

2009년 11월 13일

바이오랜드 (코스닥, 052260)**BUY****바이오랜드 롤러코스터 탑승 완료****v 화장품 업체보단 화장품원료 업체에 투자가 현명**

제품 품질 및 이미지 변동 위험이 있는 화장품 회사보다는 동사에 투자하는 편이, 예측 불가능한 리스크를 줄이면서도 화장품 시장 성장의 수혜를 누릴 수 있기 때문에 더 나은 투자 전략으로 볼 수 있다.

v 성장하는 시장

후방산업인 화장품 시장, 그 중에서도 기능성화장품 시장은 계속 성장 중이다. 특히, 중국의 성장세가 눈에 띄는데, 제품 안정성과 신뢰성을 매우 중요하게 여기는 화장품업체들의 특성 상, 국내시장에서와 별 차이 없이 이 수혜를 모두 받을 것으로 전망된다.

v 경쟁에서 자유로운 시장 지위

생물추출물 화장품원료산업의 경우, 동사가 만들어 내는 원료가 다른 화장품 원료 회사와 완전히 똑같은 경우는 거의 발생하지 않으며, 설사 겹친다고 할지라도 약간씩의 변형을 통해 언제든지 틈새시장을 만들어 낼 수 있기 때문에 타 업체와의 경쟁에서 비교적 자유로운 편이다. 더군다나 동사는 국내 유일업체.

v 선점효과 통한 영업력과 매출처 증가의 선순환

국내 유일업체로써 선점효과를 통해 수년간 쌓아 올린 국내/외 매출처와의 관계, 그리고 특허 획득 등 인정받은 기술력 등은 영업력을 증가시켜 매출처를 더욱 늘리는 선순환 구조를 가지고 있다.

v 수년간 투자한 사업, 이익실현 타이밍 근접

신종플루를 계기로 진단시약 사업은 그 자리를 잡아가고 있고 이미 어느 정도 매출액 증가를 보여주고 있다. 여기에 인공장기 사업도 일부는 공급이 이루어지고 있고 다른 제품도 의료보험수가 절차만 남겨둔 상황이라 내년이면 본격적인 매출 흐름이 발생할 것으로 전망한다.

v 신사업 통한 사업 포트폴리오 변화

생물추출물 원료 사업에만 치중되어 있던 BM에 진단시약 및 인공장기 등 의학부문 매출이 더해지게 되면 보다 다양한 포트폴리오 구성으로 시장변동에 더욱 안정적인 구조를 갖게 될 것이다.

적정주가:

15,522원

현재주가:

13,000원 (11/13 증가)

상승여력: 19.4%

시가총액 979억원

ROE 15.87%

ROA 12.61%

영업이익률 20.91%

배당수익률 3.4%

P/E Ratio 10.52

P/B Ratio 1.67

주요주주:

이택선

외 특수관계인 (37.65%)

SKC (9.75%)

외국인지분율: 0.42%

SMIC 리서치 4팀

팀장 박종진

팀원 김승현

윤상은

이영웅

I. 기업

1. 개요

**생물 추출물을 이용한
원료사업 영위.**

주식회사 바이오랜드는 생명공학기술을 바탕으로 생물로부터 일상생활에 필요한 유효물질을 추출, 이를 화장품 및 의약품, 기능성 식품의 원료로 생산, 판매업을 영위하고 있다. 동사는 1995년에 설립되어 이듬해 서울에서 천안공장으로 본사를 이전, 현재는 천안을 비롯, 안산과 오청에도 공장을 가동시키고 있고 중국 상해에 현지 원료 개발 연구소를 운영 중이다. 계열회사는 보유하고 있지 않다. 기업공개는 2001년 5월 코스닥시장 상장으로 하였고 현재 750만 주가 유통되고 있다.

2001년 코스닥 상장

**2007년 3자 배정 유상
증자 실시, SKC 130억
투자**

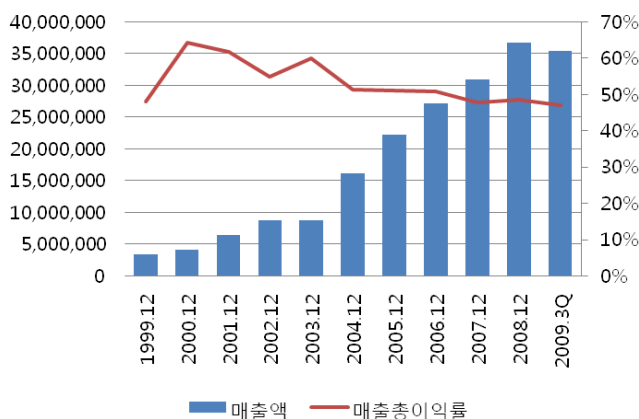
주주의 분포는 창업자이자 최대주주인 이택선 이사와 공동창업자 정찬복 대표이사를 포함, 특수관계인 8인이 총 37.62%의 지분을 소유하고 있고, 2007년 8월 실시했던 제3자 배정 유상증자에서 SKC가 130억을 투자하며 전략적 제휴관계를 맺었다. 현재 SKC의 지분은 2009년 8월 일부 매각하여 9.75%이다.

**매출액, 순이익 모두
꾸준한 상승, 2009년
성장세 더욱 증가**

동사는 설립 이후 꾸준히 높은 매출액 성장을 이루어 왔다. 이익률 또한 큰 폭의 등락 없이 20% 수준에 머무르며 안정적인 영업을 시사하고 있다. 올 3분기 누적매출 또한 전년 동기대비 약 29.7%의 성장률을 보였고 순이익 성장은 무려 61%를 기록하며 외형적, 내형적 모두 높은 성장을 이루었다. (그림 1, 그림 2)

그림 1. 매출액과 매출총이익률

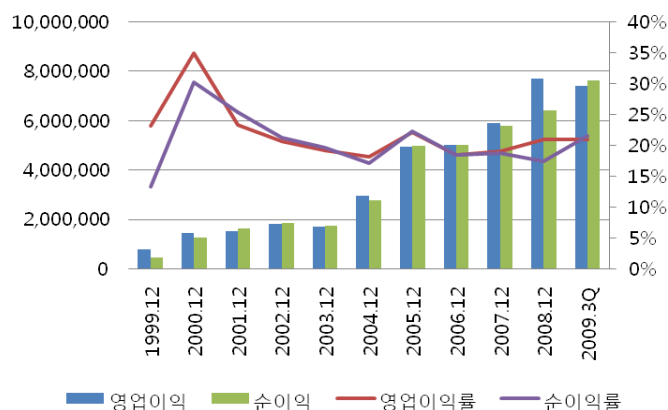
(단위: 천 원)



출처: 보도자료, SMIC 리서치 4팀

그림 2. 영업이익과 순이익

(단위: 천 원)



출처: SMIC 리서치 4팀

화장품원료 비중 가장 높음, 내수가 수출에 비해 월등

동사의 매출액 비중은 화장품원료가 66%로 가장 높고 그 뒤를 기능성식품원료, 의약품원료사업이 잇고 있으며 기타에는 진단시약 및 신사업 등이 있다.(그림 3) 2008년 기준으로 동사의 매출액 중 내수가 약 85%로 그 비중이 수출에 비해 월등히 높다. 이는 아직 국내 화장품업체들이 해외에 생산공장을 보유하지 못한 탓에 납품이 국내로 몰리고 있기 때문이다.

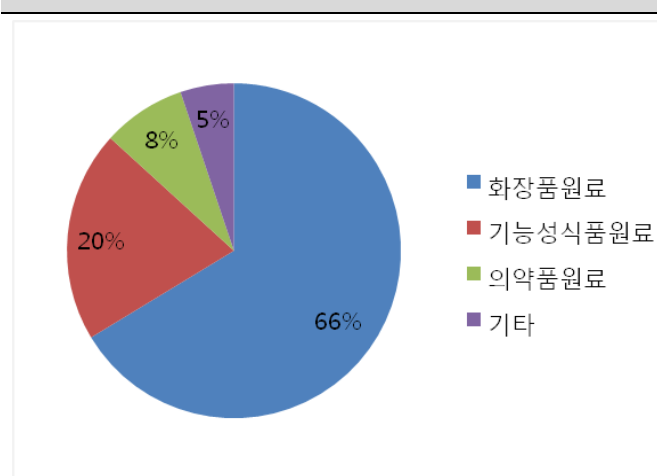
다품종 소량생산, 매우 다양한 매출처, 안정적인 이익변동성

동사가 영위하고 있는 생물추출 원료 사업의 주요 특징은 다품종 소량생산으로 동사의 거래처 수는 280여 개에 이르며 이는 안정적인 이익을 가능케 해주고 있다. 동사의 주요 거래처로는 화장품원료의 경우 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코스맥스 등이 있고, 식품원료는 마임, KT&G, 의약품원료로는 동아제약 등이 있다.(그림 4) 판매경로는 업체들로부터 수주를 받은 뒤 납품을 하는 B2B 방식으로 행해지고 있고 해외수출의 경우 해외대리점에 직접 영업을 통해 납품 계약을 체결하고 있다.

