

2023년 전망 시리즈

14

화장품/의류

위기와 기회 사이

2023년 전망 시리즈 **14**

위기와 기회 사이

화장품

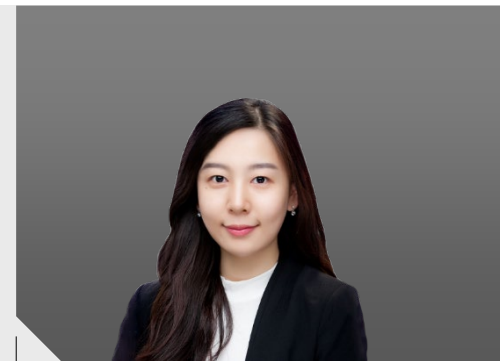
Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	160,000원
관심 종목	투자판단	적정주가
LG생활건강 (051900)	Buy	800,000원
아모레G (002790)	Buy	37,000원
한국콜마 (161890)	Buy	48,000원
코스맥스 (192820)	Buy	70,000원
클리오 (237880)	Buy	18,000원
신세계인터내셔널 (031430)	Buy	34,000원

의류

Overweight

Top Pick	투자판단	적정주가
F&F (383220)	Buy	250,000원
관심 종목	투자판단	적정주가
힐라홀딩스 (081660)	Buy	41,000원
한세실업 (105630)	Buy	23,000원
영원무역 (111770)	Buy	70,000원
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	13,000원
한섬 (020000)	Buy	34,000원



화장품/의류

Analyst **하누리**

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

Contents

Part I	[투자] 선호도 제시	07
Part II	[주가] 매력도 점검	11
Part III	[실적] 성장성 점검	21
Part IV	[재무] 건전성 점검	29

기업분석	화장품	37
	아모레퍼시픽 (090430)	38
	LG생활건강 (051900)	42
	아모레G (002790)	46
	한국콜마 (161890)	50
	코스맥스 (192820)	54
	클리오 (237880)	58
	신세계인터내셔널 (031430)	63

기업분석	의류	67
	F&F (383220)	68
	휠라홀딩스 (081660)	72
	한세실업 (105630)	76
	영원무역 (111770)	80
	화승엔터프라이즈 (241590)	84
	한섬 (020000)	88

Summary	위기와 기회 사이	Overweight
<p>[투자] 선호도 제시 자유소비재 Overweight 최선호주: 화장품 아모레퍼시픽, 의류 F&F</p>	<p>I</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 자유소비재 Overweight 의견 제시, 집중형 포트폴리오 구성 및 권역별 비중 변화 통해 수익 창출 극대화 ▪ 투자 방향: 중국 (4Q22~1Q23) → 미국 (2Q23~3Q23) → 한국 (3Q23~4Q23) ▪ 주가 낙폭, 실적 성장, 재무 체력 감안 최선호주로 화장품 아모레퍼시픽, 의류 F&F 선정 ▪ 업종 내 공매도 및 외인 이탈 집중 종목으로써, 반대 매수 유입 또한 기대 가능 	
<p>[주거] 매력도 점검 기술적 반등 & 순환매 유입 & 모멘텀 강화</p>	<p>II</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ ① 기술적 반등: 역사적 최저 Valuation = 경기 위축 및 브랜드력 약화 우려 반영 완료 ▪ [화장품] 최고평가 2015년 대비 시가총액 54% vs. 순이익 125% → 중국 프리미엄 제거 감안해도 과매도 ▪ [의류] 최고평가 2015년 대비 시가총액 130% vs. 순이익 719% → 이익 체력 강화 미반영 저평가 ▪ ② 순환매 유입: 성장성 감안 화장품향 순환매성 매수 유입 기대, 의류의 경우 저평가 매력 부각 ▪ ③ 모멘텀 강화: 중국발 Upside risk 확대 (11월 광군제, 12월 경제공작회의, 3월 양회, 코로나 방역 완화 등) 	
<p>[실적] 성장성 점검 중국 > 한국 > 미국</p>	<p>III</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 국가별 코로나 대응 상이, ① 이동 제한, ② 제재 해제, ③ 이연 소비, ④ 시장 호황, ⑤ 피크 아웃 5단계로 구성 ▪ [중국] 2023E 소매판매 +7%, ② ‘제재 해제’ 구간 진입 기대 ** 기저 효과 (2022E 화장품 +2%, 의류 Flat → 2023E 화장품 +7%, 의류 +8%), 통제 완화, 부양 정책 기반 회복 기대 ▪ [한국] 2023E 소매판매 +5%, ⑤ ‘피크 아웃’ 구간 진입 시작 ** 기저 부담 (2022E 화장품 +7%, 의류 +9% → 2023E 화장품 +4%, 의류 +4%), 리오프닝 및 환율 효과 제거, 긴축 정책 ▪ [미국] 2023E 판매 +1% vs. 재고 +6%, ⑤ ‘피크 아웃’ 구간 진입 완료 ** 소비력 약화 심화 감안 단기간 내 판매 강세 전환 어려울 전망, 3Q22E Re-stocking 확인 필요 	
<p>[재무] 건전성 점검 상환 능력 & 매출채권 회수 & 재고자산 회전</p>	<p>IV</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 금리 인상으로 신용 위험 상승 → ① 부채 상환 능력, ② 매출채권 회수 정도, ③ 재고자산 회전 주기 확인 ▪ 차입 규모: 아모레퍼시픽, 한섬, 영원, 클리오 무차입 경영. 이행 능력: F&F, LG생활건강, 영원 이자 지급 능력 최우수 ▪ 회수 부담: 수주 산업 특성상 OEM > 브랜드. 회전 정도: F&F 및 클리오 현금 회수 능력 최우수 ▪ 재고 회전: F&F 및 클리오 재고자산 회전을 추세적 상승 실현 vs. LG생건/아모레P 재고자산 증가 및 회전을 하락 동반 	

2023년 전망 시리즈 **14**
화장품/의류

화장품 기업분석

종목	투자판단	적정주가
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	160,000원
LG생활건강 (051900)	Buy	800,000원
아모레G (002790)	Buy	37,000원
한국콜마 (161890)	Buy	48,000원
코스맥스 (192820)	Buy	70,000원
클리오 (237880)	Buy	18,000원
신세계인터내셔널 (031430)	Buy	34,000원

Buy

적정주가(12개월) 160,000원

현재주가 (11월 8일) 112,000원

상승여력 42.9%

KOSPI 2,399.04pt

시가총액 65,512억원

발행주식수 5,849만주

유동주식비율 49.70%

외국인비중 24.30%

52주 최고/최저가 191,000원/89,700원

평균거래대금 306.0억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 9인 50.21

국민연금공단 6.38

주가상승률(%)

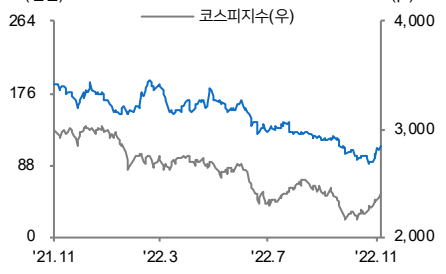
절대주가 상대주가

1개월 6.2 -1.2

6개월 -32.7 -25.9

12개월 -39.9 -25.9

주가그래프



구조적 마진 확장 본격화

- **[실적]** 제품 (고가품 기여 확대) · 채널 (전통 유통점 축소) · 전략 (비용 집행 효율화) 기반 수익성 개선 기대
 ** 2023E 매출 비중: 중국 설화수 51% (+8%p), 중국 현지 20% (-2%p) & 국내 면세 19% (+2%p)
 ** 2023E 영업이익 증감: 중국 효율화 +870억원 (프리미엄 적자 축소 700억), 광고비/인건비 축소 +150억원
- **[모멘텀]** 중국 시장 회복 및 내수 진작 정책, 국제 관광 증가, 중국 하이난 면세 확장 (CIT MOU)
 ** 중국 화장품 소매판매: 2022E +2% → 2023E +7%, 2023E 해외 면세 매출 비중: 아모레 13% vs. LG생건 5%

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 1조 1,187억원 (-16%), 영업이익 551억원 (+116%, OPM 5%)**
- **2023E: 매출액 4조 4,307억원 (+6%), 영업이익 3,509억원 (+65%, OPM 8%)**
- **[국내]** 화장품 전통 채널 축소 및 면세 의존도 약화, 생활용품 프리미엄화 효과 → 매출 +8%, 영업이익 +8%
- **[해외]** 중국 수익성 강화 (설화수 +13%), 서구권 등 기타 지역 저변 확장 → 매출 +4%, 영업이익 +773%

투자의견 Buy 및 적정주가 160,000원, 최선호주의견 제시

- 실적 고성장에 (EPSG +64%) 모멘텀 강화 요인 상존, 업종 내 최선호주의견 제시
- Valuation 하단 밴드 이탈, 반대 매수 유인 (3개월 누적 공매도 3,890억) → 상승 정도 가장 강할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	1,174.2	68,950	53.3	2.4	13.9	4.2	28.9
2022E	4,165.8	212.4	179.7	2,910	-8.6	70,618	38.5	1.6	7.3	3.7	26.6
2023E	4,430.7	350.9	292.2	4,727	64.9	73,953	23.7	1.5	8.7	5.9	26.8
2024E	4,688.2	390.2	318.1	5,146	8.9	77,082	21.8	1.5	8.0	6.1	26.4

아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,324.7	1,165.0	945.7	936.4	1,118.7	4,863.1	4,165.8	4,430.7
국내	813.5	741.8	721.5	798.9	732.8	627.8	587.1	622.7	3,075.7	2,570.4	2,766.0
화장품	679.8	626.3	597.5	689.7	606.9	531.5	488.8	524.4	2,593.3	2,151.6	2,351.5
생활용품	133.7	115.5	124.0	109.3	125.9	96.3	98.3	98.3	482.5	418.8	414.6
해외	447.4	445.2	384.1	525.6	419.9	297.2	334.8	478.6	1,802.3	1,530.5	1,596.0
아시아 - 중국	324.7	300.7	246.8	352.7	292.9	112.0	139.5	250.1	1,183.0	793.8	781.6
아시아 - 중국 외	95.6	117.9	105.6	137.3	86.7	143.5	134.7	176.5	498.4	542.1	576.2
북미	21.4	21.6	26.7	29.2	34.8	36.0	52.5	44.7	98.9	168.0	208.9
유럽	5.6	5.0	5.1	6.4	5.5	5.7	8.1	7.3	22.1	26.6	29.3
영업이익	176.2	91.2	50.3	25.6	158.0	-19.5	18.8	55.1	343.4	212.4	350.9
영업이익률	<i>14.1</i>	<i>7.8</i>	<i>4.5</i>	<i>1.9</i>	<i>13.6</i>	<i>-2.1</i>	<i>2.0</i>	<i>4.9</i>	<i>7.1</i>	<i>5.1</i>	<i>7.9</i>
국내	125.3	82.1	58.7	34.0	112.0	36.7	29.4	25.9	300.1	204.0	219.4
화장품	116.4	84.4	57.2	41.8	104.2	40.1	28.6	31.9	299.8	204.8	214.8
생활용품	8.9	-2.3	1.4	-7.8	7.8	-3.4	0.8	-6.0	0.2	-0.8	4.6
해외	52.3	9.4	8.5	-18.4	42.1	-42.5	-9.2	24.3	51.8	14.7	128.7
아시아 - 중국	43.9	8.4	6.9	-20.5	26.4	-42.8	-17.7	11.7	39.6	-21.0	66.0
아시아 - 중국 외	6.6	-0.9	-0.6	-0.6	7.8	-3.7	-3.4	4.0	3.6	3.3	18.2
북미	1.5	1.6	1.7	2.2	7.5	3.6	11.0	7.8	7.0	30.0	41.5
유럽	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.9	0.8	1.6	2.5	3.0
순이익	135.2	61.1	39.9	-42.5	117.4	-30.8	24.2	67.9	193.7	178.7	292.2
순이익률	<i>10.8</i>	<i>5.2</i>	<i>3.6</i>	<i>-3.2</i>	<i>10.1</i>	<i>-3.3</i>	<i>2.6</i>	<i>6.1</i>	<i>4.0</i>	<i>4.3</i>	<i>6.6</i>
(% YoY)											
매출액	10.8	11.5	1.9	14.5	-7.0	-19.6	-15.6	-15.6	9.7	-14.3	6.4
국내	6.9	13.0	7.3	29.6	-9.9	-15.4	-18.6	-22.0	13.6	-16.4	7.6
화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	-10.7	-15.1	-18.2	-24.0	17.3	-17.0	9.3
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-5.8	-16.6	-20.7	-10.0	-2.8	-13.2	-1.0
해외	19.7	9.8	-9.2	-3.2	-6.1	-33.2	-12.8	-8.9	3.3	-15.1	4.3
아시아 - 중국	35.1	6.3	-8.2	-10.1	-9.8	-62.7	-40.0	-23.4	1.1	-32.9	-1.5
아시아 - 중국 외	-9.1	11.8	-15.8	6.3	-9.4	21.3	12.5	8.0	3.8	8.8	6.3
북미	-7.1	55.6	11.7	83.8	62.6	66.7	96.6	52.9	28.9	69.8	24.4
유럽	4.3	64.5	1.2	15.5	-2.3	14.0	58.8	14.6	16.4	20.3	9.9
영업이익	189.2	158.9	-10.2	흑전	-10.4	적전	-62.7	115.6	140.1	-38.2	65.3
영업이익률	<i>8.7</i>	<i>4.4</i>	<i>-0.6</i>	<i>2.7</i>	<i>-0.5</i>	<i>-9.8</i>	<i>-2.5</i>	<i>3.0</i>	<i>3.8</i>	<i>-2.0</i>	<i>2.8</i>
국내	44.7	62.3	62.9	흑전	-10.6	-55.3	-49.9	-23.8	156.0	-32.0	7.6
화장품	60.8	86.7	124.5	흑전	-10.5	-52.5	-50.0	-23.6	166.3	-31.7	4.9
생활용품	-37.3	적전	-86.5	69.4	-12.4	적지	-43.7	적지	-95.2	적전	흑전
해외	흑전	흑전	-56.7	적전	-19.5	적전	적전	흑전	258.5	-71.5	773.4
아시아 - 중국	흑전	2,875.1	-48.6	-146.5	-39.8	적전	적전	흑전	3.5	적전	흑전
아시아 - 중국 외	흑전	-94.6	적전	적전	18.0	적지	적지	흑전	흑전	-7.2	450.2
북미	흑전	흑전	-51.4	30.2	398.5	132.0	530.3	254.7	흑전	326.7	38.5
유럽	흑전	흑전	2.0	15.5	36.8	23.5	118.4	40.0	흑전	56.7	22.9
순이익	88.6	454.7	314.4	25.7	-13.2	적전	-39.3	흑전	451.3	-7.7	63.5

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

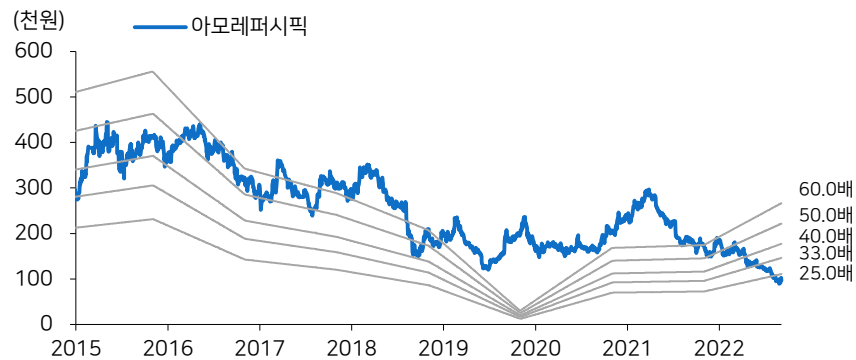
적정주가: 아모레퍼시픽

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
영업가치	426	12개월 선행 NOPLAT 기준
Target PER(배)	22	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 35% 할인
적정 시가총액	9,441	
주식 수	58,390	유통 주식 수
적정주가 (원)	160,000	

주: 화장품 Peer는 로레알, 에스티로더, 시세이도, 상하이자화, 프루야 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430)

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,432.2	4,863.1	4,165.8	4,430.7	4,688.2
매출액증가율 (%)	-20.6	9.7	-14.3	6.4	5.8
매출원가	1,265.4	1,362.6	1,348.0	1,333.7	1,403.2
매출총이익	3,166.8	3,500.5	2,817.9	3,096.9	3,284.9
판매관리비	3,023.8	3,157.1	2,605.5	2,746.0	2,894.7
영업이익	143.0	343.4	212.4	350.9	390.2
영업이익률	3.2	7.1	5.1	7.9	8.3
금융손익	-5.2	-0.9	-10.4	-2.4	-2.7
종속/관계기업손익	0.7	0.9	5.6	5.6	5.6
기타영업외손익	-113.2	-45.5	62.9	54.9	52.1
세전계속사업이익	25.3	297.9	270.5	408.9	445.2
법인세비용	3.4	117.0	105.0	136.1	148.2
당기순이익	21.9	180.9	165.4	272.8	297.0
지배주주지분 손이익	35.1	193.7	179.7	292.2	318.1

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,825.7	2,018.5	2,385.1	2,749.2	3,051.9
현금및현금성자산	793.7	537.7	936.1	1,250.3	1,505.7
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	3,745.9	3,660.3	3,583.7
유형자산	2,566.3	2,541.4	2,222.4	2,112.2	2,022.2
무형자산	208.8	201.7	218.1	218.1	218.1
투자자산	92.9	411.5	388.6	413.2	426.6
자산총계	5,701.9	6,116.7	6,131.0	6,409.4	6,635.5
유동부채	966.0	1,157.5	1,113.2	1,171.4	1,197.4
매입채무	117.6	123.4	130.8	137.4	144.2
단기차입금	154.2	199.1	206.8	186.8	166.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	271.6	214.9	174.0	183.3	188.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,237.5	1,372.4	1,287.3	1,354.7	1,385.8
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	795.8	796.0	796.0	796.0
기타포괄이익누계액	-20.3	11.9	19.1	19.1	19.1
이익잉여금	3,847.8	3,937.8	4,046.2	4,276.5	4,492.6
비지배주주지분	-3.5	-16.7	-32.5	-51.8	-72.9
자본총계	4,464.4	4,744.3	4,843.7	5,054.7	5,249.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	554.4	691.4	650.3	637.3	609.3
당기순이익(손실)	21.9	180.9	165.4	272.8	297.0
유형자산상각비	458.5	361.9	598.6	288.2	268.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	39.8	-94.5	-168.9	34.6	4.3
투자활동 현금흐름	-206.4	-708.4	-115.7	-206.9	-195.9
유형자산의증가(CAPEX)	-183.0	-91.2	-219.8	-178.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	-44.5	-318.6	22.9	-24.6	-13.4
재무활동 현금흐름	-216.0	-226.0	-140.6	-116.2	-158.0
차입금의 증감	-144.1	-30.7	-29.5	-12.6	-16.0
자본의 증가	0.0	72.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.2	-256.0	398.4	314.3	255.4
기초현금	673.6	793.7	537.7	936.1	1,250.3
기말현금	793.7	537.7	936.1	1,250.3	1,505.7

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	75,818	83,173	71,220	75,748	80,149
EPS(지배주주)	456	3,135	2,910	4,727	5,146
CFPS	10,789	13,842	16,066	12,631	12,878
EBITDAPS	10,290	12,062	13,864	10,927	11,254
BPS	64,736	68,950	70,618	73,953	77,082
DPS	800	980	896	1,477	1,608
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.8	1.3	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	452.1	53.3	37.6	23.2	21.3
PCR	19.1	12.1	6.8	8.7	8.5
PSR	2.7	2.0	1.5	1.4	1.4
PBR	3.2	2.4	1.6	1.5	1.4
EBITDA	601.5	705.2	810.9	639.1	658.3
EV/EBITDA	20.1	13.9	7.1	8.4	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	4.2	3.7	5.9	6.1
EBITDA 이익률	13.6	14.5	19.5	14.4	14.0
부채비율	27.7	28.9	26.6	26.8	26.4
금융비용부담률	0.4	0.2	0.3	0.9	0.9
이자보상배율(x)	8.4	30.1	20.0	8.4	9.7
매출채권회전율(x)	13.6	16.8	13.5	13.7	14.0
재고자산회전율(x)	10.2	10.7	8.2	8.2	8.3

LG생활건강(051900) 이미 벌만큼 번다

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

Buy

적정주가(12개월) 800,000원

현재주가 (11월 8일) 584,000원

상승여력 37.0%

KOSPI 2,399.04pt

시가총액 91,210억원

발행주식수 1,562만주

유동주식비율 59.83%

외국인비중 36.73%

52주 최고/최저가 1,225,000원/504,000원

평균거래대금 349.7억원

주요주주(%)

LG 34.03

국민연금공단 7.98

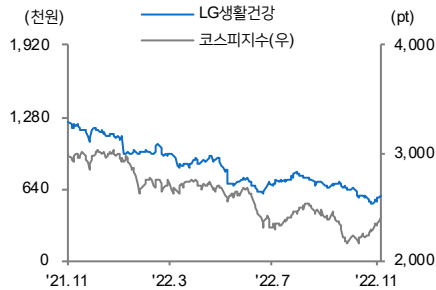
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 -10.2 -16.4

6개월 -29.2 -22.0

12개월 -52.3 -41.2

주가그래프



이익 안정성 최우수

- [실적] 필수재 (용품 및 음료 판가 인상 및 원가 절감) 개선 및 자유재 (화장품 영업 정상화) 회복 모두 실현 기대
** 2023E 영업이익 YoY/OPM: 연결 +24%/11%, 화장품 +40%/12%, 생활용품 +14%/9%, 음료+9%/13%
- [모멘텀] 중국 시장 회복 및 내수 진작 정책, 국제 관광 증가, 국내 면세항 다이공 활동 재개
** 중국 화장품 소매판매: 2022E +2% → 2023E +7%, 2023E 면세 매출 비중: LG생건 37% vs. 아모레 19%

4Q22E & 2023E Preview

- 4Q22E: 매출액 1조 9,853억원 (-2%), 영업이익 1,409억원 (-42%, OPM 7%)
- 2023E: 매출액 7조 9,000억원 (+7%), 영업이익 8,963억원 (+23%, OPM 11%)
- [화장품] 면세 및 중국 운영 정상화 → 매출 +9%, 영업이익 +40% (중국 후 +11%)
- [생활용품] 프리미엄 비중 확대, 원가 부담 축소, 연결 자회사 개선 → 매출 +5%, 영업이익 +14%
- [음료] 고마진 탄산 증가 및 원재료가 하락 기반 수익성 개선 → 매출 +6%, 영업이익 +9%

