

2022. 4. 8



▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

RA 오지우

02. 6454-4905

jiwoo.oh@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

한세실업(105630)	Buy	42,000원
한국콜마(161890)	Buy	58,000원
F&F(383220)	Buy	1,200,000원

관심종목

화장품

신세게인터내셔널(031430)	Buy	200,000원
클리오(237880)	Buy	24,000원
LG생활건강(051900)	Hold	1,000,000원
아모레퍼시픽(090430)	Hold	180,000원
코스맥스(192820)	Buy	100,000원

섬유의복

영원무역(111770)	Buy	70,000원
화승엔터프라이즈(241590)	Buy	21,000원
한섬(020000)	Buy	46,000원
힐라홀딩스(081660)	Buy	43,000원

화장품/섬유의복

1Q22 Preview: OEM > 브랜드

- ✓ 시장: 중국 이미 역기저, 내수 곧 역기저, 서구 여전히 기저 → 서구 > 내수 > 중국
- ✓ 업태: 실적 성장 동력 및 모멘텀 강화 요인 → 제조사 > 판매사
- ✓ 종목: 재균별 순환매 상당 반영 완료, 종목단 투자 전략 유류
- ✓ 최선호주: 한세실업(Buy/42,000 원), 한국콜마(Buy/58,000 원)
- ✓ 관심종목: F&F(Buy/1,200,000원)

시장: 서구 > 내수 > 중국

[중국] 역기저 부담에 도시 봉쇄까지, 영업 환경이 녹록하지 못하다(코로나 신규 확진자: 2022년 4월 6일 23,107명 > 2020년 2월 1일 15,152명). 화장품 소매판매는 1Q22E 성장률 축소(1Q22E +8.5% vs. 1Q21 +45.4%), 2Q22E 역신장 전환할 전망이다(2Q22E -5.0% vs. 2Q21 +18.3%). 면세점 장사 또한 쉽지 않다(1Q22E -7.2% vs. 1Q21 +0.7%).

[내수] 국내 소매판매는 건조한 모습이다(1Q22E 전체 소매판매 +7.0%, 의류 +11.8%, 화장품 +6.8%). 단, 역기저 영향에 따라 분기가 거듭될수록 성장률은 축소될 것으로 본다. 내구재에 대한 리오프닝 수혜는 제한적이다. 2021년 보복성 소비가 2022E 사회성 소비로 이전, 준내구재에서 비내구재 및 서비스업으로 주요 지출 대상이 이동하겠다

[서구] 서구권향 훈풍은 계속된다. 아시아권 대비 코로나 발발 시점이 늦었으나, 위드 코로나 전환 속도는 빠르다. 회복과 개선이 공존하는 셈이다(2022E 생활 소비재 성장률: 유럽 +12% > 미국 +10% > 한국 +5% > 중국 +4%).

업태: 제조사 > 판매사

브랜드 대비 OEM이 낫다. OEM은 생산자 우위 시장에서 협상력 증대를 누리고 있다(2022E OPM: 의류 OEM +2.1%p, 화장품 OEM +0.3%p vs. 화장품 브랜드 -0.1%p, 의류 브랜드 +0.5%p). 서방국 매출 비중이 높기도 하다. 브랜드사는 주력 채널의 역기저 부담과 중국 제로 코로나 정책으로 실적 부진에 모멘텀 약화가 불가피하다.

종목: 최선호주 한세실업 · 한국콜마, 관심종목 F&F

업종 내 재균별 순환매는 상당 반영되었다. 종목단 투자 전략이 유효하다. 섬유복 최선호주로 한세실업을 추천한다. Top-down과 Bottom-up 모두 매력적이다. 2022E 역대급 실적에도 불구하고, Valuation은 밴드 최하단에 위치해 있다(12개월 선행 PER 9배). 관심종목으로는 F&F를 제시한다. 액면 분할 효과(4월 13일 신주 교부), K200 편입(4월 말 시총 기준 6월 9일 편입) 등 우호적 수급이 기대된다. TaylorMade 투자 지분 차감 시, 12개월 선행 PER 12배에 불과하다. 화장품 최선호주로서 한국콜마를 추천한다. 2022E 수익성 향상이 뚜렷할 전망이다(영업이익 +37.3%). 2H22E 이노엔 음료 매출 확대와 CSR 대형 계약 추가 효과 또한 더해지겠다. 중국 우려에서 비교적 자유롭기도 하다.

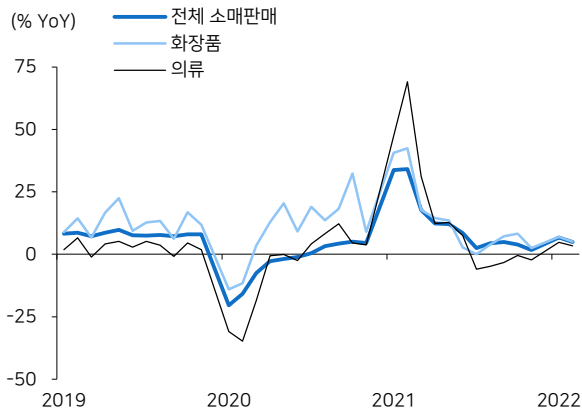
시장: 서구 > 내수 > 중국

[중국] 역기지 부담에 도시 봉쇄까지, 영업 환경이 녹록하지 못하다(코로나 신규 확진자: 2022년 4월 6일 23,107명 > 2020년 2월 1일 15,152명). 화장품 소매판매는 1Q22E 성장률 축소(1Q22E +8.5% vs. 1Q21 +45.4%), 2Q22E 역신장 전환할 전망이다(2Q22E -5.0% vs. 2Q21 +18.3%). 의류 시장(1Q22E +4.6% vs. 1Q21 +52.6%)도 저성장 국면에 들어섰다.

[면세] 면세점 장사가 쉽지 않다(1Q22E -7.2% vs. 1Q21 +0.7%). 이동 통제(중국 입국자 21일 자가격리, 홍콩 외국인 입국 전면 금지)로 다이공(매출 비중 90%) 활동이 위축되고 있다. 중국 정부의 면세 산업 육성 또한 구조적 위험 요인으로 작용한다(국내 면세 대비 하이난 면세 매출: 2021년 60% vs. 2020년 38%, 2H22E 글로벌 최대 면세점 '하이커우국제면세몰' 개점 예정).

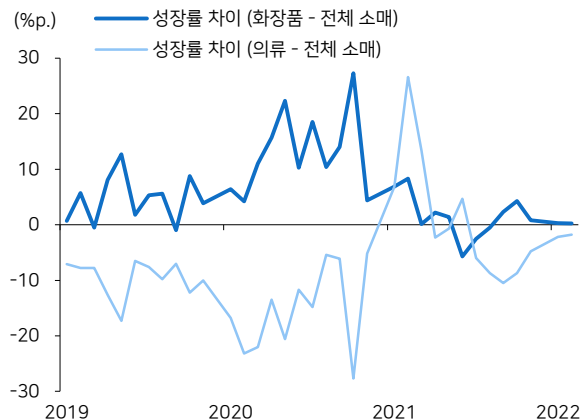
해외 여행 재개에 대한 기대는 유효하다. 지난 3월 자가격리 면제 조치 이후, 여객 수요가 급증하고 있다. 단, 객수의 완전 회복까지 상당 시간이 필요한 점을 감안, 매출 증가 효과는 점진적으로 나타나겠다. 관광객이 전체 면세 매출에 미치는 영향이 적기도 하다(면세 매출 기여도: 관광객 1Q22E 8%, 2022E 11% vs. 2019년 28%).

그림1 중국 소매판매 성장률: 전체 vs. 화장품 vs. 의류



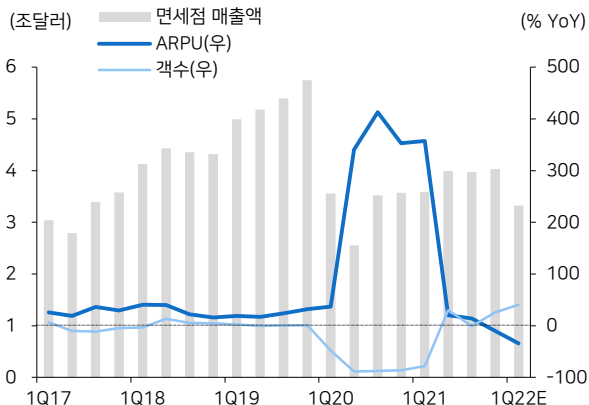
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 소매판매 성장률 차이: 전체 vs. 화장품 vs. 의류



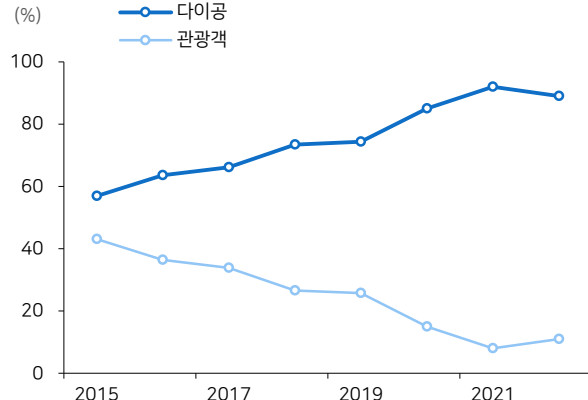
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내 면세점 매출액: ARPU vs. 객수



자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 면세점 매출액 비중: 다이공 vs. 관광객

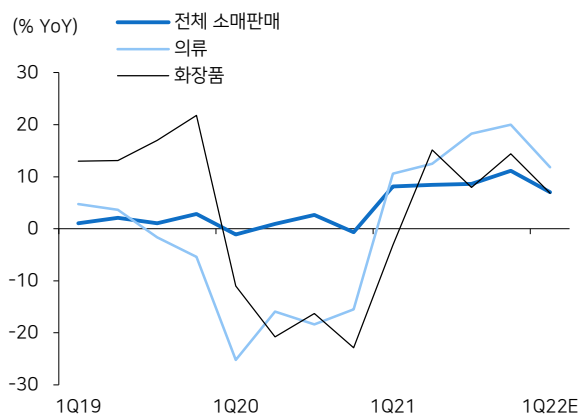


자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

[내수] 국내 소매판매는 건조한 모습이다(1Q22E 전체 소매판매 +7.0%). 오프라인 강세도 이어지겠다(백화점: 전체 +16.5%, 비식품 +18.0%). 마스크 착용 영향이 없는 의류 품목에의 수요가 두드러질 전망이다(소매판매: 의류 +11.8% > 화장품 +6.8%, 백화점: 기성복 +8.2% > 화장품 +4.0%). 단, 역기지 영향에 따라 분기가 거듭될수록 성장률은 축소될 것으로 본다(소매판매 1Q/2Q/3Q/4Q21: 의류 +10.6%/+12.5%/+18.3%/+20.0%, 화장품 -3.1%/+15.1%/+8.0%/+14.4%).

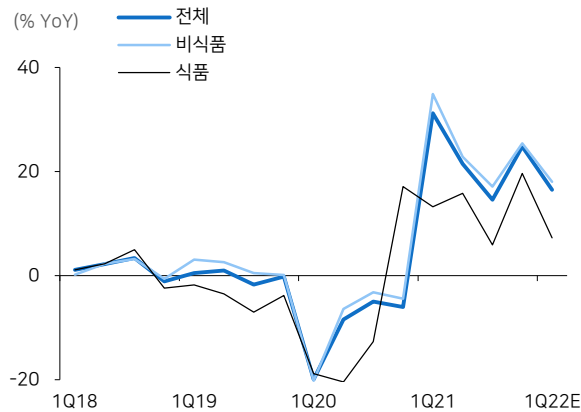
내구재에 대한 리오프닝 수혜는 제한적이다. 2021년 보복성 소비가 2022E 사회성 소비로 이전, 준내구재(기초 화장품 및 패션 제품)에서 비내구재(색조 화장품) 및 서비스업(외식, 레저)으로 주요 지출 대상이 이동하겠다(재군별 성장률 2021년 → 2022E: 준내구재 +11.0% → +4.4%, 비내구재 +2.5% → +7.6%, 서비스 +3.2% → +13.0%). 가처분소득 성장 정체에 비소비지출 증가(금리 및 세율 인상)와 물가 상승을 반영하면, 소비지출 여력은 늘고 있지 않다. 코로나로 인한 생활 환경의 빗장이 완전히 풀려나도, 실질 소비가 증가한다고 보기는 어렵다. 소비 수준은 같은데, 어디에 쓰는지가 바뀐다고 보는 게 맞다.

그림5 국내 소매판매 성장률: 전체 vs. 의류 vs. 화장품



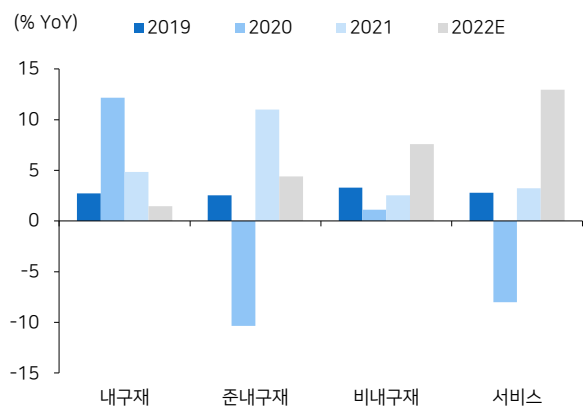
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림6 백화점 품목별 성장률: 전체 vs. 비식품 vs. 식품



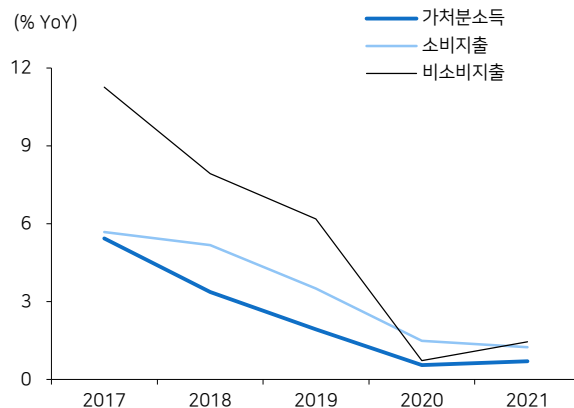
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 재군별 소비지출 증감: 내구재 vs. 비내구재



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 가계수지: 가처분소득 vs. 소비지출 vs. 비소비지출

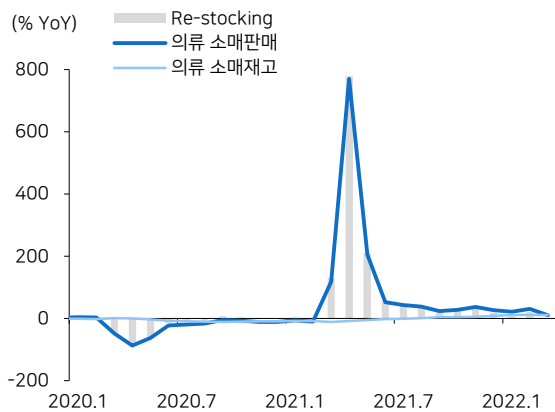


자료: 한국은행, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

[서구] 서구권향 훈풍은 계속된다. 소비 시장 우려에도 불구하고, 1Q22E 소매판매는 고성장 기조를 이어갈 전망이다(소매판매: 전체 +12.5%, 의류 +20.1%). 아시아권 대비 코로나 발발 시점이 늦었으나, 위드 코로나 전환 속도는 빠르다. 회복과 개선이 공존하는 셈이다(2022E 생활 소비재 성장률: 유럽 +12% > 미국 +10% > 한국 +5% > 중국 +4%; 화장품 및 의류 합산). Gap, Lululemon, Adidas 등 서방국 의존도가 높은 브랜드사들이 2022E 매출 가이드에 자신감을 싣고 있기도 하다.

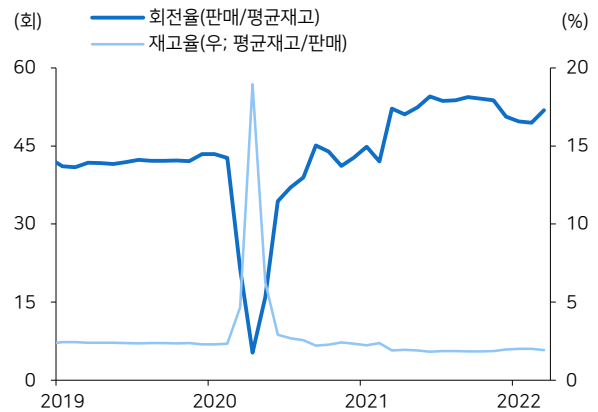
전방 재고 증가에 대한 우려는 기우에 불과하다. 여전히 Re-stocking은 확장되고 있다. 1Q22E 의류 소매재고는 1,600억달러(1Q19 대비 99%)로 코로나 이전 수준에 달하겠으나, 재고 비축 정도(평균 재고/판매)는 1.9로 2019년 평균 2.4 대비 현저히 낮다. 소매판매(1Q19 대비 121%)가 초과 성장을 지속, 재고자산 회전율(판매/평균 재고)은 0.53회로 2019년 평균 0.42회 대비 월등히 높다. 거래선 판매부터 공급사 수주까지 4개 분기 시차를 적용, OEM 호실적은 연중 내내 확인될 것으로 본다(제품 소진 시 차기 동일 시즌에 재고 비축, 2021년 봄 재고 소진 → 2022E 봄 재고 비축).

그림9 미국 의류 소매판매 성장률 vs. 소매재고 성장률



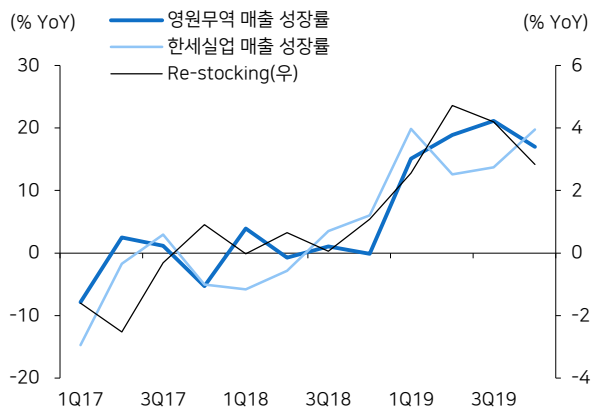
주: 3월 소매판매, 2, 3월 소매재고는 당사 추정치 기준
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 의류 소매판매: 회전율 vs. 재고율



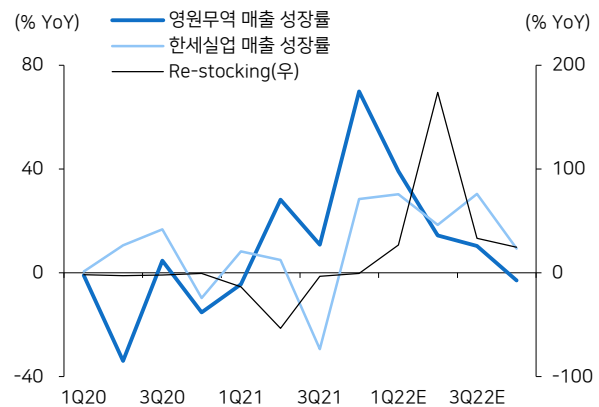
주: 3월 소매판매, 2, 3월 소매재고는 당사 추정치 기준
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림11 의류 Re-stocking 및 OEM 매출 (2017~2019년)



주: Re-stocking은 4개 분기 후행 적용
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림12 의류 Re-stocking 및 OEM 매출 (2020~2022년)



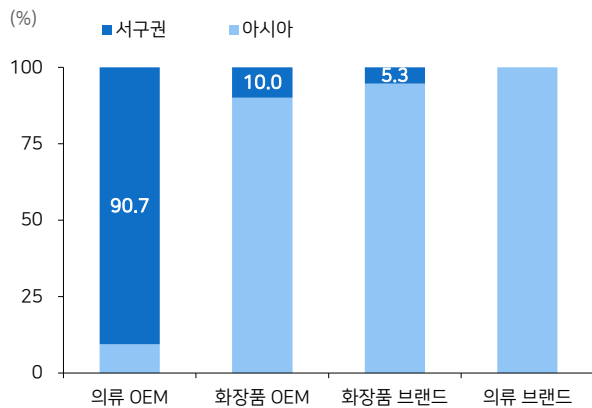
주: Re-stocking은 4개 분기 후행 적용
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

업태: 제조사 > 판매사

브랜드 대비 OEM이 낮다. OEM은 서구권 의존도가 높다(매출 비중: 의류 OEM 3사 91%, 화장품 OEM 2사 10%). 물가 인상에 따른 소비 위축 우려가 상존하나, 서방국의 구매 수요는 매우 강하다 (1Q22E 화장품 및 의류 합산 소매판매: 미국 +20.1% > 유럽 +12.2% > 한국 +10.2% > 중국 +5.5%). 준내구재향 보복 소비가 2021년 아시아에서 2022E 서구권으로 확장되는 모습이다. 생산자 우위 시장이 형성되는 점 또한 긍정적이다. 글로벌 공급 차질이 대형 OEM사의 협상력을 증대시키며, 단가 인상과 수주 증가가 계속되고 있다. 2022E 마진 확장이 뚜렷한 이유이다(2022E 영업이익률: 의류 OEM +2.1%p, 화장품 OEM +0.3%p vs. 화장품 브랜드 -0.1%p, 의류 브랜드 +0.5%p).

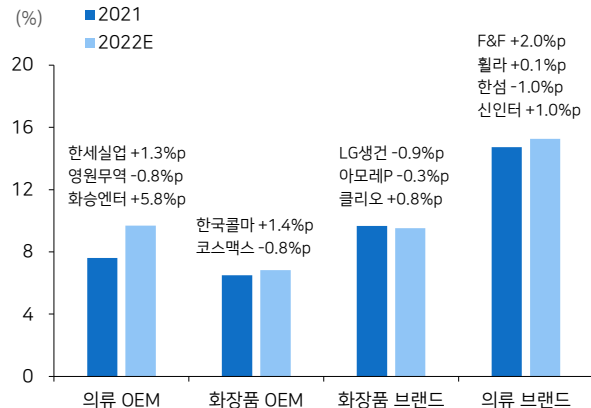
브랜드사는 실적 부진에 모멘텀 약화가 불가피하다. 주력 채널인 중국과 한국 모두 역기저 부담 속에 있다. 단기간 내 업황 회복을 기대하기도 어렵다. 중국은 11월 시진핑 주석의 3기 집권까지 제로 코로나 정책 기조를 유지할 것으로 추정, 도시 봉쇄 및 이동 통제가 장기화될 개연성이 크다. 한국은 워드 코로나와 함께 소비의 중심 축이 준내구재(기초 화장품 및 패션 제품)에서 비내구재(색조 화장품) 및 서비스업(외식 및 레저)으로 이동할 것으로 본다.

그림13 생활 소비재 업태별 권역 매출 비중 (2022E)



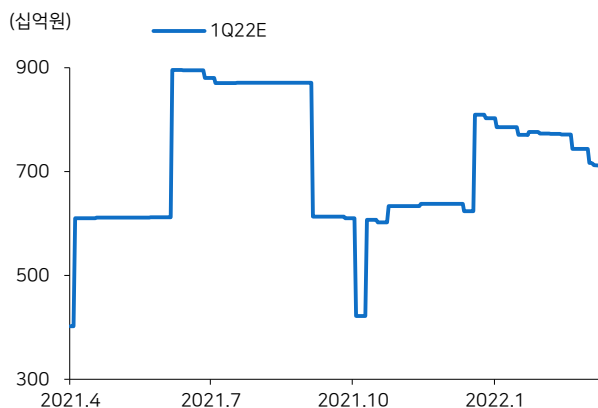
주: 의류 브랜드에서 휠라홀딩스 제외, 휠라 본업 기준 미국 매출 비중 46%
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 생활 소비재 업태별 영업이익률 변화



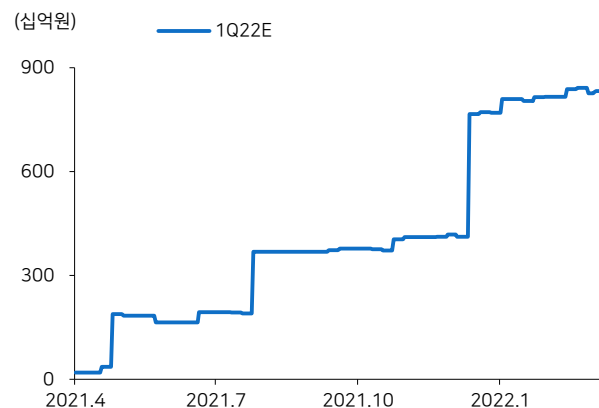
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 화장품 1Q22E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 의류 1Q22E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

종목: 최선호주 한세실업 · 한국콜마, 관심종목 F&F

업종 내 재군별 순환매는 상당 반영되었다(화장품: 실적 컨센서스 하향 및 주가 하락 → 의류: 실적 컨센서스 상향 및 주가 상승). **종목단 투자 전략이 유효하다. 섬유·의복 최선호주로 한세실업을 추천한다.** Top-down (미국 재고 비축, 달러 강세, 베트남 가동 정상화)과 Bottom-up(제품 믹스 개선, 원단 수직계열화 효과, 중남미 CAPA 증설) 모두, 매력적이다. **2022E 역대급 실적에도 불구하고, Valuation은 여전히 밴드 최하단에 위치해 있다**(12개월 선행 PER 9배). **관심 종목으로는 F&F를 제시한다.** 저변 확장이 가능한 유일한 브랜드사이다. 액면 분할 효과(4월 13일 신주 교부), K200 편입(4월 말 시총 기준, 6월 9일 편입) 등 우호적 수급이 기대된다. Valuation 매력마저 돋보인다. **TaylorMade 투자 지분(4Q21 장부가 5,523억원) 차감 시, 12개월 선행 PER 12배에 불과하다.**

화장품 최선호주로서 한국콜마를 추천한다. 안정적 선택지라는 판단, 매수 접근을 추천한다. 2022E 수익성 향상이 뚜렷할 전망이다(2022E 연결 영업이익 +37.3% = 별도 화장품 회복 +45억원 & 해외 법인 손익 개선 +39억원 & 이노엔 비용 축소 +149억원), 2H22E 이노엔 고마진 음료 매출 확대와 CSR 대형 계약 추가 효과 또한 더해지겠다(2022E CSR 매출액 +47.5%, 영업이익 흑전). 중국 관련 모멘텀 약화에서 비교적 자유롭기도 하다(중국 매출 비중 9%).

