

Hugel Purchase Price Allocation

(주)GS

Strictly Private and Confidential
March 2023



삼일회계법인



Important message

본 보고서에 수신인으로 기재되어 있지 않거나 삼일회계법인이 제시한 Hold Harmless Letter에 서명하여 이를 제출하지 아니한 자는 본 보고서에 접근 권한이 없음을 알려드립니다.

계약 여부를 불문하고 삼일회계법인의 접근 권한 부여 등 어떠한 의사표시가 없었음에도 불구하고 본 보고서를 입수하여 그 내용을 열람·이용·전달하는 자는 다음 사항을 읽고 동의한 것으로 간주됨과 동시에 본 보고서에 대한 삼일회계법인의 저작권을 보호할 의무를 부담합니다.

1. 당 법인의 업무는 보고서 수신인의 이용 목적에 따라 보고서 수신인과 사전에 협의된 업무범위에 기초하여 수행되었으며 그 외 어떠한 다른 목적을 위해서도 수행되지 않았습니다. 따라서 보고서 수신인 외의 자가 수행하여야 할 독립적인 조사의 대체적인 방법으로 갈음될 수 없습니다.
2. 어떠한 경우에도 당 법인은 보고서 수신인 이외 제 3자에 대하여 어떠한 주의의무를 부담하거나 수락하지 않습니다. 또한 삼일회계법인은 보고서 수신인 이외 제 3자에 대하여 계약상 의무 또는 과실행위를 포함하는 불법행위 등으로 발생하는 의무를 부담하거나, 보고서 및 이와 관련하여 제공되는 정보로부터 발생하는 비용, 손실 및 피해에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
3. 보고서 수신인 이외의 제3자는 삼일회계법인의 사전 서면동의 없이 어떠한 목적으로도 관련 정보를 인용하거나 본 보고서의 일부분 또는 전부를 제공받을 수 없습니다.





FD0-20230312

수신
주식회사 GS

일자
2023년 3월 17일

김영순
Partner
T+82 (2) 709 8756
Chris.y.kim@pwc.com

윤덕은
Partner
T+82 (2) 3781 1549
dug-eun.yoon@pwc.com

박준영
Director
T+82 (2) 3781 1689
joon-young.park@pwc.com

제 목
휴젤(株) 인수에 따른 매수가격배분 보고서

삼일회계법인(이하 "당 법인")은 주식회사 (株)GS(이하 "귀사")와 2022년 7월에 체결된 용역계약에 따라 휴젤(株)(이하 "회사")의 지분 인수와 관련하여 2022년 4월 30일(이하 "산정기준일") 현재 매수가격배분(Purchase Price Allocation, 이하 "PPA")에 활용하기 위한 공정가치 검토 업무를 수행하고 그 결과를 보고합니다.

본 보고서는 보고서 초안으로 최종보고서가 아닙니다. 본 보고서 초안에 언급된 내용 중 일부는 수정되거나 삭제될 수 있으며 최종적인 발견사항 및 결과물은 최종보고서에 제시될 예정입니다.

당 법인의 업무는 귀사가 회사의 지분을 인수한 것과 관련하여 인수 가치에 대한 매수가격배분(PPA) 업무에 참고목적으로 귀사와 사전에 협의된 업무범위 및 절차에 따라 수행되었습니다. 따라서 수행 업무의 충분성 여부에 대한 책임은 귀사에게 있으며 당 법인은 본 보고서의 목적을 위하여 당 법인이 수행한 업무 범위가 충분한지 여부에 대해서는 어떠한 보증도 하지 않습니다. 만약 당 법인에게 추가적인 업무의 수행 요구가 있었다면 본 보고서에 언급되지 아니한 추가적인 발견사항 또는 변경사항이 있을 수도 있습니다. 따라서 본 보고서 이용 시에는 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점들을 충분하고 명확하게 고려하여야 합니다. 당 법인은 이 업무를 수행함에 있어서 한국공인회계사회가 제정한 가치평가서비스 수행기준과 공정가치를 평가할 때 관련 회계기준에서 요구하는 사항(한국채택 국제회계기준 기업회계기준서 제1113호(공정가치 측정) 포함)을 준수하였습니다.

당 법인이 제공하는 본 건 검토 결과는 귀사 및 회사가 제공하는 산업정보, 경영정보 및 재무정보를 바탕으로 하는 것이며, 당 법인은 귀사 및 회사가 작성한 추정재무정보 작성에 사용된 가정의 현실성 및 제시된 자료의 완전성에 대한 책임을 지지 아니합니다. 미래현금흐름 추정을 위한 영업, 재무예측 및 계획은 전적으로 귀사 및 회사의 책임하에 작성된 것이며, 당 법인은 귀사 및 회사가 작성한 사업계획에 기반하여 향후 현금흐름 추정을 포함한 가치평가업무를 수행한 것입니다. 따라서 귀사 및 회사가 제시한 자료에 변동사항이 발생하거나 회사의 향후 추정 실적, 환율, 경제성장률, 물가상승률, 시장환경 및 기타 거시경제환경 등 제반 가정 또는 경제환경에 변경이 발생할 경우에는 그에 따라 본 검토 결과가 달라질 수 있고 그 차이는 중요할 수 있습니다.

특히, 보고서일 현재 COVID 19로 인한 국내외 경제 및 관련 산업의 불확실성이 지속적으로 증가하고 있고 이러한 불확실성은 가치를 산출하기 위하여 이용하는 다양한 가정과 변수에 중요한 영향을 미칠 수 있으며 이로 인하여 가치가 다르게 도출될 수 있습니다. 따라서, 본 보고서의 이용자는 현 경제상황의 불확실성으로 인한 변동 가능성에 대하여 이해하고 이러한 불확실성을 본 평가(검토) 결과와 별도로 판단해야 합니다.

본 용역에서는 귀사 및 회사에서 제시한 자료에 대한 어떠한 검증절차나 감사절차가 수행되지 아니하였습니다. 따라서 이러한 검증이나 감사절차를 수행하였다면 발견될 수도 있었던 사항에 의하여 본 보고서의 결과는 유의하게 달라질 수 있습니다. 또한 당 법인은 추정에 필요한 자료 및 제반 근거의 정확성이나 실현가능성 등에 대한 어떠한 의견이나 확신을 제공하지 아니합니다.


미래기간에 대한 추정은 다양한 제반 요소들의 변동에 따라 중대한 영향을 받을 수 있으므로 본 보고서상의 추정치가 장래의 실적치와 일치하거나 유사할 것이라는 것을 당 법인이 보증하거나 확인하는 것은 아니며, 본 보고서에서 사용된 것과 다른 평가방법이나 다른 제반 가정이 사용될 경우 검토 결과는 본 보고서의 결과와 중대한 차이가 발생할 수 있습니다.

본 보고서는 전술한 귀사의 PPA 업무를 위한 참고자료로 작성된 것이므로 기타의 다른 목적으로 사용될 수 없으며, 당 법인의 사전 서면 동의 없이 귀사 이외의 제 3자에게 본 보고서의 일부 또는 전부의 열람, 대여, 복사 등 일체의 이용을 허용하여서는 안됩니다. 또한, 본 보고서에서 제시된 내용의 일부 또는 전부에 대하여 당 법인의 사전 동의 없이 타 용도에 임의로 열람 또는 인용할 수 없으며, 이를 위반하여 야기되거나 야기될 수도 있는 손해에 대해서는 당 법인은 어떠한 책임도 부담하지 아니함을 알려 드립니다. 또한 당 법인의 사전 동의 하에 귀사가 제3자에게 본 보고서를 열람하도록 하는 경우에도 제3자의 의사결정 등은 전적으로 본인의 독자적인 조사와 판단 아래 행하는 것으로 제3자는 당 법인이 어떠한 책임도 지지 않는다는 점에 동의할 것을 전제로 본 보고서를 열람할 수 있습니다.

본 보고서일 이후 발생하거나 알게 된 사건, 거래, 경영환경의 변화로 인해 산정 결과의 중요한 차이가 발생될 수 있으며, 당 법인은 보고서를 수정할 권리가 있으며 갱신할 책임을 부담하지는 않습니다.

본 보고서에 의문이 있으시면 언제든지 당 법인의 담당자에게 연락 주시면 성실하게 답변드릴 것을 약속드립니다.

삼 일 회 계 법 인
대 표 이 사 윤 훈 주



본 보고서는 보고서일 현재로 유효한 것입니다. 따라서 보고서일 이후 본 보고서를 열람하는 시점 사이에 검토 대상과 관련한 회사의 사업에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사건이나 상황이 발생할 수도 있으며 이로 인하여 보고서가 수정될 수도 있습니다. 본 보고서 제출일 이후 6개월이 경과하여 본 보고서를 참고하시려는 경우에는 반드시 당 법인에 본 보고서의 유효성과 활용 가능성 여부를 확인하시기 바랍니다.

Contents

Executive Summary	7
1 Executive Summary	8
Our Analysis and Conclusions	13
1 Transaction & Company Overview	14
2 Industry Overview - Toxin	21
3 Industry Overview - Filler	25
4 Basis of Valuation	29
5 Identification of Intangible Assets	44
6 Fair Value Estimation of Intangible Assets	46
Appendices	51
1 DP & IPR&D	52
2 Assembled Workforce	67
3 Contributory Asset Charge	68
4 CR	81
5 Glossary	93

Executive Summary

1

Executive Summary

Purchase price allocation Summary

Aphrodite Acquisition Holdings LLC는 Hugel(주) (“회사”)의 지분 5,355,651주(총 유통주식 수 대비 45.21%) 및 전환사채를 1,634,777백만원에 취득하였으며, 순자산 공정가액 1,601,474백만원을 고려하여 산출된 영업권은 914,970백만원입니다.

영업권 산정내역

KRW in million	Amount
취득가액(A)	1,634,777
매수가격배분	
순자산 장부가액	815,220
조정가액	786,254
유무형자산 재평가(*1)	(100,931)
DP & IPR&D	1,061,010
CR	203,008
전환사채	25,067
이연법인세부채(*2)	(346,840)
종속기업 비지배지분	(55,060)
순자산 공정가액(B)	1,601,474
전환권(C) (*1)	3,588
주식선택권(D) (*1)	5,800
비지배지분(E = (B-C-D)*(1 - 45.21%)+C+D)	(881,668)
영업권(F = A - B - E)(*2)	914,970
합계 (G=B+E+F)	1,634,777

Source: Management Information, PwC Analysis

(*1) 유형자산, CB전환권, 주식선택권은 회사제시 외부평가자의 평가금액을 준용함.

(*2) Deferred tax liabilities 계산은 세무조정 결과와 차이가 발생할 수 있으며, 영업권 잔액은 residual amount임.

Identifiable intangible assets

DP & IPR&D와 CR이 사업결합에 따른 무형자산으로 식별되었으며, 각 1,061,010백만원, 203,008백만원으로 산정되었습니다.

Fair value estimation (2022.04.30 현재)

KRW in million	구분	중요도	식별가능	평가 여부	무형자산 정의	평가방법	평가금액
마케팅 관련 무형자산	Brand	Low	X	X	N/A	N/A	-
기술 관련 무형자산	Licensed technology / Formulations	Low	X	X	N/A	N/A	-
	Licensed internally developed software	Low	X	X	N/A	N/A	-
	Developed Products & IPR&D	High	O	O	충족	다기간초과이익법	1,061,010
고객 관련 무형자산	Customer relationships	High	O	O	충족	With & Without법	203,008
기타	Assembled Workforce	Medium	O	O	미충족	원가접근법	18,472

Source: PwC Analysis

- **개요:** 식별 가능한 무형자산의 인식 여부를 검토하기 위하여 회사담당자와의 인터뷰를 수행하였고, 회사제시자료를 검토하였습니다. 또한, 기존 수행하였던 유사 영역의 경험과 비교 가능한 유사 기업들에 대한 이해를 바탕으로 회사의 잠재적으로 식별 가능한 무형자산 존재 여부를 검토하였습니다.
- **기술 관련 무형자산:** 회사는 보툴리눔 독신 및 필러에 대한 각 국가별 개발/제조 및 판매권을 보유 중임에 따라, 본 검토에서는 회사가 보유 중인 라이선스를 식별 가능한 무형자산으로 검토하였으며, 다기간초과이익법(MEEM)에 따라 금액을 산정한 바, 1,061,010백만원으로 평가되었습니다.
- **고객 관련 무형자산:** 회사는 보툴리눔 독신 및 필러에 대하여 병·의원 및 도매상과 거래관계를 지속적으로 관리해오고 있어 본 검토에서 회사의 고객관계를 식별 가능한 무형자산으로 검토하였으며, With & Without 법에 따라 금액을 산정한 바, 203,008백만원으로 평가되었습니다.
- **기타:** 집합적 노동력(Assembled Workforce)은 식별 가능하고 평가가 가능하나, 회사의 적절한 통제권이 없어 무형자산의 정의를 충족하지 않아 영업권과 별도인 무형자산으로 고려되지 않았습니다. 다기간초과이익법 상 기여자산의 원가를 산출하기 위해서는 원가접근법으로 산정하였으며, 18,472백만원으로 평가되었습니다.

Weighted average return on assets

자산별 공정가치 및 자산별 위험프리미엄을 고려한 수익률을 통해 산출된 WARA는 11.15% 수준으로 WACC 10.22%, IRR 11.01%와 1.0%p 이내의 범위로 검토되었습니다.

Weighted average return on assets

KRW in million	Estimated Fair Value	Deferred Income Tax Liab.	After-Tax Fair Value	After-Tax Rate of Return	Weighted Avg. Discount rates	Total Fair Value(%)
Net working capital	42,707	-	42,707	3.99%	0.05%	1.35%
유무형자산	207,852	765	208,617	5.99%	0.40%	6.61%
기타자산&기타부채	(24,736)	-	(24,736)	3.99%	(-)0.03%	(-)0.78%
DP, IPR&D	1,061,010	(291,778)	769,232	11.22%	2.73%	24.36%
CR	203,008	(55,827)	147,181	11.22%	0.52%	4.66%
집합적노동력	18,472	-	18,472	11.22%	0.07%	0.59%
영업권(집합적노동력 제외)	896,498	-	896,498	11.72%	3.33%	28.39%
영업권 등 (비지배지분 해당분)	1,099,394	-	1,099,394	11.72%	4.08%	34.82%
WARA	3,504,204	(346,840)	3,157,364^(*)		11.15%	100.00%
WACC					10.22%	
IRR					11.01%	
Net Debt		(195,217)				
(+) Purchase price		1,634,777				
(+) 비지배지분		1,981,061				
Enterprise value		3,420,621^(*)				

Source: Management Information, PwC Analysis

(*)1 NOA 318,317백만원 및 종속기업 비지배지분 (-) 55,060백만원으로 인한 차이임.

- **개요:** WARA(weighted average return on assets)는 각 자산에 대해 위험프리미엄을 고려한 가중 평균 투자수익률로, 자본 및 부채의 수익률을 자본구조를 고려하여 산출하는 WACC과 비교할 때 회계 상 자산, 부채 및 자본 간의 관계(자산 = 부채 + 자본)에 따라 일반적으로 WARA와 WACC는 비슷한 수준입니다.
- **자산별 할인율 산정:** 순운전자본 및 기타 영업자산의 경우 회사의 신용도를 고려한 세후 타인자본비용을 적용하였고, 유·무형자산의 경우 타인자본비용보다 높은 수익률이 요구됨을 고려하여 세후 타인자본비용에 2.0%p의 프리미엄을 적용하였습니다. 식별가능한 무형자산의 경우 현금흐름이 일반적으로 회사의 영업위험보다 높은 내재위험이 있으므로 WACC에 1.0%p의 Risk Premium을 적용하고, 영업권은 식별가능한 무형자산 대비 더 높은 내재위험이 있음을 고려하여 1.5%p의 Risk Premium을 적용하였습니다.

Internal rate of return

회사제시 사업계획에 따라 회사의 지분 45.21% 기준 인수금액 1,634,777 백만원을 고려하여 산정된 IRR은 11.01%입니다.

Internal Rate of Return Analysis

KRW in million	FY19	FY20	FY21	FY22.04	FY22.08(E)	FY22(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total Revenue	204,568	211,038	245,153	85,948	205,281	291,229	352,757	517,040	669,360	880,782	1,080,463	1,091,267
COGS	60,623	62,253	64,340	22,800	46,950	69,750	69,235	94,432	110,783	138,148	164,906	166,555
COGS(%)	29.6%	29.5%	26.2%	26.5%	22.9%	24.0%	19.6%	18.3%	16.6%	15.7%	15.3%	15.3%
Gross Profit	143,945	148,785	180,813	63,148	158,331	221,479	283,521	422,608	558,576	742,635	915,556	924,712
GM(%)	70.4%	70.5%	73.8%	73.5%	77.1%	76.0%	80.4%	81.7%	83.4%	84.3%	84.7%	84.7%
SG&A	75,858	70,725	83,639	30,331	91,215	121,546	179,861	230,776	262,814	303,445	345,647	349,104
SG&A(%)	37.1%	33.5%	34.1%	35.3%	44.4%	41.7%	51.0%	44.6%	39.3%	34.5%	32.0%	32.0%
EBIT	68,087	78,060	97,174	32,817	67,117	99,933	103,661	191,831	295,762	439,190	569,909	575,608
OM(%)	33.3%	37.0%	39.6%	38.2%	32.7%	34.3%	29.4%	37.1%	44.2%	49.9%	52.7%	52.7%
Corporate Tax	-	-	-	-	15,932	23,722	24,624	45,961	71,112	110,415	146,363	147,930
NOPAT	-	-	-	-	51,185	76,211	79,037	145,870	224,650	328,775	423,546	427,678
Add:D&A	-	-	-	-	8,535	13,629	16,773	25,875	31,232	32,773	33,642	-
Less:CAPEX	-	-	-	-	(56,289)	(72,078)	(47,279)	(48,973)	(27,402)	(23,016)	(23,458)	-
Add/(Less):△NWC	-	-	-	-	(11,408)	(16,879)	(5,394)	(28,144)	(25,346)	(36,616)	(34,556)	(1,842)
Free Cash Flow	-	-	-	-	(7,977)	883	43,137	94,629	203,134	301,915	399,175	425,836
Partial period	-	-	-	-	0.671	-	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	-
Mid-year convention	-	-	-	-	0.336	-	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	-
PV coefficient	-	-	-	-	0.966	-	0.885	0.797	0.718	0.647	0.583	0.583
PV of FCF	-	-	-	-	(7,702)	-	38,169	75,424	145,847	195,266	232,559	2,477,802
EBITDA	-	-	-	-	75,652	113,562	120,434	217,707	326,994	471,963	603,552	
EBITDA (%)	-	-	-	-	36.9%	39.0%	34.1%	42.1%	48.9%	53.6%	55.9%	

Source: Management Information, PwC Analysis

Inputs	
Valuation date	2022-04-30
End of next fiscal year	2022-12-31
Tax rate	27.50%
Discount rate (IRR) (k)	11.01%
Growth rate (g)	1.00%

KRW in million	Result
PV of Discrete FCF	679,562
PV of Terminal FCF	2,477,802
Operating Value	3,157,364
Non-operating Assets	318,317
종속기업 비지배지분	(55,060)
Enterprise Value	3,420,621
Net Debt	(195,217)
Equity Value	3,615,838
취득 지분율	45.21%
Equity Value(45.21%)	1,634,777

Purchase Price	1,634,777
IRR	11.01%

Our Analysis and Conclusions

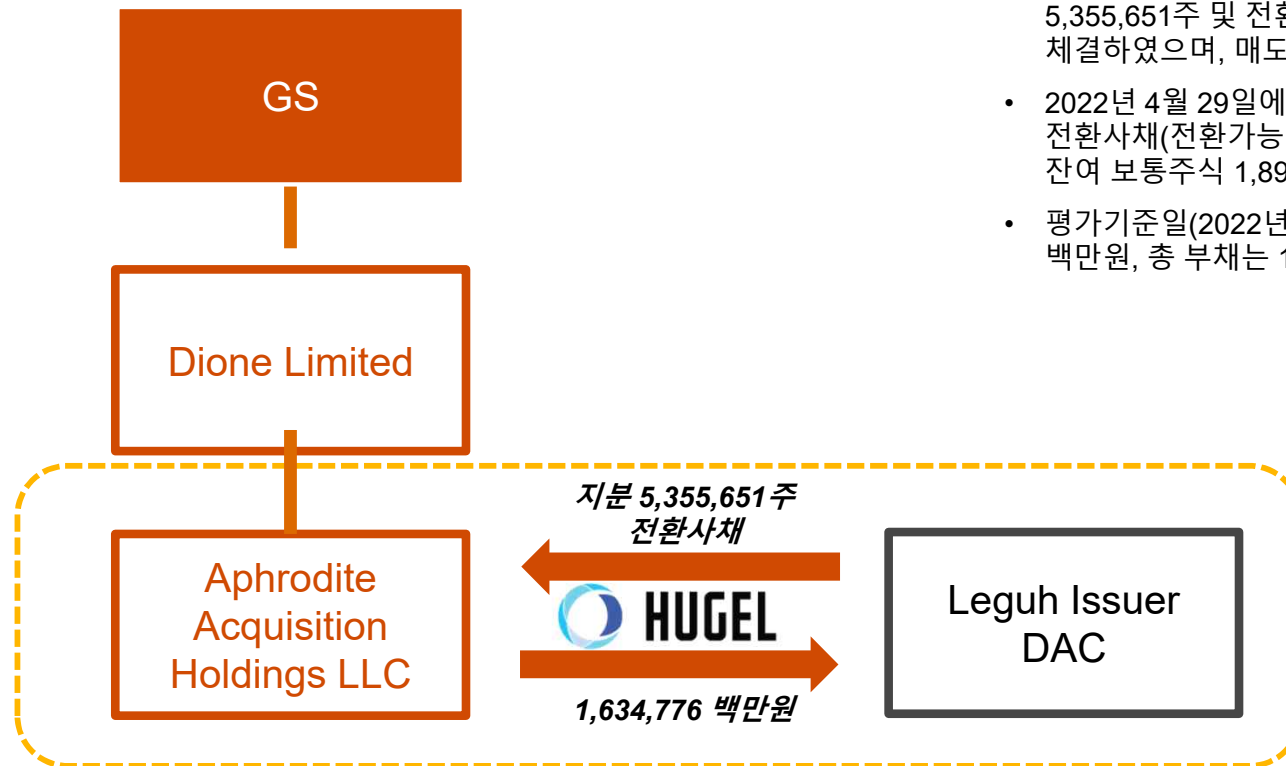
2

Transaction & Company Overview

Transaction Overview

Aphrodite Acquisition Holdings LLC는 2021년 8월 24일 회사의 지분 5,355,651주 (2022년 4월말 기준 43.24%) 및 전환사채를 Leguh Issuer DAC로부터 1,634,777백만원에 양수하는 주식양수도계약을 체결하였으며, 2022년 5월 3일 양수 완료하였습니다.

