



DB FINANCIAL INVESTMENT

시니어의 역습

2020. 01. 08

Summary



웁은 이야기이지만 경기 불황이 익숙하게 느껴지는 것이 오히려 다행인건지도 모르겠다. 여전히 내 집 마련은 안드로메다행이고, 열심히 일해봐야 월급쟁이일 뿐인 각박한 세상에서 초개인주의 트렌드는 필수 불가결이다. 소셜네트워크 상에서 만난 누군가와 나의 사적인 경험을 공유하고자 하는 심리를 한번쯤은 느껴보았을 것이다. 오프라인상에서 새로운 관계를 맺기엔 피곤하다고 느끼지만 웹상에서 만난 그와의 관계에는 호기심이 생기는 현상, 참 비논리적이다. 하지만 젊은 세대들게엔 이미 가상 공간과 현실 공간을 동일시하게 여기는 시대가 찾아온 것 같다.

외환 위기 이래의 가장 깊은 경기 불황 가능성이 높아졌고, 복핵 리스크나 중동 아수, 미중 무역분쟁 등 대외 환경의 불확실성도 커졌다. 불확실성이 커진 때, 소비 행태는 씹씹이가 예민해진다는 특징이 있다. 불황이라고 연애를 안하진 않듯 소비를 하긴 하지만 풍족하지 않은 자원 안에서 자신이 원하는 가치를 조율해 나가는 것이다. 모든 소비 활동에서 가치와 비용을 다운그레이드 하지 않는다는게 포인트다.

또한 시니어들의 소비 패턴에 주목해야 한다. 한국은 초고령화 사회로 진입하면서 중장년층 비중이 높아지고 있다. 특히 1955~1963년에 태어난 베이비붐 세대들은 한국의 고도성장기를 누리며 경제력을 축적한 유일한 세대이다. 기존의 고령층보다 학력이 높고, 문화적 개방도 높은 반면 개인주의 성향은 강해 자신을 위한 소비에 적극적인 성향을 띤다. 심지어 스마트폰을 능숙하게 다루는 시니어들이 많아졌다. 아날로그에서 디지털로 전환하는 정보기술 혁명을 경험했기 때문 이란다. 이유를 막론하고, 시니어들의 디지털 채널 활용역량이 향상되면서 소비 행태에 상당한 변화가 예상된다. 대표적으로 디지털 채널 내 소비재 트레이딩-업 현상을 들 수 있다.

이밖에 소매 산업의 경쟁 강도를 알아보고, 소비재 기업이 성장하기 위한 카테고리 및 채널 전략에 대해 같이 고민해보고자 한다. 결국 포인트는 혁신 활동을 통한 기업 가치 증대이고, 이면에는 디지털 트랜스포메이션이 있다. 콘텐츠를 가지고 있는 자가 플랫폼까지 섭렵하는 시대로 유통의 패러다임이 변화하고 있고, 디지털라이제이션이 완성되기까지의 과도기 구간에서 나타나는 소비재 기업, 그리고 소비재 제조 기업의 특징들을 나열해 보았다.

혁신하면 떠오르는 기업 아디다스의 파트너 화승엔터프라이즈가 중장기 펀더멘탈이 우수해 최선호 의견을 유지한다. 디지털 트랜스포메이션에 대한 효과가 실적으로 보여지기 위해선 시간이 필요하며 중장기 관점에서 그나마 좀 더 빠르게 실적 개선 효과가 나타날 것으로 보여지는 브랜드사에 대해 긍정적 투자 관점을 제시한다. 대표적으로 LG생활건강, 클리오를 꼽는다. 아모레퍼시픽과 휠라코리아, 신세계인터내셔널에 대해서도 주가 낙폭 과대 기업으로서 매수 관점을 제시한다.

Contents

I. 트레이딩 업 시대.....	4
경제 불황 터널 속.....	4
성숙된 내수 시장, 주도 계층과 패턴의 변화.....	7
디지털 채널을 장악하는 시니어.....	9
불황에 무너지고, 충동구매 증가.....	13
II. 공급자 필요 역량 “혁신”	14
소매 산업의 경쟁 심화.....	14
신제품 출시 VS 기존 제품의 혁신.....	16
마지막 승부수, 채널 전략	18
가치 사슬의 변화: 디지털 트랜스포메이션.....	21
III. 업종 & 기업 투자전략.....	23
혁신의 아이콘 Adidas, 그 뒤에 화승엔터프라이즈.....	23
컨텐츠와 채널 경쟁력 우위의 브랜드사 pick.....	24
IV. Coverage Recommendation	26
화승엔터프라이즈 (241590).....	26
휠라코리아 (081660).....	29
LG 생활건강 (051900).....	32
아모레퍼시픽 (090430).....	35
신세계인터내셔널 (031430).....	38
클리오 (237880).....	41
토니모리 (214420).....	44

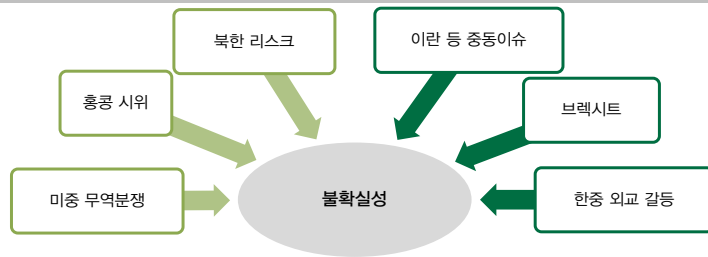
I. 트레이딩 업 시대

경제 불황 터널 속

불확실성 잔존,
성장률 둔화

한국 소비자 기업들이 타파해야 할 근본적인 고민거리 2가지가 있다면 바로 하나는 내수시장 자체의 지속적인 성장률 둔화이고, 다른 하나는 소비자 기업 간의 경쟁 심화일 것이다. 한국은행에서 발표한 경제전망에서 한국의 경제성장률은 2019년 2%에서 2020년과 2021년 2.3%, 2.4%로 점차 높아질 것으로 전망했다. 2019년과 2020년 세계 경제성장률이 3%, 3.2%를 제안했는데 이는 미중무역 갈등이 완화될 것으로 보며 신흥국들이 적극적으로 경기부양정책을 펼친다는 가정을 반영한 것이다.

도표 1. 불확실성이 잔존하는 시기, 위기의 시간



자료: DB금융투자

금융위기 이래
저조한 성장률

하지만 미중 무역분쟁, 홍콩 시위나 브렉시트, 북핵 리스크 등 통상 관련 불확실성이 잔존하고, 이로 인한 글로벌 가치사슬의 약화 등으로 2019년 내내 전망치 하향이 불가피했다. 2019년 3분기 한국의 경제성장률은 전기대비 0.4% 성장에 그치면서 연간 2% 성장 달성이 어려워졌고, 1인당 국민소득은 명목소득 성장 둔화와 원화가치 하락으로 2018년보다 되려 감소할 가능성이 높아졌다. 2020년에도 대내외 매크로 환경에 불확실성이 지속되어 막연한 기대치를 제거하고 본다면 2019년에 이어 2020년에 금융 위기 이래 가장 낮은 경제 성장률을 보일 수도 있다는 판단이다.

도표 2. 글로벌 경제성장률 비교

(단위: %)

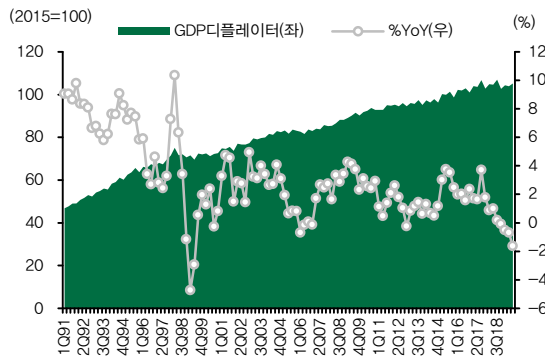
	2016	2017	2018	2019E	2020E			2021E
					1H	2H	연간	
세계 경제성장률	3.1	3.7	3.6	3.0	3.2	3.2	3.2	3.3
미국	1.6	2.3	2.9	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
유로	1.7	2.3	1.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
일본	1.0	1.7	0.8	0.8	-0.1	1.2	0.6	0.7
중국	6.7	6.9	6.6	6.1	5.9	5.8	5.9	5.8
한국 경제성장률	2.8	3.1	2.7	2.0	2.2	2.3	2.3	2.4
(민간설비)	2.5	2.6	2.8	1.9	1.9	2.2	2.1	2.3
(설비투자)	-2.3	14.6	-2.4	-7.8	5.7	4.2	4.9	5.2
(지식재산생산물투자)	2.3	3.0	2.2	2.7	3.3	3.6	3.4	3.3
(건설투자)	10.7	7.6	-4.3	-4.3	-3.6	-1.2	-2.3	-0.9
(상품수출)	2.2	3.8	3.3	-0.4	2.3	2.1	2.2	2.4
(상품수입)	3.6	7.4	1.6	-1.6	2.4	2.3	2.4	2.9

자료: 한국은행, DB금융투자

디플레이션
우려 높아져

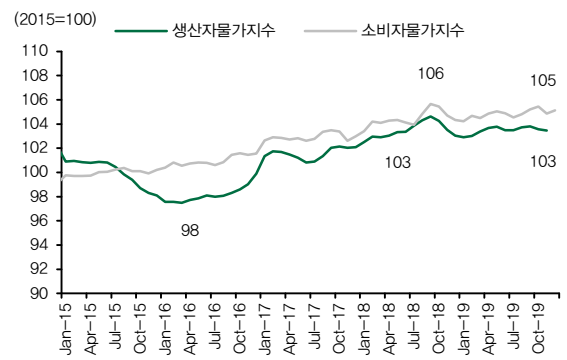
특히 한국은 소비재를 비롯한 전반적 제조산업의 모멘텀 약세가 내수 소비 업황의 회복을 더디게 할 것으로 예상된다. 저물가 현상도 지속되고 있다. 소비자물가지수와 생산자물가지수의 변화가 2017년 대비 크지 않다. 환율 변동에 의해 수출물가지수와 수입물가지수가 변동을 보이고 있으나 2018년 말부터 하락세였다. 2019년 3분기 물가상승률은 0%대를 기록했고, 이제는 디플레이션을 우려해야 할 처지이다. 19년 3분기 GDP 디플레이터 상승률은 -1.6%로 4분기 연속 마이너스 성장을 보였고, 이는 1998~1999년 외환위기 직후 3분기 연속 마이너스 성장을 보였던 기록을 갱신했다.

도표 3. 1998년 외환위기 이후 가장 저조한 물가 수준



자료: 한국은행, DB금융투자

도표 4. 소비자, 생산자 물가지수는 2018년부터 큰 변화 없음

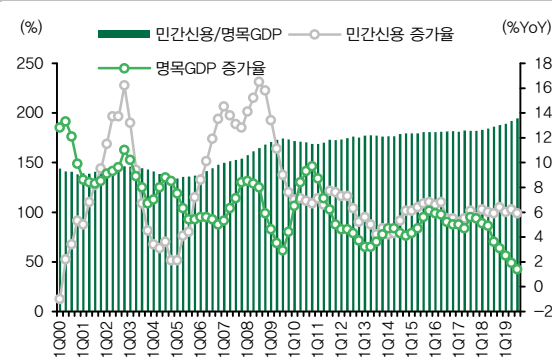


자료: 한국은행, DB금융투자

가계부채 증가
중으로 신용도
하락 우려 증가

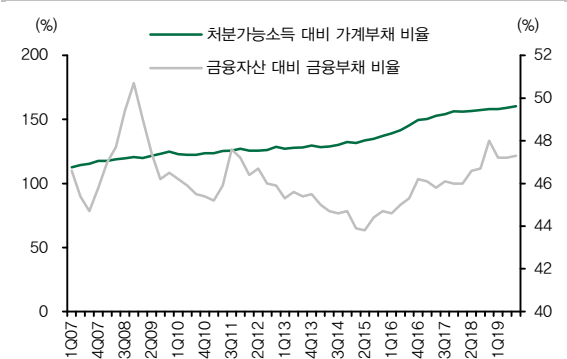
가계부채 규모도 역대 최대 수준이다. 현재 가계부채신용총액은 약 1,580조원으로 2010년 840조원 대비 2배에 달한다. 정부의 강력한 대출억제정책으로 대출 증가율이 둔화되었으나 가계 소득 증가율이 가계 부채 증가율을 밑돌면서 처분가능소득 대비 가계 부채 비율은 증가 추세이다. 가계 소득을 늘리기 위해 정부가 현금성 복지 정책을 확대하고 있어 가처분 소득 증가율이 개선되는 듯 보일 수 있으나 소비로 이어지기엔 역부족인 듯 하다.

도표 5. GDP 하락에 따른 민간신용 건전성 하락



자료: 한국은행, DB금융투자
주: 민간신용/명목GDP(민간부문의 레버리지 수준), 명목GDP는 해당 분기 및 직전 3분기 계절조정 합

도표 6. 가계 채무상환부담 지속적으 높은 수준

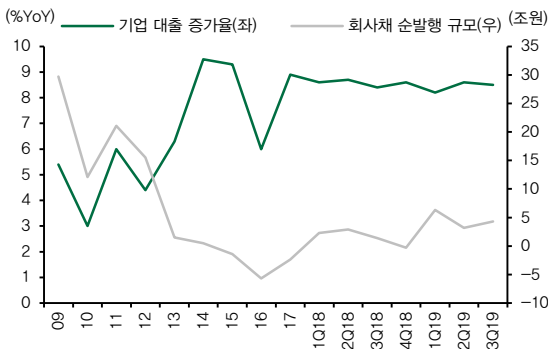


자료: 한국은행, DB금융투자
주: 19년 3분기는 한국은행 추정치, 2019년 각 분기 처분가능소득은 직전 3개년의 국민총소득 대비 처분가능소득 비율 평균치 이용

기업
재무건전성
악화

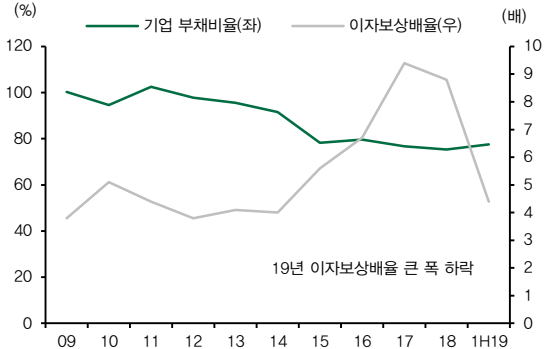
기업들의 재무 건전성도 저하되는 추세에 있다. 중소기업 대출과 회사채 발행이 늘어난데 반해 이자보상배율은 급락세를 보이고 있는데 이는 중소기업이 벌어들이는 수익 대비 이자 지급 능력이 열악함을 의미한다. 신용평가에 부정적이며 이자비용 증가 가능성이 염려되어 주목해 볼 필요가 있다는 판단이다. 이자비용 증가시 기업들의 영업의 비용 증가로 순이익 감소가 불가피하고, 결국 기업가치에도 부정적일 뿐 아니라 최종적으로는 소비 업황에 악영향이 예상된다.

도표 7. 기업신용은 중소기업대출과 회사채 발행 위주 증가세



자료: 한국예탁결제원, KIS-VALUE, 한국은행, DB금융투자

도표 8. 기업들의 수익성 저하로 이자지급능력 악화

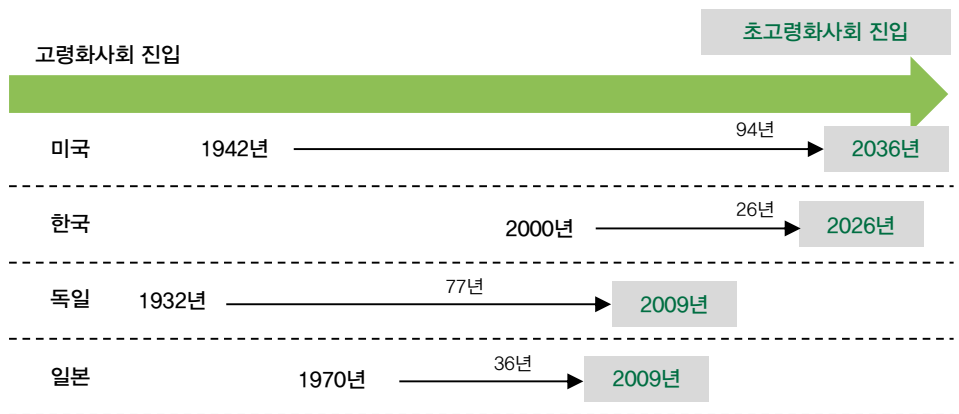


자료: 한국예탁결제원, KIS-VALUE, 한국은행, DB금융투자

고령화 추세,
소비패턴 변화
예고

경기 둔화가 지속됨과 동시에 고령화가 급속도로 진행되고 있는 점도 우리가 이미 인지하고 있는 위험요인 중 하나다. 중장년층 비중이 높아짐에 따라 이들의 소비 행태에 주목해볼 필요가 있다는 판단이며, 지금과는 또 다른 소비 트렌드가 그려질 것이란 전망이다. 미국과 유럽, 일본의 글로벌 소비재 기업들도 현재 한국 기업들이 직면한 도전을 이미 10여 년 전부터 경험했다. 그러나 이런 상황에서도 소수의 기업들은 승승장구하고 있다. 새로운 소비자층의 심리와 행동 패턴 등 변화 트렌드를 심층적으로 이해하면서 이에 맞는 유통 전략을 펼칠 필요가 높아졌다.

도표 9. 한국 초고령화 시대 진입 중



자료: UN, DB금융투자

성숙된 내수 시장, 주도 계층과 패턴의 변화

초개인주의 트렌드, 미디어 세상

웁픈 이야기이지만 경기 불황이 익숙하게 다가오는 것이 다행인지도 모르겠다. 지갑은 가볍고, 내집 마련도 쉽지 않은 시대에 살고 있는 현대인들의 삶은 여유와 거리가 멀다. 내 입 하나 거두기도 버거운 세상에서 초개인주의 트렌드는 필수 불가결이다. 새로운 관계 맺기가 피곤하지만 미디어 상에서 만나는 타인과의 관계에는 호기심을 보이는 아이러니함을 이미 경험하고 있다. 미디어 상에서의 팬덤 문화는 소비자 기업들로 하여금 당근 갈기도 하고, 채찍 갈기도 하다.

소유보다는 경험하는 만으로 충분하고, 미디어 상에서 만난 누군가와 공유하기를 원하는 심리를 한번 짚은 느껴보았을 것이다. 또한 자산을 가진 베이비붐 세대들의 은퇴 후 인생 3막이 시작되면서 소비의 주체가 달라질 수도 있겠다란 판단이다. 시중에 나와있는 소비 트렌드 관련한 책에서 언급하는 수많은 신조어 중에 투자 관점에서 스타터가 될 만한 몇가지 단어를 추려 보았고, 이를 통틀어 주 소비 키워드로 “ME FIRST!”를 제시한다.

도표 10. 변화하는 소비 키워드: ME FIRST!



자료: DB금융투자

예민해지는 소비 성향

외환위기 이래의 저성장 아닌 경기 불황 가능성이 높아졌고, 불확실성이 큰 때에 소비 행태는 씹씹이가 예민해진다는 점을 들수 있다. 남녀간의 연애 감정도 그렇듯 소비자들은 제품이나 브랜드를 선택할 때 과연 그 브랜드가 내가 원하는 가치를 가지는가와 그 브랜드를 신뢰할 수 있는가를 따질 것이다. 불황이라고 해서 연애를 안하진 않듯 소비는 하지만 소비 패턴은 전보다 민감해질수 밖에 없다. 다양한 니즈를 충족시키기엔 풍족하지 않은 자원 안에서 자신이 원하는 가치를 조율하는 것이다. 모든 소비활동에서 가치와 비용을 다운그레이드 하지 않는다는게 포인트다. 따라서 소비의 양극화 현상은 현재 진행형이라 판단한다.

중장년층의 디지털 활용 능력 향상

전 단락에서 언급한 소비키워드와 자신의 가치를 높여줄 있는 소비항목을 결합해보면 지출이 늘어날 것으로 보이는 항목은 해외여행, 콘텐츠 중심의 오락문화비, 명품, 미용을 포함한 헬스케어, 교육 등을 꼽을 수 있다. 특히 중장년층의 소비 행태를 눈여겨볼 필요가 있다. 예를 들면 은퇴 했거나 은퇴 예정에 있는 베이비붐 세대들이다. 자녀 교육이나 결혼과 같은 굵직한 비용 이벤트를 마친 50대와 60대들의 인구 비중이 늘고 있고, 이들의 소비 행태가 달라지고 있다. 지금까지는 밀레니엄 세대들이 디지털 채널 위주의 소비 행태를 보이면서 패턴을 주도 했다면 중장년층의 디지털 채널 활용역량이 향상되면서 이들의 디지털 채널 안에서의 행태 변화가 예상된다.