수입원료 대체, 수출증대, 잠재시장 개발, 신규시장 진출 진행 중

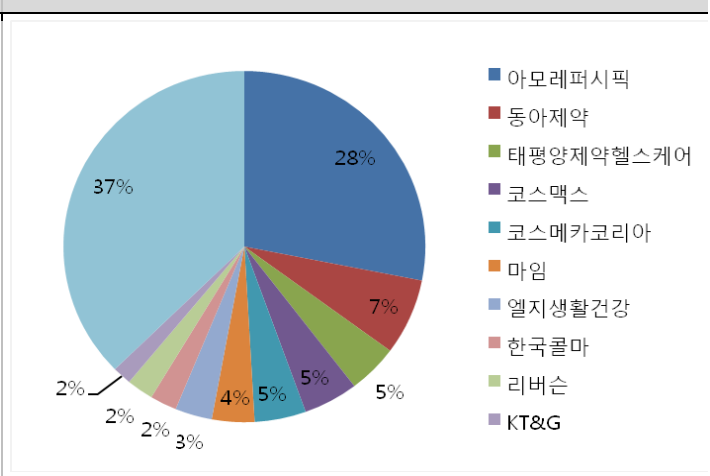
동사의 사업부분 전략은 1) 수입원료 대체: 수입에 의존하는 화장품원료의 국산화를 통한 수입 대체, 2) 수출증대: 알부틴 등 국제 경쟁력 있는 제품의 지속적인 개발로 수출증대, 3) 잠재시장개발: 의약품, 식품 등 유사업종의 잠재시장개발로 매출증대, 4) 신규시장 개발: 인공피부, 인공각막 등 새로운 시장 개발, 로 현재까지 큰 무리없이 진행 중에 있다.

그림 3. 매출액 비중 (2009년 3분기 누적 기준)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

그림 4. 매출처 (2009년 상반기 기준)



출처: 바이오랜드, 키움증권, SMIC 리서치 4팀

2. 사업

화장품 원료

**국내 유일 생물원료
생산업체, 시장 독과점
달성**

동사의 매출액의 1위 비중을 차지하고 있는 화장품원료 사업은 다른 화학원료 업체들과는 달리 생물에서 추출한 원료를 가공하여 생산한다. 이러한 생물추출 화장품원료 생산은 국내에선 유일하며, 알부틴과 같은 원료는 일본, 미국, 스위스 등 해외업체와 경쟁하고 있으나 국내 화장품업체의 납품 경우 거의 독과점을 달성하고 있다.

**기능성 화장품 용 제
품 생산. 알부틴 비중
전체 매출의 27%**

동사가 생산하는 화장품원료는 모두 기능성 화장품 용으로 주요제품으로 미백제로 쓰이는 알부틴, 유효성감초, 자극완화제인 마치현추출물, 보습제인 히아루론산, 등이 있으며 이중 알부틴이 단일 품목으로 2009년 3분기 기준 전체매출의 약 27%를 차지하며 동사 주요제품으로 자리잡고 있다.

**매출 계속 상승 중, 기
능성화장품시장 및 중
국시장 성장으로 가속
불을 듯**

화장품원료의 매출액은 지난해 260억 원으로 2007년 대비 13% 상승하였다. 2009년 3분기 매출 규모는 이미 240억을 달성하여 당기 말에는 2008년보다 더 증가한 액수를 기록할 것으로 예측된다. 화장품 시장, 특히 기능성 화장품 시장의 성장이 이러한 매출액 증가를 견인하였고 중국시장 등 신규시장의 잠재성이 크기 때문에 성장세는 더욱 가속이 붙을 것으로 보인다.

**매출처 다변화로 안정
적 이익률**

매출처는 아모레퍼시픽이 압도적이긴 하지만, 아모레퍼시픽의 국내 화장품 시장점유율이 35%를 넘는 것을 감안하고 또한 국내 거의 모든 화장품 회사에 원료를 납품하고 있는 사실로 보아 분명 매출처 다변화를 이루었다고 볼 수 있다. 이는 동사의 수년째 일정한 영업이익률로도 간접적인 확인을 할 수 있다.

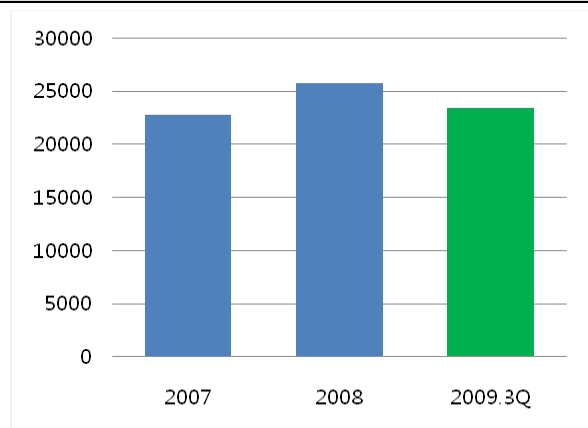
그림 5. 동사 제품을 사용한 화장품



출처: 바이오랜드

그림 6. 화장품원료 매출액 추이

(단위: 천 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

**산업 특성상 동사의
시장 지위 지속 가능
성 높음**

생물에서 소량 채취하여 제품을 가공 생산하는 특성상 기술의 축적이 매우 중요하고, 제품의 안정성에 민감한 화장품업체들의 품질 요구 조건 때문에 신규업체의 진입장벽이 높아, 수년간 사업을 영위해 온 바이오랜드의 시장 위치는 지속될 것으로 보인다. 화학원료를 제한 전체 생물원료시장에서 동사의 점유율은 2007년 24%, 2008년 25%로 전체 시장의 1/4를 차지하고 있으며, 경쟁이 있는 알부틴을 제외한 동사의 다양한 독자 제품들은 해외 경쟁업체가 원료조달 및 생산하기가 어렵기 때문에 그 시장지위가 수치로 나타난 점유율 보다 훨씬 높을 것으로 예측된다. 화장품원료 전체 시장에선 약 5%의 점유율을 지속하고 있다.

**원재료 대부분 국내
조달, 환율 및 규제 위
험성 낮음**

동사의 제품들은 국내의 천연물, 미생물 등에서 그 원료를 얻기 때문에 원재료는 대부분 국내에서 조달이 가능하다. 따라서 선진국의 원료의존도가 낮아 환율 및 수입규제 등에 따른 위험성이 적다. 또한, 국내 화장품업체들의 경쟁심화와 시장상황에 따른 수익률 저하로 가격경쟁력이 있는 국산원료의 선호가 높아짐에 따라 동사의 매출도 함께 증가하고 있다.

지속적인 신제품 개발

생물추출이라는 특성상 새로운 추출대상이 발견되면 그 종류와 개발 가능성이 무궁무진하기 때문에 지속적인 신제품 개발에도 힘쓰고 있다. 주름개선제로 굴피나무 추출물이 식약청기능성원료에 등재되었고 유니베라 제춤에 사용 중이며, 신규 제품으로 산거울 추출물 또한 개발 중이다. 미백효과가 있는 고삼 추출물은 임상시험 완료 및 식약청허가 진행 중이며 허가시 바로 소망화장품 미백라인에 적용될 예정이다.

기능성식품 원료

**건강기능식품 시장의
성장, 생산실적 8,000
억 원 이상**

동사는 웰빙 트렌드에 따른 건강식품 시장 규모의 성장으로 그 혜택을 보고 있다. 국내 건강기능식품 생산실적은 2004년 5,860억 규모에서 2008년 8,031억 원으로 CAGR 8% 이상의 성장을 보여왔다. 2008년 전체 시장규모는 2조 5000억을 훨씬 상회할 것으로 업계는 추정하고 있다.

매출액 상승폭 가파름

동사의 기능성식품 원료는 매출 비중 약 20%로 동사의 사업부 중 화장품원료에 비해 두 번째로 크며, 매출액은 시장 성장에 맞추어 매년 상승하고 있다. 2007년 45억 수준에서 2008년엔 70억, 2009년 3분기에는 이미 전년 매출보다 높은 72억을 기록하며 지속적인 성장세를 보여주고 있다. (그림 7)

**주요 매출처 수요 증
가 예상**

주요 제품으로 홍삼농축액분말, 식품용 히아루론산, 녹차추출물, 글루코사민분말, 상업추출분말 등이 있으며 한국인삼공사, 마임 (구 알로에마임) 등에 납품하고 있다. 한국인삼공사의 경우, 정관장 브랜드를 선두로 2006년 4,300억에서 지난해엔 6,200억 원의 매출을 늘리며 고속 성장하고 있고 올해 홍삼 이외의 건강기능식품 시장에 출사표를

던저 추후 동사의 매출처 비중은 늘어날 것으로 보인다.

의약품원료

천연추출물 기술을 이용한 한방의약품 원료 생산

매출비중의 약 8%를 차지하는 의약품원료는 동사의 천연추출물 정제기술을 바탕으로 우수약품 관리기준(BGMP)에 따라 애엽, 황백, 치자, 산초 등의 한방의약품 재료로부터 연조엑스, 건조엑스, 유동엑스, 토크제 등 다양한 형태의 제품으로 가공하여 제약 회사에 납품하고 있다.

