

[글로벌주식컨설팅팀]

김재훈
 02-3774-1492
 jaehoon.kim.a@miraeeasset.com

김성재
 02-3774-1784
 sungjae.kim@miraeeasset.com

한상준
 02-3774-1795
 matthan@miraeeasset.com

서승우
 02-3774-1790
 seungwoo.seo@miraeeasset.com

노승은
 02-3774-1496
 seungeun.roh@miraeeasset.com

2019년 스몰캡 유망종목 7선

돼지해 성장하면 되지

2019년에 거는 기대

2018년 코스닥 지수는 12월12일 기준 연초대비 15% 이상 하락했다. 글로벌 경기 둔화 우려와 미·중 무역분쟁 등 대외적인 리스크와 한국 GDP 성장률 둔화, 국내 주식시장에서의 Active 자금 이탈 등 대내적인 이슈가 중소형주 시장 조정의 원인으로 분석된다.

2019년은 시장을 짓누르던 리스크 요인들이 상당부분 봉합되며 점차 안정을 찾을 것으로 기대된다.

실적 성장과 경쟁력 뒷받침되는 기업에 대한 선별적 투자 필요

어려운 시장 상황에서도 실적 성장이 뚜렷한 기업들은 주가 역시 상대적으로 양호한 흐름을 나타내고 있다. 2019년은 성장성에 따라 기업가치 차이가 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다. 또한 실적 성장의 주요한 요인으로 작용하는 기업 내부의 경쟁력에 따라 기업가치 평가가 달라질 전망이다.

따라서 실적 성장과 기업 경쟁력이 뒷받침되는 기업들에 대한 선별적인 투자가 필요하다. 당 팀에서는 성장성과 경쟁력을 바탕으로 2019년이 기대되는 스몰캡 기업 7선을 선정하였다. 각 산업군에서 높은 경쟁력을 보유하고 있으며 향후 높은 성장이 기대되는 기업들이기 때문에 관심있게 지켜봐주시길 당부드린다.

표 1. 2019년 유망 스몰캡 투자포인트 요약

기업명	코드번호	제목
		투자포인트
비즈니스온	A138580	방향대로 가고 있다 1. 전자세금계산서 비즈니스의 안정적인 수익성 2. 시장 분석 서비스(스마트MI) 성장 기대감 지속 3. 높은 수익성 기반 성장성 부각되며 기업가치 상승 전망
서부T&D	A006730	2019년은 본격 성장의 시작점 1. 부동산 디벨로퍼(Developer)로 사업 구조 변경 성공 2. 용산 드래곤시티 가치 부각 3. 신정동 부지의 개발 가능성
네오팜	A092730	굳건한 더마코스메틱 선두주자 1. 국내시장에서의 독보적 시장지위 2. 제로이드와 리얼베리어의 유통망 확대를 통한 매출 성장 3. 아토팜 제품군 및 SKU확대를 통한 성장
연우	A115960	2019년이 기대되는 두 가지 이유 1. 중국 시장 진출의 본격화 2. 제약용기 분야 진출을 통한 신 성장동력 확보 3. 마진율이 높은 수출 비중의 증가 추세
민앤지	A214180	모자의 성장 콜라보 1. 2018년 실적은 본사의 주식투자노트 서비스와 자회사가 견인 2. 자회사 세틀뱅크 상장을 앞두고 민앤지 주가의 상승 모멘텀 부각 예상 3. 본사 서비스 총 가입자 수 증가와 세틀뱅크 고성장 지속으로 2019년 최대 실적 경신 전망
펩트론	A087010	cGMP급 공장 확보! 좋아요 꺾! 1. 2018년 4분기, cGMP 수준의 생산 공장 확보 2. 파킨슨병 치료제로 2019년 1분기 국내 임상 2상 진입 계획, 희귀 질환인 LID로 적응증 확대(해외 전임상 진행 중) 3. 공장 확보를 계기로 임상 진척 및 글로벌 파트너링 확대 예상
승원산업	A004430	글로벌 1위 BASF의 2019전략은 수익성. 반갑다 1. P는 건조, C는 하향 안정화로 매출 성장 및 수익성 개선 예상 2. 원재료 가격 안정 및 신규사업 본 궤도 진입 3. 2019E 실적기준 P/E는 6.7배 수준. 단순 원재료 가격 하락으로 인한 스프레드 확대가 아닌 건조한 평가흐름이 예상되기에 긍정적인 접근이 가능하다고 판단됨

표 2. 2019년 유망 스몰캡 예상 실적 테이블

(단위: 억원, %)

기업명	코드번호	18F				19F			
		매출액	YoY	영업이익	YoY	매출액	YoY	영업이익	YoY
비즈니스온	A138580	156	15.6	67	17.5	192	23.1	83	23.9
서부T&D	A006730	1050	82.6	-84	적자지속	1513	44.1	309	흑자전환
네오팜	A092730	669	24.8	180	28.6	850	27.1	239	32.8
연우	A115960	2,743	19.6	98	8.9	3,074	12.1	173	76.5
민앤지	A214180	1048	30.2	268	25.2	1203	14.8	313	16.8
팻트론	A087010	38	18.8	-50	적자지속	38	0.0	-70	적자지속
송원산업	A004430	7,890	8.8	595	9.2	8,836	12.0	881	48.1

자료: 각사 자료, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

비즈니스온 (138580)

방향대로 가고 있다.

전자세금계산서 비즈니스의 안정적인 수익성

비즈니스온은 국내 B2B 전자세금계산서 1위 업체이다. 2010년 전자세금계산서 발행 의무화 이후 동사는 ‘스마트빌’이라는 브랜드로 시장 우위를 확보했다. 1,000대 기업 중 약 40%가 ‘스마트빌’ 서비스를 도입하고 있으며 전체 350만 누적고객사를 보유하고 있다.

또한 전자세금계산서 비즈니스의 특성 상 초기 구축에는 비용이 발생하지만 이후 고객사의 세금계산서 사용량에 따른 매출에는 추가적인 비용 발생이 매우 낮다. 따라서 40% 이상의 매우 높은 이익률이 지속되고 있는 것이 강점이다.

시장 분석 서비스(스마트MI)의 성장 기대감 지속

비즈니스온의 성장포인트는 전자세금계산서를 통해 파악되는 다양한 기업간 거래데이터 기반의 시장분석 서비스이다. ‘스마트MI(Market Intelligence)’라는 브랜드로 크게 1) 거래처 리스크 관리 서비스, 2) 빅데이터 시장분석 서비스의 두 종류의 분석서비스를 제공하고 있다.

거래처 리스크 관리 서비스는 전자세금계산서 거래정보를 기반으로 거래처의 잠재적인 위험성을 빠르게 파악할 수 있는 서비스이다. 그리고 빅데이터 시장분석 서비스는 전자세금계산서 데이터를 활용해 특정 산업 및 제품이 속해있는 시장을 분석해 경영에 유용한 정보를 제공한다.

스마트MI 매출 비중은 2017년 10%에서 2018년 18% 수준까지 상승할 것으로 전망된다. 향후 스마트MI는 비즈니스온 기업가치 제고의 핵심적인 역할을 담당할 것으로 예상된다.

높은 수익성 기반 성장성 부각되며 기업가치 상승 전망

비즈니스온의 2018년 3분기 매출이 다소 부진했던 주요 원인은 스마트MI 구축 매출 인식 지연에 따른 것으로 파악된다. 스마트MI에 대한 구축작업은 원활히 진행되었으나 고객사의 테스트 완료 승인이 늦어져 매출 인식이 지연되었다.

이를 감안하여 당초 보고서 대비 2018년 실적전망치는 일부 하향조정하였으나 성장에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 성장의 속도에는 차이가 있으나 그 방향성은 옳다고 판단된다. 2019년 역시 높은 수익성과 성장성이 부각되며 기업가치 상승이 가능할 전망이다.

투자의견	Not Rated
목표주가(12M,유지)	-
현재주가(18/12/13)	16,450원
상승여력	-
영업이익(18F,억원)	67
Consensus 영업이익(18F,억원)	76
EPS 성장률(18F,%)	-7.7
MKT EPS 성장률(18F,%)	9.6
P/E(18F,x)	26.2
MKT P/E(18F,x)	8.4
KOSDAQ	681.78
시가총액(억원)	1,570
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	58.6
외국인 보유비중(%)	8.4
베타(12M) 일간수익률	1.33
52주 최저가(원)	9,190
52주 최고가(원)	27,950
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	9.3 -6.0 47.5
상대주가	7.6 20.6 67.1



[글로벌주식컨설팅팀]

김재훈

02-3774-1492

jaehoon.kim.a@miraesasset.com

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	100	116	117	135	156	192
영업이익 (억원)	38	41	47	57	67	83
영업이익률 (%)	38.0	35.3	40.2	42.2	42.9	43.2
순이익 (억원)	31	38	26	53	60	71
EPS (원)	414	505	346	680	628	744
ROE (%)	125.1	68.1	26.9	25.4	17.5	18.3
P/E (배)	-	-	-	14.2	26.2	22.1
P/B (배)	-	-	-	2.9	4.3	3.8
배당수익률 (%)	-	-	-	1.9	1.4	1.5

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익

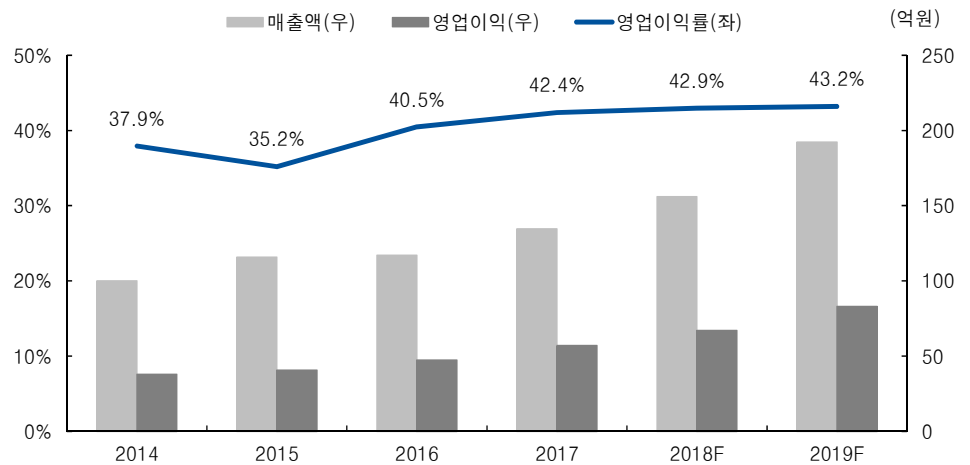
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 1. 전자세금계산서 주요 고객사 및 그룹사 - 다양한 고객군 보유



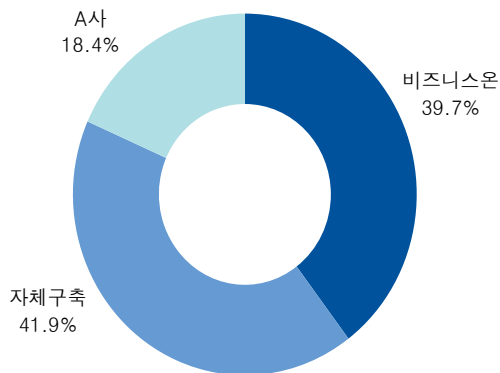
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 2. 비즈니스온 실적 추이 및 전망



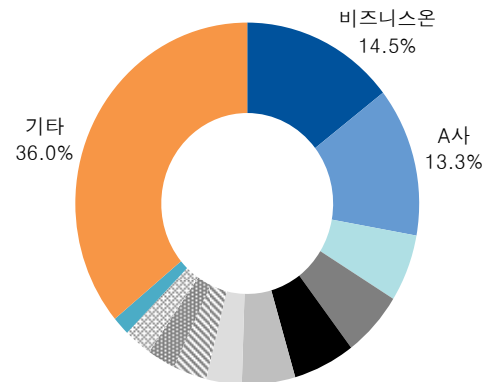
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 3. 국내 B2B 전자세금계산서 시장점유율



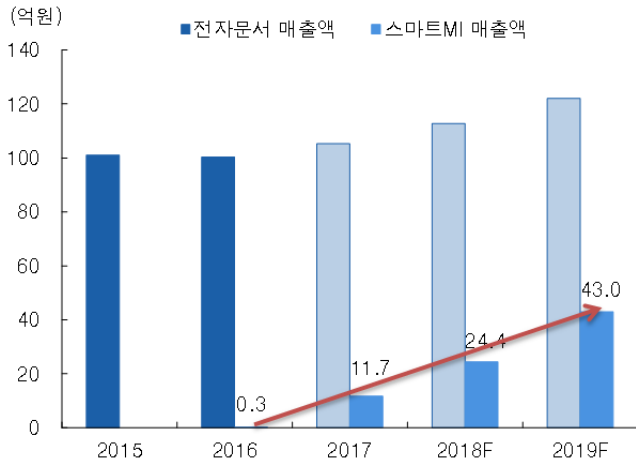
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 4. 1,000대기업 기준 비즈니스온 전자세금계산서 M/S



