine	악성 흑색종	AE08	Antigen Express	임상 1상
virus replicon particle Vaccine	HER2 발현 유방암	AlphaVax	AVX901	임상 1상
mAb Vaccine	유방암	breast cancer vaccine	MabVax Therapeutics	임상 1상
autologous idiotype Vaccine	백혈병	cancer vaccine	Bayer HC Pharma / Stellar Biotech	임상 1상
dendritic cell Vaccine	악성 흑색종	cancer vaccine	EMD Millipore	임상 1상
genetically modified vaccine	고형암	cancer vaccine	Gradalis	임상 1상
therapeutic Vaccine	유방암	AdhTAP	TapImmune	임상 1상
Vaccine	유방암, 난소암, 전립선암	DPX-0907	Immunovaccine	임상 1상
Vaccine	신장암	EC17	Endocyte	임상 1상
cell Vaccine	혈액암, 고형암	AlloStim	Immunovative Therapies	임상 1/2상
virus replicon particle Vaccine	CEA 발현 직장암	AVX701	AlphaVax	임상 1/2상
dendritic cell Vaccine	전립선암	BPX-101	Bellicum Phamaceutics	임상 1/2상
Vaccine	암	cancer vaccine	Immunitor	임상 1/2상
mAb Vaccine	고형암	CDS-1401	Celldex Therapeutics	임상 1/2상
peptide Vaccine	난소암	DPX-Survivac	Immunovaccine	임상 1/2상
DNA Vaccine	다발성경화증	BHT-3009	Bayhill Therapeutics	임상 2상
peptide Vaccine	다발성경화증	NeuroVax	Immune Response BioPharma	임상 2상
Vaccine	자궁경부암	ADXS-HPV	Advaxis	임상 2상
peptide Vaccine	유방암	AE37	Antigen Express	임상 2상
antibody Vaccine	고형암	CG201	CG Therapeutics	임상 2상
genetically modified vaccine	췌장암	CRS-207	Aduro Biotech	임상 2상
cancer Vaccine	전이성 유방암	CV-301	BN Immuno Therapeutics	임상 2상
personalized dendritic cell Vaccine	HER2 발현 비뇨기암	DN24-02	Dendreon	임상 2상
vector Vaccine	직장암	ETBX-011	Etubics	임상 2상
autologous cell Vaccine	고형암	Fang Vaccine	Gradalis	임상 2상
Vaccine	류마티스관절염	RAVAX	Immune Response BioPharma	임상 3상
personalized dendritic cell Vaccine	전이성 신장암	AGS-003	Argos Therapeutics	임상 3상
dendritic cell Vaccine	악성뇌교종	DCVax-L	Northwest Biotherapeutics	임상 3상

자료: PHRMA, 하나대투증권

2. 백신 manufacturing players

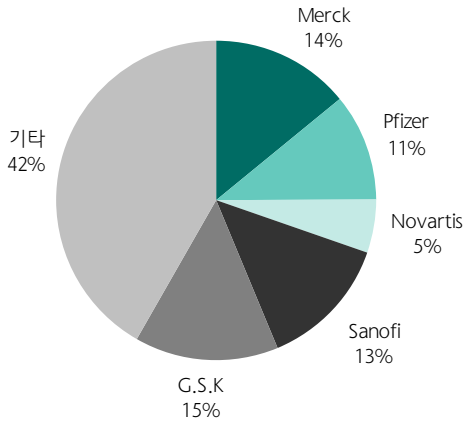
1) 글로벌 백신 시장은 상위 5개사가 독점

상위 5개사 MS 과거 70% 수준에서 60% 까지 하락

글로벌 백신 시장은 상위 5개 백신 제조사, GSK, Merck, Sanofi, Novartis와 Pfizer의 독점체제로 유지되고 있다. 최근 이머징 마켓의 저가 생산업체들이 점차 성장함에 따라 전체 점유율은 '07년 70% 수준에서 '13년 60% 수준으로 하락하였으나 여전히 상위 매출 백신들에 대해서는 독점적인 판매구조를 유지하고 있다.

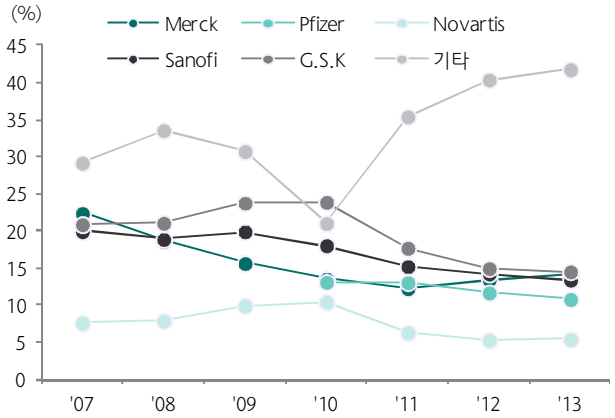
최근 출시한 신규 프리미엄 백신들의 매출이 이슈에 따라 큰 폭으로 변함에 따라 전체 성장율은 둔화되는 추세에 있으나 1) 기존 의약품 시장의 성장 둔화에 따라 전체 매출 대비 백신 매출 비중은 성장 추세이며, 2) 백신 매출 구성이 프리미엄 백신 쪽으로 전환되면서 백신 사업부의 이익 기여도는 점차 커지는 추세로 판단된다.

그림 21. 글로벌 백신 시장 MS(2013년 기준)



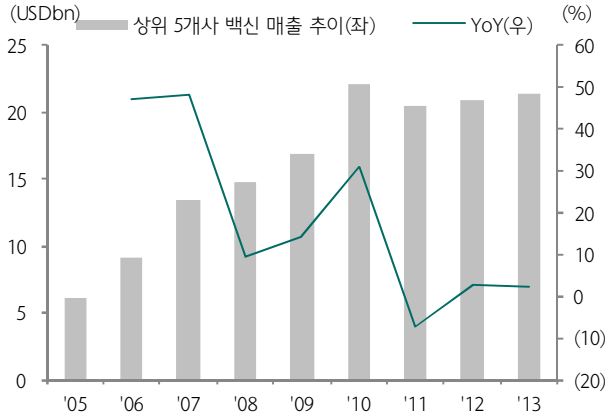
자료: 각 사, 하나대투증권

그림 22. 상위 업체별 백신 시장 내 MS 추이



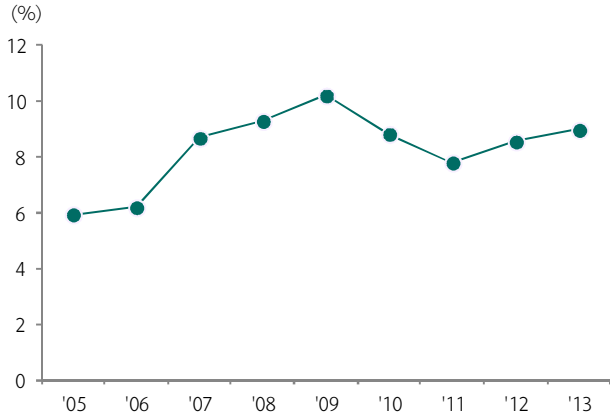
자료: 각 사, 하나대투증권

그림 23. 상위 5개 백신 제조업체 매출 추이



자료: 각 사, 하나대투증권

그림 24. 상위 5개 업체 전체 매출 대비 백신 매출 비중 추이



자료: 각 사, 하나대투증권

표 12. 주요 백신 생산업체 백신 매출 비중과 요약 손익

(단위: USDmn)

		05	06	07	08	09	10	11	12	13
MERCK	총매출	22,011.9	22,636.0	24,197.7	23,850.3	27,428.3	45,987.0	48,047.0	47,267.0	44,033.0
	백신	1,103.3	1,859.1	4,278.2	4,151.0	3,820.0	3,786.0	3,892.0	4,736.0	5,184.0
	비중(%)	5.01	8.21	17.68	17.40	13.93	8.23	8.10	10.02	11.77
	매출총이익	17,039.3	17,371.0	18,540.1	18,391.0	18,524.6	28,021.0	31,524.0	31,009.0	27,079.0
	영업이익	6,054.8	5,242.0	5,971.1	6,439.1	4,738.7	4,735.0	10,446.0	10,684.0	7,665.0
	R&D	3,848.0	4,782.9	4,882.8	4,805.3	5,845.0	10,991.0	8,467.0	8,168.0	7,503.0
	비중(%)	17.48	21.13	20.18	20.15	21.31	23.90	17.62	17.28	17.04
PFIZER	총매출	47,405.0	48,371.0	48,418.0	48,296.0	50,009.0	67,057.0	65,259.0	54,657.0	51,584.0
	백신	-	-	-		-	3,669.0	4,145.0	4,117.0	3,974.0
	비중(%)	-	-	-		-	5.47	6.35	7.53	7.70
	매출총이익	40,173.0	40,731.0	40,673.0	41,256.0	42,336.0	54,878.0	53,225.0	45,165.0	42,311.0
	영업이익	14,205.0	14,282.0	14,780.0	17,056.0	17,053.0	20,832.0	21,130.0	18,069.0	15,810.0
	R&D	7,256.0	7,599.0	8,089.0	7,945.0	7,845.0	9,392.0	9,074.0	7,482.0	6,678.0
	비중(%)	15.31	15.71	16.71	16.45	15.69	14.01	13.90	13.69	12.95
NOVARTIS	총매출	31,005.0	34,393.0	38,072.0	41,459.0	44,267.0	50,624.0	58,566.0	56,673.0	57,920.0
	백신	-	956.0	1,452.0	1,759.0	2,424.0	2,918.0	1,996.0	1,858.0	1,987.0
	비중(%)	-	2.78	3.81	4.24	5.48	5.76	3.41	3.28	3.43
	매출총이익	22,746.0	24,982.0	27,040.0	30,020.0	32,088.0	36,136.0	39,583.0	37,917.0	38,312.0
	영업이익	7,217.0	7,768.0	7,263.0	9,439.0	10,017.0	12,447.0	12,030.0	11,193.0	11,024.0
	R&D	4,825.0	5,321.0	6,430.0	7,217.0	7,469.0	9,070.0	9,583.0	9,332.0	9,852.0
	비중(%)	15.56	15.47	16.89	17.41	16.87	17.92	16.36	16.47	17.01
SANOFI	총매출	33,980.8	35,647.5	38,453.6	40,549.5	40,865.4	42,938.5	46,491.1	44,937.5	43,769.3
	백신	2,565.6	3,182.4	3,808.1	4,208.2	4,856.8	5,051.7	4,830.3	5,011.1	4,936.0
	비중(%)	7.55	8.93	9.90	10.38	11.88	11.77	10.39	11.15	11.28
	매출총이익	24,567.1	26,115.3	28,075.3	29,757.6	29,877.2	30,471.0	31,311.1	30,666.8	29,171.1
	영업이익	5,913.8	7,197.8	8,370.1	9,497.5	10,901.7	11,263.0	10,441.7	10,135.3	8,606.1
	R&D	5,031.6	5,565.8	6,219.3	6,729.3	6,390.7	6,032.1	6,698.9	6,307.2	6,336.1
	비중(%)	14.81	15.61	16.17	16.60	15.64	14.05	14.41	14.04	14.48
GSK	총매출	39,403.2	42,839.6	45,450.5	45,096.8	44,422.2	43,885.5	43,925.5	41,895.5	41,474.6
	백신	2,526.8	3,121.0	3,987.6	4,701.9	5,803.3	6,686.7	5,608.8	5,270.4	5,351.6
	비중(%)	6.41	7.29	8.77	10.43	13.06	15.24	12.77	12.58	12.90
	매출총이익	30,736.7	33,598.4	35,034.2	34,400.4	33,311.9	32,439.6	31,795.3	30,027.9	28,957.9
	영업이익	11,988.3	14,108.9	15,396.3	14,600.2	14,962.4	8,119.6	13,784.9	12,398.6	11,750.0
	R&D	5,704.9	6,376.6	6,476.6	6,492.7	6,187.0	6,127.2	6,430.0	6,307.1	6,138.6
	비중(%)	14.48	14.88	14.25	14.40	13.93	13.96	14.64	15.05	14.80
녹십자	총매출	-	384.2	476.0	478.1	506.9	684.4	631.4	635.6	725.5
	백신	-	13.5	31.9	22.0	98.4	201.9	107.1	57.9	86.3
	비중(%)	-	3.50	6.70	4.61	19.42	29.50	16.96	9.12	11.89

자료: Bloomberg, 하나대투증권

2) 프리미엄 백신 품목별로 성장율 갈려

향후 파이프라인도 프리미엄 백신에 집중

회사별 주요 백신 매출 추이를 보면 확연히 프리미엄 백신 여부에 따라 성장성이 갈린다. 대표적으로 Merck의 가다실이나 조스타박스 또는 GSK의 시노플릭스 등은 성장율이 높게 유지되는 반면 Pfizer의 전통적인 백신들은 성장 추세 자체를 잃어가고 있다.

이에 따라 상위 제약사들 역시 프리미엄 백신위주의 R&D 파이프라인을 구성하고 있으며 그 중에서도 기존 강자인 Merck와 GSK가 꾸준히 신제품을 발매할 것으로 기대된다.

표 13. Merck의 백신 매출 Breakdown (단위: USDmn)

		'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
Merck	Total Sales	24,197.7	23,850.3	27,428.3	45,987.0	48,047.0	47,267.0	44,033.0
	Vaccines	4,278.2	4,151.0	3,820.0	3,786.0	3,892.0	4,736.0	5,184.0
	Gardasil	1,480.6	1,403.0	1,118.4	988.0	1,209.0	1,631.0	1,831.0
	ProQuad/M-M-R II/Varivax	1,347.1	1,268.0	1,368.5	1,378.0	1,202.0	1,273.0	1,306.0
	Zostavax	236.0	312.0	277.4	243.0	332.0	651.0	758.0
	Pneumovax	0.0	0.0	345.6	376.0	498.0	580.0	653.0
	RotaTeq	524.7	665.0	521.9	519.0	561.0	601.0	636.0
	Hepatitis Vaccines	279.9	148.0					
	Other Vaccines	409.9	355.0	188.2	282.0			
YoY, %	Total Sales		(1.4)	15.0	67.7	4.5	(1.6)	(6.8)
	Vaccines		(3.0)	(8.0)	(0.9)	2.8	21.7	9.5
	Gardasil		(5.2)	(20.3)	(11.7)	22.4	34.9	12.3
	ProQuad/M-M-R II/Varivax		(5.9)	7.9	0.7	(12.8)	5.9	2.6
	Zostavax		32.2	(11.1)	(12.4)	36.6	96.1	16.4
	Pneumovax				8.8	32.4	16.5	12.6
	RotaTeq		26.7	(21.5)	(0.6)	8.1	7.1	5.8
	Hepatitis Vaccines		(47.1)					
	Other Vaccines		(13.4)	(47.0)	49.8			
비중, %	Total Sales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Vaccines	17.7	17.4	13.9	8.2	8.1	10.0	11.8
	Gardasil	6.1	5.9	4.1	2.1	2.5	3.5	4.2
	ProQuad/M-M-R II/Varivax	5.6	5.3	5.0	3.0	2.5	2.7	3.0
	Zostavax	1.0	1.3	1.0	0.5	0.7	1.4	1.7
	Pneumovax	0.0	0.0	1.3	0.8	1.0	1.2	1.5
	RotaTeq	2.2	2.8	1.9	1.1	1.2	1.3	1.4
	Hepatitis Vaccines	1.2	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Other Vaccines	1.7	1.5	0.7	0.6	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 14. Pfizer의 백신 매출 Breakdown (단위: USDmn)

