

엘앤케이바이오 (156100.KQ)

사막에 단비가 내린다

3세대 척추임플란트 'expandable cage'의 미국향 매출 증가로 3분기 턴어라운드 및 관리종목 우려 해소 기대. 전환사채 추가상장으로 오버행 이슈 또한 해소 기대. 4분기 신제품 미국 허가 등 모멘텀 다수

척추 상단부터 하단까지 full line-up 제품 갖춘 척추임플란트 기업

cage(디스크 사이에 삽입하는 수술 재료)는 1세대 플라스틱 소재의 peek와 2세대 3D 프린팅 제품부터 3세대 티타늄 소재의 expandable 제품까지 발전. 특히 3세대 분야에서 Globus Medical(매출액 7억8,536만달러, 시가총액 48억달러)이 독보적. Globus는 총 9종의 품목허가 보유. 동사는 작년 하반기 3종의 제품(XT, XL, XTP) 미국 허가 완료, 올해 추가로 3건 허가 시 Globus에 이어 품목허가 기준 2위 업체로 도약 전망

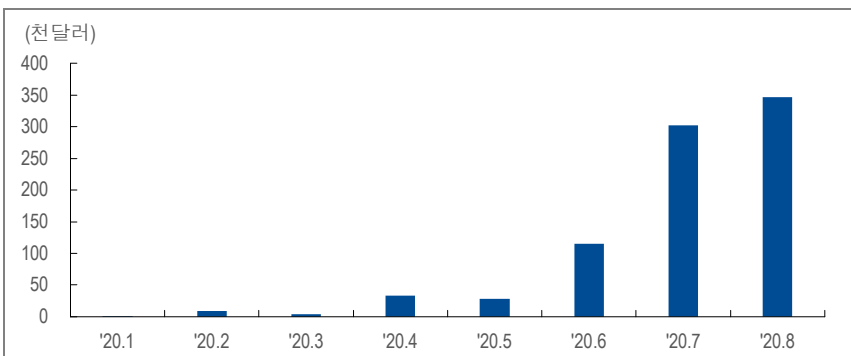
관리종목 지정 우려, 오버행 이슈로 인한 주가 하락

동사는 '내부회계관리제도 검토의견 비적정'으로 작년 3월부터 매매거래 정지되었으나, 올해 5월 거래 재개. 또한 3년 연속 적자로 만약 올해까지 영업 적자 기록 시 관리종목 지정. 3분기 턴어라운드를 기점으로 각종 우려 해소 및 실적 성장 본격화 전망. 9월 23일 전환사채 192,880주 추가 상장 예정. 잔여 전환 가능 주식수 69,974주로 오버행 이슈 해소 국면

구조조정 이후 3분기 드디어 턴어라운드 기대

2019년 거래정지 기간 동안 구조조정으로 인력 감축 및 관관비 15.5% 감소. 저마진의 국내 사업 철수. 현재 미국향 매출 비중이 전체 매출의 약 95% 차지. 미국 유통사 26개 업체와 계약 체결. 7월부터 선적 개시. 연말까지 60개 대리점 계약 목표. 4분기 XAI, XCI 등 3종 FDA(미국식품의약국) 허가 기대

Expandable cage 관세청 통관 데이터(추정치, 경기도 용인시)



자료: 수출입무역통계, NH투자증권 리서치본부

Not Rated

현재가 ('20/09/22) **8,900원**

업종	의료기기
KOSPI / KOSDAQ	2,332.6 / 842.7
시가총액(보통주)	112.1십억원
발행주식수(보통주)	12.9백만주
52주 최고가 ('20/09/02)	12,650원
최저가 ('20/05/15)	4,100원
평균거래대금(60일)	4,250백만원
배당수익률 (2020E)	0.0%
외국인지분율	3.4%

주요주주	
강국진 외 2인	16.9%
이춘성 외 2인	12.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	10.3	27.0	27.0
상대수익률 (%p)	-1.6	-29.5	-2.2

	2017	2018	2019	2020E
매출액	31.5	31.3	25.8	21.6
증감률	-8.5	-0.6	-17.7	-16.4
영업이익	-7.4	-8.2	-9.7	-1.2
증감률	적전	적지	적지	적지
영업이익률	-23.6	-26.3	-37.7	-5.6
(지배지분)순이익	-14.8	-3.8	-11.0	-2.3
EPS	-1,494	-367	-1,023	-190
증감률	적전	적지	적지	적지
PER	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	3.2	2.3	3.0	4.3
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	157.1
ROE	-32.3	-9.8	-32.3	-8.2
부채비율	121.8	118.4	132.2	154.1
순차입금	20.3	15.9	17.7	11.0

