



WORLD CHANGE
코로나

ANALYST 박현진
(뷰티/패션/생활용품)

동거시대

(Feat. 백테이터)

ANALYST 설태현
(퀀트/해외주식)

Summary



21세기 첨단 과학기술 시대에 신종 바이러스 하나가 전 인류의 생명을 위협하고, 세계 경제마저 멈추게 할 판이다. 돌이켜 보면 유럽 르네상스 시대의 개막도 14세기 중반 흑사병(페스트)이 대유행한게 결정적이었다. 당시 유럽 인구의 1/5만 남을 만큼 인구 손실이 컸고, 이는 곧 유럽 경제의 근간이 되던 봉건영주 체제가 도시자본제로 바뀌는 계기가 됐다. 우리는 COVID-19 확산 사태가 안정되기 전까지 평범했던 일상으로 돌아가기 어렵고, 길게는 최악의 경제 불황을 거치게 될 수도 있다. 하지만 기회는 위기 속에서 얻어진다. COVID-19 팬데믹이 사회/경제 시스템과 문화를 변화시키는 촉매제가 될 것이고, 우리 사회는 변화의 기로에 놓여 있다.

효율성, 저비용을 중시하던 글로벌 밸류체인에서 벗어나 위기관리능력과 복원력을 중시하는 경제체제로 재편될 것으로 보이며, 이 과정에서 공급자들은 수요자들의 니즈를 정확하게 파고들 필요가 있다. 쉽게는 비대면으로도 현존감을 강화할 수 있는 플랫폼의 기술 발전이 예상되고, 나아가선 첨단 기술과 감성을 개인 맞춤형하는 인공지능이 전 산업에 적용될 것이다. 기업들은 가지고 있는 자원의 부가가치를 높이고자 노력할 것이며, 중요한 건 바로 맨파워와 시장 지배력의 유무이다. 인적 자원의 가치가 높은 기업과 혼돈의 시기에도 시장 지배력을 높인 소비자 기업들이 위기 관리 역량이 높다고 볼 수 있고, 이런 기업들이 위기를 기회로 바꿀 가능성이 높다.

비용과 인당 가치 창출력 두 가지를 고려해 맨파워가 높은 소비자 기업들을 선별했고, 1~5월까지의 브랜드별 온라인 매출 트렌드를 분석해 시장 지배력을 높이고 있는 기업들을 다시 골라냈다. 이에 생활용품 업종에서는 LG생활건강, 클리오, 의류 업종에서는 휠라홀딩스, F&F 등이 교집합군에 해당되어 혼돈의 시기를 버텨낼 역량이 높은 기업으로 꼽는다. 이외에도 중소형사 에스제이그룹이나 신규 상장 예정인 더네이처홀딩스가 타고난 맨파워를 토대로 시장 지배력을 높여갈 것으로 분석된다.

대내외 불확실성이 커지며 기업의 실적을 가늠하기 어려워질수록 신속한 데이터의 중요성이 커질 것이라 판단한다. 통계데이터 센터에서는 매월 중순쯤 전월 온라인 거래 빅데이터를 제공해 주며, 이를 활용해 브랜드별 판매 추이를 확인할 수 있다. 온라인에서 이뤄지는 모든 거래를 확인할 수는 없지만 매월 약 1,760만 건에 달하는 빅데이터에서 확인할 수 있는 브랜드별 매출 트렌드는 유용하리라 판단한다. 관심있는 브랜드의 온라인 매출 추이를 확인할 수 있도록 구글 코랩에서 사용할 수 있는 파이선 코드도 제시하니 이 기회에 소비 시장을 분석할 수 있는 데이터 폭을 넓혀 볼 것을 권한다.

Contents

I. 변화의 서막.....	4
COVID-19 가 주는 공포감.....	4
가뭄 속 단비와 같은 경기 부양책.....	5
변화에 발 맞추는 패스트 무버의 자질.....	8
II. 만파위를 갖춘 조직.....	11
인적 자원의 가치 증가.....	11
만파위의 정량적 분석틀 제시.....	14
III. 시장 지배력을 높이는 브랜드.....	18
예측이 어려워질수록 신속한 정보 획득이 답.....	18
빅데이터로 확인하는 코로나 시대 온라인 소비 트렌드.....	20
브랜드 매출 추이에서 찾는 시장 지배력 변화.....	23
코랩(Colab)으로 온라인 수집가격 빅데이터 분석 툴 만들기.....	28
IV. 결론: 위기 시대에 강자.....	34
인적자원과 시장 지배력 우위의 교집합 기업.....	34
V. Coverage Recommendation.....	35
LG 생활건강(051900).....	36
클리오(237880).....	40
코스맥스(192820).....	44
F&F(007700).....	47
힐라홀딩스(081660).....	50
에스제이그룹(306040).....	53
더네이처홀딩스(IPO 예정).....	58
토니모리(214420).....	61