표1 커버리지 1Q22E 실적 추정치 변동

섬유의복							
업체명	(십억원)	신규 추정	이전 추정	변화율(%)	컨센서스	과리율(%)	투자 매력도
한세실업 (Buy/42,000)	매출액	489.2	465.1	5.2	476.8	2.6	★★★★★
	영업이익	34.0	29.5	15.1	31.4	8.1	
F&F (Buy/1,200,000)	매출액	414.0	403.0	2.7	403.2	2.7	★★★★
	영업이익	120.2	104.5	15.0	106.0	13.4	
영원무역 (Buy/70,000)	매출액	619.6	619.6	0.0	652.9	-5.1	★★★
	영업이익	101.1	101.1	0.0	86.4	17.1	
화승엔터프라이즈 (Buy/21,000)	매출액	320.4	316.8	1.1	338.9	-5.5	★★★
	영업이익	10.2	9.2	11.6	11.0	-7.2	
한섬 (Buy/46,000)	매출액	374.3	350.3	6.9	360.6	3.8	★★
	영업이익	52.0	45.4	14.5	49.3	5.4	
힐라홀딩스 (Buy/43,000)	매출액	952.3	1,011.6	-5.9	1,006.7	-5.4	★★
	영업이익	134.0	146.9	-8.8	151.8	-11.7	
화장품							
한국콜마 (Buy/58,000)	매출액	409.0	437.4	-6.5	431.2	-5.2	★★★★
	영업이익	17.7	28.6	-38.0	28.6	-38.0	
신세계인터내셔널 (Buy/200,000)	매출액	343.1	349.9	-1.9	363.1	-5.5	★★★
	영업이익	27.5	24.9	10.2	22.9	20.1	
클리오 (Buy/24,000)	매출액	63.7	68.8	-7.4	64.0	-0.5	★★★★
	영업이익	3.3	3.0	11.7	3.4	-3.2	
LG생활건강 (Hold/1,000,000)	매출액	1,982.3	1,963.1	1.0	2,040.9	-2.9	★★
	영업이익	332.7	342.7	-2.9	351.9	-5.5	
아모레퍼시픽 (Hold/180,000)	매출액	1,257.7	1,282.6	-1.9	1,263.5	-0.5	★★
	영업이익	107.8	142.0	-24.1	131.9	-18.3	
코스맥스 (Buy/100,000)	매출액	391.5	385.0	1.7	394.0	-0.6	★★
	영업이익	25.7	29.1	-11.8	26.0	-1.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 58,000 원
현재주가 (4.7) 45,700 원
상승여력 26.9%

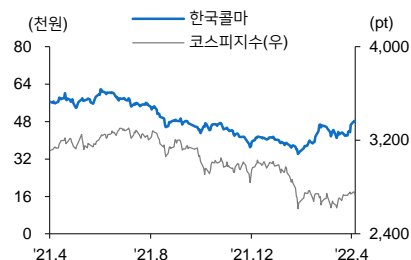
KOSPI	2,695.86pt
시가총액	10,457억원
발행주식수	2,288만주
유통주식비율	69.75%
외국인비중	25.24%
52주 최고/최저가	61,800원/34,150원
평균거래대금	63.4억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 27 인	30.25
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	8.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	-3.3	-18.4
상대주가	3.6	6.2	-5.0

주가그래프



한국콜마 161890

화장품 개선 vs. 이노엔 부진

- ✓ 1Q22E 매출액 4,090억원(+4%), 영업이익 177억원(-27%, OPM 4%)
- ✓ 국내: 주력 거래선 판매 회복 → 매출 +5%, 영업이익 +5%
- ✓ 해외: 중국 건조(무석 +20%, 북경 -8%) vs. 북미 지지부진(CSR Flat, PTP +3%)
- ✓ 이노엔: 케이캡 재고 조정, 광고비 증가, 신공장 가동 지연 → 영업이익 -45%
- ✓ 수익성 개선 및 외형 성장(이노엔 음료 및 CSR 확대) 기대 → 매수 추천

1Q22E 이노엔 비용 증가

한국콜마는 2022년 1분기 매출액 4,090억원(+3.5% YoY, 이하 YoY), 영업이익 177억원(-26.9%, OPM 4.3%), 순이익 89억원(-27.4%)을 기록할 전망이다. 이노엔 비용 부담이 연결 실적을 훼손시키겠다.

[화장품] 국내: 매출액과 영업이익으로 각각 1,804억원(+4.7%), 165억원(+4.7%)을 추산한다. 주력 거래선(방판 및 홈쇼핑) 판매가 회복되는 모습이다. **중국:** 무석(+20.0%)은 신규 거래선 유치, 북경(-8.0%)은 주력 고객사 부진이 예상된다. 외형 성장에 따른 레버리지 효과가 기대된다(중국 전체: 매출 +14.4%, 영업손실 3억원 축소). **북미:** CSR(Flat)과 PTP(+3.0%) 모두 전년동기 수준에 그치겠다. 수주 확보와 원부자재 공급에 차질을 빚는 것으로 보인다.

[의약품] HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 1,812억원(-3.0%), 72억원(-44.7%)을 예상한다. 케이캡 재고 조정과(2H22E 제형 변경), 광고비 증가로 감익이 불가피하다. 오송 신공장(수액제) 가동 지연에 따른 원가 부담 또한 상존한다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 58,000원(상향)

안정적 선택지라는 판단, 매수 접근을 추천한다. 기초 OEM과 내수 기반 사업자로서 투자 모멘텀이 약하기는 하나, 수익성 향상에 대한 기대는 유효하다(2022E 연결 영업이익 +37.3% = 별도 화장품 회복 +45억원 & 해외 법인 손익 개선 +39억원 & 이노엔 비용 축소 +149억원). 2H22E 이노엔 고마진 음료 매출 확대와 CSR 대형 계약 추가 효과 또한 더해지겠다(2022E CSR 매출액 +47.5%, 영업이익 흑전). 중국 관련 모멘텀 약화에서 비교적 자유롭기도 하다(중국 매출 비중 9%).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,322.1	121.7	160.3	7,004	371.9	27,257	7.3	1.9	12.5	29.3	149.1
2021	1,586.3	84.3	35.8	1,565	-72.9	29,876	25.7	1.3	14.6	5.5	91.7
2022E	1,719.0	115.7	50.7	2,216	77.0	31,677	20.6	1.4	12.8	7.2	84.9
2023E	1,853.4	139.2	64.2	2,807	29.0	34,069	16.3	1.3	11.0	8.5	78.4
2024E	1,948.6	155.8	77.0	3,367	14.9	37,021	13.6	1.2	9.9	9.5	71.9

표2 한국콜마 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	409.0	395.3	3.5	402.3	1.7	431.2	-5.2
영업이익	17.7	24.3	-26.9	25.9	-31.6	28.6	-38.0
순이익	8.9	12.3	-27.4	4.1	116.7	14.7	-39.3
영업이익률(%)	4.3	6.1	-1.8	6.4	-2.1	6.6	-2.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,719.0	1,853.4	1,725.1	1,837.7	-0.4	0.9	1,752.8	1,893.6
영업이익	115.7	139.2	125.2	143.8	-7.6	-3.2	127.5	152.6
순이익	50.7	64.2	77.1	93.9	-34.2	-31.6	73.4	92.3

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국콜마 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT	Target M	적정가치	비고
영업가치 (A)			648	
화장품	40	16	648	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 PER에 60% 할인 적용
지분가치 (B)			673	
제약 (HKN)			673	HK이노엔 평균 주가 * 보유주식 수 * 양도소득세율 25% 할인
적정 시가총액 (C)			1,321	(A)+(B)
주식 수 (D)			22,881	
적정주가 (원)		57,731	58,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			45,700	
상승여력 (%)			26.9	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
한국콜마	1,046	1,719	1,853	116	139	51	64	20.6	16.3	1.4	1.3	7.2	8.5	12.8	11.0
코스맥스	956	1,742	1,949	121	143	88	110	10.8	8.7	1.5	1.3	14.7	15.8	7.0	5.7
L'Oreal	262,029	47,931	51,239	9,232	10,029	7,306	7,915	36.1	33.1	7.5	6.9	21.3	22.1	22.9	21.3
Estee Lauder	118,697	22,595	24,625	4,487	5,066	3,354	3,779	35.9	31.5	15.2	13.3	43.1	46.9	22.3	19.9
Shiseido	24,740	10,644	11,097	700	1,150	468	762	52.2	32.7	4.5	4.1	8.6	13.6	18.1	13.4
Proya	7,305	899	1,122	137	172	113	143	64.5	51.2	13.4	11.1	21.2	22.3	47.2	37.5
Shanghai Jahwa	4,518	1,666	1,885	180	231	157	200	29.5	23.1	3.1	2.8	10.5	12.2	20.8	16.6
Fujian Green Pine	730	708	804	17	79	-10	74	-	10.6	1.2	1.1	-7.1	10.2	11.5	7.7
평균(국내사 제외)								41.4	32.4	9.1	8.1	24.3	27.5	21.1	18.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 한국콜마 실적 추이 및 전망 (중단 사업 '별도 제약품' 제거 기준)

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	395.3	412.8	376.0	402.3	409.0	430.4	419.0	460.7	1,586.3	1,719.0	1,853.4
국내	172.4	170.2	141.8	148.4	180.4	180.2	149.6	159.8	632.8	670.0	699.6
중국	30.5	40.8	31.5	33.9	34.9	46.9	38.3	42.8	136.7	162.9	188.0
북경	6.1	8.3	5.3	5.2	5.6	7.9	5.5	5.5	24.9	24.5	25.5
무석	24.4	32.5	26.2	28.7	29.2	39.0	32.8	37.3	111.8	138.3	162.5
미국	15.7	17.9	18.1	13.1	15.8	21.9	27.0	21.1	64.7	85.9	101.3
PTP	4.8	6.1	6.7	6.6	4.9	6.6	7.7	6.9	24.2	26.2	28.8
CSR	10.9	11.7	11.4	6.4	10.9	15.3	19.3	14.2	40.5	59.7	72.5
HKN	186.8	184.9	188.6	209.4	181.2	184.9	207.5	240.8	769.8	814.5	879.7
영업이익	24.2	21.3	12.8	25.9	17.7	30.0	30.6	37.4	84.3	115.7	139.2
<i>영업이익률</i>	<i>6.1</i>	<i>5.2</i>	<i>3.4</i>	<i>6.4</i>	<i>4.3</i>	<i>7.0</i>	<i>7.3</i>	<i>8.1</i>	<i>5.3</i>	<i>6.7</i>	<i>7.5</i>
국내	15.7	19.9	10.4	19.6	16.5	21.3	12.6	19.8	65.6	70.2	73.8
해외	-4.8	-1.6	-7.0	-10.2	-6.0	-5.4	-4.9	-3.5	-23.6	-19.7	-13.3
HKN	13.0	3.0	17.1	17.3	7.2	14.1	22.9	21.0	50.3	65.2	78.7
순이익	12.3	13.0	6.4	4.1	8.9	13.1	12.5	16.1	35.8	50.7	64.2
<i>순이익률</i>	<i>3.1</i>	<i>3.1</i>	<i>1.7</i>	<i>1.0</i>	<i>2.2</i>	<i>3.0</i>	<i>3.0</i>	<i>3.5</i>	<i>2.3</i>	<i>2.9</i>	<i>3.5</i>
(% YoY)											
매출액	5.3	28.1	18.4	15.3	3.5	4.3	11.4	14.5	16.3	8.4	7.8
국내	-0.1	5.8	2.6	8.0	4.7	5.9	5.4	7.7	3.9	5.9	4.4
중국	141.9	92.5	86.0	62.6	14.4	14.9	21.7	26.1	90.9	19.1	15.5
북경	5.9	4.5	20.5	23.5	-8.0	-5.0	5.0	5.0	11.6	-1.5	4.1
무석	257.2	145.2	108.7	72.6	20.0	20.0	25.0	30.0	126.9	23.7	17.5
미국	-13.6	23.0	8.9	-2.6	0.9	22.5	49.6	61.7	3.2	32.7	17.9
PTP	-52.1	-8.4	-19.9	46.5	3.0	8.0	15.0	5.0	-18.0	8.1	9.8
CSR	33.1	49.6	38.1	-27.5	0.0	30.0	70.0	120.0	22.0	47.5	21.4
HKN	40.7	41.2	24.7	14.1	-3.0	0.0	10.0	15.0	28.6	5.8	8.0
영업이익	2.7	-21.7	-32.4	-50.1	-26.9	40.6	139.3	44.3	-34.2	37.3	20.3
국내	23.9	5.8	-12.2	178.0	4.7	6.8	21.3	1.1	30.3	6.9	5.1
해외	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HKN	-2.1	-80.2	16.2	-60.9	-44.7	374.9	34.3	22.0	-42.2	29.6	20.6
순이익	-0.9	52.4	-48.9	-96.7	-27.4	0.8	95.9	291.5	-77.7	41.6	26.7

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,322.1	1,586.3	1,719.0	1,853.4	1,948.6
매출액증가율 (%)	-4.1	20.0	8.4	7.8	5.1
매출원가	895.8	1,158.2	1,231.3	1,315.9	1,373.8
매출총이익	426.3	428.1	487.8	537.5	574.8
판매관리비	304.6	343.9	372.1	398.2	419.0
영업이익	121.7	84.3	115.7	139.2	155.8
영업이익률	9.2	5.3	6.7	7.5	8.0
금융손익	-41.4	-15.9	-11.8	-6.3	-3.0
종속/관계기업손익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	141.4	-0.9	-1.1	-0.3	-0.6
세전계속사업이익	221.6	66.5	102.8	132.6	152.3
법인세비용	77.0	23.0	25.7	33.1	38.1
당기순이익	160.6	43.5	77.1	99.4	114.2
지배주주지분 순이익	160.3	35.8	50.7	64.2	77.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	121.5	-3.1	128.3	143.7	159.2
당기순이익(손실)	160.6	43.5	77.1	99.4	114.2
유형자산상각비	48.9	46.6	49.9	51.8	52.9
무형자산상각비	12.9	11.8	4.9	3.0	2.9
운전자본의 증감	-39.5	-58.8	-3.6	-10.5	-10.9
투자활동 현금흐름	245.7	-283.0	-67.5	-68.8	-68.5
유형자산의증가(CAPEX)	-119.2	-40.1	-64.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-4.9	-9.1	-2.1	-0.9	-0.9
재무활동 현금흐름	-109.5	97.6	-67.3	-49.5	-49.5
차입금의 증감	-98.6	-221.0	-57.8	-40.0	-40.0
자본의 증가	0.4	38.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	258.6	-186.0	-6.5	25.4	41.2
기초현금	118.6	377.2	191.2	184.7	210.1
기말현금	377.2	191.2	184.7	210.1	251.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	775.2	882.9	904.7	965.9	1,042.8
현금및현금성자산	377.2	191.2	184.9	210.3	251.5
매출채권	183.9	225.6	241.4	254.7	267.6
재고자산	148.6	210.2	220.7	233.9	248.0
비유동자산	1,714.4	1,723.2	1,734.3	1,740.4	1,745.5
유형자산	472.7	445.5	459.6	467.9	475.0
무형자산	1,094.4	1,126.9	1,122.0	1,119.0	1,116.1
투자자산	21.7	30.8	32.9	33.8	34.6
자산총계	2,489.6	2,606.0	2,639.0	2,706.3	2,788.3
유동부채	686.8	888.6	864.2	857.0	849.8
매입채무	96.9	157.0	163.3	169.8	176.6
단기차입금	184.0	223.2	195.2	173.2	151.2
유동성장기부채	167.0	355.3	355.3	355.3	355.3
비유동부채	803.5	357.9	347.7	332.2	316.7
사채	299.5	249.4	249.4	249.4	249.4
장기차입금	418.1	25.1	9.1	-8.9	-26.9
부채총계	1,490.4	1,246.5	1,211.9	1,189.2	1,166.5
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	228.3	266.7	266.7	266.7	266.7
기타포괄이익누계액	1.6	2.7	2.7	2.7	2.7
이익잉여금	382.4	402.8	444.0	498.7	566.3
비지배주주지분	375.6	676.0	702.3	737.5	774.7
자본총계	999.2	1,359.6	1,427.1	1,517.1	1,621.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	57,780	69,329	75,129	81,000	85,163
EPS(지배주주)	7,004	1,565	2,216	2,807	3,367
CFPS	9,970	7,249	7,997	9,228	10,069
EBITDAPS	8,016	6,234	7,451	8,476	9,251
BPS	27,257	29,876	31,677	34,069	37,021
DPS	345	415	415	415	415
배당수익률(%)	0.7	1.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	7.3	25.7	20.6	16.3	13.6
PCR	5.1	5.6	5.7	5.0	4.5
PSR	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
PBR	1.9	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	183.4	142.6	170.5	193.9	211.7
EV/EBITDA	12.5	14.6	12.8	11.0	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.3	5.5	7.2	8.5	9.5
EBITDA 이익률	13.9	9.0	9.9	10.5	10.9
부채비율	149.1	91.7	84.9	78.4	71.9
금융비용부담률	2.8	1.9	1.7	1.5	1.3
이자보상배율(x)	3.3	2.8	4.0	5.1	6.0
매출채권회전율(x)	6.5	7.7	7.4	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	8.6	8.8	8.0	8.2	8.1

Industry Brief
2022. 4. 8

신세계인터내셔널 031430

수익성 향상

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

- ✓ 1Q22E: 매출액 3,431억원(Flat), 영업이익 275억원(+29%, OPM +8%)
- ✓ 화장품: 수입 건조 vs. 자체 부진 및 투자 집행 → 매출 -15%, 영업이익 -27%
- ✓ 의류: 해외 호조, 국내 개선, 톰보이 고성장 → 매출 +6%, 영업이익 +63%
- ✓ 생활용품: 기존점 성장 및 비용 절감 → 매출 +6%, 영업적자 축소
- ✓ 외형(포트폴리오 다각화)과 이익(적자 사업 효율화) 체력 강화 → 매수 추천

Buy

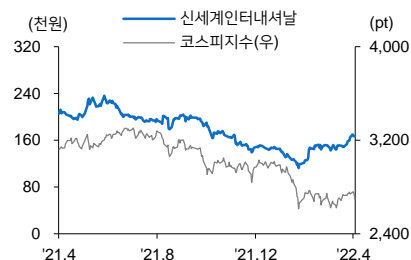
적정주가 (12개월) 200,000 원
현재주가 (4.7) 167,000 원
상승여력 19.8%

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	11,924억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	45.95%
외국인비중	4.88%
52주 최고/최저가	236,000원/112,500원
평균거래대금	69.4억원

주요주주(%)	
신세계 외 1 인	54.05
국민연금공단	9.20
네이버	6.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.0	-9.0	-21.2
상대주가	12.1	-0.1	-8.3

주가그래프



1Q22E 믹스 개선 및 마진 향상

신세계인터내셔널은 2022년 1분기 매출액 3,431억원(+0.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 275억원(+29.2%, OPM +8.0%), 순이익 232억원(-0.9%); 1Q21 톰보이 물류센터 부지 매각 차이 50억원 제거를 기록할 전망이다. 고마진 수입품 기여 확대에 따라 수익성 개선이 두드러지겠다(OPM +1.8%p).

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 785억원(-14.8%), 80억원(-27.0%)을 예상한다. 비디비치(-54.0%) 기저 부담과 신규 브랜드 투자 비용(-56억원 추정)을 감안했다. 수입 브랜드(+8.0%)향 수요 확대는 계속되는 모습이다(수입 매출 비중: 1Q22E 78.3% vs. 1Q21 61.8%).

[의류] 매출액 2,078억원(+6.1%), 영업이익 204억원(+63.2%)을 추정한다. 고마진 해외패션(매출 +11.1%, 영업이익 +11.1%) 호조에 국내패션(매출 -3.5%, 영업이익 +66.1%) 효율화 효과가 더해지겠다. 톰보이 또한 브랜드력 증대를 기반으로 고성장할 전망이다(매출 +11.7%, 영업이익 +88.4%).

[생활용품] 예상 매출액은 568억원(+5.6%), 영업손실은 5억원(적자 17억 축소)이다. 기존점 성장과 비용 절감을 반영했다.

투자 의견 Buy(유지) 및 적정주가 200,000원(상향) 제시

외형(포트폴리오 다각화)과 이익(적자 사업 효율화) 체력 강화가 기대되는 바, 매수 접근을 추천한다. 수입 브랜드 추가 유치를 통한 성장 동력 확보가 돋보인다. 화장품은 자체 편집숍 Laperva를 활용한 신규 브랜드 발굴, 해외패션은 기존 라이선싱 브랜드 내 카테고리 확장(필립플레인 골프의류 등)에 힘쓰고 있다. 수익성 개선 또한 기대된다. 국내패션은 저마진 데이즈 철수, 생활용품은 자주 오프라인 매장 축소에 기반 흑자 전환할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,325.5	33.8	50.9	7,131	-31.1	89,514	22.6	1.8	15.4	8.2	78.9
2021	1,450.8	92.0	82.1	11,498	62.2	100,421	12.7	1.4	8.1	12.1	61.1
2022E	1,471.8	107.5	90.1	12,623	9.7	111,543	13.2	1.5	8.4	11.9	52.9
2023E	1,555.2	122.8	101.5	14,213	12.6	124,156	11.7	1.3	7.3	12.1	47.4
2024E	1,628.7	136.3	111.7	15,643	10.1	138,199	10.7	1.2	6.5	11.9	42.3

표7 신세계인터내셔널 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	343.1	341.9	0.4	417.9	-17.9	363.1	-5.5
영업이익	27.5	21.3	29.2	30.1	-8.5	22.9	20.1
순이익	23.2	23.4	-0.9	29.8	-22.1	20.5	13.1
영업이익률(%)	8.0	6.2	1.8	7.2	0.8	6.3	1.7

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표8 신세계인터내셔널 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,471.8	1,555.2	1,515.8	1,589.6	-2.9	-2.2	1,540.2	1,633.6
영업이익	107.5	122.8	95.0	108.6	13.2	13.1	98.7	114.0
순이익	90.1	101.5	84.7	96.3	6.4	5.4	89.4	102.9

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표9 신세계인터내셔널 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A)				
			1,336	(A1)+(A2)+(A3)
화장품 (A1)	자체 브랜드+수입 판권	23.9	18	431 국내 화장품 Peer 평균 PER에 40% 할인 적용
의류 (A2)	해외패션+국내패션+통보이	75.1	12	902 내수 의류 브랜드 Peer 평균 값 적용
생활용품 (A3)	자주	0.3	11	3 일본 생활용품 Peer 평균 PER에 30% 할인 적용
지분가치 (B)				
			221	
신세계사이먼	자문수수료 및 지분법수익	21.3	10	221 국내 유통 Peer 평균 PER 적용
순부채 (C)				
			156	4Q21 장부가에서 Usance 차감
적정 시가총액 (D)				
			1,401	(A)+(B)-(C)
주식 수 (E, 천주)			7,140	
적정주가 (원)				
			200,000	(D)/(E), 반올림
현재주가 (원)			167,000	
상승여력 (%)			19.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표10 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
신세계인터내셔널	1,192	1,472	1,555	108	123	90	102	13.2	11.7	1.5	1.3	11.9	12.1	8.4	7.3
LG생활건강	13,510	8,229	8,645	1,237	1,339	804	877	17.3	15.9	2.6	2.3	14.1	13.8	9.3	8.3
아모레퍼시픽	9,125	5,121	5,600	345	415	243	295	39.7	32.7	2.2	2.1	5.0	5.9	13.0	11.8
클리오	353	265	293	18	21	16	19	22.3	18.8	2.0	1.8	9.1	10.0	11.8	10.1
L'Oreal	262,029	47,931	51,239	9,232	10,029	7,306	7,915	36.1	33.1	7.5	6.9	21.3	22.1	22.9	21.3
Estee Lauder	118,697	22,595	24,625	4,487	5,066	3,354	3,779	35.9	31.5	15.2	13.3	43.1	46.9	22.3	19.9
Shiseido	24,740	10,644	11,097	700	1,150	468	762	52.2	32.7	4.5	4.1	8.6	13.6	18.1	13.4
Proya	7,305	899	1,122	137	172	113	143	64.5	51.2	13.4	11.1	21.2	22.3	47.2	37.5
Shanghai Jahwa	4,518	1,666	1,885	180	231	157	200	29.5	23.1	3.1	2.8	10.5	12.2	20.8	16.6
평균(국내사 제외)								41.4	32.4	9.1	8.1	24.3	27.5	21.1	18.2

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표11 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	341.9	340.7	350.2	417.9	343.1	349.0	357.3	422.3	1,450.8	1,471.8	1,555.2
화장품	92.1	81.4	84.7	79.0	78.5	83.1	88.7	86.2	337.2	336.5	359.1
해외의류	96.0	112.4	109.8	148.2	106.6	122.9	118.5	155.7	466.4	503.7	534.0
국내의류	68.6	59.6	66.1	75.0	66.2	50.7	57.1	68.4	269.4	242.4	252.1
생활용품	53.8	62.2	67.1	68.5	56.8	66.5	70.1	70.7	251.6	264.1	277.3
통보이	31.3	22.9	20.4	38.2	35.0	25.7	22.9	41.3	112.8	124.9	132.7
영업이익	21.3	26.5	14.1	30.1	27.5	27.4	20.9	31.8	92.0	107.5	122.8
영업이익률	6.2	7.8	4.0	7.2	8.0	7.8	5.8	7.5	6.3	7.3	7.9
화장품	10.9	7.8	7.2	2.1	8.0	8.0	7.9	6.3	27.9	30.2	34.9
해외의류	11.6	16.3	14.3	17.2	12.9	16.9	14.8	17.1	59.4	61.7	65.9
국내의류	0.5	-0.3	-2.7	-0.5	3.9	0.3	-1.3	-0.1	-3.0	2.8	5.1
생활용품	-2.2	0.8	-2.5	0.2	-0.5	1.1	-1.0	0.2	-3.7	-0.1	1.9
통보이	0.4	1.2	-1.0	7.8	3.5	1.9	0.3	7.3	8.4	13.0	14.9
순이익	23.4	19.1	9.8	29.8	23.2	23.5	15.5	28.0	82.1	90.1	101.5
순이익률	6.8	5.6	2.8	7.1	6.8	6.7	4.3	6.6	5.7	6.1	6.5
(% YoY)											
매출액	5.7	18.6	4.9	9.7	0.4	2.4	2.0	1.0	9.5	1.4	5.7
화장품	0.4	44.6	-0.9	-20.7	-14.8	2.1	4.7	9.1	1.2	-0.2	6.7
해외의류	21.3	15.9	15.4	20.7	11.1	9.3	7.9	5.0	18.3	8.0	6.0
국내의류	-8.2	18.0	-9.4	17.3	-3.5	-14.8	-13.6	-8.9	2.8	-10.0	4.0
생활용품	13.0	7.4	10.6	15.5	5.6	7.0	4.5	3.2	11.6	5.0	5.0
통보이	2.5	-10.1	-5.0	-3.6	11.7	12.4	12.2	8.3	-3.7	10.8	6.2
영업이익	78.1	흑전	102.6	73.0	29.2	3.3	47.7	5.6	172.4	16.9	14.2
화장품	-29.2	흑전	-25.2	-79.3	-27.0	3.1	10.9	203.3	-15.8	8.2	15.6
해외의류	377.5	206.0	158.6	35.4	11.1	4.1	3.0	-0.8	128.5	3.8	6.9
국내의류	흑전	적지	적지	적지	665.1	흑전	적지	적지	적지	흑전	86.4
생활용품	적지	112.9	적지	흑전	78.4	30.7	60.2	35.5	적지	적지	흑전
통보이	-36.0	흑전	적지	172.3	889.4	54.4	흑전	-5.6	801.3	55.5	14.4
순이익	400.4	17.4	87.4	20.3	-0.9	22.9	57.9	-6.1	61.2	9.8	12.6

