



바이오플러스 (099430)

리오프닝(Re-opening)에 주목할 기업

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 3772-7463

Not Rated

현재 주가(4/15)	30,200원
상승여력	-
시가총액	4,338억원
발행주식수	14,364천주
52 주 최고가 / 최저가	32,450 / 20,450원
90 일 일평균 거래대금	53.52억원
외국인 지분율	0.6%
주주 구성	
정현규 (외 7 인)	33.4%
자사주신탁 (외 1 인)	2.8%
바이오플러스우리카주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.7	23.8	15.7	n/a
상대수익률(KOSDAQ)	9.6	28.6	22.4	n/a

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021	2022E
매출액	17	24	37	59
영업이익	7	12	18	29
EBITDA	8	13	20	32
지배주주순이익	6	10	11	21
EPS	n/a	n/a	755	1,477
순차입금	-3	-11	-38	-46
PER	n/a	n/a	36.4	20.5
PBR	0.0	0.0	5.0	4.4
EV/EBITDA	-0.3	-0.8	18.3	12.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	44.6	41.9	20.0	23.8

주가 추이



바이오플러스는 비성형 기술로 대표되는 필러를 중심으로 고성장, 고수익을 보이는 업체입니다. 리오프닝(Re-opening)과 중국 하이난 사업 시작 등으로 주목해볼 기업으로 판단됩니다.

고성장, 고수익은 올해도 계속

바이오플러스는 2021년 374억 원(YoY +53.3%)의 매출액과 182억 원(YoY +48.0%, OPM 48.7%)의 영업이익을 달성한 히알루론산 응용제품 전문기업이다. 주요제품으로는 필러, 유착방지제, 관절활액으로 구성되어있다. 비성형 기술에 사용되는 필러가 전체매출의 82%를 차지한다. 코로나19 감소세로 사회적거리두기 완화 및 폐지, 마스크 착용 축소 및 자율화 등으로 일상으로 돌아가는 시점에 비성형 기술전수는 크게 증가할 것으로 전망된다. 2022년 매출액은 586억 원(YoY +56.7%)과 영업이익 288억 원(YoY +58.2%)으로 고성장, 고수익을 이어나갈 전망이다.

국내 유일의 DVS 방식 필러 생산, 판매

동사는 히알루론산에 점성과 탄성을 부여하기 위해 사용하는 가교제로 DVS(DiVinyl Sulfone: 디비닐 설풀)를 국내에서 유일하게 사용한다. 수입 제품 및 국내 경쟁사들은 BDDE(ButaneDiol Diglycidyl Ether: 부탄디올디글리시딜 에테르)를 가교제로 사용해 필러를 생산한다. 가교제의 잔류량과 불완전한 가교는 비성형 기술의 부작용을 유발할 수 있다. 동사는 BDDE 방식 필러보다 더 미세하게 가교제 잔류량을 관리함으로써 안전성을 크게 높였다.

의료, 관광 특구 하이난을 시작으로 중국사업 진출

정부가 의료, 관광특구로 지정해 개발하고 있는 하이난을 중심으로 중국사업 진출을 준비하고 있는 부분도 매력적이다. 1) 필러의 빠른 허가가 가능, 2) 하이난 소비금액 확대, 3) 병원 프랜차이즈 파트너 확보로 동사의 중국사업은 하반기에 크게 증가할 것으로 전망된다.

비성형 기술업체 대비 저평가

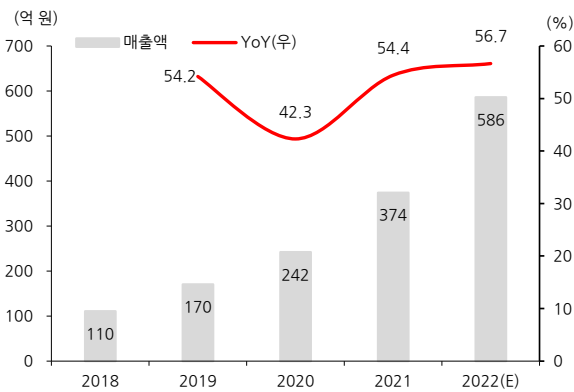
동사의 12m Fwd PER은 17.8배 국내 비성형 기술업체(휴젤, 메디톡스, 휴메딕스, 제테마 등)들의 평균인 30.6배 대비 저평가로 가격매력도가 높게 판단된다.

기업개요

바이오플러스는 HA(히알루론산) 응용 제품을 연구개발, 생산, 판매하는 기업으로, 2003년 ‘휴먼티슈코리아’로 설립됐다. 2013년 바이오플러스로 사명을 변경했고 작년 9월 코스닥시장에 상장했다. 주요 제품으로는 히알루론산 필러(이하: 필러), 유착방지제, 관절활액 등이 있으며, 2021년 기준 필러 매출 비중이 82%로 가장 높다.

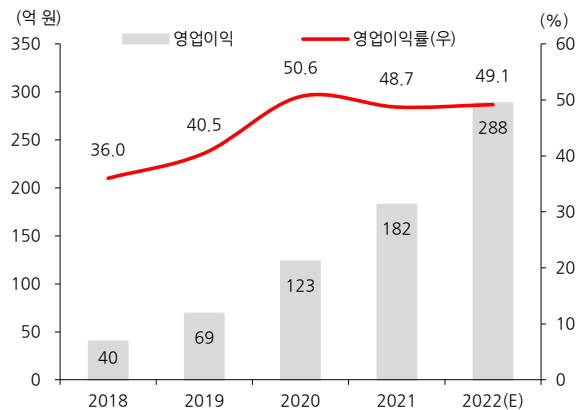
동사는 2021년 매출 374억 원(YoY +53.3%), 영업이익 182억 원(YoY +48.0%)의 고성장을 시현했다. 주력제품인 필러가 40%대 성장하는 가운데 유착방지제도 약 100% 성장해 전사 실적을 견인했다. 작년에 출시한 관절활액제 ‘히알시노’는 하반기 동안에만 5억 원 매출을 달성해, 신규 품목군 확대에 따른 외형 성장이 가시화되는 시점이다.

