

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

## 씨티케이코스메틱스 (090430KS | Buy 신규 | TP 36,000원 신규)

### 화장품 업계의 뉴노멀(New Normal)

씨티케이코스메틱스에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 36,000원을 제시합니다. 전년도 FDA 이슈로 급감했던 실적이 하반기 이후 정상화 됨에 따라 올해는 회복세 지속 및 신규 성장 동력 확보에 주력할 것으로 보입니다. 새로운 브랜드의 현저한 성장이 국내 뿐 아니라 글로벌 추세에서도 나타나고 있으며, 이는 동사에 기회로 작용할 전망입니다.

#### 1Q19F 실적은 FDA 이슈 발생한 전년도 기저효과로 턴어라운드 예상

- 1Q19F 매출액 282억원(yoy +93.7%), 영업이익 21억원(흑자전환) 전망
- FDA 이슈로 기존 OTC 제품의 미국 생산 전환 후 작년 하반기부터 회복세 유지되고 있는 중으로 파악
- 1Q 중 주요 고객사 핵심 품목의 글로벌 버전 출시 일정에 따라 초도 매출 발생. 글로벌 버전의 경우 현지 생산하는 미국 전용 제품과 달리 한국에서 생산 대응하므로 5%p 수준의 GP 마진 개선 효과
- 미국 내 인디 브랜드 활성화 추세로 고객사 mix도 개선되고 있는 것으로 추정

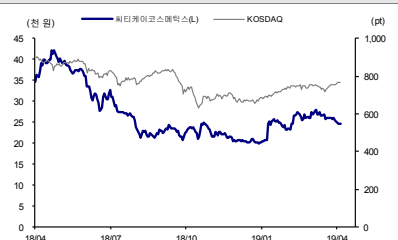
#### 2019F 연결 매출액 1,391억원(yoy +25.9%), 영업이익 151억원(yoy +188.2%) 전망

- 주요 제품의 글로벌 버전 공급은 QoQ로 확대될 것으로 전망. 1위 고객사로부터 확정 계약 기간을 늘리는 등 미 동부(글로벌 메이저 위주 고객사)에서는 안정적인 수주 지속되는 가운데 최근 인디 브랜드의 인큐베이터 지역으로 떠오르는 서부 지역에서 +α 매출 견인할 계획. 글로벌 업황도 이러한 흐름에 부합해 동사에는 수요 증가 요인 역할
- 미국, 유럽 등 지사 설립으로 고객사 확보 외에 소싱처 다변화 역량을 강화할 수 있는 가능성 부각
- 미국 내 풀필먼트 신규 매출은 연간 100억원 수준의 매출과 BEP 가이드스 제시, 2Q19부터 본격 발생할 것

#### 투자 의견 Buy와 목표주가 36,000원 신규 제시

- PER(28x) 및 PBR(1.8x) 방식으로 산출. Target multiple 높지 않은 것을 감안하면 주가 업사이드 여력 충분

#### Stock Data



|            |                  |     |       |
|------------|------------------|-----|-------|
| 주가(4/15)   | 24,650원          |     |       |
| 액면가        | 500원             |     |       |
| 시가총액       | 250십억원           |     |       |
| 52주 최고/최저가 | 42,150원/ 20,000원 |     |       |
| 주가상승률      | 1개월              | 6개월 | 12개월  |
| 절대주가(%)    | -9.4             | 9.6 | -30.6 |
| 상대주가(%)    | -11.5            | 2.7 | -19.2 |

#### 경영실적 전망

| 계산기(12월)  | 단위    | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | (십억원) | 113   | 110   | 139   | 157   | 176   |
| 영업이익      | (십억원) | 24    | 5     | 15    | 20    | 25    |
| 영업이익률     | (%)   | 21.6  | 4.7   | 10.8  | 12.8  | 14.0  |
| 순이익       | (십억원) | 15    | 8     | 14    | 18    | 22    |
| EPS       | (원)   | 1,898 | 788   | 1,341 | 1,761 | 2,131 |
| 증감률       | (%)   | 0.0   | -58.5 | 70.2  | 31.3  | 21.0  |
| PER       | (배)   | 20.7  | 26.6  | 18.4  | 14.0  | 11.6  |
| PBR       | (배)   | 2.3   | 1.2   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| ROE       | (%)   | 8.9   | 4.6   | 7.5   | 9.2   | 10.2  |
| EV/EBITDA | (배)   | 10.3  | 21.2  | 10.7  | 8.3   | 6.6   |
| 순차입금      | (십억원) | -138  | -82   | -80   | -88   | -98   |
| 부채비율      | (%)   | 7.8   | 12.5  | 14.8  | 15.4  | 15.8  |

