

2023년 하반기 전망 시리즈
화장품/의류 5

승자독식

화장품	Overweight
의류	Neutral

승자독식

화장품		
Top Picks	투자판단	적정주가
코스맥스 (192820)	Buy	140,000원
관심종목	투자판단	적정주가
한국콜마 (161890)	Buy	60,000원
코스메카코리아 (241710)	Not rated	-
씨앤씨인터내셔널 (352480)	Buy	60,000원
클리오 (237880)	Buy	30,000원
LG생활건강 (051900)	Buy	750,000원
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	160,000원
아모레G (002790)	Buy	45,000원
신세계인터내셔널 (031430)	Buy	25,000원

의류		
Top Picks	투자판단	적정주가
F&F (383220)	Buy	220,000원
관심종목	투자판단	적정주가
한세실업 (105630)	Buy	27,000원
영원무역 (111770)	Buy	70,000원
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	11,000원
한섬 (020000)	Buy	35,000원
휠라홀딩스 (081660)	Buy	45,000원



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

Contents

Part I	[산업] 대형 vs. 중소형	9
Part II	[업태] 판매 vs. 제조	21
Part III	[품목] 립스틱 효과	25
Part IV	[시장] 중국 > 한국 > 미국	31
Part V	[업체] 구조적 vs. 일시적	45
Part VI	[전략] 승자독식	53

기업분석 화장품	코스맥스 (192820)	60
	한국콜마 (161890)	63
	코스메카코리아 (241710)	66
	씨앤씨인터내셔널 (352480)	68
	클리오 (237880)	71
	LG생활건강 (051900)	74
	아모레퍼시픽 (090430)	77
	아모레G (002790)	80
신세계인터내셔널 (031430)	83	

기업분석 의류	F&F (383220)	88
	한세실업 (105630)	91
	영원무역 (111770)	94
	화승엔터프라이즈 (241590)	97
	한섬 (020000)	100
	힐라홀딩스 (081660)	103

[Summary] 승자독식

화장품

Overweight

의류

Neutral

Part I

[산업]

대형 vs. 중소형

- 2H23E 생활소비재 투자이견 Neutral. 단기 낙폭 확대 및 지형 변화 감안, **화장품 상대 매력 부각**
- 시장 규모 동일 vs. **업체 기여 변화**. 업종 시가총액 현행 유지 전망 (화장품≒27조원, 의류≒25조원)
- [화장품] 중소형 강세 vs. 대형 약세**
 - 주력 시장 이동: 중국·면세 미국·동남아·일본
 - 소비 행태 변화: 방문 판매 및 직영 매장 중심 B2C 온라인 및 멀티브랜드숍향 B2B
 - 신규 유입 증가: 신규 상장 종목 추가
- [의류] 대형 강세 vs. 중소형 약세**
 - 저변 확장 미미: F&F 제외, 사업 포트폴리오 동일
 - 수입 강세 지속: 공급 증가 및 수요 확장
 - 신생 업체 부족: 신규 3개 종목에 불과

Part II

[업태]

판매 vs. 제조

- [화장품] 역피라미드 심화 → OEM 우위**
 - 전방 수요 파편화: 품질 상향 평준화 → 충성도 저하 → 대형 브랜드 점유율 이탈
 - 유통 패러다임 변화: 원브랜드에서 멀티브랜드숍, 오프라인에서 온라인 → 사업 구조 B2B화
 - 유통사 PB 확대: 자사 유통망 기반 PB 브랜드 증가, 경쟁 심화로 제품 전환 주기 가속화
- [의류] 피라미드 심화 → 브랜드 우위**
 - 구매 결정 요인: 브랜드 로고 > 품질/소재
 - 설비 구축 용이: 자동화 불가, 노동 집약적 (설비 시설 = 공간/재봉틀/사람)
 - 상위 브랜드 편중: 유명 브랜드향 쏠림 (점유율: 나이키 스포츠 > 60% vs. 로레알 < 10%)

Part III

[품목]

립스틱 효과

- 소비 여력 축소로 저가품 인기, **립스틱 효과** 발동
- 무지출 챌린지 등 **과시적 비소비** 또한 대세
- [화장품] 저가 색조 제품 및 기능성 더마 약진**
 - 색조: 피부 미용 목적의 자유재화 → 성장성 강화, 화장품 시장 고성장 지역 인당 색조 소비액 확대 수혜
 - 기초: 피부 보호 용도의 필수재화 → 성장성 둔화, 기능성 더마 화장품 수요 집중 지속
- [의류] 저가 캐주얼 vs. 초고가 럭셔리 극단적 양극화**
 - 캐주얼: 비소비지출 증가 → 가성비 성향 → 저가 SPA, 캐주얼 브랜드 호조
 - 럭셔리: 베블런 효과 여전 → 가심비 성향 → 초고 단가 럭셔리 강세 지속

[Summary] 승자독식

화장품	Overweight
의류	Neutral

Part IV

[시장]
 중국 > 한국 > 미국

- 국가별 코로나 대응 구간 차이 감안 판매 성장률 및 방향성 차별화 예상
- **[중국] Re-opening!** 2023E 소매판매 +7%
 긍정: 기저 효과 및 방역 정책 완화 효과
 부정: 소비자 심리 약세 및 중장기 성장 둔화
- **[한국] Re-bounding!** 2023E 소매판매 +5%
 긍정: 소비 심리 견고 및 백화점 성과 견조
 부정: 기저 부담에 긴축 정책 및 특수 제거
- **[미국] Re-stocking!** 2023E 소매판매 +4%
 긍정: 전방 재고 소진율 상승
 부정: 소비력 저하 및 판매 성과 부진
- **[면세] Re-covering!** 2023E 국내 면세 -14%
 긍정: 여행객 유출입 증가 뚜렷, 방한 중국인 증가
 부정: 다이공 이탈 > 여행객 유입

Part V

[업체]
 구조적 vs. 일시적

- **실적 = 주가 핵심 변수**, 외형 성장 통한 영업 레버리지 효과 창출 업체 선별
 1H23 주가 상승 종목 = 1Q23 실적 서프라이즈
- **기대치 상황:** 시장 기대치 **상향** 및 **추가 조정 가능**
업체 주효 (Upside risk: 브랜드 - 618 상위 랭킹, OEM - 메가 브랜드 수주 확보)
- **성장 지속성:** 기저 효과 따른 일시 회복 아닌, **구조적 외연 확대** 필요 (코로나 전 2019년 대비 2023E & 2024E 매출 성장 필수)

Top Picks

[화장품] 코스맥스
[의류] F&F

- **[화장품] OEM 바스켓 매수**
- **최선호주: 코스맥스**
 - 글로벌 1위 화장품 OEM이나 색조 강자로써 시장 지형 변화 최대 수혜 기대. Valuation 매력 부각
- **차선호주: 한국콜마**
 - OEM 거래선 다각화 및 해외 사업 성과
- **관심 종목: 코스메카코리아, 씨앤씨인터내셔널**
 - **코스메카:** 중소형 최고 기대주, 주력 제품 및 거래선 확장 기반 양질의 성장 실현
 - **씨앤씨:** 증설 및 미국 확장 기반 구조적 성장 도모
- **[의류] 성장주 집중형 포트폴리오**
- **최선호주: F&F**
 - 성장성 (매출액 2022년 +22%, 2023E +29%, 2024E +34%) 및 수익성 (2023E ROE 45%, OPM 29%) 최고

기업분석 [화장품]

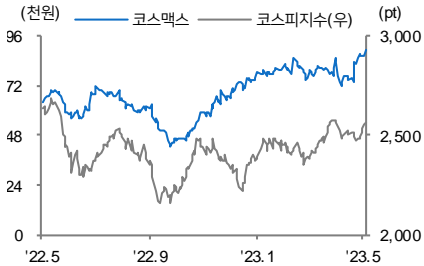
종목명	투자판단	적정주가
코스맥스 (192820)	Buy	140,000원
한국콜마 (161890)	Buy	60,000원
코스메카코리아 (241710)	Not rated	-
씨앤씨인터내셔널 (352480)	Buy	60,000원
클리오 (237880)	Buy	30,000원
LG생활건강 (051900)	Buy	750,000원
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	160,000원
아모레G (002790)	Buy	45,000원
신세계인터내셔널 (031430)	Buy	25,000원

코스맥스 (192820) 화장품 최선호주

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

Buy

적정주가 (12개월)	140,000원		
현재주가 (5.23)	89,400원		
상승여력	56.6%		
KOSPI	2,567.55pt		
시가총액	10,146억원		
발행주식수	1,135만주		
유동주식비율	71.86%		
외국인비중	24.79%		
52주 최고/최저가	89,400원/42,550원		
평균거래대금	89.0억원		
주요주주(%)			
코스맥스비티아이 외 17인	26.27		
국민연금공단	12.18		
베어링자산운용	5.01		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.0	53.6	35.7
상대주가	16.0	44.7	39.9
주가그래프			



화장품 최선호주

- **[실적]** 내수 신규 출범 확대 (1Q23~), 중국 공정 재개 (2Q23E~), 미국 사업 효율화 (2H23E~) 기반 양질의 성장 도모
 ** 중국 매출액: 1Q23 -17% → 2Q23E +15% → 3Q23E +20% → 4Q 23E+34%
 ** 미국 순이익: 2023E +487억원, 2024E +283억원
- **[모멘텀]** 글로벌 1위 화장품 OEM사이자 색조 강자로서 시장 지형 변화 최대 수혜 기대

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 4,514억원 (+12%), 영업이익 307억원 (+78%, OPM 7%)**
- **2023E: 매출액 1조 7,669억원 (+10%), 영업이익 1,092억원 (+106%, OPM 6%)**
- **[국내]** 신생 출시 증가 (유통사 PB/인플루언서 브랜드 등), 대미/대일/대동남아 수출 확대, 판가 상승 통한 원가 전가
- **[중국]** 색조 성장 여력 충분 (중국 인당 색조 소비액: 한국 대비 30%, 미국 대비 20% 수준), 현지 브랜드 활약 지속
- **[기타]** 미국 4Q23E 분기 BEP (오하이오 물량 이관 및 누월드 ODM 신규 증가), 인니 대형 고객사 호조, 태국 리오프닝

투자의견 Buy 및 적정주가 140,000원 제시

- 고성장 vs. 저발류 (2024E 코스맥스 9배 vs. 푸젠파인그린 19배 vs. 인터코스 30배)
- 중국 분리 상장 관련 지분 이탈 우려 상존 (당사 적정주가 140,000원 = 지분율 51%로 축소 가정하여 산출)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	흑전	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022	1,600.1	53.1	20.9	1,837	적전	51,203	40.3	1.4	10.1	3.6	214.3
2023E	1,766.9	109.2	77.7	6,844	흑전	58,047	13.1	1.5	7.6	12.5	197.3
2024E	1,970.7	135.1	105.8	9,322	38.8	67,369	9.6	1.3	6.1	14.9	168.3
2025E	2,092.3	144.8	116.7	10,283	9.5	77,652	8.7	1.2	5.2	14.2	147.4

코스맥스 (192820)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591.5	1,600.1	1,766.9	1,970.7	2,092.3
매출액증가율 (%)	15.1	0.5	10.4	11.5	6.2
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,495.3	1,656.3	1,758.5
매출총이익	277.5	205.3	271.6	314.4	333.8
판매관리비	154.9	152.2	162.4	179.3	189.0
영업이익	122.6	53.1	109.2	135.1	144.8
영업이익률	7.7	3.3	6.2	6.9	6.9
금융손익	-8.5	-17.9	-14.7	-11.5	-10.5
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-35.8	-29.1	-9.1	-4.9	-4.5
세전계속사업이익	78.3	6.2	85.5	118.6	129.9
법인세비용	43.9	22.6	41.9	58.1	63.6
당기순이익	34.3	-16.5	43.6	60.5	66.2
지배주주지분 순이익	74.4	20.9	77.7	105.8	116.7

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792.2	737.2	773.5	800.0	855.7
현금및현금성자산	99.8	169.1	169.2	161.8	180.2
매출채권	350.0	302.8	314.9	327.5	346.8
재고자산	223.6	202.3	216.4	231.6	245.3
비유동자산	619.7	659.3	677.0	670.9	664.4
유형자산	471.2	490.6	498.5	486.9	476.7
무형자산	50.3	49.6	48.5	47.6	46.7
투자자산	53.2	69.7	80.4	87.0	91.6
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,450.5	1,470.9	1,520.1
유동부채	787.7	812.0	818.9	776.7	765.6
매입채무	186.7	175.8	179.3	182.9	193.7
단기차입금	363.6	434.0	414.0	354.0	322.0
유동성장기부채	71.9	69.8	69.8	69.8	69.8
비유동부채	158.9	140.2	143.8	145.9	140.0
사채	51.4	36.5	36.5	36.5	28.5
장기차입금	44.8	20.8	15.6	12.4	10.8
부채총계	946.5	952.2	962.7	922.6	905.6
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	286.8	286.8	286.8
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	21.4	21.4	21.4
이익잉여금	248.1	267.5	345.2	451.0	567.7
비지배주주지분	-95.9	-136.9	-171.0	-216.3	-266.8
자본총계	465.4	444.3	487.8	548.3	614.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	100.1	102.5	96.4	102.8	105.1
당기순이익(손실)	34.3	-16.5	43.6	60.5	66.2
유형자산상각비	48.5	54.9	53.0	52.4	50.9
무형자산상각비	3.3	3.9	1.1	1.0	0.9
운전자본의 증감	-40.8	28.2	-1.2	-11.1	-13.0
투자활동 현금흐름	-143.7	-31.3	-73.5	-48.4	-46.1
유형자산의증가(CAPEX)	-40.8	-84.2	-61.0	-40.8	-40.7
투자자산의감소(증가)	-23.2	-16.4	-10.8	-6.5	-4.6
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	-22.9	-61.8	-40.6
차입금의 증감	-49.3	44.3	-22.9	-61.8	-40.6
자본의 증가	111.0	-5.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.7	69.6	0.1	-7.4	18.4
기초현금	102.5	99.8	169.4	169.5	162.1
기말현금	99.8	169.4	169.5	162.1	180.5

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	147,101	140,986	155,679	173,634	184,348
EPS(지배주주)	6,880	1,837	6,844	9,322	10,283
CFPS	17,492	11,791	14,697	17,394	18,057
EBITDAPS	16,120	9,860	14,383	16,603	17,323
BPS	49,457	51,203	58,047	67,369	77,652
DPS	550	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	40.3	12.6	9.3	8.4
PCR	5.0	6.3	5.9	5.0	4.8
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	1.8	1.4	1.5	1.3	1.1
EBITDA	174.4	111.9	163.2	188.4	196.6
EV/EBITDA	7.3	10.1	7.4	5.9	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	3.6	12.5	14.9	14.2
EBITDA 이익률	11.0	7.0	9.2	9.6	9.4
부채비율	203.4	214.3	197.3	168.3	147.4
금융비용부담률	1.1	1.3	1.5	1.2	1.1
이자보상배율(x)	7.0	2.5	4.2	5.5	6.5
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	5.7	6.1	6.2
재고자산회전율(x)	7.6	7.5	8.4	8.8	8.8

한국콜마 (161890) 화장품 차선호주

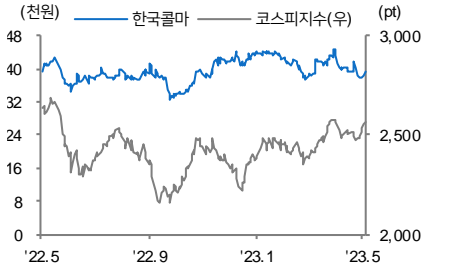
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	60,000원
현재주가 (5.23)	39,400원
상승여력	52.3%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	9,015억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	72.16%
외국인비중	26.28%
52주 최고/최저가	44,800원/32,350원
평균거래대금	48.4억원

주요주주(%)			
한국콜마홀딩스 외 27인			27.84
NIHON KOLMAR			12.14
국민연금공단			10.01
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.7	2.7	-4.6
상대주가	-5.6	-3.2	-1.6