		'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
Pfizer	Total Sales	48,418.0	48,296.0	50,009.0	67,057.0	65,259.0	54,657.0	51,584.0
	Vaccines	42,635.0	41,923.0	42,236.0	50,770.0	49,972.0	43,605.0	41,276.0
	Prevnar Family						4,117.0	3,974.0
	Prevnar 7			287.0	1,253.0	488.0		
	Prevnar 13				2,416.0	3,657.0		
비중, %	Total Sales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Vaccines	88.1	86.8	84.5	75.7	76.6	79.8	80.0
	Prevnar Family						7.5	7.7
	Prevnar 7			0.6	1.9	0.7		
	Prevnar 13				3.6	5.6		

자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 15. Novartis의 백신 매출 Breakdown (단위: USDmn)

		'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
Novartis	Total Sales	38,072.0	41,459.0	44,267.0	50,624.0	58,566.0	56,673.0	57,920.0
	Vaccines	1,452.0	1,759.0	2,424.0	2,918.0	1,996.0	1,858.0	1,987.0
YoY, %	Total Sales		8.9	6.8	14.4	15.7	(3.2)	2.2
	Vaccines		21.1	37.8	20.4	(31.6)	(6.9)	6.9
비중, %	Total Sales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Vaccines	3.8	4.2	5.5	5.8	3.4	3.3	3.4

자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 16. Sanofi의 백신 매출 Breakdown (단위: USDmn)

		'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
Sanofi	Total Sales	38,453.6	40,549.5	40,865.4	42,938.5	46,491.1	44,937.5	43,769.3
	Vaccines	3,808.1	4,208.2	4,856.8	5,051.7	4,830.3	5,011.1	4,936.0
	Polio/Whooping Cough/ Hib Vaccines	904.7	1,129.6	1,349.8	1,305.4	1,496.8	1,522.5	1,524.9
	Influenza Vaccines	1,050.0	1,082.6	1,480.9	1,720.6	1,150.1	1,136.7	1,234.0
	Meningitis/Pneumonia Vaccines	660.7	694.3	750.2	699.1	710.1	835.8	658.8
	Adult Booster Vaccines	551.1	586.9	566.1	595.7	647.5	637.8	519.4
	Travel Vaccines	448.3	454.5	436.5	506.8	515.2	468.1	507.4
	Other Vaccines	193.3	260.3	273.3	224.2	310.5	410.2	491.5
YoY, %	Total Sales		5.5	0.8	5.1	8.3	(3.3)	(2.6)
	Vaccines		10.5	15.4	4.0	(4.4)	3.7	(1.5)
	Polio/Whooping Cough/ Hib Vaccines		24.9	19.5	(3.3)	14.7	1.7	0.2
	Influenza Vaccines		3.1	36.8	16.2	(33.2)	(1.2)	8.6
	Meningitis/Pneumonia Vaccines		5.1	8.1	(6.8)	1.6	17.7	(21.2)
	Adult Booster Vaccines		6.5	(3.5)	5.2	8.7	(1.5)	(18.6)
	Travel Vaccines		1.4	(4.0)	16.1	1.7	(9.1)	8.4
	Other Vaccines		34.7	5.0	(18.0)	38.5	32.1	19.8
비중, %	Total Sales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Vaccines	9.9	10.4	11.9	11.8	10.4	11.2	11.3
	Polio/Whooping Cough/ Hib Vaccines	2.4	2.8	3.3	3.0	3.2	3.4	3.5
	Influenza Vaccines	2.7	2.7	3.6	4.0	2.5	2.5	2.8
	Meningitis/Pneumonia Vaccines	1.7	1.7	1.8	1.6	1.5	1.9	1.5
	Adult Booster Vaccines	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2
	Travel Vaccines	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.2
	Other Vaccines	0.5	0.6	0.7	0.5	0.7	0.9	1.1

자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 17. GSK의 백신 매출 Breakdown (단위: USDmn)

		'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
GSK	Total Sales	45,450.5	45,096.8	44,422.2	43,885.5	43,925.5	41,895.5	41,474.6
	Vaccines	3,987.6	4,701.9	5,803.3	6,686.7	5,608.8	5,270.4	5,351.6
	Infanrix, Pediarix	1,086.4	1,263.0	1,016.3	1,082.0	1,106.7	1,228.4	1,348.8
	Hepatitis	1,058.4	1,231.5	1,041.3	1,112.9	1,103.5	1,024.0	984.2
	Other Vaccines	868.4	1,016.7	966.2	918.1	867.7	713.3	666.6
	Synflorix	0.0	0.0	114.3	341.6	561.4	610.3	633.7
	Rotarix	182.1	309.3	441.6	363.2	481.2	570.6	586.8
	Boostrix	132.1	129.6	217.7	279.8	307.9	377.3	450.7
	Fluarix, FluLaval	318.1	398.2	330.4	372.5	368.9	317.0	392.8
	Cervarix	20.0	231.5	292.8	374.1	811.6	428.0	269.1
	Flu-prepandemic	292.1	122.2	1,382.7	1,842.5			
YoY, %	Total Sales		(0.8)	(1.5)	(1.2)	0.1	(4.6)	(1.0)
	Vaccines		17.9	23.4	15.2	(16.1)	(6.0)	1.5
	Infanrix, Pediarix		16.3	(19.5)	6.5	2.3	11.0	9.8
	Hepatitis		16.4	(15.4)	6.9	(0.8)	(7.2)	(3.9)
	Other Vaccines		17.1	(5.0)	(5.0)	(5.5)	(17.8)	(6.5)
	Synflorix				198.9	64.3	8.7	3.8
	Rotarix		69.9	42.8	(17.8)	32.5	18.6	2.8
	Boostrix		(1.9)	68.0	28.5	10.0	22.5	19.5
	Fluarix, FluLaval		25.2	(17.0)	12.7	(1.0)	(14.1)	23.9
	Cervarix		1,057.5	26.5	27.8	116.9	(47.3)	(37.1)
	Flu-prepandemic		(58.2)	1,031.5	33.3			
비중, %	Total Sales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Vaccines	8.8	10.4	13.1	15.2	12.8	12.6	12.9
	Infanrix, Pediarix	2.4	2.8	2.3	2.5	2.5	2.9	3.3
	Hepatitis	2.3	2.7	2.3	2.5	2.5	2.4	2.4
	Other Vaccines	1.9	2.3	2.2	2.1	2.0	1.7	1.6
	Synflorix			0.3	0.8	1.3	1.5	1.5
	Rotarix	0.4	0.7	1.0	0.8	1.1	1.4	1.4
	Boostrix	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1
	Fluarix, FluLaval	0.7	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
	Cervarix		0.5	0.7	0.9	1.8	1.0	0.6
	Flu-prepandemic	0.6	0.3	3.1	4.2			

자료: Bloomberg, 하나대투증권

표 18. 주요 백신 제조업체 신규 Vaccine 파이프라인

Manufacturer	Phase 1	Phase 2	Phase 3
Merck		Pneumococcal conjugate	9-valent Human Papillomavirus
			Inactivated Herpes Zoster
			6-valent pediatric combination (diphtheria, tetanus, pertussis, polio, hepatitis B, and Haemophilus influenza type b)
Novartis	Cytomegalovirus	Pseudomonas aeruginosa	Cell cultured influenza in the US
	Group B Streptococcus	Meningococcal B in the US	Adjuvanted influenza in the US
	HIV	Cell cultured influenza	Peciatric inactivated influenza in the US
	Pneumococcal	Conjugate meningococcal A, B, C, Y, W135	
Pfizer	Smoking cessation	Alzheimer's disease	
	Clostridium difficile	4-valent Staphylococcus aureas	Adolescent and young adult meningococcal B
	Asthma		
Sanofi Pasteur	Pneumococcal	Clostridium difficile	4-valent pediatric combination (diphtheria, tetanus, pertussis, polio)
	Pseudomonas aeruginosa	4-valent rotavirus	6-valent pediatric combination (diphtheria, tetanus, pertussis, polio, hepatitis B, and Haemophilus influenza type b)
	Tuberculosis	Purified vero rables	4-valent inactivated influenza
		4-valent meningococcal A, C, Y, W135 conjugate	4-valent dengue
GlaxoSmithKline	Staphylococcus aureus	Tuberculosis	Measles-Mumps-Rubella
	HIV	HIV immunotheraphy	Malaria
	Non-typeable Haemophilus influenzae	Pneumococcal conjugate	Herpes Zoster

주: 음영표시는 프리미엄 백신(신규시장 창출 또는 다가백신 등) 기대주
자료: 각 사, 하나대투증권

표 19. 글로벌 백신 생산업체 peer valuation

(단위: USDmn, %)

NAME		Merck	Sanofi	Pfizer	Novartis	GSK	녹십자	SK케미칼
Code		MRK US EQUITY	SAN FP EQUITY	PFE US EQUITY	NOVN VX EQUITY	GSK LN EQUITY	006280 KS EQUITY	006120 KS EQUITY
Mkt.Cap (mn)		169,068	103,069	181,602	211,083	67,505	1,414,071	1,346,461
Price		58.61 (USD)	78.00 (EUR)	28.64 (USD)	78.00 (CHF)	1392.00 (GBP)	121,000 (KRW)	64,600 (KRW)
Sales	2009	27,428.3	40,865.4	50,009.0	44,267.0	44,422.2	506.9	1,006.0
	2010	45,987.0	42,938.5	67,057.0	50,624.0	43,885.5	684.4	1,154.6
	2011	48,047.0	46,491.1	65,259.0	58,566.0	43,925.5	631.4	1,396.9
	2012	47,267.0	44,937.5	54,657.0	56,673.0	41,895.5	635.6	1,311.2
	2013	44,033.0	43,769.3	51,584.0	57,920.0	41,474.6	725.5	1,356.9
YoY	2010	67.7	5.1	34.1	14.4	(1.2)	35.0	14.8
	2011	4.5	8.3	(2.7)	15.7	0.1	(7.7)	21.0
	2012	(1.6)	(3.3)	(16.2)	(3.2)	(4.6)	0.7	(6.1)
	2013	(6.8)	(2.6)	(5.6)	2.2	(1.0)	14.1	3.5
OP	2009	4,738.7	10,901.7	17,053.0	10,017.0	14,962.4	94.1	66.5
	2010	4,735.0	11,263.0	20,832.0	12,447.0	8,119.6	126.0	59.0
	2011	10,446.0	10,441.7	21,130.0	12,030.0	13,784.9	70.2	58.4
	2012	10,684.0	10,135.3	18,069.0	11,193.0	12,398.6	58.9	43.0
	2013	7,665.0	8,606.1	15,810.0	11,024.0	11,750.0	64.5	65.2
YoY	2010	(0.1)	3.3	22.2	24.3	(45.7)	33.9	(11.3)
	2011	120.6	(7.3)	1.4	(3.4)	69.8	(44.3)	(1.0)
	2012	2.3	(2.9)	(14.5)	(7.0)	(10.1)	(16.1)	(26.4)
	2013	(28.3)	(15.1)	(12.5)	(1.5)	(5.2)	9.5	51.6
OPM	2009	17.3	26.7	34.1	22.6	33.7	18.6	6.6
	2010	10.3	26.2	31.1	24.6	18.5	18.4	5.1
	2011	21.7	22.5	32.4	20.5	31.4	11.1	4.2
	2012	22.6	22.6	33.1	19.8	29.6	9.3	3.3
	2013	17.4	19.7	30.6	19.0	28.3	8.9	4.8
NI	2009	12,901.3	7,341.7	8,635.0	8,400.0	8,661.1	63.5	98.1
	2010	861.0	7,252.6	8,257.0	9,794.0	2,525.7	90.6	236.9
	2011	6,272.0	7,927.0	10,009.0	9,113.0	8,438.0	48.9	27.9
	2012	6,168.0	6,286.6	14,570.0	9,270.0	7,131.3	48.4	34.9
	2013	4,404.0	4,937.3	22,003.0	9,175.0	8,506.2	62.6	24.2
YoY	2010	(93.3)	(1.2)	(4.4)	16.6	(70.8)	42.7	141.5
	2011	628.5	9.3	21.2	(7.0)	234.1	(46.0)	(88.2)
	2012	(1.7)	(20.7)	45.6	1.7	(15.5)	(1.0)	25.1
	2013	(28.6)	(21.5)	51.0	(1.0)	19.3	29.3	(30.7)
EPS	2009	5.7	5.6	1.2	3.7	1.7	6.8	5.5
	2010	0.3	5.6	1.0	4.3	0.5	9.4	13.3
	2011	2.0	6.0	1.3	3.8	1.7	4.7	1.5
	2012	2.0	4.8	2.0	3.8	1.5	4.6	1.9
	2013	1.5	3.7	3.2	3.8	1.8	5.5	1.3
YoY	2010	(95.1)	(1.1)	(16.3)	15.7	(71.0)	38.1	143.4
	2011	628.6	8.0	24.3	(10.5)	238.1	(50.2)	(88.6)
	2012	(0.5)	(20.5)	53.1	0.0	(13.5)	(2.1)	26.3
	2013	(26.6)	(21.8)	64.8	(1.8)	21.2	20.2	(31.8)
PE	2009	11.2	14.1	9.0	14.7	12.1	14.0	9.6
	2010	10.5	11.4	7.9	13.7	38.6	12.3	4.0
	2011	10.0	13.2	9.6	14.9	14.1	27.0	38.2
	2012	10.7	19.2	11.1	16.4	14.6	25.7	27.6
	2013	14.3	27.4	13.2	21.3	14.3	20.8	38.6
EBITDA	2009	7,314.7	17,855.8	21,810.0	12,318.0	17,408.4	107.3	95.3
	2010	12,116.0	17,452.9	29,319.0	15,866.0	10,714.8	142.6	86.7
	2011	17,873.0	17,534.6	30,037.0	17,818.0	16,067.2	81.3	88.9
	2012	17,662.0	16,046.4	25,724.0	16,113.0	14,689.0	70.5	75.0
	2013	14,653.0	14,120.0	22,220.0	15,949.0	13,962.6	79.1	103.6
YoY	2010	65.6	(2.3)	34.4	28.8	(38.5)	32.9	(9.0)
	2011	47.5	0.5	2.4	12.3	50.0	(43.0)	2.5
	2012	(1.2)	(8.5)	(14.4)	(9.6)	(8.6)	(13.3)	(15.6)
	2013	(17.0)	(12.0)	(13.6)	(1.0)	(4.9)	12.2	38.1
EV/EBITDA	2009	17.0	6.0	7.8	9.8	7.1	8.8	13.0
	2010	9.8	4.9	5.3	9.8	10.7	7.8	16.1
	2011	6.7	6.9	5.9	8.6	8.4	15.8	19.2
	2012	7.4	8.2	7.3	10.2	8.7	18.1	23.7
	2013	10.7	10.2	9.0	12.8	10.3	16.6	18.7
ROE	2009	25.2	11.0	9.0	13.8	24.2	25.7	14.3
	2010	1.8	10.1	7.3	12.9	9.0	23.3	30.4
	2011	9.4	9.5	8.8	11.1	24.8	9.3	3.3
	2012	9.1	7.5	13.1	11.4	21.3	8.4	4.1
	2013	6.7	5.8	19.9	10.9	24.4	9.1	2.7

자료: Bloomberg, 하나대투증권

3. 국내 백신 시장

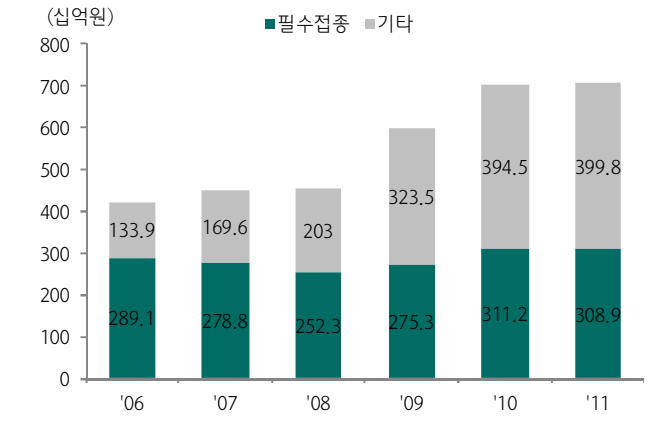
1) 국내 백신 시장 자급화 효과 기대

국내 백신 시장 약 7,000억원 규모

국내 백신시장은 2011년 기준 7,000억원(판매액기준, 생산단가 기준으로는 5,000억원 내외 수준) 수준의 규모를 달성했으며 2011년 독감백신 과잉공급에 따른 덤핑 및 가격 하락 등 이슈 등에도 불구하고 자궁경부암백신, 폐렴구균 백신 등 고가 백신들의 사용량이 증가함에 따라 성장성은 2012년 이후 12% 이상을 유지하고 있다. 국내 7,000억원 규모의 백신 시장 중 약 3,000억원 규모가 필수접종 백신 시장으로 그 규모와 단가는 꾸준하게 유지가 되고 있으며 나머지 4,000억원 시장이 기타 접종 백신으로 시장 성장율을 유지하고 있다.

