



## △ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

# 화장품/섬유의복

## 2Q21 Preview: '피크아웃'이 다가온다

- ✓ **실적:** 중국 소매/국내 면세 약세 전환 & 보복 소비 특수 제거 → 성장 축소 불가피
- ✓ **주가:** 소비 회복 기대감 반영 완료 & 코로나 4차 대유행 → 차익 실현 매도 가능성
- ✓ **산업:** 화장품 저베타(추가 상향 제한적), 섬유의복 고베타(눈높이 상향 지속) 선정
- ✓ **종목:** 기저 효과 및 자회사 특수 아닌, 본업 성장 지속성 확보 업체 선별
- ✓ **선호:** 화장품 '코스맥스(Buy/180,000 원)', 섬유의복 'F&F(Buy/750,000 원)'

### Overweight

#### Top Picks

코스맥스(192820)	Buy	180,000원
F&F(383220)	Buy	750,000원

#### 관심종목

LG생활건강(021900)	Buy	2,100,000원
아모레퍼시픽(090430)	Buy	330,000원
아모레G(002790)	Buy	80,000원
신세계인터내셔날(031430)	Buy	280,000원
한국콜마(161890)	Buy	70,000원
클리오(237880)	Buy	31,000원
힐라홀딩스(081660)	Buy	68,000원
영원무역(111770)	Buy	57,000원
화승엔터프라이즈(241590)	Buy	24,000원
한섬(020000)	Buy	53,000원
한세실업(105630)	Buy	32,000원

#### 2Q21E가 정점이다

소비재, 피크아웃이 다가온다. ① **실적:** 2Q21E를 정점으로 성장을 축소가 불가피하다. [중국] 소매판매가 약세 전환한다(3월/4월/5월 YoY: 화장품 +43%/+18%/+15%, 의류 +69%/+31%/+12%). 면세 또한 성장률이 줄고 있다(3월/4월/5월 MoM: +21%/+10%/Flat). [국내] 보복 소비는 지속 가능하지 않다. 오프라인의 온라인 성장 상회는 비경상적이며, 보복 대상 품목이 타 재군으로 이동할 개연성 또한 크다.

② **주가:** 오를 만큼 올랐다(YTD: KOSPI +11% vs. 화장품 +15%, 의류 +58%). 섹터 로테이션 차원의 차익 실현 매도가 출회될 가능성이 높다. 소비 회복 기대감은 상당 기반영된 가운데, 코로나 4차 대유행 본격화로 센티먼트 또한 약화되고 있다.

#### 가랑비에 옷 젓는다

기저 효과가 역기저 부담으로, 지출 확대가 소비 위축으로, 콘택트에서 언택트로 전환되기 쉽상이다. 소비재 업종 전반에 먹구름이 드리우는 지금, 추가 상향 조정이 제한적인 화장품은 저베타 종목, 실적 눈높이 상향이 계속되는 섬유의복의 경우 고베타 종목 위주로 집중형 포트폴리오를 구성할 필요가 있다. 기저 효과와 자회사 특수가 아닌, 본업 성장 지속성 여부 또한 종목 선정을 위한 전제 조건이다

#### 최선호주: 화장품 '코스맥스', 섬유의복 'F&F'

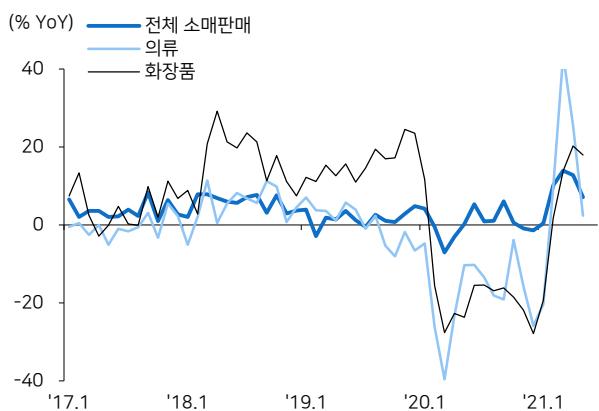
화장품 최선호주로서 코스맥스(Buy/180,000원)를 추천한다. 국내 세정제 역기저 제거 및 수주 회복, 중국 고객사 추가 통한 고성장, 미국 일회성 요인 제거 따른 수익성 개선 모두 유효하다. 중국 법인 상장 관련 모멘텀 강화 요인 또한 상존한다. 업종 내 가장 Valuation 부담이 낮기도 하다.

섬유의복 최선호주로는 F&F(Buy/750,000 원)를 제시한다. 국내 브랜드 순위 상승과 레저 확대 수혜, 중화권(중국/홍콩/대만/마카오) 및 면세향 폭발적 판매 성과로써 차별화된 성장을 실현하고 있다. 운전자본활용 능력에 기반한 고수익성(2021E OPM: F&F 22.3%) 또한 투자 매력도를 높힌다. 지주 전환 관련, F&F 확정 교환가액 527,000 원은 주가 하방을 지지할 것으로 본다

소비재, 피크아웃이 다가온다. ① 실적: 2Q21E 실적을 정점으로 성장을 축소가 불가피하다. [중국] 소매판매 역기저 발생이 시작된다(화장품 2020년 4월, 의류 2020년 8월 '+' 성장 전환). 3월 고점 이후, 약세 전환하고 있다(3월/4월/5월 YoY: 화장품 +42.5%/+17.8%/+14.6%, 의류 +69.1%/+31.2%/+12.3%). 면세 성과 또한 월매출 14억달러 부근에서 정체, MoM 성장률이 줄고 있다(3월/4월/5월 MoM +20.6%/+9.6%/+0.3%).

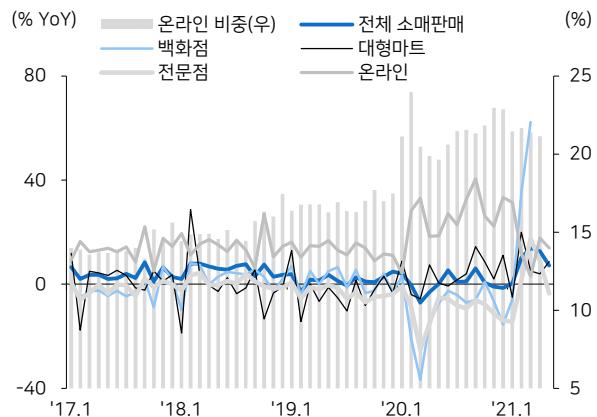
[국내] 보복 소비 특수는 지속 가능하지 않다. 1Q21 내수 실적 셔프라이즈는 기저 효과 보다 보복 소비에 기인한다. 고단가 제품을 주로 하는 전통 오프라인 채널, 백화점의 성과가 온라인보다 좋았던 배경이다(1Q21: 백화점 +25.5% > 온라인 +14.3%). 지난 20년간 진행된 유통 패러다임 변화(오프라인 → 온라인)에서 벗어난 '비경상적' 성과이며, 보복 소비 대상 품목이 타 재군(여행 상품/전자 제품 등)으로 이동할 가능성 또한 높다. 화장품/의류에 할애되는 지출 비중이 늘고 있지는 않기 때문이다(전체 소매판매 대비 화장품 5%, 의류 11%).

그림1 국내 재별 소매판매



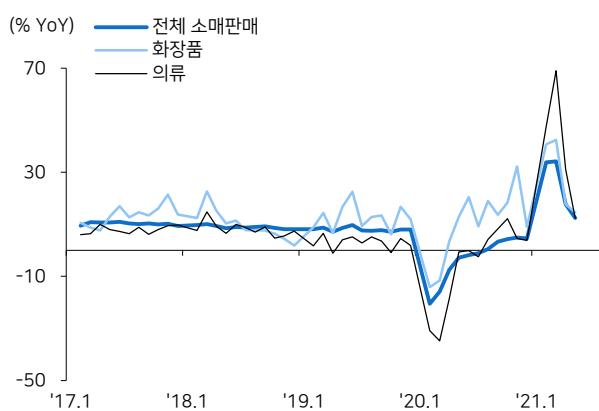
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 업태별 소매판매



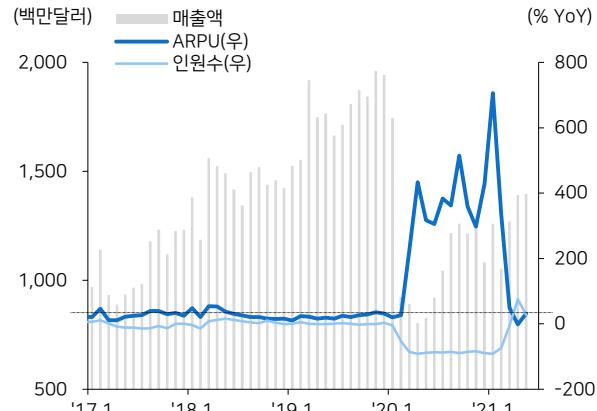
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 소매판매



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 면세점 매출

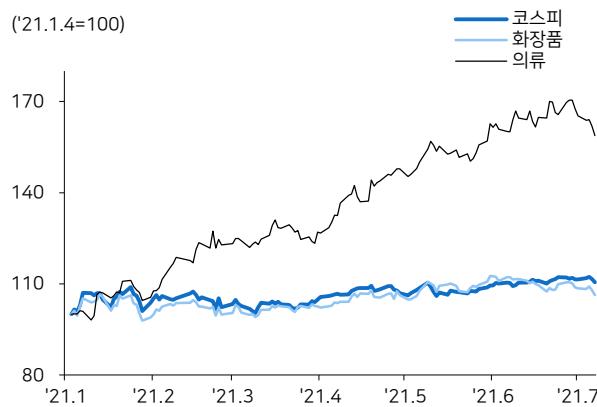


자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

② 주가: 오를 만큼 올랐다(YTD: KOSPI +10.5% vs. 화장품 +14.6%, 의류 +58.1%). 섹터 로테이션 차원의 차익 실현 매도가 출회될 가능성은 농후하다. 소비 회복 기대감은 상당 기반영된 가운데, 코로나 4차 대유행 본격화로 센터먼트 또한 약화되고 있다.

가랑비에 옷 젓는다. 기저 효과가 역기저 부담으로, 지출 확대가 소비 위축으로, 콘택트에서 언택트로 전환되기 쉽상이다. 소비재 업종 전반에 먹구름이 드리우는 지금, 추가 상향 조정이 제한적인 화장품은 저베타 종목, 실적 눈높이 상향이 계속되는 섬유의복의 경우 고베타 종목 위주로 집중형 포트폴리오를 구성할 필요가 있다. 기저 효과와 자회사 특수가 아닌, 본업 성장 지속성 여부 또한 종목 선정을 위한 전제 조건이다.

그림5 코스피 vs. 자유소비재



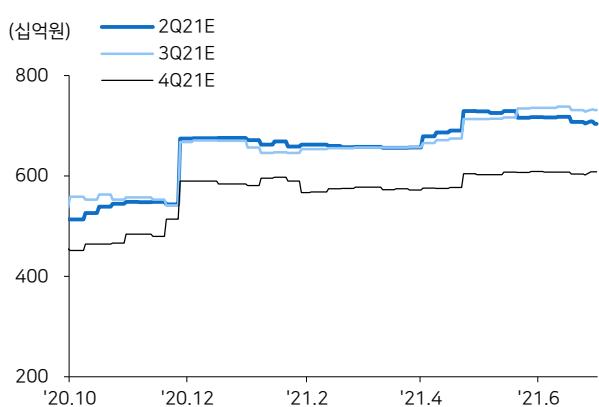
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 내수소비재군별 코스피 대비 시총 비중



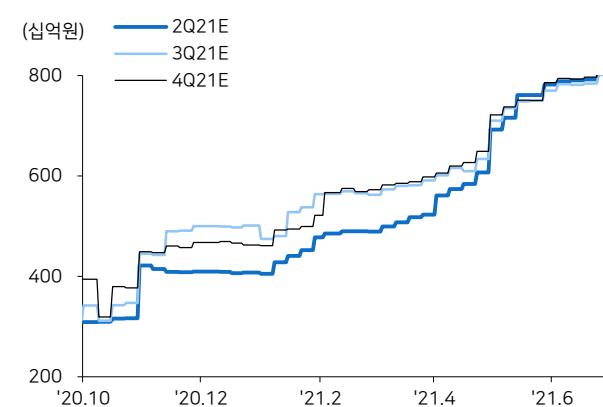
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 화장품 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 섬유의복 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

화장품 최선호주로서 **코스맥스**(Buy/180,000원)를 추천한다. 국내 세정제 역기저 제거 및 수주 회복, 중국 신규 고객사 추가 통한 고성장 실현, 미국 운영 구조 개선 및 일회성 요인 제거에 따른 수익성 개선 모두 유효하다. 중국 법인 상장 관련 모멘텀 강화 요인 또한 상존한다. 업종 내 가장 Valuation 부담이 낮기도 하다.

섬유의복 최선호주로는 **F&F**(Buy/750,000원)를 제시한다. 국내 브랜드 순위 상승과 레저 확대 수혜, 중화권(중국/홍콩/대만/마카오) 및 면세향 폭발적 판매 성과로써 차별화된 성장을 실현하고 있다. 중국향 MLB의 지속성은 상당히 높다고 판단한다. 매출이 특정 제품에 쏠림 없이 고르게 분산되어 있기 때문이다(7월 1일 기준 티몰 전체 SKU 1,005개 중 월판매량 1위 품목 매출 비중 4.5%에 불과). 운전자본활용 능력에 기반한 고수익성(2021E OPM: F&F 22.3% > LG 생활건강 15.8% > 휠라홀딩스 14.9%) 또한 투자 매력도를 높힌다. 지주 전환 관련, F&F 확정 교환가액 527,000원은 주가 하방을 지지할 것으로 본다.

표1 커버리지 연간 실적 추정치 변동

화장품							
업체명	(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
코스맥스 (Buy/180,000)	매출액	1,511.5	1,656.1	1,500.3	1,621.5	0.7	2.1
	영업이익	108.4	133.6	101.5	123.4	6.8	8.3
LG생활건강 (Buy/2,100,000)	매출액	8,825.7	9,569.0	8,544.0	9,175.8	3.3	4.3
	영업이익	1,392.3	1,541.6	1,361.3	1,491.6	2.3	3.4
아모레퍼시픽 (Buy/330,000)	매출액	4,959.1	5,436.8	4,968.7	5,533.5	-0.2	-1.7
	영업이익	480.2	567.6	478.7	602.9	0.3	-5.9
아모레G (Buy/80,000)	매출액	5,434.5	5,926.2	5,443.4	6,016.7	-0.2	-1.5
	영업이익	532.8	648.3	535.0	669.7	-0.4	-3.2
신세계인터내셔날 (Buy/280,000)	매출액	1,426.6	1,523.0	1,426.5	1,523.0	0.0	0.0
	영업이익	85.7	117.9	84.6	116.9	1.3	0.9
한국콜마 (Buy/70,000)	매출액	1,609.7	1,771.8	1,601.8	1,764.6	0.5	0.4
	영업이익	136.9	156.5	147.3	168.0	-7.1	-6.8
클리오 (Buy/31,000)	매출액	235.9	270.8	226.7	262.1	4.1	3.3
	영업이익	15.3	22.3	12.9	20.1	18.4	11.0
섬유의복							
F&F (Buy/750,000)	매출액	1,347.3	1,670.7	1,261.7	1,579.4	6.8	5.8
	영업이익	300.5	415.0	244.7	331.2	22.8	25.3
휠라홀딩스 (Buy/68,000)	매출액	3,445.7	3,534.9	3,525.7	3,656.3	-2.3	-3.3
	영업이익	512.9	485.9	539.8	508.7	-5.0	-4.5
영원무역 (Buy/57,000)	매출액	2,748.4	2,886.1	2,711.8	2,860.8	1.3	0.9
	영업이익	324.3	325.0	317.6	318.9	2.1	1.9
화승엔터프라이즈 (Buy/24,000)	매출액	1,217.2	1,438.9	1,245.4	1,426.8	-2.3	0.8
	영업이익	79.3	117.4	88.7	113.5	-10.6	3.5
한섬 (Buy/53,000)	매출액	1,349.6	1,317.4	1,382.3	1,439.6	-2.4	-8.5
	영업이익	138.2	122.7	136.6	144.3	1.1	-15.0
한세실업 (Buy/32,000)	매출액	1,537.8	1,626.1	1,523.5	1,610.9	0.9	0.9
	영업이익	103.9	113.2	104.6	113.8	-0.6	-0.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2021. 7. 9

▲ 화장품/섬유의복

Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

# 코스맥스 192820

## 화장품 최선후주

- ✓ 2Q21E 매출 4,148 억원(+9%), 영업이익 307 억원(+17%, OPM 7.4%)
- ✓ 국내: 내수/수출 모두 호조 → 매출 +15%(세정제 역기저 140 억원 제거 기준)
- ✓ 중국: 신규 고객사 유치 지속 → 상해(+32%) 및 광저우(+28%) 고성장 실현
- ✓ 기타: 미국(뉴월드 -20%, 오하이오 -16%), 동남아(인니 -25%) 코로나 영향
- ✓ 소비재 방어적 태세 필요한 지금 가장 적합한 선택지 → 단기 최선후주 추천

## Buy

적정주가 (12개월)	180,000 원
현재주가 (7.8)	133,000 원
상승여력	35.3%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	15,095억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	72.00%
외국인비중	23.18%
52주 최고/최저가	136,000원/88,221원
평균거래대금	158.7억원

### 주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 9 인	26.13
국민연금공단	14.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	41.0	35.7
상대주가	2.2	36.7	-9.9

### 주가그래프



### 2Q21E 호실적 기대

코스맥스는 2021년 2 분기 매출액 4,148 억원(+9.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 307 억원(+17.3%), 순이익 280 억원(+38.1%)을 기록할 전망이다. 한/중 기반의 수주 회복과 그에 따른 영업 레버리지 효과가 두드러지겠다.

**[국내]** 매출액과 영업이익으로 각각 2,374 억원(+3.4%), 217 억원(+4.7%)을 추정한다. 세정제 매출 역기저(2Q20 140 억원)를 제할 시, +15.3% 늘어난 수준이다. 내수향 기초와 색조 모두 개선되고 있으며, 수출 또한 증가 추세이다.

**[중국]** 상해(+32%)와 광저우(+28%) 모두 고성장할 전망이다. 화장품 소매판매 두 자릿수 성장, 618 특수 등 우호적인 업황과 함께, 특유의 영업력과 기술력을 기반으로 신규 고객사 유치를 계속하고 있다. 금번 618 행사에서 화장품 판매 상위 25 개 제품 중, 맥스 생선품이 13 개에 이를 정도이다.

**[기타]** 미국(뉴월드 -20%, 오하이오 -16%)과 인도네시아(-25%)의 경우 코로나로 인한 영업 차질이 지속되고 있음을 감안, 보수적으로 접근했다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 180,000원(상향)

코스맥스에 대한 적정주가를 180,000 원으로 +13% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +10%, 2022E +2%). 펀더멘털과 모멘텀 모두 우수한 바, 업종 내 최선후주로서 추천한다. 소비재 전반에 대한 방어적 태세가 필요한 지금, 가장 적합한 선택지이기도 하다. ① 펀더멘털: 국내 색조 수요 회복, 중국 신규 고객사 발굴 통한 고성장 지속, 미국 비용 구조 개선 및 일회성 요인(4Q20 재고자산 평가손 180 억원) 제거에 따른 수익성 개선 모두 유효하다. ② 모멘텀: 추후 중국 법인 상장에 따른 지분가치 증대 또한 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,330.7	54.0	31.8	3,167	-13.0	34,178	25.2	2.3	13.6	10.5	280.6
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,127	-258.6	34,119	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021E	1,511.5	108.4	84.5	8,413	-325.8	42,531	15.8	3.1	12.2	22.0	269.9
2022E	1,656.1	133.6	97.6	9,714	29.9	52,246	13.7	2.5	9.9	20.5	215.1
2023E	1,754.2	145.1	110.1	10,953	10.6	63,198	12.1	2.1	8.8	19.0	175.7

표2 코스맥스 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	414.8	379.2	9.4	345	20.2	402.5	3.1
영업이익	30.7	26.2	17.2	23.3	31.8	30.8	-0.3
순이익	28.0	20.3	37.9	16.1	73.9	23.3	20.2
영업이익률(%)	7.4	6.9	7.2	6.8	8.8	7.7	-0.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표3 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,511.5	1,656.1	1,500.3	1,621.5	0.7	2.1	1,525.1	1,677.9
영업이익	108.4	133.6	101.5	123.4	6.8	8.3	103.1	126.8
순이익	84.5	97.6	77.1	95.5	9.6	2.2	71.9	89.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치	비고
순이익	92.2	12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	22.8	글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 40% 할인 적용
적정주가 (원)	180,000	반내림
현재주가 (원)	133,000	
상승여력 (%)	35.3%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
코스맥스	1,510	1,512	1,656	108	134	85	98	15.8	13.7	3.1	2.5	22.0	20.5	12.2	9.9
한국콜마	1,281	1,610	1,772	137	157	67	89	19.0	14.5	1.9	1.7	10.4	12.4	12.9	11.1
LG생활건강	27,535	8,826	9,569	1,392	1,542	928	1,040	30.5	27.3	5.9	5.1	18.4	18.1	17.6	15.8
아모레퍼시픽	14,469	4,959	5,437	480	568	344	425	44.2	35.8	3.6	3.4	7.5	8.7	15.3	15.2
신세계인터내셔날	1,428	1,427	1,523	86	118	89	113	16.1	12.6	2.0	1.7	13.1	14.8	11.7	9.4
클리오	432	236	271	15	22	15	22	28.5	19.5	2.6	2.3	9.4	12.5	15.5	12.5
푸젠 그린파인	1,888	938	1,096	140	162	115	133	16.5	14.1	2.6	2.2	15.8	15.7	11.9	10.6
L'Oreal	288,711	44,570	47,519	8,754	9,502	6,802	7,382	42.2	39.0	6.6	6.2	15.9	16.6	24.6	23.3
Estee Lauder	129,949	20,616	22,630	3,997	4,547	2,970	3,387	44.3	38.7	18.4	16.7	48.4	56.9	27.0	23.9
Kao	33,391	11,387	12,232	941	1,384	607	878	55.9	38.0	6.1	5.5	12.1	16.4	21.0	16.8
Shiseido	33,256	15,201	15,678	2,041	2,193	1,451	1,566	22.6	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.7	11.1
상하이자화	7,164	1,639	1,841	167	220	139	184	53.8	39.5	5.4	4.9	10.5	12.4	36.6	28.4
평균(국내사 제외)								43.8	35.2	7.9	7.3	20.3	23.4	24.2	20.7

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>328.5</b>	<b>379.2</b>	<b>320.7</b>	<b>354.5</b>	<b>345.0</b>	<b>414.8</b>	<b>352.4</b>	<b>399.5</b>	<b>1,382.9</b>	<b>1,511.5</b>	<b>1,656.1</b>
국내	222.6	229.7	187.5	199.7	204.2	237.4	208.3	226.6	839.5	876.5	950.0
개별	202.0	209.0	172.1	182.3	188.5	218.8	189.8	204.8	765.4	802.0	867.2
자회사	20.6	20.7	15.4	17.4	15.7	18.6	18.4	21.8	74.1	74.5	82.8
중국	88.4	131.3	108.4	139.6	133.5	172.0	130.6	171.6	467.7	607.6	676.4
상해	63.4	98.1	80.6	97.2	99.6	129.4	96.7	121.5	339.3	447.3	492.0
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	33.9	42.5	33.9	50.0	128.4	160.4	184.5
미국	37.7	40.5	56.0	50.5	32.3	33.2	44.7	39.1	184.7	149.3	161.2
오하이오	17.1	19.0	18.3	23.8	14.0	16.0	16.5	19.1	78.2	65.5	70.8
뉴월드	20.6	21.5	37.6	26.7	18.3	17.2	28.2	20.0	106.5	83.7	90.4
기타	15.5	15.5	9.7	10.4	13.6	13.4	13.6	13.9	51.1	54.6	61.5
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	7.1	8.2	8.7	7.2	31.0	31.1	35.8
태국	5.3	4.6	4.1	6.1	6.5	5.3	5.0	6.7	20.1	23.4	25.8
<b>영업이익</b>	<b>16.0</b>	<b>26.2</b>	<b>13.9</b>	<b>10.5</b>	<b>23.3</b>	<b>30.7</b>	<b>24.1</b>	<b>30.3</b>	<b>66.6</b>	<b>108.4</b>	<b>133.6</b>
영업이익률	4.9	6.9	4.3	3.0	6.8	7.4	6.8	7.6	4.8	7.2	8.1
개별	16.4	20.8	11.4	17.3	15.9	21.7	13.2	20.0	65.9	70.8	79.3
자회사(연결-개별)	-0.3	5.4	2.5	-6.8	7.4	9.0	10.9	10.2	0.8	37.5	54.4
<b>순이익</b>	<b>4.8</b>	<b>20.3</b>	<b>5.8</b>	<b>-9.5</b>	<b>16.1</b>	<b>28.0</b>	<b>19.1</b>	<b>21.4</b>	<b>21.4</b>	<b>84.5</b>	<b>97.6</b>
순이익률	1.5	5.3	1.8	-2.7	4.7	6.7	5.4	5.3	1.5	5.6	5.9
국내	10.8	6.9	4.7	-57.0	20.7	13.8	9.0	10.0	-34.6	53.6	50.5
상해	-2.9	8.0	0.7	4.7	6.4	10.4	3.5	6.6	10.5	26.8	32.7
광저우	2.4	2.1	2.2	4.3	2.0	2.7	2.9	5.3	11.0	12.9	15.0
오하이오	-1.3	-2.0	-2.0	-3.2	-2.8	-1.9	-1.7	-1.9	-8.4	-8.2	-4.2
뉴월드	-2.2	-5.1	-2.4	-9.0	-2.7	-2.1	-2.8	-2.0	-18.7	-9.6	-3.8
인도네시아	-1.7	4.0	-1.1	0.2	-0.4	-0.2	0.3	0.3	1.4	0.0	2.8
태국	-0.9	-0.6	-1.2	0.1	-0.2	0.0	0.0	0.1	-2.6	0.0	0.6
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>0.2</b>	<b>14.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	<b>5.0</b>	<b>9.4</b>	<b>9.9</b>	<b>12.7</b>	<b>3.9</b>	<b>9.3</b>	<b>9.6</b>
국내	13.9	16.5	-1.1	-2.7	-8.3	3.4	11.1	13.4	6.6	4.4	8.4
상해	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	57.1	32.0	20.0	25.0	-8.8	31.8	10.0
광저우	13.8	13.3	9.0	27.8	35.6	28.0	22.0	18.0	16.8	24.9	15.0
오하이오	-29.2	-1.5	-18.8	43.7	-17.9	-16.0	-10.0	-20.0	-5.2	-16.2	8.0
뉴월드	3.1	25.6	58.3	68.8	-11.4	-20.0	-25.0	-25.0	38.8	-21.3	8.0
인도네시아	26.2	31.8	-50.4	-63.0	-30.1	-25.0	55.0	65.0	-21.3	0.4	14.9
태국	31.3	23.8	-8.9	9.3	22.2	15.0	20.0	10.0	12.6	16.4	10.0
<b>영업이익</b>	<b>18.4</b>	<b>99.2</b>	<b>33.7</b>	<b>-37.9</b>	<b>45.2</b>	<b>17.3</b>	<b>73.3</b>	<b>188.8</b>	<b>23.4</b>	<b>62.7</b>	<b>23.3</b>
영업이익률	0.8	3.0	1.1	-1.8	1.9	0.5	2.5	4.6	0.8	2.4	0.9
개별	111.7	95.1	33.1	30.8	-2.9	4.7	15.3	15.9	63.9	7.6	11.9
자회사(연결-개별)	적전	116.8	36.2	적전	흑전	65.2	340.6	흑전	-94.3	4,667.1	44.8
<b>순이익</b>	<b>-46.7</b>	<b>117.1</b>	<b>53.9</b>	<b>적전</b>	<b>2.3</b>	<b>38.1</b>	<b>228.0</b>	<b>흑전</b>	<b>-32.8</b>	<b>295.5</b>	<b>15.5</b>