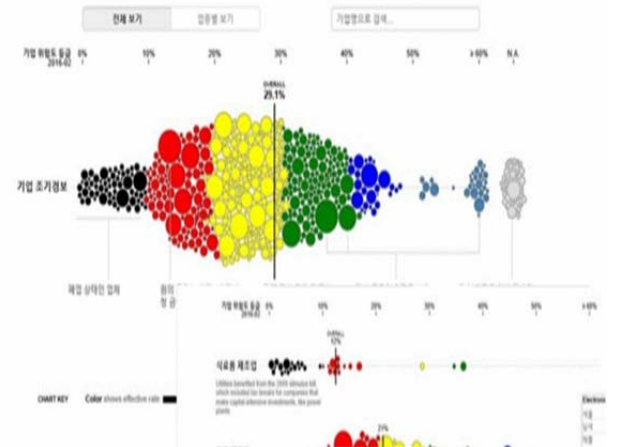
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 5. 스마트MI 고성장 전망



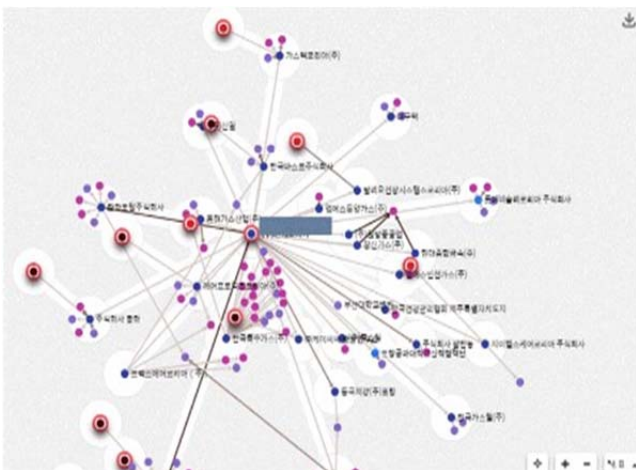
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 6. 스마트MI Risk 분석 서비스 예시 1 (매출위험분석)



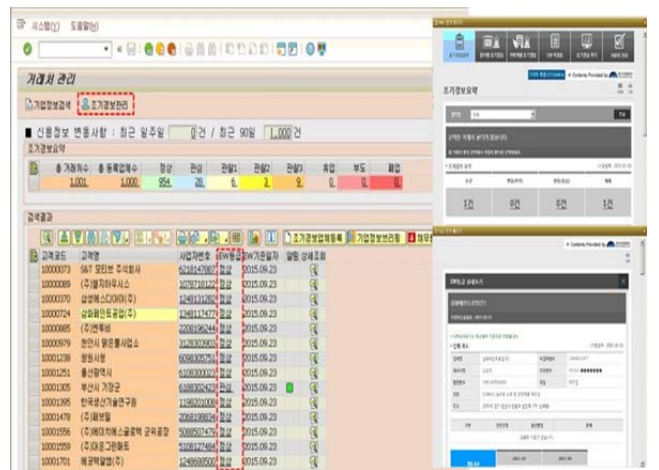
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 7. 스마트MI Risk 분석 서비스 예시 2 (전이위험분석)



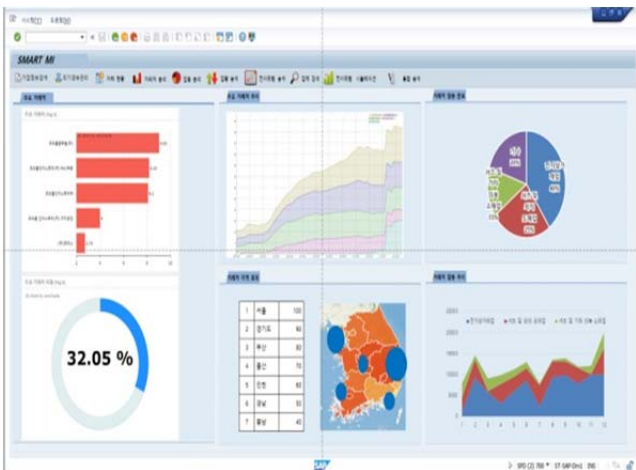
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 8. 스마트MI Risk 분석 서비스 예시 3 (조기경보)



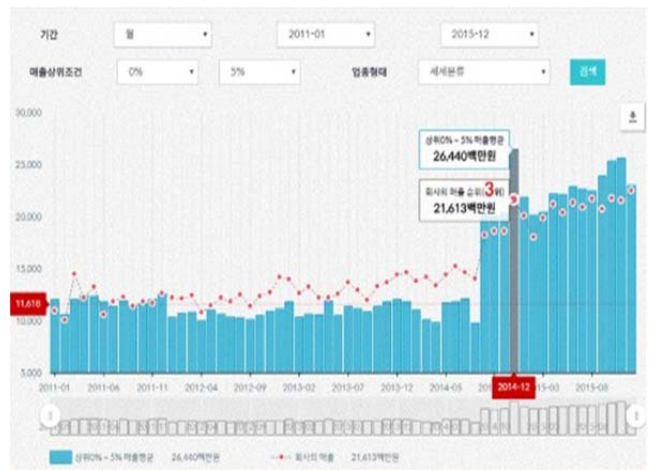
자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 9. 스마트MI 시장분석 서비스 예시 1 (거래현황분석)



자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 10. 스마트MI 시장분석 서비스 예시 1 (매출추이 및 포지션 분석)



자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

비즈니스온 (138580)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	117	135	156	192
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	117	135	156	192
판매비와관리비	70	78	89	109
조정영업이익	47	57	67	83
영업이익	47	57	67	83
비영업손익	-16	9	6	4
금융손익	1	2	3	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	31	66	73	87
계속사업법인세비용	5	13	13	16
계속사업이익	26	53	60	71
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	26	53	60	71
지배주주	26	53	60	71
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	26	53	60	71
지배주주	26	53	60	71
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	51	60	70	86
FCF	47	38	48	71
EBITDA 마진율 (%)	43.6	44.4	44.9	44.8
영업이익률 (%)	40.2	42.2	42.9	43.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	22.2	39.3	38.5	37.0

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	115	338	366	420
현금 및 현금성자산	47	45	73	120
매출채권 및 기타채권	13	20	22	27
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	55	273	271	273
비유동자산	52	21	27	24
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	2	2	2
무형자산	13	14	17	18
자산총계	168	359	394	444
유동부채	44	36	26	26
매입채무 및 기타채무	17	8	7	8
단기금융부채	0	0	4	3
기타유동부채	27	28	15	15
비유동부채	26	3	5	6
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	26	3	5	6
부채총계	70	39	31	32
지배주주지분	98	320	363	412
자본금	38	48	48	48
자본잉여금	24	183	183	183
이익잉여금	36	89	132	181
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	98	320	363	412

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	48	39	49	71
당기순이익	26	53	60	71
비현금수익비용가감	33	14	12	15
유형자산감가상각비	0	1	1	0
무형자산상각비	4	2	3	3
기타	29	11	8	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-20	-13	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-8	-2	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	-9	0	0
법인세납부	-8	-9	-13	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-20	-210	-8	-1
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	0
무형자산감소(증가)	-4	-3	-6	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-81	-191	-2	-1
기타투자활동	66	-15	1	3
재무활동으로 인한 현금흐름	0	169	-13	-23
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	4	-1
자본의 증가(감소)	62	169	0	0
배당금의 지급	0	0	-17	-22
기타재무활동	-62	0	0	0
현금의 증가	28	-2	29	47
기초현금	19	47	45	73
기말현금	47	45	73	120

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	14.2	26.2	22.1
P/CF (x)	-	11.3	21.7	18.2
P/B (x)	-	2.9	4.3	3.8
EV/EBITDA (x)	-	10.2	17.5	13.7
EPS (원)	346	680	628	744
CFPS (원)	781	854	758	906
BPS (원)	1,286	3,354	3,801	4,312
DPS (원)	0	180	234	250
배당성향 (%)	0.0	32.4	37.3	33.6
배당수익률 (%)	-	1.9	1.4	1.5
매출액증가율 (%)	-	15.4	15.6	23.1
EBITDA증가율 (%)	-	17.6	16.7	22.9
조정영업이익증가율 (%)	-	21.3	17.5	23.9
EPS증가율 (%)	-	96.5	-7.6	18.5
매출채권 회전을 (회)	9.1	8.1	7.4	7.8
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	15.7	20.1	15.9	17.0
ROE (%)	26.9	25.4	17.5	18.3
ROIC (%)	-263.7	-758.0	453.5	305.4
부채비율 (%)	71.7	12.1	8.5	7.8
유동비율 (%)	259.4	947.6	1,409.5	1,613.8
순차입금/자기자본 (%)	-102.7	-98.3	-93.3	-94.1
조정영업이익/금융비용 (x)	4,464.9	11,032.8	0.0	0.0

자료: 비즈니스온, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

서부T&D (006730)

방향대로 가고 있다.

부동산 디벨로퍼로 사업 구조 변경 성공

서부T&D는 1979년 공용 화물자동차정류장업을 주사업으로 설립된 후 부동산 디벨로퍼 (Developer)로 사업구조를 변경하고 있다. 2012년 인천 부지에 복합쇼핑몰(스퀘어원)을 개발, 2017년 용산 부지를 대규모 호텔(드래곤시티)로 개발하는데 성공했으며, 신정동 부지에 도시 첨단물류복합단지 개발을 추진중이다.

서부T&D의 2018년 3분기 누적 기준 매출 비중은 호텔업 48%, 쇼핑몰 35%, 유류판매 10%, 물류시설운영 7%이다.

인천 소재 스퀘어원은 대지면적 48,905㎡, 연면적 169,074㎡에 대형마트, 패션매장, 영화관 등이 입점해있는 복합쇼핑몰로 운영 7년차에 접어들며 안정적인 현금흐름이 발생하고 있다. 이에 더해 **2019년 호텔사업부문(드래곤시티)이 턴어라운드되며 기업가치 제고에 이바지할 전망이다.**

용산 드래곤시티 가치 부각

용산소재 드래곤시티는 2017년 11월 영업 개시 후 투숙률이 꾸준히 증가하며 정상화되고 있다. **드래곤시티의 평균 투숙률은 18년 4분기 50% 중반 수준까지 상승할 것으로 전망되며 분기 기준 영업손익분기점을 넘어설 것으로 판단된다.**

한국호텔업협회 통계에 따르면 2017년 서울시 소재 특2급(4성급) 이상 호텔의 평균 투숙률은 69% 수준으로 파악된다. 드래곤시티는 **1) 글로벌 Accor사의 유명 브랜드인 그랜드머큐어, 노보텔(스위트), 이비스 스타일로 운영되고 있고 2) KTX 용산역 및 신라아이파크 면세점에서 도보 접근가능하며 3) 국내 최대규모의 객실과 연회장을 보유하고 있다**는 점에서 본격 궤도에 오를 경우 서울 지역 평균 투숙률 이상은 무난히 달성 가능할 것으로 판단된다.

2019년 드래곤시티 평균 투숙률을 69% 수준으로 가정할 때 호텔사업부문 단독으로도 경상이익 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다. 또한 호텔사업부문 EBITDA는 500억원을 상회하며 현금창출 능력에 대한 가치가 부각될 전망이다.

투자이전	Not Rated
목표주가(12M,유지)	-
현재주가(18/12/13)	9,630원
상승여력	-
영업이익(18F,억원)	-84
Consensus 영업이익(18F,억원)	-85
EPS 성장률(18F,%)	-
MKT EPS 성장률(18F,%)	9.6
P/E(18F,x)	-
MKT P/E(18F,x)	8.4
KOSDAQ	681.78
시가총액(억원)	4,995
발행주식수(백만주)	52
유동주식비율(%)	42.3
외국인 보유비중(%)	14.5
베타(12M) 일간수익률	0.74
52주 최저가(원)	8,390
52주 최고가(원)	13,300
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	13.7 -10.4 -25.0
상대주가	11.9 15.0 -15.1



[글로벌주식컨설팅팀]
김재훈
02-3774-1492
jaehoon.kim.a@miraesasset.com

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	546	550	467	575	1,050	1,513
영업이익 (억원)	105	121	110	-140	-84	309
영업이익률 (%)	19.2	22.0	23.6	-24.3	-8.0	20.4
순이익 (억원)	2	-132	28	-266	-360	17
EPS (원)	5	-273	58	-543	-693	30
ROE (%)	0.1	-3.3	0.7	-5.7	-7.7	0.4
P/E (배)	2,684.2	-	226.8	-	-	321.6
P/B (배)	1.5	1.8	1.3	1.4	1.1	1.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

신정동 부지의 개발 가능성은 여전하다

서부T&D는 양천구 신정동에 약 92,000㎡의 부지를 보유하고 있다. 현재 화물 터미널과 정류장으로 사용 중이나 2016년 도시첨단물류 시범단지로 지정된 이래 개발 가능성이 점증되고 있다. 도시첨단물류복합단지로 개발될 경우 지하 물류시설을 포함해 복합쇼핑몰, 오피스텔, 아파트 등이 건축될 예정이며 연면적은 약 830,000㎡에 이를 전망이다.

