

2019/01/24

투자의견 Not Rated

목표주가 N/A

## Company Data

|         |           |
|---------|-----------|
| 자본금     | 792 억원    |
| 발행주식수   | 15,842 만주 |
| 자사주     | 3 만주      |
| 액면가     | 500 원     |
| 시가총액    | 1,418 억원  |
| 주요주주    |           |
| 문양근(외4) | 31.87%    |
|         | ODM       |
| 외국인지분률  | 3.10%     |
| 배당수익률   | 0.00%     |

## Stock Data

|              |           |
|--------------|-----------|
| 주가(19/01/23) | 894 원     |
| KOSDAQ       | 695.63 pt |
| 52주 Beta     | 0.90      |
| 52주 최고가      | 1,350 원   |
| 52주 최저가      | 741 원     |
| 60일 평균 거래대금  | 7 억원      |

오버행 관련: 2018 년 스와니코코 인수  
자금 마련 목적으로 소프트뱅크와  
키움증권에 각각 140 억원씩 280 억원  
규모 CB 발행해 투자 받은 바 있음

## (3) 브레인콘텐츠(066980/KQ): 부진의 끝자락

- 밸류에이션: 2019 년 예상 실적 기준 PER 13.3 배로 중 소형 화장품 업종 평균 대비 44% 디스카운트 되어있음. 동사에게는 화장품 사업부 외에도 여러 사업부들이 존재. 다만, 2019 년 화장품 사업부의 이익 기여도가 69% 이상일 것으로 전망됨에 따라 PER 밸류에이션에 있어 지배주주순이익 69%에 대해서는 화장품 업종 밸류에이션 멀티플을 부여해도 무리가 없다는 판단. 현재 시가총액은 1,418 억 수준이며, 현금 자산 약 370 억원과 글로벌텍스프리(이하 GTF) 지분율 33.2%(GTF 시가총액 1,288 억원)를 보유 중. 2019 년 GTF 를 제외한 예상 영업이익이 109 억 원임을 감안 시, 현재 주가는 저평가 구간
- 4Q18 Preview: 4 분기 연결기준 매출액과 영업이익은 283 억원(y-y +42.7%)과 37 억원(y-y +86.0%)으로 추정. 지난 3 분기부터 연결 편입된 화장품 자회사 '스와니코코'(지분 70%)의 실적 인식으로 y-y 성장률이 높아진 모습. 스와니코코의 4Q18 예상 매출액과 영업이익은 각각 71 억원과 13 억원으로 영업이익률 18%를 달성할 것으로 전망. 다만, 4 분기 스와니코코의 본사 이전 및 점포 리뉴얼 관련 일회성 비용이 발생할 것으로 예상, 이를 제외한 영업이익은 23 억원으로 30% 수준의 OPM 을 시현했을 것으로 추정. 2018 년 상반기 브레인콘텐츠 별도 법인의 수익성은 인수관련 일회성 비용반영으로 적자를 기록했으나, 4 분기에는 특별한 비용 이슈 없이 영업이익률 11%를 기록하며 무난한 실적을 시현할 것으로 예상
- 투자포인트: 1) 화장품 자회사 스와니코코의 연결 편입과 동시에 분기당 매출이 q-q 로 늘어나고 있는 국면. 일부 자회사의 사업 특성상 적자가 상반기에 몰려있고, 하반기에 20~30%의 고마진 화장품 사업부 실적이 더해지며 4 분기 이익 및 이익률 성장이 가파를 것으로 전망. 2) 연결 자회사 GTF 의 2019 년 실적 성장도 기대됨. 2019 년 케이티스 인수와 더불어 본격적인 인바운드 회복과 함께 매출액은 y-y +27.5% 증가하고 영업이익률도 y-y +3.2%p 가량 개선될 것으로 전망