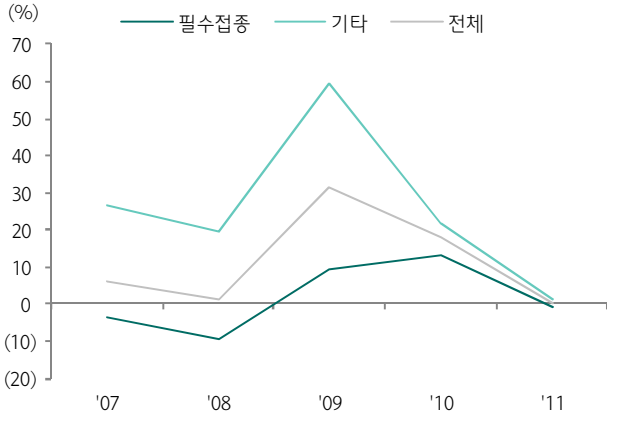
국내 백신 시장의 특징은 자체 생산 백신 규모가 40% 수준으로 수입백신이 더 많다. 2012년 기준 국내 자체 생산 중인 백신은 주요 백신 27종 중 10종뿐이며 대부분 인플루엔자백신, B형간염 백신, 일본뇌염 백신 등이다. 국내 생산된 백신 중 생산 실적 기준 가장 큰 규모는 퀸박셈주(베르나바이오텍, 수출용, 2013년 1,624억원), GCflu 프리필드시린지주(녹십자, 2013년 370억원)이다. 또한 상위 수입 백신은 가다실 프리필드시린지주(MSD, 2013년 59.4백만불), 프리베나 13주(화이자, 2013년 49.3백만불), 박셈힙 프리필드시린지(노바티스, 2013년 18.6백만불)이다.

그림 25. 국내 백신 시장 규모 추이



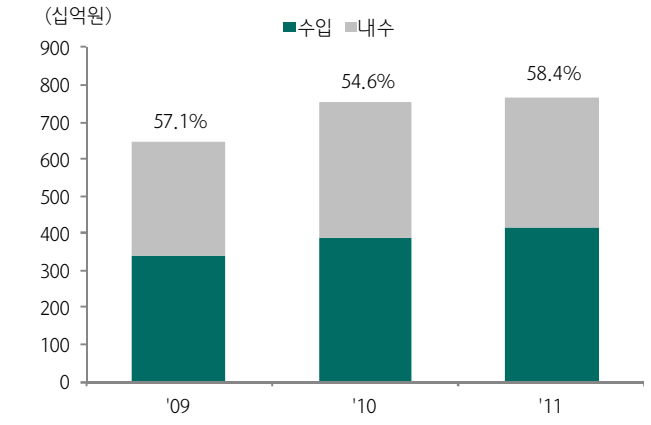
자료: 질병관리본부, 하나대투증권

그림 26. 국내 백신시장 성장율 추이



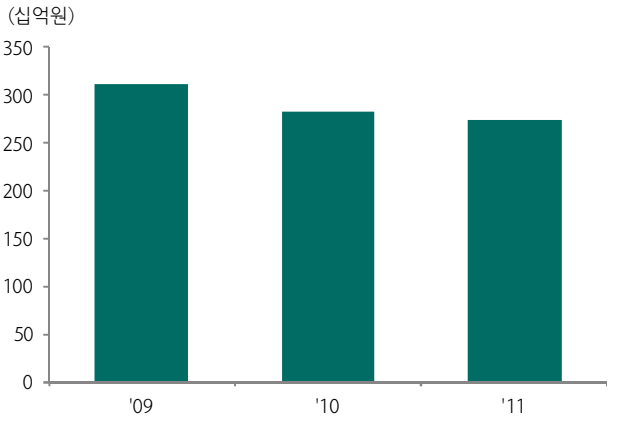
자료: 질병관리본부, 하나대투증권

그림 27. 국내 백신 시장 중 수입백신 비중



자료: 질병관리본부, 하나대투증권

그림 28. 국내 백신 수출 규모 추이



자료: 질병관리본부, 하나대투증권

국내 백신의 자급화 계획

백신의 자급력 부족이 홍역이나 신종플루 대유행 시기에 – 1) 백신 접종율 지연과 2) 백신의 가격 인상 등의 이슈로 확대됨에 따라 정부는 주요 27개 백신에 대해 국산 자급화 정책을 확대하기로 결정했다. 이에 따라 2015년 추가 4종(필수 3종, 기타 1종), 2017년 추가 5종(필수 2종, 기타 3종) 등을 확대하여 총 22개로 자급 가능한 백신을 확대할 계획을 발표하였다. 현재 정부에서 조달하는 무료 접종 대상 백신은 2014년 기준 총 13종으로 2014년에만 2종(일본뇌염백신/2월~, 폐렴구균/5월~)이 추가되었다.

또한 백신 산업이 초기 투자 비용이 크고 필수접종백신에 대해서는 안정적이지만 낮은 수익구조를 가져갈 수 밖에 없다는 점을 감안하여, 정부는 백신산업 성장 지원을 아끼고 있지 않다. 이에 따라 1) 정부 차원에서 필수접종 백신을 확대하고 있으며, 2) 백신 생산 시설 확대를 위한 자금 마련 및 3) 해외 진출을 위한 임상, PQ인증 자금 지원 등의 정책적인 지원을 아끼지 않고 있다.

이에 따라 초기 국내 백신 생산시설을 마련한 업체들이 필수접종 시장 3,000억원의 국산화 수혜를 받을 것으로 기대되며, 해당업체들이 향후 제품 라인업을 기타접종 백신까지 확대할 것으로 예상됨에 따라 기존 제약사 대비 높은 성장을 보여줄 것으로 예상된다.

표 20. 한국의 백신 자급 중장기 계획

구분	예방접종 종류	백신 자급 예상		
		'12	'15	'17
필수 예방접종 (11종)	B형간염	○	○	○
	일본뇌염(불활화)	○	○	○
	신증후출혈열	○	○	○
	수두	○	○	○
	계절 인플루엔자	○	○	○
	장티푸스	○	○	○
	BCG(피내용)		○	○
	DTap		○	○
	성인용 Td		○	○
	폴리오(사백신)			○
	MMR			○
소계	**11종**	**6종**	**9종**	**11종**
기타 예방접종 (12종)	렙토스피라	○	○	○
	녹농균	○	○	○
	BCG(경피용)			
	일본뇌염(생백신)			
	Hib(헤모필로스인플루엔자b형)	○	○	○
	A형간염			
	폐렴구균			○
	인유두종(HPV)			○
	소아장염(로타)			
	대상포진		○	○
	콜레라			○
	성인용 DTap			○
소계	**12종**	**3종**	**4종**	**8종**
생물테러/대유행 (4종)	두창(천연두)	○	○	○
	탄저		○	○
	조류인플루엔자(H5N1)		○	○
	세포배양인플루엔자			○
소계	**4종**	**1종**	**3종**	**4종**
계	**27종**	**10종**	**16종**	**23종**

자료: 하나대투증권

자급화를 넘어 글로벌화 까지

정부는 백신의 자급화와 더불어 글로벌화를 위한 정책을 발표하면서 2020년까지 한국을 세계 5위 백신 강국으로 육성하겠다고 밝혔다. 다만 현재 국내 백신 시장이 상당히 협소하고, 해외 진출 경험이 없다는 점을 감안하여 1) 2020년 까지 백신 자급율을 80% 수준으로 확대하고, 2) 전략적 R&D를 통해 기술력을 확보할 것으로 계획했다.

주요 과제는 1) WHO PQ 인증 획득 지원과, 2) 해외 공관, KOTRA 등을 통한 적극적 세일즈, 3) 저개발국이나 단가가 낮은 선진국의 인허가 장벽 극복을 위한 자금지원으로 향후 개량, 프리미엄, 첨단 치료 백신 개발에 집중 지원을 할 것으로 예상된다.

표 21. 백신 글로벌 협의체 구성 업체

구 분	구성원	비고
정부 부처 (8)	보건복지부 보건산업정책국장	공동위원장
	산업통상자원부 창의산업정책관	공동위원장
	미래창조과학부 미래기술과장	
	외교부 양자경제진흥과장	
	식품의약품안전처 바이오의약품정책과장	
	중소기업청 해외시장과장	
	특허청 바이오심사과장	
	보건복지부 질병관리본부 백신연구과장	
유관 기관 (5)	한국보건산업진흥원	사무국
	대한무역투자진흥공사(KOTRA)	
	한국무역보험공사	
	한국수출입은행	
	전남생물산업진흥원	
관련 협회 (4)	한국바이오의약품협회	공동간사
	한국제약협회	공동간사
	한국바이오협회	
	한국신약개발조합	
관련 기업 (16)	녹십자	
	보령바이오파마	
	셀트리온	
	아이진	
	유바이오로직스	
	일양약품(주)	
	㈜바이넥스	
	차백신연구소	
	한국콜마(주)	
	(주)한국백신	
	CJ 제일제당	
	CnBD	
	LG생명과학	
	SK케미칼(주)	
	동아쏘시오홀딩스	
	종근당	

자료: 식약처, 하나대투증권

2) 국내 백신 생산 현황

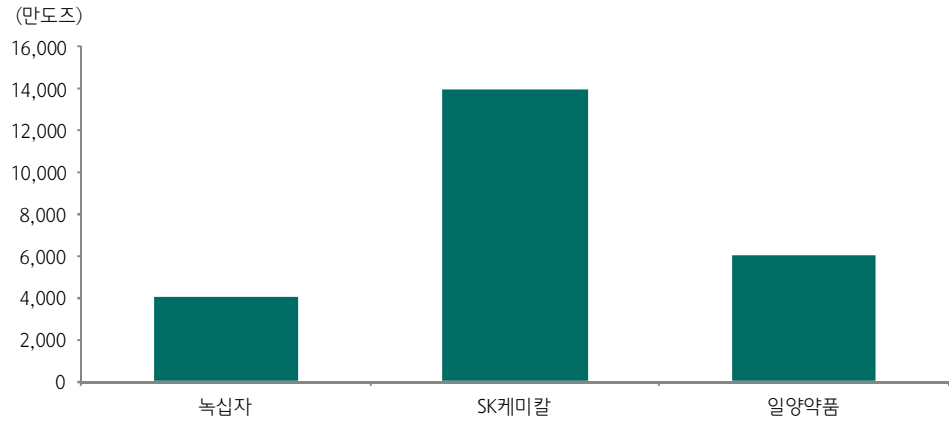
국내 자체 생산 백신 공장은 3곳 뿐

현재 국내에서 자체적으로 백신을 생산할 수 있는 공장은 녹십자의 화순공장(2,000만ds x 상/하반기 생산=4,000만ds), SK케미칼의 안동공장(세포배양백신, 1억 4,000만ds), 일양약품 음성공장(6,000만ds) 수준이다. 총 생산 가능 물량은 2억 4,000만ds(3가 독감백신 기준 8,000만ds) 수준이다. 현재까지 자체 생산으로 허가 받은 백신은 녹십자(독감백신, 수두백신), 일양약품(독감백신) 등으로 대체로 독감백신에 집중되어 있다.

그러나 이미 독감백신으로 WHO PQ 인증을 획득한 녹십자를 포함하여 SK케미칼, 일양약품이 자사 독감백신을 PQ 인증에 등록시킬 것으로 예상되며, 각 사가 독감백신 외의 다양한 백신 파이프라인을 준비 중으로 해당 capa는 충분히 유용하게 쓰일 것으로 기대된다.

그림 29. 국내 자체 백신 생산 공장 Capa 비교

백신 자체 생산 공장 보유업체 3곳



자료: 보건산업진흥원, 하나대투증권

국내 인플루엔자 시장 경쟁심화?!!

현재 국내 백신업체들이 가장 집중하고 있는 인플루엔자(독감) 백신 시장은 연간 사용량이 약 1,500~1,700만ds 수준이다. 정부 입찰 단가가 과거 10,000원 수준에서 과잉 공급 이슈 이후로 7,000원 대로 하락한 것을 감안하면 약 1,100억 규모의 시장이다.

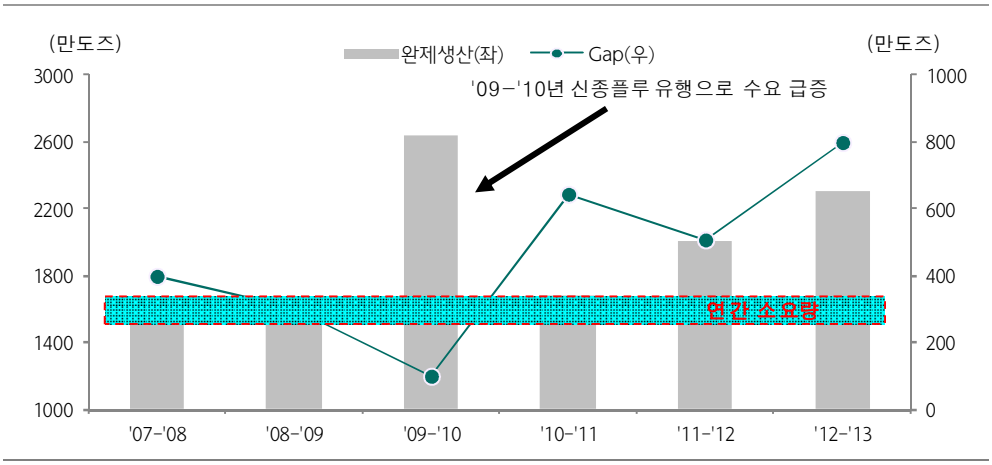
해당 시장이 SK케미칼과 일양약품의 침투 이전에는 전량 녹십자와 수입백신으로 구성된 시장이라는 것을 감안했을 때 약 400억원(MS 36% 수준) 규모가 녹십자 자체 제품 물량이며, 녹십자발 원료로 생산된 물량을 포함했을 때 국내 자체 생산 독감백신은 약 500~600억원 규모(MS 55% 수준)로 파악된다.