한방의약품 시장 침체로 하락하였으나 올해 다시 회복세

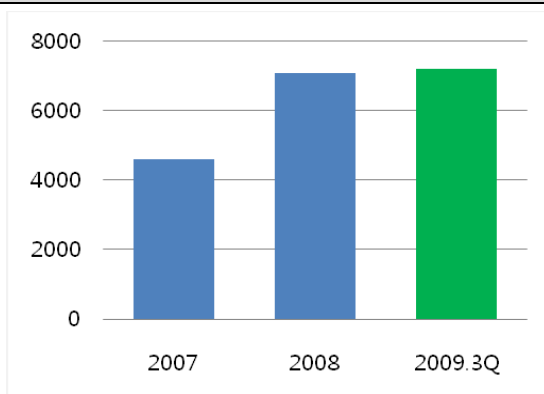
매출액은 최근 침체되어 있는 한방의약품 시장 때문에 지난해 전년 대비 14% 하락한 28억 원을 기록하였으나, 올 3분기 다시 소폭 상승을 그리며 예년 수준을 회복할 것으로 보인다. (그림 8)

기타

신종플루 특수에 따른 진단시약 선전, 인공장기 매출은 내년쯤 본격적으로 시작될 듯

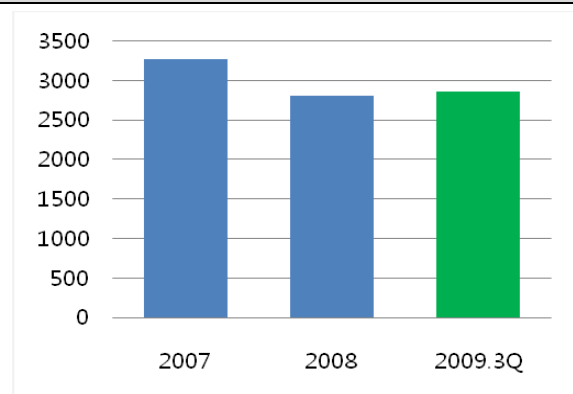
기타 부문에는 진단시약사업, 인공장기사업 등이 포함되어 있다. 현재 매출액 비중은 5%로 미미한 상태이나 올해 3분기 신종플루 확산에 따른 진단시약 매출 증가로 단일 제품에서 지난달까지 15억 원의 매출을 올렸고, 이 레퍼런스와 인지도 향상을 바탕으로 향후 성장이 예상된다. 기존의 제품들은 그 매출 규모는 작으나 이미 말레이시아, 베트남 등 동남아 국가로 수출되고 있다. 인공장기사업의 제품들은 일부 제품만 공급이 되고 있고 나머지는 의료보험수가 조정 및 허가 등을 기다리고 있는 상태로 내년부터 본격적인 매출액이 발생할 것으로 전망한다.

그림 7. 기능성식품원료 매출액 추이 (단위: 천 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

그림 8. 의약품원료 매출액 추이 (단위: 천 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

3. 재무 상황

안정성 지표 양호

동사의 재무상태는 안정적인 편이다. 부채는 일정 수준을 유지하는 반면 총자산은 꾸준히 늘어나고 있고, 이에 따라 높은 유동비율과 낮은 부채비율을 지속하고 있다. 생산량 증가에 따라 설비를 늘려야 하는 제조업의 특성상 이런 동사의 재무특성은 바람직하다고 볼 수 있다.

3분기 상승하는 ROA, ROE, ROIC, EPS

그림 2에서 보는 바와 같이, 동사의 ROA, ROE, ROIC는 모두 순이익이 수년간 꾸준히 상승하며, 자산과 자본이 증가함에도 불구하고 2009년 3분기 들어 상승세를 기록했다. 또한 순이익의 증가는 EPS도 상승시켜 유상증자로 잠시 주춤했던 성장세를 올 3분기 들어 전년 대비 20% 가량 증가시켰다.

영업외손익/손실, 환율 차이/차손 적음, 환율 관련 파생상품 없음

계열회사가 없는 관계로 영업외손익/손실에서 큰 움직임이 없어, 영업이익과 순이익의 차이가 거의 없다. 원재료의 대부분을 국내에서 공급받기 때문에 환율변동에 큰 차이/차손 또한 적으며, 현재 보유한 파생상품으로 환율관련 파생상품 없이 원금비보장 삼성전자, 기업은행 연계 ELS와 원금보장 롯데쇼핑, KT&G 연계 ELS를 가지고 있고, 2008년 말 평가손실은 11억5천만 원이었다.

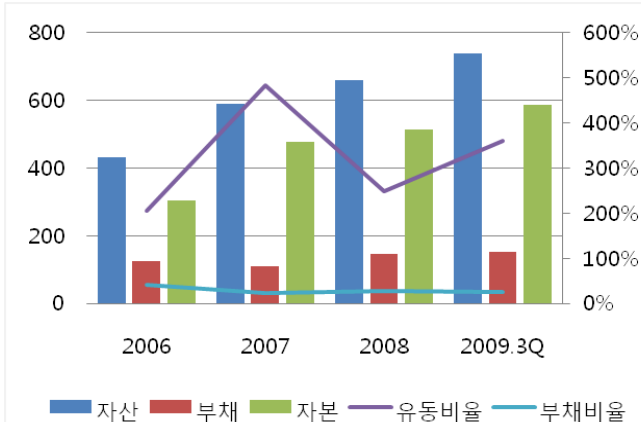
높은 CCC 그러나 일정 수준 유지

화장품 원료 공급업체로 대형 업체들과 계약을 하다보니 CCC는 꽤 높으나 상승세 없이 수년간 일정한 수준을 유지하여 영업 지위에는 큰 문제가 없어 보인다.

괜찮은 배당률 3.4%

현금배당성향은 줄곧 20% 중반대를 유지해왔고 2008년 현금배당수익률은 3.4%로 나쁘지 않은 배당액을 기록하였다.

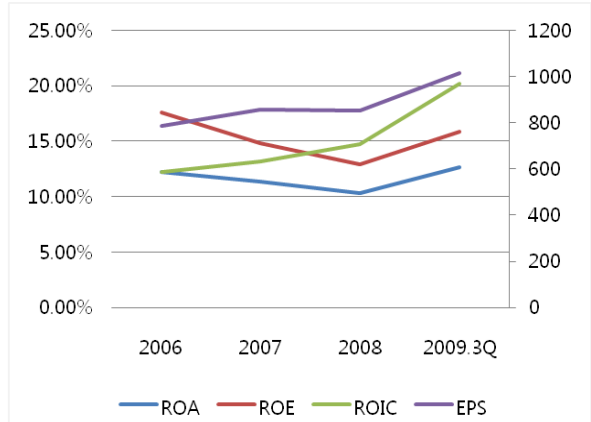
그림 9. 안정성 지표



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

그림 10. ROI 지표

(단위: 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

II. 투자 매력

1. 화장품 업체보다는 화장품원료 업체 투자가 현명

화장품 원료업체가 화
장품업체보다 더 매력
적

한국을 비롯 주변국의 소비 수준이 높아지고 외모에 대한 관심이 함께 늘어남에 따라 화장품과 같은 미용 용품의 시장은 성장 중에 있다. 이에 따라 화장품 업체 또한 매력적인 투자처로 거론이 되곤 하는데, 이보다 더 나은 대안이 있다. 바로 화장품원료 업체에 투자를 하는 것이다.

화장품회사는 브랜드
이미지가 매우 중요

화장품 회사는 여러 가지 예측 불가능한 시장 변수와 위험에 노출되어 있다. 화장품이 다른 공산품 및 생활용품과 비교해 가지고 있는 특성은 제품의 안전성과 더불어 브랜드 이미지가 매우 중요하다는 것이다.

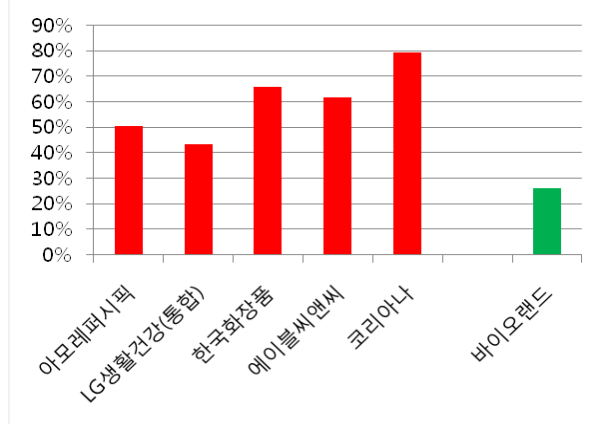
한번 추락한 이미지는
그 회복에 상당한 비
용과 시간이 듭

한가지 예로, SK-II 중금속 파동을 들 수 있다. 2006년 9월 중국당국은 SK-II 화장품에서 크롬과 네오디뮴 등 중금속이 검출되었다고 발표했다. 이 결과로 중국 전역의 SK-II 매장에 반품을 요구하는 소비자들이 몰렸고, 또한 국내에도 이 소식이 보도되면서 중국과 같은 항의, 반품요구 소동이 일어나게 되었다. 파문이 확산되자 SK-II를 생산하는 P&G는 생산과정에서 절대 중금속 성분을 첨가하지 않았다는 해명글과 검출된 수준은 인체에 무해한 수준이라고 주장을 하였고, 국내 식약청에서도 안전한 수준으로 결론 지었다. 하지만 SK-II에 대한 일련의 소동은 이미 발생하고 난 뒤로, 조간신문에 일제히 4단 통광고를 싣는 등 SK-II는 이때 추락한 이미지를 다시 바로 잡는 데 상당한 비용과 노력이 들었다. 수년이 지난 현재까지도 일부 소비자들은 여전히 안 좋은 인식을 갖고 있다.

