

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**

전영현

yj6752@sk.com  
02-3773-9181

## Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	821 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	3,509 억원
주요주주	
잇츠한불(외2)	38.93%
KB자산운용	5.63%
외국인지분율	15.00%
배당수익률	1.50%

## Stock Data

주가(19/08/02)	42,750 원
KOSDAQ	6157 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	62,500 원
52주 최저가	37,750 원
60일 평균 거래대금	23 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.3%	-3.1%
6개월	-2.6%	13.4%
12개월	-12.8%	10.7%

## 네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,000 원(유지))

### [2Q19 Review] 본업, 신사업 모두 잘하고 있다

- 2Q19 매출액 215 억원(YoY +33%), 영업이익 60 억원(YoY +39%) 기록
- 매출액 컨센서스 202 억원과 영업이익 컨센서스 52 억원을 각각 +5%, +15% 상회
- 신사업 건기식의 '프로비라이프' 브랜드 홈쇼핑 판매 확대가 전사 매출 성장에 기여
- 제로이드와 리얼베리어 고성장에 따른 레버리지 확대 효과로 OPM YoY +1.2%p 증가
- 중국 수출 성장률도 양호함을 확인, 투자의견 Buy 와 목표주가 61,000 원 유지

### 외형 고성장 속 영업 효율성 증대로 영업이익 컨센서스 상회

네오팜의 2Q19 매출액은 215 억원(YoY +33%), 영업이익 60 억원(YoY +39%)으로 영업이익 컨센서스 52 억원과 당사 추정 영업이익 54 억원을 상회하는 실적을 기록하였다. 1분기부터 홈쇼핑 채널을 통해 본격적으로 판매된 건기식 브랜드 '프로비라이프'의 매출이 QoQ +81% 증가한 22 억원을 기록하며 전사 매출 성장에 기여하였다. 홈쇼핑 편성 횟수는 1 분기 대비 크게 늘지 않았음에도 불구, 회당 매출액이 증가하며 판매가 확대된 점이 긍정적이다. 다만, 아직까지 홈쇼핑 진출 초기 브랜드이고, PPL 등 브랜드 마케팅에 대한 광고비 집행이 지속되고 있어 여전히 BEP 수준의 적자를 기록하고 있는 것으로 파악된다. 한편, 본업인 회장품 부문에서는 아토팜 제외 전 브랜드가 고성장을 지속하였다. 특히, 리얼베리어와 제로이드가 각각 YoY +33%, +36% 증가한 것으로 파악되며, 점포 수 확대 효과와 더불어 기존점 성장이 동반되며 영업 레버리지가 확대된 것으로 보인다. 원가 단에서는 1) 건기식 상품 매출 증가, 2) 약 3 억원의 일회성 재고 폐기 비용에도 불구하고 매출원가율이 29%로 전년 동기 대비 유사한 수준을 기록하였다. 판관비율의 경우, 홈쇼핑 향 지급수수료율 증가에도 고마진 브랜드인 제로이드의 매출 고성장으로 브랜드 판촉비율, 인건비율 등의 축소로 전반적인 판관비율이 하락하며 YoY -1.2%p 감소하였다.