단기적으로 국내 백신 공장들의 생산이 독감백신 쪽으로 몰릴 것으로 예상됨에 따라 1) 일차적으로는 시장의 절반 정도를 담당하고 있는 수입백신을 대체할 것으로 예상되나, 2) 실제로 2010년 이후 독감백신 국내 완제 생산량(공급량) 점차 증가하고 있는 만큼 독감백신 시장의 경쟁 심화는 무시할 수 있는 부분은 아니라고 판단된다. 이에 따라 우려할 수 있는 부분은 1) 경쟁 심화에 따른 단가하락과 2) (독감백신은 당해 생산분 밖에 사용할 수 없다는 것을 감안하여)폐기물량 증가에 따른 원가 상승 요인 부분이다.

다만 향후 백신 시장에서의 성장은 독감백신 부분이 아닌 기타 백신들의 자급화를 통해 성장할 것으로 예상되고, 프리미엄 백신 개발 및 해외 시장 진출을 통해 백신 생산업체들이 성장을 차별화 시킬 것으로 예상됨에 따라 장기적으로는 큰 이슈가 될 것으로 예상되지는 않으며, 국산 백신의 품질이 충분히 입증되었을 때 내수 시장점유율 경쟁 보다는 해외 수입백신 물량 감소가 더 빨리 반영될 것으로 예상된다.

인플루엔자 백신은 이미 과잉공급 상태

그림 30. 국내 독감백신 생산량 추이



자료: 질병관리본부, 하나대투증권

국내 백신 시장 자급화로 어디까지 커질 수 있나?

그렇다면 국내 백신 시장은 자급화를 통해 어디까지 성장할 수 있을까? 단순하게 생각했을 때 7,000억원의 백신 시장 중 이미 자급화가 상당히 진행된 독감백신 시장 약 1,000억원을 제외하면 6,000억원의 성장 가능성이 남아있다.

그러나 2022년까지 국내 필수접종 백신을 80% 국산화 시킨다는 전략 아래 7,000억원의 백신 시장 중 필수접종 백신 시장은 약 3,000억원 규모의 시장으로 추산되며 이 중 인플루엔자 백신을 제외했을 때 추가 성장 여력은 (국내 시장만 감안했을 때) 약 2,000억원 수준이 된다. 또한 이미 기존 국내 백신 공급자들이 해당 백신들을 수입하여 국내에 공급하고 있었다는 사실을 감안했을 때 백신 '자급화'를 통한 외형 성장은 제한적일 것으로 판단된다.

오히려 수입백신의 국산화를 통해 1) 백신 판매업체들의 원가가 개선될 가능성이 높다고 판단되며, 2) 그 동안 일부 업체만 진행하던 백신사업을 다양한 업체들이 진행 할 수 있을 것이라는 기대감이 생긴다.

표 22. 한국의 표준예방접종 일정표

	대상감염병	백신종류 및 방법	횟수	출생~1개월 이내	1개월	2개월	4개월	6개월	12개월	15개월	18개월	24개월	36개월	만4세	만6세	만11세	만12세
국가예방접종	결핵	BCG(피내용)	1	1회													
	B형간염	HepB	3	1차	2차			3차									
	디프테리아 파상풍 백일해	DTap	5			1차	2차	3차		4차				5차			
		Td/Tdap	1													6차	
	폴리오	IPV	4			1차	2차	3차						4차			
	B형헤모필루스 인플루엔자	PRP-T/HbOC	4			1차	2차	3차	4차								
	폐렴구균	PCV(단백결합)	4			1차	2차	3차	4차								
		PPSV(다당질)	-									고위험군에 한하여 접종					
	홍역 유행성이하선염 풍진	MMR	2						1차					2차			
	수두	Var	1						1차								
	일본뇌염	JE(사백신)	5						1~3차						4차		5차
		JE(생백신)	2						1~3차								
	인플루엔자	Flu(사백신)	-					매년 접종									
		Flu(생백신)	-									매년 접종					
	장티푸스	주사용	-									고위험군에 한하여 접종					
기타예방접종	결핵	BCG(경피용)	1	1회													
	로타바이러스	RV1	2			1차	2차										
		RV5	3			1차	2차	3차									
	A형간염	HepA	2						1~2차								
	인유두종바이러스	HPV2/HPV4	3													1~3차	

자료: 하나대투증권

성장의 기대감은 해외진출을 통해

결론적으로 1) 국내 백신 산업의 성장은 둔화된 의약품 시장의 성장 대비 높은 수준일 것으로 예상되며, 2) 필수접종 백신의 확대와 자체 생산 백신 확대에 따라 백신 유통을 통한 수익 구조는 분명 확대될 것으로 예상된다. 다만 백신 산업의 외형이 기하급수적으로 커진다는 기대 보다는 새로운 생산업체들의 한정적인 수혜가 기대되는 상황이다.

실제로 백신 자체 생산을 통한 성장 기대감을 가져가기 위해서는 해외 진출 부분이 상당히 중요하며 - 1) 저가의 고품질 생산 능력을 기반으로 한 국제 공공시장(Public 시장) 진출 또는 2) 프리미엄 백신 기술 개발을 통해 국/내외 신시장을 개척하는 부분이 필요하다고 판단된다.

현재 독감백신으로 시작되는 초기단계에서 각 회사의 장기적인 백신 파이프라인과 생산 원가, 품질 수준을 평가하기 어려운 상황에서 수혜를 예측하기 어려우나 다양한 백신 파이프라인을 구축하고 있는 SK케미칼, 이제 막 백신 수출에서 박차를 가하고 있는 녹십자의 향후 선전이 기대된다.

표 23. 국내 제조 백신의 WHO PQ 인증 현황

백신 종류	제품명	제조원	승인일자
B형간염백신	유박스-비주	LG생명과학	96.11.22
	헤파박스-진주	베르나바이오텍	04.03.23
인플루엔자백신	지씨플루주	녹십자	11.04.12
신종인플루엔자백신	그린플루-에스주	녹십자	10.05.11
DTwP-HepB-Hib	퀸박셈주	베르나바이오텍	06.09.26
	유포박-히브주	LG생명과학	12.08.23

자료: 식약청, 하나대투증권

백신 Overweight

Top picks 및 관심종목

SK케미칼 (006120.KS) 31

일양약품 (007570.KS) 41

녹십자 (006280.KS) 43

2014년 8월 18일

SK케미칼(006120)

Top Picks 및 관심종목

Industry In-depth

백신에 대한 기대감 충전 완료!

SK케미칼의 국내 백신 시장 진출 기대감은?

동사의 국내 백신시장 진출은 2015년 본격화될 것으로 예상된다. 다만 내년 출시된 4가 독감백신의 가격이 기존 3가 백신 대비 큰 차이가 없을 경우 충분히 국내 시장 탈환이 가능할 것으로 예상되나 초기 가동율이 낮은 상황에서 제조원가 절감이 어디까지 가능하고, 이에 따른 가격 책정이 어느 수준까지 가능할 것인가가 가장 중요한 변수로 판단된다.

2016년 출시이기는 하나 폐렴구균 백신의 국내 시장 진출도 기대된다. 현재 폐렴구균 백신은 소아기준 무료접종(필수접종 백신)에 포함되었으며 이에 따라 정부가 꾸준한 가격과 수요를 유지해주고 있다. 정부 지원 덕분에 소비자 측면에서도 가격 부담 없이 사용량이 늘어날 수 있는 상황이다. 실제로 관납이 시작된 2013년 동사의 수입 폐렴구균 백신 매출도 높은 성장세를 기록하였으며 동사가 2016년까지는 유일한 국내 폐렴구균 백신 생산업체일 것으로 예상되는 만큼 국내 시장에서의 높은 시장점유율이 기대된다.

2020년 동사 백신 라인업들의 출시가 완료되는 시점에서 전 Capa가 국내 공공시장 백신 납품을 위해 가동된다고 가정했을 때 약 5,000억원 이상의 매출이 발생 가능할 것으로 예상되며 (평균단가 10,000원, 3가백신 생산 가정) 국내 백신 시장의 규모를 감안했을 때 내수 시장의 수요 만으로 2,000억원 이상의 매출을 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

목표주가 85,000원, 투자의견 매수 제시

SK케미칼에 대해 목표주가 85,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 동사는 기본적인 영업가치를 포함하여 주요 상장사 가치만 반영하더라도 1.4조원 수준의 기업가치를 적용할 수 있으며 현재 사업가치 외 성장할 것으로 기대되는 부분들이 다양하다. 다만 가장 가깝게 적용될 수 있는 백신 부분에 대해 실질적인 반영은 2015년, 본격성장은 2016년에 나타날 것으로 예상되는 만큼 현재 목표주가 산정에서는 제외하였으며 향후 백신 부분의 성장에 따라 추가적인 상승여력은 충분하다고 판단된다.

BUY

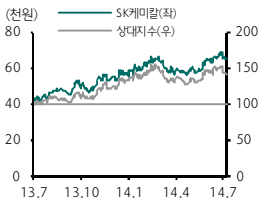
| TP(12M): 85,000원 | CP(8월14일): 64,600원

Key Data	
KOSPI 지수(pt)	2,063.20
52주최고/최저(원)	68,800/42,300
시가총액(십억원)	1,346.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	20,843.0
60일 평균거래량(천주)	114.6
60일 평균거래대금(십억원)	7.3
13년 배당금(예상,원)	400
13년 배당수익률(예상,%)	0.61
외국인 지분율(%)	10.10
주요주주 지분율(%)	
최창원 외 10인	11.98
국민연금공단	11.38

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(2.9)	9.9	45.5
상대	(5.0)	3.9	38.0

Consensus Data	2014	2015
매출액(십억원)	8,569.4	8,918.2
영업이익(십억원)	205.9	221.3
순이익(십억원)	106.1	135.4
EPS(원)	2,454	3,198
BPS(원)	65,834	70,591

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	9,160.1	8,256.6	8,419.4	8,984.4	9,554.2
영업이익	십억원	190.6	194.0	167.9	195.3	216.9
세전이익	십억원	190.9	32.8	71.9	97.9	119.4
순이익	십억원	79.8	(30.9)	46.6	59.5	72.6
EPS	원	3,372	(1,306)	1,970	2,515	3,069
증감율	%	(48.10)	(138.73)	(250.84)	27.66	22.03
PER	배	17.70	N/A	33.04	25.89	21.21
PBR	배	1.02	0.95	1.09	1.05	1.00
EV/EBITDA	배	11.44	11.98	14.43	13.33	12.50
ROE	%	6.33	(2.41)	3.61	4.44	5.17
BPS	원	58,680	57,864	59,652	62,027	64,956
Net DER	%	73.6	87.9	83.2	80.9	76.0

Analyst 이알음
02-3771-8108
aleum.lee@hanafn.com

RA 유재선
02-3771-8011
Jaeseon.yoo@hanafn.com

1. SK케미칼 기업 개요

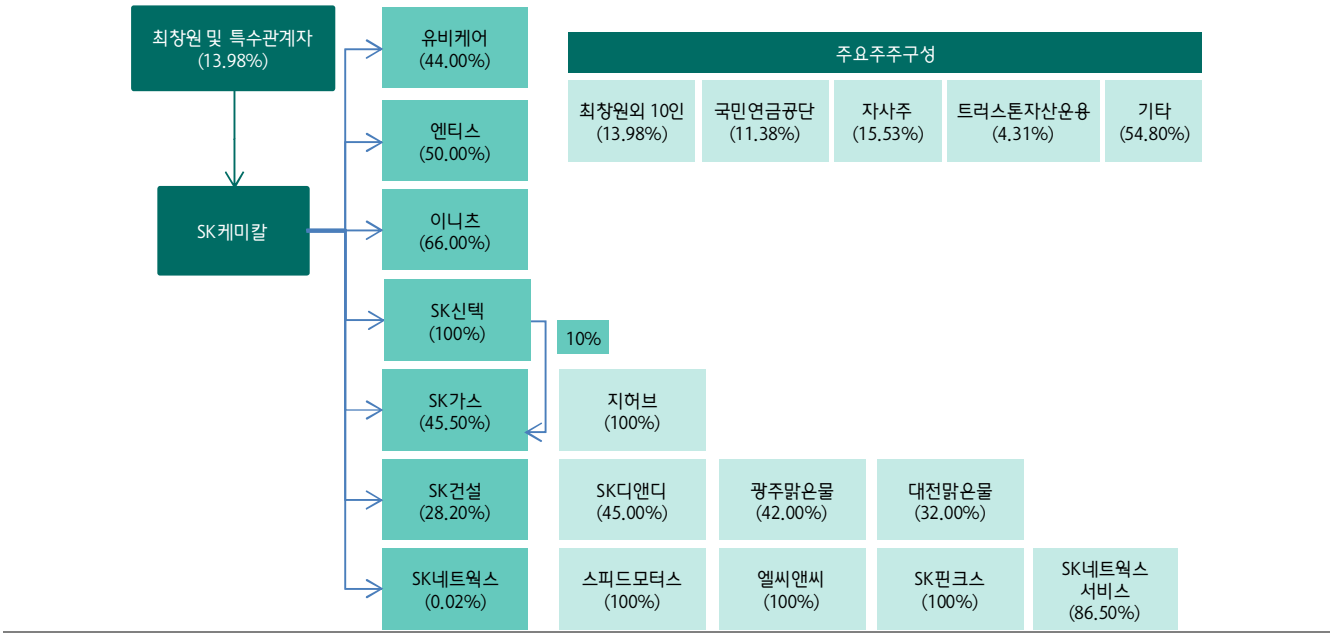
1) 사업구조

별도기준 LS 사업부 매출 비중 34%

별도기준 SK케미칼 사업부는 1) GC(Green Chemical) 2) LS(Life Science) 3) 기타 사업부로 구분되어 있다. GC사업부는 PET를 기반으로 PETG 등 수지사업을 비롯하여 디젤유에 혼합하여 사용하는 바이오디젤과 PPS 등의 신소재 사업부로 나눠져 있으며 최근 SK에너지향 STEAM(UT) 매출도 점차 발생하고 있다. LS 사업부는 백신, 처방의약품 및 혈액제제 등을 판매하고 있으며 자체 개발 개량신약들을 해외에 수출하여 판매하고 있다.

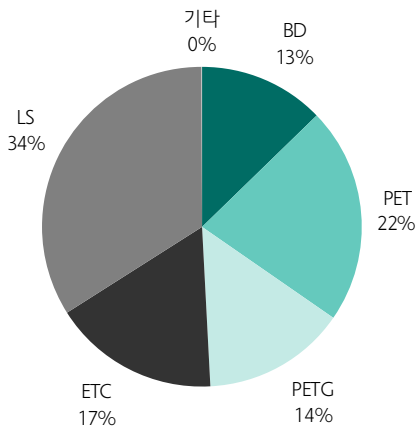
연결로 잡히는 자회사는 SK가스로 향후 안정적인 수익구조를 유지할 수 있을 것으로 예상되며 주요 자회사로는 지분법 이익으로 반영되는 SK건설이 있다.

