



# 화장품

## Overweight (reinstate)



화장품 Analyst **한지훈**  
02-6114-2932 jeehoon.han@hdsrc.com

리서치센터 트위터 @QnA\_Research

## 국내 화장품 원료 시장 고성장 국면 진입

### 전방산업 호황에 따른 중장기 구조적 성장

최근 화장품 산업의 패러다임이 크게 변화하면서, 구조적인 성장기에 있는 국내 화장품 원료 산업을 주목해야 한다고 판단된다. 그 동안 국내 화장품 원료 산업은 열악한 환경 탓에 전방 산업인 화장품 시장 성장률에 크게 미치지 못했으나, 최근 의미 있는 변화가 나타나고 있다.

### 화장품 산업의 패러다임 변화가 국내 원료 산업을 크게 견인

다음과 같은 화장품 산업의 패러다임 변화가 국내 화장품 원료 산업을 크게 견인할 전망이다. 첫째, 최근 중국 관광객의 국내 화장품 소비가 확대되고, 중저가 화장품이 고성장 하면서 화장품 시장 자체가 호황기에 있고, 둘째, 천연화장품 및 기능성 화장품 시장 확대로 고부가가치 원료 사용이 증가하고 있으며, 셋째, 나고야 의정서 발효로 국내 생물자원원료 확보가 시급해짐에 따라 R&D 능력이 풍부한 국내 화장품 원료 업체들이 주목 받을 것으로 전망된다.

### 나고야의정서 발효로 국내 생물자원 확보 시급

14년 10월 나고야의정서 발효로 중장기적 해외 생물자원 이용에 따른 로열티 비용이 증가할 수 밖에 없다. 따라서 국내 생물자원 확보가 시급해짐에 따라, 국내 원료 업체들의 수혜가 예상된다.

### 화장품 원료시장 내 탑픽: 대봉엘에스, KCI

천연화장품 원료인 생녹차수 매출 개시로 안정적인 성장성을 확보한 대봉엘에스(목표주가 19,000원, 15년 예상 EPS에 target PER 26배 적용)와 중국 헤어케어 시장 확대의 수혜주인 KCI(목표주가 13,000원, 15년 예상 EPS에 target PER 26배 적용)를 투자의견 BUY로 커버리지 개시한다.

#### 업종 구성기업 및 지표

	투자의견	현주가		목표주가	시가총액 (십억원)	PER (배)		PBR (배)		ROE (%)
		(원)	일자			FY2015F	FY2016F	FY2015F	FY2015F	
대봉엘에스(078140)	BUY	11,300	(1/27)	19,000	125.0	15.1	11.7	2.20	15.6	
KCI(036670)	BUY	9,440	(1/27)	13,000	105.0	19.7	15.3	2.39	12.8	

자료: 현대증권

## 국내 화장품 원료 업체 고성장 국면 본격 진입 예상

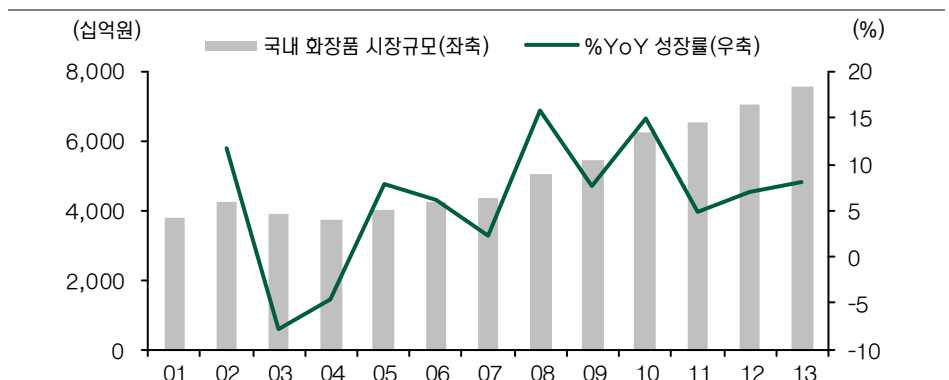
### 1. 전방산업 호황에 따른 증장기 구조적 성장

15~16년 국내 화장품 원료 산업을 주목해야 한다. 이유는 첫째, 전방 산업 호황으로 증장 기적으로 구조적 성장기에 있고(CAGR +9%), 둘째, 천연화장품 및 기능성 화장품 시장 확대로 고부가가치 원료 사용이 증가하고 있으며, 셋째, 나고야 의정서 발효로 국내 생물 자원원료 확보가 시급해짐에 따라 R&D 능력이 풍부한 국내 화장품 원료 업체들이 주목 받을 것으로 전망되기 때문이다.

국내 화장품 원료 시장은 09년 4,000억원 규모를 넘어선 이후 13년 약 6,320억원으로 화장품 시장과 동반 성장했다(CAGR +11.2%). 국내 화장품 산업의 특성상, 화장품 시장 대비 원료 시장규모가 미미하나, 제 2의 성장기를 구가하고 있는 전방산업의 호황으로 원료 시장이 동반 구조적인 성장기에 있다는 것에 주목 할 필요가 있다. 2000년대 초반까지 수출 실적이 없는 대부분의 화장품 원료업체들은 국내 화장품 시장 성장률에 기댈 수 밖에 없었다. 또한 선진국 대비 낮은 기술력과 R&D 능력으로 수입 원료가 급증하면서 국내 화장품 원료시장 성장률 보다 낮은 실적 성장률을 기록했다. 그러나 최근 중국 관광객의 국내 화장품 소비가 확대되고 중저가 화장품이 고성장하고 있으며, 먹는 화장품 및 건강기능식품 등 화장품 카테고리 확대되면서 가격 경쟁력을 보유한 국내 화장품 원료업체들의 수혜가 예상된다.

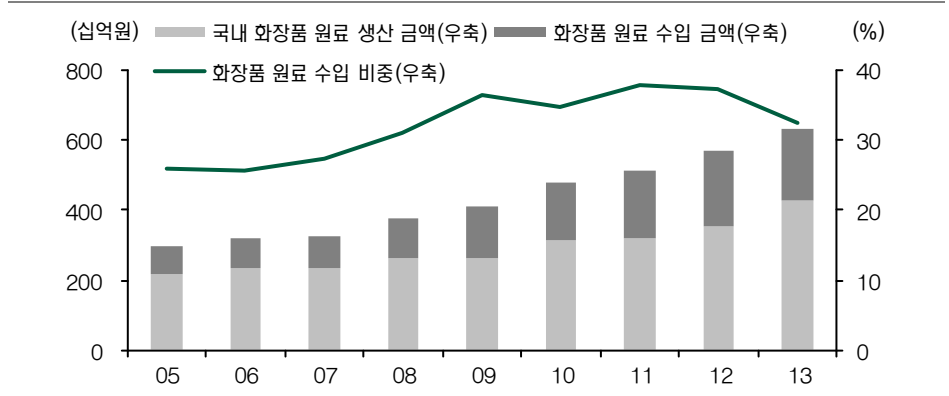
08~10년 국내 화장품 산업은 소비 양극화에 따른 고가 및 저가 화장품의 고성장과 유통 채널의 다변화로 연평균 +13%의 고성장을 누렸다. 같은 기간 국내 주요 화장품 원료 업체들도 전방 산업 호황에 따른 높은 실적 성장을 기록했다(바이오랜드 +23.5%, 에이씨티 +35.6%, 대봉엘에스 +10.3%, KCI +13.1%). 화장품 원료 수입금액 또한 +17% 급증한 1억 4천만달러를 기록해 국내외 대부분의 원료업체들이 전방 산업 호황에 따른 수혜를 봤다. 그러나 11~12년 국내 소비 경기 침체로 화장품 생산 금액이 +8%로 둔화된 반면, 원료 수입액은 +14% 증가한 1억 9천만달러를 기록해 국내 화장품 원료 시장 내 비중이 사상 최대인 37%에 달했다. 이에 따라 국내 원료업체들은 전방시장 성장률 대비 낮은 +6% 성장에 그쳤다. 최근 국내 화장품 산업이 K-Beauty 열풍에 따른 제 2의 성장기에 진입함에 따라 국내 원료 산업 또한 한 단계 진보된 기술력을 바탕으로 고성장을 구가할 것으로 전망된다.

그림 1> 국내 화장품 시장규모



자료: 대한화장품협회, 현대증권

그림 2> 국내 화장품 원료 생산 및 수입 금액 추이



자료: 한국의약품수출입협회, 대한화장품협회, 현대증권

그림 3> 업체별 화장품 원료 생산 실적

(십억원, %)	주요 품목	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>국내 화장품 생산실적</b>		3,693	3,980	4,074	4,720	5,168	6,014	6,385	7,122	7,900
<b>국내 화장품 원료 시장규모</b>		295.4	318.4	325.9	377.6	413.4	481.1	510.8	569.8	632.0
	%YoY		7.8	2.3	15.9	9.5	16.4	6.2	11.5	10.9
<b>화장품 원료 수입 금액</b>		76.5	81.8	89.5	116.9	151.0	167.7	193.1	213.3	205.6
	%YoY		6.9	9.4	30.5	29.1	11.1	15.2	10.4	-3.6
<b>국내 화장품 원료 시장 내 비중</b>		25.9	25.7	27.5	31.0	36.5	34.8	37.8	37.4	32.5
<b>생물자원 원료시장</b>		59.1	63.7	65.2	71.7	78.6	91.4	91.9	102.6	107.4
	수입품	47.9	50.9	52.1	57.4	62.1	72.2	72.6	80.0	83.8
	국산품	11.2	12.7	13.0	14.3	16.5	19.2	19.3	22.6	23.6
미원화학	계면활성제	53.8	45.2	49.5	84.1	73.8	91.7	64.2	63.7	89.3
	%YoY	-	-16.1	9.6	69.8	-12.3	24.3	-30.0	-0.7	40.1
바이오랜드	천연화장품	18.3	21.6	22.8	25.8	31.6	39.2	38.8	41.3	40.2
	%YoY		17.8	5.8	12.8	22.7	24.2	-1.2	6.5	-2.8
에이씨티	한방화장품	-	-	-	7.5	10.2	13.7	14.1	17.8	15.0
	%YoY	-	-	-	-	37.4	33.7	3.1	25.9	-15.5
대봉엘에스	계면활성제, 천연화장품	9.2	9.0	9.8	13.7	14.5	16.7	18.6	22.5	23.1
	%YoY	-	-2.8	9.2	39.9	5.9	15.0	11.7	20.8	2.6
KCI	계면활성제, 폴리머	11.5	13.8	17.9	22.5	24.7	28.8	26.8	30.0	33.3
	%YoY	-	20.2	29.8	25.9	9.7	16.6	-6.7	11.9	10.7
선진화학	자외선차단제, 계면활성제	12.0	11.0	10.9	14.9	16.8	20.0	21.6	21.5	21.9
	%YoY	-	-8.6	-0.3	36.8	12.4	18.8	8.4	-0.8	1.9
다미화학	천연 및 기능성	-	-	-	-	9.4	10.2	10.8	11.8	9.9
	%YoY	-	-	-	-	-	8.0	6.3	9.3	-16.5
바이오스펙트럼	천연 및 기능성 원료, 줄기세포	-	-	-	-	5.1	5.5	6.1	7.4	7.7
	%YoY	-	-	-	-	-	8.2	11.4	21.6	3.9
바이오제닉스	기능성/색조 화장품 원료	-	-	-	-	3.2	3.8	3.4	3.3	3.7
	%YoY	-	-	-	-	-	17.2	-9.3	-2.9	11.2
마크로케어	기능성 화장품 원료	-	-	-	-	4.0	3.1	4.1	3.6	4.9
	%YoY	-	-	-	-	-	-22.9	34.1	-13.1	37.0
내추럴솔루션	천연 화장품 원료	-	-	-	-	1.9	3.0	4.7	5.5	7.4
	%YoY	-	-	-	-	-	57.0	58.9	17.4	34.3
KPT	기능성 화장품 원료	-	-	-	-	2.1	2.8	3.8	3.8	6.3
	%YoY	-	-	-	-	-	33.3	35.9	0.3	65.7

참고: 미원화학, 바이오랜드, 대봉엘에스는 화장품 원료 부문 매출액 기준

자료: 각 사 감사보고서, 현대증권

## 2. 천연 및 기능성 화장품 원료 사용 비중 증가 추세 지속

### 천연/기능성 화장품 시장 확대로 고부가가치 소재 비중 늘어날 것으로 예상

천연/기능성 화장품 시장 확대로 기존 합성 화학원료 대비 고부가가치 사업인 천연물/기능성 소재에 주목할 필요가 있다고 판단된다. 전 세계적으로 화장품 안전성에 대한 요구가 증가하면서 천연 및 유기농 화장품의 관심도 증가하고 있다. 로레알그룹이 2006년 천연 화장품 업체인 'The Body Shop'과 'Sanoflore' 를 인수하는 등 천연화장품이 틈새시장에서 중심시장으로 부상하고 있는 추세다. 시장 형성기에는 백화점 등 프리미엄 채널을 통해 판매되는 고가 라인으로 통용되어 왔으나, 최근 원브랜드샵 등 매스 채널을 통해 중저가 천연화장품 컨셉으로(이니스프리, 네이처리퍼블릭, 더페이스샵 등) 대량 출시되면서 시장 파이가 커지고 있는 점도 주목된다.

또한 천연화장품 시장 확대와 바이오테크놀로지의 발전이 접목되면서 기능성 화장품 카테고리 확대되고 있다. 2000년대 중반까지 합성 화학물을 원료로 하는 기능성 화장품 출시가 붐을 이루면서 국내 기능성 화장품 시장을 이끌었다. 그러나 최근 바이오 기술의 발달로 자연환경 악화와 외부 유해환경 인자들로부터 인체 고유의 보호기능과 항상성을 유지시켜 주는 자연유래 천연성분이 기능성 화장품 소재로 각광받고 있다. 멜라닌 생성을 억제하는 합성 화학물인 하이드로퀴논이 미백화장품의 주 원료로 사용되었으나, 발암물질로 지정돼 알부틴(월귤나무 추출물), 닥나무추출물 등 천연소재로 대체되는 등 주요 기능성 화장품의 핵심원료들이 천연추출물 또는 천연유래성분으로 바뀌고 있는 추세이다. 이러한 기능성 천연추출물 또는 천연유래 화합물로 고향균, 향노화, 항산화 및 미백작용을 갖는 환경/인간 친화적인 화장품 천연 소재를 개발해 적용하는 기술이 필요한 시점이고, 이러한 소재 트렌드를 따라가는 업체를 주목할 필요가 있다.