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,325.5	1,450.8	1,471.8	1,555.2	1,628.7
매출액증가율 (%)	-7.0	9.5	1.4	5.7	4.7
매출원가	581.7	593.4	594.2	623.0	647.5
매출총이익	743.8	857.4	877.6	932.2	981.3
판매관리비	710.1	765.4	770.1	809.5	845.0
영업이익	33.8	92.0	107.5	122.8	136.3
영업이익률	2.5	6.3	7.3	7.9	8.4
금융손익	-4.7	-2.4	-3.0	-3.3	-3.4
중속/관계기업손익	12.5	15.6	15.2	15.7	16.1
기타영업외손익	11.4	0.3	-0.8	-1.2	-1.7
세전계속사업이익	53.0	105.4	118.9	133.9	147.3
법인세비용	2.1	22.8	28.2	31.8	35.0
당기순이익	51.0	82.6	90.7	102.1	112.4
지배주주지분 순이익	50.9	82.1	90.1	101.5	111.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	104.6	153.3	117.9	134.4	139.2
당기순이익(손실)	51.0	82.6	90.7	102.1	112.4
유형자산상각비	58.2	55.8	47.6	44.5	41.6
무형자산상각비	5.8	7.2	5.8	5.1	4.6
운전자본의 증감	11.3	-7.1	-26.2	-17.4	-19.4
투자활동 현금흐름	-49.0	-37.4	-42.4	-43.4	-42.7
유형자산의증가(CAPEX)	-39.3	-33.1	-36.0	-33.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-10.3	-20.6	-5.8	-9.4	-8.7
재무활동 현금흐름	-33.5	-94.8	-28.9	-21.4	-21.4
차입금의 증감	-2.1	-95.2	-18.2	-9.9	-10.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.1	21.5	46.7	69.6	75.1
기초현금	4.7	26.8	48.2	94.9	164.6
기말현금	26.8	48.2	94.9	164.6	239.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	426.8	459.8	534.8	631.5	735.0
현금및현금성자산	26.8	48.2	94.9	164.6	239.6
매출채권	93.6	113.5	120.3	126.3	132.6
재고자산	253.7	250.7	270.8	289.2	308.8
비유동자산	720.7	699.3	687.8	680.4	676.0
유형자산	310.1	286.7	275.0	263.5	254.9
무형자산	67.0	71.4	65.6	60.5	55.9
투자자산	164.5	185.1	190.9	200.3	209.0
자산총계	1,147.5	1,159.1	1,222.5	1,311.9	1,411.0
유동부채	300.2	203.8	187.0	184.8	181.9
매입채무	37.7	36.1	36.5	38.5	40.3
단기차입금	66.4	44.2	28.2	17.2	6.2
유동성장기부채	97.8	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	206.1	235.7	235.9	236.9	237.8
사채	42.9	106.0	106.0	106.0	106.0
장기차입금	17.9	17.5	17.5	17.5	17.5
부채총계	506.2	439.5	422.9	421.6	419.7
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	-1.1	0.4	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	484.8	561.1	640.5	730.6	830.9
비지배주주지분	2.1	2.6	3.2	3.8	4.5
자본총계	641.2	719.6	799.6	890.3	991.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	185,644	203,190	206,130	217,820	228,113
EPS(지배주주)	7,131	11,498	12,623	14,213	15,643
CFPS	16,136	23,051	24,573	25,950	27,125
EBITDAPS	13,700	21,703	22,534	24,149	25,562
BPS	89,514	100,421	111,543	124,156	138,199
DPS	1,100	1,500	1,600	1,600	1,600
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	22.6	12.7	13.2	11.7	10.7
PCR	10.0	6.3	6.8	6.4	6.2
PSR	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
PBR	1.8	1.4	1.5	1.3	1.2
EBITDA	97.8	155.0	160.9	172.4	182.5
EV/EBITDA	15.4	8.1	8.4	7.3	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	12.1	11.9	12.1	11.9
EBITDA 이익률	7.4	10.7	10.9	11.1	11.2
부채비율	78.9	61.1	52.9	47.4	42.3
금융비용부담률	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	3.4	13.8	21.3	25.1	28.9
매출채권회전율(x)	13.3	14.0	12.6	12.6	12.6
재고자산회전율(x)	5.1	5.8	5.6	5.6	5.4

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.krRA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **24,000 원**
 현재주가 (4.7) **19,950 원**
 상승여력 **20.3%**

KOSDAQ	927.95pt
시가총액	3,533억원
발행주식수	1,771만주
유통주식비율	30.10%
외국인비중	2.65%
52주 최고/최저가	27,800원/15,500원
평균거래대금	57.5억원
주요주주(%)	
한현옥 외 3 인	65.63

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.0	-5.9	-1.2
상대주가	-20.2	-3.3	3.6

주가그래프



클리오 237880

중국 빼곤 다 좋다

- ✓ 1Q22E 매출액 637억원(+10%), 영업이익 33억원(+63%, OPM 5%)
- ✓ 해외: 일본(+15%) Qoo10 행사, 미국(+88%) 아마존 호조, 중국(-14%) 이동 통제
- ✓ 국내: 온라인(+18%) 제휴몰 추가, 오프라인(+11%) 주력 채널 H&B 회복
- ✓ 2022E 매출 +14%(비중: 국내 58%/해외 42%, 온 42%/오프 57%), OPM +1%p
- ✓ 유통 채널 효율화 & 수익성 개선 & 색조 수요 확장 → 매수 추천

1Q22E 견조하다

클리오는 2022년 1분기 매출액 637억원(+9.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 33억원(+62.9%, OPM 5.2%), 순이익 29억원(+29.0%)을 기록할 전망이다. 기저 효과에 주력 채널 판매 호조가 기대된다.

[해외] 일본: 매출액으로 134억원(+15.4%)을 추정한다. 제품 추가와 채널 확장이 계속되는 가운데, 주요 온라인몰 Qoo10의 행사 효과도 더해지겠다. **중국:** 예상 매출액은 83억원(-14.1%)이다. 이동 통제와 경쟁 심화 영향을 감안했다. **미국:** 아마존형 '페리페라'와 '구달' 판매 호조에 기반, 고성장 기조를 이어갈 전망이다(매출액 23억원, +87.5%).

[국내] 온라인: 매출액으로 85억원(홈쇼핑 합산 +17.8%)을 예상한다. 에이블리 등 제휴몰 추가 효과가 두드러지겠다. **오프라인:** 매출액으로 292억원(+10.5%)을 추산한다. 주력 채널인 H&B(+13.0%; 매출 비중 26%)항 '클리오' 신규 비건 제품 출시와 오프라인 트래픽 개선을 반영했다. 전문점(+3.9%)은 할인점 확장, 면세점(+3.0%)은 내국인 객수 증가가 확인될 전망이다.

투자이견 Buy(유지) 및 적정주가 24,000원(하향)

실적 성장(2022E 매출 +13.8%, 영업이익 +29.2%)과 유통 방식(온라인 비중 41.8%, 전문점/자사몰 외 전 채널 도매 방식) 모두 상대 우위에 있다는 판단. 매수 접근을 추천한다. 일본과 미국이라는 대체 채널을 통해 중국 부진 상쇄가 가능하기도 하다(매출 비중: 일본 20%, 중국 15%, 미국 4%). 채널 효율화 기반의 증익 또한 기대된다(2022E 전문점 BEP 전환, 온라인 매출 +17.9%). 대면 활동 재개에 따른 색조 화장품 소비 증가는 덤이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	218.2	6.2	9.6	561	223.6	8,925	31.7	2.0	15.3	6.4	40.5
2021	232.7	13.9	9.3	535	-4.7	9,592	34.1	1.9	12.5	5.8	39.9
2022E	265.0	18.0	15.8	896	67.6	10,205	22.3	2.0	11.8	9.1	37.6
2023E	292.9	20.6	18.8	1,063	18.7	11,024	18.8	1.8	10.1	10.0	37.6
2024E	318.1	22.7	21.4	1,210	13.8	11,943	16.5	1.7	8.7	10.5	37.1

표12 클리오 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	63.7	57.9	9.9	59.4	7.1	64.0	-0.5
영업이익	3.3	2.0	62.9	4.6	-27.8	3.4	-3.3
순이익	2.9	2.2	29.0	-1.6	흑전	-	-
영업이익률(%)	5.2	3.5	1.7	7.8	-2.5	5.4	-0.2

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

표13 클리오 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	265.0	292.9	271.0	300.1	-2.2	-2.4	261.4	295.5
영업이익	18.0	20.6	17.5	19.4	2.8	5.8	17.5	21.2
순이익	15.8	18.8	21.1	23.2	-25.0	-19.0	15.8	19.2

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

표14 클리오 적정주가 산출

	적정가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	985	12개월 선행 지배순이익 기준
Target PER (배)	23.9	글로벌 Peer 평균값 대비 50% 할인
적정주가 (원)	24,000	반올림
현재주가 (원)	19,950	
상승여력 (%)	20.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표15 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
클리오	353	265	293	18	21	16	19	22.3	18.8	2.0	1.8	9.1	10.0	11.8	10.1
신세계인터내셔널	1,192	1,472	1,555	108	123	90	102	13.2	11.7	1.5	1.3	11.9	12.1	8.4	7.3
LG생활건강	13,510	8,229	8,645	1,237	1,339	804	877	17.3	15.9	2.6	2.3	14.1	13.8	9.3	8.3
아모레퍼시픽	9,125	5,121	5,600	345	415	243	295	39.7	32.7	2.2	2.1	5.0	5.9	13.0	11.8
L'Oreal	262,029	47,931	51,239	9,232	10,029	7,306	7,915	36.1	33.1	7.5	6.9	21.3	22.1	22.9	21.3
Estee Lauder	118,697	22,595	24,625	4,487	5,066	3,354	3,779	35.9	31.5	15.2	13.3	43.1	46.9	22.3	19.9
Shiseido	24,740	10,644	11,097	700	1,150	468	762	52.2	32.7	4.5	4.1	8.6	13.6	18.1	13.4
Proya	7,305	899	1,122	137	172	113	143	64.5	51.2	13.4	11.1	21.2	22.3	47.2	37.5
Shanghai Jahwa	4,518	1,666	1,885	180	231	157	200	29.5	23.1	3.1	2.8	10.5	12.2	20.8	16.6
평균(국내사 제외)								41.4	32.4	9.1	8.1	24.3	27.5	21.1	18.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표16 클리오 실적 추이 및 전망 (온라인 매출 지역별로 구분 - 당사 추정)

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액 (합산)	57.9	56.1	59.4	59.4	63.7	62.8	68.7	69.8	232.7	265.0	292.9
국내	33.6	30.3	34.1	38.0	37.7	33.9	38.8	43.4	136.1	153.9	168.9
해외	24.3	25.8	25.3	21.4	26.0	28.9	29.9	26.4	96.8	111.1	124.0
일본	11.6	11.8	12.1	10.2	13.4	13.6	13.8	11.5	45.7	52.2	57.4
중국	9.6	10.4	9.9	6.4	8.3	10.3	11.6	8.5	36.4	38.6	42.9
기타	3.0	3.6	3.3	4.8	4.3	5.1	4.5	6.4	14.7	20.3	23.7
오프라인	35.8	33.0	33.3	36.7	38.7	36.0	37.4	42.0	138.8	154.1	167.3
국내	26.5	22.2	24.6	27.6	29.2	24.2	27.6	31.0	100.8	112.0	121.0
해외	9.3	10.8	8.7	9.1	9.4	11.8	9.9	11.0	37.9	42.1	46.3
일본	4.9	6.3	5.1	4.7	5.9	7.2	5.7	5.1	21.0	24.0	26.4
중국	3.2	2.9	2.7	2.9	2.3	2.8	3.0	3.8	11.8	11.9	13.1
기타	1.2	1.6	0.9	1.5	1.3	1.8	1.1	2.1	5.1	6.3	6.8
온라인	22.2	23.1	26.0	22.7	25.0	26.8	31.3	27.8	94.0	110.8	125.6
국내	7.2	8.2	9.4	10.4	8.5	9.7	11.2	12.4	35.2	41.8	47.9
해외	15.0	15.0	16.6	12.3	16.5	17.1	20.0	15.3	58.8	69.0	77.7
일본	6.7	5.5	7.0	5.5	7.5	6.3	8.1	6.3	24.7	28.2	31.0
중국	6.4	7.5	7.2	3.5	6.0	7.5	8.6	4.7	24.5	26.8	29.8
미국	1.2	1.3	1.8	2.6	2.3	2.6	2.8	3.6	6.9	11.1	13.7
기타	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	0.6	0.8	2.6	2.9	3.2
(% YoY)											
매출액 (합산)	-14.5	12.9	17.3	18.3	9.9	12.1	15.7	17.5	6.7	13.8	10.5
국내	-35.2	-12.1	-4.8	19.3	12.1	11.8	13.9	14.3	-11.7	13.1	9.7
해외	53.4	70.5	71.0	16.5	6.9	12.1	18.2	23.1	50.9	14.8	11.6
일본	73.4	59.1	57.1	19.6	15.4	15.0	13.7	12.7	50.6	14.2	10.0
중국	31.9	51.2	94.4	-10.0	-14.1	-1.6	17.2	32.5	37.8	6.2	11.0
기타	66.1	339.8	64.6	75.6	40.9	42.4	37.7	32.8	99.2	37.9	16.9
오프라인	-25.3	0.0	-0.2	10.2	8.2	9.1	12.3	14.6	-6.0	11.1	8.5
국내	-32.0	-10.7	-5.7	9.7	10.5	9.1	12.0	12.4	-12.3	11.1	8.0
해외	3.4	32.3	19.4	11.7	1.5	9.0	13.0	21.2	16.3	11.0	10.0
일본	176.1	131.7	88.6	19.2	20.0	15.0	12.0	10.0	88.6	14.3	10.0
중국	-41.3	-36.2	-21.5	12.6	-30.0	-5.5	10.0	30.1	-26.9	0.2	10.8
기타	-31.8	85.3	-20.9	-7.7	11.0	12.1	28.3	38.6	-3.3	22.4	8.5
온라인	11.5	39.2	51.6	34.3	12.7	16.0	20.2	22.1	33.2	17.9	13.3
국내	-45.0	-15.6	-2.4	55.4	17.8	19.1	18.9	19.2	-9.9	18.8	14.4
해외	119.3	115.3	121.2	20.4	10.3	14.3	20.9	24.6	86.8	17.3	12.6
일본	36.3	17.0	40.0	20.0	12.0	15.0	15.0	15.0	28.7	14.2	10.0
중국	255.7	226.1	348.0	-23.0	-6.0	0.0	20.0	34.5	140.5	9.2	11.1
미국	1,100.0	2,500.0	160.0	191.1	87.5	96.2	51.1	35.5	296.6	59.9	23.4
기타	4,263.8	-850.5	206.3	225.5	10.0	10.0	10.0	10.0	702.8	10.0	10.0
매출 비중 (합산)											
국내	58.1	54.1	57.4	64.0	59.2	54.0	56.5	62.2	58.4	58.1	57.7
해외	41.9	45.9	42.6	36.0	40.8	46.0	43.5	37.8	41.6	41.9	42.3
일본	20.0	21.0	20.4	17.2	21.0	21.6	20.0	16.5	19.6	19.7	19.6
중국	16.6	18.6	16.7	10.8	13.0	16.3	16.9	12.1	15.6	14.6	14.6
기타	5.3	6.3	5.5	8.1	6.7	8.1	6.6	9.2	6.3	7.6	8.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표17 클리오 실적 추이 및 전망 (온라인 매출 국내 사업부에 합산 - 회사 자료)											
(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	57.9	56.1	59.4	59.4	63.7	62.8	68.7	69.8	232.7	265.0	292.9
국내	48.6	45.3	50.6	50.3	54.2	51.1	58.9	58.7	194.9	222.9	246.5
디지털	22.2	23.1	26.0	22.7	25.0	26.8	31.3	27.8	94.0	110.8	125.6
H&B	14.6	11.6	16.6	16.2	16.5	12.5	17.6	18.0	59.0	64.5	68.4
전문점	2.2	2.1	1.3	2.4	2.3	2.5	2.4	3.2	8.1	10.4	11.0
면세	8.1	7.1	5.7	7.3	8.3	7.3	6.1	8.1	28.1	29.9	33.5
도매	1.6	1.3	0.7	0.9	1.5	1.2	0.6	0.8	4.6	4.1	4.3
건기식	0.0	0.1	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	1.1	3.1	3.8
해외	9.3	10.8	8.7	9.1	9.4	11.8	9.9	11.0	37.9	42.1	46.3
일본	4.9	6.3	5.1	4.7	5.9	7.2	5.7	5.1	21.0	24.0	26.4
중국	3.2	2.9	2.7	2.9	2.3	2.8	3.0	3.8	11.8	11.9	13.1
기타	1.2	1.6	0.9	1.5	1.3	1.8	1.1	2.1	5.1	6.3	6.8
매출총이익	26.8	27.6	28.5	29.4	30.8	32.0	33.0	34.6	112.3	130.4	144.1
<i>매출총이익률</i>	<i>46.3</i>	<i>49.2</i>	<i>48.0</i>	<i>49.5</i>	<i>48.3</i>	<i>51.0</i>	<i>48.0</i>	<i>49.5</i>	<i>48.3</i>	<i>49.2</i>	<i>49.2</i>
영업이익	2.0	3.2	4.1	4.6	3.3	4.4	4.7	5.5	13.9	18.0	20.6
<i>영업이익률</i>	<i>3.5</i>	<i>5.6</i>	<i>6.9</i>	<i>7.8</i>	<i>5.2</i>	<i>7.0</i>	<i>6.9</i>	<i>7.9</i>	<i>6.0</i>	<i>6.8</i>	<i>7.0</i>
순이익	2.2	1.0	7.6	-1.6	2.9	3.7	5.3	4.0	9.3	15.8	18.8
<i>순이익률</i>	<i>3.9</i>	<i>1.8</i>	<i>12.8</i>	<i>-2.7</i>	<i>4.5</i>	<i>5.9</i>	<i>7.7</i>	<i>5.7</i>	<i>4.0</i>	<i>6.0</i>	<i>6.4</i>
(% YoY)											
매출액	-14.5	12.9	17.3	18.3	9.9	12.1	15.7	17.5	6.7	13.8	10.5
국내	-17.3	9.3	17.0	19.6	11.5	12.6	16.2	16.8	5.0	14.4	10.6
디지털	11.5	39.2	51.6	34.3	12.7	16.0	20.2	22.1	33.2	17.9	13.3
H&B	-13.4	11.1	27.5	26.3	13.0	8.0	6.0	10.8	11.0	9.4	6.0
전문점	-76.3	-69.2	-74.4	-39.4	3.9	16.2	82.6	32.0	-68.1	28.3	5.9
면세	3.1	61.3	11.6	5.4	3.0	3.0	8.0	12.1	16.1	6.4	12.0
도매	-67.4	-57.3	-76.0	-32.5	-10.0	-10.0	-10.0	-11.1	-62.9	-10.2	5.0
건기식	-	-	-	-	-	-	-	-	-	180.0	21.6
해외	3.4	32.3	19.4	11.7	1.5	9.0	13.0	21.2	16.3	11.0	10.0
일본	-10.9	37.0	45.7	80.0	20.0	15.0	12.0	10.0	29.5	14.3	10.0
중국	82.0	7.9	1.7	-25.5	-30.0	-5.5	10.0	30.1	6.4	0.2	10.8
기타	-31.8	85.3	-20.9	-7.7	11.0	12.1	28.3	38.6	-3.3	22.4	8.5
영업이익	-41.1	1.2	290.8	흑전	62.9	40.0	15.7	18.8	123.2	29.2	14.5
<i>영업이익률</i>	<i>-1.6</i>	<i>-0.7</i>	<i>4.8</i>	<i>10.6</i>	<i>1.7</i>	<i>1.4</i>	<i>0.0</i>	<i>0.1</i>	<i>3.1</i>	<i>0.8</i>	<i>0.2</i>
순이익	-42.2	-66.9	130.4	적지	29.0	261.9	-30.4	흑전	-3.3	70.7	19.0

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

클리오 (237880)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	218.2	232.7	265.0	292.9	318.1
매출액증가율 (%)	-12.8	6.7	13.8	10.5	8.6
매출원가	106.4	120.4	134.6	148.8	161.6
매출총이익	111.8	112.4	130.4	144.1	156.5
판매관리비	105.6	98.4	112.4	123.5	133.8
영업이익	6.2	13.9	18.0	20.6	22.7
영업이익률	2.9	6.0	6.8	7.0	7.1
금융손익	6.6	0.6	1.7	2.6	3.6
종속/관계기업손익	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-2.0	-0.2	-0.0	-0.0
세전계속사업이익	13.0	12.4	19.3	23.0	26.1
법인세비용	3.4	3.2	3.5	4.1	4.7
당기순이익	9.6	9.3	15.8	18.8	21.4
지배주주지분 손익	9.6	9.3	15.8	18.8	21.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	11.9	52.0	18.9	23.3	25.2
당기순이익(손실)	9.6	9.3	15.8	18.8	21.4
유형자산상각비	11.2	5.2	4.0	3.3	2.8
무형자산상각비	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	-2.7	20.8	-1.3	0.9	0.9
투자활동 현금흐름	10.5	-50.6	-0.9	-0.7	-0.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.9	-3.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-16.1	-4.9	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-15.9	-6.0	-2.9	-3.8	-4.6
차입금의 증감	-16.7	-12.6	-0.4	0.6	0.6
자본의 증가	4.7	6.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.1	-4.7	15.0	18.9	20.0
기초현금	25.7	30.9	26.2	41.2	60.1
기말현금	30.9	26.2	41.2	60.1	80.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	114.4	131.2	149.8	173.1	197.4
현금및현금성자산	30.9	26.2	41.2	60.1	80.1
매출채권	21.4	14.7	15.5	16.9	18.3
재고자산	22.7	20.9	22.3	24.4	26.4
비유동자산	100.6	103.0	98.8	95.4	92.5
유형자산	43.0	44.2	40.2	36.9	34.2
무형자산	1.4	1.6	1.3	1.0	0.8
투자자산	43.6	48.6	48.6	48.7	48.8
자산총계	215.0	234.2	248.7	268.5	289.9
유동부채	49.6	57.1	56.7	61.0	65.1
매입채무	16.5	24.2	25.2	27.5	29.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	12.3	9.7	11.3	12.3	13.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	61.9	66.8	68.0	73.3	78.4
자본금	8.6	8.7	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	70.2	76.9	76.9	76.9	76.9
기타포괄이익누계액	0.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	85.1	93.3	106.6	121.1	137.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	153.1	167.4	180.7	195.2	211.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,773	13,424	15,005	16,540	17,964
EPS(지배주주)	561	535	896	1,063	1,210
CFPS	1,322	1,627	1,045	1,106	1,134
EBITDAPS	1,039	1,124	1,259	1,362	1,449
BPS	8,925	9,592	10,205	11,024	11,943
DPS	100	150	252	300	342
배당수익률(%)	0.6	0.8	1.3	1.5	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	31.7	34.1	22.3	18.8	16.5
PCR	13.5	11.2	19.1	18.0	17.6
PSR	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR	2.0	1.9	2.0	1.8	1.7
EBITDA	17.7	19.5	22.2	24.1	25.7
EV/EBITDA	15.3	12.5	11.8	10.1	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	5.8	9.1	10.0	10.5
EBITDA 이익률	8.1	8.4	8.4	8.2	8.1
부채비율	40.5	39.9	37.6	37.6	37.1
금융비용부담률	0.7	0.5	2.0	1.9	1.8
이자보상배율(x)	3.9	12.1	3.5	3.8	3.9
매출채권회전율(x)	9.3	12.9	17.6	18.1	18.1
재고자산회전율(x)	9.4	10.7	12.3	12.5	12.5

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.krRA 오지우
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

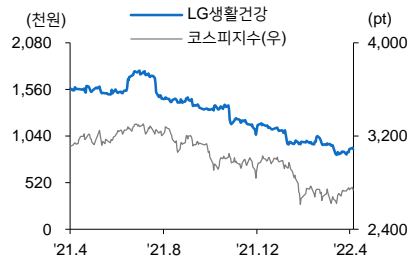
Hold

적정주가 (12개월) 1,000,000 원
 현재주가 (4.7) 865,000 원
 상승여력 15.6%

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	135,097억원
발행주식수	1,562만주
유통주식비율	59.83%
외국인비중	40.72%
52주 최고/최저가	1,770,000원/832,000원
평균거래대금	660.4억원
주요주주(%)	
LG	34.03
국민연금공단	6.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.0	-37.3	-44.2
상대주가	-10.5	-31.2	-35.0

주가그래프



LG 생활건강 051900

화장품 부진

- ✓ 1Q22E 매출액 1조 9,823억원(-3%), 영업이익 3,327억원(-10%, OPM 17%)
- ✓ 화장품: 면세(-14%), 중국(-7%; 후 -2% vs. 중국 +9%) → 영업이익 -18%
- ✓ 생활용품: 보인카 연결 편입 → 매출 +6%, 영업이익 +7%
- ✓ 음료: 원가 부담 > 판가 인상 → 매출 +7%, 영업이익 +8%
- ✓ 중국 구조적 위험 및 필수재 기여 증가(= Valuation 축소) → 보수적 접근 권고

1Q22E 화장품 역성장

LG생활건강은 2022년 1분기 매출액 1조 9,823억원(-2.7% YoY; 이하 YoY), 영업이익 3,327억원(-10.2%, OPM 16.8%), 순이익 2,277억원(-10.7%)을 기록할 전망이다. 화장품 부진이 연결 실적을 끌어내리겠다.

[화장품] 매출액과 영업이익으로 각각 1조 494억원(-9.4%), 2,075억원(-18.4%)을 추정한다. 면세(-14.4%)와 중국(-7.1%; 후 -1.5% vs. 중국 +8.5%) 모두 역기저 부담이 크다. 고마진 면세 기여 축소가 감익 폭을 키우겠다(매출 비중: 면세 41% > 중국 24%, OPM: 면세 15% > 중국 10% 추산).

[기타] 생활용품(매출 +6.0%, 영업이익 +7.4%)은 보인카 연결 편입(매출 120억, 영업이익 36억 추정), 음료(매출 +6.6%, 영업이익 +7.5%)는 판가 인상(3Q21 +7.9% QoQ)을 감안했다.

