



△ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

F&F(383220)	Buy	1,000,000원
코스맥스(192820)	Buy	190,000원

관심종목

화장품

클리오(237880)	Buy	31,000원
LG생활건강(051900)	Buy	1,700,000원
아모레퍼시픽(090430)	Hold	200,000원
아모레G(002790)	Hold	55,000원
신세계인터내셔날(031430)	Buy	250,000원
한국콜마(161890)	Buy	60,000원

섬유의복

한세실업(105630)	Buy	33,000원
힐라홀딩스(081660)	Buy	57,000원
영원무역(111770)	Buy	57,000원
화승엔터프라이즈(241590)	Buy	21,000원
한섬(020000)	Buy	52,000원

화장품/섬유의복

3Q21E Preview: 꿀잼 vs. 노잼

- ✓ 시장: 중국 이미 역기저, 내수 곧 역기저, 서구 드디어 기저 → 서구 > 내수 > 중국
- ✓ 업종: 실적 성장 동력 및 모멘텀 강화 요인 → 의류 > 화장품
- ✓ 종목: 업황 무관 자연 성장 실현 업체 선별 필요
- ✓ 화장품: 최선호주 코스맥스(Buy/190,000 원), 관심종목 클리오(Buy/31,000 원)
- ✓ 섬유의복: F&F(Buy/1,000,000 원), 관심종목 한세실업(Buy/33,000 원)

시장: 서구 > 내수 > 중국

영업 환경이 녹록하지 못하다. **【중국】** 역기저 영향이 본격화된다(화장품: 1Q21 +45.4% → 2Q21 +18.3% → 3Q21E +3.3% YoY). 면세 시장 또한 다소 둔화되는 모습이다(2Q21 +56.3% → 3Q21E +8.6% YoY). **【내수】** 7월 거리두기 상향에도 불구하고, 오프라인 트래픽은 견조했다(백화점: 1Q21 +25.5% → 2Q21 +21.5% → 7~8월 +13.9% YoY). 계속 좋기는 어렵다. 1Q21E 역기저 구간에 진입, 역신장 전환이 불가피하다. **【서구】** 미국 전방은 원연하게 회복한 모습이다. 의류 판매의 폭발적 성장이 나타나는 가운데, 재고율은 역대 최저, 회전율은 역대 최고 수준이다.

업종: 의류 > 화장품

화장품 대비 의류가 낫다. 화장품은 주력 채널의 성장 둔화(실적 ↓)와 경쟁 심화(모멘텀 ↓)에 노출되어 있다. 의류는 품목 추가 및 채널 확장을 통한 신성장동력 확보(실적 ↑)와, 베트남 완화 및 자회사 특수(모멘텀 ↑)가 기대된다. 시장 컨센서스 또한 화장품은 하향, 의류는 상향 조정이 계속되고 있다.

종목: 최선호주 코스맥스 · F&F, 관심종목 한세실업 · 클리오

업황과 무관하게 자연 성장을 실현할 업체를 선별해야 한다. 화장품 최선호주로서 코스맥스를 추천한다. 색조 ODM 특유의 기술 진입 장벽 하에, 중국의 높은 색조 성장 여력과 그에 따른 신생 브랜드 출범 증가에의 구조적 낙수효과가 기대된다. 중국 법인 상장과 1Q23E 이센테크놀로지(CAPA 4억개) 가동 또한 예정되어 있다.

섬유의복 최선호주로는 F&F를 제시한다. 브랜드력 상승과 레저 확대 수혜, 중화권 및 면세향 폭발적 판매 성과를 기반으로 매분기 역대 최고 실적을 갈아치우고 있다. 11월 MSCI 편입, 1Q21E 주주환원정책, 2H21E 테일러메이드 상장 구체화까지, 기대 만발이다.

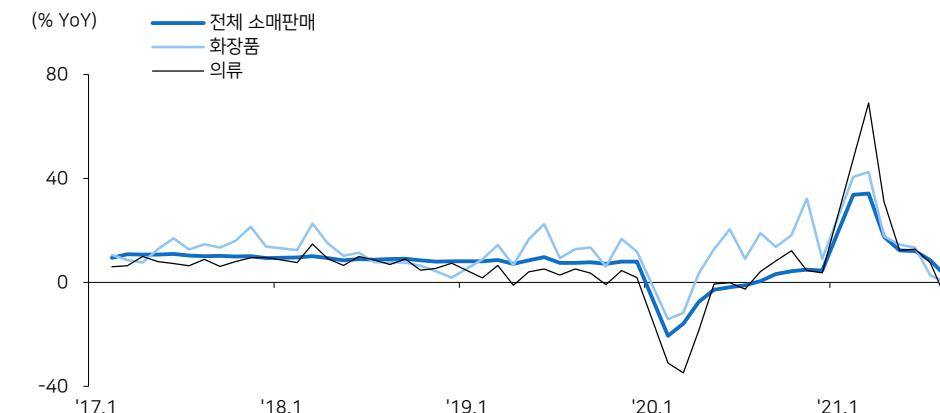
관심종목으로는 한세실업과 클리오를 추천한다. 한세실업은 미국(매출 비중 85%) 재고 비축과 베트남 록다운 완화에 따른 수혜에, 높은 배당 성향(2021E 24~26%)이 돋보인다. 클리오의 경우 포트폴리오 다변화 기반의 해외 확장과, 탈쿠팡 및 전문점 철수를 통한 국내 개선이 매력적이다.

시장: 서구 > 내수 > 중국

영업 환경이 녹록하지 못하다. [중국] 역기저 구간에 진입했다. 3Q21E 소매판매 성장률은 한 자리 수에 그칠 것으로 보인다(전체 1Q21 +33.9% → 2Q21 +13.9% → 3Q21E +2.0%; 화장품 1Q21 +45.4% → 2Q21 +18.3% → 3Q21E +3.3% YoY). 1H22E 역신장 전환의 가능성 또한 농후하다. 특히, 화장품 브랜드사(LG생활건강, 아모레퍼시픽)에게 부정적이다. 중국 현지 사업이 성숙기에 접어들어, 업황(시장 성장 및 경쟁 강도)과 동조화 되기 때문이다. 의류 브랜드사(F&F, 휠라홀딩스)의 경우 조금 다르다. 폐점이 아닌 출점(Q↑), 판촉비 확대 대신 정상을 상승(P↑ • C↓) 등 여전히 양적 성장 구간에 있다. 시장 성장 둔화와 무관하게 고성장세를 유지하고 있는 배경이다.

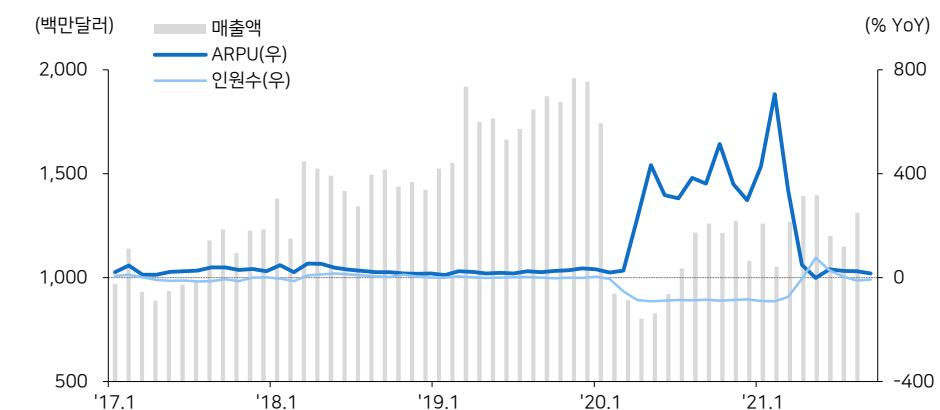
[면세] 국내 면세 시장 또한 다소 둔화되는 모습이다(2Q21 +56.3% → 3Q21E +8.6% YoY). ARPU가 220만불 부근에서 정체되며, 다이고향 매출이 상한에 도달함을 나타내고 있다. 중국 정부가 불법 유통 근절 골자의 화장품 신정책을 도입(2021년 1월 1일 시행: 30년 만에 개정)함에 따라, 다이고의 영업 활동이 위축될 개연성 또한 크다. 유일한 성장 동력인 객수의 경우, 반등 시점을 예단하기 어렵다. 백신 접종률 상승 및 위드 코로나 전환을 감안해도, 단기간 내 국제 운항이 완전 재개 되기는 쉽지 않다. 중국 면세점의 비약적인 성장은 구조적 위협 요인으로 작용한다.

그림1 중국 소매판매



자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 면세점 매출

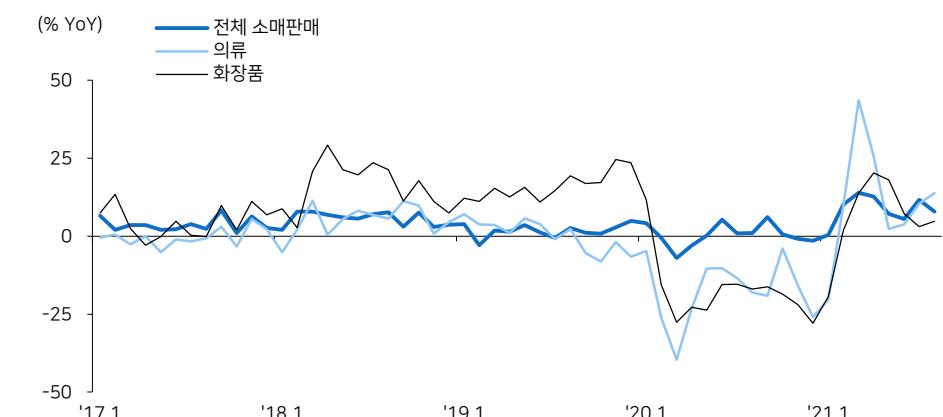


자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

[내수] 선방하고 있다. 7월 거리두기 상향에도 불구하고, **오프라인 트래픽은 견조했다**(백화점 판매: 1Q21 +25.5% → 2Q21 +21.5% → 7~8월 +13.9% YoY). 마스크 착용 영향에서 자유로운 의류가 좀 더 강한 모습이다(내수 판매: 1Q21 의류 +10.0%/화장품 -3.4% → 2Q21 의류 +10.1%/화장품 +15.1% → 7~8월 의류 +12.2%/화장품 +3.9%). 화장품과 의류는 가격 부담(vs. 전자제품, 자동차)이 낮고, 특별한 계획(vs. 레저, 오락)이 필요하지 않아, 상대적으로 용이하게 구입할 수 있는 품목이다. 보복 소비에 따른 1차 수혜 품목으로 떠오른 이유이다.

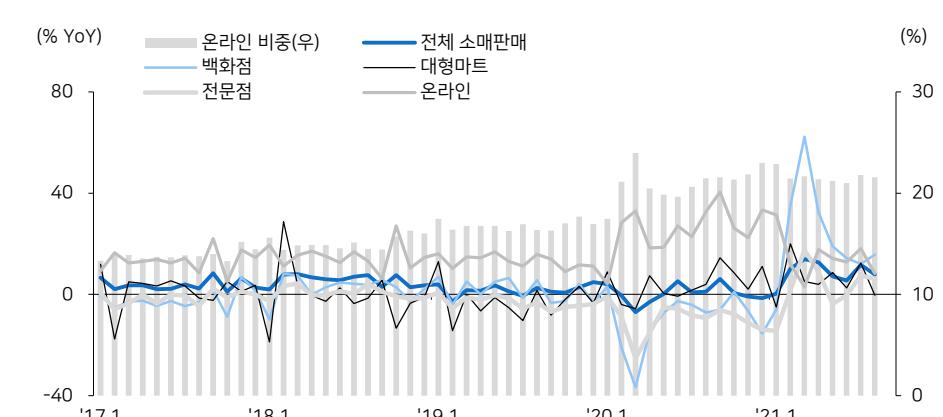
계속 좋기는 어렵다. 1H21 백화점 매출이 1995년 통계청의 데이터 제공 이래 최고 성장률을 시현한 만큼, 역기저 영향 또한 상당하겠다. 1Q21E 역기저 구간 진입과 보복 소비 제거에 따라 역신장 전환이 불가피하다. 내수 기반의 전통 오프라인 채널 비중이 높은 업체(한섬, 신세계인터내셔널)에 부담이 가중될 전망이다.

그림3 국내 재별 소매판매



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 업태별 소매판매



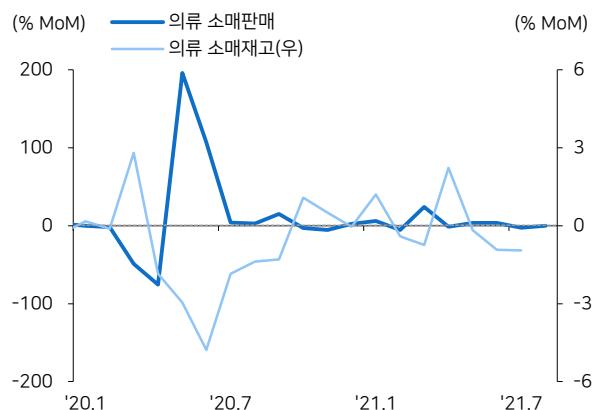
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

[서구] 미국 전방은 완연하게 회복한 모습이다. 의류 판매가 이를 방증한다. 지난 3월부터 자유 소비재에 해당하는 의류의 판매 성장이 전체 소매 시장 성과를 웃돌기 시작했다(3월: 의류 +117.6% vs. 전체 +29.7% YoY). 4월 판매 성장률은 +769.5%까지 치솟기도 했다. 세 자릿수 성장은 1992년 미국 인구 조사국의 자료 공개 이후 최초이다. 2019년 대비로도 높은 성장을 구가하고 있다(2019년 대비 2021년 의류 판매: 3월 +11.5% → 2Q21 +14.5% → 7~8월 +14.6%).

동기간 의류 재고는 역신장 기조를 이어가고 있다. **재고 비축 수요가 급증함을 뜻한다**(의류 판매 성장률 - 의류 재고 성장률 = Re-stoking: 3월 +129.6% → 4월 +777.8% → 5월 +210.5% → 6월 +54.3% → 7월 +43.6%). 3월부로 줄곧 재고율은(2개월 평균 재고/당월 판매) 2.0 미만으로 역대 최저, 회전율(당월 판매/2개월 평균 재고*100) 50% 이상으로 역대 최고치를 기록하고 있다. **의류 OEM 업체(한세실업, 화승엔터프라이즈, 영원무역)에 수혜가 기대되는 대목이다**.

베트남 가동이 재개된다. 베트남 정부는 지난 10월 1일자로 남부 18개성에 대한 록다운을 해제했다. 미국과 유럽의 상공 회의소가 베트남 정부에 록다운 완화를 촉구했을 정도로, 전방의 재고 비축 수요는 높다. 사회적 거리두기와 이동 통제가 부분적이나마 지속되고 있는 점을 감안, 가동률은 점진적 회복기를 거쳐 오는 12월부터 Full Capa에 도달할 것으로 본다.

그림5 미국 의류 소매판매 vs. 소매재고



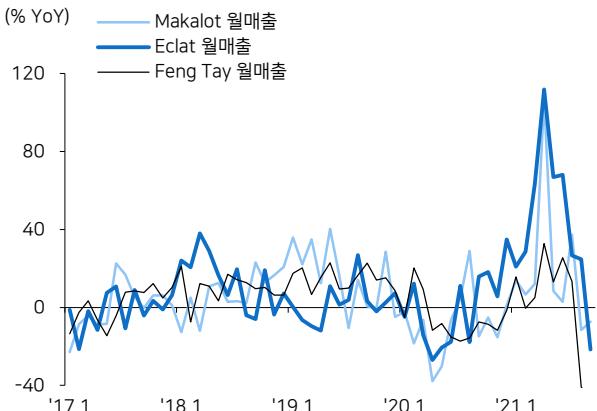
자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 의류 회전율 & 재고율



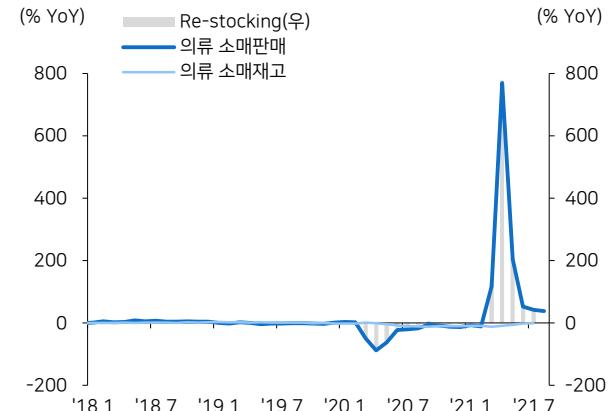
자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림7 OEM 경쟁사 월매출 성장률



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 의류 Re-stoking



자료: U.S. Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

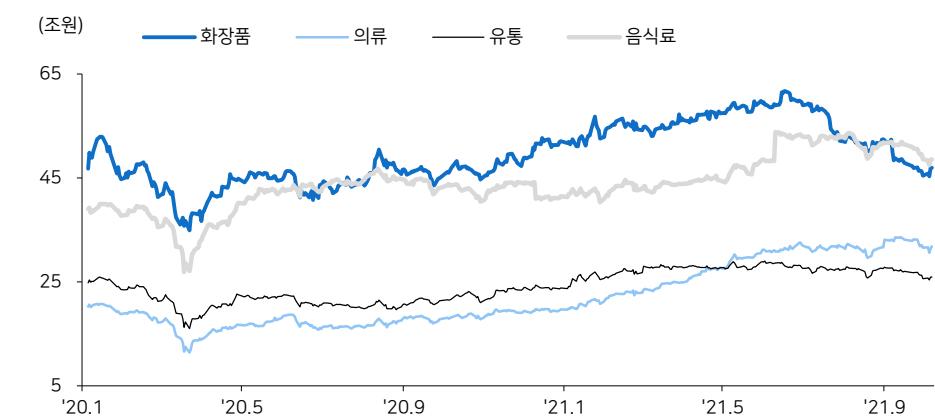
업종: 의류 > 화장품

화장품 대비 의류가 낫다. 주가는 실적과 모멘텀의 함수이다. 화장품은 주력 채널의 성장 둔화(실적 ↓)와 경쟁 심화(모멘텀 ↓)에 노출되어 있다. 의류는 기대 요인이 많다. 품목 추가 및 채널 확장을 통한 신성장동력 확보(실적 ↑)와, 베트남 완화 및 자회사 특수(모멘텀 ↑)를 말한다. 시장 컨센서스 또한 화장품은 하향, 의류는 상향 조정이 계속되고 있다.

화장품 주가 하단을 논하기에는 이르다고 판단한다. 매출 성장과 마진 확대를 동반시킴으로써, 대중국 브랜드력을 입증해야 한다. 판매 증분 대비 이익 확대 폭이 크다면 더욱이 좋겠다. 영업 레버리지 확장은 소비자 수요 확대(Q ↑)와 정상 판매 증가(P ↑ • C ↓)를 나타내기 때문이다.

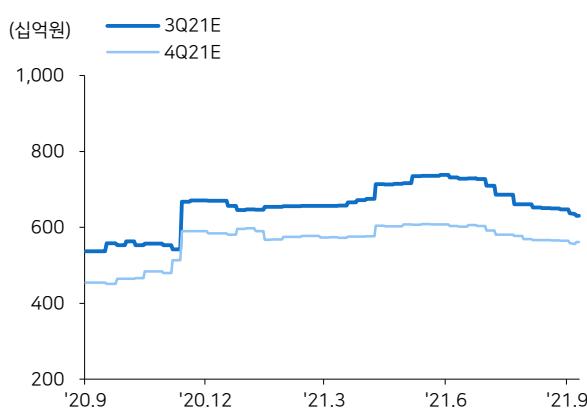
의류 주가 상단에 대한 고민 또한 접어도 좋다. 의류 합산 시가총액에 20%를 기여하는 대장주 F&F가 한/중 기반의 고성장세를 이어가고 있으며, 13%를 차지하는 의류 OEM 삼총사 또한 서구권 재고 비축 수요에 낙수효과를 입을 것으로 본다. 12월 상장 예정인 시몬느의 추가 효과 또한 업종 전반에 훈풍을 일으키겠다(예상 시가총액 밴드: 1.3~1.6조원).

그림9 내수 소비재군별 시가총액



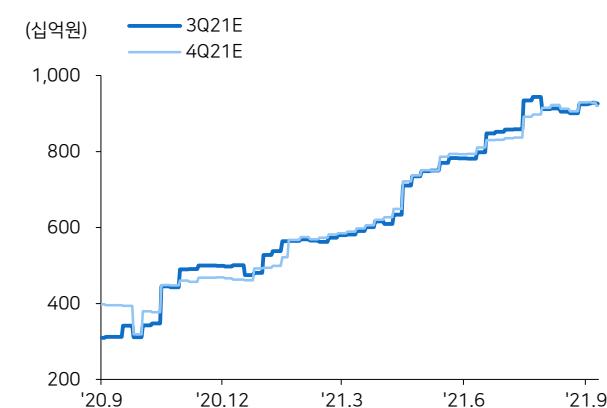
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 화장품 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 의류 분기별 영업이익 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

종목: 최선후주 코스맥스 · F&F, 관심종목 한세실업 · 클리오

업황과 무관하게 자연 성장을 실현할 업체를 선별해야 한다. **화장품 최선후주로서 코스맥스** (3Q21E 매출액 +15%, 영업이익 +82%, OPM +3%p YoY)를 추천한다. 국내 세정제 역기저 제거 및 주력 색조 제품 수주 회복, 중국 신규 고객사 추가 지속, 미국 사업 구조 개선에 따른 수익성 향상 모두 유효하다. 색조 ODM 특유의 기술 진입 장벽 하에, **중국의 높은 색조 성장 여력과 그에 따른 신생 브랜드 출범 증가에의 구조적 낙수효과가 기대된다**. 중국 법인 상장에 따른 지분가치 증대도 가능하다. 1Q23E 이센테크놀로지(CAPA 4억개) 가동 또한 예정되어 있다.

섬유의복 최선후주로는 F&F(3Q21E 매출액 +90%, 영업이익 +506%, OPM +17%p YoY)를 제시한다. 국내 브랜드 순위 상승과 레저 확대 수혜, 중화권 및 면세향 폭발적 판매 성과를 기반으로 매분기 역대 최고 실적을 갈아치우고 있다. 11월 MSCI 편입, 1Q21E 주주환원정책, 2H21E 테일러메이드의 뉴욕거래소 상장 구체화까지, 기대 만발이다.

관심종목으로는 한세실업과 클리오를 추천한다. 한세실업은 미국(매출 비중 85%) 재고 비축과 베트남 록다운 완화에 따른 수혜에, 높은 배당 성향(2021E 24~26%)이 돋보인다. 클리오의 경우 포트폴리오 다변화 기반의 해외 확장과, 탈코팡 및 전문점 철수를 통한 국내 개선이 매력적이다.

표1 커버리지 3Q21E 실적 추정치 변동

화장품								
업체명	(십억원)	신규 추정	이전 추정	변화율(%)	컨센서스	과리율(%)	투자 매력도	
코스맥스 (Buy/190,000)	매출액	369.3	346.5	6.6	363.4	1.6	★★★★★	
	영업이익	25.2	23.7	6.5	24.4	3.3		
클리오 (Buy/31,000)	매출액	58.5	56.4	3.6	59.0	-1.0	★★★★	
	영업이익	4.0	4.8	-16.4	4.3	-6.6		
LG생활건강 (Buy/1,700,000)	매출액	2,106.0	2,170.9	-3.0	2,163.3	-2.6	★★	
	영업이익	329.5	345.0	-4.5	341.2	-3.4		
아모레퍼시픽 (Hold/200,000)	매출액	1,089.8	1,114.8	-2.2	1,150.7	-5.3	★	
	영업이익	63.7	76.3	-16.5	82.7	-22.9		
아모레G (Hold/55,000)	매출액	1,194.5	1,242.3	-3.8	1,262.1	-5.4	★	
	영업이익	72.3	91.3	-20.9	85.9	-15.8		
신세계인터넷내셔널 (Buy/250,000)	매출액	346.6	354.2	-2.2	367.1	-5.6	★★	
	영업이익	15.1	20.3	-25.8	21.6	-30.4		
한국콜마 (Buy/60,000)	매출액	383.9	396.1	-3.1	390.2	-1.6	★★	
	영업이익	22.8	27.5	-16.9	24.5	-6.9		
섬유의복								
F&F (Buy/1,000,000)	매출액	303.2	274.7	10.4	300.1	1.0	★★★★★	
	영업이익	76.4	70.3	8.7	64.1	19.3		
한세실업 (Buy/33,000)	매출액	489.1	456.9	7.0	456.8	7.1	★★★★	
	영업이익	13.7	18.3	-25.2	21.6	-36.7		
휠라홀딩스 (Buy/57,000)	매출액	853.9	812.0	5.2	861.6	-0.9	★★	
	영업이익	106.2	78.1	35.9	106.6	-0.4		
영원무역 (Buy/57,000)	매출액	846.9	825.5	2.6	834.8	1.4	★★★	
	영업이익	118.6	111.4	6.4	103.9	14.1		
화승엔터프라이즈 (Buy/21,000)	매출액	198.7	215.0	-7.6	221.9	-10.5	★★★	
	영업이익	-9.1	4.3	적전	4.7	적전		
한섬 (Buy/52,000)	매출액	287.9	282.2	2.0	295.7	-2.6	★★	
	영업이익	30.4	30.0	1.4	28.4	7.2		

자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2021. 10. 12

코스맥스 192820

구조적 성장주

화장품/섬유의복

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

- 3Q21E 매출 3,693 억원(+15% YoY), 영업이익 252 억원(+82%, OPM +3%p)
- 국내: 주력 색조 확대 & 'KAHI' 인기 수혜 → 매출 +21%, 영업이익 +33%
- 중국: 신규 고객 유치 & 주력 거래선 재고 비축 → 상해(+35%), 광저우(+15%)
- 기타: 미국(-28%) 소독제 역기저, 태국(-8%) 코로나, 인니(+25%) 온라인 호조
- 중국 색조 성장 여력 ↑ → 신생 업체 ↑ → 구조적 낙수효과 기대, 최선호주 유지

Buy

적정주가 (12개월)	190,000 원
현재주가 (10.8)	132,500 원
상승여력	43.4%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	15,038억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	72.00%
외국인비중	24.08%
52주 최고/최저가	140,000원/91,652원
평균거래대금	120.2억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 9 인	26.13
국민연금공단	14.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	12.2	16.5
상대주가	9.0	19.3	-5.7

주가그래프



3Q21E 호실적 기대

코스맥스는 2021년 3분기 매출액 3,693 억원(+15.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 252 억원(+81.6%, OPM +2.5%p), 순이익 132 억원(+127.0%)을 기록할 전망이다. 수주 증가와 그에 따른 영업 레버리지 효과가 두드러지겠다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,077 억원(+20.7%), 152 억원(+33.4%)을 추정한다. 세정제 역기저 부담 제거에 주력 색조 제품 수주가 확대될 것으로 본다. 선풍적 인기의 'KAHI' 멀티밤 추가 효과도 한 몫 하겠다.