90년생에게 80년생은 젊은 꼰대

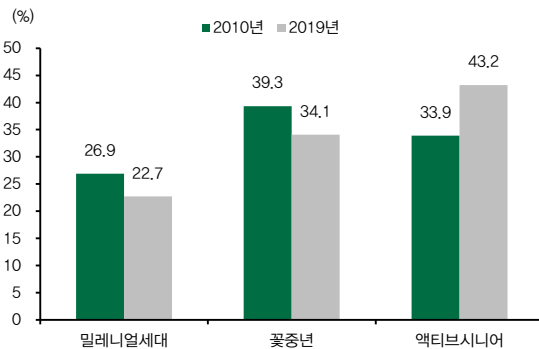
한가지 부연하고 싶은 점은 20~30대 젊은 소비자들이 중요하지 않다는 뜻이 아니다. 불행한 20~30대는 고성장 시대를 제대로 경험하지 못했고, 그렇다고 부족하게 산 세대도 아니다. 요즘 90년대대생들은 80년대대생들에게 “그래도 너희는 취업이라도 했잖니?”라고 한단다. 80년 90년생 사이에서도 젊은 꼰대란 말이 나오며, 세대 간의 갈등이 생길 수 밖에 없어 보인다. 젊은 세대들 사이에서도 나를 위한 소비 행태는 지속될 것으로 보는 이유이다.

도표 11. 소비자들이 시기별 지출을 늘린 항목과 줄인 항목 비교, 향후 전망

	1997년 (4Q) 외환위기	2002년 (4Q) 신용카드 대란	2008년 (4Q) 글로벌 금융위기	2020~2021년 예상
지출 증가(↑)	교육 식료품 및 비주류음료품 통신 임료 및 수도광열	거주자 국외소비지출 의료/보건 교육 임료 및 수도광열	통신 교육 오락 문화 의료/보건	거주자 국외소비지출(해외여행) 오락 문화(콘텐츠 중심) 명품, 헬스케어(미용 포함) 교육(자기계발) → 40대 이상 중/장년층의 소비 주도, 디지털 채널 증가
지출 감소(↓)	거주자 국외소비지출 교통 의류/신발 가게시설 및 운영 오락 문화	의류/신발 교통 오락 문화 음식/숙박 가게시설 및 운영	거주자 국외소비지출 교통 의류/신발 임료 및 수도광열 음식/숙박	의류/신발(중저가류, 양극화 지속) 가게시설 및 운영 교통, 통신, 임료 및 수도광열 → 가성비 시대 종말, 시간과 가치를 중시 트렌드

자료: 통계청, DB금융투자

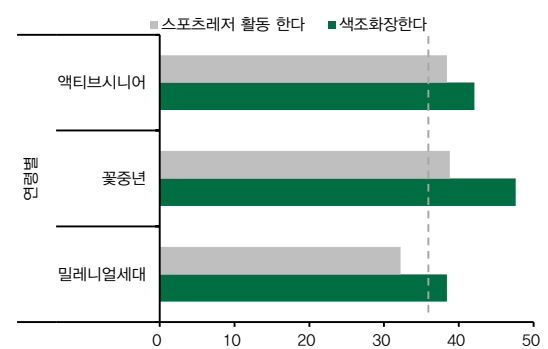
도표 12. 세대별 인구 비중: 액티브 시니어 증가



자료: 통계청, DB금융투자

주: 2010년과 2019년 각 2월의 주민등록 인구 통계 기준. 밀레니얼세대(29세 이하), 꽃중년(30~49세), 액티브시니어(50세 이상)

도표 13. 스포츠레저 활동과 화장을 즐기는 중장년



자료: 통계청, DB금융투자

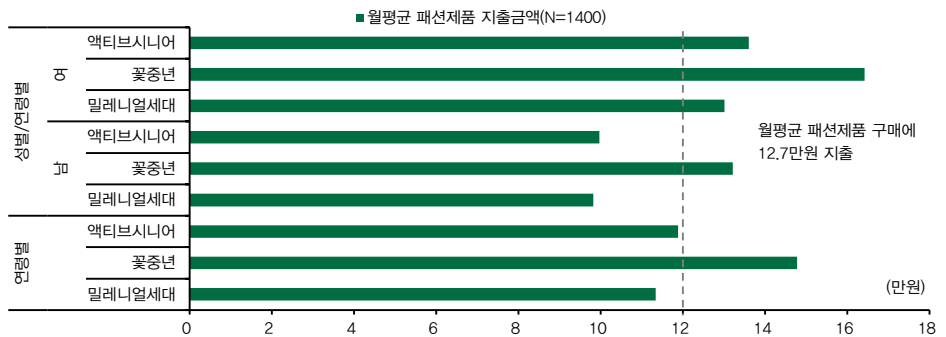
주: 2010년과 2019년 각 2월의 주민등록 인구 통계 기준. 밀레니얼세대(29세 이하), 꽃중년(30~49세), 액티브시니어(50세 이상)

디지털 채널을 장악하는 시니어

한국의
고도성장기 때
경제력을
축적한 유일한
베이비붐 세대

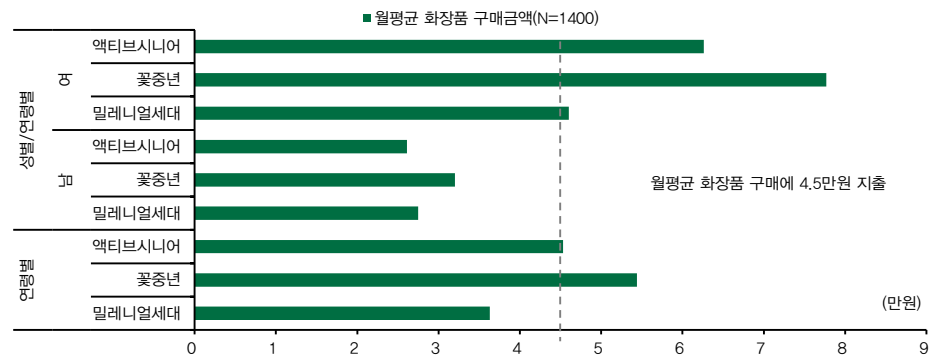
과거의 시니어란 이미지는 단순히 고령자 집단으로 인식되어 왔다. 젊었을 때 마련한 재산은 자식들의 양육과 결혼에 투자했고, 마땅한 경제력이 없는 상태에서 누군가로부터 보호받아야 할 대상이었다. 하지만 이제는 다르다. 특히 액티브 시니어는 사용 주체나 구분 방법에 따라 다양하게 정의되지만 보통은 시간과 경제적 여유를 가지며 사회활동에 적극적이고, 능동적인 태도를 가진 50세 이상 세대를 일컫는다. 전쟁 직후 태어난 1차 베이비붐 세대(1955~1963년생)는 1970~1980년 고도성장기를 누리며 경제력을 축적한 유일한 세대이다. 기존 고령층에 비해 학력이 높고, 문화적 개방도도 높다. 개인주의 성향도 이전 세대에 비해 강한 편이어서 자신을 위한 소비에 적극적인 성향을 띤다. 따라서 이들 세대가 이전 세대에 비해 액티브한 시니어 비율이 더 높은 건 자연스러운 현상으로 해석할 수 있다. 액티브 시니어들은 경제력과 잠재 구매력이 커 향후 소비시장 트렌드를 만들어 나갈 것으로 전망된다. 과거의 고령층처럼 자식들에게 모든 것을 투자하기보다 자신에게 투자하길 원하는 액티브 시니어들은 해외여행과 수준 높은 문화 생활, 특히 외모를 꾸미는데 관심이 높다. 실제로 월평균 패션 제품과 화장품 구매하는 데 지출하는 비용이 20~30대보다 높은 것으로 나타난다.

도표 14. 꽃중년과 액티브 시니어들의 패션 제품 구매액은 밀레니얼 세대 지출액을 상회



자료: KFI(Korea Fashion Industry Research), DB금융투자
주: 밀레니얼세대(29세 이하), 꽃중년(30~49세), 액티브시니어(50세 이상)

도표 15. 화장품 구매로 자기 관리에 관심 높은 꽃중년과 액티브 시니어

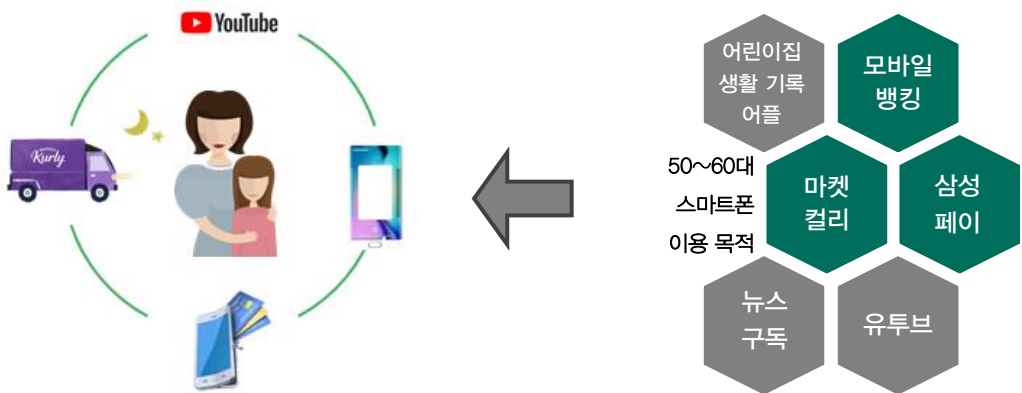


자료: KFI(Korea Fashion Industry Research), DB금융투자
주: 밀레니얼세대(29세 이하), 꽃중년(30~49세), 액티브시니어(50세 이상)

시니어들의
모바일 활용
역량은
기대이상

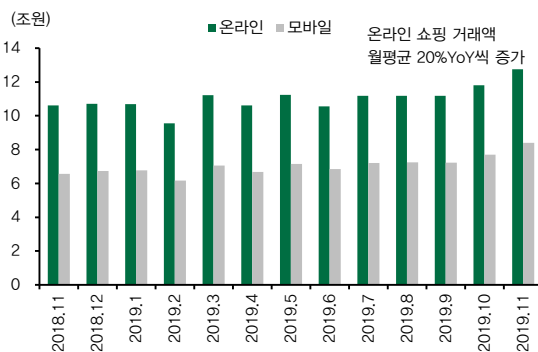
몇 년 전만 해도 50~70대는 디지털 기기에 익숙하지 않은 세대였다. 이들 사이에선 전화 문자 기능만 있는 폴더폰(호도폰)이 유행하기도 했다. 요즘은 다르다. 스마트폰을 능숙하게 다루는 시니어들이 많아졌다. 일각에선 한국의 50~60대가 흑백TV에서 컬러TV, 아날로그에서 디지털로 전환하는 정보기술(IT) 혁명을 이끌고 경험한 세대이기 때문에 새로운 디지털 기술 습득 능력이 높다고도 설명한다. 이 유가 무엇이든 우리에게 중요한건 시니어들의 디지털 채널 활용 역량이 높아짐에 따른 소비 행태 변화를 읽는 것이다. 필자의 부모님은 언제부터인가 스마트폰으로 모바일뱅킹을 하고, 삼성페이로 음식 값을 결제하기 시작했다. 손주가 다니는 어린이집 생활기록 어플을 깔아 공지사항과 사진 등도 확인한다. 유튜브에서 떠드는 부동산 관련 소식을 자식들에게 공유하기도 한다. 스마트폰을 터치하는 속도감은 다소 더딜지라도 과거보다 스마트폰을 활용해 할 수 있는 일들이 많아졌음은 자명하다.

도표 16. 우리 엄마가 삼성페이에 마켓컬리를 시작 했어요



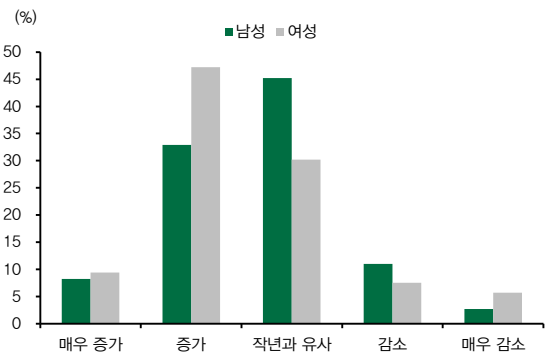
자료: DB금융투자

도표 17. 온라인과 모바일 쇼핑 거래액 고성장 지속



자료: 통계청, DB금융투자

도표 18. 1인 미디어 콘텐츠에 대한 50대 활용량 변화

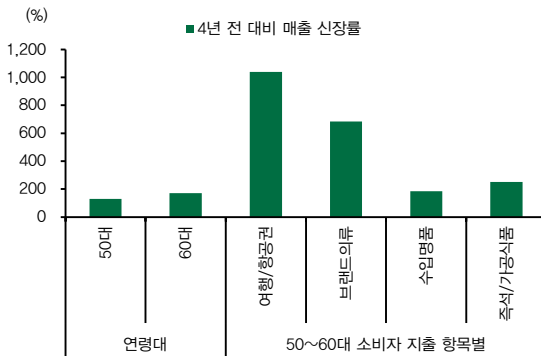


자료: 메조미디어리서치, DB금융투자

시니어들의
온라인
고객결제 비중
높아

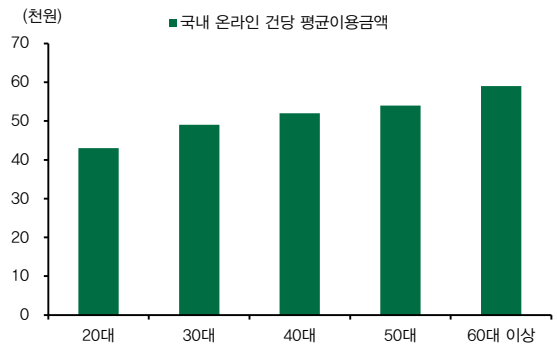
50~60대 온라인 쇼핑 금액이 크게 증가하는 추세이며, 20~30대보다 지를 땀 크게 지른다는 특징이 있다. 즉 온라인 쇼핑의 건당 구매액이 젊은 세대보다 높다는 점이 이색적이다. 광고에 대한 신뢰도도 타 연령층 대비 높은 것으로 나타난다. 소비자 기업 입장에서는 자원 투입 대비 산출물이 20~30대 젊은 고객층보단 50~60대 중장년층에서 높음을 의미하겠다. 시니어들은 과시용 소비보다 본인을 위해 투자하는 성향이 강해 명품과 화장품, 여행을 비롯한 고가격대 콘텐츠 소비량이 질적으로 양호한 성장을 보일 것으로도 전망된다.

도표 19. 50~60대 온라인 쇼핑 크게 증가, 고객결제 다수



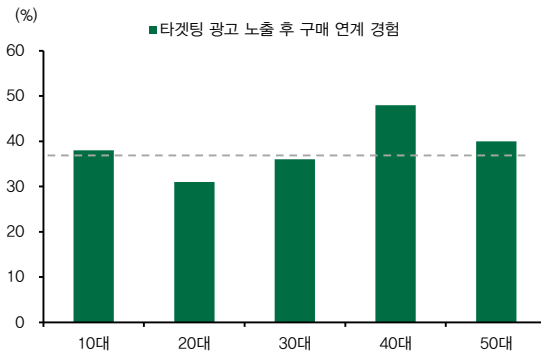
자료: 옥션 DB금융투자

도표 20. 20~30대보다 50~60대 온라인 쇼핑 거래금액 높아



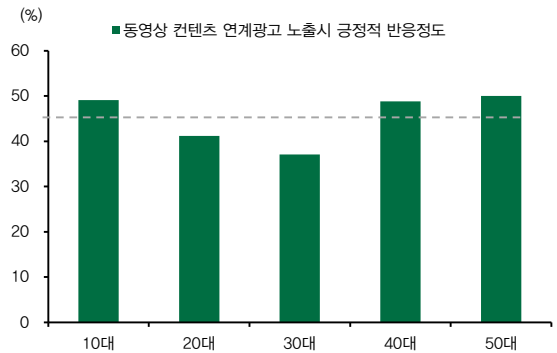
자료: 신한카드, DB금융투자

도표 21. 젊은 세대보다 타겟 마케팅 효율이 높은 40~50대



자료: 메조미디어리서치, DB금융투자

도표 22. 젊은 세대보다 광고 노출에 대해 긍정적인 시니어



자료: 메조미디어리서치, DB금융투자

시니어 모델
증가 추세

이에 걸맞춰 20대가 주요 타겟층이었던 중저가 브랜드들이 시니어모델을 기용하는 추세도 두드러진다. 예를 들면 SPA 브랜드 망고(MANGO)는 60대 모델인 린 슬레이터(64) 교수를 광고 모델로 발탁한 점이다. 60대 패션 블로거로 인기를 모으고 있는 슬레이터 교수는 유니클로와 발렌티노, 발렌시아가 등 많은 패션 브랜드와 협업하기로 유명하다. 엘런 머스크 테슬라 CEO의 어머니이기도 한 메이 머스크(70)는 미국 화장품사 커버걸의 메인 모델이다. 시니어 모델은 자신의 연령대뿐 아니라 젊은층에도 영감을 줄 수 있다는 장점이 있다.

도표 23. 시니어 광고 모델 기용 트렌드 지속

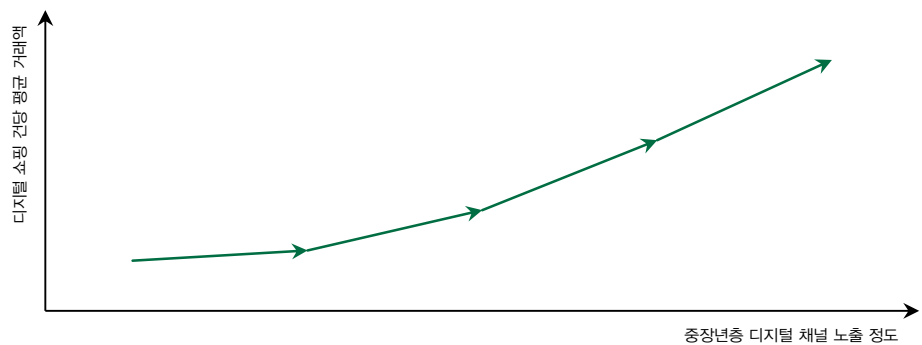


자료: 언론보도, DB금융투자

소비시장에서
시니어 영향력
확대 예상

중장년층의 절대적 숫자가 많기 때문에 이들 중 구매력 있는 소비자도 그만큼 늘고 있다는 점에서 소비시장에서 액티브시니어의 위상은 높아질 것으로 전망한다. 또한 고령층 고용 여건이 개선되고 노후 준비 인식이 보편화하고 있어 시니어들의 소비 주도 패턴을 가정하는데 무리가 없을 것으로 판단한다. 50대 이상 연령층의 소비자들 사이에서 빠르게 온라인 채널로의 수요 이전이 이뤄지고 있고, 이에 따라 오프라인 뿐만 아닌 온라인 채널 상에서도 트레이딩-업 추세가 본격화 될 것으로 전망한다.

