

엘앤씨바이오
(290650)

한경래 kyungraehan@dashin.com

이새롬 saeromlee@dashin.com

투자의견

N/R
신규

6개월 목표주가

N/R
신규

현재주가

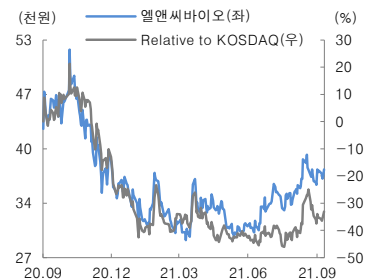
(21.09.10)

37,550

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	852십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	51,867원 / 29,100원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	7.13%
주요주주	이환철 외 12 인 33.68% 브이아이피자산운용 6.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	19.6	29.0	-15.9
상대수익률	7.2	13.8	10.7	-28.3



다수의 상승 모멘텀 확보,
2022년 본격화

국내 1위 피부이식재 제조, 판매 업체

- 인체조직 이식재, 인체조직기반 의료기기 등 제조, 판매 업체
- 인체조직 이식재 국내 시장 점유율 1위
- 2021년 예상 사업 부문별 연결 매출 비중 인체조직 이식재 60.3%, 인체조직 기반 의료기기 10.7%, GMRC 20.3%

가시화되는 중국 시장 진출, 2022년 이후 본격화 기대

- 지난 8월 중국 합작법인에 1,100만달러 2차 자본금 납입 확정. 합작법인의 고성장이 기대됨에 따라 적극적인 투자 이뤄짐. 시장에서 우려했던 자본금 납입 지연 리스크 해소
- 메가덤플러스 중국 하이난성 긴급사용 승인, 향후 본토에도 순차적 승인 기대
- 중국 피부이식재 시장 중 유방재건 시장 6,400억원 규모 추정. 현재 중국에서는 이종진피 제품이 주로 사용 중. 이종진피 대비 동종진피 부작용이 현저히 적고 높은 기술력이 필요하기 때문에 확실한 경쟁 우위 확보
- 중국 합작법인 3년 내 메가덤 매출액 3,000억원 및 향후 중국 증시에 10조 밸류로 상장까지 계획
- 중국 쿤산에 현지 공장 건축 중. 2022년 7월 완공, GMP 의료기기 생산허가 받으면 2022년말 생산 가능 전망. 1차 Capa 7,000억원 규모 파악

메가카티 2022년에 출시 기대

- 올해 1월 메가카티(동종연골 치료용 의료기기) 마지막 피험자 주입 완료. 2022년 2월 정도 결과 확인 후 데이터 바탕으로 발표 예정
- 중국 시장 진출에 이은 확실한 모멘텀 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	21	29	33	47	60
영업이익	5	9	7	14	20
세전순이익	6	10	13	14	19
총당기순이익	5	8	12	12	17
지배지분순이익	5	7	11	9	14
EPS	276	331	492	420	620
PER	71.2	77.4	70.2	82.2	55.6
BPS	2,778	2,655	2,629	3,012	3,582
PBR	2.7	3.2	13.1	12.5	10.5
ROE	15.0	13.1	18.6	14.8	18.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

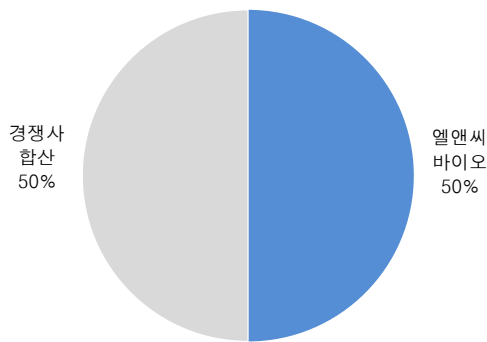
국내 1위 피부이식재 제조, 판매 업체

엘앤씨바이오는 재생의료 산업 내 인체조직 이식재, 인체조직기반 의료기기 등 제조, 판매 업체다. 주요 제품으로 메가덤(동종 진피 이식재), 메가필(동종 진피 파우더 형태), 메가본(동종 골 이식재, 임플란트 보완에 사용) 등이 있다. 인체조직 이식재 국산화를 주도하며 국내 시장 점유율 1위로 추정된다. 2020년 기준 약 50% 점유율로 점점 더 강화되고 있다. 국내 인체조직 이식재 시장 규모는 1,000~1,500억원으로 형성되어 있다. 2021년 예상 사업 부문별 연결 매출 비중은 인체조직 이식재 60.3%, 인체조직 기반 의료기기 10.7%, GMRC 20.3% 등이다.