I. 변화의 서막

COVID-19가 주는 공포감

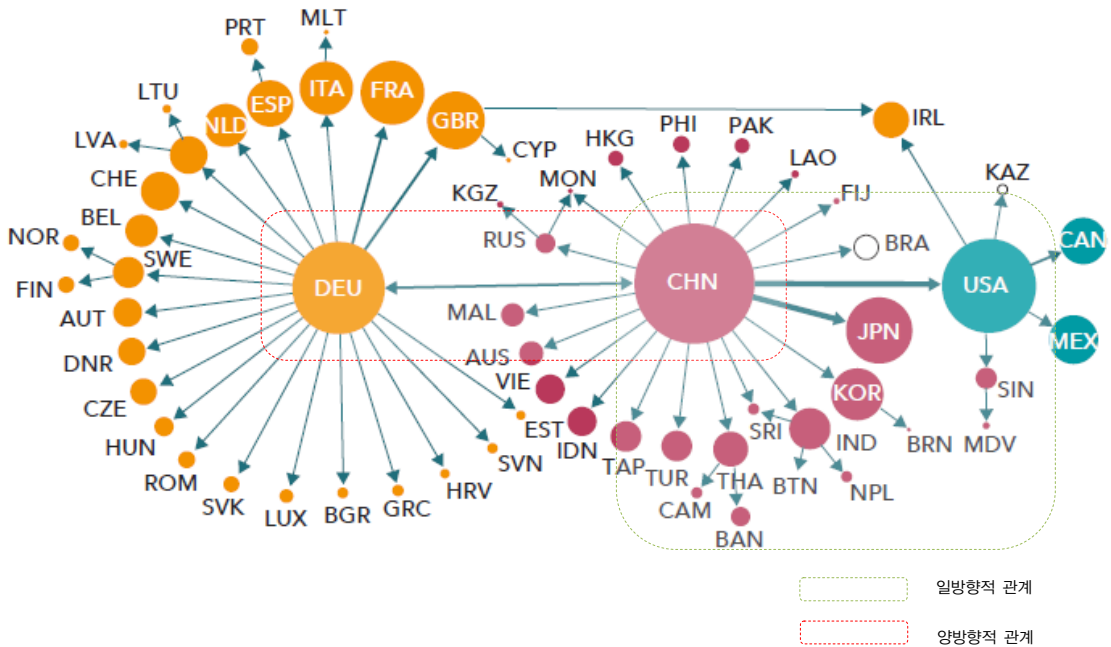
바이러스가 대변혁 촉발

신종 코로나 바이러스의 대유행이 시작된 지 4개월이 지나가는 현 시점에도 바이러스는 여전히 우리의 일상을 위협하고 있다. 하나로 연결된 글로벌이 신종 바이러스까지 수출, 수입하게 되는 악수를 두게 될 줄은 누구도 상상하지 못했을 것이다. 그렇다고 코로나 바이러스가 우리 사회의 변화를 촉발했다고 보진 않는다. 거슬러 올라가면 2017년 글로벌 경기의 저성장 기조가 뚜렷해지면서 각국은 비용 절감, 효율성을 중시하게 되는 산업 트렌드를 반영해 글로벌 밸류 체인이 변화해왔고, 자국의 이득을 우선 순위로 언급하는 자가 인기를 얻었다. 미국의 트럼프 대통령처럼 말이다.

