

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	746 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	2,466 억원
주요주주	
잇츠한불(외4)	31.48%
네오팜 자사주	5.04%
외국인지분률	7.00%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(17/06/19)	33,050 원
KOSDAQ	675.44 pt
52주 Beta	1.07
52주 최고가	39,500 원
52주 최저가	22,850 원
60일 평균 거래대금	12 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.8%	1.6%
6개월	28.4%	18.3%
12개월	-12.7%	-12.2%

네오팜 (092730/KQ | 매수(신규편입) | T.P 42,000 원(신규편입))

브랜드숍 부진, 면세점 부진, 사드 후폭풍... 모두 남에 동네 이야기

- 투자 의견 Buy, 목표주가 42,000 원으로 신규 분석을 개시
- 경쟁사 대비 높은 성장성과 인지도, 동사만의 원천기술과 제조설비가 프리미엄의 이유
- 모든 브랜드의 확실한 포지셔닝과 성장성이 핵심 투자포인트
- 부진한 화장품 업황에도 불구하고 당장 2 분기부터 큰 폭의 실적 성장을 전망

투자 의견 Buy, 목표주가 42,000 원

네오팜에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 42,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018 년 예상 순이익에 21.2X 의 PER Multiple 을 적용하여 산출하였다. Target PER 21.2X 는 중소형 브랜드 화장품 회사인 에이블씨앤씨, 잇츠한불의 2018 년 컨센스 실적 기준 PER 의 평균 값 17.7X 를 20% 할증하여 산출한 값이자 클리오의 2018 년 예상 실적 기준 PER 21.4X 와 유사한 수준이다. 동사가 경쟁사 대비 높은 성장성을 보유한 점, 세그먼트 내에서 확실한 인지도를 확보하고 있는 점 그리고 원천기술과 제조설비를 가지고 있다는 점이 밸류에이션 프리미엄의 이유이다.

투자포인트 - 모든 브랜드의 확실한 포지셔닝과 성장성

동사의 핵심 투자포인트는 전 브랜드가 세그먼트 내에서 확실한 인지도와 제품 경쟁력 그리고 성장성을 갖추고 있다는 점이다.

이토팜 : 유아동 화장품 카테고리에서 확실한 인지도를 가지고 있다. 단기적으로는 신제품 출시와 제품 라인업 확대에 따른 수혜가 기대된다. 홈쇼핑 편성횟수 급증과 신규 히트제품 출시로 단기 성장이 확실시되고 있다. 중장기적으로는 중국 진출이 기대된다.

리얼베리어 & 더마비 : 두 브랜드 모두 H&B 신규 입점을 통한 성장이 확실시 된다. 리얼베리어는 성인용 화장품 크림 부문에서 더마비는 바디로션 부문에서 높은 인지도를 확보하고 있다. 리얼베리어는 1 월을 시작으로 올리브영 입점을 시작하였으며, 더마비는 16 년말 올리브영 입점을 완료하였다.

제로이드 : 병의원 판매 화장품으로서 높은 인지도를 가지고 있다. 입점 병의원수 확대 (제로이드 MD 취급처 16 년말 250 개→17 년말 1,000 개)를 통한 성장이 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	256	360	424	521	611	685
yoy	%	27.1	40.5	17.8	23.1	17.2	12.2
영업이익	억원	50	63	96	136	168	195
yoy	%	132.9	25.1	52.6	42.5	23.8	16.0
EBITDA	억원	59	72	104	146	179	207
세전이익	억원	37	43	94	140	173	202
순이익(지배주주)	억원	26	34	77	113	141	164
영업이익률%	%	19.5	17.4	22.6	26.1	27.6	28.5
EBITDA%	%	23.2	20.0	24.5	28.0	29.4	30.2
순이익률	%	10.0	9.5	18.3	21.8	23.1	24.0
EPS	원	344	457	1,038	1,521	1,889	2,204
PER	배	41.7	76.0	25.2	21.7	17.5	15.0
PBR	배	3.4	7.9	5.1	5.2	4.0	3.2
EV/EBITDA	배	15.8	34.3	16.4	14.7	11.3	9.0
ROE	%	8.4	10.7	21.8	26.4	26.0	23.7
순차입금	억원	-144	-131	-242	-315	-444	-598
부채비율	%	15.1	23.9	20.6	20.7	18.7	16.7

Contents

Valuation	3
Multiple Premium의 근거	4
Company Brief	7
Investment Point – 최적의 브랜드 포트폴리오	8
아토팜	8
리얼베리어&더마비	12
제로이드	15
실적추정	16

Valuation

투자의견 Buy, 목표주가 42,000 원으로 커버리지 개시

네오팜에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 42,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 당기순이익에 21.2X의 PER Multiple을 적용하여 산출하였다. Target PER 21.2X는 중소형 브랜드 화장품 회사인 에이블씨엔씨, 잇츠한불의 2018년 컨센서스 실적 기준 PER의 평균 값 17.7X를 20% 할증하여 산출한 값이다(클리오 21.4X, 에이블씨엔씨 17.5X, 잇츠한불 17.9X).

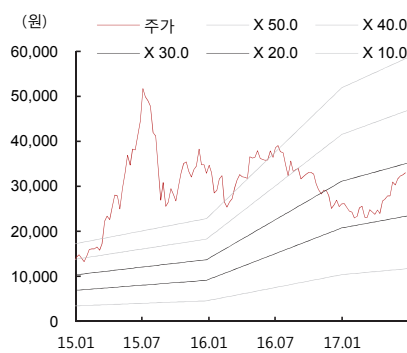
네오팜 PER Valuation

(억원 배 원)

구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 지배주주순이익	141	21.2	2,988	Target Multiple : Peer 대비 20% 할증
Shares Outstanding('000)			7,075	보통주 - 자기주식수
Fair Value per share			42,235	
Target Price			42,000	Upside +27.1%

