

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sks.co.kr
02-3773-9005

Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	734 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,692 억원
주요주주	
이환철(외8)	35.71%
외국인지분률	1.50%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/10/11)	23,050 원
KOSDAQ	632.95 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	31,150 원
52주 최저가	16,150 원
60일 평균 거래대금	11 억원

이보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

엘앤씨바이오 (290650/KQ | Not Rated)

성장성이 높은 국내 1 위의 인체조직 이식재 전문기업

- 인체조직 기반 피부 이식재 및 의료기기 사업을 영위하는 재생의학 전문기업
- 주력 제품군의 인체조직 이식재의 지속적인 성장 예상
- 관절염치료제 MegaCarti™ 임상 신청 및 2021년초 제품 출시 기대
- 유착방지재, 동종 지방필러 등 다수의 파이프라인 보유
- 2019E 매출액 335 억원(+57.9% YoY), 영업이익 100 억원(+81.8% YoY) 전망
- 현재 PER 18 배 수준으로 밸류에이션 매력 ↑

국내 1 위의 인체조직 이식재 전문기업

인체조직 기반의 이식재 및 의료기기 사업을 영위하는 재생의학 전문기업이다. 자체 개발한 이식재 가공기술과 국내 최대의 생산 및 보관설비를 기반으로 피부, 뼈, 연골 등 인체조직 이식재 Full line-up 을 구축하고 있다. 특히, 무세포 동종 진피 이식재인 메가덤(MegaDerm), 메가필(MegaFill) 등을 앞세워 국내 피부 이식재 시장 점유율 48%로 1위를 기록하고 있다.

투자포인트

① 주력 제품군인 인체조직 이식재의 꾸준한 성장 예상

동사는 MegaDerm(동종 진피 이식재), MegaFill(동종 진피 파우더 형태), MegaBone(동종 골 이식재), MegaSheet(동종 근막 이식재) 등으로 인체조직 이식재 부문의 제품 포트폴리오를 구성하고 있으며, 그 중 MegaDerm 이 대표 제품이다. 국내 피부 이식재 시장의 경우 과거 화상에 따른 피부 이식에 대한 수요가 가장 커거나 최근에는 유방재건, 코성형, 아킬레스건 재건술 등 미용성형시장 확대 및 고령화에 따라 해당 시장이 빠르게 성장하고 있다.

② 관절염치료제 MegaCarti™ 를 비롯한 잠재력 높은 파이프라인

다수의 파이프라인 중 가장 기대를 모이고 있는 것은 동종연골 기반 관절염치료제인 MegaCarti™ 이다. MegaCarti™는 시장에 출시된 경쟁사 제품대비 시술 후 보다 빠르게 무릎연골 성형 및 회복이 되는 것으로 추정되며, 가격도 30%이상 저렴할 것으로 예상된다. 그 외 파이프라인으로는 유착방지재, 동종 지방필러 등이 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원			118	179	212	
yoY	%				51.4	18.7	
영업이익	억원			21	49	55	
yoY	%				135.0	12.4	
EBITDA	억원			24	52	60	
세전이익	억원			22	46	59	
순이익(자본주주)	억원			20	38	52	
영업이익률%	%			17.5	27.2	25.8	
EBITDA%	%			20.0	28.9	28.1	
순이익률	%			16.8	21.0	24.0	
EPS	원			365	664	828	
PER	배					23.7	
PBR	배					2.7	
EV/EBITDA	배			N/A	N/A	17.9	
ROE	%				28.0	15.0	
순차입금	억원			-3	-61	-356	
부채비율	%			56.3	21.9	8.7	

