2016년 8월 22일

대봉엘에스 (078140)

흔들리지 않고 피는 꽃이 어디 있으랴

Mid-Small Cap Analyst **최주홍**
02. 3779-8921 juhong@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가 19,700 원
현재주가 13,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

투자의견 'Buy', 목표주가를 19,700원으로 상향

동사에 대해 투자의견 'Buy', 목표주가를 17,400원에서 19,700원으로 상향한다. 목표주가 상향은 적정 P/E에 대한 기준(동종업체 12M Fwd P/E)은 그대로 유지하나, EPS 상향조정에 따른 것이다. 화장품 천연 소재에 대한 강점을 바탕으로 자회사를 통해 단순 원료업체, 그 이상의 체질변화가 예상된다. 또한 향후 원료의약품, 배합사료의 성장성이 돋보이며 스킨케어 원료에서도 약 300개 고객사의 꾸준한 수요로 견조한 성장이 전망된다.

자회사를 통해 단계적으로 진화된 체질 보여줄 전망

동사는 연결 자회사인 코셀러코리아 지분 75.3%(vs 1Q16 60.4%)를 보유하고 있다. 코셀러코리아는 최근 천연 화장품 브랜드이자 '코스메틱 서트 제주' 인증을 받은 '아꼬제(ACCOJE)'를 출시했다. 이 제품은 동사의 원료 및 임상 사업부문을 통해 완성된 제품이다. 올해 하반기에도 코셀러코리아는 다양한 전략(ex. 대기업 연계 등)을 통해 동사의 원료사업과 시너지를 확대할 전망이다. 이를 통해 동사의 체질은 원료업체에서 중장기적 단계적으로 진화할 전망이다.

원료의약품은 해외로, 친환경 어사료(배합사료)는 구조적 수요 증가 예상

동사는 고혈압 및 호흡기 치료제등의 원료의약품을 다수의 국내 제약사에 공급 중이다. 현재는 GMP 설비 인증을 완료해 본격적인 일본 수출을 준비 중이며, 다른 지역(대만 등)으로의 해외 수출 가능성도 있어 보인다. 또한 최근 생사료의 부작용으로 친환경 배합사료에 대한 시장의 수요가 증가하고 있다. 해양수산부가 빠르면 2017년부터 배합사료 사용 의무 법제화를 앞두고 있어 중장기 동사에게도 수혜가 전망된다.

Financial Data

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	52.2	58.6	73.3	84.7	96.7
영업이익	6.4	8.6	11.4	13.4	15.5
세전계속사업손익	6.9	9.2	12.0	14.0	16.5
순이익	5.7	7.5	9.8	11.4	13.4
EPS (원)	491	645	840	977	1,149
증감률 (%)	n/a	31.3	30.2	16.4	17.6
PER (x)	18.1	15.5	16.6	14.2	12.1
PBR (x)	2.0	2.0	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	12.4	10.2	10.4	8.2	6.2
영업이익률 (%)	12.2	14.6	15.6	15.8	16.0
EBITDA 마진 (%)	13.9	16.1	16.8	16.9	16.9
ROE (%)	11.8	13.8	15.6	15.5	15.6
부채비율 (%)	14.8	16.2	14.7	12.8	7.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

Stock Data

KOSDAQ(8/19)		696.2pt
시가총액		1,541억원
발행주식수		11,087천주
52 주 최고가/최저가		15,900 / 8,030원
90 일 일평균거래대금		20.02억원
외국인 지분율		3.5%
배당수익률(16.12E)		0.4%
BPS(16.12E)		5,805원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-11.7%
	6 개월	6.4%
	12 개월	37.2%
주주구성	박종호외 8 인	50.9%

Stock Price

이베스트투자증권

화장품 원료, 그리고 그 이상의 부가가치

[화장품] 과거 '헤어' 위주→현재 '천연' 원료→향후 자회사와 시너지

동사의 매출액에서 약 60%의 매출비중을 차지하는 화장품 사업부는 과거 계면활성제 등 헤어제품 원료(합성원료)에서 2011년을 기점으로 스킨케어(천연)원료 확대에 나서고 있다.

특히 최근에는 화장품 메이커들이 정제수를 발효수, 고삼추출물, 빙하수, 녹차수 등으로 대체하고 있는 추세이다. 이로써 동사는 화장품 원료의 70~80%를 차지하는 정제수를 대체하는 천연소재 제품을 활발히 연구 중이다. 실제로 이니스프리의 녹차수 라인과 D사의 RG flower(꽃잎수), C사의 디마스트 장미수(장미꽃수), S사의 고삼추출물 등을 납품하는 것이 대표적이며, 화장품 내 원료 비중이 높아 제품의 인기가 높을수록 동사에 대한 이익 기여도도 커질 전망이다.

향후에는 연결종속회사인 코셀러코리아와 P&K임상연구센터와의 시너지가 예상된다. 코셀러코리아는 현재 대봉엘에스의 천연 원료를 공급받아 P&K임상연구센터의 임상을 거친 자체 브랜드 '아꼬제(ACCOJE)'를 출시했으며, 특히 이 제품은 제주 화장품 인증 마크인 '코스메틱 서트 제주'를 획득한 4개 브랜드 중 하나이다. 향후에도 자회사를 통해 대기업과 협력하며 단순 화장품 원료업체를 벗어난 단계적인 체질변화가 예상된다.

[원료의약품] 해외수출을 위반 발판 마련 중

동사는 고혈압 치료제 및 호흡기 치료제 등의 원료의약품(매출 비중 약 30%)을 다수의 국내 제약 회사에 공급하고 있다. 특히 호흡기 질환 치료에 쓰이는 '에도스테인' 원료를 생산하고 있는데, 현재 일본 업체와 수출 협상을 진행하고 있다. 이를 위해 GMP 설비 인증을 완료해 본격적인 해외 진출을 앞두고 있다. 중장기적으로 국내 호흡기 치료제 시장이 크지 않아 해외시장 진출은 긍정적이라고 판단되며 일본 API 진출을 통해 대만 등 다른 지역 해외 수출도 가시화될 가능성이 있어 보인다.

[사료] 배합사료 수요 증가와 의무사용 법제화 예상돼 중장기 수혜 전망

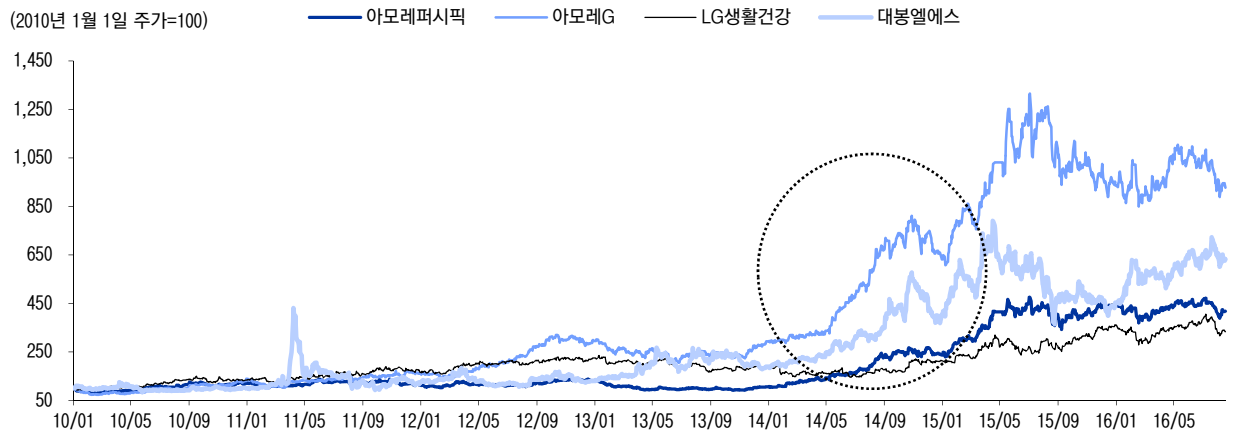
동사의 친환경 배합어사료는 지분법회사인 '대봉엘에프영어조합법인'과 제주도 광어 어식장들에게 공급되고 있다. 2017년을 목표로 해양수산부가 배합사료 의무 사용 법제화를 추진하고 있어 동사에게 중장기적 수혜가 전망된다.

2014~15년, 화장품 섹터 호황으로 부각→최근 THAAD로 투자심리 악화

2014년 한국 화장품 섹터가 호황을 맞이하면서 화장품 원료업체인 동사의 평균 12MF P/E는 2013년 7.2배→2014년 8.8배→2015년 14.8배로 re-rating 됐다. 실제로 과거 3년간(2013년~2015년) 동사의 매출액 성장률(CAGR)은 10.1%, 영업이익 36.8%로 견조한 실적을 보였다.

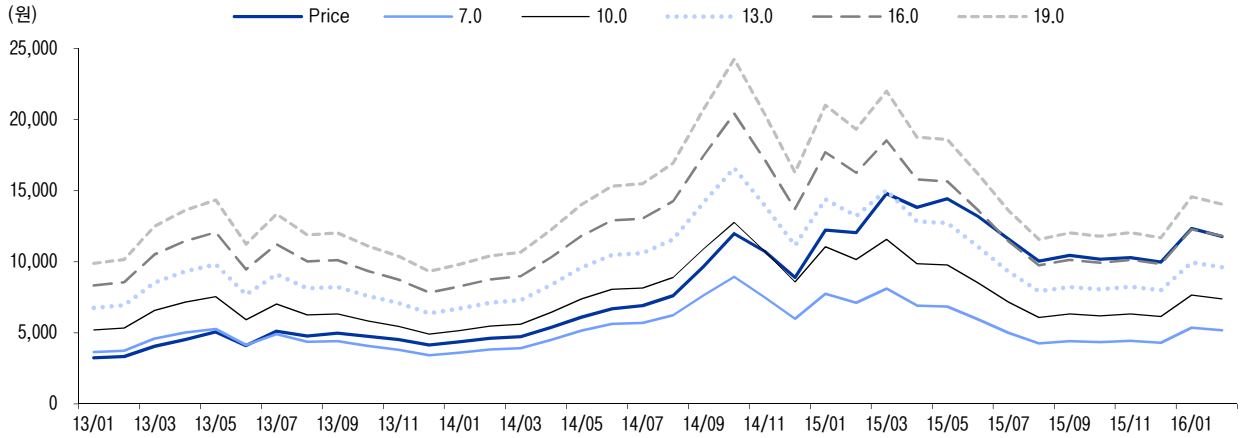
그러나 최근 THAAD(사드)이슈로 전반적인 화장품 섹터의 투자심리가 악화돼 동사의 주가는 고점 대비 약 14% 하락했다. 그러나 1)7월 중국인 입국자 수는 91만명(+256%YoY)으로 매우 견조한 흐름을 보이고 있고, 2)중소형 화장품 업체들 대비, 대봉엘에스의 실적도 상대적으로 견조할 전망이며, 3)이미 THAAD이슈 우려는 주가에 반영돼 향후 추가적 큰 주가 낙폭은 제한적이라고 판단된다. 또한 향후 동사는 화장품 원료업체에서 브랜드업체로서 진화하고 있으며 원료의약품과 광어 배합사료의 견조한 성장도 전망돼 단순 원료업체 이상의 가치에 주목할 필요가 있어 보인다.