가시화되는 중국 시장 진출, 2022년 이후 본격화 기대

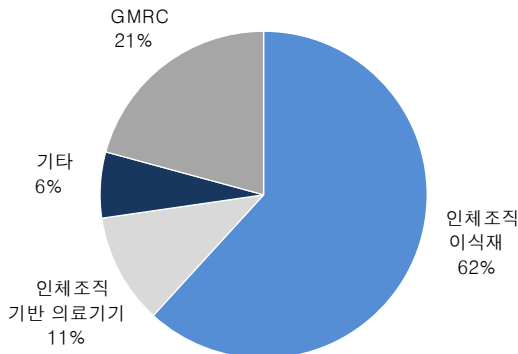
2021년 8월 중국 CICC(국제금융공사)와의 합작법인에 대한 1,100만달러의 2차 자본금 납입을 확정했다. 2억달러 가치로 평가된 합작법인 지분 10%로 지난해 12월 1차 투자금 900만달러 이후 두번째 투자이다. 이번에는 관부국제첨단의료기기산업원이 약 35억 원 투자에 참여했고 중국 정부에서도 투자를 고려했으나 다음 투자 단계에서 참여가 가능할 전망이다. 합작법인의 고성장이 기대됨에 따라 적극적인 투자가 이뤄지고 있다. 시장에서 우려했던 자본금 납입 지연 리스크가 해소된 만큼 2022년 이후 성장성도 가시적이다.

그림 115. 2020 년 국내 피부 이식재 시장 점유율



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

그림 116. 2021 년 부문별 예상 매출 비중



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

메가덤플러스의 중국 하이난성 긴급사용승인, 본토 순차적 진출 예정

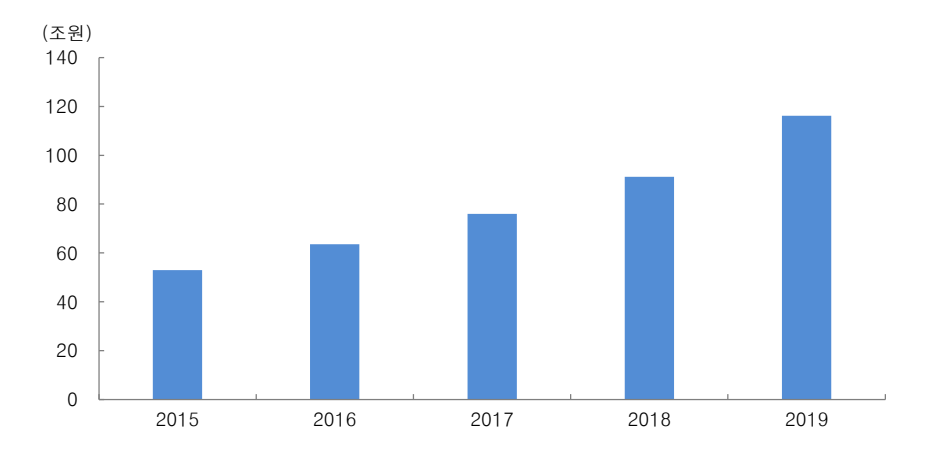
중국 합작법인 투자에 이어 8월에 메가덤플러스(동종진피 이식재)의 중국 하이난성 긴급사용승인을 받았다. 하이난성의 보아오러청 특구는 의료특구로 지정돼, 해외 우수 의약품 및 의료기기 등을 긴급사용승인으로 사용할 수 있다. 승인 이후 첫 수출도 시작된 것으로 파악된다.