[중국] 상해(+35.0%)와 광저우(+15.0%) 모두 고성장할 전망이다. 신규 온라인 고객사 추가에 주력 거래선의 광군제용 재고 비축 수요가 더해지겠다.

[기타] 미국(뉴월드 -38%, 오하이오 -8%)은 소독제 역기저 부담, 태국(-8.0%)의 경우 코로나로 인한 영업 차질을 반영했다. 인도네시아(+25.0%)는 주력 거래선의 온라인 판매 호조에 따른 낙수효과가 기대된다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 190,000원(유지)

펀더멘털과 모멘텀 모두 우수한 바, 업종 내 최선호주 의견을 유지한다.

① 펀더멘털: 색조 ODM 의 특성상 기술 진입 장벽이 높아 경쟁 위협이 낮다. 중국 대표 화장품 제조사인 푸젠파인그린 또한 기초 OEM 위주이다. 중국 최대 색조 브랜드사인 이센과 화시즈가 모두 코스맥스와 기술 개발 관련 합작 법인을 설립한 이유이기도 하다. 중국은 특히, 색조 성장 여력이 높아(인당 색조 화장품 소비액 한국/일본 대비 10% 수준), 신생 색조 브랜드의 출범이 늘고 있다. 코스맥스 중국 법인의 구조적 수혜를 기대하게 하는 대목이다.

② 모멘텀: 추후 중국 법인 상장에 따른 지분가치 증대도 가능하다. 1Q23E 이센 테크놀로지(CAPA 4 억개, 2022년 말 완공) 가동 또한 예정되어 있다.

(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	3,099	-13.0	33,451	25.3	2.3	13.6	10.5	280.6
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,082	-258.6	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021E	1,545.7	118.8	71.2	6,578	-235.0	47,486	20.1	2.8	10.4	16.2	192.2
2022E	1,711.2	135.2	112.4	9,901	33.4	57,387	13.4	2.3	8.9	18.9	170.6
2023E	1,851.3	149.2	140.0	12,332	25.7	69,719	10.7	1.9	7.6	19.4	149.9

표2 코스맥스 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	369.3	320.7	15.2	430.4	-14.2	363.4	1.6
영업이익	25.2	13.9	81.6	43.9	-42.5	24.4	3.3
순이익	13.2	5.8	127.0	32.0	-58.6	15.0	-11.7
영업이익률(%)	6.8	4.3	2.5	10.2	-3.4	6.7	0.1

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	1,545.7	1,711.2	1,512.6	1,660.2	2.2	3.1	1,552.0	1,711.5
영업이익	118.8	135.2	119.8	142.5	-0.9	-5.1	123.1	142.2
순이익	71.2	112.4	68.5	125.8	4.0	-10.7	78.9	100.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 코스맥스 적정주가 산정

구분	적정 가치	비고
순이익	102.1	12개월 선행 지배순이익 기준
Target P/E	20.8	글로벌 화장품 브랜드 Peer 평균 값에 50% 할인 적용
적정주가 (원)	190,000	반내림
현재주가 (원)	132,500	
상승여력 (%)	43.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	1,504	1,546	1,711	119	135	71	112	20.1	13.4	2.8	2.3	16.2	18.9	10.4	8.9
한국콜마	1,077	1,599	1,762	97	119	65	81	16.5	13.3	1.6	1.4	10.0	11.3	14.9	12.4
LG생활건강	21,616	8,362	8,869	1,307	1,403	859	929	25.9	24.0	4.5	4.0	16.8	16.0	14.3	13.1
아모레퍼시픽	10,616	4,725	4,998	389	451	268	327	41.5	34.1	2.7	2.5	5.9	6.8	12.3	12.5
신세계인터내셔날	1,278	1,436	1,553	90	119	94	120	13.6	10.6	1.8	1.5	13.8	15.4	10.2	8.2
클리오	363	232	266	14	21	15	21	24.7	17.6	2.1	1.9	9.0	11.4	16.1	11.8
L'Oreal	280,107	42,962	46,433	8,099	8,965	6,547	7,150	42.5	38.9	6.7	6.3	15.4	16.2	26.1	24.0
Estee Lauder	134,853	22,310	24,311	4,394	4,950	3,241	3,678	42.1	37.1	16.7	14.3	43.7	42.8	25.8	23.2
Shiseido	32,346	11,217	11,511	469	998	591	660	62.6	48.6	5.7	5.3	10.7	12.7	27.0	18.7
Proya	6,455	859	1,061	129	160	108	134	59.0	47.2	12.2	10.1	20.9	21.7	43.8	35.5
상하이자화	5,513	1,512	1,711	119	177	98	147	55.5	37.4	4.3	3.9	7.7	10.6	35.9	26.0
평균(국내사 제외)								49.8	40.2	10.0	8.7	21.9	22.8	32.9	27.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	345.0	430.4	369.3	401.1	1,382.9	1,545.7	1,711.2
국내	202.0	209.0	172.1	182.3	188.5	230.0	207.7	207.4	765.4	833.6	921.6
중국	88.4	131.3	108.4	139.6	133.5	176.6	140.7	181.5	467.7	632.3	705.0
상해	63.4	98.1	80.6	97.2	99.6	140.4	108.8	136.1	339.3	484.9	545.4
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	33.9	36.2	32.0	45.4	128.4	147.4	159.6
미국	37.7	40.5	56.0	50.5	32.3	34.4	40.2	33.9	184.7	140.8	152.1
오하이오	17.1	19.0	18.3	23.8	14.0	15.0	16.9	17.9	78.2	63.7	68.8
누월드	20.6	21.5	37.6	26.7	18.3	19.4	23.3	16.0	106.5	77.1	83.2
기타	15.5	15.5	9.7	10.4	13.6	14.6	10.8	11.1	51.1	50.1	55.7
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	7.1	10.0	7.0	5.2	31.0	29.3	32.9
태국	5.3	4.6	4.1	6.1	6.5	4.6	3.8	5.9	20.1	20.8	22.8
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	23.3	43.9	25.2	26.3	66.6	118.8	135.2
영업이익률	4.9	6.9	4.3	3.0	6.8	10.2	6.8	6.6	4.8	7.7	7.9
개별	16.4	20.8	11.4	17.3	15.9	20.4	15.2	19.6	65.9	71.1	78.4
자회사(연결-개별)	-0.3	5.4	2.5	-6.8	7.4	23.5	10.0	6.7	0.8	47.6	56.8
순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	16.1	32.0	13.2	9.9	21.4	71.2	112.4
순이익률	1.5	5.3	1.8	-2.7	4.7	7.4	3.6	2.5	1.5	4.6	6.6
국내	5.3	3.3	2.8	-31.3	11.0	7.5	5.8	4.5	-4.5	7.1	7.2
상해	-5.1	9.3	1.0	5.5	7.3	11.1	9.1	7.2	3.5	8.8	9.1
광저우	11.1	7.2	8.9	11.5	6.8	9.4	9.4	11.5	9.8	9.5	9.6
오하이오	-18.8	-26.6	-26.9	-33.3	-49.3	-56.7	-40.0	-35.0	-27.0	-44.6	-18.1
누월드	-20.8	-47.5	-12.9	-67.7	-29.0	-34.5	-20.0	-40.0	-35.2	-55.9	-37.8
인도네시아	-16.9	37.0	-19.7	4.9	-5.6	8.0	8.0	4.9	4.6	4.1	7.1
태국	-20.3	-15.6	-32.6	1.5	-3.1	-10.9	-10.0	-10.0	-15.2	-8.0	-9.2
(% YoY)											
매출액	0.2	14.1	1.0	0.4	5.0	13.5	15.2	13.2	3.9	11.8	10.7
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	-6.7	10.1	20.7	13.7	3.6	8.9	10.6
상해	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	57.1	43.2	35.0	40.0	-8.8	42.9	12.5
광저우	13.8	13.3	9.0	27.8	35.6	8.9	15.0	7.0	16.8	14.8	8.3
오하이오	-29.2	-1.5	-18.8	43.7	-17.9	-21.1	-8.0	-25.0	-5.2	-18.5	8.0
누월드	3.1	25.6	58.3	68.8	-11.4	-9.7	-38.0	-40.0	38.8	-27.6	8.0
인도네시아	26.2	31.8	-50.4	-63.0	-30.1	-8.2	25.0	20.0	-21.3	-5.4	12.4
태국	31.3	23.8	-8.9	9.3	22.2	0.3	-8.0	-3.0	12.6	3.4	9.4
영업이익	18.4	99.2	33.7	-37.9	45.2	67.5	81.6	151.0	23.4	78.2	13.8
영업이익률	0.8	3.0	1.1	-1.8	1.9	3.3	2.5	3.6	0.8	2.9	0.2
개별	111.7	95.1	33.1	30.8	-2.9	-1.8	33.4	13.5	63.9	8.0	10.1
자회사(연결-개별)	적전	116.8	36.2	적전	흑전	331.7	303.9	흑전	-94.3	5,945.0	19.3
순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	234.5	58.0	127.0	흑전	-32.8	233.1	57.8

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,330.7	1,382.9	1,545.7	1,711.2	1,851.3
매출액증가율 (%)	5.6	3.9	11.8	10.7	8.2
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,278.6	1,415.3	1,531.1
매출총이익	183.5	210.8	267.1	295.9	320.2
판매관리비	129.5	144.2	148.4	160.7	171.0
영업이익	54.0	66.6	118.8	135.2	149.2
영업이익률	4.1	4.8	7.7	7.9	8.1
금융손익	-18.5	-23.2	-19.0	-19.6	-20.2
증속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-43.2	-24.4	-15.8	-3.6
세전계속사업이익	35.9	0.1	75.2	99.7	125.3
법인세비용	17.6	29.2	33.8	41.9	52.6
당기순이익	18.3	-29.1	41.4	57.8	72.7
지배주주지분 순이익	31.8	21.4	71.2	112.4	140.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	74.6	41.5	109.7	110.7	117.8
당기순이익(손실)	18.3	-29.1	41.4	57.8	72.7
유형자산상각비	36.3	43.6	51.9	54.6	55.0
무형자산상각비	1.7	2.2	1.8	0.8	0.7
운전자본의 증감	0.9	-21.5	-9.4	-2.5	-10.6
투자활동 현금흐름	-95.9	-64.6	-89.0	-62.7	-52.6
유형자산의증가(CAPEX)	-104.8	-59.0	-86.5	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-10.1	-4.2	-2.3	-2.2
재무활동 현금흐름	62.9	50.7	37.4	-22.0	-16.1
차입금의 증감	34.2	62.2	-72.4	-22.0	-16.1
자본의 증가	53.1	0.1	113.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.4	26.0	61.1	26.0	49.2
기초현금	35.2	76.6	102.5	163.7	189.6
기말현금	76.6	102.5	163.7	189.6	238.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	618.3	622.6	697.7	749.1	828.3
현금및현금성자산	76.6	102.5	163.7	189.6	238.8
매출채권	299.7	297.7	303.6	315.7	328.4
재고자산	208.9	193.3	201.1	213.1	228.0
비유동자산	586.1	566.4	629.5	636.4	632.9
유형자산	431.8	437.1	484.3	489.7	484.7
무형자산	102.9	56.8	63.6	62.8	62.0
투자자산	20.1	30.1	34.0	36.2	38.5
자산총계	1,204.4	1,189.0	1,327.3	1,385.5	1,461.1
유동부채	716.4	718.1	689.2	698.7	697.8
매입채무	179.7	142.9	150.0	156.0	159.2
단기차입금	356.3	379.5	336.7	326.7	309.7
유동성장기부채	45.9	63.6	53.1	53.1	53.1
비유동부채	171.5	199.1	183.9	174.8	178.7
사채	17.4	35.0	35.0	30.0	30.0
장기차입금	115.0	116.4	93.4	85.4	85.4
부채총계	887.9	917.1	873.1	873.5	876.4
자본금	5.0	5.0	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.0	182.1	295.1	295.1	295.1
기타포괄이익누계액	-4.9	-17.7	-6.3	-6.3	-6.3
이익잉여금	161.5	173.8	244.8	357.1	497.1
비지배주주지분	-27.0	-71.0	-84.8	-139.3	-206.6
자본총계	316.5	271.9	454.2	512.0	584.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	129,592	134,679	142,777	150,775	163,117
EPS(지배주주)	3,099	2,082	6,578	9,901	12,332
CFPS	11,844	13,327	14,318	14,743	16,919
EBITDAPS	8,959	10,953	15,931	16,792	18,058
BPS	33,451	33,393	47,486	57,387	69,719
DPS	881	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	46.8	20.1	13.4	10.7
PCR	6.6	7.3	9.3	9.0	7.8
PSR	0.6	0.7	0.9	0.9	0.8
PBR	2.3	2.9	2.8	2.3	1.9
EBITDA	92.0	112.5	172.5	190.6	204.9
EV/EBITDA	13.6	12.8	10.4	8.9	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	6.2	16.2	18.9	19.4
EBITDA 이익률	6.9	8.1	11.2	11.1	11.1
부채비율	280.6	337.3	192.2	170.6	149.9
금융비용부담률	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(X)	2.4	3.3	6.6	8.1	9.3
매출채권회전율(X)	4.4	4.6	5.1	5.5	5.7
재고자산회전율(X)	6.4	6.9	7.8	8.3	8.4

Industry Brief
2021. 10. 12

클리오 237880

떠오르는 샛별

화장품/섬유의복

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

- 3Q21E 매출 585 억원(+16% YoY), 영업이익 40 억원(+284%, OPM +5%p)
- 해외: 일본(+45%) 제품 추가 및 채널 확장 효과로 역대 최고치 경신
중국(+126%) 유통 전략 변경 주효, 미국(+157%) 아마존 '페리페라' 호조
- 국내: 온라인(-22%; 쿠팡 제외 +37%), 오프라인(-3%; 전문점 제외 +14%)
- 해외 확장(매출 증가) + 국내 효율화(비용 감소) = 2022E OP +49% → 매수

Buy

적정주가 (12개월)	31,000 원
현재주가 (10.8)	20,850 원
상승여력	48.7%

KOSDAQ	953.11pt
시가총액	3,626억원
발행주식수	1,739만주
유동주식비율	29.33%
외국인비중	1.40%
52주 최고/최저가	27,800원/15,600원
평균거래대금	20.6억원

주요주주(%)	
한현우 외 3 인	66.36
국민연금공단	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	2.2	27.5
상대주가	2.2	5.3	16.6

주가그래프



3Q21E 증익 본격화

클리오는 2021년 3분기 매출액 585 억원(+15.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 40 억원(+283.7%; OPM +4.8%p), 순이익 52 억원(+56.7%)을 기록할 전망이다. 판매 호조에 효율화 효과가 더해지면서 증익 폭이 크겠다.

[해외] ① **일본**: 매출액 123 억원(+45.0%)을 예상한다. 제품 추가와 채널 확장이 유기적으로 이루어지며, 신기록을 달성할 것으로 본다. ② **중국**: 매출액 97 억원(+126.4%)으로 배증하겠다. 4Q20 상해 법인이 '클리오' 티몰 내수 사업을 본사로 이관하고, 타오바오에 집중한 전략이 맞아 떨어지고 있다. ③ **미국**: 매출액 18 억원(+157.1%)을 기록하며, 역대 최고치를 경신할 전망이다. 아마존형 '페리페라' 제품 추가 효과를 감안했다.

[국내] ① **온라인**: 예상 매출액은 76 억원(홈쇼핑 합산 -21.7%)이다. 4Q20 채널별 판가 통일화의 일환으로 쿠팡 영업 방식을 변경한 영향이다(Sell-in → Sell-out). 쿠팡(-77.3%)을 제외한 자사/제휴몰 합산 매출은 55 억원(+36.7%)으로 크게 늘겠다. ② **오프라인**: 매출액으로 253 억원(-3.1%)을 추산한다. '클립클리오'의 폐점을 감안했다(매장: 3Q20 66 개 → 3Q21E 19 개). 전문점(-74.0%) 외 채널(+14.2%)은 선전할 것으로 본다(H&B +27.7% 면세 +10.0%).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 31,000원(유지)

화장품계의 떠오르는 샛별로서 부상할 것으로 판단, 매수 접근을 추천한다. ① 해외: 2021E 해외 매출 비중은 45%(+15%)로 과반에 이른다. 채널과 제품의 다변화를 통해 일본, 중국, 미국 모두 사상 최고 성과를 실현하고 있다. ② 국내: 효율화 작업이 비로소 빛을 발하겠다. 온라인의 탈쿠팡, 오프라인의 전문점 철수에 따른다. 2022E 영업이익은 205 억원(+49.3%)에 달할 전망이다.

(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	232.4	13.7	14.6	844	50.3	9,846	24.7	2.1	16.1	9.0	28.5
2022E	266.3	20.5	20.6	1,184	40.3	10,885	17.6	1.9	11.8	11.4	26.3
2023E	294.6	23.7	23.6	1,354	14.4	12,034	15.4	1.7	9.9	11.8	26.3

표7 클리오 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	58.5	50.6	15.5	56.1	4.3	59.0	-1.0
영업이익	4.0	1.0	283.7	3.2	27.0	4.3	-6.6
순이익	5.2	3.3	56.7	1.0	406.8	4.7	10.0
영업이익률(%)	6.9	2.1	4.8	5.6	1.2	7.3	-0.4

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표8 클리오 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	232.3	266.3	231.5	265.6	0.4	0.2	236.4	270.2
영업이익	13.7	20.5	14.1	21.7	-3.1	-5.6	13.9	24.0
순이익	14.6	20.6	15.0	21.6	-2.4	-4.5	11.6	19.2

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

표9 클리오 적정주가 산출

	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,204	12개월 선행 지배순이익 기준
Target PER (배)	25.5	글로벌 Peer 평균값 대비 35% 할인
적정주가 (원)	31,000	반내림
현재주가 (원)	20,850	
상승여력 (%)	48.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	363	232	266	14	21	15	21	24.7	17.6	2.1	1.9	9.0	11.4	16.1	11.8
신세계인터넷면세점	1,278	1,436	1,553	90	119	94	120	13.6	10.6	1.8	1.5	13.8	15.4	10.2	8.2
LG생활건강	21,616	8,362	8,869	1,307	1,403	859	929	25.9	24.0	4.5	4.0	16.8	16.0	14.3	13.1
아모레퍼시픽	10,616	4,725	4,998	389	451	268	327	41.5	34.1	2.7	2.5	5.9	6.8	12.3	12.5
L'Oreal	280,107	42,962	46,433	8,099	8,965	6,547	7,150	42.5	38.9	6.7	6.3	15.4	16.2	26.1	24.0
Estee Lauder	134,853	22,310	24,311	4,394	4,950	3,241	3,678	42.1	37.1	16.7	14.3	43.7	42.8	25.8	23.2
Shiseido	32,346	11,217	11,511	469	998	591	660	62.6	48.6	5.7	5.3	10.7	12.7	27.0	18.7
Proya	6,455	859	1,061	129	160	108	134	59.0	47.2	12.2	10.1	20.9	21.7	43.8	35.5
상하이자화	5,513	1,512	1,711	119	177	98	147	55.5	37.4	4.3	3.9	7.7	10.6	35.9	26.0
평균(국내사 제외)								49.8	40.2	10.0	8.7	21.9	22.8	32.9	27.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표11 클리오 실적 추이 및 전망 (온라인 매출 지역별로 구분 - 당사 추정)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액 (합산)	67.8	49.6	50.6	50.2	57.9	56.1	58.5	59.9	218.2	232.3	266.3
국내	51.9	34.5	35.8	31.9	33.6	30.3	32.9	32.2	154.1	129.0	141.4
해외	15.8	15.1	14.8	18.4	24.3	25.8	25.6	27.8	64.1	103.4	124.8
일본	10.4	9.3	8.5	7.2	11.6	11.8	12.3	8.8	35.4	44.5	51.9
중국	3.6	5.0	4.3	8.4	9.6	10.4	9.7	14.2	21.3	44.0	55.3
기타	1.8	0.8	2.0	2.7	3.0	3.4	3.5	4.8	7.4	14.7	17.7
오프라인	47.9	33.0	33.4	33.3	35.8	32.9	34.3	35.8	147.6	138.8	153.3
국내	38.9	24.8	26.1	25.1	26.5	22.1	25.3	25.7	115.0	99.6	107.9
해외	9.0	8.2	7.3	8.2	9.3	10.8	9.0	10.1	32.6	39.1	45.4
일본	5.5	4.6	3.5	2.6	4.9	6.3	5.1	3.3	16.2	19.5	23.2
중국	1.8	2.7	2.7	3.9	3.2	2.9	2.7	4.3	11.1	13.2	15.2
기타	1.7	0.9	1.1	1.6	1.2	1.6	1.2	2.5	5.3	6.4	7.0
온라인	19.9	16.6	17.2	16.9	22.2	23.1	24.1	24.1	70.6	93.6	113.0
국내	13.0	9.7	9.7	6.7	7.2	8.2	7.6	6.4	39.1	29.4	33.6
해외	6.8	7.0	7.5	10.2	15.0	15.0	16.6	17.7	31.5	64.2	79.4
일본	4.9	4.7	5.0	4.6	6.7	5.5	7.3	5.5	19.2	25.0	28.7
중국	1.8	2.3	1.6	4.5	6.4	7.5	7.0	9.9	10.2	30.8	40.1
미국	0.1	0.1	0.7	0.9	1.2	1.3	1.8	1.8	1.8	6.1	8.3
기타	0.0	-0.1	0.2	0.2	0.7	0.5	0.5	0.5	0.3	2.1	2.3
(% YoY)											
매출액 (합산)	17.2	-18.4	-18.7	-27.8	-14.5	12.9	15.5	19.3	-12.8	6.5	14.6
국내	9.5	-28.0	-30.4	-40.5	-35.2	-12.3	-8.1	1.0	-23.1	-16.3	9.6
해외	52.2	16.9	36.9	15.7	53.4	70.5	72.7	51.1	28.2	61.2	20.8
일본	150.9	63.5	190.0	25.5	11.4	26.9	45.0	21.8	91.4	25.6	16.7
중국	-8.4	4.6	-17.2	6.7	169.5	107.9	126.4	68.7	-2.2	106.5	25.5
기타	-21.7	-67.1	-25.6	22.6	66.1	317.2	74.9	73.7	-24.0	98.9	20.4
오프라인	6.8	-31.8	-31.9	-35.2	-25.3	-0.3	2.6	7.5	-23.8	-6.0	10.5
국내	0.1	-38.5	-39.3	-41.0	-32.0	-11.0	-3.1	2.4	-30.3	-13.4	8.3
해외	49.8	2.5	22.1	-6.9	3.4	32.3	23.0	23.2	13.6	20.0	16.0
일본	115.6	28.2	321.3	2.5	-10.9	37.0	45.0	25.0	70.4	20.5	18.8
중국	18.3	18.2	-9.9	-10.7	82.0	7.9	0.0	10.0	-0.7	18.5	15.0
기타	-11.9	-59.2	-48.9	-10.7	-31.8	85.3	9.5	52.4	-33.9	21.4	9.4
온라인	53.3	33.3	30.5	-6.1	11.5	39.2	40.7	42.6	24.7	32.6	20.7
국내	52.2	28.9	16.2	-38.5	-45.0	-15.6	-21.7	-4.0	10.7	-24.9	14.3
해외	55.6	39.9	55.3	43.6	119.3	115.3	121.2	73.3	47.8	104.0	23.7
일본	207.1	123.8	138.1	43.8	36.3	17.0	45.0	20.0	113.5	30.0	15.0
중국	-25.0	-8.0	-27.3	28.6	255.7	226.1	340.0	120.0	-3.8	202.4	30.0
미국	-66.7	-75.0	133.3	200.0	1,100.0	2,500.0	157.1	100.0	59.1	248.6	35.7
기타	-82.8	-152.3	-14.3	89.3	4,263.8	-649.5	150.0	126.4	-45.3	550.2	10.0
매출 비중 (합산)											
국내	76.6	69.5	70.8	63.4	58.1	54.0	56.3	53.7	70.6	55.5	53.1
해외	23.4	30.5	29.2	36.6	41.9	46.0	43.7	46.3	29.4	44.5	46.9
일본	15.4	18.7	16.8	14.3	20.0	21.0	21.1	14.6	16.2	19.2	19.5
중국	5.3	10.1	8.5	16.8	16.6	18.6	16.7	23.7	9.8	18.9	20.8
기타	2.7	1.6	3.9	5.5	5.3	6.0	6.0	7.9	3.4	6.3	6.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표12 클리오 실적 추이 및 전망 (온라인 매출 국내 사업부에 합산 – 회사 자료)

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	67.8	49.6	50.6	50.2	57.9	56.1	58.5	59.9	218.2	232.3	266.3
국내	58.8	41.5	43.3	42.1	48.6	45.3	49.5	49.9	185.6	193.2	220.9
디지털	19.9	16.6	17.2	16.9	22.2	23.1	24.1	24.1	70.6	93.6	113.0
H&B	16.8	10.4	13.0	12.8	14.6	11.6	16.7	15.1	53.1	57.9	63.1
전문점	9.3	6.9	5.1	4.0	2.2	2.1	1.3	1.7	25.4	7.4	5.8
면세	7.8	4.4	5.1	6.9	8.1	7.1	5.6	7.8	24.2	28.6	32.8
도매	5.0	3.1	2.9	1.4	1.6	1.3	1.7	1.1	12.3	5.8	6.1
해외	9.0	8.2	7.3	8.2	9.3	10.8	9.0	10.1	32.6	39.1	45.4
일본	5.5	4.6	3.5	2.6	4.9	6.3	5.1	3.3	16.2	19.5	23.2
중국	1.8	2.7	2.7	3.9	3.2	2.9	2.7	4.3	11.1	13.2	15.2
기타	1.7	0.9	1.1	1.6	1.2	1.6	1.2	2.5	5.3	6.4	7.0
매출총이익	35.1	27.6	25.0	24.2	26.8	27.6	30.5	30.4	111.8	115.3	136.0
매출총이익률	51.8	55.5	49.4	48.2	46.3	49.2	52.2	50.8	51.2	49.6	51.1
영업이익	3.5	3.1	1.0	-1.4	2.0	3.2	4.0	4.5	6.2	13.7	20.5
영업이익률	5.1	6.3	2.1	-2.8	3.5	5.6	6.9	7.5	2.9	5.9	7.7
순이익	3.9	3.1	3.3	-0.7	2.2	1.0	5.2	6.2	9.6	14.6	20.6
순이익률	5.7	6.2	6.5	-1.3	3.9	1.8	8.8	10.3	4.4	6.3	7.7
(% YoY)											
매출액	17.2	-18.4	-18.7	-27.8	-14.5	12.9	15.5	19.3	-12.8	6.5	14.6
국내	13.4	-21.6	-23.0	-30.7	-17.3	9.1	14.3	18.6	-16.2	4.1	14.3
디지털	53.3	33.3	30.5	-6.1	11.5	39.2	40.7	42.6	24.7	32.6	20.7
H&B	21.2	-33.5	-24.0	-18.2	-13.4	11.1	27.7	17.6	-14.9	9.0	9.0
전문점	-19.4	-42.7	-58.2	-64.8	-76.3	-69.2	-74.0	-57.7	-46.4	-70.9	-20.9
면세	6.2	-50.0	-46.9	-34.9	3.1	61.3	10.0	13.3	-33.4	18.0	15.0
도매	-18.3	-20.0	-29.1	-71.7	-67.4	-57.3	-40.0	-19.0	-34.9	-53.0	5.0
해외	49.8	2.5	22.1	-6.9	3.4	32.3	23.0	23.2	13.6	20.0	16.0
일본	266.7	100.0	16.7	-40.9	-10.9	37.0	45.0	25.0	44.6	20.5	18.8
중국	-30.4	-24.2	225.4	54.8	82.0	7.9	0.0	10.0	17.0	18.5	15.0
기타	-11.9	-59.2	-48.9	-10.7	-31.8	85.3	9.5	52.4	-33.9	21.4	9.4
영업이익	8.9	-38.1	-82.9	적전	-41.1	1.2	283.7	흑전	-66.5	120.1	49.3
영업이익률	-0.4	-2.0	-7.8	-8.9	-1.6	-0.7	4.8	10.3	-4.6	3.0	1.8
순이익	230.3	139.9	-46.0	88.2	-42.2	-66.9	56.7	흑전	225.8	52.5	40.9