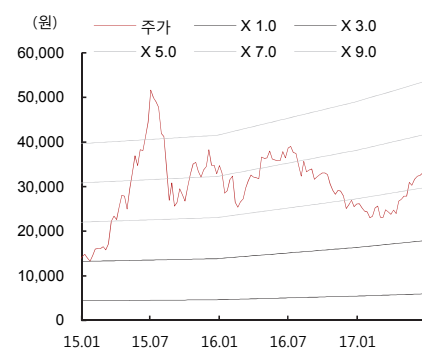
자료 : Quantwise, SK 증권

네오팜 12M Fwd PER Band Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

네오팜 12M Fwd PBR Band Chart



자료 : Quantwise, SK 증권

Multiple Premium 의 근거

1. 피어 대비 높은 성장성

첫 번째 멀티플 프리미엄의 근거는 피어 대비 높은 성장성이다. 당사가 추정하는 동사의 17년, 18년 예상 매출액 증가율은 +23.1%, 17.2%인데 반해, 에이블씨엔씨와 잇츠한불의 17년, 18년 평균 예상 매출액 증가율은 각각 +4.4%, +9.1% 수준에 불과하다. 수익성 개선 폭 또한 양사를 압도하는데 17년, 18년 동사의 예상 영업이익 증가율은 +42.5%, 23.8% 인데 반해, 에이블씨엔씨와 잇츠한불의 17년, 18년 평균 예상 영업이익 증가율은 각각 +12.2%, +17.8% 수준에 불과하다.

네오팜, 에이블씨엔씨, 잇츠한불 매출액, 영업이익 y-y %

(단위: 억원)

		2016	2017E	2018E
Sales	네오팜	424	521	611
	에이블씨엔씨	3,836	4,509	4,879
	잇츠한불	2,675	2,439	2,684
y-y%	네오팜	17.8%	23.1%	17.2%
	에이블씨엔씨	7.7%	17.5%	8.2%
	잇츠한불	-13.6%	-8.8%	10.0%
OP	네오팜	96	136	168
	에이블씨엔씨	228	279	320
	잇츠한불	734	601	672
y-y%	네오팜	52.4%	34.4%	31.0%
	에이블씨엔씨	62.9%	42.5%	23.8%
	잇츠한불	-34.3%	-18.1%	11.8%






자료 : Fnguide, SK 증권

주 : 네오팜은 당사 추정치, 이외 Fnguide Consensus

2. 세그먼트 내 확실한 인지도

두 번째 멀티플 프리미엄의 근거는 모든 브랜드의 세그먼트 내 확실한 인지도이다. 에이블씨엔씨와 잇츠한불이 브랜드숍으로서 확실한 인지도를 가지고 있는 것은 맞지만, 양사가 특정 세그먼트에서 압도적인 우위의 모습을 보이고 있지는 않다. 반면, 동사의 아토팜 브랜드는 베이비 카테고리에서 글로우픽, 네이버쇼핑 100 에서 높은 랭크를 지속 유지하고 있다. 이외 2015년 런칭한 성인용 화장품인 리얼베리어는 성인용 화장품 크림 부문에서 높은 인지도를 가지고 있으며, 더마비는 바디로션 부문에서 인지도를 쌓아나가고 있다. 이외 병의원을 통해서 유통되는 제로이드의 인지도 또한 빠른 속도로 올라오고 있다. 결국, 동사가 운영하는 4개 브랜드 모두가 특정 세그먼트에서 높은 인지도를 확보하고 있는 셈이다. 이는 투자포인트에서 추가적으로 후술하겠다.




네이버쇼핑 베스트 100 육아 스킨바디 부문 유아크림 제품군 14위 아토팜 크림

 <p>BEST 1</p> <p>아토팜 MLE 대용량 크림 1 60ml</p> <p>26,800원~112,240원</p> <p>판매처 상품평 (7,181)</p>	 <p>BEST 2</p> <p>오이보스 베이비 집중케어 크림 50ml</p> <p>11,800원~77,280원</p> <p>판매처 상품평 (1,475)</p>	 <p>BEST 3</p> <p>오이보스 베이비 페이스크림 30ml</p> <p>11,800원~30,000원</p> <p>판매처 상품평 (1,198)</p>	 <p>BEST 4</p> <p>아토팜 판테놀 크림 90ml</p> <p>20,180원~38,320원</p> <p>판매처 상품평 (671)</p>	 <p>BEST 5</p> <p>아토팜플러스 크림 160g</p> <p>29,120원~32,000원</p> <p>판매처 상품평 (213)</p>
--	---	---	--	--

자료: 네이버쇼핑 SK 증권

주: 2017년 6월 19일 16시 기준. 이 외 아토팜 MLE 크림 65ml 제품 동 카테고리 6위

글로우픽 베이비/맘 카테고리 베이비바디 제품군 12위 더마비 모이스처 바디로션&바디오일

 <p>BEST 1</p> <p>더마비 데일리 모이스처 바디로션</p> <p>400ml/16,000원</p> <p>★★★★ 4.47</p>	 <p>BEST 2</p> <p>더마비 데일리 모이스춰 바디오일</p> <p>200ml/15,000원</p> <p>★★★★ 4.26</p>	 <p>BEST 3</p> <p>바이오더마 아토펙 크림</p> <p>500ml/48,000원</p> <p>★★★★ 4.36</p>
---	---	---

자료: 글로우픽 SK 증권

주: 2017년 6월 19일 16시 기준. 이 외 더마비 울트라 모이스처 바디크림 동 카테고리 5위 차지

3. 원천기술과 제조설비를 보유한 종합 화장품 회사

세 번째 멀티플 프리미엄의 근거는 동사가 제품에 대한 원천기술과 제조 설비를 확보했다는 점이다. 이 부분은 대부분의 브랜드숍을 운영하는 화장품 회사들 대비 우위를 가진다. 동사의 주력제품들은 피부장벽이론을 바탕으로 MLE(Multi Lamellar Emulsion) 구조를 갖는 제형을 이용한다. 동사는 이 부문에 국제 특허를 가지고 있으며, 자사 공장에서 제품을 직접 생산하고 있다.

2016 년말 기준 동사 화장품 조제 공정과 포장공장의 8 시간, 20 일, 12 개월 기준 가동률은 각각 81.0%, 66.1%로 Capa 상의 여유도 아직 존재하며, 외주를 통한 대응 역시도 가능한 상황이다. 동사는 제품 생산 설비를 직접 확보함에 따라 고정비 이상의 매출액에서 이익 레버리지를 실현할 수 있으며, 원천기술 또한 확보함에 따라 상대적으로 유사제품 출시에 대한 우려가 적다는 강점을 가진다.