메가덤플러스는 무세포동종진피(ADM) 원재료의 의료기기로 사고나 질병으로 함몰, 결손된 인체 피부를 대체 및 수복한다. 유방암 수술 이후 유방재건에 주로 사용된다. 중국의 피부이식재 시장 중 유방재건 시장의 경우 크게 활성화되지 않았음에도 6,400억원 규모로 추정된다. 화상 환자 시장도 연 3,500억원으로 전망된다. 현재 중국에서는 이종진피 제품이 일반적으로 쓰인다. 이종진피 대비 동종진피가 부작용이 현저히 적고 높은 기술력이 필요하기 때문에 확실한 경쟁 우위에 있다.

중국 시장에서 유방재건 이식재 단가는 1x1cm²에 6만원 내외로 국내 42,000원 대비 더 비싸다. 기술적 우위에 더 높은 단가로 판매가 가능하기 때문에 단기간에 높은 실적 성장이 가능하다. 현재 중국 북경 지역에서 영업하는 로컬 업체의 경우 매출액 1,000억원 내외를 기록 중이다. 엘앤씨바이오의 중국 합작법인은 확실한 기술 우위, 중국 파트너사를 통한 전국 총판 영업으로 3년 내 메가덤 매출액 3,000억원을 계획하고 있다. 중국 내 동종이 아닌 이종 진피 업체 GuanHao BIO가 2020년 885억원 매출액을 기록했고 시총 2조 밸류를 받아왔다. 중국 시장의 이런 밸류에이션을 감안해 향후 중국 증시에 10조 밸류로 상장까지 고려하고 있다.

계획 달성을 위해 중국 쿤산에 현지 공장을 건축 중이다. 2022년 7월 완공 이후 GMP 의료기기 생산허가 받으면 2022년말에는 생산이 가능할 전망이다. Capa는 1차적으로 7,000억원 규모로 파악된다. 대규모로 진행되는 사업인 만큼 향후 진행 과정에 맞춰 기업 가치는 지속적으로 상승할 것으로 전망된다.

그림 117. 중국 의료기기 시장 규모



자료: 중국의료기기보고서, 대신증권 Research Center

그림 118. 엘앤씨바이오 군산 공장 조감도



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

표 17. 한국 및 중국 병원 현황

한국			중국		
1차	2차	3차	1급	2급	3급
1,489	314	24	9,282	7,944	2,232

자료: 건강보험심사평가원, 중국 통계청, 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

메가카티 2022년 출시 기대

올해 1월에 메가카티(동종연골 치료용 의료기기)의 마지막 피험자 주입이 완료됐다. 2022년 2월 정도까지 결과 확인하고 이후 데이터 통계를 바탕으로 발표될 예정이다. 메가카티는 동종연골을 직접 주입하기 때문에 시술 후 빠른 무릎연골 성형화 및 회복이 가능한 장점이 있다.

국내 퇴행성 관절염 40대 이상 환자 수는 2018년 기준 387만명 정도로 파악된다. 이중 인공관절 시술을 받아야하는 Grade 4 이하의 Grade 2~3 수준 환자 비중 64%(247만명)에서 초기 침투 5만명을 목표로 하고 있다. 병원 판매 단가를 300~400만원 수준에 공급가를 절반 정도로 가정하면 연간 750~1,000억원의 매출에 50% 이상의 이익률이 가능하다. 메가카티가 의료기기 허가를 받고 출시된다면 중국 시장 진출에 이은 확실한 모멘텀이 된다.

제네릭 사업, ECM 콜라겐 필러 등 추가 성장 동력 기대

6월부터 판매를 시작한 제네릭 사업에서 120여개 제네릭을 양수했다. 진통제, 항생제, 소염제 등이다. 2분기 1.6억원 수준에 불과했으나 하반기에는 30억원 이상의 매출이 예상된다. 위탁판매 업체를 통한 높은 단가 제품 판매로 10% 중반 이상의 이익률을 전망한다.