그림 4> 천연/유기농 화장품 브랜드 인수합병 사례

연도	인수기업	국적	피인수 브랜드	국적
2000	L'Oreal	프랑스	Kieh'l's	미국
2004	Hain Celestial Group	미국	Jason Natural Products	미국
2006	Colgate-Palmolive	미국	Tom's of Maine	미국
2006	L'Oreal	프랑스	The Body Shop	영국
2006	L'Oreal	프랑스	Sanoflore	프랑스
2007	Clorox	미국	Burt's Bees	미국
2010	Shiseido	일본	Bare Escentuals	미국
2011	LV/MH Group	프랑스	Nude Skincare	영국
2011	Pola Orbis	일본	Julique	호주

자료: LG경제연구원, 현대증권

그림 5> 미백 기능성 화장품의 주요 성분

원료명	특징	함량
닥나무 추출물	천연추출물, 친수성	2%
알부틴	천연추출물, 친수성	2~5%
유용성 감초 추출물	천연추출물, 친유성	0.05%
알파-비사보롤	천연추출물, 친유성	0.50%
에칠아스코르빌에텔	합성, 친수성	1~2%
아스코빌글루코사이드	합성, 친수성	2%
나이아신아마이드	합성, 친수성	2~5%
아스코빌테트라소팔미테이트	합성, 친유성	2%

자료: 식약청, 현대증권

그림 6> 주요 글로벌 천연/자연주의 화장품 브랜드 현황

브랜드	회사	설립일	대표 제품	매장 수	특징
LUSH	LUSH	1994	콜페이스 마스크 오브 매그너민티	전세계 약 900여개	· 신선한 과일과 채소, 질 좋은 에센셜 오일, 안전한 인공 성분으로 제조 · 동물 실험을 하지 않는 회사에서만 원료 구입 · 핸드메이드, 무방부제 제품이 전체 제품의 약 70% 차지
FRESH	LVMH	1991	크렘 앙씨엔느 로즈 마스크	전세계 약 500여개	· 우유, 설탕, 콩 등 천연 성분을 코스메틱에 적극 활용 · 유요 성분의 함유량 업계 최고 수준 · 스킨케어, 메이크업, 향수, 캔들 등의 라인업 보유한 라이프스타일 토탈 브랜드
The Body Shop	Loreal	1976	티트리 오일 화이트 마스크 바디워시	전세계 약 2,900여개	· 합리적인 가격의 자연주의 화장품 브랜드 · 동물실험 반대, 공정무역, 환경보호 적극 실천 · 알로에 베라, 호호바오일, 코코아버터 등 천연 원료로 만든 화장품 업계 최초 출시
L'OCCITANE	L'OCCITANE	1976	시아버터 핸드크림 이모르텔 크림 마스크	전세계 약 2,715여개	· 프랑스 프로방스 지방의 자연주의 컨셉 · 버베나, 올리브, 라벤다 등 지중해 식물이 주요 성분 · 특시땅 외 유기농 화장품 브랜드인 Melvita와 한방화장품 Erborian 보유
Aesop	Natura Cosmetics	1987	파슬리 씨드 세럼 레저렉션 핸드밤	전세계 약 100여개	· 오주 기반의 식물 솔루션 코스메틱 브랜드 · 다마스칸 로즈, 제비꽃잎 등 최고 품질의 식물성 원료만을 사용 · 2012년 남미 최대 화장품 회사인 Natura Cosmetics와 합병
이니스프리	아모레퍼시픽그룹	2000	그린티씨드세럼 자연발효 에센스	전세계 약 1,000개	· 국내 최초 자연주의 브랜드 · 녹차잎, 화산 암반수, 백년초 등 제주도 지역 특산물을 주원료로 사용 · 업계 최초 제조 후 3개월 이내의 제품만을 공급

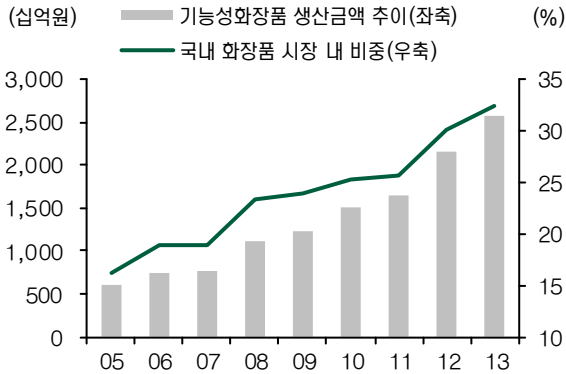
자료: 각사 홈페이지, 현대증권

**천연/기능성 화장품 시장 확대로 고부가가치 소재 비중 늘어날 것으로 예상**

기능성 화장품은 한국과 일본에서만 통용되는 용어로 미국과 유럽시장에서는 코스메슈티컬 내 카테고리로 정의되고 있다. 기능성 화장품은 화장품과 의약품의 중간적인 성격을 갖는 제품으로, 안전성을 우선시하는 일반 화장품에 비해 기능성 화장품은 안정성 이외에도 유효성에 초점을 두고 있다. 국내 기능성 화장품 시장은 2000년 7월 화장품법 시행 이후 매년 급성장해 왔으며, 기능성 화장품 심사는 2005년 1,957개 품목에서 2013년 22,840개로 급증했다. 생산금액 역시 2005년 6,000억원 규모에서 2013년 2조 5,600억원으로 국내 화장품 생산금액 내 약 32%의 비중을 차지하고 있다.

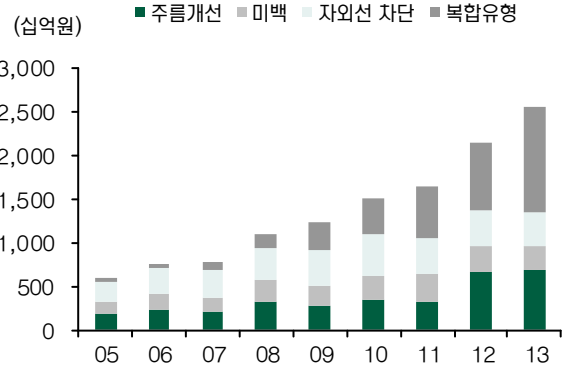
유럽과 미국을 중심으로 치유개념이 도입된 고기능성 화장품인 코스메슈티컬(Cosmeceutical)이 1990년대 중반 연평균 20% 이상 성장하면서 글로벌 화장품업체들의 연구개발 능력이 비약적으로 발전했다 (안티에이징, 필러, 자외선차단, 미백, 여드름치료 등). 국내 시장 또한 2000년대 중반부터 본격적으로 기능성 화장품 개발이 시작돼 현재 국내 화장품 기술개발 수준은 선진국 대비 약 80% 수준으로 올라온 것으로 평가된다. 이러한 기능성 화장품의 지속적인 발전으로 소비자들의 관심이 집중되고 있으며, 생활수준의 향상, 노령화 사회 가속화로 고성장세가 당분간 지속될 것으로 전망된다.

그림 7> 국내 기능성 화장품 생산금액 및 비중 추이



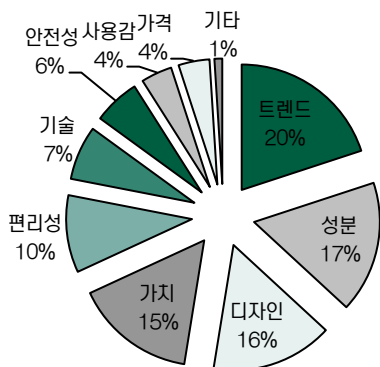
자료: 식약청, 현대증권

그림 8> 미백 기능성 화장품의 주요 성분



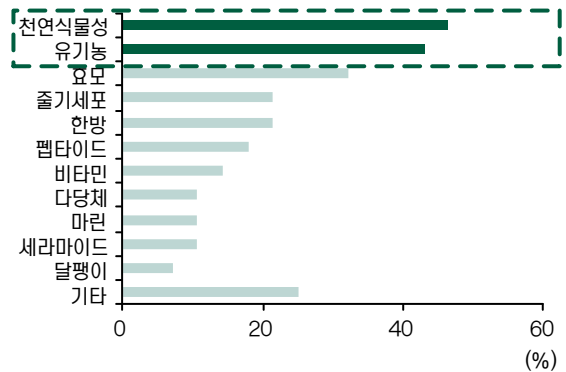
자료: 식약청, 현대증권

그림 9> 화장품 기획 시 중점 사항



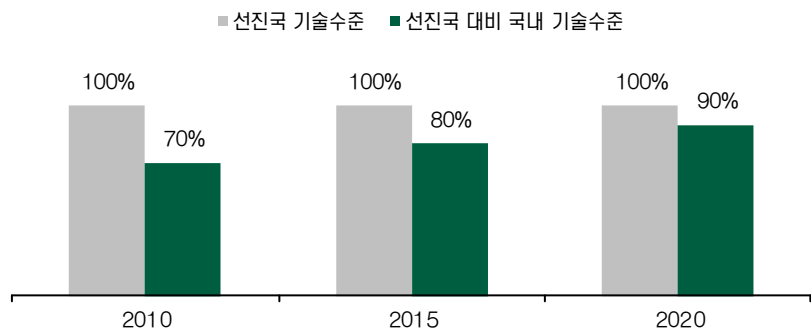
자료: CMN, 현대증권

그림 10> 향후 주목 받을 성분 트렌드



자료: CMN, 현대증권

그림 11> 기술수준 선진국 대비 90%로 역량 제고



자료: 한국의약품수출입협회, 대한화장품협회, 현대증권

### 3. 국내 생물자원 원료 확보 시급- 국내 원료업체 수혜

#### 2014년 10월 나고야의정서 발효

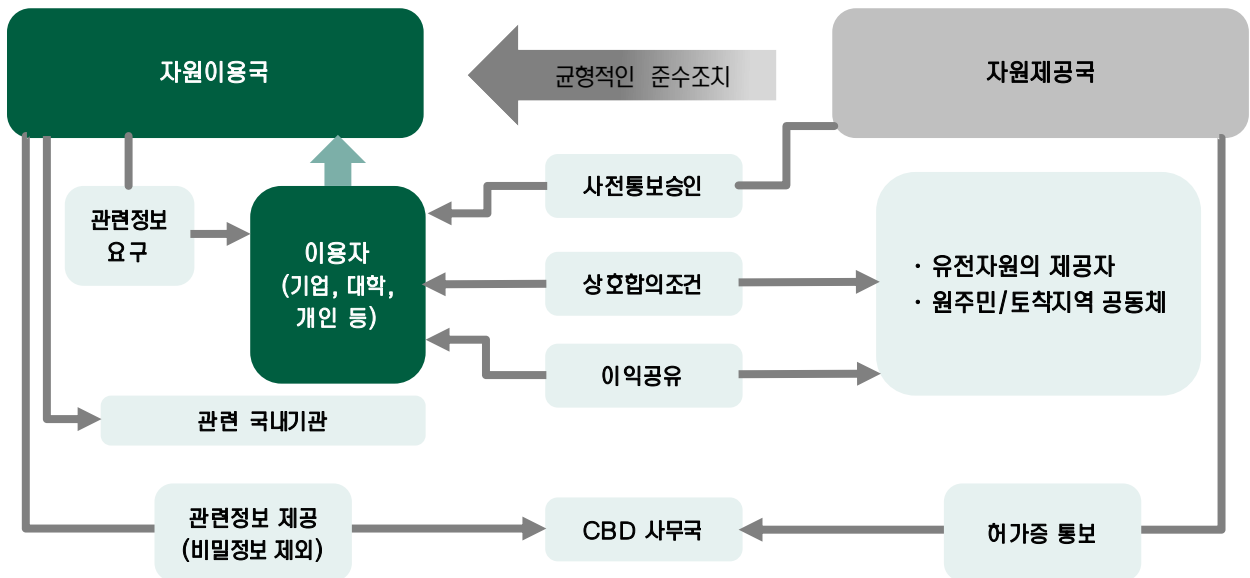
2014년 10월 각국의 생물자원을 활용해 발생하는 이익을 공유하도록 하는 나고야의정서가 본격 발효됨에 따라, 국내 화장품 원료업체를 주목할 필요가 있다.

2010년 10월 일본 나고야에서 처음으로 채택된 나고야의정서는, 생물유전자원 또는 관련 지식을 이용할 때 해당 유전자원을 제공한 국가에게 사전 허가를 받고 그로부터 발생한 이익에 대해 상호합의조건에 따라 공유하도록 요구하는 것이 주요 내용이다.

앞으로 국내 화장품 업계가 이 나고야의정서에 주목해야 하는 이유는 다음과 같다.

- 1) 제약/바이오 산업에 국한됐던 생물자원 원료가 생명공학 기술의 발달로 최근 대다수의 화장품 및 건강기능식품의 주요 원료로 쓰이면서 국산 생물 소재 확보가 시급해졌다.
- 2) 2013년 최초로 화장품 수출이 수입을 앞서면서 전통 내수시장에서 글로벌 시장으로 도약하는 국내 화장품 업체들의 가격경쟁력 확보가 중요한 시점이다.
- 3) 브랜드 이미지를 최우선적으로 관리해야 하는 화장품 기업들의 특성 상 나고야의정서의 핵심인 윤리적인 원료 공급 문제가 대두 될 것으로 보인다.

그림 12> 나고야의정서 발효 후 유전자원의 접근 및 이익공유 과정



자료: ABS정보서비스센터, 현대증권

**나고야의정서 이전에도  
생물자원 제공에 따른 보상  
요구 존재**

화장품 업계는 나고야의정서 채택 이전에도 원료 및 전통지식의 제공 및 기여에 대해 보상요구를 받아왔다. 일본 시세이도의 경우 2001년 인도네시아의 야생허브(자무식물)를 이용한 화장품 원료 특허에 대해 현지 NGO단체를 중심으로 제품 보이콧이 일어나 결국 2002년 51건에 달하는 관련 특허를 철회했다. 2003년 프랑스 원료업체 Cognis의 자회사인 Serobiologiques사는 페루의 전통요법으로 알려진 ‘사카잉키(Sacha Inchi)’ 라는 열매를 페루에서 재배하기 시작했으며, 원료 개발 및 특허 등록 준비를 마쳤다. 그러나 2007년 페루 정부와 토착민이 자국 유산 보호를 위해 협회를 조직하여 반대시위를 진행했고 해당 업체는 특허 등록을 포기했다.

이와 같은 사례에서 보듯이 나고야의정서 발효 이전에도 생물자원 이용에 따른 생물다양성에 대해 각국의 주권전쟁이 이어져왔다. 하지만 나고야의정서 발효 이후 다음과 같은 이유들로 금전적/비금전적 비용이 증가할 것으로 예상된다. 1) 기존의 생물자원 탐사활동에 대해 ‘비윤리적’ 접근이라는 비난에서 ‘불법적 접근’이라는 사법대응으로 강화됐고, 2) 주 대응주체가 NGO 또는 지역공동체에서 정부차원으로 변화됐으며, 3) 이익공유에 관한 각국의 국내 법 체계를 마련하고 있다.

국내 주요 화장품 업체들은 주 원료를 해외 원료업체에서 조달해 현재까지 해외 생물자원 이용과 관련해 특허분쟁을 겪은 곳은 없다. 그러나 관련 로열티로 연간 약 1조 5천억 원이 해외에 지불되고 있는 상황이다. 환경부 조사 보고서에 따르면 2014년 국내 화장품산업 시장규모는 8조 2,297억원으로 추산되고, 생물자원 이용비율 100%, 이익공유비율 0.1%~5%로 가정 시, 나고야의정서 발효 관련 비용은 연간 약 2,758억원~3,822억원으로 추산된다. 이에 따라 최근 국내 화장품 및 원료업체들의 국내 생물자원을 활용한 소재 개발이 확산되고 있고 앞으로 국내 생물자원 소재를 확보한 원료업체들이 주목 받을 것으로 예상된다.



그림 13> 화장품 기업 관련 생물자원 분쟁 사례

원산지	원료/성분	성분의 특징	제품	특허	클레임/경과
인도	 아르준나무	항노화 및 주름개선 효과가 알려져 고대 인도에서 사용	안티에이징 및 주름개선	2007년 출원, 독일 Evonik Goldschmidt	· 2009년 9월 전통지식 증거 제출 · 2010년 1월 특허철회
인도	 바코파	아유르베딕 허브 추출물로서 안티에이징 및 항염효과로 이용	안티에이징 및 소염제	2007년 2월 출원, 미국 Jan Marini Skin Research	· 2009년 7월 전통지식 증거 제출 · 2010년 4월 특허 철회
인도	 포도씨 추출물	여드름, 탈모 기능 정상화 궤양, 창상치료 효과로 알려짐	여드름, 탈모	2003년 출원, 프랑스 L'Oreal	· 2011년 1월 전통지식 증거 제출 · 2011년 6월 특허 철회
인도네시아	 자무식물	인도네시아서 오랜 민간요법으로 사용 미백, 노화방지, 스테미나 등	미백용 기초화장품	1990년대 후반 51건 특허 신청 (영국, 독일, 프랑스, 일본), 일본 시세이도	· 2001년 인도네시아 환경 NGO 단체를 중심으로 제품 보이콧 · 2002년 특허 철회
페루	 사카잉키	고단백, 고지방으로 오메가3와 오메가6가 풍부해 피부미용을 위한 마스크팩으로 이용	피부미용 (마스크팩)	2003년 특허 등록 준비	· 2007년 페루정부와 토착민이 함께 반대 시위

자료: ABS정보서비스센터, 현대증권

그림 14> 국내 지역 특산물을 활용한 화장품 소재 개발 동향

지역	활용소재
제주도	녹차, 감귤(껍질), 개민들레, 유채, 손바닥선인장, 문주란등
충남보령	갯벌
강원고성, 속초, 강릉, 경북울진, 울릉도	해양심층수
충북제천	향기, 옥죽
전북고창	복분자
충북충주	수안보온천수
전남신안	갯벌
경남통영	동백기름
전북남원	어브
전남	편백나무추출물(피톤치트)
전남여수	동백
전남나주	신선초
강원정선	농특산물
전남광양	매실
충남청양	고추, 구기자

자료: 화장품신문, 현대증권

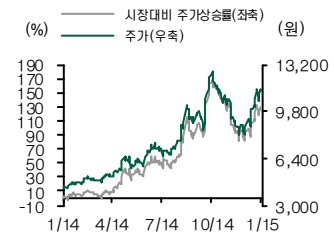
KOSDAQ

# 대봉엘에스 (078140)

BUY (initiate)

주가(1/27)	11,300원	60일 평균 거래량	174,264주	52주 최고/최저가 (보통주)	12,700원
목표주가	<b>19,000원</b>	60일 평균 거래대금	18억원		4,155원
시가총액 (보통주)	1,253억원	외국인보유비중	0.8%	베타(12M, 일간수익률)	1.2
발행주식수 (보통주)	11,086,579주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	29.1%	주요주주	박종호 외 9인 52.0%
유동주식비율	48.0%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F	주가상승률	1개월	3개월	6개월
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	절대	39.2%	-8.9%	60.5%
매출액 (십억원)	44.4	43.8	53.4	64.4	79.0	상대	26.7%	-13.2%	53.7%
영업이익 (십억원)	3.6	6.1	6.6	9.5	12.1				
순이익 (십억원)	3.5	5.3	6.3	8.5	11.0				
지배기업순이익 (십억원)	3.4	5.0	6.1	8.3	10.7				
EPS (원)	304	450	550	748	968				
수정EPS (원)	304	450	550	748	968				
PER* (배)	13.8-7.7	13.5-6.4	23.6-7.2	15.1	11.7				
PBR (배)	0.8	1.1	2.0	2.2	1.9				
EV/EBITDA (배)	6.5	5.6	12.4	11.2	8.5				
배당수익률 (%)	1.7	1.2	0.6	0.4	0.4				
ROE (%)	8.9	12.0	13.1	15.6	17.3				
ROIC (%)	10.7	16.0	16.0	19.3	22.2				



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표  
 자료: 대봉엘에스, 현대증권

## 이니스프리와 동반 성장

**대봉엘에스:**  
**천연화장품 원료를**  
**핵심역량으로 한 화장품**  
**원료 회사**

대봉엘에스는 천연화장품 원료를 핵심 역량으로 보유한 화장품 원료 회사이다. 당사의 사업부는 크게 화장품 원료, 원료의약품, 양어사료로 구분된다. 화장품 원료 사업부는 2013년 연결 실적 기준 53%의 매출 비중을 차지하고 있으며, 기존 퍼머넌트 주 원료, 계면활성제 등 헤어케어제품 원료(합성화학원료)에서 2011년을 기점으로 스킨케어(천연화장품) 원료 확대에 나서고 있다.

