

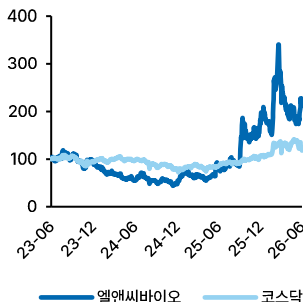
엘앤씨바이오 (290650)

2026. 06. 03

Rating

투자 의견	BUY
목표주가	113,469원
현재주가(6/3)	79,000원
상승여력	43.6%

Price Trend



B/S Data

자산 총계	4,670억원
부채 총계	2,538억원
자본 총계	2132억원

Earning data

EV/EBITDA (2025)	123.29
EV/EBITDA (2026)	28
PBR (2025)	7.5

엘앤씨BUY요

백예령
이도은
이승현

리투오 On my Face, 바로 영크크!

대체 불가능한 hADM, 대체 불가능한 엘앤씨바이오

수요가 아닌 공급이 매출을 결정하는 시장이다. 엘앤씨바이오는 인체 유래 ECM(세포외기질)을 원료로 하는 hADM 분야의 국내 최초 상용화 기업이다. ECM은 인공 합성이 불가능해 기존 조직에서만 얻을 수 있고, 이를 다루려면 인허가·원재료(AATB)·유통망이라는 세 장벽을 모두 넘어야 한다. 이 장벽을 동시에 충족한 사업자만이 가격 결정력과 수익을 선점하는 구조이며, 동사는 그 정점에 선 ECM 오리진에이터다.

경쟁자 없는 중국, 천하통일을 이룬다

엘앤씨차이나는 중국 인체조직 이식재 시장에서 사실상 유일한 합법 공급자다. 2024년 위변조 스캔들 이후 NMPA가 심사를 강화하며 로컬 공급자들이 대거 이탈했고, 그 공백을 메울 수 있는 사업자는 NMPA 허가과 글로벌 ECM 가공 기술, 윤리적 기증자 관리 체계를 동시에 갖춘 동사가 유일하다. 동사가 겨냥하는 유방재건·화상 시장만 합산 3.8조원 규모이나, 현재 공급량은 연간 수요의 10%에 불과하다. 이에 엘앤씨차이나 매출은 2026년 270억원에서 2027년 1,538억원으로 급증할 전망이다. 2026년 하반기 쿤산 공장 가동으로 완제품 수출에서 현지 생산으로 전환되면, 메가덤플러스를 시작으로 메가카티·리투오까지 ECM 플랫폼 전체의 중국 침투가 본격화된다.

리투오 증설 많이 된다, 사기 전에 생각날거야

리투오는 출시 1년 만에 거래처 2,000곳을 돌파했지만, 일부 의료기관은 물량 확보조차 어려운 병목 구간이다. ECM의 구조적 진입장벽이 그대로 동사에 유리하게 작동하며, 수요가 아닌 공급이 매출 속도를 결정한다. 따라서 증설 속도가 곧 매출 성장 속도이다. 월 CAPA는 2026년 중 2.4만~3.5만 개에서 4~6배 확장되며, 인력 증원 없는 자동화 증설이라 생산성 개선이 곧 마진으로 이어진다. 여기에 직판 비중 확대와 단가 인상이 더해지고, 리투오 파인·V 등 라인업 확장과 일본·싱가포르 수출 개시로 성장 축이 다변화된다. 공급만 늘리면 팔리는 구조에서, 동사는 그 공급을 가장 빠르게 늘리고 있다.

CONTENTS

I. 산업분석

1. 늙고싶지 않아
2. 신체결손을 채우는 hADM
3. 피부를 복원하다, ECM 스킨부스터
4. 넘은 자만 남는다: 진입장벽

II. 기업분석

III. 투자포인트

1. 차이나는 클라쓰, 엘앤씨차이나
2. 리투오, 난리도 아니야아~
3. 죽지도 않고 돌아온 메가카티

IV. 리스크포인트

1. 엘앤씨차이나 영업권 손상차손
2. 경쟁 심화에 따른 점유율·판가 리스크

V. 투자 전략

VI. Valuation

VII. Appendix

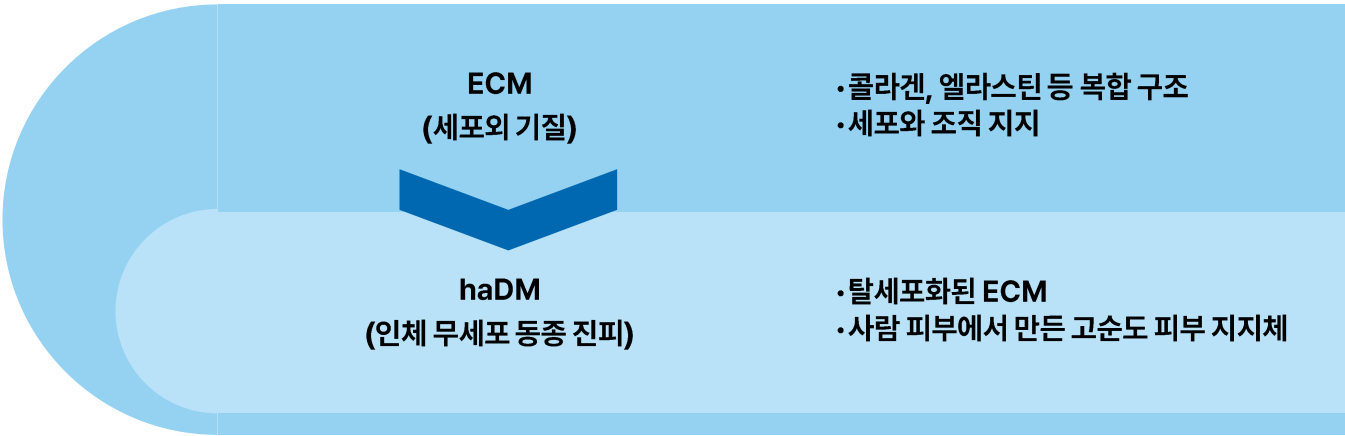
I. 산업분석

1. 늙고싶지 않아

과거의 노화가 받아들이는 영역이었다면, 지금은 **노화를 지연시키고, 가능하다면 되돌리는** 대상으로 본다. 이에따라 의료 산업의 패러다임은 치료에서 예방, 저속노화, 역노화로 확장되고 있으며 이 패러다임 전환의 최전선에 **재생의학**이 자리한다. 재생의학은 손상되거나 노화된 인간의 세포, 조직, 장기를 대체하거나 재생시켜 원래 기능을 복원하는 의학 분야이다. 이러한 재생의 원리는 이제 기능의 복원에 그치지 않고, 외형적 젊음을 되돌리는 산업으로 발전하고 있다. 재생의학의 발전을 이해하려면, 재생의학이 되돌리려는 대상, 즉 노화가 어떻게 일어나는지를 먼저 짚어볼 필요가 있다.

노화는**ECM(세포외기질)**의 구조 변화로 인해 일어난다. ECM은 세포와 세포 사이를 지탱하는 기본 구조물로, 피부, 뼈, 연골, 혈관 등 인체의 거의 모든 조직에 존재한다. 나이가 들수록 ECM의 합성은 줄고, 분해는 빨라지며 그 결과 구조가 무너지는 것이다.

[그림 1-1] ECM 구조도



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

따라서 노화를 되돌리려면 무너진 ECM을 보충해야하는데, 문제는 이 ECM을 인공적으로 만들 수 없다는 점이다. ECM은 **콜라겐, 엘라스틴, 히알루론산 등의 복합적인 집합체**로, 오로지 인체 조직으로부터의 채취를 통해 얻을 수 있다. 그러나, 다른 사람의 세포가 남아있는 조직을 그대로 이식하면 면역계가 이물질로 인식해 거부반응을 일으킨다. 이를 해결하기 위해 기증된 인체로부터 채취한 ECM에서 면역반응을 유발하는 세포를 제거하는 **탈세포화** 과정을 거치고, ECM의 기본 구조는 그대로 보존한 것이 **hADM(인체 유래 무세포 동종진피)**이다. 이 hADM을 결손 부위에 이식하거나 피부에 직접 주입함으로써, 무너진 ECM 구조를 보충하는 것이 신체 재건과 안티에이징의 원리이다.

2. 신체 결손을 채우는 hADM

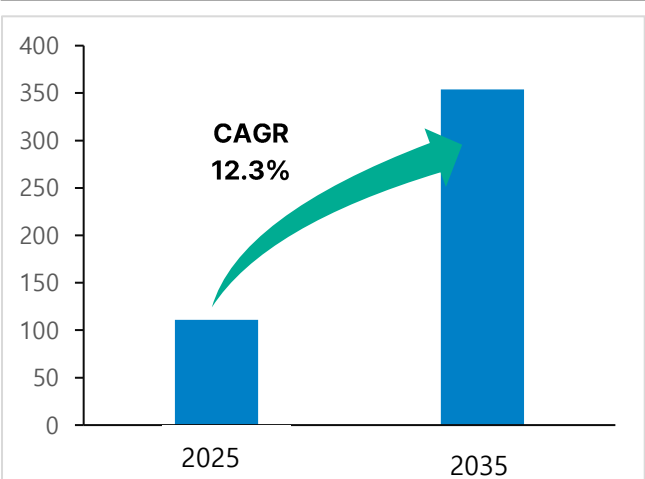
신체를 재건하는 방법으로는 결손된 부위에 이종의 조직 이식, 자가조직을 배양 이식, 동종 조직 이식이 있다. 이 중 동종조직을 이식하는 방법은 배양이 불필요하고, 부작용이 적어 가장 빠르게 성장하고 있다. 글로벌 동종 조직 이식 시장은 2025년 111억 달러에서 2035년 354억 달러로 연평균 12.3%의 성장이 전망된다.

[표 1-1] 이식 방법

	이종 이식	자가 배양 이식	동종 이식
배양	불필요	필요	불필요
고통, 시간	없음	높음	없음
부작용	높음	낮음	낮음

자료 : VIOS

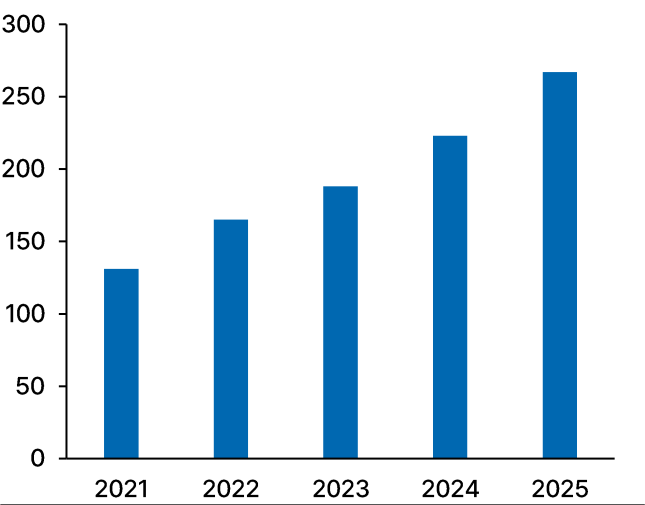
[그림 1-2] 인체조직이식재 시장 성장률 (단위: 억 달러)



자료 : marketandmarkets

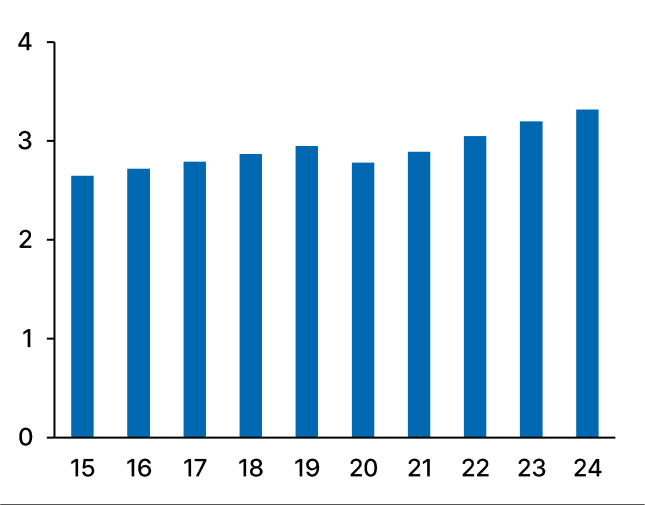
동종조직 이식의 핵심은 **탈세포화 기술**이다. 면역 거부반응을 유발하는 세포는 제거하되, 콜라겐, 엘라스틴 등 ECM 유효 성분은 보존해야한다. 이 탈세포화 기술이 제품의 효능과 안전성을 결정하며, hADM의 핵심 경쟁력이다. 현재 hADM은 **유방 재건, 코 성형** 등 피부과, 성형외과 영역에서 널리 활용되고 있으며, 동일한 탈세포화 기술을 **연골, 신경** 등 다른 조직의 재건에도 활용할 수 있다.

[그림 1-3] 유방재건시장 규모 추이 (단위: 억 원)



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

[그림 1-4] 무릎 골관절염 시장 규모 추이 (단위: 백만 명)



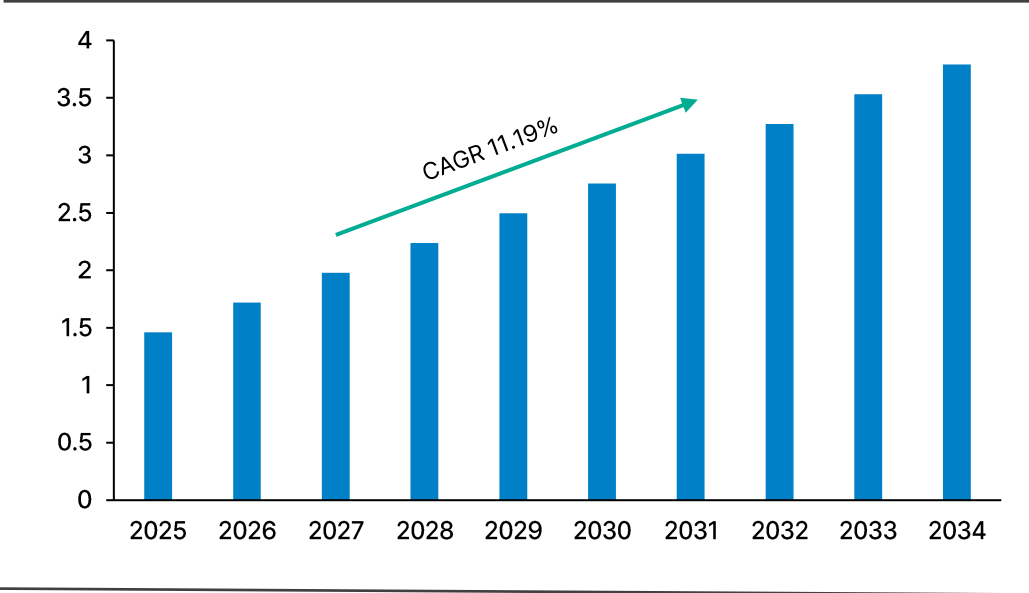
자료 : 건강보험심사평가원

그 중 대표적인 것이 **연골 재생**이다. 연골은 노화에 따라 가장 직접적인 고통을 주는 신체 부위 중 하나다. 그 중에서도 수요가 가장 집중되는 영역은 무릎 연골이다. 기존 골관절염 치료는 통증 완화에 머물렀지만, 최근 시장은 근본적인 치료에 집중한다. 특히 50~65세 사이의 활동적인 인구에서의 **무릎 골관절염**은 미충족 의료 수요가 크고, 연골 ECM의 재생 또는 보강을 통한 치료법이 차세대 솔루션으로 부상하고 있다.