1. 회사개요

인체조직 가공 및 재생의학 전문기업

2011년 8월에 설립된 인체조직 기반의 이식재(ADM, Acellular Dermal Matrix) 및 의료기기 사업 등을 영위하는 재생의학 전문기업이다. 자체 개발한 이식재(동종/이종) 가공기술과 국내 최대의 생산 및 보관설비를 기반으로 피부, 뼈, 연골, 근막, 전, 인대 등 인체조직 이식재 line-up 을 구축하고 있다. 특히, 2012년 출시한 무세포 동종 진피 이식재인 메가덤(MegaDerm), 메가필(MegaFill) 등을 앞세워 국내 피부 이식재 시장 점유율 48%(2018년 기준)로 1위를 기록하고 있다. 또한, 피부 이식재 뿐만 아니라 기존 인체조직에 고분자물질을 가교하여 효능 및 편의성을 향상시킨 의료기기, 'BY THE DOCTOR'로 대표되는 코스메슈티컬 사업부문도 지속적으로 실적 기여도를 높이고 있다. 매출비중(2019년 상반기, 별도 기준)은 인체조직 이식재 77.3%, 인체조직 기반 의료기기 8.7%, 코스메슈티컬 2.0% 등이다.

조직재생 소재별 특징 및 시장

구분	무세포 동종 진피	세포 치료제
원재료	기증 인체 조직 냉동 후 가공	자가세포 추출 후 배양
특징	거부반응 낮음 이식 후 자기조직으로 전환	거부반응 낮음 '세포추출 → 배양 → 재주입' 필요
활용성	재생 치료의 가장 현실적 방법	수술 불편함(2회 수술, 배양시간)

자료 : 엘엔씨바이오 SK증권

또한 최근 화장품 임상시험 용역사인 자회사 '글로벌의약연구센터(지분율 54.5%)'의 실적도 빠르게 성장하고 있다. 설립 직후인 4Q18 매출액 2.4 억원, 영업이익 -3.4 억원으로 적자를 기록했으나 2019년 상반기 기준으로는 매출액 14 억원, 영업이익 6.7 억 원으로 영업흑자 전환 및 사업현황이 순조로운 상황이다.

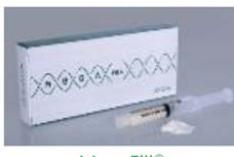
2. 투자포인트

① 주력 제품군인 인체조직 이식재의 꾸준한 성장 예상

동사는 피부, 뼈, 연골, 근막, 건, 인대 등 인체조직 Full line-up 을 구축하고 있다. MegaDerm(동종 진피 이식재), MegaFill(동종 진피 파우더 형태), MegaBone(동종 골 이식재), MegaSheet(동종 근막 이식재) 등으로 제품 포트폴리오를 구성하고 있으며, MegaDerm 이 가장 잘 팔리는 제품이다. 국내 피부 이식재 시장의 경우 과거 화상에 따른 피부 이식에 대한 수요가 가장 커었으나 최근에는 유방재건, 코성형, 아킬레스건 재건술 등 미용성형시장 확대 및 고령화에 따라 해당 시장이 빠르게 성장하고 있다. 특히 유방암 환자들의 수술 이후 동종 피부를 이용한 재건수요가 빠르게 증가하고 있다.

인체조직 이식재(피부)

피부

MegaDerm®
(동종 진피 이식재)MegaFill®
(동종 진피 파우더 형태)

인체조직 이식재(뼈, 연골, 근막, 인대)

뼈

MegaBone®
(동종 골 이식재)

연골

MegaCartilage®
(동종 연골 이식재)

근막

MegaSheet®
(동종 근막 이식재)

인대

MegaTendon®
(동종 인대 이식재)

자료 : 엘엔씨바이오, SK 증권

자료 : 엘엔씨바이오, SK 증권

인체조직 이식재 부문은 2017년에 135.8 억원, 2018년에 152.3 억원, 올해 상반기에는 97.4 억원의 매출을 기록했다. 4분기가 최대 성수기로써 올해에도 하반기가 상반기대비 더 나은 실적을 시현할 것으로 추정된다. 이는 보수적으로 올해에도 30% 성장한 가능한 상황임을 의미한다. 또한 인체조직에 대한 의료기술의 발전으로 동종 피부의 적응증이 확대되는 구간에 있으므로 향후 수년간은 지속적으로 성장할 것으로 전망한다.

