

KOSDAQ | 제약과생물공학

대봉엘에스 (078140)

꽤 많은 토끼는 굴이 최소 3개!

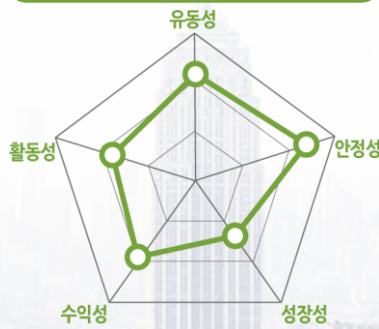
체크포인트

- 사기 맹상군의 일화에서 유래한 사자성이 교토삼굴(狡兎三窟)처럼, 경기침체가 우려되는 상황에서도 동사는 현명한 토끼같이 최소 3가지 굴을 가지고 지속 성장 가능성이 높다는 판단
- 투자포인트는 1) 화장품소재 부문은 최근 3년 동안 화장품 시장과 차별화된 성장을 시현 중이고, 2) 원료의약품 부문은 고령 환자들에게 수요가 높은 호흡기 및 고혈압 치료제 카테고리에 특화돼 전망이 밝으며, 3) 어사료 부문은 배합사료 의무화 정책에 따른 수혜가 기대되는 점
- 2023년 매출액 976억원(+6%YoY), 영업이익 112억원(+19%YoY) 전망. 동사는 현재 2023년 PER 10.6배, PBR 0.7배에 거래되는데, 이는 역사적 하단수준으로 저평가라고 판단됨
- 리스크 요인은 환율 상승에 의한 매출원가를 상승. 하지만, 이는 단기적인 우려로 최근 환율이 하향안정화됨에 따라 점진적으로 해소될 것

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

꾸준한 성장을 견인하는 안정적 포트폴리오

대봉엘에스는 아미노산 제조 기술을 기반으로 한 1) 화장품소재, 2) 원료의약품, 3) 어사료 사업 영위. 또한, 4) 종속회사 피엔케이피부임상연구센터를 통해 안정성 및 기능성 검증을 위한 용역 사업을 영위

투자포인트 1) 최근 3년 동안 화장품 시장과 차별화된 성장 시현

대봉엘에스(화장품소재 매출 비중 약 60%)는 최근 부진했던 화장품 시장과는 차별화된 성장을 시현 중. 견조한 성장의 배경은 1) 동사는 산하 연구소를 기반으로 천연물 소재에 대한 투자를 확대했고, 2) 경쟁사 대비 다양한 매출처와 방대한 품목수를 보유하며, 3) 유통사로서 기술영업을 통해 상품매출 판매 역량을 강화해왔기 때문임

투자포인트 2) 수요가 높은 호흡기 및 고혈압 치료제 카테고리 특화

동사 원료의약품 부문은 고령 환자들에게 수요가 높은 약물에 강점이 있어 장기적인 전망이 밝음. 주력제품은 호흡기치료제 원료의약품 Erdosteine과 고혈압치료제 원료의약품 Olmesartan, Amlodipine besylate 등이 있음

투자포인트 3) 배합사료 의무화 정책에 따른 수혜 기대

정부가 광어 양식장을 시작으로 배합사료를 의무적으로 사용하는 제도를 추진함에 따라 대봉엘에스의 어사료 부문 실적이 중장기적으로 성장할 것으로 전망됨. 현재 제주도 광어 양식어장 중 배합사료 채택 비중은 17%로 침투율 상승에 따른 성장 기대

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	695	763	830	923	976
YoY(%)	-3.2	9.7	8.8	11.3	5.7
영업이익(억원)	74	81	97	94	112
OP 마진(%)	10.6	10.7	11.7	10.2	11.5
지배주주순이익(억원)	57	58	68	78	85
EPS(원)	517	525	612	706	763
YoY(%)	-8.0	1.6	16.6	15.2	8.1
PER(배)	13.3	21.1	13.7	11.3	10.6
PSR(배)	1.1	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBIDA(배)	5.8	7.8	5.5	5.2	5.1
PBR(배)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	7.4	6.3	6.4	6.9	7.0
배당수익률(%)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/27)	8,030원
52주 최고가	10,650원
52주 최저가	6,940원
KOSDAQ (1/27)	741.25p
자본금	55억원
시가총액	890억원
액면가	500원
발행주식수	11백만주
일평균 거래량 (60일)	10만주
일평균 거래액 (60일)	8억원
외국인지분율	2.27%
주요주주	박진오 외 8인 50.93%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.4	-9.1	2.6
상대주가	-4.6	-2.4	17.5

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 사업부문 및 연혁

대봉엘에스는

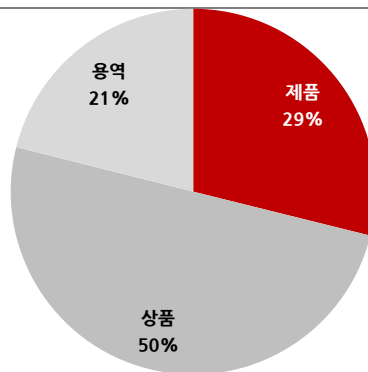
- 1) 화장품소재,
- 2) 원료의약품,
- 3) 어사료,

4) 안정성 및 기능성 검증을 위한 용역 사업을 영위

1986년에 설립된 대봉엘에스는 아미노산 제조 기술을 기반으로 한 1) 화장품소재, 2) 원료의약품, 3) 어사료 사업을 영위하고 있다. 또한, 종속회사 피엔케이피부임상연구센터를 통해 화장품, 건강기능식품, 미용기기 등의 제품에 대한 안정성, 기능성, 효능을 검증하기 위한 인체적용시험 및 in-vitro 시험, 빅데이터 컨설팅 서비스를 수행하고 있다.

대봉엘에스의 사업은 제품, 상품, 용역으로도 구분된다. 제품 부문은 동사가 직접 제조해서 판매하는 화장품소재와 원료의약품으로 구성되고, 상품 부문은 동사가 제조는 하지 않고 타사에게 공급받아 판매하는 화장품소재와 원료의약품이다. 특히, 동사는 독일계 글로벌 화학회사인 바스프(BASF)의 국내 주요 벤더로서 공급받은 상품을 국내 화장품 및 제약 회사에 판매하고 있다. 용역은 피엔케이피부임상연구센터에서 발생하는 매출이다. 2021년 기준 각 부문 매출 비중은 제품(29%), 상품(50%), 용역(21%)이다.

부문별 매출 비중(2021년 기준)



자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

연혁

대봉엘에스는 1986년 7월, (주)대봉이라는 상호로 박종호 대표이사에 의해 설립되었다. 이후 2000년에 상호를 대봉엘에스(주)로 변경했다. 2005년 12월 코스닥시장에 신규상장되었다.

2002년 의약품 제조 및 품질관리 기준 BGMP 인증을 획득했고, 이듬해 중앙연구소를 설립했다. 2008년에는 현재 동사 의약품 매출의 주축이 되는 고혈압치료제 원료의약품 제품(ARB계열 제품) 개발에 성공했다. 2009년 대봉엘에프영어조합법인에 자본투자해 해양수산물 배합사료를 생산 및 제작했다.

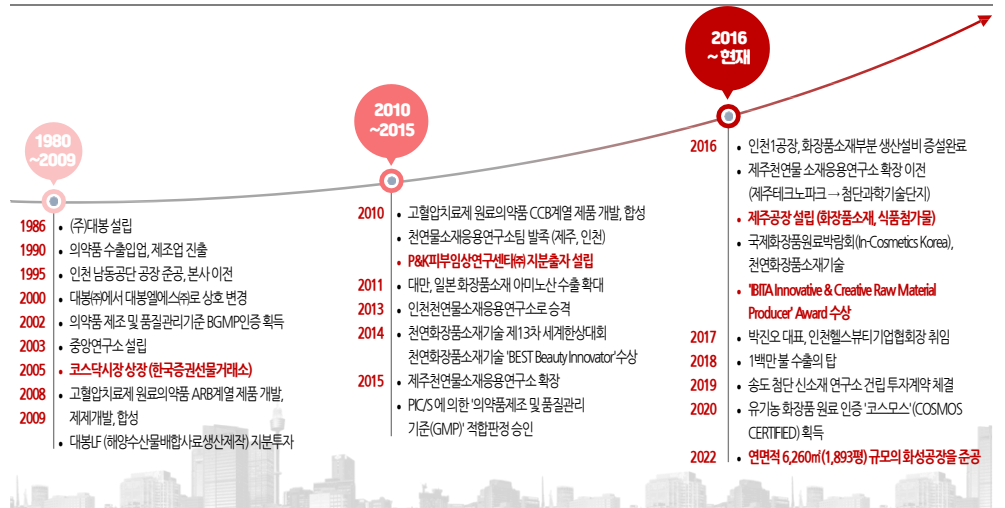
2010년, CCB계열 고혈압치료제 원료의약품 개발 및 합성에 성공했다. 화장품 부문에서는 천연물소재응용연구소 팀을 발족했다. 이는 2013년 인천천연물소재응용연구소와 2014년 제주천연물소재응용연구소로 확장돼 현재까지 동사 R&D의 중추로서 큰 역할을 수행 중이다. 2010년 국내 기업 중 최초로 대학병원을 갖춘 의과대학 연구소와

손잡고 피엔케이피부임상연구센터(주)를 설립했다.