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

## 코스맥스 (192820)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,330.7</b>	<b>1,382.9</b>	<b>1,511.5</b>	<b>1,656.1</b>	<b>1,754.2</b>
매출액증가율 (%)	5.6	3.9	9.3	9.6	5.9
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,256.2	1,364.5	1,443.6
매출총이익	183.5	210.8	255.3	291.6	310.6
판매관리비	129.5	144.2	146.9	158.0	165.5
<b>영업이익</b>	<b>54.0</b>	<b>66.6</b>	<b>108.4</b>	<b>133.6</b>	<b>145.1</b>
영업이익률	4.1	4.8	7.2	8.1	8.3
금융손익	-18.5	-23.2	-14.7	-11.9	-10.4
증속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-43.2	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	35.9	0.1	93.7	121.8	134.7
법인세비용	17.6	29.2	28.1	36.5	40.4
<b>당기순이익</b>	<b>18.3</b>	<b>-29.1</b>	<b>65.6</b>	<b>85.2</b>	<b>94.3</b>
지배주주지분 순이익	31.8	21.4	84.5	97.6	110.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>74.6</b>	<b>41.5</b>	<b>123.5</b>	<b>127.4</b>	<b>128.1</b>
당기순이익(순실)	18.3	-29.1	65.6	85.2	94.3
유형자산상각비	36.3	43.6	44.0	46.3	47.6
무형자산상각비	1.7	2.2	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	0.9	-21.5	13.7	-4.4	-14.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-95.9</b>	<b>-64.6</b>	<b>-67.9</b>	<b>-62.4</b>	<b>-52.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-104.8	-59.0	-65.0	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-10.1	-2.8	-2.0	-1.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>62.9</b>	<b>50.7</b>	<b>-33.8</b>	<b>-22.1</b>	<b>-16.3</b>
차입금의 증감	34.2	62.2	-33.8	-22.1	-16.3
자본의 증가	53.1	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.4	26.0	21.9	42.9	59.9
기초현금	35.2	76.6	102.5	124.4	167.3
기말현금	76.6	102.5	124.4	167.3	227.1

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>618.3</b>	<b>622.6</b>	<b>658.5</b>	<b>726.7</b>	<b>815.9</b>
현금및현금성자산	76.6	102.5	124.4	167.3	227.1
매출채권	299.7	297.7	303.6	315.7	328.4
재고자산	208.9	193.3	201.1	213.1	228.0
<b>비유동자산</b>	<b>586.1</b>	<b>566.4</b>	<b>590.0</b>	<b>605.5</b>	<b>609.3</b>
유형자산	431.8	437.1	458.1	471.8	474.2
무형자산	102.9	56.8	56.6	56.3	56.1
투자자산	20.1	30.1	32.9	34.9	36.6
<b>자산총계</b>	<b>1,204.4</b>	<b>1,189.0</b>	<b>1,248.5</b>	<b>1,332.2</b>	<b>1,425.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>716.4</b>	<b>718.1</b>	<b>722.0</b>	<b>729.9</b>	<b>725.8</b>
매입채무	179.7	142.9	150.0	156.0	159.2
단기차입금	356.3	379.5	359.5	349.5	332.5
유동성장기부채	45.9	63.6	63.6	63.6	63.6
<b>비유동부채</b>	<b>171.5</b>	<b>199.1</b>	<b>189.0</b>	<b>179.5</b>	<b>182.4</b>
사채	17.4	35.0	35.0	30.0	30.0
장기차입금	115.0	116.4	101.4	93.4	93.4
<b>부채총계</b>	<b>887.9</b>	<b>917.1</b>	<b>911.0</b>	<b>909.4</b>	<b>908.2</b>
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	182.0	182.1	182.1	182.1	182.1
기타포괄이익누계액	-4.9	-17.7	-17.7	-17.7	-17.7
이익잉여금	161.5	173.8	258.3	355.9	466.0
비지배주주지분	-27.0	-71.0	-89.9	-102.3	-118.1
<b>자본총계</b>	<b>316.5</b>	<b>271.9</b>	<b>337.5</b>	<b>422.7</b>	<b>517.0</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	132,410	137,607	150,408	164,791	174,559
EPS(지배주주)	3,167	2,127	8,413	9,714	10,953
CFPS	12,101	13,617	15,276	18,183	19,519
EBITDAPS	9,154	11,191	15,186	17,928	19,205
BPS	34,178	34,119	42,531	52,246	63,198
DPS	900	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	25.2	46.8	15.8	13.7	12.1
PCR	6.6	7.3	8.7	7.3	6.8
PSR	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8
PBR	2.3	2.9	3.1	2.5	2.1
EBITDA	92.0	112.5	152.6	180.2	193.0
EV/EBITDA	13.6	12.8	12.2	9.9	8.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.5	6.2	22.0	20.5	19.0
EBITDA 이익률	6.9	8.1	10.1	10.9	11.0
부채비율	280.6	337.3	269.9	215.1	175.7
금융비용부담률	1.7	1.4	1.1	0.9	0.8
이자보상배율(x)	2.4	3.3	6.6	8.6	9.8
매출채권회전율(x)	4.4	4.6	5.0	5.3	5.4
재고자산회전율(x)	6.4	6.9	7.7	8.0	8.0

Industry Brief  
2021. 7. 9

# LG 생활건강 051900

## 시장 성장 상회

### 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 2조 1,491 억원(+21%), 영업이익 3,584 억원(+18%; OPM 15.8%)
- ✓ 화장품: '후' 강세 → 면세 +101%(vs. 시장 +64%), 중국 +40%(vs. 시장 +18%)
- ✓ 생활용품: 매출 +3%(‘피지오겔’ 온기 반영) vs. 영업이익 -26%(정가 판매 감소)
- ✓ 음료: 탄산 기여 확대 지속 → 매출 +3%, 영업이익 +3%
- ✓ 브랜드 경쟁력 및 이익 안정성 모두 상대 우위, 매수 추천

### Buy

적정주가 (12개월)	2,100,000 원
현재주가 (7.8)	1,763,000 원
상승여력	19.1%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	275,349억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	46.57%
52주 최고/최저가	1,770,000원/1,295,000원
평균거래대금	546.3억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
LG	34.03		
국민연금공단		7.98	
T. Rowe Price Associate 외 35 인		5.25	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.8	7.6	33.9
상대주가	15.7	4.3	-11.2

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	7,685.4	1,176.4	778.1	48,337	13.7	234,042	26.1	5.4	15.0	20.3	53.3
2020	7,844.5	1,220.9	797.6	49,587	3.3	268,428	32.7	6.0	18.1	17.9	40.3
2021E	8,825.7	1,392.3	928.3	57,714	16.0	300,526	30.5	5.9	17.6	18.4	34.9
2022E	9,569.0	1,541.6	1,039.6	64,637	12.0	347,124	27.3	5.1	15.8	18.1	30.8
2023E	10,208.4	1,662.2	1,127.5	70,104	8.5	397,236	25.1	4.4	14.3	17.1	28.3

### 2Q21E 화장품 하드캐리

LG 생활건강은 2021년 2 분기 매출액 2조 1,491 억원(+20.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 3,584 억원(+18.2%; OPM 15.8%), 순이익 2,425 억원(+21.3%)을 기록할 전망이다. 화장품 호조가 연결 실적을 견인하겠다.

**[화장품]** 매출액과 영업이익으로 각각 1조 2,660 억원(+37.1%), 2,480 억원(+39.3%)을 예상한다. '후'의 인기가 사그라들 줄 모른다('후' 매출 기여도: 면세 90%, 중국 80%). 618 행사 성과 또한 두드러졌던 것으로 파악된다. 단단한 브랜드력에 기저 효과가 더해지면서, 시장 성장을 웃돌 것으로 본다. 면세는 전년동기대비 배증(생건 +101.2% vs. 면세 전체 +63.9% 추정), 중국은 고성장 기조를 이어가겠다(생건 +40.4% vs. 중국 화장품 소매판매 +18.0% 추정).

**[생활용품]** 매출액 4,743 억원(+2.6%), 영업이익은 467 억원(-26.2%)에 달할 전망이다. '피지오겔' 온기 반영(243 억원)이 위생용품(2Q20 250 억원 → 2Q21 60 억원) 역기저 부담을 덜겠다. 주력 제품 정가 판매율 축소 및 '피지오겔' 중국 진출 관련 초기 비용 수반을 감안, 이익단은 보수적으로 접근했다.

**[음료]** 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,089 억원(+2.8%), 637 억원(+2.8%)이다. 고마진의 탄산(매출 비중 +2.8%p) 기여 확대가 계속되겠다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 2,100,000원(상향)

LG 생활건강에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 적정주가는 2,100,000 원으로 +5% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +2.4%, 2022E +3.6%). 브랜드 경쟁력과 이익 안정성 모두 비교 우위에 있다는 판단, 매수 접근을 추천한다.

표1 LG생활건강 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,149.1	1,783.2	20.5	2,036.7	5.5	2,073.5	3.6
영업이익	358.4	303.3	18.2	370.6	-3.3	350.7	2.2
순이익	242.5	199.9	21.3	255.0	-4.9	238	1.9
영업이익률(%)	16.7	17.0	-1.8	18.2	-8.2	16.9	-0.2

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표2 LG생활건강 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	8,825.7	9,569.0	8,544.0	9,175.8	3.3	4.3	8,604.6	9,355.1
영업이익	1,392.3	1,541.6	1,361.3	1,491.6	2.3	3.4	1,377.8	1,530.9
순이익	928.3	1,039.6	906.1	1,003.9	2.4	3.6	925.9	1,033.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 LG생활건강 적정주가 산출

(십억원, 배, %)	NOPLAT	Target P/E	적정가치 비고
<b>영업가치</b>			<b>30,514</b>
화장품			27,251 글로벌 Peer의 10% 할인 적용
생활용품			1,688 글로벌 Peer의 40% 할인 적용
음료			1,575 롯데칠성 당사 Implied PER 적용
<b>적정 시가총액</b>			<b>30,514</b>
주식 수			14,660
<b>적정주가 (원)</b>			<b>2,100,000</b> 반올림
현재주가 (원)			1,763,000
상승여력 (%)			19.1%

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
LG생활건강	27,535	8,826	9,569	1,392	1,542	928	1,040	30.5	27.3	5.9	5.1	18.4	18.1	17.6	15.8
아모레퍼시픽	14,469	4,959	5437	480	568	344	425	44.2	35.8	3.6	3.4	7.5	8.7	15.3	15.2
신세계인터내셔날	1,428	1,427	1,523	86	118	89	113	16.1	12.6	2.0	1.7	13.1	14.8	11.7	9.4
클리오	432	236	271	15	22	15	22	28.5	19.5	2.6	2.3	9.4	12.5	15.5	12.5
L'Oréal	288,711	44,570	47,519	8,754	9,502	6,802	7,382	42.2	39.0	6.6	6.2	15.9	16.6	24.6	23.3
Estee Lauder	129,949	20,616	22,630	3,997	4,547	2,970	3,387	44.3	38.7	18.4	16.7	48.4	56.9	27.0	23.9
Kao	33,391	11,387	12,232	941	1,384	607	878	55.9	38.0	6.1	5.5	12.1	16.4	21.0	16.8
Shiseido	33,256	15,201	15,678	2,041	2,193	1,451	1,566	22.6	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.7	11.1
상하이자화	7,164	1,639	1,841	167	220	139	184	53.8	39.5	5.4	4.9	10.5	12.4	36.6	28.4
<b>평균(국내사 제외)</b>								<b>43.8</b>	<b>35.2</b>	<b>7.9</b>	<b>7.3</b>	<b>20.3</b>	<b>23.4</b>	<b>24.2</b>	<b>20.7</b>

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 LG생활건강 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,896.4</b>	<b>1,783.2</b>	<b>2,070.6</b>	<b>2,094.4</b>	<b>2,036.7</b>	<b>2,149.1</b>	<b>2,268.6</b>	<b>2,371.2</b>	<b>7,844.5</b>	<b>8,825.7</b>	<b>9,569.0</b>
화장품	1,066.5	923.3	1,143.8	1,324.5	1,158.5	1,266.0	1,326.4	1,576.7	4,458.1	5,327.6	5,938.3
생활용품	479.3	462.2	508.8	423.0	520.7	474.3	505.9	433.8	1,873.3	1,934.6	2,008.2
음료	350.5	397.7	418.0	346.9	357.5	408.9	436.4	360.7	1,513.2	1,563.5	1,622.5
<b>국내</b>	<b>685.8</b>	<b>496.7</b>	<b>725.2</b>	<b>700.7</b>	<b>693.9</b>	<b>739.3</b>	<b>855.8</b>	<b>850.0</b>	<b>2,608.3</b>	<b>3,139.0</b>	<b>3,452.4</b>
면세	408.5	259.4	506.7	488.7	500.5	521.9	642.2	577.4	1,663.4	2,241.9	2,578.3
비면세	277.3	237.3	218.5	211.9	193.5	217.4	213.6	272.6	945.0	897.1	874.1
<b>해외</b>	<b>380.7</b>	<b>426.6</b>	<b>418.6</b>	<b>623.8</b>	<b>464.6</b>	<b>526.7</b>	<b>470.6</b>	<b>726.7</b>	<b>1,849.8</b>	<b>2,188.6</b>	<b>2,485.9</b>
중국	184.5	219.0	204.4	395.0	272.5	307.5	239.7	476.5	1,002.9	1,296.1	1,524.8
후	141.1	163.1	158.7	304.5	223.0	244.6	190.4	380.6	767.4	1,038.6	1,246.3
숨	20.4	23.1	20.8	44.0	23.3	27.5	22.5	47.6	108.4	120.8	132.9
기타	22.9	32.8	24.9	46.5	26.2	35.3	26.9	48.3	127.2	136.7	145.5
미국 (뉴에이본)	100.0	100.0	100.0	100.0	107.0	107.0	107.0	107.0	400.0	428.2	456.9
기타	196.2	207.6	214.2	228.8	192.1	219.2	230.9	250.2	446.9	464.3	504.2
<b>영업이익</b>	<b>333.7</b>	<b>303.3</b>	<b>327.7</b>	<b>256.3</b>	<b>370.6</b>	<b>358.4</b>	<b>361.5</b>	<b>301.8</b>	<b>1,220.9</b>	<b>1,392.3</b>	<b>1,541.6</b>
화장품	221.8	178.1	197.9	225.2	254.2	248.0	232.1	268.0	823.0	1,002.3	1,130.2
생활용품	65.2	63.2	66.7	10.3	66.3	46.7	62.6	11.4	205.3	187.0	199.1
음료	47.0	62.0	63.1	20.8	50.2	63.7	66.8	22.4	192.9	203.0	212.3
<b>영업이익률</b>	<b>17.6</b>	<b>17.0</b>	<b>15.8</b>	<b>12.2</b>	<b>18.2</b>	<b>16.7</b>	<b>15.9</b>	<b>12.7</b>	<b>15.6</b>	<b>15.8</b>	<b>16.1</b>
화장품	20.8	19.3	17.3	17.0	21.9	19.6	17.5	17.0	18.5	18.8	19.0
생활용품	13.6	13.7	13.1	2.4	12.7	9.8	12.4	2.6	11.0	9.7	9.9
음료	13.4	15.6	15.1	6.0	14.0	15.6	15.3	6.2	12.7	13.0	13.1
<b>순이익</b>	<b>230.6</b>	<b>199.9</b>	<b>227.2</b>	<b>139.9</b>	<b>255.0</b>	<b>242.5</b>	<b>253.1</b>	<b>177.7</b>	<b>797.6</b>	<b>928.3</b>	<b>1,039.6</b>
순이익률	12.2	11.2	11.0	6.7	12.5	11.3	11.2	7.5	10.2	10.5	10.9
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>1.2</b>	<b>-2.7</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>	<b>7.4</b>	<b>20.5</b>	<b>9.6</b>	<b>13.2</b>	<b>2.1</b>	<b>12.5</b>	<b>8.4</b>
화장품	-6.4	-16.7	-1.5	-0.9	8.6	37.1	16.0	19.0	-6.1	19.5	11.5
생활용품	19.4	34.6	26.9	23.6	8.6	2.6	-0.6	2.6	25.9	3.3	3.8
음료	5.0	4.6	3.8	3.7	2.0	2.8	4.4	4.0	4.2	3.3	3.8
<b>국내</b>	<b>-14.2</b>	<b>-34.7</b>	<b>-9.3</b>	<b>-4.0</b>	<b>1.2</b>	<b>48.8</b>	<b>18.0</b>	<b>21.3</b>	<b>-15.6</b>	<b>20.3</b>	<b>10.0</b>
면세	-11.7	-40.8	2.0	8.8	22.5	101.2	26.7	18.1	-9.9	34.8	15.0
비면세	-17.5	-26.5	-27.9	-24.5	-30.2	-8.4	-2.2	28.6	-23.9	-5.1	-2.6
<b>해외</b>	<b>11.7</b>	<b>22.5</b>	<b>16.0</b>	<b>2.8</b>	<b>22.0</b>	<b>23.5</b>	<b>12.4</b>	<b>16.5</b>	<b>11.7</b>	<b>18.3</b>	<b>13.6</b>
중국	-6.3	18.4	21.7	41.1	47.7	40.4	17.3	20.6	20.8	29.2	17.6
미국 (뉴에이본)	-	-	136.2	-27.4	7.0	7.0	7.0	7.0	11.1	7.0	6.7
기타	1.7	-3.4	9.0	-5.4	-5.2	5.2	8.0	10.0	0.0	4.9	8.0
<b>영업이익</b>	<b>3.6</b>	<b>0.6</b>	<b>5.1</b>	<b>6.3</b>	<b>11.1</b>	<b>18.2</b>	<b>10.3</b>	<b>17.8</b>	<b>3.8</b>	<b>14.0</b>	<b>10.7</b>
<b>영업이익률</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
화장품	-9.9	-21.3	-6.8	5.3	14.6	39.3	17.3	19.0	-8.4	21.8	12.8
생활용품	50.4	124.5	47.1	11.3	1.7	-26.2	-6.0	11.0	62.9	-8.9	6.5
음료	45.1	30.4	15.2	17.4	6.8	2.8	5.8	7.4	26.6	5.2	4.6
<b>순이익</b>	<b>3.2</b>	<b>-4.0</b>	<b>6.5</b>	<b>5.1</b>	<b>10.6</b>	<b>21.3</b>	<b>11.4</b>	<b>27.0</b>	<b>2.5</b>	<b>16.4</b>	<b>12.0</b>

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

## LG 생활건강 (051900)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>7,685.4</b>	<b>7,844.5</b>	<b>8,825.7</b>	<b>9,569.0</b>	<b>10,208.4</b>
매출액증가율 (%)	13.9	2.1	12.5	8.4	6.7
매출원가	2,917.3	2,962.9	3,267.1	3,520.9	3,756.1
매출총이익	4,768.2	4,881.6	5,558.5	6,048.1	6,452.4
판매관리비	3,591.8	3,660.7	4,166.2	4,506.5	4,790.2
<b>영업이익</b>	<b>1,176.4</b>	<b>1,220.9</b>	<b>1,392.3</b>	<b>1,541.6</b>	<b>1,662.2</b>
영업이익률	15.3	15.6	15.8	16.1	16.3
금융손익	-0.7	-6.2	-6.6	-7.0	-7.5
증속/관계기업손익	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0
기타영업외손익	-90.6	-100.6	-92.0	-84.8	-81.8
세전계속사업이익	1,092.1	1,121.1	1,300.8	1,456.8	1,580.1
법인세비용	303.9	308.0	357.3	400.2	434.0
<b>당기순이익</b>	<b>788.2</b>	<b>813.1</b>	<b>943.5</b>	<b>1,056.7</b>	<b>1,146.0</b>
지배주주지분 순이익	778.1	797.6	928.3	1,039.6	1,127.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,139.6</b>	<b>1,004.8</b>	<b>934.2</b>	<b>1,202.5</b>	<b>1,387.8</b>
당기순이익(손실)	788.2	813.1	943.5	1,056.7	1,146.0
유형자산상각비	223.9	233.9	235.1	239.7	241.3
무형자산상각비	27.1	28.3	18.9	16.5	17.7
운전자본의 증감	15.7	-97.8	-296.0	-110.4	-17.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-461.4</b>	<b>-745.9</b>	<b>-457.1</b>	<b>-389.8</b>	<b>-260.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-326.1	-505.7	-343.8	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	5.4	3.3	-5.3	-5.4	-5.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-429.4</b>	<b>-465.7</b>	<b>-374.6</b>	<b>-270.0</b>	<b>-264.7</b>
차입금의 증감	216.3	-235.3	-168.3	-56.0	-25.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.5	-213.0	112.0	542.7	862.5
기초현금	396.6	647.1	434.1	546.2	1,088.8
기말현금	647.1	434.1	546.2	1,088.8	1,951.4

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>2,163.1</b>	<b>1,982.8</b>	<b>2,317.0</b>	<b>3,074.2</b>	<b>4,079.2</b>
현금및현금성자산	647.1	434.1	546.2	1,088.8	1,951.4
매출채권	611.0	585.6	650.0	715.0	766.3
재고자산	746.3	809.0	946.5	1,079.0	1,156.4
<b>비유동자산</b>	<b>4,330.6</b>	<b>4,818.7</b>	<b>5,011.4</b>	<b>5,137.6</b>	<b>5,133.9</b>
유형자산	2,036.0	2,329.8	2,448.6	2,459.0	2,467.7
무형자산	1,787.3	2,063.4	2,146.4	2,256.9	2,239.3
투자자산	64.3	68.1	76.1	81.5	86.7
<b>자산총계</b>	<b>6,493.7</b>	<b>6,801.4</b>	<b>7,328.4</b>	<b>8,211.8</b>	<b>9,213.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,771.2</b>	<b>1,479.7</b>	<b>1,455.9</b>	<b>1,501.9</b>	<b>1,573.9</b>
매입채무	290.7	251.2	261.2	274.3	294.0
단기차입금	287.6	186.4	146.4	118.4	93.4
유동성장기부채	103.6	3.6	32.7	32.7	32.7
<b>비유동부채</b>	<b>485.4</b>	<b>472.5</b>	<b>439.2</b>	<b>433.9</b>	<b>456.9</b>
사채	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.6	22.8	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>2,256.6</b>	<b>1,952.2</b>	<b>1,895.1</b>	<b>1,935.9</b>	<b>2,030.8</b>
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-96.6	-124.1	-114.7	-114.7	-114.7
이익잉여금	4,174.9	4,805.4	5,364.6	6,190.2	7,078.1
비지배주주지분	90.4	93.2	108.6	125.7	144.2
<b>자본총계</b>	<b>4,237.1</b>	<b>4,849.2</b>	<b>5,433.3</b>	<b>6,276.0</b>	<b>7,182.4</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	492,081	502,267	565,089	612,681	653,625
EPS(지배주주)	48,337	49,587	57,714	64,637	70,104
CFPS	92,206	92,155	100,749	109,401	116,878
EBITDAPS	91,395	94,959	105,413	115,109	123,010
BPS	234,042	268,428	300,526	347,124	397,236
DPS	11,000	11,000	12,764	14,295	15,504
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	26.1	32.7	30.5	27.3	25.1
PCR	13.7	17.6	17.5	16.1	15.1
PSR	2.6	3.2	3.1	2.9	2.7
PBR	5.4	6.0	5.9	5.1	4.4
EBITDA	1,427.4	1,483.1	1,646.4	1,797.8	1,921.2
EV/EBITDA	15.0	18.1	17.6	15.8	14.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	20.3	17.9	18.4	18.1	17.1
EBITDA 이익률	18.6	18.9	18.7	18.8	18.8
부채비율	53.3	40.3	34.9	30.8	28.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	84.8	97.6	124.5	198.6	257.0
매출채권회전율(X)	13.2	13.1	14.3	14.0	13.8
재고자산회전율(X)	11.3	10.1	10.1	9.4	9.1

Industry Brief  
2021. 7. 9

# 아모레퍼시픽 090430

## 시장 성장 회회

### 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 1조 1,844 억원(+12%), 영업이익 1,011 억원(+187%; OPM 8.5%)
- ✓ 국내: 면세(+52% vs. 시장 +64%) 시장 회회 & 비면세(-18%) 부진 지속
- ✓ 중국: 설화수(+35%) 호조 + 이니(-15%) 부진 = 매출 +8%(vs. 시장 +18%)
- ✓ 단기간 내 실적 추가 상향 요인 부재 → 주가 소강 국면, 조정 시 매수 추천

### Buy

적정주가 (12개월)	330,000 원
현재주가 (7.8)	247,500 원
상승여력	33.3%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	144,685억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.84%
외국인비중	33.75%
52주 최고/최저가	297,000원/157,000원
평균거래대금	589.8억원

주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 4 인	49.29
국민연금공단	7.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.0	21.6	52.8
상대주가	-10.1	17.9	1.4

### 주가그래프



### 2Q21E 낮아진 눈높이

아모레퍼시픽은 2021년 2분기 매출액 1조 1,844 억원(+12.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,011 억원(+187.0%; OPM 8.5%), 순이익 683 억원(+519.8%)을 기록할 전망이다. 주력 채널향 판매 성과가 시장 성장을 밀들 것으로 본다.

**[국내]** 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 6,590 억원(+24.0%), 674 억원(+49.2%)을 추정한다. 기저 효과에 따른 면세(+51.9%) 고성장이 기대되나, 시장 성장(+63.9% 추정)에는 못 미치겠다. 방판(-14.3%)/백화점(-11.9%)/전문점(-23.9%) 등 비면세(합산 -18.0%) 부진은 여전할 것으로 본다.

**[중국]** 매출액 2,977 억원(+7.6%), 영업이익 303 억원(+10,867.8%)을 예상한다. 성장 전환은 기대되나, 시장 상회는 어렵겠다(아모레 +7.6% vs. 시장 +18.0%). '설화수'(+35.0%; 비중 30%) 선전에도 불구하고, '이니스프리'(-15.0%; 비중 26%) 부진이 발목이다. 원브랜드 특성상 오프라인 객수가 주효하다. 시장 성장률 축소에(중국 화장품 소매판매: 1Q21 +45.4% → 2Q21E +18.0%) 매장 철수(-50 개점 QoQ)가 동반되고 있어, 영업 환경이 녹록하지 못하다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 330,000원(하향)

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 적정주가는 330,000 원으로 -3% 하향한다(EPS 변동률: 2021E +0.4%, 2022E -5.9%). 2021E 실적 개선 기대감은 상당 반영되었다(YTD +20.2%). 2H21E 중국 역기저 부담을 감안할 시, 단기간 내 실적 상향 조정 또한 쉽지 않다. 델타 변이 확산으로 국제 운항 재개 시점 또한 지연될 개연성이 크다. 주가가 소강 상태에 들 것으로 판단, 조정 시 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,580.1	427.8	238.8	3,904	-33.9	65,050	51.2	3.1	13.5	5.4	33.1
2020	4,432.2	143.0	35.1	456	-93.7	64,736	452.1	3.2	20.1	0.8	27.7
2021E	4,959.1	480.2	344.1	5,604	2,374.9	68,233	44.2	3.6	15.3	7.5	25.6
2022E	5,436.8	567.6	424.7	6,914	23.3	72,841	35.8	3.4	15.2	8.7	23.7
2023E	5,832.5	627.2	469.9	7,649	10.6	77,744	32.4	3.2	14.3	9.0	23.2

표1 아모레퍼시픽 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,184.4	1,055.7	12.2	1,252.8	-5.5	1,211.0	-2.2
영업이익	1,01.1	35.2	187.0	176.2	-42.6	116.1	-12.9
순이익	68.3	11.0	519.8	135.2	-49.5	73.8	-7.5
영업이익률(%)	8.5	3.3	155.8	14.1	-39.3	9.6	-1.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표2 아모레퍼시픽 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	4,959.1	5,436.8	4,968.7	5,533.5	-0.2	-1.7	5,098.1	5,782.0
영업이익	480.2	567.6	478.7	602.9	0.3	-5.9	525.8	657.5
순이익	344.1	424.7	342.9	451.3	0.4	-5.9	385.5	481.9

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표3 아모레퍼시픽 적정주가 산출

(십억원, 배)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	515	34.9	17,955	글로벌 Peer의 10% 할인 적용
지분가치 (B)			1,086	
순현금			597	2020년 말 장부가 기준
투자부동산			489	2020년 말 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			19,042	
주식 수 (D, 천주)			57,949	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	329,590		330,000	반올림
현재주가 (원)			247,500	
상승여력 (%)			33.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
아모레퍼시픽	14,469	4,959	5,437	480	568	344	425	44.2	35.8	3.6	3.4	7.5	8.7	15.3	15.2
LG생활건강	27,535	8,826	9,569	1,392	1,542	928	1,040	30.5	27.3	5.9	5.1	18.4	18.1	17.6	15.8
신세계인터내셔날	1,428	1,427	1,523	86	118	89	113	16.1	12.6	2.0	1.7	13.1	14.8	11.7	9.4
클리오	432	236	271	15	22	15	22	28.5	19.5	2.6	2.3	9.4	12.5	15.5	12.5
L'Oreal	288,711	44,570	47,519	8,754	9,502	6,802	7,382	42.2	39.0	6.6	6.2	15.9	16.6	24.6	23.3
Estee Lauder	129,949	20,616	22,630	3,997	4,547	2,970	3,387	44.3	38.7	18.4	16.7	48.4	56.9	27.0	23.9
Kao	33,391	11,387	12,232	941	1,384	607	878	55.9	38.0	6.1	5.5	12.1	16.4	21.0	16.8
Shiseido	33,256	15,201	15,678	2,041	2,193	1,451	1,566	22.6	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.7	11.1
상하이자화	7,164	1,639	1,841	167	220	139	184	53.8	39.5	5.4	4.9	10.5	12.4	36.6	28.4
평균(국내사 제외)								43.8	35.2	7.9	7.3	20.3	23.4	24.2	20.7