[그림1] 연간 매출 현황 및 전망



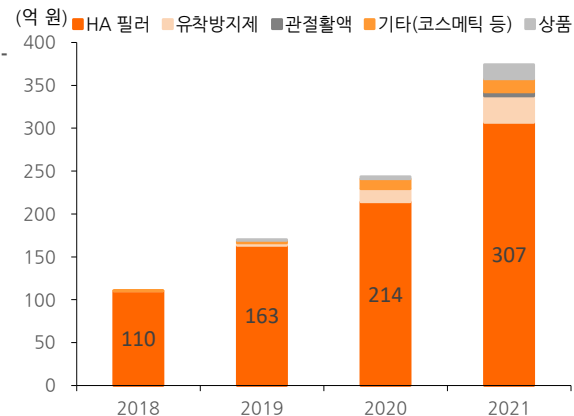
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연간 영업이익 현황 및 전망



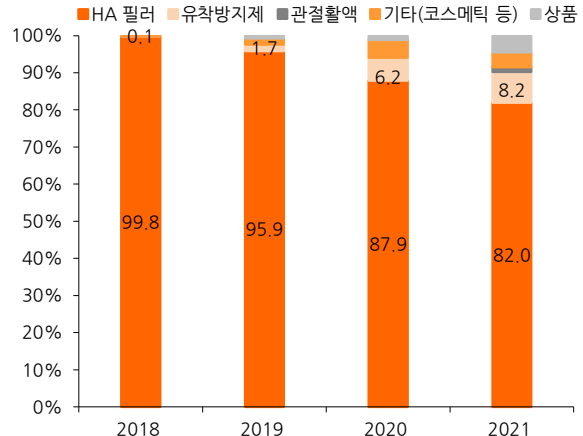
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 연간 제품 매출 현황



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 연간 제품 매출 비중 현황



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

실적 현황 및 전망

2022년 매출액은 586억 원(YoY +56.7%)과 영업이익 288억 원(YoY +58.2%)를 달성할 전망이다. 2021년에 이어 50% 이상의 성장과 50% 수준의 영업이익률 실현이 가능할 것으로 예상된다. 코로나19 규제완화로 인한 필러시장 고성장과 중국사업 진출효과가 하반기부터 반영될 것으로 판단된다.

[표1] 바이오플러스 연도별 및 분기별 실적 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출	244	374	586	88	94	81	111	118	130	151	187
YoY(%)	43.5	53.3	56.7	91.3	168.6	8.0	26.1	34.1	38.3	86.4	68.5
매출원가	78	138	213	28	29	31	49	49	49	53	62
YoY(%)	34.5	76.9	54.3	115.4	81.3	29.2	96.0	75.0	69.0	71.0	26.5
매출원가율(%)	32.0	36.9	36.3	31.8	30.9	38.3	44.1	41.5	37.7	35.1	33.2
매출총이익	166	236	374	60	65	50	62	70	81	98	125
YoY(%)	48.2	42.2	58.5	81.8	242.1	-2.0	-1.6	16.7	24.6	96.0	101.6
매출총이익률(%)	68.0	63.1	63.8	68.2	69.1	61.7	55.9	59.3	62.3	64.9	66.8
판매비	42	54	86	10	14	14	16	18	21	22	25
YoY(%)	-2.3	28.6	59.3	11.1	133.3	40.0	-5.9	80.0	50.0	57.1	56.3
판매비율(%)	17.2	14.4	14.7	11.4	14.9	17.3	14.4	15.3	16.2	14.6	13.4
영업이익	123	182	288	49	51	36	46	52	60	76	100
YoY(%)	78.3	48.0	58.2	104.2	292.3	-12.2	0.0	6.1	17.6	111.1	117.4
영업이익률(%)	50.4	48.7	49.1	55.7	54.3	44.4	41.4	44.1	46.2	50.3	53.5
순이익	97	107	212	40	38	-9	39	38	43	57	75
YoY(%)	73.2	10.3	98.1	100.0	322.2	적자전환	34.5	-5.0	13.2	후자전환	92.3
순이익률(%)	39.8	28.6	36.2	45.5	40.4	적자전환	35.1	32.2	33.1	37.7	40.1

자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

투자포인트 1. 리오프닝으로 필러시술 확대 전망

노화의 진행과 함께 중력, 햇빛에 대한 노출 등으로 얼굴의 주름은 자연스럽게 늘어났다. 가처분 소득의 증가와 미(美)에 대한 욕구 확대로 성형 수술 및 비성형 시술은 꾸준히 증가해 왔다. 비성형 시술은 보툴리눔 독신과 필러를 중심으로 외과적 수술없이 간단한 시술로 빠르고 간편하게 효과를 볼 수 있는 장점을 가진다.

