



2018/03/06

에스디생명공학(217480)

성장 가능성을 확인했다

■ 2세대 마스크팩 신흥 강자

글로벌 마스크팩 시장은 2016년 \$5.7B에서 2021년 \$8.8B으로 CAGR 11.7%의 고성장을 거듭할 것으로 전망된다. 중국뿐만 아니라 북미, 유럽 등 선진국 시장에서도 마스크팩에 대한 관심이 지속적으로 증대되고 있으며, 한국 마스크팩 수출 데이터 역시 '12년~'17년 평균 성장률이 70%에 이르는 등 고성장을 지속하고 있다. 동사는 '바다제비집 마스크팩'이라는 히트 아이템을 기반으로, '17년 하반기부터 중국 오프라인 시장 진출을 가속화하여 마스크팩 시장 성장의 수혜를 누리고 있는 상황이다. 이런 고성장에도 불구하고 마스크팩 업체들에게는 항상 1)원아이템 매출, 2)낮은 진입장벽, 3)과거 실패 사례 등에 대한 우려 등이 뒤 따라다니는 상황이지만, 동사는 기초·색조 라인업 구축, 중국 이외 진출 국가 확대, 차별화된 제품 컨셉 그리고 전략적인 벤더 통제로 대처하고 있다는 점이 긍정적이다.

■ '18F Preview: 매출액 +41.8% YoY, 영업이익 +89.4% YoY

'18년 동사의 매출액은 전년 대비 +41.8% 성장한 1,807억원을, 영업이익은 전년 대비 +89.4% 성장한 374억원을 기록할 것으로 전망한다. 다만 '18년 1분기의 경우, 2월 15일부터 21일까지 중국 춘절 연휴가 존재하면서 물류라인이 멈추었던 부분 및 '17년도 4분기에 상대적으로 사전 출하 물량이 늘었던 부분을 감안하여야 한다. 상기 요인들로 인해 QoQ로는 성장세가 둔화하는 모습을 보일 확률이 높다. 중요한 점은 '18년도에 중국향 매출 성장 이외에 기대되는 요소가 많다는 점이다. 1)미국, 유럽, 인도네시아, 러시아 등 수출 초도 물량 매출이 기대되며, 2)자회사 적자 축소, 3)H&B향 기초 브랜드인 '엠솔릭', '히든랩'의 시장 안착 등이 그 요소들이다.

■ 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지 개시

상기 언급한 기대 요소들은 동사가 향후 종합화장품 회사로의 벨류에이션을 받을 수 있게 하는 가능성을 부여하고 있다. 다만 현재 마스크팩 원아이템 매출 비중이 높다는 점을 고려하여 할인한 타겟 멀티플 15.0X(국내 중소형 브랜드 5개社 12MF P/E 평균 25.0X에 40% 할인)를 목표주가 산정에 적용하였다. 12MF EPS 1,342원 기준, 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지 개시한다.

화장품 오대식

(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	20,000원
종가(2018/03/05)	16,100원

Stock Indicator

자본금	9십 억원
발행주식수	2,222만주
시가총액	358십 억원
외국인지분율	0.0%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	343,383원
BPS(2017E)	3,107원
ROE(2017E)	22.5%
52주 주가	8,110~22,450원
60일평균거래량	733,533주
60일평균거래대금	13.1십 억원

Price Trend



<표 1> 에스디생명공학 실적 추이 및 전망

(단위: 심억원)

