

바이오펀드 (코스닥, 052260)



2006. 11. 30.

SMIC Research Team #3

안세환 김세환 이승기
이한수 함소을 흥진채

<Contents>

0. BIOLAND?
1. GROWING CASH COW
2. LOVELY CUTIE COW
3. SENSIBLE COW BOY
4. VALUATION
5. CONCLUSION

0. BIOLAND?

“눈은 별을 향하되, 발은 땅 위에 두어라.”

- Theodore Roosevelt

한탕주의가 만연하는 주식시장의 헛된 분위기 속에서 차분한 태도로 기업과 산업을 분석, 진정한 가치를 찾아내는 SMIC이 있듯이, 허황된 꿈을 좇아 투자하는 바이오산업의 이상열기 속에서 돈이 되는 분야부터 차곡차곡 실적을 쌓으며 장밋빛 꿈을 하나씩 현실화시키는 기업이 있다. 바이오랜드는 꽃이나 미생물로부터 뽑아낸 천연추출물을 합성하여 화장품 원료를 생산, 이를 화장품제조기업에 공급하고, 나아가 인공 피부, 인공 각막 등 현실성 있는 조직공학분야로 진출을 모색하는 바이오산업의 알짜 기업이다.



<바이오랜드 주요 재무 지표>

(단위: 억 원, %)

	2002	2003	2004	2005	2006/3Q
매출액	87.6	88.1	162.2	222.4	209.9
영업이익	18.0	16.9	29.5	49.3	45.5
당기순이익	18.6	17.3	27.8	49.7	43.6
영업이익률	20.5	19.2	18.2	22.2	21.7

<자료: 기업 공시 자료>

1. GROWING CASH COW

바이오랜드는 기능성화장품원료 시장에서 독보적인 지위를 구축하여 풍부한 현금흐름을 창출하고 있다. 그런데 이 시장은 단지 CASH COW로서만 존재하는 것이 아니라, 자체적으로 뛰어난 성장성을 가지고 있다.

▶ 기능성 화장품 원료 시장

삶의 질이 높아지면서 아름다워지고자 하는 소망과 함께 기능성 화장품에 관한 관심이 더욱 고조되고 있다. 그에 따라 기능성 화장품은 단순한 미용의 개념에서 벗어나 노화예방과 질병치료 개념이 도입되고 있으며, 고기능성, 다기능성을 함유한 미백, 주름개선, 자외선 차단 등 기능성 화장품 신소재 개발이 강하게 요구되고 있다. 특히 높은 구매력을 가진 중장년, 노년층의 외모에 대한 지출이 늘어나면서 이들 기능성 화장품의 수요는 더욱 늘어날 것이다.

<기능성 화장품의 세계 시장 규모 (2000 ~ 2012)>					(단위: 억 원)
	2000	2003	2006	2009	2012
주름개선	60	85	180	300	450
미백	50	85	150	260	400
자외선	50	70	100	200	350
합계	160	240	430	760	1,200

<자료: 생리활성 정밀화학 산업기술 로드맵 (2002), 한국산업기술재단>

기능성 화장품을 포함한 세계 화장품 시장규모는 2005년 1,400억불에 달하고 있으며, 국내 화장품 시장 규모만도 약 5조 8,000억 원에 이르고 있어 정밀화학 산업 중에는 의약품 산업 다음으로 거대한 시장을 형성하고 있다. 기능성 화장품을 포함한 국내 화장품의 전체 시장 규모는 2006년에서 2013년까지 연 평균 10%대로 성장할 것으로 전망된다. 특히 중국을 비롯한 동남아시아, 동유럽, 중남미 등의 기능성 화장품 시장 활성화는 기능성 화장품 시장을 더욱 확대 발전시킬 것이며 이미 서구의 다국적 기업들은 중국을 거점으로 아시아 진출을 시작하였다.

특히 2001년 화장품법의 제정 및 기능성 화장품 관련 법규¹의 시행으로 기능성 화장품의 원료에 대한 수요는 급격히 늘어났다. 우리나라에서 자체적으로 개발하여 생산하고 있는 화장품 원료는 세계적인 수준으로 비교하여 볼 때 아직 미미한 수준이지만 최근 일부 기업들 중심으로 경쟁력이 있는 원료를 자체 생산하고 있다.

¹ 법에서 제정한 실험을 통과한 제품만이 해당 효능에 대한 광고를 할 수 있다.

▶ 경쟁 우위

(1) 매출처 다변화로 인한 협상력 증대 및 기술력 검증

기능성 화장품 원료 산업에 입지한 기업은 산업의 구조상 타 산업의 후방 산업에 비해 해당 전방 산업에 대해 비교적 높은 경쟁 우위를 가진다. 기능성 화장품 원료 제조가 고부가가치 산업인 만큼 특허 분석, 연구개발, 생산 공정 최적화 등의 과정을 거쳐야 시장성 있는 제품을 내놓을 수 있기 때문에 시장 참여자가 적은 편이다. 한편 기능성 화장품 원료의 국산화율은 10%에 못 미치며, 그마저도 대부분은 전방 산업, 즉 화장품 완제품 생산자가 연구 개발을 겸하고 있는 실정이라 원료 생산에 특화되어있는 기업은 손에 꼽을 정도이다. (Appendix A 참조) 한편 이러한 원료들은 각 원료 별로 독과정이 형성되어있고, 이들이 생산하는 제품은 수입품에 비해 가격 우위가 있기 때문에 전방기업에서 쉽사리 거래선을 바꾸기가 어렵다.

이러한 이유에서 바이오랜드는 태평양, 코리아나, 참존 등 국내 대형 화장품업체와 계약을 맺고 있으며, 클라랑스, 존슨앤존슨, 샤넬, 입생로랑, 에이본, 로레알, 에스티로더, 크리스찬 디올, 배스앤바디웍스, 피에르파브레 등 세계 일류 화장품업체와도 활발히 계약을 맺고 있다. 한편 이러한 대형 업체에 납품하기 위해서는 1~2년 간의 샘플 테스트 기간을 거쳐야 하기 때문에, 대형 화장품업체와의 계약이 증가한 것은 기술력이 검증되었음을 시사하기도 한다.

(2) 선점 효과로 인한 진입 장벽

기능성화장품원료 산업이 가지는 가장 큰 장점은 고부가가치 산업이면서 진입 장벽이 높다는 점이다. 사실 화장품 원료는 합성법의 차이로 생산되는 것이기 때문에 코카콜라의 원액처럼 타기업이 추격하지 못할 큰 기술 장벽이 있는 것은 아니다. 만약 다른 기업이 바이오랜드가 생산하는 원재료를 더 싸게 생산, 공급할 수 있는 공정을 개발하거나 이를 대체할 새로운 원재료를 개발한다면 바이오랜드의 실적은 떨어질 것이라 예상할 수 있다.

