

buy

목표주가 40,900

현재주가 29,350

상승여력 28

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	2,443억
발행주식수(주)	8,600,972주
52주 최고(원)	31,250원
52주 최저(원)	8,560원
주요주주지분율(%)	김태욱의 4인 (44%)
22년 배당수익률(%)	0.23%

Team 2

김혜리	김경곤
이건호	임현우
이수연	조현우
조유정	

아이패밀리에스씨(114840)

- 2Q23 분기 최대 매출, 최대 이익 기록

- 색조화장품 '롬앤'의 해외매출 YOY 약 90% 증가, 특히 일본 매출액 YOY 약 73% 증가

- 새로운 브랜드 론칭과 1년에 70여개 달하는 지속적인 신제품 출시

- 효율적인 마케팅 방식과 판관비 절감으로 순이익률 YOY 7% → 11% 상승

Signal 1: 여전히 굳건하다. 롬앤

아이패밀리에스씨는 롬앤의 선방에 힘입어 2Q23 분기 매출액 367억, 영업이익 51억, 순이익 40억을 기록했다. 이 같은 성과는 1분기와 마찬가지로 매출의 97% 이상을 차지하고 있는 롬앤의 국내외 매출 증가에 따른 것으로 분석된다. 기존 베이스 및 아이 카테고리 등의 매출이 견고한 성장을 유지했고, 그동안 위축되었던 중국 매출의 상승도 2분기 실적에 긍정적인 영향을 끼쳤다. 7월 국내에서 산리오 캐릭터즈와의 콜라보를 성공적으로 마무리한 롬앤은 8월부터 일본, 동남아, 대만 등으로 판매를 시작하면서 하반기에도 성장세를 이어갈 전망이다.

Signal 2: 지속되는 일본시장의 성장세

롬앤은 아시아에서 세계 3위 화장품 시장인 일본에서 매우 좋은 반응을 얻고 있다. 일본 로컬 브랜드의 부진, 한국 색조 화장품의 인기에 힘입어 일본으로의 수출이 가파르게 성장하고 있다. 최근 발표된 당사 2분기 실적은 시장 컨센서스 매출과 영업이익을 각각 20%, 33% 상회하였다. 좋은 실적을 달성할 수 있었던 다양한 요인들이 있지만, 일본 수출이 급증했다는 점이 가장 긍정적으로 작용했다. 매출의 대부분을 차지하는 색조화장품 '롬앤'의 해외매출이 약 90% 증가했으며, 특히 일본 편의점 로손에 출시한 '앤드바이롬앤' 판매호조에 일본 매출액이 73% 늘었다.

Signal 3: 롬앤의 뒤를 이을 브랜드 “누즈”

아이패밀리에스씨가 지난 4월 일본 로손 편의점 전용 브랜드인 '앤드바이롬앤'에 이어, 새로운 개념의 컬러 케어 브랜드인 '누즈(nuse)'를 론칭했다. 누즈는 아이패밀리에스씨가 롬앤 론칭 이후 처음으로 선보이는 신규 색조 브랜드로, 색조 제품의 발색과 스킨케어 제품의 효능을 결합한 코스메틱 브랜드다. 첫 출시 제품은 리퀴드 케어 치크, 컬러 케어 립밤, 케어 립추얼, 케어 톤업 등 4개 라인업의 21개 제품으로 구성됐다. 기존 10대·20대를 타겟층으로 하는 롬앤과 달리 30대 여성을 타겟층으로 설정하였으며, 타겟층의 변화로 누즈 제품가격의 경우 롬앤 보다 약 20% 높게 설정하였다. 누즈의 성공여부는 당사의 매출액 성장과 이익 성장에 큰 기여를 할 것으로 보인다.

CONTENTS

사업내용		3
제시했던 투자포인트		4
밸류에이션		6
발표 후 주가 흐름		7
투자포인트 점검		9
밸류에이션		13

I. 간단한 사업내용

당사는 인터넷 예식장 사업을 모델로 2000년에 설립되었고 2016년 런칭한 색조화장품 브랜드 룸앤(Rom&nd)이 저가형 화장품 시장에서 큰 인기를 끌어 주력 사업 부문으로 성장하였다. 룸앤은 18~24세의 Z세대 여성이 타겟 고객이며, 뛰어난 색감과 가성비 높은 제품으로 입소문을 타며 H&B 스토어에서 판매 상위에 랭크된다. 현재 Beauty(화장품) 95%, Wedding(웨딩서비스&플랫폼) 4%, Living(리빙용품) 1%, 매출 비중으로 핵심사업이 구성된다. 2021년 10월 28일 한국거래소 코스닥 시장에 상장되었다.

당사는 가장 큰 성장을 보여준 일본 시장을 중심으로 글로벌 저가형 화장품 시장에서 높은 점유율을 가지는데, 중국 시장은 과거 국내의 한복 에디션을 기점으로 매출 하락을 겪었으나 일본 및 북미 등의 높은 파이를 통해 전체 매출에서 타격을 입지는 않았다. 최근에는 K-POP과 함께 K-뷰티가 주목받으며 매출 상승 효과를 톡톡히 보고 있다.

