

(290650)

# 엘앤씨바이오

미드/스몰캡 이채은  
chaun.lee@eugenefn.com

## 오리지널의 힘은 무시할 수 없다

### 2026 년은 해외가 열린다

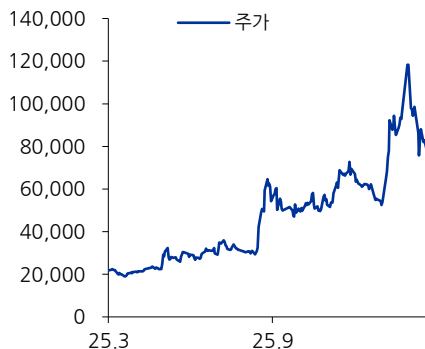
- “ 2025년 연결 기준 매출액 855억원, 영업이익 42억원(매출액 +19% yoy, 영업이익 +67% yoy) 기록. 전환사채 파생상품평가손실 약 800억원과 중국법인 영업권 손상차손 약 500억원 이상을 반영하며 1,291억원의 당기순손실 기록.
- “ 리투오의 2025년 매출액은 약 60억원을 기록하였으며, 내년 가이던스는 500억원 수준(국내 400억원, 해외 100억원). 지난 1월 휴메딕스와의 주식스왑을 기점으로 휴메딕스에 대한 리투오의 공급 단가가 인상되었으며, 직판 비중이 확대되는 등 동시에 우호적인 계약 조건이 체결됨에 따라 탑라인 증가와 마진 개선으로 이어질 것. 해외의 경우, 현재 싱가포르 및 일본 수출을 시작으로 20여 개국 인허가 절차 진행 중. 일본향 매출은 2026년부터 본격적으로 매출에 기여할 것으로 예상.
- “ 중국 쿤산공장 GMP 승인은 연내에 마무리될 것. 지난 3월 메가덤플러스의 중국 현지생산 허가심사도 개시되어 향후 쿤산공장에서 직접 생산해 중국 전역에 제품을 공급할 계획.

### 대체 불가능한 오리지널의 힘

- “ 리투오를 필두로 한 ECM 스킨부스터 시장이 커짐에 따라 기존에 인체조직 이식재 사업을 영위하던 한스바이오메드, 도프 등의 업체들이 스킨부스터로 사업을 확장하는 추세. 단순한 유행을 넘어선 퍼너멘털의 변화로, 관련 기업들의 주가수익률과 시장 침투율이 이를 방증.
- “ 유사 제품의 출현으로 리투오의 입지를 우려할 수 있으나, 이는 오히려 ECM 시장의 개화를 알리는 긍정적 시그널이며, 동사의 독점적 지위를 훼손하는 것은 어렵다고 판단. 리투오는 ECM 스킨부스터의 선두주자로서, 지난 1년 반 동안 시술 및 임상 데이터를 확보해 옴. 최근 리투오에 대한 임상 논문이 최초로 공개되며 기전적 안정성과 효능을 학술적으로 입증. 후발 주자들이 단순히 마케팅만으로 단기간에 돌파할 수 없는 견고한 진입 장벽을 구축했다고 판단.
- “ 현재 리투오 실적의 유일한 허들은 부족한 수요가 아닌 공급 병목. 작년 하반기부터 이어진 수요의 폭발적 증가와 함께 이어진 초과 수요 현상은 2026년부터 본격적으로 이루어질 캐파 증설과 함께 해소될 것으로 전망. 그동안 공급 제약으로 인한 이연 및 이탈 수요가 리투오로 회귀하면서 2026년은 억눌린 수요가 온전히 탑라인으로 인식되는 외형 성장의 원년이 될 것. 멀티플 상향 조정에 따라 목표주가 기준 6.8만원에서 8.0만원으로 상향 조정, 투자 의견 BUY 유지

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
80,000 원(상향)  
72,600 원(3/23)



시가총액(십억원)	1,804
발행주식수(천주)	24,847
52 주 최고	125,000 원
최저	18,490 원
52 주 일간 Beta	0.84
60 일 평균 거래대금	384 억원
외국인 지분율	17.5%
배당수익률(26E)	0.1%
주주구성	
이환철(외 9인)	26.7%
브이아이피자산운용(외 1인)	6.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-25.8	26.3	233.0
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	68,000	▲
영업이익(26E)	21.6	18.9	▲
영업이익(27E)	91.6	87.6	▲