## 브레인콘텐츠 관계회사 현황



자료: 브레인콘텐츠, SK 증권

브레인콘텐츠 분기별 실적 추정

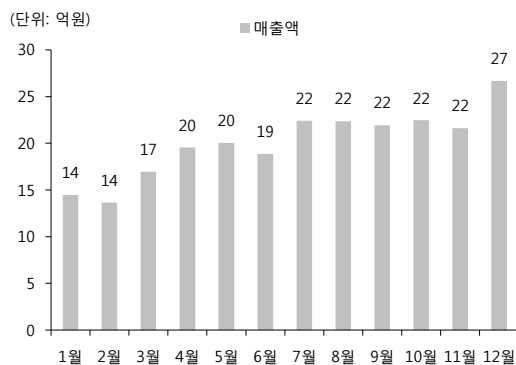
(단위: 억원)

|       |           | 1Q17    | 2Q17   | 3Q17   | 4Q17   | 1Q18    | 2Q18    | 3Q18   | 4Q18E  | 2017   | 2018E  | 2019E   |
|-------|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Sales | 매출액       | 206.4   | 173.0  | 184.1  | 198.5  | 168.1   | 181.3   | 253.2  | 283.2  | 762.0  | 885.9  | 1,125.4 |
|       | y-y%      | 351.4%  | 257.2% | 250.7% | 125.2% | -18.6%  | 4.8%    | 37.5%  | 42.7%  | 279.5% | 16.3%  | 27.0%   |
|       | 브레인콘텐츠    | 68.5    | 61.5   | 56.1   | 52.7   | 52.8    | 47.1    | 48.6   | 45.9   | 238.7  | 194.5  | 200.3   |
|       | GTF       | 96.8    | 74.3   | 73.5   | 85.0   | 86.4    | 107.4   | 104.3  | 102.5  | 329.6  | 400.5  | 500.7   |
|       | 스와니코코     | 49.6    | 45.5   | 42.1   | 42.9   | 45.1    | 58.5    | 66.7   | 71.0   | 180.1  | 137.7  | 316.7   |
|       | 넵크루즈      | 9.9     | 14.7   | 16.9   | 40.1   | 14.4    | 7.2     | 7.2    | 41.3   | 81.5   | 70.0   | 66.5    |
|       | 핑거스토리     | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 7.8     | 11.0   | 13.0   | 0.0    | 31.8   | 41.3    |
|       | 기타(하이셀 등) | 31.3    | 22.6   | 37.7   | 19.3   | 14.7    | 10.9    | 16.33  | 9.7    | 110.9  | 51.6   | 0.0     |
|       | y-y %     |         |        |        |        |         |         |        |        |        |        |         |
|       | 브레인콘텐츠    |         |        |        |        | -22.8%  | -23.3%  | -13.3% | -13.0% |        | -18.5% | 3.0%    |
| OP    | GTF       |         |        |        |        | -10.7%  | 44.5%   | 41.9%  | 20.5%  |        | 21.5%  | 25.0%   |
|       | 스와니코코     |         |        |        |        | -9.2%   | 28.4%   | 58.6%  | 65.5%  |        | -23.5% | 130.0%  |
|       | 넵크루즈      |         |        |        |        | 44.7%   | -50.9%  | -57.7% | 3.0%   |        | -14.2% | -5.0%   |
|       | 핑거스토리     |         |        |        |        |         |         |        |        |        |        | 30.0%   |