사업	브랜드	주요 상품 및 서비스
화장품	룸앤(Rom&nd), 누즈(Nuse) 앤드바이룸앤(And by Rom&nd)	립틴트, 립스틱, 립밤, 립라이너, 아이섀도, 베이스, 톤업크림, 마스크라, 선크림, 아이브로우, 아이라이너, 네일 등
화장품 외 (웨딩/리빙/App)	아이웨딩(iWedding)	예식장, 드레스, 사진, 신혼여행, 헤어&메이크업, 예복 등 웨딩 상품 및 중개&판매 플랫폼
	브랜드플러스(iBrand+)	고객사의 브랜드관 운영 및 관리, 온라인 광고 대행
	호텔크랜베리(Hotel Cranberry) 자리아(ZAFIA), 옌센(Jensen),	침대, 구스 침구(이불, 베개, 커버, 토퍼 등) 판매 편집숍
	아이컬러(iColor)	퍼스널컬러 진단 서비스, 퍼스널컬러 기반의 색조 화장품 정보&커뮤니티 플랫폼, 브랜드사 제품 홍보&판매

2023년 3월 당사는 일본 대형 편의점 브랜드인 로손과의 협업 제품인 앤드바이룸앤(And by Rom&nd)을 출시하였고, 6월에는 신규 브랜드인 누즈(Nuse)를 출시하였다. '누즈'는 기본 색조 전문 브랜드인 룸앤보다 타겟 연령대를 높인 신규 색조 브랜드로서 색조 제품의 발색과 스킨케어 제품의 효능을 결합하였다. 또한, 7월에 룸앤X산리오 콜라보가 한국과 일본에서 동시 론칭되며 더 현대 팝업스토어도 진행하였고, 8월 누즈(Nuse) 브랜드가 올리브영 온라인 론칭과 더불어 산리오 에디션이 대만, 태국, 필리핀에 입점되었다.



II. 제시했던 투자포인트

1. 일본 뷰티 시장에서의 가파른 성장세

최근, 화장품 업종의 핵심 성장 요인이 한한령 이후 중국 중심에서 점차 비중국으로 이동하였고 기초 화장품보다 색조화장품 쪽으로 수출이 견인되면서 코스메틱 대형주들이 실적 부진을 면치 못했다. 이에 반해, 3Q22 기준 동사의 전년 동기 대비 비중국 해외 매출액이 70%가량 상승하였고, 특히 수출국 중에서도 색조 시장이 발달한 일본에서 롬앤 제품이 좋은 반응을 얻고 있다는 점에 주목하였다.

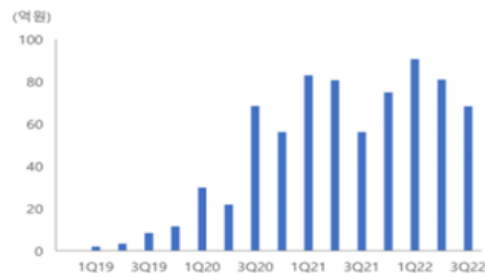
롬앤의 인기는 일본 로컬 브랜드 제품 대비 다채로운 컬러, 뛰어난 발색력에 기인하는데, 쥘시래스팅 틴트는 일본 최대 뷰티 커뮤니티 엡코스메에서 2021년 립틴트 부문 1위로 선정되는 등 큰 인기를 끌었고 틴트를 필두로 속눈썹 영양제, 마스크라, 노세범 파우더 등 다양한 카테고리에서 1위를 차지하였다.

색조화장품에 강점을 가지고 있던 동사는 일본 시장 선점이 가능했고 동사의 일본향 매출액은 2019년 25억원에서 2021년 294억원으로 급증했다. 2021년 말 기준, 동사의 화장품 사업 일본 매출 비중은 44%에 다다랐다.

또한, 3월 일본 로손 편의점 전국 12000개 매장에서 '앤드바이롬앤'을 론칭하며 판매처 다변화도 시도하였다. 이는 온라인보다 오프라인 소매점이 발달한 일본의 특성을 간파하며 지방 소도시 소비자들의 접근성이 높아져 매출 증가로 직결될 것으로 보았다. 또한, 디즈니 캐릭터와의 콜라보 진행 예정도 긍정적으로 작용할 것으로 판단하였다.



아이패밀리에스씨 일본향 매출 추이 (단위: 억원)

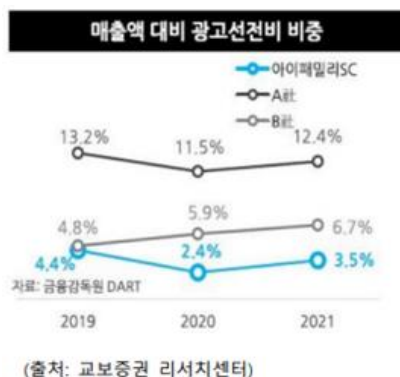


출처: 아이패밀리에스씨 유안타증권 리서치센터

2. 트렌드에 맞는 신제품 출시 및 효율적 마케팅 능력

히트 상품의 주기가 짧고 트렌드 변화 속도가 빠른 뷰티 시장에서 롬앤은 브랜드 노출도를 높이고 소비자의 니즈를 충족하는 제품을 빠르게 출시할 수 있다는 강점이 있다. 롬앤의 연도별 출시 상품 단위는 70여개에 달하는데, 이를 환산해보면 1주일에 약 1.3개의 신제품이 출시된 셈이다. 또한, 출시된 제품이 지속적으로 운영되는 비율도 80~100%에 달하는 것을 통해 마케팅 역량을 엿볼 수 있다.