Transaction Structure



Source: Management Information

Transaction Overview

- CBC Group, Mubadala, (주)GS 및 IMM 컨소시엄이 설립한 SPC인 Aphrodite Acquisition Holdings LLC는 2021년 8월 24일 Hugel(주)(이하 “회사”)의 지분 5,355,651주 및 전환사채를 총 1,634,777백만원에 취득하는 계약을 체결하였으며, 매도자는 Leguh Issure DAC입니다.
- 2022년 4월 29일에 주식양수도 계약에 따라 보통주식 3,456,993주 및 전환사채(전환가능 주식수 211,140주)를 양수하였으며, 2022년 5월 3일 잔여 보통주식 1,898,658주를 양수하여 주식양수도계약이 완료되었습니다.
- 평가기준일(2022년 4월 30일) 현재 회사의 재무제표상 총 자산은 983,579백만원, 총 부채는 168,358백만원이며, 순자산은 815,220백만원입니다.

Business Overview

회사는 2001년 11월 설립된 후 보툴리눔 독신, 히알루론산 필러 등 생물학적 제제의 제조 및 판매를 주업으로 하고 있으며, 이외에도 화장품 및 의학 및 약학 연구개발업을 영위하고 있습니다.

피투자회사 개요

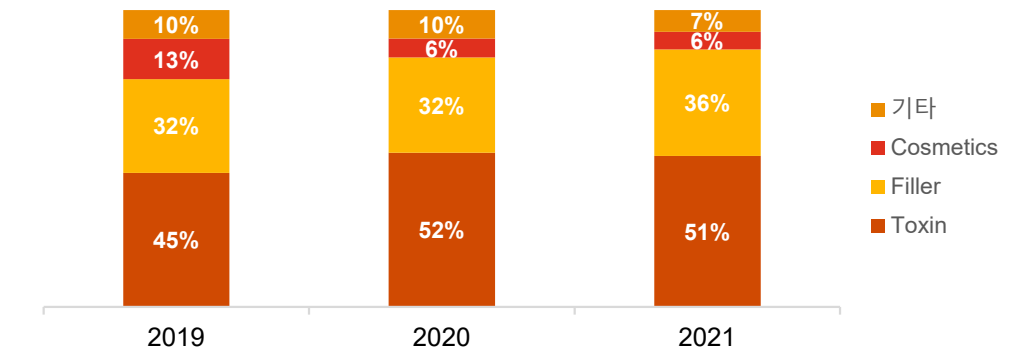
구분	내용
기업명	휴젤(주)
대표이사	손지훈(CEO)
설립연월	2001년 11월 22일
주요목적사업	보툴리눔 독신, HA필러 등 미용주사제품의 제조 및 판매
본점소재지	강원도 춘천시 신북읍 신북로 61-20

Source: Management Information

사업 개요

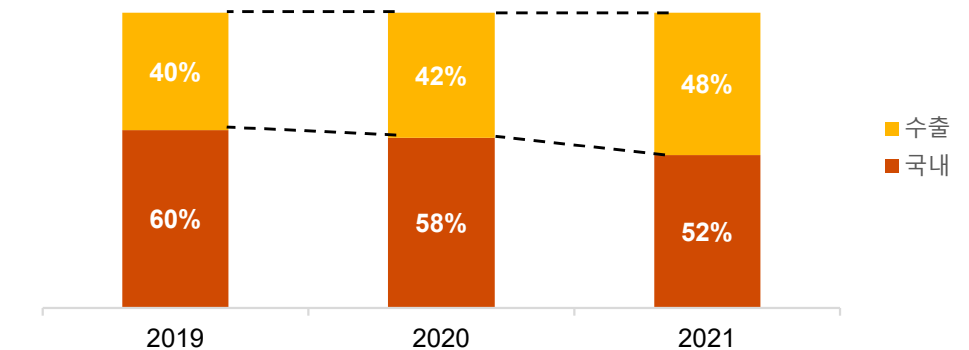
- 평가대상 회사는 보툴리눔 독신(Botulax), 히알루론산 필러(더채움) 등 미용 목적 생물학적 제제를 제조하여 판매하는 회사로서 대한민국 강원도 춘천시에 본점을 두고 있습니다.
- 2021년 기준 회사 매출의 약 86.6%가 독신 및 필러에 집중되어 있으며, 대표 브랜드인 보툴렉스 및 더채움은 현재 국내 미용시장에서 점유율 1위를 차지하고 있습니다.
- 회사는 국내 시장에서의 안정적인 입지를 기반으로 글로벌 바이오 기업으로 발전하고자, 전 세계 여러 국가에서 독신과 필러의 판매허가를 획득하여 시장을 확대하고 있으며, 매출액 중 수출 비중이 꾸준히 증가하고 있습니다.

주요 채널별 매출구성



Source: Management Information

수출 및 국내판매 매출구성



Source: Management Information

Business Overview cont'd

회사의 주요 제품은 다음과 같습니다.

보툴렉스



보툴리눔 독신

- 브랜드 출시 10주년 이상된 스테디 셀러
- 해외 27개국 이상에 수출 중인 대중적인 제품
- 눈꺼풀 경련, 주름개선, 턱관절치료, 근육경직 등에 사용되는 대중적인 독신
- 50U~200U까지 다양한 용량으로 생산
- 식약처 관리기준보다 강화된 기준으로 생산

더채움



히알루론산 필러

- 주름개선, 음경확대 시술용 필러
- 더채움 Shape, Pure, Style, Premium 4개 제품군
- 위상각(Phase Angle)이 작은 고탄성 필러로 효과적인 모양 유지가능
- 인체공학적 디자인으로 압출력을 개선한 안정된 주입감
- 독성물질 제거공정을 통해 알레르기 반응 등 부작용 요소 최소화
- 리도카인이 함유되어 적은 통증으로 시술 가능

피알포



메디컬 스킨케어

- 시술 사후관리 프로그램으로 국내 병원 성공적 랜딩
- 피부 보습용 화장료 조성물 및 이의 제조방법 특허
- 레이저, 독신 시술 후 무너진 피부장벽, 흉터 회복효과
- 필라그린, 콜라겐, 아쿠아포린 유전자 발현 평가
- 진정, 재생, 미백 등 기능별 제품군 보유

웰라쥬



더마 코스메틱

- 히알루론산 함유 리포좀 조성물 특허
- 피부 보습용 화장료 조성물 및 이의 제조방법 특허
- 고순도 히알루론산과 아미노산을 리포좀화하여 침투율 극대화
- 피부장벽 강화, 주름개선, 미백, 트러블케어 등 사용 목적별로 판테놀, 나이아신아마이드, 콜라겐, 토코페롤, 베타글루칸 등 차별화된 성분 함유

Source: Management Information

Strictly private and confidential

PwC | Hugel(주) PPA

March 2023

17

Business Overview *cont'd*

회사는 특신 및 필러 연구개발을 지속적으로 진행중이며, 글로벌 판매처 확대를 위하여 미국, 중국 등 주요국가에 자회사를 보유중입니다.

주요 연구개발 현황

구분	품목	적응증	국내 임상 진행경과
특신	HG101	눈꺼풀 경련 / 미간주름 등	2021년말 현재 눈가주름, 미간주름 등 5개의 적응증에 대해 판매허가를 획득함. 그 외 과민성 방광(임상 1상 완료), 경부 근긴장이상(임상 1상 완료), 양성교근비대증(임상 2상 완료)에 관련하여 임상시험 진행 중임.
	HG102	미간 주름	보툴리눔 독소 무통 액상 제형 임상 1상이 완료됨.
	HG103	다한증	비임상 준비중이며, 현재 프로토타입을 결정한 후 코팅된 특신이 피하에 전달됨을 확인한 상태임.
	HG105	미간주름	비임상 시험 진행 중이며, 당기 중으로 임상 1상을 개시함.
필러	더채움	안면부	안면부 주름 일시적 개선, 음경확대 적응증에 대한 국내 판매 허가는 획득 완료함. 현재 안면중앙부 볼륨 증대 적응증에 대한 임상 3상을 진행 중임.

Source: Management Information

주요 자회사 현황

자회사명	소재지	지분율	설명
Hugel America	미국	70%	보툴리눔 특신의 미국 판매를 위해 Croma-Pharma와 공동설립한 합작법인으로서, Croma Aesthetics Canada Ltd. (지분율 100%) 및 Croma Australia Pty Ltd. (지분율 100%)를 종속회사로 보유 중임.
아크로스	대한민국	83.33%	HA filler 제조사로 회사의 주력상품인 '더채움' 생산 제조업체임.
제이월드	대한민국	100%	2013년 설립된 기업으로 휴젤이 2021년 지분을 인수하여 현재 100% 지분을 보유 중임. 상처봉합, 안면거상 (리프팅) 등 치료와 미용분야에서 사용되는 리프팅실 생산제조업체임.
기타			기타 대만, 베트남, 중국 등에 휴젤 판매법인 보유

Source: Management Information

Financial Statements Summary

평가기준일 현재 회사의 연결 기준 순자산은 815,220백만원이며, 2022년 4개월간 매출 및 당기순이익은 각각 85,948백만원, 22,238백만원입니다.

Balance Sheet

KRW in million	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022.04
유동자산	640,911	668,408	616,104	581,071
현금및현금성자산	15,294	62,358	294,141	269,457
매출채권	37,450	27,981	28,435	26,916
재고자산	28,910	23,179	27,360	29,045
기타유동자산	559,256	554,890	266,168	255,653
비유동자산	253,779	287,936	393,633	402,508
유형자산	65,254	73,713	91,668	99,280
무형자산	133,597	169,803	197,428	205,903
사용권자산	4,501	3,212	3,987	3,600
기타비유동자산	50,427	41,208	100,550	93,725
자산총계	894,690	956,344	1,009,737	983,579
유동부채	37,568	43,774	54,050	37,172
매입채무	5,694	4,785	6,857	6,358
유동성리스부채	1,303	1,282	1,583	1,463
기타유동부채	30,571	37,707	45,610	29,350
비유동부채	112,851	118,502	126,520	131,186
리스부채	3,577	2,257	2,969	2,713
퇴직급여부채	1,707	1,771	871	1,917
전환사채	86,422	90,065	93,851	95,130
기타비유동부채	21,144	24,409	28,829	31,427
부채총계	150,419	162,275	180,569	168,358
자본총계	744,271	794,069	829,168	815,220

Source: Management Information, PwC Analysis

Income Statement

KRW in million	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022.04
매출	204,568	211,038	245,153	85,948
매출원가	60,623	62,253	64,354	22,800
매출총이익	143,945	148,785	180,799	63,148
판매관리비	75,858	70,725	83,639	30,331
영업손익	68,087	78,060	97,160	32,817
감가상각비	9,486	10,683	14,281	5,093
EBITDA	77,573	88,743	111,441	37,910
금융손익	3,840	(1,121)	(7,992)	(223)
영업외손익	(2,201)	(7,601)	(178)	(1,293)
세전손익	69,726	69,338	88,989	31,301
법인세비용	19,447	24,021	28,596	9,062
당기순이익	50,278	45,316	60,393	22,238
% of net sales				
매출원가율	29.6%	29.5%	26.3%	26.5%
판매비율	37.1%	33.5%	34.1%	35.3%
영업이익률	33.3%	37.0%	39.6%	38.2%
EBITDA율	37.9%	42.1%	45.5%	44.1%
당기순이익율	24.6%	21.5%	24.6%	25.9%

Source: Management Information, PwC Analysis

Fair Value Adjustment

평가기준일 현재 회사가 제시한 재무제표에서 PP&E, 유·무형자산, 전환사채, 이연법인세부채에 대해 다음과 같이 조정하였습니다.

FV Adjustment

KRW in million	장부가액	조정	조정 후 장부가액
현금및현금성자산	269,457	-	269,457
매출채권	26,916	-	26,916
재고자산	29,045	-	29,045
기타유동자산	255,653	-	255,653
유무형자산	305,183	(100,931)	204,252
사용권자산	3,600	-	3,600
식별가능무형자산	-	2,178,988	2,178,988
DP, IPR&D	-	1,061,010	1,061,010
CR	-	203,008	203,008
영업권	-	914,970	914,970
기타비유동자산	93,725	-	93,725
자산합계	983,579	2,078,057	3,061,636

KRW in million	장부가액	조정	조정 후 장부가액
매입채무	6,358	-	6,358
기타부채	29,350	-	29,350
전환사채	95,130	(25,067)	70,063
리스부채	4,176	-	4,176
순확정급여부채	1,917	-	1,917
이연법인세부채	11,492	346,840	358,332
기타비유동부채	19,935	-	19,935
부채합계	168,358	321,773	490,131

Source: Management Information, PwC Analysis

Strictly private and confidential

PwC | Hugel PPA

유형자산

- 22년 4월말 부동산 감정평가보고서에 따른 재평가 후 장부금액입니다.

무형자산

- 메디텍 사업부 합병(사업결합)에 따라 인식한 무형자산 공정가치를 0으로 평가했습니다.
- 영업권 및 고객과의관계 등 합병 시 인식한 무형자산 중 계약서에 명시된 금액에 따라 취득한 판권 관련 무형자산을 제외한 기타 식별된 무형자산을 제거했습니다.
- PPA 결과 식별가능한 무형자산을 식별하여, DP & IPR&D, CR을 인식했습니다.
- 순자산공정가치와 이전대가의 차액을 영업권으로 인식했습니다.

전환사채

- 양수자인 Aphrodite Acquisition Holdings LLC.가 양수한 전환사채 금액을 제거했습니다.

이연법인세부채

- DP & IPR&D, CR식별 및 유형자산 재평가 금액에 대해 이연법인세부채를 인식했습니다.

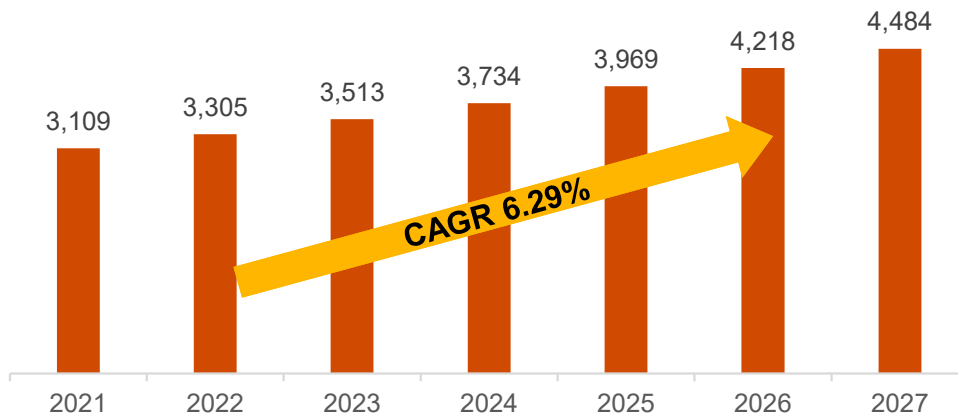
Industry Overview 1. Toxin

Industry Overview *Global, Korea*

글로벌 보툴리눔 독소 시장(안티에이징 시장)은 현재 산업화 초기 단계로 평가되며, 선진국의 고령화와 신흥국의 경제성장 등에 힘입어, 높은 성장잠재력을 내포하고 있습니다.

글로벌 미용 보툴리눔 독소 시장

단위: USD in millions

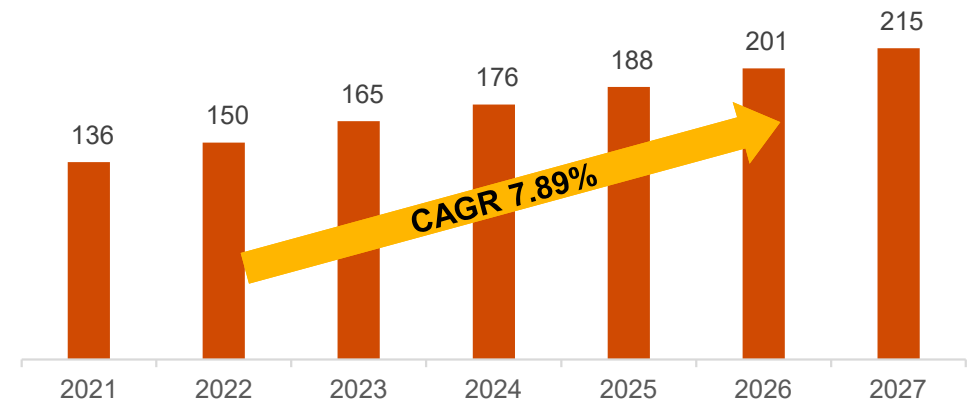


Source: Market Research Future

- 글로벌 보툴리눔 독소 미용 시장은 향후 연평균 약 6.29%로 성장하여, 2027년에는 44.8억 달러 수준의 시장 규모를 달성할 것으로 전망됩니다.
- 전 세계적으로 보툴리눔 독소 의약품 개발의 핵심원천기술은 소수의 회사들만이 개발에 성공하여 과점시장을 형성하고 있습니다. 글로벌 보툴리눔 독소 시장의 점유율은 AbbVie사가 78%로 주도하고 있으며, 그 외에도 Ipsen과 Merz 및 회사 등이 나머지 시장점유율을 차지하고 있습니다.
- 주요 글로벌 시장으로는 미국, 유럽, 중국 등이 있으며, 회사는 해당 시장에 허가를 득하여 성공적으로 글로벌 점유율을 확대할 것으로 전망됩니다.

국내 미용 보툴리눔 독소 시장

단위: USD in millions



Source: Market Research Future, 삼성증권 헬스케어보고서(2021)

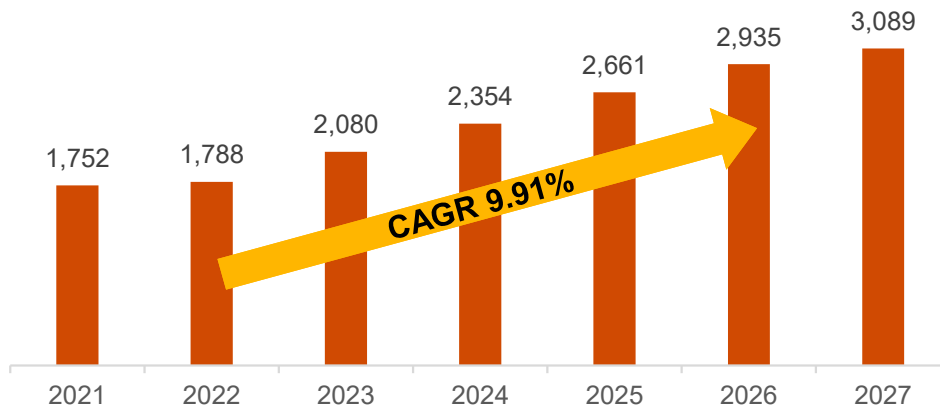
- 국내 보툴리눔 독소 미용 시장은 향후 연평균 약 7.89%로 성장하여 2027년에는 약 2.2억 달러 수준의 시장 규모를 형성할 것으로 전망됩니다
- 회사는 국내 시장에서 약 40% 시장점유율을 차지하여 1위의 지위를 유지하고 있으나, 경쟁사들의 신규 제품 출시에 따라 경쟁이 치열한 상황입니다.
- 회사는 경쟁사 대비 높은 판가로 프리미엄 포지션 유지 및 다양한 학술 교류프로그램 등을 통하여 향후에도 35%수준의 시장점유율을 유지할 것으로 전망하고 있습니다.

Industry Overview *America*

세계 최대규모 시장인 미국 보툴리눔 독신 시장은, 미용에 대한 소비자의 관심 증대로 지속적으로 성장할 것으로 전망됩니다.

미국 미용 보툴리눔 독신 시장

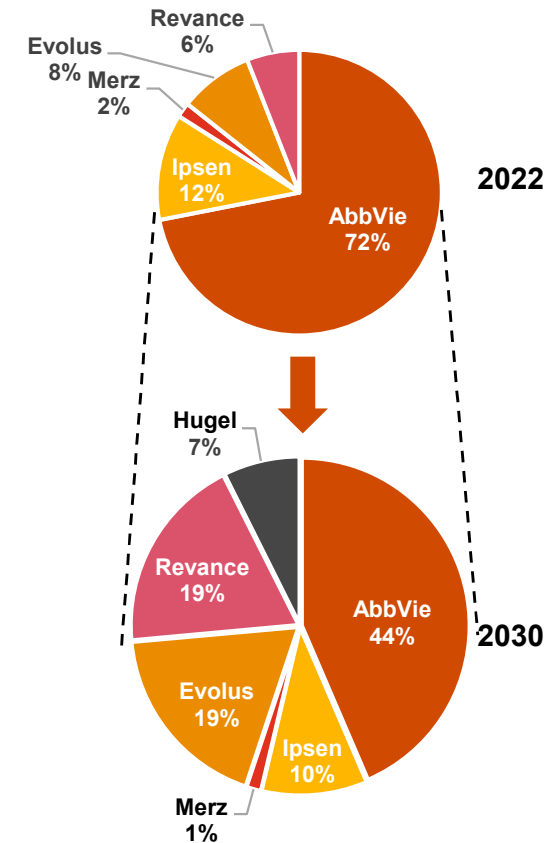
단위: USD in millions



Source: KTB투자증권 보고서(2022,휴젤)

- 미국 보툴리눔 독신 미용 시장은 향후 글로벌 연평균 성장률을 상회하는 약 9.91%로 성장하여, 2027년에는 30.9억 달러 수준의 시장 규모를 이룰 것으로 전망됩니다.
- 2022년 현재 미국 보툴리눔 독신 미용 시장의 점유율은 AbbVie의 Botox가 72%로 주도하고 있으며, 미국 시장 내에서는 프리미엄 정책을 펼치고 있습니다. 향후 경쟁사의 점유율 확대에 따라 2030년에는 AbbVie의 시장점유율은 44% 수준까지 감소할 것으로 전망됩니다.
- 회사는 2023년 중반에 Letybo의 시판 승인을 받아 미국 보툴리눔 독신 시장에 진출할 계획이며, 우수한 가격경쟁력을 바탕으로 기존 시장에 침투하여 2027년에는 8%의 시장점유율을 확보할 것으로 전망하고 있습니다.

미국 미용 보툴리눔 독신 시장 회사별 점유율 전망



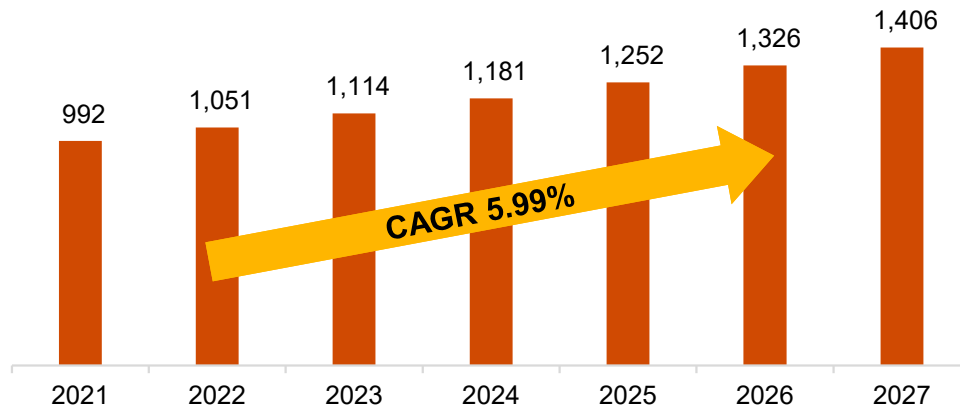
Source : KTB투자증권 산업 보고서(2022,의료기기)

Industry Overview *Europe, China*

유럽 보툴리눔 독신 시장은 파트너사인 Croma-Pharma와의 마케팅 전략을 통해 점유율을 확대할 예정이며, 중국 보툴리눔 독신 시장은 신흥국 시장으로서 글로벌 시장의 평균 성장률을 상회하는 높은 성장률로 규모가 확대될 것으로 전망됩니다.

