

대봉엘에스 (078140.KQ)

PER 10배의 화장품 주식

안정적인 화장품, 의약품 원료 생산 기업에서 화장품 임상 데이터를 보유한 R&D 기업으로의 재평가 기대. 화장품 임상에 특화된 자회사 피엔케이퍼부임상센타는 본질 가치 외에도 동사 화장품 원료 사업과 시너지 가능. 2019년 기준 PER 10.1배로 거래 중이며 업종 내 저평가 매력 보유

피엔케이는 2019년 대봉엘에스 영업이익의 50%를 기여하는 기업

90.8% 자회사 피엔케이퍼부임상센타는 지난 5년간 연평균 30%의 성장률을 기록. 홈쇼핑에서 기능성 화장품 마케팅 수요 증가하면서 시장(화장품 임상 시험) 내 최대 사업자로서 수혜를 누린 것으로 판단. 현재 홈쇼핑 매출비중은 40% 안팎. 2019년에도 매출액 114억원(+13.8% y-y), 영업이익 51억원(+11.6% y-y)으로 높은 이익률과 안정적 현금 창출 가능성 전망

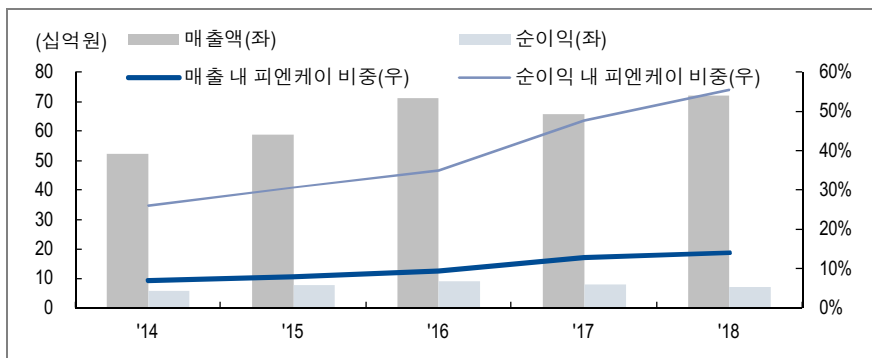
피엔케이는 실적뿐만 아니라 대봉엘에스의 화장품 원료 개발에 직간접적 영향을 미친다는 점에서 가치 재평가 필요. 대봉엘에스는 전국 2곳에 천연 화장품 원료 R&D센터를 두고 있는데, 개발 단계에서 피엔케이의 임상 경험과 데이터를 이용 중. 동사는 300여 종의 원료 라이브러리 보유하고 있고 이니스프리 정제수(녹차수) 납품하는 등 Top-Tier 화장품 원료 업체

PER 10배로 화장품 섹터 내 가장 저렴. 제약으로 확대해도 저평가 매력 돋보임

올해 매출액 801억원(+11.5% y-y), 영업이익 105억원(+32.4% y-y) 예상. 화장품 소재의 경우 품목 늘어나고 고객사 수요가 지속됨에 따라 성장 지속. 의약품부문 내 발사르탄 판매 중단으로 인한 부정적 효과(2018년 약 30억원의 매출 손실)는 주가에 이미 반영. 또 다른 주력 제품인 고혈압치료제 올메사탄 매출은 2018년 오히려 증가해 추가 우려는 제한적. 발사르탄 판매 재허가 받게 될 경우 2019년 실적 추가 상승 요인 될 전망

2019년 PER 10.1배로 화장품 기업 중 밸류에이션 가장 낮음. 화장품 원료를 생산하는 동종 기업 SK바이오랜드, KCI 대비 저평가 매력 높다고 판단

2018년 기준 피엔케이의 연결 순이익 기여도 50%를 초과



Company Note | 2019. 3. 22

Not Rated

현재가 ('19/03/21)

7,630원

업종

제약

KOSPI / KOSDAQ

2,184.88 / 743.52

시가총액(보통주)

84.6십억원

발행주식수(보통주)

11.1백만주

52주 최고가 ('18/04/09)

13,150원

최저가 ('18/10/29)

5,650원

평균거래대금(60일)

755백만원

배당수익률(2019E)