3. 피부를 복원하다, ECM 스킨부스터

hADM을 활용하여 결손된 신체를 재건했다면, hADM을 활용하여 피부의 노화된 ECM을 재건할 수도 있다. 신체 재건에 사용했던 hADM을 주사제로 바꾸어 진피에 직접 주입하는 것이 그 방법이다. 이것이 **ECM 기반 스킨부스터**이다.

[그림 1-5] 스킨부스터 시장 규모 및 성장률 (단위: 십억 달러)



자료 : straits research, VIOS

hADM을 원료로 사용하는 ECM 기반 스킨부스터는 스킨부스터 중 가장 최신 기술이다. 스킨부스터는 원료에 따라 5개 세대로 구분되는데, 1~2세대는 부족한 ECM을 외부 물질로 채웠고, 3세대는 ECM 분해를 늦췄으며, 4세대는 ECM을 만들도록 자극했고, 5세대 ECM 기반 스킨부스터는 ECM 그 자체를 **직접 주입**한다.

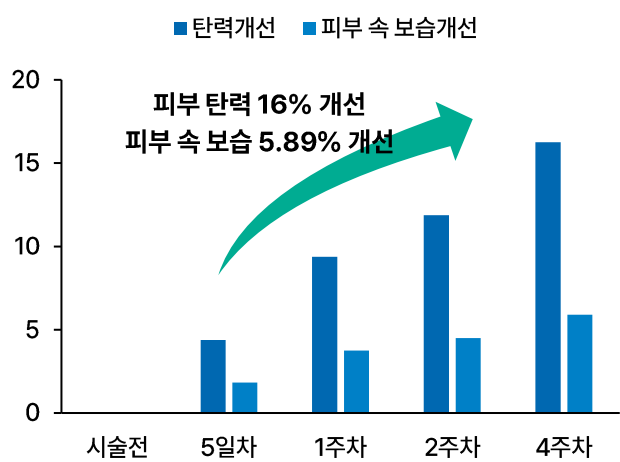
[표 1-2] 스킨부스터 세대별 비교

	1세대	2세대	3세대	4세대	5세대
주요 성분	HA	HA+비타민	PN, PDRN	PLLA, PDLLA	hADM
대표 제품	주베덤	필로르가	리쥬란	쥬베룩	리투오
유행 시기	2011년 하반기 ~ 2016년	2016.02~현재 일부 사용	2017년 말~현재	2019년 초~현재	도입 초기
다운타임	3~5일	1~2주	3~5일	2~3일	1~3일
권장 시술 주기	6개월	1개월	2~4주	1~2개월	3~6개월
통증	낮음 (국소마취 포함)	보통 (물은 제형)	높음 (점성 강함)	보통	낮음 (미세입자)

자료 : 각 사, VIOS

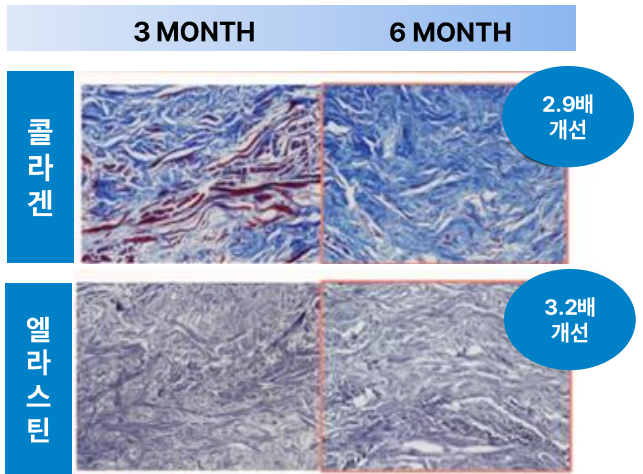
5세대, ECM 기반 스킨부스터는 콜라겐 89%, 엘라스틴 3%, 기타 ECM 성분 7.6% 등 hADM 성분을 직접 주입한다. 주입된 hADM 성분들은 무너진 ECM을 지탱하며 **즉각적인 구조 보강**이 가능하다는 차별점이 있다. 임상 결과도 이를 뒷받침한다. ECM 기반 스킨부스터 시술 4주 후 피부 탄력은 16% 개선되었고, 6개월 후 진피층 콜라겐은 3.9배, 엘라스틴은 3.2배 증가했다.

[그림 1-6] 탄력 및 피부 보습 개선 (단위: %)



자료 : 엘앤씨바이오, 휴메딕스, VIOS

[그림 1-7] 콜라겐 및 엘라스틴 수치 비교



자료 : 엘앤씨바이오, 휴메딕스, VIOS

현재 스킨부스터 시장의 투자 중심축은 3세대 PN 계열에서 **5세대 ECM 기반 재생 스킨부스터**로 이동하고 있다. 주요 스킨부스터 업체들의 최근 주가 흐름을 비교해보면, ECM 스킨부스터 업체들은 강한 상승 흐름을 기록한 반면, 3세대, PN 스킨부스터 업체는 상대적으로 부진했다. 실제로 ECM 스킨부스터 업체와 PN 스킨부스터 업체간 주가 상관계수는 각각 -0.68, -0.79 수준으로 뚜렷한 역의 상관관계를 보였다. 반면 ECM 기반 업체끼리의 상관계수는 +0.91로 매우 높은 수준의 동행 흐름이 나타났다.

[그림 1-8] ECM 스킨부스터 업체 주가 커플링



자료 : 각 사

[그림 1-9] ECM & PN 업체 주가 디커플링



자료 : 각 사

4. 남은 자만 남는다: 진입장벽

hADM 기반 제품에 대한 수요가 증가하고 있음에도, 한정적인 공급이 이어지고 있다. hADM은 인체 유래 성분으로 이를 다루기 위해서는 식품의약품안전처로부터 인체조직을 가공할 수 있는 ‘인체조직은행’ 허가가 필수적이며, 조직은행 허가가 없다면 인체조직의 확보, 가공, 유통이 모두 불가하다. 국내 식약처에 등록된 비영리법인 및 의료기관을 제외한 전체 조직은행은 약 106개에 달하나, 그 중 원재료를 직접 다루고 제품으로 재가공할 수 있는 ‘조직 수입업 및 조직가공처리업’ 라이선스를 보유한 기업은 국내에 단 8개사에 불과하다.

[표 1-3] 조직 수입업 및 조직가공업 라이선스 및 AATB 인증

	취급조직의 종류									비고
	뼈	연골	근막	피부	양막	인대	혈관	신경	도합	
(주)엘앤씨바이오	○	○	○	○	○	○		○	8	상장사, 리투오로 ECM 스킨부스터 주도
한스바이오메드(주)	○	○	○	○		○		○	7	상장사, ECM 스킨부스터 셀르디엠 출시
(주)시지바이오	○	○	○	○	○	○	○	○	11	대웅 관계사, 기존 관절 연조직 재생 주사제 ECM 스킨부스터 시지리알로 인젝트 파인 출시
(주)도프	○	○	○	○	○	○	○	○	9	ECM 스킨부스터 쥬브아셀 출시, 바임 유통
그 외 10곳										

자료 : 식품의약품안전처, VIOS

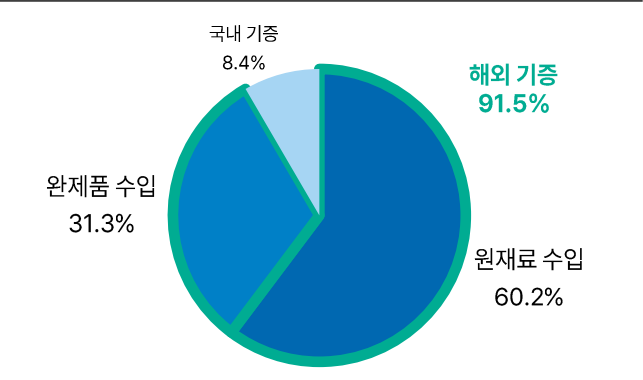
원재료 수급도 높은 장벽이다. hADM의 원재료는 사망한 기증자의 피부 조직이다. 즉, 안정적인 공급을 위해서는 기증자 관리체계에 대한 높은 수준의 인증을 필요로 한다. 국내는 기증 문화 특성상 공급량이 절대적으로 부족해, 대부분의 원재료를 해외 조직은행에서 조달하고 있다. 이때 인체조직관리 역량을 공인하는 국제 표준기구인 **미국조직은행연합회(AATB)** 인증을 보유하면 해외 조직은행과의 거래에서 신뢰도가 높아져 보다 안정적인 해외 수급처 확보가 가능하다. 현재 전 세계적으로 약 125개 조직은행만이 이 인증을 보유하고 있으며, 국내에서는 엘앤씨바이오, 한스바이오메드, 시지바이오, 도프 단 4곳뿐이다.

[그림 1-10] 인허가 난이도



자료 : VIOS

[그림 1-11] 원재료 수급, 국내 VS 해외



자료 : VIOS

또, 유통망 선점도 중요한 장벽이다. 원재료의 특성상 국가별로 인허가를 거쳐야하고, 인체 조직 이식재와 의료기기 중 유리한 인허가 트랙이 다르다. 인체조직 이식재 트랙과 의료기기 트랙 모두 유통이 가능하며, 규제를 잘 이해하는 현지 유통사와의 협력을 동시에 갖추는 것이 시장 확대 속도를 결정한다.

[표 1-4] 인체조직이식재, 의료기기 인증 절차 비교

	인체조직이식재	의료기기
근거 법령	인체조직법	의료기기법
임상시험	불필요	등급·동등성에 따라 필요
국내 심사기간	길고 불확실	65일 (임상 시 80일)
해외 허가 속도	느림	빠름
해외 예측 가능성	낮음	높음
패스트트랙	없음	동등성 인정 시 적용

자료 : 산업자료, VIOS

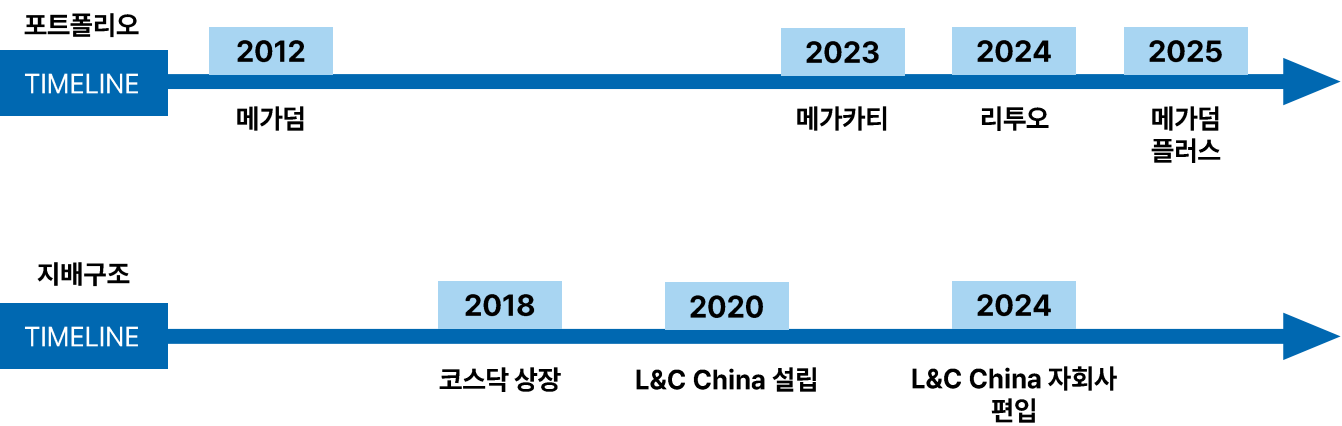
앞서 짚은 인허가, 원재료, 유통망 장벽으로 인해 경쟁사 진입이 제한적이고, 진입하더라도 공급 총량이 기증자에 의해 제약되기 때문에 공급 과잉이 발생하기 어렵다. ‘경쟁사 진입=가격 하락’이라는 공식이 성립하지 않는 시장이다. 즉, 진입장벽을 먼저 넘은 사업자가 가격 결정력과 수익을 선점하는 구조다.

이에 국내 최초로 hADM을 상용화하였으며, 미국 AATB 인증을 받고, 안정적인 공급망 및 유통망을 보유한 오리지네이터 **엘앤씨바이오**를 Top pick으로 제시한다.