유럽 미용 보툴리눔 독신 시장

단위: USD in millions

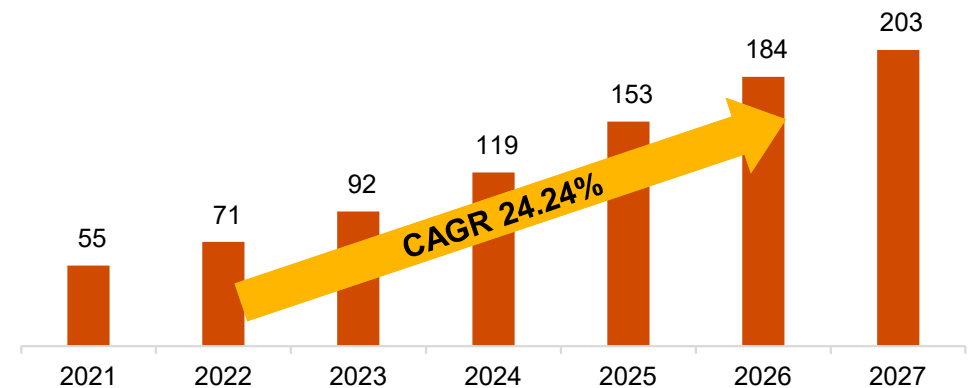


Source: Market Research Future

- 유럽 보툴리눔 독신 미용 시장은 향후 연평균 약 5.99%로 성장하여 2027년에는 약 14.1억 달러 수준의 시장규모에 이를 것으로 전망됩니다.
- 유럽 전체의 보툴리눔 독신 미용시장 규모의 약 73%는 주요 5개국(독일, 영국, 프랑스, 이탈리아, 스페인)이 차지하고 있으며, 회사는 2022년부터 주요 5개국을 포함하여 현재 17개국에서 판매허가를 획득하였고, 진출 국가를 지속적으로 확장할 계획입니다.
- 주요 5개국의 보툴리눔 독신 시장은 Abbvie, Ipsen, Merz 등 글로벌 기업에 의해 과점의 형태를 보이고 있으나, 회사는 유럽 지역 파트너사인 Croma-Pharma의 필러와의 번들링 마케팅 전략을 통해 유럽 시장에서의 점유율을 확대할 수 있을 것으로 전망하였습니다.

중국 미용 보툴리눔 독신 시장

단위: USD in millions



Source: Sihuan Pharmaceutical

- 중국 보툴리눔 독신 미용 시장은 연평균 약 24.24%의 높은 성장률을 보이며 2027년에는 약 2.0억 달러 수준의 시장 규모를 형성할 것으로 전망됩니다.
- 중국은 인구 대비 미용 서비스의 침투율이 다른 국가에 비해 현저히 낮아 성장 잠재력이 매우 높은 시장으로 회사는 2020년에 국내 기업 최초로 중국에서 Letybo 품목 허가를 획득하였습니다.
- 최근 중국 정부의 제재가 강화되어 불법 유통 및 시술이 주를 이루던 기존의 블랙 마켓에서 화이트 마켓으로의 전환이 이루어지고 있으며, 회사는 고가의 Botox(AbbVie사)나 저품질의 BTXA(Lanzhou사) 중 하나를 사용할 수밖에 없던 중국 소비자들의 니즈(Needs)를 충족시켜 빠르게 점유율을 확대하였고, 2026년에는 22%의 점유율을 달성할 것으로 전망하였습니다.

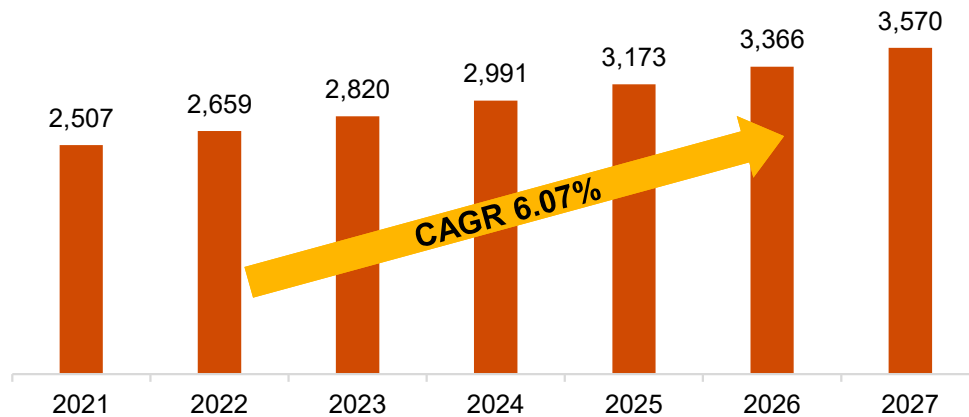
Industry Overview 2. Filler

Industry Overview

글로벌 더말 필러 시장(안티에이징 시장)은 현재 산업화 초기 단계로 평가되며, 선진국의 고령화와 신흥국의 경제성장 등에 힘입어, 높은 성장잠재력을 내포하고 있습니다.

글로벌 더말 필러 미용 시장

단위: USD in millions

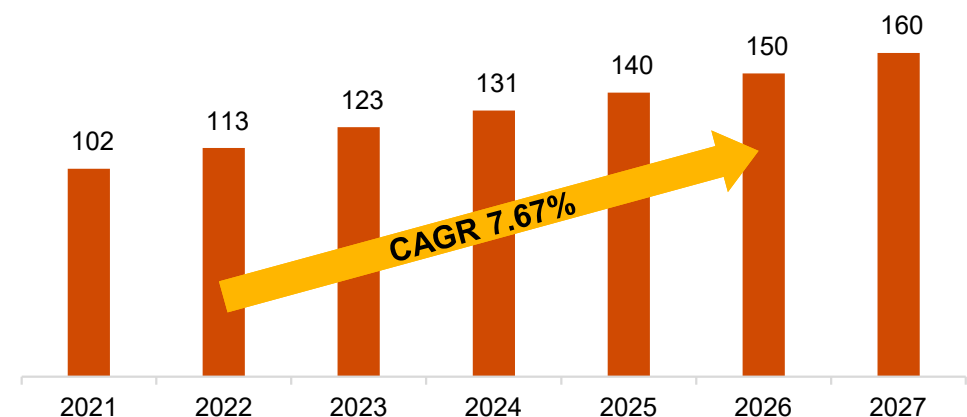


Source: Market Research Future

- 글로벌 더말 필러 미용 시장은 향후 연평균 약 6.07%로 성장하여, 2027년에는 35.7억 달러 수준의 시장 규모를 이룰 것으로 전망됩니다.
- 더말 필러는 다양한 종류의 원료로 제조되며, 히알루론산을 원료로 하는 HA필러가 가장 큰 규모의 시장을 형성하고 있습니다.
- 필러의 경우, 독신 제품과의 번들 마케팅이 효과적이기 때문에 글로벌 독신 시장의 과점이 필러 시장의 과점으로 이어집니다. 다만, 보툴리눔 독신에 비해서 개발 난이도가 비교적 낮기 때문에 보다 다양한 회사들이 경쟁하는 형태입니다.
- 주요 시장으로는 미국, 유럽, 중국 등이 있으며, 회사는 독신 제품을 통한 시장 침투를 기반으로 필러시장 점유율 또한 확보할 것으로 전망하였습니다.

한국 더말 필러 미용 시장

단위: USD in millions



Source: Market Research Future, 삼성증권 헬스케어보고서(2021)

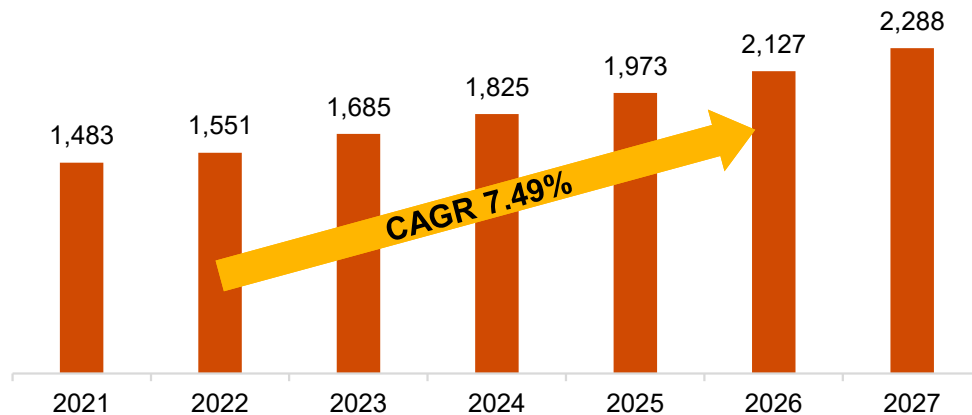
- 한국 더말필러 미용 시장은 글로벌 시장과 유사한 성장률 7.67%로 지속 성장하여 2027년에는 약 1.6억 달러 수준의 규모를 형성할 것으로 전망됩니다.
- 회사는 시장의 성숙과 신규 경쟁 업체들의 시장 진입으로 경쟁 심화에 대한 우려가 존재함에도 불구하고, 국내 독신 시장에서 차지하고 있는 점유율 1위의 위치를 기반으로 번들 마케팅 전략 및 신규 제품 개발을 통하여 시장에서도 기존 점유율을 유지할 수 있을 것으로 전망하였습니다.

Industry Overview *America*

세계 최대규모 시장인 미국 더말 필러 미용 시장은, 미용에 대한 소비자의 관심 증대로 지속적으로 성장할 것으로 전망됩니다.

미국 더말 필러 미용 시장

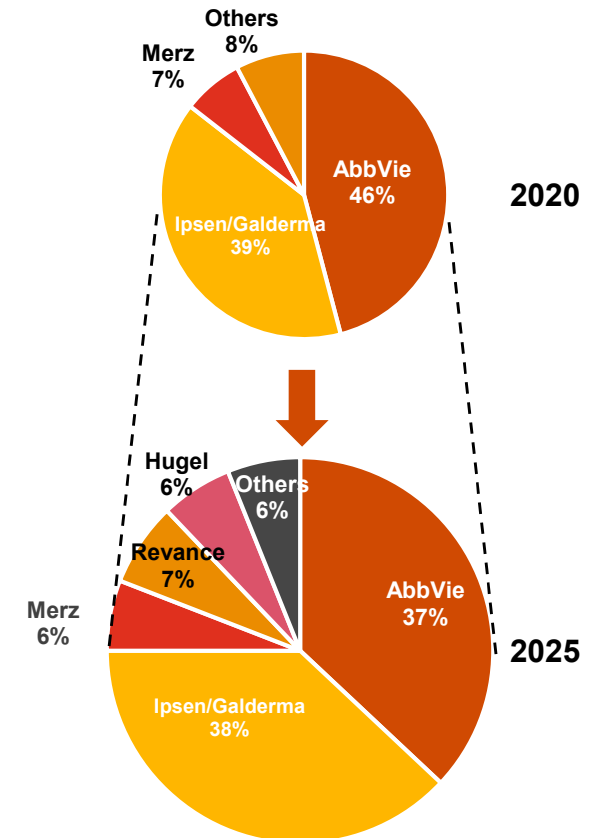
단위: USD in millions



Source: Clarivate

- 미국 더말필러 미용 시장은 향후 약 7.49%의 연평균 성장률로 규모가 확대되어 2027년에는 22.9억 달러에 이를 것으로 전망됩니다.
- 미국을 포함한 북미 지역의 더말필러 미용 시장은 AbbVie를 비롯한 상위 3개사가 95% 수준의 점유율을 확보하고 있습니다.
- 회사는 2024년 Croma 필러 시판 승인을 받아 미국 더말 필러 시장에 진출할 계획이며, 우수한 가격경쟁력을 바탕으로 2027년에는 10%의 시장점유율을 확보할 것으로 전망하였습니다.

미국 더말 필러 미용 시장 회사별 점유율



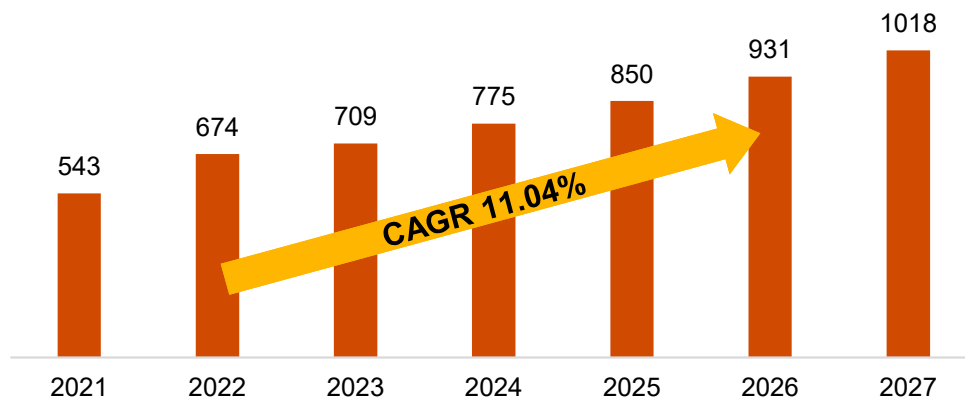
Source: Medical Insight

Industry Overview *Europe*

유럽 주요 국가에서 필러에 대한 품목허가를 획득하여 자사 독신을 통해 확보한 인지도를 기반으로 점유율을 확대할 예정이며, 중국은 신흥국 시장으로서 필러에 대한 품목 허가를 획득한 최초의 한국 기업으로 안정적으로 점유율을 확보할 수 있을 것으로 전망됩니다.

유럽 더말 필러 미용 시장

단위: USD in millions

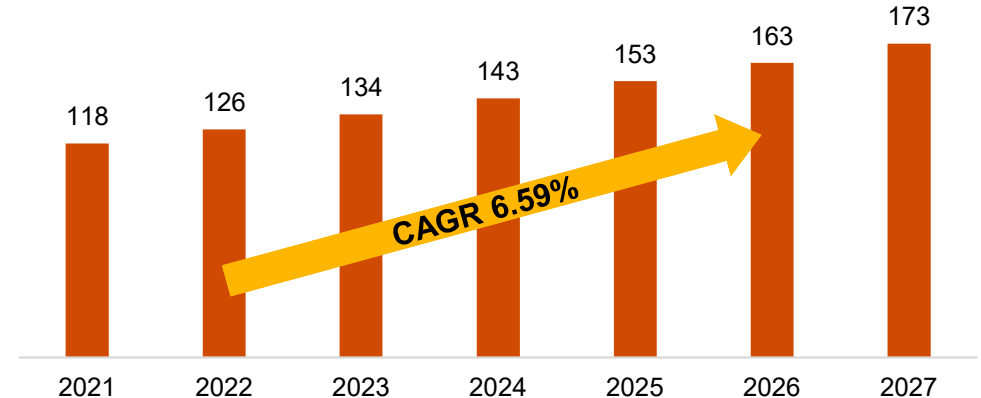


Source: Clarivate

- 유럽 주요 5개국의 더말필러 미용 시장은 향후 연평균 약 11.04%로 성장하여 2027년에 약 10.2억 달러의 규모를 형성할 것으로 전망됩니다.
- 유럽 더말필러 미용시장은 시장 규모의 약 73%를 주요 5개국(독일, 영국, 프랑스, 이탈리아, 스페인)이 구성하고 있습니다.
- 회사는 2019년부터 주요 5개국을 포함한 16여개 국가에서 품목 허가를 획득하여, 진출을 진행중에 있습니다. 또한 보툴리눔 독신을 통한 인지도 향상을 기반으로 유럽 더말필러 시장에서 점유율을 확보할 수 있을 것으로 전망하였습니다.

중국 더말 필러 미용 시장

단위: USD in millions



Source: Market Research Future

- 중국 더말필러 미용 시장은 연평균 약 6.59%로 성장하여 2027년에는 약 1.7억 달러까지 시장이 확대 될 것으로 전망됩니다.
- 중국은 인구 대비 미용 서비스의 침투율이 다른 국가에 비해 낮아 성장잠재력이 높으므로 글로벌 더말 필러 시장의 성장률을 상회하여 성장할 것으로 전망됩니다.
- 회사는 2022년에 중국에서 HA필러에 대한 품목허가를 획득하였으며, 점유율을 확대하고 있는 자사 독신과의 번들링 마케팅 전략 및 현지 유통 파트너사인 사환제약의 광대한 유통망을 기반으로 안정적으로 시장에 안착할 것으로 전망하였습니다.

Basis of Valuation

Valuation Approaches and Methodologies

공정가치 평가

- 취득된 무형자산은 K-IFRS에 따라 공정가치로 평가되어야 합니다.
- K-IFRS에 의하면 공정가치를 독립된 당사자간의 현행 거래에서 자산이 매각 또는 구입되거나 부채가 결제 또는 이전될 수 있는 교환가치로 정의하고 있습니다.
 - 기업실체가 보유하고 있는 자산에 대해 시장가격이 존재하면 이 시장가격은 당해 자산에 대한 공정가치의 측정치가 됩니다. 이 시장가격에는 당해 자산으로부터 기대되는 미래 현금흐름의 크기와 그 불확실성에 대한 시장참여자들의 평가가 반영되어 있습니다. 당해 자산의 시장가격이 관측되지 않는 경우에도 유사한 자산의 시장가격이 있으면 이 가격을 당해 자산의 공정가치 추정치로 사용할 수 있습니다.
 - 시장가격이 존재하지 않는 경우에는 시장참여자의 관점에서 당해 자산 또는 부채로부터의 미래 현금흐름을 추정하고 그 현재가치를 측정함으로써 공정가치를 추정할 수 있습니다.
- 독립된 당사자 사이의 거래'는 시장상황을 반영하지 못하는 가격으로 거래를 하도록 하는 특수하거나 특별한 관계가 없는 당사자 사이의 거래를 의미합니다. 상호 관련이 없는 당사자 사이의 거래이며, 당사자 각각 독립적으로 행동한다고 가정합니다.

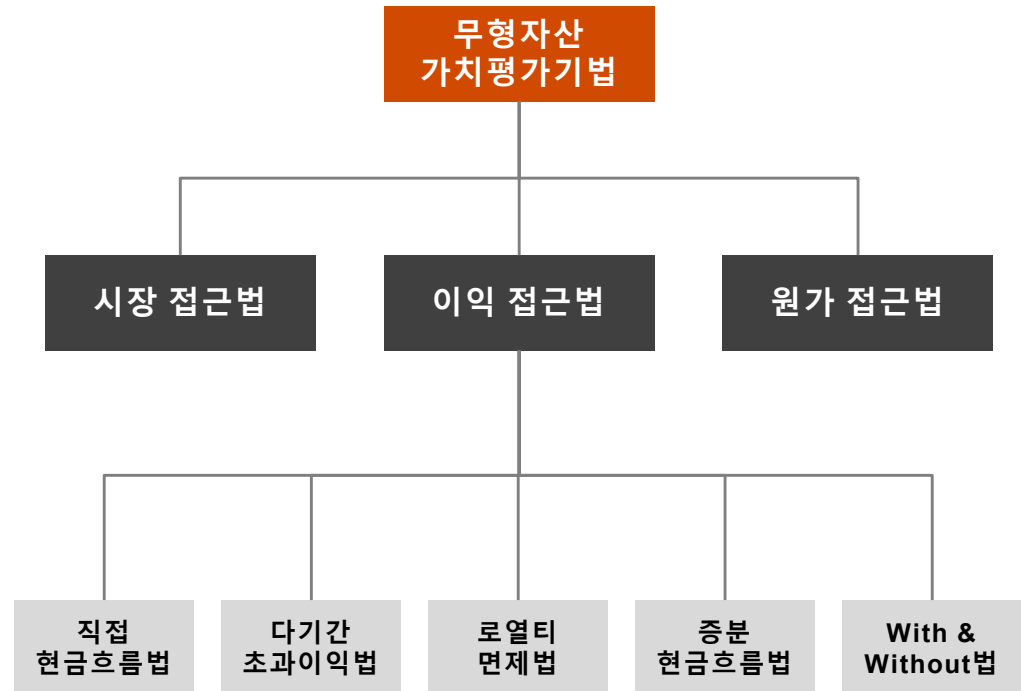
공정가치 평가대상 및 평가방법

- K-IFRS에 따르면 무형자산의 내용연수를 결정하기 위해서는 다음과 같은 요인을 종합적으로 고려해야 합니다.
 - 예상되는 자산의 사용방식과 자산의 효율적 관리 여부
 - 해당 자산의 제품수명주기 및 유사한 자산의 추정내용연수에 대한 정보
 - 기술적, 공학적, 상업적 또는 기타 유형의 진부화
 - 자산으로부터 산출되는 제품 시장의 안정성 및 시장 수요의 변동성
 - 기존 또는 잠재적 경쟁자의 예상 전략
 - 예상되는 미래 경제적 효익의 획득에 필요한 유지비용의 수준과 그 수준의 비용을 부담할 수 있는 능력과 의도
 - 자산의 통제가능기간 및 자산사용에 대한 법적 또는 유사한 제한
 - 자산의 내용연수가 다른 자산의 내용연수에 의해 결정되는지의 여부

Valuation Approaches and Methodologies *cont'd*

가치평가 기법 개요

- 무형자산을 공정가치로 평가하기 위한 가치평가 기법에는 기업으로부터의 정보 뿐만 아니라 시장으로부터의 정보도 반영되어야 합니다. 일반적으로 사용되는 가치평가 기법들은 다음과 같습니다.
 - 시장 접근법(Market Approach)**
관련된 시장이나 유사한 거래에 적용된 Multiple 등을 사용하여 평가
 - 원가 접근법(Cost Approach)**
현재 보유중인 자산을 대체할 경우에 발생하는 비용에 물리적 감가상각, 경제적 진부화 등을 고려하여 평가
 - 이익 접근법(Income Approach)**
해당 자산에만 해당되는 미래현금흐름 혹은 비용 절감액의 현재가치를 사용하여 평가



Valuation Approaches and Methodologies *cont'd*

시장 접근법(Market Approach)

- 공정가치는 유사자산의 최근 매매를 분석하거나 현재 매각대상으로 나와있는 유사자산의 호가를 바탕으로 하여 추정됩니다. 가치평가는 기본적으로 해당 자산과 유사 자산의 비교를 통해 이루어집니다.
- 시장접근법에 따르면 비교 가능한 자산으로부터 도출한 가격이 분석 대상 자산의 가격에 대한 경험적 증거로 사용될 수 있습니다. 해당 자산의 현행 가치를 적절하게 반영할 수 있도록 비교 가능한 자산의 지리적 위치, 매각 시기, 물리적인 성격 등이 고려되어야 합니다.
- 이 방법은 유사자산에 대한 충분한 매매가격이 제공되며, 이에 대해 독립적으로 검증할 수 있는 활성화된 시장이 존재할 때 적용할 수 있습니다.
- 시장접근법은 본 무형자산 평가에 이용되지 않았습니다.