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F
매출액	721	854	1231
영업이익	25	43	21.6
세전손익	137.8	(151.6)	(23.9)
당기순이익	141.0	(-129.1)	(18.6)
EPS(원)	6,218.0	(5,598.0)	(763.0)
증감률(%)	191.7	적전	적지
PER(배)	39	-	-
ROE(%)	65.4	(48.0)	(5.9)
PBR(배)	1.9	3.6	3.4
EV/EBITDA(배)	69.6	89.3	31.9

엘앤씨바이오 분기 실적(연결, 수정 후)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>매출액</b>	<b>16.6</b>	<b>17.9</b>	<b>18.5</b>	<b>19.1</b>	<b>17.8</b>	<b>20.6</b>	<b>22.6</b>	<b>24.6</b>
yoy	12%	9%	-10%	12%	7%	15%	22%	29%
별도 매출액	13.2	13.8	14.3	14.8	14.6	16.5	17.7	20.7
인체조직 이식재	10.9	11.3	11.6	12.8	12.0	13.4	14.2	16.0
의료기기	1.2	1.5	1.6	1.9	1.6	2.3	2.4	3.8
코스메슈티컬	0.1	0.2	0.3	-0.4	0.1	0.2	0.2	0.1
제약	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.9	0.8
기타	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0
자회사	4.0	5.5	6.0	6.2	5.2	7.0	8.5	8.9
엘앤씨차이나	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
글로벌의학연구센터	3.0	2.9	2.6	2.5	1.7	2.0	2.0	2.4
엘앤씨이에스	0.6	0.5	0.8	1.2	1.2	2.5	3.1	3.7
엘앤씨메디케어	0.4	2.1	2.7	2.6	2.3	2.5	3.4	2.7
<b>매출총이익</b>	<b>8.2</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>	<b>9.2</b>	<b>9.8</b>	<b>9.4</b>	<b>13.2</b>	<b>13.0</b>
yoy	10%	14%	-23%	41%	19%	1%	45%	42%
GPM	50%	52%	49%	48%	55%	46%	58%	51%
<b>영업이익</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>
yoy	-22%	-18%	-96%	적지	적전	적전	1556%	흑전
OPM	10%	7%	1%	-3%	-2%	-1%	13%	8%
<b>순이익</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>-5.8</b>	<b>143.8</b>	<b>-0.6</b>	<b>-14.3</b>	<b>-51.3</b>	<b>-62.8</b>

자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

엘앤씨바이오 분기 실적(연결, 수정 전)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F
<b>매출액</b>	<b>16.6</b>	<b>17.9</b>	<b>18.5</b>	<b>19.1</b>	<b>17.8</b>	<b>20.6</b>	<b>22.6</b>	<b>28.4</b>
yoy	12%	9%	-10%	12%	7%	15%	22%	49%
별도 매출액	13.2	13.8	14.3	14.8	14.6	16.5	17.7	24.4
인체조직 이식재	10.9	11.3	11.6	12.8	12.0	13.4	14.2	18.9
의료기기	1.2	1.5	1.6	1.9	1.6	2.3	2.4	4.3
코스메슈티컬	0.1	0.2	0.3	-0.4	0.1	0.2	0.2	0.3
제약	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.9	1.0
기타	0.0	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.0
자회사	4.0	5.5	6.0	6.2	5.2	7.0	8.5	6.5
엘앤씨차이나	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
글로벌의학연구센터	3.0	2.9	2.6	2.5	1.7	2.0	2.0	2.3
엘앤씨이에스	0.6	0.5	0.8	1.2	1.2	2.5	3.1	1.3
엘앤씨메디케어	0.4	2.1	2.7	2.6	2.3	2.5	3.4	2.8
<b>매출총이익</b>	<b>8.2</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>	<b>9.2</b>	<b>9.8</b>	<b>9.4</b>	<b>13.2</b>	<b>15.4</b>
yoy	10%	14%	-23%	41%	19%	1%	45%	69%
GPM	50%	52%	49%	48%	55%	46%	58%	51%
<b>영업이익</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>2.9</b>	<b>4.1</b>
yoy	-22%	-18%	-96%	적지	적전	적전	흑전	흑전
OPM	10%	7%	1%	-3%	-2%	-1%	13%	14%
<b>순이익</b>	<b>1.9</b>	<b>1.1</b>	<b>-5.8</b>	<b>143.8</b>	<b>-0.6</b>	<b>-14.3</b>	<b>-51.3</b>	<b>5.8</b>