주가그래프



화장품 차선호주

- [실적] 국내 OEM 거래선 다각화, 해외 OEM BEP 전환, 연우 실적 정상화, 이노엔 수익성 강화 → 성장성 부각
** 인기 더마 및 기능성 섰 제품 내 경쟁력 강화, 전방 브랜드 파편화 낙수효과
- [모멘텀] 해외 사업 성과 (중국 OTC 수주, 미국 R&D센터 완공), 후방 수직계열화 효과 창출 (콜마 충전 & 연우 용기)
** 2023E 해외 법인 적자 +375억원 축소 (무석 +181억원, 캐나다 +43억원), 4Q23E 흑자 전환 예상

2Q23E & 2023E Preview

- 2Q23E: 매출액 5,778억원 (+15%), 영업이익 392억원 (+17%, OPM 7%)
- 2023E: 매출액 2조 1,328억원 (+14%), 영업이익 1,434억원 (+96%, OPM 7%)
- [화장품] 별도 유수 고객사 비중 증가, 중국 OTC 기술 확보 기반 신규 유치 확장, 캐나다 대형 거래선향 라인 추가 효과
- [기타] 연우 주력 거래선 재고 비축 구간 진입, 이노엔 케이캡 해외 진출 증가 및 수액 공장 가동 상층

투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원, 차선호주 제시

- 기능성 제품 기반 신규 수주 확대 (진입 장벽 ↑, 제품 라이프 사이클 ↑)
- 중간지주사 디스카운트 요인으로 작용, 순부채 규모 감안 이자 비용 부담

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,586.3	84.3	35.8	1,565	-72.9	29,876	25.7	1.3	14.6	5.5	91.7
2022	1,865.7	73.3	-22.0	-961	적전	29,024	-	1.5	17.1	-3.3	99.6
2023E	2,132.8	143.4	66.2	2,895	흑전	31,419	13.6	1.3	11.1	9.6	90.4
2024E	2,319.0	189.9	96.3	4,209	42.7	35,128	9.4	1.1	8.9	12.6	79.4
2025E	2,456.0	207.9	112.4	4,913	14.5	39,541	8.0	1.0	8.0	13.2	69.7

한국콜마(161890)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586.3	1,865.7	2,132.8	2,319.0	2,456.0
매출액증가율 (%)	20.0	17.6	14.3	8.7	5.9
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,552.3	1,660.5	1,751.8
매출총이익	428.1	468.8	580.5	658.5	704.2
판매관리비	343.9	395.6	437.1	468.6	496.3
영업이익	84.3	73.3	143.4	189.9	207.9
영업이익률	5.3	3.9	6.7	8.2	8.5
금융손익	-15.9	-24.4	-9.6	1.8	11.8
중속/관계기업손익	-0.9	-1.2	-0.7	-0.7	-0.7
기타영업외손익	-0.9	-30.8	1.5	1.0	0.9
세전계속사업이익	66.5	17.0	134.5	192.0	219.9
법인세비용	23.0	21.1	40.4	57.6	66.0
당기순이익	43.5	-4.1	94.2	134.4	154.0
지배주주지분 순이익	35.8	-22.0	66.2	96.3	112.4

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	882.9	816.3	870.9	951.3	1,057.5
현금및현금성자산	191.2	220.1	216.6	255.3	324.3
매출채권	225.6	258.8	291.1	310.5	327.2
재고자산	210.2	239.4	253.8	269.0	283.5
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,083.8	2,054.1	2,027.9
유형자산	445.5	608.9	578.2	551.6	528.6
무형자산	1,126.9	1,301.8	1,297.4	1,293.2	1,289.0
투자자산	30.8	33.8	35.6	36.7	37.7
자산총계	2,606.0	2,933.3	2,954.8	3,005.4	3,085.4
유동부채	888.6	868.1	848.1	813.9	785.4
매입채무	157.0	160.2	166.6	173.2	182.6
단기차입금	223.2	311.7	261.7	206.7	156.7
유동성장기부채	355.3	207.6	207.6	207.6	207.6
비유동부채	357.9	595.7	554.5	516.3	482.2
사채	249.4	299.5	299.5	299.5	299.5
장기차입금	25.1	193.6	144.8	102.0	64.0
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,402.6	1,330.2	1,267.7
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	266.7	264.5	264.5	264.5	264.5
기타포괄이익누계액	2.7	4.1	4.1	4.1	4.1
이익잉여금	402.8	383.7	438.5	523.3	624.3
비지배주주지분	676.0	805.4	833.3	871.4	913.0
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,552.2	1,675.2	1,817.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-3.1	90.8	154.5	191.4	210.6
당기순이익(손실)	43.5	-4.1	94.2	134.4	154.0
유형자산상각비	46.6	61.6	69.2	64.5	60.4
무형자산상각비	11.8	13.9	4.4	4.3	4.2
운전자본의 증감	-58.8	-32.3	-13.3	-11.8	-7.9
투자활동 현금흐름	-283.0	-145.3	-49.5	-44.4	-43.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-40.1	-37.8	-38.6	-37.9	-37.4
투자자산의 감소(증가)	-9.1	-2.9	-1.9	-1.1	-1.0
재무활동 현금흐름	97.6	82.0	-108.5	-108.2	-98.5
차입금의 증감	-221.0	158.1	-97.1	-96.8	-87.1
자본의 증가	38.4	-2.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-186.0	28.9	-3.5	38.8	69.0
기초현금	377.2	191.2	220.1	216.6	255.3
기말현금	191.2	220.1	216.6	255.3	324.3

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	69,329	81,540	93,211	101,347	107,336
EPS(지배주주)	1,565	-961	2,895	4,209	4,913
CFPS	7,249	7,905	10,511	12,635	13,464
EBITDAPS	6,234	6,499	9,483	11,303	11,907
BPS	29,876	29,024	31,419	35,128	39,541
DPS	415	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	25.7	-	13.1	9.0	7.7
PCR	5.6	5.4	3.6	3.0	2.8
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.3	1.5	1.2	1.1	1.0
EBITDA	142.6	148.7	217.0	258.6	272.4
EV/EBITDA	14.6	17.1	10.9	8.8	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	-3.3	9.6	12.6	13.2
EBITDA 이익률	9.0	8.0	10.2	11.2	11.1
부채비율	91.7	99.6	90.4	79.4	69.7
금융비용부담률	1.9	1.8	1.8	1.5	1.3
이자보상배율(x)	2.8	2.2	3.8	5.5	6.7
매출채권회전율(x)	7.7	7.7	7.8	7.7	7.7
재고자산회전율(x)	8.8	8.3	8.6	8.9	8.9

코스메카코리아 (241710) 중소형 최고 기대주

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

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (5.23)	16,500원
상승여력	-
KOSDAQ	859.16pt
시가총액	1,762억원
발행주식수	1,068만주
유동주식비율	58.82%
외국인비중	3.57%
52주 최고/최저가	16,500원/6,500원
평균거래대금	79.1억원
주요주주(%)	
박은희 외 3인	38.95
박선기 외 2인	6.29

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	71.9	111.5	26.0
상대주가	73.8	78.7	29.5

주가그래프



중소형 최고 기대주

- **[실적]** 한국 글로벌 고객사향 수주 급증, 미국 인디 브랜드 대량 유치, 중국 공장 일원화 통한 내실 강화
** 기초 대형 브랜드 비중 확대 & 색조 인디 브랜드 확장 수혜 → 거래선 포트폴리오 다각화
- **[모멘텀]** 기초/색조 전반 기술력 기반 성장 지속성 보유
** 주력 품목향 (기초 OTC 썬 제품 및 더마, 색조 기능성 베이스) 전방 수요 확장 낙수효과

2023E 가이드런스

- **2023E: 매출액 ≒ +10%, 영업이익 ≒ +140% (OPM > 5%)**
** 상향 가능성 상존: 대형 글로벌 거래선향 수주 물량 추가 확대 (e.g. 바이어스도르프, 갈더마, 코세 산하 브랜드)
- **[국내]** 대형 글로벌 브랜드사 유치 주력 및 저마진 수주 축소 노력
- **[미국]** 최대 화장품 유통사 Ulta Beauty향 인기 인디 브랜드 증가, 고기능성 제품 주문 증가
- **[중국]** 3Q22 공장 일원화로 고정비 절감, 온라인 신생 색조 브랜드 비중 확대

투자의견 Not Rated

- 주력 제품 및 거래선 구성 변화 기반 양질의 성장 실현
- 저평가 구간, 연결 자회사 잉글우드랩 시가총액에도 미치지 못하는 상황

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	303.3	9.8	9.0	840	0.0	11,702	38.7	2.8	24.5	7.5	83.6
2019	347.0	8.3	4.9	456	-56.0	11,958	24.9	0.9	10.3	3.9	103.5
2020	339.1	9.9	2.6	246	-15.3	12,150	49.7	1.0	10.0	2.0	108.0
2021	396.5	20.1	8.9	834	396.6	13,319	15.5	1.0	7.9	6.5	99.4
2022	399.4	10.4	2.7	249	-64.6	13,732	41.2	0.7	9.7	1.8	89.7

코스메카코리아 (241710)

Income Statement					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	303.3	347.0	339.1	396.5	399.4
매출액증가율 (%)	66.3	14.4	-2.3	16.9	0.7
매출원가	251.3	283.3	278.3	323.7	334.3
매출총이익	52.0	63.7	60.8	72.7	65.1
판매관리비	42.2	55.4	50.9	52.6	54.7
영업이익	9.8	8.3	9.9	20.1	10.4
영업이익률	3.2	2.4	2.9	5.1	2.6
금융손익	-1.4	-3.0	-4.3	0.2	-3.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.4	1.1	-1.3	-2.8	-0.4
세전계속사업이익	9.8	6.3	4.3	17.5	6.4
법인세비용	0.6	2.3	0.9	0.6	0.4
당기순이익	9.2	4.0	3.4	17.0	6.0
지배주주지분 순이익	9.0	4.9	2.6	8.9	2.7
Balance Sheet					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	122.5	138.5	149.8	183.7	186.8
현금및현금성자산	13.3	15.6	31.4	30.1	26.0
매출채권	52.0	56.8	49.4	75.3	80.3
재고자산	47.3	49.3	59.8	67.0	71.2
비유동자산	192.6	212.5	209.2	207.8	206.0
유형자산	136.3	145.8	147.1	147.0	147.4
무형자산	52.1	46.1	44.6	42.4	40.2
투자자산	2.2	2.0	2.2	2.3	2.6
자산총계	315.0	350.9	359.0	391.6	392.8
유동부채	79.2	109.9	141.4	135.4	143.0
매입채무	29.7	34.8	29.7	30.4	34.2
단기차입금	23.0	36.8	41.7	60.8	66.0
유동성장기부채	6.4	16.1	28.4	14.1	15.1
비유동부채	64.2	68.6	45.0	59.8	42.7
사채	13.0	14.3	0.0	0.0	0.0
장기차입금	37.6	34.6	31.0	47.6	34.7
부채총계	143.4	178.5	186.4	195.2	185.7
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	71.7	69.4	70.0	58.4	58.4
기타포괄이익누계액	-1.0	0.1	-1.0	3.5	5.1
이익잉여금	49.0	52.8	55.4	75.1	77.9
비지배주주지분	46.6	44.7	42.8	54.1	60.4
자본총계	171.6	172.4	172.6	196.3	207.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	10.8	19.4	11.9	7.9	16.7
당기순이익(손실)	9.2	4.0	3.4	17.0	6.0
유형자산상각비	5.7	12.7	14.1	13.5	13.7
무형자산상각비	3.3	4.6	2.7	2.9	3.0
운전자본의 증감	-10.3	-4.6	-11.1	-22.4	-11.3
투자활동 현금흐름	-97.1	-34.3	-4.9	-8.5	-10.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-42.9	-30.7	-14.2	-9.0	-11.6
투자자산의 감소(증가)	-0.3	0.2	-0.2	-0.4	-0.6
재무활동 현금흐름	61.1	17.2	10.3	-1.8	-10.3
차입금의 증감	80.5	31.6	11.5	2.3	-7.0
자본의 증가	4.1	-2.2	0.5	-11.6	0.0
현금의 증가(감소)	-24.9	2.3	15.9	-1.3	-4.1
기초현금	38.2	13.3	15.6	31.4	30.1
기말현금	13.3	15.6	31.4	30.1	26.0
Key Financial Data					
	2018	2019	2020	2021	2022
주당데이터(원)					
SPS	28,398	32,492	31,747	37,122	37,397
EPS(지배주주)	840	456	246	834	249
CFPS	2,137	2,746	2,592	3,509	3,039
EBITDAPS	1,763	2,396	2,504	3,419	2,537
BPS	11,702	11,958	12,150	13,319	13,732
DPS	100	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	38.7	24.9	49.7	15.5	41.2
PCR	15.2	4.1	4.7	3.7	3.4
PSR	1.1	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	2.8	0.9	1.0	1.0	0.7
EBITDA	18.8	25.6	26.8	36.5	27.1
EV/EBITDA	24.5	10.3	10.0	7.9	9.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	3.9	2.0	6.5	1.8
EBITDA 이익률	6.2	7.4	7.9	9.2	6.8
부채비율	83.6	103.5	108.0	99.4	89.7
금융비용부담률	0.5	1.0	1.0	0.7	0.9
이자보상배율(x)	6.5	2.3	3.0	6.8	2.8
매출채권회전율(x)	7.3	6.4	6.4	6.4	5.1
재고자산회전율(x)	9.7	7.2	6.2	6.3	5.8

씨앤씨인터내셔널 (352480) 구조적 성장주

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

Buy

적정주가 (12개월)	60,000원
현재주가 (5.23)	44,200원
상승여력	35.7%
KOSDAQ	859.16pt
시가총액	4,426억원
발행주식수	1,001만주
유동주식비율	33.13%
외국인비중	1.63%
52주 최고/최저가	44,650원/16,700원
평균거래대금	41.9억원
주요주주(%)	
배은철 외 2인	66.03
국민연금공단	5.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.6	111.5	101.4
상대주가	17.9	78.6	107.1

주가그래프



구조적 성장주

- **[실적]** CAPA 증설 (Q↑) 및 미국 확장 (P↑) 기반 구조적 성장 기대
 - ** 외형 확대: 신규 유치, 품목 추가 (아이, 베이스 등), 색조 시장 확대 수혜
 - ** 마진 향상: 100% ODM, 운전자본 효율적 운영, 지역 믹스 개선 기반 수익성 증대
- **[모멘텀]** 2H23E~1H24E 글로벌 최대 E사 및 L사 산하 6개 브랜드 신규 수주 추가

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 490억원 (+60%), 영업이익 75억원 (+124%, OPM 15%)**
- **2023E: 매출액 1,988원 (+52%), 영업이익 289억원 (+65%, OPM 15%)**
- **[국내]** 주요 거래선 판매 호조 및 수출 확대, 인디 색조 출범 증가 낙수효과, 국내 3공장 추가 임차 예정
- **[해외]** 북미 유수 브랜드향 주력 립틴트 발주 확대, 중국 2공장 가동 시작

투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원 제시

- 성장성 및 수익성 업종 내 최고 수준, 재무 건전성 또한 탁월 (순현금 400억원 보유)
- 시장 인지도 증대 (= 실적 눈높이 상향 = 히든 발류 부재), 3Q23E 기저 부담 상존

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	91.3	2.3	-5.9	-653	적전	11,775	-	1.6	22.4	-7.5	35.5
2022	130.6	17.5	16.5	1,644	흑전	13,400	18.5	2.3	11.9	13.1	33.4
2023E	198.8	28.9	27.9	2,784	69.4	16,184	15.9	2.7	11.4	18.8	29.0
2024E	243.2	36.0	34.1	3,406	22.3	19,590	13.0	2.3	9.0	19.0	25.8
2025E	286.7	43.3	40.5	4,042	18.7	23,632	10.9	1.9	7.0	18.7	23.6

