

잇츠한불 (226320)


화장품

 02 3770 5597
 eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	40,000원 (D)
현재주가 (10/19)	33,000원
상승여력	21%

시가총액	7,237억원
총발행주식수	21,929,315주
60일 평균 거래대금	16억원
60일 평균 거래량	36,339주
52주 고	71,000원
52주 저	29,000원
외인지분율	4.96%
주요주주	임병철 외 7 인 61.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(20.3)	(36.8)	13.8
상대	(14.7)	(33.1)	30.5
절대(달러환산)	(21.1)	(36.7)	13.8

피할 수 없는 비수기

투자의견 Hold, 목표주가 40,000원으로 34% 하향

잇츠한불에 대한 투자의견을 Hold로 하향하고, 목표주가를 61,000원에서 40,000원으로 하향한다. 투자의견 및 목표주가 하향의 근거는 넘쳐나는 브랜드 흥수 속에서 시장 점유율이 낮아지고 있으며, 고마진 채널(수출대행)의 매출 감소세가 이어져 이익 모멘텀이 열위에 있기 때문이다. 평균 마진 대비 2배 이상 높은 수출대행 채널의 매출 추정 하향에 따라 2018년, 2019년 EPS를 각각 31%, 24% 하향 조정하였다. 목표주가는 SOTP Valuation을 적용하여 산출하였고, 동사의 영업가치와 순현금가치를 반영하여 산출하였다. (표3. 참조)

3Q18 Preview: 피할 수 없는 비수기

3분기 실적은 연결 매출 506억원(YoY-9%), 영업이익 36억원(YoY-56%)을 전망하며, 컨센서스 매출과 영업이익을 각각 17%, 61% 하회할 것으로 추정된다. 이익기여도가 가장 높은 수출대행 채널의 매출 부진이 하회의 주요인이며, 이는 잇츠한불의 가격 안정화를 위한 정책시행과 소비자의 선호도 하락에 따른 영향으로 판단한다.

▶ 별도법인은 매출 342억원(YoY-18%), 영업이익 4억원(YoY-93%) 달성을 것으로 보인다. 채널별 성장률은 로드샵 -44%, 유통점 -20%, 면세점 +28%, 직수출 +10%, 수출대행 -54%, 온라인 +8%로 추정한다. 로드샵은 비수기임에도 불구 프로모션 실시 등으로 전분기비 매출은 개선될 것으로 기대한다. 유통점은 매장 효율성 하락으로 폐점 중에 있어 부진한 성과가 이어지고 있다. 3분기 면세시장 규모가 전분기비 2% 감소했으나, 잇츠한불의 면세채널은 전분기비 소폭 개선되는 것으로 보인다. 수익성 높은 수출대행 채널은 2분기부터 이어져온 가격통제 정책 시행으로 전분기 매출이 감소할 것으로 추정하며, 통상 광군제 물량이 9-10월에 걸쳐 반영될 것으로 예상하여 컨센서스 영업이익과의 큰 폭의 괴리는 해당 부문에서 발생하였다.

▶ 자회사 합산 매출은 177억원으로 추정하며, 주요 자회사 네오팜은 매출액 142억원(YoY+23%), 영업이익 32억원(YoY+29%) 달성을 것으로 예상된다.

변화는 시도 중이나 이익체력 약화는 불가피

국내의 경우 효율성이 떨어지는 로드샵, 유통점 등을 축소하고 온라인, H&B, 흠크리스마스 채널 확장을 목표하고 있으며, 중국의 경우 상해법인을 통해 중국 직진출을 계획 중이다. 다양한 변화를 시도 중이나 안정화 전까지 수출대행 채널의 매출 하락으로 이익체력 약화는 불가피 할 것으로 보인다. 또한 대표 제품인 달팽이 라인의 매출 비중이 중국향 수요 하락으로 2016년 82%, 2017년 73%, 1H18 67%로 급격히 낮아지는 부분과 비달팽이 라인의 매출 성장이 미밋한 것은 아쉬운 사항이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	506	-9.2	-6.4	606	-16.6
영업이익	36	-56.4	-7.9	92	-60.6
세전계속사업이익	45	-51.1	-16.7	134	-66.4
지배순이익	26	-49.9	62.3	77	-66.0
영업이익률 (%)	7.1	-7.8 %pt	-0.2 %pt	15.1	-8.0 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	-4.1 %pt	+2.2 %pt	12.6	-7.4 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	3,261	2,457	2,460	2,871
영업이익	909	454	395	498
지배순이익	355	275	246	327
PER	47.0	30.9	29.4	22.1
PBR	7.6	1.7	1.3	1.3
EV/EBITDA	10.6	10.4	9.2	7.5
ROE	13.3	8.4	5.6	7.2