	2016	2017P	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
연결 매출액	104.7	127.4	180.7	24.4	27.5	29.5	46.0	39.2	43.3	46.7	51.5
별도 매출액	102.0	102.3	145.2	21.5	17.2	27.6	35.9	30.6	34.5	37.8	42.3
해외	73.5	84.5	112.5	16.6	12.7	23.0	32.2	23.3	27.8	29.1	32.4
- 중국	61.8	69.3	90.3	15.1	10.6	17.9	25.6	21.3	21.0	22.8	25.1
온라인	51.5	44.3	47.8	11.0	9.3	10.5	13.6	11.5	11.0	12.3	12.9
오프라인	10.3	25.0	42.5	4.1	1.4	7.4	12.1	9.8	10.0	10.5	12.2
- 중국 외 해외	11.7	15.2	22.2	1.5	2.1	5.1	6.6	1.9	6.8	6.2	7.2
국내	28.5	17.8	32.7	5.0	4.5	4.6	3.7	7.3	6.7	8.8	9.9
- 면세점	25.3	10.7	14.5	3.9	1.4	2.4	2.9	3.1	2.8	4.3	4.4
- H&B	0.6	0.5	1.7	0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	0.2	0.3	0.7
- 온라인	0.7	0.9	1.5	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.3	0.6
- 홈쇼핑	0.9	4.9	13.9	0.4	0.7	0.5	3.4	3.0	3.3	3.6	4.0
- 기타	1.0	0.9	1.0	0.4	2.0	1.5	-3.0	0.3	0.3	0.3	0.3
쏠렉	0.0	11.0	16.0	0.0	6.0	0.0	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0
셀레뷰	0.0	2.8	4.6	0.0	1.4	0.4	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
알파비앤에이치	0.0	0.6	0.6	0.0	0.0	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타자회사	7.9	28.9	32.3	5.5	5.9	7.8	9.7	7.7	7.7	8.1	8.8
연결 영업이익	28.1	19.7	37.4	4.5	2.2	6.1	6.9	7.7	9.1	9.8	10.9
별도 영업이익	30.5	26.5	39.5	5.8	3.5	8.0	9.1	8.3	9.6	10.3	11.4
세전이익	28.8	19.2	37.0	4.1	2.5	6.5	6.1	7.6	9.0	9.7	10.8
당기순이익	22.5	13.7	28.5	3.2	1.5	4.7	4.3	5.8	6.9	7.4	8.3
성장률 (YoY %)											
연결 매출액	40.3%	21.7%	41.8%	-3.7%	10.7%	0.8%	82.3%	60.5%	57.6%	58.1%	12.0%
별도 매출액	36.7%	0.3%	41.9%	-14.4%	-26.2%	0.5%	37.9%	41.9%	100.4%	36.9%	17.8%
해외	<i>n/a</i>	15.0%	33.1%	-3.8%	-15.2%	11.7%	55.8%	40.6%	118.4%	26.4%	0.5%
- 중국	<i>n/a</i>	12.1%	30.3%	-5.0%	-6.8%	2.2%	51.1%	41.6%	96.8%	27.4%	-1.9%
온라인	<i>n/a</i>	-14.0%	7.8%	-30.9%	-18.8%	-32.1%	54.8%	5.2%	18.1%	17.4%	-4.6%
오프라인	<i>n/a</i>	143.1%	70.3%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	258.8%	47.2%	139.0%	628.9%	41.5%	1.1%
- 중국 외 해외	<i>n/a</i>	30.1%	46.1%	10.7%	-42.1%	65.5%	77.4%	29.9%	229.5%	22.9%	10.1%
국내	<i>n/a</i>	-37.6%	83.5%	-37.3%	-46.1%	-32.9%	-31.0%	46.1%	49.2%	89.1%	168.1%
- 면세점	<i>n/a</i>	-57.9%	36.2%	-46.0%	-81.2%	-61.9%	-31.3%	-21.4%	93.6%	83.4%	47.7%
- H&B	<i>n/a</i>	-26.8%	277.8%	-16.1%	332.1%	-15.3%	-88.9%	367.3%	8.1%	140.0%	2021.2%
- 온라인	<i>n/a</i>	21.7%	71.7%	55.2%	-16.1%	7.8%	54.5%	132.3%	3.2%	24.5%	105.9%
- 홈쇼핑	<i>n/a</i>	458.3%	182.6%	194.9%	58.3%	136.6%	2966.2%	644.2%	368.9%	702.9%	18.6%
- 기타	<i>n/a</i>	-12.0%	12.7%	21.2%	4199.0%	638.9%	적전	-30.1%	-87.5%	-83.2%	흑전
쏠렉	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	44.8%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	-33.9%	흑전	-20.3%
셀레뷰	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	65.0%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	-18.7%	198.9%	21.6%
알파비앤에이치	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	-4.4%	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>	-68.6%	0.0%	
기타자회사	<i>n/a</i>	264.8%	11.9%	2023.0%	262.8%	328.4%	130.6%	40.6%	29.4%	4.2%	-8.9%
연결 영업이익	5.9%	-29.7%	89.4%	-30.0%	-61.4%	-33.3%	2.0%	71.8%	311.4%	59.3%	57.0%
별도 영업이익	<i>n/a</i>	-13.0%	49.2%	-14.5%	-40.5%	-15.6%	10.9%	42.8%	173.2%	28.1%	24.4%
세전이익	18.9%	-33.3%	92.1%	-35.6%	-56.4%	-29.6%	-17.6%	83.0%	253.6%	48.3%	78.0%
당기순이익	22.8%	-38.8%	107.4%	-35.3%	-67.8%	-33.1%	-26.6%	82.7%	374.5%	56.8%	91.4%
이익률 (%)											
영업이익률(연결)	26.8%	15.5%	20.7%	18.3%	8.0%	20.8%	15.1%	19.6%	20.9%	20.9%	21.1%
영업이익률(별도)	29.9%	25.9%	27.2%	27.1%	20.4%	29.0%	25.4%	27.3%	27.8%	27.1%	26.9%
순이익률	21.4%	10.8%	15.8%	13.1%	5.3%	16.1%	9.4%	14.9%	15.9%	15.9%	16.1%

자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 2〉 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
2008	에스디생명공학 설립	2016	SNP COSMETICS(Shanghai) 아이스푸화장품 설립
2013	말레이시아 왓슨스 입점		SNP COSMETICS 베트남법인 설립
2014	홍콩 SaSa 독점공급 계약 스테디셀러 'SNP 바다제비집 아쿠아 앰플 마스크' 출시		에스디생활과학 설립
	국내 공식 최초 'SNP 애니멀 마스크 4 종' 출시		셀레뷰 지분 100% 취득
2015	디자인연구소 설립 SD BIOTECHNOLOGIES 미국법인 설립		코스닥시장 상장
	SD COSMETICS(Shanghai) 아이스디화장품 설립	2017	솔렉 지분 100% 취득
2016	WID COSMETICS(Shanghai) 위드화장품 설립		알파비앤에이치 지분 51% 취득
			더마코스메틱 '히든랩' 론칭
			남성 화장품 '엠슬릭' 론칭

자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

〈표 3〉 주주 구성

주주명	주식수	지분율
최대주주(박설웅)	12,460,000	56.5%
특수관계자	75,800	0.3%
우리사주조합	233,200	1.1%
기타주주	9,295,400	42.1%
합계	22,064,400	100%