II. 기업분석

1. 기업개요

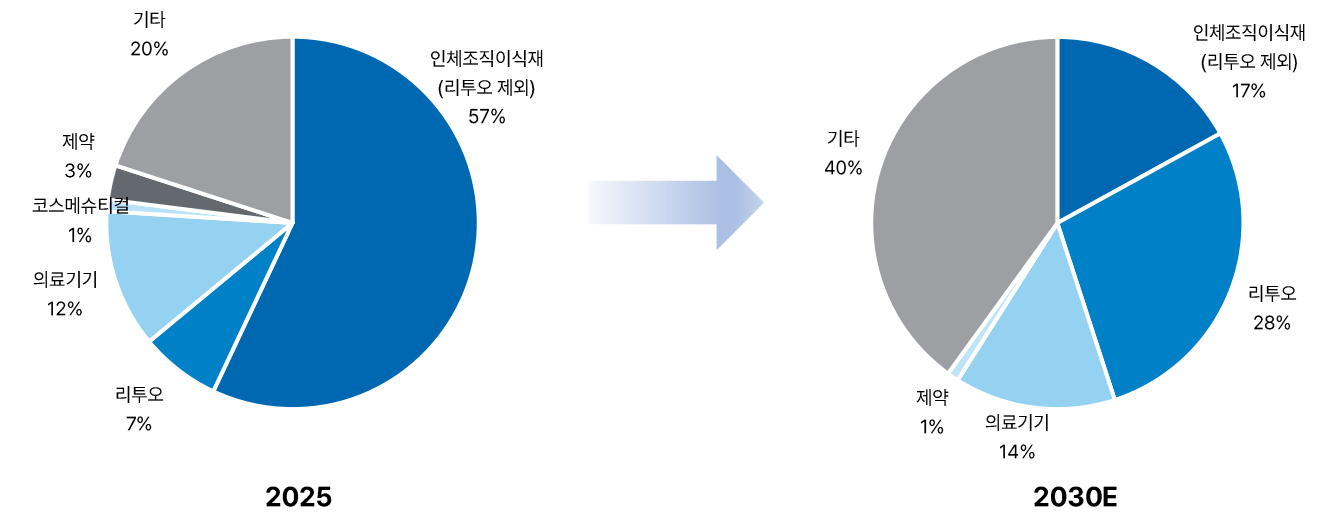
[그림 2-1] 타임라인



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

엘앤씨바이오는 2011년 8월 설립되어 2018년 11월 코스닥 시장에 상장한 기업으로, 인체 조직 이식재, 인체조직기반 의료기기 등을 제조 및 판매하는 인체조직 재생의학 전문 바이오 기업이다. 당사는 국내 최초로 hADM의 상용화에 성공하였으며, 이를 기반으로 외과용 이식재, 피부·성형외과용 스킨부스터, 정형외과용 연골재생 의료기기 영역까지 파이프라인을 성공적으로 다각화하였다.

[그림 2-2] 매출비중 변화



자료 : DART, VIOS

2. 종속회사

현재 당사는 2026년 3월 31일 기준 국내 3개, 해외 1개로 총 4개의 종속회사를 보유하고 있다. 그 중 L&C Bioscience Technology (Kunshan)(이하, 엘앤씨차이나라 한다)는 동사의 100% 자회사이다.

엘앤씨차이나는 중국 쿤산에 위치한 인체조직 의료기기 및 재생의학 제품을 제조·판매하는 기업으로, 2024년 지분 추가 획득을 통해 100% 자회사로 완전 편입하였다. 현재까지는 연결재무제표상 매출액 기여는 없지만, ‘메가덤 플러스’가 중국 NMPA 수입 허가를 확보함에 따라 2026년부터 실질적인 중국 매출 개화가 본격화되고 있다.

[표 2-1] 종속회사

기업명	지분율	주요 사업
(주)글로벌의학연구센터	48.40%	일반화장품, 기능성화장품, 의약품, 미용의료기기, 건강기능식품, 의약품 및 화장품 신소재 등에 대한 안전성과 유효성을 평가하는 피부기초 및 임상시험연구센터로 CRO 사업 영위
(주)리씨엠바이오=엘앤씨이에스	67.14%	인체조직 이식재 및 인체조직 기반 의료기기 유통 및 도매, 코스메슈티컬 제조·판매와 연구 개발 수행
(주)엘앤씨메디케어	80.08%	정형외과 및 신경외과 영역의 인체조직 이식재와 의료기기 유통·판매 전담
L&C Bioscience Technology (Kunshan)	100%	중국 쿤산에 위치. 인체조직 의료기기 및 재생의학 제품을 제조·판매

자료 : DART, VIOS

3. 제품 소개

3.1 엘라비에 리투오

엘라비에 리투오는 hADM을 직접 주입해 빠른 탄력 개선 효과를 주는 **5세대** 스킨부스터다. hADM이 인체 유래 성분인 만큼, **생체적합성**이 높아 더 빨리 효과가 나타나고, 더 오래 남는다. 당사는 리투오 파인, 리투오 V 출시를 예고하며 입자 크기를 달리한 제품 라인업을 확장하고 있다.

[표 2-2] 엘라비에 리투오 라인업

리투오 (Re2O)			리투오 파인 (Re2O Fine)		
	원재료	Skin		원재료	Skin
	타입	리투오 150mg		타입	리투오 파인 50mg
	장점	우수한 생체 적합성		장점	- 우수한 생체 적합성
		- 입자형 무세포 동종진피			- 입자형 무세포 동종진피
		- 뛰어난 지속력			- 미세한 입자 사이즈
사용 목적	피부 구조와 기능 복원	사용 목적	피부 구조와 기능 복원		

자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

3.2 메가덤, 메가덤 플러스

메가덤은수술 시간은 줄이고 회복은 빠른 **유방 재건수술용 인체조직이식재**이다. 기존 자가 조직 기반 유방 재건 수술이 8시간 이상 소요됐던 반면, 메가덤을 활용한 재건 수술은 약 2~3시간 내에 가능하다. 즉 메가덤은 환자에게는 빠른 회복을, 의료진에게는 높은 수술 효율성을 제공하는 제품이다. 실제 수술 방식 변화에 따라 환자당 사용량이 기존 대비 2~3배 증가하고 있어 매출이 성장하고 있다.

메가덤 플러스는 기존 메가덤의 동결건조 제형을 수화타입으로 변경한 제품으로, 별도 준비 없이 바로 사용 가능하다는 장점이 있다. 국내용으로는 메가덤, 수출용으로는 메가덤 플러스를 주로 활용한다.

3.3 메가카티

메가카티는 손상된 연골 자체를 재생시키는 **동종초자연골 재생 의료기기**다. 단순히 통증만 줄였던 기존 치료와 달리, 정상 무릎 관절의 핵심 성분인 초자연골 기반 연골입자를 탈세포화 하여 결손 부위에 직접 주입해 조직 재건과 통증 완화를 동시에 유도한다는 점이 차별화 요소이다. 메가카티는 2022년 11월 식약처 품목허가, 2023년 10월 신의료기술평가 유예 지정으로 상용화돼, 2026년 1분기 기준 전국 252개 병원에서 시술 중이다.

[그림 2-3] 메가카티 효과



자료 : 엘앤씨바이오

[표 2-3] 적용 범위 표

명칭	대퇴과 연골손상에 대한 생체재료(동종초자연골) 사용 개량 미세골절술
사용대상	1. 만 19세 이상 ~ 만 60세 이하의 연령층
	2. 1.5cm ² 이상 ~ 10cm ² 이하의 병변 크기
	3. ICRS grade 3~4 등급
	* 상기의 조건을 모두 만족하는 경우
유예기간	2023.10.01 ~ 2026.09.30
고시번호	[평가 유예 신의료기술 고시] (보건복지부 고시 제2023-176호, 2023.9.2.)

자료 : 건강보험심사평가원, VIOS

4. BM

4.1 원재료 공급

동사는 한국공공조직은행, 해외 인체조직은행 등을 통해 인체조직 원재료를 공급받는다. 세부적으로는 **원재료의 95% 이상을 미국 조직은행에서** 공급 받고 있으며, 해외 인체조직은행 1곳과는 원재료 수입 독점 계약을 체결하고 있다. 타 경쟁사들의 경우 국내 공공조직은행의 한정된 공급에 의존하거나, 해외 중소형 채널을 통해 일회성으로 수입한다. 이에 반해 동사는 해외 조직은행과의 직접 계약을 체결하여 원재료를 안정적으로 조달하고있다. 또한 현재 2년치 이상의 원재료를 사전 확보한 상태이기에 공급망 리스크를 최소화하여 단기적 수급 충격이나 글로벌 공급망 교란에도 생산 연속성이 유지될 수 있다.

4.2 유통망

동사는 제품 특성과 시장에 따라 직판과 간접판매를 병행하고 있다. 직판 비중이 높을 수록 중간 유통 마진이 제거되어 수익성이 개선되는 구조다.

[표 2-4] 엘앤씨바이오 제품별 유통망

	국내	해외
리투오	휴메딕스 간접판매 + 동사 직판	전량 동사 직판
메가덤 및 메가덤 플러스	동사 직판 + 대리점 간접 판매 병행	중국- 제이아라이프를 통한 대리 공급
메가카티	B2H2C, 동사 병원 직판	콘메드 아시아를 통한 대리 공급으로 7개국 진출

자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

5. 경쟁사 분석

5.1 동종 진피 이식재

국내 동종진피 이식재 시장은 동사가 약 50%의 점유율로 1위를 유지하고 있다. 2012년 국산화에 성공한 이후, 커스터마이징과 가격 경쟁력을 바탕으로 수입 완제품을 빠르게 대체해 왔다. 중국 시장에서는 **NMPA 수입허가**를 보유한 외국기업이 동사 뿐으로, 사실상 경쟁자가 부재한 상황이다.

[표 2-5] 메가덤 경쟁사

	메가덤	벨라셀HD	AlloDerm
제조사	엘앤씨바이오	한스바이오메드	LifeCell (Abbvie)
출시	2012년	2014년	1994년
국내 M/S	약 50% (1위)	2위	수입 완제품
AATB	보유	보유	해당 없음 (미국 제조)
중국 NMPA	허가 완료 (외국기업 최초)	미보유	미보유
특징	맞춤형 커스터마이징, 가격 경쟁력	뼈이식재 중심 포트폴리오	글로벌 1위, 국내는 수입 완제품

자료 : 각 사, VIOS

5.2 ECM 스킨부스터

5세대 ECM 기반 스킨부스터 시장을 개화한 리투오는, AATB 인증을 통과하며 가장 빠르게 해외로 진출하고 있다.

[표 2-6] 리투오 경쟁사

	리투오	셀르디엠	쥬브아셀
제조사	엘앤씨바이오	한스바이오메드	도프
판매사	휴메딕스(+엘앤씨바이오 직판)	휴젤(+한스바이오메드 직판)	바임
출시일	2024.11	2025.09	2025.12
입자 크기	100µm	75µm	70µm
해외 진출	일본, 싱가포르 등	일본	미정
원재료 인증	FDA 원재료 승인, AATB	AATB	-

자료 : 각 사, VIOS

5.3 골관절염 치료제

메가카티는 인체조직기반 의료기기로 세포 채취 및 배양이 불필요해 시술 과정이 간소하다는 이점이 있다. 국내 허가 및 출시는 비교적 늦었으나, 기존 제품들 대비 절반에 가까운 가격으로 매출을 확대하고 있다.

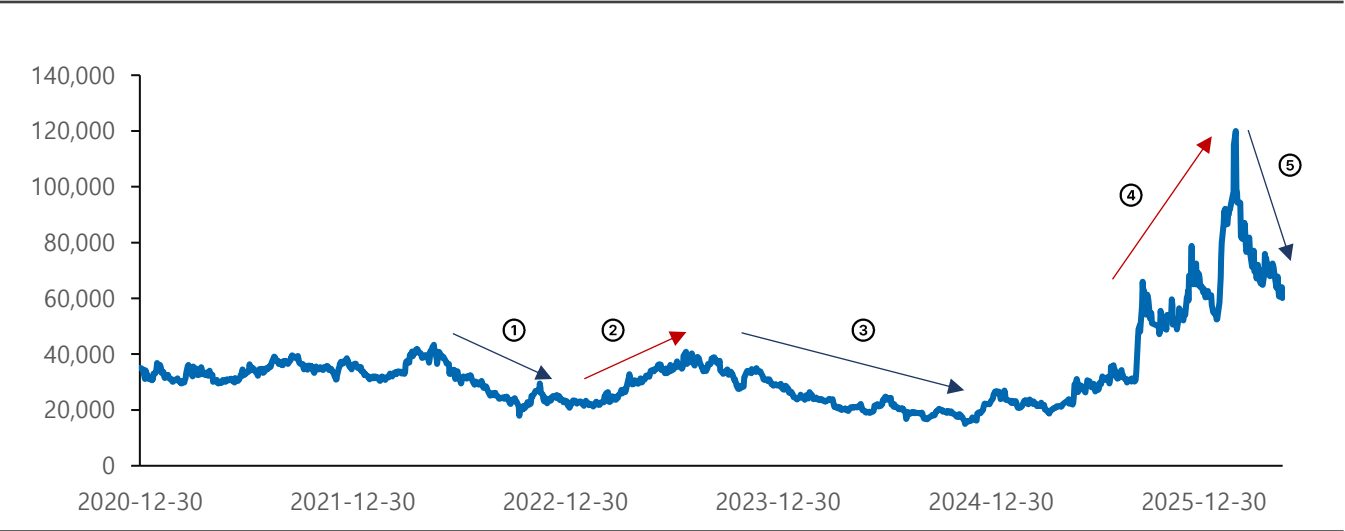
[표 2-7] 메가카티 경쟁사

	메가카티	카티스템	카티라이프
제조사	엘앤씨바이오	메디포스트	바이오솔루션
규제 분류	인체조직 기반 의료기기	줄기세포 치료제(의약품)	첨단바이오향약품(세포치료제)
원료	동종 무세포 초자연골	동종 제대혈유래 줄기세포	자가 늑연골세포
소비자 가격	500~600만원	800~1500만원	1000~2000만원
세포 채취, 배양	불필요	불필요	필요
국내 허가	2022.11 허가 2023.10 신의료기술 유예	2012 출시	2019 허가
해외 진출	중국	일본 임상 3상, 미국 임상 3상 IND	미국 임상

