

투자검토보고서

주식회사 제테마

2021년 06월 29일

내용

1. EXECUTIVE SUMMARY	3
1.1 취급 개요.....	3
1.2 투자 포인트.....	4
1.3 투자 리스크.....	5
2. 회사개요	6
2.1 개요.....	6
2.2 주요연혁.....	6
2.3 대표이사 약력.....	7
2.4 주주현황.....	8
2.5 주요인력현황.....	9
2.6 산업현황 및 전망.....	10
2.6.1 필러 시장.....	10
2.6.2 보톡스 시장.....	11
2.7 회사의 경쟁력.....	12
2.7.1 산업의 경쟁우위 요소.....	12
2.7.2 회사의 주요 제품 현황.....	13
3. 회사 재무제표 분석	14
3.1 수익성현황.....	14
3.1.1 요약 재무제표.....	14
3.1.2 매출 추이.....	15
3.1.3 손익비율 분석.....	16
3.2 재무안정성현황.....	17
3.2.1 주요 재무제표.....	17
3.2.2 부채비율.....	18
3.2.3 순차입금비율.....	18
3.2.4 유형자산.....	19
3.2.5 금융자산.....	19
3.3 현금흐름현황.....	20
4. 리스크	21
4.1 보톡스 임상 실패 리스크.....	21
4.2 연구개발비용 비용 확대 리스크.....	21
5. 투자 결론	22

1. Executive Summary

1.1 취급 개요

구 분	내 용
인수대상	제테마 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채

CB 발행조건

구 분	내 용	
발행 회사명	주식회사 제테마	
사채의 종류	무보증 사모 전환사채	
발행 예정 금액	700 억원	
만기	발행일로부터 5.0년	
금리	Coupon	0%
	YTM	0%
전환	전환가격	'증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 5-22조 (1)에 따라 산정한 가액
	기간	발행일로부터 12개월되는 시점부터 만기 1개월 전까지
	리픽싱	70%
Call	행사범위	40%
	행사기간	발행일로부터 12개월되는 시점부터 24개월되는 시점까지
	YTC	0.0%
Put	기간	발행일로부터 24개월되는 시점부터 매 3개월마다
	YTP	0%
자금용도	시설투자 및 운영자금	

1.2 투자 포인트

Point 1. 필터와 보톡스의 기술경쟁력

제테마는 1) 필터사업: 국내 필터시장에서 기술력과 가격경쟁력을 기반으로 점유율을 확대시키고 있으며, 2) 보톡스사업: 보톡스를 연구개발하고 있는 가운데 동사의 기술력을 기반으로 중국 및 브라질 파트너사와 10년간 약 6,600억원 규모의 판매계약을 맺었기에, 보톡스 임상 성공이후 상용화시 매출액 및 수익성 성장이 기대됨.

Point 2. 조기상환청구 대응이 용이

재무건전성기준 부채비율 53%, 순현금상태, 보유현금 161억원, 토지+건물 278억원을 보유하였으며, 흑자전환을 성공하여 재무적으로 우량한 회사이기에, 금번 전환사채에 대한 조기상환 청구 대응이 용이함.

1.3 투자 리스크

동사는 검토 기준 현재 부채비율 53%에 순현금상태이며, 현금 161억원과 토지+건물 장부가액 기준 약 278억원을 보유한 회사이기에, 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 인한 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

Point 1. 보톡스 임상 실패 리스크

동사는 보톡스 임상을 진행하고 있으나, 임상 실패의 경우 주가 하락의 리스크가 있음. 다만 1) 필러 사업부를 통해 매출액이 발생하고 있으며 2) 국내 주식 시장에서는 제테마의 필러 영업가치가 약 5천억원(현재 시가총액 약 6,400억원)으로 추정되고 있기에, 보톡스 임상 실패로 인한 회사의 존속 불확실성은 예상되지 않음.

Point 2. 연구개발비용 비용 확대 리스크

동사는 현재 보톡스 균주 Type A 기반의 보톡스 제품을 연구개발을 진행하고 있으며, 2022년도부터는 보톡스 균주 Type B 기반의 보톡스 제품 또한 연구개발을 진행할 계획임. 필러 매출액이 성장률대비 보톡스 연구개발비용 증가폭이 더욱 클 경우, 영업현금흐름이 원활이 발생하지 않을 수 있음.