원가 접근법(Cost Approach)

- 원가접근법은 대체원가가 공정가치를 대변한다고 가정합니다. 원가접근법은 신중한 투자자라면 특정 자산에 대해 동일한 기능을 하는 타 자산의 현행 취득가액이나 현행 대체원가보다 더 많은 현금을 지불하지 않을 것이라는 가정을 전제로 합니다.
- 원가접근법은 특정자산에 대한 대체가능성이 존재할 경우, 개발단계가 초기이기 때문에 향후의 이익을 추정할 수 없는 연구개발 프로젝트의 경우, 특정자산이 판매되는 시장이 존재하지 않을 경우 등에 사용될 수 있는 방법입니다.
- 자산의 기대수익을 반영하지 못하기 때문에 대부분의 무형자산 평가에 적합하지 않으나, 이익 접근법의 결과의 합리성을 위한 비교검토 근거를 제공할 수 있습니다.
- 기존에 보유하고 있는 자산이 신규 취득하는 자산보다 적은 효용을 제공한다는 점에서 현행 대체원가는 물리적 감가상각, 경제적/기능적인 진부화 등을 고려하여 조정됩니다.
- 집합적 노동력(Assembled Workforce)의 가치를 평가하기 위하여 이 방법이 사용되었으며, 집합적 노동력의 가치는 고객관계 평가 시에 필요한 기여자산의 원가 산출에 이용되었습니다.

Valuation Approaches and Methodologies *cont'd*

이익 접근법(Income Approach)

- 자산의 내용 연수 동안 동 자산에서 기대될 수 있는 현금흐름(예를 들면 자산의 미래 경제적 효익)을 토대로 공정가치가 추정됩니다.
- 이익접근법에서는 일반적으로 현금흐름할인법과 같은 현재가치방법이 사용되는데, 동 방법에서는 예상되는 내용연수 동안의 추정현금흐름의 위험과 화폐의 시간가치를 반영한 요구수익율로 할인하여 공정가치를 평가합니다.
- 이익접근법에서는 자산을 사용함으로써 발생하는 경제적인 효익을 근거로 자산의 공정가치를 평가합니다. 경제적인 효익은 해당 자산을 사용함에 따라 발생하는 원가절감, 추가이익 등과 같은 재무적인 잉여현금흐름을 의미합니다.
- 이익 접근법은 자산 소유주의 미래 경제적 효익을 반영함과 동시에 시장 거래 자료(market transaction data)가 존재하지 않을 때에도 특정 자산의 가치를 추정할 수 있기 때문에 무형자산 평가에 가장 일반적으로 사용되는 평가방법입니다. 시장자료(market data)는 특정 자산으로부터 발생하는 소득 흐름(income stream)을 추정하기 위해 사용됩니다.

이익 접근법의 종류

- 직접현금흐름법(Direct-Cash-Flow Method)
- 다기간초과이익법(Multi-Period Excess-Earnings Method: MEEM)
- 로열티면제법(Relief-from-Royalty Method: RFRM)
- 증분현금흐름법(Incremental-Cash-Flow Method)
- With & Without법(With and With-out Method)

가치평가 접근법의 적용

- 본 업무를 수행하는 과정에서 모든 접근법이 고려되었으나, 대상회사 자산들의 특성 및 이용 가능한 정보 등을 종합적으로 고려하여 가장 적합하다고 생각되는 평가 접근법을 적용하였습니다.
- 무형자산 별로 적용한 평가 방법은 다음과 같습니다.

구분	세부내역
기술 관련 무형자산	이익접근법(다기간초과이익법)
고객 관련 무형자산	이익접근법(With & Without법)
집합적 노동력(*)	원가접근법

(*) 기술 관련 무형자산 평가시에 필요한 기여자산의 원가 산출에 이용됨.

Valuation Approaches and Methodologies *cont'd*

다기간초과이익법(MEEM)

- 다기간초과이익법은 일반적으로 이익을 창출하는 자산 평가 시에 사용됩니다. 자산이 독창적인 제품을 생산하는데 사용되거나 해당 산업 내에서 경쟁하기 위해 필요한 것이라면 이용될 수 있습니다.
- 이 방법에서는 해당 무형자산으로부터만 발생하는 향후의 매출과 비용을 추정하여야 합니다. 이 추정은 회사가 제시한 과거 실적과 해당 자산의 내용연수 동안의 향후 실적 추정치에 근거합니다. 추정이익에서 기여자산의 원가(Contributory Asset Charge: CAC)를 차감하는데, 기여자산의 원가는 그 이익을 창출하는데 사용된 모든 다른 자산의 시장기대이익을 의미합니다. 기여자산의 원가를 차감하고, 적절한 할인율을 사용하여 평가기준일 현재의 가치로 할인한 것이 해당 무형자산의 가치입니다.
- 다기간초과이익법에서 자산평가 시에 사용된 기여자산의 원가는 특정 무형자산으로 인해 실현된 전체적인 가치 중에서 해당 자산 이외의 자산(예: 순운전자본, 고정자산, 집합적 노동력 등)에 의한 공헌을 의미합니다. 이러한 조정은 해당 자산의 가치를 다른 자산으로 인해 창출된 가치와 분리하기 위해 수행됩니다.
- 기여자산의 원가는 현금흐름을 창출하기 위하여 필요한 모든 자산을 가상의 제 3자로부터 임차 혹은 리스한다는 가정 하에 산출됩니다. 이때, 자산소유자에게 임차 혹은 리스에 대한 공정한 대가를 지불한다고 가정합니다.
- 회사의 기술 관련 무형자산 평가를 위해 다기간초과이익법이 적용되었습니다.

With & Without법

- With & Without법은 기술 관련 무형자산이 주요자산으로 평가된 경우에 고객 관련 무형자산의 공정가치를 측정하는 데 이용될 수 있습니다.
- 이 방법은 무형자산을 소유하지 않았다면, 발생하지 않았을 손익과 무형자산을 다시 형성하기 위해 필요한 기간 및 증분 비용을 고려하여, 적절한 할인율을 사용하여 평가기준일 현재의 가치로 할인하여 해당 무형자산의 가치를 평가하는 방법입니다.
- 회사의 고객 관련 무형자산 평가를 위해 With & Without법이 적용되었습니다.

Valuation Approaches and Methodologies *cont'd*

상각절세효과(Tax Amortization Benefit; TAB)

- 일부 무형자산에 대해 상각절세가 가능하며, 이런 경우에는 과세금액이 절감됩니다.
- 절세금액은 무형자산을 인수하는 잠재적 인수자가 자산의 상각절세효과의 현재가치를 반영하는 가격을 지불할 의향이 있다는 가정하에 합산됩니다. 시장접근법 하에서는 이 금액은 명목 시장 거래금액(market transaction price)에 포함됩니다.
- 상각절세효과(TAB) 계산을 위하여 27.5% 세율(한계세율)을 적용하였습니다.

Tax amortization benefit

$$FV = PVC \times \frac{1}{1 - \sum_{t=1}^{TL} \left(PVF_t \times \frac{1}{TL} \times t \right)}$$

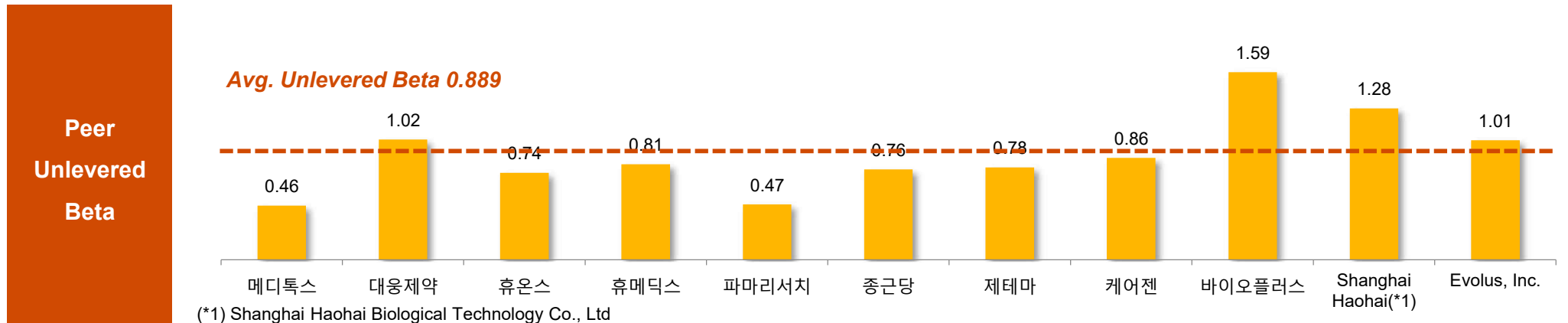
FV	= 상각되는 무형자산의 공정가치
PVC	= 상각화로부터 발생하는 미래 경제적 효익의 현재가치
TL	= 자산의 세무상 잔존내용연수
PVF	= 현재가치계수
t	= 적용 세율

이익접근법에서의 상각절세효과(TAB)

- 이익접근법으로 무형자산을 평가할 때 현금흐름에 따른 세금 지출액 뿐만 아니라 무형자산 상각으로부터의 절세 효과도 고려되어야 합니다.
- 거래구조(주식거래 또는 자산거래)가 자산의 공정가치에 영향을 미치지 않도록 하기 위해 평가자는 각각의 자산들을 개별적으로 취득하였다고 가정하여 자산을 평가하여야 합니다.
- 상각절세효과(TAB) 금액을 추정하기 위해서는 각 자산의 상각 가능성, 세법상 상각기간, 적절한 할인율 그리고 법인세율을 고려해야 합니다. 각 자산의 추정 현금흐름의 합계에 증가요소(step-up factor)를 적용하는 방식으로 이러한 절세효과가 산출됩니다. 세후 할인 현금흐름의 합을 증가시키는 역할을 하는 증가요소(step-up factor)는 연도별 상각금액과 법인세 절세효과를 고려하여 산출됩니다. 본 검토에서 법인세 절세효과를 산출하기 위한 무형자산별 상각기간은 DP & IPR&D 12년, CR 12년이 적용되는 것으로 가정하였습니다.

Weighted Average Cost of Capital (WACC)

WACC Calculation Summary



항목		결과	Rationale
WACC Calculation	자기자본비용	10.93%	$K_e = R_f + MRP \times \text{Beta L} + \text{Size Premium}$
	R_f	3.24%	한국 국공채 수익률, 2022.04.29 Bloomberg
	R_m	11.24%	$R_m = R_f + MRP$
	MRP	8.00%	한국공인회계사회, 한국의 기업 규모위험 프리미엄
	Tax rate	27.50%	국내 한계 법인세율
	Beta U	0.889	Peer group Unlevered Beta의 Average
	목표자본구조	11.36%	Peer group B/S 평균
	Beta L	0.962	목표자본구조를 반영한 $\text{Beta L} = \text{Beta U} \times (1 + (1 - T) \times D/E)$
K_d	타인자본비용	5.50%	신용등급 A0 10년만기 무보증 공모 회사채 이자율
WACC		10.22%	$\text{WACC} = K_e \times S/V + K_d \times (1 - T) \times B/V$

Weighted Average Cost of Capital (WACC) *cont'd*

할인율 산정의 목적

- 미래현금흐름을 평가기준일 시점의 현재가치로 평가하기 위해서는 적절한 할인율을 적용하여야 합니다. 이 할인율은 투자 자본을 차선적으로 사용할 때의 기대수익과 가격을 기준으로 계산됩니다. 즉, 할인율은 투자자가 차선택에 투자를 한다고 가정할 때 해당 자산으로부터 요구되는 최소한의 수익률을 의미합니다. 이러한 대체적인 투자의 수익률은 규모, 시기 및 확실성의 측면에서 가치 평가 대상 자산으로부터의 현금흐름과 비교 가능해야 합니다.
- PPA 목적상 사용되는 할인율은 가중평균자본비용을 기준으로 해당 유·무형자산에 따른 risk premium 또는 risk discount를 반영하여 산출됩니다.

가중평균자본비용(WACC)

- 가중평균자본비용(WACC)은 자기자본비용과 세후타인자본비용을 목표자본 구성 비율로 가중평균하여 산출됩니다. 세후타인자본비용은 2022년 4월말 기준 회사의 신용등급(A0)을 고려한 10년만기 무보증 공모 회사채 이자율을 적용하였습니다. 그리고 목표자본구조는 평가기준일 현재 동종기업의 평균 부채비율을 기준으로 산정하였습니다. 이에 따른 가중평균자본비용은 10.22%로 계산되었습니다.

$$WACC = [K_d \times (1 - t) \times E] + [K_e \times (1 - E)]$$

Portion	Basis	Applied
E	동종기업 타인자본 비율	10.20%
1 - E	동종기업 자기자본 비율	89.80%

Source: Bloomberg and PwC Analysis

WACC

$$= [5.5\% \times (1 - 27.5\%) \times 10.20\%] + [10.93\% \times 89.80\%]$$

$$= 10.22\%$$

Weighted Average Cost of Capital (WACC) *cont'd*

자기자본비용의 산정

- 기업에 대한 투자에는 항상 기회와 위험이 뒤따르기 때문에 투자로 인해 창출되는 이익을 확실하게 추정하는 것은 불가능합니다. 따라서 기업의 미래영업에 대한 불확실성 및 이에 따르는 위험을 보상하기 위하여 시장 참여자는 위험 프리미엄을 요구합니다.
- 위험 프리미엄을 산정하기 위해서는 다양한 자본시장가격모형이 적용될 수 있습니다. 이 중 이론과 실무에서 가장 많이 사용되는 모형이 자본자산가격결정모형(CAPM)입니다. 이 모형에서는 자기자본비용을 무위험수익률과 자기자본 위험프리미엄이라는 구성요소로 구분하여 산출합니다.
- 자본자산가격결정모형(CAPM)에 따르면 보통주 자본에 대한 수익률은 평가기준일 현재의 국공채수익률(무위험수익률)에 무위험수익률을 상회하는 시장위험프리미엄에 베타를 곱한 값을 합하여 산출됩니다. 베타는 총 주식시장의 가격변동에 대한 회사 주식 가격 변동의 민감도를 의미합니다. PPA 목적상 사용되는 할인율은 가중평균자본비용을 기준으로 해당 유·무형자산에 따른 risk premium 또는 risk discount를 반영하여 산출됩니다.
- 평가기준일 현재 자기자본비용을 계산하기 위해 Bloomberg 2022년 4월말 한국 무위험수익률 3.24%와 시장위험프리미엄(MRP)은 한공회 한국의 기업규모위험 프리미엄 가이던스 중 8%를 사용하였고, 유사기업의 2022년 4월말 기준 2년 Weekly 베타 값에 유사기업 목표자본구조 및 한계세율을 반영하였습니다. 베타 산출을 위해 적용된 기업은 한국, 미국, 중국에 상장된 동종업종 11개 기업입니다.

Ke

= Risk Free Rate + (Levered Beta* × Market Risk Premium)

*** Levered Beta**

= Unlevered Beta * (1+(1-t) * (Debt / Market Cap))

구분	Basis	Applied
Risk Free Rate	한국 국공채 수익률, 2022.04.29 by Bloomberg	3.24%
MRP	한국공인회계사회, 한국의 시장위험 프리미엄	8.00%
Unlevered Beta	동종기업 2년 주간 평균 베타	0.889
Levered Beta	동종기업 목표자본구조 고려 2년 평균 베타	0.962

Source: Bloomberg, and PwC Analysis

Ke

= 3.24% + 0.962 × 8.00%

= 10.93 %

Weighted Average Cost of Capital (WACC) *cont'd*

세후타인자본비용의 산정

- 세후타인자본비용은 합리적인 투자자가 이자부부채에 대해 요구하게 될 수익률입니다. 세전타인자본비용(Kd) 산정을 위하여 투자 적격등급인 A0의 신용등급을 가정하였습니다.
- 금리는 블룸버그에서 조회한 2022년 4월말 기준 한국 10년 만기 회사채 신용등급 A0금리의 평균을 적용하였으며, 세후 타인자본비용에 반영되는 세율은 국내 법인세율(한계세율) 27.5%를 적용하였습니다.

구분	Basis	Applied
Kd	신용등급 A0 10년만기 무보증 공모 회사채 이자율	5.50%
Tax rate	국내 법인세율	27.50%

Source: Bloomberg, PwC Analysis

세후 Kd

$$= 5.50\% \times (1 - 27.5\%)$$

$$= 3.99\%$$

Weighted Average Cost of Capital (WACC) *cont'd*

Peer Group Selection

Peer Selection Guideline

- **Source of Information:** Bloomberg, Capital IQ
- **Industries Criteria:** 한국과 미국, 중국, 유럽 등 유가증권시장에 상장되어 있는 업체 중 회사의 산업 및 제품특성과 유사한 다 음의 업종을 선택함
 - Health Care
- **Key Criteria Attributes:** 독신(Botulinum / Botox) 또는 필러(Filler) 제품을 취급하는 업체 위주로 선정함

Peer Selection Result

Location	Company Name	Ticker	Adjusted Beta(L)	Equity Value (KRW MM)	IBD (KRW MM)	Tax Rates	Unlevered Beta	부채비율(B/S)
대한민국	메디톡스	086900	0.510	939,679	121,685	24.2%	0.458	14.9%
대한민국	대웅제약	069620	1.177	2,590,775	444,362	24.2%	1.017	20.7%
대한민국	휴온스	243070	0.820	590,462	76,947	24.2%	0.736	15.0%
대한민국	휴메딕스	200670	0.916	232,260	34,039	22.0%	0.808	17.2%
대한민국	파마리서치	214450	0.492	1,014,470	64,156	24.2%	0.468	6.8%
대한민국	종근당	185750	0.883	1,396,571	237,040	24.2%	0.765	20.4%
대한민국	제테마	216080	0.888	392,448	58,448	22.0%	0.781	17.5%
대한민국	케어젠	214370	0.862	1,261,911	-	24.2%	0.862	0.0%
대한민국	바이오플러스	099430	1.596	397,868	2,438	22.0%	1.588	0.6%
중국	Shanghai Haohai ^(*)	688366 CH Equity	1.286	2,704,958	11,388	25.0%	1.282	0.4%
미국	Evolus, Inc.	EOLS US Equity	1.097	881,794	90,660	25.7%	1.011	11.5%
Average							0.889	

Source: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analysis

(*) Shanghai Haohai Biological Technology Co., Ltd

Weighted Average Return on Assets

Introduction

- WARA(weighted average return on assets)는 각 자산별 위험프리미엄을 고려한 가중평균투자수익률입니다. 각 자산별로 적절한 위험프리미엄을 반영하여 계산한 가중평균수익률인 WARA는 일반적으로 WACC과 비슷한 수준을 보이고 있습니다.
- 이익접근법으로 무형자산을 평가 시 현금흐름에 따른 인식대상 무형자산의 할인율은 각 자산별 위험프리미엄을 고려하여 일반적으로 유형자산의 할인율과 영업권의 할인율 사이 구간에 놓이게 됩니다. 각 무형자산별 위험프리미엄을 도출하기 위하여 무형자산별 현금흐름이 포함하고 있는 내재위험을 고려하였습니다.
- 순운전자본의 경우, 한국 10년만기 회사채 신용등급 A0기준 세후타인자본비용 3.99%를 적용하였습니다.

자산별 할인율의 산정

- 고정자산의 경우 대상회사 보유 유무형자산 및 사용권자산으로 세후타인자본비용에 2%p를 가산한 5.99%를 적용하였습니다.
- 기타 영업자산/부채는 세후타인자본비용 3.99%를 적용하였습니다.
- 영업권은 영업 손실이 발생할 경우 손상검토의 과정을 통하여 상각이 즉각적으로 이루어지는 자산입니다. 따라서 이러한 위험요소를 고려하여 가중평균자본비용에 영업권에 대한 risk premium을 1.5%p 반영하였습니다.
- DP & IPR&D는 연구개발 및 임상허가 성공여부에 영향을 받는다는 점에서 평균적인 영업위험보다 더 큰 위험요소를 가지고 있다고 할 수 있습니다. 이러한 위험요소를 반영하여 가중평균자본비용에 risk premium 1%p를 반영하였습니다.
- CR(고객관계)은 회사가 고객과의 관계를 관리 및 통제해야 한다는 점에서 평균적인 영업위험 보다 더 큰 위험요소를 가지고 있다고 할 수 있습니다. 이러한 위험요소를 반영하여 가중평균자본비용에 고객관계에 대한 risk premium을 1%p 반영하였습니다.

Weighted average return on assets

Assets	Base rate	Risk adjustment	Discount rate Adopted
WACC			10.22%
Net working capital	세후타인자본비용		3.99%
유무형자산	세후타인자본비용	2.00%	5.99%
기타자산&기타부채	세후타인자본비용		3.99%
DP & IPR&D	WACC	1.00%	11.22%
CR	WACC	1.00%	11.22%
집합적노동력	WACC	1.00%	11.22%
영업권(집합적노동력 제외)	WACC	1.50%	11.72%

Source: PwC Analysis

Weighted average return on assets

자산별 공정가치 및 자산별 위험프리미엄을 고려한 수익률을 통해 산출된 WARA는 11.15% 수준으로 WACC 10.22%, IRR 11.01%와 1.0%p 이내의 범위로 검토되었습니다.

Weighted average return on assets

KRW in million	Estimated Fair Value	Deferred Income Tax Liab.	After-Tax Fair Value	After-Tax Rate of Return	Weighted Avg. Discount rates	Total Fair Value(%)
Net working capital	42,707	-	42,707	3.99%	0.05%	1.35%
유무형자산	207,852	765	208,617	5.99%	0.40%	6.61%
기타자산&기타부채	(24,736)	-	(24,736)	3.99%	(-)0.03%	(-)0.78%
DP, IPR&D	1,061,010	(291,778)	769,232	11.22%	2.73%	24.36%
CR	203,008	(55,827)	147,181	11.22%	0.52%	4.66%
집합적노동력	18,472	-	18,472	11.22%	0.07%	0.59%
영업권(집합적노동력 제외)	896,498	-	896,498	11.72%	3.33%	28.39%
영업권(비지배지분 해당분)	1,099,394	-	1,099,394	11.72%	4.08%	34.82%
WARA	3,504,204	(346,840)	3,157,364^(*)		11.15%	100.00%
WACC					10.22%	
IRR					11.01%	
Net Debt		(195,217)				
(+) Purchase price		1,634,777				
(+) 비지배지분		1,981,061				
Enterprise value		3,420,621^(*)				

Source: Management Information, PwC Analysis

(*)1 NOA 318,317백만원 및 종속기업 비지배지분 (-) 55,060백만원으로 인한 차이임.

