

SK COMPANY Analysis



Analyst
서충우
Choongwoo.seo@sk.com

Company Data

| | |
|---------|----------|
| 자본금 | 51 억원 |
| 발행주식수 | 1,025 만주 |
| 자사주 | 29 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 828 억원 |
| 주요주주 | |
| 강국진(외2) | 20.91% |
| 이춘성(외3) | 16.20% |
| 외국인지분률 | 4.50% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(17/10/10) | 8,420 원 |
| KOSDAQ | 654.59 pt |
| 52주 Beta | 1.38 |
| 52주 최고가 | 11,900 원 |
| 52주 최저가 | 6,650 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 11 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|-------|-------|
| 1개월 | 12.8% | 13.0% |
| 6개월 | 0.6% | -5.4% |
| 12개월 | % | % |

엘앤케이바이오 (156100/KQ | 매수(신규편입) | T.P 12,000 원(신규편입))

Lnk Biomed 를 들여다보면 성장 초기의 오스템임플란트가 보인다!

척추 임플란트 개발 및 제조 전문업체이다. 우리는 우수한 제품 경쟁력에 기초한 적극적인 현지법인 설립 및 의료 교육 프로그램을 활용한 영업 전략 등에서 동사가 오스템임플란트를 상당히 닮아있다고 생각한다. 의료기기 업계에서 괄목할 만한 성장을 이어가고 있는 회사의 성장 초기 국면을 닮아있는 모습은 매우 고무적인 대목이다. '17 년 매출액은 477 억원(+38% yoy), 영업이익은 36 억원(+50% yoy)으로 예상된다. 투자이건 매수, 목표주가 12,000 원으로 커버리지를 개시한다.

해외시장 진출 본격화(현지법인 설립)

동사는 설립 초기에 미국 법인을 설립하고, '10 년도에 FDA 승인을 받으며 미국 유명 대학병원으로 제품을 납품하기 시작했다. 현재, 미국시장에서 전체 매출의 40% 이상이 발생하고 있다. 세계 최대 의료기기 시장(미국)에서 꾸준히 성장하고 있는 주된 요인은 제품의 경쟁력과 현지 법인을 통한 적극적인 영업전략이라고 판단한다. 특히, 현지 법인을 설립하여 해당 시장을 공략하는 것은 비슷한 규모의 국내 경쟁사들에서는 보기드문 일이다. 국내 업체들은 보통 현지 Agency 를 통하여 간접납품을 하는 것이 일반적이는데, 이 경우 다수의 국가에 보다 쉽게 진출할 수 있지만 많은 공급선을 갖추고 있는 Agency 에 의존해야 하기에 결코 성장하기가 쉽지 않다. 따라서 품질력이 우수하다면 다소 과감하기는 하지만 현지 법인 설립을 통한 직접영업이 현명한 전략으로 보인다. 동사는 미국시장 진출 및 영업망을 확대하고 있는 자신감을 바탕으로 올해부터 미국이외 해외진출을 본격화하고 있다. 올해 상반기에는 캐나다 및 말레이시아에 현지 법인을 설립했고, 연말 안에 호주 및 인도에서 현지 법인 설립이 완료될 예정이다. 지난 6 월말 호주에서 첫 수주를 받은 것을 시작으로 추가 수주 및 인도에서의 수주도 임박한 것으로 추정된다.

척추 임플란트 제품 Full-line up 보유

글로벌 업체 수준의 품질로 경추에서 천추까지 제품 portfolio 를 완비하고 있다. 실제로 제품 Full-line up 을 완비한 업체는 전세계적으로 10 개사 정도로 추정되는데, 특히 경추부문의 제품 portfolio 를 보유한 회사가 드문 편이다. 이처럼 제품 Full-line up 보유는 환자의 다양한 상황에 따른 대처와 의사의 치료기법에 있어 선택의 폭을 넓혀줄 수 있다는 장점이 있기 때문에 상당한 경쟁력이 될 수 있다는 판단이다.