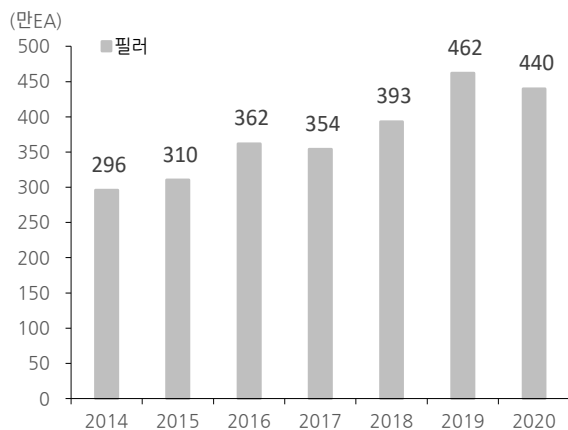
국제미용성형외과학회(ISAPS)는 매년 110개 국 이상에서 미용 및 외과의사 5,100명을 대상으로 미용 및 성형 시술에 대한 글로벌 조사를 실시한다. 2021년 12월에 발표한 2020년 전 세계 비성형 시술(보툴리눔독신 및 필러)건수는 1,061만 건으로 2019년 1089만 건 대비 2.6% 감소했다. 이는 코로나 19로 인해 병원 및 클리닉 방문이 줄어든 영향으로 판단된다.

비성형 시술에서 보툴리눔독신과 필러의 점유율은 6:4정도로 2020년 기준으로 보툴리눔독신 시술은 621만 건, 필러 시술은 440만 건이 실시되었다. 2014년부터 2019년까지 보툴리눔독신과 필러 시술은 연평균 5.4%와 9.3% 성장율로 지속적인 성장을 보여왔다. 2020년 코로나 19 발병 이후 성장율은 각각 4.3%와 6.8%로 감소했다.

필러 시술 시장은 크게 히알루론산, 칼슘, PLLA(폴리젠티락틱산: Poly-L-Lactic Acid) 성분의 3가지 제품군으로 구성되어 있다. 히알루론산은 피부에 존재하는 생체 합성 천연 물질로 시술에 대한 안전성 및 효능이 높아 전체 필러시장에서 91%를 차지하고 있다.

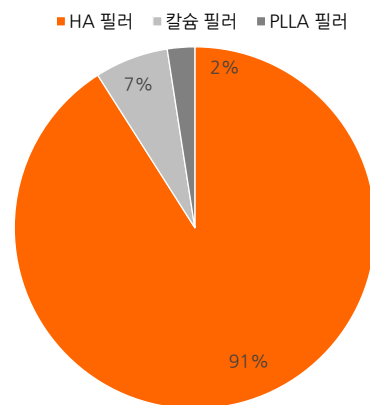
2021년 4분기부터 전 세계에서 급격하게 확산된 코로나19 오미크론 변이와 늘어난 백신접종으로 각 국가 정부에서는 코로나19로 인한 생활 규제(마스크 착용, 모임 및 이동 제한 등)를 완화해 나가고 있다. 이에 따라 전 세계 비성형 시술 시장도 빠른 회복과 성장이 전망되는 시점이다.

[그림5] 글로벌 필러 시술 건수 현황



자료: ISAPS, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 필러 종류별 점유율(2020년 기준)



자료: ISAPS, 한화투자증권 리서치센터

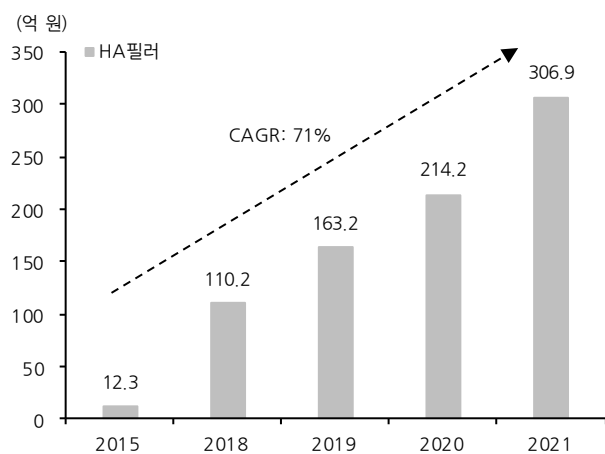
투자포인트 2. 높은 성장률과 수익성

동사는 고성장과 고수익을 지속적으로 보이고 있다. 동사의 주력제품 HA필러는 2015년 출시 후 2021년까지 연평균 71% 성장을 기록해 2021년 300억 원을 돌파했다. 2021년 매출총이익률과 영업이익률은 전년 대비해서는 소폭 하락했지만, 각각 63.2%와 48.7%를 기록했다. 비성형 시술업체에서 50%에 육박하는 영업이익률을 기록하는 유일한 업체이다.

빠른 외형성장과 높은 수익성의 첫번째 이유는 높은 ASP에 있다. 필러시장 경쟁심화로 전반적인 필러가격은 하락추세지만, 프리미엄 시장을 타겟으로 고가 전략을 구사해 ASP를 높게 가져가고 있다. 여기에 높은 해외매출비중으로 타업체 대비 높은 ASP를 유지하고 있다. 지역별 ASP는 다르겠지만 내부적으로 목표하는 중국 하이난 사업 필러 ASP는 국내보다 약 5배 높은 수준으로 책정될 예정이다. 2021년 기준 동사의 해외 매출비중은 68%로 전년 77% 대비해서는 하락했지만, 해외 매출액은 전년 대비 35% 성장해 여전히 높은 성장세를 보이고 있다.