0.66%

외국인지분율

2.7%

주요주주

박종호 외 8인

50.9%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

21.3

-10.9

-39.0

상대수익률 (%)p

9.9

-0.8

-27.3

	2017	2018P	2019E	2020F
매출액	65.7	71.8	80.1	88.1
증감률	-7.6	9.4	11.5	10.0
영업이익	9.1	7.9	10.5	12.3
증감률	-18.4	-13.5	32.4	17.1
영업이익률	13.9	11.0	13.1	13.9
(지배지분)순이익	7.1	6.2	8.4	9.8
EPS	644	559	757	888
증감률	-14.9	-13.2	35.3	17.3
PER	15.1	11.3	10.1	8.6
PBR	1.6	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	5.2	5.0	4.0
ROE	10.8	8.6	10.6	11.3
부채비율	14.4	13.9	13.3	12.6
순차입금	-18.5	-22.3	-27.9	-34.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기

02)768-7541, jack.baek@nhqv.com

RA 장재호

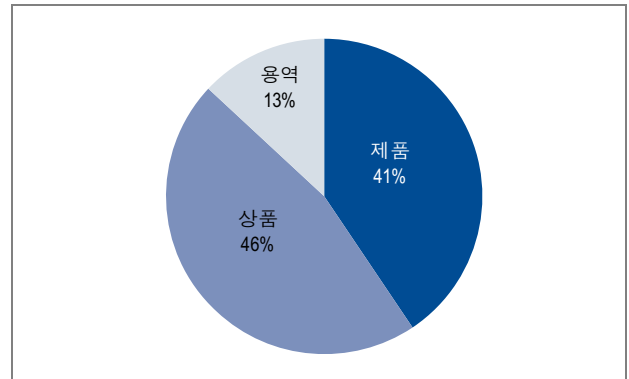
02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

기업개요

- 대봉엘에스는 1986년 원료의약품(API) 제조기업으로 설립되어 현재 화장품 원료, 양어사료(광어) 등으로 사업영역 확대
- 이니스프리 녹차수가 대표적인 제품으로 천연 화장품 원료에 강점을 보유해 화장품 원료 부문 고성장 달성 중
- 자회사 피엔케이피부임상센터에 대한 지분 83.3%에서 확대해 현재 90.8%까지 증가. 피엔케이는 화장품의 안전성과 효능을 평가하는 업체로 기업들의 화장품업 진출과 홈쇼핑 홍보 증가에 따라 수혜
- 최대주주는 박중호 대표와 박진오 대표가 각각 24.1%, 18.1% 지분 보유. 특수관계인 포함 지분을 50.9%

제품 및 매출비중

- 제품, 상품 수준으로 분류해 공시하고 있으나 일반적으로 화장품원료 50%, 의약품원료 30%, 어사료 20% 수준으로 파악
- 화장품 원료의 경우 2017년까지 이니스프리 향 녹차수의 매출 기여도가 컸음. 최근에는 원료 다변화로 녹차수 매출 부진 상쇄 중
- 내수 비중은 97%, 수출비중은 3%

