



# 엔에프씨

| Bloomberg Code (265740 KS) | Reuters Code (265740.KQ)

2021년 3월 26일

## [화장품]

이해니 연구원  
☎ 02-3772-1506  
✉ hany.lee@shinhan.com

성준원 부부장 연구위원  
☎ 02-3772-1538  
✉ jwsung79@shinhan.com

## 컨택트 리오프닝, 그린라이트!



**매수**  
(신규)



현재주가 (3월 25일)  
**17,750 원**



목표주가  
**22,000 원 (신규)**



상승여력  
**23.9%**

- ◆ 목표주가 22,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시
- ◆ 컨택트 산업 리오프닝 구간에서 안정적인 성장 기대
- ◆ 화장품 소재부터 해외 OTC 제품까지 생산 가능한 회사

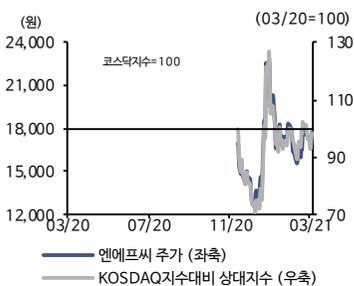


투자판단	매수 (신규)
목표주가	22,000 원 (신규)
상승여력	23.9%

KOSPI	3,008.33p
KOSDAQ	954.99p
시가총액	158.5십억원
액면가	100 원
발행주식수	8.9백만주
유동주식수	4.2백만주(47.2%)
52주 최고가/최저가	22,900 원/12,650 원
일평균 거래량 (60일)	859,500 주
일평균 거래액 (60일)	16,891 백만원
외국인 지분율	0.37%
주요주주	
유우영 외 3인	52.80%

절대수익률	
3개월	37.6%
6개월	0.0%
12개월	0.0%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	33.8%
6개월	0.0%
12개월	0.0%

### 주가차트



### 목표주가 22,000원, 투자 의견 ‘매수’로 커버리지 개시

투자 의견 ‘매수’로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 실적으로 계산했다. 2022년 예상 연결 영업이익은 79억원, 순이익은 64억원이다. 목표주가 22,000원은 2022년 EPS 703원에 Target PER 32배(비교 대상인 한국콜마, 코스맥스, LG생활건강, 아모레퍼시픽의 평균 PER인 35배에서 10% 할인)를 적용했다.

### 컨택트 산업 리오프닝 구간에서 안정적인 성장 기대

코로나 회복 구간에서 화장품 산업의 고성장이 예상된다. 백신 접종자가 늘어나고 여러 국가들이 백신 여권을 통한 입국을 허용하기 시작하면 여행 수요는 폭발적으로 증가할 것이다. 화장품 시장의 큰 손인 중국의 화장품 소매판매는 2020년 4월부터 전년동월대비 성장 전환하여 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다.

중국 소비 비중이 높은 유명 브랜드 화장품사에 소재를 공급하고 있다. 브랜드 화장품사 제품의 판매량 증가에 따른 안정적인 매출 증가를 전망한다. 무기적자외선차단제 소재 역시 양산이 가능한 상태로 유기적자외선차단제 시장 소재 규제에 따른 반사 수혜가 예상된다. 2020년 완제품 생산 전문 제2공장을 준공하여 가동중에 있다. 신규 설립된 OEM/ODM 공장은 FDA 승인 기준에 맞춰 지어졌다. 니치마켓인 해외향 OTC 제품 생산이 주력이다. 2020년 기준 매출 비중의 29%까지 상승했다. 주력시장인 미국 및 중국의 화장품 수요 확대에 따라 점진적으로 비중을 높혀갈 것으로 판단한다.

### 화장품 소재부터 해외 OTC 제품까지 생산 가능한 회사

화장품의 직접적인 사용감과 효능에 영향을 주는 소재 가공 회사이다. 독보적인 기술력으로 대형 브랜드 화장품사와 2008년부터 거래를 지속해오고 있다. OEM/ODM 사업 착수 이후 신규 수익원으로서 자리매김에 성공했다. 수출향 의료용 대마(CBD) 국책사업에서 고순도 성분 추출 대량 양산 연구에 참여하고 있다. 2022년에는 화장품 산업의 코로나 영향 탈피와 함께 추가적인 사업 성과를 기대한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2018	24.0	3.8	3.0	2.5	362	(23.2)	1,793	0.0	4.8	0.0	22.2	167.0
2019	32.9	6.8	7.6	6.6	924	155.0	2,829	0.0	3.0	0.0	40.0	113.6
2020	33.3	4.6	1.0	0.8	101	(89.0)	5,496	135.4	22.4	2.5	2.2	(0.4)
2021F	42.7	7.6	7.6	6.2	679	571.1	6,078	26.1	16.1	2.9	11.7	(10.2)
2022F	46.8	7.9	7.8	6.4	703	3.5	6,683	25.3	15.3	2.7	11.0	(16.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

# Investment Summary

## 1. 코로나 이후 컨택트 산업 리오프닝 수혜

코로나 회복 구간  
화장품 산업 고성장 기대

코로나 회복 구간에서 화장품 산업의 고성장이 예상된다. 백신 접종자가 늘어나고 여러 국가들이 백신 여권을 통한 입국을 허용하기 시작하면 숨어있던 여행 수요는 폭발적으로 증가할 것이다. 사람들의 외출이 자유로워지고 마스크 착용이 줄어들면 자연스럽게 외모에 관한 소비가 늘어날 것이다.

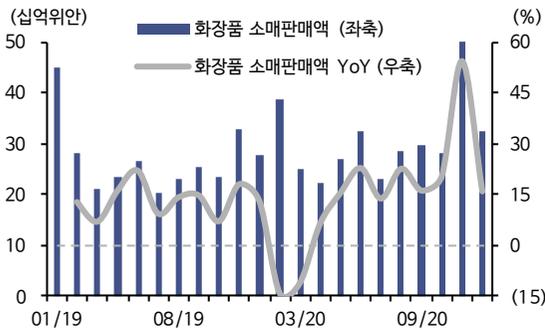
중국 판매 비중 높은  
대형 브랜드 화장품에  
소재 공급

중국의 화장품 소매판매는 이미 2020년 4월부터 전년동월대비 성장 전환하여 증가하고 있다. 매회 신기록을 경신하는 2020년 알리바바의 쌍스이 매출은 4,982억위안(약 84조원)으로 전년대비 26% 증가했다. 화장품은 거래 품목 중 4위를 차지했다. 화장품 거래액에서 LG생활건강의 '후'와 아모레퍼시픽의 '설화수'가 각각 브랜드 순위 4위, 8위를 기록하는 성과를 거두었다. 브랜드 화장품의 실적과 비슷한 흐름을 보이는 시내면세점의 외국인 매출액도 12.20억달러(-8.6% YoY, +18.0% QoQ)를 기록했다. 올해 1월부터 역성장세가 둔화되는 모습을 보였다.

광군제, 춘절 매출을 보면 한국 브랜드 화장품사가 차지하는 비중과 성장세는 견조한 모습이다. 동사는 중국 소비 비중이 높은 유명 브랜드 화장품사에 소재를 공급한다. 화장품 제품의 판매량이 증가하면 당연히 소재 매출도 늘어나는 구조다. 중국에서 한국 브랜드 화장품이 잘 팔리면 매출이 성장하는 모습을 보인다. 주력 매출처가 대형 브랜드 화장품사이므로 일정한 매출 물량이 존재한다.

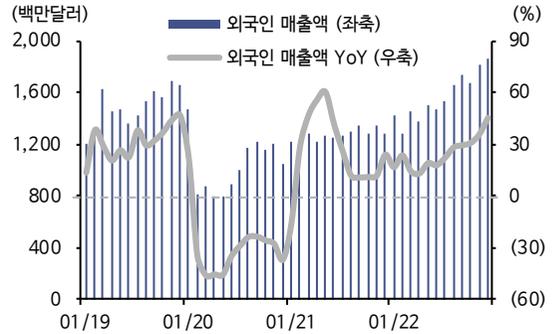
화장품 소재는 일반적으로 제품의 직접적인 사용감과 효능에 영향을 주기 때문에 소재 발주가 줄거나 리뉴얼 되더라도 대체되기 어렵다. 현재 거래 중인 회사에서는 고정적인 매출과 물량 증가분에 따른 추가 매출이 발생된다. 이 외에 다른 유명 브랜드 화장품 업체와도 소재 납품 거래를 논의 중이며 추가 거래처 확보로 인한 매출 성장이 기대된다.

중국 화장품 소비 증가 추이



자료: CEIC, 신한금융투자  
주: 1, 2월 소비액은 합산되어 계산

월별 면세점 외국인 매출 추이 및 전망



자료: 한국면세점협회, 신한금융투자 추정  
주: 2021년 3월 이후부터는 추정치

## 2. 자외선차단제 소재 국산화에 성공한 소재 제조 회사

무기적자외선차단제  
핵심 기술(무기합성기술)  
보유

2019년 7월부터 시작된 일본의 수출 규제로 인해 이산화티탄 소재 국산화 노력이 시작되었다. 그동안 과점시장이었기 때문에 진출 시도를 하지 못 했던 국내 업체들이 수입 소재의 대체를 성공시켰다. 동사는 무기자외선차단제(무기자차)의 핵심 소재인 나노산화아연과 나노이산화티탄을 합성할 수 있는 기술인 무기합성 기술을 보유하고 있다. 게다가 기존 일본 소재에 비해 자외선 차단력이 약 40% 이상 높다. 이미 거래를 논의 중인 고객사가 있어 2021년에는 직접적인 매출이 발생할 것으로 보인다.

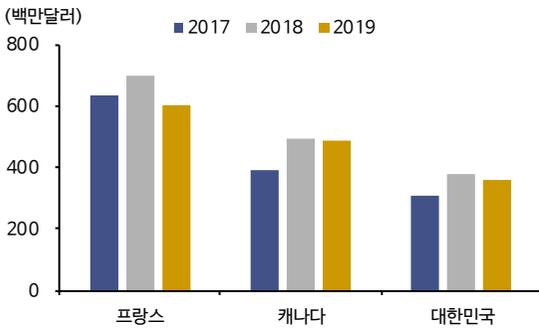
그동안 대부분의 국내 업체가 일본 소재에 의존하고 있었다. FDA가 승인한 무기자차 제조 성분이 산화아연과 이산화티탄 두 가지로 제한적이며, 무기자차 합성에 필요한 기술력과 제조설비 진입장벽이 높았기 때문이다. 현재 화장품에 쓸 수 있는 수준의 기술력을 보유한 회사는 동사를 포함 일부로 파악된다.

일본 공급에 의존하던  
이산화티탄의 대체 소재  
개발 및 제품 양산 성공

2021년 1월부터 미국 하와이, 플로리다주에서 유기자차의 주성분인 옥티노세이트, 옥시벤존 사용을 금지하는 아일랜드 밴 법안이 시행되었다. 대부분의 유기자차에는 위 성분들이 포함된다. 유기자차제 유해 성분 사용을 금지하는 규제는 더 많은 국가로 확대되는 추세이다. 상대적으로 화학적 성분이 적은 무기자차 글로벌 시장의 반사 수혜가 기대된다.

동사는 내수시장 뿐만 아니라 미국, 중국, 유럽 등 글로벌 기업까지 공급선을 늘리겠다는 계획을 갖고 있다. 이산화티탄의 글로벌 시장규모는 2021년 연간 600톤인데 동사는 올해 약 150톤까지 판매량을 늘려 시장점유율을 확대할 계획이다. 아직까지 자외선차단제 수요 회복은 더딘 상황이다. 다만 코로나 백신 접종자가 늘어나고 자유 여행이 가능해지는 시기가 되면 빠른 매출 증가가 예상된다.

미국 자외선차단제 수입 동향



자료: 언론 자료, 신한금융투자

이산화티탄 예상 시장규모 및 연간 목표 판매량



자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 3. 해외 OTC 화장품 제조가 가능한 OEM/ODM 사업 성장

FDA 승인 기준에 맞춘  
완제품 전문 생산  
제2공장 가동중

화장품 제조사의  
해외 OTC 제품 제조  
재수주 가능한 원원 구조

(\*주) OTC (Over-the-Counter, 일반의약품): 미국에서 처방전 없이 일반 대중이 사용할 수 있는 안전하고 유효성 있는 일반의약품

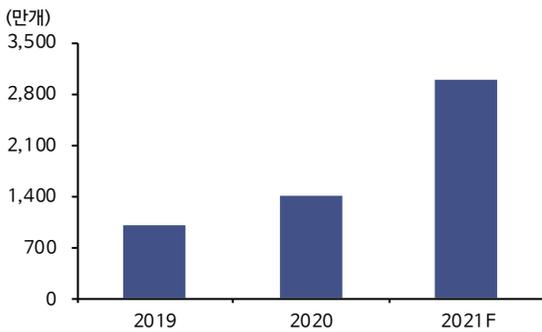
2018년부터 완제품(OEM, ODM) 제조사업에 진출하여 2020년 완제품 생산 전문 제2공장을 준공하여 가동중에 있다. 신규 설립된 OEM/ODM 공장은 미국 OTC 분류 제품의 FDA 승인 기준에 맞추어 지어졌다. 또한 고객사 화장품 소재에 대해 중국위생품허가등록(CFDA)을 통과한 레퍼런스를 다수 보유하고 있다.