적응증 확대하며 시장 확장 중



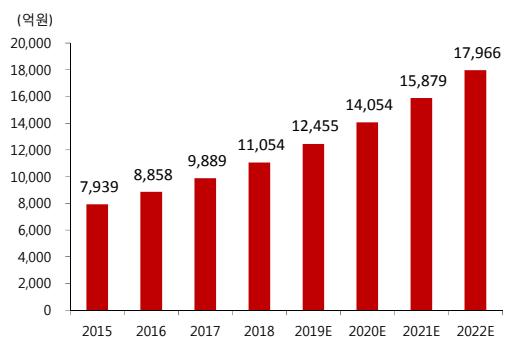
자료 : 엘엔씨바이오, SK증권

② 관절염치료제 MegaCarti™ 임상 신청

동사의 인체조직을 활용한 여러 파이프라인 중 단연 기대를 모으고 있는 것은 동종연골 기반 관절염치료제인 MegaCarti™이다. 해당 제품은 인체조직 연골을 하이드로겔 형태의 바이오플리머와 가교하여 제조한 치료제이다. MegaCarti™는 시장에 출시된 경쟁사 제품대비 시술 후 보다 빠르게 무릎연골 성형 및 회복이 되는 것으로 추정되며, 가격도 30%이상 저렴할 것으로 예상된다. 동사는 지난 2분기에 MegaCarti™에 대해 의료기기 임상을 신청한 상황으로, 연말내에 식약처로부터 임상 승인을 받을 수 있을 것으로 보인다. 관련 현재 국내 시장은 약 1.2조원 수준으로 파악되며, 최근 고령화시대 진입 및 비만인구 증가에 따라 관절염치료제 시장은 지속적으로 확대될 것으로 전망되므로 MegaCarti™가 성공적으로 임상을 마치고 제품 출시를 한다면 동사의 핵심 제품이 될 가능성이 높다. 연말내에 임상에 진입하고 2021년초에 제품을 출시할 것으로 계획하고 있다.

MegaCarti™ 국내 시장 전망

(단위 : 억원)



자료 : 생명공학정책연구센터, 연구성과실용화진흥원

MegaCarti™ 제품화 후 국내 전망

2019년 2Q 임상신청

2020년 3Q전 임상완료 예정

인허가 후 2020년 말 출시목표

제품 출시 후 50%이상 시장점유 목표

인공관절수술 자연시켜주는 효과

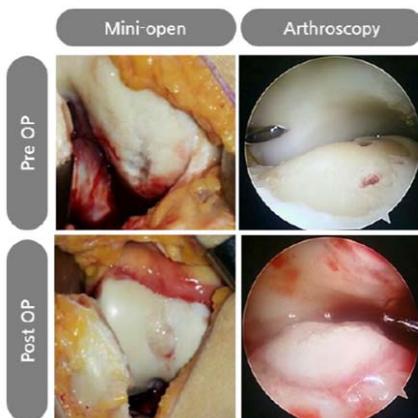
글로벌 인공관절회사와 경쟁/협업 가능

자료 : 엘엔씨바이오, SK증권

MegaCarti™와 기타 치료제 비교

구분	MegaCarti™	줄기세포 치료제	유전자 치료제
시술	-동종연골 직접 주입	-연골손상 부위에 미세천공술 실시 후 자가 또는 동종 조직 유래 줄기세포 주입	-동종연골세포와 형질전환된 동종연골 유래 줄기세포를 관절강 내 주사
회복 및 효과	-시술 후 3일째 퇴원 4주 후부터 일상 복귀 -시술 후 동종연골에 의한 빠른 무릎연골 성형화 및 회복	-시술 후 1-2주 입원 필요 -시술 후 12주 가량 목발 사용 -연골 재생 기간 약 1년	-수술없이 1회 주사 -무릎 통증 경감 효과 -연골구조 재생 효과 미검증
비용	-저렴한 가격(300~400만원)	-1회 시술 시 600-800만원(비급여)	-1회 주사 시 600-700만원(비급여)

자료 : 엘엔씨바이오, SK 증권

MegaCarti 연골재건 효과(시술 후 연골 결합 보충)

자료 : 엘엔씨바이오, SK 증권

MegaCarti 연골 재건 효과(구조적 연골재건)