투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 1,000,000원(유지)

보수적인 접근을 권고한다. 중국 화장품 시장은 단기에 역기저 부담, 중장기로는 저성장 국면에 진입한다(중국 화장품 소매판매 CAGR: 2004~2013년 +23% → 2013~2021E +10% → 2022E +6%). 주요 유통 채널이 국내 면세에서 중국 현지로 이전, 수익성 훼손이 불가피하다. 국내 면세는 중국 규제 강화와 제로 코로나 정책으로 다이고 영업이 위축되는 가운데, 구조적 위험 요인 또한 도사리고 있다(2H22E 글로벌 최대 면세점 '하이커우국제면세물' 개점 예정; 국내 면세 대비 하이난 면세 매출: 2021년 60% vs. 2020년 38%). 중국 현지는 경쟁 심화에 왕홍 의존도 상승으로 인해 비용 부담이 가중되고 있다. 내수 기반 필수재(생활용품 및 음료)의 이익 기여 증가(연결 영업이익 대비: 2021년 32%, 2022E 36%)는 Valuation 할인 요소이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2021	8,091.5	1,289.6	844.5	52,456	5.8	304,100	20.9	3.6	11.7	16.7	37.4
2022E	8,228.5	1,236.9	803.8	49,924	-4.8	338,110	17.3	2.6	9.3	14.1	32.9
2023E	8,645.1	1,338.5	877.0	54,473	9.1	376,801	15.9	2.3	8.3	13.8	30.1
2024E	8,962.5	1,393.0	916.8	56,944	4.5	416,753	15.2	2.1	7.6	13.0	27.6

표18 LG생활건강 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,982.3	2,036.7	-2.7	2,023.1	-2.0	2,040.9	-2.9
영업이익	332.7	370.6	-10.2	241.0	38.0	351.9	-5.5
순이익	227.7	255.0	-10.7	133.1	71.2	235.3	-3.2
영업이익률(%)	16.8	18.2	-1.4	11.9	4.9	17.2	-0.5

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표19 LG생활건강 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	8,228.5	8,645.1	8,093.9	8,387.4	1.7	3.1	8,491.3	9,055.7
영업이익	1,236.9	1,338.5	1,244.7	1,297.2	-0.6	3.2	1,325.8	1,436.1
순이익	803.8	877.0	810.7	850.4	-0.9	3.1	878.6	957.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표20 LG생활건강 적정주가 산출

(십억원, 배, %)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)			15,347	
화장품	592	21	12,169	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값에 40% 할인 적용
생활용품	165	10	1,598	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값에 50% 할인 적용
음료	158	10	1,580	롯데칠성 당사 Implied PER 적용
자산가치 (B)			15,347	(A)+(B)
적정 시가총액 (C)			14,660	유통 주식 수
주식 수 (D)	1,046,859		1,000,000	(C)/(D), 반올림
적정주가 (원)			865,000	
상승여력 (%)			15.6	

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

표21 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
LG생활건강	13,510	8,229	8,645	1,237	1,339	804	877	17.3	15.9	2.6	2.3	14.1	13.8	9.3	8.3
아모레퍼시픽	9,125	5,121	5,600	345	415	243	295	39.7	32.7	2.2	2.1	5.0	5.9	13.0	11.8
신세계인터내셔널	1,192	1,472	1,555	108	123	90	102	13.2	11.7	1.5	1.3	11.9	12.1	8.4	7.3
클리오	353	265	293	18	21	16	19	22.3	18.8	2.0	1.8	9.1	10.0	11.8	10.1
L'Oreal	262,029	47,931	51,239	9,232	10,029	7,306	7,915	36.1	33.1	7.5	6.9	21.3	22.1	22.9	21.3
Estee Lauder	118,697	22,595	24,625	4,487	5,066	3,354	3,779	35.9	31.5	15.2	13.3	43.1	46.9	22.3	19.9
Shiseido	24,740	10,644	11,097	700	1,150	468	762	52.2	32.7	4.5	4.1	8.6	13.6	18.1	13.4
Proya	7,305	899	1,122	137	172	113	143	64.5	51.2	13.4	11.1	21.2	22.3	47.2	37.5
Shanghai Jahwa	4,518	1,666	1,885	180	231	157	200	29.5	23.1	3.1	2.8	10.5	12.2	20.8	16.6
평균(국내사 제외)								41.4	32.4	9.1	8.1	24.3	27.5	21.1	18.2

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표22 LG생활건강 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	2,036.7	2,021.4	2,010.3	2,023.1	1,982.3	1,905.5	2,134.1	2,206.6	8,091.5	8,228.5	8,645.1
화장품	1,158.5	1,115.9	1,026.7	1,140.4	1,049.4	944.6	1,100.9	1,293.8	4,441.4	4,388.7	4,674.0
생활용품	520.7	496.2	540.0	501.4	551.9	528.5	575.2	520.1	2,058.2	2,175.7	2,252.4
음료	357.5	409.4	443.7	381.4	381.1	432.3	458.0	392.7	1,591.9	1,664.1	1,718.8
국내	693.9	660.6	650.8	515.7	605.7	529.1	665.2	616.8	2,521.0	2,416.8	2,603.0
면세	500.5	491.0	480.5	342.1	428.3	369.7	506.0	452.3	1,814.0	1,756.2	1,968.7
비면세	193.5	169.6	170.3	173.6	177.4	159.4	159.2	164.5	707.0	660.6	634.3
해외	464.6	455.3	412.7	624.7	443.7	415.5	435.7	677.0	1,957.2	1,971.9	2,071.0
중국	272.5	253.8	208.4	403.0	253.1	214.6	221.6	447.9	1,137.7	1,137.2	1,211.2
후	223.0	190.8	165.0	353.2	219.6	171.7	181.5	395.6	932.0	968.4	1,035.4
숨	23.3	21.5	15.6	25.5	17.1	15.5	16.4	27.7	85.9	76.6	80.3
기타	26.2	41.6	27.8	24.2	16.4	27.4	23.7	24.6	119.8	92.1	95.4
미국 (뉴에이본)	100.0	92.0	101.6	106.4	111.3	106.4	112.0	111.1	400.0	440.8	454.0
기타	192.1	201.4	204.3	221.8	190.6	200.9	214.1	229.1	419.6	394.0	405.8
영업이익	370.6	335.8	342.3	241.0	332.7	295.0	350.2	259.1	1,289.6	1,236.9	1,338.5
화장품	254.2	219.2	215.6	187.2	207.5	165.7	214.9	208.6	876.1	796.6	875.6
생활용품	66.3	58.7	63.7	20.2	71.2	65.0	69.0	19.3	208.9	224.5	238.9
음료	50.2	57.9	63.0	33.7	53.9	64.3	66.3	31.3	204.7	215.8	223.9
<i>영업이익률</i>	<i>18.2</i>	<i>16.6</i>	<i>17.0</i>	<i>11.9</i>	<i>16.8</i>	<i>15.5</i>	<i>16.4</i>	<i>11.7</i>	<i>15.9</i>	<i>15.0</i>	<i>15.5</i>
<i>화장품</i>	<i>21.9</i>	<i>19.6</i>	<i>21.0</i>	<i>16.4</i>	<i>19.8</i>	<i>17.5</i>	<i>19.5</i>	<i>16.1</i>	<i>19.7</i>	<i>18.2</i>	<i>18.7</i>
<i>생활용품</i>	<i>12.7</i>	<i>11.8</i>	<i>11.8</i>	<i>4.0</i>	<i>12.9</i>	<i>12.3</i>	<i>12.0</i>	<i>3.7</i>	<i>10.1</i>	<i>10.3</i>	<i>10.6</i>
<i>음료</i>	<i>14.0</i>	<i>14.1</i>	<i>14.2</i>	<i>8.8</i>	<i>14.2</i>	<i>14.9</i>	<i>14.5</i>	<i>8.0</i>	<i>12.9</i>	<i>13.0</i>	<i>13.0</i>
순이익	255.0	221.8	234.7	133.1	227.7	191.6	240.5	143.9	844.5	803.8	877.0
<i>순이익률</i>	<i>12.5</i>	<i>11.0</i>	<i>11.7</i>	<i>6.6</i>	<i>11.5</i>	<i>10.1</i>	<i>11.3</i>	<i>6.5</i>	<i>10.4</i>	<i>9.8</i>	<i>10.1</i>
(% YoY)											
매출액	7.4	13.4	-2.9	-3.4	-2.7	-5.7	6.2	9.1	3.1	1.7	5.1
화장품	8.6	20.9	-10.2	-13.9	-9.4	-15.3	7.2	13.4	-0.4	-1.2	6.5
생활용품	8.6	7.3	6.1	18.5	6.0	6.5	6.5	3.7	9.9	5.7	3.5
음료	2.0	2.9	6.1	9.9	6.6	5.6	3.2	3.0	5.2	4.5	3.3
국내	1.2	33.0	-10.3	-26.4	-12.7	-19.9	2.2	19.6	-3.3	-4.1	7.7
면세	22.5	89.2	-5.2	-30.0	-14.4	-24.7	5.3	32.2	9.1	-3.2	12.1
비면세	-30.2	-28.5	-22.0	-18.1	-8.3	-6.0	-6.5	-5.2	-25.2	-6.6	-4.0
해외	22.0	6.7	-1.4	0.1	-4.5	-8.7	5.6	8.4	5.8	0.7	5.0
중국	47.7	15.9	2.0	2.0	-7.1	-15.5	6.3	11.1	13.4	0.0	6.5
미국 (뉴에이본)	0.0	-8.0	1.6	6.4	11.3	15.7	10.2	4.4	0.0	10.2	3.0
기타	-2.8	-1.3	-6.6	-5.8	-5.0	-5.0	3.0	3.0	-4.2	-0.8	3.0
영업이익	11.1	10.7	4.5	-6.0	-10.2	-12.2	2.3	7.5	5.6	-4.1	8.2
영업이익률	0.6	-0.4	1.2	-0.3	-1.4	-1.1	-0.6	-0.2	0.4	-0.9	0.5
화장품	14.6	23.0	9.0	-16.9	-18.4	-24.4	-0.3	11.4	6.5	-9.1	9.9
생활용품	1.7	-7.1	-4.4	96.0	7.4	10.7	8.3	-4.5	1.7	7.5	6.5
음료	6.8	-6.6	-0.2	61.7	7.5	11.0	5.2	-6.9	6.1	5.4	3.7
순이익	10.6	11.0	3.3	-4.9	-10.7	-13.6	2.5	8.2	5.9	-4.8	9.1

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	7,844.5	8,091.5	8,228.5	8,645.1	8,962.5
매출액증가율 (%)	2.1	3.1	1.7	5.1	3.7
매출원가	2,962.9	3,039.9	3,156.9	3,272.2	3,383.4
매출총이익	4,881.6	5,051.6	5,071.5	5,372.9	5,579.1
판매관리비	3,660.7	3,762.0	3,834.6	4,034.4	4,186.1
영업이익	1,220.9	1,289.6	1,236.9	1,338.5	1,393.0
영업이익률	15.6	15.9	15.0	15.5	15.5
금융손익	-6.2	-13.3	-13.9	-14.6	-15.3
중속/관계기업손익	7.0	5.1	5.1	5.1	5.1
기타영업외손익	-100.6	-94.0	-97.9	-95.9	-93.8
세전계속사업이익	1,121.1	1,187.4	1,130.1	1,233.1	1,289.0
법인세비용	308.0	326.2	310.5	338.8	354.2
당기순이익	813.1	861.1	819.6	894.3	934.9
지배주주지분 순이익	797.6	844.5	803.8	877.0	916.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,982.8	2,472.9	2,941.8	3,709.5	4,488.2
현금및현금성자산	434.1	734.5	989.5	1,673.1	2,382.7
매출채권	585.6	554.9	610.3	636.6	658.3
재고자산	809.0	1,000.7	1,140.8	1,189.8	1,230.3
비유동자산	4,818.7	5,082.4	5,187.0	5,161.5	5,136.7
유형자산	2,329.8	2,449.1	2,443.6	2,439.0	2,435.1
무형자산	2,063.4	2,168.7	2,273.5	2,249.8	2,226.6
투자자산	68.1	84.0	89.3	92.1	94.4
자산총계	6,801.4	7,555.2	8,128.8	8,871.0	9,624.9
유동부채	1,479.7	1,525.8	1,487.0	1,514.5	1,532.9
매입채무	251.2	270.6	284.1	296.3	306.4
단기차입금	186.4	256.7	228.7	203.7	178.7
유동성장기부채	3.6	35.5	35.5	35.5	35.5
비유동부채	472.5	531.6	525.5	537.3	547.0
사채	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.8	17.3	17.3	17.3	17.3
부채총계	1,952.2	2,057.4	2,012.5	2,051.8	2,079.9
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-124.1	-64.5	-64.5	-64.5	-64.5
이익잉여금	4,805.4	5,484.0	6,086.6	6,772.1	7,480.0
비지배주주지분	93.2	109.8	125.7	143.0	161.1
자본총계	4,849.2	5,497.8	6,116.3	6,819.1	7,545.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,004.8	984.5	982.6	1,157.5	1,199.6
당기순이익(손실)	813.1	861.1	819.6	894.3	934.9
유형자산상각비	233.9	240.9	255.5	254.6	253.9
무형자산상각비	28.3	34.1	22.3	23.6	23.2
운전자본의 증감	-97.8	-232.2	-114.8	-15.1	-12.4
투자활동 현금흐름	-745.9	-465.1	-392.9	-257.4	-256.1
유형자산의증가(CAPEX)	-505.7	-321.9	-250.0	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	3.3	-10.8	-5.4	-2.8	-2.3
재무활동 현금흐름	-465.7	-238.4	-334.7	-216.5	-233.9
차입금의 증감	-235.3	161.9	-133.5	-25.0	-25.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-213.0	300.4	255.0	683.7	709.6
기초현금	647.1	434.1	734.5	989.5	1,673.1
기말현금	434.1	734.5	989.5	1,673.1	2,382.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	502,267	518,082	526,851	553,529	573,849
EPS(지배주주)	49,587	52,456	49,924	54,473	56,944
CFPS	92,155	97,113	90,252	96,437	99,412
EBITDAPS	94,959	100,183	96,981	103,518	106,934
BPS	268,428	304,100	338,110	376,801	416,753
DPS	11,000	12,000	11,422	12,463	13,028
배당수익률(%)	0.7	1.1	1.3	1.4	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	32.7	20.9	17.3	15.9	15.2
PCR	17.6	11.3	9.6	9.0	8.7
PSR	3.2	2.1	1.6	1.6	1.5
PBR	6.0	3.6	2.6	2.3	2.1
EBITDA	1,483.1	1,564.7	1,514.7	1,616.8	1,670.1
EV/EBITDA	18.1	11.7	9.3	8.3	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.9	16.7	14.1	13.8	13.0
EBITDA 이익률	18.9	19.3	18.4	18.7	18.6
부채비율	40.3	37.4	32.9	30.1	27.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	97.6	102.9	92.4	112.0	122.5
매출채권회전율(x)	13.1	14.2	14.1	13.9	13.8
재고자산회전율(x)	10.1	8.9	7.7	7.4	7.4

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 180,000 원
현재주가 (4.7) 156,000 원
상승여력 15.4%

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	91,249억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.63%
외국인비중	27.51%
52주 최고/최저가	297,000원/149,500원
평균거래대금	526.2억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 7 인	50.20
국민연금공단	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.1	-14.3	-39.5
상대주가	-14.5	-5.9	-29.6

주가그래프



아모레퍼시픽 090430

이익 체력 저하

- ✓ 1Q22E: 매출액 1조 2,577억원(Flat), 영업이익 1,078억원(-39%, OPM 9%)
- ✓ 국내: 온라인(+30%) 강세 & 오프라인 약세(면세 -12%, 비면세 -12%)
- ✓ 중국: 이니스프리(-40%) 및 설화수(+5% vs. 중국 화장품 전체 +9%) 모두 부진
- ✓ 서구: 기저 효과 + 달러 강세 = 유럽 +13%, 미국 +36%
- ✓ 실적 하향 > 주가 낙폭 → Valuation 부담(38배 vs. 생건 17배) → 보수적 접근

1Q22E 감익 불가피

아모레퍼시픽은 2022년 1분기 매출액 1조 2,577억원(+0.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,078억원(-38.9%, OPM 8.6%), 순이익 774억원(-42.8%)을 기록할 전망이다. 온라인과 서구권 호조에 따른 매출 선방에도 불구하고, 고마진 면세 축소 및 중국 판매 부진으로 감익 폭이 크겠다.

[국내] 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 6,977억원(+2.6%), 863억원(-25.8%)을 추정한다. 온라인(+30.0%; 매출 비중 44.3%) 강세와 오프라인(면세 -12.2%, 비면세 -11.9%) 약세가 공존하는 가운데, 할인율 증가로 수익성이 크게 훼손될 것으로 본다(OPM: 면세 -3%p, 온라인 -4%p).

[해외] **중국:** 매출액 2,875억원(-11.5%), 영업이익 15억원(-96.6%)을 예상한다. 이니스프리(-40.0%, 비중 18.7%)와 설화수(+4.5% vs. 중국 화장품 소매판매 +8.5%, 비중 39.6%) 모두 부진할 것으로 본다. 판매 감소와 비용 증가로 역대 버리지가 발생, 마진은 BEP 수준에 그치겠다(vs. 1Q21 OPM 13.5%). **서구:** 서방국은 강하다. 기저 효과에 달러 강세를 감안, 유럽(+12.9%)과 미국(+35.5%) 모두 고성장할 전망이다.

투자 의견 Hold(유지) 및 적정주가 180,000원(하향) 제시

실적 컨센서스 하향 대비 주가 낙폭이 크지 않았다. 전일 기준 12개월 선행 PER은 38배로 경쟁사 대비 할증 거래되고 있다(LG생활건강 배, 에스티로더 및 로레알 평균 35배). 중국의 비우호적 업황(도시 봉쇄, 경쟁 심화, 저성장 국면)에서, 상대 우위에 놓이기 어렵다. 브랜드력과 이익 안정성 모두 낮기 때문이다. 경쟁 심화로 인한 판가 인하 및 판촉 증가, 국내 면세에서 중국 현지로의 전략 중심 이동 모두, 수익성 해치는 요인이다. 보수적인 접근을 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	4,432.2	143.0	35.1	456	-93.7	64,736	452.1	3.2	20.1	0.8	27.7
2021	4,863.1	343.4	193.7	3,135	1,174.3	68,950	53.3	2.4	13.9	4.2	28.9
2022E	5,121.3	344.9	242.9	3,929	25.4	71,488	39.7	2.2	13.0	5.0	27.4
2023E	5,599.5	414.9	295.2	4,777	21.6	74,535	32.7	2.1	11.8	5.9	27.6
2024E	5,981.2	449.2	321.0	5,193	8.7	77,690	30.0	2.0	11.2	6.1	27.6

표23 아모레퍼시픽 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,257.7	1,252.8	0.4	1,324.8	-5.1	1,263.5	-0.5
영업이익	107.8	176.2	-38.9	25.6	321.8	131.9	-18.3
순이익	77.4	135.2	-42.8	-42.5	흑전	98.4	-21.4
영업이익률(%)	8.6	14.1	-5.5	1.9	6.6	10.4	-1.9

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표24 아모레퍼시픽 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	5,121.3	5,599.5	5,166.7	5,585.3	-0.9	0.3	5,298.1	5,953.1
영업이익	344.9	414.9	386.4	429.6	-10.7	-3.4	423.8	527.5
순이익	242.9	295.2	321.4	368.1	-24.4	-19.8	299.5	382.7

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표25 아모레퍼시픽 적정주가 산출

(십억원, 배)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	364	27	9,683	글로벌 Peer 평균 PER 30% 할인 적용
지분가치 (B)			740	4Q21 순현금
적정 시가총액 (C)			10,423	(A)+(B)
주식 수 (D)			58,390	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	180,310		180,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			156,000	
상승여력 (%)			15.4	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표26 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
아모레퍼시픽	9,125	5,121	5,600	345	415	243	295	39.7	32.7	2.2	2.1	5.0	5.9	13.0	11.8
LG생활건강	13,510	8,229	8,645	1,237	1,339	804	877	17.3	15.9	2.6	2.3	14.1	13.8	9.3	8.3
신세계인터내셔널	1,192	1,472	1,555	108	123	90	102	13.2	11.7	1.5	1.3	11.9	12.1	8.4	7.3
클리오	353	265	293	18	21	16	19	22.3	18.8	2.0	1.8	9.1	10.0	11.8	10.1
L'Oreal	262,029	47,931	51,239	9,232	10,029	7,306	7,915	36.1	33.1	7.5	6.9	21.3	22.1	22.9	21.3
Estee Lauder	118,697	22,595	24,625	4,487	5,066	3,354	3,779	35.9	31.5	15.2	13.3	43.1	46.9	22.3	19.9
Shiseido	24,740	10,644	11,097	700	1,150	468	762	52.2	32.7	4.5	4.1	8.6	13.6	18.1	13.4
Proya	7,305	899	1,122	137	172	113	143	64.5	51.2	13.4	11.1	21.2	22.3	47.2	37.5
Shanghai Jahwa	4,518	1,666	1,885	180	231	157	200	29.5	23.1	3.1	2.8	10.5	12.2	20.8	16.6
평균(국내사 제외)								41.4	32.4	9.1	8.1	24.3	27.5	21.1	18.2

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표27 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,324.7	1,257.7	1,150.8	1,213.9	1,498.9	4,863.1	5,121.3	5,599.5
국내	813.5	741.8	721.5	798.9	835.4	757.4	801.7	918.4	3,075.7	3,312.9	3,684.3
화장품	679.8	626.3	597.5	689.7	697.7	637.3	671.3	814.6	2,593.3	2,820.9	3,182.5
생활용품	133.7	115.5	124.0	109.3	137.7	120.1	130.4	103.8	482.5	492.0	501.8
해외	447.4	445.2	384.1	525.6	426.1	396.9	415.8	585.0	1,802.3	1,823.8	1,932.0
중국	324.7	300.7	246.8	352.7	287.5	245.0	255.2	397.7	1,224.8	1,185.4	1,249.9
기타 아시아	95.6	117.9	105.6	137.3	103.3	121.5	122.5	148.3	456.5	495.6	527.1
유럽	5.6	5.0	5.1	6.4	6.4	5.4	5.6	6.9	22.1	24.2	25.8
북미	21.4	21.6	26.7	29.2	29.0	25.0	32.6	32.0	98.9	118.7	129.3
영업이익	176.2	91.2	50.3	25.6	107.8	57.0	103.7	76.5	343.4	344.9	414.9
영업이익률	14.1	7.8	4.5	1.9	8.6	5.0	8.5	5.1	7.1	6.7	7.4
국내	125.3	82.1	58.7	34.0	95.9	58.8	73.3	51.5	300.1	279.5	321.9
화장품	116.4	84.4	57.2	41.8	86.3	57.6	70.5	58.4	299.8	272.8	313.6
생활용품	8.9	-2.3	1.4	-7.8	9.6	1.2	2.8	-6.9	0.2	6.7	8.3
해외	52.3	9.4	8.5	-18.4	6.5	-5.8	25.1	22.3	51.8	48.0	90.5
중국	43.9	8.4	6.9	-26.5	1.5	-7.8	17.4	17.8	32.7	28.8	65.3
기타 아시아	6.6	-0.9	-0.6	-0.5	2.5	-0.2	4.6	1.2	4.6	8.0	12.9
유럽	0.3	0.3	0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	1.6	1.8	1.9
북미	1.5	1.6	2.1	2.3	2.1	1.9	2.7	2.7	7.5	9.4	10.3
순이익	135.2	61.1	39.9	-42.5	77.4	40.2	75.9	49.4	193.7	242.9	295.2
순이익률	10.8	5.2	3.6	-3.2	6.2	3.5	6.3	3.3	4.0	4.7	5.3
(% YoY)											
매출액	10.8	11.5	1.9	14.5	0.4	-2.2	9.5	13.1	9.7	5.3	9.3
국내	6.9	13.0	7.3	29.6	2.7	2.1	11.1	15.0	13.6	7.7	11.2
화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	2.6	1.8	12.4	18.1	17.3	8.8	12.8
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	3.0	4.0	5.2	-5.0	-2.8	2.0	2.0
해외	19.7	9.8	-9.2	-3.2	-4.8	-10.9	8.3	11.3	3.3	1.2	5.9
중국	35.1	6.3	-8.2	-10.1	-11.5	-18.5	3.4	12.8	-11.9	3.4	-3.2
기타 아시아	-9.1	11.8	-15.8	6.3	8.0	3.0	16.0	8.0	-24.8	-1.9	8.6
유럽	4.3	64.5	1.2	15.5	12.9	7.8	8.9	7.2	16.4	9.2	6.6
북미	-7.1	55.6	11.7	83.8	35.5	15.8	22.2	9.7	28.9	20.0	8.9
영업이익	189.2	158.9	-10.2	흑전	-38.9	-37.5	105.9	199.2	140.1	0.4	20.3
영업이익률	8.7	4.4	-0.6	2.7	-5.5	-2.8	4.0	3.2	3.8	-0.3	0.7
국내	44.7	62.3	62.9	흑전	-23.5	-28.4	25.0	51.5	156.0	-6.9	15.2
화장품	60.8	86.7	124.5	흑전	-25.8	-31.8	23.2	39.7	166.3	-9.0	15.0
생활용품	-37.3	적전	-86.5	적지	7.7	흑전	97.0	적지	-95.2	2,944.9	24.5
해외	흑전	흑전	-56.7	적전	-87.7	적전	195.0	흑전	258.5	-7.4	88.5
중국	흑전	2,875.1	-48.6	적전	-96.6	적전	151.1	흑전	-17.9	-11.9	126.8
기타 아시아	흑전	적지	적전	적전	-62.4	적지	흑전	흑전	흑전	72.4	60.9
유럽	흑전	흑전	2.0	15.5	24.2	16.7	13.0	10.8	흑전	14.9	7.7
북미	흑전	흑전	-40.7	37.4	41.3	20.6	26.8	13.8	흑전	24.4	10.2
순이익	88.6	454.7	314.4	적지	-42.8	-34.2	90.4	흑전	451.3	25.4	21.6

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표28 아모레퍼시픽 주요 채널 실적 기여도

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
국내 (화장품)											
매출액	679.8	626.3	597.5	689.7	697.7	637.3	671.3	814.6	2,593.3	2,820.9	3,182.5
영업이익	116.4	84.4	57.2	41.8	86.3	57.6	70.5	58.4	299.8	272.8	313.6
영업이익률	17.1	13.5	9.6	6.1	12.4	9.0	10.5	7.2	11.6	9.7	9.9
면세											
매출액	303.9	252.2	256.0	336.8	266.9	201.7	276.4	397.4	1,148.9	1,142.4	1,289.3
영업이익	59.3	44.1	35.8	37.0	44.0	27.2	41.5	39.7	176.3	152.5	174.8
영업이익률	19.5	17.5	14.0	11.0	16.5	13.5	15.0	10.0	15.3	13.3	13.6
매출 비중											
연결 실적 대비	24.3	21.4	23.1	25.4	21.2	17.5	22.8	26.5	23.6	22.3	23.0
국내 실적 대비	44.7	40.3	42.8	48.8	38.3	31.7	41.2	48.8	44.3	40.5	40.5
영업이익 비중											
연결 실적 대비	33.6	48.4	71.2	145.0	40.9	47.8	40.0	52.0	51.3	44.2	42.1
국내 실적 대비	50.9	52.3	62.6	88.6	51.0	47.3	58.8	68.1	58.8	55.9	55.7
해외											
매출액	447.4	445.2	384.1	525.6	426.1	396.9	415.8	585.0	1,802.3	1,823.8	1,932.0
영업이익	52.3	9.4	8.5	-18.4	6.5	-5.8	25.1	22.3	51.8	48.0	90.5
영업이익률	11.7	2.1	2.2	-3.5	1.5	-1.5	6.0	3.8	2.9	2.6	4.7
중국											
매출액	324.7	300.7	246.8	352.7	287.5	245.0	255.2	397.7	1,224.8	1,185.4	1,249.9
영업이익	43.9	8.4	6.9	-26.5	1.5	-7.8	17.4	17.8	32.7	28.8	65.3
영업이익률	13.5	2.8	2.8	-7.5	0.5	-3.2	6.8	4.5	2.7	2.4	5.2
매출 비중											
연결 실적 대비	25.9	25.6	22.3	26.6	22.9	21.3	21.0	26.5	25.2	23.1	22.3
해외 실적 대비	72.6	67.5	64.3	67.1	67.5	61.7	61.4	68.0	68.0	65.0	64.7
영업이익 비중											
연결 실적 대비	24.9	9.2	13.7	-103.8	1.4	-13.8	16.7	23.3	9.5	8.4	15.7
해외 실적 대비	83.9	89.6	81.3	144.2	23.1	134.6	69.2	79.9	63.1	60.0	72.2