**천연화장품과 기능성 화장품**  
**시장 확대의 수혜.**  
**원료의약품 부문도**  
**안정적으로 성장**

동사의 핵심 투자포인트는 1) 동사의 신성장 동력인 천연화장품 원료 개발 및 매출 개시로 향후 3년간 관련 매출액 연평균 36% 성장이 예상되고, 2) 기능성 화장품 시장 확대에 따른 자회사 피엔케이피부임상연구센터의 고성장이 기대되며, 3) 고혈압 의약품 특허 만료에 따른 관련 제네릭 시장의 확대에 원료의약품 부문의 안정적인 성장으로 요약 가능하다.

**이니스프리와의 동반 성장**

2014년 동사의 주력 품목으로 자리매김 한 천연화장품 원료인 생녹차수는 이니스프리와의 동반 성장이 예상된다. 2015년 생녹차수 매출액은 전년 대비 42.9% 증가한 34억원을 기록할 것으로 예상되며 영업이익 기여도는 19.4%에 이를 것으로 전망돼 큰 폭의 이익 개선이 가능할 것으로 보여진다.

**목표주가 19,000원 (상승**  
**여력 68%). 투자 의견**  
**BUY로 커버리지 개시**

대봉엘에스에 대해 목표주가 19,000원(2015년 예상실적 기준 PER 26.0배), BUY 의견을 제시한다. 목표주가 19,000원은 2015년 예상EPS 748원에 target PER 26배(화장품 업종 평균 대비 20% 할인)를 적용해 산출했다

### 1. 밸류에이션

**목표주가 19,000원 (상승  
여력 68%), 투자 의견  
BUY로 커버리지 개시**

대봉엘에스에 대해 목표주가 19,000원(2015년 예상실적 기준 PER 26.0배), BUY 의견을 제시한다. 목표주가 19,000원은 2015년 예상EPS 748원에 target PER 26배(화장품 업종 평균 대비 20% 할인)를 적용해 산출했다.

**높은 중장기 성장성 감안시  
시장 대비 높은 프리미엄은  
당연**

천연화장품 원료 매출 시작, 기능성 화장품 시장 확대에 따른 자회사의 높은 성장성 등의 중장기 확보된 높은 성장성을 감안하면, 시장 대비 높은 할증률은 당연하다고 판단된다.

신성장 동력인 천연화장품 원료 개발 및 매출 개시로 향후 3년간 관련 매출액 연평균 36% 성장이 예상된다. 또한 기능성 화장품 시장 확대에 따른 자회사 피엔케이피부임상연구센터의 높은 성장도 예상되며, 고혈압 의약품 특허 만료에 따른 관련 제네릭 시장의 확대도 원료의약품 부문도 안정적인 성장이 지속될 것으로 보인다.

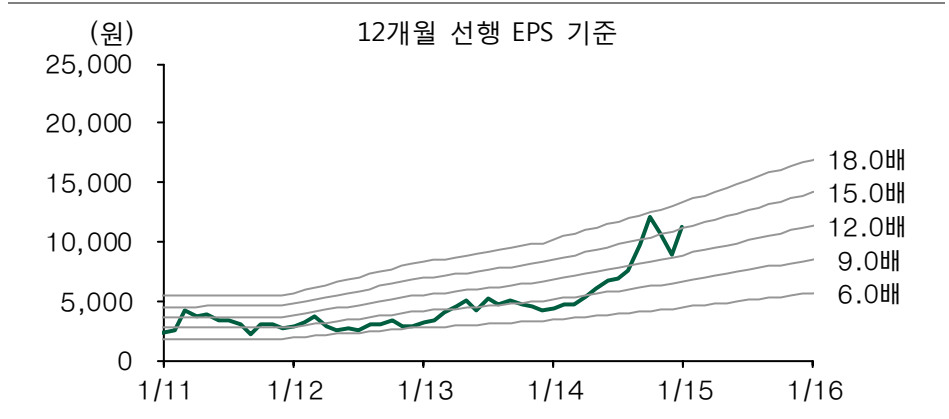
2015년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 21%, 44% 성장한 644억원, 95억원을 기록할 것으로 예상된다. 아울러, 16년과 17년 매출 성장도 각각 23%, 20%에 달하는 고성장이 지속될 것으로 보이며, 믹스 개선으로 수익성도 향상될 것으로 전망된다. 따라서 영업이익은 16년과 17년에 각각 27%, 22% 증가할 것으로 전망된다.

그림 1> 주요 화장품 원료 업체 이익지표

(십억원, %, 배)	대봉엘에스			KCI			바이오랜드			에이씨티		
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
매출액	43.8	53.4	64.4	33.3	38.8	49.5	71.0	77.1	84.8	15.0	17.5	21.0
영업이익	6.1	6.6	9.5	2.4	2.9	5.6	13.2	16.3	18.6	4.1	4.7	5.7
순이익	5.3	6.3	8.5	2.3	3.0	5.4	9.7	11.6	13.7	4.1	4.6	5.4
EPS(원)	450	550	721	210	265	480	649	776	916	795	759	891
매출액 증감률	-1.3	22.0	20.5	10.7	16.7	27.6	-2.7	8.5	10.0	-15.7	16.7	20.0
영업이익 증감률	71.9	7.7	43.9	7.4	21.5	90.0	-14.4	23.9	14.1	-22.6	14.6	21.3
PER	9.2	16.2	15.7	43.9	26.6	19.7	17.4	29.5	25.0	8.8	29.1	24.7
PBR	1.1	2.0	2.2	2.7	2.0	2.4	1.6	2.6	2.6	1.2	3.4	3.1
EV/EBITDA	5.6	12.2	10.6	20.8	15.3	14.0	8.6	13.2	12.6	5.8	9.8	7.4
순차입금	-8.2	-8.0	-16.6	11.6	7.8	3.4	-3.3	-10.6	-29.1	-15.0	-16.0	-18.0
ROE	12.0	13.1	15.1	6.4	7.7	12.8	9.4	10.4	11.2	13.5	12.1	13.1

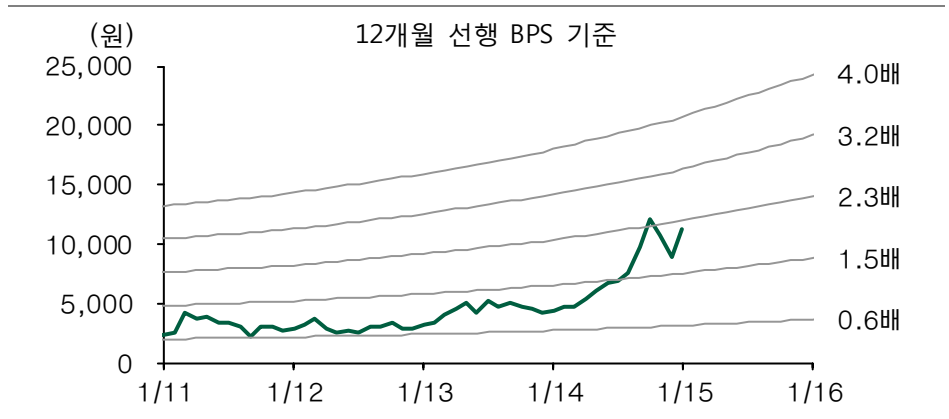
자료: FnGuide, 현대증권

그림 2> 대봉엘에스 PER band



자료: 대봉엘에스, 현대증권

그림 3> 대봉엘에스 PBR band



자료: 대봉엘에스, 현대증권

## 2. 기업 개요

### 화장품 원료, 2013년 연결 실적 기준 매출비중 53%

대봉엘에스의 사업부는 크게 화장품 원료, 원료의약품, 양어사료로 구분된다. 화장품 원료 사업부는 2013년 연결 실적 기준 53%의 매출 비중을 차지하고 있으며, 기존 퍼머넌트 주 원료, 계면활성제 등 헤어케어제품 원료(합성화학원료)에서 2011년을 기점으로 스킨케어(천연화장품) 원료 확대에 나서고 있다.

2000년대 초반 국내 화학물 합성 기술이 발달하면서 주요 화장품 원료업체들이 계면활성제, 방부제 등 베이스 원료로 사용되던 합성 화장품 원료 개발에 역량을 집중했고 그 결과 화장품/생활용품에 가장 많이 쓰이는 음이온 계면활성제 수입량은 연평균 0.6% 증가하는데 그쳤다. 대봉엘에스 또한 계면활성제 및 헤어케어 원료 국내 생산에 성공해 같은 기간 연평균 18%의 매출 성장률을 기록하며 합성 화장품 원료 국산화에 수혜를 봤다. 그러나 내수시장의 포화와 고부가가치 사업이 아닌 합성 화장품원료 성장성의 한계로 2011년 국내 천연소재를 활용한 천연화장품 원료 개발을 본격적으로 시작했다. 2014년 2월 아모레퍼시픽과 공동 개발한 ‘생녹차수’의 상품화가 시작돼 같은 해 3월 이니스프리 그린티 라인의 리뉴얼 과정을 거쳐 납품되기 시작했다.

### 화장품 원료 구성내역 중 70%가 정제수

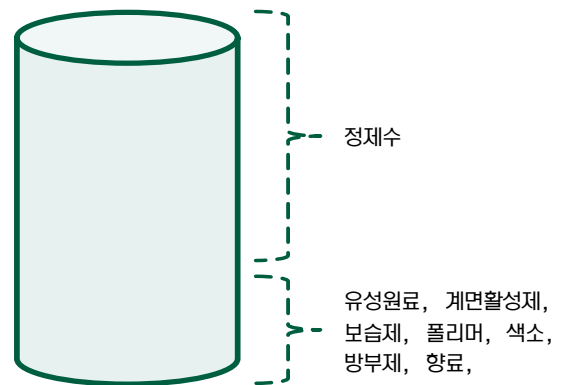
화장품 원료 구성내역을 살펴보면 정제수가 약 70%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 정제수는 화장품 원료 중 가장 중요한 성분 중 하나로 화장품이 변질되거나 부패, 산화되는 것을 방지해주는 역할을 담당하고 있다. 과거엔 단순히 화장품의 베이스 원료에 지나지 않았으나, 최근 기능적인 화장품 원료로 부각되고 있어 아모레퍼시픽, 라메르 등 고가 화장품 라인의 정제수가 발효수, 빙하수, 녹차수 등으로 대체되고 있는 추세이다.

그림 4> 기능성 정제수를 사용한 주요 제품

브랜드	제품명	베이스 원료
아모레퍼시픽	모이스처 바운드 스킨	대나무 수액(경남 사천)
리리코스	마린 하이드로 앰플	동해 심층수
이니스프리	그린티 라인	생녹차수
라메르	트리트먼트 로션	전기에너지가 포함된 디퀀스트렉티드 워터
라메르	모이스처라이징 크림	갈조추출물

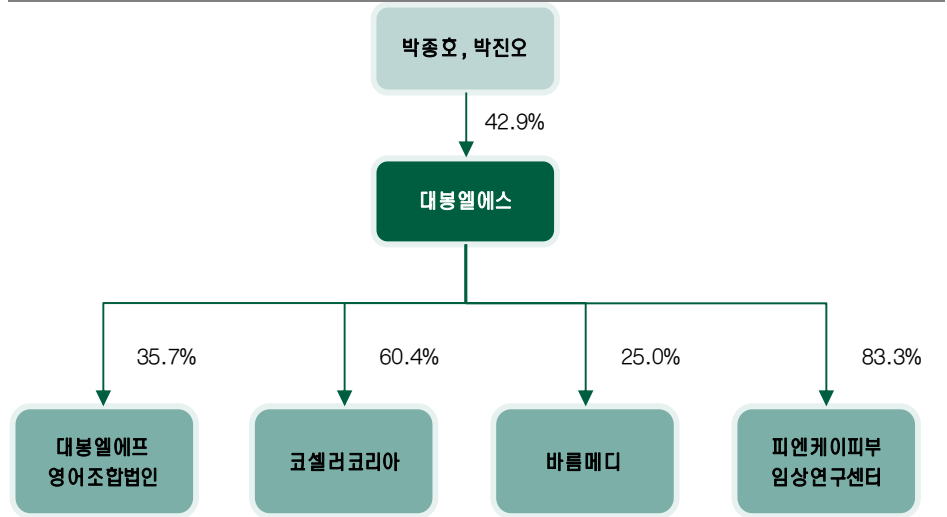
자료: 언론보도, 현대증권

그림 5> 화장품의 주요 구성성분



자료: 언론보도, 현대증권

그림 6> 대봉엘에스 지분구도



자료: 대봉엘에스, 현대증권

### 3. 투자 포인트 및 실적 전망

#### 1. 이니스프리 그린티 라인, 정제수 대신 생녹차수로 대체

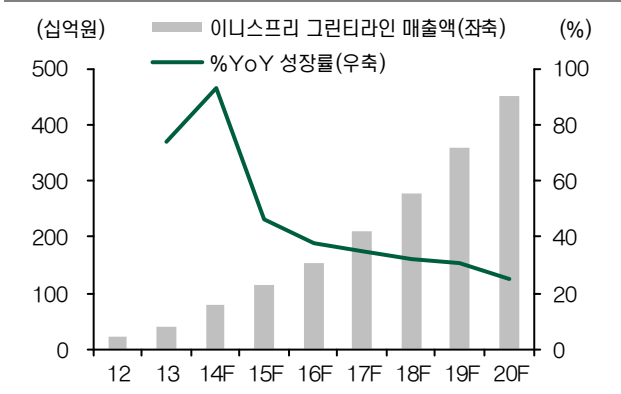
2014년 3월 이니스프리의 핵심 제품인 그린티 라인이 기존 정제수 대신 생녹차수 함유로 리뉴얼해 재런칭 했다. 그린티 라인은 이니스프리의 전략 상품으로 2012년도에 처음 출시해 고가 화장품 라인에서만 한정적으로 선보이던 기능성 정제수 채택으로 향후 3년간 연평균 39%의 고성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 또한, 2014년 하반기 아모레퍼시픽 Analyst Day에서 이니스프리 내 그린티 라인 매출비중을 2020년까지 30%로 끌어올리겠다는 중장기 전략을 발표했다(2014년 기준 매출비중 약 17%). 이를 토대로 한 2015년 생녹차수 매출액은 전년 대비 42.9% 증가한 34억원을 기록할 것으로 예상되며 영업이익 기여도는 19.4%에 이를 것으로 전망돼 큰 폭의 이익 개선이 가능할 것으로 보여진다.

