

잇츠한불 (226320)


화장품


박은정
 02 3770 5597
 eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	28,000원 (M)
현재주가 (2/7)	26,650원
상승여력	5%

시가총액	5,844억원
총발행주식수	21,929,315주
60일 평균 거래대금	25억원
60일 평균 거래량	91,969주
52주 고	71,000원
52주 저	23,750원
외인지분율	4.17%
주요주주	임병철 외 7 인 61.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.0	8.3	(53.8)
상대	2.7	2.2	(49.8)
절대(달러환산)	10.5	8.3	(55.4)

실적은 아쉬우나, 변화의 방향은 긍정적

투자의견 Hold, 목표주가 28,000원으로 유지

잇츠한불에 대한 투자의견 Hold, 목표주가 28,000원 유지한다. 목표주가는 SOTP Valuation을 적용하여 산출하였고, 동사의 영업가치와 순현금가치를 반영하여 산출하였다. (표3. 참조)

4Q18 Review: 아쉬운 실적

잇츠한불의 4분기 실적은 연결 매출 565억원(YoY-26%), 영업이익 42억원(YoY-79%), 지배주주순익 20억원(흑전)을 기록하였다. 컨센서스 대비 매출과 영업이익이 각각 7%, 30% 하회하였다. 잇츠한불(별도) 법인의 고마진 채널 중심 매출 부진이 컨센서스 하회의 주요 원인이며, 자회사 네오팜은 브랜드력을 바탕으로 견조한 실적을 달성했다.

▶ **잇츠스킨(별도) 법인은 매출 326억원(YoY-42%), 영업손실 19억원을 기록하며 부진한 실적을 나타냈다.** 전년동기대비 채널별 매출 성장률은 로드샵 -19%, 유통점 -79%, 면세점 -30%, 직수출 -5%, 수출대행 -79%이다. ①로드샵과 유통점은 효율선 개선을 위해 부진 매장을 축소 중으로 이에 따라 매출 감소가 불가피했던 것으로 보인다. 4분기 기준 로드샵과 유통점은 합산 62개점이 축소되었다. ②4분기 면세시장은 전년동기비 21% 증가됐으나, 잇츠한불의 면세매출은 전년동기비 30% 감소하여 점유율이 축소되었다. ③수익성 높은 수출대행 채널은 2분기부터 이어져온 가격통제 정책 시행으로 전분기 매출대비 3%, 전년동기비 79% 하락하였다.

▶ **자회사 합산 매출은 255억원을 기록하였으며, 네오팜과 중국법인을 제외한 연결대상 자회사의 손익은 대체로 부진했다.** 주요 자회사 ①네오팜은 매출 192억원(YoY+20%), 영업이익 57억원(YoY+52%)을 달성했다. 모든 브랜드의 인지도, 유통 채널 확대에 따라 높아진 베이스에도 불구하고 고성장을 기록했다. ②중국법인은 매출 70억원, 영업이익 9억원을 달성했다. 10월 국경절, 11월 광군제로 티몰 등 온라인몰에서의 매출 호조로 설립 이후 처음 분기 흑자를 기록했다.

2019년, 변화의 방향은 긍정적

2019년 매출 2,504억원(YoY+16%), 영업이익 338억원(YoY+62%)을 전망한다. 수출대행, 면세 채널로의 수요가 성장을 견인할 것으로 예상한다. 2019년 동사는 적극적인 변화를 시도하는데 변화의 방향은 긍정적으로 판단하며, 2018년 연간 아쉬웠던 영업성과가 개선될 것으로 기대한다. ① 내수에서는 로드샵/유통점 등의 비효율 매장 축소, 온라인/홈쇼핑/H&B 채널 확대를 위해 자원배분을 집중하고, ② 중국 시장 대응에 대해서는 중국 소비자의 구매처가 건전한 온라인 채널로 집중될 수 있도록 신규 거래처를 지속적으로 확대할 것이다. 지난 1월 공시한 비투링크와의 단일판매 공급계약(275억원 규모)가 그 첫번째 사례로 볼 수 있다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	565	-25.9	21.5	609	-7.1
영업이익	42	-78.7	94.1	61	-30.3
세전계속사업이익	49	-76.4	61.8	61	-20.5
지배순이익	20	-88.2	흑전	49	-58.8
영업이익률 (%)	7.5	-18.4 %pt	+2.8 %pt	9.9	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	-18.8 %pt	흑전	8.0	-4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	3,261	2,457	2,154	2,504
영업이익	909	454	208	338
지배순이익	355	275	106	219
PER	34.2	30.9	55.3	26.7
PBR	5.5	1.7	1.1	1.1
EV/EBITDA	10.6	10.4	10.4	7.3
ROE	13.3	8.4	2.4	5.0