도표 24. 시니어들의 디지털 채널 장악으로 디지털 채널 내 소비자 트레이딩-업 추세 본격화



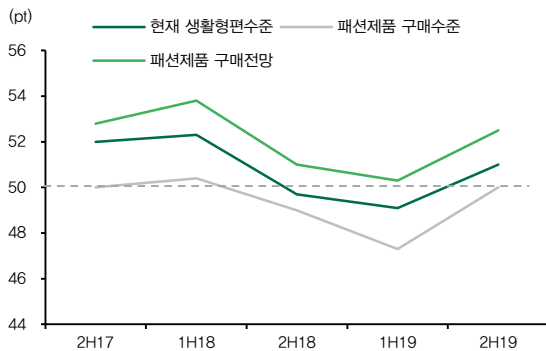
자료: DB금융투자

불황에 무너지고, 총동구매 증가

패션제품 소비
심리 개선 중,
총동구매 증가,
유명 상표보단
경험 상표에
신뢰 높아

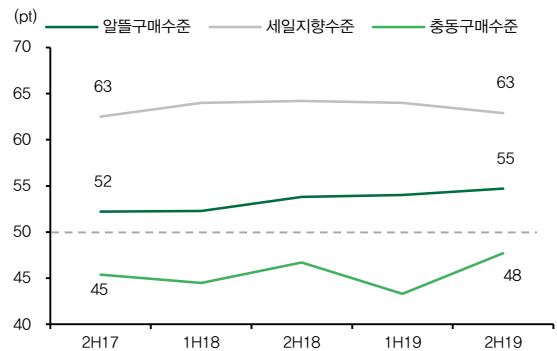
소비자들의 생활형편과 민감도로 살펴본 소비 심리는 아래와 같다. 경기 불황이 지속됨에도 불구하고, 패션 제품의 구매 수준이나 구매 전망 지수는 2018년과 2019년 상반기보다 개선 추세에 있다. 경기 불황을 원인으로 세일 제품을 위주로 구매하려는 특성이 높았었지만 최근에는 하향 추세이다. 다만 비싼 옷 한 벌보다 저렴한 옷을 다수로 구매하는 알뜰 구매 패턴은 유지되고 있다. 즉 소비재 기업들은 재고를 저렴하게 세일하던 과거 전략을 선회할 필요도 높아진 것으로 판단된다. 눈 여겨 볼 점은 총동구매수준의 상승이다. 인스타그램이나 페이스북 등 소셜미디어에서 인플루언서나 연예인이 착용한 소비재제품에 대한 정보 접근이 쉬워졌고, 소셜미디어 상에서 전자상거래 환경이 크게 개선되었기 때문으로 보인다. 또한 오랜기간 불황을 겪다보니 불황에 대해 소비자들이 무감각해진 것으로도 판단한다. 유명 상표에 대한 집착 수준도 낮아지고 있다. 경험에 의해 얻어진 브랜드 이미지에 신뢰를 더 갖는 트렌드로 가고 있는데 이 또한 소셜미디어의 영향이 크다. 더불어 무점포쇼핑수준과 소비 제품에 대한 정보탐색수준도 빠르게 상승 중인데 이 두 지수는 특성상 서로 연결고리 하에 있다고 보여진다.

도표 25. 패션제품의 구매수준과 구매전망 모두 회복 중



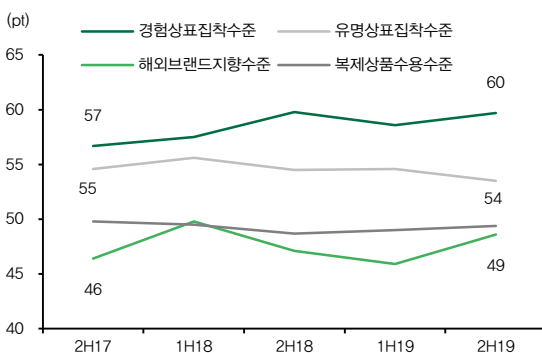
자료: KFI(Korea Fashion Industry Research), DB금융투자
주: 소비자 설문조사를 토대로한 심리지수, N=1400. 구입수준(지난 1년 전보다 옷을 많이 구매한 편, 구매전망(향후 1년간 옷을 더 많이 구매할 것))

도표 26. 총동 구매 수준 증가 추세, 알뜰 구매 패턴 지속



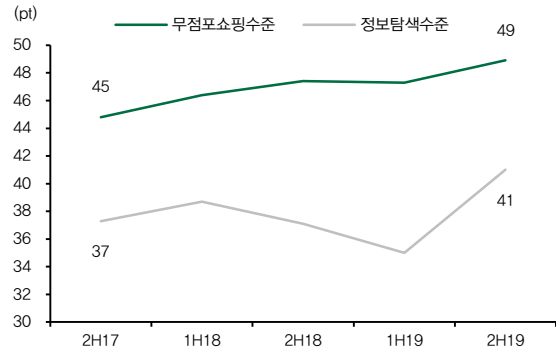
자료: KFI(Korea Fashion Industry Research), DB금융투자
주: 소비자 설문조사를 토대로한 심리지수, N=1400. 알뜰구매수준(비싼옷 한벌 보다 싼 것으로 여러벌 구매, 세일지향옷은 세일기간 이용해서 산다)

도표 27. 유명 상표보다 경험 상표에 높은 의미 부여



자료: KFI(Korea Fashion Industry Research), DB금융투자
주: N=1400

도표 28. 무점포 쇼핑 증가, 정보 탐색의 기회 증가



자료: KFI(Korea Fashion Industry Research), DB금융투자
주: N=1400

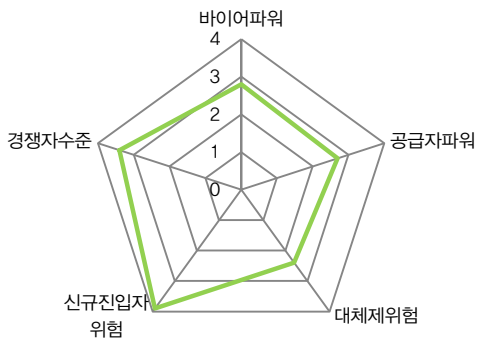
II. 공급자 필요 역량 “혁신”

소매 산업의 경쟁 심화

소매 산업
신규진입자
리스크 강화,
M&A 필요성
증가

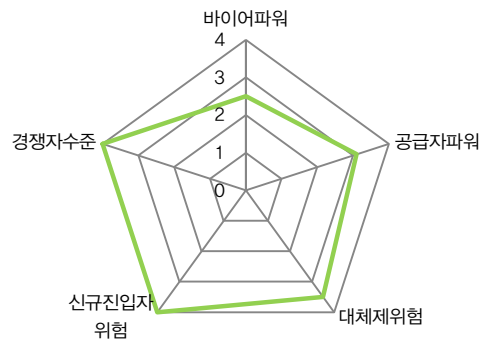
경기 불황 만큼이나 소비자 기업들이 위협적으로 느끼는 요인 중 하나는 경쟁자일 것이다. 인스타그램과 같은 소셜 미디어를 통한 제품 홍보와 판매가 빈번해지면서 신규 진입의 장벽이 낮아지는 추세이다. 1인 브랜드로 치부하기엔 외주 생산기업들에게 주요 고객이 되고 있다. 한국 OEM/ODM 기술은 글로벌 상위 수준이고, 그렇기에 기존 플레이어와 신규 플레이어 간의 기술 간격은 크지 않다는 게 기존 플레이어 입장에서선 고민거리일 것이다. 제조자 관점에서는 신규진입자 위험보다 대체 가능한 기술 혹은 콘텐츠의 범람과 바이어 파워 강세에 따른 경쟁 우위가 필요하다. 소비자 기업간의 경쟁이 아닌 온/오프라인 유통사와 브랜드사가 경합하는 경쟁의 장이 되고 있으며, 콘텐츠를 보유하고 있는 기업이 유통플랫폼 투자를 늘리는 트렌드가 가속화될 것으로 전망한다. 예를 들면 LG생활건강이 줄곧 콘텐츠를 가지고 있지만 해당 국가의 유통력을 활용할 수 있는 기업을 주로 M&A한 것과 일맥상통하다. 블랙코퍼레이션이나 에이피알과 같은 디지털커머스 기업들이 생겨나는 점도 마찬가지다.

도표 29. 의류 소매산업 경쟁수준 분석



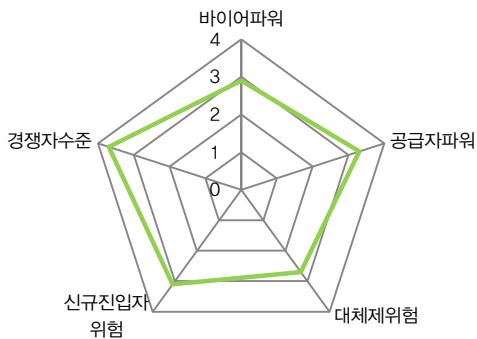
자료: Apparel&Non-Apparel manufacturing global industry guide '13-'22, DB금융투자

도표 30. 퍼스널케어류 소매산업 경쟁수준 분석



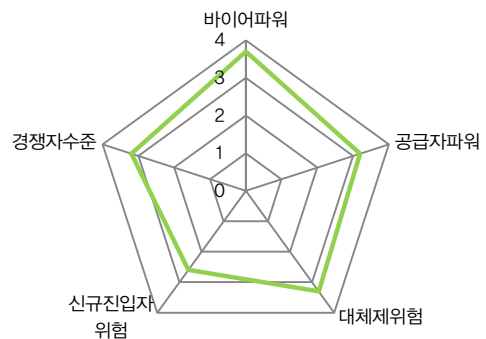
자료: Apparel&Non-Apparel manufacturing global industry guide '13-'22, DB금융투자

도표 31. 섬유복류 제조산업 경쟁수준 분석



자료: Apparel&Non-Apparel manufacturing global industry guide, DB금융투자

도표 32. 퍼스널케어류 제조산업 경쟁수준 분석



자료: Apparel&Non-Apparel manufacturing global industry guide, DB금융투자

도표 33. 기존 플레이어들을 위협하는 신규 진입자①



자료: 핑크시크릿(라비앙), DB금융투자

도표 34. 기존 플레이어들을 위협하는 신규 진입자②



자료: TIRTIR, DB금융투자

도표 35. 기존 플레이어들을 위협하는 신규 진입자③



자료: 고밤비(밤비뷰티 오하이오후), DB금융투자

도표 36. 기존 플레이어들을 위협하는 신규 진입자④



자료: Liah Yoo, DB금융투자

도표 37. 기존 플레이어들을 위협하는 신규 진입자⑤



자료: 동인팩토리(리누벨), DB금융투자

도표 38. 기존 플레이어들을 위협하는 신규 진입자⑥



자료: 무신사, DB금융투자

신제품 출시 VS 기존 제품의 혁신

시장 변동에
유연한
중소기업

당사 리서치는 2019년 소비 연간전망(18/11/21 발간) 자료에서 경쟁 심화 속에서 오히려 중소기업에겐 기회가 될 것이라 전망한바 있다. 변동성과 불확실성이 커지는 시기에 개별 특정 카테고리엔 집중해 카테고리 내 시장 변동을 유연하게, 탄력적으로 대응 가능한 기업은 아무래도 대기업보단 중소기업이기 때문이다. 대표적인 기업으로 생활용품업종 내에서 클리오, 패션업종 내에서 F&F를 꼽는다.

도표 39. 클리오를 색조 브랜드로서 발돋움 하게한 대표제품



자료: 클리오, DB금융투자

도표 40. F&F 디스커버리 브랜드 운동화로 카테고리 확장

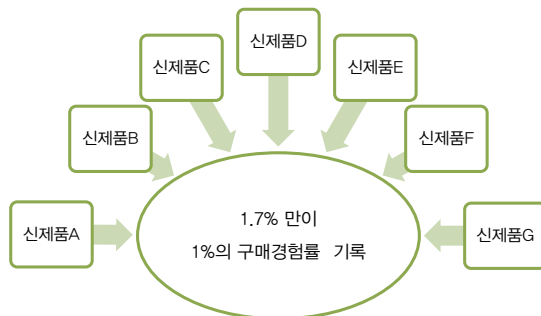


자료: F&F, DB금융투자

브랜드, 제품
혁신이 중요

사실은 양사 모두 브랜드 혁신에 초점이 맞춰져 있다는 점을 언급하고 싶다. 클리오가 색조 제품의 혁신으로 멀티브랜드매장 내에서 경쟁우위를 놓치지 않는 것. F&F가 본래 의류 브랜드인 디스커버리와 MLB에서 신발이란 아이템으로 경쟁우위를 지켜나가는 모습이 모범적 사례다. 온라인 의류 쇼핑몰 4XR는 최근 공표 브랜드와의 콜라보로 이슈화되었는데 이외에도 4x까지 사이즈를 커버하고 있어 혁신적 사례로 꼽는다. 물론 신제품 개발에 투입되는 막대한 비용에도 불구하고, 시장에 출시되는 제품 중 실질적으로 브랜드 성장을 이끄는 경우는 극소수다. 칸타월드 조사에 따르면 시장에 출시된 상태로 최소 1년을 넘긴 신제품 중 단 1.7%만이 1% 이상(약 50만 가구)의 구매 경험률을 기록한다고 한다.

도표 41. 1.7% 성공 공식



자료: 칸타월드, DB금융투자

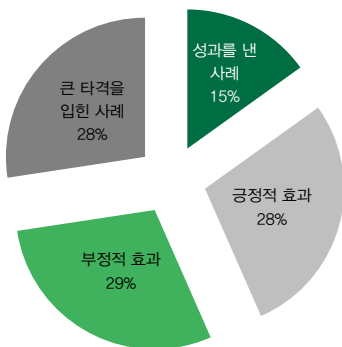
신제품 출시가
꼭 긍정적이진
않아

보통은 신제품 출시가 제조사와 판매사에 긍정적으로 작용해 일정 수준의 구매자 유입을 이끌어 낼 수 있지만 부정적인 영향을 초래하는 사례도 적지 않다는 점을 간과해선 안된다. 아래 도표를 보면 신제품 출시가 성과를 내거나 긍정적 효과를 낼 경우가 100 중에 43%이고, 반대로 부정적 영향을 받거나 타격을 입히는 사례가 57%에 달한다.

신제품 출시를 통한 새로운 고객 유입을 기대하는게 확률적으로 성공 가능성이 높지 않다는 사실은 다시 말하면 기업의 어닝 모멘텀을 설명할 때 신제품이 갖는 중요도가 예상보다 높지 않을 수 있음을 의미한다. 그렇다면 기존 제품의 새로운 조합으로 가격대를 올리는 전략은 긍정적일까? 큰 이윤이 발생할 가능성은 높지 않아도 긍정적 효과를 기대해볼 수 있을 것으로 보인다. 적어도 부정적 효과를 조금이나마 낮출 수 있다는 셈이다.

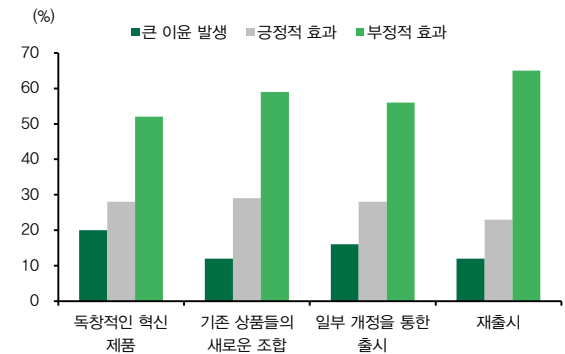
카테고리 성장을 위해서 가격대를 올리는 방법이 기업의 주요 모멘텀이 될 수 있다. 최근 실적이 회복되는 일부 화장품 기업들(대표적으로 신세계인터내셔널의 비디비치, LG생활건강의 후 등)은 조합의 재구성으로 ASP를 높여 면세 성장을 이끌어 내고 있다.

도표 42. 신제품 출시의 효과: 긍정적 43%, 부정적 57%



자료: 칸타월드패널, DB금융투자

도표 43. 카테고리 변화 방법에 따른 기업 가치 효과



자료: 칸타월드패널, DB금융투자

도표 44. 콜라보레이션을 통한 제품 혁신 예시



자료: 무신사, 4XR, DB금융투자

도표 45. 신세계인터내셔널 비디비치 제품 조합 예시



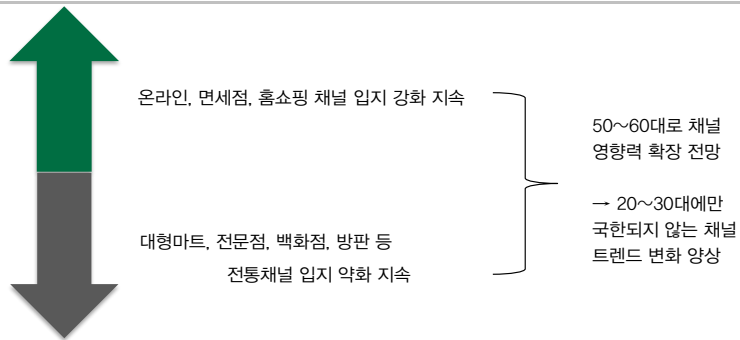
자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

마지막 승부수, 채널 전략

2020년 볼륨
증가는 면세와
디지털 채널이
주도

소비자들에게 인정받을 만한 브랜드 가치와 독창성을 확보했다면 대다수 마지막 승부는 유통채널에서 결정된다. 2020년에도 소비자 기업들의 성장 모멘텀은 면세점과 디지털 채널이 주도할 것으로 전망된다. 면세점은 중국인 관광객 수요 회복 기대감에 따른 것으로 기업의 노력 여부보다는 한중 외교 분위기가 실적을 크게 좌우할테지만 디지털 채널은 다르다. 앞에서 언급했지만 중장년층의 디지털 채널 쇼핑 증가가 불리일으킬 트레이딩-업 트렌드를 누리기 위해선 소비자 기업들은 디지털 채널을 더 이상 재고 소진 창구로서 여기기 보다 오프라인과 하나의 관점에서 온라인 채널을 대해야 할 것이다. 사실 이미 온라인 채널을 단순 재고 처리 수단으로 여기는 브랜드사들은 이미 시장에서 사라지고 남아 있지 않다. 오프라인으로 성장한 유통기업들의 문화와 경영진의 생각이 오프라인에 맞춰져 있는데 이걸 바꾸는 게 쉽지는 않다는게 핵심이다.

도표 46. 채널 트렌드 변화: 디지털 채널의 유저 다양화 추세 강화

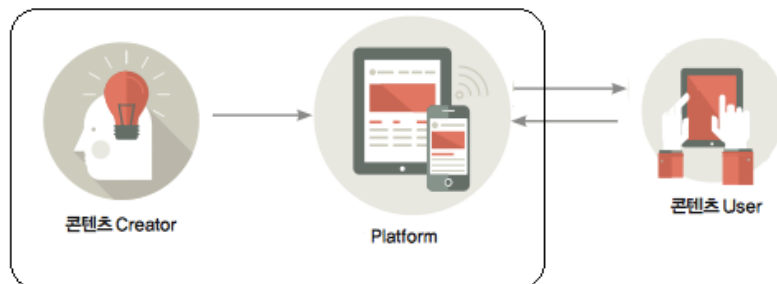


자료: DB금융투자

콘텐츠와
플랫폼 결합
트렌드

콘텐츠를 가지고 있는 자가 플랫폼까지 섭렵하는 시대로 유통의 패러다임이 변화하고 있고, 다수의 콘텐츠를 자체 디지털 플랫폼으로 전파해 커머스 기능까지 갖춘 디지털커머스 기업들이 다수 생겨났다. 인스타그램과 인플루언서가 주도하는 시장으로 제품을 어떠한 방식으로 공개할 것인가, 혹은 판매할 것인가에 대한 접근방식이 기존 소비자 기업들과는 차별화 되었다고 판단한다.

도표 47. 디지털커머스 구조: 콘텐츠 크리에이터와 플랫폼이 결합, 콘텐츠 유저와의 소통에 강점



자료: DB금융투자

디지털커머스
기업들의
직관성이
소비를 이끌어

디지털커머스 기업들의 접근방식은 해당 제품이 우리의 일상에서 어떠한 효익을 가져다 주는지 직관적으로 보여주는게 특징이다. 잡자리에 편안하다는 마약베게부터 이너웨어 세탁 비누, 국에 넣는 간장, 붓기 제거 효소식품, 세탁조 청소제와 녹물과 염소를 제거해준다는 샤워기 필터까지 디지털커머스 기업들이 판매하는 카테고리 영역은 먹는 것에서부터 바르는 것까지 무한하다. 브랜드 스토리와 성분, 원료를 설명하면서 소비자 입장에서 신뢰를 줄수도 있지만 비교적 단순하게 실제 소비자 눈으로 효익을 경험하게 되면 인지부터 구매까지의 속도가 비교 불가할 만큼 빠를 것이다. 앞에서 충동구매자수가 꾸준히 상승세를 타는 것과 연결해 이해하면 쉽다. 소비자들은 소셜미디어를 통해 다양한 자극을 받고 있고, 전보다 자극에 대한 민감도가 둔해진 상태이다. 이러한 소비자에게 새로운 제품의 이미지를 각인시키기 위해선 더 큰 자극이 필요하고, 좀 더 파격적이어야 할 것이다. 우리는 이러한 행위를 혁신이라 부르고자 한다.