그러나 화장품 원료시장의 실질적인 진입 장벽은 화장품 회사와의 관계이다. 원료를 제조하는 기업이 믿을만한 제품을 생산하는 곳인지, 기술력을 바탕으로 업계에서 얼마나 인정받고 있는지가 더 큰 진입 장벽이 되는 것이다. 화장품은 브랜드 이미지가 중요하기 때문에 원재료에 문제가 있어 회사의 이미지가 깎인다면 큰 손실을 입을 수 있다. 따라서 화장품 회사들은 인지도가 낮은 후방기업의 싼 제품을 선택하느니 조금 더 비싸더라도 더 신뢰성이 검증된 제품으로 지속적으로 구매하여 위험을 낮추는 편을 선택하게 된다.

(3) 기술력과 진입 장벽의 선순환 구조

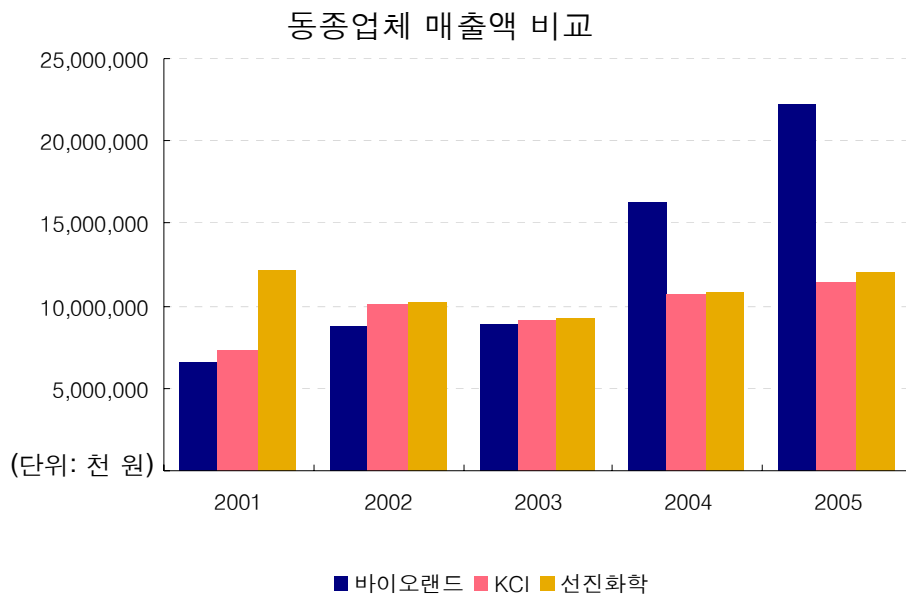
기능성화장품원료 산업에서 기술력과 진입 장벽 사이에는 순환 구조가 있다. 뛰어난 기술력으로 시장을 선점하면 신뢰도라는 진입 장벽을 얻게 된다. 여기서 창출되는 현금흐름을 기반으로 새로운 원료를 생산하는 것이 더욱 용이해지며, 이렇게 생산한 신제품은 다시 진입 장벽을 쌓는다. 이러한 선순환 구조에서 바이올랜드는 독보적인 지위를 구축하고 있다.

▶ 경쟁사² 비교

화장품 관련 업계의 2005년 말 기준의 영업이익률을 비교해 보면, 바이올랜드의 영업이익률은 22.19%로서 동종업체인 KCI의 19.17%보다 높고, 화장품 생산, 판매업을 같이 영위하는 태평양보다도 높은 수익성을 나타내고 있다. 이는 앞서 제시한 협상력과 경쟁 우위가 반영되고, 또 원료 공급 업체의 특성상 판매관리비 비중이 상대적으로 적기 때문이다.

업체명	바이올랜드	KCI	선진화학	태평양	LG 생활건강	코스맥스	한국콜마
영업이익률 (%)	22.19	19.17	4.40	18.52	7.27	14.73	5.07

<출처 : FnGuide >



<자료 : FnGuide>

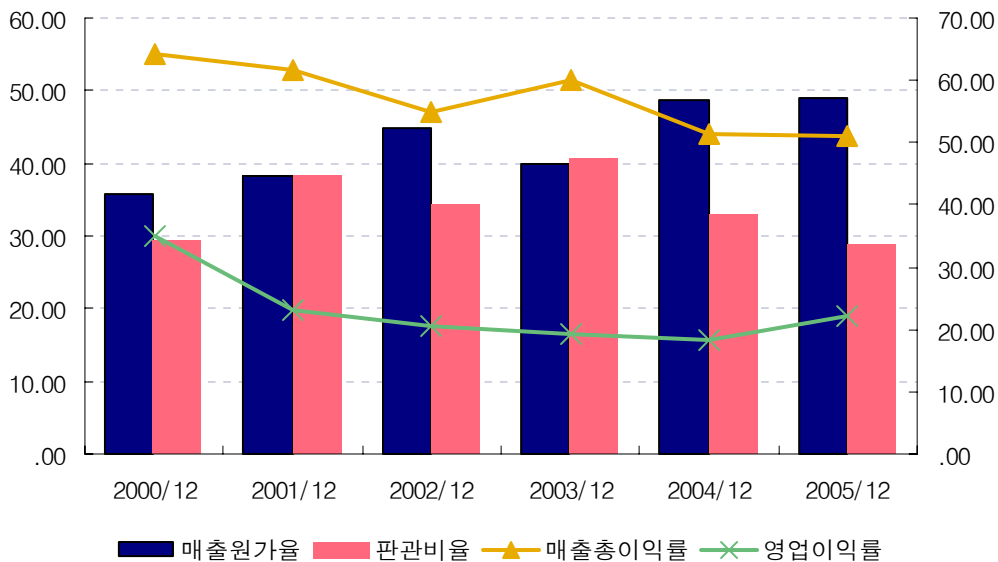
² 태평양과 LG생활건강은 화장품 원료, 제품 생산 및 판매까지 겸하고 있고, 코스맥스와 한국콜마는 화장품 ODM 생산 업체임.

바이오랜드가 속한 화장품 원료 공급업체에는 크게 KCI와 선진화학이 있다. 동종업체들의 매출액 변화추이를 보면 2004년도부터 바이오랜드의 매출액이 급격하게 증가했음을 알 수 있는데, 이는 2004년에 태평양의 안산공장을 인수하면서 안산공장의 생산 제품에 대해 3년 동안 단가인하 없이 공급할 수 있도록 계약을 맺어 안정적인 매출처를 확보했기 때문이다.

여기에는 태평양에 대한 의존도가 지나치게 높아지는 역효과가 있다고 볼 수도 있다. 바이오랜드의 태평양에 대한 매출 비중은 2003년 21.2%에서 2005년 36%로 올라갔다. 문제는 의무 납품 계약이 끝난 후 이들의 거래가 어떤 방향으로 흘러 갈 것인가 하는 것이다. 의무 납품 기간이 끝나면 태평양의 단가 인하 압력으로 원재료의 단가하락은 불가피할 것으로 보인다. 하지만 매출 비중은 줄어들지 않을 것으로 예상하는데 그 이유는 위에서 언급한 것처럼 화장품 전 후방산업의 거래 특성상 인지도와 신뢰가 매우 중요하기 때문이다. 바이오랜드는 안산공장 인수 이외에도 특허 이전이나 기술 제휴 등으로 신뢰 관계를 구축하고 있기 때문에, 내년 계약이 끝난 후에도 어느 정도의 단가 하락은 있겠지만 태평양으로의 수주가 갑자기 줄어들어 매출이 급격히 감소하는 일이 일어나지는 않을 것이다.