자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

〈표 4〉 관계회사 현황

지역	법인명	주요사업	지분율	'17년 매출액(십억원)	'17년 추정 영업이익(십억원)
한국	셀레뷰	색조화장품 판매	100%	2.8	-5.0
	솔렉	기초화장품 및 생활용품 판매	100%	11.0	1.6
	알파비앤에이치	건강기능식품 제조, 판매	51%	0.6	-0.9
	에스디생활과학	이미용제품 판매	100%	0.1	-0.1
중국	아이스디	SOR:LX 브랜드 판매	75%	9.6	0.4
	위드	ODM, OEM 화장품 제조	80%	1.3	-0.3
	아이스푸	SNP 브랜드 판매	100%	16.8	0.3
베트남	SNP COSMETICS	SNP 브랜드 판매	100%	0.1	-0.1
미국	SD BIOTECHNOLOGIES	SNP 브랜드 판매	100%	0.7	0.1

자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

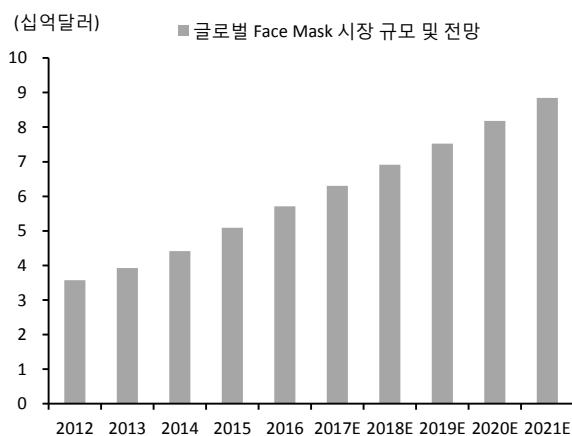
2세대 한국 마스크팩 신흥 강자

2008년 설립된 동사는 2014년 '바다제비집 아쿠아 앰플 마스크' 출시를 통해 기업가치가 증가되었다. 진입장벽이 낮고 다양한 경쟁사들이 존재하고 있는 중국시장에서 '바다제비집'이라는 중국인 니즈에 맞는 컨셉제품으로 입소문을 빠르게 탔으며, 이는 '14년 97억 매출에서 '17년 1,274억으로 매출 증가를 이끌었다. 물론 '15년 MERS 사태, '16년 중국 정부의 따이공 규제, '17년 사드 보복 조치 등 통제할 수 없는 요인들로 인해 다소간의 실적 변동은 겪을 수 밖에 없었던 것은 감안하여야 한다.

하지만 동사는 '17년 하반기 들어 중국 오프라인 시장에 본격적으로 진출함과 동시에 기존 진출 오프라인 채널에서 리오더가 활성화되면서 제 2의 성장 국면을 맞이하게 되었다. '16년 중국 온라인과 오프라인 채널의 매출 비율은 8:2였지만, 중국 왓슨스 3,100여개점에 입점 완료 및 교량가인, 당삼채, SaSa, 종합화장품점 등 4,000여개점 이상에 입점 완료하면서 2017년도에는 오프라인 매출 비중이 40%까지 급증하였기 때문이다.

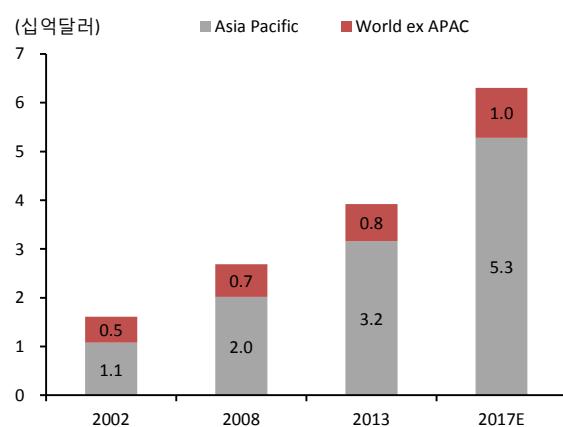
이처럼 사드 보복 조치 기간 동안 대다수의 화장품 업체들의 실적이 좋지 않았음에도 불구하고 동사의 실적이 좋았다는 점, 그리고 마스크팩 수출 데이터의 호조세 역시 지속되면서 시장에서의 관심은 점차 고조되었다. 실제로 Euromonitor International에 따르면, 글로벌 마스크팩 시장은 2016년 \$5.7B에서 2021년 \$8.8B 으로 CAGR 11.7%의 고성장을 거듭할 것으로 바라보고 있다. 그리고 글로벌 마스크팩 시장에서 중국이 차지하는 비중은 '16년 기준 47.6%으로 가장 크다. 고무적인 부분은 중국 시장 이외에 북미, 유럽 등 선진국 시장에서 마스크팩에 대한 관심이 지속적으로 증대되고 있는 것으로 보여진다는 점이다. 특히 미국 마스크팩 시장은 '14~'16 3-Year CAGR이 18.8%에 달할 정도로 전체 화장품 시장 성장률을 상회하고 있다. Global 화장품 시장 및 미국, 중국 시장의 '16년~'20년 CAGR이 각각 2.8%, 2.0%, 5.4% 정도로 전망되고 있다는 점을 감안하면 놀라운 성장세다. 시장 성장이 지속되면서 한국 마스크팩 수출 데이터 역시 <그림 5>에서 보이는 바와 같이 '12년~'17년 평균 성장률이 70%에 이르는 등 고성장을 기록하였다.