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

클리오 (237880)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	250.4	218.2	232.4	266.3	294.6
매출액증가율 (%)	33.6	-12.8	6.5	14.6	10.7
매출원가	113.7	106.4	117.0	130.2	144.1
매출총이익	136.7	111.8	115.3	136.1	150.6
판매관리비	118.1	105.6	101.6	115.6	126.9
영업이익	18.6	6.2	13.7	20.5	23.7
영업이익률	7.4	2.9	5.9	7.7	8.0
금융손익	-8.6	6.6	4.6	5.2	5.6
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	18.3	25.7	29.4
법인세비용	5.7	3.4	3.7	5.2	5.9
당기순이익	2.9	9.6	14.6	20.6	23.6
지배주주지분 순이익	2.9	9.6	14.6	20.6	23.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	39.8	11.9	27.2	22.4	24.4
당기순이익(손실)	2.9	9.6	14.6	20.6	23.6
유형자산상각비	12.2	11.2	5.0	3.7	3.1
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	-2.2	-2.7	-2.7	-2.1	-2.4
투자활동 현금흐름	-16.1	10.5	-20.2	-1.4	-1.6
유형자산의증가(CAPEX)	-11.8	-0.9	-0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-16.1	0.1	-0.3	-0.5
재무활동 현금흐름	-6.6	-15.9	-21.1	-3.3	-2.3
차입금의 증감	28.2	-16.7	-15.3	-0.7	1.3
자본의 증가	0.0	4.7	5.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.8	5.1	-13.4	17.7	20.5
기초현금	8.9	25.7	30.9	17.5	35.1
기말현금	25.7	30.9	17.5	35.1	55.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	140.7	114.4	123.9	146.7	174.7
현금및현금성자산	25.7	30.9	17.5	35.1	55.6
매출채권	25.6	21.4	22.5	23.6	26.2
재고자산	23.7	22.7	24.1	25.8	28.6
비유동자산	96.0	100.6	96.1	92.5	89.7
유형자산	45.0	43.0	39.8	36.1	33.1
무형자산	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
투자자산	27.5	43.6	43.6	43.8	44.3
자산총계	236.7	215.0	220.1	239.1	264.4
유동부채	76.2	49.6	36.2	35.7	39.6
매입채무	22.5	16.5	17.5	18.2	20.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.2	12.3	12.7	14.1	15.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	91.4	61.9	48.8	49.8	55.1
자본금	8.5	8.6	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	65.6	70.2	75.7	75.7	75.7
기타포괄이익누계액	0.1	0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	78.5	85.1	98.0	116.1	136.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	145.3	153.1	171.3	189.3	209.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	14,756	12,773	13,410	15,309	16,940
EPS(지배주주)	173	561	844	1,184	1,354
CFPS	2,495	1,322	1,716	1,764	1,960
EBITDAPS	1,831	1,039	1,101	1,402	1,548
BPS	8,563	8,925	9,846	10,885	12,034
DPS	220	100	150	212	242
배당수익률(%)	1.0	0.6	0.7	1.0	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	126.6	31.7	24.7	17.6	15.4
PCR	8.8	13.5	12.2	11.8	10.6
PSR	1.5	1.4	1.6	1.4	1.2
PBR	2.6	2.0	2.1	1.9	1.7
EBITDA	31.1	17.7	19.1	24.4	26.9
EV/EBITDA	10.6	15.3	16.1	11.8	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.1	6.4	9.0	11.4	11.8
EBITDA 이익률	12.4	8.1	8.2	9.2	9.1
부채비율	62.9	40.5	28.5	26.3	26.3
금융비용부담률	0.4	0.7	-0.3	-0.3	-0.3
이자보상배율(X)	16.8	3.9	-21.9	-22.9	-24.4
매출채권회전율(X)	11.0	9.3	10.6	11.5	11.8
재고자산회전율(X)	9.4	9.4	9.9	10.7	10.8

Industry Brief
2021. 10. 12

LG 생활건강 051900

역기저 영향

▶ 화장품/섬유의복

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

- ✓ 3Q21E 매출 2 조 1,060 억원(+2% YoY), 영업이익 3,295 억원(+1%; OPM Flat),
- ✓ 화장품: 면세 +12%(vs. 시장 +9%), 중국 +7%(vs. 시장 +3%) vs. 비면세 -23%
- ✓ 생활용품: 추석 특수 및 프리미엄 제품 호조 → 매출 +2%, 영업이익 +1%
- ✓ 음료: 성수기 진입 탄산 기여 확대 지속 → 매출 +3%, 영업이익 +3%
- ✓ 높은 력셔리 기여도 및 안정적 수익성 감안, 매수 추천

Buy

적정주가 (12개월)	1,700,000 원
현재주가 (10.8)	1,384,000 원
상승여력	22.8%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	216,156억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	45.45%
52주 최고/최저가	1,770,000원/1,327,000원
평균거래대금	581.3억원

주요주주(%)

LG	34.03
국민연금공단	7.98
T. Rowe Price Associate 외 37 인	5.20
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.7 -12.7 -10.1
상대주가	5.2 -7.2 -27.3

주가그래프



3Q21E 전년동기 수준

LG 생활건강은 2021년 3분기 매출액 2조 1,060 억원(+1.7% YoY; 이하 YoY), 영업이익 3,295 억원(+0.6%; OPM -0.2%p), 순이익 2,299 억원(+1.2%)을 기록한 전망이다. 전 사업부가 역기저 부담에 노출, 전년동기와 유사 수준에 그치겠다. (3Q20 매출액 +5.4%, 영업이익 +5.1%; 면세 +2.0%, 중국 +21.7%).

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 1조 1,609 억원(+1.5%), 2,020 억원(+2.1%)을 추정한다. 주력 채널 성과는 우수하다. 면세는 +12.3%(vs. 시장 +8.6% 추산), 중국은 +7.0%(vs. 시장 +3.3% 추산) 증가하며, 시장 성장을 웃돌겠다. 내수 비면세(-22.5%)와 해외 기타(-7.0%) 지역은 부진한 모습이다. 코로나 영향이 계속되는 가운데, 매스티지 브랜드향 수요가 줄어든 영향이다.

[생활용품] 매출액 5,190 억원(+2.0%), 영업이익은 675 억원(+1.2%)에 달한 전망이다. '피지오겔' 온기 반영이 완료되었으며, 위생용품 판매 효과도 크지 않다. 단, 추석 특수와 함께 프리미엄 제품 호조는 나타났을 것으로 추정한다.

[음료] 예상 매출액과 영업이익은 각각 4,261 억원(+1.9%), 607 억원(-4.8%)이다. 성수기 진입과 믹스 개선에 따라 매출은 늘겠으나, 원재료비 상승 및 부자재 공급 차질로 인한 원가 부담으로 감익은 불가피하겠다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 1,700,000원(유지)

업종 전반에의 모멘텀 약화를 감안, 주가가 단기간 내 강한 상승 반전을 도모하기는 어렵다. 실적 성장 동력이 부족한 것도 사실이다. 단, 포트폴리오 다변화 차원에서 가장 안정적인 선택지임에는 변함이 없다. 력셔리 기여도('후' 매출 비중: 면세 90%, 중국 80%)와 수익성 지표(OPM 15.6%, ROE 16.9%)가 이를 방증한다. 브랜드 경쟁력과 이익 안정성을 감안, 매수 접근을 추천한다.

(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	8,361.5	1,306.8	858.6	53,381	7.3	307,173	25.9	4.5	14.3	16.8	33.8
2022E	8,868.5	1,402.7	928.9	57,751	8.2	348,427	24.0	4.0	13.1	16.0	30.4
2023E	9,287.1	1,484.7	989.2	61,502	6.5	392,171	22.5	3.5	12.1	15.1	27.7

표13 LG생활건강 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,106.0	2,070.6	1.7	2,021.4	4.2	2,163.3	-2.6
영업이익	329.5	327.7	0.6	335.8	-1.9	341.2	-3.4
순이익	229.9	227.2	1.2	221.8	3.7	235.4	-2.3
영업이익률(%)	15.6	15.8	-0.2	16.6	-1.0	15.8	-0.1

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표14 LG생활건강 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	8,361.5	8,868.5	8,472.9	9,028.0	-1.3	-1.8	8,430.8	9,159.4
영업이익	1,306.8	1,402.7	1,333.2	1,445.0	-2.0	-2.9	1,324.7	1,470.7
순이익	858.6	928.9	898.4	984.7	-4.4	-5.7	884.0	991.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 LG생활건강 적정주가 산출

(십억원, 배, %)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)			24,278	
화장품	705	29.8	21,015	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균값에 30% 할인
생활용품	152	11.9	1,806	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균값에 40% 할인
음료	142	10.3	1,457	롯데칠성 당사 Implied PER 적용
자산가치 (B)			460	2Q21 현금 및 현금성자산 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			24,738	(A)+(B)
주식 수 (D)			14,660	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	1,687,491		1,700,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			1,384,000	
상승여력 (%)			22.8	

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표16 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	21,616	8,362	8,869	1,307	1,403	859	929	25.9	24.0	4.5	4.0	16.8	16.0	14.3	13.1
아모레퍼시픽	10,616	4,725	4,998	389	451	268	327	41.5	34.1	2.7	2.5	5.9	6.8	12.3	12.5
신세계인터내셔날	1,278	1,436	1,553	90	119	94	120	13.6	10.6	1.8	1.5	13.8	15.4	10.2	8.2
클리오	363	232	266	14	21	15	21	24.7	17.6	2.1	1.9	9.0	11.4	16.1	11.8
L'Oreal	280,107	42,962	46,433	8,099	8,965	6,547	7,150	42.5	38.9	6.7	6.3	15.4	16.2	26.1	24.0
Estee Lauder	134,853	22,310	24,311	4,394	4,950	3,241	3,678	42.1	37.1	16.7	14.3	43.7	42.8	25.8	23.2
Shiseido	32,346	11,217	11,511	469	998	591	660	62.6	48.6	5.7	5.3	10.7	12.7	27.0	18.7
Proya	6,455	859	1,061	129	160	108	134	59.0	47.2	12.2	10.1	20.9	21.7	43.8	35.5
상하이자화	5,513	1,512	1,711	119	177	98	147	55.5	37.4	4.3	3.9	7.7	10.6	35.9	26.0
평균(국내사 제외)								49.8	40.2	10.0	8.7	21.9	22.8	32.9	27.2

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표17 LG생활건강 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,896.4	1,783.2	2,070.6	2,094.4	2,036.7	2,021.4	2,106.0	2,197.3	7,844.5	8,361.5	8,868.5
화장품	1,066.5	923.3	1,143.8	1,324.5	1,158.5	1,115.9	1,160.9	1,402.0	4,458.1	4,837.2	5,242.0
생활용품	479.3	462.2	508.8	423.0	520.7	496.2	519.0	442.9	1,873.3	1,978.8	2,042.1
음료	350.5	397.7	418.0	346.9	357.5	409.4	426.1	352.5	1,513.2	1,545.5	1,584.4
국내	685.8	496.7	725.2	700.7	693.9	660.6	738.2	741.2	2,608.3	2,833.9	3,117.2
면세	408.5	259.4	506.7	488.7	500.5	491.0	568.9	563.7	1,663.4	2,124.1	2,420.1
비면세	277.3	237.3	218.5	211.9	193.5	169.6	169.2	177.5	945.0	709.9	697.1
해외	380.7	426.6	418.6	623.8	464.6	455.3	422.7	660.7	1,849.8	2,003.2	2,124.7
중국	184.5	219.0	204.4	395.0	272.5	253.8	218.8	421.2	1,002.9	1,166.2	1,242.1
후	141.1	163.1	158.7	304.5	223.0	190.8	174.5	328.9	767.4	917.1	990.5
숨	20.4	23.1	20.8	44.0	23.3	21.5	18.7	44.0	108.4	107.5	108.2
기타	22.9	32.8	24.9	46.5	26.2	41.6	25.5	48.3	127.2	141.6	143.3
미국 (뉴에이본)	100.0	100.0	100.0	100.0	102.4	94.2	102.4	110.6	400.0	409.6	429.1
기타	196.2	207.6	214.2	228.8	192.1	201.4	203.9	239.5	446.9	427.4	453.6
영업이익	333.7	303.3	327.7	256.3	370.6	335.8	329.5	270.9	1,220.9	1,306.8	1,402.7
화장품	221.8	178.1	197.9	225.2	254.2	219.2	202.0	238.3	823.0	913.7	992.9
생활용품	65.2	63.2	66.7	10.3	66.3	58.7	67.5	10.8	205.3	203.3	211.8
음료	47.0	62.0	63.1	20.8	50.2	57.9	60.1	21.9	192.9	190.0	198.0
영업이익률	17.6	17.0	15.8	12.2	18.2	16.6	15.6	12.3	15.6	15.6	15.8
화장품	20.8	19.3	17.3	17.0	21.9	19.6	17.4	17.0	18.5	18.9	18.9
생활용품	13.6	13.7	13.1	2.4	12.7	11.8	13.0	2.4	11.0	10.3	10.4
음료	13.4	15.6	15.1	6.0	14.0	14.1	14.1	6.2	12.7	12.3	12.5
순이익	230.6	199.9	227.2	139.9	255.0	221.8	229.9	151.9	797.6	858.6	928.9
순이익률	12.2	11.2	11.0	6.7	12.5	11.0	10.9	6.9	10.2	10.3	10.5
(% YoY)											
매출액	1.2	-2.7	5.4	4.0	7.4	13.4	1.7	4.9	2.1	6.6	6.1
화장품	-6.4	-16.7	-1.5	-0.9	8.6	20.9	1.5	5.8	-6.1	8.5	8.4
생활용품	19.4	34.6	26.9	23.6	8.6	7.3	2.0	4.7	25.9	5.6	3.2
음료	5.0	4.6	3.8	3.7	2.0	2.9	1.9	1.6	4.2	2.1	2.5
국내	-14.2	-34.7	-9.3	-4.0	1.2	33.0	1.8	5.8	-15.6	8.6	10.0
면세	-11.7	-40.8	2.0	8.8	22.5	89.2	12.3	15.3	-9.9	27.7	13.9
비면세	-17.5	-26.5	-27.9	-24.5	-30.2	-28.5	-22.5	-16.2	-23.9	-24.9	-1.8
해외	11.7	22.5	16.0	2.8	22.0	6.7	1.0	5.9	11.7	8.3	6.1
중국	-6.3	18.4	21.7	41.1	47.7	15.9	7.0	6.6	20.8	16.3	6.5
미국 (뉴에이본)	-	-	136.2	-27.4	2.4	-5.8	2.4	10.6	11.1	2.4	4.8
기타	1.7	-3.4	9.0	-5.4	-3.6	-2.0	-7.0	3.0	0.0	-2.3	5.7
영업이익	3.6	0.6	5.1	6.3	11.1	10.7	0.6	5.7	3.8	7.0	7.3
영업이익률	0.4	0.6	0.0	0.3	0.6	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.1	0.2
화장품	-9.9	-21.3	-6.8	5.3	14.6	23.0	2.1	5.8	-8.4	11.0	8.7
생활용품	50.4	124.5	47.1	11.3	1.7	-7.1	1.2	4.7	62.9	-1.0	4.2
음료	45.1	30.4	15.2	17.4	6.8	-6.6	-4.8	5.0	26.6	-1.5	4.2
순이익	3.2	-4.0	6.5	5.1	10.6	11.0	1.2	8.5	2.5	7.6	8.2

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,685.4	7,844.5	8,361.5	8,868.5	9,287.1
매출액증가율 (%)	13.9	2.1	6.6	6.1	4.7
매출원가	2,917.3	2,962.9	3,062.1	3,238.7	3,391.5
매출총이익	4,768.2	4,881.6	5,299.4	5,629.8	5,895.7
판매관리비	3,591.8	3,660.7	3,992.5	4,227.2	4,411.0
영업이익	1,176.4	1,220.9	1,306.8	1,402.7	1,484.7
영업이익률	15.3	15.6	15.6	15.8	16.0
금융손익	-0.7	-6.2	-10.2	-10.7	-11.2
증속/관계기업손익	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0
기타영업외손익	-90.6	-100.6	-100.0	-96.8	-93.7
세전계속사업이익	1,092.1	1,121.1	1,203.7	1,302.2	1,386.8
법인세비용	303.9	308.0	331.0	358.1	381.4
당기순이익	788.2	813.1	872.7	944.1	1,005.4
지배주주지분 순이익	778.1	797.6	858.6	928.9	989.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,139.6	1,004.8	1,098.3	1,114.7	1,278.3
당기순이익(손실)	788.2	813.1	872.7	944.1	1,005.4
유형자산상각비	223.9	233.9	253.4	269.5	266.4
무형자산상각비	27.1	28.3	23.8	17.8	19.0
운전자본의 증감	15.7	-97.8	-75.5	-116.8	-12.5
투자활동 현금흐름	-461.4	-745.9	-513.7	-388.3	-256.7
유형자산의증가(CAPEX)	-326.1	-505.7	-414.3	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	5.4	3.3	0.8	-3.9	-3.1
재무활동 현금흐름	-429.4	-465.7	-378.3	-253.9	-239.1
차입금의 증감	216.3	-235.3	-164.3	-56.0	-25.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.5	-213.0	216.2	472.4	782.5
기초현금	396.6	647.1	434.1	650.3	1,122.7
기말현금	647.1	434.1	650.3	1,122.7	1,905.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,163.1	1,982.8	2,421.2	3,108.1	3,983.8
현금및현금성자산	647.1	434.1	650.3	1,122.7	1,905.2
매출채권	611.0	585.6	650.0	715.0	748.5
재고자산	746.3	809.0	946.5	1,079.0	1,129.6
비유동자산	4,330.6	4,818.7	5,006.0	5,099.4	5,067.1
유형자산	2,036.0	2,329.8	2,496.8	2,477.2	2,460.8
무형자산	1,787.3	2,063.4	2,115.5	2,224.7	2,205.6
투자자산	64.3	68.1	71.0	74.9	78.0
자산총계	6,493.7	6,801.4	7,427.1	8,207.6	9,050.9
유동부채	1,771.2	1,479.7	1,469.5	1,515.5	1,553.9
매입채무	290.7	251.2	261.2	274.3	287.2
단기차입금	287.6	186.4	159.6	131.6	106.6
유동성장기부채	103.6	3.6	31.8	31.8	31.8
비유동부채	485.4	472.5	407.8	396.1	409.8
사채	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.6	22.8	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,256.6	1,952.2	1,877.2	1,911.6	1,963.7
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	-111.7	-111.7	-111.7
이익잉여금	4,174.9	4,805.4	5,479.1	6,210.0	6,985.0
비지배주주지분	90.4	93.2	107.4	122.6	138.8
자본총계	4,237.1	4,849.2	5,549.9	6,296.0	7,087.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	492,081	502,267	535,366	567,834	594,636
EPS(지배주주)	48,337	49,587	53,381	57,751	61,502
CFPS	92,206	92,155	96,420	101,617	106,507
EBITDAPS	91,395	94,959	101,419	108,212	113,334
BPS	234,042	268,428	307,173	348,427	392,171
DPS	11,000	11,000	11,806	12,772	13,601
배당수익률(%)	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	26.1	32.7	25.9	24.0	22.5
PCR	13.7	17.6	14.4	13.6	13.0
PSR	2.6	3.2	2.6	2.4	2.3
PBR	5.4	6.0	4.5	4.0	3.5
EBITDA	1,427.4	1,483.1	1,584.0	1,690.1	1,770.1
EV/EBITDA	15.0	18.1	14.3	13.1	12.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	17.9	16.8	16.0	15.1
EBITDA 이익률	18.6	18.9	18.9	19.1	19.1
부채비율	53.3	40.3	33.8	30.4	27.7
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(X)	84.8	97.6	124.4	206.5	261.6
매출채권회전율(X)	13.2	13.1	13.5	13.0	12.7
재고자산회전율(X)	11.3	10.1	9.5	8.8	8.4

Industry Brief
2021. 10. 12

아모레퍼시픽 090430

경쟁력 약화

▶ 화장품/섬유의복

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

- ✓ 3Q21E 매출 1조 898 억원(Flat YoY), 영업이익 637 억원(+14%; OPM +1%p)
- ✓ 국내: 온라인 +30% vs. 오프라인 -3%(면세 +5% < 시장 +8%, 비면세 -15%)
- ✓ 해외: 판매 감소 + 비용 증가 = 역레버리지 발생 → 영업단 적자전환
- ✓ 중국: 이니(-50%) 부진 > 설화수(+33%) 호조 → 매출 -6%, 영업이익 -98%
- ✓ 대중국 경쟁력 약화(프리미엄 위주, 비용 증가 > 효율화 효과) 감안 Hold 유지

Hold

적정주가 (12개월)	200,000 원
현재주가 (10.8)	181,500 원
상승여력	10.2%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	106,164억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.81%
외국인비중	31.81%
52주 최고/최저가	297,000원/158,000원
평균거래대금	486.0억원
주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 4 인	50.19
국민연금공단	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.9	-29.4	7.1
상대주가	-5.7	-24.9	-13.4

주가그래프



3Q21E 또, 하향 조정

아모레퍼시픽은 2021년 3분기 매출액 1조 898 억원(+0.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 637 억원(+13.7%; OPM +0.7%p), 순이익 381 억원(+295.6%)을 기록할 전망이다. 부진한 판매 성과로 인해, 기저 효과를 충분히 누리지 못하겠다(3Q20 매출액 -22.4%, 영업이익 -47.9%; 면세 -49.2%, 중국 -10.6%).

[국내] 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 5,690 억원(+6.5%), 585 억원(+129.5%)을 추정한다. 온라인(+30.0%) 고성장에 따른 수수료 절감(-0.2%p)을 반영했다. 오프라인(-3.3%)은 역신장 전환할 전망이다. 면세(+4.6% vs. 시장 +8.6% 추산)가 비면세(-14.6%)를 상쇄하기에 부족했을 것으로 본다.

[해외] 매출액 3,991 억원(-5.7%), 영업손실 25 억원(적전)을 예상한다. 판매 감소와 비용 증가로 역레버리지가 발생하겠다. **중국**: '이니스프리'(-50.0%) 약화가 '설화수'(+33.0%) 호조를 무색하게 하고 있다. **기타 아시아**: 코로나로 인한 비우호적 영업 환경이 적자(-54 억원)를 초래했을 것으로 추정한다.

투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 200,000원(유지)

주가는 상당 기간 소강 상태에 들 것으로 본다. 대중국 경쟁력 약화가 문제다.

- ① 매출: 브랜드 구성이 프리미엄에 치중되어 있다. 2021E 중국 매출에서 럭셔리 '설화수'가 차지하는 비중은 37%에 불과하다. 매장 폐점 보다 판매 감소가 더 크게 나타나고 있는 '이니스프리'(24%), 시장 성장 부합에 그치는 '라네즈' (17%), 성장 모멘텀을 잃은 '마몽드'(10%)를 이끌기 어렵다. 4Q부터 '설화수'의 역기저 부담이 발생하는 점 또한 불안 요소이다(4Q20 +60%).
- ② 이익: 효율화 효과가 미진하다. 판매 정체를 판가 인하 및 판촉 증가로 탈피하려다 보니, 오프라인 폐점과 믹스 개선 효과가 두드러지지 않는 것이다.