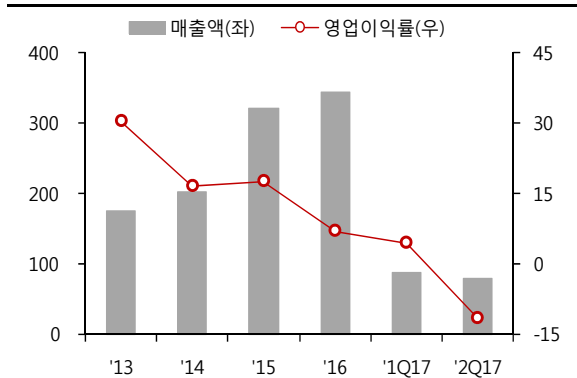
영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 202 | 320 | 344 | 477 | 727 | 974 |
| yoy | % | 16.2 | 58.5 | 7.5 | 38.4 | 52.5 | 34.0 |
| 영업이익 | 억원 | 34 | 56 | 24 | 36 | 114 | 180 |
| yoy | % | -36.8 | 68.5 | -57.3 | 47.9 | 219.8 | 57.9 |
| EBITDA | 억원 | 43 | 72 | 50 | 48 | 126 | 191 |
| 세전이익 | 억원 | -64 | 57 | 26 | 27 | 104 | 164 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | -47 | 63 | 14 | 13 | 89 | 140 |
| 영업이익률% | % | 16.6 | 17.6 | 7.0 | 7.5 | 15.7 | 18.5 |
| EBITDA% | % | 21.1 | 22.5 | 14.5 | 10.0 | 17.3 | 19.6 |
| 순이익률 | % | -23.3 | 19.0 | 5.2 | 2.8 | 12.3 | 14.5 |
| EPS | 원 | -651 | 711 | 155 | 125 | 866 | 1,370 |
| PER | 배 | N/A | 0.0 | 63.7 | 66.9 | 9.6 | 6.1 |
| PBR | 배 | 0.0 | 0.0 | 1.9 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 배 | 0.0 | 0.0 | 22.2 | 11.7 | 3.4 | 1.4 |
| ROE | % | -56.0 | 30.7 | 3.1 | 2.4 | 14.9 | 19.7 |
| 순차입금 | 억원 | 328 | 117 | 80 | -313 | -436 | -590 |
| 부채비율 | % | | 63.1 | 56.2 | 53.5 | 91.8 | 75.7 |

회사소개

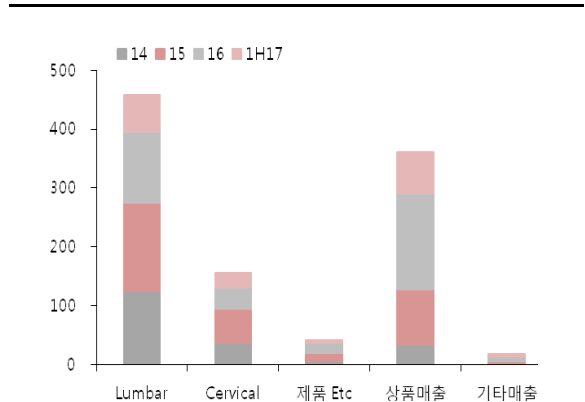
'08 년도에 설립, '13 년 7 월 코넥스 상장, '16 년 11 월 코스닥으로 이전 상장한 척추 임플란트 개발 및 제조 전문업체이다. 척추 상단인 경추(목뼈)부터 흉추(등뼈), 요추(허리뼈), 천추(엉덩이뼈)에 관한 모든 제품 portpolio 를 갖추고 있으며, 8 개 제품(28 개 품목)에 대해 미국 FDA 인증을 받은 상황이다. '10 년 미국에서 FDA510(K) LnK basic Spinal System 을 승인받으며 Stanford 대학병원 및 Denver 병원 등으로 납품을 시작하면서 미국시장에 진출하였고, '12 년 Aegis Spine(미국 판매법인) 지분을 100% 인수 하였다. 현재 서울대학교 병원을 비롯한 국내 80 개 병원과 미국의 15 개주 78 개 병원에 직납하고 있으며, 상대적으로 소수지만 대리점에도 매출을 하고 있다. 국가별 판매비중('17 년 상반기 기준)은 한국 50.5%/미국 41.8%/기타(태국 등) 7.7%이며, 전체 매출비중은('17 년 상반기 기준)은 제품매출 55.6%(Lumbar(요추)향 37.4%/Cervical (경추)향 15.4% 등), 상품매출 41.8%, 기타 2.6% 이다.

매출액 및 영업이익률 추이 (단위: 억원, %)



자료 : 엘엔케이바이오, SK 증권

매출비중 (단위: 억원)



자료 : 엘엔케이바이오, SK 증권

동사의 주요 주주를 살펴보면 설립이래로 계속 최대주주는 강국진 대표이고, 2 대주주는 이춘성 교수이다. 강국진 대표는 글로벌 의료기기 업체인 한국 Stryker 를 거쳐 지에스메디칼에서 영업부문 대표이사를 역임한 이력의 소유자이다. 영업과 R&D 인력을 꾸리는 부분에 상당한 능력을 갖추고 있는 것은 물론 의료업계내에서 폭넓은 Network 와 영향력을 갖춘 인물로 정평이 나 있다. 2 대주주인 이춘성 교수는 서울 아산병원 정형외과 교수로 재직중이며 해당 분야 국내 최고의 권위자로 통한다. 특히, 척추 측·후만증 진단 및 치료에 대한 명의로 평가받고 있으며, 일부 마스크를 통해 각종 과잉진료에 대한 양성적 고발로도 잘 알려진 인물이다. 우리는 특히 동사에 대한 이춘성 교수의 기여도에 주목한다. 회사 설립 초기에 Lumbar(요추)수술에 사용되는 Cs Screw 등을 직접 개발한 것은 물론 다수의 제품 개발 및 R&D 역량 강화에 상당한 기여를 했고, 최근까지도 동사 제품의 성능 향상을 위한 Advise 를 해오고 있기 때문이다. 강국진 대표의 영업력과 이춘성 교수의 코치로 다져진 높은 기술력이 설립 2 년만에 세계 최대 의료기기 시장인 미국에서 FDA 승인을 받고 Stanford 대학 등 주요 대학병원에 진출하게 된 원동력으로 판단된다.