국제 특허 피부장벽 기술 MLE

MLE®는 건강한 피부구조를 가장 유사하게 재현한 (네오팜)의 국제 특허 기술로, 지속할 피부보호막을 형성하여 건조하고 민감한 피부의 피부장벽 강화 및 보호·보습 기능 강화에 도움을 줍니다.



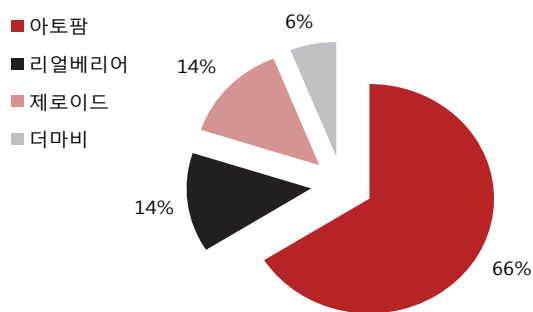
자료: 네오팜 SK 증권

Company Brief

4 개의 브랜드 제품을 직접 R&D, 생산, 판매하는 코스메슈티컬 회사

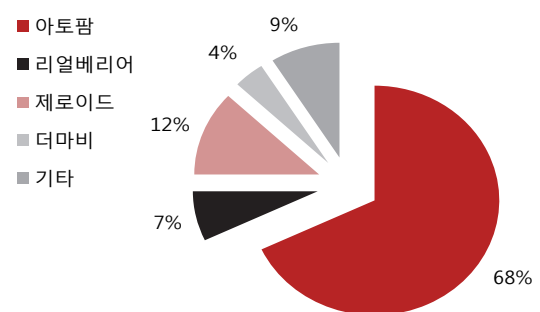
동사는 4 개의 브랜드를 온라인, 오프라인(대형마트, 유아 제품 전문점, H&B 스토어), 홈쇼핑으로 대부분 판매하며, 일부 수출을 하고 있다. 2016 년 기준 화장품부문의 브랜드별 매출 비중은 아토팜 약 66%, 제로이드 약 14%, 리얼베리어 약 14%, 더마비 약 6% 비중이다. 유통 채널별로는 2016 년 기준 오프라인 약 37%, 온라인 약 41%, 홈쇼핑 약 14%, 수출 약 8% 비중을 차지하고 있다. 1Q17 브랜드별 매출액에서 특징적인 것은 2015 년 출시된 성인용 화장품인 리얼베리어가 시장에 성공적으로 안착함에 따라 매출 비중을 빠른 속도로 확대해 나가고 있으며, 제로이드는 입점 병의원수 확대에 따라 큰 폭의 매출 성장을 시현하였으며, 더마비는 H&B 스토어 입점 수 확대에 따라 큰 폭의 매출 성장을 시현하였다. 아토팜은 홈쇼핑 편성 수와 방송 시간 축소의 영향으로 매출액이 전년 동기 대비 역신장하였다.

2016 년 브랜드별 매출비중



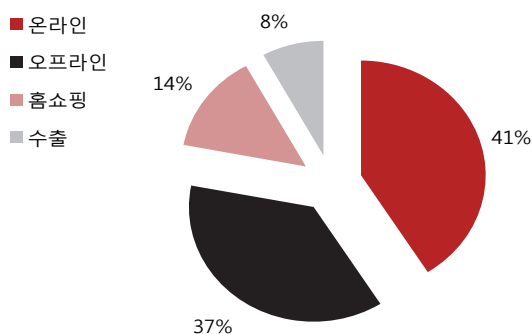
자료: 네오팜 SK 증권

2015 년 브랜드별 매출비중



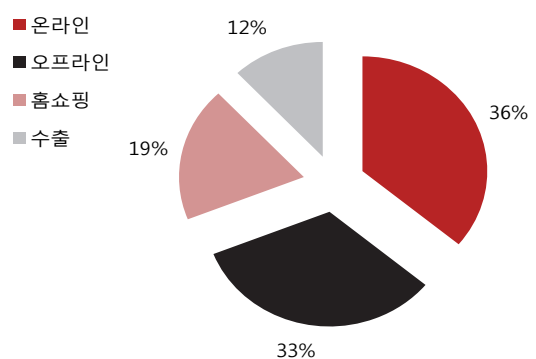
자료: 네오팜 SK 증권

2016 년 유통채널별 매출비중



자료: 네오팜 SK 증권

2015 년 유통채널별 매출비중



자료: 네오팜 SK 증권

Investment Point - 최적의 브랜드 포트폴리오

전 브랜드의 확실한 인지도와 제품 경쟁력 그리고 성장성

동사의 핵심 투자포인트는 전 브랜드가 세그먼트 내에서 확실한 인지도와 제품 경쟁력 그리고 성장성을 갖추고 있다는 점이다.

먼저 아토팜은 유아동 화장품 카테고리에서 확실한 인지도를 가지고 있다. 단기적으로는 신제품 출시와 제품 라인업 확대에 따른 수혜가 기대된다. 홈쇼핑 편성횟수 급증과 신규 히트제품 출시로 단기 성장이 확실시되고 있다. 중장기적으로는 중국 진출이 가장 기대되는 브랜드이다.

리얼베리어와 더마비는 모두 H&B 신규 입점을 통한 성장이 확실시 된다. 리얼베리어는 성인용 화장품 크림 부문에서 더마비는 바디로션 부문에서 높은 인지도를 확보하고 있다. 리얼베리어는 1 월을 시작으로 올리브영 입점을 시작하였으며, 더마비는 16 년말 올리브영 입점을 완료하였다. 2017 년 온기로 올리브영 입점 확대의 수혜를 누릴 예정이다.






마지막으로 제로이드는 병의원 판매 화장품으로 높은 인지도를 가지고 있다. 입점 병의원 수 확대를 통한 성장이 기대된다. 실손보험 처리가 가능한 제로이드 MD 취급처는 2016 년말 250 개에서 현재 530 개까지 확대되었다. 2017 년말에는 취급 병의원수가 1,000 개로 확대될 전망이다.

