

[스몰캡]

주목해야 할 유망 중소형주

Research Center

한경래 kyungrae.han@daishin.com

이새롬 saerom.lee@daishin.com



Contents

I	Summary	3
II	증시 변동성 확대 속 선택적 접근 필요	4
III	하반기 이후 유망 업종, 종목	8
	– 이차전지 부품, 장비사 높은 밸류에이션 매력 보유	
	– 코로나19 백신 보급, '위드 코로나'로 소비 확대 기대	
	– 해외 진출 모멘텀 보유한 의료기기 업체에 주목	
IV	Valutaion	19
V	기업분석	21
	신성델타테크	22
	삼기	30
	원익피앤이	38
	코원테크	44
	브랜드엑스코퍼레이션	49
	감성코퍼레이션	57
	호전실업	65
	씨앤씨인터내셔널	70
	레이	79
	엘앤씨바이오	90
	제이브이엠	101

I . Summary

하반기 테이퍼링에 대한 언급이 나온 이후 불확실성 확대로 증시 변동성이 커지고 있다. 미국의 7월 소비자물가지수(CPI)는 전년 동월 대비 5.4% 큰 폭으로 증가하긴 했으나, 8월 비농업 고용 지표가 23만 5,000명 증가로 예상치 72만명 대비 부진하게 나와 속도 조절에 대한 가능성도 제기되고 있다. 결국 시기의 문제이나 테이퍼링의 시기가 확정된다면 이는 실물 경기 회복에 대한 확인 이후 진행될 것이기 때문에 과도한 하락을 우려할 정도는 아니라고 판단한다. 지수 흐름 보다는 업종, 종목에 집중할 필요가 있다.

과거 2015년 이후 금리 하락, 상승기를 나눠 보면 확실히 인상 초입 구간에서는 에너지, 화학, 철강, 금융 섹터의 강세, 이후 인상 후 안정기에 접어들면서 소비재, 반도체, 미디어/엔터, 헬스케어 업종 등이 상승세를 보였다. 이는 금리 상승에 대한 우려가 있더라도 미래 성장 가시성이 높은 업종은 관심이 확대된 것을 확인할 수 있다.

현재 증시 유동성은 여전히 풍부하다. 개인 순매수 금액에 주식 예탁금을 더한 증시로의 총 자금 유입은 올 1월 90조원에서 9월 150조원까지 증가했다. 반면 신용융자잔고는 상승 추세가 완만하다. 이러한 환경에서 2022년 이후에도 높은 실적 성장이 기대되고 밸류에이션 매력을 보유한 업종, 종목은 충분히 시장의 관심을 받을 수 있다고 판단한다.

지난해가 급격한 유동성 확대로 인한 유동성 장세였다면 올해는 실적 성장이 확실한 업종, 종목의 주가 상승이 두드러지고 있다. 증시 변동성이 확대되며 2021년 하반기, 2022년에도 확실한 실적 성장이 전망되는 종목으로의 선택적 접근이 필요하다.

관련 유망 업종은 1) 2022년 이후에도 성장 가시성이 높은 **이차전지 산업 내 부품/장비 업종**, 2) 상반기 대비 하반기, 2022년 실적 성장이 예상되나 밸류에이션 매력 보유한 **개별 소비재**, 3) 해외 진출로 인한 실적 성장이 기대되는 **헬스케어 업종**이 있다.

이차전지 산업은 현재 시장의 주도 섹터로 2025년 이후까지 가장 뚜렷한 고성장이 예상되는 시장이다. 그중에서 상대적으로 높은 밸류에이션 매력을 갖춘 부품/장비주에 관심이 필요하다.

소비재는 델타 변이 바이러스 확산에 대한 우려로 조정이 이어지고 있으나 하반기 위드코로나로의 체계 전환 시 다시 소비 심리는 회복될 가능성이 높다. 이러한 환경 속에 개별 성장 모멘텀을 갖춘 소비재 업체들에 주목할 필요가 있다.

헬스케어 의료기기는 코로나19 이후 대표적인 보복 소비 수혜 업종이다. 상반기 이미 호실적을 기록 중인 업체 외에 하반기, 2022년 실적 회복 및 해외 진출을 통한 새로운 모멘텀을 보유한 업체들의 주가 상승세도 기대된다.

이차전지 부품/장비 업종: 신성델타테크, 삼기, 원익피앤이, 코윈테크

소비재: 브랜드엑스코퍼레이션, 감성코퍼레이션, 호전실업, 씨앤씨인터내셔널

헬스케어 의료기기: 레이, 엘앤씨바이오, 제이브이엠을 추천한다.

II. 증시 변동성 확대 흐름, 선택적 접근 필요

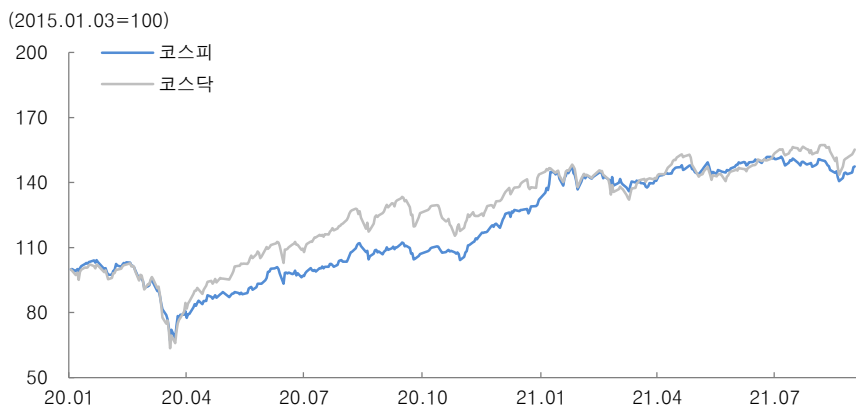
증시 불확실성 확대 국면 속 실적 성장 확실한 업종, 종목에 집중

미국 연준 의원들의 테이퍼링에 대한 언급이 나온 이후 불확실성 확대로 증시 변동성이 커지고 있다. 코스피 지수는 지난 6월 3,300 포인트를 상회한 후 8% 이상의 조정을 받았고 코스닥 지수도 1,000 포인트에서 높은 변동성을 보이고 있다. 미국은 9월 코로나 19 백신 부스터 샷(2회 접종 백신의 3회차 추가 접종)을 계획하며 코로나19 변이 바이러스에 대한 적극적인 예방 조치를 취하고 있다. 코로나19 확산세 둔화와 더불어 경제 활동이 재개되면 실물 경기 회복은 뒤따라 회복세를 보일 전망이다.

미국의 7월 소비자물가지수(CPI)는 전년 동월 대비 5.4% 큰 폭으로 증가하긴 했으나, 8월 비농업 고용 지표가 23만 5,000명 증가에 그치며 시장 예상치 72만명 대비 부진하게 나와 속도 조절에 대한 가능성도 제기되고 있다. 결국 시기의 문제이나 테이퍼링의 시기가 확정된다면 이는 실물 경기 회복에 대한 확인 이후 진행될 것이기 때문에 과도한 추세적인 하락을 우려할 정도는 아니라고 판단한다. 또한 금리 인상에 대해서도 충분한 시간적 여유가 있다.

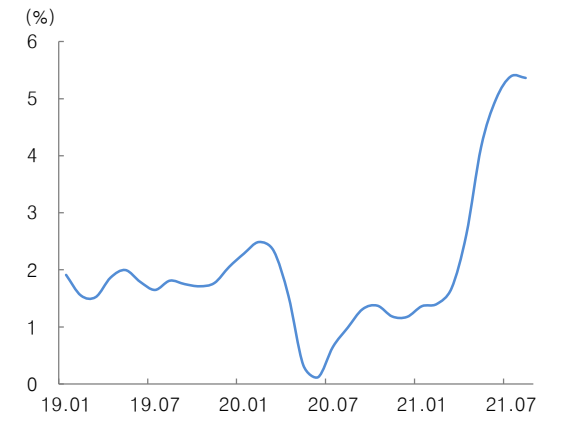
지난해가 급격한 유동성 확대로 인한 유동성 장세였다면 올해는 실적 성장이 확실한 업종, 종목의 주가 상승이 두드러지고 있다. 증시 변동성이 확대되며 2021년 하반기, 2022년에도 확실한 실적 성장이 전망되는 종목으로의 선택적 접근이 필요하다.

그림 1. 2020년 이후 코스피, 코스닥 지수 추이



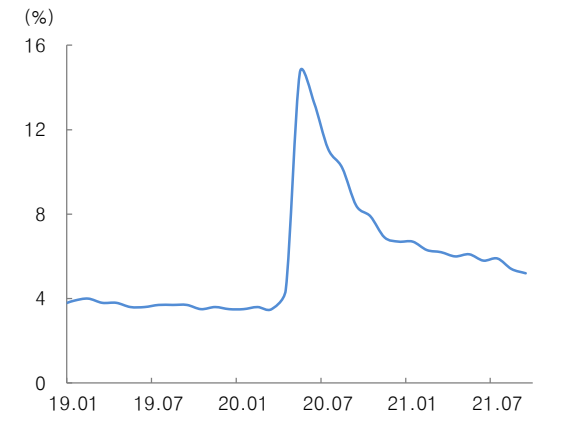
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 CPI 증감률



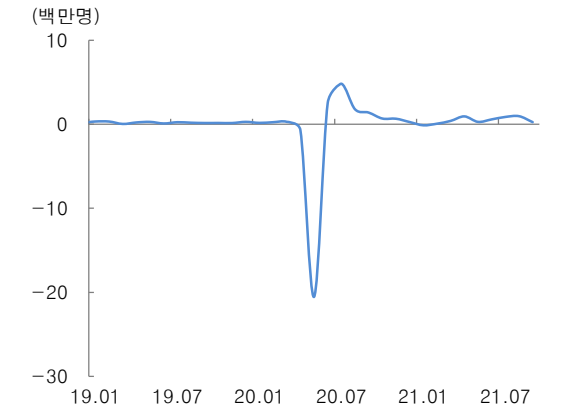
자료: BLS, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 실업률 추이



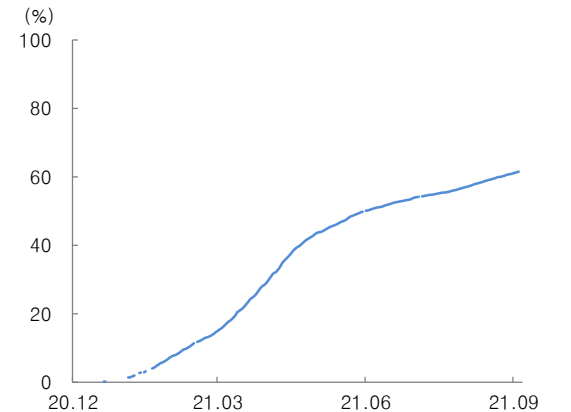
자료: BLS, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 비농업고용지수 추이



자료: BLS, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 백신 보급률 추이



자료: ourworldindata, 대신증권 Research Center

확실한 성장이 입증된 업종은 과거 금리 인상기 때도 주가 상승 경험

과거 2015년 이후 미국 10년물, 국내 국고채 10년물 하락, 상승기를 보면 확실히 인상 초입 구간에서는 에너지화학, 철강, 금융 섹터의 강세가 나타난다. 이후 인상 후 안정기에 접어들면서 소비재, 반도체, 미디어/엔터, 헬스케어 업종 등이 주가 상승세를 보였다. 금리 상승에 대한 우려가 있더라도 성장 모멘텀이 있는 업종에는 투자가 이뤄져온 것을 확인할 수 있다. 올해 하반기 인플레이션 확대 흐름 속에 테이퍼링으로 인한 유동성 축소, 금리 인상에 대한 우려로 불안감이 커지고 있기 때문에 연말까지 지수 변동성은 확대될 수 있다.

그럼에도 여전히 증시 유동성은 풍부하다. 개인투자자의 주식 예약금은 70조원 내외를 유지 중이며, 개인 순매수 금액에 주식 예약금을 더한 증시로의 총 자금 유입은 올해 1월 90조원에서 9월 150조원까지 증가했다. 그에 비해 신용융자잔고는 상승 추세가 완만하다. 1월초 20조원에서 9월 25.1조원 수준이다. 이러한 환경에서 2022년 이후에도 높은 실적 성장이 기대되고 밸류에이션 매력을 보유한 업종, 종목은 충분히 시장의 관심을 받을 수 있다.

표 1. 기간별 업종 수익률 추이 (단위: %)

	국고채 10년물 인하기			인상 초입	인상 후 안정기		인하기					
	15/06	15/12	16/06	16/12	17/06	17/12	18/06	18/12	19/06	19/12	20/06	20/12
코스피	8.3	-5.4	0.5	3.6	18.0	3.6	-5.7	-11.8	4.4	3.2	-4.1	36.3
코스닥	36.7	-8.1	-1.1	-5.7	6.0	19.9	2.5	-16.6	2.2	-3.0	10.2	31.2
에너지화학	38.2	2.9	-4.7	9.4	9.6	20.4	-9.6	-10.9	-3.3	-4.2	1.3	62.0
철강	5.3	-20.2	3.4	14.8	9.4	2.6	-17.0	-11.6	2.0	-16.2	-18.4	38.7
유틸리티	2.2	-10.4	8.1	-3.9	5.9	-10.6	11.9	-12.3	-8.3	-0.4	-29.8	20.1
운송	-14.8	-18.8	-11.9	-5.6	33.4	-21.5	-6.6	10.6	1.5	0.3	4.7	52.3
건설	19.2	-23.7	-1.7	7.0	9.2	-5.6	15.7	1.2	-1.3	-14.7	-16.3	26.0
은행	-2.6	-13.4	-2.9	23.7	29.3	2.4	-9.4	-9.6	1.0	-5.5	-28.7	19.0
증권	33.5	-26.4	-9.8	-2.4	48.6	-7.4	2.1	-17.0	21.6	-11.0	-22.3	44.3
보험	2.4	5.5	-11.8	4.5	9.3	6.6	-15.7	-4.2	-8.9	-11.3	-26.9	23.4
통신	7.7	-1.0	-5.3	-1.1	15.0	-1.6	-3.4	1.5	-11.0	-6.4	-15.2	5.2
경기소비재	10.3	-8.3	-4.3	-11.2	19.2	9.1	-0.1	-12.7	4.0	-0.8	-19.8	29.0
자동차	-16.7	13.5	-4.2	-0.8	2.0	-2.7	-18.8	-4.6	15.6	-3.4	-24.7	73.1
필수소비재	43.3	1.7	2.8	-19.9	9.0	1.5	0.7	-20.3	-4.0	-2.0	-4.1	12.7
반도체	0.8	-9.6	3.9	17.3	26.0	7.4	-10.8	-28.8	18.1	30.9	-4.3	32.7
헬스케어	106.0	-1.7	6.2	-21.7	12.1	42.3	8.3	-13.2	-15.2	-3.8	43.9	31.5
미디어&엔터	6.5	-4.7	-11.2	-2.9	27.6	17.5	-11.2	-10.2	3.4	9.9	37.0	19.6
IT 정보기술	-7.2	4.8	-3.6	11.5	42.0	3.4	-1.7	-16.5	11.3	15.5	2.6	43.3

자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 개인투자자 자금 증시 유입, 신용융자잔고 추이

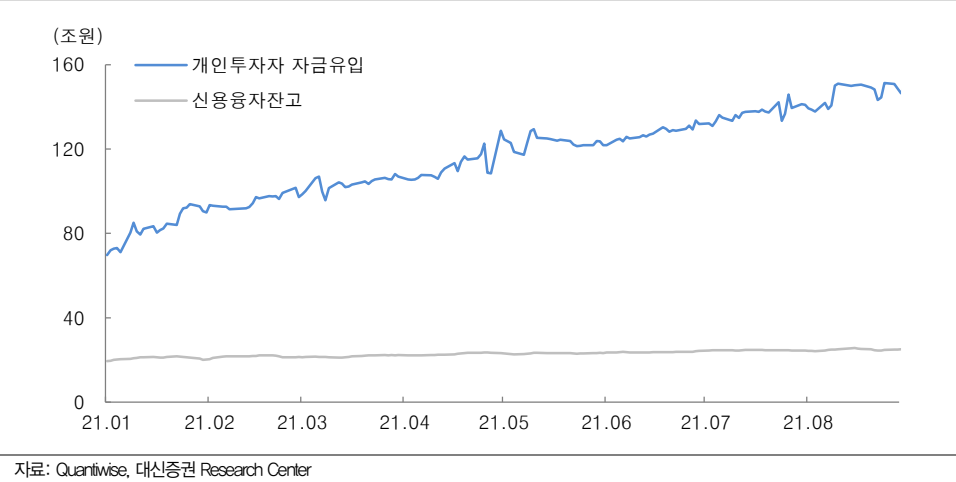


그림 7. 주식 예탁금 추이

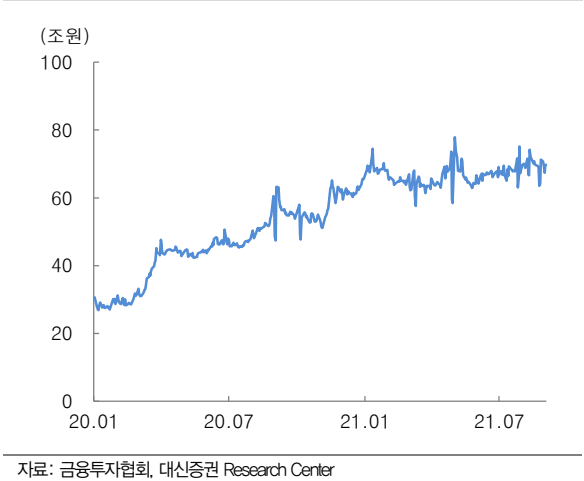
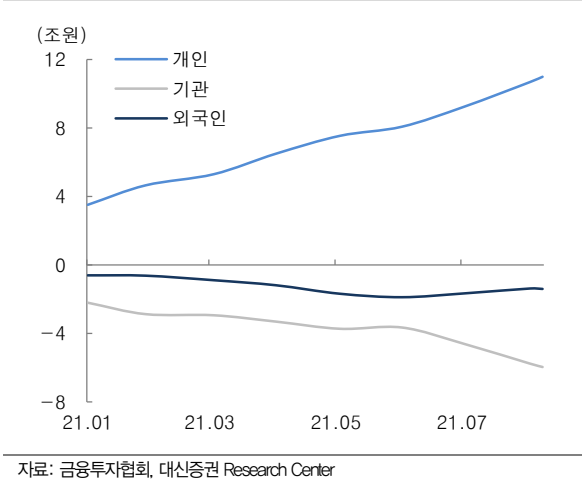


그림 8. 개인, 기관 외국인 코스닥 월간 누적 순매수



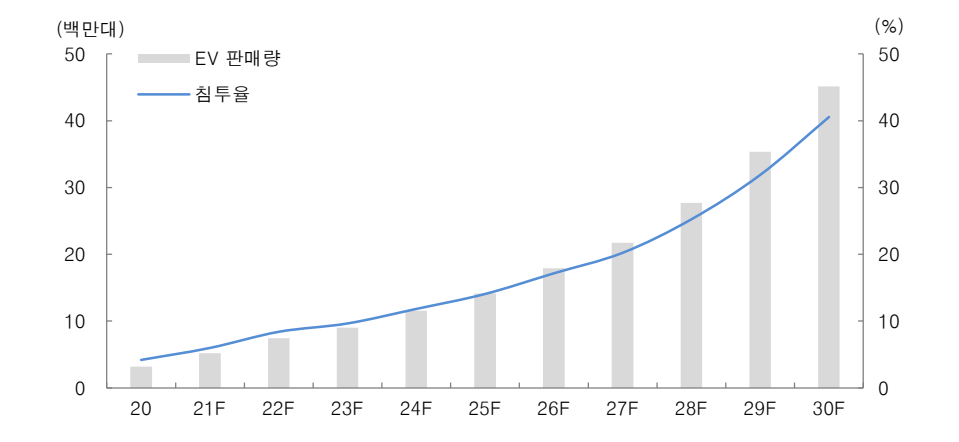
Ⅲ. 하반기 이후 유망 업종, 종목

전기차 판매 확대, 이차전지 시장 성장 가속화

유망 업종으로는 1) 2022년 이후에도 성장 가시성이 높은 이차전지 산업 내 부품/장비 업종, 2) 경기 회복과 함께 하반기, 2022년 실적 성장이 예상되나 밸류에이션 매력 보유한 개별 소비재, 3) 해외 진출로 인한 신규 성장 모멘텀이 기대되는 헬스케어 업종을 추천한다.

현재 시장의 대표적인 주도 섹터는 이차전지 업종이다. 지난 6월 주요 배터리 업체들의 해외 시장 대규모 증설 계획, 8월 바이든 대통령이 2030년 신차 기준 전기차 판매 비중을 50%로 확대하겠다는 행정명령 발표로 이차전지 시장에 대한 관심이 확대되고 있다. 기존 2030년 미국 완성차 시장의 신차 기준 전기차 비중은 40% 미만의 예상이 많았으나 이를 상회하는 목표로 중장기 성장 속도는 더 가파르게 진행될 수 있다. 미국, 유럽, 중국 등 주요국들은 배터리 기술과 공급망 확보에 집중하고 있고 국내 주요 배터리 업체들은 안정적인 2차전지 공급망을 구축할 계획이다.

그림 9. EV 판매량 추이 및 시장 침투율



자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

이차전지 부품, 장비사 높은 밸류에이션 매력 보유

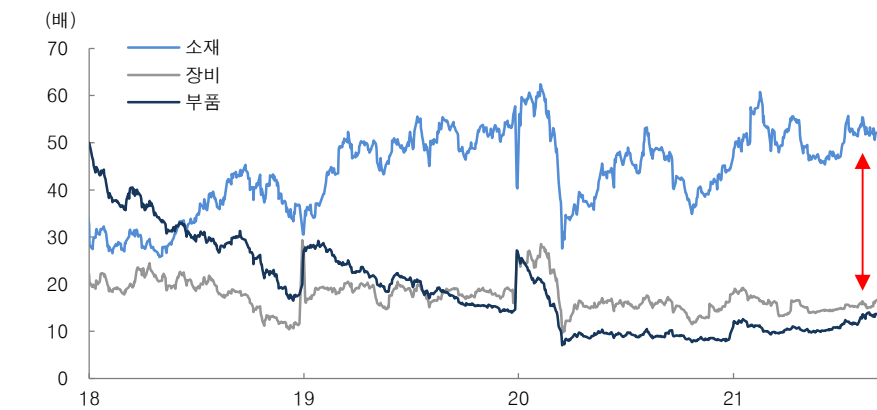
가파른 전기차 보급 확대와 함께 배터리 시장도 동반 성장 중이다. 글로벌 전기차 배터리 시장 규모는 2018년 179억달러에서 2025년 1,056억달러로 연평균 29%의 고성장이 예상된다. 이에 대비해 국내 배터리 3사는 유럽, 미국 등 해외 시장에 대규모 증설을 계획하고 있다.

국내 배터리 3사의 2020년 합산 Capa는 176GWh에서 2025년에는 750GWh 수준으로 4배 이상으로 확대가 전망된다. 같은 기간 글로벌 배터리 시장 점유율도 35%에서 50% 수준으로 증가가 기대된다.

이차전지 업체들의 중장기적인 Capa 증설 구간에는 소재, 부품, 장비 업체들의 직접적인 수혜로 이어진다. 그중 이차전지 업종 내 소재 업체들의 주가가 상대적으로 빠르게 상승하고 있다. 높은 외형 성장과 함께 고부가가치인 핵심 소재 특성상 가파른 이익률 개선 기대로 12개월 Forward PER 50배 이상의 높은 밸류에이션을 받고 있다.

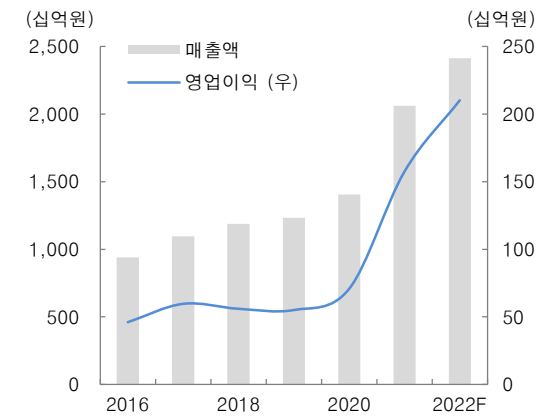
반면 부품, 장비 업체들도 고객사들의 증설에 따른 2022년 이후 높은 실적 성장이 예상되지만 12개월 Forward PER은 부품 업체 14배, 장비 업체 16배 수준으로 큰 차이를 보인다. 전방 산업의 폭발적인 투자와 함께 장비 업체는 대규모 수주를 확보하고 있으며 부품 업체들은 가동률 증가로 인한 외형, 이익이 동반 성장 중이다. 높은 밸류에이션 매력까지 보유한 만큼 업종 고성장에 따른 주가 우상향이 기대된다.

그림 10. 이차전지 소재 대비 부품, 장비 업체 12개월 Forward PER 차이



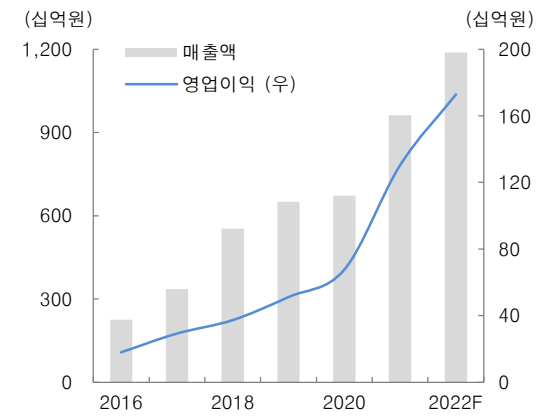
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 11. 이차전지 주요 부품 업체 합산 실적 전망



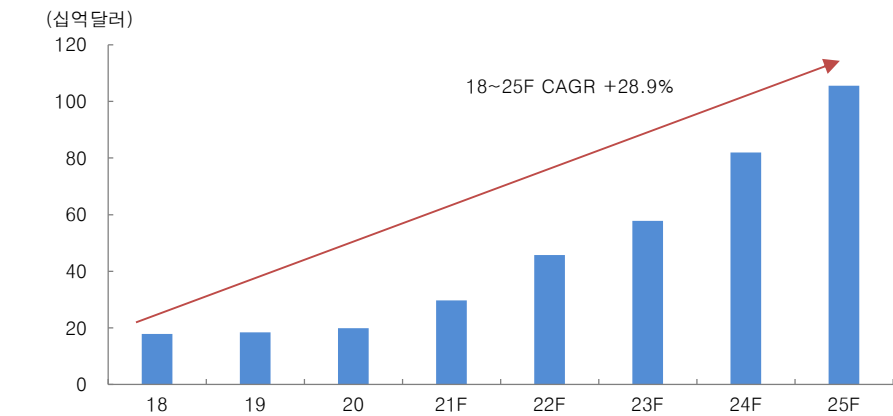
주: 신흥에스이씨, 상신이디피, 신성델타테크, 삼기, 테이팩스 합산
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 12. 이차전지 주요 장비 업체 합산 실적 전망



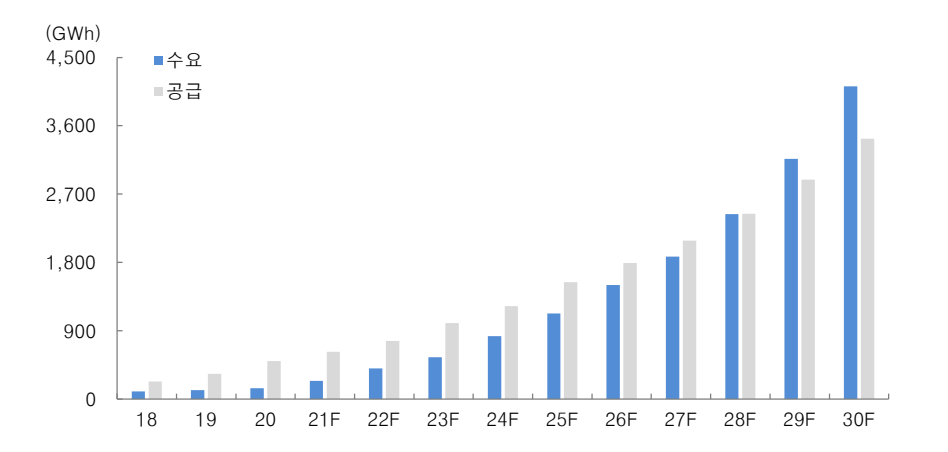
주: 피엔티, 코원테크, 원익피앤이, 이노메트리, 하나기술 합산
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 13. EVB 시장 규모 추이 및 전망



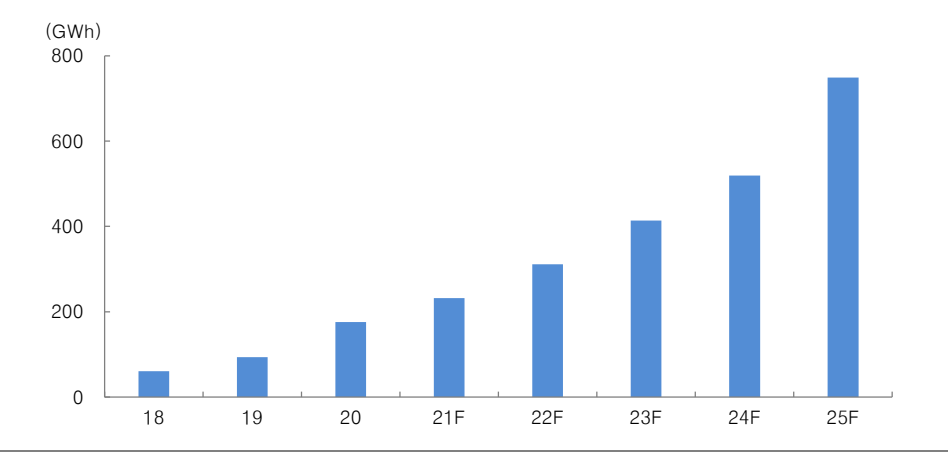
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

그림 14. EVB 수요 공급량 추이 전망



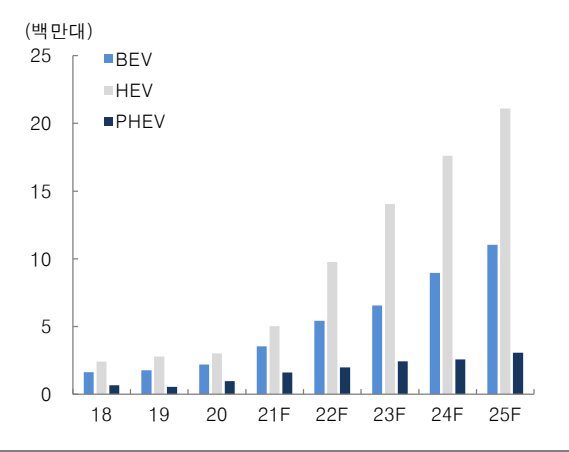
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

그림 15. 국내 배터리 3사 Capa 전망



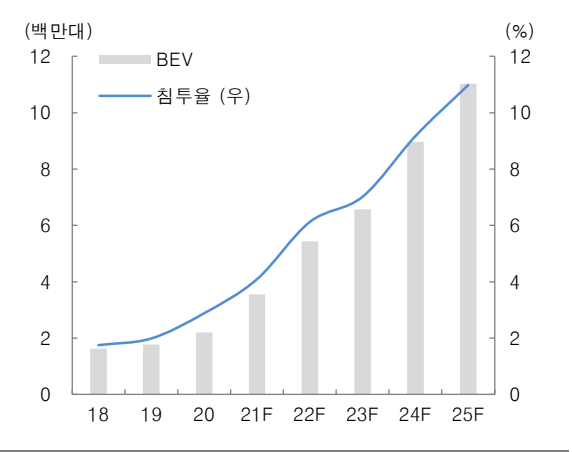
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

그림 16. xEV 출하량 추이 및 전망



자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

그림 17. BEV 판매 및 침투율



자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

코로나 19 백신 보급, ‘위드 코로나’로 소비 수요 안정적 회복 기대

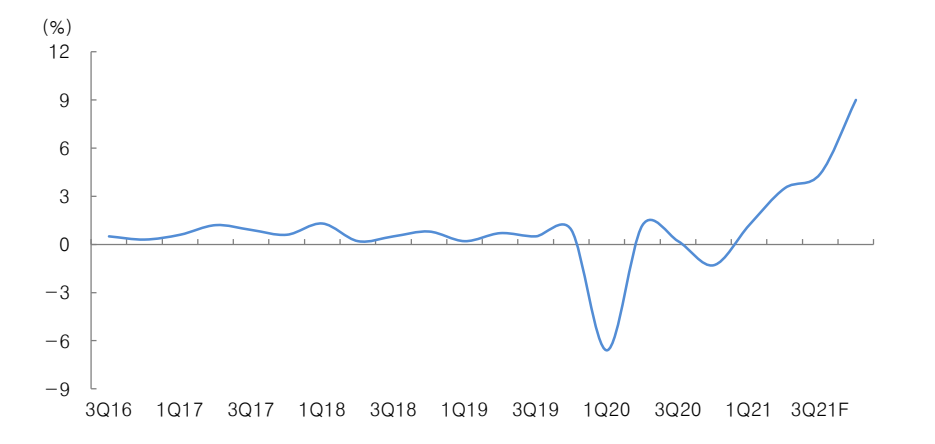
올해 1분기, 2분기 국내 민간소비는 전기 대비 각각 +1.2%, +3.6%를 기록했고, 이에 대한 기대감으로 소비재 업종은 1분기 가파른 주가 상승세를 보였다. 이후 코로나19 델타 변이 확산, 하반기 소비 수요의 피크아웃 우려로 올해 중순 이후 조정이 이어지고 있다.

3분기는 변이 바이러스 확산으로 인한 사회적 거리두기 강화로 성장률이 다소 둔화되더라도, 4분기에는 위드 코로나로의 방역 체계 전환이 이뤄진다면 가장 높은 분기 증가율이 예상된다(당사 3, 4분기 민간소비 증가율 +4.4%, +9.0%). 하반기, 2022년 흐름을 놓고 보면 현재 조정 구간은 충분한 매수 기회로 판단한다.

영국, 싱가포르, 이스라엘은 ‘위드 코로나’를 선언하고 경제 활동을 재개하고 있다. 미국은 9월 코로나19 백신 부스터 샷을 계획하며 변이 바이러스 확산세를 막기 위해 노력하고 있다. 미국의 1차 백신 접종률은 60%, 완전 접종률도 50%를 상회한다. 부스터 샷까지 시작되면 확산세는 완화될 것이고 소비는 다시 살아날 것이다. 미국은 4분기가 소비 성수기며 경기 활동 재개로 인한 펠트업 소비까지 더해져 상반기 대비 소비 규모가 확대될 것으로 전망된다.

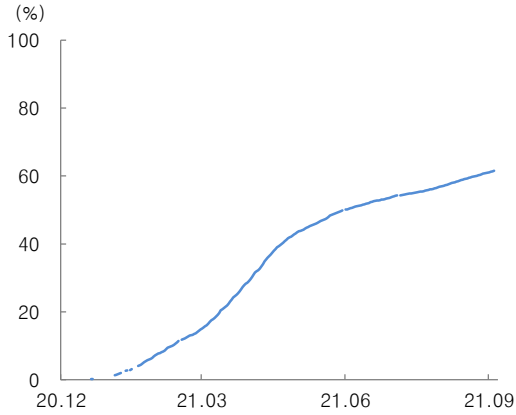
올해 미국의 의류 소매 판매 흐름은 3월부터 코로나19 이전인 2019년 동월 대비 +10% 이상을 기록하며 7월까지 +10% 중반 수준을 이어오고 있다. 반면 소매, 도매 재고 수준은 2019년 대비 10% 정도 낮은 수치를 기록하고 있다. 하반기 Re-Stocking이 확대될 수 있는 환경이다.

그림 18. 국내 민간소비 전기 대비 증감률 추이 및 전망



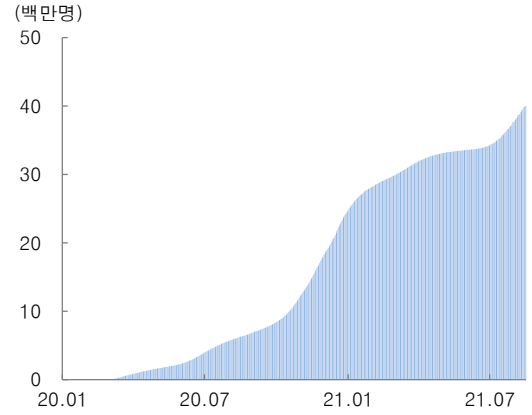
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 19. 미국 코로나 19 백신 보급



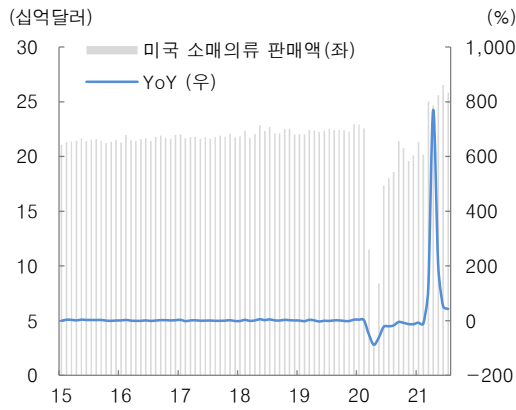
자료: ourworldindata, 대신증권 Research Center

그림 20. 미국 코로나 19 확진자 수 추이



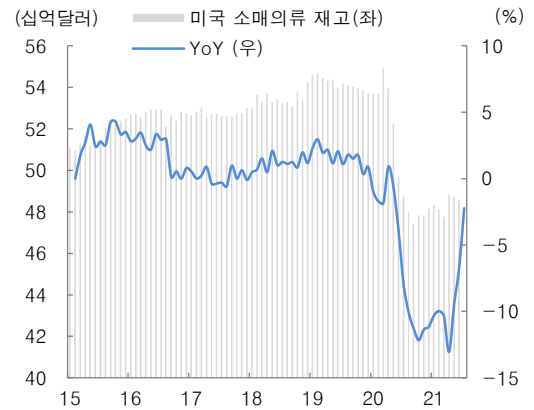
자료: ourworldindata, 대신증권 Research Center

그림 21. 미국 의류 소매 판매 추이



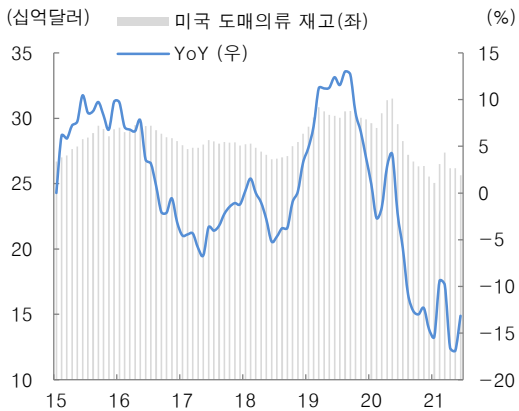
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. 미국 소매 의류 재고 추이



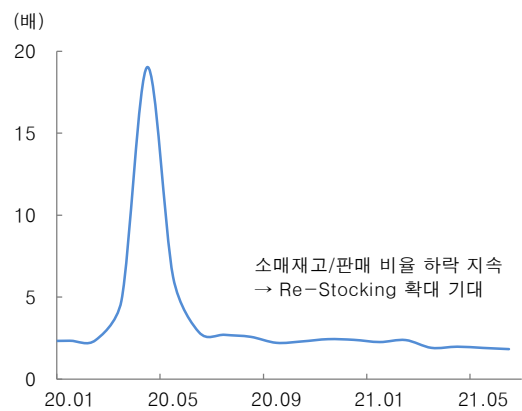
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 23. 미국 의류 도매 재고 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 24. 미국 의류 소매 재고/판매 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2022 년에도 민간 소비는 상승, 개별 소비재 업체들 관심 필요

2022년 국내 민간소비는 2.8% 성장이 예상된다. 올해 보복 소비로 인한 고성장에도 안정적인 소비 회복이 기대된다. 소비재 업종에서도 올해 크게 주가 상승을 경험하지 못한 종목들 중 하반기, 2022년에도 실적 성장이 두드러지는 종목에 관심이 필요하다. 관련 종목으로 브랜드엑스코퍼레이션, 감성코퍼레이션, 호전실업, 씨앤씨엔터내셔널이 있다.

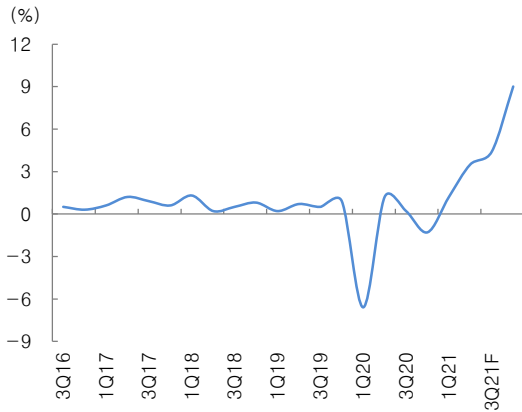
브랜드엑스코퍼레이션은 국내 대표 레깅스 브랜드 제시믹스를 보유하고 있다. 올해 1, 2분기까지는 상반기 경제 재개 흐름에도 이익 증가폭이 제한적이었다. 그러나 6월부터 광고비 절감 및 지속적인 신규 회원 증가로 하반기 외형, 이익 동반 고성장이 기대된다.

감성코퍼레이션은 2020년 2월 아웃도어 캠핑 브랜드 스노우피크 어패럴을 런칭했다. 가파른 신규 출점, 기존점 성장세와 비용 효율화가 진행되며 의류 중심의 외형 확장세가 진행 중이다. 4Q21 분기 흑전 이후 2022년에는 본격적인 이익 회수 구간으로 진입할 예정이다.

호전실업은 기능성 의류, 에슬레저 등의 의류 OEM 업체다. 주요 의류 OEM 업체들은 상반기부터 보복 소비로 인한 수주 증가로 호실적을 기록하고 있다. 3분기는 계절적 성수기인 만큼 상반기 대비 더 높은 실적이 예상된다. 반면 호전실업은 상반기 코로나19로 인한 생산 차질, 인도네시아의 인건비 부담 등으로 영업적자를 기록했으나 3분기 상반기 합산 매출액 이상의 수주를 확보했다. 글로벌 에슬레저 브랜드 롤루레몬으로 8월 신규 공급도 시작하는 만큼 2022년 실적 성장이 담보됐다.

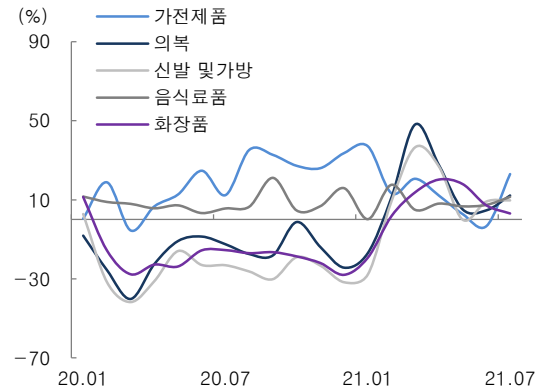
씨앤씨엔터내셔널은 포인트 메이크업 제조 업체로 국내 인디브랜드 성장과 함께 경쟁 업체 대비 높은 수익성, 외형 성장세를 기록해왔다. 상반기 코로나 여파와 선제적인 비용 투자로 실적 둔화가 불가피했다. 하반기에는 유럽 프레스티지 브랜드향 신규 공급과 국내 상대적으로 가격대 높은 베이스 메이크업 SKU 확대 효과가 반영될 예정이다. 국내 색조메이크업 수출 데이터는 7월을 바닥으로 반등 중이며 글로벌 위드 코로나 초입인 만큼 색조 메이크업 수요 회복 효과가 더해질 전망이다.