그림 1. SK케미칼 지배구조



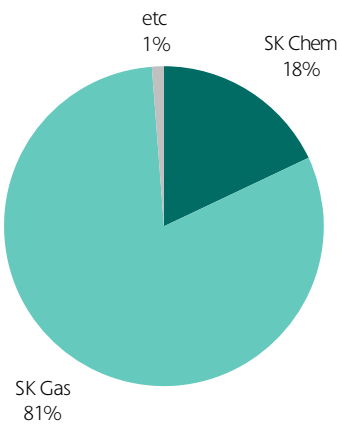
주: 1Q14 분기보고서 기준
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 2. 별도기준 사업부별 매출 비중



주: 2013년 말 기준
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 3. 연결기준 사업부별 매출 비중



주: 2013년 말 기준
자료: SK케미칼, 하나대투증권

2) GC사업부 품목군 개선을 통한 수익구조 개선 기대

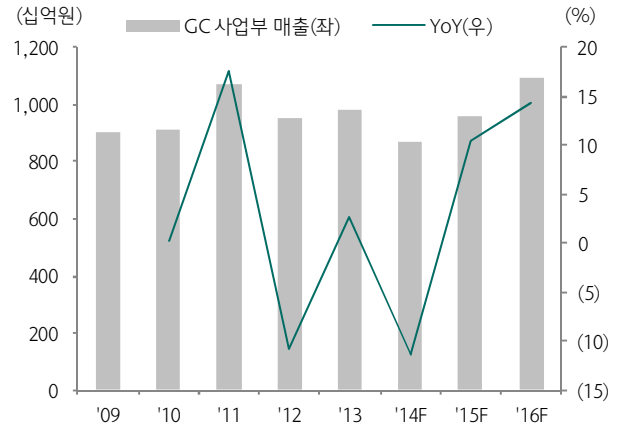
PET 공장 가동율 감소와 PETG 성장 사이의 Gap

GC 사업부의 대부분(55%)을 차지하는 PET/PETG 부문은 2014년 저수익성 PET 공장 절반의 가동을 중단하며 매출이 감소할 것으로 예상된다. (2,000억원의 매출 감소 예상) 다만 현재 연간 11만톤 규모의 생산을 하고 있는 PETG 부문의 가동율 상승에 따라 외형의 회복과 더불어 5% 수준으로의 이익률 회복이 가능할 것으로 예상된다. 또한 고수익사업 부문인 PETG의 생산능력을 2015년, 2018년에 거쳐 18만톤까지 확대할 계획으로 향후 GC사업부의 수익성 개선을 담당할 것으로 예상된다.

GC 사업부의 20% 매출을 차지하고 있는 바이오디젤 부문은 최근 500억원 규모의 발전용 바이오 중요 사업을 시작함에 따라 매출이 소폭 증가할 것으로 기대되며, 해당 부문의 이익률이 상당히 높을 것으로 예상된다. 외형 부문의 성장은 정부의 신재생연료 혼합의무제의 실행과 더불어 가능할 것으로 예상되며, 해당 법안이 통과될 것으로 예상되는 2015년 이후 큰 폭 성장이 기대된다.

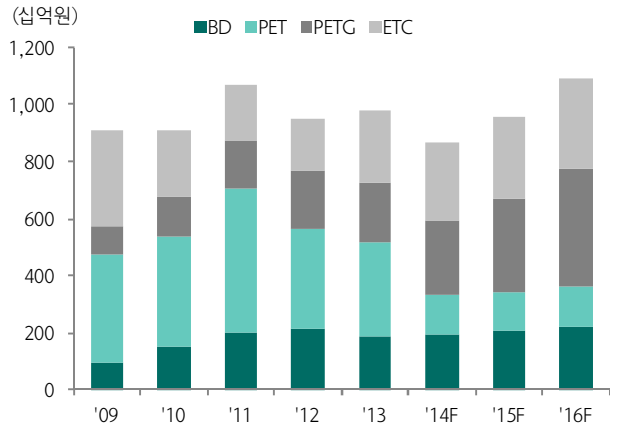
해당 사업부는 2015년 PET 공장 가동 중단에 대한 효과가 마무리되는 시점부터 다시 안정적인 성장을 보여줄 수 있을 것으로 예상되며 PETG 가동율 상승과 바이오 증유와 UT 부문의 매출 상승과 함께 점진적으로 수익성 개선이 가능할 것으로 기대된다.

그림 4. GC 사업부 연간 매출 추이 예상



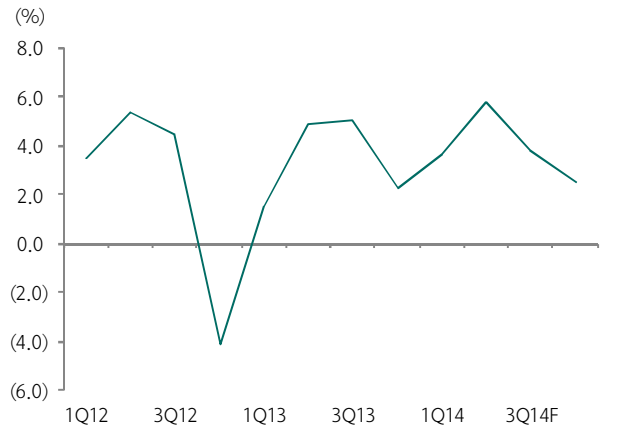
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 5. GC 사업부 세부 사업부별 매출 breakdown



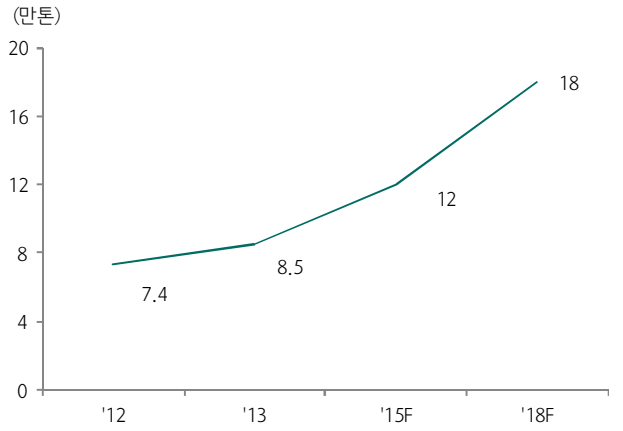
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 6. GC 사업부 분기별 영업이익률 추이



자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 7. PETG Capa 증설 계획



자료: SK케미칼, 하나대투증권

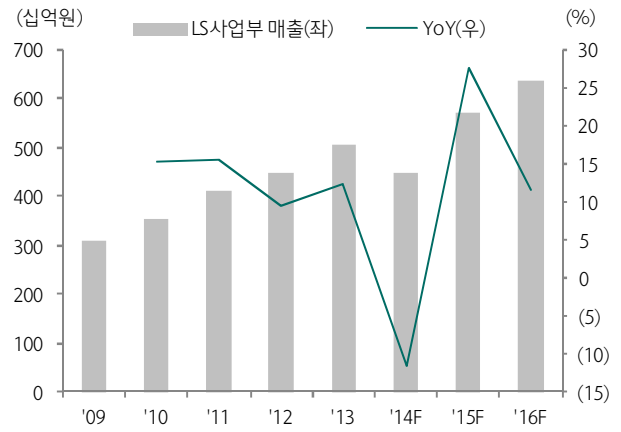
3) LS 사업부 현재는 정부 정책 영향으로 부진하나..

2014년말 백신 자체 생산 시작 기대

LS사업부는 1) 독감백신을 포함한 각종 백신의 수입 유통을 포함하여, 2) 일부 처방의약품의 제조 및 판매, 3) 혈액제제의 유통과, 4) 자체 개발한 개량신약의 해외 수출을 통해 매출을 발생시키고 있다. 독감백신 과잉공급에 따른 단가하락 및 국내 처방의약품 시장의 리베이트 적발 강화 및 약가인하에 따라 2012년 이후 지속적으로 악재에 따라 매출이 감소하였다. 무엇보다도 연간 600억 이상 판매되던 가다실이 최근 부작용 문제가 붉어짐에 따라 매출이 급격히 감소하여 2014년 또한 실적 둔화가 지속되고 있다.

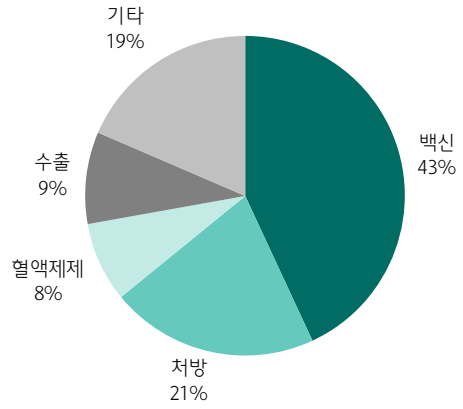
다만 1) SID 710(치매치료제, 개량신약, 패취형)이 유럽에서 선전함에 따라 2013년 200억원, 2014년 300억원 이상 판매될 것으로 기대되며, 동일 제품이 올해 9월 경 한국에서 출시 예정인 관계로 매출 기여도는 지속 성장할 것으로 기대된다. 또한 2) 2013-2014년 이어졌던 처방시장의 악재들이 2015년에는 기저효과를 바탕으로 소폭 성장해줄 것으로 기대된다. 무엇보다도 3) 안동 백신공장에서 생산된 자체 독감백신(3가)이 14년 4분기부터 국내에 출시될 예정으로 2015년부터는 악재에서 벗어나 성장하는 모습을 회복할 것으로 기대된다.

그림 8. LS사업부 연간 매출 추이



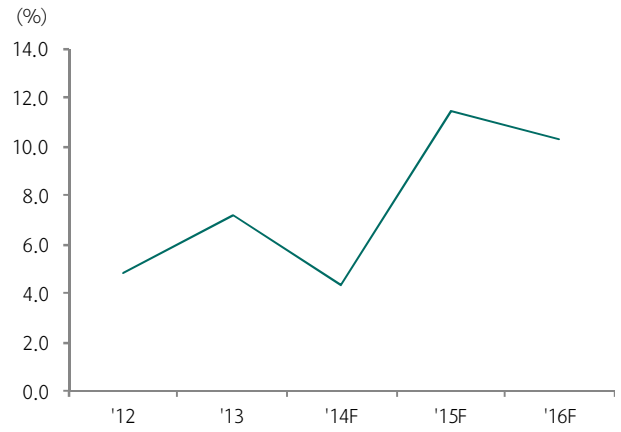
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 9. LS사업부 세부 매출 Breakdown



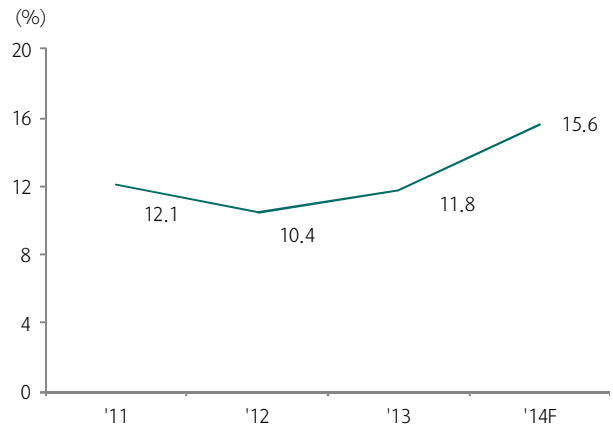
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 10. LS사업부 영업이익률 추이



자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 11. LS 사업부 연구개발비 추이



자료: SK케미칼, 하나대투증권

2. SK케미칼의 백신 사업 value는?

1) 프리미엄 백신 파이프라인 다수 보유

백신 시장 본격 진출 2015년 예상

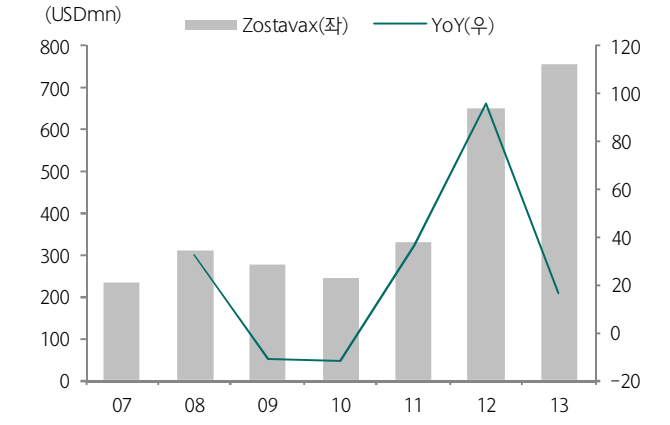
SK케미칼은 인플루엔자(독감) 백신 외 대상포진, 폐렴구균, 자궁경부암 백신 등 다수의 프리미엄 백신을 제품 파이프라인으로 보유하고 있다. 1차적으로 14년 4분기에 3가 독감백신 출시가 가능할 것으로 예상되며 2015년 3분기 독감백신 성수기에 맞춰 4가 프리미엄 독감백신 출시가 가능할 것으로 예상된다. 주목할만한 부분은 저가 공공 백신보다는 프리미엄 백신에 대한 준비가 탄탄하게 되어있다는 부분으로 자우경부암, 폐렴구균, 소아장염, 대상포진 백신들은 글로벌 시장에서도 경쟁이 치열하지 않기 때문에 품질과 임상데이터가 바탕이 될 경우 충분히 성과가 기대 가능하다고 판단된다.

표 1. SK케미칼 백신 파이프라인 요약

임상단계	백신	발매예정	내수 시장	경쟁제품
임상 3상	인플루엔자(3가)	4Q14	1,200억원	다수
	대상포진	15년	1,000억원	조스타박스(MSD)
	폐렴구균(13가)	16년	1,200억원	프리베나(화이자), 신플로릭스(G.S.K)
임상 1상	인플루엔자(4가)	15년	1,200억원	셀트리온, 일양약품, 녹십자 개발 중
	자궁경부암	17년	1,200억원	가다실(MSD), 서바릭스(G.S.K)
	소아장염	17년	400억원	로타릭스(G.S.K)

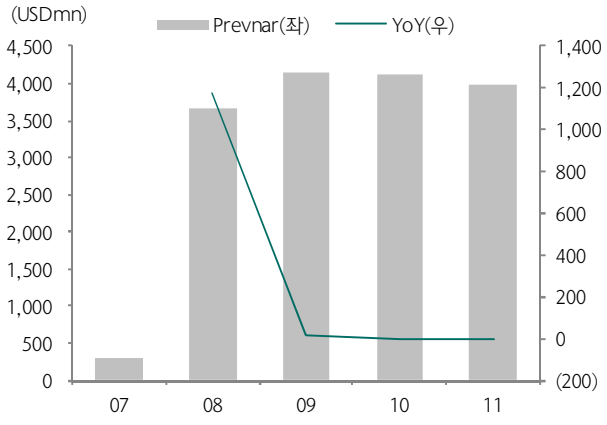
자료: SK케미칼, 하나대투증권

그림 12. Global Zostavax 매출 추이



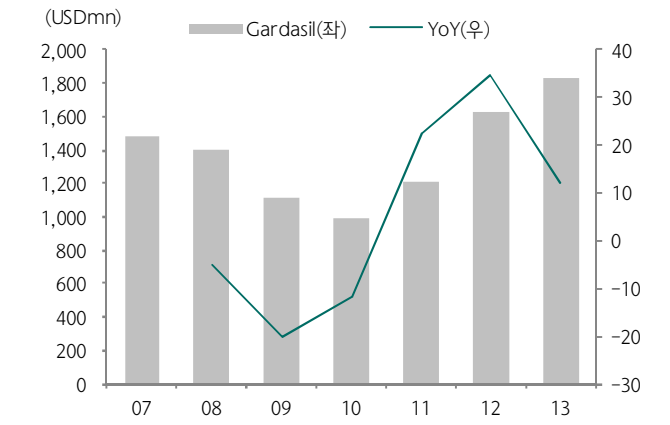
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 13. Global Prevnar 매출 추이



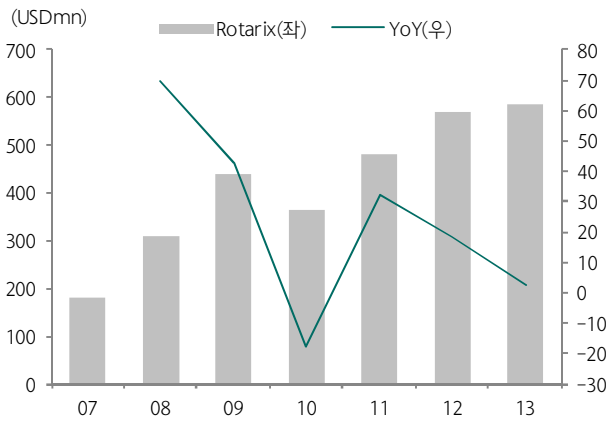
자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 14. Global Gardasil 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 15. Global Rotarix 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나대투증권

2) 내수 시장에 대한 기대감은?

