

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

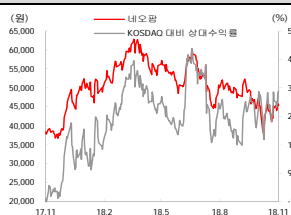
Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	746 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	3,387 억원
주요주주	
잇츠한솔(외3)	32.82%
국민연금공단	5.13%
외국인지분률	15.30%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(18/11/23)	45,400 원
KOSDAQ	683.06 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	62,800 원
52주 최저가	36,700 원
60일 평균 거래대금	21 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.8%	0.2%
6개월	-19.4%	2.6%
12개월	18.2%	37.9%

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 64,000 원(유지))

[3Q18 Review & NDR 후기] 모든 브랜드 고성장 지속 중

- 3Q18 매출액 144 억원(y-y +25%), 영업이익 34 억원(y-y +38%)으로 컨센서스 부합
- 아토팜: 모이스처 밸런싱 크림 등 시즌별 신규 제품 출시와 라인업 확장
- 리얼베리아: H&B 입점 매장 수 확대와 색조, 안티에이징 등 신규 라인 런칭 예정
- 제로이드: 병의원 매장 수 지속 확대와 MD 라인 외 추가 라인업 확대 계획
- 투자의견 Buy, 목표주가 64,000 원 유지

전 브랜드, 세그먼트 내 확실한 입지를 입증

최근 내수 경기 부진과 인디 브랜드들의 시장 잠식으로 중저가 화장품 브랜드들이 어려움을 겪고 있는 가운데, 동사는 전 브랜드가 지속적으로 큰 폭의 매출 성장을 이어나가고 있다. 1) 아토팜 매출액은 3Q y-y +10%, 3Q 누적 y-y +9% 증가하였다. 하절기 Sun 제품과 키즈 라인업의 호조로 비수기인 여름철에도 두 자릿수 성장하였다. 향후에도 4분기에 신규 출시한 '모이스처 밸런싱 크림'과 같은 시즌별 신제품과 라인업 확장으로 현재의 성장세를 이어나갈 전망이다. 2) 리얼베리아 매출액은 3Q y-y +48%, 3Q 누적 y-y +40% 증가한 것으로 보인다. H&B 스토어 입점 매장 수 확대와 색조 및 안티에이징 등 신규 라인 런칭으로 2019 년에도 고성장이 기대된다. 킹킹그룹을 통한 리얼베리아의 중국 내 유통망 확대는 추가적인 위생허가 취득과 함께 지속 중에 있으나, 업황 부진으로 그 속도는 당초 예상보다 느린 모습이다. 3) 제로이드 매출액은 3Q y-y +47%, 3Q 누적 y-y +65% 증가한 것으로 추정된다. 제로이드의 ASP 는 아토팜, 리얼베리아와 비슷한 수준이지만 수익성이 좋아 매출 비중이 확대되는 만큼 향후 전사 수익성 개선을 이끌 전망이다. 3Q18 기준 제로이드의 입점 병·의원 수는 2,000 개, MD 입점 병원 수는 1,400 개 정도로 추산된다. 4) 더마비 매출액은 3Q y-y +15%, 3Q 누적 y-y +35% 증가한 것으로 보이며 올리브영 바디부문에서 매출 순위 1,2 위를 다투고 있다. 바디 부문 내 기능성 제품 라인업 확대로 향후 매출 성장을 꾀할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000 원 유지

대외 악재에도 불구하고, 동사는 주요 내수 화장품 업체들 대비 성장성과 수익성이 좋다. 업황 부진으로 중국 향 수출은 다소 지연되고 있으나, 미국 향 Bulk 수출이 늘어나며 전체 수출액 감소를 방어하고 있다. 2019 년 매출액과 영업이익은 각각 y-y +23%와 +31% 증가한 825 억원과 242 억원이 될 것으로 전망하며, 이를 토대로 한 2019 년 예상 순이익 기준 PER 은 17 배 수준으로 현재 주가는 여전히 매력적인 구간이다. 네오팜에 대한 투자의견 Buy 와 목표주가 64,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	360	424	536	672	825	950
yoy	%	40.5	17.8	26.6	25.3	22.8	15.2
영업이익	억원	63	96	140	185	242	289
yoy	%	25.1	52.6	47.0	31.8	30.6	19.7
EBITDA	억원	72	104	148	194	252	300
세전이익	억원	43	94	140	186	244	295
순이익(지배주주)	억원	34	77	116	145	191	230
영업이익률%	%	17.4	22.6	26.2	27.6	29.3	30.4
EBITDA%	%	20.0	24.5	27.7	28.8	30.5	31.5
순이익률	%	9.5	18.3	21.6	21.6	23.1	24.2
EPS	원	457	1,038	1,549	1,949	2,555	3,081
PER	배	76.0	25.2	30.4	23.3	17.8	14.7
PBR	배	7.9	5.1	7.4	5.8	4.4	3.4
EV/EBITDA	배	34.3	16.4	21.6	15.4	11.2	8.7
ROE	%	10.7	21.8	26.8	27.4	28.0	25.9
순차입금	억원	-131	-242	-314	-404	-579	-796
부채비율	%	23.9	20.6	19.2	20.5	19.4	17.6

