

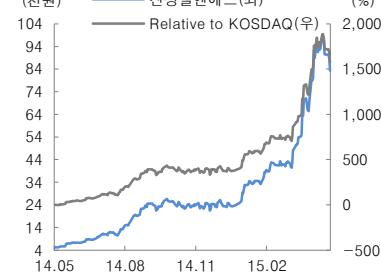
산성알엔에스 (016100)

박신애
769,2378
shinay.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지
목표주가 **110,000**
유지
현재주가 **82,900**
(15.04.30)
화장품업종

KOSDAQ	689,01
시가총액	1,487십억원
시가총액비중	0.80%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	98,200원 / 4,765원
120일 평균거래대금	323억원
외국인지분율	5.64%
주요주주	김판길 외 7 인 32.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.4	152.4	261.2	1,551.4
상대수익률	10.2	116.7	192.5	1,240.6



3,000평 규모 공장 인수 통해 강한 자신감 표출

안성시 위치한 3,000평 규모 공장 취득 공시

- 동사는 지난 4월 30일 장 마감 후 경기도 안성시에 위치한 약 3,000평 규모의 공장을 LCD 모듈업체인 '비케이아이엔티'로부터 매입한다고 공시함
- 투자자금은 부지와 건물을 포함한 73억원이며, 향후 인테리어 설계 및 설비 투자금액이 추가될 예정임
- 폭발적 수요 증기에 대응하기 위한 행보로 해석되며, 공격적인 Capa 확장 계획을 통해 향후 매출 성장에 대한 동사 경영진의 강한 자신감이 표현되었다고 판단

금번 인수 공장은 기존 동백공장의 약 2.3배 규모

- ①동백공장: 1,300평 규모의 기존 공장으로, 2014년말 기준 Capa는 1억개(설비 10개)이나 2015년 1분기부터 2교대 근무를 시작하고 설비도 3개 추가하는 등 Capa를 확장하고 있음
- ②안성공장 (제2산업단지): 금번 인수한 약 3,000평 규모의 공장으로, 인테리어 설계를 미친 후 7월 이후 가동 시작될 전망. Capa는 확정된 바 없으나, 당시는 연말까지 적어도 마스크팩 기계 10개가 설치되고 장기적으로는 약 30개까지 증설될 것으로 추정함
- ③인성공장 (제4산업단지): 5,000~6,000평 규모로 기존 동백공장의 5배 정도에 해당. 2016년 상반기 중 완공 예정이며, 총 200~300억원이 투입될 전망 (2014년 12월에 40억 원을 투자해 부지 매입 완료)
- 마스크팩 설비의 1대당 가격은 약 1억원 정도로, 보통 발주 후 인도까지 약 두 달이 소요되며 인도 후 바로 가동이 가능한 것으로 알려짐
- 동사는 동백 공장 Capa 만으로는 폭발적 수요 증기에 대응하는데 차질이 있어 이를 해결하기 위해 2015년 1분기부터 에센스 제조를 제외한 기타 공정의 외주 위탁 생산을 시작했음

투자의견 매수, 목표주가 110,000원 유지

- 목표주가 110,000원 유지. 목표주가는 12M Fwd EPS 3,185원에 Target PE multiple 35x(2014년 PER 25% 할증)를 적용해 산정. 현 주가는 12M Fwd EPS 기준 PER 26x 수준
- 1Q15 매출 568억원(+152% yo), 영업이익 159억원(+951% yo)의 호실적 예상. 2014년에 영업이익이 10배 성장한 데 이어 2015년에도 3배 이상 성장할 전망 (기준 추정치 유지)
- 마스크팩을 기반으로 중국시장에서 형성된 높은 인지도 및 긍정적 브랜드 이미지를 바탕으로 향후 보다 효과적으로 기초화장품 마케팅을 단행할 수 있을 것으로 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	73	120	241	335	446
영업이익	2	22	68	102	143
세전순이익	-5	22	68	102	144
총당기순이익	-2	17	51	78	109
자본구조분석	-3	16	47	71	99
EPS	-191	866	2,601	3,931	5,535
PER	NA	27.5	31.9	21.1	15.0
BPS	2,392	3,277	5,879	9,810	15,345
PBR	1.4	7.3	14.1	8.5	5.4
ROE	-8.0	30.6	56.8	50.1	44.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