성장연혁

척추 임플란트 사업의 안정적 성장을 바탕으로 신규 아이템 런칭 및 신규 시장 진출



자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

동사의 지분을 보유한 기관투자자들도 해당분야에 대해 상당한 전문성을 갖추고 있거나 동사에 대한 해박한 지식을 갖추고 있는 것으로 보인다. Palo Alto Investor(3.9% 보유)는 1989 년도에 캘리포니아에서 설립된 중소형(시가총액 1 억\$~30 억\$) 헬스케어 주식 투자에 특화된 운용사이다. 펀드 운용규모는 약 13.4 억\$정도이며 5 명으로 알려진 리서치팀에 3 명의 한국계 의학박사가 포진되어 있으며 대표 펀드매니저는 스탠포드 신경외과 교수이다. 그리고 4.7%(우선주 3.3% 포함)를 보유하고 있는 Brv Lotus 는 Blue Run Ventures 가 아시아 기업 투자를 위해 '13 년도에 설정한 펀드이다. Blue Run Ventures 는 구분무 LG 회장의 매타위인 윤관씨가 대표로 있는 회사로 다수 초기·성장 기업에 투자해 고수익을 올리는 것으로 유명하며, 동사의 제품에 대해 미국과 한국의 대학병원에서 10 개월 동안 검증을 완료한 후에 투자를 결정했다. 가장 최근인 올해 5 월에는 아이온 자산운용이 동사의 전환사채에 100 억원을 투자했다. 이번 투자를 진두지휘한 아이온 자산운용의 현승철이사는 작년까지 NH 투자증권에서 동사의 IPO 를 진행한 실무자로서 누구보다도 동사의 사정을 잘 알고 있는 IB 전문가이다.(아시아경제 5.19 일 기사 참조) 이와 같이 의료업계의 전문가 및 상당한 역량을 갖춘 투자 전문가들이 향후 동사의 고성장을 예견하고 있다.

Cervical(경추) 시장 현황 및 제품 경쟁력

Cervical 시장의 성장

경추 질환 치료 환자의 급격한 증가



- ✓ **위상 시 가장 먼저 손상되는 부위**
- ✓ **현대 사회의 스트레스, 과로, 긴장**
- ✓ **PC, 스마트폰기기의 사용 증가**

경추 질환 제품(Cervical) 시장 현황

- 흉요추(Thoraco-lumbar) 제품에 비해 상대적으로 경쟁이 치열하지 않음
- Cervical Full Line Up 을 보유한 회사 적음

Cervical 시장 내 핵심 경쟁력 보유

경추 부문 Full Line-up 구축

글로벌 Top-Tier 수준의 제품 포트폴리오 보유





Plate Screw system Cage

우수한 제품 경쟁력

최소 두께 살린 및 다양한 타입의 Screw 제품




LnK Plate Castelox-P

시장 선도적인 제품 개발

세계 최초 경추 적용 Cervical MIS System 개발




세계 최초 Cervical MIS System Corpectomy Cage (개발 예정)

자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

척추 임플란트 시장 현황 및 전망

척추 임플란트 시장은 비만 인구 증가 및 고령화에 따른 환자 수의 증가와 최소침습수술(Minimum Invasion Surgery, 절개부위 획기적 감소) 등 의료기술 발전에 따른 시술 안정성 및 편의성 증대가 성장을 이끌고 있다. 글로벌 척추 임플란트 시장은 '15년 기준으로 120 억 달러 정도이며 연평균 5.6% 수준으로 성장하면서 2020년에는 157 억 달러에 이를 전망이다. 척추질환 관련 시장의 약 90%는 수술 치료법이 차지하며, 수술 치료법은 척추유합술 및 고정술(척추 임플란트 제품 사용)과 척추 비유합술(인공 디스크로 치환)로 나뉘는데, 척추 유합술이 전체 척추질환 치료법에서 약 80% 이상을 차지한다. 글로벌 척추 임플란트 시장에서 미국 시장은 65%(15년 기준)를 차지하는 가장 큰 단일시장이며, 제품 단가 또한 국내 대비 2~4 배정도 높게 형성된 매력적인 시장이다.