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst **구완성**
 02)768-7977, william.ku@nhq.com

Summary

엘앤케이바이오는 척추임플란트를 전문적으로 개발 및 제조하는 업체로 척추 상단인 경추부터, 최하단 천추까지 척추 임플란트 관련 모든 제품 라인업을 보유. 미국시장은 글로벌 척추임플란트 시장의 대부분을 차지하고 있으며, 제품 단가에 연구개발비용을 반영하기 때문에 타지역 대비 ASP 2배 이상의 가격 형성 중. 동사의 대다수 제품이 미국 FDA허가를 취득, 미국 현지법인 이지스 스파인(Aegis Spine Inc.) 보유, 스탠포드 대학병원 등 직납병원 확보. 국내 척추임플란트 기업 중 가장 성공적으로 미국시장 안착

Share price drivers/Earnings Momentum

- Expandable cage 미국 매출 증가
- 4분기 신제품 미국 허가 기대

Downside Risk

- 올해 영업적자 기록 시 관리종목 지정
- 신제품 미국 허가 지연

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2020E	2021F	2020E	2021F	2020E	2021F
NuVasive	50.9	20.0	2.9	2.6	6.4	14.3
Medtronic	28.4	25.6	2.6	2.8	9.4	10.2
Globus Medical	43.6	25.7	3.6	3.1	8.8	11.7
Stryker	32.0	22.8	5.6	4.9	16.6	21.2
Zimmer Biomet	27.8	17.1	2.2	1.8	8.5	12.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2016	2017	2018	2019	2020E
PER	61.5	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	1.9	3.2	2.3	3.0	4.3
PSR	2.6	3.7	2.4	2.9	5.0
ROE	3.1	-32.3	-9.8	-32.3	-8.2
ROIC	-0.3	-15.6	-18.0	-19.4	-4.1

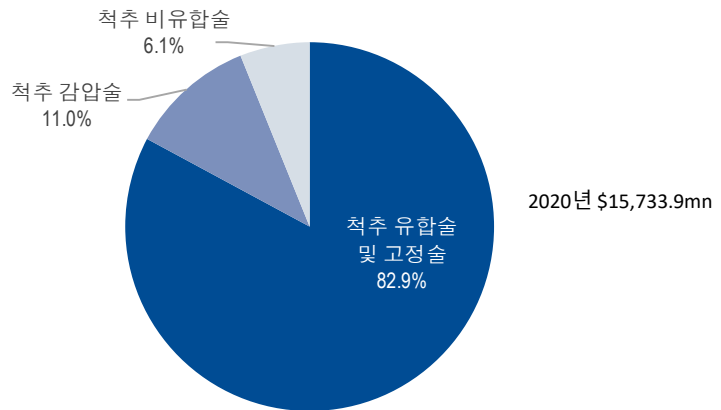
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 및 거래량 추이



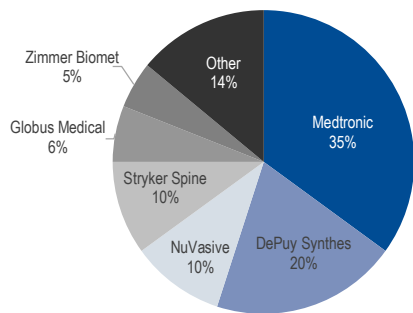
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림 1. 글로벌 척추 임플란트 및 관련 기기 시장 규모



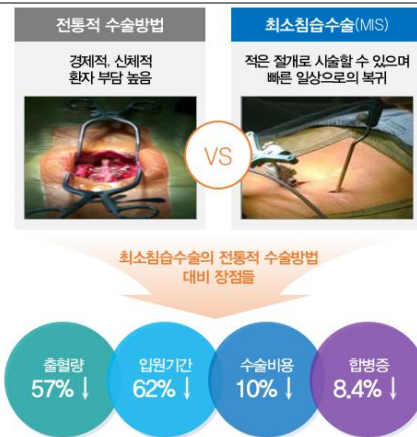
자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

그림 2. 글로벌 척추 임플란트 및 관련 의료기기 시장 점유율



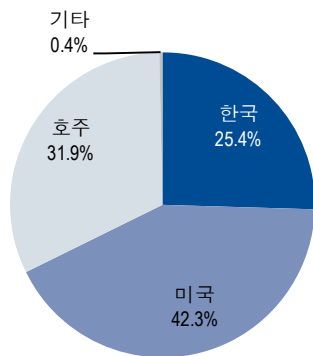
주: 2015년 기준
자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