|       | 기타(하이셀 등) |         |        |        |        | -52.9%  | -51.7%  | -56.6% | -50.0% |        | -53.4% | -100.0% |
|       | 영업이익      | 8.6     | 7.1    | 12.0   | 19.6   | -18.8   | -9.2    | 18.3   | 36.5   | 47.3   | 26.8   | 136.2   |
|       | y-y%      |         |        |        |        | -319.2% | -229.8% | 52.1%  | 86.0%  |        | -43.4% | 408.3%  |
|       | OPM%      | 4.2%    | 4.1%   | 6.5%   | 9.9%   | -11.2%  | -5.1%   | 7.2%   | 12.9%  | 6.2%   | 3.0%   | 12.1%   |
|       | 브레인콘텐츠    | 12.5    | 12.6   | 7.7    | 2.4    | -2.7    | 0.9     | 7.3    | 5.1    | 35.3   | 10.6   | 19.0    |
|       | GTF       | 8.8     | 0.5    | -1.6   | 0.3    | 0.7     | 5.4     | -0.2   | 3.1    | 8.1    | 8.9    | 27.5    |
| OPM % | 스와니코코     | 6.5     | 6.3    | 6.0    | 1.0    | 12.6    | 15.9    | 25.7   | 12.8   | 19.7   | 38.5   | 93.4    |
|       | 넵크루즈      | -10.9   | -3.5   | 0.0    | 18.8   | -9.3    | -4.9    | -7.0   | 18.6   | 4.5    | -2.6   | 0.3     |
|       | 핑거스토리     | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | -0.1    | -2.3    | -1.7   | -2.7   | 0.0    | -6.8   | -4.1    |
|       | 기타(하이셀 등) | 0.9     | 0.4    | 8.5    | -0.6   | -7.4    | -8.2    | -5.9   | -0.3   | -12.3  | -21.8  | 0.0     |
|       | 브레인콘텐츠    | 18.3%   | 20.5%  | 13.8%  | 4.6%   | -5.1%   | 1.8%    | 14.9%  | 11.1%  | 14.8%  | 5.4%   | 9.5%    |
|       | GTF       | 9.1%    | 0.7%   | -2.2%  | 0.4%   | 0.8%    | 5.0%    | -0.2%  | 3.0%   | 2.5%   | 2.2%   | 5.5%    |
|       | 스와니코코     | 13.2%   | 13.8%  | 14.2%  | 2.3%   | 27.9%   | 27.2%   | 38.6%  | 18.0%  | 10.9%  | 28.0%  | 29.5%   |
|       | 넵크루즈      | -109.9% | -23.6% | 0.3%   | 46.9%  | -64.7%  | -68.6%  | -97.8% | 45.0%  | 5.5%   | -3.8%  | 0.5%    |
|       | 핑거스토리     |         |        |        |        |         | -1.3%   | -21.1% | -21.0% |        | -21.4% | -10.0%  |
|       | 기타(하이셀 등) | 2.9%    | 1.6%   | 22.7%  | -2.9%  | -50.3%  | -75.1%  | -36.1% | -2.9%  | -11.1% | -42.2% | 0.0%    |

