

IBK투자증권 주관사 IPO기업 Update

**Company Basic**

Analyst 이민희  
02) 6915-5682  
mhl3467@ibks.com

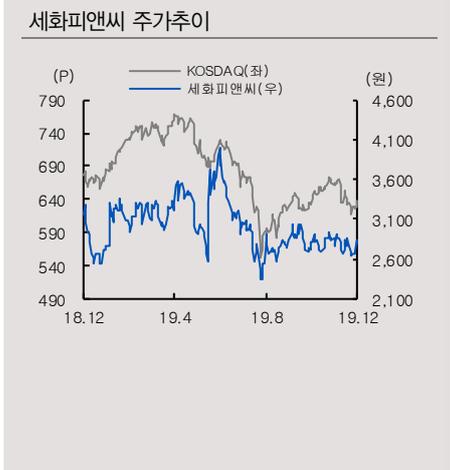
**Not Rated**

목표주가 —  
현재가 (12/12) 2,790원

KOSDAQ (12/12)	636.94pt
시가총액	579억원
발행주식수	20,743천주
액면가	100원
52주 최고가	4,010원
최저가	2,340원
60일 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	5.4%
배당수익률 (2019F)	0.4%
주주구성	
이훈구 외 9인	31.34%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	5%	-16%	-6%
절대기준	1%	-26%	-12%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	—	—
목표주가	—	—	—
EPS(19)	135	—	—
EPS(20)	148	—	—



본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 세화피앤씨 (252500)

## 판매 채널 다변화 효과 가시화

### 판매 채널 다변화와 비용 통제로 실적 개선

지난 3Q19 실적을 보면, 매출액이 81억원으로 14%QoQ, 21%YoY 증가함과 동시에 영업이익률도 13.6%를 기록, 분기 최고 실적을 달성하였다. 2Q19부터 올리브영 7백 개 매장에 염모제를 공급하기 시작한 게 외형 성장의 주요인이다. 방송편성수 감소 영향으로 동사 홈쇼핑 채널 비중이 2017년 50.8%에서 2018년 30.8%, 그리고 올해 23%까지 급감하였지만, 대신 올리브영, 락라블라 등 신규 고객을 유치하면서 H&B 판매 채널 비중이 작년 9.8%에서 올해 30%로 대폭 상승하였다. 또한 온라인 판매 비중이 작년 7.7%에서 올해 10% 이상으로 상승(일본 온라인 판매 호조)하는 등 판매 채널이 다각화 되었다. 수익성 면에서도 수수료 높은 홈쇼핑이 줄고 H&B와 온라인 비중이 확대된 것이 이익률 개선 효과를 주었다. 또한 지난해는 모레모 브랜드의 H&B 진출을 위한 광고비 선지출이 컸으나, 올해는 광고비를 통제하고 있는 것도 수익성 개선의 요인이다. 한편 4Q19는 연말 비수기 진입과 비용 조정 등의 이유로 실적 둔화가 예상되나, 상반기 대비 개선된 수익성 기조는 향후에도 이어질 전망이다.

### 수출 확대와 제품 다양화 노력으로 내년 실적 성장 기대

작년 초 체결한 중국 '코나인터내셔널'과의 독점 계약이 올해도 연장되었으나 규모가 감소한 점과 방글라데시향 수출 실적도 저조하여 올해 3Q19까지 동사 수출은 49억원(vs. 2018년 90억원)에 그쳤다. 그러나 수출물량이 4Q19에 집중되어 있어 올해도 작년 수준의 수출실적은 달성 가능해 보인다. 한편 동사는 내년도 추가적인 매출 성장의 동력을 수출 확대에서 찾고 있다. 올해 미국 홈쇼핑에 진출한 후 '워터트리트먼트'(동사 모레모의 대표제품)의 소비자 반응이 좋아 내년에는 현지 오프라인 진출도 계획하고 있다. 또한 신사업 기초화장품 매출 본격화, H&B향 공급 제품 다양화 노력으로 내년 동사 매출은 12%, 영업이익은 21% 성장이 예상된다.