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,130.9</b>	<b>1,055.7</b>	<b>1,088.6</b>	<b>1,156.9</b>	<b>1,252.8</b>	<b>1,184.4</b>	<b>1,213.0</b>	<b>1,308.9</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,959.1</b>	<b>5,436.8</b>
국내	<b>760.8</b>	<b>656.7</b>	<b>672.7</b>	<b>616.3</b>	<b>813.5</b>	<b>765.6</b>	<b>773.0</b>	<b>729.3</b>	<b>2,706.5</b>	<b>3,081.4</b>	<b>3,392.4</b>
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	659.0	633.4	633.2	2,210.3	2,605.4	2,902.2
생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	133.7	106.6	139.6	96.0	496.1	476.0	490.2
해외	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>447.4</b>	<b>426.5</b>	<b>447.8</b>	<b>588.2</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,909.8</b>	<b>2,079.6</b>
중국	240.4	276.6	268.8	392.1	324.7	297.7	286.1	424.6	1,178.0	1,333.1	1,448.6
기타 아시아	105.2	111.9	125.4	129.2	95.6	108.5	129.2	135.7	471.7	469.0	507.5
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	3.6	5.5	6.3	19.0	21.0	22.9
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	16.7	27.0	21.6	76.7	86.6	100.6
<b>영업이익</b>	<b>60.9</b>	<b>35.2</b>	<b>56.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>176.2</b>	<b>101.1</b>	<b>117.0</b>	<b>85.9</b>	<b>143.0</b>	<b>480.2</b>	<b>567.6</b>
영업이익률	5.4	3.3	5.1	-0.8	14.1	8.5	9.6	6.6	3.2	9.7	10.4
국내	<b>86.6</b>	<b>50.6</b>	<b>36.0</b>	<b>-56.0</b>	<b>125.3</b>	<b>68.8</b>	<b>85.0</b>	<b>21.5</b>	<b>117.2</b>	<b>300.5</b>	<b>331.2</b>
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	67.4	73.7	40.9	112.6	298.3	325.7
생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	1.4	11.3	-19.4	4.6	2.2	5.5
해외	<b>-32.4</b>	<b>-24.4</b>	<b>19.7</b>	<b>51.6</b>	<b>52.3</b>	<b>38.7</b>	<b>38.4</b>	<b>58.8</b>	<b>14.5</b>	<b>188.2</b>	<b>215.4</b>
중국	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	30.3	28.6	47.9	39.8	150.7	170.0
기타 아시아	-11.7	-16.5	2.3	5.2	6.6	7.0	6.7	8.0	-20.8	28.3	33.9
유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.3	0.2	0.4	0.6	-1.7	1.5	1.7
북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.5	1.2	2.7	2.4	-2.8	7.7	9.8
<b>순이익</b>	<b>71.7</b>	<b>11.0</b>	<b>9.6</b>	<b>-57.2</b>	<b>135.2</b>	<b>68.3</b>	<b>79.2</b>	<b>61.4</b>	<b>35.1</b>	<b>344.1</b>	<b>424.7</b>
순이익률	6.3	1.0	0.9	-4.9	10.8	5.8	6.5	4.7	0.8	6.9	7.8
(% YoY)											
<b>매출액</b>	<b>-22.1</b>	<b>-24.2</b>	<b>-22.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>10.8</b>	<b>12.2</b>	<b>11.4</b>	<b>13.1</b>	<b>-20.6</b>	<b>11.9</b>	<b>9.6</b>
국내	-19.1	-26.4	-27.7	-18.4	6.9	16.6	14.9	18.3	-23.1	13.9	10.1
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	24.0	18.5	20.4	-26.3	17.9	11.4
생활용품	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	-5.9	-14.9	1.0	6.2	-4.7	-4.1	3.0
해외	<b>-28.3</b>	<b>-20.8</b>	<b>-13.0</b>	<b>-2.7</b>	<b>19.7</b>	<b>5.2</b>	<b>5.8</b>	<b>8.4</b>	<b>-16.0</b>	<b>9.4</b>	<b>8.9</b>
중국	-33.3	-12.4	-10.6	6.6	35.1	7.6	6.4	8.3	-12.4	13.2	8.7
기타 아시아	-23.4	-34.1	-17.1	-19.4	-9.1	-3.0	3.0	5.0	-23.7	-0.6	8.2
유럽	-8.4	-37.2	-14.6	4.5	4.3	18.4	9.6	13.7	-13.1	10.7	8.9
북미	26.4	-36.2	-16.3	-35.1	-7.1	20.2	12.8	35.7	-17.5	12.9	16.2
<b>영업이익</b>	<b>-67.3</b>	<b>-59.9</b>	<b>-47.9</b>	적전	<b>189.2</b>	<b>187.0</b>	<b>108.8</b>	흑전	<b>-66.6</b>	<b>235.8</b>	<b>18.2</b>
영업이익률	-7.5	-3.0	-2.5	-4.2	8.7	5.2	4.5	7.4	-4.4	6.5	0.8
국내	<b>-33.1</b>	<b>-31.3</b>	<b>-56.5</b>	적전	<b>44.7</b>	<b>36.0</b>	<b>136.0</b>	흑전	<b>-63.3</b>	<b>156.4</b>	<b>10.2</b>
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	60.8	49.2	188.9	흑전	-64.4	165.0	9.2
생활용품	19.8	흑전	16.7	-68.9	-37.3	-74.1	7.6	23.9	38.1	-52.4	149.9
해외	적전	적전	<b>-43.5</b>	<b>1,512.5</b>	흑전	흑전	<b>95.4</b>	<b>14.0</b>	<b>-86.1</b>	<b>1,202.5</b>	<b>14.5</b>
중국	적전	-98.9	-61.6	396.6	-342.3	10,867.8	112.6	8.3	-66.5	278.5	12.8
기타 아시아	적전	-1,480.8	흑전	흑전	-156.5	흑전	195.4	54.6	-1,950.6	흑전	19.8
유럽	72.2	48.7	흑전	흑전	흑전	흑전	10.4	13.4	81.0	흑전	16.3
북미	66.0	-1,272.3	181.3	흑전	흑전	흑전	-25.1	39.5	59.1	흑전	26.7
<b>순이익</b>	<b>-42.0</b>	<b>-81.9</b>	<b>-90.7</b>	<b>-15.8</b>	<b>88.6</b>	<b>519.8</b>	<b>723.6</b>	흑전	<b>-85.3</b>	<b>879.6</b>	<b>23.4</b>

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표6 아모레퍼시픽 주요 채널 실적 기여도

(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
국내 (화장품)	매출액	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	659.0	633.4	633.2	2,210.3	2,605.4	2,902.2
	영업이익	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	67.4	73.7	40.9	112.6	298.3	325.7
	영업이익률	11.7	8.5	4.8	-5.8	17.1	10.2	11.6	6.5	5.1	11.5	11.2
면세	매출액	258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	299.3	296.1	345.5	948.8	1,244.8	1,431.5
	영업이익	46.6	31.5	24.4	29.8	54.7	43.4	47.4	38.0	132.3	183.5	211.0
	영업이익률	18.0	16.0	11.0	11.0	18.0	14.5	16.0	11.0	13.9	14.7	14.7
매출 비중	연결 실적 대비	22.9	18.7	20.4	23.4	24.3	25.3	24.4	26.4	21.4	25.1	26.3
	국내 실적 대비	41.8	37.1	41.5	51.6	44.7	45.4	46.8	54.6	42.9	47.8	49.3
영업이익 비중	연결 실적 대비	76.4	89.5	43.6	-323.9	31.0	42.9	40.5	44.3	92.5	38.2	37.2
	국내 실적 대비	64.3	69.7	95.8	-97.8	47.0	64.4	64.3	93.0	117.5	61.5	64.8
해외	매출액	373.9	405.4	423.2	542.8	447.4	426.5	447.8	588.2	1,745.3	1,909.8	2,079.6
	영업이익	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	38.7	38.4	58.8	14.5	188.2	215.4
	영업이익률	-8.7	-6.0	4.6	9.5	11.7	9.1	8.6	10.0	0.8	9.9	10.4
중국	매출액	240.4	276.6	268.8	392.1	324.7	297.7	286.1	424.6	1,178.0	1,333.1	1,448.6
	영업이익	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	30.3	28.6	47.9	39.8	150.7	170.0
	영업이익률	-7.5	0.1	5.0	11.3	13.5	10.2	10.0	11.3	3.4	11.3	11.7
매출 비중	연결 실적 대비	21.3	26.2	24.7	33.9	25.9	25.1	23.6	32.4	26.6	26.9	26.6
	해외 실적 대비	64.3	68.2	63.5	72.2	72.6	69.8	63.9	72.2	67.5	69.8	69.7
영업이익 비중	연결 실적 대비	-29.7	0.8	24.0	-480.2	24.9	30.0	24.4	55.8	27.8	31.4	30.0
	해외 실적 대비	55.9	-1.1	68.4	85.7	83.9	78.4	74.4	81.4	275.5	80.1	78.9

주: 면세 및 중국 영업이익은 당사 추정치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표7 아모레퍼시픽 국내 채널별 매출액 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
국내 (화장품)		618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	659.0	633.4	633.2	2,210.3	2,605.4	2,902.2
온라인		182.9	178.3	157.0	156.5	237.7	231.8	204.1	203.5	674.7	877.2	1,052.6
오프라인 - 면세		258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	299.3	296.1	345.5	948.8	1,244.8	1,431.5
오프라인 - 비면세		177.1	156.1	155.3	98.3	138.1	127.9	133.1	84.3	586.7	483.5	418.1
방판		115.8	89.1	80.9	60.2	96.5	76.4	70.6	53.1	346.0	296.6	269.7
백화점		56.1	55.8	44.0	36.7	50.6	49.1	39.3	34.7	192.5	173.8	165.7
전문점		42.3	34.2	28.1	20.9	32.4	26.0	21.5	16.3	125.6	96.2	81.2
할인점		11.2	10.2	9.8	7.0	10.5	9.6	9.3	6.6	38.1	36.0	33.1
(% YoY)												
국내 (화장품)		-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	24.0	18.5	20.4	-26.3	17.9	11.4
온라인		80.0	60.0	40.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	51.4	30.0	20.0
오프라인 - 면세		-29.5	-44.8	-49.2	-30.9	17.5	51.9	33.4	27.4	-38.9	31.2	15.0
오프라인 - 비면세		-44.8	-48.6	-32.6	-31.4	-22.0	-18.0	-14.3	-14.3	-41.2	-17.6	-13.5
방판		-25.4	-34.2	-32.6	-15.0	-16.7	-14.3	-12.7	-11.7	-29.7	-14.3	-9.1
백화점		-23.1	-22.5	-26.9	-27.8	-9.7	-11.9	-10.6	-5.5	-24.7	-9.7	-4.7
전문점		-56.1	-56.5	-56.7	-51.8	-23.4	-23.9	-23.7	-22.1	-55.7	-23.4	-15.6
할인점		-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-5.9	-5.7	-5.4	-5.1	-30.8	-5.6	-8.1

주: 오프라인 비면세 채널별 매출액은 당사 추정치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,580.1</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,959.1</b>	<b>5,436.8</b>	<b>5,832.5</b>
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	11.9	9.6	7.3
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,327.1	1,453.5	1,559.2
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,632.0	3,983.3	4,273.3
판매관리비	3,651.8	3,023.8	3,151.8	3,415.7	3,646.1
<b>영업이익</b>	<b>427.8</b>	<b>143.0</b>	<b>480.2</b>	<b>567.6</b>	<b>627.2</b>
영업이익률	7.7	3.2	9.7	10.4	10.8
금융손익	-5.2	-5.2	-5.5	-5.8	-6.2
증속/관계기업손익	-0.3	0.7	0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.7	-113.2	-17.7	2.3	3.1
세전계속사업이익	370.6	25.3	457.3	564.1	624.1
법인세비용	146.8	3.4	109.7	135.4	149.8
<b>당기순이익</b>	<b>223.8</b>	<b>21.9</b>	<b>347.6</b>	<b>428.7</b>	<b>474.3</b>
지배주주지분 순이익	238.8	35.1	344.1	424.7	469.9

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>718.3</b>	<b>554.4</b>	<b>759.9</b>	<b>720.1</b>	<b>862.7</b>
당기순이익(손실)	223.8	21.9	347.6	428.7	474.3
유형자산상각비	485.5	458.5	454.8	348.9	311.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-161.4	39.8	3.2	-73.2	15.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-403.2</b>	<b>-206.4</b>	<b>-400.3</b>	<b>-207.2</b>	<b>-189.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-246.6	-183.0	-206.1	-180.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-44.5	-10.2	-7.3	-8.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-387.4</b>	<b>-216.0</b>	<b>-98.5</b>	<b>-127.8</b>	<b>-199.7</b>
차입금의 증감	448.7	-144.1	-20.9	-5.7	-6.4
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	120.2	265.7	385.1	473.9
기초현금	735.5	673.6	793.7	1,059.4	1,444.5
기말현금	673.6	793.7	1,059.4	1,444.5	1,918.4

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,803.1</b>	<b>1,825.7</b>	<b>2,375.8</b>	<b>2,829.8</b>	<b>3,352.1</b>
현금및현금성자산	673.6	793.7	1,059.4	1,444.5	1,918.4
매출채권	365.9	283.8	317.8	343.3	353.6
재고자산	452.6	414.5	480.8	514.5	540.2
<b>비유동자산</b>	<b>4,185.9</b>	<b>3,876.2</b>	<b>3,541.0</b>	<b>3,397.3</b>	<b>3,272.5</b>
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,257.8	2,088.8	1,955.4
무형자산	226.5	208.8	212.1	230.1	230.1
투자자산	48.4	92.9	103.1	110.4	118.9
<b>자산총계</b>	<b>5,989.0</b>	<b>5,701.9</b>	<b>5,916.8</b>	<b>6,227.1</b>	<b>6,624.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,066.6</b>	<b>966.0</b>	<b>938.0</b>	<b>909.2</b>	<b>949.5</b>
매입채무	172.5	117.6	127.0	134.7	141.4
단기차입금	52.8	154.2	138.1	116.1	96.1
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>423.6</b>	<b>271.6</b>	<b>267.5</b>	<b>284.4</b>	<b>298.5</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,490.2</b>	<b>1,237.5</b>	<b>1,205.5</b>	<b>1,193.6</b>	<b>1,248.0</b>
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	723.5	723.5	723.5	723.5
기타포괄이익누계액	-24.7	-20.3	-10.4	-10.4	-10.4
이익잉여금	3,873.8	3,847.8	4,081.5	4,399.8	4,738.3
비지배주주지분	9.3	-3.5	-0.2	3.8	8.3
<b>자본총계</b>	<b>4,498.8</b>	<b>4,464.4</b>	<b>4,711.3</b>	<b>5,033.6</b>	<b>5,376.5</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	95,455	75,818	84,815	92,948	99,713
EPS(지배주주)	3,904	456	5,604	6,914	7,649
CFPS	17,430	10,789	13,943	15,878	17,051
EBITDAPS	15,624	10,290	15,991	15,669	16,046
BPS	65,050	64,736	68,233	72,841	77,744
DPS	1,000	800	1,552	1,915	2,118
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.8	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	51.2	452.1	44.2	35.8	32.4
PCR	11.5	19.1	17.8	15.6	14.5
PSR	2.1	2.7	2.9	2.7	2.5
PBR	3.1	3.2	3.6	3.4	3.2
EBITDA	913.3	601.5	935.0	916.5	938.6
EV/EBITDA	13.5	20.1	15.3	15.2	14.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.4	0.8	7.5	8.7	9.0
EBITDA 이익률	16.4	13.6	18.9	16.9	16.1
부채비율	33.1	27.7	25.6	23.7	23.2
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	1.1
이자보상배율(X)	21.4	8.4	30.2	36.2	10.1
매출채권회전율(X)	17.1	13.6	16.5	16.4	16.7
재고자산회전율(X)	13.0	10.2	11.1	10.9	11.1

Industry Brief  
2021. 7. 9

## ▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

## 아모레 G 002790

## 단기 주가 약세

- ✓ 2Q21E 매출 1조 3,050 억원(+11%), 영업이익 1,111 억원(+207%, OPM 6.8%)
- ✓ 아모레퍼시픽 회복 → 그룹 전체 실적 개선(영업이익: AP +187%, AG +207%)
- ✓ 국내 매장 효율화 및 온라인 강화 → 수익성 향상(영업이익 +594%)
- ✓ 아모레 P 모멘텀 약화 및 국내 사업 특수 부재 → 아모레 G 주가 약세 전망

## Buy

적정주가 (12개월)	80,000 원
현재주가 (7.8)	62,000 원
상승여력	29.0%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	51,124억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.52%
외국인비중	17.78%
52주 최고/최저가	79,600원/43,550원
평균거래대금	171.5억원

주요주주(%)	
서경배 외 8 인	61.95
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.4	8.0	18.1
상대주가	-20.5	4.7	-21.6

## 주가그래프



## 2Q21E 효율화 효과

아모레 G는 2021년 2분기 매출액 1조 3,050 억원(+10.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,111 억원(+206.7%), 순이익 401 억원(+1,390.6%)을 기록할 전망이다. 국내 브랜드 사업의 수익성 개선 기조가 이어지겠다.

아모레퍼시픽 회복이 그룹 전체 실적을 견인한다(2Q21E 영업이익 YoY: AP +187.0%, AG +206.7%; AG 연결에 AP 비중 91%). 자체 전개하는 국내 브랜드 또한 나아지고 있다. 매장 효율화 및 온라인 강화로 손익 구조가 개선됨을 말한다. 2Q21E 국내 영업이익은 125 억원으로, 전년동기 18 억원 대비 크게 늘겠다. 관광 상권 침체와 매장 폐점이 계속되고 있어, 판매 성과는 미진할 것으로 본다(브랜드별 매출: 이니스프리 -15%, 에뛰드 -16%, 에스쁘아 -5%).

## 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 80,000원(하향)

아모레 G에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 80,000 원으로 -11% 하향한다. 실적 추정치(EPS 변동률: 2021E -0.3%, 2022E -3.0%) 및 아모레퍼시픽 적정주가 변동(-3%)에 따른 지분가치 감소를 반영했다.

아모레 G는 아모레 P의 대체재로 활용된다. 'P' 대비 'G'의 Valuation 부담이 상대적으로 낮기 때문이다. P의 주가가 소강 상태에 접어든 이상, G의 주가가 탄력을 받기는 쉽지 않다. 화장품 약세장에서 저베타 종목이 선호되는 지금은 더욱이 그렇다. 국내 사업의 개별 이슈나 모멘텀 강화 요인 또한 부재하다. 단기간 내 주가 상승을 도모하기 어렵다는 판단, 보수적인 접근을 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,284.3	498.3	133.7	1,527	-26.6	35,078	54.2	2.4	8.8	4.1	27.8
2020	4,930.1	150.7	10.4	43	-94.5	33,852	1,273.8	1.6	9.8	0.3	24.2
2021E	5,434.5	532.8	188.5	2,152	2,442.5	35,339	28.8	1.8	6.3	5.7	21.7
2022E	5,926.2	648.3	240.2	2,742	27.4	37,390	22.6	1.7	6.2	6.9	19.0
2023E	6,354.9	722.2	273.5	3,122	13.9	39,664	19.9	1.6	5.7	7.4	18.1

표1 아모레G 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,305.0	1,180.8	10.5	1,387.5	-5.9	1,348.4	-3.2
영업이익	111.1	36.2	206.7	197.7	-43.8	131.0	-15.2
순이익	40.1	2.7	1,390.6	84.6	-52.7	47.6	-15.9
영업이익률(%)	8.5	3.1	177.5	14.2	-40.2	9.7	-1.2

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표2 아모레G 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	5,434.5	5,926.2	5,443.4	6,016.7	-0.2	-1.5	5,549.2	6,179.2
영업이익	532.8	648.3	535.0	669.7	-0.4	-3.2	571.7	739.3
순이익	188.5	240.2	189.1	247.5	-0.3	-3.0	192.8	246.2

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표3 아모레G 적정주가 산정

(십억원, %, 배)	시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치	비고
<b>지분가치 - 상장사 (A)</b>						
아모레퍼시픽 보통주	19,703	37.46	7,381	25.0	5,535	당사 목표주가 기준 시총에 양도소득세율 할인
아모레퍼시픽 우선주	976	14.32	140	25.0	105	3개월 평균 시가총액에 주식 양도소득세율 할인 적용
순이익	Target PER	적정가치	지분율	지분가치	비고	
<b>지분가치 - 비상장사 (B)</b>						
이니스프리	23	15.5	363	81.8	297	국내 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
아모스프로페셔널	12	15.5	187	100.0	187	국내 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
에스트라	10	15.5	162	100.0	162	국내 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
순자산	Target PBR	적정가치	지분율	지분가치	비고	
<b>지분가치 - 비상장사 (C)</b>						
오설록	133	1.0	133	100.0	133	오설록 및 오설록농장 합산 기준
코스비전	34	1.0	34	100.0	34	
퍼시픽글라스	48	1.0	48	100.0	48	
퍼시픽패키지	48	1.0	48	100.0	48	
에뛰드	-7	1.0	-7	80.5	-5	
에스쁘아	8	1.0	8	80.5	7	
(1) 지분가치 합산				6,550	(A) + (B) + (C)	
유형자산 (D)				14	2020년 말 개별 기준	
순현금 (E)				365	2020년 말 개별 기준	
(2) 자산가치 합산				379	(D) + (E)	
우선주 - 아모레G우 (F)				160	3개월 평균 시가총액 기준	
우선주 - 아모레G3우 (G)				325	3개월 평균 시가총액 기준	
(3) 우선주 가치 합산				485	(F) + (G)	
NAV				6,445	(1) + (2) - (3)	
주식 수 (천주)				76,249	유통주식수 기준 (발행주식수 - 자기주식수)	
적정주가 (원)				80,000		
현재주가 (원)				62,000		
상승여력				29.0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레G 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	1,305.0	1,328.1	1,413.9	4,930.1	5,434.5	5,926.2
화장품	1,329.4	1,229.1	1,244.5	1,298.3	1,429.1	1,346.7	1,362.5	1,442.3	5,101.4	5,580.6	6,051.0
아모레퍼시픽	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,184.4	1,213.0	1,308.9	4,432.2	4,959.1	5,436.8
이니스프리	107.4	88.4	80.3	72.4	89.0	75.1	72.3	65.2	348.5	301.6	286.5
에뛰드	34.6	29.6	26.6	20.5	28.1	24.9	23.4	18.0	111.3	94.4	88.7
에스쁘아	13.8	10.9	10.2	7.6	12.5	10.4	10.2	7.8	42.5	40.9	42.9
에스트라	24.0	27.4	21.6	26.0	29.7	35.6	25.9	27.0	99.0	118.3	127.7
아모스프로페셔널	18.7	17.1	17.2	14.9	17.0	16.2	17.7	15.3	67.9	66.3	68.3
비화장품	47.2	43.0	49.5	57.7	90.1	47.3	52.0	63.5	232.3	252.8	265.5
<b>영업이익</b>	<b>67.9</b>	<b>36.2</b>	<b>61.0</b>	<b>-14.5</b>	<b>197.7</b>	<b>111.1</b>	<b>128.1</b>	<b>95.8</b>	<b>150.7</b>	<b>532.8</b>	<b>648.3</b>
영업이익률	5.3	3.1	5.0	-1.1	14.2	8.5	9.6	6.8	3.1	9.8	10.9
<b>화장품</b>	<b>71.1</b>	<b>37.0</b>	<b>53.7</b>	<b>-17.4</b>	<b>194.3</b>	<b>113.6</b>	<b>126.5</b>	<b>94.6</b>	<b>144.5</b>	<b>529.0</b>	<b>626.5</b>
아모레퍼시픽	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	101.1	117.0	85.9	143.0	480.2	567.6
이니스프리	5.1	-1.0	-0.2	3.1	9.5	4.5	3.5	5.3	7.0	22.9	26.0
에뛰드	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-18.1	-1.7	0.2
에스쁘아	1.8	-0.5	-1.6	-2.0	-0.3	-0.2	0.0	0.2	-2.3	-0.3	1.5
에스트라	1.6	2.3	0.7	-4.1	5.0	4.8	2.1	1.4	0.5	13.4	15.9
아모스프로페셔널	4.4	3.9	3.9	2.0	4.2	3.9	4.2	2.2	14.2	14.5	15.3
비화장품	-3.0	-2.1	0.2	3.5	0.9	1.9	1.6	3.5	-2.1	7.9	12.8
<b>순이익</b>	<b>46.0</b>	<b>2.7</b>	<b>1.5</b>	<b>-39.8</b>	<b>84.6</b>	<b>40.1</b>	<b>39.8</b>	<b>24.1</b>	<b>10.4</b>	<b>188.5</b>	<b>240.2</b>
순이익률	3.6	0.2	0.1	-3.2	6.1	3.1	3.0	1.7	0.2	3.5	4.1
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-22.1</b>	<b>-24.7</b>	<b>-23.0</b>	<b>-16.0</b>	<b>8.5</b>	<b>10.5</b>	<b>9.9</b>	<b>12.1</b>	<b>-21.5</b>	<b>10.2</b>	<b>9.0</b>
<b>화장품</b>	<b>-22.7</b>	<b>-25.8</b>	<b>-23.6</b>	<b>-16.1</b>	<b>7.5</b>	<b>9.6</b>	<b>9.5</b>	<b>11.1</b>	<b>-22.2</b>	<b>9.4</b>	<b>8.4</b>
아모레퍼시픽	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	12.2	11.4	13.1	-20.6	11.9	9.6
이니스프리	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-17.1	-15.0	-10.0	-10.0	-36.8	-13.5	-5.0
에뛰드	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-18.8	-16.0	-12.0	-12.0	-38.1	-15.2	-6.0
에스쁘아	20.0	-11.4	-22.1	-23.2	-9.4	-5.0	0.0	3.0	-9.2	-3.8	5.0
에스트라	-12.7	-25.7	-11.8	17.1	23.8	30.0	20.0	4.0	-10.9	19.5	8.0
아모스프로페셔널	-23.4	-20.1	-13.1	-16.3	-9.1	-5.0	3.0	3.0	-18.6	-2.3	3.0
비화장품	18.0	-6.1	20.4	-4.0	9.7	10.0	5.0	10.0	24.2	8.8	5.0
<b>영업이익</b>	<b>-66.8</b>	<b>-67.2</b>	<b>-49.4</b>	적전	<b>191.1</b>	<b>206.7</b>	<b>110.0</b>	흑전	<b>-69.8</b>	<b>253.6</b>	<b>21.7</b>
영업이익률	-7.2	-4.0	-2.6	-5.3	8.9	5.4	4.6	7.9	-4.9	6.7	1.1
화장품	-66.2	-67.2	-52.2	적전	173.2	206.8	135.4	흑전	-70.8	266.2	18.4
비화장품	적전	적전	-86.7	483.3	흑전	흑전	686.6	0.3	적전	흑전	62.2
<b>순이익</b>	<b>-41.6</b>	<b>-92.5</b>	<b>-96.5</b>	<b>-70.3</b>	<b>84.0</b>	<b>1,390.6</b>	<b>2,556.3</b>	흑전	<b>-92.2</b>	<b>1,716.0</b>	<b>27.4</b>

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

## 아모레 G (002790)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>6,284.3</b>	<b>4,930.1</b>	<b>5,434.5</b>	<b>5,926.2</b>	<b>6,354.9</b>
매출액증가율 (%)	3.4	-21.5	10.2	9.0	7.2
매출원가	1,641.8	1,371.1	1,402.8	1,516.4	1,626.1
매출총이익	4,642.4	3,559.0	4,031.7	4,409.7	4,728.8
판매관리비	4,144.2	3,408.3	3,499.0	3,761.5	4,006.6
<b>영업이익</b>	<b>498.3</b>	<b>150.7</b>	<b>532.8</b>	<b>648.3</b>	<b>722.2</b>
영업이익률	7.9	3.1	9.8	10.9	11.4
금융손익	4.8	0.3	0.1	-0.1	-0.4
증속/관계기업손익	0.7	1.4	2.1	2.3	2.5
기타영업외손익	-72.3	-121.1	-4.1	25.9	45.9
세전계속사업이익	431.4	31.3	530.8	676.3	770.2
법인세비용	149.0	9.2	132.7	169.1	192.5
<b>당기순이익</b>	<b>282.4</b>	<b>22.1</b>	<b>398.1</b>	<b>507.2</b>	<b>577.6</b>
지배주주지분 순이익	133.7	10.4	188.5	240.2	273.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>830.3</b>	<b>666.0</b>	<b>796.3</b>	<b>830.2</b>	<b>923.7</b>
당기순이익(손실)	282.4	22.1	398.1	507.2	577.6
유형자산상각비	578.5	534.2	568.8	426.3	369.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-214.7	63.0	-70.7	-103.3	-23.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-433.3</b>	<b>-430.2</b>	<b>-283.3</b>	<b>-221.3</b>	<b>-199.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-274.2	-195.0	-207.6	-200.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	-17.5	-66.0	-16.9	-11.8	-10.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-287.4</b>	<b>-436.9</b>	<b>-89.8</b>	<b>-91.6</b>	<b>-88.7</b>
차입금의 증감	599.9	-219.8	-58.6	-48.3	-33.5
자본의 증가	190.0	-102.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.0	-226.5	428.8	517.3	635.3
기초현금	1,297.5	1,417.4	1,190.9	1,619.7	2,137.0
기말현금	1,417.4	1,190.9	1,619.7	2,137.0	2,772.3