그림1 대봉엘에스 주가 추이: 2014 년부터 대형 화장품 업체의 주가 상승과 동행



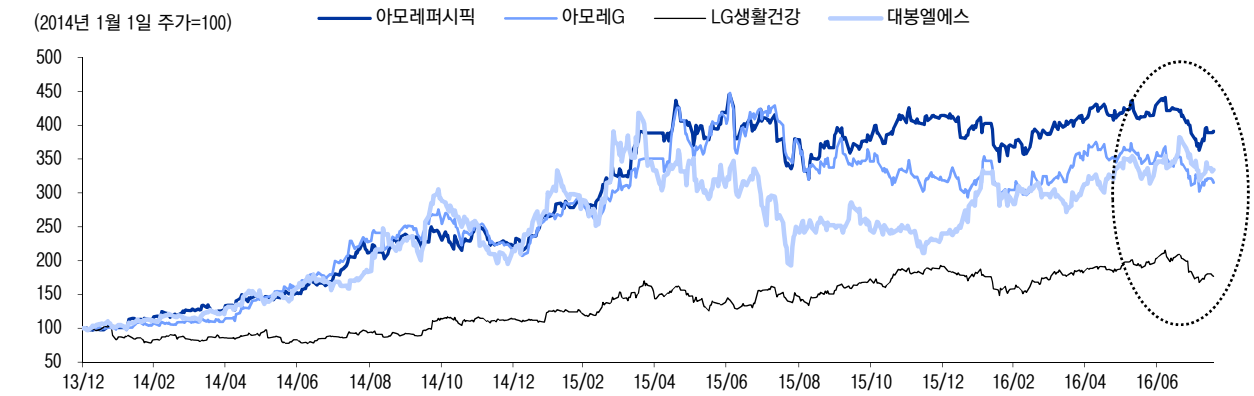
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 대봉엘에스 12MF P/E Band chart: 평균 12MF P/E 는 13 년 7.2 배→14 년 8.8 배→15 년 14.8 배 re-rating



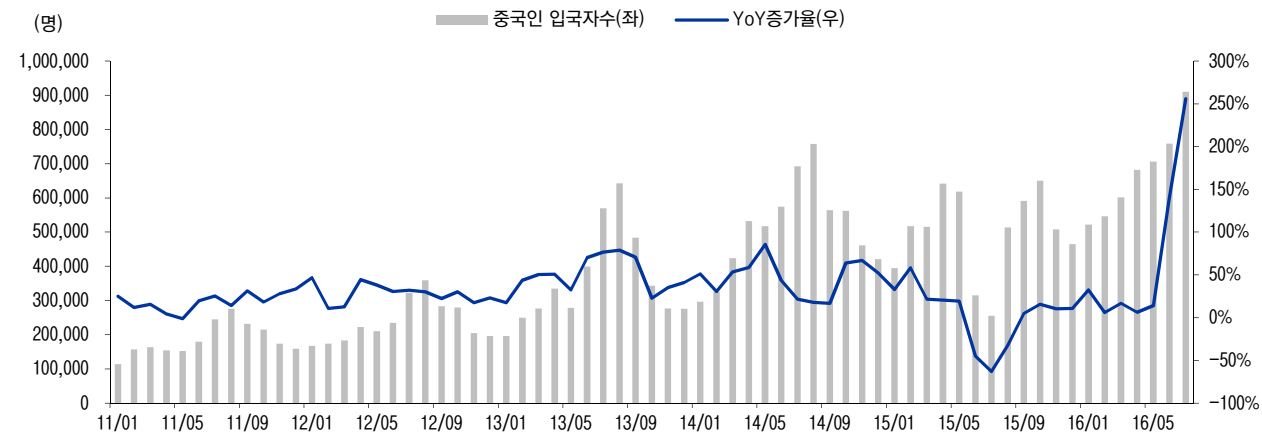
자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 대봉엘에스 주가 추이: 최근 THAAD(사드)영향으로 화장품 섹터 주가 부진으로 동반 하락



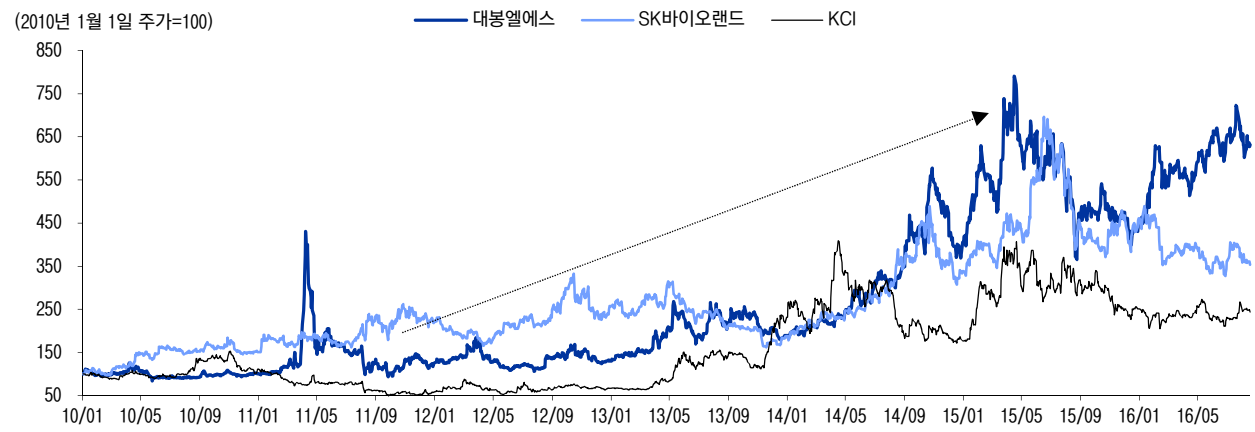
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내 월별 중국인 입국자 수와 YoY 증가율: 7 월 91 만명(+256%YoY)로 견조



자료: 관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 동종 화장품 원료 업체들의 주가도 2014 년부터 본격적으로 상승하기 시작함



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 화장품업체 중국진출 현황: 화장품 섹터, THAAD 이슈로 투자심리 영향. 대봉엘에스는 중국 현지법인 및 공장 없음

기업명	중국공장 위치	중국시장 1Q16 매출액 (억원)	코멘트
아모레퍼시픽	선양(1994) 상해(2014)	2,752.3	중국 진출 브랜드: 설화수, 아이오페, 려, 라네즈, 마몽드, 이니스프리, 에뛰드하우스
LG생활건강	항주	902.0	드봉, 헤르시나 등 중저가 화장품과 일부 생활 용품 생산
코리아나화장품	상해(계획중) 천진	32.84 (아시아 기준)	상해에 제2공장 부지 확보와 신축 시공을 계획 중
한불화장품 (잇츠스킨, 네오팜)	후저우		2017년 상반기 완공 목표
토니모리 (메가코스)	절강성 평호	6.4	용기부터 완제까지 원 스톱 프로세스 시스템 구축 예정
참존	없음		1994년 현지 에이전트를 통해 첫 진출 동북 3성, 북경, 천진 상해 등 중심 판매 시작
나드리화장품	없음		중국의 상아화장품과 기술, 상표권 제공 계약 체결 로열티 받는 방법으로 중국 진출
뉴앤뉴 (OEM&ODM업체)	강소성 소주		2016년 1월 공사 시작해서 5월 경 완공 목표 소주공장의 주요 생산품목은 마스카라, 립스틱 등 색조 화장품 위주
로제화장품 (소망화장품)	강소성 장가항시	73.2 (2015년 기준)	화장품 OEM&ODM생산 및 자체 브랜드 화장품 유통 및 수출입
뷰티엔누리	광저우(2016)		2016년 5월 가동 목표, 하이드로겔 패치 등 연간 200억원 생산규모 예상
웨이나화장품	상해		중국 화야와 합작으로 생산공장 설립 및 연구소 개설
사임당화장품	없음		2011년 광동성 광둥에 판매법인 설립 2013년 중국 한아코스메틱스와 수출 계약 체결함
나우코스	상해(2015)		2014년 중국 상해지사 설립, 2015년 상해공장과 연구소 가동 시작함
아미코스메틱	없음		2012년 11월 아미(상해)무역 유한공사 중국 법인 설립 현재 BRTC, CL4, Pureheals 제품 125개 중국위생허가(CFDA) 완료
불로미화장품	랴오닝		
화진화장품	랴오닝		
에이블씨엔씨(미샤)	없음	116.6	2006년 '미샤' 통해 중국 진출 2016년 1월 국내 최초로 달팽이 크림에 대한 중국위생허가(CFDA) 획득
코스맥스	상해, 광저우	260.4	
한국콜마	북경, 강소성 무석		무석공장 2017년 완공 목표
종우실업	산둥		2004년 중국 위해에 사출공장 설립 현재 상해와 위해 신공장 등 3개의 공장 중국에서 운영 중
코스메카코리아	강소성 소주	72.1(2015년 기준)	중국 신공장 2015년 1월 착공 시작해서 2016년 8월 이전 준공 계획
제닉	상해	43.1	내년 상반기 가동을 목표로 기존 상해 공장 인근에 설비 증설 중 현재 상해공장 Capa 200억원 수준
코스온	없음		중국 환야그룹과 JV설립 환야 제3공장(광저우)에서 별도 화장품 라인 ODM제조 전담
에스엔피월드	청도		2008년 중국 청도 스펀지생산업체와 JV형태로 현지공장 설립함
삼본퍼프	상해		2002년 중국 상해에 생산법인 운영 중
알엔디지케이알 (부자재업체)	산둥		
바이오랜드	강소성 해문(2018)	12.6	2016년 6월 중국 마스크팩 공장 신축 결정 2018년 상반기에 준공할 예정
연우	절강성 오흥구(계획중)	55.7 (아시아 기준)	중국 절강성 오흥구에 있는 화장품 전용 산업단지 내 중국 제조법인 설립

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

향후 동사 주가는 화장품 투자 심리에 영향 받지만, 기업 자체 '차별성' 확대

향후 동사의 주가는 화장품 전반적인 섹터의 흐름과 별개로 갈 수는 없다고 판단된다. 물론 대봉엘에스의 고객사는 약 300업체에 달해 다변화된 고객사와 천연소재에 집중되었다는 점이 동사의 강점이다. 그러나 아직 화장품 원료의 매출비중이 높고, 과거 동사의 주가도 화장품 전체 섹터의 주가 흐름과 동행했기 때문에 향후에도 화장품 섹터의 투자심리에 영향을 받을 것으로 예상된다.