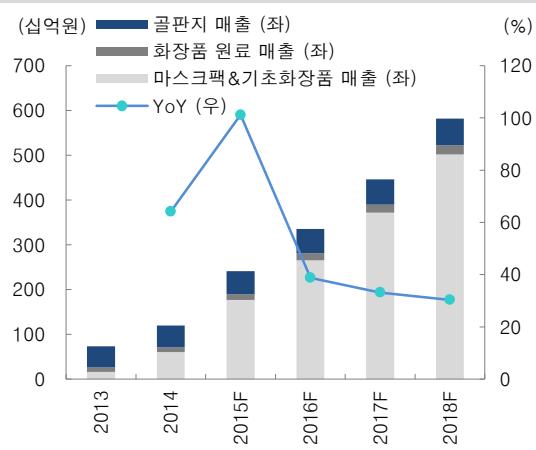
자료: 산성알엔에스, 대신증권 리서치센터

표 1. 산성알엔에스: 목표주가 Valuation

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
연결 EPS(원)	905	2,717	4,107	5,782	7,813
YoY(%)	-554.4	200.3	51.1	40.8	35.1
12M Fwd EPS(원)		3,185			
Target PER(x)		35.0	2014년 PER 25% 할증		
목표주가(원)	110,000				
현재주가(원)	82,900	2015/04/30			
상승여력(%)	32.7				

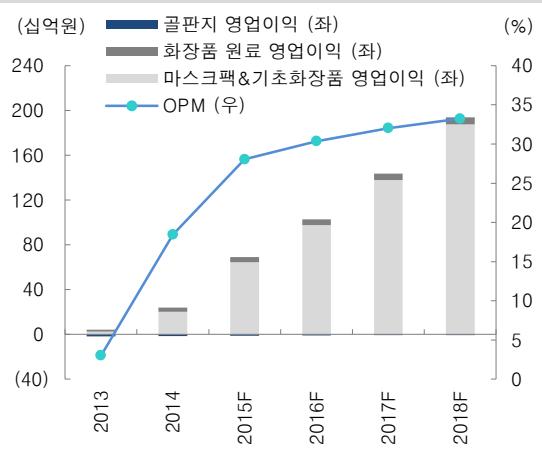
주: 자사주 제외 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 산성알엔에스: 매출액 추이