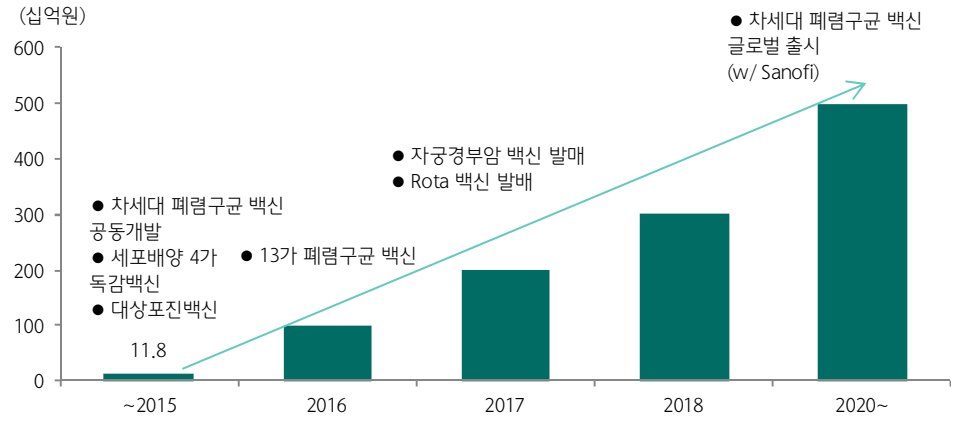
4가 독감백신과 폐렴구균 백신으로 차별화 기대

동사의 국내 백신시장 진출은 2015년 본격화될 것으로 예상된다. 올해 3가 백신은 성수기 시즌이 지난 이후 출시 예정이기 때문에 본격 판매는 어려울 것으로 판단된다. 다만 내년 출시된 4가 독감백신의 가격이 기존 3가 백신 대비 큰 차이가 없을 경우 충분히 국내 시장 탈환이 가능할 것으로 예상되나 초기 가동율이 낮은 상황에서 제조원가 절감이 어디까지 가능하고, 이에 따른 가격 책정이 어느 수준까지 가능할 것인가가 가장 중요한 변수로 판단된다.

2016년 출시이기는 하나 폐렴구균 백신의 국내 시장 진출도 기대된다. 현재 폐렴구균 백신은 소아기준 무료접종(필수접종백신)에 포함되었으며 이에 따라 정부가 꾸준한 가격과 수요를 유지해주고 있다. 정부 지원 덕분에 소비자 측면에서도 가격 부담 없이 사용량이 늘어날 수 있는 상황이다. 실제로 관납이 시작된 2013년 동사의 수입 폐렴구균 백신 매출도 높은 성장세를 기록하였으며 동사가 2016년까지는 유일한 국내 폐렴구균 백신 생산업체일 것으로 예상되는 만큼 국내 시장에서의 높은 시장점유율이 기대된다.

2020년 동사 백신 라인업들의 출시가 완료되는 시점에서 전 Capa가 국내 공공시장 백신 납품을 위해 가동된다고 가정했을 때 약 5,000억원 이상의 매출이 발생 가능할 것으로 예상되며 (평균단가 10,000원, 3가백신 생산 가정) 국내 백신 시장의 규모를 감안했을 때 내수 시장의 수요 만으로 2,000억원 이상의 매출을 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 16. SK케미칼 백신 사업 전망



자료: SK케미칼, 하나대투증권

3) 해외진출

내수 시장의 한계는 해외 진출로 극복

글로벌 백신 시장 규모의 2%의 크기인 국내 백신시장의 한계는 해외 진출을 통해 극복 가능할 것으로 기대된다. 현재 글로벌 시장 내 4가 독감백신을 생산하는 업체는 GSK의 Fluarix® Quadrivalent 와 Sanofi Pasteur의 Fluzone® Quadrivalent 수준으로 아직까지 PQ인증을 받은 4가 백신은 없다. 4가 백신은 3가 독감백신 대비해서 B strain의 바이러스를 하나 더 예방할 수 있다라는 측면에서 생산 효율성과 예방율이 높아질 수 있다고 평가 받고 있다.

또한 동사의 폐렴구균 백신은 향후 더 많은 폐렴구균을 예방할 수 있는 (다가)백신 개발을 위해 Sanofi Pasteur와 공동 개발/판매 계약을 맺은 상황이며 이를 통해 1) 해외 진출의 활로를 개척했다는 부분과(해외 partner사 확보), 2) 프리미엄 백신 개발 노하우를 배울 수 있는 기회라는 점에서 향후 해외진출의 가시성이 더 높아졌다고 평가된다.

이외 타 파이프라인들 역시 순차적으로 해외진출을 위한 준비를 할 것으로 예상되며 공공입찰시장에 진출할 경우, 장기적으로 각 백신에서 최소 MS 10% 수준까지는 달성이 가능하다고 평가되는 만큼 점진적으로 해외 진출에 대한 기대감을 확인할 수 있을 것으로 보인다.

3. SK케미칼 85,000원으로 커버리지 개시

1) 향후 성장의 관건은?

본사의 수익성 개선 여부가 중요

SK케미칼의 연결기준 실적은 SK Gas의 안정적인 성장으로 무난한 수준을 유지할 것으로 기대된다. 그러나 본업에서 또한 1) GC 사업부의 꾸준한 Capa 확장 및 수익성 개선 노력과 2) LS 사업부의 2,000억원 규모의 자체 백신 전환, 3) 폐렴구균 백신과 NBP601, SID 710 등 향후 해외진출 모멘텀 등 다양한 성장 모멘텀을 가지고 있다고 판단된다. SK Gas의 실적이 무난할 것으로 예상되는 만큼 본업에서의 가시적인 성과가 향후 동사의 수익성 개선 여부를 결정할 것으로 예상된다.

표 2. SK케미칼 연결기준 실적 추정 (단위: 십억원)

		2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
Total Sales		9,160.1	8,256.6	8,419.4	8,984.4	9,554.2	10,179.1
SK Chem		1,476.2	1,484.6	1,315.0	1,528.3	1,730.3	1,968.9
	GC	953.7	979.5	867.4	957.5	1,093.9	1,259.8
	LS	449.0	504.8	447.4	570.6	636.2	709.0
SK Gas		7,583.7	6,672.2	7,005.9	7,356.2	7,724.0	8,110.2
etc		100.1	99.7	98.6	100.0	100.0	100.0
(YoY, %)		3.3	(9.9)	2.0	6.7	6.3	6.5
SK Chem		(4.5)	0.6	(11.4)	16.2	13.2	13.8
	GC	(10.8)	2.7	(11.4)	10.4	14.2	15.2
	LS	9.6	12.4	(11.4)	27.5	11.5	11.4
SK Gas		5.0	(12.0)	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가		8,474.1	7,575.2	7,730.2	8,238.6	8,742.1	9,302.9
SK Chem		1,188.9	1,170.9	1,007.2	1,153.5	1,305.7	1,497.7
	GC	833.1	803.2	677.1	746.9	853.2	982.6
	LS	354.5	367.4	329.1	406.2	452.1	514.7
SK Gas		7,226.7	6,349.6	6,663.7	7,025.1	7,376.4	7,745.2
(원가율, %)		92.5	91.7	91.8	91.7	91.5	91.4
SK Chem		80.5	78.9	76.6	75.5	75.5	76.1
	GC	87.4	82.0	78.1	78.0	78.0	78.0
	LS	79.0	72.8	73.6	71.2	71.1	72.6
SK Gas		95.3	95.2	95.1	95.5	95.5	95.5
판관비		495.4	487.3	521.4	550.5	595.3	669.2
SK Chem		238.9	242.4	267.4	306.7	343.2	411.4
	GC	96.0	138.7	163.2	182.7	204.5	245.3
	LS	73.4	98.6	100.0	118.0	132.7	160.1
SK Gas		216.2	199.2	220.5	220.7	231.7	243.3
(판관비율, %)		5.4	5.9	6.2	6.1	6.2	6.6
SK Chem		16.2	16.3	20.3	20.1	19.8	20.9
	GC	10.1	14.2	18.8	19.1	18.7	19.5
	LS	16.3	19.5	22.3	20.7	20.9	22.6
SK Gas		2.9	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0
Operating Profit		190.6	194.0	167.9	195.3	216.9	206.9
SK Chem		48.4	71.3	40.4	68.1	81.3	59.8
	GC	24.0	34.1	34.1	28.0	36.1	31.8
	LS	21.8	36.4	8.5	46.4	51.5	34.2
SK Gas		140.9	123.5	121.7	110.3	115.9	121.7
(opm, %)		2.1	2.4	2.0	2.2	2.3	2.0
SK Chem		3.3	4.8	3.1	4.5	4.7	3.0
	GC	2.5	3.5	3.9	2.9	3.3	2.5
	LS	4.9	7.2	1.9	8.1	8.1	4.8
SK Gas		1.9	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
법인세차감전 손익		190.9	32.8	69.3	95.3	116.9	106.9
법인세		34.3	24.9	19.4	22.9	28.0	25.7
법인세율, %		18.0	76.1	27.9	24.0	24.0	24.0
당기순이익		156.6	7.8	49.9	72.4	88.8	81.3
NIM, %		1.7	0.1	0.6	0.8	0.9	0.8
YoY, %			(95.0)	539.1	45.0	22.6	(8.5)

자료: 하나대투증권

목표주가 85,000원 개시

2) 목표주가 85,000원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

SK케미칼에 대해 목표주가 85,000원, 투자의견 매수로 커버리지를 개시한다. 동사는 기본적인 영업가치를 포함하여 주요 상장사 가치만 반영하더라도 1.4조원 수준의 기업가치를 적용할 수 있으며 현재 사업가치 외 성장할 것으로 기대되는 부분들이 다양하다. 다만 가장 가깝게 적용될 수 있는 백신 부분에 대해 실질적인 반영은 2015년, 본격성장은 2016년에 나타날 것으로 예상되는 만큼 현재 목표주가 산정에서는 제외하였으며 향후 백신 부분의 성장에 따라 추가적인 상승여력은 충분하다고 판단된다.

표 3. SK케미칼 목표주가 산정 (단위: 십억원)

영업 가치(a)			**998.4**
	'15년 EBITDA	**multiple**	**EV**
GC	38.0	7.0	265.8
LS	56.4	13.0	732.6
장기 성장성 가치(각 20%, 10%만 적용/ 미래가치 부분으로 현재 TP에는 제외)			210.0
	EBITDA	multiple	
내수 백신	60.0	15.0	900.0
NBP601	20.0	15.0	300.0
주요 상장 자회사 가치(b, 30% 할인)			**387.9**
	3개월 평균 시가총액	**지분율**	
SK가스	891.3	56%	499.1
유비케어	125.0	44%	55.0
기타 자회사 가치(c, 30% 할인)			**415.8**
	장부가액	**지분율**	
SK건설	375.0	29%	
SK신텍	104.0	100%	
기타	115.0		
순차입금(별도, d)			**293.2**
기업가치(a+b+c-d)			1,508.9
보통주식수(천주)			17,606.0
주당가치(원)			**85,702**
목표주가(원)			**85,000**

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	9,160.1	8,256.6	8,419.4	8,984.4	9,554.2
매출원가	8,474.1	7,575.2	7,730.2	8,238.6	8,742.1
매출총이익	686.0	681.4	689.2	745.8	812.1
판관비	495.4	487.3	521.4	550.5	595.3
영업이익	190.6	194.0	167.9	195.3	216.9
금융손익	18.1	(22.6)	(12.9)	(17.4)	(17.4)
종속/관계기업손익	7.3	(118.4)	(44.5)	(60.0)	(60.0)
기타영업외손익	(25.1)	(20.3)	(38.6)	(20.0)	(20.0)
세전이익	190.9	32.8	71.9	97.9	119.4
법인세	34.3	24.9	20.1	23.5	28.7
계속사업이익	156.6	7.8	51.8	74.4	90.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	156.6	7.8	51.8	74.4	90.8
포괄이익	76.8	38.7	5.2	14.9	18.2
(지분법제외)순이익	79.8	(30.9)	46.6	59.5	72.6
지배주주포괄이익	69.7	(12.6)	(13.1)	(18.9)	(23.0)
NOPAT	156.4	46.3	121.0	148.4	164.8
EBITDA	263.2	273.5	241.8	264.1	280.9
성장성(%)					
매출액증가율	3.3	(9.9)	2.0	6.7	6.3
NOPAT증가율	(17.5)	(70.4)	161.3	22.6	11.1
EBITDA증가율	(10.3)	3.9	(11.6)	9.2	6.4
(조정)영업이익증가율	(17.5)	1.8	(13.5)	16.3	11.1
(지분법제외)순익증가율	(48.1)	(138.7)	(250.8)	27.7	22.0
(지분법제외)EPS증가율	(48.1)	N/A	N/A	27.6	22.0
수익성(%)					
매출총이익률	7.5	8.3	8.2	8.3	8.5
EBITDA이익률	2.9	3.3	2.9	2.9	2.9
(조정)영업이익률	2.1	2.3	2.0	2.2	2.3
계속사업이익률	1.7	0.1	0.6	0.8	1.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	2,613.4	2,270.8	2,082.8	2,184.8	2,329.4
금융자산	821.9	574.4	353.0	338.8	366.4
현금성자산	763.5	506.2	283.4	264.6	287.5
매출채권 등	1,105.9	1,097.1	1,118.7	1,193.8	1,269.5
재고자산	653.4	581.8	593.2	633.1	673.2
기타유동자산	32.2	17.5	17.9	19.1	20.3
비유동자산	2,380.5	2,589.5	2,575.2	2,602.2	2,609.4
투자자산	663.9	742.2	756.8	807.6	858.8
금융자산	208.0	267.7	272.9	291.3	309.7
유형자산	1,484.2	1,611.6	1,587.9	1,568.8	1,529.0
무형자산	87.2	79.2	74.1	69.3	65.0
기타비유동자산	145.2	156.5	156.4	156.5	156.6
자산총계	4,993.9	4,860.3	4,658.0	4,787.0	4,938.8
유동부채	1,901.8	1,687.2	1,437.5	1,491.4	1,545.8
금융부채	909.4	896.8	631.8	632.8	633.8
매입채무 등	947.8	758.6	773.6	825.5	877.8
기타유동부채	44.6	31.8	32.1	33.1	34.2
비유동부채	1,354.0	1,389.5	1,392.4	1,402.2	1,412.2
금융부채	1,192.3	1,245.0	1,245.0	1,245.0	1,245.0
기타비유동부채	161.7	144.5	147.4	157.2	167.2
부채총계	3,255.7	3,076.7	2,829.8	2,893.6	2,958.0
지배주주지분	1,290.3	1,271.0	1,313.3	1,369.5	1,438.7
자본금	118.3	118.3	118.3	118.3	118.3
자본잉여금	139.7	141.3	145.3	150.3	155.3
자본조정	(99.4)	(99.4)	(99.4)	(99.4)	(99.4)
기타포괄이익누계	7.4	30.8	30.8	30.8	30.8
이익잉여금	1,124.3	1,080.0	1,118.3	1,169.5	1,233.8
비지배주주지분	447.9	512.5	517.7	532.6	550.8
자본총계	1,738.2	1,783.5	1,831.0	1,902.1	1,989.5
순금융부채	1,279.7	1,567.4	1,523.8	1,539.0	1,512.4