(단위:억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	329	277	300	337	364
영업이익	14	7	28	34	35
세전이익	-27	9	29	33	35
당기순이익	-27	11	28	31	32
EPS(원)	-142	54	135	148	155
증가율(%)	-257.1	-138.3	148.7	9.4	5.1
영업이익률(%)	4.3	2.5	9.3	10.1	9.6
순이익률(%)	-8.2	4.0	9.3	9.2	8.8
ROE(%)	-14.3	4.5	10.3	10.3	9.8
PER	-16.3	49.2	20.6	18.9	17.9
PBR	1.9	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	16.4	30.9	14.2	12.2	11.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

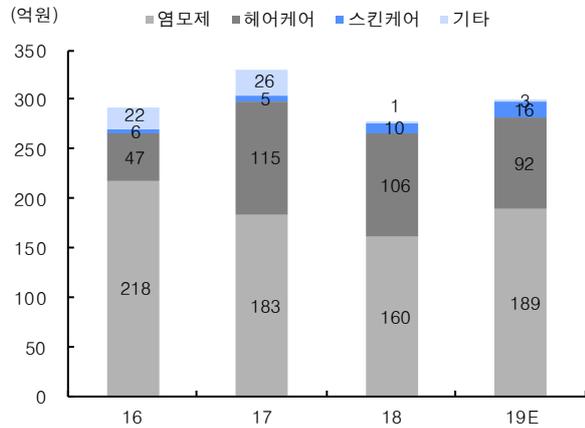
표 1. 세화피앤씨 실적 추정

(단위:억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	69	77	66	65	71	71	81	78	292	329	277	300	337
QoQ	10%	12%	-14%	-3%	10%	0%	14%	-4%					
YoY	n.a	n.a	-10%	3%	3%	-8%	21%	20%	n.a	13%	-16%	8%	12%
매출총이익	30	38	31	18	33	29	41	39	140	162	117	142	157
판매비	29	30	30	21	27	26	30	31	117	148	110	114	123
영업이익	2	7	1	-3	7	3	11	8	23	14	7	28	34
영업이익률	2.6%	9.2%	1.0%	-4.2%	9.2%	4.1%	13.6%	10.1%	8.0%	4.4%	2.5%	9.4%	10.0%
세전이익	2	9	1	-3	7	4	11	8	18	-27	9	29	33
순이익	2	8	1	0	7	3	11	8	17	-27	11	28	31