주: 면세 및 중국 영업이익은 당사 추정치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표29 아모레퍼시픽 국내 채널별 매출액 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
국내 (화장품)	679.8	626.3	597.5	689.7	697.7	637.3	671.3	814.6	2,593.3	2,820.9	3,182.5
온라인	237.7	249.6	204.1	234.8	309.0	324.5	265.4	305.2	926.3	1,204.2	1,445.0
오프라인 - 면세	303.9	252.2	256.0	336.8	266.9	201.7	276.4	397.4	1,148.9	1,142.4	1,289.3
오프라인 - 비면세	138.1	124.5	137.4	118.1	121.8	111.0	129.5	112.0	518.1	474.3	448.2
방판	96.5	83.3	76.4	57.4	91.2	78.7	73.3	55.6	313.6	298.8	288.0
백화점	50.6	52.8	40.3	39.3	46.4	46.9	37.9	37.1	183.0	168.3	164.2
전문점	32.4	25.7	20.7	21.0	26.1	23.3	19.2	19.6	99.8	88.2	79.8
할인점	9.8	8.7	8.4	6.0	8.7	7.8	7.6	5.4	33.0	29.5	26.6
(% YoY)											
국내 (화장품)	9.9	17.9	11.8	31.1	2.6	1.8	12.4	18.1	17.3	8.8	12.8
온라인	30.0	40.0	30.0	50.0	30.0	30.0	30.0	30.0	37.3	30.0	20.0
오프라인 - 면세	17.5	28.0	15.3	24.2	-12.2	-20.0	8.0	18.0	21.1	-0.6	12.9
오프라인 - 비면세	-22.0	-20.2	-11.5	20.1	-11.9	-10.8	-5.7	-5.1	-11.7	-8.5	-5.5
방판	-16.7	-6.5	-5.5	-4.6	-5.5	-5.6	-4.1	-3.1	-9.3	-4.7	-3.6
백화점	-9.7	-5.4	-8.4	7.0	-8.4	-11.1	-5.9	-5.6	-5.0	-8.0	-2.4
전문점	-23.4	-24.9	-26.4	0.4	-19.4	-9.4	-7.4	-6.8	-20.5	-11.7	-9.5
할인점	-12.2	-14.0	-13.8	-13.5	-10.9	-11.0	-10.0	-11.0	-13.3	-10.7	-10.0

주: 오프라인 비면세 채널별 매출액은 당사 추정치 기준

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,432.2	4,863.1	5,121.3	5,599.5	5,981.2
매출액증가율 (%)	-20.6	9.7	5.3	9.3	6.8
매출원가	1,265.4	1,362.6	1,439.6	1,548.0	1,649.0
매출총이익	3,166.8	3,500.5	3,681.7	4,051.5	4,332.1
판매관리비	3,023.8	3,157.1	3,336.9	3,636.6	3,882.9
영업이익	143.0	343.4	344.9	414.9	449.2
영업이익률	3.2	7.1	6.7	7.4	7.5
금융손익	-5.2	-0.9	-1.1	-1.2	-1.4
종속/관계기업손익	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
기타영업외손익	-113.2	-45.5	-22.5	-22.9	-22.9
세전계속사업이익	25.3	297.9	322.3	391.8	425.9
법인세비용	3.4	117.0	95.5	116.1	126.2
당기순이익	21.9	180.9	226.8	275.7	299.7
지배주주지분 순이익	35.1	193.7	242.9	295.2	321.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	554.4	691.4	496.2	664.7	651.0
당기순이익(손실)	21.9	180.9	226.8	275.7	299.7
유형자산상각비	458.5	361.9	344.1	313.7	288.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	39.8	-94.5	-85.9	31.1	19.5
투자활동 현금흐름	-206.4	-708.4	-233.9	-210.2	-205.6
유형자산의증가(CAPEX)	-183.0	-91.2	-180.0	-178.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	-44.5	-318.6	-32.7	-27.8	-23.1
재무활동 현금흐름	-216.0	-226.0	-88.3	-140.1	-158.5
차입금의 증감	-144.1	-30.7	-9.5	-11.1	-12.6
자본의 증가	0.0	72.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.2	-256.0	174.0	314.5	286.9
기초현금	673.6	793.7	537.7	711.7	1,026.2
기말현금	793.7	537.7	711.7	1,026.2	1,313.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,825.7	2,018.5	2,260.6	2,624.0	2,960.0
현금및현금성자산	793.7	537.7	711.7	1,026.2	1,313.1
매출채권	283.8	295.8	319.4	329.0	338.9
재고자산	414.5	493.2	527.8	554.1	581.8
비유동자산	3,876.2	4,098.2	3,984.8	3,876.9	3,789.1
유형자산	2,566.3	2,541.4	2,377.2	2,241.5	2,130.6
무형자산	208.8	201.7	219.7	219.7	219.7
투자자산	92.9	411.5	444.3	472.1	495.2
자산총계	5,701.9	6,116.7	6,245.4	6,500.9	6,749.2
유동부채	966.0	1,157.5	1,111.4	1,164.8	1,207.2
매입채무	117.6	123.4	130.8	137.4	144.2
단기차입금	154.2	199.1	177.1	157.1	137.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	271.6	214.9	230.5	241.7	251.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,237.5	1,372.4	1,341.9	1,406.5	1,458.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	795.8	795.8	795.8	795.8
기타포괄이익누계액	-20.3	11.9	11.9	11.9	11.9
이익잉여금	3,847.8	3,937.8	4,113.0	4,323.5	4,541.3
비지배주주지분	-3.5	-16.7	-32.8	-52.3	-73.6
자본총계	4,464.4	4,744.3	4,903.5	5,094.4	5,291.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	75,818	83,173	87,555	95,730	102,255
EPS(지배주주)	456	3,135	3,929	4,777	5,193
CFPS	10,789	13,842	11,146	12,318	12,347
EBITDAPS	10,290	12,062	11,779	12,457	12,618
BPS	64,736	68,950	71,488	74,535	77,690
DPS	800	980	1,229	1,494	1,624
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	452.1	53.3	39.7	32.7	30.0
PCR	19.1	12.1	14.0	12.7	12.6
PSR	2.7	2.0	1.8	1.6	1.5
PBR	3.2	2.4	2.2	2.1	2.0
EBITDA	601.5	705.2	689.0	728.7	738.1
EV/EBITDA	20.1	13.9	13.0	11.8	11.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	4.2	5.0	5.9	6.1
EBITDA 이익률	13.6	14.5	13.5	13.0	12.3
부채비율	27.7	28.9	27.4	27.6	27.6
금융비용부담률	0.4	0.2	0.2	0.8	0.7
이자보상배율(x)	8.4	30.1	31.1	9.4	10.5
매출채권회전율(x)	13.6	16.8	16.6	17.3	17.9
재고자산회전율(x)	10.2	10.7	10.0	10.4	10.5

Industry Brief
2022. 4. 8

코스맥스 192820

미국도 성장한다

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원
현재주가 (4.7) 84,200 원
상승여력 18.8%

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	9,556억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.99%
외국인비중	23.19%
52주 최고/최저가	140,000원/69,300원
평균거래대금	104.6억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 12 인	26.15
국민연금공단	12.99
베어링자산운용	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-36.7	-28.7
상대주가	2.5	-30.5	-17.0

주가그래프



- ✓ 1Q22E 매출액 3,915억원(+14%), 영업이익 257억원(+10%, OPM +7%)
- ✓ 국내: 색조 수출 증가 & 기초 내수 호조 → 매출 +9%, 영업이익 +4%
- ✓ 중국: 상해(+32%; 동인비 80억 합산) 신규 유치 vs. 광저우(-14%) Yatsen 부진
- ✓ 기타: 미국(+10%) 기저 효과, 태국(-15%) 이동 통제, 인니(+55%) 온라인 호조
- ✓ 중국 모멘텀 약화(2Q22E 도시 봉쇄 영향 = 상해 매출 -17%), 조정 시 매수

1Q22E 미국 성장 전환

코스맥스는 2022년 1분기 매출액 3,915억원(+13.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 257억원(+10.1%, OPM 6.6%), 순이익 181억원(+12.5%)을 기록할 전망이다. 한국, 중국, 미국, 동남아까지 전 권역에의 매출 성장이 기대된다.

[국내] 매출액과 영업이익으로 각각 2,049억원(+8.7%), 165억원(+3.7%)을 추정한다. 색조 클리오(수출 증가), 기초 KAH(내수 호조)등 주력 거래선 약진에 따른 낙수효과가 기대된다. 색조 기여 증가에 따라 마진율은 소폭 감소하겠다.

[중국] 상해(+32.0%; 동인비 제거 시 +25.2%) 강세와 광저우(-14.2%) 약세가 공존하겠다. 상해는 신규 고객사 유치 및 동인비 증가(80억원 추정), 광저우는 Yatsen의 판매 부진 및 재고 조정을 반영했다. 상해 기여도(81.9%)가 절대적인 점을 감안, 중국(+20.3%) 전체 성과는 강세 기조를 이어갈 전망이다.

[기타] 미국(누월드 +8.5%, 오하이오 +12.5%)은 기저 효과로 5개 분기 만에 성장 전환하겠다. 태국(-15.0%; 수출 위주)은 이동 통제 영향이 계속되는 모습이다. 인도네시아(+55.0%)는 최대 고객사의 온라인 호조 수혜가 예상된다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 100,000원(하향)

모멘텀 약화를 감안, 조정 시 매수 접근을 추천한다. 중국이 문제다. 상해 봉쇄에 따른 영향이 적지 않을 것으로 본다(2Q22E 상해 매출 -17% 영업이익 -40% = 4월 매출 + 5~6월 매출 +20% 성장 + 동인비 70억, 가동률 -20%p 추정; 2Q21 상해 법인 월평균 매출액 468억). 중국 전반의 비우호적 오프라인 업황을 감안, 광저우 법인 또한 수주 감소가 계속될 것으로 본다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,082	-258.6	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	-212.2	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022E	1,742.1	120.8	88.3	7,778	59.7	56,685	10.8	1.5	7.0	14.7	186.3
2023E	1,949.0	143.3	109.5	9,646	23.7	65,780	8.7	1.3	5.7	15.8	167.9
2024E	2,118.4	154.6	129.3	11,393	13.6	76,624	7.4	1.1	4.8	16.0	150.4

표30 코스맥스 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	391.5	345.0	13.5	421.2	-7.0	394.0	-0.6
영업이익	25.7	23.3	10.1	30.4	-15.7	26.0	-1.3
순이익	18.1	16.1	12.6	15.2	19.1	18.3	-1.3
영업이익률(%)	6.6	6.8	-0.2	7.2	-0.7	6.6	0.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

표31 코스맥스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,742.1	1,949.0	1,762.0	1,889.1	-1.1	3.2	1,786.5	1,954.7
영업이익	120.8	143.3	140.7	152.4	-14.2	-6.0	136.4	158.4
순이익	88.3	109.5	105.3	134.7	-16.1	-18.7	89.8	109.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표32 코스맥스 적정주가 산정

구분	순이익	Target PER	적정가치	비고
(A) 영업가치				
한국, 미국, 동남아 법인	26	17	433	- 순이익: 연결 지배순이익에서 중국 순이익 차감 - Target PER: 한/미 화장품 Peer 평균 값에 60% 할인 적용
(B) 지분가치				
중국 법인	67	20	687	- 순이익: 중국 연결 순이익 - Target PER: 중국 화장품 Peer 평균 값에 30% 할인 적용 - 적정가치: 중국 법인 상장 후 보유 지분을 51% 가정
적정 시가총액			1,120	(A) + (B)
주식 수			11,350	
적정주가 (원)			100,000	
현재주가 (원)			84,200	
상승여력 (%)			18.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표33 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
코스맥스	956	1,742	1,949	121	143	88	110	10.8	8.7	1.5	1.3	14.7	15.8	7.0	5.7
한국콜마	1,046	1,719	1,853	116	139	51	64	20.6	16.3	1.4	1.3	7.2	8.5	12.8	11.0
L'Oreal	262,029	47,931	51,239	9,232	10,029	7,306	7,915	36.1	33.1	7.5	6.9	21.3	22.1	22.9	21.3
Estee Lauder	118,697	22,595	24,625	4,487	5,066	3,354	3,779	35.9	31.5	15.2	13.3	43.1	46.9	22.3	19.9
Shiseido	24,740	10,644	11,097	700	1,150	468	762	52.2	32.7	4.5	4.1	8.6	13.6	18.1	13.4
Proya	7,305	899	1,122	137	172	113	143	64.5	51.2	13.4	11.1	21.2	22.3	47.2	37.5
Shanghai Jahwa	4,518	1,666	1,885	180	231	157	200	29.5	23.1	3.1	2.8	10.5	12.2	20.8	16.6
Fujian Green Pine	730	708	804	17	79	-10	74	-	10.6	1.2	1.1	-7.1	10.2	11.5	7.7
평균(국내사 제외)								41.4	32.4	9.1	8.1	24.3	27.5	21.1	18.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표34 코스맥스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	345.0	430.4	395.0	421.2	391.5	429.1	436.8	484.6	1,591.5	1,742.1	1,949.0
국내	188.5	230.0	217.7	217.0	204.9	248.2	230.6	230.3	853.1	914.0	969.1
중국	133.4	176.6	151.4	188.4	160.5	149.6	176.0	236.8	649.9	722.9	873.2
상해	99.6	140.4	117.8	151.5	131.4	117.0	141.4	197.0	509.3	586.7	727.5
광저우	33.9	36.2	33.6	36.9	29.1	32.6	34.6	39.9	140.6	136.1	145.8
미국	32.3	34.4	37.5	31.5	35.6	37.5	43.2	37.4	135.8	153.7	165.9
오하이오	14.0	15.0	20.2	14.1	15.8	17.5	21.2	17.0	63.3	71.4	78.9
뉴월드	18.3	19.4	17.3	17.4	19.9	20.0	22.0	20.4	72.5	82.3	87.1
기타	13.5	14.8	15.5	15.3	16.3	17.8	18.0	17.8	59.0	69.9	77.0
인도네시아	7.0	10.1	11.0	11.0	10.8	13.2	13.2	12.7	39.1	49.8	55.4
태국	6.5	4.6	4.5	4.3	5.5	4.6	4.8	5.2	19.9	20.1	21.6
영업이익	23.3	43.9	25.0	30.4	25.7	35.1	26.3	33.7	122.6	120.8	143.3
영업이익률	6.8	10.2	6.3	7.2	6.6	8.2	6.0	7.0	7.7	6.9	7.4
국내	15.9	20.4	20.6	20.6	16.5	20.8	20.8	20.9	77.6	78.9	83.6
해외(연결-개별)	7.4	23.5	4.3	9.8	9.2	14.3	5.5	12.9	45.0	41.8	59.6
순이익	16.1	32.0	11.2	15.2	18.1	21.8	19.1	29.3	74.4	88.3	109.5
순이익률	4.7	7.4	2.8	3.6	4.6	5.1	4.4	6.0	4.7	5.1	5.6
국내	20.7	17.2	-11.5	-5.9	14.2	15.4	10.4	8.3	20.5	48.3	59.0
중국	9.6	19.0	15.0	20.3	13.1	9.2	16.2	24.4	63.9	62.9	80.6
상해	7.3	15.6	12.3	14.8	11.0	7.2	13.4	19.2	50.0	50.8	69.1
광저우	2.3	3.4	2.7	5.5	2.1	2.1	2.8	5.1	13.9	12.1	11.5
미국	-12.2	-15.2	-13.0	-32.9	-10.9	-13.2	-11.3	-12.9	-73.3	-48.3	-45.3
오하이오	-6.9	-8.5	-6.1	-6.0	-5.7	-6.9	-5.8	-5.9	-27.5	-24.3	-22.6
뉴월드	-5.3	-6.7	-6.9	-26.9	-5.2	-6.3	-5.5	-7.1	-45.8	-24.0	-22.8
동남아	-0.5	0.3	-0.6	-2.7	-1.8	0.2	0.0	-0.5	-3.5	-2.1	0.0
인도네시아	-0.3	0.8	1.1	-0.3	-0.3	0.8	1.3	0.8	1.3	2.7	4.2
태국	-0.2	-0.5	-1.7	-2.4	-1.5	-0.6	-1.4	-1.3	-4.8	-4.8	-4.2
(% YoY)											
매출액	5.0	13.5	23.2	18.8	13.5	-0.3	10.6	15.1	15.1	9.5	11.9
국내	-6.7	10.1	26.5	19.0	8.7	7.9	5.9	6.1	11.5	7.1	6.0
상해	57.0	43.1	46.2	55.8	32.0	-16.7	20.0	30.0	50.1	15.2	24.0
광저우	35.5	9.0	20.9	-13.0	-14.2	-10.0	3.0	8.0	9.5	-3.2	7.1
오하이오	-17.8	-21.1	10.1	-40.8	12.5	16.7	5.0	20.4	-19.1	12.9	10.4
뉴월드	-11.4	-9.4	-53.9	-34.8	8.5	2.8	27.0	17.4	-31.9	13.5	5.8
인도네시아	-31.1	-7.1	97.0	152.4	55.0	30.0	20.0	15.0	26.2	27.4	11.1
태국	21.5	1.2	9.1	-29.2	-15.0	0.0	5.0	20.0	-1.0	0.6	7.9
영업이익	45.2	67.5	79.7	190.1	10.1	-20.1	5.4	10.8	84.0	-1.5	18.7
영업이익률	1.9	3.3	2.0	4.3	-0.2	-2.0	-0.3	-0.3	2.9	-0.8	0.4
개별	-2.9	-1.5	80.7	19.2	3.7	1.7	0.8	1.2	17.8	1.7	5.9
자회사(연결-개별)	흑전	330.9	74.8	흑전	24.0	-39.1	27.0	30.9	5,613.6	-7.1	42.7
순이익	234.5	58.0	91.6	흑전	12.5	-32.0	71.1	93.0	248.2	18.6	24.0

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,382.9	1,591.5	1,742.1	1,949.0	2,118.4
매출액증가율 (%)	3.9	15.1	9.5	11.9	8.7
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,456.1	1,624.9	1,766.1
매출총이익	210.8	277.5	286.0	324.1	352.3
판매관리비	144.2	154.9	165.3	180.8	197.7
영업이익	66.6	122.6	120.8	143.3	154.6
영업이익률	4.8	7.7	6.9	7.4	7.3
금융손익	-23.2	-8.5	-8.7	-9.0	-9.3
종속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-43.2	-35.8	-10.8	-9.1	-3.1
세전계속사업이익	0.1	78.3	101.2	125.1	142.2
법인세비용	29.2	43.9	43.7	54.0	61.3
당기순이익	-29.1	34.3	57.5	71.1	80.8
지배주주지분 순이익	21.4	74.4	88.3	109.5	129.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	41.5	100.1	111.3	111.8	117.7
당기순이익(손실)	-29.1	34.3	57.5	71.1	80.8
유형자산상각비	43.6	48.5	43.9	45.4	45.9
무형자산상각비	2.2	3.3	1.2	1.1	1.1
운전자본의 증감	-21.5	-40.8	8.6	-5.9	-10.1
투자활동 현금흐름	-64.6	-143.7	-67.0	-55.9	-55.2
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-40.8	-60.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-23.2	-6.3	-5.4	-4.7
재무활동 현금흐름	50.7	32.5	-27.3	-21.6	-21.8
차입금의 증감	62.2	-49.3	-21.0	-15.3	-15.5
자본의 증가	0.1	111.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	-2.7	17.0	34.2	40.7
기초현금	76.6	102.5	99.8	116.9	151.1
기말현금	102.5	99.8	116.9	151.1	191.8

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	622.6	792.2	838.3	908.0	985.4
현금및현금성자산	102.5	99.8	116.9	151.1	191.8
매출채권	297.7	350.0	364.0	378.5	393.7
재고자산	193.3	223.6	237.0	253.6	271.3
비유동자산	566.4	619.7	640.9	649.7	657.4
유형자산	437.1	471.2	487.3	491.9	496.0
무형자산	56.8	50.3	49.1	47.9	46.9
투자자산	30.1	53.2	59.5	64.9	69.6
자산총계	1,189.0	1,411.9	1,479.2	1,557.7	1,642.8
유동부채	718.1	787.7	810.1	818.1	823.7
매입채무	142.9	186.7	194.2	198.1	202.0
단기차입금	379.5	363.6	353.6	336.6	319.6
유동성장기부채	63.6	71.9	71.9	71.9	71.9
비유동부채	199.1	158.9	152.5	158.1	163.0
사채	35.0	51.4	46.4	46.4	46.4
장기차입금	116.4	44.8	36.8	36.8	36.8
부채총계	917.1	946.5	962.5	976.2	986.7
자본금	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.1	292.5	292.5	292.5	292.5
기타포괄이익누계액	-17.7	15.4	15.4	15.4	15.4
이익잉여금	173.8	248.1	330.1	433.4	556.4
비지배주주지분	-71.0	-95.9	-126.7	-165.0	-213.5
자본총계	271.9	465.4	516.7	581.5	656.1

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	134,679	147,101	153,496	171,723	186,647
EPS(지배주주)	2,082	6,880	7,778	9,646	11,393
CFPS	13,327	17,492	13,618	15,783	17,212
EBITDAPS	10,953	16,120	14,618	16,724	17,755
BPS	33,393	49,457	56,685	65,780	76,624
DPS	0	550	550	550	550
배당수익률(%)	0.0	0.6	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	12.7	10.8	8.7	7.4
PCR	7.3	5.0	6.2	5.3	4.9
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	2.9	1.8	1.5	1.3	1.1
EBITDA	112.5	174.4	165.9	189.8	201.5
EV/EBITDA	12.8	7.3	7.0	5.7	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	16.5	14.7	15.8	16.0
EBITDA 이익률	8.1	11.0	9.5	9.7	9.5
부채비율	337.3	203.4	186.3	167.9	150.4
금융비용부담률	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	3.3	7.0	8.8	10.8	12.0
매출채권회전율(x)	4.6	4.9	4.9	5.2	5.5
재고자산회전율(x)	6.9	7.6	7.6	7.9	8.1

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **42,000 원**
현재주가 (4.7) **27,850 원**
상승여력 **50.8%**

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	11,140억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.41%
외국인비중	5.18%
52주 최고/최저가	29,500원/19,500원
평균거래대금	97.5억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 10 인	56.65
국민연금공단	12.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.9	17.3	34.2
상대주가	24.8	28.7	56.2

주가그래프



한세실업 105630

우리가 알던 한세가 아니다

- ✓ 1Q22E 매출액 4,892억원(+30%), 영업이익 340억원(+15%, OPM 7%)
- ✓ 매출: 기존 거래선 수주 증가 & 이연 물량 인식 & 고마진 신규 고객사 유치
- ✓ 이익: 역대 2번째 최고 수익성 기대(OPM: 1Q22E 7% vs. 10개년 평균 4%)
- ✓ Top-down(수주/환율/베트남)과 Bottom-up(믹스/수직화/중남미) 모두 최우수
- ✓ 2022E 역대급 실적 불구, Valuation 밴드 최하단 → 강력 매수 추천

1Q22E 서프라이즈!

한세실업은 2022년 1분기 매출액 4,892억원(+30.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 340억원(+15.3%, OPM 6.9%), 순이익 258억원(+19.7%)을 기록하면서 시장 기대치를 웃돌 전망이다. 수주 증가에 판가 인상까지 모든게 조화롭다.

[매출] 원화 매출 성장률로 +30.2%(달러 +22.0%)를 추정한다. 주력 거래선향 수주 증가에 이연 물량 또한 인식되겠다. 특히, 고마진 신규 고객사 유치가 긍정적이다. 고가 브랜드(Carhartt, Aeropostale) 기여 확대로 제품 믹스가 개선, 양질의 성장이 기대된다(기타 매출 비중: 한세실업 33% > Makalot 12%), 2Q22E 선주문 또한 상당히 견조한 것으로 파악된다.

[이익] 두 자릿수 증익(+15.3%, OPM 6.9%)에 무리가 없겠다. 마진을 축소는 역기지 부담에 따른다. 1Q21 OPM은 7.8%로 역대 최고였다(1Q 기준). 1Q22E는 베트남 가동(1Q22E 75% vs. 1Q21 Full Capa)이 비경상 수준이다. 연결 가동률이 -10%p 훼손되고 있음에도 불구하고, 1Q22E OPM은 6.9%에 달할 전망이다. 역대 두번째 최고 수익성이자, 지난 10년 평균 대비 +3.1%p나 높은 수치이다(1Q12~1Q21 10개년 평균 1Q OPM 3.8%).