2. 회사개요

2.1 개요

회사명	주식회사 제테마	대표이사	김재영
설립일자	2009년 07월 17일	상장일자	2019년 11월 14일
상장시장	코스닥 (이익미실현기업)	임직원수	152명 (2021년 03월)
주가(06/29)	36,800원	시가총액(06/29)	6,487억원
사업소재지	강원도 원주시 지정면 조엄로 321		
주요사업	히알루론산 필러, 보툴리눔 독신, 의료장비 제조 및 판매		

- 제테마는 2009년 설립되고 2019년 상장한 히알루론산 필러 및 보툴리눔 독신 제조사임.
- 당사는 보툴리눔 독신의 3종(타입 A, B, E)를 영국 국립보건원으로부터 도입하여 오리지널 균주를 보유한 회사임.
- 2021년 1분기기준 매출액은 필러 71%, 보톡스 20%, 기타 9%로 구성됨.
- 주요 주주는 김재영 24.10%, 장금란 1.11% 등으로 구성되어 있음.

2.2 주요연혁

연 월		내 용
2016 년	3 월	필러 CE 인증
2017 년	2 월	원주 기업도시 신공장 부지 계약
	3 월	필러제품 1 종(Sub-Q) 국내 품목 허가
	6 월	주식회사 프로넥스 → 주식회사 제테마
	7 월	필러제품 6 종 국내 품목 허가
	12 월	원주 기업도시 신공장(cGMP) 건설 개시
2018 년	1 월	독신 제품 비임상 개시
	10 월	IPO 지정 감사법인 삼정회계법인 외부감사계약 체결
		기업부설연구소 설립
	11 월	(주)제테마 용인공장(지점) 이전 경기도 용인시 기흥구 동백중앙로 16 번길 16-25, 315, 501, 502, 517, 518 호 (중동, 대우프론티어 1 단지)
(주)제테마 서울사무소(지점) 설치 서울특별시 강남구 봉은사로 68 길 6-14, 2 층-6 층(삼성동, 슈피겐 에이치큐 빌딩		

		비등)
	12 월	에피티콘 국내 품목 허가 원주 기업도시 신공장 준공
2019 년	3 월	원주공장 준공식
	4 월	무상증자 실시(100%, 재원 : 주식발행초과금)
	6 월	코스닥 시장 상장 동의 이사회 결의
	11 월	2019 년 11 월 14 일 코스닥시장 상장
2020 년	2 월	브라질 FUNSHINE Inc.와 JETEMA THE TOXIN(보툴리눔톡신) 공급계약 체결 (2020 년 08 월 계약변경)
	6 월	제테마더톡신주 100U(보툴리즈.에피톡스) 수출용 품목허가
		무상증자 실시(100%, 재원 : 주식발행초과금)
	8 월	중국 HUADONG NINGBO MEDICINE Co., Ltd 와 JETEMA THE TOXIN 공급계약 체결의 건
		브라질 Skin Store Ltd. 와 JETEMA THE TOXIN(보툴리눔톡신) 변경공급계약 체결
11 월	용인공장 신규시설투자 이사회 결의	

2.3 대표이사 약력

대표이사의 약력은 아래와 같음.

성명	직위	출생년도	주요경력
김재영	대표이사	1968	2003~2011년 휴메딕스 대표 2011년~2014년 제테마 사내이사 2016년~현재 제테마 대표이사 경희대학교 의과대학원 의공학 박사

- 김재영 대표이사는 휴메딕스(휴온스글로벌로 사명변경)가 휴온스에 인수되고 휴메딕스 대표이사직을 사임한 후, 휴메딕스 출신 전문가들과 제테마를 설립하고 2016년 제테마 대표이사로 취임함.
- 김재명 대표이사는 경희대학교 의과대학 박사 출신임.

2.4 주주현황

(2021년 03월 31일 기준, 단위 : 주, %)

성명	관계	주식종류	주식수	지분율
김재영	본인	보통주	4,233,600	24.1
장금란	배우자	보통주	194,800	1.11
김범준	친인척	보통주	58,478	0.33
김형석	등기임원	보통주	120,000	0.68
윤범진	등기임원	보통주	60,000	0.34
박상준	친인척	보통주	63,500	0.36
김은숙	친인척	보통주	12,700	0.07
이학규	미등기 임원	보통주	21,505	0.12
권영삼	미등기 임원	보통주	23,300	0.13
김상룡	미등기 임원	보통주	42,000	0.24
(주)에스제이크레데	관계사	보통주	16,000	0.09
이승훈	미등기 임원	보통주	32,000	0.18
이상섭	미등기 임원	보통주	22,000	0.13
이승우	미등기 임원	보통주	1,236	0.01
김승호	미등기 임원	보통주	4,000	0.02
정하종	미등기 임원	보통주	8,146	0.05
김상록	친인척	보통주	4,664	0.03
김상아	친인척	보통주	11,800	0.07