현재 시점에서 신정동 개발에 대한 정확한 가치산정은 어려우나 주변 시세를 감안할 때 **신정동 부지가 첨단물류복합단지로 개발 완료될 경우 총 자산가치는 최소 2조원에서 최대 5조원에 육박할** 것으로 예상된다. 또한 오피스텔, 아파트 등 분양 가능한 시설이 포함되어 있기 때문에 재무구조 개선 역시 가능할 전망이다.

다만, 첨단물류복합단지는 해당 구청 및 서울시의 인허가가 필요한 사항이기 때문에 개발이 완료되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다. 따라서 **신정동 개발 이슈에 대해서는 장기적인 관점에서 접근하는 것이 바람직**하다고 판단된다.

표 3. 주요 연혁

• 1979년 7월 12일	서부트럭터미널 설립
• 1995년 9월	KOSDAQ 등록
• 2008년	용산 관광버스터미널 합병
• 2010년 6월	서부트럭터미널 서부티앤디로 회사명 변경
• 2012년 10월	인천 SQUARE 1 Grand Open
• 2014년 7월	용산 호텔사업 건축공사 착공
• 2017년 10월	용산 '서울 드래곤 시티' 호텔 Grand Open
• 2018년 10월	신정동 도시첨단물류복합단지 인허가 접수 예정
• 2020년 5월	신정동 도시첨단물류복합단지 착공 예정
• 2023년 12월	신정동 도시첨단물류복합단지 Grand Open 예정

자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

표 4. 주요 개발 부동산 현황

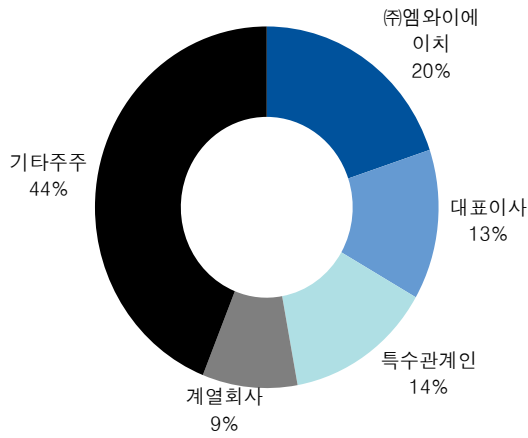
0

사업명	SQUARE 1 MALL Complex	용산 Seoul Dragon City HOTEL Complex	도시첨단물류복합단지(예정)
소재지	인천시 연수구 동춘동 926	서울시 용산구 한강로3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
대지면적	48,905㎡ (14,794평)	15,163㎡(4,587평)	92,395㎡(27,949평)
연 면적	169,074㎡ (51,144평)	184,611㎡ (55,844평)	830,000㎡ (250,000평) 예정
주 용도	쇼핑몰/영화관/대형마트	호텔 1,700객실/컨벤션홀/ 파티룸/쇼핑몰 등	물류창고/복합쇼핑몰/ 문화집회/오피스텔/아파트 등
Grand Open	2012년 10월	2017년 11월	미정



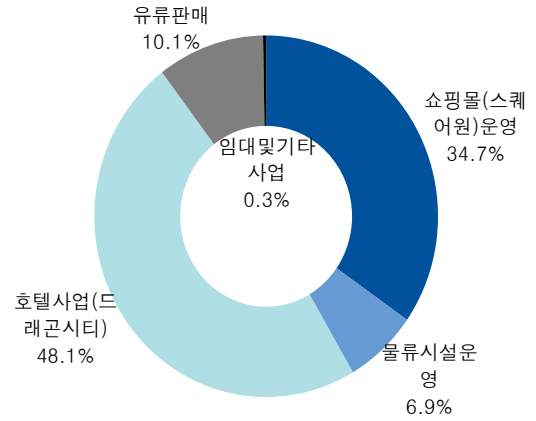
자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 11. 자본현황(18.9.30 기준)



자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 12. 매출 구성(18.3Q 누적 기준)



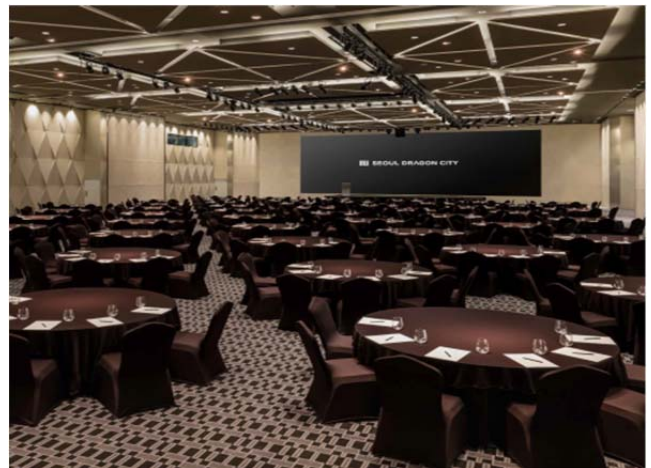
자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 13. 용산 드래곤시티 전경



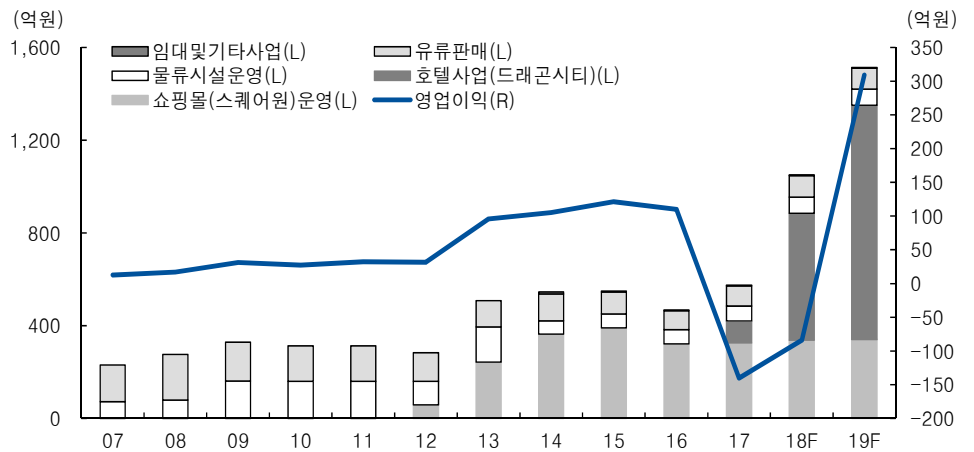
자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 14. 연회장(Grand Ballrooms) 전경



자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 15. 사업부문별 실적 추이 및 전망



자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

서부T&D (006730)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	467	575	1,050	1,513
매출원가	231	487	880	942
매출총이익	236	88	170	571
판매비와관리비	126	228	254	262
조정영업이익	110	-140	-84	309
영업이익	110	-140	-84	309
비영업손익	-92	-141	-294	-292
금융손익	-86	-127	-282	-281
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	18	-281	-378	17
계속사업법인세비용	11	-3	-19	0
계속사업이익	7	-277	-360	17
중단사업이익	21	12	0	0
당기순이익	28	-266	-360	17
지배주주	28	-266	-360	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	665	-252	-360	17
지배주주	665	-252	-360	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	177	-36	156	547
FCF	-1,249	-1,961	233	555
EBITDA 마진율 (%)	37.9	-6.3	14.9	36.2
영업이익률 (%)	23.6	-24.3	-8.0	20.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	-46.3	-34.3	1.1

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	614	1,495	1,424	1,714
현금 및 현금성자산	37	341	376	399
매출채권 및 기타채권	31	53	76	90
재고자산	2	5	7	7
기타유동자산	544	1,096	965	1,218
비유동자산	10,485	13,531	13,265	13,027
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	5,795	8,821	8,583	8,347
무형자산	3	20	18	16
자산총계	11,099	15,026	14,689	14,741
유동부채	3,188	2,640	2,558	2,582
매입채무 및 기타채무	41	894	758	777
단기금융부채	3,061	1,520	1,520	1,520
기타유동부채	86	226	280	285
비유동부채	3,385	7,550	7,655	7,666
장기금융부채	1,817	6,027	6,035	6,035
기타비유동부채	1,568	1,523	1,620	1,631
부채총계	6,574	10,190	10,213	10,248
지배주주지분	4,525	4,836	4,476	4,493
자본금	172	236	259	277
자본잉여금	997	1,356	1,356	1,356
이익잉여금	2,964	2,617	2,234	2,233
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,525	4,836	4,476	4,493

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	156	99	233	555
당기순이익	28	-266	-360	17
비현금수익비용가감	168	237	504	520
유형자산감가상각비	66	102	238	236
무형자산상각비	1	2	2	2
기타	101	133	264	282
영업활동으로인한자산및부채의변동	-41	130	70	19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	4	-21	-23	-14
재고자산 감소(증가)	0	-3	-2	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	112	-8	9
법인세납부	0	-2	19	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,554	-2,571	89	-237
유형자산처분(취득)	-1,404	-2,060	0	0
무형자산감소(증가)	0	-8	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-158	-391	51	-250
기타투자활동	8	-112	38	13
재무활동으로 인한 현금흐름	1,378	2,776	-280	-296
장단기금융부채의 증가(감소)	1,579	2,668	8	0
자본의 증가(감소)	0	423	0	0
배당금의 지급	0	-33	0	0
기타재무활동	-201	-282	-288	-296
현금의 증가	-21	304	35	23
기초현금	58	37	341	376
기말현금	37	341	376	399

예상 주당가치 및 valuation (요약)

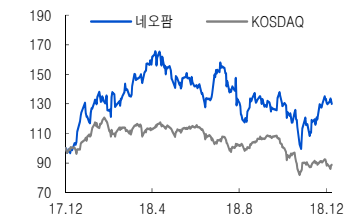
	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	226.8	-	-	321.6
P/CF (x)	32.6	-	34.6	9.9
P/B (x)	1.3	1.4	1.1	1.3
EV/EBITDA (x)	60.2	-	71.8	20.0
EPS (원)	58	-543	-693	30
CFPS (원)	405	-59	278	972
BPS (원)	9,869	9,371	8,678	7,693
DPS (원)	71	0	0	0
배당성향 (%)	116.8	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-15.1	23.1	82.6	44.1
EBITDA증가율 (%)	-5.3	-	-	250.6
조정영업이익증가율 (%)	-9.1	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전을 (회)	17.1	14.9	16.5	18.5
재고자산 회전을 (회)	218.7	161.8	177.6	216.1
매입채무 회전을 (회)	20.0	22.8	32.9	34.3
ROA (%)	0.3	-2.0	-2.4	0.1
ROE (%)	0.7	-5.7	-7.7	0.4
ROIC (%)	1.2	-2.0	-1.0	4.1
부채비율 (%)	145.3	210.7	228.2	228.1
유동비율 (%)	19.3	56.6	55.7	66.4
순차입금/자기자본 (%)	95.8	128.3	139.2	132.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.2	-1.0	-0.3	1.0

자료: 서부T&D, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

네오팜 (092730)

굳건한 더마코스메틱 선두주자

투자이견	Not Rated		
목표주가(12M, 유지)	-		
현재주가(18/12/13)	49,350원		
상승여력	-		
영업이익(18F, 억원)	180		
Consensus 영업이익(18F, 억원)	183		
EPS 성장률(18F, %)	26.9		
MKT EPS 성장률(18F, %)	9.6		
P/E(18F, x)	25.1		
MKT P/E(18F, x)	8.4		
KOSDAQ	681.78		
시가총액(억원)	3,682		
발행주식수(백만주)	7		
유동주식비율(%)	62.0		
외국인 보유비중(%)	17.5		
베타(12M) 일간수익률	0.43		
52주 최저가(원)	37,400		
52주 최고가(원)	62,800		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.5	-8.6	32.0
상대주가	15.6	17.3	49.5



[글로벌주식컨설팅팀]
노승은
 02-3774-1496
 seungeun.roh@miraeeasset.com

MLE기반의 기능성 화장품 전문기업

네오팜은 2000년도에 설립된 기능성 화장품 전문기업으로 2007년도에 코스닥에 상장하였다. 대표 브랜드인 아토팜을 비롯하여 제로이드, 리얼베리어, 더마비 등을 보유하고 있다.

3Q18기준 매출 비중은 Skin Care(아토팜, 제로이드) 68%, Facial Care(리얼베리어) 20%, Body Care(더마비) 8%, 기타 4% 이다.