투자의견 Buy 및 적정주가 800,000원 제시

- 자연 성장에 비자연 성장 도모 지속 (19년 에이본, 20년 피지오겔, 21년 보인카, 22년 크램샵)
- Valuation 하단 밴드 이탈, 필수재 기여 확장 감안해도 저평가 → 저가 매수 유인 충분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	7,363.3	723.1	446.7	27,736	-46.7	309,609	21.1	1.9	9.9	8.2	40.8
2023E	7,900.0	896.3	574.6	35,689	27.6	335,983	16.4	1.7	8.1	10.0	38.3
2024E	8,196.3	956.8	618.7	38,428	7.7	363,176	15.2	1.6	7.3	10.0	35.9

LG생활건강 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	2,036.7	2,021.4	2,010.3	2,023.1	1,645.0	1,862.7	1,870.3	1,985.3	8,091.5	7,363.3	7,900.0
화장품	1,158.5	1,115.9	1,026.7	1,140.4	699.6	853.0	789.2	1,047.3	4,441.4	3,389.0	3,705.9
생활용품	520.7	496.2	540.0	501.4	552.6	543.4	587.3	525.5	2,058.2	2,208.8	2,316.1
음료	357.5	409.4	443.7	381.4	392.7	466.4	493.9	412.6	1,591.9	1,765.5	1,878.0
화장품 부문별 매출액	1,158.5	1,115.9	1,026.7	1,140.4	699.6	853.0	789.2	1,047.3	4,441.4	3,389.0	3,705.9
국내	711.3	687.4	649.9	490.4	346.3	524.6	467.2	496.3	2,538.9	1,834.4	2,028.8
면세	500.5	491.0	480.5	342.1	162.8	332.2	295.0	337.8	1,814.0	1,127.9	1,355.2
비면세	210.8	196.4	169.4	148.2	183.5	192.4	172.2	158.5	724.9	706.5	673.7
해외	447.2	428.5	376.8	650.0	353.3	328.4	322.0	551.0	1,902.4	1,554.6	1,677.0
중국	272.5	253.8	208.4	403.0	185.5	157.4	143.8	295.4	1,137.7	782.1	856.0
후	223.0	190.8	165.0	353.2	138.2	118.0	105.7	239.9	932.0	601.9	665.2
숨	23.3	21.5	15.6	25.5	16.5	14.2	14.4	24.3	85.9	69.3	76.4
기타	174.7	174.7	168.4	247.0	167.8	171.0	178.2	255.6	764.8	772.6	821.0
영업이익	370.6	335.8	342.4	240.9	175.6	216.6	190.1	140.9	1,289.6	723.1	896.3
화장품	254.2	219.2	215.6	187.2	69.0	93.3	67.6	88.1	876.1	318.1	444.3
생활용품	66.3	58.7	63.6	20.3	55.2	59.6	56.1	18.6	208.9	189.5	216.4
음료	50.2	57.9	63.2	33.5	51.4	63.7	66.3	34.2	204.7	215.6	235.5
영업이익률	18.2	16.6	17.0	11.9	10.7	11.6	10.2	7.1	15.9	9.8	11.3
화장품	21.9	19.6	21.0	16.4	9.9	10.9	8.6	8.4	19.7	9.4	12.0
생활용품	12.7	11.8	11.8	4.0	10.0	11.0	9.6	3.5	10.1	8.6	9.3
음료	14.0	14.1	14.2	8.8	13.1	13.7	13.4	8.3	12.9	12.2	12.5
순이익	255.0	221.8	234.7	133.1	109.6	119.4	120.5	97.2	844.5	446.7	574.6
순이익률	12.5	11.0	11.7	6.6	6.7	6.4	6.4	4.9	10.4	6.1	7.3
(% YoY)											
매출액	7.4	13.4	-2.9	-3.4	-19.2	-7.9	-7.0	-1.9	3.1	-9.0	7.3
화장품	8.6	20.9	-10.2	-13.9	-39.6	-23.6	-23.1	-8.2	-0.4	-23.7	9.3
생활용품	8.6	7.3	6.1	18.5	6.1	9.5	8.8	4.8	9.9	7.3	4.9
음료	2.0	2.9	6.1	9.9	9.8	13.9	11.3	8.2	5.2	10.9	6.4
국내	3.7	38.4	-10.4	-30.0	-51.3	-23.7	-28.1	1.2	-2.7	-27.7	10.6
면세	22.5	89.2	-5.2	-30.0	-67.5	-32.3	-38.6	-1.3	9.1	-37.8	20.2
비면세	-24.0	-17.2	-22.5	-30.1	-13.0	-2.1	1.6	6.9	-23.3	-2.5	-4.7
해외	17.5	0.5	-10.0	4.2	-21.0	-23.4	-14.5	-15.2	2.8	-18.3	7.9
중국	47.7	15.9	2.0	2.0	-31.9	-38.0	-31.0	-26.7	13.4	-31.3	9.5
후	58.0	17.0	4.0	16.0	-38.0	-38.1	-35.9	-32.1	21.5	-35.4	10.5
숨	14.0	-7.0	-25.0	-42.0	-29.0	-34.1	-7.8	-5.0	-20.7	-19.3	10.2
기타	-11.0	-15.9	-21.4	8.0	-3.9	-2.1	5.8	3.4	-9.7	1.0	6.3
영업이익	11.1	10.7	4.5	-6.0	-52.6	-35.5	-44.5	-41.5	5.6	-43.9	23.9
영업이익률	0.6	-0.4	1.2	-0.3	-7.5	-5.0	-6.9	-4.8	0.4	-6.1	1.5
순이익	10.6	11.0	3.3	-4.9	-57.0	-55.1	-27.9	-0.6	5.9	-47.1	28.6

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

적정주가: LG생활건강

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 배, 천주, 원)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	640	18	11,556	
화장품	315	22	6,980	
생활용품	155	15	2,269	
음료	170	14	2,307	롯데칠성 당사 Implied PER 적용
적정 시가총액 (C)			11,556	
주식 수 (D)			14,660	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)			800,000	

주: 화장품 Peer는 로레알, 에스티로더, 시세이도, 상하이자화, 프르야 평균, 생활용품은 P&G와 유니레버 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강(051900)

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	7,685.4	7,844.5	8,091.5	7,363.3	7,900.0
매출액증가율 (%)	13.9	2.1	3.1	-9.0	7.3
매출원가	2,917.3	2,962.9	3,039.9	3,133.7	3,076.9
매출총이익	4,768.2	4,881.6	5,051.6	4,229.6	4,823.1
판매관리비	3,591.8	3,660.7	3,762.0	3,506.5	3,926.9
영업이익	1,176.4	1,220.9	1,289.6	723.1	896.3
영업이익률	15.3	15.6	15.9	9.8	11.3
금융손익	-0.7	-6.2	-13.3	-11.8	-12.4
중속/관계기업손익	6.9	7.0	5.1	5.1	5.1
기타영업외손익	-90.6	-100.6	-94.0	-83.2	-81.0
세전계속사업이익	1,092.1	1,121.1	1,187.4	633.2	807.9
법인세비용	303.9	308.0	326.2	174.0	222.0
당기순이익	788.2	813.1	861.1	459.2	585.9
지배주주지분 순이익	778.1	797.6	844.5	446.7	574.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,163.1	1,982.8	2,472.9	2,505.4	3,064.0
현금및현금성자산	647.1	434.1	734.5	553.0	1,018.0
매출채권	611.0	585.6	554.9	610.3	639.6
재고자산	746.3	809.0	1,000.7	1,140.8	1,195.4
비유동자산	4,330.6	4,818.7	5,082.4	5,389.2	5,354.7
유형자산	2,036.0	2,329.8	2,449.1	2,527.8	2,511.0
무형자산	1,787.3	2,063.4	2,168.7	2,362.7	2,342.1
투자자산	64.3	68.1	84.0	125.5	128.3
자산총계	6,493.7	6,801.4	7,555.2	7,894.6	8,418.7
유동부채	1,771.2	1,479.7	1,525.8	1,609.5	1,643.0
매입채무	290.7	251.2	270.6	284.1	297.7
단기차입금	287.6	186.4	256.7	380.2	355.2
유동성장기부채	103.6	3.6	35.5	7.4	7.4
비유동부채	485.4	472.5	531.6	676.9	688.8
사채	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.6	22.8	17.3	18.6	18.6
부채총계	2,256.6	1,952.2	2,057.4	2,286.4	2,331.8
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-96.6	-124.1	-64.5	-62.7	-62.7
이익잉여금	4,174.9	4,805.4	5,484.0	5,728.5	6,195.8
비지배주주지분	90.4	93.2	109.8	122.6	134.0
자본총계	4,237.1	4,849.2	5,497.8	5,608.2	6,086.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,139.6	1,004.8	984.5	656.8	855.2
당기순이익(손실)	788.2	813.1	861.1	459.2	585.9
유형자산상각비	223.9	233.9	240.9	258.8	266.8
무형자산상각비	27.1	28.3	34.1	28.0	20.6
운전자본의 증감	15.7	-97.8	-232.2	-26.7	-18.1
투자활동 현금흐름	-461.4	-745.9	-465.1	-582.9	-257.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-326.1	-505.7	-321.9	-333.3	-250.0
투자자산의 감소(증가)	5.4	3.3	-10.8	-37.6	-2.8
재무활동 현금흐름	-429.4	-465.7	-238.4	-258.6	-132.3
차입금의 증감	216.3	-235.3	161.9	166.7	-25.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.5	-213.0	300.4	-181.5	465.0
기초현금	396.6	647.1	434.1	734.5	553.0
기말현금	647.1	434.1	734.5	553.0	1,018.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	492,081	502,267	518,082	471,457	505,822
EPS(지배주주)	48,337	49,587	52,456	27,736	35,689
CFPS	92,206	92,155	97,113	59,696	70,667
EBITDAPS	91,395	94,959	100,183	64,657	75,783
BPS	234,042	268,428	304,100	309,609	335,983
DPS	11,000	11,000	12,000	6,399	8,165
배당수익률(%)	0.9	0.7	1.1	1.1	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	26.1	32.7	20.9	21.1	16.4
PCR	13.7	17.6	11.3	9.8	8.3
PSR	2.6	3.2	2.1	1.2	1.2
PBR	5.4	6.0	3.6	1.9	1.7
EBITDA	1,427.4	1,483.1	1,564.7	1,009.8	1,183.6
EV/EBITDA	15.0	18.1	11.7	9.9	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	17.9	16.7	8.2	10.0
EBITDA 이익률	18.6	18.9	19.3	13.7	15.0
부채비율	53.3	40.3	37.4	40.8	38.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	84.8	97.6	102.9	44.3	52.0
매출채권회전율(x)	13.2	13.1	14.2	12.6	12.6
재고자산회전율(x)	11.3	10.1	8.9	6.9	6.8

아모레G(002790) 빠질 만큼 빠졌다

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

Buy

적정주가(12개월) **37,000원**

현재주가 (11월 8일) 27,650원

상승여력 **33.8%**

KOSPI 2,399.04pt

시가총액 22,800억원

발행주식수 8,246만주

유동주식비율 30.49%

외국인비중 14.55%

52주 최고/최저가 51,100원/23,750원

평균거래대금 51.7억원

주요주주(%)

서경배 외 11 인 61.99

국민연금공단 5.01

주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 7.8 0.3

6개월 -40.7 -34.6

12개월 -44.4 -31.4

주가그래프



아모레퍼시픽 동조화

- **[실적]** 주요 자회사 아모레퍼시픽 회복이 그룹 전체 실적 건인 예상
** 2023E 아모레G 연결 실적에 아모레퍼시픽 기여도: 매출 96%, 영업이익 93%
- **[모멘텀]** 국내 로드숍 기반 자체 사업 성장 동력 부재하나, 운영 효율화 통한 수익성 개선 도모
** 2023E 이니스프리/에뛰드/에스쁘아/아모스 합산 영업이익 476억원 (+17%)

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 1조 1,548억원 (-19%), 영업이익 619억원 (+2,602%, OPM 5%)**
- **2023E: 매출액 4조 6,361억원 (+4%), 영업이익 3,760억원 (+47%, OPM 8%)**
- **[매출]** 객수 기반 저가 브랜드 선전 예상 (이니스프리 +4%, 에뛰드 +3%, 에스쁘아 +5%, 아모스 +4%)
- **[영업이익]** 부진 매장 철수 통한 마진 향상 (이니스프리 +17%, 에뛰드 +42%, 에스쁘아 +34%, 아모스 +5%)

투자의견 Buy 및 적정주가 37,000원 제시

- 쇼핑 행태 변화 (원브랜드 → 멀티브랜드) 감안 국내 사업 관련 자연 양적 성장 기대 불가
- 단, 아모레퍼시픽 대체 수요 및 주가 동조화 감안, P와의 괴리를 확대 시 매수 접근 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	4,930.1	150.7	10.4	43	-94.5	33,852	1,273.8	1.6	9.8	0.3	24.2
2021	5,326.1	356.2	180.0	2,090	1,768.0	34,445	21.2	1.3	7.3	5.5	24.1
2022E	4,465.9	255.1	79.9	917	-43.8	34,894	30.2	0.8	4.0	2.4	21.6
2023E	4,636.1	376.0	126.0	1,447	54.5	35,960	19.1	0.8	5.1	3.7	21.6
2024E	4,916.0	409.6	139.8	1,606	11.0	37,036	17.2	0.7	4.7	4.0	21.2

아모레G 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/섬유/의복

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,387.5	1,303.4	1,214.5	1,420.6	1,262.8	1,026.4	1,021.8	1,154.8	5,326.1	4,465.9	4,636.1
아모레퍼시픽	1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,324.7	1,165.0	945.7	936.4	1,118.7	4,863.1	4,165.8	4,430.7
이니스프리	89.0	87.9	72.2	58.1	71.8	72.0	74.8	61.0	307.2	279.6	289.4
에뛰드	28.1	26.2	25.9	25.4	26.0	27.1	25.0	23.4	105.6	101.5	104.0
에스쁘아	12.5	11.5	11.3	11.4	13.6	13.4	12.0	12.0	46.7	51.0	53.6
아모스프로페셔널	17.0	16.3	14.3	14.3	18.1	17.0	16.4	15.4	61.9	66.9	69.8
영업이익	197.7	104.6	51.7	2.3	171.2	-10.9	32.9	61.9	356.2	255.1	376.0
영업이익률	14.2	8.0	4.3	0.2	13.6	-1.1	3.2	5.4	6.7	5.7	8.1
아모레퍼시픽	176.2	91.2	50.3	25.6	158.0	-19.5	18.8	55.1	343.4	212.4	350.9
이니스프리	9.5	5.7	0.0	-16.2	3.4	5.5	8.3	4.4	-1.0	21.6	25.3
에뛰드	-0.5	-1.5	-2.5	-5.1	0.3	0.9	1.5	0.9	-9.6	3.6	5.1
에스쁘아	-0.3	-0.8	0.1	0.3	0.2	0.5	1.1	0.5	-0.7	2.3	3.1
아모스프로페셔널	4.2	3.3	2.8	0.9	4.4	3.3	3.6	2.0	11.2	13.3	14.0
순이익	84.6	104.4	21.8	-30.8	51.9	-0.1	16.2	11.9	180.0	79.9	126.0
순이익률	6.1	8.0	1.8	-2.2	4.1	0.0	1.6	1.0	3.4	1.8	2.7
(% YoY)											
매출액	8.5	10.4	0.5	12.6	-9.0	-21.3	-15.9	-18.7	8.0	-16.2	3.8
아모레퍼시픽	10.8	11.5	1.9	14.5	-7.0	-19.6	-15.6	-15.6	9.7	-14.3	6.4
이니스프리	-17.1	-0.6	-10.1	-19.8	-19.3	-18.1	3.6	5.0	-11.9	-9.0	3.5
에뛰드	-18.8	-11.5	-2.6	24.0	-7.5	3.4	-3.5	-8.0	-5.1	-3.9	2.5
에스쁘아	-9.4	5.5	10.8	50.4	8.8	16.5	6.2	5.0	10.0	9.1	5.0
아모스프로페셔널	-9.1	-4.7	-16.9	-3.9	6.5	4.3	14.7	7.7	-8.8	8.1	4.3
영업이익	191.1	188.5	-15.3	흑전	-13.4	적전	-36.3	2,601.9	136.4	-28.4	47.4
영업이익률	8.9	5.0	-0.8	1.3	-0.7	-9.1	-1.0	5.2	3.6	-1.0	2.4
아모레퍼시픽	189.2	158.9	-10.2	흑전	-10.4	적전	-62.7	115.6	140.1	-38.2	65.3
이니스프리	87.1	흑전	80.0	적전	-64.4	-3.5	흑전	흑전	적전	흑전	17.3
에뛰드	82.8	48.3	51.0	29.0	흑전	흑전	흑전	흑전	46.9	흑전	42.4
에스쁘아	적전	-60.0	흑전	흑전	흑전	흑전	1,000.0	93.1	68.4	흑전	34.2
아모스프로페셔널	-3.6	-15.4	-28.2	-55.9	3.8	0.0	28.6	130.0	-21.0	18.8	5.3
순이익	84.0	3,784.4	1,357.3	22.6	-38.7	적전	-25.7	흑전	1,633.8	-55.6	57.7

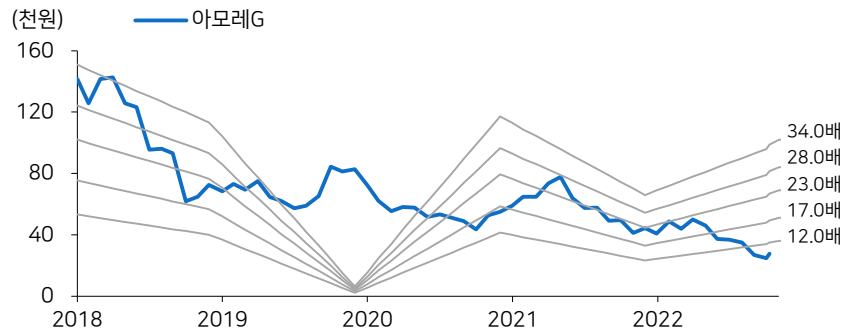
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

적정주가: 아모레G

2023년 전망 시리즈 14
화장품/섬유/의복

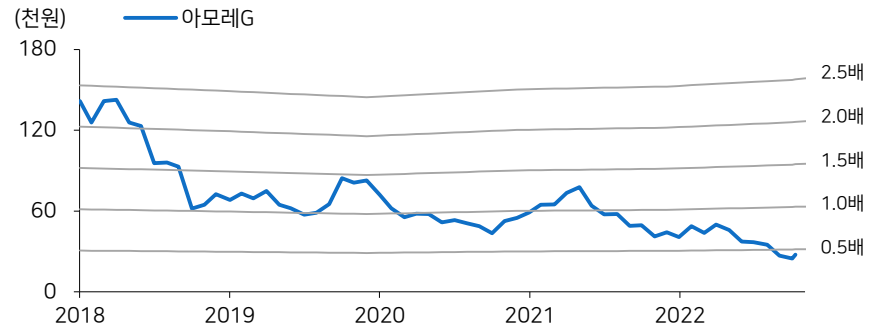
(십억원, %, 배)	시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치 비교
지분가치 - 상장사 (A)					2,172
아모레퍼시픽 보통주	9,342	38.0	3,554	40.0	2,132
아모레퍼시픽 우선주	462	14.3	66	40.0	40
	순이익	Target PER	적정가치	지분율	지분가치 비교
지분가치 - 비상장사 (B)					285
이니스프리	20	10	201	81.8	173
아모스프로페셔널	11	10	111	100.0	111
	순자산	Target PBR	적정가치	지분율	지분가치 비교
지분가치 - 비상장사 (C)					236
오설록	142	1	142	100.0	142
코스비전	62	1	62	100.0	62
퍼시픽패키지	49	1	49	100.0	49
에뛰드	-24	1	-24	80.5	-19
에스쁘아	3	1	3	80.5	2
(1) 지분가치 합산					2,693
유형자산 (D)					14
순현금 (E)					447
(2) 자산가치 합산					460
우선주 - 아모레G우 (F)					81
우선주 - 아모레G3우 (G)					180
(3) 우선주 가치 합산					261
NAV					2,893
주식 수 (천주)					76,251
적정주가 (원)					37,000

LG생활건강 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,930.1	5,326.1	4,465.9	4,636.1	4,916.0
매출액증가율 (%)	-21.5	8.0	-16.2	3.8	6.0
매출원가	1,371.1	1,461.6	1,362.3	1,340.9	1,415.8
매출총이익	3,559.0	3,864.5	3,103.6	3,295.2	3,500.2
판매관리비	3,408.3	3,508.3	2,848.5	2,919.3	3,090.7
영업이익	150.7	356.2	255.1	376.0	409.6
영업이익률	3.1	6.7	5.7	8.1	8.3
금융손익	0.3	6.7	-22.7	-24.0	-25.2
중속/관계기업손익	1.4	5.7	6.2	6.9	7.5
기타영업외손익	-121.1	61.0	-3.9	3.8	10.5
세전계속사업이익	31.3	429.6	234.7	362.6	402.3
법인세비용	9.2	137.6	70.5	108.9	120.8
당기순이익	22.1	292.0	164.2	253.7	281.5
지배주주지분 순이익	10.4	180.0	79.9	126.0	139.8
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,853.1	3,015.5	3,398.9	3,804.2	4,174.8
현금및현금성자산	1,190.9	870.6	1,280.8	1,593.6	1,896.7
매출채권	306.7	312.0	324.4	340.7	357.7
재고자산	478.5	542.8	575.4	628.8	660.1
비유동자산	4,935.7	5,022.7	4,572.2	4,451.0	4,346.7
유형자산	3,081.1	2,920.0	2,553.7	2,405.8	2,286.0
무형자산	719.6	703.4	702.0	702.0	702.0
투자자산	160.8	586.3	537.9	564.5	580.1
자산총계	7,788.7	8,038.1	7,971.1	8,255.2	8,521.5
유동부채	1,170.2	1,273.3	1,180.1	1,220.5	1,233.9
매입채무	74.3	95.5	98.4	101.3	104.3
단기차입금	257.5	257.7	267.4	245.4	223.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	346.5	289.2	234.2	247.7	255.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,516.7	1,562.5	1,414.3	1,468.2	1,489.5
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	779.3	694.3	693.5	693.5	693.5
기타포괄이익누계액	-13.7	-2.6	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금	2,631.9	2,761.9	2,801.2	2,903.6	3,006.9
비지배주주지분	3,022.5	3,169.1	3,207.3	3,335.0	3,476.8
자본총계	6,272.0	6,475.6	6,556.8	6,787.0	7,032.0