씨앤씨인터내셔널 (352480)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	91.3	130.6	198.8	243.2	286.7
매출액증가율 (%)	1.9	43.1	52.2	22.3	17.8
매출원가	81.1	102.7	153.7	187.6	220.7
매출총이익	10.2	27.9	45.2	55.6	66.0
판매관리비	7.9	10.5	16.3	19.6	22.6
영업이익	2.3	17.5	28.9	36.0	43.3
영업이익률	2.5	13.4	14.5	14.8	15.1
금융손익	-9.7	1.3	3.3	3.5	3.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
세전계속사업이익	-7.2	19.3	32.8	40.1	47.6
법인세비용	-1.3	2.9	4.9	6.0	7.1
당기순이익	-5.9	16.5	27.9	34.1	40.5
지배주주지분 순이익	-5.9	16.5	27.9	34.1	40.5

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	81.7	101.9	131.3	159.1	199.3
현금및현금성자산	16.1	55.0	68.5	81.9	108.2
매출채권	11.3	20.9	28.6	35.6	42.3
재고자산	10.8	18.5	25.4	31.7	37.7
비유동자산	78.1	77.1	77.8	87.8	93.2
유형자산	75.4	75.3	76.0	86.0	91.4
무형자산	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
투자자산	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7
자산총계	159.7	179.0	209.0	246.8	292.5
유동부채	38.6	42.7	46.3	50.0	55.2
매입채무	4.9	8.2	11.2	13.9	16.5
단기차입금	5.3	1.8	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	22.1	22.7	22.7	22.7	22.7
비유동부채	3.2	2.1	0.6	0.7	0.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.7	1.5	0.0	0.0	0.0
부채총계	41.8	44.8	47.0	50.7	55.9
자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
자본잉여금	86.5	86.5	86.5	86.5	86.5
기타포괄이익누계액	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	30.8	47.3	75.2	109.3	149.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	117.9	134.2	162.1	196.2	236.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	3.8	8.8	24.0	30.0	38.9
당기순이익(손실)	-5.9	16.5	27.9	34.1	40.5
유형자산상각비	4.6	5.3	5.3	6.0	6.6
무형자산상각비	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-2.8	-15.1	-9.3	-10.3	-8.2
투자활동 현금흐름	-43.6	34.4	-6.7	-16.6	-12.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-9.8	-4.4	-6.0	-16.0	-12.0
투자자산의 감소(증가)	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	32.5	-5.0	-3.9	0.0	0.0
차입금의 증감	-38.5	-4.0	-3.8	0.0	0.0
자본의 증가	86.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-6.4	38.9	13.5	13.4	26.3
기초현금	22.5	16.1	55.0	68.5	81.9
기말현금	16.1	55.0	68.5	81.9	108.2

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	10,092	13,042	19,856	24,290	28,626
EPS(지배주주)	-653	1,644	2,784	3,406	4,042
CFPS	856	2,332	3,683	4,433	5,160
EBITDAPS	775	2,284	3,422	4,205	4,989
BPS	11,775	13,400	16,184	19,590	23,632
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	18.5	15.7	12.8	10.8
PCR	21.4	13.0	11.8	9.8	8.4
PSR	1.8	2.3	2.2	1.8	1.5
PBR	1.6	2.3	2.7	2.2	1.8
EBITDA	7.0	22.9	34.3	42.1	50.0
EV/EBITDA	22.4	11.9	11.3	8.8	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.5	13.1	18.8	19.0	18.7
EBITDA 이익률	7.7	17.5	17.2	17.3	17.4
부채비율	35.5	33.4	29.0	25.8	23.6
금융비용부담률	0.6	0.6	0.4	0.4	0.3
이자보상배율(x)	4.4	23.3	33.1	42.1	50.6
매출채권회전율(x)	9.3	8.1	8.0	7.6	7.4
재고자산회전율(x)	9.3	8.9	9.0	8.5	8.3

클리오 (237880) 구성이 좋다

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

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (5.23)	22,200원
상승여력	35.1%
KOSDAQ	859.16pt
시가총액	4,012억원
발행주식수	1,807만주
유동주식비율	31.95%
외국인비중	2.93%
52주 최고/최저가	24,100원/12,250원
평균거래대금	30.7억원
주요주주(%)	
한현옥 외 3인	63.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	65.7	26.5
상대주가	3.2	39.9	30.1

주가그래프



구성이 좋다

- [실적] 브랜드 포트폴리오 다각화 및 신규 지역 진출 기반 신성장동력 확보
** 클리오 (클리오/페리페라/구달/더마토리/힐링버드/타입넘버/라이프케어) vs. 아이패밀리에스씨 (룸엔)
** 국내 다이소, 미국 타겟 및 월마트, 러시아 골드애플향 저변 확장
- [모멘텀] 동남아 색조 수요 본격화 수혜 (왓슨스, 라자드, 쇼피 입점 완료)

2Q23E & 2023E Preview

- 2Q23E: 매출액 783억원 (+18%), 영업이익 58억원 (+29%, OPM 7%)
- 2023E: 매출액 3,263억 (+20%), 영업이익 244억원 (+37%, OPM 8%)
- [국내] 온라인 (자사몰, 종합몰, 쿠팡) 및 오프라인 (올리브영, 다이소, 면세) 주력 채널 강세 지속
- [해외] 일본 구달 리뉴얼 출시, 미국 플랫폼 추가 효과, 신규 지역 발굴 지속

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

- 실적 성장성 우수, 재무 건전성 또한 탁월 (순현금 850억원 수준)
- 시장 인지도 증대 (= 실적 눈높이 상향 = 히든 발류 부재)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	232.7	13.9	9.3	535	-4.7	9,592	34.1	1.9	12.5	5.8	39.9
2022	272.5	17.9	10.1	565	5.8	10,535	28.7	1.5	9.5	5.7	28.1
2023E	326.3	24.5	25.1	1,388	145.6	11,729	16.0	1.9	10.2	12.5	31.2
2024E	360.6	27.9	27.9	1,546	11.4	12,795	14.4	1.7	8.3	12.6	31.0
2025E	383.7	30.3	30.0	1,659	7.3	13,920	13.4	1.6	7.1	12.4	30.3

클리오 (237880)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	232.7	272.5	326.3	360.6	383.7
매출액증가율 (%)	6.7	17.1	19.8	10.5	6.4
매출원가	120.4	137.6	164.8	181.5	192.7
매출총이익	112.4	134.8	161.5	179.2	191.0
판매관리비	98.4	117.0	137.0	151.2	160.8
영업이익	13.9	17.9	24.5	27.9	30.3
영업이익률	6.0	6.6	7.5	7.7	7.9
금융손익	0.6	-1.6	9.3	9.6	10.0
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.0	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	12.4	15.7	33.5	37.3	40.0
법인세비용	3.2	5.6	8.4	9.3	10.0
당기순이익	9.3	10.1	25.1	27.9	30.0
지배주주지분 순이익	9.3	10.1	25.1	27.9	30.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	131.2	129.7	165.7	192.3	218.7
현금및현금성자산	26.2	44.1	74.9	97.8	121.2
매출채권	14.7	15.0	16.2	17.6	18.7
재고자산	20.9	18.6	21.4	23.3	24.8
비유동자산	103.0	114.2	112.3	110.6	109.1
유형자산	44.2	60.3	58.7	57.3	55.9
무형자산	1.6	1.6	1.3	1.0	0.8
투자자산	48.6	33.9	33.9	33.9	33.9
자산총계	234.2	243.9	278.0	302.9	327.8
유동부채	57.1	44.1	54.4	59.1	62.8
매입채무	24.2	28.0	34.5	37.5	39.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.7	9.5	11.6	12.6	13.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	66.8	53.5	66.0	71.7	76.3
자본금	8.7	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	76.9	91.5	91.5	91.5	91.5
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	93.3	101.0	122.6	141.9	162.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	167.4	190.4	212.0	231.2	251.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	52.0	28.2	36.4	33.3	34.8
당기순이익(손실)	9.3	10.1	25.1	27.9	30.0
유형자산상각비	5.2	2.8	2.3	2.2	2.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	20.8	5.4	7.9	2.2	1.8
투자활동 현금흐름	-50.6	-1.6	-1.4	-1.0	-1.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3.1	-29.3	-0.7	-0.7	-0.7
투자자산의 감소(증가)	-4.9	14.7	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-6.0	-6.4	-4.2	-9.5	-10.5
차입금의 증감	-12.6	-16.5	0.1	0.1	0.0
자본의 증가	6.9	14.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.7	17.9	30.8	22.9	23.4
기초현금	30.9	26.2	44.1	74.9	97.8
기말현금	26.2	44.1	74.9	97.8	121.2
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,424	15,206	18,056	19,955	21,233
EPS(지배주주)	535	565	1,388	1,546	1,659
CFPS	1,627	1,389	1,168	1,171	1,117
EBITDAPS	1,124	1,173	1,497	1,678	1,797
BPS	9,592	10,535	11,729	12,795	13,920
DPS	150	200	495	552	592
배당수익률(%)	0.8	1.2	2.3	2.5	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	28.7	15.6	14.0	13.0
PCR	11.2	11.7	18.5	18.5	19.4
PSR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR	1.9	1.5	1.8	1.7	1.6
EBITDA	19.5	21.0	27.1	30.3	32.5
EV/EBITDA	12.5	9.5	9.8	8.0	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	5.7	12.5	12.6	12.4
EBITDA 이익률	8.4	7.7	8.3	8.4	8.5
부채비율	39.9	28.1	31.2	31.0	30.3
금융비용부담률	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	12.1	124.5	32.8	33.8	34.4
매출채권회전율(x)	12.9	18.4	21.0	21.4	21.2
재고자산회전율(x)	10.7	13.8	16.3	16.1	16.0

LG생활건강 (051900) 바닥 다지기

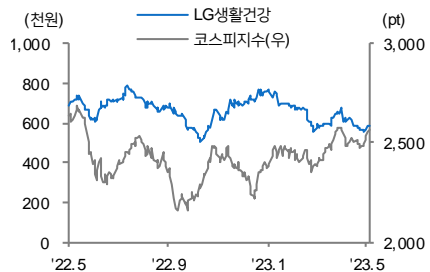
Analyst **하누리** 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	750,000원
현재주가 (5.23)	585,000원
상승여력	28.2%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	91,366억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	34.46%
52주 최고/최저가	788,000원/504,000원
평균거래대금	424.9억원
주요주주(%)	
LG	34.03
국민연금공단	7.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.1	-6.3	-16.8
상대주가	-5.0	-11.7	-14.2

주가그래프



바닥 다지기

- **[실적]** 필수재 (용품 및 음료 판가 인상 및 원가 절감) 개선 및 자유재 (화장품 영업 정상화) 회복 모두 실현 기대
** 화장품 영업이익: 1Q23 -17% → 2Q23E -11% → 3Q23E +8% → 4Q23E+33%
- **[모멘텀]** 중국 경제 활동 재개 및 국제 관광 증가
** 중국/면세 매출: 1Q23 -17%/+15% → 2Q23E +10/-20% → 3Q23E +21%/-6% → 4Q23E+15%/+32%

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 1조 8,696억원 (Flat), 영업이익 1,922억원 (-11%, OPM 10%)**
- **2023E: 매출액 7조 4,495억원 (+4%), 영업이익 7,135억원 (Flat, OPM 10%)**
- **[화장품]** 중국 운영 정상화 vs. 면세 다이공 이탈 (화장품 매출 대비 중국 25%, 면세 31%)
- **[생활용품]** 에이본 사업 효율화 (온라인 위주 구조조정) vs. 공통비 배분율 상승
- **[음료]** 고마진 탄산 증가 및 원재료가 하락, 달러 약세 기반 수익성 개선

투자의견 Buy 및 적정주가 750,000원 제시

- 자연 성장 제한 vs. 비자연 성장 도모 (2019년 에이본, 2020년 피시오겔, 2021년 보인카, 2022년 크램샵 인수)
- Valuation 밴드 최하단 (= 선행 PER 20배) 이탈, 브랜드력 약화 할인 반영 완료

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2022	7,185.8	711.1	236.6	14,604	-70.1	301,350	49.4	2.4	12.1	4.4	33.5
2023E	7,449.5	713.5	462.6	28,620	83.9	323,671	20.4	1.8	9.5	8.4	32.1
2024E	7,855.3	787.3	516.7	31,964	11.7	345,862	18.3	1.7	8.5	8.7	30.1
2025E	8,097.9	812.6	535.8	33,150	3.7	368,322	17.6	1.6	8.0	8.5	28.4

LG생활건강 (051900)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,091.5	7,185.8	7,449.5	7,855.3	8,097.9
매출액증가율 (%)	3.1	-11.2	3.7	5.4	3.1
매출원가	3,039.9	3,168.5	3,140.6	3,338.5	3,441.6
매출총이익	5,051.6	4,017.3	4,308.9	4,516.8	4,656.3
판매관리비	3,762.0	3,306.1	3,595.4	3,729.5	3,843.7
영업이익	1,289.6	711.1	713.5	787.3	812.6
영업이익률	15.9	9.9	9.6	10.0	10.0
금융손익	-13.3	-5.7	-4.3	-4.5	-4.8
중속/관계기업손익	5.1	7.0	7.6	7.6	7.6
기타영업외손익	-94.0	-294.6	-70.5	-68.7	-66.9
세전계속사업이익	1,187.4	417.8	646.2	721.7	748.5
법인세비용	326.2	159.4	171.1	191.1	198.1
당기순이익	861.1	258.3	475.2	530.7	550.4
지배주주지분 순이익	844.5	236.6	462.6	516.7	535.8
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,472.9	2,284.4	2,856.3	3,373.6	3,894.0
현금및현금성자산	734.5	655.1	1,073.9	1,527.9	1,991.4
매출채권	554.9	550.9	602.6	624.0	643.3
재고자산	1,000.7	955.4	1,045.2	1,082.4	1,115.7
비유동자산	5,082.4	5,018.5	4,907.2	4,802.1	4,706.3
유형자산	2,449.1	2,383.9	2,288.8	2,202.8	2,125.9
무형자산	2,168.7	2,100.6	2,078.7	2,057.3	2,036.2
투자자산	84.0	120.2	125.8	128.2	130.3
자산총계	7,555.2	7,302.9	7,763.5	8,175.7	8,600.3
유동부채	1,525.8	1,162.8	1,193.6	1,189.8	1,194.9
매입채무	270.6	213.2	233.2	241.5	249.0
단기차입금	256.7	215.5	173.5	138.5	114.5
유동성장기부채	35.5	7.5	7.5	7.5	7.5
비유동부채	531.6	671.3	693.0	701.9	709.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.3	14.8	10.0	7.9	5.1
부채총계	2,057.4	1,834.1	1,886.7	1,891.7	1,903.8
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-64.5	-83.2	-83.2	-83.2	-83.2
이익잉여금	5,484.0	5,542.5	5,937.9	6,331.1	6,729.1
비지배주주지분	109.8	129.6	142.1	156.1	170.6
자본총계	5,497.8	5,468.8	5,876.9	6,284.1	6,696.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	984.5	497.3	700.2	764.8	772.6
당기순이익(손실)	861.1	258.3	475.2	530.7	550.4
유형자산상각비	240.9	246.9	244.8	229.9	216.7
무형자산상각비	34.1	41.1	21.9	21.5	21.1
운전자본의 증감	-232.2	-199.7	-41.6	-17.2	-15.5
투자활동 현금흐름	-465.1	-197.4	-157.5	-147.2	-142.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-321.9	-157.1	-149.7	-143.9	-139.8
투자자산의 감소(증가)	-10.8	-29.3	-5.7	-2.3	-2.1
재무활동 현금흐름	-238.4	-373.6	-123.8	-163.7	-166.4
차입금의 증감	161.9	20.6	-56.7	-40.2	-28.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	300.4	-79.4	418.9	453.9	463.5
기초현금	434.1	734.5	655.1	1,073.9	1,527.9
기말현금	734.5	655.1	1,073.9	1,527.9	1,991.4
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	518,082	460,089	476,973	502,956	518,490
EPS(지배주주)	52,456	14,604	28,620	31,964	33,150
CFPS	97,113	60,001	57,793	60,733	60,631
EBITDAPS	100,183	63,970	62,756	66,502	67,249
BPS	304,100	301,350	323,671	345,862	368,322
DPS	12,000	4,000	7,357	8,216	8,521
배당수익률(%)	1.1	0.6	1.3	1.4	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	20.9	49.4	19.9	17.8	17.2
PCR	11.3	12.0	9.9	9.4	9.4
PSR	2.1	1.6	1.2	1.1	1.1
PBR	3.6	2.4	1.8	1.6	1.5
EBITDA	1,564.7	999.1	980.1	1,038.6	1,050.3
EV/EBITDA	11.7	12.1	9.3	8.3	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.7	4.4	8.4	8.7	8.5
EBITDA 이익률	19.3	13.9	13.2	13.2	13.0
부채비율	37.4	33.5	32.1	30.1	28.4
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	102.9	47.9	48.9	57.8	63.1
매출채권회전율(x)	14.2	13.0	12.9	12.8	12.8
재고자산회전율(x)	8.9	7.3	7.4	7.4	7.4