네오팜 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	130.9	130.3	114.7	160.5	166.3	160.9	143.8	195.8	536.3	666.8	813.1
Sales y-y %	6.5%	37.8%	35.8%	31.8%	27.1%	23.5%	25.4%	22.0%	26.6%	24.3%	21.9%
스킨 케어	94.2	97.7	81.4	101.1	113.1	119.1	97.8	125.7	374.5	455.6	530.6
페이셜 케어	23.6	22.1	19.5	32.1	31.6	27.3	28.8	43.6	97.3	131.3	173.4
바디 케어	9.2	6.5	9.2	19.3	11.6	12.9	11.5	20.5	44.1	56.5	77.0
기타	3.9	3.9	4.6	9.6	10.0	1.6	5.8	6.0	22.1	23.3	32.0
부문별 Sales y-y%											
스킨 케어	-0.4%	41.6%	28.6%	15.3%	20.0%	21.9%	20.1%	24.4%	19.0%	21.7%	16.5%
페이셜 케어	59.7%	113.0%	64.9%	55.0%	34.1%	23.5%	47.5%	35.9%	68.7%	35.0%	32.1%
바디 케어	49.1%	14.9%	117.3%	97.6%	27.1%	97.6%	25.4%	6.4%	71.1%	28.1%	36.4%
기타	-46.8%	-58.7%	-9.4%	163.5%	154.1%	-58.8%	25.4%	-37.7%	-13.7%	5.8%	37.1%
매출총이익	100.9	96.1	83.5	120.9	126.0	113.9	106.4	148.1	401.4	494.4	603.4
y-y %	7.5%	42.0%	35.0%	33.0%	24.9%	18.5%	27.4%	22.5%	27.7%	23.2%	22.0%
% Sales	77.1%	73.8%	72.8%	75.3%	75.8%	70.8%	74.0%	75.6%	74.8%	74.1%	74.2%
판매비	58.4	61.0	58.6	83.0	69.1	71.1	71.9	98.9	261.1	311.1	366.3
y-y %	1.4%	33.3%	43.3%	5.1%	18.3%	16.5%	22.8%	19.1%	16.9%	19.2%	17.7%
% Sales	44.6%	46.9%	51.0%	51.7%	41.6%	44.2%	50.0%	50.5%	48.7%	46.7%	45.0%
영업이익	42.5	35.1	25.0	37.8	56.9	42.8	34.5	49.1	140.4	183.3	237.1
y-y	17.1%	60.2%	15.1%	141.9%	33.9%	21.9%	38.0%	29.9%	46.9%	30.6%	29.4%
% Sales	32.5%	26.9%	21.8%	23.6%	34.2%	26.6%	24.0%	25.1%	26.2%	27.5%	29.2%

자료: 네오팜 SK 증권

[NDR 후기] 주요 Q&A

1. 중국 향 수출 상황?

- 동사의 브랜드 중 유일하게 킵그룹을 통해 중국 오프라인 채널에 유통하고 있는 리얼베리어는 현재 CFDA 의 중국 위생허가 품목 수를 꾸준히 확대 중이다. 올 상반기 까지 위생허가 취득 품목 수는 10 개에 그쳤으나, 현재 22 개까지 확대된 상황이며 연말까지 24~25 개까지 취득 품목 수를 늘려갈 예정이다.

- 중국 오프라인 유통망(H&B, 소매점 위주) 확대에 주력하고 있으나, 중국 업황 부진 영향으로 아직까지 판매가 가속화되지 않고 있는 상황이다. 단기간 내 중국 향 매출이 고성장 하기는 쉽지 않을 것으로 보이나, 위생허가 품목 수가 올해 들어 상당 부분 늘어난 만큼 향후 오프라인 유통망 확대와 함께 점진적인 판매 증가를 예상한다.

2. 각 브랜드의 고성장, 전부 신규 출점(입점) 효과 때문인지?

- 1) 리얼베리어의 경우, 하반기 성장률(3Q18 기준, y-y +47.5%)은 신규 입점 효과가 일부 반영된 결과다. 올 상반기까지는 올리브영 입점 수가 300 개 증반이었으나, 3Q18 기준 600 개까지 늘어난 상황이기 때문이다. 올 상반기(1H18)만 두고 본다면, 전년 대비 올리브영 입점 수가 크게 차이 나지 않는데도 불구하고, 리얼베리어 매출액은 y-y +28.9% 증가하였다. 신규 입점 효과와 기존점 성장 효과가 모두 동반되고 있음을 알 수 있다.