## Valuation

씨티케이코스메틱스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 36,000원을 제시하며 커버리지를 시작한다. 목표주가는 PER 및 PBR 방식의 평균값으로 산출하였다. Target PER은 28 배로, 근거는 다음과 같다. 씨티케이코스메틱스가 영위하는 비즈니스는, 내용 자체로 차기 화장품 중소기업이 진화하게 될 모습을 보여주고 있어 긍정적이나, 아직까지 기존 상위 매출처 의존도가 상당히 높음에 따라 지난 2017년-2018년 사이에 이슈가 되었듯이 주요 제품의 수주 관련 리스크가 존재하므로 목표 PER을 동종 업체 대비 할인하였다.

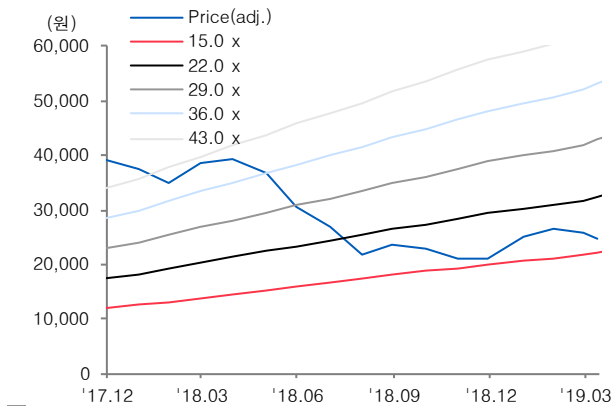
씨티케이코스메틱스의 2019년 연결 실적은 매출액 1,391억원(yoy +25.9%), 영업이익 151억원(yoy +188.2%)을 전망한다. 전년도 미국 내 FDA 이슈와 관련한 제품 공급 안정화는 일단락된 것으로 보이며 이에 따라 올해는 정상적인 매출 증가세를 회복할 것으로 기대한다. 이밖에도 인디 브랜드가 전반적인 호조세를 보이는 것에 대한 수혜를 받을 가능성이 높은 것으로 보이며, 풀필먼트 센터 오픈 등 신규 사업을 시작함에 따라 플랫폼 비즈니스에 대한 경쟁력을 강화할 것이라 전망한다. 업황 대세에 부합하는 new business model을 제시한 점이 차별화되므로 향후 매출처 다변화 지속 시 디스카운트 요인 상쇄될 것으로 판단한다.

표1. 씨티케이코스메틱스 목표주가 산출내역

| 방식   | 내용               | 금액     | 비고                                                                            |
|------|------------------|--------|-------------------------------------------------------------------------------|
| ①PER | 2019F EPS (원)    | 1,341  | yoy +70.2% 추정                                                                 |
|      | Target PER (배)   | 28     | 동종업체 대비 20% 할인                                                                |
|      | 주당가치 (원)         | 37,548 |                                                                               |
| ②PBR | 2019F BPS (원)    | 18,576 |                                                                               |
|      | Target PBR (배)   | 1.8    | 2017-2018년 평균 PBR 적용<br>ROE 지속 개선 전망 (ROE: 2018 4.6%, 2019F 7.5%, 2020F 9.2%) |
|      | 주당가치 (원)         | 33,437 |                                                                               |
|      | 적정주가 (원)         | 35,492 |                                                                               |
|      | 목표주가 (원)         | 36,000 |                                                                               |
|      | 현재가 (원)          | 24,650 |                                                                               |
|      | Upside Potential | 46.0%  |                                                                               |

