

잇츠한불 (226320)

실적 회복 방향성에 꽃놀이패가 더해졌다

■ 2018년 매출 +28.3% YoY, 영업이익 +60.0% YoY 전망

동사 실적을 평가함에 있어 가장 크게 우려되고 있는 요소는 수출 대행 매출의 지속 감소이다. 가장 높은 마진율을 보이고 있는 동 채널의 비중은 '15년부터 중국 정부의 수출입 투명화 기조에 의해 큰 폭으로 역성장 해왔다. 동시에 '17년 사드 보복 조치로 인한 내수 채널 타격은 수출 대행 채널 매출 감소 영향 이상으로 실적 악화에 영향을 미쳤다. 하지만 '17년 3분기 타이공 인당 매출액 증가 및 수출 대행 채널 활성화에 따라 수출 대행 채널 매출액은 회복 기조를 보이고 있으며, 2018년은 동 채널 매출 회복에 더불어 중국인 입국자 수 회복을 통한 관련 영향 채널 매출 회복이 예상된다. 16년부터 반영되기 시작한 동사 자회사 네오팜의 실적 고성장은 달팽이 제품에 편중되어 있던 동사 매출 구조를 다변화 시켰으며, 네오팜 매출은 트렌드에 맞는 H&B채널 및 신채널에 특화되어 있기에 장기적인 관점에서도 성장 전망이 유효하다.

■ 후저우 공장이라는 꽃놀이패는 주가 추가 상승 견인할 것

상장 초기 시점부터 주가 상승 기대감을 끌어올렸던 달팽이류 제품 중국 위생허가가 지연되면서 시장은 실망을 거듭했다. 결과적으로 동사는 후저우 공장 '17년 8월 완공, 11월 생산 허가 취득을 통해 중국 현지에 달팽이 제품을 유통할 수 있게 되었다. 12월 말 시험 가동을 개시할 예정이며 동 공장에서 창출될 매출 및 이익은 시장 컨센서스에 미반영된 것으로 보여진다. 사드 보복 조치라는 악재 속에 썬마 및 뉴월드그룹 HOKO몰을 통한 중국 현지 진출 전략은 수정된 것으로 보여지며, 아직까지 구체적인 진출 전략이 정해진 바 없기에 정확한 실적 추정은 어려운 상황이다. 하지만 단순 시나리오 분석으로 후저우 공장 가동률 20% 추정 시 약 400억원 정도의 추가 매출 창출이 가능할 것으로 보여진다. 빠르게 상승한 실적 컨센서스와 그에 상응한 밸류에이션 상승에도 불구하고, 동사 중국 현지 진출 전략의 가시화에 따라 추가적인 주가 상승은 가능하다고 판단한다. '18년 EPS 2,289원에 동사 역사적 적정 P/E 26.0배를 적용하여 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시한다.

화장품 오대식

(2122-9212) ds0h@hi-ib.com

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	60,000원
증가(2017/12/12)	50,200원

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	2,193만주
시가총액	1,101십억원
외국인지분율	3.1%
배당금(2016)	701원
EPS(2017E)	1,620원
BPS(2017E)	16,537원
ROE(2017E)	9.4%
52주 주가	24,600~52,700원
60일평균거래량	126,073주
60일평균거래대금	5.3십억원