자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

**엘앤씨바이오 연간 실적(연결)**

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>68.9</b>	<b>72.1</b>	<b>85.5</b>	<b>123.1</b>	<b>332.6</b>
yoy	31%	5%	19%	44%	170%
별도 매출액	56.1	56.2	69.4	94.0	221.0
인체조직 이식재	40.4	46.6	55.6	78.1	186.1
의료기기	9.7	6.2	10.1	11.0	29.7
코스메슈티컬	3.1	0.3	0.7	1.0	1.1
계약	3.1	3.5	3.1	3.8	4.0
기타	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.1
자회사	16.6	21.8	29.6	36.4	118.8
엘앤씨차이나	0.0	0.0	0.0	0.4	90.0
글로벌의학연구센터	9.9	11.0	8.1	10.4	12.0
엘앤씨이엑스	3.1	3.0	10.5	16.0	6.4
엘앤씨메디케어	3.6	7.8	10.9	9.6	10.4
<b>매출총이익</b>	<b>33.9</b>	<b>35.7</b>	<b>45.4</b>	<b>71.0</b>	<b>219.0</b>
yoy	25%	6%	27%	56%	208%
GPM	49%	50%	53%	58%	66%
<b>영업이익</b>	<b>8.1</b>	<b>2.5</b>	<b>4.2</b>	<b>21.6</b>	<b>91.6</b>
yoy	-14%	-69%	67%	408%	325%
OPM	12%	4%	5%	18%	28%
<b>순이익</b>	<b>48.5</b>	<b>141.0</b>	<b>-129.1</b>	<b>-18.6</b>	<b>74.0</b>

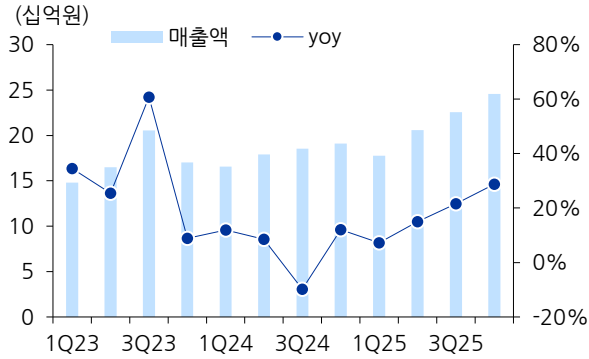
자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

**엘앤씨바이오 목표주가 상향 조정**

목표주가 산정 방식	
27년 당기순이익(십억원)	74
Target PER(배)	30
기업가치(십억원)	2,219
발행 주식 수(주)	24,386,610
CB 전환 가능 주식 수(주)	3,284,634
<b>목표주가(원)</b>	<b>80,000</b>

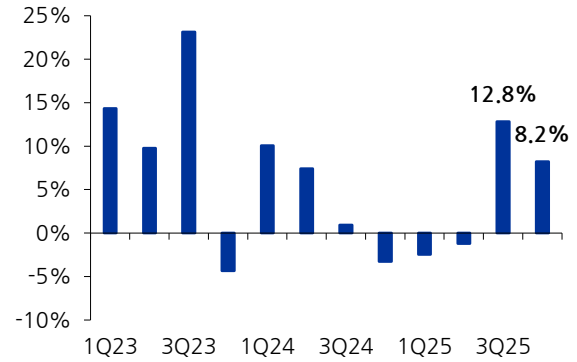
자료: 유진투자증권

엘앤씨바이오 매출액 추이(연결 기준)