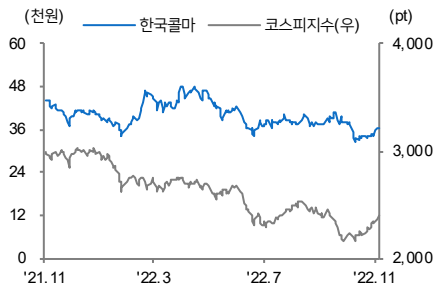
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	666.0	762.6	667.1	585.1	577.2
당기순이익(손실)	22.1	292.0	164.2	253.7	281.5
유형자산상각비	534.2	414.6	683.5	327.9	299.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	63.0	-101.3	-208.6	3.5	-4.2
투자활동 현금흐름	-430.2	-809.2	-112.4	-219.3	-208.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-195.0	-99.4	-247.3	-180.0	-180.0
투자자산의 감소(증가)	-66.0	-425.5	48.4	-26.6	-15.6
재무활동 현금흐름	-436.9	-262.1	-152.9	-53.1	-65.3
차입금의 증감	-219.8	-114.8	-29.8	-29.5	-28.9
자본의 증가	-102.7	-85.0	-0.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-226.5	-320.3	410.2	312.8	303.1
기초현금	1,417.4	1,190.9	870.6	1,280.8	1,593.6
기말현금	1,190.9	870.6	1,280.8	1,593.6	1,896.7
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	59,789	64,591	54,159	56,224	59,619
EPS(지배주주)	43	2,090	917	1,447	1,606
CFPS	8,962	10,841	11,863	8,374	8,516
EBITDAPS	8,305	9,347	11,383	8,536	8,604
BPS	33,852	34,445	34,894	35,960	37,036
DPS	230	450	253	391	434
배당수익률(%)	0.4	1.0	0.9	1.4	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	1,273.8	21.2	30.2	19.1	17.2
PCR	6.1	4.1	2.3	3.3	3.2
PSR	0.9	0.7	0.5	0.5	0.5
PBR	1.6	1.3	0.8	0.8	0.7
EBITDA	684.8	770.7	938.6	703.9	709.4
EV/EBITDA	9.8	7.3	4.0	5.1	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	5.5	2.4	3.7	4.0
EBITDA 이익률	13.9	14.5	21.0	15.2	14.4
부채비율	24.2	24.1	21.6	21.6	21.2
금융비용부담률	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6.6	24.9			
매출채권회전율(x)	14.1	17.2	14.0	13.9	14.1
재고자산회전율(x)	9.8	10.4	8.0	7.7	7.6

한국콜마(161890) 실적은 뚝뚝, 주가는 날씬

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

Buy

적정주가(12개월)	48,000원	
현재주가 (11월 8일)	36,400원	
상승여력	31.9%	
KOSPI	2,399.04pt	
시가총액	8,329억원	
발행주식수	2,288만주	
유동주식비율	69.75%	
외국인비중	25.96%	
52주 최고/최저가	48,200원/32,350원	
평균거래대금	31.3억원	
주요주주(%)		
한국콜마홀딩스 외 27인	30.25	
NIHON KOLMAR	12.14	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-3.4	-10.1
6개월	-18.3	-9.9
12개월	-17.8	1.4
주가그래프		



본업 성장 & 자회사 효과

- **[실적]** 화장품 브랜드 포트폴리오 다각화 및 연우 실적 기여 본격화, 이노엔 믹스 개선 및 수액 공장 추가
** 2023E 연우 연결 편입 효과: 매출액 +12%, 영업이익 +12%
- **[모멘텀]** 연우와의 사업 시너지 창출 (콜마 - 저가형 충전, 연우 - 고가형 용기), 해외 자회사 적자 축소
** 2023E 해외 법인 적자 +120억원 축소 예상 (무석 +85억원, CSR +48억원)

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 5,286억원 (+31%), 영업이익 435억원 (+68%, OPM 8%)**
- **2023E: 매출액 2조 2,636억원 (+17%), 영업이익 1,734억원 (+55%, OPM 8%)**
- **[화장품]** 별도 (+7%) 비주력 고객사 유치 확장, 중국 (+17%) 업황 개선 수혜, 캐나다 (+15%) 대형 계약 추가
- **[이노엔]** 고마진 음료 호조 지속, 케이캡 해외 저변 확장, 수액 공장 가동 상승 → 매출 +12%, 영업이익 +33%

투자 의견 Buy 및 적정주가 48,000원 제시

- 사업 다각화 기반 구조적 양적 성장 및 수익성 향상 기대
- 기초 OEM 본업 및 복합 기업 특성 감안 Valuation 확장 제한적

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	1,930.7	112.1	58.4	2,553	104.8	31,954	14.3	1.1	11.6	8.3	81.6
2023E	2,263.6	173.4	90.2	3,943	52.1	35,482	9.2	1.0	8.3	11.7	68.1
2024E	2,391.0	194.1	105.4	4,608	14.0	39,675	7.9	0.9	7.3	12.3	53.7

한국콜마 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	395.3	412.8	376.0	402.3	410.4	502.7	489.0	528.6	1,586.3	1,930.7	2,263.6
국내	172.4	170.2	141.8	148.4	179.4	205.8	159.7	169.7	632.8	714.6	763.0
중국	30.5	40.8	31.5	33.9	36.2	33.2	34.1	40.2	136.7	143.7	168.4
북경	6.1	8.3	5.3	5.2	4.7	4.5	5.3	5.7	24.9	20.2	23.4
무석	24.4	32.5	26.2	28.7	31.5	28.7	28.8	34.4	111.8	123.5	145.0
미국	15.7	17.9	18.1	13.1	17.6	16.8	18.5	19.5	64.7	72.4	81.0
CSR	10.9	11.7	11.4	6.4	12.2	11.1	12.5	12.9	40.5	48.7	56.0
PTP	4.8	6.1	6.7	6.6	5.4	5.7	6.0	6.6	24.2	23.7	25.1
연우	-	-	-	-	-	-	58.3	67.1	-	125.4	277.2
HKN	186.8	184.9	188.6	209.4	180.2	251.9	222.6	236.6	769.8	891.3	993.4
영업이익	24.2	21.3	12.8	25.9	12.9	33.6	22.0	43.5	84.3	112.1	173.4
영업이익률	6.1	5.2	3.4	6.4	3.1	6.7	4.5	8.2	5.3	5.8	7.7
국내	15.7	19.9	10.4	19.6	14.4	22.9	12.5	21.6	65.6	71.3	78.7
해외	-4.8	-1.6	-6.9	-10.2	-5.7	-6.9	-6.4	-5.6	-23.4	-24.6	-12.6
연우	-	-	-	-	-	-	-4.7	4.7	-	0.0	20.3
HKN	13.0	3.0	17.1	17.3	4.2	17.7	20.6	22.8	50.3	65.3	86.9
순이익	12.3	13.0	6.4	4.1	10.0	14.8	11.1	22.5	35.8	58.4	90.2
순이익률	3.1	3.1	1.7	1.0	2.4	3.0	2.3	4.3	2.3	3.0	4.0
(% YoY)											
매출액	5.3	28.1	18.4	15.3	3.8	21.8	30.1	31.4	16.3	21.7	17.2
국내	-0.1	5.8	2.6	8.0	4.1	20.9	12.6	14.3	3.9	12.9	6.8
중국	141.9	92.5	86.0	62.6	18.6	-18.6	8.3	18.5	90.9	5.1	17.2
북경	5.9	4.5	20.5	23.5	-24.0	-45.5	0.0	10.0	11.6	-18.9	15.8
무석	257.2	145.2	108.7	72.6	29.3	-11.7	10.0	20.0	126.9	10.5	17.4
미국	-13.6	23.0	8.9	-2.6	12.1	-6.2	2.6	49.3	3.2	11.9	11.9
CSR	33.1	49.6	38.1	-27.5	12.0	-5.6	10.0	100.0	22.0	20.3	14.9
PTP	-52.1	-8.4	-19.9	46.5	12.2	-7.3	-10.0	0.0	-18.0	-2.2	5.8
연우	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	121.0
HKN	40.7	41.2	24.7	14.1	-3.5	36.2	18.0	13.0	28.6	15.8	11.5
영업이익	2.7	-21.7	-32.4	-50.1	-46.8	57.8	72.2	67.9	-34.2	33.0	54.7
국내	23.9	5.8	-12.2	178.0	-8.6	14.8	20.3	10.0	30.3	8.6	10.4
해외	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연우	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55,441.3
HKN	-2.1	-80.2	16.2	-60.9	-67.5	496.5	20.6	32.2	-42.2	29.7	33.2
순이익	-0.9	52.4	-48.9	-96.7	-18.7	14.3	72.8	445.6	-77.7	63.1	54.5

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

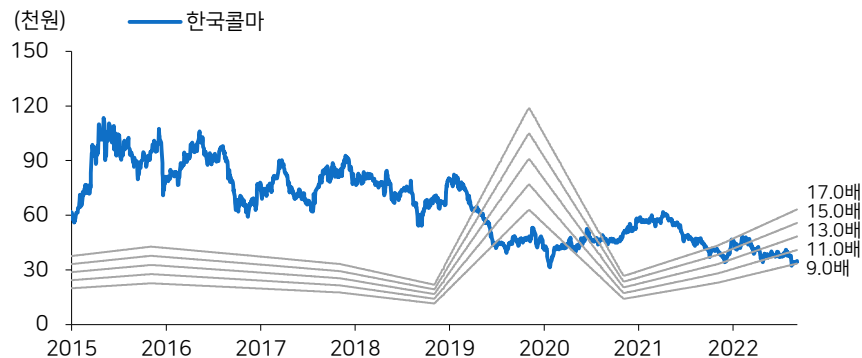
적정주가: 한국콜마

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(원, 배, %)	12개월 선행 EPS	Target PER	적정가치	비고
본업: EPS	3,827		48,435	
1) 화장품	2,644	14	35,678	글로벌 화장품 Peer 평균 대비 60% 할인
2) 제약 (HKN)	1,183	11	12,757	국내 의약품 Peer 평균 대비 50% 할인
적정주가 (원)			48,000	반올림

주: 화장품 Peer는 로레알, 에스티로더, 시세이도, 상하이자화, 프로야 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마(161890)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,322.1	1,586.3	1,930.7	2,263.6	2,391.0
매출액증가율 (%)	-4.1	20.0	21.7	17.2	5.6
매출원가	895.8	1,158.2	1,415.8	1,637.0	1,717.7
매출총이익	426.3	428.1	514.9	626.6	673.3
판매관리비	304.6	343.9	402.9	453.3	479.2
영업이익	121.7	84.3	112.1	173.4	194.1
영업이익률	9.2	5.3	5.8	7.7	8.1
금융손익	-41.4	-15.9	-0.6	2.3	7.3
종속/관계기업손익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	141.4	-0.9	7.4	5.0	4.6
세전계속사업이익	221.6	66.5	118.9	180.7	206.0
법인세비용	77.0	23.0	29.7	45.2	51.5
당기순이익	160.6	43.5	89.2	135.6	154.5
지배주주지분 손익	160.3	35.8	58.4	90.2	105.4

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	775.2	882.9	785.7	805.2	804.8
현금및현금성자산	377.2	191.2	156.3	130.6	94.3
매출채권	183.9	225.6	241.4	260.4	273.3
재고자산	148.6	210.2	220.7	233.9	248.0
비유동자산	1,714.4	1,723.2	1,778.3	1,780.4	1,781.5
유형자산	472.7	445.5	488.3	491.9	494.9
무형자산	1,094.4	1,126.9	1,123.4	1,120.5	1,117.6
투자자산	21.7	30.8	40.0	41.5	42.5
자산총계	2,489.6	2,606.0	2,564.1	2,585.6	2,586.2
유동부채	686.8	888.6	686.1	682.5	675.3
매입채무	96.9	157.0	163.3	169.8	176.6
단기차입금	184.0	223.2	291.8	269.8	247.8
유동성장기부채	167.0	355.3	80.6	80.6	80.6
비유동부채	803.5	357.9	466.0	365.1	227.9
사채	299.5	249.4	349.2	249.2	109.2
장기차입금	418.1	25.1	23.5	18.5	18.5
부채총계	1,490.4	1,246.5	1,152.1	1,047.6	903.2
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	228.3	266.7	264.0	264.0	264.0
기타포괄이익누계액	1.6	2.7	4.0	4.0	4.0
이익잉여금	382.4	402.8	451.8	532.5	628.4
비지배주주지분	375.6	676.0	680.8	726.2	775.2
자본총계	999.2	1,359.6	1,412.0	1,538.0	1,683.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	121.5	-3.1	160.5	183.4	203.9
당기순이익(손실)	160.6	43.5	89.2	135.6	154.5
유형자산상각비	48.9	46.6	53.7	56.5	57.0
무형자산상각비	12.9	11.8	6.9	3.0	2.9
운전자본의 증감	-39.5	-58.8	3.9	-11.6	-10.5
투자활동 현금흐름	245.7	-283.0	-20.5	-72.7	-68.6
유형자산의증가(CAPEX)	-119.2	-40.1	-84.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-4.9	-9.1	-9.4	-1.5	-1.0
재무활동 현금흐름	-109.5	97.6	-175.9	-136.5	-171.5
차입금의 증감	-98.6	-221.0	-124.1	-127.0	-162.0
자본의 증가	0.4	38.4	-2.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	258.6	-186.0	-34.9	-25.8	-36.2
기초현금	118.6	377.2	191.2	156.3	130.6
기말현금	377.2	191.2	156.3	130.6	94.3

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	57,780	69,329	84,381	98,928	104,496
EPS(지배주주)	7,004	1,565	2,553	3,943	4,608
CFPS	9,970	7,249	8,881	11,183	12,133
EBITDAPS	8,016	6,234	7,544	10,175	11,100
BPS	27,257	29,876	31,954	35,482	39,675
DPS	345	415	415	415	415
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	7.3	25.7	14.1	9.1	7.8
PCR	5.1	5.6	4.1	3.2	3.0
PSR	0.9	0.6	0.4	0.4	0.3
PBR	1.9	1.3	1.1	1.0	0.9
EBITDA	183.4	142.6	172.6	232.8	254.0
EV/EBITDA	12.5	14.6	11.5	8.3	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.3	5.5	8.3	11.7	12.3
EBITDA 이익률	13.9	9.0	8.9	10.3	10.6
부채비율	149.1	91.7	81.6	68.1	53.7
금융비용부담률	2.8	1.9	1.4	1.0	0.7
이자보상배율(x)	3.3	2.8	4.3	7.9	11.3
매출채권회전율(x)	6.5	7.7	8.3	9.0	9.0
재고자산회전율(x)	8.6	8.8	9.0	10.0	9.9

Buy

적정주가(12개월)	70,000원	
현재주가 (11월 8일)	51,300원	
상승여력	36.5%	
KOSPI	2,399.04pt	
시가총액	5,822억원	
발행주식수	1,135만주	
유동주식비율	71.88%	
외국인비중	22.43%	
52주 최고/최저가	122,500원/42,550원	
평균거래대금	44.2억원	
주요주주(%)		
코스맥스비티아이 외 16인	26.26	
국민연금공단	12.80	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	3.7	-3.4
6개월	-36.0	-29.5
12개월	-58.1	-48.3
주가그래프		



체질 개선 통한 이익 안정성 증대

- **[실적]** 중국 업황 회복 및 미국 오하이오 철수 기반 양질의 성장 도모
 ** 2023E 매출액: 상해 +15%, 광저우 +25%,
 ** 1Q23E 오하이오 법인 철수 따른 증익: 2023E +150억원, 1Q24E +100억원
- **[모멘텀]** 중국 저가 색조 브랜드 출범 확대 따른 낙수효과

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 4,408억원 (+5%), 영업이익 261억원 (-14%, OPM 6%)**
- **2023E: 매출액 1조 7,528억원 (+8%), 영업이익 1,010억원 (+36%, OPM 6%)**
- **[국내]** 대면 활동 증가로 주력 거래선 호조, 판가 상승 통한 비용 전가 → 매출 +3%, 영업이익 +13%
- **[중국]** 상해 고마진 온라인, 신생 브랜드 유치 및 동인비 추가, 광저우 앳센 재고 비축 → 매출 +17%, 순이익 +32%
- **[기타]** 인니 주력 온라인 고객사 호조 수혜, 태국 이동 통제 해제 vs. 미국 물량 완전 이전 시간 소요

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

- 중국 업황 회복 따른 모멘텀 강화 감안 저평가 구간 (코스맥스 7배 vs. 푸젠파인그린 17배)
- 핵심 동력인 중국 분리 상장 관련 수급 이탈 우려 상존

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,082	적전	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	흑전	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022E	1,627.7	74.0	57.7	5,088	-12.6	56,315	10.1	0.9	6.8	9.6	187.8
2023E	1,752.8	101.0	80.2	7,065	62.4	62,830	7.3	0.8	5.2	11.9	173.9
2024E	1,890.4	116.4	97.9	8,628	36.6	70,908	5.9	0.7	4.3	12.9	157.1

코스맥스 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	345.0	430.4	395.0	421.2	397.9	405.0	384.0	440.8	1,591.5	1,627.7	1,752.8
국내	188.5	230.0	217.7	217.0	205.1	225.5	212.6	214.6	853.1	857.9	883.5
중국	133.4	176.6	151.4	188.4	151.6	150.1	139.6	209.5	649.9	650.8	760.2
상해	99.6	140.4	117.8	151.5	128.3	114.0	106.0	169.7	509.3	518.0	594.2
광저우	33.9	36.2	33.6	36.9	23.3	36.0	33.6	39.9	140.6	132.8	166.0
미국	32.3	34.4	37.5	31.5	45.2	38.3	40.4	31.3	135.8	155.3	149.5
오하이오	14.0	15.0	20.2	14.1	19.8	18.4	17.2	9.2	63.3	64.5	5.7
뉴월드	18.3	19.4	17.3	17.4	25.4	19.9	23.3	22.2	72.5	90.8	143.8
기타	13.5	14.8	15.5	15.3	16.8	18.1	18.0	18.2	59.0	71.0	78.6
인도네시아	7.0	10.1	11.0	11.0	14.0	14.7	14.3	14.3	39.1	57.3	63.0
태국	6.5	4.6	4.5	4.3	2.8	3.4	3.7	3.9	19.9	13.7	15.6
영업이익	23.3	43.9	25.0	30.4	13.7	17.2	17.0	26.1	122.6	74.0	101.0
국내	15.9	20.4	20.6	20.6	9.7	18.6	17.9	19.1	77.6	65.3	73.8
해외(연결-개별)	7.4	23.5	4.3	9.8	4.1	-1.4	-0.9	6.9	45.0	8.7	27.2
영업이익률	6.8	10.2	6.3	7.2	3.5	4.3	4.4	5.9	7.7	4.5	5.8
국내	8.4	8.9	9.5	9.5	4.7	8.3	8.4	8.9	9.1	7.6	8.4
해외	4.7	11.7	2.4	4.8	2.1	-0.8	-0.5	3.1	6.1	1.1	3.1
순이익	16.1	32.0	11.2	15.2	15.3	11.5	15.2	15.8	74.4	57.7	80.2
순이익률	4.7	7.4	2.8	3.6	3.8	2.8	4.0	3.6	4.7	3.5	4.6
국내	20.7	17.2	-11.5	-5.9	10.4	23.2	13.5	7.7	20.5	54.7	47.6
중국	9.6	19.0	15.0	20.3	10.8	11.4	11.8	22.7	63.9	56.8	74.8
상해	7.3	15.6	12.3	14.8	8.0	6.3	8.4	16.7	50.0	39.4	55.9
광저우	2.3	3.4	2.7	5.5	2.9	5.1	3.4	5.9	13.9	17.3	18.9
미국	-12.2	-15.2	-13.0	-32.9	-14.0	-16.3	-15.3	-16.5	-73.3	-62.1	-40.1
오하이오	-6.9	-8.5	-6.1	-6.0	-7.6	-5.0	-6.0	-4.4	-27.5	-22.9	-6.3
뉴월드	-5.3	-6.7	-6.9	-26.9	-6.4	-11.3	-9.3	-12.1	-45.8	-39.1	-33.8
동남아	-0.5	0.3	-0.6	-2.7	0.0	-2.0	-1.5	-1.0	-3.5	-4.5	-0.2
인도네시아	-0.3	0.8	1.1	-0.3	1.4	0.2	0.4	0.6	1.3	2.6	4.6
태국	-0.2	-0.5	-1.7	-2.4	-1.3	-2.2	-1.9	-1.6	-4.8	-7.2	-4.8
YoY(우)											
매출액	5.0	13.5	23.2	18.8	15.3	-5.9	-2.8	4.7	15.1	2.3	7.7
국내	-6.7	10.1	26.5	19.0	8.8	-2.0	-2.3	-1.1	11.5	0.6	3.0
상해	57.0	43.1	46.2	55.8	28.9	-18.8	-10.0	12.0	50.1	1.7	14.7
광저우	35.5	9.0	20.9	-13.0	-31.2	-0.5	0.0	8.0	9.5	-5.5	25.0
오하이오	-17.8	-21.1	10.1	-40.8	41.3	22.8	-15.0	-35.0	-19.1	2.0	-91.2
뉴월드	-11.4	-9.4	-53.9	-34.8	38.8	2.4	34.3	27.4	-31.9	25.2	58.5
인도네시아	-31.1	-7.1	97.0	152.4	100.4	44.9	30.0	30.0	26.2	46.4	10.0
태국	21.5	1.2	9.1	-29.2	-57.1	-26.8	-18.8	-9.4	-1.0	-31.1	13.7
영업이익	45.2	67.5	79.7	190.1	-41.0	-60.8	-32.0	-14.3	84.0	-39.6	36.4
개별	-2.9	-1.5	80.7	19.2	-39.3	-9.0	-13.2	-7.1	17.8	-15.8	13.0
자회사(연결-개별)	흑전	330.9	74.8	흑전	-44.6	적전	적전	-29.3	5,613.6	-80.6	211.9
영업이익률	1.9	3.3	2.0	4.3	-3.3	-6.0	-1.9	-1.3	2.9	-3.2	1.2
순이익	234.5	58.0	91.6	흑전	0.0	-0.6	35.8	4.0	248.2	-22.4	38.9