그림 7> 생녹차수 매출 규모 및 영업이익 기여도 전망

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
이니스프리	82.9	140.5	229.4	332.8	452.9	586.9	724.8	887.9	1,074.4	1,293.6	1,500.0
%YoY		69.5	63.3	45.0	36.1	29.6	23.5	22.5	21.0	20.4	16.0
그린티라인			22.9	39.9	77.0	112.5	154.6	208.7	275.8	360.0	450.0
%YoY				74.1	92.8	46.1	37.5	34.9	32.2	30.6	25.0
% of total sales			10%	12%	17%	19%	21%	24%	26%	28%	30%
대봉엘에스 매출액(개별)	33.4	37.3	41.8	39.2	49.3	59.7	73.3	88.2	107.0	129.5	155.7
%YoY		11.7	12.1	-6.2	25.7	21.1	22.7	20.4	21.4	21.0	20.2
생녹차수 매출 규모	-	-	-	-	2.4	3.4	4.8	6.5	8.5	11.2	14.0
대봉엘에스 영업이익	3.5	2.5	2.7	4.0	5.1	7.1	8.8	11.0	13.4	16.6	20.5
%YoY		-26.8	5.5	50.0	28.0	37.3	23.9	25.7	21.5	24.3	23.6
생녹차수 영업이익 기여도					18.7%	19.4%	21.9%	23.5%	25.6%	26.9%	27.2%

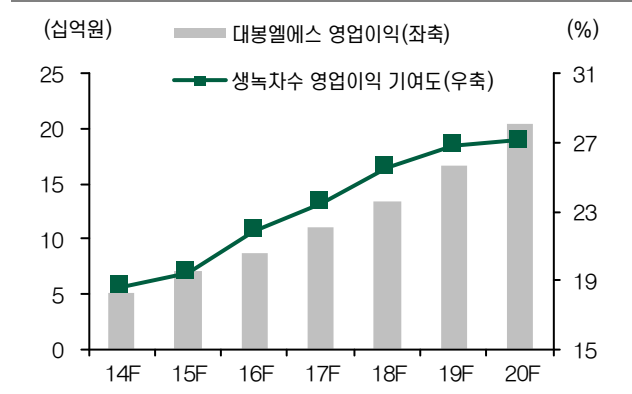
자료: 아모레퍼시픽, 대봉엘에스, 현대증권

그림 8> 2020년 그린티 라인 매출액 4,500억원 전망



자료: 아모레퍼시픽, 현대증권

그림 9> 생녹차수 영업이익 기여도



자료: 대봉엘에스, 현대증권

그림 10> 생녹차수가 함유된 이니스프리 그린티 라인

### 더 그린티 씨드 세럼

The Green Tea Seed Serum

제주 무농약 생녹차수와 녹차 씨앗이 촉촉하고 맑은 피부로 가꿔주는 수분 영양 세럼

### 더 그린티 씨드 크림

The Green Tea Seed Cream

제주 무농약 생녹차수와 녹차 잎고 촉촉한 피부로 가꿔주는 수분 항산화 크림

### 그린티 밸런싱 라인

Green Tea Balancing Line

제주 무농약 생녹차수의 신선한 수분이 피부를 촉촉하게 하는 중복함성 진용 크림, 스킨 로션

### 그린티 모이스처 라인

Green Tea Moisture Line

제주 무농약 생녹차수가 보습만으로 건조함을 막아주는 건성 전용 고농축 크림, 스킨, 에센스

### 그린티 프레시 라인

Green Tea Fresh Line

제주 무농약 생녹차수가 수분을 더해주는 지성 전용의 신뜻한 피지 컨트롤 크림, 스킨, 에센스

자료: 아모레퍼시픽, 현대증권



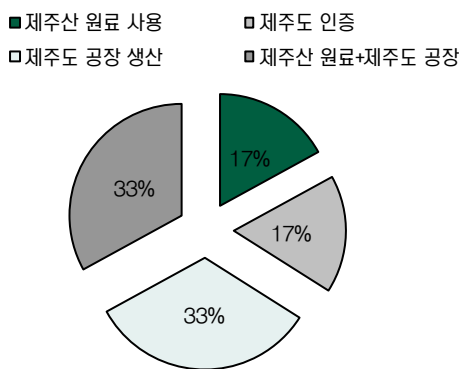
**관계사인 유씨엘 통해  
증장기 천연화장품 원료  
사업 극대화 예상**

대봉엘에스의 증장기 천연화장품 전략은 관계사인 유씨엘을 통해 극대화 될 것으로 전망된다. 유씨엘은 OEM/ODM 업체 최초로 2013년 11월 약 3,000평 규모의 제주도 공장을 완공했으며 2014년 7월 CGMP 인증 취득으로 현재 제주도 내 유일한 CGMP 인증 화장품 공장이 됐다.

제주도는 우수한 수자원과 유명 관광지, 청정 자연환경 등 천연화장품 클러스터의 3가지 요소를 모두 갖추고 있는 곳이다. 또한 동식물과 해양식물종 등 약 8,000여종의 천연 생물자원을 보유하고 있고, 국제화장품원료집(ICID)에 제주산 원료 약 450여 개가 등재됐다. 이러한 제주도 내 천연 생물자원이 주목 받고 있고, 국내 원료 기술력의 인지도 상승 및 원료 국산화에 대한 관심이 높아지고 있다. 이에 따라 바이오 스펙트럼, 바이오랜드 제주공장, 대봉엘에스 제주 연구소 설립 등 국내 원료업체들의 제주도 진출이 가속화 되고 있는 실정이다.

현재 대형 브랜드인 ‘이니스프리’가 제주산 천연 원료를 사용하는 ‘From Jeju’ 컨셉의 자연주의 화장품 브랜드로 성공가도를 달리고 있다. 이 외 ‘그라니’, ‘O’SUM’ 등 중소기업체들의 제주도 컨셉 화장품이 대거 출시되고 있는 추세이다. 위 브랜드 모두 제주산 원료를 사용한 ‘From Jeju’ 컨셉이었으나, 향후 실질적으로 소비자들이 원하는 제주도에서 생산한 ‘Made in Jeju’ 컨셉으로의 전환이 불가피 할 것으로 전망된다. 이에 따라 제주도 내 OEM/ODM 시장을 선점한 유씨엘이 수혜를 볼 것으로 전망되고 관계사인 원료전문업체 대봉엘에스의 간접적 수혜로 증장기 높은 실적 성장세가 예상된다.

그림 11> 소비자가 생각하는 ‘제주산 화장품’ 이미지



자료: UCL, 현대증권

그림 12> ‘제주산 화장품’의 SWOT 분석

<p><b>강점</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 제주도의 독특한 생물자원</li> <li>· 세계 7대 자연경관</li> <li>· 제주산 화장품의 베이스인 우수한 수자원</li> </ul>	<p><b>위협</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 국내 각 지자체의 의료관광/유양산업 육성 경쟁</li> <li>· 동남아 시장의 급성장</li> </ul>
<p><b>약점</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 이미지 구축, 홍보 마케팅 조직 미흡</li> <li>· 연관산업과 전문인력 부족 (낮은 기술 수준과 원료/포장재 등 연관 산업 기반 취약)</li> </ul>	<p><b>기회</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 글로벌 화장품 시장의 변화 (내추럴 컨셉이 아닌 제품 자체에서 내추럴 추구)</li> <li>· 청정지역으로써 제주도의 높은 인지도, 외국인의 제주도 방문 증가</li> </ul>

자료: UCL, 현대증권

**2. 기능성 화장품 시장 확대 지속**

화장품 카테고리 중 기능성 화장품의 확대가 지속되고 있어 대봉엘에스의 계열사인 피엔케이피부임상연구센터의 성장성에 주목할 필요가 있다.

피엔케이피부임상연구센터는 2010년 중앙대학교 의학연구소와의 전략적 제휴를 통해 설립돼 화장품 원료, 일반/기능성 화장품의 안전성 및 효능/기능성을 KFDA 기준 규격에 맞춘 평가 및 기술지원을 제공해주는 업체이다.

현행 법 규정에 따르면 일반 화장품과 달리 특정 성분을 함유한 기능성 화장품을 제조 또는 수입 시 품목별로 안전성, 유효성 또는 기능 입증 자료를 식약청에 제출해 심사를 통과해야 한다. 또한 2012년 11월 식약청 주관 ‘화장품 표시/광고 규정’이 개정되면서 항균, 여드름, 피부노화 완화 등 특정 기능 개선 등의 표시광고 시 인체 적용시험 자료 제출을 의무화 하도록 변경됐다. 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 주요 대형사는 자체 피부임상연구센터를 보유해 안전성 및 효능 평가를 진행하고 있으나 이 외 대다수 중소형 화장품 업체 및 홈쇼핑/마트 PB제품들은 피엔케이피부임상연구센터, 더마프로, 엘리드 등 외부 평가기관을 통해 진행하고 있는 실정이다.

기능성 화장품은 화장품과 의약품의 중간적인 성격을 갖는 제품으로, 안전성을 우선시하는 일반 화장품에 비해 기능성 화장품은 안정성 이외에도 유효성에 초점을 두고 있다. 국내 기능성 화장품 시장은 2000년 7월 화장품법 시행 이후 매년 급성장해 왔으며 기능성 화장품 심사는 2005년 1,957개 품목에서 2013년 22,840개로 급증했고 생산금액 역시 2005년 6,000억원 규모에서 2013년 2조 5,600억원, 국내 화장품 생산금액 내 약 32%의 비중을 차지하고 있다.

유럽과 미국을 중심으로 치유개념이 도입된 고기능성 화장품인 코스메슈티컬(Cosmeceutical)이 1990년대 중반 연평균 20% 이상 성장하면서 글로벌 화장품업체들의 연구개발 능력이 비약적으로 발전했다(안티에이징, 필러, 자외선차단, 이백, 여드름치료). 국내 시장 또한 2000년대 중반부터 본격적으로 기능성 화장품 개발이 시작돼 현재 국내 화장품 기술개발 수준은 선진국 대비 약 80% 수준으로 올라온 것으로 평가된다. 이러한 기능성 화장품의 지속적인 발전으로 소비자들의 관심이 집중되고 있으며, 생활수준의 향상, 노령화 사회 가속화로 고성장세가 당분간 지속될 것으로 전망된다.

피엔케이피부임상연구센터는 국내 피부임상연구 시장 내 점유율 약 20%로 더마프로, 엘리드와 같이 Big 3 업체 중 하나이다(국내 시장규모 약 180억원). 2010년 설립 후 전방산업의 호조 및 화장품 표시 광고 규정에 힘입어 2013년 매출액 37억원, 순이익 19억원을 기록해 연평균 100% 이상의 고성장세가 이어졌다. 2014년 예상 매출액과 순이익은 세월호 사건으로 인한 국내 홈쇼핑 내 화장품 방송횟수 감소로 전년대비 각각 10.8%, 28.7% 감소한 33억원, 13억원을 기록할 전망이다. 그러나 국내 주요 홈쇼핑 업체들의 화장품 PB상품 강화 및 방송비중 증가 전략으로 올해 매출액과 순이익은 각각 21.0%YoY, 18.8%YoY 증가한 40억원, 16억원을 기록할 것으로 예상된다.

그림 13> 기능성 화장품의 개념적 위치

법적분류/ 판매개념	화장품	의약외품	의약품
화장품	일반화장품	고약효 의약외품	의약품
		약용화장품	
		기능성화장품	
	일반화장품		

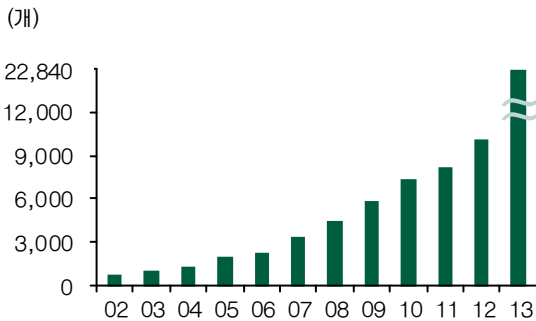
자료: 최신화장품학, 현대증권

그림 14> 기능성 화장품의 종류

구분	효능효과
미백제품	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 멜라닌생성 및 산화 방지</li> <li>· 멜라닌 색소 환원</li> <li>· 피부 각질 제거</li> <li>· 피부 색소 침착 방지</li> <li>· 기미, 주근깨 개선 및 제거</li> </ul>
주름개선 제품	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 피부 탄력 강화</li> <li>· 콜라겐 합성 촉진</li> <li>· 표피 신진대사 촉진</li> <li>· 섬유아세포 생성 촉진</li> </ul>
자외선 보호/ 태닝제품	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자외선으로부터 피부 보호</li> <li>· 자외선 차단, 산란</li> <li>· 일소 방지</li> </ul>

자료: 식약처, 현대증권

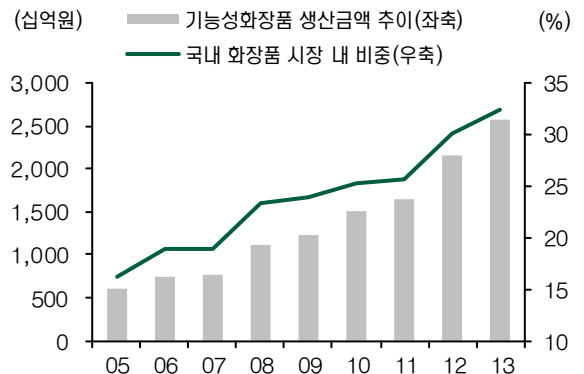
그림 15> 기능성 화장품 심사 품목 수 추이



참고: 13년 2월 개정 화장품법이 시행되면서 심사/보고의 주체가 기존 제조업자에서 상대적으로 숫자가 많은 제조판매업자로 변경돼 급증

자료: 식약처, 현대증권

그림 16> 기능성 화장품 생산금액 및 비중 추이



자료: 식약처, 현대증권

**15년 매출액, 영업이익 각각 20.5%, 43.9% 증가 예상**

대봉엘에스의 2014년 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 22.0%, 7.7% 증가한 534억원, 66억원을 기록할 것으로 예상된다. 세월호 여파에 따른 홈쇼핑 내 화장품 방송 횟수 감소로 자회사인 피엔케이피부임상연구센터의 실적 약화가 주 요인이다. 그러나 이니스프리 고성장애 따른 고수익성의 생녹차수 매출 증가와 홈쇼핑 PB 화장품 방송 횟수 확대 편성 등으로 2015년 연결 매출액과 영업이익은 각각 20.5%, 43.9% 증가한 644억원, 95억원을 기록할 것으로 전망된다.