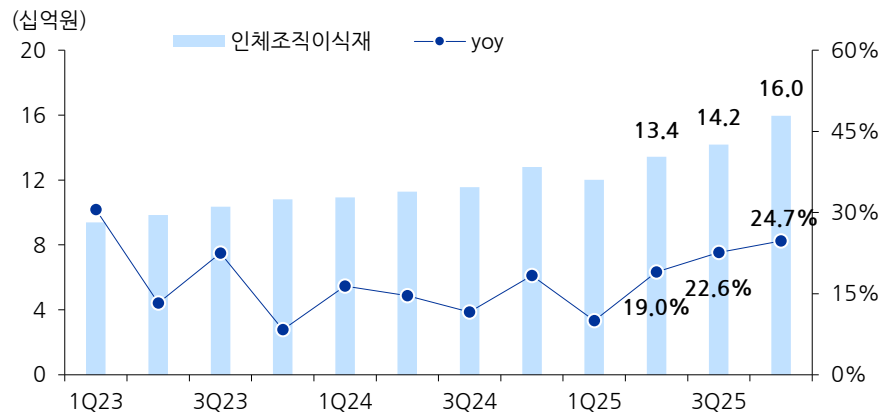
자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

엘앤씨바이오 영업이익률 추이(연결 기준)



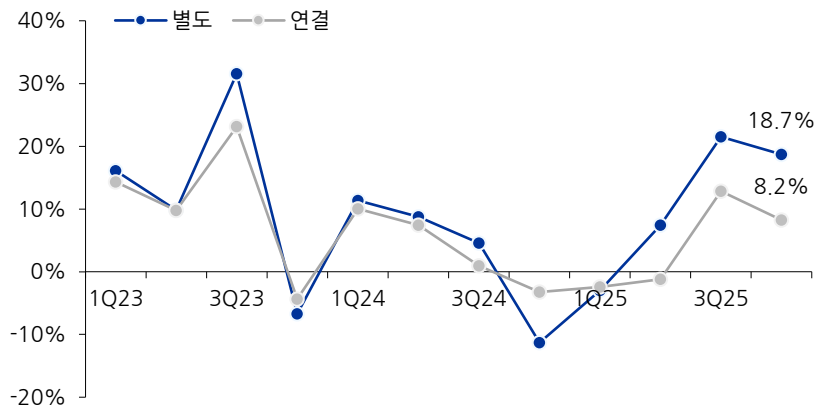
자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

인체조직이식재 매출액 추이



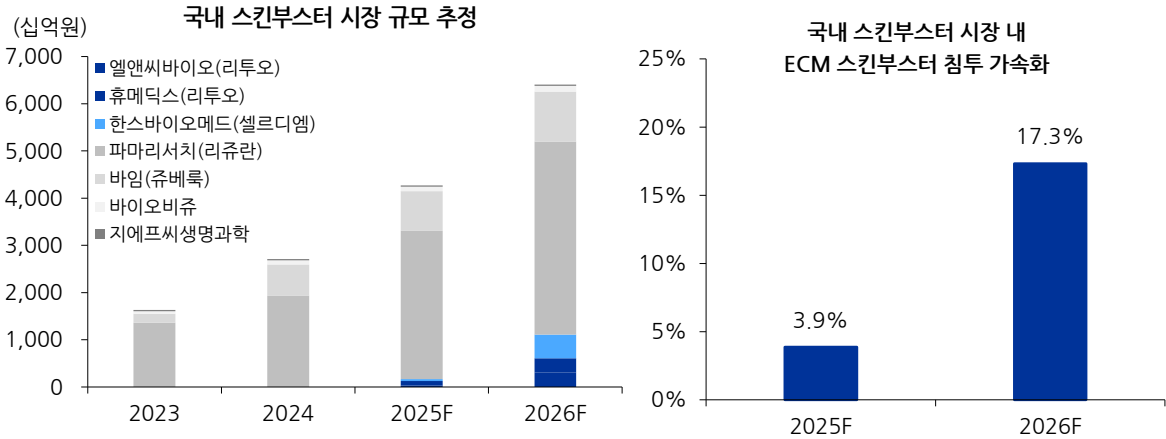
자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