Price Trend



〈표1〉 잇츠한불 실적 추이 및 주요 사업 상황 요약

채널	한-중 관계 정상화 수혜	장기 경쟁 열위 채널	장기 경쟁 우위 채널	2015 매출 (십억원)	2016 매출 (십억원)	2017F 매출 (십억원)	2018F 매출 (십억원)
수출대행	✓	✓		134.6(+25.6% YoY)	92.5(-31.3% YoY)	54.3(-41.3% YoY)	70.2(+29.3% YoY)
로드샵	✓	✓		74.0(+37.9% YoY)	67.9(-8.2% YoY)	47.5(-30.1% YoY)	56.8(+19.7% YoY)
면세점	✓			63.2(+20.8% YoY)	57.8(-8.5% YoY)	29.5(-48.9% YoY)	43.8(+48.3% YoY)
유통점				17.3(+49.2% YoY)	25.4(+46.7% YoY)	27.3(+7.4% YoY)	28.6(+4.8% YoY)
온라인	✓		✓	1.1(+65.9% YoY)	1.8(+61.0% YoY)	1.6(-10.6% YoY)	2.1(+33.6% YoY)
OEDM 및 기타	✓			-	16.3	13.4(-18.0% YoY)	17.8(+33.2% YoY)
직수출	✓		✓	21.4(+29.8% YoY)	22.0(+2.7% YoY)	16.3(-26.1% YoY)	19.6(+20.6% YoY)
네오팜			✓	36.0(+40.6% YoY)	42.4(+17.7% YoY)	54.3(+28.0% YoY)	74.0(+36.5% YoY)
제품군별 매출	✓ 달팽이 제품 군의 매출 비중 3Q16 70.3%에서, 3Q17 56.4%로 비중 축소 ✓ 비달팽이 제품 군의 매출 비중 3Q16 13.2%에서, 3Q17 18.9% ✓ 네오팜 매출 3Q16 12.3%에서, 3Q17 20.6%로 비중 확대 ✓ 3분기 라이프컬러 립크러쉬 매트 판매 호조 및 4분기 라이프컬러 신제품 출시 등 색조 매출 확대 노력 중 ✓ 현재 색조 매출 비중 5.2% ✓ 네오팜 2016년 기준 제품별 매출비중: 아토팜(57.9%), 리얼베리어(13.8%), 제로이드(13.6%), 더마비(6.1%), 기타(8.6%)						
국가별 매출	✓ 3Q16 기준 국내 매출액 92.6%, 해외 매출 비중 7.4% ✓ 해외 점포 2,044개로 점포당 매출액은 200만원 정도 ✓ 해외 매출 중 각 국가별 비중은 홍콩(19.8%), 중국(11.1%), 일본(19.7%), 러시아(8.5%), 미국(6.9%) 등						
기회 요인	✓ 중국 후저우 공장 '17년 8월 완공. '17년 11월 생산허가 취득. 1차 목표 생산량은 연간 3600만개 ✓ '18년 달팽이제품 중국 본격 진출 원년 ✓ 초기 공장 가동률 10% 정도로 가정하였을 때 205억원 정도의 추가 매출 가능 ✓ 18년 추정치 및 시장 컨센서스 관련 매출 미반영 되어 있음 ✓ 3Q17기준 유동자산 3,847억원 수준으로, 색조 브랜드 M&A에 대한 가능성 존재 ✓ 동사 중국 직접진출, 또는 썬마 이외 새로운 유통 파트너를 통해서 중국 진출 전망 ✓ 네오팜 역시 아토팜, 리얼베리어 제품의 중국 위생허가를 취득 ✓ 리얼베리어 같은 경우 중국의 킵그룹과 유통계약 체결 ✓ 3Q17 아토팜(+25% YoY), 리얼베리어(+64% YoY), 제로이드(+68% YoY), 더마비(+149% YoY) 고성장 지속 전망						
기타 사항	✓ 잇츠스킨(OEM 포함) OPM: '16(28.7%), '17F(13.4%), '18F (18.6%) 전망 ✓ 네오팜 OPM: '16(22.5%), '17F(27.2%), '18F (27.0%) 전망 ✓ 후저우 공장으로 인해 연간 감가상각비 10억원 정도 추가 발생						
목표주가	18년 EPS 2,289원에 동사 역사적 적정 멀티플 26.0배 멀티플 적용. 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시 화장품 섹터 중소형 종목 중 클리오와 더불어 선호주 제시						