자료 : 엘엔씨바이오, SK 증권

그 외 파이프라인으로는 유착방지재(MegaShield®), 동종 지방필러(MegaECM-F) 등이 있다. 유착방지재는 2020년 2분기 출시 예정이며, 동종 지방의 경우 현재 국내법상 자가 지방이 아닌 경우에는 폐기물로 분류하게 되어 있으므로 법개정을 위한 절차가 진행 중이다. 만약 법개정이 된다면 1년의 임상기간을 걸쳐 제품화될 수 있을 것으로 추정된다. 동사의 경우 수입한 인체조직 중 현재 지방은 폐기하고 있는 상황이기 때문에 동종 지방이 제품화된다면 폐기물이 제품으로 변모하는 것으로써 매출 및 이익률 성장에 기여할 수 있다. 일반적으로 지방내의 콜라겐이 피부 미용에 상당한 효과가 있는 것으로 알려져 있으므로 해당 파이프라인에 대해서도 관심을 가져야 한다.

의료기기 신제품 개발을 통한 사업영역 확장

구분	유착방지재	이종(말) 연골	동종 연골치료재	동종 지방필러	3D 바이오 프린팅 잉크	수화무세포동종 진피(의료기기)
MegaShield® 유착방지재 제품 개요 및 개발현황 기반 온도 감응성 유착방지재 -의료기기 확증 임상 진행 중 (갑상선 적응증)						
-세계최초 생체 적합성 인체 조직 성형에 적용되는 말 연골 치료재 -IND 승인 원료, 허가 임상 진행 중	-미용성형 및 재건 성형에 적용되는 말 연골 치료재 -IND 승인 원료, 허가 임상 진행 중	-동종연골을 하이드로겔 형태의 부형제와 물리적으로 기교하여 제조된 연골치료재	-인체유래 지방조직으로부터 추출한 ECM을 이용 연골치료재	-인체 지방 관계 법령 정비 중	-인체조직 가공기술 기반의 피부, 연골, 지방 재생용 바이오 잉크 개발 -MegaAdipo는 첨생법에 의거하여 임상기간 단축 가능	-분화유도물질 없이 스캐폴드만으로 원하는 조직으로 분화유도 → 안전하고 합리적인 비용

자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

엘앤씨바이오 R&D 파이프라인

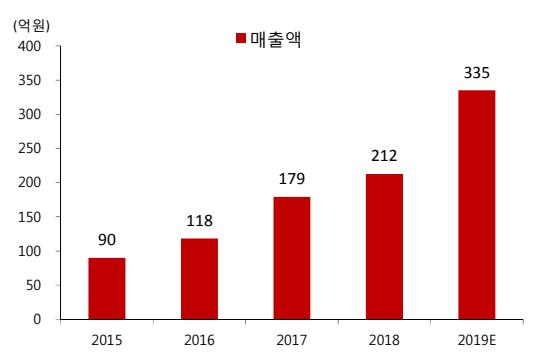


자료 : 엘앤씨바이오, SK 증권

3. 실적전망

2019년 예상 실적은 대표 제품군인 인체조직 이식재의 매출 증가에 힘입어 매출액 335 억원(+57.9% YoY), 영업이익 100 억원(+81.8% YoY), 지배주주순이익 93 억원(+82.4% YoY)으로 고성장 할 것으로 전망한다. 동사의 경우 바이오섹터에서 드물게 실적 안정성과 성장성을 두루 갖추고 있으며, 현재 PER은 18 배 수준으로 실적 성장 추세 및 파이프라인의 잠재력 등을 감안시 벌류에이션 매력이 있다는 판단이다. 동사의 주가에 관심이 필요한 시점이다.

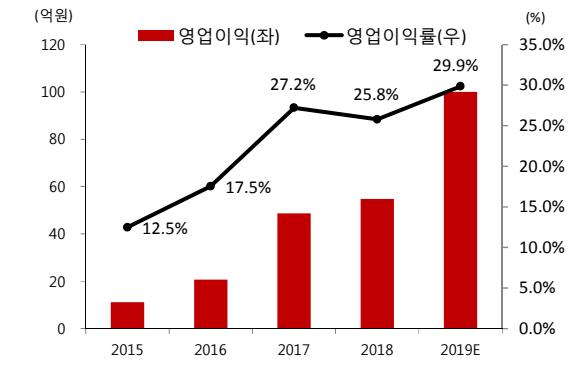
엘앤씨바이오 매출액 추이



자료 : 엔앤씨바이오, SK 증권

(단위 : 억원)