<그림 1> 글로벌 마스크팩 시장 전망



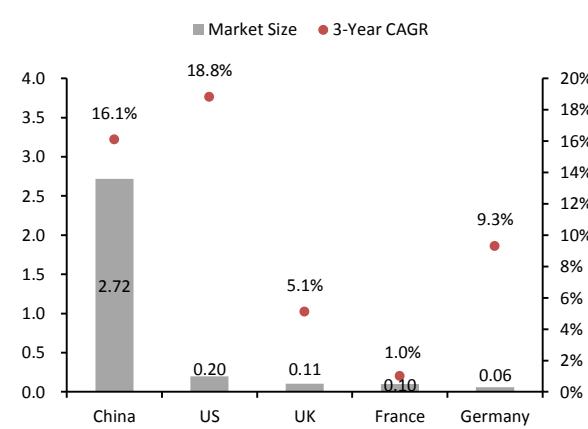
자료: Euromonitor International, 하이투자증권

<그림 2> 아태지역 및 그 외 지역 마스크팩 시장 규모 추이



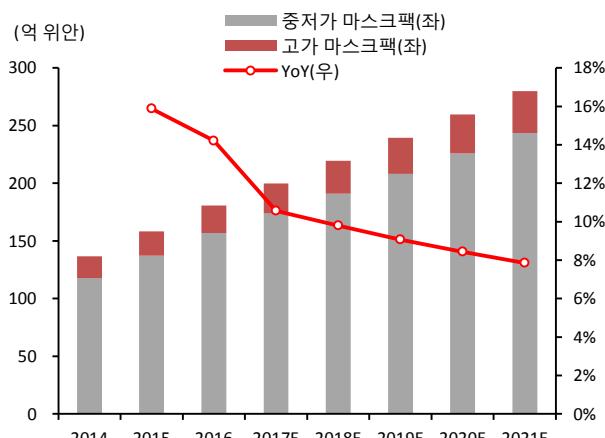
자료: Euromonitor International, 하이투자증권

<그림 3> 2016년 기준 주요 국가 마스크팩 시장 규모 및 3-Year CAGR



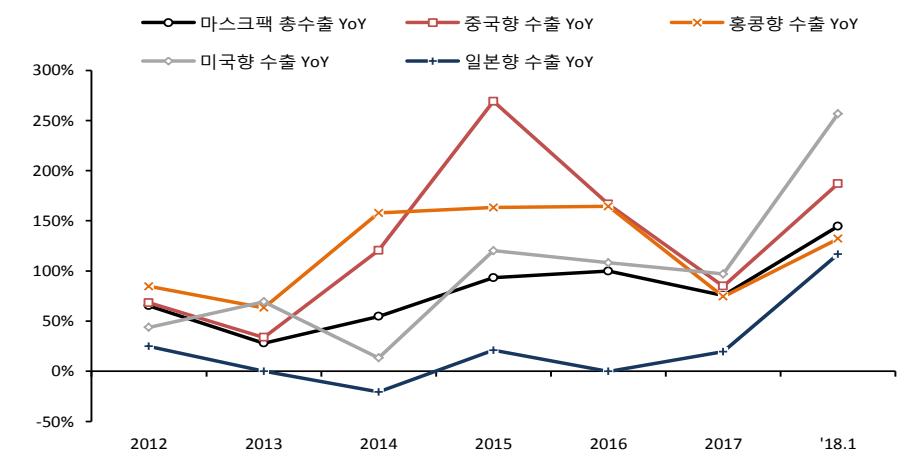
자료: Euromonitor International, 하이투자증권

<그림 4> 중국 마스크팩 시장 규모 및 전망



자료: Euromonitor International, 하이투자증권

<그림 5> 한국 마스크팩 총수출 성장률 및 국가별 수출 성장률



자료: KITA, 하이투자증권

물론 마스크팩 업체들에게는 항상 몇 가지의 우려가 뒤따라 다닌다. '원아이템에 따른 리스크', '진입 장벽이 낮음에 따른 중국 로컬 업체의 반격', '과거 실패 사례' 등이 그 우려다.

우선 원아이템에 관한 우려에 관해서는 기존 한국 마스크팩 업체들이 충분히 인지를 하고 있는 상황으로 보인다. 그 우려에 대해 업체들은 첫째, 기초 및 색조화 장품 브랜드 개발을 통한 라인업 확대, 둘째, 중국 이외 진출 국가 확대 등의 노력을 통해 해소하려 하고 있다. 동사와 같은 경우 색조 브랜드 '셀레뷰', 더마코스메틱 브랜드 '하든랩', 남성 전용 브랜드 '엠솔릭' 등이 런칭 완료되어 '17년부터 시장에 선을 보였다. 유사한 사업 구조를 갖추고 있는 '엘앤피코스메틱'은 '18년 1월 색조 브랜드 '메이크힐'을 선보였으며, '제이준코스메틱' 역시 스킨 케어 제품 등을 출시하며 라인업을 늘려나가고 있는 형국이다.

또한, 북미와 유럽 시장 그리고 그 외 신흥 시장에 대한 진출 역시 '18년도부터 본격적으로 진행이 될 전망으로 보인다. 동사의 경우 '18년에 미국, 유럽, 러시아, 인도네시아 등의 국가 진출이 가시화될 것으로 보이며, '제이준코스메틱' 같은 경우 미국 헐리우드 스타와 손잡고 미국시장에 진출을 시도하고 있다. 아모레퍼시픽 린스타트업을 통해 출범한 '디스테디' 역시 해외 시장 진출을 준비중이며 그 밖에 다양한 업체들이 다양한 국가에서 성과를 도출해나가고 있다. 진출 국가 다변화 및 카테고리 확장은 동사를 포함한 마스크팩 업체들의 디스카운트 요소를 빠르게 해소시켜나갈 수 있을 것으로 판단한다.