그림 25. 국내 민간소비 연간 증감률 추이 및 전망



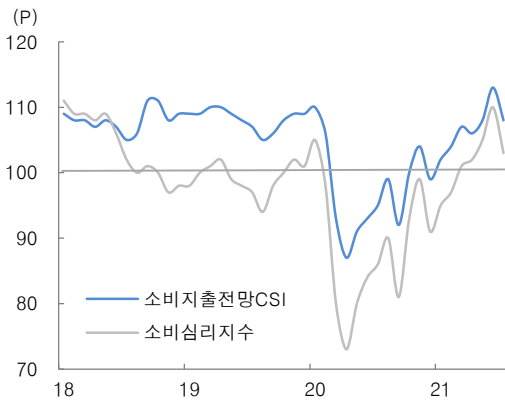
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 26. 소비 품목별 지출 현황



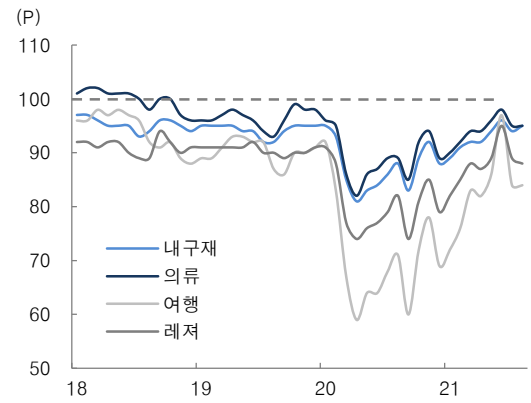
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 27. 소비지출 전망, 소비심리 지수



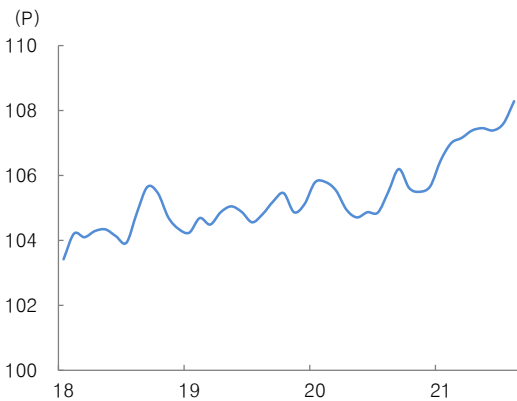
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 28. 품목별 소비 전망



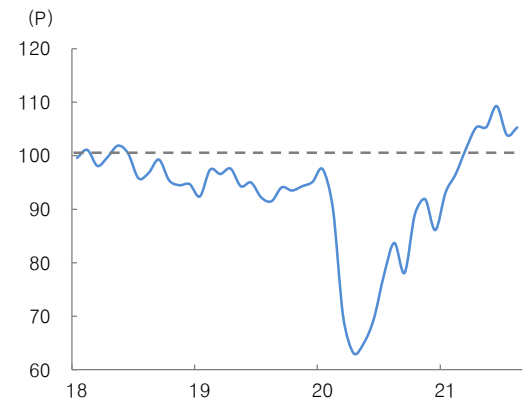
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 29. 소비자 물가지수



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 30. 경제심리 지수



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

상반기 좋았던 의료기기 업종, 하반기도 여전히 좋다

올해 상반기 의료기기 업종은 호실적과 더불어 주가도 우상향했다. 대표적으로 임플란트, 에스테틱 업종을 들 수 있다. 임플란트 업종은 중국 시장의 빠른 코로나19 안정화로 2020년 하반기 실적 반등을 시작해 2021년 2분기까지 호실적이 이어지고 있다. 에스테틱 업종은 코로나19 백신 보급과 함께 수요가 확대되며 올해 2분기 이후 본격적인 상승세를 보였다. 의료기기 업종의 구조적 성장세와 경제 재개로 인한 이연 수요가 더해지며 포스트 코로나19 시대의 수혜 업종으로 볼 수 있다.

의료기기 업황은 보통 4분기가 성수기인 상저하고 흐름을 보인다. 이에 따라 대부분의 업체들이 상반기 호실적에도 하반기 더 나은 실적이 예상된다. 그리고 글로벌 주요 국가들의 경제 회복과 함께 2022년에도 고성장이 전망된다. 국내 주요 의료기기 상장 업체들 합산 2022년 매출액은 +19.4% YoY, 영업이익은 +25.8% YoY가 기대된다.

그림 31. 주요 의료기기 상장사 합산 매출액, 영업이익 추이 및 전망

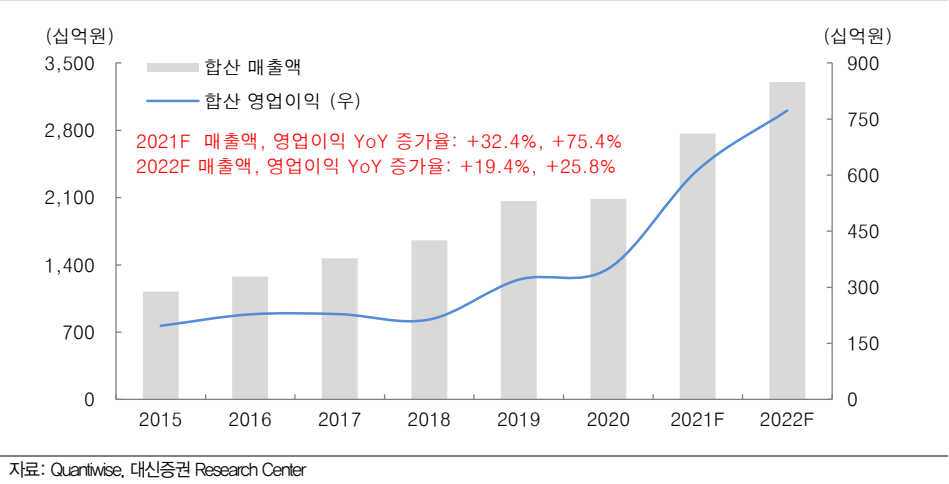


그림 32. 임플란트 월별 수출 데이터 및 YoY 증감률

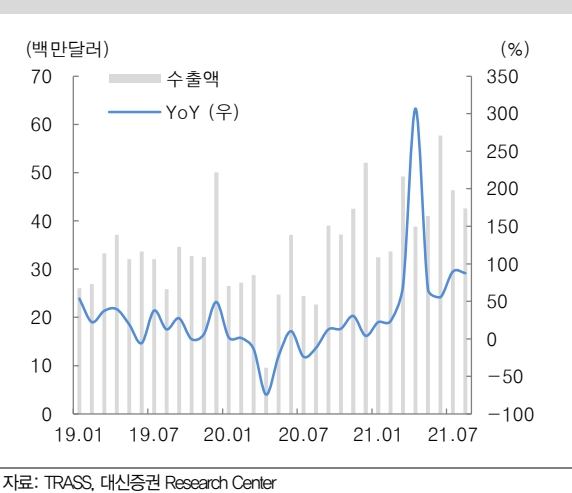


그림 33. 에스테틱 월별 수출 데이터 및 YoY 증감률

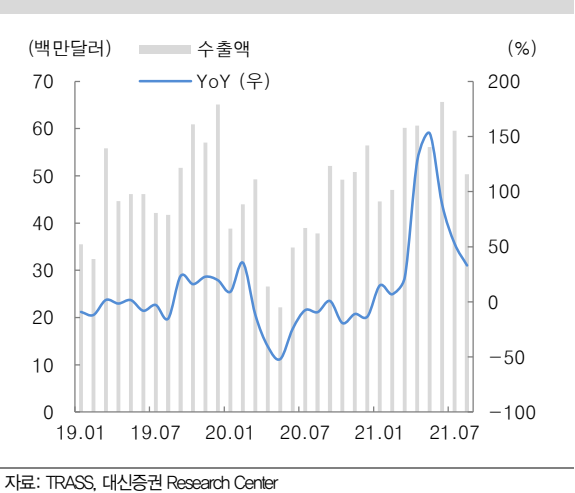
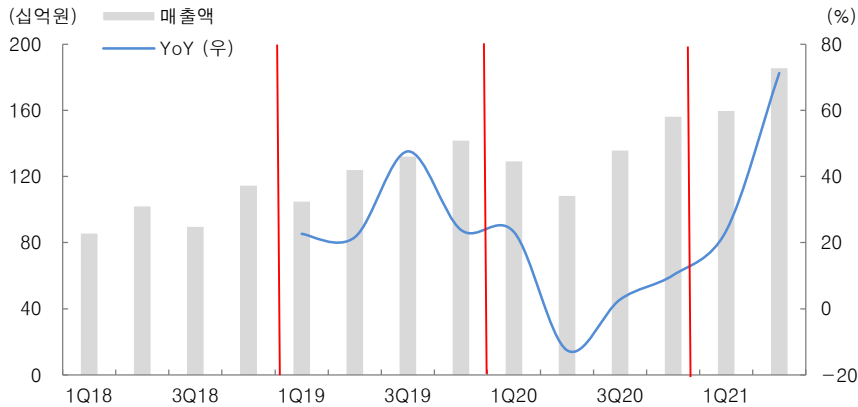
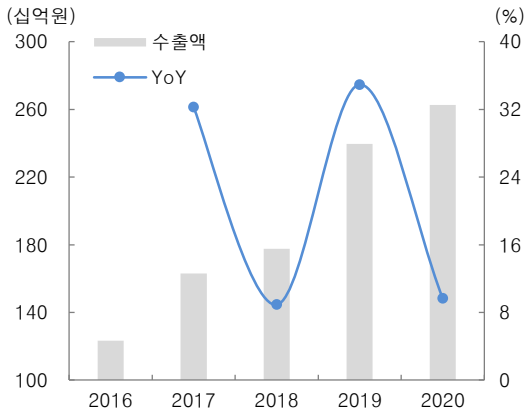


그림 34. 에스테틱 업체 합산 분기 매출액 추이 및 전망



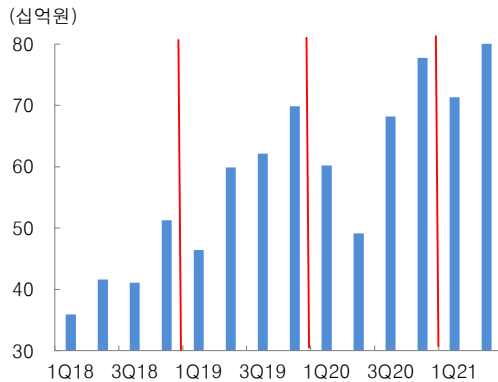
주: 클래식스, 패밀리서치, 제이시스메디칼, 루트로닉, 휴메딕스, 인터로조
자료: 대신증권 Research Center

그림 35. 주요 의료기기 업체 연간 합산 수출액 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 36. 주요 의료기기 업체 분기별 합산 수출액 추이



자료: 대신증권 Research Center

해외 진출 모멘텀 보유한 의료기기 업체에 주목

상반기 의료기기 업종의 주가 상승세가 지속돼 다소 부담스러울 수 있으나 과거부터의 밸류에이션 추이를 보면 여전히 높은 수준이 아니다. 2017~2019년 업종 12개월 Forward PER은 20배에서 40배까지 상승 경험했으나 코로나19 충격으로 10배 초반까지 하락했었다. 2021년 이후 회복세를 보이고 있으나 여전히 17배 수준에 불과하다. 2022년 이후에도 중장기적인 성장이 가능한 업종 치고는 부담스럽지 않은 밸류에이션 수준이다.

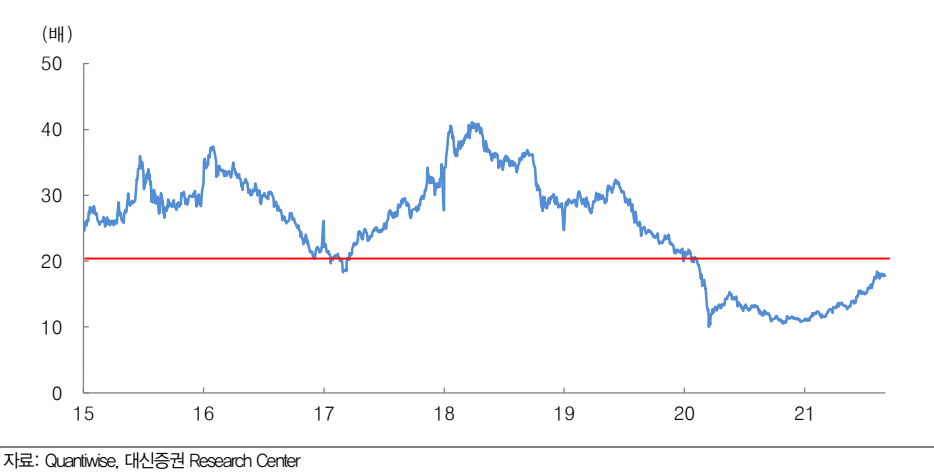
이 가운데 해외 진출에 대한 가시적인 모멘텀을 보유한 업체에 주목할 필요가 있다. 이미 시장은 경제 재개로 인한 업종의 상반기 실적 성장을 확인한 만큼 내년 이후 기대할 만한 성장 모멘텀을 갖춘 회사에 관심이 증대될 것으로 판단한다.

주요 업체로는 레이, 엘앤씨바이오, 제이브이엠이 있다. 레이는 덴탈 장비 업체로 매출액 95% 이상이 수출에서 발생하고 있다. 2Q21 전지역 코로나19 이전을 상회하는 실적으로 분기 최대 매출액을 기록했다. 본업에서 실적 우려는 완전히 해소되었으며 하반기 계절적 성수기 효과로 본격적인 영업 레버리지 효과가 기대된다. 2021년 연내 중국 현지 업체와의 JV 출범 및 구강스캐너 출시 등 모멘텀이 가시화될 예정이다. 실적 및 기업가치 모두 지속적인 우상향을 기대한다.

엘앤씨바이오는 인체이식재제조 업체다. 지난 8월 중국 합작 법인의 마지막 투자가 확정되고, 중국 시장 진출이 본격화되고 있다. 국내 1위 업체로 주요 제품이 중국 시장에서도 확실한 기술 우위를 가지고 있고, 국내 대비 6배 이상의 큰 시장인 만큼 진출 시 확실한 모멘텀이 될 전망이다.

제이브이엠은 의약품 전자동 조제기 제조업체이다. 상반기 코로나 여파와 선적 지연 이슈로 실적 둔화가 이어졌으나, 하반기 QoQ, YoY 외형 성장이 전망된다. 이익률 좋은 수출 비중 반등에 따른 원가율 개선도 긍정적이다. 현재 주가는 12MF 기준 13배 수준에 불과해 의료기기 섹터 안에서 가장 소외되어 있다. 3Q21부터 2022년 실적 반등세가 확실한 만큼 주가 정상화가 필요하다.

그림 37. 의료기기 합산 12개월 Forward PER 추이



IV. Valutaion

표 2. 산업 자료 내 종목 밸류에이션 (단위: 십억원, %, 배)

종목명	종목 코드	시가 총액	매출액 증가율			영업이익 증가율			PER			PBR		
			20A	21F	22F	20A	21F	22F	20A	21F	22F	20A	21F	22F
신성델타테크	065350	500.2	9.9	49.3	10.6	15.7	243.5	28.5	30.8	14.9	11.8	1.9	2.9	2.4
삼기	122350	236.9	20.2	68.8	14.7	적전	흑전	68.2	NA	12.0	8.4	1.4	1.6	1.4
원익피앤이	131390	549.0	-13.2	57.5	16.2	16.1	23.5	27.6	17.0	19.0	16.0	3.0	4.2	3.4
코원테크	282880	227.9	-50.2	175.2	30.6	-97.0	1,962.0	79.1	87.6	20.6	11.9	2.2	2.1	1.8
BRANDX Corp	337930	242.7	118.0	39.4	25.1	-17.8	132.5	82.8	26.7	22.1	11.9	3.0	4.4	3.4
감성코퍼레이션	036620	129.6	122.4	150.0	78.2	적지	적지	흑전	NA	NA	17.2	1.8	4.0	3.0
호전실업	111110	94.8	-5.6	9.3	16.8	-92.0	999.5	36.7	NA	9.0	6.3	0.7	0.9	0.8
씨앤씨인터내셔널	352480	183.6	9.8	11.1	30.6	47.2	-44.7	116.6	NA	NA	18.7	NA	2.0	2.0
레이	228670	422.5	-24.5	71.8	29.2	-64.4	302.3	53.4	44.9	31.4	17.9	5.4	4.0	3.4
엘앤씨바이오	290650	851.8	13.1	41.6	29.1	-18.9	97.9	34.7	70.2	82.2	55.6	13.1	12.5	10.5
제이브이엠	054950	199.5	4.8	3.1	9.7	50.1	8.8	22.1	19.8	16.9	12.7	1.7	1.2	1.0

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 3. 주요 업체 리스트 (단위: 십억원)

부문	주요 기업	시가총액	주요 사업 내용
이차전지 부품 및 장비	신성델타테크	500.2	가전 제품, 이차전지 등 부품 제조 업체. 22년 BA 사업부 비중 확대로 리레이팅 필요
	삼기	236.9	알루미늄 다이캐스팅 전문 업체. 2018~2022년 전기차 매출 연평균 +139% 전망
	원익피앤이	549.0	이차전지 총방전장비 제조 업체. 국내 공급 비중 포메이션 40%, 싸이클러 70% 이상
	코원테크	227.9	이차전지 자동화 설비 업체. 탐머티리얼 지분 50% 투자로 향후 양극재, 전극 양산 계획
소비재	브랜드엑스코퍼레이션	242.7	레깅스 브랜드 제시믹스 보유. 3분기 성수기 효과 더해지며 실적 턴어라운드 기대
	감성코퍼레이션	129.6	아웃도어 캠핑 브랜드 스노우피크 어패럴 런칭. 2022년 이익 회수 구간 본격화
	호전실업	94.8	에슬레저 OEM 업체. 수주 증가 및 글로벌 브랜드 신규 공급 등 22년 실적 모멘텀 보유
	씨앤씨인터내셔널	183.6	색조 메이크업 ODM 업체. 대표 고객사로 스타일난다, 아모레퍼시픽 등 보유
의료기기	레이	422.5	덴탈 장비 및 디지털 치료 솔루션 업체. 연내 중국 JV 출범 및 구강스캐너 런칭 예정
	엘앤씨바이오	851.8	인체이식재 제조업체. 최근 중국 합작법인 마지막 투자 확정되며 중국 진출 본격화
	제이브이엠	199.5	의약품 전자동 조제기기 제조업체. 실적 반등세 전망되나 의료기기 업체 중 가장 저평가

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업분석

신성델타테크
(065350)

한경래 kyungae.han@dashin.com
이새롬 saerom.lee@dashin.com

투자의견 **Buy**
매수, 신규

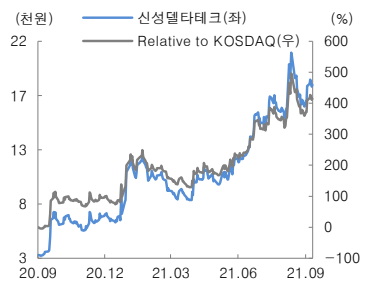
6개월 목표주가 **26,000**
신규

현재주가 **18,200**
(21.09.10)

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	500십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	21,000원 / 3,650원
120일 평균거래대금	245억원
외국인지분율	10.25%
주요주주	구본상 외 8 인 35.01% Takaki Delta Chem 외 5 인 12.34%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.0	51.0	121.1	396.6
상대수익률	-3.7	43.7	89.6	323.1



앞으로 더 가속화될
이차전지 부품 증가세

투자의견 매수, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

- 2022년 예상 EPS 1,425원에 Target PER 18배 적용
- 2022년 BA 사업부(이차전지, 자동차) 영업이익 기여도 57%에 달할 것으로 전망. 향후 이차전지 부품 비중 증가로 중기적인 밸류에이션 리레이팅 기대

이차전지 부품 2022년 매출, 영업이익 가장 큰 비중 예상

- 이차전지 부품 중심 회사로 전환 가속화. 2020년 BA 사업부 매출액 819억원으로 +94.4% YoY 고성장 기록. 영업이익도 41억원 흑자 전환
- 2021년 반기 기준 매출액 1,140억원으로 지난해 매출 상회. 영업이익률도 8.2%로 지난해 대비 3.2%p 개선. 고객사의 지속적인 증설과 가동률 확대에 따른 고정비 효과 더해지며 외형, 이익 지속적으로 증가세
- 고객사 중대형 이차전지 Capa: 2018Y 28GWh → 2025F 335GWh 까지 확대 전망. 고객사 내 배터리팩 부품 벤더 중 메인으로 공급하는 점 감안 시 2022년 이후 고성장 확실히
- 2021년, 2022년 BA 사업부 매출액 2,399억원(+192.8% YoY), 3,203억원(+33.5% YoY) 예상

2021년 영업이익 459억원(+244% YoY) 전망

- 2021년 연결 매출액 7,359억원(+49.3% YoY), 영업이익 459억원(+243.5% YoY) 예상. 부문별 예상 매출액: HA 3,109억원(+25.8% YoY), BA 2,399억원(+192.8% YoY)
- 수익성 좋은 BA 사업부 매출 비중 확대로 영업이익률 2021년 6.2%(+3.5%p YoY), 2022년 7.2%(+1.0%p YoY) 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	449	493	736	814	904
영업이익	12	13	46	59	74
세전순이익	8	11	50	60	74
총당기순이익	5	9	40	49	61
지배지분순이익	6	9	31	39	49
EPS	252	344	1,122	1,425	1,778
PER	13.9	30.8	14.9	11.8	9.4
BPS	5,497	5,722	6,263	7,590	9,269
PBR	0.6	1.9	2.9	2.4	2.0
ROE	4.8	6.4	19.5	20.6	21.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

투자의견 매수, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 26,000원으로 커버리지를 개시한다. 2022년 예상 EPS 1,425원에 Target PER 18배를 적용했다. 이차전지 부품 업체 평균 PER은 20배 이상이며 2022년 BA 사업부 영업이익 기여도는 57%에 달할 것으로 전망되는 점을 감안했다. 향후 이차전지 부품 비중이 계속 증가하는 만큼 중기적인 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

가전 제품, 이차전지 등 부품 제조 업체

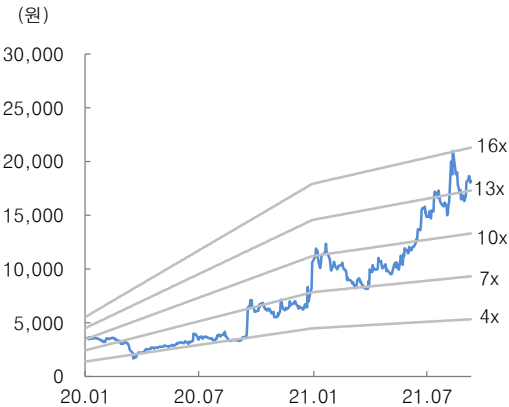
가전 제품, 이차전지 부품 제조 업체다. 주요 고객사는 LG그룹이며 가전 부문에서는 세탁기, 에어컨, 건조기, 청소기 등의 부품 및 OEM 생산을 담당하고, 이차전지는 파우치형 배터리팩 부품을 공급하고 있다. 이차전지 부품 생산 법인은 중국 남경, 폴란드, 베트남, 멕시코에 있으며 LG에너지솔루션의 글로벌 증설 물량에 맞춰 공급이 확대되고 있다. 2021년 예상 부문별 매출 비중은 HA(가전) 42%, BA(이차전지, 자동차) 33%, 기타 25%다.

표 4. 신성델타테크 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	1,425	2022년 예상 EPS
Target PER	18	이차전지 부품 평균 PER 20배에 10% 할인
목표주가	26,000	
현재주가	18,200	2021.09.10 기준
상승여력(%)	42.8	

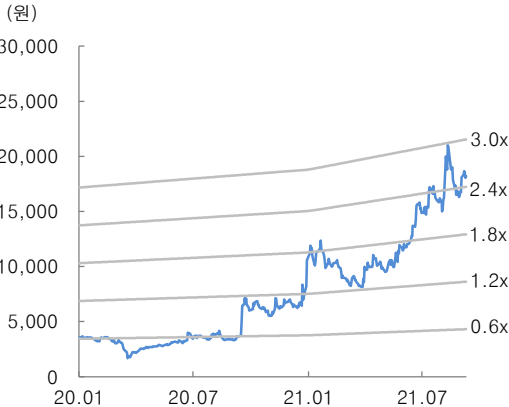
자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

그림 38. 신성델타테크 12MF PER 추이



자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

그림 39. 신성델타테크 12MF PBR 추이



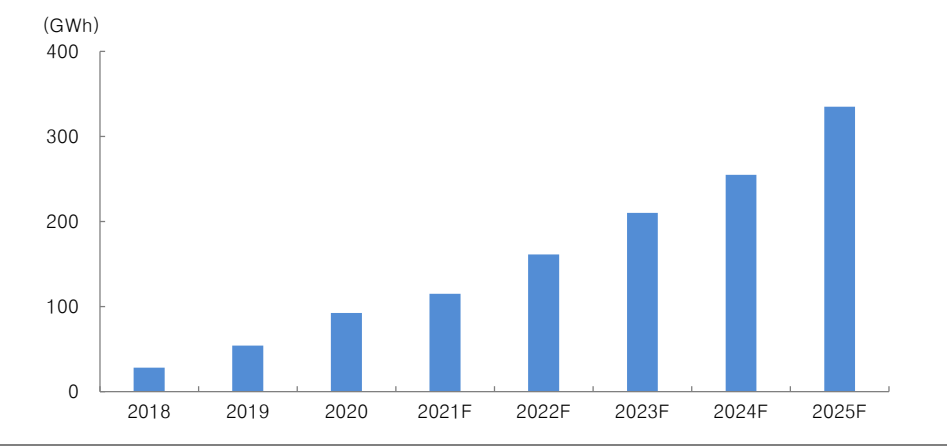
자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

이차전지 부품 증설 가속화 → 2022년 매출, 영업이익 가장 큰 비중 예상

이차전지 부품 중심의 회사로 전환이 가속화되고 있다. 2018년 폴란드 법인 설립 이후 2019년 4분기부터 양산이 시작됐다. 2020년부터 BA 사업부의 매출 고성장이 이어지고 있다. 2020년 BA 사업부 매출액은 819억원으로 전년 대비 94.4% 고성장을 기록했으며, 영업이익도 41억원으로 2019년 적자에서 흑자 전환했다. 2021년 반기 기준 매출액은 1,140억원으로 이미 지난해 매출을 상회했다. 영업이익률도 8.2%로 지난해 대비 3.2%p 개선됐다. 고객사의 지속적인 증설과 가동률 확대에 따른 고정비 효과가 더해지며 외형, 이익이 지속적으로 증가할 전망이다.

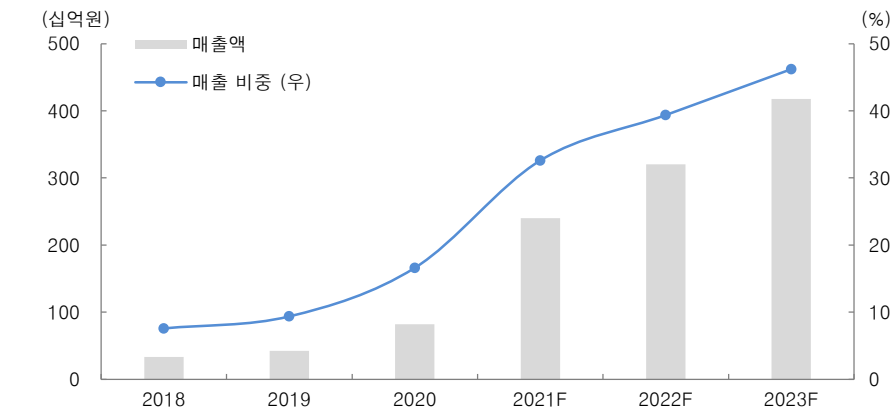
LG에너지솔루션은 원형을 제외한 중대형 이차전지 Capa를 2018년 28GWh에서 2025년 335GWh까지 확대할 것으로 전망된다. 현재 고객사 내 배터리팩 관련 부품 벤더 중 메인으로 공급하는 점을 감안하면 2022년 이후에도 고성장이 확실시된다. 2021년, 2022년 BA 사업부 매출액은 2,399억원(+192.8% YoY), 3,203억원(+33.5% YoY)이 예상되며 2022년에는 BA 사업부의 매출, 영업이익 비중이 각각 39.4%, 57%로 가장 크게 자리잡을 것으로 전망된다. 이차전지 부품 업체로의 리레이팅이 필요하다.

그림 40. LG 에너지솔루션 중대형 이차전지 Capa 전망



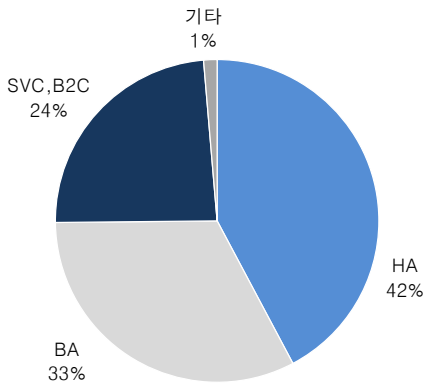
자료: 대신증권 Research Center

그림 41. BA 사업부 매출액, 매출 비중 추이 및 전망



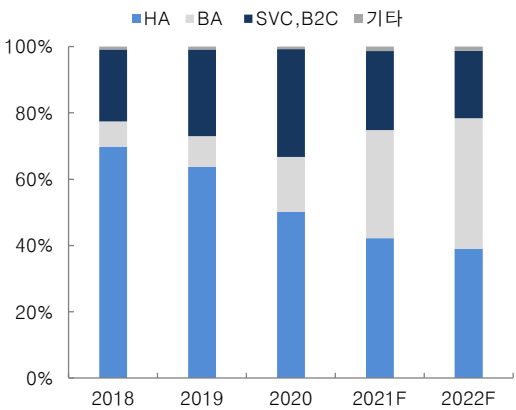
자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

그림 42. 신성델타테크 2021년 예상 매출 비중



자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

그림 43. 신성델타테크 매출 비중 추이 및 전망



자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

2021년 영업이익 459억원(+244% YoY) 전망

2021년 연결 매출액 7,359억원(+49.3% YoY), 영업이익 459억원(+243.5% YoY)이 예상된다. 부문별 예상 매출액은 HA 3,109억원(+25.8% YoY), BA 2,399억원(+192.8% YoY)이 전망된다. HA 사업부의 올해말 기준 Capa는 2,400억원 수준으로 거의 Full Capa로 파악된다. 고객사에 증설에 맞춰 추가적인 증설이 계속될 계획이다. 증설 시 금형 개발 외 설비 추가는 1~2개월이면 충분히 가능한 만큼 고객사 증설 요구에 유연한 대응이 가능하다.

2022년은 매출액 8,137억원(+10.6% YoY), 영업이익 590억원(+28.5% YoY)이 전망된다. 2022년 고객사의 중대형 이차전지 Capa는 161GWh로 2021년 대비 +40%의 고성장이 예상됨에 따라 BA 사업부 매출액은 3,203억원(+33.5% YoY)이 기대된다.

2021년 2분기 HA 사업부의 영업이익률은 11.2%로 전분기 대비 5.5%p 개선되었다. 이는 1분기 남경 법인의 불량률이 개선되고, 마진이 높은 모델 비중이 증가한 영향이다. 향후 가동률 확대에 따른 수율 개선 및 외형 성장으로 이익률도 지속적인 증가가 기대된다. HA 사업부 영업이익률은 2021년 8.5%(+3.5%p YoY), 2022년 10.5%(+2.0%p YoY)이 전망된다. 수익성 좋은 BA 사업부 매출 비중 확대로 전사 영업이익률 또한 2021년 6.2%(+3.5%p YoY)에서 2022년 7.2%(+1.0%p YoY)가 기대된다.

그림 44. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망

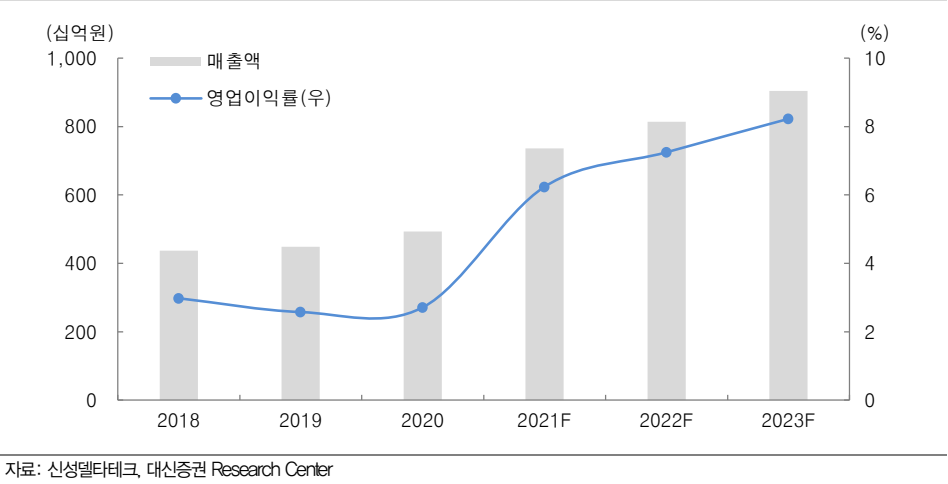


그림 45. 부문별 매출액 추이 및 전망

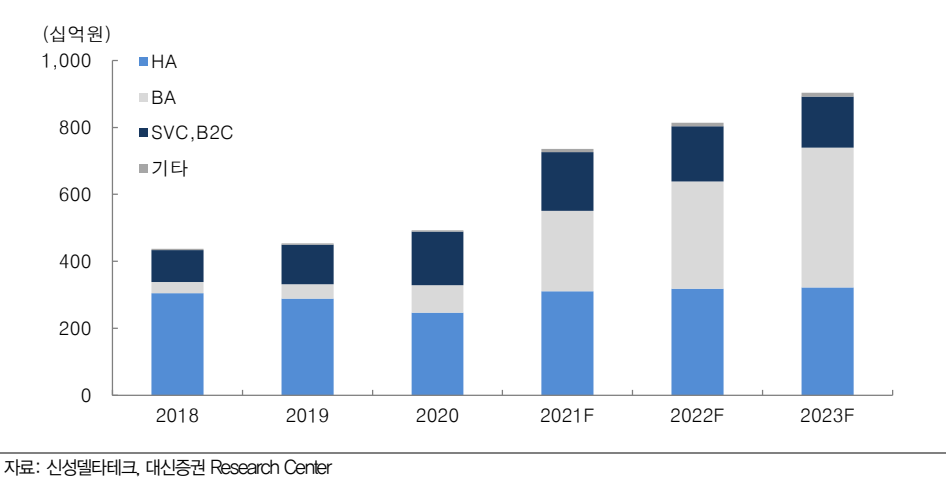


표 5. 신성델타테크 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	115.5	100.5	136.3	140.8	190.9	184.2	180.8	180.0	448.8	493.1	735.9
HA	70.9	51.0	68.4	56.7	72.6	96.0	76.9	65.4	289.0	247.1	310.9
BA	11.9	21.3	20.3	28.5	61.9	52.1	58.7	67.2	42.1	81.9	239.9
기타	32.7	28.2	47.6	55.6	56.4	36.1	45.2	47.4	117.6	164.1	185.1
영업이익	4.1	1.9	5.1	2.3	12.9	11.8	12.5	8.7	11.5	13.4	45.9
순이익	-0.2	3.3	3.0	2.5	7.3	7.2	9.8	6.6	5.9	8.7	30.8
YoY											
매출액	0.6	-9.1	15.5	33.6	65.3	83.2	32.7	27.9	2.7	9.9	49.3
HA	-8.7	-37.2	-3.7	-4.0	2.4	88.1	12.4	15.4	-5.3	-14.5	25.8
BA	65.5	120.6	74.6	107.9	420.0	144.7	189.6	136.2	26.9	94.4	192.8
기타	9.0	43.0	34.8	70.7	72.6	28.1	-4.9	-14.8	19.2	39.5	12.8
영업이익	27.1	-63.5	35.3	흑전	215.4	522.2	146.0	277.9	-11.2	15.7	243.5
순이익	흑전	16.7	18.9	흑전	흑전	120.9	224.6	158.6	46.5	47.5	255.7
영업이익률	3.5	1.9	3.7	1.6	6.7	6.4	6.9	4.8	2.6	2.7	6.2
순이익률	-0.1	3.3	2.2	1.8	3.8	3.9	5.4	3.6	1.3	1.8	4.2

자료:신성델타테크, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

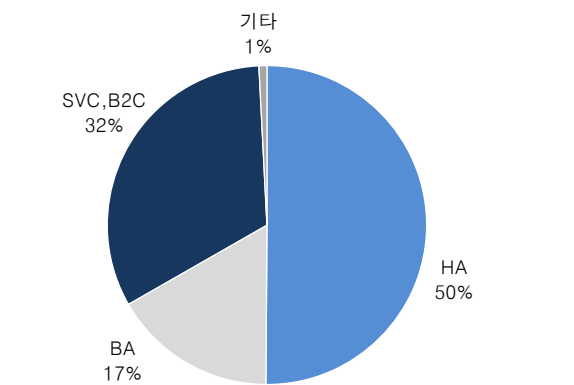
- 대표이사: 구자천, 문준영
- 1987년 설립, 2004년 8월 코스닥 상장
- 가전 제품, 이차전지 등 부품 제조 업체
- 2021년 예상 부문별 매출 비중은 HA(가전) 42%, BA(이차전지, 자동차) 33%, 기타 25%
- 자산 5,224억원, 부채 3,285억원, 자본 1,939억원 (1H21 기준)
- (발행주식수: 27,483,948, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 정부 환경 규제 등 영향으로 이차전지 및 전기차, ESS 시장 성장
- LG 에너지솔루션 글로벌 증설에 따른 공급 확대
- 가동률 확대에 따른 수출 개선 및 외형 성장. 이익률 증가

자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

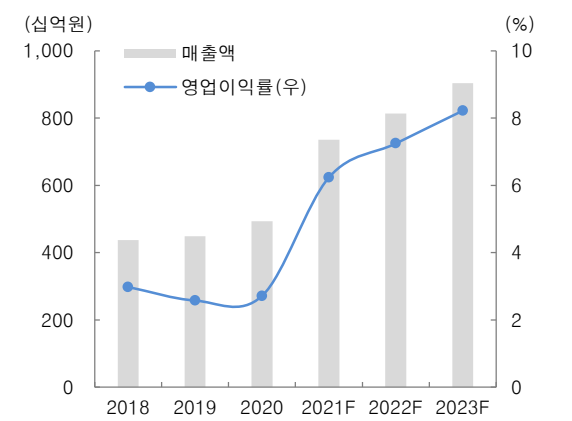
매출 비중(2020년)



자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

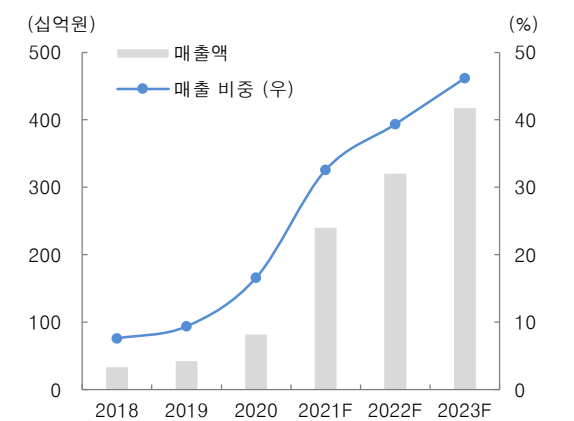
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



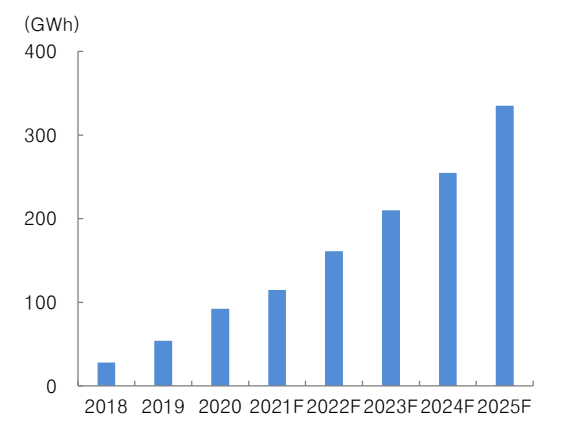
자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

BA 사업부 매출액, 매출 비중 추이 및 전망



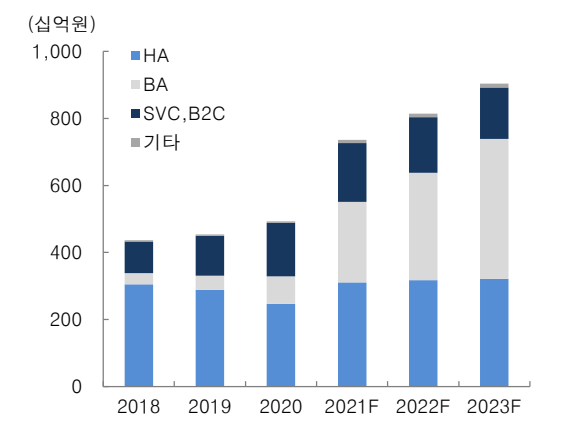
자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

LG 에너지솔루션 중대형 이차전지 Capa 전망



자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	449	493	736	814	904
매출원가	401	448	642	705	777
매출총이익	48	45	94	109	127
판매비와관리비	36	32	48	50	52
영업이익	12	13	46	59	74
영업이익률	2.6	2.7	6.2	7.2	8.2
EBITDA	23	25	57	70	86
영업외손익	-4	-3	4	1	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	5	9	9	9
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9	-12	-11	-11	-12
외환관련손실	4	8	6	6	6
기타	-2	4	6	3	3
법인세비용차감전순손익	8	11	50	60	74
법인세비용	-3	-2	-9	-11	-13
계속사업순손익	5	9	40	49	61
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	9	40	49	61
당기순이익률	1.2	1.8	5.4	6.0	6.7
비지배자분순이익	-1	0	9	10	12
지배자분순이익	6	9	31	39	49
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	7	6	37	46	58
비지배자분포괄이익	0	0	12	15	19
지배자분포괄이익	7	6	25	30	38

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	252	344	1,122	1,425	1,778
PER	13.9	30.8	14.9	11.8	9.4
BPS	5,497	5,722	6,263	7,590	9,269
PBR	0.6	1.9	2.9	2.4	2.0
EBITDAPS	995	997	2,071	2,555	3,122
EV/EBITDA	9.3	17.2	10.9	8.6	6.8
SPS	19,244	19,593	26,776	29,607	32,889
PSR	0.2	0.5	0.7	0.6	0.6
CFPS	1,229	1,076	2,198	2,574	3,120
DPS	80	100	100	100	100

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	2.7	9.9	49.3	10.6	11.1
영업이익 증가율	-11.2	15.7	243.5	28.5	26.0
순이익 증가율	31.0	68.0	349.4	22.1	24.9
수익성					
ROIC	3.4	4.9	15.2	18.8	21.7
ROA	3.4	3.5	10.7	12.7	14.4
ROE	4.8	6.4	19.5	20.6	21.1
안정성					
부채비율	160.6	153.8	128.5	108.2	90.7
순차입금비율	94.5	74.6	50.3	32.5	17.5
이자보상배율	2.3	3.3	0.0	0.0	0.0

자료: 신성델타테크, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	144	203	234	278	334
현금및현금성자산	22	32	46	65	91
매출채권 및 기타채권	82	119	132	147	162
재고자산	26	29	32	40	55
기타유동자산	13	23	24	26	26
비유동자산	205	209	209	211	212
유형자산	167	161	161	163	165
관계기업투자금	6	29	29	29	29
기타비유동자산	33	19	19	19	18
자산총계	349	411	443	489	547
유동부채	167	212	212	217	223
매입채무 및 기타채무	54	72	81	86	92
차입금	74	97	97	97	97
유동성채무	9	12	6	6	6
기타유동부채	31	31	28	28	28
비유동부채	48	37	37	37	37
차입금	38	25	25	25	25
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	11	11	11	11
부채총계	215	249	249	254	260
자본지분	128	144	172	209	255
자본금	12	14	14	14	14
자본잉여금	14	24	24	24	24
이익잉여금	105	112	140	176	223
기타자본변동	-4	-5	-5	-5	-5
비지배자분	6	18	22	26	32
자본총계	134	162	194	235	287
순차입금	126	121	98	76	50

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6	6	48	47	53
당기순이익	5	9	40	49	61
비현금항목의 가감	23	18	21	22	25
감가상각비	12	12	11	11	11
외환손익	-1	2	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	4	9	10	12
자산부채의 증감	-19	-16	-3	-13	-19
기타현금흐름	-3	-5	-10	-11	-14
투자활동 현금흐름	-15	-12	-8	-10	-8
투자자산	-2	-6	0	0	0
유형자산	-14	-10	-11	-13	-13
기타	1	3	4	3	5
재무활동 현금흐름	17	17	-14	-8	-8
단기차입금	23	24	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	-3	0	0	0
유상증자	5	10	0	0	0
현금배당	-1	-2	-3	-3	-3
기타	-19	-12	-11	-5	-5
현금의 증감	9	10	15	19	26
기초 현금	12	22	31	46	65
기말 현금	22	32	46	65	91
NOPLAT	8	11	37	48	61
FCF	3	9	32	42	54

삼기
(122350)

한경래 kyungae.han@dashin.com
이새롬 saerom.lee@dashin.com

투자의견

Buy

매수, 신규

6개월 목표주가

9,000

신규

현재주가

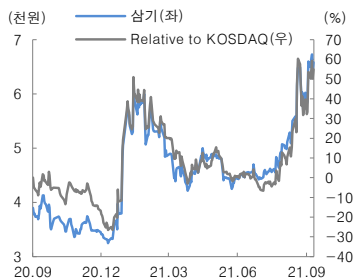
(21.09.10)

6,180

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	237십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	4십억원
52주 최고/최저	6,330원 / 2,850원
120일 평균거래대금	149억원
외국인지분율	1.64%
주요주주	김치환 외 9 인 32.42%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.6	52.2	54.9	74.6
상대수익률	29.3	44.9	32.8	48.7



이차전지 부품 업체로의
리레이팅 기대

투자의견 매수, 목표주가 9,000원으로 커버리지 개시

- 2022년 예상 EPS 653원에 Target PER 14배 적용
- 1) 친환경차 부품 매출액 연평균(2018~2022년) 207% 고성장 전망, 2) LG그룹에 이어 2022년 현대차그룹 전기차 모델에도 감속기 공급 예정, 3) 현대차그룹의 글로벌 자동차 판매 확대에 따른 엔진, 변속기 부품 매출 증가 긍정적

2018~2022년 전기차 부품 매출 연평균 +139% 전망

- 주요 전기차 부품: 모터 하우징, 엔드 플레이트.
엔드 플레이트: 배터리 모듈 틀 잡고, 외벽 보호 역할 하는 부품. 모터 하우징은 LG 마그나, 엔드 플레이트는 LG에너지솔루션으로 공급. 특히 엔드 플레이트는 메인으로 공급 중으로 파악
- 고객사 유럽 공장 Capa 2018년 15GWh → 2021년 70GWh.
이에 따라 2021년 전기차 부품 반기 매출액 522억원으로 2020년 연간 매출액 459억원을 이미 상회.
고객사 Capa 2023년 100GWh 전망에 따라 중장기 고성장 확실히
- 2022년 이후 현대차그룹 전기차 모델에 모터 감속기 공급 예정

2021년 영업이익 205억원(흑전 YoY) 전망

- 2021년 매출액 6,121억원(+68.8% YoY), 영업이익 205억원(흑전 YoY) 예상. 코로나19 이후 현대차그룹 자동차 판매 증가로 엔진, 변속기 부품 2020년 매출액 2,572억원에서 2021년 반기만에 1,949억원으로 75% 이상 달성
- 2022년 매출액 7,021억원(+14.7% YoY), 영업이익 344억원(+68.2% YoY) 전망.
친환경차 매출 비중 2019년 9.8% → 2022년 28.6% 확대 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	302	363	612	702	787
영업이익	6	-3	20	34	45
세전순이익	1	-9	22	32	43
총당기순이익	2	-7	18	26	35
지배지분순이익	2	-7	17	25	32
EPS	54	-196	454	653	844
PER	40.3	-	12.0	8.4	6.5
BPS	3,685	3,401	3,812	4,466	5,309
PBR	0.6	1.4	1.6	1.4	1.2
ROE	1.5	-5.6	12.7	15.8	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 삼기, 대신증권 Research Center

투자의견 매수, 목표주가 9,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 9,000원으로 커버리지를 개시한다. 2022년 예상 EPS 653원에 Target PER 14배를 적용했다. 이차전지 부품 업체 평균 PER은 20배 내외이나 본업인 자동차 부품 사업에서 이차전지 부품 업체로의 전환되는 점을 감안해 30% 할인했다.