아토팜

유아동 화장품 카테고리에서 갖추고 있는 독보적인 입지

민감피부 전문 스킨케어 브랜드인 아토팜은 유아동 화장품 카테고리에서 확실한 인지도를 가지고 있다. 아토팜은 한국산업의 브랜드파워 민감성 스킨케어 부문 11 년 연속 1 위에 선정되었으며, 현재도 화장품에 대한 전반적인 경쟁력과 인지도를 확인할 수 있는 글로벌픽과 네이버쇼핑 100 에서도 주요 제품군들이 상위권에 랭크되어 있다.






네이버쇼핑 베스트 100 육아 스킨바디 부문 유아크림 제품군 14위 아토팜 크림

 <p>BEST 1</p> <p>아토팜 MLE 대응량 크림 1 60ml</p> <p>26,800원~112,240원</p> <p>판매처 상품평 (7,181)</p>	 <p>BEST 2</p> <p>오이보스 베이비 집중케어 크림 50ml</p> <p>11,800원~77,280원</p> <p>판매처 상품평 (1,475)</p>	 <p>BEST 3</p> <p>오이보스 베이비 페이스크림 30ml</p> <p>11,800원~30,000원</p> <p>판매처 상품평 (1,198)</p>	 <p>BEST 4</p> <p>아토팜 판테놀 크림 90ml</p> <p>20,180원~38,320원</p> <p>판매처 상품평 (671)</p>	 <p>BEST 5</p> <p>아토팜플러스 크림 160g</p> <p>29,120원~32,000원</p> <p>판매처 상품평 (213)</p>
--	---	---	--	--

자료: 네이버쇼핑

주: 2017년 6월 19일 16시 기준. 이 외 아토팜 MLE 크림 65ml 제품 동 카테고리 6위


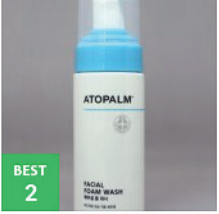



네이버쇼핑 베스트 100 육아 스킨바디 부문 유아파우더 제품군 1위 아토팜 파우더

 <p>BEST 1</p> <p>★~6/22 5만원/20만원이상 L-money 5천점/2...</p> <p>14,900원</p> <p>롯데닷컴</p>	 <p>BEST 2</p> <p>new공중비책 수딩 파우더 1+1</p> <p>24,980원</p> <p>토트obet N Pay</p>	 <p>BEST 3</p> <p>파우더 1개</p> <p>베이비파우더 토닥 100g x 1개 딸따분 파우...</p> <p>4,200원</p> <p>다팜메디 N Pay</p>	 <p>BEST 4</p> <p>존슨즈베이비 베드타임 파우더 400g</p> <p>8,500원</p> <p>2by2 N Pay</p>	 <p>BEST 5</p> <p>사노산 베이비 케어파우더 100g</p> <p>4,400원</p> <p>독한남자 N Pay</p> <p>해외직구 독일</p>
--	--	--	--	--

자료: 네이버쇼핑

주: 2017년 6월 19일 16시 기준

네이버쇼핑 베스트 100 육아 스킨바디 부문 기타스킨 제품군 2위 아토팜 MLE 페이스 폼워시

 <p>BEST 1</p> <p>브리마쥬 젠틀 베이비 세럼 (유기농 세럼) 3...</p> <p>38,000원</p> <p>브리마쥬 N Pay</p>	 <p>BEST 2</p> <p>아토팜 MLE 페이스 폼워시 150ml + 파우치샴...</p> <p>12,600원</p> <p>GoodDay좋은날 N Pay</p> <p>키즈윈도</p>	 <p>BEST 3</p> <p>무스텔라 피지오베베 300ml 클렌징워터 / 당...</p> <p>3,790원</p> <p>픽스토어 N Pay</p>	 <p>BEST 4</p> <p>[캘리포니아베이비] 시트로넬라 스프레이 5...</p> <p>8,460원</p> <p>GSSHOP</p>	 <p>BEST 5</p> <p>레암 키즈 버블 펀 500ml - 트로픽 크러쉬</p> <p>10,910원</p> <p>롯데닷컴</p>
---	--	---	---	---

자료: 네이버쇼핑

주: 2017년 6월 19일 16시 기준

단기 성장 전략 - 제품 라인업 확대, 홈쇼핑 편성 시간 확대

아토팜의 단기 성장 전략은 제품 라인업 확대를 통한 성장이다. 과거 아토팜 대부분 제품은 크림, 로션 등으로 구성되어 성수기, 비수기의 구분이 뚜렷하였다. 동사는 2분기부터 선크어류, 워시류, 쿨미스트, 젤크림, 콩순이팩트 등 하절기용 제품 라인업을 강화하였다. 신제품들은 시장의 좋은 반응을 얻고 있으며, 이는 홈쇼핑 편성 시간 확대로 이어지고 있다.

2Q16, 3Q16 아토팜의 홈쇼핑 방송횟수는 각각 3회, 6회에 불과하였다. 그러나 신제품 라인업이 강화된 2Q17E, 6월 18일 기준 이미 10회(리얼베리어 2회 제외)의 방송이 진행되었다. 특징적인 것은 제품의 판매 단가 또한 상승되었다는 것이다. 2Q17 아토팜 제품의 방송당 판매단가는 평균 79,164 원으로 2Q16, 3Q16 방송당 평균 판매단가 67,539 원 대비 +18.0% 높은 수준이다. 성수기였던 1Q17의 방송당 평균 판매단가가 79,688 원 수준임을 감안하면, 현재 방송당 평균 판매단가는 성수기에 버금가는 수준이라 볼 수 있다. 단기적으로 아토팜의 성장은 신제품 효과와 홈쇼핑 편성 횟수 확대만을 통해서도 가능한 상황이다.