투자이견 Buy(유지) 및 적정주가 42,000원(상향)

2022E 최고의 한 해가 기대되는 바, 강력 매수 접근을 추천한다. Top-down(미국 재고 비축, 달러 강세, 베트남 가동 정상화)과 Bottom-up(제품 믹스 개선, 원단 수직계열화 효과, 중남미 CAPA 증설) 모두, 매력적이다. 2022E 영업이익은 1,540억원(+46.1%)으로 신기록을 경신, 2015년(주가: 평균 46,329원, 최고 70,000원) 실적을 +10% 뛰어넘겠다. 역대급 실적에도 불구, Valuation은 여전히 밴드 최하단에 위치해 있다(12개월 선행 PER 9배).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,698.3	64.9	35.1	877	-249.6	10,534	20.0	1.7	9.0	8.6	142.3
2021	1,672.0	106.7	67.3	1,684	160.7	11,610	13.0	1.9	10.2	15.2	161.9
2022E	2,035.9	154.0	121.5	3,038	80.5	14,158	9.2	2.0	8.7	23.6	129.8
2023E	2,198.8	174.6	136.4	3,410	12.2	17,028	8.2	1.6	7.3	21.9	107.4
2024E	2,330.7	191.9	148.7	3,717	9.0	20,206	7.5	1.4	6.2	20.0	89.4

표35 한세실업 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	489.2	375.6	30.2	473.1	3.4	476.8	2.6
영업이익	34.0	29.5	15.3	27.2	25.0	31.4	8.1
순이익	25.8	21.6	19.7	18.2	42.2	21.1	22.3
영업이익률(%)	6.9	7.8	-0.9	5.7	1.2	6.6	0.4

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표36 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	2,035.9	2,198.8	1,984.1	2,142.9	2.6	2.6	1,939.0	2,047.4
영업이익	154.0	174.6	140.1	159.1	9.9	9.8	136.5	145.8
순이익	121.5	136.4	111.1	124.7	9.4	9.3	96.4	103.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표37 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	3,126	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	13	Makalot 12개월 선행 P/E에 20% 할인 적용
적정가치 (원)	42,000	반올림
현재주가 (원)	27,850	
상승여력 (%)	50.8	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표38 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액 (원화)	375.6	411.3	416.3	473.1	489.2	486.9	542.8	517.0	1,676.3	2,035.9	2,198.8
매출액 (달러)	337.0	366.8	359.4	399.9	411.1	410.9	460.0	443.4	1,462.1	1,725.3	1,863.4
매출총이익	64.9	67.5	53.0	71.5	77.2	77.9	85.4	82.3	256.9	322.8	352.4
매출총이익률	17.3	16.4	12.7	15.1	15.8	16.0	15.7	15.9	15.3	15.9	16.0
영업이익	29.5	30.8	17.9	27.2	34.0	35.0	51.0	34.0	105.4	154.0	174.6
영업이익률	7.8	7.5	4.3	5.7	6.9	7.2	9.4	6.6	6.3	7.6	7.9
순이익	21.6	30.3	-2.7	18.2	25.8	34.5	35.2	26.0	69.1	121.5	136.4
순이익률	5.7	7.4	-0.6	3.8	5.3	7.1	6.5	5.0	4.1	6.0	6.2
(% YoY)											
매출액 (원화)	8.1	4.9	-29.5	28.3	30.2	18.4	30.4	9.3	-1.3	21.5	8.0
매출액 (달러)	15.9	14.2	-27.7	21.1	22.0	12.0	28.0	10.9	1.6	18.0	8.0
매출총이익	32.1	62.0	-41.7	85.5	18.9	15.5	61.1	15.1	88.3	25.7	9.1
영업이익	195.5	1,796.0	-66.3	17,306.8	15.3	13.6	184.9	24.9	62.5	46.1	13.4
영업이익률	5.0	7.1	-4.7	5.7	-0.9	-0.3	5.1	0.8	2.5	1.3	0.4
순이익	흑전	246.7	적전	64,104.5	19.7	13.9	흑전	43.1	97.1	75.8	12.2

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,698.3	1,672.0	2,035.9	2,198.8	2,330.7
매출액증가율 (%)	5.2	-1.5	21.8	8.0	6.0
매출원가	1,478.0	1,419.4	1,713.1	1,846.4	1,953.3
매출총이익	220.3	252.7	322.8	352.4	377.4
판매관리비	155.4	146.0	168.8	177.7	185.5
영업이익	64.9	106.7	154.0	174.6	191.9
영업이익률	3.8	6.4	7.6	7.9	8.2
금융손익	-5.3	-1.1	-5.8	-6.1	-6.4
종속/관계기업손익	0.1	6.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.7	-13.4	13.9	13.3	12.8
세전계속사업이익	70.4	98.4	162.1	181.8	198.3
법인세비용	-7.6	31.0	40.5	45.5	49.6
당기순이익	25.8	67.3	121.5	136.4	148.7
지배주주지분 순이익	35.1	67.3	121.5	136.4	148.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	50.7	-153.9	126.4	179.6	188.4
당기순이익(손실)	25.8	67.3	121.5	136.4	148.7
유형자산상각비	37.0	29.0	25.3	27.3	29.3
무형자산상각비	0.6	0.6	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-47.9	-285.9	-27.7	-12.6	-17.0
투자활동 현금흐름	-3.6	-4.2	-38.6	-40.8	-39.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-30.4	-24.4	-36.0	-38.0	-38.0
투자자산의 감소(증가)	13.7	-71.4	-2.2	-1.2	-0.9
재무활동 현금흐름	-31.0	81.4	-47.0	-69.5	-68.6
차입금의 증감	-65.9	116.8	-20.2	-19.5	-19.7
자본의 증가	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.0	-75.4	40.9	69.4	79.9
기초현금	81.7	96.7	21.3	62.2	131.5
기말현금	96.7	21.3	62.2	131.5	211.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	658.9	770.0	842.4	941.5	1,050.5
현금	96.7	21.3	62.2	131.5	211.4
매출채권	144.6	263.9	271.9	280.0	288.4
재고자산	221.4	388.7	408.1	424.4	441.4
비유동자산	362.1	446.3	459.2	471.0	480.6
유형자산	133.6	154.0	164.8	175.5	184.2
무형자산	6.8	6.5	6.5	6.4	6.3
투자자산	134.9	212.4	214.7	215.9	216.8
자산총계	1,021.1	1,216.2	1,301.5	1,412.5	1,531.1
유동부채	480.8	641.9	629.9	632.8	631.9
매입채무	47.5	62.7	65.7	71.8	76.1
단기차입금	370.2	488.6	476.6	466.6	456.6
유동부채	10.2	14.5	14.5	14.5	14.5
비유동부채	118.9	110.0	105.3	98.6	90.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	74.4	69.8	61.8	51.8	41.8
부채총계	599.7	751.8	735.2	731.4	722.8
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-9.4	-16.9	-16.9	-16.9	-16.9
이익잉여금	369.9	420.6	522.5	637.3	764.4
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	421.4	464.4	566.3	681.1	808.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	42,457	41,800	50,897	54,969	58,267
EPS(지배주주)	877	1,684	3,038	3,410	3,717
CFPS	3,298	2,497	4,018	4,885	5,008
EBITDAPS	2,562	3,408	4,484	5,050	5,530
BPS	10,534	11,610	14,158	17,028	20,206
DPS	500	500	550	550	550
배당수익률(%)	2.9	2.3	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	20.0	13.0	9.2	8.2	7.5
PCR	5.3	8.8	6.9	5.7	5.6
PSR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.7	1.9	2.0	1.6	1.4
EBITDA	102.5	136.3	179.4	202.0	221.2
EV/EBITDA	9.0	10.2	8.7	7.3	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	15.2	23.6	21.9	20.0
EBITDA 이익률	6.0	8.2	8.8	9.2	9.5
부채비율	142.3	161.9	129.8	107.4	89.4
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	1.3	1.2
이자보상배율(x)	6.0	14.3	21.3	6.2	7.0
매출채권회전율(x)	10.9	8.2	7.6	8.0	8.2
재고자산회전율(x)	6.6	5.5	5.1	5.3	5.4

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

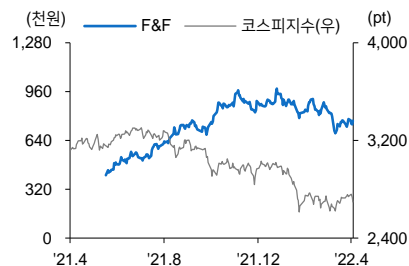
적정주가 (12개월) 1,200,000 원
현재주가 (4.7) 770,000 원
상승여력 55.8%

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	58,993억원
발행주식수	766만주
유동주식비율	40.52%
외국인비중	13.78%
52주 최고/최저가	979,000원/412,500원
평균거래대금	268.4억원

주요주주(%)	
F&F홀딩스 외 9 인	59.39
국민연금공단	5.26

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	0.7	0.0
상대주가	-7.6	10.5	0.0

주가그래프



F&F 383220

중국, 또 신기록

- ✓ 1Q22E 매출액 4,140억원(+49%), 영업이익 1,202억원(+74%, OPM 29%)
- ✓ MLB 국내: 비면세(+20%) 및 키즈(+10%) 브랜드력 증대, 면세(+5%) 물량 조정
- ✓ MLB 중국: 중국 ASP 하락 및 행사 부재 불구, 역대 최고치 재경신
- ✓ Discovery: 추동 제품 호조 및 카테고리 확장 효과
- ✓ 저변 확장 & 이익 최고 & 수급 효과 & 저가 매력 → 매수 추천

1Q22E 고성장 지속

F&F는 2022년 1분기 매출액 4,140억원(+49.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,202억원(+73.6%, OPM 29.0%), 순이익 925억원(+63.7%)을 기록할 전망이다. 전 브랜드의 강한 성장 기조가 이어지겠다.

[MLB] 국내: 브랜드력 기반의 호실적이 기대된다(수출 제외, 성인 비면세 +20.0%, 키즈 +9.8%). 중국 현지 사업의 잠식 방지 차원에서, 면세(+5.0%) 물량은 조정 중인 것으로 파악된다. **중국:** 매출액 1,506억원(+204.2%)으로 신기록을 경신하겠다. ASP 하락(SS 제품) 및 행사 부재(4Q21 광군제 203억원)에도, 직전분기대비 +15.8% 신장할 전망이다. 오프라인(+249.9%; +48개점 QoQ)과 온라인(+33.0%) 모두 수요 확장이 계속되고 있다. **홍콩:** 예상 매출액은 129억원(+37.3%)이다. 오프라인 영업 정상화와 온라인 입점 확대를 반영했다. **[Discovery]** 매출액으로 1,098억원(+16.8%)을 추정한다. 고단가 추동 제품 호조와 카테고리 확장 효과로 역기저 부담을 이겨내겠다(1Q21 +48.0%).

투자이견 Buy(유지) 및 적정주가 1,200,000원(하향)

중국 우려가 주가 부침을 키우고 있다. 상해 매장 수는 51개로, 중국 전체 매장 544개 대비 9%에 불과하다. 신규 점포 출점이 2H22E로 지연될 뿐, 2022E 목표치(직영 25개, 대리 801개 총 +330개 순증 예상)에는 변함이 없다.

매수 접근을 추천한다. 저변 확장이 가능한 유일한 브랜드사이다. 최고 수익성을 자랑하기도 한다(2022E ROE 53.8%, OPM 30.7%). 액면 분할 효과(4월 13일 신주 교부 예정), K200 편입(4월 말 시총 기준, 6월 9일 편입) 등 우호적 수급이 기대된다. Valuation 매력 마저 돋보인다. TaylorMade 투자 지분(4Q21 장부가 5,523억원) 차감 시, 12개월 선행 PER 12배에 불과하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2021	1,482.1	424.1	312.9	40,835		71,452	23.1	13.2	16.6	57.1	109.4
2022E	1,732.6	531.1	394.1	51,438	32.0	119,921	15.0	6.4	10.7	53.8	50.8
2023E	2,283.5	712.4	501.6	65,476	33.6	182,278	11.8	4.2	8.0	43.3	40.3
2024E	2,716.0	856.6	662.5	86,470	20.0	255,740	8.9	3.0	6.3	39.5	32.2

표39 F&F 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	414.0	277.7	49.1	563.2	-26.5	403.2	2.7
영업이익	120.2	69.2	73.6	183.7	-34.6	106.0	13.4
순이익	92.5	56.5	63.7	129.1	-28.3	87.1	6.3
영업이익률(%)	29.0	24.9	4.1	32.6	-3.6	26.3	2.8

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

표40 F&F 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,732.6	2,283.5	1,774.9	2,199.1	-2.4	3.8	1,889.6	2,218.8
영업이익	531.0	712.4	507.8	648.4	4.6	9.9	545.2	653.5
순이익	394.1	501.6	394.1	501.6	0.0	0.0	398.7	482.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표41 F&F 적정주가 산출

(십억원, 배, 천주, %)	순이익	Target PER	할인율	적정가치	비고
(A) 영업가치	446	20	10	8,758	- 순이익: 12개월 선행 지배주주 EPS 예상치 - Target PER: 안타스포츠 12개월 선행 PER
	순자산	Target PBR	지분율	적정가치	비고
(B) 자본가치				554	
TaylorMade 에퀴티 투자 지분	617	1	5	357	- 센트로이드 제7호 바이아웃 사모합자회사 투자분
TaylorMade 메자닌 투자 지분	471	1	42	195	- 센트로이드 제7의1호 바이아웃 사모합자회사 투자분
빅토리 콘텐츠	3	1	51	2	
적정 시가총액				9,312	(A) + (B)
주식 수				7,653	
적정주가 (원)				1,200,000	반올림
현재주가 (원)				770,000	
상승여력 (%)				55.8	

주: 2021년 7월 30일 Taylormade 인수 목적 센트로이드 제7호 바이아웃 사모투자합자회사 전략적 투자 참여, 4Q21 장부가 기준

자료: 메리츠증권 리서치센터

표42 F&F 중국 법인 실적

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	49.5	60.5	121.9	150.4	150.6	91.9	146.0	178.7	74.5	382.3	567.3	847.3
YoY	684.6	598.4	647.5	247.7	204.2	51.9	19.8	18.8	527.3	413.0	48.4	49.4
A. 온라인	10.4	12.5	8.9	29.0	13.8	15.7	10.3	40.4	37.9	60.8	80.2	94.4
YoY	75.1	56.6	26.5	70.9	33.0	25.6	15.0	39.5	220.0	60.3	32.0	17.7
일평균 매출액 (백만원)	115.7	60.4	96.9	94.0	153.9	72.5	111.5	108.2	70.6	91.7	111.4	120.3
특수 매출	-	7.0	-	20.3	-	9.1	-	30.5	12.1	27.3	39.6	50.5
B. 오프라인	39.1	48.0	113.0	121.4	136.8	76.2	135.8	138.3	37.0	321.5	487.1	752.8
YoY	-	-	1,120.6	354.8	-	-	20.1	13.9	-	768.9	51.5	54.6
① 대리점	36.4	44.4	108.0	110.7	120.4	69.8	128.2	124.0	32.3	299.5	442.4	696.4
일평균 매출액 (백만원)	4.5	2.9	3.9	2.8	5.4	2.9	4.2	4.1	2.5	3.0	1.9	2.0
매장 수 (개)	108	230	372	474	521	531	651	801	71	474	801	1,081
② 직영점	2.7	3.6	5.0	10.7	16.4	6.4	7.5	14.3	4.7	22.0	44.6	56.5
일평균 매출액 (백만원)	7.5	4.4	3.6	5.3	8.1	3.5	4.0	6.3	4.3	4.6	5.2	5.7
매장 수 (개)	4	9	15	22	23	17	24	25	4	22	25	29

주: 특수 매출 = 6.18, 11.11 쇼핑절

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표43 F&F 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	277.7	312.4	328.9	563.2	414.0	332.4	358.1	628.0	1,482.1	1,732.6	2,283.5
MLB 한국	173.4	203.2	272.7	327.1	298.7	265.8	287.5	369.5	976.4	1,221.5	1,640.3
성인 면세	65.4	93.6	67.5	73.5	71.9	98.3	72.9	80.9	300.0	324.0	345.3
성인 비면세	44.6	51.8	44.7	77.4	53.6	59.8	49.2	83.6	218.5	246.1	265.8
성인 수출	42.0	39.6	137.0	144.4	144.6	87.3	140.2	169.8	363.0	541.9	909.3
아동 면세 + 비면세	19.6	16.1	15.0	26.3	24.1	17.7	16.4	28.1	77.0	86.3	92.1
아동 수출	1.8	2.1	8.5	5.5	4.5	2.8	8.8	7.1	17.9	23.2	27.8
MLB 중국	49.5	60.5	121.9	150.4	150.6	91.9	146.0	178.7	382.3	567.3	847.3
MLB 홍콩	10.2	9.5	9.0	13.5	14.0	12.9	11.3	16.4	42.1	54.6	65.3
Discovery	94.0	76.2	61.2	212.9	109.8	83.7	65.6	229.0	444.3	488.1	523.3
영업이익	69.2	75.4	95.7	183.7	120.2	89.2	111.4	210.2	424.1	531.0	712.4
영업이익률	24.9	24.1	29.1	32.6	29.0	26.8	31.1	33.5	28.6	30.7	31.2
순이익	56.5	56.2	71.1	129.1	92.5	67.1	88.0	163.3	312.9	411.0	549.1
순이익률	20.4	18.0	21.6	22.9	22.3	20.2	24.6	26.0	21.1	23.7	24.0
(% YoY)											
매출액	67.3	87.3	106.0	63.1	49.1	6.4	8.9	11.5	76.9	16.9	31.8
MLB 한국	88.5	127.8	153.8	124.7	72.2	30.8	5.4	13.0	124.9	25.1	34.3
성인 면세	91.0	158.7	63.5	45.0	10.0	5.0	8.0	10.0	84.7	8.0	6.6
성인 비면세	8.1	38.5	14.0	59.2	20.0	15.4	10.0	8.0	31.2	12.6	8.0
아동 면세 + 비면세	34.0	24.5	81.5	63.1	33.5	12.5	7.2	11.0	50.5	15.4	9.5
MLB 중국	684.6	598.4	647.5	247.7	204.2	51.9	19.8	18.8	413.0	48.4	49.4
MLB 홍콩	124.4	118.9	86.3	43.2	37.3	35.7	25.9	21.6	82.3	29.5	19.6
Discovery	48.0	16.4	18.1	18.9	16.8	9.8	7.3	7.6	23.5	9.9	7.2
영업이익	299.7	268.1	658.7	154.7	73.6	18.3	16.4	14.4	246.0	25.2	34.2
영업이익률	14.5	11.9	21.2	11.7	4.1	2.7	2.0	0.8	14.0	2.0	0.5
순이익	306.9	295.8	734.8	162.3	63.7	19.5	23.8	26.5	264.7	31.4	33.6
(매출 비중)											
내수	55.3	46.4	37.7	57.0	44.0	44.1	36.2	55.1	50.3	46.3	41.1
Discovery	32.9	24.5	19.1	38.4	25.8	22.9	18.1	37.1	30.2	27.5	24.4
MLB 성인	15.6	16.7	14.0	13.9	12.6	16.4	13.6	13.5	14.8	13.9	12.4
MLB 아동	6.9	5.2	4.7	4.7	5.7	4.8	4.5	4.6	5.2	4.9	4.3
해외	43.7	52.7	61.9	42.8	55.5	55.6	63.5	44.7	49.2	53.4	58.6
MLB 중국	17.3	19.5	38.1	27.1	35.4	25.2	40.3	28.9	26.0	32.0	39.5
MLB 면세	22.8	30.2	21.1	13.2	16.9	26.9	20.1	13.1	20.4	18.3	16.1
MLB 홍콩	3.6	3.1	2.8	2.4	3.3	3.5	3.1	2.7	2.9	3.1	3.0

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

F&F (383220)

Income Statement

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,482.1	1,732.6	2,283.5	2,716.0
매출액증가율 (%)		16.9	31.8	18.9
매출원가	403.1	441.0	580.2	686.1
매출총이익	1,079.0	1,291.5	1,703.3	2,029.9
판매관리비	651.1	760.5	990.9	1,173.4
영업이익	424.1	531.1	712.4	856.6
영업이익률	28.6	30.7	31.2	31.5
금융손익	0.3	9.1	11.8	13.6
종속/관계기업손익	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	7.8	8.0	8.2
세전계속사업이익	424.0	548.0	732.2	878.4
법인세비용	90.6	137.0	183.0	219.6
당기순이익	311.4	411.0	549.1	658.8
지배주주지분 순이익	312.9	394.1	501.6	662.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	291.5	165.6	443.7	597.5
당기순이익(손실)	311.4	411.0	549.1	658.8
유형자산상각비	27.4	32.2	8.9	2.4
무형자산상각비	0.9	1.5	1.4	1.3
운전자본의 증감	-39.0	-279.1	-115.7	-65.0
투자활동 현금흐름	-567.5	-44.2	-117.7	-84.5
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-376.9	-41.2	-115.3	-83.0
재무활동 현금흐름	158.4	-238.6	-75.3	-92.5
차입금의 증감	271.0	-196.5	-0.8	7.1
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	-117.2	250.7	420.5
기초현금	129.1	14.6	-102.6	148.1
기말현금	14.6	-102.6	148.1	568.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	584.0	811.5	1,276.2	1,823.5
현금및현금성자산	14.6	-102.6	148.1	568.6
매출채권	100.1	169.3	201.4	215.4
재고자산	242.3	394.5	481.8	529.7
비유동자산	562.5	570.0	675.0	754.2
유형자산	71.5	39.3	30.5	28.0
무형자산	17.0	15.5	14.1	12.8
투자자산	375.6	416.9	532.1	615.1
자산총계	1,146.5	1,381.4	1,951.2	2,577.7
유동부채	563.7	429.0	522.4	588.4
매입채무	105.2	142.0	166.2	174.8
단기차입금	210.6	10.6	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	36.1	38.0	39.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	599.1	465.1	560.3	627.7
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	232.2	603.5	1,081.3	1,644.1
비지배주주지분	0.0	-2.5	-5.7	-9.4
자본총계	547.4	916.3	1,390.9	1,950.0

Key Financial Data

	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)				
SPS	193,448	226,143	298,052	354,499
EPS(지배주주)	40,835	51,438	65,476	86,470
CFPS	57,780	76,993	97,000	110,966
EBITDAPS	59,059	73,716	94,325	112,285
BPS	71,452	119,921	182,278	255,740
DPS	5,500	9,743	13,018	15,617
배당수익률(%)	0.6	1.3	1.7	2.0
Valuation(Multiple)				
PER	23.1	15.0	11.8	8.9
PCR	16.4	10.0	7.9	6.9
PSR	4.9	3.4	2.6	2.2
PBR	13.2	6.4	4.2	3.0
EBITDA	452.5	564.8	722.7	860.3
EV/EBITDA	16.6	10.7	8.0	6.3
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	57.1	53.8	43.3	39.5
EBITDA 이익률	30.5	32.6	31.6	31.7
부채비율	109.4	50.8	40.3	32.2
금융비용부담률	0.3	0.2	0.0	0.0
이자보상배율(x)	89.6	150.7	-1,140.8	-1,077.3
매출채권회전율(x)	14.8	12.9	12.3	13.0
재고자산회전율(x)	6.1	5.4	5.2	5.4

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 70,000 원
현재주가 (4.7) 50,700 원
상승여력 38.1%

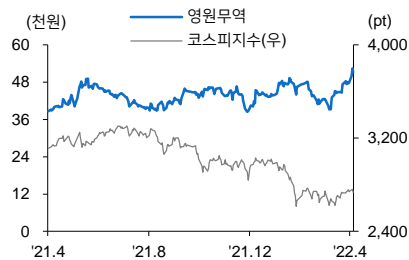
KOSPI	2,695.86pt
시가총액	22,466억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	28.08%
52주 최고/최저가	52,400원/38,400원
평균거래대금	74.3억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7 인	50.74
국민연금공단	10.78
Hermes Investment Management Ltd	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.1	14.2	29.3
상대주가	24.0	25.4	50.5

주가그래프



영원무역 111770

무역 강자

- ✓ 1Q22E 매출액 6,196억원(+9%), 영업이익 1,011억원(+37%, OPM 16%),
- ✓ OEM: 수주(스포츠 호조) 및 달러(+7%) 강세 → 매출 +39%, 영업이익 +98%
- ✓ 브랜드: Scott 기저 부담 및 공급 차질 → 매출 -16%, 영업이익 -22%
- ✓ 2H22E 역기저 영향 상존(영업이익: 1Q +37%, 2Q +7%, 3Q -2%, 4Q22E -21%)
- ✓ OEM 우호적 업황 > Scott 역기저 부담 → 매수 접근 추천

1Q22E OEM 강세

영원무역은 2022년 1분기 매출액 6,196억원(+9.0% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,011억원(+36.7%, OPM 16.3%), 순이익 591억원(+19.9%)을 기록할 전망이다. OEM의 강한 성장이 Scott 역기저 부담을 상쇄하고도 남겠다.

[OEM] 매출액과 영업이익으로 각각 3,575억원(+39.1%; 달러 +30.3%), 725억원(+97.5%)을 추정한다. 수주 증가에 달러 강세가 레버리지 효과를 창출, 영업이익률(20.3%, +6.0%p)이 크게 상승하겠다. 신규 거래선 유치는 미비하나, 스포츠의류 강세 수혜는 계속되는 모습이다.

[브랜드] 매출액 2,621억원(-15.7%), 영업이익 293억원(-21.6%)을 예상한다. 기저 부담 대비 매출 감소 폭은 적을 것으로 본다(1Q21: 매출액 +19.7%, 영업이익 +190.6%). Scott이 공급 차질로 인한 원가 부담을 겪고 있으나, 비대면 이동 수단으로의 MTB 부상, 친환경 확대에 따른 E-Bike 선전, 레저 활동 확산 등 업황 자체는 우호적이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 70,000원(유지)

역기저 부담(영업이익: 1Q +36.7%, 2Q +6.7%, 3Q -2.2%, 4Q22E -20.7%)으로 연 결 실적 성장률은 상대적으로 미진하나(2022E 영업이익: 영원 +1.2%, 한세 +46.1%, 화승 +597.7%), OEM의 투자성은 그 어느 때보다 좋다. 전방 재고 비축 수요(미국 의류 재고율 역대 최저 vs. 판매 회전을 역대 최고)와 주력 복종 인기(스포츠 및 아웃도어 호조, 2022E 매출 비중: 스포츠 50%, 아웃도어 50%)에, 환율 강세(2022E 원/달러 평균 환율 +3.1%)까지 모든 것이 완벽하다. 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,466.4	259.7	147.7	3,332	4.7	41,408	9.5	0.8	3.4	8.0	52.4
2021	2,792.5	442.5	298.1	6,727	83.3	50,076	6.5	0.9	3.1	14.7	45.7
2022E	2,982.2	448.0	295.0	6,657	-1.0	55,743	7.6	0.9	3.5	12.6	41.1
2023E	3,178.8	458.1	302.2	6,820	2.4	61,533	7.4	0.8	3.0	11.6	38.2
2024E	3,311.8	441.8	292.5	6,600	-3.2	67,104	7.7	0.8	2.7	10.3	35.6

표44 영원무역 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	619.6	568.2	9.0	751.5	-17.6	652.9	-5.1
영업이익	101.1	74.0	36.7	123.3	-18.0	86.4	17.1
순이익	59.1	49.3	19.9	71.5	-17.3	57.3	3.2
영업이익률(%)	16.3	13.0	3.3	16.4	-0.1	13.2	3.1

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

표45 영원무역 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	2,982.2	3,178.8	2,982.2	3,178.8	0.0	0.0	2,999.9	3,176.5
영업이익	448.0	458.1	461.1	472.0	-2.8	-2.9	442.2	462.3
순이익	295.0	302.2	304.6	311.4	-3.2	-3.0	297.0	313.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표46 영원무역 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	6,697	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	11	Eclat 12개월 선행 P/E에 50% 할인
적정주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	50,700	
상승여력 (%)	38.1	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표47 영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	568.2	677.7	795.2	751.5	619.6	675.1	905.8	781.8	2,792.5	2,982.2	3,178.8
OEM	257.1	333.3	513.3	470.1	357.5	381.2	566.2	456.0	1,573.7	1,760.9	1,884.2
브랜드	311.1	344.3	281.9	271.9	262.1	293.8	339.6	325.8	1,209.2	1,221.3	1,294.6
영업이익	74.0	104.9	140.3	123.3	101.1	112.0	137.1	97.8	442.5	448.0	458.1
영업이익률	13.0	15.5	17.6	16.4	16.3	16.6	15.1	12.5	15.8	15.0	14.4
OEM	36.7	75.6	122.5	84.9	72.5	78.8	112.5	74.8	169.5	338.6	336.4
브랜드 유통 및 기타	37.4	31.0	18.3	36.1	29.3	32.4	25.8	22.0	122.9	109.4	121.8
순이익	49.3	62.0	115.4	71.5	59.1	68.5	104.1	63.2	298.1	295.0	302.2
순이익률	8.7	9.1	14.5	9.5	9.5	10.2	11.5	8.1	10.7	9.9	9.5
(% YoY)											
매출액	7.4	24.2	-1.5	28.6	9.0	-0.4	13.9	4.0	13.2	6.8	6.6
OEM (원화)	-4.5	28.2	10.8	69.8	39.1	14.4	10.3	-3.0	24.0	11.9	7.0
OEM (달러)	2.4	39.5	13.7	60.2	30.3	8.2	8.3	-2.7	27.8	8.5	7.0
브랜드 유통 및 기타	19.7	20.6	-18.2	-11.5	-15.7	-14.7	20.5	19.8	1.0	1.0	6.0
영업이익	46.2	102.8	28.7	155.1	36.7	6.7	-2.2	-20.7	70.4	1.2	2.3
영업이익률	3.5	6.0	4.1	8.1	3.3	1.1	-2.5	-3.9	5.3	-0.8	-0.6
OEM	-3.8	118.1	76.5	211.4	97.5	4.3	-8.2	-11.9	0.0	99.8	-0.7
브랜드 유통 및 기타	190.6	53.5	-54.5	94.4	-21.6	4.3	41.0	-39.2	33.8	-10.9	11.3
순이익	16.3	112.3	59.8	1,721.6	19.9	10.6	-9.8	-11.5	101.9	-1.0	2.4

주: 순이익은 지배주주 귀속 순이익.