그러나 분명한 점은, 과거 천연 원료업체로서 동사의 역할이 향후에는 브랜드업체로서 확장될 것이라는 점이다. 또한 원료의약품 및 사료부문에서의 성장도 견조해 향후 단순 화장품 원료업체, 그 이상의 '차별화'는 확대될 것으로 판단된다.

표2 대봉엘에스 기업개요

대봉엘에스 기업소개	
설립일	1986년 07월 06일
대표이사	박진오(18%), 박종호(24%)
주요산업	원료의약품, 화장품소재, 건강기능식품 원료 제조
납입자본금	55.4억
자산규모	655억(연결기준, 2015년/별도기준 549억)
매출액	586억(연결기준, 2015년/별도기준 534억)
종업원수	약 100명
본사 및 제1 공장	인천시 남동구 능허대로 649번길 123
제2 공장	인천시 남동구 능허대로 625번길 28
제주분소 및 공장	제주특별자치도 제주시 대학로 102 (재)제주테크노파크
web	www.daebongls.co.kr

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 대봉엘에스의 자회사(지분법관계기업, 연결종속) 및 관련 회사 정리

구분	기업명	지분율	소재지	주요사업내용	상장여부
연결종속	P&K피부임상연구센타(주)	83.30%	한국	피부임상시험 연구	부
연결종속	코셀러코리아(주)	75.25%	한국	화장품 및 의약외품 도소매	부
지분법관계기업	대봉엘에프영어조합법인	35.70%	한국	친환경어사료 제조판매	부
고객사 및 개인회사	유씨엘(주)	0.00%	한국	화장품 ODM,OEM	부

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 대봉엘에스 본사 및 자회사 주요 실적

(백만원)	회사	사업내용	매출 (2015년)	순이익 (2015년)
본사	**대봉엘에스**	화장품 원료, 원료의약품, 사료 및 식품 첨가물	53,414	5,379
자회사	**코셀러코리아**	헤어 및 기초 화장품 OEM, ODM	713	-34
	피엔케이피부임상연구센터	피부임상	4,590	2,304
	대봉엘에프	광어 사료	13,100	700

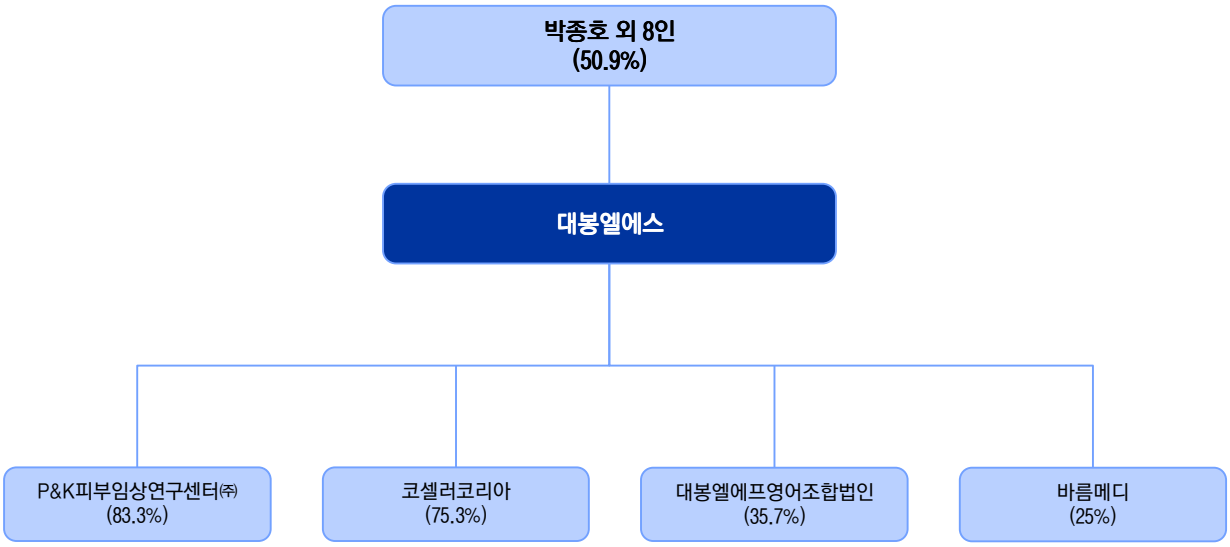
자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 대봉엘에스 본사에서 영위하는 사업군

사업부문	주요 사업 내용
화장품소재	- 프로페셔날 헤어소재(합성제조품)인 L-Cysteine HCl H2O, DL-Cysteine HCl H2O 등 - 화학제품을 전혀 첨가하지 않고 주정(먹는 술)만을 사용하여 만드는 천연 소재 - 정제수 대체 녹차추출물, 꽃잎수, 장미수 등 - 미백, 주름개선, UV차단의 바이오 기능성 소재 제조 판매
원료의약품	호흡기치료제, 고혈압치료제, 소화기관치료제 부문에서 경쟁력 보유. 제네릭원료의약품을 개발, 생산 판매 - Erdosteine: 점액을 분해하여 담의 점도를 낮추며 점막 섬모의 배출 촉진 - N-Acetyl L-Cysteine / S-carbocysteine: 점액의 점도를 낮추고 점액용해작용 - Olmesartan medoxomil, Valsartan, Losartan K: Angiotensin II가 붙는 AT1 수용체를 직접 차단하고 Angiotensin II 작용을 감소시켜 혈압을 저하 - Amlodipine besylate: 혈관, 심장 세포막의 칼슘 채널(Calcium Channel)을 차단해 혈관을 확장시켜 혈압을 낮춤
식품첨가 원료	- 주요 제품은 아미노산인 엘시스틴(L-Cystine), 엘시스테인염산염일수화물(L-Cysteine HCL H2O) - 다수의 아미노산 제조기술 보유 - 어류 성장에 제일 중요한 단백질 소재 등으로 관계회사인 대봉엘에프에 친환경 어사료원료를 공급

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 대봉엘에스 지배구조

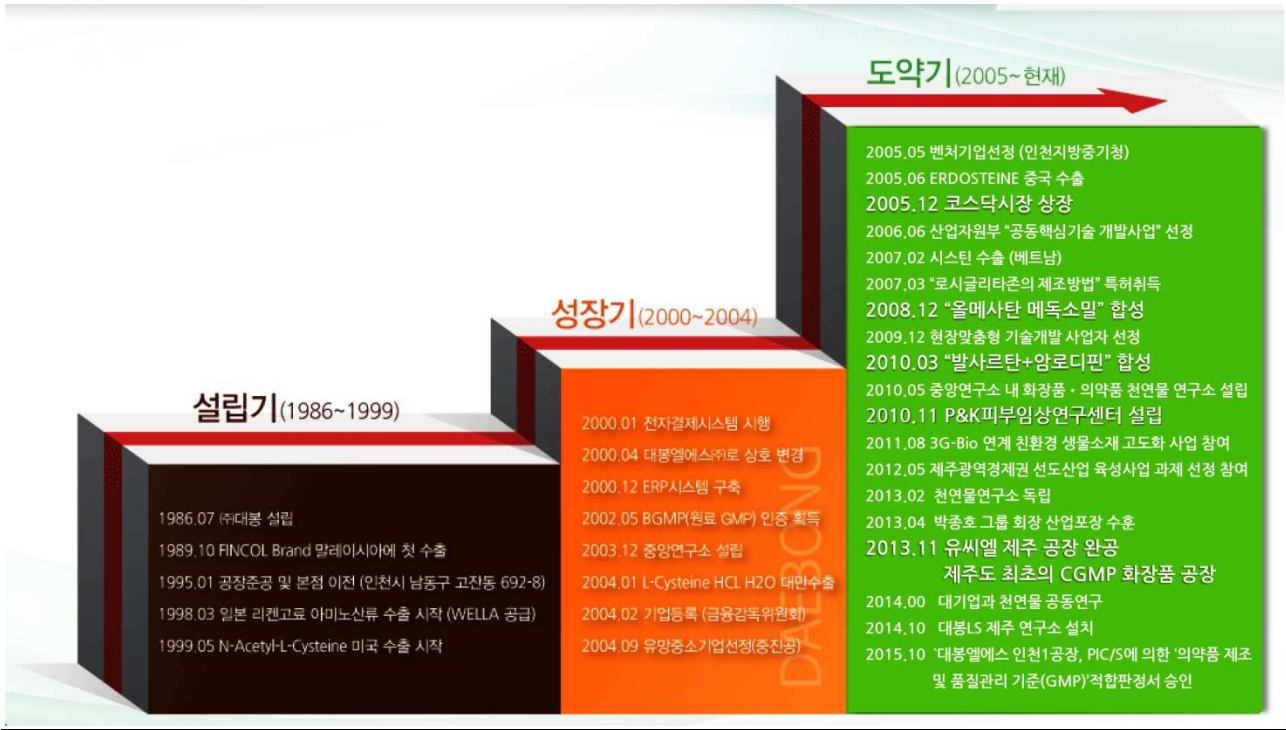


자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 대봉엘에스, 자회사간의 시너지 창출 中

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 대봉엘에스 History(1986 년 ~ 현재)



자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

진화하는 화장품 원료 사업부문

①자회사와 본사가 시너지를 창출!