2016년 동사는 인천1공장, 화장품소재부문 생산설비를 증설했을 뿐 아니라, 화장품소재와 식품첨가물을 개발하는 제주공장도 설립했다. 게다가, 제주천연물소재응용연구소도 확장 이전(제주테크노파크 → 첨단과학기술단지)했다. 이러한 노력과 성과의 결과로 같은 해 국제뷰티산업교역협회(IBITA)가 주관하고 국제화장품원료박람회(In-Cosmetics Korea)가 후원하는 시상식에서 ‘친환경 생녹차수’로 ‘2016 Innovative & Creative Raw Material Producer’ 상을 수상했다.

2018년 동사는 1백만불 수출의 탑을 수상했으며, 2020년에는 유기농 화장품 원료 인증인 ‘코스모스 (COSMOS CERTIFIED)’를 획득했다. 이듬해 중소벤처기업부, 글로벌 강소기업으로 지정되었다. 2022년 동사는 화장품소재 공장과 전국을 연결하는 신물류기지로 활용할 연면적 6,260㎡(1,893평) 규모의 화성공장을 준공했다.

대봉엘에스의 연혁



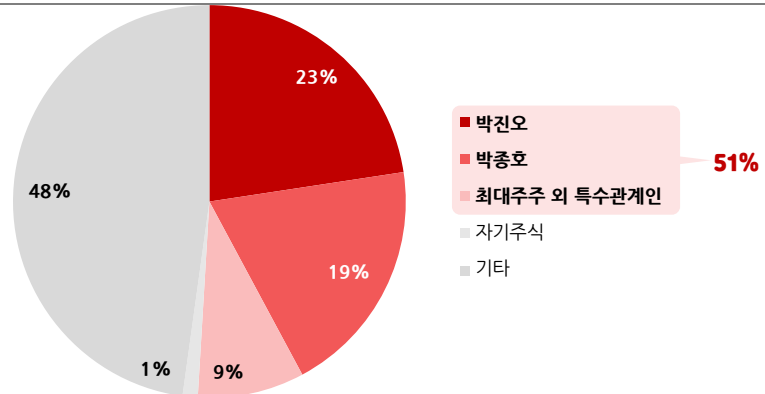
자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 주주구성과 종속회사

최대주주 및 특수관계인의
지분 비율은 50.9%
(최대주주 박진오 22.6%)

2022년 9월 30일 기준, 대봉엘에스의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 50.9%로 박진오(22.6%, 대표이사), 박종호(대표이사, 박진오의 부 19.6%), 이지원(2.7%), 박세인(2.6%), 박세현(2.0%) 등이 포함되어 있다. 자기주식 수는 138,410주로 전체 발행 주식의 1.2%에 해당한다.

대봉엘에스의 주주구성



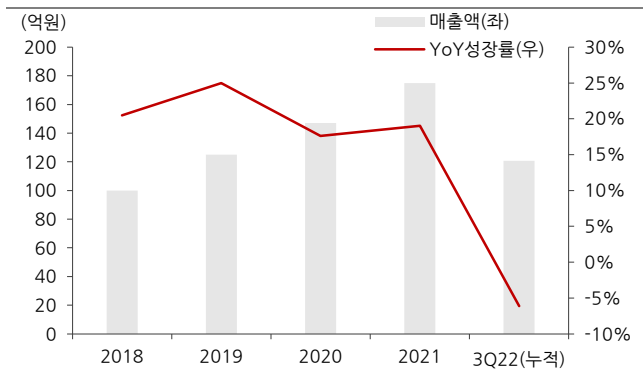
자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

종속회사는

- 1) 피엔케이피부임상연구센터
- 2) 코셀러코리아

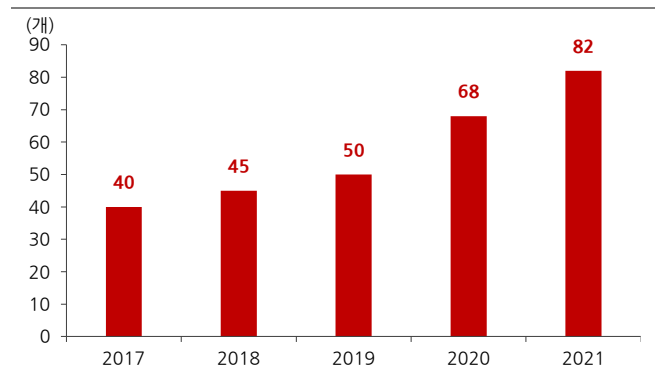
대봉엘에스의 연결대상 종속회사는 1) 피엔케이피부임상연구센터(지분율: 55.91%, 인체적용시험 및 연구), 2) 코셀러코리아(지분율: 75.25%, 화장품 도소매)로 총 2개사이다. 연결기준 매출의 21%를 차지하는 피엔케이피부임상연구센터는 2010년에 설립돼, 인체적용시험, in-vitro 시험 서비스 및 컨설팅까지 아우르는 사업을 영위하고 있다. 2015년에 연구소를 여의도로 확장이전했고, 2017년 제주도 연구소에서 in-vitro 실험 서비스를 시작했다. 2020년에는 여의도에 피부건강검진센터를 증설했다. 2020년 9월에 코스닥시장에 상장한 후, 현재까지 업계 선도 기술력과 빅데이터 기반 컨설팅 및 글로벌 연구 역량을 통해 시장 지배력을 높이고 있다. 아모레퍼시픽, AHC, 애경, LG전자, 로레알, 시세이도와 같은 국내외 탑티어 고객사와 파트너십을 구축하며 다양한 매출처를 보유하고 있다.

피엔케이피부임상연구센터 매출 추이



자료: 피엔케이피부임상연구센터, 한국IR협회의 기업리서치센터

피엔케이피부임상연구센터의 Top Tier 거래 기관수 추이



자료: 피엔케이피부임상연구센터, 한국IR협회의 기업리서치센터
 주: 일반기업(매출총액 평균 1,500억원 이상), 제약회사(500억원 이상), 대기업 및 대기업 계열사

산업 현황

1 국내 화장품 시장은 코로나 이후 성장이 둔화

국내 화장품 소매판매액

2015~2019년

연평균 성장률 12% vs.

2020년 -18%

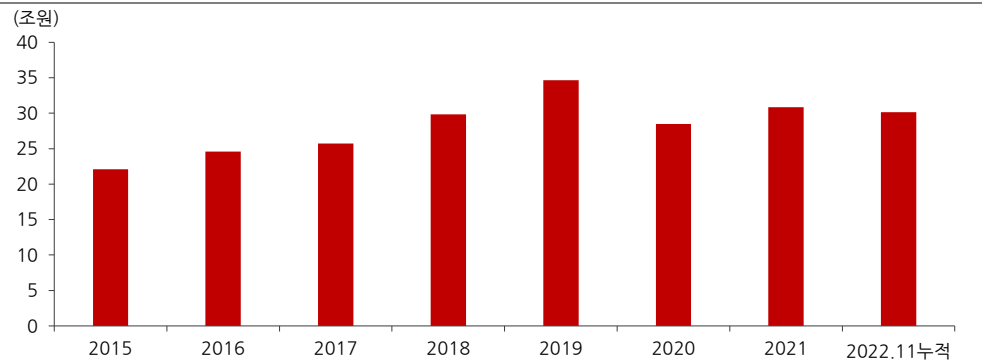
2021년 +8%

2022년(11월 누적 기준) +7%

국내 화장품 산업 동향은 1) 국내 화장품 소매판매액, 2) 면세점 매출, 3) 화장품 수출액을 통해 확인할 수 있다. 먼저, 국내 화장품 소매판매액은 2022년 11월 누적 기준으로 전년동기대비 7% 성장한 30.1조원을 기록했다. 코로나 이후 보복소비(외부요인에 의해 억눌렸던 소비가 한꺼번에 분출되는 현상)와 화장품 업체들의 마케팅 확대로 2021년 전년대비 8% 성장한데 이어 2년 연속 견조한 모습이다.

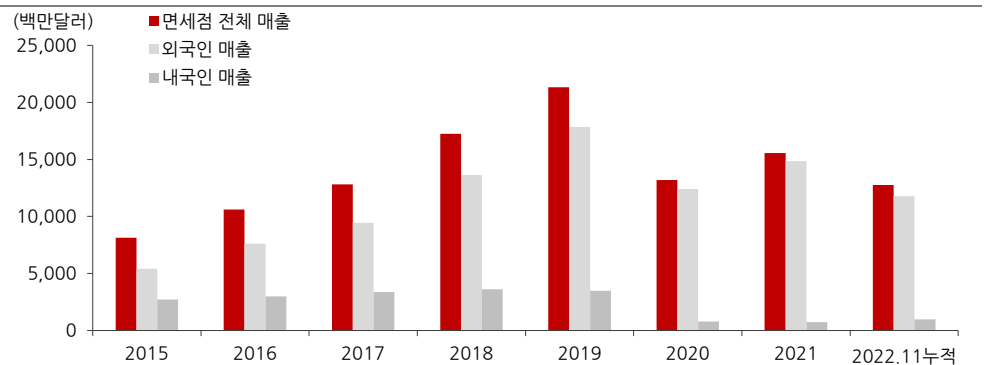
기간별로 나눠서 살펴보면 2015년부터 2019년까지는 2017년 한 해를 제외하고 두 자릿수 이상 고성장을 했다. 이러한 고성장 추세는 2020년 코로나 타격을 입으면서 크게 꺾였다. 즉, 2019년 34.7조원으로 최고치를 경신했던 국내 화장품 시장 규모가 2020년 전년대비 18% 급감하며 28.5조원을 기록한 것이다.