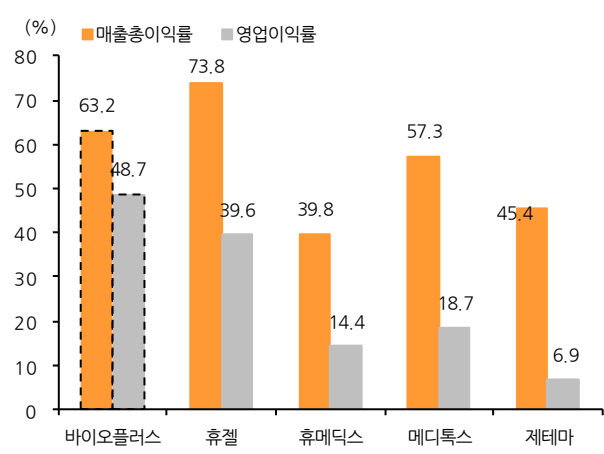
두번째 이유는 낮은 판관비 부담이다. 2021년 경상연구개발비를 제외한 판관비율은 13%로 업계 평균 23% 대비 현저히 낮은 수준이다. 판매제품이 대부분 ODM으로 생산돼 광고선전비 등 마케팅비 지출이 부담이 적고, 판매경로도 브랜드마케팅이 가능한 대리점을 통해 판매되기 때문에 영업망, 유통망 구축에 따른 고정비 부담이 크지 않다.

[그림7] HA 필러 연간 매출 현황



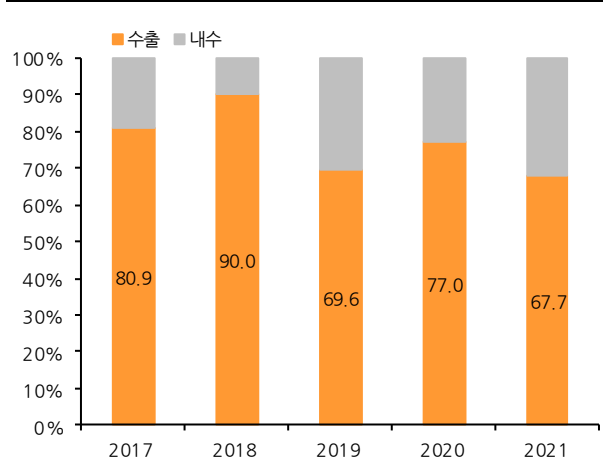
자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 국내 비성형 시술업체 수익성 비교



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 연간 지역별 매출 비중 현황



자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 바이오플러스 제품 판매경로 구분

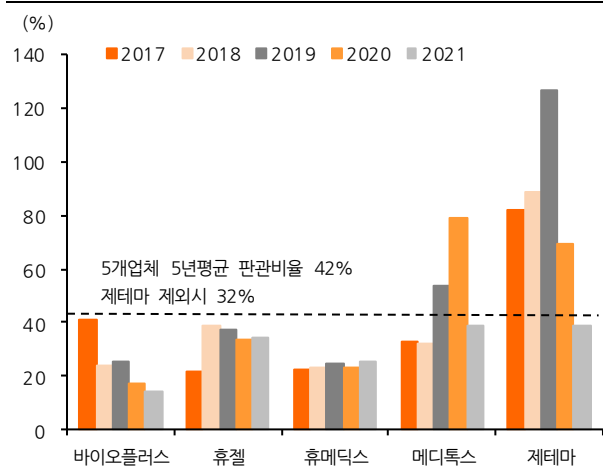
품목	구분	판매경로	'21년 매출 (백만 원)	비중(%)
HA필러	수출	직접수출	9,875	26.4
		간접수출	12,583	33.6
	국내	당사 → 국내유통사, 병의원	8,227	22.0
유착방지제	국내	당사 → 대리점, 위탁제약사	3,079	8.2
관절활액	국내	당사 → 대리점, 위탁제약사	469	1.3
코스메틱	수출	직접수출	114	0.4
		간접수출	1,111	3.0
	국내	당사 → 대리점	71	0.2
기타			1,859	5.0

주: 직접수출 - (당사) → 현지 수입업체 및 제약사)

간접수출 - (당사) → 국내수출대행업체 → 대리점, 병의원)

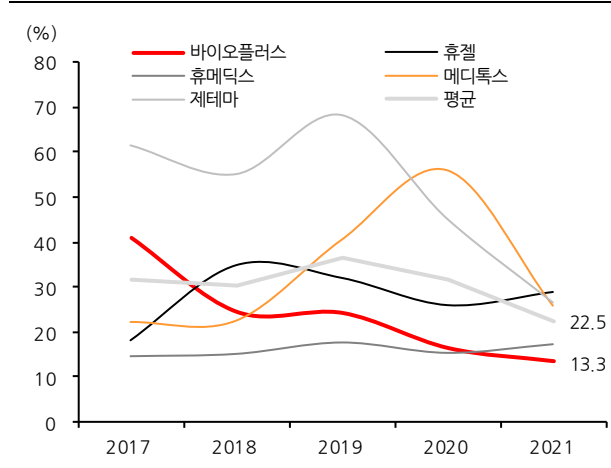
자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 비성형 시술업체 연도별 판관비율 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국내 비성형 시술업체 경상연구개발비 제외 판관비율



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

투자포인트 3. 국내 유일 DVS 방식의 더 안전한 필러

국내에서 유통되고 있는 HA 필러 중 DVS(DiVinyl Sulfone: 디비닐 설펜)방식으로 생산된 제품은 바이오플러스가 유일하다. 엘러간사의 'Juvederm', 갈더마사의 'Restylane' 과 국내사의 다른 제품 모두는 BDDE(ButaneDiol Diglycidyl Ether: 부탄다올다글리시딜 에테르)방식의 HA 필러이다.

