

# 네오팜 (092730)

화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>45,000원 (U)</b>
현재주가 (5/7)	<b>34,900원</b>
상승여력	<b>29%</b>

시가총액	2,864억원
총발행주식수	8,207,361주
60일 평균 거래대금	24억원
60일 평균 거래량	70,277주
52주 고	39,500원
52주 저	26,950원
외인지분율	14.34%
주요주주	잇츠한솔 외 3인 38.94%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.7)	6.9	9.9
상대	(4.2)	5.7	(24.9)
절대(달러환산)	(4.2)	7.1	20.1

## 아토팜, 3월부터 성장 진입

### 1Q21 Review: 선택과 집중

네오팜의 1분기 실적은 연결 매출 230억원(YoY+19%), 영업이익 67억원(YoY+6%) 기록했다. 컨센서스 대비 매출과 이익 대체로 예상 수준이었다. 수익성 보다는 성장에 집중한 성과로 판단한다. 제로이드의 판매가 예상을 상회했으며, 아토팜이 3월부터 (+) 성장 전환된 것이 고무적이다. 병원/H&B/수출과 같은 셀인 매출의 기여도가 확대되었으며, 할인율 상승이 동반되어 원가율이 전년동기비 3%p 상승했다.

▶ **브랜드별** 전년동기비 성장률은 제로이드 +37%, 아토팜 -2%, 리얼베리어 -14%, 더마비 +48% 기록한 것으로 파악된다. ①제로이드의 성장이 뚜렷했다. 코로나19 상황에서도 2020년 22% 성장 기록, 이번 분기도 고성장 했다. ②아토팜은 고무적이다. 1-2월은 면세 채널의 기저 부담이 존재했으나, 3월은 매출성장률이 10% 기록하며 성장 전환되었다. ③리얼베리어의 매출 감소는 다소 아쉬우나 H&B채널에 집중된 영향이다. ④더마비는 온/오프라인에서 외형 성장이 동반되었다. ▶ **채널별** 전년동기비 성장률은 오프라인(병원, H&B, 면세 등) +26%, 온라인 -2%, 수출 +33%, 홈쇼핑 +49% 기록했다. ①오프라인은 병원, H&B 성과가 견고했다. 주요 브랜드의 H&B채널 집중으로 ②온라인은 다소 약세를 나타냈다. ③수출은 고성장 기록했는데, 아직 작은 비중이나 태국 소피파이, 미국 아마존 등의 수요 확대에 따라 파악한다. ④홈쇼핑 또한 고성장 했는데, 건강기능식품 판매 호조에 기인한다. ▶ **원가/판관비 관련** 원가율은 29%로 전년동기비 3%p 상승했다. 셀인 매출의 기여도 상승이 일부 영향을 미쳤으며, 할인율 상승 영향(채널 행사 참여)이 컸을 것으로 판단한다. 판관 비율은 유지되었다.

### 아토팜, 3월부터 성장 진입

네오팜은 과거 2016-2020년 기간 평균 영업이익률 26%, 연평균 성장률 18%를 기록했다. 성장 동력의 주축인 제로이드는 견고하나, 최근 아토팜의 매출이 감소하면서 성장 둔화 우려를 낳았다. 또한 해외 비중이 낮다(2020년 기준 매출비중 7%). 당사는 이것이 동사가 동종기업 대비 낮은 밸류에이션에 거래되는 이유로 판단한다. 개선된 부분은 제로이드 성장이 강해진 가운데, 아토팜이 3월부터 (+)전환된 것이다. 또한 국내 성장 채널, 해외 온라인 등에 집중하는 등 보다 외형에 집중된 모습이다. 향후 마진 변동성(원가율)은 존재할 수 있으나 주력 브랜드(제로이드, 아토팜)가 견고한 흐름이 예상되는 만큼 영향은 제한적일 것으로 보인다. 2분기 영업이익은 62억원(YoY+16%) 추정하며, 현재주가는 12M fwd P/E 13x 수준으로 동종기업 내 밸류에이션 매력도가 높은 편이다. 투자 의견 BUY 유지하고, 목표주가는 4.5만원으로 상향한다.