계절적 비수기에도 견고한 매출

네오팜의 3Q18 실적은 매출액 144억원(YoY +25.5%), 영업이익 35억원(YoY +38.6%)으로 계절적 비수기임에도 모든 브랜드가 고르게 성장 하였다. 특히 제로이드와 리얼베리어의 성장세가 돋보였는데 이는 유통망 확대에 따른 매출증가로 판단된다.

제로이드는 병, 의원에서 구입이 가능한 메디컬 스킨케어 브랜드이다. 제로이드는 12월 현재 약 2,000여개 병원에서 판매 중이며, 보험 적용 대상인 제로이드MD 제품은 취급 병원 수가 1,300여개까지 확대 되었다.

리얼베리어는 성인대상 스킨케어 브랜드로 온라인과 H&B스토어를 중심으로 판매되고 있다. 리얼베리어는 12월 기준 올리브영 600여개 매장에 입점하였으며 내년도 전점(올리브영 점포수: 3Q18년 기준 1,178개) 입점을 계획하고 있다. 2019년 이에 따른 매출 상승이 기대된다.

탄탄한 고객층에 기반한 꾸준한 성장

네오팜의 대표브랜드이자 스테디셀러인 아토팜은 기존소비자의 높은 만족도를 바탕으로 연령대 Coverage를 확대해 나가고 있다. 키즈라인에서의 영향력 강화와 제품의 특성상 부각되는 계절성을 최소화 하기 위해 선크림, 선로션, 선펙트 등 하절기 라인업을 강화하였으며, 내년도 이러한 추세를 이어나가 하절기 아이템의 매출 기여도를 높여 나갈 예정이다.

국내 더마코스메틱 시장만으로도 매력은 충분

2019년 네오팜의 실적은 매출액 850억원(YoY +27.1%), 영업이익 239억원(YoY +33.0%)으로 예상된다. 현 주가 수준은 2019년 예상 실적 대비 P/E 19배 수준으로 유사기업 대비 20% 정도 저평가 되어 있다. 동사의 국내 더마코스메틱 시장에서의 굳건한 브랜드 인지도와 성장성을 감안했을 때 동종업계 대비 프리미엄 적용이 가능할 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	0	0	424	536	669	850
영업이익 (억원)	0	0	96	140	180	239
영업이익률 (%)	-	-	22.6	26.1	26.9	28.1
순이익 (억원)	0	0	77	116	147	191
EPS (원)	0	0	1,038	1,549	1,965	2,555
ROE (%)	0.0	0.0	20.1	26.8	27.6	28.7
P/E (배)	-	-	25.2	30.4	25.1	19.3
P/B (배)	-	-	4.7	7.0	6.0	4.8
배당수익률 (%)	1.7	0.7	1.3	1.1	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 네오팜, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

MLE기반의 기능성 화장품 전문기업

네오팜은 2000년도에 설립된 기능성 화장품 전문기업으로 2007년도에 코스닥에 상장하였다. 대표 브랜드 아토팜을 비롯하여 제로이드, 리얼베리어, 더마비 등을 보유하고 있다.

네오팜의 핵심 원천 기술인 MLE(Multi-Lamellar Emulsion, 다중층상유화제형)는 망가진 피부장벽을 건강한 피부 장벽과 유사한 구조로 만들어주는 물질로 국내를 비롯한 미국, 일본 등 국제 특허 등록이 되어 있다. 동사의 모든 제품은 MLE를 기반으로 하고 있으며, 주요 원재료 생산부터 제품생산까지 내부 수직계열화를 구축하고 있다.

3Q18기준 매출 비중은 Skin Care(아토팜, 제로이드) 68%, Facial Care(리얼베리어) 20%, Body Care(더마비) 8%, 기타 4% 이며, 채널별 비중은 온라인 41%, 오프라인 48%, 수출7%, 흡소품 4% 이다.

계절적 비수기에도 견고한 매출

네오팜의 3Q18 실적은 매출액 144억원(YoY +25.5%), 영업이익 35억원(YoY +38.6%)으로 계절적 비수기임에도 모든 브랜드의 고른 성장이 있었다. 특히 제로이드와 리얼베리어의 성장세가 돋보였는데 이는 유통망 확대에 따른 매출증가로 판단된다.

제로이드는 병·의원에서 구입이 가능한 메디컬스킨케어 브랜드로, 제로이드, 제로이드 인텐시브 등의 제품군을 보유하고 있다. 제로이드는 12월 현재 약 2,000여개 병원에서 판매 중이며, 보험 적용 대상인 제로이드MD 제품은 취급 병원 수가 연초 1,000개 대비 1,300여개까지 확장되었다. 화상이나 건조한 피부 치료 목적으로 처방되는 제로이드MD의 제품 특성상 3분기는 계절적 비수기임에도 불구하고 취급 병원 수의 증가는 매출의 성장으로 이어졌다. 제로이드는 네오팜의 타 브랜드 대비 마진율이 좋아 매출 비중이 높아질수록 동사의 직접적인 수익률 개선으로 이어질 전망이다.

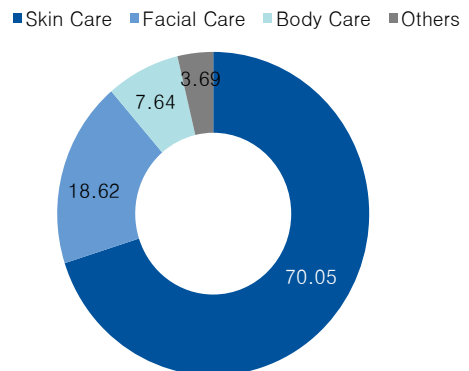
리얼베리어는 성인대상 스킨케어 브랜드로 온라인과 H&B스토어를 중심으로 판매되고 있다. 지난 해부터 마케팅 활동(TV, 지면, 버스 광고 등)을 본격적으로 진행해 왔으며, 이에 따른 브랜드 인지도 상승 및 유통채널 확장효과로 3Q18기준 매출비중이 20%까지 확대되었다. 리얼베리어는 12월 기준 올리브영 600여개 매장에 입점하였으며 내년도 전점(올리브영 매장수는 3Q18년 기준 1,178개) 입점을 계획하고 있으며 이에 따른 매출 상승이 기대된다.

그림 16. 네오팜 브랜드 '리얼베리어' 제품 사진



자료: 네오팜, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 17. 네오팜 제품별 매출비중(3Q18 누적 기준)



자료: 네오팜, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

탄탄한 고객층에 기반한 꾸준한 성장

네오팜의 대표제품이자 스테디셀러인 아토팜은 영유아(만 3세 이하)화장품 시장에서 독보적인 시장 지위를 가지고 있다. 아토팜은 기존소비자의 높은 만족도를 바탕으로 연령대 Coverage를 확대해 나가고 있다. 키즈라인에서의 영향력 강화와 제품의 특성상 부각되는 계절성의 최소화를 위해 선크림, 선로션, 선크림 등 하절기 라인업을 강화하였으며, 내년에도 꾸준한 하절기 라인업 확대를 통해 매출 기여도를 높여 나갈 예정이다.

2011년 런칭한 바다보습 브랜드 더마비는 H&B스토어를 중심으로 판매되고 있다. 아토팜을 통해 네오팜 브랜드에 대한 품질 및 성분에 대한 신뢰도를 가지고 있는 소비자들을 중심으로 인지도를 빠르게 높여갔다. 올리브영 전점에 입점해 있어 올리브영내 매출이 빠르게 상승하고 있는 것으로 판단된다. 제품군 및 SKU확대를 통해 내년에도 성장을 이어나갈 것으로 예상된다.

2019년에도 마켓플레이스 다변화 시도는 계속 될 것

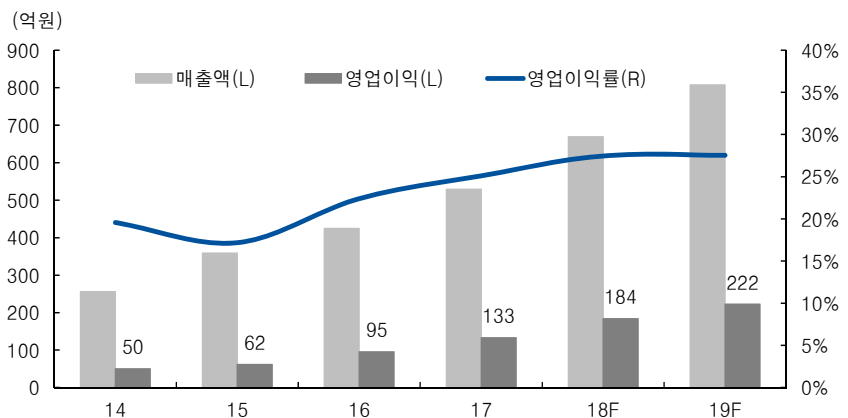
네오팜은 지난해 5월 킹킹그룹과의 계약을 통해 리얼베리어의 본격적인 중국 진출을 시도하였으나 올해 중국향 매출은 미미하였다. 매출 부진의 이유는 리얼베리어의 위생허가 품목수가 10개 미만이라는 점과, 마스크팩과 색조에 집중되어 있는 중국 화장품 시장의 특성상 보습제 시장이 활성화 되지 않았다는 것으로 파악된다.

네오팜은 향후 중국의 보습제 시장이 활성화 될 경우 한국 화장품 시장에서의 높은 인지도를 바탕으로 매출의 빠른 증가가 예상된다. 네오팜의 위생허가 품목 수는 올해 말까지 리얼베리어 25개, 아토팜 20개까지 늘어날 예정이며, 아토팜과 더마비는 위생허가 품목 수 증가에 따라 현지 오프라인 유통사를 물색 중에 있는 것으로 파악된다. 중국을 비롯한 해외에서의 매출이 본격화 될 경우 이는 동사의 실적 성장의 핵심요인으로 작용할 전망이다.

국내 더마코스메틱 시장만으로도 매력은 충분

네오팜의 2018년 실적은 매출액 669억원(YoY +26.6%), 영업이익 180억원(YoY +35.5%), 2019년은 매출액 850억원(YoY +27.1%), 영업이익 239억원(YoY +33.0%)이 예상된다. 현 주가 수준은 2019년 예상 실적 대비 P/E 19배 수준으로 유사기업 대비 20% 정도 저평가 되어 있다. 동사의 국내 더마코스메틱 시장에서의 굳건한 브랜드 인지도와 성장성을 감안했을 때 동종업계 대비 프리미엄 적용이 가능할 것으로 판단된다.

그림 18. 네오팜 실적추이 및 전망



자료: 네오팜, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

네오팜 (092730)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	424	536	669	850
매출원가	105	135	176	224
매출총이익	319	401	493	626
판매비와관리비	223	261	313	387
조정영업이익	96	140	180	239
영업이익	96	140	180	239
비영업손익	-2	0	8	5
금융손익	3	4	8	8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	94	140	188	244
계속사업법인세비용	17	25	41	54
계속사업이익	77	116	147	191
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	77	116	147	191
지배주주	77	116	147	191
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	76	113	147	191
지배주주	76	113	147	191
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	104	148	188	247
FCF	81	98	166	172
EBITDA 마진율 (%)	24.5	27.6	28.1	29.1
영업이익률 (%)	22.6	26.1	26.9	28.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.2	21.6	22.0	22.5

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	337	440	573	747
현금 및 현금성자산	76	42	125	170
매출채권 및 기타채권	46	72	66	98
재고자산	42	48	57	67
기타유동자산	173	278	325	412
비유동자산	128	126	119	113
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	86	89	84	78
무형자산	12	12	10	7
자산총계	465	567	692	861
유동부채	78	90	104	117
매입채무 및 기타채무	54	60	70	78
단기금융부채	1	1	0	0
기타유동부채	23	29	34	39
비유동부채	2	1	1	2
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	2	1	1	2
부채총계	79	91	105	118
지배주주지분	386	476	587	742
자본금	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135
이익잉여금	244	333	444	599
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	386	476	587	742

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	92	106	166	172
당기순이익	77	116	147	191
비현금수익비용가감	31	43	43	58
유형자산감가상각비	6	6	6	6
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	23	35	35	50
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	-38	9	-30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-27	5	-31
재고자산 감소(증가)	-4	-11	-9	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	5	7	4
법인세납부	-12	-18	-41	-54
투자활동으로 인한 현금흐름	-79	-113	-50	-92
유형자산처분(취득)	-10	-9	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-191	-102	-46	-88
기타투자활동	125	0	-4	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-18	-25	-35	-35
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	173	0	0	0
배당금의 지급	-18	-25	-35	-35
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-4	-34	83	45
기초현금	80	76	42	125
기말현금	76	42	125	170

예상 주당가치 및 valuation (요약)