도표 48. 디지털커머스 마케팅 예시: 마약베게



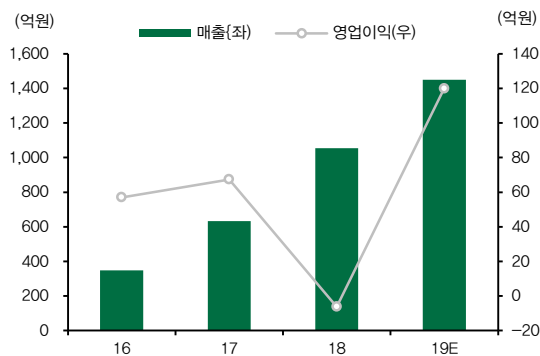
자료: 유튜브, DB금융투자

도표 49. 디지털커머스 마케팅 예시: 샤워기필터



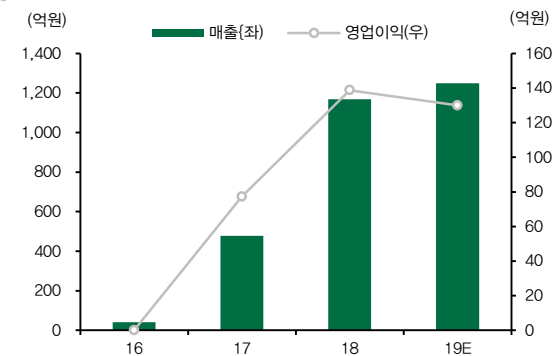
자료: 유튜브, DB금융투자

도표 50. 마약베게로 유명해진 블랭크코퍼레이션 실적



자료: 블랭크코퍼레이션, DB금융투자

도표 51. 매직스톤, 널디 등으로 유명해진 에이피알 실적



자료: 에이피알, DB금융투자

과거보다
오감이 발달한
소비자들 대응
필요

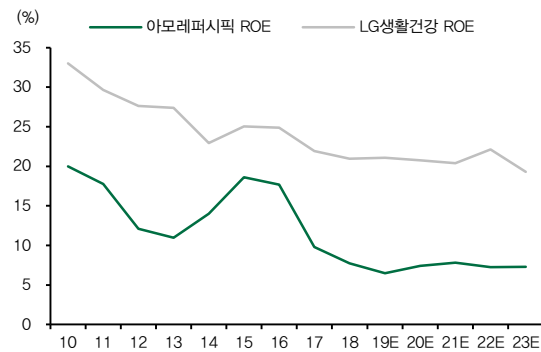
물론 디지털커머스의 부정적인 면도 있다. 빠르게 이슈화 된 만큼 제품력이 받쳐주지 못하면 일회성 이벤트에 그칠수 있고, 복제품 리스크도 강하다. 그리고 제품에 대한 팬덤문화가 제품의 마케팅 포인트가 될 수도 있지만 반대로 마녀사냥의 주인공이 될 수도 있다. 과거보다 다양한 자극에 노출된 소비자들의 풍부한 오감에 소비자기업들도 걸맞는 섬세한 마케팅이 필요한 때로 보인다.

기존의 소비자 기업들은 기업의 이미지 등을 이유로 선뜻 디지털 커머스 기업들이 하는 파격적인 마케팅을 시도하지 못하는 경우도 많았다. 이제는 변화가 필요한 시점이고, 실제로 혁신을 시도하는 소비자 기업들이 소수 보인다. 기존의 소비자 기업들이 갖고 있는 품질 우수의 제품들에 혁신적인 마케팅이 더해진다면 사이클은 다시 살아난다. 유통과 콘텐츠가 하나의 형태로 묶여 혁신적인 마케팅 전략을 선보이는 소비자 기업들을 찾아낼 필요가 있어졌고, 이러한 변화가 지속될 때 유통사와 브랜드사 간의 협상우위는 과거 명확했던 갑을 관계에서 벗어나 동등해질 것으로 전망한다.

비용의 특성
변화 가능

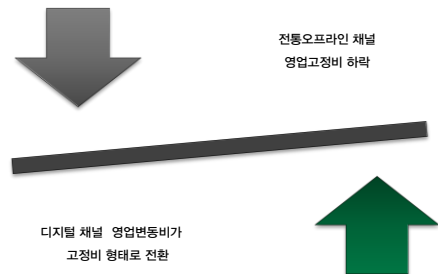
더불어 현재는 디지털 채널이 전통 오프라인 채널보다 고정비 부담이 낮아 마진 효율이 높았지만, 앞으로는 오프라인 채널에서의 임대료나 유통수수료가 상당 부분 디지털 채널의 마케팅 비용으로 전환될 가능성이 높다고 보여진다. 따라서 소비자 기업들의 낮아진 ROE나 ROC가 쉽게 재상승 국면을 타기는 다소 어려울 전망이다.

도표 52. 소비자기업 ROE 추세 상승 어려울 전망



자료: 각사, DB금융투자

도표 53. 소비자기업 유통 채널별 이익구조의 특성 변화



자료: DB금융투자

가치 사슬의 변화: 디지털 트랜스포메이션

물류 기반의
DT 혁명

2020년 상당수 기업들의 전략 키워드로 디지털 트랜스포메이션(Digital Transformation; 이하 DT)을 제시했다. 첫 액션으로 온라인과 오프라인을 결합하는 서비스(옴니채널)로서 소비자 기업들은 물류 기반을 개선하기 시작했다.

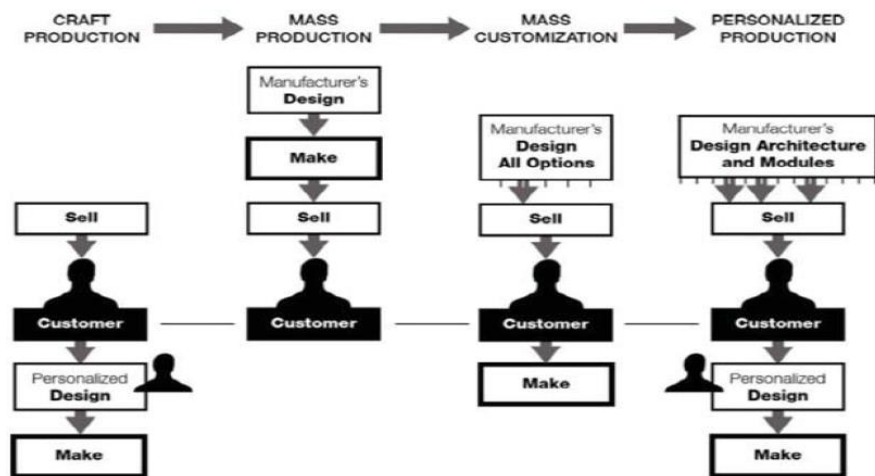
사실 DT 트렌드보다 앞서 쿠팡의 로켓배송이 유통사들의 물류 환경의 자생적인 변화를 시도하게 했다고 보는데 맞다. B2B 기반이던 물류 체계를 B2C로 변화해나가면서 고객 접점에서의 DT 전략을 테스트 하는 셈이다. 기존 오프라인 유통사는 B2B(공급자로부터 상품을 입고 받아 전국의 오프라인 매장까지 공급) 물류를 추구하지만 온라인 시대의 물류관리 방식은 B2C 물류를 추구한다.

가치사슬의
변화 예상

단순히 물류와 SCM 체계를 재설계하고, 필요한 자산을 추가하는 문제라고 보기엔 간단하지 않다. DT가 가속화 될수록 가치사슬이 변화하게 될 것이며, 소비자 기업들은 전략 & 시스템 & 프로세스 관점에서 DT 전략을 모색해야 한다. 물론 현실은 디지털 트랜스포메이션이 중요하다해서 액션을 취하지만 전략이 부재한 기업의 경우가 예상보다 많다. 물류의 변화는 DT의 시작점이지 본게임이 아니다. 본게임은 생산부터 공급, 이후 피드백까지 전체 가치사슬의 변화다.

큰 틀에선 빅데이터 관점의 고민이 필요하다. 온라인에서의 구매 형태는 어떠한지, 소비자들은 어느 페이지에서 많은 시간을 체류하는지, 어떤 검색어를 많이 입력하는지, 고객이 검색한 상품 중 우리 쇼핑몰이 보유하고 있는 구색은 얼마나 되는지, 특정 상품을 구매한 고객이 함께 구매할 수 있는 상품은 무엇인지 고민하는 것이다. 이러한 데이터가 모여야 특정 상품의 재고를 얼마나 확보해야 하는지, 손실을 얼마나 줄일 수 있을지, 배송타이밍을 맞출 수 있는 물류 인프라를 어디에 어떻게 구축해야 할지 해답이 나온다.

도표 54. 소비자 가치 사슬의 변화: 생산부터 공급까지 순서의 뒤바뀔 가능



자료: Koren(2010 "The global manufacturing revolution", DB금융투자

관계와
커머스를
결합한 사례

예시로 메이커스 워드 카카오를 들 수 있겠다. 수요가 발생한 만큼 제품을 생산 및 유통하는 모바일 주문 생산 플랫폼으로서 카카오가 가진 모바일 경쟁력을 바탕으로 제조사가 샘플을 먼저 보여주고, 이용자의 주문을 받아 재고 없는 생산을 구현한다. OEM의 패러다임이 변화하는 순간이다. 카카오 커머스는 보통의 이커머스와는 다르다. 카카오는 본래 관계를 위한 커뮤니케이션 창구다. 관계를 목적으로 하는 잠재 소비자들이 카카오 커머스가 풀어내는 스토리에 녹아든다는 전제를 기반으로한 비즈니스다. 최대한 가깝게 고객 접점을 찾고자 하는 소비자 기업 트렌드에 부합하는 비즈니스라고 판단한다.

도표 55. 모바일 기반 의류 생산 신규 플랫폼의 등장: 판매자 중심의 플랫폼 “메이커스 워드 카카오”

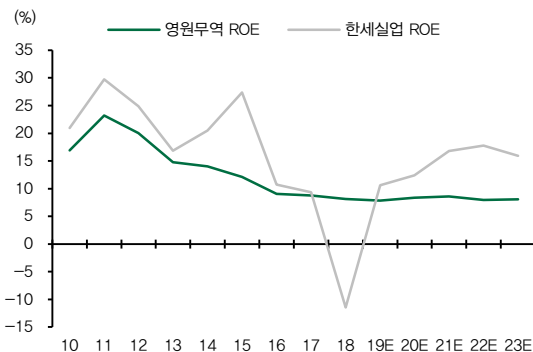


자료: 언론보도, 카카오, DB금융투자

스트림별
경계가 무너질
것으로 예상,
OEM 산업
구조적 변화
필요

DT를 통해 소비자 기업들은 수직적 가치사슬에서 방사형 가치사슬로 변화를 꾀하고 있으며, 기존의 순차적 제조 공정은 점차 붕괴될 것으로 전망된다. 스트림별로 정해진 역할의 경계가 사라지는 것이다. 생산능력을 가지고 있는 LG생활건강과 아모레퍼시픽과 같은 대형 소비자 기업들은 플랫폼을 엮어야 하고, 생산능력만 가지고 있는 화장품 OEM사 코스맥스나 한국콜마, 의류OEM사 한세실업이나 영원무역, 태평양물산은 점차 ODM, OBM 역량을 요구 받게 되겠다. 부가가치를 창출할 수 있는 사업의 영역으로 확장할 필요성이 커지는 셈이다. 특히 OEM사들은 기존의 바이어 수주 특성이 변화하면서 규모의 경제가 어려워졌고, 따라서 ROE가 하락하는 구간에 있다. 단순히 바이어 수주 상황이 안좋아서가 아닌 구조적인 업황 변화의 부정적 영향이 실제 의류 OEM사 실적에 반영되고 있다고 판단한다.

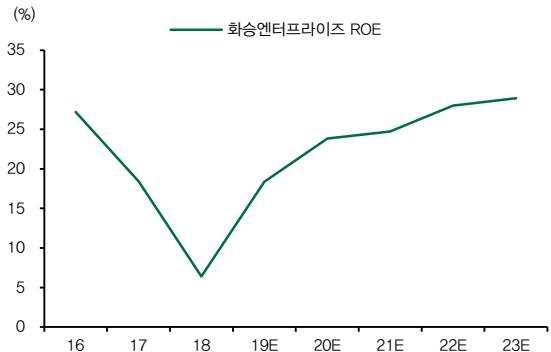
도표 56. 의류OEM기업 ROE 하향 추세, 산업의 변화 영향



자료: DB금융투자

주: 한세실업 18년 실적 부진에 따른 ROE 기저효과 감안 필요

도표 57. 고부가가치 제품 생산 증대에 따른 ROE 개선



자료: DB금융투자

III. 업종 & 기업 투자전략

혁신의 아이콘 Adidas, 그 뒤에 화승엔터프라이즈

아디다스의
스피드팩토리

혁신의 아이콘하면 수많은 글로벌 기업 중에서도 아디다스를 빼놓을 수 없을 것이다. 15년 12월에 스피드 팩토리를 처음 소개했으며 그동안 독일 안스바흐와 미국 애틀랜타 두 곳에서 스피드 팩토리를 운영하고 있었다. 안스바흐에 있는 스피드 팩토리에서는 16년 9월 첫번째 모델인 Futurecraft M.F.G.(Made for Germany)가 생산되었고, 일 년 후 Adidas Made for(AM4) 프로젝트가 뒤를 이었다. AM4 시리즈는 영국에서 첫 출시 되었고, 18년에는 로스앤젤레스, 뉴욕, 도쿄, 상하이 등으로 확대되었다. 동시에 추가로 스포츠 행사에 맞춘 AM4 모델인 AM4NHL가 스탠리 컵 2018 승자인 아이스하키 팀 워싱턴 캐피탈을 위해 개발되었다. 이후 18년 4월에 미국 애틀랜타 공장이 문을 열었고, 그 혁신성을 인정받아 같은 시기에 독일 이노베이션 상(deutsche innovation preis)을 수상했다.

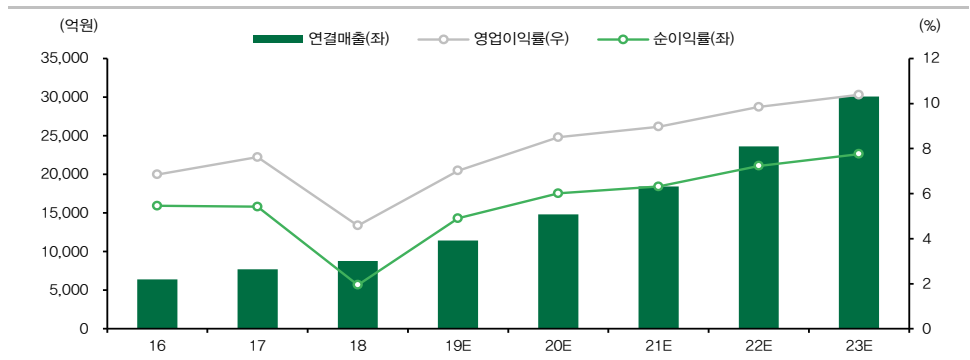
파격적인 행보
본받아야 해

초기 스피드 팩토리에서는 3D 프린터를 활용해 24시간 이내 개인 맞춤형 운동화를 고객에게 전달하는게 목표였다. 이를 위해서 고객과 가까운 곳에 공장이 필요했다. 짧아진 운송 거리와 낮은 재고 관리 비용이 스피드 팩토리의 장점으로 꼽을 수 있었다. 그러던 중 독일 안스바흐와 미국 애틀랜타의 아디다스 스피드 팩토리를 잇어도 올해 4월까지 폐쇄하고, 향후에는 납품업체의 현대화 및 신발 제조에 있어서 4D 기술 도입에 집중할 것이라고 선언했다. 시행 착오가 있긴 했으나 글로벌 기업으로서 결코 쉽지 않았을 선택을 과감하게 할 수 있었던 아디다스의 행보를 높게 평가하는 바이다. 애초부터 아디다스가 아시아에서의 대량 생산을 독일이나 미국으로 옮기겠다는 의도는 아니었을 것이기 때문이다.

동반자로서
화승엔터프라이즈
가치 부각

스피드 팩토리를 이전하면서 동시에 개발한 기술을 아시아의 두 벤더에 이관한 것으로 보이며, 이 중 하나가 화승엔터프라이즈일 것이라 추정이다. 화승엔터프라이즈(목표주가 22,000원, BUY)는 19년부터 아디다스의 고단가 수주 품목이 증가하면서 매출 볼륨 성장과 이익률 개선이 뒤따르고 있다. 또한 아디다스의 핵심 기술로 꼽히는 Boost 부자재와 적용된 완제품 운동화를 화승엔터프라이즈에서 생산하고 있다. 아디다스의 혁신 활동에 화승엔터프라이즈가 동행하는 형태로 중장기 펀더멘탈이 우수하며, 순차적으로 기업가치에 충분히 혁신에 대한 프리미엄을 반영해나갈 것으로 전망된다.

도표 58. 화승엔터프라이즈 실적 성장 모멘텀 강세, 아디다스의 혁신 동반자



자료: DB금융투자

콘텐츠와 채널 경쟁력 우위의 브랜드사 pick

OEM사보단 브랜드사 선호	국내의 경우 디지털 트랜스포메이션에 대한 효과가 실적으로 보여지기 위해서는 시간이 필요해 보인다. 인식의 개선이 뒤따라야 하기 때문이다. 중장기 관점에서 그나마 좀 더 빠르게 실적 개선 효과가 보여질 수 있는 쪽은 화승엔터프라이즈를 제외하고, OEM사보다 브랜드사라고 판단한다. 아직은 물류, 배송과 관련한 혁신 위주이지만 온라인과 오프라인을 결합한 옴니채널에 대한 투자가 지속 중이다.
M&A 수요 증가 예상	전략과 시스템, 프로세스의 디지털화가 가속화 될수록 스트림별로 정해진 역할의 경계는 사라질 것이며, 기업들은 자신들이 가지고 있지 않은 역량에 대해 M&A 수요가 높아질 것으로 전망된다. 예를 들면 LG생활건강이 해외 플랫폼을 보유한 소비재 기업에 관심이 높듯이 말이다. 다른 펀더멘탈, 센티멘트 요인을 모두 제거한채 혁신 관점에서만 본다면 브랜드 대형사 중에서는 LG생활건강, 중소형사 중에서는 클리오가 제품력으로 승부 볼 수 있는 소비재 기업이라 판단된다.
선호1) LG생활건강	LG생활건강(목표주가 162만원, BUY)은 위기의 시기에 선제적인 SKU 구조조정과 채널 효율성 점검으로 실적을 방어했고, 신제품과 기존제품의 구성 변화로 소비자 반응을 촉진했고, 실제로 이익 개선에 긍정적 효과를 발휘했다. 2020~2021년에는 M&A 자회사들의 활약이 높아질 것으로 기대해본다. 최근 AVON, 긴자스테파니 등이 갖고 있는 지역 거점을 활용해 LG생활건강의 콘텐츠를 선보이는 방식이 될 것으로 예상된다.
선호2) 클리오	클리오(목표주가 32,000원, BUY)는 제품 혁신 관점에서 유망하다. 인터넷쇼핑몰에서 시초가 되었던 인진썩을 시작으로 최근 기초 화장품 업계에선 원재료에 대한 관심이 높다. 비록 후발주자지만 청굴 비타씨 세럼이나 어성초 에센스 등을 공격적으로 출시하면서 트렌드에 대응하고 있다. 더불어 클리오는 사실 기초 부문보다 색조 부문에서 빛이 나는 기업이다. 소싱 기지 선택의 혁신으로 색조 제품에 대한 우수한 기술력을 확보한 점이다. H&B 채널에서 수많은 중소 브랜드들을 제치고 킬러 아이템으로 성장하는 국내 유일무이한 화장품 기업이다.
선호3) 아모레퍼시픽	한편 화장품 기업들 중의 또다른 대장주, 아모레퍼시픽(목표주가 270,000원, BUY)은 단기적으로는 Trading Buy, 중장기 관점에서 여유를 갖고 바닥 매수 접근을 추천한다. 다만 시간이 필요할 수 있다. 4Q19 실적에서 기저효과가 명확하고, 채널별로는 면세와 디지털 채널 위주의 매출 성장세가 유지될 전망이다. 다만 혁신 관점에서의 투자 매력은 아모레그룹의 중장기 전략과 액션을 확인하면서 언급할 수 있을 것으로 보인다.
생활용품 기업 비중 확대 추천	혁신이 아니라도 화장품 기업에 대한 전반적인 투자의견은 비중확대를 추천한다. 채널과 카테고리 구조조정의 긍정적 효과가 실적으로 점차 반영될 것으로 보이기 때문이다. 정도의 차이는 있겠으나 대부분의 소비재 기업이 2020년 이익단에서의 기저효과가 예상된다.