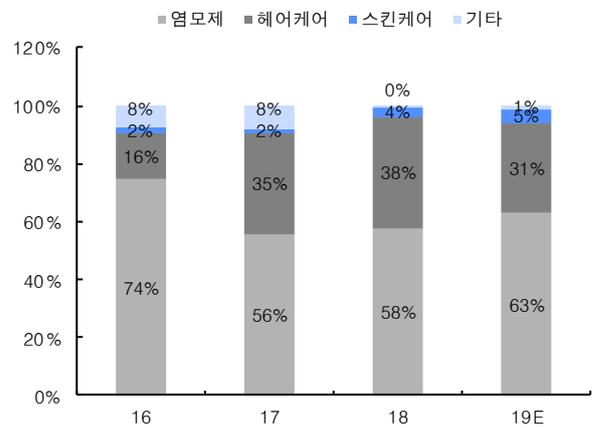
자료: IBK투자증권

그림 1. 세화피앤씨 사업부별 매출 추이



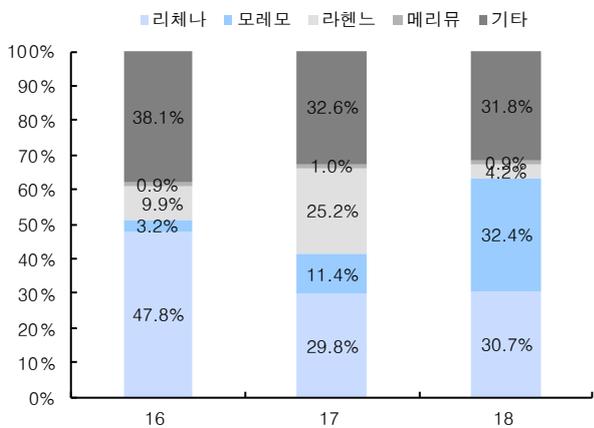
자료: 세화피앤씨, IBK투자증권

그림 2. 세화피앤씨 사업부별 매출액 비중



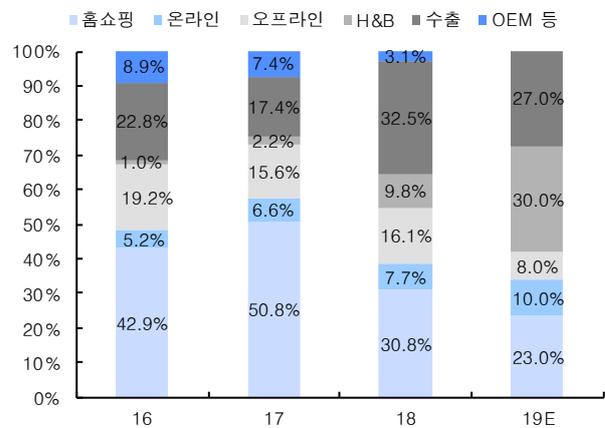
자료: 세화피앤씨, IBK투자증권

그림 3. 세화피앤씨 브랜드 별 매출액 비중 추이



자료: 세화피앤씨, IBK투자증권

그림 4. 세화피앤씨 유통채널 별 매출액 비중 추이



자료: 세화피앤씨, IBK투자증권

## Appendix. 기업 소개

### 염모제 및 헤어 & 스킨케어 전문 제조/판매 업체

2017년 9월 스펙 상장

동사는 1976년 설립, 염모제 및 헤어케어, 스킨케어 전문 제조업체로서 2013년 9월 코넥스에 상장한 후, 2017년 9월 IBKS지엠비스팩과 합병을 통해 코스닥 시장으로 이전 상장 하였다. 동사 사업부별 매출 구성은 2018년 기준으로 염모제 58%, 헤어케어 38%, 스킨케어 4%로 나뉜다. 주력 사업인 염모제 부문은 국내시장이 포화상태에 이르고 주요 유통채널인 홈쇼핑 방송편성수 감소 영향으로 매출 비중이 감소하였으나, 헤어케어 및 스킨케어 신규 사업으로 포트폴리오를 다각화하고 있다. 올해 연말부터는 기초화장품 사업에도 진출, 보다 안정된 사업포트폴리오를 구축할 전망이다.

### 사업포트폴리오 다각화 및 유통채널 다변화 진행 중

2030 젊은 층 겨냥한 모레모 브랜드 인지도 상승, 매출비중 큰 폭 증가

대표 브랜드는 리체나(2005년 런칭, 프리미엄 헤나 염모제 브랜드), 라헨느(2015년 런칭, 염모제+헤어케어 토탈 브랜드), 모레모(2016년 런칭, 헤어케어+스킨케어 토탈 코스메틱 브랜드)이며, 2018년 기준으로 각각의 매출 비중은 31%, 4%, 32%다. 특히 기존에 홈쇼핑 채널과 중년층을 주요 고객층으로 삼던 리체나, 라헨느와 비교하여 2016년 런칭한 모레모는 2~30대의 젊은 층을 타겟으로 합과 H&B 유통채널을 공략하면서 성공적으로 시장에 안착하였다. 모레모의 대표 제품인 워터트리트먼트는 점성이 낮은 액상의 트리트먼트로 새로운 사용성이 시장의 관심을 받고 있다.

수수료 높은 홈쇼핑 비중 감소, 대신 H&B 채널 및 수출 비중 확대

동사 유통채널별 매출 비중은 2018년 기준으로 홈쇼핑 30.8%, 온라인 7.7%, 오프라인 16.1%, H&B 9.8%, 수출 32.5%, OEM 및 기타 3.1%다. 주목할 점은 홈쇼핑 비중이 전년 대비 20%p 감소하였는데, 이는 주력 브랜드의 홈쇼핑 방송편성수 감소 영향과 올리브영, 랄라블라 등 H&B 채널 확대 및 해외 수출 증가 등 채널 다변화 노력의 결과다. 동사 H&B 채널과 수출 비중은 각각 전년 대비 7.6%p와 15.1%p 상승하였다.