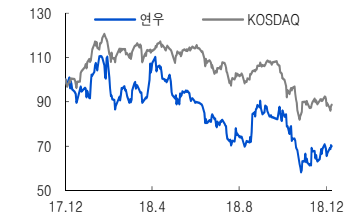
	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	25.2	30.4	25.1	19.3
P/CF (x)	18.0	22.3	19.4	14.8
P/B (x)	4.7	7.0	6.0	4.8
EV/EBITDA (x)	16.4	21.6	17.2	12.6
EPS (원)	1,038	1,549	1,965	2,555
CFPS (원)	1,448	2,119	2,546	3,328
BPS (원)	5,529	6,736	8,228	10,308
DPS (원)	350	500	500	500
배당성향 (%)	32.0	30.6	24.1	18.6
배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	-	26.4	24.8	27.1
EBITDA증가율 (%)	-	42.3	27.0	31.4
조정영업이익증가율 (%)	-	45.8	28.6	32.8
EPS증가율 (%)	-	49.2	26.9	30.0
매출채권 회전을 (회)	9.5	9.3	9.7	10.4
재고자산 회전을 (회)	10.2	11.9	12.7	13.7
매입채무 회전을 (회)	4.6	5.4	5.7	6.2
ROA (%)	16.6	22.4	23.3	24.6
ROE (%)	20.1	26.8	27.6	28.7
ROIC (%)	64.9	88.0	105.3	137.1
부채비율 (%)	20.6	19.2	17.9	15.9
유동비율 (%)	434.6	488.6	550.7	640.6
순차입금/자기자본 (%)	-62.7	-65.9	-75.2	-77.1
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 네오팜, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

연우 (115960)

2019년이 기대되는 두 가지 이유

투자이전	Not Rated		
목표주가(12M, 유지)	-		
현재주가(18/12/13)	22,250원		
상승여력	-		
영업이익(18F, 억원)	98		
Consensus 영업이익(18F, 억원)	94		
EPS 성장률(18F, %)	17.4		
MKT EPS 성장률(18F, %)	9.6		
P/E(18F, x)	30.2		
MKT P/E(18F, x)	8.4		
KOSDAQ	681.78		
시가총액(억원)	2,759		
발행주식수(백만주)	12		
유동주식비율(%)	37.5		
외국인 보유비중(%)	13.3		
베타(12M) 일간수익률	1.08		
52주 최저가(원)	18,500		
52주 최고가(원)	35,200		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.9	-22.1	-29.6
상대주가	11.1	0.0	-20.2



[글로벌주식컨설팅팀]
노승은
 02-3774-1496
 seungeun.roh@miraeeasset.com

건조한 매출성장에도 불구하고, 수익성 악화 시달린 2018년

연우의 3분기 실적은 매출액 681억원(YoY +15.2%), 영업이익 16억원(YoY +5.4%)을 기록했다. 내수 매출은 314억원(YoY +15.4%), 해외수출은 367억원(YoY +15.1%)을 기록했다.

올해 내수와 수출의 건조한 매출 성장에도 불구하고, 수익성이 악화된 이유는 1) 늘어난 수주로 인한 외주가공비의 증가와 2) 물류자동화 시스템 가동지연에 따른 고정비 부담으로 인한 매출 원가율의 상승 3) 주 52시간 및 최저시급에 따른 인건비의 증가가 주된 원인이었다.

3분기부터 물류자동화 시스템이 본격적으로 가동되어 생산성의 제고가 이루어졌음에도 수익성의 개선이 이루어지지 못했다. 이는 여름 휴가 및 추석 정기 상여금이 인건비의 부담으로 작용한 것으로 판단된다. 3분기 상여금을 제거하고 본다면 영업이익률은 6.39%로 1분기 2.87%, 2분기 3.47% 대비 개선된 흐름을 나타내고 있다.

중국공장의 본격적 가동과 제약용기는 2019년의 성장 동력

연우의 중국 후저우 공장(초기 200억원 Capa, Full Capa 300억원)은 내년 1분기부터 본격적으로 가동될 전망이다. 중국 현지 로컬 브랜드의 고급 화장품 시장 진입이 빠르게 진행되고 있으며 이에 따라 독보적인 기술력을 보유한 동사에 대한 수요는 급증할 전망이다. 기존 거래중인 국내 ODM업체의 중국향 물량 일부도 중국 공장에서 생산될 예정이다.

연우는 지난 10월 클린룸에 대한 ISO 13485인증(ISO 13485인증, 국제적으로 인정되는 의료기기 산업에 특화된 품질경영시스템의 표준)을 취득하여 제약용기 생산이 가능해졌다. 글로벌 제약사와 용기 공급을 위한 계약을 진행 중이며 2019년 2분기 중 첫 발주가 기대된다. 제약용기는 화장품용기 대비 공정이 단순하며 마진율이 높아 제약용기 생산이 본격화 될 경우 동사의 직접적인 수익성 개선이 예상된다.

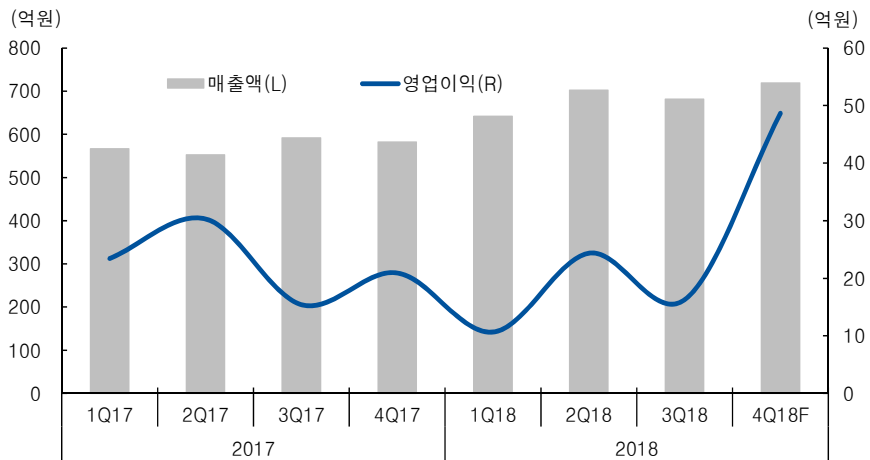
2019년 예상실적

연우의 2018년 온기 실적은 매출액 2,744억원(YoY +19.7%), 영업이익 98억원(YoY +8.9%)을 예상하며, 2019년 매출액 3,074억원(YoY + 12.0%) 영업이익 172억원(YoY + 75.6%)을 예상한다. 1) 펌프용 용기의 지속적인 시장 수요가 예상되며, 마진율이 높은 수출 비중이 증가하는 추세라는 점 2) 중국 시장 진출이 본격화 되고 있다는 점 3) 제약용기 분야 진출을 통한 신성장동력을 확보했다는 점에서 2019년 우호적인 주가흐름이 예상된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	0	0	2,346	2,293	2,743	3,074
영업이익 (억원)	0	0	249	90	98	173
영업이익률 (%)	-	-	10.6	3.9	3.6	5.6
순이익 (억원)	0	0	209	78	91	161
EPS (원)	0	0	1,687	628	738	1,300
ROE (%)	0.0	0.0	11.7	4.3	4.8	7.9
P/E (배)	-	-	22.8	47.9	30.2	17.1
P/B (배)	-	-	2.7	2.0	1.4	1.3
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

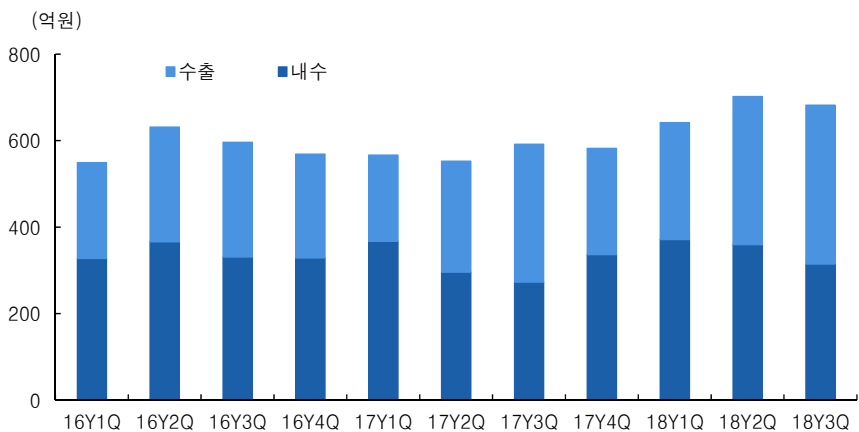
주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 1. 연우 실적추이 및 전망



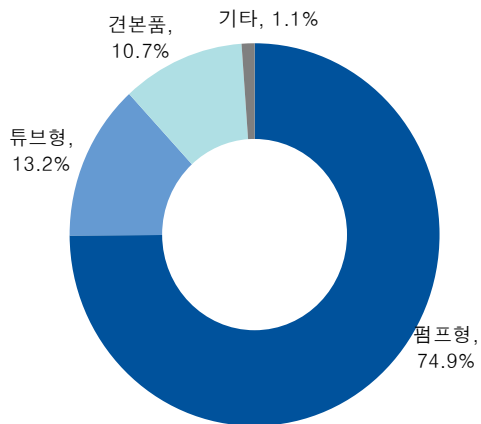
자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 2. 연우 매출 비중



자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 3. 연우 제품별 매출 비중 (3Q18 누적)



자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 4. 연우 제품 사진



자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

연우 (115960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	2,346	2,293	2,743	3,074
매출원가	1,890	1,987	2,392	2,643
매출총이익	456	306	351	431
판매비와관리비	207	215	253	258
조정영업이익	249	90	98	173
영업이익	249	90	98	173
비영업손익	13	-16	-2	-1
금융손익	0	-4	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	262	74	96	172
계속사업법인세비용	53	-4	5	11
계속사업이익	209	78	91	161
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	209	78	91	161
지배주주	209	78	91	161
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	197	73	91	161
지배주주	197	73	91	161
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	368	227	235	310
FCF	-90	-261	176	278
EBITDA 마진율 (%)	15.7	9.9	8.6	10.1
영업이익률 (%)	10.6	3.9	3.6	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.9	3.4	3.3	5.2

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	914	885	1,176	1,520
현금 및 현금성자산	308	263	432	706
매출채권 및 기타채권	328	356	426	477
재고자산	206	225	270	283
기타유동자산	72	41	48	54
비유동자산	1,447	1,706	1,571	1,435
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1,272	1,537	1,406	1,275
무형자산	18	59	54	48
자산총계	2,361	2,591	2,747	2,955
유동부채	337	498	546	581
매입채무 및 기타채무	175	200	239	267
단기금융부채	77	256	0	0
기타유동부채	85	42	307	314
비유동부채	233	229	245	257
장기금융부채	164	145	0	0
기타비유동부채	69	84	245	257
부채총계	570	727	791	838
지배주주지분	1,792	1,864	1,956	2,117
자본금	62	62	62	62
자본잉여금	670	670	670	670
이익잉여금	1,059	1,135	1,226	1,387
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,792	1,864	1,956	2,117

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	248	194	176	278
당기순이익	209	78	91	161
비현금수익비용가감	227	199	144	149
유형자산감가상각비	114	131	131	131
무형자산상각비	5	5	5	5
기타	108	63	8	13
영업활동으로인한자산및부채의변동	-144	-43	-53	-20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-22	-32	-67	-49
재고자산 감소(증가)	-80	-13	-44	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	21	25	22	16
법인세납부	-42	-37	-5	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-313	-390	-7	-5
유형자산처분(취득)	-336	-416	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-39	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-63	31	-6	-5
기타투자활동	93	34	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	162	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	732	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-70	-45	169	273
기초현금	379	308	263	432
기말현금	308	263	432	706

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	22.8	47.9	30.2	17.1
P/CF (x)	11.0	13.5	11.7	8.9
P/B (x)	2.7	2.0	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	12.7	17.0	11.5	7.8
EPS (원)	1,687	628	738	1,300
CFPS (원)	3,517	2,236	1,900	2,505
BPS (원)	14,451	15,038	15,776	17,076
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	-2.3	19.6	12.1
EBITDA증가율 (%)	-	-38.3	3.5	31.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-63.9	8.9	76.5
EPS증가율 (%)	-	-62.8	17.5	76.2
매출채권 회전을 (회)	7.5	7.0	7.3	7.1
재고자산 회전을 (회)	11.4	10.6	11.1	11.1
매입채무 회전을 (회)	20.5	19.6	19.7	18.9
ROA (%)	8.9	3.1	3.4	5.7
ROE (%)	11.7	4.3	4.8	7.9
ROIC (%)	11.5	5.0	4.6	8.4
부채비율 (%)	31.8	39.0	40.4	39.6
유동비율 (%)	271.6	177.7	215.5	261.8
순차입금/자기자본 (%)	-6.1	5.9	-3.3	-16.1
조정영업이익/금융비용 (x)	57.8	15.5	24.5	43.3

자료: 연우, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

민앤지 (214180)

모자의 성장 콜라보

투자이전	Not Rated
목표주가(12M, 유지)	-
현재주가(18/12/13)	19,650원
상승여력	-
영업이익(18F, 억원)	268
Consensus 영업이익(18F, 억원)	266
EPS 성장률(18F, %)	8.3
MKT EPS 성장률(18F, %)	9.6
P/E(18F, x)	17.1
MKT P/E(18F, x)	8.4
KOSDAQ	681.78
시가총액(억원)	2,336
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	18.3
베타(12M) 일간수익률	0.98
52주 최저가(원)	16,150
52주 최고가(원)	28,800
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	11.0 -11.1 -25.6
상대주가	9.2 14.1 -15.7



[글로벌주식컨설팅팀]
서승우
02-3774-1790
jaehoon.kim.a@miraeeasset.com

자회사와의 실적 콜라보

2018년 민앤지의 실적은 매출액 1,048억원(YoY +30.2%), 영업이익 268억원(YoY +25.3%), 지배주주순이익 154억원(YoY +7.5%)이 예상된다. 통신사의 자체 인증 서비스 출시에 따른 휴대폰번호도용방지 서비스 가입자 이탈이 소강 상태에 접어드는 가운데 로그인플러스와 휴대폰간편로그인 서비스 가입자 수는 안정적 증가세를 유지하고 있다.