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표2〉 잇츠한불 실적 추이 및 전망

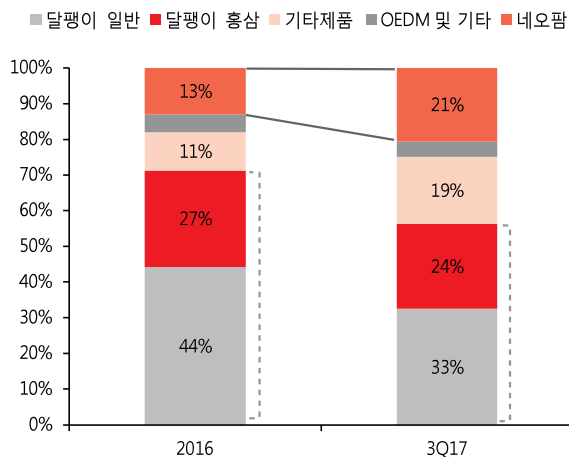
(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	326.1	243.8	312.8	71.0	42.7	55.7	74.4	76.3	69.2	74.7	92.6
잇츠스킨	267.5	176.4	221.2	54.2	26.2	42.0	54.1	54.6	45.8	55.8	65.0
네오팜	42.4	54.3	74.0	13.1	13.0	11.5	16.7	17.8	17.8	15.7	22.8
영업이익	90.9	40.2	64.4	18.8	-1.5	8.3	14.6	15.3	13.1	14.6	21.3
잇츠스킨	81.3	25.5	44.4	14.5	-5.0	5.8	10.1	10.4	8.3	10.4	15.2
네오팜	9.6	14.8	20.0	4.3	3.5	2.5	4.5	4.8	4.8	4.2	6.1
당기순이익	66.7	33.1	50.2	10.9	4.0	6.8	11.5	11.9	10.4	11.5	16.4
성장률 (YoY %)											
매출액	0.2%	-25.2%	28.3%	-18.6%	-51.9%	-18.7%	-8.8%	7.4%	62.2%	34.2%	24.4%
잇츠스킨	-13.6%	-34.0%	25.4%	-35.1%	-57.7%	-26.6%	-16.7%	0.8%	74.8%	32.8%	20.3%
네오팜	17.7%	28.0%	36.5%	6.5%	37.8%	35.8%	36.8%	36.3%	36.6%	36.5%	36.5%
영업이익	-26.3%	-55.7%	60.0%	-35.5%	적전	-57.9%	-22.4%	-18.8%	흑전	76.1%	46.0%
잇츠스킨	n/a	-68.7%	74.3%	-42.9%	적전	-67.1%	-41.2%	-28.2%	흑전	79.1%	50.2%
네오팜	n/a	54.5%	35.5%	17.1%	60.3%	18.8%	175.9%	13.3%	37.0%	69.1%	36.5%
당기순이익	-17.0%	-50.3%	51.4%	-44.9%	-80.6%	-48.1%	-13.9%	9.4%	161.6%	68.5%	43.3%
이익률 (%)											
영업이익률	27.9%	16.5%	20.6%	26.5%	-3.5%	14.9%	19.6%	20.0%	19.0%	19.6%	23.1%
잇츠스킨 OPM	30.4%	14.4%	20.1%	26.8%	-19.1%	13.8%	18.7%	19.1%	18.2%	18.6%	23.4%
네오팜 OPM	22.5%	27.2%	27.0%	32.5%	26.9%	21.8%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
순이익률	20.4%	13.6%	16.0%	15.4%	9.3%	12.2%	15.4%	15.6%	15.0%	15.3%	17.7%