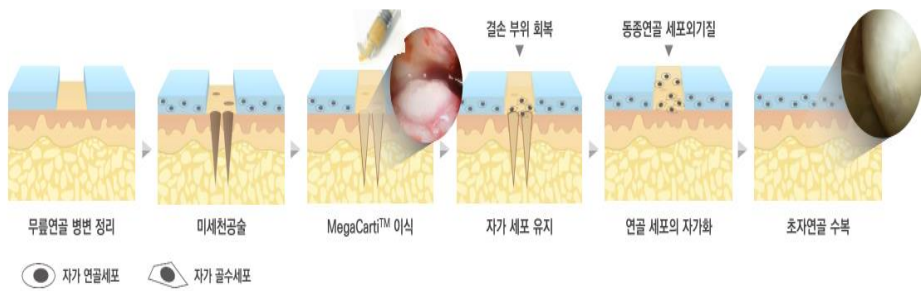
ECM 콜라겐 필러는 향후 인체 폐지방의 의료용 재활용이 가능해지도록 폐기물 관련 법안이 개정되면 확실한 성장 동력이 될 수 있다. 기존 HA 필러와 비교해 ECM 콜라겐 필러는 대부분 콜라겐으로 이루어져있기 때문에 30% 이상이 자가조직화가 가능한 것으로 파악된다. 시장에 출시만 된다면 현재 필러 시장의 새로운 대안으로 자리잡을 수 있다. 현재 비용을 지불하고 버리는 폐지방을 활용해 새로운 매출처로 활용하게 되면 원가를 개선 및 전사 이익률 개선으로 이어진다. 관련 법안의 규제 완화가 되어야 시장 출시가 가능하기 때문에 향후 추이를 지켜볼 필요가 있다.

그림 119. 메가카티의 특징

	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 1주 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 약1년	• 수술없이 1회 주사 • 무릎 통증 경감 효과 • 연골 구조 재생 효과 미검증
비용	• 저렴한 가격(300~400만원)	• 1회 시술 시 600~800만원 (비급여)	• 1회 주사 시 600~700만원 (비급여)

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

그림 120. 메가카티 작용기전



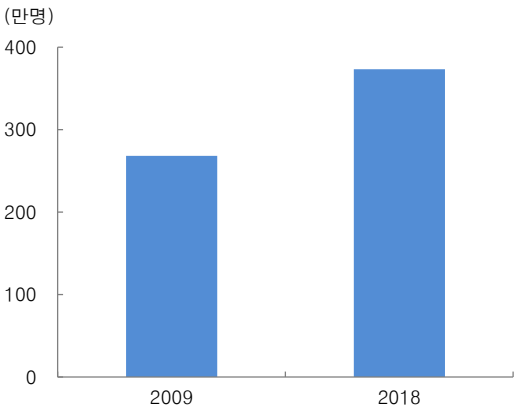
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

표 18. 퇴행성 관절염 연도별 연령대별 진료 현황 (단위: 만명, 십억원)

	2009		2018		CAGR	
	환자수	진료비	환자수	진료비	환자수	진료비
40 대	34	37.7	32	42.5	-0.8	1.3
50 대	69	126.1	91	231.1	3.1	6
60 대	84	265.6	120	490.6	3.9	7.1
70 세이상	81	290.5	130	692.2	5.4	10.1
40 대 이상	268	719.9	373	1456.4	4%	8%