롬앤은 소비자와의 커뮤니케이션 능력과 효율적인 마케팅 전략을 갖추고 있는데, 동사는 각국 현지 SNS를 통한 리뷰 및 피드백 수용, 인플루언서 마케팅 방식을 사용한다. SNS를 통한 고객과의 상향식 소통 구조로 코덕 팬덤을 형성하여 고객 충성도가 높으며, 이러한 점을 통해 동종업체에 비해 광고선전비 비중은 낮으나 재구매율, 신제품 구매율 등을 효과적으로 높일 수 있어 수익성 측면에서 긍정적인 요소로 작용하였다.



3. 신규 브랜드 출시로 인한 고객 및 카테고리 다각화

동사는 차별화된 브랜드 메이킹 능력으로 올해 9~10월 신규 브랜드를 런칭할 계획이었다. 하지만, 동사의 빠른 성장 덕분인지 6월 '누즈'를 런칭하였다. '누즈'는 비건 중심 색조 브랜드이며 글로벌 출시 진행에 전지역 매출 성장에 기여하고 있다. 타겟 소비자를 20~30대로 삼으며 기존 '롬앤'의 제품보다 가격도 10~20% 상승하여 판매 단가 상승도 매출 성장에 기여하였다.

도표 10. 아이패밀리에스씨 하반기 주요 이벤트

구분	7월	8월	9월	10월
주요 이슈				
주요 행사				
Special				

자료: 마나증권

Ⅲ. 밸류에이션

당시 동사의 기업 가치를 추정하는 데는 상대가치 평가법인 PER를 활용했다.

①2023년 추정 매출액, 당기순이익, EPS

1)추정 매출액: 동사의 과거 매출액 증감 분석 결과, 2019년에서 2022년까지 연간 평균 29%의 성장을 보였다. 이를 바탕으로 2022년 매출액인 853억원에서 본 해에도 29%의 성장을 기대하여 2023년 매출액을 1,098억원으로 추정했다.

2)추정 당기순이익: 2023년에는 신규 브랜드 론칭 및 일본 오프라인 유통 채널 확장 등이 성장 동력이 예상됐다. 그러나 제품 라인업 개편과 신규 브랜드 브랜딩 및 홍보에 따른 비용 상승을 종합적으로 고려하여 보수적인 입장에서 순이익률은 8%로 예측, 추정 당기순이익은 88억원으로 계산했다.

3)추정 EPS: 당기순이익을 발행 주식수로 나누는 공식을 적용하여, 88억원의 당기순이익을 8,591,548주의 발행 주식수로 나누어 1,024원의 추정 EPS를 도출했다.

②PEER 그룹의 선정

기업명	대표 브랜드	PER	가중치	가중평균	Target P/E
클리오	클리오, 페리페라	36	0.4	26	18.2
브이티지엠피	브이티	27	0.35		
네오팜	제로이드, 리얼베리어	8.6	0.25		

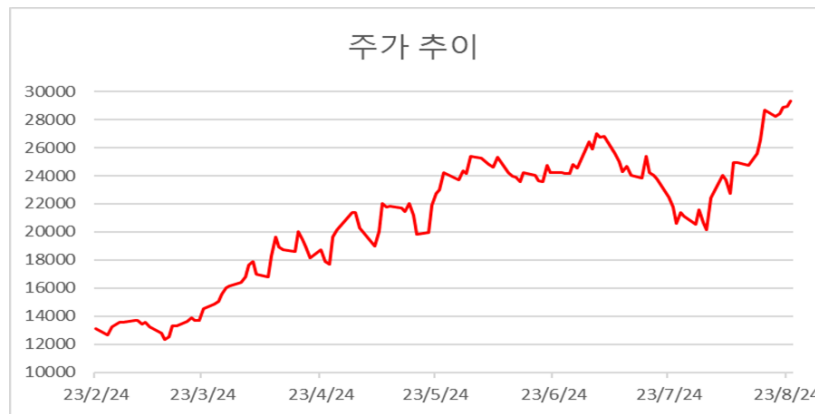
(출처: 바이시그널 추정)

이전 보고서에서는 시가총액이 유사한 기업들 중에서 동사와 비슷한 화장품 사업을 영위하는 기업을 탐색했다. 에이블씨엔씨, 한국화장품, 토니모리 등은 대표적인 후보였지만, 영업적자가 계속되어 피어 그룹으로는 적합하지 않았다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 브랜드 사업뿐만 아니라 R&D 및 생산도 수행하므로 제외했다.

종합적인 요인을 고려했을 때, 브랜드 중심의 화장품 사업을 영위하는 기업인 클리오, 브이티지엠피, 네오팜을 피어 그룹으로 선정했다. PER 계산에는 3월 21일 종가와 작년 1~4분기의 EPS를 합산한 값을 활용하였으며, 가중치는 각각 0.4, 0.35, 0.25로 설정했다. 제품 라인업의 특성에 따라 색조 비중이 높은 클리오에는 큰 가중치를, 네오팜에는 작은 가중치를 부여했다.

화장품 업종의 높은 PER 및 중저가 화장품 브랜드의 낮은 진입장벽을 고려하여, 가중평균 26을 30% 할인하여 적용한 Target P/E는 18.2로 산정했다. 이에 따라 추정 EPS와 Target P/E를 곱하여 계산한 목표주가는 18,600원으로 예상했다.