아모레퍼시픽 (090430) 효율화 효과

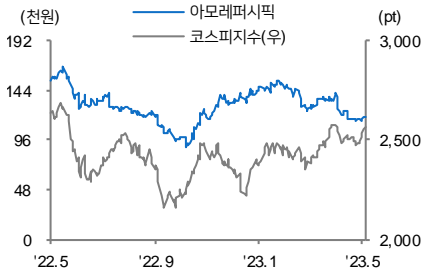
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	160,000원
현재주가 (5.23)	118,200원
상승여력	35.7%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	69,138억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.80%
외국인비중	24.66%
52주 최고/최저가	166,500원/89,700원
평균거래대금	335.7억원
주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 8인	50.14
국민연금공단	7.39

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.8	0.6	-25.2
상대주가	-6.7	-5.3	-22.9

주가그래프



효율화 효과

- **[실적]** 제품 (고가품 기여 확대) · 채널 (전통 유통점 축소) · 전략 (비용 집행 효율화) 기반 수익성 개선
** 2023E 영업이익 증감: 중국 +674억원, 기타 아시아 +310억원, 서구권 +262억원
- **[모멘텀]** 설화수 리브랜딩 효과, 미국/유럽향 라네즈 호조 지속
** 서구권 이익 기여도: 2022년 14%, 2023E 22%

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 9,714억원 (+3%), 영업이익 600억원 (흑전, OPM 6%)**
- **2023E: 매출액 3조 9,448억원 (-5%), 영업이익 2,637억원 (+23%, OPM 7%)**
- **[국내]** 화장품 전통 채널 축소 및 면세 의존도 약화, 생활용품 프리미엄화 효과
- **[해외]** 중국 수익성 강화 (오프라인 철수, 마케팅 축소), 고마진 서구권 저변 확장

투자의견 Buy 및 적정주가 160,000원

- 재무 건전성 부각 (순현금 6천억 수준)
- Valuation 부담 여전 (2024E PER: 아모레퍼시픽 25배 vs. LG생활건강 18배 vs. 글로벌 경쟁사 33배)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
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
2022	4,134.9	214.2	134.5	2,175	-28.4	69,494	63.2	2.0	15.8	2.8	21.4
2023E	3,944.8	263.7	226.9	3,672	67.1	72,099	32.2	1.6	19.5	4.6	20.5
2024E	4,212.4	333.1	279.2	4,519	23.1	75,006	26.2	1.6	15.7	5.5	20.0
2025E	4,407.3	357.5	296.3	4,796	6.1	77,899	24.6	1.5	9.5	5.6	19.7

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,863.1	4,134.9	3,944.8	4,212.4	4,407.3
매출액증가율 (%)	9.7	-15.0	-4.6	6.8	4.6
매출원가	1,362.6	1,337.5	1,189.5	1,223.2	1,272.1
매출총이익	3,500.5	2,797.4	2,755.3	2,989.2	3,135.2
판매관리비	3,157.1	2,583.2	2,491.6	2,656.1	2,777.7
영업이익	343.4	214.2	263.7	333.1	357.5
영업이익률	7.1	5.2	6.7	7.9	8.1
금융손익	-0.9	-11.6	-3.2	-3.6	-4.0
중속/관계기업손익	0.9	8.9	26.6	26.6	26.6
기타영업외손익	-45.5	13.0	37.3	43.2	43.7
세전계속사업이익	297.9	224.5	324.4	399.3	423.8
법인세비용	117.0	95.2	108.4	133.4	141.6
당기순이익	180.9	129.3	216.0	265.8	282.1
지배주주지분 순이익	193.7	134.5	226.9	279.2	296.3

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,018.5	1,735.0	1,864.5	2,028.3	2,399.2
현금및현금성자산	537.7	449.6	525.7	648.9	975.7
매출채권	295.8	285.1	299.4	308.3	322.1
재고자산	493.2	408.9	441.7	463.7	484.4
비유동자산	4,098.2	4,066.8	4,096.5	4,135.8	3,969.9
유형자산	2,541.4	2,475.3	2,498.7	2,522.1	2,342.5
무형자산	201.7	357.8	357.8	357.8	357.8
투자자산	411.5	299.1	305.4	321.3	335.0
자산총계	6,116.7	5,801.8	5,961.0	6,164.1	6,369.1
유동부채	1,157.5	831.1	818.5	827.2	840.6
매입채무	123.4	80.7	86.3	90.6	94.7
단기차입금	199.1	223.4	193.4	168.4	152.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	214.9	191.4	194.2	201.3	207.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,372.4	1,022.5	1,012.7	1,028.4	1,047.9
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	795.8	791.6	791.6	791.6	791.6
기타포괄이익누계액	11.9	-19.5	-19.5	-19.5	-19.5
이익잉여금	3,937.8	4,010.1	4,190.0	4,390.7	4,590.4
비지배주주지분	-16.7	-19.3	-30.2	-43.6	-57.8
자본총계	4,744.3	4,779.3	4,948.3	5,135.7	5,321.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	691.4	151.0	259.4	341.4	553.9
당기순이익(손실)	180.9	129.3	216.0	265.8	282.1
유형자산상각비	361.9	288.6	73.8	74.8	278.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-94.5	-345.1	-30.4	0.7	-6.7
투자활동 현금흐름	-708.4	-68.5	-107.8	-118.6	-117.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-91.2	-99.3	-97.2	-98.3	-98.9
투자자산의 감소(증가)	-318.6	112.4	-6.3	-15.9	-13.7
재무활동 현금흐름	-226.0	-154.6	-75.4	-99.6	-109.3
차입금의 증감	-30.7	-32.9	-28.5	-21.2	-12.7
자본의 증가	72.3	-4.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-256.0	-88.1	76.1	123.1	326.8
기초현금	793.7	537.7	449.6	525.7	648.9
기말현금	537.7	449.6	525.7	648.9	975.7

Key Financial Data					
(원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	83,173	70,691	67,441	72,016	75,348
EPS(지배주주)	3,135	2,175	3,672	4,519	4,796
CFPS	13,842	10,707	7,022	8,216	11,919
EBITDAPS	12,062	8,597	5,770	6,975	10,873
BPS	68,950	69,494	72,099	75,006	77,899
DPS	980	680	1,136	1,398	1,484
배당수익률(%)	0.6	0.5	1.0	1.2	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	53.3	63.2	32.2	26.2	24.6
PCR	12.1	12.8	16.8	14.4	9.9
PSR	2.0	1.9	1.8	1.6	1.6
PBR	2.4	2.0	1.6	1.6	1.5
EBITDA	705.2	502.9	337.5	408.0	636.0
EV/EBITDA	13.9	15.8	19.5	15.7	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	2.8	4.6	5.5	5.6
EBITDA 이익률	14.5	12.2	8.6	9.7	14.4
부채비율	28.9	21.4	20.5	20.0	19.7
금융비용부담률	0.2	0.3	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	30.1	17.5	5.6	7.6	8.7
매출채권회전율(x)	16.8	14.2	13.5	13.9	14.0
재고자산회전율(x)	10.7	9.2	9.3	9.3	9.3

아모레G (002790) 체질 개선

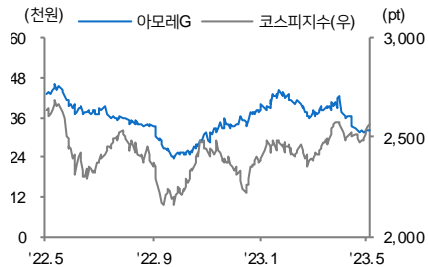
Analyst **하누리** 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	45,000원
현재주가 (5.23)	32,400원
상승여력	38.9%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	26,716억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.49%
외국인비중	9.96%
52주 최고/최저가	46,050원/23,750원
평균거래대금	108.2억원
주요주주(%)	
서경배 외 10인	61.99
국민연금공단	7.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.3	9.1	-25.7
상대주가	-14.0	2.7	-23.4

주가그래프



체질 개선

- **[실적]** 국내 자체 사업 B2B 전환 (직영/대리점 → 올리브영) 따른 체질 개선 (이익 성장률: 아모레G > 아모레퍼시픽)
** 2023E 영업이익: 이니스프리 +31%, 에뛰드 +300%, 에스쁘아 +56%
- **[모멘텀]** 방한 외국인 증가 따른 관광 상권 활성화
** 2023E 매출액: 에뛰드 +11%, 에스쁘아 +8%, 이니스프리 +7% (vs. 아모레퍼시픽 -5%)

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 1조 347억원 (+1%), 영업이익 823억원 (흑전, OPM 8%)**
- **2023E: 매출액 4조 2,498억원 (-6%), 영업이익 3,486억원 (+28%, OPM 8%)**
- **[매출]** 객수 기반 저가 브랜드 선전, 올리브영 입점 효과 특출
- **[영업이익]** 부진 매장 철수 통한 마진 향상

투자의견 Buy 및 적정주가 45,000원 제시

- 멀티브랜드숍 및 온라인향 판매 채널 집중 전략 우호적
- 아모레퍼시픽과의 괴리율 확대 및 상대적 저평가 매력 부각

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2022	4,495.0	271.9	62.2	681	-49.7	34,964	51.2	1.0	8.4	1.9	17.1
2023E	4,249.8	348.6	120.5	1,328	80.6	35,993	24.4	0.9	11.0	3.5	16.1
2024E	4,490.5	433.4	146.3	1,613	21.4	37,109	20.1	0.9	9.1	4.2	15.6
2025E	4,697.1	461.8	155.3	1,712	6.2	38,231	18.9	0.8	5.6	4.3	15.5

아모레G (002790)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,326.1	4,495.0	4,249.8	4,490.5	4,697.1
매출액증가율 (%)	8.0	-15.6	-5.5	5.7	4.6
매출원가	1,461.6	1,347.8	1,190.2	1,205.2	1,254.9
매출총이익	3,864.5	3,147.2	3,059.6	3,285.3	3,442.2
판매관리비	3,508.3	2,875.3	2,711.0	2,852.0	2,980.4
영업이익	356.2	271.9	348.6	433.4	461.8
영업이익률	6.7	6.0	8.2	9.7	9.8
금융손익	6.7	-5.4	22.5	23.4	24.3
중속/관계기업손익	5.7	11.8	12.4	13.0	13.5
기타영업외손익	61.0	10.1	39.2	43.6	45.3
세전계속사업이익	429.6	288.4	422.7	513.3	544.9
법인세비용	137.6	139.2	153.2	186.1	197.6
당기순이익	292.0	149.2	269.4	327.2	347.4
지배주주지분 순이익	180.0	62.2	120.5	146.3	155.3

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,015.5	2,566.4	2,692.6	2,882.3	3,522.5
현금및현금성자산	870.6	650.1	753.6	886.6	1,474.3
매출채권	312.0	301.0	316.0	331.8	346.6
재고자산	542.8	460.0	458.8	484.5	506.0
비유동자산	5,022.7	5,084.6	5,178.5	5,290.1	4,987.4
유형자산	2,920.0	2,820.7	2,915.5	3,006.2	2,686.0
무형자산	703.4	856.4	856.4	856.4	856.4
투자자산	586.3	631.6	630.6	651.5	669.1
자산총계	8,038.1	7,651.0	7,871.1	8,172.4	8,510.0
유동부채	1,273.3	851.9	824.8	826.3	854.3
매입채무	95.5	57.6	59.4	61.1	63.9
단기차입금	257.7	240.9	218.9	196.9	196.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	289.2	265.6	265.1	276.8	286.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,562.5	1,117.5	1,089.8	1,103.1	1,140.9
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	694.3	690.6	690.6	690.6	690.6
기타포괄이익누계액	-2.6	31.1	31.1	31.1	31.1
이익잉여금	2,761.9	2,781.8	2,880.5	2,987.6	3,095.4
비지배주주지분	3,169.1	3,177.1	3,326.1	3,507.0	3,699.1
자본총계	6,475.6	6,533.5	6,781.2	7,069.3	7,369.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	762.6	183.5	341.0	409.7	661.6
당기순이익(손실)	292.0	149.2	269.4	327.2	347.4
유형자산상각비	414.6	322.7	85.2	89.3	320.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-101.3	-386.3	-13.6	-6.8	-6.0
투자활동 현금흐름	-809.2	-130.1	-188.1	-210.3	-29.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-99.4	-120.1	-180.0	-180.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-425.5	-45.3	0.9	-20.9	-17.5
재무활동 현금흐름	-262.1	-257.2	-49.4	-66.4	-44.9
차입금의 증감	-114.8	-112.1	-27.7	-27.2	2.7
자본의 증가	-85.0	-3.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-320.3	-220.5	103.5	133.0	587.7
기초현금	1,190.9	870.6	650.1	753.6	886.6
기말현금	870.6	650.1	753.6	886.6	1,474.3

Key Financial Data					
(원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	64,591	54,512	51,539	54,458	56,963
EPS(지배주주)	2,090	681	1,328	1,613	1,712
CFPS	10,841	8,770	5,991	7,092	9,902
EBITDAPS	9,347	7,211	5,261	6,338	9,484
BPS	34,445	34,964	35,993	37,109	38,231
DPS	450	205	370	450	477
배당수익률(%)	1.0	0.6	1.1	1.4	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	51.2	24.4	20.1	18.9
PCR	4.1	4.0	5.4	4.6	3.3
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDA	770.7	594.6	433.8	522.7	782.0
EV/EBITDA	7.3	8.4	11.0	9.1	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	1.9	3.5	4.2	4.3
EBITDA 이익률	14.5	13.2	10.2	11.6	16.6
부채비율	24.1	17.1	16.1	15.6	15.5
금융비용부담률	0.3	0.3	1.2	1.1	1.0
이자보상배율(x)	24.9	18.6	6.7	8.8	9.8
매출채권회전율(x)	17.2	14.7	13.8	13.9	13.8
재고자산회전율(x)	10.4	9.0	9.3	9.5	9.5

신세계인터내셔널 (031430) 올해보다 내년

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

Buy

적정주가 (12개월)	25,000원		
현재주가 (5.23)	18,910원		
상승여력	32.2%		
KOSPI	2,567.55pt		
시가총액	6,751억원		
발행주식수	3,570만주		
유동주식비율	45.95%		
외국인비중	4.94%		
52주 최고/최저가	35,950원/18,510원		
평균거래대금	24.4억원		
주요주주(%)			
신세계 외 1인	54.05		
국민연금공단	9.23		
네이버	6.85		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.9	-20.9	-43.3
상대주가	-6.8	-25.5	-41.5
주가그래프			



올해보다 내년

- **[실적]** 의류 브랜드 이탈 영향 vs. 화장품 고성장 실현
** 2023E 이탈 정도: 매출 2천억원 (수입 1,700억원, 도매 소싱 300억원), 영업이익 450억원
- **[모멘텀]** 그룹사 유통력 향유 및 자체 채널 (화장품 Laperva, 의류 MOTB, 온라인 SIV) 활용 브랜드 발굴 지속
** 연간 신규 브랜드 +5개 순증, 추가 효과 매출액 +5%

