**2019/01/24**

**투자의견 BUY (유지)**

**목표주가 58,000 원 (하향)**

## 네오팜 (092730/KQ): 꾸준한 성장, 안정적인 수익성

- 4 분기 매출액과 영업이익은 194 억원(y-y +21.0%)과 46 억원(y-y +38.0%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익 200 억원과 40 억원에 부합할 것으로 예상
- 브랜드별로는 아토팜 y-y +8%, 리얼베리어 y-y +42%, 제로이드 y-y +43%, 더마비 y-y +21%의 매출 성장을 추정. 리얼베리어는 4 분기 100 개의 올리브영에 추가 입점되며 외형 성장을 지속해 나간 것으로 보이며, 제로이드 역시 병·의원 입점을 지속하며 고성장 이어나갈 전망. 아토팜의 경우, 온라인, H&B, 면세점 채널 위주로 성장하고, 홈쇼핑 채널은 flat 성장에 그칠 것으로 예상
- 채널별로는 면세점 매출 비중이 아직까지 5% 가량으로 미미하나, y-y +50% 가량 큰 폭 성장 중이며, 북미 향 ODM 매출 역시 확대 국면에 있음
- 이익 단에서는 과거 4 분기에 몰려있던 인센티브 지급이 2018 년부터 4 개 분기에 나뉘어 반영되며 소폭의 기저효과를 기대해 볼 수 있겠으나, 일회성 재고폐기손실이 매출원가에 일부 반영되며 y-y 수익성은 크게 개선되지 않을 전망
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 64,000 원에서 58,000 원으로 하향함. 기존 할증 적용 하였던 국내 화장품 4 사 평균 Multiple 을 할증 없이 적용해 산출. 부진한 국내 Macro 상황과 예상보다 더딘 중국향 매출 성장률을 반영함

**네오팜 PER Valuation**

| | 단위 | Value | Multiple | Fair Value | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2019년 예상 지배주주순이익 | 억원 | 184 | 22.4 | 4,115 | 국내 메이저 화장품 4사 평균 PER 적용 |
| Shares outstanding ('000) | 천주 | | | 7,075 | 보통주 - 자기주식수 |
| Fair value per share | 원 | | | 58,161 | |
| Target Price | 원 | | | 58,000 | Upside +35.5% |

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 국내 메이저 화장품 4 사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스를 포함

**네오팜 분기별 실적 추정** (단위: 억원)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **166.3** | **160.9** | **143.8** | **194.2** | **202.1** | **205.0** | **173.4** | **229.5** | **536.3** | **665.1** | **809.9** |
| **y-y %** | **27.1%** | **23.5%** | **25.4%** | **21.0%** | **21.5%** | **27.4%** | **20.6%** | **18.2%** | **26.6%** | **24.0%** | **21.8%** |
| 스킨 케어 | 113.1 | 119.1 | 97.8 | 124.2 | 133.0 | 140.8 | 114.3 | 140.7 | 374.5 | 454.1 | 528.8 |
| 페이셜 케어 | 31.6 | 27.3 | 28.8 | 42.5 | 43.9 | 38.9 | 36.2 | 53.2 | 97.3 | 130.2 | 172.1 |
| 바디 케어 | 11.6 | 12.9 | 11.5 | 20.5 | 18.2 | 17.3 | 15.0 | 26.6 | 44.1 | 56.5 | 77.0 |
| 기타 | 10.0 | 1.6 | 5.8 | 7.0 | 7.0 | 8.0 | 8.0 | 9.0 | 22.1 | 24.3 | 32.0 |
| 스킨 케어 y-y % | 20.0% | 21.9% | 20.1% | 22.8% | 17.7% | 18.3% | 16.9% | 13.3% | 19.0% | 21.3% | 16.5% |
| 페이셜 케어 y-y % | 34.1% | 23.5% | 47.5% | 32.5% | 38.9% | 42.2% | 25.8% | 25.0% | 68.7% | 33.8% | 32.1% |
| 바디 케어 y-y % | 27.1% | 97.6% | 25.4% | 6.4% | 56.0% | 34.5% | 30.0% | 30.0% | 71.1% | 28.1% | 36.4% |
| 기타 y-y % | 154.1% | -58.8% | 25.4% | -27.3% | -29.8% | 397.3% | 39.1% | 28.6% | -13.7% | 10.4% | 31.5% |
| 매출총이익 | 126.0 | 113.9 | 106.4 | 144.3 | 153.8 | 145.7 | 127.3 | 171.2 | 401.4 | 490.6 | 598.0 |
| y-y % | 24.9% | 18.5% | 27.4% | 19.4% | 22.0% | 28.0% | 19.7% | 18.6% | 27.7% | 22.2% | 21.9% |
| % Sales | 75.8% | 70.8% | 74.0% | 74.3% | 76.1% | 71.1% | 73.4% | 74.6% | 74.8% | 73.8% | 73.8% |
| 판관비 | 69.1 | 71.1 | 71.9 | 98.3 | 81.1 | 86.4 | 84.0 | 113.5 | 261.1 | 310.4 | 365.0 |
| y-y % | 18.3% | 16.5% | 22.8% | 18.3% | 17.3% | 21.5% | 16.9% | 15.5% | 16.9% | 18.9% | 17.6% |
| % Sales | 41.6% | 44.2% | 50.0% | 50.6% | 40.1% | 42.1% | 48.5% | 49.5% | 48.7% | 46.7% | 45.1% |
| **영업이익** | **56.9** | **42.8** | **34.5** | **46.0** | **72.7** | **59.3** | **43.3** | **57.7** | **140.4** | **180.2** | **233.0** |
| **y-y** | **33.9%** | **21.9%** | **38.0%** | **21.7%** | **27.7%** | **38.7%** | **25.5%** | **25.4%** | **46.9%** | **28.3%** | **29.3%** |
| **% Sales** | **34.2%** | **26.6%** | **24.0%** | **23.7%** | **36.0%** | **28.9%** | **25.0%** | **25.1%** | **26.2%** | **27.1%** | **28.8%** |