- 2) 제로이드는 2017년부터 병의원 입점 수를 꾸준히 확대하고 있는데, 의료 산업 특성상 정확한 숫자를 파악하기에 어려움이 있어 기존점 성장 효과와 신규 입점 효과를 구분하기가 쉽지 않다. 다만, 3Q18 누적 기준 제로이드 MD 라인의 병의원 입점 수가 전년동기대비 약 75% 가량 늘어난 점을 감안 시, 동기간 60% 이상 성장한 제로이드의 경우, 현재는 신규 입점 효과가 더 부각되고 있는 국면이라고 볼 수 있다.

- 3) 아토팜의 경우, 향후에도 H&B 채널을 확대해 나갈 예정이지만, 런칭한지 20 년이 넘는 브랜드인 만큼 채널의 확장 보다는 신규 라인업 및 제품 출시를 주요 전략 방향으로 삼을 계획이다.

- 4) 더마비는 올리브영 전점 입점되어 있는 상태이며, 채널의 확장보다는 브랜드 내 기능성 제품 라인 확대를 통한 성장 전략을 가지고 있다.

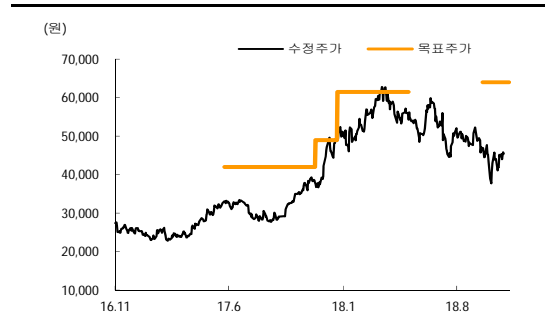
3. 판관비 특이사항?

- 작년에는 상여급 지급이 하반기에 더 많이 집행되면서 전체 상여금의 70%가 2017년 4분기에 지급되었다. 그런데, 올해에는 상여금을 분기마다 25%씩 총당금으로 반영해 두었기 때문에, 4분기 인건비 밖에서의 상여금 감소효과가 있을 예정이다.
- R&D 비용이 소폭 늘어났는데, 이는 신규 제형 개발과 MLE 피부장벽 고도화 연구에 쓰이고 있다. 향후에도 R&D 비용은 매출의 5% 내에서 통제할 계획을 가지고 있다.
- 3분기 모델 제계약(정소민-리얼베리어)과 과 신규 모델 발탁(유호정-프로비라이프 더 불가리쿠스(건기식))으로 광고 등 마케팅 비용이 하반기에 일부 늘어난 부분이 있다. 3~4분기에는 연간 매출액의 10% 내외 정도가 광고선전비로 지출될 가능성이 높다.

4. 채널별 전망과 수익성?

- 1) 주요 채널로는 H&B 스토어, 병·의원, 면세점, 온라인, 홈쇼핑, 수출이 있으며, 홈쇼핑과 H&B 스토어의 지급/입점 수수료가 다소 높은 편이다. 하지만 해당 채널들의 경우, 탑라인이 고성장을 지속하고 있어 수수료가 부담스러운 수준은 아니다. 리얼베리어/터마비 위주로 H&B 입점 지속 확대할 예정이며, 향후 홈쇼핑 비중은 점차 축소될 것으로 보인다.
- 2) 병원 채널의 경우, 상대적으로 수수료가 저렴한 편은 아니지만, 제품(제로이드) 할인이 들어가지 않고, 마케팅 비용이 거의 발생되지 않아 수익성이 가장 좋은 채널 중 하나이다.
- 3) 면세 채널의 경우, 아토팜과 리얼베리어 브랜드에 한해 입점되어 있으며, 전체 매출에서 면세점이 차지하는 비중은 5% 정도이다. 아직까지 절대적인 면세점 매출액 자체가 그렇게 크지 않아 이익률 측면에서도 타 채널 대비 크게 좋은 편은 아니지만, 성장률 자체는 연간 50% 이상 성장하고 있는 추세다.
- 4) 수출 채널에서는 3Q18 누적 기준으로 미국과 중국 향 매출이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 수출 내에서 두 국가가 차지하는 비중은 각각 25%와 33% 정도이다. 그 중에서도 특히, 이번 3Q 부터는 미국 향 Bulk 수출이 많이 늘어났다. 이는 대부분 미국의 모 화장품 브랜드의 보습제 제품(로션류)의 원료가 되는 내용물을 만들어 납품함으로써 생기는 매출로써 OEM 매출이라고 볼 수 있다.