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>2,905.9</b>	<b>2,853.1</b>	<b>3,561.4</b>	<b>4,146.0</b>	<b>4,878.4</b>
현금및현금성자산	1,417.4	1,190.9	1,619.7	2,137.0	2,772.3
매출채권	394.7	306.7	352.7	366.8	385.1
재고자산	524.5	478.5	559.8	593.4	641.4
<b>비유동자산</b>	<b>5,375.5</b>	<b>4,935.7</b>	<b>4,463.9</b>	<b>4,249.4</b>	<b>4,070.6</b>
유형자산	3,200.1	3,081.1	2,653.4	2,427.1	2,238.0
무형자산	739.4	719.6	714.4	714.4	714.4
투자자산	94.8	160.8	177.7	189.5	199.9
<b>자산총계</b>	<b>8,281.4</b>	<b>7,788.7</b>	<b>8,025.2</b>	<b>8,395.4</b>	<b>8,949.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,225.9</b>	<b>1,170.2</b>	<b>1,093.3</b>	<b>980.9</b>	<b>993.3</b>
매입채무	104.8	74.3	78.8	81.1	83.6
단기차입금	157.6	257.5	243.4	220.4	198.4
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>575.4</b>	<b>346.5</b>	<b>338.2</b>	<b>356.7</b>	<b>375.6</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,801.3</b>	<b>1,516.7</b>	<b>1,431.4</b>	<b>1,337.7</b>	<b>1,368.9</b>
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	882.1	779.3	779.3	779.3	779.3
기타포괄이익누계액	-15.0	-13.7	-10.0	-10.0	-10.0
이익잉여금	2,648.3	2,631.9	2,771.1	2,967.9	3,186.2
비지배주주지분	3,112.8	3,022.5	3,201.5	3,468.5	3,772.6
<b>자본총계</b>	<b>6,480.2</b>	<b>6,272.0</b>	<b>6,593.8</b>	<b>7,057.7</b>	<b>7,580.1</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	76,211	59,789	65,906	71,869	77,068
EPS(지배주주)	1,527	43	2,152	2,742	3,122
CFPS	14,603	8,962	11,341	13,371	13,816
EBITDAPS	13,058	8,305	13,359	13,031	13,234
BPS	35,078	33,852	35,339	37,390	39,664
DPS	300	230	423	539	614
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.7	0.9	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	54.2	1,273.8	28.8	22.6	19.9
PCR	5.7	6.1	5.5	4.6	4.5
PSR	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
PBR	2.4	1.6	1.8	1.7	1.6
EBITDA	1,076.8	684.8	1,101.6	1,074.6	1,091.3
EV/EBITDA	8.8	9.8	6.3	6.2	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.1	0.3	5.7	6.9	7.4
EBITDA 이익률	17.1	13.9	20.3	18.1	17.2
부채비율	27.8	24.2	21.7	19.0	18.1
금융비용부담률	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	18.9	6.6			
매출채권회전율(X)	17.9	14.1	16.5	16.5	16.9
재고자산회전율(X)	12.3	9.8	10.5	10.3	10.3

Industry Brief  
2021. 7. 9

# 신세계인터내셔날 031430

## 빠질만큼 빠졌다

## ▶ 화장품/섬유의복

Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 3,146억원(+10%), 영업이익 155억원(흑전; OPM 4.9%)
- ✓ 화장품: 수입 브랜드 강세 + 자체 브랜드 회복 → 매출 +33%, 영업이익 흑전
- ✓ 의류: 고단가 해외패션 기여 확대 → 매출 +3%, 영업이익 +1,199%
- ✓ 생활용품: 매장 효율화 통한 손익 개선 → 매출 +6%, 영업이익 +6%
- ✓ 제품 및 채널 확장 통한 구조적 외형 성장 기대 유효, 매수 접근 추천

**Buy**

적정주가 (12개월)	280,000 원
현재주가 (7.8)	200,000 원
상승여력	40.0%
<hr/>	
KOSPI	3,252.68pt
시가총액	14,280억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	45.95%
외국인비중	5.45%
52주 최고/최저가	236,000원/135,500원
평균거래대금	103.8억원
<hr/>	
<b>주요주주(%)</b>	
신세계 외 1인	54.05
국민연금공단	13.36
네이버	6.85
<hr/>	
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-11.3 20.5 29.9
상대주가	-11.4 16.8 -13.8
<hr/>	
<b>주가그래프</b>	

**2Q21E 내수 회복 수혜**

신세계인터내셔널은 2021년 2분기 매출액 3,146억원(+9.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 155억원(흑전), 순이익 158억원(-2.6%)을 기록할 전망이다. 내수 판매 회복에 따른 견조한 성과가 기대된다.

**[화장품]** 매출액과 영업이익으로 각각 751억원(+33.4%), 58억원(흑전)을 추산한다. 수입 브랜드 강세와 자체 브랜드 회복이 더해지겠다(수입 470억원/+33.1%, 비디비치 259억원/+38.0%). 신규 브랜드 론칭 관련 비용 집행을 감안, 이익단은 보수적으로 접근했다(OPM: 2Q21E 7.7% vs. 2021E 10.2%).

**[의류]** 매출액 1,780억원(+2.9%), 영업이익 93억원(+1,199.2%)을 추정한다. 고단가 해외패션(매출 +8.9%, OPM 9.5%) 기여 확대가 수익성을 개선시킨다(패션 매출 비중: 해외 59.3%, 국내 40.7%).

**[생활용품]** 매출액과 영업손실로 각각 615억원(+6.3%), 4억원(+6.3%)을 예상한다. 매장 효율화를 통한 증익이 기대된다.

**투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 280,000원(유지)**

신세계인터내셔널에 대한 투자의견 Buy 및 적정주가 280,000원을 유지한다. 보복 소비 및 이연 수요 등의 특수 제거로 내수 성장률이 축소될 위험이 있다. 단기 주가 상승 요인은 부재하나, 중장기 관점에서의 매수 접근은 유효하다. 구조적 외형 성장이 실현 가능한 유일한 종목임에 틀림이 없기 때문이다. 제품과 채널 모두가 그러하다. 신규 판권 추가는 연매출 +8% 성장을 견인(매출액 +1천억 = 7개 순증 \* 연매출 150억), 자체 브랜드의 해외 진출은 ('스위스 퍼펙션' - 중국, '푸아레' - 유럽) 멀티플 확장 요소로 작용하겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,425.0	84.5	74.0	10,361	28.3	83,650	21.2	2.6	13.9	13.0	88.4
2020	1,325.5	33.8	50.9	7,131	-31.1	89,514	22.6	1.8	15.4	8.2	78.9
2021E	1,426.5	85.6	88.8	12,436	74.1	99,787	16.1	2.0	11.7	13.1	66.4
2022E	1,523.0	117.9	112.9	15,818	27.3	114,505	12.6	1.7	9.4	14.8	56.7
2023E	1,614.7	142.9	134.6	18,857	19.2	132,163	10.6	1.5	7.8	15.3	48.7

표5 신세계인터내셔널 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	314.6	287.2	9.5	341.9	-8.0	321.9	-2.3
영업이익	15.5	-2.5	흑전	21.3	-27.1	15.7	-1.2
순이익	15.8	16.3	-2.6	23.4	-32.4	14.1	12.3
영업이익률(%)	4.9	-0.9	흑전	6.2	-20.8	4.9	0.1

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표6 신세계인터내셔널 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,426.6	1,523.0	1,426.5	1,523.0	0.0	0.0	1,443.4	1,546.9
영업이익	85.7	117.9	84.6	116.9	1.3	0.9	83.8	106.3
순이익	88.8	112.9	87.3	110.7	1.7	2.0	75.2	91.8

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표7 신세계인터내셔널 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치	비고
<b>영업가치 (A)</b>	<b>1,738 (A1)+(A2)+(A3)</b>			
화장품 제조 판매 (A1)	화장품	35.1	31	1,097 글로벌 화장품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
해외브랜드 사업 판매 (A2)	해외패션	28.0	20	567 글로벌 럭셔리 peer 평균 PER에 40% 할인 적용
생활용품 제조 판매 (A3)	자주	1.9	15	28 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
<b>지분가치 (B)</b>	<b>194</b>			
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	19.4	11	194 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
<b>순부채 (C)</b>	<b>50</b> 4Q20 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외			
<b>적정 시가총액 (D)</b>	<b>1,882 (A)+(B)-(C)</b>			
주식 수 (E, 천주)			7,140	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>280,000 (D)/(E), 반올림</b>			
현재주가 (원)			200,000	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>40.0</b>			

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표8 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
신세계인터내셔널	1,428	1,427	1,523	86	118	89	113	16.1	12.6	2.0	1.7	13.1	14.8	11.7	9.4
LG생활건강	27,535	8,826	9,569	1,392	1,542	928	1,040	30.5	27.3	5.9	5.1	18.4	18.1	17.6	15.8
아모레퍼시픽	14,469	4,959	5,437	480	568	344	425	44.2	35.8	3.6	3.4	7.5	8.7	15.3	15.2
클리오	432	236	271	15	22	15	22	28.5	19.5	2.6	2.3	9.4	12.5	15.5	12.5
L'Oreal	288,711	44,570	47,519	8,754	9,502	6,802	7,382	42.2	39.0	6.6	6.2	15.9	16.6	24.6	23.3
Estee Lauder	129,949	20,616	22,630	3,997	4,547	2,970	3,387	44.3	38.7	18.4	16.7	48.4	56.9	27.0	23.9
Kao	33,391	11,387	12,232	941	1,384	607	878	55.9	38.0	6.1	5.5	12.1	16.4	21.0	16.8
Shiseido	33,256	15,201	15,678	2,041	2,193	1,451	1,566	22.6	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.7	11.1
상하이자화	7,164	1,639	1,841	167	220	139	184	53.8	39.5	5.4	4.9	10.5	12.4	36.6	28.4
<b>평균(국내사 제외)</b>								<b>43.8</b>	<b>35.2</b>	<b>7.9</b>	<b>7.3</b>	<b>20.3</b>	<b>23.4</b>	<b>24.2</b>	<b>20.7</b>

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표9 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>323.4</b>	<b>287.2</b>	<b>333.8</b>	<b>381.1</b>	<b>341.9</b>	<b>314.6</b>	<b>355.9</b>	<b>414.1</b>	<b>1,325.5</b>	<b>1,426.6</b>	<b>1,523.0</b>
화장품	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	75.1	94.7	114.0	333.1	376.2	423.9
해외의류	79.1	97.0	95.2	122.8	96.0	105.6	103.4	130.5	394.1	435.5	457.3
국내의류	74.7	50.5	73.0	63.9	68.6	46.0	68.3	62.2	262.1	245.1	252.5
생활용품	47.6	57.9	60.7	59.3	53.8	61.5	65.2	64.9	225.4	245.5	257.8
틈보이	30.5	25.5	21.5	39.6	31.3	26.4	24.3	42.5	117.1	124.4	131.5
<b>영업이익</b>	<b>12.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>7.0</b>	<b>17.4</b>	<b>21.3</b>	<b>15.5</b>	<b>16.9</b>	<b>31.9</b>	<b>33.8</b>	<b>85.6</b>	<b>117.9</b>
영업이익률	3.7	-0.9	2.1	4.6	6.2	4.9	4.7	7.7	2.5	6.0	7.7
화장품	15.4	-1.8	9.6	10.0	10.9	5.8	9.8	11.4	33.1	38.2	50.7
해외의류	2.4	5.3	5.5	12.7	11.6	10.0	8.8	15.7	26.0	46.2	51.4
국내의류	-1.8	-4.3	-3.7	-3.9	0.5	-1.2	0.6	0.1	-13.6	0.0	7.1
생활용품	-1.2	0.4	-1.9	-2.0	-2.2	0.4	-1.3	1.0	-4.8	-2.0	3.1
틈보이	0.6	-0.3	-2.2	2.9	0.4	0.5	-1.1	3.0	0.9	2.8	5.1
<b>순이익</b>	<b>4.7</b>	<b>16.3</b>	<b>5.2</b>	<b>24.8</b>	<b>23.4</b>	<b>15.8</b>	<b>15.9</b>	<b>33.6</b>	<b>50.9</b>	<b>88.8</b>	<b>112.9</b>
순이익률	1.4	5.7	1.6	6.5	6.8	5.0	4.5	8.1	3.8	6.2	7.4
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-11.6</b>	<b>-4.8</b>	<b>-7.3</b>	<b>-4.1</b>	<b>5.7</b>	<b>9.5</b>	<b>6.6</b>	<b>8.6</b>	<b>-7.0</b>	<b>7.6</b>	<b>6.8</b>
화장품	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	33.4	10.9	14.3	-9.5	12.9	12.7
해외의류	-7.8	10.1	3.7	7.2	21.3	8.9	8.6	6.3	3.6	10.5	5.0
국내의류	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-8.2	-8.9	-6.4	-2.7	-17.3	-6.5	3.0
생활용품	-0.8	12.5	1.8	1.7	13.0	6.3	7.5	9.5	3.7	8.9	5.0
틈보이	-19.5	-6.7	-23.1	-18.8	2.5	3.6	13.1	7.2	-17.5	6.3	5.7
<b>영업이익</b>	<b>-59.0</b>	<b>적전</b>	<b>-63.4</b>	<b>-19.8</b>	<b>78.1</b>	<b>흑전</b>	<b>141.9</b>	<b>83.8</b>	<b>-60.0</b>	<b>153.8</b>	<b>37.6</b>
화장품	-36.0	적전	-47.0	-26.0	-29.2	흑전	2.0	13.9	-51.5	15.2	32.7
해외의류	10.9	58.3	284.1	61.5	377.5	88.5	58.9	23.6	75.0	77.5	11.4
국내의류	적전	-147.6	-399.7	-18.1	흑전	71.7	흑전	흑전	-308.2	99.9	흑전
생활용품	적전	-81.1	적전	적전	-74.1	6.3	34.0	흑전	적전	58.1	흑전
틈보이	-73.2	-72.8	-107.7	-30.9	-36.0	흑전	51.9	5.5	-81.4	200.8	81.0
<b>순이익</b>	<b>-79.5</b>	<b>60.2</b>	<b>-76.3</b>	<b>30.8</b>	<b>400.4</b>	<b>-2.6</b>	<b>204.0</b>	<b>35.9</b>	<b>-31.2</b>	<b>74.4</b>	<b>27.2</b>

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표10 신세계인터내셔널 화장품 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>91.7</b>	<b>56.3</b>	<b>85.4</b>	<b>99.7</b>	<b>92.1</b>	<b>75.1</b>	<b>94.7</b>	<b>114.0</b>	<b>368.0</b>	<b>143.2</b>	<b>376.2</b>	<b>423.9</b>
비디비치	41.2	18.8	38.6	37.0	33.6	25.9	39.0	40.7	229.2	135.6	139.2	146.7
수입브랜드	48.1	35.3	45.4	61.1	56.9	47.0	52.9	68.9	132.0	189.9	225.7	259.6
연작	2.4	2.2	1.4	1.6	1.6	1.9	2.4	3.9	6.8	7.6	9.8	14.7
로이비	-	-	0.0	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4	-	0.0	1.5	2.9
<b>(% YoY)</b>												
<b>매출액</b>	<b>-11.1</b>	<b>-26.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>3.0</b>	<b>0.4</b>	<b>33.4</b>	<b>10.9</b>	<b>14.3</b>	<b>65.8</b>	<b>-61.1</b>	<b>162.8</b>	<b>12.7</b>
비디비치	-43.2	-59.5	-26.9	-35.5	-18.4	38.0	1.0	9.9	86.4	-40.8	2.6	5.4
수입브랜드	63.1	17.5	17.7	80.4	18.2	33.1	16.6	12.8	34.1	43.9	18.8	15.0
연작	115.0	2,100.0	1,330.0	-71.7	-33.7	-15.0	70.1	153.3	1,260.0	11.1	30.0	50.0

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

## 신세계인터내셔널 (031430)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,425.0</b>	<b>1,325.5</b>	<b>1,426.5</b>	<b>1,523.0</b>	<b>1,614.7</b>
매출액증가율 (%)	12.9	-7.0	7.6	6.8	6.0
매출원가	588.1	581.7	584.4	608.3	634.8
매출총이익	836.9	743.8	842.1	914.7	979.9
판매관리비	752.4	710.1	756.6	796.8	836.9
<b>영업이익</b>	<b>84.5</b>	<b>33.8</b>	<b>85.6</b>	<b>117.9</b>	<b>142.9</b>
영업이익률	5.9	2.5	6.0	7.7	8.9
금융손익	-8.0	-4.7	0.1	1.4	2.8
증속/관계기업손익	15.0	12.5	14.5	16.0	16.8
기타영업외손익	8.9	11.4	8.8	3.3	2.7
세전계속사업이익	100.4	53.0	108.9	138.7	165.3
법인세비용	26.4	2.1	20.2	25.7	30.6
<b>당기순이익</b>	<b>74.0</b>	<b>51.0</b>	<b>88.7</b>	<b>113.0</b>	<b>134.7</b>
지배주주지분 순이익	74.0	50.9	88.8	112.9	134.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>103.0</b>	<b>104.6</b>	<b>99.3</b>	<b>147.0</b>	<b>163.2</b>
당기순이익(손실)	74.0	51.0	88.7	113.0	134.7
유형자산상각비	49.6	58.2	56.7	51.6	47.3
무형자산상각비	6.1	5.8	4.9	4.1	3.7
운전자본의 증감	-26.1	11.3	-46.0	-21.7	-22.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-25.3</b>	<b>-49.0</b>	<b>-34.6</b>	<b>-41.6</b>	<b>-39.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-39.3	-40.4	-36.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-14.2	-10.3	-5.0	-5.6	-6.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-85.5</b>	<b>-33.5</b>	<b>-44.2</b>	<b>-26.0</b>	<b>-18.8</b>
차입금의 증감	74.3	-2.1	-35.4	-18.2	-10.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-7.7	22.1	20.3	79.3	104.9
기초현금	12.4	4.7	26.8	47.1	126.4
기말현금	4.7	26.8	47.1	126.4	231.3

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>436.3</b>	<b>426.8</b>	<b>484.5</b>	<b>594.1</b>	<b>727.2</b>
현금및현금성자산	4.7	26.8	47.1	126.4	231.3
매출채권	106.1	93.6	101.1	107.2	112.6
재고자산	263.4	253.7	281.7	304.2	324.9
<b>비유동자산</b>	<b>692.6</b>	<b>720.7</b>	<b>704.7</b>	<b>690.7</b>	<b>679.1</b>
유형자산	328.2	310.1	297.3	281.7	267.5
무형자산	46.8	67.0	64.7	60.6	56.9
투자자산	154.2	164.5	169.4	175.0	181.5
<b>자산총계</b>	<b>1,128.9</b>	<b>1,147.5</b>	<b>1,189.3</b>	<b>1,284.8</b>	<b>1,406.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>292.3</b>	<b>300.2</b>	<b>218.5</b>	<b>206.4</b>	<b>201.0</b>
매입채무	45.2	37.7	39.6	44.7	46.5
단기차입금	55.2	66.4	38.7	22.7	11.7
유동성장기부채	84.6	97.8	45.2	45.2	45.2
<b>비유동부채</b>	<b>237.3</b>	<b>206.1</b>	<b>256.3</b>	<b>258.7</b>	<b>259.5</b>
사채	103.6	42.9	101.1	101.1	101.1
장기차입금	0.0	17.9	17.5	17.5	17.5
<b>부채총계</b>	<b>529.6</b>	<b>506.2</b>	<b>474.8</b>	<b>465.1</b>	<b>460.5</b>
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	-1.6	-1.1	-0.9	-0.9	-0.9
이익잉여금	443.4	484.8	557.9	663.0	789.1
비지배주주지분	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2
<b>자본총계</b>	<b>599.3</b>	<b>641.2</b>	<b>714.5</b>	<b>819.7</b>	<b>945.8</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	199,580	185,644	199,794	213,302	226,141
EPS(지배주주)	10,361	7,131	12,436	15,818	18,857
CFPS	20,647	16,136	23,401	27,814	30,512
EBITDAPS	19,629	13,700	20,602	24,314	27,160
BPS	83,650	89,514	99,787	114,505	132,163
DPS	1,100	1,100	1,100	1,200	1,200
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	21.2	22.6	16.1	12.6	10.6
PCR	10.6	10.0	8.5	7.2	6.6
PSR	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR	2.6	1.8	2.0	1.7	1.5
EBITDA	140.2	97.8	147.1	173.6	193.9
EV/EBITDA	13.9	15.4	11.7	9.4	7.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.2	13.1	14.8	15.3
EBITDA 이익률	9.8	7.4	10.3	11.4	12.0
부채비율	88.4	78.9	66.4	56.7	48.7
금융비용부담률	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(X)	8.0	3.4	10.5	15.3	19.0
매출채권회전율(X)	13.7	13.3	14.6	14.6	14.7
재고자산회전율(X)	5.7	5.1	5.3	5.2	5.1

Industry Brief  
2021. 7. 9

## ▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

## 한국콜마 161890

## 회복 시작

- ✓ 2Q21E 매출액 4,030억원(+25%), 영업이익 280억원(+3%, OPM 7.0%),
- ✓ 국내: 전 거래선향 수주 회복 확인
- ✓ 해외: [중국] 무석 강세 vs 북경 약세, [북미] CSR(기초) 호조 vs PTP(색조) 부진
- ✓ HKN: MSD 백신 도입 효과 뚜렷 → 매출 +43%, 영업이익 +28%
- ✓ HKN 상장 따른 관심 돌이 예상, 지분가치 재산정 위한 공모가 밴드 확인 필요

## Buy

적정주가 (12개월)	70,000 원
현재주가 (7.8)	56,000 원
상승여력	25.0%
KOSPI	3,252.68pt
시가총액	12,813억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.74%
외국인비중	27.31%
52주 최고/최저가	61,800원/41,750원
평균거래대금	114.1억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 29 인	30.26
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	8.76
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-7.0 10.7 30.1
상대주가	-7.1 7.3 -13.7
주가그래프	



## 2Q21E 화장품 회복 vs. 의약품 약진

한국콜마는 2021년 2분기 매출액 4,030억원(+25.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 280억원(+2.9%), 순이익 180억원(+112.0%)을 기록할 전망이다. 본업 화장품의 회복과 자회사 의약품의 약진이 확인되겠다.

**[화장품]** 국내: 매출액과 영업이익으로 각각 1,750 억원(+8.7%), 171 억원(-9.4%)을 추산한다. 전 거래선향 수주가 회복하고 있다. 원브랜드숍 등 저마진 채널향 매출 증가 및 역기저 부담을 감안, 이익단은 보수적으로 접근했다.

**중국:** 무석(+90%) 강세는 계속된다. 주력 거래선 '미스푸' 호조에 신규 거래선 '화서자지'/'퍼펙트 다이어리' 추가 효과가 더해지겠다. 북경(+5%) 또한 소폭이나마 개선될 것으로 추정한다. **북미:** 기초 강세 및 색조 약세 기조에 따라 CSR(+30%; 기초)과 PTP(-20%; 색조) 성과가 상반될 것으로 본다.

**[의약품]** HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 1,872 억원(+43.0%), 165 억원(+28.4%; OPM 8.8%)을 예상한다. MSD 백신 도입 효과가 크다. 판권 사업으로서, 기존 주력 제품(OPM 10% 이상) 대비 마진이 낮은 점을 반영, 매출 증분 대비 증익 폭은 적겠다.

## 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 70,000원(유지)

한국콜마에 대한 투자의견 Buy 와 적정주가 70,000 원을 유지한다. 투자 매력도는 HKN 상장 구체화에 따라 증대될 것으로 판단한다. 공모가 밴드 형성 및 청약률 확인 후, 지분가치 재산정이 가능하겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,378.9	99.8	29.1	1,285	-12.5	20,601	36.8	2.3	15.3	6.4	183.1
2020	1,322.1	121.7	160.3	7,004	371.9	27,257	7.3	1.9	12.5	29.3	149.1
2021E	1,609.7	136.9	67.3	2,943	-53.3	29,558	19.0	1.9	12.9	10.4	139.4
2022E	1,771.8	156.5	88.5	3,868	22.2	33,082	14.5	1.7	11.1	12.4	127.8
2023E	1,897.4	176.9	103.8	4,535	20.0	37,272	12.3	1.5	9.7	12.9	116.4

표1 한국콜마 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	403.0	322.1	25.1	395.3	2.0	398.3	1.2
영업이익	28.0	27.2	2.9	24.2	15.6	30.8	-9.0
지배순이익	18.0	8.5	112.0	12.3	46.6	13.1	37.7
영업이익률(%)	7.0	8.5	-17.7	6.1	13.4	7.7	-0.8

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국콜마 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,609.7	1,771.8	1,601.8	1,764.6	0.5	0.4	1,601.1	1,757.8
영업이익	136.9	156.5	147.3	168.0	-7.1	-6.8	132.0	157.7
순이익	67.3	88.5	61.4	83.8	9.7	5.6	61.8	79.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	EPS	Target PER	적정가치	비고
영업가치	3,483	69,626		
A. 화장품	국내, 중국, 북미	2,399	21.9	52,557 글로벌 화장품 peer 평균 PER에 40% 할인 적용
B. 제약 (HKN)	국내	1,067	16.0	17,069 국내 의약품 Peer 평균 대비 40% 할인 적용
적정주가 (원)		70,000	반올림	
현재주가 (원)		56,000		
상승여력 (%)		25.0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
한국콜마	1,281	1,610	1,772	137	157	67	89	19.0	14.5	1.9	1.7	10.4	12.4	12.9	11.1
코스맥스	1,510	1,512	1,656	108	134	85	98	15.8	13.7	3.1	2.5	22.0	20.5	12.2	9.9
LG생활건강	27,535	8,826	9,569	1,392	1,542	928	1,040	30.5	27.3	5.9	5.1	18.4	18.1	17.6	15.8
아모레퍼시픽	14,469	4,959	5,437	480	568	344	425	44.2	35.8	3.6	3.4	7.5	8.7	15.3	15.2
신세계인터내셔날	1,428	1,427	1,523	86	118	89	113	16.1	12.6	2.0	1.7	13.1	14.8	11.7	9.4
클리오	432	236	271	15	22	15	22	28.5	19.5	2.6	2.3	9.4	12.5	15.5	12.5
푸젠 그린파인	1,888	938	1,096	140	162	115	133	16.5	14.1	2.6	2.2	15.8	15.7	11.9	10.6
L'Oréal	288,711	44,570	47,519	8,754	9,502	6,802	7,382	42.2	39.0	6.6	6.2	15.9	16.6	24.6	23.3
Estee Lauder	129,949	20,616	22,630	3,997	4,547	2,970	3,387	44.3	38.7	18.4	16.7	48.4	56.9	27.0	23.9
Kao	33,391	11,387	12,232	941	1,384	607	878	55.9	38.0	6.1	5.5	12.1	16.4	21.0	16.8
Shiseido	33,256	15,201	15,678	2,041	2,193	1,451	1,566	22.6	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.7	11.1
상하이자화	7,164	1,639	1,841	167	220	139	184	53.8	39.5	5.4	4.9	10.5	12.4	36.6	28.4
평균(국내사 제외)								43.8	35.2	7.9	7.3	20.3	23.4	24.2	20.7

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 한국콜마 실적 추이 및 전망 (중단 사업 '별도 제약품' 제거 기준)