그림 11. SK-II 조건신문 4단 전면 의견광고



그림 12. 국내 주요 화장품 업체 판관비율



출처: 보도자료, SMIC 리서치 4팀

출처: SMIC 리서치 4팀

한 제품의 스캔들이
회사전체에 영향,
화장품 업체들의 높은
판관비 지출,

시장변수에 민감함은
분명한 할인요소

이와 같이, 화장품 회사의 경우 제품의 결함 혹은 스캔들이 발생하게 되면, 비록 그것이 거짓 루머라 할지라도, 그 피해가 장기적으로 회사에 영향을 미치게 된다. 자동차나 가전제품의 리콜과는 차원이 다르다. 한 제품의 구설수가 다른 제품의 매출에도 영향을 미쳐 때로는 회사 전체에 큰 타격을 주기도 한다. 이러한 점을 잘 알기에 화장품 회사들은 늘 매출의 상당부분을 판관비로 지출하며 각 브랜드 이미지 구축과 지속에 힘을 기울이고 있다. (그림 11) 특히, 거대한 중국시장은 모든 화장품 업체에게 앞으로 꼭 공략해야 할 시장인데, SK-II의 예에서 보듯이, 예상치 못한 악재나 중국정부 정책에 따른 난관이 언제나 존재하고 있다. 이는 화장품 업체에게 큰 위험요소로 투자 매력에 있어서 분명 할인요인으로 작용하게 된다.

화장품원료 업체는 이
러한 할인요소로부터
자유로움,

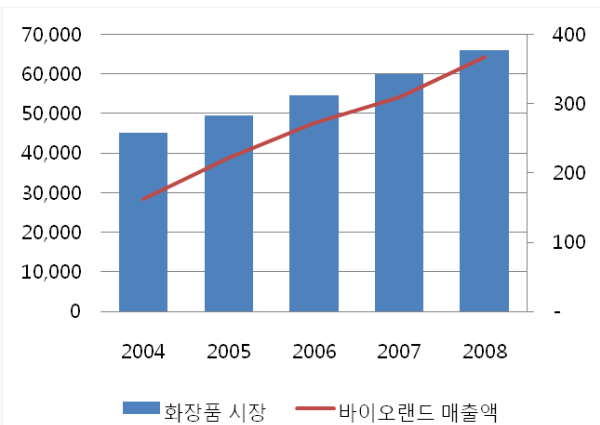
매출처 다변화를 통한
이익변동성 안정화

하지만, 화장품 원료 제공업체는 이러한 할인요소가 없다. 매출처가 다양하기 때문에 어느 한 회사의 타격이 직접적인 피해로 다가 오지 않으면서 화장품 시장이 성장하게 되면 이 혜택을 고스란히 받게 된다. 그림 12에서 보는 바와 같이 동사의 매출액 증가는 화장품 시장 성장과 그 흐름을 같이 하고 있다. 또한, 동사의 다품종 소량생산 방식과 매출처 다양성은 시장 변수에 따른 이익변동성을 줄임으로써 훨씬 안정적인 실적 성장을 보여줄 수 있다. 이는 주요 화장품 업체 대비 동사의 베타값이 1에 매우 근접하다는 점을 통해 간접적으로 알 수 있다. (그림 13)

화장품 원료업체 투자
가 진정한 시장성장
수혜 누리는 길

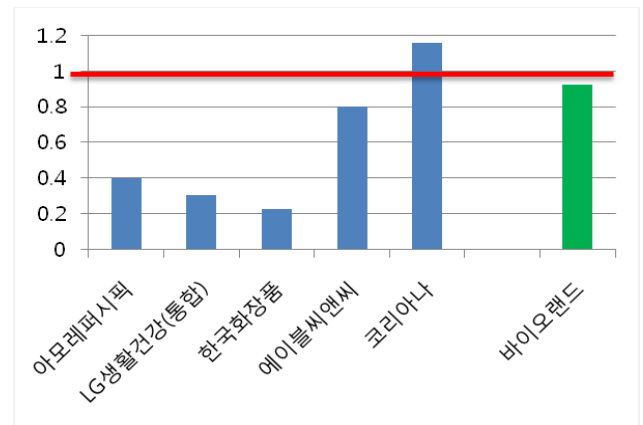
즉, 제품 품질 및 이미지 변동 위험이 있는 화장품 회사보다는 동사에 투자하는 편이, 예측 불가능한 리스크를 줄이면서도 화장품 시장 성장의 수혜를 누릴 수 있기 때문에 더 나은 투자 전략으로 볼 수 있다.

그림 13. 화장품시장(좌)과 동사 매출액(우) (단위: 억 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

그림 14. 최근 1년 베타 (β) 비교



출처: SMIC 리서치 4팀

2. 성장하는 화장품 시장, 그리고 중국

소비심리 위축에도 화장품 시장 15.9% 성장

2008년 국내 화장품 시장의 규모는 경기 부진에 따른 소비 심리 위축에도 불구하고 4조 7200억 원의 생산실적을 달성하며, 전년대비 약 15.9%의 성장률을 보였다. 이는 화장품이 소득 및 생활 수준과 밀접한 연관이 있음에도 불구하고, 제품의 프리미엄화와 제품에 대한 로열티가 높아 타 소비제품 대비 경기와 무관하게 성장할 수 있었던 것으로 보인다. 사람들의 미용에 대한 욕심과 소득수준이 늘어남에 따라 앞으로도 국내 화장품 시장은 꾸준한 성장을 할 전망이다.

잠재성이 큰 중국시장, 수입화장품 연평균 30% 성장

한편, 급격한 속도로 성장하고 있는 중국 화장품 시장을 살펴볼 필요가 있다. 현재 중국 화장품 시장 규모는 한국의 2.4배 달하지만 1인당 화장품 소비매출은 1/10 수준에 불과하여 그 성장 잠재력이 상당히 크다고 볼 수 있다. 특히 중국의 수입 화장품 시장은 연평균 30%에 달하는 고성장을 하고 있으며 그 중 국내 화장품 기업들도 한류 열풍에 힘입어 좋은 성적을 보이고 있다. 이는 동사의 원료가 들어가는 제품의 수요가 증가하는 것이므로 곧 동사의 수혜로 연결된다고 볼 수 있다.

화장품원료 현지 조달은 불투명, 위험요소 아님

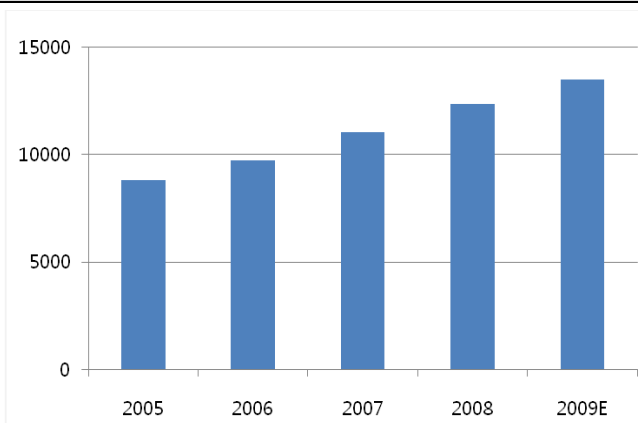
만약 국내 화장품 기업들이 중국 내 점유율이 커짐에 따라 좀 더 효율성을 높이기 위해 생산 공장을 현지법인으로 세우고 원료비 절감을 위해 더 이상 원료를 한국에서 수입하지 않고 중국에서 직접 조달 받게 되는 위험성은 없는 것일까. 하지만 이는 가능성 있는 위험으로 보기 힘들다.

제품 안정성이 브랜드 이미지로 직결되는 화장품은 검증된 원료 사용 고수

앞서 언급했듯이, 화장품 기업들은 기업의 이미지가 중요하기 때문에, 화장품 원료에 부작용이 생겨 매출에 큰 타격을 입게 되면 다시 회복하기 어렵다. 따라서 국내 화장품 기업의 경우 중국으로 활발한 진출을 하더라도 검증되지 않은 중국의 값싼 원료들을 사용하기 보다는 수년간 품질이 검증된, 신뢰할 수 있는 국내 기업의 원료를 받아서 쓸 것으로 보인다.

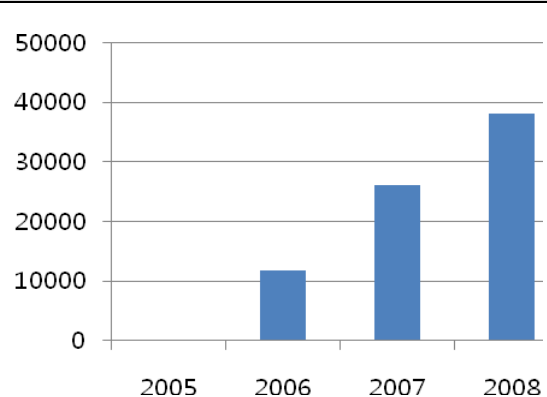
그림 15. 중국 화장품 시장 규모

(단위: 십억 위안)



출처: Shanghai Daily, SMIC 리서치 4팀

그림 16. 아모레퍼시픽 해외진출실적 (단위: 백만 원)



출처: 아모레퍼시픽, SMIC 리서치 4팀

중국 고급원료는 극심한 공급 부족 상태, 외자업체들 원료 수입의존

현재 중국 화장품 원료 시장은 공급이 수요를 넘어 공급과잉 상태에 있다. 하지만 이는 저급 원료에만 해당되는 것으로, 고급 원료의 경우 이와는 상반된, 극심한 공급 부족에 시달리고 있다. 그래서 중국 내 외자기업의 경우, 제품 80% 이상이 중국 내에서 생산되고 있지만 원료의 75~90%는 수입하고 있는 실정이다. 이것을 통해서도 한국 화장품 기업들의 중국 진출은 동사에게 호재로써만 작용할 것으로 확신된다.