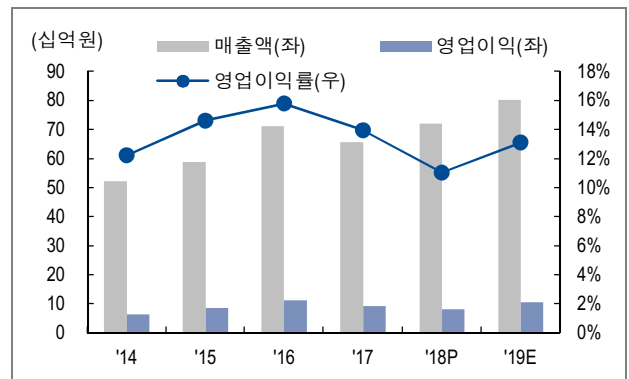


주: 2018년 말 기준

자료: 대봉엘에스, NH투자증권 리서치본부

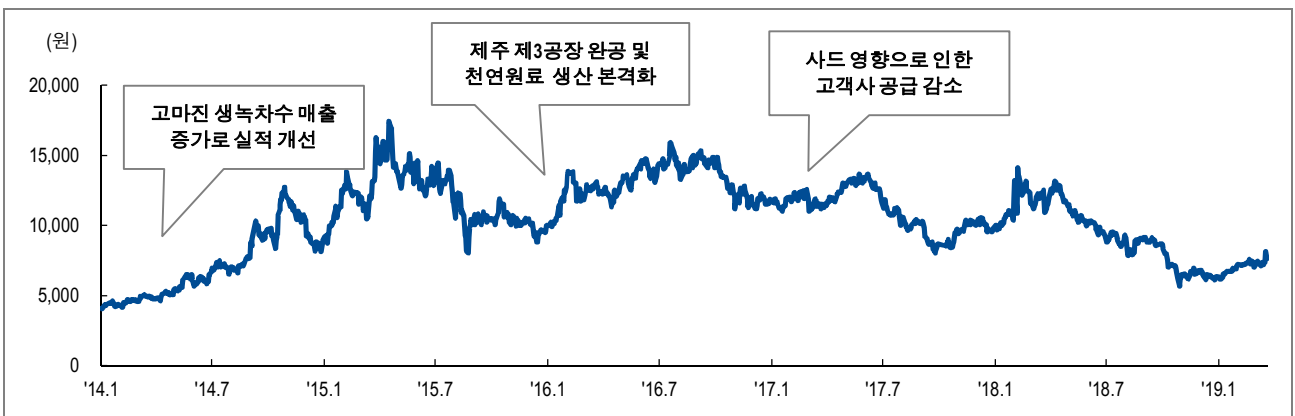
영업 실적 추이

- 2018년 매출은 718억원(+9.4% y-y), 영업이익은 79억원(-13.5% y-y)
- 2018년 고혈압치료제 원료 발사르탄의 유해물질 검출로 인해 판매 중단. 약 30억원 매출 감소한 것으로 추정
- 2018년 말 기준 부채비율은 13.9%로 무차입 경영. 배당수익률은 0.8%



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

피엔케이피부임상센타라는 알짜배기 사업을 보유

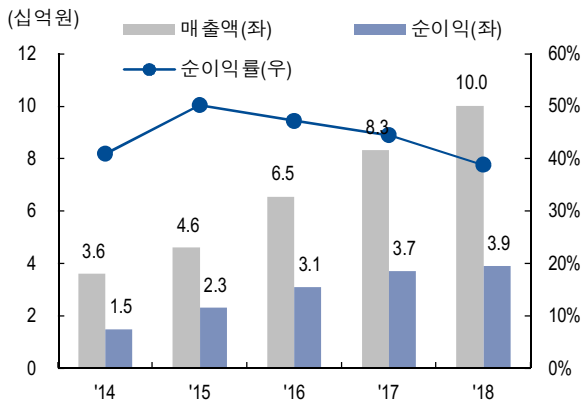
화장품, 의약품 원료 기업에서 R&D 기반을 보유한 화장품 데이터 기업으로 변모

2010년 중앙대학교병원 연구소와의 제휴로 설립된 피엔케이피부임상센타는 화장품의 안전성과 기능성 화장품의 피부 효능을 평가하는 기관이다. 식약처에서 홈쇼핑 등 기능성 화장품 광고 시 임상 시험 결과를 요구하면서 이를 위한 시험 데이터 수요가 급증해왔다. 피엔케이는 지금까지 수행해온 임상시험을 통해 누적된 데이터를 축적, 화장품 트렌드 파악 및 데이터 정보 제공 서비스도 갖추고 있다.

설립 이후 피엔케이는 연평균 30%의 매출 성장률과 함께 높은 이익률을 기록 중이다. 홈쇼핑에서의 기능성 화장품 판매가 증가하고 있고, 개정된 화장품법 상 기능성 광고 시 임상 데이터자료를 필수적으로 구비해야 하기 때문이다. 인증 기관의 시험 성적 없는 광고는 과대 광고에 해당되는데, 이와 같은 환경 속에 피엔케이는 고성장을 달성해왔다. 현재 홈쇼핑 관련 매출 비중이 40%에 달하는 것으로 추정된다.