아토팜 분기별 홈쇼핑 방송 내역

(단위: 회 원)








분기	방송사별	회사별 방송횟수	제품별	제품별 방송횟수	평균기준가	평균판매가
2Q17	홈쇼핑	12	아토팜	10	87,840	79,164
			리얼베리어	2	59,900	59,900
1Q17	GS 홈쇼핑	2	리얼베리어	2	59,900	59,900
	홈쇼핑	14	아토팜	13	88,929	80,500
			리얼베리어	1	59,900	59,900
4Q16	GS 홈쇼핑	3	아토팜	3	75,000	74,000
	롯데홈쇼핑	2	리얼베리어	2	78,000	77,000
	홈쇼핑	17	아토팜	17	88,706	81,328
3Q16	롯데홈쇼핑	1	리얼베리어	1	78,000	77,000
	홈쇼핑	6	아토팜	6	79,000	68,993
2Q16	홈쇼핑	3	아토팜	3	69,000	64,630
1Q16	홈쇼핑	20	아토팜	20	86,850	70,349

자료 : 홈쇼핑모아, SK 증권
주 : 2017년 6월 18일 기준

단기 성장 전략 - 콩순이 모멘텀도 가세

동사는 영실업과 ‘콩순이’ 관련 라이선스 계약을 취득하였다. 콩순이는 2016년 Big doll 시장점유율 43%를 기록하였으며, IPTV 애니메이션 1위 View를 기록한 인기캐릭터이다. 3월 동사는 콩순이 캐릭터를 이용한 ‘콩순이 선택트’를 출시하였으며, 이는 출시 이후 완판 행진을 이어나가고 있다. 콩순이 팩트는 현재 네이버쇼핑 베스트 100 유아선크림 제품군에서 1위에 랭크되어 있다. 콩순이 캐릭터를 활용한 신제품 출시가 지속될 수 있는 상황으로 단기적으로는 ‘콩순이 모멘텀’까지도 기대해 볼 수 있다.

네이버쇼핑 베스트 100 유아 스킨바디 부문 유아선크림 제품군 1위 콩순이 선택트

 <p>BEST 1</p> <p>[아토팜] 특특 페이스 콩순이 선택트 (SPF4...)</p> <p>19,900원</p> <p>네오팜 샵 </p>	 <p>BEST 2</p> <p>닥터아트 실키 포켓 선택트 17g(2017년)/선...</p> <p>11,000원</p> <p>앙플로 </p>	 <p>BEST 3</p> <p>[보타니컬테라피]베이비 워셔 선택트 세트...</p> <p>27,800원</p> <p>롯데아이를</p>	 <p>BEST 4</p> <p>토 실키 선택트 1+1 17g 1+1</p> <p>23,580원</p> <p>G마켓</p>	 <p>BEST 5</p> <p>[호호에미] 내츄럴 베이비 선크림 50g</p> <p>24,000원</p> <p>호호에미</p>
--	--	---	---	---

자료: 네이버쇼핑 주. 2017년 6월 19일 16시 기준

중장기 성장전략 - 중국 진출이 가능성이 가장 높은 ‘아토팜’

국내에서 확실한 인지도와 포지셔닝이 되어 있는 브랜드인만큼 중장기 성장모멘텀은 해외에서 확보할 수 있을 것으로 판단한다. 동사의 아토팜 제품 6종에 대한 중국 위생허가 승인을 완료한 상황이며, 추가 6종에 대한 위생허가를 진행중이다. 위생허가를 승인이 완료된 제품군들을 확보하고 있기에 언제든지 중국 오프라인 시장 진출이 가능한 상황이다. 중국 화장품 시장은 과거처럼 단지, Made in Korea 라고 해서 제품을 흥행시킬 수 있는 시장이 아니다. 한국에서 이미 검증이 된 제품이어야 중국 시장에서 자리를 잡는데 상대적으로 유리한 위치에 설 수 있다. 동사의 제품군들은 유아동 카테고리에서 확실한 인지도와 제품 경쟁력을 수년째 쌓아왔기에 중국 시장 진출에서도 경쟁사들 대비 유리한 고지를 차지할 수 있을 것으로 판단한다.

또한 동사의 모회사 잇츠한불의 네트워크를 이용할 수 있는 강점 또한 가지고 있다. 잇츠한불은 뉴월드그룹과 주메이의 지분투자를 받고 있으며, 중국 최대 유아동복 회사인 썬마그룹과 JV를 통한 신규 브랜드 출시를 앞두고 있다.




현재까지 중국 진출 관련 가시화된 것은 없지만, 동사의 확실한 제품력과 국내 유아동 화장품 업계에서의 인지도 그리고 모회사의 네트워크를 감안하면 동사의 중국 시장 진출은 사드 관련 이슈가 해결되는 시점에는 어느 정도의 성과를 이룰 수 있을 것으로 판단한다.

리얼베리어 & 더마비

성인용 화장품 크림 부문의 강자 리얼베리어, 바디 부문의 강자 더마비

리얼베리어와 더마비는 2017년 가장 큰 폭의 외형 성장이 기대되는 브랜드이다. 당사는 연간 두 브랜드가 y-y +65~75% 수준의 외형 성장을 시현할 것으로 추정한다. 두 브랜드 모두 성장 초입 국면에 있는 브랜드답게 1Q17 큰 폭의 외형 성장을 시현하였다. 리얼베리어는 1Q17 y-y +65.5%, q-q +16.2%의 매출 성장을 시현하였으며, 더마비는 1Q17 y-y +67.1%, q-q +1.8%의 매출 성장을 시현하였다. 리얼베리어는 2015년 출시된 성인용 화장품으로 크림 부문에 높은 인지도를 가지고 있으며, 더마비는 바디 전문 브랜드로 올리브영 바디로션 판매 1위, 글로우픽 랭크 1위를 차지하고 있다.