중국 연구소에선 현지 원료 개발 연구, 현지화 이미 착수

더불어, 동사는 이러한 변화에 맞추어 중국 상해법인을 설립하여 해외 진출의 계획을 현실화 시키고 있다. 아직 한국 기업들의 중국 내 생산 공장이 거의 없기 때문에 현재로선 생산설비 및 영업망을 구축 하지 않고 연구 및 준비단계 수준에 머물러 있지만, 화장품 시장의 내수성을 감안하여 국내 생물이 아닌 중국 내 생물에서 추출 원료 발굴 연구를 하는 등 중국진출에 대한 준비를 하고 있다.

3. 기능성 화장품의 확대

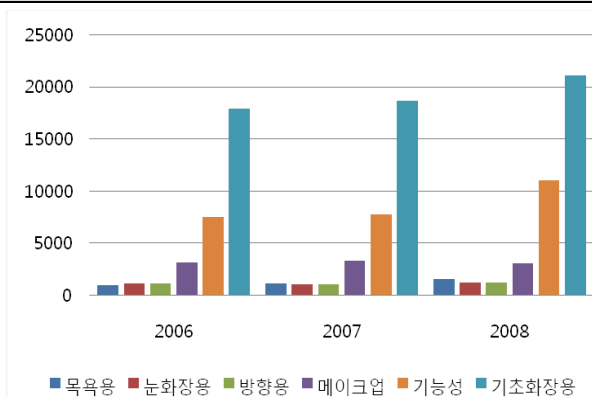
기능성화장품이 화장품시장 성장 견인

국내 화장품 시장의 성장을 견인하는 분야로는 단연 기능성 화장품 분야를 뽑을 수 있다. 동사의 생물추출 원료는 특정한 효력을 지닌 기능성원료를 주력으로 생산하기 때문에 바로 이 기능성 화장품의 성장에 주목할 필요가 있다.

소비자의 수요에 따라 기능성화장품 시장 빠르게 성장

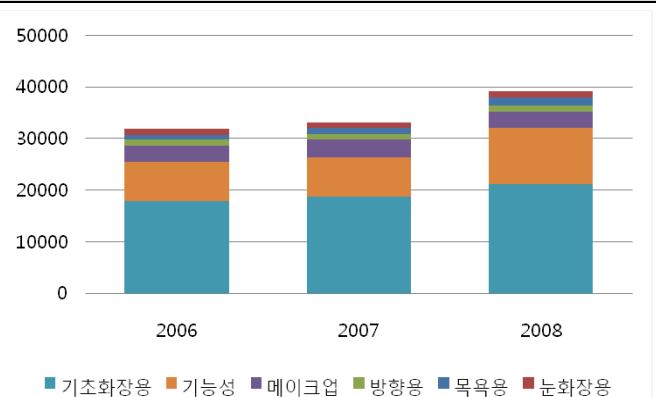
사람들의 화장품에 대한 기대가 예전에는 단순한 외모의 돋보임 기능만 추구했었던 것에 비해, 현재는 자신의 피부 상태를 근본적으로 개선시켜 줄 제품을 찾기 시작하면서 이를 충족시켜주는 기능성 화장품의 시장이 빠르고 꾸준한 성장을 하고 있다.

그림 17. 화장품 품목별 매출 추이 (단위: 백만 원)



출처: KISLINE, SMIC 리서치 4팀

그림 18. 화장품 품목별 매출 비중 (단위: 백만원)



출처: KISLINE, SMIC 리서치 4팀

식약청 기능성원료 규제와 동물성 원료 사용 규제는 동사에게 유리하게 작용

이러한 상황에서, 2000년 7월에 제정된 기능성 화장품 관련 법규에 의해 식약청의 검증을 받은 원료만 그 효능을 광고할 수 있게 됨에 따라, 수년간 업계에서 기술력을 쌓아 오며 주요 제품들에 대해 특허 및 검증을 받아온 동사는 그 기능성 화장품 원료 수요 증가의 혜택을 지속적으로 받을 수 있다. 또한 최근 광우병 및 조류독감으로 동물성 원료 사용이 규제됨에 따라 동사의 주력인 식물성 원료는 그 수요가 더욱 증가할 것으로 보인다.

주력제품 알부틴 꾸준한 성장

동사의 기능성화장품 원료 중 주력제품이자 미백 효능 원료로 널리 쓰이는 알부틴은 시세이도에서 개발, 사용하기 시작하여 전세계적으로 가장 많이 사용되고 있는 미백제 원료이다. 전체 미백화장품의 약 65%를 차지하고 있으며 국내시장은 2,000억 원 정도로 추정되고 있다. 식약청에서도 미백 기능성 화장품에는 알부틴이 2% 이상 들어야 된다고 고시되어 있다. 2001년 동사가 알부틴 중간체의 제조 방법을 특허 취득함에 따라 전량 수입하던 알부틴을 공급하기 시작하여 2009년 현재까지 꾸준한 성장을 하고 있다. 외국에서 들어오는 원료에 비해 가격경쟁력을 가지기 때문에 성장 추세는 앞으로도 이어질 것으로 예상된다.

알부틴 생산 경쟁사, 모두 위협 못 됨

알부틴 제조 관련 특허를 받은 또 다른 국내 기업은 엔지켐, 지에프씨, 한솔케미칼이 있는데 엔지켐과 지에프씨의 경우에는 현재 생산계약이 거의 미비한 상태이며 한솔케미칼의 경우에는 특허 유지비를 내지 않아 소멸 당한 상태로 국내 경쟁사로 인한 출혈은 거의 없을 것으로 볼 수 있다.

알부틴 대체 물질, 별 볼일 없음

알부틴의 대체 물질로 알파 알부틴 및 알파 멜라이트 등이 있지만 여전히 피부과나 소규모 화장품 업체에서만 판매되고 있어 화장품원료로서는 그 가치를 크게 인정받지 못하고 있는 실정이다. 동사는 이 밖에 효능이 뛰어난 원료 및 이 원료들을 배합하는 방법 등을 계속하여 특허 취득함에 따라 기술력을 꾸준히 증대시키고 있다. 따라서 성장하고 있는 기능성 화장품 원료 시장에서도 동사가 앞으로도 계속 우위를 가질 것으로 본다.

그림 19. 알부틴 관련 특허 상황



[특허실용] 아르부틴 중간체의 제조방법(Preparation method of arbutin intermediats)

[상세보기](#)
[전문보기](#)

•출원번호 : 1020000027129 •국제특허분류 : C07D309/02 •최종처분 : 등록

•출원인 : 주식회사 바이오랜드, 한국화학연구원

본 발명은 하기 화학식(I)의 아르부틴 중간체의 제조방법에 관한 것으로, 화학식(III)의 베타-D-펜타아세틸글루코스와 화학식(II)의 하이드로퀴논 혹은 모노보호기를 갖는 하이드로퀴논을 반응촉매로서 루이스산과 염기를 동시에 사용하여 반응시키는 것을 특징으로 한다. 상기식에서, Ac는 아세틸그룹이고, R은 수소 또는 탄소수 1...

출처: 특허청

4. 동사의 경쟁 우위

경쟁업체와 동일한 제품이 거의 없고, 틈새 시장 생성이 쉬워 경쟁에서 자유로움

화장품 산업 조차도 다품종 소량생산의 성격이다 보니 전방산업인 화장품원료 산업은 이보다 더 세분화된 다품종 소량생산 성격을 보이고 있다. 특히, 동사의 사업부분인 생물추출물 화장품원료산업의 경우 이 정도가 더욱 심하여, 동사가 만들어 내는 원료가 다른 화장품 원료 회사와 완전히 똑같은 경우는 거의 발생하지 않으며, 설사 겹친다고 할지라도 약간씩의 변형을 통해 언제든지 틈새시장을 만들어 낼 수 있기 때문에 타 업체와의 경쟁에서 비교적 자유로운 편이다.

비경쟁구도+매출처 다양화+품질 인증을 통해 협상력과 이익률 유지

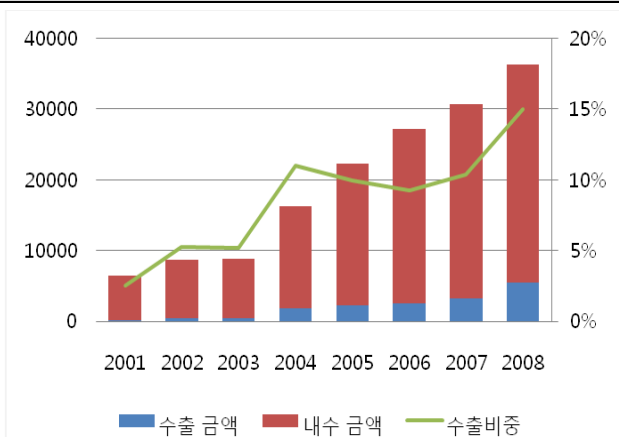
동사의 주 경쟁업체인 일본의 Maruzen 등, 미국, 스위스의 생물추출원료 업체들은 각자 자기 지방의 생물로부터 원료 연구 개발을 하게 되는데, 한국 내에서 업체는 동사가 유일함에 따라 이러한 비경쟁 구도는 업계의 지속적인 특징이라고 할 수 있다. 여기에 덧붙여, 앞서 언급한 대로 동사는 매출처를 다양화시키고 끊임없는 품질 인증을 통해 협상력을 증대 시키고 있다. 이는 2001년 IPO이후 원가공개 후 단기적인 이익률 하락 이후에 현재까지 비교적 일정한 이익률을 유지하고 있다는 점에서 확인할 수 있다.

