

잇츠한불 (226320)

화장품

백은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	61,000원 (D)
현재주가 (7/20)	51,900원
상승여력	18%

시가총액	11,381억원
총발행주식수	21,929,315주
60일 평균 거래대금	32억원
60일 평균 거래량	59,776주
52주 고	71,000원
52주 저	24,600원
외인지분율	4.00%
주요주주	임병철 외 7 인 61.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.7	(15.9)	32.6
상대	18.4	(9.0)	41.4
절대(달러환산)	11.8	(20.8)	31.6

브랜드 관리를 위한 선택

투자의견 BUY, 목표주가 61,000원으로 5% 하향

잇츠한불에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가를 64,000원에서 61,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 대중국 수출에 대한 기대치 차이에서 비롯된 것으로 연초 신규 대표이사가 선임된 이후 동사는 중국 직접진출에 집중하는 만큼 수출을 통한 유통 보다는 중국 채널 확장에 주력 중이다. 하반기 수출대행에 대한 눈높이를 하향 조정하며 2018년, 2019년 EPS를 각각 10%, 11% 하향조정하였다. 목표주가는 SOTP Valuation을 적용하여 산출하였고 동사의 영업가치 (2018년 추정 순이익, Target P/E 27배)와 동사가 보유하고 있는 현금에 영업자산으로 변화될 가능성이 언제나 유효하여 순 현금 가치를 반영하여 산출하였다. 하반기 1) 주력 제품의 리뉴얼, 2) 중국 현지 유통채널 공략, 3) 비 유기적인 성장 동력에 대한 집중은 여전할 것으로 판단하여 투자의견 BUY로 유지한다.

2Q18 Preview: 브랜드 관리를 위한 선택

2분기 실적은 연결 매출 589억원(YoY+38%), 영업이익 71억원(흑자전환)을 전망하며, 컨센서스 영업이익 74억원 대비 소폭 하회할 것으로 예상된다.

▶ 채널별 성장률은 로드샵 -23%, 유통점 +5%, 면세점 +163%, 직수출 +50%, 수출대행 +55% 성장한 것으로 추정하며, 대부분의 채널이 전년동기 부진했던 만큼 기저효과 영향이 존재했다. 면세채널 매출의 경우 사드 이슈 이후, 분기 평균 90억원 이상 지속되는 것은 긍정적이다. 수출대행의 경우 1분기와 유사한 매출을 달성하였는데, 3분기까지는 유통 물량을 제한할 것으로 예상되는데 이는 중국 현지 유통 채널을 확보하기 위해 브랜드 관리를 우선하기 때문인 것으로 파악된다. 1분기 대비 영업상황이 큰 차이가 없으나, 별도의 손익이 하락한 이유는 It's skin 브랜드 리뉴얼에 따른 광고비용이 집행된 영향이다.

2018년, 현지 채널 공략에 집중

2018년 연결 매출액 2,726억원(YoY+11%), 영업이익 558억원(YoY+23%) 달성할 것으로 전망한다. 중국 생산법인을 통해 주요 제품군(달팽이 크림)을 현지 공급이 가능해졌으며, 하반기에도 판매법인의 채널 확대를 통해 중국 현지에서의 소비자 공략에 집중할 것으로 보인다. 한편 주요 자회사 네오팜의 견조한 외형성장 또한 우호적으로 작용할 것으로 판단되어 점진적으로 매수를 제안한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	589	-1.1	1.0	586	0.4
영업이익	71	76.8	-32.5	74	-4.0
세전계속사업이익	85	65.5	-38.0	82	3.3
지배순이익	49	흑전	-33.0	42	16.8
영업이익률 (%)	12.0	+5.3 %pt	-6.0 %pt	12.6	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	8.3	흑전	-4.2 %pt	7.1	+1.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	3,261	2,457	2,726	3,198
영업이익	909	454	558	682
지배순이익	355	275	356	433
PER	47.0	30.9	32.0	26.3
PBR	7.7	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	10.6	10.4	13.3	11.0
ROE	13.3	8.4	7.9	9.2