- **개요:** WARA(weighted average return on assets)는 각 자산에 대해 위험프리미엄을 고려한 가중 평균 투자수익률로, 자본 및 부채의 수익률을 자본구조를 고려하여 산출하는 WACC과 비교할 때 회계 상 자산, 부채 및 자본 간의 관계(자산 = 부채 + 자본)에 따라 일반적으로 WARA와 WACC는 비슷한 수준입니다.
- **자산별 할인율 산정:** 순운전자본 및 기타 영업자산의 경우 회사의 신용도를 고려한 세후 타인자본비용을 적용하였고, 유·무형자산의 경우 타인자본비용보다 높은 수익률이 요구됨을 고려하여 세후 타인자본비용에 2.0%p의 프리미엄을 적용하였습니다. 식별가능한 무형자산의 경우 현금흐름이 일반적으로 회사의 영업위험보다 높은 내재위험이 있으므로 WACC에 1.0%p의 Risk Premium을 적용하고, 영업권은 식별가능한 무형자산 대비 더 높은 내재위험이 있음을 고려하여 1.5%p의 Risk Premium을 적용하였습니다.

Internal rate of return

회사제시 사업계획에 따라 회사의 지분 45.21% 기준 인수금액 1,634,777 백만원을 고려하여 산정된 IRR은 11.01%입니다.

Internal Rate of Return Analysis

KRW in million	FY19	FY20	FY21	FY22.04	FY22.08(E)	FY22(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total Revenue	204,568	211,038	245,153	85,948	205,281	291,229	352,757	517,040	669,360	880,782	1,080,463	1,091,267
COGS	60,623	62,253	64,340	22,800	46,950	69,750	69,235	94,432	110,783	138,148	164,906	166,555
COGS(%)	29.6%	29.5%	26.2%	26.5%	22.9%	24.0%	19.6%	18.3%	16.6%	15.7%	15.3%	15.3%
Gross Profit	143,945	148,785	180,813	63,148	158,331	221,479	283,521	422,608	558,576	742,635	915,556	924,712
GM(%)	70.4%	70.5%	73.8%	73.5%	77.1%	76.0%	80.4%	81.7%	83.4%	84.3%	84.7%	84.7%
SG&A	75,858	70,725	83,639	30,331	91,215	121,546	179,861	230,776	262,814	303,445	345,647	349,104
SG&A(%)	37.1%	33.5%	34.1%	35.3%	44.4%	41.7%	51.0%	44.6%	39.3%	34.5%	32.0%	32.0%
EBIT	68,087	78,060	97,174	32,817	67,117	99,933	103,661	191,831	295,762	439,190	569,909	575,608
OM(%)	33.3%	37.0%	39.6%	38.2%	32.7%	34.3%	29.4%	37.1%	44.2%	49.9%	52.7%	52.7%
Corporate Tax	-	-	-	-	15,932	23,722	24,624	45,961	71,112	110,415	146,363	147,930
NOPAT	-	-	-	-	51,185	76,211	79,037	145,870	224,650	328,775	423,546	427,678
Add:D&A	-	-	-	-	8,535	13,629	16,773	25,875	31,232	32,773	33,642	-
Less:CAPEX	-	-	-	-	(56,289)	(72,078)	(47,279)	(48,973)	(27,402)	(23,016)	(23,458)	-
Add/(Less):△NWC	-	-	-	-	(11,408)	(16,879)	(5,394)	(28,144)	(25,346)	(36,616)	(34,556)	(1,842)
Free Cash Flow	-	-	-	-	(7,977)	883	43,137	94,629	203,134	301,915	399,175	425,836
Partial period	-	-	-	-	0.671	-	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	-
Mid-year convention	-	-	-	-	0.336	-	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	-
PV coefficient	-	-	-	-	0.966	-	0.885	0.797	0.718	0.647	0.583	0.583
PV of FCF	-	-	-	-	(7,702)	-	38,169	75,424	145,847	195,266	232,559	2,477,802
EBITDA	-	-	-	-	75,652	113,562	120,434	217,707	326,994	471,963	603,552	
EBITDA (%)	-	-	-	-	36.9%	39.0%	34.1%	42.1%	48.9%	53.6%	55.9%	

Source: Management Information, PwC Analysis

Inputs	
Valuation date	2022-04-30
End of next fiscal year	2022-12-31
Tax rate	27.50%
Discount rate (IRR) (k)	11.01%
Growth rate (g)	1.00%

KRW in million	Result
PV of Discrete FCF	679,562
PV of Terminal FCF	2,477,802
Operating Value	3,157,364
Non-operating Assets	318,317
종속기업 비지배지분	(55,060)
Enterprise Value	3,420,621
Net Debt	(195,217)
Equity Value	3,615,838
취득 지분율	45.21%
Equity Value(45.21%)	1,634,777

Purchase Price	1,634,777
IRR	11.01%

Identification of Intangible Assets

Assets and Liability Identification

Asset Category	Description	Valued by PwC	Valuation methodology
DP & IPR&D	<p>DP(Developed Product right), IPR&D(In-Process Research & Development)는 IP(지적재산권) 중심으로 기술을 획득하는 전략으로 선제적으로 자사 및 경쟁사의 특허(판매권리) 포트폴리오를 분석 후에 그에 맞춰 연구개발을 수행하는 방식을 의미합니다.</p> <p>제품 생산과 사업에 필요한 관련 특허(또는 개량 특허) 획득하거나 제품에 대한 승인을 득함으로써 전략적으로 필요한 권리영역을 설정하고, 이를 통해 제 3자의 우회나 회피기술 개발을 방지하여, 해당 사업에서의 특허공격에 대한 방어능력을 갖출 수 있습니다.</p> <p>회사는 Toxin과 Filler에 대한 기술능력을 보유하고 있으며, 국가별 판매 승인을 득하였거나, 득하기 위한 절차를 진행 중에 있습니다. 이에 따라 본 검토에서 회사가 보유 중인 DP(개발 및 허가 완료품목)와 IPR&D(개발 및 허가 미완료품목)를 식별 가능한 무형자산으로 선정하였습니다.</p>	✓	다기간 초과이익법 (MEEM)
CR	<p>고객계약 및 관련 고객관계는 1) 기업이 고객에 대한 정보를 가지고 고객과 정기적으로 접촉하며 2) 고객은 그 기업과 직접적인 접촉을 할 수 있는 능력이 있다면 기업과 고객 사이에 고객관계가 존재한다고 여겨집니다. 또한 취득일에 계약이 존재하는지에 상관없이 기업이 고객과 계약을 체결하는 관행이 있다면, 고객관계는 계약적·법적 기준을 충족할 수 있습니다. 고객관계는 판매나 서비스 담당자에 의한 정기적인 접촉과 같이 계약 이외의 방법에 의해서도 발생할 수 있습니다.</p> <p>회사는 병·의원 및 국내외 도매상과 장기간 거래관계를 지속적으로 관리해오고 있습니다. 이에 본 검토에서는 회사의 CR(고객관계)를 식별 가능한 무형자산으로 선정하였습니다.</p>	✓	With & Without법
집합적 노동력	<p>집합적 노동력은 미래 현금흐름 및 성장에 기여하는 중요한 자산입니다. 하지만, 대부분의 기업들은 숙련된 직원들로부터 창출되는 미래의 경제적인 효익에 대하여 통제력을 충분히 가지고 있지 않아 무형자산의 정의를 충족하지 못하므로, K-IFRS에서는 집합적 노동력이 영업권과 별도인 무형자산으로 고려되지 않습니다.</p> <p>단, 고객관계의 가치를 평가함에 있어서 차감되는 기여자산의 원가를 계산하기 위하여 회사의 집합적 노동력의 공정가치를 추정하였습니다.</p>	✓	대체원가법

Source: PwC Analysis

Strictly private and confidential

PwC | Hugel PPA

March 2023

45

Fair Value Estimation of Intangible Assets

DP & IPR&D

Overview

- Toxin과 Filler의 판매를 위해서는 임상시험 후 상업화 과정을 거치게 되며 판매되는 국가별로 각각 임상시험승인 및 판매허가권을 획득해야 합니다.
- 회사의 매출은 한국, 중국, 유럽, 미국 및 기타 국가에서 Toxin과 Filler 판매를 위한 임상시험승인 및 판매허가권을 획득 또는 승인 절차를 진행 중에 있습니다.
- 이는 법적으로 보호되는 권리로서 영업권과 구별되는 중요한 특성으로 식별가능한 무형자산의 요건을 충족한다고 판단하였습니다.

Valuation Approach

- DP & IPR&D의 가치검토를 위해 이익 접근법(Income Approach) 중 다기간초과이익법(MEEM)을 사용하였으며, 이를 위해 EBITDA margin rate 및 기여자산의 원가(CAC: Contributory Asset Charge)를 추정하였습니다.

Assumption

- **매출**
 - 회사의 사업계획상 예상 판매에 따라 2027년까지 매출을 추정하였으며, 2027년부터 매년 1% 성장을 가정하였습니다.
 - 판매승인 예정 국가에 한해서는 승인 성공 확률을 고려하였습니다.
- **추정기간**
 - 2020년 Abbvie 사의 Allergan 사업결합 시 발생한 DP & IPR&D의 내용연수를 준용하여 12년을 적용하였습니다.

Assumption, cont'd

- **이탈률**
 - 평가기준일 현재(또는 매출 발생예정 예정일) 12년의 추정기간 동안 정액으로 감소하는 이탈률을 적용하였습니다.
- **EBITDA 추정**
 - 인건비: 회사의 인력계획 운영을 준용하였으며, EIU 상 임금상승률 만큼 임금이 증가하는 것으로 가정하였습니다.
 - 고정비: EIU상 물가상승률 만큼 상승하는 것으로 가정하였습니다.
 - 변동비: 매출 대비 비율을 적용하여 반영하였습니다.
 - 감가상각비: 기존자산과 신규투자 감가상각비를 반영하였습니다.
 - 2028년 이후에는 2027년 매출 대비 EBIT margin rate를 적용하였습니다.
 - 연구개발비: 총 연구개발비 중 신규 기술 관련 연구개발비의 비중이 2022년 59%에서 추정기간 말 100%로 점차 증가하는 것으로 가정하여 신규기술 관련 연구개발비를 가산 조정하였습니다.
- **Tax Rate**
 - 적용세율은 연결 납세 관점에서 국내 법인세율(한계세율)을 적용하였습니다.
- **할인율**
 - 할인율은 회사가 DP & IPR&D를 관리 및 통제해야 한다는 점에서 평균적인 영업위험 보다 더 큰 위험요소를 가지고 있다고 할 수 있습니다. 이러한 위험요소를 반영하여 가중평균자본비용에 risk premium을 1.0%p 반영하였으며, 그 결과 11.22%의 할인율이 적용되었습니다.

DP & IPR&D cont'd

Contributory Asset Charges

- 이익 접근법 하에서 하나 이상의 유·무형자산이 가치를 창출하는 경우에는 해당 무형자산의 현금흐름에서 기여자산의 원가를 차감하여 개별 무형자산의 가치를 산출합니다.
- 추정 EBITDA에서 수익 창출에 기여하는 기타 자산들의 시장 기대수익인 기여자산의 원가를 차감하였습니다. 기여자산의 원가는 자산별 공정가액 등에 기초하고 있습니다.
- 다기간초과이익법으로 DP & IPR&D의 가치를 검토할 때 사용된 기여자산의 원가는 고객관계로 인한 현금흐름 창출에 기여하는 순운전자본, 유·무형자산, 기타자산부채, CR, 집합적노동력입니다.
- 자산가치는 자산비용을 산출하기 위하여 공정가액으로 조정됩니다. 매출 대비 비율로 표시된 기여자산의 원가는 다음과 같습니다. 상세 계산내역은 Appendix를 참고하시기 바랍니다.

Contribution Assets	Charge Rate (% of Sales)
Net Working Capital	0.95%
유무형자산 (토지 제외)	3.02%
토지	0.22%
기타자산부채	(-)0.45%
CR ^(*)	0.0 ~13.56%
집합적노동력	0.73%
Total	4.46 ~18.02%

(Source: 회사제시자료 및 PwC Analysis)

(*) CR 산정 대상 국가, 제품에 따라 구분하여 적용함.

Conclusion

- 회사의 현재 고객으로부터 발생하는 EBITDA에 기여자산의 원가 및 예상 세금을 차감하여 세후 현금흐름을 도출했습니다. 도출된 현금흐름을 11.22%의 할인율을 적용하여 할인하였으며, 회사의 고객관계의 공정가치를 계산하기 위하여 상각절세효과(TAB: Tax Amortization Benefit)를 현금흐름의 현재가치의 합계에 합산하였습니다.
- DP & IPR&D의 공정가치는 1,061,010백만원으로 산정됩니다. 법인세 절세효과를 산출하기 위한 내용연수는 2020년 Abbvie의 Allergan 사업결합 시 발생한 DP & IPR&D 내용연수인 12년을 준용하였습니다. 세부적인 계산내역은 Appendix를 참고하시기 바랍니다.

KRW in million	Amount
현금흐름의 현재가치	901,742
상각절세효과	159,268
예상 공정가치	1,061,010

(Source: 회사제시자료 및 PwC Analysis)

Customer Relationships

Overview

- 고객관계는 고객과의 계약이 존재하여 이를 통해 관계를 형성하는 경우 혹은 다음 두 가지 요건을 만족할 때 존재 한다고 볼 수 있습니다.
a) 기업이 고객에 대한 정보를 가지고 고객과 정기적으로 접촉하며, b) 고객은 그 기업과 직접적인 접촉을 할 수 있는 능력이 있을 경우입니다.
- 회사의 매출은 병·의원 및 대리상에 대한 매출로 구성되며, 한국과 대만, 캐나다, 호주는 자체 영업 조직을 통해 병·의원 및 대리상에 대한 영업을 영위하고, 이외 해외는 개별 계약된 대리상을 통해 영업을 영위하고 있습니다. 기 확보된 병·의원, 대리상과의 관계는 회사의 매출 발생에 중요한 영향을 미치고 있습니다.
- 회사는 장기간의 거래관계가 존재하는 병·의원과 대리상을 지속적으로 관리해오고 있습니다. 필요시 직접적인 접촉을 진행하며 거래를 지속해오는 점을 고려 시 고객관계가 존재한다고 판단, 식별 가능한 무형자산으로 산정하였습니다.

Valuation Approach

- 고객관계의 가치검토를 위해 이익 접근법(Income Approach) 중 With & Without법을 사용하였으며, 이를 위해 고객 획득 기간 및 고객 획득을 위한 증분비용을 추정하였습니다.
- 고객 획득 기간 및 고객 획득을 위한 증분비용의 추정은 회사의 국내외 영업 및 마케팅 담당자와의 인터뷰를 바탕으로 이루어졌습니다.

Assumption

- **고객 획득 기간**
 - 한국, 대만, 캐나다, 호주: 사업계획상 고객 대비 기준일로부터 1년 후 60%, 2년 후 90%, 3년 후 100%를 획득하는 것으로 가정하였습니다.
 - 해외(대만, 캐나다, 호주 제외): 사업계획상 고객 대비 기준일로부터 1년 후 대리상을 선정하여, 2년 후 100% 수준을 달성하는 것으로 가정하였습니다. 단, 중국의 경우 기준일 현재 현지 대리상을 통한 영업기간이 2년 미만(1.5년)이므로, 100% 수준을 달성하는데 1.5년이 소요되는 것으로 가정하였습니다.
- **고객 획득 증분 비용**
 - 고객 획득 활동 관련 비용인 인건비와 광고판촉비가 고정비로 반영된 점을 고려하여 2021년 발생한 광고판촉비의 50% 수준을 증분 비용으로 가정하였습니다.
- **할인율**
 - 고객관계의 할인율은 회사가 고객과의 관계를 관리 및 통제해야 한다는 점에서 평균적인 영업위험 보다 더 큰 위험요소를 가지고 있다고 할 수 있습니다. 이러한 위험요소를 반영하여 가중평균자본비용에 고객관계에 대한 risk premium을 1.0%p 반영하였으며, 그 결과 11.22%의 할인율이 적용되었습니다.
- **Tax Rate**
 - 적용세율은 연결 납세 관점에서 국내 법인세율(한계세율)을 적용하였습니다.

Customer Relationships, cont'd

Conclusion

- 회사의 기준일 현재의 고객관계가 있는 것을 가정하였을 때와 없는 것을 가정하였을 때의 세후 현금흐름을 각각 도출했습니다. 각각의 도출된 현금흐름을 11.22%의 할인율을 적용하여 할인한 현금흐름의 차이를 산정하였으며, 회사의 고객관계의 공정가치를 계산하기 위하여 상각절세효과(TAB: Tax Amortization Benefit)를 현금흐름의 현재가치의 합계에 합산하였습니다.
- 고객관계의 공정가치는 203,008백만원으로 산정됩니다. 법인세 절세효과를 산출하기 위한 내용연수는 이탈률을 고려하여 산정한 회계상 내용연수인 12년을 적용하였습니다. 세부적인 계산내역은 Appendix를 참고하시기 바랍니다.

USD in millions	Amount
현금흐름의 현재가치	172,534
상각절세효과	30,474
예상 공정가치	203,008

(Source: 회사제시자료 및 Samil PwC analysis)

Appendices

DP & IPR&D

DP & IPR&D Korea

Korea - Toxin (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	56,817	83,521	93,120	99,032	103,236	105,670	106,727	107,794	108,872	109,961	111,060	112,171	37,764
YoY(%)			11.5%	6.3%	4.2%	2.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	55,239	75,401	76,306	72,899	67,390	60,173	51,881	43,417	34,779	25,963	16,968	7,790	525
EBITDA	28,629	40,938	38,781	38,843	37,236	34,240	29,522	24,706	19,790	14,774	9,655	4,433	298
EBITDA to Sales(%)	51.8%	54.3%	50.8%	53.3%	55.3%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%	56.9%
ADD: 연구개발비(신규)	2,384	3,456	3,747	3,813	3,754	3,575	3,220	2,810	2,344	1,819	1,234	587	40
LESS: CAC	8,044	10,980	11,112	10,616	9,814	8,763	7,555	6,323	5,065	3,781	2,471	1,134	76
Net working capital	0.9%	523	714	722	690	638	570	491	329	246	161	74	5
Fixed assets(토지 제외)	3.0%	1,668	2,276	2,304	2,201	2,035	1,817	1,566	1,311	1,050	784	512	16
Fixed assets(토지)	0.2%	120	163	165	158	146	130	112	94	75	56	37	1
Other assets	(-)0.5%	(250)	(341)	(345)	(330)	(305)	(272)	(235)	(196)	(157)	(117)	(77)	(2)
CR	10.1%	5,579	7,615	7,707	7,362	6,806	6,077	5,240	4,385	3,512	2,622	1,714	53
Assembled workforce	0.7%	405	553	559	535	494	441	380	318	255	190	124	4
Pre-tax cash flows	22,969	33,413	31,416	32,040	31,176	29,053	25,187	21,193	17,069	12,811	8,418	3,885	263
Income Tax	27.5%	6,316	9,189	8,639	8,811	8,573	7,990	6,926	5,828	4,694	3,523	2,315	72
After tax cash flow	16,652	24,224	22,776	23,229	22,603	21,063	18,261	15,365	12,375	9,288	6,103	2,817	190
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	16,068	21,387	18,080	16,578	14,504	12,152	9,472	7,166	5,189	3,502	2,069	858	54

(+) Sum of PV of cash flow	127,079
(+) Tax amortization benefit	22,445
Estimated fair value	149,524

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석		% Change in the Dynamics of Base Retention Rate				
Discount Rate		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	10.2%	169,255	161,903	154,551	147,199	139,846
	10.7%	166,224	159,112	152,000	144,888	137,776
	11.2%	163,288	156,406	149,524	142,642	135,760
	11.7%	160,442	153,781	147,120	140,458	133,797
	12.2%	157,684	151,234	144,785	138,335	131,885

DP & IPR&D Korea

Korea - Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	11,491	25,524	31,148	36,748	50,387	63,515	64,150	64,791	65,439	66,093	66,754	67,422	22,699
YoY(%)			22.0%	18.0%	37.1%	26.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	11,172	23,042	25,524	27,050	32,891	36,168	31,184	26,096	20,904	15,605	10,199	4,682	315
EBITDA	5,027	11,470	13,243	14,427	19,015	21,773	18,773	15,710	12,584	9,395	6,140	2,819	190
EBITDA to Sales(%)	45.0%	49.8%	51.9%	53.3%	57.8%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%	60.2%
ADD: 연구개발비(신규)	482	1,056	1,253	1,415	1,832	2,149	1,936	1,689	1,409	1,093	742	353	24
LESS: CAC	1,121	2,312	2,561	2,714	3,300	3,629	3,129	2,619	2,098	1,566	1,023	470	32
Net working capital	0.9%	106	218	242	256	311	342	295	247	198	148	97	3
Fixed assets(토지 제외)	3.0%	337	696	771	817	993	1,092	941	788	631	471	308	10
Fixed assets(토지)	0.2%	24	50	55	59	71	78	68	57	45	34	22	1
Other assets	(-)0.5%	(51)	(104)	(115)	(122)	(149)	(164)	(141)	(118)	(95)	(71)	(46)	(1)
CR	5.6%	622	1,284	1,422	1,507	1,832	2,015	1,737	1,454	1,165	869	568	18
Assembled workforce	0.7%	82	169	187	198	241	265	229	191	153	114	75	2
Pre-tax cash flows	4,388	10,214	11,935	13,128	17,546	20,293	17,580	14,781	11,896	8,922	5,858	2,702	182
Income Tax	27.5%	1,207	2,809	3,282	3,610	4,825	5,581	4,834	4,065	3,271	2,453	1,611	50
After tax cash flow	3,181	7,405	8,653	9,518	12,721	14,713	12,745	10,716	8,624	6,468	4,247	1,959	132
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	3,070	6,538	6,868	6,793	8,163	8,488	6,611	4,998	3,616	2,439	1,440	597	38

(+) Sum of PV of cash flow	59,658
(+) Tax amortization benefit	10,537
Estimated fair value	70,194

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석		% Change in the Dynamics of Base Retention Rate				
Discount Rate		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	10.2%	82,684	77,933	73,181	68,430	63,678
	10.7%	80,841	76,253	71,664	67,075	62,486
	11.2%	79,060	74,627	70,194	65,762	61,329
	11.7%	77,338	73,054	68,771	64,488	60,204
	12.2%	75,672	71,532	67,392	63,252	59,111