민앤지의 외형 성장은 주식투자노트 서비스와 자회사가 견인 중이다. 주식투자노트 서비스는 부가가치가 높은데다 최근 가입자가 급증해 본사의 실적 성장을 이끌 것으로 보인다. 동 서비스 가입자 수는 2018년 상반기 기준 6만 6천 여명에서 한 분기만에(2018년 3분기 기준) 10만 3천 여명까지 증가했다. 자회사인 세틀뱅크는 간편계좌결제 서비스를 중심으로 2018년 3분기 누적 실적이 이미 전년도 동기 실적을 상회했다.

자회사 가치 반영 본격화 할 전망

민앤지는 2016년 가상계좌 중계서비스 전문 기업인 세틀뱅크를 인수하여 연결 법인으로 편입했다. 세틀뱅크의 주력 사업은 공공기관, 지자체 등의 세금 및 요금 수납 등에 이용되는 가상계좌 발급 서비스이며 동 사업은 안정적 성장을 지속하고 있다. 한편 동사는 2015년에 은행계좌를 결제 시스템에 직접 연동한 간편계좌결제 서비스를 런칭한 이후 현재까지 고속 성장 중이며 이 추세는 2019년에도 이어질 것으로 보인다.

세틀뱅크의 2018년 3분기 누적 매출액은 412억원으로 이미 지난 해 연간 매출액을 상회하고 있다. 2018년 연간 실적은 매출액 562억원(YoY +43.0%), 영업이익 128억원(YoY +36.2%), 순이익 110억원(YoY +17.0%)을 예상한다. 안정적 현금흐름과 성장성을 바탕으로 세틀뱅크의 기업가치가 재조명될 것으로 기대된다. 민앤지 또한 본사의 수익성에 자회사의 성장성까지 더해지며 기업가치 제고가 가능할 전망이다. 2019년 세틀뱅크의 상장을 앞두고 민앤지 주가는 상승 모멘텀이 부각돼 우상향 할 가능성이 높다는 판단이다.

최대 실적 경신은 계속된다

2019년 민앤지의 실적은 매출액 1,203억원(YoY +14.8%), 영업이익 313억원(YoY +16.8%), 지배주주순이익 174억원(YoY +13.1%)을 예상한다. 일부 서비스를 중심으로 정체됐던 본사 서비스의 총 가입자 수가 재차 순증하고 세틀뱅크의 고성장성도 지속될 전망이다. 현재 주가는 2019년 예상 실적 기준 P/E 15배 수준으로 기업가치 대비 저평가 판단한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	0	0	407	805	1,048	1,203
영업이익 (억원)	0	0	159	214	268	313
영업이익률 (%)	-	-	39.1	26.6	25.6	26.0
순이익 (억원)	0	0	110	143	155	178
EPS (원)	0	0	819	1,060	1,148	1,320
ROE (%)	0.0	0.0	14.3	16.7	15.5	15.7
P/E (배)	-	-	18.3	23.7	17.1	14.9
P/B (배)	-	-	2.4	3.6	2.5	2.2
배당수익률 (%)	-	2.1	3.0	1.0	1.3	1.3

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 민앤지, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

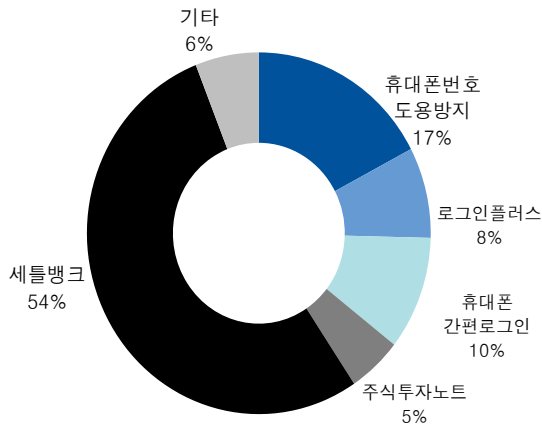
독보적 인증 서비스 기업

민앤지는 2009년 설립된 개인정보 보안 전문 기업으로 2차 본인인증을 통해 인증 도용을 차단하는 솔루션을 공급한다. 주요 서비스로는 2차 본인인증을 수행하는 1) 휴대폰번호도용방지, 2중 로그인으로 웹 보안을 강화하는 2) 로그인플러스, ID/패스워드를 관리하는 3) 휴대폰간편로그인 등이 있다. 2018년 3분기 기준 각각의 사용자 수는 1) 207만 명, 2) 115만 명, 3) 119만 명이다.

최근에는 개인정보보안 인증 서비스뿐만 아니라 주식투자노트, 슈퍼스타, 건강지키미와 같은 생활 플랫폼 서비스를 활발하게 런칭하고 있다. 이 중 주식투자노트 서비스의 가입자 수가 급증 추세다.

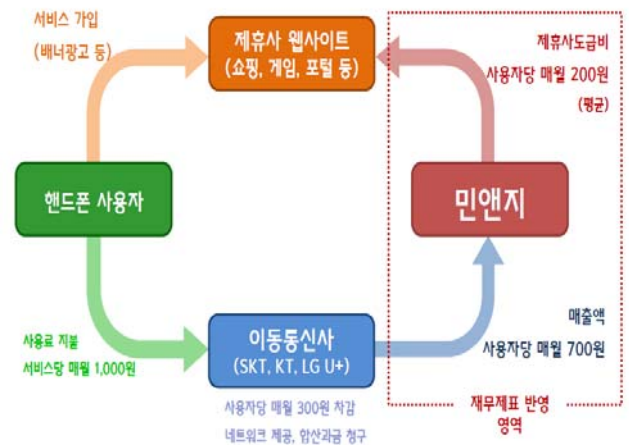
민앤지의 서비스는 통신사 부가 서비스 형태로 제공되며, 사용자 월 과금 방식으로 로열티를 수취하기 때문에 가입자 수 증가에 따른 중장기 성장에 유리하다. 또한 동사는 서비스 수요가 있는 제휴사 웹사이트를 상대로 가입자 유치에 대한 유인을 제공하는 등 가입자의 지속적 유입이 가능하도록 비즈니스 플랫폼을 구축하고 있다.

그림 19. 민앤지 사업 비중(3Q18 누적, 연결 기준)



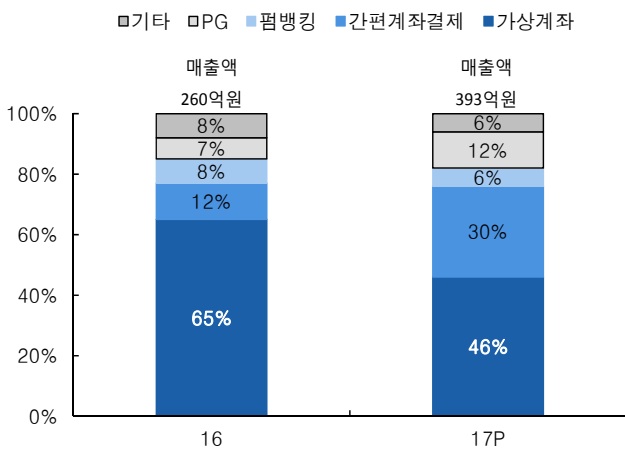
자료: 민앤지, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 20. 민앤지 수익 모델



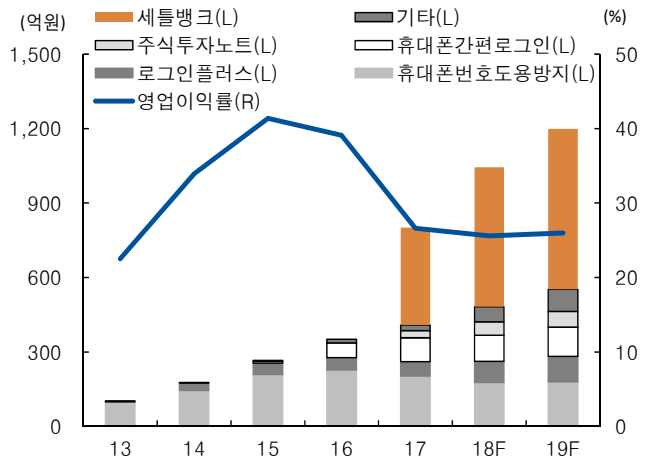
자료: 민앤지, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 21. 세틀뱅크 매출액 비중 추이



자료: 민앤지, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 22. 민앤지 실적 추이 및 전망



자료: 민앤지, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

민앤지 (214180)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	407	805	1,048	1,203
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	407	805	1,048	1,203
판매비와관리비	248	591	780	890
조정영업이익	159	214	268	313
영업이익	159	214	268	313
비영업손익	-20	16	19	21
금융손익	4	11	10	10
관계기업등 투자손익	-3	-4	2	0
세전계속사업손익	139	230	287	334
계속사업법인세비용	25	57	72	84
계속사업이익	115	173	215	251
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	115	173	215	251
지배주주	110	143	155	178
비지배주주	4	30	60	73
총포괄이익	114	176	215	251
지배주주	110	144	176	205
비지배주주	4	32	39	46
EBITDA	175	267	321	368
FCF	134	533	250	238
EBITDA 마진율 (%)	43.0	33.2	30.6	30.6
영업이익률 (%)	39.1	26.6	25.6	26.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.0	17.8	14.8	14.8

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	615	1,283	1,323	1,525
현금 및 현금성자산	339	991	956	1,107
매출채권 및 기타채권	100	160	187	207
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	176	132	180	211
비유동자산	993	867	1,061	1,049
관계기업투자등	56	52	248	250
유형자산	84	23	25	28
무형자산	727	678	658	626
자산총계	1,608	2,151	2,384	2,574
유동부채	315	636	671	626
매입채무 및 기타채무	33	49	70	75
단기금융부채	50	1	0	0
기타유동부채	232	586	601	551
비유동부채	121	129	145	160
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	120	129	145	160
부채총계	436	765	816	786
지배주주지분	770	939	1,059	1,208
자본금	34	67	67	67
자본잉여금	526	479	479	479
이익잉여금	284	399	520	669
비지배주주지분	402	447	508	580
자본총계	1,172	1,386	1,567	1,788

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	143	544	260	250
당기순이익	115	173	215	251
비현금수익비용가감	63	102	107	124
유형자산감가상각비	3	8	8	8
무형자산상각비	13	45	45	47
기타	47	49	54	69
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	307	0	-51
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-17	-60	-11	-10
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	19	-1	0
법인세납부	-28	-48	-72	-84
투자활동으로 인한 현금흐름	-375	119	-94	-72
유형자산처분(취득)	-8	62	-10	-12
무형자산감소(증가)	-9	-9	-25	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	-298	57	-59	-45
기타투자활동	-60	9	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	275	-10	-13	-30
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	559	-13	0	0
배당금의 지급	-20	-29	-34	-29
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	43	653	-35	150
기초현금	295	339	991	956
기말현금	339	991	956	1,107

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	18.3	23.7	17.1	14.9
P/CF (x)	11.4	12.3	8.2	7.1
P/B (x)	2.4	3.6	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)	9.9	8.7	5.4	4.4
EPS (원)	819	1,060	1,148	1,320
CFPS (원)	1,317	2,037	2,389	2,777
BPS (원)	6,252	6,964	7,862	8,964
DPS (원)	450	250	250	250
배당성향 (%)	22.4	17.2	13.7	11.7
배당수익률 (%)	3.0	1.0	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	-	97.8	30.2	14.8
EBITDA증가율 (%)	-	52.6	20.2	14.6
조정영업이익증가율 (%)	-	34.6	25.2	16.8
EPS증가율 (%)	-	29.4	8.3	15.0
매출채권 회전을 (회)	4.7	8.3	9.2	9.6
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	7.1	9.2	9.5	10.1
ROE (%)	14.3	16.7	15.5	15.7
ROIC (%)	20.1	36.4	91.2	102.8
부채비율 (%)	37.2	55.2	52.1	43.9
유동비율 (%)	195.1	201.9	197.1	243.7
순차입금/자기자본 (%)	-39.2	-80.6	-70.5	-71.9
조정영업이익/금융비용 (x)	662.2	3,833.7	536.0	391.3

자료: 민앤지, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

펩트론 (087010)

cGMP급 공장 확보! 좋아요 꼭!