- 발행주식 총수: 보통주 17,628,759주

2.5 주요인력현황

성명	출생년월	직위	등기임원	상근	담당	주요경력	소유주식수	재직기간
김재영	1968.08	대표이사	등기임원	상근	대표이사	(주)휴메딕스 대표이사(03.02~11.02) (주)제테마 대표이사(16.03~현재)	4,233,600	6년9개월
윤범진	1963.03	사장	등기임원	상근	연구,영업,생산총괄	(주)JW중외제약 전무이사(87.02~15.12) (주)제테마 사장(16.12~현재)	60,000	4년3개월
정하중	1967.02	전무이사	미등기임원	상근	원주공장 센터장	(주)대웅제약 센터장(14.01~18.01) (주)제테마 원주공장 센터장(18.06~현재)	8,146	2년9개월
김승호	1966.01	상무이사	미등기임원	상근	연구소장	(주)이수앤지스 상무이사(02.11~17.12) (주)제테마 연구소 상무이사(18.06~현재)	4,000	2년9개월
김형석	1976.09	상무이사	등기임원	상근	재무관리	(주)테스나 회계공시팀장(10.03~15.10) (주)제테마 상무(CFO)(15.10~현재)	120,000	5년5개월
이학규	1977.12	이사	미등기임원	상근	인사총무	(주)휴메딕스 생산지원팀장(06.02~11.03) (주)제테마 경영관리 이사(14.07~현재)	21,505	6년8개월
김상룡	1976.02	이사	미등기임원	상근	개발총괄	(주)국제약품 부장(10.03~16.07) (주)제테마 개발부 이사(7.03~현재)	42,000	4년7개월
이상섭	1972.04	이사	미등기임원	상근	해외사업	(주)디앤컴퍼니 사업부장(15.05~17.06) (주)제테마 해외사업부 이사(18.05~현재)	22,000	3년4개월
권영삼	1978.03	이사	미등기임원	상근	품질총괄	(주)한독 AQ, QC, 생산 팀장(11.05~18.03) (주)제테마 원주공장총괄 이사(18.04~현재)	23,300	3년0개월
이상현	1967.1	이사	미등기임원	상근	용인공장 센터장	(주)JW중외제약 부장(96.01~20.01) (주)제테마 이사(20.02~현재)	-	1년1개월
방한성	1964.12	이사	미등기임원	비상근	사업개발부문장	진캠 전무/TA 어드바이저 고문(19.07~20.06) (주)제테마 사업개발부문 이사(20.08~현재)	-	0년7개월
차윤경	1976.09	이사	미등기임원	상근	마케팅 신사업부	이화여대 약제학 석사 (~'01.02) (주)대웅제약 나보타사업센터장 ('01.01~'20.12) (주)제테마 이사 (20.12~현재)	-	0년3개월
이승우	1953.12	전무이사	미등기임원	상근	제제연구소장	중외제약 품질보증센터장/생산본부장 (92.06~04.06) 양지화학(주) 연구소장 ('09.05~'13.12) (주)제테마 제제연구소장 ('21.01~현재)	1,236	0년 2개월
이승훈	1959.04	고문	미등기임원	상근	개발고문	식품의약품안전처 바이오생약국 부이사관 (06.08~16.06) (주)제테마 개발 관련 고문(16.07~현재)	32,000	4년8개월
정영춘	1955.02	고문	미등기임원	비상근	외부임상 고문	허위성형외과 대표원장(92.01~현재) (주)제테마 임상 관련 고문(18.03~현재)	-	3년0개월
주광수	1955.12	고문	미등기임원	비상근	허가자문	법무법인 세종 고문(17.09~현재) (주)제테마 허가 관련 고문(18.11~현재)	-	2년4개월
박현식	1978.05	감사	등기임원	비상근	감사	중소기업진흥공단 과장(15.08~17.07) (주)제테마 감사(19.03~현재)	-	2년0개월

2.6 산업현황 및 전망

2.6.1 필러 시장

필러는 피부의 꺼진 부분을 채워주어 주름을 펴주는 역할을 하는 주사제임. 필러의 종류는 주로 히알루론산, 콜라겐, 칼슘, PMMA를 기반으로 하는 필러로 나뉨. 그 가운데 제테마는 1) 높은 생체 적합성을 갖고 2) 제거가 용이한 히알루론산을 기반으로 한 필러를 생산하고 있음.

원료	히알루론산	콜라겐	칼슘	PMMA
지속성	6-18개월	2년	1~2년	5년
주재료	히알루론산	칼슘, 미네랄	동물성단백질	고농축콜라겐
장점	피부의 주성분을 사용하여 안정성이 높고 제거가 용이	지속시간이 비교적 길고 점성과 탄성이 좋음	비교적 지속시간이 김	지속시간이 반영구적
단점	지속성이 짧은편	제거가 어렵고 피부가 얇은 사람은 시술 불가	제거가 어렵고 알레르기 반응이 일어날 수 있음	제거가 어렵고 완전 흡수가 불가능

[출처: 제테마 사업보고서]

필러의 경우 비침습적인 미용성형 시술로 상대적으로 1) 간단하며 2) 저렴한 특징을 가짐. 이에 따라 연평균 7% 수준의 성장세를 유지하고 있음. 신항시장은 경제성장률과 소득증가율을 감안할 경우, 더 높은 시장 성장률이 기대되며, 실제로 앨러간의 히알루론산 필러는 신항시장에서 연평균 10% 이상의 높은 매출 성장률을 보이고 있음.