그림 3. 전통적 수술방법과 최소침습수술법 차이



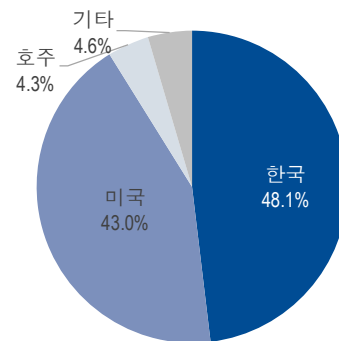
자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

그림 4. 2018년 3분기 기준 지역별 매출액 비중



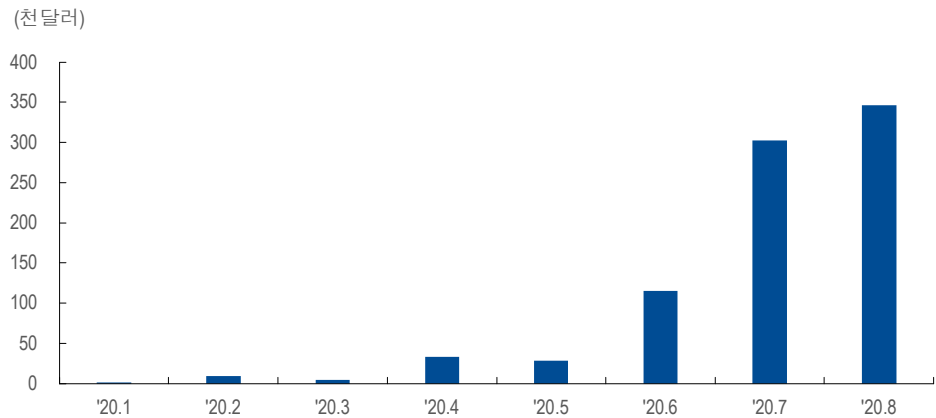
자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

그림 5. 2019년 기준 지역별 매출액 비중



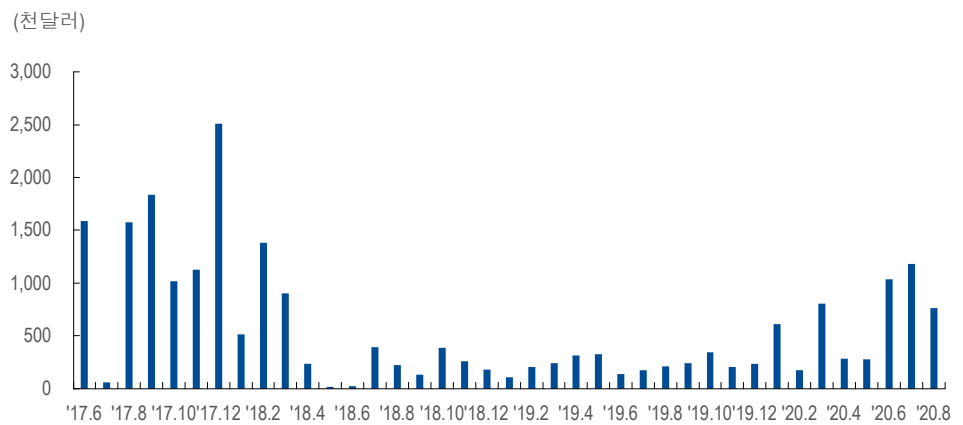
자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

그림 6. Expandable cage 관세청 통관 데이터(추정치, 경기도 용인시)



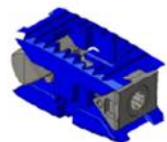
자료: 수출입무역통계, NH투자증권 리서치본부

그림 7. 척추 임플란트(Screw, rod) 관세청 통관 데이터(추정치, 경기도 용인시)



자료: 수출입무역통계, NH투자증권 리서치본부

그림 8. 엘앤케이바이오 FDA 승인 품목



AccelFix-XT ('19.9)

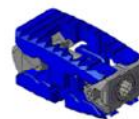


AccelFix-XL ('19.11)



AccelFix-XTP ('19.12)

그림 9. 엘앤케이바이오 FDA 승인 예정 품목



AccelFix-EXT ('20.11 예정)



AccelFix-XA ('20.12 예정)