별도 기준 OPM vs 연결 기준 OPM



자료: 엘앤씨바이오, 유진투자증권

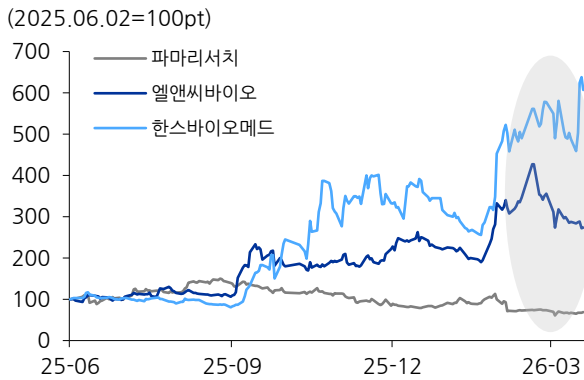
### 스킨부스터 시장 규모 및 ECM 스킨부스터 침투율 추정



자료: 각 사, 유진투자증권

주: 스킨부스터 매출 식별 가능 기업 한정하여 시장 규모 추정. 파마리서치(의료기기)는 시장 컨센서스, 엘앤씨바이오/휴메딕스/한스바이오메드는 사측 가이던스, 그 외(바임 등 3사)는 평균성장률을 가정한 추정치 합산 기준.

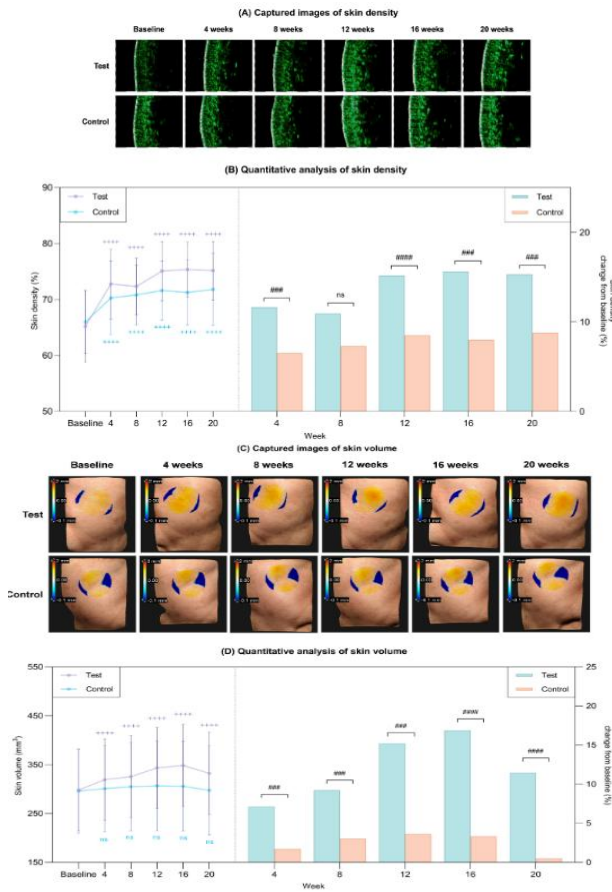
### 주요 스킨부스터 업체 간의 주가 수익률 비교



- 스킨부스터 시장 내 주요 업체의 주가 수익률을 보면 제품의 주력 기전에 따라 확연히 구분되는 커플링 및 디커플링 흐름 관측
- 기존 PN 기반의 파마리서치와 ECM 기반의 엘앤씨바이오, 한스바이오메드 간의 주가 상관계수는 각각 -0.68, -0.79 로 뚜렷한 역의 상관관계를 시현 중
- 반면, 엘앤씨바이오와 한스바이오메드 양사 간의 주가 상관계수는 +0.91 로 매우 높은 수준의 동반 상승 흐름을 확인
- 현재 스킨부스터 시장 내에서는 개별 기업의 단기적 모멘텀을 넘어, 스킨부스터의 성분 및 기전이라는 큰 테마를 축으로 명확하게 분리되어 움직이고 있는 추세

자료: Quantwise, 유진투자증권

리투오에 대한 첫 임상 결과 논문 발표(26.02.26)