그림 11> 대봉엘에스 개별 실적 추정

분기별 실적 요약	2012	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2014F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>41.8</b>	<b>39.2</b>	<b>12.5</b>	<b>12.7</b>	<b>11.2</b>	<b>12.9</b>	<b>49.3</b>	<b>15.0</b>	<b>15.0</b>	<b>13.7</b>	<b>16.0</b>	<b>59.7</b>	<b>73.3</b>	<b>88.2</b>	<b>107.0</b>	<b>129.5</b>	<b>155.7</b>
%YoY	12.1%	-6.2%	23.3%	30.4%	26.0%	23.3%	25.7%	19.8%	19.0%	22.2%	23.6%	21.1%	22.7%	20.4%	21.4%	21.0%	20.2%
- 화장품	<b>23.1</b>	<b>23.1</b>	<b>6.6</b>	<b>6.9</b>	<b>6.6</b>	<b>7.5</b>	<b>27.6</b>	<b>8.5</b>	<b>8.5</b>	<b>8.7</b>	<b>10.0</b>	<b>36.6</b>	<b>46.1</b>	<b>56.0</b>	<b>64.6</b>	<b>78.2</b>	<b>93.6</b>
%YoY	7.2%	2.6%	13.5%	19.8%	24.4%	20.6%	19.5%	29.5%	22.3%	32.2%	33.4%	32.8%	25.9%	21.3%	15.5%	21.0%	19.8%
% of sales	53.9%	61.1%	52.5%	54.9%	58.8%	58.0%	56.0%	56.7%	56.4%	63.6%	62.6%	61.4%	62.9%	63.5%	60.4%	60.4%	60.1%
- 유통의약품	<b>8.8</b>	<b>11.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>12.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.5</b>	<b>13.6</b>	<b>15.9</b>	<b>20.0</b>	<b>29.3</b>	<b>37.1</b>	<b>46.7</b>
%YoY	-6.2%	27.0%	-3.4%	-2.7%	18.3%	3.1%	6.9%	10.3%	22.5%	7.9%	11.5%	12.8%	17.0%	26.4%	46.1%	26.8%	25.8%
% of sales	21.2%	28.7%	24.6%	21.6%	27.2%	24.5%	24.4%	22.6%	22.2%	24.0%	22.1%	22.7%	21.6%	22.7%	27.3%	28.7%	30.0%
- 양머사료	<b>10.4</b>	<b>4.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>1.6</b>	<b>2.3</b>	<b>9.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	<b>10.5</b>	<b>11.3</b>	<b>12.2</b>	<b>13.2</b>	<b>14.2</b>	<b>15.4</b>
%YoY	52.5%	-53.2%	57.9%	114.1%	123.5%	133.8%	98.4%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
% of sales	25.0%	12.4%	22.9%	23.6%	14.0%	17.5%	19.6%	20.7%	21.4%	12.4%	15.3%	17.5%	15.4%	13.8%	12.3%	11.0%	9.9%
<b>매출원가</b>	<b>35.2</b>	<b>31.0</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>	<b>9.0</b>	<b>10.0</b>	<b>39.2</b>	<b>11.9</b>	<b>12.0</b>	<b>10.6</b>	<b>12.2</b>	<b>46.8</b>	<b>57.5</b>	<b>68.7</b>	<b>83.2</b>	<b>100.0</b>	<b>119.7</b>
%YoY	12.8%	-12.1%	24.4%	29.3%	29.7%	23.5%	26.6%	17.9%	18.1%	18.7%	22.5%	19.3%	23.0%	19.5%	21.1%	20.3%	19.7%
% of sales	84.3%	79.0%	80.8%	80.3%	80.1%	77.0%	79.5%	79.4%	79.7%	78.8%	77.3%	78.3%	78.5%	77.9%	77.7%	77.3%	76.9%
△ppt	0.5%	-5.3%	0.7%	-0.7%	2.2%	0.1%	0.5%	-1.4%	-0.6%	-1.3%	0.3%	-1.2%	0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
<b>매출총이익</b>	<b>6.6</b>	<b>8.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>	<b>10.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>	<b>12.9</b>	<b>15.8</b>	<b>19.5</b>	<b>23.9</b>	<b>29.4</b>	<b>36.0</b>
%YoY	8.6%	25.4%	19.3%	35.3%	13.3%	22.8%	22.5%	27.9%	22.7%	36.3%	27.1%	28.2%	21.7%	23.6%	22.6%	23.4%	22.1%
% of sales	15.7%	21.0%	19.2%	19.7%	19.9%	23.0%	20.5%	20.5%	20.3%	22.1%	23.6%	21.7%	21.5%	22.1%	22.3%	22.7%	23.1%
<b>SG&amp;A</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>4.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>5.9</b>	<b>7.0</b>	<b>8.5</b>	<b>10.5</b>	<b>12.8</b>	<b>15.4</b>
%YoY	10.8%	8.5%	17.0%	15.4%	12.6%	23.3%	17.2%	17.6%	17.1%	17.2%	22.5%	18.8%	19.1%	21.0%	23.9%	22.2%	20.2%
% of sales	9.3%	10.8%	9.3%	9.5%	10.6%	10.8%	10.0%	9.4%	9.5%	9.9%	10.5%	9.8%	9.6%	9.6%	9.8%	9.9%	9.9%
△ppt	-0.1%	1.5%	-0.5%	-1.2%	-1.3%	0.0%	-0.7%	0.1%	0.0%	-0.7%	-0.3%	-0.2%	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.6%	0.1%
①인건비	1.7	1.6	0.5	0.5	0.5	0.5	1.9	0.5	0.5	0.5	0.6	2.0	2.4	3.0	3.6	4.5	5.3
%YoY	16.2%	-1.2%	9.8%	14.6%	12.5%	20.7%	25.7%	6.7%	8.9%	3.2%	19.5%	9.8%	18.1%	24.0%	21.4%	24.5%	16.8%
% of sales	3.9%	4.2%	3.6%	3.7%	4.0%	4.5%	3.8%	3.2%	3.4%	3.4%	3.7%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.4%
②감가상각비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%YoY	-30.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-8.4%	-3.7%	-7.4%	-0.9%	-3.8%
% of sales	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
③대손상각비	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
% of sales	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
④운반비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9
%YoY	6.7%	12.5%	25.0%	25.0%	25.0%	8.0%	13.3%	20.0%	20.4%	9.3%	18.4%	17.1%	22.7%	32.4%	37.9%	30.6%	33.6%
% of sales	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
⑤지급수수료	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3	1.6
%YoY	25.9%	23.5%	37.5%	-7.7%	-25.0%	0.0%	0.0%	36.4%	25.4%	127.7%	22.9%	42.1%	22.7%	24.0%	22.6%	19.8%	19.1%
% of sales	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%	0.5%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
⑥연구개발비	1.0	1.2	0.4	0.4	0.4	0.4	1.5	0.5	0.4	0.5	0.5	1.8	2.6	3.4	4.3	5.2	6.2
%YoY	9.6%	18.4%	24.1%	20.7%	21.9%	21.9%	22.1%	25.0%	24.7%	15.6%	27.0%	23.0%	39.9%	30.7%	27.8%	21.0%	20.2%
% of sales	2.5%	3.1%	2.9%	2.8%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	3.3%	3.1%	3.1%	3.5%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
⑦기타 판관비	0.7	0.7	0.2	0.2	0.2	0.3	0.9	0.2	0.2	0.3	0.4	1.1	0.9	0.7	0.9	1.0	1.3
%YoY	8.1%	0.0%	12.5%	26.7%	11.8%	60.2%	32.4%	19.8%	19.0%	22.2%	23.6%	21.5%	-15.1%	-18.2%	14.1%	18.1%	29.5%
% of sales	1.6%	1.7%	1.4%	1.5%	1.9%	2.4%	1.8%	1.4%	1.5%	1.9%	2.4%	1.8%	3.5%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>영업이익</b>	<b>2.7</b>	<b>4.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.6</b>	<b>5.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>7.1</b>	<b>8.8</b>	<b>11.0</b>	<b>13.4</b>	<b>16.6</b>	<b>20.5</b>
%YoY	5.5%	50.0%	21.6%	61.3%	13.8%	22.4%	28.0%	37.5%	27.9%	58.0%	31.2%	37.3%	23.9%	25.7%	21.5%	24.3%	23.6%
% of sales	6.4%	10.3%	9.9%	10.2%	9.3%	12.2%	10.4%	11.4%	11.0%	12.0%	13.0%	11.8%	12.0%	12.5%	12.5%	12.8%	13.2%
<b>Portion</b>																	
<b>영업외손익</b>	<b>0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>
금융손익	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법손익	0.8	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
외환손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타손익	-0.7	-0.6	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
<b>세전이익</b>	<b>3.0</b>	<b>4.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>5.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>2.3</b>	<b>7.5</b>	<b>9.6</b>	<b>11.9</b>	<b>14.3</b>	<b>17.7</b>	<b>21.7</b>
(법인세율)	13.4%	14.8%	14.8%	-1.4%	16.6%	15.0%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>당기순이익</b>	<b>2.6</b>	<b>3.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>4.8</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>6.4</b>	<b>8.1</b>	<b>10.1</b>	<b>12.2</b>	<b>15.0</b>	<b>18.4</b>
%YoY	8.4%	31.4%	22.5%	118.5%	-3.4%	47.6%	41.5%	36.9%	4.8%	74.7%	34.7%	33.4%	27.2%	24.2%	20.5%	23.2%	22.7%

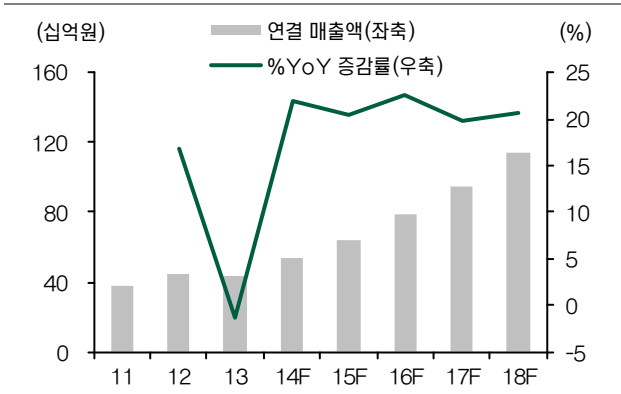
참고: 사업부별 매출액은 당사 추정치 기준  
 자료: 대봉엘에스, 현대증권

그림 12> 대봉엘에스 연결 실적 추정

(십억원)	2012	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2014F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
<b>연결 매출액</b>	<b>44.4</b>	<b>43.8</b>	<b>13.5</b>	<b>13.9</b>	<b>12.0</b>	<b>14.0</b>	<b>53.4</b>	<b>16.1</b>	<b>16.5</b>	<b>14.5</b>	<b>17.3</b>	<b>64.4</b>	<b>79.0</b>	<b>94.7</b>	<b>114.3</b>	<b>137.5</b>	<b>164.4</b>
(%YoY)	16.8%	-1.3%	22.7%	25.6%	20.3%	19.5%	22.0%	19.6%	18.9%	20.4%	23.0%	20.5%	22.7%	19.9%	20.7%	20.3%	19.6%
- 개별실적	41.8	39.2	12.5	12.7	11.2	12.9	49.3	15.0	15.0	13.7	16.0	59.7	73.3	88.2	107.0	129.5	155.7
(%YoY)	12.1%	-6.2%	23.3%	30.4%	26.0%	23.3%	25.7%	19.8%	19.0%	22.2%	23.6%	21.1%	22.7%	20.4%	21.4%	21.0%	20.2%
- 쿠팡리쿠리아	56%	0.8	0.9	0.2	0.2	0.1	0.2	0.7	0.2	0.2	0.1	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
(%YoY)		2.5%	-4.5%	-22.4%	-68.8%	-5.4%	-23.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
- 피엔케이피부임상연구센터	51%	1.7	3.7	0.7	1.1	0.6	0.9	3.3	0.9	1.3	0.8	1.1	4.0	5.0	5.8	6.5	7.3
(%YoY)	147.6%	112.6%	19.4%	-6.6%	-33.4%	-13.0%	-10.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	25.5%	15.0%	13.2%	11.0%	10.0%
<b>연결 매출원가</b>	<b>36.3</b>	<b>32.4</b>	<b>10.6</b>	<b>10.6</b>	<b>9.3</b>	<b>10.4</b>	<b>40.8</b>	<b>12.2</b>	<b>12.4</b>	<b>10.9</b>	<b>12.5</b>	<b>48.0</b>	<b>58.7</b>	<b>70.1</b>	<b>84.4</b>	<b>101.3</b>	<b>120.9</b>
(%YoY)	15.1%	-10.8%	24.8%	29.0%	29.0%	21.8%	26.0%	15.5%	17.4%	16.3%	20.5%	17.4%	22.3%	19.5%	20.5%	20.0%	19.3%
(% of sales)	81.9%	74.0%	78.3%	76.0%	77.6%	74.0%	76.4%	75.6%	75.0%	75.0%	74.0%	74.5%	74.3%	74.0%	73.9%	73.7%	73.5%
<b>연결 매출총이익</b>	<b>8.0</b>	<b>11.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>12.6</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	<b>4.7</b>	<b>16.4</b>	<b>20.3</b>	<b>24.6</b>	<b>29.9</b>	<b>36.1</b>	<b>43.5</b>
(%YoY)	25.4%	41.4%	15.4%	16.0%	-2.5%	13.7%	10.7%	34.5%	23.8%	34.5%	30.2%	30.4%	23.7%	21.0%	21.6%	21.0%	20.4%
(% of sales)	18.0%	26.0%	21.5%	23.7%	22.5%	25.7%	23.6%	24.2%	24.8%	24.8%	27.2%	25.6%	25.7%	26.4%	26.5%	26.2%	26.4%
<b>연결 판매관리비</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>6.0</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>6.9</b>	<b>8.3</b>	<b>9.8</b>	<b>11.9</b>	<b>14.6</b>	<b>17.6</b>
(%YoY)	22.3%	16.9%	20.5%	8.3%	11.7%	16.7%	14.3%	10.5%	15.9%	14.4%	20.7%	15.5%	19.1%	18.9%	20.7%	23.3%	20.2%
(% of sales)	10.1%	12.0%	10.9%	10.3%	11.9%	11.9%	11.2%	10.1%	10.0%	11.3%	11.7%	10.8%	10.5%	10.4%	10.4%	10.6%	10.7%
<b>연결 영업이익</b>	<b>3.6</b>	<b>6.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.3</b>	<b>2.0</b>	<b>6.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>9.5</b>	<b>12.1</b>	<b>14.8</b>	<b>18.0</b>	<b>21.5</b>	<b>25.9</b>
(%YoY)	29.9%	71.9%	10.7%	22.6%	-14.3%	11.9%	7.7%	58.9%	29.7%	57.3%	38.1%	43.9%	27.1%	22.3%	22.1%	19.4%	20.5%
(% of sales)	8.0%	14.0%	10.8%	13.7%	10.5%	14.1%	12.3%	14.3%	14.9%	13.7%	15.8%	14.7%	15.3%	15.6%	15.8%	15.8%	15.8%
- 개별실적	2.7	4.0	1.2	1.3	1.0	1.6	5.1	1.7	1.6	1.6	2.1	7.1	8.8	11.0	13.4	16.6	20.5
(%YoY)	5.1%	50.6%	22.8%	62.5%	14.3%	25.0%	28.0%	37.5%	26.9%	57.6%	31.2%	37.3%	23.9%	25.7%	21.5%	24.3%	23.6%
<b>영업외손익</b>	<b>0.6</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>
(% of sales)	1.3%	0.7%	1.3%	1.3%	1.7%	1.5%	1.4%	0.3%	0.7%	0.8%	1.4%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
- 금융손익	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- 외화관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- 지분법손익	0.8	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.7	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
- 기타영업외손익	-0.4	-0.3	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>연결 세전이익</b>	<b>4.1</b>	<b>6.4</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>7.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>	<b>10.0</b>	<b>13.0</b>	<b>15.7</b>	<b>19.1</b>	<b>22.7</b>	<b>27.2</b>
(%YoY)	11.6%	55.1%	11.6%	39.6%	-16.0%	27.4%	14.8%	44.7%	23.8%	42.6%	35.9%	35.5%	29.7%	21.4%	21.3%	18.8%	19.9%
(% of sales)	9.3%	14.7%	12.1%	15.0%	12.2%	15.6%	13.8%	14.6%	15.6%	14.5%	17.2%	15.5%	16.4%	16.6%	16.7%	16.5%	16.5%
(법인세율)	15.7%	18.1%	15.3%	8.2%	18.4%	18.4%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
<b>연결 순이익</b>	<b>3.5</b>	<b>5.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.8</b>	<b>6.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>8.5</b>	<b>11.0</b>	<b>13.4</b>	<b>16.2</b>	<b>19.3</b>	<b>23.1</b>
(%YoY)	9.7%	50.7%	13.1%	56.6%	-20.5%	37.6%	19.4%	45.6%	14.9%	48.8%	41.8%	35.5%	29.7%	21.4%	21.3%	18.8%	19.9%

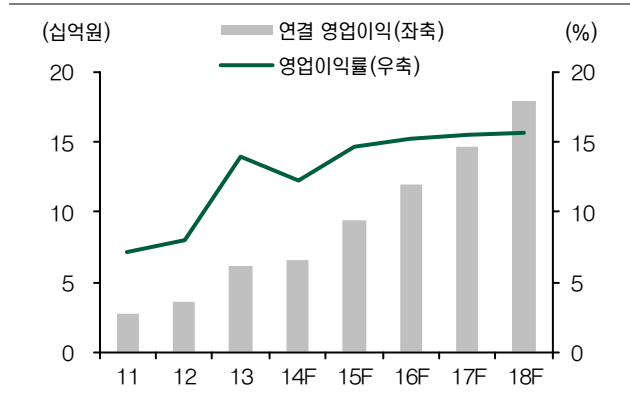
자료: 대봉엘에스, 현대증권

그림 13> 대봉엘에스 매출액 추이 및 전망



자료: 대봉엘에스, 현대증권

그림 14> 대봉엘에스 영업이익 추이 및 전망



자료: 대봉엘에스, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/12A (IFRS-C)	12/13A (IFRS-C)	12/14F (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)
<b>매출액</b>	<b>44.4</b>	<b>43.8</b>	<b>53.4</b>	<b>64.4</b>	<b>79.0</b>
매출원가	36.3	32.4	40.8	48.0	58.7
<b>매출총이익</b>	<b>8.0</b>	<b>11.4</b>	<b>12.6</b>	<b>16.4</b>	<b>20.3</b>
판매비와관리비	4.5	5.2	6.0	6.9	8.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>3.6</b>	<b>6.1</b>	<b>6.6</b>	<b>9.5</b>	<b>12.1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.2</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>10.4</b>	<b>12.9</b>
영업외손익	0.6	0.3	0.8	0.5	0.9
금융손익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법손익	0.8	0.4	0.7	0.8	0.8
기타영업외손익	(0.2)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	0.0
<b>세전이익</b>	<b>4.1</b>	<b>6.4</b>	<b>7.4</b>	<b>10.0</b>	<b>13.0</b>
법인세비용	0.7	1.2	1.1	1.5	1.9
<b>당기순이익</b>	<b>3.5</b>	<b>5.3</b>	<b>6.3</b>	<b>8.5</b>	<b>11.0</b>
<b>지배기업순이익</b>	<b>3.4</b>	<b>5.0</b>	<b>6.1</b>	<b>8.3</b>	<b>10.7</b>
<b>총포괄이익</b>	<b>3.5</b>	<b>5.3</b>	<b>6.3</b>	<b>8.5</b>	<b>11.0</b>
<b>지배기업총포괄이익</b>	<b>3.4</b>	<b>5.0</b>	<b>6.1</b>	<b>8.3</b>	<b>10.7</b>
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수정순이익</b>	<b>3.4</b>	<b>5.0</b>	<b>6.1</b>	<b>8.3</b>	<b>10.7</b>