'코셀러코리아'를 통해 진화하다

동사는 연결 종속회사인 코셀러코리아를 75.25% 보유하고 있다. 올해 1분기 60.4%를 보유하다가 4월에 지분을 확대했다. 코셀러코리아는 기존 헤어 위주 제품에서 최근 기초 천연 화장품 브랜드 '아꼬제(ACCOJE)'를 출시했다. 특히 '아꼬제(ACCOJE)'는 현재 '코스메틱 서트 제주' 인증을 받은 4개 브랜드, 13개 제품 중 하나로 최근 면세점 및 온라인으로 유통채널을 확대시키고 있다.

'아꼬제(ACCOJE)'는 동사의 제주공장에서 원료를 공급받아 인천공장에서 가공됐으며, 또 다른 연결종속자회사인 P&K피부임상연구센터(지분율 83.3%)의 임상을 거쳐 완성된 코셀러코리아의 첫 기초 화장품 제품이다. 향후 동사는 이러한 제품 출시 확대로 본사와 자회사간의 시너지를 극대화할 전망이다.

또한 '아꼬제(ACCOJE)'와 유사한 전략으로 올해 하반기 코셀러코리아는 국내 기업과 협력해 대봉엘에스의 원료사업과 본격적인 시너지를 창출할 전망이다. 특히 현재 화장품시장에서 떠오르는 유통 채널 중의 하나가 홈쇼핑이다. 중소 화장품 업체들이 대기업 화장품 브랜드 대비 선전할 수 있는 판매채널이기 때문이다.

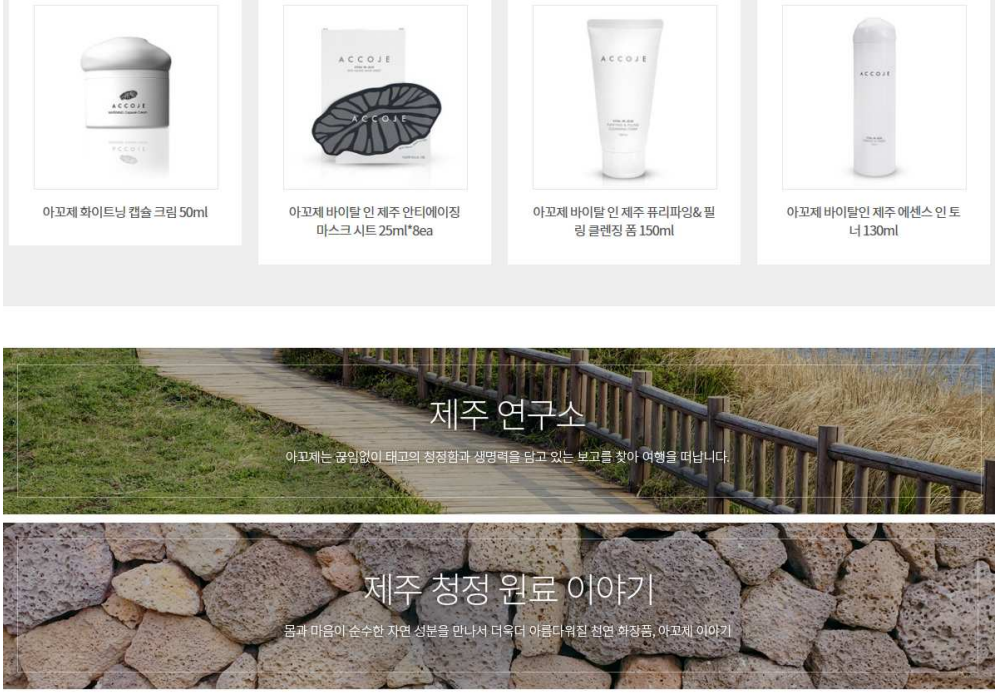
실제로 현재 유통 대기업들이 화장품 사업에 진출하는 사례가 증가하고 있다. 현재 대표적인 PB 화장품 브랜드로는 CJ올리브영의 라운드어라운드와 웨이크메이크, 롯데백화점의 엘앤코스(el&cos)이다. 코셀러코리아도 다양한 전략을 통해 올해 순이익 흑자전환이 전망(2015년 코셀러코리아 순이익 적자→2Q16 적자 축소)된다. 작년 상반기 누적 코셀러코리아의 당기순이익은 -4,493억원이였으나 올해 상반기 누적 -708만원으로 적자는 축소된 상태이다.

표6 대봉엘에스의 계열 및 관계회사 정리

구분	기업명	지분율	소재지	주요사업내용	상장여부
연결종속	P&K피부임상연구센타(주)	83.30%	한국	피부임상시험 연구	부
연결종속	코셀러코리아(주)	75.30%	한국	화장품 및 의약외품 도소매	부
지분법관계기업	대봉엘에프영어조합법인	35.70%	한국	친환경어사료 제조판매	부
고객사 및 개인회사	유씨엘(주)	0.00%	한국	화장품 ODM,OEM	부

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 코셀러코리아의 기초 화장품 브랜드 '아꼬제(ACCOJE)'



자료: 코셀러코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 2016년 상반기 홈쇼핑에서 판매된 화장품 히트상품 정리

홈쇼핑 업체명	화장품 제품	2016년 상반기 판매 등수
현대홈쇼핑	Age 20's 팩트	3등
	셀더마 마스크팩	7등
GS홈쇼핑	Age 20's 팩트	1등
	A.H.C. 스킨케어	2등
롯데홈쇼핑	아가타	7등
CJ오쇼핑	A.H.C. 스킨케어	4등
엔에스쇼핑	엘렌실라 달팽이크림	3등
	신데렐라 마스카라	5등
	참존 탑클래스	6등

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

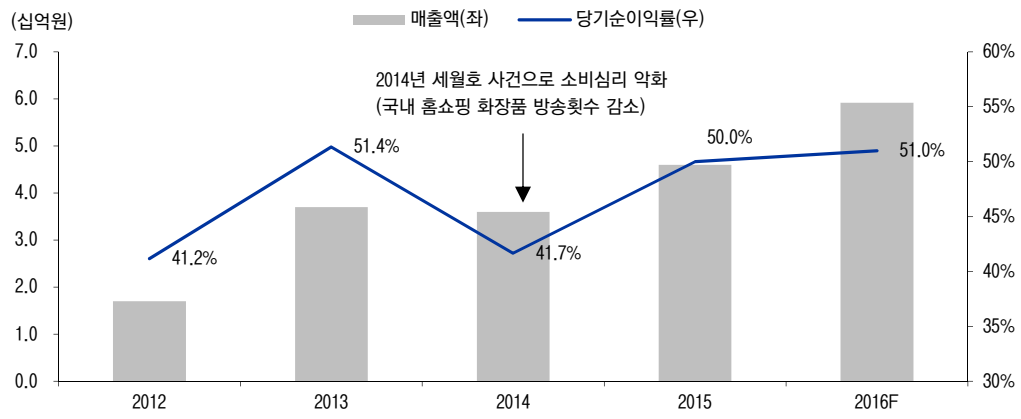
P&K피부임상연구센터의 16년 매출액과 순이익은 각각 +29%YoY, 31.2%YoY 전망

P&K피부임상연구센터(연결종속회사로 동사의 지분율 83.3%)는 화장품 원료의 효능과 기능성을 KFDA 기준으로 평가하고 기술을 지원해주는 업체이다. 2010년 중앙대학교 의학연구소와의 전략적 제휴를 통해 설립됐다. 영업이익률은 약 50%로 높으며 국내 피부임상연구 시장 점유율은 약 20%이다. 경쟁사로는 더마프로, 엘리드 등이 있는 것으로 파악된다.

홈쇼핑 업체들의 화장품 PB상품 강화 및 방송비중 확대에 따른 임상 테스트 수요 증가로 P&K피부임상연구센터의 1Q16 매출액은 작년 대비 99.3%, 순이익은 208.6% 성장했다. 올해 연간으로도 매출액 59억원(+28.6%YoY), 순이익 30억원(+31.2%YoY)의 견조한 실적이 전망된다.

참고로 피엔케이피부임상연구센터의 2013년 매출액과 순이익은 각각 37억원, 19억원을 기록했지만 2014년 순이익은 세월호 사건으로 인한 시장상황 악화(국내 홈쇼핑 화장품 방송횟수 감소)로 15억원으로 감소했다. 그러나 곧 시장 정상화로 2015년에는 매출액, 영업이익, 순이익이 모두 14년 대비 각각 +27.8%, +36.8%, +53% 고성장했다.

그림10 P&K 피부임상연구센터의 매출액과 당기순이익률 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

②현명한 소비 증가로 화장품 원료의 중요성 확대

화장품 구매에 있어서 원료의 주성분을 확인한 후, 구입하는 소비자들이 증가하고 있다. 과거에는 유명 브랜드의 제품을 믿고 구입했다면, 이제는 실체를 알고 구입하자는 현명한 소비자들이 꾸준히 증가하고 있기 때문이다. 실제로 '화해' 등 화장품 성분을 분석해주는 어플리케이션이 여성들 사이에서 상당한 인기를 끌고 있으며, 이에 따라 화장품 업체들도 천연원료에 대한 첨가 비율을 확대하고 있는 추세이다. 따라서 향후 화장품 원료개발에 대한 투자는 구조적으로 증가할 전망이다.

