

네오팜
(092730.KQ)

Analyst 박주영
Analyst 하태기

투자 의견 : 매수(유지)

애심종목	실전대보탕	비중확대	Trading	Attention	증장기	단기축소
High risk/High return		Cyclical		Structural change		Turnaround

목표주가 : 39,000원(하향) / 현재주가 : 28,900원 (상승여력 +35.6%)

실적 우려는 이미 반영, 4Q 회복 정도가 주가 결정

3Q20 Preview : 매출과 이익 모두 바닥

실적 바닥이 예상된다. 아토팜 브랜드의 선케어 제품을 강화했지만 긴 장마로 판매가 부진했다. 코로나19가 장기화되면서 면세점 채널도 타격을 받은 것으로 예상된다. 영업이익은 역성장할 것으로 본다. 신제품과 광균제에 대한 광고비가 증가해 3Q20까지 고비용이 유지될 것으로 예상하기 때문이다(3Q 판관비 96억원 예상). 따라서 3Q20 매출액 199억원(YoY +4.3%), 영업이익 48억원(YoY -5.1%)으로 추정한다.

실적 회복의 열쇠는 제로이드와 중국 광균제

코로나에도 불구하고 제로이드(매출액 비중 30% 내외)는 1Q +15%, 2Q +20%에 가까운 성장을 보였다. 하반기에도 20%가 넘는 성장이 예상된다. ① 2Q20에 2,600개였던 납품 병원수가 3Q20에 2,800개로 증가한 점, ② 크림 제품이 많이 팔리는 4Q가 전통적인 성수기라는 점, ③ 병원의료기기(제로이드MD) 특성상 재구매율이 높은 점이 근거이다. 따라서 19년 250억에서 20년 300억 매출을 달성할 것으로 본다. 중국 광균제(11월 11일) 매출에도 주목해야 한다. 동사는 19년에 처음 참여해 매출액 규모는 크지 않았다(매출액 비중 1%). 하지만, 중국향 매출이 상승세에 있는 만큼 이번 광균제를 계기로 중국향 매출이 의미있게 나올 것으로 본다.

밸류에이션 매력도 높기에 Trading 매수 추천

실적 추정 하락 및 peer 그룹 PER 대비 하락률을 확대해(40%→50%) 목표주가를 39,000원으로 하향 조정했다. 하지만, 12MF PER가 11배로 과거 3년 평균 PER가 22배임을 고려하면 밸류에이션 매력도가 높다. 3Q20 실적 우려도 최근 4개월 간 주가 하락을 통해 충분히 반영된 것으로 본다. 4Q20에 QoQ로 판관비 감소가 예상돼 매출 상승보다 영업이익 회복이 빠를 것으로 판단, 단기적으로 Trading 매수를 추천한다.

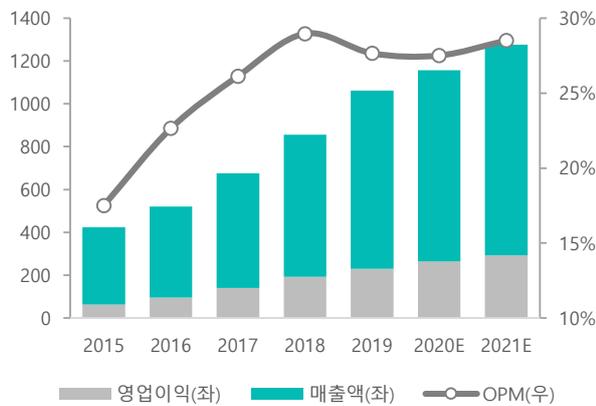
Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	66.3	19.2	19.8	15.4	2,060	33.0	20.0	21.8	14.7	5.7	28.8
2019	83.2	23.0	23.5	19.2	2,448	18.8	24.2	19.8	13.1	3.8	23.3
2020E	85.2	23.4	24.5	18.4	2,244	-8.3	25.5	12.9	5.8	1.9	16.0
2021E	93.8	26.7	27.3	18.8	2,293	2.2	36.0	12.6	6.1	1.7	14.1