2015~2022년 국내 화장품 소매판매액(경상금액)



주: 2022년 수치는 11월까지 누계액
 자료: 통계청, 한국R협의회 기업리서치센터

2015~2022년 면세점 매출 추이



주: 2022년 수치는 11월까지 누계액
 자료: 한국면세점협회, 한국R협의회 기업리서치센터

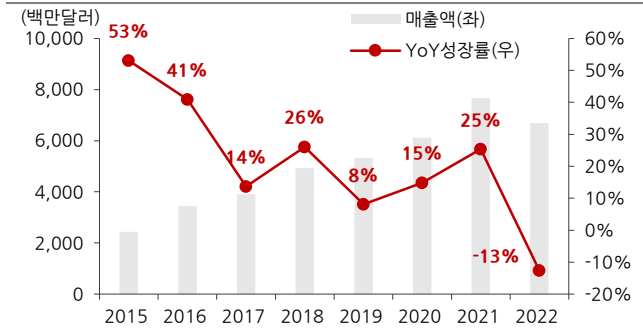
**국내 화장품 성장의 스윙팩터는
면세점 채널 매출**

국내 소비자의 화장품 수요는 변동 폭이 제한적인 점을 고려할 때, 위 국내 화장품 소매판매액 내에서 스윙팩터는 면세점에서 판매되는 화장품 매출이다. 코로나 직전까지의 고성장 추세도, 2020년 코로나로 인한 역성장 시기에도 면세점 채널의 매출 추이는 한국 화장품의 방향성을 주도했다.

한국면세점협회가 발표하는 면세점 전체 매출은 2015~2019년 동안 연평균 35%로 고성장하다가, 2020년 코로나 영향으로 전년 대비 38% 급감했다. 금액으로는 2019년에 213억달러로 최고치를 경신한 뒤, 2020년 132억달러를 기록하는데 그쳤다. 2021년에는 외국인 매출이 전년 대비 20% 증가하면서 면세점 전체 매출이 전년 대비 18% 성장세로 돌아섰다. 하지만, 2022년 11월 누적 기준으로 면세점 전체 매출은 다시 전년 동기 대비 12% 감소했는데, 이는 내국인의 국외 이동이 증가하면서 내국인 매출(매출비중 8%)이 49% 증가했음에도, 제로코로나 정책으로 중국인의 이동이 극심하게 제한되면서 외국인 매출(매출비중 92%)이 14% 감소했기 때문이다. 참고로 코로나 이전 외국인 매출이 전체 매출에서 차지하는 비중은 약 80%이고, 외국인 매출의 대부분은 중국인 매출이다.

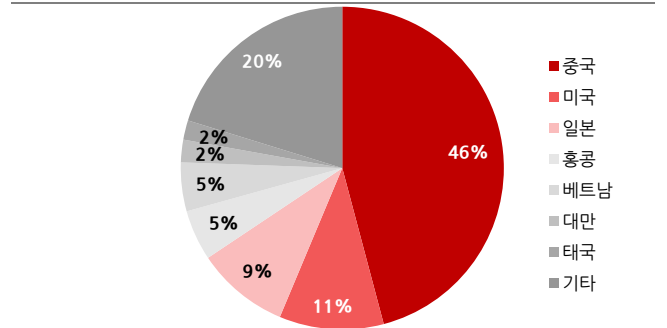
결론적으로 최근 국내 화장품 시장이 주춤했던 배경은 중국인의 면세채널을 통한 한국 화장품 소비 감소에 기인한다. 이는 1) 한국 화장품 시장 내 면세채널의 비중이 급격히 높아진 점, 2) 한국 면세점 매출 중 화장품 매출이 약 2/3를 차지하는 점, 3) 면세점 매출의 대부분이 외국인, 그 중에서도 중국인 매출인 점을 종합적으로 고려해 유추할 수 있다.

한국 화장품 수출액



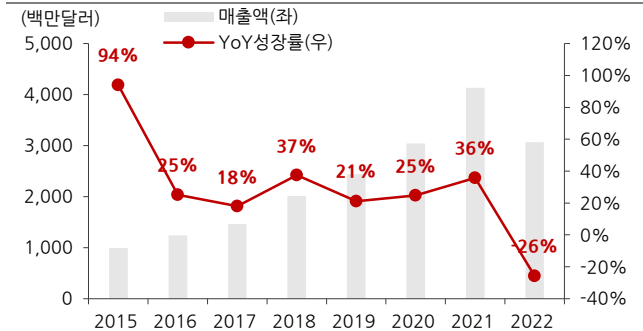
자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

2022년 한국 화장품 수출액 국가별 비중



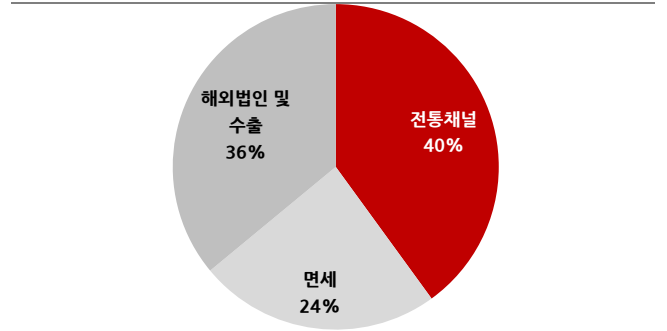
자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

중국향 한국 화장품 수출액



자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

아모레퍼시픽 매출 비중: 면세와 해외가 60%를 차지



자료: 아모레퍼시픽, 한국R협회의 기업리서치센터

**한국 화장품 수출액,
2015~2021년
연평균 +21% 고성장 vs.
2022년 -13%YoY
수출의 46%를 차지하는
중국향 수출액 감소에 기인**

한국화장품 수출액 역시 국내 화장품 판매업체 및 생산(완제품 및 원료)업체의 동향을 파악하는데 중요한 지표이다. 화장품 대형사 뿐만 아니라 중소기업 및 OEM/ODM 업체들이 해외에서 성장 동력을 찾고 있기 때문이다. 국내 화장품 업체를 대표하는 아모레퍼시픽의 면세점 및 해외 매출 합산 비중은 2021년 기준 60%에 달한다.

관세청에 따르면 한국 화장품 수출액은 2022년 67억달러로 전년대비 13% 감소했다. 이는 화장품 수출의 46%를 차지하는 중국향 수출액이 2022년 전년대비 26% 급감했기 때문이다. 참고로 2022년 기준 수출비중은 중국+홍콩(51%), 미국(11%), 일본(9%), 베트남(5%)이다.

한국 화장품 수출액은 2015~2021년 연평균 21%로 고성장했을 뿐 아니라 코로나 시기에도 전년대비 증가하면서, 한국 화장품의 높아진 위상을 증명해왔다. 동 기간(2015~2021년) 화장품 수출에서 가장 중요한 국가인 중국향 수출액은 연평균 27%로 고성장했다. 주요 국가인 미국향(+21%), 일본향(+28%), 베트남향(+29%) 성장률도 훌륭하다.

하지만, 2022년 중국향 수출액을 주축으로 추세의 전환이 발생했는데, 부진의 배경으로는 1) 중국의 물류봉쇄 및 제로코로나 정책에 의한 한국 화장품 수입 감소, 2) 중국정부의 자국 우선주의 정책에 의한 수입액 감소, 3) 중국 화장품 브랜드의 품질 향상 등에 의한 한국 화장품 경쟁우위 상실, 4) 글로벌 유동성 감소 및 경기침체 등이 있다.

2023년초 중국이 제로코로나 정책을 완화하면서 인력 및 물자의 글로벌 이동과 내수소비 진작을 장려하고 있기에, 2023년 중국향 화장품 수출액은 전년대비 증가할 것으로 예상된다. 하지만, 2022년에 보여준 추세의 전환이 장기적 둔화의 신호탄일지, 오랜 기간 성장에 의한 일시적 후퇴일지에 대한 판단은 향후 추이를 면밀히 지켜보면서 신중하게 내릴 필요가 있다. 중국 정부의 자국브랜드 육성에 대한 의지가 강력하고, 지난 10 여년 동안 한국 화장품의 기술이 노출되어 온 점과 한국 OEM/ODM 업체들이 중국내 시설 투자를 하고 중국 브랜드향 매출을 늘려오면서 중국브랜드의 경쟁력이 높아진 점을 종합적으로 감안하면, 한국 화장품의 중국내 브랜드력이 서서히 하락할 가능성도 배제할 수 없기 때문이다. 그렇다면, 이는 단기적이 아닌 구조적인 이슈이기에 한국 화장품 업체들의 깊이 있고 치밀한 대응이 필요하다고 판단된다.

2 원료의약품 시장 2012~2021년 연평균 5.0% 성장

**2012~2021년 연평균 성장률
의약품전체 5.5%,
완제의약품 5.6%,
원료의약품 5.0%**

국내 의약품 시장은 2021년 25.5조원을 기록하며 전년대비 4% 성장했다. 의약품 시장은 크게 완제의약품(22.4조원)과 원료의약품(3.1조원)으로 나뉘며, 대봉엘에스가 속한 원료의약품 시장은 전체 의약품 시장의 12%를 차지한다. 2012~2021년 의약품 시장은 연평균 5.5% 견조하게 성장했고, 동 기간 완제의약품이 연평균 5.6% 성장하고, 원료의약품이 연평균 5.0% 성장하면서 전체적으로 고른 성장률을 시현했다.