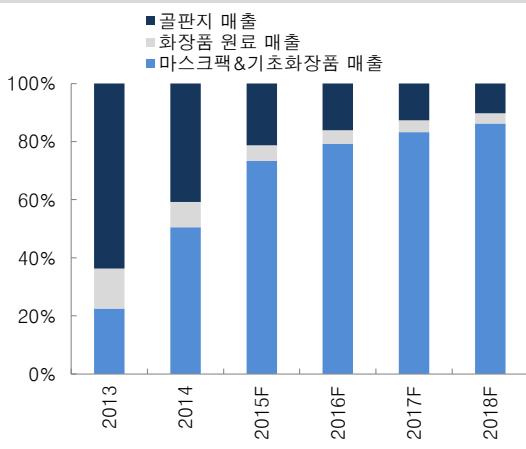
주: 연결 기준
자료: 산성알엔에스, 대신증권 리서치센터

그림 2. 산성알엔에스: 영업이익 및 영업이익률 추이



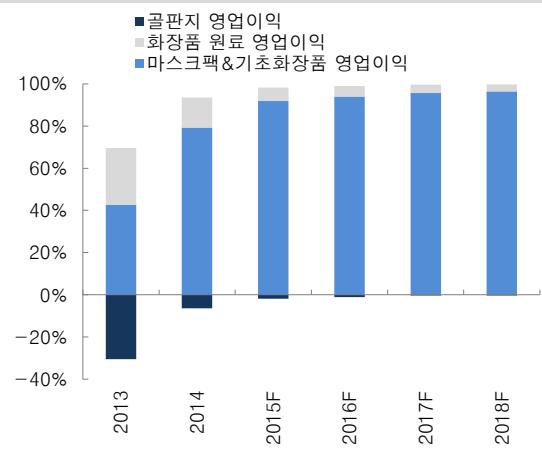
주: 연결 기준
자료: 산성알엔에스, 대신증권 리서치센터

그림 3. 산성알엔에스: 매출액 Breakdown 추이



주: 연결 기준
자료: 산성알엔에스, 대신증권 리서치센터

그림 4. 산성알엔에스: 영업이익 Breakdown 추이



주: 연결 기준
자료: 산성알엔에스, 대신증권 리서치센터

표 2. 산성엘엔에스: 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원 %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F	
매출	22.5	29.4	30.9	37.2	56.8	59.6	61.6	63.5	120.0	241.5	335.2	446.4	
회장품	10.3	18.4	18.3	24.1	44.0	48.1	48.3	49.7	71.1	190.1	281.2	389.8	
별도	8.3	16.1	15.5	20.8	41.3	45.0	45.0	45.8	60.6	177.0	265.5	371.7	
프로스테믹스	2.0	2.3	2.8	3.3	2.7	3.0	3.4	4.0	10.5	13.1	15.7	18.1	
골판지	12.3	11.0	12.6	13.1	12.9	11.5	13.3	13.7	48.9	51.4	54.0	56.7	
YoY(%)	매출	19.7	86.0	68.4	85.0	152.3	102.8	99.1	70.7	64.2	101.2	38.8	33.2
	회장품	34.0	317.5	154.4	243.7	328.8	161.0	164.0	106.2	167.3	167.4	47.9	38.6
	별도					400.0	180.0	190.0	120.0	266.6	191.9	50.0	40.0
	프로스테믹스					35.0	30.0	20.0	20.0	4.1	25.1	20.0	15.0
	골판지	9.9	-3.7	12.9	-0.1	5.0	5.0	5.0	5.0	4.6	5.0	5.0	5.0
비중(%)	매출	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	회장품	45.5	62.7	59.2	64.9	77.3	80.7	78.5	78.4	59.2	78.7	83.9	87.3
	별도	36.6	54.7	50.1	55.9	72.6	75.6	73.0	72.1	50.5	73.3	79.2	83.3
	프로스테믹스	8.9	8.0	9.1	8.9	4.7	5.1	5.5	6.3	8.7	5.4	4.7	4.0
	골판지	54.5	37.3	40.8	35.1	22.7	19.3	21.5	21.6	40.8	21.3	16.1	12.7
영업이익		1.5	6.7	7.0	7.0	15.9	17.9	17.9	16.1	22.1	67.7	101.7	143.0
회장품		1.8	7.1	7.7	7.1	16.2	18.2	18.2	16.5	23.8	69.0	102.8	143.6
별도		1.5	6.0	7.1	5.6	15.3	17.1	17.1	15.1	20.1	64.6	97.6	137.8
프로스테믹스		0.3	1.1	0.7	1.5	0.9	1.0	1.1	1.4	3.6	4.5	5.2	5.8
골판지		-0.3	-0.4	-0.8	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-1.6	-1.3	-1.1	-0.6
YoY(%)	영업이익	98.7	11,689.2	1,170.7	727.4	951.0	167.0	156.7	130.9	903.1	205.8	50.2	40.6
	회장품	255.2	922.7	456.1	398.4	775.7	155.4	135.9	131.7	480.0	190.2	49.0	39.6
	별도					912.3	185.9	141.8	170.9	699.5	220.7	51.2	41.1
	프로스테믹스					170.0	-7.7	73.1	-11.2	130.6	22.0	16.5	11.5
	골판지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	영업이익	6.7	22.8	22.5	18.8	27.9	30.0	29.1	25.4	18.5	28.0	30.4	32.0
	회장품	18.0	38.6	42.2	29.4	36.8	37.7	37.7	33.1	33.4	36.3	36.6	36.8