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 3,413억원 (-11%), 영업이익 215억원 (-45%, OPM 6%)**
- **2023E: 매출액 1조 4,252억원 (-8%), 영업이익 835억원 (-28%, OPM 6%)**
- **[화장품]** 고마진 수입 기여 확대, 연작 베이스 제품 호조, 비디비치 기저 반영 완료
- **[의류]** 대형 수입 브랜드 제거 vs. 자체 여성복 (보브, 지컷, 톰보이) 강세
- **[생활용품]** 부진 매장 철수 및 임대 계약 변경 따른 수익성 개선

투자의견 Buy 및 적정주가 25,000원 제시

- 화장품/의류 하이브리드 성격 확보, 수입 브랜드 수요 확장 수혜
- 기저 부담 완화까지 상당 시간 소요 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,450.8	92.0	82.1	2,300	62.1	20,084	12.7	1.4	8.1	12.1	61.1
2022	1,553.9	115.3	118.3	3,313	43.8	23,264	7.5	1.1	6.2	15.3	53.4
2023E	1,425.2	83.5	70.0	1,960	-40.9	24,724	9.6	0.8	5.8	8.2	49.3
2024E	1,509.9	102.9	85.0	2,381	21.5	26,605	7.9	0.7	4.9	9.3	46.2
2025E	1,568.9	117.0	82.5	2,310	5.4	28,415	8.2	0.7	4.2	8.4	40.0

신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	352.2	383.9	387.5	430.3	312.2	341.3	348.5	423.2	1,553.9	1,425.2	1,509.9
의류	217.4	219.4	218.8	269.6	164.5	174.5	170.1	244.2	925.3	753.3	787.4
해외	126.0	129.2	129.6	171.9	85.2	84.5	90.9	140.3	556.7	400.9	422.9
국내	91.4	90.2	89.2	97.7	79.3	90.0	79.2	104.0	368.5	352.5	364.5
화장품	78.5	94.5	98.2	87.0	91.9	99.0	105.2	104.1	358.4	400.1	441.6
수입	60.8	68.3	71.8	73.2	73.0	78.5	82.2	81.5	274.1	315.2	346.7
자체	17.7	26.2	26.4	13.8	18.9	20.4	23.0	22.7	84.3	85.0	94.9
생활용품	56.7	70.1	69.8	70.7	56.9	67.8	73.2	74.8	267.3	272.7	280.9
영업이익	33.1	38.7	24.2	19.3	10.3	21.5	19.7	32.0	115.3	83.5	102.9
영업이익률	9.4	10.1	6.2	4.5	3.3	6.3	5.6	7.6	7.4	5.9	6.8
의류	27.0	28.7	19.3	30.4	7.9	13.0	10.1	22.3	105.4	53.3	56.5
해외	20.3	18.1	18.2	22.9	5.0	6.8	7.3	12.1	79.6	31.2	33.4
국내	6.7	10.6	1.1	7.4	2.9	6.2	2.8	10.2	25.8	22.1	23.2
화장품	8.3	7.9	4.9	-2.9	5.4	8.5	10.6	11.3	18.2	36.1	51.1
수입	11.0	10.5	11.5	11.1	11.0	12.1	13.9	14.1	44.1	51.1	56.2
자체	-2.7	-2.6	-6.6	-14.0	-5.6	-3.5	-3.3	-2.8	-25.9	-14.9	-5.1
생활용품	-0.7	2.3	-0.2	-1.9	-3.0	1.0	0.0	2.3	-0.5	0.3	2.0
순이익	26.7	33.2	16.3	42.1	8.8	18.1	15.2	27.8	118.3	70.0	85.0
순이익률	7.6	8.7	4.2	9.8	2.8	5.3	4.4	6.6	7.6	4.9	5.6
(% YoY)											
매출액	3.0	12.7	10.6	3.0	-11.4	-11.1	-10.1	-1.7	7.1	-8.3	5.9
의류	11.0	12.6	11.4	3.4	-24.4	-20.5	-22.2	-9.4	9.1	-18.6	4.5
해외	31.3	15.0	18.0	7.8	-32.4	-34.6	-29.8	-18.4	16.6	-28.0	5.5
국내	-8.5	9.4	3.0	-3.4	-13.3	-0.2	-11.2	6.4	-0.4	-4.4	3.4
화장품	-16.3	13.1	13.6	3.9	17.0	4.7	7.0	19.7	3.1	11.7	10.4
수입	6.9	15.8	11.0	22.6	20.0	15.0	14.5	11.4	14.1	15.0	10.0
자체	-58.2	2.8	25.0	-37.1	12.2	-23.7	-17.0	58.0	-22.8	-0.9	10.6
생활용품	5.4	12.8	4.0	3.1	0.3	-3.3	4.9	5.8	6.2	2.0	3.0
영업이익	55.6	46.1	71.1	-35.8	-68.9	-44.5	-18.6	65.7	25.4	-27.6	23.3
영업이익률	3.2	2.3	2.2	-2.7	-6.1	-3.8	-0.6	3.1	1.1	-1.6	1.0
의류	116.3	67.1	80.9	28.2	-70.8	-54.7	-47.7	-26.6	64.6	-49.4	6.1
해외	74.6	11.4	27.0	-19.3	-75.2	-62.6	-59.8	-47.3	12.6	-60.8	6.9
국내	671.0	1,061.2	-130.0	흑전	-57.3	-41.2	152.4	37.2	-490.4	-14.6	4.9
화장품	-37.6	-26.3	-49.5	적전	-34.8	7.6	114.8	흑전	-57.1	98.6	41.4
수입	26.4	-0.9	13.1	12.0	0.1	15.0	20.2	27.3	12.0	15.7	10.0
자체	적전	적전	적전	적전	적전	적전	적전	적전	적전	적전	적전
생활용품	67.7	171.2	94.0	적전	적지	-56.8	92.3	흑전	85.2	흑전	584.4
순이익	14.0	74.0	65.8	41.3	-66.9	-45.4	-6.3	-34.0	44.2	-40.9	21.5

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,450.8	1,553.9	1,425.2	1,509.9	1,568.9
매출액증가율 (%)	9.5	7.1	-8.3	5.9	3.9
매출원가	593.4	608.1	561.0	587.9	606.6
매출총이익	857.4	945.8	864.2	922.0	962.3
판매관리비	765.4	830.6	780.7	819.1	845.4
영업이익	92.0	115.3	83.5	102.9	117.0
영업이익률	6.3	7.4	5.9	6.8	7.5
금융손익	-2.4	-1.0	-21.8	-22.6	-23.3
중속/관계기업손익	15.6	16.4	15.9	16.4	7.2
기타영업외손익	0.3	6.1	9.9	9.7	9.4
세전계속사업이익	105.4	136.7	87.5	106.3	110.3
법인세비용	22.8	17.9	17.3	21.0	20.3
당기순이익	82.6	118.8	70.2	85.3	90.0
지배주주지분 순이익	82.1	118.3	70.0	85.0	82.5

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	459.8	547.1	615.5	695.9	746.2
현금및현금성자산	48.2	48.8	92.8	142.4	175.8
매출채권	113.5	118.6	124.5	130.7	134.8
재고자산	250.7	289.2	308.9	329.9	340.3
비유동자산	699.3	731.6	707.0	698.3	690.1
유형자산	286.7	281.2	267.2	255.8	246.9
무형자산	71.4	70.1	62.7	56.3	50.8
투자자산	185.1	224.2	221.1	230.1	236.3
자산총계	1,159.1	1,278.7	1,322.5	1,394.3	1,436.3
유동부채	203.8	282.3	273.8	277.7	279.2
매입채무	36.1	32.9	32.3	33.9	35.0
단기차입금	44.2	44.3	38.7	34.3	30.3
유동성장기부채	0.0	66.8	66.8	66.8	66.8
비유동부채	235.7	162.7	162.6	163.1	131.4
사채	106.0	63.2	63.2	63.2	31.2
장기차입금	17.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	439.5	445.0	436.4	440.7	410.6
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	0.4	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	561.1	673.6	725.8	792.9	857.5
비지배주주지분	2.6	3.2	3.4	3.8	11.3
자본총계	719.6	833.7	886.1	953.6	1,025.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	153.3	110.0	98.6	115.2	127.0
당기순이익(손실)	118.8	118.8	70.2	85.3	90.0
유형자산상각비	55.8	47.4	48.4	44.9	42.1
무형자산상각비	7.2	9.9	7.5	6.4	5.5
운전자본의 증감	-7.1	-59.3	-27.6	-21.5	-10.6
투자활동 현금흐름	-37.4	-96.1	-30.7	-44.3	-40.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-33.1	-36.8	-34.4	-33.6	-33.2
투자자산의 감소(증가)	-20.6	-39.1	3.1	-9.0	-6.1
재무활동 현금흐름	-94.8	-14.0	-23.8	-21.2	-53.2
차입금의 증감	-95.2	1.7	-6.0	-3.4	-35.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	21.5	0.5	44.0	49.7	33.3
기초현금	26.8	48.2	48.8	92.8	142.4
기말현금	48.2	48.8	92.8	142.4	175.8

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	40,638	43,526	39,921	42,293	43,947
EPS(지배주주)	2,300	3,313	1,960	2,381	2,310
CFPS	4,610	5,210	4,015	4,362	4,313
EBITDAPS	4,341	4,835	3,903	4,320	4,610
BPS	20,084	23,264	24,724	26,605	28,415
DPS	300	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.0	2.0	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	7.5	9.6	7.9	8.1
PCR	6.3	4.8	4.7	4.3	4.4
PSR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7
EBITDA	155.0	172.6	139.4	154.2	164.6
EV/EBITDA	8.1	6.2	5.8	4.9	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.1	15.3	8.2	9.3	8.4
EBITDA 이익률	10.7	11.1	9.8	10.2	10.5
부채비율	61.1	53.4	49.3	46.2	40.0
금융비용부담률	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
이자보상배율(x)	13.8	20.5	13.9	17.3	21.2
매출채권회전율(x)	14.0	13.4	11.7	11.8	11.8
재고자산회전율(x)	5.8	5.8	4.8	4.7	4.7

기업분석 [의류]

종목명	투자판단	적정주가
F&F (383220)	Buy	220,000원
한세실업 (105630)	Buy	27,000원
영원무역 (111770)	Buy	70,000원
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	11,000원
한섬 (020000)	Buy	35,000원
힐라홀딩스 (081660)	Buy	45,000원

F&F (383220) 돈 제일 많이 버는 회사

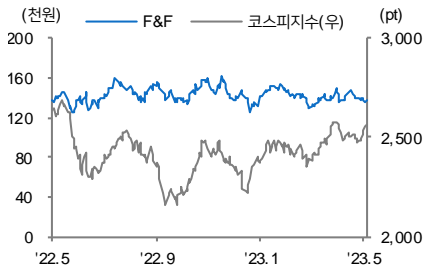
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	220,000원
현재주가 (5.23)	137,800원
상승여력	59.7%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	52,787억원
발행주식수	3,831만주
유동주식비율	40.19%
외국인비중	12.68%
52주 최고/최저가	161,000원/125,500원
평균거래대금	165.5억원
주요주주(%)	
F&F홀딩스 외 9인	59.38
국민연금공단	8.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	-6.9	1.7
상대주가	1.4	-12.3	4.9

주가그래프



돈 제일 많이 버는 회사

- **[실적]** MLB 중국 신규 출점 및 기존점 성장 지속 및 아시아 추가 확장, Discovery 카테고리 확장 및 브랜드력 증대
** 중국 매장 수: MLB 2020년 75개 → 2021년 494개 → 2022년 865개 → 2023E 1,163개
- **[모멘텀]** 2Q23 세르지오 타키니 국내 직접 사업 시작, 3Q23E 듀벤티카 중국 진출, 4Q23E 걸그룹 오디션 프로그램
** 테일러 메이드 인수 3년차 진입, 연결 편입 시 영업이익 +50%, 지배순이익 +35% 추가 예상

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 5,005억원 (+35%), 영업이익 1,304억원 (+37%, OPM 26%)**
- **2023E: 매출액 2조 3,348억원 (+29%), 영업이익 6,692억원 (+28%, OPM 29%)**
- **[해외]** 중국 점당 매출액 및 매장 수 동반 성장, 홍콩 온/오프라인 모두 호조, 동남아 저변 확장, 듀벤티카 중국 시작
- **[국내]** MLB 성인/키즈 호조 지속, Discovery 아웃도어 강세 수혜

투자 의견 Buy 및 적정주가 220,000원, 최선호주 제시

- 성장성 (매출액 2022년 +22%, 2023E +29%, 2024E +34%) 및 수익성 (2023E ROE 45%, OPM 29%) 최고
- 업종 내 최대 이익 실현 업체로 도약 (2024E 영업이익: F&F 8,846억원 > 생건 7,873억원 > 아모레P 3,331억원)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,089.2	322.7	225.8	8,852		14,130	21.4	13.4	21.3	41.7	110.7
2022	1,808.9	524.9	441.8	11,532	30.5	24,055	12.5	6.0	9.4	60.4	66.5
2023E	2,334.8	669.2	514.6	13,435	16.5	35,897	10.3	3.8	6.3	44.8	47.0
2024E	3,117.5	884.7	679.8	17,746	32.1	51,787	7.8	2.7	4.9	40.5	34.1
2025E	3,738.9	1,065.2	816.5	21,315	20.1	70,650	6.5	2.0	3.5	34.8	27.1

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089.2	1,808.9	2,334.8	3,117.5	3,738.9
매출액증가율 (%)		66.1	29.1	33.5	19.9
매출원가	292.8	532.7	711.3	964.3	1,160.3
매출총이익	796.4	1,276.2	1,623.5	2,153.2	2,578.6
판매관리비	473.7	751.3	954.2	1,268.5	1,513.4
영업이익	322.7	524.9	669.2	884.7	1,065.2
영업이익률	29.6	29.0	28.7	28.4	28.5
금융손익	0.3	-9.7	4.7	10.0	12.0
중속/관계기업손익	-9.4	88.9	12.7	12.7	12.7
기타영업외손익	0.8	1.0	1.3	1.3	1.4
세전계속사업이익	314.3	605.2	687.9	908.6	1,091.4
법인세비용	88.6	162.5	172.2	227.4	273.2
당기순이익	225.8	442.7	515.7	681.2	818.2
지배주주지분 순이익	225.8	441.8	514.6	679.8	816.5
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388.5	601.2	1,190.2	1,862.5	2,654.1
현금및현금성자산	14.6	102.0	566.9	953.9	1,599.9
매출채권	100.1	129.4	157.4	223.6	257.5
재고자산	242.3	297.5	365.4	549.2	641.0
비유동자산	751.9	969.0	865.1	830.0	817.5
유형자산	71.5	77.2	43.5	34.7	32.0
무형자산	17.0	132.9	62.6	36.1	26.2
투자자산	563.0	644.7	644.8	645.0	645.1
자산총계	1,140.3	1,570.2	2,055.4	2,692.4	3,471.6
유동부채	563.7	575.9	598.9	619.1	667.6
매입채무	105.2	99.7	99.1	139.4	162.5
단기차입금	210.6	195.0	150.0	117.0	90.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	58.7	65.4	71.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	599.1	627.0	657.5	684.5	739.3
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	1.2	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
이익잉여금	226.0	625.4	1,079.0	1,687.7	2,410.3
비지배주주지분	0.0	21.7	22.8	24.1	25.8
자본총계	541.3	943.2	1,397.8	2,007.9	2,732.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	585.3	497.4	779.2
당기순이익(손실)	225.8	442.7	515.7	681.2	818.2
유형자산상각비	27.4	48.5	38.8	14.8	8.6
무형자산상각비	0.9	31.8	70.3	26.4	9.9
운전자본의 증감	-39.0	-139.1	-39.5	-225.0	-57.6
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	-6.7	-3.2	-9.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.0	-17.9	-5.1	-5.9	-6.0
투자자산의 감소(증가)	-572.4	7.2	-0.1	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	-113.8	-107.2	-123.7
차입금의 증감	271.0	-10.2	-52.8	-36.1	-29.8
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	87.4	464.9	387.0	646.0
기초현금	129.1	14.6	102.0	566.9	953.9
기말현금	14.6	102.0	566.9	953.9	1,599.9
Key Financial Data					
(원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	42,708	47,221	60,948	81,382	97,604
EPS(지배주주)	8,852	11,532	13,435	17,746	21,315
CFPS	14,242	16,008	20,830	24,504	28,247
EBITDAPS	13,764	15,799	20,318	24,169	28,293
BPS	14,130	24,055	35,897	51,787	70,650
DPS	1,100	1,600	1,864	2,462	2,957
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.4	1.8	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	12.5	10.2	7.8	6.5
PCR	13.3	9.0	6.6	5.6	4.9
PSR	4.4	3.1	2.3	1.7	1.4
PBR	13.4	6.0	3.8	2.7	1.9
EBITDA	351.0	605.2	778.3	925.8	1,083.8
EV/EBITDA	21.3	9.4	6.3	4.9	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.7	60.4	44.8	40.5	34.8
EBITDA 이익률	32.2	33.5	33.3	29.7	29.0
부채비율	110.7	66.5	47.0	34.1	27.1
금융비용부담률	0.4	0.6	0.4	0.2	0.2
이자보상배율(x)	68.1	50.1	70.0	113.8	169.4
매출채권회전율(x)	10.9	15.8	16.3	16.4	15.5
재고자산회전율(x)	4.5	6.7	7.0	6.8	6.3