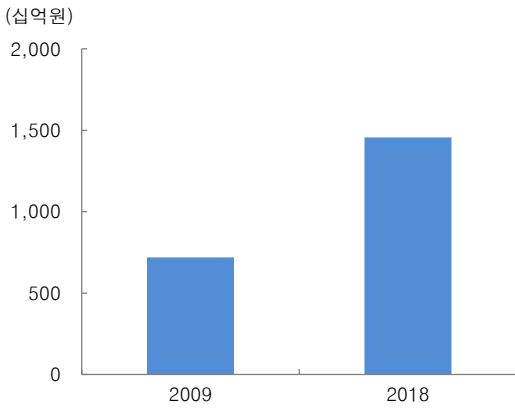
자료: 건강보험심사평가원, 대신증권 Research Center

그림 121. 퇴행성 관절염 환자 수 추이



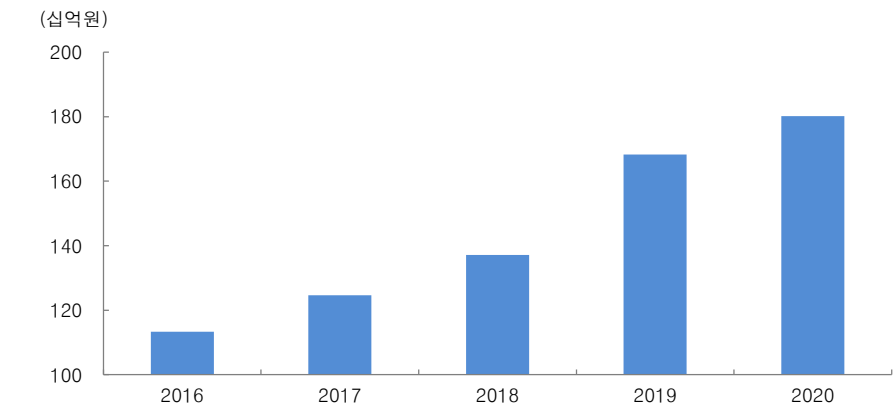
자료: 건강보험심사평가원, 대신증권 Research Center

그림 122. 퇴행성 관절염 진료비 추이



자료: 건강보험심사평가원, 대신증권 Research Center

그림 123. 국내 필러 시장 규모



자료: 보건산업브리프 의료기기품목시장통계, 대신증권 Research Center

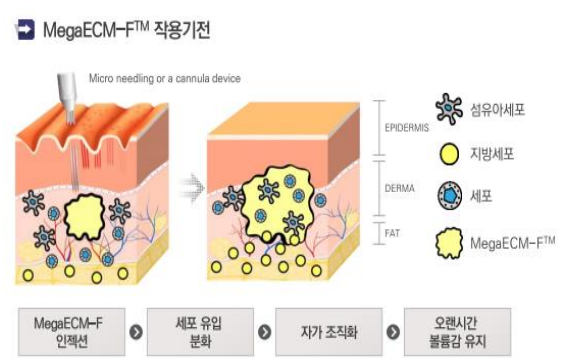
그림 124. ECM 콜라겐 필러, HA 필러 비교

	HA 필러	ECM 콜라겐 필러
구성성분	히알루론산	콜라겐(95%) 엘라스틴 및 단백질(5%)
지속시간	수개월 후 녹아내림	30% 이상이 자가조직화
효과	단순 볼륨효과	기존 HA필러 대비 풍성한 볼륨 효과 및 자체 콜라겐 형성
부작용	있음	지방 유래 ECM 세포로 부작용 없음

안전필러
뿐만 아니라
바디필러도
Target

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

그림 125. 메가ECM 작용기전



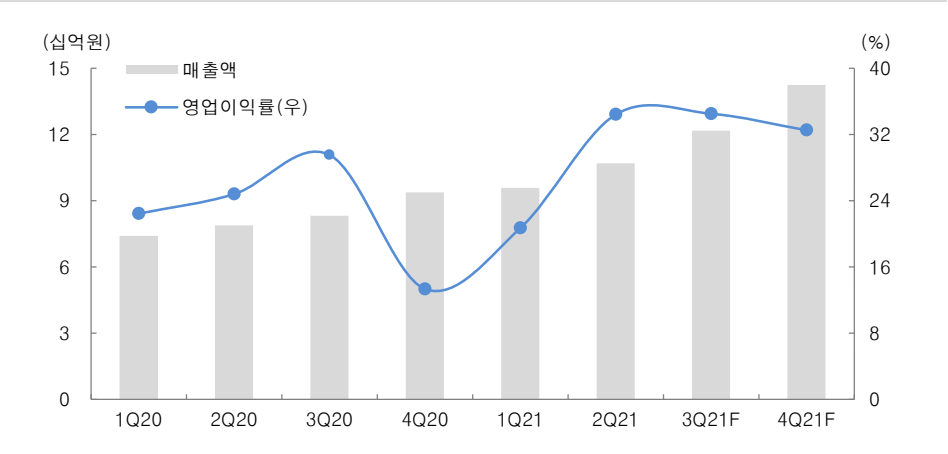
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