후방산업 특성상 신규 업체 진입장벽 높음, 동사의 선점효과 계속 유지

동사의 또 다른 경쟁력으로는 선점효과가 있다는 점이다. 생물원료사업도 일종의 정밀화학산업 분야라 아무 기업이나 진출하여 똑같은 원료를 생산해낼 수 있는 것이 아니며, 만약에 신규 기업이 비슷한 기술력을 가지고 뛰어들다고 해도 제품 신뢰성 및 안전성이 중요시 되는 후방산업의 특성상 선점효과로 인한 진입장벽으로 성장하기 힘들 것이다. 앞에서 언급하였듯이 화장품 기업은 브랜드 이미지가 매우 중요해서 원료의 부작용으로 매출에 타격을 입으면 회복하기 힘든 부분이 있다. 따라서 무조건 가격이 싼 기업과 공급 계약을 맺기 보다는 가격이 약간 높더라도 그 동안 계속 거래하면서 신뢰를 쌓은 기업과 맺으려고 할 것이다. 따라서 동사의 시장 지위는 꾸준히 유지될 전망이다.

그림 20. 수주 추이 및 수출 비중

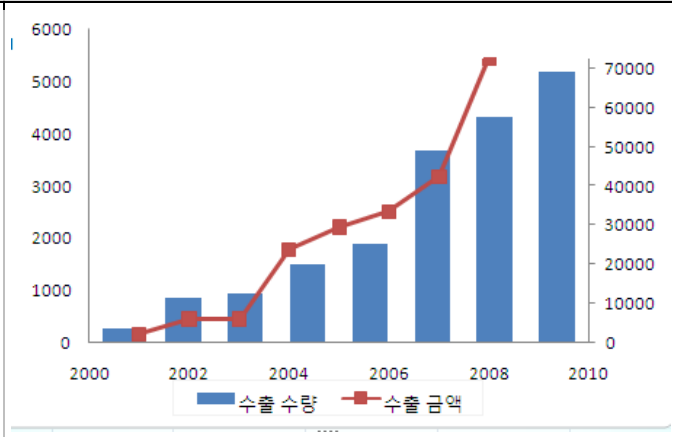
(단위: 백만 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

그림 21. 수출 수주 추이

(단위: 백만 원, kg)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

5. 뛰어난 영업력을 기반으로 수주 계약 증가

국내 매출처와의 수주 증가

동사는 영업력과 기술력으로 무장하여 꾸준한 성장을 하고 있다. 이는 국내 대형 화장품 회사인 아모레퍼시픽과 LG생활건강을 비롯한 여러 매출처와의 수주가 계속해서 증가하고 있음을 통해 알 수 있다. 앞서 말하였듯이 동사는 선점 우위 효과를 통해 진입장벽을 쌓게 되며 이는 다시 동사의 입지를 더욱 굳히고 추후의 영업을 더욱 수월하게 만든다. 이러한 선순환 구조를 통해 동사는 현재 강력한 계약 성사력을 보이고 있다.

해외 매출처와의 수주 증가, 뛰어난 기술력 및 영업력 증명

이러한 영업력을 바탕으로 동사는 국내업체 뿐 만이 아니라 해외에서도 꾸준한 성과를 보이고 있다. 프랑스 최대 화장품 원료 회사 사픽알칸의 자회사인 소시보와 쇠뜨기 추출물 등 수십여 제품 독점 판매 계약 체결을 하였으며 이 밖에도 존슨앤존슨, 유니레버, 클라랑스 등 유명 화장품 브랜드와 계약을 맺고 공급을 하고 있으며, 이러한 공급처는 계속 증가 추세에 있다. 보통 대형 업체들과 계약을 맺기 위해서는 1-2년간의 샘플 테스트가 필요하기 때문에 이러한 계약의 증가는 기술력 검증의 또 다른 증거이기도 하다. 또한 해외 업체와의 계약은 주로 해당 시장 대리점에 동사가 직접 찾아가 프레젠테이션을 통해서만 성사가 된다는 점을 고려할 때, 동사의 영업력의 수준이 높다는 것을 알 수 있다.

L'Oreal과 P&G에 신제품 계약

최근에는 피부탄력에 효능이 있는 히아루론산의 흡수율을 높이는 제조법을 개발, 이를 특허출원 중에 있으며 이러한 기술을 이용해 L'Oreal과 P&G와 공급 계약에 성공하였다. 이 기술이 특허 취득이 된다면 더욱 강한 영업력을 보유하게 될 것으로 예상된다.

그림 22. 히아루론산 특허 상황



출처: 특허청

6. 거짓말 안 하는 실적

아직 이익 성과 없는 사업부를 보유하고 있으면서도 지속적인 실적 향상 기록

화장품원료 사업뿐 만 아니라 건강식품원료, 의약품원료, 진단시약, 인공장기 등 여러 사업분야를 영위하고 있는 동사는 아직 실질적인 매출을 내지 못하는 사업부를 가지고 있음에도 꾸준한 매출과 순이익 성장을 보여주고 있다. 2001년 기업공개로 이익률 압박에 따른 하락을 빼면 전체적으로 지속적인 성장세를 보여주고 있으며, 유일하게 이익률에서 마이너스를 기록한 2003년의 경우, 원인은 전년대비 -7%의 성장을 보인 화장품시장 침체였다.

10년간 연속 매출액 성장, 2009년 3분기말 실적은 최대치 기록

동사의 매출액은 10년간 단 한번의 마이너스 성장 없이 꾸준한 상승세를 보여왔고, 영업이익과 순이익 또한 눈에 띄는 격차 없이 성장해 왔다. 2009년 3분기에 와서는 이미 전년 연매출액의 96%가 넘는 규모를, 영업이익은 95%, 순이익은 전년 당기순이익보다 무려 20%가 높은 액수를 달성하였다. 이로써 2009년의 예상 실적은 무리없이 전년 수준을 상회할 것으로 예상된다. 여기에, 경기회복세에 따른 소비심리가 개선과 진단시약 등 신사업의 매출이 실현되기 시작하면 그 성장세는 더욱 가속될 것이다.

7. 기존에 투자한 사업, 이익실현 타이밍에 근접

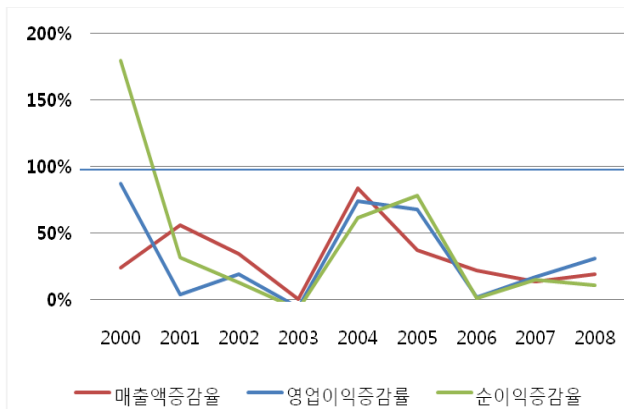
수년간 투자한 사업부 이익실현 가시화

화장품원료 사업과 의약품 및 건강식품원료 사업 이 외에 수년간 투자를 하며 새로운 매출원을 모색하고 있는 동사는 올해 하반기부터 점진적인 가시화를 이루고 있다.

신종플루 진단시약 올 하반기 매출 선전

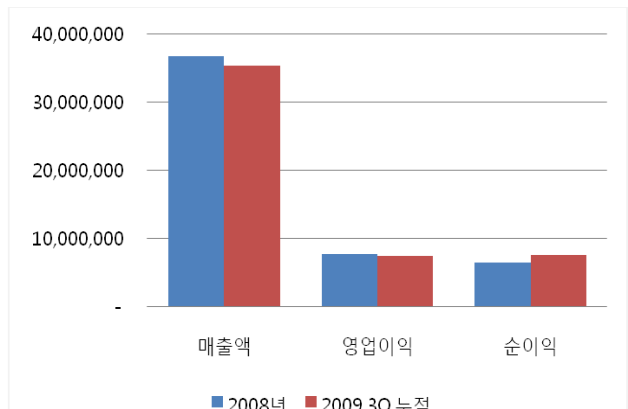
첫 물꼬를 튼 것은 진단시약 사업으로 2006년부터 시작은 하였지만 그 보급과 인지도에서 성과를 이루지 못하다가 이번 가을 신종플루의 확산에 힘입어 동사의 진단시약이 한국질병관리본부에 독점적으로 납품이 이루어지면서 그 매출이 가시화 되었다.