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

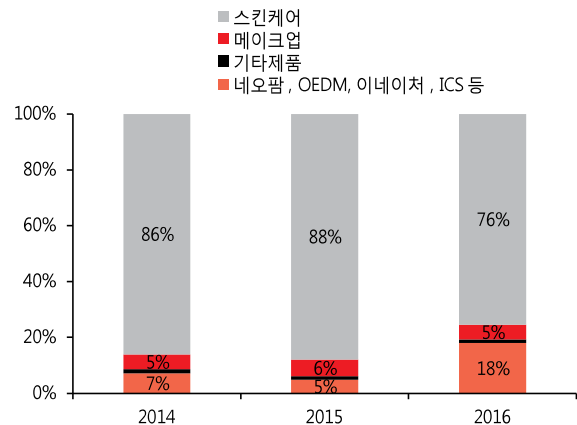
주: 연결기준

〈그림1〉 제품별 매출 비중 추이: 달팽이류 제품 비중 축소, 네오팜 및 기타 제품 매출 비중 증가세



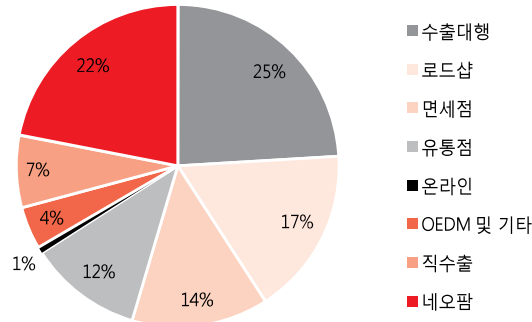
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈그림2〉 제품별 매출 비중 추이: 달팽이류 제품 비중 축소됨에 따라 스킨 케어 비중 축소, 색조 및 기타 제품 비중 증가



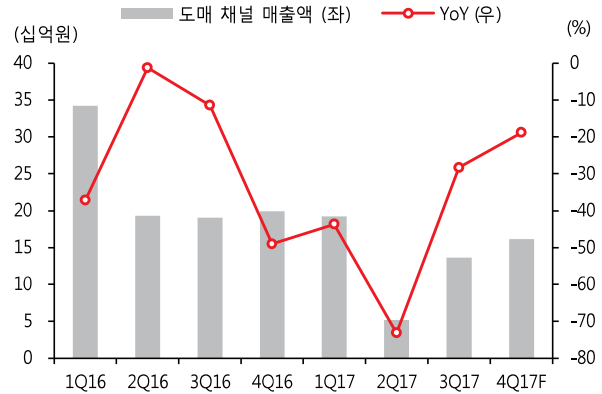
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈그림3〉 3Q17 기준 채널별 매출 비중: '14년 44% 차지했던수출대행 비중 25%로 급감. 중국 정부 타이공 규제 영향 컸음. 마진이 가장 좋은채널이었기에 전사 이익 체력 훼손



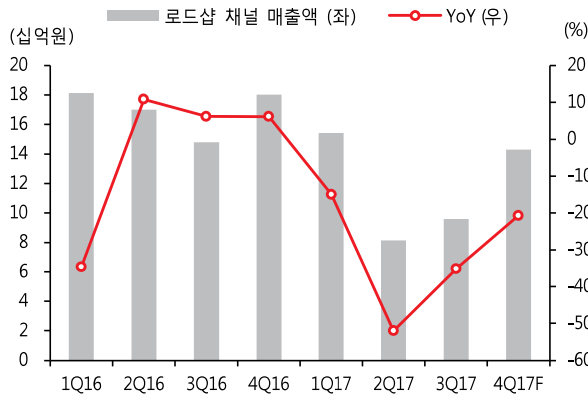
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈그림4〉 수출대행 채널 매출 추이 및 전망. 3분기에 있었던 타이공 인당 화장품 구매액 증가 및 매입 활성화 현상으로 인해, 매출 성장을 턴어라운드