자료: 유안타증권

잇츠한불 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	326.1	245.7	272.6	71.0	42.7	55.7	76.3	58.3	58.9	66.2	89.3
별도(잇츠스킨)	283.8	178.9	190.9	54.2	26.2	42.0	56.5	41.4	38.8	47.7	63.0
로드샵	67.9	44.1	34.0	15.4	8.2	9.6	10.9	6.9	6.3	9.3	11.4
유통점	25.4	26.9	27.9	6.7	5.7	6.5	8.0	7.1	6.0	6.5	8.3
면세점	57.8	32.2	42.8	8.4	3.9	7.8	12.2	9.7	10.1	10.0	13.0
직수출	22.0	16.4	19.3	3.8	2.9	4.1	5.5	4.4	4.4	4.5	6.1
수출대행	92.5	57.7	51.7	19.3	5.2	13.7	19.6	8.8	8.0	14.3	20.6
온라인	1.8	1.5	1.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
OEDM	16.3	12.7	13.8	3.7	3.4	2.4	3.2	4.3	3.6	2.6	3.3
연결 자회사	42.4	54.7	79.4	13.1	13.0	11.5	16.0	19.1	18.3	17.3	24.7
네오팜	42.4	53.6	67.0	13.1	13.0	11.5	16.0	16.6	15.6	13.8	21.0
이네이쳐	0.0	0.0	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
중국제조법인(호주)	0.0	0.4	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.6	0.8	1.0
중국판매법인	0.0	0.7	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	1.4	2.0	2.0
% YoY 연결 매출액	-	-25%	11%	-19%	-52%	-19%	-6%	-18%	38%	19%	17%
별도	-	-37%	7%	-35%	-58%	-27%	-13%	-24%	48%	14%	11%
로드샵	-	-35%	-23%	-15%	-52%	-35%	-39%	-55%	-23%	-3%	4%
유통점	-	6%	4%	15%	-5%	14%	2%	4%	5%	1%	4%
면세점	-	-44%	33%	-56%	-72%	-38%	-4%	15%	163%	28%	7%
직수출	-	-26%	18%	-33%	-47%	-15%	-8%	14%	50%	10%	10%
수출대행	-	-38%	-10%	-44%	-73%	-28%	-2%	-55%	55%	5%	5%
온라인	-	-13%	-3%	-8%	-14%	-4%	-25%	-28%	8%	8%	8%
OEDM	-	-22%	9%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
연결 자회사	-	29%	45%	6%	-40%	36%	32%	46%	41%	51%	54%
연결 영업이익	90.9	45.4	55.8	18.5	-1.2	8.3	19.8	10.5	7.1	12.8	25.4
별도	90.9	31.3	34.9	14.2	-4.7	5.8	16.0	4.7	2.2	8.9	19.1
네오팜	3.6	14.0	20.9	4.3	3.5	2.5	3.8	5.7	4.9	4.0	6.4
% YoY 연결 영업이익	-	-50%	23%	-37%	-105%	-58%	5%	-43%	흑전	55%	29%
별도	-	-66%	11%	-51%	-127%	-67%	-7%	-67%	흑전	53%	19%
네오팜	-	287%	49%	17%	60%	15%	84%	34%	39%	58%	68%
% 이익비중											
별도	100%	69%	62%	77%	403%	70%	81%	45%	31%	69%	75%
네오팜	4%	31%	37%	23%	-303%	30%	19%	54%	69%	31%	25%
기타	0%	0%	-8%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
지배주주 순이익	66.7	37.1	35.6	13.6	1.2	5.2	17.0	7.8	4.9	7.9	15.5
% Margin 매출총이익	65%	63%	63%	64%	63%	60%	65%	63%	62%	61%	64%
영업이익률	28%	18%	20%	26%	-3%	15%	26%	18%	12%	19%	28%
별도	32%	18%	18%	26%	-18%	14%	28%	11%	6%	19%	30%
네오팜	9%	26%	31%	32%	27%	22%	24%	34%	31%	29%	30%
순이익률	20%	15%	13%	19%	3%	9%	22%	13%	8%	12%	17%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	277	325	273	320	-2%	-1%
영업이익	60	76	56	68	-7%	-10%
영업이익률	22%	23%	20%	21%	-1%p	-2%p
지배주주순이익	40	49	36	43	-10%	-11%
순이익률	14%	15%	13%	14%	-1%p	-1%p
EPS	1,805	2,222	1,623	1,977	-10%	-11%