자료 : 각사, VIOS

5. 주가 추이 분석

[그림 2-4] 주가 추이



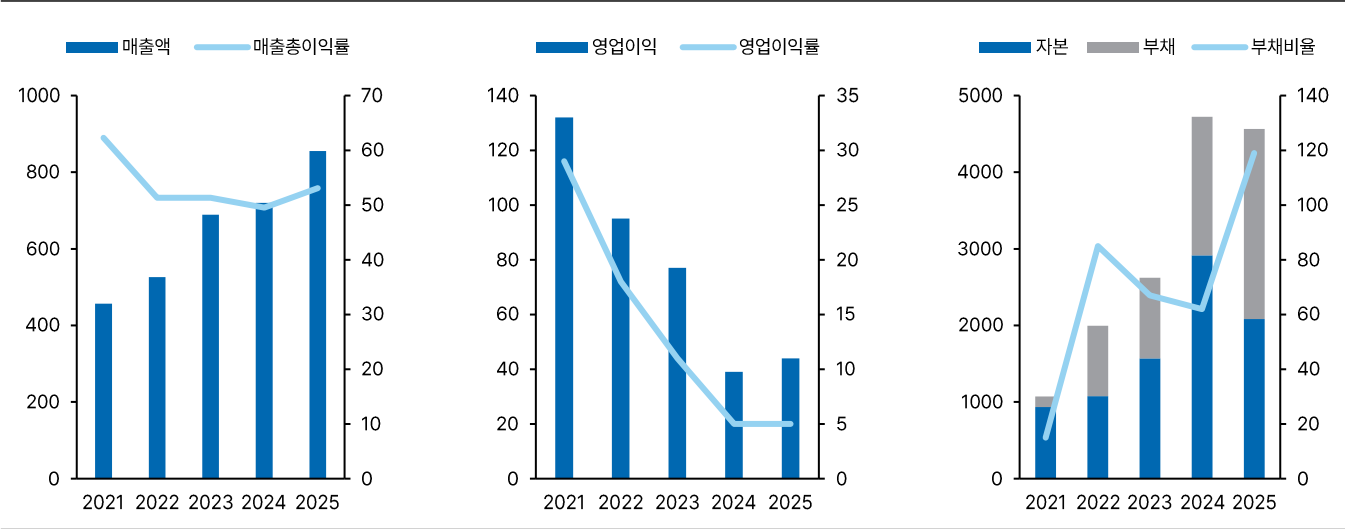
- ① 2Q22: 메가카티 임상은 성공적이었으나 모집단에 대한 의구심으로 투자심리가 악화됐으며, 공장 증설에 따른 비용 부담으로 실적이 감소해 주가 하락
- ② 1Q23: 신제품 메가카티의 중국 특허 취득 및 생산, 판매 개시에 따른 실적 성장 기대감으로 주가 상승
- ③ 3Q23~3Q24: 메가카티 판매 촉진 목적으로 체결한 시술 협약이 종료되며 주가 성장 동력 및 모멘텀 부재로 주가가 하락한 데 이어, 전공의 집단 파업 및 의료 공백 장기화에 따른 의료기기 산업 수익성 악화 우려까지 더해지며 장기 하락세 지속
- ④ 4Q24~4Q25: 휴메딕스와의 리투오 판권 계약 체결 및 엘앤씨차이나 100% 자회사 편입에 따른 실적 성장 기대감. 국내 고마진 스킨부스터 리투오 품귀 현상 및 수요 폭증에 따른 매출 급증 전망. 메가덤플러스의 중국 NMPA 수입허가 획득 등 호재가 연이어 발생하며 주가 급등
- ⑤ 1Q26: 단기 급등에 따른 차익실현 매물 출회와 함께, 주가 상승에 따른 전환사채 관련 파생상품 평가손실 인식으로 2025년 당기순손실 -1291억 원(비현금성 회계항목) 발표, 임원 장내 매도 등이 겹치며 주가 조정

주가 추이 분석에 따라, 동사의 주가 동인은 **ECM 기반 핵심 제품군의 실적 모멘텀에 직결되어 왔음을 확인할 수 있다.** ①~③ 시기에서는 메가카티 임상 진행, 중국 특허 등 개별 이벤트가 주가를 움직였다면, ④ 시기 부터는 리투오의 국내 폭발적 수요와 메가덤플러스 NMPA 허가 등 실적 가시성이 주가 급등의 엔진으로 작용했다. 따라서 향후 주가 흐름 역시 리투오 증설과 중국 매출이라는 실적의 핵심 변수에 좌우될 것으로 판단한다.

6. 재무 분석

[그림 2-5] 재무비율

(단위: 억 원, %)



동사는 전년대비 매출이 18.66% 상승하며 꾸준한 외형 확대를 이어가고 있다.

다만, 연결 기준 영업이익률은 29%에서 5% 수준까지 하락했다. 23년 메가카티 출시 전 연구,마케팅비용과 24년 중국 법인 인수로 인한 약 50억원 영업손실이 그 원인이다. 별도 기준 OPM은 12% 수준을 유지하고 있어, 본업의 수익성은 훼손되지 않았다. 동일 시장에 진출한 한스바이오메드 역시 신제품 출시 초기 OPM이 -28%까지 하락한 바 있으며, 이는 신시장 진입 국면에서의 일시적인 현상임을 보여준다.

25년 당기순손실은 주가 상승에 따른 전환사채 관련 파생상품 평가손실과 중국 법인 관련 영업권 손상차손 등 회계상 비현금성 요인이 일시 반영된 것으로 영업 펀더멘탈과는 무관하다. 실제로 1Q26 연결기준 영업이익률은 약 20%를 기록하며 반등했다. 또한, 고마진 제품인 리투오의 성장 및 직판 비율 확대와 분기당 약 50억 원 규모의 적자를 발생시키던 엘앤씨차이나 매출 인식이 본격화되면서, 추가적인 영업이익률 개선이 전망된다.

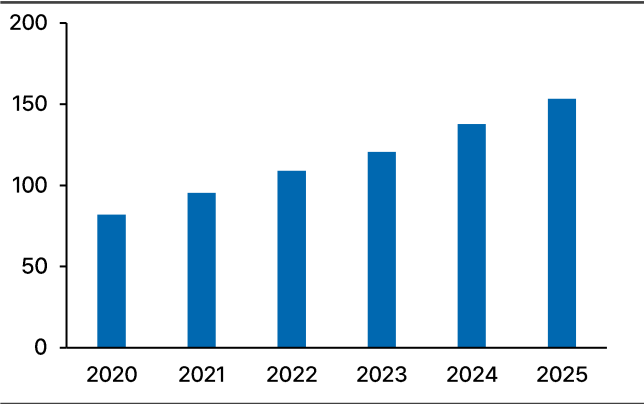
차입금 증가 역시, 22년 중국 쿤산 공장 건설, 24년 중국 법인 지분 인수, 25년 전환사채 발행 등 매출로 이어질 인프라 선투자의 성격이다. OPM의 회복과 함께 자연스럽게 개선될 것으로 보인다.

III. 투자포인트

1. 차이나는 클래스, 엘앤씨차이나

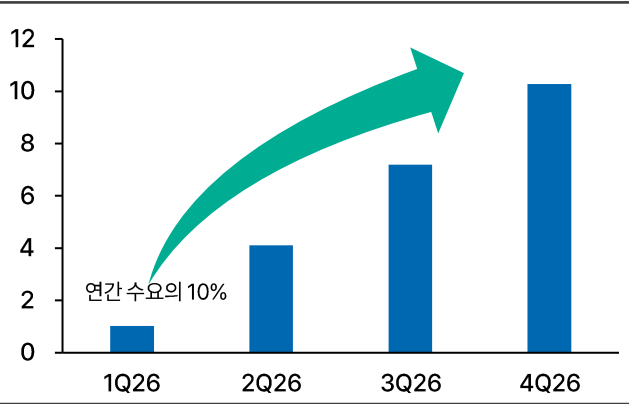
중국 인체조직 이식재 시장에서 사실상 유일한 합법 공급자 지위를 확보한 동사의 중국 법인인 엘앤씨차이나 매출이 2026년 270억 원에서 2027년 1,538억 원으로 급등할 전망이다. 중국 인체조직 이식재 시장은 진입장벽이 극도로 높다. 2024년 인체조직 불법 유통과 위변조 스캔들이 연이어 발생하면서 NMPA는 심사를 대폭 강화했다. 기준을 충족하지 못한 중국 로컬 공급자들이 줄줄이 시장에서 이탈했고, 합법 공급원이 사라진 자리에 공급 공백이 생겼다. 그 자리를 채울 수 있는 사업자는 NMAP 허가를 보유하고 글로벌 ECM 가공 기술과 윤리적 기증자 관리 체계를 동시에 갖춘 **동사가 유일하다**. 동사가 노리는 유방재건, 화상 시장만 합산 3.8조원 규모인데, 현재 공급량은 연간 수요의 10%에 불과하다.

[그림 3-1] 중국 의료기기 시장 규모 (단위: 억 위안)



자료 : 의학 신문, VIOS

[그림 3-2] 엘앤씨차이나 공급량 예상 (단위: 만 개)



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

동사는 중국 현지 피부이식재 시장에서 70% 이상의 압도적 점유율을 보유했던 1위 판매 대리업체 **상하이 제이아 라이프**와 전략적 파트너십을 체결했다. 누적 26개 판매 대리점과의 계약이 완료됐고, 대형 종합병원 중심의 공급망 구축이 빠르게 진행되고 있다.

현재까지 동사의 중국향 매출은 메가덤 플러스를 완제품 형태로 수출해 판매하는 구조였지만, 2026년 3월 NMPA에 현지 생산 품목허가를 신청하면서 이를 쿤산 공장에서 직접 생산하는 구조로 전환하려 하고 있다. 기존 수입 허가 이력을 바탕으로 패스트트랙 절차가 적용되어, 2026년 하반기 중 쿤산 공장의 본격 가동이 가능할 전망이다. 게다가 8000억~1조원 규모의 CAPA인 쿤산 공장을 가동시키며 메가덤플러스에 이어 메가카티, 리투오의 현지 허가가 단계적으로 추진될 예정이다. 메가덤 플러스로 시작된 중국 사업은 동사 ECM 플랫폼 전체의 **중국 침투**로 확장된다.

[표 3-1] 엘앤씨차이나 허가 계획

	수입 허가	현지 생산
메가덤플러스	획득(2025.1)	허가신청(2026.03)→2H26 가동
메가카티	신청(2024.05, 혁신의료기기)	순차 추진
메가실드	신청(2024.06)	순차 추진
리투오	추진 예정	순차 추진

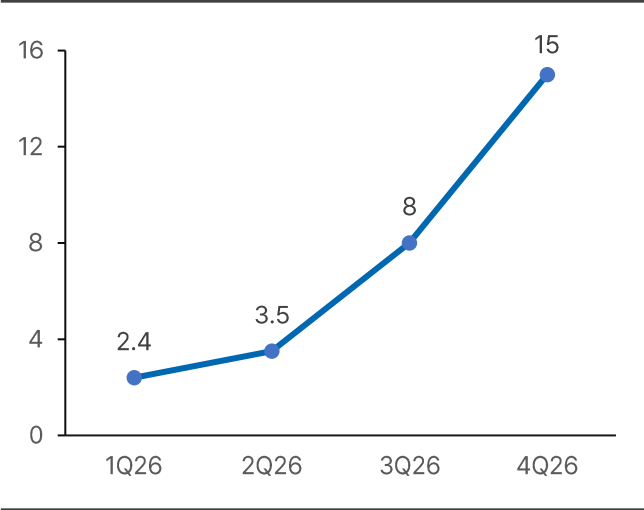
자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

2. 리투오, 난리도 아니야아~

리투오는 출시 1년 만에 거래처 2,000곳을 돌파했다. ECM 산업의 높은 진입장벽으로 공급이 제한되다 보니, 수요가 공급을 앞질러 일부 의료기관은 물량 확보조차 어렵다. 결국 공급이 매출 속도를 결정하는 시점이다.

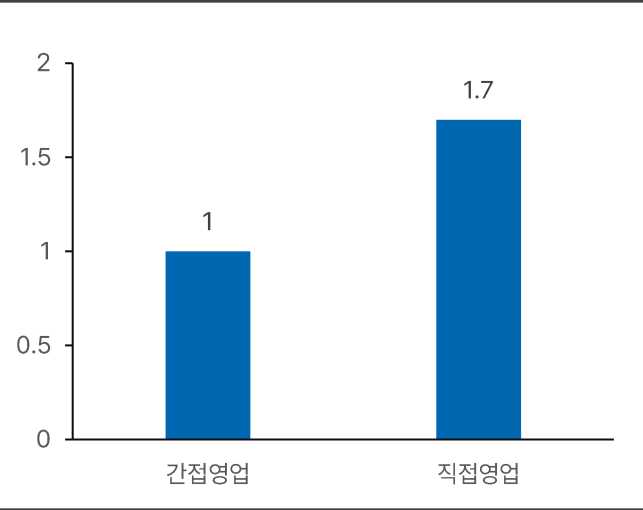
따라서 동사 증설 속도가 곧 매출 성장 속도다. 월 **CAPA**는 현재 2.4만~3.5만 개에서 3Q26 기준 8만개, 4Q26 15만개로 1년 이내에 4~6배 확장된다. 증설은 인력 보충 없이 **자동화 전환**으로 이루어져, 생산성 개선이 곧 마진을 개선으로 이어진다. 또한 이미 쌓여 있는 대기 수요를 해소하는 증설이기 때문에, CAPA가 늘어나는대로 매출로 직결된다.

[그림 3-3] 리투오 월 CAPA 변동 추이 (단위: 만 개)



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

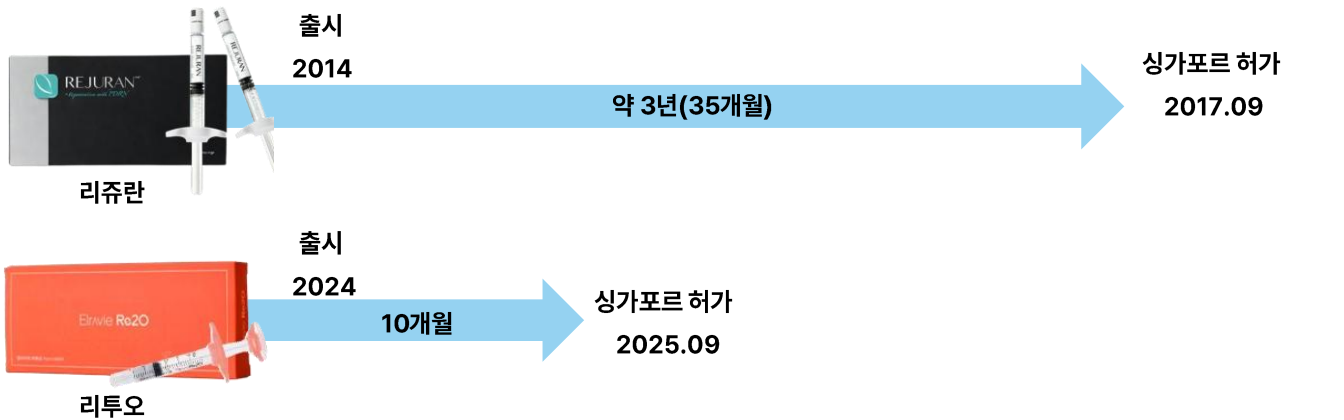
[그림 3-4] 리투오 판매 방식에 따른 GPM(간접영업=1)



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

국내에서는 라인업 확장이 병행된다. 2025년 12월 출시된 리투오 파인(입자 크기 1/2)에 이어 2026년 중 리투오 V(볼륨 개선)가 출시 예정이며, 리투오 기반 일체형 의료기기 3종도 개발 중이다. 시술 부위, 목적별로 세분화된 라인업은 병원당 단가와 구매빈도를 동시에 끌어올린다. 해외 진출도 본격화되고 있다. 일본, 싱가포르 수출 개시, 몽골은 리투오, 리투오 파인 동시 출시, 약 20개국에서 인허가가 진행중이다.

