

# 네오팜 (092730)

## 화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733  
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>75,000원 (I)</b>
현재주가 (5/31)	<b>51,200원</b>
상승여력	<b>46%</b>

시가총액	3,820억원
총발행주식수	7,461,237주
60일 평균 거래대금	39억원
60일 평균 거래량	70,734주
52주 고	62,500원
52주 저	37,750원
외인지분율	18.67%
주요주주	잇초한볼 외 2인 32.83%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.4)	6.7	(8.9)
상대	2.6	12.0	15.1
절대(달려환산)	(7.2)	0.7	(17.6)

### Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	191	19.0	-3.6	198	-3.2
영업이익	52	21.7	-17.9	50	4.2
세전계속사업이익	55	20.4	-14.3	52	5.5
지배순이익	36	0.0	-23.2	43	-15.4
영업이익률 (%)	27.2	+0.6 %pt	-4.7 %pt	25.2	+2.0 %pt
지배순이익률 (%)	19.0	-3.6 %pt	-4.8 %pt	21.7	-2.7 %pt

자료: 유안타증권

## 기대되는 내일

### 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원을 제시하며 커버리지 개시

네오팜에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 30x를 적용하였다. 당사는 아토팜, 리얼베리어, 제로이드, 더마비 등의 기초 브랜드를 보유 중이며, '민감성 피부용 보습제'에 특화된 기술력을 보유했다. 특히 아토팜의 경우 민감한 피부를 가진 영유아를 대상으로 반복구매가 이어지고 있다. 높은 브랜드 로열티를 바탕으로 네오팜은 2014~2018년 동안 연평균 21% 매출 성장을 기록했다. 브랜드 홍수 속에서 견고한 수요가 동반된 옥석은 손에 꼽힌다. 당사는 하반기 내수 원브랜드샵/멀티브랜드샵이 할인 경쟁이 심화될 것으로 전망하고 있다. 경쟁심화 환경 하에서 옥석만이 빛날 것으로 판단한다.

### 견고한 브랜드력이 국내외로 빛날 것

**견고한 브랜드력** 1분기 국내 화장품 시장은 13% 성장했으나, 네오팜은 전사 매출 20%, 오프라인 채널은 33% 성장하며 독보적인 성장성을 기록했다. 브랜드별로 아토팜은 전년동기와 유사했으며, 성인용 보습 전문 브랜드인 리얼베리어, 피부과 등의 병원 전문 브랜드인 제로이드가 각각 25%, 40% 대 성장하며 견고한 성과를 달성했다.

**높은 수익성** 동사의 브랜드는 대체로 기초 화장품이며, 민감성 피부 보습제 관련 브랜드로 포지셔닝 되어있다. 꾸준한 수요를 바탕으로 판촉에 적극적일 필요가 없다. 동사의 브랜드 중 제로이드와 제로이드MD(약건성, 화상피부 등의 피부 치료제)가 가장 높은 마진을 창출할 것으로 예상되는데, 매출 비중이 2015년 12%, 2018년 20% 초반까지 확대되었다. 현재 종합병원, 피부과, 소아과 등 제로이드군의 커버리지 병원이 지속적으로 확대됨에 따라 외형 성장에 따른 수익성 개선도 이어질 것으로 예상된다.

**해외 확장성** 중국 사업에 대한 성과가 기대된다. 당사는 2011년부터 중국법인에서 아토팜을 직접유통했으나, 브랜드 인지도가 낮은 상황에서 고가 전략을 사용하여 수요확대가 빠르지 못했다. 지난해 11월 Tmall Global 파트너사와 계약을 통해 적극적인 판매활동을 시작했다. 네오팜은 지난 28일 중국 최대 온라인 쇼핑몰 타오바오를 통해 2019년 Tmall 뷰티 어워드 인플루언서 1위인 왕홍 리자치(Austin, 오스틴)와 아토팜 대표 제품인 'MLE 크림' 판매 활동을 진행했다. 수량은 공개되지 않았으나, 방송 5분만에 준비수량이 완판되며 중국 수요확대 기대감이 고조되었다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	536	663	800	949
영업이익	140	192	230	285
지배순이익	116	154	191	244
PER	19.3	24.9	17.9	14.0
PBR	4.4	6.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	12.9	17.0	13.7	10.7
ROE	26.8	28.8	28.8	30.2

자료: 유안타증권

## 기대되는 내일

네오팜의 2019년 실적은 매출액 800억원(YoY+15%), 영업이익 230억원(YoY+20%, 영업이익률 29%)을 전망한다. 아토팜의 견고한 수요와 리얼베리어, 제로이드의 출점이 동반된 성장이 올해도 이어질 것으로 예상하며, 온라인과 오프라인 채널 성장률을 각각 15%, 23% 전망하였다. 기대되는 부분은 중국으로 Tmall Global 파트너사 확보, 2019년 Tmall 뷰티 어워드 인플루언서 1위 리자치(Austin)과 판매 활동 등의 적극적인 행보를 보이고 있다. 1분기 중국법인 매출은 2.5억원(YoY+711%) 으로 아직 매출비중 1% 수준이나, 브랜드력은 국내에서 이미 확인된바 중국내 인지도 확대에 따라 2019년 2%, 2020년 5%, 2021년 9%로 중국 기여도가 확대될 것이다.