▶ 이익률이 감소하는데?

바이오랜드 이익률 변화



<자료 : fnguide>

바이오랜드의 이익률 변화 추이를 살펴 보면 점차 이익률이 감소하는 추세를 보이고 있음을 알 수 있는데, 이는 2001년에 IPO를 하면서 원가 내역이 공개 되어 전방업체로부터 지속적인 단가 인하 압력을 받아왔기 때문이다. 하지만 매출총이익률의 감소 추이보다 영업이익률

의 감소추이가 상대적으로 작고 2005년에는 오히려 증가세를 보이고 있는데, 이는 매출액 대비 판매관리비의 비중이 점차 감소하였기 때문이다. 구체적인 내역을 살펴보면, 매출액이 급등하더라도 판매관리비 중 급여와 경상개발비 항목에서만 뚜렷한 증가세가 나타났기 때문이다. 또한 관련업체와 비교해 볼 때 여전히 이익률이 비슷하거나 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 크게 우려할 사항은 아니다.

▶ 알부틴의 사례

화장품원료 사업에서 가지는 바이오랜드의 탁월한 매력 포인트를 알부틴의 사례를 통해 좀 더 구체적으로 짚어보자. 알부틴은 일본 시세이도사에서 개발하여 전세계적으로 가장 많이 사용하는 미백제 중 하나이다. 현재 널리 알려진 피부 미백제는 알부틴 이외에 코직산, 비타민 C, 하이드로퀴논, 천연 추출물 등이 있지만 그 효과나 안정성이 검증되어 지정 고시되어 있는 원료는 알부틴 외에 수 종³에 불과하다. 식약청 고시에는 미백기능성화중품에는 알부틴이 2% 이상 반드시 들어가야 한다고 나와 있다.

알부틴은 전량 외국에서 수입되고 있었는데, 바이오랜드는 1999년 산자부가 발주한 알부틴 국산화 프로젝트를 수행하여 2001년 새로운 생산 공정을 개발하는 데 성공하였다. 기존의 기술은 알부틴을 포함한 2가지 이상의 유효 성분의 사용으로 인한 상승 효과를 노리는 방법 또는 알부틴의 경피 흡수율을 증진시키는 방법 등 알부틴을 ‘활용’하는 방법에 국한되었으나 바이오랜드는 2001년에 알부틴 ‘제조’에 관한 특허를 취득하였다. 바이오랜드는 신기술을 이용한 효율적인 생산 방식과 지리적 이점을 바탕으로 외국산에 비해 저가에 알부틴을 공급할 수 있게 됨으로써 우월한 위치를 선점하였다. 특히 아시아 시장에서는 미백에 대한 수요가 상대적으로 높기 때문에 이들 국가에 대한 수출이 시작된 점을 감안하면 알부틴이 가져올 이익은 매우 크다.

한편 더 효율적인 알부틴 생산 공정을 개발하거나 알부틴을 대체하는 상품이 나올 경우 위험 요소가 될 수 있다. 실제로 알부틴 생산 특허가 바이오랜드 이후에 두 건이 나왔고, 알부틴의 성능을 뛰어넘는다는 알파 알부틴도 이미 시장에 나와 있다. 그러나 앞서 이야기하였듯 시장 선점으로 인해 가지는 신뢰도와 생산 공정의 효율성으로 인한 낮은 단가, 1년 이상 걸리는 샘플링 기간을 후발 업체가 감당하기는 매우 어렵다.

엔지켄, 한솔케미칼은 알부틴 생산 공정 특허를 보유하고 있으나 이로 인한 실제 매출은 매우 미비한 실정이다. 또한 일본의 예자끼 글리코 사는 2001에 알부틴보다 약 10배 가량 효능이 높은 ‘알파 알부틴’을 개발하였다고 주장했지만, 현재까지도 알파 알부틴이 적용되는

³ 알부틴 2%, 닥나무추출물 2%, 유용성감초추출물 0.05%, 에칠아스코빌에텔 2%, 아스코빌글루코사이드 2%, 마그네슘아스코빌포스페이트 3%

제품은 극히 적으며 효능도 입증되지 않았다. 그만큼 안정성과 효능, 양산화를 겸비한 신제품을 출시하기가 어려운 것이라고 볼 수 있다.

특허명칭	출원인	출원일자	기타
아르부틴 중간체의 제조 방법	바이오랜드	2000-05-19	엔지켐 이의신청, 각하
알부틴 유도체의 제조 방법	엔지켐	2002-04-04	약용식물 추출방법
아르부틴 제조용 중간체의 제조 방법	한솔케미칼	2003-01-16	현재 생산X
알부틴의 제조 방법	알엔디라이프	2003-05-19	등록 거절

<자료: SMIC RESEARCH TEAM 3>

한편 알부틴의 미국 출원은 1965년 유사 특허가 등록된 이후 알부틴 '제조' 방법에 관한 최초의 특허에 해당한다. 바이오랜드 출원 이후의 제법 발명과 관련해서 듀폰사의 특허가 있으나 이는 약용식물 추출방식으로서 수득률에서 뒤쳐진다. 따라서 앞으로 해외시장이 커질 경우 독점적 지위⁴를 계속 유지해 갈 것으로 보인다.

특허명칭	출원인	출원일자	기타
Preparation method of arbutin intermediates	Bioland	2000-05-19	우선권 주장
High Level production of arbutin in green plants	du Pont	2003-06-16	약용식물 추출방법

<자료: SMIC RESEARCH TEAM 3>

알부틴의 대체 물질로는 미생물 유래 물질과 약용식물 유래 물질이 있다. 미생물 유래 물질에는 kojic acid, ascorbic acid 유도체 등이 있으나 발암성이 제기되거나 용액 중에서 쉽게 분해되는 등의 문제점이 발견되면서 사용이 줄고 있다. Terrein 등 새로운 물질들이 발견되고 있기는 하나, 양산화까지는 일정한 시간이 걸릴 전망이다. 약용식물 유래 물질과 비교해서는 수득률 비교가 되지 않을 정도로 차이가 많이 나고 있으며⁵ 따라서 당분간 알부틴은 미백화장품의 물질로써 확고한 위치를 점유할 전망이다.

(단위: 천 원)

기타 부문 ⁶ 매출액	2002	2003	2004	2005	2006/3Q
내수	1,784,605	1,892,260	2,795,215	3,417,327	2,880,455
수출	49,579	37,196	102,086	77,205	136,230

<자료: 기업 공시 자료>

⁴ 현재 클라랑스, 샤넬, 유니레버, 존슨앤존슨 등에 납품하고 있으며, 지속적으로 새로운 계약을 추진 중이다.