DP & IPR&D China

China - Toxin, Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	27,546	35,298	47,837	63,065	98,040	142,185	143,607	145,043	146,493	147,958	149,438	150,932	50,814
YoY(%)			35.5%	31.8%	55.5%	45.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	26,781	31,866	39,199	46,423	63,998	80,966	69,809	58,420	46,796	34,935	22,831	10,481	706
EBITDA	17,083	16,353	19,550	24,023	33,912	43,762	37,732	31,576	25,293	18,882	12,340	5,665	381
EBITDA to Sales(%)	63.8%	51.3%	49.9%	51.7%	53.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%	54.0%
ADD: 연구개발비(신규)	1,156	1,460	1,925	2,428	3,565	4,811	4,333	3,782	3,154	2,447	1,660	790	54
LESS: CAC	2,894	3,370	4,066	4,777	6,741	8,697	7,499	6,275	5,027	3,753	2,452	1,126	76
Net working capital	0.9%	254	302	371	439	606	766	661	553	443	331	216	7
Fixed assets(토지 제외)	3.0%	809	962	1,183	1,402	1,932	2,444	2,108	1,764	1,413	1,055	689	21
Fixed assets(토지)	0.2%	58	69	85	101	139	176	151	127	101	76	50	23
Other assets	(-)0.5%	(121)	(144)	(177)	(210)	(290)	(366)	(316)	(264)	(212)	(158)	(103)	(47)
CR (Toxin)	6.9%	1,698	1,948	2,317	2,705	3,885	5,084	4,383	3,668	2,938	2,193	1,433	658
Assembled workforce	0.7%	196	234	287	340	469	594	512	428	343	256	167	77
Pre-tax cash flows	15,345	14,443	17,409	21,674	30,735	39,876	34,566	29,082	23,420	17,577	11,547	5,329	360
Income Tax	27.5%	4,220	3,972	4,787	5,960	8,452	10,966	9,506	7,998	6,441	4,834	3,176	99
After tax cash flow	11,125	10,472	12,621	15,714	22,283	28,910	25,060	21,085	16,980	12,743	8,372	3,864	261
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	10,735	9,245	10,019	11,215	14,298	16,679	12,999	9,833	7,120	4,804	2,838	1,178	74

(+) Sum of PV of cash flow 111,037

(+) Tax amortization benefit 19,612

Estimated fair value 130,648

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	10.2%	154,576	145,419	136,262	127,065	117,477
	10.7%	151,087	142,248	133,409	124,532	115,283
	11.2%	147,717	139,183	130,648	122,077	113,154
	11.7%	144,461	136,218	127,975	119,698	111,085
	12.2%	141,315	133,351	125,388	117,391	109,076

DP & IPR&D America

America - Toxin (IPR&D)

KRW in million	Year 1	Year 2 ^(*)	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13	Year 14 ^(*)
Total revenue	-	14,593	94,797	154,335	215,664	264,433	267,077	269,748	272,445	275,170	277,922	280,701	283,508	214,757
YoY(%)				62.8%	39.7%	22.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate		99.0%	93.8%	85.4%	77.1%	68.8%	60.4%	52.1%	43.8%	35.4%	27.1%	18.8%	10.4%	3.1%
Total revenue (Existing)	-	14,441	88,873	131,828	166,241	181,798	161,359	140,494	119,195	97,456	75,270	52,631	29,532	6,711
EBITDA	(17,809)	(33,385)	13,387	53,554	90,260	108,036	95,891	83,491	70,834	57,915	44,731	31,277	17,550	3,988
EBITDA to Sales(%)	-	(-)231.2%	15.1%	40.6%	54.3%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
ADD:연구개발비(신규)	-	191	504	480	422	387	360	327	290	247	198	144	84	20
LESS: CAC	-	645	3,967	5,884	7,420	8,114	7,202	6,271	5,320	4,350	3,359	2,349	1,318	300
Net working capital	0.9%	-	137	841	1,248	1,574	1,721	1,527	1,330	922	712	498	280	64
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	-	436	2,683	3,980	5,019	5,489	4,871	4,242	3,599	2,942	2,272	1,589	203
Fixed assets (토지)	0.2%	-	31	193	286	360	394	350	305	258	211	163	114	15
Other assets	(-)0.5%	-	(65)	(402)	(596)	(752)	(823)	(730)	(636)	(539)	(441)	(341)	(238)	(30)
Assembled workforce	0.7%	-	106	652	967	1,219	1,333	1,183	1,030	874	715	552	386	49
Pre-tax cash flows	(17,809)	(33,839)	9,924	48,151	83,262	100,309	89,048	77,548	65,804	53,812	41,570	29,072	16,316	3,708
Income Tax	27.5%	-	-	2,729	13,241	22,897	27,585	24,488	21,326	18,096	14,798	11,432	7,995	1,020
After tax cash flow	(17,809)	(33,839)	7,195	34,909	60,365	72,724	64,560	56,222	47,708	39,014	30,138	21,077	11,829	2,689
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	12.171	13.046
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.305	0.250
PV of cash flow	(17,185)	(29,876)	5,711	24,914	38,735	41,957	33,488	26,221	20,005	14,709	10,216	6,424	3,241	671

(+) Sum of PV of cash flow 179,231

(+) Tax amortization benefit 31,656

Estimated fair value 210,887

(*) Year 2는 3개월분, Year 14은 9개월분입니다

민감도분석

% Change in the Dynamics of Base Retention Rate

Discount Rate		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	316,758	279,177	241,596	203,653	163,386
	10.2%	295,004	260,336	225,668	190,679	153,611
	11.2%	274,932	242,909	210,887	178,579	144,410
	12.2%	256,388	226,772	197,156	167,285	135,747
	13.2%	239,235	211,811	184,386	156,735	127,588

DP & IPR&D America

America - Filler (IPR&D)

KRW in million	Year 1	Year 2	Year 3 ^(*)	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13	Year 14	Year 15 ^(*)
Total revenue	-	-	11,993	26,872	73,040	109,967	111,066	112,177	113,299	114,432	115,576	116,732	117,899	119,078	60,134
YoY(%)				124.1%	171.8%	50.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.1%
Retention Rate			97.9%	91.7%	83.3%	75.0%	66.7%	58.3%	50.0%	41.7%	33.3%	25.0%	16.7%	8.3%	2.1%
Total revenue (Existing)	-	-	11,743	24,633	60,867	82,475	74,044	65,437	56,649	47,680	38,525	29,183	19,650	9,923	1,253
EBITDA	(7,406)	(19,949)	(334)	5,529	21,471	31,994	28,724	25,384	21,976	18,496	14,945	11,321	7,623	3,849	486
EBITDA to Sales(%)	-	-	(-)2.8%	22.4%	35.3%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%	38.8%
ADD:연구개발비(신규)	-	-	65	86	149	169	159	147	133	117	99	78	54	28	4
LESS: CAC	-	-	524	1,099	2,717	3,681	3,305	2,921	2,528	2,128	1,719	1,302	877	443	56
Net working capital	0.9%	-	111	233	576	781	701	619	536	451	365	276	186	94	12
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	-	355	744	1,838	2,490	2,235	1,976	1,710	1,439	1,163	881	593	300	38
Fixed assets (토지)	0.2%	-	25	53	132	179	161	142	123	103	84	63	43	22	3
Other assets	(-)0.5%	-	(53)	(111)	(275)	(373)	(335)	(296)	(256)	(216)	(174)	(132)	(89)	(45)	(6)
Assembled workforce	0.7%	-	86	181	446	605	543	480	415	350	282	214	144	73	9
Pre-tax cash flows	(7,406)	(19,949)	(793)	4,516	18,903	28,482	25,578	22,611	19,581	16,485	13,324	10,096	6,800	3,435	434
Income Tax	27.5%	-	-	1,242	5,198	7,833	7,034	6,218	5,385	4,533	3,664	2,776	1,870	945	119
After tax cash flow	(7,406)	(19,949)	(793)	3,274	13,705	20,650	18,544	16,393	14,196	11,952	9,660	7,320	4,930	2,490	314
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	12.171	13.171	13.921
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.305	0.274	0.227
PV of cash flow	(7,146)	(17,612)	(629)	2,337	8,794	11,913	9,619	7,645	5,953	4,506	3,274	2,231	1,351	614	72

(+) Sum of PV of cash flow	32,920
(+) Tax amortization benefit	5,815
Estimated fair value	38,735

(*) Year 3, Year 15은 6개월분입니다.

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	66,309	56,763	47,217	37,487	27,219
	10.2%	60,298	51,550	42,803	33,893	24,504
	11.2%	54,788	46,762	38,735	30,564	21,967
	12.2%	49,733	42,357	34,981	27,478	19,595
	13.2%	45,088	38,302	31,516	24,616	17,378

DP & IPR&D Canada

Canada - Toxin (DP)

KRW in million	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13
Total revenue	-	3,558	7,619	13,250	18,948	22,539	22,765	22,992	23,222	23,455	23,689	23,926	24,165
YoY(%)			114.1%	73.9%	43.0%	19.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Retention Rate		95.8%	87.5%	79.2%	70.8%	62.5%	54.2%	45.8%	37.5%	29.2%	20.8%	12.5%	4.2%
Total revenue (Existing)	-	3,410	6,667	10,490	13,421	14,087	12,331	10,538	8,708	6,841	4,935	2,991	1,007
EBITDA	(1,518)	(616)	950	4,164	7,142	8,208	7,185	6,140	5,074	3,986	2,876	1,743	587
EBITDA to Sales(%)	-	(-)18.1%	14.3%	39.7%	53.2%	58.3%	58.3%	58.3%	58.3%	58.3%	58.3%	58.3%	58.3%
ADD:연구개발비(신규)	-	46	39	40	35	31	28	25	22	18	13	8	3
LESS: CAC	-	152	298	468	599	629	550	470	389	305	220	133	45
Net working capital	0.9%	-	32	63	99	127	133	100	82	65	47	28	10
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	-	103	201	317	405	425	372	263	207	149	90	30
Fixed assets (토지)	0.2%	-	7	14	23	29	31	27	19	15	11	6	2
Other assets	(-)0.5%	-	(15)	(30)	(47)	(61)	(64)	(56)	(39)	(31)	(22)	(14)	(5)
Assembled workforce	0.7%	-	25	49	77	98	103	90	77	64	50	36	22
Pre-tax cash flows	(1,518)	(722)	692	3,735	6,578	7,611	6,663	5,695	4,707	3,699	2,669	1,618	545
Income Tax	27.5%	-	-	190	1,027	1,809	2,093	1,566	1,295	1,017	734	445	150
After tax cash flow	(1,518)	(722)	502	2,708	4,769	5,518	4,831	4,129	3,413	2,681	1,935	1,173	395
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	12.171
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.274
PV of cash flow	(1,465)	(637)	398	1,933	3,060	3,183	2,506	1,926	1,431	1,011	656	357	108
(+) Sum of PV of cash flow		14,468											
(+) Tax amortization benefit		2,555											
Estimated fair value		17,023											

민감도분석

% Change in the Dynamics of Base Retention Rate

Discount Rate		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	25,503	22,368	19,233	16,079	12,732
	10.2%	23,905	20,997	18,089	15,163	12,064
	11.2%	22,425	19,724	17,023	14,307	11,434
	12.2%	21,053	18,541	16,030	13,505	10,838
	13.2%	19,779	17,441	15,103	12,753	10,275

DP & IPR&D Canada

Canada - Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	249	2,402	4,054	7,221	10,350	12,517	12,642	12,768	12,896	13,025	13,155	13,287	4,473
YoY(%)			68.8%	78.1%	43.3%	20.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	242	2,168	3,322	5,316	6,757	7,128	6,145	5,143	4,120	3,075	2,010	923	62
EBITDA	(658)	(315)	(94)	1,193	2,428	2,916	2,514	2,104	1,685	1,258	822	377	25
EBITDA to Sales(%)	(-)272.3%	(-)14.5%	(-)2.8%	22.4%	35.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%
ADD:연구개발비(신규)	-	30	20	21	18	16	15	13	11	8	6	3	0
LESS: CAC	16	142	217	348	442	466	402	336	270	201	132	60	4
Net working capital	0.9%	2	21	31	50	64	67	58	49	39	29	19	1
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	7	65	100	160	204	215	186	155	124	93	61	2
Fixed assets (토지)	0.2%	1	5	7	12	15	15	13	11	9	7	4	0
Other assets	(-)0.5%	(1)	(10)	(15)	(24)	(31)	(32)	(28)	(23)	(19)	(14)	(9)	(0)
CR	2.1%	5	45	69	111	141	148	107	86	64	42	19	1
Assembled workforce	0.7%	2	16	24	39	50	52	45	38	30	23	15	0
Pre-tax cash flows	(674)	(427)	(291)	866	2,004	2,466	2,126	1,780	1,426	1,065	696	320	22
Income Tax	27.5%	-	-	238	551	678	585	489	392	293	191	88	6
After tax cash flow	(674)	(427)	(291)	628	1,453	1,787	1,542	1,290	1,034	772	505	232	16
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	(651)	(377)	(231)	448	932	1,031	800	602	434	291	171	71	4

(+) Sum of PV of cash flow 3,526

(+) Tax amortization benefit 623

Estimated fair value 4,148

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	7,058	5,916	4,774	3,601	2,356
	10.2%	6,570	5,510	4,450	3,361	2,208
	11.2%	6,119	5,134	4,148	3,137	2,067
	12.2%	5,701	4,784	3,867	2,927	1,933
	13.2%	5,313	4,459	3,605	2,730	1,806

DP & IPR&D Australia

Australia - Toxin (DP)

KRW in million	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13
Total revenue	-	5,760	8,841	13,349	14,684	16,153	16,314	16,478	16,642	16,809	16,977	17,147	17,318
YoY(%)			53.5%	51.0%	10.0%	10.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Retention Rate		95.8%	87.5%	79.2%	70.8%	62.5%	54.2%	45.8%	37.5%	29.2%	20.8%	12.5%	4.2%
Total revenue (Existing)	-	5,520	7,736	10,568	10,401	10,096	8,837	7,552	6,241	4,903	3,537	2,143	722
EBITDA	(1,088)	2,539	1,095	4,182	5,525	5,874	5,142	4,394	3,631	2,852	2,058	1,247	420
EBITDA to Sales(%)	-	46.0%	14.2%	39.6%	53.1%	58.2%	58.2%	58.2%	58.2%	58.2%	58.2%	58.2%	58.2%
ADD: 연구개발비(신규)	-	74	46	40	27	22	20	18	16	13	10	6	2
LESS: CAC	-	246	345	472	464	451	394	337	279	219	158	96	32
Net working capital	0.9%	-	52	73	100	98	96	84	71	59	46	33	7
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	-	167	234	319	314	305	267	228	188	148	107	65
Fixed assets (토지)	0.2%	-	12	17	23	23	22	19	16	14	11	8	5
Other assets	(-)0.5%	-	(25)	(35)	(48)	(47)	(46)	(40)	(34)	(28)	(22)	(16)	(10)
Assembled workforce	0.7%	-	40	57	77	76	74	65	55	46	36	26	16
Pre-tax cash flows	(1,088)	2,368	795	3,750	5,088	5,445	4,767	4,075	3,368	2,646	1,910	1,157	390
Income Tax	27.5%	-	651	219	1,031	1,399	1,497	1,311	1,121	926	728	525	318
After tax cash flow	(1,088)	1,716	577	2,719	3,689	3,948	3,456	2,954	2,442	1,919	1,384	839	283
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	12.171
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.305
PV of cash flow	(1,050)	1,515	458	1,940	2,367	2,278	1,793	1,378	1,024	723	469	256	77
(+) Sum of PV of cash flow	13,229												
(+) Tax amortization benefit	2,337												
Estimated fair value	15,566												

민감도분석

% Change in the Dynamics of Base Retention Rate

Discount Rate		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	21,844	19,552	17,260	14,954	12,510
	10.2%	20,641	18,512	16,384	14,243	11,977
	11.2%	19,524	17,545	15,566	13,575	11,473
	12.2%	18,486	16,643	14,801	12,949	10,995
	13.2%	17,519	15,802	14,085	12,359	10,542

DP & IPR&D Australia

Australia - Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	3,053	4,845	5,219	5,598	5,973	6,571	6,636	6,703	6,770	6,837	6,906	6,975	2,348
YoY(%)			7.7%	7.3%	6.7%	10.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	2,969	4,374	4,277	4,121	3,899	3,742	3,226	2,700	2,163	1,614	1,055	484	33
EBITDA	1,548	2,423	(121)	925	1,401	1,531	1,320	1,104	885	660	432	198	13
EBITDA to Sales(%)	52.1%	55.4%	(-)2.8%	22.4%	35.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%
ADD: 연구개발비(신규)	-	61	26	16	11	8	8	7	6	4	3	1	0
LESS: CAC	370	545	533	513	486	466	402	336	269	201	131	60	4
Net working capital	0.9%	28	41	40	39	37	35	31	26	20	15	10	0
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	90	132	129	124	118	113	97	82	65	49	32	1
Fixed assets (토지)	0.2%	6	9	9	9	8	8	7	6	5	4	2	0
Other assets	(-)0.5%	(13)	(20)	(19)	(19)	(18)	(17)	(15)	(12)	(10)	(7)	(5)	(0)
CR	8.0%	237	350	342	329	312	299	258	216	173	129	84	3
Assembled workforce	0.7%	22	32	31	30	29	27	24	20	16	12	8	0
Pre-tax cash flows	1,178	1,940	(628)	428	926	1,073	925	775	621	464	303	139	9
Income Tax	27.5%	324	533	-	118	255	295	255	213	171	127	83	3
After tax cash flow	854	1,406	(628)	310	671	778	671	562	450	336	220	101	7
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	824	1,241	(498)	221	431	449	348	262	189	127	74	31	2

(+) Sum of PV of cash flow 3,701

(+) Tax amortization benefit 654

Estimated fair value 4,355

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	5,684	5,170	4,656	4,128	3,570
	10.2%	5,457	4,979	4,500	4,010	3,491
	11.2%	5,246	4,800	4,355	3,898	3,415
	12.2%	5,050	4,634	4,218	3,792	3,343
	13.2%	4,867	4,478	4,090	3,693	3,274

DP & IPR&D Europe

Europe - Toxin, Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	27,867	55,002	66,926	79,128	90,997	104,647	105,693	106,750	107,818	108,896	109,985	111,085	37,399
YoY(%)			21.7%	18.2%	15.0%	15.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	27,093	49,654	54,843	58,247	59,401	59,591	51,379	42,997	34,442	25,712	16,803	7,714	519
EBITDA	16,169	29,685	32,647	35,523	37,018	37,747	32,545	27,235	21,817	16,287	10,644	4,886	329
EBITDA to Sales(%)	59.7%	59.8%	59.5%	61.0%	62.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%
ADD: 연구개발비(신규)	1,169	2,276	2,693	3,047	3,309	3,541	3,189	2,783	2,321	1,801	1,222	581	40
LESS: CAC	3,230	5,232	5,678	5,994	6,113	6,132	5,287	4,425	3,544	2,646	1,729	794	53
Net working capital	0.9%	256	470	519	551	562	564	407	326	243	159	73	5
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	818	1,499	1,656	1,759	1,793	1,799	1,551	1,298	1,040	776	507	16
Fixed assets (토지)	0.2%	59	108	119	126	129	129	111	93	75	56	36	1
Other assets	(-)0.5%	(123)	(225)	(248)	(264)	(269)	(270)	(232)	(195)	(156)	(116)	(76)	(2)
CR (Filler)	10.0%	2,021	3,015	3,230	3,395	3,462	3,473	2,994	2,506	2,007	1,498	979	30
Assembled workforce	0.7%	199	364	402	427	436	437	377	315	253	189	123	4
Pre-tax cash flows	14,108	26,729	29,662	32,576	34,214	35,155	30,447	25,594	20,593	15,442	10,136	4,674	316
Income Tax	27.5%	3,880	7,350	8,157	8,958	9,409	9,668	8,373	7,038	5,663	4,246	2,787	87
After tax cash flow	10,229	19,378	21,505	23,618	24,805	25,487	22,074	18,556	14,930	11,195	7,349	3,389	229
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	9,870	17,109	17,070	16,856	15,917	14,704	11,450	8,654	6,260	4,221	2,491	1,033	65

(+) Sum of PV of cash flow 125,700

(+) Tax amortization benefit 22,201

Estimated fair value 147,901

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석		% Change in the Dynamics of Base Retention Rate				
Discount Rate		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	10.2%	170,664	162,100	153,537	144,937	135,996
	10.7%	167,230	158,953	150,675	142,364	133,728
	11.2%	163,908	155,904	147,901	139,865	131,521
	11.7%	160,692	152,951	145,210	137,439	129,374
	12.2%	157,577	150,088	142,599	135,082	127,284

DP & IPR&D ROW

ROW - 주요 3국 Toxin (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	21,299	36,050	50,592	59,730	67,778	76,568	77,334	78,107	78,888	79,677	80,474	81,279	27,364
YoY(%)			40.3%	18.1%	13.5%	13.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	20,707	32,545	41,457	43,968	44,244	43,601	37,593	31,460	25,200	18,813	12,295	5,644	380
EBITDA	13,717	21,919	28,292	30,829	31,596	31,582	27,230	22,788	18,254	13,627	8,905	4,088	275
EBITDA to Sales(%)	66.2%	67.4%	68.2%	70.1%	71.4%	72.4%	72.4%	72.4%	72.4%	72.4%	72.4%	72.4%	72.4%
ADD: 연구개발비(신규)	894	1,492	2,035	2,300	2,464	2,591	2,334	2,036	1,698	1,318	894	425	29
LESS: CAC	2,938	4,617	5,882	6,238	6,277	6,186	5,334	4,463	3,575	2,669	1,744	801	54
Net working capital	0.9%	196	308	392	416	419	413	356	239	178	116	53	4
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	625	983	1,252	1,327	1,336	1,316	1,135	761	568	371	170	11
Fixed assets (토지)	0.2%	45	71	90	95	96	95	82	68	55	41	27	1
Other assets	(-)0.5%	(94)	(147)	(188)	(199)	(200)	(197)	(170)	(114)	(85)	(56)	(26)	(2)
CR	9.7%	2,014	3,165	4,031	4,276	4,302	4,240	3,656	3,059	2,451	1,829	1,196	37
Assembled workforce	0.7%	152	239	304	322	324	320	276	231	185	138	90	3
Pre-tax cash flows	11,672	18,793	24,446	26,891	27,783	27,987	24,230	20,361	16,377	12,275	8,055	3,713	251
Income Tax	27.5%	3,210	5,168	6,723	7,395	7,640	7,696	6,663	5,599	4,504	3,376	2,215	69
After tax cash flow	8,462	13,625	17,723	19,496	20,143	20,290	17,567	14,761	11,873	8,900	5,840	2,692	182
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	8,166	12,029	14,069	13,914	12,925	11,706	9,112	6,884	4,979	3,355	1,980	820	52

(+) Sum of PV of cash flow 99,991

(+) Tax amortization benefit 17,661

Estimated fair value 117,651

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	156,215	141,582	126,950	111,954	96,129
	10.2%	149,475	135,816	122,156	108,169	93,430
	11.2%	143,185	130,418	117,651	104,588	90,843
	12.2%	137,308	125,360	113,413	101,198	88,363
	13.2%	131,809	120,615	109,422	97,985	85,987

DP & IPR&D ROW

ROW - 주요 3국 Filler (DP)

KRW in million	Year 1	Year 2	Year 3 ^(*)	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13	Year 14	Year 15 ^(*)
Total revenue	-	71	2,014	4,226	6,172	9,094	9,185	9,277	9,370	9,463	9,558	9,654	9,750	9,848	4,973
YoY(%)				109.8%	46.1%	47.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate			97.9%	91.7%	83.3%	75.0%	66.7%	58.3%	50.0%	41.7%	33.3%	25.0%	16.7%	8.3%	2.1%
Total revenue (Existing)	-	71	1,972	3,874	5,143	6,821	6,123	5,412	4,685	3,943	3,186	2,413	1,625	821	104
EBITDA	-	45	1,320	2,652	3,570	4,775	4,287	3,789	3,280	2,760	2,230	1,690	1,138	575	73
EBITDA to Sales(%)	-	63.7%	66.9%	68.5%	69.4%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
ADD: 연구개발비(신규)	-	3	87	181	257	366	345	319	289	253	213	168	117	61	8
LESS: CAC	-	3	88	173	230	304	273	242	209	176	142	108	73	37	5
Net working capital	0.9%	-	1	19	37	49	65	58	51	44	37	23	15	8	1
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	-	2	60	117	155	206	185	163	141	96	73	49	25	3
Fixed assets (토지)	0.2%	-	0	4	8	11	15	13	12	10	9	5	4	2	0
Other assets	(-)0.5%	-	(0)	(9)	(18)	(23)	(31)	(28)	(24)	(21)	(18)	(14)	(11)	(7)	(0)
Assembled workforce	0.7%	-	1	14	28	38	50	45	40	34	29	23	18	12	1
Pre-tax cash flows	-	45	1,319	2,661	3,597	4,837	4,358	3,866	3,359	2,838	2,302	1,750	1,183	599	76
Income Tax	27.5%	-	12	363	732	989	1,330	1,199	1,063	924	780	633	481	325	21
After tax cash flow	-	33	956	1,929	2,608	3,506	3,160	2,803	2,436	2,058	1,669	1,269	857	435	55
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	12.171	13.171	13.921
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.305	0.274	0.227
PV of cash flow	-	29	759	1,377	1,674	2,023	1,639	1,307	1,021	776	566	387	235	107	13

(+) Sum of PV of cash flow	11,911
(+) Tax amortization benefit	2,104
Estimated fair value	14,015

(*) Year3과 Year15는 6개월분입니다.