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

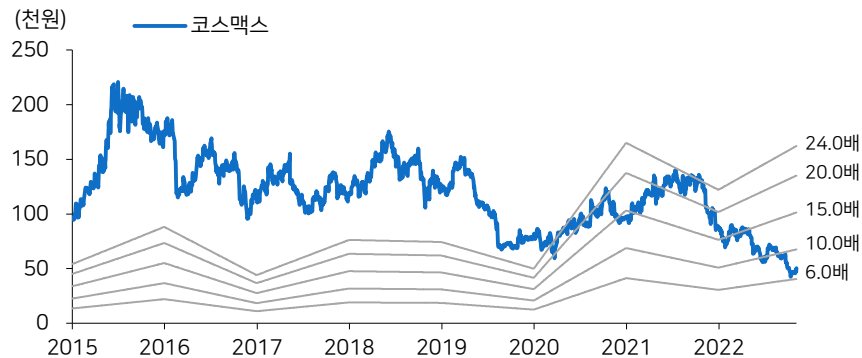
적정주가: 코스맥스

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, %, 주, 배)	순이익	Target PER	적정가치	비고
영업가치				
한국, 미국, 동남아 법인	5	13	66	- 순이익: 연결 지배순익에서 중국 순이익 차감 - Target PER: 한/미 고객사 평균에 50% 할인
지분가치				
중국 법인	73	19	725	- 순이익: 중국 연결 순이익 - Target PER: 중국 화장품 고객사 평균에 50% 할인 - 적정가치: 중국 법인 상장 후 보유 지분을 51% 가정
적정 시가총액			791	
주식 수			11,350	
적정주가 (원)			70,000	

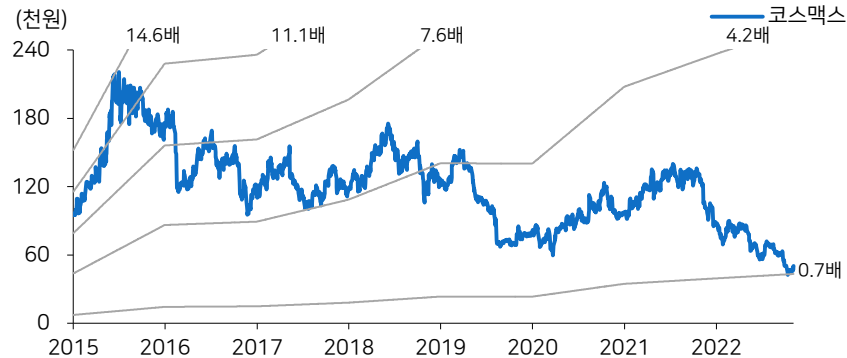
주: 화장품 Peer는 로레알, 에스티로더, 상하이자화, 프로야, 앳센, 푸젠 그린파인 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스(192820)

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,382.9	1,591.5	1,627.7	1,752.8	1,890.4
매출액증가율 (%)	3.9	15.1	2.3	7.7	7.9
매출원가	1,172.0	1,314.0	1,384.6	1,470.2	1,577.3
매출총이익	210.8	277.5	243.1	282.6	313.1
판매관리비	144.2	154.9	169.1	181.6	196.7
영업이익	66.6	122.6	74.0	101.0	116.4
영업이익률	4.8	7.7	4.5	5.8	6.2
금융손익	-23.2	-8.5	-3.7	-5.9	-3.2
종속/관계기업손익	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-43.2	-35.8	-21.8	-16.5	-5.8
세전계속사업이익	0.1	78.3	48.4	78.6	107.4
법인세비용	29.2	43.9	17.0	27.5	37.6
당기순이익	-29.1	34.3	31.5	51.1	69.8
지배주주지분 손이익	21.4	74.4	57.7	80.2	97.9

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	622.6	792.2	761.7	815.8	887.8
현금및현금성자산	102.5	99.8	109.4	128.8	164.4
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	697.3	695.6	694.5
유형자산	437.1	471.2	540.4	535.7	531.6
무형자산	56.8	50.3	51.6	50.4	49.4
투자자산	30.1	53.2	54.5	58.6	62.7
자산총계	1,189.0	1,411.9	1,459.0	1,511.4	1,582.3
유동부채	718.1	787.7	834.3	837.5	840.6
매입채무	142.9	186.7	194.2	198.1	202.0
단기차입금	379.5	363.6	365.8	348.8	331.8
유동성장기부채	63.6	71.9	101.1	101.1	101.1
비유동부채	199.1	158.9	117.8	122.1	126.3
사채	35.0	51.4	26.5	26.5	26.5
장기차입금	116.4	44.8	9.1	9.1	9.1
부채총계	917.1	946.5	952.1	959.6	966.9
자본금	5.0	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.1	292.5	290.8	290.8	290.8
기타포괄이익누계액	-17.7	15.4	43.3	43.3	43.3
이익잉여금	173.8	248.1	299.7	373.6	465.3
비지배주주지분	-71.0	-95.9	-132.2	-161.3	-189.4
자본총계	271.9	465.4	507.0	551.8	615.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	41.5	100.1	74.4	95.9	112.1
당기순이익(손실)	-29.1	34.3	31.5	51.1	69.8
유형자산상각비	43.6	48.5	52.6	54.7	54.2
무형자산상각비	2.2	3.3	2.5	1.2	1.1
운전자본의 증감	-21.5	-40.8	-13.8	-11.1	-13.0
투자활동 현금흐름	-64.6	-143.7	-10.6	-54.6	-54.5
유형자산의증가(CAPEX)	-59.0	-40.8	-79.2	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-10.1	-23.2	-1.2	-4.1	-4.1
재무활동 현금흐름	50.7	32.5	-57.5	-22.0	-22.0
차입금의 증감	62.2	-49.3	-11.1	-15.7	-15.7
자본의 증가	0.1	111.0	-1.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	-2.7	9.8	19.4	35.6
기초현금	76.6	102.5	99.8	109.7	129.1
기말현금	102.5	99.8	109.7	129.1	164.6

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	134,679	147,101	143,420	154,439	166,564
EPS(지배주주)	2,082	6,880	5,088	7,065	8,628
CFPS	13,327	17,492	11,627	13,118	15,505
EBITDAPS	10,953	16,120	11,374	13,821	15,124
BPS	33,393	49,457	56,315	62,830	70,908
DPS	0	550	550	550	550
배당수익률(%)	0.0	0.6	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	12.7	9.9	7.1	5.8
PCR	7.3	5.0	4.3	3.8	3.3
PSR	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3
PBR	2.9	1.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	112.5	174.4	129.1	156.9	171.7
EV/EBITDA	12.8	7.3	6.7	5.1	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	16.5	9.6	11.9	12.9
EBITDA 이익률	8.1	11.0	7.9	8.9	9.1
부채비율	337.3	203.4	187.8	173.9	157.1
금융비용부담률	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	3.3	7.0	4.2	5.8	6.9
매출채권회전율(x)	4.6	4.9	4.6	4.7	4.9
재고자산회전율(x)	6.9	7.6	7.1	7.1	7.2

클리오(237880) 립스틱 효과

Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	18,000원
현재주가(11월 8일)	13,300원
상승여력	35.3%
KOSDAQ	713.33pt
시가총액	2,403억원
발행주식수	1,807만주
유동주식비율	31.95%
외국인비중	3.10%
52주 최고/최저가	24,450원/12,250원
평균거래대금	12.2억원
주요주주(%)	
한현옥 외 3인	63.90

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.0	-7.0
6개월	-34.0	-18.2
12개월	-40.4	-16.2

주가그래프



외형도, 내실도 좋다

- [실적] 제품 카테고리 확장 통한 외형 성장 및 채널 다변화 기반 마진 개선
 ** 타입넘버 스피노프 및 올리브영 확장, 자사몰 리뉴얼, 전문점 클럽클리오 완전 폐점
 ** 판매 호조 따른 재고자산 절대 규모 감소 및 회전율 상승 동반 추세
- [모멘텀] 실내 마스크 미착용 따른 추가 수요 확장 기대

4Q22E & 2023E Preview

- 4Q22E: 매출액 722억원 (+22%), 영업이익 50억원 (+9%, OPM 7%)
- 2023E: 매출액 3,033원 (+11%), 영업이익 190억원 (+11%, OPM 6%)
- [국내] 온라인 쿠팡 역기저 제거 및 자사몰·종합몰 증가, 오프라인 군납/교정본부/할인점 추가
- [해외] 중국 티몰/타오바오, 일본 돈키호테/큐텐/라큐텐, 미국 아마존향 신제품 추가, 유럽 등 신규 지역 발굴

투자의견 Buy 및 적정주가 18,000원 제시

- 제품 (건기식, 핸드로션) 및 채널 (국내 기타 오프라인) 다각화 기반 구조적 성장 기대
- 색조 화장품 모멘텀 vs. 환기 종목 지정

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	272.6	17.1	14.9	832	55.7	10,752	16.0	1.2	7.3	8.2	30.7
2023E	303.3	19.0	20.4	1,129	35.6	11,655	11.8	1.1	5.9	10.1	30.7
2024E	328.4	20.7	22.0	1,216	7.7	12,562	10.9	1.1	4.7	10.0	30.8

클리오 실적 추이 및 전망 (지역별)

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	57.9	54.7	60.0	59.4	65.9	66.2	68.2	72.2	232.0	272.5	303.3
국내	32.0	28.9	33.4	37.1	39.5	40.9	42.8	44.7	131.4	167.9	186.1
해외	25.9	25.8	26.6	22.4	26.4	25.3	25.4	27.5	100.6	104.7	117.2
일본	11.6	11.8	12.1	10.2	12.9	9.4	8.9	9.2	45.7	40.5	42.9
중국	9.6	10.4	9.9	6.4	7.0	7.1	6.2	7.1	36.4	27.4	31.1
기타	4.7	3.6	4.5	5.8	6.6	8.7	10.2	11.2	18.5	36.8	43.2
오프라인	35.8	31.6	33.9	36.7	41.3	41.0	42.1	44.6	138.0	169.0	185.0
국내	24.8	20.8	24.0	26.6	30.0	29.3	30.1	32.0	96.2	121.4	132.6
해외	10.9	10.8	10.0	10.1	11.3	11.8	12.0	12.6	41.8	47.6	52.4
일본	4.9	6.3	5.1	4.7	6.4	5.3	5.3	4.8	21.0	21.8	23.0
중국	3.2	2.9	2.7	2.9	2.1	2.0	1.9	2.3	11.8	8.2	9.9
기타	2.8	1.6	2.1	2.4	2.8	4.4	4.8	5.5	9.0	17.5	19.5
온라인	22.2	23.1	26.0	22.7	24.7	25.2	26.1	27.6	94.0	103.5	118.3
국내	7.2	8.2	9.4	10.4	9.5	11.6	12.7	12.6	35.2	46.5	53.5
해외	15.0	15.0	16.6	12.3	15.2	13.5	13.4	14.9	58.8	57.0	64.8
일본	6.7	5.5	7.0	5.5	6.5	4.1	3.6	4.4	24.7	18.7	20.0
중국	6.4	7.5	7.2	3.5	4.9	5.1	4.3	4.8	24.5	19.1	21.2
미국	1.2	1.3	1.8	2.6	2.9	3.0	4.0	4.5	6.9	14.3	17.9
기타	0.7	0.7	0.6	0.7	0.9	1.3	1.5	1.2	2.6	4.9	5.7
(% YoY)											
매출액	-14.5	12.9	17.3	18.3	13.9	18.1	14.9	21.6	6.7	17.1	11.3
국내	-38.4	-16.1	-6.7	16.3	23.4	41.2	28.3	20.5	-14.7	27.8	10.8
해외	63.7	70.5	79.5	21.7	2.1	-1.9	-4.5	23.3	56.9	4.0	12.0
일본	73.4	59.1	57.1	19.6	11.2	-20.0	-26.1	-9.4	50.6	-11.3	5.9
중국	31.9	51.2	94.4	-10.0	-27.8	-31.6	-37.4	10.7	37.8	-24.7	13.7
기타	154.3	339.8	128.3	110.2	41.0	145.5	124.6	95.1	151.2	98.4	17.4
오프라인	-25.3	-4.3	1.5	10.2	15.4	29.9	24.1	21.6	-6.5	22.5	9.4
국내	-36.1	-16.3	-8.3	5.9	20.8	40.7	25.8	20.2	-16.3	26.2	9.2
해외	21.4	32.3	36.8	23.3	3.1	8.9	20.0	25.3	28.1	14.0	10.0
일본	176.1	131.7	88.6	19.2	30.6	-15.7	4.0	3.0	88.6	4.1	5.1
중국	-41.3	-36.2	-21.5	12.6	-36.5	-30.9	-30.6	-22.9	-26.9	-30.4	20.3
기타	62.3	85.3	94.5	50.4	0.8	181.3	123.0	125.5	69.0	95.9	11.2
온라인	11.5	39.2	51.6	34.3	11.4	8.7	0.3	21.4	33.2	10.1	14.2
국내	-45.0	-15.6	-2.4	55.4	32.5	42.5	34.6	21.2	-9.9	32.0	15.0
해외	119.3	115.3	121.2	20.4	1.3	-9.6	-19.3	21.6	86.8	-3.0	13.6
일본	36.3	17.0	40.0	20.0	-3.0	-24.9	-48.0	-20.0	28.7	-24.4	6.8
중국	255.7	226.1	348.0	-23.0	-23.4	-31.9	-40.0	39.1	140.5	-22.0	10.8
미국	1,100.0	2,500.0	160.0	191.1	141.7	128.6	118.2	70.7	296.6	106.3	25.1
기타	4,263.8	-850.5	206.3	225.5	28.1	95.2	150.0	80.0	702.8	86.2	17.1

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

클리오 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	57.9	56.1	59.4	59.4	65.9	66.2	68.2	72.2	232.7	272.5	303.3
국내	47.0	43.9	50.0	49.4	54.7	54.4	56.2	59.6	190.2	224.9	250.9
디지털	22.2	23.1	26.0	22.7	24.7	25.2	26.1	27.6	94.0	103.5	118.3
H&B	14.6	11.5	16.6	16.2	17.9	18.0	21.2	20.9	58.9	78.1	85.7
전문점	2.2	2.1	1.3	2.4	2.6	1.6	1.4	1.7	8.1	7.2	6.6
면세	8.1	7.1	5.7	7.3	9.0	9.0	7.1	8.6	28.1	33.7	37.8
건기식	0.0	0.1	0.3	0.7	0.4	0.6	0.5	0.8	1.1	2.3	2.6
해외	10.9	10.8	10.0	10.1	11.3	11.8	12.0	12.6	41.8	47.6	52.4
일본	4.9	6.3	5.1	4.7	6.4	5.3	5.3	4.8	21.0	21.8	23.0
중국	3.2	2.9	2.7	2.9	2.1	2.0	1.9	2.3	11.8	8.2	9.9
기타	2.8	1.6	2.1	2.4	2.8	4.4	4.8	5.5	9.0	17.5	19.5
영업이익	2.0	3.2	4.1	4.6	3.6	4.5	4.0	5.0	13.9	17.1	19.0
영업이익률	3.5	5.6	6.9	7.8	5.5	6.8	5.9	6.9	6.0	6.3	6.3
순이익	2.2	1.0	7.6	-1.6	0.8	2.9	5.3	6.0	9.3	14.9	20.4
순이익률	3.9	1.8	12.8	-2.7	1.2	4.4	7.7	8.3	4.0	5.5	6.7
(% YoY)											
매출액	-14.5	12.9	17.3	18.3	13.9	18.1	14.9	21.6	6.7	17.1	11.3
국내	-20.0	5.9	15.4	17.3	16.3	23.9	12.5	20.8	2.5	18.2	11.5
디지털	11.5	39.2	51.6	34.3	11.4	8.7	0.3	21.4	33.2	10.1	14.2
H&B	-13.4	10.3	27.5	26.3	23.1	57.1	27.4	29.1	10.9	32.6	9.7
전문점	-76.3	-69.2	-74.4	-39.4	17.4	-25.4	3.0	-30.0	-68.1	-10.5	-8.8
면세	3.1	61.3	11.6	5.4	12.0	26.9	25.0	18.2	16.1	20.0	12.0
건기식	-	-	-	-	-	685.6	50.0	10.0	-	108.6	10.0
해외	21.4	32.3	36.8	23.3	3.1	8.9	20.0	25.3	28.1	14.0	10.0
일본	-10.9	37.0	45.7	80.0	30.6	-15.7	4.0	3.0	29.5	4.1	5.1
중국	82.0	7.9	1.7	-25.5	-36.5	-30.9	-30.6	-22.9	6.4	-30.4	20.3
기타	62.3	85.3	94.5	50.4	0.8	181.3	123.0	125.5	69.0	95.9	11.2
영업이익	-41.1	1.2	290.8	흑전	77.9	41.7	-1.8	8.5	123.2	23.2	10.8
영업이익률	-1.6	-0.7	4.8	10.6	2.0	1.1	-1.0	-0.8	3.1	0.3	0.0
순이익	-42.2	-66.9	130.4	-140.3	-64.9	182.8	-30.8	흑전	-3.3	60.9	36.8

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

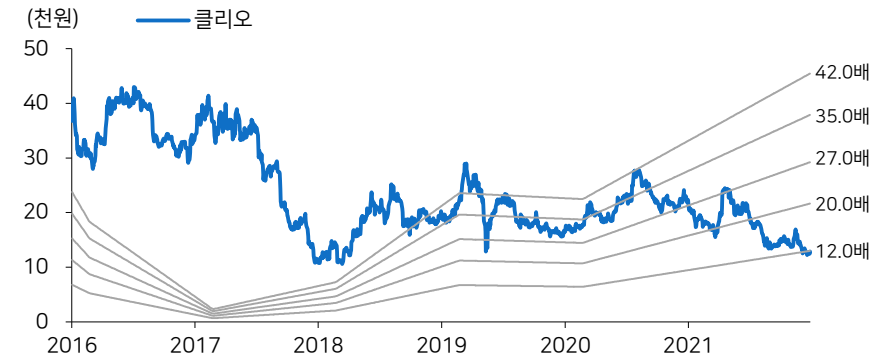
적정주가: 클리오

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS	1,184	12개월 선행 지배순이익 기준
Target PER	16	글로벌 Peer 평균 값 대비 50% 할인
적정주가 (원)	18,000	반올림

주: 화장품 Peer는 로레알, 에스티로더, 시세이도, 상하이자화, 프로야 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

클리오 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

클리오 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

클리오(237880)

2023년 전망 시리즈 14

회장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	218.2	232.7	272.6	303.3	328.4
매출액증가율 (%)	-12.8	6.7	17.1	11.3	8.3
매출원가	106.4	120.4	136.4	151.7	164.3
매출총이익	111.8	112.4	136.2	151.5	164.1
판매관리비	105.6	98.4	119.0	132.6	143.4
영업이익	6.2	13.9	17.1	19.0	20.7
영업이익률	2.9	6.0	6.3	6.3	6.3
금융손익	6.6	0.6	2.8	8.1	8.5
종속/관계기업손익	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-2.0	0.1	0.2	0.2
세전계속사업이익	13.0	12.4	19.9	27.2	29.3
법인세비용	3.4	3.2	5.0	6.8	7.3
당기순이익	9.6	9.3	14.9	20.4	22.0
지배주주지분 순이익	9.6	9.3	14.9	20.4	22.0
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	114.4	131.2	142.0	165.9	189.9
현금및현금성자산	30.9	26.2	35.7	55.6	75.2
매출채권	21.4	14.7	15.5	16.8	18.2
재고자산	22.7	20.9	22.3	24.3	26.3
비유동자산	100.6	103.0	112.0	109.4	107.1
유형자산	43.0	44.2	71.2	68.8	66.7
무형자산	1.4	1.6	1.4	1.1	0.9
투자자산	43.6	48.6	31.3	31.4	31.5
자산총계	215.0	234.2	254.0	275.3	297.0
유동부채	49.6	57.1	48.4	52.4	56.7
매입채무	16.5	24.2	25.2	27.3	29.6
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	12.2	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	59.6	64.7	70.0
자본금	8.6	8.7	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	70.2	76.9	91.5	91.5	91.5
기타포괄이익누계액	0.2	-0.6	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	85.1	93.3	105.7	122.0	138.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	153.1	167.4	194.3	210.6	227.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	11.9	52.0	30.1	24.0	25.3
당기순이익(손실)	9.6	9.3	14.9	20.4	22.0
유형자산상각비	11.2	5.2	2.8	2.4	2.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2
운전자본의 증감	-2.7	20.8	6.9	0.9	0.9
투자활동 현금흐름	10.5	-50.6	-12.0	-0.6	-0.6
유형자산의증가(CAPEX)	-0.9	-3.1	-28.9	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-16.1	-4.9	17.2	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-15.9	-6.0	-8.0	-3.5	-5.0
차입금의 증감	-16.7	-12.6	-9.1	0.5	0.6
자본의 증가	4.7	6.9	14.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.1	-4.7	9.5	19.8	19.7
기초현금	25.7	30.9	26.2	35.7	55.6
기말현금	30.9	26.2	35.7	55.6	75.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	12,773	13,424	15,213	16,781	18,171
EPS(지배주주)	561	535	832	1,129	1,216
CFPS	1,322	1,627	1,506	1,654	1,754
EBITDAPS	1,039	1,124	1,134	1,200	1,278
BPS	8,925	9,592	10,752	11,655	12,562
DPS	100	150	233	318	343
배당수익률(%)	0.6	0.8	1.8	2.5	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	31.7	34.1	15.4	11.4	10.6
PCR	13.5	11.2	8.5	7.8	7.3
PSR	1.4	1.4	0.8	0.8	0.7
PBR	2.0	1.9	1.2	1.1	1.0
EBITDA	17.7	19.5	20.3	21.7	23.1
EV/EBITDA	15.3	12.5	6.9	5.5	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	5.8	8.2	10.1	10.0
EBITDA 이익률	8.1	8.4	7.5	7.2	7.0
부채비율	40.5	39.9	30.7	30.7	30.8
금융비용부담률	0.7	0.5	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3.9	12.1			
매출채권회전율(x)	9.3	12.9	18.1	18.8	18.8
재고자산회전율(x)	9.4	10.7	12.6	13.0	13.0