1) 친환경차 부품 매출액 연평균(2018~2022년) 207% 고성장 전망, 2) LG그룹에 이어 2022년 현대차그룹 전기차 모델에도 감속기 공급 예정, 3) 현대차그룹의 글로벌 자동차 판매 확대에 따른 엔진, 변속기 부품 매출 증가가 긍정적이다. 고객사의 이차전지 Capa 대규모 증설이 계속되는 만큼 향후 중장기적인 주가 리레이팅이 기대된다.

알루미늄 다이캐스팅 전문 업체

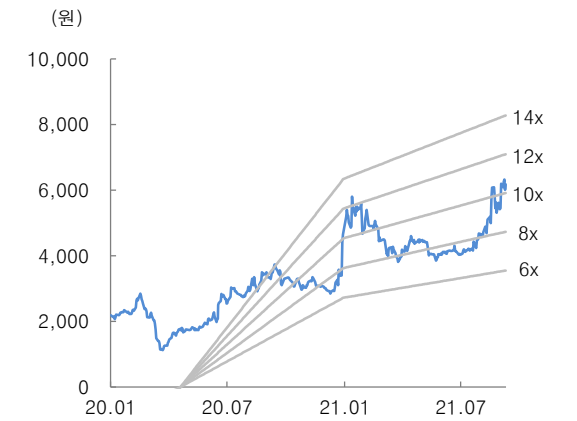
엔진 부품, 변속기, 샤시, 전기차 부품 등 차량용 다이캐스팅 제품 생산 업체이다. 350톤에서 3,500톤까지 71대의 주조 설비를 보유하고 있다. 일괄 생산체제를 구축해 스크랩 자체부터, 알루미늄 부품 생산까지 가능한 만큼 안정적인 공급이 가능하다. 생산 자동화 체계도 구축해 경쟁사 대비 높은 생산 효율로 상대적으로 빠른 제품 공급에 강점이 있다. 2021년 예상 고객사별 매출 비중은 현대차그룹 59%, 폭스바겐 16%, LG그룹 19%, 기타 5%이다.

표 6. 삼기 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고	
EPS	653 2022년 예상 EPS
Target PER	14
목표주가	9,000
현재주가	6,180 2021.09.10 기준
상승여력(%)	45.6

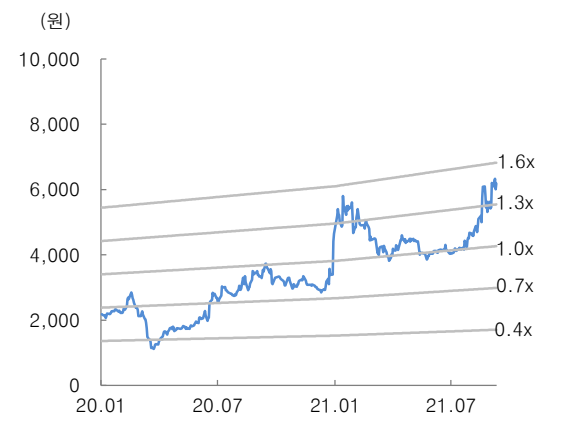
자료: 삼기, 대신증권 Research Center

그림 46. 삼기 12MF PER 추이



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

그림 47. 삼기 12MF PBR 추이



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

전기차 부품 매출 본격화, 2018~2022년 전기차 매출 연평균 +139% 전망

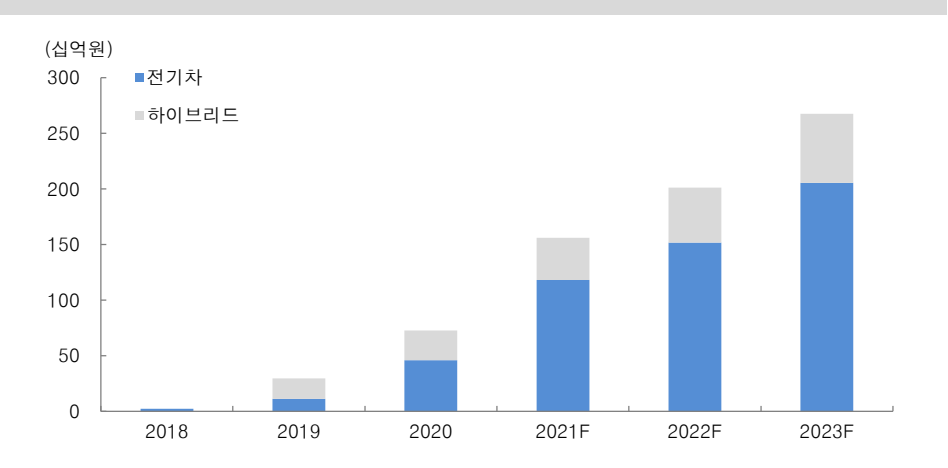
전기차 부품 매출의 고성장세가 이어지고 있다. 삼기의 주요 전기차 부품은 모터 하우징, 엔드 플레이트다. 엔드 플레이트는 배터리 모듈의 틀을 잡고, 외벽 보호 역할을 하는 부품이다. 모터 하우징은 LG 마그나, 엔드 플레이트는 LG에너지솔루션으로 공급하고 있다. 특히 엔드 플레이트는 고객사에 메인으로 공급 중인 것으로 파악된다.

LG에너지솔루션의 대규모 증설에 맞춰 엔드 플레이트의 매출이 고성장 중이다. 고객사의 유럽 공장으로 주로 공급되고 있는데 유럽 공장 Capa는 2018년 15GWh에서 2021년 70GWh로 4배 이상 증설되고 있다. 이에 따라 2021년 전기차 부품 반기 매출액은 522억원으로 2020년 연간 매출액 459억원을 이미 상회했다. 고객사의 유럽 공장 Capa는 2023년 100GWh 증설이 전망됨에 따라 중장기 고성장이 확실시된다.

또한 엔드 플레이트의 이익률은 두자릿 수로 전사 이익률 대비 높은 수준으로 매출 성장에 따른 전사 이익률 개선도 기대된다. 2021년 전기차 부품 매출액은 1,182억원(+157.4% YoY)이 예상된다. 2019년 3.7%였던 매출 비중은 2021년 19.3%까지 확대될 전망이다.

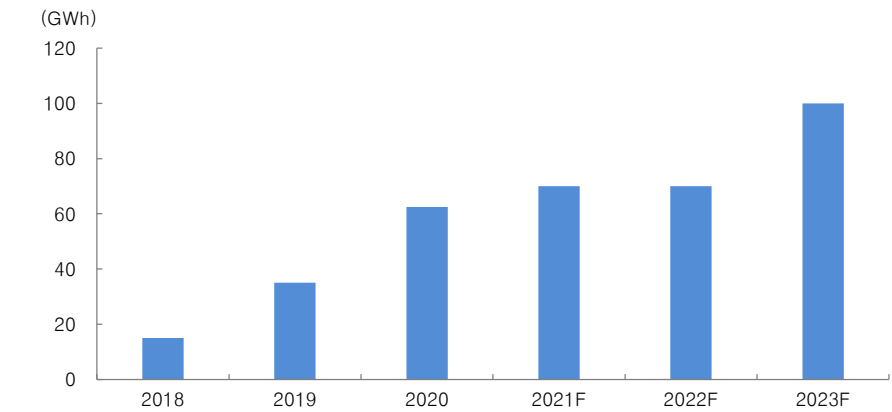
2022년 이후에는 현대차그룹의 전기차 모델에 모터 감속기가 공급될 예정이다. 현대차는 전기차로의 전환을 빠르게 진행 중이다. 보통 한번 모델에 적용되면 해당 플랫폼의 사용 기간에 맞춰 공급되는 점을 고려하면 전기차 판매 확대에 맞춰 중장기적인 공급 증가가 기대된다.

그림 48. 전기차, 하이브리드 부품 매출액 추이 및 전망



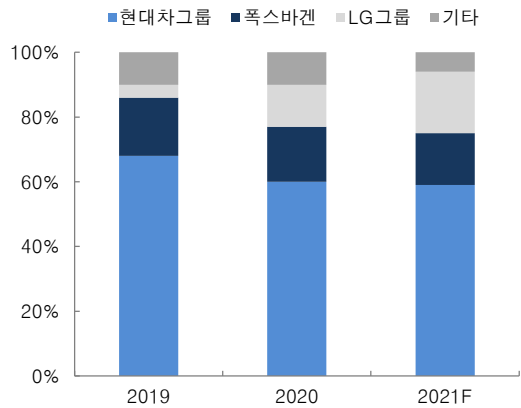
자료: 삼기, 대신증권 Research Center

그림 49. LG 에너지솔루션의 유럽 공장 Capa 전망



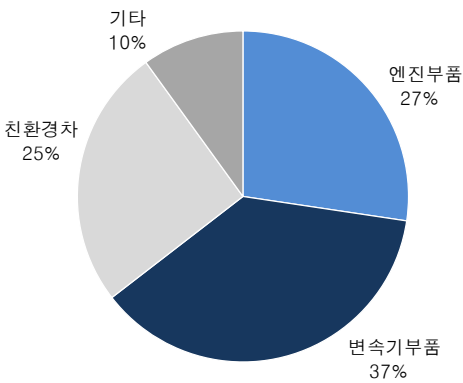
자료: 대신증권 Research Center

그림 50. 고객사별 매출 비중 추이



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

그림 51. 2021년 예상 부문별 매출 비중



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

2021년 영업이익 205억원(흑전 YoY) 전망

2021년 매출액 6,121억원(+68.8% YoY), 영업이익 205억원(흑전 YoY)이 예상된다. 코로나19 이후 현대차그룹의 자동차 판매 증가 및 3세대 파워트레인에 다수의 부품 수주 받은 후 올해 본격적인 매출 성장이 이뤄지고 있다. 엔진, 변속기 부품의 2020년 매출액 2,572억원에서 2021년 반기만에 1,949억원으로 75% 이상 달성했다. 하반기에도 안정적인 공급이 이어지며 매출액 3,951억원이 예상된다.

친환경차(전기차, 하이브리드) 부품은 가장 가파른 성장세가 지속 중이다. 2021년 전기차, 하이브리드 부품 매출액은 각각 1,182억원(+157.4% YoY), 379억원(+42.5% YoY)이 기대된다. 알루미늄 원자재 가격 급등, 판가로의 연동 이연 및 글로벌 물동량 증가에 따른 운송비 증가로 1분기 영업이익은 62억원 영업적자에서 2분기에는 원재료 인상에 대한 1분기 적자분까지 감안한 판가 반영, 5월 이후 운송비 안정화로 영업이익 116억원(OPM 7.4%)을 기록했다. 하반기에는 안정적인 Mid-Single 이익률이 예상된다.

2022년에는 매출액 7,021억원(+14.7% YoY), 영업이익 344억원(+68.2% YoY)이 전망된다. 자동차 업체들의 친환경차로 전환 가속화, 고객사의 이차전지 증설에 따른 부품 공급량 확대에 친환경차 부품 매출 비중은 28.6%로 확대가 기대된다.

그림 52. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망

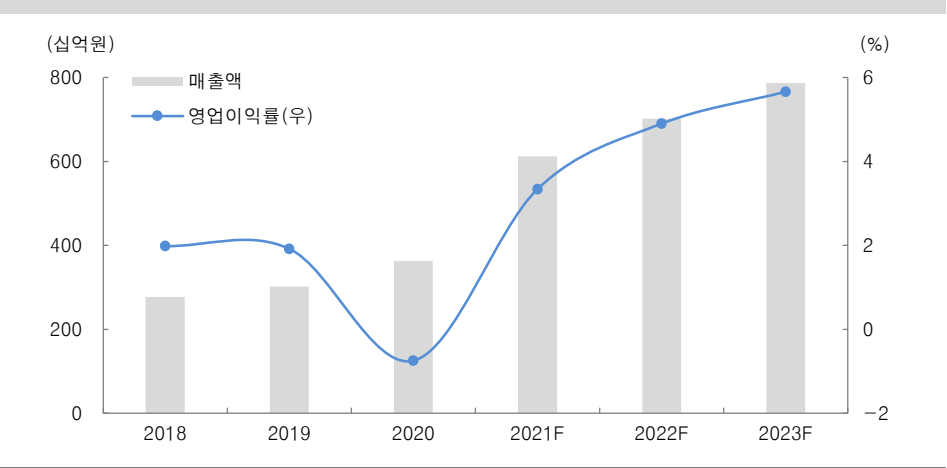
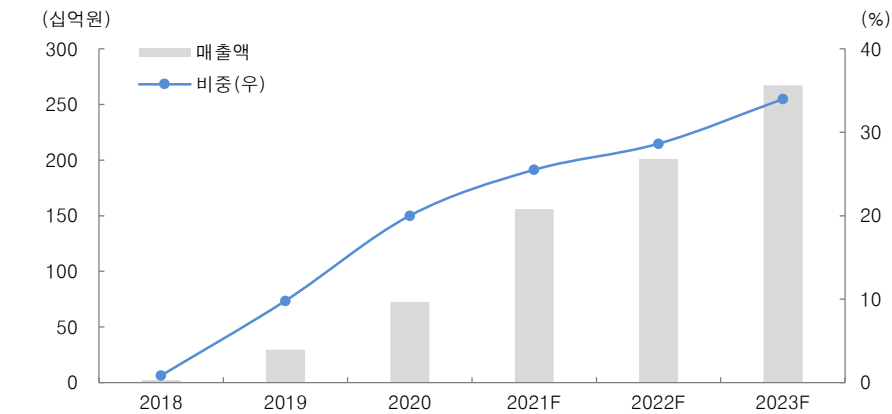


그림 53. 친환경차(전기차, 하이브리드) 매출, 매출 비중 전망



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

표 7. 삼기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	277.3	301.8	362.6	612.1	702.1
엔진	57.3	59.4	86.0	167.5	188.1
변속기	183.6	178.5	171.2	227.6	249.9
친환경차	2.3	29.5	72.5	156.1	201.0
기타	34.1	34.4	32.9	61.0	63.2
영업이익	5.5	5.8	-2.7	20.5	34.4
순이익	0.6	2.0	-7.4	17.4	25.1
YoY					
매출액	-5.2	8.8	20.2	68.8	14.7
엔진	-15.1	3.7	44.9	94.7	12.3
변속기	7.7	-2.8	-4.1	32.9	9.8
친환경차	-	1,202.9	145.4	115.3	28.8
기타	-37.6	0.8	-4.3	85.4	3.6
영업이익	-58.7	5.2	적전	흑전	68.2
순이익	-94.6	240.7	적전	흑전	43.9
영업이익률	2.0	1.9	-0.7	3.3	4.9
순이익률	0.2	0.7	-2.0	2.8	3.6

자료: 삼기, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

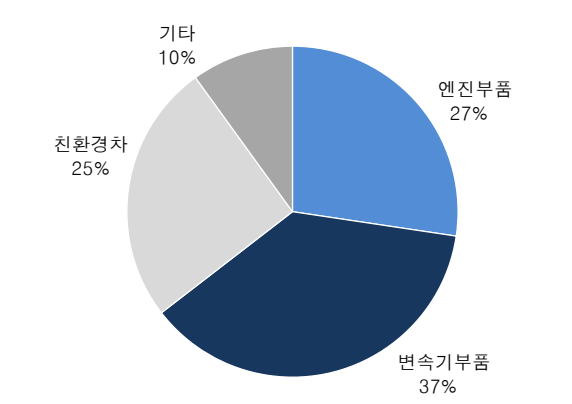
- 대표이사: 김치환
- 2009년 설립, 2010년 3월 코스닥 상장
- 엔진 부품, 변속기, 전기차 부품 등 차량용 다이캐스팅 제품 생산 업체
- 2021년 예상 고객사별 매출 비중: 현대차그룹 59%, 폭스바겐 16%, LG그룹 19%, 기타 5%
- 자산 5,370억원, 부채 4,013억원, 자본 1,357억원 (1H21 기준)
(발행주식수: 38,339,428, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 현대차그룹 글로벌 자동차 판매 확대 및 친환경차 전환 가속화
- 고객사(LG 에너지솔루션 등) 증설 및 가동률 현황
- 이차전지 업체 증설에 따른 부품 공급량 확대 및 실적 성장

자료: 삼기, 대신증권 Research Center

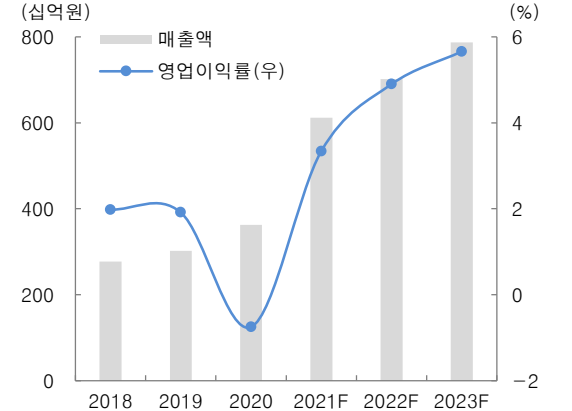
매출 비중(2021년)



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

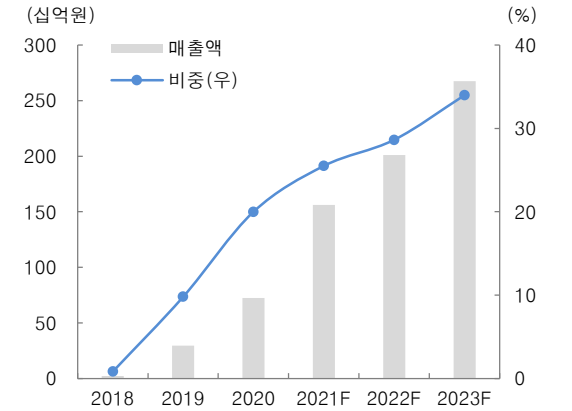
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



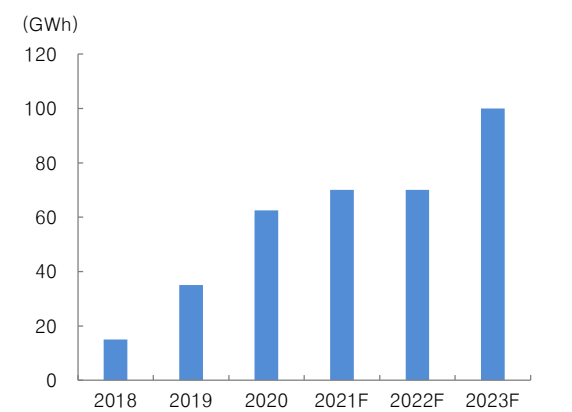
자료: 삼기, 대신증권 Research Center

친환경차(전기차, 하이브리드) 매출, 매출 비중 전망



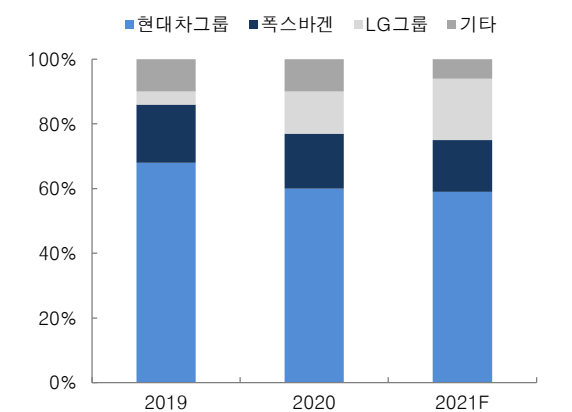
자료: 삼기, 대신증권 Research Center

LG 에너지솔루션의 유럽 공장 Capa 전망



자료: 대신증권 Research Center

고객사별 매출 비중 추이



자료: 삼기, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	302	363	612	702	787
매출원가	268	330	538	611	681
매출총이익	33	33	74	91	106
판매비와관리비	28	35	54	57	62
영업이익	6	-3	20	34	45
영업이익률	1.9	-0.7	3.3	4.9	5.7
EBITDA	44	40	63	82	97
영업외손익	-4	-6	2	-3	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	1	2	2
외환관련이익	2	2	1	1	1
금융비용	-7	-7	-8	-9	-9
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	3	0	9	5	5
법인세비용차감전순손익	1	-9	22	32	43
법인세비용	1	2	-5	-6	-8
계속사업순손익	2	-7	18	26	35
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	-7	18	26	35
당기순이익률	0.7	-2.0	2.9	3.7	4.5
비지배자분순이익	0	0	0	1	3
지배자분순이익	2	-7	17	25	32
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	3	-7	18	26	35
비지배자분포괄이익	0	0	0	1	3
지배자분포괄이익	3	-7	18	25	33

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	54	-196	454	653	844
PER	40.3	-	12.0	8.4	6.5
BPS	3,685	3,401	3,812	4,466	5,309
PBR	0.6	1.4	1.6	1.4	1.2
EBITDAPS	1,186	1,053	1,640	2,133	2,535
EV/EBITDA	6.3	10.2	7.4	5.7	4.8
SPS	8,174	9,580	15,966	18,313	20,531
PSR	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3
CPS	1,370	1,296	1,883	2,261	2,686
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	8.8	20.2	68.8	14.7	12.1
영업이익 증가율	5.2	적전	흑전	68.2	29.5
순이익 증가율	240.7	적전	흑전	48.6	34.7
수익성					
ROIC	2.4	-0.6	4.3	7.0	8.5
ROA	1.4	-0.6	4.1	6.5	7.9
ROE	1.5	-5.6	12.7	15.8	17.3
안정성					
부채비율	212.4	280.9	254.5	219.2	185.1
순차입금비율	152.6	177.4	157.7	135.5	113.3
이자보상배율	0.8	-0.4	0.0	0.0	0.0

자료: 삼기, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	120	174	177	176	180
현금및현금성자산	9	15	20	17	18
매출채권 및 기타채권	60	88	93	96	98
재고자산	31	33	33	33	33
기타유동자산	19	37	30	30	30
비유동자산	305	316	341	370	401
유형자산	287	296	323	352	384
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	18	20	19	18	17
자산총계	425	490	518	546	580
유동부채	193	256	266	270	271
매입채무 및 기타채무	49	83	95	101	103
차입금	121	147	147	147	147
유동성채무	17	22	22	20	20
기타유동부채	6	3	2	1	1
비유동부채	96	106	106	106	106
차입금	89	89	89	89	89
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	17	17	17	17
부채총계	289	362	372	375	377
자배지분	136	129	146	171	204
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	60	60	60	60	60
이익잉여금	77	69	87	112	144
기타지분변동	-4	-4	-4	-4	-4
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	136	129	146	171	204
순차입금	208	228	231	232	231

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	32	28	70	79	90
당기순이익	2	-7	18	26	35
비현금항목의 가감	49	56	55	61	68
감가상각비	38	43	42	47	53
외환손익	0	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	11	12	12	13	15
자산부채의 증감	-10	-14	2	-2	-5
기타현금흐름	-8	-8	-5	-6	-8
투자활동 현금흐름	-60	-61	-68	-83	-90
투자자산	-15	-2	0	0	0
유형자산	-44	-40	-69	-77	-84
기타	0	-19	1	-5	-5
재무활동 현금흐름	18	41	10	8	10
단기차입금	-39	26	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	82	22	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	0	0	0
기타	-23	-8	10	8	10
현금의 증감	-10	7	5	-3	1
기초 현금	18	9	15	20	17
기말 현금	9	15	20	17	18
NOPLAT	8	-2	16	28	37
FCF	2	0	-11	-2	4

원익피앤이
(131390)

한경래 kyungrae.han@dashin.com
이새롬 saerom.lee@dashin.com

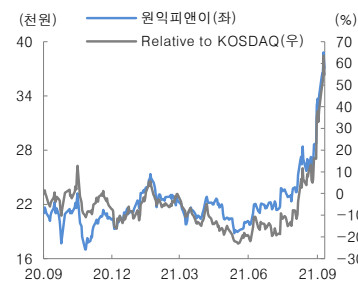
투자 의견 N/R
신규

6개월 목표주가 N/R
신규

현재주가 37,050
(21.09.10)
스몰캡

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	549십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	38,800원 / 17,000원
120일 평균거래대금	184억원
외국인지분율	2.12%
주요주주	원익홀딩스 외 1 인 35.17%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.7	68.0	87.1	78.1
상대수익률	37.6	59.9	60.5	51.8



가속화되는 이차전지 증설의
직접적 수혜

이차전지 충방전장비 제조 업체

- 주요 장비: 포메이션, 싸이클러 장비
- 포메이션 장비: 전극공정, 조립공정 거쳐 제작된 배터리 활성화시켜 전지로서의 역할 수행
- 싸이클러: 자동화라인, 전지의 각종 성능 및 수명 검사
- 2021년 반기 기준 매출 비중 이차전지 장비 92%, 전원공급장치 5%, 기타 3%

이차전지 업체들 증설 가속화에 따른 직접적 수혜

- 국내 주요 이차전지 업체 및 중국, 유럽 업체에 공급 중.
국내 이차전지 시장 포메이션 공급 비중은 40%, 싸이클러 70% 이상으로 추정. 이차전지 업체들 Capa 증설 시 직접적인 수혜
- 2020년 배터리 3사 합산 Capa 170GWh 이상에서 2025년에는 700GWh 이상으로 전망.
2020년 11월 평택 공장 Capa 확대. 기존 Capa 1,000억원 초중반에서 3,500~4,000억원까지 생산 가능

2021년 영업이익 255억원(+24% YoY) 전망

- 2021년 매출액 2,011억원(+57.5% YoY), 영업이익 255억원(+23.5% YoY) 예상. 하반기 유럽 및 미국 증설 관련 공급 본격화전망
- 증설된 Capa 3,500~4,000억원은 전방 시장 증설 속도 고려 시 2~3년 내 Full Capa 가능성 높음. 장비 업체 특성 상 잠재적인 수주 규모에 따라 기업 가치 형성. 12개월 Forward PER 19배 수준인 현 주가는 중기적인 실적 고성장세 감안하면 저평가로 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	103	147	128	201	234
영업이익	12	18	21	25	33
세전순이익	12	18	20	28	35
총당기순이익	11	16	19	25	30
지배지분순이익	11	16	19	26	30
EPS	766	1,096	1,262	1,723	2,049
PER	15.3	9.9	17.0	19.0	16.0
BPS	4,556	5,497	7,165	8,818	10,867
PBR	2.6	2.0	3.0	4.2	3.4
ROE	18.3	21.8	20.2	21.7	20.8

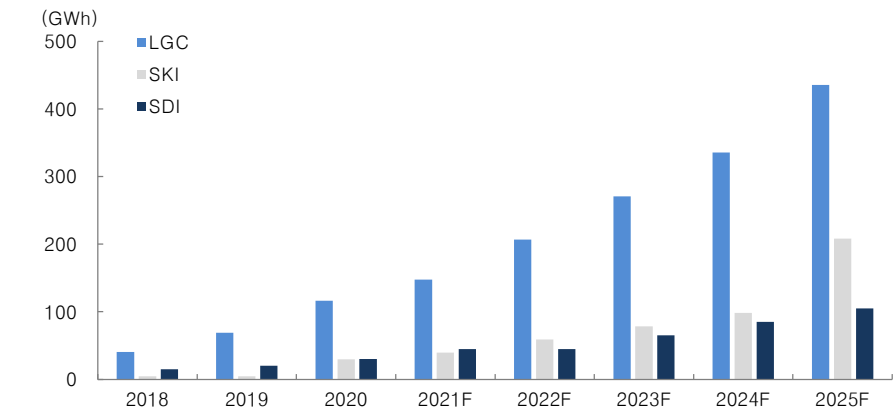
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

이차전지 업체들 증설 가속화에 따른 직접적 수혜

원익피앤이는 국내 주요 이차전지 업체 및 중국, 유럽 업체에 포메이션, 싸이클러 장비를 공급하고 있다. 국내 이차전지 시장에서 원익피앤이의 포메이션 공급 비중은 40%, 싸이클러는 70% 이상으로 추정된다. 이에 따라 국내 이차전지 업체들의 Capa 증설 시 직접적인 수혜가 가능하다.

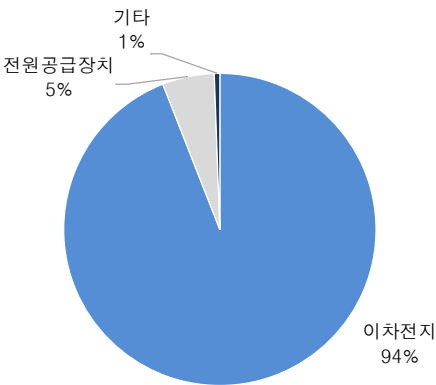
주요 자동차 업체들의 전기차 출시가 본격화 됨에 따라 국내 이차전지 업체들의 증설은 2025년까지 지속적인 확대가 예상된다. 2020년 3사 합산 Capa는 170GWh 이상에서 2025년에는 700GWh 이상으로 전망된다. 고성장하는 전방 시장에 대비해 2020년 11월 평택 공장 Capa를 확대했다. 기존 Capa 1,000억원 초중반에서 3,500~4,000억원까지 생산 가능하다. 이차전지 업체들의 유럽, 미국 시장 증설이 계획되어 있는 만큼 하반기에는 해외 시장 장비 공급이 확대될 전망이다.

그림 54. 이차전지 업체 Capa 확대 전망



자료: SNE 리서치, 대신증권 Research Center

그림 55. 2021년 반기 기준 매출 비중



자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

그림 56. 이차전지 제조 공정 및 포메이션 장비



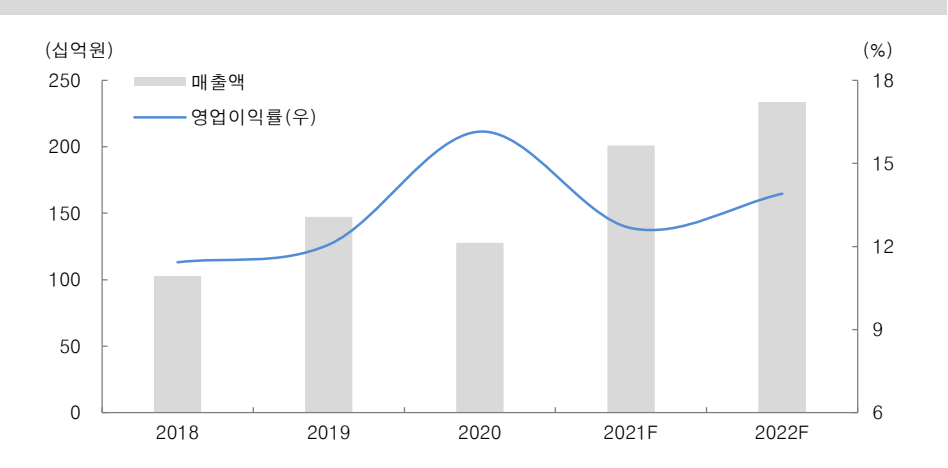
자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

2021년 영업이익 255억원(+24% YoY) 전망

2021년 매출액 2,011억원(+57.5% YoY), 영업이익 255억원(+23.5% YoY)이 예상된다. 하반기에는 국내 이차전지 업체의 유럽 및 미국 증설, 유럽 업체 증설 관련 공급이 본격화될 전망이다. 하반기 매출액, 영업이익은 각각 1,040억원, 165억원으로 상반기 대비 +7.1%, +84.5% 성장이 기대된다. 특히 이익률 측면에서 1분기 영업이익률은 5.9%로 부진했으나, 이는 고객사와의 관계를 위한 전략적 수주가 포함된 영향이었고 2분기에는 14.6%로 개선됐다. 하반기에는 매출 확대에 따른 영업레버리지 효과로 영업이익률 15.9%가 예상된다.

증설된 Capa 3,500~4,000억원은 전방 시장의 증설 속도를 고려할 때 2~3년 내 Full Capa가 될 가능성이 높다. 장비 업체 특성 상 잠재적인 수주 규모에 따라 기업 가치가 형성된다. 12개월 Forward PER 19배 수준인 현 주가는 중기적인 실적 고성장세를 감안하면 저평가로 판단된다. 업황에 따른 주가 상승이 기대된다.

그림 57. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

표 8. 원익피앤이 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	102.8	147.2	127.7	201.1	233.7
2 차 전지 장비	91.2	129.6	114.8	185.3	213.7
전원공급장치	7.5	10.8	7.8	12.1	14.0
기타	4.0	6.7	5.0	3.7	6.0
영업이익	11.8	17.8	20.6	25.5	32.5
순이익	10.9	15.7	18.5	25.5	30.4
YoY					
매출액	—	43.2	-13.2	57.5	16.2
2 차 전지 장비	—	42.1	-11.4	61.4	15.3
전원공급장치	—	43.7	-27.8	54.5	15.5
기타	—	67.7	-25.1	-27.0	63.1
영업이익	—	51.2	16.1	23.5	27.6
순이익	—	43.1	18.3	37.9	19.0
영업이익률	11.4	12.1	16.2	12.7	13.9
순이익률	10.6	10.6	14.5	12.7	13.0

자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

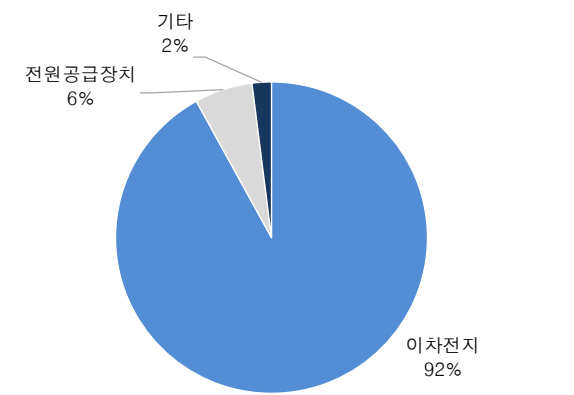
- 대표이사: 박동찬
- 2004년 설립, 2011년 9월 코스닥 상장
- 이차전지 충방전장비 제조 업체
- 주요 장비: 포메이션, 사이클러 장비
- 국내 시장 점유율 1위 충방전 장비 전문 기업 (국내 M/S 70% 이상)
- 자산 1,971억원, 부채 819억원, 자본 1,151억원 (1H21 기준)
- (발행주식수: 14,818,910, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 전방 산업 (이차전지/전기차) 성장
- 이차전지 업체 유럽, 미국 증설 계획에 따른 해외 시장 공급 확대
- 잠재적인 수주 규모에 따른 기업 가치 형성.