2021년 영업이익 145억원(+98% YoY) 전망

2021년 매출액 467억원(+41.6% YoY), 영업이익 145억원(+97.9% YoY)이 예상된다. 상반기에 이어 하반기에도 분기별 실적 성장이 기대된다. 6월부터 판매를 시작한 제네릭 사업은 2분기 약 2억원 매출에서 하반기 30억원 이상으로 확대될 전망이다. 자회사 GMRC의 CRO 사업은 증설 효과가 지속될 예정이다. 상반기 자외선 차단용 임상 설비 6대에서 12대를 추가로 증설했다. 증설 효과로 2021년 GMRC 매출액은 95억원(+85.7% YoY)이 기대된다.

2022년에는 매출액 602억원(+29.1% YoY), 영업이익 195억원(+34.7% YoY)이 전망된다. 본업 및 GMRC의 안정적 성장에 제네릭 사업부의 본격적인 실적 성장이 더해질 예정이다. 메가카티의 의료기기 허가 및 출시 시점에 따라 추가적인 실적 상향도 가능하다. 안정적인 실적 고성장과 더불어 중국 본토 시장에 제품 승인 기대감이 확대되는 만큼 주가 상승 모멘텀은 다수 확보한 상황이다. 중장기적인 주가 우상향이 기대된다.

그림 126. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

표 19. 엘앤씨바이오 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	7.4	7.9	8.3	9.4	9.6	10.7	12.2	14.2	29.2	33.0	46.7
인체조직 이식재	5.6	5.4	5.9	6.2	6.3	6.9	7.2	7.8	21.0	23.0	28.2
인체조직 기반 의료기기	0.7	1.0	0.9	1.4	0.9	1.1	1.3	1.8	3.5	4.0	5.0
기타						0.2	1.0	1.8			3.0
GMRC	1.0	1.3	1.3	1.5	2.1	2.3	2.4	2.6	0.0	5.1	9.5
영업이익	1.7	2.0	2.5	1.3	2.0	3.7	4.2	4.6	9.0	7.3	14.5
순이익	1.6	1.7	1.9	5.6	1.9	1.8	2.6	2.9	7.3	10.8	9.2
YoY											
매출액	19.0	1.0	21.2	13.4	29.3	35.7	46.3	52.0	37.2	13.1	41.6
인체조직 이식재	18.6	6.2	21.8	-3.8	13.5	27.9	22.3	25.3	38.0	9.4	22.3
인체조직 기반 의료기기	308.6	3.4	250.2	-33.1	30.2	11.5	35.3	25.3	113.4	15.1	25.2
기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GMRC	-	-	-	-	103.8	81.9	86.5	75.7	-	-	85.7
영업이익	-7.2	-20.2	20.3	-54.5	19.3	88.3	70.9	270.3	64.9	-18.9	97.9
순이익	2.4	-15.1	14.3	181.8	18.3	2.2	37.8	-48.0	39.2	49.1	-15.1
영업이익률	22.4	24.8	29.5	13.3	20.7	34.4	34.5	32.5	31.0	22.2	31.0
순이익률	21.7	22.2	22.6	59.5	19.8	16.7	21.3	20.4	24.9	32.8	19.7

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

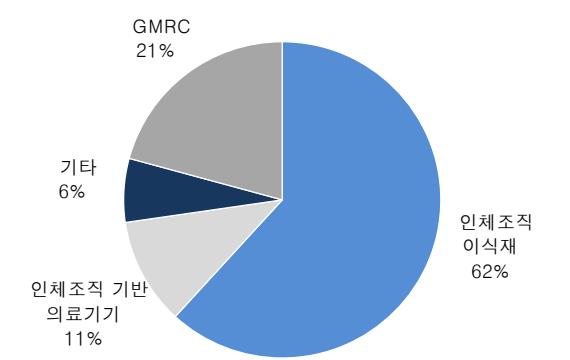
- 대표이사: 이환철
- 2011년 설립, 2018년 코스닥 상장
- 국내 1위 피부이식재 제조, 판매 업체
- 2021년 예상 부문별 매출 비중: 인체조직 이식재 60.3%, 인체조직 기반 의료기기 10.7%, GMRC 20.3% 등
- 자산 8,577억원, 부채 8,281억원, 자본 7,749억원 (발행주식수: 22,684,891, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 해외 시장(중국 의료기기) 진출 가시화에 따른 실적 성장
- 군산 현지 공장 생산, 가동률 및 신사업 진행 현황
- 메가카티 의료기기 허가 여부