⁵ 약용 물질로부터 수득하는 경우 대부분 10%가 되지 못하지만 미생물 유래 물질의 경우 수득률이 90%에 달한다. (바이오랜드, 등록번호 10-0365020)

⁶ 주요 품목 알부틴

2. LOVELY CUTIE COW

지금까지 바이오랜드가 점유하고 있는 핵심 사업의 성장성과 그 안에서의 입지에 대해 살펴 보았다. 바이오랜드는 화장품원료시장에서 독보적인 우위를 보이면서 확보한 풍부한 현금흐름을 기반으로 수 년 전부터 BT 산업이 꿈꿔오던 새로운 분야로 차근차근 진출하고 있다. 일찍이 빛 좋은 개살구가 되어 많은 투자자들을 눈물짓게 했던 BT 사업, 바이오랜드는 무엇이 다르기에 우리를 웃게 해 줄 수 있는지 알아보자.

▶ 사업 확장 분야

분야	내용	시장 전망
인공 피부 및 각막	약물의 독성시험 및 효능시험용	세계 4조 원 국내 700억 원 ⁷ (인공 피부)
	상처치유 및 상피 재생 촉진용	세계 1억 6천만 명 국내 3백만 명 (인공 각막)
치과 의료용 기기	치주조직 재생용 콜라겐	세계 4,000억 원 국내 200억 원
	콜라겐 멤브레인	
	주사형 뼈이식재	
기타	생물창상피복재	
	진단시약	

<자료: 한국과학기술정보연구원 기술동향분석보고서>

바이오랜드는 화장품원료 부분에서도 활발하게 신규 원료를 연구하고 있으며, 이미 건강식품, 의약품원료 등으로 사업을 확장한 상태이다. 이에 더해 조직공학으로의 진출을 모색하고 있는데, 콜라겐을 주원료로 한 인공 피부, 인공 각막, 치과 의료용 기기 등의 잠재 수요는 엄청나다. 특히 인공 피부는 보험적용 횟수가 증가⁸ 되고, 인공 각막은 현재 보험적용 여부를 심의 중이어서 급속한 시장 확대를 기대할 수 있다. 뿐만 아니라, 기존 사업인 화장품원료의 개발에 서 동물 대체 실험법⁹의 일환으로 인공 조직이 필요하게 되었는데, 이를 자체적으로 충당할 수 있어 연구비 절감 효과를 기대할 수 있다¹⁰.

⁷ 바이오랜드는 약 20%의 점유율을 예상하고 있다.

⁸ 2005년 7월 1일부터 화상 등 큰 상처가 있는 피부에 사체나 동물의 피부를 이용하여 처치를 할 경우 보험 적용이 1회에서 실시횟수대로 변경

⁹ 대부분의 OECD 가입국에서는 인간의 건강과 복지를 위하여 죽어가는 실험동물의 권리에 대한 규제와 함께 화장품 등의 연구에 있어서 동물실험을 지양한 새로운 동물실험대체법들을 권장하고 있어서 이에 대한 기술 축적이 요구된다. 특히 유럽연합은 관련 법률을 지정하지 않은 회원국들에 대해 다른 유럽국가에 상응하는 실험동물보호법을 제정하도록 압력을 가하고 있다. 그리고 2009년부터 동물실험을 이용한 화장품 생산과 판매를 금지하기로 했다.

¹⁰ 바이오랜드는 인공 피부 및 각막을 자체 생산함으로써 비용을 1/2 가량 절감하였다.

▶ **가시권 임박**

그러나 장밋빛 전망은 대부분의 기업이 제시할 수 있다. 바이오랜드는 초창기에 수익성이 있는 화장품원료 사업에 먼저 진출했던 것처럼, 신규 분야 진출에 있어서도 시장성에 바탕을 둔 투자를 함으로써 다른 기업과 차별화된 모습을 보여준다.

인공 피부의 경우 화장품 원료의 실험에 사용되는 제품은 이미 개발이 완료되어 내부적으로 실험에 이용함으로써 재료비 절감 효과를 거두고 있고, 화상 환자에게 사용할 인공 피부는 임상 실험이 끝나는 2007년경부터 실제 생산에 들어가 판매가 가능할 것으로 전망되고 있다. 인공 각막은 2005년 1월 조직은행¹¹ 설립 인가를 받아 이미 매출 실적을 올리고 있으며, 올해 말부터 오창 공장에서 양산에 들어갈 전망이다.

또한 올해 10월 말라리아 신속진단시약의 품목 허가를 받아 판매가 가능하게 되었으며, 기타 체외 진단용 의약품 제조업 허가도 받아 국내를 비롯 아시아 국가들을 대상으로 판매에 나서고 있다.

▶ **정부 발주 프로젝트**

바이오랜드는 과거 알부틴 국산화를 비롯하여 여러 프로젝트를 산자부, 과기부, 농림부, 보건복지부 등으로부터 수주하여 연구를 진행했다. 정부 발주 프로젝트가 나오기 위해서는 수요 조사, 심사, 기획 연구 등의 과정을 거치는데, 수많은 제안 중에서 하나의 프로젝트가 되는 건 10% 미만이다. 즉, 정부 발주 프로젝트를 수행한다는 것만으로 시장 수요가 존재하고 그 프로젝트를 수행할 만한 기술력이 있다는 걸 상당 부분 검증해주는 것이다.

이렇게 정부 발주 프로젝트가 나오면 전체 프로젝트 비용의 대략 80~90%는 정부의 지원금으로 충당된다. 자체 비용을 거의 들이지 않고 연구개발을 한 다음 그로 인한 수익은 고스란히 보존할 수 있는 것이다. 바이오랜드의 과거 프로젝트 수행 결과와 정부의 BT 투자 계획을 고려하면 향후에도 지속적으로 정부 발주 프로젝트를 수행할 수 있을 것이라 예상할 수 있다.

(단위: 억 원)

정부	2001	2002	2003	2004	2005	2006(E)	2007(E)	2011(E)	2016(E)
투자액	3,791	4,503	5,302	5,989	7,046	8,021	8,713	12,764	21,843

<자료: 바이오 산업 통계, 제 2차 생명공학 육성 기본 계획>

¹¹ 조직은행이란 기증자로부터 뼈, 인대, 피부, 심장관막 등 인체조직의 일부를 기증받아 채취·저장·처리·보관·분배 등의 업무를 수행하는 기관이다. 의료기관에서 인체조직을 환자에게 이식할 경우(자가이식용 조직은 제외) 인체조직관련 법령에 따라 식약청의 허가를 받은 조직은행에서 제공한 인체조직만 사용할 수 있다.

▶ 기술 공유

바이오펀드의 신규 사업 진출은 일반적인 사업다각화와는 다르다. 이미 매출의 20% 가량을 차지하고 있는 건강식품 원료는 기능성화장품에서 사용되던 원료를 식용으로 가공한 제품이 다수 존재한다. 치과 의료용 기기의 주원료가 되는 콜라겐은 이미 인공 피부 개발 과정에서 상당한 노하우를 쌓았다. 보습제로 활용되는 히알루론산은 인공 각막에서 인공 각막의 주요 조합물 중 하나이다. 이렇듯 신규 제품의 개발에 이용되는 기반 기술 중 일부에서 이미 노하우를 쌓아 놓은 바가 있기 때문에, 바이오펀드의 다각화는 핵심 영역의 점진적인 확대로 보는 것이 바람직하다.