표8 피해야 할 대표적인 화장품 성분

성분		부작용
디엠디엠 하이단토인	DMDM Hydantoin	포름알데히드 방출, 접촉성 피부염의 주요 원인
벤조페논, 옥시벤존	Benzophenone, Oxybenzone	알레르기 유발 및 호흡기, 소화기 장애를 일으킴
비에이치에이	BHA	발암물질, 유전자 이상 유발
크리클로산	Tricolosan	면역력 저하, 수정능력 저하, 신장 독성 유발
파라벤	Paraben	접촉성 피부염, 알레르기, 주름의 원인
향료	Frangrance	두통, 기관지 자극

자료: 각종 기사, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 주요 화장품에 함유된 피해야 할 성분

브랜드명	제품명		피해야 할 성분
키엘	키엘 울트라 훼이셜 크림		프로필파라벤
에스티로더	에스티로더 나이트 리페어		레티닐팔미테니트, 메칠파라벤
아모레퍼시픽	베리떼 스킨 워터리 크림		향료
LG생활건강	빌리프 모이스처라이징밤		향료
이니스프리	더 그린티 씨드 크림		향료

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

동사의 매출액에서 약 60%의 매출비중을 차지하는 화장품 사업부는 과거 계면활성제 등 헤어제품 원료(합성원료)에서 2011년을 기점으로 스킨케어 천연 원료 확대에 나서고 있다. 특히 최근에는 화장품 메이커들이 천연 원료에 대한 수요를 증가시키고 있고, 또 정제수를 발효수, 고삼추출물, 빙하수, 녹차수 등으로 대체하고 있는 추세이다. 이로써 동사는 화장품 원료의 70~80%를 차지하는 정제수를 대체하는 천연소재 제품을 활발히 연구 중이다. 실제로 이니스프리의 녹차수 라인과 D사의 RG flower(꽃잎수), C사의 디마스트 장미수(장미꽃수), S사의 고삼추출물 등을 납품하는 것이 대표적이며, 화장품 내 원료 비중이 높아 제품의 인기가 높을수록 동사에 대한 이익 기여도도 커질 전망이다.

또한 5월 출시한 L사 B브랜드(제주특별자치도 공식 인증 화장품)의 피토 모이스쳐 라인에도 동사의 원료가 납품돼 향후 꾸준한 매출처 다변화가 시현될 것으로 예상된다. 이러한 다양한 고객사의 원료 수요 및 이니스프리 녹차수 라인의 고성장에 대비해 동사는(인천 1,2공장, 제주도 공장 보유)는 16년 1공장의 화장품 설비를 연간 2,500톤→4,500톤으로 확장했으며 4월 28일 준공, 5월부터 시범운영에 들어갔다. 증설효과는 하반기에 반영될 전망이다. 현재 증설 된 물량의 가동률은 약 50%이다. 추가적으로 동사는 제주도에 연 600톤의 설비를 보유하고 있으며 이 중 화장품 설비는 약 400톤, 식품부문은 200톤 캐퍼를 보유하고 있다.

제주도 인증마크 의무화로 향후 제주 원료부문의 매출 확대 전망

올해 5월부터 제주도 컨셉의 마케팅을 위해서는 제주특별자치도에서 만든 화장품 인증마크인 '코스메틱 서트 제주'를 획득해야 한다. 이 마크를 얻기 위해서는 1)제주도 원료 10% 이상을 사용하고, 2)제주도에서 생산된 원료가 포함되어야 한다. 현재 '코스메틱 서트 제주' 인증을 받은 화장품은 4개 브랜드, 13개 제품이다. 대봉엘에스의 연결종속 자회사인 코셀러코리아의 '아꼬제 화이트닝 캡슐 라인' 3종을 포함해 LG생활건강의 '비욘드 피토 모이스처 라인' 6종, '더페이스샵 제주 화산토 라인' 3종, 제주도내 화장품 회사 미라클코스메틱의 '뽀얀미 마스크팩' 1종이다.

이로써 제주도에 600톤의 캐파를 보유하고 있는 동사에게 제주 마케팅을 위한 고객사의 수요도 증가할 전망이다. '코스메틱 서트 제주' 를 획득하기 위해서는 제주도에서 생산된 원료를 반드시 사용해야 하기 때문이다. 현재 대봉엘에스는 자회사인 코셀러코리아의 '아꼬제(ACCOJE)'와 LG생활건강의 '비욘드 피토 모이스처 라인'에 납품 중이다.

표10 제주도 내 화장품 업체 리스트

업체명	Capa	라인업/기타
아모레퍼시픽		설록다원 공장
㈜콧데	연 600만개	오썸(O'SUM)
유씨엘(OEM,ODM업체	연 480만개	아꼬제 - 메이드 인 제주
대봉엘에스	연 600톤	화장품 원료 생산업체
제주사랑농수산		제주 최초로 화산석 화장품 개발
바이오랜드		제주 용암해주 화장품 원료공장 준공(2016.06.17)
코스맥스	연 200만개	
금성테크	연 300만개	
자담		도내기업
장원		도내기업

자료: 각사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 더페이스샵의 제주화장품 인증 마크

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 제주화장품 인증 마크(Cosmetic cert JEJU)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2014년부터 이니스프리 녹차수 라인에 독점 납품하기 시작하다

이니스프리는 녹차수, 화산송이, 용암해수, 에코사이언스 등 제주도 컨셉의 자연주의 브랜딩을 추구하고 있으며 2020년까지 그린티 라인 매출비중을 30%까지 확대할 전략이다. 이니스프리의 2015년 매출액은 5,921억원(+29.6%YoY), 영업이익 1,256억원(+64.3%YoY, 영업이익률 21.2%), 당기순이익 945억원(+56.3%YoY)으로 견조한 성장을 시현하고 있으며 이니스프리의 매장수도 2013년 43개→14년 104개→15년 203개→16년E 283개로 꾸준히 성장할 전망이다.

현재 이니스프리는 총 32개의 컨셉 라인으로 제품군은 약 322개를 보유하고 있으며 이 중 그린티 라인이 41개 제품으로 가장 많은 비중을 차지하고 있다. 그린티 제품은 이니스프리의 Top 10 Best seller 10개의 품목 중, 4개의 품목을 차지(표11 참고)하며 인기가 높다.

동사는 14년 3월 이니스프리 생녹차를 단독 납품 시작해 정제수를 대체하고 있다. 기존에는 원료 회사인 B사가 녹차수를 납품했으나 품질문제로 동사가 독점 납품하게 된 것으로 파악된다. 이니스프리 세럼 기준 녹차수 비율은 77.1%에 달해 향후 동사의 실적은 그린티 제품의 높은 성장과 동반할 것으로 판단된다. 실제로 2014년 3월 이니스프리에 녹차수를 첫 독점 납품했을 때 별도 기준 2014년 동사의 매출액은 22%, 2015년에는 12% 성장했다.

표11 이니스프리 스테디셀러 Top 10: 녹차수 제품 4 개

순위		제품	순위		제품
1		**더 그린티 씨드 크림**	6		에코 사이언스 링클 스팟 에센스
2		제주한란 인리치드 크림	7		애플 쥬시 클렌징 오일
3		**더 그린티 씨드 세럼**	8		**그린티 밸런싱 크림**
4		자연발효 에너지 에센스	9		**그린티 밸런싱 스킨케어 2종세트**
5		에코 사이언스 아이크림	10		올리브 리얼 스킨케어 2종 세트

자료: 이니스프리, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 대봉엘에스의 녹차수 매출 비중 추정치

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
이니스프리 매출액	82.9	140.5	229.4	332.8	456.7	592.1	724.8	887.9	1,074.4	1,293.6	1,500.0
YoY(%)		69.5%	63.3%	45.1%	37.2%	29.6%	22.4%	22.5%	21.0%	20.4%	16.0%
녹차수 제품 매출액			22.9	39.9	77.0	112.5	154.6	208.7	275.8	360.0	450.0
YoY(%)				74.2%	93.0%	46.1%	37.4%	35.0%	32.2%	30.5%	25.0%
이니스프리 내 녹차수 매출비중(%)			**10.0%**	**12.0%**	**16.9%**	**19.0%**	**21.3%**	**23.5%**	**25.7%**	**27.8%**	**30.0%**
대봉엘에스 별도기준 매출액	33.4	37.3	41.8	39.2	47.7	53.4	66.7	77.1	89.5	93.5	100.3
YoY(%)		11.7%	12.1%	-6.2%	21.7%	12.0%	24.9%	15.5%	16.1%	4.5%	7.3%
대봉엘에스 생녹차수 매출액(추정)					2.4	3.9	6.1	8.6	11.5	14.3	17.2
YoY(%)						62.5%	56.4%	41.0%	33.7%	24.3%	20.3%
대봉의 녹차수 매출비중 추정치(%)					**5.0%**	**7.3%**	**9.1%**	**11.2%**	**12.9%**	**15.3%**	**17.1%**

자료: 이니스프리, 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

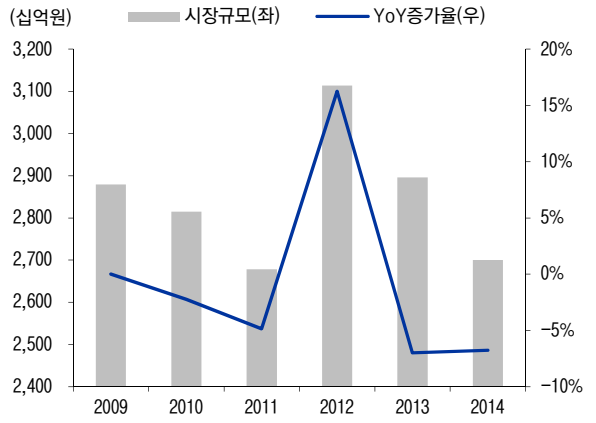
원료의약품, 식품사료 사업부문도 견조한 성장

원료의약품 해외수출을 위반 발판 마련 중

동사는 고혈압 치료제 및 호흡기 치료제 등의 원료의약품을 다수의 국내 제약 회사에 공급하고 있다. 국내 원료의약품 시장규모는 약 2조 7천억원이며, 특히 동사는 호흡기와 고혈압 API(Active Pharmaceutical Ingredients)에 집중하고 있다. 호흡기 약물 분야에서는 저항력을 강화시켜 호흡기 치료에 도움을 주는 에도스테인(Erdosteine) 원료를 생산하고 있다. 그리고 고혈압 약물 분야에서는 발사르탄(Valsartan), 올메사탄메독소밀(Olmesartan medoxomil), 로자탄칼륨(Losartan potassium) 등 60~70%의 경증 고혈압 환자 혈압을 조절할 수 있는 제품 판매에 집중하고 있다.