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 (111770)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,466.4	2,792.5	2,982.2	3,178.8	3,311.8
매출액증가율 (%)	3.3	13.2	6.8	6.6	4.2
매출원가	1,838.0	1,964.9	2,098.6	2,242.6	2,352.8
매출총이익	628.3	827.6	883.6	936.2	959.0
판매관리비	368.7	385.1	435.5	478.1	517.2
영업이익	259.7	442.5	448.0	458.1	441.8
영업이익률	10.5	15.8	15.0	14.4	13.3
금융손익	-10.3	-14.4	-15.1	-15.9	-16.7
중속/관계기업손익	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	-0.4	22.3	18.6	20.3	22.5
세전계속사업이익	249.4	451.3	452.3	463.4	448.4
법인세비용	67.0	117.0	121.5	124.4	120.4
당기순이익	182.4	334.3	330.8	338.9	328.0
지배주주지분 순이익	147.7	298.1	295.0	302.2	292.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,684.6	2,044.8	2,263.4	2,574.7	2,862.7
현금및현금성자산	664.9	641.8	756.3	972.2	1,187.0
매출채권	335.5	387.2	412.0	440.9	457.6
재고자산	497.9	644.0	689.1	727.0	767.0
비유동자산	1,353.7	1,502.9	1,575.5	1,592.7	1,607.4
유형자산	599.3	694.1	734.5	760.5	783.5
무형자산	160.0	168.2	158.5	149.5	141.1
투자자산	308.8	293.3	335.3	335.4	335.5
자산총계	3,038.3	3,547.6	3,838.9	4,167.3	4,470.0
유동부채	595.0	525.3	515.7	525.7	531.4
매입채무	178.4	245.6	265.3	278.6	292.5
단기차입금	217.6	101.6	83.6	68.6	53.6
유동성장기부채	19.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	449.3	588.2	602.0	627.2	641.7
사채	49.9	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	13.9	82.5	82.5	82.5	82.5
부채총계	1,044.3	1,113.4	1,117.8	1,152.9	1,173.1
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	61.3	169.2	169.2	169.2	169.2
이익잉여금	1,356.9	1,633.0	1,884.1	2,140.7	2,387.5
비지배주주지분	159.2	215.3	251.1	287.9	323.4
자본총계	1,994.0	2,434.2	2,721.2	3,014.5	3,296.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	346.1	287.4	352.9	393.0	384.9
당기순이익(손실)	182.4	334.3	330.8	338.9	328.0
유형자산상각비	78.4	79.2	69.6	74.0	77.0
무형자산상각비	5.5	7.4	9.7	9.0	8.4
운전자본의 증감	48.6	-173.4	-57.2	-28.9	-28.6
투자활동 현금흐름	7.3	-211.6	-169.6	-116.9	-109.8
유형자산의증가(CAPEX)	-90.0	-129.2	-110.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	236.8	16.3	-41.9	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	-128.7	-104.4	-68.7	-60.1	-60.3
차입금의 증감	-74.5	-29.3	-24.9	-14.5	-14.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	218.0	-23.1	114.5	216.0	214.8
기초현금	446.9	664.9	641.8	756.3	972.2
기말현금	664.9	641.8	756.3	972.2	1,187.0

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	55,660	63,020	67,301	71,737	74,739
EPS(지배주주)	3,332	6,727	6,657	6,820	6,600
CFPS	8,223	12,666	12,382	12,665	12,328
EBITDAPS	7,753	11,941	11,900	12,213	11,898
BPS	41,408	50,076	55,743	61,533	67,104
DPS	500	1,000	1,040	1,040	1,040
배당수익률(%)	1.6	2.3	2.0	2.0	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.5	6.5	7.7	7.5	7.8
PCR	3.9	3.4	4.1	4.0	4.2
PSR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EBITDA	343.5	529.1	527.3	541.2	527.2
EV/EBITDA	3.4	3.1	3.5	3.0	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	14.7	12.6	11.6	10.3
EBITDA 이익률	13.9	18.9	17.7	17.0	15.9
부채비율	52.4	45.7	41.1	38.2	35.6
금융비용부담률	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	15.3	20.6	17.1	18.4	18.5
매출채권회전율(x)	7.2	7.7	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율(x)	4.8	4.9	4.5	4.5	4.4

Industry Brief
2022. 4. 8

화승엔터프라이즈 241590

먹구름 걷힌다

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

- ✓ 1Q22E 매출액 3,204억원(+6%), 영업이익 102억원(-8%, OPM 3%)
- ✓ 매출: 반제품 호조로 기저 부담 상쇄(달러 매출 1Q22E -1% vs. 1Q21 +14%)
- ✓ 이익: 베트남 가동 저하 → 원가율 상승 → 감익(-8%) 불가피
- ✓ 아디다스 재고 1Q21 -3%, 2Q21 -18% → 화승 수주 2Q22E 성장 전환 예상
- ✓ 베트남 Full Capa 전환 & 의류 자회사 연결 & Valuation 매력 → 매수 추천

Buy

적정주가 (12개월) 21,000 원
현재주가 (4.7) 15,000 원
상승여력 40.0%

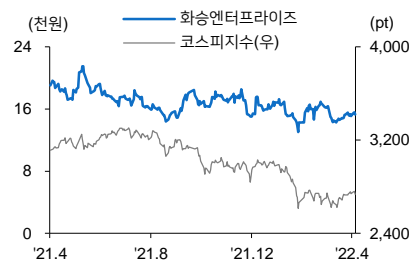
KOSPI	2,695.86pt
시가총액	9,087억원
발행주식수	6,058만주
유동주식비율	28.04%
외국인비중	3.44%
52주 최고/최저가	21,500원/13,050원
평균거래대금	25.5억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5 인	71.96
국민연금공단	9.99

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	-8.5	-23.1
상대주가	-1.3	0.4	-10.5

주가그래프



1Q22E 환 효과

화승엔터프라이즈는 2022년 1분기 매출액 3,204억원(+5.7% YoY; 이하 YoY), 영업이익 102억원(-7.9%, OPM 3.2%), 순이익 93억원(+11.2%; 1Q21 외환거래손 87억원 제거 추정)을 기록할 전망이다. 달러 강세로 아디다스 재고 조정과 베트남 가동을 저하를 방어하겠다.

[매출] 기저 부담 대비 견조하다(달러 매출: 1Q22E -1.0% vs. 1Q21 +14.2%). 반제품 및 모자 매출 증가를 반영했다. 아디다스의 재고 조정이 완료 수순에 진입, 2Q22E부터 완제품 수주 증가가 본격화될 것으로 본다(아디다스 재고자산: 1Q21 -2.7%, 2Q21 -18.0%, 3Q21 -22.7%, 4Q21 -15.1%). 2H22E 선박 적체 해소에 따라, 기생산 제품의 이연 인식 또한 기대 가능하다. 운동화의 경우 계절성이 없어, 재고자산 평가 손실 우려가 적기도 하다.

[이익] 베트남 가동 저하에 따른 원가율(+0.5%p) 상승으로, 감익(-7.9%)이 불가피하다. 완제품 가동률은 80% 수준으로 파악된다(vs. 1Q21 88.7%). OEM사는 고정비성 구조이다(평균 매출원가율 85~90%). 수주와 생산이 충분하지 못하면 원가 부담 가중으로 역레버리지가 발생하기 마련이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 21,000원(유지)

고객사 재고 비축 구간 진입에 카테고리 다각화 효과까지(의류 OEM사 연결 편입 예상), 성장할 일만 남았다. 아디다스의 전망이 밝기도 하다(2022E 매출액 가이드선스 +12%). 베트남 Full Capa 전환 효과는 분기가 거둬들수록 두드러지겠다(영업이익: 1Q22E -7.9%, 2Q22E +15.1%, 3Q22E 흑전, 4Q22E +2,394%). Valuation(12개월 선행 PER 10.8배) 부담 또한 덜었다. 매수 접근을 추천한다

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,115.8	62.5	40.1	662	-36.4	8,554	21.4	1.7	8.4	9.3	114.9
2021	1,138.6	7.1	-6.5	-108	-116.5	8,858	-156.6	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022E	1,368.3	88.3	79.6	1,315	-1,274.3	10,126	11.4	1.5	7.6	13.9	122.2
2023E	1,519.0	109.8	96.3	1,590	21.0	11,666	9.4	1.3	6.1	14.6	103.2
2024E	1,642.4	125.0	109.2	1,802	13.3	13,418	8.3	1.1	5.5	14.4	97.4

표48 화승엔터프라이즈 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	320.4	303.1	5.7	336.8	-4.9	338.9	-5.5
영업이익	10.2	11.1	-7.9	1.6	526.4	11.0	-7.2
순이익	9.3	4.4	111.2	-4.9	흑전	9.6	-3.4
영업이익률(%)	3.2	3.7	-0.5	0.5	2.7	3.2	-0.1

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

표49 화승엔터프라이즈 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,368.3	1,519.0	1,347.6	1,495.6	1.5	1.6	1,338.5	1,562.0
영업이익	88.3	109.8	90.9	110.2	-2.9	-0.3	79.8	106.8
순이익	79.6	96.3	79.4	95.4	0.3	1.0	59.5	81.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표50 화승엔터프라이즈 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	1,384	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	15	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	21,000	반내림
현재주가 (원)	15,000	
상승여력 (%)	40.0	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표51 화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	303.1	303.8	194.9	336.8	320.4	340.0	269.7	438.3	1,138.6	1,368.3	1,519.0
OEM	283.8	262.0	185.4	315.2	295.6	283.6	252.6	398.3	1,046.4	1,230.1	1,366.9
기타	19.3	41.8	9.5	21.6	24.8	56.4	17.0	40.0	92.1	138.2	152.0
영업이익	11.1	12.0	-17.6	1.6	10.2	13.8	23.6	40.6	7.1	88.3	109.8
영업이익률	3.7	4.0	-9.0	0.5	3.2	4.1	8.8	9.3	0.6	6.5	7.2
OEM	8.4	9.8	-15.7	1.1	7.3	10.9	21.7	35.2	3.6	75.0	94.5
브랜드 유통 및 기타	2.7	2.2	-2.0	0.6	2.9	2.9	1.9	5.4	3.5	13.2	15.3
순이익	4.4	9.7	-15.7	-4.9	9.3	10.8	18.2	41.4	-6.7	79.6	96.3
순이익률	1.4	3.2	-8.0	-1.5	2.9	3.2	6.7	9.5	-0.6	5.8	6.3
(% YoY)											
매출액	6.6	-0.8	-14.7	13.5	5.7	11.9	38.4	30.1	2.0	20.2	11.0
OEM	7.1	-13.1	-18.7	12.2	4.1	8.2	36.3	26.4	-2.7	17.6	11.1
브랜드 유통 및 기타	-0.3	747.1	2,137.6	35.7	28.5	35.0	80.0	85.0	126.8	50.0	10.0
영업이익	-38.9	2.8	적전	-93.1	-7.9	15.1	흑전	2,394.4	-88.6	1,143.4	24.4
영업이익률	-2.7	0.1	-13.0	-7.5	-0.5	0.1	17.8	8.8	-5.0	5.8	0.8
OEM	-49.2	-17.1	적전	-95.2	-13.5	11.1	흑전	3,230.3	-93.9	1,977.7	26.0
브랜드 유통 및 기타	71.6	흑전	-194.4	-0.7	10.1	32.5	흑전	8.5	12.8	279.7	15.3
순이익	흑전	-48.8	적전	적전	111.2	11.4	흑전	흑전	적전	흑전	21.0

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,115.8	1,138.6	1,368.3	1,519.0	1,642.4
매출액증가율 (%)	-7.1	2.0	20.2	11.0	8.1
매출원가	955.9	1,022.1	1,164.0	1,285.5	1,386.4
매출총이익	159.9	116.5	204.4	233.5	256.0
판매관리비	97.4	109.4	116.1	123.7	131.0
영업이익	62.5	7.1	88.3	109.8	125.0
영업이익률	5.6	0.6	6.5	7.2	7.6
금융손익	-13.3	-8.8	-7.4	-7.6	-7.8
종속/관계기업손익	0.3	-0.6	0.3	-0.6	0.3
기타영업외손익	-0.8	4.4	14.5	14.2	13.8
세전계속사업이익	48.7	2.2	95.8	115.9	131.3
법인세비용	7.2	9.0	15.3	18.5	21.0
당기순이익	41.5	-6.9	80.5	97.3	110.3
지배주주지분 순이익	40.1	-6.5	79.6	96.3	109.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	77.7	-8.3	126.8	156.1	101.5
당기순이익(손실)	41.5	-6.9	80.5	97.3	110.3
유형자산상각비	55.2	59.1	62.5	62.9	63.1
무형자산상각비	2.5	2.6	3.2	2.8	2.5
운전자본의 증감	-23.2	-66.9	-19.3	-6.9	-74.4
투자활동 현금흐름	-100.9	-119.8	-78.2	-66.7	-83.1
유형자산의증가(CAPEX)	-83.3	-94.7	-65.0	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-2.7	-1.4	-0.2	-1.9
재무활동 현금흐름	202.4	47.5	-28.5	-32.9	-31.4
차입금의 증감	35.8	116.9	-25.8	-29.9	-28.4
자본의 증가	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	174.4	-72.8	20.1	56.6	-13.0
기초현금	71.7	246.0	173.2	193.3	249.9
기말현금	246.0	173.2	193.3	249.9	236.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	633.0	697.6	762.1	835.4	1,003.5
현금및현금성자산	246.0	173.2	193.3	249.9	236.9
매출채권	112.8	122.8	130.2	134.0	175.5
재고자산	226.7	300.7	324.8	334.3	437.7
비유동자산	522.0	632.6	633.4	632.9	634.1
유형자산	410.7	497.4	499.9	502.0	503.9
무형자산	31.5	31.7	28.5	25.7	23.2
투자자산	7.1	9.2	10.6	10.8	12.7
자산총계	1,155.0	1,330.3	1,395.5	1,468.3	1,637.6
유동부채	560.5	695.4	683.3	664.1	721.5
매입채무	158.5	191.3	200.8	206.7	270.7
단기차입금	284.1	388.5	369.5	345.5	321.5
유동성장기부채	58.6	50.7	48.7	45.7	42.7
비유동부채	57.0	84.5	84.0	81.8	86.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.6	36.5	30.5	27.5	24.5
부채총계	617.5	779.8	767.4	745.9	807.9
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	165.7	165.7	165.7	165.7
기타포괄이익누계액	-19.3	9.7	9.7	9.7	9.7
이익잉여금	188.8	179.2	256.1	349.4	455.6
비지배주주지분	19.6	13.9	14.7	15.7	16.8
자본총계	537.5	550.4	628.1	722.4	829.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,431	18,801	22,587	25,074	27,110
EPS(지배주주)	662	-108	1,315	1,590	1,802
CFPS	1,860	1,086	2,796	3,114	3,352
EBITDAPS	1,985	1,136	2,541	2,897	3,147
BPS	8,554	8,858	10,126	11,666	13,418
DPS	45	45	50	50	50
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	-156.6	11.4	9.4	8.3
PCR	7.6	15.5	5.4	4.8	4.5
PSR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR	1.7	1.9	1.5	1.3	1.1
EBITDA	120.1	68.8	154.0	175.5	190.6
EV/EBITDA	8.4	19.4	7.6	6.1	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	-1.2	13.9	14.6	14.4
EBITDA 이익률	10.8	6.0	11.3	11.6	11.6
부채비율	114.9	141.7	122.2	103.2	97.4
금융비용부담률	1.2	0.9	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	4.8	0.7	9.1	12.0	14.6
매출채권회전율(x)	8.9	9.7	10.8	11.5	10.6
재고자산회전율(x)	5.0	4.3	4.4	4.6	4.3

Industry Brief
2022. 4. 8

▲ 화장품/섬유의복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.krRA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **46,000 원**
 현재주가 (4.7) **35,150 원**
 상승여력 **30.9%**

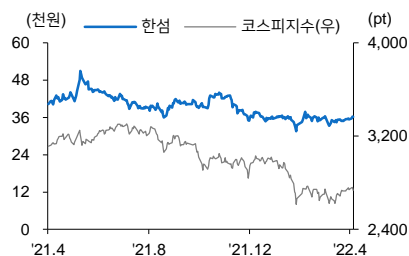
KOSPI	2,695.86pt
시가총액	8,657억원
발행주식수	2,463만주
유동주식비율	54.55%
외국인비중	28.41%
52주 최고/최저가	51,000원/31,550원
평균거래대금	25.5억원

주요주주(%)

현대홈쇼핑	34.64
국민연금공단	10.00
FIDELITY MANAGEMENT &	8.24

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	-10.7	-14.0
상대주가	2.6	-1.9	0.1

주가그래프



한섬 020000

오프라인 강세

- ✓ 1Q22E 매출액 3,743억원(+12%), 영업이익 520억원(+15%, OPM 14%)
- ✓ 오프라인: 의류 소매판매 강세 및 백화점 호조 → 매출 +11%, 영업이익 +13%
- ✓ 온라인: 브랜드력 + 마케팅 = 재구매율 상승 → 매출 +18%(매출 비중 21%)
- ✓ 2Q22E 역기저 진입 및 신사업 투자(영업이익: 2Q -9%, 3Q -13%, 4Q22E -16%)
- ✓ 사업 확장(화장품 제품 추가, 신규 골프의류 출시 등) 효과 확인 후 매수 추천

1Q22E 두 자릿수 성장

한섬은 2022년 1분기 매출액 3,743억원(+12.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 520억원(+14.9%, OPM 13.9%), 순이익 364억원(+11.5%)을 기록할 전망이다. 오프라인과 온라인 모두 약진하며, 영업 레버리지 효과가 뚜렷하겠다.

[오프라인] 매출액과 영업이익으로 각각 2,952억원(+10.9%), 322억원(+13.1%)을 추정한다. 의류 판매(소매판매: 전체 +7.0%, 의류 +11.8%) 강세가 계속되는 가운데, 백화점 성과(식품 +18.0%, 기성복 +8.2%) 또한 견조한 모습이다.

[온라인] 매출액 791억원(+18.0%, 매출 비중 21.1%)으로 고성장 기조를 이어갈 전망이다. 디지털 마케팅 및 SNS 연계를 통한 트래픽 확장과, 브랜드 경쟁력 기반의 재구매율 상승이 유기적으로 나타나는 모습이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 46,000원(유지)

2Q22E 역기저 터널이 진입한다. 보복성 소비가 사회성 소비로 이전, 준내구재 향 구매욕은 서비스업으로 이전될 개연성이 크다. 오프라인 약세를 점치는 배경이다(2Q~4Q22E 합산 오프라인 매출 -4.8%). 신규 화장품 사업 관련 투자 집행이 온라인 기여 확대에 따른 수수료 절감을 희석시키기도 한다(영업이익: 1Q +14.9%, 2Q -9.2%, 3Q -13.2%, 4Q22E -15.6%).

내수 기반 기성복 업체라는 타이틀이 문제다. 사업 저변 확장이 정량적으로 확인될 시, Valuation 확장이 가능하겠다. '오레라' 라인업 강화(저가 제품 추가), 수입 향수 편집숍 출점(4월 '리퀴드 퍼퓸바'), 화장품 원료사 현대바이오랜드와의 협업을 말한다. 2H22E 신규 골프의류 브랜드(라이선싱) 출시와 자사 온라인몰 'EQL'향 입점 브랜드 확충 및 '더한섬닷컴' 리뉴얼 또한 예정되어 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,195.9	102.1	85.1	3,455	-0.4	45,559	8.8	0.7	3.3	7.9	27.8
2021	1,387.4	152.2	114.6	4,651	31.4	50,255	7.7	0.7	2.9	9.7	25.5
2022E	1,447.1	144.5	102.0	4,143	-8.5	53,863	8.5	0.7	2.9	8.0	21.0
2023E	1,498.4	150.4	106.5	4,322	4.3	57,606	8.1	0.6	2.8	7.8	20.4
2024E	1,548.9	156.3	110.9	4,504	4.2	61,530	7.8	0.6	2.7	7.6	19.5

표52 한섬 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	374.3	333.3	12.3	445.0	-15.9	360.6	3.8
영업이익	52.0	45.2	14.9	51.7	0.5	49.3	5.4
순이익	36.4	32.6	11.5	38.5	-5.6	38.0	-4.2
영업이익률(%)	13.9	13.6	0.3	11.6	2.3	13.7	0.2

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

표53 한섬 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,447.1	1,498.4	1,383.5	1,433.7	4.6	4.5	1,458.4	1,528.3
영업이익	144.5	150.4	138.7	147.8	4.2	1.8	163.5	176.7
순이익	102.0	106.5	101.3	108.1	0.7	-1.5	126.6	137.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표54 한섬 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	4,188	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	11	신세계인터내셔널 2012년 평균 12개월 선행 PER 평균 적용
적정가치 (원)	46,000	
현재주가 (원)	35,150	반내림
상승여력 (%)	30.9	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표55 한섬 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	333.3	312.7	296.4	445.0	374.3	315.3	301.3	456.2	1,387.4	1,447.1	1,498.4
오프라인	266.3	250.6	226.1	359.5	295.2	240.8	215.5	339.4	1,102.5	1,091.0	1,092.4
온라인	67.0	62.0	70.3	85.5	79.1	74.4	85.8	116.8	284.9	356.1	405.9
영업이익	45.2	23.5	31.8	51.7	52.0	21.3	27.6	43.6	152.2	144.5	150.4
영업이익률	13.6	7.5	10.7	11.6	13.9	6.8	9.2	9.6	11.0	10.0	10.0
오프라인	28.5	9.8	14.9	31.2	32.2	4.9	7.0	15.6	84.4	59.0	57.0
온라인	16.8	13.6	16.9	20.5	19.8	16.4	20.6	28.0	67.8	85.5	93.4
순이익	32.6	19.0	24.4	38.5	36.4	16.2	19.1	30.4	114.6	102.0	106.5
순이익률	9.8	6.1	8.2	8.7	9.7	5.1	6.3	6.7	8.3	7.1	7.1
(% YoY)											
매출액	22.8	13.0	13.5	15.1	12.3	0.8	1.7	2.5	16.0	4.3	3.5
오프라인	21.1	11.0	7.0	12.5	10.9	-3.9	-4.7	-5.6	12.9	-1.0	0.1
온라인	30.0	22.0	41.0	27.6	18.0	20.0	22.0	36.6	29.9	25.0	14.0
영업이익	54.5	65.9	41.0	43.2	14.9	-9.2	-13.2	-15.6	49.1	-5.1	4.1
영업이익률	2.8	2.4	2.1	2.3	0.3	-0.7	-1.6	-2.1	2.4	-1.0	0.0
순이익	51.0	49.8	24.1	23.7	11.5	-14.8	-21.7	-21.2	34.6	-10.9	4.3

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

한섬 (020000)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,195.9	1,387.4	1,447.1	1,498.4	1,548.9
매출액증가율 (%)	-5.1	16.0	4.3	3.5	3.4
매출원가	490.2	554.2	586.7	607.9	629.4
매출총이익	705.7	833.2	860.4	890.5	919.5
판매관리비	603.7	681.0	715.9	740.1	763.2
영업이익	102.1	152.2	144.5	150.4	156.3
영업이익률	8.5	11.0	10.0	10.0	10.1
금융손익	1.7	5.1	3.5	3.6	3.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.4	-2.6	-5.7	-5.5	-5.3
세전계속사업이익	112.2	154.6	142.3	148.4	154.7
법인세비용	27.3	43.1	40.2	42.0	43.8
당기순이익	84.9	111.5	102.0	106.5	110.9
지배주주지분 순이익	85.1	114.6	102.0	106.5	110.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	819.7	881.8	937.5	1,032.6	1,118.8
현금및현금성자산	43.4	67.3	77.9	88.2	78.4
매출채권	60.2	73.4	77.8	84.1	90.8
재고자산	446.3	460.2	497.0	571.6	657.3
비유동자산	618.9	675.3	671.3	678.6	695.2
유형자산	324.4	366.7	372.2	380.3	386.7
무형자산	122.1	108.5	89.5	73.8	60.9
투자자산	60.0	82.4	92.0	106.9	129.9
자산총계	1,438.5	1,557.1	1,608.9	1,711.2	1,813.9
유동부채	230.9	246.3	208.5	215.6	219.6
매입채무	35.8	44.2	42.9	42.0	41.2
단기차입금	33.3	4.6	4.6	4.6	4.6
유동성장기부채	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
비유동부채	81.6	70.4	71.0	74.2	76.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	312.5	316.7	279.6	289.8	295.8
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	-12.7	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	1,024.3	1,128.7	1,217.6	1,309.8	1,406.4
비지배주주지분	3.9	2.6	2.6	2.6	2.6
자본총계	1,126.0	1,240.4	1,329.3	1,421.5	1,518.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	149.4	172.1	73.2	83.5	71.8
당기순이익(손실)	84.9	111.5	102.0	106.5	110.9
유형자산상각비	34.7	32.2	32.6	33.9	35.6
무형자산상각비	18.3	20.5	19.1	15.7	12.9
운전자본의 증감	6.6	-20.0	-80.5	-72.5	-87.6
투자활동 현금흐름	-147.8	-98.0	-49.5	-58.9	-67.2
유형자산의증가(CAPEX)	-17.1	-60.3	-38.0	-42.0	-42.0
투자자산의감소(증가)	-10.4	-22.4	-9.6	-14.9	-23.0
재무활동 현금흐름	5.4	-50.2	-13.2	-14.3	-14.3
차입금의 증감	24.8	-26.5	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.0	23.9	10.5	10.3	-9.7
기초현금	37.4	43.4	67.3	77.9	88.2
기말현금	43.4	67.3	77.9	88.2	78.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	48,555	56,330	58,754	60,836	62,887
EPS(지배주주)	3,455	4,651	4,143	4,322	4,504
CFPS	6,020	7,141	7,629	7,784	7,943
EBITDAPS	6,296	8,319	7,962	8,117	8,313
BPS	45,559	50,255	53,863	57,606	61,530
DPS	450	600	650	650	650
배당수익률(%)	1.5	1.7	1.8	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	7.7	8.5	8.1	7.8
PCR	5.0	5.0	4.6	4.5	4.4
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	155.1	204.9	196.1	199.9	204.7
EV/EBITDA	3.3	2.9	2.9	2.8	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	9.7	8.0	7.8	7.6
EBITDA 이익률	13.0	14.8	13.6	13.3	13.2
부채비율	27.8	25.5	21.0	20.4	19.5
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	112.6	246.4	429.7	447.2	464.8
매출채권회전율(x)	17.2	20.8	19.1	18.5	17.7
재고자산회전율(x)	2.7	3.1	3.0	2.8	2.5

Industry Brief
2022. 4. 8

힐라홀딩스 081660

역기저 부담

▲ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

- ✓ 1Q22E 매출액 1조 121억원(+2%), 영업이익 1,470억원(-20%, OPM 15%)
- ✓ 한국(매출 -17%/이익 -33%) 채널 조정, 미국(매출 +9%/이익 +5%) 원가 부담
- ✓ 중국(-2%) 기저 부담 및 판촉 증가, 로열티(+12%) 환 효과 및 이동 통제 완화
- ✓ 아쿠시네트: 역기저 구간(영업이익: 1Q22E -24% vs. 1Q21 +423%)
- ✓ 2H22E 수익성 개선 및 리브랜딩 효과 확인 후 매수 접근 추천

Buy

적정주가 (12개월) **43,000 원**
현재주가 (4.7) **31,500 원**
상승여력 **36.5%**

KOSPI	2,695.86pt
시가총액	19,137억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	76.36%
외국인비중	40.06%
52주 최고/최저가	59,300원/28,150원
평균거래대금	130.8억원

주요주주(%)	
피에몬테 외 3 인	22.56
국민연금공단	7.71
Templeton Asset Management, Ltd.	5.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	-21.9	-26.4
상대주가	-10.2	-14.3	-14.3

주가그래프



1Q22E 수익성 훼손

힐라홀딩스는 2022년 1분기 매출액 1조 121억원(+2.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,470억원(-19.9%, OPM 14.5%), 순이익 632억원(-25.6%)을 기록할 전망이다. 힐라 한국 법인 부진과 자회사 아쿠시네트 역기저 영향이 환 효과를 희석 시키겠다(매출액 힐라 -4.0%/아쿠 +5.8%, 영업이익 힐라 -9.0%/아쿠 -24.0).