한편, 바이오펀드가 수행하는 대부분의 프로젝트는 다른 기관과 협동으로 진행된다. 이러한 협력 기관들 또한 고유 분야에서 탄탄한 실적으로 지위를 구축하고 있는 단체들이다.

단체명	협력 내용	약력
(주) 태평양	기술 이전	국내 1위 화장품 생산업체 화장품기업중 R&D 지출액 최대
(주) 참존	유근피추출물 사용권 허가 게닌화합물 공동 개발	국내 3대 화장품 생산업체 유근피추출물 등 특허 38건 보유
(주) 오스코텍 ¹²	치과의료용 기기 공동 개발	뼈이식재 부문 세계 1위 신약 후보 물질 20여종 발굴
(주) 메타볼랩	진단용 항원 공동연구	서울의대 암연구소 소재 벤처기업 세포의 노화 및 사멸에 관한 핵심 기술 및 신약 후보물질 보유
태평양 기술연구원 서울대 분당병원 서울대 화학생명공학부	한국생명공학연구원 결성	화장품소재개발센터 책임연구기관 선정 13

<자료: SMIC RESEARCH TEAM 3>

▶ Low Risk, High Return

이렇듯 바이오펀드의 신규 사업 분야는 검증된 수요와 빠른 시장성을 바탕으로 이루어지고 있으며, 기반이 되는 기술 수준도 우수하여 실현 가능성 및 수익성이 매우 뛰어나다고 볼 수 있다.

¹² 2006년 연말 코스닥 상장 예정

¹³ 화장품산업에 대한 정부차원의 지원 중 가장 큰 규모인 6년간 30억원 지원이 예정되어 있으며, 선정 당시 바이오펀드가 참가한 한국생명공학연구원은 드림 팀으로 불렸다.

SENSIBLE COW BOY

바이오퐼드가 산업에서 경쟁 우위를 갖고 성장을 지속할 수 있었던 바탕에는 CEO의 경영 전략이 자리 잡고 있다. 그는 시장에 진입하는 데 있어서 BT 산업의 타 기업 CEO와는 다른 탁월한 센스를 보여주고 있다.

▶ 기술과 마케팅을 겸비한 CEO

그는 한국 화장품 연구소와 미주 화학을 거치면서 BT 기술에 대해 익혔고, 화장품 원료를 해외에서 수입하는 무역 회사에 다니면서 마케팅에 대해 배웠다. 이를 통해 기술을 이해하는 능력과 마케팅 능력을 겸비하여 바이오 산업의 흐름을 읽는 능력이 남다른 것이라 추측할 수 있다.

▶ 기본 전략 - “돈 되는 사업부터 한다.”

기업을 성공으로 이끌기 위한 그의 경영 전략은 우선 확실한 수익 모델을 찾는 다음 영역을 넓혀가야 한다는 것이다. BT 산업은 검증된 아이템의 경우에도 실제로 매출로 연결되기까지 수 년이 걸린다.

“국내 바이오 벤처들이 너무 목표를 크게 잡고 있는 것 같습니다. 성공적인 기업이 되려면 우선 단, 중기의 수익모델을 찾으면서 단계적으로 성장해야 합니다. 물론 CEO들의 시장지향적인 마인드가 전제되어야 합니다.”

<매일경제 인터뷰, 2001.08.30>

▶ 센스 있는 사례들

(1) 자외선 차단제

바이오퐼드는 초기에 ‘미백, 항주름, 항자극, 항균 및 자외선 차단 효과’를 지니는 유효 성분들의 추출, 분리 및 정제 사업을 영위하였다. 이는 자연에서 얻을 수 있는 식용 및 약용 식물로부터 비롯된 기술인데, 후에 1단계의 수익 모델이 된 자외선 차단제 원료를 생산하게 된 바탕이 되었다. 초기에 미백과 주름 쪽을 위주로 역량을 집중했던 것은 자외선 차단제 분야가 이미 선진 기업들이 선점하고 있던 분야이었기 때문이다. 후에 자외선 차단 쪽에 진출하더라도 시장 침투가 가능할 정도의 인지도가 쌓였을 때 자외선 차단제 원료를 생산함으로써 뛰어난 마케팅 안목을 발휘했다.

(2) 줄기 세포 실험 재료

2005년 초, 황우석 박사의 연구 결과가 공표되면서 줄기 세포 연구 분야가 각광을 받음과 동시에 바이오랜드도 줄기 세포 관련 사업에 관한 제의를 여러 번 받은 바 있다. 하지만 정찬복 사장은 이런 제의들을 거절하고 오히려 후방 산업에 진출하였는데, 바로 줄기세포 실험을 하는 데 쓰이는 재료를 만드는 사업이다. 실제 투자에 성공한 사람들을 보면 한 산업이 상승할 때 그 산업 자체에 뛰어드는 것보다 그 산업의 부흥으로 가장 수혜를 보는 사업에 뛰어 들었던 경우를 많이 볼 수 있는데, 정찬복 사장도 바로 이러한 경영 마인드를 지녔다고 볼 수 있다.

(3) 태평양의 생화학사업부 양수

바이오랜드는 2004년 4월 태평양의 생화학사업부를 양수하면서 성장의 발판을 구축했다. 태평양의 생화학사업부는 60년대부터 축적된 태평양의 생화학원료기술을 보유하고 있고, 함께 인수한 안산 공장은 토지의 시세만 100억 원, 공장과 설비는 200억 원의 가치가 있는 것으로 추정되었다. 거기다 향후 3년 간 태평양에 안산 공장 생산품을 고가에 납품할 수 있는 조건까지 포함하여 사업을 양수하는데 든 비용은 단 100억 원에 불과했다.¹⁴

태평양 소속이었던 시기의 안산 공장의 설비는 가동률이 50%가 못 되었다. 자체 수요를 충당하기에는 공급 과잉이었던 것이다. 이를 거래처가 다양한 바이오랜드가 인수하여 가동률을 높이면서 커다란 효과를 거둘 수 있었다. 자사의 핵심 역량을 결부시켜서 수익을 낼 수 있는 곳을 찾아내는 CEO의 안목이 탁월하다고 볼 수 있다. 한편, 안산 공장 양수 사례는 화장품 완제품 사업에 진출해있는 기업이 원료 생산까지 수직적으로 통합하는 데에는 우리가 있다는 것을 시사하기도 한다.¹⁵

¹⁴ 2005년 안산 공장 단독 생산량이 97억이었음.

¹⁵ 바이오랜드의 설비가동률은 96%인데 반해, 한국콜마는 70%, LG생활건강은 83%이다.

4. VALUATION

▶ 하한선 확보

바이올랜드는 기존의 화장품 원료 사업과 더불어 인공 각막과 인공 피부의 조직공학 사업에도 진출하였다. 조직공학 사업은 빠르면 내년 말부터 매출이 발생할 예정이지만 시장이 새로 형성되는 만큼 시장의 규모와 점유율 수치를 구체적으로 설정하기 어렵다. 따라서 여기서는 우선 보수적으로 조직공학 사업의 성장을 전혀 고려하지 않은 상태에서 RIM모형을 통하여 Valuation을 시행하여 내재가치의 하한선을 측정하였다.