자료: 유안타증권

[표 1] 잇츠한불 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018P	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18 P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	
연결 매출액	245.7	215.4	250.4	58.3	54.0	46.5	56.6	62.4	63.7	55.4	69.0	
별도(잇츠스킨)	178.9	142.7	157.2	41.4	36.9	31.8	32.6	39.2	40.4	36.8	40.8	
로드샵	44.1	27.2	25.1	6.9	4.6	6.9	8.9	5.6	3.8	6.4	9.3	
유통점	26.9	17.9	14.6	7.1	6.4	2.8	1.7	5.8	5.1	2.3	1.5	
면세점	32.2	36.7	40.6	9.7	9.6	8.8	8.6	10.8	10.7	9.8	9.2	
직수출	16.4	19.5	20.5	4.4	6.0	3.9	5.2	4.6	6.3	4.1	5.5	
수출대행	57.7	25.5	37.8	8.8	7.4	5.2	4.2	7.0	11.1	9.3	10.4	
온라인	1.5	1.4	2.8	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.6	0.7	0.8	
OEDM	12.7	14.5	15.8	4.3	2.6	3.9	3.7	4.7	2.7	4.3	4.1	
연결 자회사	55.3	75.3	102.3	16.9	17.1	15.8	25.5	25.9	24.8	21.0	30.5	
네오팜	53.6	66.3	79.3	16.6	16.1	14.4	19.2	20.3	18.9	16.6	23.5	
중국법인	1.1	12.5	22.0	1.8	1.0	2.8	6.9	6.0	4.5	4.5	7.0	
% YoY	연결 매출액	-25%	-12%	16%	-18%	27%	-16%	-26%	7%	18%	19%	22%
	별도	-37%	-20%	10%	-24%	41%	-24%	-42%	-5%	10%	16%	25%
	로드샵	-35%	-38%	-8%	-55%	-44%	-28%	-19%	-19%	-17%	-7%	5%
	유통점	6%	-33%	-19%	4%	12%	-56%	-79%	-18%	-20%	-20%	-13%
	면세점	-44%	14%	11%	15%	150%	13%	-30%	11%	11%	11%	8%
	직수출	-26%	19%	5%	14%	106%	-5%	-5%	5%	5%	5%	5%
	수출대행	-38%	-56%	48%	-55%	43%	-62%	-79%	-20%	50%	80%	150%
	온라인	-13%	-9%	100%	-28%	-23%	-6%	33%	100%	100%	100%	100%
	OEDM	-22%	14%	9%	17%	-25%	60%	18%	10%	5%	10%	10%
	연결 자회사	30%	36%	36%	28%	31%	40%	53%	54%	45%	33%	20%
매출총이익		155.3	129.8	153.7	36.6	32.7	28.4	32.0	37.7	39.7	33.5	42.9
판매관리비		110.0	109.0	119.9	26.2	28.8	26.3	27.8	28.7	31.8	28.3	31.1
연결 영업이익		45.4	20.8	33.8	10.5	3.9	2.2	4.2	9.0	7.9	5.1	11.8
별도		31.3	3.4	9.1	4.7	0.5	0.1	-1.9	1.2	3.2	1.8	2.9
네오팜		14.0	19.2	23.3	5.7	4.3	3.5	5.7	7.1	5.1	4.0	7.1
중국법인		0.0	-0.1	5.5	0.0	-0.7	-0.3	0.9	1.0	1.0	1.5	2.0
% YoY	연결 영업이익	-50%	-54%	62%	-43%	흑전	-74%	-79%	-14%	100%	137%	178%
	별도	-66%	-89%	170%	-67%	흑전	-98%	-112%	-75%	흑전	1741%	-250%
	네오팜	287%	36%	22%	34%	22%	38%	52%	24%	20%	17%	24%
	중국법인	-	-	흑전	-	-	-	-	-	흑전	흑전	121%
지배주주 순이익		37.1	10.7	21.9	7.3	1.6	-0.3	2.0	7.7	5.3	3.5	5.4
% Margin	매출총이익	63%	60%	61%	63%	60%	61%	57%	60%	62%	60%	62%
	영업이익률	18%	10%	13%	18%	7%	5%	7%	14%	12%	9%	17%
	별도	18%	2%	6%	11%	1%	0%	-6%	3%	8%	5%	7%
	네오팜	26%	29%	29%	34%	27%	24%	30%	35%	27%	24%	30%
	순이익률	15%	5%	9%	13%	3%	-1%	4%	12%	8%	6%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018P	2019F	2018P	2019F	2018P	2019F
매출액	218	264	215	250	-1%	-5%
영업이익	24	41	21	34	-14%	-17%
영업이익률	11%	15%	10%	13%	-1%p	-2%p
지배주주순이익	14	28	11	22	-25%	-20%
순이익률	7%	10%	5%	9%	-2%p	-2%p
EPS	649	1,254	485	999	-25%	-20%