### 본업의 꾸준한 고성장과 신사업 모멘텀을 확인, 목표주가 61,000 원 유지

2 분기 아토팜 매출액은 중국 향 판매 기여로 YoY +4% 성장한 것으로 추정한다. 회사는 아토팜의 성장률 둔화를 향후 중국 법인을 통해 타개해 나갈 전략이다. 절댓값으로는 아직 미미하나, 중국 법인 매출이 1) 온라인 채널 위주로 QoQ 증가하고 있다는 점, 2) 면세점 판매가 꾸준히 고성장하고 있다는 점에서 향후 해외 성장 잠재력은 여전히 유효하다는 판단이다. 또한, 올해 말까지 제로이드의 외형 고성장이 지속될 것으로 전망하는 바, 영업 레버리지 확대에 따라 늘어나는 판촉비와 마케팅비를 제외한 본업의 이익률 개선 기대감 역시 유효하다고 판단한다. 12M Fwd 예상 순이익의 기준 PER은 15 배 수준으로 현 주가는 매력적인 구간이다. 네오팜에 대한 목표주가 61,000 원과 업종 내 탑피 의견을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	424	536	663	866	1,022	1,145
yoY	%	17.8	26.6	23.6	30.7	18.0	12.0
영업이익	억원	96	140	192	249	307	356
yoY	%	52.6	47.0	36.5	30.1	23.1	16.0
EBITDA	억원	104	148	200	258	315	363
세전이익	억원	94	140	198	255	315	365
순이익(지배주주)	억원	77	116	154	193	236	273
영업이익률%	%	22.6	26.2	28.9	28.8	30.0	31.1
EBITDA%	%	24.5	27.7	30.2	29.8	30.8	31.7
순이익률	%	18.3	21.6	23.2	22.2	23.1	23.8
EPS(계속사업)	원	1,038	1,549	2,060	2,581	3,165	3,656
PER	배	25.2	30.4	21.9	16.6	13.5	11.7
PBR	배	5.1	7.4	5.7	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	배	16.4	21.6	14.7	11.4	8.8	7.1
ROE	%	21.8	26.8	28.8	28.9	28.8	27.3
순차입금	억원	-242	-314	-420	-565	-734	-936
부채비율	%	20.6	19.2	23.0	24.5	23.7	22.4

## 네오팜 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 지배주주순이익	억원	214	22.2	4,732	국내 메이저 화장품 4사 평균 12M Fwd PER 적용
Shares outstanding (000)	천주			7,821	보통주 - 자기주식수
Fair value per share	원			60,506	
Target Price	원			61,000	Upside +42.7%

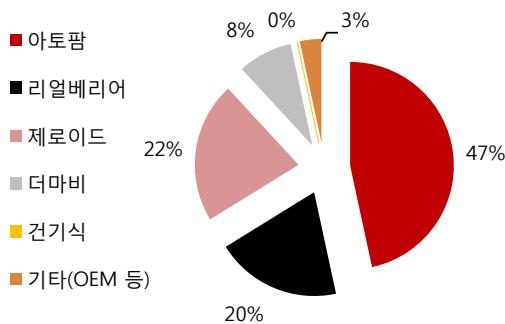
자료: Bloomberg, SK 증권 주: 국내 메이저 화장품 4사는 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마를 포함