[그림 3-5] 첫 해외 진출까지 걸린 시간 비교, 리쥬란vs.리투오

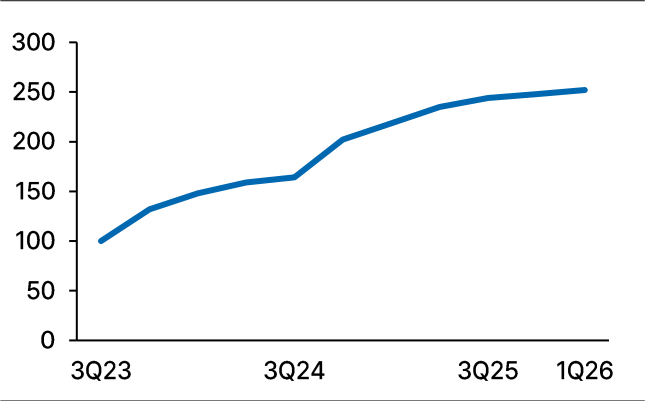


자료 : 각 사

3. 죽지도 않고 돌아온 메가카티

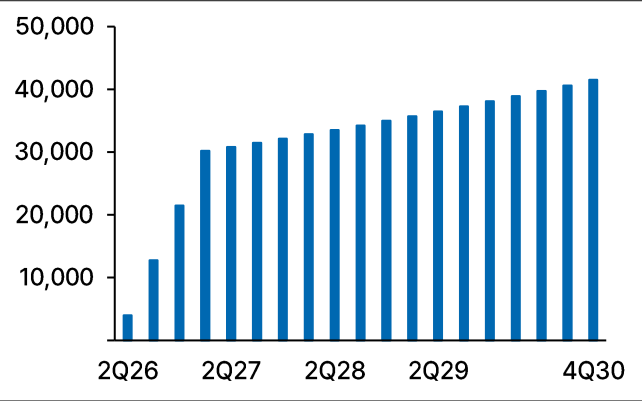
무릎 골관절염은 시장 규모와 미충족 수요가 모두 큰 영역이다. 글로벌 골관절염 시장 91.3억 달러 중 무릎 골관절염이 42.1%로 높은 비중을 차지하며, 국내 무릎 골관절염 환자는 2020~2024년 연평균 4.4% 증가했다. 특히 **50~65세 중증(ICRS 3~4기) 환자**는 연골이 이미 닳았지만 인공관절을 수술하기엔 젊어, 통증완화와 인공관절치환술 사이에 치료 공백이 크다. 메가카티와 같은 연골재생 치료제가 공략하는 시장이다.

[그림 3-6] 메가카티 시술가능 병원 수 추이 (단위: 개)



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

[그림 3-7] 메가카티 매출 추이 (단위: 백만 원)



자료 : 엘앤씨바이오, VIOS

메가카티의 경쟁력은 **가격**과 **회복력**이다. 카티시스템, 카티라이프 대비 소비자가 500만~600만으로 절반이며, 회복력은 6배 빠르다. 2023년 11월 공개된 4년 추적 데이터에서는 연골 내구성 유지 능력이 입증되었으며, 시술 2년 후 내구성이 감소하는 기존 시술의 한계를 넘어서었다.

매출 정체는 마무리 국면에 접어들고 있다. 2023년 초도 물량 약 30억원 매출 이후, 2024~2025년 전공의 파업 장기화로 정형외과 수술 일정이 지연되며 메가카티 매출도 정체됐다. 의료 정상화 국면 진입과 함께, **2026년 9월 신의료기술 본평가** 통과 시 ① 적용 연령이 **만 60세 → 만 65세로 확대**되어 고령 환자 풀이 추가 기존 대비 68.3% 열리고, ② **실비보험 적용**으로 환자 부담이 낮아져 시술 건수가 본격 확대된다. 회복과 확장이 동시에 진행되는 구조다.

해외 진출은 **의료기기 트랙**의 속도 이점을 활용한다. 의약품 대비 인허가 기준이 낮고 승인 기간이 짧은 의료기기 특성을 살려, 4Q25에 글로벌 의료기기사 콘메드 아시아와 태국·말레이시아·베트남·대만·인도네시아·싱가포르·홍콩 동남아 7개국 독점 판매 계약을 체결하며 해외 유통망 확보에 나섰다.

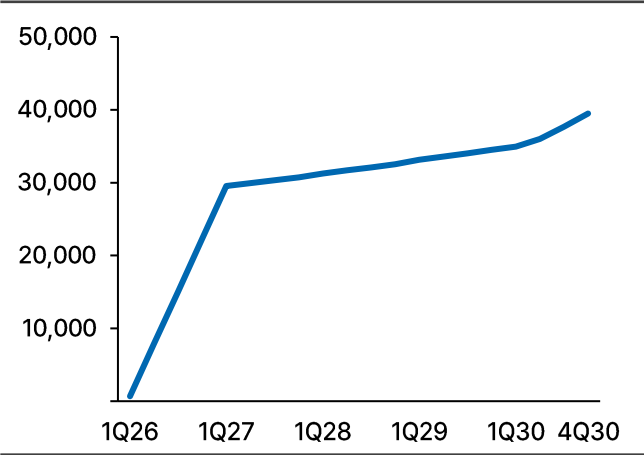
의료파업으로 가려졌던 본업의 회복, 신의료기술 본평가 통과로 열리는 연령·보험 확장, 콘메드아시아를 통한 동남아 7개국 진출로 메가카티의 정체가 끝나고 새로운 매출 모멘텀이 열린다.

IV. 리스크포인트

1. 엘앤씨차이나 자회사 편입에 따른 영업권 손상차손 인식

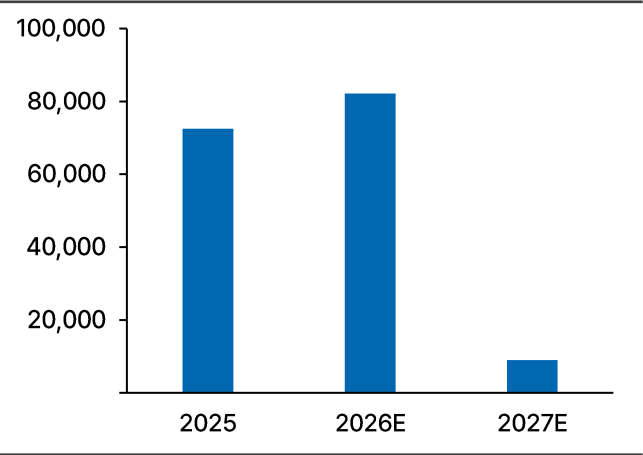
동사는 2024년 말 엘앤씨차이나의 잔여지분을 취득하며 100% 자회사로 편입하였다. 이 과정에서 취득 대가가 순자산 공정가치를 초과하는 금액으로 총 1,973억 원에 해당하는 금액을 영업권을 인식하였다. K-IFRS상 영업권은 상각하지 않는 대신 매년 손상검사를 의무적으로 수행해야 하며, 회수가능액이 장부금액에 미달하면 그 즉시 손상차손으로 인식된다. 25년 말에는 725억 원에 해당하는 값을 손상차손누계액으로 재무제표상 기록되었다.

[그림 4-1] 엘앤씨차이나 매출 추이 (단위: 백만 원)



자료 : DART, VIOS

[그림 4-2] 손상차손 예상 (단위: 백만 원)



자료 : DART, VIOS

현재 엘앤씨차이나는 2026년부터 매출이 발생할 것으로 전망되며 실적이 본격화되지 않은 상태이다. 동사는 중국 법인의 매출을 2026년 270억 원, 2027년 1538억 원으로 제시하며, 해당 기준을 통과하지 못할 경우 손상차손을 인식하게 된다. 손상차손 항목의 경우 실제 현금 유출이 없는 비현금성 항목이며 영업외손익에 해당한다. 영업이익에는 직접적으로 영향을 주지 않지만, 당기순이익의 변동으로 이어져 EPS, 나아가 PER, ROE 등 순이익 기반 지표를 훼손해 밸류에이션 매력을 약화시킨다. 또, 영업권 상각은 자본총계를 감소시켜 PBR을 상승시키고 부채비율을 높여 재무 안정성 지표를 약화시킨다. 손상차손을 인식하는 것 자체에서 ‘중국 시장의 매출이 기대 이하’라는 신호로 시장이 과도하게 반응할 우려도 있다.

본 보고서의 PER 밸류에이션 결과 손상차손 적용으로 인해 15,600원의 주가 차이가 발생하며, 투자자 심리에 유의미한 영향을 미칠 것으로 예상하여 이에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

2. 경쟁사 진입에 따른 리스크

ECM 스킨부스터 시장이 리투오를 중심으로 빠르게 성장함에 따라, 동사의 점유율 둔화 및 리투오 판가 하락 가능성은 점검이 필요한 리스크다. 한스바이오메드, 도프, 시지메드텍 등 기존 인체조직 이식재 업체들이 잇따라 진입하며 경쟁이 심화되고 있다.

[표 4-1] 경쟁사 비교

	엘앤씨바이오	한스바이오메드
CAPA	2.4만개 → 8만개 → 15만개	1.3만 → 4.2만 → 8만
제품 매출액	25E 50억	25E 30억
유통사	휴메딕스	휴젤

자료 : 엘앤씨바이오, 한스바이오메드, VIOS

특히 주목할 변수는 유통이다. 후발주자 한스바이오메드는 대형 유통망을 보유한 시가총액 2.9조원 규모의 휴젤과 손잡았다. 동사의 파트너사인 휴메딕스의 10배 규모다. 휴젤급 채널을 이용하는 경쟁사의 등장은 1) 신규 병원 확보 경쟁 심화, 2) 일부 시술 가격대의 하향 압력으로 작용할 수 있다.

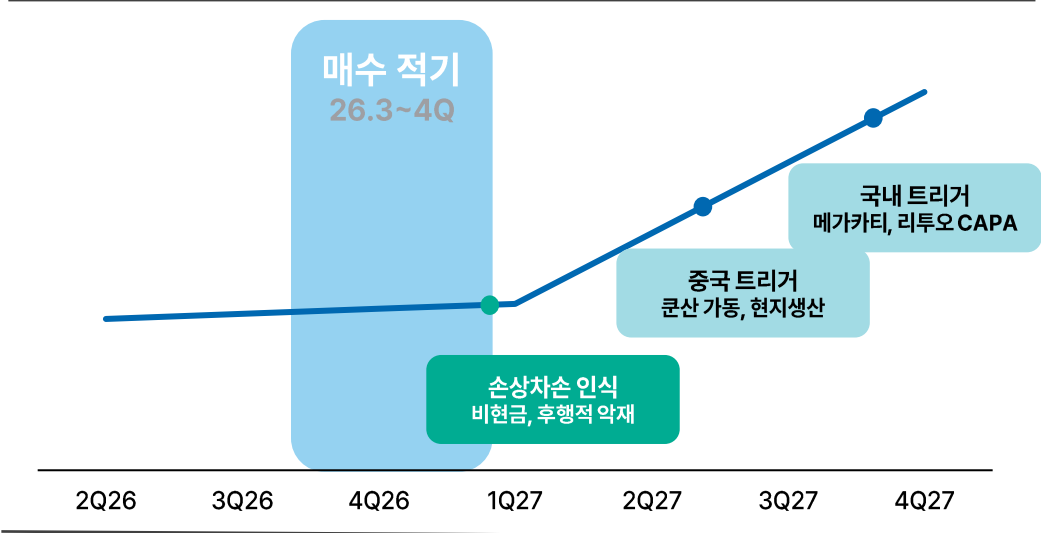
다만, 그 충격은 1.4에서 짚은 **진입장벽**으로 상당 부분 완충된다. 양사 모두 생산을 확대하고 있으나, 여전히 공급이 수요를 따라잡지 못하고 있다. 따라서 경쟁 심화로 인한 점유율 성장 속도 둔화 리스크는 존재하나, 가격 붕괴 시나리오로 보기는 어렵다고 판단한다. 오히려, 경쟁사 진입은 **ECM 스킨부스터 시장 자체의 외형 확대**를 수반한다는 점에서, 과도한 경계는 지양할 필요가 있다.

V. 투자 전략

동사 밸류에이션의 단기 변동성을 야기하는 핵심 요인은 **엘앤씨차이나 영업권 손상차손 리스크**다. 중국 법인의 실제 매출이 손상 테스트에 내재된 회수가능액 추정치(2026년 279억 원)를 통과하지 못할 경우 추가 손상차손이 인식될 수 있다.

이에 본 보고서는 손상차손 인식에 따른 단기 주가 조정 구간을 오히려 매수 기회로 제안한다. 손상차손 충격은 모두 회계적, 심리적 성격이며, 일회성이다. 오히려 손상차손이 인식될 올해 말은 리투오 및 중국 법인 매출이 본격화되는 시점이다. 회계적 악재로 인한 과매도 구간이 가장 낮은 밸류에이션에서 진입할 수 있는 적기라고 판단한다.

[그림 5-1] 매수 시기 예측



자료 : VIOS

VI. Valuation

1. 매출 추정

동사의 매출은 인체조직이식재(86.27%), 의료기기(9.93%), 제약(3.29%), 코스메슈티컬(0.49%), 기타(0.02%)로 구성된다. 주력제품인 리투오는 인체조직이식재로 판매되며, 리투오 매출과 기타 인체조직이식재 매출을 별도로 추정하였다. 메가덤플러스는 중국향 매출로, 엘앤씨차이나 매출로 인식하여 추정하였다. 메가카티는 내수용은 의료기기로, 중국 내 생산, 판매용은 엘앤씨차이나 자회사 매출로 인식하여 추정하였다. 최종 매출추정 테이블은 다음과 같다.