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	333.3	322.1	317.6	348.9	395.3	403.0	381.0	430.4	1,322.0	1,609.7	1,771.8
국내 화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	175.0	156.4	165.9	609.2	669.6	724.1
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	30.5	33.5	25.3	28.4	71.6	117.7	142.9
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	6.1	8.3	5.2	5.1	22.3	24.8	26.8
무석	6.8	13.3	12.6	16.6	24.4	25.2	20.1	23.3	49.3	92.9	116.2
미국	18.2	14.5	16.6	13.4	15.7	15.6	19.5	15.6	62.7	66.4	70.9
PTP	10.0	6.7	8.4	4.5	4.8	5.3	9.6	5.6	29.5	25.4	26.7
CSR	8.2	7.9	8.2	8.9	10.9	10.2	9.9	10.0	33.2	41.0	44.2
HKN	132.8	130.9	150.0	183.4	186.8	187.2	187.6	229.3	597.2	790.9	870.0
<b>영업이익</b>	23.6	27.2	18.9	52.0	24.2	28.0	26.5	58.1	121.7	136.9	156.5
영업이익률	7.1	8.5	6.0	14.9	6.1	7.0	7.0	13.5	9.2	8.5	8.8
국내	12.7	18.8	11.8	7.1	15.7	17.1	14.7	16.1	50.4	59.1	65.6
해외	-4.6	-4.4	-6.4	4.4	-4.6	-5.5	-5.1	17.1	-11.0	6.4	4.9
HKN	15.5	12.8	13.5	40.5	13.1	16.5	16.9	25.0	82.3	71.4	86.0
<b>순이익</b>	12.4	8.5	12.5	126.8	12.3	18.0	16.4	20.6	160.3	67.3	88.5
순이익률	3.7	2.6	3.9	36.3	3.1	4.5	4.3	4.8	4.2	5.0	5.0
국내	9.2	8.6	8.4	57.8	7.4	9.3	8.9	9.2	19.8	8.7	8.6
북경	-29.1	-4.5	-8.5	-25.6	-15.2	-3.1	-6.8	-4.8	-15.7	-7.3	-5.0
무석	-59.7	-26.8	-29.7	-11.2	-14.3	-12.3	-10.3	-7.3	-26.8	-11.2	1.5
PTP	-12.9	-39.4	-27.0	-452.9	-50.8	-15.0	-10.0	-18.0	-90.2	-20.5	-13.9
CSR	2.0	10.8	1.1	0.2	1.2	6.8	3.1	2.2	3.4	3.3	4.0
HKN	3.4	-0.9	6.3	7.8	4.5	5.3	5.4	6.5	4.5	-0.2	0.6
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	-2.5	-12.5	-1.4	0.5	18.6	25.1	20.0	23.3	-4.1	21.8	10.1
국내 화장품	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-0.1	8.7	13.1	20.7	-11.4	9.9	8.1
중국	-28.8	0.2	1.9	-3.1	141.9	58.2	49.7	35.9	-6.9	64.4	21.4
북경	-61.7	-51.2	-61.8	-66.6	5.9	5.0	20.0	20.0	-59.7	11.0	8.0
무석	162.7	170.9	143.2	87.9	257.2	90.0	60.0	40.0	130.2	88.6	25.0
미국	-19.4	-45.5	-22.7	-19.2	-13.6	7.0	17.5	16.4	-28.1	5.8	6.9
PTP	-28.4	-59.2	-31.7	-46.2	-52.1	-20.0	15.0	25.0	-41.9	-14.0	5.0
CSR	-4.8	-23.6	-10.8	8.5	33.1	30.0	20.0	12.0	-8.4	23.5	8.0
HKN	5.2	3.0	5.7	24.5	40.7	43.0	25.0	25.0	10.1	32.4	10.0
<b>영업이익</b>	-13.6	-14.4	5.0	128.9	2.7	2.9	40.1	11.9	21.9	12.5	14.3
국내	-8.6	24.0	218.7	-2.1	23.9	-9.4	24.5	127.9	26.0	17.2	11.2
해외	-8.0	흑전	-14.2	156.1	1.4	-24.3	20.6	-285.8	-38.3	-158.4	-24.3
HKN	-12.2	-23.2	-32.1	72.9	-15.8	28.4	25.0	-38.3	6.0	-13.3	20.5
<b>순이익</b>	-12.4	-38.3	357.4	흑전	-0.9	112.0	31.0	-83.8	451.6	-58.0	31.4

주: 2Q20 국내 별도 매출액(공시 기준) 100% 화장품으로 적용. 중단사업 포함

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,378.9</b>	<b>1,322.1</b>	<b>1,609.7</b>	<b>1,771.8</b>	<b>1,897.4</b>
매출액증가율 (%)	1.5	-4.1	21.8	10.1	7.1
매출원가	982.8	895.8	1,128.2	1,242.4	1,322.8
매출총이익	396.1	426.3	481.5	529.5	574.6
판매관리비	296.3	304.6	344.6	373.0	397.8
<b>영업이익</b>	<b>99.8</b>	<b>121.7</b>	<b>136.9</b>	<b>156.5</b>	<b>176.9</b>
영업이익률	7.2	9.2	8.5	8.8	9.3
금융손익	-48.5	-41.4	-33.2	-30.3	-25.9
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.1	141.4	-3.6	-4.0	-4.4
세전계속사업이익	45.2	221.6	100.0	122.2	146.6
법인세비용	25.9	77.0	25.0	30.6	36.7
<b>당기순이익</b>	<b>33.6</b>	<b>160.6</b>	<b>75.0</b>	<b>91.7</b>	<b>110.0</b>
지배주주지분 순이익	29.1	160.3	67.3	88.5	103.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>164.8</b>	<b>121.5</b>	<b>136.7</b>	<b>147.9</b>	<b>159.4</b>
당기순이익(손실)	33.6	160.6	75.0	91.7	110.0
유형자산상각비	46.0	48.9	43.8	47.2	49.6
무형자산상각비	14.6	12.9	3.0	3.8	2.3
운전자본의 증감	39.4	-39.5	46.0	5.1	-2.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-150.7</b>	<b>245.7</b>	<b>-287.3</b>	<b>-64.7</b>	<b>-61.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-73.7	-119.2	-84.6	-64.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-4.9	-1.3	-0.6	-0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>27.7</b>	<b>-109.5</b>	<b>-66.7</b>	<b>-51.9</b>	<b>-47.9</b>
차입금의 증감	122.5	-98.6	-53.8	-44.0	-40.0
자본의 증가	12.4	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.1	258.6	-217.5	31.3	50.5
기초현금	76.5	118.6	377.2	159.7	191.0
기말현금	118.6	377.2	159.7	191.0	241.5

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>646.0</b>	<b>775.2</b>	<b>788.3</b>	<b>842.9</b>	<b>923.9</b>
현금및현금성자산	118.6	377.2	159.9	191.2	241.7
매출채권	223.9	183.9	198.7	212.6	227.9
재고자산	160.7	148.6	163.5	171.6	181.9
<b>비유동자산</b>	<b>1,754.3</b>	<b>1,714.4</b>	<b>1,749.8</b>	<b>1,763.3</b>	<b>1,771.9</b>
유형자산	466.9	472.7	507.4	524.2	534.6
무형자산	1,138.4	1,094.4	1,093.4	1,089.5	1,087.2
투자자산	16.9	21.7	23.0	23.6	24.1
<b>자산총계</b>	<b>2,400.3</b>	<b>2,489.6</b>	<b>2,538.1</b>	<b>2,606.3</b>	<b>2,695.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>707.4</b>	<b>686.8</b>	<b>785.3</b>	<b>781.7</b>	<b>783.6</b>
매입채무	113.2	96.9	102.7	106.9	111.1
단기차입금	80.6	184.0	163.1	135.1	113.1
유동성장기부채	328.9	167.0	265.8	265.8	265.8
<b>비유동부채</b>	<b>845.0</b>	<b>803.5</b>	<b>692.7</b>	<b>680.8</b>	<b>666.3</b>
사채	249.4	299.5	199.7	199.7	199.7
장기차입금	489.6	418.1	398.6	382.6	364.6
<b>부채총계</b>	<b>1,552.4</b>	<b>1,490.4</b>	<b>1,478.0</b>	<b>1,462.4</b>	<b>1,449.9</b>
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	227.9	228.3	228.3	228.3	228.3
기타포괄이익누계액	-0.3	1.6	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	232.4	382.4	434.0	514.6	610.4
비지배주주지분	376.5	375.6	383.8	386.9	393.1
<b>자본총계</b>	<b>847.9</b>	<b>999.2</b>	<b>1,060.1</b>	<b>1,143.9</b>	<b>1,245.9</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	60,953	57,780	70,351	77,436	82,924
EPS(지배주주)	1,285	7,004	2,943	3,868	4,535
CFPS	8,531	9,970	7,780	8,674	9,721
EBITDAPS	7,091	8,016	8,025	9,072	9,999
BPS	20,601	27,257	29,558	33,082	37,272
DPS	330	345	345	345	345
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
(Valuation(Multiple))					
PER	36.8	7.3	19.0	14.5	12.3
PCR	5.5	5.1	7.2	6.5	5.8
PSR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR	2.3	1.9	1.9	1.7	1.5
EBITDA	160.4	183.4	183.6	207.6	228.8
EV/EBITDA	15.3	12.5	12.9	11.1	9.7
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	6.4	29.3	10.4	12.4	12.9
EBITDA 이익률	11.6	13.9	11.4	11.7	12.1
부채비율	183.1	149.1	139.4	127.8	116.4
금융비용부담률	3.9	2.8	1.8	1.6	1.4
이자보상배율(X)	1.9	3.3	4.8	5.7	6.7
매출채권회전율(X)	6.5	6.5	8.4	8.6	8.6
재고자산회전율(X)	8.2	8.6	10.3	10.6	10.7

Industry Brief  
2021. 7. 9

클리오 237880

## 판매 성장 재개

## ▶ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출액 550억원(+11%), 영업이익 32억원(+2%; OPM 5.8%)
- ✓ 해외: 일본(+12%) 온라인 호조 지속, 미국(+294%) 아마존 구달 추가, 중국(+113%) 마스카라/쿠션 인기 + 본사 직접 관리 + 타오바오 입점
- ✓ 국내: 온라인(-22%) 쿠팡 사입 감소, 오프라인(-2.0%) 전문점 철수 영향
- ✓ 해외 사업 확장성 우수, 매수 접근 추천

## Buy

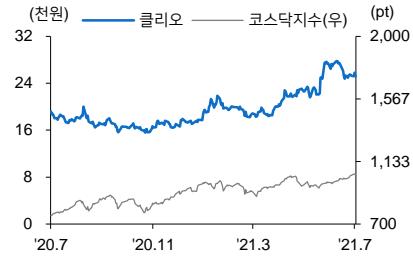
적정주가 (12개월)	31,000 원
현재주가 (7.8)	24,850 원
상승여력	24.7%

KOSDAQ	1,034.48pt
시가총액	4,322억원
발행주식수	1,739만주
유동주식비율	29.33%
외국인비중	1.74%
52주 최고/최저가	27,800원/15,600원
평균거래대금	75.6억원

주요주주(%)	
한현욱 외 3 인	66.36
국민연금공단	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	30.4	32.2
상대주가	-13.2	24.6	-2.1

## 주가그래프



## 2Q21E 해외 호조 &amp; 국내 회복

클리오는 2021년 2분기 매출액 550억원(+10.8% YoY; 이하 YoY), 영업이익 32억원(+2.0%), 순이익 29억원(-4.6%)을 기록할 전망이다. 중국 성과가 역대 최고치를 경신하는 가운데, 내수 판매 회복 또한 확인되겠다.

**[해외]** ① **일본**: 매출액 100억원(+12.1%; 오프라인 -20%/온라인 +40%)을 추정한다. 코로나 영향으로 오프라인 영업은 녹록하지 못하나, 온라인 판매는 고무적인 상황이다. ② **중국**: 매출액 107억원(+113.3%)으로 신기록을 세우겠다(상해 내수물 +40%, 본사 역직구 +200%). 클리오 마스카라/쿠션 매출 급증에 본사 직접 관리 시스템 도입 및 타오바오 입점 모두 주효했다. ③ **미국**: 매출액 12억원(+294.1%)을 예상한다. 아마존 구달 추가를 감안했다.

**[국내]** ① **온라인**: 매출액 72억원(-21.5%; 홈쇼핑 합산)을 예상한다. 쿠팡 사입 감소를 감안, 보수적으로 추정했다. 4Q20 채널간 판가 통일화의 일환으로, 쿠팡 영업 방식을 변경했다(Sell-in → Sell-out). ② **오프라인**: 매출액으로 243억원(-2.0%)을 추산한다. 전문점 철수에 따른 클럽클리오 부진을 제할 시, 주력 채널에의 회복은 확인될 전망이다(H&B +24.9% 면세 +40.0%).

## 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 31,000원(상향)

클리오에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 적정주가는 31,000원으로 +3% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +10.5%, 2022E +13.2%, 적용 PER -11.4% 하락). 해외 확대에 따른 멀티플 확장과 수익성 개선을 통한 Valuation 부담 완화가 동반될 전망이다. 중국 성과가 두드러진다. 고객 Lock-in 효과가 비교적 높은 베이스 메이크업의 판매 또한 크게 늘고 있다. 2H21E 전문점 철수가 완료 수순에 진입, 채널 믹스 개선과 그에 따른 마진율 상승 또한 기대 가능하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	250.4	18.6	2.9	173	195.3	8,563	126.6	2.6	10.6	2.1	62.9
2020	218.2	6.2	9.6	561	223.6	8,925	31.7	2.0	15.3	6.4	40.5
2021E	235.9	15.3	15.0	873	55.7	9,670	28.5	2.6	15.5	9.4	30.4
2022E	270.8	22.3	22.0	1,276	46.1	10,795	19.5	2.3	12.5	12.5	28.1
2023E	302.5	26.1	25.3	1,472	15.3	12,047	16.9	2.1	11.1	12.9	28.5

표1 클리오 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	55.0	49.6	10.8	57.9	-5.0	58.1	-5.3
영업이익	3.2	3.1	2.0	2.0	55.8	3.5	-9.0
지배순이익	3.2	3.1	3.6	2.2	42.2	2.9	9.8
영업이익률(%)	5.8	6.3	-8.0	3.5	64.0	6.0	-0.2

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

표2 클리오 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	235.9	270.8	226.7	262.1	4.1	3.3	241.2	269.6
영업이익	15.3	22.3	12.9	20.1	18.4	11.0	15.1	22.6
순이익	15.0	22.0	13.6	19.4	10.5	13.2	13.5	19.2

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

표3 클리오 적정주가 산출

	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,097	12개월 선행 지배순이익 기준
Target PER (배)	28.0	글로벌 Peer 평균 값 대비 20% 할인
적정주가 (원)	31,000	반올림
현재주가 (원)	24,850	
상승여력 (%)	24.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
클리오	432	236	271	15	22	15	22	28.5	19.5	2.6	2.3	9.4	12.5	15.5	12.5
신세계인터내셔날	1,428	1,427	1,523	86	118	89	113	16.1	12.6	2.0	1.7	13.1	14.8	11.7	9.4
LG생활건강	27,535	8,826	9,569	1,392	1,542	928	1,040	30.5	27.3	5.9	5.1	18.4	18.1	17.6	15.8
아모레퍼시픽	14,469	4,959	5,437	480	568	344	425	44.2	35.8	3.6	3.4	7.5	8.7	15.3	15.2
L'Oreal	288,711	44,570	47,519	8,754	9,502	6,802	7,382	42.2	39.0	6.6	6.2	15.9	16.6	24.6	23.3
Estee Lauder	129,949	20,616	22,630	3,997	4,547	2,970	3,387	44.3	38.7	18.4	16.7	48.4	56.9	27.0	23.9
Kao	33,391	11,387	12,232	941	1,384	607	878	55.9	38.0	6.1	5.5	12.1	16.4	21.0	16.8
Shiseido	33,256	15,201	15,678	2,041	2,193	1,451	1,566	22.6	20.7	3.3	3.1	14.7	15.0	11.7	11.1
상하이자화	7,164	1,639	1,841	167	220	139	184	53.8	39.5	5.4	4.9	10.5	12.4	36.6	28.4
평균(국내사 제외)								43.8	35.2	7.9	7.3	20.3	23.4	24.2	20.7

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 클리오 실적 추이 및 전망 (온라인 매출 국내 사업부에 합산 – 회사 자료)

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>67.8</b>	<b>49.6</b>	<b>50.6</b>	<b>50.2</b>	<b>57.9</b>	<b>55.0</b>	<b>60.9</b>	<b>62.0</b>	<b>218.2</b>	<b>235.9</b>	<b>270.8</b>
국내	<b>58.8</b>	<b>41.5</b>	<b>43.3</b>	<b>42.1</b>	<b>48.6</b>	<b>46.4</b>	<b>52.5</b>	<b>51.8</b>	<b>185.6</b>	<b>199.4</b>	<b>228.4</b>
온라인	19.9	16.6	17.2	16.9	22.2	22.1	23.9	21.2	70.6	89.4	107.3
H&B	16.8	10.4	13.0	12.8	14.6	13.0	16.3	17.3	53.1	61.1	67.2
전문점	9.3	6.9	5.1	4.0	2.2	2.4	2.1	1.9	25.4	8.7	5.7
면세	7.8	4.4	5.1	6.9	8.1	6.1	6.6	8.9	24.2	29.8	37.2
도매	5.0	3.1	2.9	1.4	1.6	2.8	3.6	2.5	12.3	10.5	11.0
해외	<b>9.0</b>	<b>8.2</b>	<b>7.3</b>	<b>8.2</b>	<b>9.3</b>	<b>8.6</b>	<b>8.4</b>	<b>10.3</b>	<b>32.6</b>	<b>36.5</b>	<b>42.4</b>
일본	5.1	4.2	3.6	3.6	3.0	3.3	3.4	3.9	16.5	13.7	16.1
중국	1.8	2.7	2.7	3.9	3.2	3.8	3.7	4.7	11.1	15.4	17.7
기타	2.2	1.3	1.0	0.6	3.0	1.4	1.3	1.6	5.0	7.4	8.6
매출총이익	35.1	27.6	25.0	24.2	26.8	29.3	33.7	33.0	111.8	122.9	143.4
매출총이익률	51.8	55.5	49.4	48.2	46.3	53.3	55.4	53.2	51.2	52.1	52.9
<b>영업이익</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>-1.4</b>	<b>2.0</b>	<b>3.2</b>	<b>5.5</b>	<b>4.5</b>	<b>6.2</b>	<b>15.3</b>	<b>22.3</b>
영업이익률	5.1	6.3	2.1	-2.8	3.5	5.8	9.1	7.3	2.9	6.5	8.2
<b>순이익</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>-0.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.9</b>	<b>6.1</b>	<b>3.8</b>	<b>9.6</b>	<b>15.0</b>	<b>22.0</b>
순이익률	5.7	6.2	6.5	-1.3	3.9	5.3	9.9	6.1	4.4	6.4	8.1
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>17.2</b>	<b>-18.4</b>	<b>-18.7</b>	<b>-27.8</b>	<b>-14.5</b>	<b>10.8</b>	<b>20.4</b>	<b>23.6</b>	<b>-12.8</b>	<b>8.1</b>	<b>14.8</b>
국내	<b>13.4</b>	<b>-21.6</b>	<b>-23.0</b>	<b>-30.7</b>	<b>-17.3</b>	<b>12.0</b>	<b>21.3</b>	<b>23.1</b>	<b>-16.2</b>	<b>7.4</b>	<b>14.6</b>
온라인	53.3	33.3	30.5	-6.1	11.5	32.9	39.4	25.3	24.7	26.6	20.0
H&B	21.2	-33.5	-24.0	-18.2	-13.4	24.5	24.8	34.5	-14.9	15.0	10.0
전문점	-19.4	-42.7	-58.2	-64.8	-76.3	-65.0	-58.6	-52.6	-46.4	-65.9	-33.9
면세	6.2	-50.0	-46.9	-34.9	3.1	40.0	30.0	29.6	-33.4	23.0	25.0
도매	-18.3	-20.0	-29.1	-71.7	-67.4	-10.0	25.0	77.9	-34.9	-15.0	5.0
해외	<b>49.8</b>	<b>2.5</b>	<b>22.1</b>	<b>-6.9</b>	<b>3.4</b>	<b>5.0</b>	<b>15.0</b>	<b>25.8</b>	<b>13.6</b>	<b>12.0</b>	<b>16.0</b>
일본	274.9	80.0	18.0	-8.0	-40.0	-20.0	-5.0	8.0	54.4	-16.7	17.6
중국	-30.4	-24.2	225.4	54.8	82.0	40.0	35.0	20.0	17.0	38.4	15.0
기타	2.6	-37.8	-52.4	-73.6	40.8	11.9	32.9	170.5	-41.0	47.3	15.1
<b>영업이익</b>	<b>8.9</b>	<b>-38.1</b>	<b>-82.9</b>	적전	<b>-41.1</b>	<b>2.0</b>	<b>428.1</b>	흑전	<b>-66.5</b>	<b>145.2</b>	<b>46.2</b>
영업이익률	-0.4	-2.0	-7.8	-8.9	-1.6	-0.5	7.0	10.1	-4.6	3.6	1.8
<b>순이익</b>	<b>230.3</b>	<b>139.9</b>	<b>-46.0</b>	<b>88.2</b>	<b>-42.2</b>	<b>-4.6</b>	<b>83.6</b>	흑전	<b>225.8</b>	<b>56.8</b>	<b>46.1</b>

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

표6 클리오 실적 추이 및 전망 (온라인 매출 지역별로 구분 - 당사 추정)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액 (합산)</b>	<b>67.8</b>	<b>49.6</b>	<b>50.6</b>	<b>50.2</b>	<b>57.9</b>	<b>55.0</b>	<b>60.9</b>	<b>62.0</b>	<b>218.2</b>	<b>235.9</b>	<b>270.8</b>
국내	51.8	34.0	35.9	27.3	30.8	31.5	38.6	35.0	147.4	135.9	150.8
해외	15.9	15.7	14.7	22.9	27.1	23.5	22.3	27.1	70.8	100.0	120.0
일본	10.0	9.0	8.6	8.3	10.2	10.0	10.4	10.2	35.8	40.8	48.0
중국	3.6	5.0	4.3	9.1	9.5	10.7	9.3	13.9	22.0	43.4	54.2
기타	2.4	1.7	1.8	5.5	7.4	2.8	2.6	2.9	13.1	15.7	17.9
<b>오프라인</b>	<b>47.9</b>	<b>33.0</b>	<b>33.4</b>	<b>33.3</b>	<b>35.8</b>	<b>32.9</b>	<b>37.0</b>	<b>40.8</b>	<b>147.6</b>	<b>146.5</b>	<b>163.5</b>
국내	38.9	24.8	26.1	25.1	26.5	24.3	28.6	30.6	115.0	110.0	121.1
해외	9.0	8.2	7.3	8.2	9.3	8.6	8.4	10.3	32.6	36.5	42.4
일본	5.1	4.2	3.6	3.6	3.0	3.3	3.4	3.9	16.5	13.7	16.1
중국	1.8	2.7	2.7	3.9	3.2	3.8	3.7	4.7	11.1	15.4	17.7
기타	2.2	1.3	1.0	0.6	3.0	1.4	1.3	1.6	5.0	7.4	8.6
<b>온라인</b>	<b>19.9</b>	<b>16.6</b>	<b>17.2</b>	<b>16.9</b>	<b>22.2</b>	<b>22.1</b>	<b>23.9</b>	<b>21.2</b>	<b>70.6</b>	<b>89.4</b>	<b>107.3</b>
국내	12.9	9.1	9.8	2.2	4.4	7.2	10.0	4.4	32.4	26.0	29.6
해외	6.9	7.5	7.4	14.7	17.8	14.9	13.9	16.8	38.2	63.4	77.6
일본	4.9	4.8	5.0	4.7	7.1	6.7	7.0	6.3	19.4	27.1	31.9
중국	1.8	2.3	1.6	5.1	6.3	6.9	5.6	9.2	10.8	28.0	36.5
미국	0.1	0.3	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	2.1	4.8	5.5
기타	0.1	0.1	0.1	4.0	3.1	0.1	0.1	0.1	6.0	3.5	3.8
(% YoY)											
<b>매출액 (합산)</b>	<b>17.2</b>	<b>-18.4</b>	<b>-18.7</b>	<b>-27.8</b>	<b>-14.5</b>	<b>10.8</b>	<b>20.4</b>	<b>23.6</b>	<b>-12.8</b>	<b>8.1</b>	<b>14.8</b>
국내	8.9	-29.3	-30.6	-49.1	-38.6	-7.3	7.6	28.0	-26.7	-7.8	10.9
해외	55.9	22.5	40.3	45.8	54.0	49.9	51.7	18.3	44.1	41.1	20.1
일본	140.0	57.5	193.5	44.4	2.0	12.1	21.2	23.2	93.6	14.0	17.5
중국	-4.7	4.3	-18.0	21.7	167.0	113.3	114.9	54.0	3.3	97.9	24.7
기타	3.0	-26.0	-21.8	120.7	82.6	62.0	46.5	-47.3	38.8	19.9	14.0
<b>오프라인</b>	<b>6.8</b>	<b>-31.8</b>	<b>-31.9</b>	<b>-35.2</b>	<b>-25.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>10.7</b>	<b>22.7</b>	<b>-23.8</b>	<b>-0.7</b>	<b>11.6</b>
국내	0.1	-38.5	-39.3	-41.0	-32.0	-2.0	9.5	21.7	-30.3	-4.4	10.1
해외	49.8	2.5	22.1	-6.9	3.4	5.0	15.0	25.8	13.6	12.0	16.0
일본	98.5	16.0	333.4	42.9	-40.0	-20.0	-5.0	8.0	73.1	-16.7	17.6
중국	31.4	17.6	-11.4	-0.4	82.0	40.0	35.0	20.0	4.4	38.4	15.0
기타	2.6	-37.8	-52.4	-73.6	40.8	11.9	32.9	170.5	-41.0	47.3	15.1
<b>온라인</b>	<b>53.3</b>	<b>33.3</b>	<b>30.5</b>	<b>-6.1</b>	<b>11.5</b>	<b>32.9</b>	<b>39.4</b>	<b>25.3</b>	<b>24.7</b>	<b>26.6</b>	<b>20.0</b>
국내	48.0	19.2	12.8	-80.2	-61.2	-21.5	2.7	99.5	-10.5	-19.8	14.2
해외	64.4	55.6	64.6	112.5	107.0	98.8	88.0	14.2	86.8	65.9	22.4
일본	206.3	128.6	138.1	45.5	45.2	40.0	40.0	35.0	115.2	40.1	17.4
중국	-25.0	-8.0	-27.3	46.6	250.9	200.0	250.0	80.0	2.2	159.0	30.0
미국	0.0	200.0	600.0	854.0	1,082.2	294.1	70.6	25.2	414.5	132.1	15.0
기타	12.8	-12.1	1.6	2,957.3	76.6	10.0	10.0	-97.5	1,193.8	-42.0	10.0
<b>매출 비중 (합산)</b>	<b>76.5</b>	<b>68.4</b>	<b>71.0</b>	<b>54.4</b>	<b>53.2</b>	<b>57.3</b>	<b>63.4</b>	<b>56.4</b>	<b>67.5</b>	<b>57.6</b>	<b>55.7</b>
국내	23.5	31.6	29.0	45.6	46.8	42.7	36.6	43.6	32.5	42.4	44.3
해외	14.7	18.1	17.0	16.5	17.6	18.3	17.1	16.4	16.4	17.3	17.7
일본	5.3	10.1	8.5	18.0	16.5	19.5	15.2	22.5	10.1	18.4	20.0
중국	3.5	3.4	3.5	11.0	12.7	5.0	4.3	4.7	6.0	6.6	6.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 클리오 (237880)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>250.4</b>	<b>218.2</b>	<b>235.9</b>	<b>270.8</b>	<b>302.5</b>
매출액증가율 (%)	33.6	-12.8	8.1	14.8	11.7
매출원가	113.7	106.4	113.0	127.4	142.3
매출총이익	136.7	111.8	122.9	143.4	160.1
판매관리비	118.1	105.6	107.6	121.0	134.0
<b>영업이익</b>	<b>18.6</b>	<b>6.2</b>	<b>15.3</b>	<b>22.3</b>	<b>26.1</b>
영업이익률	7.4	2.9	6.5	8.2	8.6
금융손익	-8.6	6.6	4.8	5.1	5.4
증속/관계기업손익	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-0.8	0.5	0.3	0.4	0.5
세전계속사업이익	8.6	13.0	20.0	27.5	31.7
법인세비용	5.7	3.4	5.0	5.5	6.3
<b>당기순이익</b>	<b>2.9</b>	<b>9.6</b>	<b>15.0</b>	<b>22.0</b>	<b>25.3</b>
지배주주지분 순이익	2.9	9.6	15.0	22.0	25.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>39.8</b>	<b>11.9</b>	<b>22.6</b>	<b>25.9</b>	<b>26.2</b>
당기순이익(손실)	2.9	9.6	15.0	22.0	25.3
유형자산상각비	12.2	11.2	8.8	5.7	3.8
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	-2.2	-2.7	-1.5	-2.0	-3.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-16.1</b>	<b>10.5</b>	<b>-0.7</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-11.8	-0.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-16.1	-0.3	-0.3	-0.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-6.6</b>	<b>-15.9</b>	<b>-15.6</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.2</b>
차입금의 증감	28.2	-16.7	-13.9	-0.7	1.7
자본의 증가	0.0	4.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.8	5.1	6.3	20.8	21.9
기초현금	8.9	25.7	30.9	37.2	58.0
기말현금	25.7	30.9	37.2	58.0	79.9

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>140.7</b>	<b>114.4</b>	<b>125.2</b>	<b>151.7</b>	<b>183.6</b>
현금및현금성자산	25.7	30.9	37.2	58.0	79.9
매출채권	25.6	21.4	22.5	23.6	27.0
재고자산	23.7	22.7	24.1	25.8	29.4
<b>비유동자산</b>	<b>96.0</b>	<b>100.6</b>	<b>91.9</b>	<b>86.2</b>	<b>82.9</b>
유형자산	45.0	43.0	34.2	28.5	24.7
무형자산	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
투자자산	27.5	43.6	44.0	44.2	44.8
<b>자산총계</b>	<b>236.7</b>	<b>215.0</b>	<b>217.1</b>	<b>238.0</b>	<b>266.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>76.2</b>	<b>49.6</b>	<b>36.2</b>	<b>35.7</b>	<b>40.8</b>
매입채무	22.5	16.5	17.5	18.2	20.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>15.2</b>	<b>12.3</b>	<b>14.5</b>	<b>16.4</b>	<b>18.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>91.4</b>	<b>61.9</b>	<b>50.6</b>	<b>52.2</b>	<b>59.1</b>
자본금	8.5	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	65.6	70.2	70.2	70.2	70.2
기타포괄이익누계액	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	78.5	85.1	98.4	117.8	139.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>145.3</b>	<b>153.1</b>	<b>166.4</b>	<b>185.8</b>	<b>207.3</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	14,756	12,773	13,708	15,734	17,573
EPS(지배주주)	173	561	873	1,276	1,472
CFPS	2,495	1,322	1,489	1,691	1,747
EBITDAPS	1,831	1,039	1,412	1,643	1,746
BPS	8,563	8,925	9,670	10,795	12,047
DPS	220	100	156	228	263
배당수익률(%)	1.0	0.6	0.6	0.9	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	126.6	31.7	28.5	19.5	16.9
PCR	8.8	13.5	16.7	14.7	14.2
PSR	1.5	1.4	1.8	1.6	1.4
PBR	2.6	2.0	2.6	2.3	2.1
EBITDA	31.1	17.7	24.3	28.3	30.1
EV/EBITDA	10.6	15.3	15.5	12.5	11.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	2.1	6.4	9.4	12.5	12.9
EBITDA 이익률	12.4	8.1	10.3	10.4	9.9
부채비율	62.9	40.5	30.4	28.1	28.5
금융비용부담률	0.4	0.7	0.4	0.2	0.2
이자보상배율(X)	16.8	3.9	16.7	33.5	36.2
매출채권회전율(X)	11.0	9.3	10.7	11.7	12.0
재고자산회전율(X)	9.4	9.4	10.1	10.9	11.0

Industry Brief  
2021. 7. 9

F&F 383220

으뜸

▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 2,903억원(+74%), 영업이익 574억(+180%; OPM 19.8%)
- ✓ MLB국내: 면세 급증(+155% vs. 시장 +64%), 내수 회복(키즈 +31%/가두 +7%)
- ✓ MLB해외: 중국(+538%) 역대 최고치, 홍콩(+101%) 판매 정상화
- ✓ Discovery: 역기저 불구, '+' 성장 지속 (매출: 2Q20 +28% → 2Q21E +4%)
- ✓ 성장성 & 수익성 으뜸, 소비재 업종 내 최선의 선택지 → 매수 추천

Buy

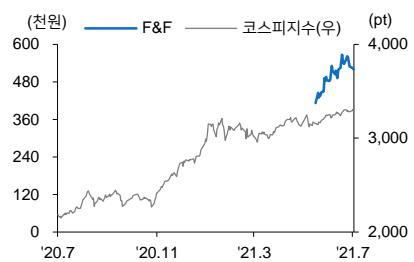
적정주가 (12개월)	750,000 원
현재주가 (7.8)	508,000 원
상승여력	47.6%

KOSPI	3,285.34pt
시가총액	39,839억원
발행주식수	766만주
유동주식비율	40.66%
외국인비중	10.67%
52주 최고/최저가	567,000원/412,500원
평균거래대금	371.7억원

주요주주(%)	
김창수 외 9 인	59.34
국민연금공단	5.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	0.0	0.0
상대주가	6.6	0.0	0.0

주가그래프



2Q21E 역대 최고 2/4분기

F&F는 2021년 2분기 매출액 2,903억원(+74.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 574억원(+180.3%), 순이익 440억원(+210.0%)을 기록할 전망이다. 역대 최대 2/4분기 실적이 기대된다. 절대 매출 규모는 직전분기 대비로도 성장하겠다. 얇고/짧고/가벼운 2Q 계절성을 감안하면, 판매량이 두 배 이상 늘었다고 볼 수 있다(2Q21E QoQ: 매출액 +2% = 판매가 -60% \* 판매량 +230%).