필러시장 플레이어의 경우, 스위스 겔더마와 미국 앨러간이 1) 안전성과 2) 브랜드력을 기반으로 글로벌 필러시장에서 높은 점유율을 차지하고 있음. 필러는 독소규제가 부재하고 임상절차가 다소 복잡하지 않기에, 약 100개 이상의 필러 제조사가 존재함. 국내 필러시장은 초기에 앨러간이 높은 시장 점유율을 차지하고 있었으나, 국내 필러사들이 1) 유사한 기술력 2) 낮은 단가의 경쟁력을 기반으로 국내시장점유율을 확대해가기 시작하였음.

2.6.2 보톡스 시장

보툴리눔 독신은 초기에 안검경련 치료제로 시작되었으나, 미용 목적 주름 개선용 치료제로도 쓰이게 됨. 보톡스의 경우 A,B,C1, C2, D, E, F, G 총 8종류의 혈청형으로 구분되며, 글로벌하게 혈청 Type A와 Type B만 의약품으로 개발되었으며, 국내에서는 Type A만 의약품으로 개발됨.

2018년 기준 미국의 보톡스 시장 규모는 3.3조원이며, 치료용 독신시장은 2조원, 미용시술용 독신 시장은 1.3조원으로, 치료목적 시장이 더욱 큼. 2018년 기준 국내 독신시장 규모는 1,200억원이며, 국내 보톡스의 약 90%가량이 미용시술용 주름치료제로 사용되고 있음.

보톡스는 안전성 및 유효성에 대한 엄격한 임상 절차로 인해 독소 균주에 대한 자체 개발이 어려운 특징이 있음. 제테마의 경우 2017년 영국국립보건원 (Public Health England)으로부터 오리지널 보툴리눔 독신 Type A, B, E의 균주에 대한 라이선스 계약을 체결하여, 명확한 균주의 출처를 보유하고 있음. 또한 보톡스 Type A, B, E 균주를 기반으로 고순도 보톡스를 연구개발 중에 있음.

[타입별 독신 비교]

	Type A	Type B	Type E
적용 범위	국소형	넓은 범위	국소형
효과 발현	3~7일	2~4일	24시간 이내
지속 기간	4~6개월	3~4개월	4주 이내
적용 시장	미용/성형 시장	치료시장	치료시장

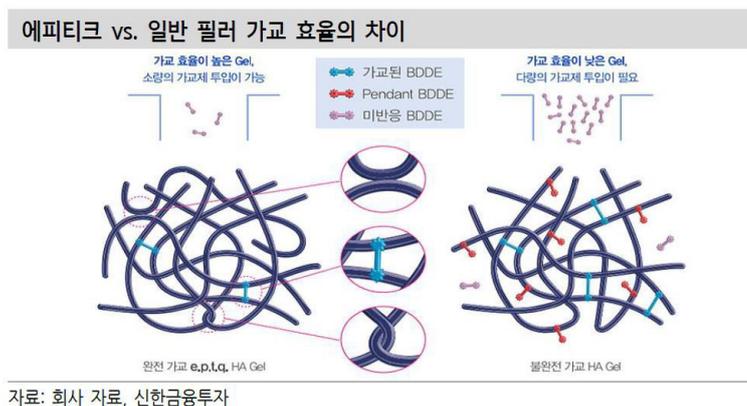
자료: 제테마, 한국투자증권

2.7 회사의 경쟁력

2.7.1 산업의 경쟁우위 요소

(1) 필러 제조 기술력

동사의 필러는 소량의 BBDE로도 히알루론산 필러의 몰딩감을 확보할수 있음. 히알루론산의 경우 체내에서 분비되는 효소 히알루로니다아제로 인해 분해되기가 쉬워, 이를 방지하기 위해 화학적 가교제인 BBDE(ButaneDiol Diglycidyl Ether)를 첨가하여 히알루론산이 뭉쳐지게 해야함. 동사는 물리적 가교 공법인 HSCE(Hive Structure Crosslink enhancement) 기술을 통해 가교제 효율을 극대화시켰고, 소량의 BBDE를 투입하여도 높은 몰딩감이 가능함.



(2) 보톡스 제조기술력

동사는 영국국립보건원(PHE)으로부터 명확한 보툴리눔 독신의 균주 Type A, B,E 를 라이선스 인하여, 명확한 균주를 기반으로 보톡스를 연구개발 중에 있음. 동사는 1) 특수 감압건조방식을 통해 제조시간을 단축하여 원가 경쟁력을 확보하였고 2) 경쟁사 대비 적은 독소 함량으로 동일한 효과를 낼 수 있는 기술경쟁력을 보유함.