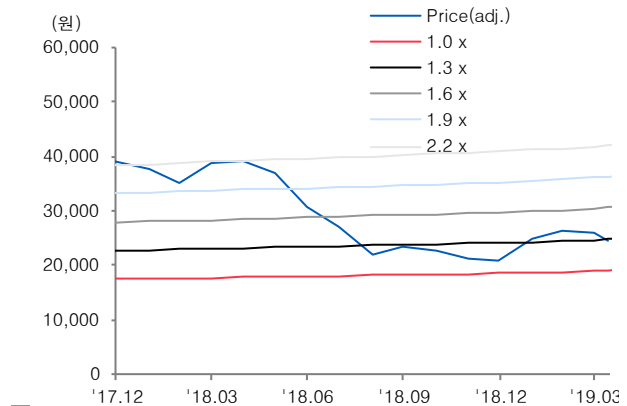
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 씨티케이코스메틱스 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 씨티케이코스메틱스 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

## Investment Point

씨티케이코스메틱스는 화장품 기획 및 개발에서 생산, 선적, 마케팅까지 전 단계를 원스탑으로 제공하는 컨설팅 업체이다. 자체적으로 생산 시설을 구축하지는 않았지만, 전세계적으로 100여개 이상의 협력 업체를 보유해 자사만의 경쟁력을 확보하였다. 동사는 미국 시장을 활동무대로 성장해 왔는데, 주요 고객사로는 글로벌 1<sup>st</sup> tier인 로레알, LVMH, 에스티로더 등이 있다.

한편, 당사는 대형 고객사의 후광에 힘입어 2016년까지 4yr CAGR 99%의 매출 성장을 시현해왔으나, 가장 큰 비중을 차지했던 OTC제품이 미국 FDA 승인 실패를 이유로 2017년 말부터 수출 금지됨에 따라 큰 폭의 실적 변동성을 경험하였다. 이는 생산을 전담하던 씨티케이코스메틱스의 협력 제조사로부터 비롯된 문제로, 해당 사건 이후 동사는 미국에서 생산하는 것으로 전환하였으며 2018년은 이를 안정화 시키는데 주력하였다.

현지 생산 이후 해당 제품의 공급률이 작년 말 기준 80%까지 회복된 것으로 파악되는데, 이는 거의 정상화 된 수준이다. 동사로부터 제품 공급이 원활하지 않았던 글로벌 고객사 역시 일정에 차질이 생겨 글로벌 런칭을 지연시킬 수 밖에 없었는데, 올해 초부터 예정된 스케줄을 재개한 것으로 파악된다. 또한, 상위 고객사의 물량 증가 외에도 인디 브랜드가 주도하는 화장품 시장 트렌드가 국내 뿐 아니라 전세계 각지에서 나타나고 있어 빠른 제품 수명주기에 가장 적절히 대응할 수 있는 동사의 수주가 확대될 것으로 보인다. 이에 따라 씨티케이코스메틱스의 2019F 화장품 매출은 yoy 20% 증가할 전망이다.

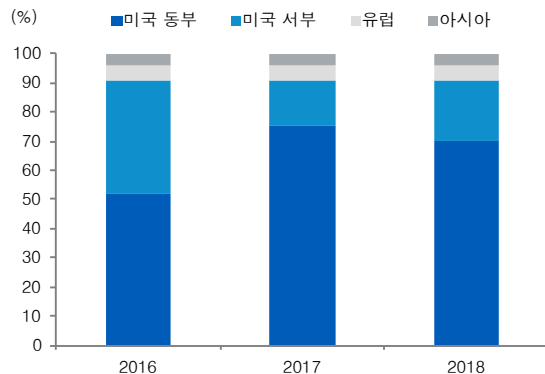
한편, 씨티케이코스메틱스는 올해 미 서부 지역에 풀필먼트 센터를 오픈함으로써 서비스 범위를 더욱 확대시켜 경쟁력을 공고히 할 계획이다.