완제품 산업은 포화시장이기 때문에 니치마켓인 해외향 OTC(\*주) 제품, 특이제형 제품 주력 생산을 목표로 한다. 대형 제조사가 주문받은 해외 OTC 제품을 재수주 받아올 수 있는 구조이다. 자외선차단제는 미국 기준으로 화장품이 아닌 OTC Drug(일반의약품)이다. OTC Drug Monograph 등록과 FDA 기준에 맞춘 공장에서 생산되어야 한다. 그러므로 대형 제조사가 자외선차단제만을 위해 한 공장 전체의 승인을 신청하는 것은 비효율적이다. 대형 제조사는 승인 절차 감소가 가능하고 동사는 재수주 받은 소량품목을 대량생산할 수 있다.

뛰어난 소재 기술력 덕분에 국내 고가라인의 화장품 및 성분특화 화장품에 레퍼런스가 많다. 동사가 제조한 클렌징밤인 ‘그린 클린’은 세포라의 북미 지역 클렌저 부문 판매 1위를 기록했다. 이미 거래중인 Formula of Beauty, Uniclub, RNW, Yikang에서는 중국 화장품 수요 증가에 대응하여 신제품을 출시할 예정이다.

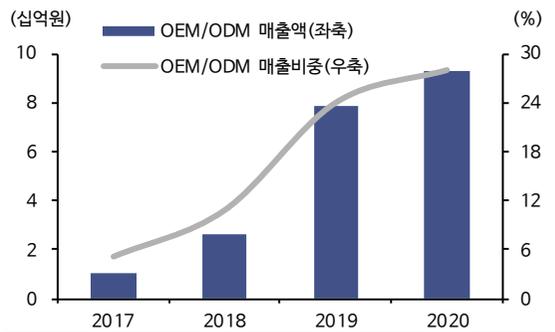
신공장 가동 이후 공장 CAPA는 2020년 1,400만개까지 늘어났다. 2021년에는 추가 설비를 완료하여 3,000만개까지 가능할 예정이다. 지난해 기준 매출에서 완제품이 차지하는 비중이 약 28%까지 상승하며 새롭게 진출한 사업에서도 빠른 성장세를 보이고 있다.

완제품(OEM/ODM) 공장 CAPA 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자

완제품(OEM/ODM) 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

### 4. 해외 대마(헴프) 규제 완화 수혜 기대

헴프(Hemp) :  
산업용 대마로 분류되는  
저마약성 대마의 품종

의약품, 화장품, 식음료,  
섬유, 전자재 산업에 활용

‘경북 산업용 헴프 규제자유특구’  
참여사업자

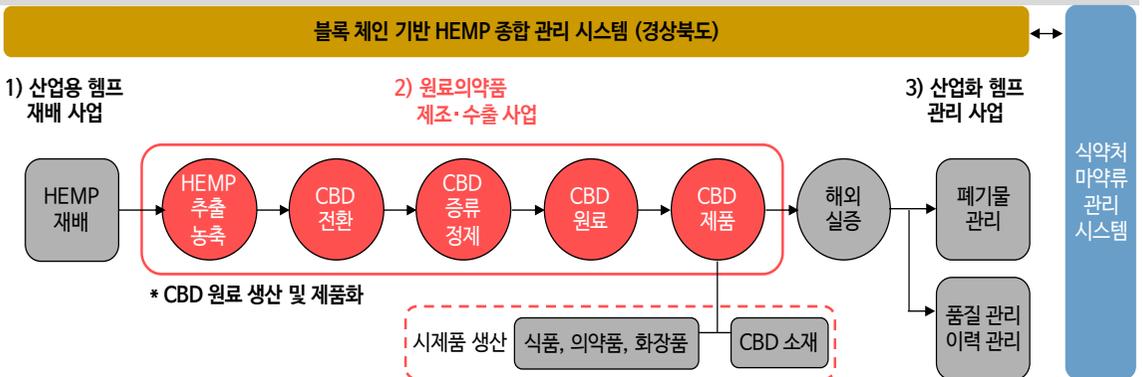
미국 바이든 정부에서 마리화나 규제 완화가 이루어지며 관련 산업이 성장하게 될 가능성이 높다. 민주당 입장에서 마리화나 관련 규제 완화는 경제적, 정치적으로 1) 마리화나 관련 범죄 단속 및 관리 비용 감소 2) 지지층의 마리화나 법률 완화 찬성 3) 마리화나 산업 양성 및 세수 증가 등의 이점이 있기 때문이다.

실제로 여러 국가와 국제기구에서 의료용 대마의 낮은 중독성에 대해 인정하고 규제 완화를 허용하는 흐름이 나타나고 있다. 세계보건기구(WHO)에서 의료용 대마는 중독 및 의존성이 나타나지 않아 마약류에서 제외하라고 권고했고, 지난해 12월 2일 UN 산하 마약위원회는 대마를 마약류에서 제외했다.

한국에서도 ‘경북 산업용 헴프 규제자유특구’ 사업을 진행 중이다. 산업용 헴프(Hemp)의 산업화와 대마 산업의 제도적 기반을 마련하려는 목적을 갖고 있다. 2021년부터 450억원의 사업비를 투자해 스마트팜 헴프 재배 농원과 CBD 추출 기업 종합지원 인프라를 구축할 계획이다. 2020년 7월, 경상북도 안동시 임하면, 풍산읍 일대 10만평 규모의 부지를 산업용 대마 규제자유구역으로 지정했다. 수출 목적에 한해 산업용 대마의 재배와 소재 추출을 허용했다.

동사는 헴프 규제자유특구 참여자로서 대마에서 의료용 원료(CBD)를 추출해낼 수 있는 플랫폼 기술을 보유하고 있다. 3월중 실증지원센터에서 고순도CBD추출 및 대량 양산에 필요한 연구에 돌입할 예정이다. 향후 헴프가 의학적 사용 외 기타 산업에도 활용된다면 동사는 국책사업을 레퍼런스로 CBD 성분 화장품 시장에서 높은 경쟁력을 갖게 될 것이다. 각광받는 천연추출물 CBD와 동사의 완제품 제조 사업의 시너지가 기대된다.

#### ‘경북 산업용 헴프 규제자유특구’ 사업 구조



자료: 중소벤처기업부, 신한금융투자

## Valuation

### 목표주가 22,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

#### 엔에프씨의 2022년 연결 영업이익은 79억원 예상

2021년 예상 EPS: 679원  
2022년 예상 EPS: 703원  
Target PER 32배 적용

목표주가는 2022년 EPS 703원에 Target PER 32배(비교 대상인 한국콜마, 코스맥스, LG생활건강, 아모레퍼시픽의 평균 PER인 35배에서 10% 할인)를 적용했다. 투자 의견 '매수'로 커버리지를 개시한다.

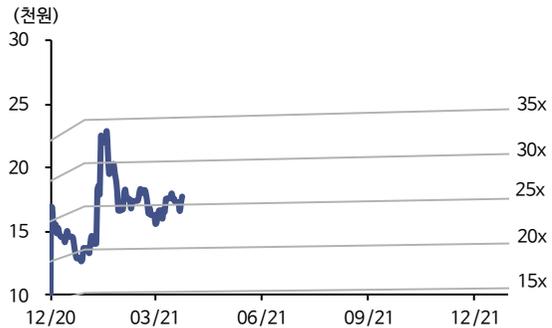
목표주가 산정에는 2022년 실적을 적용했다. 2022년 연결 영업이익은 79억원, 순이익은 64억원으로 추정된다. 2022년 연결 EPS는 703원이다. EPS 계산에는 총 주식수 9,175,550주(보통주, 상환전환우선주 포함)를 사용했다.

주력 사업인 소재 부문은 코로나 이후 중국 화장품 소비 증가에 따른 고객사의 매출 성장이 기대된다. 백신 접종 및 코로나 완화와 더불어 하반기로 갈수록 자외선차단제 수요 역시 회복세를 보일 가능성이 크다. OEM/ODM 부문 신규 매출의 비중 역시 꾸준히 확대되고 있다. 코로나 기저효과 및 이연수요로 화장품 업황이 개선되며 동사의 각 사업부문 실적 역시 동반 성장할 것으로 보인다.

PER Valuation: 목표 주가 22,000원							
(십억원)	(계산)	(십억원)	(계산)	(십억원)	(계산)	(십억원)	(계산)
2019년 연결 순이익	6.6	2020년 연결 순이익	0.8	2021년 연결 순이익	6.2	2022년 연결 순이익	6.4
EPS(원)	924	EPS(원)	101	EPS(원)	679	EPS(원)	703
목표주가(원)	29,000	목표주가(원)	3,000	목표주가(원)	21,000	<b>목표주가(원)</b>	<b>22,000</b>
Target PER(X)	32	Target PER(X)	32	Target PER(X)	32	<b>Target PER(X)</b>	<b>32</b>
현재주가(원)	17,750	현재주가(원)	17,750	현재주가(원)	17,750	현재주가(원)	17,750
현재주가 PER(X)	19	현재주가 PER(X)	176	현재주가 PER(X)	26	현재주가 PER(X)	25

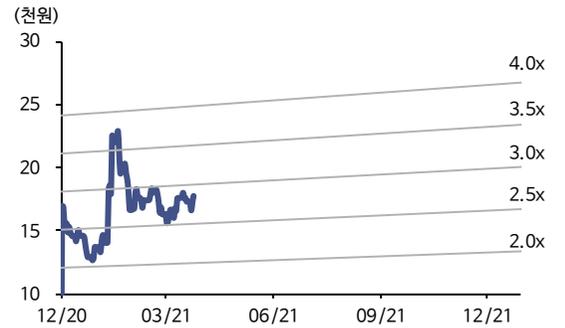
자료: 신한금융투자 추정

#### 엔에프씨 PER BAND (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

#### 엔에프씨 PBR BAND (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정



## Contents

Investment Summary	03
1. 코로나 이후 컨택트 산업 리오프닝 수혜	03
2. 자외선차단제 소재 국산화에 성공한 소재 가공 회사	04
3. 해외 OTC 화장품 제조가 가능한 OEM/ODM 사업 성장	05
4. 해외 대마(헴프) 규제 완화 수혜 기대	06
Valuation	07
회사 개요	09
사업 분야 및 주요 기술	10
1. 소재 개발 및 제조	10
2. 완제품 제조 및 생산	17
3. 주요 기술의 확장성	20
4. 의료용 대마(CBD) 추출 및 화장품 제조	21
실적 추정	27
Peers	29

## 회사 개요

### 회사 소개 및 연혁

#### 1) 회사 소개 및 성장 연혁

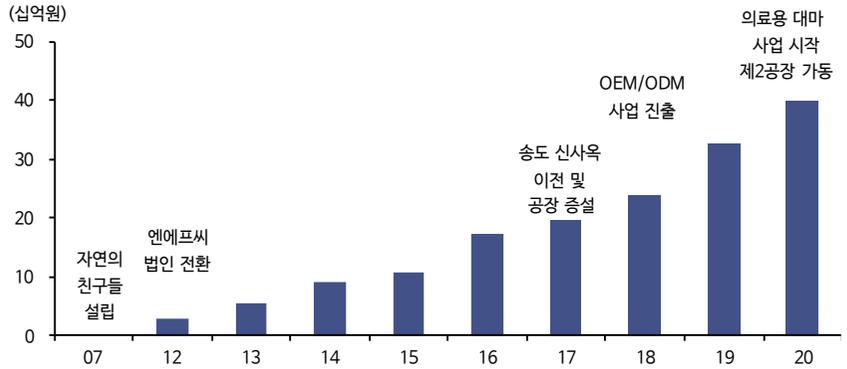
2007년 '자연의 친구들' 설립  
 2012년 엔에프씨 법인 전환  
 2017년 송도 신사옥 이전

2007년 '자연의 친구들'로 설립된 엔에프씨는 2012년 4월 23일 법인 전환을 마쳤다. 독보적인 원천기술을 기반으로한 화장품 소재 개발과 제조(OEM, ODM) 사업을 영위하고 있다. 의료용 대마 개발 국책사업에도 참여하고 있다. 2020년 12월에는 성공적으로 코스닥 시장에 상장했다.

#### 2) 해외법인

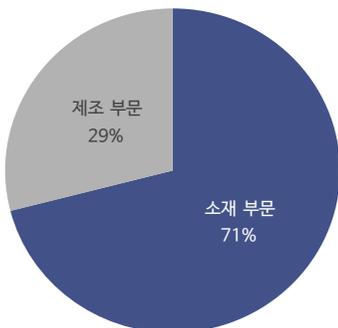
2015년 중국 상해에 법인회사를 설립했다. 가시적인 성과를 내지 못하다 지난해 흑자전환에 성공했다. 상해법인을 판매거점으로 삼아 소재사업을 중국에도 확장시킬 계획이다. '메이드인코리아'를 찾는 중국 화장품 브랜드사의 수요가 높은 편이다. 중국은 코로나 이후 화장품의 견조한 소비 증가 흐름이 나타났다. 인디브랜드의 성장과 더불어 내년부터는 추가적인 실적 개선이 가능하다고 판단한다.