자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

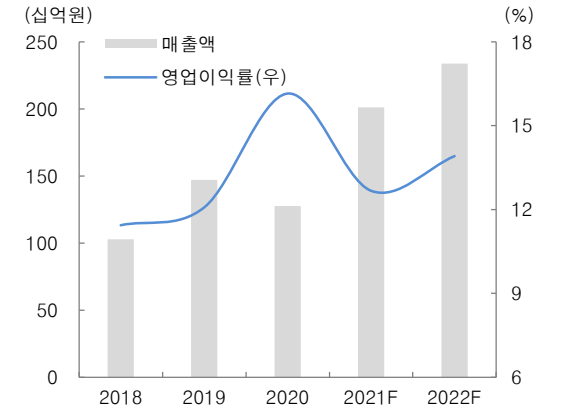
매출 비중(2021년 예상 기준)



자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

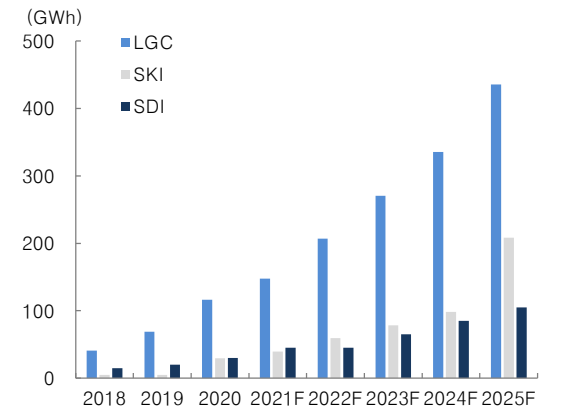
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



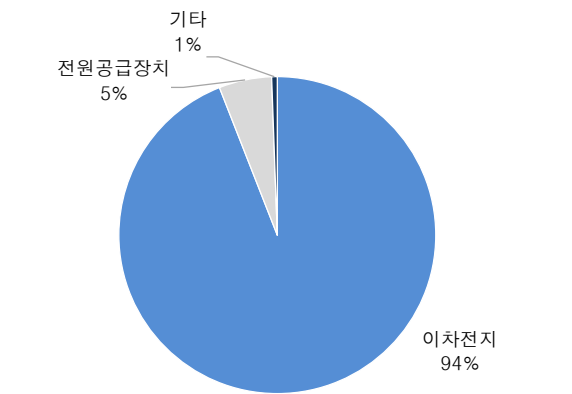
자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

이차전지 업체 Capa 확대 전망



자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

이차전지 업체 Capa 확대 전망



자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

이차전지 제조 공정 및 포메이션 장비



자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	103	147	128	201	234
매출원가	75	115	91	146	169
매출총이익	28	33	37	55	65
판매비와관리비	16	15	16	30	32
영업이익	12	18	21	25	33
영업이익률	11.4	12.1	16.2	12.7	13.9
EBITDA	13	19	22	28	35
영업외손익	0	0	0	3	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	1	1	1
금융비용	1	-1	-4	0	0
외환관련손실	0	0	1	1	1
기타	-1	0	2	2	1
법인세비용차감전순손익	12	18	20	28	35
법인세비용	1	-2	-2	-3	-4
계속사업순손익	11	16	19	25	30
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	16	19	25	30
당기순이익률	10.8	10.8	14.6	12.4	13.0
비지배자분순이익	0	0	0	-1	0
지배자분순이익	11	16	19	26	30
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	11	15	19	25	30
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	10	15	18	25	30

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	766	1,096	1,262	1,723	2,049
PER	15.3	9.9	17.0	19.0	16.0
BPS	4,556	5,497	7,165	8,818	10,867
PBR	2.6	2.0	3.0	4.2	3.4
EBITDAPS	877	1,345	1,526	1,872	2,383
EV/EBITDA	12.1	8.8	12.0	18.0	14.0
SPS	7,196	10,305	8,702	13,572	15,772
PSR	1.6	1.1	2.5	2.7	2.3
CFPS	1,133	1,519	1,613	2,262	2,725
DPS	100	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	39.6	43.2	-13.2	57.5	16.2
영업이익 증가율	33.9	51.2	16.1	23.5	27.6
순이익 증가율	46.7	43.9	17.3	33.8	21.5
수익성					
ROIC	24.7	23.5	25.2	31.4	29.3
ROA	9.4	10.7	10.7	11.3	12.4
ROE	18.3	21.8	20.2	21.7	20.8
안정성					
부채비율	131.8	122.0	97.0	86.5	75.1
순차입금비율	-26.0	14.6	-47.1	-38.0	-33.8
이자보상배율	27.5	27.1	87.3	0.0	0.0

자료: 원익피앤이, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	118	136	158	185	215
현금및현금성자산	27	3	21	21	24
매출채권 및 기타채권	14	37	19	32	48
재고자산	58	77	70	85	95
기타유동자산	19	18	48	48	48
비유동자산	35	42	49	58	67
유형자산	19	33	44	53	62
관계기업투자금	1	2	2	2	2
기타비유동자산	15	7	4	4	4
자산총계	153	177	207	244	282
유동부채	76	95	101	112	120
매입채무 및 기타채무	23	20	17	22	28
차입금	0	7	6	4	3
유동성채무	0	0	0	1	1
기타유동부채	54	69	78	85	88
비유동부채	11	2	1	1	1
차입금	0	1	1	1	1
전환증권	7	0	0	0	0
기타비유동부채	4	1	1	1	1
부채총계	87	98	102	113	121
자배지분	65	79	105	131	161
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	14	14	22	22	22
이익잉여금	44	58	76	102	132
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	1	1	0	0	0
자본총계	66	80	105	131	161
순차입금	-17	12	-50	-50	-54

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8	-16	60	26	35
당기순이익	11	16	19	25	30
비현금항목의 가감	5	6	5	9	10
감가상각비	1	1	2	2	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	4	3	6	7
자산부채의 증감	-8	-36	39	-5	-1
기타현금흐름	0	-2	-2	-3	-4
투자활동 현금흐름	-1	-10	-39	-8	-8
투자자산	1	0	1	0	0
유형자산	-4	-10	-11	-11	-11
기타	1	0	-28	3	3
재무활동 현금흐름	11	3	-3	-9	-10
단기차입금	0	7	-1	-1	-1
사채	10	-3	-1	0	0
장기차입금	0	1	0	0	0
유상증자	0	0	9	0	0
현금배당	0	-1	0	0	0
기타	1	0	-9	-8	-9
현금의 증감	18	-24	18	0	4
기초 현금	9	27	3	21	21
기말 현금	27	3	21	21	24
NOPLAT	11	16	19	23	29
FCF	8	7	9	13	20

코원테크
(282880)

한경래 kyungrae.han@dashin.com
이새롬 saerom.lee@dashin.com

투자 의견

N/R
신규

6개월 목표주가

N/R
신규

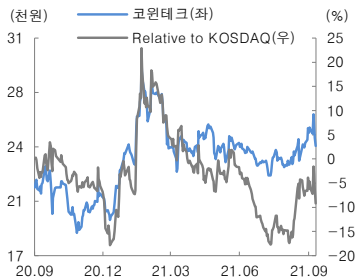
현재주가
(21.09.10)

24,050

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	228십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	29,500원 / 18,461원
120일 평균거래대금	21억원
외국인자본율	1.54%
주요주주	이재환 외 10 인 24.17% 정갑용 외 7 인 12.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	1.7	6.4	11.4
상대수익률	6.5	-3.2	-8.7	-5.1



앞으로 더 기대되는
실적 및 모멘텀

이차전지 자동화 장비, 시스템 전문 업체

- 이차전지 전공정, 후공정 자동화 설비 제조 업체
- 국내 주요 이차전지 업체 및 중국, 유럽 등 해외 고객사 보유
- 2021년 반기 기준 매출 비중 자동화시스템 74%, 유지보수 3%,
탐머티리얼 23%
- 21년 3월 탐머티리얼 지분 50% 투자로 2분기부터 연결 실적 반영.
탐머티리얼 이차전지 공장 시스템 엔지니어링 사업 영위.
향후 양극재, 전극 양산 계획

글로벌 이차전지 본격적인 증설 Cycle → 수주 확대 기대

- 전공정 자동화 시스템 부문 국내 선두 업체로 파악
- 하반기 국내 주요 이차전지 업체들의 유럽 증설 계획에 따른 대규모 수주 가능성 높은 상황
- 탐머티리얼 통한 해외 이차전지 고객사와의 네트워크 강화. 16년 이후 미국, 중국, 유럽, 베트남 업체 등에 생산 라인 엔지니어링 수주 레퍼런스 보유. 향후 코원테크 사업과의 시너지 가능
Capex 250억원 투자로 양극재, 전극 공장 증설 중. 2022년 상반기 완공 후 매출 발생 가능 전망

2021년 영업이익 130억원(+1,962% YoY) 전망

- 2021년 반기 매출액 518억원, 영업이익 33억원 기록. 하반기 대규모 수주 납품 건으로 외형 성장 가능
- 2021년 매출액 1,248억원(+175.2% YoY), 영업이익 130억원 (+1,961.9% YoY) 예상
- 하반기 이후 수주 확대 및 향후 소재 사업 가능성까지 충분한 주가 상승 모멘텀 보유

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	77	91	45	125	163
영업이익	11	21	1	13	23
세전순이익	11	19	2	15	25
총당기순이익	10	17	3	13	22
지배지분순이익	10	17	3	12	20
EPS	1,421	2,089	269	1,220	2,104
PER	-	11.8	87.6	20.6	11.9
BPS	2,904	12,608	10,492	11,523	13,427
PBR	-	1.9	2.2	2.1	1.8
ROE	97.9	27.5	2.5	11.1	16.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

그림 58. 이차전지 업체 Capa 확대 전망

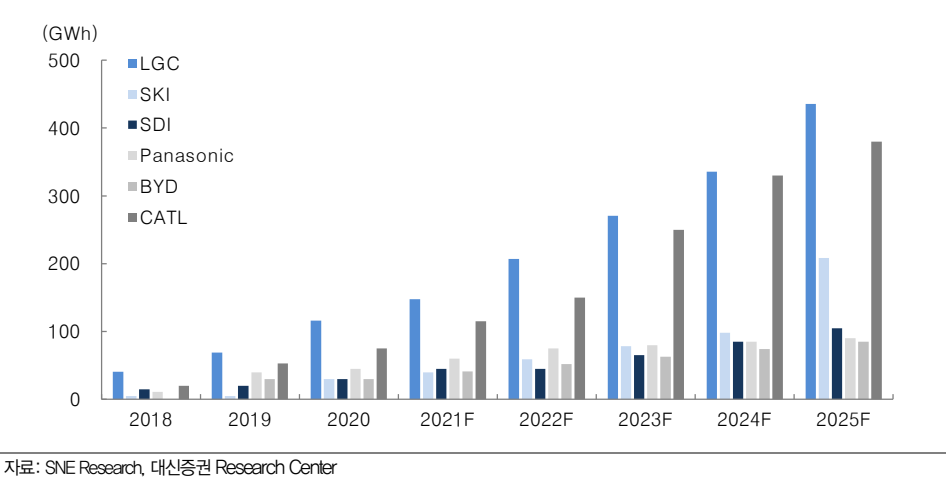


그림 59. 코원테크 자동화시스템 사업 영역



그림 60. 2021 년 반기 기준 매출 비중

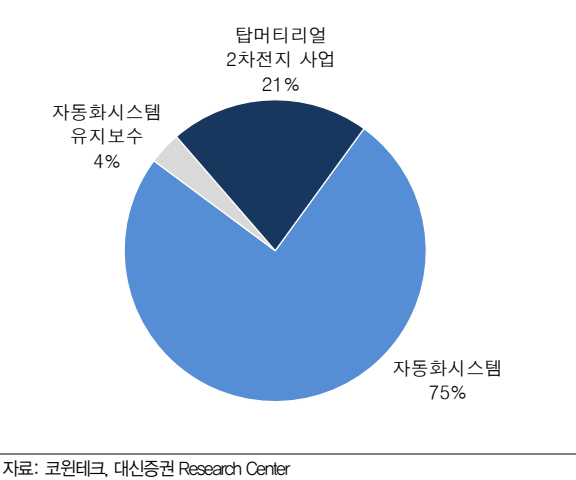


그림 61. 2021 년 반기 기준 탐머티리얼 매출 비중

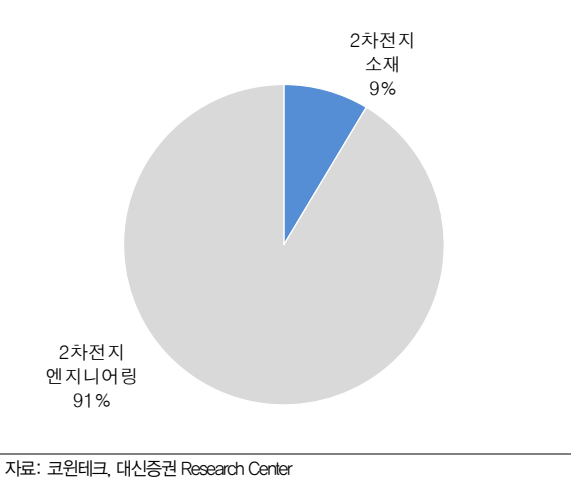
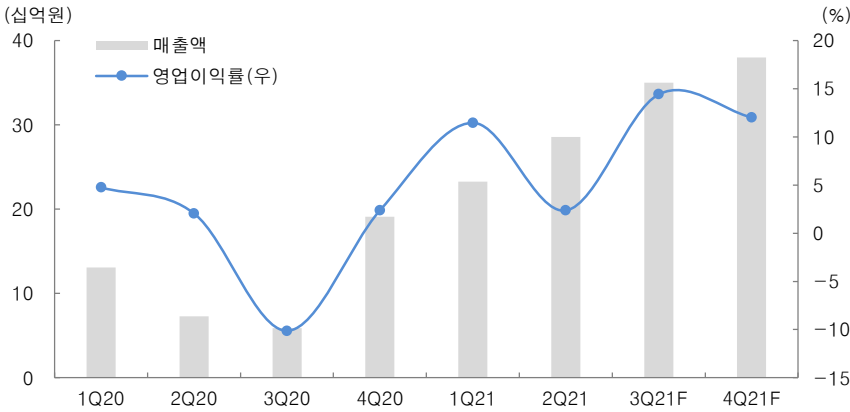


그림 62. 이차전지 자동화시스템 납품 현황



자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

그림 63. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

표 9. 코원테크 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021F
매출액	76.8	91.1	45.4	124.8
영업이익	10.5	20.8	0.6	13.0
순이익	10.3	17.1	2.5	11.6
YoY				
매출액	—	18.6	-50.2	175.2
영업이익	—	98.4	-97.0	1,961.9
순이익	—	65.7	-85.1	353.9
영업이익률	13.7	22.9	1.4	10.4
순이익률	13.5	18.8	5.6	9.3

자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

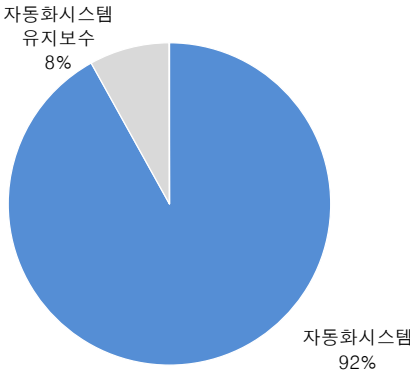
- 대표이사: 이재환
- 1998년 설립, 2019년 8월 코스닥 상장
- 2차전지, IT 등 공정 자동화 시스템 제조 업체
- 1H21 기준 주요 사업부별 매출 비중: 자동화시스템 74%, 유지보수 3%, 탭머티리얼 23%
- 자산 1,650억원, 부채 524억원, 자본 1,126억원 (발행주식수: 9,475,048, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 국내 및 글로벌 2차전지 업체 자동화 도입 확대
- 해외 고객사 수주 확대에 따른 고객사 다원화
- 하반기 이후 수주 증가 및 향후 소재 사업 가능성

자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

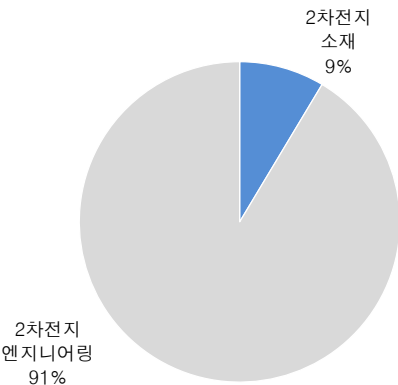
매출 비중(2020년)



자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

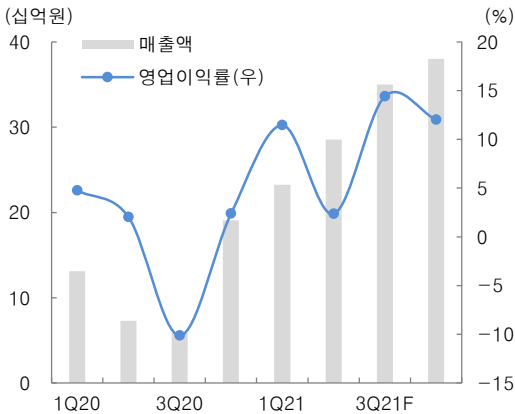
Earnings Driver

2021년 반기 기준 탭머티리얼 매출 비중



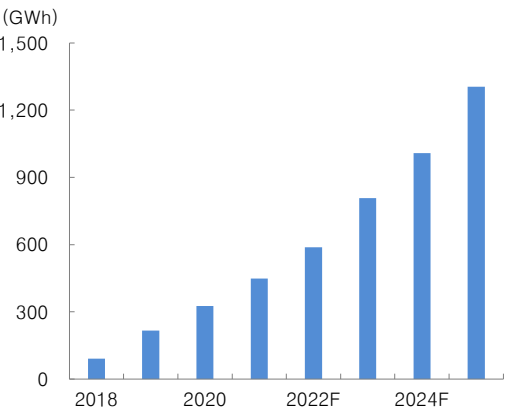
자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

이차전지 업체 Capa 확대 전망



자료: SNE Research, 대신증권 Research Center

이차전지 자동화시스템 납품 현황

배터리 제조사	공정	코원테크	경쟁사(가)	경쟁사(나)	경쟁사(다)	경쟁사(라)
국내A사	전	○	○			○
	후	○	○			○
국내B사	전	○		○		
	후	○		○	○	
국내C사	전					
	후	○	○			
중국	전					
	후	○				
글로벌(기타)	전					
	후	○				

자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	77	91	45	125	163
매출원가	60	64	36	98	124
매출총이익	17	27	10	26	39
판매비와관리비	6	6	9	13	16
영업이익	11	21	1	13	23
영업이익률	13.7	22.9	1.4	10.4	14.2
EBITDA	11	21	1	15	26
영업외손익	0	-2	1	2	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	3	2	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-3	-2	-1	-2
외환관련손실	0	1	1	1	1
기타	0	0	0	1	0
법인세비용차감전순손익	11	19	2	15	25
법인세비용	0	-2	1	-2	-2
계속사업순손익	10	17	3	13	22
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	17	3	13	22
당기순이익률	13.5	18.8	5.6	10.4	13.6
비지배자분순이익	0	0	0	1	2
지배자분순이익	10	17	3	12	20
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	17	2	13	22
비지배자분포괄이익	0	0	0	1	2
지배자분포괄이익	10	17	2	12	20

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	1,421	2,089	269	1,220	2,104
PER	-	11.8	87.6	20.6	11.9
BPS	2,904	12,608	10,492	11,523	13,427
PBR	-	1.9	2.2	2.1	1.8
EBITDAPS	15,471	2,608	150	1,554	2,713
EV/EBITDA	0.9	8.4	128.6	13.5	7.4
SPS	10,562	11,107	4,787	13,173	17,198
PSR	-	2.2	4.9	1.8	1.4
CFPS	1,898	2,644	458	1,864	2,989
DPS	48	452	195	195	195

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	0.0	18.6	-50.2	175.2	30.6
영업이익 증가율	0.0	98.4	-97.0	1,962.0	79.1
순이익 증가율	0.0	65.7	-85.1	408.3	71.2
수익성					
ROC	86.0	46.7	1.5	18.9	28.1
ROA	52.0	26.8	0.5	9.1	14.0
ROE	97.9	27.5	2.5	11.1	16.9
안정성					
부채비율	91.2	11.4	28.0	43.7	38.0
순차입금비율	44.1	-47.9	-35.8	-26.6	-29.4
이자보상배율	41.0	130.8	5.5	0.0	0.0

자료: 코원테크, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	27	89	90	106	115
현금및현금성자산	2	17	19	31	34
매출채권 및 기타채권	23	39	28	37	40
재고자산	2	0	8	8	8
기타유동자산	0	34	35	30	33
비유동자산	14	26	38	51	60
유형자산	12	24	29	43	52
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	2	8	8	8
자산총계	40	115	127	157	176
유동부채	13	12	28	42	43
매입채무 및 기타채무	8	9	10	16	19
차입금	5	0	7	25	23
유동성채무	0	0	9	0	0
기타유동부채	1	3	1	1	0
비유동부채	7	0	0	6	6
차입금	5	0	0	5	5
전환증권	2	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	19	12	28	48	48
지배자분	21	103	99	109	127
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	1	70	70	70	70
이익잉여금	17	34	32	41	60
기타자본변동	0	-5	-7	-7	-7
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	21	103	99	109	127
순차입금	9	-50	-36	-29	-37

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-3	8	5	8	22
당기순이익	10	17	3	13	22
비현금항목의 가감	3	5	2	5	6
감가상각비	0	1	1	2	2
외환손익	0	0	0	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	4	1	4	4
자산부채의 증감	-17	-13	2	-8	-3
기타현금흐름	0	0	-2	-2	-2
투자활동 현금흐름	-5	-46	-12	-10	-15
투자자산	0	-20	5	0	0
유형자산	-5	-13	-5	-15	-12
기타	0	-13	-12	5	-3
재무활동 현금흐름	3	52	10	12	-4
단기차입금	2	-5	7	18	-2
사채	2	-2	0	0	0
장기차입금	3	-3	9	5	0
유상증자	0	70	0	0	0
현금배당	0	0	-4	-2	-2
기타	-4	-9	-3	-10	0
현금의 증감	-5	15	2	12	3
기초 현금	7	2	17	19	31
기말 현금	2	17	19	31	34
NOPLAT	10	19	1	11	21
FCF	6	6	-5	-2	11

기업분석

브랜드엑스
코퍼레이션
(337930)

한경래 kyungrae.han@dashin.com
이새롬 saerom.lee@dashin.com

투자의견

Buy

매수, 신규

6개월 목표주가

15,000

신규

현재주가

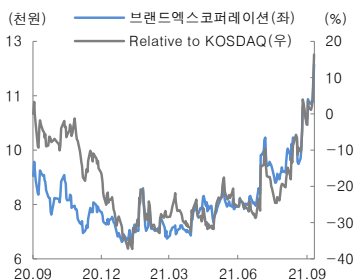
(21.09.10)

12,300

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	243십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	12,300원 / 6,877원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	0.28%
주요주주	강민준 외 4 인 50.20% 케이티비네트웍스(주) 외 2 인 11.51%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.1	52.2	72.2	35.4
상대수익률	32.9	44.9	47.6	15.4



3분기 확인될 이익률 개선, 선제적 매수 필요

투자의견 매수, 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

- 2022년 예상 EPS 935원에 Target PER 16배 적용
- 1) 제시믹스 신규 회원 증가세, 2) 6월 이후 광고비 절감에 따른 이익률 개선 확인, 3) 상반기 대비 하반기, 2022년 외형 및 이익 동반 성장하는 점 긍정적

제시믹스 신규 회원 증가세, 비용 절감 이익률 개선 기대

- 1Q19 신규 회원 수 9만명 → 2Q21 21.6만명 확대. 누적 회원 수 2019년 62.6만명 → 2Q21 174.4만명. 1년 반 만에 123% 고성장세 달성. 경쟁사 대비 높은 가성비, 캐주얼, 언더웨어 등 카테고리 확장으로 소비자 니즈에 맞는 판매 전략 효과적
- 사회적 거리두기로 4Q20, 1Q21 판매 부진했으나 2분기 제시믹스 매출액 396억원, +32.9% QoQ 회복. 4~5월 대비 6월 매출이 MoM 10% 증가에도 광고비 약 20억원 절감에 따라 영업이익률: 4월 Bep 수준 → 6월 20% 이상 큰 폭 개선 파악
- 9월 제시믹스 블랙라벨 신제품 출시 및 재난지원금 효과 기대. 하반기 매출액, 영업이익 각각 1,087억원, 158억원으로 상반기 대비 +26.3%, +277.7% 전망

하반기 개선될 펀더멘털, 2022년 영업이익 +83% YoY 기대

- 2021년 매출액 1,948억원(+39.4% YoY), 영업이익 189억원(+132.5% YoY) 전망
- 2022년 매출액 2,437억원(+25.1% YoY), 영업이익 346억원(+83% YoY) 예상. 6월 이후 광고비 절감 효과가 2022년 온기로 반영된다면 판관비율 46.7%로 +4.2%p YoY 개선 가능. 영업이익률 14.2%(+4.5%p YoY) 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	64	140	195	244	293
영업이익	10	8	19	35	48
세전순이익	9	8	17	34	48
총당기순이익	8	7	15	29	40
지배지분순이익	8	7	15	28	38
EPS	331	268	505	935	1,270
PER	-	26.7	22.1	11.9	8.8
BPS	617	2,407	2,777	3,592	4,789
PBR	-	3.0	4.4	3.4	2.6
ROE	84.0	18.1	20.4	29.6	30.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

투자의견 매수, 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 15,000원으로 커버리지를 개시한다. 2022년 예상 EPS 935원에 Target PER 16배를 적용했다. 퍼포먼스 마케팅을 바탕으로 한 온라인 미디어 커머스 업체인 점을 반영했다. 제시믹스 신규 회원 증가세, 6월 이후 광고비 절감에 따른 이익률 개선 확인, 상반기 대비 하반기, 2022년 외형 및 이익 동반 성장하는 점이 긍정적이다. 광고비 절감이 지속된다면 높은 영업 레버리지가 가능한 수익 구조 특성 상 영업이익률 2021년 9.7%(+3.9%p YoY), 2022년 14.2%(+4.5%p YoY) 기대된다.

패션 브랜드 및 생활 용품 미디어 커머스 업체

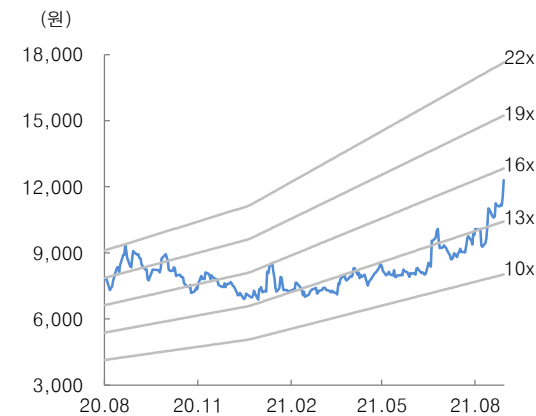
브랜드엑스코퍼레이션은 요가, 필라테스 의류 브랜드 제시믹스를 보유하고 있다. 퍼포먼스 마케팅 업체 이루다, 셀프 네일 케어 판매 업체 젤라도랩 등을 연결 자회사로 두고 있다. 에슬레저 패션에서 생활 용품까지 다양한 소비재를 판매하며, 전체 매출의 80% 이상이 자사몰에서 발생하는 퍼포먼스 마케팅 기반 미디어 커머스 업체다. 2021년 예상 매출 비중은 제시믹스 82%, 뉴브랜드 3%, 연결 자회사 15%다.

표 10. 브랜드엑스코퍼레이션 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고	
EPS	935 2022년 예상 EPS
Target PER	16
목표주가	15,000
현재주가	12,300 2021.09.10 기준
상승여력(%)	22

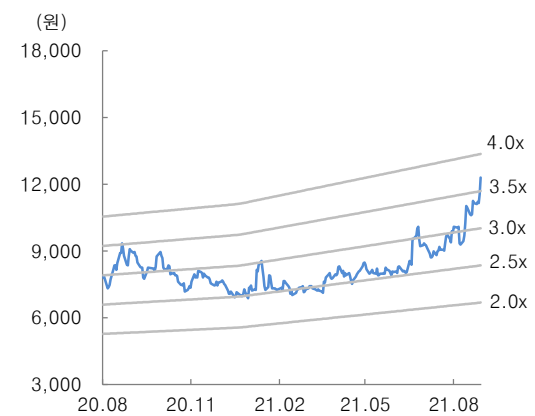
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 64. 브랜드엑스코퍼레이션 12MF PER 추이



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 65. 브랜드엑스코퍼레이션 12MF PBR 추이



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

제시믹스 신규 회원 증가세, 비용 절감으로 이익률 개선 기대

여성 요가, 필라테스 기능성 의류 시장 경쟁이 치열함에도 제시믹스 자사몰의 신규 회원 증가세 및 매출 증가가 지속되고 있다. 2019년 1분기 신규 회원 수 9만명, 2020년 1분기 15.6만명 수준에서 2021년 2분기에는 21.6만명으로 확대되고 있다. 2019년말 62.6만명이던 누적 회원 수는 2021년 2분기 기준 174.4만명으로 1년 반만에 123%의 고성장세를 기록했다. 경쟁사 대비 높은 가성비, 캐주얼, 언더웨어 등 레깅스 외 카테고리 확장으로 소비자 니즈에 맞는 판매 전략이 효과적이라고 볼 수 있다.

코로나19로 인한 사회적 거리두기로 2020년 4분기, 2021년 1분기 판매 부진이 불가피했으나 2분기 제시믹스 매출액 396억원으로 +32.9% QoQ 기록하며 회복했다. 특히 이익률 측면에서 4~6월 큰 폭의 변화를 보였다. 4~5월 대비 6월 매출이 MoM 10% 증가에도 광고비는 약 20억원 절감함에 따라 4월 Bep 수준이던 이익률이 6월에 20% 이상으로 급격히 상승한 것으로 파악된다.

동사의 경우 판관비에서 광고비가 절반 이상을 차지할 정도로 이익률에 가장 영향을 미치고 있다. 효과적인 퍼포먼스 마케팅으로 광고비를 줄였음에도 매출 성장을 확인한 만큼 하반기 매출액 대비 광고비 절감을 지속할 계획이다. 7월에도 매출액은 MoM 10% 수준으로 상승했으나 광고비는 안정적으로 유지하고 있는 것으로 추정된다.

9월에는 제시믹스 블랙라벨 신제품 출시 및 재난지원금 효과가 더해지며 지속적인 외형 성장이 기대된다. 과거 신제품 출시 시기에도 10% 이상의 매출 성장 경험이 있다. 하반기 매출액, 영업이익은 각각 1,087억원, 148억원으로 상반기 대비 +26.3%, +253.8%의 높은 실적 개선이 기대된다.

그림 66. 제시믹스 자사몰 신규 회원 수 추이

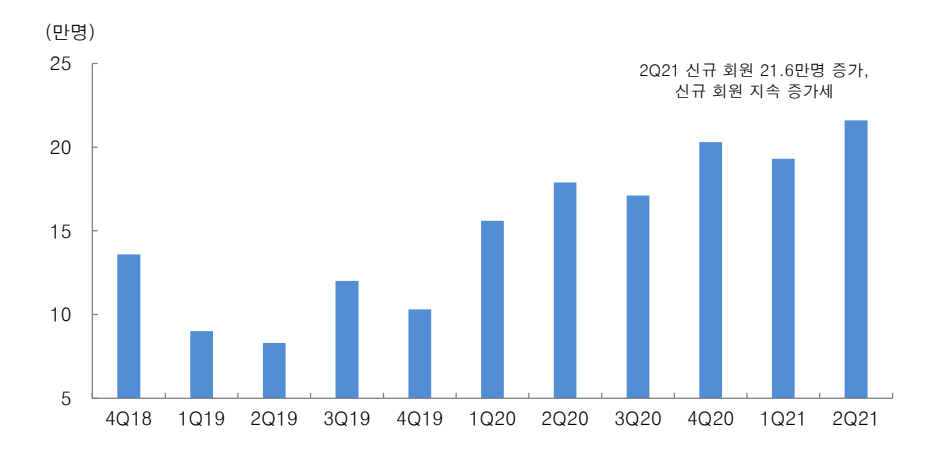
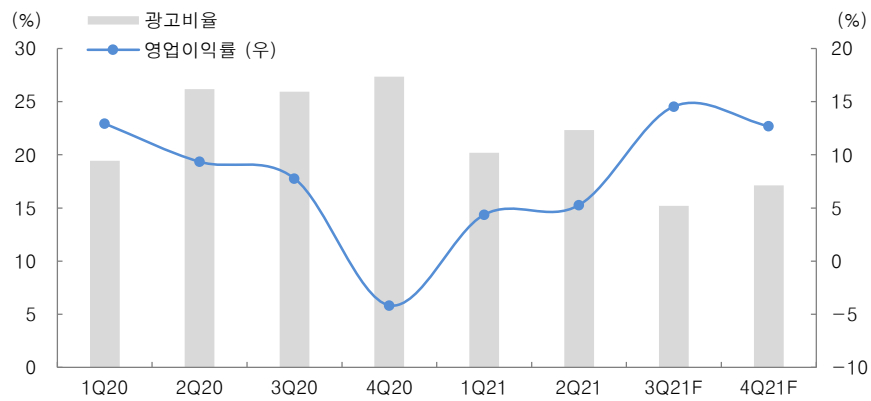
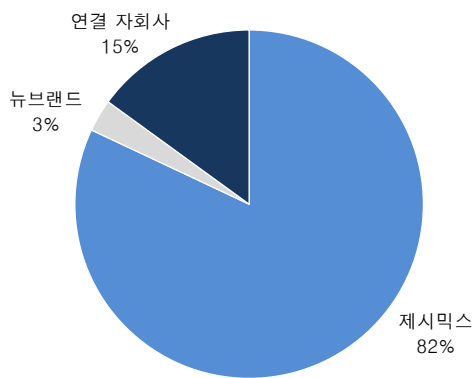


그림 67. 광고비율 하락으로 영업이익률 개선 전망



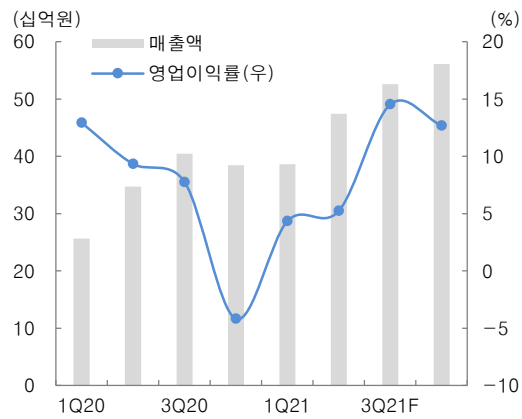
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 68. 2021 년 예상 매출 비중



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 69. 분기별 실적 전망



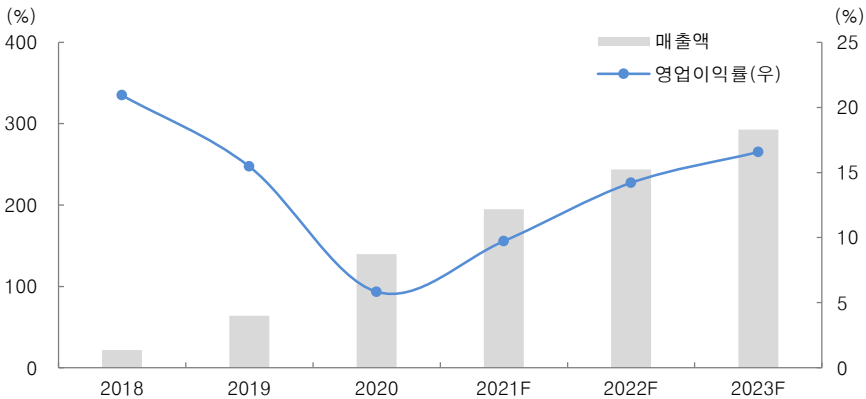
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

하반기부터 개선될 펀더멘털, 2022년 영업이익 +83% YoY 기대

2021년 매출액 1,948억원(+39.4% YoY), 영업이익 189억원(+132.5% YoY)이 전망된다. 6월부터 광고비 절감 효과가 반영된 만큼 상반기와는 다른 하반기 높은 실적 성장이 기대된다. 향후 위드 코로나로 일상 생활이 변하게 되면 운동복에 대한 수요 증가가 이어질 것이다. 부문별 매출액은 제시믹스 1,600억원(+48.5% YoY), 뉴브랜드 67억원(-49.4% YoY), 연결 자회사 315억원(+58.6% YoY)이 예상된다.

2022년에는 외형 성장과 더불어 이익률 개선도 온기로 반영될 전망이다. 매출액 2,437억원(+25.1% YoY), 영업이익 347억원(+82.8% YoY)이 예상된다. 매출원가율은 안정적으로 39~40% 수준이 유지되고 있다. 6월 이후 광고비 절감 효과가 2022년 온기로 반영된다면 판관비율은 46.7%로 전년 대비 4.2%p 개선이 가능하다. 이에 따라 영업이익률은 14.2%(+4.5p YoY)가 기대된다.

그림 70. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

표 11. 브랜드엑스코퍼레이션 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	25.7	34.7	40.4	38.5	38.6	47.4	52.6	56.1	139.7	194.8	243.7
체크믹스	21.1	26.0	31.2	29.5	29.8	39.6	43.9	46.8	107.8	160.0	200.6
뉴브랜드	1.5	4.4	3.6	3.7	2.1	1.4	1.5	1.6	13.2	6.7	8.0
연결자회사	3.7	5.6	5.9	4.6	6.9	7.7	8.2	8.7	19.9	31.5	39.6
영업이익	3.3	3.2	3.1	-1.6	1.7	2.5	7.6	7.1	8.1	18.9	34.6
순이익	2.0	3.3	2.9	-1.2	1.4	1.0	6.4	5.7	7.0	14.5	27.6
YoY											
매출액	-	-	-	-	50.5	36.6	30.1	45.8	118.0	39.4	25.1
체크믹스	-	-	-	-	41.5	52.0	40.8	58.7	-	48.5	25.4
뉴브랜드	-	-	-	-	36.1	-66.8	-58.2	-56.2	-	-49.4	20.3
연결자회사	-	-	-	-	87.1	37.1	38.7	87.5	-69.0	58.6	25.7
영업이익	-	-	-	-	-49.3	-23.1	143.5	흑전	-17.8	132.5	82.8
순이익	-	-	-	-	-30.4	-70.8	124.9	흑전	-8.3	107.2	90.7
영업이익률	12.9	9.3	7.8	-4.2	4.4	5.3	14.5	12.7	5.8	9.7	14.2
순이익률	7.8	9.6	7.1	-3.1	3.6	2.1	12.2	10.2	5.0	7.4	11.3

자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

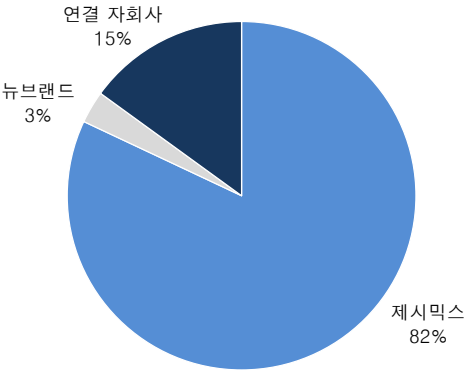
- 대표이사: 강민준, 이수연
- 2017년 설립, 2020년 8월 코스닥 상장
- 패션 브랜드 및 생활 용품 미디어 커머스 업체
- 주요 브랜드: 젹시믹스, 휘아, 마르시오디에고, 믹스투믹스 등
- 2021F 예상 매출 비중: 젹시믹스 82%, 뉴브랜드 3%, 연결자회사 15%
- 자산 1,067억원, 부채 424억원, 자본 643억원 (1H21 기준)
- 발행 주식수: 19,062,968 (1H21 기준)

주가 변동요인

- 코로나19 완화, 백신 접종률 증가에 따른 스포츠웨어 수요 증가
- 신제품 출시 및 재난지원금 효과에 따른 지속적 외형 성장
- 6월 이후 광고비 절감 효과 2022년 온기 반영, 이익률 개선
- 자사몰 신규 회원 증가 및 매출 증가 지속

자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

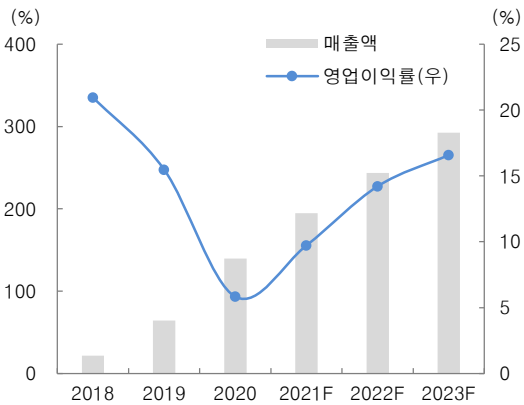
매출 비중 전망 (2021F)



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

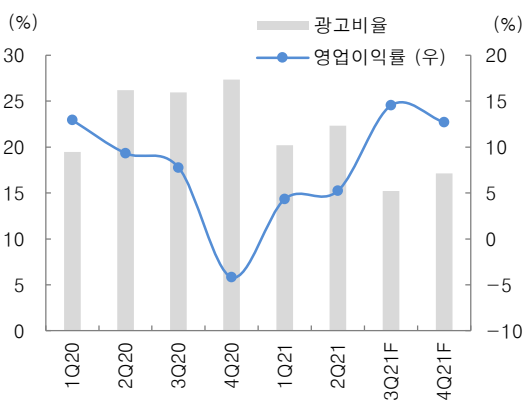
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



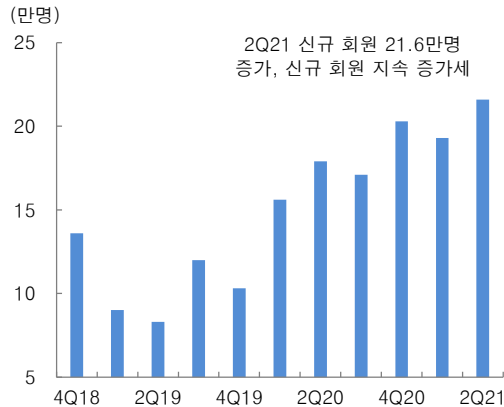
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

광고비율 하락으로 영업이익률 개선 전망



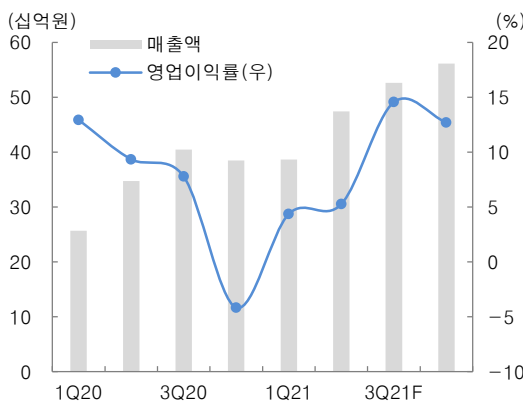
자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

젹시믹스 자사몰 신규 회원 수 추이



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

분기별 실적 전망



자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	64	140	195	244	293
매출원가	25	54	77	95	113
매출총이익	39	86	118	148	180
판매비와관리비	29	77	99	114	131
영업이익	10	8	19	35	48
영업이익률	15.5	5.8	9.7	14.2	16.6
EBITDA	11	11	22	38	52
영업외손익	-1	-1	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	0	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	9	8	17	34	48
법인세비용	-2	-1	-2	-5	-9
계속사업순손익	8	7	15	29	40
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	7	15	29	40
당기순이익률	11.9	5.0	7.8	11.9	13.5
비지배자분순이익	0	0	1	1	2
지배자분순이익	8	7	15	28	38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	8	7	15	29	39
비지배자분포괄이익	0	0	1	1	2
지배자분포괄이익	8	7	15	28	38

Valuation 지표

	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	331	268	505	935	1,270
PER	-	26.7	22.1	11.9	8.8
BPS	617	2,407	2,777	3,592	4,789
PBR	-	3.0	4.4	3.4	2.6
EBITDAPS	468	434	747	1,272	1,746
EV/EBITDA	-	16.7	10.2	5.2	3.4
SPS	2,780	5,349	6,699	8,241	9,893
PSR	-	1.3	1.8	1.5	1.2
CFPS	512	501	769	1,334	1,811
DPS	0	73	73	73	73

재무비율

	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	195.3	118.0	39.4	25.1	20.0
영업이익 증가율	118.1	-17.8	132.5	82.8	40.1
순이익 증가율	113.5	-8.4	117.5	91.3	35.8
수익성					
ROC	187.5	29.9	34.9	54.9	64.8
ROA	40.3	13.6	20.1	28.3	31.9
ROE	84.0	18.1	20.4	29.6	30.3
안정성					
부채비율	191.8	24.6	36.1	26.5	19.9
순차입금비율	-7.1	-23.4	-27.3	-43.3	-47.7
이자보상배율	15.6	19.4	0.0	0.0	0.0

자료: 브랜드엑스코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	31	61	81	105	141
현금및현금성자산	9	9	21	38	55
매출채권 및 기타채권	2	5	8	10	12
재고자산	10	33	32	34	48
기타유동자산	11	14	20	24	26
비유동자산	10	17	29	29	29
유형자산	2	4	5	5	6
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	8	13	24	24	24
자산총계	42	78	110	134	170
유동부채	11	12	23	22	22
매입채무 및 기타채무	6	8	12	14	16
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	5	4	11	8	6
비유동부채	16	3	6	6	6
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	3	3	3
기타비유동부채	16	3	3	3	3
부채총계	27	15	29	28	28
자배지분	14	63	81	106	142
자본금	0	10	15	15	15
자본잉여금	2	35	35	35	35
이익잉여금	11	18	31	57	92
기타자본변동	1	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	14	63	81	106	142
순차입금	-1	-15	-22	-46	-68

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6	-14	22	33	31
당기순이익	8	7	15	29	40
비현금항목의 가감	4	6	7	10	14
감가상각비	1	3	3	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	3	4	7	11
자산부채의 증감	-5	-25	1	-1	-14
기타현금흐름	-1	-2	-2	-5	-9
투자활동 현금흐름	-16	-9	-24	-11	-9
투자자산	-10	-1	0	0	0
유형자산	-2	-3	-3	-3	-3
기타	-4	-5	-21	-7	-5
재무활동 현금흐름	14	23	-15	-20	-20
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	44	5	0	0
현금배당	0	0	-2	-2	-2
기타	14	-21	-18	-18	-18
현금의 증감	6	1	11	17	17
기초 현금	3	9	9	21	38
기말 현금	9	9	21	38	55
NOPLAT	8	8	17	29	40
FCF	7	6	5	29	40

기업분석

감성
코퍼레이션
(036620)

이새롬 saerom.lee@dashin.com
한경래 kyungrae.han@dashin.com

투자 의견

N/R
신규

6개월 목표주가

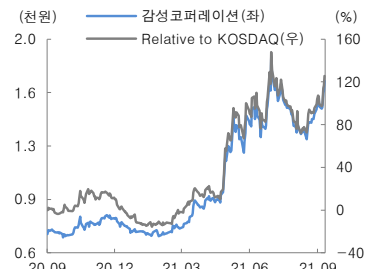
N/R
신규

현재주가
(21.09.10)

1,720
스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	130십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	37십억원
52주 최고/최저	1,870원 / 673원
120일 평균거래대금	17억원
외국인지분율	6.49%
주요주주	김호선 외 4 인 33.40% 스노우피크 5.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.5	9.6	120.5	141.6
상대수익률	27.3	4.3	89.1	105.8



이제 시작하는
아웃도어 브랜드 업체

모바일 주변기기 → 캠핑 아웃도어 업체로 고성장 중

- 프리미엄 캠핑기어 브랜드 스노우피크(일본)와 2019년 10월 한국/중국/홍콩/대만 라이선스 계약 체결
- 의류 부문 매출 비중은 2020Y 33.7% → 2021F 70.5% 상승 전망

출점 효과 & 기존 점포 매출 성장으로 외형 확장세 가속화

- 상반기 누적 오프라인 채널은 총 65군데. 2021년 연말까지 오프라인 누적 점포수 82군데로 공격적인 신규 출점 진행될 예정
- 출점 효과 및 브랜드 인지도 상승으로 스노우피크 월 평균 매출액은 2H20 10억원 → 1H21 26억원으로 전년 대비 2.5배 이상 증가
- 3Q21 백화점 고효율 점포 입점 시작. 하반기 점포당 효율 확대, 출점 효과, 고정비 효율화로 폭발적인 외형 성장 및 흑전 가능할 전망
- 2022년 외형 성장과 본격적인 이익 회수 구간 진입. 2021년 영업이익 7억원 → 2022F 영업이익 72억원(OPM 9.8%) 기대

중국 온라인 판매, 무신사 협력 강화 → 추가적인 성장 모멘텀

- 2021년 11월 왕홍(웨이야)을 통한 온라인 판매 개시할 예정. 중국 라이브커머스 거래액 2018Y 24조원 → 2020Y 160조원으로 급증
- 웨이야는 중국 라이브커머스 판매액 랭킹 1위를 기록한 만큼 광군제 온라인 방송은 추가적인 실적 업사이드로 작용할 수 있음
- 8월 온라인 매출액 비중 10% 가까이 상승하며 온/오프라인 동반 고성장세 진행. 향후 무신사향 전략 제품 계획 중, 스노우피크 브랜드가 MZ 세대를 아우르고 있는 만큼 시너지 기대
- National Geographic의 경우 무신사향 판매 호조로 2016년에서 2020년 무신사향 연평균 매출액 성장률 200% 이상 달성

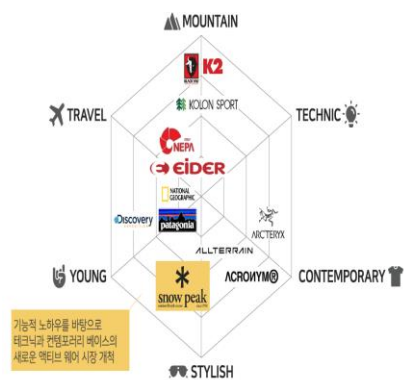
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	7	16	41	73	92
영업이익	-1	-5	-1	7	13
세전순이익	-4	-5	0	7	14
총당기순이익	-6	-5	0	7	12
지배지분순이익	-6	-5	0	7	12
EPS	-133	-82	-1	99	156
PER	-	-	-	17.2	11.0
BPS	366	386	432	569	757
PBR	2.3	1.8	4.0	3.0	2.3
ROE	-44.4	-25.1	-0.3	20.1	23.5

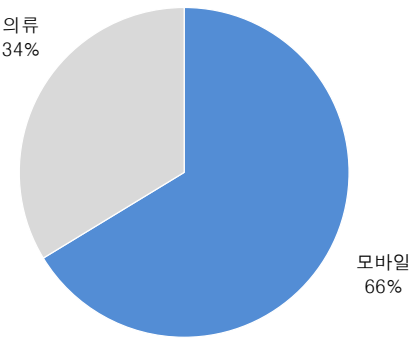
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 71. 스노우피크 어패럴



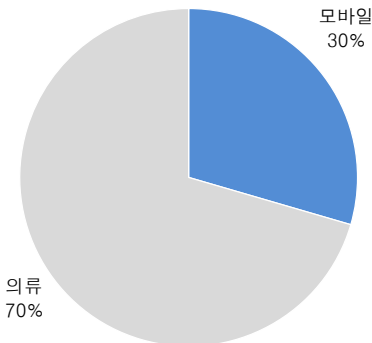
자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 72. 2020 년 사업 부분별 매출 비중



자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 73. 2021 년 사업 부분별 예상 매출 비중



자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

투자포인트

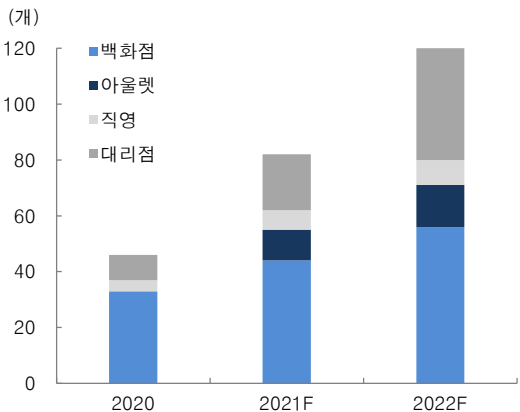
출점 효과 & 기존 점포 매출 성장으로 외형 확장세 가속화

기존 캠핑기어 브랜드 스노우피크에 대한 높은 인지도, 로열티를 바탕으로 동사의 의류 사업은 고성장을 지속하고 있다. 2020년 2월 무신사 판매를 시작으로 가파른 오프라인 점포 확장세를 기록하고 있다. 2020년 연말 오프라인(백화점, 대리점 등) 채널 48곳을 확보했으며, 2021년 연초부터 아울렛 채널 출점이 더해졌다. 상반기 누적 오프라인 채널은 총 65개를 기록했으며 연말까지 오프라인 점포수 82군데로 공격적인 신규 출점이 진행된다.