둘째로, 낮은 진입장벽에 대한 우려다. 실제로 중국 온라인 커머스 플랫폼의 마스크팩 매출 순위나, 인기도 추이를 살펴보면 다양한 업체들이 우후죽순으로 등장했다가 빠르게 사라지는 모습을 살펴볼 수 있다. 중국 마스크팩 시장은 로컬브랜드들의 MS가 시장의 절반 이상을 차지하고 있는 것으로 보여지며 Top5 업체들 역시 <표5>에서 볼 수 있듯이 중국 로컬 브랜드들이 차지하고 있다.

하지만 한국 마스크팩의 점유율이 10.5%로 로컬제품에 뒤이어 2위를 차지하고 있는 것으로 추정되고 있으며, 동사와 '제이준코스메틱' 등 다양한 업체들의 중국 오프라인 시장 진출 가속화가 '18년도부터 본격화되었다는 점은 단기간에 중국 시장에서의 점유율 축소 보다는 확대에 무게를 실리게 한다. 물론 상기 리스크는 모든 업체들에게 동일하게 적용되는 리스크이며, 이를 해소하기 위해서는 소비자의 니즈에 맞는 원료 개발, 차별화된 브랜드 컨셉 기획개발 등의 성과가 꾸준히 이어져야 될 것임은 분명하다.

〈표 5〉 중국 마스크팩 시장에서 고점유율을 차지하고 있는 중국로컬브랜드(상위 1~5위)

브랜드	회사명	'11 매출액(백만달러)	'11 MS(%)	'16 매출액(백만달러)	'16 MS(%)
One Leaf	Shanghai Chicmax Cosmetics	-	-	310.5	5.4
MG	L'Oréal Group	199.6	5.1	233.6	4.1
Pechoin	Shanghai Pehchaolin Daily chemical	11.0	0.3	188.3	3.3
Yunifang	Hunan Yujiahui Internet	17.4	0.4	173.8	3.0
KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics	5.7	0.1	163.7	2.9

자료: Euromonitor International, 하이투자증권

〈표 6〉 에스디생명공학 및 제이준 중국 오프라인 채널 진출 현황 및 위생허가 취득 건수

에스디생명공학		제이준	
주요채널	입점 수(개)	주요채널	입점 수(개)
왓슨스	3,100	백화점	1,619
교량가인	1,000	왓슨스	3,000
당삼채, SaSa	1,000	매닝스	230
마트 및 CS	2,000	교량가인	1,643
		기타	1,630
		소규모 멀티샵	2,149
합계	7,000 이상	합계	10,271

에스디생명공학 중국 위생허가 취득 건수

: 2014년(3개), 2015년(3개), 2016년(9개), 2017년(50개). 현재 100개 품목 추가 위생허가 취득 진행 중

자료: 에스디생명공학, 제이준, 하이투자증권

셋째로, 과거 실패 사례에 대한 우려 때문이다. 몇 업체들이 과거 중국 시장에 진출을 하는 과정에 있어 중국 현지 유통 전략의 실패로 인해 실적 부진을 겪었던 사례가 있다. 다양한 벤더를 이용했던 전략을 사용하였고, 그로 인해 재고 통제 및 가격 통제에 실패하였기 때문이다.

하지만 현재 2세대로 칭할 수 있는 마스크팩 업체들은 중국 현지 유통 전략을 보다 전략적으로 수립하고 있다. 동사와 같은 경우 중국 온라인 채널은 벤더 조정을 '17년 상반기에 완료하였으며 온라인 메인 벤더를 3 곳으로 유지하고 있다. 결과적으로 가격 경쟁 판매의 미연 방지로 벤더들의 최소 마진을 보장할 수 있게 되어, 벤더들이 여타 브랜드 상품보다 동사의 상품을 더 팔게끔 하는 유인이 되고 있다. 오프라인 벤더 역시 동사 상해 법인이 H&B 스토어 유통을 맡고, 현지 벤더 한 곳이 H&B 이외의 판매 채널의 유통을 맡게 되며 보다 효율적인 유통 전략을 구축한 것으로 보인다. '제이준코스메틱'과 같은 경우 한 곳의 중국 총판이 중국 현지 유통을 총괄함에 따라 가격 및 재고 조정이 통제 가능한 것으로 보이기에, 현재 한국 마스크팩 업체들의 중국 유통 전략은 과거와는 달리 우려 요소가 상대적으로 축소되었다고 판단한다.

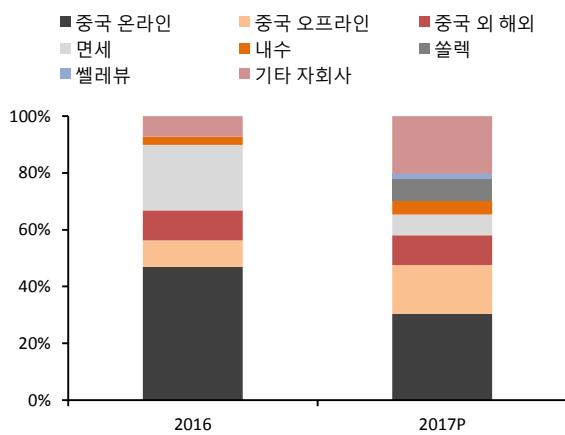
4Q17 Review: 매출액 +82.3% YoY, 영업이익 +2.0% YoY

이러한 산업 전반적인 흐름 안에서 동사는 사드 보복 조치라는 악재 속에서도 양호한 4분기 실적을 보여주었다. 매출액은 전년 동기 대비 +82.3% 성장한 460억원을 기록하여 시장 예상치를 상회하였다. 다만 별도 기준 광고선전비의 증가 및 연결대상 자회사들의 손실로 인해 영업이익은 전년 동기 대비 +2.0% 성장한 69억원을 기록하였다.