[표 1] 잇츠한불 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	
연결 매출액	245.7	246.0	287.1	71.0	42.7	55.7	76.3	58.3	54.0	50.6	83.1	
별도(잇츠스킨)	178.9	173.5	189.0	54.2	26.2	42.0	56.5	41.4	36.9	34.2	61.0	
로드샵	44.1	26.2	25.7	15.4	8.2	9.6	10.9	6.9	4.6	5.3	9.3	
유통점	26.9	26.9	27.7	6.7	5.7	6.5	8.0	7.1	6.4	5.1	8.3	
면세점	32.2	42.3	47.2	8.4	3.9	7.8	12.2	9.7	9.6	10.0	13.0	
직수출	16.4	21.0	22.4	3.8	2.9	4.1	5.5	4.4	6.0	4.5	6.1	
수출대행	57.7	43.1	50.8	19.3	5.2	13.7	19.6	8.8	7.4	6.3	20.6	
온라인	1.5	1.4	1.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	
OEDM	12.7	12.7	13.9	3.7	3.4	2.4	3.2	4.3	2.6	2.6	3.3	
연결 자회사	54.7	79.0	106.0	13.1	13.0	11.5	16.0	19.1	18.4	17.7	23.9	
네오팜	53.6	67.0	81.0	13.1	13.0	11.5	16.0	16.6	16.1	14.2	20.2	
이네이처	-	3.3	3.7	-	-	-	-	0.7	1.2	0.7	0.7	
중국제조법인(호주)	-	2.2	14.0	-	-	-	-	0.4	0.1	0.8	1.0	
중국판매법인	-	6.4	7.4	-	-	-	-	1.4	1.0	2.0	2.0	
% YoY	연결 매출액	-25%	0%	17%	-19%	-52%	-19%	-6%	-18%	27%	-9%	9%
	별도	-37%	-3%	9%	-35%	-58%	-27%	-13%	-24%	41%	-18%	8%
	로드샵	-35%	-41%	-2%	-15%	-52%	-35%	-39%	-55%	-44%	-44%	-15%
	유통점	6%	0%	3%	15%	-5%	14%	2%	4%	12%	-20%	4%
	면세점	-44%	31%	11%	-56%	-72%	-38%	-4%	15%	150%	28%	7%
	직수출	-26%	28%	7%	-33%	-47%	-15%	-8%	14%	106%	10%	10%
	수출대행	-38%	-25%	18%	-44%	-73%	-28%	-2%	-55%	43%	-54%	5%
	온라인	-13%	-11%	2%	-8%	-14%	-4%	-25%	-28%	-23%	8%	8%
	OEDM	-22%	1%	9%	-3%	-32%	-16%	-31%	17%	-25%	5%	5%
	연결 자회사	29%	44%	34%	6%	-40%	36%	32%	46%	41%	54%	49%
연결 영업이익		45.4	39.5	49.8	18.5	-1.2	8.3	19.8	10.5	3.9	3.6	21.5
별도		31.3	21.0	26.0	14.2	-4.7	5.8	16.0	4.7	0.5	0.4	15.4
네오팜		14.0	19.3	23.8	4.3	3.5	2.5	3.8	5.7	4.3	3.2	6.1
% YoY	연결 영업이익	-50%	-13%	26%	-37%	-105%	-58%	5%	-43%	흑전	-56%	9%
	별도	-66%	-33%	24%	-51%	-127%	-67%	-7%	-67%	흑전	-93%	-4%
	네오팜	287%	37%	23%	17%	60%	15%	84%	34%	22%	29%	62%
% 이익비중												
	별도	69%	53%	52%	77%	403%	70%	81%	45%	12%	11%	72%
	네오팜	31%	49%	48%	23%	-303%	30%	19%	54%	109%	89%	28%
지배주주 순이익		37.1	24.6	32.7	13.6	1.2	5.2	17.0	7.3	1.6	2.6	13.1
% Margin	매출총이익	63%	62%	60%	64%	63%	60%	65%	63%	60%	60%	63%
	영업이익률	18%	16%	17%	26%	-3%	15%	26%	18%	7%	7%	26%
	별도	18%	12%	14%	26%	-18%	14%	28%	11%	1%	1%	25%
	네오팜	26%	29%	29%	32%	27%	22%	24%	34%	27%	23%	30%
	순이익률	15%	10%	11%	19%	3%	9%	22%	13%	3%	5%	16%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	273	320	246	287	-10%	-10%
영업이익	56	68	40	50	-29%	-27%
영업이익률	20%	21%	16%	17%	-4%p	-4%p
지배주주순이익	36	43	25	33	-31%	-24%
순이익률	13%	14%	10%	11%	-3%p	-2%p
EPS	1,623	1,977	1,124	1,493	-31%	-24%