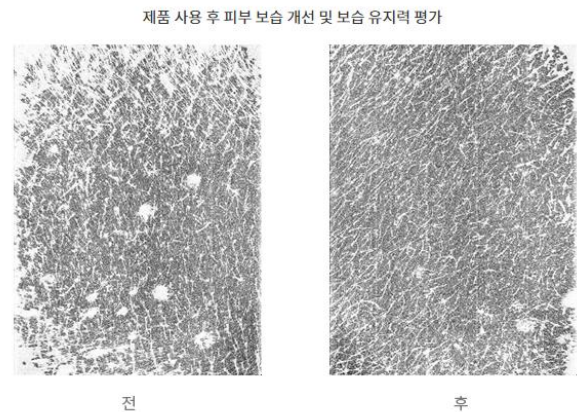
매출 호조와 고객사 확대로 동사는 양질의 화장품 임상 데이터를 축적할 수 있었다. 이는 화장품 원료의 효능과 화장품의 기능성 검사, 세포반응 검사 등에서 나온 것으로 화장품 원료 개발에 중요한 정보이기도 하다. 모회사 대봉엘에스는 화장품 원료 생산(특히, 천연화장품 원료) 사업을 전문적으로 영위하고 있는데, 자회사 피엔케이의 임상 데이터 확보에 따른 경쟁력 강화 및 효율성 증가가 기대된다.