HA는 그 자체만으로는 점성과 탄성을 가지지 못한다. 그래서 BDDE나 DVS등의 가교제를 이용해 HA를 연결해주는 Cross-linking 작업으로 점성과 탄성을 부여하게 된다. 불완전하게 가교되거나, 가교제 잔류량이 높으면 부작용을 유발할 수 있다.

국내 식품의약품안전처 의료기기심사부에서 발간한 성형용 필러 허가심사 가이드라인에서 정한 BDDE 가교제의 잔류량은 2ppm이하를 기준으로 설정하였다. 이에 국내에서 허가받은 BDDE 방식의 HA 필러는 BDDE 잔류량 2ppm 이하로 관리, 유통되고 있다.

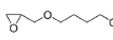
동사가 생산하는 DVS 방식의 HA필러 제품은 2ppb 이하로 DVS의 잔류량을 관리하면서 제품의 안전성을 높이고 있다. ppm과 ppb는 물질의 농도를 측정하는 단위로 ppm은 백만분의 1, ppb는 10억분의 1을 의미한다. 결과적으로 동사의 DVS 방식 HA 필러가 가교제 잔류량에 있어 BDDE 방식의 HA 필러 허가 기준보다 1,000배 이상 적은 수치로 가교제 잔류량을 관리 중이다.

[표2] 국내 허가, 유통중인 HA 필러 현황

제조회사	상품명	가교제	물성
바이오플러스	스킨플러스 히알(SkinPlus Hyal)	DVS	Mono-Phasic
갈더마	레스틸렌(Restylane)	BDDE	Bi-Phasic
엘러간	주비덤(Juvederm)	BDDE	Mono-Phasic
LG화학	이브아루(Yvoire)	BDDE	Bi-Phasic
휴젤	채움(Chaeum)	BDDE	Bi-Phasic

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] BDDE vs. DVS

항 목	BDDE	DVS
화학명	1,4-Butanediol diglycidyl ether	Divinyl Sulfone
구조식		
분자량 (Dalton)	202.25	118.15
분자의 길이 (비율)	3 (일 때)	1 (약 1/3)
HA분자사이 Bridge를 형성하는 원자의 수	14 개 (잉여 원자 발생가능성 ↑)	5 개 (대부분 결합에 참여)
제법특성	공정 간편 / 느슨한 가교	공정 어려움 / 조밀한 가교
가교완성도	불완전 가교에 의한 Pendent 현상 발생	완전 가교
Cross-Link 모식도		

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

투자포인트 4. 의료, 관광 특구 하이난 중심의 중국 진출

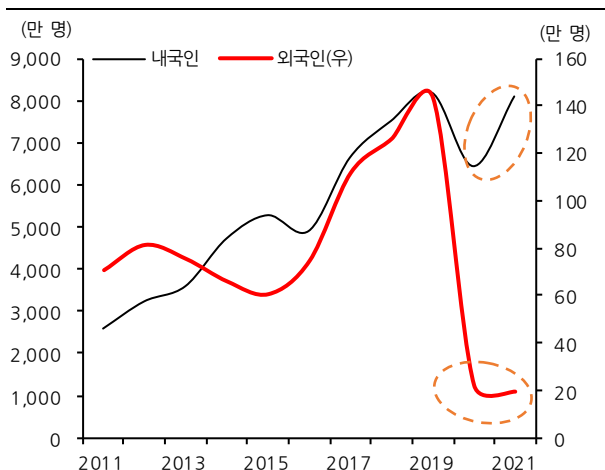
동사는 전세계 최대 필리시장인 중국 진출을 위해 2020년 12월 중국 하이난 지역에 합자법인을 설립했다. 하이난은 2018년부터 중국 개방 가속화를 위해 자유무역항 건설 관련 각종 시범사업들을 시행하는 지역이다. 특히 하이난을 면세, 의료관광특구로 지정해 각종 정책을 시행중이다.

여기에 코로나 19가 하이난의 특구화를 가속화시켰다. 국외로의 하늘길이 막히자 정부는 2020년 4월 ‘하이난성 14.5 국제여행소비센터 건설규획’을 발표해 면세구매 제한액을 3만 위안(600만 원)에서 10만 위안(2천만 원)으로 대폭 완화했다. 그리하여 내국인들에게 하이난은 관광 및 면세쇼핑의 중심지로 더 크게 부상했다.

이에 2021년 하이난을 방문하는 연간 내국인 수는 8천만 명으로 팬데믹 이전 수준을 회복했다. 면세점 인당 평균소비금액도 2020년 4월 정책 이전 3~4천 위안(한화 약 60~75만 원)에서 2배 이상 증가한 9천 위안(172만 원)까지 상승했다.

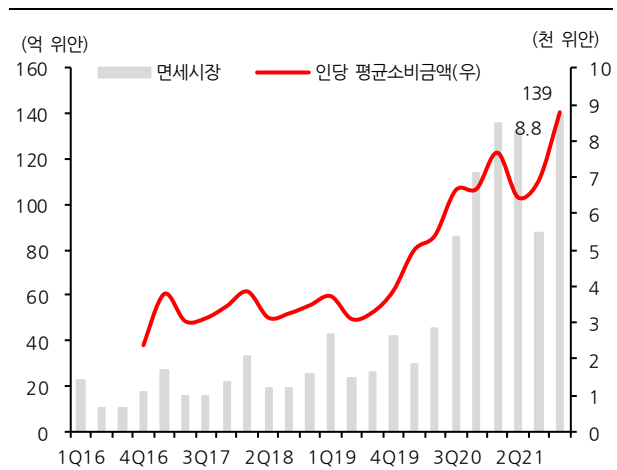
하이난 지역 방문객 증가와 소비금액 증가는 자연스레 의료관광으로 이어질 전망이다. 정부에서도 하이난을 국제의료관광단지로 조성하기 위한 정책들을 시행하고 있다. 이에 동사는 하이난을 중국 진출의 교두보로 삼고 하이난지역에 합자회사를 설립해 미용의료 복합사업을 진행할 계획이다. 동사는 하이난 자유무역항 중점프로젝트 참여기업 8개중 국내기업으로는 유일하다. 하이난 강동신구에 5,000평 부지를 확보해 병원동, 생산동, 판매동, 연구소를 건설할 예정이다.