자료: 브레인콘텐츠, SK 증권

주: 2018년 4분기 적자 사업부 하이셀비나 매각으로 2019년부터는 매출액 및 영업이익 발생하지 않을 예정이나, 매각 시점과 감사 결과에 따라 2018년에도 하이셀비나의 매출액 및 영업이익이 잡히지 않을 가능성도 존재(이럴 경우, 영업권 자산 평가 손실로 영업외 비용으로 인식 예정).

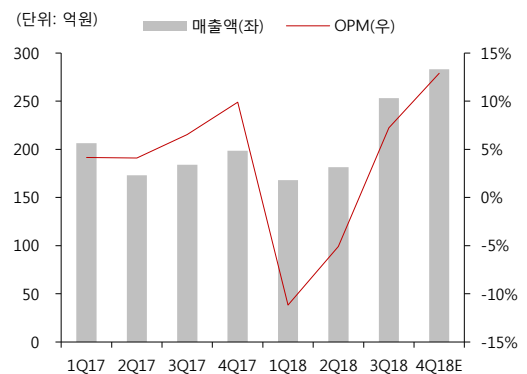
스와니코코 화장품 2018년 월별 매출액 추이



자료: 브레인콘텐츠, SK 증권

주: 4분기 수치는 결산 전 예상치

브레인콘텐츠 연결 매출액과 영업이익률 추이



자료: 브레인콘텐츠, SK 증권

주: 4Q18 실적은 추정치

## 재무상태표

| 월 결산(억원)       | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017  |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 373  | 296  | 400   | 918   | 845   |
| 현금및현금성자산       | 141  | 146  | 97    | 638   | 629   |
| 매출채권및기타채권      | 117  | 112  | 138   | 200   | 191   |
| 재고자산           | 41   | 17   | 1     | 1     | 1     |
| <b>비유동자산</b>   | 316  | 377  | 348   | 1,090 | 1,073 |
| 장기금융자산         | 16   | 6    |       | 31    | 77    |
| 유형자산           | 221  | 263  | 241   | 201   | 186   |
| 무형자산           | 71   | 84   | 84    | 820   | 746   |
| <b>자산총계</b>    | 689  | 674  | 748   | 2,008 | 1,918 |
| <b>유동부채</b>    | 121  | 217  | 145   | 515   | 316   |
| 단기금융부채         | 53   | 112  | 75    | 259   | 126   |
| 매입채무 및 기타채무    | 62   | 88   | 58    | 90    | 81    |
| 단기충당부채         | 0    | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 174  | 15   | 78    | 96    | 85    |
| 장기금융부채         | 163  | 0    | 68    | 53    | 14    |
| 장기매입채무 및 기타채무  |      |      |       |       |       |
| 장기충당부채         |      |      |       |       |       |
| <b>부채총계</b>    | 296  | 232  | 223   | 611   | 401   |
| <b>지배주주지분</b>  | 393  | 406  | 453   | 1,043 | 1,076 |
| 자본금            | 194  | 351  | 414   | 752   | 758   |
| 자본잉여금          | 808  | 947  | 1,036 | 351   | 401   |
| 기타자본구성요소       | -30  | -26  | -23   | -100  | -88   |
| 자기주식           | -1   | -1   | -1    | -117  | -117  |
| 이익잉여금          | -603 | -868 | -954  | 40    | 7     |
| 비지배주주지분        |      | 35   | 72    | 354   | 442   |
| <b>자본총계</b>    | 393  | 442  | 525   | 1,397 | 1,518 |
| <b>부채와자본총계</b> | 689  | 674  | 748   | 2,008 | 1,918 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)            | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------|------|------|------|------|------|
| <b>영업활동현금흐름</b>     | -46  | -55  | -78  | 87   | -31  |
| 당기순이익(손실)           | 26   | -256 | -84  | 16   | -53  |
| 비현금성항목등             | 6    | 163  | 72   | 49   | 106  |
| 유형자산감가상각비           | 12   | 15   | 20   | 1    | 17   |
| 무형자산감각비             | 1    | 2    | 3    | 0    | 20   |
| 기타                  | -7   | 146  | 49   | 48   | 69   |
| 운전자본감소(증가)          | -71  | 47   | -52  | 20   | -56  |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가)   | 23   | 53   | -49  | -15  | -17  |
| 재고자산감소(증가)          | -13  | 0    | 6    |      | 0    |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -69  | -8   | -5   | 12   | 3    |
| 기타                  | 35   | 108  | -102 | -7   | -76  |
| 법인세납부               | -3   | -2   | -14  |      | -35  |
| <b>투자활동현금흐름</b>     | -145 | -28  | -186 | -30  | 53   |
| 금융자산감소(증가)          | 4    | 57   | -125 | -2   | 116  |
| 유형자산감소(증가)          | -44  | -46  | -11  | -1   | -3   |
| 무형자산감소(증가)          | 0    | -4   | -3   |      | -13  |
| 기타                  | 43   | 10   | 9    | 0    | 26   |
| <b>재무활동현금흐름</b>     | 333  | 149  | 215  | 1    | -30  |
| 단기금융부채증가(감소)        | -38  | 30   | -95  |      |      |
| 장기금융부채증가(감소)        | 220  | -103 | 127  | 1    | -13  |
| 자본의증가(감소)           | 151  | 222  | 131  |      |      |
| 배당금의 지급             |      |      |      |      |      |
| 기타                  |      | 0    | 51   |      | 104  |
| <b>현금의 증가(감소)</b>   | 132  | 5    | -49  | 627  | -9   |
| 기초현금                | 9    | 141  | 146  | 11   | 638  |
| 기말현금                | 141  | 146  | 97   | 638  | 629  |
| FCF                 | -147 | -144 | -89  | -987 | 115  |