IV. 발표 후 주가 흐름

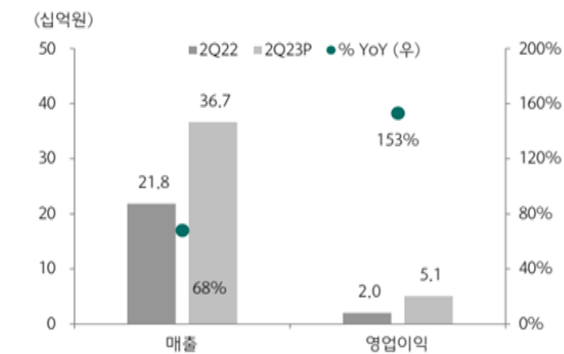


(출처: KRX, 바이시그널)

3월 22일 기업 보고서 발표 당시 주가는 13,700원으로 기록되었으며, 보고서에서는 18,600원의 목표 주가를 제시하였다. 그러나 8월 25일의 종가를 기준으로 동사의 주가는 29,350원으로 예상을 크게 초과하는 성과를 달성하였다. 동사의 주가 상승은 다음과 같은 주요 동기에 기인했다.

① 분기 최대 실적 연속 달성

도표 2. 아이패밀리에스씨 2Q23P 개별 실적 요약

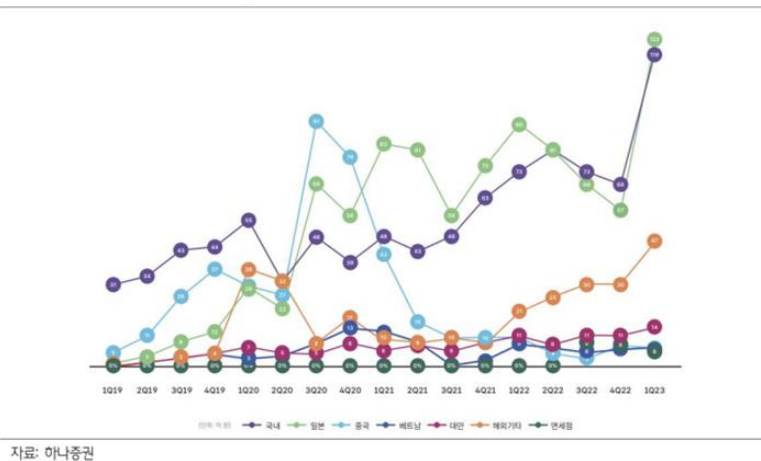


자료: 하나증권

23년 1분기 동사의 매출은 전년 대비 47% 증가한 328억원으로 기록되었으며, 영업이익도 34% 상승한 47억원으로 시현되어 분기 최대 실적을 기록했다. 2분기 매출은 전년 대비 68% 상승한 367억원으로 기록되었으며, 영업이익 역시 153% 증가한 51억원을 달성하면서 이전의 최대 실적을 다시 한 번 뛰어넘었다. 이러한 높은 실적은 국내 리오프닝 및 해외 수출 확대 등으로 인한 수요 증가와 더불어 성공적인 제품 라인업 관리의 결과로 볼 수 있다.

② 일본을 주축으로 하는 글로벌 시장 확장

도표 8. 아이패밀리에스씨의 롬앤, 국가/분기별 매출액 추이



동사의 일본 수출은 지속적인 성장을 보여왔으며, 특히 일본 대표 편의점 체인인 로손(LAWSON)과의 협업 및 새로운 채널 진출에 따른 수요 급증으로 23년 2분기 일본 매출은 전년 대비 73% 성장한 140억원을 달성했다. 일본 시장에서의 선도적 입지를 더욱 확장하고 있는 모습이 주요 동력 중 하나로 작용한 것이다. 2Q23 기준 중국향 매출은 24억원으로 전년대비 510% 상승했으며, 일본과 중국을 제외한 해외 기타 시장에서도 매출 56억원, 전년대비 123% 성장을 기록했다.

③효율적인 비용 관리와 수익성 향상

동사는 신규 브랜드 론칭 및 마케팅 투자를 통한 매출 증대에 성공했다. 특히 2분기 롬앤X산리오 콜라보 수요가 폭발함에 따라 H&B채널 매출이 두배 가까이 증가한 것으로 파악된다. 마케팅 투자 증가에 따른 비용이 존재했으나, 외형 확대로 견조한 수익성을 기록했다. 이에 따라 2분기 영업이익률이 전년 대비 5%p 개선된 16% 수준으로 기록되었으며, 향후 수익성의 지속적인 향상이 주가 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 분석한다.

중요 이슈로서는 동사의 2023년 역대 최대 실적 전망이 주목되며, 매출과 영업이익 모두 예상치를 상회하는 전망이 제시되었다. 특히 화장품 부문에서의 매출 상향 조정 및 국내 리오프닝 및 해외 수출의 성장이 지속될 것으로 예상되어 투자자들의 관심을 끌고 있다. 일본 시장에서의 강세와 효율적인 비용 관리의 지속적인 시도 또한 주가 상승에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

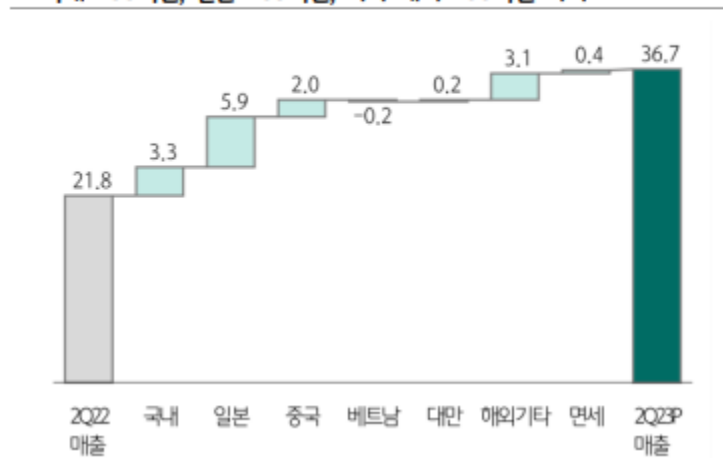
이러한 주요 동기와 중요 이슈들이 동사의 주가 상승을 견인하였으며, 지속적으로 시장 참여자들의 높은 관심을 받고 있는 상황이다.