#### 매출액 성장 추이 및 주요 이벤트



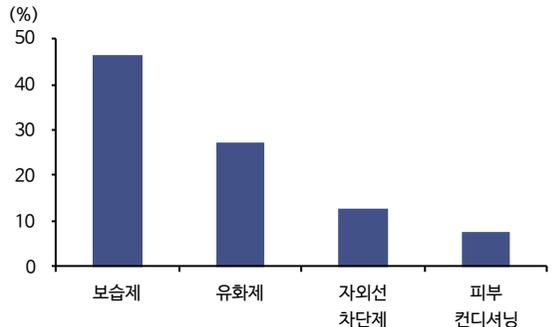
자료: 회사 자료, 신한금융투자

#### 사업부문별 비중(2020년 기준)



자료: Dart, 신한금융투자

#### 소재 부문 매출 비중(2019년 기준)



자료: Dart, 신한금융투자

## 사업 분야 및 주요 기술

▣ 소재 개발 및 제조(주요 기술: MLV, 나노리포좀, 무기합성 기술)

▣ 완제품 제조 및 생산(주요 기술: 고온유동층 다중 충전 제형기술)

### 1) 소재 개발 및 제조

화장품의 직접적인  
사용감 및 효능에 작용하는  
베이스 소재(원료) 제조

자체 기술을 적용하여 화장품 소재를 개발하고 제조한다. 주로 화장품의 직접적인 사용감과 효능에 영향을 주는 베이스 소재(원료)에 특화되어 있다. 화장품의 주성분은 부형제, 활성성분, 첨가제, 착향제로 나뉘는데 그 중 동사의 베이스 소재는 화장품의 활성성분에 해당한다. 소비자가 화장품에 원하는 효능은 소량 함유된 활성성분에서 발현된다. 수분크림에서의 보습작용, 선크림에서의 자외선차단 성분, 비타민 앰플에서의 추출액 등이 활성성분으로서 제품의 효능을 갖는다.

베이스 소재는 한번 완제품에 사용되면 컨셉 소재와의 적합성, 수출시 인허가 이슈로 인해 대체되기 쉽지 않다. 그렇기 때문에 제조사/브랜드사와 거래를 시작하면 장기 파트너십을 맺는 경우가 많다.

다수의 유명 브랜드 화장품  
기업들과 지속적인 거래중

2008년부터 지금까지 국내 대형 브랜드 화장품사인 LG생활건강과 지속적으로 거래하고 있고 그 비중이 현재는 별도 기준으로 51%에 달한다. 동사의 소재는 화장품의 사용감과 효능을 좌우하기 때문에 대체하기 어렵다. 제조 시작단계에서부터 사용되어 첨가제들과 배합이 맞춰져 있기에 타사 제품으로 교체 시 문제 발생의 소지가 있다. 또한 중국 수출 시 위생허가를 받아야 하는데 소재명과 제조사가 포함되어 있다. 소재를 바꾸려면 위생허가를 다시 받아야 한다는 의미이다. 그렇기 때문에 제품이 리뉴얼 되더라도 동사의 소재는 쉽게 바뀌지 않는다.

미국에서도 인기가 많은 세라마이드 크림은 MLV 기술로 타사대비 세라마이드 함량을 높은 소재가 사용되었다. 동국제약 마데카세럼도 4 과정에서 나노리포좀 기술이 적용되어 피부침투력을 강화한 제품이다.

세라마이드 크림



자료: 언론 자료, 신한금융투자

마데카 세럼



자료: 언론 자료, 신한금융투자

**A. 주요 기술: MLV(Multi-Lamellar Vesicle, 고기능성 난용성 물질 안정화)**

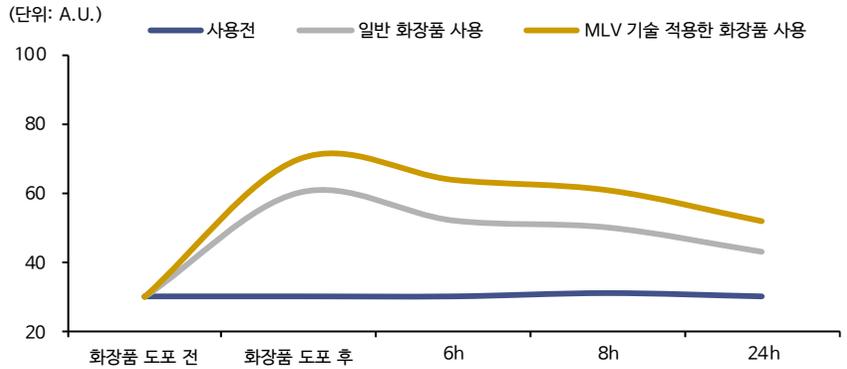
MLV는 잘 녹지않는 성분을 안정화시켜 함유량을 높이는 기술. 보습력 증진에 효과적

MLV 기술은 물이나 오일에 잘 녹지 않는 난용성 물질을 안정화시켜 함유량을 높여준다. 기존에는 난용성 물질을 함유할 수 있는 레이어가 단층인데 동사는 MLV 기술을 통해 다중 레이어층을 만들어 활성물질이 위치할 수 있는 공간을 늘려주기 때문이다.

동사는 수용성 세라마이드에 MLV 기술을 적용하여 세라마이드 성분의 함량을 늘리고 피부 침투력을 향상시켰다. 이는 직접적으로 보습력을 증진시켜 사용자에게 즉각적으로 개선된 사용감을 제공한다.

MLV 기술이 적용된 동사의 Ceracare 시리즈는 비슷한 효능을 지닌 타사 제품 대비 세라마이드 함유량이 약 8배 높다. Corneometer(피부수분측정기)를 통해 일반화장품과 MLV 기술이 적용된 화장품의 도포 후 피부수분을 측정한 결과 후자가 초기 수분 함유량 및 지속기간이 월등한 것으로 나타났다.

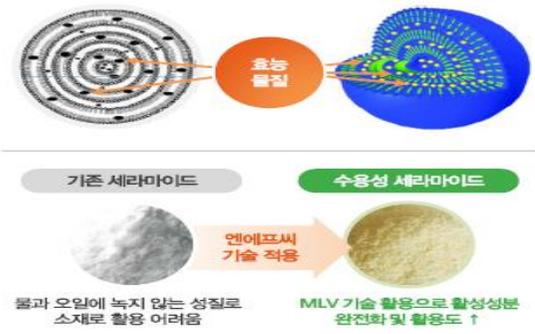
**일반화장품과 MLV 기술 적용 화장품 도포 후 피부수분측정 결과**



자료: 회사 자료, 신한금융투자

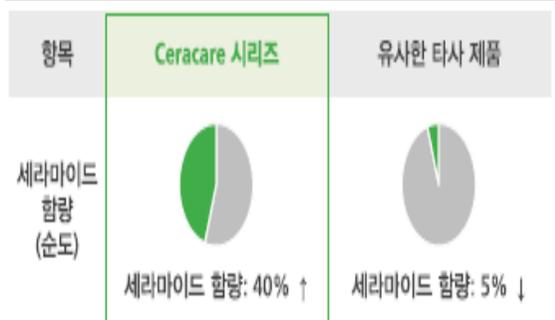
주: Corneometer라는 피부수분측정기를 통해 도출된 결과. 단위의 A.U.는 임의의 단위를 나타냄

**MLV(Multi-Lamellar Vesicle) 기술 구조도**



자료: 회사 자료, 신한금융투자

**MLV 기술 적용된 세라마이드 효능**



자료: 회사 자료, 신한금융투자

### B. 주요 기술: 나노리포좀(Nano-liposome)

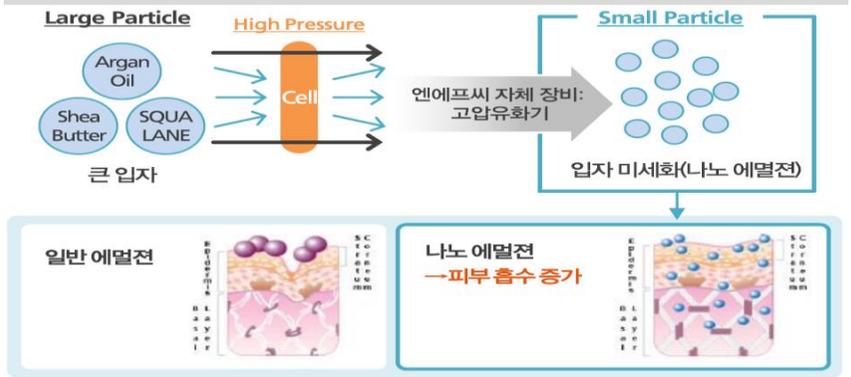
나노리포좀은 유용성 성분을 모공보다 작게 쪼개 침투율 향상

(\*주) 유분산: 유분에 성분이 골고루 분포된 상태

나노리포좀 기술은 유용성 물질을 고압유화기(Microfluidizer)를 활용하여 모공보다 작게 쪼개어 피부 침투를 용이하게 만든다. 유분산(\*주) 물질(버터, 오일, 실리콘 등)은 물에 잘 녹아 피부에 쉽게 침투하게 되고 성분의 효능을 극대화시킨다. 이 기술을 통해 유용성 쉐어버터, 유용성 아르간오일, 유용성 스쿠알란 등을 제품화 할 수 있다. 나노리포좀이 적용된 제품은 분사 범위가 넓고 미세한 안개 분사가 가능해 LG생활건강 등 고가 브랜드 화장품에 납품된다.

동국제약과 나노리포좀 기술을 사용해 센텔라 아시아티카 정량추출물(TECA)을 마이크로 저분자 형태로 만든 마데카 제품 라인을 론칭했다. 이 기술은 성분을 피부에 빠르고 깊숙히 침투시키고 영양을 공급해준다. 임상테스트 결과 손상 피부 개선, 안티에이징 효과를 입증했다. 마데카 크림은 론칭 후 백화점 입점 및 홈쇼핑 방송판매로 높은 판매고를 올렸다.

#### 나노리포좀 기술 구조도



자료: 회사 자료, 신한금융투자

#### 나노리포좀 제품 vs. 일반 제품



자료: 회사 자료, 신한금융투자

유기적자외선차단제의  
흡수력 증진 및 차단력 증가

무기적자외선차단제(무기자차)  
유기적자외선차단제(유기자차)

C. 주요 기술: 자외선차단 부스팅 기술

자외선차단제의 종류는 무기적자외선차단제(무기자차)와 유기적자외선차단제(유기자차)로 나뉜다. 무기자차는 물리적으로 피부에 보호막을 형성하여 햇빛을 반사시켜 자외선을 차단한다. 반면, 유기자차는 화학적으로 피부에 흡수되어 햇빛을 열로 내보내 자외선을 차단한다.

유기자차는 피부를 자극시키는 화학 고리를 지녀 접촉성피부염을 유발할 수 있기 때문에 분자량을 키워 피부 흡수를 막는다. 분자량이 큰 자차제는 피부에 작용하기가 어려우므로 MLV 기술로 자외선차단 성분을 안정화하고 흡수를 원활하게 도와준다. 이 기술이 적용된 자차제는 SPF 45.2, PFA 7.2로 기존의 자차제인 SPF 32, PFA 3.6 대비 자외선 차단력이 약 2배 높다.

자외선차단제 유형

구분	유기적자외선차단제 (유기자차)	무기적자외선차단제 (무기자차)
차이	화학적 자외선 차단제	물리적 자외선 차단제
원리	피부에 흡수되어 햇빛을 열로 바꿔 자외선 차단	피부에 보호막을 형성하여 햇빛을 반사시켜 자외선을 차단
주요 성분	아보벤존, 에칠헥실메톡시신나메이트, 에칠헥실살리실레이트	징크옥사이드, 티타늄옥사이드
장단점	백탁현상 X, 발림성 우수/ 자주 덧발라야함	피부자극이 적음/ 백탁현상 O, 발림성 떨어짐

자료: 언론 자료, 신한금융투자

무기자차 핵심 기술  
무기합성기술 보유

유기자차 주성분 사용금지  
법안 (아일랜드 밴) 시행  
→ 무기자차 시장 확대 기대

D. 주요 기술: 무기합성기술

무기합성기술은 무기적자외선차단제(무기자차)의 핵심 소재인 나노산화아연과 나노이산화티탄을 합성할 수 있는 기술을 말한다. 앞서 언급한 자외선차단 부스팅 기술이 유기자차에 해당된다면 이 기술은 무기자차에 적용된다. 유기자차는 화학적으로 피부를 자극시킬 수 있어 민감성 피부나 영유아들이 무기자차를 주로 사용한다. 2021년 1월부터 미국 하와이, 플로리다주에서 유기자차의 주성분인 옥티노세이트, 옥시벤존 사용을 금지하는 아일랜드 밴 법안이 시행되었다. 대부분의 유기자차에는 위 성분들이 포함되므로 향후에는 무기자차 시장의 성장이 기대된다.