그림3. 씨티케이코스메틱스 글로벌 고객사 현황



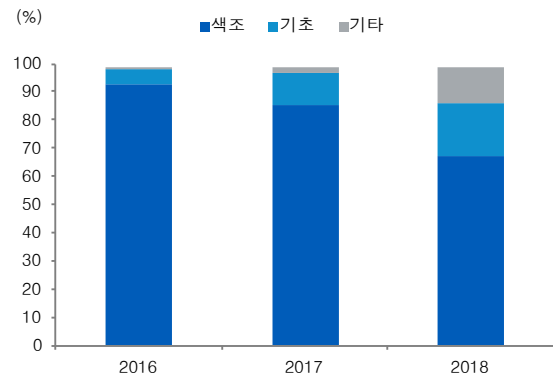
자료: 씨티케이코스메틱스, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 화장품 매출 지역별 비중 추이



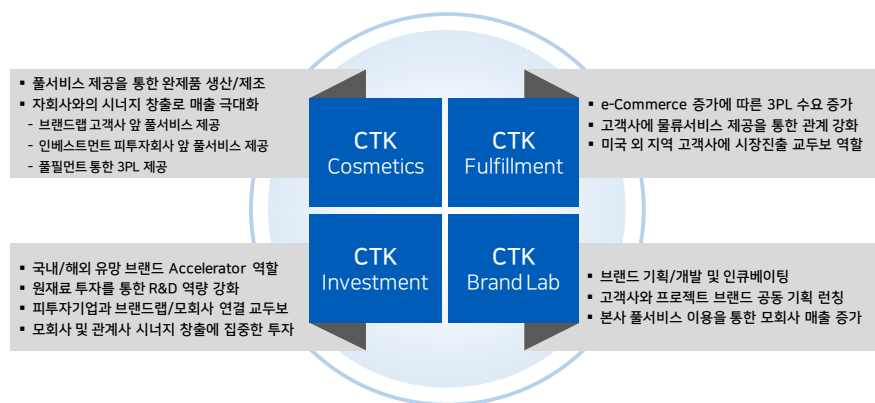
자료: 씨티케이코스메틱스, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 화장품 매출 카테고리별 비중 추이



자료: 씨티케이코스메틱스, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 씨티케이코스메틱스 신규 사업 구축을 통한 그룹 시너지 확대



자료: 씨티케이코스메틱스, 케이프투자증권 리서치본부

## 씨티케이코스메틱스 | 화장품 업계의 뉴노멀(New Normal)

표2. 씨티케이코스메틱스 실적 전망 Table

|                 |        | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18   | 4Q18  | 1Q19F   | 2Q19F | 3Q19F   | 4Q19F  | 2018   | 2019F   | 2020F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|---------|--------|--------|---------|-------|
| 매출액(억원)         | TOTAL  | 146    | 266    | 318    | 374   | 282     | 369   | 381     | 360    | 1,105  | 1,391   | 1,572 |
|                 | 화장품제조  | 145    | 266    | 318    | 369   | 274     | 353   | 358     | 329    | 1,097  | 1,315   | 1,462 |
|                 | 물류서비스  | 0      | 1      | 1      | 4     | 7       | 15    | 22      | 29     | 7      | 73      | 99    |
|                 | 브랜드서비스 | 0      | 0      | 0      | 1     | 1       | 1     | 1       | 1      | 1      | 3       | 11    |
|                 | 투자     | 0      | 0      | 0      | 0     | 0       | 0     | 0       | 0      | 0      | 0       | 0     |
| yoy %           | TOTAL  | (48.2) | (40.3) | 46.4   | 101.9 | 93.7    | 38.4  | 19.6    | (3.9)  | (2.2)  | 25.9    | 13.0  |
|                 | 화장품제조  | (48.3) | (40.2) | 48.4   | 99.2  | 88.7    | 32.6  | 12.5    | (10.7) | (3.0)  | 19.9    | 11.2  |
|                 | 물류서비스  | -      | -      | -      | -     | 4,306.2 | 971.8 | 1,839.5 | 633.8  | -      | 1,000.0 | 35.0  |
|                 | 브랜드서비스 | -      | -      | -      | -     | -       | -     | -       | (25.0) | -      | 150.0   | 250.0 |
|                 | 투자     | -      | -      | -      | -     | -       | -     | -       | (72.5) | -      | 10.0    | 10.0  |
| Sales portion % | 화장품제조  | 99.7   | 100.0  | 100.0  | 98.5  | 97.1    | 95.8  | 94.0    | 91.6   | 99.3   | 94.5    | 93.0  |
|                 | 물류서비스  | 0.1    | 0.5    | 0.4    | 1.1   | 2.6     | 4.0   | 5.7     | 8.1    | 0.6    | 5.2     | 6.3   |
|                 | 브랜드서비스 | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.3   | 0.2     | 0.2   | 0.2     | 0.3    | 0.1    | 0.2     | 0.7   |
|                 | 투자     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.1   | 0.0     | 0.0   | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0     | 0.0   |
| 영업이익 (억원)       | TOTAL  | (6)    | (8)    | 22     | 45    | 21      | 44    | 44      | 41     | 52     | 151     | 202   |
| yoy %           | TOTAL  | 적전     | 적전     | (26.3) | 175.3 | 흑전      | 흑전    | 101.5   | (9.5)  | (78.6) | 188.2   | 34.1  |
| OPM (%)         | TOTAL  | (4.0)  | (2.9)  | 6.9    | 12.1  | 7.5     | 11.9  | 11.7    | 11.4   | 4.7    | 10.8    | 12.8  |
| yoy %p          | TOTAL  | (31.4) | (30.1) | (6.8)  | 3.2   | 11.5    | 14.9  | 4.7     | (0.7)  | (16.9) | 6.1     | 2.0   |