원료의약품이란 신약 및 제네릭 완제의약품을 제조하기 위한 주약 즉, 의약품의 활성성분을 말하는 것으로 완제품의 전 단계 의약을 의미한다. 원료의약품은 사용 용도에 따라 다시, 1) 약효의 성분을 갖는 주성분(API:

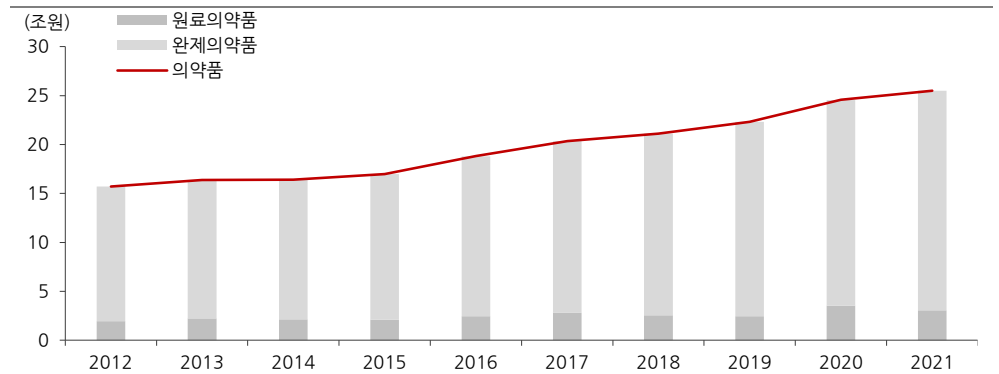
activepharmaceutical ingredient)과 2) 약효를 나타내지 않는 보조성분(API: inactive pharmaceutical ingredient)으로 분류된다. 약효 군별로는 크게 심혈관, 항균항생제, 위장관계, 호흡기관계, 항암제 등으로 분류된다.

2021년 원료의약품 시장은 전년대비 14% 감소했는데, 이는 2020년 큰 폭(+43%YoY)의 성장에 의한 기고효과가 있었기 때문이다. 먼저, 2020년에는 2019년 생산실적에 없었던 셀트리온의 1) 램시마피하주사원액(인플릭시맵)과 2) 램시마원액(인플릭시맵)(단클론항체, 유전자재조합)이 각각 7,761억원, 2,132억원 생산되며 원료의약품 시장 성장을 견인했다. 2021년 역시 셀트리온의 1) 램시마원액(인플릭시맵)(단클론항체, 유전자재조합)과 2) 트룩시마원액(리툽시맵), 3) 허주마원액(트라스투주맵)이 생산실적 상위 10개 품목 중 1, 2, 3위를 차지하며 전년대비 성장했음에도, 2020년 7,761억원 생산실적을 기록했던 램시마피하주사원액(인플릭시맵)이 2021년에는 10대 품목에서 빠지면서 원료의약품 시장이 일시적으로 주춤했던 것으로 분석된다.

국내 원료의약품의 수출액은 2016년 1.6조원을 기록한 뒤 매년 꾸준히 규모가 커지고 있다. 특히, 원료의약품 업체들이 약가 인하 정책 및 내수 경쟁 심화에 따라 일본, 동남아 시장에 적극적으로 수출 활로를 찾으며 원료의약품 수출 성장세를 이어가고 있다. 2021년 2.3조원을 기록하며 전년대비 12% 성장했다.

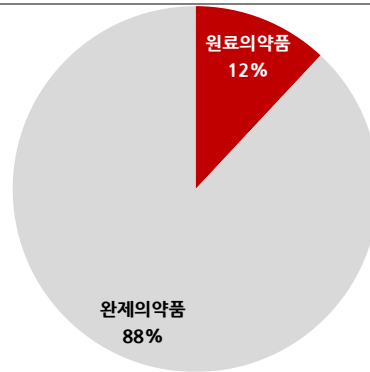
제약산업은 세계적인 고령화 사회 진입 및 만성질환의 증가, 소득 증대에 따른 지출이 늘어남에 따라 계속 성장할 전망이다. 특히, 고혈압, 치매, 중풍, 파킨슨병 등 노인성 질환에 대한 수요 증가가 예상된다. 우리나라의 경우도 초고령사회 도달 속도가 세계에서 가장 빠른 만큼 의약품 수요 증대가 예상된다. 특히, 건강보험 재정이 악화되고 전세계적으로 대형 오리지널 의약품의 특허 만료가 늘어남에 따라 제네릭 의약품 출시 활성화 및 바이오시밀러 제품 확대가 예상되며, 이는 원료의약품 산업의 성장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

의약품전체 및 원료의약품, 완제의약품 시장 추이



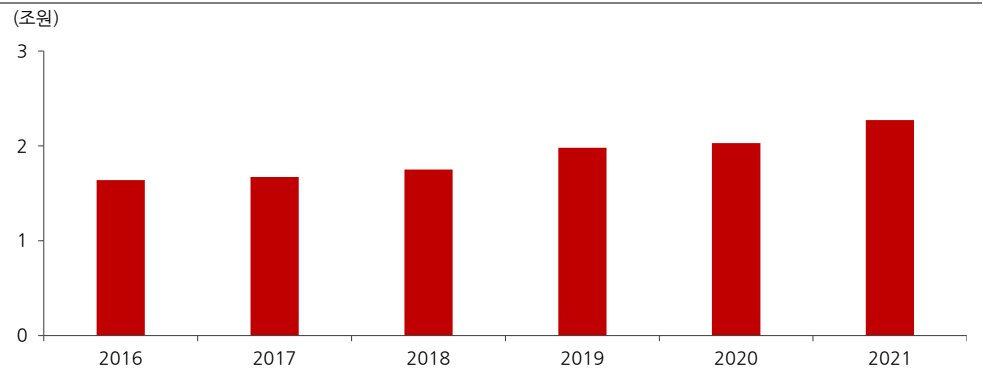
자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

원료의약품은 전체 의약품 시장에서 12%를 차지



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

원료의약품 수출액 추이



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협회의 기업리서치센터

투자포인트

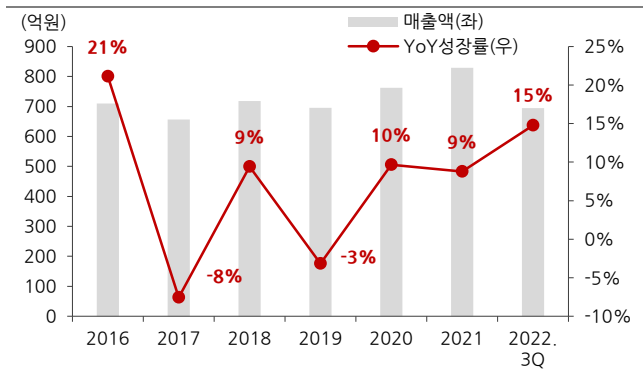
1 대봉엘에스는 화장품 시장과 차별화된 성장성 시현

최근 3년 동안 화장품 시장과
차별화된 성장시현
20년 동사 +10%
vs. 업계 -14%
21년 동사 +9%
vs. 업계 +14%
22년 동사 +15%
vs. 업계 +5%

대봉엘에스는 화장품 소재 매출 비중이 약 60%로 높은 편이다. 화장품 업계의 최근 몇 해 동안 부진의 영향권 아래 있음에도 불구하고, 동사는 화장품 시장과는 차별화되는 성장성을 시현하고 있다. 이러한 성장세는 2023년에도 지속될 것으로 전망되는데, 이는 1) 국내에서는 실내마스크 해제에 따라 화장품 수요가 증가할 것으로 예상되고, 2) 해외 및 면세점에서 중국의 제로코로나 정책의 완화에 의한 화장품 산업 반등이 예상되기 때문이다.

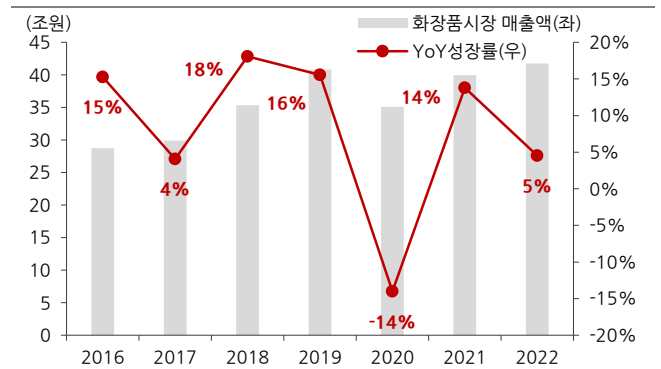
최근 3년동안 동사 매출 성장률은 +10%(2020년), +9%(2021년), +15%(2022년 3분기누적)로 매우 양호한 성장세를 보여주고 있다. 동 기간 화장품 시장의 매출 성장률 추이(소매판매액과 수출의 합산)는 -14%(2020년), +14%(2021년), +5%(2022년)이다. 특히, 2020년은 코로나로 인해 업계 전체적으로 매우 힘들었던 한 해이었음에도 동사는 +10% 매출 성장을 기록했다.