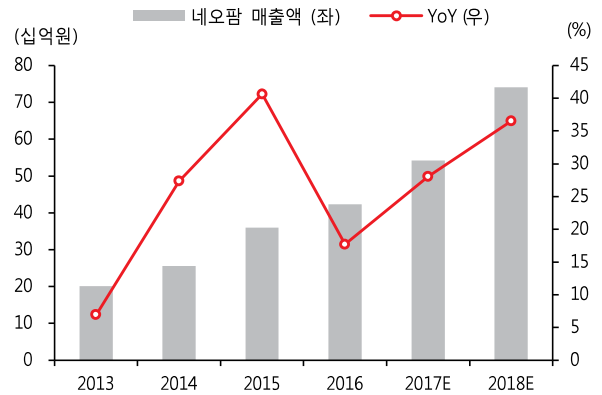
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈그림5〉 로드샵 매출액 추이 및 전망. 3Q17 기준 직영 및 가맹점 합하여 약 120여개 점포. 3분기 중국인 개별관광객 자연 회복에 따라 소폭 회복하는 모습



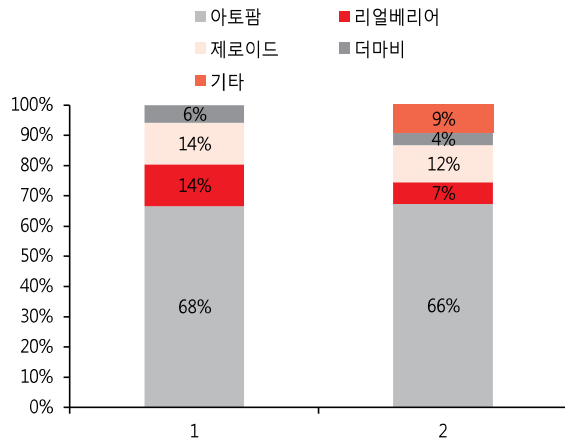
자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈그림6〉 네오팜 매출액 추이 및 전망. '17년 3분기 누적 기준, 아토팜 +14% YoY, 리얼베리어 +79% YoY, 제로이드 +64% YoY, 더마비 +79% YoY 고성장 지속



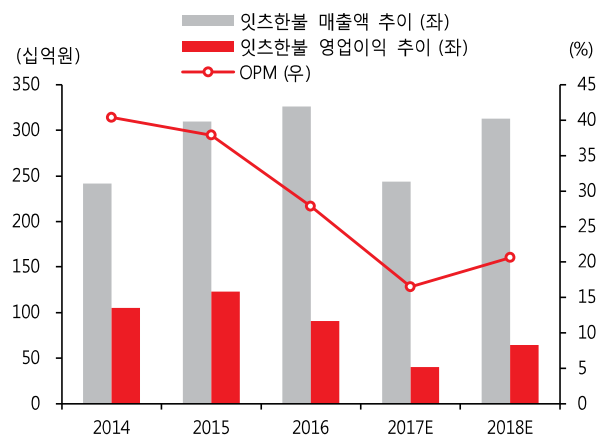
자료: 네오팜, 하이투자증권

〈그림7〉 로드샵 매출액 추이 및 전망. 3Q17 기준 직영 및 가맹점 합하여 약 120여개 점포. 3분기 중국인 개별관광객 자연 회복에 따라 소폭 회복하는 모습



자료: 네오팜, 하이투자증권

〈그림8〉 잇츠한불 연결 매출, 영업이익, OPM 추이



자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표3〉 네오팜 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)							
	2015	2016	2017E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	36.0	42.4	54.3	13.1	13.0	11.5	16.7
영업이익	6.3	9.6	14.8	4.3	3.5	2.5	4.5
당기순이익	3.4	7.7	12.7	3.4	3.0	2.3	3.3
성장률 (YoY %)							
매출액	40.6%	17.7%	28.0%	6.5%	37.8%	35.8%	36.8%
영업이익	137.0%	51.8%	54.5%	17.1%	60.3%	18.8%	175.9%
당기순이익	32.7%	127.2%	64.0%	88.7%	71.5%	25.8%	37.6%
이익률 (%)							
영업이익률	17.5%	22.5%	27.2%	32.5%	26.9%	21.8%	27.0%
순이익률	9.5%	18.3%	23.4%	25.6%	23.4%	19.6%	19.8%