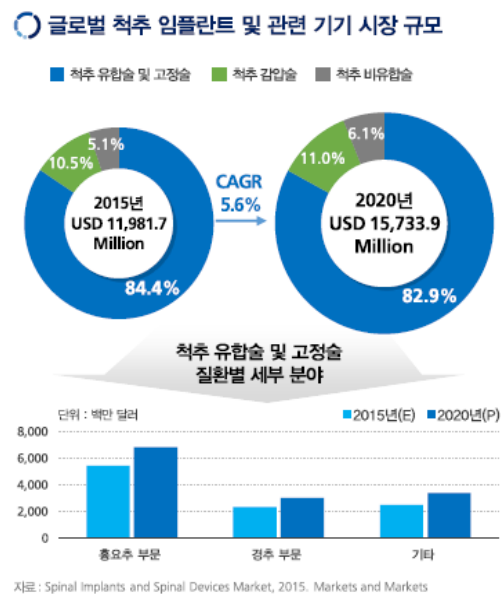
글로벌 척추 임플란트 시장의 점유율('14년 기준)은 Medtronic(26.9%)/Johnson & Johnson(20.5%)/Nuvasive(6.7%)/Stryker(6.5%)/Zimmer Biomet(5.8%) 등 미국의 메이저 5 개사가 전체 시장의 65% 이상을 차지하고 있다. 동사의 세계시장 점유율은 0.5% 미만으로 그 순위는 세계 20 위권 밖으로 추정된다. 하지만 현재 해당 시장에서의 미미한 영향력에도 불구하고 경쟁업체 대비 상당히 주목할 만한 장점들을 보유하고 있다.

척추질환 관련시장



자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

글로벌 척추 임플란트 및 관련기기 시장 규모



자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

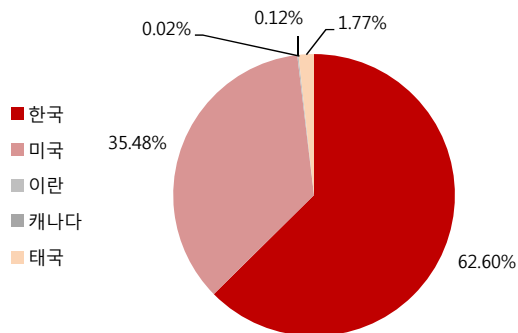
투자 포인트

1) 적극적인 해외시장 진출 및 영업망 확대 전략

① 미국시장 진출 및 현지 법인 설립

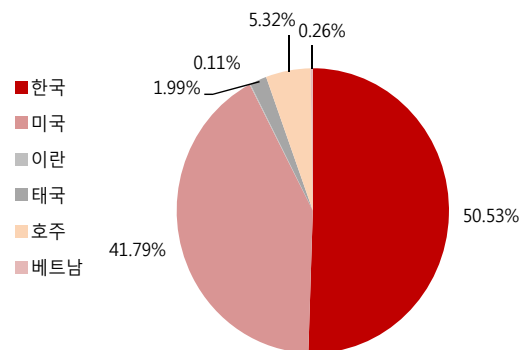
동사는 설립 초기에 세계 최대 의료기기 시장인 미국에 진출했고, 즉각적으로 현지 법인을 설립했다. 대부분의 국내 의료기기 제조업체들이 미국시장에 진출할 때 상당기간 현지 Agency 를 통해 마케팅을 하지만, 동사는 제품에 대한 자신감을 바탕으로 진출 초기에 법인을 설립하고 현지 주요 대학병원에 진출했다. 현지에 법인을 설립하여 영업하는 것과 대리점을 통한 마케팅은 상당히 다르다. 현지 법인을 설립하는 절차가 좀 더 복잡하고 관련 비용이 많이 들지만, 직납은 대리점향 매출의 2 배가 넘는 고수익 실현이 가능하고 고객과의 대면 접촉에 따른 다양한 이점이 있다. 예를 들면, 직접 영업은 고객의 성향과 재고상황 등에 대한 빠른 정보를 접할 수 있고, 시시각각 발생할 수 있는 고객의 Needs 에 즉각적이고, 보다 전문적으로 대응할 수 있기 때문에 지속적인 성장에 유리하다.