대봉엘에스 매출 성장률



자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

화장품 시장(소매판매액과 수출의 합산) 매출 성장률



주: 화장품 소매판매액은 2022년 11월까지 누계액의 전년동기대비 성장률을 반영해 연율화한 수치를 적용, 자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

견조한 성장의 배경

- 1) 동사 산하 3개 연구소를 기반으로 천연물소재 투자 확대
- 2) 다양한 매출처와 방대한 품목수 보유
- 3) 유통사로서 상품매출 판매 역량 강화

이렇게 동사가 시장의 부진과 관계없이 견조하게 성장한 배경으로는 1) 소비자와 화장품 업계에서 천연물 소재에 대한 니즈가 강한테 동사는 산하 연구소를 기반으로 천연물 소재에 대한 투자를 확대하면서 이러한 시장 니즈에 대응해왔고, 2) 이를 바탕으로 경쟁사 대비 다양한 매출처와 방대한 품목수를 보유하고 있으며, 3) 바스프(BASF)와 같은 글로벌 메이저 원료업체에게 신뢰를 받으며 유통사로서 상품매출 판매 역량을 강화해왔기 때문이다.

2010년 중반 이후 피부질환에 대한 염려 및 친환경에 대한 관심 증가로, 천연화장품에 대한 시장의 수요가 지속적으로 증가되어왔다. 환경오염의 가속화와 아토피 및 알러지 등 피부질환 환자의 증가로 피부에 자극이 없는 천연 원료를 사용한 천연화장품 시장이 급성장했다. 대봉엘에스는 이러한 시장 니즈에 맞춰 산하 연구소 3곳을 통해 천연물 소재에 대한 연구개발을 해오고 있다. 동사는 인천과 제주에 천연 화장품 소재를 개발하는 1) 인천천연물연구소와 2) 제주천연물연구소를 보유하고 있다. 또, API 원료 합성 연구 등 융합관련 연구를 하는 3) 융합기술

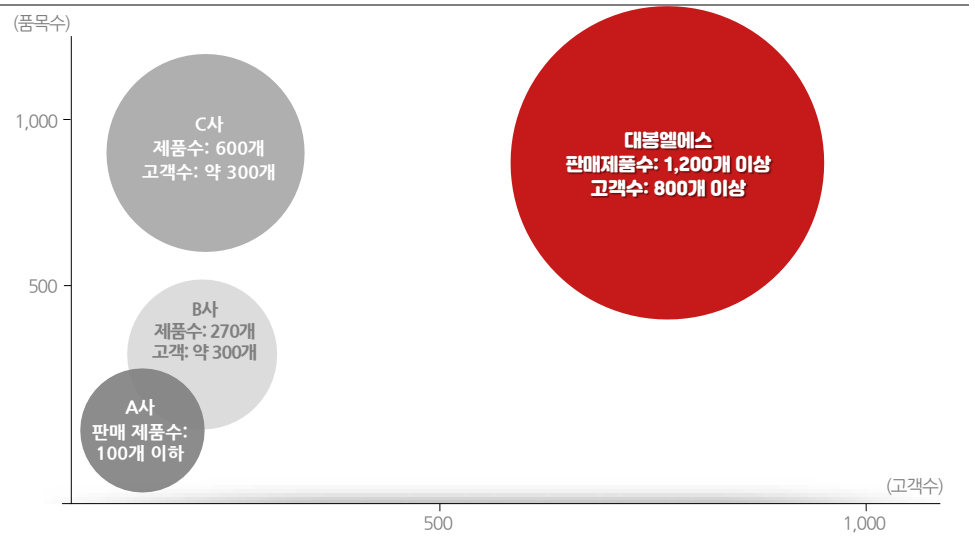
연구소가 있다. 융합기술연구소에서는 고품질의 원료의약품 및 의약품 중간체를 개발하고 있다.

인천천연물연구소에서는 녹차, 인삼, 감초와 같은 한국 고유의 천연물로부터 성분과 효능이 입증된 소재를 개발하고 있다. 피부 구조와 효능(보습, 피부보호, 미백, 노화방지 등)에 집중하여 in-vitro & in-vivo 시험을 통해 기능이 뛰어나고 안전한 소재 개발 중이다. 제주천연물연구소는 제주지역에서 나는 천연물을 기반으로 청정 제주의 이미지를 그대로 담은 화장품, 식품소재 연구 개발을 추구하고 있다.

동사의 연구개발인력은 2022년 3분기 기준 총 25명으로 전체 직원수(128명)의 20%를 차지하고 있다. 최근 5년 동안 동사는 연구개발비를 꾸준히 투입해 천연물 소재 개발에 박차를 가하고 있다. 동사 연구소를 통해 개발된 소재 수가 많아지고, 히트 혹은 메가히트를 친 품목이 발생할 때마다 매출에 의미있게 기여하고 있다. 앞서 연혁에서 언급했던 '친환경 생녹차수' 역시 동사의 실적을 한 단계 격상시킨 메가히트 천연물소재이다. 2022년 3분기 기준 동사의 연구개발비는 동사 매출의 6%에 달한다.

이러한 연구개발 결과 동사의 화장품 원료 판매제품 수는 1,200종 이상으로 100~600여개를 확보하고 있는 경쟁사들 대비 경쟁 우위가 있다. 동사가 국내 최대 품목수를 보유하는 만큼 고객사 역시 최대로 확보하고 있다. 동사의 고객은 800여개 업체 이상으로 약 300여군데 고객사를 보유하는 경쟁사 대비 불황을 견디는 힘이 강하고 실적의 안정성을 확보하고 있다.

대봉엘에스는 경쟁사 대비 품목수 및 고객수 월등



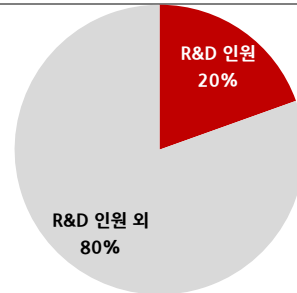
자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

대봉엘에스 R&D 조직도



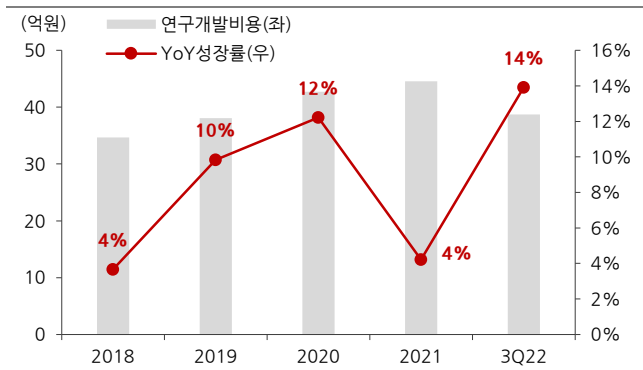
자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

직원 중 R&D 인력 비중



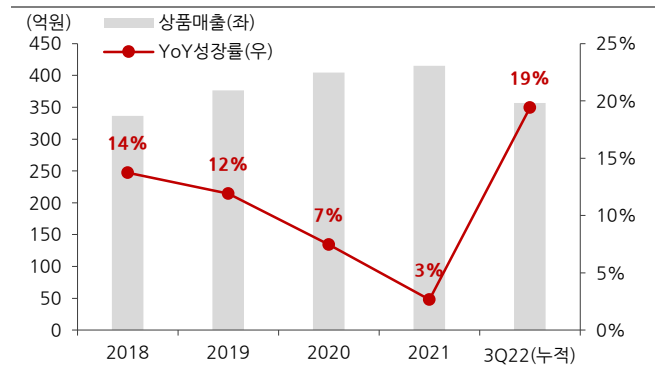
자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

R&D 비용 추이



자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

상품매출 추이



자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

상품매출 성장률 양호

2020년 +7%

2021년 +3%

2022년 3분기누적 +19%

동사의 상품매출은 2018년 이후 한번도 역성장하지 않고 전년대비 증가세를 유지하고 있다. 동사의 상품매출은 최근 3년 동안 +7%(2020년), +3%(2021년), +19%(2022년 3분기누적)라는 양호한 성장률을 보여주고 있다. 동사는 독일 최대 화학 기업이자 글로벌 기업인 바스프(BASF)의 총 대리점으로서, 글로벌 소재, 마케팅 트렌드를 반영한 제품을 고객사인 국내 화장품 제조사에 제공하고 있다.

동사는 일반 유통사처럼 단순한 상품 판매에 그치는 것이 아니라, 고객사에게 기술영업을 통한 토달솔루션을 제공하고 있다. 다시 말해, 시장의 트렌드에 맞는 원료를 제안하고, 원료의 정보, 효능, 식약처 허가 및 인증 정보에서 소비자에게 제시할 마케팅포인트까지 포함한 토달솔루션을 고객사에게 제공하고 있다. 그 일환으로, 바스프와 공동세미나를 개최하며 다양한 신규 소재 및 제형, 방향성에 대해 소통하고 있고, 한국 화장품이 세계시장에서 높은 퀄리티를 유지하고 트렌드를 이끌어 갈 수 있는데 일조하고 있다.

2 시장 수요가 높은 호흡기 및 고혈압 치료제 중심으로 원료의약품 제조

호흡기치료제, 고혈압치료제

카테고리 특화

대봉엘에스의 원료의약품 사업부문은 고령 환자들에게 수요가 높은 약물에 강점이 있어 장기적인 전망이 밝다. 또한, 지역별, 품목별 맞춤형 전략을 통해 일본 및 글로벌 제약사를 상대로 원료의약품 수출을 확대할 계획을 가지고 있다. 현재 동사는 호흡기치료제, 고혈압치료제, 소화기관치료제 등 특정 카테고리에 특화된 원료를 국내 제약 고객사에게 공급하고 있다. 주력제품은 호흡기치료제 원료의약품 Erdosteine과 고혈압치료제 원료의약품

Olmesartan, Amlodipine besylate 등이다.