	별도	18.3	37.2	45.6	26.8	37.0	38.0	38.0	33.0	33.2	36.5	36.8	37.1
	프로스테믹스	17.0	47.9	23.6	45.9	34.0	34.0	34.0	34.0	34.9	34.0	33.0	32.0
	골판지	-2.8	-3.8	-6.0	-0.9	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-3.3	-2.5	-2.0	-1.0
비중(%)	영업이익	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	회장품	122.5	106.2	110.8	101.8	102.0	101.6	101.9	102.1	107.4	101.9	101.1	100.4
	별도	99.9	89.5	101.4	79.9	96.2	95.8	95.5	93.7	90.9	95.3	96.0	96.4
	프로스테믹스	22.5	16.7	9.5	21.9	5.8	5.8	6.4	8.4	16.5	6.6	5.1	4.0
	골판지	-22.5	-6.2	-10.8	-1.8	-2.0	-1.6	-1.9	-2.1	-7.4	-1.9	-1.1	-0.4
매출총이익		5.1	11.4	12.6	15.5	21.4	24.9	26.4	27.1	44.6	99.8	143.3	190.8
세전이익		1.3	6.6	7.1	6.9	15.8	17.8	17.9	16.1	21.9	67.7	102.2	144.0
순이익(지배)		0.9	4.7	5.1	4.8	10.9	12.3	12.3	11.1	15.5	46.7	70.5	99.3
EBITDA		2.4	7.6	7.9	8.1	17.0	19.0	19.0	17.3	25.9	72.3	107.3	149.3
YoY(%)	매출총이익	-10.4	241.6	198.1	242.5	319.4	118.4	108.9	74.7	150.9	123.5	43.6	33.2
	세전이익	216.3	흑전	890.3	흑전	1,094.5	168.8	152.9	134.0	흑전	208.7	51.1	40.8
	순이익(지배)	239.4	흑전	896.2	흑전	1,147.7	161.4	140.8	129.5	흑전	200.3	51.1	40.8
	EBITDA	211.2	369.6	472.5	376.1	619.7	150.9	141.9	113.8	375.5	179.4	48.3	39.2
매출총이익률(%)		22.6	38.8	40.8	41.7	37.6	41.8	42.8	42.7	37.2	41.3	42.7	42.7
세전이익률(%)		5.9	22.6	22.9	18.5	27.9	29.9	29.0	25.4	18.3	28.0	30.5	32.2
순이익률(지배)(%)		3.9	16.0	16.6	13.0	19.2	20.7	20.0	17.5	12.9	19.3	21.0	22.2
EBITDA 마진률(%)		10.5	25.8	25.5	21.7	29.9	31.9	30.9	27.2	21.6	29.9	32.0	33.5

자료: 산성엘엔에스, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액		73	120	241	335	446
매출원가		55	75	142	192	256
매출총이익		18	45	100	143	191
판매비와관련비		16	22	32	42	48
영업이익		2	22	68	102	143
영업이익률		3.0	18.5	28.0	30.4	32.0
EBITDA		5	26	72	107	149
영업외손익		-7	0	0	1	1
관계기업손익		0	0	0	0	0
금융수익		0	0	1	1	2
외환관련이익		0	1	0	0	0
금융비용		-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실		0	0	0	0	0
기타		-6	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익		-5	22	68	102	144
법인세비용		3	-5	-16	-25	-35
계속사업순손익		-2	17	51	78	109
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		-2	17	51	78	109
당기순이익률		-30	14.2	21.2	23.1	24.4
비자비자분순이익		1	2	5	7	10
자비자분순이익		-3	16	47	71	99
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		0	0	0	0	0
포괄손이익		1	17	51	78	109
비자비자분포괄이익		1	2	5	7	10
자비자분포괄이익		0	16	47	71	99