연구개발현황으로: 1) 국내에서는 식약처 임상3상 IND를 신청하였고 2) 중국에서 파트너사인 화동닝보와 10년간 5,500억원 규모의 라이선스 계약을 체결하여 2021년 하반기 임상 1상에 진입하고, 3) 브라질에서는 파트너사인 스킨스토어와 10년간 1,100억원 규모의 라이선스 계약을 체결하고 임상을 준비중에 있음.

2.7.2 회사의 주요 제품 현황

(1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

품목	상표	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
매출액		12,605	8,171	11,208	13,300	20,660	7,533
필러	e.p.t.q	6,388	5,059	7,648	10,084	14,128	5,363
보톡스	본톡스주, TOXSTA					4,224	1,495
기타	에피티콘, 마스크팩	6,217	3,112	3,560	3,310	2,307	675

- ▶ 히알루론산 필러 (매출액 비중 71%)
 - 당사는 히알루론산 필러(브랜드명 e.p.t.q)를 생산하여 판매하고 있음.
 - 주요 원재료인 히알루론산 원료는 글로벌 원료 생산기업(유럽의 CEP인증, 미국 FDA, 국내식약처 DMF, 러시아 API 인증 획득)으로부터 의약품 주사제용 등급의 원료를 매입하여 사용하고 있음.

- ▶ 보톡스 (20%)
 - 당사는 보톡스(A타입 균주)를 생산하여 국내 판매 및 개발중에 있음.
 - 주요 원재료인 보툴리눔 독소 A형 단백질은 제차적으로 생산함.
 - 보톡스 생산 균주는 영국국립보건원(Public Health England)로부터 확보함.

- ▶ 기타
 - 에피티콘 : 리프팅실 의료기기로, 처진 피부와 근육을 당겨주는 실.
 - 마스크팩 : 히알루론산 필러 브랜드 e.p.t.q의 마스크팩

필러	보톡스	에피티콘
		

3. 회사 재무제표 분석

3.1 수익성현황

3.1.1 요약 재무제표

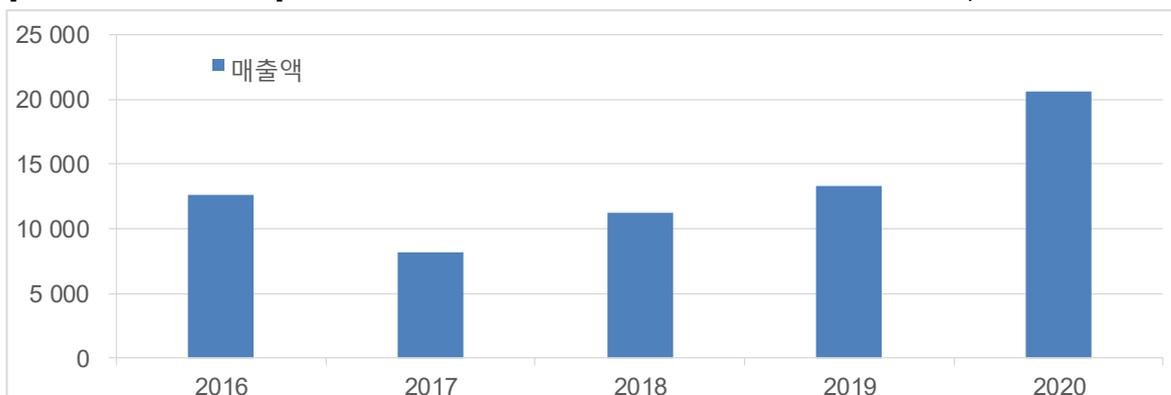
주요 재무제표의 항목 내역은 다음과 같음.

(백만원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
현금및현금성자산	6,391	695	6,014	3,030	16,942
매출채권및기타채권	5,451	2,096	4,288	5,403	3,760
재고자산	2,014	1,943	2,555	2,016	6,028
유동자산	15,256	6,668	21,880	22,277	27,235
유형자산	3,498	11,708	26,085	37,378	36,800
무형자산	14	20	17	91	229
비유동자산	4,172	12,301	29,408	40,009	39,625
자산총계	19,428	18,969	51,287	62,286	66,860
매입채무	3,231	953	913	382	635
단기차입금	0	0	0	0	0
장기차입금	1,950	4,454	4,808	3,970	3,135
부채총계	14,093	15,181	56,332	28,349	25,297
자본총계	5,334	3,788	-5,045	33,938	41,564
(백만원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출액(수익)	12,632	8,171	11,208	13,300	20,660
매출총이익	4,209	2,712	5,347	6,127	8,802
영업이익	2,086	-4,005	-4,551	-10,735	-5,587
당기순이익	818	-5,583	-15,752	-14,724	-9,327
(백만원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
영업활동현금흐름	1,493	-1,582	-5,925	-8,107	1,566
투자활동현금흐름	-1,553	-9,741	-21,407	-15,576	9,463
재무활동현금흐름	5,439	5,644	32,661	20,658	3,674