펀더멘탈 대비
주가 하락
과도한 기업?

패션 기업들 중에서 혁신이란 키워드가 어울리는 기업은 한섬, F&F를 꼽는다. 양사 모두 온라인 채널에 대한 투자가 지속중이며, 특히 한섬은 국내 고가 브랜드로서 유일하게 온라인 사업 확장에 적극적이다. 다만 앞서 언급했던 화장품 기업들보단 혁신 활동이 실적으로 연결되기엔 시간이 다소 걸릴 것으로 예상된다. 왜냐하면 국내 패션 시장은 무한경쟁 시대로 진입한지 오래고, 고도로 성숙된 시장이며, 저성장 기조가 뚜렷한데다 산업의 보수적인 분위기를 무시할 수 없기 때문이다. 오히려 기업의 경우 더 보수적인 문화는 두드러진다고 판단된다. 혁신 관점에서 투자포인트를 찾기보다 펀더멘탈 대비 주가가 과도하게 하락해있는 기업 위주로 선호 관점을 제시하려 한다. 선호 기업으로는 힐라코리아와 신세계인터내셔널이다.

선호4)
힐라코리아

힐라코리아(목표주가 75,000원, BUY)는 한국과 미국에서 여전히 매출 볼륨 성장세를 유지할 것으로 전망되며, 중국과 유럽, 아시아권의 브랜드 로열티 수익이 여전히 성장 국면에 있다. 그럼에도 불구하고 주가는 미국과 한국에서의 성장 스토리를 쓰기 이전 주가로 회귀해 있다. 글로벌 패션기업들 대비 성장성이 여전히 높음에도 밸류에이션은 상당히 낮아 갭 메우기 가능할 것으로 판단한다.

선호5)
신세계인터내셔널

신세계인터내셔널(목표주가 300,000원, BUY)은 면세채널 위주의 화장품 실적 회복이 예상된다. 의류에서 화장품으로 이익 구조가 완전히 달라진 점도 혁신이라 하면 혁신일 수 있다. 면세점의 중국인 수요의 쏠림으로 불확실성이 내재한다는 점은 다소 아쉽지만 중국 온라인몰 위주로 매출이 다각화 되고 있어 주가는 상승 추세를 유지할 것으로 전망한다.

도표 59. 커버리지 기업 목표주가 및 투자전략

선호	목표주가	투자포인트 및 투자전략
★ LG생활건강	1,620,000원(유지)	안정 성장주로서 매력 지속, 혁신 관점에서 선호, 비중 확대
★ 아모레퍼시픽	270,000원(상향)	구조조정 효과 지속, 단기 트레이딩, 중장기 비중 확대
아모레G	100,000원(유지)	구조조정 효과 지속, 단기 트레이딩 매수 선호
한국콜마	57,000원(유지)	밸류에이션 디레이팅 구간, 영업외 비용 부담 지속, 트레이딩 선호
코스맥스	100,000원(유지)	밸류에이션 디레이팅 구간, 영업외 비용 부담 지속, 트레이딩 선호
★ 클리오	32,000원(상향)	혁신 관점에서 선호, 중소형사 중 업사이드 매력 가장 높음
토니모리	13,000원(하향)	가능성 엿보이지만, 단기 실적 모멘텀 부진, 보수적 관점 필요
LF	29,000원(유지)	내수 의류 시장 성장 저조함에 따른 모멘텀 부재
한섬	45,000원(유지)	디지털 채널 강화 노력으로 잠재 성장성 높음. 다만 모멘텀은 약함
★ 신세계인터내셔널	300,000원(유지)	면세 채널 위주 실적 회복 중, 밸류에이션 회귀 예상, 매수!
★ 힐라코리아	75,000원(하향)	미국 성장 둔화 우려, 다만 주가에 불확실성 모두 반영. 저점 매수!
★ F&F	135,000원(유지)	중국향 실적 성장 견조. 긍정적 투자 관점 유지
한세실업	25,000원(유지)	시장 트렌드 변화로 한계 마진을 하락세, 혁신 활동 필수
영원무역	46,000원(유지)	시장 트렌드 변화로 한계 마진을 하락세, 혁신 활동 필수
영원무역홀딩스	72,000원(유지)	시장 트렌드 변화로 한계 마진을 하락세, 혁신 활동 필수
★★ 화승엔터프라이즈	22,000원(유지)	혁신 관점에서나 모멘텀 측면에서 모두 강세, Top pick!
태평양물산	4,200원(유지)	시장 트렌드 변화로 한계 마진을 하락세, 혁신 활동 필수

자료: DB금융투자

Buy

화승엔터프라이즈

241590

목표주가(유지) 22,000원 현재주가(01/07) 17,250원 Up/Downside +27.5% 투자의견(유지) Buy

2020. 01. 08

혁신의 아이콘 ① Top pick

혁신의 주인공 아디다스와의 동행: 혁신의 아이콘하면 수많은 글로벌 기업 중에서도 아디다스를 빼놓을 수 없을 것이다. 아디다스는 이미 2015년에 스피드 팩토리를 처음 소개해 독일 안스바흐와 미국 애틀랜타 두 곳에서 스피드 팩토리를 운영하고 있었다. 3D 프린터를 활용해 24시간 이내 개인 맞춤형 운동화를 고객에게 전달하는게 목표였다. 물론 현재는 폐쇄 수순을 밟고 있지만, 글로벌 기업으로서 결코 쉽지 않았을 선택을 과감하게 할 수 있었던 아디다스의 행보를 높게 평가하는 바이다. 애초부터 아디다스가 아시아에서의 대량 생산을 독일이나 미국으로 옮기겠다는 의도는 아니었을 것이기 때문이다

부가가치 아이템 비중 증가: 아디다스가 스피드 팩토리를 아시아로 이전하면서 동시에 개발한 기술을 아시아의 두 벤더에 이관한 것으로 보이며, 해당 수혜를 동사가 일부 받고 있을 것이라 추정이다. 동사는 2019년부터 아디다스의 고단가 수주 품목이 증가하면서 매출 볼륨 성장과 이익률 개선이 뒤따르고 있다. 또한 아디다스의 핵심 기술로 꼽히는 Boost 부자재와 적용된 완제품 운동화를 화승엔터프라이즈에서 생산하고 있다. 아디다스의 혁신 활동에 화승엔터프라이즈가 동행하는 형태로 중장기 펀더멘탈이 우수하며, 순차적으로 기업가치에 충분히 혁신에 대한 프리미엄을 반영해나갈 것으로 전망된다.

혁신 기업으로나, 모멘텀 측면에서 모두 업종 Top pick 유지: 2020년은 수주량(Q)과 평균수주단가(P) 상승 효과가 온기로 반영되는 해로 연간 영업이익 1,257억원(+57%YoY) 달성은 무리가 없을 전망이다. 글로벌 Top 벤더 내 점유율 확장 추세로 시장 컨센서스 상향 예상되며, 성장률 대비 밸류 에이션은 글로벌 OEM Peer 대비 현저히 낮아 매력적이다.

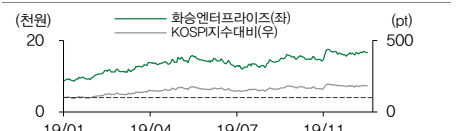
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	768	879	1,141	1,479	1,844
(증가율)	20.0	14.4	29.8	29.6	24.6
영업이익	59	40	80	126	165
(증가율)	33.6	-31.2	98.7	57.0	31.5
지배주주순이익	41	17	56	89	117
EPS	750	284	929	1,478	1,934
PER (H/L)	18.2/8.9	53.6/33.2	18.2	11.2	8.6
PBR (H/L)	3.2/1.6	3.3/2.0	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA (H/L)	11.1/6.1	14.6/7.0	8.3	5.8	4.5
영업이익률	7.6	4.6	7.0	8.5	9.0
ROE	18.4	6.4	18.4	23.8	24.7

52주 최저/최고	8,570/17,550원
KOSDAQ /KOSPI	655/2,155pt
시가총액	10,049억원
60일-평균거래량	188,380
외국인지분율	5.7%
60일-외국인지분율변동주이	+1.2%p
주요주주	화승인더스트리 외 5인 72.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.1	5.4	88.0
상대기준	-0.4	-1.2	75.4

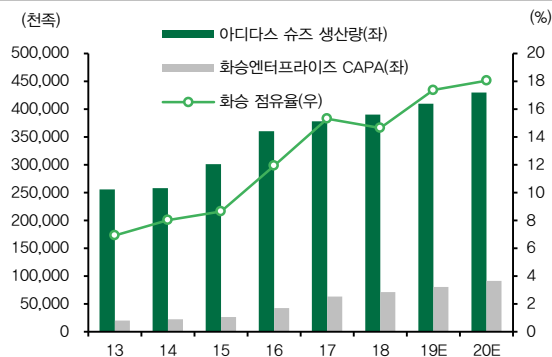
도표 60. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	17	18	19E	20E
연결매출	2,326	2,948	3,007	3,132	3,189	3,742	3,632	4,231	7,682	8,792	11,414	14,795
%YoY	26.1	26.9	34.0	31.6	37.1	26.9	20.8	35.1	20.0	14.4	29.8	29.6
매출원가	1,990	2,503	2,468	2,595	2,679	3,162	2,978	3,365	6,419	7,562	9,555	12,185
% of sales	85.5	84.9	82.1	82.8	84.0	84.5	82.0	79.5	83.6	86.0	83.7	82.4
매출총이익	337	445	539	537	510	580	654	866	1,263	1,230	1,858	2,610
% of sales	14.5	15.1	17.9	17.2	16.0	15.5	18.0	20.5	16.4	14.0	16.3	17.6
판매비	245	271	289	252	335	363	345	310	678	827	1,057	1,353
% of sales	10.5	9.2	9.6	8.1	10.5	9.7	9.5	7.3	8.8	9.4	9.3	9.1
영업이익	92	174	250	285	175	217	309	556	585	403	801	1,257
% of sales	3.9	5.9	8.3	9.1	5.5	5.8	8.5	13.1	7.6	4.6	7.0	8.5
%YoY	50.3	50.0	220.6	92.5	91.4	25.0	23.3	95.1	33.6	-31.2	98.7	57.0

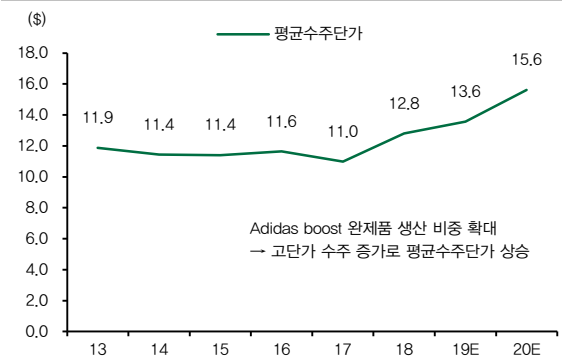
자료: DB금융투자

도표 61. 아디다스 내 화승 점유율



자료: DB금융투자

도표 62. 아디다스 수주 단가 상승



자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	301	359	374	451	587
현금및현금성자산	47	60	78	75	127
매출채권및기타채권	71	95	80	103	132
재고자산	127	158	163	211	263
비유동자산	325	401	430	477	502
유형자산	288	362	391	439	464
무형자산	4	4	4	3	3
투자자산	6	5	5	5	5
자산총계	627	760	824	948	1,109
유동부채	326	408	436	496	548
매입채무및기타채무	145	166	202	270	333
단기차입금및단기차	164	235	227	218	208
유동상장기부채	15	6	6	6	6
비유동부채	39	69	52	32	29
사채및장기차입금	34	64	47	27	24
부채총계	365	477	489	528	578
자본금	15	30	30	30	30
자본잉여금	182	167	167	167	167
이익잉여금	75	91	144	229	341
비지배주주지분	3	3	3	3	3
자본총계	261	283	336	420	532

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	32	43	170	162	181
당기순이익	42	17	56	89	116
현금유출이없는비용및수익	32	57	89	107	120
유형및무형자산상각비	25	37	65	71	75
영업관련자산부채변동	-39	-26	41	-9	-19
매출채권및기타채권의감소	-10	-7	15	-23	-29
재고자산의감소	-39	-27	-5	-48	-52
매입채무및기타채무의증가	5	23	36	68	63
투자활동현금흐름	-97	-105	-91	-122	-101
CAPEX	-111	-110	-93	-119	-100
투자자산의순증	-5	1	0	0	0
재무활동현금흐름	34	74	-40	-44	-28
사채및장기차입금의 증가	79	91	-25	-29	-13
자본금및자본잉여금의증가	44	0	0	0	0
배당금지급	-1	-1	-2	-3	-5
기타현금흐름	0	0	-20	0	0
현금의증가	-30	13	18	-3	52
기초현금	78	47	60	78	75
기말현금	47	60	78	75	127

자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	768	879	1,141	1,479	1,844
매출원가	642	756	956	1,218	1,512
매출총이익	126	123	186	261	332
판매비	68	83	106	135	167
영업이익	59	40	80	126	165
EBITDA	84	78	145	197	240
영업외손익	-6	-17	-9	-12	-13
금융손익	-5	-11	-6	-8	-9
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-6	-3	-4	-4
세전이익	53	23	72	114	152
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	42	17	56	89	116
지배주주지분순이익	41	17	56	89	117
비지배주주지분순이익	0	0	0	-1	-1
총포괄이익	23	22	56	89	116
증감률(%YoY)					
매출액	20.0	14.4	29.8	29.6	24.6
영업이익	33.6	-31.2	98.7	57.0	31.5
EPS	-3.2	-62.2	227.5	59.0	30.9

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당주요지표(원)					
EPS	750	284	929	1,478	1,934
BPS	4,261	4,621	5,496	6,899	8,752
DPS	18	35	55	75	80
Multiple(배)					
P/E	16.0	37.5	18.2	11.2	8.6
P/B	2.8	2.3	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA	10.3	11.2	8.3	5.8	4.5
수익성(%)					
영업이익률	7.6	4.6	7.0	8.5	9.0
EBITDA마진	10.9	8.8	12.7	13.3	13.0
순이익률	5.4	1.9	4.9	6.0	6.3
ROE	18.4	6.4	18.4	23.8	24.7
ROA	7.8	2.5	7.1	10.0	11.3
ROC	14.7	6.7	12.7	19.2	22.6
안정성및기타					
부채비율(%)	139.7	168.6	145.5	125.7	108.6
이자보상배율(배)	10.7	3.5	6.2	10.7	15.3
배당성향(배)	2.5	12.4	6.0	5.1	4.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

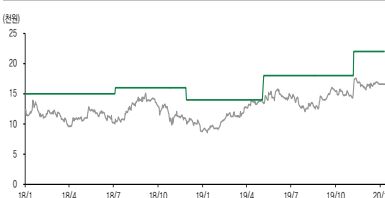
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

화승엔터프라이즈 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/11/15	Buy	30,000	-23.1 -7.2	18/07/12	Buy	16,000	-22.8 -5.6
18/12/05	Buy	14,000	-20.5 0.7	19/05/13	Buy	18,000	-20.6 -10.8
19/11/14	Buy	22,000	-				

BUY(유지)

힐라코리아

081660

목표주가(하향) 75,000원 현재주가(01/07) 52,400원 Up/Downside +43.1% 투자 의견(유지) Buy

2020. 01. 08

숲을 보자, 빠져도 너무 빠졌다

미국법인 성장 둔화, 킬러 아이템에 목마름: 힐라의 대표 제품이자 2년 전 실적 턴어라운드의 핵심 포인트였던 디스rupter의 뒤를 잇는 대표 히트 아이템의 기반이 약한 상황이고, 따라서 미국법인 매출의 채널 믹스가 급변하고 있다. 미국에서 매스채널 비중이 증가하면서 미국법인 마진율을 내리고 있는 것이다. 4Q19~1Q20에도 미국법인의 채널 믹스 변화는 지속될 것으로 보여 전년도 실적에 대한 베이스 부담은 다소 심화될 것으로 판단된다. 미국법인 영업이익률의 하락세가 당분간 지속될 것으로 보여 추정치 조정이 필요하다. 국내는 후리스 자켓류 등이 판매를 견인하고, 중국 디자인 수수료 성장이 견조하게 유지되고 있어 4Q19 실적은 전분기 성장 흐름을 유지했을 것으로 예상된다.

국내와 유럽 로열티 수익 성장 지속: 로열티 수익은 유럽권과 아시아에서 성장을 주도할 것으로 보이며, 미국의 로열티 수익 부진은 저가 라이선사인 코어스 매출이 빠진 것으로 전반적 미국 성장률이 하향 국면에 있는 것으로 판단된다. 하지만 미국 리테일 매출 성장은 신발이 주도하고 있으며, 풋락커와 같은 유통사 재고 소진이 활발하게 이루어져 리오더 수요가 차츰 발생할 것으로 추정된다. 미국 성장이 둔화되면서 불확실성이 생기긴 했지만 국내와 유럽권에서의 로열티 수익 성장이 워낙 강하고, 중국의 수수료 수익도 꾸준히 이익 기여할 것으로 보여 관심이 필요하단 판단이다.

나무를 보지 말고, 숲을 보자! 저점 매수 타이밍: 미국 성장이 예상보다 빠르게 둔화되어 시장 밸류에이션도 동시에 평가 절하되는 것으로 판단한다. 다만 전체 실적 성장세는 여전히 타 의류 기업 대비 월등하고, 글로벌 로열티 성장이 강함에도 주가는 내수 밸류에 근접해 있어 현 주가를 저점으로 봐도 무난하다고 보여진다. 미국 성장 가정과 밸류에이션 조정으로 목표주가를 하향했으나 주가는 이미 불확실성은 모두 반영하고 있어 현 주가를 바닥으로 보고 비중 확대를 추천한다.