[그림14] 연간 하이난 방문객 추이



자료: 해남통계국, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 하이난 면세시장 및 인당 평균소비금액 추이



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

중국사업은 1) 특별수입허가 2) 병원 프랜차이즈 3) 과징면세 3가지 축으로 구성된다.

1) 특별수입허가를 통해 동사는 해외에서 상용화된 의료기기(필러)를 하이난 지역에서 수출할 수 있도록 특별허가를 받을 수 있다. 특별허가는 NMPA를 통하지 않고 하이난 성정부 FDA가 독자적으로 승인결정을 내릴 수 있어 허가시간이 대폭 단축될 수 있다. 동사는 현재 특별수입허가를 신청한 상태며, 올 상반기 내 허가획득이 예상된다. 추가로, 특별수입허가를 통해 사용된 제품의 임상데이터는 추후 본토에서 허가를 받을 때 자료로 제출할 수 있는 특혜를 받을 수 있어 본토 진출 시에도 유리하다.

2) 병원 프랜차이즈 사업은 중국 최대 건강검진회사인 츠밍건강검진그룹과 함께 미용성형 프랜차이즈를 설립하는 것이다. 중국 보아오러청 의료관광특구에 위치한 츠밍보아오 국제병원 내 미용성형 프랜차이즈에 자사의 제품이 공급되며, 올 2월 1호점을 개설해 4월부터 영업을 시작하고 있는 것으로 파악된다.

3) 과징면세사업은 온라인 전자상거래 플랫폼에서 중국 내국인들을 대상으로 자사의 제품을 판매하는 것이다. 주로 화장품과 건기식 같은 코스메틱이 판매될 예정으로, 바르는 필러와 보톡스 제품을 개발중이며, 추후 건기식으로 제품 라인업을 확대할 예정이다.

위의 3가지 축으로 동사는 중국의 정식허가를 확보하고, 사업 파트너를 보유하게 됐다. 중국 필러시장은 불법유통되는 가품과 불량품이 약 70%로 불시점검에 대한 리스크가 큰 시장이다. 리스크 최소화를 위해서는 정식 품목허가가 필요하며, 동사는 상반기 내 허가를 획득할 예정이다. 또한, 중국 내 최대 건강검진회사와 파트너십을 확보했다는 것도 강점이다. 프랜차이즈 본토 확장 시 별도의 영업, 유통망 구축 없이 판매처를 확보할 수 있기 때문이다. 현재 양사가 목표하는 프랜차이즈 개원 수는 30개다.

동사의 중국사업 리스크는 제한적일 전망이다. 사드사태와 미중갈등을 통해 국내 기업들이 큰 피해를 입으면서 중국 관련사업에 대한 투자 신뢰도가 하락했다. 다만, 제약·바이오산업의 경우 피해는 제한적이었다. 2015년 사드사태 당시 북경한미는 매출액 2015년 2,047억 원 → 2016년 1,927억 원 → 2017년 2,141억 원 1년만에 회복하는 모습을 보였으며, 감소 폭도 6%에 불과했다. 게다가 동사는 생산동을 하이난 현지에 구축할 계획이기 때문에, 국내제품의 수입금지 조치 등으로 발생할 수 있는 리스크도 적다.

[표3] 하이난 보아오러청지구 의료기기 특별허가 관련 내용

구분	내용
주요 내용	- 2018년 4월 하이난성에 중국 최초로 해외 의료기기, 약물 독자 특별승인권한 부여 - 특별승인은 이전에도 있었지만, 극히 제한적으로 이뤄져 거의 없었다고 봐도 무방 - 시범지구 내에서 사용되면서 축적된 데이터는 추후 본토 승인시 NMPA가 인정함
조건	1) 해외에서 이미 상용화된 의료기기 2) 보아오러청 시범지구 내 3급A 병원(중국 병원등급중 최고등급)이 신청서를 제출해야함 - 3급A 지정 위한 주요 기준은 병원평가 900점 이상, 병상 500개 이상 등
절차	1) 하이난 성 건강위원회에서 의료기관, 의료기기를 심의 2) 심의내용 하이난 성 산하의 FDA로 전달(이 과정에서 3급A 의료기관이 신청해야함) 3) 하이난 성 FDA가 최종 심사

자료: Covinton, 하이난성정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 중국 하이난지역 바이오 헬스케어 사업



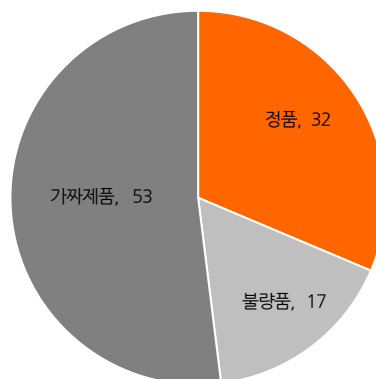
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 바이오플러스 중국 하이난 사업계획