V. 투자 포인트 점검

이전 리포트에서 제시했던 투자 포인트는 세가지다. 1. 일본 뷰티 시장에서의 가파른 성장세, 2. 트렌드에 맞는 신제품 출시 및 효율적 마케팅 능력, 3. 신규 브랜드 출시로 인한 고객 및 카테고리 다각화 등이다. 결론부터 말하자면 세 가지 투자포인트 모두 유효하다고 판단한다.

1. 일본 뷰티 시장에서의 가파른 성장세

도표 4. 아이패밀리에스씨의 2Q23F 매출 변동 (YoY)
: 국내 +33억원, 일본 +59억원, 기타 해외 +55억원 기여



(출처: 하나증권, 2Q23 Re: 분기 최대 매출 시현)

당사는 일본 로컬 브랜드 제품 대비 다채로운 컬러와 뛰어난 발색력 등 색조화장품에 강점을 가지고 있어, 일본 뷰티 시장에서의 성장세를 주목한 바 있다. 최근 발표된 아이패밀리에스씨의 2분기 실적은 매출 367억원(YoY+68%, QoQ+12%), 영업이익 51억원 (YoY+153%)을 기록했다. 좋은 실적을 달성할 수 있었던 다양한 요인들이 있지만, 일본 수출이 급증했다는 점이 가장 긍정적으로 작용했다. 매출의 대부분을 차지하는 색조화장품 '롬앤'의 해외매출이 약 90% 증가했으며, 특히 일본 편의점 로손에 출시한 '앤드바이롬앤' 판매호조에 일본 매출액이 73% 늘었다. 일본 시장에서의 성장세는 기 채널의 수요 확대 + 신규 채널 진출로 하반기에도 지속될 것으로 판단한다.

2. 트렌드에 맞는 신제품 출시 및 효율적 마케팅 능력

아이패밀리에스씨는 신규 브랜드인 '누즈'를 6월 20일 론칭하였다. 브랜드 론칭과 함께 리퀴드 케어 치크, 컬러 케어 립밤, 케어 립추얼, 케어 톤업 등 4개 라인 업의 21개 품목의 신제품을 공개하였다. 모든 제품에 대해 탄력, 보습, 모공커버, 저자극 등 스킨케어 효능 임상실험을 진행했으며, 비건 인증을 거쳐 소비자들의 만족도를 높였다. 새로운 브랜드 출시와 신제품 개발로 영업이익률이 낮아질 것

으로 예상했으나, 올 상반기 14%의 영업이익률을 기록하며, 지난해 11%보다 더 높은 영업이익률을 보여줬다. 이는 저효율의 매스 미디어 및 유통사 광고 비용을 피하고, 뷰티 크리에이터 등의 인플루언서들을 통해 광고비용을 절감한 것이 크게 작용했다. 또한 7월 롬앤 X 산리오의 콜라보 제품과 더현대에서 진행한 팝업 스토어 역시 인기를 끌며 마케팅 부분에서 지속적으로 강점을 보였다.

3. 신규 브랜드 출시로 인한 고객 및 카테고리 다각화

아이패밀리에스씨는 올 상반기에만 앤드바이롬앤, 누즈 등 두 가지의 브랜드를 새로 론칭했다. 앤드바이롬앤의 경우 지난 3월 말 로손 편의점 전국매장 1만 2000여 곳에 동시 론칭한 브랜드로 한 달 만에 조기 품절을 일으켰으며, 일본 화장품 5월 트렌드 어워즈 1위를 달성하였다. 2분기 좋은 실적을 달성한 배경에는 앤드바이롬앤의 매출 성장이 크게 작용했다. 다음으로 '누즈(nuse)'는 색조 제품의 발색과 스킨케어 제품의 효능을 결합한 코스메틱 브랜드다. 누즈는 탄력과 보습, 저자극 스킨케어 효능이 있는 립스틱과 톤업크림 등을 출시하며, 기존 10대·20대를 타겟층으로 하는 롬앤과 달리 30대 여성을 타겟층으로 설정하였다. 타겟층의 변화로 누즈 제품 가격의 경우 롬앤 보다 높게 설정하였으며, 누즈의 성공여부는 당사의 매출액 성장과 이익 성장에 큰 기여를 할 것으로 보인다. 또한 당사는 프랑스 라파예트 백화점 입점을 시작으로 유럽시장을 포함한 신규국가를 중심으로 수출 다각화를 이어나갈 계획이며, 고객 및 카테고리 다각화를 지속적으로 추구하고 있다.