자료: 네오팜, SK 증권

**Analyst** 전영현 yj6752@sk.com / 02-3773-9181

### 재무상태표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 337 | 440 | 561 | 764 | 1,002 |
| 현금및현금성자산 | 76 | 42 | 87 | 257 | 466 |
| 매출채권및기타채권 | 46 | 72 | 89 | 108 | 124 |
| 재고자산 | 42 | 48 | 60 | 73 | 84 |
| **비유동자산** | 128 | 126 | 140 | 148 | 155 |
| 장기금융자산 | 21 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 유형자산 | 86 | 89 | 100 | 107 | 114 |
| 무형자산 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| **자산총계** | 465 | 567 | 701 | 912 | 1,158 |
| **유동부채** | 78 | 90 | 111 | 135 | 156 |
| 단기금융부채 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 및 기타채무 | 54 | 60 | 75 | 91 | 105 |
| 단기충당부채 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| **비유동부채** | 2 | 1 | 8 | 13 | 18 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 4 | 4 | 4 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 79 | 91 | 119 | 148 | 174 |
| **지배주주지분** | 386 | 476 | 582 | 764 | 984 |
| 자본금 | 37 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 자본잉여금 | 135 | 135 | 135 | 135 | 135 |
| 기타자본구성요소 | -31 | -29 | -28 | -28 | -28 |
| 자기주식 | -27 | -27 | -27 | -27 | -27 |
| 이익잉여금 | 245 | 333 | 437 | 621 | 843 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 386 | 476 | 582 | 764 | 984 |
| **부채와자본총계** | 465 | 567 | 701 | 912 | 1,158 |

### 포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 424 | 536 | 665 | 810 | 932 |
| **매출원가** | 105 | 135 | 175 | 212 | 241 |
| **매출총이익** | 319 | 401 | 491 | 598 | 691 |
| 매출총이익률 (%) | 75.2 | 74.9 | 73.8 | 73.8 | 74.1 |
| **판매비와관리비** | 223 | 261 | 310 | 365 | 412 |
| 영업이익 | 96 | 140 | 180 | 233 | 279 |
| 영업이익률 (%) | 22.6 | 26.2 | 27.1 | 28.8 | 29.9 |
| 비영업손익 | -1 | 0 | 1 | 3 | 5 |
| **순금융비용** | -3 | -4 | -5 | -6 | -9 |
| 외환관련손익 | 2 | -4 | -1 | -1 | -1 |
| **관계기업투자등 관련손익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 94 | 140 | 181 | 236 | 284 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 22.3 | 26.2 | 27.3 | 29.1 | 30.5 |
| 계속사업법인세 | 17 | 25 | 40 | 52 | 62 |
| **계속사업이익** | 77 | 116 | 142 | 184 | 222 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 77 | 116 | 142 | 184 | 222 |
| **순이익률 (%)** | 18.3 | 21.6 | 21.3 | 22.7 | 23.8 |
| 지배주주 | 77 | 116 | 142 | 184 | 222 |
| **지배주주귀속 순이익률(%)** | 18.27 | 21.55 | 21.28 | 22.7 | 23.77 |
| **비지배주주** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **총포괄이익** | 76 | 113 | 140 | 182 | 220 |
| **지배주주** | 76 | 113 | 140 | 182 | 220 |
| **비지배주주** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 104 | 148 | 189 | 243 | 289 |