특히, Olmesartan(올메사르탄)은 ARB(Angiotensin Receptor Blocker, 안지오텐신 II 수용체 차단제) 계열 고혈압 치료 약물로 동사의 효자상품이다. 올메사르탄은 혈관을 수축시키고, 체내 수분량을 증가시키는 물질인 안지오텐신 II의 작용을 차단하여 혈관을 확장시키고, 체내 수분량을 감소시켜 혈압을 낮추어 준다. 올메사르탄 원료의약품 시장이 2016~2019년 동안 약 11% 성장한데 반해, 동사의 올메사르탄 원료의약품 매출은 2016~2021년 연평균 성장률 26% 성장해 더 가파른 성장을 보여주고 있다.

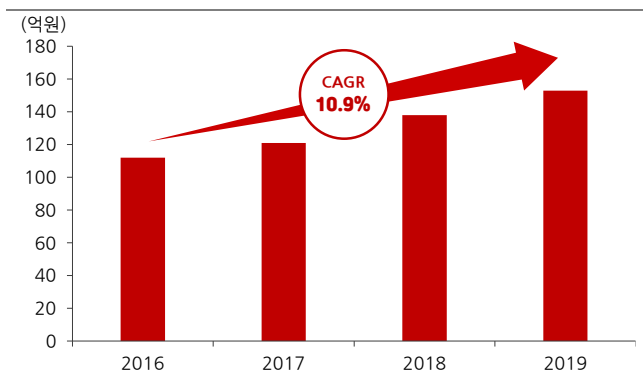
2022년 들어 Erdosteine과 같은 호흡기치료제 원료의약품 역시 가파른 성장을 시현 중이다. 2020~2021년 동안 코로나로 인해 마스크를 사용하게 되면서 감기와 같은 호흡기 증상 발병이 감소함에 따라, 기침, 가래 등 폐 염증 치료 역할을 하는 약물 수요가 감소했다. 하지만, 2022년에는 코로나 증상이 경증화 되면서 일반 호흡기치료 약품이 대체약품으로 널리 사용되었고, 실외부터 집진적으로 마스크를 벗으면서 감기 등 호흡기 질환이 확산돼 호흡기치료제 수요가 증가했다. 뿐만 아니라, 2022년말~2023년초 중국에서 코로나가 급격히 확산되면서 호흡기 치료약품 공급부족이 발생해 국내에서까지 조달하는 사례가 증가했다. 현재까지 호흡기치료제 API 수요 및 동사제품에 대한 발주가 양호한 것으로 파악된다.

대봉엘에스 원료의약품 포트폴리오

처방의약품	품목	내역
호흡기	Amino Acids Derivatives 등	호흡기 치료(처방) 및 아미노산 영양 수액제 원료 공급
	Erdosteine	국내 대표적인 호흡기 치료제(처방)
고혈압	Olmesartan 등	대표적 ARB 계열 고혈압치료 약물
	Amlodipine Besylate	대표적 CCB 계열 고혈압치료 약물

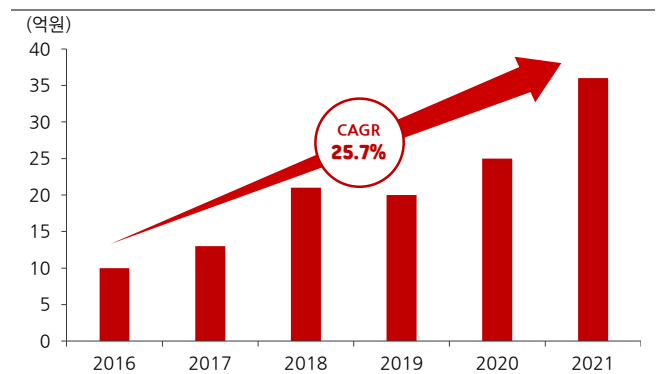
자료: 대봉엘에스, 한국R협의회 기업리서치센터

올메사르탄 API(원료의약품) 시장 규모



자료: 대봉엘에스, 한국R협의회 기업리서치센터

올메사르탄 매출(대봉엘에스)



자료: 대봉엘에스, 한국R협의회 기업리서치센터

3 배합사료 의무화 정책에 따른 동사 어사료 부문 수혜 기대

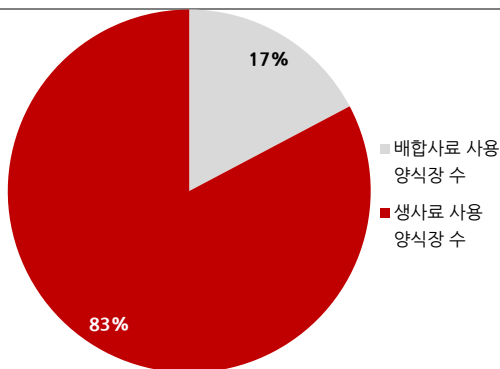
현재 제주도 광어 양식어장 중 배합사료 채택 비중은 17%로 침투율 상승에 따른 성장 기대

정부가 광어 양식장을 시작으로 배합사료를 의무적으로 사용하는 제도를 추진함에 따라 대봉엘에스의 어사료 부문 실적이 중장기적으로 성장할 것으로 전망된다. 동사는 어사료용 배합사료를 생산해 관계회사인 대봉엘에프영 어조합법인(지분율 37.35%) 등에 공급하고 있다. 대봉엘에프영어조합법인은 제주도 서귀포시 표선면에 위치하며, 현재 제주도 내의 60여개의 배합사료전량 사용 업체를 비롯해 350여개의 양식장 거래처를 확보해 어사료를 공급하고 있다.

제주도 양식장은 전갱이, 고등어, 청어, 꽁치, 까나리, 곤쟁이 등과 같은 어종을 생사료로 사용하고 있는데, 이와 같은 생사료 사용은 1) 어린 물고기 남획 등 연근해 어자원을 고갈할 뿐 아니라, 2) 수중에서 금방 풀어져 유실되는 양이 많아서 양식장 주변 바다의 수질을 악화시키고, 3) 신선도가 불안정한 생사료 특성상 때때로 양식장 폐사의 원인이 되기도 하는 문제점을 가지고 있다. 이러한 이유로 유럽과 미국과 같은 선진국에서는 배합사료를 먹인 양식 수산물만 유통이 가능하다. 하지만, 아직까지 제주 광어 양식장에서는 가격경쟁력, 생육 속도 등의 이유로 생사료를 사용하는 비중이 83%로 매우 높은 편이다.

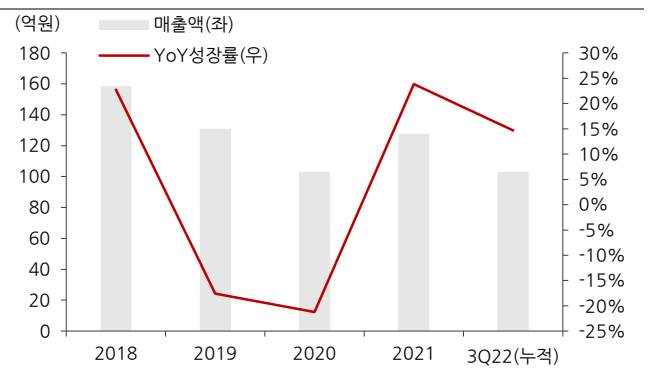
정부는 균일한 생산-품질관리로 다양한 제품 개발은 물론 질병 이력 추적 및 사전 통제가 가능하기 때문에 배합사료 사용 의무화를 추진하고 있다. 광어를 시작으로 향후 우럭과 돔류 등 적용 어종을 확대할 계획이다. 또한, 2021년부터 생사료를 배합사료로 대체 전환하는 양식어가에 생산비 일부를 지원해 주는 '배합사료 직불금'을 시행하고 있어, 중장기적으로 대봉엘에프영어조합법인의 매출이 성장할 것으로 예상되고 이는 대봉엘에스 어사료부문 매출 성장으로 이어질 것으로 판단된다.

배합사료 침투율 17%, 제주도 양식장 359개 중 62개만 참여



자료: 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터

대봉엘에프영어조합법인 매출액 추이



자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 3분기 누적 매출 695억원(+15%YoY), 영업이익 69억원(-6%YoY)

2022년 3분기 누적기준
매출 695억원(+15%YoY),
영업이익 69억원(-6%YoY)
기록

대봉엘에스의 2022년 3분기 누적 매출액은 전년대비 15% 증가한 695억원을 기록했다. 매출 고성장은 1) 천연물 화장품과 원료의약품을 포함하는 제품부문 매출이 전년동기대비 22% 성장했고, 바스프 유통매출을 포함한 상품 부문 매출이 전년동기대비 19% 성장한데 기인했다. 제약 부문에서는 앞서 투자포인트에서 언급했던 호흡기치료제가 성장을 견인했다. 반면, 피엔케이피부임상연구센터 매출은 최근 몇 년 동안 연속적으로 두 자리 수 이상 고성장해 베이스가 높아진 데에 따른 부담으로 전년대비 6% 감소했다.