AccelFix-XAI

























CastleLoc-XCI

자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

그림 10. 엘앤케이바이오 제품 라인업 경쟁현황 비교

구분	G사		L&K BIOMED	
PLIF/TLIF	CALIBER	PEEK 	AccelFix-XT	FDA 승인 
	RISE		AccelFix-XT-N15	설계 중
	ALTERA		AccelFix-EXT	테스트 중 
	SABLE		AccelFix-CXT	설계 중 
LLIF	RISE-IntraLIF			
	CALIBER-L	PEEK 	AccelFix-XL	FDA 승인 
ATP	RISE-L		+ LumbarPlate	FDA 출원 
	ELSA		AccelFix-XTP	FDA 승인 
ALIF	ELSA-ATP		AccelFix-XTP5	설계 중 
	MAGNIFY		AccelFix-XA	FDA 접수 
ACIF	MAGNIFY-S		AccelFix-XAI	FDA 접수 
			AccelFix-XCI	FDA 접수 

자료: 엘앤케이바이오, NH투자증권 리서치본부

표1. 척추임플란트 산업 Global peer valuation table

(단위: 십억원, 백만달러)

회사명		엘앤케이바이오	유엔아이	Medtronic	NuVasive	Globus Medical	Stryker	Zimmer Biomet
국가		한국	한국	아일랜드	미국	미국	미국	미국
주가(원, \$)		8,760	4,205	104.8	49.5	49.3	202.9	134.0
시가총액		110.4	31.1	140,873.8	2,537.0	4,820.4	76,214.2	27,744.7
매출액	2018	31.3	31.7	29,953	1,168	713	13,601	7,933
	2019	25.8	34.8	30,557	1,023	785	14,884	7,982
	2020E	21.6	n/a	28,913	1,216	756	13,943	6,816
영업이익	2018	-8.2	-4.9	6,518	134	176	3,100	1,618
	2019	-9.7	-1.2	7,074	102	179	3,444	1,603
	2020E	-1.2	n/a	6,241	189	109	2,969	1,379
EBITDA	2018	-5.3	-2.1	9,162	281	218	3,823	2,658
	2019	-6.2	1.1	9,733	190	235	4,355	2,685
	2020E	0.8	n/a	9,127	304	194	3,367	1,956
순이익	2018	-4.0	-14.7	5,025	77	162	2,441	1,068
	2019	-11.8	-1.9	5,627	-41	161	2,764	1,158
	2020E	-2.5	n/a	4,734	65	83	1,735	-326
EPS(원, \$)	2018	-367	-1,907	3.7	1.5	1.7	6.5	5.2
	2019	-1,023	-243	4.2	-0.6	1.6	7.4	5.6
	2020E	-190	n/a	3.5	1.4	0.8	4.4	-1.1
PER(배)	2018	n/a	n/a	22.1	53.1	27.2	24.4	19.8
	2019	n/a	n/a	21.1	50.9	37.4	28.9	26.7
	2020E	n/a	n/a	28.4	20.0	43.6	32.0	27.8
PBR(배)	2018	2.3	1.8	2.2	4.8	3.6	5.0	1.9
	2019	3.0	1.1	2.3	2.9	4.2	6.1	2.5
	2020E	4.2	n/a	2.6	2.6	3.6	5.6	2.2
EV/EBITDA(배)	2018	n/a	n/a	13.6	17.3	16.8	16.9	11.1
	2019	n/a	54.73	13.6	14.3	22.0	19.7	14.4
	2020E	154.9	n/a	16.2	9.3	24.2	24.7	17.7
ROE(%)	2018	-9.8	-31.5	10.0	8.8	15.0	22.5	9.3
	2019	-32.3	-4.9	11.2	6.4	12.4	22.5	9.8
	2020E	-8.2	n/a	9.4	14.3	8.8	16.6	8.5
절대수익률(%)	1 Week	-14.1	-11.3	1.0	-11.8	-8.5	1.8	-1.7
	1 Month	-6.7	2.3	9.9	-5.7	-4.4	11.3	1.9
	3 Months	10.2	-20.9	6.7	-12.2	-0.8	4.2	2.2
	6 Months	26.8	45.5	-5.0	25.8	-13.7	2.3	9.5
	1 Year	26.8	-44.9	-14.0	-25.8	-13.3	-16.3	-14.0
	YTD	26.8	-27.4	-9.0	-36.0	-17.5	-4.8	-11.8