FDA가 승인한 무기자차 제조 성분이 산화아연과 이산화티탄 두 가지로 제한적이며, 무기자차 합성에 필요한 기술력과 제조설비 진입장벽이 높았기 때문이다. 현재 화장품에 쓸 수 있는 수준의 기술력을 보유한 회사는 동사를 포함 일부로 파악된다.

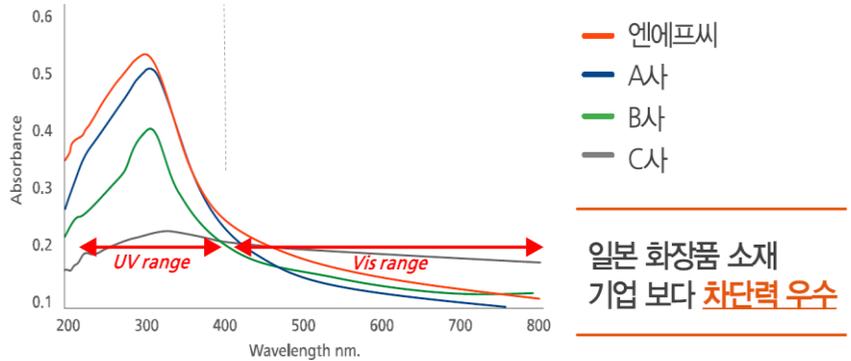
이전까지는 일본의 TAYCAN이 과점적 지위에서 소재를 공급해왔으나 일본의 수출 규제 이후 국내 업체에서도 개발을 진행하여 성과를 거두고 있다. 아직까지 자외선차단제 수요 회복은 더딘 상황이다. 다만 코로나 백신 접종자가 늘어나고 자유 여행이 가능해지는 시기가 되면 빠른 반동이 예상된다.

무기적자외선차단제 주요 소재



자료: 회사 자료, 신한금융투자

이산화티탄 자외선차단력 비교



자료: 회사 자료, 신한금융투자

산화아연합성기술 코팅안정성 비교

구분	최초 상태	8시간 후	코팅유지율
 엔에프씨			80%~90%
일본 코팅 1위 기업 D사			10%~30%

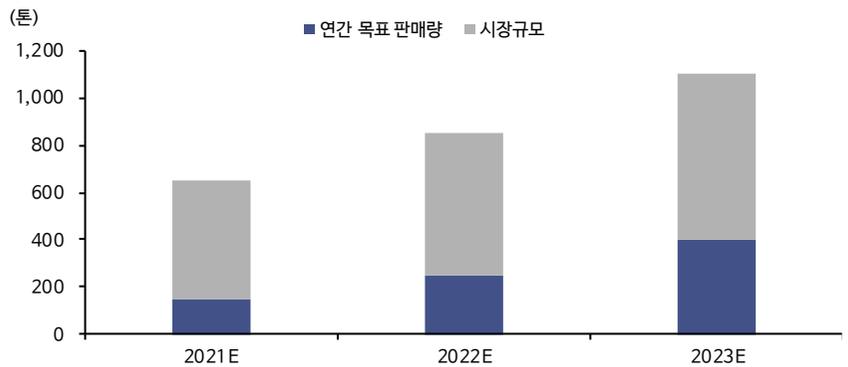
자료: Dart, 신한금융투자

### E. 자외선차단 소재의 국산화

2019년 7월부터 시작된 일본의 수출 규제로 인해 이산화티탄 소재 국산화 노력이 시작되었다. 그동안 과점시장이었기 때문에 진출 시도를 하지 못 했던 국내 업체들이 수입 소재의 대체를 성공시켰다. 동사는 무기자외선차단제(무기자차)의 핵심 소재인 나노산화아연과 나노이산화티탄을 합성할 수 있는 기술인 무기합성 기술을 보유하고 있다. 게다가 기존 일본 소재에 비해 자외선 차단력이 약 40% 이상 높다. 이미 거래를 논의 중인 고객사가 있어 2021년에는 직접적인 매출이 발생할 것으로 보인다.

동시에 내수시장 뿐만 아니라 미국, 중국, 유럽 등 글로벌 기업까지 공급선을 늘리겠다는 계획이다. 이산화티탄의 글로벌 시장규모는 2021년 연간 600톤인데 동사는 올해 약 150톤까지 판매량을 늘려 시장점유율 확대를 목표로 하고 있다.

이산화티탄 예상 시장규모 및 동사의 연간 목표 판매량



자료: 회사 자료, 신한금융투자

일본 공급에 의존하던 이산화티탄의 대체 소재 개발 및 제품 양산 성공

자외선차단제 시장은 2022년부터 2027년까지 연평균 4.1% 성장이 예상되는 시장이다. 피부암 유발 요인인 UVB를 방어하는 자차제의 역할이 대두되며 자연스러운 양적 성장이 기대된다. 더불어 기존에는 피부 위주였던 적용 분야가 헤어 제품, 영유아 제품까지 확대되며 신규 시장에서도 사용 저변을 넓히고 있다.

1994년에서 2014년까지 미국 내 비흑색종 피부암 진단이 77% 증가했었다. 유발 요인 중 자외선의 일종인 UVB가 언급되었고 자외선차단제의 중요성을 인식하는 계기가 되었다. 선행을 즐기는 외국은 물론 미용적으로 자외선차단에 민감한 아시아까지 견조한 수요 증가가 지속되고 있다.

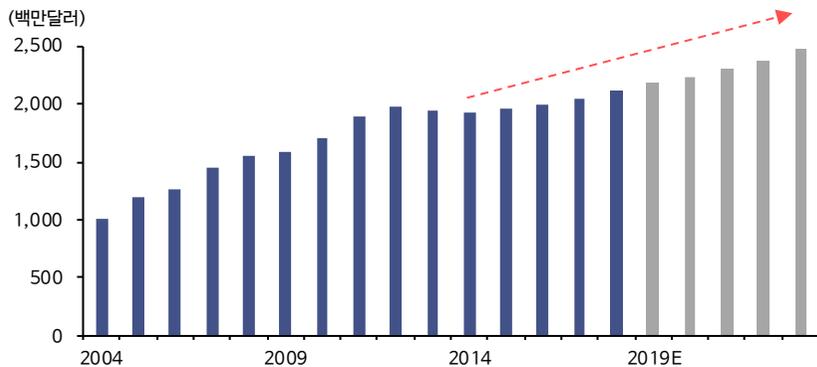
미국 자차제 소재 시장은 2015부터 2019년까지 연평균 53.5%의 높은 성장세를 보였다. 자외선차단제 시장보다 성장세가 훨씬 빠르다. 2018년 미국의 자외선차단제 소매 시장 규모는 21.1억달러이고 2023년에는 24.6억달러에 달할 전망이다.

미국의 2019년 자외선차단제 전체 수입액 중 한국에서의 수입액은 3.6억달러로 약 11.4%의 비중을 차지한다. 미국 자차제 수입국가 중 프랑스, 캐나다를 뒤이은 3위를 차지하고 있는데 그 비중은 점진적으로 증가하고 있다.

직전 상장한 자외선차단제  
소재 기술 보유 기업과  
거래 관계이자 경쟁 관계

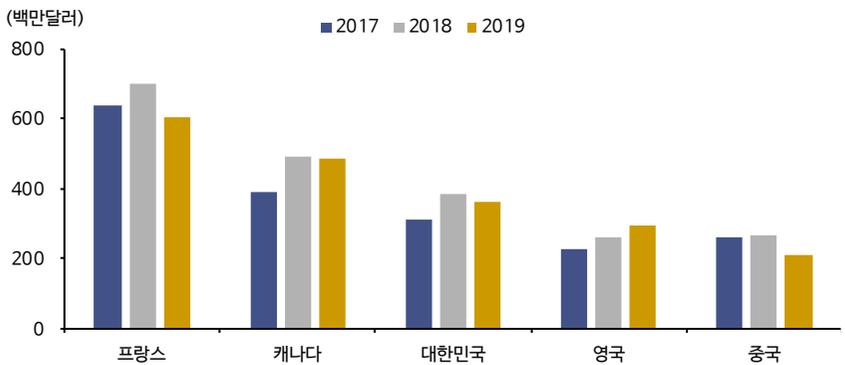
최근 성장한 화장품 소재 사업을 영위하는 선진뷰티사이언스 역시 자외선 차단제 소재 기술을 인정받아 시장의 관심을 받고 있다. 무기자차의 핵심 소재인 이산화티탄과 산화아연의 가공 기술을 보유했다. 이를 기반으로 무기자차 실리카 캡슐 및 Non-nano 막대형 산화아연을 양산하고 있다. 선진뷰티사이언스는 독일, 스페인, 중국, 미국 등 자차제 4대 주력시장에서 92.4%의 매출 고성장을 보이고 있다. 글로벌 시장점유율은 1.76%로 수치상으로는 작아보이지만 소규모 밴더 업체들이 약 23.1%를 차지하는 경쟁시장 대비해서는 선방한 셈이다. 동사는 선진뷰티사이언스 제품의 기술 적용 전 원물을 제공하는 거래 관계이자 경쟁 관계에 있기 때문에 향후 무기자차 시장 확대과 더불어 성장을 예상한다.

미국 자외선차단제 소매 시장규모 추이 및 전망



자료: Euromonitor, 신한금융투자 추정

미국 자외선차단제 수입 동향



자료: Glonal trade atlas, 신한금융투자

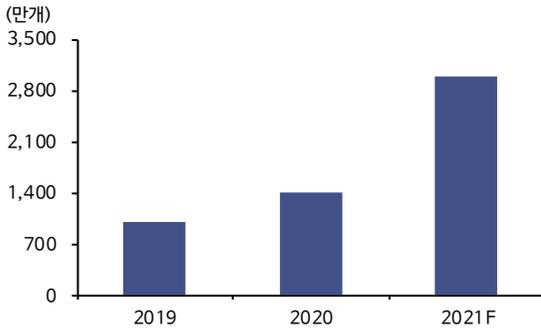
## 2) 완제품 제조 및 생산

FDA 승인 기준에 맞춘  
완제품 전문 생산  
제2공장 가동중

2018년부터는 핵심 기술을 활용하여 완제품(OEM, ODM) 제조사업에도 진출했다. 2020년 완제품 생산만을 전문으로 하는 제2공장을 준공했다. 총 투자금액은 272억원으로 12월부터 가동을 시작했다. 2019년 기준으로 기존 공장의 CAPA는 완제품 1,000만개 정도였다. 신공장 가동 후 2020년에는 1,400만개까지 CAPA가 늘어났다. 2021년에는 추가로 설비를 증설해서 3,000만개까지 생산 가능할 전망이다. 지난해 기준 매출에서 완제품이 차지하는 비중이 약 28%까지 상승하며 빠른 성장세를 보이고 있다.

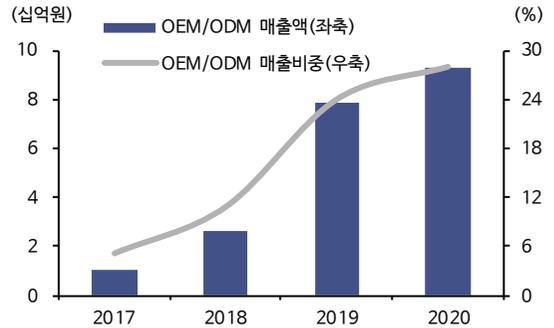
완제품(OEM, ODM) 산업은 포화시장으로 알려져있다. 그러나 동사는 니치마켓인 해외향 OTC(일반의약품) 제품, 특이제형 제품 주력 생산을 목표로 한다. 현재까지 해외향 매출 비중도 미국, 중국, 동남아 등이 83%를 차지한다. 그 중 미국과 중국의 매출 비중은 각각 56%, 17%으로 가장 집중하고 있는 시장이다. 신규 설립된 OEM/ODM 공장은 미국 OTC 분류 제품의 FDA 승인 기준에 맞추어 지어졌다. 또한 고객사 화장품에 들어가는소재에 대해 중국위생품허가등록(CFDA)을 통과한 레퍼런스를 다수 보유했다.