- 리스크 요인

1. 둔화하는 화장품 시장

그림 1. 대미국/일본 화장품 수출과 비중

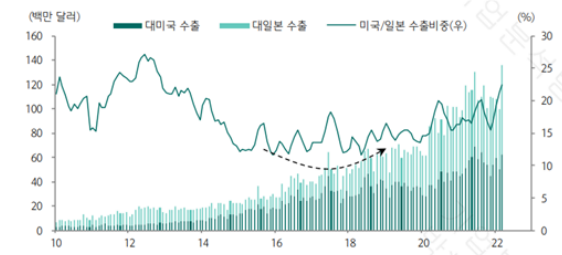
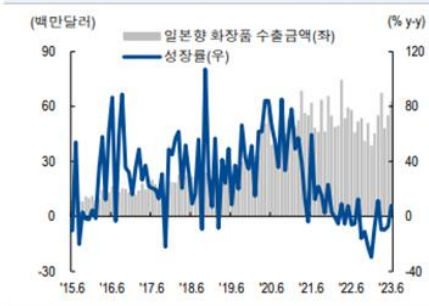


그림6. 일본향 화장품 수출금액 및 성장률



당사를 포함한 화장품 섹터가 시장 대비 아웃퍼폼한 가장 주요했던 원인은 중국 시장에서의 점유율 하락에도 불구하고, 미국과 일본향 화장품 수출금액이 지속적으로 우상향했다는 점이다. 하지만 화장품의 수출금액 및 성장률이 점차 둔화되고 있다는 점을 리스크 요인으로 볼 수 있다.

④ 5대 유망 소비재 수출 추이

(백만 달러, 전년동기대비%)

품목명	'22년 전체	'22년						'23년						
		7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
농수산 식품	10,480 (2.5)	876 (3.9)	861 (5.6)	804 (△2.6)	818 (△10.4)	853 (△13.3)	883 (△10.9)	751 (△11.1)	888 (8.9)	976 (2.2)	904 (△4.8)	903 (△4.0)	945 (7.4)	844 (△3.7)
화장품	7,953 (△13.3)	614 (△6.0)	623 (△9.0)	739 (△15.3)	689 (△13.6)	638 (△26.6)	594 (△13.9)	467 (△17.1)	646 (12.5)	774 (9.5)	679 (△4.7)	769 (△8.1)	746 (13.8)	649 (5.8)
패션 의류	2,629 (0.3)	214 (△4.7)	199 (3.2)	227 (0.8)	231 (△4.7)	234 (△10.6)	241 (△9.7)	162 (△24.6)	201 (12.9)	235 (2.0)	220 (2.4)	217 (△0.6)	230 (2.5)	200 (△6.9)
생활 유아용품	7,900 (0.0)	693 (3.4)	608 (△3.7)	683 (2.6)	599 (△10.5)	596 (△17.5)	636 (△15.3)	559 (△18.6)	658 (6.0)	703 (△6.9)	622 (△9.4)	652 (△5.6)	654 (1.3)	654 (△5.7)
의약품	10,482 (23.5)	726 (13.0)	826 (34.6)	850 (24.6)	638 (△2.9)	560 (△20.0)	721 (△34.2)	675 (△39.8)	603 (△42.1)	731 (△44.9)	613 (△24.3)	611 (△37.6)	788 (△10.6)	561 (△22.7)

(출처: 산업통상자원부 수출입과 23년 7월 수출입 동향)

산업통상자원부 7월 수출입 동향에 따르면 한국의 화장품 수출은 전년 대비 YOY +5.8% 기록했지만 분기 수출액은 2분기 연속 감소 중이다. 중국 향 수출 금액 등 전체 수출량을 대상으로 하는 데이터지만, 절대적인 수출 양이 감소하는 흐름은 경계할 필요가 존재한다. 현재의 높은 주가상승률이 일본 향 매출의 폭발적인 증가 등 높은 성장률에 있기 때문이다.

2. 가격 경쟁력 (출처: 아이패밀리에스씨 23.06 반기보고서)

순위	당반기	
	주요매입처	비중
1	A사	66.17
2	B사	22.74
3	C사	3.66
4	D사	2.36
5	E사	1.96

주) 매입금액이 높은 상위 5개 업체를 기준으로 작성하였습니다.

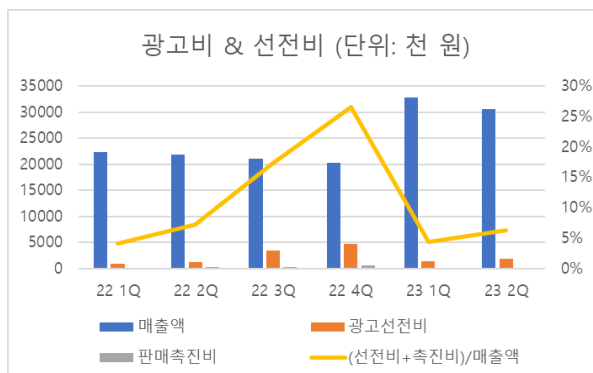
(출처: 아이패밀리에스씨 23.06 반기보고서)

지난 3월 보고서 작성 시 지적했던 리스크 요인으로 정착 고객이 적은 색조 위주 제품의 구성을 지적한 바 있다. 이번 신상 브랜드(누즈)의 출시로 이러한 점이 개선될 것으로 기대되었으나 누즈 역시 기초케어 보다는 색조 위주의 전략을 유지하고 있는 상황이다. 또한 10대·20대 위주의 중저가 전략으로 당사는 좋은 퍼포먼스를 기록하고 있지만, OEM 기업의 특성을 갖는 동사 특성상 주요 매입처에 대한 높은 비중으로 가격 협상에 어려움을 겪을 경우 원재료 가격 상승분을 소비자에게 전가하지 못해 마진율이 훼손될 수 있는 우려가 존재한다.