2022년 3분기 누적 영업이익은 전년대비 6% 감소한 69억원(영업이익률 10.0%, -2.2%pYoY)을 기록했다. 2022년 3분기 누적 판관비율은 16.4%로 전년동기(16.9%) 대비 소폭 하락해 양호했지만, 매출원가율이 73.6%로 전년동기(70.9%) 대비 상승하며 영업이익률 하락을 견인했다. 이는 1) 동사 매출 중 상품과 어사로 부문의 원재료를 해외에서 달러로 결제해 매입하기 때문에 2022년 환율상승에 따라 원재료 매입가격이 상승했는데, 2) 고객사 및 양식어가를 대상으로 즉각적으로 원가상승분을 판가에 반영하지 못했기 때문으로 분석된다. 환율 상승이 미미했던 2022년 1분기 영업이익은 전년동기대비 40% 증가했으나, 본격적으로 환율이 상승한 2분기와 3분기 영업이익은 각각 전년동기대비 13%, 39% 감소했다.

2022년 3분기 누적 지배주주순이익은 33억원으로 전년동기(53억원) 대비 37%감소했다. 동사는 해외 원재료 매입을 대비해 외화부채를 확대했는데, 2022년 3분기말 기말환율(1,430원) 상승에 따라 외화환산손실이 18억원 발생해 부진한 지배주주순이익을 기록했다.

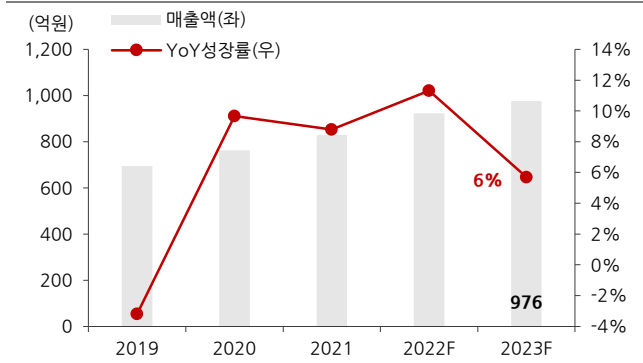
2 2022년 연간 실적 전망

2022년 매출액과 영업이익은
각각 923억원(+11%YoY),
94억원(-2%YoY) 전망

대봉엘에스의 2022년 매출액을 923억원(+11%YoY), 영업이익을 94억원(-2%YoY), 영업이익률은 10.2%(-1.5%pYoY)로 전망한다. 먼저, 천연물화장품 소재에 대한 꾸준한 연구개발의 결과 및 호흡기치료제 원료의약품 수요 증가로 제품매출이 전년대비 17% 증가할 전망이다. 또한, 3분기까지 양호한 성장을 시현한 상품 역시 연간 14% 성장할 것으로 예상된다.

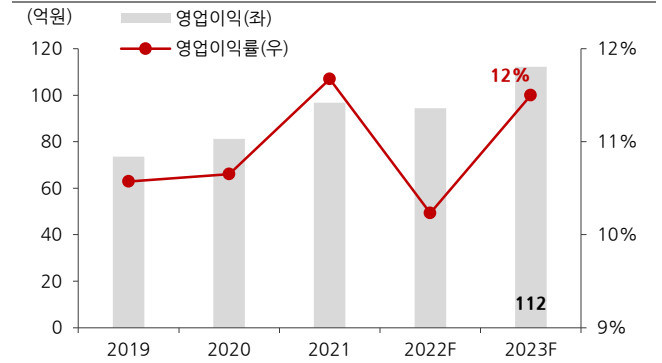
연간 영업이익은 전년대비 2% 감소할 것으로 전망된다. 4분기 역시 평균환율이 전년동기대비 약 15% 상승했기 때문에 원재료 매입가격 부담에 따른 매출원가율이 상승했을 것으로 추정된다. 지배주주순이익은 78억원으로 전년(68억원) 대비 15% 증가할 전망이다. 이는 1) 3분기에 환율 급등으로 인해 발생했던 외화환산손실은 2022년 기말환율이 1,260원대로 2022년 3분기말 대비 약 12% 하락하면서 외화환산이익으로 그대로 만회될 것으로 전망되고, 2) 분기 평균 5~6억원 발생했던 금융수익이 이자율 상승으로 2022년 3분기부터 8억원대로 증대되었기 때문이다.

대봉엘에스의 연간 매출 전망



자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

대봉엘에스의 연간 영업이익 전망



자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 2023년 연간 실적 전망

2023년 매출액

976억 원(+6% YoY),

영업이익

112억 원(+19% YoY) 전망

2023년 매출액 976억 원(+6% YoY), 영업이익 112억 원(+19% YoY), 영업이익률 11.5%(+1.3%p YoY)를 전망한다. 별도매출(화장품소재 및 원료의약품 부문 포함)이 전년대비 4% 견조하게 성장할 전망이다. 화장품은 실내마스크 착용 의무 규제 완화에 따라 전반적인 수요가 상승할 것으로 보이고, 중국 역시 제로코로나 정책 완화에 따른 한국 화장품 수요가 반등할 것으로 예상된다. 제약부문은 대봉엘에스가 타겟팅하는 카테고리인 고혈압과 호흡기 치료제 시장은 고령화에 따른 지속적인 수요 증가가 예상된다. 피엔케이피부임상연구센터 역시 안전성 및 기능성 인증 수요 증가에 따라 매출이 두 자릿수 이상 성장할 전망이다. 2023년 이익 측면에서는 전년 환율상승으로 인한 원가 상승을 판가에 반영하고, 매출증가에 따른 고정비감소 효과가 발생함에 따라 영업이익률이 상승할 것으로 전망한다.

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	695	763	830	923	976
제품	194	211	239	281	294
상품	376	404	415	475	492
용역	125	147	175	168	190
영업이익	74	81	97	94	112
지배주주순이익	57	58	68	78	85
전년대비 증감률					
매출액	-3.2	9.7	8.8	11.3	5.7
영업이익	-7.2	10.5	19.2	-2.4	18.8
지배주주순이익	-8.0	1.6	16.6	15.2	8.1
영업이익률	10.6	10.7	11.7	10.2	11.5
지배주주순이익률	8.2	7.6	8.2	8.5	8.7

자료: 대봉엘에스, 한국IR협회의 기업리서치센터


Valuation
2023년 PER 10.6배 & PBR 0.7배, 저평가로 판단
**2023년 PER 10.6배 &
PBR 0.7배,
역사적 하단 수준**

현재 대봉엘에스는 2023년 예상 EPS 기준 PER 10.6배에서 거래되고 있다. 이는 동사의 최근 5개년(2018~2022년) PER 밴드(10배~22배)에서 하단 수준이다. 또한, 2023년 예상 PBR은 0.7배이다. 동사의 최근 5개년(2018~2022년) PBR 밴드가 0.7배에서 1.5배 수준에서 형성되었던 점을 감안하면 현재 PBR 0.7배 역시 하단 수준이다. 따라서, 대봉엘에스의 주가는 저평가되었다고 판단된다.

경쟁사와 상대적인 밸류에이션 비교 시, KCI를 제외한 다른 업체 대비 저평가라고 판단된다. 동사의 경쟁사는 화장품 원료에 있어서는 현대바이오랜드, KCI, 엔에프씨가 있고, 원료의약품에 있어서는 국전약품, 화일약품, 에스텍 파마가 있다. 6개 업체 모두 컨센서스가 형성되어 있지 않아 TTM(Trailing twelve months, 2021.10~2022.09) 기준 밸류에이션을 비교하는 것이 바람직해 보인다.

먼저 대봉엘에스의 TTM 기준 PER(시가총액 / 최근 4분기 지배주주순이익)은 18.6배로, KCI(5.9배)를 제외하고는 경쟁사 중에 낮은 편에 속한다. 동사의 2023년 PER이 10.6배임을 감안하면, TTM PER이 18.6배로 높아 보여서 의아하게 느낄 수 있는데, 이는 2022년 3분기 환율 급상승에 따른 외화환산손실 18억원이 반영된 수치로 4분기 환율하락에 따라 외화환산이익이 발생해 다시 정상화될 것으로 전망된다.

위와 같이, 3분기말 급등한 환율에 의해 TTM 기준 PER 지표를 신뢰함에 있어 다소 불충분한 점이 발생했다. 2022년 3분기말 환율이 급등함에 따라 각 회사의 외화자산/부채 포지셔닝에 따라 순이익의 방향성이 크게 갈렸기 때문이다.