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

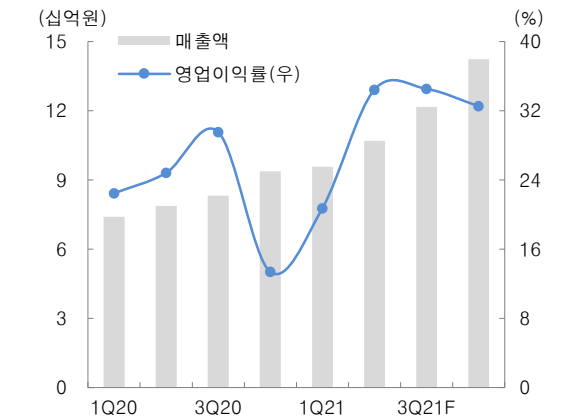
엘앤씨바이오 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 매출액 기준
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

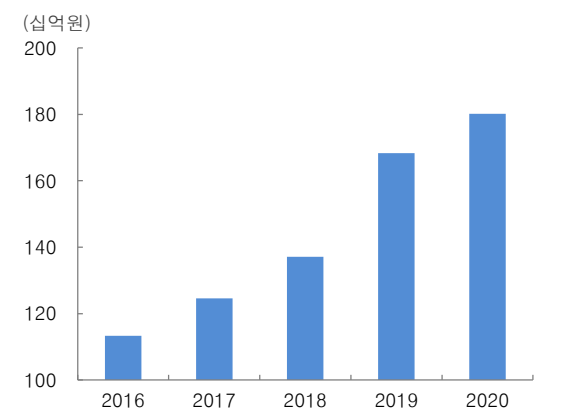
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



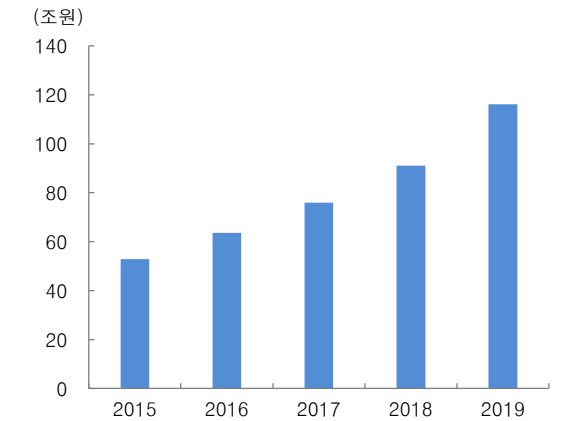
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

국내 필러 시장 규모



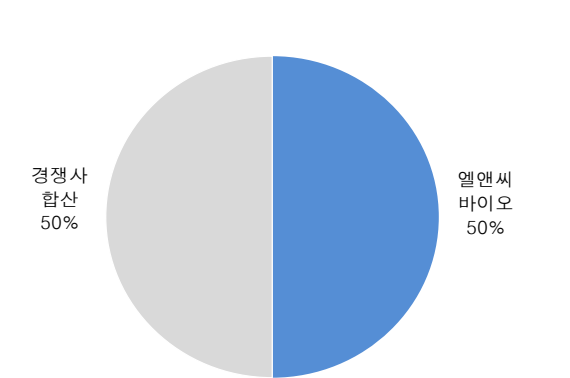
자료: 보건산업브리프 의료기기품목시장통계, 대신증권 Research Center