완제품(OEM/ODM) 공장 CAPA 추이 및 전망



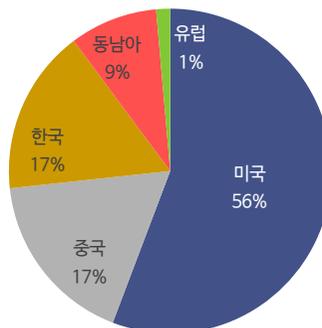
자료: 회사 자료, 신한금융투자

완제품(OEM/ODM) 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

동사의 완제품 사업부문 국가별 매출 비중



자료: Dart, 신한금융투자

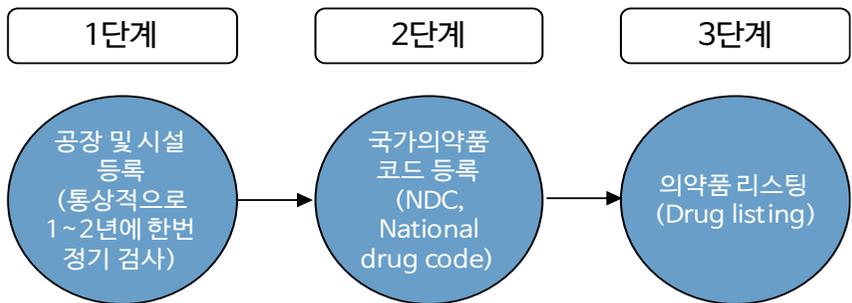
(\*주) OTC(Over-the-Counter): 미국에서 처방전 없이 일반 대중이 사용할 수 있는 일반의약품

동사의 완제품 제조 타겟 시장인 미국에서 주력 제품으로 보는 것은 OTC 제품이다. OTC(Over-the-Counter) Drug는 미국에서 처방전 없이 일반 대중이 사용할 수 있는 안전하고 유효성 있는 일반의약품을 뜻한다. 국내에서는 화장품으로 분류되는 여드름 제품, 자외선차단제, 비듬 샴푸, 수렴 효과가 있는(살리실산 포함) 제품들이 미국에서는 화장품이 아닌 OTC로 분류된다.

미국에서 OTC로 분류되는 제품을 수출 및 판매하려면 OTC Drug Monograph에 등록을 마쳐야 한다. 등록을 위해서는 공장 및 시설 등록, 국가의약품코드(NDC, National Drug Code) 요청, 의약품 리스팅의 과정이 필요하다. OTC 제품으로 등록된 후부터는 FDA의 관리 감독을 받게 된다. OTC는 화장품이 아닌 의약품 GMP 수준의 제조소 감사를 받기에 그 과정과 기준이 까다롭다.

OTC Drug Monograph 제조시설로 등록한 회사는 1~2년 내 제조소 심사를 받는다. 설계부터 제조 납품까지 전과정 설비와 공장에 대한 허가를 받는 구조이다. FDA의 제조소 실사 시 지적 사항이 나왔는데 15일 내에 시정조치를 취하지 않으면 경고장 발급이 된다. 경고에서 더 나아가 제품 통관지체, 통관 불허 명령까지 받게 될 수 있다.

미국 OTC 분류 화장품 등록 과정



자료: GSC, 신한금융투자

OTC 감사 범위



자료: GSC, 신한금융투자

화장품 제조사의  
해외 OTC 제품 제조  
재수주 가능한 원원 구조

동사는 신규 공장 설립 초기부터 FDA 승인을 통과하도록 기준을 염두해두고 건설했다. 특히 자외선차단제 제조에 대한 OTC 허가를 받은 제조사는 많지 않다. 대형 제조사는 다품목 대량생산을 해야 마진이 좋아지는데 자외선 차단제만을 위해 한 공장 전체의 승인을 받는 것은 비효율적이다.

그렇기 때문에 대형 제조사가 주문받은 OTC 제품을 우리가 재수주 받아들 수 있다. 대형 제조사는 승인 절차 감소가 가능하고 동사는 소량품목에 대해 대량생산할 수 있어 원원할 수 있는 구조이다.

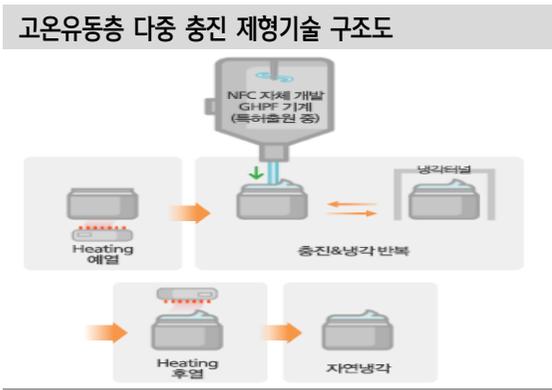
중국의 경우도 비슷하다. 중국에 최초로 수입되는 화장품은 중국식품약품감독관리국(CFDA)에서 발급하는 수입화장품생허가증을 받아야 한다. 위생허가증을 받을 때 등록증서에 제조공장의 명칭, 품질 적합증명, 제품샘플, 시험보고서를 제출해야 한다. 제조공장이 바뀔 시, 다시 해당 내용을 신고하고 다시 허가증을 받아야 한다. 그렇기 때문에 브랜드 화장품사들은 중국향 제품의 제조사를 한 번 선정하면 잘 바꾸지 않고 화장품이 리뉴얼되더라도 협력을 지속한다.

뛰어난 소재 기술력 덕분에 국내 고가라인의 화장품 및 성분특화 화장품에 레퍼런스가 많다. 동사가 제조한 클렌징밤인 '그린 클린'은 세포라의 북미 지역 클렌저 부문 판매 1위를 기록했다. 이미 거대중인 Formula of Beauty, Uniclub, RNW, Yikang에서는 중국 화장품 수요 증가에 대응하여 신제품을 출시할 예정이다.

A. 주요 기술: 고온유동층 다중 충전 제형기술(Gradual Hot Pour Filling)

고온유동층 다중 충전 제형  
기술로 제조한 클렌징 밤  
세포라 북미 지역  
클렌징 부문 1위 기록

높은 온도에서 내용물을 충전하여 생산성을 높이고 불량률을 낮추는 기술이다. 물을 넣지 않고 고온에서 굳힌다. 대부분의 로션, 크림, 에센스는 실내온도 정도로 기온을 낮춰서 충전하는데 동사는 80도 수준의 고온에서 충전한다. 클렌징밤, 선스틱, 아이팬슬 등 특이한 제형을 가진 화장품은 고온에서 충전시키기에 까다로운 기술이 요구된다. 이 공정을 이용하면 타사대비 생산량 2배, 충전 시간 절감, 불량률 감소, 장기보관 가능이라는 이점이 있다. 고온 충전 제형기술로 제조된 클렌징밤은 이미 미국 세포라에 납품되어 클렌징 부문 1위에 오르기도 했다.



자료: 회사 자료, 신한금융투자

일반 제형기술과 비교		
기존	항목	개선
4,000개 (8시간 기준)	충진시간	8,000개 (8시간 기준)
12개월	장기안정성	24개월 이상
비수계	제형다양성	수분제형도 가능
5%	불량률	1% 이하
	적용 전 후	

자료: 회사 자료, 신한금융투자

해당 주요 기술은  
화장품 뿐만 아니라  
의약화장품(코스메슈티컬)과  
건기식 분야에도 적용 가능

### 3) 주요 기술의 확장성

소재 기술은 화장품 뿐만 아니라 다양한 분야에 확장되어 적용될 수 있다. 기존 화장품 소재 및 제형 기술에만 사용되던 기술이 의약품, 건강기능식품에까지 영역을 넓혀가고 있다. 동사의 기술은 소재의 효과를 높이거나 지속시키거나 사용하기 쉽게 만들어주기 때문에 각각의 분야에서 시너지를 내기 좋다.

특히, 화장품 회사들은 사업다각화 전략을 내세우며 의약화장품(코스메슈티컬) 및 건기식 분야에 뛰어들고 있다. 기존에 화장품 소재를 납품하던 거래처들이 신사업에 진출할 때 동사의 기술력을 활용한 소재를 제공할 수 있을 것이다.

의약품 분야에서는 제약사와 협력하여 녹내장 치료제의 핵심 소재를 개발하고 있다. 녹내장을 치료할 수 있는 소재에는 라타나프로스트와 싸이클로스플린A이 있다. 이 소재들은 잘 녹지 않는 성질을 갖고 있어 용해를 위해서는 계면활성제가 필요하다. 계면활성제가 들어가면 눈을 자극해서 따가움을 느끼게 된다. 동사는 제약사와 눈에 흡수가 잘 되면서도 고통을 줄이는 제품을 개발 중이다.

건강기능식품에서도 제약사와 함께 숙취해소제에 간 기능 개선 성분인 UDCA를 녹이는 방법도 논의하고 있다. 우르소데옥시콜산(UDCA)이라는 독성 담즙을 대체하고 간세포를 보호하는 성분이 있다. 간 기능 개선을 도와 육체 피로에 도움을 주는데 우리가 잘 알고있는 우루사라는 약이 그 효능을 가졌다. 동사의 MLV 기술을 이용하면 입자를 분자화시켜 UDCA 성분을 숙취해소제에 녹일 수 있다.

#### 4) 의료용 대마(CBD) 추출 및 화장품 제조

##### ‘경북 산업용 헴프 규제자유 특구’ 국책과제 참여사업자

동사는 ‘경북 산업용 헴프(\*주) 규제자유특구’ 국책사업에서 고순도 CBD(\*주) 추출 및 정제를 담당하고 있다. 이 국책사업은 산업용 헴프 제품의 산업화와 대마 산업의 제도적 기반을 마련하려는 목적을 갖고 있다.

(\*주) 헴프(Hemp) :  
산업용 대마로 분류되는  
저마약성 대마의 품종

2021년부터 450억원의 사업비를 투자해 스마트팜 헴프 재배 농원과 CBD 추출 기업 종합지원 인프라를 구축할 계획이다. 2020년 7월, 경상북도 안동시 임하면, 풍산군 일대 10만평 규모의 부지를 산업용 대마 규제자유구역으로 지정했다. 수출 목적에 한해 산업용 대마의 재배와 소재 추출을 허용했다.

CBD(Cannabidiol) :  
헴프에서 추출되는 의료용 성분

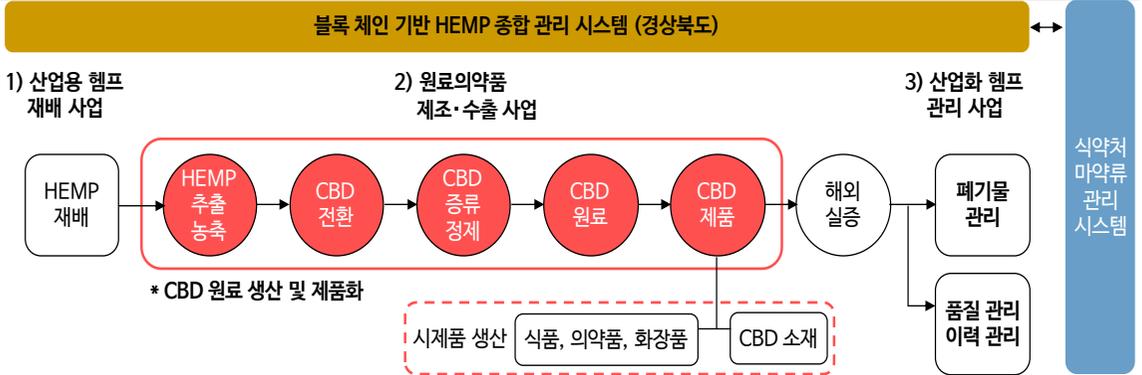
재배부터 고순도 CBD 추출, 정제, 유통까지의 전과정을 관리하는 프로젝트이다. 동사는 화장품 소재에서 쌓은 기술력을 대마에서 고순도 CBD를 추출하고 대량 양산을 하는데 활용할 예정이다. 이를 위해 헴프 규제자유특구에서 컨소시엄 업체들을 모아 실증지원센터를 설립했고, 필요한 연구를 진행할 예정이다.

경북 산업용 헴프(\*주1) 규제자유특구 단계별 사업내용 및 사업자

사업단계	내용관리	사업자명
1) 산업용 헴프 재배 사업	기존 재배 기반을 바탕으로 스마트팜 기업을 유치하여 헴프생산 안정성 확보 ① HEMP 재배방법 표준 실증 ② 고안전 GAP수준 관리체계 실증	농부심보 에이팩 (주) 팜에이트 상상텃밭 (주)엔생 넥스트온 경북바이오산업연구원 안동대학교
2) 원료의약품 제조·수출	초임계유체 추출(SFE)과 초임계 유체 크로마토그래피(SFC) 추출 마이크로웨이브 및 초음파 추출법 등 고순도 CBD추출기술 검증 대마성분 의료목적 제품개발을 위한 CBD의 안전성·유효성 검증	유한건강생활 버던트테크놀로지 한국콜마 엔에프씨 한국씨엔비바이오 교촌에프앤비 한국유니온제약 씨티씨사이언스 유셀파마
3) 산업화 헴프 관리 사업	안전성, 안정성 확보를 위해 전주기적 품질관리 및 이력관리	KIST 한국한약진흥원 경북TP 메디컬융합소재 실용화센터 경북바이오산업연구원 우경정보기술 블록체인 렉스

자료: 경북바이오산업연구원, 신한금융투자

'경북 산업용 헴프 규제자유특구' 사업 구조



자료: 중소벤처기업부, 신한금융투자

(\*주) CBD(Cannabidiol) : 헴프에서 추출되는 의약품 성분

THC(Tetrahydrocannabinol): 환각을 일으키며 대마를 마약류로 분류되게 하는 주요 성분

대마의 품종은 헴프와 마리화나로 구분할 수 있는데 모두 CBD, THC(\*주) 성분을 지녔다. 헴프는 환각을 일으키는 THC 함유량이 0.3% 이하로 항정신성 성분이 적고 의약품 효과를 지닌 CBD 성분이 많다, 마리화나는 THC 함유량이 5~20% 이상으로 마약 성분이 강한 종류이다.