- 당기순이익: 2006년 4분기 예상실적을 전기 동 기간의 실적과 동일하다고 가정하였다.
- 배당성향: 최근 5개년 동안의 평균값인 29.76%를 이용하였다.
- ROCE: 재무제표가 공시되어 있는 6개년(2006E 포함) 동안의 수익률을 평균한 값인 21.31%로 5년간 성장할 것으로 가정하였다.¹⁶
- 할인율: WACC를 최근 4개년의 평균값인 7.3%(KIS자료 이용), 타인자본비용은 장단기차입금 이자율을 가중평균한 4.89%, 유효법인세율은 최근5개년 평균값인 7.48%, 부채비율은 41%(2006년 3분기)로 유지된다고 가정하여 계산하면 자기자본비용은 8.44%가 나온다. 그러나 현실적으로 8%대의 투자수익률을 노리고 주식을 사지는 않을 것이므로 이에 약 2.5%를 가산한 11%로 할인율을 설정하였다.

(단위 : 천원)	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
당기순이익	5,780,000	6,539,400	7,518,226	8,643,565	9,937,347	11,424,783
배당금(배당성향 29.76% 가정)	1,720,128	1,946,125	2,237,424	2,572,325	2,957,354	3,400,015
자기자본의 장부가치(A)	30,687,000	35,280,274	40,561,077	46,632,317	53,612,309	61,637,077
ROCE	21.69%	21.31%	21.31%	21.31%	21.31%	21.31%
할인율 (자기자본수익률 11%로 가정)	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
Residual Earnings(Residual Income)		3,163,830	3,637,396	4,181,847	4,807,792	5,527,429
PV of RE(RI)		2,850,297	2,952,192	3,057,730	3,167,041	3,280,260
Total PV of RE(B)	15,307,521					
Continuing Value	10,934,200					
PV of CV	6,488,916					
자기자본의 가치(=A+B)	52,483,437					
주당 자기자본 가치(6,400,000주)						
할인율		1.11				
초과이익지속계수		0.7				

¹⁶ ROCE를 구할 때, 통상 분모는 전기와 당기의 BV의 평균이 되지만, 전기에 투자한 자금의 수익률이라는 관점에서 분모를 전기의 BV로 계산하였다.

위의 방법에 의해서 Valuation을 시행한 결과 적정주가가 8,201원으로 계산되었고, 이는 11월 29일 종가인 7,410원에 비하여 약 10.7%의 상승여력이 존재한다.

여기서 주목할 점은 이 수치가 바이오랜드가 향후 성장동력으로 개발 중인 고부가가치의 조직공학 사업을 전혀 반영하지 않은 상태에서 계산되었다는 점이다. 인공 각막은 이미 소량의 매출이 발생하였고¹⁷, 인공 피부도 빠르면 2007년 말부터 매출이 발생할 예정인데, 관련 시장이 형성될 확률이 매우 높고 또한 동 조직을 개발 중인 업체가 많지 않기 때문에 바이오랜드가 이 시장에서 상당한 portion을 차지할 확률은 높다고 판단된다.

바이오랜드의 주가가 저평가되어 있다는 사실은 관련 업체들의 PER와 비교해 보아도 알 수 있다. 바이오랜드의 2006년 예상 EPS를 적용한 PER는 8.2배인데, 이는 유사 바이오 기업들의 PER는 물론이고, 관련 화장품 업체들의 PER보다도 훨씬 낮은 수치이다. 바이오랜드와 동일한 사업영역을 공유한 업체가 없기 때문에 PM법을 이용한 주가 예측은 어렵지만, 화장품원료산업이 화장품판매산업에 비해 진입 장벽이 높고 바이오랜드가 독보적인 지위를 구축하고 있다는 점, 다른 바이오 업체들이 수익성을 확보하지 못한 채로 시장 전망이 불투명한 제품을 개발하고 있다는 점 등을 고려하면 바이오랜드의 주가는 현저히 저평가된 상태라는 것을 확인할 수 있다.

화장품관련업체	PER	바이오업체	PER
KCI	18.78	LG 생명과학	209
태평양	16.23	썬바이오텍	54
LG 생활건강	12.31	렉스진바이오	73
코스맥스	14.18	제빅셀	90
한국콜마	24.18		

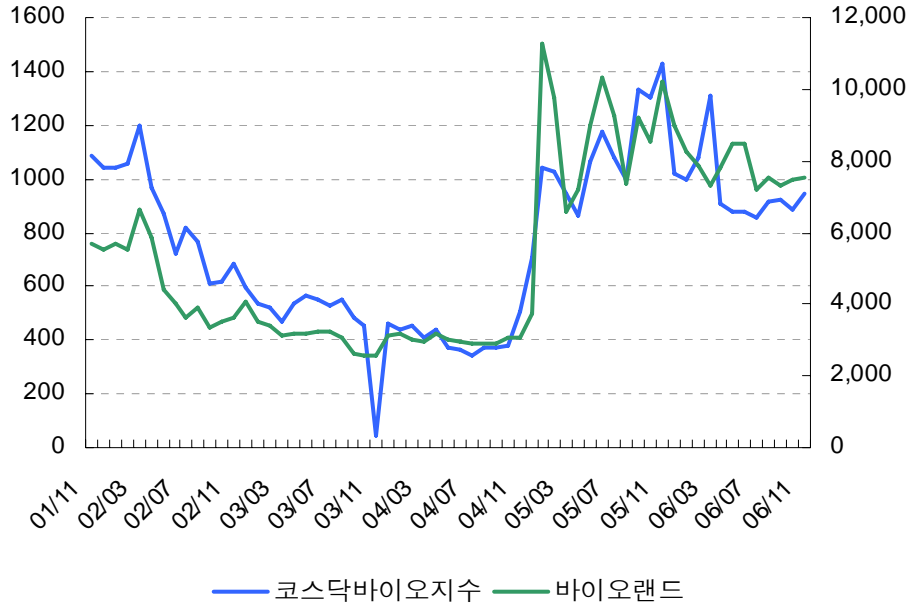
<자료: Korea Information System>

▶ 왜 저평가인가

그렇다면 현재의 주가가 바이오랜드에 대해 이렇게 낮게 평가하고 있는 이유는 무엇인가? 원점으로 돌아가서 생각해볼 필요가 있다. 바이오랜드 분석의 핵심은 ‘돈 되는 BT’를 한다는 점이라고 밝힌 바 있다. 다시 말해, BT를 표방하는 대다수의 기업은 제대로 된 수익모델을 확보하지 못한 채로 있는데도 불구하고 장밋빛 환상에만 근거하여 주가가 높게 형성된다는 것이다.

¹⁷ 05년 6월부터 양막을 이용한 인공 각막(각막 손상 시 시력회복을 위한 드레싱)을 위한 을 생산하기 시작하여 서울대학병원, 계명대학병원에 100여 개 이상을 납품하였다.