**[MLB] 국내:** 내수 회복에 힘입어 전 사업부가 성장 전환할 전망이다(비면세 성인 +6.6%; 수출 396억원 제외, 키즈 +31.2%), 면세항 판매는 923억원으로 시장 성장을 크게 웃돌겠다(면세 YoY/QoQ: MLB +155.0%/+41.1% vs. 시장 +63.9%/+16.8%). 중국 소비자 선호도 증대를 방증하는 대목이다. **중국:** 매출액 552억원(+537.6%)으로 신기록을 재경신하겠다. 온라인(티몰 162억원; 618 제외 일평균 1.31억원)과 오프라인(직영점 28억원 및 대리점 362억원; +92개점 QoQ) 모두 훌륭하다. **홍콩:** 매출액 87억원(+101.1%)으로 전년동기 대비 배증할 전망이다. 점당 매출액 성장과 온라인 입점 확대를 반영했다.

**[Discovery]** 매출액으로 682억원(+4.2%)을 추정한다. 2Q20(매출액 +28.0%) 레저 제품 수요 집중에 따른 역기저 부담을 감안하면, 충분히 고무적이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 750,000원(상향)

F&F에 대한 적정주가를 750,000원으로 +25% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +22.3%, 2022E +25.0%). 성장성과 수익성, 어느 하나 손색이 없다. 소비재 업종 내 집중형 포트폴리오가 필요한 지금, 최선의 선택지라는 판단이다. 2021E 중국 매출은 4배 증가(2022E 2배), 전체 매출의 18%(2022E 27%)를 기여할 전망이다. 면세와 홍콩 성과를 합산할 시, 2022E 해외가 내수를 넘어서 것으로 본다(해외 매출 비중: 2020년 29% → 2021E 44% → 2022E 53%).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	910.3	150.7	110.2	14,384	0.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2020	837.6	122.6	85.8	11,198	-22.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2021E	1,347.3	300.5	236.5	30,865	175.6	N/A	16.8	N/A	N/A	N/A	N/A
2022E	1,670.7	415.0	324.6	42,362	37.3	N/A	12.3	N/A	N/A	N/A	N/A
2023E	1,959.6	517.7	404.4	52,790	24.6	N/A	9.9	N/A	N/A	N/A	N/A

표7 F&amp;F 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	290.3	166.8	74.1	285.7	1.6	273.9	6.0
영업이익	57.4	20.5	180.3	70.0	-17.9	58.5	-1.8
순이익	44.0	14.2	210.0	56.5	-22.2	-	-
영업이익률(%)	19.8	12.3	61.0	24.5	-19.3	21.4	-1.6

자료: F&amp;F, 메리츠증권 리서치센터

표8 F&amp;F 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,347.3	1,670.7	1,261.7	1,579.4	6.8	5.8	1,313.9	1,629.8
영업이익	300.5	415.0	244.7	331.2	22.8	25.3	294.6	363.0
순이익	236.5	324.6	193.3	259.7	22.3	25.0	215.5	264.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 F&amp;F 적정주가 산출

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	37,572	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	20	휠라홀딩스 2Q18~4Q19(중국 매출 성장률 > +60%) 평균 12개월 선행 PER 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>750,000</b>	<b>반내림</b>
현재주가 (원)	508,000	
상승여력 (%)	47.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 F&amp;F 중국 법인 실적

(백만원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	6,310.5	8,662.4	16,309.0	43,253.4	49,500.0	55,233.9	67,535.2	112,274.9	11,882.6	74,535.4	284,544.0	525,642.1
YoY	-	2,501.9	400.3	421.8	684.4	537.6	314.1	159.6	-	527.3	281.8	84.7
<b>A. 온라인</b>	5,946.5	7,979.9	7,051.6	16,553.4	10,400.0	16,225.5	12,397.4	25,594.8	11,852.6	37,531.4	64,617.6	71,568.6
일평균 매출액	65.3	61.3	76.6	99.6	129.5	130.8	134.8	141.5	37.5	69.6	130.7	135.9
QoQ/YoY	59.9	-6.2	25.0	30.0	30.0	1.0	3.0	5.0	-	85.4	88.0	3.9
특수 매출	-	2,400.0	-	9,675.0	-	4,320.0	-	12,577.5	4,500.0	12,075.0	16,897.5	21,966.8
<b>B. 오프라인</b>	364.0	682.5	9,257.5	26,700.0	39,100.0	39,008.4	55,137.8	86,680.1	30.0	37,004.0	219,926.4	454,073.5
<b>① 대리점</b>	-	-	7,728.0	24,600.0	36,400.0	36,223.8	51,442.9	80,472.6	0.0	32,328.0	204,539.3	417,656.5
매장 수	-	-	30.0	71.0	108.0	200.0	295.0	395.0	-	71.0	395.0	555.0
일평균 매출액	-	-	2.8	5.3	4.5	5.0	5.0	5.1	-	2.5	2.4	2.4
QoQ/YoY	-	-	-	89.1	-14.7	10.0	1.0	1.0	-	-	-2.8	0.2
<b>② 직영점</b>	364.0	682.5	1,529.5	2,100.0	2,700.0	2,784.6	3,695.0	6,207.5	30.0	4,676.0	15,387.1	36,417.0
매장 수	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	6.0	10.0	2.0	4.0	10.0	15.0
일평균 매출액	2.0	3.0	4.2	5.7	7.5	7.7	8.0	8.4	0.0	4.3	6.0	8.0
QoQ/YoY	-	50.0	38.5	37.3	31.4	2.0	5.0	5.0	10,262.6	41.4	-	32.5

주: 특수 매출 = 6.18, 11.11 쇼핑절

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표11 F&amp;F 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>166.0</b>	<b>166.8</b>	<b>159.6</b>	<b>345.2</b>	<b>285.7</b>	<b>290.3</b>	<b>290.7</b>	<b>480.5</b>	<b>837.6</b>	<b>1,347.3</b>	<b>1,670.7</b>
MLB 한국	92.0	89.2	107.5	145.6	173.9	195.4	203.7	230.0	434.2	803.0	904.1
성인 면세	34.2	36.2	41.3	50.7	65.4	92.3	92.9	96.4	162.4	346.9	423.5
성인 비면세	41.8	38.4	53.2	75.4	86.6	84.0	93.5	109.3	208.8	373.5	391.6
아동 전체	16.0	14.6	13.0	19.5	21.9	19.1	17.3	24.3	63.0	82.6	88.9
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.3	49.5	55.2	67.5	112.3	74.5	284.5	525.6
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	10.2	8.7	8.7	14.2	23.1	41.9	57.6
Discovery	63.5	65.4	51.8	179.1	94.0	68.2	56.6	188.6	359.8	407.4	422.3
<b>영업이익</b>	<b>17.3</b>	<b>20.5</b>	<b>12.6</b>	<b>72.1</b>	<b>70.0</b>	<b>57.4</b>	<b>52.1</b>	<b>121.0</b>	<b>122.6</b>	<b>300.5</b>	<b>415.0</b>
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.5	19.8	17.9	25.2	14.6	22.3	24.8
중국 영업이익률	7.8	12.4	0.1	4.1	12.0	13.0	14.2	16.6	4.5	14.5	19.4
<b>순이익</b>	<b>13.9</b>	<b>14.2</b>	<b>8.5</b>	<b>49.2</b>	<b>56.5</b>	<b>44.0</b>	<b>39.8</b>	<b>96.2</b>	<b>85.8</b>	<b>236.5</b>	<b>324.6</b>
순이익률	8.4	8.5	5.3	14.3	19.8	15.2	13.7	20.0	10.2	17.6	19.4
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>2.0</b>	<b>-17.2</b>	<b>-26.3</b>	<b>4.7</b>	<b>72.1</b>	<b>74.1</b>	<b>82.1</b>	<b>39.2</b>	<b>-8.0</b>	<b>60.8</b>	<b>24.0</b>
MLB 한국	-5.8	-34.1	-28.0	-6.2	89.0	119.1	89.6	57.9	-19.2	84.9	12.6
성인 면세	-15.3	-51.8	-50.2	-29.2	91.0	155.0	125.0	90.0	-39.9	113.6	22.1
성인 비면세	21.4	1.5	12.7	28.6	8.1	6.6	17.0	21.2	-6.5	13.7	-12.3
아동 전체	-30.1	-35.0	-32.1	-22.1	37.0	31.2	33.6	24.5	-29.5	31.1	7.6
MLB 중국	-	2,501.9	400.3	421.8	684.4	537.6	314.1	159.6	527.3	281.8	84.7
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	125.0	101.1	81.2	50.9	-24.0	81.2	37.5
Discovery	11.5	28.0	-4.1	10.6	48.0	4.2	9.3	5.3	11.0	13.2	3.6
<b>영업이익</b>	<b>-8.4</b>	<b>-29.2</b>	<b>-61.2</b>	<b>2.5</b>	<b>304.2</b>	<b>180.3</b>	<b>312.5</b>	<b>67.7</b>	<b>-18.7</b>	<b>145.1</b>	<b>38.1</b>
<b>순이익</b>	<b>-3.5</b>	<b>-32.7</b>	<b>-64.8</b>	<b>-2.6</b>	<b>306.9</b>	<b>210.0</b>	<b>367.0</b>	<b>95.5</b>	<b>-22.1</b>	<b>175.6</b>	<b>37.2</b>
<b>매출 비중</b>											
<b>내수</b>	<b>71.6</b>	<b>69.9</b>	<b>63.3</b>	<b>72.1</b>	<b>61.1</b>	<b>51.9</b>	<b>49.5</b>	<b>59.0</b>	<b>69.8</b>	<b>55.9</b>	<b>47.1</b>
MLB 성인	24.7	22.7	28.5	19.9	26.1	25.5	27.7	20.0	23.1	24.2	20.4
MLB 아동	9.4	8.6	6.9	5.1	6.6	5.8	5.1	4.4	7.0	5.3	4.6
Discovery	37.5	38.6	27.8	47.2	28.4	20.7	16.7	34.5	39.8	26.4	22.0
<b>해외</b>	<b>26.6</b>	<b>29.0</b>	<b>33.5</b>	<b>27.2</b>	<b>37.7</b>	<b>47.4</b>	<b>50.0</b>	<b>40.8</b>	<b>28.7</b>	<b>43.6</b>	<b>52.5</b>
MLB 면세	20.2	21.4	22.1	13.4	19.7	28.0	27.5	17.6	17.9	22.4	22.1
<b>MLB 중국</b>	<b>3.7</b>	<b>5.1</b>	<b>8.7</b>	<b>11.4</b>	<b>14.9</b>	<b>16.7</b>	<b>20.0</b>	<b>20.6</b>	<b>8.2</b>	<b>18.4</b>	<b>27.4</b>
MLB 홍콩	2.7	2.6	2.6	2.5	3.1	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	3.0
연결 조정	1.9	1.0	3.3	0.6	1.2	0.7	0.4	0.2	1.5	0.6	0.4

자료: F&amp;F, 메리츠증권 리서치센터

표12 분할 전 후 재무상태표 (3Q20 기준)

(백만원)	분할 전	분할 후		분할 비율	
		분할존속회사	분할신설회사	분할존속회사	분할신설회사
<b>자산</b>					
유동자산	380,905	82,421	298,485	21.6	78.4
현금및현금성자산	24,824	14,824	10,000	59.7	40.3
단기금융상품	5,000	5,000	-	100.0	0.0
매출채권및기타채권	97,249	14	97,235	0.0	100.0
단기대여금	4,860	1,532	3,327	31.5	68.5
기타유동자산	63,533	61,050	2,483	96.1	3.9
재고자산	185,267	-	185,267	0.0	100.0
반품회수자산	172	-	172	0.0	100.0
비유동자산	289,336	181,912	111,699	62.9	38.6
종속기업투자주식	45,899	38,212	7,687	83.3	16.7
장기대여금	56	-	56	0.0	100.0
장기매출채권및기타채권	9,529	-	9,529	0.0	100.0
투자부동산	5,970	5,970	-	100.0	0.0
유형자산	156,974	97,217	59,757	61.9	38.1
무형자산	8,570	28	8,542	0.3	99.7
사용권자산	18,108	-	18,108	0.0	100.0
기타비유동자산	36,871	40,204	942	109.0	2.6
이연법인세자산	7,359	281	7,078	3.8	96.2
<b>자산총계</b>	<b>670,242</b>	<b>264,333</b>	<b>410,184</b>	<b>39.4</b>	<b>61.2</b>
<b>부채</b>					
유동부채	128,596	1,356	127,240	1.1	98.9
매입채무및기타유동채무	84,532	1,108	83,424	1.3	98.7
단기차입금	15,000	-	15,000	0.0	100.0
기타유동부채	7,036	50	6,986	0.7	99.3
반품충당부채	480	-	480	0.0	100.0
미지급법인세	12,265	197	12,067	1.6	98.4
유동성리스부채	9,282	-	9,282	0.0	100.0
비유동부채	18,683	185	18,498	1.0	99.0
장기매입채무및기타채무	1,919	-	1,919	0.0	100.0
리스부채	11,493	-	11,493	0.0	100.0
기타비유동부채	13	13	-	100.0	0.0
복구충당부채	382	-	382	0.0	100.0
확정급여부채	4,875	171	4,704	3.5	96.5
<b>부채총계</b>	<b>147,278</b>	<b>1,541</b>	<b>145,738</b>	<b>1.0</b>	<b>99.0</b>
<b>자본</b>					
<b>자본총계</b>	<b>522,963</b>	<b>262,792</b>	<b>264,446</b>	<b>50.3</b>	<b>50.6</b>
<b>부채 및 자본총계</b>	<b>670,242</b>	<b>264,333</b>	<b>410,184</b>	<b>39.4</b>	<b>61.2</b>

자료: F&amp;F, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief  
2021. 7. 9

# 휠라홀딩스 081660

## 기저 효과 톡톡

### ▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 9,136억원(+46%), 영업이익 1,648억원(+228%, OPM 18.0%)
- ✓ EAST: 중국(+45%) 고성장 기조 유지, 한국(+7%) 내수 회복 수혜
- ✓ WEST: 미국(+65%) 록다운 영향 제거, ② 로열티(+28%) 기저 효과 반영
- ✓ 아쿠: 골프 용품 수요 급증 → 매출 +60%, 영업이익 +616%,
- ✓ 휠라 본업 자연 성장 실현 여부 따라 주가 향방 당락, 데이터 추적 점검 필요

### Buy

적정주가 (12개월)	68,000 원
현재주가 (7.8)	55,000 원
상승여력	23.6%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	33,414억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	77.27%
외국인비중	46.70%
52주 최고/최저가	59,300원/30,300원
평균거래대금	329.3억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
피에몬테 외 2 인	21.65		
국민연금공단		10.03	
Templeton Asset Management, Ltd.		5.00	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	23.7	43.6
상대주가	1.7	19.9	-4.7

### 주가그래프



### 2Q21E 휠라 기저 & 아쿠 강세

휠라홀딩스는 2021년 2분기 매출액 9,136억원(+46.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,648억원(+227.9%), 순이익 898억원(+124.9%)을 기록할 전망이다. 본업 휠라의 기저 효과에 자회사 아쿠시네트의 폭발적 성과가 더해지겠다.

**[중국]** 내수 회복에 힘입어 고성장 기조(+45.0%)를 유지할 것으로 본다. 예상 수익은 345억원(+46.6%; 자문수수료 및 지분법이익 합산)이다.

**[한국]** 매출액과 영업이익으로 각각 1,392억원(+6.7%), 174억원(+6.7%)을 추산한다. 저마진 도매(쿠팡 및 흄쇼핑) 기여 증가를 감안, 증익 폭은 보수적으로 접근했다(2Q20 한국: 매출 -13.7%, 영업이익 -24.1%).

**[미국]** 매출액 1,139억원(+65.4%), 영업이익 47억원(흑전)을 예상한다. 록다운 영향 제거가 주효하다. 저단가 채널 기여가 높을 것으로 추정(대형마트 비중 90%), 영업이익률은 4.1%에 그치겠다(2019년 6.0%, 2Q19 9.5%).

**[로열티]** 로열티 수익으로 154억원(+27.7%)을 예상한다. 주요 라이센시의 영업 위축은 여전하나, 전년 기저가 낮은 점을 반영했다(2Q20 -41.0%).

**[아쿠시네트]** 매출액 +60.1%, 영업이익 +615.9% 성장 전망한다(휠라 연결 기여도: 매출액 64%, 영업이익 62%). 폭발적인 골프 용품 수요를 감안했다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 68,000원(유지)

골프 수혜는 충분히 반영되었다. 2H21E 아쿠시네트 연결기저 부담이 크기도 하다. 주가 상승을 위해서는 휠라 본업의 성장이 절실하다. 직접 전개하는 한국(B2C)과 미국(B2B)에서 기저 효과 외 자연 성장 실현 여부가 핵심이겠다. 신규 퍼포먼스 제품에 대한 소비자 반응과 무신사/풋라커 등 MZ 인기 채널 내 판매 순위 및 검색 트렌드 등 주요 데이터에 대한 추적 점검이 필요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,450.4	470.7	266.8	4,365	61.0	20,448	12.1	2.6	8.2	23.8	109.3
2020	3,128.8	341.1	139.0	2,286	-41.2	21,274	19.1	2.1	8.5	10.9	102.4
2021E	3,445.7	512.9	291.5	4,798	97.6	26,619	11.5	2.1	7.0	20.0	77.2
2022E	3,534.9	485.9	314.0	5,168	0.0	31,426	10.6	1.8	6.9	17.8	64.0
2023E	3,675.3	512.9	346.6	5,705	9.4	36,770	9.6	1.5	6.1	16.7	54.4

표13 휠라홀딩스 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	988.3	789.9	25.1	796.5	24.1	913.6	8.2
영업이익	183.6	67.1	173.4	68.1	169.6	140.8	30.4
지배주주이익	85.0	33.6	152.9	5.9	1340.4	82.1	3.5
영업이익률(%)	18.6	8.5	10.1	8.5	10.0	15.4	3.2

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표14 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	3,445.7	3,534.9	3,525.7	3,656.3	-2.3	-3.3	3,520.0	3,655.0
영업이익	512.9	485.9	539.8	508.7	-5.0	-4.5	488.0	506.0
순이익	291.5	314.0	307.6	324.4	-5.2	-3.2	260.0	291.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치 비고
영업가치 (A; FILA)	189	18.3	3,456 글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 35% 할인
지분가치 (B; Acushnet)			1,187 지분가치 = 아쿠시네트 12개월 평균 시총*지분율*할인 30%
순현금 (C)			-509 1Q21 말 기준
적정 시가총액 (D)		4,134 (A)+(B)+(C)	
주식 수 (E)		60,752	
적정주가 (원)	68,047	68,000 (D)/(E), 반내림 적용	
현재주가 (원)		55,000	
상승여력 (%)		23.6	
12개월 선행 Implied PER (연결)		13.6	
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)		18.3	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표16 글로벌 스포츠의류 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
휠라홀딩스	3,341	3,446	3,535	513	486	292	314	11.5	10.6	2.1	1.8	20.0	17.8	7.0	6.9
Nike	278,181	61,911	67,114	10,509	11,617	8,842	9,821	31.3	27.5	15.0	10.8	53.7	42.1	23.7	21.6
Adidas	85,498	32,028	34,886	3,677	4,290	2,606	3,100	31.7	26.2	7.5	6.5	24.9	26.3	16.3	14.4
Anta Sports	72,438	10,182	12,161	2,740	3,365	1,824	2,252	40.4	32.6	11.2	9.0	31.0	30.9	24.0	20.0
Puma	20,488	9,523	10,643	886	1,093	555	689	36.7	29.5	6.8	6.2	19.5	21.6	16.3	13.7
Sketchers	8,573	7,359	8,134	761	893	492	602	18.2	14.6	2.2	1.9	12.7	13.2	9.1	7.7
평균(국내사 제외)								31.6	26.1	8.5	6.9	28.3	26.8	17.9	15.5

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표17 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>789.9</b>	<b>625.0</b>	<b>917.4</b>	<b>796.5</b>	<b>988.3</b>	<b>913.6</b>	<b>830.1</b>	<b>713.7</b>	<b>3,128.8</b>	<b>3,445.7</b>	<b>3,534.9</b>
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	118.6	123.3	139.2	130.0	136.0	481.4	528.4	561.5
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	156.8	147.5	113.9	169.2	151.0	512.1	581.5	607.6
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	15.4	17.6	18.9	66.8	67.2	71.7
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	16.9	13.8	22.9	47.5	66.4	86.4
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	647.5	588.6	449.5	368.2	1,902.4	2,053.8	2,052.2
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.1	498.5	486.5	401.4	355.2	1,544.6	1,741.6	1,785.7
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	53.3	48.3	49.8	49.4	50.5	50.5
<b>영업이익</b>	<b>67.1</b>	<b>50.3</b>	<b>155.6</b>	<b>68.1</b>	<b>183.6</b>	<b>164.8</b>	<b>96.8</b>	<b>67.7</b>	<b>341.1</b>	<b>512.9</b>	<b>485.9</b>
영업이익률	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	18.0	11.7	9.5	10.9	14.9	13.7
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	4.7	13.1	17.4	19.7	13.3	46.8	63.5	63.4
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	-2.4	4.0	4.7	9.6	5.7	9.9	24.0	36.7
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	15.4	17.6	18.9	66.8	67.2	71.7
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	16.9	13.8	22.9	47.5	66.4	86.4
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	31.2	133.8	102.5	28.5	6.7	172.4	271.6	207.7
<b>순이익</b>	<b>33.6</b>	<b>39.9</b>	<b>59.6</b>	<b>5.9</b>	<b>85.0</b>	<b>89.8</b>	<b>65.4</b>	<b>51.3</b>	<b>139.0</b>	<b>291.5</b>	<b>314.0</b>
순이익률	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	9.8	7.9	7.2	4.4	8.5	8.9
<b>중국 수익</b>	<b>13.6</b>	<b>19.5</b>	<b>14.6</b>	<b>32.8</b>	<b>24.5</b>	<b>34.5</b>	<b>25.1</b>	<b>43.7</b>	<b>73.3</b>	<b>90.1</b>	<b>127.7</b>
자문수수료	7.2	9.6	8.3	17.6	12.9	16.9	13.8	22.9	47.5	66.4	86.4
지분법수익	6.3	9.9	6.3	15.2	11.7	17.5	11.3	20.8	42.6	61.3	80.3
지배순이익 내 중국 비중	40.4	48.8	24.5	556.3	28.9	38.4	38.4	85.0	52.7	30.9	40.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-5.4</b>	<b>-34.8</b>	<b>5.8</b>	<b>0.9</b>	<b>25.1</b>	<b>46.2</b>	<b>-9.5</b>	<b>-10.4</b>	<b>-9.3</b>	<b>10.1</b>	<b>2.6</b>
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	-20.4	1.7	6.7	17.0	14.6	-16.1	9.8	6.2
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	23.3	16.3	65.4	6.0	-3.7	-18.1	13.6	4.5
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	27.7	2.3	0.9	-20.7	0.5	6.7
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	45.0	30.0	30.1	22.6	40.0	30.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.7	60.1	-21.9	-21.9	-2.9	8.0	-0.1
<b>영업이익</b>	<b>-42.0</b>	<b>-65.3</b>	<b>24.6</b>	<b>-20.0</b>	<b>173.4</b>	<b>227.9</b>	<b>-37.8</b>	<b>-0.6</b>	<b>-27.5</b>	<b>50.4</b>	<b>-5.3</b>
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-72.1	-6.4	6.7	66.5	181.7	-36.3	35.5	-0.1
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	-339.6	-49.0	흑전	-9.8	흑전	-73.8	142.9	52.5
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	27.7	2.3	0.9	-20.7	0.5	6.7
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	45.0	30.0	30.1	22.6	40.0	30.0
아쿠시네트	-56.5	-80.0	93.8	-9.5	422.8	615.9	-71.8	-78.4	-20.5	57.6	-23.5
<b>순이익</b>	<b>-52.2</b>	<b>-41.7</b>	<b>-26.0</b>	<b>-87.6</b>	<b>152.9</b>	<b>124.9</b>	<b>9.7</b>	<b>770.2</b>	<b>-47.9</b>	<b>109.7</b>	<b>7.7</b>

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

## 휠라홀딩스 (081660)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>3,450.4</b>	<b>3,128.8</b>	<b>3,445.7</b>	<b>3,534.9</b>	<b>3,675.3</b>
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	10.1	2.6	4.0
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,704.1	1,749.2	1,813.8
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,741.6	1,785.7	1,861.5
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,228.8	1,299.8	1,348.6
<b>영업이익</b>	<b>470.7</b>	<b>341.1</b>	<b>512.9</b>	<b>485.9</b>	<b>512.9</b>
영업이익률	13.6	10.9	14.9	13.7	14.0
금융손익	-57.0	-29.8	-27.2	-20.5	-14.3
증속/관계기업손익	34.6	42.6	61.3	80.3	96.8
기타영업외손익	22.9	-14.0	-4.8	-3.6	-2.4
세전계속사업이익	471.3	339.9	542.1	542.1	593.0
법인세비용	133.1	142.2	151.8	151.8	166.0
<b>당기순이익</b>	<b>338.1</b>	<b>197.7</b>	<b>390.3</b>	<b>390.3</b>	<b>426.9</b>
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	291.5	314.0	346.6