한세실업 (105630) 머지 않았다

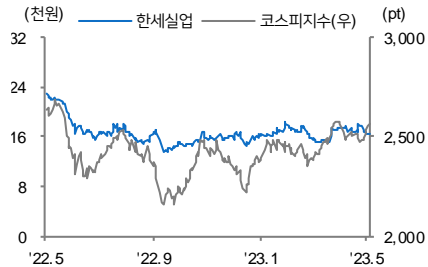
Analyst 하누리 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	27,000원
현재주가 (5.23)	16,340원
상승여력	65.2%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	6,536억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	32.70%
외국인비중	7.83%
52주 최고/최저가	22,650원/13,400원
평균거래대금	42.1억원
주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 9인	64.68
국민연금공단	9.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	1.5	-27.9
상대주가	-7.0	-4.4	-25.6

주가그래프



머지 않았다

- **[실적]** De-stocking 구간 여전, 4Q23E Re-stocking 전환 따른 매출 반등 예상
** 매출액: 1Q23 -29% → 2Q23E -25% → 3Q23E -10% → 4Q23E +23%
- **[모멘텀]** 미국 의류 소매재고 역신장, 중남미 OEM 클러스터 형성
** 중남미 원단 시설 증축 → 기존 봉제 시설과의 완전 수직계열화 가능, 미국향 리드타임 단축 따른 특수 기대

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 4,584억원 (-25%), 영업이익 428억원 (-23%, OPM 9%)**
- **2023E: 매출액 1조 9,225억원 (-13%), 영업이익 1,597억원 (-11%, OPM 8%)**
- **[매출]** 저가 캐주얼 브랜드 재고 소진을 상승 시점 주요
- **[이익]** 스포츠웨어/아웃도어/원브랜드 비중 확대 및 공정 효율성 증대 기반 마진 개선

투자의견 Buy 및 적정주가 27,000원 제시

- 거래선 믹스 개선 및 후방 수직계열화 기반 성장 지속성 확보
- 저발류 (PER 5배) 및 고배당 (배당수익률 > 3%)에 최대주주 자신감 표명 (주당 18,650원에 지분율 8% 공개매수)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,672.0	106.7	67.3	1,684	160.7	11,610	13.0	1.9	10.1	15.2	161.9
2022	2,204.8	179.6	85.6	2,141	27.2	13,427	7.2	1.1	4.3	17.1	130.7
2023E	1,922.5	159.7	117.9	2,948	37.7	15,885	5.5	1.0	4.7	20.1	109.9
2024E	2,018.0	174.7	122.4	3,059	3.7	18,268	5.3	0.9	3.9	17.9	93.9
2025E	2,118.9	183.9	121.4	3,035	-0.8	20,602	5.4	0.8	3.4	15.6	83.1

한세실업 (105630)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,672.0	2,204.8	1,922.5	2,018.0	2,118.9
매출액증가율 (%)	-1.5	31.9	-12.8	5.0	5.0
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,611.5	1,687.4	1,774.3
매출총이익	252.7	336.3	311.0	330.6	344.6
판매관리비	146.0	156.7	151.3	155.9	160.7
영업이익	106.7	179.6	159.7	174.7	183.9
영업이익률	6.4	8.1	8.3	8.7	8.7
금융손익	-1.1	-9.3	-11.1	-11.7	-12.2
중속/관계기업손익	6.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.4	-39.4	8.7	6.9	-3.1
세전계속사업이익	98.4	130.4	157.2	169.9	168.6
법인세비용	31.0	44.8	39.3	47.6	47.2
당기순이익	67.3	85.6	117.9	122.4	121.4
지배주주지분 순이익	67.3	85.6	117.9	122.4	121.4

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	770.0	772.3	844.6	910.6	995.2
현금및현금성자산	21.3	173.1	211.4	255.2	306.5
매출채권	263.9	175.6	180.9	186.3	196.5
재고자산	388.7	309.0	321.3	334.2	352.4
비유동자산	446.3	466.9	489.0	506.6	513.7
유형자산	154.0	177.0	194.8	211.4	217.2
무형자산	6.5	6.1	6.1	6.1	6.0
투자자산	212.4	191.7	196.0	197.1	198.4
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,333.6	1,417.2	1,508.9
유동부채	641.9	620.6	621.6	615.9	619.9
매입채무	62.7	44.4	54.5	56.9	60.0
단기차입금	488.6	476.8	448.0	435.2	430.0
유동성장기부채	14.5	12.6	12.6	12.6	12.6
비유동부채	110.0	81.5	76.6	70.6	64.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	69.8	31.4	20.2	12.6	5.0
부채총계	751.8	702.1	698.2	686.5	684.8
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-16.9	-11.4	-11.4	-11.4	-11.4
이익잉여금	420.6	487.7	586.0	681.4	774.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	635.4	730.7	824.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-153.9	196.7	151.8	138.4	131.0
당기순이익(손실)	67.3	85.6	117.9	122.4	121.4
유형자산상각비	29.0	32.4	24.7	27.9	29.7
무형자산상각비	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-285.9	48.2	9.1	-11.9	-20.1
투자활동 현금흐름	-4.2	-36.1	-55.4	-47.5	-39.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-24.4	-27.4	-42.6	-44.4	-35.5
투자자산의 감소(증가)	-71.4	20.2	-4.3	-1.0	-1.3
재무활동 현금흐름	81.4	-10.7	-58.2	-47.1	-40.3
차입금의 증감	116.8	-36.4	-38.5	-20.1	-12.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-75.4	151.8	38.3	43.8	51.3
기초현금	96.7	21.3	173.1	211.4	255.2
기말현금	21.3	173.1	211.4	255.2	306.5

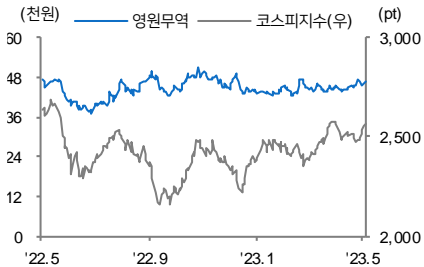
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,800	55,119	48,064	50,449	52,972
EPS(지배주주)	1,684	2,141	2,948	3,059	3,035
CFPS	2,497	3,328	5,305	5,539	5,397
EBITDAPS	3,408	5,311	4,612	5,064	5,340
BPS	11,610	13,427	15,885	18,268	20,602
DPS	500	500	689	714	709
배당수익률(%)	2.3	3.2	4.2	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.0	7.2	5.6	5.4	5.5
PCR	8.8	4.6	3.1	3.0	3.1
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.9	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	136.3	212.4	184.5	202.6	213.6
EV/EBITDA	10.1	4.3	4.7	4.0	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	17.1	20.1	17.9	15.6
EBITDA 이익률	8.2	9.6	9.6	10.0	10.1
부채비율	161.9	130.7	109.9	93.9	83.1
금융비용부담률	0.4	0.7	2.9	2.6	2.4
이자보상배율(x)	14.3	11.3	2.9	3.3	3.6
매출채권회전율(x)	8.2	10.0	10.8	11.0	11.1
재고자산회전율(x)	5.5	6.3	6.1	6.2	6.2

영원무역 (111770) 롤라랄라

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

Buy

적정주가 (12개월)	70,000원		
현재주가 (5.23)	46,750원		
상승여력	49.7%		
KOSPI	2,567.55pt		
시가총액	20,716억원		
발행주식수	4,431만주		
유동주식비율	48.26%		
외국인비중	30.55%		
52주 최고/최저가	51,300원/37,100원		
평균거래대금	35.9억원		
주요주주(%)			
영원무역홀딩스 외 7인	50.74		
국민연금공단	10.08		
Hermes Investment Management Ltd	5.03		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	-4.3	0.6
상대주가	3.8	-9.9	3.8
주가그래프			



롤루랄라

- **[실적]** 스포츠의류 · 아웃도어 강세 기반 주력 거래선 수주 증가 vs. 스캇 기저 부담 구간
** 롤루레몬 상위 2위 거래선 등극, 1위 노스페이스 또한 견조
- **[모멘텀]** 전방 Re-stocking 전환, 롤루레몬 중국 사업 확장

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 9,965억원 (+5%), 영업이익 2,055억원 (-1%, OPM 21%)**
- **2023E: 매출액 3조 7,106억원 (-5%), 영업이익 6,860억원 (-17%, OPM 19%)**
- **[OEM]** 생산량 증가 기반 영업 레버리지 효과 창출 (OPM > 20%)
- **[Scott]** 소비력 저하로 고가 판매 부진 및 원가 부담 상승

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

- 고객사 포트폴리오 우수, 저평가 (PER 5배) 매력 상존
- 2H22 VFC/롤루레몬 재고자산 급증 (→ 2H23E 수주 감소 우려), 2024E 방글라데시 총선 (최저 임금 +50% 인상)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	2,792.5	442.5	298.1	6,727	83.3	50,076	6.5	0.9	3.1	14.7	45.7
2022	3,911.0	823.0	674.5	15,222	122.3	63,517	3.1	0.7	1.9	26.8	44.9
2023E	3,710.6	686.0	444.1	10,022	-33.9	72,024	4.7	0.6	2.1	14.8	36.2
2024E	3,779.7	638.4	408.0	9,208	-8.1	79,565	5.1	0.6	2.0	12.1	33.3
2025E	3,917.3	666.7	437.7	9,879	7.3	87,708	4.7	0.5	1.5	11.8	30.2

영원무역 (111770)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,792.5	3,911.0	3,710.6	3,779.7	3,917.3
매출액증가율 (%)	13.2	40.1	-5.1	1.9	3.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,517.1	2,617.5	2,706.4
매출총이익	827.6	1,316.6	1,193.6	1,162.2	1,210.8
판매관리비	385.1	493.6	507.5	523.8	544.1
영업이익	442.5	823.0	686.0	638.4	666.7
영업이익률	15.8	21.0	18.5	16.9	17.0
금융손익	-14.4	-6.7	-12.0	-12.8	-13.6
중속/관계기업손익	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	22.3	64.6	-3.0	-9.3	8.2
세전계속사업이익	451.3	881.8	671.8	617.2	662.2
법인세비용	117.0	138.6	180.4	165.7	177.8
당기순이익	334.3	743.2	491.4	451.5	484.4
지배주주지분 순이익	298.1	674.5	444.1	408.0	437.7
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,044.8	2,821.5	3,063.3	3,394.6	3,740.7
현금및현금성자산	641.8	735.9	928.2	1,141.0	1,455.6
매출채권	387.2	509.8	550.6	581.4	589.6
재고자산	644.0	983.9	1,092.1	1,152.2	1,168.3
비유동자산	1,502.9	1,692.2	1,757.7	1,826.3	1,887.1
유형자산	694.1	712.9	791.8	863.5	928.8
무형자산	168.2	178.8	173.4	168.1	163.1
투자자산	293.3	448.2	440.2	442.4	443.0
자산총계	3,547.6	4,513.6	4,821.0	5,221.0	5,627.8
유동부채	525.3	822.7	798.1	821.8	825.6
매입채무	245.6	340.2	357.2	375.1	380.3
단기차입금	101.6	224.6	219.8	215.4	211.2
유동성장기부채	0.0	38.8	38.8	38.8	38.8
비유동부채	588.2	576.6	484.3	483.0	478.6
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	82.5	133.2	98.6	81.3	72.7
부채총계	1,113.4	1,399.3	1,282.4	1,304.8	1,304.2
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	169.2	134.2	134.2	134.2	134.2
이익잉여금	1,633.0	2,263.7	2,640.6	2,974.8	3,335.6
비지배주주지분	215.3	299.8	347.1	390.6	437.2
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,538.6	3,916.2	4,323.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	287.4	458.8	375.1	480.7	562.9
당기순이익(손실)	334.3	743.2	491.4	451.5	484.4
유형자산상각비	79.2	86.1	71.3	80.1	88.0
무형자산상각비	7.4	6.9	5.5	5.3	5.1
운전자본의 증감	-173.4	-419.0	-193.0	-56.1	-14.6
투자활동 현금흐름	-211.6	-389.5	-73.5	-173.1	-158.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-129.2	-145.6	-150.2	-151.7	-153.3
투자자산의 감소(증가)	16.3	-154.1	8.0	-2.2	-0.6
재무활동 현금흐름	-104.4	90.5	-109.4	-94.8	-89.5
차입금의 증감	-29.3	154.2	-42.3	-20.9	-12.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	94.2	192.3	212.8	314.5
기초현금	664.9	641.8	735.9	928.2	1,141.0
기말현금	641.8	735.9	928.2	1,141.0	1,455.6
Key Financial Data					
(원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	63,020	88,261	83,740	85,299	88,403
EPS(지배주주)	6,727	15,222	10,022	9,208	9,879
CFPS	12,666	22,713	16,894	15,734	16,803
EBITDAPS	11,941	20,674	17,214	16,333	17,147
BPS	50,076	63,517	72,024	79,565	87,708
DPS	1,000	1,530	1,684	1,753	1,881
배당수익률(%)	2.3	3.3	3.7	3.8	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	6.5	3.1	4.5	4.9	4.6
PCR	3.4	2.1	2.7	2.9	2.7
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	529.1	916.1	762.8	723.8	759.8
EV/EBITDA	3.1	1.9	2.1	1.9	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	26.8	14.8	12.1	11.8
EBITDA 이익률	18.9	23.4	20.6	19.1	19.4
부채비율	45.7	44.9	36.2	33.3	30.2
금융비용부담률	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	20.6	40.8	27.6	27.4	29.7
매출채권회전율(x)	7.7	8.7	7.0	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	4.9	4.8	3.6	3.4	3.4

화승엔터프라이즈 (241590) 아디다스 De-stocking

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

Buy

적정주가 (12개월)	11,000원
현재주가 (5.23)	7,680원
상승여력	43.2%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	4,653억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	3.56%
52주 최고/최저가	16,050원/7,430원
평균거래대금	17.4억원
주요주주(%)	
화승인더스트리 외 5인	71.95
국민연금공단	8.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	-22.2	-51.7
상대주가	-5.1	-26.7	-50.2

주가그래프



아디다스 De-stocking

- [실적] 거래선 재고 소진 주력 (할인 판매 확대 및 재고평가손실 처리) → 수주량 감소
** 아디다스 재고 소진 속도 현행 유지 시 (4Q22 -5.4%, 1Q23 -5.0% QoQ), 3Q23E Re-stocking 진입
- [모멘텀] 아디다스 CEO 교체, 칸에 웨스트와 Yeezy 계약 재체결