일자	내용
2020.12	중국 해남 법인 설립(바이오플러스 지분 65%)
2020.12	하이난 자유무역항 중점프로젝트 행사 참여. 참여기업 총 8개 중 한 곳으로 선정
2021 초	하이난 강동신구에 5,000평 부지 확보(병원동, 생산동, 판매동 등 들어설 예정)
2022.2	하이난 강동신구 투자유치 설명회에서 성공적 입주사례로 소개
2022.2	하이난 보아오러청 의료관광특구 내 츠밍보아오국제병원에 미용성형병원 프랜차이즈 1호점 개설
2022.4	미용성형병원 프랜차이즈 1호점 개원
1H22	하이난지역 내에서 판매할 수 있는 특별수입허가 획득예정
2023	RWE(Real world Evidence) 임상데이터 바탕으로 중국본토 허가신청 예정

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 중국 내 히알루론산 제품 유형별 비중



자료: KOTRA, 한화투자증권 리서치센터

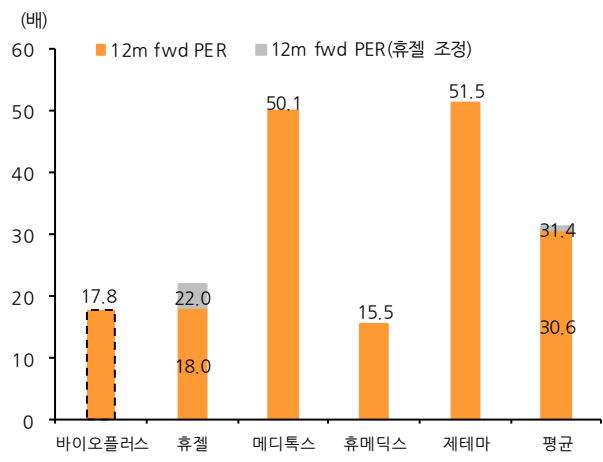
Valuation 및 동종업계 비교

바이오플러스는 경쟁업체들 대비 고성장 및 고수익 시현, 유일한 DVS 가교제를 이용한 HA 필터 개발 및 판매, 의료, 관광특구인 하이난을 중심으로 시작하는 중국사업 등 동사에게 밸류에이션 프리미엄을 줄 수 있는 부분은 다양하다.

하지만 동사의 12m Fwd PER은 17.8배, 12m Fwd EV/EBITDA는 12.4배로 국내 비성형 시술업체들의 평균 배수인 30.6배, 13.8배 대비 저평가다. 메디톡스가 휴젤에 제기한 ITC 소송으로 휴젤의 최근 주가가 20% 가까이 급락한 것을 고려했을시, 동종업계 대비 저평가 폭은 더 컸었다.

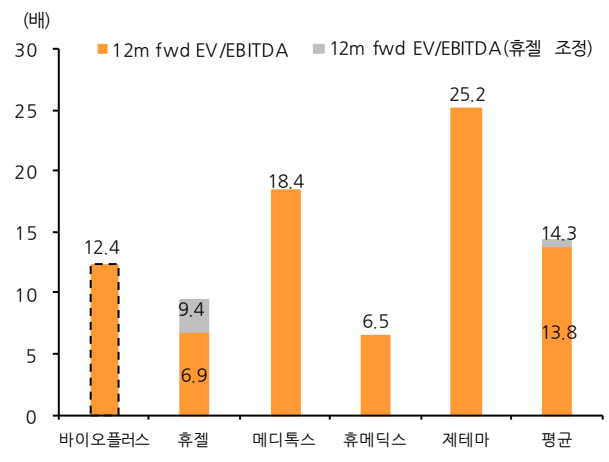
동사는 지난 3월 재조합 단백질 및 약물전달체 개발 전문기업인 프로셀테라퓨틱스와 차세대 보툴리눔 독신 및 리라글루티드의 바이오메터 소재를 이용한 경구용 당뇨비만치료제 공동개발 협약을 체결했다. 이를 통해 중, 장기 성장 사업영역을 확보한 것으로 판단되며, HA 전문에서 비성형 시술 전체와 바이오의약품으로 영역을 확장하고 있다.

[그림18] 비성형 시술업체 12m Fwd PER 비교



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 비성형 시술업체 12m Fwd EV/EBITDA 비교



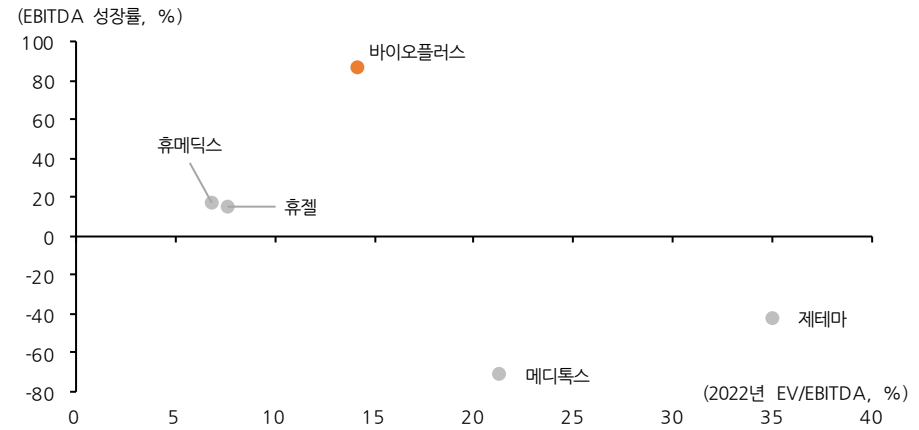
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 국내 비성형 시술업체 Peer valuation(4월 15일 기준)