(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	4,725.1	388.9	268.3	4,371	1,809.9	67,971	41.5	2.7	12.3	5.9	25.0
2022E	4,998.0	450.5	326.5	5,317	21.6	71,510	34.1	2.5	12.5	6.8	23.2
2023E	5,205.8	473.6	343.9	5,600	5.3	75,042	32.4	2.4	12.3	6.8	22.5

표18 아모레퍼시픽 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,089.8	1,088.6	0.1	1,176.7	-7.4	1,150.7	-5.3
영업이익	63.7	56.0	13.7	91.2	-30.1	82.7	-22.9
순이익	38.1	9.6	295.6	61.1	-37.7	56.6	-32.7
영업이익률(%)	5.8	5.1	0.7	7.8	-1.9	7.2	-1.3

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표19 아모레퍼시픽 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	4,725.1	4,998.0	4,754.7	5,039.2	-0.6	-0.8	4,851.7	5,477.7
영업이익	388.8	450.5	404.0	445.3	-3.7	1.2	423.1	555.0
순이익	268.3	326.5	279.5	322.6	-4.0	1.2	297.5	405.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표20 아모레퍼시픽 적정주가 산출

(십억원, 배)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	422	26.8	11,301	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균값에 35% 할인
지분가치 (B)			575	2Q21 현금 및 현금성자산 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			11,876	(A)+(B)
주식 수 (D)			57,949	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	204,936		200,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			181,500	
상승여력 (%)			10.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표21 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	10,616	4,725	4,998	389	451	268	327	41.5	34.1	2.7	2.5	5.9	6.8	12.3	12.5
LG생활건강	21,616	8,362	8,869	1,307	1,403	859	929	25.9	24.0	4.5	4.0	16.8	16.0	14.3	13.1
신세계인터내셔날	1,278	1,436	1,553	90	119	94	120	13.6	10.6	1.8	1.5	13.8	15.4	10.2	8.2
클리오	363	232	266	14	21	15	21	24.7	17.6	2.1	1.9	9.0	11.4	16.1	11.8
L'oreal	280,107	42,962	46,433	8,099	8,965	6,547	7,150	42.5	38.9	6.7	6.3	15.4	16.2	26.1	24.0
Estee Lauder	134,853	22,310	24,311	4,394	4,950	3,241	3,678	42.1	37.1	16.7	14.3	43.7	42.8	25.8	23.2
Shiseido	32,346	11,217	11,511	469	998	591	660	62.6	48.6	5.7	5.3	10.7	12.7	27.0	18.7
Proya	6,455	859	1,061	129	160	108	134	59.0	47.2	12.2	10.1	20.9	21.7	43.8	35.5
상하이자화	5,513	1,512	1,711	119	177	98	147	55.5	37.4	4.3	3.9	7.7	10.6	35.9	26.0
평균(국내사 제외)								49.8	40.2	10.0	8.7	21.9	22.8	32.9	27.2

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표22 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,176.7	1,089.8	1,205.8	4,432.2	4,725.1	4,998.0
국내	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	741.8	700.3	670.7	2,706.5	2,926.3	3,136.4
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	626.3	569.0	577.4	2,210.3	2,452.5	2,648.1
생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	133.7	115.5	131.3	93.3	496.1	473.8	488.3
해외	373.9	405.4	423.2	542.8	447.4	445.2	399.1	545.7	1,745.3	1,837.4	1,905.3
중국	240.4	283.0	268.8	392.1	324.7	300.7	251.5	382.5	1,184.3	1,259.3	1,283.0
기타 아시아	105.2	105.5	125.4	129.2	95.6	117.9	115.4	135.7	465.4	464.6	496.1
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	5.0	6.4	6.8	19.0	23.9	26.5
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	21.6	25.8	20.7	76.7	89.5	99.7
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	91.2	63.7	57.7	143.0	388.8	450.5
영업이익률	5.4	3.3	5.1	-0.8	14.1	7.8	5.8	4.8	3.2	8.2	9.0
국내	86.6	50.6	36.0	-56.0	125.3	82.1	65.0	25.3	117.2	297.7	291.0
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	58.5	42.3	112.6	301.7	289.3
생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	-2.3	6.5	-17.0	4.6	-3.9	1.7
해외	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	9.4	-2.5	36.0	14.5	95.2	106.6
중국	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	8.4	0.3	28.6	39.8	81.2	85.2
기타 아시아	-11.7	-16.5	2.3	5.2	6.6	-0.9	-5.4	5.0	-20.8	5.3	11.4
유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6	-1.7	1.7	2.0
북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.5	1.6	2.1	1.9	-2.8	7.0	8.0
순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	135.2	61.1	38.1	33.9	35.1	268.3	326.5
순이익률	6.3	1.0	0.9	-4.9	10.8	5.2	3.5	2.8	0.8	5.7	6.5
(% YoY)											
매출액	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	11.5	0.1	4.2	-20.6	6.6	5.8
국내	-19.1	-26.4	-27.7	-18.4	6.9	13.0	4.1	8.8	-23.1	8.1	7.2
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	17.9	6.5	9.8	-26.3	11.0	8.0
생활용품	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	-5.9	-7.8	-5.0	3.2	-4.7	-4.5	3.1
해외	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	19.7	9.8	-5.7	0.5	-16.0	5.3	3.7
중국	-33.3	-10.4	-10.6	6.6	35.1	6.3	-6.4	-2.5	-11.9	6.3	1.9
기타 아시아	-23.4	-37.9	-17.1	-19.4	-9.1	11.8	-8.0	5.0	-24.8	-0.2	6.8
유럽	-7.5	-37.2	-14.6	4.5	4.3	64.5	27.2	23.6	-13.1	25.6	11.0
북미	26.4	-36.2	-16.3	-35.1	-7.1	55.6	7.9	30.4	-17.5	16.7	11.4
영업이익	-67.3	-59.9	-47.9	적전	189.2	158.9	13.7	흑전	-66.6	171.9	15.9
영업이익률	-7.5	-3.0	-2.5	-4.2	8.7	4.4	0.7	5.6	-4.4	5.0	0.8
국내	-33.1	-31.3	-56.5	적전	44.7	62.3	80.6	흑전	-63.3	154.0	-2.3
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	60.8	86.7	129.5	흑전	-64.4	167.9	-4.1
생활용품	19.8	흑전	16.7	-68.9	-37.3	적전	-38.3	적지	38.1	적전	흑전
해외	적전	적전	-43.5	1,512.5	흑전	흑전	적전	-30.2	-86.1	559.0	11.9
중국	적전	-98.9	-61.6	396.6	흑전	2,875.1	-97.8	-35.3	-66.5	103.9	4.9
기타 아시아	적전	-1,481.4	흑전	흑전	흑전	-94.6	적전	-4.3	적전	흑전	113.0
유럽	72.2	48.7	흑전	흑전	흑전	흑전	28.2	23.2	81.0	흑전	16.4
북미	66.0	-1,272.3	181.3	흑전	흑전	흑전	-42.7	9.7	59.1	흑전	15.1
순이익	-42.0	-81.9	-90.7	-15.8	88.6	454.7	295.6	흑전	-85.3	663.6	21.7

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표23 아모레퍼시픽 주요 채널 실적 기여도

(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
국내 (화장품)	매출액	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	626.3	569.0	577.4	2,210.3	2,452.5	2,648.1
	영업이익	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	58.5	42.3	112.6	301.7	289.3
	영업이익률	11.7	8.5	4.8	-5.8	17.1	13.5	10.3	7.3	5.1	12.3	10.9
면세	매출액	258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	252.2	232.2	291.5	948.8	1,079.8	1,160.6
	영업이익	46.6	31.5	24.4	29.8	59.3	41.6	30.2	30.6	132.3	161.7	161.9
	영업이익률	18.0	16.0	11.0	11.0	19.5	16.5	13.0	10.5	13.9	15.0	13.9
매출 비중	연결 실적 대비	22.9	18.7	20.4	23.4	24.3	21.4	21.3	24.2	21.4	22.9	23.2
	국내 실적 대비	41.8	37.1	41.5	51.6	44.7	40.3	40.8	50.5	42.9	44.0	43.8
영업이익 비중	연결 실적 대비	76.4	89.5	43.6	-323.9	33.6	45.6	47.4	53.1	92.5	41.6	35.9
	국내 실적 대비	64.3	69.7	95.8	-97.8	50.9	49.3	51.6	72.3	117.5	53.6	56.0
해외	매출액	373.9	405.4	423.2	542.8	447.4	445.2	399.1	545.7	1,745.3	1,837.4	1,905.3
	영업이익	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	9.4	-2.5	36.0	14.5	95.2	106.6
	영업이익률	-8.7	-6.0	4.6	9.5	11.7	2.1	-0.6	6.6	0.8	5.2	5.6
중국	매출액	240.4	283.0	268.8	392.1	324.7	300.7	251.5	382.5	1,184.3	1,259.3	1,283.0
	영업이익	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	8.4	0.3	28.6	39.8	81.2	85.2
	영업이익률	-7.5	0.1	5.0	11.3	13.5	2.8	0.1	7.5	3.4	6.4	6.6
매출 비중	연결 실적 대비	21.3	26.8	24.7	33.9	25.9	25.6	23.1	31.7	26.7	26.7	25.7
	해외 실적 대비	64.3	69.8	63.5	72.2	72.6	67.5	63.0	70.1	67.9	68.5	67.3
영업이익 비중	연결 실적 대비	-29.7	0.8	24.0	-480.2	24.9	9.2	0.5	49.6	27.8	20.9	18.9
	해외 실적 대비	55.9	-1.2	68.4	85.7	83.9	89.6	-11.7	79.3	275.6	85.3	79.9

주: 면세 및 중국 영업이익은 당사 추정치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표24 아모레퍼시픽 국내 채널별 매출액 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
국내 (화장품)		618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	626.3	569.0	577.4	2,210.3	2,452.5	2,648.1
온라인		182.9	178.3	157.0	156.5	237.7	249.6	204.1	203.5	674.7	895.0	1,074.0
오프라인 - 면세		258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	252.2	232.2	291.5	948.8	1,079.8	1,160.6
오프라인 - 비면세		177.1	156.1	155.3	98.3	138.1	124.5	132.6	82.4	586.7	477.7	413.5
방판		115.8	89.1	80.9	60.2	96.5	83.3	73.2	55.6	346.0	308.6	286.8
백화점		56.1	55.8	44.0	36.7	50.6	52.8	37.9	32.2	192.5	173.5	154.0
전문점		42.3	34.2	28.1	20.9	32.4	25.7	20.6	15.1	125.6	93.7	73.4
할인점		11.2	10.2	9.8	7.0	9.8	8.7	8.4	6.0	38.1	33.0	29.5
(% YoY)												
국내 (화장품)		-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	17.9	6.5	9.8	-26.3	11.0	8.0
온라인		80.0	60.0	40.0	30.0	30.0	40.0	30.0	30.0	51.4	32.6	20.0
오프라인 - 면세		-29.5	-44.8	-49.2	-30.9	17.5	28.0	4.6	7.5	-38.9	13.8	7.5
오프라인 - 비면세		-44.8	-48.6	-32.6	-31.4	-22.0	-20.2	-14.6	-16.2	-41.2	-18.6	-13.4
방판		-25.4	-34.2	-32.6	-15.0	-16.7	-6.5	-9.5	-7.6	-29.7	-10.8	-7.1
백화점		-23.1	-22.5	-26.9	-27.8	-9.7	-5.4	-13.8	-12.3	-24.7	-9.9	-11.2
전문점		-56.1	-56.5	-56.7	-51.8	-23.4	-24.9	-26.9	-27.8	-55.7	-25.4	-21.7
할인점		-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-12.2	-14.0	-13.8	-13.5	-30.8	-13.3	-10.7

주: 오프라인 비면세 채널별 매출액은 당사 추정치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,580.1	4,432.2	4,725.1	4,998.0	5,205.8
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	6.6	5.8	4.2
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,293.4	1,359.5	1,410.8
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,431.8	3,638.5	3,795.0
판매관리비	3,651.8	3,023.8	3,042.9	3,188.0	3,321.5
영업이익	427.8	143.0	388.9	450.5	473.6
영업이익률	7.7	3.2	8.2	9.0	9.1
금융손익	-5.2	-5.2	-5.5	-5.8	-6.2
증속/관계기업손익	-0.3	0.7	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.7	-113.2	-21.1	-3.8	-3.0
세전계속사업이익	370.6	25.3	362.4	440.9	464.4
법인세비용	146.8	3.4	94.2	114.6	120.7
당기순이익	223.8	21.9	268.2	326.3	343.6
지배주주지분 순이익	238.8	35.1	268.3	326.5	343.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	718.3	554.4	792.7	604.3	698.4
당기순이익(손실)	223.8	21.9	268.2	326.3	343.6
유형자산상각비	485.5	458.5	448.7	344.8	308.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-161.4	39.8	-13.1	-81.4	-6.9
투자활동 현금흐름	-403.2	-206.4	-545.0	-204.1	-184.7
유형자산의증가(CAPEX)	-246.6	-183.0	-226.5	-180.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-44.5	-8.5	-4.2	-4.1
재무활동 현금흐름	-387.4	-216.0	-124.3	-110.1	-167.2
차입금의 증감	448.7	-144.1	-40.1	-13.4	-13.7
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	120.2	128.3	290.0	346.5
기초현금	735.5	673.6	793.7	922.1	1,212.1
기말현금	673.6	793.7	922.1	1,212.1	1,558.6

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,803.1	1,825.7	2,393.8	2,752.7	3,143.0
현금및현금성자산	673.6	793.7	922.1	1,212.1	1,558.6
매출채권	365.9	283.8	317.8	343.3	353.6
재고자산	452.6	414.5	480.8	514.5	540.2
비유동자산	4,185.9	3,876.2	3,469.7	3,327.1	3,201.1
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,230.4	2,065.6	1,935.5
무형자산	226.5	208.8	210.8	228.8	228.8
투자자산	48.4	92.9	101.4	105.7	109.8
자산총계	5,989.0	5,701.9	5,863.5	6,079.8	6,344.1
유동부채	1,066.6	966.0	925.6	888.9	902.9
매입채무	172.5	117.6	127.0	134.7	141.4
단기차입금	52.8	154.2	137.8	115.8	95.8
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	423.6	271.6	248.1	257.0	263.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,490.2	1,237.5	1,173.7	1,145.9	1,166.5
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	-6.8	-6.8	-6.8
이익잉여금	3,873.8	3,847.8	4,059.9	4,304.2	4,548.1
비지배주주지분	9.3	-3.5	-3.6	-3.9	-4.1
자본총계	4,498.8	4,464.4	4,689.8	4,933.9	5,177.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	95,455	75,818	80,813	85,446	89,000
EPS(지배주주)	3,904	456	4,371	5,317	5,600
CFPS	17,430	10,789	14,106	13,681	14,122
EBITDAPS	15,624	10,290	14,324	13,597	13,364
BPS	65,050	64,736	67,971	71,510	75,042
DPS	1,000	800	1,187	1,445	1,521
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	51.2	452.1	41.5	34.1	32.4
PCR	11.5	19.1	12.9	13.3	12.9
PSR	2.1	2.7	2.2	2.1	2.0
PBR	3.1	3.2	2.7	2.5	2.4
EBITDA	913.3	601.5	837.5	795.3	781.7
EV/EBITDA	13.5	20.1	12.3	12.5	12.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	0.8	5.9	6.8	6.8
EBITDA 이익률	16.4	13.6	17.7	15.9	15.0
부채비율	33.1	27.7	25.0	23.2	22.5
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	1.0
이자보상배율(X)	21.4	8.4	25.8	30.9	8.9
매출채권회전율(X)	17.1	13.6	15.7	15.1	14.9
재고자산회전율(X)	13.0	10.2	10.6	10.0	9.9

Industry Brief
2021. 10. 12

아모레 G 002790

P에 동조화

화장품/섬유의복

Analyst 하누리

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

- ✓ 3Q21E 매출 1조 1,945 억원(-1% YoY), 영업이익 723 억원(+18%; OPM +1%p)
- ✓ 비중: 매출 AP 86%/자체 화장품 10%, 영업이익 AP 90%/자체 화장품 7%
- ✓ AP: 대중국 업황 침체 및 개별 성과 부진 → 그룹 전체 실적 타격
- ✓ 자체: 오프라인 폐점 및 온라인 강화 → 매출 감소 vs. 손익 개선
- ✓ 아모레 P 모멘텀 약화 및 국내 사업 특수 부재 → 아모레 G 주가 약세 전망

Hold

적정주가 (12개월)	55,000 원
현재주가 (10.8)	49,750 원
상승여력	10.6%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	41,023억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.52%
외국인비중	16.86%
52주 최고/최저가	79,600원/43,550원
평균거래대금	93.4억원

주요주주(%)	
서경배 외 8 인	61.95
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.4	-25.7	1.2
상대주가	-3.0	-21.1	-18.1

주가그래프



3Q21E AP 부진 → AG 전가

아모레 G 는 2021년 3분기 매출액 1조 1,945 억원(-1.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 723 억원(+18.4%; OPM +1.0%p), 순이익 221 억원(+1,376.6%)을 기록할 전망이다. 아모레퍼시픽 부진이 그룹 전체 실적에 타격을 주겠으나, 국내 화장품 사업의 수익성 향상 기조는 이어지겠다.

[AP] P 가 겪는 부담이 G 에 고스란히 전가된다. 3Q21E 아모레 G 연결 실적에 아모레퍼시픽이 차지하는 비중은 매출의 86%, 영업이익의 90%이다(연결 조정 제외). 아모레퍼시픽 예상 매출액과 영업이익은 각각 1조 898 억원(+0.1%), 637 억원(+13.7%)이다. 중국 화장품 시장의 역기저 구간 진입과 국내 면세의 더딘 개선이 업황을 어둡게 하고 있는 가운데, 럭셔리 비중이 상대적으로 낮아 차별화된 성과를 실현하기도 어렵다.

[자체] 자체 전개하는 국내 화장품 사업 실적으로 매출액 1,279 억원(-18.0%; '에스트라' 제거 시 -4.8%), 영업이익 46 억원(흑전)을 추산한다. 상권 침체와 매장 폐점이 계속되고 있어, 판매 성과는 부진할 것으로 본다(브랜드별 매출: '아리스프리' -5%, '에뛰드' -7%, '아모스' -3%). 단, 오프라인 효율화 및 온라인 강화로 손익은 개선되겠다(영업이익: 3Q20 -23 억 → 3Q21E 46 억원).

투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 55,000원(유지)

아모레 G 는 아모레 P 의 대체재로 활용된다. P 대비 G 의 Valuation 부담이 상대적으로 낮기 때문이다. P 의 주가가 소강 상태에 접어든 이상, G 의 주가가 탄력을 받기는 쉽지 않다. 국내 브랜드 사업에 대해 기대를 걸기도 어렵다. 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	5,183.2	441.8	218.1	2,516	2,328.4	35,911	19.8	1.4	5.7	6.5	21.3
2022E	5,443.0	451.6	174.7	2,006	-12.2	37,300	24.8	1.3	6.3	5.0	18.9
2023E	5,687.7	472.1	184.1	2,113	5.3	38,839	23.5	1.3	6.2	5.0	18.2

표25 아모레G 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,194.5	1,208.6	-1.2	1,303.4	-8.4	1,262.1	-5.4
영업이익	72.3	61.0	18.4	104.6	-30.9	85.9	-15.8
순이익	22.1	1.5	1,376.6	104.4	-78.8	24.8	-10.7
영업이익률(%)	6.0	5.0	1.0	8.0	-2.0	6.8	-0.8

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표26 아모레G 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	5,183.2	5,443.0	5,235.2	5,482.0	-1.0	-0.7	5,286.0	5,707.4
영업이익	441.8	451.6	465.4	499.4	-5.1	-9.6	455.8	555.4
순이익	218.1	174.7	227.6	192.2	-4.2	-9.1	225.7	196.3

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표27 아모레G 적정주가 산정

(십억원, %, 배)	시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치	비고
지분가치 - 상장사 (A)						
아모레퍼시픽 보통주	11,590	37.1	4,304	25.0	3,228	목표주가 기준 시가총액에 양도소득세율 할인
아모레퍼시픽 우선주	887	14.3	127	25.0	95	3개월 평균 시가총액에 양도소득세율 할인 적용
지분가치 - 비상장사 (B)						
이니스프리	23	17.0	395	81.8	324	글로벌 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
아모스프로페셔널	10	17.0	176	100.0	176	글로벌 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
지분가치 - 비상장사 (C)						
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						
유형자산 (D)				14	2Q21 개별 기준	
순현금 (E)				505	2Q21 개별 기준	
(2) 자산가치 합산						
우선주 - 아모레G우 (F)				148	3개월 평균 시가총액 기준	
우선주 - 아모레G3우 (G)				301	3개월 평균 시가총액 기준	
(3) 우선주 가치 합산						
NAV				4,156	(1) + (2) - (3)	
주식 수 (천주)				76,249	유통주식수 기준 (발행주식수 - 자기주식수)	
적정주가 (원)						
현재주가 (원)				49,750		
상승여력 (%)				10.6		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표28 아모레G 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	1,303.4	1,194.5	1,297.7	4,930.1	5,183.2	5,443.0
화장품	1,329.4	1,229.1	1,244.5	1,298.3	1,429.1	1,352.4	1,217.8	1,315.8	5,101.4	5,315.0	5,513.3
아모레퍼시픽	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,176.7	1,089.8	1,205.8	4,432.2	4,725.2	4,998.0
이니스프리	107.4	88.4	80.3	72.4	89.0	87.9	76.3	68.8	348.5	322.0	314.9
에뛰드	34.6	29.6	26.6	20.5	28.1	26.2	24.7	18.9	111.3	97.9	91.9
에스쁘아	13.8	10.9	10.2	7.6	12.5	11.5	10.2	7.8	42.5	42.0	44.1
아모스프로페셔널	18.7	17.1	17.2	14.9	17.0	16.3	16.7	14.5	67.9	64.4	64.4
비화장품	82.1	72.2	49.5	57.7	90.1	89.3	54.5	66.4	261.5	300.2	324.2
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	197.7	104.6	72.3	67.3	150.7	441.8	451.6
영업이익률	5.3	3.1	5.0	-1.1	14.2	8.0	6.0	5.2	3.1	8.5	8.3
화장품	71.1	37.0	53.7	-17.4	194.3	100.8	68.3	60.5	144.5	423.9	450.3
아모레퍼시픽	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	91.2	63.7	57.7	143.0	388.8	414.4
이니스프리	5.1	-1.0	-0.2	3.1	9.5	5.7	3.7	3.6	7.0	22.5	25.0
에뛰드	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-0.5	-1.5	-1.9	-1.8	-18.1	-5.7	-1.7
에스쁘아	1.8	-0.5	-1.6	-2.0	-0.3	-0.8	-0.7	-0.5	-2.3	-2.4	-0.3
아모스프로페셔널	4.4	3.9	3.9	2.0	4.2	3.3	3.4	1.7	14.2	12.6	12.8
비화장품	-3.7	-3.0	0.2	3.5	0.9	4.5	2.2	3.0	-3.0	10.6	12.8
순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	84.6	104.4	22.1	7.0	10.4	218.1	174.7
순이익률	3.6	0.2	0.1	-3.2	6.1	8.0	1.8	0.5	0.2	4.2	3.2
(% YoY)											
매출액	-22.1	-24.7	-23.0	-16.0	8.5	10.4	-1.2	2.9	-21.5	5.1	5.0
화장품	-22.7	-25.8	-23.6	-16.1	7.5	10.0	-2.2	1.3	-22.2	4.2	3.7
아모레퍼시픽	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	11.5	0.1	4.2	-20.6	6.6	5.8
이니스프리	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-17.1	-0.6	-5.0	-5.0	-36.8	-7.6	-2.2
에뛰드	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-18.8	-11.5	-7.0	-8.0	-38.1	-12.0	-6.1
에스쁘아	20.0	-11.4	-22.1	-23.2	-9.4	5.5	0.0	3.0	-9.2	-1.1	5.0
아모스프로페셔널	-23.4	-20.1	-13.1	-16.3	-9.1	-4.7	-3.0	-3.0	-18.6	-5.1	0.0
비화장품	105.3	57.6	20.4	-4.0	9.7	23.7	10.0	15.0	39.8	14.8	8.0
영업이익	-66.8	-67.2	-49.4	적전	191.1	188.5	18.4	흑전	-69.8	193.2	2.2
영업이익률	-7.2	-4.0	-2.6	-5.3	8.9	5.0	1.0	6.3	-4.9	5.5	-0.2
화장품	-66.2	-67.2	-52.2	적전	173.2	172.3	27.1	흑전	-70.8	193.4	6.2
비화장품	적전	적전	-86.7	483.3	흑전	흑전	996.3	-14.1	적전	흑전	20.3
순이익	-41.6	-92.5	-96.5	-70.3	84.0	3,784.4	1,376.6	흑전	-92.2	2,000.7	-19.9

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,284.3	4,930.1	5,183.2	5,443.0	5,687.7
매출액증가율 (%)	3.4	-21.5	5.1	5.0	4.5
매출원가	1,641.8	1,371.1	1,384.5	1,450.0	1,515.1
매출총이익	4,642.4	3,559.0	3,798.7	3,993.1	4,172.6
판매관리비	4,144.2	3,408.3	3,356.9	3,541.5	3,700.5
영업이익	498.3	150.7	441.8	451.6	472.1
영업이익률	7.9	3.1	8.5	8.3	8.3
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	99.2	23.0	28.0
세전계속사업이익	431.4	31.3	543.2	476.7	502.2
법인세비용	149.0	9.2	163.0	143.0	150.7
당기순이익	282.4	22.1	380.2	333.7	351.5
지배주주지분 순이익	133.7	10.4	218.1	174.7	184.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	830.3	666.0	777.4	642.8	695.5
당기순이익(손실)	282.4	22.1	380.2	333.7	351.5
유형자산상각비	578.5	534.2	561.1	421.1	365.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-214.7	63.0	-135.0	-112.0	-21.1
투자활동 현금흐름	-433.3	-430.2	-462.9	-216.3	-194.7
유형자산의증가(CAPEX)	-274.2	-195.0	-229.7	-200.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	-17.5	-66.0	-12.0	-6.8	-5.2
재무활동 현금흐름	-287.4	-436.9	-140.5	-89.7	-69.8
차입금의 증감	599.9	-219.8	-65.5	-48.3	-33.5
자본의 증가	190.0	-102.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.0	-226.5	179.5	336.9	431.1
기초현금	1,297.5	1,417.4	1,190.9	1,370.4	1,707.3
기말현금	1,417.4	1,190.9	1,370.4	1,707.3	2,138.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,905.9	2,853.1	3,640.9	4,045.2	4,543.7
현금및현금성자산	1,417.4	1,190.9	1,370.4	1,707.3	2,138.4
매출채권	394.7	306.7	352.7	366.8	385.1
재고자산	524.5	478.5	559.8	593.4	620.8
비유동자산	5,375.5	4,935.7	4,370.2	4,155.8	3,976.0
유형자산	3,200.1	3,081.1	2,621.7	2,400.6	2,215.5
무형자산	739.4	719.6	712.9	712.9	712.9
투자자산	94.8	160.8	172.8	179.5	184.8
자산총계	8,281.4	7,788.7	8,011.1	8,201.0	8,519.6
유동부채	1,225.9	1,170.2	1,103.0	990.6	984.4
매입채무	104.8	74.3	78.8	81.1	83.6
단기차입금	157.6	257.5	253.1	230.1	208.1
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	575.4	346.5	305.0	314.8	324.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,801.3	1,516.7	1,407.9	1,305.5	1,308.9
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	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	2,648.3	2,631.9	2,824.1	2,957.4	3,105.2
비지배주주지분	3,112.8	3,022.5	3,156.0	3,315.0	3,482.5
자본총계	6,480.2	6,272.0	6,603.2	6,895.5	7,210.8

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	76,211	59,789	62,859	66,009	68,977
EPS(지배주주)	1,527	43	2,516	2,006	2,113
CFPS	14,603	8,962	11,709	10,888	10,518
EBITDAPS	13,058	8,305	12,162	10,584	10,153
BPS	35,078	33,852	35,911	37,300	38,839
DPS	300	230	404	354	373
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.8	0.7	0.7
(Valuation(Multiple))					
PER	54.2	1,273.8	19.8	24.8	23.5
PCR	5.7	6.1	4.2	4.6	4.7
PSR	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR	2.4	1.6	1.4	1.3	1.3
EBITDA	1,076.8	684.8	1,002.9	872.7	837.2
EV/EBITDA	8.8	9.8	5.7	6.3	6.2
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	4.1	0.3	6.5	5.0	5.0
EBITDA 이익률	17.1	13.9	19.3	16.0	14.7
부채비율	27.8	24.2	21.3	18.9	18.2
금융비용부담률	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	18.9	6.6			
매출채권회전율(X)	17.9	14.1	15.7	15.1	15.1
재고자산회전율(X)	12.3	9.8	10.0	9.4	9.4

Industry Brief
2021. 10. 12

신세계인터내셔날 031430

외제 강세 vs. 국산 약세

▲ 화장품/섬유의복

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

- ✓ 3Q21E 매출 3,466 억원(+4% YoY), 영업이익 151 억원(+116%, OPM +2%p)
 - ✓ 화장품: 수입(627 억원; +38%) 신기록 경신 vs. '비디비치'(165 억원; -57%) 부진
 - ✓ 의류: 해외패션(+14%; OPM 12%) 호조 vs. 국내패션 부진(-6%; OPM -5%)
 - ✓ 생활용품: 신규 점포 추가 및 임대 계약 변경 → 매출 +10%, 영업적자 축소
 - ✓ 제품 및 채널 확장 통한 구조적 외형 성장 기대 유효, 매수 접근 추천

Buy

적정주가 (12 개월)	250,000 원		
현재주가 (10.8)	179,000 원		
상승여력	39.7%		
KOSPI	2,956.30pt		
시가총액	12,781억원		
발행주식수	714만주		
유동주식비율	45.95%		
외국인비중	5.16%		
52주 최고/최저가	236,000원/141,500원		
평균거래대금	55.0억원		
주요주주(%)			
신세계 외 1 인	54.05		
국민연금공단	13.36		
네이버	6.85		
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월		
절대주가	-10.7	-13.1	21.8
상대주가	-4.5	-7.6	-1.5
주가그래프			



3Q21E 외제 강세 vs. 국산 약세

신세계인터내셔널은 2021년 3분기 매출액 3,466 억원(+3.8% YoY; 이하 YoY), 영업이익 151 억원(+116.1%, OPM +2.3%p), 순이익 148 억원(+182.2%)을 기록할 전망이다. 외제 강세와 국산 약세가 계속되는 양상이다. 믹스 개선에 따라 매출 대비 이익 증가 폭이 크겠다(3Q20 매출액 -7.3%, 영업이익 -63.4%).