자료: 네오팜, 하이투자증권

〈표4〉 잇츠한불 후저우 우싱구 공장 개요

항목	내용
단지명	후저우 우싱구 뷰티타운(상해와의 거리차 약 120KM)
투자 금액	2,500만 달러(한화 약 300억원)
완공 시기	2017년 6월 완공, 11월 생산허가 취득, 12월 말 가동 개시. 시생산
생산 개파	연 3,500만개(금액상 약 2,000억원 규모)
예상 효과	각종 세제 혜택, CFDA 위생허가 등의 절차 간소화 혹은 생략 가능
연간 창출 매출	초기 가동률 10% 가정하였을 때 205억 정도 추가 매출 가능

자료: 잇츠한불, 하이투자증권

〈표5〉 후저우 공장 가동률 변동에 따른 매출 및 영업이익 창출 시나리오

후저우 공장 가동률	10%	20%	30%	50%
추정 생산량(백만개)	3.5	7	10.5	17.5
추정 매출액	20.5	41.1	61.6	102.7
추정 벤더 유통 마진율	-5%	2%	8%	15%
추정 영업이익	-1.0	0.8	4.9	15.4

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	350	378	421	470	매출액	267	244	313	346
현금 및 현금성자산	42	62	89	127	증가율(%)	-13.6	-8.8	28.3	10.5
단기금융자산	270	276	283	289	매출원가	103	90	111	120
매출채권	17	15	20	22	매출총이익	164	154	202	226
재고자산	20	18	23	26	판매비와관리비	91	114	138	149
비유동자산	19	13	10	9	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	10	4	1	1	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2	2	2	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	369	391	431	479	영업이익	73	40	64	77
유동부채	28	27	30	31	증가율(%)	-34.4	-45.1	60.0	19.5
매입채무	10	9	12	13	영업이익률(%)	27.4	16.5	20.6	22.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	1	1	1	1	지분법이익(손실)	-	-1	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	1	1
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	78	44	68	81
부채총계	29	28	31	32	법인세비용	20	11	18	21
지배주주지분	340	363	400	447	세전계속이익률(%)	29.2	18.0	21.8	23.3
자본금	9	11	11	11	당기순이익	58	33	50	59
자본잉여금	151	151	151	151	순이익률(%)	21.8	13.6	16.0	17.2
이익잉여금	198	219	257	304	지배주주귀속 순이익	58	33	50	59
기타자본항목	-18	-18	-18	-18	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	58	33	50	59
자본총계	340	363	400	447	지배주주귀속총포괄이익	58	33	50	59

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	21	28	36	48	주당지표(원)				
당기순이익	58	33	50	59	EPS	3,340	1,620	2,289	2,711
유형자산감가상각비	5	6	2	1	BPS	19,446	16,537	18,256	20,398
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	3,655	1,920	2,400	2,759
지분법관련손실(이익)	-	-1	0	0	DPS	701	701	701	701
투자활동 현금흐름	-18	-11	-11	-11	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PER	12.9	31.0	21.9	18.5
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	2.2	3.0	2.7	2.5
금융상품의 증감	-6	-6	-6	-6	PCR	11.8	26.1	20.9	18.2
재무활동 현금흐름	-35	-10	-12	-12	EV/EBITDA	5.6	16.4	10.9	8.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	17.8	9.4	13.2	14.0
자본의증감	-	2	-	-	EBITDA이익률	29.5	19.0	21.4	22.6
배당금지급	-17	-12	-12	-12	부채비율	8.6	7.8	7.7	7.1
현금및현금성자산의증감	-32	21	27	38	순부채비율	-91.8	-93.4	-92.9	-93.0
기초현금및현금성자산	73	42	62	89	매출채권회전율(x)	17.7	15.1	17.8	16.7
기말현금및현금성자산	42	62	89	127	재고자산회전율(x)	12.2	12.8	15.1	14.1

자료 : 잇츠한솔, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(잇츠한불)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-12-13	Buy	60,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-