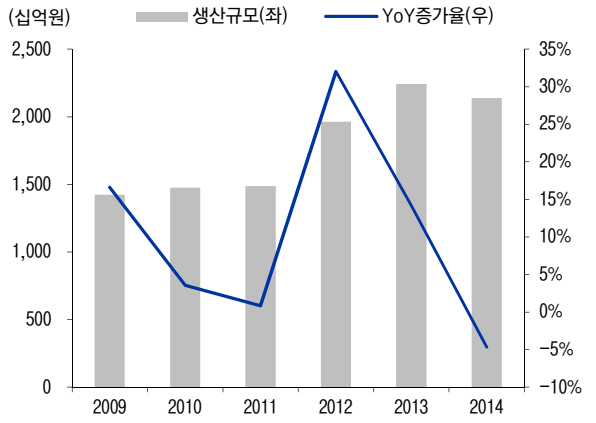
추가적으로 현재 동사는 일본 업체와 수출 협상을 진행 중이다. 수출 품목은 동사의 주력 제품인 호흡기 및 고혈압계 원료의약품이며, 이를 위해 GMP 설비 인증을 2015년 11월에 완료했다. 최근 실사는 마무리된 단계로 본격적인 해외 수출을 앞두고 있다. 또한 동사는 대만 식약처(TFPA)에도 호흡기계 원료의약품 등록을 추진하고 있어 일본 API진출을 통해 다른 해외 수출도 가시화될 가능성이 있어 보인다. 중장기적으로 국내 원료의약품 시장보다 규모가 더 큰 해외시장 진출은 긍정적이라고 판단된다.

그림13 원료의약품 국내 시장규모



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 원료의약품 국내 생산규모



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 대봉엘에스의 호흡기 약물 분야

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 대봉엘에스의 고혈압 약물 분야

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

식품사료 친환경 배합사료 수요 증가. 의무사용 법제화도 가능성 높음

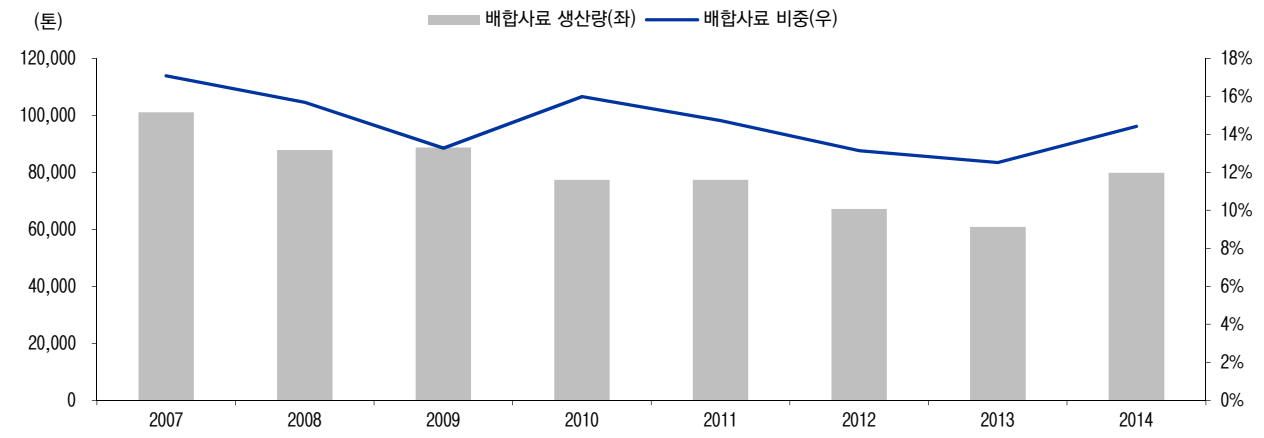
동사의 식품 사료부문은 전체 매출액에서 약 10%를 차지하고 있다. 특히 광어 배합사료는 지분법 관계회사인 '대봉엘에프영어조합법인' 및 대주주 개인회사인 제주도 광어 어식장인 '비봉수산'을 포함한 기타 제주도 광어 어식장에 납품되고 있다. 따라서 향후 배합사료 사용이 의무화가 된다면 동사에게도 수혜가 전망된다.

어류양식장에서 사용하는 사료는 크게 생사료(MP)와 배합사료(EP)로 구분되며 현재 국내 배합사료의 사용 비율은 약 15%에 불과하다. 정부 보조금에도 불구하고 배합사료의 사용률이 저조한 이유는 높은 가격이다. 실제로 1kg당 생사료 가격은 약 600~700원 수준이지만 배합사료 가격은 2,750~3,300원으로 생사료보다 4배 이상 비싸다. 즉, 어민들의 생산비 중 사료비 비중이 생사료는 30~40% 수준이지만 배합사료는 50%를 상회하기 때문에 양식 규모가 커질수록 비용 부담이 커지는 구조이다.

그러나 현재 어류양식에서는 대부분 생사료가 사용돼 우리나라 연근해 어업자원의 고갈이 심화되고 있다. 또한 생사료의 물에 풀어지는 성질 때문에 환경이 악화되고 원료의 질병 등으로 어류의 폐사율이 증가하는 부작용을 야기하고 있다. 이에 반해 배합사료는 단비사료, 보조사료 등을 적정한 비율로 배합 또는 가공한 것으로 수산물 대량 생산국가에서 생산한 원어를 주요 원료로 사용한다. 이로써 수산자원 남획을 방지할 수 있고 수분함량도 낮아 물에 부상해 유실률이 적다는 장점이 있다. 또한 어장 환경오염을 저감시키는 장점 외로, 냉동창고나 분쇄기가 필요 없어 인력감소 등 경영비 절감에도 유리하다.

이와 같은 이유로 2017년부터 해양수산부가 양식업자에 대한 보조금 지급과 배합사료 의무 사용 법제화를 추진하고 있어 동사에게 중장기적 수혜가 전망된다. 특히 배합사료 사용은 일본과 노르웨이 등 선진국에서 이미 법제화가 되어있기 때문에 한국도 향후 법제화에 대한 가능성은 높다고 판단된다.

그림17 국내 양어용 배합사료 생산량과 비중



자료: 기사, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망

2016년E 매출 733억원(+25%YoY), 영업이익 114억원(+34%YoY) 전망

2016년 동사의 매출액은 733억원(+24.9%YoY), 영업이익 114억원(+33.6%YoY), 지배주주순이익 93억원(+30.3%YoY)으로 견조한 성장이 전망된다. 기존 추정치에서 2016년 영업이익을 6.8%, 지배주주순이익을 14.5% 상향 조정했다. 이익단에서는 코셀러코리아와 P&K임상연구센터의 본격적인 이익성장과 화장품 원료 부문 믹스개선 효과를, 영업외단에서는 지분법회사인 대봉엘에프의 경영정상화에 따른 실적 개선을 반영했다.

특히 화장품 원료부문에서 이니스프리가 매출액에서 녹차수 라인 제품의 매출 비중을 15년 19%→16년E 21.3%→20년E 30%로 확대할 것으로 계획하고 있어 동사에게 중장기 수혜가 예상되며 이니스프리 더 그린티 씨드 세럼 기준, 동사의 녹차추출물 성분 비율은 77.1%에 달한다. 이니스프리 외로 D사의 RG flower(꽃잎수), C사의 디마스트 장미수(장미꽃수), S사의 고삼추출물 등을 납품하며 정제수를 대체하는 천연원료에 대해 강점을 보유해 향후 제품 믹스 개선은 지속될 전망이다. 인천 1공장의 증설효과는 올해 하반기부터 본격적으로 반영될 것으로 판단(현재 증설분 가동률 50%)된다.

또한 현재 동사는 자회사를 통해 단순 원료업체를 넘어서 브랜드 업체로 단계적 체질 변화를 시작했다. 지분 75.25%를 보유하고 있는 연결종속 자회사인 코셀러코리아는 아꼬제(ACCOJE), 대기업 연계상품을 출시를 통해 올해 흑자전환이 예상된다. 또한 피엔케이임상연구센터(지분율 83.3%)도 홈쇼핑 업체들의 화장품 PB상품 강화 및 방송 비중 확대로 1Q16 매출액은 작년 대비 99.3%, 순이익은 208.6% 성장했다. 올해 연간으로도 매출액 59억원(+28.6%YoY), 순이익 30억원(+31.2%YoY)의 견조한 실적이 전망된다.

지분법대상회사인 대봉엘에프의 경우, 2014년 4월부터 11월까지 세월호사건으로 어업활동 중지로 횟감수요가 감소돼 양식산업에 타격이 있었다. 이로 인해 특히 소규모 양식장이 도산되는 경우가 증가했고 대형 양식장도 경영이 악화됐으나, 2015년 4분기부터 점차 회복세를 보이기 시작했다. 올해 대봉엘에프의 매출액은 180억원(+37.4%YoY), 당기순이익 13억원(+85.7%YoY)으로 견조한 성장이 전망된다.