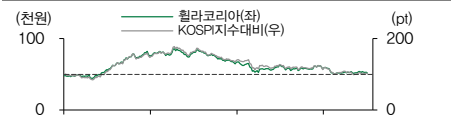
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,530	2,955	3,549	4,030	4,601
(증가율)	161.6	16.8	20.1	13.6	14.2
영업이익	217	357	497	586	685
(증가율)	1,737.1	64.2	39.1	18.0	17.0
지배주주순이익	62	144	252	296	346
EPS	1,030	2,349	4,130	4,837	5,668
PER (H/L)	16.8/12.4	24.7/6.9	12.8	10.6	9.1
PBR (H/L)	1.3/1.0	3.6/1.0	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA (H/L)	8.8/7.7	11.3/5.6	8.2	6.6	5.5
영업이익률	8.6	12.1	14.0	14.5	14.9
ROE	7.5	16.0	22.6	21.3	20.3

52주 최저/최고	44,250/85,800원
KOSDAQ / KOSPI	655/2,155pt
시가총액	31,413억원
60일-평균거래량	501,406
외국인지분율	40.3%
60일-외국인지분율변동주이	-2.8%p
주요주주	에이치엠엔드디들딩스 외 2 인 20.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.4	-7.2	4.8
상대기준	-6.7	-13.0	-2.3

도표 63. 헝가리 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
연결매출	8,346	9,593	8,670	8,880	9,696	10,585	9,843	10,178	29,546	35,489	40,302
%YoY	23.3	21.4	19.4	16.6	16.2	10.3	13.5	14.6	16.8	20.1	13.6
1. 상품매출	8,069	9,017	8,578	8,556	9,318	10,176	9,449	9,780	28,637	34,221	38,723
%YoY	22.4	17.3	22.2	16.5	15.5	12.8	10.2	14.3	15.9	19.5	13.2
1) 한국YoY	32.8	21.2	10.4	13.2	10.8	10.7	11.1	13.3	44.3	18.6	11.5
2) 미국YoY	98.6	38.5	33.4	39.4	8.5	16.7	16.8	12.4	28.8	48.1	13.6
3) 아큐시넷YoY	3.0	4.5	28.4	22.0	20.0	18.0	12.0	14.0	1.7	13.4	16.0
2. 수수료매출	276	576	92	324	378	409	394	398	910	1,268	1,579
%YoY	54.3	165.1	-61.5	17.9	36.7	-28.9	328.7	22.9	51.7	39.4	24.5
매출총이익	4,177	5,000	4,174	4,604	4,857	5,406	5,019	5,320	14,675	17,955	20,601
GPM	50.1	52.1	48.1	51.8	50.1	51.1	51.0	52.3	49.7	50.6	51.1
%YoY	22.1	23.7	17.9	25.3	16.3	8.1	20.2	15.5	18.3	22.3	14.7
영업이익	1,158	1,449	1,249	1,112	1,466	1,720	1,407	1,266	3,571	4,968	5,859
OPM	13.9	15.1	14.4	12.5	15.1	16.3	14.3	12.4	12.1	14.0	14.5
%YoY	36.4	25.3	69.0	34.6	26.6	18.7	12.7	13.9	64.2	39.1	18.0

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,154	1,338	1,747	2,097	2,538
현금및현금성자산	108	149	68	375	527
매출채권및기타채권	387	474	626	639	736
재고자산	578	632	928	932	1,059
비유동자산	1,925	1,966	2,007	2,030	2,178
유형자산	324	311	375	421	592
무형자산	1,440	1,492	1,468	1,445	1,423
투자자산	47	65	65	65	65
자산총계	3,079	3,304	3,816	4,189	4,778
유동부채	695	672	818	761	846
매입채무및기타채무	348	426	592	544	629
단기차입금및단기차대	213	174	154	144	144
유동상장기부채	70	0	0	0	0
비유동부채	1,150	1,126	1,126	1,126	1,126
사채및장기차입금	856	808	808	808	808
부채총계	1,845	1,798	1,944	1,887	1,972
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	680	822	1,072	1,364	1,708
비지배주주지분	435	515	632	769	929
자본총계	1,234	1,506	1,873	2,302	2,806

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	30	275	177	459	449
당기순이익	108	210	369	433	507
현금유출이없는비용및수익	138	120	307	331	398
유형및무형자산상각비	66	65	86	94	124
영업관련자산부채변동	-202	-107	-318	-92	-206
매출채권및기타채권의감소	0	-91	-152	-13	-97
재고자산의감소	-4	-43	-296	-4	-127
매입채무및기타채무의증가	15	61	166	-47	85
투자활동현금흐름	-52	-25	-114	-90	-245
CAPEX	-39	-85	-127	-117	-272
투자자산의순증	5	3	0	0	0
재무활동현금흐름	22	-214	-73	-61	-51
사채및차입금의 증가	-38	-168	-20	-10	0
자본금및자본잉여금의증가	16	0	0	0	0
배당금지급	-22	-24	-3	-3	-3
기타현금흐름	-42	6	-72	0	0
현금의증가	-42	41	-81	307	152
기초현금	149	108	149	68	375
기말현금	108	149	68	375	527

자료: 할라코리아 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,530	2,955	3,549	4,030	4,601
매출원가	1,290	1,487	1,753	1,970	2,231
매출총이익	1,241	1,468	1,796	2,060	2,369
판매비	1,023	1,110	1,299	1,474	1,684
영업이익	217	357	497	586	685
EBITDA	284	423	583	680	809
영업외손익	-36	-20	55	60	71
금융손익	-44	-56	21	16	16
투자손익	12	20	21	26	32
기타영업외손익	-4	16	13	18	23
세전이익	182	337	551	646	757
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	210	369	433	507
지배주주지분순이익	62	144	252	296	346
비지배주주지분순이익	46	67	117	137	160
총포괄이익	-75	280	369	433	507
증감률(%YoY)					
매출액	161.6	16.8	20.1	13.6	14.2
영업이익	1,737.1	64.2	39.1	18.0	17.0
EPS	-81.9	128.0	75.8	17.1	17.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	1,030	2,349	4,130	4,837	5,668
BPS	13,074	16,226	20,306	25,094	30,712
DPS	50	50	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	15.8	22.8	12.8	10.6	9.1
P/B	1.2	3.3	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	8.6	10.9	8.2	6.6	5.5
수익성(%)					
영업이익률	8.6	12.1	14.0	14.5	14.9
EBITDA마진	11.2	14.3	16.4	16.9	17.6
순이익률	4.3	7.1	10.4	10.7	11.0
ROE	7.5	16.0	22.6	21.3	20.3
ROA	3.3	6.6	10.4	10.8	11.3
ROIC	5.3	9.1	12.4	13.4	14.5
안정성및기타					
부채비율(%)	149.4	119.3	103.8	81.9	70.3
이자보상배율(배)	4.1	6.6	10.0	12.0	14.1
배당성향(배)	2.8	1.5	0.8	0.7	0.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

할라코리아 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/12	Buy	52,000	-15.8	1.3					
18/11/13	Buy	75,000	-25.9	4.5					
19/04/09	Buy	93,000	-14.2	-7.7					
19/07/03	Buy	98,000	-39.7	-21.8					
20/01/08	Buy	75,000	-	-					

Buy

LG생활건강

051900

목표주가(유지) 1,620,000원 현재주가(01/07) 1,343,000원 Up/Downside +20.6% 투자 의견(유지) Buy

2020. 01. 08

혁신의 아이콘 ②

선제적인 방어와 때에 맞는 공격으로 안정 성장 지속: 한중 관계가 진전이 없었을 당시 선제적인 SKU 구조조정이나 채널 효율성 점검으로 실적을 방어한 바 있다. 신제품과 기존 제품의 구성 변화로 소비자 반응에 적극적으로 대응했고, 실제 펀더멘탈 개선에 긍정적 효과를 나타냈다고 판단한다. 또한 성장을 위한 선제적인 투자 관점으로서 지속중인 M&A 키워드가 해외, 그리고 우리가 가진 콘텐츠와의 시너지를 낼 수 있는 플랫폼을 인수한다는 특징을 보인다. 최근 콘텐츠와 유통이 결합하는 시장 트렌드에 부합하는 행보라고 보여진다. 2020~2021년에는 M&A 자회사들의 활약이 높아질 것으로 기대해본다. 최근 AVON, 긴자스테파니 등이 갖고 있는 지역 거점을 활용해 동사가 가진 콘텐츠를 선보이는 방식이 될 것으로 전망된다.

단기 비용 증가 이슈 있으나 브랜드 경쟁력 여전히 강세: 단기적으로는 마케팅비 증가에 따른 이익 기대치 하향 이슈가 있는데, 기존 채널 효율을 높이기 위한 노력의 일환으로 필수적인 지출이란 판단이다. 4Q19에도 마케팅비 증가와 뉴에이본 영업적자 약 100억원을 반영하면서 화장품 영업 이익률은 전년동기대비 소폭 감소할 것으로 예상된다. 다만 화장품 방판 채널 성장률이 회복되고 있는 것으로 보아 제품이나 브랜드 경쟁력은 여전히 우수하다고 판단하며, 생활용품 부문에서의 프리미엄 라인 확장으로 비교적 타사보다 안정적인 실적 성장을 보일 것으로 예상된다.

점진적으로 혁신 가치 반영해 나갈 것: 비용 증가는 성장을 위한 재투자 개념으로 볼 것을 권하며 안정 성장주로서 매력은 여전히 선호 관점을 유지한다. 가장 혁신 활동에 다가가 있다고 보여지는 한국 소비재 기업으로 혁신 가치를 점진적으로 주가에 반영해 나갈 것으로 기대해본다.

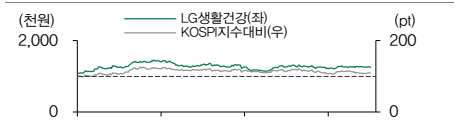
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	6,105	6,748	7,651	8,532	9,540
(증가율)	0.2	10.5	13.4	11.5	11.8
영업이익	930	1,039	1,178	1,340	1,559
(증가율)	5.6	11.7	13.4	13.7	16.4
지배주주순이익	606	683	807	934	1,075
EPS	37,613	42,466	50,156	58,287	67,317
PER (H/L)	34.3/20.6	35.3/23.8	25.1	21.4	18.6
PBR (H/L)	7.6/4.6	7.6/5.1	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA (H/L)	19.8/12.5	20.8/14.9	14.8	12.8	10.8
영업이익률	15.2	15.4	15.4	15.7	16.3
ROE	21.9	21.0	21.1	20.8	20.4

Stock Data

52주 최저/최고	1,082,000/1,453,000원
KOSDAQ /KOSPI	655/2,155pt
시가총액	195,071억원
60일-평균거래량	29,658
외국인지분율	44.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.9%p
주요주주	LG 34.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.4	-1.7	13.1
상대기준	-4.8	-7.8	5.5

도표 64. LG생활건강 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
매출액	18,748	18,325	19,649	19,786	20,979	20,669	21,730	21,944	67,475	76,507	85,323
Healthy	4,014	3,434	4,011	3,466	4,192	3,578	4,137	3,593	14,612	14,925	15,499
Beautiful	11,396	11,089	11,608	13,109	13,305	13,123	13,374	14,977	39,054	47,202	54,779
Refreshing	3,337	3,803	4,029	3,212	3,483	3,968	4,219	3,374	13,809	14,381	15,044
YoY(%)	13.0	10.9	13.1	16.5	11.9	12.8	10.6	10.9	10.5	13.4	11.5
Healthy	1.7	1.8	3.0	2.0	4.4	4.2	3.1	3.7	-3.7	2.1	3.8
Beautiful	20.2	16.3	21.7	24.8	16.8	18.3	15.2	14.3	19.1	20.9	16.1
Refreshing	5.3	5.1	2.4	4.1	4.4	4.3	4.7	5.1	5.6	4.1	4.6
영업이익	3,221	3,015	3,118	2,422	3,543	3,459	3,564	2,837	10,392	11,776	13,402
Healthy	434	282	453	104	457	318	480	126	1,204	1,272	1,381
Beautiful	2,462	2,262	2,124	2,202	2,741	2,625	2,514	2,576	7,833	9,050	10,456
Refreshing	324	475	548	116	345	516	570	135	1,360	1,463	1,565
영업이익률	17.2	16.5	15.9	12.2	16.9	16.7	16.4	12.9	15.4	15.4	15.7
Healthy	10.8	8.2	11.3	3.0	10.9	8.9	11.6	3.5	8.2	8.5	8.9
Beautiful	21.6	20.4	18.3	16.8	20.6	20.0	18.8	17.2	20.1	19.2	19.1
Refreshing	9.7	12.5	13.6	3.6	9.9	13.0	13.5	4.0	9.9	10.2	10.4
YoY(%)	13.5	12.9	12.4	14.9	10.0	14.7	14.3	17.1	11.7	13.3	13.8
Healthy	3.6	3.1	5.8	23.4	5.4	13.1	5.9	20.9	-27.8	5.7	8.5
Beautiful	16.0	16.3	15.3	14.5	11.3	16.0	18.4	17.0	23.3	15.5	15.5
Refreshing	8.7	4.2	7.9	17.1	6.5	8.5	4.0	16.7	6.8	7.5	7.0
이익 기여도	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Healthy	13.5	9.3	14.5	4.3	12.9	9.2	13.5	4.4	11.6	10.8	10.3
Beautiful	76.4	75.0	68.1	90.9	77.4	75.9	70.6	90.8	75.4	76.9	78.0
Refreshing	10.0	15.8	17.6	4.8	9.7	14.9	16.0	4.8	13.1	12.4	11.7

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,514	1,691	2,173	3,083	3,869
현금및현금성자산	386	397	797	1,507	2,109
매출채권및기타채권	540	582	623	710	792
재고자산	547	615	638	734	812
비유동자산	3,265	3,585	3,704	3,678	3,744
유형자산	1,617	1,813	1,955	1,950	2,036
무형자산	1,393	1,545	1,523	1,502	1,482
투자자산	111	63	63	63	63
자산총계	4,779	5,276	5,958	6,843	7,694
유동부채	1,245	1,359	1,442	1,533	1,538
매입채무및기타채무	689	725	822	893	973
단기차입금및단기차대	71	211	226	237	222
유동상장기부채	265	164	134	144	84
비유동부채	451	323	289	349	349
사채및장기차입금	268	107	73	133	133
부채총계	1,697	1,682	1,731	1,882	1,887
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	3,044	3,563	4,185	4,905	5,737
비지배주주지분	86	82	93	106	121
자본총계	3,082	3,594	4,227	4,960	5,807

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	735	817	1,053	1,032	1,212
당기순이익	618	692	818	947	1,090
현금유출이없는비용및수익	467	521	569	580	663
유형및무형자산상각비	146	157	246	244	257
영업관련자산부채변동	-108	-154	-16	-162	-134
매출채권및기타채권의감소	-62	4	-41	-87	-82
재고자산의감소	-17	-43	-23	-96	-78
매입채무및기타채무의증가	10	-43	97	70	80
투자활동현금흐름	-334	-430	-359	-209	-312
CAPEX	-284	-356	-365	-218	-323
투자자산의순증	-46	47	0	0	0
재무활동현금흐름	-351	-378	-212	-112	-298
사채및장기금의 증가	-167	-120	-49	81	-75
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-134	-162	-155	-184	-214
기타현금흐름	-3	2	-81	0	0
현금의증가	47	10	400	710	602
기초현금	339	386	397	797	1,507
기말현금	386	397	797	1,507	2,109

자료: LG생활건강, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,105	6,748	7,651	8,532	9,540
매출원가	2,610	2,696	2,920	3,282	3,721
매출총이익	3,495	4,051	4,731	5,250	5,819
판매비	2,565	3,012	3,553	3,910	4,260
영업이익	930	1,039	1,178	1,340	1,559
EBITDA	1,076	1,197	1,424	1,584	1,816
영업외손익	-69	-83	-42	-60	-62
금융손익	-11	-6	-10	-8	-10
투자손익	1	-1	5	6	6
기타영업외손익	-59	-76	-37	-58	-58
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	618	692	818	947	1,090
지배주주지분순이익	606	683	807	934	1,075
비지배주주지분순이익	12	10	11	13	15
총포괄이익	602	692	818	947	1,090
증감률(%YoY)					
매출액	0.2	10.5	13.4	11.5	11.8
영업이익	5.6	11.7	13.4	13.7	16.4
EPS	6.3	12.9	18.1	16.2	15.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당주요지표(원)					
EPS	37,613	42,466	50,156	58,287	67,317
BPS	169,108	198,221	233,332	273,956	320,884
DPS	9,000	9,250	11,000	13,000	15,000
Multiple(배)					
P/E	31.6	25.9	25.1	21.4	18.6
P/B	7.0	5.6	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	18.9	15.7	14.8	12.8	10.8
수익성(%)					
영업이익률	15.2	15.4	15.4	15.7	16.3
EBITDA마진	17.6	17.7	18.6	18.6	19.0
순이익률	10.1	10.3	10.7	11.1	11.4
ROE	21.9	21.0	21.1	20.8	20.4
ROA	13.3	13.8	14.6	14.8	15.0
ROC	20.6	21.3	22.3	25.4	28.0
안정성및기타					
부채비율(%)	55.1	46.8	40.9	37.9	32.5
이자보상배율(배)	66.6	102.5	136.5	150.2	173.7
배당성향(배)	21.3	19.6	19.7	20.1	20.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

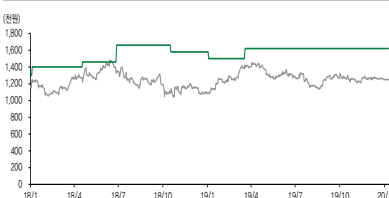
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LG생활건강 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
17/10/25	Buy	1,300,000	-8.0 -3.8				
18/01/11	Buy	1,400,000	-16.1 -6.7				
18/04/25	Buy	1,460,000	-6.9 1.4				
18/07/04	Buy	1,660,000	-25.8 -15.8				
18/10/24	Buy	1,580,000	-28.4 -24.1				
19/01/10	Buy	1,500,000	-16.9 -5.6				
19/03/26	Buy	1,620,000	-				

BUY(유지)

아모레퍼시픽

090430

목표주가(상향)	270,000원	현재주가(01/07)	222,500원	Up/Downside	+21.3%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2020. 01. 08

온기와 냉기 사이

비용 부담 하락에 따른 이익 개선세 지속: 3Q19에 어닝서프라이즈를 4Q19에도 지속할 수 있을지에 대한 우려가 있었으나 기대보다 단기 실적 모멘텀이 개선 추세에 있는 것으로 파악되어 관심이 모아진다. 4Q19 영업이익 798억원(4Q18 238억원)을 전망하며 강력한 기저효과가 부각되는 시기이다. 전통채널의 자연 성장이 어려운 상황에서 온라인 채널과 면세 채널이 전사 실적 성장을 이끄는 형태가 지속될 것이며, 신제품 모멘텀이 지금처럼 유지된다면 전통채널의 매출 감소세도 둔화될 수 있을 것으로 판단한다. 인건비 절감과 마케팅비의 효율적 지출로 국내외 영업이익률이 개선되는 추세는 4Q19와 1Q20에도 유지될 것으로 전망한다.

해외 실적 개선 가능성에 관심: 아시아 점포의 효율화 작업 및 로컬 세일즈 파트너를 통한 사업 확장으로 해외법인의 점진적 실적 회복도 예상된다. 2020년 중국 성장률은 시장 평균 성장에 부합하는 한자리 후반을 전망해 2019년보다는 개선되지만 최대한 보수적으로 가정했으며, 미국은 라네즈를 중심으로 매출 기여를 높일 것으로 전망된다. 중국과 관련한 소비 심리가 회복 조짐을 보이고 있어 대표기업인 동사의 활약이 기대되며, 비용 구조의 개선으로 고정비 부담을 상당 부분 낮아졌을 것으로 추정되어 매수 관점을 지속적으로 유지한다.

실적 턴어라운드의 초입 구간, 투자의견 BUY 유지: 실적 성장을 위한 효율화 작업의 결과가 점차 실적으로 보여지리라 기대하며, 지금보다 대내외 환경이 불리해지기 어렵다고 판단해 주가는 지속적으로 바닥을 확인하면서 반등을 시도할 것이라 판단된다. V자 반등을 기대할 만큼의 드라마틱한 실적 개선은 아니지만 적어도 실적 턴어라운드의 초입 구간인 것은 분명해 보여 밸류에이션 조정을 통해 목표주가를 상향했고, 투자의견 BUY를 유지한다.