점포당 효율 급증세도 독보적이다. 스노우피크 월 평균 매출액은 1H20 10억원 → 1H21 26억원으로 전년 대비 2.5배 이상 증가했다. 3분기부터 백화점 고효율 점포 입점을 시작으로 기존점 성장세도 지속될 전망이다. 2021년 하반기는 상반기 대비 오프라인 점포 17군데의 신규 출점이 계획되어 있으며 백화점의 경우 롯데 동탄, 신세계 타임스퀘어 등 고효율 점포 중심의 출점이 예정되어 있다.

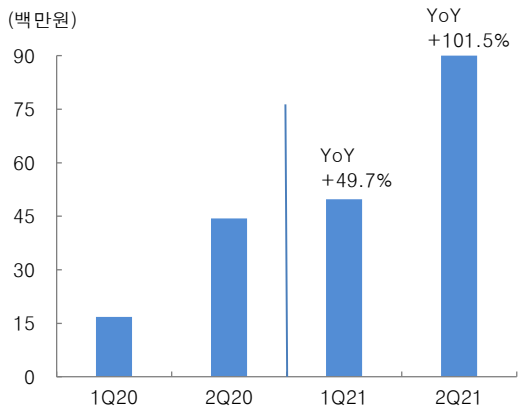
하반기 점포당 매출 효율 확대, 신규 출점 효과, 브랜드력 증가 폭발적인 시너지가 기대된다. 분기 오프라인 점포당 매출액 추이는 1Q20 2천만원, 2Q20 4천만원 → 1Q21 5천만원, 2Q21 9천만원 수준으로 전년 동기 대비 2배 이상 증가했다. 기존 아웃도어 브랜드 중 디스커버리, 내셔널지오그래픽을 제외한 대부분 브랜드는 성장이 제한된 상황으로 스노우피크가 오프라인 채널의 신규 핵심 아웃도어 브랜드로 자리매김하고 있다. 4Q21 연결 영업이익 흑자전환을 시작으로 2022년 외형 성장과 본격적인 이익 회수가 동반될 전망이다.

그림 74. 스노우피크 어패럴 누적 점포 수 추이 및 계획



자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 75. 스노우피크 어패럴 오프라인 점포당 분기 매출액



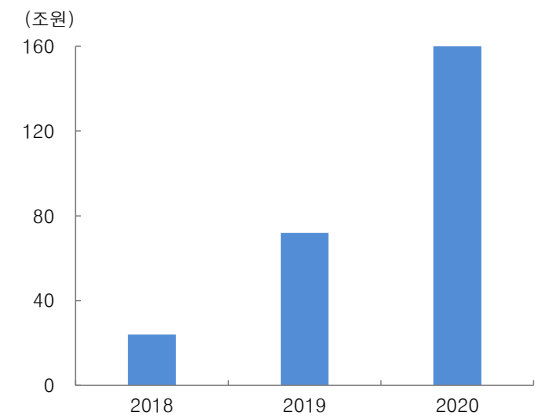
자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

21년 11월 중국 온라인 판매, 무신사 협력 강화 → 추가적인 성장 모멘텀

2021년 F/W 시즌 스노우피크 어패럴 중국 진출이 예정되어 있다. 감성코퍼레이션은 스노우피크 아시아 라이선스를 바탕으로 2021년 11월 광군제 기간 왕홍(웨이야)을 통한 온라인 판매를 개시할 예정이다. 중국 라이브커머스 거래액은 2018년 24조원 → 2019년 72조원 → 2020년 160조원으로 매년 급증하고 있다. 구체적인 온라인 채널, SKU, 가격 등은 협의 중이나 동사의 실적 및 기업가치에 추가적인 업사이드 요인으로 작용할 수 있다.

8월 의류사업의 온라인 매출액 비중은 10% 가까이 상승하며 온/오프라인 동반 고성장세가 진행 중이다. 동사의 주요 온라인 채널은 무신사 및 자사몰이다. 2020년 2월 무신사를 통한 런칭으로 동사의 의류 판매가 개시되었고, 현재 브랜드 성장 가능성이 입증된 만큼 무신사향 전략 제품 기획 및 런칭도 가능할 전망이다. National Geographic의 경우 무신사향 판매 호조로 2016년에서 2020년 무신사향 연평균 매출액 성장률 222%를 달성했다. 스노우피크 브랜드가 MZ 세대를 아우르고 있는 만큼 무신사와 전략 제품을 통한 시너지도 가능하다.

그림 76. 중국 라이브커머스 거래액 추이



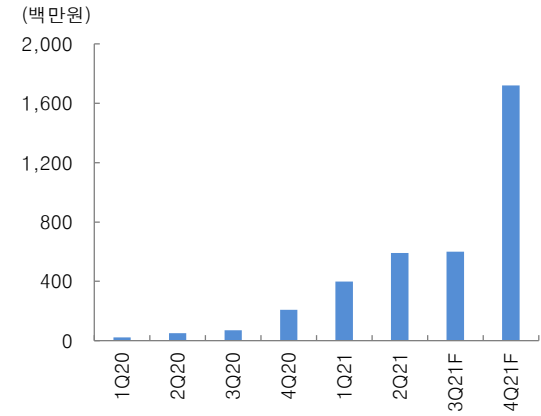
자료: KORTA, 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 77. 2H20 중국 왕홍 TOP10 라이브커머스 판매액

순위	플랫폼	왕홍	총 판매액(억 위안)	총 판매량(만)	발로워(명)
1	타오바오	웨이야(薇娅)	225	16,515	39,080,107
2	타오바오	리자지(李佳琦)	139	9,860	380,547,567
3	콰이쇼우	신박(辛巴)	76	6,421	70,876,000
4	콰이쇼우	단단(蛋蛋)	46	4,227	25,284,000
5	타오바오	셰리(雪梨Cherie)	40	1,937	19,185,575
6	콰이쇼우	상다거(散打哥)	30	670	53,244,000
7	타오바오	리예바오바오(烈儿宝贝)	21	1,660	7,513,355
8	틱톡	루오융하오(罗永浩)	18	889	15,504,077
9	콰이쇼우	스타파오왕(时大漂亮)	17	1,083	17,410,000
10	타오바오	천지예(陈洁kiki)	17	1,277	15,426,416

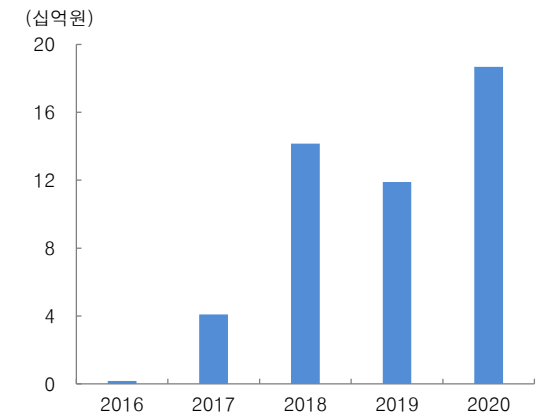
자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 78. 스노우피크 어패럴 온라인 매출액 추이 및 전망



자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 79. 아웃도어 브랜드 무신사향 매출액 추이



자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

실적 전망

2021F 매출액 411억원(+150% YoY), 영업적자 대폭 축소

2021년 연결 매출액은 411억원(+150% YoY), 영업이익은 -7억원으로 영업이익 적자가 대폭 축소될 전망이다. 사업 부분별 매출액은 모바일 121억원(+11.2% YoY), 어패럴 290억원(+423.3% YoY)를 예상한다.

외형 급증세 초입을 지나는 만큼 통상적인 의류 계절성 보다는 안정적인 분기별 실적 흐름이 예상되며, 4분기는 고효율 매장 출점 확대에 성수기 효과가 더해지며 영업이익 흑전이 확실시된다. 4Q21 의류 매출액 132억원(+352.7% YoY) 및 연결 매출액 167억원(+177.2% YoY)을 예상하며 연결 영업이익 11억원을 시현할 전망이다. 2021년 하반기부터 백화점 스노우피크 어패럴 점포당 지원금(점포당 월 200만원)도 감소할 예정으로 판관비 효율화 가능한 점도 긍정적이다.

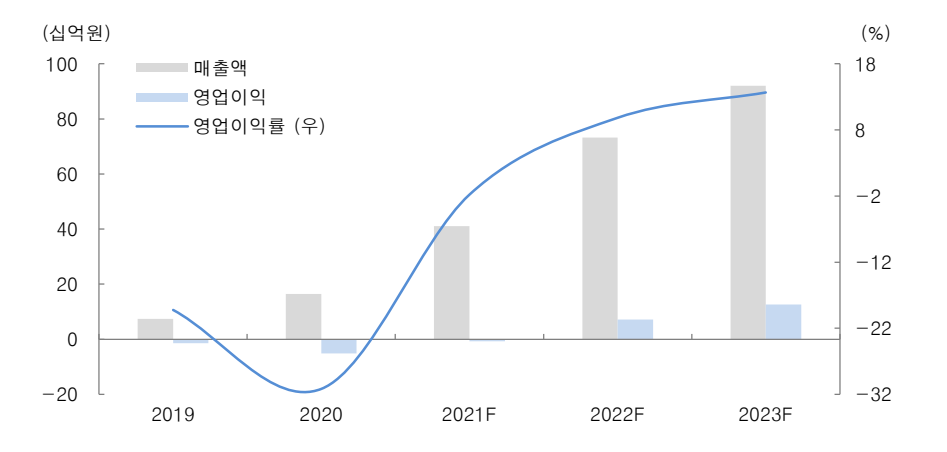
연결 매출액에서 의류 사업 비중은 2020Y 33.7% → 2021F 70.5% → 2022F 82.5% 상승할 전망이다. 또한 2022년 스노우피크 출점 모멘텀과 더불어 고효율 점포 중심의 기존점 성장 동반 수혜로 본격적인 이익 회수가 가능하다. 2022년 S/S 키즈 라인업 런칭 기대감도 보유해 감성코퍼레이션의 고성장 중인 브랜드 가치 반영이 필요하다.

표 12. 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2.8	3.4	4.2	6.0	6.1	9.4	8.9	16.7	7.4	16.4	41.1	73.2
모바일	2.5	2.4	2.9	3.1	2.7	2.9	3.0	3.5	7.5	10.9	12.1	12.8
의류	0.3	1.0	1.3	2.9	3.4	6.5	5.9	13.2	0.0	5.5	29.0	60.4
영업이익	-1.3	-1.2	-1.6	-1.1	-1.2	-0.5	-0.2	1.1	-1.4	-5.1	-0.7	7.2
순이익	-1.1	-1.0	-2.1	-0.8	-1.2	-0.1	0.0	1.2	-5.9	-5.0	-0.1	7.4
YoY												
매출액	232.3	29.9	606.3	81.8	118.5	173.3	112.6	177.2	-17.1	122.4	150.0	78.2
모바일	205.1	329.2	7.1	-8.7	7.8	21.9	2.1	14.1	-18.6	45.8	11.2	5.5
의류					1062.9	528.4	352.0	352.7	0.0	0.0	422.4	108.7
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
영업이익률	-46.5	-34.0	-37.7	-17.9	-19.1	-5.0	7.2	14.0	-19.2	-31.2	-1.8	9.8
순이익률	-38.9	-30.1	-50.6	-12.9	-19.5	-1.0	-0.6	7.4	-80.2	-30.5	-0.2	10.1

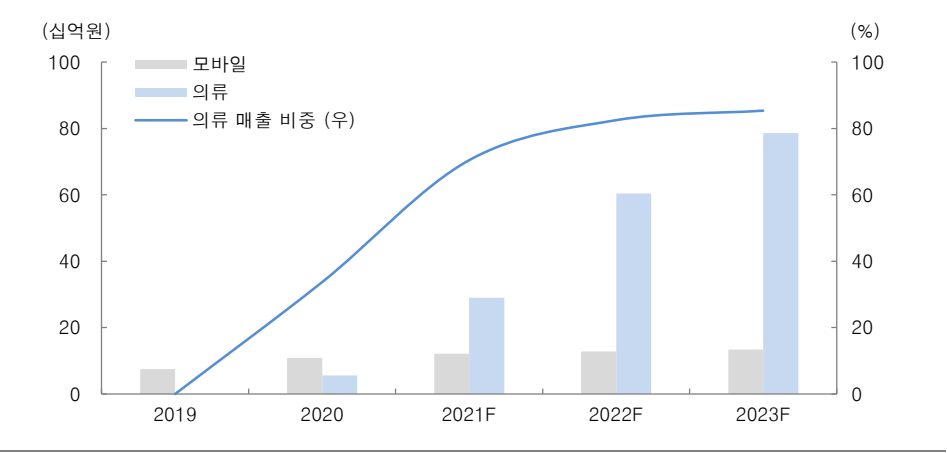
자료: 대신증권 Research Center

그림 80. 연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 삼성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

그림 81. 사업 부분별 매출액 추이 및 비중



자료: 삼성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1994년 설립, 2000년 1월 코스닥 상장
- 과거 모바일 주변기기(버추얼텍) 중심 운영, 2020년 2월 자회사 출범(데브그루)으로 스노우피크 어패럴 사업 런칭, 현재 자회사 합병으로 의류 브랜드 중심 운영
- 2021년 사업 부문별 예상 매출 비중 의류 70%, 모바일 30%
- 자산 369억원, 부채 117억원, 자본 252억원 (1H21 기준)
- 발행 주식수: 74,015,708 (1H21 기준)

주가 변동요인

- 신규 출점 및 브랜드 인지도 상승 효과 본격화
- 스노우피크 어패럴 중국 진출에 따른 실적 성장
- 점포당 효율 확대에 따른 외형 성장과 수익성 개선

자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

감성코퍼레이션 사업부문별 매출 비중

주: 2021년 예상 매출액기준
자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망

자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

스노우피크 어패럴 온라인 매출액 추이

자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

스노우피크 어패럴 누적 점포 수 추이 및 계획

자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

사업 부문별 매출액 추이 및 비중

자료: 감성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	7	16	41	73	92
매출원가	6	11	19	33	42
매출총이익	1	6	22	40	50
판매비와관리비	3	11	23	33	37
영업이익	-1	-5	-1	7	13
영업이익률	-19.2	-31.2	-1.8	9.8	13.7
EBITDA	-1	-4	0	9	14
영업외손익	-3	0	0	0	1
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	0	3	3	2	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-3	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	-1	-1	0
법인세비용차감전순손익	-4	-5	0	7	14
법인세비용	0	0	0	0	-2
계속사업순손익	-4	-5	0	7	12
중단사업순손익	-2	0	0	0	0
당기순이익	-6	-5	0	7	12
당기순이익률	-80.5	-30.5	-0.2	10.2	12.6
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-6	-5	0	7	12
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-8	-4	1	7	12
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-8	-4	0	7	12

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-133	-82	-1	99	156
PER	-	-	-	17.2	11.0
BPS	366	386	432	569	757
PBR	2.3	1.8	4.0	3.0	2.3
EBITDAPS	-23	-67	6	116	191
EV/EBITDA	-	-	299.0	14.3	8.0
SPS	166	269	569	989	1,243
PSR	5.1	2.6	3.0	1.7	1.4
CFPS	-21	-60	-4	101	187
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-17.1	122.4	150.0	78.2	25.6
영업이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	74.5
순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	56.4
수익성					
ROIC	-25.9	-34.9	-3.5	27.5	34.2
ROA	-5.1	-13.5	-1.8	13.9	19.9
ROE	-44.4	-25.1	-0.3	20.1	23.5
안정성					
부채비율	140.1	55.1	46.7	37.2	22.6
순차입금비율	15.3	3.8	-7.0	-16.5	-30.2
이자보상배율	-1.5	-2.6	0.0	0.0	0.0

자료: 삼성코퍼레이션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	24	21	28	40	51
현금및현금성자산	7	3	7	12	18
매출채권 및 기타채권	2	4	5	8	10
재고자산	1	7	9	13	16
기타유동자산	15	7	7	7	7
비유동자산	15	16	18	18	18
유형자산	2	4	5	5	5
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	13	12	13	13	13
자산총계	39	37	46	58	69
유동부채	23	11	10	12	8
매입채무 및 기타채무	0	1	2	3	4
차입금	0	1	1	1	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	22	9	8	8	5
비유동부채	0	2	4	4	4
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	2	4	4	4
부채총계	23	13	15	16	13
자배지분	16	24	31	42	56
자본금	28	35	37	37	37
자본잉여금	20	25	25	25	25
이익잉여금	-7	-19	-19	-12	0
기타자본변동	-25	-17	-12	-8	-6
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	16	24	31	42	56
순차입금	3	1	-2	-7	-17

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	-3	-9	-1	3	10
당기순이익	-6	-5	0	7	12
비현금항목의 가감	5	1	0	0	2
감가상각비	0	1	1	1	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	0	-1	-1	1
자산부채의 증감	-2	-5	0	-4	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	-2
투자활동 현금흐름	-23	7	-3	-3	-3
투자자산	-4	-2	-1	0	0
유형자산	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-18	12	1	0	0
재무활동 현금흐름	28	-2	-7	-8	-12
단기차입금	-3	1	1	0	-1
사채	20	-6	-2	0	-3
장기차입금	-2	0	0	0	0
유상증자	13	12	2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-8	-8	-8	-8
현금의 증감	2	-3	3	5	6
기초 현금	0	0	3	7	12
기말 현금	2	-3	7	12	18
NOPLAT	-1	-5	-1	7	11
FCF	-2	-7	-2	6	10

기업분석

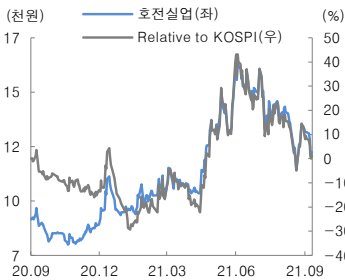
호전실업
(111110)

이새롬 saerom.lee@dashin.com
한경래 kyungjaeha@dashin.com

투자 의견 **N/R**
신규
6개월 목표주가 **N/R**
신규
현재주가 **11,850**
(21.09.10)
스몰캡업종

KOSPI	3,125.76
시가총액	95십억원
시가총액비중	0.00%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	16,000원 / 7,680원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	4.50%
주요주주	박진호 외 1 인 51.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.9	-19.9	16.2	33.9
상대수익률	-8.6	-17.4	9.9	2.7



3분기 폭증하는 실적,
2022년에도 지속 성장

기능성 의류 OEM 업체

- 고기능성 액티브웨어, 스포츠의류, 에슬레저 등 OEM 사업
- 주요 고객사: 노스페이스, 언더아머, 에슬레타, 롤루레몬 등 보유
- 주요 생산 법인 인도네시아 3,500억원 Capa 가능

3분기 성수기 진입, 2022년 지속 성장 기대

- 경제 재개로 기존 주요 고객사 공급 물량 및 신규 거래처 동반 증가. 신규 거래처 19년 17개 → 20년 20개 → 21년 23개 전망. 2020년 이후 주요 신규 바이어: 롤루레몬, 안다르, 카트만두(뉴질랜드 1위 아웃도어), 올버즈(친환경 소재 유명 브랜드) 등
- 8월부터 글로벌 스포츠웨어 브랜드 롤루레몬항 공급 시작. 롤루레몬의 글로벌 벤더 소싱 규모 연간 7~8,000억원 규모. 약 10여개 벤더사 통한 소싱 중이며 신규 벤더로 들어간 만큼 2022년 이후 본격적인 공급 물량 확대 기대
- 3분기 최성수기 진입, 3분기 매출액 1,180억원(+25.6% YoY, +121.4% QoQ), 영업이익 191억원(+177.1% YoY, 흑전 QoQ) 전망. 출하 기준 약 1.1억불 수준 예상되나 도착지 기준 매출 인식이라 3~4분기 나눠서 매출 인식될 예정. 과거 4분기 비수기로 영업 적자 기록했으나 올해 4분기는 BEP 이상 가능

2021년 영업이익 169억원(+1,000% YoY) 전망

- 2021년 매출액 3,198억원(+9.3% YoY), 영업이익 169억원(+999.5% YoY) 전망. 반기 매출액 1,089억원, 영업손실 49억원로 부진했으나 3분기 성수기 진입 및 신규 고객사 확대 영향. 신규 바이어 물량 2022년 온기 반영되는 점 감안 시 2022년 지속 성장 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	313	310	293	320	373
영업이익	11	19	2	17	23
세전순이익	6	8	-11	15	21
총당기순이익	5	3	-18	12	18
지배지분순이익	5	3	-17	12	18
EPS	555	327	-2,005	1,412	2,033
PER	16.7	44.4	-	9.0	6.3
BPS	14,578	14,353	12,387	13,603	15,454
PBR	0.6	1.0	0.7	0.9	0.8
ROE	3.9	2.3	-15.0	10.9	14.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

그림 82. 호전실업 주요 신규 바이어



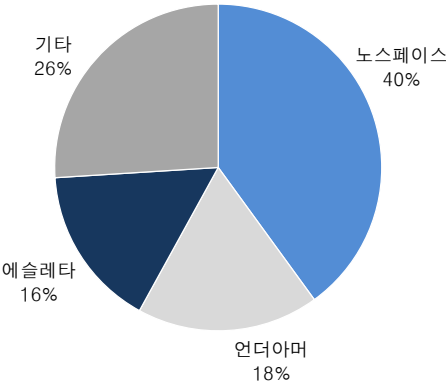
자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

그림 83. 카테고리별 주요 고객사



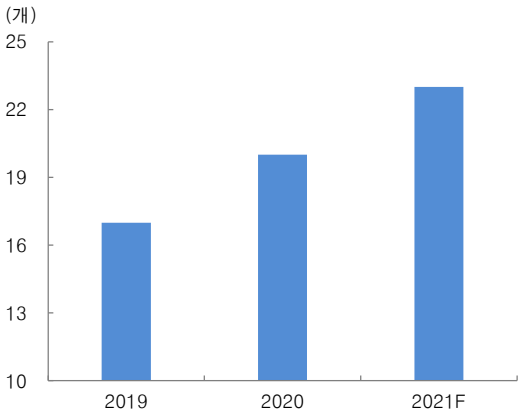
자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

그림 84. 2021 년 예상 고객사 비중



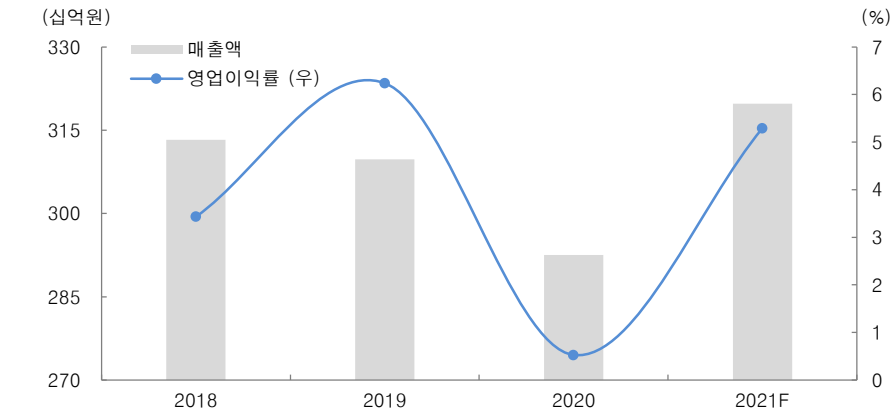
자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

그림 85. 호전실업의 신규 거래처 추이



자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

그림 86. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

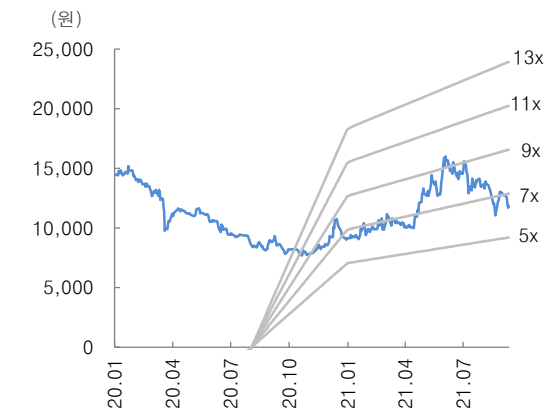
표 13. 호전실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	66.6	55.1	93.9	76.9	55.6	53.3	118.0	92.9	309.8	292.5	319.8
영업이익	-3.1	0.9	6.9	-3.2	-2.4	-2.5	19.1	2.7	19.3	1.5	16.9
순이익	-3.2	-6.8	4.3	-11.7	-1.7	-3.0	15.4	1.5	2.8	-17.3	12.2
YoY											
매출액	30.6	-21.5	-16.7	1.5	-16.5	-16.5	25.6	20.8	-1.1	-5.6	9.3
영업이익	적지	-84.5	-59.7	적지	적지	적전	177.1	흑전	79.7	-92.0	999.5
순이익	적지	적전	-62.8	적지	적지	적지	258.7	흑전	-41.2	적전	흑전
영업이익률	-4.6	1.6	7.3	-4.2	-4.3	-4.7	16.2	2.9	6.2	0.5	5.3
순이익률	-4.8	-12.3	4.6	-15.2	-3.1	-5.6	13.0	1.7	0.9	-5.9	3.8

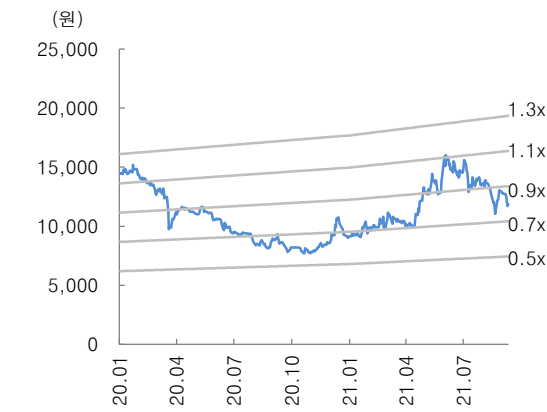
자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

그림 87. 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 88. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

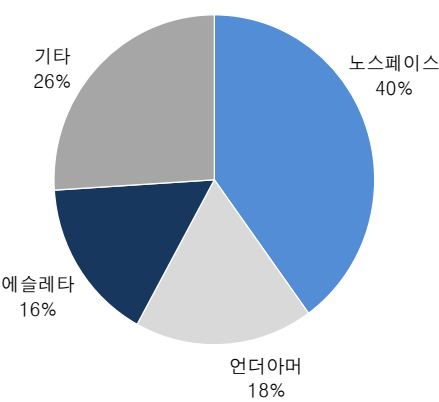
- 1985년 설립, 2017년 2월 코스피 상장
- 기능성 의류 OEM 업체
- 주요 고객사: 노스페이스, 언더아머, 에슬레타, 톨루레몬 등 보유
- 주요 생산 법인 인도네시아, 3,500억원 Capa 가능
- 자산 3,327억원, 부채 2,279억원, 자본 1,048억원 (1H21 기준)
- (발행주식수: 8,641,975, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 코로나19 완화에 따른 소비 심리 개선, 스포츠웨어 수요 증가
- 경제 재개로 인한 기존 고객사 공급 물량 증가 및 신규 거래처 확대
- 신규 바이어 톨루레몬향 공급 물량 확대 본격화에 따른 실적 성장

자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

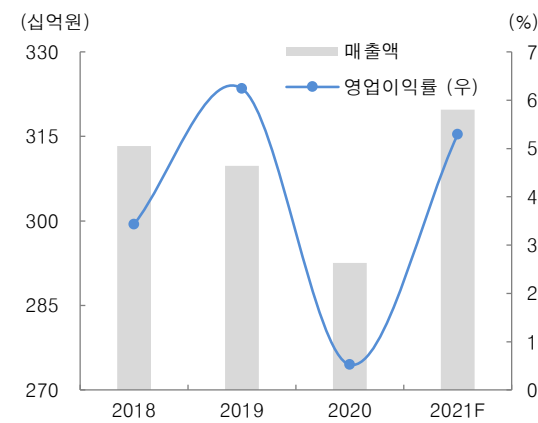
매출 비중(2021년 예상 기준)



자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

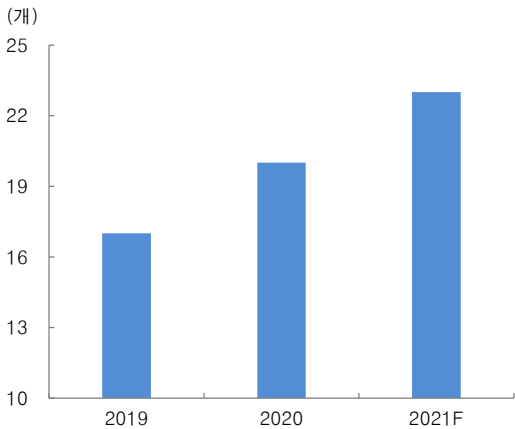
Earnings Driver

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



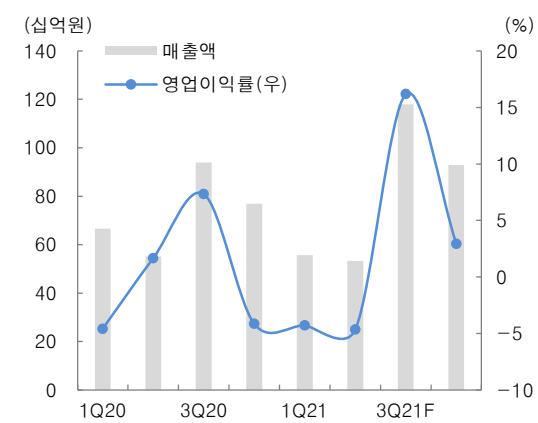
자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

신규 거래처 추이



자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

분기별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

주요 신규 바이어

andar
에슬레타 글로벌 1위 '톨루레몬' 국내 1위 '안다르'
'친환경소재', '디카프리오'로 급성장 중인 '올버즈'

RIP CURL
macpac
뉴질랜드 아웃도어 브랜드 1위 '카트만두', 2위 '맥팩' 동시 공급
거래처 다각화

moose knuckles

ORVIS

자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	313	310	293	320	373
매출원가	258	246	249	260	302
매출총이익	55	63	44	60	72
판매비와관리비	44	44	42	43	49
영업이익	11	19	2	17	23
영업이익률	3.4	6.2	0.5	5.3	6.2
EBITDA	16	25	8	23	29
영업외손익	-5	-11	-13	-2	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	0	1
외환관련이익	9	9	13	8	8
금융비용	6	-7	-6	-6	-6
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-12	-5	-8	3	4
법인세비용차감전순손익	6	8	-11	15	21
법인세비용	1	-6	-6	-2	-4
계속사업순손익	5	3	-18	12	18
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	3	-18	12	18
당기순이익률	1.5	0.9	-6.0	3.8	4.7
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	5	3	-17	12	18
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	6	0	-18	12	17
비배지분포괄이익	0	0	0	12	17
지배지분포괄이익	6	0	-17	0	0

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	555	327	-2,005	1,412	2,033
PER	16.7	44.4	-	9.0	6.3
BPS	14,578	14,353	12,387	13,603	15,454
PBR	0.6	1.0	0.7	0.9	0.8
EBITDAPS	2,061	2,947	914	2,679	3,384
EV/EBITDA	9.0	8.0	20.3	8.7	6.3
SPS	36,250	35,846	33,850	37,002	43,218
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	2,930	2,892	909	3,478	4,259
DPS	250	250	200	200	200

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-4.6	-1.1	-5.6	9.3	16.8
영업이익 증가율	-28.7	79.7	-92.0	999.5	36.7
순이익 증가율	3.9	-40.3	적전	흑전	44.4
수익성					
ROC	4.2	3.0	1.2	6.6	8.3
ROA	3.8	6.7	0.5	5.8	7.4
ROE	3.9	2.3	-15.0	10.9	14.0
안정성					
부채비율	127.3	134.8	153.8	164.3	135.3
순차입금비율	58.3	70.7	81.0	91.2	66.9
이자보상배율	1.8	2.8	0.3	0.0	0.0

자료: 호전실업, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	191	181	167	207	215
현금및현금성자산	7	11	13	26	26
매출채권 및 기타채권	40	36	38	37	39
재고자산	95	100	88	120	125
기타유동자산	49	34	30	25	25
비유동자산	96	111	105	104	100
유형자산	69	81	72	71	70
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	27	30	32	33	30
자산총계	288	292	272	311	315
유동부채	144	120	123	151	137
매입채무 및 기타채무	22	24	21	21	24
차입금	117	90	74	110	100
유동성채무	1	4	23	15	8
기타유동부채	4	2	5	5	5
비유동부채	17	48	42	42	44
차입금	7	32	26	26	26
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	16	17	17	18
부채총계	161	168	165	193	181
지배지분	126	124	107	118	134
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	58	58	60	60	60
이익잉여금	97	97	78	88	104
기타자본변동	-33	-36	-36	-36	-36
비배지분	1	0	0	0	0
자본총계	127	124	107	118	134
순차입금	74	88	87	107	89

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6	5	8	3	35
당기순이익	5	3	-18	12	18
비현금항목의 가감	21	22	25	18	19
감가상각비	6	6	6	6	6
외환손익	0	0	2	4	4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	15	16	17	7	9
자산부채의 증감	-12	-6	10	-25	2
기타현금흐름	-8	-13	-10	-2	-4
투자활동 현금흐름	-6	2	-10	0	-2
투자자산	1	0	-8	0	3
유형자산	-3	-11	-5	-5	-5
기타	-3	14	3	5	0
재무활동 현금흐름	-8	-4	4	26	-20
단기차입금	-5	-27	-12	36	-10
사채	0	19	20	0	0
장기차입금	0	8	0	0	0
유상증자	0	0	2	0	0
현금배당	-1	-2	-2	-2	-2
기타	-3	-2	-4	-9	-8
현금의 증감	-8	4	1	13	1
기초 현금	15	7	11	13	26
기말 현금	7	11	13	26	26
NOPLAT	9	6	2	14	19
FCF	1	-2	4	15	20

씨앤씨
인터내셔널
(352480)

이메일 saeromlee@dashin.com
한경래 kyungraehan@dashin.com

투자 의견

N/R
신규

6개월 목표주가

N/R
신규

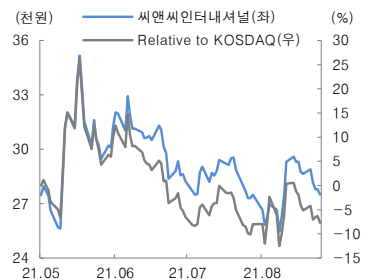
현재주가
(21.09.10)

27,500

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	184십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	1십억원
52주 최고/최저	35,173원 / 25,462원
120일 평균거래대금	57억원
외국인지분율	0.26%
주요주주	배은철 외 2 인 66.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	-9.0	-	-
상대수익률	0.6	-13.4	-	-



2022년 돋보일
색조 메이크업 강자

국내 포인트메이크업 ODM 1위 업체

- 매출액 대부분 포인트 메이크업 제품(립 69%, 아이 27%)에서 발생
- 2020년 브랜드별 비중은 프레스티지 10%, 인디 50%, 로드샵 40%
- 제품 기획 및 품질 관리 경쟁력 보유. 글로벌 4대 브랜드(로레알, 에스티로더, LVMH, 코티)의 생산 Audit 승인

신규 프레스티지 브랜드 공급, 베이스 메이크업 SKU 확대

- 7월부터 유럽 프레스티지 브랜드향 신제품 초도 물량 공급 진행
- 하반기 브랜드 중 이익 기여도 가장 좋은 프레스티지향 매출 확대
로 2021년 연간 프레스티지 매출 비중 15%까지 상승할 전망
- 10월 이내 파운데이션, 쿠션 등 신규 베이스 메이크업 제품 식약처
허가 완료될 예정. 베이스 제품 ASP는 포인트 메이크업 대비 2~3
배 이상 높아 제품 Mix 개선에 따른 추가적인 수익성 개선 기대

중국 로컬 브랜드 확보 → 2021년 상해법인 흑전 기대

- 상해법인 2017년 출범 이후 고정비 부담으로 적자 지속. 최근 중국
자국 브랜드 선호 증가 및 라이브커머스 뷰티 제품 구매 확대 지속
- 2021년 중국 로컬 브랜드 확보 전략으로 2021년 5월 흑전 성공
- 하반기 외형 성장 및 턴어라운드 본격화로 2021년 연간 매출액
YoY +126% 증가한 92억원, 영업이익률 10% 이상 달성할 전망

2022년 본격적인 턴어라운드 기대

- 2021년 캐파 확장을 위한 공격적인 투자로 이익률 둔화 불가피하나
2022년은 외형 성장 및 영업 레버리지 효과 본격화될 전망
- 2H21부터 2022년 본격적인 외형, 이익 동반 성장세 기대되는 만큼
지속적인 관심 필요

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	82	90	100	130	151
영업이익	10	14	8	17	22
세전순이익	7	11	-3	18	23
총당기순이익	7	10	-3	15	19
지배지분순이익	7	10	-3	15	19
EPS	1,327	1,949	-338	1,528	1,944
PER	-	-	-	17.9	14.1
BPS	4,500	5,389	13,631	13,580	15,262
PBR	-	-	2.0	2.0	1.8
ROE	21.6	26.3	-3.7	11.8	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

기업개요

국내 포인트메이크업 ODM 1위 업체

색조화장품 ODM 전문 업체로 매출액 96% 이상이 포인트 메이크업 제품(립 69%, 아 이 27%)에서 발생한다. 2020년 기준 Top 5(SCE, 후지코엔비아이돌, Rare Beauty, 롬앤, 클리오) 고객사 매출 비중 55% 차지했으며, 대표적으로 스타일난다, 롬앤, 클리오 등이 있다. 화장품 브랜드는 크게 프레스티지, 인디 브랜드, 로드샵으로 분류되며 최근 SNS 소셜커머스에 기반한 인디 브랜드 증가세로 동사의 성장세가 확대되고 있다. 브랜드 성격별 매출 비중은 2020년 프레스티지 10%, 인디브랜드 50%, 로드샵 40%로 추정된다.

단순 ODM 제조에서 나아가 트렌드에 맞는 제품 기획으로 고객사에 선제적으로 제안 하며 ODM 업체 이상의 경쟁력을 키워나가고 있다. 대표 제품으로는 이니스프리 젤펜 슬라이너, 3CE 벨벳립틴드 등이 있다. 또한 글로벌 4대 브랜드(로레알, 에스테로더, LVHM, 코티)의 Audit을 모두 통과하며 품질을 인정받았다. 최근 프레스티지 브랜드 매출 비중이 빠르게 확대되며 올해 하반기부터 주요 성장 동력으로 작용할 전망이다.