자료 : 브레인콘텐츠, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2013 | 2014   | 2015  | 2016  | 2017  |
|-----------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 590  | 507    | 528   | 235   | 762   |
| <b>매출원가</b>           | 510  | 486    | 290   |       |       |
| <b>매출총이익</b>          | 80   | 22     | 238   | 235   | 762   |
| 매출총이익률 (%)            | 13.6 | 4.3    | 45.0  | 100.0 | 100.0 |
| <b>판매비와관리비</b>        | 66   | 159    | 293   | 186   | 715   |
| 영업이익                  | 15   | -137   | -55   | 49    | 47    |
| 영업이익률 (%)             | 2.5  | -27.1  | -10.4 | 20.8  | 6.2   |
| 비영업손익                 | 15   | -113   | -24   | -39   | -84   |
| <b>순금융비용</b>          | 21   | 21     | 8     | 0     | 1     |
| 외환관련손익                | 2    | 3      | 1     |       | -9    |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | -5   | -1     | -5    | -39   | -1    |
| 세전계속사업이익              | 29   | -250   | -79   | 10    | -37   |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 5.0  | -49.3  | -14.9 | 4.3   | -4.8  |
| 계속사업법인세               | 3    | 6      | 5     | -6    | 17    |
| <b>계속사업이익</b>         | 26   | -256   | -84   | 16    | -53   |
| 중단사업이익                |      |        |       |       |       |
| *법인세효과                |      |        |       |       |       |
| 당기순이익                 | 26   | -256   | -84   | 16    | -53   |
| <b>순이익률 (%)</b>       | 4.5  | -50.4  | -15.9 | 6.9   | -7.0  |
| 지배주주                  | 26   | -267   | -91   | 10    | -28   |
| <b>지배주주귀속 순이익률(%)</b> | 4.48 | -52.54 | -17.3 | 4.26  | -3.62 |
| <b>비지배주주</b>          |      | 11     | 7     | 6     | -26   |
| <b>총포괄이익</b>          | 40   | -253   | -76   | 6     | -56   |
| <b>지배주주</b>           | 40   | -263   | -83   | 0     | -31   |
| <b>비지배주주</b>          |      | 11     | 7     | 6     | -25   |
| <b>EBITDA</b>         | 28   | -120   | -32   | 50    | 84    |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>성장성 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| 매출액                    | 37.3  | -14.0 | 4.1   | 55.7  | 224.6 |
| 영업이익                   | 흑전    | 적전    | 적지    | 145.1 | -3.1  |
| 세전계속사업이익               | 흑전    | 적전    | 적지    | -45.1 | 적전    |
| EBITDA                 | 흑전    | 적전    | 적지    | 139.4 | 69.3  |
| EPS(계속사업)              | 흑전    | 적전    | 적지    | -59.1 | 적전    |
| <b>수익성 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| ROE                    | 9.4   | -66.7 | -21.3 | 1.8   | -2.6  |
| ROA                    | 4.9   | -37.6 | -11.8 | 1.5   | -2.7  |
| EBITDA마진               | 4.7   | -23.7 | -6.0  | 21.2  | 11.1  |
| <b>안정성 (%)</b>         |       |       |       |       |       |
| 유동비율                   | 307.3 | 136.8 | 275.6 | 178.3 | 267.7 |
| 부채비율                   | 75.3  | 52.6  | 42.5  | 43.7  | 26.4  |
| 순차입금/자기자본              | 3.5   | -10.5 | -20.1 | -27.8 | -32.6 |
| EBITDA/이자비용(배)         | 1.2   | -5.2  | -3.0  | 158.6 | 8.0   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |       |       |       |       |       |
| EPS(계속사업)              | 75    | -552  | -119  | 11    | -18   |
| BPS                    | 909   | 580   | 549   | 772   | 787   |
| CFPS                   | 112   | -517  | -89   | 13    | 6     |
| 주당 현금배당금               |       |       |       |       |       |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |       |       |       |       |       |
| PER(최고)                | 39.6  | N/A   | N/A   | 149.6 | N/A   |
| PER(최저)                | 15.9  | N/A   | N/A   | 97.4  | N/A   |
| PBR(최고)                | 3.3   | 3.2   | 4.3   | 2.2   | 1.8   |
| PBR(최저)                | 1.3   | 1.5   | 1.9   | 1.4   | 1.1   |
| PCR                    | 11.0  | -2.0  | -15.3 | 106.6 | 147.6 |
| EV/EBITDA(최고)          | 40.5  | -9.4  | -53.1 | 30.1  | 23.3  |
| EV/EBITDA(최저)          | 21.1  | -3.8  | -22.4 | 18.0  | 14.0  |