세화피앤씨 (252500)

포괄손익계산서

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	329	277	300	337	364
증가율(%)	12.7	-15.8	8.3	12.3	8.0
매출원가	167	160	158	181	196
매출총이익	162	117	142	157	168
매출총이익률 (%)	49.2	42.2	47.3	46.6	46.2
판매비	148	110	114	123	133
판매비율(%)	45.0	39.7	38.0	36.5	36.5
영업이익	14	7	28	34	35
증가율(%)	-39.1	-50.0	300.0	21.4	2.9
영업이익률(%)	4.3	2.5	9.3	10.1	9.6
순금융손익	-2	2	1	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	-2	2	1	0	0
기타영업외손익	-40	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-27	9	29	33	35
법인세	0	-2	1	3	3
법인세율	0.0	-22.2	3.4	9.1	8.6
계속사업이익	-27	11	28	31	32
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-27	11	28	31	32
증가율(%)	-258.8	-140.7	154.5	10.7	3.2
당기순이익률 (%)	-8.2	4.0	9.3	9.2	8.8
지배주주당기순이익	-27	11	28	31	32
기타포괄이익	-1	-2	0	0	0
총포괄이익	-28	9	28	31	32
EBITDA	25	18	39	43	45
증가율(%)	-24.2	-28.0	116.7	10.3	4.7
EBITDA마진율(%)	7.6	6.5	13.0	12.8	12.4

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-142	54	135	148	155
BPS	1,242	1,247	1,372	1,510	1,656
DPS	12	10	10	10	10
밸류에이션(배)					
PER	NA	49.2	20.6	18.9	17.9
PBR	1.9	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	16.4	30.9	14.2	12.2	11.4
성장성지표(%)					
매출증가율	12.6	-15.8	8.4	12.4	8.0
EPS증가율	NA	-138.3	148.7	9.4	5.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	-14.3	4.5	10.3	10.3	9.8
ROA	-10.0	3.7	8.7	8.7	8.3
ROIC	-14.8	5.2	11.5	12.4	12.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	19.7	19.7	18.3	18.1	17.8
순차입금 비율(%)	-16.0	-4.6	-13.0	-18.8	-23.3
이자보상배율(배)	8.0	76.3	55.7	64.6	65.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.7	5.2	4.9	5.2	5.2
재고자산회전율	7.6	4.4	3.8	4.1	4.1
총자산회전율	1.2	0.9	0.9	1.0	0.9

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	150	174	206	243	279
현금및현금성자산	52	25	50	73	96
유가증권	1	2	2	2	2
매출채권	46	60	62	67	73
재고자산	45	81	79	86	92
비유동자산	134	136	131	127	125
유형자산	112	121	117	113	111
무형자산	3	5	5	4	4
투자자산	2	1	1	1	1
자산총계	283	310	337	370	405
유동부채	27	44	45	49	53
매입채무및기타채무	12	13	14	15	17
단기차입금	0	15	14	16	17
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	7	7	8	8
사채	15	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	47	51	52	57	61
지배주주지분	237	259	285	313	343
자본금	19	21	21	21	21
자본잉여금	145	158	158	158	158
자본조정등	-16	-16	-16	-16	-16
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	89	95	121	150	180
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	237	259	285	313	343
비이자부채	32	36	37	41	44
총차입금	15	15	15	16	17
순차입금	-38	-12	-37	-59	-80

현금흐름표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	9	-28	34	30	31
당기순이익	-27	11	28	31	32
비현금성 비용 및 수익	54	17	16	10	10
유형자산감가상각비	10	10	10	9	9
무형자산상각비	1	1	0	0	0
운전자본변동	-17	-57	-10	-11	-10
매출채권의 감소	6	-14	-2	-6	-5
재고자산의 감소	-4	-41	2	-7	-7
매입채무등의 증가	-8	2	1	1	1
기타 영업현금흐름	-1	1	0	0	-1
투자활동 현금흐름	117	-12	-5	-7	-9
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-8	-6	-5	-7
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	119	-2	1	-2	-2
재무활동 현금흐름	-94	12	-4	1	1
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-94	12	-4	1	1
기타 및 조정	1	0	0	-1	0
현금의 증가	33	-28	25	23	23
기초현금	20	52	25	50	73
기말현금	52	25	50	73	96

### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

동 자료에 언급된 종목(세화피앤씨)의 유가증권발행과 관련하여 주관사로 참여하였습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

### 투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

### 투자등급 통계 (2018.10.01~2019.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	87.5
중립	19	12.5
매도	0	0