자료 : 네오팜, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

기업소개 : 더마코스메틱 시장 선두주자

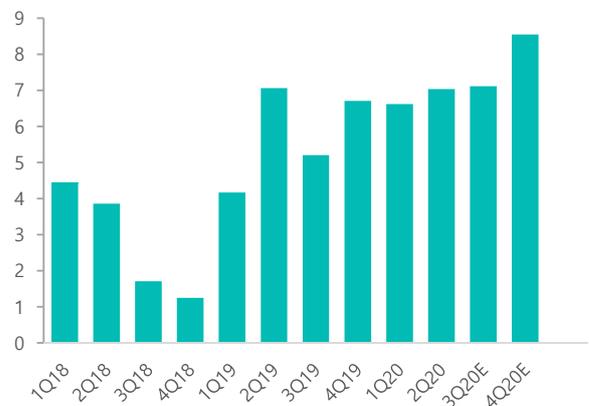
네오팜은 2007년에 상장했으며, R&D 역량을 기반으로 더마코스메틱 시장의 대표 화장품 기업이다. 주요 기술인 MLE(Multi-Lamellar Emulsion, 피부 지질과 동일한 성분과 구조) 기반의 화장품을 만들며, 국내와 미국, 일본 등에 국제 특허를 보유하고 있다. MLE 기술은 피부장벽을 회복하는 기능을 갖고 있어 기초화장품이 주요 라인업이다. 보유하고 있는 브랜드는 민감성 스킨케어 브랜드 아토팜(1Q20 매출액 비중 37%), 병원 전문 브랜드 제로이드(31%), 리얼베리어(19%), 더마비(9%), 건강기능식품(2%), 기타(2%)가 있다.

[도표1] 매출액, 영업이익(률) (단위: 억원, %)



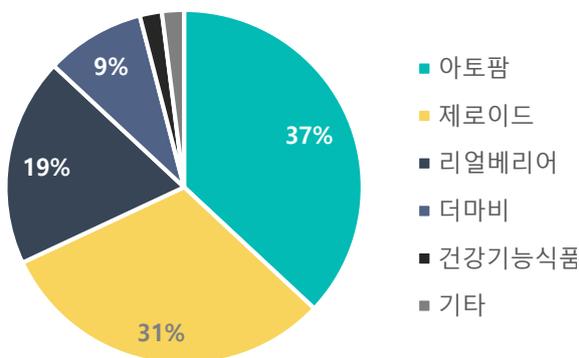
자료: 네오팜, 상상인증권

[도표2] 중국향 수출 추이 (단위: 억원)



자료: 네오팜, 상상인증권

[도표3] 브랜드별 매출액 비중 (단위: %)



자료: 네오팜, 상상인증권

[도표4] 제로이드MD 납품 병원수 추이 (단위:개)



자료: 네오팜, 상상인증권

[도표5] Upside & Downside Factor

Upside Factor
중국향 매출 증가
판관비 감소로 인한 마진을 개선

Downside Factor
중국 수출 부진
주력 브랜드 제로이드 성장세 감소

[도표6] 더마코스메틱 기업 매출액, 연평균 성장률 (단위 : 억원, %)

브랜드	기업	2017	2018	2019	연 평균 성장률
CNP화장품	LG생활건강	673	798	1,028	23.6
AESTURA	아모레퍼시픽	1,025	1,001	1,111	3.9
센텔리안24	동국제약	585	540	800	16.6
Dr.Jart	ESTEELAUDER	3,628	4,691	6,347	32.2

자료: 상상인증권, 보도자료 (센텔리안24 2019년 매출액은 당사 추정)

[도표7] Valuation

구분	값	비고
① 순이익 (백만원)	18,612	3Q20~2Q21 지배주주 순이익
② 유통주식수(만주)	820	
③ 2020년 추정 EPS (원)	2,267.8	①/②*100
④ Target PER (배)	17.3	더마코스메틱 진출 Peer 그룹 대비 50% 할인
⑤ 목표주가 산출 (원)	39,177	③x④
⑥ 목표주가 (원)	39,000	
⑦ 현재주가 (원)	28,900	2020년 10월 13일 기준
⑧ 상승여력 (%)	+35.6%	