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 822 억원(-3.7%), 86 억원(-9.7%)을 추산한다. '비디비치'(165 억원; -57.3%) 부진과 '스위스 퍼펙션' 중국 확장 관련 비용 집행을 반영했다. 수입 브랜드(627 억원; +38.1%)의 역대 최고치 경신, 연작(24 억원; +71.7%) 및 로이비(5 억원; 신규)의 추가 효과는 고무적이다.

[의류] 매출액 1,975 억원(+4.2%), 영업이익 84 억원(흑전)을 추정한다. 해외(매출 +13.8%, OPM 12.1%) 호조가 국내(매출 -5.6%, OPM -5.4%) 부진을 상쇄시키겠다(비중: 매출 해외 54.9%/국내 45.1%, 이익 해외 157%/국내 -57%).

[생활용품] 예상 매출액은 668 억원(+10.1%), 영업손실은 19 억원(적자)이다. 신규 점포 추가가 매출 증가를, 임대 계약 구조 변경이 적자 폭 축소를 견인할 것으로 본다(OPM: 3Q20 -3.2% → 3Q21E -2.9%).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 250,000원(-11% 하향)

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. 신규 브랜드 판권 추가는 연매출 +8% 성장을 견인 (매출액 +1 천억 = 7 개 순증 * 연매출 150 억), 자체 브랜드의 해외 진출은 ('스위스 퍼펙션' - 중국, '푸아레' - 유럽) 멀티플 확장 요소로 작용하겠다.

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	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	1,436.1	89.6	94.2	13,194	83.2	101,669	13.6	1.8	10.2	13.8	58.3
2022E	1,553.1	119.4	120.4	16,868	28.5	117,437	10.6	1.5	8.2	15.4	49.0
2023E	1,656.9	141.6	140.1	19,620	16.3	135,857	9.1	1.3	6.9	15.5	42.2

표29 신세계인터내셔널 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	346.6	333.8	3.8	340.7	1.7	367.1	-5.6
영업이익	15.1	7.0	116.1	26.5	-43.2	21.6	-30.4
순이익	14.8	5.2	182.2	19.1	-22.7	18.7	-21.0
영업이익률(%)	4.3	2.1	2.3	7.8	-3.4	5.9	-1.5

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표30 신세계인터내셔널 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,436.1	1,553.1	1,454.5	1,567.5	-1.3	-0.9	1,467.2	1,584.6
영업이익	89.6	119.4	99.8	124.2	-10.2	-3.9	97.3	115.8
순이익	94.2	120.4	103.3	124.9	-8.8	-3.6	85.3	101.1

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표31 신세계인터내셔널 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치 비고
영업가치 (A)	1,641 (A1)+(A2)+(A3)		
화장품 (A1)	자체 브랜드+수입 판권	37.4	24.5 915 글로벌 화장품 Peer 평균 PER에 45% 할인 적용
의류 (A2)	해외패션+국내패션+톱보이	49.9	14.1 706 글로벌 럭셔리 Peer 평균 PER에 75% 할인 적용
생활용품 (A3)	자주	1.4	14.9 21 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 20% 할인 적용
지분가치 (B)	234		
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	20.6	11.3 234 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
순부채 (C)	56 2Q21 장부가 기준, Banker's Usance 단기 차입금 제외		
적정 시가총액 (D)	1,819 (A)+(B)-(C)		
주식 수 (E, 천주)	7,140		
적정주가 (원)	250,000 (D)/(E), 반올림		
현재주가 (원)	179,000		
상승여력 (%)	39.7		

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표32 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	1,278	1,436	1,553	90	119	94	120	13.6	10.6	1.8	1.5	13.8	15.4	10.2	8.2
LG생활건강	21,616	8,362	8,869	1,307	1,403	859	929	25.9	24.0	4.5	4.0	16.8	16.0	14.3	13.1
아모레퍼시픽	10,616	4,725	4,998	389	451	268	327	41.5	34.1	2.7	2.5	5.9	6.8	12.3	12.5
클리오	363	232	266	14	21	15	21	24.7	17.6	2.1	1.9	9.0	11.4	16.1	11.8
L'Oreal	280,107	42,962	46,433	8,099	8,965	6,547	7,150	42.5	38.9	6.7	6.3	15.4	16.2	26.1	24.0
Estee Lauder	134,853	22,310	24,311	4,394	4,950	3,241	3,678	42.1	37.1	16.7	14.3	43.7	42.8	25.8	23.2
Shiseido	32,346	11,217	11,511	469	998	591	660	62.6	48.6	5.7	5.3	10.7	12.7	27.0	18.7
Proya	6,455	859	1,061	129	160	108	134	59.0	47.2	12.2	10.1	20.9	21.7	43.8	35.5
상하이자화	5,513	1,512	1,711	119	177	98	147	55.5	37.4	4.3	3.9	7.7	10.6	35.9	26.0
평균(국내사 제외)								49.8	40.2	10.0	8.7	21.9	22.8	32.9	27.2

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표33 신세계인터내셔날 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	323.4	287.2	333.8	381.1	341.9	340.7	346.6	406.9	1,325.5	1,436.1	1,553.1
화장품	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	81.4	82.2	99.9	333.1	355.6	411.0
해외의류	79.1	97.0	95.2	122.8	96.0	112.4	108.4	136.5	394.1	453.2	489.5
국내의류	74.7	50.5	73.0	63.9	68.6	59.6	68.8	66.4	262.1	263.5	274.0
생활용품	47.6	57.9	60.7	59.3	53.8	62.2	66.8	63.2	225.4	245.9	260.7
틈보이	30.5	25.5	21.5	39.6	31.3	22.9	20.3	41.0	117.1	115.5	118.0
영업이익	12.0	-2.5	7.0	17.4	21.3	26.5	15.1	26.7	33.8	89.6	119.4
영업이익률	3.7	-0.9	2.1	4.6	6.2	7.8	4.3	6.6	2.5	6.2	7.7
화장품	15.4	-1.8	9.6	10.0	10.9	7.8	8.6	10.2	33.1	37.5	48.3
해외의류	2.4	5.3	5.5	12.7	11.6	16.3	13.1	16.1	26.0	57.1	64.6
국내의류	-1.8	-4.3	-3.7	-3.9	0.5	-0.3	-3.6	-3.8	-13.6	-7.1	-3.3
생활용품	-1.2	0.4	-1.9	-2.0	-2.2	0.8	-1.9	-0.7	-4.8	-4.0	3.6
틈보이	0.6	-0.3	-2.2	2.9	0.4	1.2	-1.2	2.7	0.9	3.1	5.5
순이익	4.7	16.3	5.2	24.8	23.4	19.1	14.8	36.9	50.9	94.2	120.4
순이익률	1.4	5.7	1.6	6.5	6.8	5.6	4.3	9.1	3.8	6.6	7.8
(% YoY)											
매출액	-11.6	-4.8	-7.3	-4.1	5.7	18.6	3.8	6.8	-7.0	8.3	8.2
화장품	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	44.6	-3.7	0.2	-9.5	6.8	15.6
해외의류	-7.8	10.1	3.7	7.2	21.3	15.9	13.8	11.2	3.6	15.0	8.0
국내의류	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-8.2	18.0	-5.7	3.8	-17.3	0.5	4.0
생활용품	-0.8	12.5	1.8	1.7	13.0	7.4	10.1	6.6	3.7	9.1	6.0
틈보이	-19.5	-6.7	-23.1	-18.8	2.5	-10.1	-5.4	3.4	-17.5	-1.4	2.1
영업이익	-59.0	적전	-63.4	-19.8	78.1	흑전	116.1	53.9	-60.0	165.4	33.2
화장품	-36.0	적전	-47.0	-26.0	-29.2	흑전	-9.7	2.0	-51.5	13.2	28.7
해외의류	10.9	58.3	284.1	61.5	377.5	206.0	137.0	26.5	75.0	119.6	13.1
국내의류	적전	-147.6	-399.7	-18.1	흑전	93.1	3.8	2.2	-308.2	47.8	53.7
생활용품	적전	-81.1	적전	적전	-74.1	112.9	0.2	64.4	적전	16.7	흑전
틈보이	-73.2	-72.8	-107.7	-30.9	-36.0	흑전	45.1	-5.4	-81.4	228.8	79.4
순이익	-79.5	60.2	-76.3	30.8	400.4	17.4	182.2	49.2	-31.2	85.0	27.8

자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

표34 신세계인터내셔날 화장품 사업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	91.7	56.3	85.4	99.7	92.1	81.4	82.2	99.9	368.0	333.1	355.6	411.0
비디비치	41.2	18.9	38.6	37.0	33.6	19.2	16.5	26.3	229.2	135.7	95.6	108.0
수입브랜드	48.2	36.0	45.4	61.1	56.9	59.0	62.7	70.7	132.0	190.7	249.3	286.6
연작	2.3	1.4	1.4	1.6	1.3	2.7	2.5	2.3	6.8	6.7	8.7	12.2
로이비	-	-	-	-	0.3	0.5	0.6	0.7	-	-	2.0	4.1
(% YoY)												
매출액	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	0.4	44.6	-3.7	0.2	65.8	-9.5	6.8	15.6
비디비치	-43.2	-59.3	-26.9	-35.5	-18.4	1.7	-57.3	-29.0	86.4	-40.8	-29.6	13.0
수입브랜드	63.3	19.7	17.7	80.4	18.1	63.9	38.1	15.7	34.1	44.4	30.7	15.0
연작	110.0	1,330.0	1,330.0	-71.7	-45.1	90.8	71.7	47.2	1,260.0	-1.0	30.0	40.0

자료: 신세계인터내셔날, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔날 (031430)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,425.0	1,325.5	1,436.1	1,553.1	1,656.9
매출액증가율 (%)	12.9	-7.0	8.3	8.1	6.7
매출원가	588.1	581.7	595.0	632.0	665.6
매출총이익	836.9	743.8	841.1	921.1	991.3
판매관리비	752.4	710.1	751.5	801.8	849.7
영업이익	84.5	33.8	89.6	119.4	141.6
영업이익률	5.9	2.5	6.2	7.7	8.5
금융순익	-8.0	-4.7	0.1	1.4	2.8
증속/관계기업순익	15.0	12.5	13.3	15.1	15.8
기타영업외순익	8.9	11.4	10.9	10.4	9.9
세전계속사업이익	100.4	53.0	113.8	146.2	170.1
법인세비용	26.4	2.1	20.5	26.3	30.6
당기순이익	74.0	51.0	93.3	119.9	139.5
지배주주지분 순이익	74.0	50.9	94.2	120.4	140.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	103.0	104.6	109.5	152.9	170.9
당기순이익(손실)	74.0	51.0	93.3	119.9	139.5
유형자산상각비	49.6	58.2	57.9	53.6	48.7
무형자산상각비	6.1	5.8	5.5	4.4	4.0
운전자본의 증감	-26.1	11.3	-59.2	-25.0	-21.3
투자활동 현금흐름	-25.3	-49.0	-35.0	-41.6	-42.3
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-39.3	-44.7	-36.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-14.2	-10.3	-4.5	-5.6	-9.2
재무활동 현금흐름	-85.5	-33.5	-92.0	-26.0	-18.4
차입금의 증감	74.3	-2.1	-85.6	-18.2	-9.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-7.7	22.1	-17.7	85.2	110.1
기초현금	12.4	4.7	26.8	9.1	94.3
기말현금	4.7	26.8	9.1	94.3	204.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	436.3	426.8	446.5	561.9	701.3
현금및현금성자산	4.7	26.8	9.1	94.3	204.4
매출채권	106.1	93.6	101.1	107.2	112.6
재고자산	263.4	253.7	281.7	304.2	324.9
비유동자산	692.6	720.7	704.9	688.6	678.1
유형자산	328.2	310.1	304.6	287.1	271.3
무형자산	46.8	67.0	66.7	62.3	58.4
투자자산	154.2	164.5	168.9	174.5	183.8
자산총계	1,128.9	1,147.5	1,151.4	1,250.5	1,379.3
유동부채	292.3	300.2	174.5	160.1	156.9
매입채무	45.2	37.7	39.6	42.6	45.0
단기차입금	55.2	66.4	28.6	12.6	1.6
유동성장기부채	84.6	97.8	11.3	11.3	11.3
비유동부채	237.3	206.1	249.8	251.2	252.3
사채	103.6	42.9	100.8	100.8	100.8
장기차입금	0.0	17.9	17.4	17.4	17.4
부채총계	529.6	506.2	424.3	411.3	409.2
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	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	443.4	484.8	571.2	683.8	815.3
비지배주주지분	2.0	2.1	1.2	0.7	0.1
자본총계	599.3	641.2	727.1	839.2	970.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	199,580	185,644	201,134	217,526	232,053
EPS(지배주주)	10,361	7,131	13,194	16,868	19,620
CFPS	20,647	16,136	24,335	29,078	31,350
EBITDAPS	19,629	13,700	21,425	24,828	27,206
BPS	83,650	89,514	101,669	117,437	135,857
DPS	1,100	1,100	1,100	1,200	1,200
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	22.6	13.6	10.6	9.1
PCR	10.6	10.0	7.4	6.2	5.7
PSR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR	2.6	1.8	1.8	1.5	1.3
EBITDA	140.2	97.8	153.0	177.3	194.3
EV/EBITDA	13.9	15.4	10.2	8.2	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.2	13.8	15.4	15.5
EBITDA 이익률	9.8	7.4	10.7	11.4	11.7
부채비율	88.4	78.9	58.3	49.0	42.2
금융비용부담률	0.7	0.8	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	8.0	3.4	13.4	21.0	25.6
매출채권회전율(x)	13.7	13.3	14.7	14.9	15.1
재고자산회전율(x)	5.7	5.1	5.4	5.3	5.3

Industry Brief
2021. 10. 12

한국콜마 161890

화장품 저평가

화장품/섬유의복

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

- 3Q21E 매출액 3,839 억원(+21% YoY), 영업이익 228 억원(+21%, OPM Flat)
- 국내: 거래선 재고 조정 vs. 비용 통제 → 매출 +1%, 영업이익 +23%
- 해외: 무석(+70%) 강세, 북경(+50%) 회복, CSR(+40%) 선전, PTP(-25%) 부진
- HKN: MSD 백신 도입 효과 → 매출 +35%, 영업이익 Flat
- 이노엔 상장 → 지분가치(7,908 억원) 증가 → 화장품(2,857 억원) 저평가(5 배)

Buy

적정주가 (12개월)	60,000 원
현재주가 (10.8)	47,050 원
상승여력	27.5%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	10,766억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.74%
외국인비중	26.39%
52주 최고/최저가	61,800원/43,100원
평균거래대금	69.3억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 29 인	30.26
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	8.76

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	-15.7	0.9
상대주가	4.7	-10.3	-18.4

주가그래프



3Q21E 수익성 개선

한국콜마는 2021년 3분기 매출액 3,839 억원(+20.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 228 억원(+20.9%, OPM Flat), 순이익 177 억원(+41.7%)을 기록할 전망이다. 정상화 구간에 진입하겠다. 본업 수익성 개선(국내 비용 통제 및 해외 수주 확대)과 자회사 일회성 요인(2Q21 -90 억원) 제거를 말한다.

[화장품] **국내:** 매출액과 영업이익으로 각각 1,395 억원(+0.9%), 145 억원(+22.9%)을 추산한다. 주력 거래선의 재고 조정으로 매출은 미진 하겠으나, 믹스 개선과 비용 절감을 통해 증익은 두드러지겠다. **중국:** 무석(+70.0%)은 기존 거래선 회복과 신규 고객사 확보가 계속되는 모습이다. 북경(+50.0%) 또한 영업망 강화를 통해 분기 매출 70 억원 수준을 지켜낼 것으로 본다. **북미:** CSR(+40.0%; 기초)은 대형 수주 추가(1Q21) 효과가, PTP(-25.0%; 색조)는 전방 색조 부진 영향이 나타날 전망이다.

[의약품] **HKN:** 매출액과 영업이익으로 각각 2,026 억원(+35.0%), 136 억원(+0.5%)을 예상한다. 1Q21 MSD 백신 도입 이후, 매출 성장과 마진 감소가 동반되고 있다. 2Q21 일회성 요인 제거에 따라 OPM 7%대 실현은 가능하겠다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 60,000원(-14% 하향)

본업에 기대를 걸기는 쉽지 않다. 기초 OEM 위주의 포트폴리오, 상대적으로 높은 내수 의존도(2021E 매출 비중: 한국 76%, 중국 16%, 북미 8%), 해외 사업의 계속되는 적자(2020년 -110 억원 → 2021E -126 억원) 모두 발목이다. 단, HK 이노엔 상장에 따른 본업 저평가 효과는 노력될 법하다. 이노엔 지분가치만 1 조를 넘어선다. 대주주 양도소득세 25%를 적용해도 8 천억 수준이다. 이를 제한 화장품 영업가치는 2,857 억원으로, 12개월 선행 PER 4.9 배에 불과하다((한국콜마 시가총액 - HK 이노엔 지분가치) / 화장품 EPS).

(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	1,599.1	97.2	65.2	2,847	-68.9	29,621	16.5	1.6	14.9	10.0	137.3
2022E	1,762.1	119.1	80.8	3,532	41.3	32,808	13.3	1.4	12.4	11.3	128.1
2023E	1,892.3	129.5	96.2	4,205	13.9	36,668	11.2	1.3	11.2	12.1	119.3

표35 한국콜마 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	383.9	317.6	20.9	412.8	-7.0	390.2	-1.6
영업이익	22.8	18.9	20.9	21.3	7.2	24.5	-6.9
순이익	17.7	12.5	41.7	13.0	36.7	12.5	42.6
영업이익률(%)	6.0	6.0	0.0	5.2	0.8	6.3	-0.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표36 한국콜마 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,599.1	1,762.1	1,618.5	1,789.3	-1.2	-1.5	1,618.5	1,779.6
영업이익	97.1	119.1	108.1	134.7	-10.1	-11.6	107.0	138.3
순이익	65.1	80.8	68.4	86.8	-4.8	-6.8	56.2	75.8

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표37 한국콜마 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT	Target M	적정가치	비고
영업가치 (A)			669	
화장품	39	17.2	669	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 PER에 60% 할인 적용
지분가치 (B)			791	
제약 (HKN)		791	HK이노엔 평균 주가 * 보유주식 수 * 양도소득세율 25% 할인	
순현금 (C)			-88	2Q21 말 개별 기준
적정 시가총액 (D)		1,371	(A)+(B)+(C)	
주식 수 (E)		22,881		
적정주가 (원)	59,936	60,000	(D)/(E), 반올림	
현재주가 (원)		47,050		
상승여력 (%)		27.5		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표38 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	1,077	1,599	1,762	97	119	65	81	16.5	13.3	1.6	1.4	10.0	11.3	14.9	12.4
코스맥스	1,504	1,546	1,711	119	135	71	112	20.1	13.4	2.8	2.3	16.2	18.9	10.4	8.9
LG생활건강	21,616	8,362	8,869	1,307	1,403	859	929	25.9	24.0	4.5	4.0	16.8	16.0	14.3	13.1
아모레퍼시픽	10,616	4,725	4,998	389	451	268	327	41.5	34.1	2.7	2.5	5.9	6.8	12.3	12.5
신세계인터넷내셔널	1,278	1,436	1,553	90	119	94	120	13.6	10.6	1.8	1.5	13.8	15.4	10.2	8.2
클리오	363	232	266	14	21	15	21	24.7	17.6	2.1	1.9	9.0	11.4	16.1	11.8
L'oreal	280,107	42,962	46,433	8,099	8,965	6,547	7,150	42.5	38.9	6.7	6.3	15.4	16.2	26.1	24.0
Estee Lauder	134,853	22,310	24,311	4,394	4,950	3,241	3,678	42.1	37.1	16.7	14.3	43.7	42.8	25.8	23.2
Shiseido	32,346	11,217	11,511	469	998	591	660	62.6	48.6	5.7	5.3	10.7	12.7	27.0	18.7
Proya	6,455	859	1,061	129	160	108	134	59.0	47.2	12.2	10.1	20.9	21.7	43.8	35.5
상하이자화	5,513	1,512	1,711	119	177	98	147	55.5	37.4	4.3	3.9	7.7	10.6	35.9	26.0
평균(국내사 제외)								49.8	40.2	10.0	8.7	21.9	22.8	32.9	27.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표39 한국콜마 실적 추이 및 전망 (중단 사업 '별도 제약품' 제거 기준)

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	333.3	322.1	317.6	348.9	395.3	412.8	383.9	407.1	1,322.0	1,599.1	1,762.1
국내 화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	170.2	139.5	147.3	609.2	629.3	659.7
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	30.5	40.8	27.9	37.1	71.6	136.3	182.4
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	6.1	8.3	6.6	6.3	22.3	27.3	29.8
무석	6.8	13.3	12.6	16.6	24.4	32.5	21.4	30.8	49.3	109.0	152.6
미국	18.2	14.5	16.6	13.4	15.7	17.9	17.8	15.9	62.7	67.3	74.0
PTP	10.0	6.7	8.4	4.5	4.8	6.1	6.3	5.4	29.5	22.6	25.5
CSR	8.2	7.9	8.2	8.9	10.9	11.7	11.5	10.5	33.2	44.7	48.5
HKN	132.8	130.9	150.0	183.4	186.8	184.9	202.6	211.0	597.2	785.3	863.8
영업이익	23.6	27.2	18.9	52.0	24.2	21.3	22.8	28.7	121.7	97.1	119.1
영업이익률	7.1	8.5	6.0	14.9	6.1	5.2	6.0	7.1	9.2	6.1	6.8
국내	12.7	18.8	11.8	7.1	15.7	19.9	14.5	15.7	50.4	61.4	65.3
해외	-4.6	-4.4	-6.4	4.4	-4.6	-1.6	-5.2	-5.7	-11.0	-12.6	-12.4
HKN	15.5	12.8	13.5	40.5	13.1	3.0	13.6	18.7	82.3	48.3	66.1
순이익	12.4	8.5	12.5	126.8	12.3	13.0	17.7	22.1	160.3	65.1	80.8
순이익률	3.7	2.6	3.9	36.3	3.1	3.1	4.6	5.4	4.1	4.6	4.6
(% YoY)											
매출액	-2.5	-12.5	-1.4	0.5	18.6	28.1	20.9	16.7	-4.1	21.0	10.2
국내 화장품	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-0.1	5.8	0.9	7.1	-11.4	3.3	4.8
중국	-28.8	0.2	1.9	-3.1	141.9	92.5	64.8	77.9	-6.9	90.4	33.8
북경	-61.7	-51.2	-61.8	-66.6	5.9	4.5	50.0	50.0	-59.7	22.4	9.1
무석	162.7	170.9	143.2	87.9	257.2	145.2	70.0	85.0	130.2	121.2	40.0
미국	-19.4	-45.5	-22.7	-19.2	-13.6	23.0	7.3	18.7	-28.1	7.3	10.0
PTP	-28.4	-59.2	-31.7	-46.2	-52.1	-8.4	-25.0	20.0	-41.9	-23.5	13.0
CSR	-4.8	-23.6	-10.8	8.5	33.1	49.6	40.0	18.0	-8.4	34.7	8.5
HKN	5.2	3.0	5.7	24.5	40.7	41.2	35.0	15.0	10.1	31.5	10.0
영업이익	-13.6	-14.4	5.0	128.9	2.7	-21.7	20.9	-44.7	21.9	-20.2	22.6
국내	-8.6	24.0	218.7	-2.1	23.9	5.8	22.9	123.2	26.0	21.9	6.3
해외	-8.0	흑전	-14.2	156.1	적지	적지	적지	적전	-38.3	14.1	-1.9
HKN	-12.2	-23.2	-32.1	72.9	-15.8	-76.9	0.5	-53.7	6.0	-41.3	36.8
순이익	-12.4	-38.3	357.4	흑전	-0.9	52.4	41.7	-82.6	451.6	-59.4	24.1

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
매출액	1,378.9	1,322.1	1,599.1	1,762.1	1,892.3
매출액증가율 (%)	1.5	-4.1	21.0	10.2	7.4
매출원가	982.8	895.8	1,146.6	1,256.8	1,349.7
매출총이익	396.1	426.3	452.5	505.3	542.6
판매관리비	296.3	304.6	355.3	386.2	413.2
영업이익	99.8	121.7	97.2	119.1	129.5
영업이익률	7.2	9.2	6.1	6.8	6.8
금융손익	-48.5	-41.4	-29.9	-24.0	-21.0
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.1	141.4	-0.7	-1.1	-1.5
세전계속사업이익	45.2	221.6	66.5	94.0	107.0
법인세비용	25.9	77.0	16.6	23.5	26.8
당기순이익	33.6	160.6	49.9	70.5	80.3
지배주주지분 순이익	29.1	160.3	65.2	80.8	96.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	164.8	121.5	120.2	127.0	129.9
당기순이익(손실)	33.6	160.6	49.9	70.5	80.3
유형자산상각비	46.0	48.9	44.0	47.3	49.7
무형자산상각비	14.6	12.9	5.0	3.8	2.3
운전자본의 증감	39.4	-39.5	79.0	5.4	-2.4
투자활동 현금흐름	-150.7	245.7	-193.9	-64.7	-61.1
유형자산의증가(CAPEX)	-73.7	-119.2	-92.9	-64.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-4.9	-1.3	-0.6	-0.5
재무활동 현금흐름	27.7	-109.5	-119.6	-51.9	-47.9
차입금의 증감	122.5	-98.6	-100.7	-44.0	-40.0
자본의 증가	12.4	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.1	258.6	-192.6	10.4	20.9
기초현금	76.5	118.6	377.2	184.6	195.0
기말현금	118.6	377.2	184.6	195.0	215.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	646.0	775.2	713.5	747.2	799.8
현금및현금성자산	118.6	377.2	184.7	195.1	216.0
매출채권	223.9	183.9	198.7	212.6	228.8
재고자산	160.7	148.6	163.5	171.6	181.9
비유동자산	1,754.3	1,714.4	1,755.7	1,769.2	1,777.8
유형자산	466.9	472.7	486.4	503.1	513.4
무형자산	1,138.4	1,094.4	1,093.0	1,089.2	1,086.8
투자자산	16.9	21.7	23.1	23.7	24.2
자산총계	2,400.3	2,489.6	2,469.2	2,516.5	2,577.6
유동부채	707.4	686.8	1,004.9	1,001.3	1,004.5
매입채무	113.2	96.9	102.7	106.9	111.1
단기차입금	80.6	184.0	163.5	135.5	113.5
유동성장기부채	328.9	167.0	485.0	485.0	485.0
비유동부채	845.0	803.5	423.8	412.1	397.6
사채	249.4	299.5	49.9	49.9	49.9
장기차입금	489.6	418.1	283.8	267.8	249.8
부채총계	1,552.4	1,490.4	1,428.7	1,413.3	1,402.1
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	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	232.4	382.4	435.2	508.1	596.4
비지배주주지분	376.5	375.6	362.8	352.4	336.5
자본총계	847.9	999.2	1,040.5	1,103.1	1,175.5

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	60,953	57,780	69,888	77,011	82,701
EPS(지배주주)	1,285	7,004	2,847	3,532	4,205
CFPS	8,531	9,970	6,815	7,663	8,212
EBITDAPS	7,091	8,016	6,387	7,438	7,933
BPS	20,601	27,257	29,621	32,808	36,668
DPS	330	345	345	345	345
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
(Valuation(Multiple))					
PER	36.8	7.3	16.5	13.3	11.2
PCR	5.5	5.1	6.9	6.1	5.7
PSR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR	2.3	1.9	1.6	1.4	1.3
EBITDA	160.4	183.4	146.2	170.2	181.5
EV/EBITDA	15.3	12.5	14.9	12.4	11.2
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	6.4	29.3	10.0	11.3	12.1
EBITDA 이익률	11.6	13.9	9.1	9.7	9.6
부채비율	183.1	149.1	137.3	128.1	119.3
금융비용부담률	3.9	2.8	2.0	1.8	1.6
이자보상배율(X)	1.9	3.3	3.0	3.8	4.3
매출채권회전율(X)	6.5	6.5	8.4	8.6	8.6
재고자산회전율(X)	8.2	8.6	10.2	10.5	10.7

Industry Brief
2021. 10. 12

F&F 383220

또, 신기록!