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>319.1</b>	<b>445.0</b>	<b>315.1</b>	<b>401.7</b>	<b>479.4</b>
당기순이익(손실)	338.1	197.7	390.3	390.3	426.9
유형자산상각비	69.3	73.0	69.0	63.5	58.0
무형자산상각비	24.0	27.5	34.8	34.3	33.5
운전자본의 증감	-176.8	77.9	-220.5	-86.3	-39.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-35.9</b>	<b>-55.2</b>	<b>-44.2</b>	<b>-46.8</b>	<b>-38.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-45.4	-35.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	11.8	-3.1	-11.5	-5.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-190.2</b>	<b>-134.5</b>	<b>-130.8</b>	<b>-95.0</b>	<b>-88.5</b>
차입금의 증감	84.2	-57.5	-96.2	-73.1	-66.5
자본의 증가	-17.9	-1.7	-0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	157.7	259.9	352.2
기초현금	149.0	232.0	470.7	628.4	888.3
기말현금	232.0	470.7	628.4	888.3	1,240.4

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,586.8</b>	<b>1,686.1</b>	<b>1,971.5</b>	<b>2,323.6</b>	<b>2,746.0</b>
현금및현금성자산	232.0	470.7	628.4	888.3	1,240.4
매출채권	505.0	502.9	568.3	602.4	626.5
재고자산	735.5	615.6	683.3	737.9	782.2
<b>비유동자산</b>	<b>2,183.4</b>	<b>2,072.4</b>	<b>2,092.1</b>	<b>2,040.8</b>	<b>1,987.8</b>
유형자산	439.1	405.2	398.3	369.9	344.8
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,470.7	1,436.4	1,402.9
투자자산	102.3	133.0	147.8	159.2	164.7
<b>자산총계</b>	<b>3,770.3</b>	<b>3,758.4</b>	<b>4,063.5</b>	<b>4,364.4</b>	<b>4,733.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>867.4</b>	<b>995.5</b>	<b>929.8</b>	<b>881.3</b>	<b>874.0</b>
매입채무	212.2	202.4	218.6	229.5	234.1
단기차입금	190.4	333.9	296.0	266.0	238.0
유동성장기부채	109.6	22.1	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>1,102.0</b>	<b>905.7</b>	<b>840.6</b>	<b>821.6</b>	<b>793.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	476.4	436.4	396.4
<b>부채총계</b>	<b>1,969.3</b>	<b>1,901.1</b>	<b>1,770.4</b>	<b>1,702.9</b>	<b>1,667.3</b>
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	98.2	97.6	97.6	97.6
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	22.7	22.7	22.7
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,455.7	1,747.8	2,072.4
비지배주주지분	551.3	564.9	676.0	752.3	832.6
<b>자본총계</b>	<b>1,800.9</b>	<b>1,857.3</b>	<b>2,293.1</b>	<b>2,661.5</b>	<b>3,066.5</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	56,458	51,452	56,717	58,186	60,496
EPS(지배주주)	4,365	2,286	4,798	5,168	5,705
CFPS	7,701	5,986	10,232	10,950	11,627
EBITDAPS	9,229	7,261	10,151	9,606	9,948
BPS	20,448	21,274	26,619	31,426	36,770
DPS	219	185	365	365	399
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
(Valuation(Multiple))					
PER	12.1	19.1	11.5	10.6	9.6
PCR	6.9	7.3	5.4	5.0	4.7
PSR	0.9	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR	2.6	2.1	2.1	1.8	1.5
EBITDA	564.0	441.5	616.7	583.6	604.4
EV/EBITDA	8.2	8.5	7.0	6.9	6.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	20.0	17.8	16.7
EBITDA 이익률	16.3	14.1	17.9	16.5	16.4
부채비율	109.3	102.4	77.2	64.0	54.4
금융비용부담률	1.6	1.2	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(X)	8.4	9.4	16.4	16.9	19.3
매출채권회전율(X)	7.2	6.2	6.4	6.0	6.0
재고자산회전율(X)	5.0	4.6	5.3	5.0	4.8

Industry Brief  
2021. 7. 9

# 영원무역 111770

## OEM 정상화

### 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 7,354억원(+35%), 영업이익 962억원(+86%; OPM 13.1%)
- ✓ OEM: 거래선 롯다운 및 공장 셋다운 영향 제거 → 매출 +33%(달러 +45%)
- ✓ 브랜드: Scott 판매 호조 지속 + 판촉 비용 감소 → 영업이익 +115%
- ✓ 서구권 경기 회복 따른 낙수효과 기대 유효, 9월 유럽향 수주 확대 전망
- ✓ 2H21E Scott 역기저 부담 감안 필요, 비용 증가 따른 역레버리지 발생 예상

## Buy

적정주가 (12개월)	57,000 원
현재주가 (7.8)	41,850 원
상승여력	36.2%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	18,544억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	26.98%
52주 최고/최저가	49,150원/23,300원
평균거래대금	66.3억원

### 주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7 인	50.74
국민연금공단	12.05
Hermes Investment Management Ltd	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.8	26.8	61.0
상대주가	-8.0	22.9	6.8

### 주가그래프



### 2Q21E OEM 기저 + Scott 호조

영원무역은 2021년 2분기 매출액 7,354억원(+34.8% YoY; 이하 YoY), 영업이익 962억원(+86.0%), 순이익 567억원(+94.3%)을 기록할 전망이다. OEM 기저 효과에 Scott 판매 호조가 더해지겠다.

**[OEM]** 매출액과 영업이익으로 각각 3,458억원(+33.0%; 달러 기준 +44.7%), 530억원(+52.9%; OPM 15.3%)을 추산한다. 기저 효과가 크다(2Q20 매출 -34.0%, 영업이익 -48.8%). 2Q20 코로나로 인한 거래선 선적 지연과(Q↓) 방글라데시 공장 셋다운(가동률↓→C↑)이 집중되었던 탓이다.

**[브랜드]** 매출액 3,895억원(+36.4%), 영업이익은 435억원(+115.0%)에 달할 전망이다. Scott 호조가 계속된다. 비대면 이동 수단으로 자전거 부상하면서, 전 카테고리의(MTB, E-bike 등) 판매가 늘고 있다. 비용 감소에 따른 수익성 개선 또한 기대된다. 코로나로 인해 프로모션 활동이 위축되면서 판촉비 집행이 줄어든 결과이다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 57,000원(유지)

서구권 경기 회복에 따른 낙수효과가 기대된다(OEM 매출 비중: 유럽 45%, 미국 43%, 아시아 12%). 3Q22E까지 OEM 본업 성장은 유효하겠다. 9월부터 유럽향 수주 확대가 본격화 될 전망이다(3월 유럽 전체 소매판매 성장 전환 → 의류로의 판매 확장 6개월 후행 적용). 문제는 Scott이다. 2Q20부터 자전거 판매 급증과 비용 절감이 동반되면서, 2H20 영원 연결 실적을 끌어올렸다(Scott 2Q20 실적 = 영원무역 3Q20 실적, 1개 분기 후행 반영). 2H21E 매출 성장이 계속되더라도, 스포츠 이벤트(7월 도쿄, 12월 베이징 동계) 시기의 마케팅비 증가를 감안할 시, 역레버리지가 발생할 가능성이 높후하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,388.3	237.7	166.3	3,753	56.6	41,602	9.1	0.8	4.9	9.8	57.7
2020	2,466.4	259.7	147.7	3,332	4.7	41,408	9.5	0.8	3.4	8.0	52.4
2021E	2,748.4	324.3	190.1	4,290	28.7	45,415	9.8	0.9	3.8	9.9	46.5
2022E	2,886.1	325.0	191.0	4,310	0.5	49,191	9.7	0.9	3.5	9.1	42.8
2023E	3,001.5	339.8	201.3	4,542	5.4	53,159	9.2	0.8	3.0	8.9	39.8

표18 영원무역 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	735.4	545.5	34.8	568.2	29.4	674.5	9.0
영업이익	96.2	51.7	86.0	74.0	30.1	82.1	17.2
지배주주이익	56.7	29.2	94.3	49.3	15.0	54.1	5.0
영업이익률(%)	13.1	9.5	38.0	13.0	0.5	12.2	0.9

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

표19 영원무역 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	2,748.4	2,886.1	2,711.8	2,860.8	1.3	0.9	2,689.0	2,878.0
영업이익	324.3	325.0	317.6	318.9	2.1	1.9	303.0	323.0
순이익	190.1	191.0	188.5	189.8	0.9	0.6	185.0	201.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표20 영원무역 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	4,302	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	13.3	Eclat 12개월 선행 P/E에 50% 할인
<b>적정가치 (원)</b>	<b>57,019</b>	
현재주가 (원)	41,850	
상승여력 (%)	36.2	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표21 영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	529.0	545.5	807.6	584.2	568.2	735.4	842.0	602.8	2,466.4	2,748.4	2,886.1
OEM	269.2	260.1	463.0	276.8	257.1	345.8	474.2	294.4	1,269.1	1,371.6	1,440.4
브랜드	259.8	285.5	344.6	307.4	311.1	389.5	367.8	308.4	1,197.2	1,376.8	1,445.7
<b>영업이익</b>	<b>50.6</b>	<b>51.7</b>	<b>109.0</b>	<b>48.3</b>	<b>74.0</b>	<b>96.2</b>	<b>106.9</b>	<b>47.1</b>	<b>259.7</b>	<b>324.3</b>	<b>325.0</b>
영업이익률	9.6	9.5	13.5	8.3	13.0	13.1	12.7	7.8	10.5	11.8	11.3
OEM	38.2	34.6	69.4	27.2	36.7	53.0	71.1	31.2	169.5	192.0	204.0
브랜드	12.9	20.2	39.6	18.6	37.4	43.5	34.4	16.9	91.8	132.2	122.0
<b>순이익</b>	<b>42.4</b>	<b>29.2</b>	<b>72.2</b>	<b>3.9</b>	<b>49.3</b>	<b>56.7</b>	<b>67.9</b>	<b>16.2</b>	<b>147.7</b>	<b>190.1</b>	<b>191.0</b>
순이익률	8.0	5.3	8.9	0.7	8.7	7.7	8.1	2.7	6.0	6.9	6.6
<b>(% YoY)</b>											
매출액	9.7	-18.6	18.3	5.5	7.4	34.8	4.3	3.2	3.3	11.4	5.0
OEM	-1.0	-34.0	4.6	-15.3	-4.5	33.0	2.4	6.4	-11.6	8.1	5.0
브랜드	23.7	3.5	43.5	35.5	19.7	36.4	6.7	0.3	25.7	15.0	5.0
<b>영업이익</b>	<b>20.3</b>	<b>-42.7</b>	<b>54.6</b>	<b>39.0</b>	<b>46.2</b>	<b>86.0</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.5</b>	<b>9.3</b>	<b>24.9</b>	<b>0.2</b>
영업이익률	0.4	-4.1	3.2	4.2	4.3	-0.4	2.4	1.5	1.0	1.8	0.7
OEM	9.6	-48.8	15.8	-21.5	-3.8	52.9	2.4	14.6	-14.0	13.3	6.2
브랜드	65.1	2.0	295.5	163.1	190.6	115.0	-13.2	-9.1	105.3	44.0	-7.7
<b>순이익</b>	<b>38.3</b>	<b>-56.1</b>	<b>46.8</b>	<b>-80.4</b>	<b>16.3</b>	<b>94.3</b>	<b>-5.9</b>	<b>312.9</b>	<b>-11.2</b>	<b>28.7</b>	<b>0.5</b>

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익. 자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

## 영원무역 (111770)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>2,388.3</b>	<b>2,466.4</b>	<b>2,748.4</b>	<b>2,886.1</b>	<b>3,001.5</b>
매출액증가율 (%)	13.7	3.3	11.4	5.0	4.0
매출원가	1,782.4	1,838.0	2,033.3	2,139.2	2,224.8
매출총이익	605.9	628.3	715.1	746.9	776.8
판매관리비	368.2	368.7	390.8	421.9	437.0
<b>영업이익</b>	<b>237.7</b>	<b>259.7</b>	<b>324.3</b>	<b>325.0</b>	<b>339.8</b>
영업이익률	10.0	10.5	11.8	11.3	11.3
금융순익	-10.6	-10.3	-10.8	-11.4	-11.9
증속/관계기업순익	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외순익	7.2	-0.4	3.5	4.8	7.7
세전계속사업이익	233.7	249.4	317.4	318.9	336.0
법인세비용	59.4	67.0	82.5	82.9	87.4
<b>당기순이익</b>	<b>174.3</b>	<b>182.4</b>	<b>234.9</b>	<b>236.0</b>	<b>248.6</b>
지배주주지분 순이익	166.3	147.7	190.1	191.0	201.3

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>231.8</b>	<b>346.1</b>	<b>274.2</b>	<b>308.1</b>	<b>334.7</b>
당기순이익(손실)	174.3	182.4	234.9	236.0	248.6
유형자산상각비	77.9	78.4	91.6	99.4	100.5
무형자산상각비	4.5	5.5	5.2	5.0	4.9
운전자본의 증감	-72.1	48.6	-47.6	-32.3	-19.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-111.7</b>	<b>7.3</b>	<b>-180.6</b>	<b>-161.3</b>	<b>-106.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-126.2	-90.0	-155.9	-110.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-161.5	236.8	-29.1	-40.6	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-25.1</b>	<b>-128.7</b>	<b>-78.4</b>	<b>-50.3</b>	<b>-40.1</b>
차입금의 증감	80.0	-74.5	-39.2	-26.6	-14.7
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.8	218.0	7.4	96.5	188.5
기초현금	356.1	446.9	664.9	672.3	768.8
기말현금	446.9	664.9	672.3	768.8	957.3

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,500.9</b>	<b>1,684.6</b>	<b>1,769.8</b>	<b>1,944.8</b>	<b>2,189.1</b>
현금및현금성자산	446.9	664.9	672.3	768.8	957.3
매출채권	354.1	335.5	359.0	382.0	397.3
재고자산	540.4	497.9	542.7	580.6	612.6
<b>비유동자산</b>	<b>1,603.6</b>	<b>1,353.7</b>	<b>1,467.9</b>	<b>1,514.1</b>	<b>1,509.1</b>
유형자산	607.8	599.3	681.0	691.6	691.1
무형자산	159.5	160.0	152.0	147.0	142.1
투자자산	545.2	308.8	337.9	378.6	378.9
<b>자산총계</b>	<b>3,104.6</b>	<b>3,038.3</b>	<b>3,237.8</b>	<b>3,458.9</b>	<b>3,698.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>622.9</b>	<b>595.0</b>	<b>555.9</b>	<b>541.4</b>	<b>543.4</b>
매입채무	180.3	178.4	198.0	213.9	224.6
단기차입금	136.5	217.6	186.8	168.8	153.8
유동성장기부채	165.4	19.1	0.1	0.1	0.1
<b>비유동부채</b>	<b>512.7</b>	<b>449.3</b>	<b>471.6</b>	<b>495.0</b>	<b>509.0</b>
사채	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	79.7	13.9	13.3	13.3	13.3
<b>부채총계</b>	<b>1,135.6</b>	<b>1,044.3</b>	<b>1,027.5</b>	<b>1,036.4</b>	<b>1,052.4</b>
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	296.5	61.3	92.6	92.6	92.6
이익잉여금	1,130.3	1,356.9	1,503.1	1,670.4	1,846.3
비지배주주지분	125.5	159.2	197.9	242.9	290.2
<b>자본총계</b>	<b>1,969.0</b>	<b>1,994.0</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,422.6</b>	<b>2,645.8</b>

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	53,897	55,660	62,025	65,132	67,737
EPS(지배주주)	3,753	3,332	4,290	4,310	4,542
CFPS	8,182	8,223	9,280	9,724	10,104
EBITDAPS	7,223	7,753	9,504	9,691	10,046
BPS	41,602	41,408	45,415	49,191	53,159
DPS	400	500	540	580	580
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.3	1.4	1.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.1	9.5	9.8	9.7	9.2
PCR	4.2	3.9	4.5	4.3	4.1
PSR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
EBITDA	320.1	343.5	421.1	429.4	445.2
EV/EBITDA	4.9	3.4	3.8	3.5	3.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.0	9.9	9.1	8.9
EBITDA 이익률	13.4	13.9	15.3	14.9	14.8
부채비율	57.7	52.4	46.5	42.8	39.8
금융비용부담률	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	13.2	15.5	26.3	28.4	31.3
매출채권회전율(x)	7.0	7.2	7.9	7.8	7.7
재고자산회전율(x)	4.6	4.8	5.3	5.1	5.0

Industry Brief  
2021. 7. 9

# 화승엔터프라이즈 241590

## 2Q 만 견디자

## ▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 3,188억원(+4%), 영업이익 133억원(+14%, OPM 4.2%)
- ✓ 매출: 역기저 부담(2Q20 +10.6%) 및 아디다스 잔여 재고 소진 주력
- ✓ 이익: 코로나 영향(주문 취소 및 선적 지연) 축소 → 채산성 개선 예상
- ✓ 2H21E 매출 성장 및 이익 개선 동반 예상 → 매수 접근 추천

## Buy

적정주가 (12개월)	24,000 원
현재주가 (7.8)	17,050 원
상승여력	40.8%
KOSPI	3,252.68pt
시가총액	10,324억원
발행주식수	6,057만주
유동주식비율	28.00%
외국인비중	3.27%
52주 최고/최저가	21,500원/10,300원
평균거래대금	61.5억원
주요주주(%)	
화승인더스트리 외 5 인	72.00
국민연금공단	10.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.9	28.7	48.3
상대주가	-4.1	24.7	-1.6

## 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,201.6	85.4	62.4	1,031	281.7	5,759	16.4	2.9	9.9	19.9	166.4
2020	1,115.8	62.5	40.1	662	-36.4	8,554	21.4	1.7	8.4	9.3	114.9
2021E	1,217.2	79.3	61.6	1,017	51.5	9,681	16.8	1.8	8.2	11.2	102.2
2022E	1,438.9	117.4	100.2	1,654	62.6	11,285	10.3	1.5	6.0	15.8	85.3
2023E	1,594.9	136.0	115.8	1,912	15.6	13,141	8.9	1.3	5.0	15.7	73.9

표22 화승엔터프라이즈 2Q21 실적 Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	318.8	306.3	4.1	303.1	5.2	335.7	-5.0
영업이익	13.3	11.7	13.7	11.1	19.7	15.3	-13.2
순이익	12.0	18.9	-36.6	4.4	172.9	12.2	-1.8
영업이익률(%)	4.2	3.8	9.2	3.7	13.8	4.6	-0.4

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표23 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	1,217.2	1,438.9	1,245.4	1,426.8	-2.3	0.8	1,319.0	1,575.0
영업이익	79.3	117.4	88.7	113.5	-10.6	3.5	84.0	121.0
순이익	61.6	100.2	68.5	94.6	-10.1	5.9	59.0	91.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표24 화승엔터프라이즈 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,456	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	16.6	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균값 적용
<b>적정가치 (원)</b>	<b>24,000</b>	
현재주가 (원)	17,050	
상승여력 (%)	40.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표25 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	284.4	306.3	228.3	296.7	303.1	318.8	255.8	339.4	1,115.8	1,217.2	1,438.9
OEM	265.1	301.3	227.9	280.8	283.8	313.5	254.9	321.1	1,075.1	1,173.4	1,390.6
브랜드	19.3	4.9	0.4	15.9	19.3	5.4	0.9	18.3	40.6	43.9	48.3
<b>영업이익</b>	18.2	11.7	9.0	23.6	11.1	13.3	21.6	33.4	62.5	79.3	117.4
영업이익률	6.4	3.8	3.9	8.0	3.7	4.2	8.4	9.8	5.6	6.5	8.2
OEM	16.6	11.8	9.0	21.9	8.4	13.8	18.2	30.1	59.4	70.7	104.7
브랜드	1.5	-0.1	0.0	1.7	2.7	-0.6	3.4	3.2	3.1	8.7	12.7
<b>순이익</b>	-6.0	18.9	4.6	22.6	4.4	12.0	14.8	30.5	40.1	61.6	100.2
순이익률	-2.1	6.2	2.0	7.6	1.4	3.8	5.8	9.0	3.6	5.1	7.0
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	22.3	3.9	-24.1	-20.5	6.6	4.1	12.0	14.4	-7.1	9.1	18.2
OEM	22.4	10.6	-23.3	-21.9	7.1	4.0	11.8	14.4	-6.2	9.1	18.5
브랜드	19.9	-77.9	-88.1	15.8	-0.3	9.1	116.0	14.9	-27.1	8.0	10.0
<b>영업이익</b>	98.1	-32.7	-64.1	-30.2	-38.9	13.7	140.0	41.3	-26.9	27.0	48.0
영업이익률	2.4	-2.1	-4.4	-1.1	-2.7	0.3	4.5	1.9	-1.5	0.9	1.6
OEM	93.4	-22.3	-61.5	-32.4	-49.2	17.3	102.4	37.4	-25.5	19.0	48.2
브랜드	168.2	적전	적전	0.2	71.6	-3.7	흑전	0.9	-0.5	1.8	46.6
<b>순이익</b>	적전	43.0	-74.2	-9.7	흑전	-36.6	222.3	34.6	-35.8	53.6	62.6

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

## 화승엔터프라이즈 (241590)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,201.6</b>	<b>1,115.8</b>	<b>1,217.2</b>	<b>1,438.9</b>	<b>1,594.9</b>
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	9.1	18.2	10.8
매출원가	1,017.4	955.9	1,035.8	1,202.7	1,331.1
매출총이익	184.2	159.9	181.4	236.2	263.8
판매관리비	98.7	97.4	102.1	118.8	127.9
<b>영업이익</b>	<b>85.4</b>	<b>62.5</b>	<b>79.3</b>	<b>117.4</b>	<b>136.0</b>
영업이익률	7.1	5.6	6.5	8.2	8.5
금융손익	-13.2	-13.3	-10.6	-8.9	-9.1
증속/관계기업손익	0.7	0.3	0.7	0.2	0.7
기타영업외손익	5.1	-0.8	5.3	11.5	11.4
세전계속사업이익	78.1	48.7	74.8	120.3	139.0
법인세비용	12.9	7.2	12.0	18.0	20.9
<b>당기순이익</b>	<b>65.2</b>	<b>41.5</b>	<b>62.9</b>	<b>102.2</b>	<b>118.1</b>
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	61.6	100.2	115.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>69.3</b>	<b>77.7</b>	<b>104.3</b>	<b>147.5</b>	<b>157.8</b>
당기순이익(손실)	65.2	41.5	62.9	102.2	118.1
유형자산상각비	47.2	55.2	59.4	61.3	61.8
무형자산상각비	1.3	2.5	3.1	3.0	2.7
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	-24.5	-19.0	-24.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-73.8</b>	<b>-100.9</b>	<b>-99.4</b>	<b>-68.4</b>	<b>-69.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-81.5	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-1.6	-0.6	-0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>14.7</b>	<b>202.4</b>	<b>-10.4</b>	<b>-29.3</b>	<b>-32.4</b>
차입금의 증감	52.5	35.8	-7.1	-26.2	-29.0
자본의 증가	-0.8	0.0	1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	-2.3	49.8	56.1
기초현금	59.9	71.7	245.8	243.5	293.3
기말현금	71.7	246.0	243.5	293.3	349.4

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	484.7	633.0	661.7	741.9	859.7
현금및현금성자산	71.7	246.0	243.5	293.3	349.4
매출채권	137.5	112.8	121.8	129.1	146.9
재고자산	218.8	226.7	247.1	266.8	303.6
비유동자산	494.2	522.0	563.1	564.5	565.9
유형자산	406.3	410.7	450.0	453.7	456.9
무형자산	27.4	31.5	33.1	30.2	27.5
투자자산	6.2	7.1	8.7	9.3	10.1
<b>자산총계</b>	<b>978.9</b>	<b>1,155.0</b>	<b>1,224.9</b>	<b>1,306.4</b>	<b>1,425.6</b>
유동부채	519.6	560.5	574.8	561.4	566.5
매입채무	187.4	158.5	168.0	176.4	200.7
단기차입금	214.9	284.1	294.0	275.0	251.0
유동성장기부채	59.3	58.6	55.3	53.3	50.3
비유동부채	91.8	57.0	44.3	40.1	39.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	15.3	9.3	6.3
<b>부채총계</b>	<b>611.4</b>	<b>617.5</b>	<b>619.0</b>	<b>601.4</b>	<b>605.8</b>
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	166.5	168.3	168.3	168.3
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	-8.8	-8.8	-8.8
이익잉여금	150.4	188.8	246.5	343.6	456.0
비지배주주지분	18.9	19.6	19.6	21.7	24.0
<b>자본총계</b>	<b>367.5</b>	<b>537.5</b>	<b>605.8</b>	<b>705.0</b>	<b>819.8</b>

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	19,849	18,431	20,103	23,762	26,338
EPS(지배주주)	1,031	662	1,017	1,654	1,912
CFPS	2,073	1,860	2,509	3,213	3,510
EBITDAPS	2,213	1,985	2,343	3,000	3,309
BPS	5,759	8,554	9,681	11,285	13,141
DPS	45	45	50	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	16.4	21.4	16.8	10.3	8.9
PCR	8.2	7.6	6.8	5.3	4.9
PSR	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR	2.9	1.7	1.8	1.5	1.3
EBITDA	134.0	120.1	141.9	181.6	200.4
EV/EBITDA	9.9	8.4	8.2	6.0	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	11.2	15.8	15.7
EBITDA 이익률	11.2	10.8	11.7	12.6	12.6
부채비율	166.4	114.9	102.2	85.3	73.9
금융비용부담률	1.3	1.2	1.0	0.8	0.6
이자보상배율(X)	5.6	4.8	6.8	10.6	13.2
매출채권회전율(X)	10.5	8.9	10.4	11.5	11.6
재고자산회전율(X)	6.4	5.0	5.1	5.6	5.6

Industry Brief  
2021. 7. 9

# 한섬 020000

## 온/오프, All 라인 성장

### ▶ 화장품/섬유의복

Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 3,155억원(+14%), 영업이익 270억원(+91%; OPM 8.6%)
- ✓ 오프라인: 백화점 객수 증가(2Q21 비식품 +22.6% 추정) → 매출액 +14%
- ✓ 온라인: 전 플랫폼 고성장(+15%) 지속, 온라인 매출 기여도 18.5%(+0.1%p)
- ✓ 내수 회복 기대감 기반 주가 추가 상승 도모 불가 판단
- ✓ 화장품 사업 본격화 및 완전 수직계열화 브랜드 구체화 시 멀티플 확장 가능

### Buy

적정주가 (12개월)	53,000 원
현재주가 (7.8)	40,200 원
상승여력	36.8%

KOSPI	3,252.68pt		
시가총액	9,901억원		
발행주식수	2,463만주		
유동주식비율	54.55%		
외국인비중	28.75%		
52주 최고/최저가	51,000원/27,850원		
평균거래대금	47.5억원		
<b>주요주주(%)</b>			
현대홈쇼핑	34.64		
국민연금공단	10.51		
FIDELITY MANAGEMENT &	9.54		
<b>주가상승률(%)</b>			
1개월	6개월	12개월	
절대주가	-9.0	29.5	8.9
상대주가	-9.2	25.5	-27.7

### 주가그래프



### 2Q21E 두 자릿수 성장

한섬은 2021년 2분기 매출액 3,155억원(+14.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 270억원(+90.9%), 순이익 226억원(+78.6%)을 기록할 전망이다. 오프라인 트래픽 확대에 따른 수혜가 커울 것으로 본다.

**[오프라인]** 매출액과 영업이익으로 각각 2,570억원(+13.8%), 141억원(+988.4%)을 추정한다. 주력 채널인 백화점의 객수 증가가 복종 불문 전 카테고리의 판매를 견인하고 있다(2Q21 백화점 비식품 +22.6% 추정).

**[온라인]** 고성장이 지속된다. 매출액 585억원으로 전년동기대비 +15.0% 성장할 전망이다. 더한섬닷컴(자체 브랜드)과 H 패션몰(수입 브랜드) 모두 견조한 가운데, EQL(전문 편집몰) 또한 힘을 실어주고 있다. 오프라인 회복에 따라 온라인 비중이 늘지는 않았다(연결 매출 대비 18.5%; +0.1%p).

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 53,000원(하향)

한섬에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 53,000원으로 -4% 하향한다(EPS 변동률: 2021E +2.3%, 2022E -12.8%). 더 이상 내수 회복에 대한 기대감으로 주가 상승을 도모하기는 어렵다. 그 어느 때보다 강했던 기저 효과와, 보복 소비 성향의 특수가 점점 저물고 있기 때문이다.