바이오랜드 주가와 지수 비교



<자료: FnGuide, SMIC RESEARCH TEAM 3>

바이오랜드의 주가와 코스닥 바이오 업종 주식의 주가¹⁸를 비교해보면, 주가의 추이가 상당히 비슷한 것을 확인할 수 있다. 대부분의 바이오 기업의 주가는 2005년 초반의 황우석 사건으로 바이오 관련 주식의 주가가 급등했다가 실망감과 함께 시장의 관심에서 멀어진 이후 지지부진한 모습을 보이고 있는데, 바이오랜드의 주가도 이러한 경향을 그대로 따르고 있다. 즉, 바이오랜드의 주가는 기업 자체의 내재가치보다는 ‘바이오주’라는 테마에 따라 변동하는 것이다.

현재 바이오 관련 기업에 대한 시장의 관심은 매우 냉랭하다. 담당 애널리스트들이 대부분 분야를 바꾸면서 애널리스트 보고서의 수도 급감하였고, 시장에 공개되는 뉴스도 매우 적은 편이다. 관심이 적다고 주가가 떨어지진 않겠지만, 마찬가지로 가치를 따라서 주가가 상승하기도 힘들 것이다. 기본적으로 주가의 결정 요인은 수급이라고 하면, 매도세는 일정하지만 매수세가 없는 격이다. 기업에 관심을 가진 사람들은 뛰어난 내재가치에 근거하여 매입에 나서지만, 애초에 관심을 못 가진 투자자들은 매수세가 될 수가 없는 것이다. 이런 와중에 바이오랜드는 안정적으로 시장을 개척해나가면서 차곡차곡 실적을 쌓고 있었고, 시장의 관심을 받지 못한 채 주가가 제자리를 맴돌면서 현재의 주가 - 실적 갭이 형성된 것이라 추론할 수 있다.

¹⁸ FnGuide에서 ‘의료 - 코스닥 (실링 적용)’ 지수를 참조하였다. 경동제약, 대웅화학, 마크로젠, 메디포스트, 바이넥스, 바이로메드, 삼천당제약, 에스디, 제넥셀, 조아제약, 중앙바이오텍, 코미팜이 포함되었다.

5. CONCLUSION

바이오펀드는 BT 산업에 입지한 대부분의 기업이 장밋빛 전망을 호소하고 있을 때 확실하게 수익성이 있는 분야를 만드는 것에 집중했다. 그런 한 편 장기적인 미래에 수익을 가져다 줄 새로운 사업 분야로의 진출을 모색하는 것도 소홀히 하지 않아 현재는 그 당시 BT 기업들이 외치던 장밋빛 전망을 오히려 한 발 앞서 가시권에 들여놓고 있다. 이러한 전략의 이면에는 시장을 보는 눈과 기술력을 겸비한 뛰어난 CEO가 존재한다.

그러나 성장하는 기존 사업에서 지위를 구축하고 더욱 뛰어난 성장을 가져다 줄 신규 사업 분야에 안정적으로 진출하는 바이오펀드를 시장은 아직도 그저 하나의 그저 그런 BT 기업, 허황된 미래 전망으로만 점철된 바이오 벤처 중 하나로 바라본다.

이렇듯 성장성, 안정성, 저평가를 두루 갖춘 바이오펀드에 대한 투자는 장기적으로 뛰어난 수익을 올려줄 수 있을 것이라 기대한다.

APPENDIX A. 국내 화장품 원료 개발 현황

<국내에서 제조되는 대표적인 화장품 원료>

원료명	분야/기술	주 제조원	주 용도
Beta- Glucan	다당류/발효	태평양	보습, 면역 활성
Natto gum	다당류/발효	태평양, 바이오랜드	보습
히아루론산염	다당류/발효	태평양	보습
TiO	무기/합성	선진	무기 자외선차단제 및 체질 안료
Silica	무기/합성	선진, 한국합성펄	메이컵용 체질안료
Sericite	무기/코팅	선진, 한국합성펄	무기 안료
Benzophenone-5	유기/합성	태평양	자외선 차단제
Ceramide 류	유기/발표, 합성	태평양, 두산	각질층 보호
Arbutin	유기/합성	바이오랜드 , 엔지켐	피부 미백
3-APPA	유기/합성	태평양	피부 노화 방지
Ascorbyl-3-APPA	유기/합성	태평양	미백
Kojyl-3-APPA	유기/합성	태평양	미백
계면활성제류	유기/합성	미원, 선진, KCI 등	유화, 가용화, 분산
Polymer JR	유기/합성	KCI	두발 사용성 증대
Medimin A	유기/합성	LG 생활건강	주름완화
Cathon CG	유기/합성	KCI	방부제
Bronopol	유기/합성	단일화학	방부제
Paraben	유기/합성	한빛화학	방부제
천연 추출물 류	천연물/추출	바이오랜드 , 유로코스텍 등	미백, 항산화, 노화 예방, 보습
Stazyme PE	효소/안정화	태평양	각질 제거

<자료 산업기술 로드맵 (2002) - 생리활성 정밀화학, 산업자원부>

국내 원료 개발은 1980년대부터 시작되어 1990년대에 들어서는 고기능성 제품에 대한 소비자의 관심이 높아짐에 따라 신소재에 대한 연구 개발과 출시가 본격적으로 이루어졌다. 2001년 화장품법의 제정 및 기능성 화장품에 대한 관련 법규의 시행에 맞추어 학계를 비롯하여 벤처회사, 기존의 생물 산업계에서도 연구방향을 화장품 기능성 원료개발에 많은 노력과 자원을 투입하고 있다. 의약품 개발보다는 상대적으로 진입이 용이하며 시장규모도 적지 않기 때문이다. 타 분야에 비해 기능성 화장품산업은 NT, BT, IT 등과의 접목이 비교적 용

이하기 때문에 적기에 기술 투자를 한다면 기존 화장품 선진국과 경쟁할 수 있는 도약의 기회가 될 수 있으므로 국내 화장품 업체들은 최근 들어 불모지로 여겨졌던 원료의 국산화에 박차를 가하고 있다. 국내 화장품 업체가 외국 기업과 대등한 위치에서 경쟁하기 위해서는 화장품 원료의 개발이 수반되어야 한다.

APPENDIX B. 기능성 화장품 시장 전망

▶ 기능성 화장품 시장 전망

기능성화장품 시장에 대한 업계의 낙관적인 전망은 연평균 50%대의 성장까지 바라보고 있으나 2006년경에 화장품 전체 시장에서 기능성 화장품이 차지하는 비중이 20% 정도가 되는 연평균 20% 정도의 성장률이 보다 현실적인 전망으로 판단된다. 세부적으로는 자외선 차단용 기능성화장품 시장의 성장보다는 피부미백용 및 주름개선용 시장의 성장성이 두드러져 2001년 기준 2천 5백억 원의 시장 규모에서 2003년에는 4천 억 원의 시장 규모로 성장하고 2005년에 이어 2006년에도 급성장할 것으로 전망하고 있다. 이러한 성장이 앞으로도 지속될 수 있다고 판단하는 데에는 다음과 같은 이유가 있다.

(1) 다기능성 화장품 선호

현재 화장품 시장 추세는 단순기능에서 다기능성(주름개선+미백+피부보호) 전문 제품을 출시 비중이 높아지고 있으며, 제품 하나로 복합적인 피부고민을 해결해주는 효능성과 간편성, 경제적인 가격까지 삼박자를 고루 갖춘 다기능성 멀티 화장품 선호 추세다.