3.1.2 매출 추이

[연도별 매출 추이]

(단위 : 백만원)



품목	상표	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
매출액		12,605	8,171	11,208	13,300	20,660	7,533
필러	e.p.t.q	6,388	5,059	7,648	10,084	14,128	5,363
보톡스	본톡스주, TOXSTA					4,224	1,495
기타	에피티콘, 마스크팩	6,217	3,112	3,560	3,310	2,307	675

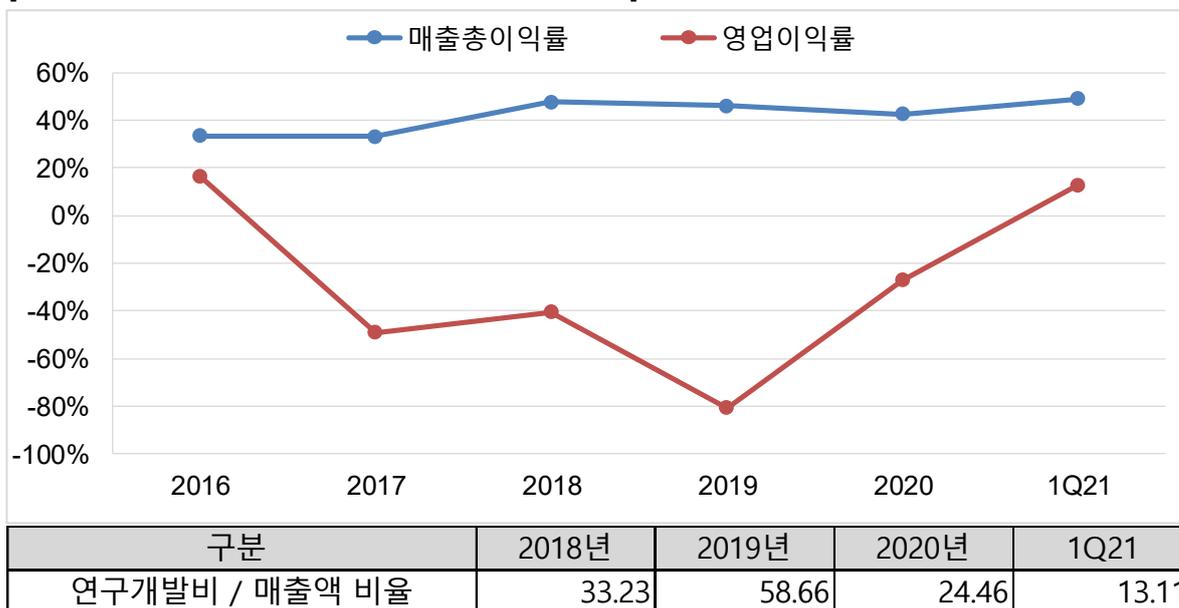
제테마는 2017년도부터 히알루론산 필러(e.p.t.q) 안전성+몰딩감 기술경쟁력과 가격경쟁력을 기반으로 국내 필러 시장에서 제테마의 히알루론산 필러 점유율이 확대되며 전체 매출액이 지속 확대되었음. 또한 2020년도부터 국내에서 보톡스 판매를 시작하며 보톡스 매출액이 발생하기 시작하였음.

시장에서 형성된 2021년 매출액 컨센서스는 417억원으로 전년대비 약 101% 성장을 기대하고 있음.

중국 보톡스 파트너사인 화동닝보와 보톡스 상용화 시점(2024년 예상)부터 10년간 5,500억원 규모의 계약을 체결하였고, 브라질 보톡스 파트너사인 스킨스 토어와 보톡스 상용화 시점 (2023년 예상)부터 10년간 1,100억원 규모의 계약을 체결함. 최근 유럽, 미국, 러시아 기업과 추가적인 계약을 논의중에 있음. 보톡스 임상이 완료되고 글로벌 상용화가 시작하게 될 경우, 동사의 매출액은 크게 성장할 것으로 기대됨.

3.1.3 손익비율 분석

[연도별 매출총이익률 및 영업이익률 추이]



동사는 2017년도부터 4년연속 영업적자를 유지하고 있음. 주요 요인은 보톡스 임상으로 인해 연구개발비용이 2019년 78억원, 2020년 50억원으로 매출액 대비 높게 유지되었기 때문. 다만 히알루론산 필러 매출액이 지속 성장함에 따라, 매출액 대비 보톡스 임상에 따른 연구개발비용은 감소할 것으로 예상하고 있음.