[표1] 네오팜 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

		2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출액		53.6	66.3	80.0	16.6	16.1	14.4	19.2	19.9	19.1	17.2	23.9
별도 매출액		53.6	66.3	78.6	16.7	16.2	14.4	19.1	20.1	18.9	16.9	22.8
- 온라인		22.0	25.5	29.3	6.2	6.8	5.9	6.7	7.2	7.8	6.8	7.6
- 오프라인		23.1	31.7	39.0	7.5	7.6	6.9	9.8	10.0	9.1	8.3	11.6
- 수출		2.7	4.1	5.3	1.2	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.7
* 중국		0.3	1.1	1.3	0.4	0.4	0.2	0.1	0.4	0.5	0.2	0.3
- 홈쇼핑		5.7	4.9	4.9	1.8	0.8	0.6	1.7	1.6	0.8	0.6	1.9
중국법인		0.3	0.4	2.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	1.1
% YoY	연결 매출액	27%	24%	15%	27%	23%	25%	20%	19%	19%	19%	24%
	별도 매출액	27%	24%	19%	27%	25%	26%	19%	20%	17%	17%	20%
	- 온라인	23%	16%	15%	21%	15%	12%	16%	17%	15%	15%	13%
	- 오프라인	41%	38%	23%	43%	42%	40%	30%	34%	20%	20%	19%
	- 수출	-13%	53%	30%	78%	48%	76%	20%	3%	25%	25%	73%
	* 중국	20%	251%	20%	420%	212%	646%	41%	-5%	20%	20%	108%
	- 홈쇼핑	16%	-14%	0%	-13%	-31%	-16%	-2%	-13%	5%	5%	10%
	중국법인	53%	56%	389%	-25%	-66%	102%	196%	711%	1048%	296%	304%
% 비중(별도기준)												
	- 온라인	41%	38%	37%	37%	42%	41%	35%	36%	41%	40%	33%
	- 오프라인	43%	48%	50%	45%	47%	48%	51%	50%	48%	49%	51%
	- 수출	5%	6%	7%	7%	6%	7%	5%	6%	6%	7%	7%
	* 중국	1%	2%	2%	3%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	1%
	- 홈쇼핑	11%	7%	6%	11%	5%	4%	9%	8%	4%	4%	8%
매출총이익		40.1	48.3	58.2	12.6	11.4	10.6	13.7	14.7	13.6	12.7	17.2
판매관리비		26.1	29.2	35.2	6.9	7.1	7.2	8.0	8.3	8.4	8.6	9.9
연결 영업이익		14.0	19.2	23.0	5.7	4.3	3.5	5.8	6.3	5.2	4.2	7.3
- 별도		14.6	19.6	22.9	5.8	4.4	3.6	5.8	6.7	5.2	4.2	6.9
- 중국법인 (추정)		-0.6	-0.4	0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.4
% YoY	연결 영업이익	40%	36%	20%	34%	22%	38%	52%	11%	22%	21%	26%
	- 별도	46%	34%	17%	33%	20%	37%	46%	14%	17%	17%	20%
	- 중국법인	-	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전
% of Op	영업이익	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	- 별도	104%	102%	100%	102%	104%	104%	100%	105%	99%	101%	95%
	- 중국법인	-4%	-2%	0%	-2%	-4%	-4%	0%	-5%	1%	-1%	5%
지배주주 순이익		11.6	15.4	19.1	4.3	3.6	2.8	4.6	4.7	4.4	3.6	6.4
% Margin	매출총이익	75%	73%	73%	76%	71%	74%	71%	74%	71%	74%	72%
	영업이익률	26%	29%	29%	34%	27%	24%	30%	32%	27%	24%	30%
	- 별도	27%	30%	29%	35%	27%	25%	30%	33%	27%	25%	30%
	순이익률	22%	23%	24%	26%	23%	20%	24%	24%	23%	21%	27%

자료: 유안타증권 리서치센터

네오팜 (092730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	536	663	800	949	1,108
매출원가	135	179	218	248	284
매출충이익	401	483	582	701	824
판매비	261	292	352	416	485
영업이익	140	192	230	285	340
EBITDA	148	200	237	292	346
영업외손익	0	6	8	11	14
외환관련손익	-4	2	2	2	2
이자손익	4	7	10	12	15
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	140	198	238	296	353
법인세비용	25	44	47	52	62
계속사업순이익	116	154	191	244	291
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	116	154	191	244	291
지배지분순이익	116	154	191	244	291
포괄순이익	113	151	188	241	288
지배지분포괄이익	113	151	188	241	288