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	3,372	(1,306)	1,970	2,515	3,069
BPS	58,680	57,864	59,652	62,027	64,956
CFPS	15,069	12,896	6,543	7,616	8,327
EBITDAPS	11,123	11,561	10,220	11,161	11,873
SPS	387,152	348,964	355,848	379,727	403,811
DPS	400	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	17.7	N/A	33.0	25.9	21.2
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
PCFR	4.0	4.3	9.9	8.5	7.8
EV/EBITDA	11.4	12.0	14.4	13.3	12.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	6.3	(2.4)	3.6	4.4	5.2
ROA	1.8	(0.6)	1.0	1.3	1.5
ROIC	6.6	1.8	4.6	5.6	6.1
부채비율	187.3	172.5	154.5	152.1	148.7
순부채비율	73.6	87.9	83.2	80.9	76.0
이자보상배율(배)	3.2	3.1	2.9	3.6	3.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	416.2	52.9	81.3	65.6	76.9
당기순이익	156.6	7.8	51.8	74.4	90.8
조정	96.0	189.8	44.9	44.5	39.8
감가상각비	72.6	79.5	73.9	68.8	64.1
외환거래손익	(10.4)	(1.9)	(29.1)	(24.3)	(24.1)
지분법손익	(48.1)	124.7	0.0	0.0	0.0
기타	81.9	(12.5)	0.1	0.0	(0.2)
자산/부채의 변동	163.6	(144.7)	(15.4)	(53.3)	(53.7)
투자활동현금흐름	(259.6)	(343.9)	(31.9)	(76.1)	(51.8)
투자자산감소(증가)	78.7	(78.3)	(14.6)	(50.8)	(51.2)
유형자산감소(증가)	(329.7)	(210.0)	(45.0)	(45.0)	(20.0)
기타투자활동	(8.6)	(55.6)	27.7	19.7	19.4
재무활동현금흐름	426.1	37.1	(269.3)	(2.3)	(2.3)
금융부채증가(감소)	452.1	40.1	(265.0)	1.0	1.0
자본증가(감소)	(0.9)	1.6	4.0	5.0	5.0
기타재무활동	(10.7)	10.0	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(14.4)	(14.6)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
현금의 증감	577.0	(257.3)	(219.9)	(12.9)	22.9
Unlevered CFO	356.5	305.1	154.8	180.2	197.0
Free Cash Flow	82.2	(203.8)	36.3	20.6	56.9

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	10.4	9.1	9.6	15.8	13.8
Emerging Market	11.7	10.6	11.0	7.7	11.1
World	15.5	13.9	14.5	7.9	11.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	15.3	11.4	12.8	129.0	34.6
Emerging Market	16.4	13.7	14.7	31.0	19.2
World	17.4	15.0	15.9	9.3	15.7

* MSCI Machinery Industry

2014년 8월 18일

일양약품(007570)

Top Picks 및 관심종목

Industry In-depth

중국 모멘텀 + 백신 신사업

자체개발 신약을 2개나 보유

일양약품은 내수 ETC 시장 내에서 약 1,500억원 내외의 매출을 기록하는 전문의약품 회사로 놀텍(항궤양제), 슈펙트(백혈병 치료제)와 같은 자체 신약을 2개나 보유한 탄탄한 제약회사이다. 꾸준한 R&D 투자에 따라 연간 매출액 대비 연구개발비용이 10%를 상회하며 유지되고 있다. 놀텍의 경우 중동, 터키 등 국가들을 대상으로 해외 판권 계약이 체결되어 있으며, 슈펙트 또한 국내에서 1차 치료제로 자리잡기 위한 노력과 더불어 중국 및 터키에 판권이 이전된 상황으로 향후 안정적인 성장이 기대되는 상황이다.

백신공장 2013년 완공, 2014년부터 본격 판매 기대

2013년 하반기 완공된 동사의 음성 백신공장의 Capa는 약 6,000만 도즈 수준으로 2014년 독감백신 성수기를 맞이하여 본격적으로 생산을 시작할 예정이다. 다만 아직까지는 완제 생산보다는 원재료 생산, 공급을 통한 점진적인 시장 확대를 목표하고 있으며 1) 안정적인 원재료 공급과 2) 높은 생산수율을 바탕으로 올해 수입원료 시장을 상당히 탈환할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 독감백신 외에도 세포배양 방식 기반의 일본뇌염 백신과 홍역, 풍진 등 다양한 백신 라인업을 준비하고 있어 2014년 이후의 성장이 더 기대된다.

원비디, 2013년 중국 내 판매량 650억 이상!

동사는 지분법으로 인식되는 중국법인이 3곳으로 양주일양(강소성, 52%), 통화일양(길림성, 45.9%), 일양한중(상해, 60%)이 있다. 해당 법인들은 중국 정부와의 지분 투자로 구성된 자회사들로 동사의 원비디를 주축으로 기타 전문약을 판매하고 있다. 중국 현지법인의 13년 연간 매출액은 652.1억원(+13.6%YoY), 영업이익은 13.8억원(opm 21.2%) 수준으로 2009년 이후 연평균 성장율 62%를 유지하고 있다. 2013년 이후 GMP 설비 도입과 판매지역 확대를 통해 2014년 이후에도 상당히 높은 성장 추세를 지속할 것으로 예상되는 만큼 동사 또한 중국 진출에 대한 수혜가 반영되기 시작할 것으로 기대된다.

Not Rated

CP(8월14일): 23,000원

Key Data	
KOSP I지수(pt)	2,063.20
52주최고/최저(원)	31,000/22,850
시가총액(십억원)	411.6
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	17,895.3
60일 평균거래량(천주)	53.0
60일 평균거래대금(십억원)	1.3
14년 배당금(예상,원)	0.0
14년 배당수익률(예상,%)	0.0
외국인 지분율(%)	4.27
주요주주 지분율(%)	
정도언외 6인	28.38
자사주	4.93

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(4.2)	(11.2)	(25.8)
상대	(7.6)	(17.5)	(33.0)

Consensus Data	2014	2015
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price

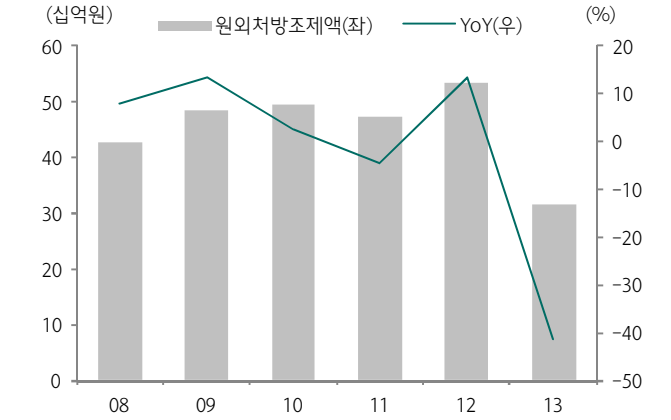
Financial Data

투자지표	단위	2009	2010	2011	2012	2013
매출액	십억원	114.6	136.0	138.5	141.2	146.5
영업이익	십억원	(12.0)	4.2	5.9	3.0	3.2
세전이익	십억원	(19.9)	2.5	3.1	1.4	1.5
순이익	십억원	(16.8)	0.7	1.2	(0.2)	(2.4)
EPS	원	(1,097)	46	79	(13)	(132)
증감율	%	NA	NA	69.57	NA	NA
PER	배	NA	495.57	228.38	NA	NA
PBR	배	3.52	2.71	2.08	2.78	3.37
EV/EBITDA	배	NA	40.97	30.50	70.25	73.48
ROE	%	(15.07)	0.83	1.51	0.87	1.11
BPS	원	8,359	8,472	8,614	10,139	10,335
Net DER	%	61.83	83.47	96.10	72.78	76.22

Analyst 이알음
02-3771-8108
aleum.lee@hanafn.com

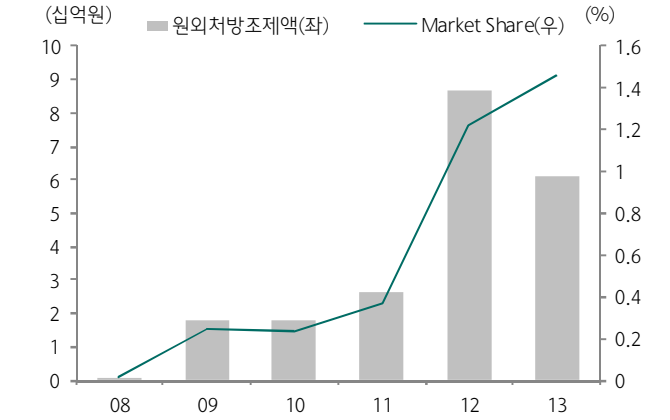
RA 유재선
02-3771-8011
Jaeseon.yoo@hanafn.com

그림 1. 일양약품 원외처방조제액 추이



자료: UBIST, 하나대투증권

그림 2. 놀텍 원외처방조제액 추이



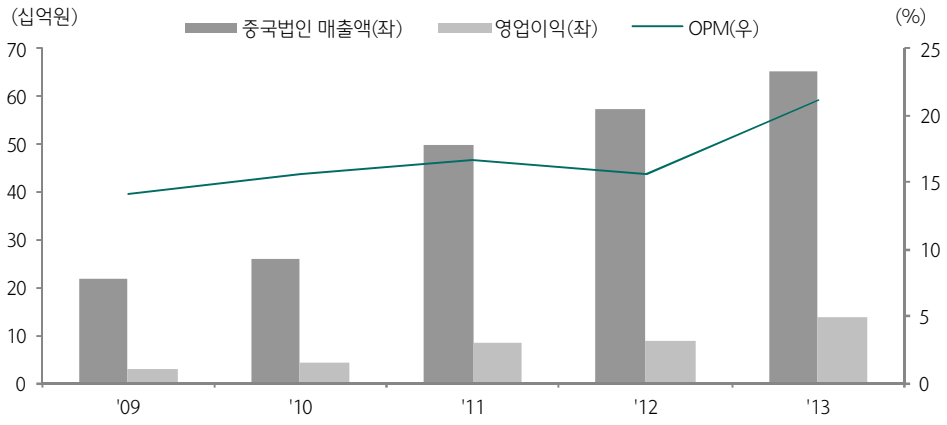
자료: UBIST, 하나대투증권

표 1. 일양약품 신약 해외 라이선스아웃 계약 체결 현황

신약	계약대상	체결년도	계약국가	기술이전료
슈펙트	양주일양	2013	중국	$300만불
	압디이브라힘	2014	터키	비공개
놀텍	립죤	2001	중국	$250만불
	라이프파마	2013	UAE	$75만불
	압디이브라힘	2014	터키	비공개

자료: 일양약품, 하나대투증권

그림 3. 일양약품 해외 법인 실적 추이



자료: 일양약품, 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011	2012	2013
매출액	114.6	136.0	138.5	141.2	146.5
매출원가	77.3	84.0	80.0	84.3	89.6
매출총이익	37.3	52.0	58.5	56.9	56.8
판관비	49.3	47.8	52.6	53.9	53.6
영업이익	(12.0)	4.2	5.9	3.0	3.2
금융손익	(4.4)	(5.2)	(5.8)	(4.0)	(5.3)
종속/관계기업손익	0.9	0.8	1.2	1.6	3.2
기타영업외손익	(4.4)	2.6	1.8	0.8	0.4
세전이익	(19.9)	2.5	3.1	1.4	1.5
법인세	(3.8)	1.5	1.1	(0.0)	(0.6)
계속사업이익	(16.1)	1.1	2.0	1.4	2.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(16.1)	1.1	2.0	1.4	2.1
포괄이익	(16.1)	1.1	2.0	1.5	2.0
(지분법제외)순이익	(16.8)	0.7	1.2	(0.2)	(2.4)
지배주주포괄이익	(16.1)	1.1	2.0	1.5	2.0
NOPAT	(12.5)	3.3	5.6	6.2	9.6
EBITDA	(12.2)	11.0	12.4	9.1	10.5
성장성(%)					
매출액증가율	(4.7)	18.6	1.9	1.9	3.8
NOPAT증가율	NA	NA	73.2	10.3	53.8
EBITDA증가율	NA	NA	12.9	(26.4)	15.4
(조정)영업이익증가율	NA	NA	40.1	(49.0)	6.8
(지분법제외)순익증가율	NA	NA	69.6	NA	NA
(지분법제외)EPS증가율	NA	NA	69.6	NA	NA
수익성(%)					
매출총이익률	32.6	38.2	42.2	40.3	38.8
EBITDA이익률	(10.7)	8.1	8.9	6.4	7.2
(조정)영업이익률	(10.5)	3.1	4.3	2.1	2.2
계속사업이익률	(14.0)	0.8	1.4	1.0	1.4

대차대조표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011	2012	2013
유동자산	103.1	102.2	105.5	126.7	127.2
금융자산	21.6	17.5	10.1	8.6	6.1
현금성자산	18.8	15.9	9.0	5.8	5.4
매출채권 등	59.7	60.9	69.0	87.6	91.5
재고자산	19.1	21.1	23.6	27.9	27.3
기타유동자산	2.8	2.7	2.8	2.5	2.3
비유동자산	164.2	180.4	210.1	234.1	250.4
투자자산	7.1	6.9	8.6	10.6	13.0
금융자산	1.4	2.0	3.7	5.0	4.7
유형자산	146.3	149.4	174.9	169.0	174.6
무형자산	7.7	11.7	13.4	19.3	27.1
기타비유동자산	3.0	12.4	13.2	35.2	35.7
자산총계	267.3	282.5	315.6	360.8	377.7
유동부채	92.6	96.5	161.5	108.0	119.1
금융부채	55.3	72.3	119.7	82.8	87.1
매입채무 등	27.3	23.6	40.7	23.7	30.5
기타유동부채	10.0	0.6	1.1	1.5	1.5
비유동부채	55.2	63.3	28.9	75.3	76.7
금융부채	41.5	49.6	14.4	60.0	62.3
기타비유동부채	13.7	13.7	14.5	15.3	14.4
부채총계	147.8	159.8	190.4	183.3	195.8
지배주주지분	119.4	122.7	125.2	177.5	181.9
자본금	36.4	36.4	36.4	45.6	45.9
자본잉여금	41.3	30.5	30.5	73.7	76.0
자본조정	(8.9)	(7.3)	(7.1)	(7.5)	(7.7)
기타포괄이익누계	63.2	62.2	62.5	62.5	62.4
이익잉여금	(12.6)	1.0	2.9	3.2	5.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	119.4	122.7	125.2	177.5	181.9
순금융부채	73.8	102.4	120.3	129.2	138.6