시간 싸움일 뿐, 가는 방향은 분명 맞다. 신규 화장품 사업이 본격화된다(9월 더마 화장품 출시 예정), 관계사와(현대바이오랜드/현대백화점·홈쇼핑·면세점) 협업한 완전 수직계열화 브랜드가 구체화될 시, 멀티플 확장이 가능하겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,259.8	106.6	85.3	3,462	17.7	42,450	9.1	0.7	4.1	8.4	26.6
2020	1,195.9	102.1	85.1	3,455	-0.4	45,559	8.8	0.7	3.3	7.9	27.8
2021E	1,349.6	138.2	113.1	4,592	33.1	49,343	8.8	0.8	3.7	9.7	21.4
2022E	1,317.4	122.7	101.6	4,127	-10.0	53,024	9.7	0.8	3.7	8.1	18.2
2023E	1,361.4	128.7	107.1	4,347	5.3	56,880	9.2	0.7	3.1	7.9	17.5

표26 한섬 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	315.5	276.6	14.0	333.3	-5.4	309.7	1.9
영업이익	27.0	14.1	90.9	45.2	-40.3	19.9	35.7
지배주주이익	22.6	12.7	78.6	32.6	-30.6	17.0	32.9
영업이익률(%)	8.6	5.1	67.4	13.6	-36.9	6.4	2.2

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

표27 한섬 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	1,349.6	1,317.4	1,382.3	1,439.6	-2.4	-8.5	1,353.0	1,425.0
영업이익	138.2	122.7	136.6	144.3	1.1	-15.0	133.0	143.0
순이익	113.0	101.6	110.5	116.5	2.3	-12.8	105.0	114.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 한섬 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	4,319	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12.0	신세계인터내셔널 2012년 평균 12개월 선행 PER 평균 적용
<b>적정가치 (원)</b>	<b>51,825</b>	
현재주가 (원)	40,200	
상승여력 (%)	36.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표29 한섬 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	271.5	276.6	261.2	386.6	333.3	315.5	304.6	396.2	1,195.9	1,349.6	1,317.4
온라인	51.6	50.8	49.9	67.0	67.0	58.5	59.8	77.8	219.3	263.2	302.6
오프라인	219.9	225.8	211.3	319.6	266.3	257.0	244.7	318.4	976.6	1,086.5	1,014.8
<b>영업이익</b>	<b>29.3</b>	<b>14.1</b>	<b>22.6</b>	<b>36.1</b>	<b>45.2</b>	<b>27.0</b>	<b>27.3</b>	<b>38.7</b>	<b>102.1</b>	<b>138.2</b>	<b>122.7</b>
영업이익률	10.8	5.1	8.6	9.3	13.6	8.6	9.0	9.8	8.5	10.2	9.3
온라인	13.4	12.7	12.5	16.8	16.8	12.9	14.4	18.7	40.7	55.3	73.7
오프라인	15.9	1.4	10.1	19.3	28.5	14.1	12.9	20.0	65.9	46.7	41.5
<b>순이익</b>	<b>21.6</b>	<b>12.7</b>	<b>19.7</b>	<b>31.2</b>	<b>32.6</b>	<b>22.6</b>	<b>23.2</b>	<b>34.6</b>	<b>85.1</b>	<b>113.0</b>	<b>101.6</b>
순이익률	8.0	4.6	7.5	8.1	9.8	7.2	7.6	8.7	7.1	8.4	7.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-13.1</b>	<b>-2.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>0.6</b>	<b>22.8</b>	<b>14.0</b>	<b>16.6</b>	<b>2.5</b>	<b>-5.1</b>	<b>12.9</b>	<b>-2.4</b>
온라인	50.0	70.0	40.0	47.9	30.0	15.0	20.0	16.1	51.0	20.0	15.0
오프라인	-20.9	-11.1	-13.3	-5.7	21.1	13.8	15.8	-0.4	-12.4	11.3	-6.6
<b>영업이익</b>	<b>-11.5</b>	<b>-5.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>4.9</b>	<b>54.5</b>	<b>90.9</b>	<b>20.9</b>	<b>7.1</b>	<b>-4.2</b>	<b>35.4</b>	<b>-11.2</b>
영업이익률	2.0	0.3	2.0	1.9	2.7	3.3	0.3	1.1	1.5	1.8	0.8
<b>순이익</b>	<b>-10.0</b>	<b>15.0</b>	<b>-1.8</b>	<b>13.9</b>	<b>51.0</b>	<b>78.6</b>	<b>18.0</b>	<b>11.2</b>	<b>3.3</b>	<b>32.8</b>	<b>-10.0</b>

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

## 한섬 (020000)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,259.8</b>	<b>1,195.9</b>	<b>1,349.6</b>	<b>1,317.4</b>	<b>1,361.4</b>
매출액증가율 (%)	-3.0	-5.1	12.9	-2.4	3.3
매출원가	508.4	490.2	542.4	536.4	553.2
매출총이익	751.4	705.7	807.2	781.0	808.2
판매관리비	644.8	603.7	669.1	658.3	679.5
<b>영업이익</b>	<b>106.6</b>	<b>102.1</b>	<b>138.2</b>	<b>122.7</b>	<b>128.7</b>
영업이익률	8.5	8.5	10.2	9.3	9.5
금융손익	1.2	1.7	1.8	1.8	1.8
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.8	8.4	8.8	9.3	10.4
세전계속사업이익	113.5	112.2	148.7	133.7	140.9
법인세비용	28.3	27.3	35.7	32.1	33.8
<b>당기순이익</b>	<b>85.3</b>	<b>84.9</b>	<b>113.0</b>	<b>101.6</b>	<b>107.1</b>
지배주주지분 순이익	85.3	85.1	113.1	101.6	107.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>136.4</b>	<b>149.4</b>	<b>96.4</b>	<b>104.7</b>	<b>129.0</b>
당기순이익(손실)	85.3	84.9	113.0	101.6	107.1
유형자산상각비	37.7	34.7	31.2	28.1	24.4
무형자산상각비	17.0	18.3	19.2	16.1	13.6
운전자본의 증감	-17.8	6.6	-75.7	-41.1	-16.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-58.9</b>	<b>-147.8</b>	<b>-26.5</b>	<b>-11.8</b>	<b>-11.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-27.2	-17.1	-24.2	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	29.1	-6.0	-0.1	-0.1	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-86.5</b>	<b>5.4</b>	<b>-46.4</b>	<b>-11.0</b>	<b>-12.1</b>
차입금의 증감	-40.8	24.8	-30.8	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.9	6.0	23.7	81.9	105.6
기초현금	46.3	37.4	43.4	67.1	149.0
기말현금	37.4	43.4	67.1	149.0	254.5

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>719.9</b>	<b>819.7</b>	<b>886.0</b>	<b>988.5</b>	<b>1,118.2</b>
현금및현금성자산	37.4	43.4	67.1	149.0	254.5
매출채권	78.6	60.2	63.2	65.8	67.8
재고자산	447.6	446.3	482.0	496.5	516.4
<b>비유동자산</b>	<b>603.8</b>	<b>618.9</b>	<b>594.0</b>	<b>559.9</b>	<b>532.1</b>
유형자산	337.1	324.4	322.8	304.7	290.3
무형자산	92.8	122.1	102.9	86.8	73.3
투자자산	49.6	55.5	55.7	55.8	56.0
<b>자산총계</b>	<b>1,323.6</b>	<b>1,438.5</b>	<b>1,480.0</b>	<b>1,548.4</b>	<b>1,650.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>218.0</b>	<b>230.9</b>	<b>178.0</b>	<b>155.0</b>	<b>159.5</b>
매입채무	37.4	35.8	37.3	39.1	40.4
단기차입금	2.9	3.3	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	12.7	8.5	11.3	11.3	11.3
<b>비유동부채</b>	<b>60.1</b>	<b>81.6</b>	<b>82.8</b>	<b>83.6</b>	<b>86.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>278.1</b>	<b>312.5</b>	<b>260.8</b>	<b>238.6</b>	<b>245.6</b>
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	-15.6	-12.7	-12.8	-12.8	-12.8
이익잉여금	948.8	1,024.3	1,117.6	1,208.3	1,303.2
비지배주주지분	0.0	3.9	3.8	3.8	3.8
<b>자본총계</b>	<b>1,045.6</b>	<b>1,126.0</b>	<b>1,219.1</b>	<b>1,309.8</b>	<b>1,404.8</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	51,149	48,555	54,796	53,489	55,275
EPS(지배주주)	3,462	3,455	4,592	4,127	4,347
CFPS	6,264	6,020	7,367	6,954	6,943
EBITDAPS	6,548	6,296	7,655	6,775	6,767
BPS	42,450	45,559	49,343	53,024	56,880
DPS	450	450	500	550	550
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.2	1.4	1.4
(Valuation(Multiple))					
PER	9.1	8.8	8.8	9.7	9.2
PCR	5.0	5.0	5.5	5.8	5.8
PSR	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
PBR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
EBITDA	161.3	155.1	188.5	166.9	166.7
EV/EBITDA	4.1	3.3	3.7	3.7	3.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	8.4	7.9	9.7	8.1	7.9
EBITDA 이익률	12.8	13.0	14.0	12.7	12.2
부채비율	26.6	27.8	21.4	18.2	17.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	84.1	112.6	351.1	515.5	540.6
매출채권회전율(X)	14.8	17.2	21.9	20.4	20.4
재고자산회전율(X)	3.0	2.7	2.9	2.7	2.7

Industry Brief  
2021. 7. 9

## 한세실업 105630

## 영업이익 13 배 증가

## ▶ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 2Q21E 매출 3,999억(원화 +2%/달러 +11%), 영업이익 217억(흑전; OPM 5.4%)
- ✓ 매출액: 물량 증가 지속. 2Q20 PPE 특수 600억원 제거 시, +20%(달러 +31%)
- ✓ 영업이익: 전년동기대비 13배 성장 예상, 제품 믹스 개선 & 일회성 비용 제거
- ✓ 중장기 - 미국 경기 회복 낙수효과, 단기 - 3Q21E PPE 역기저 부담 상존
- ✓ 7~9월 미국 소매 지표 및 경쟁사 매출 동향 점검 필요

## Buy

적정주가 (12개월)	32,000 원
현재주가 (7.8)	22,450 원
상승여력	42.5%

KOSPI	3,252.68pt
시가총액	8,980억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.40%
외국인비중	9.82%
52주 최고/최저가	27,550원/10,450원
평균거래대금	99.8억원

주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 12 인	56.66
국민연금공단	12.13

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.8	41.6	102.3
상대주가	-7.0	37.3	34.2

## 주가그래프



## 2Q21E 이상 없다

한세실업은 2021년 2분기 매출액 3,999억원(-11.8% YoY, 엠케이 제거 시 +2.0% 이하 YoY), 영업이익 217억원(흑전), 순이익 230억원(+120.7%)을 기록할 전망이다. PPE 매출 역기저(2Q20 600억원, 3Q20 1,000억원)에도 불구하고, 수주 증가가 뚜렷할 것으로 본다. 하기 실적은 OEM 본업에 준한다.

매출액은 전년동기대비 +2.0%(달러 기준 +11.0%; 2Q21 원/달러 평균 환율 -8.1%) 증가하겠다. PPE 특수(600억원)를 제거하면, 의류 제품 수주가 +20.4%(달러 기준 +31.1%)나 늘어난 셈이다. 주력 거래선 내 벤더 점유율 확대 및 신규 거래선 추가가 계속되는 모습이다.

수익성 개선 폭이 크겠다. 예상 영업이익은 220억원으로 전년동기대비 13배 높은 수준이다. ① P: 제품 믹스 개선이 뚜렷하다. PPE의 마진율은 주력 의류 제품 대비 절반 수준이다. ② C: 일회성 비용(190억원)이 제거된다. 2Q20 매출원가율은 89.4%로 역대 2/4분기 중 가장 높았다. 거래선 파산에 따른 매출채권충당금 50억원 및 재고자산평가손실 141억원이 반영된 탓이다. 운반비 부담에 대한 우려는 기우에 불과하다. OEM 사는 FOB 규정을 따른다. 물량 인도 후 발생되는 역내 비용은 모두 거래선 몫이다. 원부자재 조달 및 완제품 선적 관련 자체적으로 부담하는 운반비는 매출에 0.6% 수준이다.

## 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 32,000원(유지)

이미 회복한 아시아보다, 이제 회복할 서구권이 낫다. 미국의 회복세가 빠른 점은 한세에 특히 우호적이다(미국 매출 비중 85%). 단기 주가의 허들은 3Q21E 매출이다(3Q20 PPE 매출 비중 17%). 7~9월 미국 소매 지표 및 경쟁사 매출 동향을 유의 깊게 관찰할 필요가 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,615.0	84.9	-0.3	-6	-65.3	9,945	-2,790.3	1.7	8.3	-0.1	159.2
2020	1,698.3	64.9	44.9	1,123	-306.6	10,534	15.6	1.7	8.9	11.0	142.3
2021E	1,537.9	103.9	95.7	2,394	170.9	11,918	9.4	1.9	7.8	21.3	128.7
2022E	1,626.1	113.2	109.6	2,740	13.4	14,118	8.2	1.6	6.8	21.0	105.7
2023E	1,723.7	125.8	119.2	2,979	8.7	16,508	7.5	1.4	5.7	19.5	88.7

표30 한세실업 2Q21E Preview

(십억원)	2Q21E	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	399.9	392.1	2.0	375.6	6.5	395.1	1.2
영업이익	21.7	1.6	1232.4	29.5	-26.6	18.7	16.0
순이익	23.0	10.4	120.7	20.7	11.4	14.7	56.5
영업이익률(%)	5.4	0.4	1206.4	7.8	-31.0	4.7	0.7

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표31 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
2021E EPS (원)	2,590	2021E 지배주주 귀속 EPS 예상치
Target PER (배)	12.5	2021E Makalot PER에 30% 할인 적용
<b>적정가치 (원)</b>	<b>32,000</b>	반내림
현재주가 (원)	22,450	
<b>상승여력 (%)</b>	<b>42.5</b>	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표32 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,537.8	1,626.1	1,523.5	1,610.9	0.9	0.9	1,732.0	1,854.0
영업이익	103.9	113.2	104.6	113.8	-0.6	-0.6	108.0	114.0
순이익	95.7	109.6	96.2	110.4	-0.5	-0.7	85.0	89.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표33 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액 (원화)</b>	347.3	392.1	590.1	214.5	375.6	399.9	533.1	229.2	1,544.1	1,537.8	1,626.1
매출액 (달러)	290.7	321.4	496.8	192.1	337.0	356.7	486.8	213.7	1,303.0	1,394.2	1,519.7
매출총이익	49.2	41.7	90.9	-45.3	64.9	58.5	79.5	31.9	136.5	234.7	249.3
매출총이익률	14.2	10.6	15.4	-21.1	17.3	14.6	14.9	13.9	8.8	15.3	15.3
<b>영업이익</b>	10.0	1.6	53.1	10.8	29.5	21.7	40.0	12.8	75.5	103.9	113.2
영업이익률	2.9	0.4	9.0	5.0	7.8	5.4	7.5	5.6	4.9	6.8	7.0
<b>순이익</b>	-13.6	10.4	42.7	12.0	21.6	23.0	41.4	10.7	51.5	95.7	109.6
순이익률	-3.9	2.7	7.2	5.6	5.7	5.8	7.8	4.7	3.3	6.2	6.7
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액 (원화)</b>	0.4	10.5	16.7	112.6	8.1	2.0	-9.7	6.9	18.1	-0.4	5.7
매출액 (달러)	-5.4	5.6	17.3	127.7	15.9	11.0	-2.0	11.2	16.4	7.0	9.0
매출총이익	4.6	-26.3	10.1	-58.5	32.1	40.4	-12.6	-170.4	77.0	72.0	6.2
<b>영업이익</b>	7.3	-91.0	29.1	-0.7	195.5	1,232.4	-24.7	0.2	-30.6	37.7	8.9
영업이익률	0.2	-4.7	0.9	-34.9	5.0	5.0	-1.5	0.6	-3.4	1.9	0.2
<b>순이익</b>	적전	42.9	112.2	흑전	흑전	120.7	-3.1	-11.0	흑전	113.2	14.5

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

## 한세실업 (105630)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,615.0</b>	<b>1,698.3</b>	<b>1,537.9</b>	<b>1,626.1</b>	<b>1,723.7</b>
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-9.4	5.7	6.0
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,303.1	1,376.8	1,456.0
매출총이익	239.4	220.3	234.7	249.3	267.7
판매관리비	154.5	155.4	130.8	136.1	141.9
<b>영업이익</b>	<b>84.9</b>	<b>64.9</b>	<b>103.9</b>	<b>113.2</b>	<b>125.8</b>
영업이익률	5.3	3.8	6.8	7.0	7.3
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
증속/관계기업손익	0.0	0.1	0.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	21.3	29.7	29.2
세전계속사업이익	58.7	70.4	120.6	137.0	148.9
법인세비용	16.9	-7.6	23.9	27.4	29.8
<b>당기순이익</b>	<b>-17.3</b>	<b>35.7</b>	<b>96.7</b>	<b>109.6</b>	<b>119.2</b>
지배주주지분 순이익	-0.3	44.9	95.7	109.6	119.2

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>87.9</b>	<b>50.7</b>	<b>117.3</b>	<b>140.7</b>	<b>184.6</b>
당기순이익(손실)	-17.3	35.7	96.7	109.6	119.2
유형자산상각비	39.0	37.0	35.4	36.8	36.8
무형자산상각비	2.6	0.6	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-33.0	-15.8	-9.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-15.4</b>	<b>-3.6</b>	<b>-78.8</b>	<b>-37.7</b>	<b>-39.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-38.6	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-3.6	-1.4	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-27.0</b>	<b>-31.0</b>	<b>-29.8</b>	<b>-51.3</b>	<b>-80.4</b>
차입금의 증감	32.2	-65.9	12.1	-20.2	-19.6
자본의 증가	3.2	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	9.5	51.7	65.0
기초현금	36.1	81.7	96.7	106.2	157.9
기말현금	81.7	96.7	106.2	157.9	222.8

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	720.2	791.3	874.4
현금및현금성자산	81.7	96.7	106.2	157.9	222.8
매출채권	167.3	144.6	153.3	157.9	162.7
재고자산	294.7	221.4	239.1	251.1	261.1
비유동자산	439.8	362.1	372.4	372.4	373.5
유형자산	185.5	133.6	142.2	141.4	142.6
무형자산	7.9	6.8	6.2	5.7	5.2
투자자산	148.5	134.9	139.4	140.8	141.1
<b>자산총계</b>	<b>1,179.5</b>	<b>1,021.1</b>	<b>1,092.6</b>	<b>1,163.7</b>	<b>1,247.9</b>
유동부채	641.0	480.8	502.4	490.8	486.9
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	55.9
단기차입금	464.0	370.2	390.4	378.4	368.4
유동성장기부채	12.5	10.2	11.3	11.3	11.3
비유동부채	83.5	118.9	112.6	107.3	99.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.5	74.4	66.3	58.3	48.3
<b>부채총계</b>	<b>724.5</b>	<b>599.7</b>	<b>614.9</b>	<b>598.1</b>	<b>586.7</b>
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	55.4	56.1	56.1	56.1	56.1
기타포괄이익누계액	-9.8	-9.4	-10.5	-10.5	-10.5
이익잉여금	350.1	372.5	429.0	517.0	612.6
비지배주주지분	57.2	0.0	0.9	0.9	0.9
<b>자본총계</b>	<b>455.0</b>	<b>421.4</b>	<b>477.6</b>	<b>565.6</b>	<b>661.2</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	40,374	42,457	38,446	40,653	43,092
EPS(지배주주)	-6	1,123	2,394	2,740	2,979
CFPS	2,359	3,302	4,134	4,597	5,585
EBITDAPS	3,161	2,562	3,499	3,763	4,077
BPS	9,945	10,534	11,918	14,118	16,508
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.4	2.7	2.7
(Valuation(Multiple))					
PER	-2,790.3	15.6	9.4	8.2	7.5
PCR	7.3	5.3	5.4	4.9	4.0
PSR	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
PBR	1.7	1.7	1.9	1.6	1.4
EBITDA	126.4	102.5	139.9	150.5	163.1
EV/EBITDA	8.3	8.9	7.8	6.8	5.7
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	11.0	21.3	21.0	19.5
EBITDA 이익률	7.8	6.0	9.1	9.3	9.5
부채비율	159.2	142.3	128.7	105.7	88.7
금융비용부담률	1.1	0.6	0.6	0.6	2.2
이자보상배율(X)	4.8	6.0	10.5	11.9	3.4
매출채권회전율(X)	8.9	10.9	10.3	10.4	10.8
재고자산회전율(X)	5.5	6.6	6.7	6.6	6.7

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%
2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

### 코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.14	기업브리프	Buy	151,937	양지혜	-29.0	-22.3	
2019.07.15	기업브리프	Buy	137,233	양지혜	-29.9	-25.0	
2019.08.12	기업브리프	Buy	117,628	양지혜	-39.6	-37.2	
2019.10.16	산업분석	Hold	78,419	양지혜	-2.8	8.8	
2019.12.31			Univ Out.		-3.3	-	
2020.04.22	산업분석	Hold	91,162	하누리	-6.7	-2.2	
2020.05.15	기업브리프	Hold	98,024	하누리	-6.6	2.5	
2020.07.13	기업브리프	Buy	117,628	하누리	-22.2	-15.8	
2020.08.14	기업브리프	Buy	147,036	하누리	-30.0	-16.0	
2021.01.18	기업브리프	Buy	127,431	하누리	-13.6	-4.2	
2021.04.12	기업브리프	Buy	156,838	하누리	-19.8	-13.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	180,000	하누리	-	-	

### LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.13	산업브리프	Buy	1,720,000	양지혜	-26.9	-20.5	
2019.12.31			Univ Out.		-26.6	-	
2020.04.22	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-11.9	-1.7	
2020.10.05	기업브리프	Buy	1,800,000	하누리	-13.3	-8.4	
2021.01.13	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-20.9	-11.5	
2021.07.09	산업브리프	Buy	2,100,000	하누리	-	-	

## 아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

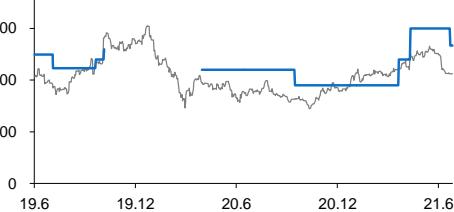
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.04	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-17.8	-10.0	
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-20.6	-10.3	
2019.10.16	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-16.3	-3.2	
2019.10.31	기업브리프	Buy	215,000	양지혜	-11.8	-3.5	
2019.11.29	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-19.2	-16.0	
2019.12.31			Univ Out.		-23.4	-	
2020.04.22	산업분석	Buy	210,000	하누리	-20.1	-13.6	
2020.08.03	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-10.2	8.5	
2021.01.13	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-5.5	2.5	
2021.02.04	기업브리프	Buy	270,000	하누리	-11.0	0.7	
2021.04.07	기업브리프	Buy	300,000	하누리	-12.8	-10.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	340,000	하누리	-18.8	-12.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	330,000	하누리	-	-	



## 아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.03.12	산업브리프	Trading Buy	74,827	양지혜	-9.2	9.2	
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	66,846	양지혜	-9.4	8.5	
2019.10.16	산업분석	Hold	71,834	양지혜	-0.3	17.4	
2019.10.31	기업브리프	Hold	77,820	양지혜	4.2	12.3	
2019.12.31			Univ Out.		-14.1	-	
2020.04.22	산업분석	Hold	66,000	하누리	-18.8	-9.5	
2020.10.05	기업브리프	Hold	57,000	하누리	0.0	17.2	
2021.04.08	기업브리프	Hold	72,000	하누리	-4.6	1.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-18.7	-11.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	80,000	하누리	-	-	



## 신세계인터내셔날 (031430) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

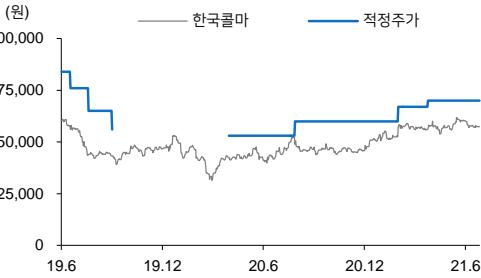
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.04	산업분석	Buy	400,000	양지혜	-47.9	-36.3	
2019.07.24	기업브리프	Buy	250,000	양지혜	-25.6	-14.2	
2019.11.13	산업분석	Buy	280,000	양지혜	-24.2	-17.7	
2019.12.31			Univ Out.		-28.0	-	
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-26.4	-20.0	
2021.01.13	기업브리프	Buy	220,000	하누리	-19.8	-14.3	
2021.02.09	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-17.3	-11.7	
2021.04.09	기업브리프	Buy	260,000	하누리	-21.2	-11.0	
2021.05.13	기업브리프	Buy	280,000	하누리	-	-	



## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

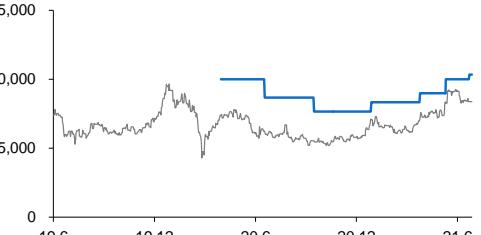
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.05.15	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-25.4	-15.8	
2019.07.15	기업브리프	Buy	76,000	양지혜	-30.2	-23.7	
2019.08.16	기업브리프	Buy	65,000	양지혜	-32.3	-30.0	
2019.09.27	기업브리프	Buy	56,000	양지혜	-18.9	-13.2	
2019.12.31				Univ Out.	-23.3	-	
2020.04.22	산업분석	Buy	53,000	하누리	-16.6	-1.1	
2020.08.18	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-20.1	-7.8	
2021.02.18	기업브리프	Buy	67,000	하누리	-14.8	-12.1	
2021.04.12	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-	-	



## 클리오 (237880) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

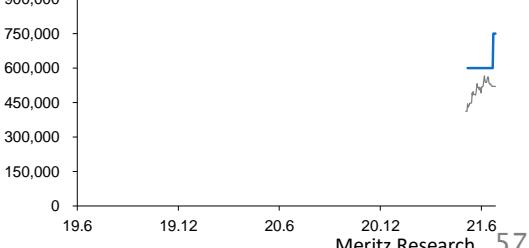
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	30,000	하누리	-30.5	-22.0	
2020.07.09	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-32.5	-22.9	
2020.10.05	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-25.3	-7.2	
2021.01.15	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-21.7	-12.4	
2021.04.12	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-16.5	-7.2	
2021.05.28	산업분석	Buy	30,000	하누리	-11.9	-7.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	31,000	하누리	-	-	



## F&amp;F (383220) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.24	기업분석	Buy	600,000	하누리	-15.6	-5.5	
2021.07.09	산업브리프	Buy	750,000	하누리	-	-	



## 휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

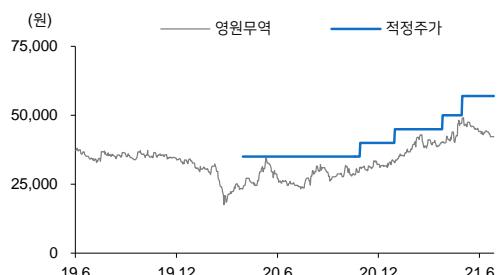
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	50,000	하누리	-33.5	-29.9	
2020.05.18	기업브리프	Buy	46,000	하누리	-18.7	-4.8	
2020.07.07	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-25.5	-5.0	
2020.11.16	기업브리프	Buy	56,000	하누리	-21.5	-14.8	
2021.01.18	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-30.5	-21.5	
2021.05.10	산업분석	Buy	66,000	하누리	-16.2	-14.1	
2021.05.17	기업브리프	Buy	68,000	하누리	-	-	



## 영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

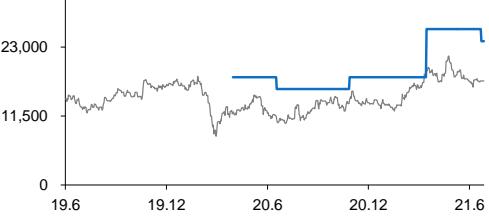
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.28			Univ Out.		-	-	
2020.04.22	산업분석	Buy	35,000	하누리	-20.2	-1.0	
2020.11.17	기업브리프	Buy	40,000	하누리	-20.5	-15.4	
2021.01.18	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-14.6	-4.6	
2021.04.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-14.4	-3.6	
2021.05.18	기업브리프	Buy	57,000	하누리	-	-	



## 화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

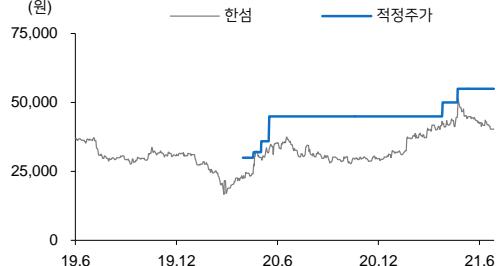
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	18,000	하누리	-28.7	-16.7	
2020.07.09	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-21.9	-7.5	
2020.11.16	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-19.3	2.8	
2021.04.02	기업분석	Buy	26,000	하누리	-29.5	-17.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-	-	



## 한섬 (020000) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	30,000	하누리	-21.2	-17.8	
2020.05.11	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-5.9	1.1	
2020.05.25	산업분석	Buy	36,000	하누리	-13.4	-6.7	
2020.06.08	기업분석	Buy	45,000	하누리	-26.9	-4.2	
2021.04.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-15.0	-10.8	
2021.05.10	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-	-	
2021.07.09	산업브리프	Buy	53,000	하누리	-	-	



## 한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.28			Univ Out.		-	-	
2020.04.22	산업분석	Hold	11,000	하누리	6.5	20.5	
2020.05.25	산업분석	Hold	12,000	하누리	-3.1	19.6	
2020.08.18	기업분석	Buy	22,000	하누리	-24.4	-13.2	
2020.10.08	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-27.1	-10.8	
2021.04.13	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-16.5	-1.6	
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-	-	