Buy

적정주가(12개월)	34,000원	
현재주가(11월 8일)	24,450원	
상승여력	39.1%	
KOSPI	2,399.04pt	
시가총액	8,729억원	
발행주식수	3,570만주	
유동주식비율	45.95%	
외국인비중	7.74%	
52주 최고/최저가	35,950원/22,500원	
평균거래대금	35.9억원	
주요주주(%)		
신세계 외 1인	54.05	
국민연금공단	9.92	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-7.6	-14.0
6개월	-21.4	-13.3
12개월	-27.9	-11.0
주가그래프		



브랜드 포트폴리오 확장

- **[실적]** 수입 브랜드 수요 확대 및 포트폴리오 다각화 기반 구조적 성장 기대
** 2023E 화장품 및 패션 합산 수입 매출 비중 52% (OPM: 수입 화장품 16%, 해외패션 14%)
- **[모멘텀]** 그룹사 유통력 향유 및 자체 채널 (화장품 Laperva, 의류 MOTB, 온라인 SIV) 활용 브랜드 발굴 지속
** 연간 신규 브랜드 최소 7개 순증, 추가 효과 매출액 +5% (840억원) 추산
** 브랜드 판권 인수 등 M&A 또한 적극 대응

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 4,528억원 (+8%), 영업이익 326억원 (+9%, OPM 7%)**
- **2023E: 매출액 1조 6,466억원 (+5%), 영업이익 1,356억원 (+7%, OPM 8%)**
- **[화장품]** 고마진 수입 기여 확대, 비디비치 기저 반영 완료 vs. 신규 투자 지속 → 매출 +7%, 영업이익 +23%
- **[의류]** 해외패션 수요 확장 및 국내패션 정상 판매율 상승 vs. 판매량 감소 → 매출 +4%, 영업이익 Flat
- **[생활용품]** 부진 매장 철수 및 임대 계약 변경 따른 수익성 개선 → 매출 +4%, 영업이익 +73%

투자의견 Buy 및 적정주가 34,000원 제시

- 화장품 및 의류 하이브리드 성격 확보, 수입 브랜드 수요 쏠림에의 유일한 수혜주
- 단, 내수 의류 수요 위축 및 투자 비용 확대 부담 상존

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,325.5	33.8	50.9	1,426	-31.1	17,903	22.6	1.8	15.4	8.2	78.9
2021	1,450.8	92.0	82.1	2,300	62.1	20,084	12.7	1.4	8.1	12.1	61.1
2022E	1,576.4	127.1	105.1	2,944	29.1	22,765	8.3	1.1	5.7	13.7	54.5
2023E	1,646.6	135.6	115.8	3,245	8.7	25,610	7.5	1.0	5.0	13.4	48.0
2024E	1,724.4	150.6	127.4	3,568	9.9	28,778	6.9	0.8	4.2	13.1	42.5

신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	341.9	340.7	350.2	417.9	352.2	383.9	387.5	452.8	1,450.8	1,576.4	1,646.6
의류	195.9	194.9	196.4	261.4	217.4	219.4	218.8	282.1	848.6	937.7	972.4
해외	96.0	112.4	109.8	148.2	127.2	129.2	129.6	164.3	466.4	550.4	575.1
국내	100.0	82.5	86.5	113.2	90.2	90.2	89.2	117.7	382.2	387.3	397.2
화장품	93.7	83.6	86.5	83.1	78.5	94.5	98.3	100.7	346.9	372.0	397.4
수입	56.9	59.0	64.7	59.7	60.8	68.3	71.8	70.6	240.3	271.5	285.1
자체	36.8	24.6	21.8	23.4	17.7	26.2	26.5	30.1	106.6	100.6	112.4
생활용품	53.8	62.2	67.1	68.5	56.7	70.1	69.8	70.0	251.6	266.6	276.8
영업이익	21.3	26.5	14.1	30.1	33.1	38.7	24.2	32.6	92.0	127.1	135.6
영업이익률	6.2	7.8	4.0	7.2	9.4	10.1	6.2	7.2	6.3	8.1	8.2
의류	12.5	17.2	10.7	24.5	27.2	28.7	19.4	27.0	64.8	102.2	100.9
해외	11.6	16.3	14.3	17.2	20.5	18.1	18.2	21.6	59.4	78.4	79.0
국내	0.9	0.9	-3.7	7.3	6.7	10.5	1.1	5.4	5.4	23.8	21.8
화장품	13.3	10.8	9.7	7.9	8.3	7.9	5.0	7.7	41.7	28.9	35.4
수입	8.7	10.6	10.2	9.9	11.0	10.5	11.5	11.2	39.4	44.3	46.5
자체	4.6	0.2	-0.5	-2.0	-2.7	-2.6	-6.6	-3.5	2.3	-15.4	-11.0
생활용품	-2.2	0.8	-2.5	0.2	-0.7	2.3	-0.2	0.6	-3.7	2.0	3.5
순이익	23.4	19.1	9.8	29.8	26.7	33.2	16.3	30.1	82.1	106.2	115.8
순이익률	6.8	5.6	2.8	7.1	7.6	8.7	4.2	6.6	5.7	6.7	7.0
YoY											
매출액	5.7	18.6	4.9	9.7	3.0	12.7	10.6	8.3	9.5	8.7	4.5
의류	6.2	12.7	3.5	15.5	11.0	12.6	11.4	7.9	9.7	10.5	3.7
해외	21.3	15.9	15.4	20.7	32.5	15.0	18.0	10.9	18.3	18.0	4.5
국내	-5.1	8.6	-8.4	9.3	-9.7	9.4	3.0	4.0	0.8	1.4	2.6
화장품	2.2	48.4	1.3	-16.7	-16.3	13.1	13.6	21.3	4.1	7.3	6.8
수입	18.1	63.9	42.5	-2.3	6.9	15.8	11.0	18.2	26.0	13.0	5.0
자체	-19.2	10.5	-50.0	-49.8	-58.2	2.8	25.0	35.2	-31.9	-8.3	10.9
생활용품	13.0	7.4	10.6	15.5	5.4	12.8	4.0	2.3	11.6	6.0	3.8
영업이익	78.1	흑전	102.6	73.0	55.6	46.1	71.1	8.5	172.4	38.2	6.7
영업이익률	2.5	8.7	1.9	2.6	3.2	2.3	2.2	0.0	3.8	1.7	0.2
의류	911.1	2,304.4	흑전	109.0	117.3	67.0	81.4	10.4	387.6	57.7	-1.3
해외	377.5	206.0	158.6	35.4	76.3	11.4	27.0	25.3	128.5	31.9	0.8
국내	흑전	흑전	적지	흑전	663.5	1,058.2	흑전	-24.9	흑전	343.2	-8.2
화장품	-13.7	-685.4	1.6	-21.1	-37.6	-26.3	-49.0	-2.7	25.8	-30.7	22.7
수입	-9.7	268.2	40.5	-15.2	26.4	-0.9	13.1	13.2	25.3	12.3	5.0
자체	-20.3	흑전	적전	적지	적전	적전	적지	흑전	36.1	적전	적지
생활용품	적지	112.9	적지	흑전	적지	171.2	94.0	243.8	적지	흑전	73.3
순이익	400.4	17.4	87.4	20.3	14.0	74.0	65.8	0.9	61.2	29.4	9.1

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

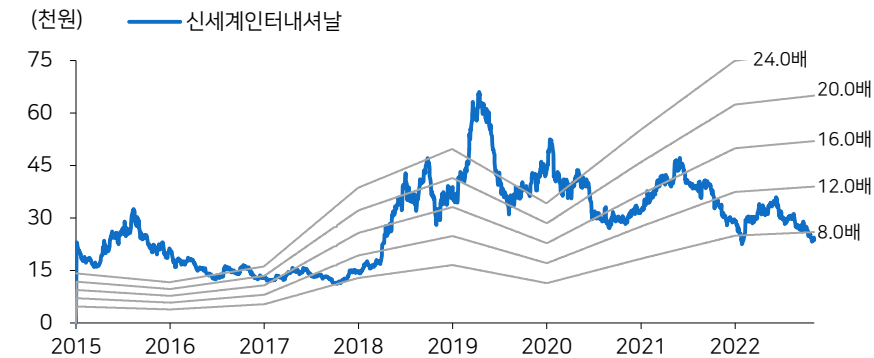
적정주가: 신세계인터내셔널

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT/NI	Target P/E	적정가치	비고
영업가치			1,241	
화장품	자체 브랜드 + 수입 판권	24.1	314	국내 화장품 Peer 평균 PER에 20% 할인
의류	해외패션+국내패션+툼보이	95.1	903	내수 의류 브랜드 당사 Implied 평균 PER
생활용품	자주	2.5	24	일본 생활용품 Peer 평균 PER에 30% 할인
지분가치			172	
신세계사이먼	공동지배기업 손익 및 지분법수익	21.7	172	신세계(10.8배) 및 현대백화점 (9.0배) 당사 Implied PER에 20% 할인
순부채			183	2Q22 장부가
적정 시가총액			1,230	
주식 수			35,700	
적정주가 (원)			34,000	

주: 화장품 Peer는 로레알, 에스티로더, 시세이도, 상하이자화, 프루야 평균
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 12개월 선행 PER



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 12개월 선행 PBR



자료: QuantWise, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널(031430)

2023년 전망 시리즈 14
 화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,325.5	1,450.8	1,576.4	1,646.6	1,724.4
매출액증가율 (%)	-7.0	9.5	8.7	4.5	4.7
매출원가	581.7	593.4	627.7	652.3	678.2
매출총이익	743.8	857.4	948.7	994.3	1,046.2
판매관리비	710.1	765.4	821.6	858.7	895.6
영업이익	33.8	92.0	127.1	135.6	150.6
영업이익률	2.5	6.3	8.1	8.2	8.7
금융손익	-4.7	-2.4	-1.2	1.0	1.1
종속/관계기업손익	12.5	15.6	13.4	15.6	16.1
기타영업외손익	11.4	0.3	0.1	-0.2	-0.6
세전계속사업이익	53.0	105.4	139.4	152.1	167.2
법인세비용	2.1	22.8	32.7	36.1	39.7
당기순이익	51.0	82.6	106.7	116.0	127.5
지배주주지분 손익	50.9	82.1	105.1	115.8	127.4

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	426.8	459.8	547.5	657.9	775.9
현금및현금성자산	26.8	48.2	107.3	191.3	281.0
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	714.4	702.0	695.0
유형자산	310.1	286.7	293.0	279.1	268.5
무형자산	67.0	71.4	65.2	60.0	55.3
투자자산	164.5	185.1	214.6	221.3	229.6
자산총계	1,147.5	1,159.1	1,261.9	1,359.8	1,470.9
유동부채	300.2	203.8	266.9	262.3	259.1
매입채무	37.7	36.1	39.1	40.6	42.5
단기차입금	66.4	44.2	37.6	26.6	15.6
유동성장기부채	97.8	0.0	67.6	67.6	67.6
비유동부채	206.1	235.7	178.2	178.9	179.9
사채	42.9	106.0	64.4	64.4	64.4
장기차입금	17.9	17.5	0.0	0.0	0.0
부채총계	506.2	439.5	445.0	441.2	439.0
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	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	484.8	561.1	655.6	757.2	870.3
비지배주주지분	2.1	2.6	4.2	4.4	4.5
자본총계	641.2	719.6	816.9	918.6	1,031.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	104.6	153.3	149.4	149.0	156.2
당기순이익(손실)	51.0	82.6	106.7	116.0	127.5
유형자산상각비	58.2	55.8	48.7	46.9	43.6
무형자산상각비	5.8	7.2	7.0	5.3	4.7
운전자본의 증감	11.3	-7.1	-16.7	-19.2	-19.6
투자활동 현금흐름	-49.0	-37.4	-74.4	-40.5	-42.2
유형자산의증가(CAPEX)	-39.3	-33.1	-52.0	-33.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-10.3	-20.6	-29.5	-6.7	-8.3
재무활동 현금흐름	-33.5	-94.8	-16.6	-24.5	-24.3
차입금의 증감	-2.1	-95.2	-0.2	-10.2	-10.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.1	21.5	59.1	84.0	89.7
기초현금	4.7	26.8	48.2	107.3	191.3
기말현금	26.8	48.2	107.3	191.3	281.0

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	37,129	40,638	44,158	46,123	48,303
EPS(지배주주)	1,426	2,300	2,944	3,245	3,568
CFPS	3,227	4,610	5,420	5,742	5,988
EBITDAPS	2,740	4,341	5,122	5,261	5,572
BPS	17,903	20,084	22,765	25,610	28,778
DPS	220	300	400	400	400
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	22.6	12.7	8.3	7.6	6.9
PCR	10.0	6.3	4.5	4.3	4.1
PSR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9
EBITDA	97.8	155.0	182.9	187.8	198.9
EV/EBITDA	15.4	8.1	5.7	5.0	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	12.1	13.7	13.4	13.1
EBITDA 이익률	7.4	10.7	11.6	11.4	11.5
부채비율	78.9	61.1	54.5	48.0	42.5
금융비용부담률	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	3.4	13.8	24.2	26.5	30.5
매출채권회전율(x)	13.3	14.0	13.5	13.4	13.3
재고자산회전율(x)	5.1	5.8	6.0	5.9	5.8

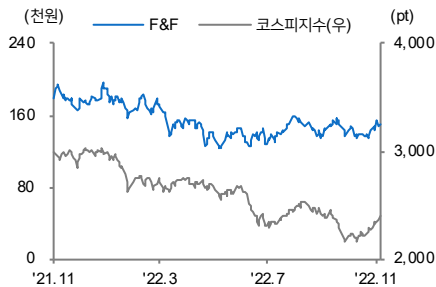
2023년 전망 시리즈 **14**
화장품/의류

의류 기업분석

종목	투자판단	적정주가
F&F (383220)	Buy	250,000원
휠라홀딩스 (081660)	Buy	41,000원
한세실업 (105630)	Buy	23,000원
영원무역 (111770)	Buy	70,000원
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	13,000원
한섬 (020000)	Buy	34,000원

Buy

적정주가(12개월)	250,000원	
현재주가 (11월 8일)	150,500원	
상승여력	66.1%	
KOSPI	2,399.04pt	
시가총액	57,652억원	
발행주식수	3,831만주	
유동주식비율	40.19%	
외국인비중	11.99%	
52주 최고/최저가	195,800원/123,000원	
평균거래대금	174.4억원	
주요주주(%)		
F&F홀딩스 외 9인	59.38	
국민연금공단	7.31	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	3.4	-3.7
6개월	14.0	25.7
12개월	-21.4	-3.0
주가그래프		



국내 최대 자유소비재로의 도약

- **[실적]** 중국 신규 출점 및 기존점 성장 지속, 국내 아웃도어 및 유아복 2위 유지
** 중국 매장 수: MLB 2020년 75개 → 2021년 494개 → 2022E 870개 → 2023E 1,154개 vs. 휠라 1,979개)
- **[모멘텀]** MLB 기타 아시아 추가 진출, 세르지오 타키니 전개 시작, 테일러 메이드 연결 편입 기대 상존
** 4Q22E 싱가포르/인니/말레이시아 진출 → 1H23E 세르지오 타키니 국내 사업 본격화
→ 2H23E 테일러 메이드 연결 편입 시 영업이익 +50%, 지배순이익 +35% 추가 예상

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 6,629억원 (+18%), 영업이익 2,054억원 (+12%, OPM 31%)**
- **2023E: 매출액 2조 6,705억원 (+40%), 영업이익 7,451억원 (+30%, OPM 28%)**
- **[해외]** 중국 점당 매출액 및 매장 수 동반 성장, 홍콩 온/오프라인 모두 호조, 추가 지역 전개 통한 저변 확장
- **[국내]** MLB 성인/키즈 호조 지속, Discovery 아웃도어 강세 수혜

투자의견 Buy 및 적정주가 250,000원 제시

- 수익성 (2023E ROE 49%) 및 건전성 (2023E 순현금 전환) 글로벌 최고 수준, 최선호주로서 적극 매수 추천
- 절대 이익 규모 또한 국내 최대 수준으로 도약 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019											
2020											
2021	1,089.2	322.7	231.9	9,094		14,290	20.8	13.2	21.3	42.4	109.4
2022E	1,913.2	573.4	444.5	11,603	27.0	24,399	13.0	6.2	9.1	60.0	39.7
2023E	2,670.5	745.1	578.9	15,112	30.2	37,415	10.0	4.0	6.7	48.9	30.7

F&F 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	277.7	312.4	328.9	563.2	437.1	371.4	441.7	662.9	1,482.1	1,913.2	2,670.5
MLB 한국	129.6	161.5	127.2	177.2	161.2	145.9	126.2	170.6	597.4	603.9	642.6
성인 면세	44.6	51.8	44.7	77.4	70.6	67.4	51.0	58.8	300.0	235.7	248.8
성인 비면세	65.4	93.6	67.5	73.5	67.6	58.2	62.0	89.1	229.6	289.1	311.3
아동	19.6	16.1	15.0	26.3	22.9	20.3	13.2	22.7	67.8	79.1	82.5
MLB 중국	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	202.0	190.6	382.3	650.7	1,012.6
MLB 홍콩	10.2	9.5	9.0	13.5	10.4	11.7	11.4	16.4	42.1	49.9	59.9
Discovery	94.0	76.2	61.2	212.9	111.2	96.7	79.0	257.2	444.3	544.1	579.4
Stretch Angels	1.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.7	1.5	1.3	5.0	5.7	6.9
영업이익	69.2	75.4	95.7	183.7	134.6	95.0	138.4	205.4	424.1	573.4	745.1
영업이익률	24.9	24.1	29.1	32.6	30.8	25.6	31.3	31.0	28.6	30.0	27.9
순이익	56.5	56.2	71.1	129.1	96.4	69.6	110.1	168.4	312.9	444.5	578.9
순이익률	20.4	18.0	21.6	22.9	22.1	18.7	24.9	25.4	21.1	23.2	21.7
(% YoY)											
매출액	67.3	87.3	106.0	63.1	57.4	18.9	34.3	17.7	76.9	29.1	39.6
MLB 한국	41.7	83.1	36.1	49.1	24.3	-9.6	-3.0	-3.2	52.4	1.1	6.4
성인 면세	91.0	158.7	63.5	45.0	3.5	-37.8	-24.5	-20.0	84.7	-21.4	5.6
성인 비면세	8.1	38.5	14.0	59.2	58.2	30.1	24.0	10.0	37.9	25.9	7.7
아동	34.0	24.5	81.5	63.1	38.5	16.2	17.0	7.3	50.5	18.5	5.8
MLB 중국	684.6	598.4	647.5	247.7	204.7	77.2	65.7	26.7	413.0	70.2	55.6
MLB 홍콩	124.4	118.9	86.3	43.2	2.2	23.2	27.3	21.6	82.3	18.5	19.9
Discovery	48.0	16.4	18.1	18.9	18.3	27.0	29.1	20.8	23.5	22.5	6.5
영업이익	299.7	268.1	658.7	154.7	94.4	25.9	44.6	11.8	246.0	35.2	29.9
영업이익률	14.5	11.9	21.2	11.7	5.9	1.4	2.2	-1.6	14.0	1.4	-2.1
순이익	306.9	295.8	734.8	162.3	70.7	23.9	54.8	30.5	264.7	42.1	30.2
(매출 비중)											
내수	55.9	46.8	37.9	57.1	47.2	51.0	36.8	58.1	50.6	49.4	42.4
Discovery	33.2	24.8	19.2	38.4	25.6	26.7	18.9	40.5	30.3	29.4	25.3
MLB 성인	15.8	16.8	14.0	14.0	16.3	18.6	14.8	14.0	15.7	15.6	13.6
MLB 아동	6.9	5.2	4.7	4.7	5.3	5.6	3.2	3.6	4.6	4.3	3.6
해외	44.1	53.2	62.1	42.9	52.8	49.0	63.2	41.9	49.4	50.6	57.6
MLB 중국	17.5	19.7	38.2	27.1	34.8	29.7	48.3	30.0	26.1	35.2	44.1
MLB 면세	23.1	30.4	21.1	13.3	15.6	16.1	12.2	9.3	20.5	12.7	10.8
MLB 홍콩	3.6	3.1	2.8	2.4	2.4	3.2	2.7	2.6	2.9	2.7	2.6

자료: F&F, 메리츠증권 리서치센터

적정주가: F&F

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS	14,883	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	17	안타스포츠 12개월 선행 PER에 20% 할인
적정주가 (원)	250,000	반내림

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

F&F 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

F&F 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	-	1,089.2	1,913.2	2,670.5	3,287.1
매출액증가율 (%)			75.7	39.6	23.1
매출원가	-	292.8	554.7	774.3	943.3
매출총이익	-	796.4	1,358.5	1,896.2	2,343.7
판매관리비	-	473.7	785.1	1,151.2	1,409.0
영업이익	-	322.7	573.4	745.1	934.7
영업이익률	-	29.6	30.0	27.9	28.4
금융손익	-	0.3	14.4	21.0	25.5
종속/관계기업손익	-	-1.2	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-	0.8	2.2	2.2	2.3
세전계속사업이익	-	322.5	589.9	768.3	962.5
법인세비용	-	90.6	147.5	192.1	240.6
당기순이익	-	231.9	442.4	576.2	721.8
지배주주지분 손이익	-	231.9	444.5	578.9	725.2

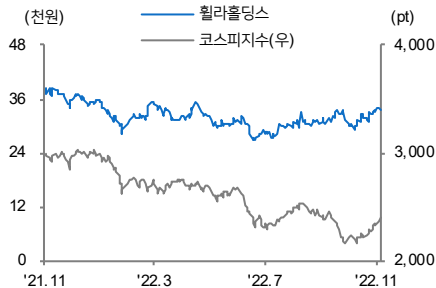
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	-	584.0	743.7	1,330.1	1,989.0
현금및현금성자산	-	14.6	145.9	646.7	1,070.6
매출채권	-	100.1	63.8	64.5	93.1
재고자산	-	242.3	244.6	249.3	361.0
비유동자산	-	562.5	567.3	545.0	536.0
유형자산	-	71.5	53.0	35.3	29.8
무형자산	-	17.0	37.5	32.6	28.9
투자자산	-	375.6	376.3	376.6	376.8
자산총계	-	1,146.5	1,311.0	1,875.1	2,525.0
유동부채	-	563.7	344.6	410.9	442.0
매입채무	-	105.2	83.2	87.6	104.2
단기차입금	-	210.6	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	-	0.0	33.4	33.4	33.4
비유동부채	-	35.4	27.7	29.6	31.0
사채	-	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	-	0.0	0.3	0.3	0.3
부채총계	-	599.1	372.3	440.4	473.1
자본금	-	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	-	313.9	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	-	1.2	1.8	1.8	1.8
이익잉여금	-	232.2	634.3	1,132.9	1,753.5
비지배주주지분	-	0.0	4.1	1.4	-2.0
자본총계	-	547.4	938.7	1,434.7	2,051.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-	291.5	457.3	582.9	528.6
당기순이익(손실)	-	231.9	442.4	576.2	721.8
유형자산상각비	-	27.4	42.3	17.7	5.5
무형자산상각비	-	0.9	6.0	5.0	3.8
운전자본의 증감	-	-39.0	-17.7	-16.0	-202.5
투자활동 현금흐름	-	-567.5	-39.7	-1.8	-0.0
유형자산의증가(CAPEX)	-	-12.0	-6.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-	-376.9	-2.5	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	-	158.4	-287.5	-80.3	-104.6
차입금의 증감	-	271.0	-216.7	0.0	0.0
자본의 증가	-	317.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-	-114.5	131.3	500.8	424.0
기초현금	-	129.1	14.6	145.9	646.7
기말현금	-	14.6	145.9	646.7	1,070.6