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	19,015	17,347	15,680	13,980	12,186
	10.2%	17,874	16,345	14,816	13,259	11,618
	11.2%	16,822	15,419	14,015	12,586	11,083
	12.2%	15,852	14,561	13,271	11,958	10,579
	13.2%	14,955	13,767	12,579	11,371	10,104

DP & IPR&D ROW

ROW - 기타 Toxin, Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	13,073	24,206	29,090	37,609	47,060	59,370	59,964	60,563	61,169	61,781	62,398	63,022	21,218
YoY(%)			20.2%	29.3%	25.1%	26.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	12,709	21,852	23,838	27,684	30,720	33,808	29,149	24,394	19,540	14,587	9,533	4,377	295
EBITDA	8,507	14,473	15,514	18,419	20,845	23,279	20,071	16,796	13,454	10,044	6,564	3,014	203
EBITDA to Sales(%)	66.9%	66.2%	65.1%	66.5%	67.9%	68.9%	68.9%	68.9%	68.9%	68.9%	68.9%	68.9%	68.9%
ADD: 연구개발비(신규)	548	1,001	1,170	1,448	1,711	2,009	1,809	1,579	1,317	1,022	693	330	23
LESS: CAC	1,755	2,922	3,135	3,593	3,925	4,240	3,656	3,060	2,451	1,830	1,196	549	37
Net working capital	0.9%	120	207	226	262	291	320	276	231	185	138	90	3
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	384	660	720	836	927	1,021	880	736	590	440	288	9
Fixed assets (토지)	0.2%	28	47	52	60	67	73	63	53	42	32	21	1
Other assets	(-)0.5%	(58)	(99)	(108)	(125)	(139)	(153)	(132)	(110)	(88)	(66)	(43)	(1)
CR (Toxin)	10.3%	1,126	1,791	1,873	2,103	2,238	2,343	2,020	1,690	1,354	1,011	661	20
CR (Filler)	3.5%	62	156	198	255	316	389	335	280	225	168	110	3
Assembled workforce	0.7%	93	160	175	203	225	248	214	179	143	107	70	2
Pre-tax cash flows	7,301	12,553	13,550	16,274	18,631	21,047	18,224	15,316	12,321	9,236	6,062	2,794	189
Income Tax	27.5%	2,008	3,452	3,726	4,475	5,124	5,788	5,012	4,212	3,388	2,540	1,667	52
After tax cash flow	5,293	9,101	9,824	11,799	13,508	15,259	13,213	11,104	8,932	6,696	4,395	2,026	137
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	5,108	8,035	7,798	8,421	8,668	8,803	6,854	5,179	3,746	2,525	1,490	617	39

(+) Sum of PV of cash flow	67,280
(+) Tax amortization benefit	11,883
Estimated fair value	79,163

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다.

민감도분석						
Discount Rate	% Change in the Dynamics of Base Retention Rate					
		6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
	9.2%	107,160	96,457	85,754	74,777	63,176
	10.2%	102,312	92,333	82,353	72,127	61,335
	11.2%	97,795	88,479	79,163	69,624	59,572
	12.2%	93,581	84,874	76,167	67,259	57,884
	13.2%	89,645	81,498	73,350	65,021	56,268

DP & IPR&D 도매_해외_수출

도매_해외_수출_Filler (DP)

KRW in million	Year 1 ^(*)	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13 ^(*)
Total revenue	22,108	37,591	36,704	38,125	42,884	45,454	45,909	46,368	46,832	47,300	47,773	48,251	16,244
YoY(%)			(-)2.4%	3.9%	12.5%	6.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	
Retention Rate	97.2%	90.3%	81.9%	73.6%	65.3%	56.9%	48.6%	40.3%	31.9%	23.6%	15.3%	6.9%	1.4%
Total revenue (Existing)	21,494	33,937	30,077	28,065	27,994	25,884	22,317	18,676	14,960	11,168	7,299	3,351	226
EBITDA	11,550	19,010	16,902	16,062	16,289	15,242	13,142	10,998	8,810	6,577	4,298	1,973	133
EBITDA to Sales(%)	53.7%	56.0%	56.2%	57.2%	58.2%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%	58.9%
ADD: 연구개발비(신규)	927	1,555	1,477	1,468	1,559	1,538	1,385	1,209	1,008	782	531	253	17
LESS: CAC	3,874	6,116	5,420	5,058	5,045	4,665	4,022	3,366	2,696	2,013	1,315	604	41
Net working capital	0.9%	203	321	285	266	265	245	211	177	142	106	69	32
Fixed assets (토지 제외)	3.0%	649	1,025	908	847	845	781	674	564	452	337	220	101
Fixed assets (토지)	0.2%	47	74	65	61	61	56	48	40	32	24	16	7
Other assets	(-)0.5%	(97)	(154)	(136)	(127)	(127)	(117)	(101)	(85)	(68)	(51)	(33)	(15)
CR	13.6%	2,914	4,601	4,078	3,805	3,796	3,509	3,026	2,532	2,028	1,514	990	454
Assembled workforce	0.7%	158	249	221	206	205	190	164	137	110	82	54	25
Pre-tax cash flows	8,604	14,449	12,958	12,472	12,803	12,116	10,505	8,841	7,122	5,346	3,513	1,622	110
Income Tax	27.5%	2,366	3,974	3,563	3,430	3,521	3,332	2,889	2,431	1,958	1,470	966	446
After tax cash flow	6,238	10,476	9,395	9,042	9,282	8,784	7,616	6,410	5,163	3,876	2,547	1,176	79
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	6.171	7.171	8.171	9.171	10.171	11.171	11.836
PV coefficient	11.2%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.519	0.466	0.419	0.377	0.339	0.284
PV of cash flow	6,019	9,249	7,457	6,453	5,956	5,068	3,951	2,989	2,165	1,461	863	358	23

(+) Sum of PV of cash flow	52,013
(+) Tax amortization benefit	9,187
Estimated fair value	61,200

(*) Year 1은 8개월분, Year 13은 4개월분입니다

민감도분석		% Change in the Dynamics of Base Retention Rate				
Discount Rate		7.3%	7.8%	8.3%	8.8%	9.3%
	9.2%	69,380	66,328	63,277	60,213	57,030
	10.2%	68,126	65,175	62,223	59,260	56,183
	11.2%	66,912	64,056	61,200	58,333	55,359
	12.2%	65,735	62,971	60,207	57,433	54,556
	13.2%	64,595	61,919	59,243	56,557	53,774

Assembled Workforce

KRW in million	(A) 부서별인원수	(B) 평균 재직년수	(C) 월별급여총액	(D) 월별 평균 급여	(E) 부서별 고용비
경영진	14	4	152.0	10.9	-
마케팅	107	3	675.3	6.3	71.3
R&D	90	3	470.2	5.2	51.1
생산관리	170	4	732.8	4.3	8.4
경영관리	70	2	451.6	6.5	104.0
품질관리	113	3	474.8	4.2	6.5
합계	564	-	2,956.7	-	241.4

KRW in million	(F) 부서별 고용시점 평균 생산력	(G) 부서별 100% 생산력 평균도달월	(H) 부서별 교육비	(I) Lost productivity	(J)집합적노동력가치
경영진	10.0%	12.0	11.1	121.5	831.9
마케팅	10.0%	12.3	74.3	134.4	4,066.1
R&D	11.5%	14.7	46.4	100.2	3,289.5
생산관리	9.3%	13.2	36.2	126.8	4,537.6
경영관리	10.0%	12.2	30.9	197.3	2,796.2
품질관리	10.0%	13.2	27.3	74.4	2,950.5
합계			226.2	754.6	18,471.9

Estimated Fair Value	18,471.9
-----------------------------	-----------------

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge

유무형자산 (토지 제외)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12	Year 13	Year 14	Year 15	Year 16	Year 17	Year 18	Year 19
Rent over RUL	18.55	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	19,731	10,770
Less Corporate Tax	27.5%	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(5,426)	(2,962)
Income after Tax		14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	14,305	7,808
Mid-year convention		0.500	1.500	2.500	3.500	4.500	5.500	6.500	7.500	8.500	9.500	10.500	11.500	12.500	13.500	14.500	15.500	16.500	17.500	18.273
PV factor	6.0%	0.971	0.916	0.865	0.816	0.770	0.726	0.685	0.647	0.610	0.576	0.543	0.512	0.484	0.456	0.430	0.406	0.383	0.362	0.346
PV of Cashflows		13,895	13,111	12,370	11,672	11,013	10,391	9,804	9,250	8,728	8,235	7,770	7,331	6,917	6,526	6,158	5,810	5,482	5,172	2,699

Present Value of all Cash Flows	162,333
Tax Amortization Benefit	32,115
Goal Seek Fair Value	194,448

Fair Value	194,448
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.20
Level Rent	19,731
Sales (5.67 yrs avg.)	653,559
Rent in % of Sales	3.0%

Sum of discount factors	8.34
Rent over RUL	19,731

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

토지

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
Land Balance		13,403	13,403	13,403	13,403	13,403	13,403
Total Revenue		291,229	352,757	517,040	669,360	880,782	1,080,463
Normalised requirement (as % of total revenue)	2.6%	4.6%	3.8%	2.6%	2.0%	1.5%	1.2%
Discount Rate (pre-tax)	8.3%						
Asset Charge in % of Sales	0.2%						

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

집합적 노동력

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
Rent over RUL	5.67	4,792	4,792	4,792	4,792	4,792	3,195
LESS Corporate Tax	27.5%	(1,318)	(1,318)	(1,318)	(1,318)	(1,318)	(879)
Income after Tax		3,474	3,474	3,474	3,474	3,474	2,316
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.5</i>	<i>4.5</i>	<i>5.3</i>
<i>Present value factor</i>	<i>11.2%</i>	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.567</i>
PV of Cashflows		3,294	2,962	2,663	2,394	2,153	1,313

Present Value of all Cash Flows	14,780
Tax Amortization Benefit	3,692
Goal Seek Fair Value	18,472

Fair Value	18,472
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.25
Level Rent	4,792
Sales (5.67 yrs avg.)	653,559
Rent in % of Sales	0.7%

Sum of discount factors	3.22
Rent over RUL	4,792

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (한국_Toxin)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643	9,643
Less Corporate Tax	27.5%	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)	(2,652)
Income after Tax		6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992	6,992
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		6,629	5,960	5,359	4,818	4,332	3,895	3,502	3,149	2,831	2,545	2,288	2,058

Present Value of all Cash Flows	47,367
Tax Amortization Benefit	8,366
Goal Seek Fair Value	55,733

Fair Value	55,733
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	9,643
Sales (5.67 yrs avg.)	95,484
Rent in % of Sales	10.1%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	9,643

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (한국_Filler)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
Less Corporate Tax	27.5%	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)	(591)
Income after Tax		1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		1,478	1,329	1,195	1,074	966	868	781	702	631	567	510	459

Present Value of all Cash Flows	10,560
Tax Amortization Benefit	1,865
Goal Seek Fair Value	12,425

Fair Value	12,425
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	2,150
Sales (5.67 yrs avg.)	38,591
Rent in % of Sales	5.6%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	2,150

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (중국_Toxin)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460
Less Corporate Tax	27.5%	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)	(1,226)
Income after Tax		3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233	3,233
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		3,066	2,756	2,478	2,228	2,003	1,801	1,619	1,456	1,309	1,177	1,058	952

Present Value of all Cash Flows	21,905
Tax Amortization Benefit	3,869
Goal Seek Fair Value	25,774

Fair Value	25,774
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	4,460
Sales (5.67 yrs avg.)	64,695
Rent in % of Sales	6.9%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	4,460

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (Canada_Filler)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
Less Corporate Tax	27.5%	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)	(37)
Income after Tax		98	98	98	98	98	98	98	98	98	98	98	98
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		93	83	75	67	61	55	49	44	40	36	32	29

Present Value of all Cash Flows	663
Tax Amortization Benefit	117
Goal Seek Fair Value	780

Fair Value	780
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	135
Sales (5.67 yrs avg.)	6,489
Rent in % of Sales	2.1%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	135

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (Australia_Filler)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	441	441	441	441	441	441	441	441	441	441	441	441
Less Corporate Tax	27.5%	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)
Income after Tax		319	319	319	319	319	319	319	319	319	319	319	319
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		303	272	245	220	198	178	160	144	129	116	105	94

Present Value of all Cash Flows	2,164
Tax Amortization Benefit	382
Goal Seek Fair Value	2,547

Fair Value	2,547
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	441
Sales (5.67 yrs avg.)	5,513
Rent in % of Sales	8.0%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	441

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (유럽_Filler)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475	4,475
Less Corporate Tax	27.5%	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)	(1,231)
Income after Tax		3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244	3,244
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		3,076	2,766	2,487	2,236	2,010	1,807	1,625	1,461	1,314	1,181	1,062	955

Present Value of all Cash Flows	21,981
Tax Amortization Benefit	3,882
Goal Seek Fair Value	25,863

Fair Value	25,863
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	4,475
Sales (5.67 yrs avg.)	44,792
Rent in % of Sales	10.0%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	4,475

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (ROW 주요 3국_Toxin)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351	5,351
Less Corporate Tax	27.5%	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)	(1,472)
Income after Tax		3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880	3,880
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		3,679	3,308	2,974	2,674	2,404	2,161	1,943	1,747	1,571	1,412	1,270	1,142

Present Value of all Cash Flows	26,285
Tax Amortization Benefit	4,642
Goal Seek Fair Value	30,927

Fair Value	30,927
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	5,351
Sales (5.67 yrs avg.)	55,029
Rent in % of Sales	9.7%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	5,351

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (ROW 기타_Toxin)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791	2,791
Less Corporate Tax	27.5%	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)	(768)
Income after Tax		2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024	2,024
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		1,919	1,725	1,551	1,395	1,254	1,127	1,014	911	819	737	662	596

Present Value of all Cash Flows	13,710
Tax Amortization Benefit	2,422
Goal Seek Fair Value	16,132

Fair Value	16,132
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	2,791
Sales (5.67 yrs avg.)	27,202
Rent in % of Sales	10.3%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	2,791

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (ROW 기타_Filler)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	351	351	351	351	351	351	351	351	351	351	351	351
Less Corporate Tax	27.5%	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)	(96)
Income after Tax		254	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254	254
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		241	217	195	175	158	142	127	115	103	93	83	75

Present Value of all Cash Flows	1,723
Tax Amortization Benefit	304
Goal Seek Fair Value	2,028

Fair Value	2,028
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	351
Sales (5.67 yrs avg.)	9,907
Rent in % of Sales	3.5%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	351

Source: Management Information, PwC Analysis

Contributory Asset Charge *cont'd*

CR (도매_해외_수출_Filler)

KRW in million		Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6	Year 7	Year 8	Year 9	Year 10	Year 11	Year 12
Rent over RUL	12.00	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329	5,329
Less Corporate Tax	27.5%	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)	(1,466)
Income after Tax		3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864	3,864
<i>Mid-year convention</i>		<i>0.500</i>	<i>1.500</i>	<i>2.500</i>	<i>3.500</i>	<i>4.500</i>	<i>5.500</i>	<i>6.500</i>	<i>7.500</i>	<i>8.500</i>	<i>9.500</i>	<i>10.500</i>	<i>11.500</i>
<i>PV factor</i>	11.2%	<i>0.948</i>	<i>0.853</i>	<i>0.767</i>	<i>0.689</i>	<i>0.620</i>	<i>0.557</i>	<i>0.501</i>	<i>0.450</i>	<i>0.405</i>	<i>0.364</i>	<i>0.327</i>	<i>0.294</i>
PV of Cashflows		3,664	3,294	2,962	2,663	2,394	2,153	1,935	1,740	1,564	1,407	1,265	1,137

Present Value of all Cash Flows	26,177
Tax Amortization Benefit	4,623
Goal Seek Fair Value	30,800

Fair Value	30,800
Step-Up Factor Tax Amortization Benefit	1.18
Level Rent	5,329
Sales (5.67 yrs avg.)	39,306
Rent in % of Sales	13.6%

Sum of discount factors	4.91
Rent over RUL	5,329

Source: Management Information, PwC Analysis

CR

Korea - Toxin

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	56,817	83,521	93,120	99,032	103,236	105,670	106,727	11,363	50,113	82,256	98,482	103,236	105,670	106,727
COGS	15,173	20,631	27,923	28,907	28,210	27,498	27,773	10,377	17,004	26,550	28,834	28,210	27,498	27,773
COGS(%)	26.7%	24.7%	30.0%	29.2%	27.3%	26.0%	26.0%	91.3%	33.9%	32.3%	29.3%	27.3%	26.0%	26.0%
Gross Profit	41,644	62,890	65,196	70,125	75,026	78,172	78,954	987	33,108	55,705	69,648	75,026	78,172	78,954
GM(%)	73.3%	75.3%	70.0%	70.8%	72.7%	74.0%	74.0%	8.7%	66.1%	67.7%	70.7%	72.7%	74.0%	74.0%
SG&A	15,213	22,237	23,177	23,366	22,760	22,299	22,522	9,849	18,266	21,866	23,299	22,760	22,299	22,522
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%	86.7%	36.5%	26.6%	23.7%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	784	392	114	5	-	-	-
EBIT	26,432	40,653	42,019	46,759	52,266	55,873	56,432	(9,647)	14,450	33,725	46,344	52,266	55,873	56,432
Corporate Tax 27.5%	7,269	11,179	11,555	12,859	14,373	15,365	15,519	-	3,974	9,274	12,745	14,373	15,365	15,519
NOPAT	19,163	29,473	30,464	33,900	37,893	40,508	40,913	(9,647)	10,476	24,451	33,599	37,893	40,508	40,913
Add: D&A	3,016	4,694	5,308	6,009	4,777	4,256		3,016	4,694	5,308	6,009	4,777	4,256	
Less: Capex	(15,580)	(11,194)	(8,820)	(4,054)	(2,698)	(2,294)		(15,580)	(11,194)	(8,820)	(4,054)	(2,698)	(2,294)	
Add/(Less): △NWC	(2,783)	742	(3,249)	(1,143)	(510)	(225)	(217)	(557)	445	(2,870)	(1,137)	(510)	(225)	(217)
After tax cash flow	3,816	23,715	23,703	34,712	39,462	42,245	40,697	(22,767)	4,421	18,069	34,417	39,462	42,245	40,697
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	3,682	20,937	18,815	24,774	25,322	24,372	229,677	(21,969)	3,903	14,343	24,563	25,322	24,372	229,677

Sum of PV of cash flow : With case	347,579
Sum of PV of cash flow : Without case	300,212
(+) Difference	47,367
(+) Tax amortization benefit	8,366
Estimated fair value	55,733

Korea - Filler

KRW in million	With						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	11,491	25,524	31,148	36,748	50,387	63,515	64,150
COGS	3,725	7,232	8,374	9,616	12,090	13,872	14,011
COGS(%)	32.4%	28.3%	26.9%	26.2%	24.0%	21.8%	21.8%
Gross Profit	7,766	18,292	22,774	27,132	38,297	49,642	50,139
GM(%)	67.6%	71.7%	73.1%	73.8%	76.0%	78.2%	78.2%
SG&A	3,077	6,796	7,753	8,670	11,109	13,403	13,537
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	4,690	11,496	15,021	18,462	27,189	36,239	36,602
Corporate Tax 27.5%	1,290	3,161	4,131	5,077	7,477	9,966	10,065
NOPAT	3,400	8,335	10,890	13,385	19,712	26,273	26,536
Add: D&A	481	1,209	1,140	1,137	1,941	1,997	
Less: Capex	(3,151)	(3,421)	(2,950)	(1,504)	(1,317)	(1,379)	
Add/(Less): △NWC	162	(1,045)	(1,087)	(1,111)	(2,553)	(2,310)	(123)
After tax cash flow	892	5,078	7,993	11,907	17,782	24,581	26,413
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	861	4,483	6,345	8,498	11,411	14,182	149,064

With-out						
22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
2,298	15,314	27,514	36,544	50,387	63,515	64,150
1,690	5,141	7,642	9,574	12,090	13,872	14,011
73.5%	33.6%	27.8%	26.2%	24.0%	21.8%	21.8%
608	10,173	19,872	26,969	38,297	49,642	50,139
26.5%	66.4%	72.2%	73.8%	76.0%	78.2%	78.2%
1,992	5,582	7,314	8,645	11,109	13,403	13,537
86.7%	36.5%	26.6%	23.7%	22.0%	21.1%	21.1%
280	140	41	2	-	-	-
(1,664)	4,451	12,517	18,322	27,189	36,239	36,602
-	1,224	3,442	5,039	7,477	9,966	10,065
(1,664)	3,227	9,075	13,283	19,712	26,273	26,536
481	1,209	1,140	1,137	1,941	1,997	
(3,151)	(3,421)	(2,950)	(1,504)	(1,317)	(1,379)	
32	(627)	(960)	(1,105)	(2,553)	(2,310)	(123)
(4,302)	388	6,305	11,812	17,782	24,581	26,413
0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
(4,151)	343	5,005	8,430	11,411	14,182	149,064

Sum of PV of cash flow : With case	194,843
Sum of PV of cash flow : Without case	184,283
(+) Difference	10,560
(+) Tax amortization benefit	1,865
Estimated fair value	12,425