자료: 상상인증권

[도표8] 실적

(단위:백만원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액(연결)	19,855	21,451	19,125	22,810	19,294	21,388	19,949	24,347	66,275	83,241	89,156	98,249
Skin Care	12,509	13,514	11,858	13,914	13,120	14,330	13,636	15,445	47,055	51,794	58,593	65,097
Facial Care	3,772	3,647	3,443	4,334	3,666	2,994	2,788	3,770	9,941	15,196	15,802	16,750
Body Care	1,787	1,502	1,530	2,281	1,736	1,925	1,775	2,578	4,639	7,100	7,284	7,648
Food	1,191	2,145	1,721	1,597	386	1,497	1,205	1,836	1,988	6,654	5,313	6,588
기타	596	644	574	684	386	856	545	719	2,651	2,497	2,164	2,166
매출총이익	14,667	15,188	13,696	16,552	14,312	15,271	14,423	18,066	48,336	60,103	66,914	73,785
매출총이익율	73.9%	70.8%	71.6%	72.1%	77.6%	71.4%	72.3%	74.2%	72.9%	72.2%	75.1%	75.1%
판관비	8,333	9,231	8,644	10,935	8,012	9,877	9,633	11,151	29,174	37,143	38,673	42,324
판관비율	42.0%	43.0%	45.2%	43.4%	41.5%	46.2%	48.3%	45.8%	44.0%	44.6%	44.0%	45.1%
영업이익	6,334	5,957	5,052	5,617	6,300	5,394	4,790	6,915	19,162	22,960	26,469	29,278
영업이익율	31.9%	27.8%	26.4%	24.6%	32.7%	25.2%	24.0%	28.4%	28.9%	27.6%	29.7%	29.8%
세전이익	6,402	6,040	5,441	5,660	6,822	5,629	5,121	6,953	19,784	23,543	27,238	28,328
지배주주 순이익	4,733	4,517	4,157	5,839	5,389	4,550	3,943	4,520	15,438	19,246	19,885	20,963

자료: 네오팜, 상상인증권

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	58.9	101.7	110.7	40.0
현금 및 현금성자산	8.4	5.5	13.7	-58.5
매출채권 및 기타채권	8.8	8.9	9.1	10.0
재고자산	6.8	5.8	6.5	7.2
기타유동자산	34.9	81.4	81.4	81.4
비유동자산	14.0	21.1	30.9	121.2
관계기업투자등	1.7	1.6	1.7	1.9
유형자산	10.4	10.2	9.7	9.2
무형자산	1.2	2.4	12.6	102.5
자산총계	72.9	122.7	141.6	161.2
유동부채	12.9	12.8	13.3	14.1
매입채무 및 기타채무	8.0	7.5	7.9	8.8
단기금융부채	0.0	0.7	0.7	0.7
기타유동부채	4.8	4.7	4.7	4.7
비유동성부채	0.7	4.2	4.2	4.2
장기금융부채	0.4	4.0	4.0	4.0
기타비유동부채	0.3	0.2	0.2	0.2
부채총계	13.6	17.0	17.5	18.3
지배주주지분	59.3	105.7	124.1	142.9
자본금	3.7	4.1	4.1	4.1
자본잉여금	13.5	45.1	45.1	45.1
이익잉여금	44.8	59.1	77.5	96.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	59.3	105.7	124.1	142.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	16.2	19.2	20.0	26.6
당기순이익(손실)	15.4	19.2	18.4	18.8
비현금수익비용가감	5.8	5.9	1.9	8.6
유형자산감가상각비	0.7	1.0	1.1	1.0
무형자산상각비	0.2	0.2	1.0	8.3
기타현금수익비용	0.0	0.0	-0.2	-0.7
영업활동 자산부채변동	-2.8	-1.7	-0.3	-0.8
매출채권 감소(증가)	-1.6	-0.2	-0.1	-0.9
재고자산 감소(증가)	-2.5	0.5	-0.7	-0.7
매입채무 증가(감소)	0.7	-0.3	0.5	0.8
기타자산, 부채변동	0.7	-1.6	0.0	0.0
투자활동 현금	-8.9	-53.2	-11.8	-98.8
유형자산처분(취득)	-1.9	-0.5	-0.5	-0.6
무형자산 감소(증가)	-0.1	-1.3	-11.3	-98.1
투자자산 감소(증가)	-6.8	-46.0	0.0	-0.2
기타투자활동	0.0	-5.4	0.0	0.0
재무활동 현금	-3.2	31.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.4	3.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.5	27.4	0.0	0.0
배당금의 지급	3.5	4.6	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	4.2	-2.9	8.2	-72.2
기초현금	4.2	8.4	5.5	13.7
기말현금	8.4	5.5	13.7	-58.5