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS		42,708	49,943	69,714	85,809
EPS(지배주주)		9,094	11,603	15,112	18,931
CFPS		14,242	16,814	20,346	24,809
EBITDAPS		13,764	16,229	20,041	24,642
BPS		14,290	24,399	37,415	53,617
DPS		1,100	2,105	2,741	3,434
배당수익률(%)	-	0.6	1.4	1.9	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	-	20.8	12.8	9.8	7.8
PCR	-	13.3	8.8	7.3	6.0
PSR	-	4.4	3.0	2.1	1.7
PBR	-	13.2	6.1	4.0	2.8
EBITDA	-	351.0	621.7	767.7	944.0
EV/EBITDA	-	21.3	9.0	6.6	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		42.4	60.0	48.9	41.6
EBITDA 이익률		32.2	32.5	28.7	28.7
부채비율		109.4	39.7	30.7	23.1
금융비용부담률		0.4	0.4	0.1	0.1
이자보상배율(x)		68.1	76.6	438.7	550.4
매출채권회전율(x)		10.9	23.4	41.7	41.7
재고자산회전율(x)		4.5	7.9	10.8	10.8

Buy

적정주가(12개월)	41,000원	
현재주가 (11월 8일)	33,650원	
상승여력	21.8%	
KOSPI	2,399.04pt	
시가총액	20,443억원	
발행주식수	6,075만주	
유동주식비율	73.04%	
외국인비중	41.85%	
52주 최고/최저가	38,550원/27,000원	
평균거래대금	94.0억원	
주요주주(%)		
피에몬테 외 4인	25.88	
국민연금공단	7.71	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	10.1	2.5
6개월	8.0	19.1
12개월	-12.1	8.4
주가그래프		



브랜드 리뉴얼 효과 가시화

- **[실적]** 채널 (도매 → 소매) 및 제품 (저단가 → 고단가, 스포츠 확장) 전반 구조조정 구간
** 2022E 저가품 재고 소진 (판가↓, 마진 ↓) → 2023E 고가품 전개 집중 (판가↑, 마진 ↑)
- **[모멘텀]** 주요 임원진 변동 (신규 Creative Director, 전 뉴발란스 대표 영입 등)
** 유명 모델 헤일리 비버와의 FW 콜라보레이션 제품 미국 론칭

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 8,675억원 (+1%), 영업이익 884억원 (+251%, OPM 10%)**
- **2023E: 매출액 4조 4,155억원 (+7%), 영업이익 6,327억원 (+19%, OPM 14%)**
- **[아시아]** 한국 저가 도매 채널 축소 노력, 중국 안타 공격적 사업 전개 수혜
- **[서구권]** 미국 DTC 채널 강화 및 Kohl's 직접 전개 효과 기대, 로열티 리오프닝 수혜
- **[아쿠시네트]** 야외 레저 활동 확산 및 제품 포트폴리오 확장 따른 비자연 성장 도모 지속

투자 의견 Buy 및 적정주가 41,000원 제시

- 매출 성장 및 마진 개선 동반 실현 통한 브랜드 가치 입증 필요
- 힐라 실적 기여도 확장 시, 브랜드력 증대 기대감 형성 가능 (2023E 영업이익 비중: 아쿠 62%, 힐라 38%)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	4,134.9	532.1	228.2	3,757	6.0	30,659	9.0	1.1	4.4	13.1	79.6
2023E	4,415.5	633.8	292.4	4,813	21.2	34,424	7.0	1.0	3.5	14.8	69.2
2024E	4,567.2	662.5	313.1	5,154	5.9	38,307	6.5	0.9	3.0	14.2	60.3

힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	988.3	1,019.4	927.1	859.3	1,073.6	1,171.9	1,021.9	867.5	3,794.0	4,134.8	4,415.5
FILA - 한국	122.9	122.1	101.9	132.3	116.9	110.5	91.4	115.4	479.3	434.2	452.1
FILA - 미국	147.3	127.4	153.8	140.1	135.3	117.8	116.0	115.5	568.6	484.5	539.4
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	19.9	22.6	66.1	79.6	86.2
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.3	23.0	59.6	66.9	77.0
아쿠시네트	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	829.0	748.2	550.7	2,457.6	2,858.1	3,083.6
영업이익	183.6	173.8	110.3	25.2	168.8	152.4	121.6	88.4	492.9	531.1	632.7
영업이익률	18.6	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.9	10.2	13.0	12.8	14.3
FILA - 한국	12.7	13.0	8.4	12.3	9.7	9.9	7.1	10.2	46.5	36.8	38.9
FILA - 미국	4.0	1.4	11.7	-1.6	-2.8	-11.0	-14.4	-13.6	15.2	-41.7	12.9
FILA - 로열티	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	19.9	22.6	66.1	79.6	86.2
FILA - 중국	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.3	23.0	59.6	66.9	77.0
아쿠시네트	133.9	122.4	60.8	-25.9	127.0	111.7	91.4	25.7	295.1	365.8	389.9
순이익	85.0	90.5	53.9	6.0	76.0	74.2	52.9	24.5	235.2	227.6	291.7
중국 수익	24.9	29.7	18.2	35.4	29.3	27.1	19.2	39.5	107.8	115.1	133.1
자문수수료	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	12.3	23.0	59.2	66.9	77.0
지분법수익	11.7	15.0	6.9	15.0	13.4	11.3	6.9	16.5	48.6	48.2	56.1
지배순이익 내 중국 비중	29.3	32.9	33.8	594.8	38.6	36.5	36.3	161.0	45.8	50.6	45.6
(% YoY)											
매출액	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	15.0	10.2	1.0	21.3	9.0	6.8
FILA - 한국	1.5	-6.5	-8.5	10.5	-4.9	-9.6	-10.3	-12.8	-0.7	-9.4	4.1
FILA - 미국	16.3	83.1	-4.0	-8.7	-8.1	-7.5	-24.6	-17.6	11.5	-14.8	11.3
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	22.7	29.8	-0.6	20.4	8.2
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	8.3	12.7	29.7	12.2	15.0
아쿠시네트	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	18.3	23.5	9.2	29.2	16.3	7.9
영업이익	173.4	245.6	-29.1	-63.0	-8.1	-12.3	10.2	250.8	44.5	7.8	19.1
FILA - 한국	-8.0	-21.5	-29.9	109.4	-23.8	-24.1	-15.7	-17.4	-3.8	-20.7	5.5
FILA - 미국	-49.0	흑전	12.1	31.2	적전	적전	적전	적지	53.4	적전	흑전
FILA - 로열티	-19.0	41.6	-5.4	-5.3	13.9	14.7	22.7	29.8	-0.6	20.4	8.2
FILA - 중국	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	8.3	12.7	29.7	12.2	15.0
아쿠시네트	422.9	754.9	-40.0	적전	-5.1	-8.7	50.5	흑전	71.2	23.9	6.6
순이익	152.9	126.6	-9.6	0.8	-10.6	-18.0	-1.8	312.6	69.2	-3.2	28.2

자료: 힐라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

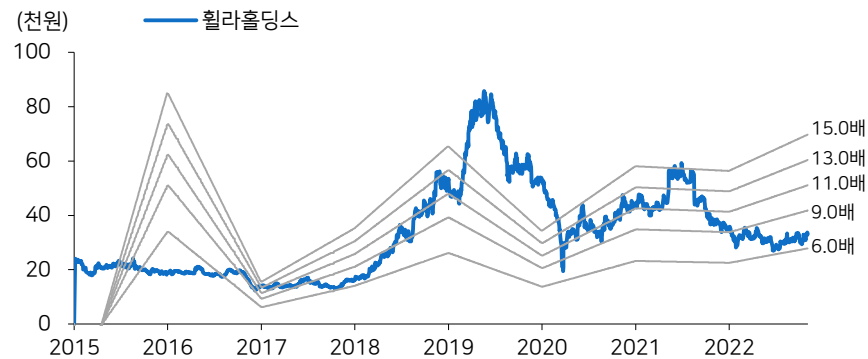
적정주가: 힐라홀딩스

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 배, 천주, %)	NP	Target PER	적정가치	비고
영업가치			1,855	
FILA	135	14	1,855	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 25% 할인
지분가치			961	
Acushnet			961	아쿠시네트 6개월 평균 주가 * 보유주식 수 * 대주주 양도소득세율 할인
순현금			-342	2Q22 장부가 기준
적정 시가총액			2,474	
주식 수			60,752	
적정주가 (원)			41,000	반내림

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스(081660)

2023년 전망 시리즈 14

회장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,128.8	3,794.0	4,134.9	4,415.5	4,567.2
매출액증가율 (%)	-9.3	21.3	9.0	6.8	3.4
매출원가	1,584.2	1,913.7	2,113.3	2,228.9	2,300.0
매출총이익	1,544.6	1,880.3	2,021.6	2,186.6	2,267.2
판매관리비	1,203.6	1,387.4	1,489.5	1,552.8	1,604.7
영업이익	341.1	492.9	532.1	633.8	662.5
영업이익률	10.9	13.0	12.9	14.4	14.5
금융손익	-29.8	-28.9	-37.2	-31.2	-24.3
종속/관계기업손익	42.6	48.6	48.2	56.1	60.0
기타영업외손익	-14.0	0.3	0.3	-0.3	-0.5
세전계속사업이익	339.9	512.8	543.4	658.5	697.7
법인세비용	142.2	175.0	185.4	224.7	238.1
당기순이익	197.7	337.8	358.0	433.8	459.6
지배주주지분 손이익	139.0	235.2	228.2	292.4	313.1

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,686.1	2,041.1	2,391.7	2,807.1	3,211.1
현금및현금성자산	470.7	699.2	957.4	1,301.5	1,630.7
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	2,383.7	2,317.4	2,257.2
유형자산	405.2	418.2	446.4	403.3	369.4
무형자산	1,450.8	1,552.8	1,650.5	1,619.1	1,588.2
투자자산	123.2	169.0	181.8	190.0	194.6
자산총계	3,758.4	4,288.9	4,775.4	5,124.5	5,468.3
유동부채	995.5	1,051.4	1,149.2	1,147.5	1,137.1
매입채무	202.4	295.4	310.2	316.4	322.7
단기차입금	333.9	265.1	398.9	370.9	342.9
유동성장기부채	22.1	20.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	905.7	931.0	967.8	948.5	920.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	507.1	421.1	431.9	391.9	351.9
부채총계	1,901.1	1,982.4	2,117.0	2,096.0	2,057.4
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	107.2	108.1	89.8	89.8	89.8
기타포괄이익누계액	-26.3	65.2	164.3	164.3	164.3
이익잉여금	1,179.3	1,406.0	1,576.8	1,805.5	2,041.4
비지배주주지분	564.9	695.5	795.8	937.2	1,083.7
자본총계	1,857.3	2,306.5	2,658.4	3,028.5	3,411.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	445.0	524.6	378.7	516.1	511.4
당기순이익(손실)	197.7	337.8	358.0	433.8	459.6
유형자산상각비	73.0	72.2	80.6	76.0	67.0
무형자산상각비	27.5	27.0	30.9	31.4	30.8
운전자본의 증감	102.3	3.5	-119.0	-25.1	-45.9
투자활동 현금흐름	-55.2	-39.6	-36.7	-41.7	-37.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-39.3	-50.2	-64.3	-33.0	-33.0
투자자산의 감소(증가)	21.7	2.7	12.0	-8.2	-4.6
재무활동 현금흐름	-134.5	-297.2	-104.7	-130.3	-144.4
차입금의 증감	-57.5	-180.2	130.3	-66.6	-67.2
자본의 증가	7.2	0.9	-18.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	238.6	228.6	258.2	344.1	329.2
기초현금	232.0	470.7	699.2	957.4	1,301.5
기말현금	470.7	699.2	957.4	1,301.5	1,630.7

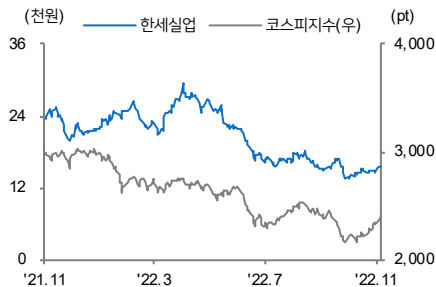
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	51,452	62,450	68,061	72,681	75,177
EPS(지배주주)	2,286	3,872	3,757	4,813	5,154
CFPS	5,586	7,628	9,706	12,876	13,300
EBITDAPS	7,261	9,746	10,593	12,201	12,515
BPS	21,274	26,517	30,659	34,424	38,307
DPS	185	1,000	1,060	1,284	1,361
배당수익률(%)	0.4	2.8	3.1	3.8	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	19.1	9.3	9.1	7.1	6.6
PCR	7.8	4.7	3.5	2.6	2.6
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	643.6	741.3	760.3
EV/EBITDA	8.5	5.0	4.4	3.5	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	16.2	13.1	14.8	14.2
EBITDA 이익률	14.1	15.6	15.6	16.8	16.6
부채비율	102.4	85.9	79.6	69.2	60.3
금융비용부담률	1.2	0.6	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	9.4	21.4	23.5	27.7	31.1
매출채권회전율(x)	6.2	7.9	8.8	9.0	8.9
재고자산회전율(x)	4.6	5.5	5.2	5.2	5.1

한세실업(105630) 구조적 성장 발판

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

Buy

적정주가(12개월)	23,000원	
현재주가 (11월 8일)	15,450원	
상승여력	48.9%	
KOSPI	2,399.04pt	
시가총액	6,180억원	
발행주식수	4,000만주	
유동주식비율	40.73%	
외국인비중	10.08%	
52주 최고/최저가	29,500원/13,400원	
평균거래대금	52.7억원	
주요주주(%)		
한세에스24홀딩스 외 10인	56.65	
국민연금공단	9.05	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	9.6	2.0
6개월	-39.3	-33.1
12개월	-38.8	-24.5
주가그래프		



복종 다변화 기반 구조적 성장

- **[실적]** 제품 믹스 개선 (고가 브랜드 확대) 및 원가 절감 (수직 계열화 효과) 수익성 개선 지속
 ** ASP/고가 매출 비중: → 2021 \$7.2/12% → 2022E \$8.0/21% → 2023E \$8.3/30%
 ** 원단 (C&T 및 칼터 합산) 내재화 비중 (연결 매출원가 대비 원단 내부 매출): 2019년 5% → 2023E 9%
- **[모멘텀]** 미국 경기 위축 따른 수주 감소 우려 vs. 중남미 OEM 클러스터 형성

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 5,002억원 (+7%), 영업이익 3,000억원 (+6%, OPM 6%)**
- **2023E: 매출액 2조 2,938억원 (flat), 영업이익 1,956억원 (+2%, OPM 9%)**
- **[매출]** 신규 거래선 유치 기반 외형 성장 지속
- **[이익]** 스포츠웨어/아웃도어/원브랜드 비중 확대 통한 마진 향상

투자 의견 Buy 및 적정주가 23,000원 제시

- 거래선 믹스 개선 기반 구조적 성장 기대 유효
- 고배당 (배당 수익률 4%)에 주가 낙폭 (YTD -30%) Valuation (2023E PER 5배) 매력 또한 충분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,698.3	64.9	35.1	877	흑전	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	2,294.1	191.3	105.4	2,636	56.6	13,719	5.9	1.1	4.8	20.8	172.5
2023E	2,293.8	195.6	128.5	3,212	21.9	16,391	4.8	0.9	4.3	21.3	142.0
2024E	2,362.6	199.8	138.9	3,473	8.1	19,325	4.4	0.8	3.9	19.4	117.9

한세실업 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액 (원화)	375.6	411.3	416.3	468.8	581.2	610.6	602.0	500.2	1,672.0	2,294.1	2,293.8
매출액 (달러)	337.0	366.8	359.4	396.3	482.2	484.2	449.2	349.1	1,458.4	1,764.7	1,711.8
매출총이익	64.9	67.5	53.0	67.3	90.4	93.9	94.7	73.3	252.6	352.3	353.9
매출총이익률	17.3	16.4	12.7	14.3	15.6	15.4	15.7	14.6	15.1	15.4	15.4
영업이익	29.5	30.8	17.9	28.5	49.0	55.6	56.6	30.0	106.7	191.3	195.6
영업이익률	7.8	7.5	4.3	6.1	8.4	9.1	9.4	6.0	6.4	8.3	8.5
순이익	21.6	30.3	-2.7	18.2	31.4	24.5	30.3	19.3	67.3	105.4	128.5
순이익률	5.7	7.4	-0.6	3.9	5.4	4.0	5.0	3.9	4.0	4.6	5.6
(% YoY)											
매출액 (원화)	8.1	4.9	-29.5	27.2	54.7	48.5	44.6	6.7	-1.5	37.2	0.0
매출액 (달러)	15.9	14.2	-27.7	20.0	43.1	32.0	25.0	-11.9	1.3	21.0	-3.0
매출총이익	32.1	62.0	-41.7	74.4	39.3	39.2	78.7	8.9	85.1	39.4	0.5
영업이익	195.5	1,796.0	-66.3	18,128.1	66.1	80.5	216.0	5.5	64.5	79.3	2.3
영업이익률	5.0	7.1	-4.7	6.0	0.6	1.6	5.1	-0.1	2.6	2.0	0.2
순이익	흑전	246.7	적전	64,104.5	45.3	-19.0	흑전	6.1	92.0	56.6	21.9

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

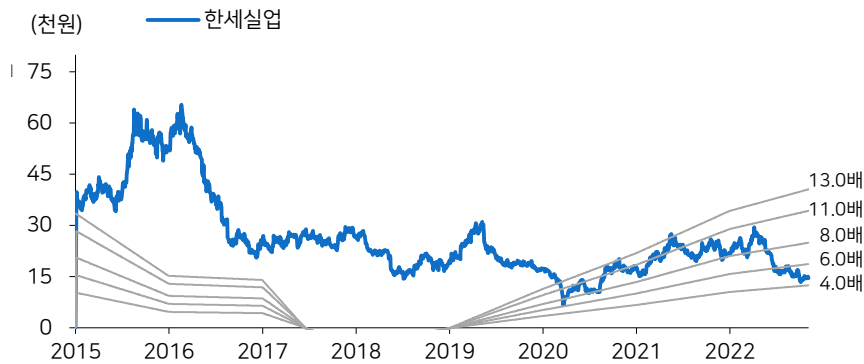
적정주가: 한세실업

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS	2,898	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	Makalot 12개월 선행 PER 50% 할인 적용
적정주가 (원)	23,000	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한세실업(105630)

2023년 전망 시리즈 14
 화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,698.3	1,672.0	2,294.1	2,293.8	2,362.6
매출액증가율 (%)	5.2	-1.5	37.2	-0.0	3.0
매출원가	1,478.0	1,419.4	1,941.8	1,939.8	1,997.4
매출총이익	220.3	252.7	352.3	354.0	365.2
판매관리비	155.4	146.0	161.1	158.3	165.5
영업이익	64.9	106.7	191.3	195.6	199.8
영업이익률	3.8	6.4	8.3	8.5	8.5
금융손익	-5.3	-1.1	-3.1	-3.3	-3.5
종속/관계기업손익	0.1	6.1	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	10.7	-13.4	-47.3	-21.0	-11.0
세전계속사업이익	70.4	98.4	140.6	171.3	185.2
법인세비용	-7.6	31.0	35.1	42.8	46.3
당기순이익	25.8	67.3	105.4	128.5	138.9
지배주주지분 손익	35.1	67.3	105.4	128.5	138.9

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	658.9	770.0	1,027.3	1,116.6	1,212.8
현금및현금성자산	96.7	21.3	254.1	317.5	388.2
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	468.1	470.2	471.6
유형자산	133.6	154.0	189.9	192.1	193.9
무형자산	6.8	6.5	6.1	5.7	5.3
투자자산	134.9	212.4	179.3	179.6	179.7
자산총계	1,021.1	1,216.2	1,495.4	1,586.7	1,684.3
유동부채	480.8	641.9	868.2	861.8	852.0
매입채무	47.5	62.7	65.7	67.4	67.5
단기차입금	370.2	488.6	714.8	704.8	694.8
유동성장기부채	10.2	14.5	14.7	14.7	14.7
비유동부채	118.9	110.0	78.4	69.3	59.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	74.4	69.8	26.2	16.2	6.2
부채총계	599.7	751.8	946.6	931.1	911.4
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	-18.4	-18.4	-18.4
이익잉여금	369.9	420.6	506.4	613.3	730.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	421.4	464.4	548.8	655.7	773.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	50.7	-153.9	138.9	182.6	188.4
당기순이익(손실)	25.8	67.3	105.4	128.5	138.9
유형자산상각비	37.0	29.0	33.5	35.8	36.2
무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	-47.9	-285.9	-32.1	-21.2	-25.2
투자활동 현금흐름	-3.6	-4.2	-11.9	-38.8	-38.1
유형자산의증가(CAPEX)	-30.4	-24.4	-49.7	-38.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	13.7	-71.4	32.8	-0.3	-0.0
재무활동 현금흐름	-31.0	81.4	104.8	-80.4	-79.6
차입금의 증감	-65.9	116.8	192.5	-19.9	-20.0
자본의 증가	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.0	-75.4	232.8	63.4	70.8
기초현금	81.7	96.7	21.3	254.1	317.5
기말현금	96.7	21.3	254.1	317.5	388.2

Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	42,457	41,800	57,353	57,344	59,064
EPS(지배주주)	877	1,684	2,636	3,212	3,473
CFPS	3,298	2,497	4,672	6,164	6,496
EBITDAPS	2,562	3,408	5,630	5,798	5,909
BPS	10,534	11,610	13,719	16,391	19,325
DPS	500	500	550	550	550
배당수익률(%)	2.9	2.3	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	20.0	13.0	5.8	4.8	4.4
PCR	5.3	8.8	3.3	2.5	2.4
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.9	1.1	0.9	0.8
EBITDA	102.5	136.3	225.2	231.9	236.4
EV/EBITDA	9.0	10.2	4.8	4.3	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	15.2	20.8	21.3	19.4
EBITDA 이익률	6.0	8.2	9.8	10.1	10.0
부채비율	142.3	161.9	172.5	142.0	117.9
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	1.7	1.6
이자보상배율(x)	6.0	14.3	19.3	5.0	5.3
매출채권회전율(x)	10.9	8.2	8.6	8.3	8.3
재고자산회전율(x)	6.6	5.5	5.8	5.5	5.5

영원무역(111770) 스포츠 강세

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

Buy

적정주가(12개월) 70,000원

현재주가 (11월 8일) 48,400원

상승여력 44.6%

KOSPI 2,399.04pt

시가총액 21,447억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 29.26%

52주 최고/최저가 52,400원/37,100원

평균거래대금 50.9억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인 50.74

국민연금공단 10.20

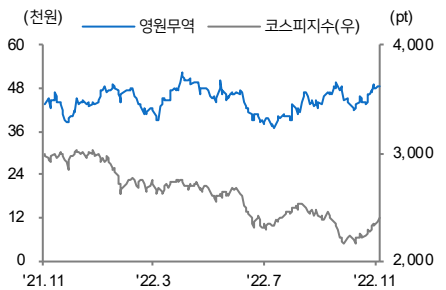
주가상승률(%) 절대주가 상대주가

1개월 10.9 3.2

6개월 5.3 16.1

12개월 7.1 32.1

주가그래프



거래선 호조 낙수효과

- **[실적]** 스포츠의류 · 아웃도어 강세 기반 주력 거래선 수주 증가 지속, Scott 원가 부담 완화
** 롤루레몬 상위 2위 거래선 등극, 1위 노스페이스 또한 견조
- **[모멘텀]** 동절기 및 월드컵 관련 수주 물량 증가 기대

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 8,398억원 (+12%), 영업이익 1,376억원 (+12%, OPM 16%)**
- **2023E: 매출액 3조 7,090억원 (Flat), 영업이익 6,650억원 (-8%, OPM 18%)**
- **[OEM]** 2022E 수주 증가, 원가 부담 전가 및 Over CAPA (가동률 > 100%) → 2023E 수주 감소 및 정상 Capa
- **[Scott]** 전기 자전거 인기 및 정가 판매율 상승, 공급 차질 완화로 재고 또한 확충

투자이견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

- 상대적 투자 매력도는 낮은 편 (신규 브랜드 유치 미비, 저배당, 주가 실적 성장 수렴 완료 등)
- 단, 이익 안정성 및 ESG 대응력 (태양광 설비 구축) 우수

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	3,699.2	720.4	508.5	11,475	66.8	61,830	4.2	0.8	1.9	20.5	44.7
2023E	3,709.0	665.0	436.4	9,848	-12.9	70,649	4.9	0.7	1.5	14.9	39.5
2024E	3,857.4	691.1	451.3	10,184	3.4	79,803	4.8	0.6	1.0	13.5	35.2

영원무역 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	568.2	677.7	795.2	751.5	766.4	945.6	1,147.3	839.8	2,792.5	3,699.2	3,709.0
OEM	257.1	333.3	513.3	480.4	433.8	570.1	754.6	514.7	1,584.1	2,273.2	2,226.0
브랜드	311.1	344.3	281.9	271.1	332.5	375.6	392.7	325.1	1,208.4	1,425.9	1,483.0
영업이익	74.0	104.9	140.3	123.3	145.9	208.1	228.8	137.6	442.5	720.4	665.0
영업이익률	13.0	15.5	17.6	16.4	19.0	22.0	19.9	16.4	15.8	19.5	17.9
OEM	36.7	75.6	122.5	93.7	104.5	162.2	180.1	98.5	328.5	545.3	481.6
브랜드	37.4	31.0	18.3	29.8	41.2	48.8	49.7	39.5	116.5	179.2	187.0
순이익	49.3	62.0	115.4	71.5	98.8	171.0	157.7	80.9	298.1	508.5	436.4
순이익률	8.7	9.1	14.5	9.5	12.9	18.1	13.7	9.6	10.7	13.7	11.8
(% YoY)											
매출액	7.4	24.2	-1.5	28.6	34.9	39.5	44.3	11.8	13.2	32.5	0.3
OEM (원화)	-4.5	28.2	10.8	73.5	68.7	71.0	47.0	7.1	24.8	43.5	-2.1
OEM (달러)	2.4	39.5	13.7	63.8	56.1	52.0	27.1	-5.4	28.7	26.4	-5.0
브랜드	19.7	20.6	-18.2	-11.8	6.9	9.1	39.3	19.9	0.9	18.0	4.0
영업이익	46.2	102.8	28.7	155.1	97.2	98.3	63.1	11.6	70.4	62.8	-7.7
OEM	-3.8	118.1	76.5	243.7	184.6	114.7	47.0	5.1	93.8	66.0	-11.7
브랜드	190.6	53.5	-54.5	60.3	10.1	57.3	171.8	32.5	26.9	53.8	4.4
순이익	16.3	112.3	59.8	1,721.6	100.5	176.1	36.7	13.3	101.9	70.6	-14.2

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

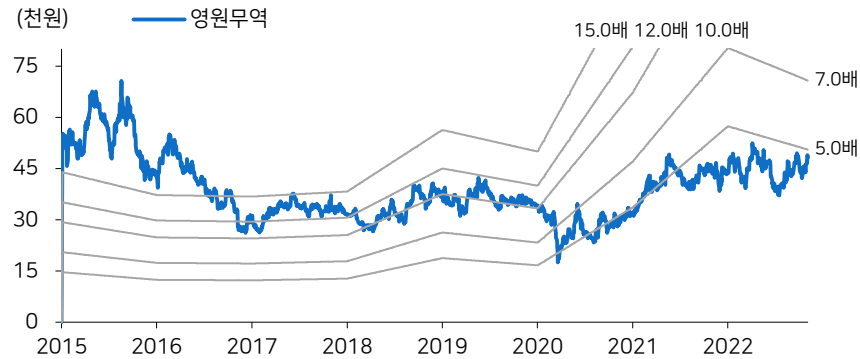
적정주가: 영원무역

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS	9,886	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	7	Eclat 및 Makalot 12개월 선행 PER 평균 값에 50% 할인
적정주가 (원)	70,000	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

영원무역(111770)

2023년 전망 시리즈 14

회장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,466.4	2,792.5	3,699.2	3,709.0	3,857.4
매출액증가율 (%)	3.3	13.2	32.5	0.3	4.0
매출원가	1,838.0	1,964.9	2,523.0	2,572.5	2,675.9
매출총이익	628.3	827.6	1,176.2	1,136.5	1,181.5
판매관리비	368.7	385.1	455.8	471.5	490.3
영업이익	259.7	442.5	720.4	665.0	691.1
영업이익률	10.5	15.8	19.5	17.9	17.9
금융손익	-10.3	-14.4	-9.8	-10.3	-10.8
종속/관계기업손익	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	-0.4	22.3	41.4	-0.0	-3.3
세전계속사업이익	249.4	451.3	752.9	655.5	677.9
법인세비용	67.0	117.0	195.1	169.9	175.7
당기순이익	182.4	334.3	557.8	485.6	502.2
지배주주지분 손익	147.7	298.1	508.5	436.4	451.3
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,684.6	2,044.8	2,687.9	3,151.9	3,624.8
현금및현금성자산	664.9	641.8	1,180.8	1,575.3	1,989.1
매출채권	335.5	387.2	412.0	427.9	437.5
재고자산	497.9	644.0	689.1	727.0	767.0
비유동자산	1,353.7	1,502.9	1,674.1	1,669.7	1,665.2
유형자산	599.3	694.1	795.4	797.8	800.0
무형자산	160.0	168.2	173.0	166.0	159.4
투자자산	308.8	293.3	349.6	349.7	349.7
자산총계	3,038.3	3,547.6	4,362.0	4,821.6	5,290.0
유동부채	595.0	525.3	764.0	768.7	771.5
매입채무	178.4	245.6	265.3	278.6	292.5
단기차입금	217.6	101.6	279.4	264.4	249.4
유동성장기부채	19.1	0.0	51.7	51.7	51.7
비유동부채	449.3	588.2	582.5	597.4	606.4
사채	49.9	49.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	13.9	82.5	84.8	84.8	84.8
부채총계	1,044.3	1,113.4	1,346.5	1,366.1	1,377.9
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	225.5	225.5	225.5
이익잉여금	1,356.9	1,633.0	2,097.6	2,488.4	2,894.1
비지배주주지분	159.2	215.3	275.8	325.0	375.9
자본총계	1,994.0	2,434.2	3,015.5	3,455.5	3,912.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	346.1	287.4	685.3	564.2	579.9
당기순이익(손실)	182.4	334.3	557.8	485.6	502.2
유형자산상각비	78.4	79.2	90.6	97.5	97.8
무형자산상각비	5.5	7.4	7.0	7.0	6.7
운전자본의 증감	48.6	-173.4	-9.0	-26.0	-26.9
투자활동 현금흐름	7.3	-211.6	-236.2	-109.3	-105.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-90.0	-129.2	-167.5	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	236.8	16.3	-55.9	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-128.7	-104.4	100.4	-60.4	-60.5
차입금의 증감	-74.5	-29.3	176.6	-14.7	-14.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	218.0	-23.1	539.0	394.5	413.8
기초현금	446.9	664.9	641.8	1,180.8	1,575.3
기말현금	664.9	641.8	1,180.8	1,575.3	1,989.1
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	55,660	63,020	83,481	83,703	87,051
EPS(지배주주)	3,332	6,727	11,475	9,848	10,184
CFPS	8,223	12,666	19,261	17,077	17,514
EBITDAPS	7,753	11,941	18,460	17,366	17,956
BPS	41,408	50,076	61,830	70,649	79,803
DPS	500	1,000	1,040	1,040	1,040
배당수익률(%)	1.6	2.3	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	9.5	6.5	4.2	4.9	4.7
PCR	3.9	3.4	2.5	2.8	2.8
PSR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
EBITDA	343.5	529.1	818.0	769.5	795.7
EV/EBITDA	3.4	3.1	1.9	1.5	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.0	14.7	20.5	14.9	13.5
EBITDA 이익률	13.9	18.9	22.1	20.7	20.6
부채비율	52.4	45.7	44.7	39.5	35.2
금융비용부담률	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	15.3	20.6	42.6	37.0	39.5
매출채권회전율(x)	7.2	7.7	9.3	8.8	8.9
재고자산회전율(x)	4.8	4.9	5.5	5.2	5.2

화승엔터프라이즈(241590) 믹스 개선 유효

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

Buy

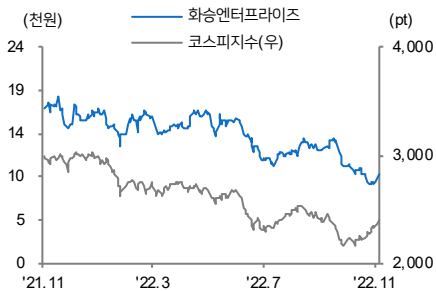
적정주가(12개월)	13,000원
현재주가 (11월 8일)	9,820원
상승여력	32.4%
KOSPI	2,399.04pt
시가총액	5,950억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	4.54%
52주 최고/최저가	18,550원/8,790원
평균거래대금	27.4억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인	71.95
국민연금공단	9.87

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-9.5	-15.8
6개월	-40.5	-34.4
12개월	-44.4	-31.3

주가그래프



베트남 가동 재개 최대 수혜주

- **[실적]** 제품 믹스 개선 (고가 부스트 확대, 아디다스 R&D 협업 제품 출시 증가, 벤더 점유율 상승)
** 완제품 ASP: 2021년 \$15.0 → 2022E \$15.6 → 2023E \$16.1 (vs. 핏타이 \$19.0, 파우첸 \$17.9)
- **[모멘텀]** 베트남 수출 개선, 고가 라인 출시 및 반제품 내재화 통한 원부자재 역내 조달

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 3,867억원 (+15%), 영업이익 261억원 (+1,503%, OPM 7%)**
- **2023E: 매출액 1조 6,945억원 (+14%), 영업이익 1,121억원 (+47%, OPM 7%)**
- **[매출]** 주력 신발 (완제품 및 반제품) 회복에 의류 OEM 추가 (연간 매출액 +6% 증가)
- **[비용]** 판가 인상 및 수출 개선 기반 수익성 향상 뚜렷할 전망

투자 의견 Buy 및 적정주가 13,000원 제시

- 원단 사업 진출 통한 카테고리 다각화 및 수직계열화 기대 또한 유효
- 월드컵 시즌 물량 추가 수주 및 아디다스 CEO 변경 따른 모멘텀 강화 요인 상존

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	적전	8,858	-156.6	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022E	1,488.1	76.4	55.2	911	흑전	10,154	10.8	1.0	6.5	9.6	132.9
2023E	1,694.5	112.1	96.4	1,590	71.3	11,694	6.2	0.8	4.7	14.6	116.7
2024E	1,805.2	120.2	102.6	1,694	6.5	13,338	5.8	0.7	4.1	13.5	102.2

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	303.1	303.8	194.9	336.8	376.3	452.4	272.7	386.7	1,138.6	1,488.1	1,694.5
OEM	283.8	262.0	185.4	315.2	323.3	389.3	259.0	359.8	1,046.4	1,331.4	1,530.0
기타	19.3	41.8	9.5	21.6	53.1	63.0	13.7	26.8	92.1	156.6	164.5
영업이익	11.1	12.0	-17.6	1.6	6.9	26.1	17.3	26.1	7.1	76.4	112.1
영업이익률	3.7	4.0	-9.0	0.5	1.8	5.8	6.3	6.8	0.6	5.1	6.6
OEM	8.4	9.8	-15.7	1.1	5.4	23.2	15.9	25.4	3.6	69.9	107.2
기타	2.7	2.2	-2.0	0.6	1.5	2.9	1.4	0.7	3.5	6.5	4.9
순이익	4.4	9.7	-15.7	-4.9	3.5	12.4	15.7	23.6	-6.5	55.2	96.4
순이익률	1.4	3.2	-8.0	-1.5	0.9	2.7	5.8	6.1	-0.6	3.7	5.7
(% YoY)											
매출액	6.6	-0.8	-14.7	13.5	24.2	48.9	39.9	14.8	2.0	30.7	13.9
OEM	7.1	-13.1	-18.7	12.2	13.9	48.6	39.7	14.2	-2.7	27.2	14.9
기타	-0.3	747.1	2,137.6	35.7	175.2	50.9	44.5	24.2	126.8	70.0	5.0
영업이익	-38.9	2.8	적전	-93.1	-38.1	117.5	흑전	1,502.6	-88.6	975.6	46.8
OEM	-49.2	-17.1	적전	-95.2	-36.3	136.7	흑전	2,304.8	-93.9	1,835.3	53.4
기타	71.6	흑전	-194.4	-0.7	-44.0	32.9	흑전	0.2	12.8	85.6	-24.9
순이익	흑전	-48.8	적전	적전	-20.1	27.6	흑전	흑전	적전	흑전	74.7

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

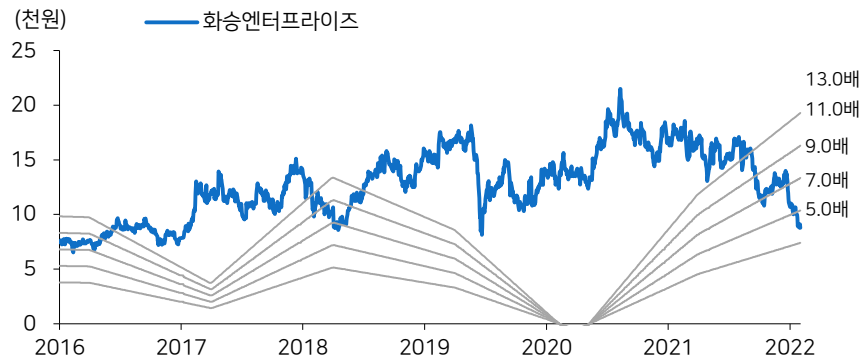
적정주가: 화승엔터프라이즈

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS	1,378	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	10	Fengtay 및 Yuen 12개월 선행 PER 평균 값 적용
적정주가 (원)	13,000	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈(241590)

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,115.8	1,138.6	1,488.1	1,694.5	1,805.2
매출액증가율 (%)	-7.1	2.0	30.7	13.9	6.5
매출원가	955.9	1,022.1	1,286.7	1,443.7	1,537.7
매출총이익	159.9	116.5	201.4	250.7	267.5
판매관리비	97.4	109.4	125.1	138.6	147.3
영업이익	62.5	7.1	76.4	112.1	120.2
영업이익률	5.6	0.6	5.1	6.6	6.7
금융손익	-13.3	-8.8	3.2	-4.1	-4.3
중속/관계기업손익	0.3	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-0.8	4.4	-8.6	13.6	13.5
세전계속사업이익	48.7	2.2	70.9	121.5	129.4
법인세비용	7.2	9.0	12.8	21.9	23.3
당기순이익	41.5	-6.9	58.2	99.6	106.1
지배주주지분 손이익	40.1	-6.5	55.2	96.4	102.6
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	633.0	697.6	782.3	899.7	1,012.6
현금및현금성자산	246.0	173.2	219.4	270.1	334.2
매출채권	112.8	122.8	130.2	145.6	156.9
재고자산	226.7	300.7	324.8	363.3	391.4
비유동자산	522.0	632.6	780.1	763.1	748.1
유형자산	410.7	497.4	620.4	606.1	593.6
무형자산	31.5	31.7	39.9	36.5	33.5
투자자산	7.1	9.2	9.9	10.5	11.0
자산총계	1,155.0	1,330.3	1,562.3	1,662.8	1,760.7
유동부채	560.5	695.4	759.1	763.5	759.4
매입채무	158.5	191.3	200.8	224.7	242.1
단기차입금	284.1	388.5	443.7	419.7	395.7
유동성장기부채	58.6	50.7	50.9	47.9	44.9
비유동부채	57.0	84.5	132.3	131.9	130.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.6	36.5	75.6	72.6	69.6
부채총계	617.5	779.8	891.4	895.3	890.1
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	165.7	169.7	169.7	169.7
기타포괄이익누계액	-19.3	9.7	31.9	31.9	31.9
이익잉여금	188.8	179.2	231.6	325.0	424.6
비지배주주지분	19.6	13.9	55.7	59.0	62.5
자본총계	537.5	550.4	670.9	767.5	870.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	77.7	-8.3	144.5	154.1	166.1
당기순이익(손실)	41.5	-6.9	58.2	99.6	106.1
유형자산상각비	55.2	59.1	74.2	79.3	77.5
무형자산상각비	2.5	2.6	3.1	3.3	3.1
운전자본의 증감	-23.2	-66.9	7.4	-28.1	-20.5
투자활동 현금흐름	-100.9	-119.8	-172.4	-71.0	-69.4
유형자산의증가(CAPEX)	-83.3	-94.7	-156.8	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-2.7	-0.6	-0.6	-0.5
재무활동 현금흐름	202.4	47.5	68.3	-32.5	-32.6
차입금의 증감	35.8	116.9	101.1	-29.5	-29.6
자본의 증가	0.0	-0.8	4.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	174.4	-72.8	46.2	50.7	64.1
기초현금	71.7	246.0	173.2	219.4	270.1
기말현금	246.0	173.2	219.4	270.1	334.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	18,431	18,801	24,563	27,966	29,794
EPS(지배주주)	662	-108	911	1,590	1,694
CFPS	1,860	1,086	2,637	3,562	3,634
EBITDAPS	1,985	1,136	2,536	3,213	3,313
BPS	8,554	8,858	10,154	11,694	13,338
DPS	45	45	50	50	50
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	-156.6	10.0	5.7	5.4
PCR	7.6	15.5	3.4	2.6	2.5
PSR	0.8	0.9	0.4	0.3	0.3
PBR	1.7	1.9	0.9	0.8	0.7
EBITDA	120.1	68.8	153.7	194.7	200.8
EV/EBITDA	8.4	19.4	6.2	4.5	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	-1.2	9.6	14.6	13.5
EBITDA 이익률	10.8	6.0	10.3	11.5	11.1
부채비율	114.9	141.7	132.9	116.7	102.2
금융비용부담률	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	4.8	0.7	5.2	7.4	8.4
매출채권회전율(x)	8.9	9.7	11.8	12.3	11.9
재고자산회전율(x)	5.0	4.3	4.8	4.9	4.8

한섬(020000) 사업 확장기

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

Buy

적정주가(12개월) **34,000원**

현재주가 (11월 8일) **26,000원**

상승여력 **30.8%**

KOSPI 2,399.04pt

시가총액 6,404억원

발행주식수 2,463만주

유동주식비율 54.55%

외국인비중 26.54%

52주 최고/최저가 43,100원/24,450원

평균거래대금 17.8억원

주요주주(%)

현대홈쇼핑 34.64

국민연금공단 10.04

주가상승률(%)

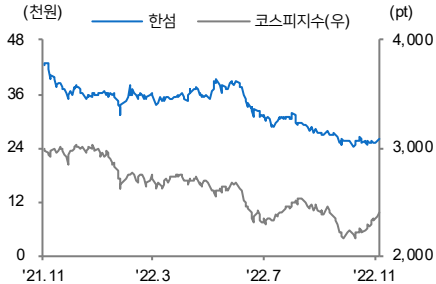
절대주가 상대주가

1개월 1.8 -5.3

6개월 -25.1 -17.4

12개월 -39.7 -25.6

주가그래프



신성장동력 찾기

- **[실적]** 리오프닝 효과 제거로 매출 기저 부담 발생, 신규 브랜드 관련 투자 집행 증가 추세
** 매출 성장률: 2022E +12% → 2023E +3%, 온라인 매출 비중 22% (+2%p)
** 매출액 대비 광고비: 2022E 3% (+1%p) → 2023E 4% (+1%p)
- **[모멘텀]** 신규 브랜드 추가 및 온라인 플랫폼 EQL 확장
** 화장품 사업 확장 (자체 기초 Oera 및 향수 편집숍 Liquidess Perfume Bar), 의류 브랜드 (랑방블랑 등) 추가