2Q23E & 2023E Preview

- 2Q23E: 매출액 3,415억원 (-25%), 영업이익 61억원 (-77%, OPM 2%)
- 2023E: 매출액 1조 4,534억원 (-12%), 영업이익 292억원 (-45%, OPM 2%)
- [매출] 신발 생산량 감소 vs. 의류 OEM 연결 편입 효과
- [이익] 수량 감소 및 가동률 하락 따른 역레버리지 발생 불가피

투자의견 Buy 및 적정주가 11,000원 제시

- 원단 사업 진출 통한 카테고리 다각화 및 수직계열화 기대 또한 유효
- 분기 이익 변동성 확대, KOSPI200 편출 따른 자금 이탈

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,138.6	7.1	-6.5	-108	적전	8,858	-	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022	1,654.0	52.8	-10.0	-165	적지	8,870	-	1.0	7.8	-1.9	149.6
2023E	1,453.4	29.2	31.3	516	흑전	9,341	14.9	0.8	9.6	5.7	145.9
2024E	1,576.0	73.0	55.1	909	98.4	10,205	8.5	0.8	5.9	9.3	127.0
2025E	1,681.0	84.9	60.4	997	9.7	11,157	7.7	0.7	5.1	9.3	114.8

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,138.6	1,654.0	1,453.4	1,576.0	1,681.0
매출액증가율 (%)	2.0	45.3	-12.1	8.4	6.7
매출원가	1,022.1	1,454.8	1,284.6	1,361.2	1,446.9
매출총이익	116.5	199.2	168.9	214.7	234.1
판매관리비	109.4	146.4	139.6	141.7	149.1
영업이익	7.1	52.8	29.2	73.0	84.9
영업이익률	0.6	3.2	2.0	4.6	5.1
금융손익	-8.8	-14.4	-25.5	-21.5	-22.1
중속/관계기업손익	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	4.4	-31.7	32.2	19.6	15.1
세전계속사업이익	2.2	6.5	35.7	70.9	77.8
법인세비용	9.0	14.0	6.4	12.8	14.0
당기순이익	-6.9	-7.5	29.3	58.1	63.8
지배주주지분 순이익	-6.5	-10.0	31.3	55.1	60.4

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	697.6	757.4	777.0	768.5	806.7
현금및현금성자산	173.2	183.4	162.6	189.4	201.7
매출채권	122.8	109.6	113.9	107.1	110.3
재고자산	300.7	293.8	308.5	283.9	295.2
비유동자산	632.6	718.5	742.3	759.6	770.0
유형자산	497.4	567.0	593.6	614.5	627.7
무형자산	31.7	42.0	38.3	34.8	31.7
투자자산	9.2	9.1	10.0	9.9	10.3
자산총계	1,330.3	1,475.8	1,519.3	1,528.1	1,576.7
유동부채	695.4	778.1	792.0	769.8	772.2
매입채무	191.3	162.1	191.3	187.5	198.8
단기차입금	388.5	491.4	468.4	454.4	441.4
유동성장기부채	50.7	65.2	62.2	59.2	59.2
비유동부채	84.5	106.6	109.6	85.2	70.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	36.5	60.5	60.5	36.5	20.5
부채총계	779.8	884.7	901.6	855.0	842.6
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	165.7	169.8	169.8	169.8	169.8
기타포괄이익누계액	9.7	16.5	16.5	16.5	16.5
이익잉여금	179.2	169.2	197.7	250.1	307.7
비지배주주지분	13.9	53.7	51.8	54.8	58.2
자본총계	550.4	591.2	617.7	673.1	734.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.3	96.9	108.8	149.8	126.1
당기순이익(손실)	-6.9	-7.5	29.3	58.1	63.8
유형자산상각비	59.1	70.2	57.9	60.5	62.6
무형자산상각비	2.6	3.1	3.8	3.4	3.1
운전자본의 증감	-66.9	-11.5	17.9	27.7	-3.3
투자활동 현금흐름	-119.8	-206.2	-102.3	-79.1	-82.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-94.7	-131.2	-84.5	-81.4	-75.7
투자자산의 감소(증가)	-2.7	-0.1	-1.0	0.1	-0.4
재무활동 현금흐름	47.5	118.4	-27.4	-43.9	-31.2
차입금의 증감	116.9	144.8	-24.7	-41.2	-28.5
자본의 증가	-0.8	4.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	10.2	-20.9	26.8	12.3
기초현금	246.0	173.2	183.4	162.6	189.4
기말현금	173.2	183.4	162.6	189.4	201.7

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,801	27,302	23,989	26,010	27,743
EPS(지배주주)	-108	-165	516	909	997
CFPS	1,086	2,193	2,015	2,614	2,731
EBITDAPS	1,136	2,082	1,500	2,260	2,486
BPS	8,858	8,870	9,341	10,205	11,157
DPS	45	45	45	45	45
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	14.4	8.2	7.5
PCR	15.5	4.2	3.7	2.8	2.7
PSR	0.9	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.9	1.0	0.8	0.7	0.7
EBITDA	68.8	126.1	90.9	136.9	150.6
EV/EBITDA	19.4	7.8	9.4	5.8	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.2	-1.9	5.7	9.3	9.3
EBITDA 이익률	6.0	7.6	6.3	8.7	9.0
부채비율	141.7	149.6	145.9	127.0	114.8
금융비용부담률	0.9	1.2	2.1	1.8	1.6
이자보상배율(x)	0.7	2.6	1.0	2.6	3.2
매출채권회전율(x)	9.7	14.2	13.0	14.3	15.5
재고자산회전율(x)	4.3	5.6	4.8	5.3	5.8

한섬 (020000) 신성장동력 찾기

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

Buy

적정주가 (12개월)	35,000원
현재주가 (5.23)	25,300원
상승여력	38.3%
KOSPI	2,567.55pt
시가총액	6,231억원
발행주식수	2,463만주
유동주식비율	54.55%
외국인비중	26.08%
52주 최고/최저가	38,850원/24,350원
평균거래대금	11.6억원

주요주주(%)	
현대홈쇼핑	34.64
국민연금공단	10.74
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARC	8.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	-2.3	-32.7
상대주가	0.7	-8.0	-30.6

주가그래프



신성장동력 찾기

- **[실적]** 리오프닝 효과 제거로 매출 기저 부담 발생, 신규 브랜드 관련 투자 집행 증가
** 광고선전비: 2022년 +27%, 2023E +19%
- **[모멘텀]** 신규 수입 브랜드 추가 및 온라인 플랫폼 EQL 확장
** 화장품 사업 확장 (자체 기초 Oera 및 향수 편집숍 Liquidess Perfume Bar), 의류 브랜드 (랑방블랑 등) 추가

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 3,503억원 (-2%), 영업이익 225억원 (-18%, OPM 6%)**
- **2023E: 매출액 1조 5,624억원 (+1%), 영업이익 1,557억원 (-8%, 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

투자 의견 Buy 및 적정주가 35,000원 제시

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

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,387.4	152.2	114.6	4,651	31.4	50,255	7.7	0.7	2.9	9.7	25.5
2022	1,542.2	168.3	123.0	4,995	8.2	54,250	5.4	0.5	1.7	9.6	26.1
2023E	1,562.4	155.7	110.7	4,496	-9.5	58,077	5.6	0.4	1.3	8.0	22.2
2024E	1,636.7	166.6	118.2	4,798	6.7	62,206	5.3	0.4	0.9	8.0	21.8
2025E	1,706.1	179.6	127.2	5,164	7.6	66,701	4.9	0.4	0.4	8.0	21.5

한섬 (020000)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,387.4	1,542.2	1,562.4	1,636.7	1,706.1
매출액증가율 (%)	16.0	11.2	1.3	4.7	4.2
매출원가	554.2	597.3	628.8	659.9	685.5
매출총이익	833.2	945.0	933.7	976.8	1,020.6
판매관리비	681.0	776.7	778.0	810.2	841.0
영업이익	152.2	168.3	155.7	166.6	179.6
영업이익률	11.0	10.9	10.0	10.2	10.5
금융손익	5.1	-0.2	-1.2	-1.5	-1.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.6	-6.4	-5.1	-5.7	-6.3
세전계속사업이익	154.6	161.8	149.4	159.4	171.5
법인세비용	43.1	41.1	40.2	42.9	46.1
당기순이익	111.5	120.7	109.2	116.5	125.4
지배주주지분 순이익	114.6	123.0	110.7	118.2	127.2

Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	881.8	1,031.1	1,098.7	1,216.5	1,357.7
현금및현금성자산	67.3	65.5	80.4	158.7	266.3
매출채권	73.4	74.7	79.2	82.8	85.9
재고자산	460.2	562.8	607.8	638.2	663.7
비유동자산	675.3	653.6	648.0	646.3	632.5
유형자산	366.7	407.2	411.7	411.2	407.1
무형자산	108.5	92.9	73.7	58.4	46.4
투자자산	82.4	32.3	41.3	55.3	57.7
자산총계	1,557.1	1,684.7	1,746.7	1,862.8	1,990.2
유동부채	246.3	288.9	257.1	270.1	285.7
매입채무	44.2	45.8	44.9	44.0	46.7
단기차입금	4.6	35.5	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	8.5	12.9	12.9	12.9	12.9
비유동부채	70.4	59.3	60.4	63.5	66.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	316.7	348.2	317.5	333.6	352.0
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	-1.5	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
이익잉여금	1,128.7	1,228.0	1,322.2	1,423.9	1,534.6
비지배주주지분	2.6	0.3	-1.2	-2.9	-4.7
자본총계	1,240.4	1,336.5	1,429.2	1,529.2	1,638.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	172.1	67.2	125.6	154.1	167.3
당기순이익(손실)	111.5	120.7	109.2	116.5	125.4
유형자산상각비	32.2	36.7	43.0	43.5	43.1
무형자산상각비	20.5	21.5	19.2	15.2	12.0
운전자본의 증감	-20.0	-121.0	-45.8	-21.1	-13.2
투자활동 현금흐름	-98.0	-73.2	-58.7	-59.3	-43.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-60.3	-52.9	-47.5	-43.0	-38.9
투자자산의 감소(증가)	-22.4	50.1	-9.1	-14.0	-2.4
재무활동 현금흐름	-50.2	4.2	-52.0	-16.5	-16.5
차입금의 증감	-26.5	41.7	-35.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	23.9	-1.9	14.9	78.3	107.6
기초현금	43.4	67.3	65.5	80.4	158.7
기말현금	67.3	65.5	80.4	158.7	266.3

Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	56,330	62,616	63,436	66,449	69,271
EPS(지배주주)	4,651	4,995	4,496	4,798	5,164
CFPS	7,141	7,926	8,188	8,327	8,547
EBITDAPS	8,319	9,194	8,847	9,145	9,530
BPS	50,255	54,250	58,077	62,206	66,701
DPS	600	750	750	750	750
배당수익률(%)	1.7	2.8	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.7	5.4	5.6	5.3	4.9
PCR	5.0	3.4	3.1	3.0	3.0
PSR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	204.9	226.5	217.9	225.3	234.7
EV/EBITDA	2.9	1.7	1.3	0.9	0.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	9.6	8.0	8.0	8.0
EBITDA 이익률	14.8	14.7	13.9	13.8	13.8
부채비율	25.5	26.1	22.2	21.8	21.5
금융비용부담률	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	246.4	41.0	61.6	110.0	118.6
매출채권회전율(x)	20.8	20.8	20.3	20.2	20.2
재고자산회전율(x)	3.1	3.0	2.7	2.6	2.6

힐라홀딩스 (081660) 때를 기다리자

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

Buy

적정주가 (12개월) 45,000원

현재주가 (5.23) 37,350원

상승여력 20.5%

KOSPI 2,567.55pt

시가총액 22,691억원

발행주식수 6,075만주

유동주식비율 70.54%

외국인비중 44.94%

52주 최고/최저가 40,800원/27,000원

평균거래대금 78.0억원

주요주주(%)

피에몬테 외 5 인 28.38

국민연금공단 7.71

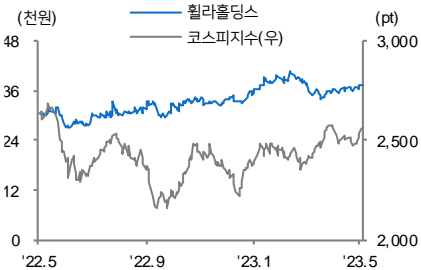
Templeton Asset Management, Ltd. 5.20

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	14.4	22.9
상대주가	1.1	7.7	26.7

상대주가 1.1 7.7 26.7

주가그래프



때를 기다리자

- **[실적]** 채널 (도매 → 소매) 및 제품 (저단가 → 고단가) 전반 구조조정 구간
** 직접 전개 지역, 한국 및 미국향 재고 처리 주력 → 평가손실 발생
- **[모멘텀]** 중국 리오프닝 따른 안타 매출 증가
** 2023E 지역별 매출액: 중국 +12% vs. 한국 -20%, 미국 -24%

2Q23E & 2023E Preview

- **2Q23E: 매출액 1조 1,797억원 (+1%), 영업이익 1,379억원 (-10%, OPM 12%)**
- **2023E: 매출액 4조 1,554억원 (-2%), 영업이익 4,451억원 (+2%, OPM 11%)**
- **[아시아]** 한국 저가 도매 채널 축소 노력, 중국 안타 공격적 사업 전개 수혜
- **[서구권]** 미국 DTC 채널 강화 및 노후 재고 소진 주력
- **[아쿠시네트]** 야외 레저 활동 확산 및 제품 포트폴리오 확장 따른 비자연 성장 도모 지속

투자의견 Buy 및 적정주가 45,000원 제시

- 매출 성장 및 마진 개선 동반 실현 통한 브랜드 가치 입증 필요
- 아쿠시네트 이중상장 할인 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	3,794.0	492.9	235.2	3,872	71.0	26,517	9.3	1.4	5.0	16.2	85.9
2022	4,221.8	435.1	343.7	5,658	38.4	30,889	5.9	1.1	6.6	19.7	87.3
2023E	4,155.4	445.1	216.7	3,568	-23.1	33,083	10.5	1.1	6.5	11.2	74.4
2024E	4,270.9	619.0	343.6	5,656	35.2	37,197	6.6	1.0	4.7	16.1	62.8
2025E	4,410.1	659.4	364.6	6,001	6.4	41,200	6.2	0.9	4.3	15.3	54.5