한국은 2018년 이전까지 두 품종 모두 마약류관리법에 의해 희귀질병용 의약품 케이스나 의료, 학술연구 목적을 제외하고는 활용될 수 없었다. 그러나 최근 '식품 기준 및 규격'에서 대마 성분의 CBD 함유 기준이 완화되었다. 최근에는 정부 주도하에 헴프 규제자유특구를 지정하여 산업용 대마 산업을 육성하고 있다. 국책사업에서 재배하는 헴프는 환각작용보다는 의약품으로서 활용가치가 뛰어나다. 각종 난치 통증, 뇌전증 같은 희귀병, 항암치료, 경련과 발작 등에 치료 효과와 안정성이 입증되었다. 또한 헴프는 다수확/다용도 작물로 화장품(잎), 섬유·삼베(대마줄기 껍질), 헴프시드(씨앗), 건축자재(대마속대) 등의 분야에 사용 가능하다.

대마 품종의 구분



자료: 강원연구원, 신한금융투자

대마 품종별 성분 구성 및 활용

구분	헴프(Hemp)	마리화나(Marihuana)
CBD	20% 이상	10% 이상
THC	0.3% 미만	5~20% 이상
재배	대부분의 기후 성장	재배환경 통제 필요
활용	의료용, 화장품, 식품, 자동차소재 섬유, 건축소재, 플라스틱 소재	의료용, 기호용

자료: 경북바이오산업연구원, 신한금융투자

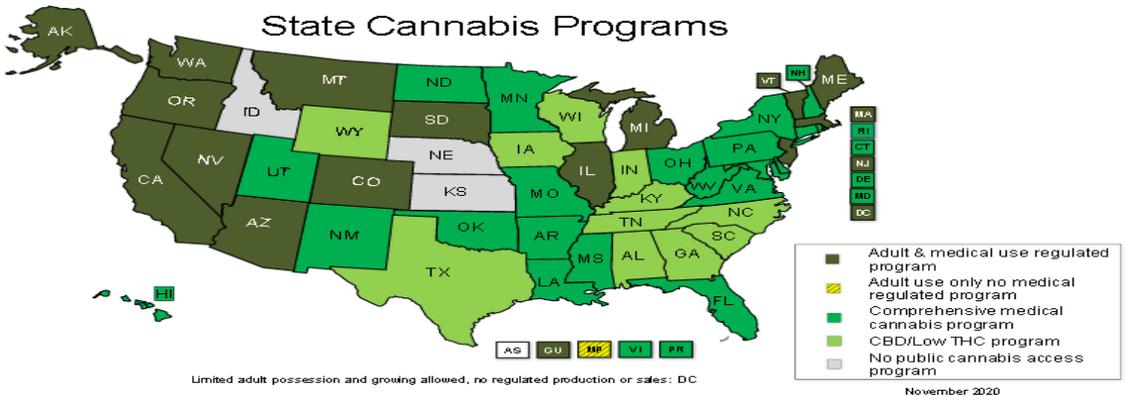
UN 산하 마약위원회는 대마를 마약류에서 제외

A. 대마 산업의 이해와 성장성

국내에서는 대부분의 사람들이 대마를 마약으로 인식하기 때문에 부정적인 시각이 지배적이다. 그러나 세계보건기구(WHO)에서 의료용 대마는 중독 및 의존성이 나타나지 않아 마약류에서 제외하라고 권고했다. 이어 지난해 12월 2일 UN 산하 마약위원회는 대마를 마약류에서 제외했다. 의료 목적의 대마 사용이 가능하거나 대마가 불법이 아닌 곳은 70여국으로 전세계 국가 1/3 이상이 대마를 합법의 영역에 두고 있다.

캐나다, 네덜란드, 스페인은 기호용 대마까지 허용하고 있는 나라이다. 2018년 12월 미국의 트럼프 전 대통령은 헴프 재배를 합법화하고 마약 관련법 규제에서 제외하는 'Farm Bill'에 서명했다. 연방법상 대마는 불법이지만 29개 주에서 의료용 대마초를 승인했고, 6개 주에서는 기호용 대마까지 허용하고 있다.

미국 주별 대마 허용 현황



자료: NCSL, 신한금융투자

세계 각국에서 CBD 시장을 개방하는 이유는 산업에서의 높은 활용성과 성장성 때문이다. 우선 CBD 시장의 성장 배경에는 뛰어난 의학 치료 효과가 있다. 500가지가 넘는 CBD의 화학적 성분 중에는 신체의 항상성을 유지하는 ECS(엔도칸나비노이드시스템)와 유사한 성분이 있다. 각종 통증, 뇌전증, 항암치료, 알츠하이머성 치매, 다발성경화증, 발작, 우울증의 치료 혹은 완화 효과를 입증한 사례가 있다.

CBD 시장은 산업에서 높은 활용성과 성장성 보유. 특히 의약품 시장에서 각광 받는 원료

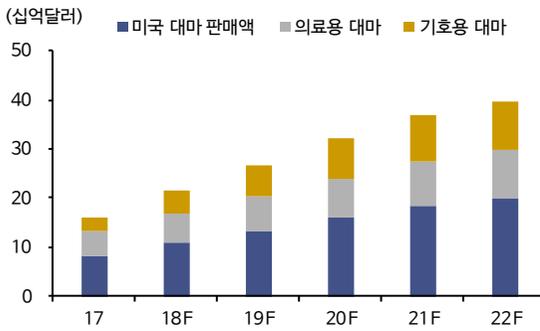
국내에 CBD 의약품 시장이 열린다면 제약산업에도 원료를 제공할 수 있게 된다. CBD 성분을 지닌 대표적인 뇌전증 치료제인 에피디올렉스(Epidiolex)의 2019년 판매액은 약 3조3천억원이었고, 2022년에는 약 7조원에 이를 것으로 예상된다. 2019년 3월 한국에서 의료 목적 대마의 사용을 허가한 후로 약 6개월간 총 443건의 대마성분 의약품이 뇌전증 치료제로 공급되었다. 국내 뇌전증 환자는 약 36만명으로 치매, 뇌졸중 다음으로 많은 사람이 앓고 있는 뇌질환이다.

아직까지는 뇌전증 치료용 대마성 의약품에 구입하려면 식약처 제출 승인, 한국 희귀필수의약품센터 수입 등 복잡한 절차가 필요하다. 또한 국내 제약사가 제조할 수 없어 수입에 의존하다보니 가격이 비싸다는 문제점이 있다. 햄프 규제자유특구를 발판으로 대마 추출물 공급이 가능해지면 국내 제약사에서도 CBD 원료로 의약품 제조가 가능해진다.

**CBD 활용 진출 가능한  
해외시장 규모  
2022년 약 24조원**

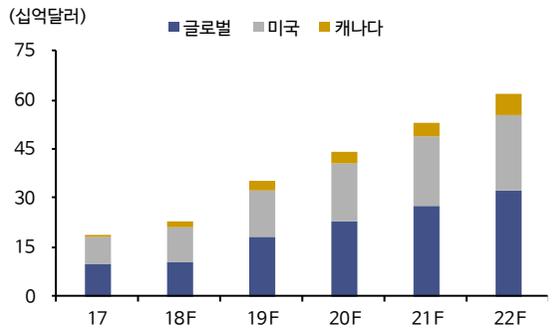
안동시에서는 CBD를 활용해 진출 가능한 해외시장 규모가 2022년 약 24조원에 이를 것으로 전망했다. 대마특구의 생산유발효과는 약 635억원, 부가가치 유발효과 약 254억원, 고용유발 인원 719명을 예상하고 있다.

**글로벌 CBD 시장 추이 및 전망**



자료: 언론 자료, 신한금융투자

**미국 CBD 시장 추이 및 전망**



자료: 언론 자료, 신한금융투자

2021년 1월 대마를 합법적으로 의료 및 산업용 제품으로 활용할 수 있도록 하는 '마약류 관리에 대한 법률' 일부개정안이 발의되었다. 골자는 미국 기준에 맞춰 대마의 성분 중 환각성분(THC) 함유량이 0.3% 미만인 것은 마약류에서 제외하도록 하는 것이다. 대신 대표적인 기호식품인 담배나 인삼처럼 공적인 기관이 맡아 취급하고 관리하도록 해야한다는 의견을 제시했다.

**대마의 의료, 산업적 활용을  
요구하는 개정안 발의**

WHO가 권고한 대마의 마약류 제외 및 UN산하 마약위원회의 대마/대마초 수지 위험 약물군 리스트 삭제는 글로벌 트렌드를 보여주고 있다. 세계 주요국에서 대마의 활용성과 성장성을 전망하고 규제 완화와 동시에 관련 산업을 적극적으로 양성하고 있다. 한국도 안성 햄프특구 국책사업을 진행하는 것이 프로젝트성에 그치는 것이 아니고 실증 및 규제 마련의 발판으로 삼는 것이라고 판단한다.

이미 약 70여개국, 1/3에 달하는 국가들이 대마를 합법의 영역에 자리시켰다. 당장은 국내에서 대마가 의료용, 종자용 외에 쓰이기는 쉽지 않아보이지만 글로벌 트렌드와 그 효용성, 경제성을 고려해본다면 대마 산업은 가까운 시일 내에 열릴 수 있는 성장성 있는 시장으로 보인다. 특히 동사와 관련있는 햄프의 화장품 산업 허용이 된다면 큰 시너지를 일으킬 것으로 보인다.

헵프 규제자유특구 참여자로  
대마에서 CBD 추출 연구

B. 대마 산업과 화장품 산업의 시너지

동사는 헵프 규제자유특구 참여자로서 대마에서 의료용 원료(CBD)를 추출해낼 수 있는 플랫폼 기술을 보유하고 있다. 실증지원센터에서 고순도 CBD 추출 및 대량 양산에 필요한 연구에 돌입할 예정이다. 향후 헵프가 의학적 사용 외 기타 산업에도 활용된다면 동사는 국책사업을 레퍼런스로 CBD 성분 화장품 시장에서 높은 경쟁력을 갖게 될 것이다. 각광받는 천연추출물 CBD와 동사의 완제품 제조 사업의 시너지가 기대된다. 특히 CBD는 천연성분, 웰빙 이미지가 강하기 때문에 인디 뷰티브랜드에서 주목 받고 있다. 동사의 ODM 사업 주타겟 시장인 미국에서 제조 주문을 받기에 유리한 고지를 점할 것이다.

최근 글로벌 뷰티 트렌드는 코스메슈티컬, 천연으로 향하고 있다. CBD 소재 스킨케어 시장은 2019년 6억 4500만달러로 2026년까지 34.8억달러까지 확대될 전망이다. CBD 화장품 중 매출 비중이 가장 높은 것은 대마오일이다. 노화방지, 진정효과가 있다고 알려진 대마오일은 오리진스(Origins), 키엘(Kiehl's), 프레시(Fresh) 등 유명 화장품 브랜드에서 제품을 출시할만큼 시장성 있는 카테고리라고 보고 있다. 유통단계에서는 세포라, 얼타 같은 뷰티편집숍은 물론 고급 백화점인 Neiman Marcus, High Beauty까지 CBD 화장품 판매 및 브랜드 입점이 늘고있다.

국내에서 헵프의 기타 목적  
사용이 허용된다면  
CBD 원료 화장품 제조시장  
빠른 선점 기대

헵프 규제자유특구의 컨소시엄 참여자들은 사업 이후 헵프 소재 추출, 가공, 관리에 있어 공신력을 인정받을 것이다. CBD 관련 규제가 완화되더라도 사용 승인 사업자는 까다롭게 선별될 것이다. 동사는 국책사업에서 쌓았던 기술력과 인적 인프라를 활용해 비교적 쉽게 허가를 취득할 것으로 보인다. 엄격한 관리를 통해 키워진 헵프 추출 CBD 원료에 동사의 소재 기술력이 적용되어 화장품으로 제조된다면 우수한 제품력을 발휘할 수 있을 것이다.