주: 1. 9월 21일 종가 기준

2. 엘앤케이바이오는 당사 리서치본부 전망 기준. 기타 기업은 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: FnGuide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12A	2019/12A	2020/12E
매출액	31.5	31.3	25.8	21.6
증감률 (%)	-8.5	-0.6	-17.7	-16.4
매출원가	16.6	14.5	14.3	6.2
매출총이익	14.9	16.8	11.5	15.3
Gross 마진 (%)	47.2	53.8	44.5	71.1
판매비와 일반관리비	22.3	25.1	21.2	16.5
영업이익	-7.4	-8.2	-9.7	-1.2
증감률 (%)	적전	적지	적지	적지
OP 마진 (%)	-23.6	-26.3	-37.7	-5.6
EBITDA	-4.5	-5.3	-6.2	0.8
영업외손익	-10.0	5.5	-4.6	-1.8
금융수익(비용)	-6.0	7.7	2.7	-1.8
기타영업외손익	-4.0	-2.1	-7.1	0.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	-0.1	-0.2	0.0
세전계속사업이익	-17.5	-2.8	-14.3	-3.0
법인세비용	-2.5	1.3	-2.4	-0.5
계속사업이익	-15.0	-4.0	-11.8	-2.5
당기순이익	-15.0	-4.0	-11.8	-2.5
증감률 (%)	적전	적지	적지	적지
Net 마진 (%)	-47.5	-12.9	-45.9	-11.4
지배주주지분 순이익	-14.8	-3.8	-11.0	-2.3
비지배주주지분 순이익	-0.2	-0.3	-0.8	-0.2
기타포괄이익	0.6	0.1	0.8	0.0
총포괄이익	-14.4	-3.9	-11.0	-2.5

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12A	2019/12A	2020/12E
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	3.2	2.3	3.0	4.3
PCR(배)	-51.9	-61.6	-37.7	135.6
PSR(배)	3.7	2.4	2.9	5.0
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	157.1
EV/EBIT(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS(원)	-1,494	-367	-1,023	-190
BPS(원)	3,659	3,176	2,343	2,067
SPS(원)	3,175	3,049	2,391	1,780
자기자본이익률(ROE, %)	-32.3	-9.8	-32.3	-8.2
총자산이익률(ROA, %)	-16.7	-4.5	-14.5	-3.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	-15.6	-18.0	-19.4	-4.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	50.3	37.7	57.4	38.7
총부채/ 자기자본(%)	121.8	118.4	132.2	154.1
이자발생부채	37.1	37.4	30.7	32.8
유동비율(%)	117.3	123.4	122.1	117.7
총발행주식수(백만원)	10.3	12.4	12.4	12.9
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	11,650	7,170	7,010	8,900
시가총액(십억원)	115.6	77.3	75.6	112.1

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12A	2019/12A	2020/12E
현금및현금성자산	3.8	3.7	0.7	10.1
매출채권	24.1	22.8	16.0	13.4
유동자산	49.7	53.7	43.0	45.4
유형자산	7.0	6.8	4.7	4.0
투자자산	2.2	2.7	0.5	0.4
비유동자산	39.9	38.2	28.7	26.8
자산총계	89.6	91.8	71.7	72.2
단기성부채	31.9	33.1	25.8	28.2
매입채무	6.1	5.3	5.5	6.1
유동부채	42.3	43.5	35.2	38.6
장기성부채	5.1	4.3	4.9	4.6
장기충당부채	1.6	1.9	0.7	0.6
비유동부채	6.9	6.3	5.6	5.2
부채총계	49.2	49.8	40.8	43.8
자본금	5.1	5.6	5.6	5.6
자본잉여금	45.0	50.1	50.0	50.0
이익잉여금	-11.3	-15.4	-25.4	-27.7
비지배주주지분	2.9	2.8	1.9	1.7
자본총계	40.4	42.1	30.9	28.4

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12A	2019/12A	2020/12E
영업활동 현금흐름	-4.9	-10.4	0.0	6.5
당기순이익	-15.0	-4.0	-11.8	-2.5
+ 유/무형자산상각비	3.0	2.9	3.5	2.0
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	1.3	0.2	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.1	-0.4	-0.3	0.0
Gross Cash Flow	-2.2	-1.2	-2.0	0.8
- 운전자본의증가(감소)	-1.7	-8.4	3.0	7.0
투자활동 현금흐름	-4.5	-3.3	3.5	0.7
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.1	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.7	-0.8	-0.6	-1.0
+ 투자자산의매각(취득)	-0.7	-0.7	2.0	0.1
Free Cash Flow	-5.6	-11.2	-0.6	5.5
Net Cash Flow	-9.4	-13.7	3.5	7.2
재무활동현금흐름	4.9	13.6	-6.6	2.2
자기자본 증가	0.0	5.5	-0.1	0.0
부채증감	4.9	8.1	-6.5	2.2
현금의증가	-4.6	-0.1	-3.0	9.4
기말현금 및 현금성자산	3.8	3.7	0.7	10.1
기말 순부채(순현금)	20.3	15.9	17.7	11.0

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2020년 9월 18일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
70.3%	29.2%	0.5%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '엘앤케이바이오'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.