### 현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 90 | 102 | 137 | 180 | 217 |
| 당기순이익(손실) | 77 | 116 | 142 | 184 | 222 |
| 비현금성항목등 | 31 | 43 | 54 | 59 | 68 |
| 유형자산감가상각비 | 6 | 6 | 7 | 8 | 8 |
| 무형자산상각비 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타 | 10 | 11 | 9 | 3 | 3 |
| 운전자본감소(증가) | -5 | -38 | -22 | -11 | -9 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 2 | -27 | -17 | -19 | -16 |
| 재고자산감소(증가) | -4 | -11 | -15 | -13 | -11 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 2 | 5 | 10 | 16 | 14 |
| 기타 | -5 | -5 | 0 | 5 | 4 |
| 법인세납부 | -12 | -18 | -37 | -52 | -62 |
| **투자활동현금흐름** | -78 | -108 | -61 | -11 | -8 |
| 금융자산감소(증가) | -68 | -102 | -45 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -10 | -9 | -15 | -15 | -15 |
| 무형자산감소(증가) | -3 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 기타 | 3 | 5 | 1 | 6 | 9 |
| **재무활동현금흐름** | -18 | -25 | -32 | 0 | 0 |
| 단기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -18 | -25 | -35 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | -4 | -34 | 45 | 169 | 209 |
| 기초현금 | 80 | 76 | 42 | 87 | 257 |
| 기말현금 | 76 | 42 | 87 | 257 | 466 |
| FCF | 83 | 94 | 121 | 164 | 202 |

### 주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 17.8 | 26.6 | 24.0 | 21.8 | 15.0 |
| 영업이익 | 52.6 | 47.0 | 28.4 | 29.3 | 19.6 |
| 세전계속사업이익 | 118.4 | 48.7 | 29.3 | 29.9 | 20.5 |
| EBITDA | 44.5 | 42.8 | 27.3 | 28.8 | 19.0 |
| EPS(계속사업) | 127.2 | 49.3 | 22.5 | 29.9 | 20.5 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROE | 21.8 | 26.8 | 26.8 | 27.3 | 25.3 |
| ROA | 17.8 | 22.4 | 22.3 | 22.8 | 21.4 |
| EBITDA마진 | 24.5 | 27.7 | 28.4 | 30.0 | 31.0 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 434.6 | 488.6 | 504.1 | 564.2 | 643.2 |
| 부채비율 | 20.6 | 19.2 | 20.4 | 19.4 | 17.6 |
| 순차입금/자기자본 | -62.7 | -65.9 | -68.8 | -74.6 | -79.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,038 | 1,549 | 1,897 | 2,464 | 2,969 |
| BPS | 5,170 | 6,377 | 7,798 | 10,241 | 13,189 |
| CFPS | 1,149 | 1,656 | 2,012 | 2,599 | 3,111 |
| 주당 현금배당금 | 350 | 500 | 0 | 0 | 0 |
| **Valuation지표 (배)** | | | | | |
| PER(최고) | 38.5 | 30.4 | 33.1 | 17.9 | 14.8 |
| PER(최저) | 23.0 | 14.8 | 19.9 | 17.2 | 14.2 |
| PBR(최고) | 7.7 | 7.4 | 8.1 | 4.3 | 3.3 |
| PBR(최저) | 4.6 | 3.6 | 4.8 | 4.1 | 3.2 |
| PCR | 22.7 | 28.5 | 22.4 | 16.5 | 13.8 |
| EV/EBITDA(최고) | 26.4 | 21.6 | 22.7 | 11.2 | 8.7 |
| EV/EBITDA(최저) | 14.9 | -2.1 | 12.8 | 10.6 | 8.2 |

자료 : 네오팜, SK증권 추정