## 네오팜 분기별 실적 추정

	(단위: 억원)										
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>166.3</b>	<b>160.9</b>	<b>143.8</b>	<b>191.8</b>	<b>198.6</b>	<b>214.5</b>	<b>197.7</b>	<b>255.4</b>	<b>662.8</b>	<b>866.2</b>	<b>1,021.7</b>
YoY %	27.1%	23.5%	25.4%	19.5%	19.4%	33.3%	37.5%	33.2%	23.6%	30.7%	18.0%
스킨 케어	113.7	119.4	97.3	121.2	125.9	135.1	111.8	138.4	451.7	511.2	580.8
페이셜 케어	31.6	27.3	29.3	40.9	37.7	36.5	35.2	49.0	129.1	158.4	183.0
바디 케어	11.6	12.9	10.9	20.5	17.9	15.0	14.2	24.6	56.0	71.7	89.6
기타	9.3	13	6.2	5.4	5.2	6.4	8.0	10.7	22.2	30.4	38.0
% YoY											
스킨 케어	20.7%	22.2%	19.5%	20.8%	10.7%	13.2%	14.8%	14.2%	20.9%	13.2%	13.6%
페이셜 케어	34.1%	23.5%	50.4%	30.5%	19.4%	33.3%	20.0%	20.0%	33.8%	22.7%	15.5%
바디 케어	27.1%	97.6%	19.1%	10.2%	53.5%	16.7%	30.0%	20.0%	28.7%	28.2%	25.0%
기타	137.2%	-67.1%	34.8%	-47.7%	-44.6%	400.0%	30.0%	100.0%	-2.4%	37.1%	25.0%
매출총이익	126.0	113.9	106.4	137.0	146.7	151.9	144.4	181.2	483.4	624.1	737.3
YoY %	24.9%	18.5%	27.4%	13.4%	16.4%	33.4%	35.7%	32.2%	20.4%	29.1%	18.1%
% Sales	75.8%	70.8%	74.0%	71.4%	73.9%	70.8%	73.0%	70.9%	72.9%	72.1%	72.2%
<b>판관비</b>	<b>69.1</b>	<b>71.1</b>	<b>71.9</b>	<b>79.6</b>	<b>83.3</b>	<b>92.3</b>	<b>94.7</b>	<b>104.4</b>	<b>291.7</b>	<b>374.8</b>	<b>430.5</b>
YoY %	18.3%	16.5%	22.8%	-4.2%	20.5%	29.8%	31.7%	31.3%	11.8%	28.5%	14.9%
% Sales	41.6%	44.2%	50.0%	41.5%	42.0%	43.0%	47.9%	40.9%	44.0%	43.3%	42.1%
인건비 및 복리후생비	18.4	19.5	18.9	18.8	19.9	20.9	20.4	21.0	75.6	82.1	89.5
일반 관리비(지급수수료)	14.5	11.3	9.0	11.0	22.8	19.3	14.3	17.3	45.8	73.7	87.1
판매비	9.2	10.8	10.6	5.0	8.7	14.4	14.5	6.6	35.5	44.3	50.2
연구개발비	5.8	6.7	7.3	5.9	6.2	7.9	10.1	7.8	25.8	32.0	37.8
광고선전비	11.0	10.5	15.8	26.5	13.1	14.2	21.9	35.2	63.8	84.5	97.3
기타	10.1	12.3	10.4	12.4	12.5	15.6	13.5	16.6	45.3	58.2	68.6
% sales											
인건비 및 복리후생비	11.1%	12.1%	13.1%	9.8%	10.0%	9.7%	10.3%	8.2%	11.4%	9.5%	8.8%
일반 관리비(지급수수료)	8.7%	7.0%	6.2%	5.8%	11.5%	9.0%	7.2%	6.8%	6.9%	8.5%	8.5%
판매비	5.5%	6.7%	7.3%	2.6%	4.4%	6.7%	7.3%	2.6%	5.4%	5.1%	4.9%
연구개발비	3.5%	4.2%	5.1%	3.1%	3.1%	3.7%	5.1%	3.1%	3.9%	3.7%	3.7%
광고선전비	6.6%	6.5%	11.0%	13.8%	6.6%	6.6%	11.1%	13.8%	9.6%	9.8%	9.5%
기타	6.1%	7.7%	7.2%	6.5%	6.3%	7.3%	6.8%	6.5%	6.8%	6.7%	6.7%
<b>영업이익</b>	<b>56.9</b>	<b>42.8</b>	<b>34.5</b>	<b>57.5</b>	<b>63.3</b>	<b>59.6</b>	<b>49.6</b>	<b>76.8</b>	<b>191.6</b>	<b>249.3</b>	<b>306.8</b>
YoY %	33.9%	21.9%	38.0%	52.0%	11.3%	39.3%	43.9%	33.6%	36.5%	30.1%	23.0%
% Sales	34.2%	26.6%	24.0%	30.0%	31.9%	27.8%	25.1%	30.1%	28.9%	28.8%	30.0%