China - Toxin

KRW in million	With						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	25,343	31,299	41,012	53,315	86,340	129,510	130,805
COGS	3,188	5,517	8,678	11,043	16,822	24,080	24,321
COGS(%)	12.6%	17.6%	21.2%	20.7%	19.5%	18.6%	18.6%
Gross Profit	22,156	25,782	32,333	42,272	69,518	105,430	106,485
GM(%)	87.4%	82.4%	78.8%	79.3%	80.5%	81.4%	81.4%
SG&A	6,786	11,463	14,309	17,911	27,669	40,281	40,684
SG&A(%)	26.8%	36.6%	34.9%	33.6%	32.0%	31.1%	31.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	15,370	14,319	18,024	24,361	41,849	65,149	65,801
Corporate Tax 27.5%	4,227	3,938	4,957	6,699	11,508	17,916	18,095
NOPAT	11,143	10,381	13,068	17,662	30,340	47,233	47,706
Add: D&A	974	1,506	1,886	2,535	3,112	4,066	
Less: Capex	(6,949)	(4,195)	(3,884)	(2,183)	(2,256)	(2,812)	
Add/(Less): △NWC	(2,995)	(413)	(2,097)	(2,243)	(5,870)	(7,608)	(232)
After tax cash flow	2,174	7,279	8,973	15,772	25,327	40,879	47,473
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	2,097	6,427	7,123	11,256	16,252	23,585	267,922

With-out						
22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
-	13,041	41,012	53,315	86,340	129,510	130,805
1,928	4,102	8,678	11,043	16,822	24,080	24,321
0.0%	31.5%	21.2%	20.7%	19.5%	18.6%	18.6%
(1,928)	8,939	32,333	42,272	69,518	105,430	106,485
0.0%	68.5%	78.8%	79.3%	80.5%	81.4%	81.4%
3,795	7,467	14,309	17,911	27,669	40,281	40,684
0.0%	57.3%	34.9%	33.6%	32.0%	31.1%	31.1%
380	222	-	-	-	-	-
(6,103)	1,250	18,024	24,361	41,849	65,149	65,801
-	344	4,957	6,699	11,508	17,916	18,095
(6,103)	906	13,068	17,662	30,340	47,233	47,706
974	1,506	1,886	2,535	3,112	4,066	
(6,949)	(4,195)	(3,884)	(2,183)	(2,256)	(2,812)	
-	(172)	(2,097)	(2,243)	(5,870)	(7,608)	(232)
(12,078)	(1,955)	8,973	15,772	25,327	40,879	47,473
0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
(11,655)	(1,726)	7,123	11,256	16,252	23,585	267,922

Sum of PV of cash flow : With case	334,662
Sum of PV of cash flow : Without case	312,757
(+) Difference	21,905
(+) Tax amortization benefit	3,869
Estimated fair value	25,774

CR Canada

Canada - Filler

KRW in million	With						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	249	2,402	4,054	7,221	10,350	12,517	12,642
COGS	83	480	811	1,444	2,070	2,503	2,528
COGS(%)	33.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Gross Profit	166	1,922	3,243	5,777	8,280	10,013	10,114
GM(%)	66.6%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
SG&A	853	2,323	3,656	4,587	4,988	5,310	5,363
SG&A(%)	343.0%	96.7%	90.2%	63.5%	48.2%	42.4%	42.4%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	(688)	(401)	(413)	1,190	3,293	4,704	4,751
Corporate Tax 27.5%	-	-	-	327	905	1,293	1,306
NOPAT	(688)	(401)	(413)	863	2,387	3,410	3,444
Add: D&A	10	52	298	431	426	417	
Less: Capex	(68)	(322)	(384)	(296)	(270)	(272)	
Add/(Less): △NWC	(24)	(365)	(247)	(583)	(611)	(420)	(22)
After tax cash flow	(770)	(1,036)	(746)	415	1,932	3,135	3,422
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	(743)	(914)	(592)	296	1,240	1,809	19,314

With-out						
22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
50	1,441	3,581	7,181	10,350	12,517	12,642
17	288	716	1,436	2,070	2,503	2,528
33.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
33	1,153	2,864	5,745	8,280	10,013	10,114
66.6%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
643	2,250	3,617	4,584	4,988	5,310	5,363
1292.6%	156.1%	101.0%	63.8%	48.2%	42.4%	42.4%
8	4	1	0	-	-	-
(618)	(1,101)	(753)	1,161	3,293	4,704	4,751
-	-	-	319	905	1,293	1,306
(618)	(1,101)	(753)	842	2,387	3,410	3,444
10	52	298	431	426	417	
(68)	(322)	(384)	(296)	(270)	(272)	
(5)	(219)	(218)	(580)	(611)	(420)	(22)
(681)	(1,590)	(1,057)	397	1,932	3,135	3,422
0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
(657)	(1,404)	(839)	283	1,240	1,809	19,314

Sum of PV of cash flow : With case	20,409
Sum of PV of cash flow : Without case	19,746
(+) Difference	663
(+) Tax amortization benefit	117
Estimated fair value	780

CR Australia

Australia - Filler

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	3,053	4,845	5,219	5,598	5,973	6,571	6,636	611	2,907	4,610	5,567	5,973	6,571	6,636
COGS	1,019	969	1,044	1,120	1,195	1,314	1,327	204	581	922	1,113	1,195	1,314	1,327
COGS(%)	33.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	33.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Gross Profit	2,035	3,876	4,175	4,479	4,779	5,257	5,309	407	2,326	3,688	4,454	4,779	5,257	5,309
GM(%)	66.6%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	66.6%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
SG&A	448	1,219	4,707	3,556	2,879	2,787	2,815	338	1,181	4,657	3,554	2,879	2,787	2,815
SG&A(%)	14.7%	25.2%	90.2%	63.5%	48.2%	42.4%	42.4%	55.3%	40.6%	101.0%	63.8%	48.2%	42.4%	42.4%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	40	20	6	0	-	-	-
EBIT	1,587	2,657	(532)	923	1,900	2,469	2,494	29	1,125	(974)	900	1,900	2,469	2,494
Corporate Tax 27.5%	436	731	-	254	523	679	686	8	309	-	247	523	679	686
NOPAT	1,150	1,926	(532)	669	1,378	1,790	1,808	21	815	(974)	652	1,378	1,790	1,808
Add: D&A	5	27	384	334	246	219		5	27	384	334	246	219	
Less: Capex	(837)	(649)	(494)	(229)	(156)	(143)		(837)	(649)	(494)	(229)	(156)	(143)	
Add/(Less): △NWC	(358)	(17)	158	(155)	(122)	(128)	(12)	(72)	(10)	140	(154)	(122)	(128)	(12)
After tax cash flow	(39)	1,287	(484)	619	1,346	1,738	1,796	(882)	183	(945)	603	1,346	1,738	1,796
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	(38)	1,136	(384)	442	863	1,003	10,139	(851)	162	(750)	431	863	1,003	10,139

Sum of PV of cash flow : With case	13,160
Sum of PV of cash flow : Without case	10,996
(+) Difference	2,164
(+) Tax amortization benefit	382
Estimated fair value	2,547

CR Europe

Europe - Filler

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	20,805	33,433	39,451	46,158	53,082	61,044	61,654	2,134	10,751	37,539	46,158	53,082	61,044	61,654
COGS	2,955	4,445	5,166	5,972	7,385	8,484	8,569	1,144	2,265	4,978	5,972	7,385	8,484	8,569
COGS(%)	14.2%	13.3%	13.1%	12.9%	13.9%	13.9%	13.9%	53.6%	21.1%	13.3%	12.9%	13.9%	13.9%	13.9%
Gross Profit	17,850	28,988	34,286	40,186	45,696	52,560	53,086	990	8,485	32,561	40,186	45,696	52,560	53,086
GM(%)	85.8%	86.7%	86.9%	87.1%	86.1%	86.1%	86.1%	46.4%	78.9%	86.7%	87.1%	86.1%	86.1%	86.1%
SG&A	5,570	8,901	9,819	10,891	11,703	12,882	13,011	3,367	6,206	9,589	10,891	11,703	12,882	13,011
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%	157.8%	57.7%	25.5%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	280	218	16	-	-	-	-
EBIT	12,279	20,087	24,466	29,295	33,994	39,678	40,075	(2,658)	2,062	22,957	29,295	33,994	39,678	40,075
Corporate Tax 27.5%	3,377	5,524	6,728	8,056	9,348	10,912	11,021	-	567	6,313	8,056	9,348	10,912	11,021
NOPAT	8,902	14,563	17,738	21,239	24,645	28,767	29,054	(2,658)	1,495	16,644	21,239	24,645	28,767	29,054
Add: D&A	622	1,240	1,100	1,068	1,423	1,424		622	1,240	1,100	1,068	1,423	1,424	
Less: Capex	(5,705)	(4,481)	(3,737)	(1,890)	(1,387)	(1,325)		(5,705)	(4,481)	(3,737)	(1,890)	(1,387)	(1,325)	
Add/(Less): △NWC	(1,442)	(486)	(1,044)	(1,161)	(1,364)	(1,420)	(106)	(148)	(156)	(993)	(1,161)	(1,364)	(1,420)	(106)
After tax cash flow	2,378	10,837	14,058	19,257	23,317	27,446	28,948	(7,888)	(1,902)	13,015	19,257	23,317	27,446	28,948
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	2,294	9,568	11,159	13,743	14,962	15,835	163,373	(7,612)	(1,679)	10,331	13,743	14,962	15,835	163,373

Sum of PV of cash flow : With case	230,933
Sum of PV of cash flow : Without case	208,953
(+) Difference	21,981
(+) Tax amortization benefit	3,882
Estimated fair value	25,863

CR ROW 기타

ROW 기타 - Toxin

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	11,284	19,333	22,273	27,842	33,410	40,092	40,493	543	5,136	21,105	27,842	33,410	40,092	40,493
COGS	1,381	2,182	3,082	3,761	4,235	4,843	4,891	861	1,478	3,014	3,761	4,235	4,843	4,891
COGS(%)	12.2%	11.3%	13.8%	13.5%	12.7%	12.1%	12.1%	158.5%	28.8%	14.3%	13.5%	12.7%	12.1%	12.1%
Gross Profit	9,903	17,151	19,192	24,081	29,175	35,250	35,602	(318)	3,658	18,091	24,081	29,175	35,250	35,602
GM(%)	87.8%	88.7%	86.2%	86.5%	87.3%	87.9%	87.9%	-58.5%	71.2%	85.7%	86.5%	87.3%	87.9%	87.9%
SG&A	3,021	5,147	5,544	6,569	7,366	8,460	8,545	1,754	3,460	5,403	6,569	7,366	8,460	8,545
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%	322.8%	67.4%	25.6%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	110	86	5	-	-	-	-
EBIT	6,882	12,003	13,648	17,512	21,810	26,789	27,057	(2,182)	113	12,684	17,512	21,810	26,789	27,057
Corporate Tax 27.5%	1,893	3,301	3,753	4,816	5,998	7,367	7,441	-	31	3,488	4,816	5,998	7,367	7,441
NOPAT	4,990	8,703	9,895	12,696	15,812	19,422	19,616	(2,182)	82	9,196	12,696	15,812	19,422	19,616
Add: D&A	648	791	821	1,014	908	946		648	791	821	1,014	908	946	
Less: Capex	(3,094)	(2,591)	(2,110)	(1,140)	(873)	(870)		(3,094)	(2,591)	(2,110)	(1,140)	(873)	(870)	
Add/(Less): △NWC	(1,014)	(643)	(652)	(957)	(921)	(1,105)	(68)	(49)	(171)	(617)	(957)	(921)	(1,105)	(68)
After tax cash flow	1,530	6,259	7,955	11,613	14,926	18,393	19,548	(4,677)	(1,889)	7,290	11,613	14,926	18,393	19,548
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	1,476	5,526	6,314	8,288	9,578	10,611	110,324	(4,513)	(1,668)	5,787	8,288	9,578	10,611	110,324

Sum of PV of cash flow : With case	152,117
Sum of PV of cash flow : Without case	138,407
(+) Difference	13,710
(+) Tax amortization benefit	2,422
Estimated fair value	16,132

CR ROW

ROW 주요 3국(대만) - Toxin

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	4,415	7,116	8,539	10,247	12,092	13,906	14,045	883	4,270	7,543	10,190	12,092	13,906	14,045
COGS	165	435	623	730	808	886	894	113	358	592	728	808	886	894
COGS(%)	3.7%	6.1%	7.3%	7.1%	6.7%	6.4%	6.4%	12.7%	8.4%	7.9%	7.1%	6.7%	6.4%	6.4%
Gross Profit	4,250	6,681	7,916	9,518	11,284	13,020	13,150	770	3,911	6,951	9,462	11,284	13,020	13,150
GM(%)	96.3%	93.9%	92.7%	92.9%	93.3%	93.6%	93.6%	87.3%	91.6%	92.1%	92.9%	93.3%	93.6%	93.6%
SG&A	1,182	1,895	2,125	2,418	2,666	2,934	2,964	765	1,556	2,005	2,411	2,666	2,934	2,964
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%	86.7%	36.5%	26.6%	23.7%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	48	24	7	0	-	-	-
EBIT	3,068	4,787	5,791	7,100	8,618	10,086	10,186	(43)	2,331	4,939	7,051	8,618	10,086	10,186
Corporate Tax 27.5%	844	1,316	1,593	1,952	2,370	2,774	2,801	-	641	1,358	1,939	2,370	2,774	2,801
NOPAT	2,224	3,470	4,198	5,147	6,248	7,312	7,385	(43)	1,690	3,581	5,112	6,248	7,312	7,385
Add: D&A	89	249	245	272	234	233		89	249	245	272	234	233	
Less: Capex	(1,211)	(954)	(809)	(419)	(316)	(302)		(1,211)	(954)	(809)	(419)	(316)	(302)	
Add/(Less): △NWC	(302)	(180)	(250)	(269)	(286)	(280)	(22)	(60)	(108)	(221)	(268)	(286)	(280)	(22)
After tax cash flow	800	2,586	3,385	4,730	5,880	6,964	7,364	(1,225)	877	2,796	4,697	5,880	6,964	7,364
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	772	2,283	2,687	3,376	3,773	4,017	41,558	(1,182)	774	2,219	3,352	3,773	4,017	41,558

Sum of PV of cash flow : With case	58,466
Sum of PV of cash flow : Without case	54,511
(+) Difference	3,954
(+) Tax amortization benefit	698
Estimated fair value	4,653

ROW 주요 3국(태국, 브라질) - Toxin

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	16,884	28,934	42,052	49,482	55,686	62,663	63,289	-	6,430	39,716	49,482	55,686	62,663	63,289
COGS	1,750	3,157	4,479	4,809	5,120	5,532	5,587	1,058	2,078	4,374	4,809	5,120	5,532	5,587
COGS(%)	10.4%	10.9%	10.7%	9.7%	9.2%	8.8%	8.8%	0.0%	32.3%	11.0%	9.7%	9.2%	8.8%	8.8%
Gross Profit	15,134	25,777	37,573	44,673	50,566	57,131	57,702	(1,058)	4,352	35,342	44,673	50,566	57,131	57,702
GM(%)	89.6%	89.1%	89.3%	90.3%	90.8%	91.2%	91.2%	0.0%	67.7%	89.0%	90.3%	90.8%	91.2%	91.2%
SG&A	4,521	7,704	10,467	11,675	12,277	13,223	13,356	2,528	5,029	10,185	11,675	12,277	13,223	13,356
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%	0.0%	78.2%	25.6%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	200	156	11	-	-	-	-
EBIT	10,613	18,073	27,106	32,998	38,289	43,907	44,346	(3,787)	(833)	25,146	32,998	38,289	43,907	44,346
Corporate Tax 27.5%	2,919	4,970	7,454	9,075	10,530	12,074	12,195	-	-	6,915	9,075	10,530	12,074	12,195
NOPAT	7,695	13,103	19,652	23,924	27,760	31,833	32,151	(3,787)	(833)	18,231	23,924	27,760	31,833	32,151
Add: D&A	339	1,171	1,384	1,511	1,260	1,235		339	1,171	1,384	1,511	1,260	1,235	
Less: Capex	(4,630)	(3,878)	(3,983)	(2,026)	(1,455)	(1,360)		(4,630)	(3,878)	(3,983)	(2,026)	(1,455)	(1,360)	
Add/(Less): △NWC	(1,438)	(1,015)	(2,161)	(1,142)	(990)	(1,111)	(101)	-	(226)	(2,041)	(1,142)	(990)	(1,111)	(101)
After tax cash flow	1,966	9,381	14,892	22,267	26,575	30,596	32,050	(8,078)	(3,765)	13,591	22,267	26,575	30,596	32,050
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	1,897	8,282	11,821	15,892	17,053	17,652	180,878	(7,795)	(3,324)	10,788	15,892	17,053	17,652	180,878

Sum of PV of cash flow : With case	253,474
Sum of PV of cash flow : Without case	231,143
(+) Difference	22,331
(+) Tax amortization benefit	3,944
Estimated fair value	26,275

CR ROW

ROW 기타 - Filler

KRW in million	With							With-out						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	1,788	4,873	6,817	9,767	13,650	19,278	19,471	561	2,984	6,628	9,767	13,650	19,278	19,471
COGS	139	509	844	1,188	1,777	2,496	2,521	74	367	826	1,188	1,777	2,496	2,521
COGS(%)	7.8%	10.4%	12.4%	12.2%	13.0%	12.9%	12.9%	13.1%	12.3%	12.5%	12.2%	13.0%	12.9%	12.9%
Gross Profit	1,650	4,364	5,973	8,580	11,873	16,781	16,949	487	2,617	5,802	8,580	11,873	16,781	16,949
GM(%)	92.2%	89.6%	87.6%	87.8%	87.0%	87.1%	87.1%	86.9%	87.7%	87.5%	87.8%	87.0%	87.1%	87.1%
SG&A	479	1,297	1,697	2,304	3,009	4,068	4,109	334	1,073	1,674	2,304	3,009	4,068	4,109
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%	59.6%	36.0%	25.3%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-	40	31	2	-	-	-	-
EBIT	1,171	3,066	4,276	6,275	8,863	12,713	12,840	113	1,513	4,126	6,275	8,863	12,713	12,840
Corporate Tax 27.5%	322	843	1,176	1,726	2,437	3,496	3,531	31	416	1,135	1,726	2,437	3,496	3,531
NOPAT	849	2,223	3,100	4,549	6,426	9,217	9,309	82	1,097	2,991	4,549	6,426	9,217	9,309
Add: D&A	49	171	187	221	352	431		49	171	187	221	352	431	
Less: Capex	(490)	(653)	(646)	(400)	(357)	(419)		(490)	(653)	(646)	(400)	(357)	(419)	
Add/(Less): △NWC	15	(291)	(356)	(499)	(697)	(974)	(33)	5	(178)	(346)	(499)	(697)	(974)	(33)
After tax cash flow	422	1,450	2,286	3,872	5,724	8,256	9,276	(355)	437	2,186	3,872	5,724	8,256	9,276
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171		0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	407	1,280	1,814	2,764	3,673	4,763	52,351	(342)	386	1,735	2,764	3,673	4,763	52,351

Sum of PV of cash flow : With case	67,053
Sum of PV of cash flow : Without case	65,330
(+) Difference	1,723
(+) Tax amortization benefit	304
Estimated fair value	2,028

CR 도매_해외_수출

도매_해외_수출_Filler

KRW in million	With						
	22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
Total revenue	22,108	37,591	36,704	38,125	42,884	45,454	45,909
COGS	5,106	8,134	8,179	8,397	10,107	10,592	10,698
COGS(%)	23.1%	21.6%	22.3%	22.0%	23.6%	23.3%	23.3%
Gross Profit	17,002	29,457	28,525	29,728	32,777	34,862	35,211
GM(%)	76.9%	78.4%	77.7%	78.0%	76.4%	76.7%	76.7%
SG&A	5,919	10,009	9,136	8,995	9,454	9,592	9,688
SG&A(%)	26.8%	26.6%	24.9%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
Less: 증분 Recreation 비용	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	11,082	19,448	19,389	20,733	23,323	25,270	25,523
Corporate Tax 27.5%	3,048	5,348	5,332	5,702	6,414	6,949	7,019
NOPAT	8,035	14,100	14,057	15,031	16,909	18,321	18,504
Add: D&A	798	1,609	1,237	1,086	1,630	1,497	
Less: Capex	(6,062)	(5,038)	(3,476)	(1,561)	(1,121)	(987)	
Add/(Less): △NWC	(1,425)	(886)	66	(283)	(1,130)	(508)	(90)
After tax cash flow	1,346	9,785	11,884	14,275	16,288	18,323	18,414
Mid-year convention	0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
PV coefficient 11.22%	0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
PV of cash flow	1,299	8,639	9,433	10,188	10,452	10,571	103,923

With-out						
22.8M(E)	FY23(E)	FY24(E)	FY25(E)	FY26(E)	FY27(E)	TV
-	8,354	34,665	38,125	42,884	45,454	45,909
1,620	3,561	7,838	8,397	10,107	10,592	10,698
0.0%	42.6%	22.6%	22.0%	23.6%	23.3%	23.3%
(1,620)	4,792	26,826	29,728	32,777	34,862	35,211
0.0%	57.4%	77.4%	78.0%	76.4%	76.7%	76.7%
3,311	6,534	8,889	8,995	9,454	9,592	9,688
0.0%	78.2%	25.6%	23.6%	22.0%	21.1%	21.1%
490	381	27	-	-	-	-
(5,420)	(2,122)	17,910	20,733	23,323	25,270	25,523
-	-	4,925	5,702	6,414	6,949	7,019
(5,420)	(2,122)	12,985	15,031	16,909	18,321	18,504
798	1,609	1,237	1,086	1,630	1,497	
(6,062)	(5,038)	(3,476)	(1,561)	(1,121)	(987)	
-	(197)	63	(283)	(1,130)	(508)	(90)
(10,684)	(5,748)	10,807	14,275	16,288	18,323	18,414
0.336	1.171	2.171	3.171	4.171	5.171	
0.965	0.883	0.794	0.714	0.642	0.577	0.577
(10,310)	(5,075)	8,579	10,188	10,452	10,571	103,923

Sum of PV of cash flow : With case	154,504
Sum of PV of cash flow : Without case	128,328
(+) Difference	26,177
(+) Tax amortization benefit	4,623
Estimated fair value	30,800

Glossary

Term	Definition
(E)	Expected
Avg.	Average
CAC	Contributory Asset Charges
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CAPEX	Capital Expenditure
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
COGS	Cost of Goods Sold
D&A	Depreciation and Amortization
DP	Developed Product Right
DTL	Deferred Tax Liability
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
FCF	Free Cash Flow
FV	Fair Value
FY	Fiscal Year
GM	Gross Margin
IBD	Interest Bearing Debt
IPR&D	In-process Research and Development
IRR	Internal Rate of Return
Kd	Cost of debt
Ke	Cost of equity

Term	Definition
K-IFRS	Korean International Financial Reporting Standards
KRW	South Korean Won
Liab.	Liabilities
LLC	Limited Liability Company
Ltd	Company Limited
MEEM	Multi-Period Excess-Earnings Method
MRP	Market Risk Premium
NOA	Non Operating Asset
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
NWC	Net Working Capital
PPA	Purchase Price Allocation
PV	Present Value
RFRM	Relief-from-Royalty Method
ROW	Rest of World
RUL	Remaining Useful Life
SG&A	Selling, General & Administrative Expense
TAB	Tax Amortization Benefit
TV	Terminal Value
USD	United States Dollar
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WARA	Weighted Average Return on Assets
YOY	Year on Year

Thank you