그림 23. 매출액, 영업이익, 순이익 증감율 (단위: 천 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

그림 24. 09년 누적실적과 전년실적 비교(단위: 천 원)



출처: 바이오랜드, SMIC 리서치 4팀

후발주자에 강력한 경쟁자를 제치고 달성한 점을 고려하면 그 성장성 밝음

우선 후발주자임에도 진단시약 부문 국내 1위 기업인 에스디를 입찰에서 이겼다는 사실에 힘입어, 그 동안 화장품원료 업체로만 각인되어 온 동사가 본격적인 의약 부문에서 성과를 이루었다는데 그 의미가 있고, 8월부터 10월까지 3개월 동안 신종플루 용 단일 제품으로만 15억 원 상당의 매출을 이루며 그 성장을 예고하고 있다. 특히 15억 원 중 절반은 10월 한달만에 발생한 것으로써 신종플루의 확산이 지속될 경우 올해 말까지 이 새로운 매출원으로부터 더욱 큰 현금흐름이 발생할 것으로 예상된다.

현재 규모는 미미하나 이미 수출 중

이미 진단시약은 말레이시아, 베트남, 태국에 수출 또한 되고 있어 동남아 같은 낙후 지역 수출부문에서도 그 성장이 주목된다. 동사의 입장은 추가적인 성장을 모색하여 에스디와 같이 국제 기관으로의 납품을 통해 현재까진 미미한 매출 규모를 크게 늘릴 계획이다.

일부 인공장기 제품 매출 시작, 내년쯤 좀 더 성과 낼 듯

진단시약 이 외에도, 2005년부터 꾸준히 노력해 온 인공장기 분야는 의료보험수가 확정만을 남겨두고 있으며 내년쯤 생산을 예상하고 있다. 그 중 올해 식약청으로부터 제조품목 허가를 받은 콜라겐 창상피복제는 국내 시장규모가 500억으로 추산된다. 2006년부터 오스코텍과 공동개발을 시작하여 올 3분기 개발완료와 함께 공급에 들어간 치과용 차폐막 제품 또한, 연간 100억 원의 시장 규모에 대부분 수입에 의존해오던 분야인 것을 감안하면 내년부터 본격적인 이익 실현을 기대해 볼 수 있다.

8. 사업 포트폴리오 변화

생물추출 원료 생산에 치중한 매출구조, 신규 사업 가시화에 따라 변화 예상, 안정적 이익변동성 예측

앞의 사업들이 그 매출을 발생시키게 되면 동사는 주력사업인 화장품원료와 식품원료에 이보다 좀 더 마진이 높은 인공장기 및 진단시약 사업 등의 비중이 커지게 된다. 이는 그 동안 미용/웰빙 분야에만 치우쳐 있는 동사의 BM에 의학이 더해짐으로써 좀 더 이상적인 사업 포트폴리오가 구성되게 된다. 다시 말하면, 꾸준한 현금흐름을 보장해준 화장품원료와 식품원료를 바탕으로 새로운 시장 개척을 통해 고성장이 예상되는 의학부문이 합쳐져 보다 안정적인 매출구분을 통해 더 높은 이익률과 가파른 상승 효과를 불러올 수 있게 된다.

III. 위험요소

1. 결핵백신 생산공장 투자

300억 원 규모 결핵백신 생산공장 2013년에 맞추어 건설 예정

빌게이츠 재단의 지원을 받는 미국 Aeras 결핵백신연구재단과 지난해 차세대 결핵백신 생산 MOU 체결을 맺은 동사는, 올해 안에 큰 변동없이 본 계약을 마무리 짓고, Aeras 측 임상시험이 끝나는 2013년에 맞추어 오송에 생산공장을 완공, 가동시킬 예정이다. 이것이 실현되면, 동사는 차세대 결핵백신 생산을 최초로 국내에서 유일하게 하는 업체가 된다. 오송 공장 건설에 드는 비용은 2013년까지 총 300억 원정도로 추정하고 있다.

차세대 결핵백신 도입은 절실

현재 통용되고 있는 결핵 백신은 BCG (Bacille Calmette-Guerin)로 1921년 개발되어 지금까지 사용되어 오고 있다. 그러나 이 BCG는 유아기의 결핵 방지에만 부분적으로 효력이 있을 뿐 전세계 대부분의 결핵환자를 사망케 하는 폐결핵에는 그 효과가 제한적이고 또한 최근 들어 그 효력이 급속도로 약화되어 새로운 백신 도입이 절실한 실정이다.

빌게이츠 재단의 후원을 받는 연구단체 Aeras와 MOU 체결, 올해안 본 계약 예상, 프로젝트 무산 위기는 적어보임

Aeras는 비영리 연구기업으로 백신개발의 NPV 여부와는 관계없이 빌게이츠 재단을 비롯 여러 복지 후원 단체로부터 자금을 받아 프로젝트를 진행하는 것이므로, 임상시험 기간의 연장과 같은 리스크는 있을 수 있으나 프로젝트의 폐지 등과 같은 극단적인 결과는 거의 희박해 보여, Aeras와의 MOU체결은 동사에게 있어서 신 사업의 중요한 기회로 볼 수 있다. 빌게이츠 재단은 2004년부터 총 4억 달러를 받았고 올해 5년간 2억 달러를 추가 지원 받기로 합의되었다.

한국 결핵 발병률, 사망률 OECD국가 1위, 그러나 작은 시장 해외 진출 필요

국내만을 볼 때, 한국이 OECD국가 중 결핵 발병률과 사망률에서 1위, 2008년만 결핵 환자 약 3만4000명 신규 발생하고 있어, 차세대 결핵이 보급될 경우 그 수요는 긍정적일 전망이다. 다만, 국내 백신 시장의 규모가 작아서 300억 원의 설비투자 BEP를 맞추기 위해선 적극적인 해외시장 개척이 요구된다. 비영리단체 연구단체 BIO ventures for global health의 조사에 따르면 차세대 백신의 등장에 따른 시장규모는 연간 \$1 billion, 약 1조2000억 원 규모로, 동사가 해외 수출을 성공적으로 수행한다면 수익을 낼 수 있다.

계약 성사와 임상시험 성공 보장이 없어 위험요소, 투자규모도 무리한 수준

다만, 임상시험이 끝나는 2013년까지 미리 설비투자 비용이 들게 됨에 따라 만에 하나, 그럴 가능성은 적어보이나, 무산되게 된다면 오송단지의 토지 및 설비 자산가치를 뺀 부분은 고스란히 동사에 손실로 남게 되고, 동사의 연매출 규모로 볼 때 꽤 무리한 투자이기 때문에 동사 미래가치 평가에 리스크로 작용하게 된다.

2. 가동률 포화

현재 주력제품 생산 공장 가동률 포화

2009년 3분기 말 기준 동사의 공장 가동률은, 화장품원료와 의약품원료를 생산하는 천안공장이 101.6%, 화장품원료와 식품원료를 생산하는 안산공장은 97.4%, 진단시약 및 조직공학 제품을 만드는 오창공장 86.8%로 합계 95.3%라는 높은 가동률을 보이고 있다. 앞으로 화장품원료의 수요는 계속 성장할 것이므로 현재의 생산능력은 이미 포화 상태에 이르렀다고 볼 수 있다. 이에 대비해 동사는 24억 원을 들여 생산설비 구입 및 대체를 할 예정이나 충분한 생산능력이 갖추어져 매출 증대에 문제가 없을 지는 미지수이다.

IV. 가치

예상 EPS에 적정 PER를 적용

낮은 부채비율과 지속적 실적향상을 고려, 유형자산규모로 할인 은 비합리적

동사의 경우, 오창공장과 오송단지 토지매입 등 신규사업을 위한 유형자산 투자비용이 커서 매출액 대비 순유형자산비중이 반영된 가치평가를 하게 되면 동사의 가치가 너무 할인되는 경향이 있다. 동사는 근 10년 간 꾸준한 매출액, 당기순이익 성장을 이루고 있고, 부채비율은 2009년 3분기 기준 26%로 상당히 낮은 수준을 기록하고 있는데, 이를 볼 때 새로운 유형자산 매입에 대한 투자를 단순히 기업 현금흐름의 할인요소로 보는 것은 합리적이지 않다고 생각한다.

높은 순이익률 반영, 유형자산 할인제거를 위해 EPS에 PER를 이용

따라서 본 리서치 4팀은, 순이익률이 약 20% 내외로 영업이익과 거의 동일한 동사의 특징을 적용하면서 유형자산에 의한 불필요한 할인요소를 제거할 수 있는 valuation 방법으로 예상 EPS에 적정 PER를 곱하여 적정 주당 기업가치를 산출하였다.

가정

우선 2009년 예상 당기순이익은, 현재까지 동사와 관련된 시장이나 기업 내 변화가 없었던 점을 고려하여 분기보고서에 공개된 3분기까지의 순이익에 유난히 성장세가 두드러졌던 3Q 3개월간의 순이익을 가중하여 구하였다.

2010년의 경우, 같은 방식으로 계산한 2009년 연 매출액에 사업부문: 화장품원료, 기능성식품원료, 의약품원료, 기타, 별로 나누어 예상 성장률을 적용하여 총 예상 매출액을 파악했다.