현금흐름표 (십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	3.5	5.3	6.3	8.5	11.0
유무형자산상각비	0.6	0.8	0.9	0.9	0.8
기타비현금손익 조정	0.0	1.1	0.3	0.7	1.1
운전자본투자	(5.0)	(1.6)	(6.8)	(5.6)	(4.9)
기타영업현금흐름	(0.1)	(0.5)	(1.4)	(1.5)	(1.9)
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(0.9)</b>	<b>5.1</b>	<b>(0.8)</b>	<b>3.0</b>	<b>6.2</b>
설비투자	(0.7)	(1.2)	(0.3)	0.0	0.0
무형자산투자	(0.2)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
단기금융자산 증감	2.6	(2.4)	5.4	0.0	0.0
투자자산증감	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타투자현금흐름	(0.4)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>1.0</b>	<b>(3.6)</b>	<b>5.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채 증감	(0.0)	(0.0)	0.1	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타재무현금흐름	(0.0)	0.0	0.2	0.8	0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.2)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
기타현금흐름	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
<b>현금의 증가(감소)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>0.9</b>	<b>4.0</b>	<b>3.2</b>	<b>6.5</b>
기초 현금 및 현금성자산	2.6	2.1	3.0	7.0	10.2
기말 현금 및 현금성자산	2.1	3.0	7.0	10.2	16.7
<b>총영업현금흐름</b>	<b>3.7</b>	<b>5.9</b>	<b>6.7</b>	<b>9.0</b>	<b>11.2</b>
<b>영업외현금흐름</b>	<b>(2.2)</b>	<b>3.2</b>	<b>(0.5)</b>	<b>3.4</b>	<b>6.4</b>
<b>순현금흐름</b>	<b>(3.0)</b>	<b>3.0</b>	<b>(1.5)</b>	<b>3.2</b>	<b>6.5</b>
<b>순현금 (순차입금)</b>	<b>5.2</b>	<b>8.2</b>	<b>6.7</b>	<b>9.9</b>	<b>16.4</b>

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	16.8	(1.4)	21.9	20.6	22.7
영업이익 성장률	33.3	69.4	8.2	43.9	27.4
EBITDA 성장률	31.3	64.3	8.7	38.7	24.0
지배기업순이익 성장률	9.7	47.1	22.0	36.1	28.9
수정순이익 성장률	9.7	47.1	22.0	36.1	28.9
영업이익률	8.1	13.9	12.4	14.8	15.3
EBITDA이익률	9.5	15.8	14.0	16.1	16.3
당기순이익률	7.9	12.1	11.8	13.2	13.9
수정순이익률	7.7	11.4	11.4	12.9	13.5

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (새우 인식관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)  
 순비경상손익: 새우 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 밀집손익, 중단사업손익 등을 포함)  
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-I = 개별재무제표, IFRS-S = 별도재무제표  
 자료: 대봉연구소, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/12A (IFRS-C)	12/13A (IFRS-C)	12/14F (IFRS-C)	12/15F (IFRS-C)	12/16F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	2.1	3.0	7.0	10.2	16.7
단기금융자산	3.4	5.4	0.0	0.0	0.0
매출채권	16.6	16.1	21.6	25.7	28.5
재고자산	7.7	8.6	9.8	11.3	13.3
기타유동자산	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7
<b>유동자산</b>	<b>30.1</b>	<b>33.6</b>	<b>39.1</b>	<b>47.9</b>	<b>59.2</b>
투자자산	4.1	4.6	5.2	5.2	5.2
유형자산	11.7	12.3	11.8	11.0	10.2
무형자산	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>16.5</b>	<b>17.4</b>	<b>17.4</b>	<b>16.6</b>	<b>15.7</b>
<b>자산총계</b>	<b>46.5</b>	<b>51.0</b>	<b>56.5</b>	<b>64.5</b>	<b>75.0</b>
매입채무	3.6	2.9	3.1	3.1	3.1
단기금융부채	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	1.7	2.0	1.3	1.3	1.3
<b>유동부채</b>	<b>5.5</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>
장기금융부채	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이연법인세부채	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6
기타비유동부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>비유동부채</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>
<b>부채총계</b>	<b>7.0</b>	<b>6.8</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>
자본금	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
기타자본항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	27.6	32.0	37.6	45.3	55.5
<b>지배기업 자본총계</b>	<b>39.3</b>	<b>43.7</b>	<b>49.2</b>	<b>57.0</b>	<b>67.2</b>
비지배자본	0.3	0.5	0.7	1.0	1.3
<b>자본총계</b>	<b>39.5</b>	<b>44.2</b>	<b>50.0</b>	<b>58.0</b>	<b>68.4</b>
<b>부채와자본총계</b>	<b>46.5</b>	<b>51.0</b>	<b>56.5</b>	<b>64.5</b>	<b>74.9</b>
<b>주당지표 (원)</b>	<b>12/12A</b>	<b>12/13A</b>	<b>12/14F</b>	<b>12/15F</b>	<b>12/16F</b>
EPS	304	450	550	748	968
수정EPS	304	450	550	748	968
주당순자산(BPS)	3,541	3,941	4,441	5,139	6,058
주당매출액(SPS)	4,006	3,949	4,819	5,806	7,124
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	335	535	604	811	1,010
주당배당금	50	50	50	50	50
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	22.3	35.0	29.1	26.4	22.1

주주가지 및 재무구조 (%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	8.9	12.0	13.1	15.6	17.3
ROA	7.8	10.8	11.7	14.1	15.8
ROIC	10.7	16.0	16.0	19.3	22.2
WACC	11.8	13.7	10.9	10.9	10.9
ROIC/WACC (배)	0.9	1.2	1.5	1.8	2.0
경제적이익 (EP, 십억원)	(0.0)	0.8	2.2	3.8	5.5
부채비율	17.7	15.3	13.0	11.3	9.5
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	144.1	266.6	739.3	0.0	0.0

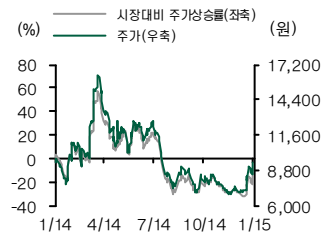
KOSDAQ

# KCI (036670)

**BUY (initiate)**

주가(1/27)	9,440원	60일 평균 거래량	64,076주	52주 최고/최저가 (보통주)	16,300원
<b>목표주가</b>	<b>13,000원</b>	60일 평균 거래대금	5억원		6,840원
시가총액 (보통주)	1,051억원	외국인보유비중	1.1%	베타(12M, 일간수익률)	0.9
발행주식수 (보통주)	11,130,000주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	43.0%	주요주주	윤영호 외 19인 54.2%
유동주식비율	45.3%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		

계산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F	주가상승률	1개월	3개월	6개월
(적용기준)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	절대	30.6%	18.3%	-25.4%
매출액 (십억원)	30.0	33.3	38.8	49.5	61.9	상대	18.9%	12.7%	-28.6%
영업이익 (십억원)	2.2	2.4	2.9	5.6	7.9				
순이익 (십억원)	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9				
지배기업순이익 (십억원)	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9				
EPS (원)	182	210	265	480	615				
수정EPS (원)	182	210	265	480	615				
PER* (배)	20.1-10.6	48.0-11.8	64.6-25.4	19.7	15.3				
PBR (배)	0.8	2.7	2.0	2.4	2.1				
EV/EBITDA (배)	8.8	20.8	15.3	14.0	11.0				
배당수익률 (%)	1.9	0.8	1.1	0.8	0.8				
ROE (%)	5.7	6.4	7.7	12.8	14.6				
ROIC (%)	4.6	5.4	5.9	10.4	14.0				



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표  
 자료: KCI, 현대증권

## 중국 헤어케어 시장 확대 수혜

### KCI: 헤어케어 제품 원료를 핵심역량으로 한 화장품 원료 회사

KCI는 헤어케어 제품 원료를 핵심 역량으로 보유한 화장품 원료 회사이다. 당사의 사업부는 크게 폴리머, 계면활성제, 스킨케어 원료로 구분된다. 폴리머, 계면활성제를 포함한 헤어케어 제품 원료 사업부는 2013년 실적 기준 67%의 매출 비중을 차지하고 있으며, 중국 헤어케어 시장 확대에 따라 관련 원료 매출 확대와 신규사업인 스킨케어 원료 확대에 나서고 있다.

### 중국 헤어케어 시장 확대의 수혜 스킨케어원료 또한 기존 고객사 대상으로 확대 중

동사의 핵심 투자포인트는 다음과 같다. 1) P&G, Estee Lauder 등 글로벌 고객사 확보로 연평균 9%의 고성장을 구가하고 있는 중국 헤어케어(샴푸+린스) 시장 확대에 수혜가 기대된다. 2) 양이온 계면활성제의 원료인 3급 지방아민의 상용화 성공으로 원료 내재화에 따른 수익성 향상이 예상된다. 3) 마지막으로 기존 확보된 고객처를 대상으로 한 동사의 신규사업인 스킨케어 원료(점증제, MPC유도체 등) 공급 확대가 진행되고 있다.

### 목표주가 13,000원 (상승여력 38%). 투자 의견 BUY로 커버리지 개시

KCI에 대해 목표주가 13,000원(2015년 예상실적 기준 PER 26.0배), BUY 의견을 제시한다. 목표주가 13,000원은 2015년 예상EPS 480원에 target PER 26배(화장품 업종 평균 대비 20% 할인)를 적용해 산출했다



## 1. 밸류에이션

**목표주가 13,000원 (상승  
여력 38%), 투자 의견  
BUY로 커버리지 개시**

**높은 중장기 실적 가시성  
감안 시 시장 대비 높은  
프리미엄은 당연**

KCI에 대해 목표주가 13,000원(2015년 예상실적 기준 PER 26.0배), BUY 의견을 제시한다. 목표주가 13,000원은 2015년 예상EPS 480원에 target PER 26배(화장품 업종 평균 대비 20% 할인)를 적용해 산출했다.

중국 헤어케어 시장 확대, 다변화된 고객처 등으로 인한 높은 실적 가시성을 감안하면, 시장 대비 높은 할증률은 당연하다고 판단된다.

P&G, Estee Lauder 등 글로벌 고객사 확보로 연평균 9%의 고성장을 구가하고 있는 중국 헤어케어(샴푸+린스) 시장 확대에 수혜가 예상된다. 또한 양이온 계면활성제의 원료인 3급 지방아민의 상용화 성공으로 원료 내재화에 따른 수익성 향상이 기대되며, 고혈압 의약품 특허 만료에 따른 관련 제네릭 시장의 확대에 원료의약품 부문도 안정적인 성장이 지속될 것으로 보인다.

2015년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 28%, 90% 성장한 495억원, 56억원을 기록할 것으로 예상된다. 아울러, 16년과 17년 매출 성장도 각각 23%, 20%에 달하는 고성장이 지속될 것으로 보이며, 기존 확보된 고객처를 대상으로 한 동사의 신규사업인 스킨케어 원료(점증제, MPC유도체 등) 공급 확대가 가능할 것으로 전망된다. 따라서 영업이익은 15년과 16년에 각각 90%, 42% 증가할 것으로 전망된다.

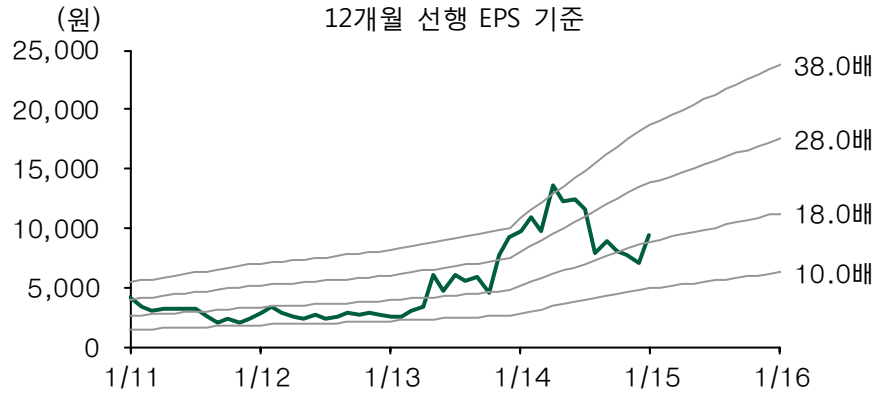
그림 1> 주요 화장품 원료 업체 이익지표

(십억원, %, 배)	대봉엘에스			KCI			바이오렌드			에이씨티		
	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F	2013	2014F	2015F
매출액	43.8	53.4	64.4	33.3	38.8	49.5	71.0	77.1	84.8	15.0	17.5	21.0
영업이익	6.1	6.6	9.5	2.4	2.9	5.6	13.2	16.3	18.6	4.1	4.7	5.7
순이익	5.3	6.3	8.5	2.3	3.0	5.4	9.7	11.6	13.7	4.1	4.6	5.4
EPS(원)	450	550	721	210	265	480	649	776	916	795	759	891
매출액 증감률	-1.3	22.0	20.5	10.7	16.7	27.6	-2.7	8.5	10.0	-15.7	16.7	20.0
영업이익 증감률	71.9	7.7	43.9	7.4	21.5	90.0	-14.4	23.9	14.1	-22.6	14.6	21.3
PER	9.2	16.2	15.7	43.9	26.6	19.7	17.4	29.5	25.0	8.8	29.1	24.7
PBR	1.1	2.0	2.2	2.7	2.0	2.4	1.6	2.6	2.6	1.2	3.4	3.1
EV/EBITDA	5.6	12.2	10.6	20.8	15.3	14.0	8.6	13.2	12.6	5.8	9.8	7.4
순차입금	-8.2	-8.0	-16.6	11.6	7.8	3.4	-3.3	-10.6	-29.1	-15.0	-16.0	-18.0
ROE	12.0	13.1	15.1	6.4	7.7	12.8	9.4	10.4	11.2	13.5	12.1	13.1

자료: FnGuide, 현대증권



그림 2> KCI PER band



자료: KCI, 현대증권

그림 3> KCI PBR band



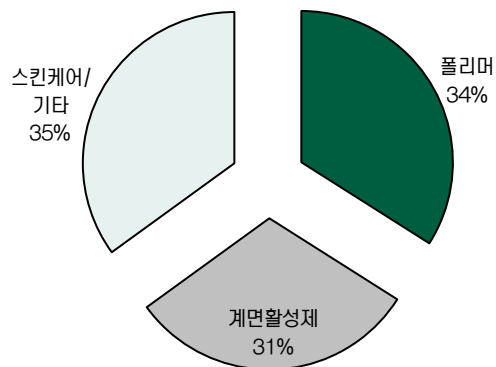
자료: KCI, 현대증권

## 2. 기업 개요

**사업영역: 계면활성제, 폴리머, 스킨케어 원료**

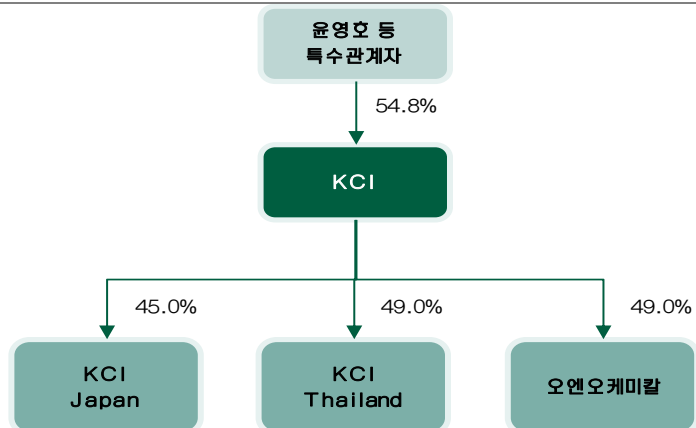
KCI는 1985년 설립돼 헤어케어/스킨케어 원료인 계면활성제, 폴리머 등을 생산하는 업체이다. 주요 제품으로는 샴푸와 린스의 핵심원료인 폴리머(PQ-10), 양이온 계면활성제(BTAC), 신규사업인 스킨케어 원료(MPC유도체, 점증제) 등이 있다. 부문별 매출비중은 14년 예상실적 기준 폴리머 34%, 양이온 계면활성제 31%, 스킨케어/기타 35%이다.

그림 4> 헤어케어 제품 원료가 전체 매출액의 65% 차지



자료: KCI, 현대증권

그림 5> KCI 지분구조



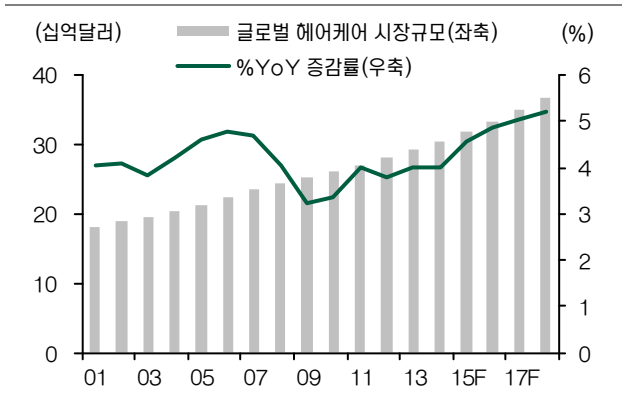
자료: KCI, 현대증권

### 3. 투자 포인트 및 실적 전망

#### 1. 중국 샴푸, 린스시장 확대에 따른 수혜 예상

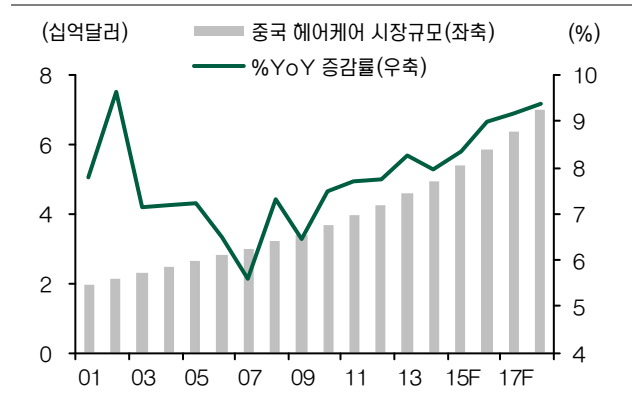
2013~2018년 연평균 9%의 고성장이 예상되는 중국 헤어케어(샴푸+린스) 시장과 동반 성장이 예상된다. 중국의 헤어케어 시장은 향후 5년간 연평균 9%의 고성장이 지속될 것으로 전망된다. 1) 중국 내 소비자의 소비패턴 서구화로 헤어케어에 대한 관심확대, 2) 소득수준의 향상으로 중간소득층의 확대와 여성의 미용의식 고조로 헤어케어 니즈 증가, 3) 소비자들이 샴푸 및 린스를 기능성 화장품으로 인식해 상대적으로 고가인 P&G 등 다국적사 제품들의 높은 점유율을 이유로 들 수 있다. 2013년 기준 중국 내 헤어케어제품 시장규모는 약 50억 달러로(샴푸 43억 달러, 린스 7억 달러) 전년 대비 8.0%의 성장이 예상된다. 이는 2010년 미국을 넘어서 현재 글로벌 시장규모 1위이다. 그러나 화장품과 마찬가지로 중국의 1인당 샴푸 및 린스 소비금액은 3.3달러로 미국의 10.7달러, 한국의 11.6달러 대비 현저히 낮은 수준이다. 선진국형 소비패턴으로의 변화에 따라 화장품 소비액이 증가하는 것과 마찬가지로 헤어케어제품 소비액 역시 향후 지속 성장이 가능할 것으로 전망된다.