자료: 유안타증권 리서치센터

잇츠한불 SOTP Valuation Table

(십억원, 주)

	가치	2018년 매출액	2018년 순이익	비고
영업가치 (A)	1,050.4	272.6	35.6	2018년 순이익, Target PER 27배 적용 1Q18 말 기준 2,750억원 순현금
순현금 (B)	300			
순자산가치 (C)=(A)+(B)	1,350			
발행주식수 (D)	21,929,315주			
주당자산가치 (C)/(D)	61,581원			
목표주가	<u>61,000원</u>			

자료: 유안타증권 리서치센터

잇츠한불 (226320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,261	2,457	2,726	3,198	3,545
매출원가	1,126	904	1,019	1,258	1,393
매출총이익	2,134	1,553	1,708	1,940	2,152
판매비	1,225	1,100	1,149	1,258	1,371
영업이익	909	454	558	682	782
EBITDA	986	537	625	737	828
영업외손익	81	34	68	69	70
외환관련손익	6	-12	-4	-4	-4
이자손익	50	40	40	41	42
관계기업관련손익	31	0	0	0	0
기타	-6	6	32	32	32
법인세비용차감전순이익	990	488	626	751	851
법인세비용	277	67	157	188	213
계속사업순이익	667	420	469	563	639
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	667	420	469	563	639
지배지분손이익	355	275	356	433	492
포괄손이익	662	405	455	548	624
지배지분포괄이익	352	262	294	355	404

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,140	4,191	4,546	4,900	5,274
현금및현금성자산	697	530	817	1,050	1,335
매출채권 및 기타채권	251	303	325	381	422
재고자산	297	338	375	440	488
비유동자산	1,253	1,433	1,367	1,312	1,266
유형자산	419	447	380	325	279
관계기업 등 자본관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	21	74	74	74	74
자산총계	5,394	5,624	5,913	6,212	6,539
유동부채	909	912	948	1,024	1,067
매입채무 및 기타채무	425	416	452	528	571
단기차입금	350	400	400	400	400
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	403	19	19	19	19
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,312	931	968	1,044	1,086
지배지분	2,157	4,373	4,608	4,816	5,081
자본금	46	110	110	110	110
자본잉여금	897	2,859	2,859	2,859	2,859
이익잉여금	1,202	1,414	1,664	1,886	2,166
비지배지분	1,924	320	337	353	372
자본총계	4,081	4,693	4,946	5,168	5,453
순차입금	-3,217	-3,103	-3,390	-3,623	-3,908
총차입금	351	401	401	401	401

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	414	288	464	535	600
당기순이익	667	420	469	563	639
감가상각비	78	83	66	55	46
외환손익	-5	8	4	4	4
종속, 관계기업 관련손익	-31	0	0	0	0
자산부채의 증감	-48	-175	-95	-107	-109
기타현금흐름	-245	-49	20	20	20
투자활동 현금흐름	-138	-312	-24	-24	-24
투자자산	30	-163	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-150	-122	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-19	-27	-24	-24	-24
재무활동 현금흐름	-607	-131	-166	-166	-166
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-183	-137	-123	-123	-123
기타현금흐름	-423	7	-43	-43	-43
연결범위변동 등 기타	2	-12	13	-112	-123
현금의 증감	-329	-167	287	232	286
기초 현금	1,027	697	530	817	1,049
기말 현금	697	530	817	1,049	1,335
NOPLAT	909	454	558	682	782
FCF	534	177	390	459	524