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,794.0	4,221.8	4,155.4	4,270.9	4,410.1
매출액증가율 (%)	21.3	11.3	-1.6	2.8	3.3
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,143.6	2,044.5	2,086.1
매출총이익	1,880.3	2,029.3	2,011.8	2,226.5	2,324.1
판매관리비	1,387.4	1,594.2	1,566.8	1,607.4	1,664.7
영업이익	492.9	435.1	445.1	619.0	659.4
영업이익률	13.0	10.3	10.7	14.5	15.0
금융손익	-28.9	-32.3	-4.9	-6.7	-8.0
중속/관계기업손익	48.6	45.6	55.6	59.4	63.5
기타영업외손익	0.3	4.7	4.3	4.2	4.0
세전계속사업이익	512.8	453.1	500.1	675.9	718.9
법인세비용	175.0	-14.4	140.7	190.1	202.2
당기순이익	337.8	467.5	359.5	485.8	516.7
지배주주지분 순이익	235.2	343.7	216.7	343.6	364.6
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,470.1	2,793.1	3,140.7
현금및현금성자산	699.2	407.4	638.2	831.7	1,075.3
매출채권	456.0	462.7	471.9	500.2	520.2
재고자산	757.8	1,290.5	1,226.0	1,324.1	1,403.5
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,500.9	2,486.1	2,480.5
유형자산	418.2	499.8	489.0	490.4	502.4
무형자산	1,552.8	1,740.9	1,715.5	1,690.5	1,666.1
투자자산	169.0	192.3	201.0	209.8	216.6
자산총계	4,288.9	4,821.8	4,971.0	5,279.3	5,621.2
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,035.5	1,049.7	1,019.0
매입채무	295.4	288.1	293.9	299.8	309.9
단기차입금	285.9	377.0	329.0	319.0	264.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	931.0	1,154.6	1,084.9	986.8	964.1
사채	69.9	69.9	69.9	0.0	0.0
장기차입금	351.2	697.0	637.0	597.0	565.0
부채총계	1,982.4	2,247.2	2,120.4	2,036.5	1,983.1
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	53.2	53.2	53.2
기타포괄이익누계액	65.2	141.7	141.7	141.7	141.7
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,783.2	2,033.2	2,276.3
비지배주주지분	695.5	698.0	840.7	982.9	1,135.1
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,850.6	3,242.8	3,638.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	524.6	-138.7	513.6	505.0	557.2
당기순이익(손실)	337.8	467.5	359.5	485.8	516.7
유형자산상각비	72.2	80.1	92.8	88.6	87.1
무형자산상각비	27.0	32.3	25.5	25.0	24.4
운전자본의 증감	4.4	-602.9	35.8	-94.3	-71.0
투자활동 현금흐름	-39.6	-202.8	-89.9	-99.8	-106.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-50.2	-85.4	-82.0	-90.0	-99.0
투자자산의 감소(증가)	2.7	22.3	-8.7	-8.8	-6.8
재무활동 현금흐름	-297.2	29.4	-192.9	-211.7	-207.0
차입금의 증감	-180.2	476.8	-109.5	-118.1	-85.6
자본의 증가	0.9	-54.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.6	-291.8	230.8	193.5	243.7
기초현금	470.7	699.2	407.4	638.2	831.7
기말현금	699.2	407.4	638.2	831.7	1,075.3
Key Financial Data					
(원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	62,450	69,491	68,399	70,301	72,592
EPS(지배주주)	3,872	5,658	3,568	5,656	6,001
CFPS	7,613	10,066	10,822	13,493	14,015
EBITDAPS	9,746	9,013	9,273	12,058	12,689
BPS	26,517	30,889	33,083	37,197	41,200
DPS	1,000	1,580	1,334	1,965	2,262
배당수익률(%)	2.8	4.8	3.6	5.3	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	9.3	5.9	10.5	6.6	6.2
PCR	4.7	3.3	3.5	2.8	2.7
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	592.1	547.5	563.4	732.5	770.9
EV/EBITDA	5.0	6.6	6.5	4.7	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	19.7	11.2	16.1	15.3
EBITDA 이익률	15.6	13.0	13.6	17.2	17.5
부채비율	85.9	87.3	74.4	62.8	54.5
금융비용부담률	0.6	0.8	1.3	1.1	1.0
이자보상배율(x)	21.4	12.4	8.3	12.6	14.9
매출채권회전율(x)	7.9	9.2	8.9	8.8	8.6
재고자산회전율(x)	5.5	4.1	3.3	3.3	3.2

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 추천 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

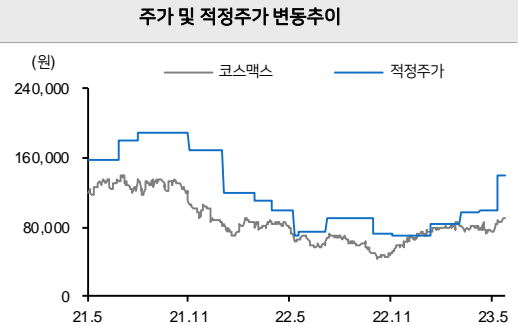
투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

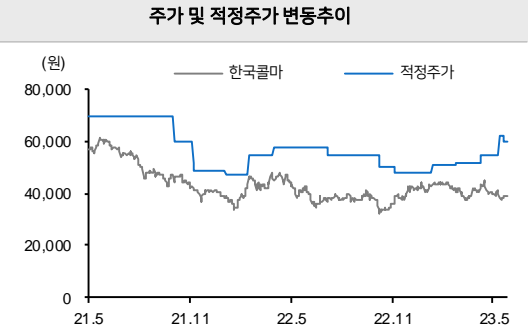
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2021.05.12	기업브리프	Buy	156,838	하누리	-18.5	-13.3
2021.07.09	산업브리프	Buy	180,000	하누리	-28.0	-22.2
2021.08.12	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-32.5	-28.4
2021.11.11	기업브리프	Buy	170,000	하누리	-43.5	-37.4
2022.01.11	기업브리프	Buy	120,000	하누리	-32.9	-25.0
2022.03.08	기업브리프	Buy	110,000	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	-35.7	-29.7
2022.11.09	산업분석	Buy	70,000	하누리	-6.4	8.3
2023.01.16	기업브리프	Buy	83,000	하누리	-4.2	3.4
2023.03.10	기업브리프	Buy	98,000	하누리	-19.2	-17.1
2023.04.13	기업브리프	Buy	100,000	하누리	-22.4	-14.3
2023.05.15	기업브리프	Buy	140,000	하누리	-	-



한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

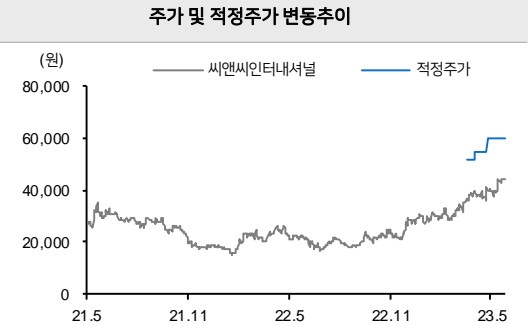
변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2021.04.12	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-22.6	-11.7
2021.10.12	산업브리프	Buy	60,000	하누리	-24.8	-20.9
2021.11.16	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-19.5	-18.8
2021.11.18	산업분석	Buy	49,000	하누리	-17.8	-15.1
2022.01.12	기업브리프	Buy	47,000	하누리	-18.6	-6.6
2022.02.22	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-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	-31.3	-27.2
2022.11.09	산업분석	Buy	48,000	하누리	-14.9	-8.1
2023.01.16	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-15.1	-12.8
2023.02.28	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-22.4	-18.4
2023.04.13	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-25.1	-18.5
2023.05.15	기업브리프	Buy	62,000	하누리	-38.3	-36.5
2023.05.24	산업분석	Buy	60,000	하누리	-	-



씨앤씨인터내셔널 (352480) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2023.03.21	기업분석	Buy	52,000	하누리	-26.9	-23.7
2023.04.06	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-30.5	-25.1
2023.04.28	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-	-



클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2021.05.17	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-4.8	3.0
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	-20.5	-0.3
2023.01.12	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-15.7	-12.1
2023.02.24	기업브리프	Buy	24,000	하누리	-21.3	-17.2
2023.03.21	산업분석	Buy	26,000	하누리	-16.4	-11.0
2023.04.05	기업브리프	Buy	30,000	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)	
2021.04.23	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-19.8	-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	-31.0	-25.1	
2022.11.09	산업분석	Buy	800,000	하누리	-15.5	-7.6	
2023.01.09	기업브리프	Buy	900,000	하누리	-16.6	-14.7	
2023.02.01	기업브리프	Buy	800,000	하누리	-19.5	-12.3	
2023.04.04	기업브리프	Buy	750,000	하누리	-19.0	-16.7	
2023.04.11	산업분석	Buy	820,000	하누리	-21.8	-17.1	
2023.04.28	기업브리프	Buy	800,000	하누리	-27.4	-22.1	
2023.05.24	산업분석	Buy	750,000	하누리	-	-	

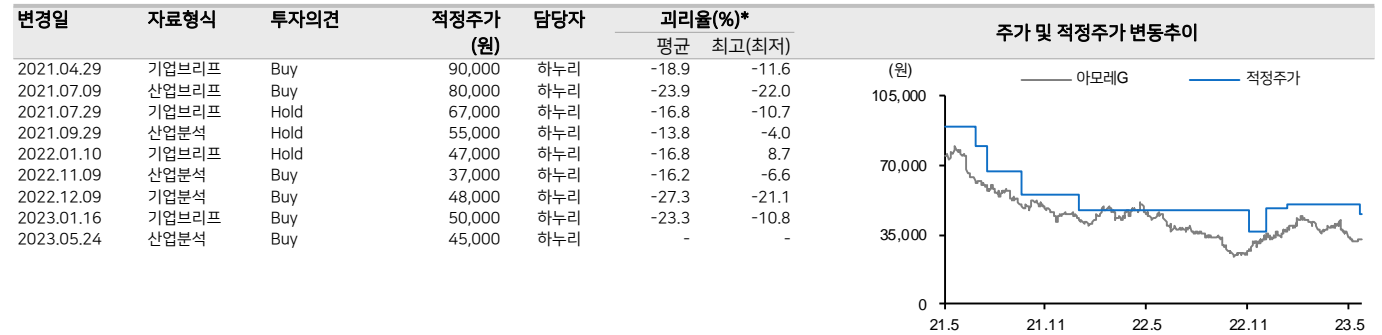
아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-22.3	-12.8	
2022.12.09	기업분석	Buy	170,000	하누리	-18.3	-12.6	
2023.02.02	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-29.0	-23.5	
2023.03.21	산업분석	Buy	170,000	하누리	-22.1	-19.5	
2023.04.04	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-30.4	-21.2	
2023.05.24	산업분석	Buy	160,000	하누리	-	-	

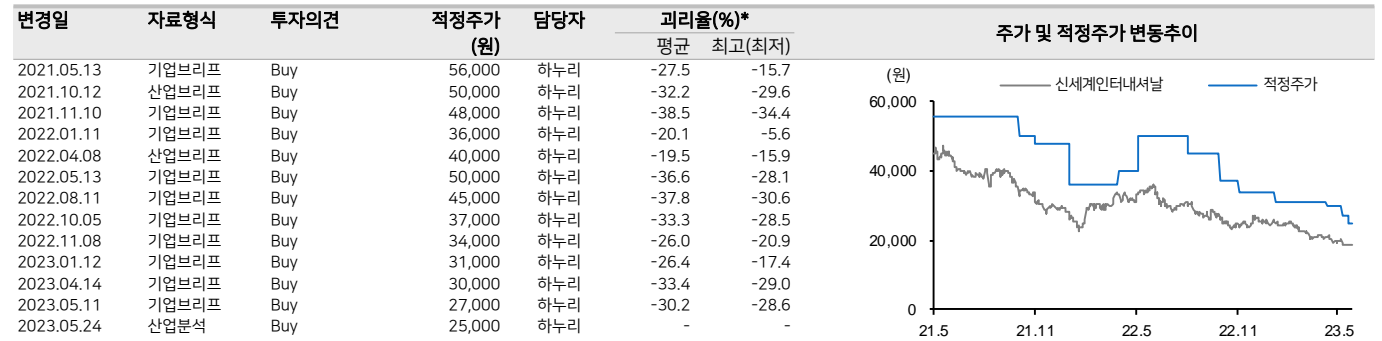
아모레G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



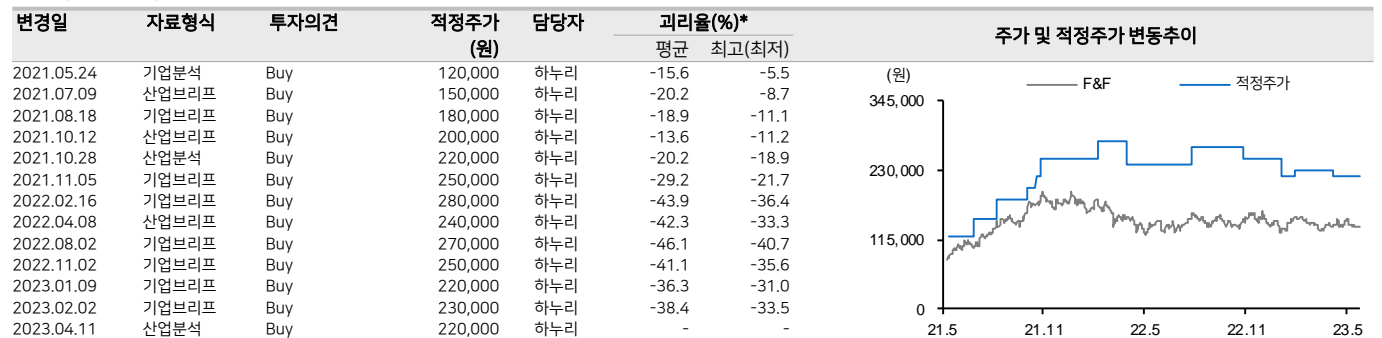
신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-28.7	-17.0	
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-26.0	-21.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	35,000	하누리	-36.8	-26.9	
2022.01.13	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-34.5	-26.7	
2022.03.15	산업분석	Buy	40,000	하누리	-34.8	-26.3	
2022.04.08	산업브리프	Buy	42,000	하누리	-37.6	-33.3	
2022.05.17	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-48.0	-44.3	
2022.05.25	산업분석	Buy	40,000	하누리	-53.3	-44.0	
2022.07.19	기업브리프	Buy	33,000	하누리	-48.9	-45.5	
2022.08.16	기업브리프	Buy	29,000	하누리	-45.8	-37.6	
2022.10.11	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-40.8	-38.0	
2022.11.09	산업분석	Buy	23,000	하누리	-31.2	-26.3	
2022.11.15	기업브리프	Buy	24,000	하누리	-34.0	-29.6	
2023.01.10	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-27.6	-19.5	
2023.05.16	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-	-	

영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.18	기업브리프	Buy	57,000	하누리	-23.8	-13.8	
2021.11.15	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-32.9	-25.5	
2022.01.13	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-33.7	-25.1	
2022.05.17	기업브리프	Buy	80,000	하누리	-40.9	-37.0	
2022.05.25	산업분석	Buy	70,000	하누리	-40.7	-32.2	
2022.08.17	기업브리프	Buy	80,000	하누리	-42.8	-38.1	
2022.10.11	기업브리프	Buy	75,000	하누리	-39.2	-34.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	70,000	하누리	-32.9	-26.7	
2023.01.10	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-26.0	-20.8	
2023.05.16	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-	-	

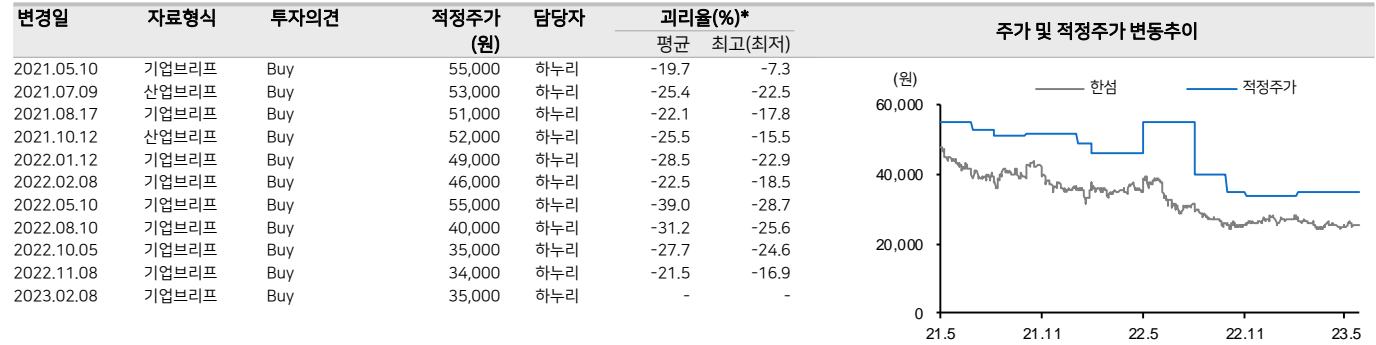
화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.17	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-31.3	-25.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-30.4	-23.3	
2021.08.17	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-20.5	-12.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-30.2	-19.3	
2022.03.10	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-30.1	-18.6	
2022.07.19	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-30.4	-22.2	
2022.10.11	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-39.5	-33.4	
2022.11.09	산업분석	Buy	13,000	하누리	-25.2	-15.2	
2023.03.10	기업브리프	Buy	12,000	하누리	-29.3	-24.7	
2023.04.17	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-	-	

한섬 (02000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