자료: 유안타증권 리서치센터

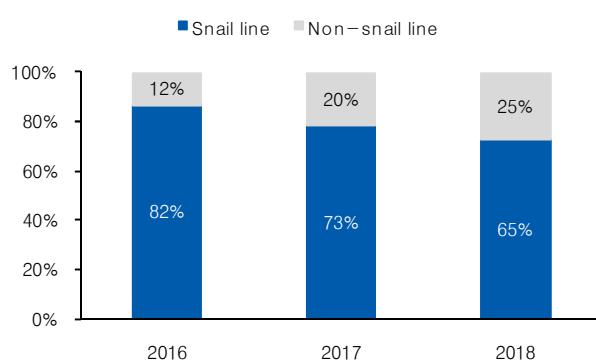
[표 3] 잇츠한불 SOTP Valuation Table

(십억원, 주)

	가치	비고
영업가치 (A)	315.5	12mf eps * Target PER 20배 적용
순현금 (B)	300.0	4분기 말 기준 약 3천억원의 순현금 보유
순자산가치 (C)=(A)+(B)	615.5	
발행주식수 (D)	21,929,315	
주당자산가치 (C)/(D)	28,069	
목표주가	<u>28,000</u>	

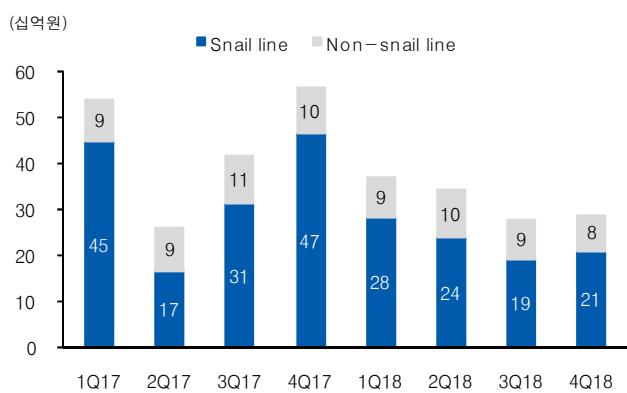
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주요 품목군 매출 비중 (별도기준 비중)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 품목군 매출액 추이: 주력 품목의 감소세 일단락



자료: 유안타증권 리서치센터

잇츠한불 (226320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,261	2,457	2,154	2,504	2,778
매출원가	1,126	904	856	968	1,039
매출총이익	2,134	1,553	1,298	1,537	1,739
판관비	1,225	1,100	1,090	1,199	1,284
영업이익	909	454	208	338	455
EBITDA	986	537	291	421	536
영업외손익	81	34	61	42	43
외환관련손익	6	-12	-4	-4	-4
이자손익	50	40	40	41	42
관계기업관련손익	31	0	0	0	0
기타	-6	6	25	5	5
법인세비용차감전순손익	990	488	269	379	498
법인세비용	277	67	77	95	124
계속사업순손익	667	420	192	285	373
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	667	420	192	285	373
지배지분순이익	355	275	106	219	287
포괄순이익	662	405	177	270	358
지배지분포괄이익	352	262	114	175	232

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

재무상태표					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		4,140	4,191	4,144	4,171
현금및현금성자산		697	530	561	499
매출채권 및 기타채권		251	303	257	299
재고자산		297	338	296	345
비유동자산		1,253	1,433	1,450	1,451
유형자산		419	447	464	464
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0
기타투자자산		21	74	74	74
자산총계		5,394	5,624	5,594	5,622
유동부채		909	912	897	932
매입채무 및 기타채무		425	416	401	436
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	916	951
지배지분		2,157	4,373	4,359	4,352
자본금		46	110	110	110
자본잉여금		897	2,859	2,859	2,859
이익잉여금		1,202	1,414	1,415	1,422
비지배지분		1,924	320	319	323
자본총계		4,081	4,693	4,678	4,670
순차입금		-3,217	-3,103	-3,134	-3,072
총차입금		351	401	401	401