'16년 지역별 매출비중



자료 : 엘앤케이바이오 SK 증권

'17년 지역별 매출비중



자료 : 엘앤케이바이오 SK 증권

② 미국의 다수의 해외시장 진출 본격화

동사는 미국시장 진출 및 영업망을 확대하고 있는 자신감을 바탕으로 해외 여러나라로의 진출을 본격화하고 있다. 올해 상반기 캐나다 및 말레이시아에 현지 법인을 설립했고, 현재 제품등록 및 판매허가를 받기 위한 과정이 진행중이다. 캐나다 법인의 경우 올해 연말쯤에는 첫 매출이 발생할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 그리고 지난 6 월 말에는 Agency 를 통해 호주의 병원으로 매출이 발생했다. 호주의 척추 임플란트 시장은 미국과 비슷한 수준의 프리미엄 가격대가 형성되어 있는 큰 시장으로, 높은 수익성을 기대할 수 있다. 따라서 동사는 내년 상반기 내에 호주 현지 법인을 설립하기 위한 준비중에 있다. 현재, 약 20 억원 규모의 Purchase Order 에 대한 물량을 공급하는 중이며, 연말안에 비슷한 수준의 추가 매출이 발생할 것으로 추정된다. 이와 더불어 인도에서도 법인 설립을 준비중이다. 연내에 법인설립이 완료될 예정이고, 현재 인도내 주요 대학병원의 Key Surgeon 과 제품에 대한 협의가 마무리되는 단계에 와 있기 때문에 상당 규모의 수주가 임박한 것으로 판단된다. 현재 설립 진행중인 호주와 인도 법인은 향후 2~3 년내에 현재 연간 매출의 30~70% 정도의 비중을 차지하는 미국 법인과 맞먹을 정도의 주요 매출처가 될 수 있다는 판단이다. 추가로 '18 년도에는 홍콩 및 싱가포르 진출이 예정되어 있다.

동사는 향후 국내에서의 영업망 확대는 지양하고 해외 진출 국가를 늘려나가는 전략을 구사할 것이다. 국내에서는 의료보험 적용으로 인해 제품 단가가 낮은 반면에 글로벌 기업 한국지사와 다수의 국내업체 진입으로 치열한 경쟁강도 대비 실익이 낮기 때문이다. 따라서 위에 언급한 국가 이외에도 다수의 동남아시아 국가 진출을 빠르게 추진할 것이다.

③ 국내 연수 프로그램을 활용한 적극적인 마케팅

동사는 신규 진출 국가에 성공적인 안착을 위해 해당국가의 외과의사를 한국으로 초청해 의료 교육 프로그램(Medical Education Program)을 진행하고 있다. 교육기간 중 동사의 제품을 활용한 수술방법을 체득시키고, 향후 동사의 제품을 사용하도록 유도하기 위한 것이다. '18 년 2 월에는 2 개월 Training 과정(호주의사 대상) 및 3 월에는 베트남 의사들을 대상으로 한 FellowShip(3 개월 과정)이 예정되어 있다. 향후 교육을 서울 소재 국내 대표 대학병원에서 진행할 것임을 감안하면, 실력있는 한국 의사들과의 교류를 원하는 해외 의사들의 선호도가 높을 것으로 예상된다.

2) 제품 Portfolio 완비 및 Customizing

① 경추에서 천추까지 제품 Full-line up 보유

동사는 글로벌 선두업체 수준의 품질 경쟁력으로 척추 상단(경추)에서 하단(천추)까지 Full-line up 을 보유하고 있다. 척추 임플란트 업체중에 Full-line up 을 보유하고 있는 업체는 10 개사 미만으로 추정된다. 실제로 '16년 7월 세계 최초로 경추(목)에 적용될 수 있는 Cervical MIS Screw 를 개발해서 FDA 로부터 인허가를 승인 받았고, 소수의 글로벌 기업만 보유하고 있는 골반의 척추질환에 적용되는 SI Joint Fusion Screw 를 개발했다. 이처럼 뛰어난 기술력을 기반으로 제품 포트폴리오를 완비함으로써 환자의 다양한 상황에 따른 대처와 의사의 치료기법에 있어 선택의 폭을 넓혀줄 수 있다.

특히, 최근에는 PC 및 스마트기기의 사용 증가로 인해 경추질환 환자가 급격히 늘어나고 있다. 글로벌 기업중에서도 경추부문의 제품 Full-line up 을 구축한 회사가 소수에 불과하므로 상대적으로 경쟁이 치열하지 않은 상황이다. 현재 동사의 경추관련 제품도 빠른 속도로 매출이 증가하고 있으며, 이러한 추세는 향후에도 지속될 것으로 보인다.

제품 현황



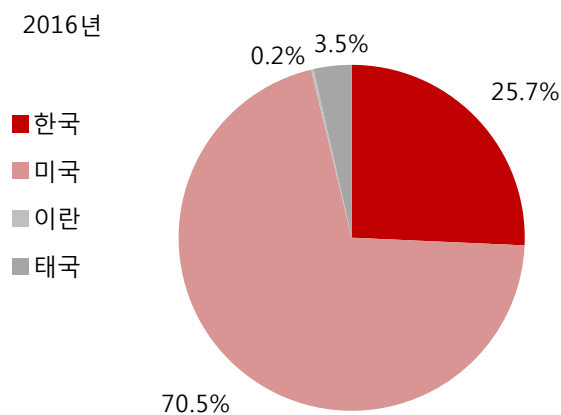
주 상기 이미지는 제품에 대한 이해를 돕기 위해 삽입되었으며, 일부 타사 제품의 이미지가 포함되어 있습니다.