자료: 유안타증권 리서치센터

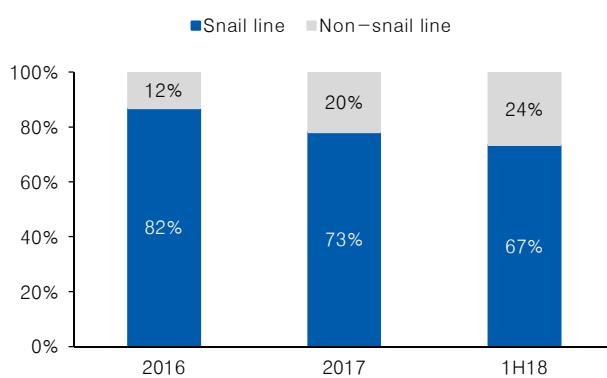
[표 3] 잇츠한불 SOTP Valuation Table

(십억원, 주)

	가치	비고
영업가치 (A)	597.1	12MF EPS * Target P/E 25배 적용하여 산출
순현금 (B)	300.0	2분기 말 기준 3천억원의 순현금 보유(금융자산, 기말현금 반영)
순자산가치 (C)=(A)+(B)	897.1	
발행주식수 (D)	21,929,315	
주당자산가치 (C)/(D)	40,907	
목표주가	40,000	

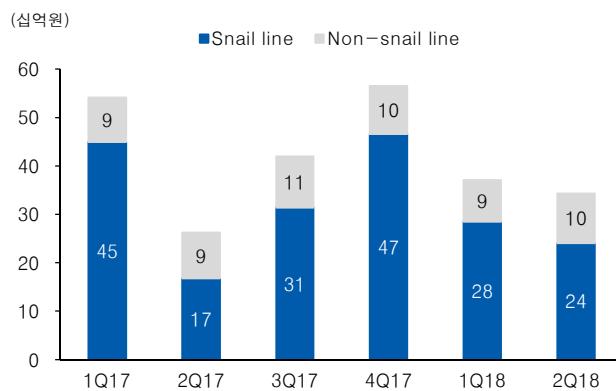
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주요 품목군 매출 비중 (별도기준 비중)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 품목군 매출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

잇츠한불 (226320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,261	2,457	2,460	2,871	3,216
매출원가	1,126	904	941	1,156	1,275
매출총이익	2,134	1,553	1,519	1,715	1,941
판관비	1,225	1,100	1,124	1,217	1,335
영업이익	909	454	395	498	606
EBITDA	986	537	461	553	652
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
법인세비용차감전순손익	990	488	463	567	676
법인세비용	277	67	116	142	169
계속사업순손익	667	420	347	425	507
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	667	420	347	425	507
지배지분순이익	355	275	246	327	390
포괄순이익	662	405	332	410	492
지배지분포괄이익	352	262	215	266	318

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		4,140	4,191	4,404	4,636
현금및현금성자산		697	530	743	870
매출채권 및 기타채권		251	303	294	342
재고자산		297	338	339	395
비유동자산		1,253	1,433	1,367	1,312
유형자산		419	447	380	325
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0
기타투자자산		21	74	74	74
자산총계		5,394	5,624	5,771	5,948
유동부채		909	912	924	992
매입채무 및 기타채무		425	416	427	496
단기차입금		350	400	400	400
유동성장기부채		1	1	1	1
비유동부채		403	19	19	19
장기차입금		0	0	0	0
사채		0	0	0	0
부채총계		1,312	931	943	1,011
지배지분		2,157	4,373	4,499	4,600
자본금		46	110	110	110
자본잉여금		897	2,859	2,859	2,859
이익잉여금		1,202	1,414	1,555	1,671
비지배지분		1,924	320	329	337
자본총계		4,081	4,693	4,828	4,937
순차입금		-3,217	-3,103	-3,316	-3,443
총차입금		351	401	401	401