[표 6-1] 총 매출액 추정 (단위: 백만 원)

매출액 (백만원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	72,032	85,476	176,343	337,250	358,071	381,172	411,558
별도 매출액	56,508	69,648	148,269	199,581	213,880	229,747	247,654
인체조직 이식재	46,557	55,573	119,162	154,226	164,191	175,125	187,395
리투오		5,700	65,802	97,000	102,820	109,308	116,810
내수용		5,400	63,160	93,585	98,359	103,422	108,972
수출용		300	2,642	3,415	4,462	5,886	7,838
기타			40,816	57,225	61,371	65,816	70,584
의료기기	6,181	10,126	25,342	41,587	45,907	50,840	56,477
메가카티(내수용)			15,481	31,594	35,913	40,846	46,483
기타			7,495	9,994	9,994	9,994	9,994
코스메슈티컬	292	669	598	598	603	605	605
제약	3,461	3,116	3,145	3,147	3,156	3,155	3,154
기타	17	164	23	24	24	24	24
자회사	15,524	15,828	28,074	137,669	144,191	151,424	163,904
엘앤씨차이나		1	9,088	120,546	127,590	135,269	148,128
중국생산 메가덤플러스		1	9,088	27,408	27,858	28,475	33,772
중국향 메가카티				93,138	99,732	106,794	114,356
글로벌의학연구센터	10,969	8,149	7,625	6,502	5,543	4,726	4,030
엘앤씨이에스	3,044	10,513	14,578	13,662	13,662	13,662	13,662
엘앤씨메디케어	7,802	10,912	12,685	11,261	11,261	11,261	11,261

자료 : VIOS

1.1 리투오 매출 추정

1.1.1 리투오 국내 매출

P 추정

리투오는 4Q25기준 생산 물량이 전량 소진된 점을 고려하여 공시된 CAPA를 기준으로 추정했다. 3Q25와 1Q26의 공시 자료를 활용하여 추가로 추정하여 평균 P를 구하였다. 동사 IR에서 제공한 직판비율을 통해 직판량과 휴메딕스향 물량을 구하고, 휴메딕스의 리투오 매출을 통해 휴메딕스의 리투오 판매가를 도출하였다. 국내 경쟁 상황을 고려할 때 휴메딕스 판매가와 동사 직판가가 동일하다고 가정하고, 직판P와 휴메딕스향P를 도출하였다.

$$\text{직판 P} = \text{휴메딕스 판매가} = \text{휴메딕스 매출} / (\text{분기CAPA} \times \text{CAPA대비 판매량}(\%) \times (1 - \text{직판비율}))$$

$$\text{휴메딕스향 P} = (\text{동사 리투오 매출액} - \text{직판 매출액}) / \text{휴메딕스향 공급량}$$

[표 6-2] 리투오 P 추정 (단위: 백만 원)

리투오 국내 P (EA, 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
월 CAPA	24,000	24,000	24,000	24,000	35,000
분기 CAPA	72,000	72,000	72,000	72,000	105,000
CAPA대비 판매량			60%	100%	100%
직판비율			10%	20%	40%
직판량			4,320	14,400	42,000
휴메딕스향			38,880	57,600	63,000
휴메딕스 매출(백만원)			2,800	5,000	5,500
휴메딕스 P			72,016	86,806	87,302
국내 직판 P			72,016	86,806	87,302
휴메딕스향 P			25,434	44,271	68,783

자료 : VIOS

Q추정

리투오는 공급 제약 사업이므로 동사의 월CAPA 가이드스에 연동하여 추정하였다. 26년까지는 CAPA 가이드스를 그대로 반영하고, 27년부터는 flat 하였다. CAPA 대비 판매량은 CAPA 증설 직후 물량 부담을 고려하여 점차 증가하도록 추정하였다. 직판 비중은 현재 공시된 40%에서 동사의 직판 비율 확대 기조에 따라 상한을 50%로 하여 추정하였다.

$$\text{직판 Q} = \text{분기CAPA} \times \text{CAPA대비 판매량} \times \text{직판 비중 가정}$$

$$\text{휴메딕스향 Q} = \text{분기 CAPA} \times \text{CAPA 대비 판매량} \times (1 - \text{직판 비중 가정})$$

1.1.2 리투오 수출 매출

P 추정

해외 판매가가 공시되어 있지 않아 공통적으로 메디컬 코스메틱 시장 내에 있으며, 해외 진출이 비교적 활발한 리쥬란, 슈링크 볼뉴머, 써마지, 올세라의 국가별 가격비를 토대로 평균 가격비를 산출하여 국내 직판 P에 배수를 적용하였다. 가격 범위가 넓어 비교적 정교하게 도출된 최저가를 기준으로 가격비를 산출하였다.

[표 6-3] 리투오 수출 P 추정 (단위: 백만 원)

리투오 수출 P (EA, 원)						
	리쥬란	슈링크	볼뉴머	써마지	올세라	
한국 판매가	15~35	24~45	35~45	129~300	110~550	
일본 판매가	25~110	20~150	60~120	130~300	200~500	
싱가포르 판매가	40~150	30~430	120~140	160~500	150~700	
최저가 기준 배수	한국	1	1	1	1	1
	일본	1.67	0.8	1.71	1.01	1.82
	싱가포르	2.67	1.25	3.43	1.24	1.36

자료 : VIOS

Q 추정

리투오 국가별 매출 성장률은 각 국가별 구글 트렌드 검색량 성장률을 반영하려고 하였으나, 판매 초기라 유의미한 성장률을 구하기 어려웠다. 따라서, 같은 스킨부스터 시장 내에 위치하며 허가 및 진출 시나리오가 유사한 리쥬란의 해외 진출 시점으로부터 2.5년간의 구글 트렌드 검색량 성장률을 반영하였다.

[표 6-4] 리투오 매출액 추정 (단위: 백만 원)

리투오 매출액 (백만원)						
	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
리투오 매출액	5,700	65,802	97,000	102,820	109,308	116,810
내수용	5,400	63,160	93,585	98,359	103,422	108,972
%yoy		1070%	48%	5%	5%	5%
수출용	300	2,642	3,415	4,462	5,886	7,838
%yoy		781%	29%	31%	32%	33%

자료 : VIOS

1.2 메가덤플러스스 매출 추정

메가덤플러스스는 엘앤씨차이나의 초기 매출을 담당하며, 이에 엘앤씨차이나 매출로 인식하였다.

P 추정

수출용 메가덤플러스스 ASP가 공시되어 연도별 기준환율을 토대로 평균 P를 산출하였다. 중국의 경우 마땅한 경쟁사가 존재하지 않으며, 엄격한 규제 수준으로 인해 현재 상황이 당분간 유지될 것으로 보인다. 이에, 직전 7개년 평균 P를 각각 적용하였다. P는 공시 자료를 토대로 1cm*1cm를 1EA로 설정하였다.

Q추정

동사 IR을 통해 얻은 중국 내 대리점 수 정보에 동사 영업력(메가카티 병원 수 증가율)을 고려하여 분기별 대리점 수를 설정하였다. 동사 IR을 통해 발표된 쿤산 공장 CAPA와 메가덤플러스스 라인 평균 가동률을 고려하여 예상 생산량을 도출하였다. 1Q26 중국향 메가덤플러스스 매출이 중국내 피부 이식재 수요의 10%를 충족한다는 언론 보도를 인용하여 최대 수요를 1Q26 Q의 10배로 설정하였다. 예상 생산량이 최대 수요에 비해 크게 도출되었으므로 최대 수요만큼 생산한다고 가정한다. 동종 피부 이식재의 중국 내 판매 허가는 동사만이 가지고 있으므로, 최대 수요만큼 생산, 판매한다고 가정한다.

중국 Q = 중국 내 대리점 수 X 평균 판매량 + 현지 생산량 (<중국 내 최대 수요)

[표 6-5] 메가덤플러스스 매출액 추정 (단위: 백만 원)

중국향 메가덤플러스스매출액 (백만원, EA)					
	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	9,088	27,408	27,858	28,475	33,772
중국향 메가덤플러스스 ASP	65,615	66,655	67,748	69,249	68,992
중국향 메가덤플러스스 Q	138,510	411,194	411,194	411,194	489,504

자료 : VIOS

1.3 메가카티 매출 추정

메가카티는 내수용과 수출용으로 나누어 추정하였다. 내수용은 신의료기술 허가 마감인 3Q26을 기준으로 나누어 추정하였다. 수출용은 중국향으로, 중국 내 판매 허가가 예정된 2027년부터 추정하였다.

1.3.1 메가카티 내수용 추정

P 추정

메가카티는 시중 병원 자료상 공개된 정보를 활용하여 공급가를 책정하였다. 메가카티는 이미 시장을 선점한 카티라이프, 카티시스템 등 다른 제품의 가격이 출시 이후 변화가 없는 점을 확인하여 P를 동결하였다.

Q추정

메가카티는 처음 매출이 인식된 2023년의 시술 가능병원수와 매출액을 토대로 Q를 역산하여 총 시술 건수와 평균 시술 건을 도출하였다. 의료총파업으로 인해 매출이 거의 인식되지 않은 기간을 제외하고 매출이 인식된 기간동안의 평균 시술 건수의 평균을 적용하여 총시술 건수를 도출하였다. 또한 4Q26 이후 시술 적용 연령이 만 60세에서 만 65세로 확대되어 고령 환자풀이 열리는 점을 반영하여 이후 시술 건수의 추가 증가분을 Q에 반영하였다. 메가카티 시술 가능 병원 수는 IR 공시자료 상 정보를 이용한 후 CAGR을 적용하여 미래 시술 가능 병원 수를 도출했다.

총 시술 건수(Q) = 병원 당 평균 시술건수 X 메가카티 시술 가능 병원 수

[표 6-6] 메가카티 내수 Q 추정 (단위: 백만 원)

메가카티 내수 Q(~3Q26E)						
(개)	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
메가카티 시술 가능 병원 수	946	1,066	1,236	1,432	1,659	1,923
총 시술 건		6,559	7,601	8,808	10,208	11,829
평균 시술 건	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15

메가카티 내수 Q(4Q26E~)					
(개)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
60~65세 추가 Q	1,184	5,037	5,557	6,131	6,764

자료 : VIOS

[표 6-7] 메가카티 내수 매출액 추정

(단위: 백만 원)

메가카티 내수 매출액 (백만원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	15,481	31,594	35,913	40,846	34,292
메가카티 ASP	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
메가카티 Q	6,192	12,637	14,365	16,338	18,593

자료 : VIOS

1.3.1 메가카티 수출 추정

P 추정

메가카티의 수출 가격은 공시되어있지 않아 카티라이프와 카티시스템의 국내 소비자가, 수출 소비자가의 배수를 활용하였다.

Q추정

중국 시장을 대상으로 하므로 중국 내 무릎골관절염 환자 규모, 고액의 의료비를 감당가능한 고액 자산가 비율, 침투율을 가정하여 추정하였다.

메가카티 수출 Q = 중국 시장 규모 X 고액자산가 비율 X 침투율 가정

1.4 기타 매출 추정

기타 매출은 기타-인체조직이식재, 기타-의료기기, 코스메슈티컬, 제약, 기타 매출, 자회사 매출을 각각 나누어 추정하였다. 기타-인체조직이식재의 경우 비교적 매출 비중이 유의미하다고 판단해 %yoy 평균을 성장률로 활용하였다. 이외 기타-의료기기, 코스메슈티컬, 제약 및 기타 매출은 과거 매출을 평균하고, flat 처리했다.

자회사 매출의 경우 내부 거래를 제거하기 위하여 연결매출액 대비 내부거래의 비율을 산정하여 별도 자회사 매출과 연결 매출에 반영되는 총 자회사 매출을 달리 추정하였다.

2. 비용 추정

2021년부터 2025년 과거 5개년을 기반으로 추정을 진행하였으며, 매출액과 연동되는 변동비성 비용과 그 외 고정비성 비용으로 구분하여 산정하였다.

2.1 매출원가 추정

매출원가는 제품매출원가, 상품매출원가, 용역매출원가로 구분하여 추정하였다.

2.1.1 제품 매출 원가

제품매출원가는 변동비성 원가와 고정비성 원가로 분리하여 산정하였다.

변동비성 원가는 매출이 증가함에 따라 비례하여 성장하는 모습을 보여, 매출액 대비 5개년 평균 변동비율을 구한 뒤 매출액에 연동하여 산출하였다.

고정비성 원가는 연도별 총 CAPA 및 CAPA 증설을 고려하여 1EA당 평균 고정비 단가를 산출한 후, CAPA 증설 논리에 따라 곱하여 계산하였다.

[표 6-8] 제품매출원가 추정

매출원가 추정 (백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
변동비성 매출원가	7,682	9,382	17,791	15,714	17,257	33,799	64,640	68,631	73,058	78,882
재고자산 변동	-4,227	-21,326	-14,487	406	-3,962					
원재료와 소모품의 사용액	11,909	30,708	32,278	15,308	21,219					
고정비성 매출원가	4,500	9,231	5,212	9,832	15,557	20,346	25,370	25,370	25,370	25,370
1EA당 고정비 단가(원)	6,653	9,855	5,418	10,221	14,314					
CAPA(EA)	676,400	936,600	962,000	962,000	1,086,800					

자료 : VIOS

2.1.1 상품매출원가 및 용역매출원가

상품매출원가와 용역매출원가의 경우 매출액에 따라 값이 비슷하게 성장하므로, 1Q24 부터 1Q26까지의 2개년 매출액 대비 비중 과거의 평균 값을 계산하여 매출 증가에 연 동해 계산하였다.

[표 6-9] 매출원가 추정

매출원가 추정 (백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출원가	17,227	25,581	32,070	36,357	40,088	70,660	88,973	102,127	112,399	121,878
제품매출원가	12,182	18,612	23,003	25,546	32,814	54,145	67,417	76,266	83,138	90,010
상품매출원가	1,620	1,653	3,430	2,688	1,404	3,844	4,196	5,034	5,695	6,203
용역매출원가	3,426	5,316	5,637	8,123	5,870	12,671	17,360	20,827	23,565	25,665

자료 : VIOS

2.2 판매관리비 추정

동사의 판관비는 인건비, 감가상각비, 경상개발비, 광고선전비, 판매수수료, 지급수수료, 기 타판관비로 분류하여 추정하였다.

2.2.1 인건비

인건비는 급여, 퇴직급여, 복리후생비로 분류된다.

급여의 경우 매출액이 증가할수록 금액이 오르는 구조라고 판단하여 2개년 평균 비율을 구 한 뒤, 해당 비율을 추정 매출 증가에 연동하여 계산하였다.

퇴직급여와 복리후생비는 고정비로 판단하고, 2개년 평균을 구한 뒤 Average Flat 처리하였다.

2.2.2 감가상각비

판관비 내 유형자산상각비를 전체 유형자산상각비에서 차지하는 비율로 분리한 뒤, 과거 5개년 평균 상각률을 적용해 추정하였다. 무형자산상각비는 별도로 과거 평균을 활용하여 추정하였다.