자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

② Instrument - Customizing 전략

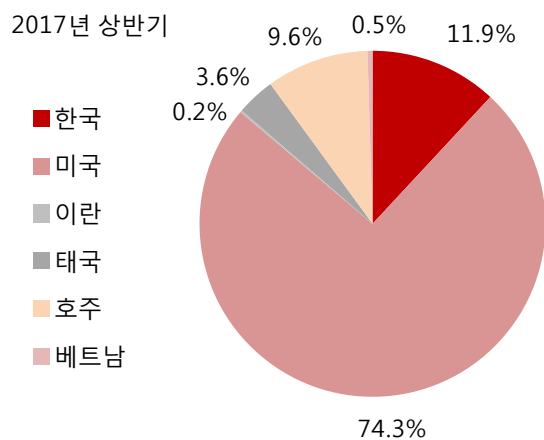
동사는 자사의 제품 이외에도 서비스 개념으로 고객(의사)들의 의료 기구(Instrument)를 각자의 성향에 맞게 최적화 시켜주는 부분에서 좋은 평가를 받고 있다. 의사들은 직접 사용하는 의료기구의 상태나 편의성에 대해 예민하게 반응할 수 밖에 없다. 따라서 왼손잡이에 적합하게 도구를 만들어달라고 한다던지, 눈부심 방지를 위한 수술 장비에 대한 코팅을 주문하는 등 다양한 요구가 발생한다. 동사는 해당 부분에 있어 많은 고객을 보유한 글로벌 기업에 비해서 고객의 Needs에 빠르게 대응하고 있다. 이처럼 수술 기구에 대한 적극적인 Customizing 전략은 고객으로 하여금 신규 거래의 매력도를 높이는 요인이 되는 것으로 판단된다.

'16년 제품 매출비중



자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

'17년 상반기 제품 매출비중



자료 : 엘앤케이바이오, SK 증권

성장 초기의 오스템임플란트를 연상시킨다

우리는 이번 보고서를 준비하면서 동사의 성장전략이 글로벌 5위, 국내 1위의 치과용 임플란트 제조 및 판매업체인 오스템임플란트와 많은 부분 닮아있음을 발견했다. 오스템임플란트는 설립초기('97년 설립)인 '01년부터 AIC 교육센터를 설립하여 진출예정 지역의 외국(아시아지역) 의사를 매년 수백명 이상 초청해 임플란트 교육을 시행하면서 자사 품질의 우수성을 알렸고, 자사 품질을 활용한 수술법을 체득하도록 유도했다. 동시에 대만, 독일 등을 필두로 현지 법인을 설립하며 빠르게 성장해 왔고, 현재는 27개의 해외법인을 보유하고 있으며 매출의 절반이 해외에서 나온다. 실제로 대규모 임플란트 교육 시행과 현지 법인 수를 빠르게 늘려가는 전략은 이 회사의 대표적인 성공 요인으로 평가 받는다. 이와 같이 동사와 오스템임플란트는 우수한 제품 경쟁력을 바탕으로 적극적인 현지법인 설립 및 의료 교육 프로그램을 시행한다는 점에서 매우 닮아 있다. 현재 시점에서 회사 규모와 매출 볼륨이 비교가 안될 정도로 차이나는 두 회사를 직접 비교하는 것은 큰 의미가 없겠지만, 의료업계에서 괄목할만한 성장을 이어가고 있는 회사의 초기 성장 국면을 닮아있는 모습은 매우 고무적인 대목이다.

실적전망 및 밸류에이션

'17년 상반기 실적은 일시적인 매출 부진으로 매출액 166억원(-21.5% yoy), 영업이익 -5억원으로 적자 전환했다. 하지만 3Q에는 호주 등으로의 신규 매출에 힘입어 매출액 150억원, 영업이익 20억원으로 흑자전환 할 것으로 예상된다. 또한, 4Q에도 인도향 신규 매출 등 3Q와 비슷한 흐름일 것으로 추정하여 '17년 연간 매출액은 477억원(+38% yoy), 영업이익은 36억원(+50% yoy)을 기록할 것으로 전망한다.