경북산업용헵프 실증지원센터



자료: 언론 자료, 신한금융투자

인디 CBD 화장품 브랜드 카누카



자료: 언론 자료, 신한금융투자

### C. 해외 대마(헵프) 규제 완화 흐름

바이든 대통령과 민주당의  
대마 규제 완화 근거

- 1) 마리화나 관련 범죄  
관리 비용 감소
- 2) 지지층의 규제 완화  
찬성 의견 반영
- 3) 마리화나 산업 양성 및  
세수 증가

바이든 대통령은 당선 전부터 대마 규제 완화에 대한 주장을 펼쳤었다. 2019년 5월 뉴햄프셔 연설에서 “누구도 마리화나를 폼뎀고 감옥에 가서는 안된다(Nobody should be in jail for smoking marijuana).”고 발언했었다. 해리스 부통령도 연방정부 차원에서 대마를 합법화 하려는 행동을 취하고 있다. 민주당이 상하원을 장악하며 대마 규제 완화 법안 통과에도 큰 어려움이 없을 것으로 보인다. 민주당 입장에서 마리화나 관련 규제 완화는 경제적으로도 정치적으로도 여러가지 이점이 있다. 정리해보면 1) 마리화나 관련 범죄 단속 및 관리 비용 감소 2) 지지층의 마리화나 규제 완화 찬성 의견 청취 3) 마리화나 산업 양성 및 세수 증가 등의 이유가 있다.

1) 마리화나 관련 규제를 완화하면 범죄 단속 및 수감자에 사용되는 비용을 크게 감소시킬 수 있다. 마리화나 단순소지죄로 수감된 죄수는 미국 내 교도소 수감자 230만명 중 약 50% 이상을 차지한다. 미국내 전체 수감자에 소요되는 비용은 연간 740억달러인데 그 중 절반인 370억달러 가량이 마리화나 관련 수감자에 사용된다고 단순 계산이 가능하다.

2) 민주당의 주요 지지층인 젊은 세대와 유색인종들은 대마 법률 완화에 지지 의견을 보이고 있다. 마리화나 관련 범죄로 처벌되는 연령층이 민주당의 주요 지지층인 2~30대 젊은 층과 유색인종이 많기 때문이다. 워싱턴포스트 분석에 따르면 마리화나로 체포되는 사람의 약 84%가 흑인인것으로 나타났다. 백인과 흑인의 마리화나 사용 비율은 비슷하다는 전제와 함께 보면 이는 마리화나 범죄에서 흑인이 더 불리한 위치에 있다는 것을 시사한다. 그들은 이 투표에서 마리화나 규제 완화에 찬성 의견을 보였다.

3) 마리화나 산업은 고성장성 산업으로 신규 수익 및 세수 창출에 큰 도움이 된다. 미국 일리노이주는 2019년 6월 기호용 마리화나를 합법화 한 후 세금 수입이 급증했다. 마리화나에 부과되는 세금은 환각성분인 THC의 함량에 따라 분류된다. 먼저 성인용 마리화나에 7% 도매세가 붙는다. 대마초 소비세는 THC 함량이 35% 미만일 경우 10%, 35% 이상은 25%, 복용 가능 대마추출물에는 20%가 부과된다. 판매세(6.25%)와 로컬정부인 시카고 세금(3.5%)은 별도다. 2020년 1월부터 9월까지 약 9개월간 기호용 마리화나를 통해 거둬들인 세수는 총 1억 600만달러(1천213억원)를 기록했다. 이는 주류를 통한 세수인 2억2700만달러에 근접해가는 수치이다.

미국에서 기호용 대마인  
마리화나 규제 완화  
→ 저마약성 대마 헵프시장  
더욱 빠른 성장 예상

정치 및 경제적인 측면을 벗어나서 여러 국가와 국제기구에서 의료용 대마의 낮은 중독성에 대해 인정하고 규제 완화를 허용하는 추세이다. 식물이 가진 중독성이 담배, 술보다도 적고 농업, 식품, 섬유, 건축자재, 의약품 등 다양한 분야에서 활용될 수 있는 잠재력을 높게 봤기 때문이다. 향후 해외 규제 완화에 따라 대마 산업이 발전하면 한국도 의료용 대마 수출부터 점차적으로 시장의 흐름에 따라 갈 것으로 보인다.

## 실적 추정

### 2022년 사업다각화 성과

#### 2021년 연결 영업이익: 76억원(+66.0% YoY) 추정

2021년 매출액은 427억원  
(+28.1%) 추정  
영업이익은 76억원  
(+66.0%) 추정

2021년 연결 매출액은 427억원(+28.1% 이하 YoY), 영업이익은 76억원(+66.0%)으로 추정된다. 소재 사업 매출은 29.9억원(+26.3%)으로 고객사의 주요 시장인 중국 수요 확대에 의한 성장을 지속할 전망이다. 신규 개발 소재인 무기자외선차단제의 시장 수요가 아직 반등하지 않은 것으로 보인다. 현재 협의 중인 고객사와의 계약을 체결하면 하반기로 갈수록 매출 증가가 기대된다. 완제품 사업 매출은 128억원(+32.6%)으로 기존 고객사 신제품 출시 및 신규 고객사 유치에 힘입은 증가를 예상한다.

#### 2022년 연결 영업이익: 79억원(+5.0% YoY) 추정

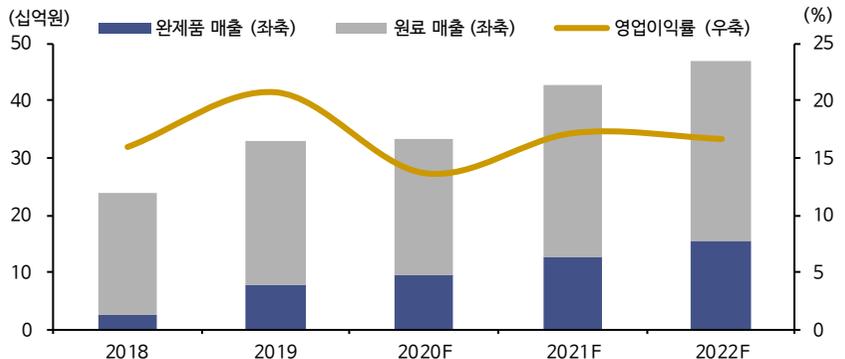
2022년부터 화장품 산업의  
코로나 영향 탈피 가정

2022년 연결 매출액은 468  
억원(+9.6%) 추정  
영업이익은 79억원  
(+5.0%) 추정

2022년 연결 매출액은 468억원(+9.6% 이하 YoY), 영업이익은 79억원(+5.0%)으로 추정된다. 자유로운 여행이 가능한 2주간 자가격리 해제 시기를 2022년 상반기로 예상하고 있다. 화장품 산업은 면세 매출액 데이터에서 코로나 영향에서 비교적 빠르게 회복되는 모습을 보이고 있다. 그러나 동사가 영위하고 있는 브랜드 화장품 기업 소재 및 완제품 제조 산업은 그보다 다소 느린 회복을 예상한다.

2022년에는 화장품 산업 전반적으로 코로나 영향에서 탈피한다고 가정했다. 이에 따라 동사는 1) 화장품 주요 소비 시장인 중국의 수요 증가 2) 미국 OTC 시장 규제 완화로 인한 신규 매출처 유치 3) 자유 여행 증가에 따른 무기자외선차단제 시장 확대를 예상한다. 실적 역시 2022년을 기점으로 빠른 성장이 시작될 것이라고 판단한다.

엔에프씨 매출, 영업이익률 추이 및 전망



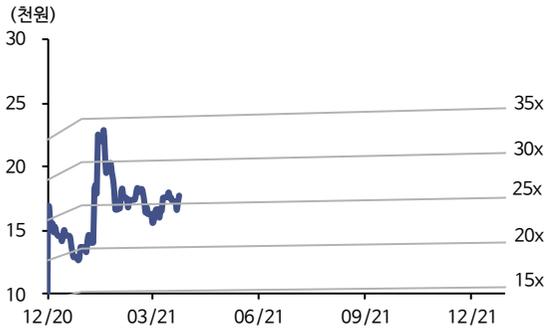
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

엔에프씨 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	19.6	24.0	32.9	33.3	42.7	46.8
- 소재	18.6	21.4	25.0	23.7	29.9	31.4
- 제조	1.0	2.6	7.9	9.7	12.8	15.4
매출원가	12.3	15.9	21.3	22.8	29.7	33.2
매출원가율(%)	63.0	66.1	64.8	68.4	69.6	70.9
매출총이익	7.2	8.1	11.6	10.5	13.0	13.6
판매비	4.0	4.3	4.7	5.9	5.5	5.7
판매비율(%)	20.5	17.9	14.3	17.7	12.9	12.2
영업이익	3.2	3.8	6.8	4.6	7.6	7.9
영업이익률(%)	16.5	16.0	20.8	13.7	17.7	17.0
세전이익	3.7	3.0	7.6	1.0	7.6	7.8
순이익	3.2	2.5	6.6	0.8	6.2	6.4
순이익률(%)	16.6	10.6	20.0	2.3	14.6	13.8
지배순이익	3.2	2.5	6.6	0.8	6.2	6.4
(% YoY)						
매출액	-	22.8	36.7	1.4	28.1	9.6
영업이익	-	18.6	77.7	(33.2)	66.0	5.0
지배순이익	-	(21.6)	158.5	(88.4)	714.6	3.5

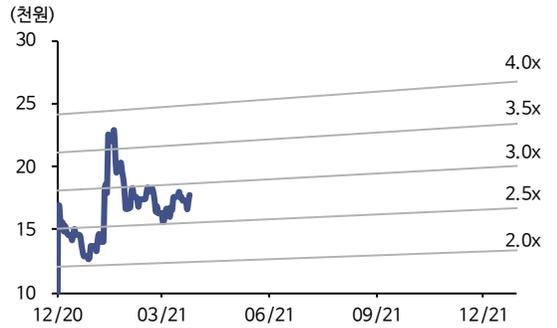
자료: 회사 자료, 신한금융투자

엔에프씨 PER BAND (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

엔에프씨 PBR BAND (12M FWD)



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

## Peers

국내외 화장품 회사 Peers								
(십억원, %)	엔에프씨	L'OREAL	ESTEE LAUDER	KOSE	Shanghai Jawha	Galaxy Surfactants	한국콜마	코스맥스
시가총액	158.5	242,513.5	117,051.4	10,073.9	5,772.7	1,320.4	1,301.9	1,241.1
매출액	2020	33.3	37,649.7	17,087.7	3,564.7	1,201.5	427.5	1,322.1
	2021F	42.7	40,793.0	17,984.7	2,916.5	1,402.8	422.5	1,474.7
	2022F	46.8	43,621.0	20,281.3	3,116.5	1,580.2	481.6	1,609.3
영업이익	2020	4.6	6,997.4	2,765.1	437.6	66.4	51.2	121.7
	2021F	7.6	7,722.5	3,239.5	146.5	107.6	n.a.	142.1
	2022F	7.9	8,403.8	3,866.3	298.5	165.8	n.a.	161.0
순이익	2020	0.8	5,529.1	2,776.7	294.5	70.9	38.4	165.5
	2021F	6.2	6,131.2	2,453.5	110.5	89.1	42.3	66.6
	2022F	6.4	6,671.1	2,875.2	205.4	131.0	48.4	78.4
PER(x)	2020	135.4	48.8	29.8	28.5	54.3	18.1	8.1
	2021F	26.1	39.6	47.8	84.3	63.5	30.8	19.5
	2022F	25.3	36.4	40.8	46.3	43.8	26.9	16.5
PBR(x)	2020	2.5	6.0	17.3	3.4	3.6	3.9	1.9
	2021F	2.9	5.8	19.3	4.0	4.8	6.6	1.9
	2022F	2.7	5.4	16.8	3.8	4.4	5.5	1.7
EV/EBITDA(x)	2020	22.4	23.5	20.2	13.7	35.8	12.1	12.5
	2021F	16.1	24.1	29.0	35.6	42.7	20.1	12.5
	2022F	15.3	22.4	24.5	22.1	31.0	17.7	11.3
ROE(%)	2020	2.2	14.1	55.8	12.5	6.5	23.7	30.2
	2021F	11.7	14.6	46.1	4.8	7.4	23.1	10.5
	2022F	11.0	15.2	49.2	8.9	10.2	22.1	11.2
매출액 성장률	2020	1.4	(6.3)	(3.8)	(1.6)	(7.4)	(6.2)	(4.1)
	2021F	28.1	8.7	11.2	(14.2)	15.2	5.5	12.2
	2022F	9.6	6.9	12.8	6.9	12.6	14.0	9.1
영업이익 성장률	2020	(33.2)	27.7	372.6	(64.9)	53.1	n.a.	16.7
	2021F	66.0	27.7	372.6	(64.9)	53.1	n.a.	16.7
	2022F	5.0	8.8	19.3	103.7	54.1	n.a.	13.3
순이익 성장률	2020	(88.4)	11.5	43.7	(60.1)	19.6	19.1	(58.6)
	2021F	714.6	11.5	43.7	(60.1)	19.6	19.1	(58.6)
	2022F	3.5	8.8	17.2	85.9	47.0	14.4	17.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내외 대마 기업 Peer									
(십억원, %)	엔에프씨	캐노피 그로스	탈레이	Sundial Growers	이노스펙	오로라 캐나비스	헥소	오성 첨단소재	
시가총액	158.5	13,389.1	4,449.3	2,128.7	2,751.0	2,011.9	911.8	269.4	
매출액	2020	33.3	354.4	248.2	53.6	1,407.1	248.5	71.9	80.4
	2021F	42.7	515.0	314.6	63.4	1,468.5	259.5	122.3	n.a.
	2022F	46.8	729.0	410.6	81.5	1,630.1	364.6	196.8	n.a.
영업이익	2020	4.6	(789.3)	(157.2)	(89.2)	102.5	(224.1)	(145.7)	5.0
	2021F	7.6	(694.2)	(39.3)	(18.4)	126.4	(136.6)	(19.2)	n.a.
	2022F	7.9	(268.4)	8.6	(1.8)	163.3	(68.7)	(14.2)	n.a.
순이익	2020	0.8	(704.6)	(313.4)	(124.9)	82.6	(391.1)	(212.5)	n.a.
	2021F	6.2	(1,021.4)	(50.4)	(11.0)	124.1	(433.3)	(30.7)	n.a.
	2022F	6.4	(248.1)	(8.6)	(2.5)	143.2	(92.5)	(9.8)	n.a.
PER(x)	2020	135.4	n.a.	n.a.	n.a.	32.1	n.a.	n.a.	n.a.
	2021F	26.1	n.a.	n.a.	n.a.	24.1	n.a.	n.a.	n.a.
	2022F	25.3	n.a.	n.a.	284.6	19.9	n.a.	n.a.	n.a.
PBR(x)	2020	2.5	n.a.	3.5	2.1	2.4	n.a.	n.a.	n.a.
	2021F	2.9	n.a.	20.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2022F	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA(x)	2020	22.4	n.a.	n.a.	n.a.	14.9	n.a.	n.a.	n.a.
	2021F	16.1	n.a.	291.3	n.a.	14.2	n.a.	430.5	n.a.
	2022F	15.3	n.a.	67.7	n.a.	11.2	308.9	41.4	n.a.
ROE(%)	2020	2.2	(13.6)	(80.6)	n.a.	7.5	(13.4)	(35.6)	n.a.
	2021F	11.7	(16.1)	(33.8)	n.a.	n.a.	(4.3)	n.a.	n.a.
	2022F	11.0	(8.1)	(26.1)	n.a.	n.a.	(4.1)	n.a.	n.a.
매출액 성장률	2020	1.4	76.2	26.1	(19.7)	(21.2)	13.6	69.9	20.8
	2021F	28.1	29.9	31.6	15.1	10.0	3.2	67.5	n.a.
	2022F	9.6	41.6	30.5	28.6	11.0	40.5	61.0	n.a.
영업이익 성장률	2020	(33.2)	53.8	82.8	89.0	235.3	69.1	95.5	n.a.
	2021F	66.0	53.8	82.8	89.0	235.3	69.1	95.5	n.a.
	2022F	5.0	61.3	122.0	90.4	29.2	49.7	26.1	n.a.
순이익 성장률	2020	(88.4)	(51.5)	83.0	91.5	39.3	62.0	88.0	n.a.
	2021F	714.6	(51.5)	83.0	91.5	39.3	62.0	88.0	n.a.
	2022F	3.5	75.7	82.8	77.1	15.3	78.6	68.1	n.a.