주: 영업외의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	440	589	765	931	1,145
현금및현금성자산	42	84	227	359	535
매출채권 및 기타채권	74	91	106	125	146
재고자산	48	68	83	98	114
비유동자산	126	140	116	109	102
유형자산	89	104	98	93	87
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	21	22	5	5	5
자산총계	567	729	881	1,040	1,247
유동부채	90	129	136	142	149
매입채무 및 기타채무	70	92	99	105	112
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	1	7	11	15	19
장기차입금	0	4	8	12	16
사채	0	0	0	0	0
부채총계	91	136	148	158	169
지배지분	476	593	734	882	1,079
자본금	37	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135	135
이익잉여금	333	448	592	744	943
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	476	593	734	882	1,079
순차입금	-314	-420	-559	-687	-859
총차입금	1	4	8	12	16

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	106	162	192	240	285
당기순이익	116	154	191	244	291
감가상각비	6	7	6	6	5
외환손익	3	0	-2	-2	-2
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-38	-28	-18	-22	-23
기타현금흐름	21	29	15	14	14
투자활동 현금흐름	-113	-89	0	0	0
투자자산	1	3	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	-19	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-105	-72	0	0	0
재무활동 현금흐름	-25	-32	-42	-42	-42
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	4	4	4	4
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-25	-35	-46	-46	-46
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	0	-6	-66	-67
현금의 증감	-34	42	143	131	176
기초 현금	76	42	84	227	359
기말 현금	42	84	227	359	535
NOPLAT	140	192	230	285	340
FCF	77	110	174	220	263

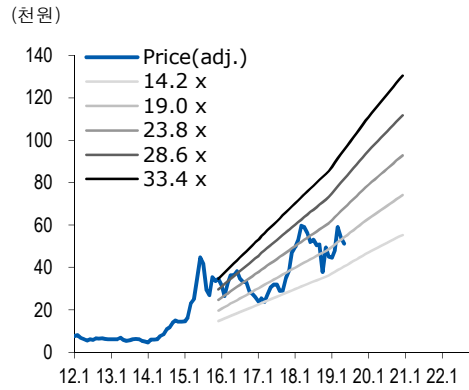
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

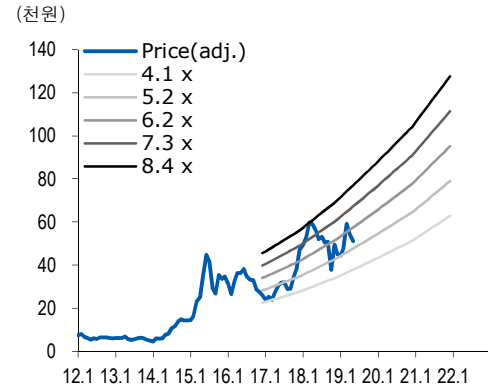
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,549	2,060	2,557	3,267	3,902
BPS	6,726	8,380	10,372	12,474	15,245
EBITDAPS	1,988	2,680	3,180	3,915	4,637
SPS	7,188	8,883	10,727	12,714	14,854
DPS	500	650	650	650	650
PER	19.3	24.9	17.9	14.0	11.8
PBR	4.4	6.1	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	12.9	17.0	13.7	10.7	8.6
PSR	4.2	5.8	4.3	3.6	3.1

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	26.6	23.6	20.8	18.5	16.8
영업이익 증가율 (%)	46.9	36.5	19.9	24.1	19.1
지배순이익 증가율 (%)	49.3	33.0	24.1	27.8	19.4
매출총이익률 (%)	74.8	72.9	72.7	73.9	74.4
영업이익률 (%)	26.2	28.9	28.7	30.1	30.6
지배순이익률 (%)	21.6	23.2	23.8	25.7	26.3
EBITDA 마진 (%)	27.7	30.2	29.6	30.8	31.2
ROIC	91.0	102.5	114.2	129.9	137.2
ROA	22.4	23.7	23.7	25.4	25.5
ROE	26.8	28.8	28.8	30.2	29.7
부채비율 (%)	19.2	23.0	20.2	17.9	15.6
순차입금/자기자본 (%)	-65.9	-70.8	-76.2	-77.8	-79.6
영업이익/금융비용 (배)	0.0	9,212.4	5,728.3	4,799.5	4,314.1

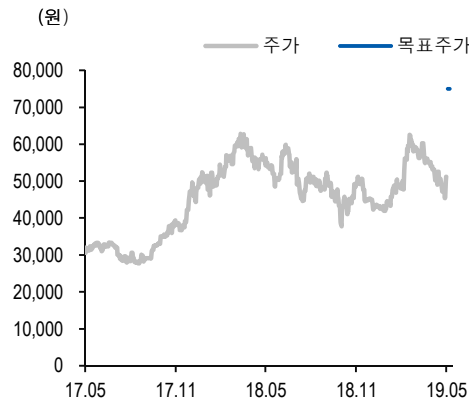
P/E band chart



P/B band chart



네오팜 (092730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-03	BUY	75,000	1년		
2018-03-02	담당자 변경 1년 경과 이후		1년		-
2017-03-02	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.