- 20 명 피험자 대상으로 20 주간 [무작위 배정, 반단면(Split-face), 이중 맹검]등의 조건으로 임상 실험 진행
- 히알루론산 기반의 스킨부스터를 대조군으로 설정하여 14 가지의 세분화된 임상 평가 변수 전반에 걸쳐 정량적 효능 및 구조적 재생 데이터를 성공적으로 도출
- 주요 임상 실험 결과, 주입된 pHADM 입자 내부로 환자의 섬유아세포가 대거 유입 및 통합되며, 매트릭스 내 신생 콜라겐 합성을 통해 일시적 팽창이 아닌 자가 조직 증식에 기반한 근본적 볼륨(Structural Volumizing)이 형성됨을 증명
- 또한, 대조군 대비 경피수분손실량(TEWL)의 유의미한 감소와 수분도 개선이 장기간(약 5 개월) 유지되었으며, 자외선으로 손상된 피부 기저막 핵심 단백질(Collagen IV)의 정상화 확인
- 동사의 이번 임상 데이터는 향후 전개될 ECM 스킨부스터 시장의 효능을 평가하는 기준점으로 작용할 가능성이 높으며, 제품 경쟁력을 데이터로 입증하여, 향후 경쟁사 대비 우위 확보와 시장 내 지위 강화로 이어질 가능성이 높다는 점에서 의미가 있다고 판단

자료: International Journal of Molecular Sciences, 유진투자증권

## 엘앤씨바이오(290650.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>자산총계</b>	262.2	475.6	463.3	489.6	746.7
유동자산	130.4	130.2	113.3	134.2	374.2
현금성자산	55.9	24.2	10.6	11.0	74.4
매출채권	21.9	53.6	32.5	39.3	98.5
재고자산	46.3	46.8	64.6	78.1	195.5
비유동자산	131.9	345.4	349.9	355.4	372.5
투자자산	55.8	49.2	51.5	53.6	55.8
유형자산	74.7	97.0	96.8	97.4	109.4
기타	1.5	199.2	201.6	204.5	207.3
<b>부채총계</b>	105.4	180.9	171.3	174.3	230.0
유동부채	101.8	154.7	141.3	144.2	199.9
매입채무	6.3	51.7	14.0	16.9	42.3
유동성이자부채	80.8	100.5	124.8	124.8	155.0
기타	14.7	2.5	2.5	2.5	2.6
비유동부채	3.5	26.2	30.0	30.1	30.2
비유동이자부채	1.4	24.0	23.0	23.0	23.0
기타	2.1	2.1	7.0	7.1	7.2
<b>자본총계</b>	156.9	294.7	295.7	316.7	516.7
지배지분	146.9	284.4	285.3	306.3	506.3
자본금	11.4	11.4	12.4	12.4	12.4
자본잉여금	53.4	53.4	77.4	77.4	77.4
이익잉여금	83.6	222.2	199.0	220.0	420.0
기타	(1.5)	(2.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
비지배지분	9.9	10.4	10.4	10.4	10.4
<b>자본총계</b>	156.9	294.7	295.7	316.7	516.7
총차입금	82.2	124.6	147.8	147.8	178.0
순차입금	26.3	100.4	137.3	136.8	103.6