엘앤씨바이오 영업이익 및 영업이익률 추이



자료 : 엔앤씨바이오, SK 증권

(단위 : 억원, %)

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율
			대상시점	평균주가대비 주가대비	
2019.10.15	Not Rated				

(원)

수정 주가 목표 주가

35,000
30,000
25,000
20,000
15,000
10,000

18.11 19.6

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 조사분석팀에서는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 10월 15일 기준)

매수	91.18%	중립	8.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산			136	181	499
현금및현금성자산			4	31	216
매출채권및기타채권			43	59	74
재고자산			51	54	56
비유동자산			21	24	75
장기금융자산			2	3	7
유형자산			14	14	49
무형자산			1	1	1
자산총계			157	205	574
유동부채			22	33	31
단기금융부채			5	5	
매입채무 및 기타채무			8	11	13
단기증당부채			3	7	6
비유동부채			35	4	15
장기금융부채			30		10
장기매입채무 및 기타채무			0	0	
장기증당부채					
부채총계			56	37	46
지배주주지분			100	168	525
자본금			13	15	36
자본잉여금			38	69	352
기타자본구성요소			4	0	0
자기주식					
이익잉여금			46	84	137
비지배주주지분					3
자본총계			100	168	528
부채와자본총계			157	205	574

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동현금흐름			-2	38	38
당기순이익(순실)			20	38	51
비현금성항목등			15	25	20
유형자산감가상각비			3	3	4
무형자산상각비			0	0	0
기타			12	22	15
운전자본감소(증가)			-36	-20	-24
매출채권및기타채권의 감소증가)			-15	-16	-22
재고자산감소(증가)			-14	-2	-6
매입채무 및 기타채무의 증가감소)			-6	-1	0
기타			-31	-34	-40
법인세납부			-1	-5	-11
투자활동현금흐름			-42	-6	-168
금융자산감소(증가)			-36	-1	-119
유형자산감소(증가)			-6	-3	-37
무형자산감소(증가)			-1	0	0
기타			11	3	12
재무활동현금흐름			42	-5	314
단기금융부채증가(감소)			-9	-3	-5
장기금융부채증가(감소)			14	-1	10
자본의증가(감소)			37		304
배당금의 지급					
기타			0	4	
현금의 증가(감소)			-2	27	185
기초현금			6	4	31
기말현금			4	31	216
FCF			-78	32	-14

자료 : 엘엔씨바이오, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액				118	179
매출원가				48	68
매출총이익				70	111
매출총이익률 (%)				59.1	62.2
판매비와관리비				49	63
영업이익				21	49
영업이익률 (%)				17.5	27.2
비영업손익				1	-3
순금융비용				3	-2
외환관련손익				0	0
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익				22	46
세전계속사업이익률 (%)				18.7	25.8
계속사업법인세				2	9
계속사업이익				20	38
중단사업이익					51
*법인세효과					
당기순이익				20	38
순이익률 (%)				16.8	21.0
지배주주				20	38
지배주주계속 순이익률(%)				16.76	20.97
비지배주주					-1
총포괄이익				20	39
지배주주				20	39
비지배주주					-1
EBITDA				24	52

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
성장성 (%)					
매출액				51.4	18.7
영업이익				135.0	124
세전계속사업이익				108.9	27.7
EBITDA				119.0	15.3
EPS(계속사업)				82.2	24.6
수익성 (%)					
ROE				28.0	15.0
ROA				20.8	13.1
EBITDA마진				20.0	28.9
안정성 (%)					
유동비율				623.1	549.8
부채비율				56.3	21.9
순차입금/자기자본				-3.5	-36.4
EBITDA/이자비용(배)				7.0	16.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)				365	664
BPS				1,783	2,816
CFPS				417	717
주당 현금배당금					904
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					33.1
PER(최저)					20.8
PBR(최고)					3.8
PBR(최저)					2.4
PCR					21.7
EV/EBITDA(최고)				0.0	-11
EV/EBITDA(최저)				0.0	-11
					151