글로우픽 베이비/맘 카테고리 베이비바디 제품군 1,2 위 더마비 모이스처 바디로션&바디오일

<p>BEST 1</p>  <p>더마비 데일리 모이스처 바디로션 400ml/16,000원 ★★★★★ 4.47</p>	<p>BEST 2</p>  <p>더마비 데일리 모이스춰 바디오일 200ml/15,000원 ★★★★★ 4.26</p>	<p>BEST 3</p>  <p>바이오더마 아토덤 크림 500ml/48,000원 ★★★★★ 4.36</p>
---	---	--

자료: 글로우픽 SK 증권

주: 2017년 6월 19일 16시 기준. 이 외 더마비 울트라 모이스처 바디크림 등 카테고리 5위




네이버쇼핑 베스트 100 화장품/미용 스킨케어 부문 크림 제품군 5위 리얼베리어 크림

<p>BEST 1</p>  <p>벨리프 더 트루 크림 모이스처라이징 밤 75...</p> <p>32,580원~51,000원 판매처 상품평 (486)</p>	<p>BEST 2</p>  <p>닥터지 레드 블레미쉬 클리어 크림 70ml</p> <p>15,030원~36,000원 판매처 상품평 (1,210)</p>	<p>BEST 3</p>  <p>피지오겔 DMT 크림 150ml</p> <p>19,380원~88,000원 판매처 상품평 (17,922)</p>	<p>BEST 4</p>  <p>맥스클리닉 써마지 리프팅 스틱 23g</p> <p>22,490원~58,400원 판매처 상품평 (450)</p>	<p>BEST 5</p>  <p>아토팜 리얼 베리어 익스트림 크림 50ml</p> <p>25,280원~64,000원 판매처 상품평 (5,565)</p>
---	---	--	---	---

자료: 네이버쇼핑






주: 2017년 6월 19일 16시 기준

글로벌픽 스킨케어 카테고리 마스크/팩 제품군 1 위 리얼베리어 익스트림 크림 마스크팩

<p>BEST 1</p>  <p>아토팜 리얼 베리어 익스트림 크림 마스크</p> <p>28ml/3,000원</p> <p>★★★★★ 4.71</p>	<p>BEST 2</p>  <p>리더스 스텝 솔루션 아쿠아 링거 화이트벨벳 마스크</p> <p>25ml/3,000원</p> <p>★★★★★ 4.48</p>	<p>BEST 3</p>  <p>엘트루 아임 쏘리 포 마이 스킨 릴렉싱 젤리 마스크</p> <p>33ml/3,000원</p> <p>★★★★★ 4.28</p>
---	--	---

자료: 글로벌픽 SK 증권
 주: 2017년 6월 19일 16시 기준

글로벌픽 스킨케어 카테고리 크림 제품군 5 위 리얼베리어 익스트림 크림

<p>BEST 1</p>  <p>제로이드 인텐시브 크림</p> <p>80ml/30,000원</p> <p>★★★★★ 4.31</p>	<p>BEST 2</p>  <p>유세린 하이알루론 나이트 크림</p> <p>50ml/70,000원</p> <p>★★★★★ 4.24</p>	<p>BEST 3</p>  <p>엘리자베스아옌 에잇아웬 크림 스킨 프로텍턴트</p> <p>50g/30,000원</p> <p>★★★★★ 4.20</p>
<p>4</p>  <p>스바보다 룩스 비타민 영양 크림</p>	<p>41g 5,500원 4.26점 / 66 Reviews</p>	
<p>5</p>  <p>아토팜 리얼베리어 익스트림 크림</p>	<p>50ml 38,000원 4.22점 / 702 Reviews</p>	

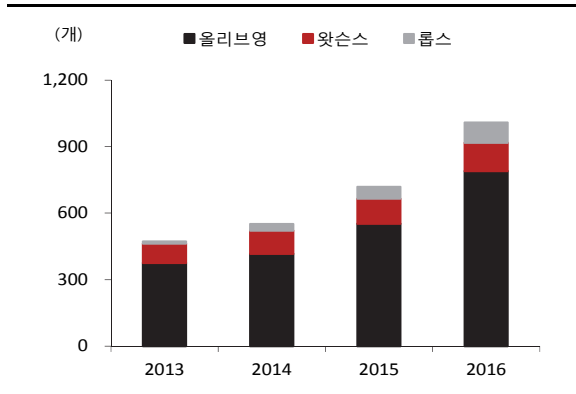
자료: 글로벌픽 SK 증권
 주: 2017년 6월 19일 16시 기준

리얼베리어 & 더마비 - H&B 스토어 확대의 최대 수혜 브랜드

리얼베리어는 2015년 출시 첫 해 매출액 약 14 억원을 기록한데 이어, 2016년에는 약 65~70 억원 수준의 매출액을 시현하였다. 1Q17 역시 매출액이 y-y +65.5%, q-q +16.2% 증가하는 호조세를 보였다. 리얼베리어는 2017년, 2018년 H&B 스토어 입점을 통해서 현재의 성장세를 이어나갈 전망이다. 기존 왓슨스(매장수 128 개)에만 입점했던 리얼베리어는 1 월을 시작으로 올리브영에 입점을 시작하였다. 현재까지 130 개점에 입점하였으며, 연말까지 500 개점으로 입점을 확대해나갈 예정이다. 또한 6 월말에는 롭스 90 개 전점에 한 번에 입점이 진행될 예정이다.

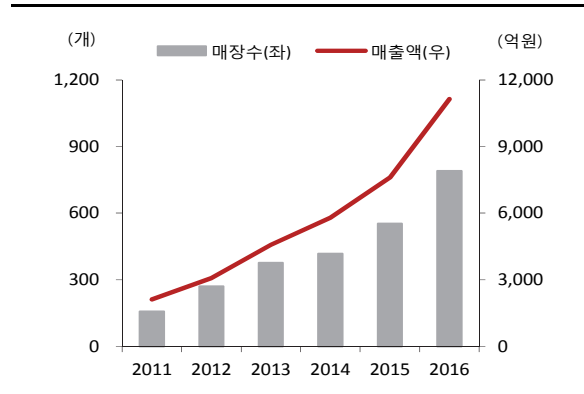
2015년 리얼베리어와 유사한 수준의 매출액을 기록하였던 더마비는 2016년 약 20~25 억원 수준의 매출액을 시현하였다. 2016년 본격적으로 올리브영에 입점을 시작하였으며, 2016년말 전점 입점이 완료되었다. 따라서 2017년은 올리브영 입점 효과를 온기로 누릴 전망이다. 추가적으로 올리브영은 2017년 매장 수를 1,000 개(2016년말 790 개)까지 확대할 예정으로 올리브영 매장 수 확대에 따른 외형 성장 또한 가능할 전망이다. 두 브랜드는 H&B 스토어 유통 채널의 자체 성장과 입점 매장수 확대를 통해서 2017년, 2018년에도 큰 폭의 외형 성장을 이어나갈 전망이다.