기업명	시가총액(십억 원)	종가(원)	1D (%)	5D (%)	1M (%)	6M (%)	YTD (%)	PER (배)		PBR (배)		ROE (%)		EV/EBITDA(배)	
								22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
바이오플러스	434	30,200	2.0	2.9	15.7	15.7	9.8	19.6	15.7	6.5	4.5	30.8	34.7	14.3	9.9
휴젤	1,484	119,800	(0.8)	(0.6)	(7.9)	(30.8)	(22.0)	22.2	17.2	1.7	1.5	8.2	9.6	9.0	6.7
메디톡스	793	126,600	(1.7)	(2.9)	4.8	(12.6)	(12.0)	61.2	32.1	1.9	1.8	3.5	6.1	20.0	13.6
휴메딕스	220	22,100	(2.9)	0.5	10.8	(27.5)	(7.7)	16.5	13.5	1.5	1.4	10.2	11.4	6.7	5.8
제테마	341	19,200	1.1	(1.0)	9.1	(30.8)	(6.1)	92.2	25.5	6.1	4.9	6.7	21.3	33.4	15.4
한국비엔씨	745	11,550	(3.4)	(8.0)	(27.6)	(63.3)	(56.7)	-	-	-	-	-	-	-	-

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 비성형 기술업체 EV/EBITDA vs. EBITDA 성장률



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	11	17	24	37	59
매출총이익	7	11	17	24	37
영업이익	4	7	12	18	29
EBITDA	4	8	13	20	32
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	-1
세전계속사업손익	3	7	12	14	28
당기순이익	2	6	10	11	21
지배주주순이익	2	6	10	11	21
증가율(%)					
매출액	216.4	54.2	43.2	53.6	56.7
영업이익	899.6	73.3	79.0	47.9	58.0
EBITDA	469.1	72.9	72.0	46.4	64.1
순이익	519.7	141.6	72.5	10.0	98.7
이익률(%)					
매출총이익률	60.3	65.8	68.0	63.2	63.8
영업이익률	36.0	40.5	50.6	48.7	49.1
EBITDA 이익률	40.6	45.6	54.7	52.2	54.6
세전이익률	26.2	39.5	49.8	37.9	47.8
순이익률	21.1	33.0	39.8	28.5	36.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	3	5	10	13	17
당기순이익	2	6	10	11	21
자산상각비	1	1	1	1	3
운전자본증감	-2	-3	-3	-4	-7
매출채권 감소(증가)	-1	-3	-2	-4	-4
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	-4
매입채무 증가(감소)	0	0	0	0	1
투자현금흐름	-2	-5	-2	-23	-8
유형자산처분(취득)	0	-6	-1	-15	-7
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	1	0	-3	0
재무현금흐름	2	0	5	34	-1
차입금의 증가(감소)	2	0	5	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	0	0	45	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	5	9	15	20	24
(-)운전자본증감(감소)	1	2	1	3	7
(-)설비투자	1	6	1	15	7
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	4	1	13	2	10
(-)기타투자	1	2	2	5	1
잉여현금	2	-1	11	-3	9
NOPLAT	3	6	10	14	22
(+) Dep	1	1	1	1	3
(-)운전자본투자	1	2	1	3	7
(-)Capex	1	6	1	15	7
OpFCF	2	-1	9	-4	11

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	9	11	26	54	70
현금성자산	4	3	16	41	49
매출채권	2	4	5	8	13
재고자산	2	4	5	5	9
비유동자산	4	10	12	34	38
투자자산	1	1	3	9	10
유형자산	1	7	7	22	26
무형자산	2	2	2	3	3
자산총계	13	21	38	88	109
유동부채	1	3	9	7	7
매입채무	1	1	2	2	3
유동성이자부채	0	0	5	3	2
비유동부채	5	0	0	0	0
비유동이자부채	4	0	0	0	0
부채총계	6	3	9	8	8
자본금	3	3	3	7	7
자본잉여금	4	8	8	53	53
이익잉여금	0	6	15	26	47
자본조정	1	1	2	-8	-9
자기주식	0	0	0	-9	-9
자본총계	7	18	29	81	101

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	n/a	n/a	n/a	755	1,477
BPS	1,190	2,860	4,571	5,479	6,906
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	n/a	n/a	1,425	1,692
ROA(%)	22.4	32.8	32.9	17.0	21.5
ROE(%)	37.6	44.6	41.9	20.0	23.8
ROIC(%)	47.0	51.2	61.2	51.7	52.2
Multiples(x, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	36.4	20.5
PBR	0.0	0.0	0.0	5.0	4.4
PSR	n/a	n/a	n/a	10.4	7.4
PCR	n/a	n/a	n/a	19.3	17.9
EV/EBITDA	0.0	-0.3	-0.8	18.3	12.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	80.2	17.7	33.0	9.9	7.6
Net debt/Equity	0.1	-15.2	-37.6	-46.6	-46.0
Net debt/EBITDA	0.2	-34.9	-80.4	-192.2	-144.9
유동비율	669.5	351.1	275.8	725.6	970.4
이자보상배율(배)	485.7	81.4	212.0	35.0	228.5
자산구조(%)					
투자자본	57.9	79.3	47.5	41.7	44.6
현금+투자자산	42.1	20.7	52.5	58.3	55.4
자본구조(%)					
차입금	37.8	0.8	15.6	4.2	2.4
자기자본	62.2	99.2	84.4	95.8	97.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2022 년 4 월 18 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%