4Q22E & 2023E Preview

- **4Q22E: 매출액 4,600억원 (+3%), 영업이익 505억원 (-2%, OPM 11%)**
- **2023E: 매출액 1조 5,888억원 (+3%), 영업이익 1,617억원 (-4%, OPM 10%)**
- **[매출]** 백화점향 판매 기저 부담, 의류 수요 둔화, 해외 여행 확대 (= 주력 소비 대상 품목 이동)
- **[이익]** 브랜드 투자 비용 증가 > 온라인 기여 확대

투자의견 Buy 및 적정주가 34,000원 제시

- 경기 위축 우려 및 신사업향 비용 집행 감안 실적 눈높이 낮출 필요
- 단, 브랜드력 (국내 여성복 1위)과 재무 건전성 (순현금 2,900억원) 감안 안정성 부각

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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	1,550.3	169.6	111.1	4,510	-2.3	53,879	5.8	0.5	1.7	8.7	31.3
2023E	1,588.8	161.7	104.3	4,234	-6.4	57,533	6.1	0.5	1.7	7.6	29.8
2024E	1,641.1	167.4	107.6	4,368	3.2	61,321	6.0	0.4	1.7	7.4	28.2

한섬 실적 추이 및 전망

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	333.3	312.7	296.4	445.0	391.5	357.4	341.4	460.0	1,387.4	1,550.3	1,588.8
오프라인	262.7	250.6	226.1	363.1	303.3	287.0	268.7	372.3	1,102.5	1,231.3	1,237.8
온라인	70.6	62.0	70.3	81.9	88.2	70.4	72.8	87.7	284.9	319.1	351.0
영업이익	45.2	23.5	31.8	51.7	59.1	26.1	32.6	50.5	152.2	168.2	161.7
영업이익률	13.6	7.5	10.7	11.6	15.1	7.3	9.6	11.0	11.0	10.8	10.2
오프라인	27.6	9.8	15.6	32.9	37.1	11.0	17.0	32.9	85.9	97.8	91.5
온라인	17.7	13.6	16.2	18.8	22.0	15.1	15.6	17.5	66.3	70.4	70.2
순이익	32.6	19.0	24.4	38.5	43.2	18.3	21.6	28.0	114.6	111.1	104.3
순이익률	9.8	6.1	8.2	8.7	11.0	5.1	6.3	6.1	8.3	7.2	6.6
(% YoY)											
매출액	22.8	13.0	13.5	15.1	17.4	14.3	15.2	3.4	16.0	11.7	2.5
오프라인	19.4	11.0	7.0	13.6	15.5	14.5	18.8	2.5	12.9	11.7	0.5
온라인	37.0	22.0	41.0	22.2	24.8	13.5	3.5	7.1	29.9	12.0	10.0
영업이익	54.5	65.9	41.0	43.2	30.7	11.5	2.5	-2.4	49.1	10.5	-3.9
영업이익률	2.8	2.4	2.1	2.3	1.5	-0.2	-1.2	-0.6	2.4	-0.1	-0.7
순이익	73.8	585.9	55.1	69.9	34.6	12.2	-11.6	-27.3	34.6	-3.0	-6.1

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

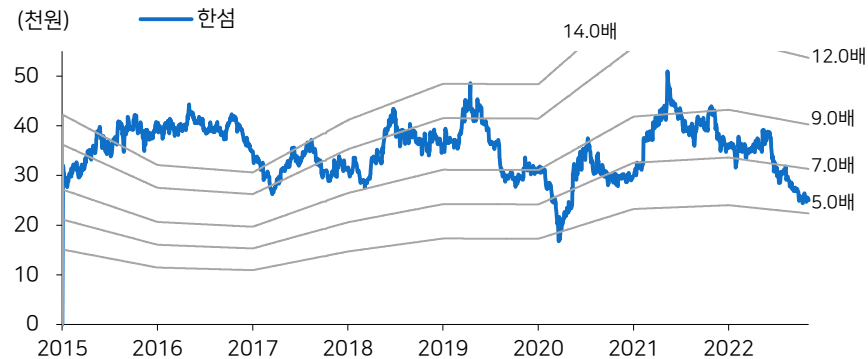
적정주가: 한섬

2023년 전망 시리즈 14
화장품/의류

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
12개월 선행 EPS	4,257	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	신세계인터내셔널 및 PVH 12개월 선행 PER
적정주가 (원)	34,000	

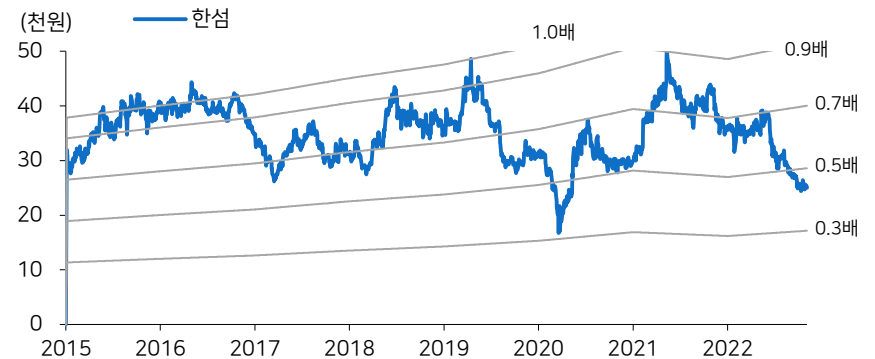
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한섬 12개월 선행 PER



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한섬 12개월 선행 PBR



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

한심(020000)

2023년 전망 시리즈 14

화장품/의류

Income Statement					
(십억 원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,195.9	1,387.4	1,550.3	1,588.8	1,641.1
매출액증가율 (%)	-5.1	16.0	11.7	2.5	3.3
매출원가	490.2	554.2	608.3	625.8	647.1
매출총이익	705.7	833.2	942.0	963.0	994.0
판매관리비	603.7	681.0	772.4	801.3	826.6
영업이익	102.1	152.2	169.6	161.7	167.4
영업이익률	8.5	11.0	10.9	10.2	10.2
금융손익	1.7	5.1	-1.3	-1.9	-2.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.4	-2.6	-17.0	-15.7	-16.6
세전계속사업이익	112.2	154.6	151.4	144.2	148.7
법인세비용	27.3	43.1	42.4	42.2	43.6
당기순이익	84.9	111.5	109.0	101.9	105.2
지배주주지분 순이익	85.1	114.6	111.1	104.3	107.6
Balance Sheet					
(십억 원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	819.7	881.8	1,055.1	1,148.3	1,229.5
현금및현금성자산	43.4	67.3	-16.2	-7.4	-21.6
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	687.5	689.1	701.4
유형자산	324.4	366.7	385.2	388.5	391.2
무형자산	122.1	108.5	88.5	71.9	58.5
투자자산	60.0	82.4	83.1	97.9	120.9
자산총계	1,438.5	1,557.1	1,742.7	1,837.5	1,930.9
유동부채	230.9	246.3	343.3	347.9	349.4
매입채무	35.8	44.2	42.9	42.0	41.2
단기차입금	33.3	4.6	156.7	156.7	156.7
유동성장기부채	8.5	8.5	10.7	10.7	10.7
비유동부채	81.6	70.4	71.8	74.3	75.4
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	415.1	422.2	424.8
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	-11.4	-11.4	-11.4
이익잉여금	1,024.3	1,128.7	1,228.0	1,318.0	1,411.3
비지배주주지분	3.9	2.6	0.5	-1.8	-4.2
자본총계	1,126.0	1,240.4	1,327.6	1,415.2	1,506.1

Statement of Cash Flow					
(십억 원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	149.4	172.1	80.1	82.0	67.3
당기순이익(손실)	84.9	111.5	109.0	101.9	105.2
유형자산상각비	34.7	32.2	37.3	38.7	39.3
무형자산상각비	18.3	20.5	20.2	16.6	13.4
운전자본의 증감	6.6	-20.0	-84.5	-75.2	-90.6
투자활동 현금흐름	-147.8	-98.0	-294.7	-58.9	-67.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.1	-60.3	-50.6	-42.0	-42.0
투자자산의 감소(증가)	-10.4	-22.4	-0.6	-14.9	-23.0
재무활동 현금흐름	5.4	-50.2	131.1	-14.3	-14.3
차입금의 증감	24.8	-26.5	155.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.0	23.9	-83.5	8.8	-14.2
기초현금	37.4	43.4	67.3	-16.2	-7.4
기말현금	43.4	67.3	-16.2	-7.4	-21.6
Key Financial Data					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	48,555	56,330	62,945	64,506	66,630
EPS(지배주주)	3,455	4,651	4,510	4,234	4,368
CFPS	6,020	7,141	7,705	7,778	7,795
EBITDAPS	6,296	8,319	9,224	8,808	8,938
BPS	45,559	50,255	53,879	57,533	61,321
DPS	450	600	650	650	650
배당수익률(%)	1.5	1.7	2.5	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.8	7.7	5.7	6.1	5.9
PCR	5.0	5.0	3.3	3.3	3.3
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
EBITDA	155.1	204.9	227.2	217.0	220.1
EV/EBITDA	3.3	2.9	1.6	1.6	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	9.7	8.7	7.6	7.4
EBITDA 이익률	13.0	14.8	14.7	13.7	13.4
부채비율	27.8	25.5	31.3	29.8	28.2
금융비용부담률	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	112.6	246.4	53.5	38.6	40.0
매출채권회전율(x)	17.2	20.8	20.5	19.6	18.8
재고자산회전율(x)	2.7	3.1	3.2	3.0	2.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.29	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-4.4	8.5	
2021.01.13	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-5.5	2.5	
2021.02.04	기업브리프	Buy	270,000	하누리	-11.0	0.7	
2021.04.07	기업브리프	Buy	300,000	하누리	-12.8	-10.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	340,000	하누리	-19.0	-12.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	330,000	하누리	-27.3	-25.8	
2021.07.29	기업브리프	Hold	270,000	하누리	-20.9	-14.1	
2021.09.29	산업분석	Hold	200,000	하누리	-10.8	-3.8	
2022.01.10	기업브리프	Hold	170,000	하누리	-9.1	-3.8	
2022.02.10	기업브리프	Hold	190,000	하누리	-10.7	0.5	
2022.04.08	산업브리프	Hold	180,000	하누리	-9.2	-1.1	
2022.04.29	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-28.4	-13.8	
2022.07.12	산업분석	Buy	180,000	하누리	-24.8	-21.4	
2022.07.29	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-24.5	-14.0	
2022.11.09	산업분석	Buy	160,000	하누리	-	-	

LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.23	기업브리프	Buy	1,800,000	하누리	-13.1	-8.4	
2021.01.13	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-20.8	-11.5	
2021.07.09	산업브리프	Buy	2,100,000	하누리	-18.9	-17.3	
2021.07.23	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-28.6	-23.7	
2021.09.29	산업분석	Buy	1,700,000	하누리	-24.3	-18.2	
2021.11.18	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-29.0	-26.1	
2022.01.10	기업브리프	Hold	1,200,000	하누리	-19.9	-17.5	
2022.01.28	기업브리프	Hold	1,000,000	하누리	-9.1	4.0	
2022.05.12	기업브리프	Hold	700,000	하누리	-1.6	0.7	
2022.05.25	산업분석	Hold	800,000	하누리	-15.4	-8.3	
2022.07.12	산업분석	Hold	850,000	하누리	-15.0	-11.5	
2022.07.29	기업브리프	Buy	1,000,000	하누리	-29.7	-21.2	
2022.10.04	기업브리프	Buy	950,000	하누리	-38.6	-31.6	
2022.10.28	기업브리프	Buy	780,000	하누리	-31.8	-26.9	
2022.11.09	산업분석	Buy	800,000	하누리	-	-	

아모레G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.05	기업브리프	Hold	57,000	하누리	0.0	17.2	
2021.04.08	기업브리프	Hold	72,000	하누리	-4.6	1.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-18.9	-11.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	80,000	하누리	-23.9	-22.0	
2021.07.29	기업브리프	Hold	67,000	하누리	-16.8	-10.7	
2021.09.29	산업분석	Hold	55,000	하누리	-13.8	-4.0	
2022.01.10	기업브리프	Hold	47,000	하누리	-16.8	8.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	37,000	하누리	-	-	

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.06	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-19.3	-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	-28.9	-17.2	
2022.07.14	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-30.4	-25.3	
2022.10.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-31.6	-27.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	48,000	하누리	-	-	

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)	
2020.10.06	기업브리프	Buy	147,036	하누리	-30.3	-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	-18.2	-13.2	
2022.05.17	기업브리프	Hold	70,000	하누리	-7.8	-5.9	
2022.05.25	산업분석	Hold	75,000	하누리	-17.3	-6.4	
2022.07.14	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-29.5	-20.0	
2022.10.06	기업브리프	Buy	73,000	하누리	-36.0	-30.5	
2022.11.09	산업분석	Buy	70,000	하누리	-	-	

클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.05	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-25.3	-7.2	
2021.01.15	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-21.7	-12.4	
2021.04.12	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-16.5	-7.2	
2021.05.28	산업분석	Buy	30,000	하누리	-12.1	-7.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	31,000	하누리	-32.0	-18.2	
2022.01.11	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-23.1	-9.6	
2022.02.17	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-14.4	-6.0	
2022.04.08	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-26.9	-9.2	
2022.07.18	기업브리프	Buy	20,000	하누리	-26.9	-15.5	
2022.10.12	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-	-	

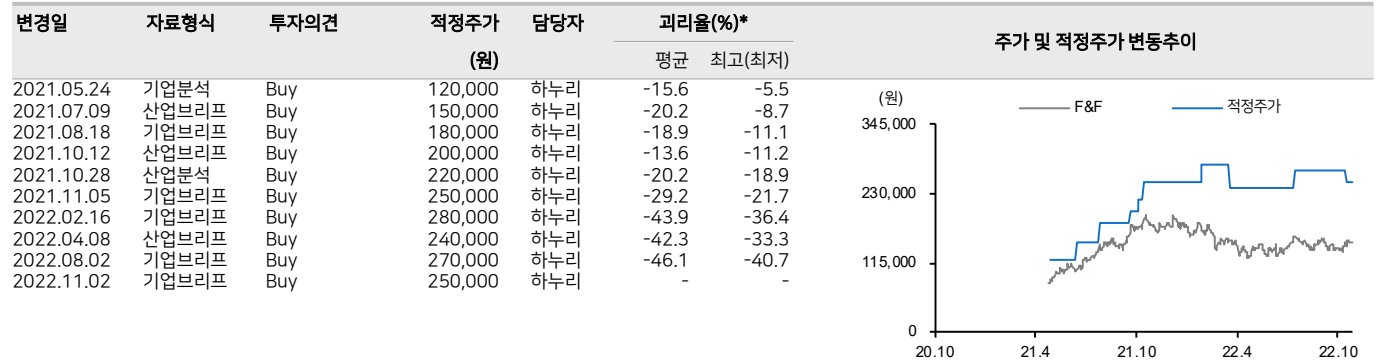
신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.05	기업브리프	Buy	42,000	하누리	-26.4	-20.0	
2021.01.13	기업브리프	Buy	44,000	하누리	-19.8	-14.3	
2021.02.09	기업브리프	Buy	48,000	하누리	-17.3	-11.7	
2021.04.09	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-21.2	-11.0	
2021.05.13	기업브리프	Buy	56,000	하누리	-27.5	-15.7	
2021.10.12	산업브리프	Buy	50,000	하누리	-32.2	-29.6	
2021.11.10	기업브리프	Buy	48,000	하누리	-38.5	-34.4	
2022.01.11	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-20.1	-5.6	
2022.04.08	산업브리프	Buy	40,000	하누리	-19.5	-15.9	
2022.05.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-36.6	-28.1	
2022.08.11	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-37.8	-30.6	
2022.10.05	기업브리프	Buy	37,000	하누리	-33.3	-28.5	
2022.11.08	기업브리프	Buy	34,000	하누리	-	-	

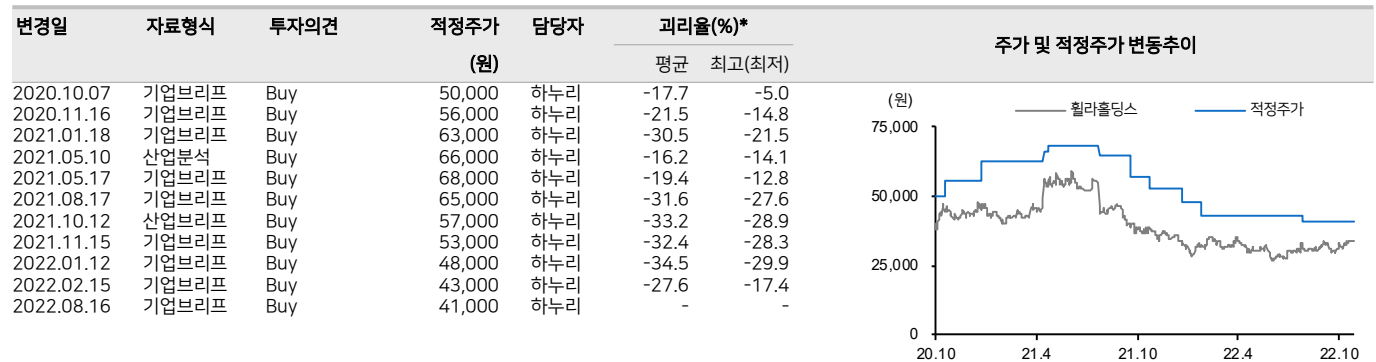
F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



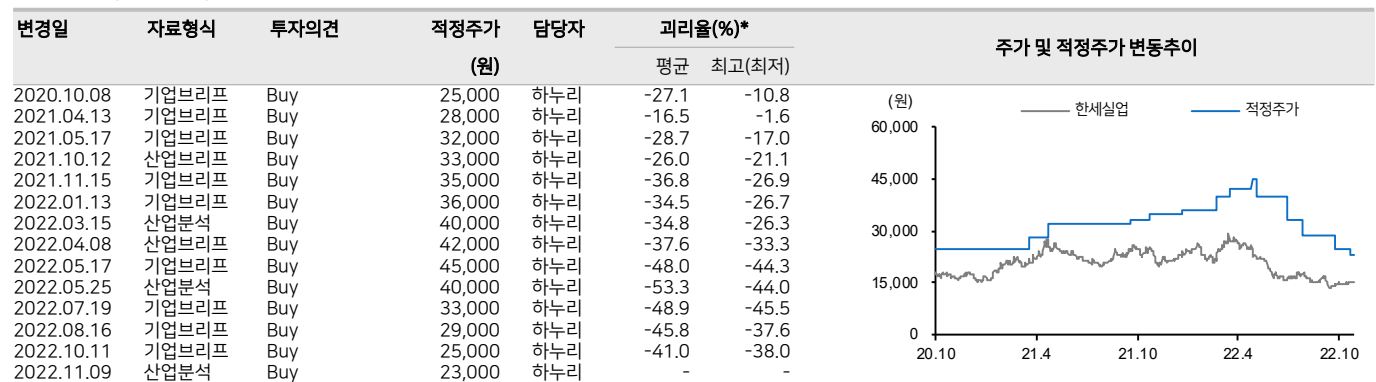
힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



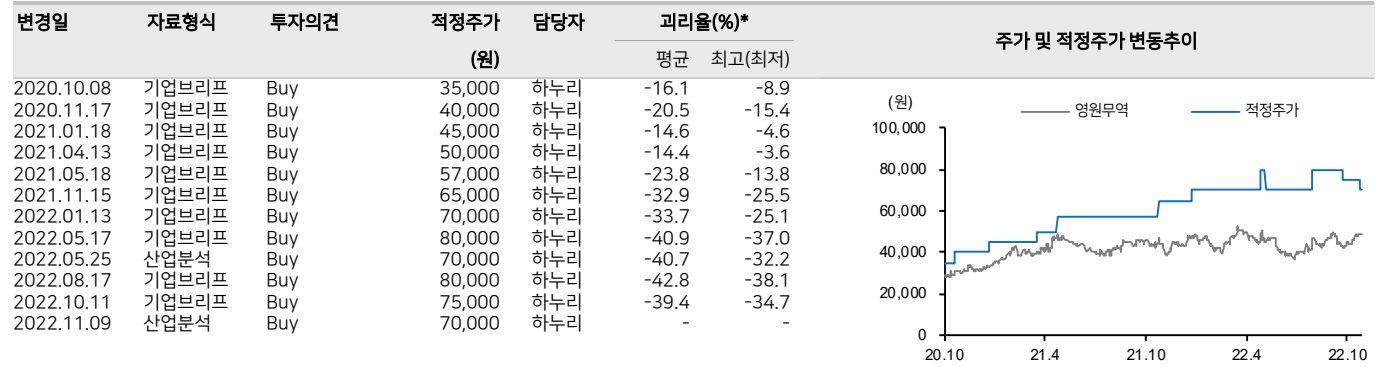
한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



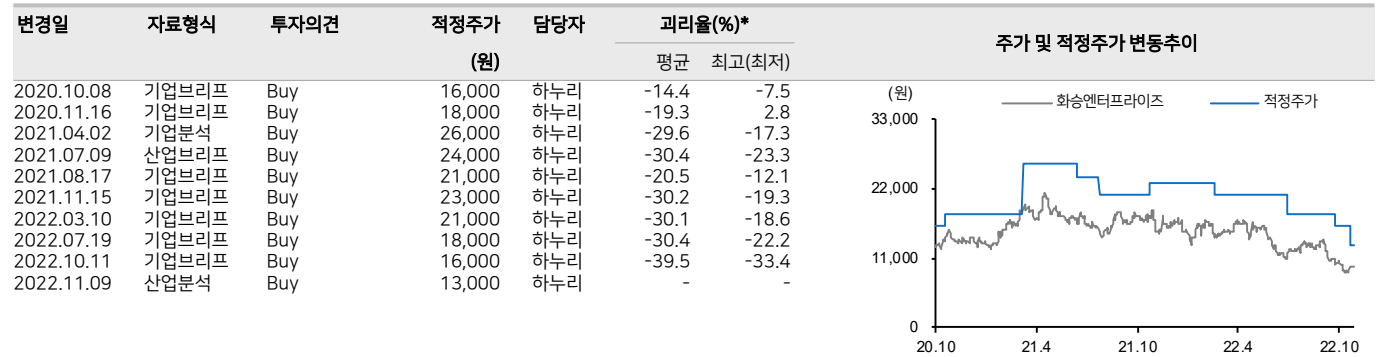
영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 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