▲ 화장품/섬유의복

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

- ✓ 3Q21E 매출 3,032 억원(+90% YoY), 영업이익 764 억(+506%, OPM +17%p)
- ✓ MLB 국내: 내수 회복(가두 +48%/키즈 +33%), 면세 급증(+60% vs. 시장 +9%)
- ✓ MLB 해외: 중국(+395%) 역대 최고치, 홍콩(+94%) 온/오프라인 모두 호조
- ✓ Discovery: 아웃도어 강세 + 카테고리 추가 → 매출 +21%
- ✓ 수급 + 실적 + 배당 + 투자(테일러 상장) = 기대 요인 산재, 적극 매수 추천

Buy

적정주가 (12개월)	1,000,000 원
현재주가 (10.8)	800,000 원
상승여력	25.0%

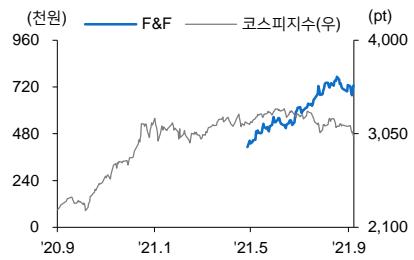
KOSPI	2,956.30pt
시가총액	61,291억원
발행주식수	766만주
유동주식비율	40.61%
외국인비중	12.06%
52주 최고/최저가	800,000원/412,500원
평균거래대금	298.8억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인	59.39
국민연금공단	5.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	0.0	0.0
상대주가	13.4	0.0	0.0

주가그래프



3Q21E 역대 최고 실적

F&F는 2021년 3분기 매출액 3,032 억원(+89.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 764 억(+505.6%, OPM +17.3%p), 순이익 608 억원(+614.1%)을 기록할 전망이다. 3Q 계절적 비수기에도 불구하고, 분기 최대 이익을 달성하겠다.

[MLB] 국내: 기저 효과에 브랜드력 증대가 더해지며, 전 사업부가 고성장 할 것으로 본다(비면세 성인 +47.8%; 수출 533 억원 제외, 키즈 +32.8%). 면세는 661 억원(+60.0%)으로 시장 성장(+8.6% 추산)을 크게 웃돌겠다. 중국 현지 사업 확대에 따른 풍선효과가 나타나지 않는 모습이다. **중국:** 매출액 806 억원(+394.5%)으로 신기록을 재경신하겠다. 오프라인(대리점 685 억원 및 직영점 47 억원; 합산 +690.6%; 신규 +174 개점 QoQ)과 온라인(티몰 74 억원; +5.6%) 모두 훌륭하다. **홍콩:** 매출액 93 억원(+94.2%)으로 전년동기대비 배증할 전망이다. 오프라인 영업 정상화와 온라인 입점 확대를 반영했다.

[Discovery] 매출액으로 625 억원(+20.7%)을 추정한다. 아웃도어 수요 확대와 카테고리 추가 효과 모두 주효하겠다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 1,000,000원(+11% 상향)

실적 성장에 기반한 적정주가 상향이 계속되는 가운데, 테일러메이드 연결 편입에 따른 주가 레벨업 또한 머지 않았다. 업종 내 최선호주 의견을 유지하며, 적극 매수 접근을 추천한다. ① 수급: 11월 MSCI 편입이 예상된다. 수급 영향은 1,400 억원을 웃돌 것으로 본다. ② 실적: 3Q21E~4Q21E 분기 최대 실적 기록, 1Q22E 유일한 성장 브랜드사로써 돋보일 전망이다(1Q22E 영업이익: F&F +41% > 한섬 -16% > 휠라 -22%). 2022E 해외 성과가 내수를 넘어서는 점 또한 고무적이다(매출 비중: 해외 51%; 중국 32%). ③ 배당: 1Q21E 우호적 주주 환원이 예상된다(2021E DPS 분할 전 대비 배증). ④ 투자: 2H21E 테일러메이드의 뉴욕거래소 상장이 구체화될 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2021E	1,383.4	346.9	276.4	36,076	-	77,961	22.2	10.3	17.6	46.3	91.9
2022E	1,781.3	479.1	395.4	51,612	43.1	129,573	15.5	6.2	12.2	49.7	35.0
2023E	2,165.2	594.0	488.4	63,747	23.5	193,320	12.5	4.1	9.1	39.5	10.1

표40 F&F 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	303.2	159.6	89.9	312.4	-2.9	300.1	1.0
영업이익	76.4	12.6	505.6	75.4	1.3	64.1	19.3
순이익	60.8	8.5	614.1	56.2	8.3	48.6	25.3
영업이익률(%)	25.2	7.9	17.3	24.1	1.1	21.4	3.9

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표41 F&F 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,383.3	1,781.3	1,342.1	1,667.9	3.1	6.8	1,379.3	1,741.3
영업이익	346.9	479.1	340.0	471.8	2.0	1.6	328.4	429.1
순이익	276.4	395.4	267.8	384.8	3.2	2.8	245.8	322.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표42 F&F 적정주가 산출

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	48,246	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	20	휠라홀딩스 2Q18~4Q19(중국 매출 성장률 > +60%) 평균 12개월 선행 PER 적용
적정주가 (원)	1,000,000	반올림
현재주가 (원)	800,000	
상승여력 (%)	25.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표43 F&F 중국 법인 실적

(백만원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	6,310.5	8,662.4	16,309.0	43,253.4	49,500.0	60,500.0	80,643.0	142,290.0	11,882.6	74,535.4	332,933.0	657,776.1
YoY	-	2,501.9	400.3	421.8	684.4	598.4	394.5	229.0	-	527.3	346.7	97.6
A. 온라인	5,946.5	7,979.9	7,051.6	16,553.4	10,400.0	12,500.2	7,449.4	22,485.2	11,852.6	37,531.4	52,834.8	61,903.0
일평균 매출액	65.3	61.3	76.6	99.6	129.5	60.9	81.0	107.7	37.5	69.6	91.2	96.6
QoQ/YoY	59.9	-6.2	25.0	30.0	30.0	-53.0	33.0	33.0	-	85.4	31.2	5.9
특수 매출	-	2,400.0	-	9,675.0	-	6,960.0	-	12,577.5	4,500.0	12,075.0	19,537.5	26,656.5
B. 오프라인	364.0	682.5	9,257.5	26,700.0	39,100.0	47,999.8	73,193.6	119,804.8	30.0	37,004.0	280,098.2	595,873.2
① 대리점	-	-	7,728.0	24,600.0	36,400.0	44,399.8	68,522.9	113,117.1	-	32,328.0	262,439.8	562,884.7
매장 수	-	-	30.0	71.0	108.0	230.0	400.0	500.0	-	71.0	500.0	820.0
일평균 매출액	-	-	2.8	5.3	4.5	2.9	5.3	5.5	-	2.5	2.5	2.3
QoQ/YoY	-	-	-	89.1	-14.7	-36.1	82.0	4.0	-	-	1.8	-7.2
② 직영점	364.0	682.5	1,529.5	2,100.0	2,700.0	3,600.0	4,670.8	6,687.7	30.0	4,676.0	17,658.5	32,988.5
매장 수	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	9.0	13.0	17.0	2.0	4.0	17.0	22.0
일평균 매출액	2.0	3.0	4.2	5.7	7.5	4.4	4.6	4.8	-	4.3	4.6	4.6
QoQ/YoY	-	50.0	38.5	37.3	31.4	-41.4	5.0	5.0	-	10,262.6	8.2	0.6

주: 특수 매출 = 6.18, 11.11 쇼핑몰

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표44 F&F 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	166.0	166.8	159.6	345.2	277.7	312.4	303.2	490.1	837.6	1,383.3	1,781.3
MLB 한국	92.0	89.2	107.5	145.6	173.9	203.2	194.6	218.9	434.2	790.6	891.9
성인 면세	34.2	36.2	41.3	50.7	65.4	93.6	66.1	76.1	162.4	301.1	331.5
성인 비면세	41.8	38.4	53.2	75.4	86.6	91.4	111.3	117.2	208.8	406.6	471.1
아동 전체	16.0	14.6	13.0	19.5	21.9	18.2	17.2	25.6	63.0	82.9	89.2
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.3	49.5	60.5	80.6	142.3	74.5	332.9	657.8
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	10.2	9.5	9.3	12.8	23.1	41.9	60.7
Discovery	63.5	65.4	51.8	179.1	94.0	76.2	62.5	201.6	359.8	434.3	458.7
영업이익	17.3	20.5	12.6	72.1	69.2	75.4	76.4	125.8	122.6	346.9	479.1
영업이익률	10.4	12.3	7.9	20.9	24.9	24.1	25.2	25.7	14.6	25.1	26.9
중국 영업이익률	7.8	12.4	0.1	4.1	12.0	12.7	14.2	16.9	4.5	14.7	20.1
순이익	13.9	14.2	8.5	49.2	56.5	56.2	60.8	112.7	85.8	286.2	397.4
순이익률	8.4	8.5	5.3	14.3	20.4	18.0	20.1	23.0	10.2	20.7	22.3
(% YoY)											
매출액	2.0	-17.2	-26.3	4.7	67.3	87.3	89.9	42.0	-8.0	65.2	28.8
MLB 한국	-5.8	-34.1	-28.0	-4.5	89.0	127.8	81.1	50.3	-18.8	82.1	12.8
성인 면세	-15.3	-51.8	-50.2	-29.2	91.0	158.7	60.0	50.0	-39.9	85.4	10.1
성인 비면세	21.4	1.5	-16.9	-17.1	8.1	42.5	47.8	37.5	-6.5	33.7	10.4
아동 전체	-30.1	-35.0	-32.1	-12.3	37.0	24.5	32.8	31.4	-27.2	31.5	7.6
MLB 중국	-	2,501.9	400.3	421.8	684.4	598.4	394.5	229.0	527.3	346.7	97.6
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	125.0	119.2	94.2	35.9	-24.0	81.2	45.1
Discovery	11.5	28.0	-4.1	10.6	48.0	16.4	20.7	12.6	11.0	20.7	5.6
영업이익	-8.4	-29.2	-61.2	2.5	299.7	268.1	505.6	74.3	-18.7	183.0	38.1
순이익	-3.5	-32.7	-64.8	-2.6	306.9	295.8	614.1	129.1	-22.1	233.6	38.9
매출 비중											
내수	71.6	69.9	63.3	72.1	61.1	52.8	54.8	59.7	69.8	57.4	49.1
MLB 성인	24.7	22.7	28.5	19.9	26.1	26.0	31.9	20.3	23.1	25.3	22.7
MLB 아동	9.4	8.6	6.9	5.1	6.6	5.2	4.9	4.4	7.0	5.2	4.3
Discovery	37.5	38.6	27.8	47.2	28.4	21.7	17.9	35.0	39.8	27.0	22.1
해외	26.6	29.0	33.5	27.2	37.7	46.5	44.8	40.1	28.7	42.0	50.6
MLB 면세	20.2	21.4	22.1	13.4	19.7	26.6	19.0	13.2	17.9	18.7	16.0
MLB 중국	3.7	5.1	8.7	11.4	14.9	17.2	23.1	24.7	8.2	20.7	31.7
MLB 홍콩	2.7	2.6	2.6	2.5	3.1	2.7	2.7	2.2	2.6	2.6	2.9
연결 조정	1.9	1.0	3.3	0.6	1.2	0.7	0.4	0.2	1.5	0.5	0.3

자료: F&F, 매리츠증권 리서치센터

표45 분할 전 후 재무상태표 (3Q20 기준)

(백만원)	분할 전	분할 후		분할 비율	
		분할존속회사	분합신설회사	분할존속회사	분합신설회사
자산					
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	-
매출채권및기타채권	97,249	14	97,235	-	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	-	100.0
반품회수자산	172	-	172	-	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	-	100.0
장기매출채권및기타채권	9,529	-	9,529	-	100.0
투자부동산	5,970	5,970	-	100.0	-
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	-	100.0
기타비유동자산	36,871	40,204	942	109.0	2.6
이연법인세자산	7,359	281	7,078	3.8	96.2
자산총계	670,242	264,333	410,184	39.4	61.2
부채					
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	-	100.0
기타유동부채	7,036	50	6,986	0.7	99.3
반품충당부채	480	-	480	-	100.0
미지급법인세	12,265	197	12,067	1.6	98.4
유동성리스부채	9,282	-	9,282	-	100.0
비유동부채	18,683	185	18,498	1.0	99.0
장기매입채무및기타채무	1,919	-	1,919	-	100.0
리스부채	11,493	-	11,493	-	100.0
기타비유동부채	13	13	-	100.0	-
복구충당부채	382	-	382	-	100.0
확정급여부채	4,875	171	4,704	3.5	96.5
부채총계	147,278	1,541	145,738	1.0	99.0
자본					
자본총계	522,963	262,792	264,446	50.3	50.6
부채 및 자본총계	670,242	264,333	410,184	39.4	61.2

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021E	2022E	2023E
매출액	1,383.4	1,781.3	2,165.2
매출액증가율 (%)		28.8	21.5
매출원가	385.5	490.8	595.8
매출총이익	997.8	1,290.6	1,569.4
판매관리비	651.0	811.4	975.4
영업이익	346.9	479.1	594.0
영업이익률	25.1	26.9	27.4
금융손익	0.5	1.2	2.3
증속/관계기업손익	-	-	-
기타영업외손익	8.5	13.9	14.2
세전계속사업이익	355.9	494.3	610.5
법인세비용	79.5	98.9	122.1
당기순이익	276.4	395.4	488.4
지배주주지분 순이익	276.4	395.4	488.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	204.5	346.7	474.0
당기순이익(순실)	276.4	395.4	488.4
유형자산상각비	10.1	6.5	5.3
무형자산상각비	0.2	-	-
운전자본의 증감	-93.4	-55.2	-19.7
투자활동 현금흐름	-433.1	-2.1	-3.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2.7	-	-
투자자산의감소(증가)	-22.6	-	-
재무활동 현금흐름	365.5	-200.0	-200.2
차입금의 증감	464.9	-200.0	-200.2
자본의 증가	324.2	-	-
현금의 증가(감소)	138.6	144.6	270.3
기초현금	-	267.7	412.4
기말현금	267.7	412.4	682.6

Balance Sheet

(십억원)	2021E	2022E	2023E
유동자산	557.2	758.0	1,053.2
현금및현금성자산	267.7	412.4	682.6
매출채권	69.8	88.8	92.7
재고자산	159.6	190.3	204.0
비유동자산	188.8	182.4	177.1
유형자산	62.3	55.9	50.6
무형자산	14.0	14.0	14.0
투자자산	22.6	22.6	22.6
자산총계	1,146.0	1,340.3	1,630.3
유동부채	513.7	312.6	114.2
매입채무	83.8	82.7	84.5
단기차입금	400.2	200.2	-
유동성장기부채	29.7	29.7	29.7
비유동부채	35.0	35.0	35.0
사채	-	-	-
장기차입금	-	-	-
부채총계	548.7	347.6	149.2
자본금	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	320.3	320.3	320.3
기타포괄이익누계액	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	276.4	671.8	1,160.2
비지배주주지분	-	-	-
자본총계	597.3	992.7	1,481.1

Key Financial Data

주당데이터(원)	2021E	2022E	2023E
SPS	272,714	232,506	282,610
EPS(지배주주)	54,489	51,612	63,747
CFPS	73,112	66,404	80,321
EBITDAPS	70,413	63,382	78,218
BPS	77,961	129,573	193,320
DPS	-	-	-
배당수익률(%)	-	-	-
Valuation(Multiple)			
PER	14.7	15.5	12.5
PCR	10.9	12.0	10.0
PSR	2.9	3.4	2.8
PBR	10.3	6.2	4.1
EBITDA	357.2	485.6	599.3
EV/EBITDA	17.6	12.2	9.1
Key Financial Ratio(%)			
자기자본이익률(ROE)	46.3	49.7	39.5
EBITDA 이익률	25.8	27.3	27.7
부채비율	91.9	35.0	10.1
금융비용부담률	0.5	0.7	0.2
이자보상배율(x)	53.6	41.2	113.0
매출채권회전율(x)	19.8	22.5	23.9
재고자산회전율(x)	8.7	10.2	11.0

Industry Brief
2021. 10. 12

한세실업 105630

한세 매수 하세

▲ 화장품/섬유의복

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

- ✓ 3Q21E 매출 4,891억원(-17% YoY), 영업이익 137억원(-74%, OPM -6%p)
- ✓ 매출: 베트남 외주/중남미/인니 활용 → 3Q20 PPE 매출 제거 시, +3% 성장
- ✓ 이익: 노무비/운반비/수출제반비 ↑ → 원가율(89%; +4%p), 판관비율(8%; +2%p)
- ✓ 10월 1일 베트남 록다운 해제 → 12월 Full Capa 가동 예상
- ✓ 미국 전방 수요 & 고배당(배당 성향 24%) & 4Q21E OP 170배 → 적극 매수

Buy

적정주가 (12 개월)	33,000 원
현재주가 (10.8)	24,850 원
상승여력	32.8%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	9,940억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.40%
외국인비중	8.14%
52주 최고/최저가	27,550원/15,150원
평균거래대금	85.1억원
주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 12 인	56.66
국민연금공단	10.37

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.6	22.4	32.9
상대주가	23.7	30.2	7.5

주가그래프



(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	1,676.9	100.6	84.5	2,113	154.5	12,042	11.8	2.1	9.2	18.7	144.0
2022E	1,867.3	128.8	112.8	2,820	24.2	14,322	8.8	1.7	7.0	21.4	119.0
2023E	1,961.7	140.9	121.6	3,040	7.8	16,774	8.2	1.5	6.1	19.6	100.3

3Q21E PPE 특수 제거 → 매출 +3%

한세실업은 2021년 3 분기 매출액 4,891 억원(-17.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 137 억원(-74.2%, OPM -6.2%p), 순이익 204 억원(-52.3%)을 기록할 전망이다. PPE 역기저 부담을 제할 시, 사실상 성장이다. 베트남 록다운으로 인한 비용 증가로 감익은 불가피하겠다.

[매출] 전년동기대비 +2.9% 늘어날 것으로 본다(3Q20 PPE 매출 1,150 억원 제거). 베트남(CAPA 비중 58%) 생산 차질을 막기 위해, 베트남 중북부 외주와 중남미(37%) 및 인도네시아(4%)로써 선제적으로 대응한 점을 감안했다.

[이익] 역레버리지가 불가피하다(OPM -6.2%p). 매출원가율(88.8%; +4.2%p) 상승에 따른다. 공장 셧다운에도 불구하고 지급된 노무비(원가 대비 30%)와 베트남 정부의 최소 공정 허가 조건에 충족하기 위해 제공된 숙식 및 통근 비용을 감안했다. OEM 업체의 수익성에는 매출 보다 원가가 미치는 영향이 더 크다. 대형 업체의 경우 더욱이 그렇다. 자체적으로 수주를 확보하기 어렵고, 고정비 비중이 절대적으로 높기 때문이다. 선박 확보의 어려움으로 운반 및 수출제반 비용 또한 늘었을 것으로 본다(판관비율 8.4%; +2.0%p).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 33,000원(+3% 상향)

회복할 일만 남았다. 미국 의류 판매 회복세(미국 매출 비중 85%)와 높은 배당 성향(DPS 500 원 유지 시 24%, +10% 상향 시 26%)을 감안, 업종 내 차선호주로서 적극 추천한다. 베트남 정부의 록다운 해제 조치(10 월 1 일)로 가동 정상화 또한 머지 않았다(12 월 Full Capa 전환 예상). 기저 효과와 수주 증가, 공정 회복에 이연 인식이 더해지며, 4Q21E 영업이익은 170 배 늘어날 것으로 본다(영업이익: 4Q20 2 억원 → 4Q21E 266 억원).

표46 한세실업 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	489.1	590.1	-17.1	411.3	18.9	456.8	7.1
영업이익	13.7	53.1	-74.2	30.8	-55.6	21.6	-36.7
순이익	20.4	42.7	-52.3	30.3	-32.8	17.1	19.5
영업이익률(%)	2.8	9.0	-6.2	7.5	-4.7	4.7	-1.9

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표47 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,676.9	1,867.3	1,625.2	1,787.7	3.2	4.5	1,688.2	1,826.9
영업이익	100.6	128.8	110.4	126.8	-8.9	1.5	104.2	115.7
순이익	84.5	112.8	92.2	111.3	-8.3	1.4	86.5	93.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표48 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
2021E EPS (원)	2,638	2021E 지배주주 귀속 EPS 예상치
Target PER (배)	12.5	2021E Makalot PER에 30% 할인 적용
적정가치 (원)	33,000	반내림
현재주가 (원)	24,850	
상승여력 (%)	32.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표49 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액 (원화)	347.3	392.1	590.1	368.7	375.6	411.3	489.1	400.9	1,698.3	1,676.9	1,867.3
매출액 (달러)	290.7	321.4	496.8	330.2	337.0	366.8	422.3	350.1	1,433.1	1,476.1	1,697.5
매출총이익	49.2	41.7	90.9	38.6	64.9	67.5	54.8	54.0	136.5	241.1	278.7
매출총이익률	14.2	10.6	15.4	10.5	17.3	16.4	11.2	13.5	8.0	14.4	14.9
영업이익	10.0	1.6	53.1	0.2	29.5	30.8	13.7	26.6	64.9	100.6	128.8
영업이익률	2.9	0.4	9.0	0.0	7.8	7.5	2.8	6.6	3.8	6.0	6.9
순이익	-13.6	10.4	42.7	12.0	20.7	24.9	20.4	18.6	51.5	84.5	112.8
순이익률	-3.9	2.7	7.2	3.2	5.5	6.1	4.2	4.6	3.0	5.0	6.0
(% YoY)											
매출액 (원화)	0.4	10.5	16.7	-9.7	8.1	4.9	-17.1	8.7	5.2	-1.3	11.4
매출액 (달러)	-5.4	5.6	17.3	-5.0	15.9	14.2	-15.0	6.0	3.6	3.0	15.0
매출총이익	4.6	-26.3	10.1	-27.6	32.1	62.0	-39.7	39.9	77.0	76.7	15.6
영업이익	7.3	-91.0	29.1	-98.9	195.5	1,796.0	-74.2	16,925.3	-21.8	55.1	28.0
영업이익률	0.2	-4.7	0.9	-3.5	5.0	7.1	-6.2	6.6	-1.3	2.2	0.9
순이익	적전	42.9	112.2	흑전	흑전	138.9	-52.3	54.9	흑전	88.2	33.5

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,615.0	1,698.3	1,676.9	1,867.3	1,961.7
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-1.3	11.4	5.1
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,435.7	1,588.6	1,664.9
매출총이익	239.4	220.3	241.2	278.7	296.8
판매관리비	154.5	155.4	140.6	150.0	155.9
영업이익	84.9	64.9	100.6	128.8	140.9
영업이익률	5.3	3.8	6.0	6.9	7.2
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
증속/관계기업손익	0.0	0.1	6.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	13.3	21.7	21.2
세전계속사업이익	58.7	70.4	114.6	144.6	155.9
법인세비용	16.9	-7.6	23.8	31.8	34.3
당기순이익	-17.3	35.7	90.8	112.8	121.6
지배주주지분 순이익	-0.3	44.9	84.5	112.8	121.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	87.9	50.7	109.3	142.5	189.2
당기순이익(손실)	-17.3	35.7	90.8	112.8	121.6
유형자산상각비	39.0	37.0	32.2	34.1	34.6
무형자산상각비	2.6	0.6	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-34.4	-15.6	-9.2
투자활동 현금흐름	-15.4	-3.6	-71.8	-38.2	-39.5
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-43.4	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-38.2	-1.9	-0.6
재무활동 현금흐름	-27.0	-31.0	30.7	-52.5	-84.9
차입금의 증감	32.2	-65.9	70.0	-20.2	-19.6
자본의 증가	3.2	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	68.9	51.8	64.8
기초현금	36.1	81.7	96.7	165.6	217.4
기말현금	81.7	96.7	165.6	217.4	282.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	776.3	850.8	935.4
현금및현금성자산	81.7	96.7	165.6	217.4	282.2
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	414.3	417.5	421.1
유형자산	185.5	133.6	158.0	160.0	163.4
무형자산	7.9	6.8	6.3	5.8	5.3
투자자산	148.5	134.9	179.3	181.2	181.8
자산총계	1,179.5	1,021.1	1,190.5	1,268.3	1,356.5
유동부채	641.0	480.8	562.8	551.3	547.0
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	55.8
단기차입금	464.0	370.2	450.6	438.6	428.6
유동성장기부채	12.5	10.2	11.5	11.5	11.5
비유동부채	83.5	118.9	139.8	137.9	132.2
사채	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	28.5	74.4	14.4	6.4	-3.6
부채총계	724.5	599.7	702.6	689.2	679.3
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	-13.9	-13.9	-13.9
이익잉여금	350.1	372.5	437.4	528.6	626.6
비지배주주지분	57.2	0.0	6.3	6.3	6.3
자본총계	455.0	421.4	488.0	579.2	677.2

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	40,374	42,457	41,922	46,683	49,042
EPS(지배주주)	-6	1,123	2,113	2,820	3,040
CFPS	2,359	3,302	3,298	4,748	5,817
EBITDAPS	3,161	2,562	3,333	4,084	4,398
BPS	9,945	10,534	12,042	14,322	16,774
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.2	2.4	2.4
(Valuation(Multiple))					
PER	-2,790.3	15.6	11.8	8.8	8.2
PCR	7.3	5.3	7.5	5.2	4.3
PSR	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
PBR	1.7	1.7	2.1	1.7	1.5
EBITDA	126.4	102.5	133.3	163.4	175.9
EV/EBITDA	8.3	8.9	9.2	7.0	6.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	11.0	18.7	21.4	19.6
EBITDA 이익률	7.8	6.0	8.0	8.7	9.0
부채비율	159.2	142.3	144.0	119.0	100.3
금융비용부담률	1.1	0.6	0.7	0.6	2.1
이자보상배율(X)	4.8	6.0	9.1	12.0	3.4
매출채권회전율(X)	8.9	10.9	11.3	12.0	12.2
재고자산회전율(X)	5.5	6.6	7.3	7.6	7.7

Industry Brief
2021. 10. 12

휠라홀딩스 081660

역신장 전환

화장품/섬유의복

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

- 3Q21E 매출 8,539 억원(-7% YoY), 영업이익 1,062 억원(-32%, OPM -5%p)
- 자체: 믹스 훠손 및 비용 증가 → 영업이익 한국 -4%, 미국 -37%
- 라이선싱: 중국(+23%) 고성장 유지, 로열티(+16%) 업황 개선
- 아쿠시네트: 역기저 구간 진입 → 매출 -17%, 영업이익 -43%
- 휠라 브랜드 성숙화, 아쿠 기저 부담, 22E 영업이익 -8% → 보수적 접근 권고

Buy

적정주가 (12개월)	57,000 원
현재주가 (10.8)	39,950 원
상승여력	42.7%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	24,271억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	77.27%
외국인비중	47.61%
52주 최고/최저가	59,300원/37,550원
평균거래대금	192.9억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
피에몬테 외 2 인	21.65		
국민연금공단		10.00	
Templeton Asset Management, Ltd.		5.00	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.6	-7.3	6.4
상대주가	-7.6	-1.4	-13.9

주가그래프



3Q21E 휠라 부진 & 아쿠 역기저

휠라홀딩스는 2021년 3분기 매출액 8,539 억원(-6.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,062 억원(-31.8%, OPM -4.5%p), 순이익 490 억원(-17.8%)을 기록할 전망이다. 본업 휠라가 기저 효과를 충분히 누리지 못하는 가운데, 자회사 아쿠시네트의 역기저 부담이 연결 실적을 끌어내리겠다(3Q20 매출액 휠라 -7.0%/아쿠 +15.2%, 영업이익 휠라 -25.2%/아쿠 +93.8%).