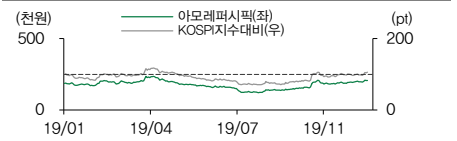
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	5,124	5,278	5,600	6,068	6,421
(증가율)	-9.2	3.0	6.1	8.4	5.8
영업이익	596	482	462	573	633
(증가율)	-29.7	-19.2	-4.2	24.2	10.4
지배주주순이익	394	332	320	397	450
EPS	6,508	5,469	5,276	6,593	7,489
PER (H/L)	56.4/36.3	65.1/26.6	37.9	31.4	27.6
PBR (H/L)	6.1/3.9	5.6/2.3	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA (H/L)	27.9/18.4	29.1/12.1	16.0	14.9	13.7
영업이익률	11.6	9.1	8.2	9.4	9.9
ROE	9.8	7.7	7.0	8.2	8.7

52주 최저/최고	120,500/235,500원
KOSDAQ /KOSPI	655/2,155pt
시가총액	121,009억원
60일-평균거래량	276,616
외국인지분율	31.5%
60일-외국인지분율변동추이	+0.1%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5인 47.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.8	43.3	11.3
상대기준	6.1	34.3	3.8

도표 65. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
연결매출	14,513	13,931	14,020	13,534	15,399	15,087	15,057	15,135	52,775	55,998	60,678
국내	9,407	8,919	9,306	7,830	9,936	9,589	9,884	8,572	33,471	35,463	37,980
cosmetics	7,894	7,717	7,799	6,885	8,403	8,363	8,348	7,617	28,343	30,296	32,731
mass&오셀록	1,513	1,202	1,507	945	1,533	1,226	1,536	954	5,129	5,167	5,249
해외	5,218	5,121	4,865	5,808	5,577	5,608	5,326	6,668	19,703	20,535	22,698
아시아	4,978	4,856	4,520	5,431	5,253	5,232	4,818	6,134	18,737	19,786	21,438
유럽	58	48	59	82	60	50	65	84	290	247	259
북미	182	217	286	295	264	326	443	450	676	980	1,483
%YoY	1.4	3.7	9.7	10.6	6.1	8.3	7.4	11.8	3.0	6.1	8.4
국내	-0.0	1.6	10.8	13.6	5.6	7.5	6.2	9.5	-0.0	6.0	7.1
cosmetics	1.1	1.4	11.9	15.5	6.5	8.4	7.0	10.6	0.1	6.9	8.0
mass&오셀록	-5.6	2.8	5.6	1.5	1.3	2.0	1.9	1.0	-0.8	0.7	1.6
해외	4.2	7.4	8.8	6.5	6.9	9.5	9.5	14.8	8.2	4.2	10.5
아시아	4.2	6.4	7.0	5.0	5.5	7.7	6.6	12.9	8.2	5.6	8.3
유럽	-23.7	-23.8	-7.8	-6.3	3.0	5.0	10.0	2.8	-18.8	-15.0	5.0
북미	19.0	52.8	53.8	51.4	45.0	50.0	55.0	52.6	27.8	45.0	51.3
영업이익	1,866	878	1,075	798	2,083	1,316	1,176	1,159	4,821	4,616	5,734
국내	1,294	736	829	387	1,475	908	930	457	2,838	3,246	3,769
cosmetics	1,176	760	739	482	1,345	920	835	533	2,842	3,157	3,632
mass&오셀록	118	-24	90	-94	130	-12	95	-76	-4	90	137
해외	460	201	348	554	496	468	348	846	2,066	1,563	2,158
아시아	540	241	345	543	523	498	375	712	2,241	1,669	2,107
유럽	-30	-35	-10	-11	-1	-1	-1	-37	-116	-86	-39
북미	-50	-5	13	22	-26	-29	-27	171	-59	-20	89
영업이익률	12.9	6.3	7.7	5.9	13.5	8.7	7.8	7.7	9.1	8.2	9.4
국내	13.8	8.3	8.9	4.9	14.8	9.5	9.4	5.3	8.5	9.2	9.9
cosmetics	14.9	9.8	9.5	7.0	16.0	11.0	10.0	7.0	10.0	10.4	11.1
mass&오셀록	7.8	-2.0	6.0	-10.0	8.5	-1.0	6.2	-8.0	-0.1	1.7	2.6
해외	8.8	3.9	7.1	9.5	8.9	8.3	6.5	12.7	10.5	7.6	9.5
아시아	10.8	5.0	7.6	10.0	10.0	9.5	7.8	11.6	12.0	8.4	9.8
유럽	-51.7	-72.9	-16.9	-13.8	-1.0	-1.0	-1.0	-44.2	-40.0	-35.0	-15.0
북미	-27.5	-2.3	4.5	7.6	-10.0	-9.0	-6.0	38.0	-8.7	-2.0	6.0
%YoY	-20.9	-39.8	40.5	234.5	11.6	50.0	9.4	45.3	-19.2	-4.2	24.2
국내	-17.8	-20.5	68.8	흑전	14.0	23.3	12.2	17.9	-32.1	14.4	16.1
해외	-43.5	-55.8	32.8	3.5	7.9	133.0	-0.1	52.6	6.4	-24.3	38.1
아시아	-36.4	-55.1	14.6	-2.1	-3.1	106.7	8.7	31.1	-4.9	-29.5	16.6
유럽	57.9	0.0	-69.7	-61.1	-98.0	-98.6	-93.5	228.8	적지	적지	적지
북미	212.5	-89.4	-316.7	124.0	-47.2	485.9	-304.6	664.7	적지	적지	흑전

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	1,570	1,733	1,815
현금및현금성자산	604	736	710	821	894
매출채권및기타채권	382	319	342	375	385
재고자산	375	403	400	448	469
비유동자산	3,698	3,804	4,062	4,230	4,527
유형자산	2,613	2,713	2,972	3,139	3,436
무형자산	240	254	254	254	254
투자자산	62	54	54	54	54
자산총계	5,376	5,371	5,697	6,027	6,406
유동부채	1,046	763	838	848	860
매입채무및기타채무	597	548	619	634	647
단기차입금및단기차	85	71	76	72	70
유동상장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	154	162	165	165	165
차입금및차입금	43	45	48	48	48
부채총계	1,200	925	1,003	1,013	1,024
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,457	3,726	3,972	4,288	4,652
비지배주주지분	22	24	27	30	34
자본총계	4,175	4,446	4,695	5,014	5,382

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	513	647	677	597	705
당기순이익	398	335	323	401	453
현금유출이없는비용및수익	482	484	397	400	420
유형및무형자산상각비	224	266	290	259	267
영업관련자산부채변동	-124	-28	75	-51	-2
매출채권및기타채권의감소	-37	37	-24	-32	-10
재고자산의감소	4	-77	3	-48	-21
매입채무및기타채무의증가	-32	-20	70	15	14
투자활동현금흐름	-401	-414	-531	-405	-547
CAPEX	-769	-405	-548	-426	-565
투자자산의순증	-6	8	0	0	0
재무활동현금흐름	-111	-103	-76	-81	-85
차입금및채무의증가	-18	-13	8	-5	-2
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-109	-88	-81	-75	-81
기타현금흐름	-20	2	-95	0	0
현금의증가	-20	131	-25	111	73
기초현금	624	604	736	710	821
기말현금	604	736	710	821	894

자료: 아모레퍼시픽 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,600	6,068	6,421
매출원가	1,380	1,435	1,509	1,553	1,650
매출총이익	3,744	3,843	4,091	4,514	4,771
판매비	3,148	3,361	3,629	3,941	4,138
영업이익	596	482	462	573	633
EBITDA	820	748	752	832	900
영업외손익	-29	-29	-20	-20	-14
금융손익	11	10	11	11	13
투자손익	0	0	1	1	0
기타영업외손익	-40	-39	-32	-32	-27
세전이익	567	453	441	553	620
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	323	401	453
지배주주지분순이익	394	332	320	397	450
비지배주주지분순이익	4	3	3	3	4
총포괄이익	396	358	323	401	453
증감률(%YoY)					
매출액	-9.2	3.0	6.1	8.4	5.8
영업이익	-29.7	-19.2	-4.2	24.2	10.4
EPS	-38.9	-16.0	-3.5	25.0	13.6

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
당당지표(원)					
EPS	6,508	5,469	5,276	6,593	7,489
BPS	60,186	64,072	67,635	72,220	77,488
DPS	1,280	1,180	1,080	1,190	1,280
Multiple(배)					
P/E	46.8	38.3	37.9	31.4	27.6
P/B	5.1	3.3	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	23.2	17.0	16.0	14.9	13.7
수익성(%)					
영업이익률	11.6	9.1	8.2	9.4	9.9
EBITDA마진	16.0	14.2	13.4	13.7	14.0
순이익률	7.8	6.3	5.8	6.6	7.1
ROE	9.8	7.7	7.0	8.2	8.7
ROA	7.5	6.2	5.8	6.8	7.3
ROIC	14.4	11.1	9.9	11.5	12.0
안정성및기타					
부채비율(%)	28.7	20.8	21.4	20.2	19.0
이자보상배율(배)	193.6	206.4	202.5	248.3	281.6
배당성향(배)	18.8	20.6	19.4	17.2	16.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

아모레퍼시픽 현주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
17/10/31	Hold	310,000	1.3 8.7	19/02/01	Hold	165,000	17.3 42.1
18/01/11	Buy	380,000	-18.2 -7.5	19/04/16	Hold	200,000	-5.3 17.8
18/05/10	Buy	400,000	-19.1 -14.5	19/07/09	Hold	180,000	-20.5 2.2
18/07/04	Buy	360,000	-20.7 -17.6	19/10/31	Buy	230,000	-16.2 -9.8
18/07/27	Hold	300,000	-18.4 -7.7	20/01/08	Buy	270,000	-
18/10/30	Hold	170,000	3.4 23.2				
19/01/10	Hold	190,000	-5.6 -0.3				

BUY(유지)

신세계인터내셔널

031430

목표주가(유지) 300,000원 현재주가(01/07) 246,500원 Up/Downside +21.7% 투자 의견(유지) Buy

2020. 01. 08

단기 모멘텀 플레이 go!

단기 실적 모멘텀 개선 지속: 4Q19 비디비치 매출이 2Q, 3Q 대비 MoM으로 회복 추세에 있는 것으로 파악된다. 면세 트래픽이 증가함에 따라 클렌징품이나 스킨케어 등 기존 히트 아이템의 매출 신장세가 부각되어 보이며, 중국 티몰글로벌과 징둥닷컴, 더 나아가 티몰 내수관 입점으로 비디비치 매출이 증가하고 있다. 특히 광군제에 비디비치 브랜드가 처음으로 참여해 티몰 글로벌과 징둥닷컴에서 기대 이상의 매출을 달성한 것으로 보인다. 인플루언서와 온라인 채널을 활용해 적극적인 마케팅 활동을 펼치고 있고, 중국 밀레니얼 세대를 타겟으로 한 전략 상품 개발로 웨이보나 샤오홍수 등에서 비디비치 브랜드 팔로워수가 빠르게 늘고 있어 긍정적이다.

신규 브랜드 런칭으로 화장품 라인업 강화: 비디비치의 매출 비중이 절대적이긴 하나 아워글래스(비건, 색조)나 네츄라비세(기초) 등 수입 럭셔리 화장품 브랜드들도 매출 기여가 높아지고 있다. 특히 수입 브랜드들은 자체 브랜드보다 마진이 높은 것으로 알려져 이익 개선에 기여하는 바가 크다. 멀티 브랜드매장 라페르바에서 판매하는 제품 중 성장 가능성이 높은 브랜드는 단독 브랜드로 런칭해 화장품 사업의 포트폴리오를 다양화하겠다는 방침이다. 높은 가격대 화장품 브랜드들의 라인업이 두터워지면서 화장품 사업 부문의 이익률 개선 추세는 여전히 우상향을 전망한다.

실적 개선 중, 밸류에이션 매력 증가: 절대 매출과 이익 성장세는 타 소비자 기업들보다 월등하게 높으며, 2020년 상반기 화장품 신규 브랜드 런칭도 다수 앞두고 있어 오히려 컨센서스가 보수적이라 판단된다. 성장성 대비 밸류에이션 매력 커 적극적 매수 대응을 권한다

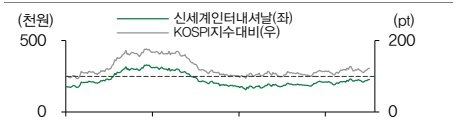
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,103	1,263	1,429	1,603	1,809
(증가율)	8.0	14.5	13.2	12.2	12.9
영업이익	25	56	88	127	172
(증가율)	-5.9	118.3	58.8	44.0	35.2
지배주주순이익	24	57	79	111	153
EPS	3,371	8,052	11,041	15,592	21,491
PER (H/L)	23.8/16.4	30.4/8.8	19.9	14.5	10.5
PBR (H/L)	1.2/0.8	3.2/0.9	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA (H/L)	14.6/12.0	21.0/8.5	14.2	11.0	8.2
영업이익률	2.3	4.4	6.2	7.9	9.5
ROE	5.0	11.1	13.6	16.7	19.5

Stock Data

52주 최저/최고	155,000/330,000원
KOSDAQ /KOSPI	655/2,155pt
시가총액	16,172억원
60일-평균거래량	57,791
외국인지분율	6.8%
60일-외국인지분율변동주이	+0.7%p
주요주주	신세계 외 2인 60.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.3	18.6	25.5
상대기준	-1.2	11.2	17.1

도표 66. 신세계인터내셔널 분기, 연간 실적

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
연결매출	3,659	3,017	3,599	4,013	3,999	3,489	3,992	4,552	12,627	14,289	16,031
%YoY	20.2	6.5	15.5	10.5	9.3	15.6	10.9	13.4	14.5	13.2	12.2
해외브랜드	858	881	918	1,086	875	903	937	1,110	3,754	3,744	3,825
%YoY	-5.9	-0.9	3.2	2.2	2.0	2.5	2.0	2.2	-1.4	-0.3	2.2
국내브랜드	904	581	891	911	922	590	916	943	3,228	3,287	3,371
%YoY	1.5	-4.4	4.1	4.4	2.0	1.5	2.8	3.5	-16.6	1.8	2.5
코스메틱	1,032	766	915	1,001	1,315	1,187	1,235	1,451	2,219.4	3,713	5,188
%YoY	158.6	39.7	61.1	42.0	27.5	55.0	35.0	45.0	258.0	67.3	39.7
라이프스타일	480	515	596	552	499	533	620	580	2,006	2,143	2,231
%YoY	6.5	1.7	13.8	5.0	4.0	3.5	4.0	5.0	3.9	6.8	4.1
신세계톱보이	379	273	279	463	387	276	285	468	1,413	1,395	1,415
%YoY	-4.2	-4.6	2.4	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0	-2.2	-1.3	1.5
매출총이익	2,172	1,836	1,970	2,297	2,383	2,169	2,295	2,582	7,034	8,275	9,429
%of sales	59.4	60.9	54.7	57.2	59.6	62.2	57.5	56.7	55.7	57.9	58.8
%YoY	34.5	11.7	18.3	8.9	9.7	18.1	16.5	12.4	22.4	17.6	13.9
영업이익	292	146	191	254	328	277	278	387	555	882	1,270
%of sales	8.0	4.8	5.3	6.3	8.2	7.9	7.0	8.5	4.4	6.2	7.9
%YoY	146.5	2.2	66.0	41.4	12.3	90.2	45.9	52.6	118.3	58.8	44.0

자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368	404	503	622	794
현금및현금성자산	3	12	30	93	190
매출채권및기타채권	134	139	171	196	229
재고자산	218	236	280	307	342
비유동자산	583	579	563	552	549
유형자산	332	328	318	312	313
무형자산	46	43	38	33	29
투자자산	123	140	140	140	140
자산총계	951	982	1,073	1,182	1,351
유동부채	304	246	265	270	296
매입채무및기타채무	86	110	139	149	181
단기차입금및단기차대	98	61	61	61	61
유동상장기부채	106	61	51	46	41
비유동부채	151	191	191	191	191
사채및장기차입금	142	183	183	183	183
부채총계	455	438	456	462	488
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	121	120	120	120	120
이익잉여금	337	389	461	563	706
비지배주주지분	2	2	2	3	3
자본총계	496	545	617	720	863

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	14	107	80	108	149
당기순이익	24	58	79	112	154
현금유출이없는비용및수익	64	55	69	70	76
유형및무형자산상각비	37	38	40	37	36
영업관련자산부채변동	-58	-14	-51	-46	-42
매출채권및기타채권의감소	-16	-4	-32	-25	-33
재고자산의감소	-3	-21	-44	-27	-34
매입채무및기타채무의증가	-21	12	29	11	31
투자활동현금흐름	-31	-42	-31	-26	-31
CAPEX	-33	-27	-24	-26	-34
투자자산의순증	-8	-17	0	0	0
재무활동현금흐름	4	-55	-23	-19	-21
사채및차입금의 증가	0	-49	-10	-5	-6
자본금및자본잉여금의증가	0	-1	0	0	0
배당금지급	-4	-4	-6	-7	-9
기타현금흐름	0	0	-8	0	0
현금의증가	-14	9	18	63	98
기초현금	17	3	12	30	93
기말현금	3	12	30	93	190

자료: 신세계인터내셔널, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,103	1,263	1,429	1,603	1,809
매출원가	528	559	601	660	717
매출총이익	575	703	828	943	1,092
판매비	549	648	739	816	921
영업이익	25	56	88	127	172
EBITDA	63	94	128	164	208
영업외손익	7	3	8	12	21
금융손익	-3	-7	-7	-7	-6
투자손익	9	11	16	20	28
기타영업외손익	1	-1	-1	-1	-1
세전이익	32	59	96	140	192
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	58	79	112	154
지배주주지분순이익	24	57	79	111	153
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	1
총포괄이익	22	54	79	112	154
증감률(%YoY)					
매출액	8.0	14.5	13.2	12.2	12.9
영업이익	-5.9	118.3	58.8	44.0	35.2
EPS	38.6	138.9	37.1	41.2	37.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	3,371	8,052	11,041	15,592	21,491
BPS	69,236	76,024	86,065	100,457	120,448
DPS	600	850	1,000	1,200	1,500
Multiple(배)					
P/E	22.0	24.2	19.9	14.5	10.5
P/B	1.1	2.6	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	14.0	17.9	14.2	11.0	8.2
수익성(%)					
영업이익률	2.3	4.4	6.2	7.9	9.5
EBITDA마진	5.7	7.4	9.0	10.2	11.5
순이익률	2.2	4.6	5.5	7.0	8.5
ROE	5.0	11.1	13.6	16.7	19.5
ROA	2.5	6.0	7.7	9.9	12.2
ROC	3.0	8.5	11.1	14.9	19.1
안정성및기타					
부채비율(%)	91.6	80.3	74.0	64.2	56.5
이자보상배율(배)	2.9	6.8	11.9	17.6	24.2
배당성향(배)	17.7	10.5	9.0	7.7	7.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

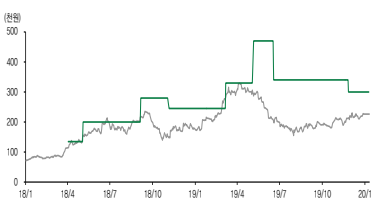
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

신세계인터내셔널 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/04/09	Buy	135,000	-2.8 10.7	19/12/03	Buy	300,000	- -
18/05/11	Buy	200,000	-9.1 8.5				
18/09/12	Buy	280,000	-33.7 -15.9				
18/11/12	Buy	245,000	-19.6 13.3				
19/03/14	Buy	330,000	-7.1 0.0				
19/05/13	Buy	470,000	-45.1 -35.9				
19/06/25	Buy	340,000	-44.2 -36.8				

Buy

클리오

237880

목표주가(상향) 32,000원 현재주가(01/07) 23,950원 Up/Downside +33.6% 투자의견(유지) Buy

2020. 01. 08

혁신의 아이콘 ③

파격적인 행보 이면엔 철저한 시뮬레이션: 그간 위기를 극복해나기 위해 해외 입점을 접는 등의 파격적인 행보를 보여왔고, 임직원들의 의식 변화에 따른 성과가 실적으로 보여지고 있는 게 아닌가 판단된다. 따라서 혁신 가치의 반영이 예상되는 기업으로서 동사를 꼽는다. 충분한 시장 스터디와 시뮬레이션을 통해 전략이 도출되기까지의 일련의 과정을 보여 줌으로서 중장기 성장에 대한 자신감을 엿볼 수 있는 시기이다.

2020년 실적 성장 모멘텀 강제 예상: 2020년 가이던스 매출 2,800억원, 영업이익 260억원으로 채널별로는 클럽클리오 530억원, H&B 670억원, 온라인 640억원, 면세 370억원, 도매/홈쇼핑 190억원, 글로벌 400억원 수준이다. 현 성장 추세를 유지하되 해외 실적에 드라이브를 걸겠다는 의도로 보이는데 중국과 일본향 매출로 글로벌 매출을 대부분 채울 것으로 예상된다. 참고로 구달 브랜드가 일본 오프라인 시장에 본격 진출하면서 매출 기여를 기대해 볼만하다.

연간 추정치 상향, 목표주가 상향: 4Q19 매출은 광군제 효과에 힘입어 컨센서스를 상회하는 실적 달성이 가능할 것으로 보이지만, 영업이익은 계절적 특수으로 인한 비용 부담, 성과급 반영 등으로 컨센서스에 부합하거나 소폭 하회할 수도 있어 보인다. 다만 매출 증가만큼의 이익 개선 꾸준하고, 2020년 효율화 노력이 실적으로 연결되는 첫 시기로서 클리오 만한 기업도 없다는 판단이다. 2020년 추정치 상향으로 목표주가도 상향했으며, 업종 내 선호 관점을 지속해서 유지한다.