수요와 공급의 공백 반복

그러면서 촉발된 미중 무역분쟁은 교역에 대한 불확실성, 리쇼어링 현상을 부추겼고, 글로벌 밸류 체인의 변화를 시도하게 만들었다. 이러한 변화 흐름 속에 신종 코로나 바이러스가 시계 폭탄을 떨어진 것이다. COVID-19 대확산으로 각국은 봉쇄 조치를 선택했고, 이는 시장 충격으로 이어졌다. 전세계의 수요와 공급에 공백이 수차례 반복되고 있고, 이를 받쳐줘야 할 물류 시스템에도 차질이 생겼다. 봉쇄에 따른 수요 공백이 기업의 경영악화를 초래하고 있고, 공급단에서의 조업 중단, 가동률 하락은 고용 불안으로 이어지는 연쇄 반응이 시장의 두려움을 키운다.

도표 1. 신종 바이러스도 수출, 수입하는 글로벌 밸류 체인: 관계의 방향성과 COVID-19 피해의 수렴



자료: WTO(Global value chain development report 2019), DB금융투자

가뭄 속 단비와 같은 경기 부양책

이례적 규모의 재정정책 집합

사회/경제의 부정적 영향은 COVID-19 사태가 얼마나 빨리 종결되느냐에 달려있고, 무엇보다 백신과 치료제 개발이 관건이다. 하지만 백신과 치료제 개발에는 임상시험과 같은 안정성 검증시간이 필요하기 때문에 단시일 내 우리에게 도움을 줄 것 같진 않다. 시장의 두려움을 잠재우고자 고용 불안, 가계 수입의 감소 등으로 침체된 소비 경기를 진작시키고, 산업 및 기업을 보호하기 위해 정부 주도의 이례 없는 대규모 경기 부양책들이 쏟아지고 있다. 덕분에 우리 사회는 생각보다 빠르게 이성을 찾아가고 있는 것처럼 보이기도 한다. 각국은 소비 경기 부양의 즉각적 효과가 나타날 수 있게 현금을 살포했고, 이는 방역의 생활화로 육체적으로나 정신적으로 지치고 고단한 개인들에게 요긴하게 쓰였다.

도표 2. 주요 국가 COVID-19 관련 경기 부양책 주요 내용

국가	경기 부양책 주요 내용	예산 규모
한국	코로나19 파급영향 최소화와 조기극복을 위한 정책 대응(3/4, 4/16) -금융 안정 및 실물 피해 대책, 긴급재난지원금 등 개인 소득 지원 등	150조원
미국	코로나19 경기 부양책 발표(3/27) -개인 소득지원, 기업 자금대출지원, 공공의료서비스 지원	2조 2억 달러 (2,500조 원)
중국	경기부양과 고용안정에 방점을 둔 슈퍼 부양책 발표(5/22) -소비쿠폰, 실업 보조금, 기업 자금지원, 세제혜택, 인프라 투자	8.25조 위안 (1,404조 원)
일본	코로나19 대응을 위한 긴급경제대책 발표(4/7) -개인 소득지원, 기업 자금지원 등	234조 엔 (2,600조 원)
베트남	포스트 코로나 경제회복을 위한 대책 방향 발표(5/8) -기업 대출지원, 세제혜택, 공공투자지출 촉진 등	32억 달러 (3조 9천억 원)
태국	3차례의 코로나19 대응 경기 부양책 승인 -취약계층 소득지원, 기업 대출지원, 세제혜택, 일자리 창출 등	2.5조 바트 (97조 2천억 원)
인도	코로나19 대응을 위한 경제 지원책 발표(5/12) -기업 대출지원, 금리인하, 정부입찰 혜택 제공 등	20조 루피 (320조 원)
독일	코로나19 위기 극복을 위한 경기 부양패키지 승인(3/23) -기업 대출지원, 직접 자본투자, 세제혜택, 단축근로수당 제공	7,560억 유로 (1,030조 원)
영국	3차례의 코로나19 대응 지원책 발표 -취약계층 소득지원, 대출지원, 고용유지지원금 제공	4,455억 파운드 (680조 원)
프랑스	코로나19 대응 위한 경기 부양책 발표(4/10) -실업급여 지원, 기업 대출지원, 소기업 지원펀드 조성	1천억 유로 (136조 원)