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	230	19.0	-0.3	220	4.3
영업이익	67	6.3	1.9	70	-3.9
세전계속사업이익	72	5.0	8.9	72	-0.1
지배순이익	57	6.4	9.5	58	-1.7
영업이익률 (%)	29.2	-3.5 %pt	+0.6 %pt	31.7	-2.5 %pt
지배순이익률 (%)	25.0	-2.9 %pt	+2.3 %pt	26.5	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		832	816	981	1,096
영업이익		230	219	248	289
지배순이익		192	181	206	239
PER		20.2	14.5	13.9	12.0
PBR		3.7	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA		12.7	7.3	6.8	5.5
ROE		23.3	16.2	16.3	16.8

자료: 유안타증권

[표 1] 네오팜 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	19.3	21.4	17.9	23.0	23.0	25.4	21.5	28.3	83.2	81.6	98.1	109.6
% YoY	-3%	0%	-6%	1%	19%	19%	20%	23%	26%	-2%	20%	12%
매출총이익	14.3	15.3	12.6	16.4	16.3	17.9	15.2	20.5	60.1	58.6	69.9	78.6
% YoY	-2%	1%	-8%	-1%	14%	17%	21%	24%	24%	-2%	19%	12%
% 매출총이익률	74%	71%	70%	71%	71%	70%	71%	72%	72%	72%	71%	72%
연결 영업이익	6.3	5.4	3.6	6.6	6.7	6.2	4.5	7.4	23.0	21.9	24.8	28.9
% YoY	0%	-10%	-28%	17%	6%	16%	25%	12%	20%	-5%	13%	16%
% 영업이익률	33%	25%	20%	29%	29%	25%	21%	26%	28%	27%	25%	26%
지배주주 순이익	5.4	4.6	3.0	5.2	5.7	5.1	3.8	6.0	19.3	18.1	20.6	23.9

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 네오팜 채널별, 브랜드별 비중 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
<b>▶채널별</b>												
온라인	7.2	7.9	6.8	8.0	7.0	8.0	6.7	8.8	29.2	29.9	30.6	34.0
오프라인	10.1	10.5	8.7	12.6	12.7	13.8	11.6	15.1	40.5	41.9	53.2	60.2
수출	1.4	1.5	1.2	1.6	1.8	2.0	1.7	2.2	5.8	5.7	7.7	8.6
홈쇼핑	0.8	1.5	1.1	1.2	1.1	1.3	1.1	1.4	8.0	4.5	4.9	4.4
% YoY												
온라인	0%	1%	2%	5%	-2%	1%	0%	10%	14%	2%	2%	11%
오프라인	1%	3%	-4%	11%	26%	32%	33%	21%	28%	3%	27%	13%
수출	13%	-1%	-17%	-1%	33%	34%	35%	38%	43%	-2%	35%	11%
홈쇼핑	-51%	-30%	-38%	-54%	49%	-15%	0%	23%	61%	-44%	9%	-11%
% 비중												
온라인	37%	37%	38%	35%	31%	32%	32%	32%	35%	37%	32%	32%
오프라인	52%	49%	49%	55%	56%	55%	55%	55%	48%	51%	55%	56%
수출	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%
홈쇼핑	4%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	10%	6%	5%	4%
<b>▶브랜드별</b>												
아토팜	7.1	7.8	6.0	7.1	7.0	8.4	6.9	8.2	30.8	28.0	30.5	32.9
제로이드	6.1	6.5	5.6	8.3	8.4	8.1	7.0	10.8	21.7	26.5	34.3	40.0
리얼베리어	3.7	3.0	3.0	3.3	3.2	3.0	3.0	3.3	15.3	13.0	12.5	13.8
더마비	1.7	1.9	1.6	2.9	2.6	2.7	2.2	4.0	7.1	8.1	11.5	11.9
기타	0.8	2.2	1.6	1.2	1.6	2.8	1.9	1.2	8.7	5.7	7.6	8.6
% YoY												
아토팜	-3%	-9%	-16%	-8%	-2%	8%	15%	15%	-1%	-9%	9%	8%
제로이드	13%	20%	22%	32%	37%	25%	25%	30%	56%	22%	29%	17%
리얼베리어	-3%	-19%	-11%	-24%	-14%	0%	0%	0%	19%	-15%	-4%	10%
더마비	-3%	27%	6%	25%	48%	40%	40%	40%	25%	14%	42%	3%
기타	-54%	-12%	-29%	-47%	102%	30%	20%	-2%	222%	-34%	32%	13%
% 비중												
아토팜	37%	36%	33%	31%	31%	34%	33%	30%	37%	34%	32%	31%
제로이드	31%	30%	32%	36%	37%	32%	33%	39%	26%	33%	36%	37%
리얼베리어	19%	14%	17%	14%	14%	12%	14%	12%	18%	16%	13%	13%
더마비	9%	9%	9%	13%	11%	11%	11%	15%	8%	10%	12%	11%
기타	4%	10%	9%	5%	7%	11%	9%	4%	11%	7%	8%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