시장에서 형성된 2021년 영업이익 컨센서스는 72억원으로 흑자전환할 것으로 기대되고 있음.

*동사는 2019년 이익미실현기업으로 코스닥 상장하여, 코스닥시장 상장규정 관리종목 지정관련 법인세비용차감전계속사업손실 요건은 2024년도까지 적용되지 않음.

3.2 재무안정성현황

3.2.1 주요 재무제표

회사의 주요 재무상태표는 다음과 같음.

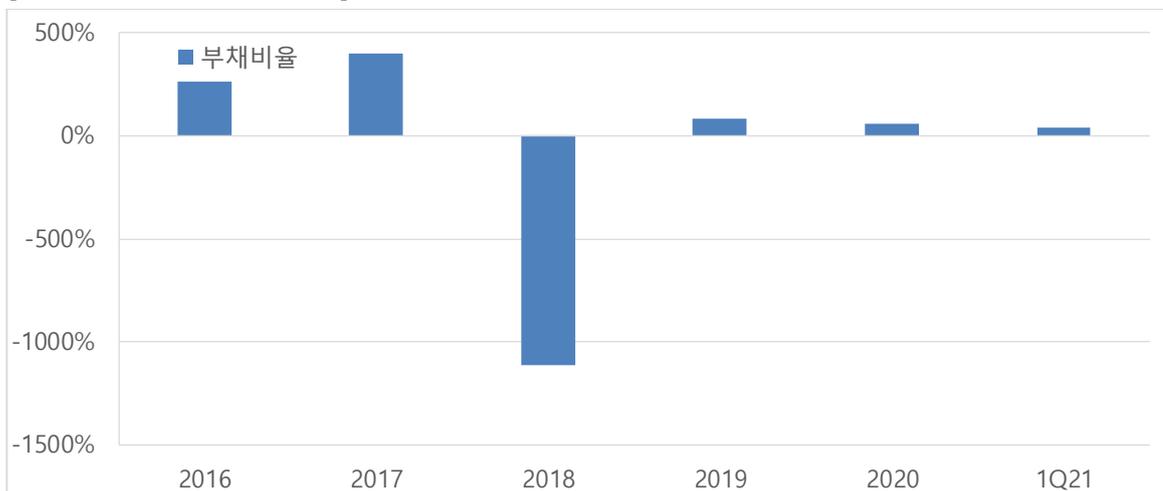
[재무상태표]

(백만원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
유동자산	15,256	6,668	21,880	22,277	27,235
현금및현금성자산	6,391	695	6,014	3,030	16,942
매출채권및기타채권	5,451	2,096	4,288	5,403	3,760
재고자산	2,014	1,943	2,555	2,016	6,028
비유동자산	4,172	12,301	29,408	40,009	39,625
유형자산	3,498	11,708	26,085	37,378	36,800
무형자산	14	20	17	91	229
투자부동산	0	0	0	0	0
기계장치	1,204	2,248	2,686	4,303	8,372
자산총계	19,428	18,969	51,287	62,286	66,860
유동부채	4,658	10,295	49,359	22,623	15,869
비유동부채	9,435	4,886	6,972	5,726	9,428
부채총계	14,093	15,181	56,332	28,349	25,297
자본금	1,316	1,343	1,419	4,059	8,783
이익잉여금	235	-3,899	-20,068	-34,792	-44,119
자본총계	5,334	3,788	-5,045	33,938	41,564

3.2.2 부채비율

회사의 부채비율 추이는 다음과 같음.

[연도별 부채비율 추이]



동사의 부채비율은 2021년 3월말 기준 53%임. 2018년 동사는 다량의 전환사채 및 상환전환우선주로 인한 파생상품평가손실로 부채비율이 -1118%으로 완전자본잠식을 기록하였음. 2019년 상반기에 상환전환우선주가 보통주로 전환되며 부채비율 950%로 자본잠식이 해소되었고, 2019년 하반기 코스닥상장을 통해 자본조달을 한 후 2019년말 기준 부채비율이 84%로 낮아졌음. 이후 21년 3월말 기준 부채비율은 53%로, 제테마 피어 평균 부채비율 70%대비 다소 낮은 수준임.

3.2.3 순차입금비율

[연도별 순차입금비율 추이]

	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	1Q21
순차입금비율	55%	275%	-259%	21%	-3%	-3%
순차입금	2,908	10,421	13,078	7,210	(1,149)	(1,427)
자본총계	5,334	3,788	(5,045)	33,938	41,564	43,099

동사는 순현금 상태로, 운전자본이나 조기상환대금 등 자금이 필요한 경우 은행에서 차입할 수 있는 여력이 높은 회사임.