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산		30	45	99	174	283
현금및현금성자산		5	15	40	93	175
매출채권 및 기타채권		11	16	32	44	60
자산증가		5	7	13	19	25
기타유동자산		9	7	14	18	24
비유동자산		45	52	60	66	72
유형자산		41	47	55	61	67
관계기업투자금		0	0	0	0	0
기타비유동자산		4	5	5	5	5
자산총계		75	97	158	240	355
유동부채		22	25	35	40	47
매입채무 및 기타채무		9	13	20	25	31
차입금		9	6	6	5	5
유동부채		4	2	6	5	6
기타유동부채		1	4	4	5	5
비유동부채		7	8	8	8	8
차입금		6	3	3	3	3
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		1	5	5	5	6
부채총계		29	33	43	49	55
자본부분		43	59	105	176	275
자본금		9	9	9	9	9
자본잉여금		24	24	24	24	24
이자잉여금		13	28	75	145	245
기타자본변동		-2	-2	-2	-2	-2
비자자본		3	5	9	16	24
자본총계		46	64	115	192	300
순자본금		5	-10	-39	-97	-185

Valuation 지표		(단위: 원 배 %)				
		2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS		-191	866	2,601	3,931	5,535
PER		NA	27.5	31.9	21.1	15.0
BPS		2,392	3,277	5,879	9,810	15,345
PBR		1.4	7.3	14.1	8.5	5.4
EBITDAPS		303	1,443	4,031	5,979	8,325
EV/EBITDA		12.6	16.3	20.2	13.1	8.9
SPS		4,074	6,691	13,461	18,683	24,885
PSR		0.8	3.6	5.1	3.7	2.8
CFPS		343	1,502	4,094	6,042	8,388
DPS		0	0	0	0	0

재무비율		(단위: 원 배 %)				
		2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성						
매출액증가율		24.0	64.2	101.2	38.8	33.2
영업이익증가율		155.6	903.1	205.8	50.2	40.6
순이익증가율		적지	흑선	200.2	51.1	40.8
수익성						
ROIC		1.9	30.2	71.1	83.3	97.3
ROA		3.0	25.7	53.1	51.1	48.1
ROE		-8.0	30.6	56.8	50.1	44.0
인정성						
부채비율		62.6	51.6	37.8	25.4	18.4
순자본비율		10.5	-16.2	-33.6	-50.7	-61.8
이자보상배율		2.2	35.9	90.3	107.2	122.4

자료: 산성알엔에스 대신증권 리서치센터

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름		5	28	47	78	108
당기순이익		-2	17	51	78	109
비현금화목의기감		8	10	22	31	41
감각상각비		3	4	5	6	6
외환손익		0	0	0	0	0
자본법평기준익		0	0	0	0	0
기타		5	6	18	25	35
자산부채의증감		-1	3	-10	-7	-9
기타현금흐름		0	-1	-16	-24	-34
투자활동 현금흐름		1	-14	-20	-19	-19
투자자산		3	-1	0	0	0
유형자산		-2	-10	-12	-12	-12
기타		1	-4	-8	-7	-8
재무활동 현금흐름		-4	-4	3	-1	0
단기차입금		1	-3	-1	0	0
사채		-1	2	0	0	0
장기차입금		-3	-2	0	0	0
유상증자		0	0	0	0	0
현금배당		0	0	0	0	0
기타		-1	-2	3	0	0
현금의증감		2	10	25	53	82
기초현금		2	5	15	40	93
기말현금		5	15	40	93	175
NOPLAT		1	17	51	77	108
FCF		2	11	44	70	103

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사례에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 입력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박신애)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 원벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]



투자등급관련사항

산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상