그림 6> 글로벌 헤어케어 시장규모



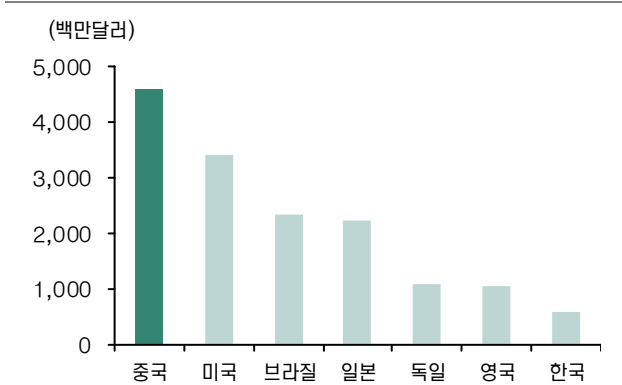
참고: 헤어케어 시장은 샴푸, 린스만 포함  
자료: Datamonitor, 현대증권

그림 7> 중국 헤어케어 시장규모



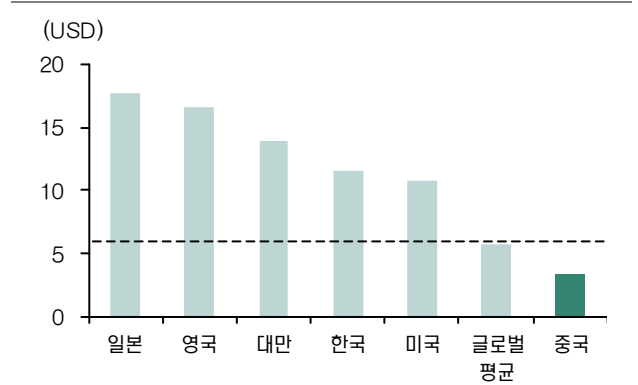
참고: 헤어케어 시장은 샴푸, 린스만 포함  
자료: Datamonitor, 현대증권

그림 8> 주요 국가별 헤어케어 시장규모



참고: 헤어케어 시장은 샴푸, 린스만 포함(2013년 기준)  
자료: Datamonitor, 현대증권

그림 9> 주요 국가별 1인당 샴푸/린스 소비액



참고: 2013년 기준  
자료: Datamonitor, 현대증권

**P&G 등 다국적사 중국 헤어케어 시장의 약 80% 점유**

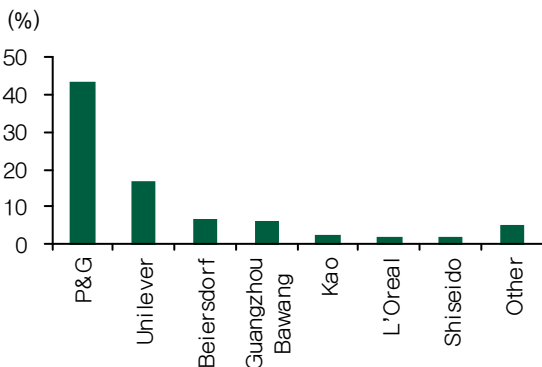
2014년 예상실적 기준 KCI의 헤어케어제품 원료(폴리머, 양이온 계면활성제) 매출비중은 약 65%에 이른다. 폴리머(PQ-10)는 샴푸 또는 바디클렌저의 필수 원료로 대전방지 및 보습효과를 발생시키는 원료이다. 현재 다우케미칼이 폴리머 시장을 과점하고 있고(85%), KCI가 뒤를 이어 글로벌 점유율 약 12%를 차지하고 있다(국내시장 점유율 약 90%로 독점적 지위 확보). 양이온 계면활성제(BTAC)는 기존 계면활성제(STAC, CATC) 대비 피부 침투성이 낮고, 세포막 손상이 적은 3급지방아민을 원료로 생산되는 제품이다. 살균, 습윤, 컨디셔닝 등의 기능으로 고급 화장품, 헤어케어(린스) 등의 원료로 사용된다. 2014년 중국 내 헤어케어 시장 점유율은 P&G 43%, Unilever 17%, BDF 6% 등 다국적사가 전체 시장의 약 80%를 점유하고 있는 실정이다. KCI의 전체 매출액 중 L'Oreal, P&G, Shiseido 등 다국적사 비중이 약 70%에 달해, 중국 내 확고한 헤어케어 시장 점유율을 보유하고 있는 대다수의 다국적사와의 동반 성장이 예상된다.

**그림 10> 대다수의 다국적사에 헤어케어제품 원료 납품**

업체순위	회사명	국가	주요제품
1	L'Oreal	프랑스	L'Oreal, Lancome
2	Unilever	영국	Dove, Lux, Pond's
3	P&G	미국	Pantene, Head & Shoulders
5	Shiseido	일본	Shiseido, Cle de Peau Beaute
6	Avon	미국	Avon Color, Anew
7	Beiersdorf	독일	Nivea, Atrix
8	Johnson & Johnson	미국	Neutrogena, Clean & Clear
10	Kao	일본	John Frieda, Guhl
13	Henkel	독일	Henkel Schauma
17	아모레퍼시픽	한국	미장센, 려
26	LG생활건강	한국	엘라스틴, 더블리치

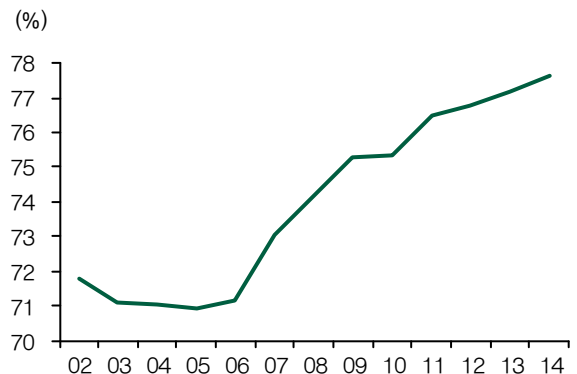
자료: KCI, 현대증권

**그림 11> 중국 내 다국적사 점유율 약 80%에 달해**



자료: Datamonitor, 현대증권

**그림 12> 중국 내 다국적사 점유율 추이**



자료: Datamonitor, 현대증권

**2. 원료 내재화로 수익성 향상 기대**

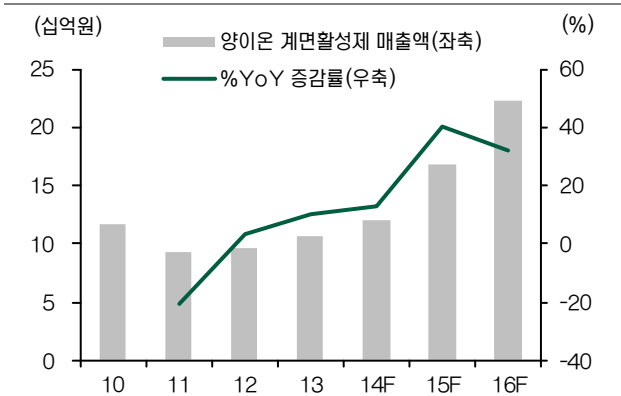
2014년 하반기 동사의 주력 제품 중 하나인 양이온 계면활성제(BTAC) 원료 내재화 성공으로 2016년까지 약 2~4%p의 매출원가를 감소 효과가 나타날 것으로 전망된다.

양이온 계면활성제(BTAC)는 유채종자에서 추출한 3급지방아민을 기초로 한 제품으로 타 제품(STAC, CATC) 대비 피부 침투성이 낮고, 세포막 손상이 적어 고급 헤어케어 제품에 적용되어왔다. 2006년 한국화학연구원과 양이온 계면활성제의 주 원료인 3급지방아민 상용화 기술 연구개발에 공동 착수해 지난해 하반기 세계 4번째로 상업화에 성공했다. 그 동안 3급지방아민 제조기술은 일본(Kao), 벨기에(Solvay), 스위스(Clariant) 등 글로벌 화학업체만이 보유해 국내에서는 전량 수입에 의존했다. 2013년 기준 글로벌 생산규모는 540억원(약 8,000톤)으로, KCI는 현재 약 37억원(550톤)의 생산규모를 확보한 상태이며 2016년까지 100억원(1,600톤)으로 생산규모를 확대할 계획이다.

올해부터 본격적으로 원료 내재화에 돌입해 2015년도 수입비중 50%, 2016년 전량 내재화가 가능할 것으로 예상된다. 원료 내재화에 따른 가격경쟁력 확보로 기존 거래처 내 BTAC 신규 수주 증가 등 양이온 계면활성제의 매출비중은 2014년 31% → 2016년 36%로 확대될 것으로 전망된다.

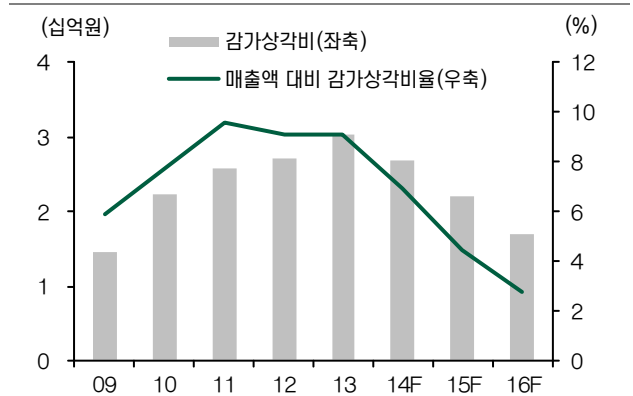
또한 2009년 대죽공장 투자로 계상된 연간 약 30억원의 감가상각비가 2014년부터 감소해 본격적인 투자회수기에 들어갈 것으로 예상된다.

그림 13> KCI 양이온 계면활성제 매출액 추이



자료: KCI, 현대증권

그림 14> 2014년을 기점으로 감가비 하락



자료: Datamonitor, 현대증권

**스킨케어 원료 부문 또한  
기존 헤어케어 원료  
납품처로 확대 가능**

동사의 신규사업인 스킨케어부문에서의 신규 아이템(MPC/MPC유도체, 점증제 등) 출시가 이어져 매출 다각화가 기대된다. KCI가 2013년 아모레퍼시픽과 공동 개발한 MPC유도체는 피부조직구성요소와 유사한 성분으로 보습효과 및 피부보호기능이 우수한 원료이다. 현재 일본 1개사가 의료용 MPC 기술을 보유 중이며, 화장품용 MPC 기술은 KCI가 유일하게 보유하고 있다. MPC유도체가 함유된 국내 색조화장품 시장은 약 460톤(270억원)으로 추정되며 세계시장규모는 약 19,000톤(2,500억원)의 시장규모가 형성되어 있다. 동사의 MPC유도체가 함유된 제품으로 아모레퍼시픽의 ‘베리떼 멀티쿠션’, ‘에뛰드 알파벳 마스크팩’, ‘아이오페 올인원 래디언스 크림’ 등이 출시됐다. 그러나 현재 kg당 2,000만원에 육박하는 고가의 원료로, 채택 제품의 한계성과 낮은 함유량으로 매출 비중은 미미한 것으로 추정된다. 향후 3년 내 MPC 순도를 99.9%까지 끌어올려(현재 최대 98%) 성형외과, 피부과 등 의료시장에 진출할 계획으로 중장기 성장성이 기대된다.

MPC유도체 외 동사의 신규 아이템인 바디/헤어케어용 점증제(Acecare)도 향후 높은 성장성이 기대된다. Acecare는 샴푸나 바디워시 제품의 점도를 높이기 위해 사용되는 점증제로 동사가 세계에서 2번째로 개발한 제품이다. 기존 아크릴계 점증제는 파우더 타입으로 분진 발생에 따른 위해성과 용해해서 사용해야 하는 불편함이 있었다. KCI의 Acecare는 기존 제품 대비 수분 흡수율이 우수함과 동시에 적은 양으로 점도를 높일 수 있어 향후 동사 스킨케어사업부문 내 주력 아이템이 될 것으로 예상된다. 2014년 하반기 ‘Johnson & Johnson’ 등 다국적사 및 국내사(아모레퍼시픽, LG생활건강 등)의 본격적인 매출 개시로 2015년 10억원 이상의 매출이 기대된다.

그림 15> MPC유도체 함유 제품

브랜드	제품명
아모레퍼시픽	베리떼 멀티쿠션DX 파운데이션
	익스테이 마블팩트
에뛰드하우스	알파벳 마스크팩
멘소래담	션크림
일리	페이셜 마스크팩
아이오페	올인원 래디언스 크림

자료: KCI, 현대증권

그림 16> Johnson & Johnson의 Acecare 함유 제품



자료: KCI, 현대증권

**15년 매출액, 영업이익 각각 28%, 90% 증가 예상**

KCI의 2014년 매출액과 영업이익은 각각 전년 대비 16.7%, 21.0% 증가한 388억원, 29 억원을 기록할 것으로 예상된다. 다국적사의 중국 내 헤어케어 제품 점유율 확대에 의한 헤어케어 원료 납품 증가가 주 요인이다.

2015년 예상 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 27.6%, 90.4% 증가한 495억원, 56 억원을 기록할 것으로 전망된다. 주요 이유는 1) 동사가 납품하는 다국적사 대부분이 샴푸, 린스 등 헤어케어 제품과 화장품 사업을 동시에 하고 있다. 따라서 KCI 스킨케어 부분의 신규아이템 매출 확대가 용이하고, 2) 원료 내재화 및 기존 투자의 감가상각비 감소로 투자회수기에 진입했고, 3) 중국 내 다국적사 점유율 확대 지속으로 폴리머, 양이온 계면활 성제 매출이 26%YoY 성장할 것으로 전망된다.