표13 실적 추정치 변경 내역: 매출액은 변화 없음, 16년 영업이익과 지배주주순이익 각각 기존 대비 6.8%. 14.5% 상향

	기존 추정치			신규 추정치			실적 상향치		
(십억원)	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
매출액	73.3	84.7	96.7	73.3	84.7	96.7	0.0%	0.0%	0.0%
영업이익	10.7	12.4	14.3	11.4	13.4	15.5	6.8%	7.5%	8.1%
지배주주순이익	8.1	9.2	10.7	9.3	10.8	12.7	14.5%	17.2%	18.3%

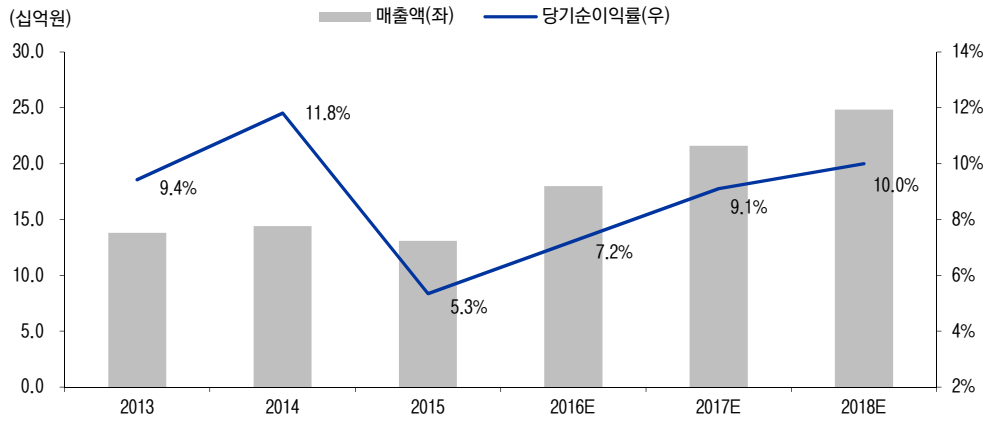
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 대봉엘에스의 실적 추이와 추정치

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**44.4**	**43.8**	**52.2**	**58.6**	**73.3**	**84.7**	**96.7**
YoY(%)		-1.3%	19.1%	12.5%	24.9%	15.6%	14.2%
별도매출액	**41.8**	**39.2**	**47.7**	**53.4**	**66.7**	**77.1**	**89.5**
YoY(%)		-6.2%	21.7%	12.0%	24.9%	15.5%	16.1%
매출원가	36.3	32.4	39.8	43.5	53.5	61.8	70.5
매출원가율(%)	81.9%	74.0%	76.4%	74.2%	73.1%	73.0%	72.9%
매출총이익	**8.0**	**11.4**	**12.3**	**15.1**	**19.7**	**22.9**	**26.2**
판매비와관리비	**4.5**	**5.2**	**6.0**	**6.6**	**8.3**	**9.5**	**10.7**
판관비율(%)	10.1%	12.0%	11.4%	11.2%	11.3%	11.2%	11.1%
영업이익	**3.6**	**6.1**	**6.4**	**8.6**	**11.4**	**13.4**	**15.5**
영업이익률(%)	8.0%	14.0%	12.2%	14.6%	15.6%	15.8%	16.0%
YoY(%)		71.9%	4.1%	34.4%	33.6%	17.1%	15.6%
비영업손익	**0.6**	**0.3**	**0.5**	**0.7**	**0.6**	**0.6**	**1.0**
지분법손익	0.8	0.4	0.6	0.2	0.5	0.7	0.9
세전이익	**4.1**	**6.4**	**6.9**	**9.2**	**12.0**	**14.0**	**16.5**
법인세비용	0.7	1.2	1.2	1.7	2.2	2.6	3.0
법인세율(%)	15.7%	18.1%	17.6%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
당기순이익	**3.5**	**5.3**	**5.7**	**7.5**	**9.8**	**11.4**	**13.4**
지배주주순이익	**3.4**	**5.0**	**5.4**	**7.2**	**9.3**	**10.8**	**12.7**
YoY(%)		48.2%	9.0%	31.3%	30.2%	16.4%	17.6%
비지배주주순이익	0.1	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.7

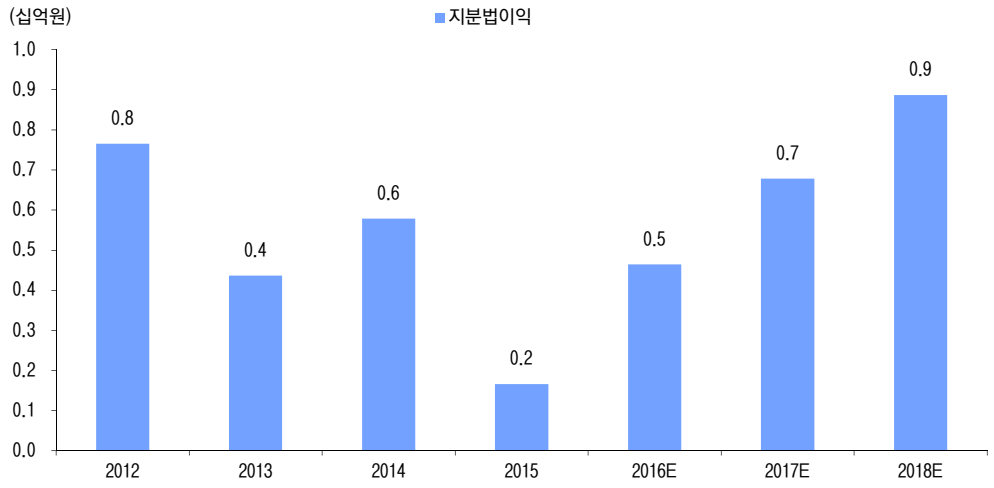
자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 대봉엘에프(지분법 회사로 지분율 35.7% 보유), 올해 경영 정상화 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 대봉엘에스의 지분법이익 추이 및 추정치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3Q16 영업이익 24억원(+21.2% yoy) 전망

동사의 2Q16 연결 매출액은 191억원(+21.9%YoY), 영업이익 34억원(+32.9%YoY), 지배순이익 29억원(+33.7%YoY)으로 견조한 실적을 기록했다. 2분기 매출액은 당사 추정치를 0.4%, 영업이익은 18.5%, 지배순이익은 29.7% 상회한 실적이다. 실적호조의 원인은 화장품원료 사업에서 화장품 성분 비중이 높은 정제수 대체 천연소재의 매출 증가에 기인한다.

특히 최근에는 소비자들이 화장품 원료 성분을 직접 확인해보고 구입하는 추세가 증가하고 있어 화장품업체에게 원료의 중요성은 더욱 커지고 있다. 올해 3분기 동사의 실적도 상반기의 견조한 흐름을 이어갈 전망이다. 3분기 매출액은 전년 동기 대비 27.8% 증가한 173억원, 영업이익은 21.2% 증가한 24억원이 예상된다.

표15 대봉엘에스 분기별 실적 추이 및 추정치

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E
매출액	**13.9**	**15.7**	**13.5**	**15.5**	**17.4**	**19.1**	**17.3**	**19.4**
YoY(%)				21.6%	25.1%	21.9%	27.8%	25.2%
매출원가	**10.7**	**11.5**	**9.8**	**11.5**	**12.8**	**13.6**	**12.9**	**14.2**
매출원가율(%)	76.9%	73.4%	72.7%	73.8%	73.7%	71.5%	74.3%	73.1%
매출총이익	**3.2**	**4.2**	**3.7**	**4.1**	**4.6**	**5.4**	**4.4**	**5.2**
판매비와관리비	**1.6**	**1.6**	**1.7**	**1.6**	**2.1**	**2.0**	**2.0**	**2.2**
판관비율(%)	11.7%	10.3%	12.5%	10.6%	11.8%	10.5%	11.7%	11.2%
영업이익	**1.6**	**2.6**	**2.0**	**2.4**	**2.5**	**3.4**	**2.4**	**3.1**
영업이익률(%)	11.4%	16.4%	14.8%	15.5%	14.5%	17.8%	14.0%	15.9%
YoY(%)				37.6%	59.0%	32.9%	21.2%	27.9%
비영업손익	**-0.1**	**0.2**	**0.0**	**0.5**	**0.0**	**0.3**	**0.1**	**0.2**
세전이익	**1.5**	**2.8**	**2.0**	**2.9**	**2.5**	**3.7**	**2.5**	**3.3**
법인세비용	0.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5
법인세율(%)	18.0%	19.1%	19.7%	16.7%	18.9%	19.2%	22.0%	14.1%
당기순이익	**1.2**	**2.2**	**1.6**	**2.5**	**2.0**	**3.0**	**2.0**	**2.8**
지배주주순이익	**1.2**	**2.1**	**1.6**	**2.3**	**1.9**	**2.9**	**1.9**	**2.6**
YoY(%)				110.5%	66.4%	34.1%	21.1%	14.3%
비지배주주순이익	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

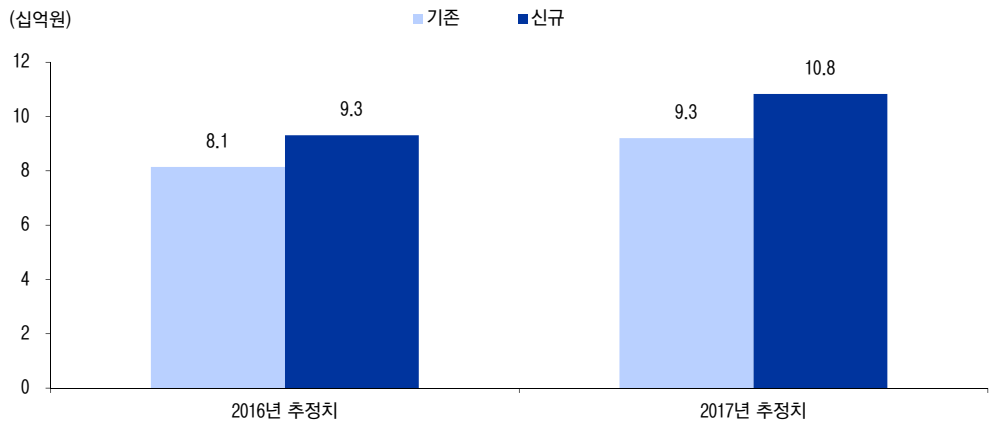
Valuation & 투자의견

투자의견 'Buy', 목표주가 19,700원으로 상향

동사에 대한 투자의견 'Buy', 목표주가를 기존 17,400원에서 19,700원으로 상향한다. 이번 목표주가 상향은 적용 P/E 상향이 아닌, EPS 상향조정에 따른 것이다. 당사는 이번 보고서에서 동사의 2016년 기존 영업이익 추정치를 6.8%, 지배주주순이익을 14.5% 상향 조정했다. 이익단에서 코셀러코리아와 P&K임상연구센터의 본격적인 이익성장과 화장품 원료 부문 믹스개선 효과를, 영업외단에서는 지분법회사인 대봉엘에프의 경영정상화에 따른 실적 개선을 반영했기 때문이다.

산출된 목표주가는 동사의 12M Forward EPS 918원에 적정 P/E 21.5배를 적용했다. 적용된 P/E 21.5배는 동종업체인 KCI와 바이오랜드의 12M Fwd P/E이다.