- 2Q실적 분석 (출처: NH투자증권, "[화장품] 거를 타선이 없다")

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F
매출액	22.3	21.8	21.0	20.2	32.8	36.7	36.4
화장품	21.3	20.7	20.1	18.8	31.9	35.4	35.5
국내	7.3	8.1	7.3	6.8	11.6	11.4	10.9
해외	14.0	12.6	12.8	12.0	20.3	24.0	24.6
일본	9.0	8.1	6.8	5.7	12.2	14.0	16.4
중국	1.0	0.4	0.3	0.8	0.7	2.4	0.5
베트남	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7	0.5	0.7
대만	1.1	0.8	1.1	1.1	1.4	1.0	1.3
해외기타(50+)	2.1	2.5	3.0	3.0	4.7	5.6	4.5
면세	-	-	0.9	0.8	0.6	0.4	1.1
유통	1.0	1.2	0.9	1.4	1.0	1.3	0.9

발표된 아이패밀리에스씨의 2분기 실적은 매출 367억원(YoY+68%, QoQ+12%), 영업이익 51억원(YoY+153%)을 기록했다. 컨센서스 매출과 영업이익을 각각 20%, 33% 상회했으며, 분기 최대 매출과 최대 이익을 기록했다. 화장품 부문의 매출은 354억원(YoY+71%, QoQ+11%), 영업이익은 53억원(YoY+133%)을 기록했다. 국내와 해외 매출은 114억원, 240억원으로 전년동기비 각각 +41%, +90% 고 성장 했다. 국내는 리오프닝 효과와 롬앤 x 산리오 콜라보 수요가 집중되며 H&B 채널의 매출 증가가 두드러졌다. 오프라인 중심으로 판촉을 강화하며, 이커머스는 전년동기비 소폭 성장했다. 해외는 비중 이 가장 높은 일본향 수출이 사상 최대 수출액 기록하며 높은 성장세를 보였다. 일본 매출은 140억원(YoY+73%, QoQ+14%) 달성했다. 중국은 매출 24억원 (YoY+510%)으로 소폭 회복했으며, 해외 기타는 매출 56억원(YoY+123%) 기록하였고, 기존 지역에서의 수요 증가 및 지역 확대 효과로 해석한다. 영업이익률은 일회성 비용(크리에이티 브 디렉터 성과급) 요인 제거 시 16% 수준으로 전년동기비 5%p 개선되었다. 신규 브랜드 런칭, 롬앤 x 산리오 콜라보 등의 마케팅 투자가 존재했으나, 외형 확대 로 견조한 수익성을 기록했다.



(출처: 2023년 2분기 반기보고서, 자체제작)

전반적으로 좋은 실적을 기록했지만, 주목할 점은 매출액 대비 광고선전비와 판매촉진비의 비율이 낮아지고 있다는 점이다. 브랜드를 론칭하고, 새로운 제품들을 출시하는 과정에서 발생하는 비용들을 효율적으로 관리하고 있다고 판단할 수 있다. 효율적 비용관리가 가능했던 이유는 저효율의 매스 미디어

및 유통사 광고 지출을 최소화하고, SNS를 활용하여 해외의 다양한 인플루언서들을 통해 효율적인 마케팅이 가능했기 때문이라고 판단한다. 향후에도 비용의 효율적 관리가 가능하다고 예측되며, 이는 실적 추정치를 상향시킬 수 있는 근거가 될 수 있다고 판단한다.

VI. 밸류에이션

기존에 산정했던 밸류에이션의 경우 전반적으로 성공적이었다고 평가할 수 있지만, 동사가 1Q23, 2Q23 매출 측면에서 예상을 뛰어넘는 성적을 보여주면서 주가가 더욱 급등하였다. 현재 동사의 주가는 역대 최대의 성과를 기록하는 한 해를 보내게 될 것이라는 기대감이 일부 반영된 것으로 보인다. 당시 산정한 Target P/E는 26에서 중저가 화장품의 낮은 진입장벽 등을 고려해 30%를 디스카운트한 18.2였으나 현재 동사의 주가는 8월 25일 증가 기준 20배가 넘는 PER을 기록하면서 Target P/E와 추정 EPS를 전면적으로 수정해야 할 것으로 보인다.

가장 주요한 변화는 매출액, 영업이익, 당기 순이익 등의 폭발적인 성장이라고 볼 수 있다. 특히 2Q23 한 분기의 실적이 위의 3개 지표 기준으로 이미 큰 폭의 성장을 보여준 지난 해의 3개 분기를 합한 것과 비슷한 수준의 성과를 보여주었다. 실제로 현재 동사의 1Q23, 2Q23의 영업이익 및 당기 순이익은 2022년도 총 영업이익 및 당기순이익을 이미 뛰어넘었다. 다음 분기에서도 동일한 어닝 서프라이즈를 계속해서 보여줄 것이라고 장담할 수는 없지만, 이는 동사가 중저가 화장품 브랜드 시장에서 충분히 안정적인 매출 채널을 확보하는데 성공하였으며 비슷한 수준의 매출액을 지속적으로 가져올 수 있는 능력을 보유했다는 점에서 의미가 있다.