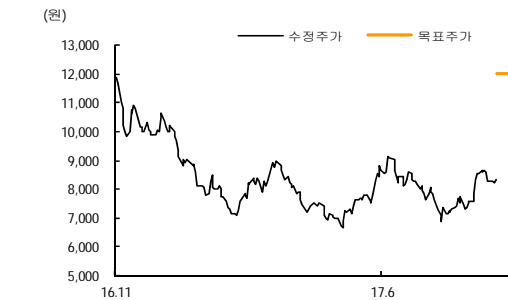
투자의견 매수, 목표주가 12,000원을 제시하고 신규 편입한다. 목표주가는 3Q17에서 2Q18까지 12개월 Forward Eps 808원에 Per 15배를 적용하여 산출하였다. 적용 Multiple 15배는 글로벌 임플란트 업체 평균을 30% 이상 할인 적용한 것이다.

Peer 그룹 밸류에이션

| 구분 | 년도 | 오스템임플란트 (048260,KQ) | 디오 (039840,KQ) | 바텍 (043150,KQ) | 코엔텍 (029960,KQ) |
|----------|-------|------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| 주가(원) | | 67,900 | 30,100 | 27,100 | 4,210 |
| 사기총액(억원) | | 9,700 | 4,567 | 4,026 | 2,105 |
| 매출액(억원) | 2014 | 2,386 | 616 | 1,948 | 416 |
| | 2015 | 2,777 | 719 | 2,174 | 423 |
| | 2016 | 3,446 | 880 | 2,383 | 551 |
| | 2017E | 4,081 | 963 | 2,067 | 653 |
| | 2018E | 4,659 | 1,188 | 2,301 | 709 |
| 영업이익(억원) | 2014 | 288 | 34 | 316 | 107 |
| | 2015 | 333 | 201 | 410 | 95 |
| | 2016 | 342 | 266 | 453 | 155 |
| | 2017E | 435 | 271 | 395 | 172 |
| | 2018E | 546 | 327 | 450 | 194 |
| P/E(x) | 2014 | 24 | N/A | 52 | 16 |
| | 2015 | 51 | 82 | 50 | 20 |
| | 2016 | 28 | 30 | 46 | 10 |
| | 2017E | 35 | 23 | 5 | 14 |
| | 2018E | 26 | 18 | 10 | 13 |
| P/B(x) | 2014 | 4 | 2 | 4 | 2 |
| | 2015 | 10 | 5 | 6 | 1 |
| | 2016 | 6 | 5 | 5 | 1 |
| | 2017E | 6 | 3 | 2 | - |
| | 2018E | 5 | 3 | 2 | - |
| ROE(%) | 2014 | 31 | 9 | 29 | 12 |
| | 2015 | 31 | 34 | 33 | 10 |
| | 2016E | 31 | 28 | 23 | 15 |
| | 2017E | 2 | 10 | 1 | 4 |
| | 2018E | 3 | 5 | (0) | - |

자료 : SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|------------|------|---------|--------------|--------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2017.10.11 | 매수 | 12,000원 | 6개월 | | |



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 11일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 90.91% | 중립 | 9.09% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 387 | 583 | 613 | 1,048 | 1,201 |
| 현금및현금성자산 | 13 | 84 | 571 | 1,006 | 1,159 |
| 매출채권및기타채권 | 194 | 304 | 0 | 0 | 0 |
| 재고자산 | 105 | 114 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 287 | 315 | 277 | 243 | 235 |
| 장기금융자산 | 12 | 15 | 19 | 19 | 19 |
| 유형자산 | 101 | 81 | 89 | 81 | 74 |
| 무형자산 | 75 | 96 | 103 | 104 | 105 |
| 자산총계 | 674 | 898 | 891 | 1,290 | 1,436 |
| 유동부채 | 178 | 264 | 258 | 258 | 258 |
| 단기금융부채 | 119 | 175 | 258 | 258 | 258 |
| 매입채무 및 기타채무 | 41 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 82 | 59 | 53 | 360 | 361 |
| 장기금융부채 | 74 | 44 | 42 | 354 | 354 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 261 | 323 | 310 | 618 | 619 |
| 지배주주지분 | 384 | 542 | 548 | 642 | 787 |
| 자본금 | 46 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 자본잉여금 | 305 | 450 | 450 | 450 | 450 |
| 기타자본구성요소 | 6 | 10 | -1 | -1 | -1 |
| 자기주식 | 0 | 0 | -13 | -13 | -13 |
| 이익잉여금 | 23 | 32 | 45 | 134 | 275 |
| 비지배주주지분 | 29 | 33 | 32 | 31 | 30 |
| 자본총계 | 413 | 575 | 580 | 673 | 817 |
| 부채외자본총계 | 674 | 898 | 891 | 1,290 | 1,436 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | -17 | -77 | 407 | 100 | 170 |
| 당기순이익(손실) | 61 | 18 | 13 | 89 | 141 |
| 비현금성항목등 | 24 | 47 | 42 | 37 | 50 |
| 유형자산감가상각비 | 13 | 18 | 8 | 8 | 7 |
| 무형자산감가상각비 | 3 | 8 | 4 | 4 | 4 |
| 기타 | 2 | 11 | 14 | 5 | 5 |
| 운전자본감소(증가) | -96 | -114 | 370 | -4 | 1 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -109 | -106 | 255 | 0 | 0 |
| 재고자산감소(증가) | -10 | -20 | 107 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 3 | 26 | -66 | 0 | 0 |
| 기타 | 19 | -14 | 74 | -4 | 1 |
| 법인세납부 | -5 | -28 | -18 | -22 | -23 |
| 투자활동현금흐름 | -147 | -16 | 16 | 30 | -2 |
| 금융자산감소(증가) | -42 | 4 | 9 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -45 | -10 | -11 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -59 | -26 | -5 | -5 | -5 |
| 기타 | 0 | 15 | 23 | 35 | 3 |
| 재무활동현금흐름 | 161 | 164 | 65 | 305 | -14 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 13 | -19 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | -14 | 100 | 312 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 147 | 150 | -13 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -7 | -7 | -4 | -7 | -14 |
| 현금의 증가(감소) | -3 | 71 | 487 | 435 | 153 |
| 기초현금 | 16 | 13 | 84 | 571 | 1,006 |
| 기말현금 | 13 | 84 | 571 | 1,006 | 1,159 |
| FCF | -117 | -120 | 420 | 105 | 162 |