[자체] 한국: 매출액과 영업이익으로 각각 1,025억원(-16.8%), 88억원(-32.5%)을 추산한다. 도매(쿠팡/홈쇼핑)에서 소매(직영점/자사몰)로의 채널 조정으로 매출이 크게 줄겠다. **미국:** 매출액 1,606억원(+9.0%, 달러 +2.0%), 영업이익 41억원(+4.8%, 달러 -1.8%)을 예상한다. 공급 차질에 따른 원가 부담을 감안했다.

[라이선싱] 중국: 예상 수익은 241억원(-1.8%; 자문수수료 및 지분법수익 합산)이다. 매출(1Q22E +4.0% vs. 1Q21 +69.1%) 기저 부담에 마케팅비 증가를 반영했다. **로열티:** 달러 강세와 이동 통제 완화를 감안, 로열티 수익은 171억원(+12.1%)에 달하겠다. **[아쿠시네트]** 1Q21 폭발적 성과에 따른 역기저 영향으로 감익이 불가피하다(영업이익: 1Q22E -24.0% vs. 1Q21 +422.9%).

투자이견 Buy(유지) 및 적정주가 43,000원(유지)

아쿠시네트 역기저 부담과 국내 사업 구조조정이 연결 실적 성장을 가로막고 있다. 2Q22E까지 유사 양상이 예상되는 바, 단기간 내 주가 상승 반전은 쉽지 않다. 단, 3Q22E부터는 기저 효과와 수익성 개선이 두드러질 전망이다(영업이익: 1Q -19.9%, 2Q -12.2%, 3Q +20.1%, 4Q +231.5%). 브랜드 인지도 제고 노력(콜라보레이션, 마케팅 강화, 제품 차별화 등) 또한 확인 가능하다. 저평가 매력 또한 부각된다(12개월 선행 PER: 연결 7.7배, 아쿠 제외 힐라 15.2배). 긴 호흡에서, 조정 시 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	3,128.8	341.1	139.0	2,286	-41.2	21,274	19.1	2.1	8.5	10.9	102.4
2021	3,794.0	492.9	235.2	3,872	71.0	26,517	9.3	1.4	5.0	16.2	85.9
2022E	3,930.1	515.7	245.6	4,043	5.2	29,571	7.8	1.1	4.3	14.4	73.5
2023E	4,085.9	546.1	262.2	4,316	6.3	32,846	7.3	1.0	3.8	13.8	64.4
2024E	4,226.7	569.2	275.6	4,537	4.6	36,277	6.9	0.9	3.4	13.1	57.0

표56 휠라홀딩스 1Q22E 실적 Preview

(십억원)	1Q22E	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,012.1	988.3	2.4	859.3	17.8	1,006.7	0.5
영업이익	147.0	183.6	-19.9	25.2	483.6	151.8	-3.2
순이익	63.2	85.0	-25.6	6.0	962.5	72.7	-13.1
영업이익률(%)	14.5	18.6	-4.0	2.9	11.6	15.1	-0.6

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표57 휠라홀딩스 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	3,930.1	4,085.9	3,825.9	3,998.4	2.7	2.2	3,892.4	4,055.4
영업이익	515.7	546.1	473.9	507.4	8.8	7.6	509.5	552.6
순이익	245.6	262.2	221.9	239.8	10.7	9.4	266.2	295.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표58 휠라홀딩스 적정주가 산정

(십억원, 배, 천주, %)	NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치 (A; FILA)	126	15	1,838	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 40% 할인 적용
지분가치 (B; Acushnet)			923	12개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 양도소득세율 25% 할인
순현금 (C)			-124	4Q21 말 기준
적정 시가총액 (D)			2,637	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			60,752	
적정주가 (원)		43,404	43,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			31,500	
상승여력 (%)			36.5	
12개월 선행 Implied PER (연결)			10.5	
12개월 선행 Implied PER (휠라, Acushnet 제외)			20.7	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표59 글로벌 스포츠의류 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
휠라홀딩스	1,914	3,930	4,086	516	546	246	262	7.8	7.3	1.1	1.0	14.4	13.8	4.3	3.8
Nike	258,582	57,458	64,178	8,513	10,627	7,356	9,015	36.2	29.0	14.5	12.5	42.6	44.8	27.2	22.2
Adidas	54,752	32,077	34,958	3,461	4,092	2,466	2,944	21.8	18.0	5.5	5.0	24.6	29.3	11.5	10.0
Anta Sports	40,094	14,434	15,515	1,914	2,146	1,530	1,706	17.8	15.7	6.5	6.0	-	39.2	13.9	12.7
Puma	15,710	9,122	10,479	2,013	2,372	1,439	1,703	39.3	33.3	13.3	10.4	38.0	36.4	23.4	20.1
Sketchers	7,730	11,335	13,564	2,598	3,224	1,783	2,232	22.7	18.2	5.8	4.8	27.7	28.7	13.0	10.8
평균(국내사 제외)								27.6	22.8	9.1	7.8	33.2	35.7	17.8	15.2

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표60 휠라홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	988.3	1,019.4	927.1	859.3	1,012.1	1,027.9	989.1	901.1	3,794.0	3,930.1	4,085.9
FILA - 한국	123.3	122.1	102.0	132.4	102.5	113.7	97.5	130.0	479.8	443.7	471.3
FILA - 미국	147.3	127.4	153.8	140.1	160.6	135.3	162.6	151.4	568.6	609.9	646.5
FILA - 로열티	15.3	17.2	16.2	16.9	17.1	18.6	17.4	18.5	65.6	71.6	75.2
FILA - 중국	12.9	14.8	11.3	20.3	13.4	15.2	12.7	22.6	59.2	64.0	67.2
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	684.3	711.5	664.8	549.9	2,457.6	2,610.6	2,688.9
매출총이익	498.5	522.4	453.2	406.1	497.9	524.8	488.4	450.2	1,880.3	1,961.3	2,043.3
매출총이익률	50.4	51.3	48.9	47.3	49.2	51.1	49.4	50.0	49.6	49.9	50.0
영업이익	183.6	173.8	110.3	25.2	147.0	152.6	132.5	83.5	492.9	515.7	546.1
영업이익률	18.6	17.0	11.9	2.9	14.5	14.8	13.4	9.3	13.0	13.1	13.4
FILA - 한국	13.1	13.0	8.5	12.4	8.8	9.2	5.7	4.4	46.9	28.1	32.1
FILA - 미국	4.0	1.4	11.7	-1.6	4.1	1.7	11.4	0.7	15.2	17.9	25.5
FILA - 로열티	15.3	17.2	16.2	16.9	17.1	18.6	17.4	18.5	65.6	71.6	75.2
FILA - 중국	12.9	14.8	11.3	20.3	13.4	15.2	12.7	22.6	59.2	64.0	67.2
아쿠시네트	133.9	122.4	60.8	-25.9	101.8	104.1	83.5	32.9	295.1	322.3	337.3
순이익	85.0	90.5	53.9	6.0	63.2	74.0	60.8	47.7	235.2	245.6	262.2
순이익률	8.6	8.9	5.8	0.7	6.2	7.2	6.1	5.3	6.2	6.3	6.4
중국 수익	24.5	29.8	18.1	35.3	24.1	29.3	21.2	39.3	107.8	113.9	119.0
자문수수료	12.9	14.8	11.3	20.3	13.4	15.2	12.7	22.6	59.2	64.0	67.2
지분법수익	11.7	15.0	6.9	15.0	10.7	14.1	8.4	16.6	48.6	49.9	51.8
지배순이익 내 중국 비중	28.9	32.9	33.7	593.6	38.1	39.7	34.8	82.4	45.8	46.4	45.4
(% YoY)											
매출액	25.1	63.1	1.1	7.9	2.4	0.8	6.7	4.9	21.3	3.6	4.0
FILA - 한국	1.7	-6.4	-8.2	11.6	-16.8	-6.9	-4.4	-1.8	-0.3	-7.5	6.2
FILA - 미국	16.3	83.1	-4.0	-8.7	9.0	6.2	5.7	8.1	11.5	7.3	6.0
FILA - 로열티	-18.9	42.4	-5.3	-9.7	12.1	8.0	7.0	9.4	-1.7	9.1	5.0
FILA - 중국	69.1	26.4	6.5	15.5	4.0	3.0	13.0	11.4	24.8	8.0	5.0
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	5.8	1.6	9.7	9.0	29.2	6.2	3.0
영업이익	173.4	245.6	-29.1	-63.0	-19.9	-12.2	20.1	231.5	44.5	4.6	5.9
FILA - 한국	-6.4	-20.8	-28.2	162.7	-32.5	-28.8	-33.2	-64.7	0.1	-40.1	14.3
FILA - 미국	-49.0	흑전	9.7	31.2	4.8	20.4	-2.9	흑전	53.4	18.1	42.1
FILA - 로열티	-18.9	42.4	-5.3	-9.7	12.1	8.0	7.0	9.4	-1.7	9.1	5.0
FILA - 중국	69.1	26.4	6.5	15.5	4.0	3.0	13.0	11.4	24.8	8.0	5.0
아쿠시네트	422.9	754.9	-40.0	적전	-24.0	-14.9	37.5	흑전	71.2	9.2	4.7
순이익	152.9	126.6	-9.6	0.8	-25.6	-18.2	12.9	701.0	69.2	4.4	6.8

자료: 휠라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,128.8	3,794.0	3,930.1	4,085.9	4,226.7
매출액증가율 (%)	-9.3	21.3	3.6	4.0	3.4
매출원가	1,584.2	1,913.7	1,968.8	2,042.6	2,111.4
매출총이익	1,544.6	1,880.3	1,961.3	2,043.3	2,115.3
판매관리비	1,203.6	1,387.4	1,445.6	1,497.2	1,546.1
영업이익	341.1	492.9	515.7	546.1	569.2
영업이익률	10.9	13.0	13.1	13.4	13.5
금융손익	-29.8	-28.9	-26.0	-24.4	-22.7
중속/관계기업손익	42.6	48.6	49.9	51.8	53.4
기타영업외손익	-14.0	0.3	-0.0	-0.2	-0.4
세전계속사업이익	339.9	512.8	539.5	573.3	599.5
법인세비용	142.2	175.0	184.1	195.6	204.6
당기순이익	197.7	337.8	355.4	377.7	394.9
지배주주지분 순이익	139.0	235.2	245.6	262.2	275.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,686.1	2,041.1	2,305.1	2,624.3	2,954.0
현금및현금성자산	470.7	699.2	870.0	1,118.1	1,372.8
매출채권	502.9	456.0	483.3	502.7	522.8
재고자산	615.6	757.8	818.4	867.5	919.6
비유동자산	2,072.4	2,247.7	2,209.7	2,170.2	2,138.3
유형자산	405.2	418.2	381.8	351.1	326.9
무형자산	1,450.8	1,552.8	1,538.4	1,524.2	1,510.2
투자자산	123.2	169.0	181.8	187.2	193.6
자산총계	3,758.4	4,288.9	4,514.8	4,794.5	5,092.3
유동부채	995.5	1,051.4	1,004.1	995.6	989.5
매입채무	202.4	295.4	310.2	316.4	322.7
단기차입금	333.9	265.1	235.1	207.1	179.1
유동성장기부채	22.1	20.8	20.8	20.8	20.8
비유동부채	905.7	931.0	908.9	882.7	858.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	507.1	421.1	381.1	341.1	301.1
부채총계	1,901.1	1,982.4	1,913.0	1,878.2	1,848.3
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	107.2	108.1	108.1	108.1	108.1
기타포괄이익누계액	-26.3	65.2	65.2	65.2	65.2
이익잉여금	1,179.3	1,406.0	1,591.5	1,790.5	1,999.0
비지배주주지분	564.9	695.5	805.3	920.8	1,040.1
자본총계	1,857.3	2,306.5	2,601.8	2,916.2	3,244.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	445.0	524.6	352.0	417.1	428.7
당기순이익(손실)	197.7	337.8	355.4	377.7	394.9
유형자산상각비	73.0	72.2	71.4	63.7	57.2
무형자산상각비	27.5	27.0	14.4	14.2	14.0
운전자본의 증감	102.3	3.5	-89.3	-38.4	-37.5
투자활동 현금흐름	-55.2	-39.6	-48.5	-38.8	-39.8
유형자산의증가(CAPEX)	-39.3	-50.2	-35.0	-33.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	21.7	2.7	-12.7	-5.4	-6.4
재무활동 현금흐름	-134.5	-297.2	-132.7	-130.3	-134.1
차입금의 증감	-57.5	-180.2	-72.6	-67.1	-66.9
자본의 증가	7.2	0.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	238.6	228.6	170.8	248.0	254.8
기초현금	232.0	470.7	699.2	870.0	1,118.1
기말현금	470.7	699.2	870.0	1,118.1	1,372.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	51,452	62,450	64,691	67,255	69,573
EPS(지배주주)	2,286	3,872	4,043	4,316	4,537
CFPS	5,586	7,628	10,527	10,909	11,188
EBITDAPS	7,261	9,746	9,900	10,270	10,541
BPS	21,274	26,517	29,571	32,846	36,277
DPS	185	1,000	1,052	1,118	1,169
배당수익률(%)	0.4	2.8	3.3	3.5	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	9.3	7.8	7.3	6.9
PCR	7.8	4.7	3.0	2.9	2.8
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	2.1	1.4	1.1	1.0	0.9
EBITDA	441.5	592.1	601.5	623.9	640.4
EV/EBITDA	8.5	5.0	4.3	3.8	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	16.2	14.4	13.8	13.1
EBITDA 이익률	14.1	15.6	15.3	15.3	15.2
부채비율	102.4	85.9	73.5	64.4	57.0
금융비용부담률	1.2	0.6	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	9.4	21.4	29.1	33.6	38.4
매출채권회전율(x)	6.2	7.9	8.4	8.3	8.2
재고자산회전율(x)	4.6	5.5	5.0	4.8	4.7

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

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)	
2019.12.31				Univ Out			
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	-24.8	-20.9	
2021.11.16	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-19.5	-18.8	
2021.11.18	산업분석	Buy	49,000	하누리	-17.8	-15.1	
2022.01.12	기업브리프	Buy	47,000	하누리	-18.6	-6.6	
2022.02.22	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-19.3	-12.4	
2022.04.08	산업브리프	Buy	58,000	하누리	-	-	

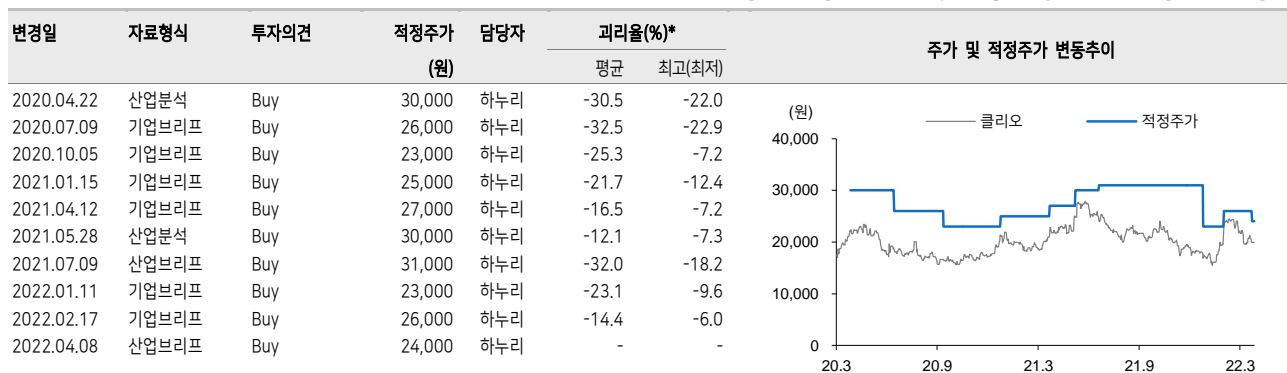
신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.13	산업분석	Buy	280,000	양지혜	-24.2	-17.7	
2019.12.31				Univ Out			
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-26.4	-20.0	
2021.01.13	기업브리프	Buy	220,000	하누리	-19.8	-14.3	
2021.02.09	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-17.3	-11.7	
2021.04.09	기업브리프	Buy	260,000	하누리	-21.2	-11.0	
2021.05.13	기업브리프	Buy	280,000	하누리	-27.5	-15.7	
2021.10.12	산업브리프	Buy	250,000	하누리	-32.2	-29.6	
2021.11.10	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-38.5	-34.4	
2022.01.11	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-20.1	-5.6	
2022.04.08	산업브리프	Buy	200,000	하누리	-	-	

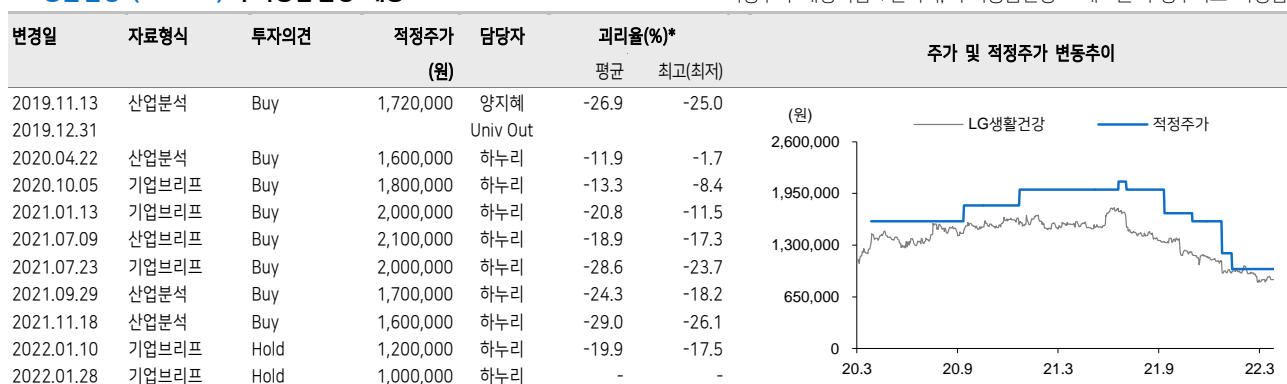
클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



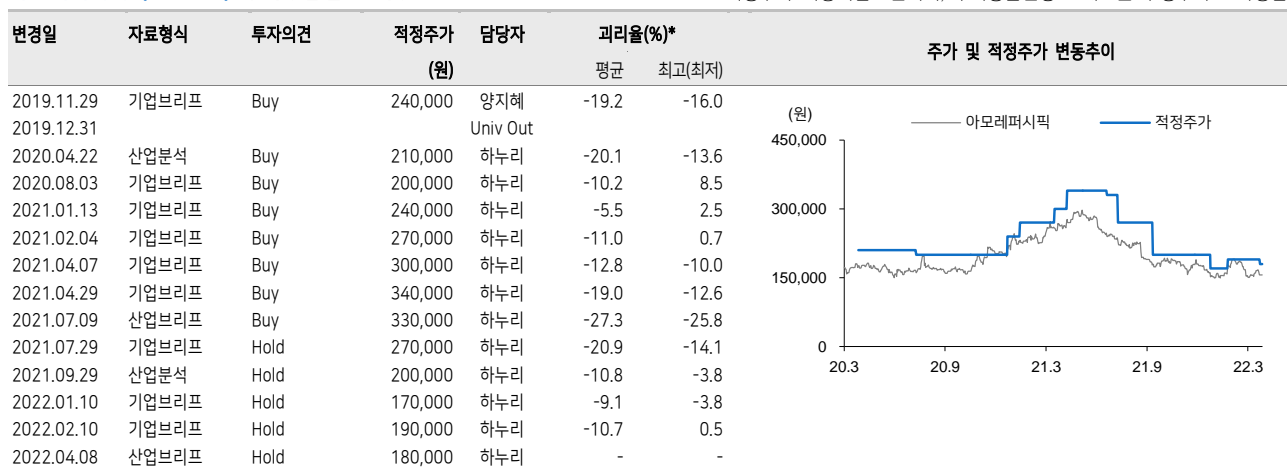
LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.16	산업분석	Hold	78,419	양지혜	-2.8	8.8	
2019.12.31				Univ Out			
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	-22.4	-13.7	
2021.05.28	산업분석	Buy	160,000	하누리	-18.6	-15.0	
2021.07.09	산업브리프	Buy	180,000	하누리	-28.0	-22.2	
2021.08.12	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-32.5	-28.4	
2021.11.11	기업브리프	Buy	170,000	하누리	-43.5	-37.4	
2022.01.11	기업브리프	Buy	120,000	하누리	-32.9	-25.0	
2022.03.08	기업브리프	Buy	110,000	하누리	-25.5	-20.2	
2022.04.08	산업브리프	Buy	100,000	하누리	-	-	

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.06.28				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Hold	11,000	하누리	6.5	20.5	
2020.05.25	산업분석	Hold	12,000	하누리	-3.1	19.6	
2020.08.18	기업분석	Buy	22,000	하누리	-24.4	-13.2	
2020.10.08	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-27.1	-10.8	
2021.04.13	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-16.5	-1.6	
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-28.7	-17.0	
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-26.0	-21.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	35,000	하누리	-36.8	-26.9	
2022.01.13	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-34.5	-26.7	
2022.03.15	산업분석	Buy	40,000	하누리	-34.8	-26.3	
2022.04.08	산업브리프	Buy	42,000	하누리	-	-	

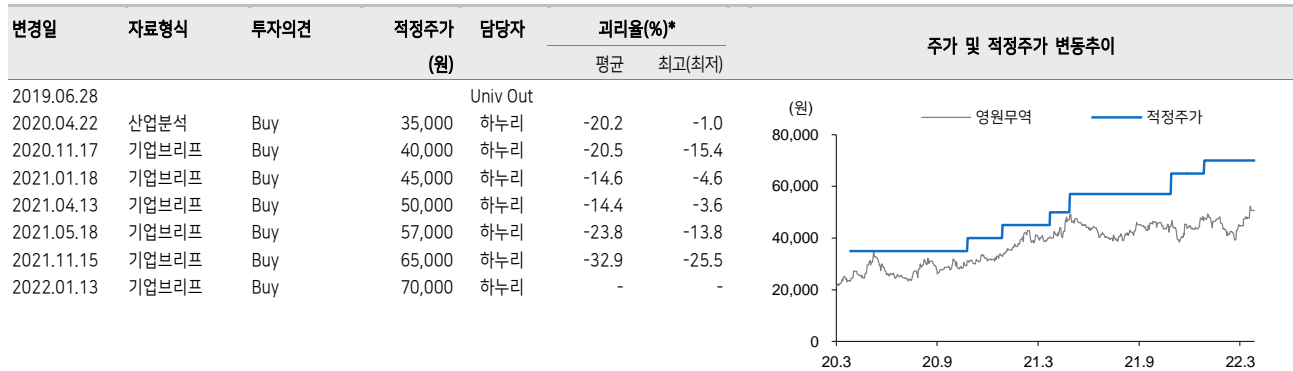
F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 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	-13.6	-11.2	
2021.10.28	산업분석	Buy	1,100,000	하누리	-20.2	-18.9	
2021.11.05	기업브리프	Buy	1,250,000	하누리	-29.2	-21.7	
2022.02.16	기업브리프	Buy	1,400,000	하누리	-43.9	-36.4	
2022.04.08	산업브리프	Buy	1,200,000	하누리	-	-	

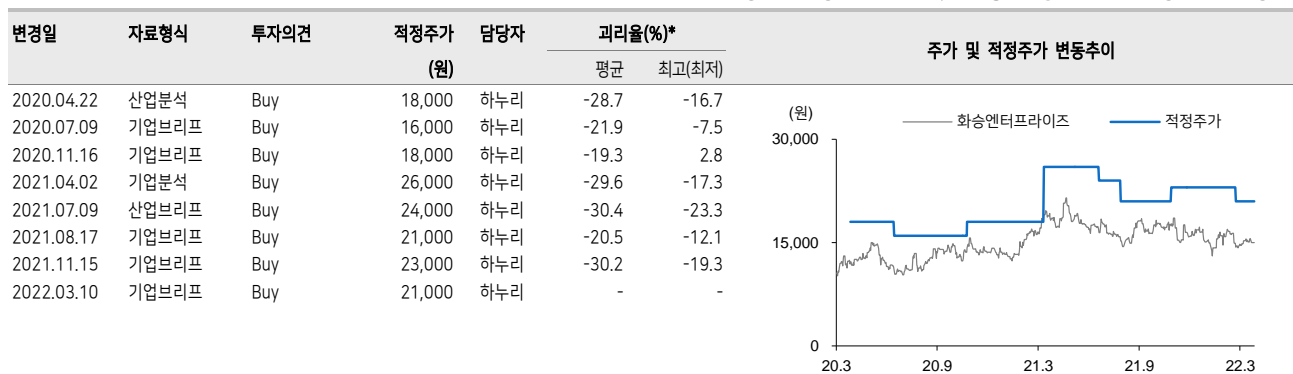
영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



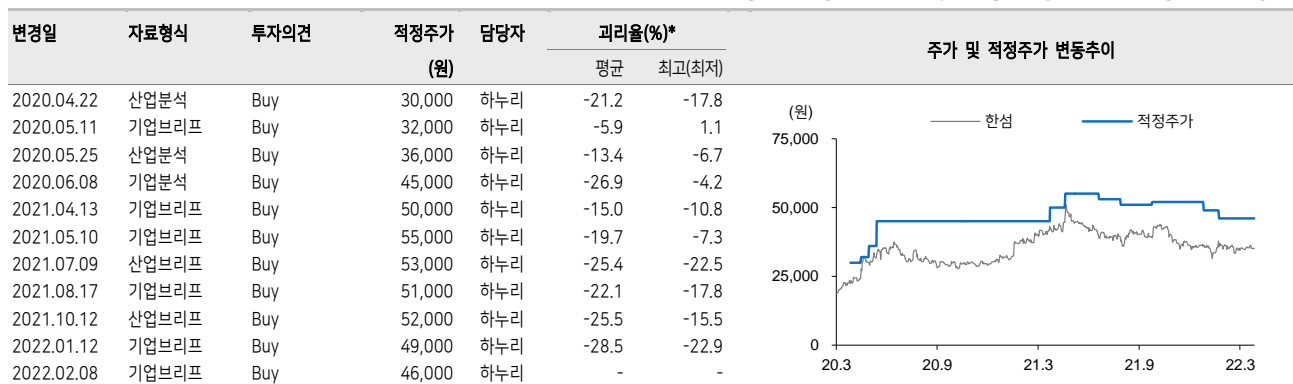
화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한섬 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



힐라홀딩스 (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	-33.2	-28.9	
2021.11.15	기업브리프	Buy	53,000	하누리	-32.4	-28.3	
2022.01.12	기업브리프	Buy	48,000	하누리	-34.5	-29.9	
2022.02.15	기업브리프	Buy	43,000	하누리	-	-	