별도 광고 선전비의 증가는 '히든랩'의 프로모션비용 때문인 것으로 파악된다. TV CF 및 영화관 광고 관련 비용은 10억원으로 추정된다. 색조 자회사인 '셀레뷰' 역시 15억원의 적자를 낸 것으로 보인다. 애당초 중국 시장을 타겟으로 런칭한 브랜드였지만 사드 보복 조치 기간 동안 기협의된 중국 벤더와의 계약이 해지되며, 매출이 발생되지 않고 비용만 집행되었다. '셀레뷰' 이외의 자회사들의 적자 규모는 미미한 수준이어서 연결 매출 마진율 감소는 '셀레뷰'의 적자 영향이 절대적이다.

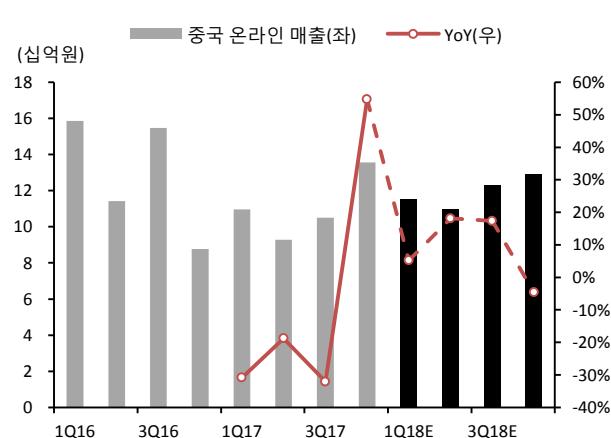
다만 중국 온, 오프라인에서 매출 고성장은 지속되었으며 오프라인 매출과 같은 경우 '16년 4분기에 최초로 납품했던 초도 물량에 대한 리오더가 추가로 나온 것으로 보여 긍정적으로 보여진다. 면세점 채널 매출은 중국인 인바운드 회복 트렌드에 발맞추어 점진적으로 회복되는 실적을 기록하였으며, 홈쇼핑 채널의 매출액은 외부 상품 소싱 매출의 증가로 연결 매출에서 차지하는 비중을 늘리는 모습을 보여주었다.

<그림 6> 채널별 매출 비중 추이



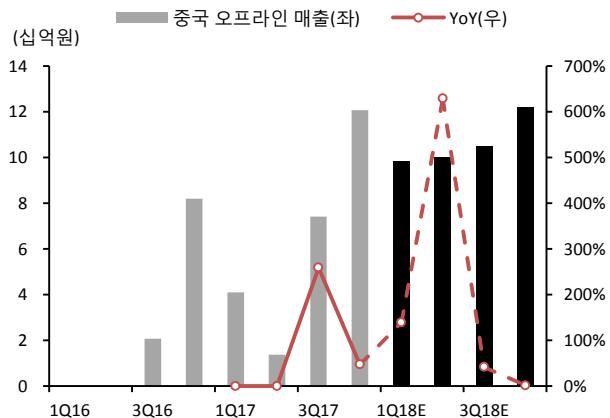
자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

<그림 7> 중국 온라인 매출 추이



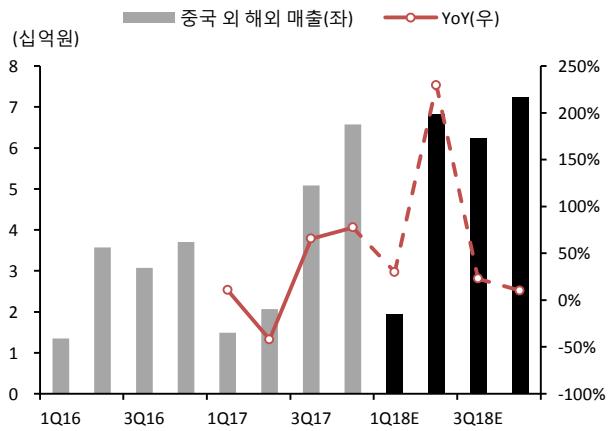
자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

<그림 8> 중국 오프라인 매출 추이



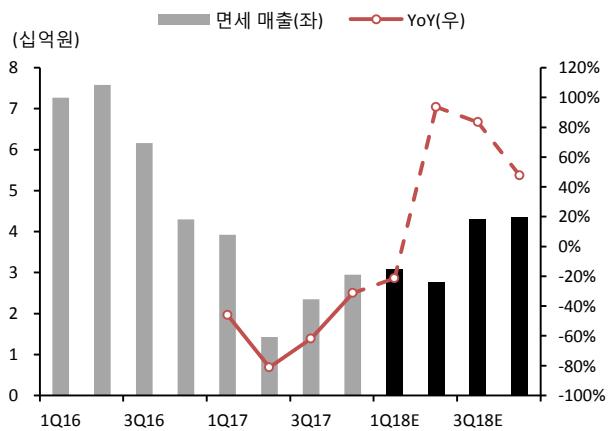
자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

<그림 9> 중국 외 해외 매출 추이



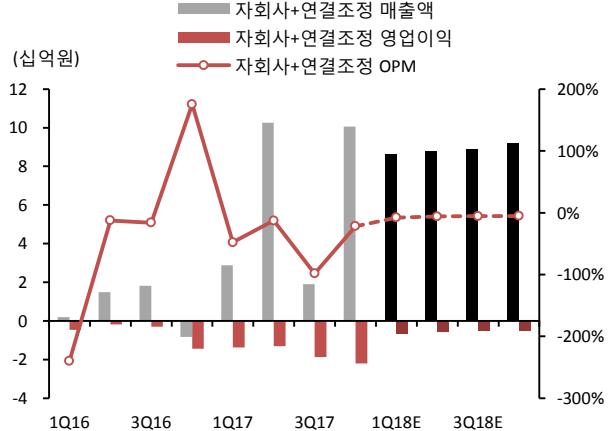
자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