	2009	2010
예상매출액	48,119,789	55,433,997
매출액성장률		18.0%
매출액(화장품 원료)	32,240,259	38,043,505
매출액성장률		12.0%
매출액(기능성식품)	9,623,958	10,778,833
매출액성장률		3.0%
매출액(의약품 원료)	3,849,583	3,965,071
매출액성장률		10.0%
매출액(기타)	2,405,989	2,646,588
가중평균성장률		15.4%

화장품원료는 후방산업인 화장품 시장이 꾸준한 성장세에 소비심리 회복, 동사 제품의 경쟁 우위 유지와 수주 실적 증가세, 또한 화장품업체들의 중국 수출 실적 증가를 고려해서 18%의 성장률을 잡았다. 액수 상으로는 더 큰 상승폭을 예상하고 있지만 현재 동사의 생산량이 거의 한계에 다다랐고 투자된 설비의 가동이 얼마만큼 주문을 받

아줄지 확신이 없어서 약간의 할인이 적용되었다.

기능성식품원료는 2007년에서 2008년 굉장히 큰 폭으로 상승하였고 2009년 3분기 이미 지난해 연 매출을 초과하며 두드러진 성장세를 보였다. 이 성장세에 한국인삼공사의 건강식품시장 진출 등과 같은 호재도 존재하나, 식품 특유의 트렌드 변동성과 한국인삼공사 진출 지연 등을 감안하여 12%의 성장률을 적용했다. 의약품원료의 경우, 침체된 시장과 성장 정체를 반영하여 시장성장률을 소폭 상회하는 3%로 가정하였다.

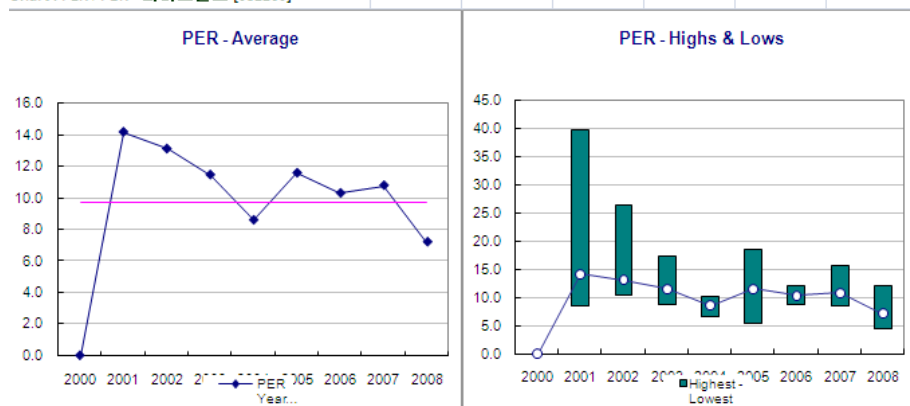
신사업이 포함된 기타 사업 부문은 2009년 하반기 높은 실적을 보인 진단시약이, 신종플루를 계기로 인지도가 확산된 것에 힘입어 내수와 수출에서 향상이 있을 것으로 예측했고, 인공장기의 경우 치과용 제품의 매출이 증가하고 현재 출시를 기다리고 있는 제품 중 일부가 공급된다는 가정 하에 10%의 성장률을 적용하였다.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
매출액	3,361,799	4,175,432	6,510,895	8,763,055	8,816,667	16,220,102	22,246,283	27,179,060	30,903,084	36,720,171	48,119,789	55,433,997
매출총이익	1,616,744	2,683,378	4,013,163	4,820,669	5,294,803	8,328,962	11,355,172	13,814,596	14,761,238	17,824,324	22,203,116	
영업이익	781,003	1,458,788	1,514,819	1,805,500	1,698,357	2,950,308	4,937,367	5,017,024	5,884,331	7,715,557	9,737,932	
당기순이익	449,945	1,258,775	1,652,332	1,865,622	1,729,923	2,787,564	4,970,884	5,023,869	5,786,790	6,398,977	10,499,324	11,086,799
매출총이익률	48.1%	64.3%	61.6%	55.0%	60.1%	51.3%	51.0%	50.8%	47.8%	48.5%	46.1%	
영업이익률	23.2%	34.9%	23.3%	20.6%	19.3%	18.2%	22.2%	18.5%	19.0%	21.0%	20.2%	
순이익률	13.4%	30.1%	25.4%	21.3%	19.6%	17.2%	22.3%	18.5%	18.7%	17.4%	21.8%	20%

매출총이익을 비롯한 영업이익률, 순이익률 모두 앞서 투자매력에서 설명하였듯 동사의 경쟁력과 영업력, 그리고 산업특성 덕분에 현재의 수준을 무리없이 유지할 것으로 예상된다. 따라서 영업이익률을 2009년보다는 약간 적은 20%를 적용하여 예상 당기순이익 11,086,799,000 산출하였다.

적정 PER는, 2001년부터 나온 연간 평균 PER를 볼 때 당기순이익이 갑작스럽게 증가한 2004년과 2008년을 제외하면 모두 10배 이상의 수준에서 머무르고 있다. 따라서 현재 PER인 10.52를 그대로 적용, **적정주가 15,522원, 상승여력 19.4%**를 얻었다.

Chart : PER / PBR - 바이오랜드 [052260]



주식수	7,500,000										
예상 EPS	1,478.24										
현재주가	13000										
2010년											
적정 PER	8.5	9	9.5	10	10.5	11	11.5	12	12.5	13	13.5
적정 주가	12565	13304	14043	14782	15522	16261	17000	17739	18478	19217	19956
안전 마진	-3.3%	2.3%	8.0%	13.7%	19.4%	25.1%	30.8%	36.5%	42.1%	47.8%	53.5%

이를 토대로, 본 리서치 4팀은 바이오랜드에 대해 투자의견 **BUY**를 제시한다.



Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	222	272	309	367
매출원가	109	134	161	189
매출총이익	114	138	148	178
판매비 및 일반관리비	64	88	89	101
인건비	16	21	23	28
광고상각비	4	9	8	9
무형자산상각비	6	5	3	2
기타판매비 및 일반관리비	6	8	9	12
영업이익	49	50	59	77
영업외손익	3	3	2	-1
이자수익	2	1	1	3
이자비용	4	4	4	4
외환차손익	-0	-0	0	3
외환자산손익	1	1	0	2
지분이익	0	0	0	0
기타영업외손익	5	3	6	2
세전계속사업이익	53	53	61	76
법인세비용	3	3	3	12
계속사업이익	50	50	58	64
종단사업이익				
당기순이익	50	50	58	64
EPS (원)	797	785	858	853
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	109	136	290	254
현금등가물 및 만기금	15	31	169	84
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	39	51	55	69
재고자산	46	47	60	91
비유동자산	285	293	298	404
투자자산	34	35	34	89
유형자산	227	238	239	280
무형자산	10	7	3	2
자산총계	394	430	588	658
유동부채	73	66	60	102
매입채무	4	6	5	11
단기차입금	25	25	25	55
유동성장기차입금	7	11	8	7
비유동부채	55	60	51	44
사채	0	0	0	0
장기차입금	45	42	28	19
부채총계	128	126	111	146
자본금	32	32	38	38
자본잉여금	109	109	234	234
이익잉여금	124	162	207	256
자본조정				
자본총계	267	304	477	512

현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한금	58	65	63	64
당기순이익	50	50	58	64
비유형자산가상락비	29	34	35	39
유형자산가상락비	18	25	22	23
무형자산가상락비	6	5	3	2
회계급여	3	4	6	4
외환자산손익	-1	-1	-0	-0
지분평가손익	0	65	63	63
기타	2	-64	-59	-53
영업활동으로인한자산부	-21	-19	-30	-39
투자활동으로인한금	-86	-42	-112	-64
유형자산 투자	-73	-36	-24	-65
유형자산 처분	1	0	0	0
무형자산 종감	-2	-1	-0	-0
투자자산 종감	-19	1	3	-21
기타	7	-6	-91	22
재무활동으로인한금	31	-11	107	1
장단기차입금증가	0	9	0	30
사채종감	0	0	0	0
자본종감	0	0	130	0
배당금의지급	-9	-13	-13	-15
기타	40	-7	-11	-14
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순현금흐름	3	11	58	0
기초현금	11	15	26	84
기말현금	15	26	84	84

주요투자지표

(%, %)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	37.2%	22.2%	13.7%	18.8%
EBITDA성장률 %	39.7%	9.9%	5.4%	20.9%
EBIT성장률 %	67.4%	1.6%	17.3%	31.1%
순자산성장률 %	30.1%	9.1%	36.8%	11.9%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	51.0%	50.8%	47.8%	48.5%
EBITDA마진률 %	32.8%	29.5%	27.3%	27.8%
EBIT마진률 %	22.2%	18.5%	19.0%	21.0%
세전계속사업이익률 %	23.6%	19.5%	19.7%	20.8%
당기순이익률 %	22.3%	18.5%	18.7%	17.4%
Stability Ratios				
부채비율 %	47.8%	41.5%	23.4%	28.6%
순부채비율 %	23.2%	15.2%	-21.5%	-0.1%
유동비율 %	149.7%	205.9%	484.9%	249.6%
당좌비율 %	86.7%	134.8%	385.1%	160.4%
이자보상배율	13.5	12.3	15.4	22.0
Performance Ratios				
ROE %	21.8%	17.6%	14.8%	12.9%
ROA %	14.3%	12.2%	11.4%	10.3%
ROI %	16.6%	16.3%	16.2%	15.2%
Per Share Ratios				
수정EPS	777	785	857	853
주당순자산	4,165	4,747	6,358	6,825
주당현금흐름	1,145	1,254	1,237	1,186
주당배당금	200	200	200	200