중국 의료기기 시장 규모



자료: 중국의료기기보고서, 대신증권 Research Center

국내 피부 이식재 시장 점유율



주: 2020년 기준/ 자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	21	29	33	47	60
매출원가	8	10	13	18	24
매출총이익	13	19	20	29	36
판매비와관리비	8	10	12	14	16
영업이익	5	9	7	14	20
영업이익률	25.8	31.0	22.2	31.0	32.4
EBITDA	6	10	9	16	22
영업외손익	0	1	6	5	5
관계기업손익	0	0	5	5	5
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	-1	-1	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	6	10	13	14	19
법인세비용	1	-1	-1	-1	-2
계속사업순손익	5	8	12	12	17
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	8	12	12	17
당기순이익률	24.0	29.0	36.8	26.6	28.9
비지배자분순이익	0	1	1	3	4
지배자분순이익	5	7	11	9	14
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	5	8	12	12	17
비지배자분포괄이익	0	1	1	12	17
지배자분포괄이익	5	7	11	0	0

Valuation 지표

	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	276	331	492	420	620
PER	23.7	25.8	70.2	82.2	55.6
BPS	2,778	2,655	2,629	3,012	3,582
PBR	2.7	3.2	13.1	12.5	10.5
EBITDAPS	947	462	405	744	984
EV/EBITDA	17.9	16.1	83.7	52.0	39.3
SPS	1,125	1,330	1,499	2,134	2,754
PSR	5.8	6.4	23.0	17.6	13.6
CFPS	377	503	486	527	792
DPS	0	33	50	50	50

재무비율

	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	18.7	37.2	13.1	41.6	29.1
영업이익 증가율	12.4	64.9	-18.9	97.9	34.7
순이익 증가율	35.7	65.9	43.7	2.2	40.2
수익성					
ROC	35.2	40.5	28.7	43.3	45.5
ROA	14.1	14.6	10.0	15.7	16.4
ROE	15.0	13.1	18.6	14.8	18.8
안정성					
부채비율	8.7	9.9	31.5	49.6	60.9
순차입금비율	-67.4	-46.1	-20.1	-12.3	-11.8
이자보상배율	303.5	149.2	9.9	0.0	0.0

자료: 엘앤에스바이오, 대신증권 Research Center

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	50	46	46	64	89
현금및현금성자산	22	13	22	34	51
매출채권 및 기타채권	7	9	9	13	17
재고자산	6	6	8	11	15
기타유동자산	15	18	6	6	6
비유동자산	7	20	35	40	45
유형자산	5	7	9	11	12
관계기업투자금	0	1	10	13	17
기타비유동자산	3	12	16	16	17
자산총계	57	66	81	104	134
유동부채	3	3	4	4	5
매입채무 및 기타채무	1	1	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	2	2	2	3
비유동부채	2	3	16	31	46
차입금	1	1	1	16	31
전환증권	0	0	13	13	13
기타비유동부채	1	2	2	2	2
부채총계	5	6	19	35	51
지배자분	52	58	58	66	78
자본금	4	4	11	11	11
자본잉여금	35	36	30	30	30
이익잉여금	14	21	21	29	41
기타자본변동	0	-2	-4	-4	-4
비지배자분	0	2	3	4	5
자본총계	53	60	61	70	83
순차입금	-36	-28	-12	-9	-10

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4	6	7	4	9
당기순이익	5	8	12	12	17
비현금항목의 가감	2	3	-1	-1	0
감가상각비	0	1	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	-3	-3	-2
자산부채의 증감	-2	-4	-2	-7	-7
기타현금흐름	-1	-1	-1	-1	-2
투자활동 현금흐름	-17	-16	1	-7	-7
투자자산	-12	-13	4	-4	-4
유형자산	-4	-2	-3	-3	-3
기타	-1	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	31	1	1	11	11
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	15	15	15
장기차입금	1	0	0	0	0
유상증자	30	0	2	0	0
현금배당	0	0	-1	-1	-1
기타	0	0	-15	-3	-3
현금의 증감	19	-9	10	12	17
기초 현금	3	22	13	22	34
기말 현금	22	13	22	34	51
NOPLAT	5	8	7	13	18
FCF	0	7	5	12	17