그림 89. 색조 화장품 ODM 전문 업체



자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

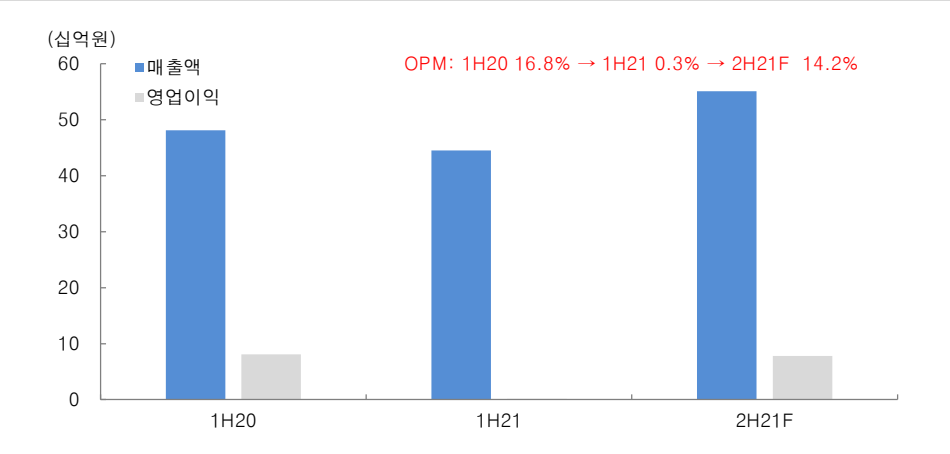
2H21 신규 프레스티지 브랜드 공급 시작, 베이스 메이크업 SKU 확대

2021년 상반기 코로나19 여파 지속으로 외형 감소 및 용인 신규 공장 고정비 증가로 인해 수익성이 대폭 하락했다. 용인 제2공장은 21년 2월 준공 이후 4월부터 일부 가동 중이다. 관련 시설 투자, 생산 인력 선제적 채용 및 베이스 메이크업 라인 확대를 위한 투자로 2020년말~2021년 상반기 총 100명 수준의 공격적인 인력 채용이 불가피했다. 3Q21부터 1) 색조 메이크업 시장 반등 효과, 2) 유럽 브랜드향 초도 물량 공급, 3) ASP 높은 베이스메이크업 SKU 확대로 영업이익률 개선세가 가능할 전망이다. 8월 관세청 색조 메이크업 수출액은 49백만달러로 MoM +15.5%, YoY +49.9% 증가하며 7월 저점 이후 반등 중이다.

7월부터 유럽 프레스티지 브랜드향 신규 런칭 제품 초도 물량과 베이스 메이크업 공급이 더해지고 있다. 화장품 브랜드는 크게 프레스티지, 인디, 로드샵으로 나뉘는데 이익 기여도 가장 높은 프레스티지 브랜드향 매출 중심으로 하반기 실적 개선이 가능할 전망이다. 2H21부터 공급되는 신규 프레스티지 고객사향 공급 물량은 초도 물량으로 중장기 동사의 성장 동력으로 작용할 수 있다. 동사의 프레스티지 브랜드향 매출 비중은 2020년 10% → 2021년 15%까지 확대될 것으로 기대된다.

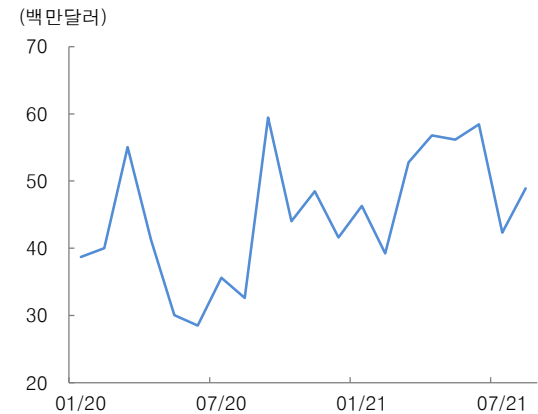
한편, 베이스 메이크업 ASP는 포인트 메이크업 대비 2~3배 이상 높아 제품 Mix에 따른 이익률 개선이 가능하다. 10월 이내 파운데이션, 쿠션 등 베이스 메이크업 제품 식약처 허가가 완료될 예정이며, 국내 10개 이상 브랜드를 이미 확보한 상태이다.

그림 90. 반기 기준 매출액, 영업이익 추이



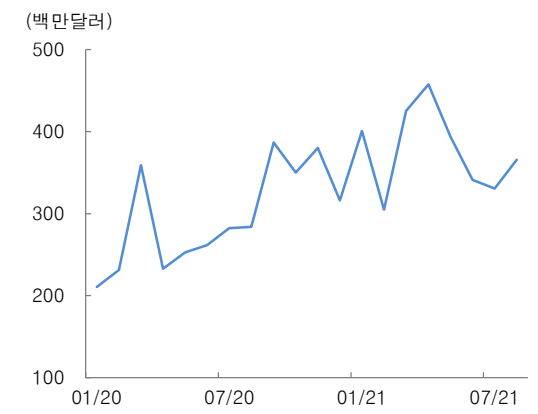
자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

그림 91. 관세청 색조 메이크업 수출액 추이



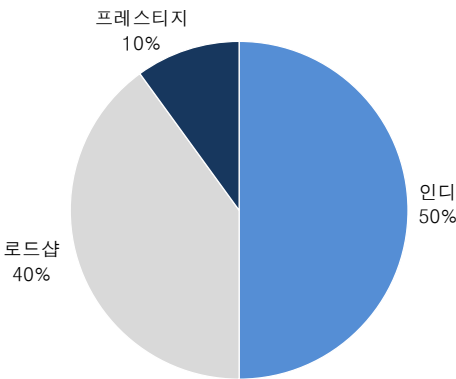
자료: trass, 대신증권 Research Center

그림 92. 관세청 기초 메이크업 수출액 추이



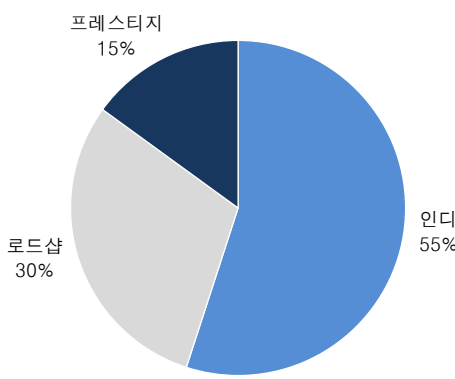
자료: trass, 대신증권 Research Center

그림 93. 2020 년 브랜드 유형별 매출 비중



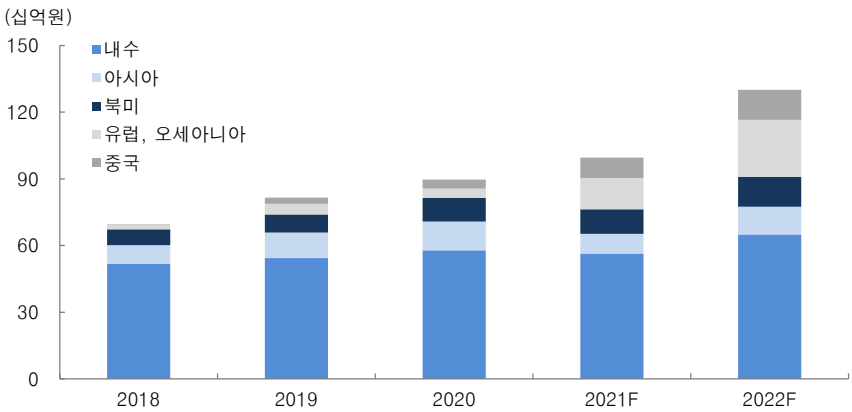
자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

그림 94. 2021F 브랜드 유형별 매출 비중



자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

그림 95. 지역별 매출액 추이 및 전망

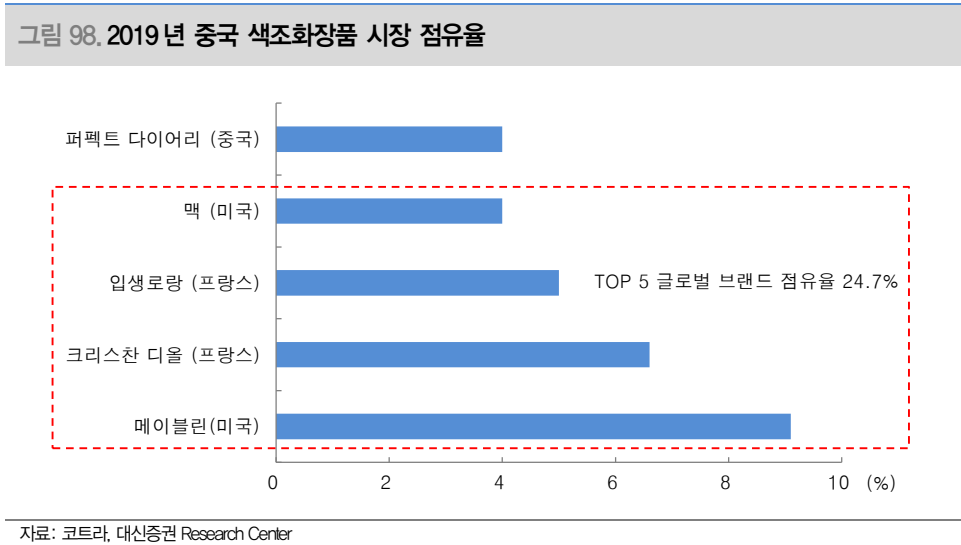
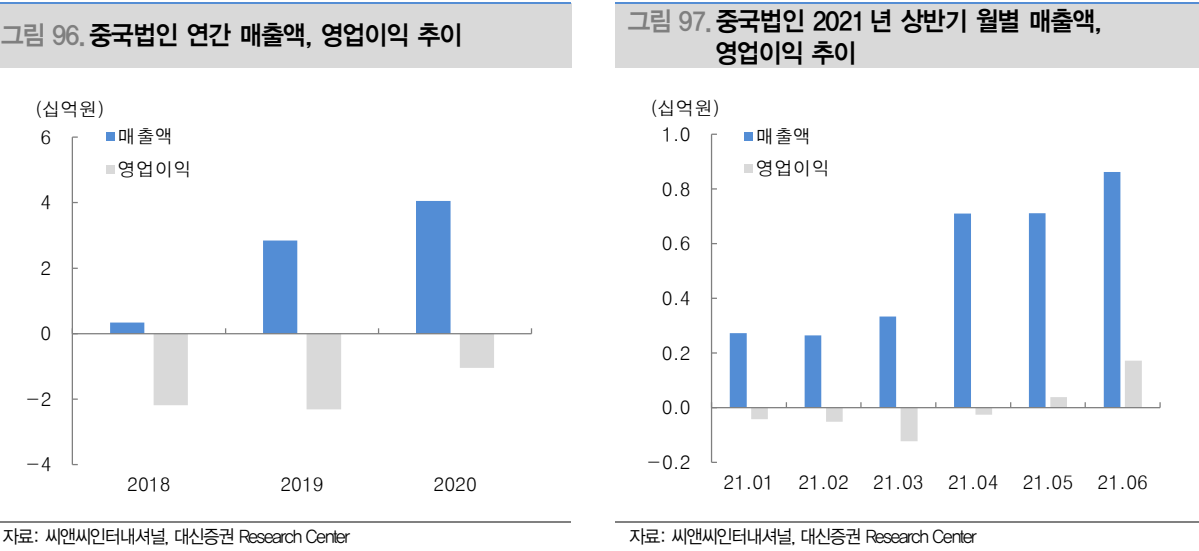


자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

중국 로컬 브랜드 확보 → 2021년 상해법인 흑전 기대

2017년 출범한 상해법인은 2021년 상반기까지 적자가 지속되었다. 상해시 식약처 화장품 생산허가, GGMP 인증, 생산 인력 등으로 고정비 부담이 지속되었으며 2019년 상반기 국내 기존 고객사향 매출 본격화를 시작으로 2020년말까지 글로벌 고객사, K뷰티 브랜드 중심으로 제품을 공급했다. 최근 중국 내 자국 브랜드 선호도 증가 및 라이브커머스를 통한 화장품 구매가 확대되며, 2021년부터 중국 로컬 브랜드 신규 확보를 통한 외형 증가세가 진행 중이다.

2021년 4월 중국법인 월 매출액은 7억원(+113% MoM)을 돌파하며 이후 견조한 흐름 지속되고 있다. 2021년 5월 흑자 전환 성공, 2Q21 상해법인 영업이익률 11.4%(6월 매출액 9억원, OPM 19%)를 기록했다. 하반기부터 로컬 고객사 효과가 온기로 더해지며 2021년은 중국법인 흑자전환 원년이 될 전망이다.



실적 전망

2022년 본격적인 턴어라운드 기대

2021년 연결 매출액 996억원(+11.1% YoY), 영업이익 79억원(-44.7% YoY)을 예상한다. 중국법인 매출액은 전년 대비 +126% 증가한 92억원을 기대한다. 최근 글로벌 색조 메이크업 수요가 백신 접종률 확산과 함께 반등하고 있다. 1H21 상대적으로 단가가 높은 베이스메이크업 매출 비중은 한 자릿 수에 불과하나 하반기 베이스 메이크업(파운데이션, 쿠션) 제품 식약처 허가 완료 및 런칭으로 2022년 포인트메이크업 + 베이스메이크업 동반 성장이 가능할 전망이다.

2021년 하반기 유럽 프레스티지 브랜드향 신규 매출 및 베이스메이크업 제품 공급으로 하반기 매출액은 상반기 대비 +23.7% 증가한 551억원이 예상된다. 프레스티지 브랜드향 매출 비중은 2020년 10% → 2021F 15%로 확대될 전망이며 2020년 하반기 신규 브랜드향 초도 물량 발주가 시작되는 만큼 2022년 실적 기여도는 더 증가할 수 있다.

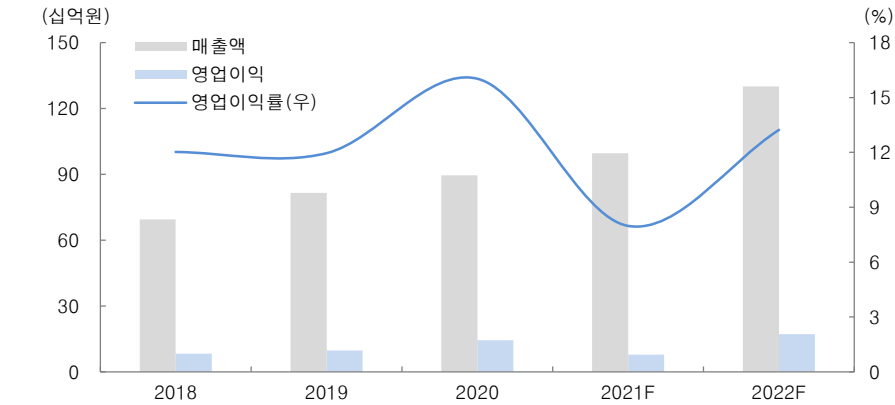
2021년 연초부터 캐파 확장을 위한 공격적인 비용 투자로 연간 이익률 둔화는 불가피하나, 2022년 외형 성장 및 영업 레버리지 효과로 턴어라운드가 본격화될 전망이다. 2022년 매출액은 전년 대비 +30.6% 증가한 1,300억원, 영업이익 전년 대비 +116.6% 증가한 172억원을 기대한다. 또한 실적 성장 동력이 기존 국내 인디 브랜드 → 고마진 해외 프레스티지 브랜드로 확대되는 점도 긍정적이다. 2021년 하반기 이후 2022년 본격적인 외형, 이익 동반 성장이 기대되는 만큼 지속적인 관심이 필요하다.

표 14. 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	69.4	81.6	89.6	99.6	130.0
내수	51.7	54.4	57.8	56.4	65.0
아시아	8.4	11.4	12.9	8.9	12.4
북미	7.1	8.2	10.7	11.1	13.5
유럽, 오세아니아	2.0	4.8	4.1	14.1	25.6
중국	0.3	2.9	4.1	9.2	13.5
영업이익	8.3	9.8	14.4	7.9	17.2
순이익	6.7	6.6	9.7	-3.1	15.3
YoY					
매출액	-	17.5	9.8	11.1	30.6
내수	-	5.2	6.3	-2.5	15.3
아시아	-	35.4	13.4	-31.0	39.2
북미	-	15.1	30.5	3.7	22.1
유럽, 오세아니아	-	138.3	-13.1	239.9	82.1
중국	-	850.6	42.3	125.6	47.5
영업이익	-	16.8	47.2	-44.7	116.6
순이익	-	-1.5	46.8	-131.4	-600.7
영업이익률	12.0	12.0	16.0	8.0	13.2
순이익률	9.7	8.1	10.9	-3.1	11.8

자료: 대신증권 Research Center

그림 99. 연간 매출액, 영업이익, OPM 추이 및 전망



자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

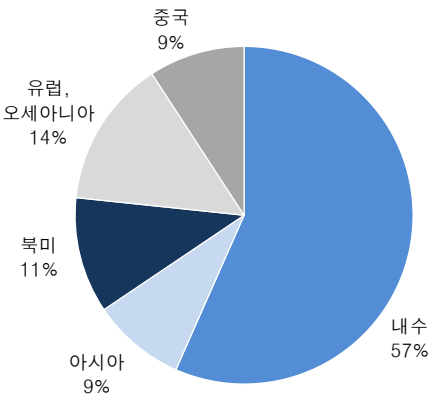
- 2013년 설립, 2021년 5월 코스닥 상장
- 국내 포인트메이크업 ODM 1위 업체
- 2020년 Top 5(SCE 후지코엔비아이돌, Rare Beauty, 클리오) 고객사 매출 비중 55% 차지
- 1H21 주요 제품별 매출 비중: 입술화장용 58.8%, 눈화장용 36.3% 등
- 자산 1,636억원, 부채 501억원, 자본 1,135억원 (1H21 기준)
- 발행 주식수: 6,675,961 (1H21 기준)

주가 변동요인

- 백신 접종률 확대에 따른 색조 메이크업 수요 반등
- 하반기 베이스 메이크업 제품 식약처 허가 완료 및 런칭
- 중국 로컬 브랜드 신규 확보 통한 외형 성장

자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

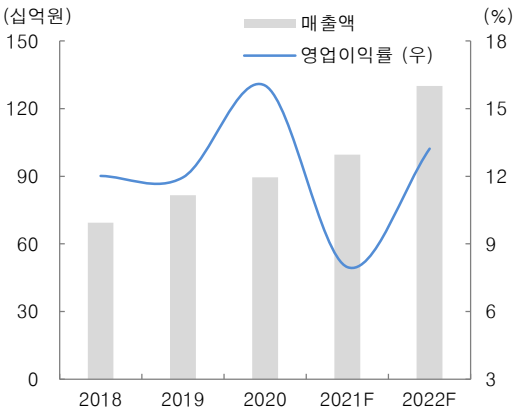
씨앤씨인터내셔널 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 예상 매출액기준
자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

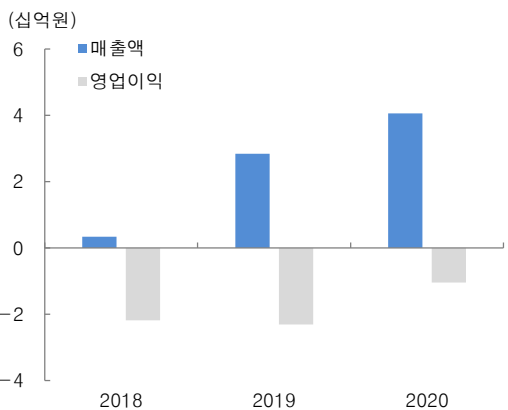
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



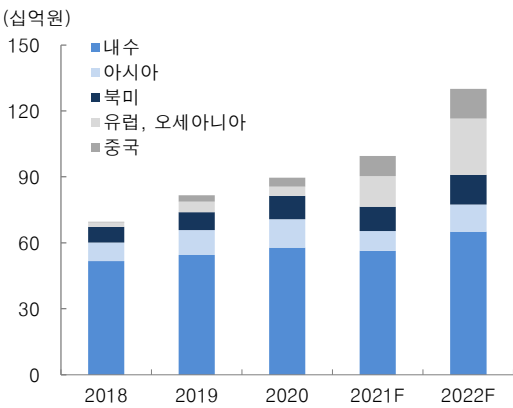
자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

중국법인 연간 매출액, 영업이익 추이



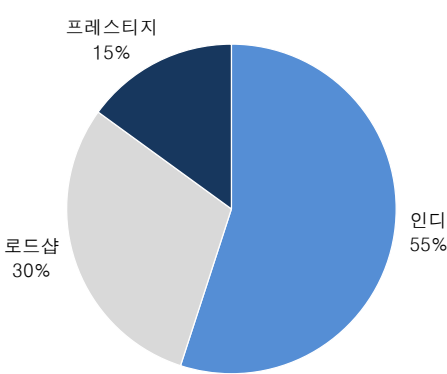
자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

2021F 브랜드 유형별 매출 비중



자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	82	90	100	130	151
매출원가	65	69	83	102	116
매출총이익	16	21	16	28	35
판매비와관리비	6	6	8	11	12
영업이익	10	14	8	17	22
영업이익률	12.0	16.0	8.0	13.2	14.8
EBITDA	13	18	12	23	28
영업외손익	-3	-4	-11	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	2	2	2	2
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-5	-6	-13	-2	-1
외환관련손실	1	4	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	7	11	-3	18	23
법인세비용	0	-1	0	-3	-3
계속사업순손익	7	10	-3	15	19
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	10	-3	15	19
당기순이익률	8.1	10.9	-3.1	11.8	12.9
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	7	10	-3	15	19
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	7	8	-5	14	18
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	7	8	-5	14	18

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,327	1,949	-338	1,528	1,944
PER	-	-	-	17.9	14.1
BPS	4,500	5,389	13,631	13,580	15,262
PBR	-	-	2.0	2.0	1.8
EBITDAPS	1,718	2,376	1,353	2,303	2,802
EV/EBITDA	1.8	2.2	12.5	6.9	5.2
SPS	10,880	11,948	11,008	12,987	15,065
PSR	-	-	2.5	2.1	1.8
CFPS	1,830	2,451	310	2,539	3,019
DPS	240	261	261	261	261

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	17.5	9.8	11.1	30.6	16.0
영업이익 증가율	16.8	47.2	-44.7	116.6	29.6
순이익 증가율	-1.5	46.8	적전	흑전	27.2
수익성					
ROIC	17.3	18.2	8.7	13.7	16.2
ROA	10.6	13.1	5.4	9.6	11.6
ROE	21.6	26.3	-3.7	11.8	13.5
안정성					
부채비율	191.9	197.2	40.2	35.3	30.1
순차입금비율	67.1	98.1	-25.2	-18.4	-25.2
이자보상배율	21.4	41.7	0.0	0.0	0.0

자료: 씨앤씨인터내셔널, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	52	49	91	88	104
현금및현금성자산	7	23	48	40	50
매출채권 및 기타채권	11	8	11	14	17
재고자산	7	9	10	12	14
기타유동자산	27	9	22	22	22
비유동자산	46	71	82	96	95
유형자산	44	70	81	95	94
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	1	1	1	1
자산총계	98	120	173	184	199
유동부채	21	55	26	25	25
매입채무 및 기타채무	8	9	11	12	13
차입금	10	11	12	11	10
유동성채무	2	2	1	1	1
기타유동부채	1	33	1	1	1
비유동부채	44	25	24	23	21
차입금	10	24	23	22	20
전환증권	34	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	1	1	1
부채총계	65	80	50	48	46
지배자분	34	40	123	136	153
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	0	0	87	87	87
이익잉여금	32	40	35	48	65
기타자본변동	1	-1	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	34	40	123	136	153
순차입금	23	40	-31	-25	-39

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	15	19	-1	19	22
당기순이익	7	10	-3	15	19
비현금항목의 가감	7	9	6	10	11
감가상각비	3	3	4	6	6
외환손익	0	2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	3	2	4	5
자산부채의 증감	2	2	-3	-4	-4
기타현금흐름	-1	-1	0	-3	-3
투자활동 현금흐름	-12	-10	-28	-15	-10
투자자산	-8	13	0	0	0
유형자산	-15	-28	-15	-15	-10
기타	10	5	-13	0	0
재무활동 현금흐름	0	8	46	-10	-11
단기차입금	-2	1	1	-1	-1
사채	0	0	-32	0	0
장기차입금	5	15	-1	-1	-2
유상증자	0	0	87	0	0
현금배당	-2	-2	-2	-3	-3
기타	-2	-6	-7	-6	-6
현금의 증감	3	16	48	-8	11
기초 현금	0	0	0	48	40
기말 현금	3	16	48	40	50
NOPLAT	9	13	8	15	19
FCF	-3	-11	-3	5	15

기업분석

레이
(228670)

이새롬 saerom.lee@dashin.com
한경래 kyungrael.han@dashin.com

투자 의견

Buy

매수, 신규

6개월 목표주가

45,000

신규

현재주가

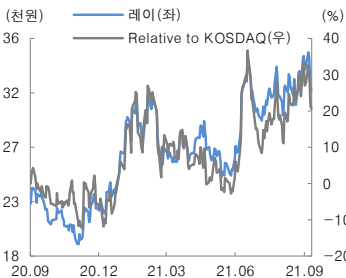
(21.09.10)

31,750

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	422십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	7십억원
52주 최고/최저	34,850원 / 19,000원
120일 평균거래대금	52억원
외국인지분율	16.45%
주요주주	레이홀딩스 외 8 인 34.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.0	-0.2	22.8	37.3
상대수익률	1.4	-5.0	5.3	17.0



확실한 방향성, 열려있는 업사이드

투자 의견 매수, 목표주가 45,000원 제시

- 목표주가는 12MF EPS 1,662원에 Target PER 27배 적용
- 2Q21 호실적 기점으로 하반기 외형 고성장 및 수익성 개선 본격화. 구강스캐너 출시 및 중국법인 출범 가시화될 예정

다시 시작된 고성장세. 매분기 진행될 확실한 우상향

- 1Q21 역성장에서 벗어나 2Q21 사상 최대 분기 실적 기록. 2Q21 전지역 매출액은 코로나19 이전 상회하는 반등세 확인
- 본업에서의 실적 리스크 완전히 해소. 하반기 성수기 효과 더해지며 매분기 매출액, 수익성 동반 확대 기대
- 2021년 연간 매출액, 영업이익은 YoY +72%, +303% 증가할 전망

사업영역 다각화로 디지털 덴티스트리 풀라인업 구축

- 2021년 연내 3D 구강스캐너 출시 → 디지털 덴티스트리 풀라인업 구축. DDS의 구강스캐너는 현재 식약처와 CE 인증 획득한 상태
- 투명교정 브랜드 레이스마일러 2021년 6월 한국 런칭. 연말까지 국내 100개 병원과 계약 체결하며 점진적인 확대 기대
- 3D 구강스캐너와 투명교정은 디지털 덴티스트리 밸류체인에서 핵심 수단 및 치료 영역. 사업 영역 다각화에 따른 추가적인 성장 기대

가시화될 중국JV 진출 모멘텀

- 국내 치과 영상 의료기기 수출액 2010Y~2020Y 연평균 성장세 +25% 기록 (전체 수출 CAGR +8%)
- 중국은 자국 내 의료기기 보호 강화로 영상 의료기기는 로컬 업체 선호도 높은 편. 현지 업체와 JV 진출로 영업 레퍼런스 및 인지도가 강화될 수 있는 점은 중국 내 성장 가속화의 트리거로 작용
- 향후 신규 업체 인수를 통해 중장기 메디컬 업체로의 성장 계획

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	73	55	95	123	151
영업이익	13	5	18	28	39
세전순이익	13	9	15	31	41
총당기순이익	12	8	14	25	33
지배지분순이익	12	8	14	25	33
EPS	1,908	1,188	1,064	1,861	2,516
PER	22.5	44.9	31.4	17.9	13.3
BPS	4,751	4,907	7,877	9,399	11,221
PBR	4.5	5.4	4.0	3.4	2.8
ROE	27.6	12.9	16.1	20.1	22.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 레이, 대신증권 Research Center

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 12MF EPS 1,662원에 Target PER 27배를 적용했다. 2Q21 실적 호조를 기점으로 하반기 외형 성장과 함께 수익성 확대가 본격화될 전망이다. 또한, 2021년 연내 3D 구강스캐너 포트폴리오 추가 및 중국법인 출범 모멘텀이 가시화될 예정이다.

현재 주가는 12MF PER 19배로 신규 사업 계획을 반영하지 않은 보수적인 추정치 대비 여유있는 수준이다. 향후 2022년 전망치 상향 및 모멘텀 본격화로 실적, 밸류에이션 동반 상승이 가능할 전망이다.

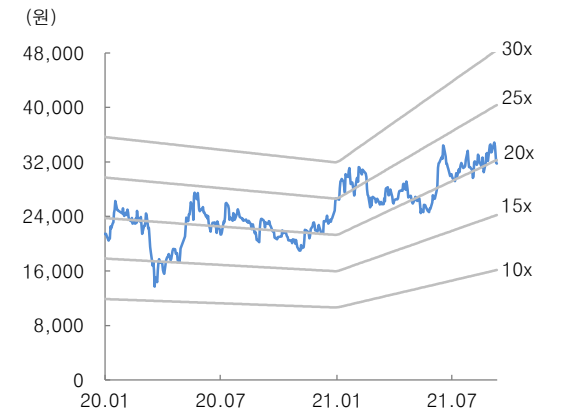
표 15. 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비교		
EPS	1,662	12MF EPS
Target PER	27	최근 2년간 평균 밸류에이션 수준
목표주가	45,000	
현재주가	31,750	2021.09.10 기준
현재 PER	19.1	12MF EPS 기준
상승여력(%)	41.7	

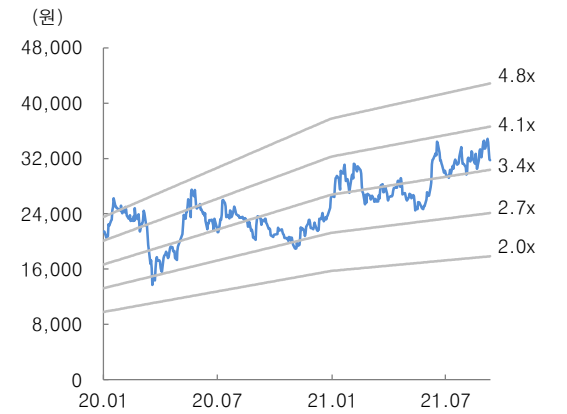
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 101. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

투자포인트

다시 시작된 고성장세. 우려 없는 확실한 우상향

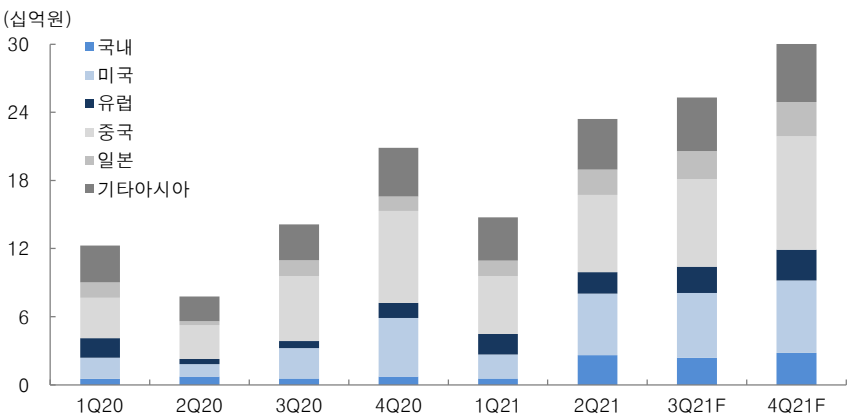
치과용 디지털 의료기기 전문 업체로 진단시스템 및 치료솔루션이 주요 매출처이다. 진단시스템은 X-ray, 3D CBCT 등 진단에 필요한 장비를 취급하며, 치료솔루션은 진단 장비 외 CAD/CAM(3D 모델링), 3D 프린터 등 패키지로 구성되어있다. 2021년 상반기 진단시스템 및 치료솔루션 매출액 비중은 각각 40%, 60%를 차지했다.

디지털 덴티스트리가 글로벌 치과시장의 메인 트렌드로 자리잡으며 2015~2019년 동사의 매출액 연평균 성장률 37%를 기록했다. 반면 1) 덴탈 의료기기인 만큼 비말 감염 우려에 따른 치과 락다운 장기화 여파, 2) 수출 비중이 90% 중반 이상 차지하고, 3) 중국을 제외한 미국/유럽/기타 아시아 합산 매출 비중이 60%(중국 34%)에 달해 코로나19 타격이 2020년 말까지 지속되었다.

1Q21부터 역성장에서 벗어나 2Q21 사상 최대 분기 실적을 기록했다. 본업에서의 실적 리스크는 완전히 해소되었다. 2Q21 전지역에서 코로나19 이전을 상회하는 실적 반등을 확인할 수 있고, 중국/미국을 중심으로 고성장세가 더해졌다. 하반기 의료기기 섹터의 성수기 효과도 더해지며 2021년 매분기 실적 우상향 흐름이 기대된다.

2021년 연간 매출액은 전년 대비 +72% 증가한 948억원을 전망한다. 밸류에이션 부담이 없는 현재 주가 수준에서 본업에서의 확실한 외형 확대 흐름이 예상되고, 사업 영역 확대 및 중국 진출 모멘텀 감안 시 지속적인 기업가치 상승이 필요하다.

그림 102. 분기별 지역별 매출 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

사업영역 다각화로 디지털 덴티스트리 풀라인업 구축

2021년 연말 3D 구강스캐너 출시 예정으로 디지털 치료솔루션 풀라인업 구축이 가능해진다. 동사는 2021년 2월 국내 구강스캐너 업체 DDS 인수를 완료했다(레이 15%, 레이홀딩스 8% 지분 투자). DDS 구강스캐너는 이미 식약처와 CE 인증을 획득한 상태이며, 향후 FDA 및 중국 의료기기 허가 인증도 계획하고 있다. 기존 레이 글로벌 딜러가 유통한 메디트의 구강스캐너 연간 매출액은 약 700만달러 수준으로 파악되며, 2022년부터 DDS의 3D 구강스캐너로 전환 및 판매될 수 있다.

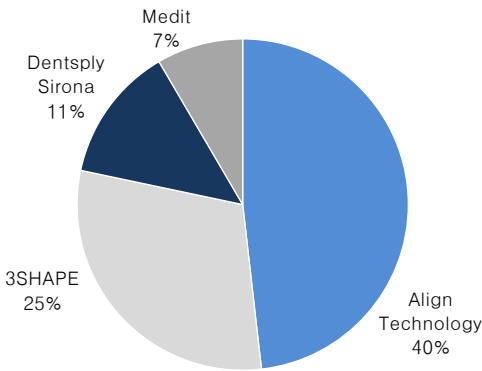
구강스캐너는 디지털 덴티스트리의 핵심 역할로 석고 인상제 획득을 대체한다. 환자 구강 구조에 대한 데이터의 플랫폼 전달로 최적화된 임플란트/교정 시술 진단 → 치료의 매개체 역할을 한다. 2023년 글로벌 구강스캐너의 시장규모는 5,100억원 수준으로 전망되며, 현재 구강스캐너 침투율은 북미 15%, 유럽 10%, 아시아 5% 수준에 불과하다.

한편, 구강스캐너는 3D센싱, 알고리즘과 같은 기술력이 동반돼 높은 가격에 유통되며 고마진으로 이어진다. 국내 구강스캐너 업체 메디트의 경우 GPM과 OPM이 각각 70%, 40%를 상회하고 있고, 글로벌 업체들의 구강스캐너 이익률도 대략 30~40% 수준인 것으로 추산된다.

투명교정 시장 진출에 따른 기대감도 긍정적이다. 동사는 투명교정 브랜드 레이스마일러를 2020년 중국, 2021년 6월 한국에 런칭했다. 2021년 6월 국내 전시회에서 65개 병원과 계약했으며 연말까지 누적 100개 병원과 계약할 예정이다. 단기 의미있는 매출 발생은 어려우나 성장 초입에 있는 분야인 만큼 점진적인 확장세가 진행될 전망이다.

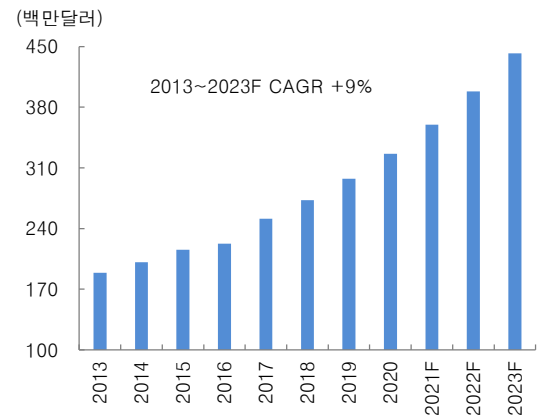
레이는 투명교정 구현에 필요한 3D프린터, 레진 소재, 소프트웨어, 구강스캐너를 모두 구축했다. 3D 프린팅으로 투명 교정기를 바로 구현할 수 있는 다이렉트 방식에 성공했고 레진 소재는 식약처, CE 허가를 마친 상태이다. 3D스캐너와 투명교정은 각각 디지털 덴티스트리 밸류체인에서 핵심 수단 및 치료 분야라는 점에서 사업 영역 다각화에 따른 추가적인 성장이 기대된다.

그림 103. 구강스캐너 글로벌 업체 점유율



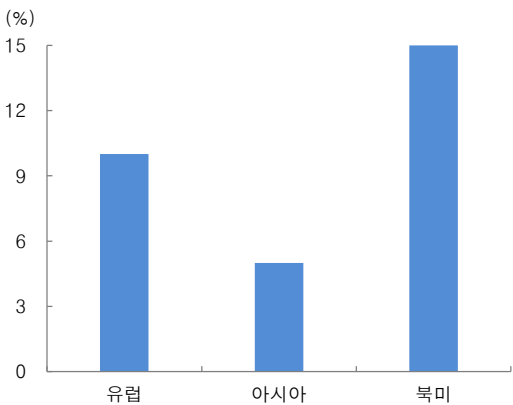
자료: 얼라인테크, 대신증권 Research Center

그림 104. 글로벌 구강스캐너 시장 규모



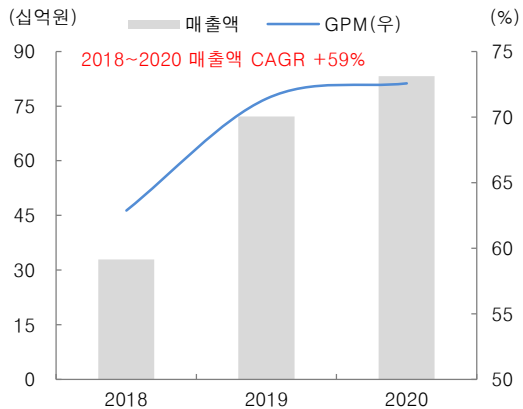
자료 P&S Market Research, 대신증권 Research Center

그림 105. 구강스캐너 지역별 침투율



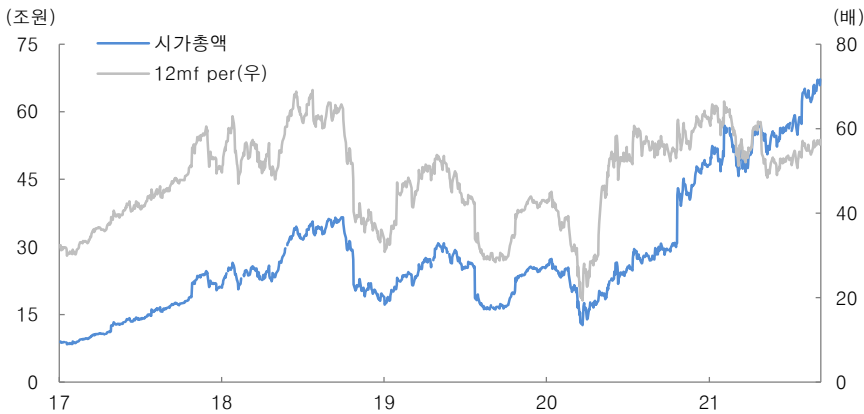
자료: P&S Market Research, 대신증권 Research Center

그림 106. 메디트 매출, GPM 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 107. Align Technology 시가총액 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

가시화될 중국 진출 모멘텀

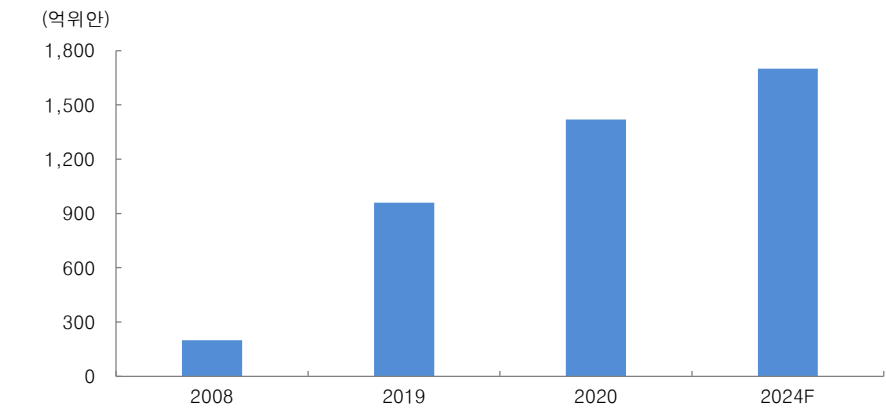
2021년 연내 중국 JV법인 레이차이나 출범을 통해 중국 시장 진출이 본격화될 전망이다. 중국 현지 영업 및 생산을 통해 진단/치료 솔루션 공급을 확대할 예정이며 향후 신규 업체 인수를 통해 중장기 메디컬 업체로의 성장도 계획 중이다. 아직 JV 협력업체가 확정되지 않았으나, 출범 이후 현지 딜러망 인수를 통해 연간 400~500억 수준의 매출 인식도 가능하다.

글로벌 덴탈 시장의 연평균 성장률이 한 자릿 수 중반에 불과한 반면 중국은 고성장기를 구가하며 글로벌 시장의 추가적인 성장을 이끌고 있다. 현재 중국 전체 덴탈 시장 규모는 약 24조원으로 추산되며 2008년~2024년 CAGR +14% 성장세로 2024년에는 29조원 규모로 확대될 전망이다.

국내 중국향 임플란트 및 치과 영상 의료기기 수출액의 2010년~2020년 연평균 성장세는 각각 +36%, +25%를(전체 수출 CAGR +17%, +8%) 기록한 만큼 중국 시장은 국내 덴탈업체의 핵심 지역이다. 2018년 중국 치과 진료 횟수는 약 4천만회로, 전체 치과 질환 환자수의 6% 미만이 진료를 받고 있는 상태로 파악된다. 2020년 인구 만명당 임플란트 식립률은 한국 5%인 반면 중국/홍콩은 1% 수준이며 치과의사 중 임플란트 시술 가능한 비중은 11%에 불과하다(한국 80%, 북미 22%).

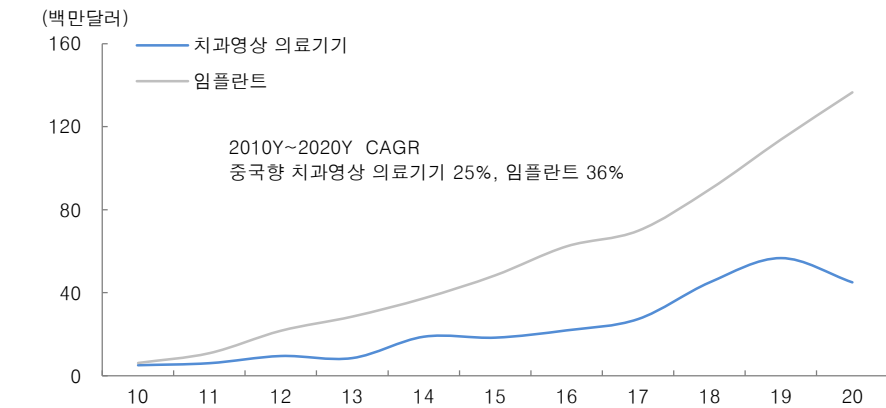
이러한 인프라 환경은 디지털 덴티스트리로의 구현을 위한 장비 수요로 직결되고 있다. 임플란트의 경우 인체에 식립되는 의료기기로 품질이 중시되며 글로벌 업체들이 중국 내 높은 점유율을 차지하고 있다. 반면 치과영상 기기의 경우 중국 브랜드(Meyer MS 1위) 선호 및 현지 영업력이 중요하다. 최근 중국은 자국 내 의료기기 보호 제도로 강화하고 있다. 현지 업체와 JV 진출은 레이의 중국 고성장 가속화의 트리거로 작용할 수 있다. 중국 치과 의료기관은 종합병원, 전문병원(프렌차이즈 포함), 개인진료소 3군데로 분류되며 고부가 시술인 교정, 미백, 임플란트는 전문병원에 특화되어 있다. 검토 중인 JV 협력사는 중국 내 의료기기 유통, 상급병원(프렌차이즈, 종합)과 높은 연관성을 보유하고 시너지가 기대된다.