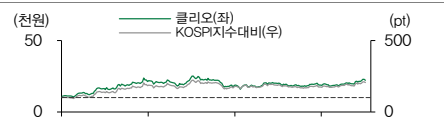
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

Stock Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	194	187	245	296	343
(증가율)	0.0	-3.3	30.6	20.9	16.1
영업이익	11	-2	20	28	35
(증가율)	-57.7	적전	흑전	43.6	23.0
지배주주순이익	8	1	16	24	30
EPS	460	59	954	1,420	1,763
PER (H/L)	95/57.6	706/173.7	23.0	15.7	12.6
PBR (H/L)	5.6/3.4	5.4/1.3	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA (H/L)	46.9/28.3	369.2/79.3	12.8	8.5	6.2
영업이익률	5.6	-0.8	8.0	9.5	10.1
ROE	5.6	0.7	10.9	14.6	15.8

52주 최저/최고	10,600/25,150원
KOSDAQ /KOSPI	655/2,155pt
시가총액	3,775억원
60일-평균거래량	130,357
외국인지분율	9.9%
60일-외국인지분율변동주이	+2.2%p
주요주주	한현옥 외 4인 68.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.4	22.6	103.2
상대기준	9.6	16.3	106.0

도표 67. 실적 추정치 상황

(단위: 억원, %)

	19년E			20년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	2,447	2,349	4.2	2,958	2,879	2.8
영업이익	196	168	16.5	281	234	20.1
순이익	162	130	24.5	241	200	20.4

자료: DB금융투자

도표 68. 클리오 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
매출	578	609	622	638	696	742	771	750	1,873	2,447	2,958
%YoY	27.2	31.3	34.3	29.6	20.3	21.9	23.9	17.6	-3.3	30.6	20.9
유통채널별											
클럽클리오	136	121	123	142	143	127	127	148	466	522	546
H&B	139	157	173	151	160	182	194	177	459	619	712
온라인	124	121	127	159	167	174	185	191	366	531	717
면세점	74	88	96	102	102	119	137	103	225	360	461
글로벌	60	80	59	52	75	96	80	93	208	251	343
도매수출	45	43	44	32	49	45	47	38	149	164	179
%YoY											
클럽클리오	42.6	10.0	1.0	2.2	5.0	5.0	4.0	4.0	15.7	12.0	4.5
H&B	30.1	31.8	37.4	40.6	15.0	16.0	12.5	16.8	-0.8	35.0	15.0
온라인	59.3	54.5	41.1	32.6	35.0	44.0	45.0	20.2	72.1	45.0	35.0
면세점	43.5	49.8	97.0	54.4	38.0	35.0	42.0	1.5	-4.3	60.0	28.0
글로벌	-8.8	14.4	68.1	37.4	25.0	20.0	35.0	79.4	-13.7	20.3	37.0
도매수출	-20.7	51.8	5.4	46.5	8.0	5.0	8.0	19.8	-61.1	10.1	9.5
영업이익	32	50	61	52	49	74	85	73	-16	196	281
% of sales	5.5	8.3	9.9	8.2	7.0	10.0	11.0	9.8	-0.9	8.0	9.5
%YoY	406.4	흑전	흑전	5,917.6	52.9	47.1	37.9	41.1	-115.0	흑전	43.6

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	183	118	132	152	174
현금및현금성자산	13	9	10	15	28
매출채권및기타채권	19	20	22	29	34
재고자산	23	30	25	35	41
비유동자산	50	71	77	78	89
유형자산	27	38	40	41	49
무형자산	2	2	1	1	1
투자자산	17	27	32	33	36
자산총계	233	189	211	232	265
유동부채	81	39	47	48	54
매입채무및기타채무	24	20	31	33	38
단기차입금및단기차대	0	18	15	13	15
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	8	9	9	9
사채및장기차입금	0	0	1	1	1
부채총계	88	47	56	56	63
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	65	66	66	66	66
이익잉여금	76	75	89	109	136
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	145	141	155	176	202

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-23	62	29	15	37
당기순이익	8	1	16	24	30
현금유출이없는비용및수익	9	7	10	18	28
유형및무형자산상각비	3	3	6	12	19
영업관련자산부채변동	-34	53	7	-21	-13
매출채권및기타채권의감소	-1	-2	-2	-7	-5
재고자산의감소	-2	-9	4	-10	-6
매입채무및기타채무의증가	-9	-4	11	2	4
투자활동현금흐름	-13	-23	-1	-4	-21
CAPEX	-6	-13	-7	-12	-27
투자자산의순증	-3	-10	-5	-1	-4
재무활동현금흐름	-5	-43	-5	-6	-3
사채및차입금의 증가	0	-39	-3	-2	2
자본금및자본잉여금의증가	-28	0	0	0	0
배당금지급	-4	-2	0	-2	-3
기타현금흐름	0	0	-22	0	0
현금의증가	-41	-4	1	5	13
기초현금	54	13	9	10	15
기말현금	13	9	10	15	28

자료: 클리오, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	194	187	245	296	343
매출원가	76	82	108	127	141
매출총이익	118	106	137	169	203
판매비	107	107	117	141	168
영업이익	11	-2	20	28	35
EBITDA	14	2	26	40	54
영업외손익	-2	4	1	3	4
금융손익	0	5	4	4	5
투자손익	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	-3	-1	-1
세전이익	10	2	21	31	38
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	1	16	24	30
지배주주지분순이익	8	1	16	24	30
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	1	16	24	30
증감률(%YoY)					
매출액	0.0	-3.3	30.6	20.9	16.1
영업이익	-57.7	적전	흑전	43.6	23.0
EPS	-66.0	-87.2	1,523.9	48.9	24.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	460	59	954	1,420	1,763
BPS	7,894	7,692	8,438	9,569	11,019
DPS	100	0	150	200	200
Multiple(배)					
P/E	79.8	246.1	23.0	15.7	12.6
P/B	4.7	1.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	39.3	116.2	12.8	8.5	6.2
수익성(%)					
영업이익률	5.6	-0.8	8.0	9.5	10.1
EBITDA마진	7.1	0.9	10.5	13.4	15.7
순이익률	4.1	0.5	6.6	8.1	8.7
ROE	5.6	0.7	10.9	14.6	15.8
ROA	3.3	0.5	8.1	10.9	12.0
ROC	22.4	-0.9	17.4	23.3	23.6
안정성및기타					
부채비율(%)	61.0	33.6	36.2	32.2	31.1
이자보상배율(배)	2.1	-0.3	9.7	15.8	19.1
배당성향(배)	21.2	0.0	15.4	13.8	11.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

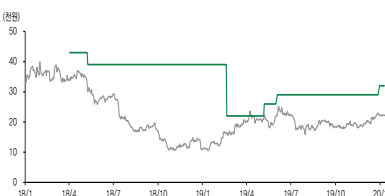
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

클리오 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/04/09	Buy	43,000	-18.1	-14.0					
18/05/16	Buy	39,000	-54.2	-19.6					
19/02/26	Buy	22,000	-11.5	7.7					
19/05/14	Buy	26,000	-22.8	-15.4					
19/06/10	Buy	29,000	-31.8	-13.3					
20/01/08	Buy	32,000	-	-					

Buy

토니모리

214420

목표주가(하향) 13,000원 현재주가(01/07) 10,900원 Up/Downside +19.3% 투자의견(유지) Buy

2020. 01. 08

이젠 성과가 필요한 때

다양한 시도는 혁신 관점에서 긍정적, 다만 단기 이익 모멘텀 약세: 오프라인 로드샵 채널의 매출 감소가 지속되고 있어 고정비 부담이 큰 것으로 파악된다. 오히려 2018년보다 2019년에 로드샵 매출 하락세가 컸고, 4Q19와 1Q20에도 매출의 방향성이 바뀌진 못했을 것으로 예상된다. 다만 온라인이나 면세, 수출 쪽에서의 매출은 고성장세를 유지하고 있다. 인디 브랜드의 출시가 온라인 채널 등을 비롯한 신성장 채널에서 긍정적 효과를 나타낼지는 지켜봐야겠지만 혁신 관점에서 시도 자체는 높이 평가하는 바이다. 또한 컨시크를 포함해 홈쇼핑 제품들의 소비자 반응도 호조를 보이고 있어 홈쇼핑 채널의 매출 기여가 점차 커질 것으로 예상된다. 이밖에 해외 바이어들의 리오더 수요 사이클이 점차 짧아지는 것으로도 판단되어 수출 성장의 기대감을 높여보는 것도 무난하다.

제조법인 수출 정상화로 이익 기여 예상: 소규모 브랜드들의 활약도 기대되지만 제조법인 메가코스K의 가동 효율 개선이 전사 영업이익 개선에 기여할 것으로 전망된다. 2017년부터 가동을 개시한 이후 고정비 부담과 수출 이슈가 있어왔는데 작년부터 수출이 정상화되면서 월별 손익 분기점 부근을 유지하는 것으로 파악된다. 글로벌 브랜드사의 마스크팩 제조로 4Q19부터 제조법인의 이익 기여도 가능했을 것으로 보여 분기 영업적자 규모는 축소될 것으로 예상된다.

가능성이 엿보이는 브랜드사, 트레이딩 관점에서 접근: 단기 이익 모멘텀의 회복을 기대하기는 어렵겠으나 지속적으로 비용 관리 중인 것으로 파악되며, 신제품 출시와 채널 구조조정 중으로 관련한 긍정적 효과는 2020년 중에 실적으로 보여지리라 기대해본다. 추정치 하락과 밸류에이션 조정으로 목표주가를 하향했으며, 펀더멘탈의 근본적 개선 확인시까지 당분간 트레이딩 관점에서 보수적인 접근을 권한다.

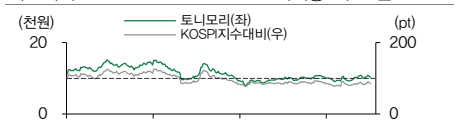
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	206	181	176	190	209
(증가율)	-11.7	-12.0	-2.9	8.0	10.1
영업이익	-2	-5	-2	6	9
(증가율)	적전	적지	적지	흑전	54.2
지배주주순이익	-6	-8	1	5	7
EPS	-312	-428	42	296	402
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	246.5	34.5	25.3
PBR (H/L)	3.7/2.0	3.7/1.2	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA (H/L)	437/256.5	NA/NA	62.9	16.6	12.5
영업이익률	-0.9	-2.8	-1.0	3.0	4.2
ROE	-4.6	-6.9	0.7	4.9	6.3

Stock Data

52주 최저/최고	7,980/15,200원
KOSDAQ / KOSPI	655/2,155pt
시가총액	1,799억원
60일-평균거래량	196,435
외국인지분율	0.5%
60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
주요주주	배해동 외 3 인 66.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	9.4	8.4	-5.1
상대기준	5.7	1.6	-11.5

도표 69. 토니모리 연간, 분기 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
연결매출	414	460	413	471	454	484	461	501	1,837	1,758	1,899
%YoY	-3.7	0.2	-11.0	-2.7	9.5	5.2	11.6	6.4	-10.7	-4.3	8.0
별도매출	392	425	385	433	424	451	424	453	1,725.5	1,635.8	1,751.5
%YoY	-4.9	2.7	-7.1	-3.6	8.2	6.0	10.0	4.5	-14.9	-5.2	7.1
로드	96	92	85	79	81	83	81	72	578.3	351.7	316.5
%YoY	-36.0	-42.3	-32.9	-40.7	-15.0	-10.0	-5.0	-9.3	-22.5	-39.2	-10.0
온라인	29	40	37	47	49	56	56	61	72.6	152.4	221.0
%YoY	89.0	129.2	74.2	18.5	70.0	40.0	50.0	29.9	5.0	110.0	45.0
유통	119	111	106	132	110	103	98	111	504.1	468.8	421.9
%YoY	-7.4	-10.1	-15.5	7.2	-8.0	-7.0	-8.0	-15.9	-15.0	-7.0	-10.0
면세	57	70	68	70	76	87	85	87	229.3	263.7	334.9
%YoY	9.6	34.1	20.0	11.9	34.0	25.0	25.0	25.3	-22.0	15.0	27.0
수출	92	113	89	106	108	122	105	122	341.3	399.3	457.2
%YoY	36.2	82.7	5.4	16.1	18.0	8.0	18.0	15.4	5.0	17.0	14.5
메가코스크	58	67	67	73	81	89	98	108	202.6	264.5	375.1
매출총이익	242	281	232	248	270	290	277	284	1,062	1,002	1,121
%YoY	58.3	60.9	56.1	52.7	59.5	60.0	60.0	56.7	57.8	57.0	59.0
영업이익	-14	13	-21	5	7	15	14	22	-24	-18	57
%YoY	적지	흑전	적전	흑전	흑전	13.4	흑전	343.7	21.8	-25.8	흑전
% of sales	-3.4	2.8	-5.1	1.0	1.5	3.0	3.0	4.4	-1.3	-1.0	3.0

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	108	100	89	93	99
현금및현금성자산	28	21	27	22	20
매출채권및기타채권	29	31	28	33	36
재고자산	31	33	14	15	16
비유동자산	91	104	117	128	138
유형자산	56	67	81	93	104
무형자산	9	11	10	10	9
투자자산	24	24	24	24	24
자산총계	200	204	210	226	242
유동부채	46	57	61	63	62
매입채무및기타채무	31	29	30	29	30
단기차입금및단기차대	10	24	26	29	27
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	40	41	44	53	64
사채및장기차입금	31	33	36	45	56
부채총계	85	99	105	116	126
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	54	54	54	54	54
이익잉여금	60	51	51	56	62
비지배주주지분	0	0	0	0	1
자본총계	114	106	105	110	116

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-2	-14	30	8	16
당기순이익	-6	-8	1	5	7
현금유출이없는비용및수익	7	7	6	11	14
유형및무형자산상각비	3	4	5	8	10
영업관련자산부채변동	2	-12	23	-7	-3
매출채권및기타채권의감소	3	20	3	-4	-4
재고자산의감소	3	-3	19	-1	-1
매입채무및기타채무의증가	-11	-24	1	-1	1
투자활동현금흐름	-52	-7	-19	-22	-22
CAPEX	-32	-19	-18	-19	-20
투자자산의순증	-6	1	0	0	0
재무활동현금흐름	41	14	1	9	4
사채및차입금의 증가	45	15	5	13	8
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	0	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	0	-5	0	0
현금의증가	-14	-7	6	-5	-1
기초현금	41	28	21	27	22
기말현금	28	21	27	22	20

자료: 토니모리 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	206	181	176	190	209
매출원가	83	78	76	78	84
매출총이익	123	103	100	112	125
판매비	125	108	102	106	117
영업이익	-2	-5	-2	6	9
EBITDA	1	-1	3	13	18
영업외손익	-2	1	2	1	1
금융손익	-2	0	1	0	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	1	1	1
세전이익	-4	-4	1	7	10
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6	-8	1	5	7
지배주주지분순이익	-6	-8	1	5	7
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-6	-8	1	5	7
증감률(%YoY)					
매출액	-11.7	-12.0	-2.9	8.0	10.1
영업이익	적전	적지	적지	흑전	54.2
EPS	적전	적지	흑전	597.2	36.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당주요지표(원)					
EPS	-312	-428	42	296	402
BPS	6,473	5,966	5,959	6,205	6,558
DPS	50	100	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	246.5	34.5	25.3
P/B	2.7	1.9	1.8	1.6	1.6
EV/EBITDA	338.4	NA	62.9	16.6	12.5
수익성(%)					
영업이익률	-0.9	-2.8	-1.0	3.0	4.2
EBITDA마진	0.5	-0.5	1.9	7.0	8.8
순이익률	-2.7	-4.3	0.4	2.8	3.5
ROE	-4.6	-6.9	0.7	4.9	6.3
ROA	-2.9	-3.9	0.4	2.5	3.1
ROIC	-3.2	-9.0	-1.2	3.7	5.0
안정성및기타					
부채비율(%)	74.9	93.5	99.2	105.6	108.0
이자보상배율(배)	-2.4	-2.3	-0.7	1.9	2.6
배당성향(배)	-5.3	-15.2	113.2	16.2	11.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

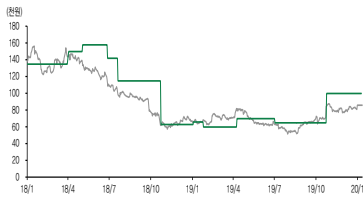
토니모리 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/04/09	Buy	23,000	-38.7 -10.0				
19/02/26	Buy	20,000	-44.4 -24.5				
20/01/08	Buy	13,000	-				

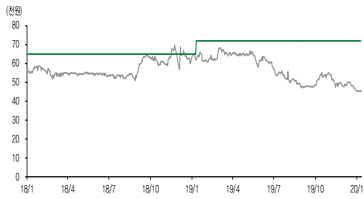
아모레G 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/10/31	Hold	135,000	5.5	17.4	19/02/01	Hold	60,000	17.9	36.5
18/04/09	Hold	150,000	-5.1	-2.0	19/04/16	Hold	70,000	-1.8	16.7
18/05/10	Buy	158,000	-20.7	-14.9	19/07/09	Hold	65,000	-4.4	30.0
18/07/04	Buy	142,000	-24.7	-21.8	19/10/31	Buy	100,000	-	-
18/07/27	Hold	115,000	-21.7	-10.9					
18/10/30	Hold	63,000	3.0	15.4					
19/01/10	Hold	66,000	0.2	4.4					

영원무역홀딩스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/15	Buy	65,000	-13.9	-0.3					
18/11/15	1년경과		-1.6	7.2					
19/01/17	Buy	72,000	-	-					

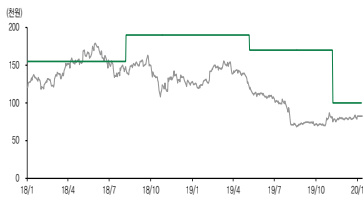
태평양물산 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/06/01	Buy	6,000	-39.6	-23.8					
18/05/16	Buy	5,000	-40.1	-37.4					
18/07/03	Buy	4,200	-	-					

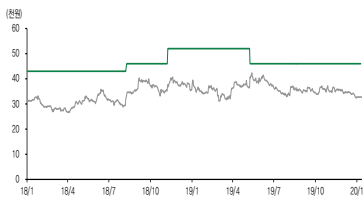
코스맥스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/14	Buy	155,000	-9.0	15.5					
18/08/14	Buy	190,000	-27.7	-14.2					
19/05/14	Buy	170,000	-47.2	-29.1					
19/11/14	Buy	100,000	-	-					

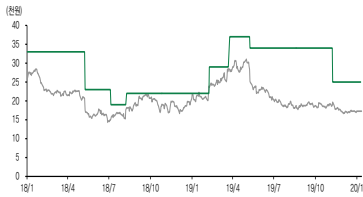
영원무역 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/05/16	Buy	43,000	-25.2	-12.3					
18/05/16	1년경과		-26.2	-16.6					
18/08/16	Buy	46,000	-20.8	-12.5					
18/11/15	Buy	52,000	-30.2	-21.8					
19/05/16	Buy	46,000	-	-					

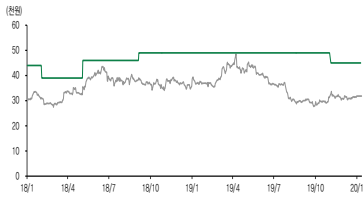
한세실업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/15	Buy	33,000	-248	-10.3	19/11/15	Buy	25,000	-	-
18/05/16	Hold	23,000	-296	-22.4					
18/07/12	Buy	19,000	-138	-7.4					
18/08/16	Buy	22,000	-11.3	8.6					
19/02/15	Buy	29,000	-12.0	-1.7					
19/04/01	Buy	37,000	-21.2	-16.1					
19/05/16	Buy	34,000	-41.2	-26.9					

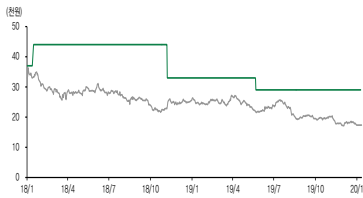
한섬 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/29	Buy	44,000	-27.8	-23.6					
18/02/09	Buy	39,000	-20.2	-9.7					
18/05/11	Buy	46,000	-15.4	-5.5					
18/09/12	Buy	49,000	-22.8	-0.8					
19/09/12	1년경과		-39.6	-35.7					
19/11/11	Buy	45,000	-	-					

LF 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/11/14	Buy	37,000	-15.2	-1.9					
18/01/22	Buy	44,000	-37.6	-20.7					
18/11/14	Buy	33,000	-24.4	-17.4					
19/05/29	Buy	29,000	-	-					

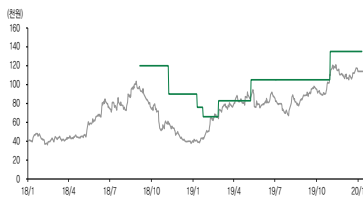
한국콜마 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/08/16	Buy	93,000	-146	-0.3					
18/07/02	Hold	93,000	-22.0	-11.4					
18/08/16	Hold	77,000	-12.5	2.6					
19/02/14	Buy	80,000	-25.0	2.9					
19/11/15	Buy	57,000	-	-					

F&F 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/12	Buy	120,000	-40.3	-20.2					
18/11/15	Buy	90,000	-49.7	-34.3					
19/01/17	Buy	76,000	-46.3	-43.2					
19/01/30	Buy	66,000	-10.8	4.4					
19/03/05	Buy	83,000	-3.1	11.2					
19/05/16	Buy	105,000	-19.3	5.2					
19/11/07	Buy	135,000	-	-					

MEMO



MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

연구원 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo



산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자웅 연구위원	3425	jaykoo
제약/바이오	정승훈 수석연구원	3460	shjung
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WME타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 노현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구역로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (다시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광정빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.