[자체] 한국: 매출액과 영업이익으로 각각 1,117 억원(+0.5%), 113 억원(-4.2%)을 추산한다. 정가 판매율 하락 및 도매(쿠팡 및 홈쇼핑) 비중 증가에 따른 믹스 훠손을 반영했다(3Q20 매출 -21.4%, 영업이익 -34.8%). 미국: 매출액 1,836 억원(+15.1%), 영업이익 68 억원(-36.5%)을 예상한다. 리오프닝에 따른 판매 회복에도 불구하고 저가 채널 확대(대형마트 비중 90%) 및 비용 증가(원자재 및 운반비)로 영업이익률은 3.7%에 그치겠다(3Q20 6.7%, 3Q19 7.0%).

[라이선싱] 중국: 예상 237 억원(+23.0%: 수수료 및 지분법 합산)으로 고성장 기조를 유지할 전망이다. 프리미엄 브랜드로서 안착, 탄탄한 수요 확보가 이어지고 있다. 로열티: 업황 개선에 따라 200 억원(+16.3%) 대를 회복하겠다.

[아쿠시네트] 역기저 영향으로 매출(-17.4%)과 영업이익(-43.0%) 모두 부진할 것으로 본다(3Q20 매출 +15.2%, 영업이익 +93.8%).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 57,000원(-12% 하향)

휠라홀딩스는 아쿠시네트의 대체제가 아니다. 뉴욕 거래소에 상장된 종목으로 직접 매매 가능하며, 코로나 특수에 따른 고성장 또한 기반영되었다. 역기저 구간 진입 또한 발목이다(2022E 영업이익: 아쿠 -24.4% → 연결 -8.0%). 휠라 본업 또한 녹록하지 못하다. 국내 보복 소비와 미국 록다운 해제에도 이익단이 훠손되고 있다. 브랜드 성숙화로 판가 인하 및 비용 증가가 계속되는 탓이다. 단기간 내 브랜드력 증대는 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	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	3,663.5	541.2	276.1	4,545	102.7	26,715	8.8	1.5	5.3	18.9	69.8
2022E	3,695.1	498.0	296.4	4,879	-2.8	31,223	8.2	1.3	5.4	16.8	57.1
2023E	3,775.7	525.5	328.5	5,407	8.8	36,270	7.4	1.1	4.7	16.0	49.1

표50 휠라홀딩스 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	853.9	917.4	-6.9	1,019.4	-16.2	861.6	-0.9
영업이익	106.2	155.6	-31.8	173.8	-38.9	106.6	-0.4
순이익	49.0	59.6	-17.8	90.5	-45.8	54.7	-10.4
영업이익률(%)	12.4	17.0	-4.5	17.0	-4.6	12.4	0.1

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표51 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,663.5	3,695.1	3,572.4	3,609.6	2.5	2.4	3,634.1	3,791.0
영업이익	541.2	498.0	501.3	457.2	8.0	8.9	535.0	549.3
순이익	276.1	296.4	288.5	283.1	-4.3	4.7	274.0	298.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표52 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A; FILA)	170	16.4	2,263	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 40% 할인 적용
지분가치 (B; Acushnet)			1,445	12개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 양도소득세율 25% 할인
순현금 (C)			-226	2Q21 말 기준
적정 시가총액 (D)			3,482	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)	57,312	57,000	(D)/(E), 반내림 적용	
현재주가 (원)		39,950		
상승여력 (%)		42.7		
12개월 선행 Implied PER (연결)		11.9		
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)		17.6		

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표53 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	2,427	3,664	3,695	541	498	276	296	8.8	8.2	1.5	1.3	18.9	16.8	5.3	5.4
Nike	282,053	56,184	63,616	8,095	10,541	6,829	8,819	41.4	31.5	17.0	15.4	40.5	53.0	30.3	23.7
Adidas	72,967	29,823	32,720	2,938	3,783	2,060	2,686	34.4	26.0	6.9	6.2	21.5	25.2	16.5	13.8
Anta Sports	55,678	8,990	11,193	2,293	2,951	1,506	1,976	37.1	28.4	9.8	7.8	29.3	30.6	21.1	17.2
Puma	20,603	8,930	10,118	690	950	406	592	49.8	34.5	7.7	6.7	16.0	20.3	19.0	15.3
Sketchers	7,772	7,388	8,110	756	886	509	553	15.6	13.6	2.1	1.8	13.8	13.9	7.4	6.6
평균(국내사 제외)								35.7	26.8	8.7	7.6	24.2	28.6	18.9	15.3

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표54 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	988.3	1,019.4	853.9	802.0	3,128.8	3,663.5	3,695.1
FILA - 한국	121.2	130.4	111.2	118.6	123.3	122.1	111.7	124.2	481.4	481.3	511.3
FILA - 미국	126.8	68.9	159.6	156.8	147.5	127.3	183.6	170.0	512.1	628.4	669.3
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	20.0	21.2	66.8	73.7	82.0
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	13.0	21.0	47.5	61.7	77.7
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	646.9	700.5	475.5	447.4	1,902.4	2,270.2	2,199.0
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.1	498.5	522.4	410.9	408.8	1,544.6	1,840.7	1,835.1
매출총이익률	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	51.3	48.1	51.0	49.4	50.2	49.7
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	183.6	173.8	106.2	77.7	341.1	541.2	498.0
영업이익률	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	17.0	12.4	9.7	10.9	14.8	13.5
FILA - 한국	13.9	16.3	11.8	4.7	13.1	13.0	11.3	7.4	46.8	44.8	48.6
FILA - 미국	7.8	-6.1	10.7	-2.4	4.0	1.4	6.8	5.0	9.9	17.2	28.3
FILA - 로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	17.2	20.0	21.2	66.8	73.7	82.0
FILA - 중국	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	13.0	21.0	47.5	61.7	77.7
아쿠시네트	25.6	14.3	101.2	31.2	133.8	122.4	57.7	27.1	172.4	341.2	257.8
순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	85.0	90.5	49.0	51.7	139.0	276.2	296.4
순이익률	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	8.9	5.7	6.4	4.4	7.5	8.0
중국 수익	14.5	23.5	19.2	32.8	24.5	29.8	23.7	39.3	90.1	117.4	148.4
자문수수료	7.6	11.7	10.6	17.6	12.9	14.8	13.0	21.0	47.5	61.7	77.7
지분법수익	6.9	11.8	8.6	15.2	11.7	15.0	10.7	18.3	42.6	55.7	70.7
지배순이익/내/ 중국 비/중	43.1	58.9	32.2	556.3	28.9	32.9	48.4	76.1	64.8	42.5	50.1
(% YoY)											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	25.1	63.1	-6.9	0.7	-9.3	17.1	0.9
FILA - 한국	-8.1	-13.7	-21.4	-20.4	1.7	-6.4	0.5	4.7	-16.1	0.0	6.2
FILA - 미국	-19.5	-58.3	-9.1	23.3	16.3	84.8	15.1	8.4	-18.1	22.7	6.5
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	16.3	13.3	-20.7	10.2	11.4
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	23.0	19.7	22.6	30.0	26.0
아쿠시네트	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.6	90.6	-17.4	-5.1	-2.9	19.3	-3.1
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-20.0	173.4	245.6	-31.8	14.1	-27.5	58.7	-8.0
FILA - 한국	-17.6	-24.1	-34.8	-72.1	-6.4	-20.8	-4.2	57.3	-36.3	-4.4	8.6
FILA - 미국	-24.2	적전	-13.7	-339.6	-49.0	흑전	-36.5	흑전	-73.8	73.5	65.0
FILA - 로열티	0.1	-41.0	-24.1	-16.3	-18.9	42.4	16.3	13.3	-20.7	10.2	11.4
FILA - 중국	5.2	21.6	26.8	30.0	69.1	26.4	23.0	19.7	22.6	30.0	26.0
아쿠시네트	-56.5	-79.9	93.8	-9.5	422.8	755.3	-43.0	-13.1	-20.5	97.9	-24.4
순이익	-52.2	-41.7	-26.0	-87.6	152.9	126.6	-17.8	776.7	-47.9	98.6	7.3

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

휠라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,663.5	3,695.1	3,775.7
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	17.1	0.9	2.2
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,822.8	1,859.9	1,890.7
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,840.7	1,835.1	1,885.0
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,299.5	1,337.2	1,359.5
영업이익	470.7	341.1	541.2	498.0	525.5
영업이익률	13.6	10.9	14.8	13.5	13.9
금융손익	-57.0	-29.8	-31.3	-29.1	-25.1
증속/관계기업손익	34.6	42.6	55.7	70.7	85.2
기타영업외손익	22.9	-14.0	-24.4	-13.4	-13.1
세전계속사업이익	471.3	339.9	541.2	526.2	572.4
법인세비용	133.1	142.2	140.7	136.8	148.8
당기순이익	338.1	197.7	400.5	389.4	423.6
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	276.1	296.4	328.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	351.2	366.2	477.7
당기순이익(손실)	338.1	197.7	400.5	389.4	423.6
유형자산상각비	69.3	73.0	74.4	69.6	62.5
무형자산상각비	24.0	27.5	21.0	16.5	16.3
운전자본의 증감	-176.8	77.9	-192.6	-109.3	-24.7
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-33.1	-42.0	-42.2
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-56.6	-35.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	11.8	24.8	-6.7	-8.9
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-275.0	-95.6	-87.6
차입금의 증감	84.2	-57.5	-255.2	-73.1	-65.8
자본의 증가	-17.9	-1.7	19.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	61.1	228.6	347.8
기초현금	149.0	232.0	470.7	531.8	760.4
기말현금	232.0	470.7	531.8	760.4	1,108.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	1,881.3	2,202.6	2,621.0
현금및현금성자산	232.0	470.7	531.8	760.4	1,108.3
매출채권	505.0	502.9	568.3	602.4	626.5
재고자산	735.5	615.6	683.3	737.9	782.2
비유동자산	2,183.4	2,072.4	2,108.1	2,063.7	2,026.7
유형자산	439.1	405.2	408.4	373.7	344.2
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,485.0	1,468.4	1,452.1
투자자산	102.3	133.0	134.9	141.6	150.4
자산총계	3,770.3	3,758.4	3,989.4	4,266.2	4,647.6
유동부채	867.4	995.5	874.9	826.4	827.8
매입채무	212.2	202.4	218.6	229.5	234.1
단기차입금	190.4	333.9	241.0	211.0	183.0
유동성장기부채	109.6	22.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,102.0	905.7	765.7	724.1	702.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	374.3	334.3	294.3
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,640.6	1,550.5	1,530.2
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	98.2	118.1	118.1	118.1
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	18.6	18.6	18.6
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,445.1	1,719.0	2,025.6
비지배주주지분	551.3	564.9	725.8	818.8	913.9
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,348.8	2,715.7	3,117.4

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	56,458	51,452	60,302	60,822	62,149
EPS(지배주주)	4,365	2,286	4,545	4,879	5,407
CFPS	7,701	5,986	9,234	10,367	10,957
EBITDAPS	9,229	7,261	10,480	9,615	9,947
BPS	20,448	21,274	26,715	31,223	36,270
DPS	219	185	375	364	396
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.9	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	8.8	8.2	7.4
PCR	6.9	7.3	4.3	3.9	3.6
PSR	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR	2.6	2.1	1.5	1.3	1.1
EBITDA	564.0	441.5	636.7	584.1	604.3
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.3	5.4	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	18.9	16.8	16.0
EBITDA 이익률	16.3	14.1	17.4	15.8	16.0
부채비율	109.3	102.4	69.8	57.1	49.1
금융비용부담률	1.6	1.2	0.7	0.5	0.5
이자보상배율(X)	8.4	9.4	21.6	24.6	28.6
매출채권회전율(X)	7.2	6.2	6.8	6.3	6.1
재고자산회전율(X)	5.0	4.6	5.6	5.2	5.0

Industry Brief
2021. 10. 12

영원무역 111770

OEM 약진 vs. Scott 부진

화장품/섬유의복

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

- 3Q21E 매출 8,469 억원(+5% YoY), 영업이익 1,186 억원(+9%, OPM +1%)
- OEM: 수주(스포츠 호조), 생산(방글라 위주) → 매출 +13%, 영업이익 +28%
- 브랜드: Scott 역기저 영향 → 매출 -5%, 영업이익 -30%
- 전방 재고 비축 및 주력 복종 강세 → 2021E 매출 성장 및 GPM 신기록 경신
- OEM 우호적 업황 vs. Scott 역기저 부담 및 베트남 리오프닝 수혜 X

Buy

적정주가 (12개월)	57,000 원
현재주가 (10.8)	45,800 원
상승여력	24.5%
KOSPI	2,956.30pt
시가총액	20,295억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	27.50%
52주 최고/최저가	49,150원/27,700원
평균거래대금	59.2억원
주요주주(%)	
영원무역홀딩스 외 7 인	50.74
국민연금공단	12.05
Hermes Investment Management	5.03
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	10.8 16.5 59.6
상대주가	18.5 23.9 29.1

주가그래프



3Q21E 본업 강세 vs. 자회사 약세

영원무역은 2021년 3분기 매출액 8,469 억원(+4.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,186 억원(+8.7%, OPM +0.5%p), 순이익 727 억원(+0.8%)을 기록할 전망이다. OEM의 강한 성장이 Scott 역기저 부담을 상쇄하겠다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 5,208 억원(+12.5%; 달러 기준 +15.4%), 885 억원(+27.5%; OPM 17.0%)을 추산한다. 전방의 아웃도어/스포츠의류 호조에 따른 낙수효과가 기대된다. 직전분기부터 '룰루레몬'이 2위 고객사로 올라서기도 했다(매출 비중 12% 추정). 베트남 남부 록다운에서 자유롭기도 하다. 방글라데시(CAPA 비중 80%) 생산 위주이며, 베트남(15%) 거점 또한 북부에 위치해 있기 때문이다.

[브랜드] 매출액 3,260 억원(-5.4%), 영업이익 283 억원(-29.5%)을 예상한다. Scott 역기저 영향을 감안했다(3Q20 매출액 +47.3%, 영업이익 +688.2%). 비대면 이동 수단으로의 MTB 부상과 친환경 확대에 따른 E-Bike 선전이 계속되고 있다. 기저 부담 대비 매출 감소 폭이 적은 이유이기도 하다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 57,000원(유지)

본업은 더할 나위 없이 좋다. 전방의 재고 비축 수요와 주력 복종 강세 모두 긍정적이다. 2021E 달러 매출 성장률(+18.4%)과 매출총이익률(27.5%) 모두 역대 최고치를 경신할 것으로 본다. 문제는 Scott이다. 기저가 높아도 너무 높다(영업이익: 3Q20 +688%, 4Q20 +10,900%, 1Q21 +173%, 2Q21 +62%). 베트남 록다운 완화에 따른 부수 효과가 없기도 하다. 성장 폭은 상대적으로 낮으나(2022E 영업이익: 영원 +2% < 한세 +?% < 화승 +?%), 우호적 업황에 대한 기대는 유효하다고 판단한다.

(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	2,698.2	348.6	201.3	4,542	41.6	46,314	10.1	1.0	4.0	10.4	47.8
2022E	2,912.1	356.3	204.8	4,621	1.7	50,401	9.9	0.9	3.7	9.6	43.7
2023E	3,045.5	370.5	215.0	4,852	5.0	54,678	9.4	0.8	3.2	9.2	40.7

표55 영원무역 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	846.9	807.6	4.9	677.7	25.0	834.8	1.4
영업이익	118.6	109.0	8.7	104.9	13.0	103.9	14.1
순이익	72.7	72.2	0.8	62.0	17.4	66.5	9.5
영업이익률(%)	14.0	13.5	0.5	15.5	-1.5	12.4	1.6

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

표56 영원무역 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,698.2	2,912.1	2,657.6	2,799.1	1.5	4.0	2,706.1	2,876.1
영업이익	348.6	356.3	335.8	354.2	3.8	0.6	334.7	115.7
순이익	201.3	204.8	197.3	209.0	2.0	-2.0	202.9	217.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표57 영원무역 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	4,601	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12.5	Eclat 12개월 선행 P/E에 45% 할인
적정주가 (원)	57,000	
현재주가 (원)	45,800	
상승여력 (%)	24.5	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표58 영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	529.0	545.5	807.6	584.2	568.2	677.7	846.9	605.5	2,466.4	2,698.2	2,912.1
OEM	269.2	260.1	463.0	276.8	257.1	333.3	520.8	329.9	1,269.1	1,441.1	1,604.8
브랜드	259.8	285.5	344.6	307.4	311.1	344.3	326.0	275.6	1,197.2	1,257.1	1,307.4
영업이익	50.6	51.7	109.0	48.3	74.0	104.9	118.6	51.1	259.7	348.6	356.3
영업이익률	9.6	9.5	13.5	8.3	13.0	15.5	14.0	8.4	10.5	12.9	12.2
OEM	38.2	34.6	69.4	27.2	36.7	75.6	88.5	36.7	169.5	237.5	250.8
브랜드 유통 및 기타	12.9	20.2	40.1	18.6	37.4	31.0	28.3	14.4	91.8	111.1	105.5
순이익	42.4	29.2	72.2	3.9	49.3	62.0	72.7	17.3	147.7	201.3	204.8
순이익률	8.0	5.3	8.9	0.7	8.7	9.1	8.6	2.9	6.0	7.5	7.0
(% YoY)											
매출액	9.7	-18.6	18.3	5.5	7.4	24.2	4.9	3.7	3.3	9.4	7.9
OEM (원화)	-1.0	-34.0	4.6	-15.3	-4.5	28.2	12.5	19.2	-11.6	13.6	11.4
OEM (달러)	-6.8	-36.9	5.2	-10.8	2.4	39.5	15.4	16.2	-12.9	18.4	15.0
브랜드 유통 및 기타	23.7	3.5	43.5	35.5	19.7	20.6	-5.4	-10.3	25.7	5.0	4.0
영업이익	20.3	-42.7	54.6	39.0	46.2	102.8	8.7	5.8	9.3	34.2	2.2
영업이익률	0.8	-4.0	3.2	2.0	3.5	6.0	0.5	0.2	0.6	2.4	-0.7
OEM	9.6	-48.8	15.8	-21.5	-3.8	118.1	27.5	34.7	-14.0	40.1	5.6
브랜드 유통 및 기타	65.1	2.0	300.3	159.9	190.6	53.5	-29.5	-22.6	104.9	21.1	-5.1
순이익	38.3	-56.1	46.8	-80.4	16.3	112.3	0.8	340.7	-11.2	36.3	1.7

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익.

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 (111770)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,388.3	2,466.4	2,698.2	2,912.1	3,045.5
매출액증가율 (%)	13.7	3.3	9.4	7.9	4.6
매출원가	1,782.4	1,838.0	1,956.0	2,127.4	2,228.0
매출총이익	605.9	628.3	742.2	784.7	817.5
판매관리비	368.2	368.7	393.5	428.5	447.0
영업이익	237.7	259.7	348.6	356.3	370.5
영업이익률	10.0	10.5	12.9	12.2	12.2
금융손익	-10.6	-10.3	-13.4	-14.0	-14.7
증속/관계기업손익	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	7.2	-0.4	13.3	12.4	16.6
세전계속사업이익	233.7	249.4	349.0	355.0	372.7
법인세비용	59.4	67.0	90.7	92.3	96.9
당기순이익	174.3	182.4	258.2	262.7	275.8
지배주주지분 순이익	166.3	147.7	201.3	204.8	215.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	231.8	346.1	338.1	330.0	356.0
당기순이익(손실)	174.3	182.4	258.2	262.7	275.8
유형자산상각비	77.9	78.4	84.2	91.3	93.3
무형자산상각비	4.5	5.5	5.5	5.2	5.0
운전자본의 증감	-72.1	48.6	-21.6	-29.3	-18.2
투자활동 현금흐름	-111.7	7.3	-199.9	-161.3	-108.8
유형자산의증가(CAPEX)	-126.2	-90.0	-174.2	-110.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-161.5	236.8	-2.9	-40.6	-0.5
재무활동 현금흐름	-25.1	-128.7	-51.6	-50.3	-40.0
차입금의 증감	80.0	-74.5	19.4	-26.6	-14.5
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.8	218.0	97.4	118.3	207.2
기초현금	356.1	446.9	664.9	762.3	880.6
기말현금	446.9	664.9	762.3	880.6	1,087.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,500.9	1,684.6	1,859.8	2,056.7	2,330.1
현금및현금성자산	446.9	664.9	762.3	880.6	1,087.8
매출채권	354.1	335.5	359.0	382.0	404.0
재고자산	540.4	497.9	542.7	580.6	612.6
비유동자산	1,603.6	1,353.7	1,504.6	1,558.7	1,560.9
유형자산	607.8	599.3	713.1	731.8	738.4
무형자산	159.5	160.0	158.9	153.7	148.7
투자자산	545.2	308.8	312.1	352.7	353.2
자산총계	3,104.6	3,038.3	3,364.4	3,615.3	3,891.0
유동부채	622.9	595.0	564.3	549.8	554.7
매입채무	180.3	178.4	198.0	213.9	224.6
단기차입금	136.5	217.6	195.1	177.1	162.1
유동성장기부채	165.4	19.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	512.7	449.3	523.3	549.6	570.0
사채	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	79.7	13.9	36.3	36.3	36.3
부채총계	1,135.6	1,044.3	1,087.5	1,099.4	1,124.7
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	99.3	99.3	99.3
이익잉여금	1,130.3	1,356.9	1,536.2	1,717.3	1,906.9
비지배주주지분	125.5	159.2	224.7	282.6	343.4
자본총계	1,969.0	1,994.0	2,276.9	2,515.9	2,766.3

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	53,897	55,660	60,892	65,720	68,730
EPS(지배주주)	3,753	3,332	4,542	4,621	4,852
CFPS	8,182	8,223	10,543	10,602	10,990
EBITDAPS	7,223	7,753	9,893	10,219	10,580
BPS	41,602	41,408	46,314	50,401	54,678
DPS	400	500	540	580	580
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.2	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.1	9.5	10.1	9.9	9.4
PCR	4.2	3.9	4.3	4.3	4.2
PSR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EBITDA	320.1	343.5	438.4	452.8	468.8
EV/EBITDA	4.9	3.4	4.0	3.7	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.0	10.4	9.6	9.2
EBITDA 이익률	13.4	13.9	16.2	15.5	15.4
부채비율	57.7	52.4	47.8	43.7	40.7
금융비용부담률	0.8	0.7	1.1	1.1	1.0
이자보상배율(X)	13.2	15.5	12.1	10.8	11.7
매출채권회전율(X)	7.0	7.2	7.8	7.9	7.7
재고자산회전율(X)	4.6	4.8	5.2	5.2	5.1

Industry Brief
2021. 10. 12

화승엔터프라이즈 241590

지나갈 바람

▶ 화장품/섬유의복

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

- ✓ 3Q21E 매출액 1,987 억원(-13% YoY), 영업손실 91 억원(적전)
- ✓ 매출: 베트남 록다운 → 3Q21 수주분 생산 차질 & 2Q21 생산분 선적 지연
- ✓ 이익: 노무비/운반/수출제반비 ↑ → 원가율(90%; +4%p), 판관비율(15%; +5%p)
- ✓ 10 월 1 일 베트남 록다운 해제 → 12 월 Full Capa 가동 예상
- ✓ 전방 재고 비축 수요 및 가동률 개선 감안, 매수 접근 추천

Buy

적정주가 (12 개월)	21,000 원
현재주가 (10.8)	16,350 원
상승여력	28.4%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	9,903억원
발행주식수	6,057만주
유동주식비율	28.02%
외국인비중	3.83%
52주 최고/최저가	21,500원/12,350원
평균거래대금	46.1억원

주요주주(%)	
화승인더스트리 외 5 인	71.98
국민연금공단	9.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	-12.6	18.9
상대주가	11.1	-7.0	-3.8

주가그래프



3Q21E 베트남 록다운 피해

화승엔터프라이즈는 2021년 3 분기 매출액 1,987 억원(-13.0% YoY; 이하 YoY), 영업손실 91 억원(적전), 순손실 95 억원(적전)을 기록할 전망이다. 베트남이 화승 잡는 분기이다. 베트남 CAPA 비중은 66%로 국내 업체 중 가장 높다. 주력 공장이 호치민 근방에 위치하고 있어, 피해가 막심했다.