네오팜 (092730) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	832	816	981	1,096	1,190
매출원가	231	230	282	309	332
매출충이익	601	586	698	787	858
판매비	371	367	451	497	535
영업이익	230	219	248	289	322
EBITDA	242	234	260	301	332
영업외손익	6	10	16	17	20
외환관련손익	0	-1	0	0	0
이자손익	12	13	15	17	20
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-7	-1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	235	229	263	307	342
법인세비용	43	48	57	68	75
계속사업순이익	192	181	206	239	267
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	192	181	206	239	267
지배지분순이익	192	181	206	239	267
포괄순이익	189	179	204	237	264
지배지분포괄이익	189	179	204	237	264

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	192	171	178	215	245
당기순이익	192	181	206	239	267
감가상각비	10	10	9	8	7
외환손익	0	1	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-17	-45	-56	-50	-47
기타현금흐름	6	22	19	18	18
투자활동 현금흐름	-532	-47	-3	-2	-2
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5	-3	-2	-2	-2
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-527	-45	0	0	0
재무활동 현금흐름	310	-66	-27	-54	-54
단기차입금	0	-4	0	0	0
사채 및 장기차입금	40	0	0	0	0
자본	320	0	0	0	0
현금배당	-46	-59	-51	-51	-51
기타현금흐름	-3	-3	24	-3	-3
연결범위변동 등 기타	0	-1	17	-33	-32
현금의 증감	-29	57	166	126	157
기초 현금	84	55	112	278	404
기말 현금	55	112	278	404	561
NOPLAT	230	219	248	289	322
FCF	187	168	176	213	243

자료: 유안타증권

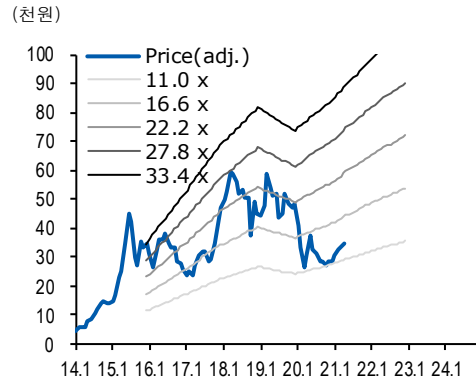
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 Valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,017	1,136	1,334	1,484	1,659
현금및현금성자산	55	112	278	404	561
매출채권 및 기타채권	95	88	101	113	122
재고자산	58	81	97	109	118
비유동자산	211	194	184	175	167
유형자산	102	98	92	86	80
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	22	12	12	12	12
자산총계	1,227	1,330	1,519	1,660	1,827
유동부채	128	149	158	163	167
매입채무 및 기타채무	91	77	86	91	95
단기차입금	4	0	0	0	0
유동성장기부채	3	43	43	43	43
비유동부채	42	4	4	4	4
장기차입금	40	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	170	153	162	167	171
지배지분	1,057	1,177	1,357	1,492	1,655
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	451	451	451	451	451
이익잉여금	591	711	867	1,004	1,169
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,057	1,177	1,357	1,492	1,655
순차입금	-809	-919	-1,085	-1,211	-1,368
총차입금	47	43	43	43	43