약효 지속성 펩타이드 의약품 생산 준비 완료

펩트론은 펩타이드 기반 약물의 약효 지속성을 보강할 수 있는 원천 기술을 확립한 바이오텍이다. 당사는 2018년 4분기를 기점으로 자사 기술에 기반한 임상 시료 및 상업 제품을 생산할 수 있는 cGMP 수준의 공장을 확보함에 따라 개발 및 생산 value chain 구축을 완료했다.

약효지속성 기술은 일종의 DDS(drug delivery system) 기술이다. 그렇기 때문에 연구개발 및 글로벌 임상을 진행함에 있어 반드시 자사 시료를 생산할 수 있는 생산설비가 확보되어야 한다. 당사는 위탁생산에 의존했던 과거와 달리 1) 자사 파이프라인 글로벌 임상 진척 및 2) 잠재적인 고객사 대상 파트너링에 유리한 역량을 확보했다고 판단된다.

파이프라인 현황 - 전면에 등장한 파킨슨병 치료제

펩트론의 핵심 물질은 Exenatide(아스트라제네카)의 약효지속성 제제(이하 SR-Exenatide)이다. 그리고 Exenatide는 당뇨병 치료제로 개발된 GLP-1수용체 활성제(agonist)이다.

그렇지만 당사는 SR-Exenatide의 주요 적응증으로 파킨슨병을 전면에 내세우고 있다. 그 배경은 1) CNS(중추 신경 계통)질환, 특히 파킨슨병에서 GLP-1 활성제의 약리 활성이 보고되고 있고, 2) 임상 개발비 규모 및 약가 측면에서 당뇨병 치료제보다 유리하기 때문이다.

PT302로 명명된 해당 파이프라인은 미국 국립보건원(NIH)로부터의 전용실시권 계약 체결 및 약효지속성 제제 추가 특허 출원을 통해 지적재산권을 확보한 상태이다. PT302는 2019년 1분기 국내 임상 2상 진입을 계획하고 있다. 또한 파킨슨병에서 파생된 희귀질환인 LID(Levodopa Induces Dyskinesia)로 적응증을 확대해 해외 전임상을 진행 중에 있다.

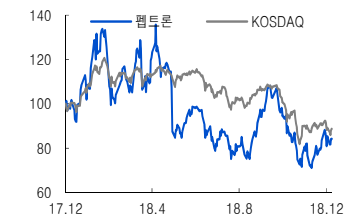
비록 초기 단계이지만 삼중음성 유방암 치료제 개발을 목적으로 신규 타겟 항체를 발굴해 ADC(항체약물접합) 항암제 후보물질을 준비 중인 점은 파이프라인 확대 측면에서 긍정적이다.

새로운 국면으로 접어든 사업 전망

펩트론의 투자 포인트는 cGMP 수준 공장 확보를 축대로 한 1) 임상 진척 기대, 2) 글로벌 파트너링 확대이다. 그간 부진했던 임상 개발, 파트너링이 탄력적으로 전개될 전망이다.

2019년 예상 매출액은 2018년과 유사할 것으로 예상된다. 신공장에서 생산 예정인 PLA필러 지속형 제제 초도 매출 및 전립선암 치료제 고객사 확대가 예상되지만 특정 분기로 한정될 전망이다. 영업이익은 감가 상가비 증가로 2018년 대비 적자폭 확대가 예상된다.

투자이견	Not Rated
목표주가(12M, 유지)	-
현재주가(18/12/13)	25,600원
상승여력	-
영업이익(18F, 억원)	-50
Consensus 영업이익(18F, 억원)	0
EPS 성장률(18F, %)	-
MKT EPS 성장률(18F, %)	9.6
P/E(18F, x)	-
MKT P/E(18F, x)	8.4
KOSDAQ	681.78
시가총액(억원)	3,924
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	88.9
외국인 보유비중(%)	4.0
베타(12M) 일간수익률	1.76
52주 최저가(원)	21,600
52주 최고가(원)	41,250
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	17.2 -13.2 -15.9
상대주가	15.3 11.4 -4.8



[글로벌주식컨설팅팀]
 김성재
 02-3774-1784
 jaehoon.kim.a@miraeeasset.com

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	25	28	31	32	38	38
영업이익 (억원)	-26	-29	-36	-48	-50	-70
영업이익률 (%)	-104.0	-103.6	-116.1	-150.0	-131.6	-184.2
순이익 (억원)	-30	-27	-32	-44	-46	-66
EPS (원)	-306	-221	-234	-295	-298	-431
ROE (%)	-57.5	-22.4	-9.1	-8.7	-9.8	-16.1
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	24.2	5.0	10.1	8.8	10.4
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 펩트론, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 23. 펩트론 약효지속성 펩타이드 제조 및 작용 원리

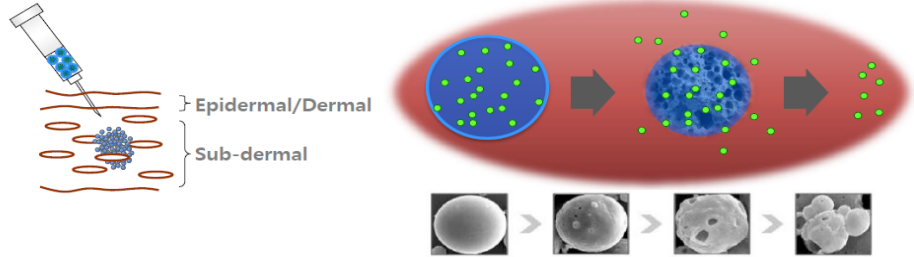
▶ 약효지속성 펩타이드 의약품 제조 원리

생분해성 고분자(Polymer)를 캐리어로 이용하여 미립구(Microsphere) 제조 → 약물 방출 조절



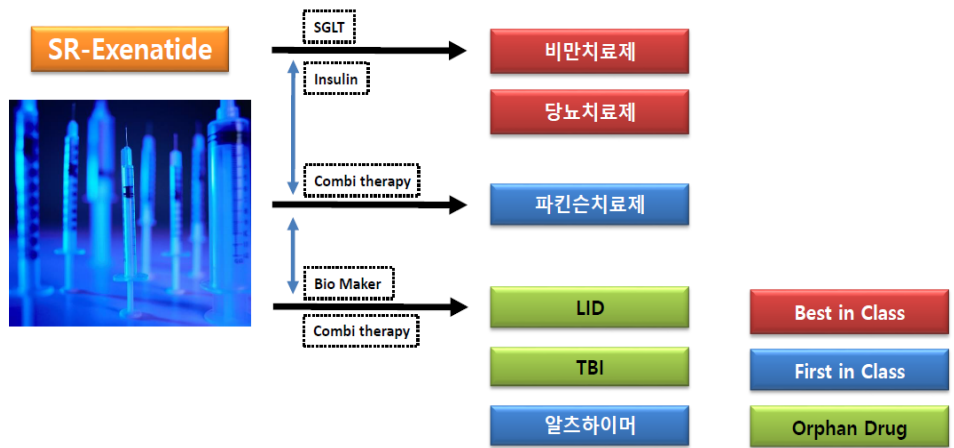
▶ 약효지속성 펩타이드 의약품 작용 원리

미립구(Microsphere)의 캐리어가 생분해되며, 1주~6개월간 약효 지속 (체내 일정한 약물농도로 인해 약효 유지)



자료: 펩트론, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

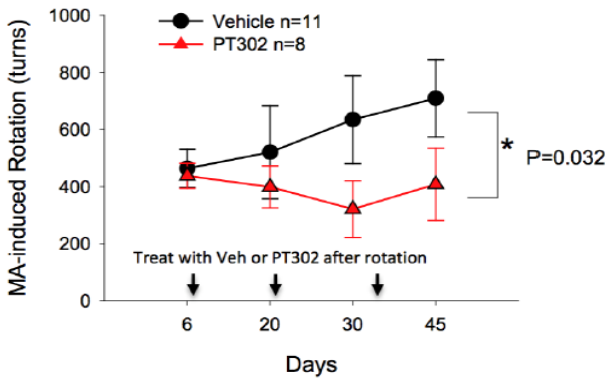
그림 24. SR-Exenatide 적용 가능 적응증



자료: 펩트론, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

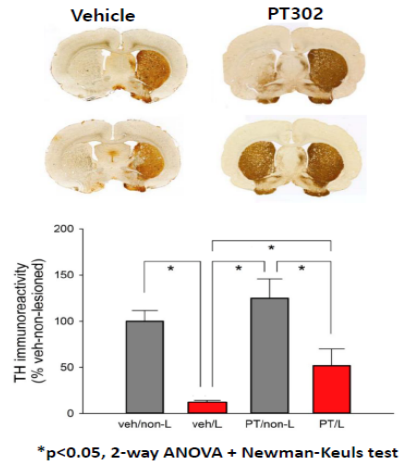
그림 25. PT302(SR-Exenatide) 파킨슨병 동물모델 증상 개선 효과

6-OHDA Rat PD Model



자료: 펩트론, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 26. PT302(SR-Exenatide) 파킨슨병 신경세포 보호 효과



*p<0.05, 2-way ANOVA + Newman-Keuls test

자료: 펩트론, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

펄트론 (087010)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	31	32	38	38
매출원가	19	20	24	24
매출총이익	12	12	14	14
판매비와관리비	48	60	64	84
조정영업이익	-36	-48	-50	-70
영업이익	-36	-48	-50	-70
비영업손익	5	3	4	4
금융손익	3	5	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-31	-45	-46	-66
계속사업법인세비용	1	0	0	1
계속사업이익	-32	-44	-46	-66
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-32	-44	-46	-66
지배주주	-32	-44	-46	-66
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-35	-43	-46	-66
지배주주	-35	-43	-46	-66
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-30	-42	-44	-64
FCF	-55	-275	-41	-60
EBITDA 마진율 (%)	-96.8	-131.3	-115.8	-168.4
영업이익률 (%)	-116.1	-150.0	-131.6	-184.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-103.2	-137.5	-121.1	-173.7

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	491	231	195	135
현금 및 현금성자산	35	10	15	5
매출채권 및 기타채권	1	7	9	9
재고자산	2	5	6	6
기타유동자산	453	209	165	115
비유동자산	88	300	294	288
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	71	285	281	277
무형자산	12	11	9	7
자산총계	579	530	489	422
유동부채	9	7	9	9
매입채무 및 기타채무	5	6	7	7
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	4	1	2	2
비유동부채	38	34	36	36
장기금융부채	20	20	0	0
기타비유동부채	18	14	36	36
부채총계	47	41	45	45
지배주주지분	532	489	444	378
자본금	37	38	38	38
자본잉여금	716	715	715	715
이익잉여금	-224	-267	-312	-378
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	532	489	444	378

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	-27	-56	-41	-60
당기순이익	-32	-44	-46	-66
비현금수익비용가감	7	8	2	2
유형자산감가상각비	3	4	4	4
무형자산상각비	3	2	2	2
기타	1	2	-4	-4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-24	-1	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-6	-1	0
재고자산 감소(증가)	-2	-2	-1	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	0	-1	0	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-334	33	46	50
유형자산처분(취득)	-27	-218	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-304	252	46	50
기타투자활동	-1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	392	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	395	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	29	-26	6	-10
기초현금	6	35	10	15
기말현금	35	10	15	5

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	-	-	-
P/CF (x)	-	-	-	-
P/B (x)	5.0	10.1	8.8	10.4
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (원)	-234	-295	-298	-431
CFPS (원)	-185	-243	-285	-415
BPS (원)	3,900	3,261	2,895	2,464
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	10.7	3.2	18.8	0.0
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전을 (회)	12.9	7.4	4.8	4.5
재고자산 회전을 (회)	22.8	8.9	7.2	6.6
매입채무 회전을 (회)	24.3	16.2	15.0	13.8
ROA (%)	-8.0	-8.0	-9.0	-14.5
ROE (%)	-9.1	-8.7	-9.8	-16.1
ROIC (%)	-50.6	-23.4	-15.7	-22.5
부채비율 (%)	8.8	8.4	10.1	11.9
유동비율 (%)	5,312.8	3,148.6	2,249.2	1,555.0
순차입금/자기자본 (%)	-87.0	-38.0	-32.7	-22.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-51.7	0.0	0.0	0.0

자료: 펄트론, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

송원산업 (004430)

글로벌 1위 BASF의 2019전략은 수익성. 반갑다

P는 견조, C는 하향 안정화로 매출 성장 및 수익성 개선 예상

송원산업은 플라스틱 원재료인 합성수지(PE/PP/ABS 등)를 종합할 때 필수적으로 소요되는 산화방지제 생산·판매 글로벌 2위 업체이다. 2019년 전방 업황 관련 키워드는 미중 무역분쟁으로 화학제품 교역량 감소 우려 vs. 북미 ECC 및 아시아지역 신규 설비 가동으로 폴리머 생산량 증가를 꼽을 수 있다. 결론적으로 P(평가)는 견조, C(원가)는 하향 안정화로 2019년 매출 성장(8,836억원, +12.0% YoY), 및 수익성 개선(영업이익 881억원, +47.9% YoY) 이루어 질 것으로 전망된다.