그림20 2016 년, 2017 년 지배주주순이익 상향 내역



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 목표주가 산출 내역

	2016E P/E	2017E P/E	12M Fwd P/E	비고
KCI	18.5	17.6	18.0	상반기 누적 매출, 영업이익 YoY 증가율 +6.6%YoY, +60.9%YoY
바이오랜드	27.1	23.4	24.9	상반기 누적 매출, 영업이익 YoY 증가율 +23.5%YoY, +13.2%YoY
대봉엘에스	**17.1**	**14.8**	**15.8**	**상반기 누적 매출, 영업이익 YoY 증가율 +23.4%YoY, +42.9%YoY**
대봉엘에스 적정 P/E			21.5배	KCI와 바이오랜드 등 중소형 화장품 OEM업체의 평균
대봉엘에스 12MF EPS(원)			917.8	
목표주가			**19,700원**	**917.8원 X 21.5배**
현재주가			13,900원	
주가 업사이드(%)			**41.7%**	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 대봉엘에스 Peer Valuation

	원료			화장품			ODM	
업체명	대봉엘에스	바이오랜드	KCI	아모레퍼시픽	LG생활건강	아모레G	한국콜마	동종업체 평균
현재주가(8/19)	13,900	21,150	9,910	375,000	941,000	142,500	89,400	
시가총액(십억원)	154.1	318.7	111.1	22,448.0	14,649.8	11,689.3	1,911.6	
주가수익률								
1M	-6.1	-10.6	9.7	-12.7	-19.8	-15.3	-13.4	-9.5
3M	2.9	-10.3	-6.5	-8.3	-7.0	-13.9	-2.9	-9.9
6M	0.4	-17.2	1.9	-6.6	2.0	-5.2	13.5	-6.4
12M	37.1	-25.5	-2.8	2.4	12.5	-21.0	-9.9	-17.5
P/E(x)								
2014	14.4	25.1	34.2	30.9	25.9	32.1	26.0	36.1
2015	18.5	38.2	24.5	43.0	31.2	53.5	38.9	47.1
2016E	17.4	27.1	18.5	30.4	23.6	28.5	31.3	30.2
P/B(x)								
2014	1.6	2.3	2.8	4.1	5.2	2.9	5.0	4.1
2015	2.4	3.4	3.0	7.4	6.7	5.2	8.0	6.5
2016E	2.4	2.5	2.0	6.5	13.7	4.2	7.1	5.6
EV/EBITDA								
2014	12.7	15.6	11.9	20.8	17.6	8.7	17.6	14.6
2015	10.7	23.1	11.7	28.4	22.8	10.1	28.6	19.9
2016E	10.7	15.5	11.6	19.8	15.3	6.7	21.4	14.2
매출액성장률(%)								
2014	19.1	8.4	17.8	25.0	8.1	21.0	63.4	23.7
2015	12.5	5.1	-1.2	23.0	13.9	20.2	16.2	22.3
2016E	24.9	21.6	15.6	23.1	17.1	23.6	24.2	21.2
영업이익성장률(%)								
2014	4.1	22.0	37.6	52.4	3.0	40.3	138.1	46.8
2015	34.4	-11.5	94.1	37.1	33.9	38.6	29.6	41.3
2016E	33.6	16.9	8.9	26.1	28.2	35.2	31.8	29.2
순이익성장률(%)								
2014	7.8	8.6	44.3	44.1	-3.0	40.1	133.3	47.2
2015	32.9	2.1	65.1	51.8	32.7	35.5	38.6	32.7
2016E	16.4	10.8	8.1	27.8	32.4	38.9	39.3	34.9
영업이익률(%)								
2014	12.2	20.9	8.5	14.6	10.9	14.0	10.2	12.7
2015	14.6	17.6	16.6	16.2	12.8	16.1	11.3	15.2
2016E	15.6	16.9	15.7	16.6	14.1	17.8	12.0	15.7
순이익률(%)								
2014	10.9	13.7	8.4	9.9	7.6	10.6	7.1	9.7
2015	12.8	13.3	14.1	12.3	8.8	11.9	8.5	10.7
2016E	12.9	12.2	13.2	12.7	10.0	13.4	9.5	9.2
ROE(%)								
2014	12.1	9.5	8.5	14.1	22.3	12.1	22.3	12.0
2015	14.3	9.1	12.9	18.7	24.6	14.6	22.7	14.1
2016E	15.6	9.5	13.0	20.2	26.3	17.7	25.3	20.2

자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

대봉엘에스 (078140)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	38.1	45.0	54.3	64.8	74.2
현금 및 현금성자산	2.3	4.8	16.9	25.0	34.0
매출채권 및 기타채권	19.1	19.2	20.0	20.0	20.0
재고자산	9.3	10.1	8.0	10.0	10.0
기타유동자산	7.4	10.9	9.4	9.8	10.2
비유동자산	18.5	20.5	20.9	21.4	22.0
관계기업투자등	4.3	4.4	4.4	4.5	4.7
유형자산	12.1	12.0	12.1	12.3	12.7
무형자산	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
자산총계	**56.6**	**65.5**	**75.3**	**86.3**	**96.4**
유동부채	5.4	6.7	7.2	7.2	4.4
매입채무 및 기타재무	3.9	4.0	4.0	4.0	1.0
단기금융부채	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	1.3	2.5	2.9	3.1	3.2
비유동부채	1.9	2.4	2.5	2.6	2.7
장기금융부채	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5
기타비유동부채	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2
부채총계	**7.3**	**9.1**	**9.7**	**9.8**	**7.0**
지배주주지분	48.6	55.2	64.4	75.2	88.1
자본금	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
이익잉여금	36.9	43.5	52.7	63.6	76.5
비지배주주지분(연결)	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3
자본총계	**49.4**	**56.3**	**65.6**	**76.5**	**89.4**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	**52.2**	**58.6**	**73.3**	**84.7**	**96.7**
매출원가	39.8	43.5	53.5	61.8	70.5
매출총이익	**12.3**	**15.1**	**19.7**	**22.9**	**26.2**
판매비 및 관리비	6.0	6.6	8.3	9.5	10.7
영업이익	**6.4**	**8.6**	**11.4**	**13.4**	**15.5**
(EBITDA)	7.3	9.5	12.3	14.3	16.4
금융손익	0.1	0.3	-0.2	-0.4	-0.2
이자비용	0.0	0.0	0.4	0.5	0.4
관계기업등 투자손익	0.6	0.2	0.5	0.7	0.9
기타영업외손익	-0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	**6.9**	**9.2**	**12.0**	**14.0**	**16.5**
계속사업법인세비용	1.2	1.7	2.2	2.6	3.0
계속사업이익	5.7	7.5	9.8	11.4	13.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**5.7**	**7.5**	**9.8**	**11.4**	**13.4**
지배주주	5.4	7.2	9.3	10.8	12.7
총포괄이익	**5.7**	**7.5**	**9.8**	**11.4**	**13.4**
매출총이익률 (%)	23.6	25.8	26.9	27.0	27.1
영업이익률 (%)	12.2	14.6	15.6	15.8	16.0
EBITDA 마진률 (%)	13.9	16.1	16.8	16.9	16.9
당기순이익률 (%)	10.9	12.8	13.4	13.5	13.9
ROA (%)	10.1	11.7	13.2	13.4	14.0
ROE (%)	11.8	13.8	15.6	15.5	15.6
ROIC (%)	15.3	18.9	25.7	31.3	37.7

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	**2.5**	**8.7**	**12.4**	**12.3**	**16.2**
당기순이익(손실)	5.7	7.5	9.8	11.4	13.4
비현금수익비용가감	1.5	2.4	0.9	0.3	0.0
유형자산감가상각비	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-0.6	-0.2	0.0	-0.6	-0.9
영업활동 자산부채변동	-3.5	-0.3	2.2	0.6	2.8
매출채권 감소(증가)	-3.0	-0.1	-0.8	0.0	0.0
재고자산 감소(증가)	-0.7	-0.8	2.1	-2.0	0.0
매입채무 증가(감소)	0.8	0.0	2.2	2.6	2.7
기타자산, 부채변동	-0.6	0.6	-1.3	0.1	0.1
투자활동 현금	**-2.7**	**-6.1**	**2.0**	**-1.0**	**-1.0**
유형자산처분(취득)	-0.6	-0.7	-0.9	-1.1	-1.2
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-1.3	-5.3	4.0	0.2	0.4
기타투자활동	-0.8	-0.1	-1.3	-0.2	-0.2
재무활동 현금	**-0.5**	**-0.2**	**-2.2**	**-3.2**	**-6.2**
차입금의 증가(감소)	0.1	0.4	-2.2	-2.6	-5.7
자본의 증가(감소)	-0.6	-0.6	0.0	-0.6	-0.6
배당금의 지급	0.6	0.6	0.0	0.6	0.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-0.7**	**2.5**	**12.1**	**8.1**	**9.0**
기초현금	3.0	2.3	4.8	16.9	25.0
기말현금	2.3	4.8	16.9	25.0	34.0

자료: 대봉엘에스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	18.1	15.5	16.6	14.2	12.1
P/B	2.0	2.0	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.4	10.2	10.4	8.2	6.2
P/CF	13.8	11.2	14.3	13.2	11.4
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	19.1	12.5	24.9	15.6	14.2
영업이익	4.1	34.4	33.6	17.1	15.6
세전이익	7.1	34.0	30.5	16.4	17.6
당기순이익	7.8	32.9	30.5	16.4	17.6
EPS	9.0	31.3	30.2	16.4	17.6
안정성(%)					
부채비율	14.8	16.2	14.7	12.8	7.9
유동비율	707.8	669.9	757.4	897.2	1,698.1
순차입금/자기자본	-17.8	-25.7	-39.7	-48.5	-58.3
영업이익/금융비용	471.4	311.3	31.8	24.5	39.3
총차입금 (십억원)	0.3	0.7	-1.4	-4.1	-9.7
순차입금 (십억원)	-8.8	-14.5	-26.1	-37.1	-52.1
주당지표 (원)					
EPS	491	645	840	977	1,149
BPS	4,383	4,978	5,805	6,786	7,949
CFPS	646	892	970	1,056	1,216
DPS	50	50	50	50	50

대봉엘에스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격 (원)	일시	투자의견	목표가격
2016.06.22	Buy	17,400			
2016.07.05	Buy	17,400			
2016.07.29	Buy	17,400			
2016.08.22	Buy	19,700			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최주홍)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 −20% ~ +20% −20% 이하 기대	90.9% 9.1%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2015. 7. 1 ~ 2016. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)