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>영업현금</b>	(12.1)	(8.6)	(9.7)	3.5	87.1
당기순이익	48.5	141.0	(137.6)	15.3	107.2
자산상각비	5.7	6.8	7.8	7.8	8.5
기타비현금성손익	(38.9)	(140.1)	124.0	(32.0)	115.4
운전자본증감	(26.5)	(2.5)	(7.4)	9.1	(147.3)
매출채권감소(증가)	(5.4)	(2.8)	(6.0)	3.6	(57.6)
재고자산감소(증가)	(12.2)	(1.4)	(10.4)	7.1	(114.4)
매입채무증가(감소)	(1.2)	0.2	2.4	(1.5)	24.7
기타	(7.7)	1.6	6.6	(0.0)	(0.0)
<b>투자현금</b>	24.6	(21.9)	(23.8)	(12.3)	(26.1)
단기투자자산감소	(35.8)	35.2	(3.5)	(0.4)	(0.4)
장기투자증권감소	100.4	(11.0)	(13.5)	0.5	0.4
설비투자	(24.5)	(4.7)	(7.5)	(8.1)	(21.8)
유형자산처분	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.4)	(0.6)	(2.5)	(3.4)	(3.4)
<b>재무현금</b>	(4.2)	33.8	48.4	(1.2)	18.8
차입금증가	(2.9)	34.8	38.2	0.0	20.0
자본증가	(2.0)	(2.3)	8.9	(1.2)	(1.2)
배당금지급	1.1	2.3	1.1	1.2	1.2
<b>현금 증감</b>	8.4	3.3	14.7	(10.0)	79.8
기초현금	6.6	14.9	18.3	33.0	23.0
기말현금	14.9	18.3	33.0	23.0	102.8
Gross Cash flow	15.3	7.6	(2.5)	(5.6)	234.4
Gross Investment	(34.0)	59.6	27.7	2.8	173.0
<b>Free Cash Flow</b>	49.3	(51.9)	(30.2)	(8.3)	61.4

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>매출액</b>	65.9	72.1	85.4	123.1	332.6
증가율(%)	25.4	9.4	18.4	44.2	170.1
매출원가	32.1	36.4	40.1	52.2	113.6
<b>매출총이익</b>	33.9	35.7	45.3	71.0	219.0
판매 및 일반관리비	25.7	33.2	40.8	49.4	127.4
기타영업손익	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	8.1	2.5	4.3	21.6	91.6
증가율(%)	(14.3)	(68.7)	68.6	402.9	325.1
<b>EBITDA</b>	13.8	9.3	12.0	29.3	100.1
증가율(%)	(1.5)	(32.6)	29.6	143.4	241.3
<b>영업외손익</b>	55.1	135.3	(155.8)	(45.5)	(67.1)
이자수익	1.6	1.6	2.7	29.5	32.9
이자비용	6.2	3.2	4.4	12.0	12.0
지분법손익	60.3	147.9	0.2	1.7	1.7
기타영업외손익	(0.6)	(11.1)	-153.7	(1.9)	(2.1)
<b>세전순이익</b>	63.3	137.8	(151.6)	(23.9)	87.0
증가율(%)	1,286.4	117.8	적전	적지	흑전
법인세비용	14.4	(5.4)	(22.5)	(5.3)	13.0
<b>당기순이익</b>	48.5	141.0	(129.1)	(18.6)	74.0
증가율(%)	752.6	190.5	적전	적지	흑전
지배주주지분	48.4	141.1	(129.1)	(18.6)	74.0
증가율(%)	964.2	191.7	적전	적지	흑전
비지배지분	0.2	(0.1)	(0.0)	0.0	0.1
<b>EPS(원)</b>	2,132	6,218	(5,598)	(763)	3,034
증가율(%)	964.2	191.7	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	2,132	6,218	(5,598)	(763)	3,034
증가율(%)	964.2	191.7	적전	적지	흑전

### 주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,132	6,218	(5,598)	(763)	3,034
BPS	6,478	12,535	6,982	12,443	20,567
DPS	100	50	50	50	50
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	13.6	3.9	-	-	24.3
PBR	4.5	1.9	3.6	3.4	2.0
EV/ EBITDA	49.6	69.6	89.3	31.9	8.6
배당수익률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	42.9	71.5	-	-	4.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	12.3	3.5	5.0	17.5	27.5
EBITDA이익률	20.9	12.9	21.5	23.8	30.1
순이익률	73.6	195.5	(151.0)	(15.1)	22.3
ROE	39.5	65.4	(48.0)	(5.9)	26.4
ROIC	5.2	0.7	0.8	4.0	18.8
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	16.8	34.1	46.4	43.2	12.4
유동비율	128.0	84.2	72.0	65.4	189.5
이자보상배율	1.3	0.8	0.0	1.8	7.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.3	0.2	0.2	0.3	0.6
매출채권회전율	3.4	1.9	2.1	4.7	6.2
재고자산회전율	1.6	1.5	1.7	2.4	3.1
매입채무회전율	10.1	2.5	2.7	10.9	14.5

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