주요 H&B 스토어 매장수 추이



자료 : 전자공시, SK 증권

올리브영 매장수와 매출액 추이



자료 : 전자공시, SK 증권

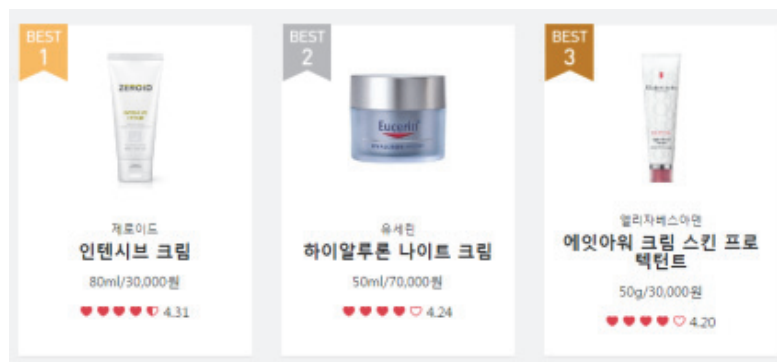
제로이드

취급 병원 수 확대에 따른 수혜가 기대되는 상황

제로이드는 병원 판매 화장품으로 입지를 강화하고 있다. 2015 년말 제로이드 MD 가 출시되었으며, 2016 년 하반기부터 본격적으로 제로이드 MD 의 매출이 확대되기 시작하였다. 2016 년말 제로이드 MD 취급 병원 수 는 250 개에서 현재 530 개까지 확대되었다. 이에 따라 1Q17 제로이드는 매출액 y-y +56.4%, q-q +14.3% 증가하는 호조를 보였다.

제로이드는 실손 보험 처리가 가능하다는 강점까지 가지고 있어서 병원 신규 진출이 어렵지 않은 상황이다. 2017 년말에는 제로이드 MD 취급 병원수가 1,000 개까지 확대될 전망이다. 동사는 종합병원, 피부과 중심에서 소아과로 취급 병원 영역을 지속 확대해 나갈 예정이며, 제로이드 펌프로프, 제로이드 더마뉴얼의 리뉴얼 및 신규 제품 런칭 등을 통해서 제품 영역 또한 확대해 나갈 예정이다. 현재는 제품군 확대와 취급 병원 수가 함께 이루어지고 있는 구간이며, 제로이드는 동사 4 개 브랜드 중 수익성이 가장 높은 제품으로 제로이드 매출 확대는 수익성 개선으로까지도 연결된다.

글로우픽 스킨케어 카테고리 크림 제품군 1 위 제로이드 인텐시브 크림



자료: 글로우픽 SK 증권

주: 2017 년 6 월 19 일 16 시 기준

실적추정

브랜드숍 부진, 면세점 부진, 사드 후폭풍... 남에 동네 이야기

당장 2 분기, 동사는 국내 화장품 업체들과는 상반된 호실적이 기대되는 상황이다. 1Q17 리얼베리어, 제로이드, 더마비는 각각 y-y +65.5%, +56.4%, +67.1%의 매출 성장을 시현하였는데, 2Q17E 역시 1 분기의 성장세가 지속될 전망이다. 리얼베리어의 올리브영 입점 매장 수와 제로이드의 취급 병의원 수가 지속 우상향하고 있으며, 더마비는 올리브영 내 바디로션 부문 1위를 달성하며, 자체 경쟁력을 높여나가고 있다. 아토팜의 경우는 홈쇼핑 방송횟수 증가 및 신제품 효과 등으로 외형 성장을 다시 재개해 나갈 전망이다. 2 분기의 성장 요인들이 하반기에도 긍정적으로 영향을 미칠 것이기에 동사는 연중 호실적이 지속될 전망이다.

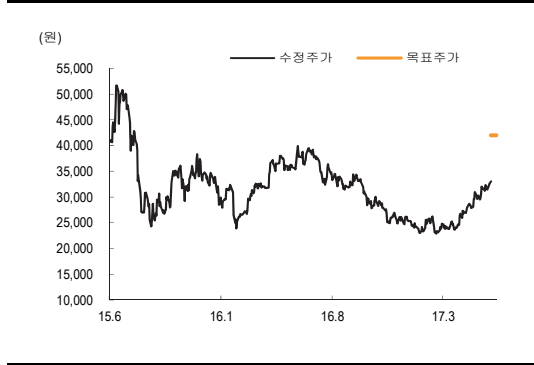
네오팜 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1229	94.5	84.4	121.8	130.9	121.4	122.3	146.9	423.7	521.4	610.9
y-y	37.6%	39.5%	14.9%	-5.6%	6.5%	28.4%	44.9%	20.6%	17.8%	23.1%	17.2%
매출총이익	93.9	67.7	61.9	90.9	100.9	87.3	90.0	110.0	314.4	388.2	456.7
y-y	35.8%	38.7%	20.4%	-5.6%	7.5%	29.0%	45.5%	21.0%	18.3%	23.5%	17.6%
% Sales	76.4%	71.6%	73.3%	74.6%	77.1%	71.9%	73.6%	74.9%	74.2%	74.5%	74.8%
판매비	57.6	45.8	40.9	78.9	58.4	52.5	52.6	88.7	223.2	252.2	288.2
y-y	28.7%	21.0%	2.0%	-1.9%	1.4%	14.6%	28.7%	12.3%	9.9%	13.0%	14.3%
% Sales	46.9%	48.5%	48.4%	64.8%	44.6%	43.2%	43.0%	60.4%	52.7%	48.4%	47.2%
인건비및복리후생비	8.8	10.8	13.1	22.5	12.3	13.0	15.7	25.7	55.2	66.6	73.3
일반관리비(지급수수료)	15.3	4.5	5.7	18.0	13.6	5.5	6.1	19.1	43.5	44.3	51.9
판매비	6.4	5.6	4.5	9.0	6.4	7.0	6.1	10.3	25.5	29.8	33.7
연구개발비	4.3	6.9	4.3	6.3	4.3	8.8	6.3	7.6	21.8	27.0	31.7
광고선전비	11.7	10.8	5.3	14.9	10.3	9.7	8.6	16.9	42.7	45.5	52.0
기타	11.2	7.1	8.0	8.2	11.6	8.5	9.8	9.1	34.6	39.0	45.7
% Sales											
인건비및복리후생비	7.1%	11.4%	15.5%	18.5%	9.4%	10.7%	12.8%	17.5%	13.0%	12.8%	12.0%
일반관리비(지급수수료)	12.5%	4.8%	6.7%	14.7%	10.4%	4.5%	5.0%	13.0%	10.3%	8.5%	8.5%
판매비	5.2%	6.0%	5.3%	7.4%	4.9%	5.8%	5.0%	7.0%	6.0%	5.7%	5.5%
연구개발비	3.5%	7.3%	5.1%	5.2%	3.3%	7.3%	5.1%	5.2%	5.1%	5.2%	5.2%
광고선전비	9.5%	11.5%	6.2%	12.3%	7.9%	8.0%	7.0%	11.5%	10.1%	8.7%	8.5%
기타	9.1%	7.5%	9.5%	6.7%	8.8%	7.0%	8.0%	6.2%	8.2%	7.5%	7.5%
영업이익	36.3	21.9	21.7	15.6	42.5	34.8	37.4	21.3	95.5	136.1	168.5
y-y	48.9%	99.4%	91.5%	-1.6%	17.1%	59.1%	72.5%	36.4%	52.6%	42.5%	23.8%
% Sales	29.5%	23.2%	25.7%	12.8%	32.5%	28.7%	30.6%	14.5%	22.5%	26.1%	27.6%