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.26	매수	64,000원	6개월		
2018.10.15	매수	64,000원	6개월	-31.30%	-25.47%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.01.17	매수	61,500원	6개월	-13.44%	2.11%
2017.12.07	매수	49,000원	6개월	-12.07%	2.86%
2017.08.03	매수	42,000원	6개월	-23.28%	-6.43%
2017.06.20	매수	42,000원	6개월	-22.45%	-20.48%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 11 월 26 일 기준)

매수	92.65%	중립	7.35%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	337	440	566	777	1,024
현금및현금성자산	76	42	91	266	483
매출채권및기타채권	46	72	90	110	127
재고자산	42	48	61	75	86
비유동자산	128	126	140	148	156
장기금융자산	21	17	17	17	17
유형자산	86	89	100	107	114
무형자산	12	12	12	12	12
자산총계	465	567	706	925	1,180
유동부채	78	90	112	138	159
단기금융부채	1	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무	54	60	76	93	107
장기충당부채	1	1	1	2	2
비유동부채	2	1	8	13	18
장기금융부채	0	0	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	79	91	120	151	177
지배주주지분	386	476	586	775	1,003
자본금	37	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135	135
기타자본구성요소	-31	-29	-28	-28	-28
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27
이익잉여금	245	333	441	632	862
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	386	476	586	775	1,003
부채외자본총계	465	567	706	925	1,180

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	90	102	140	186	225
당기순이익(손실)	77	116	145	191	230
비현금성항목등	31	43	55	61	70
유형자산감가상각비	6	6	7	8	8
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	10	11	9	3	3
운전자본감소(증가)	-5	-38	-23	-12	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-27	-18	-20	-17
재고자산감소(증가)	-4	-11	-15	-14	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	5	11	17	14
기타	-5	-5	0	5	4
법인세납부	-12	-18	-38	-54	-65
투자활동현금흐름	-78	-108	-61	-11	-8
금융자산감소(증가)	-68	-102	-45	0	0
유형자산감소(증가)	-10	-9	-15	-15	-15
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2	-2
기타	3	5	1	6	9
재무활동현금흐름	-18	-25	-32	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	4	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-25	-35	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-4	-34	48	175	217
기초현금	80	76	42	91	266
기말현금	76	42	91	266	483
FCF	83	94	124	170	209

자료 : 네오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	424	536	672	825	950
매출원가	105	135	174	213	242
매출총이익	319	401	498	612	708
매출총이익률 (%)	75.2	74.9	74.2	74.2	74.5
판매비와관리비	223	261	313	371	419
영업이익	96	140	185	242	289
영업이익률 (%)	22.6	26.2	27.6	29.3	30.4
비영업손익	-1	0	1	3	5
순금융비용	-3	-4	-5	-6	-9
외환관련손익	2	-4	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	94	140	186	244	295
세전계속사업이익률 (%)	22.3	26.2	27.7	29.6	31.0
계속사업법인세	17	25	41	54	65
계속사업이익	77	116	145	191	230
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	77	116	145	191	230
순이익률 (%)	18.3	21.6	21.6	23.1	24.2
지배주주	77	116	145	191	230
지배주주귀속 순이익률(%)	18.27	21.55	21.64	23.11	24.19
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	76	113	144	189	228
지배주주	76	113	144	189	228
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	104	148	194	252	300

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	17.8	26.6	25.3	22.8	15.2
영업이익	52.6	47.0	31.8	30.6	19.7
세전계속사업이익	118.4	48.7	32.8	31.1	20.6
EBITDA	44.5	42.8	30.5	30.0	19.1
EPS(계속사업)	127.2	49.3	25.8	31.1	20.6
수익성 (%)					
ROE	21.8	26.8	27.4	28.0	25.9
ROA	17.8	22.4	22.9	23.4	21.8
EBITDA마진	24.5	27.7	28.8	30.5	31.5
안정성 (%)					
유동비율	434.6	488.6	503.3	563.2	644.3
부채비율	20.6	19.2	20.5	19.4	17.6
순차입금/자기자본	-62.7	-65.9	-68.9	-74.7	-79.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,038	1,549	1,949	2,555	3,081
BPS	5,170	6,377	7,849	10,384	13,444
CFPS	1,149	1,656	2,063	2,690	3,222
주당 현금배당금	350	500	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.5	30.4	32.2	24.6	20.4
PER(최저)	23.0	14.8	19.4	14.8	12.3
PBR(최고)	7.7	7.4	8.0	6.1	4.7
PBR(최저)	4.6	3.6	4.8	3.6	2.8
PCR	22.7	28.5	22.0	16.9	14.1
EV/EBITDA(최고)	26.4	21.6	22.1	16.3	13.0
EV/EBITDA(최저)	14.9	-2.1	12.5	8.9	6.7