자료 : 엘앤케이바이오, SK증권

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 320 | 344 | 477 | 727 | 974 |
| 매출원가 | 107 | 138 | 225 | 371 | 487 |
| 매출총이익 | 213 | 207 | 252 | 356 | 487 |
| 매출총이익률 (%) | 66.5 | 60.1 | 52.9 | 49.0 | 50.0 |
| 판매비와관리비 | 157 | 183 | 216 | 242 | 307 |
| 영업이익 | 56 | 24 | 36 | 114 | 180 |
| 영업이익률 (%) | 17.6 | 7.0 | 7.5 | 15.7 | 18.5 |
| 비영업손익 | 1 | 2 | -9 | -10 | -16 |
| 순금융비용 | 9 | 6 | 4 | 5 | 11 |
| 외환관련손익 | 8 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 57 | 26 | 27 | 104 | 164 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 17.9 | 7.5 | 5.6 | 14.3 | 16.8 |
| 계속사업법인세 | -4 | 8 | 14 | 15 | 23 |
| 계속사업이익 | 61 | 18 | 13 | 89 | 141 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 61 | 18 | 13 | 89 | 141 |
| 순이익률 (%) | 19.0 | 5.2 | 2.8 | 12.3 | 14.5 |
| 지배주주 | 63 | 14 | 13 | 89 | 140 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 19.66 | 4.2 | 2.69 | 12.22 | 14.42 |
| 비지배주주 | -2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 63 | 7 | 17 | 93 | 144 |
| 지배주주 | 64 | 3 | 18 | 94 | 145 |
| 비지배주주 | -1 | 4 | -1 | -1 | -1 |
| EBITDA | 72 | 50 | 48 | 126 | 191 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 58.5 | 7.5 | 38.4 | 52.5 | 34.0 |
| 영업이익 | 68.5 | -57.3 | 47.9 | 219.8 | 57.9 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | -54.7 | 3.0 | 288.6 | 57.9 |
| EBITDA | 69.2 | -30.8 | -4.8 | 164.5 | 51.9 |
| EPS(계속사업) | 흑전 | -78.2 | -19.6 | 593.9 | 58.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 30.7 | 3.1 | 2.4 | 14.9 | 19.7 |
| ROA | 11.2 | 2.3 | 1.5 | 8.2 | 10.3 |
| EBITDA마진 | 22.5 | 14.5 | 10.0 | 17.3 | 19.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 217.0 | 220.7 | 237.7 | 406.2 | 465.7 |
| 부채비율 | 63.1 | 56.2 | 53.5 | 91.8 | 75.7 |
| 순차입금/자기자본 | 28.4 | 14.0 | -54.0 | -64.8 | -72.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 7.3 | 6.8 | 10.8 | 17.8 | 13.2 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 711 | 155 | 125 | 866 | 1,370 |
| BPS | 4,176 | 5,284 | 5,344 | 6,259 | 7,678 |
| CFPS | 889 | 433 | 241 | 983 | 1,480 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 0.0 | 76.6 | 85.3 | 12.3 | 7.8 |
| PER(최저) | 0.0 | 63.5 | 53.3 | 7.7 | 4.9 |
| PBR(최고) | 0.0 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| PBR(최저) | 0.0 | 1.9 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| PCR | 0.0 | 22.9 | 34.6 | 8.5 | 5.6 |
| EV/EBITDA(최고) | 0.0 | 26.2 | 16.5 | 5.2 | 2.6 |
| EV/EBITDA(최저) | 0.0 | 22.1 | -5.7 | -3.2 | -2.9 |