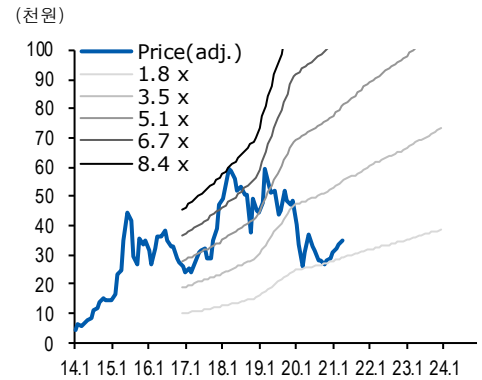
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,438	2,209	2,514	2,917	3,248
BPS	13,515	15,052	17,353	19,083	21,160
EBITDAPS	3,062	2,851	3,167	3,661	4,046
SPS	10,544	9,945	11,947	13,353	14,496
DPS	750	650	650	650	650
PER	20.2	14.5	13.9	12.0	10.7
PBR	3.7	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.7	7.3	6.8	5.5	4.5
PSR	4.7	3.2	2.9	2.6	2.4

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	25.6	-1.9	20.1	11.8	8.6
영업이익 증가율 (%)	19.8	-4.6	13.1	16.8	11.3
지배순이익 증가율 (%)	25.2	-5.8	13.8	16.0	11.4
매출총이익률 (%)	72.2	71.8	71.2	71.8	72.1
영업이익률 (%)	27.6	26.8	25.3	26.4	27.1
지배순이익률 (%)	23.1	22.2	21.0	21.8	22.4
EBITDA 마진 (%)	29.0	28.7	26.5	27.4	27.9
ROIC	117.8	97.2	98.7	108.5	116.4
ROA	19.7	14.2	14.5	15.1	15.3
ROE	23.3	16.2	16.3	16.8	16.9
부채비율 (%)	16.1	13.0	11.9	11.2	10.4
순차입금/자기자본 (%)	-76.5	-78.1	-79.9	-81.2	-82.6
영업이익/금융비용 (배)	1,337.3	388.5	439.5	513.5	571.4

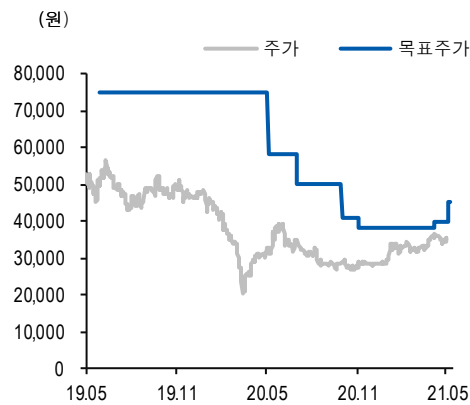
P/E band chart



P/B band chart



네오팜 (092730) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-05-10	BUY	45,000	1년		
2021-04-14	BUY	40,000	1년	-11.97	-9.50
2020-11-09	BUY	38,000	1년	-17.46	-4.61
2020-10-07	BUY	41,000	1년	-32.44	-28.41
2020-07-07	BUY	50,000	1년	-40.00	-30.60
2020-05-11	BUY	58,000	1년	-39.36	-31.90
2019-06-03	BUY	75,000	1년	-42.66	-24.67

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)	0.0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-05-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.