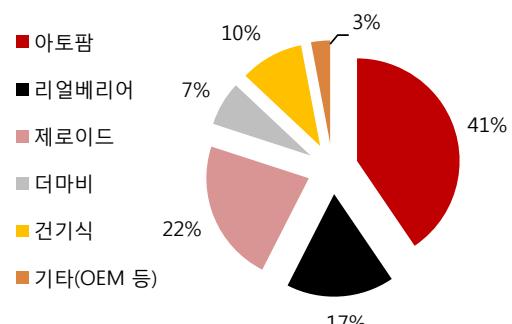
자료: 네오팜, SK 증권

2018년 네오팜 브랜드별 매출 비중



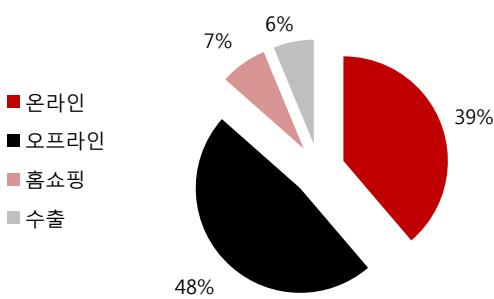
자료 : 네오팜, SK증권 추정

2Q19 네오팜 브랜드별 매출 비중



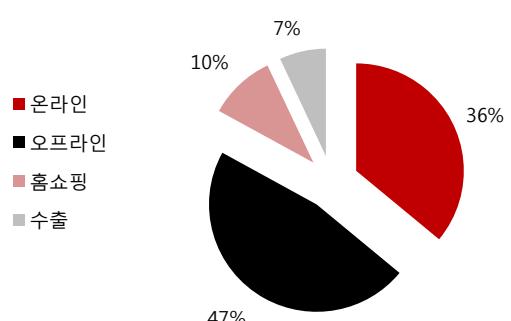
자료 : 네오팜, SK증권 추정

2018년 네오팜 채널별 매출 비중



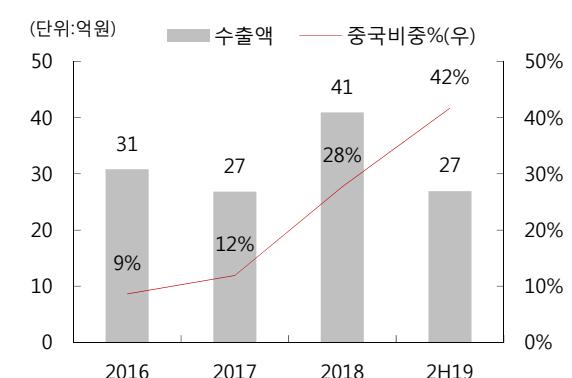
자료 : 네오팜, SK증권

2Q19 네오팜 채널별 매출 비중



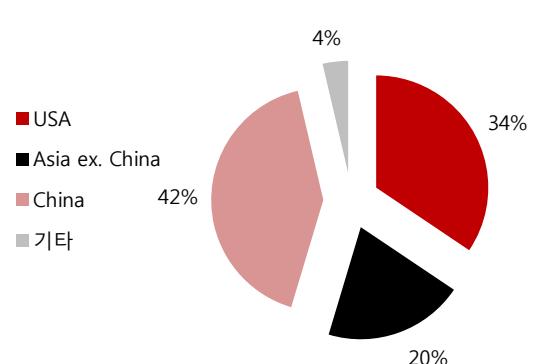
자료 : 네오팜, SK증권

네오팜 연도별 수출 매출과 중국 비중 추이

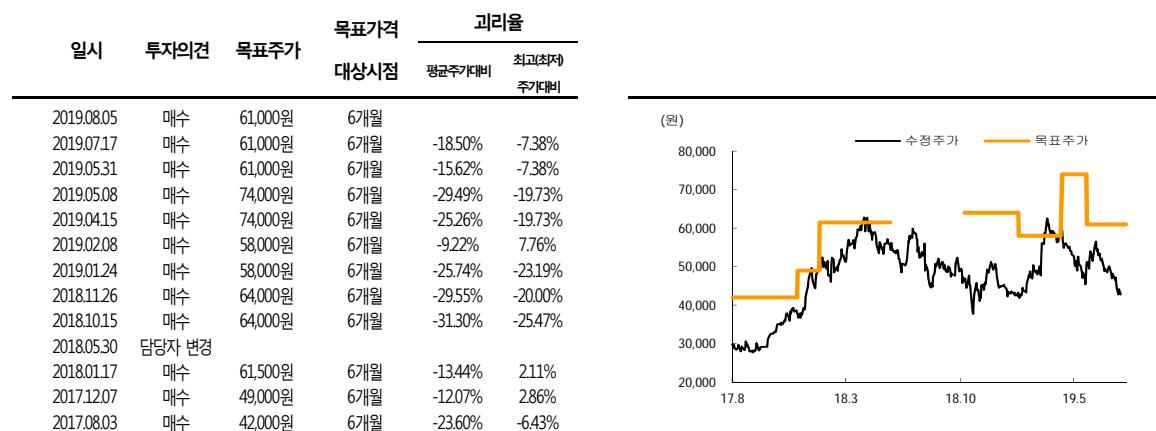


자료 : 네오팜, SK증권

2Q19 네오팜 국가별 수출 비중



자료 : 네오팜, SK증권



### Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 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 (2019년 8월 5일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	440	589	788	994	1,228
현금및현금성자산	42	84	238	408	610
매출채권및기타채권	72	88	117	136	153
재고자산	48	68	91	106	120
<b>비유동자산</b>	126	140	132	122	113
장기금융자산	17	17	17	17	17
유형자산	89	104	99	92	86
무형자산	12	12	11	10	10
<b>자산총계</b>	567	729	920	1,117	1,342
<b>유동부채</b>	90	129	171	200	225
단기금융부채	1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	60	80	107	125	140
단기충당부채	1	1	2	2	2
<b>비유동부채</b>	1	7	10	14	21
장기금융부채	0	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	91	136	181	214	246
<b>지배주주지분</b>	476	593	739	903	1,096
자본금	37	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135	135
기타자본구성요소	-29	-27	-26	-26	-26
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27
이익잉여금	333	448	595	760	955
비자본주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	476	593	739	903	1,096
<b>부채와자본총계</b>	567	729	920	1,117	1,342