3.2.4 유형자산

[유형자산] (단위: 백만원)

구분	장부금액
토지	5,882
건물	21,919
기계장치	3,853
시설장치	2,886
사용권자산	1,246
건설중인자산	730
합계	37,097

토지 및 건물 유형자산으로 장부가평가액 기준 278억원을 보유하고 있음. 해당 토지와 건물은 강원도 원주시에 위치한 본사와 경기도 요인시에 위치한 공장 및 연구소임. 다만, 토지 및 건물의 장부가액 중 약 100억원은 차입금 담보로 설정되어 있음.

본사 및 공장의 구체적인 주소는 아래와 같음.

1. 본사 : 강원도 원주시 지정면 가곡리 1283-4
2. 공장 및 연구소 : 경기도 용인시 기흥구 동백중앙로 16번길 16-25 대우프론티어밸리 1단지

3.2.5 금융자산

[보유 금융자산] (단위: 백만원)

구분	장부가액
금융자산	20,412
현금및현금성자산	14,344
장기금융상품	1,850
매출채권	3,017
기타금융자산	1,202

2021년 3월말 기준, 회사가 보유한 현금은 161억원임. 다만 장기금융상품 18억원은 질권설정되어 사용이 제한되어 있는 상태임.

3.3 현금흐름현황

주요 현금흐름은 아래와 같음.

[현금흐름 현황]

	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
영업활동현금흐름	1,493	-1,582	-5,925	-8,107	1,566
투자활동현금흐름	-1,553	-9,741	-21,407	-15,576	9,463
재무활동현금흐름	5,439	5,644	32,661	20,658	3,674

영업활동 현금흐름은 2019년도까지 3년연속 적자를 유지하다가 2020년 흑자 전환하였음. 2020년도 당기순손실은 발생하였지만, 재고자산이 감소하며 영업현금흐름이 흑자로 전환하였음. 당사는 2021년 1분기 매출액이 성장함에 따라, 당기순이익 14억원이 발생하였으며, 연간 매출액 성장에 따른 영업흑자전환을 기대하고 있음.

투자활동 현금흐름은 2019년도까지 적자를 유지하던중 2020년도 흑자로 전환하였음. 당사는 매년 유형자산을 취득하고 단기금융상품을 증가시킴에 따라 투자현금흐름이 적자였으나, 2020년에는 유형자산 취득규모가 감소하며 흑자전환하였음.

재무활동 현금흐름은 매년 흑자를 유지하고 있음. 2018년 상환우선주 및 전환사채를 발행하였으며, 2019년에는 코스닥 상장으로 유상증자를 하였고, 2020년에는 단기차입의 증가로 재무현금흐름이 흑자를 유지하였음.

4. 리스크

동사는 검토 기준 현재 부채비율 53%에 순현금상태이며, 현금 161억원과 토지+건물 장부가액 기준 약 278억원을 보유한 회사이기에, 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 인한 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

4.1 보톡스 임상 실패 리스크

동사는 보톡스 임상을 진행하고 있으나, 임상 실패의 경우 주가 하락의 리스크가 있음. 다만 1) 필러 사업부를 통해 매출액이 발생하고 있으며 2) 국내 주식 시장에서는 제테마의 필러 영업가치가 약 5천억원(현재 시가총액 약 6,400억원)으로 추정되고 있기에, 보톡스 임상 실패로 인한 회사의 존속 불확실성은 예상되지 않음.

4.2 연구개발비용 비용 확대 리스크

동사는 현재 보톡스 균주 Type A 기반의 보톡스 제품을 연구개발을 진행하고 있으며, 2022년도부터는 보톡스 균주 Type B 기반의 보톡스 제품 또한 연구개발을 진행할 계획임. 필러 매출액이 성장률대비 보톡스 연구개발비용 증가폭이 더욱 클 경우, 영업현금흐름이 원활이 발생하지 않을 수 있음.

5. 투자 결론

제테마는 1) 필터사업: 국내 필터시장에서 기술력과 가격경쟁력을 기반으로 점유율을 확대시키고 있으며, 2) 보톡스사업: 보톡스를 연구개발하고 있는 가운데 동사의 기술력을 기반으로 중국 및 브라질 파트너사와 10년간 약 6,600억원 규모의 판매계약을 맺었기에, 보톡스 임상 성공이후 상용화시 매출액 및 수익성 성장이 기대됨.

재무건전성기준 부채비율 53%, 순현금상태, 보유현금 161억원, 토지+건물 278억원을 보유하고 있으며, 2021년 1분기 필터 매출액 성장에 따른 흑자전환을 성공하여 재무적으로 우량한 회사이기에, 금번 전환사채에 대한 조기상환 청구 대응이 용이함.

이에 제테마는 전환사채 투자에 적합함.