그림 17> KCI 개별 실적 추정

분기별 실적 요약	2011	2012	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	2014F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2015F	2016F
매출액	26.8	30.0	33.3	9.8	9.8	9.1	10.2	38.8	12.8	13.1	11.7	11.9	49.5	61.9
(YoY)	-6.7%	11.9%	10.7%	26.9%	16.6%	14.1%	10.5%	16.7%	31.2%	33.5%	28.8%	17.3%	27.6%	25.1%
(% QoQ)				-70.6%	0.1%	-7.3%	12.2%		-67.0%	1.9%	-10.5%	2.2%		
- 폴리머	10.3	10.4	11.6	3.3	3.3	3.1	3.5	13.2	3.8	3.9	3.5	3.6	14.9	17.4
(YoY)	-1.6%	0.5%	12.2%	23.3%	13.2%	10.8%	7.4%	13.4%	15.8%	17.8%	13.6%	3.5%	12.6%	17.5%
(% of sales)	38.5%	34.5%	35.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	28.2%
- 계면활성제	9.3	9.7	10.6	3.0	3.0	2.8	3.2	12.0	4.4	4.4	4.0	4.1	16.8	22.2
(YoY)	-20.5%	3.5%	10.0%	22.9%	12.9%	10.5%	7.1%	13.0%	43.9%	46.4%	41.3%	28.7%	39.9%	32.2%
(% of sales)	34.8%	32.2%	32.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	35.9%
- 스킨케어/기타	7.2	10.0	11.0	3.4	3.4	3.2	3.6	13.6	4.6	4.7	4.2	4.3	17.8	22.2
(YoY)	9.9%	39.3%	9.9%	34.6%	23.6%	21.0%	17.2%	23.8%	34.9%	37.3%	32.5%	20.7%	31.2%	24.7%
(% of sales)	26.7%	33.2%	33.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%	35.9%
매출원가	19.0	21.1	23.8	7.0	7.1	6.8	7.1	28.0	9.2	9.2	8.5	8.0	34.9	42.4
(YoY)	0.8%	11.0%	12.4%	34.4%	17.1%	18.0%	6.2%	18.0%	30.3%	30.4%	25.4%	12.4%	24.6%	21.5%
(% of sales)	70.9%	70.4%	71.4%	72.0%	72.2%	75.1%	70.0%	72.2%	71.5%	70.5%	73.1%	67.1%	70.5%	68.5%
(Δ%pt)	5.3%	-0.5%	1.1%	4.0%	0.3%	2.5%	-2.9%	0.8%	-0.5%	-1.7%	-2.0%	-2.9%	-1.7%	-2.0%
(Portion)														
매출총이익	7.8	8.9	9.5	2.7	2.7	2.3	3.1	10.8	3.7	3.9	3.1	3.9	14.6	19.5
(YoY)	-21.0%	14.0%	6.7%	10.9%	15.3%	3.7%	22.2%	13.4%	33.5%	41.7%	39.1%	28.7%	35.4%	33.6%
(% of sales)	29.1%	29.6%	28.6%	28.0%	27.8%	24.9%	30.0%	27.8%	28.5%	29.5%	26.9%	32.9%	29.5%	31.5%
SG&A	6.4	6.7	7.1	1.8	2.0	2.0	2.1	7.9	2.0	2.3	2.3	2.3	9.0	11.6
(YoY)	-6.0%	4.1%	6.6%	5.1%	20.1%	9.4%	9.4%	10.7%	10.3%	18.9%	18.7%	11.8%	15.0%	28.5%
(% of sales)	23.8%	22.2%	21.4%	18.8%	20.1%	21.7%	20.4%	20.3%	15.8%	17.9%	20.0%	19.5%	18.3%	18.8%
(Δ%pt)	0.2%	-1.7%	-0.8%	-3.9%	0.6%	-0.9%	-0.2%	-1.1%	-3.0%	-2.2%	-1.7%	-1.0%	-2.0%	0.5%
(Portion)														
①인건비	1.7	1.7	2.1	0.7	0.7	0.6	0.6	2.6	0.8	0.7	0.7	0.8	3.0	3.7
(YoY)	-11.3%	0.0%	21.4%	45.8%	39.6%	20.8%	-5.9%	23.5%	13.5%	7.2%	7.7%	34.6%	15.2%	24.3%
(% of sales)	6.4%	5.8%	6.3%	7.2%	6.9%	7.1%	5.7%	6.7%	6.2%	5.5%	5.9%	6.6%	6.0%	6.0%
②감가상각비	2.6	2.7	3.0	0.8	0.8	0.8	0.3	2.7	0.6	0.6	0.6	0.6	2.2	1.7
(YoY)	16.0%	5.8%	11.4%	12.1%	3.9%	-0.1%	-57.1%	-11.1%	-30.5%	-30.1%	-29.8%	62.4%	-18.5%	-22.7%
(% of sales)	9.6%	9.1%	9.1%	8.1%	8.0%	8.6%	3.3%	7.0%	4.3%	4.2%	4.7%	4.6%	4.4%	2.7%
③대손상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(% of sales)	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
④운반비	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3
(YoY)	0.0%	16.7%	28.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-11.1%	92.3%	95.8%	75.2%	79.1%	85.6%	68.4%
(% of sales)	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
⑤수출비	1.3	1.5	1.6	0.4	0.4	0.5	0.6	1.9	0.5	0.6	0.6	0.7	2.4	3.0
(YoY)	-15.3%	16.5%	4.7%	-14.0%	23.5%	33.3%	42.9%	20.6%	35.1%	42.9%	25.0%	20.9%	29.7%	25.1%
(% of sales)	4.7%	4.9%	4.7%	3.8%	4.3%	5.3%	5.9%	4.8%	3.9%	4.6%	5.1%	6.1%	4.9%	4.9%
⑥지급수수료	0.3	0.4	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.9
(YoY)	-5.7%	18.2%	23.1%	-7.7%	16.7%	0.0%	22.2%	4.6%	34.1%	14.9%	34.1%	31.7%	28.1%	34.7%
(% of sales)	1.2%	1.3%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
⑦연구개발비	1.9	1.9	1.7	0.4	0.6	0.5	0.5	2.0	0.7	0.7	0.6	0.6	2.5	3.1
(YoY)	3.8%	-0.5%	-11.5%	7.3%	37.5%	16.7%	19.9%	19.5%	54.4%	18.7%	16.8%	5.7%	22.6%	25.1%
(% of sales)	7.2%	6.4%	5.1%	4.5%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%	5.0%	5.0%
⑧기타 판매비	-1.5	-1.6	-1.8	-0.6	-0.6	-0.6	-0.1	-1.9	-0.7	-0.4	-0.3	-0.5	-1.8	-1.1
(% of sales)	-5.6%	-5.5%	-5.6%	-6.2%	-6.3%	-6.2%	-1.2%	-4.9%	-5.4%	-2.9%	-2.3%	-4.2%	-3.7%	-1.7%
영업이익	1.4	2.2	2.4	0.9	0.8	0.3	1.0	2.9	1.6	1.5	0.8	1.6	5.6	7.9
(YoY)	-54.2%	58.9%	7.6%	25.0%	4.2%	-21.1%	62.8%	21.0%	81.0%	101.4%	168.6%	64.5%	90.4%	41.8%
(% of sales)	5.3%	7.5%	7.2%	9.2%	7.7%	3.3%	9.6%	7.5%	12.7%	11.6%	6.9%	13.5%	11.2%	12.7%
(Portion)														
영업외손익	0.0	-0.4	0.0	0.1	-0.2	0.3	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.2
금융손익	-0.7	-0.7	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5
지분법손익	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
외환손익	0.1	-0.4	-0.1	0.1	-0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.4	0.2
기타손익	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	0.2	0.2	0.1	0.2	0.6	0.4
세전이익	1.4	1.8	2.4	1.0	0.6	0.6	1.2	3.4	1.8	1.7	1.0	1.8	6.3	8.1
(법인세율)	-3.6%	-4.4%	3.4%	12.5%	12.1%	15.0%	15.0%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
당기순이익	1.5	1.9	2.3	0.9	0.5	0.5	1.0	3.0	1.5	1.4	0.8	1.6	5.4	6.9
(YoY)	-44.7%	29.7%	21.8%	28.2%	-35.4%	466.7%	46.6%	29.1%	69.9%	183.4%	64.3%	51.4%	82.1%	28.1%
(% of sales)	5.4%	6.3%	6.9%	9.3%	5.2%	5.6%	10.1%	7.6%	12.1%	11.1%	7.2%	13.0%	10.9%	11.1%

참고: 사업부별 매출액은 당사 추정치 기준  
 자료: KCI, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/12A (IFRS-1)	12/13A (IFRS-1)	12/14F (IFRS-1)	12/15F (IFRS-1)	12/16F (IFRS-1)
매출액	30.0	33.3	38.8	49.5	61.9
매출원가	21.1	23.7	28.0	34.9	42.4
매출총이익	8.9	9.5	10.8	14.6	19.5
판매비와관리비	6.7	7.1	7.9	9.0	11.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	2.2	2.4	2.9	5.6	7.9
EBITDA	5.0	5.4	5.6	7.8	9.6
영업외손익	(0.4)	(0.0)	0.5	0.8	0.2
금융손익	(0.6)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	(0.5)
지분변손익	0.0	0.0	(0.0)	0.1	0.1
기타영업외손익	0.2	0.5	1.0	1.1	0.6
세전이익	1.8	2.4	3.4	6.3	8.1
법인세비용	(0.1)	0.1	0.5	0.9	1.2
당기순이익	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9
지배기업순이익	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9
총포괄이익	1.8	2.3	2.9	5.4	6.9
지배기업총포괄이익	1.8	2.3	2.9	5.4	6.9
손비경정손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9

연금흐름표 (십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9
유무형자산상각비	2.7	3.0	2.7	2.2	1.7
기타비연금손익 조정	0.8	0.6	0.6	0.9	1.1
운전자본투자	(1.3)	(3.6)	(0.7)	(2.3)	(5.1)
기타영업연금흐름	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.9)	(1.2)
영업활동 현금흐름	3.5	1.9	5.1	5.2	3.3
설비투자	(3.0)	(0.3)	(0.6)	0.0	0.0
무형자산투자	0.0	(0.2)	0.3	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(0.4)	0.4	0.1	(0.1)	(0.1)
투자자산증감	(0.0)	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0
기타투자연금흐름	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	(3.4)	(0.3)	(0.5)	(0.1)	(0.1)
금융부채 증감	0.1	(3.2)	(1.9)	(1.2)	(1.3)
자본의 증감	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(0.5)	(0.5)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
기타채무연금흐름	0.0	0.0	(0.0)	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	(0.4)	(1.7)	(2.7)	(2.0)	(2.0)
기타연금흐름	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(0.4)	(0.1)	2.0	3.2	1.2
기초 현금 및 현금성자산	3.1	2.7	2.5	4.5	7.7
기말 현금 및 현금성자산	2.7	2.5	4.5	7.7	8.8
총영업연금흐름	4.8	5.6	5.5	7.0	8.4
잉여연금흐름	0.7	1.3	4.4	4.7	3.3
순연금흐름	0.0	3.2	3.8	4.4	2.6
순연금 (순지급금)	(14.8)	(11.6)	(7.8)	(3.4)	(0.7)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	11.9	11.0	16.5	27.6	25.1
영업이익 성장률	57.1	9.1	20.8	93.1	41.1
EBITDA 성장률	25.0	8.0	3.7	39.3	23.1
지배기업순이익 성장률	26.7	21.1	30.4	80.0	27.8
수정순이익 성장률	26.7	21.1	30.4	80.0	27.8
영업이익률	7.3	7.2	7.5	11.3	12.8
EBITDA이익률	16.7	16.2	14.4	15.8	15.5
당기순이익률	6.3	6.9	7.7	10.9	11.1
수정순이익률	6.3	6.9	7.7	10.9	11.1

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세무 이익관련 손익조정분)] / (본통주 수정 평균의석주식수), 수정순이익 = (지배기업순이익) - (손비경정손익)  
 손비경정손익: 세무 비경정항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경정항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)  
 적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-1 = 개별재무제표, IFRS-S = 별도재무제표  
 자료: KCI, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/12A (IFRS-1)	12/13A (IFRS-1)	12/14F (IFRS-1)	12/15F (IFRS-1)	12/16F (IFRS-1)
현금 및 현금성자산	2.7	2.5	4.5	7.7	8.8
단기금융자산	0.7	0.3	0.3	0.4	0.5
매출채권	4.7	6.4	7.9	9.0	11.6
재고자산	8.9	9.3	8.7	10.2	13.2
기타유동자산	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8
유동자산	18.2	19.6	22.2	28.0	35.0
투자자산	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
유형자산	32.5	32.2	30.2	28.0	26.3
무형자산	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
이연법인세자산	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	34.8	34.6	32.3	30.1	28.4
자산총계	53.0	54.2	54.5	58.1	63.3
매입채무	0.7	1.6	1.5	1.7	2.2
단기금융부채	11.7	11.2	10.7	10.3	9.8
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
유동부채	12.8	13.3	12.9	12.7	12.7
장기금융부채	6.4	3.3	1.9	1.1	0.3
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	6.7	3.3	1.9	1.1	0.3
부채총계	19.5	16.6	14.8	13.8	13.0
자본금	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	4.9	5.5	5.5	5.5	5.5
기타자본항목	(1.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄손익누계액	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	25.0	26.8	28.9	33.5	39.5
지배기업 자본총계	33.5	37.6	39.7	44.2	50.3
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	33.5	37.6	39.7	44.2	50.3
부채와자본총계	53.0	54.2	54.5	58.0	63.3

주당지표 (원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	182	210	265	480	615
수정EPS	182	210	265	480	615
주당순자산(BPS)	3,237	3,353	3,537	3,943	4,484
주당매출액(SPS)	2,905	3,117	3,460	4,415	5,523
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	467	525	489	624	751
주당배당금	50	75	75	75	75
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	24.0	38.2	43.0	39.2	23.3

주주가지 및 재무구조 (%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	5.7	6.4	7.7	12.8	14.6
ROA	4.6	5.1	6.2	10.1	12.0
ROIC	4.6	5.4	5.9	10.4	14.0
WACC	7.5	9.8	7.6	7.8	7.9
ROIC/WACC (배)	0.6	0.6	0.8	1.3	1.8
경제적이익 (EP, 십억원)	(1.3)	(2.0)	(0.9)	1.2	3.1
부채비율	58.4	44.2	37.4	31.3	25.9
순금융부채비율	44.1	30.9	19.6	7.6	1.4
이자보상배율 (배)	7.0	9.7	11.2	20.4	20.0



KOSDAQ

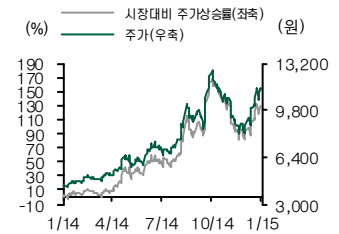
# 대봉엘에스 (078140)

BUY (initiate)

주가(1/27)	11,300원	60일 평균 거래량	174,264주	52주 최고/최저가 (보통주)	12,700원
목표주가	<b>19,000원</b>	60일 평균 거래대금	18억원		4,155원
시가총액 (보통주)	1,253억원	외국인보유비중	0.8%	베타(12M, 일간수익률)	1.2
발행주식수 (보통주)	11,086,579주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	29.1%	주요주주	박종호 외 9인 52.0%
유동주식비율	48.0%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	44.4	43.8	53.4	64.4	79.0
영업이익 (십억원)	3.6	6.1	6.6	9.5	12.1
순이익 (십억원)	3.5	5.3	6.3	8.5	11.0
지배기업순이익 (십억원)	3.4	5.0	6.1	8.3	10.7
EPS (원)	304	450	550	748	968
수정EPS (원)	304	450	550	748	968
PER* (배)	13.8-7.7	13.5-6.4	23.6-7.2	15.1	11.7
PBR (배)	0.8	1.1	2.0	2.2	1.9
EV/EBITDA (배)	6.5	5.6	12.4	11.2	8.5
배당수익률 (%)	1.7	1.2	0.6	0.4	0.4
ROE (%)	8.9	12.0	13.1	15.6	17.3
ROIC (%)	10.7	16.0	16.0	19.3	22.2

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	39.2%	-8.9%	60.5%
상대	26.7%	-13.2%	53.7%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표  
 자료: 대봉엘에스, 현대증권

KOSDAQ

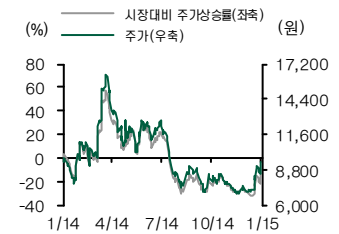
# KCI (036670)

BUY (initiate)

주가(1/27)	9,440원	60일 평균 거래량	64,076주	52주 최고/최저가 (보통주)	16,300원
목표주가	<b>13,000원</b>	60일 평균 거래대금	5억원		6,840원
시가총액 (보통주)	1,051억원	외국인보유비중	1.1%	베타(12M, 일간수익률)	0.9
발행주식수 (보통주)	11,130,000주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	43.0%	주요주주	윤영호 외 19인 54.2%
유동주식비율	45.3%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.4%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)	(IFRS-I)
매출액 (십억원)	30.0	33.3	38.8	49.5	61.9
영업이익 (십억원)	2.2	2.4	2.9	5.6	7.9
순이익 (십억원)	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9
지배기업순이익 (십억원)	1.9	2.3	3.0	5.4	6.9
EPS (원)	182	210	265	480	615
수정EPS (원)	182	210	265	480	615
PER* (배)	20.1-10.6	48.0-11.8	64.6-25.4	19.7	15.3
PBR (배)	0.8	2.7	2.0	2.4	2.1
EV/EBITDA (배)	8.8	20.8	15.3	14.0	11.0
배당수익률 (%)	1.9	0.8	1.1	0.8	0.8
ROE (%)	5.7	6.4	7.7	12.8	14.6
ROIC (%)	4.6	5.4	5.9	10.4	14.0

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	30.6%	18.3%	-25.4%
상대	18.9%	12.7%	-28.6%



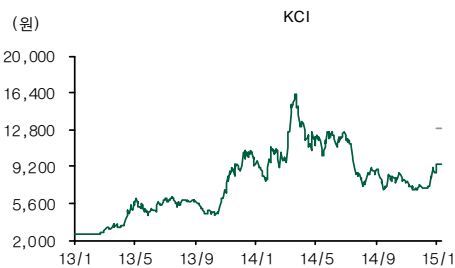
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표  
 자료: KCI, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
대봉엘에스	15/01/28	BUY	19,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
KCI	15/01/28	BUY	13,000

종목명	인수·합병 업무관련	1년이나 IPO	BW/CW/EW 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	ELW 발행	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사물관련
대봉엘에스										
KCI	해당사항없음									

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 특히 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.