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	66.3	83.2	85.2	93.8
매출원가	17.9	23.1	23.1	24.8
매출총이익	48.3	60.1	62.1	69.1
판매비 및 관리비	29.2	37.1	38.7	42.3
영업이익	19.2	23.0	23.4	26.7
(EBITDA)	20.0	24.2	25.5	36.0
금융손익	0.9	1.3	1.8	1.8
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.3	-0.7	-0.7	-1.2
세전계속사업이익	19.8	23.5	24.5	27.3
계속사업법인세비용	4.4	4.3	6.1	8.5
계속사업이익	15.4	19.2	18.4	18.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.4	19.2	18.4	18.8
지배주주	15.4	19.2	18.4	18.8
총포괄이익	15.4	19.2	18.4	18.8
매출총이익률 (%)	72.9	72.2	72.9	73.6
영업이익률 (%)	28.9	27.6	27.5	28.5
EBITDA마진률 (%)	30.2	29.0	30.0	38.4
당기순이익률 (%)	23.2	23.1	21.6	20.1
ROA (%)	23.7	19.7	13.9	12.4
ROE (%)	28.8	23.3	16.0	14.1
ROIC (%)	98.4	96.7	62.2	23.4

주요투자지표

12월 결산 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E
투자지표				
P/E	21.8	19.8	13.1	12.8
P/B	5.7	3.8	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	14.7	13.1	5.9	6.2
P/CF	15.9	15.1	11.8	8.8
배당수익률(%)	1.4	1.6	0.0	0.0
성장성(%)				
매출액	23.6	25.6	2.3	10.2
영업이익	36.5	19.8	2.1	14.1
세전이익	41.0	19.0	4.2	11.3
당기순이익	33.0	25.2	-4.3	2.2
EPS	33.0	18.8	-8.3	2.2
안정성(%, 십억원)				
부채비율	23.0	16.1	14.1	12.8
유동비율	457.1	792.5	833.1	284.1
순차입금/자기자본	-70.8	-76.5	-71.8	-11.8
영업이익/금융비용	9,212.4	1,337.3	960.3	1,096.1
총차입금	0.4	4.7	4.7	4.7
순차입금	-42.0	-80.9	-89.1	-16.9
주당지표(원)				
EPS	2,060	2,448	2,244	2,293
BPS	7,946	12,878	15,120	17,413
CFPS	2,839	3,199	2,478	3,339
DPS	650	750	n/a	n/a

Stock Data

KOSDAQ(10/13)	871.9pt
시가총액	2,372 억원
발행주식수	8,207 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	51,100/20,200 원
90 일 일평균거래대금	24 억원
외국인 지분율	12.3%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	15,120 원

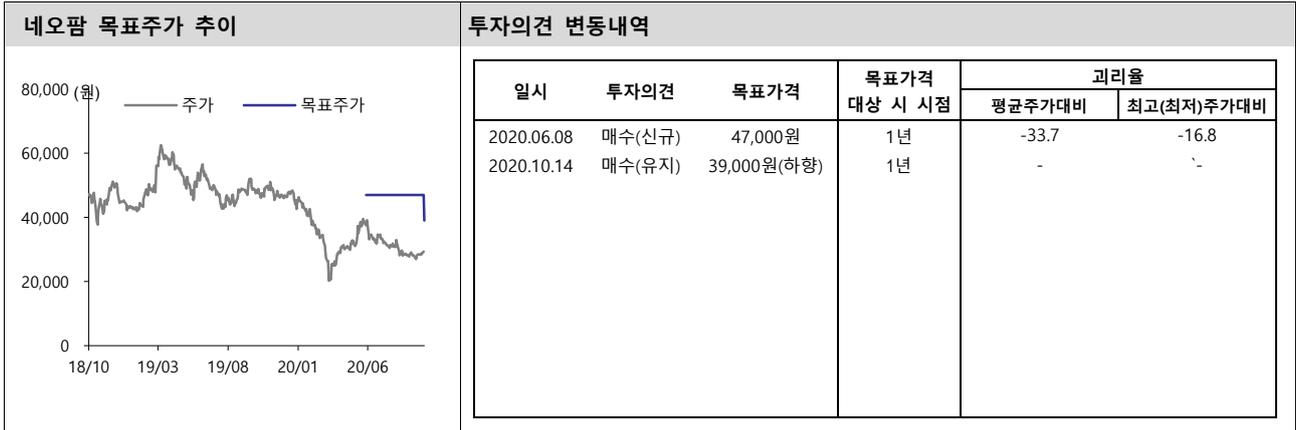
주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	1.9	1.8	0.2	-39.2
상대수익률	0.4	3.6	45.0	-76.9

주주구성

잇츠한불 (외 4 인)	38.9%
Templeton Asset Management, Ltd. (외 4 인)	6.1%

Stock Price





Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
(작성자:박주영, 하태기)

연락처: 02-3779-3541 / Email: jy.park@sangsanginib.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	54.7%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	2.5%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	42.8%	
		합계		100.0%	