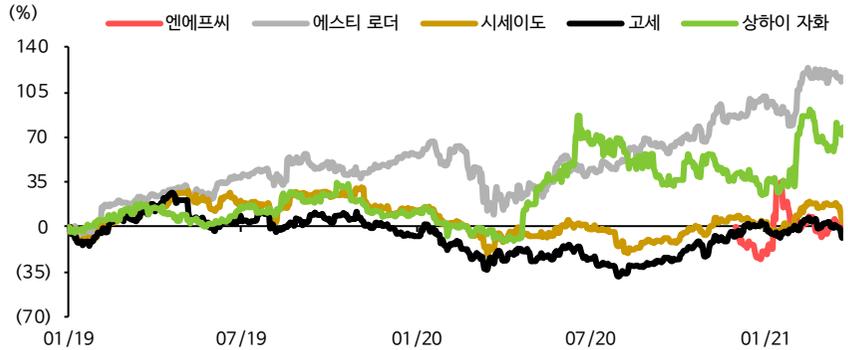
자료: Bloomberg, 신한금융투자

### 국내 화장품 회사 Peer 상대주가 추이



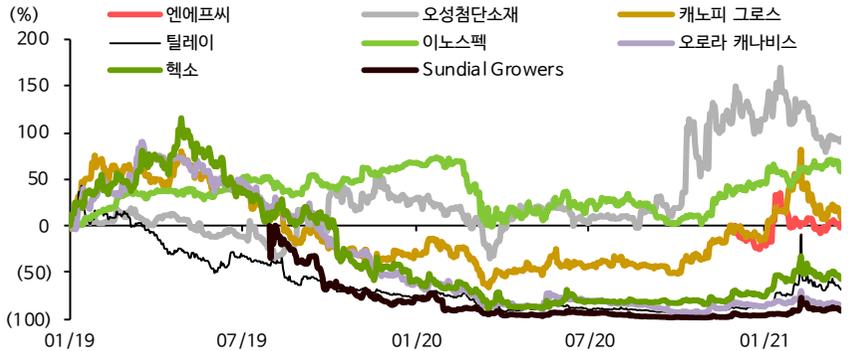
자료: Bloomberg, 신한금융투자

### 해외 화장품 회사 Peer 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

### 국내외 대마 기업 Peer 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>자산총계</b>	<b>40.7</b>	<b>53.3</b>	<b>77.1</b>	<b>85.0</b>	<b>92.7</b>
유동자산	8.9	16.2	32.7	41.7	49.1
현금및현금성자산	2.8	4.2	23.0	29.9	35.5
매출채권	1.9	4.2	3.1	3.8	4.4
재고자산	3.1	6.3	6.0	7.2	8.2
비유동자산	31.7	37.1	44.4	43.3	43.5
유형자산	28.8	33.9	41.6	40.5	40.7
무형자산	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
투자자산	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>27.9</b>	<b>33.2</b>	<b>26.7</b>	<b>29.2</b>	<b>31.3</b>
유동부채	13.4	16.2	16.2	17.1	18.2
단기차입금	1.3	1.7	3.7	3.7	5.2
매입채무	1.2	2.8	1.9	2.4	2.6
유동성장기부채	7.7	8.7	7.8	7.3	6.3
비유동부채	14.5	17.0	10.4	12.1	13.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	13.9	16.3	9.8	11.3	12.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>12.8</b>	<b>20.1</b>	<b>50.4</b>	<b>55.8</b>	<b>61.3</b>
자본금	0.1	0.7	0.9	0.9	0.9
자본잉여금	0.0	0.1	29.3	29.3	29.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	12.7	19.4	20.2	25.6	31.1
<b>지배주주지분</b>	<b>12.8</b>	<b>20.1</b>	<b>50.4</b>	<b>55.8</b>	<b>61.3</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	25.0	28.2	22.9	24.3	26.0
*순차입금(순현금)	21.3	22.9	(0.2)	(5.7)	(9.9)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>4.7</b>	<b>2.8</b>	<b>4.9</b>	<b>6.7</b>	<b>7.1</b>
당기순이익	2.5	6.6	0.8	6.2	6.4
유형자산상각비	0.6	0.9	0.9	1.8	1.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
외환환산손실(이익)	(0.0)	0.1	0.1	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동(법인세납부)	(0.3)	(0.6)	(1.2)	(1.3)	(1.3)
기타	1.6	(0.1)	4.2	1.3	1.3
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(16.5)</b>	<b>(5.2)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(2.3)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(15.8)	(5.1)	(8.0)	(0.7)	(2.0)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.0)
기타	(0.7)	(0.1)	1.4	(0.0)	(0.3)
<b>FCF</b>	<b>(10.9)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(3.5)</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>12.8</b>	<b>3.8</b>	<b>20.7</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
차입금의 증가(감소)	9.7	4.1	(5.7)	1.4	1.7
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.4)	(0.9)
기타	3.1	(0.3)	26.4	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>18.8</b>	<b>6.9</b>	<b>5.6</b>
기초현금	1.9	2.8	4.2	23.0	29.9
기말현금	2.8	4.2	23.0	29.9	35.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

**포괄손익계산서**

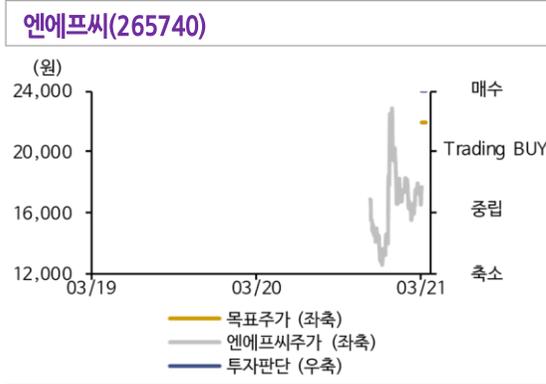
12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>24.0</b>	<b>32.9</b>	<b>33.3</b>	<b>42.7</b>	<b>46.8</b>
증감률 (%)	22.8	36.7	1.4	28.1	9.6
<b>매출원가</b>	<b>15.9</b>	<b>21.3</b>	<b>22.8</b>	<b>29.7</b>	<b>33.2</b>
<b>매출총이익</b>	<b>8.1</b>	<b>11.6</b>	<b>10.5</b>	<b>13.0</b>	<b>13.6</b>
매출총이익률 (%)	33.7	35.2	31.5	30.5	29.2
<b>판매관리비</b>	<b>4.3</b>	<b>4.7</b>	<b>5.9</b>	<b>5.5</b>	<b>5.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>3.8</b>	<b>6.8</b>	<b>4.6</b>	<b>7.6</b>	<b>7.9</b>
증감률 (%)	18.6	77.7	(33.2)	66.0	5.0
영업이익률 (%)	16.0	20.8	13.7	17.7	17.0
영업외손익	(0.8)	0.8	(3.5)	0.0	(0.2)
금융손익	(0.8)	0.7	(3.6)	(0.0)	(0.2)
기타영업외손익	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>3.0</b>	<b>7.6</b>	<b>1.0</b>	<b>7.6</b>	<b>7.8</b>
법인세비용	0.5	1.0	0.3	1.3	1.3
계속사업이익	2.5	6.6	0.8	6.2	6.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>2.5</b>	<b>6.6</b>	<b>0.8</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>
증감률 (%)	(21.6)	158.5	(88.4)	714.6	3.5
순이익률 (%)	10.6	20.0	2.3	14.6	13.8
(지배주주)당기순이익	2.5	6.6	0.8	6.2	6.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	2.6	6.7	0.8	6.2	6.4
(지배주주)총포괄이익	2.6	6.7	0.8	6.2	6.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>4.5</b>	<b>7.7</b>	<b>5.4</b>	<b>9.5</b>	<b>9.7</b>
증감률 (%)	22.4	72.8	(29.5)	74.1	2.7
EBITDA 이익률 (%)	18.6	23.5	16.3	22.2	20.8

**주요 투자지표**

12월 결산	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS (당기순이익, 원)	362	924	101	679	703
EPS (지배순이익, 원)	362	924	101	679	703
BPS (자본총계, 원)	1,793	2,829	5,496	6,078	6,683
BPS (지배지분, 원)	1,793	2,829	5,496	6,078	6,683
DPS (원)	0	0	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	0.0	0.0	135.4	26.1	25.3
PER (지배순이익, 배)	0.0	0.0	135.4	26.1	25.3
PBR (자본총계, 배)	0.0	0.0	2.5	2.9	2.7
PBR (지배지분, 배)	0.0	0.0	2.5	2.9	2.7
EV/EBITDA (배)	4.8	3.0	22.4	16.1	15.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	58.4	14.3	13.8
배당수익률 (%)	N/A	N/A	0.7	0.6	0.6
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	18.6	23.5	16.3	22.2	20.8
영업이익률 (%)	16.0	20.8	13.7	17.7	17.0
순이익률 (%)	10.6	20.0	2.3	14.6	13.8
ROA (%)	7.8	14.0	1.2	7.7	7.3
ROE (지배순이익, %)	22.2	40.0	2.2	11.7	11.0
ROIC (%)	12.4	16.4	7.7	12.9	13.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	218.6	164.7	52.9	52.3	51.1
순차입금비율 (%)	167.0	113.6	(0.4)	(10.2)	(16.2)
현금비율 (%)	21.2	26.2	141.6	175.1	195.4
이자보상배율 (배)	10.0	25.8	7.5	13.5	13.3
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	6.8	6.9	5.2	6.1	5.8
재고자산회수기간 (일)	51.5	52.1	67.2	56.6	60.0
매출채권회수기간 (일)	30.3	33.7	39.7	29.3	31.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 03월 26일	매수	22,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이해니, 성준원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	섹터	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

### 신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2021년 03월 24일 기준)

매수 (매수)	95.05%	Trading BUY (중립)	1.80%	중립 (중립)	3.15%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------