투자지표

	2009	2010	2011	2012	2013
주당지표(원)					
EPS	(1,097)	46	79	(13)	(132)
BPS	8,359	8,472	8,614	10,139	10,335
CFPS	(340)	(885)	770	(1,727)	(168)
EBITDAPS	(798)	714	806	512	574
SPS	7,467	8,857	9,022	7,945	8,007
DPS	0	0	100	0	100
주가지표(배)					
PER	NA	495.6	228.4	NA	NA
PBR	3.5	2.7	2.1	2.8	3.4
PCFR	NA	NA	23.3	NA	NA
EV/EBITDA	NA	41.0	30.5	70.3	73.5
PSR	3.9	2.6	2.0	3.5	4.4
재무비율(%)					
ROE	(15.1)	0.8	1.5	0.9	1.1
ROA	(7.3)	0.4	0.7	0.4	0.6
ROIC	(7.7)	1.6	2.4	2.3	3.1
부채비율	123.8	130.3	152.1	103.3	107.6
순부채비율	61.8	83.5	96.1	72.8	76.2
이자보상배율(배)	NA	0.7	0.9	0.7	0.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011	2012	2013
영업활동현금흐름	(1.6)	(11.4)	15.5	(26.6)	4.4
당기순이익	(16.8)	0.7	1.2	(0.2)	(2.4)
조정	12.6	5.4	6.2	10.2	11.1
감가상각비	3.2	3.3	3.5	3.7	3.7
외환거래손익	3.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
지분법손익	(0.9)	(0.8)	(1.2)	(1.6)	(3.2)
기타	7.4	2.9	3.9	8.1	10.7
자산/부채의 변동	2.6	(17.5)	8.1	(36.6)	(4.3)
투자활동현금흐름	(13.2)	(19.4)	(34.4)	(24.2)	(10.2)
투자자산감소(증가)	0.2	0.8	(0.8)	(1.0)	1.6
유형자산감소(증가)	(9.5)	(4.9)	(28.9)	(18.2)	(4.8)
기타투자활동	(3.9)	(15.2)	(4.6)	(4.9)	(7.0)
재무활동현금흐름	22.7	27.8	12.0	47.6	5.3
금융부채증가(감소)	27.4	24.7	10.5	4.6	11.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	9.2	0.2
기타재무활동	(3.3)	3.1	1.5	35.1	(6.4)
배당지급	(1.4)	(0.0)	(0.0)	(1.4)	(0.0)
현금의 증감	7.8	(2.9)	(6.9)	(3.1)	(0.5)
Unlevered CFO	(5.2)	(13.6)	11.8	(30.7)	(3.1)
Free Cash Flow	(76.6)	(28.6)	(14.7)	(54.9)	(4.3)

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	10.4	9.1	9.6	15.8	13.8
Emerging Market	11.7	10.6	11.0	7.7	11.1
World	15.5	13.9	14.5	7.9	11.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	19.8	14.9	16.6	74.2	32.8
Emerging Market	23.6	19.6	21.0	27.0	20.4
World	17.8	16.4	16.9	2.9	8.9

* MSCI Machinery Industry

2014년 8월 18일

녹십자(006280)

Top Picks 및 관심종목

Industry In-depth

지나친 걱정은 금물

녹십자 3분기 독감백신 우려 지나쳐

녹십자는 지금까지 국내 유일한 독감백신 자체 생산 업체로서 3분기 성수기 시즌마다 높은 실적을 기록하였다. 그러나 최근 국내 독감백신 자체 생산 공장들이 늘어남에 따라 녹십자의 주력 품목의 실적 훼손에 대한 우려가 점차 커지고 있다.

그러나 1) 올해 정부 입찰 독감백신 가격이 적당한 수요 예측으로 전년 대비 오히려 높게 유지될 것으로 기대되며 2) 2014년 첫 반영되는 일양약품의 독감백신 원료는 수입백신을 대체할 것으로 예상되는 만큼 외, 내형 부문에서 녹십자의 실적 하락은 없을 것으로 예상된다.

또한 장기적인 관점에서 1) 녹십자 독감백신 원료의 주요 고객인 SK케미칼이 상대적으로 저가인 녹십자 원료에 대해서는 4가 백신에 대한 수요가 충분히 성장하는 시점까지는 유지할 것으로 예상되며 2) 신규 진입 독감백신 업체들 또한 낮은 단가 유지를 위해서는 동사의 원료를 쉽게 대체하기는 어렵다고 판단된다.

긍정적인 부분에 집중하자

또한 녹십자의 WHO향 독감백신 수출 물량이 점차 증가되고 있고, WHO 납품 1위 업체인 GSK 역시도 MS가 28%를 넘지 못하고 있다는 점을 감안했을 때 동사의 해외 수출은 성장 여력이 있다고 판단된다. 이에 따라 오히려 해외 수출을 통한 백신 부문 성장이 가능하다고 판단되며, 2014년 하반기까지 반영될 추가적인 플랜트 수출 금액 등을 감안했을 때 실적은 상당히 안정적일 것으로 예상된다.

현재주가 12개월 선행 PE 15.3x 수준

동사 현재 주가는 12개월 선행 PE 기준 15.3배이며 컨센서스 기준으로도 17배 내외에서 거래되고 있다. 현재 상위 제약사들이 평균 18.3배(컨센서스 기준 동아에스티 18.5x, 한미약품 17.0x, 유한양행 19.5x)에서 거래되고 있다는 점을 감안했을 때 3분기 실적 우려가 없는 상황에서는 충분히 매력적인 밸류에이션 수준이라고 평가된다. 이에 따라 기존 목표주가 16.3만원과 투자의견 매수를 유지한다.

BUY

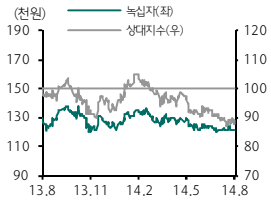
I TP(12M): 163,000원 I CP(8월14일): 121,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,063.22
52주최고/최저(원)	138,500/120,500
시가총액(십억원)	1,414.1
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	11,686.5
60일 평균거래량(천주)	15.4
60일 평균거래대금(십억원)	1.9
13년 배당금(예상,원)	1,250
13년 배당수익률(예상,%)	1.03
외국인 지분율(%)	29.40
주요주주 지분율(%)	
녹십자홀딩스외 17인	52.74
Mattews Int.	17.98

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.8)	(9.4)	(6.2)
상대	(4.3)	(15.7)	(13.4)

Consensus Data	2014	2015
매출액(십억원)	970.9	1,004.2
영업이익(십억원)	90.7	100.1
순이익(십억원)	86.0	78.6
EPS(원)	7,357	6,723
BPS(원)	77,292	82,713

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	811.8	888.2	965.3	1,014.5	1,085.9
영업이익	십억원	74.4	78.8	86.3	113.4	122.1
세전이익	십억원	73.1	91.0	110.2	121.9	133.1
순이익	십억원	53.6	70.1	86.7	94.9	103.6
EPS	원	4,916	6,177	7,415	8,119	8,865
증감율	%	(5.01)	25.67	20.03	9.51	9.19
PER	배	26.44	20.15	16.32	14.90	13.65
PBR	배	2.11	1.74	1.56	1.43	1.31
EV/EBITDA	배	15.03	14.49	10.11	9.05	8.30
ROE	%	8.31	9.28	9.92	9.99	10.02
BPS	원	61,613	71,622	77,800	84,683	92,311
Net DER	%	(10.6)	(12.2)	(12.7)	(12.2)	(11.8)

Analyst 이알음
02-3771-8108
aleum.lee@hanafn.com

RA 유재선
02-3771-8011
Jaeseon.yoo@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	**811.8**	**888.2**	**965.3**	**1,014.5**	**1,085.9**
매출원가	558.2	613.3	668.0	696.0	744.3
매출총이익	253.6	274.9	297.3	318.6	341.6
판관비	179.2	196.1	211.0	205.1	219.5
영업이익	**74.4**	**78.8**	**86.3**	**113.4**	**122.1**
금융손익	0.2	16.1	8.6	11.4	14.3
종속/관계기업손익	(3.0)	(2.9)	18.0	(0.5)	(0.5)
기타영업외손익	1.5	(1.0)	(2.7)	(2.4)	(2.8)
세전이익	**73.1**	**91.0**	**110.2**	**121.9**	**133.1**
법인세	17.5	19.0	21.2	24.4	26.6
계속사업이익	55.6	72.0	89.1	97.5	106.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**55.6**	**72.0**	**89.1**	**97.5**	**106.5**
비지배주주순이익	2.0	2.0	2.4	2.7	2.9
지배주주순이익	**53.6**	**70.1**	**86.7**	**94.9**	**103.6**
지배주주포괄이익	68.8	70.7	86.6	94.8	103.5
NOPAT	55.4	59.3	82.1	88.4	95.0
EBITDA	88.5	93.3	128.5	142.8	154.9
성장성(%)					
매출액증가율	5.7	9.4	8.7	5.1	7.0
NOPAT증가율	(5.4)	6.9	38.6	7.7	7.5
EBITDA증가율	(12.0)	5.4	37.7	11.2	8.5
영업이익증가율	(12.9)	6.0	9.6	31.4	7.6
(지배주주)순익증가율	(3.1)	30.6	23.7	9.5	9.2
EPS증가율	(5.0)	25.7	20.0	9.5	9.2
수익성(%)					
매출총이익률	31.2	31.0	30.8	31.4	31.5
EBITDA이익률	10.9	10.5	13.3	14.1	14.3
영업이익률	9.2	8.9	8.9	11.2	11.2
계속사업이익률	6.9	8.1	9.2	9.6	9.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	**461.5**	**561.0**	**640.6**	**683.0**	**728.5**
금융자산	29.5	47.1	81.5	97.9	102.4
현금성자산	22.7	27.6	22.0	30.0	33.0
매출채권 등	218.7	257.2	279.6	293.8	314.5
재고자산	210.7	250.0	272.3	283.7	303.4
기타유동자산	2.6	6.6	7.2	7.6	8.1
비유동자산	**492.9**	**543.3**	**576.1**	**636.0**	**695.1**
투자자산	139.5	114.2	114.2	114.2	114.2
금융자산	125.4	103.6	103.6	103.6	103.6
유영자산	300.8	368.1	403.7	458.6	514.2
무영자산	**38.4**	**44.9**	**50.2**	**54.8**	**57.9**
기타비유동자산	**14.2**	**16.1**	**7.9**	**8.3**	**8.8**
자산총계	**954.4**	**1,104.3**	**1,216.6**	**1,319.0**	**1,423.6**
유동부채	**224.0**	**209.0**	**243.8**	**256.8**	**262.5**
금융부채	74.0	27.7	47.5	52.8	45.2
매입채무 등	127.0	153.4	167.1	174.1	186.2
기타유동부채	23.0	27.9	29.1	29.9	31.1
비유동부채	**45.2**	**55.9**	**59.0**	**65.5**	**72.4**
금융부채	**8.1**	**20.6**	**22.0**	**26.9**	**32.1**
기타비유동부채	37.0	35.3	37.1	38.5	40.3
부채총계	**269.1**	**264.9**	**302.8**	**322.3**	**335.0**
지배주주지분	**671.8**	**823.1**	**895.3**	**975.7**	**1,064.9**
자본금	**50.7**	**58.4**	**58.4**	**58.4**	**58.4**
자본잉여금	215.1	313.9	313.9	313.9	313.9
자본조정	(0.6)	(13.9)	(13.9)	(13.9)	(13.9)
기타포괄이익누계	21.7	18.8	18.8	18.8	18.8
이익잉여금	385.0	445.9	518.1	598.5	687.7
비지배주주지분	**13.4**	**16.3**	**18.6**	**21.0**	**23.7**
자본총계	**685.2**	**839.4**	**913.9**	**996.8**	**1,088.6**
순금융부채	(72.7)	(102.4)	(115.6)	(121.8)	(128.7)

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	4,916	6,177	7,415	8,119	8,865
BPS	61,613	71,622	77,800	84,683	92,311
CFPS	4,667	3,743	4,419	6,614	11,088
EBITDAPS	8,113	8,227	10,991	12,218	13,258
SPS	74,386	78,303	82,600	86,813	92,920
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주가지표(배)					
PER	26.4	20.2	16.3	14.9	13.6
PBR	2.1	1.7	1.6	1.4	1.3
PCFR	27.8	33.3	27.4	18.3	10.9
EV/EBITDA	15.0	14.5	10.1	9.1	8.3
PSR	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
재무비율(%)					
ROE	8.3	9.3	9.9	10.0	10.0
ROA	6.1	7.0	7.7	7.7	7.8
ROIC	9.7	8.8	10.7	10.6	10.4
부채비율	39.3	31.6	33.1	32.3	30.8
순부채비율	(10.6)	(12.2)	(12.7)	(12.2)	(11.8)
이자보상배율(배)	34.9	44.0	53.4	55.4	56.6

자료: 하나대투증권

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	**50.8**	**29.7**	**44.7**	**68.2**	**118.1**
당기순이익	53.6	70.1	86.7	94.9	103.6
조정	46.2	36.6	36.6	40.4	64.0
감가상각비	15.7	18.4	26.8	32.3	36.1
외환거래손익	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.0	2.9	(18.0)	0.5	0.5
기타	27.7	15.1	27.8	7.6	27.4
자산/부채의 변동	(29.7)	(62.9)	(63.0)	(49.0)	(30.0)
투자활동현금흐름	**(90.3)**	**(70.4)**	**(57.8)**	**(56.3)**	**(98.9)**
투자자산감소(증가)	(16.4)	22.1	(40.1)	(8.4)	(1.5)
유영자산감소(증가)	(64.5)	(83.5)	(59.7)	(84.2)	(88.5)
기타투자활동	(9.5)	(9.1)	42.0	36.3	(8.9)
재무활동현금흐름	**30.0**	**46.0**	**7.4**	**(3.9)**	**(16.2)**
금융부채증가(감소)	45.1	(35.5)	21.2	10.2	(2.4)
자본증가(감소)	0.0	106.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(12.5)	0.7	0.4	0.6
배당지급	(15.5)	(12.9)	(14.5)	(14.5)	(14.5)
현금의 증감	**(9.6)**	**5.0**	**(5.6)**	**8.0**	**3.0**
Unlevered CFO	50.9	42.5	51.6	77.3	129.6
Free Cash Flow	(31.0)	(65.2)	20.9	11.7	10.1

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	10.4	9.1	9.6	15.8	13.8
Emerging Market	11.7	10.6	11.0	7.7	11.1
World	15.5	13.9	14.5	7.9	11.9

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2014	2015	12M Fwd	2014	2015
Korea	19.8	14.9	16.6	74.2	32.8
Emerging Market	23.6	19.6	21.0	27.0	20.4
World	17.8	16.4	16.9	2.9	8.9

* MSCI Pharmaceuticals Industry

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

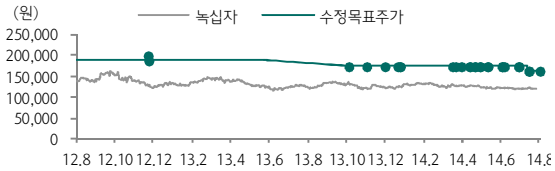
SK케미칼

날짜	투자의견	수정목표주가
14.8.18	BUY	85,000 원

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

녹십자

날짜	투자의견	수정목표주가
14.8.18	BUY	163,000 원
14.8.1	BUY	163,000 원
14.7.31	BUY	163,000 원
14.7.16	BUY	174,000 원
14.7.15	BUY	174,000 원
14.6.23	BUY	174,000 원
14.6.20	BUY	174,000 원
14.6.19	BUY	174,000 원
14.5.28	BUY	174,000 원
14.5.27	BUY	174,000 원
14.5.16	BUY	174,000 원
14.5.15	BUY	174,000 원
14.5.8	BUY	174,000 원
14.5.7	BUY	174,000 원
14.4.30	BUY	174,000 원
14.4.29	BUY	174,000 원
14.4.16	BUY	174,000 원
14.4.7	BUY	174,000 원
14.4.2	BUY	174,000 원
14.1.10	BUY	174,000 원
14.1.9	BUY	174,000 원
14.1.6	BUY	174,000 원
13.12.17	BUY	174,000 원
13.11.18	BUY	174,000 원
13.10.21	BUY	174,000 원
13.10.1 업종 애널리스트 변경		
12.12.10	BUY	188,000 원
12.12.9	BUY	200,000 원



투자의견 분류 및 적용

투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이알음)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2014년 8월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이알음)는 2014년 8월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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.