그림1. 피엔케이는 지난 5년간 연평균 30% 이상 성장



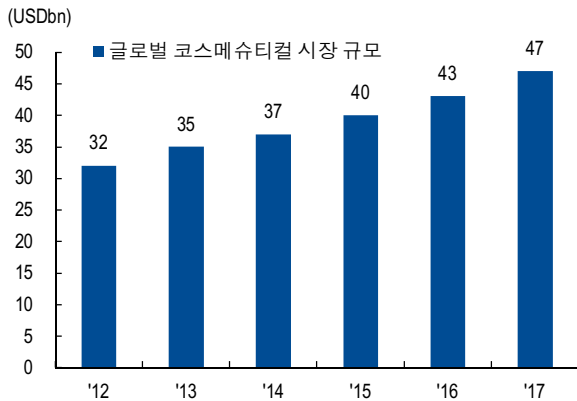
자료: 피엔케이피부임상센타, NH투자증권 리서치본부

그림2. 피부 보습 등 수십여 개 항목별 임상 데이터 제공



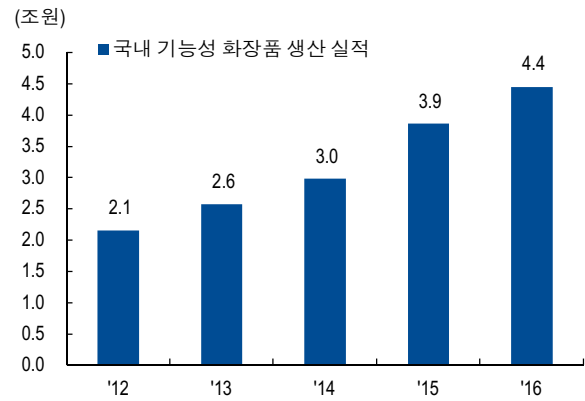
자료: 피엔케이피부임상센타, NH투자증권 리서치본부

그림3. 화장품의 기능성을 강조하는 코스메슈티컬 지속 성장



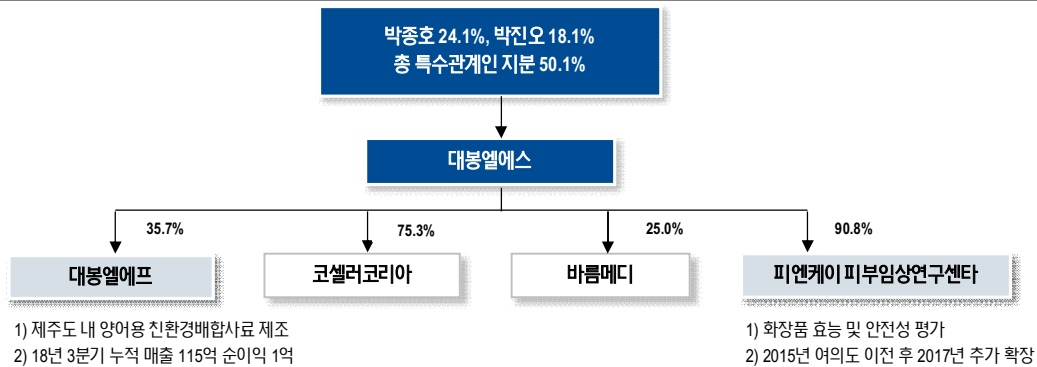
자료: 한국코스메슈티컬 교육연구소, NH투자증권 리서치본부

그림4. 기능성화장품 성장으로 화장품 시험, 임상 확대 예상



자료: 식품의약품안전처, NH투자증권 리서치본부

그림5. 피엔케이피부임상연구센터 지분 10% 추가 취득으로 현재 90.8% 지분 보유 중



자료: 대봉엘에스, NH투자증권 리서치본부 정리

2018년 기저가 낮아 2019년 보수적으로도 10% 이상의 성장을 가능할 전망

2018년 의약품 원료(발사르탄) 판매 중단과 화장품 원료 주요 고객사의 실적 부진 영향으로 대봉엘에스 또한 부진한 실적을 기록하였다. 올해는 화장품 원료 부문이 꾸준한 성장을 지속하고 있고 보유 원료 제품군이 확대되면서 안정적인 성장이 가능할 전망이다. 의약품 원료에서는 올메사탄 등 기존 주력 원료 판매가 양호하고 품목이 다변화되어 2019년에는 성장률이 정상화될 것으로 보인다. 또한 판매 중단된 발사르탄의 경우 식약처 지정 업체로부터의 승인이 필요한데, 해당 약품이 재승인 받을 경우 30억원 안팎의 추가 매출이 기대된다.

2019년 매출액 801억원(+11.5% y-y), 영업이익 105억원(+32.4% y-y)을 예상한다. 예상 실적 기준으로 2019년 PER이 10.1배에 불과한데 이는 업종 내 가장 낮다. 또한 2018년 업황 부진과 악재에도 불구하고 79억원의 영업이익을 기록했다는 점은 고무적이다. 2019년에는 전년의 낮은 기저로 인해 보수적으로도 10% 이상의 성장은 가능할 전망이다. 대봉엘에스의 현재 시가총액 수준은 피엔케이 영업 가치만을 감안하더라도 저평가된 것으로 판단된다. 대봉엘에스 화장품 원료 및 의약품 원료 부문 가치와 피엔케이가 보유한 데이터 가치의 주가 반영이 필요한 시점으로 보인다.

표1. 기능성화장품 심사 규정

심사 자료	제출 자료 범위
가. 기원 및 개발 경위에 관한 자료	-
나. 안전성에 관한 자료	(1) 단회투여독성시험자료 (2) 1차 피부자극시험자료 (3) 안점막자극 또는 기타 점막자극시험자료 (4) 피부감작성시험자료 (5) 광독성 및 광감작성 자료 (6) 인체접촉시험자료 (7) 인체누적접촉시험자료
다. 유효성 또는 기능에 관한 자료	(1) 효력시험에 관한 자료 (2) 인체적용시험자료 (3) 염모효력시험자료 (화장품법 시행규칙 제2조제6호의 화장품에 한함)
라. 자외선 차단지수 및 자외선A 차단등급 설정의 근거자료 (자외선 차단/산란 기능 화장품만 포함)	-
마. 기준 및 시험방법에 관한 자료 (검체(檢體)를 포함)	-

자료: 식품의약품안전평가원, NH투자증권 리서치본부

표2. 동종 기업 비교 밸류에이션 테이블

(단위: 원, 십억원, %)

기업명		대봉엘에스	SK바이오랜드	KCI	아모레퍼시픽
주가(원) 3/21		7,630	19,200	10,700	193,000
시가총액		84.6	288.0	120.6	11,282.5
매출액	2017	65.7	102.6	48.5	5,123.8
	2018P	71.8	100.6	60.6	5,277.8
	2019E	80.1	116.0	N/A	5,740.3
영업이익	2017	9.1	16.0	5.1	596.4
	2018P	7.9	17.1	11.3	482.0
	2019E	10.5	19.4	N/A	576.0
순이익	2017	7.1	12.0	4.0	394.0
	2018P	6.2	15.0	8.9	332.2
	2019E	8.4	15.0	N/A	414.5
PER(x)	2017	15.1	25.2	24.4	53.3
	2018P	11.3	15.8	9.9	43.5
	2019E	10.1	18.1	N/A	33.0
PBR(x)	2017	1.6	2.2	1.8	5.1
	2018P	0.9	1.6	1.5	3.3
	2019E	1.0	N/A	N/A	2.9
ROE(%)	2017	10.8	8.9	8.3	9.8
	2018P	8.6	10.5	17.0	7.8
	2019E	10.6	10.1	N/A	9.1

주: 대봉엘에스는 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준

자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2019년 3월 15일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.8%	23.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '대봉엘에스'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.