동사의 1Q23, 2Q23의 매출액은 각각 약 327.4억원, 366.7억원으로 분기 당 10%의 성장률을 보여주었다. 신규 브랜드의 입지 확장과 안정적인 오프라인 유통 채널 확보, 브랜드의 성장성을 고려해봤을 때 3,4분기 매출액은 1,2 분기의 평균 매출액에서 분기 당 최소 5%~10% 내외의 성장률을 보여줄 것이라 판단하였다. 위의 판단은 23년도 매출액을 감안하되, 일본 또한 매크로 부분에서 긴축 정책을 이유로 소비 수준이 어느정도 감소할 수도 있다는 리스크를 어느정도 반영한 결과이다. 이를 토대로 분기 당 각각 최소 364.4억원, 382.6억원의 매출액을 달성할 수 있을 것으로 보인다. 따라서 2023년 연 매출액은 약 1,441억원을 달성할 수 있을 것으로 보인다.

동사의 23년 순이익률은 평균 11%를 보여주고 있다. 지난 밸류에이션 평가에서는 신규 브랜드 론칭으로 인한 순이익률 감소와 22년도의 평균 순이익률 등을 이유로 23년도에도 8%의 순이익률을 보여줄 것이라고 다소 보수적인 평가를 했지만 이미 신규 브랜드 '누즈'를 론칭 및 오프라인 유통 채널을 확장했음에도 불구하고 순이익률은 이전보다 증가하는 모습을 보여주면서 동사만의 차별화된 마케팅 방식과 판관비 절감 전략은 여전히 유효하게 작용하고 있는 것으로 판단하여 기존의 보수적인 접근을 수정하여 평균적인 11%의 순이익률을 23년도 내내 보여줄 것으로 추정하였다.

이를 토대로 추정한 당기순이익은 약 158.5억원이고, 현재 발행 주식 수인 8,600,972주로 나눈 추정 EPS는 1,837원이다. 지난 평가에서 산정한 추정 EPS보다 813원 증가한 수치이다.

Peer Group의 경우, 저번 밸류에이션 평가와 동일하게 클리오, 브이티, 네오팜 3개 사는 동일하게 유지하고 추가적으로 일본에서 유명한 미샤 브랜드를 보유하고 있는 에이블씨엔씨를 Peer Group으로 편입하였다. 에이블씨엔씨는 지속적으로 영업이익 적자를 겪었기 때문에 저번 밸류에이션 평가에서 제외되었지만 23년도에 영업이익이 계속 회복되는 모양을 보여주면서 유의미한 Peer Group이 될 수 있을 것이라 판단하여 추가적으로 편입하게 되었다.

	PER	가중치	가중평균	가중 P/E	Target P/E
에이블씨엔씨	38.42	0.25	9.605	27.8425	22.274
클리오	24.49	0.45	11.0205		
브이티	51.43	0.1	5.143		
네오팜	10.37	0.2	2.074		

클리오의 경우 동사와 비슷한 색조 화장품 사업을 영위한다는 점에서 기존 평가와 비슷하게 가장 높은 가중치인 0.45를 부여하였다. 흥미로운 점은 브이티인데, 이번에 동사와 동일하게 2Q23에서 어닝 서프라이즈를 보여주면서 높은 PER을 보여주었다. 그러나 브이티의 실적을 끌어올린 주력 상품은 '리들샷'이라고 하는 스킨 케어 제품으로 색조 화장품 위주의 동사와는 영위하는 사업 부분이 다르다는 점과 브이티의 사업 부문이 타 화장품 기업 대비 높은 PER을 받고 있다는 점에서 고평가 우려를 줄이고자 기존 밸류에이션과 달리 0.1의 가중치를 부여하였다. 네오팜의 경우 별다른 이슈 없이 안정적인 매출액을 보여주어 저번 밸류에이션 평가와 유사한 0.2의 가중치를 부여하였다. 미샤 브랜드를 운영하고 있는 에이블씨엔씨는 앞선 설명과 같이 최근 영업이익을 회복하여 Peer Group에 편입할 수 있었다. 에이블씨엔씨는 일본 매출 비율이 약 18%로 동사보다는 낮으나 일본 내 '미샤' 브랜드의 인지도를 감안해 0.25의 가중치를 부여해주었다.

이번 밸류에이션 평가에서는 20%의 디스카운트를 부여했는데, 이번 디스카운트는 이전과 같이 낮은 진입장벽으로 인한 중저가 브랜드의 시장 진입 가능성을 고려했으며, 동사의 신생 브랜드인 '누즈'의 성장 리스크를 상정한 결과이다. 신규 브랜드의 경우 기존보다 높은 연령대의 소비층을 타겟팅했기 때문에 광고 노출도, 소비 패턴, 제품 회전율과 같이 신규 소비층에 대한 충분한 통계자료가 확보되지 않았기 때문에 보수적으로 접근할 필요가 있다고 판단하였다. 이와 같은 이유로 인하여 20%의 디스카운트를 부여하는 것이 적절하다고 판단한다.

이에 따라 도출된 Target P/E는 가중평균한 PER인 27.84에서 20%를 디스카운트 한 22.27이다.

따라서 목표주가는 추정 EPS 와 Target P/E 를 곱해 계산한 결과인 40,900 원이며 8 월 25 일 증가 29,350 원 기준 약 28%의 Upside 가 있다고 판단하여 Buy 의견을 제시한다.