자료: 유안타증권

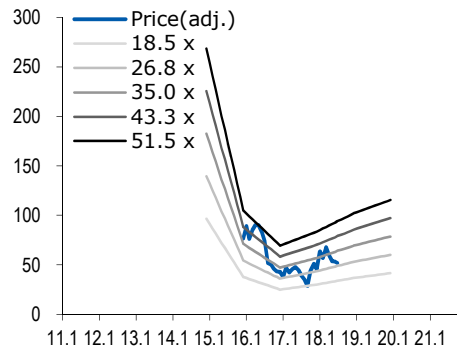
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,033	1,345	1,623	1,977	2,242
BPS	12,348	19,940	26,158	27,335	28,843
EBITDAPS	5,645	2,625	2,849	3,361	3,774
SPS	18,662	12,016	12,433	14,584	16,165
DPS	701	600	600	600	600
PER	47.0	30.9	32.0	26.3	23.1
PBR	7.7	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	10.6	10.4	13.3	11.0	9.5
PSR	5.1	3.5	4.2	3.6	3.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	5.3	-24.6	11.0	17.3	10.8
영업이익 증가율 (%)	-18.7	-50.1	23.1	22.1	14.6
지배지분이익 증가율 (%)	-57.6	-22.6	29.4	21.8	13.4
매출총이익률 (%)	65.5	63.2	62.6	60.7	60.7
영업이익률 (%)	27.9	18.5	20.5	21.3	22.0
지배지분이익률 (%)	10.9	11.2	13.1	13.6	13.9
EBITDA 마진 (%)	30.2	21.8	22.9	23.0	23.3
ROIC	139.6	30.9	31.0	38.5	44.3
ROA	7.7	5.0	6.2	7.2	7.7
ROE	13.3	8.4	7.9	9.2	9.9
부채비율 (%)	32.2	19.8	19.6	20.2	19.9
순차입금/자기자본 (%)	-149.1	-71.0	-73.6	-75.2	-76.9
영업이익/금융비용 (배)	124.2	44.0	54.2	66.2	75.9

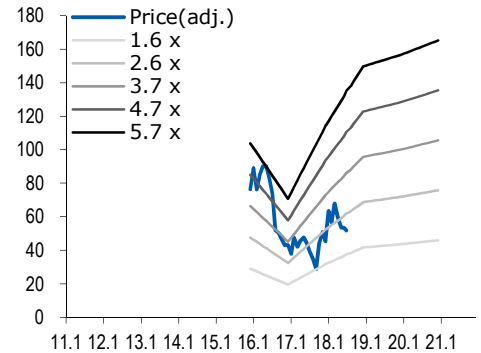
P/E band chart

(천원)

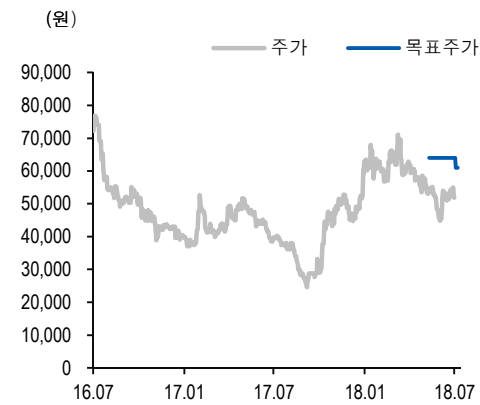


P/B band chart

(천원)



잇츠한불 (226320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-23	BUY	61,000	1년		
2018-05-30	BUY	64,000	1년	-19.38	-13.91

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.