<그림 10> 면세 채널 매출 추이



자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

<그림 11> 자회사+연결조정 실적 추이



자료: 에스디생명공학, 하이투자증권

'18F Preview: 매출액 +41.8% YoY, 영업이익 +89.4% YoY

'18년 동사의 매출액은 전년 대비 +41.8% 성장한 1,807억원을, 영업이익은 전년 대비 +89.4% 성장한 374억원을 기록할 것으로 전망한다. 중국향 매출은 전년 대비 +30.3% 성장하며 고성장을 지속할 것으로 판단한다. 중국 오프라인 채널 매출액이 고성장하며 온·오프라인 매출 비중은 5:5로 수렴해나가는 모습을 보일 가능성이 크다.

다만 '18년 1분기의 경우, 2월 15일부터 21일까지 중국 춘절 연휴가 존재하면서 물류 라인이 멈추었던 부분 및 '17년도 4분기에 상대적으로 사전 출하 물량이 늘었던 부분을 감안하여야 한다. 상기 요인들로 인해 QoQ로는 성장세가 둔화하는 모습을 보일 가능성이 크다.

하지만 '18년도에는 중국향 매출 이외의 항목에서 기대되는 부분이 많다. 우선 중국 외 해외 시장 진출의 원년임을 꼽을 수 있다. 2분기 경에 미국 월마트 향 초도 물량이 선적될 예정이며, 납품 SKU 확대 가능성 역시 존재한다. 또한 인도네시아 AG그룹과의 제휴를 통한 인도네시아 시장 진출 역시 2분기에 예정되어 있으며, 유럽 H&B 스토어 입점 및 러시아 진출 가시화 등 활발한 해외 시장 진출이 기대된다. 당사는 '18년도 초도 납품 물량의 합계액 및 리오더 금액을 77억원으로 추정 하였다. '18년도 초도 물량 납품 이후 '19년도 부터 본격적으로 리오더 물량이 늘어날 수 있을 것으로 기대되기에 향후에 성장을 기대할만하다.

두 번째로 기대할 수 있는 부분은 자회사 적자의 축소를 꼽을 수 있다. 쓸렉과, 아이스디, 아이스푸 같은 경우 안정마진을 가져갈 수 있는 구조의 회사이며, 위드와 여타 자회사들 같은 경우 실적에 미치는 영향은 극히 제한적이다. 대부분의 연결 손익 훼손은 '셀레뷰'에서 비롯되는데, 그 부분에 대한 적자 규모 축소가 올해 가시화될 것으로 보인다. '18년도 1월 새로운 '셀레뷰' 중국 벤더 선정이 완료되었으며 월 매출 10억원 정도가 BEP 수준이기에 하반기에 BEP 달성을 기대하고 있다. 구조적인 조정 역시 예측 가능한 부분이다. '18년도 연결기준 OPM은 20.7%, 별도기준 OPM은 27.2%로 전망한다.

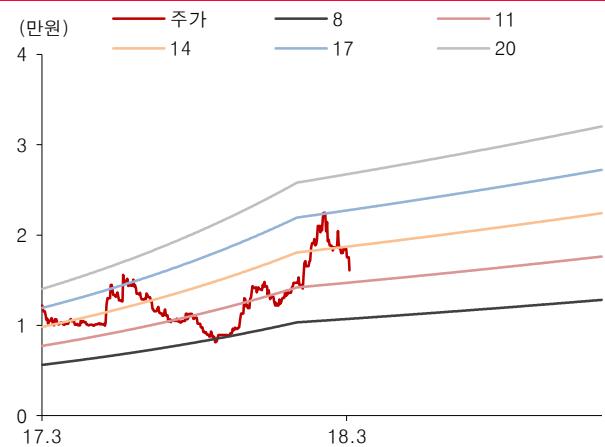
추가적으로 '엠솔릭', '하든랩'의 시장 안착이 기대된다. 현재 '하든랩'은 랄라블라(구 왓슨스) 전 매장에 입점 완료하였으며, '엠솔릭'은 2월 기준 올리브영 500여개 점에 입점 완료한 것으로 파악된다. 아직까지 진입 초기다 보니 유의미한 매출이 관측되고 있지 않지만, 프로모션 기간 동안에는 단기 매출 호조가 보이고 있다. 중국 위생허가 역시 취득 진행 중에 있어 향후에 중국 오프라인 시장 진출 역시 기대할 수 있다.

홈쇼핑 매출의 경우 '16년 9억원에서, '17년 49억원으로 매출 증가를 보였으며, '18년도에 139억원으로 매출 증가폭이 가파를 것으로 전망되는데 이는 외부 소싱 상품 매출의 증가로 인한 것이다. 관련해서 화장품 사업에 역량을 집중하지 않는 것에 대해서 시장에서 우려하는 바 역시 존재한다. 하지만 사업부 임직원수가 5명 정도로 자원 투자가 적은 상황이며 이익을 내는 사업부인만큼 향후 홈쇼핑 채널과의 교섭력 증가를 고려할 시 독립채산제 형태의 사업 방향을 고수할 것으로 보인다.