자료: KOTRA, 주요 언론보도, DB금융투자

도표 3. 각국별 개인 현금 지원 혹은 소비 활성화 관련 정책

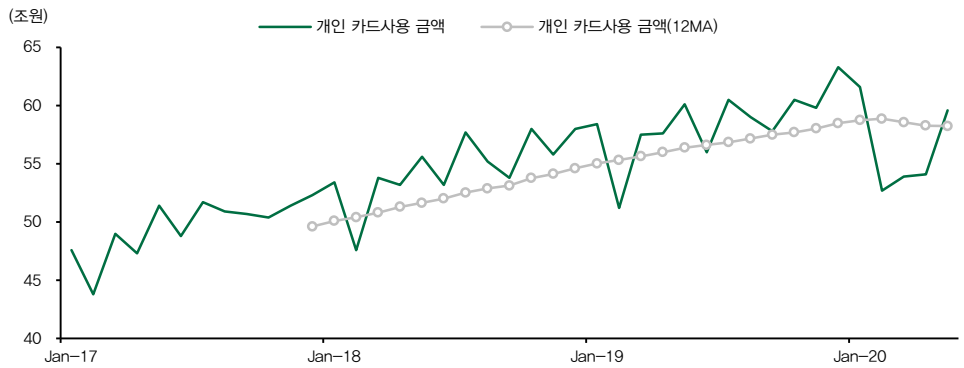
국가	소비 활성화 관련 현금 정책	1인당 수령액 원화 환산시
한국	1인당 평균 40만원 지원(정부, 시, 도 지원금 합산)	40만원
미국	1인당 1,200달러 현금 지급(단 소득별 차등 지급)	145만원
중국	190억위안 규모의 온/오프라인 소비쿠폰 발행 지급	2,200원
일본	1인당 10만엔 소득 지원	112만원
홍콩	1인당 1만홍콩달러 지급	155만원
싱가포르	1인당 300싱가포르달러 지급	26만원

자료: DB금융투자

재난지원금으로 갈증 해소

주요국들이 적게는 20만원 선에서 많게는 150만원 이상 개인들에게 재정 지원을 했고, 이는 단기적으로나마 위축되었던 소비 심리를 자극하는데 충분해 보인다. 한국의 경우 1인당 평균 30~50만원의 지방 및 중앙정부의 재난 지원금을 수령했다. 때에 맞춰 사회적 거리두기에서 생활 속 거리두기로 전환되면서 음식점이나 미용실, 전통 시장 등 소상공인과 지역 유통업체에 조금이나마 자극제가 되었다. 통계청이 제공하는 개인 카드사용 금액 추이를 통해 코로나로 인해 억눌렸던 소비심리가 보상적 소비의 형태로 나타나는 것을 확인할 수 있다.

도표 4. 개인 카드사용 현황: 카드데이터 기반 개인 소비 동향 파악



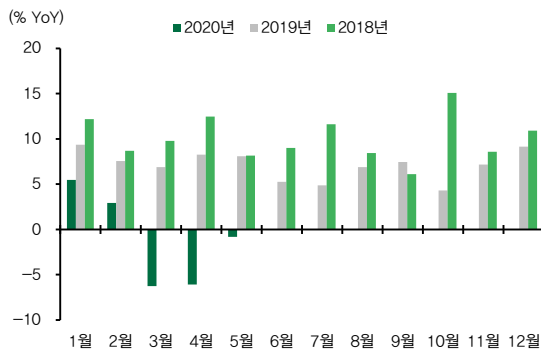
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

주: KCB의 카드 데이터 정보에 기반하여 개인 소비 동향을 파악하기 위한 목적의 지표

중장기 만족감 주기엔 부족

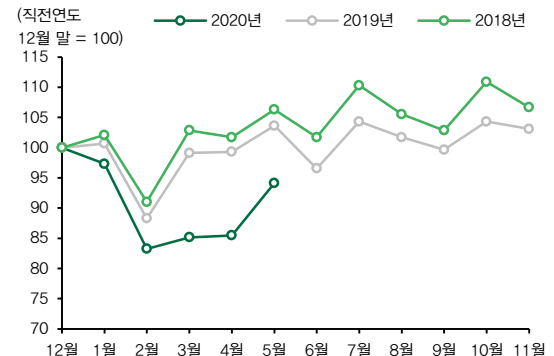
직전 12개월 개인 카드사용 금액을 합산한 값이 올해 3월부터 감소 추세로 돌아섰다. 중앙재난안전대책본부가 3월 22일부터 5월 5일까지를 사회적 거리두기 기간으로 지정해 소비 심리가 위축된 것을 반영한 것으로 볼 수 있다. 5월 6일부터 시작된 생활 속 거리두기로의 전환, 긴급재난지원금 등으로 인해 개인 소비가 회복되는 것이 관찰된다. 물론 이러한 재정 정책의 효과가 일회성에서 끝나지 않기 위해서는 소상공인, 지역 유통업체의 전통적 유통 구조 혹은 소비자로서의 접근 방식의 변화가 뒤따라야 함은 당연지사다. 현금을 쥐어주며 소비를 촉진시키는 방식은 단기적으로 체감하는 만족도가 클 지 모르지만 올해 내내 COVID-19와 동거해야 하는 개인들에게 중장기 만족감을 주기에 부족하다.