[표 6-10] 감가상각비 추정

유형자산 (백만원)											
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
기초 창부가액	9,483	17,895	53,138	74,655	97,017	106,604	116,426	121,582	123,223	122,254	
당기 취득가액	11,252	39,361	27,136	8,782	18,788	21,064	16,851	13,481	10,785	8,628	
상각률	13%	7%	7%	7%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	
유형자산상각비	2,664	4,149	5,244	6,218	7,316	10,315	10,768	10,912	10,827	10,574	
유형자산 처분	175	26	265	986	868	927	927	927	927	927	
기말 창부가액	17,895	53,138	74,655	97,017	106,604	116,426	121,582	123,223	122,254	119,380	
평균에 포함 비중	25.91%	24.41%	40.01%	29.36%	47.13%	33.36%	34.86%	36.95%	36.33%	37.73%	
평균에 내 유형자산상각비	690	1,013	2,098	1,826	3,448	3,441	3,753	4,032	3,934	3,989	

자료 : VIOS

2.2.3 경상개발비

경상개발비는 직전 년도와 비교해 꾸준히 상승하는 모습을 보였다. 이에 가장 최근 9개년 값의 YoY 성장률 패턴을 계산하여 평균 비율을 산출하였고, 해당 성장률을 직전 년도 경상개발비 값에 연동하여 추정하였다.

[표 6-11] 경상개발비 추정

(천원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	45,677,014	52,572,492	65,926,844	72,032,432	85,476,415	176,343,392	337,249,524	358,071,034	381,171,717	411,557,871
%yoy		15.10%	25.40%	9.26%	18.66%	106.31%	91.25%	6.17%	6.45%	7.97%
경상개발비	2,294,515	2,195,267	4,396,439	4,967,272	4,102,461	5,172,914	6,444,844	8,178,208	9,866,001	12,201,489

자료 : VIOS

2.2.4 광고선전비

광고선전비는 매출이 증가할수록 비용이 늘어나는 변동비의 모습을 보였다. 이에 최근 2개년 매출액 대비 비율 값을 계산하여 매출액 증가에 연동하여 계산하였다.

2.2.5 판매수수료

대리점 매출 대비 직판 매출 비율을 활용하여 추정하였다. 직판이 아닌 대리점 채널에서만 수수료가 발생하므로, 리투오 직판 비중이 확대되면 전체 매출 대비 수수료율은 점진적으로 낮아지는 구조다.

[표 6-12] 판매수수료 추정

(백만원)							
	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	72,032	85,476	176,343	337,250	358,071	381,172	411,558
직판 매출액	30,139	41,430	109,090	149,702	172,186	173,371	176,286
대리점 매출액	41,893	44,047	67,253	187,547	185,885	207,801	235,272
판매수수료	11,880	13,700	20,889	57,555	57,502	64,016	72,611
대리점 매출액 대비 판매수수료	28.36%	31.10%	31.06%	30.69%	30.93%	30.81%	30.86%

자료 : VIOS

2.2.6 지급수수료 및 기타판관비

지급수수료와 기타판관비는 매출 연동성이 낮고 분기별 변동이 불규칙적이므로, 과거 실적을 Average Flat 처리하여 추정하였다.

2.3 금융손익 추정

금융손익의 경우 이자수익 및 비용, 배당금수익 및 비용, 외환차익 및 차손, 외화환산이익 및 외화환산손실 등으로 구성되어 있다.

2.3.1 이자수익 및 비용

이자수익 및 이자비용의 경우 금융자산과 금융부채 대비 연 이율을 계산하여 아웃라이어를 제외한 평균 이율을 산출한 뒤, 각 추정 금융자산 및 금융부채의 합계에 연동하여 산출하였다.

2.3.2 외환차익 및 외환차손

외환차익과 외환차손은 각 매출액 대비 비율을 계산하여 5개년 평균 비율을 도출한 뒤, 추정 매출액에 연동하여 계산하였다.

2.4 기타 수익

기타손익은 수입임대료, 잡이익 및 잡손실, 무형자산손상차손 등으로 구성된다.

2.4.1 잡이익 및 잡손실

잡이익 및 잡손실은 각 매출액 대비 비중을 계산해 평균 값을 계산한 뒤, 추정 매출 증가에 따라 연동하여 계산하였다.

2.4.2 무형자산손상차손

큰 비중을 차지하는 무형자산손상차손은 영업권 손상 여부에 따라 별도 추정하였다. 엘앤씨 차이나 매출액 가이드스 대비 실제 매출 달성률을 기준으로 퍼센티지를 산출한 뒤, 영업권 잔액에 해당 퍼센티지를 곱하여 영업권 상각 및 손상차손 금액을 인식하였다.

수입임대료 및 기부금은 추세가 일정하지 않은 점을 감안하여 최근 5개년 평균값을 사용하였다. 그 외 기타 추정이 어려운 항목들은 0으로 산정하였다.

2.5 법인세비용

법인세비용은 법인세비용차감전이익에 법인세율을 적용하여 산출하였다. 법인세율은 '26년 기준 과세표준에 따른 한계세율을 반영하여 추정하였다.

3. EV/EBITDA Method

3.1 EV/EBITDA Method 선정 이유

본 보고서는 동사를 평가함에 있어 가장 적합한 방식이 Peer EV/EBITDA와 Historical EV/EBITDA를 가중평균한 상대가치 평가라 판단하였다. 중국 법인의 본격 매출이 집중되는 2027년 이후 실적부터는 추정의 정확도가 비교적 낮아져 DCF를 사용하기에 제한적이라 판단하여 상대가치 평가를 사용했다.

동사는 비경상, 비현금 항목의 영향이 크다. 주가 상승 시 전환사채의 전환권, 상환권 공정가치 상승으로 **대규모 파생상품평가손실**이 인식되고, 이로 인해 순이익 기반의 PER은 연도별 변동성이 과도해 적정가치를 안정적으로 설명하기 어려운 반면, EV/EBITDA는 이러한 영업 외손익과 무관하게 본업의 영업 수익성을 포착하고 쿤산 증설에 따른 차입금 부담과 감가상각비까지 기업가치 단에서 합리적으로 반영한다. 이에 실적 증가를 가장 잘 반영하는 가치평가 방법으로서 더 적합하다고 판단하였다.

Peer로는 스킨부스터, 미용의료기기 사업을 영위하는 파마리서치, 휴젤, 한스바이오메드를 선정하되, 매출 내 스킨부스터 비중 및 시장점유율을 고려하여 가중 평균했다. 여기에 동사의 과거 멀티플과 다시 가중평균하여 적정 배수를 도출하였다.

3.2 결론

Target Multiple은 동사의 인체조직이식재 시장 선도와 중국 성장 기대를 바탕으로 프리미엄을 부여받던 과거 EV/EBITDA 상단 38배를 기준으로 설정하되, ECM 기반 스킨부스터 경쟁 체제 진입에 따른 Multiple 하향 조정을 반영하여 20%의 할인율을 적용하고, 이를 다시 Peer와의 사업부 점유율 비중으로 가중평균하여 **28배로 산출했다**.

도출된 28배는 과거 프리미엄인 38배보다는 낮고, 현재 Peer 평균인 25.3배보다는 높은 수준이다. Peer로는 스킨부스터, 미용 의료기기 사업을 영위하고 있는 파마리서치, 휴젤, 한스바이오메드를 선정했다.

실적 적용 시점인 2027년은 리투오 공급 병목이 해소되며 수요가 실적으로 온전히 인식되는 시기이자, 엘앤씨차이나의 현지 공장 가동을 바탕으로 매출이 본격화되는 시점이다. 시장 개화 모멘텀 및 카테고리 지배력을 반영하여, 2027년 예상 EBITDA **102,845,700,759 원** 기준 적정 기업가치 **2,879,679,621,260원**, 적정 시가총액은 **2,819,363,810,404 원**, 목표주가는 **113,469원**으로 도출한다. 이에 따라 현 주가 대비 약 **43.6%**의 상승여력을 확보한 것으로 판단하며, **투자의견 BUY**를 제시한다.

[표 6-13] EV/EBITDA Method

EV/EBITDA Method	
2027E 영업이익	97,767,024,487
(+)유무형자산상각비	5,078,676,273
2027E EBITDA	102,845,700,759
Target EV/EBITDA Multiple	28
2027E 목표 EV	2,879,679,621,260
(+)비영업가치	114,043,805,437
(-)재무부채	174,359,616,293
목표 시가총액	2,819,363,810,404
유통주식수	24,847,063
목표주가(원)	113,469
현재주가(원)	79,000
상승여력	43.6%

자료 : VIOS

VII. Appendix

1. Q&A

Q1. 리투오의 시술 적정 주기, 횟수, 지속 기간은?

환자에게 리투오 시술을 4~6주 간격으로 2~3회 권장하고 있다. 1회 시술만 해도 즉각적인 효과가 있기 때문에 시술 간격을 좀 더 늘려서 권장해도 괜찮을 것 같다.

Q2. 리투오 시술 후 알러지 반응에 대한 우려는?

알러지 반응은 일반적으로 human regional DNA, 용매, 용매의 잔량 또는 extra protein으로 인해 발생한다. 하지만 리투오의 경우 이러한 것들이 극소량 있기 때문에 알러지 반응에 있어서는 안전하다. 또한 동종 진피이기 때문에 확실히 거부 반응이나 면역반응이 적다고 보고되는 것 같고, 개인적으로도 경험하지 못했다.

Q3. 리투오 시술 후 결절이 생겼을 때 어떻게 제거하나?

PLLA 혹은 PDLLA 제품 사용 후 결절에 대처했던 경우와 마찬가지로 리투오 시술 후 생긴 결절에 대해서는 EBD로 열을 가하게 되면 오히려 녹는점과 가까워 피부 조직이 딱지는 현상이 발생한다. 이에 주변 조직과 엉겨붙어 더 제거하기 힘들어진다. 따라서 리투오 시술 후 결절이 발생했을 때는 생리식염수 또는 멸균 증류수로 분산시켜주면 된다.

Q4. 리투오로 주름 시술 시 주입 깊이는?

깊은 진피로 들어갈 수록 통증이 적어지는데, 4mm 까지 그대로 수직으로 주입하면 거의 통증은 느끼지 못하지만, 1.5mm 이 내려면 상당한 통증을 느낀다. 따라서 최소 2mm 이상의 깊이에서 주입해야하는 것을 권장한다. 진피하층과 깊은 진피층보다 좀 더 깊게 주입하는 것이 낫다고 생각한다. 리투오는 인체 피부 자체이기 때문에 고분자 제제보다 통증은 훨씬 적다.

Q5. 스킨부스터 경쟁사 진입 확대에 따른 경쟁 환경 변화는?

작년은 동사 포함 ECM 스킨부스터 경쟁 업체 모두 CAPA 제약이 존재해 시장 내 선호도 차이를 실질적으로 확인하기 어려운 상황이었다. 올해부터는 동사 및 경쟁사의 CAPA 증설과 함께 시장 내 경쟁이 본격화될 전망이다. 다만 동사는 경쟁사 대비 약 3.5배 규모의 CAPA 증설을 계획하고 있어, 수요 대응력 측면에서 우위가 기대된다. 더하여 원재료 수급 안정성이라는 핵심 경쟁 우위도 지니고 있기에 동사는 스킨부스터 시장 내의 견고한 입지를 유지할 것이라 생각한다.

Q6. 전환사채 오버행 리스크 이슈는?

동사는 2025년 4월 CB 600억 원을 조달하였다. 해당 금액은 2026년 4월 23일 CB 중 450억 원에 대한 전환 청구가 이루어져 신주 발행이 완료되었고, 남아있는 150억 원은 전량 콜옵션 물량에 해당한다. 잔여 물량의 경우 동사가 행사 주체이므로 희석 시점과 규모를 자체적으로 통제할 수 있어, 전환 물량에 대한 오버행 리스크는 제한적일 것으로 판단한다.

Q7. 해외 마케팅 비용 및 ECM 규제 환경은?

국내법상 인체조직이식재는 소비자 대상 직접 광고가 불가하여, 대규모 마케팅 비용이 발생하지 않는다. 마케팅 비용은 학회, 현지 런칭 행사 비용 등으로만 나가기에 수익성에 부담이 되지 않는 수준이다. 해외 공급 단가 또한 국내 단가 대비 높은 편이기에 해외 이익률이 국내 대비 양호하게 나타난다. 한편 미국의 경우 동종 ECM 제품의 규제 환경이 상대적으로 개방적이어서, 향후 해외 마케팅 확장 시 국내 대비 유연한 접근이 가능할 것으로 보인다.

2. Historical & Peer PER Method

보조 지표인 PER로 교차 점검한다Target Multiple은 동사 및 동종 선도기업들이 각자의 시장을 선점·확대하던 시기에 부여받았던 프리미엄 멀티플 — 동사 과거 TTM 상단 59.2배, 파마리서치(3세대 스킨부스터 개화기) 43.04배, 휴젤(미용의료기기 선점기) 56.66배, 한스바이오메드(골이식재 점유율 확대기) 56.45배 — 의 평균인 53.8배를 기준으로 설정하되, ECM 스킨부스터 경쟁 체제 진입에 따른 Multiple 하향 조정을 반영하여 20%의 할인율을 적용해 약 **43배로 산출했다**. 도출된 43배는 동종 선도기업들의 선점기 평균(53.8배)보다는 낮고, 현재 Peer 평균(약 20배) 및 미용의료 섹터 평균(18배)보다는 높은 수준이다. 동사가 ECM 스킨부스터 시장을 최초로 개화시킨 오리지네이터로서 임상 논문 공개를 통해 후발 주자가 단기간에 돌파하기 어려운 진입장벽을 구축했고, 현재 실적의 병목이 수요가 아닌 공급(CAPA)이라는 점, 그리고 카테고리 개화 초입에서 선도기업이 누리는 프리미엄을 고려할 때 타당한 수준으로 판단된다.

실적 적용 시점인 2027년은 리투오 직판 비중 확대와 CAPA 증설 효과가 반영되고, 중국 쿨산공장 GMP 가동에 따른 엘앤씨차이나 매출이 본격화되는 구간이다. 일회성 손익으로 왜곡된 2025-2026년 대신 2027년 예상 지배순이익 650억원을 적용한 EPS 2,632원에 Target PER 43.1배를 적용한다. 이에 목표주가 **113,500원**을 도출하며, 현재 주가(79,000원) 대비 약 54%의 상승여력을 확보한 것으로 판단하여 **투자의견 BUY**를 제시한다.