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	414	288	298	274	368
당기순이익	667	420	192	285	373
감가상각비	78	83	83	83	81
외환손익	-5	8	4	4	4
증속,관계기업관련손익	-31	0	0	0	0
자산부채의 증감	-48	-175	0	-117	-110
기타현금흐름	-245	-49	20	20	20
투자활동 현금흐름	-138	-312	-125	-108	-94
투자자산	30	-163	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-150	-122	-100	-83	-70
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	23	-63	-78
현금의 증감	-329	-167	31	-62	30
기초 현금	1,027	697	530	561	499
기말 현금	697	530	561	499	528
NOPLAT	909	454	208	338	455
FCF	534	177	131	136	242

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

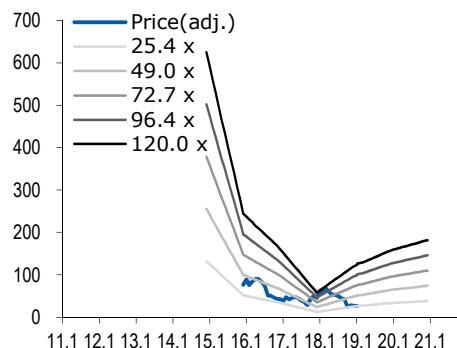
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,033	1,345	485	999	1,310
BPS	12,601	24,821	24,742	24,703	25,050
EBITDAPS	5,645	2,625	1,327	1,919	2,442
SPS	18,662	12,016	9,823	11,420	12,668
DPS	701	600	600	600	600
PER	34.2	30.9	55.3	26.7	20.3
PBR	5.5	1.7	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	10.6	10.4	10.4	7.3	5.7
PSR	3.7	3.5	2.7	2.3	2.1

재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	5.3	-24.6	-12.3	16.3	10.9
영업이익 증가율 (%)	-18.7	-50.1	-54.2	62.4	34.7
지배순이익 증가율 (%)	-57.6	-22.6	-61.3	105.9	31.1
매출총이익률 (%)	65.5	63.2	60.2	61.4	62.6
영업이익률 (%)	27.9	18.5	9.7	13.5	16.4
지배순이익률 (%)	10.9	11.2	4.9	8.7	10.3
EBITDA 마진 (%)	30.2	21.8	13.5	16.8	19.3
ROIC	139.6	30.9	11.0	18.8	24.5
ROA	7.7	5.0	1.9	3.9	5.1
ROE	13.3	8.4	2.4	5.0	6.6
부채비율 (%)	32.2	19.8	19.6	20.4	20.6
순차입금/자기자본 (%)	-149.1	-71.0	-71.9	-70.6	-70.3
영업이익/금융비용 (배)	124.2	44.0	20.2	32.8	44.1

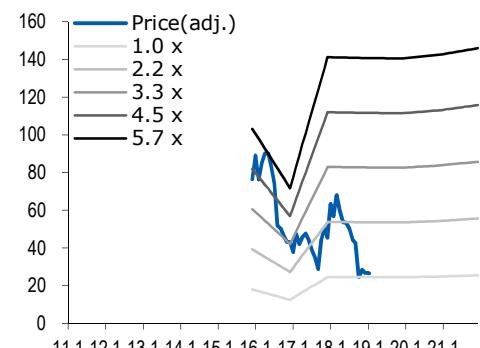
P/E band chart

(천원)



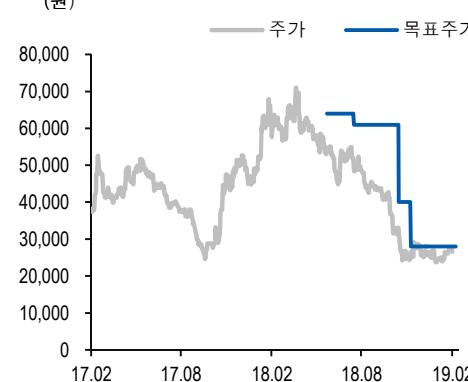
P/B band chart

(천원)



잇츠한불 (226320) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-08	HOLD	28,000	1년		
2018-11-15	HOLD	28,000	1년		
2018-10-22	HOLD	40,000	1년	-35.04	-
2018-07-23	BUY	61,000	1년	-29.55	-14.26
2018-05-30	BUY	64,000	1년	-19.38	-13.91

주: 기준일 2019-02-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 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.