목표주가 20,000원으로 신규 커버리지 개시

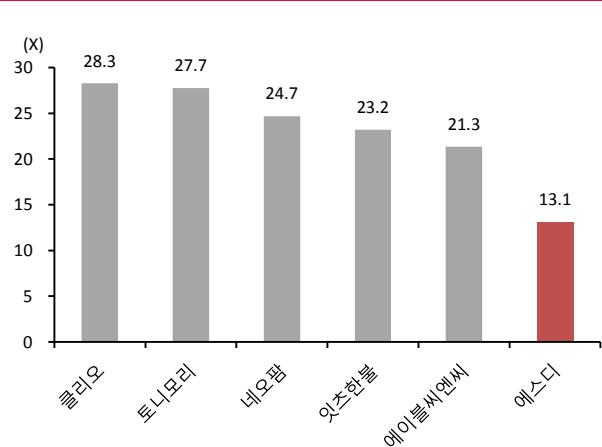
마스크팩 원아이템을 취급하는 업체의 멀티플 같은 경우, 역사적으로 보았을 때 15X 수준의 12MF P/E가 상단으로 작용해왔다. 동사 역시 그 수준의 벨류 에이션을 적용 받아왔지만, 앞서 언급하였듯이 1) 중국 오프라인 시장 진출 초기의 고성장세, 2) 중국 외 미국, 유럽, 러시아, 동남아 진출 가시화, 3) 자회사 적자 규모 축소, 4) 기초와 색조 제품 런칭으로 인한 멀티플 상단 확장 등의 요소는 향후 종합화장품 회사로의 벨류에이션을 받을 수 있다는 가능성을 부여하고 있다. 다만 아직까지 실제 실적으로까지 이어진 부분은 없기에 12MF EPS 1,342원 기준, 타겟 멀티플 15.0X(국내 중소형 브랜드 5개社 12MF P/E 평균 25.0X에 40% 할인)를 적용한 목표주가 20,000원으로 신규 커버리지 개시한다.

<그림 12> 에스디생명공학 12MF P/E 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

<그림 13> 중소형 Peer Group 12MF P/E 비교



자료: KITA, 하이투자증권

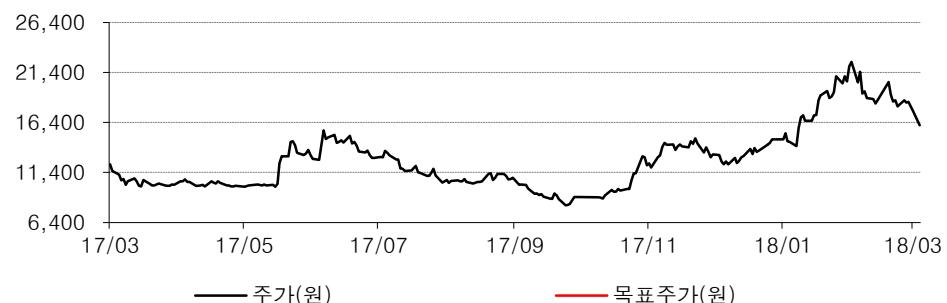
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	47	68	102	143	매출액	105	127	181	234
현금 및 현금성자산	14	28	60	99	증가율(%)	40.3	21.7	41.8	29.3
단기금융자산	12	14	15	16	매출원가	39	58	85	109
매출채권	9	11	15	19	매출총이익	65	70	96	124
재고자산	12	14	11	7	판매비와관리비	37	50	59	78
비유동자산	21	20	19	18	연구개발비	1	2	3	3
유형자산	18	16	15	14	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	69	87	121	160	영업이익	28	20	37	46
유동부채	13	17	22	26	증가율(%)	5.9	-29.7	89.4	23.9
매입채무	5	6	8	11	영업이익률(%)	26.8	15.5	20.7	19.8
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	1	1	1	1	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-1	-1	-1
장기차입금	1	1	1	1	세전계속사업이익	29	19	37	46
부채총계	14	18	23	27	법인세비용	6	6	9	11
지배주주지분	53	69	97	132	세전계속이익률(%)	27.5	15.1	20.5	19.6
자본금	9	11	11	11	당기순이익	22	14	28	35
자본잉여금	1	1	1	1	순이익률(%)	21.4	10.8	15.8	15.1
이익잉여금	43	56	85	120	지배주주귀속 순이익	22	14	28	35
기타자본항목	1	1	1	1	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	1	1	1	1	총포괄이익	22	14	28	35
자본총계	54	70	98	133	지배주주귀속총포괄이익	22	13	28	35

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	13	15	42	49	주당지표(원)				
당기순이익	22	14	28	35	EPS	1,191	623	1,291	1,602
유형자산감가상각비	1	1	1	1	BPS	2,830	3,107	4,390	5,984
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	1,221	2,650	1,343	1,641
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-10	-3	-1	-1	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PER		23.6	12.5	10.0
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR		5.2	3.7	2.7
금융상품의 증감	-2	-2	-1	-1	PCR		5.5	12.0	9.8
재무활동 현금흐름	1	2	1	1	EV/EBITDA	#VALUE!	14.9	7.4	5.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	53.6	22.5	34.4	30.9
자본의증감	1	2	-	-	EBITDA 이익률	27.4	16.7	21.3	20.2
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	25.9	25.6	23.4	20.5
현금및현금성자산의증감	4	14	32	39	순부채비율	-45.1	-58.1	-75.1	-85.2
기초현금및현금성자산	10	14	28	60	매출채권회전율(x)	16.3	13.2	14.1	13.5
기말현금및현금성자산	14	28	60	99	재고자산회전율(x)	13.4	9.7	14.1	25.3

자료 : 에스디생명공학, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(에스디생명공학)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018-03-06	Buy	20,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-