[매출] 1Q18 이래 최초로 분기 매출이 2 천억원을 밟을 것이다. 기저 효과로 고성장을 실현하기가 용이했던 상황이기에 더욱 아쉽다(3Q20 매출 -24.1%). 베트남 록다운으로 3Q21 수주분 생산에 차질을 겪는 가운데, 전용 하역장마저 통행이 막히며 2Q21 생산분 선적 또한 불가능했다.

[이익] 적자 발생이 불가피하다. 매출원가율(89.8%; +4.0%) 상승에 따른다. 공장 셧다운에도 불구하고 지급된 노무비(원가 대비 30%)와 베트남 정부의 최소 공정 허가 조건에 충족하기 위해 제공된 숙식 및 통근 비용을 감안했다. 선박 확보의 어려움으로 운반 및 수출제반 비용 또한 늘었을 것으로 본다(판관비율 14.8%; +4.5%p).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 21,000원(유지)

업황 개선을 감안, 매수 접근을 추천한다. 4Q21E 까지는 감익 기조가 이어질 전망이다. 베트남 비중이 상대적으로 높고, 주력 거점인 호치민 내 거리두기 조치는 계속되고 있기 때문이다. 단, 2022E 성장은 상당하겠다(매출액 +21.7%, 영업이익 +194.8%). ① 수주가 늘어난다. 미국과 유럽의 상공 회의소가 베트남 정부에 록다운 완화를 촉구했을 정도로, 전방의 재고 비축 수요는 높다. ② 가동은 개선된다. 10 월 1 일자로 베트남 남부 18 개성에 대한 록다운이 해제되었다. 12 월부터는 Full Capa 가동이 가능할 것으로 본다.

(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	1,136.6	31.4	23.1	382	-43.1	9,066	42.8	1.8	13.0	4.3	112.7
2022E	1,382.8	92.6	76.0	1,255	228.5	10,271	13.0	1.6	7.4	13.0	96.9
2023E	1,556.8	110.6	91.0	1,502	19.7	11,719	10.9	1.4	6.3	13.7	86.7

표59 화승엔터프라이즈 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	198.7	228.3	-13.0	303.8	-34.6	221.9	-10.5
영업이익	-9.1	9.0	적전	12.0	적전	4.7	적전
순이익	-9.5	4.6	적전	9.7	적전	0.5	적전
영업이익률(%)	-4.6	3.9	-8.5	4.0	-8.5	2.1	-6.7

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표60 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,136.6	1,382.8	1,193.0	1,432.8	-4.7	-3.5	1,198.3	1,490.9
영업이익	31.4	92.6	58.9	108.9	-46.7	-14.9	55.3	106.5
순이익	23.1	76.0	44.8	91.4	-48.3	-16.8	37.5	80.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표61 화승엔터프라이즈 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,137	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	18.3	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균값 적용
적정주가 (원)	21,000	반올림
현재주가 (원)	16,350	
상승여력 (%)	28.4	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표62 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	303.1	303.8	198.7	331.1	1,115.8	1,136.6	1,382.8
OEM	265.1	301.3	227.9	280.8	283.8	262.0	198.2	316.2	1,075.1	1,060.3	1,298.8
기타	19.3	4.9	0.4	15.9	19.3	41.8	0.4	14.9	40.6	76.4	84.0
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	11.1	12.0	-9.1	17.4	62.5	31.4	92.6
영업이익률	6.4	3.8	3.9	8.0	3.7	4.0	-4.6	5.2	5.6	2.8	6.7
OEM	16.6	11.8	9.0	21.9	8.4	9.8	-12.0	15.0	59.4	21.2	78.4
브랜드 유통 및 기타	1.5	-0.1	0.0	1.7	2.7	2.2	2.9	2.4	3.1	10.2	14.2
순이익	-6.0	18.9	4.6	22.6	4.4	9.7	-9.5	18.6	40.1	23.1	76.0
순이익률	-2.1	6.2	2.0	7.6	1.4	3.2	-4.8	5.6	3.6	2.0	5.5
(% YoY)											
매출액	22.3	3.9	-24.1	-20.5	6.6	-0.8	-13.0	11.6	-7.1	1.9	21.7
OEM	22.4	10.6	-23.3	-21.9	7.1	-13.1	-13.0	12.6	-6.2	-1.4	22.5
브랜드 유통 및 기타	19.9	-77.9	-88.1	15.8	-0.3	747.1	-2.3	-6.4	-27.1	88.0	10.0
영업이익	98.1	-32.7	-64.1	-30.2	-38.9	2.8	적전	-26.4	-26.9	-49.7	194.8
영업이익률	2.4	-2.1	-4.4	-1.1	-2.7	0.1	-8.5	-2.7	-1.5	-2.8	3.9
OEM	93.4	-22.3	-61.5	-32.4	-49.2	-17.1	적전	-31.8	-25.5	-64.3	269.8
브랜드 유통 및 기타	168.2	적전	적전	0.2	71.6	흑전	흑전	0.4	-0.5	2.3	39.1
순이익	적전	43.0	-74.2	-9.7	흑전	-48.8	적전	-18.0	-35.8	-42.3	228.5

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,201.6	1,115.8	1,136.6	1,382.8	1,556.8
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	1.9	21.7	12.6
매출원가	1,017.4	955.9	993.5	1,173.6	1,319.8
매출총이익	184.2	159.9	143.2	209.3	237.0
판매관리비	98.7	97.4	111.7	116.6	126.4
영업이익	85.4	62.5	31.4	92.6	110.6
영업이익률	7.1	5.6	2.8	6.7	7.1
금융손익	-13.2	-13.3	-11.1	-9.1	-9.4
증속/관계기업손익	0.7	0.3	0.7	0.3	0.7
기타영업외손익	5.1	-0.8	7.1	9.1	9.3
세전계속사업이익	78.1	48.7	28.1	92.9	111.2
법인세비용	12.9	7.2	4.5	15.3	18.4
당기순이익	65.2	41.5	23.6	77.6	92.9
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	23.1	76.0	91.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	69.3	77.7	64.8	122.2	126.4
당기순이익(손실)	65.2	41.5	23.6	77.6	92.9
유형자산상각비	47.2	55.2	59.2	61.9	62.3
무형자산상각비	1.3	2.5	2.3	2.0	1.8
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	-21.3	-19.2	-30.6
투자활동 현금흐름	-73.8	-100.9	-126.6	-68.0	-70.3
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-105.2	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-1.6	-0.5	-1.0
재무활동 현금흐름	14.7	202.4	-3.3	-29.4	-32.2
차입금의 증감	52.5	35.8	14.6	-26.3	-28.8
자본의 증가	-0.8	0.0	0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	-61.9	24.8	23.9
기초현금	59.9	71.7	245.8	184.2	209.0
기말현금	71.7	246.0	184.2	209.0	232.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	484.7	633.0	602.4	657.3	757.1
현금및현금성자산	71.7	246.0	184.2	209.0	232.9
매출채권	137.5	112.8	121.8	129.1	151.0
재고자산	218.8	226.7	247.1	266.8	312.0
비유동자산	494.2	522.0	605.9	607.6	609.5
유형자산	406.3	410.7	473.5	476.6	479.4
무형자산	27.4	31.5	34.0	32.1	30.2
투자자산	6.2	7.1	8.5	9.1	10.0
자산총계	978.9	1,155.0	1,208.4	1,265.0	1,366.6
유동부채	519.6	560.5	585.9	572.4	584.8
매입채무	187.4	158.5	168.0	176.4	206.3
단기차입금	214.9	284.1	306.6	287.6	263.6
유동성장기부채	59.3	58.6	53.9	51.9	48.9
비유동부채	91.8	57.0	54.5	50.0	49.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	11.6	5.6	2.6
부채총계	611.4	617.5	640.4	622.5	634.6
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	166.5	167.0	167.0	167.0
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	-8.9	-8.9	-8.9
이익잉여금	150.4	188.8	209.2	282.3	369.9
비지배주주지분	18.9	19.6	18.8	20.4	22.2
자본총계	367.5	537.5	568.0	642.5	732.0

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	19,849	18,431	18,769	22,830	25,703
EPS(지배주주)	1,031	662	382	1,255	1,502
CFPS	2,073	1,860	1,611	2,699	2,990
EBITDAPS	2,213	1,985	1,533	2,583	2,885
BPS	5,759	8,554	9,066	10,271	11,719
DPS	45	45	50	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(Valuation(Multiple))					
PER	16.4	21.4	42.8	13.0	10.9
PCR	8.2	7.6	10.1	6.1	5.5
PSR	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6
PBR	2.9	1.7	1.8	1.6	1.4
EBITDA	134.0	120.1	92.8	156.4	174.7
EV/EBITDA	9.9	8.4	13.0	7.4	6.3
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	4.3	13.0	13.7
EBITDA 이익률	11.2	10.8	8.2	11.3	11.2
부채비율	166.4	114.9	112.7	96.9	86.7
금융비용부담률	1.3	1.2	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(X)	5.6	4.8	3.1	9.9	12.6
매출채권회전율(X)	10.5	8.9	9.7	11.0	11.1
재고자산회전율(X)	6.4	5.0	4.8	5.4	5.4

Industry Brief
2021. 10. 12

한섬 020000

All 라인 호조

화장품/섬유의복

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

- 3Q21E 매출 2,879 억원(+10% YoY), 영업이익 304 억원(+35%, OPM +2%p)
- 오프라인: 백화점 판매 호조 + 추석 특수 + 추동 제품 추가 → 매출 +8%
- 온라인: 고성장(+20%) 지속, 매출 기여 확대 21%(+2%p) → 전사 수익성 개선
- 화장품 업종 모멘텀 약화 및 100% 내수 기반 → 화장품 출시 ≠ 멀티플 확장
- 수직계열화 브랜드 출시, 수입 화장품 사업 방향, 해외 확장 여부 확인 후 대응

Buy

적정주가 (12개월)	52,000 원
현재주가 (10.8)	39,400 원
상승여력	32.0%

KOSPI	2,956.30pt
시가총액	9,704억원
발행주식수	2,463만주
유동주식비율	54.55%
외국인비중	28.17%
52주 최고/최저가	51,000원/27,850원
평균거래대금	32.7억원

주요주주(%)

현대홈쇼핑	34.64
국민연금공단	10.00
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH	8.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-2.0	34.5
상대주가	1.8	4.2	8.8

주가그래프



3Q21E 두 자릿수 성장

한섬은 2021년 3분기 매출액 2,879 억원(+10.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 304 억원(+34.9%, OPM +1.9%p), 순이익 253 억원(+29.0%)을 기록할 전망이다. 오프라인과 온라인 모두 약진하며, 영업 레버리지 효과가 뚜렷했겠다.

[오프라인] 매출액과 영업이익으로 각각 2,281 억원(+7.9%), 161 억원(+59.3%)을 추정한다. 거리두기 상황에도 불구하고, 백화점형 의류 판매가 호조를 보이고 있다(백화점 비식품: 7월 +9.5%, 8월 +14.3%). 추석 특수 및 추동 제품 추가를 감안, 복종 불문 전 카테고리가 선전했을 것으로 추정한다.

[온라인] 고성장이 지속된다. 매출액 598 억원으로 전년동기대비 +20% 성장할 전망이다. 더한섬닷컴(자체 브랜드)과 H 패션몰(수입 브랜드) 모두 견조한 가운데, EQL(전문 편집몰) 또한 힘을 실어주고 있다. 온라인 비중 확대(20.8%; +1.7%p)에 따른 수수료 절감이 전사 수익성 개선을 이끌겠다(OPM +2.0%p).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 52,000원(+2% 상향)

싸기는 하다. 전일 종가 기준 12개월 선행 PER은 9배에 불과하다. 단, 화장품 브랜드 출시만으로 Valuation이 확장되기는 쉽지 않다. 화장품 업종 전반에의 모멘텀 약화로 인해 시장 효과를 누리기도, 내수 기반 사업자로서 글로벌 업체의 멀티플을 적용하기도 어렵기 때문이다. 분기가 거듭될수록 기저 효과가 역기저 부담으로 전환되는 점 또한 발목이다(매출: 1H21 +17.9% → 2H21E +9.1% → 1H22E -6.3%). 그룹사와(후방 현대바이오랜드/전방 현대 백화점·홈쇼핑·면세점) 협업한 수직계열화 브랜드 출시와 수입 화장품 사업 전개 방향 및 해외 확장 여부가 구체화될 때 봐도 늦지 않다고 판단한다.

(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	1,352.9	140.4	112.3	4,572	32.2	49,732	8.6	0.8	3.7	9.6	21.2
2022E	1,335.6	131.5	106.0	4,304	-5.6	53,589	9.2	0.7	3.5	8.3	18.0
2023E	1,384.2	138.3	111.9	4,542	5.5	57,641	8.7	0.7	2.8	8.2	17.3

표63 한섬 3Q21E 실적 Preview

(십억원)	3Q21E	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	287.9	261.2	10.2	312.7	-7.9	295.7	-2.6
영업이익	30.4	22.6	34.9	23.5	29.7	28.4	7.2
순이익	25.3	19.7	29.0	19.0	33.5	23.3	8.8
영업이익률(%)	10.6	8.6	1.9	7.5	3.1	9.6	1.0

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

표64 한섬 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,352.9	1,335.6	1,328.3	1,329.4	1.9	0.5	1,359.6	1,432.1
영업이익	140.4	131.5	138.6	127.8	1.3	2.9	139.3	148.9
순이익	112.3	106.0	110.1	102.3	2.0	3.6	110.2	119.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표65 한섬 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	4,367	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12.0	신세계인터내셔널 2012년 평균 12개월 선행 PER 평균 적용
적정가치 (원)	52,000	
현재주가 (원)	39,400	반내림
상승여력 (%)	32.0	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표66 한섬 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	271.5	276.6	261.2	386.6	333.3	312.7	287.9	418.9	1,195.9	1,352.9	1,335.6
온라인	51.6	50.8	49.9	67.0	67.0	62.0	59.8	80.8	219.3	269.7	310.2
오프라인	219.9	225.8	211.3	319.6	266.3	250.6	228.1	338.1	976.6	1,083.2	1,025.3
영업이익	29.3	14.1	22.6	36.1	45.2	23.5	30.4	41.3	102.1	140.4	131.5
영업이익률	10.8	5.1	8.6	9.3	13.6	7.5	10.6	9.9	8.5	10.4	9.8
온라인	13.4	12.7	12.5	16.8	16.8	13.6	14.4	19.4	55.3	64.2	74.4
오프라인	15.9	1.4	10.1	19.3	28.5	9.8	16.1	21.9	46.7	76.2	57.1
순이익	21.6	12.7	19.7	31.2	32.6	19.0	25.3	35.6	85.1	112.3	106.0
순이익률	8.0	4.6	7.5	8.1	9.8	6.1	8.8	8.5	7.1	8.3	7.9
(% YoY)											
매출액	-13.1	-2.5	-6.5	0.6	22.8	13.0	10.2	8.4	-5.1	13.1	-1.3
온라인	50.0	70.0	40.0	47.9	30.0	22.0	20.0	20.6	51.0	23.0	15.0
오프라인	-20.9	-11.1	-13.3	-5.7	21.1	11.0	7.9	5.8	-12.4	10.9	-5.3
영업이익	-11.5	-5.5	-6.6	4.9	54.5	65.9	34.9	14.4	-4.2	37.6	-6.3
영업이익률	-0.1	-0.2	0.0	0.7	2.8	2.4	1.9	0.5	0.1	1.8	-0.5
순이익	-10.0	15.0	-1.8	13.9	51.0	49.8	29.0	14.4	3.3	31.9	-5.6

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

한섬 (020000)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,259.8	1,195.9	1,352.9	1,335.6	1,384.2
매출액증가율 (%)	-3.0	-5.1	13.1	-1.3	3.6
매출원가	508.4	490.2	548.7	544.2	563.1
매출총이익	751.4	705.7	804.2	791.4	821.2
판매관리비	644.8	603.7	663.8	659.8	682.9
영업이익	106.6	102.1	140.4	131.5	138.3
영업이익률	8.5	8.5	10.4	9.8	10.0
금융손익	1.2	1.7	4.4	4.5	4.6
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.8	8.4	4.9	5.3	6.3
세전계속사업이익	113.5	112.2	149.7	141.3	149.2
법인세비용	28.3	27.3	37.4	35.3	37.3
당기순이익	85.3	84.9	112.3	106.0	111.9
지배주주지분 순이익	85.3	85.1	112.3	106.0	111.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	136.4	149.4	98.5	110.7	135.4
당기순이익(손실)	85.3	84.9	112.3	106.0	111.9
유형자산상각비	37.7	34.7	31.7	29.0	25.2
무형자산상각비	17.0	18.3	19.7	16.6	13.9
운전자본의 증감	-17.8	6.6	-70.4	-40.8	-15.6
투자활동 현금흐름	-58.9	-147.8	-76.1	-12.0	-11.5
유형자산의증가(CAPEX)	-27.2	-17.1	-31.1	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	29.1	-6.0	-0.7	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	-86.5	5.4	-49.9	-11.0	-12.1
차입금의 증감	-40.8	24.8	-30.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.9	6.0	-27.4	87.7	111.8
기초현금	46.3	37.4	43.4	16.0	103.8
기말현금	37.4	43.4	16.0	103.8	215.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	719.9	819.7	866.8	975.2	1,111.7
현금및현금성자산	37.4	43.4	16.0	103.8	215.5
매출채권	78.6	60.2	63.2	65.8	68.1
재고자산	447.6	446.3	482.0	496.5	516.4
비유동자산	603.8	618.9	622.2	586.9	558.1
유형자산	337.1	324.4	342.3	323.4	308.2
무형자산	92.8	122.1	102.8	86.2	72.3
투자자산	49.6	55.5	56.3	56.6	56.8
자산총계	1,323.6	1,438.5	1,489.0	1,562.1	1,669.8
유동부채	218.0	230.9	176.3	153.6	158.7
매입채무	37.4	35.8	37.3	39.1	40.5
단기차입금	2.9	3.3	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	12.7	8.5	10.2	10.2	10.2
비유동부채	60.1	81.6	84.2	85.0	87.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	278.1	312.5	260.5	238.6	246.5
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	-12.6	-12.6	-12.6
이익잉여금	948.8	1,024.3	1,127.0	1,222.0	1,321.8
비지배주주지분	0.0	3.9	3.6	3.6	3.6
자본총계	1,045.6	1,126.0	1,228.5	1,323.5	1,423.3

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	51,149	48,555	54,929	54,225	56,201
EPS(지배주주)	3,462	3,455	4,572	4,304	4,542
CFPS	6,264	6,020	7,212	7,290	7,278
EBITDAPS	6,548	6,296	7,786	7,190	7,200
BPS	42,450	45,559	49,732	53,589	57,641
DPS	450	450	500	550	550
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4
(Valuation(Multiple))					
PER	9.1	8.8	8.6	9.2	8.7
PCR	5.0	5.0	5.5	5.4	5.4
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDA	161.3	155.1	191.8	177.1	177.3
EV/EBITDA	4.1	3.3	3.7	3.5	2.8
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	8.4	7.9	9.6	8.3	8.2
EBITDA 이익률	12.8	13.0	14.2	13.3	12.8
부채비율	26.6	27.8	21.2	18.0	17.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	84.1	112.6	356.9	459.4	482.9
매출채권회전율(X)	14.8	17.2	21.9	20.7	20.7
재고자산회전율(X)	3.0	2.7	2.9	2.7	2.7

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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%
2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

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)	
2019.08.28	기업브리프	Buy	1,720,000	양지혜 커버리지 제외	-26.9	-23.3	
2019.12.31							
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	-20.8	-11.5	
2021.07.09	산업분석	Buy	2,100,000	하누리	-18.9	-17.3	
2021.07.23	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-28.6	-23.7	
2021.09.29	산업분석	Buy	1,700,000	하누리	-	-	

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-18.1	8.2	
2019.10.31	기업브리프	Buy	215,000	양지혜	-11.8	-3.5	
2019.11.29	기업브리프	Buy	240,000	양지혜 커버리지 제외	-19.2	-16.0	
2019.12.31							
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	-19.0	-12.6	
2021.07.09	산업분석	Buy	330,000	하누리	-27.3	-25.8	
2021.07.29	기업브리프	Hold	270,000	하누리	-20.9	-14.1	

2021.09.29 산업분석 Hold 200,000 하누리 - -

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	66,846	양지혜	-6.4	26.1		
2019.10.31	기업브리프	Hold	77,820	양지혜 커버리지 제외	4.2	12.3	120,000	아모레G 적정주가
2019.12.31							90,000	
2020.04.22	산업분석	Hold	66,000	하누리	-18.8	-9.5	60,000	
2020.10.05	기업브리프	Hold	57,000	하누리	0.0	17.2	30,000	
2021.04.08	기업브리프	Hold	72,000	하누리	-4.6	1.0	0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-18.9	-11.6		
2021.07.09	산업분석	Buy	80,000	하누리	-23.9	-22.0		
2021.07.29	기업브리프	Hold	67,000	하누리	-16.8	-10.7		
2021.09.29	산업분석	Hold	55,000	하누리	-	-		

신세계인터내셔날 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.07.24	기업브리프	Buy	250,000	양지혜	-25.6	-14.2		
2019.11.13	산업분석	Buy	280,000	양지혜 커버리지 제외	-24.2	-17.7	300,000	신세계인터내셔날 적정주가
2019.12.31							200,000	
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	100,000	
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-26.4	-20.0	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	-27.5	-15.7		
2021.10.12	산업분석	Buy	250,000	하누리	-	-		

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2019.08.12	기업브리프	Buy	117,628	양지혜 커버리지 제외	-37.2	-27.5		
2019.12.31							225,000	
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	산업분석	Buy	180,000	하누리	-28.0	-22.2		
2021.08.12	기업브리프	Buy	190,000	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)	
2019.09.27	기업브리프	Buy	56,000	양지혜 커버리지 제외	-18.9	-13.2	
2019.12.31							
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	-22.6	-11.7	
2021.10.12	산업브리프	Buy	60,000	하누리	-	-	



클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

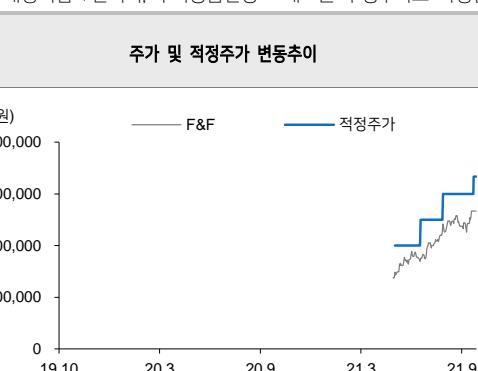
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	30,000	하누리	-30.5	-22.0	
2020.07.09	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-32.5	-22.9	
2020.10.05	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-25.3	-7.2	
2021.01.15	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-21.7	-12.4	
2021.04.12	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-16.5	-7.2	
2021.05.28	산업분석	Buy	30,000	하누리	-12.1	-7.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	31,000	하누리	-	-	



F&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	-20.2	-8.7	
2021.08.18	기업브리프	Buy	900,000	하누리	-18.9	-11.1	
2021.10.12	산업브리프	Buy	1,000,000	하누리	-	-	



휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

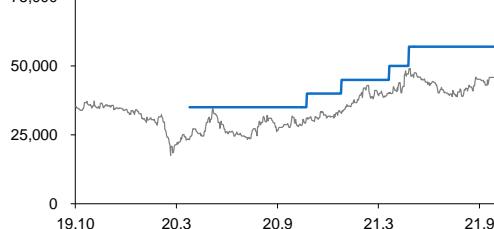
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	50,000	하누리	-33.5	-29.9	
2020.05.18	기업브리프	Buy	46,000	하누리	-18.7	-4.8	
2020.07.07	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-25.5	-5.0	
2020.11.16	기업브리프	Buy	56,000	하누리	-21.5	-14.8	
2021.01.18	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-30.5	-21.5	
2021.05.10	산업분석	Buy	66,000	하누리	-16.2	-14.1	
2021.05.17	기업브리프	Buy	68,000	하누리	-19.4	-12.8	
2021.08.17	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-31.6	-27.6	
2021.10.12	산업브리프	Buy	57,000	하누리	-	-	



영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

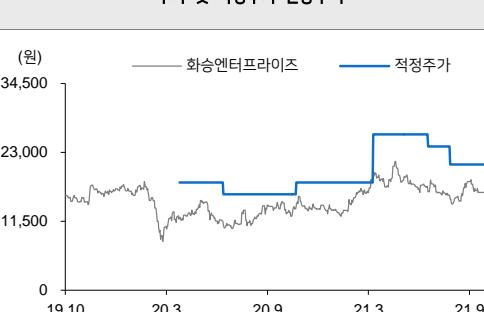
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.28			커버리지 제외				
2020.04.22	산업분석	Buy	35,000	하누리	-20.2	-1.0	
2020.11.17	기업브리프	Buy	40,000	하누리	-20.5	-15.4	
2021.01.18	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-14.6	-4.6	
2021.04.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-14.4	-3.6	
2021.05.18	기업브리프	Buy	57,000	하누리	-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



화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

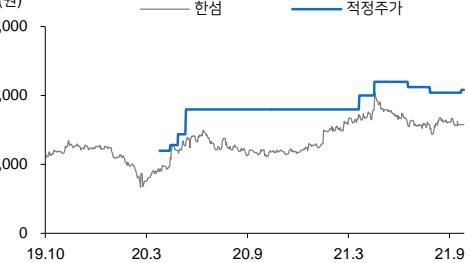
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	18,000	하누리	-28.7	-16.7	
2020.07.09	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-21.9	-7.5	
2020.11.16	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-19.3	2.8	
2021.04.02	기업분석	Buy	26,000	하누리	-29.6	-17.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-30.4	-23.3	
2021.08.17	기업브리프	Buy	21,000	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	-19.7	-7.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	53,000	하누리	-25.4	-22.5	
2021.08.17	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-22.1	-17.8	
2021.10.12	산업브리프	Buy	52,000	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				커버리지 제외			
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	-28.7	-17.0	
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-	-	