자료 : 전자공시 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.06.19	매수	42,000원
	2016.06.16	담당자변경 Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(서명화)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 6월 19일 기준)

매수	92.57%	중립	7.43%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	216	231	337	433	582
현금및현금성자산	67	80	76	136	264
매출채권및기타채권	36	46	46	56	66
재고자산	28	42	42	51	60
비유동자산	142	174	128	138	144
장기금융자산	20	67	21	20	20
유형자산	84	83	86	92	98
무형자산	28	11	12	13	14
자산총계	358	404	465	571	726
유동부채	37	74	78	96	112
단기금융부채	4	0	1	1	1
매입채무 및 기타채무	23	51	54	66	78
단기충당부채	0	1	1	1	1
비유동부채	9	4	2	2	2
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	1	0	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	47	78	79	98	114
지배주주지분	311	326	386	473	612
자본금	37	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135	135
기타자본구성요소	-32	-32	-31	-31	-31
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27
이익잉여금	171	186	245	331	472
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	311	326	386	473	612
부채외자본총계	358	404	465	571	726

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	66	59	90	86	142
당기순이익(손실)	26	34	77	113	141
비현금성항목등	35	42	31	34	39
유형자산감가상각비	6	6	6	8	8
무형자산상각비	3	3	2	2	3
기타	17	27	10	1	0
운전자본감소(증가)	5	-13	-5	-31	-5
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4	-12	2	-10	-10
재고자산감소(증가)	-5	-18	-4	-10	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	10	2	26	11
기타	3	6	-5	-36	2
법인세납부	0	-4	-12	-30	-33
투자활동현금흐름	5	-25	-78	-25	-14
금융자산감소(증가)	3	-16	-68	-14	0
유형자산감소(증가)	-2	-5	-10	-13	-15
무형자산감소(증가)	-2	-3	-3	-3	-3
기타	6	-1	3	5	5
재무활동현금흐름	-22	-21	-18	1	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-10	0	0	0	0
배당금의 지급	-7	-18	-18	-25	0
기타	0	1	0	1	0
현금의 증가(감소)	49	13	-4	59	129
기초현금	18	67	80	76	136
기말현금	67	80	76	136	264
FCF	55	57	83	99	125

자료 : 네오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	256	360	424	521	611
매출원가	69	94	105	133	154
매출총이익	188	266	319	388	457
매출총이익률 (%)	73.2	73.9	75.2	74.5	74.8
판매비와관리비	137	203	223	252	288
영업이익	50	63	96	136	168
영업이익률 (%)	19.5	17.4	22.6	26.1	27.6
비영업손익	-13	-19	-1	4	5
순금융비용	-2	-3	-3	-4	-5
외환관련손익	0	1	2	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	37	43	94	140	173
세전계속사업이익률 (%)	14.5	12.0	22.3	26.8	28.4
계속사업법인세	12	9	17	26	33
계속사업이익	26	34	77	113	141
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	26	34	77	113	141
순이익률 (%)	10.0	9.5	18.3	21.8	23.1
지배주주	26	34	77	113	141
지배주주귀속 순이익률(%)	10.03	9.47	18.27	21.76	23.07
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	25	32	76	112	139
지배주주	25	32	76	112	139
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	59	72	104	146	179

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	27.1	40.5	17.8	23.1	17.2
영업이익	132.9	25.1	52.6	42.5	23.8
세전계속사업이익	91.0	16.2	118.4	47.9	24.2
EBITDA	90.0	21.2	44.5	40.8	22.7
EPS(계속사업)	35.5	32.7	127.2	46.6	24.2
수익성 (%)					
ROE	8.4	10.7	21.8	26.4	26.0
ROA	7.3	8.9	17.8	21.9	21.7
EBITDA마진	23.2	20.0	24.5	28.0	29.4
안정성 (%)					
유동비율	577.3	312.4	434.6	451.0	518.1
부채비율	15.1	23.9	20.6	20.7	18.7
순차입금/자기자본	-46.3	-40.1	-62.7	-66.7	-72.6
EBITDA/이자비용(배)	746.2	9,858.6	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	344	457	1,038	1,521	1,889
BPS	4,174	4,372	5,170	6,339	8,202
CFPS	469	581	1,149	1,656	2,036
주당 현금배당금	250	250	350	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	48.1	113.2	38.5	21.7	17.5
PER(최저)	12.9	29.1	23.0	15.0	12.1
PBR(최고)	4.0	11.8	7.7	5.2	4.0
PBR(최저)	1.1	3.0	4.6	3.6	2.8
PCR	30.6	59.7	22.7	20.0	16.2
EV/EBITDA(최고)	18.6	51.9	26.4	14.7	11.3
EV/EBITDA(최저)	3.3	12.0	14.9	-2.2	-2.5

memo