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	414	288	385	405	463
당기순이익	667	420	347	425	507
감가상각비	78	83	66	55	46
외환손익	-5	8	4	4	4
증속, 관계기업관련손익	-31	0	0	0	0
자산부채의 증감	-48	-175	-52	-100	-113
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	18	-87	-101
현금의 증감	-329	-167	213	127	172
기초 현금	1,027	697	530	743	870
기말 현금	697	530	743	870	1,042
NOPLAT	909	454	395	498	606
FCF	534	177	311	329	387

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

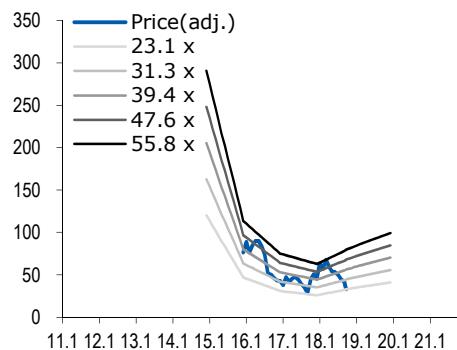
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,033	1,345	1,124	1,493	1,780
BPS	12,601	24,821	25,537	26,112	27,044
EBITDAPS	5,645	2,625	2,104	2,523	2,974
SPS	18,662	12,016	11,217	13,092	14,666
DPS	701	600	600	600	600
PER	47.0	30.9	29.4	22.1	18.5
PBR	7.6	1.7	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.6	10.4	9.2	7.5	6.1
PSR	5.1	3.5	2.9	2.5	2.3

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	5.3	-24.6	0.1	16.7	12.0
영업이익 증가율 (%)	-18.7	-50.1	-12.9	26.0	21.7
지배순이익 증가율 (%)	-57.6	-22.6	-10.4	32.8	19.2
매출총이익률 (%)	65.5	63.2	61.8	59.7	60.4
영업이익률 (%)	27.9	18.5	16.1	17.3	18.8
지배순이익률 (%)	10.9	11.2	10.0	11.4	12.1
EBITDA 마진 (%)	30.2	21.8	18.8	19.3	20.3
ROIC	139.6	30.9	22.3	29.2	35.7
ROA	7.7	5.0	4.3	5.6	6.4
ROE	13.3	8.4	5.6	7.2	8.3
부채비율 (%)	32.2	19.8	19.5	20.5	20.5
순차입금/자기자본 (%)	-149.1	-71.0	-73.7	-74.9	-75.9
영업이익/금융비용 (배)	124.2	44.0	38.4	48.3	58.8

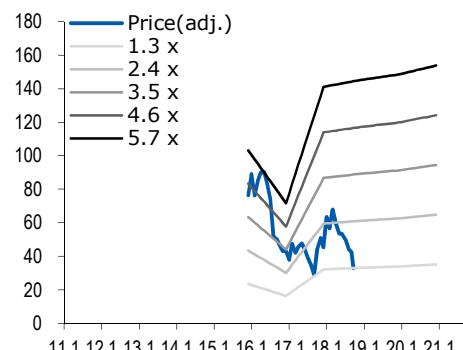
P/E band chart

(천원)

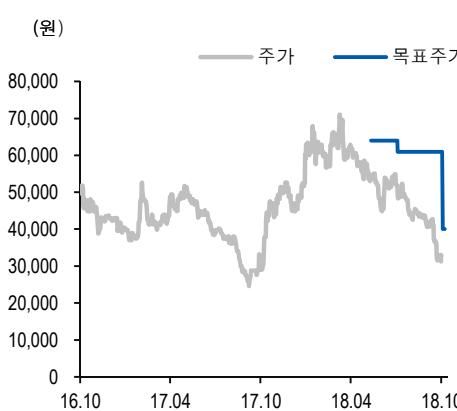


P/B band chart

(천원)



잇츠한불 (226320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-10-22	HOLD	40,000	1년			
2018-07-23	BUY	61,000	1년	-29.55	-14.26	
2018-05-30	BUY	64,000	1년	-19.38	-13.91	

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.0
Hold(중립)	13.7
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.