자료: 씨티케이코스메틱스, 케이프투자증권 리서치본부

## 씨티케이코스메틱스 | 화장품 업계의 뉴노멀(New Normal)

| 재무상태표       |       |       |       |       | 포괄손익계산서         |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)       | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | (십억원)           | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 유동자산        | 140   | 153   | 170   | 190   | 매출액             | 110   | 139   | 157   | 176   |
| 현금및현금성자산    | 52    | 43    | 46    | 51    | 증가율(%)          | -2.2  | 25.9  | 13.0  | 12.1  |
| 매출채권 및 기타채권 | 44    | 56    | 63    | 70    | 매출원가            | 86    | 102   | 113   | 126   |
| 재고자산        | 11    | 14    | 16    | 18    | 매출총이익           | 25    | 37    | 44    | 51    |
| 비유동자산       | 53    | 56    | 58    | 61    | 매출총이익률(%)       | 22.4  | 26.6  | 27.8  | 28.8  |
| 투자자산        | 20    | 25    | 29    | 32    | 판매비와 관리비        | 20    | 22    | 24    | 26    |
| 유형자산        | 29    | 29    | 28    | 27    | 영업이익            | 5     | 15    | 20    | 25    |
| 무형자산        | 2     | 0     | 0     | 0     | 영업이익률(%)        | 4.7   | 10.8  | 12.8  | 14.0  |
| 자산총계        | 192   | 209   | 228   | 251   | EBITDA          | 6     | 17    | 21    | 25    |
| 유동부채        | 21    | 27    | 30    | 34    | EBITDA M%       | 5.7   | 12.4  | 13.5  | 14.3  |
| 매입채무 및 기타채무 | 21    | 26    | 29    | 33    | 영업외손익           | 4     | 2     | 2     | 2     |
| 단기차입금       | 0     | 0     | 0     | 0     | 지분법관련손익         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유동성장기부채     | 0     | 0     | 0     | 0     | 금융손익            | 4     | 2     | 2     | 2     |
| 비유동부채       | 0     | 0     | 0     | 0     | 기타영업외손익         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채 및 장기차입금  | 0     | 0     | 0     | 0     | 세전이익            | 9     | 17    | 22    | 26    |
| 부채총계        | 21    | 27    | 30    | 34    | 법인세비용           | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 지배기업소유지분    | 168   | 180   | 196   | 216   | 당기순이익           | 8     | 13    | 17    | 21    |
| 자본금         | 5     | 5     | 5     | 5     | 지배주주순이익         | 8     | 14    | 18    | 22    |
| 자본잉여금       | 119   | 119   | 119   | 119   | 지배주주순이익률(%)     | 7.1   | 9.5   | 11.1  | 12.0  |
| 이익잉여금       | 52    | 64    | 80    | 100   | 비지배주주순이익        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타자본        | -8    | -8    | -8    | -8    | 기타포괄이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비지배지분       | 2     | 2     | 2     | 1     | 총포괄이익           | 7     | 13    | 17    | 21    |
| 자본총계        | 171   | 182   | 198   | 217   | EPS 증가율(% , 지배) | -58.5 | 70.2  | 31.3  | 21.0  |
| 총차입금        | 0     | 0     | 0     | 0     | 이자손익            | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 순차입금        | -82   | -80   | -88   | -98   | 총외화관련손익         | 2     | 0     | 0     | 0     |