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	102	156	134	226	262
당기순이익(순실)	116	154	193	236	273
비현금성항목등	43	58	67	79	91
유형자산감가상각비	6	7	7	7	6
무형자산상각비	2	2	2	2	1
기타	11	13	7	6	9
운전자본감소(증가)	-38	-28	-47	-11	-10
매출채권및기타채권의 감소증가)	-27	-16	-28	-19	-17
재고자산감소(증가)	-11	-25	-23	-15	-13
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	5	7	29	18	15
기타	-5	7	-25	6	5
법인세납부	-18	-28	-79	-78	-92
<b>투자활동현금흐름</b>	-108	-83	20	14	18
금융자산감소(증가)	-102	-68	10	0	0
유형자산감소(증가)	-9	-19	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	5	6	12	15	19
<b>재무활동현금흐름</b>	-25	-32	0	-71	-78
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	4	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-35	46	-71	-78
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-34	42	154	169	202
<b>기초현금</b>	76	42	84	238	408
<b>기말현금</b>	42	84	238	408	610
<b>FCF</b>	94	137	181	228	265

자료 : 네오팜, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	536	663	866	1,022	1,145
<b>매출원가</b>	135	179	242	284	318
<b>매출총이익</b>	401	483	624	737	827
매출총이익률 (%)	74.9	72.9	72.1	72.2	72.3
<b>판매비와관리비</b>	261	292	375	431	472
영업이익	140	192	249	307	356
영업이익률 (%)	26.2	28.9	30.8	31.1	31.1
비영업손익	0	6	6	8	9
<b>순금융비용</b>	-4	-7	-9	-12	-16
외환관련손익	-4	2	2	2	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	140	198	255	315	365
세전계속사업이익률 (%)	26.2	29.9	30.8	31.9	31.9
계속사업법인세	25	44	63	79	92
<b>계속사업이익</b>	116	154	193	236	273
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	116	154	193	236	273
<b>순이익률 (%)</b>	21.6	23.2	22.2	23.1	23.8
<b>지배주주</b>	116	154	193	236	273
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	21.55	23.19	22.23	23.12	23.83
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	113	151	191	235	271
<b>지배주주</b>	113	151	191	235	271
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	148	200	258	315	363

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	26.6	23.6	30.7	18.0	12.0
영업이익	47.0	36.5	30.1	23.1	16.0
세전계속사업이익	48.7	41.0	28.9	23.5	15.8
EBITDA	42.8	34.8	29.1	22.0	15.3
EPS(계속사업)	49.3	33.0	25.3	22.7	15.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	26.8	28.8	28.9	28.8	27.3
ROA	22.4	23.7	23.4	23.2	22.2
EBITDA마진	27.7	30.2	29.8	30.8	31.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	488.6	457.1	460.2	497.4	546.8
부채비율	19.2	23.0	24.5	23.7	22.4
순차입금/자기자본	-65.9	-70.8	-76.4	-81.3	-85.4
EBITDA/이자비용(배)	0.0	9,613.8	6,701.3	8,290.0	9,562.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,549	2,060	2,581	3,165	3,656
BPS	6,377	7,946	9,903	12,097	14,687
CFPS	1,656	2,172	2,699	3,275	3,758
주당 현금배당금	500	650	1,000	1,100	1,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	30.4	30.5	24.2	19.7	17.1
PER(최저)	14.8	18.3	16.2	13.2	11.5
PBR(최고)	7.4	7.9	6.3	5.2	4.3
PBR(최저)	3.6	4.8	4.2	3.5	2.9
PCR	28.5	20.7	15.8	13.1	11.4
EV/EBITDA(최고)	21.6	21.4	15.9	12.5	10.3
EV/EBITDA(최저)	-2.1	12.0	9.9	7.6	6.0