이를 보완하는 지표로서 소위 'TTM 기준 POR(시가총액 / 최근 4분기 영업이익)'을 함께 참고하는 것이 바람직해 보인다. 결과적으로 'TTM 기준 POR' 역시 대봉엘에스가 9.6배로 KCI(4.7배)를 제외하고 경쟁사 중에 낮은 편에 속한다. 다만, 'POR 지표'에는 1) 연결기준 영업이익이 반영되기 때문에 100% 미만의 지분율을 보유하는 종속회사의 영업이익도 100%로 반영되어 합산됨에 따른 오류, 2) 이자발생 자산/부채 포지셔닝에 따른 이자손익을 반영하는 않는 오류가 있기 때문에, 상대밸류에이션을 비교 시에 두 지표를 함께 사용하는 것이 바람직해 보인다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

대봉엘에스와 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 원, 억원)

	대봉엘에스	현대바이오랜드	KCI	엔에프씨	국전약품	화일약품	에스텍파마
시장 구분	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ	KQ
주가(원)	8,030	13,970	8,950	9,500	6,460	2,485	7,490
시가총액	890	2,096	1,009	849	3,170	1,653	891
자산총계	2019	1,021	2,091	793	533	499	1,394
	2020	1,498	1,877	845	771	578	1,697
	2021	1,632	1,727	974	683	1,070	1,941
자본총계	2019	808	1,557	661	201	168	1,194
	2020	1,038	1,372	746	504	322	1,569
	2021	1,094	1,254	826	561	832	1,817
매출액	2019	695	1,063	696	329	734	1,087
	2020	763	889	733	333	806	1,236
	2021	830	1,028	815	404	854	1,070
영업이익	2019	74	145	145	68	56	41
	2020	81	(89)	141	46	58	46
	2021	97	107	124	58	61	43
영업이익률(%)	2019	10.6	13.6	20.8	20.8	7.7	3.8
	2020	10.7	-10.0	19.2	13.7	7.2	3.7
	2021	11.7	10.4	15.3	14.3	7.2	4.0
당기순이익(지배)	2019	57	108	114	66	39	32
	2020	58	-135.5	106	8	-33.2	28
	2021	68	-116.9	102	61	40	28
ROE(%)	2019	7.4	7.1	18.8	40.0	25.3	2.9
	2020	6.3	-9.3	15.1	2.2	-13.5	2.0
	2021	6.4	-8.9	12.9	11.5	7.0	1.7
PER(배)	2019	13.3	29.1	10.7	N/A	N/A	29.6
	2020	21.1	N/A	10.6	131.0	N/A	80.3
	2021	13.7	N/A	10.2	20.3	122.8	60.4
PBR(배)	2019	0.9	2.0	1.8	N/A	N/A	0.9
	2020	1.2	2.7	1.4	2.5	11.9	1.6
	2021	0.8	2.1	1.2	2.2	6.5	1.0
PSR(배)	2019	1.1	3.0	1.8	N/A	N/A	0.9
	2020	1.6	4.1	1.5	3.0	4.7	1.8
	2021	1.1	2.5	1.3	3.1	5.8	1.6
배당수익률(%)	2019	0.7	1.7	1.8	N/A	N/A	1.9
	2020	0.5	0.4	2.0	0.7	0.0	0.0
	2021	0.6	0.4	2.2	0.7	0.1	0.0
POR(배)	TTM	9.6	20.6	4.7	35.0	79.6	20.5
PER(배)	TTM	18.6	N/A	5.9	22.3	197.9	20,666.8

주: 1) 시가총액과 주가는 1월 27일 종가 기준, 2) TTM은 2021년 4분기~2022년 3분기 실적 기준

자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

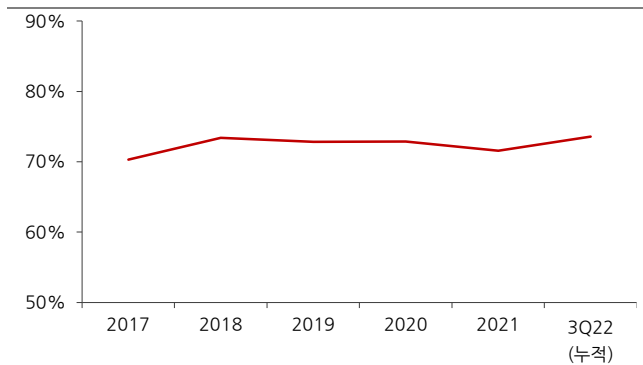
리스크 요인

환율 상승에 의한 매출원가율 상승

2022년 환율 상승으로 매출원가율 상승

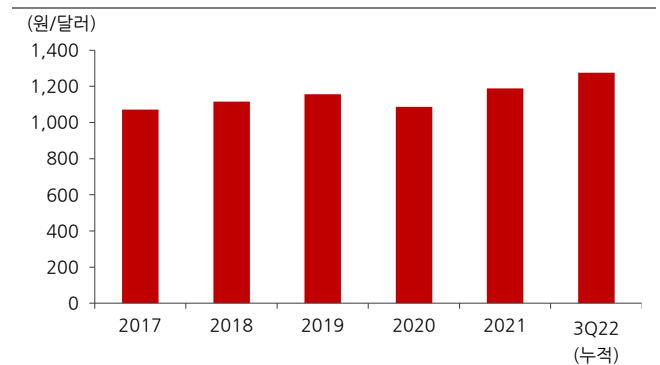
동사 2022년 3분기 누적 매출원가율은 73.6%로 전년동기대비 2.7%p 상승했다. 이는 과거 5개년(2017~2021년) 평균 72.2%와 비교시에도 1.4%p 높은 수치이다. 2022년 동사의 매출원가율이 상승한 배경은 1) 동사 매출 중 상품과 어사료 부문의 원재료를 해외에서 달러로 결제해 매입하기 때문에 2022년 환율상승에 따라 원재료 매입가격이 상승했는데, 2) 고객사 및 양식어가를 대상으로 즉각적으로 원가상승분을 판가에 반영하지 못했기 때문이다. 2022년 4분기 평균환율 역시 1,357원으로 높은 편이라서 단기적인 실적부담 요인으로 작용할 전망이다. 다만, 2022년 기말환율은 1,260원대까지 하락해 환율상승에 의한 매출원가율 상승 우려는 점진적으로 해소될 것으로 판단된다.

대봉엘에스 매출원가율 추이



자료: 대봉엘에스, 한국IR협의회 기업리서치센터

평균환율 추이



자료: 한국은행, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	695	763	830	923	976
증가율(%)	-3.2	9.7	8.8	11.3	5.7
매출원가	507	556	594	679	708
매출원가율(%)	72.9	72.9	71.6	73.6	72.5
매출총이익	189	207	236	244	268
매출이익률(%)	27.2	27.1	28.4	26.4	27.5
판매관리비	115	125	139	150	156
판매비율(%)	16.5	16.4	16.7	16.3	16.0
EBITDA	97	107	126	126	133
EBITDA 이익률(%)	13.9	14.1	15.2	13.6	13.6
증가율(%)	0.2	10.6	17.8	-0.4	5.7
영업이익	74	81	97	94	112
영업이익률(%)	10.6	10.7	11.7	10.2	11.5
증가율(%)	-7.2	10.5	19.2	-2.4	18.8
영업외손익	7	6	24	26	25
금융수익	6	8	20	28	32
금융비용	2	5	3	9	10
기타영업외손익	3	3	8	7	4
종속/관계기업관련손익	-4	-0	1	1	1
세전계속사업이익	77	87	122	121	139
증가율(%)	-3.9	12.2	40.5	-0.4	14.2
법인세비용	15	13	22	16	23
계속사업이익	62	74	100	106	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	62	74	100	106	116
당기순이익률(%)	9.0	9.7	12.1	11.4	11.9
증가율(%)	-5.5	18.5	35.8	5.3	9.6
지배주주지분 순이익	57	58	68	78	85

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	60	157	101	114	121
당기순이익	62	74	100	106	116
유형자산 상각비	22	25	28	30	20
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	1	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-42	49	-3	-25	-14
기타	17	7	-25	2	-2
투자활동으로인한현금흐름	-106	-555	-161	-9	-3
투자자산의 감소(증가)	-43	-151	-238	-7	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-72	-86	-63	0	0
기타	9	-318	140	-2	1
재무활동으로인한현금흐름	70	382	21	-5	-5
차입금의 증가(감소)	44	-1	39	1	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-6	-6	-6	-5	-5
기타	32	389	-12	-1	0
기타현금흐름	0	-1	0	-0	-0
현금의증가(감소)	25	-17	-39	100	113
기초현금	93	117	100	61	161
기말현금	117	100	61	161	274

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	690	1,056	1,002	1,145	1,282
현금성자산	117	100	61	161	274
단기투자자산	189	609	566	566	566
매출채권	218	195	213	237	250
재고자산	151	136	140	155	164
기타유동자산	16	16	23	26	27
비유동자산	331	442	630	606	589
유형자산	244	311	353	323	303
무형자산	4	4	4	3	2
투자자산	68	115	259	266	270
기타비유동자산	15	12	14	14	14
자산총계	1,021	1,498	1,632	1,751	1,871
유동부채	78	125	186	200	208
단기차입금	2	2	45	45	45
매입채무	35	36	71	80	84
기타유동부채	41	87	70	75	79
비유동부채	94	88	71	75	77
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	50	50	29	29	29
기타비유동부채	44	38	42	46	48
부채총계	172	213	257	275	285
지배주주지분	808	1,038	1,094	1,167	1,246
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	69	253	253	253	253
자본조정 등	0	-7	-13	-13	-13
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	684	737	799	872	951
자본총계	849	1,285	1,375	1,476	1,586

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	13.3	21.1	13.7	11.3	10.6
P/B(배)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
P/S(배)	1.1	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.8	7.8	5.5	5.2	5.1
배당수익률(%)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
EPS(원)	517	525	612	706	763
BPS(원)	7,289	9,358	9,868	10,524	11,237
SPS(원)	6,272	6,878	7,483	8,330	8,803
DPS(원)	50	50	50	50	50
수익성(%)					
ROE	7.4	6.3	6.4	6.9	7.0
ROA	6.6	5.9	6.4	6.2	6.4
ROIC	12.5	11.6	14.4	14.0	15.7
안정성(%)					
유동비율	884.2	843.6	539.7	573.0	617.3
부채비율	20.3	16.6	18.7	18.6	18.0
순차입금비율	-28.1	-50.2	-38.1	-36.4	-35.1
이자보상배율	102.7	59.2	244.1	12.6	11.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	3.2	3.7	4.1	4.1	4.0
재고자산회전율	5.0	5.3	6.0	6.3	6.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.