P/E Method		
2027E 매출액(백만원)	337,250	*무형자산손상차손 제거 시
2027E 지배기업 당기순이익(백만원)	65,406	74,423
유통주식수	24,847,063	24,847,063
2027E EPS(원)	2,632	2,995
Target PER Multiple	43.10	43.10
목표주가(원)	113,500	129,100 15,600
현재주가(원)	73,700	73,700
상승여력	54.0%	75.2%

App 2. 매출원가 추정

매출원가 추정 (백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출원가	17,227	25,581	32,070	36,357	40,088	76,406	97,717	112,202	123,609	134,052
제품매출원가	12,182	18,612	23,003	25,546	32,814	56,903	71,493	80,741	88,013	95,284
상품매출원가	1,620	1,653	3,430	2,688	1,404	5,318	6,498	7,796	8,821	9,607
용역매출원가	3,426	5,316	5,637	8,123	5,870	14,185	19,726	23,665	26,776	29,162
매출액 대비 비율										
제품매출원가	26.67%	35.40%	34.89%	35.46%	38.39%					
상품매출원가	3.55%	3.14%	5.20%	3.73%	1.64%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%
용역매출원가	7.50%	10.11%	8.55%	11.28%	6.87%	8.65%	8.65%	8.65%	8.65%	8.65%
변동비성 매출원가	7,682	9,382	17,791	15,714	17,257	36,557	69,914	74,230	79,019	85,318
재고자산 변동	-4,227	-21,326	-14,487	406	-3,962					
원재료와 소모품의 사용액	11,909	30,708	32,278	15,308	21,219					
고정비성 매출원가	4,500	9,231	5,212	9,832	15,557	20,346	25,370	25,370	25,370	25,370
1EA당 고정비 단가(원)	6,653	9,855	5,418	10,221	14,314					
CAPA(EA)	676,400	936,600	962,000	962,000	1,086,800					

App 3. 판매비와관리비

(백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
판매비와 관리비	15,280	17,508	30,950	31,807	40,973	60,040	117,604	122,169	133,020	147,710
급여	2,756	3,593	6,181	5,448	7,837	15,172	29,596	31,424	33,451	36,118
퇴직급여	286	365	356	443	588	606	586	584	584	584
복리후생비	461	563	1,087	868	1,449	1,472	1,342	1,342	1,342	1,342
감가상각비	690	1,013	2,098	1,826	3,448	3,441	3,753	4,032	3,934	3,989
무형자산상각비	238	359	470	469	641	1,058	1,325	1,433	1,511	1,666
경상개발비	2,295	2,195	4,396	4,907	4,102	5,173	6,445	8,178	9,866	12,201
광고선전비	363	724	1,543	1,554	2,274	4,666	9,778	10,382	11,052	11,933
판매수수료	5,019	5,425	9,095	11,877	13,700	20,889	57,555	57,502	64,016	72,611
지급수수료	1,446	1,373	2,186	2,452	2,771	3,090	2,945	2,984	2,964	2,969
기타판관비	1,727	1,899	3,536	1,963	4,162	4,473	4,278	4,309	4,299	4,296

App 3. 순금융손익

순금융손익 (백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
순금융손익	-163	-4,422	-3,012	-11,910	-90,732	-5,633	-6,040	-6,038	-5,751	-5,586
금융수익	774	1,855	5,555	4,997	34,348	2,653	4,182	4,299	4,532	4,780
이자수익	363	563	1,525	1,557	1,312	1,119	1,247	1,183	1,215	1,199
배당금수익	68	104	27	60	331					
당기손익인식금융자산평가이익	222	393	1,738	26	4,692					
당기손익인식금융자산처분이익	58	77	1,106	2,954	965					
외환차익	63	201	1,153	229	293	1,033	1,976	2,098	2,234	2,412
외화환산이익	0	518	7	50	304	501	959	1,018	1,083	1,170
파생상품평가이익	0	0	0	121	26,451					
금융원가	937	6,277	8,567	16,907	125,079	8,286	10,222	10,337	10,283	10,366
이자비용	460	3,076	6,173	3,221	5,866	6,273	5,780	6,026	5,903	5,965
당기손익인식금융자산평가손실	311	2,210	1,419	12,240	6,734					
당기손익인식금융자산처분손실	45	0	0	251	3					
외환차손	120	951	973	830	216	1,747	3,831	3,586	3,455	3,528
외화환산손실	1	39	1	284	242	267	611	725	924	873
파생상품평가손실	0	0	0	80	112,019					

App 4. 기타영업외손익

기타영업외손익 (백만원)	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
기타영업외손익	345	307	-2,167	-65	-73,773	-81,622	-7,928	1,092	1,096	1,123
기타이익	376	408	387	408	1,340	1,110	2,082	2,110	2,138	2,172
유형자산처분이익	11	0	125	79	1					
무형자산처분이익	35	79	54	0	0					
수입임대료	4	73	84	48	73	56	67	66	62	65
리스변경수익	5	40	51	0	94					
잡이익	322	215	74	282	1,172	1,054	2,015	2,045	2,076	2,108
기타손실	31	101	2,554	473	75,113	82,732	10,010	1,019	1,042	1,049
기부금	1	1	29	121	106	51	61	74	83	75
유형자산처분손실	3	0	8	235	48					
무형자산처분손실	0	4	0	54	0					
유형자산폐기손실	1,727	0	0	0	389					
무형자산손상차손	0	0	2,423	0	72,520	82,194	9,017	0	0	0
리스변경손실	0	0	3	17	0					
잡손실	27	97	91	46	800	487	931	945	959	974
재고자산감모손실	0	0	0	1	0					
기타의대손상각비	0	0	0	0	1,000					
관계기업손상차손	0	0	0	0	250					

App 5. 운전자본추정

(백만원)										
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
운전자본추정										
영업유동자산	28,012	51,967	71,165	104,212	71,064	109,810	192,931	204,425	215,261	233,095
매출채권	14,813	16,781	22,628	54,171	25,715	50,161	85,039	90,239	95,994	103,908
재고자산	12,312	34,203	46,288	46,779	42,817	54,460	97,294	102,021	106,329	116,150
기타영업유동자산	887	983	2,248	3,262	2,532	5,189	10,598	12,164	12,939	13,037
영업유동부채	4,524	7,957	8,415	54,503	12,395	34,531	100,920	108,110	114,028	123,274
매입채무	3,873	7,585	7,100	52,741	9,853	27,611	46,126	49,167	51,296	54,834
계약부채	0	26	38	24	80	3,635	48,218	51,036	54,107	59,251
기타영업유동부채	651	346	1,276	1,738	2,462	3,284	6,576	7,907	8,625	9,189
순운전자본	23,488	44,010	62,750	49,709	58,670	75,279	92,011	96,315	101,233	109,822
운전자본변화량		20,522	18,739	-13,041	8,961	16,610	16,732	4,304	4,918	8,589

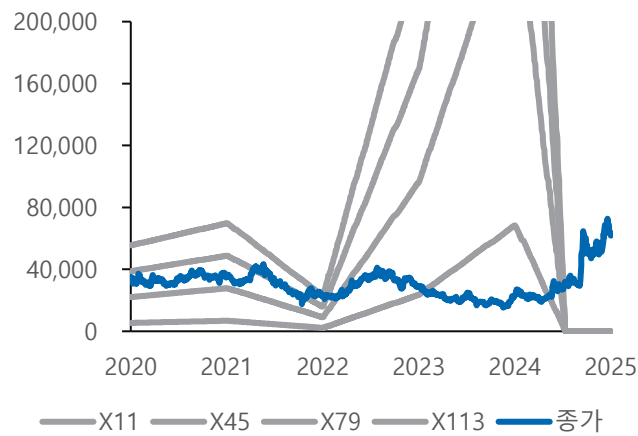
App 6. 연결포괄손익계산서 추정

손익계산서 (백만원)								
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
매출액	65,927	72,032	85,476	176,343	337,250	358,071	381,172	411,558
매출원가	32,070	36,357	40,088	70,660	121,878	127,837	134,447	143,142
매출총이익	33,856	35,676	45,389	105,684	215,371	230,235	246,725	268,415
판매비와관리비	30,950	31,807	40,973	60,040	117,604	122,169	133,020	147,710
영업이익	2,907	3,869	4,416	45,643	97,767	108,066	113,705	120,706
순금융손익	-3,012	-11,910	-90,732	-7,093	-6,040	-6,038	-5,751	-5,586
기타영업외손익	-2,167	-65	-73,773	-61,195	-7,928	1,092	1,096	1,123
관계기업투자손익	60,316	147,927	55	55	55	55	55	55
법인세비용차감전이익(손실)	58,044	139,822	-160,034	-22,590	83,853	103,174	109,105	116,298
법인세비용	13,167	-5,117	-21,677	-2,530	18,448	22,698	24,003	25,586
당기순이익(손실)	44,548	141,497	-138,247	-20,060	65,406	80,476	85,102	90,713

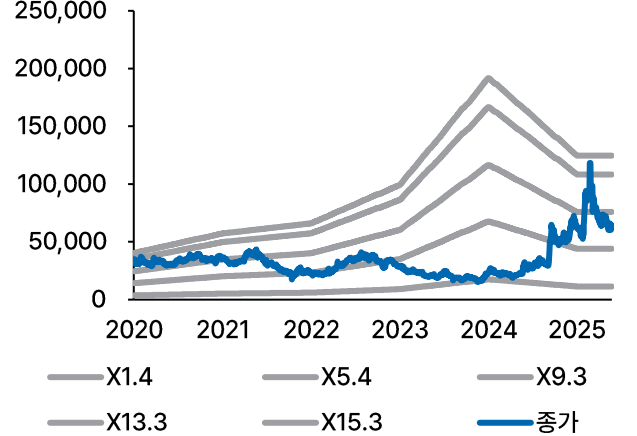
App 7. 연결재무상태표

재무상태표 (백만원)										
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
자산										
유동자산	47,632	64,284	130,357	130,189	139,188	163,852	236,903	259,752	310,714	413,951
현금및현금성자산	17,382	6,592	14,949	18,287	30,888	17,905	39,138	50,494	90,619	176,022
상각후원가측정금융자산	1,961	4,000	40,183	4,599	4,600	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
당기손익공정가치금융자산	277	1,725	4,060	1,252	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333	1,333
매출채권및기타채권	14,813	16,781	22,628	54,171	25,715	50,161	85,039	90,239	95,994	103,908
재고자산	12,312	34,203	46,288	46,779	42,817	54,460	97,294	102,021	106,329	116,150
기타유동자산	887	983	2,248	3,262	2,532	5,189	10,598	12,164	12,939	13,037
파생상품자산	0	0	0	727	31,303	31,303	0	0	0	0
매각예정비유동자산	0	0	0	1,112	0	0	0	0	0	0
비유동자산	59,768	135,441	126,990	341,961	317,449	305,401	303,117	300,260	295,785	290,635
상각후원가측정 금융자산	1,789	2,142	1,708	1,954	4,136	2,346	2,346	2,346	2,346	2,346
당기손익공정가치 금융자산	20,373	18,177	32,024	26,140	36,900	26,723	26,723	26,723	26,723	26,723
관계및공동기업투자자산	14,592	55,449	13,522	2,407	2,462	2,462	2,462	2,462	2,462	2,462
장기기타채권	3,969	2,961	3,285	4,308	5,238	3,952	3,952	3,952	3,952	3,952
유형자산	17,895	53,138	74,655	97,017	106,604	116,426	121,582	123,223	122,254	119,380
무형자산	1,150	3,575	1,456	199,239	127,795	128,973	128,384	128,679	128,531	128,605
투자부동산	0	0	0	872	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357	1,357
기타비유동자산	0	0	0	320	334	327	327	330	328	328
이연법인세자산	0	0	340	9,704	32,623	22,836	15,985	11,190	7,833	5,483
사내근로복지기금자산	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
자산총계	107,401	199,725	257,347	472,150	456,637	469,253	540,020	560,013	606,499	704,586
부채										
유동부채	5,635	18,738	101,838	154,708	237,795	232,902	237,473	175,978	135,912	145,618
매입채무및기타채무	3,873	7,585	7,100	52,741	9,853	27,611	46,126	49,167	51,296	54,834
단기차입금	126	9,508	8,247	31,600	18,500	132,327	113,440	44,158	0	0
유동성장기차입금	0	167	167	167	15,191	15,191	15,191	15,191	15,191	15,191
유동성전환사채	0	0	63,814	66,367	48,535	12,134	0	0	0	0
유동성교환사채	0	0	7,093	469	190	0	0	0	0	0
계약부채	0	26	38	24	80	3,635	48,218	51,036	54,107	59,251
총당부채	285	348	578	0	0	0	0	0	0	0
파생상품부채	0	0	65	687	141,952	35,488	4,185	4,185	4,185	4,185
기타유동부채	651	346	1,276	1,738	2,462	3,284	6,576	7,907	8,625	9,189
당기법인세부채	700	759	13,460	204	1,033	3,231	3,737	4,333	2,508	2,969
매각예정비유동자산과 직접 관련된 부채	0	0	0	712	0	0	0	0	0	0
비유동부채	8,501	73,166	2,636	26,167	10,309	11,477	12,267	13,279	14,729	12,397
장기기타채무	750	1,000	1,096	4,178	4,506	4,342	4,424	4,383	4,404	4,393
장기차입금	874	708	541	20,065	4,020	5,242	6,115	7,197	8,528	6,220
장기전환사채	4,571	59,094	0	0	0	0	0	0	0	0
장기교환사채	0	10,763	0	0	0	0	0	0	0	0
장기총당부채	42	43	176	404	339	371	355	363	359	361
장기파생상품부채	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순확정급여부채	1,069	965	823	1,457	1,148	1,092	1,097	1,123	1,183	1,129
이연법인세부채	1,194	592	0	63	296	429	276	213	255	294
부채총계	14,136	91,904	104,475	180,876	248,104	244,379	249,740	189,257	150,641	158,016
자본										
지배기업의 소유지분	85,021	97,952	142,962	280,902	198,224	214,565	279,970	360,446	445,548	536,261
자본금	11,388	11,388	11,388	11,388	12,355	13,417	13,417	13,417	13,417	13,417
자본잉여금	43,875	43,875	43,875	43,875	74,708	110,048	110,048	110,048	110,048	110,048
기타자본항목	-3,585	5,823	8,089	6,892	11,464	11,464	11,464	11,464	11,464	11,464
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	361	361	361	361	361	361
이익잉여금	33,342	36,865	79,609	218,746	99,336	79,275	144,681	225,157	310,259	400,972
비지배지분	8,245	9,869	9,911	10,372	10,310	10,310	10,310	10,310	10,310	10,310
자본총계	93,266	107,821	152,872	291,274	208,533	224,874	290,280	370,756	455,858	546,571
부채와 자본총계	107,401	199,725	257,347	472,150	456,637	469,253	540,020	560,013	606,499	704,586

[그림 1-1] PER 밴드



[그림 1-1] PBR 밴드



[Compliance Note]

본 자료는 서울시립대학교 가치투자동아리 VIOS의 제작용으로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 압력 및 간섭 없이 작성되었습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 본 학회는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.