업계 선두 기업들이 줄지어 복합 기능성 화장품을 신제품으로 내놓고 있으며, 특히 출원 동향을 살펴보더라도 복합 기능성 원료에 대한 비중이 점차 늘고 있는 것을 확인할 수 있다. 최근 기초 화장품뿐만 아니라 색조 화장품에도 기능성 원료를 첨가하는 제품이 늘어남에 따라 기능성 화장품 원료에 대한 수요가 더욱 증가할 것으로 보인다.

(2) 고령화 사회 진입

최근 한 설문조사에서 “여성노인 88.5%가 화장품 쓴다”¹⁹는 조사 결과가 발표되었다. 이 연구 결과에 따르면, 55세부터 75세까지의 실버 세대 중 88.5%가 화장품을 사용하고 있으며 주름개선 제품과 체취제거 제품을 선호하는 것으로 조사됐다.

¹⁹ 숙명여자대학교 김주덕 교수(원격대학원 화장품융전공)가 전국의 실버 세대 320명을 대상으로 지난해 9월23일~10월14일에 설문 조사한 결과다. (응답자 261명)

한국은 현재 평균수명 증가 및 세계최저수준 출산 등으로 인해 세계적으로 유례없이 빠른 속도로 고령화가 진행되고 있고 예비고령자(55년~63년생)만 약 800만 명에 달하는 것으로 집계되고 있다. 이 같은 상황에서 현재 40세인 한국인은 평균적으로 88~90세까지 살 것으로 예측돼 고령인구에 대한 다양한 친화사업이 발전해 나갈 것으로 보인다. 이러한 사회적 환경에 따라 향후 국내 화장품산업도 노령인구의 관심을 지속적으로 이끌어내는 방향으로 시장 성장이 빠르게 이루어 질 것으로 보이며, 5~60대의 관심인 주름개선과 노화방지에 대한 기능성 화장품 수요가 꾸준히 증가할 것이다.

(3) 아토피 화장품 수요 증가

최근 들어 아토피 관련 상품이 호황을 누리고 있다. 화장품 역시 아토피 관련 상품에 대한 수요가 증가하고 있다. 환경오염, 식습관 변화, 각종 스트레스 등으로 인해 아토피 피부염이 극성을 부리면서 바이오벤처 기업을 중심으로 많은 아토피 화장품을 시중에 선보이고 있다.

아토피 환자는 매년 증가 추세이다. 국민건강보험공단 조사 통계에 따르면 지난 2002년부터 2005년까지 3년간 20대 성인 아토피 환자는 25%가 증가했으며, 60세 이상 고령층에서도 19%가 늘어났다.

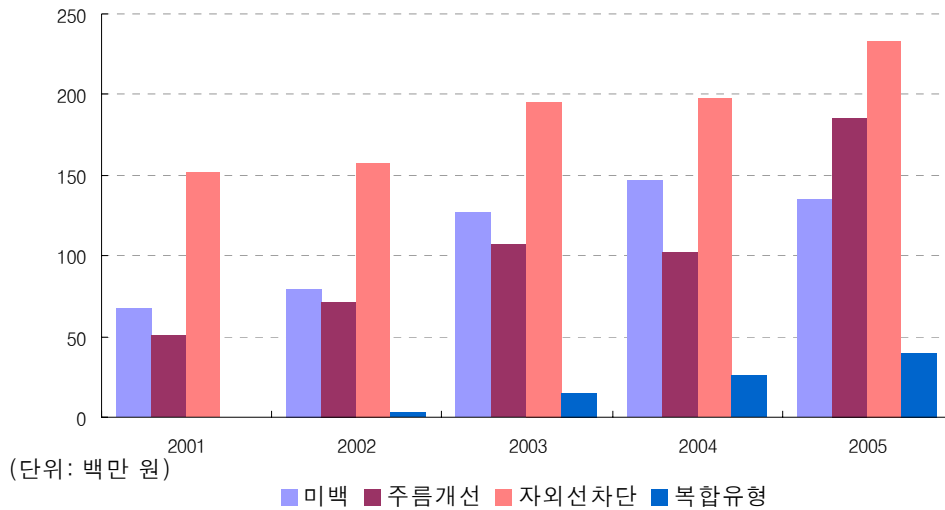
아토피 치료는 많은 사람들이 알고 있듯이 간단하지는 않다. 아토피 피부염의 가장 대표적인 증상인 가려움증은 환자에게 많은 정신적 인 스트레스를 주게 된다. 또 수면을 방해하게 되며 백내장, 세균감염, 바이러스 감염 등의 합병증도 발생할 수 있다. 치료 원칙은 먼저 아토피 피부염을 악화시킬 수 있는 요인들을 제거하고 그 다음으로 증상을 빨리 가라 앉히는 약을 사용하는 것이다. 따라서 아토피 피부에는 보습제나 적당한 화장품, 세안제 등을 세심하게 골라서 써야 한다. 초기에는 중소벤처기업에서부터 시작되어 이제는 대기업까지 아토피 화장품 제품 개발과 생산에 동참하고 있다. 그 결과 아토피 시장 매출이 매년 20% 이상 증가했으며 지난 해는 380억 원까지 성장했다.

▶ 기능성 화장품 생산 현황

식약청이 집계한 기능성화장품심사현황 통계자료에 따르면 2005년에 1,957품목이 기능성화장품 승인을 받은 것으로 집계되었다. 이 수치는 2004년에 기능성화장품으로 허가 받은 1,298품목보다 약 50.8%가 늘어난 것으로 전체 화장품 시장이 정체현상을 보이고 있는 것에 반해 괄목할 만한 성장으로 평가된다. 효능, 효과 별 승인 현황을 보면 전체 1,957품목 중 미백 화장품이 789품목으로 40.3%를 차지하여 가장 큰 점유비를 나타냈다. 다음으로 자외선 차단에 도움을 주는 화장품이 26.73%인 522품목을 차지했고 주름개선에 도움을 주는 화장품은 22.5%인 499품목이었다. 여러 가지 기능을 한 제품에 접목시킨 복합 기능성화장

품의 허가도 큰 폭으로 늘었다. 미백과 자외선 기능을 동시에 갖춘 화장품이 43품목에 달했으며 미백과 주름개선 기능을 갖춘 화장품도 92품목이 인증되었다. 주름과 자외선차단 기능을 함께 갖춘 화장품은 6개 품목이었고 미백과 주름 그리고 자외선 등 세 가지 기능을 동시에 갖춘 복합기능성 화장품도 6개 품목이 식약청의 인증을 받았다. 연도별 기능성화장품 승인현황을 보면 기능성화장품 제도가 처음으로 시행된 2001년에는 477품목이었으나 이듬해인 2002년에는 775품목으로 62.5%가 늘어났다. 2003년에는 1,017품목으로 전년에 비해 31.2%가 늘어나 증가세가 다소 누그러지는 양상을 나타냈으나 2005년에는 한방기능성화장품 시장 진출의 활성화 등 시장 요인에 의해 전년비 50.8%의 성장을 이루었다.

화장품 유형별 생산실적



<자료: 대한화장품협회>