| 현금흐름표            |       |       |       |       | 주요지표         |        |        |        |        |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)            | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |              | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 영업활동 현금흐름        | -17   | 5     | 12    | 15    | 총발행주식수(천주)   | 10,122 | 10,122 | 10,122 | 10,122 |
| 영업에서 창출된 현금흐름    | -16   | 7     | 15    | 19    | 시가총액(십억원)    | 213    | 263    | 263    | 263    |
| 이자 수취            | 2     | 2     | 2     | 2     | 주가(원)        | 21,000 | 24,650 | 24,650 | 24,650 |
| 이자 지급            | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS(원)       | 788    | 1,341  | 1,761  | 2,131  |
| 배당금 수입           | 0     | 0     | 0     | 0     | BPS(원)       | 17,427 | 18,576 | 20,143 | 22,081 |
| 법인세부담액           | -3    | -3    | -4    | -5    | DPS(원)       | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 투자활동 현금흐름        | 37    | -13   | -8    | -9    | PER(X)       | 26.6   | 18.4   | 14.0   | 11.6   |
| 유동자산의 감소(증가)     | 68    | -8    | -5    | -5    | PBR(X)       | 1.2    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| 투자자산의 감소(증가)     | -18   | -5    | -3    | -3    | EV/EBITDA(X) | 21.2   | 10.0   | 7.7    | 6.1    |
| 유형자산 감소(증가)      | -12   | 0     | 0     | 0     | ROE(%)       | 4.6    | 7.5    | 9.2    | 10.2   |
| 무형자산 감소(증가)      | -2    | 0     | 0     | 0     | ROA(%)       | 4.1    | 6.6    | 8.0    | 8.8    |
| 재무활동 현금흐름        | -9    | -1    | -2    | -2    | ROIC(%)      | 8.8    | 16.8   | 20.7   | 23.6   |
| 사채 및 차입금증가(감소)   | 0     | 0     | 0     | 0     | 배당수익률(%)     | 1.0    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| 자본금및자본잉여금 증감     | 0     | 0     | 0     | 0     | 부채비율(%)      | 12.5   | 14.8   | 15.4   | 15.8   |
| 배당금 지급           | -3    | -1    | -2    | -2    | 순차입금/자기자본(%) | -47.8  | -44.2  | -44.4  | -45.1  |
| 외환환산으로 인한 현금변동   | 0     | 0     | 0     | 0     | 유동비율(%)      | 660.2  | 576.2  | 565.5  | 563.5  |
| 연결범위변동으로 인한 현금증감 | 0     | 0     | 0     | 0     | 이자보상배율(X)    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 현금증감             | 12    | -9    | 2     | 5     | 총자산회전율       | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| 기초현금             | 41    | 52    | 43    | 46    | 매출채권 회전율     | 3.4    | 2.8    | 2.7    | 2.6    |
| 기말현금             | 52    | 43    | 46    | 51    | 재고자산 회전율     | 14.5   | 10.8   | 10.3   | 10.3   |
| FCF              | -29   | 5     | 12    | 15    | 매입채무 회전율     | 5.4    | 4.4    | 4.1    | 4.0    |

자료: 케이프투자증권 리서치본부