그림 108. 중국 덴탈 시장 규모 관련 데이터



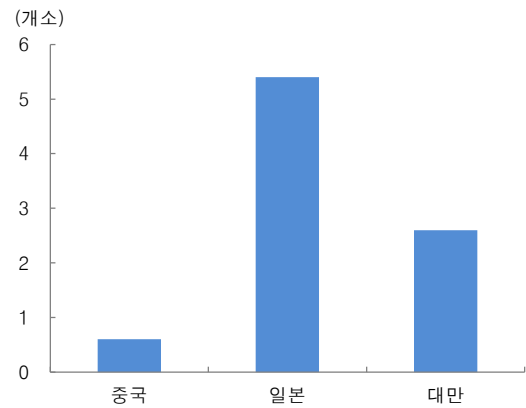
자료: TRASS, 루이관컨설팅, 대신증권 Research Center

그림 109. 국내 중국향 임플란트, 치과 영상기기 수출액 추이 및 성장률



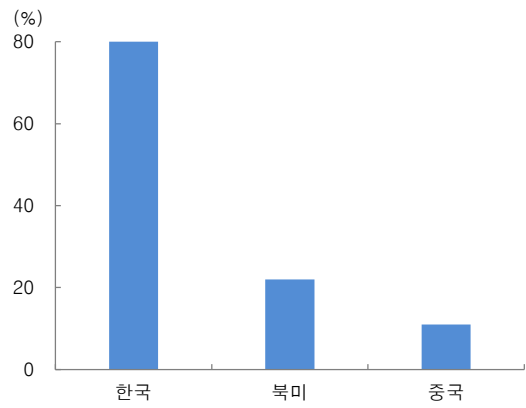
자료: TRASS, 대신증권 Research Center

그림 110. 인구 만명당 치과병원 수



자료: 중국국가위상국 통계, 대신증권 Research Center

그림 111. 치과 의사 중 임플란트 시술 가능 비중



자료: Straumann, 대신증권 Research Center

2021년 영업이익 YoY +310% 증가한 188억원 전망

2021년 매출액은 YoY +71.8% 증가한 948억원, 영업이익은 YoY +302.5% 증가한 184억원을 전망한다. 부분별 예상 매출액은 진단시스템 373억원(+87.2% YoY), 치료솔루션 576억원(+63.1% YoY)이다. 2021년 2분기 호실적을 시작으로 QoQ 실적 증가세 지속, 연중 최대 성수기인 4Q21 의미있는 영업 레버리지 효과를 기대한다. 2021년 제한적인 고정비 집행으로 연간 OPM 19.4% 예상하며 YoY +11.1%p 개선될 전망이다.

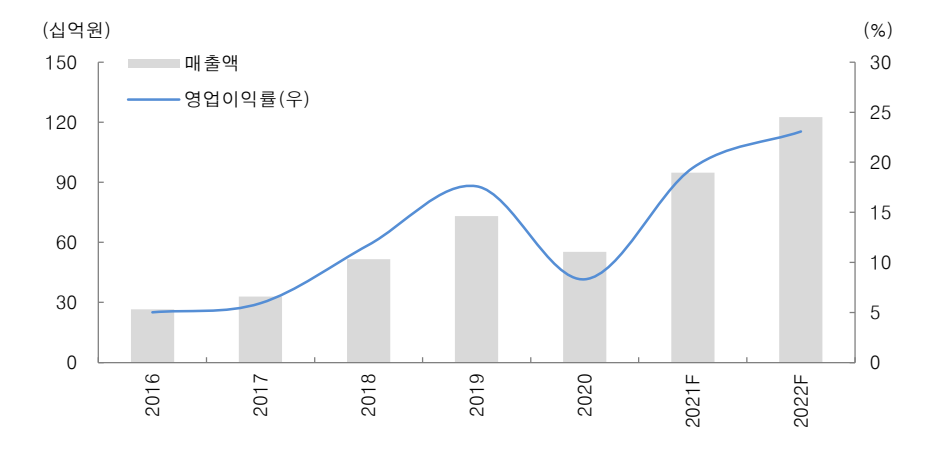
2021년 상반기 이후 코로나19 이전의 고성장 반영, 2022년부터 메가젠임플란트향 ODM 매출도 더해진다. 2022년 3월부터 양산이 시작되고, 유럽 및 아시아 지역으로 공급될 예정이다. 해당 계약은 2022년부터 2027년까지 최소 500억원 수준으로 5년간 매년 100억원 이상의 매출 인식이 가능하다. 또한 현재 공급 예정된 CBCT는 기본 스펙으로 실공급 시 추가 기능 부가에 따른 ASP 상향도 가능하다. 1) 견조한 진단시스템/치료솔루션 매출 성장세에 더해질 ODM 공급 물량, 2) 2022년 JV를 통한 중국 내 입지 강화, 3) 사업 영역 다각화로 실적 및 기업가치 모두 높은 업사이드를 기대한다.

표 16. 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	14.9	23.7	25.7	30.6	19.7	28.6	33.4	40.9	73.1	55.2	94.8	122.5
진단장비	6.1	2.8	4.6	6.4	5.2	10.4	10.3	11.4	30.9	19.9	37.3	44.6
치료 솔루션	6.2	5.0	9.6	14.5	9.8	13.3	15.4	19.1	42.3	35.3	57.6	77.9
국내	0.5	0.7	0.5	0.7	0.5	2.6	2.4	2.8	4.3	2.5	8.4	10.6
미국	1.9	1.1	2.7	5.2	2.1	5.4	5.7	6.4	16.6	10.8	19.7	26.6
유럽	1.7	0.5	0.6	1.3	1.8	1.9	2.3	2.7	7.4	4.1	8.7	14.7
중국	3.5	3.0	5.7	8.1	5.1	6.8	7.7	10.0	24.8	20.4	29.6	34.8
일본	1.4	0.4	1.4	1.3	1.3	2.2	2.5	3.0	5.9	4.3	9.1	12.0
영업이익	0.6	-2.2	1.6	4.6	0.3	4.9	5.8	7.7	12.9	4.6	18.4	28.3
당기순이익	1.8	-0.9	2.4	4.7	-1.5	4.4	4.9	6.6	11.6	7.9	14.4	24.8
YoY 증감률												
매출액	-8.3	-56.7	-24.2	-8.9	21.1	204.0	81.3	46.0	41.9	-24.5	71.8	29.2
진단장비	-22.6	-52.9	-50.4	-17.8	-15.8	270.2	125.7	78.1	-1.7	-35.5	87.2	19.7
치료 솔루션	11.9	-58.6	1.0	-4.3	57.3	166.9	60.2	31.8	110.2	-16.4	63.1	35.4
국내					4.9	254.6	338.8	285.4	-7.1	-40.8	230.2	26.9
미국					14.0	405.3	112.3	23.7	54.4	-35.1	82.0	35.2
유럽					3.4	307.6	261.7	106.0	22.4	-44.0	109.6	69.8
중국					44.5	128.0	34.4	23.4	51.8	-17.9	45.5	17.5
일본					-1.3	523.6	83.6	137.7	92.6	-25.9	109.1	32.2
영업이익	-37.7	-170.2	-53.6	-14.2	-48.4	-324.5	267.7	69.0	112.7	-64.4	302.5	50.7
당기순이익	81.2	-135.4	-27.5	-1.6	-186.0	-592.0	105.4	40.9	120.0	-31.6	82.5	71.7
영업이익률	5.2	-28.3	11.1	21.8	2.2	20.9	22.4	25.3	17.6	8.3	19.8	23.1
당기순이익률	14.2	-11.6	17.0	22.2	-10.1	18.8	19.2	21.4	15.8	14.3	15.2	20.2

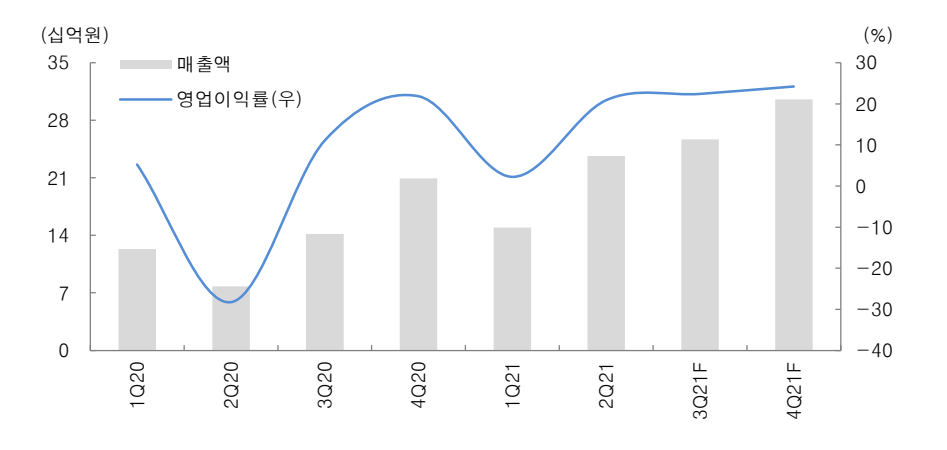
자료: 대신증권 Research Center

그림 112. 연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



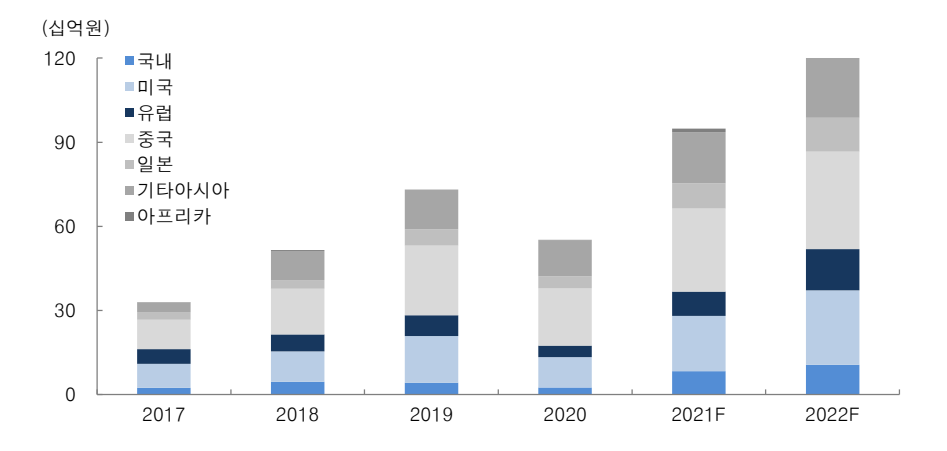
자료: 레이, 대신증권 Research Center

그림 113. 분기별 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

그림 114. 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

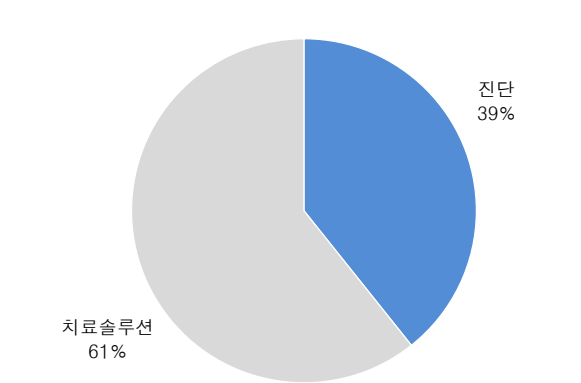
- 2004년 설립, 2019년 07월 코스닥 상장
- 치과용 영상진단시스템 및 디지털 치료솔루션 개발 및 판매
- 6개 해외법인 및 딜러망을 통한 높은 수출 비중 보유
- 2016년 이후 해외 매출액 연평균 36% 이상 성장
- 2021년 예상 사업부문별 매출 비중은 진단 39%, 치료솔루션 61%
- 자산 1,639억원, 부채 588억원, 자본 1,052억원(1H21 기준)
- (발행 주식수: 13,306,534, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 치료솔루션 중국, 미국 중심 수출 확대
- 고마진 제품 판매 확대에 따른 전사 수익성 개선
- 투명교정 사업 진출에 따른 사업 다각화

자료: 레이, 대신증권 Research Center

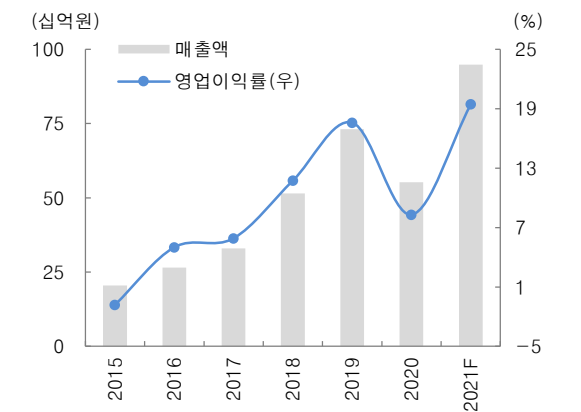
레이 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 예상 매출액기준
자료: 레이, 대신증권 Research Center

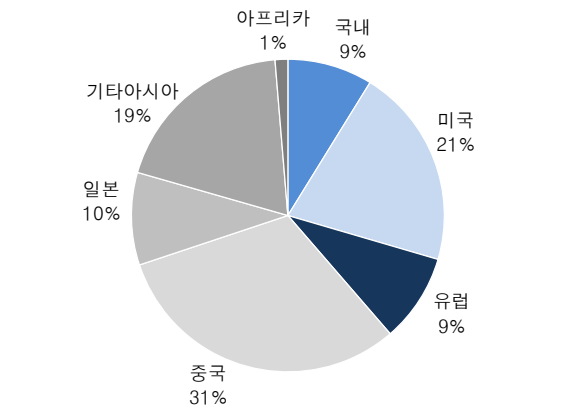
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



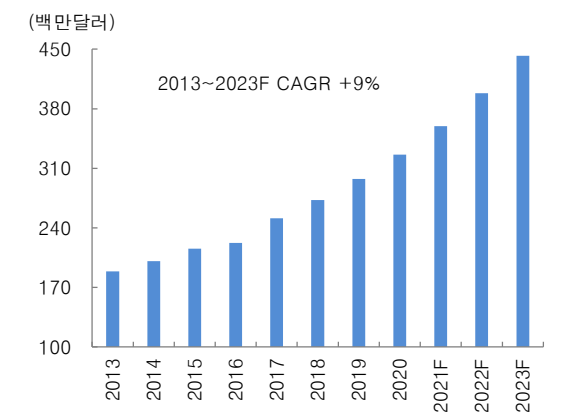
자료: 레이, 대신증권 Research Center

2021F 지역별 별 매출 비중 전망



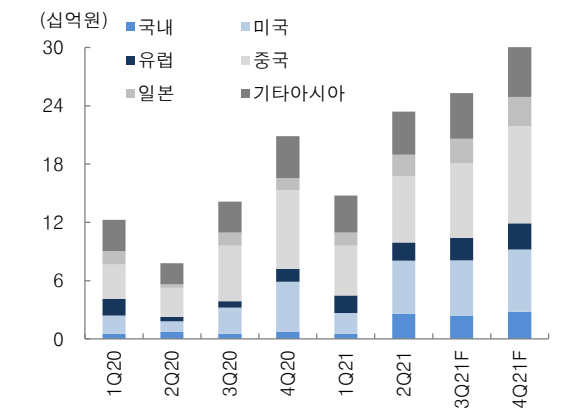
자료: 레이, 대신증권 Research Center

글로벌 구강스캐너 시장 규모



자료 P&S Market Research, 대신증권 Research Center

분기별 지역별 매출 추이 및 전망



자료: 레이, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	73	55	95	123	151
매출원가	39	29	50	62	74
매출총이익	35	27	45	61	77
판매비와관리비	22	22	27	32	38
영업이익	13	5	18	28	39
영업이익률	17.6	8.3	19.4	23.1	25.8
EBITDA	15	9	18	28	39
영업외손익	0	4	-3	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	6	3	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-2	-6	-1	-1
외환관련손실	1	2	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	13	9	15	31	41
법인세비용	-2	-1	-1	-6	-8
계속사업순이익	12	8	14	25	33
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	8	14	25	33
당기순이익률	15.8	14.3	15.0	20.2	22.1
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	12	8	14	25	33
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	11	7	14	24	33
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	11	7	14	24	33

Valuation 지표

	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,908	1,188	1,064	1,861	2,516
PER	22.5	44.9	31.4	17.9	13.3
BPS	4,751	4,907	7,877	9,399	11,221
PBR	4.5	5.4	4.0	3.4	2.8
EBITDAPS	1,278	673	1,310	1,969	2,709
EV/EBITDA	16.9	37.7	20.5	12.9	9.0
SPS	6,037	4,149	6,739	8,493	10,484
PSR	3.6	6.4	4.7	3.7	3.0
CPS	1,446	830	1,124	2,155	2,905
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	41.9	-24.5	71.8	29.2	23.4
영업이익 증가율	112.7	-64.4	302.3	53.4	38.3
순이익 증가율	120.0	-31.6	80.0	74.1	35.2
수익성					
ROC	41.5	10.7	35.2	38.4	44.2
ROA	21.8	5.5	14.0	15.1	18.3
ROE	27.6	12.9	16.1	20.1	22.5
안정성					
부채비율	33.2	36.6	53.5	45.0	38.4
순차입금비율	-42.4	-25.6	-42.2	-44.7	-44.4
이자보상배율	68.7	19.9	0.0	0.0	0.0

자료: 레이, 대신증권 Research Center

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	61	64	140	167	193
현금및현금성자산	12	15	27	40	51
매출채권 및 기타채권	20	15	23	29	36
재고자산	9	17	23	30	38
기타유동자산	20	16	67	67	67
비유동자산	16	26	34	34	35
유형자산	6	9	9	10	10
관계기업투자금	0	3	3	3	3
기타비유동자산	10	14	21	21	21
자산총계	77	89	174	200	228
유동부채	13	18	23	26	28
매입채무 및 기타채무	8	6	10	12	14
차입금	1	8	7	7	7
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	3	7	7	7
비유동부채	7	6	37	36	35
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	29	29	29
기타비유동부채	7	6	8	7	6
부채총계	19	24	61	62	63
지배지분	58	65	111	136	162
자본금	3	3	7	7	0
자본잉여금	42	42	70	70	70
이익잉여금	12	20	34	59	92
기타지분변동	0	0	0	0	0
비배지분	0	0	3	3	3
자본총계	58	65	113	138	164
순차입금	-24	-17	-48	-62	-73

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6	3	4	14	20
당기순이익	12	8	14	25	33
비현금항목의 가감	6	3	2	6	8
감가상각비	3	4	4	4	4
외환손익	0	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	-2	-2	3	5
자산부채의 증감	-11	-6	-11	-11	-14
기타현금흐름	0	-2	-1	-6	-8
투자활동 현금흐름	-23	-6	-10	-5	-6
투자자산	-19	3	-5	0	-1
유형자산	-1	-5	-4	-4	-4
기타	-3	-4	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	17	6	2	-1	-9
단기차입금	-3	7	-1	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	20	0	4	0	-7
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	0	3	12	13	11
기초 현금	12	12	15	27	40
기말 현금	12	15	27	40	51
NOPLAT	11	4	17	23	32
FCF	10	1	17	23	32

엘앤씨바이오
(290650)

한경래 kyungraehan@dashin.com

이새롬 saeromlee@dashin.com

투자의견

N/R
신규

6개월 목표주가

N/R
신규

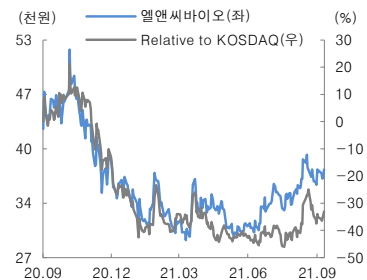
현재주가
(21.09.10)

37,550

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	852십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	51,867원 / 29,100원
120일 평균거래대금	66억원
외국인지분율	7.13%
주요주주	이환철 외 12 인 33.68% 브이아이피자산운용 6.23%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	19.6	29.0	-15.9
상대수익률	7.2	13.8	10.7	-28.3



다수의 상승 모멘텀 확보,
2022년 본격화

국내 1위 피부이식재 제조, 판매 업체

- 인체조직 이식재, 인체조직기반 의료기기 등 제조, 판매 업체
- 인체조직 이식재 국내 시장 점유율 1위
- 2021년 예상 사업 부문별 연결 매출 비중 인체조직 이식재 60.3%, 인체조직 기반 의료기기 10.7%, GMRC 20.3%

가시화되는 중국 시장 진출, 2022년 이후 본격화 기대

- 지난 8월 중국 합작법인에 1,100만달러 2차 자본금 납입 확정. 합작법인의 고성장이 기대됨에 따라 적극적인 투자 이뤄짐. 시장에서 우려했던 자본금 납입 지연 리스크 해소
- 메가덤플러스 중국 하이난성 긴급사용 승인, 향후 본토에도 순차적 승인 기대
- 중국 피부이식재 시장 중 유방재건 시장 6,400억원 규모 추정. 현재 중국에서는 이종진피 제품이 주로 사용 중. 이종진피 대비 동종진피 부작용이 현저히 적고 높은 기술력이 필요하기 때문에 확실한 경쟁 우위 확보
- 중국 합작법인 3년 내 메가덤 매출액 3,000억원 및 향후 중국 증시에 10조 밸류로 상장까지 계획
- 중국 쿤산에 현지 공장 건축 중. 2022년 7월 완공, GMP 의료기기 생산허가 받으면 2022년말 생산 가능 전망. 1차 Capa 7,000억원 규모 파악

메가카티 2022년에 출시 기대

- 올해 1월 메가카티(동종연골 치료용 의료기기) 마지막 피험자 주입 완료. 2022년 2월 정도 결과 확인 후 데이터 바탕으로 발표 예정
- 중국 시장 진출에 이은 확실한 모멘텀 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	21	29	33	47	60
영업이익	5	9	7	14	20
세전순이익	6	10	13	14	19
총당기순이익	5	8	12	12	17
지배지분순이익	5	7	11	9	14
EPS	276	331	492	420	620
PER	71.2	77.4	70.2	82.2	55.6
BPS	2,778	2,655	2,629	3,012	3,582
PBR	2.7	3.2	13.1	12.5	10.5
ROE	15.0	13.1	18.6	14.8	18.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

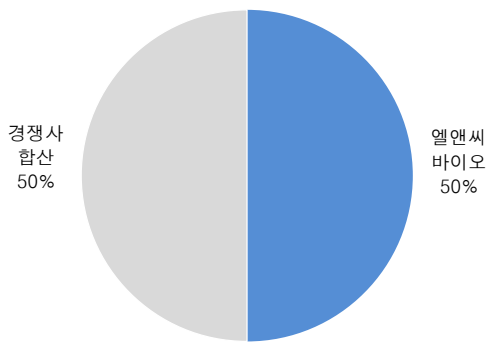
국내 1위 피부이식재 제조, 판매 업체

엘앤씨바이오는 재생의료 산업 내 인체조직 이식재, 인체조직기반 의료기기 등 제조, 판매 업체다. 주요 제품으로 메가덤(동종 진피 이식재), 메가필(동종 진피 파우더 형태), 메가본(동종 골 이식재, 임플란트 보완에 사용) 등이 있다. 인체조직 이식재 국산화를 주도하며 국내 시장 점유율 1위로 추정된다. 2020년 기준 약 50% 점유율로 점점 더 강화되고 있다. 국내 인체조직 이식재 시장 규모는 1,000~1,500억원으로 형성되어 있다. 2021년 예상 사업 부문별 연결 매출 비중은 인체조직 이식재 60.3%, 인체조직 기반 의료기기 10.7%, GMRC 20.3% 등이다.

가시화되는 중국 시장 진출, 2022년 이후 본격화 기대

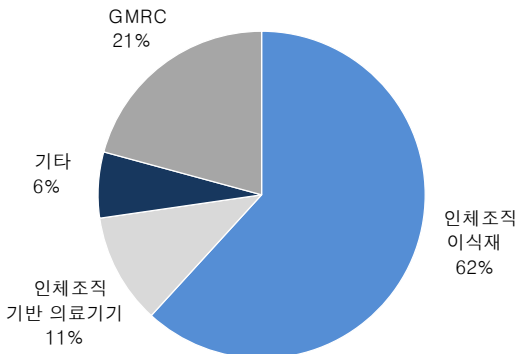
2021년 8월 중국 CICC(국제금융공사)와의 합작법인에 대한 1,100만달러의 2차 자본금 납입을 확정했다. 2억달러 가치로 평가된 합작법인 지분 10%로 지난해 12월 1차 투자금 900만달러 이후 두번째 투자이다. 이번에는 관부국제첨단의료기기산업원이 약 35억 원 투자에 참여했고 중국 정부에서도 투자를 고려했으나 다음 투자 단계에서 참여가 가능할 전망이다. 합작법인의 고성장이 기대됨에 따라 적극적인 투자가 이뤄지고 있다. 시장에서 우려했던 자본금 납입 지연 리스크가 해소된 만큼 2022년 이후 성장성도 가시적이다.

그림 115. 2020 년 국내 피부 이식재 시장 점유율



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

그림 116. 2021 년 부문별 예상 매출 비중



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

메가덤플러스의 중국 하이난성 긴급사용승인, 본토 순차적 진출 예정

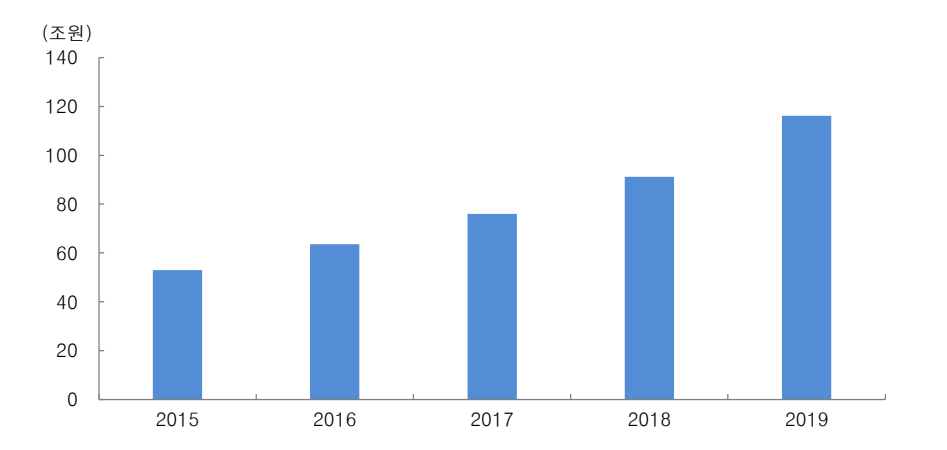
중국 합작법인 투자에 이어 8월에 메가덤플러스(동종진피 이식재)의 중국 하이난성 긴급사용승인을 받았다. 하이난성의 보아오러청 특구는 의료특구로 지정돼, 해외 우수 의약품 및 의료기기 등을 긴급사용승인으로 사용할 수 있다. 승인 이후 첫 수출도 시작된 것으로 파악된다.

메가덤플러스는 무세포동종진피(ADM) 원재료의 의료기기로 사고나 질병으로 함몰, 결손된 인체 피부를 대체 및 수복한다. 유방암 수술 이후 유방재건에 주로 사용된다. 중국의 피부이식재 시장 중 유방재건 시장의 경우 크게 활성화되지 않았음에도 6,400억원 규모로 추정된다. 화상 환자 시장도 연 3,500억원으로 전망된다. 현재 중국에서는 이종진피 제품이 일반적으로 쓰인다. 이종진피 대비 동종진피가 부작용이 현저히 적고 높은 기술력이 필요하기 때문에 확실한 경쟁 우위에 있다.

중국 시장에서 유방재건 이식재 단가는 1x1cm²에 6만원 내외로 국내 42,000원 대비 더 비싸다. 기술적 우위에 더 높은 단가로 판매가 가능하기 때문에 단기간에 높은 실적 성장이 가능하다. 현재 중국 북경 지역에서 영업하는 로컬 업체의 경우 매출액 1,000억원 내외를 기록 중이다. 엘앤씨바이오의 중국 합작법인은 확실한 기술 우위, 중국 파트너사를 통한 전국 총판 영업으로 3년 내 메가덤 매출액 3,000억원을 계획하고 있다. 중국 내 동종이 아닌 이종진피 업체 GuanHao BIO가 2020년 885억원 매출액을 기록했고 시총 2조 밸류를 받아왔다. 중국 시장의 이런 밸류에이션을 감안해 향후 중국 증시에 10조 밸류로 상장까지 고려하고 있다.

계획 달성을 위해 중국 쿤산에 현지 공장을 건축 중이다. 2022년 7월 완공 이후 GMP 의료기기 생산허가 받으면 2022년말에는 생산이 가능할 전망이다. Capa는 1차적으로 7,000억원 규모로 파악된다. 대규모로 진행되는 사업인 만큼 향후 진행 과정에 맞춰 기업 가치는 지속적으로 상승할 것으로 전망된다.

그림 117. 중국 의료기기 시장 규모



자료: 중국의료기기보고서, 대신증권 Research Center

그림 118. 엘앤씨바이오 쿤산 공장 조감도



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

표 17. 한국 및 중국 병원 현황

한국			중국		
1차	2차	3차	1급	2급	3급
1,489	314	24	9,282	7,944	2,232

자료: 건강보험심사평가원, 중국 통계청, 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

메가카티 2022년 출시 기대

올해 1월에 메가카티(동종연골 치료용 의료기기)의 마지막 피험자 주입이 완료됐다. 2022년 2월 정도까지 결과 확인하고 이후 데이터 통계를 바탕으로 발표될 예정이다. 메가카티는 동종연골을 직접 주입하기 때문에 시술 후 빠른 무릎연골 성형화 및 회복이 가능한 장점이 있다.

국내 퇴행성 관절염 40대 이상 환자 수는 2018년 기준 387만명 정도로 파악된다. 이중 인공관절 시술을 받아야하는 Grade 4 이하의 Grade 2~3 수준 환자 비중 64%(247만명)에서 초기 침투 5만명을 목표로 하고 있다. 병원 판매 단가를 300~400만원 수준에 공급가를 절반 정도로 가정하면 연간 750~1,000억원의 매출에 50% 이상의 이익률이 가능하다. 메가카티가 의료기기 허가를 받고 출시된다면 중국 시장 진출에 이은 확실한 모멘텀이 된다.

제네릭 사업, ECM 콜라겐 필러 등 추가 성장 동력 기대

6월부터 판매를 시작한 제네릭 사업에서 120여개 제네릭을 양수했다. 진통제, 항생제, 소염제 등이다. 2분기 1.6억원 수준에 불과했으나 하반기에는 30억원 이상의 매출이 예상된다. 위탁판매 업체를 통한 높은 단가 제품 판매로 10% 중반 이상의 이익률을 전망한다.

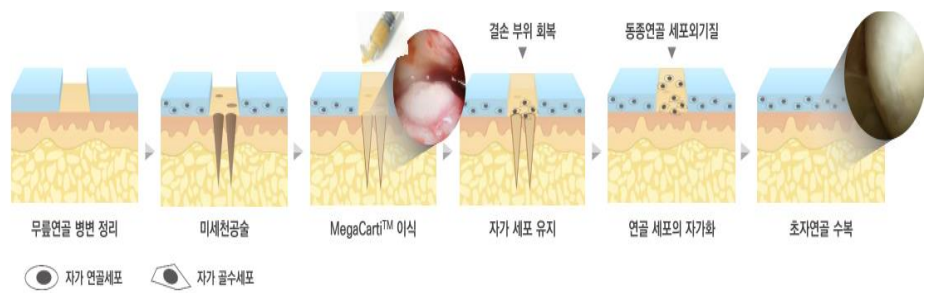
ECM 콜라겐 필러는 향후 인체 폐지방의 의료용 재활용이 가능해지도록 폐기물 관련 법안이 개정되면 확실한 성장 동력이 될 수 있다. 기존 HA 필러와 비교해 ECM 콜라겐 필러는 대부분 콜라겐으로 이루어져있기 때문에 30% 이상이 자가조직화가 가능한 것으로 파악된다. 시장에 출시만 된다면 현재 필러 시장의 새로운 대안으로 자리잡을 수 있다. 현재 비용을 지불하고 버리는 폐지방을 활용해 새로운 매출처로 활용하게 되면 원가를 개선 및 전사 이익률 개선으로 이어진다. 관련 법안의 규제 완화가 되어야 시장 출시가 가능하기 때문에 향후 추이를 지켜볼 필요가 있다.

그림 119. 메가카티의 특징

	MegaCarti™	줄기세포 치료제	유전자 치료제
시술	• 동종연골 직접 주입	• 연골손상 부위에 미세천공술 실시 후 자가 또는 동종 조직 유래 줄기세포 주입	• 동종연골세포와 형질전환된 동종연골 유래 줄기세포를 관절강 내 주사
회복 및 효과	• 시술 후 3일째 퇴원 1주 후부터 일상 복귀 • 시술 후 동종연골에 의한 빠른 무릎연골 성형화 및 회복	• 시술 후 1~2주 입원 필요 시술 후 12주 가량 목발 사용 • 연골 재생 기간 약1년	• 수술없이 1회 주사 • 무릎 통증 경감 효과 • 연골 구조 재생 효과 미검증
비용	• 저렴한 가격(300~400만원)	• 1회 시술 시 600~800만원 (비급여)	• 1회 주사 시 600~700만원 (비급여)

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

그림 120. 메가카티 작용기전



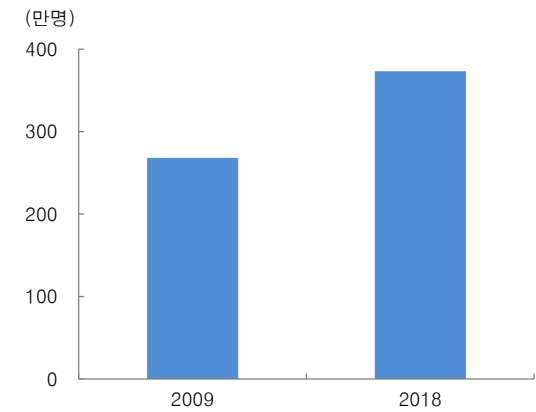
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

표 18. 퇴행성 관절염 연도별 연령대별 진료 현황 (단위: 만명, 십억원)

	2009		2018		CAGR	
	환자수	진료비	환자수	진료비	환자수	진료비
40 대	34	37.7	32	42.5	-0.8	1.3
50 대	69	126.1	91	231.1	3.1	6
60 대	84	265.6	120	490.6	3.9	7.1
70 세이상	81	290.5	130	692.2	5.4	10.1
40 대 이상	268	719.9	373	1456.4	4%	8%

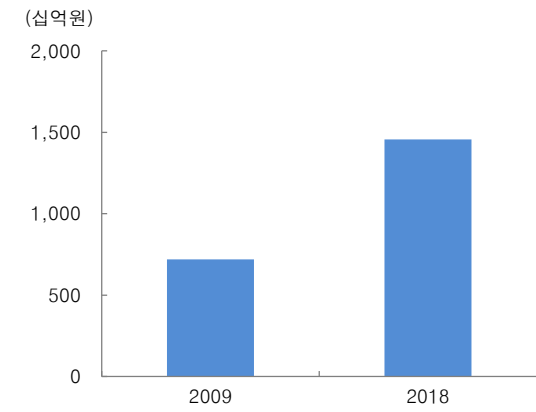
자료: 건강보험심사평가원, 대신증권 Research Center

그림 121. 퇴행성 관절염 환자 수 추이



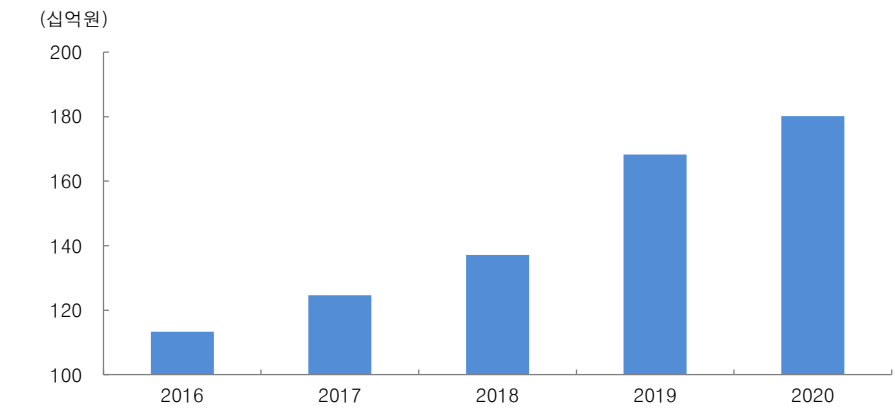
자료: 건강보험심사평가원, 대신증권 Research Center

그림 122. 퇴행성 관절염 진료비 추이



자료: 건강보험심사평가원, 대신증권 Research Center

그림 123. 국내 필러 시장 규모



자료: 보건산업브리프 의료기기품목시장통계, 대신증권 Research Center

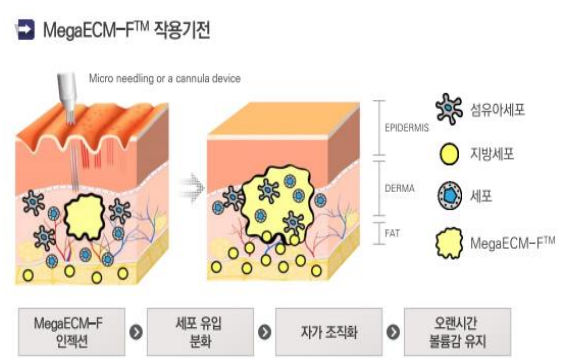
그림 124. ECM 콜라겐 필러, HA 필러 비교

	HA 필러	ECM 콜라겐 필러
구성성분	히알루론산	콜라겐(95%) 엘라스틴 및 단백질(5%)
지속시간	수개월 후 녹아내림	30% 이상이 자가조직화
효과	단순 볼륨효과	기존 HA필러 대비 풍성한 볼륨 효과 및 자체 콜라겐 형성
부작용	있음	지방 유래 ECM 세포로 부작용 없음

안전필러
뿐만 아니라
바디필러도
Target

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

그림 125. 메가ECM 작용기전



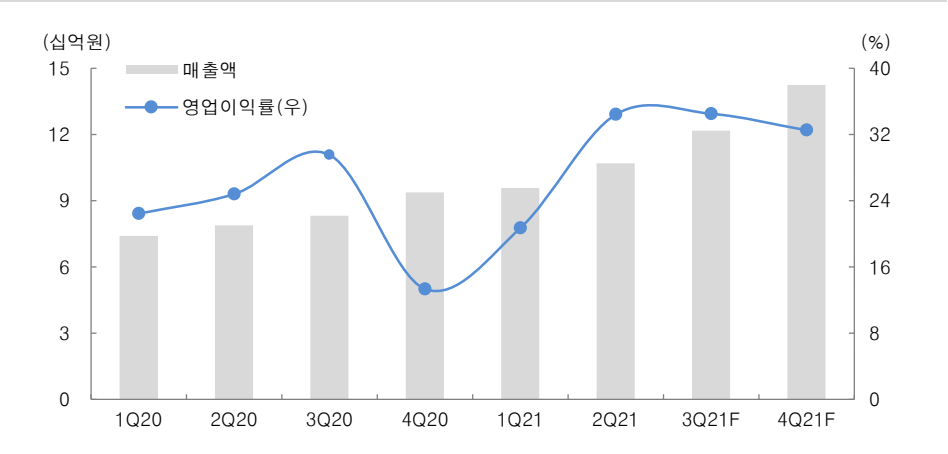
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

2021년 영업이익 145억원(+98% YoY) 전망

2021년 매출액 467억원(+41.6% YoY), 영업이익 145억원(+97.9% YoY)이 예상된다. 상반기에 이어 하반기에도 분기별 실적 성장이 기대된다. 6월부터 판매를 시작한 제네릭 사업은 2분기 약 2억원 매출에서 하반기 30억원 이상으로 확대될 전망이다. 자회사 GMRC의 CRO 사업은 증설 효과가 지속될 예정이다. 상반기 자외선 차단용 임상 설비 6대에서 12대를 추가로 증설했다. 증설 효과로 2021년 GMRC 매출액은 95억원(+85.7% YoY)이 기대된다.

2022년에는 매출액 602억원(+29.1% YoY), 영업이익 195억원(+34.7% YoY)이 전망된다. 본업 및 GMRC의 안정적 성장에 제네릭 사업부의 본격적인 실적 성장이 더해질 예정이다. 메가카티의 의료기기 허가 및 출시 시점에 따라 추가적인 실적 상향도 가능하다. 안정적인 실적 고성장과 더불어 중국 본토 시장에 제품 승인 기대감이 확대되는 만큼 주가 상승 모멘텀은 다수 확보한 상황이다. 중장기적인 주가 우상향이 기대된다.