판가가 견조할 것으로 예상되는 부분은 1) 글로벌 산화방지제 1위 BASF의 2019년 전략 발표 핵심은 수익성이며 “BASF’s new strategy aims for both profitable and CO²-neutral growth” 2) 중간 원료인 Alkylphenol 주요 공급사 SI Group이 사모투자기관인 SK Capital로 인수 된 점이다.

원재료 가격 안정 및 신규사업 본 궤도 진입

전체 매출에서 산화방지제 비중은 약 70%이며(2017년 68%), 매출원가에서 원재료 비중 또한 약 70%이다. 2018년 주 원재료인 페놀 및 TBA(부타디엔)의 분기별 평균 가격은 지속적으로 상승하다 유가하락 영향으로 페놀은 일부 조정, 부타디엔은 뚜렷한 하향세를 보이고 있다.

동사의 신규 사업 중 윤활유 산화방지제 매출은 2018년 780억원, 2019년 약 1,000억원 수준으로 추정되며, 분기별 판매량은 약 5천 톤 수준에서 7천톤 수준까지 올라온 것으로 예상된다. 이로 인해 일정수준의 이익률 개선 효과가 발생할 것이다.

단순 원재료 가격 하락으로 인한 스프레드 확대가 아닌 견조한 평가 흐름 예상

2019E 실적기준 P/E는 6.7배 수준이다. 단순 원재료 가격 하락으로 인한 스프레드 확대가 아닌 견조한 평가 흐름, 전방업체의 경쟁적인 증설로 화학 업황의 불확실성 우려보다는 수혜 요인이 클 것으로 예상되기에 긍정적인 접근이 가능하다고 판단된다.

투자이견	Not Rated
목표주가(12M.)	-
현재주가(18/12/13)	18,600원
상승여력	-
영업이익(18F,억원)	595
Consensus 영업이익(18F,억원)	610
EPS 성장률(18F,%)	30.1
MKT EPS 성장률(18F,%)	9.6
P/E(18F,x)	9.7
MKT P/E(18F,x)	8.4
KOSPI	2,095.55
시가총액(억원)	4,464
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	64.4
외국인 보유비중(%)	20.6
베타(12M) 일간수익률	1.11
52주 최저가(원)	15,650
52주 최고가(원)	31,150
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	10.1 -25.0 -27.2
상대주가	8.8 -11.6 -13.8

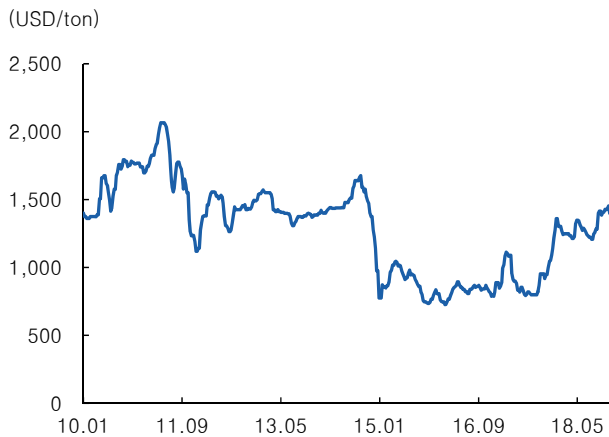


[글로벌주식컨설팅팀]
한상준
 02-3774-1795
 matthan@miraeeasset.com

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액 (억원)	6,655	6,544	6,943	7,249	7,890	8,836
영업이익 (억원)	34	494	764	545	595	881
영업이익률 (%)	0.5	7.5	11.0	7.5	7.5	10.0
순이익 (억원)	-127	298	432	354	461	666
EPS (원)	-528	1,241	1,802	1,475	1,919	2,776
ROE (%)	-4.3	9.9	12.9	9.6	11.5	14.6
P/E (배)	-	11.7	9.5	18.3	9.7	6.7
P/B (배)	0.7	1.1	1.2	1.7	1.1	0.9
배당수익률 (%)	0.7	0.5	0.8	0.5	0.8	0.8

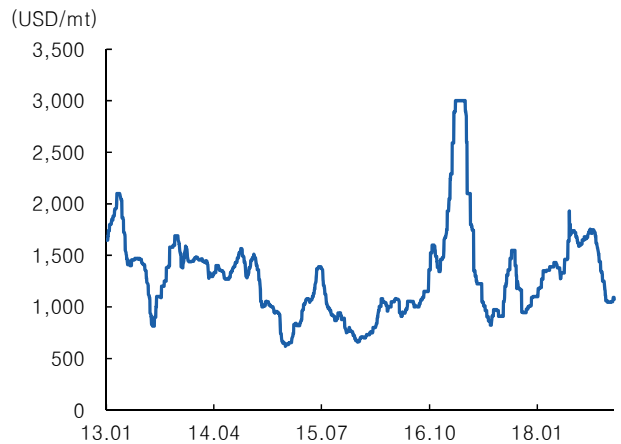
주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 송원산업, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 27. 페놀 가격 추이



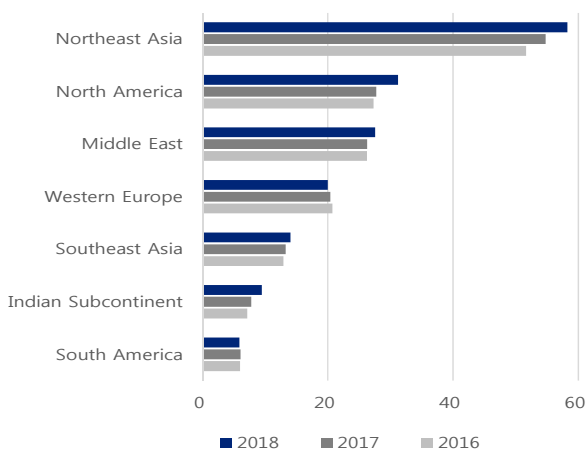
자료: Platts, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 28. 부타디엔 가격 추이



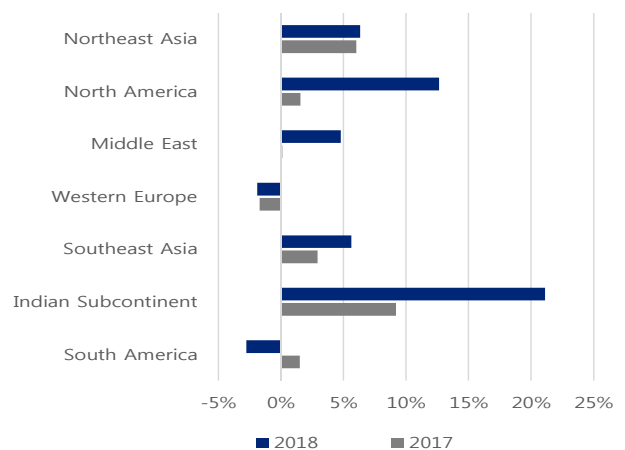
자료: Platts, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 29. 지역별 폴리머 생산량 (단위: 백만톤)



자료: 송원산업, IHS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

그림 30. 지역별 폴리머 생산 증가율



자료: 송원산업, IHS, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

송원산업 (004430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
매출액	6,943	7,249	7,890	8,836
매출원가	5,163	5,698	6,273	6,883
매출총이익	1,780	1,551	1,617	1,953
판매비와관리비	1,017	1,006	1,022	1,072
조정영업이익	764	545	595	881
영업이익	764	545	595	881
비영업손익	-128	-103	-38	-46
금융손익	-101	-87	-82	-69
관계기업등 투자손익	7	12	15	18
세전계속사업손익	636	442	557	835
계속사업법인세비용	214	95	107	177
계속사업이익	422	347	449	658
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	422	347	449	658
지배주주	432	354	461	666
비지배주주	-10	-7	-11	-8
총포괄이익	428	273	449	658
지배주주	440	278	458	670
비지배주주	-11	-5	-8	-12
EBITDA	1,114	868	881	1,135
FCF	775	116	678	809
EBITDA 마진율 (%)	16.0	12.0	11.2	12.8
영업이익률 (%)	11.0	7.5	7.5	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.2	4.9	5.8	7.5

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
유동자산	3,481	3,775	4,401	5,484
현금 및 현금성자산	493	554	900	1,564
매출채권 및 기타채권	1,215	1,308	1,419	1,589
재고자산	1,557	1,666	1,814	2,031
기타유동자산	216	247	268	300
비유동자산	4,814	4,876	4,607	4,376
관계기업투자등	66	70	77	86
유형자산	4,315	4,417	4,164	3,933
무형자산	273	216	184	160
자산총계	8,295	8,651	9,007	9,860
유동부채	3,006	3,246	3,134	3,286
매입채무 및 기타채무	710	848	923	1,034
단기금융부채	1,890	2,100	1,886	1,888
기타유동부채	406	298	325	364
비유동부채	1,747	1,624	1,676	1,753
장기금융부채	1,123	1,034	1,034	1,034
기타비유동부채	624	590	642	719
부채총계	4,753	4,870	4,810	5,038
지배주주지분	3,564	3,808	4,236	4,868
자본금	120	120	120	120
자본잉여금	244	244	244	244
이익잉여금	3,175	3,493	3,920	4,553
비지배주주지분	-22	-27	-39	-46
자본총계	3,542	3,781	4,197	4,822

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/16	12/17	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,008	551	678	809
당기순이익	422	347	449	658
비현금수익비용가감	638	569	428	470
유형자산감가상각비	274	277	253	231
무형자산상각비	76	45	33	23
기타	288	247	142	216
영업활동으로인한자산및부채의변동	238	-248	-108	-166
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-92	-163	-112	-165
재고자산 감소(증가)	149	-184	-147	-217
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	68	105	52	77
법인세납부	-303	-128	-107	-177
투자활동으로 인한 현금흐름	-360	-497	12	-23
유형자산처분(취득)	-231	-434	0	0
무형자산감소(증가)	-4	-6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-112	-59	-28	-41
기타투자활동	-13	2	40	18
재무활동으로 인한 현금흐름	-847	47	-345	-126
장단기금융부채의 증가(감소)	-612	120	-213	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-17	-34	-34	-34
기타재무활동	-218	-39	-98	-94
현금의 증가	-191	61	346	664
기초현금	684	493	554	900
기말현금	493	554	900	1,564

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18F	12/19F
P/E (x)	9.5	18.3	9.7	6.7
P/CF (x)	3.9	7.1	5.1	4.0
P/B (x)	1.2	1.7	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	5.8	10.2	7.1	4.9
EPS (원)	1,802	1,475	1,919	2,776
CFPS (원)	4,420	3,816	3,655	4,700
BPS (원)	14,851	15,869	17,648	20,284
DPS (원)	140	140	140	140
배당성향 (%)	8.0	9.7	7.5	5.1
배당수익률 (%)	0.8	0.5	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	6.1	4.4	8.8	12.0
EBITDA증가율 (%)	32.8	-22.1	1.5	28.8
조정영업이익증가율 (%)	54.7	-28.7	9.2	48.1
EPS증가율 (%)	45.2	-18.1	30.1	44.7
매출채권 회전을 (회)	6.2	5.9	6.0	6.0
재고자산 회전을 (회)	4.3	4.5	4.5	4.6
매입채무 회전을 (회)	11.3	10.6	10.2	10.2
ROA (%)	5.0	4.1	5.1	7.0
ROE (%)	12.9	9.6	11.5	14.6
ROIC (%)	7.9	6.7	8.1	11.8
부채비율 (%)	134.2	128.8	114.6	104.5
유동비율 (%)	115.8	116.3	140.4	166.9
순차입금/자기자본 (%)	66.3	62.8	42.8	23.0
조정영업이익/금융비용 (x)	6.8	5.5	6.1	9.4

자료: 송원산업, 미래에셋대우 글로벌주식컨설팅팀

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 서부T&D의 자금조달 등에 관한 포괄금융자문계약 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.