그림 126. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

표 19. 엘앤씨바이오 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
매출액	7.4	7.9	8.3	9.4	9.6	10.7	12.2	14.2	29.2	33.0	46.7
인체조직 이식재	5.6	5.4	5.9	6.2	6.3	6.9	7.2	7.8	21.0	23.0	28.2
인체조직 기반 의료기기	0.7	1.0	0.9	1.4	0.9	1.1	1.3	1.8	3.5	4.0	5.0
기타						0.2	1.0	1.8			3.0
GMRC	1.0	1.3	1.3	1.5	2.1	2.3	2.4	2.6	0.0	5.1	9.5
영업이익	1.7	2.0	2.5	1.3	2.0	3.7	4.2	4.6	9.0	7.3	14.5
순이익	1.6	1.7	1.9	5.6	1.9	1.8	2.6	2.9	7.3	10.8	9.2
YoY											
매출액	19.0	1.0	21.2	13.4	29.3	35.7	46.3	52.0	37.2	13.1	41.6
인체조직 이식재	18.6	6.2	21.8	-3.8	13.5	27.9	22.3	25.3	38.0	9.4	22.3
인체조직 기반 의료기기	308.6	3.4	250.2	-33.1	30.2	11.5	35.3	25.3	113.4	15.1	25.2
기타	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GMRC	-	-	-	-	103.8	81.9	86.5	75.7	-	-	85.7
영업이익	-7.2	-20.2	20.3	-54.5	19.3	88.3	70.9	270.3	64.9	-18.9	97.9
순이익	2.4	-15.1	14.3	181.8	18.3	2.2	37.8	-48.0	39.2	49.1	-15.1
영업이익률	22.4	24.8	29.5	13.3	20.7	34.4	34.5	32.5	31.0	22.2	31.0
순이익률	21.7	22.2	22.6	59.5	19.8	16.7	21.3	20.4	24.9	32.8	19.7

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

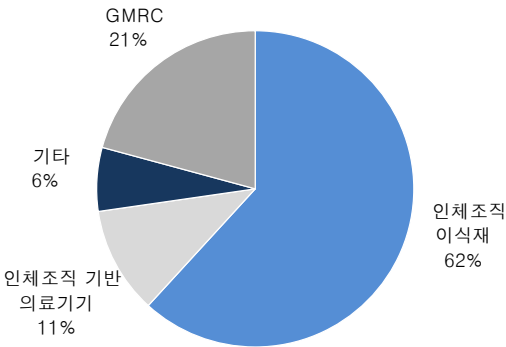
- 대표이사: 이환철
- 2011년 설립, 2018년 코스닥 상장
- 국내 1위 피부이식재 제조, 판매 업체
- 2021년 예상 부문별 매출 비중: 인체조직 이식재 60.3%, 인체조직 기반 의료기기 10.7%, GMRC 20.3% 등
- 자산 8,577억원, 부채 8,281억원, 자본 7,749억원 (발행주식수: 22,684,891, 1H21 기준)

주가 변동요인

- 해외 시장(중국 의료기기) 진출 가시화에 따른 실적 성장
- 군산 현지 공장 생산, 가동률 및 신사업 진행 현황
- 메가카티 의료기기 허가 여부

자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

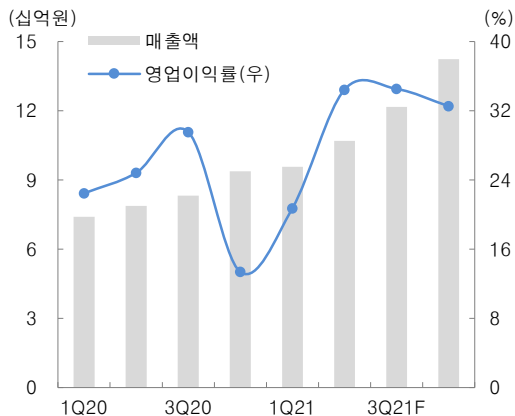
엘앤씨바이오 사업부문별 매출 비중



주: 2021년 매출액 기준
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

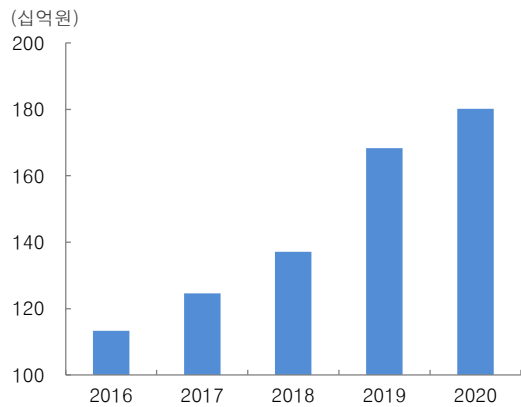
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



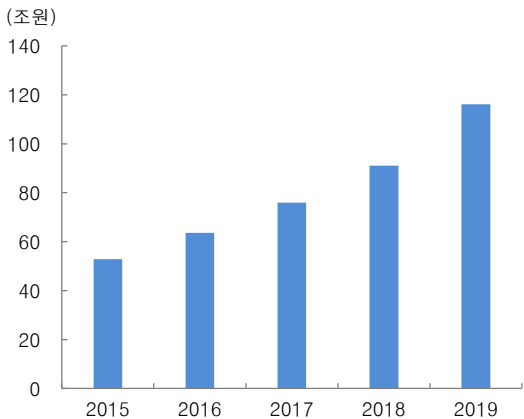
자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

국내 필러 시장 규모



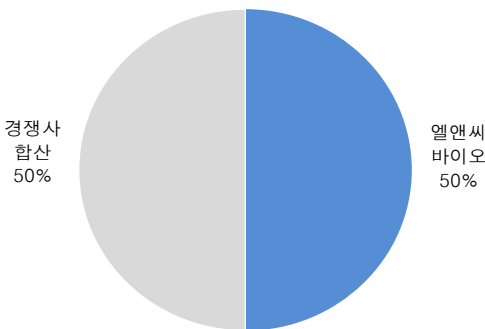
자료: 보건산업브리프 의료기기품목시장통계, 대신증권 Research Center

중국 의료기기 시장 규모



자료: 중국의료기기보고서, 대신증권 Research Center

국내 피부 이식재 시장 점유율



주: 2020년 기준/ 자료: 엘앤씨바이오, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	21	29	33	47	60
매출원가	8	10	13	18	24
매출총이익	13	19	20	29	36
판매비와관리비	8	10	12	14	16
영업이익	5	9	7	14	20
영업이익률	25.8	31.0	22.2	31.0	32.4
EBITDA	6	10	9	16	22
영업외손익	0	1	6	5	5
관계기업손익	0	0	5	5	5
금융수익	0	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	-1	-1	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	6	10	13	14	19
법인세비용	1	-1	-1	-1	-2
계속사업순손익	5	8	12	12	17
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	8	12	12	17
당기순이익률	24.0	29.0	36.8	26.6	28.9
비지배자분순이익	0	1	1	3	4
지배자분순이익	5	7	11	9	14
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	5	8	12	12	17
비지배자분포괄이익	0	1	1	12	17
지배자분포괄이익	5	7	11	0	0

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	276	331	492	420	620
PER	23.7	25.8	70.2	82.2	55.6
BPS	2,778	2,655	2,629	3,012	3,582
PBR	2.7	3.2	13.1	12.5	10.5
EBITDAPS	947	462	405	744	984
EV/EBITDA	17.9	16.1	83.7	52.0	39.3
SPS	1,125	1,330	1,499	2,134	2,754
PSR	5.8	6.4	23.0	17.6	13.6
CFPS	377	503	486	527	792
DPS	0	33	50	50	50

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	18.7	37.2	13.1	41.6	29.1
영업이익 증가율	12.4	64.9	-18.9	97.9	34.7
순이익 증가율	35.7	65.9	43.7	2.2	40.2
수익성					
ROC	35.2	40.5	28.7	43.3	45.5
ROA	14.1	14.6	10.0	15.7	16.4
ROE	15.0	13.1	18.6	14.8	18.8
안정성					
부채비율	8.7	9.9	31.5	49.6	60.9
순차입금비율	-67.4	-46.1	-20.1	-12.3	-11.8
이자보상배율	303.5	149.2	9.9	0.0	0.0

자료: 엘앤에스바이오, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	50	46	46	64	89
현금및현금성자산	22	13	22	34	51
매출채권 및 기타채권	7	9	9	13	17
재고자산	6	6	8	11	15
기타유동자산	15	18	6	6	6
비유동자산	7	20	35	40	45
유형자산	5	7	9	11	12
관계기업투자금	0	1	10	13	17
기타비유동자산	3	12	16	16	17
자산총계	57	66	81	104	134
유동부채	3	3	4	4	5
매입채무 및 기타채무	1	1	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	2	2	2	3
비유동부채	2	3	16	31	46
차입금	1	1	1	16	31
전환증권	0	0	13	13	13
기타비유동부채	1	2	2	2	2
부채총계	5	6	19	35	51
지배자분	52	58	58	66	78
자본금	4	4	11	11	11
자본잉여금	35	36	30	30	30
이익잉여금	14	21	21	29	41
기타자본변동	0	-2	-4	-4	-4
비지배자분	0	2	3	4	5
자본총계	53	60	61	70	83
순차입금	-36	-28	-12	-9	-10

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	4	6	7	4	9
당기순이익	5	8	12	12	17
비현금항목의 가감	2	3	-1	-1	0
감가상각비	0	1	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	1	-3	-3	-2
자산부채의 증감	-2	-4	-2	-7	-7
기타현금흐름	-1	-1	-1	-1	-2
투자활동 현금흐름	-17	-16	1	-7	-7
투자자산	-12	-13	4	-4	-4
유형자산	-4	-2	-3	-3	-3
기타	-1	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	31	1	1	11	11
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	15	15	15
장기차입금	1	0	0	0	0
유상증자	30	0	2	0	0
현금배당	0	0	-1	-1	-1
기타	0	0	-15	-3	-3
현금의 증감	19	-9	10	12	17
기초 현금	3	22	13	22	34
기말 현금	22	13	22	34	51
NOPLAT	5	8	7	13	18
FCF	0	7	5	12	17

기업분석

제이브이엠 (054950)

이새롬 saerom.lee@dashin.com
한경래 kyungrae.han@dashin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

22,000

신규

현재주가

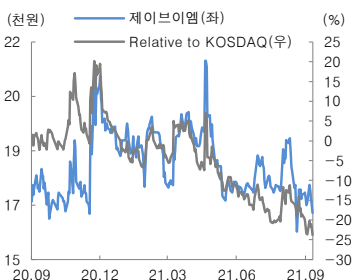
(21.09.10)

16,500

스몰캡업종

KOSDAQ	1,037.91
시가총액	199십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	21,400원 / 15,900원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	1.66%
주요주주	한미사이언스 외 1 인 39.96% 솔인베스트제2호사모투자전문회사 외 3 인 8.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.5	-3.8	-9.4	-5.1
상대수익률	-11.3	-8.4	-22.3	-19.2



하반기 정상화로 가는 길

투자의견 매수, 목표주가 22,000원 제시

- 목표주가 12MF EPS 1,245원에 Target PER 18배 적용
- 하반기 QoQ, YoY 외형 성장세와 영업이익률 개선 본격화. 코로나 이후 국내 인티팜 수요 증가 및 원격 의료 확대로 북미 파우치형 조제기 도입 가속화 기대
- 12MF PER 13배. 역사적 밸류에이션 하단 수준으로 정상화 필요

2H21 가시화될 실적 성장. 더해질 인티팜 모멘텀

- 3분기 선적 이슈로 이연된 20억원 수출액 인식 예정. 견조한 국내 및 유럽 실적 흐름, 미국 회복세 전망. 4분기 계절적 효과로 2H21 연결 매출액 681억원 예상. 상반기 대비 +33.7%, 전년 동기 대비 +20.2% 증가할 전망
- 수익성 좋은 수출 비중 상승 및 고정비 효율화로 연결 OPM 1Q21 6.8% → 2Q21 12.3% → 3Q21F 16.2% → 4Q21F 19.1% 전망
- ADC 전자동 약품 관리기기 인티팜은 가격 부담으로 매출 비중 한 자릿 수 초반 수준. 코로나19로 의료 인력 부족 및 상급 병원 운용 효율화를 위해 신규 수요 확대 기대

북미 시장에 기대하는 구조적 성장 수혜

- LTC 시장에 E-Pharmacy는 핵심 수단. 2019년 E-Pharmacy 시장 규모는 51조원으로 추산되며 2026년까지 연평균 성장세 +17%로 147조원에 육박할 전망
- 기존 병 형태가 아닌 파우치 형태 조제 기기는 운송 시 안전, 1회 소분 포장 등 E-Pharmacy 성장에 필수 요인
- 북미 시장에 파우치 조제약 시장 침투율은 10% 미만에 불과. 북미, 유럽시장에서 동사의 점유율은 60~75% 수준. 글로벌 업체 공급 레퍼런스 보유한 만큼 고성장하는 시장에서의 수혜 확대 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	110	115	119	131	137
영업이익	10	16	17	21	23
세전순이익	8	13	14	19	22
총당기순이익	6	10	12	16	18
지배지분순이익	6	10	12	16	18
EPS	993	1,813	1,021	1,357	1,546
PER	29.8	19.8	16.9	12.7	11.2
BPS	10,224	11,361	13,479	16,742	22,307
PBR	1.5	1.7	1.2	1.0	0.7
ROE	4.7	8.0	7.8	8.6	7.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

Valuation

목표주가는 12MF EPS 1,245원에 Target PER 18배를 적용했다. 국내 의료기기 업체 평균밸류에이션 수준이다. 제이브이엠은 2021년 상반기까지 코로나19 영향이 이어지며 주가는 역사적 밸류에이션 하단 수준에서 거래 중이다. 하반기 QoQ, YoY 외형 성장세와 본격적인 영업이익률 개선세를 전망한다. 코로나19 이후 국내 인티팜 수요 증가 및 원격 의료 확대에 따른 북미향 파우치형 조제기 침투율 가속화 가능한 점도 긍정적이다. 현재 주가는 12MF PER 13배에 불과하나 기업가치 정상화가 필요하다.

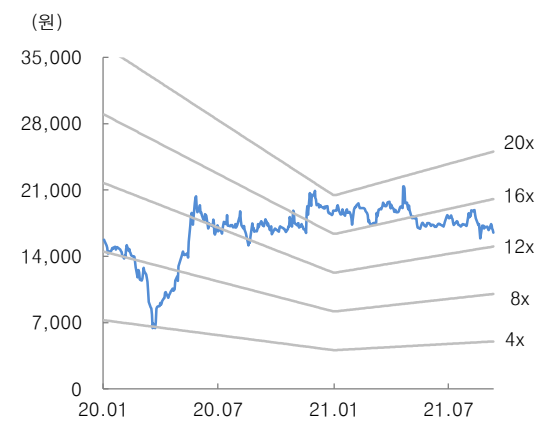
표 20. 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	1,245	12MF EPS
Target PER	18	의료기기 업종 평균 밸류에이션
목표주가	22,000	
현재주가	16,500	2021.09.10 기준
현재 PER	13.3	12MF EPS 기준
상승여력(%)	33.3	

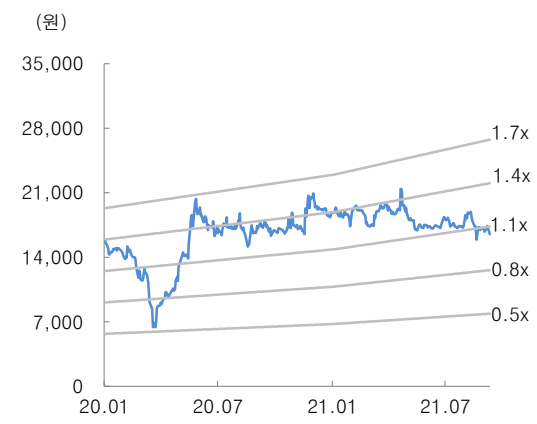
자료: 대신증권 Research Center

그림 127. 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 128. 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

기업개요

국내 1위 파우치형 조제자동화 전문 업체

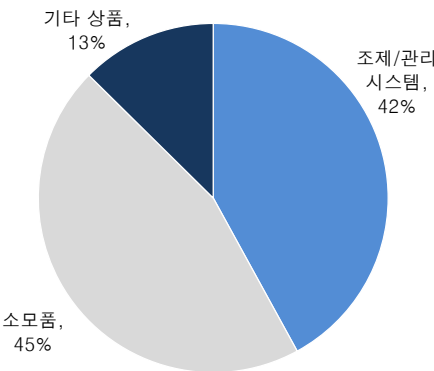
국내 1위 조제자동화 전문 업체로 한미약품 자회사이다. 조제자동화기기는 처방전을 스캔하면 자동으로 의약품 분류/분배/포장이 가능하다. 조제자동화 기기의 경우 파우치형 조제기에 특화되어 있으며 유럽/북미 수출 확대를 위해 빙고 카드/병 타입 조제기도 보유했다. 제이브이엠은 조제자동화 기기 연구개발 및 생산에 주력하며 국내 영업은 온라인팜(한미사언스 자회사), 해외 영업은 한미약품(북미) 및 JVM Europe(JVM 자회사), 시노팜(중국)에서 운영하고 있다. 사업 부분별 매출액 비중은 조제 및 관리시스템 48%, 소모품 40%, 기타 12%(2020Y 기준)로 구성된다. 조제 및 관리시스템의 매출 대부분은 조제자동화기기인 ATDPS에서 발생하며 소모품(파우치, 잉크, AS) 매출은 동사의 캐시카우로 안정적인 실적 흐름의 주요인이다. 2020년 지역별 매출 비중은 국내 53%, 유럽 23%, 북미 18%, 기타 6%이다.

그림 129. 사업 부분별 주요 제품



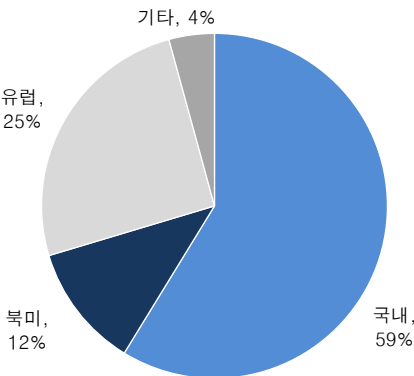
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

그림 130. 품목별 매출 비중(1H21)



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

그림 131. 지역별 매출 비중(1H21)



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

투자포인트

하반기 가시화될 실적 성장

동사의 경우 지역별 매출 및 영업 특징으로 2H20~ 1H21 코로나로 인한 실적 성장 둔화를 경험했다. 다만 3분기부터 직전 분기 선적 이슈로 이연된 20억원 수출 인식이 가능하며, 견조한 국내 및 유럽 실적 흐름과 미국 회복세가 가능할 전망이다. 4분기 계절적 성수기 효과로 2H21 연결 매출액은 681억원으로 상반기 대비 +33.7%, 전년 동기 대비 +20.2% 증가할 전망이다.

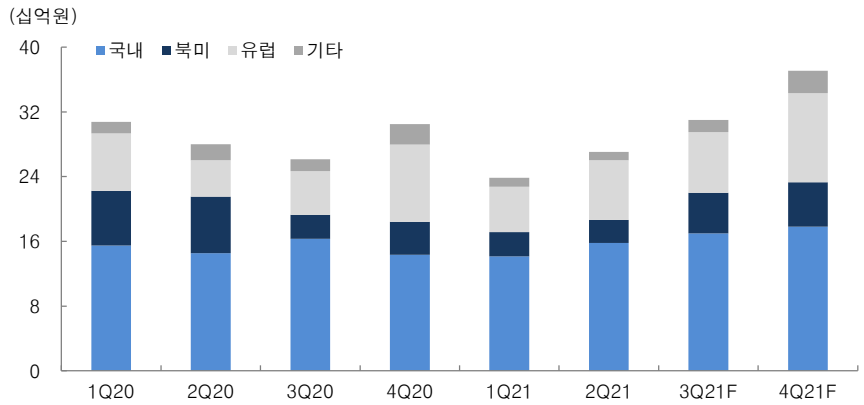
하반기 본격적인 탑라인 상승과 함께 영업 레버리지 효과 가능한 점도 긍정적이다. 수익성 좋은 수출 매출 비중 상승세와 고정비 효율화로 제이브이엠의 연결 OPM은 1Q21 6.8% → 2Q21 12.3% → 3Q21F 16.2% → 4Q21F 19.1%이 기대된다.

ATDPS에 더해질 인티팜 모멘텀

동사의 ATDPS는 국내 독보적인 1위 점유율 보유했으나, 기존 중대형 병원/약국 보급률이 80% 이상으로 교체수요 및 신규 소형 약국향 공급이 대부분이었다. 신규 약국 증가세 둔화와 이익률 낮은 소형 ATDPS 중심의 매출로 국내 ATDPS 시장 성장에 대한 우려가 불가피했다. 코로나19 이후 고단가 관리자동화 기기 인티팜 매출액 확장세가 기대되고 있다. 인티팜(INTIPharm)은 2015년 출시된 ADC 전자동약품 관리 기기로 상급 병원 동선 효율화와 실시간 의약품 재고 관리가 가능하다.

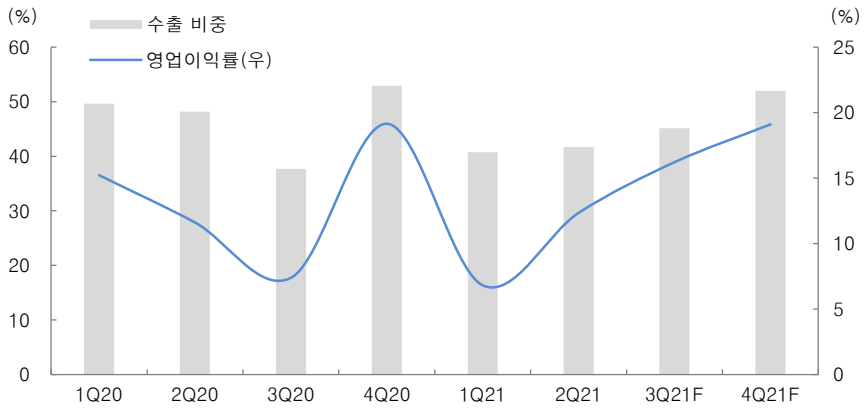
미국에서는 마약류 관리 강화 정책으로 ADC 장비 도입률은 95%에 달하며 2조원 이상의 시장 규모를 형성하고 있다. 다만 국내의 경우 ATDPS 대비 높은 가격 부담으로 동사의 조제/관리시스템 사업 중 인티팜 매출 비중은 한 자릿 수 초반에 불과했다. 현재까지 국내 상급 병원 41개에 도입된 것으로 파악되며, 코로나19 이후 의료 인력 부족 및 효율적인 운영을 위해 향후 상급 병원 중심으로 인티팜 추가 수요와 중소 병원에서의 신규 수요도 확대되고 있다. 아직 관리자동화 사업은 고정비 부담으로 영업적자가 지속되고 있으나 향후 매출 성장에 따른 적자 폭 축소가 가능할 전망이다.

그림 132. 분기별 지역별 매출액 추이



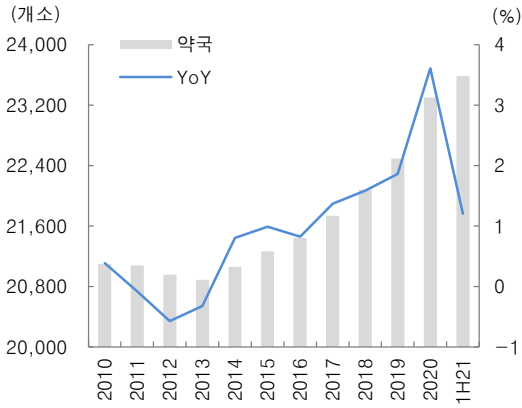
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

그림 133. 분기별 수출 비중, 영업이익률 추이



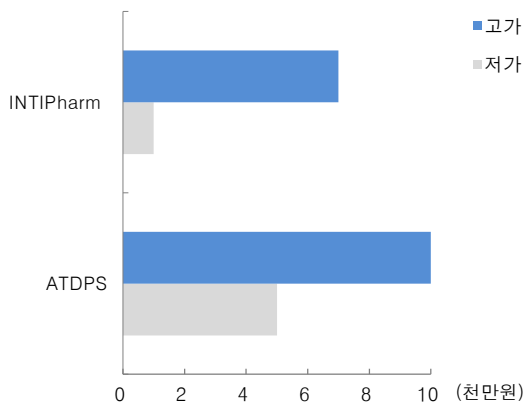
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

그림 134. 국내 약국 수 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

그림 135. ATDPS, INTIPharm 가격



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

북미 시장에 기대하는 구조적 성장 수혜

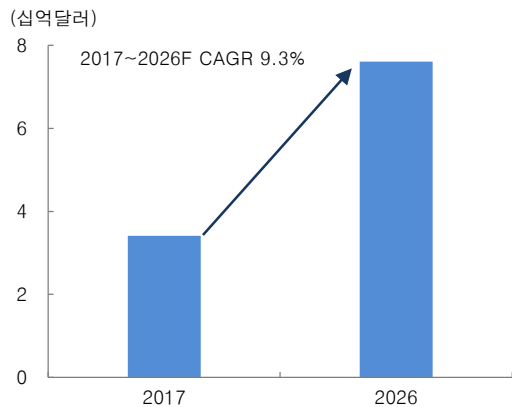
2019년 글로벌 E-Pharmacy 시장 규모는 51조원으로 추산되며 2026년까지 연평균 성장세 17%로 147조원에 육박할 전망이다. 2020년 11월 아마존은 처방약 온라인 판매 서비스 ‘아마존파머시’ 및 네슬레는 맞춤형 건식 온라인 구독 서비스 ‘Persona’를 런칭하며 LTC(Long Term Care, 장기 간병) 시장에 선제적으로 대응하고 있다. 인구 고령화로 LTC 시장의 구조적 성장이 전망되었으나, 인프라 제한으로 2018년 이후 글로벌 성장세는 한 자릿 수 중반대에 불과했다. 반면, 팬데믹 이후 원격의료/디지털 헬스케어 필요성이 대두되었고 의료진 부족 및 원내 감염 확산 이슈로 LTC 시장이 다시 주목받고 있다.

LTC 시장에 E-Pharmacy는 핵심 수단이며, 기존 병 형태가 아닌 파우치 형태 조제 기기는 운송시 안전성, 1회 소분 포장 등 해당 시장 성장에 필수 요인으로 작용할 전망이다. 글로벌 약국 자동화 시스템 시장 규모는 2028년 95억달러로 성장하며 2021년 이후 CAFR 9.3%가 기대되고있다. 제이브이엠은 유럽을 중심으로 ATDPS 공급이 2020년말부터 의미있게 확대 중 이다.(유럽향 매출액 성장률: 2020Y +18.1%, 2021F +18.0%)

한편, 북미 시장에서의 기대감도 긍정적이다. 아마존은 2018년 온라인 약국 필팩 인수 이후 소분 포장에 용이한 파우치형 조제 방식을 적용했고, 병 형태의 약 공급이 대중화된 북미 시장에서 생소했던 파우치 개별 포장에 대한 인식 개선이 가능해졌다.

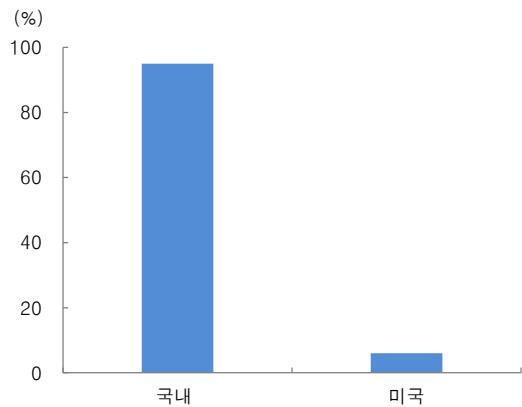
제이브이엠은 파우치형 자동조제기 NSP(ATDPS+ 자동 포장 검수 시스템)를 2018년 말 출시 후 유럽 내 가장 규모가 큰 공장형 약국 업체에 공급했다. 2019년에는 미국 최대 Drug Wholesaler가 설립한 유럽 노르웨이 자회사의 공장형 약국에 입점했다. 병 포장 조제기의 경우 2020년 캐나다 월마드 약국에 공급하며 글로벌 업체 영업 레퍼런스를 구축하고 있다. 2020년 북미 지역 수출액은 직접 법인이 출범된 유럽 대비 낮은편이나 북미 시장에 파우치 조제약 시장 침투율은 이제 10% 미만에 불과하며, 구조적인 성장이 가능한 만큼 중장기 핵심 지역으로 작용할 전망이다. 북미, 유럽시장에서 동사의 파우치형 조제기 점유율은 60~75%에 육박해 글로벌 업체 공급 레퍼런스를 통해 고성장하는 시장에서의 수혜가 기대된다.

그림 136. 글로벌 E-Pharmacy 시장 규모 전망



자료: Statistics MRC, 대신증권 Research Center

그림 137. 파우치형 조제기 침투율 비교



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

실적 전망

2021년 하반기 본격적인 실적 반등 기대

2021년 연간 매출액은 1,190억원(+3.1% YoY), 영업이익 171억원(+8.8% YoY)를 기대한다. 상반기 코로나로 인한 실적 둔화 이후 3분기 실적 반등 및 4분기 성수기 효과로 2021년 하반기 의미있는 외형 성장 및 이익률 개선이 가능할 전망이다.

연간 지역별 매출액은 국내 647억(+6.7% YoY), 북미 164억원(-20.9% YoY), 유럽 314억원(+18.0% YoY), 기타 65억원(-12.2% YoY)를 예상한다. 2021년 하반기 수익성 좋은 수출 실적은 333억원으로 상반기 대비 +59% 증가 및 매출 비중 49%(2020Y 46%, 1H21 41%) 수준으로 상승할 전망이다.

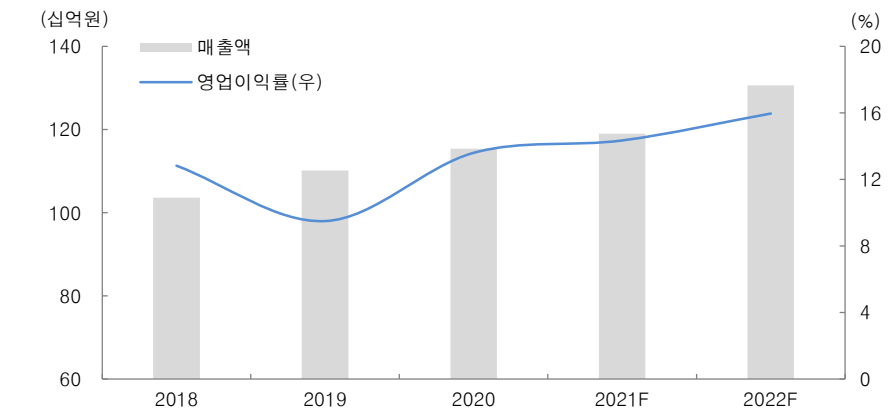
안정적인 판관비 집행 및 2H21부터 유럽법인 이익 기여 확대로 영업 레버리지 효과가 본격화될 수 있다. 현재 시가총액은 1,995억원으로 12MF PER 13배에 불과하다. 역사적 하단 수준의 저평가 상태로 기업가치 정상화가 필요하다.

표 21. 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	30.8	28.0	26.2	30.5	23.9	27.1	31.0	37.1	110.1	115.4	119.0	130.6
국내	15.5	14.5	16.3	14.3	14.1	15.8	17.0	17.8	62.7	60.7	64.7	67.0
북미	6.7	7.0	3.0	4.1	3.0	2.9	5.0	5.5	17.7	20.8	16.4	19.6
유럽	7.1	4.5	5.4	9.6	5.6	7.4	7.5	11.0	22.5	26.6	31.4	36.0
기타	1.4	2.0	1.5	2.5	1.1	1.1	1.5	2.8	7.2	7.4	6.5	8.0
영업이익	4.7	3.3	1.9	5.8	1.6	3.3	5.0	7.1	10.5	15.7	17.1	20.9
순이익	3.9	1.8	1.7	3.0	1.8	2.2	4.0	3.6	5.8	10.4	11.8	15.6
YoY												
매출액	21.8	8.6	-5.9	-2.6	-22.4	-3.4	18.5	21.7	6.3	4.8	3.1	9.7
국내	2.2	-7.7	7.1	-13.5	-8.8	8.7	4.3	24.1	14.3	-3.2	6.7	3.5
북미	84.0	208.2	-47.9	-33.4	-55.0	-58.9	68.6	35.5	0.6	17.1	-20.9	19.4
유럽	39.0	-32.8	6.2	70.9	-21.7	62.9	38.2	15.0	-11.1	18.1	18.0	14.5
기타	7.0	85.2	-18.2	-16.5	-20.7	-46.9	2.1	11.5	24.0	2.5	-12.2	23.8
영업이익	52.6	68.3	-35.8	137.9	-65.3	2.7	160.3	21.4	-21.3	50.1	8.8	22.1
순이익	99.9	85.6	-43.2	-2340.8	-52.7	21.5	138.3	21.3	-28.9	80.0	12.7	32.8
영업이익률	15.2	11.6	7.4	19.2	6.8	12.3	16.2	19.1	9.5	13.6	14.4	16.0
순이익률	12.7	6.6	6.5	9.8	7.8	8.3	13.1	9.8	5.3	9.0	9.9	12.0

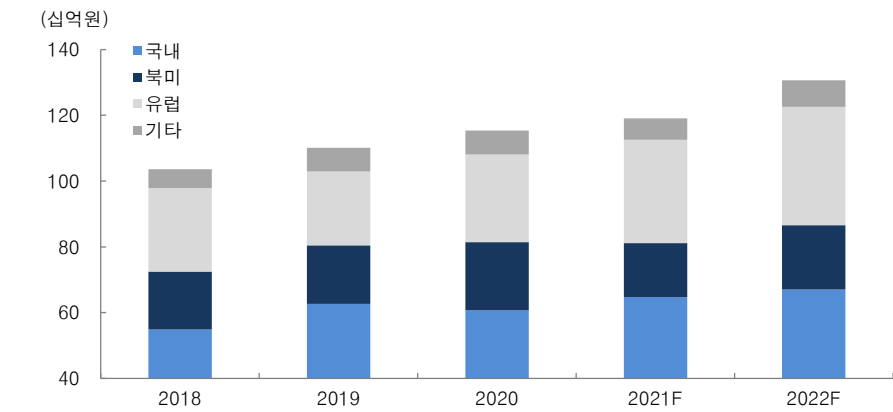
자료: 대신증권 Research Center

그림 138. 연간 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

그림 139. 연간 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1977년 설립, 2006년 6월 코스닥 상장
- 국내 1위 조제자동화 전문 업체, 한미약품 자회사
- 북미, 유럽시장 파우치형 조제기 점유율 60~75%
- 1H21 사업부문별 매출 비중은 조제/관리시스템 42%, 소모품 45%, 기타 상품 13%
- 자산 1,997억원, 부채 607억원, 자본 1,390억원 (1H21 기준)
- 발행 주식수: 12,089,892 (1H21 기준)

주가 변동요인

- 상급 병원 중심 인터팜 수요 확대
- 시장 고성장세 지속 가운데 글로벌 업체 공급 레퍼런스 통한 수혜
- 북미 시장 파우치 조제약 침투율 증가 및 구조적 성장

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

제이브이엠 사업부문별 매출 비중

사업부문	매출 비중 (%)
조제/관리 시스템	42%
소모품	45%
기타 상품	13%

주: 1H21 매출액 기준
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망

연도	매출액 (십억원)	영업이익률 (%)
2018	105	12.5
2019	110	10.5
2020	115	14.5
2021F	120	15.5
2022F	130	17.5

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

2021F 지역별 매출 비중 전망

지역	매출 비중 (%)
국내	54%
유럽	26%
북미	14%
기타	6%

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

국내 약국 수 추이

연도	약국 수 (개소)	YoY (%)
2010	21,000	0.5
2011	21,200	-0.5
2012	21,000	-1.0
2013	21,200	0.5
2014	21,400	1.0
2015	21,600	1.0
2016	21,800	1.0
2017	22,000	1.0
2018	22,200	1.0
2019	22,400	1.0
2020	23,200	3.5
1H21	23,400	1.0

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

분기별 수출 비중, 영업이익률 추이

분기	수출 비중 (%)	영업이익률 (%)
1Q20	50	15
2Q20	48	10
3Q20	38	8
4Q20	52	18
1Q21	42	8
2Q21	42	12
3Q21F	45	15
4Q21F	52	18

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	110	115	119	131	137
매출원가	71	73	76	82	86
매출총이익	39	42	43	48	52
판매비와관리비	29	26	26	27	29
영업이익	10	16	17	21	23
영업이익률	9.5	13.6	14.4	16.0	16.6
EBITDA	17	21	22	25	27
영업외손익	-2	-3	-3	-2	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-1	0	0	-1
외환관련손실	0	1	1	1	1
기타	-2	-3	-3	-2	-1
법인세비용차감전순손익	8	13	14	19	22
법인세비용	-3	-2	-2	-3	-4
계속사업순손익	6	10	12	16	18
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	10	12	16	18
당기순이익률	5.3	9.0	9.9	12.0	13.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	6	10	12	16	18
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	0	0	0
포괄순이익	6	18	12	16	18
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	6	18	12	16	18

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	993	1,813	1,021	1,357	1,546
PER	298	198	169	127	112
BPS	10,224	11,361	13,479	16,742	22,307
PBR	1.5	1.7	1.2	1.0	0.7
EBITDAPS	1,447	1,768	1,807	2,100	2,250
EV/EBITDA	102	100	7.6	5.1	2.4
SPS	9,110	9,546	9,844	10,802	11,364
PSR	1.7	2.0	1.7	1.5	1.5
CFPS	1,862	2,025	2,124	2,509	2,716
DPS	209	209	209	209	209

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	6.3	4.8	3.1	9.7	5.2
영업이익 증가율	-21.3	50.1	8.8	22.1	9.4
순이익 증가율	-28.9	80.0	12.7	32.8	14.0
수익성					
ROC	7.9	14.4	14.7	17.1	18.2
ROA	5.9	8.3	8.1	8.6	7.7
ROE	4.7	8.0	7.8	8.6	7.5
안정성					
부채비율	45.7	45.6	37.1	29.9	22.8
순차입금비율	-6.9	-10.3	-20.1	-34.2	-49.5
이자보상배율	66.9	106.5	0.0	0.0	0.0

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	82	86	108	148	215
현금및현금성자산	3	8	24	58	121
매출채권 및 기타채권	26	22	23	25	27
재고자산	25	23	27	30	32
기타유동자산	27	34	34	34	34
비유동자산	99	113	115	115	116
유형자산	58	73	72	72	72
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	41	41	43	43	44
자산총계	180	200	223	263	331
유동부채	54	60	58	58	59
매입채무 및 기타채무	29	26	29	31	33
차입금	18	26	23	21	20
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	7	8	6	6	6
비유동부채	2	3	3	3	3
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	3	3	3	3
부채총계	57	63	60	60	61
지배자분	124	137	163	202	270
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	48	48	48	48	48
이익잉여금	87	96	105	119	134
기타자본변동	-15	-10	3	30	81
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	124	137	163	202	270
순차입금	-9	-14	-33	-69	-134

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	19	20	17	21	24
당기순이익	6	10	12	16	18
비현금항목의 가감	17	14	14	15	15
감가상각비	7	6	5	5	4
외환손익	0	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	10	8	9	10	10
자산부채의 증감	-1	-3	-6	-6	-5
기타현금흐름	-3	-2	-2	-3	-4
투자활동 현금흐름	-7	-18	-5	-4	-4
투자자산	0	-3	-1	0	0
유형자산	-4	-4	-4	-4	-4
기타	-3	-11	0	0	0
재무활동 현금흐름	-10	3	-2	-5	-4
단기차입금	-4	7	-3	-2	-1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	3	0	0
현금배당	-2	-2	-2	-2	-2
기타	-3	-2	0	0	0
현금의 증감	2	5	16	34	63
기초 현금	1	3	8	24	58
기말 현금	3	8	24	58	121
NOPLAT	7	13	14	17	19
FCF	8	10	12	15	16

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래, 이새롬)

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

[투자등급관련사항]

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

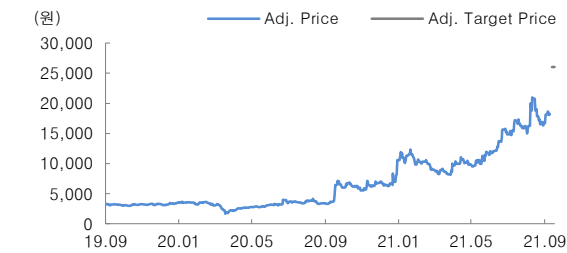
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.1%	0.5%

(기준일자: 20210907)

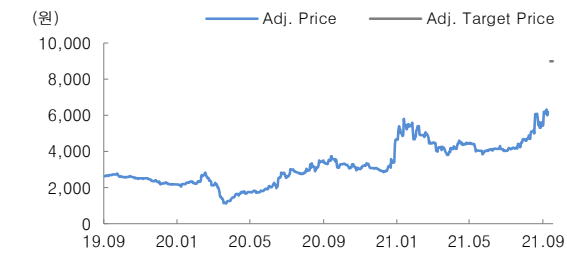
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

신성델타테크(065350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



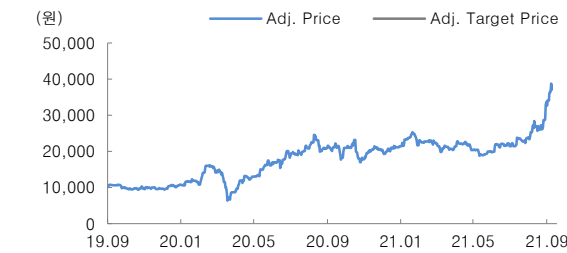
제시일자	21.09.14
투자의견	Buy
목표주가	26,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

삼기(122350) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



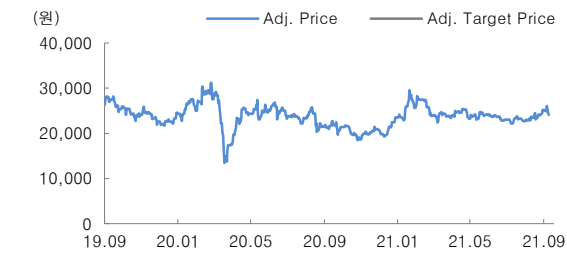
제시일자	21.09.14
투자의견	Buy
목표주가	9,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

원익피앤이(131390) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



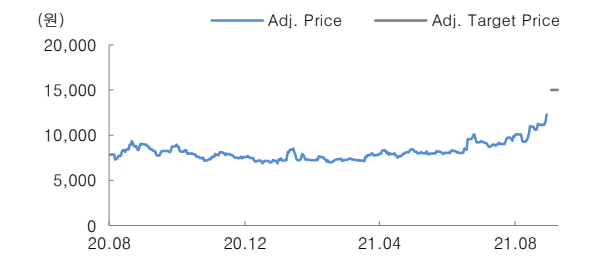
제시일자	21.09.14
투자의견	NR
목표주가	NR
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

코원테크(282880) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



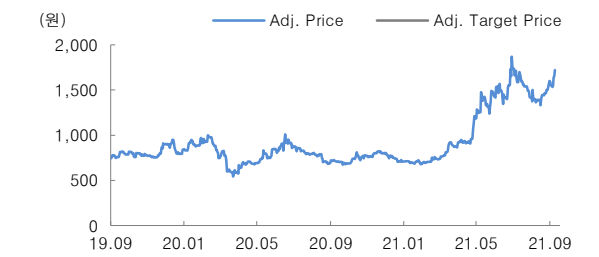
제시일자	21.09.14	19.11.29
투자의견	NR	NR
목표주가	NR	NR
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		

브랜드엑스코퍼레이션(337930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



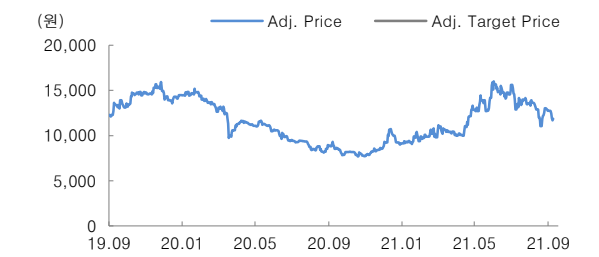
제시일자	21.09.14
투자의견	Buy
목표주가	15,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

감성코퍼레이션(036620) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



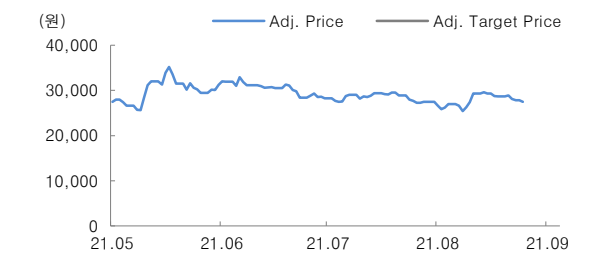
제시일자	21.09.14
투자의견	NR
목표주가	NR
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

호전실업(111110) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



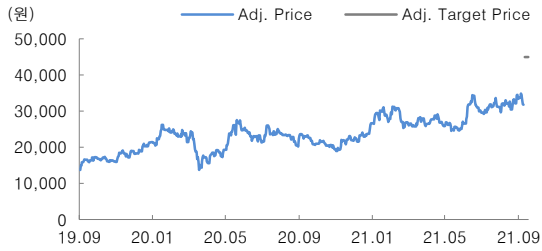
제시일자	21.09.14
투자의견	NR
목표주가	NR
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

씨앤씨인터내셔널(352480) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



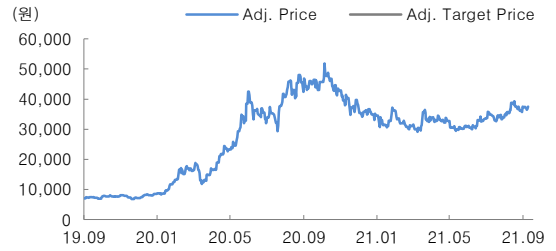
제시일자	21.09.14
투자의견	NR
목표주가	NR
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

레이 (228670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



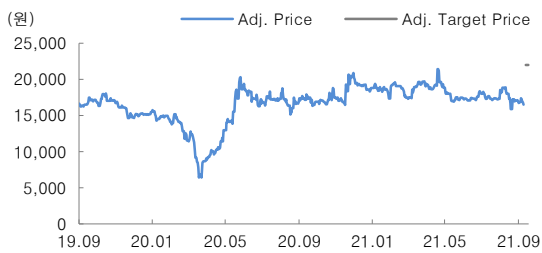
제시일자	21.09.14	20.04.09	20.02.12	19.10.25
투자의견	Buy	N/R	N/R	N/R
목표주가	45,000	N/R	N/R	N/R
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
과리율(평균%)				
과리율(최대/최소%)				

엘앤씨바이오(290650) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.09.14
투자의견	NR
목표주가	NR
고리율(평균%)	
고리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
고리율(평균%)	
고리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
고리율(평균%)	
고리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
고리율(평균%)	
고리율(최대/최소%)	

제이브이엠(054950) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.09.14
투자의견	Buy
목표주가	22,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