도표 5. 개인 카드사용 금액 증가율



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 6. 개인 카드사용 금액 추이



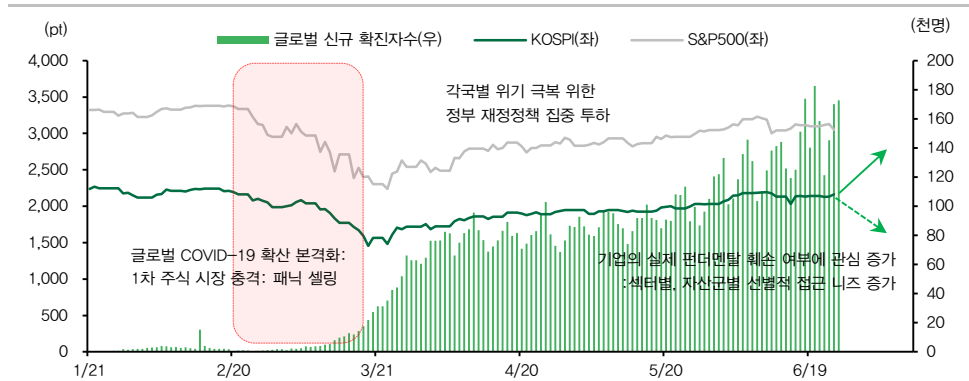
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

재정정책 집중 투하는 증시 상승으로 연결

너무 쉬웠던
증시 반등,
그만큼 경계의
시선도 증가

한편 위기 극복을 위한 각국의 재정정책 집중 투하는 증시 상승으로도 이어졌다. 특히 한국 증시는 개인들이 주도하는 장이라고 봐도 무방할 만큼 풍부한 유동성으로 바닥 대비 상승폭을 키웠다. 비대면(언택트) 관련한 기업들의 시총이 날로 갈수록 상승세를 보였고, 소비재 기업들 가운데서는 필수 소비 형태를 띠는 기업들의 주가가 강세다. 음식료와 같은 필수 소비재를 제외한 생활용품이나 화장품, 의류는 브랜드별로 주가에 희비가 갈렸다. 좀더 세부적으로는 브랜드 경쟁력이 기반이 되는 경우가 소비 공백 이후 반등폭이 강했고, 주가도 강하게 반응했다. 하지만 최근 주식시장이 급하게 상승한 만큼 경계의 시선도 많아졌다.

도표 7. COVID-19 확산에 따른 증시 충격, 이제는 실제 펀더멘탈 훼손 여부 체크 필요



자료: WHO, Bloomberg, DB금융투자

펀더멘탈 측면
긍정 신호 기업
선별 중요

주식시장의 신종 코로나 바이러스의 확산 여파의 1차 충격은 3월 초~중순에 COVID-19 초기 확산세가 집중되던 시기를 들 수 있다. 중국에서 시작된 신종 코로나 바이러스는 2월 들어서면서 한국과 일본 등 아시아로 확산되었고, 곧이어 유럽과 미국으로 전파되었다. 신종 바이러스 확산에 따른 공포감은 주식시장에 그대로 반영되었고, 당시만 해도 실제 기업들의 펀더멘탈 변화를 가늠할 수는 없었다. 1Q20 어닝 시즌을 지나면서 펀더멘탈의 변화가 조금씩 드러나고 있었지만 글로벌 COVID-19 확산세가 1~2개월 전과 비교하면 잠시 주춤하게 주가를 방어하는데 기여했다. 그리고 2Q20 어닝 시즌이 찾아왔다. 1Q20보다 COVID-19의 영향을 온전하게 반영하는 시기로 기업별 펀더멘탈의 변화가 좀 더 명확해질 것으로 예상된다. 즉 여기서 긍정 신호를 보이는 소비재 기업에 대한 탐색이 중요하다.

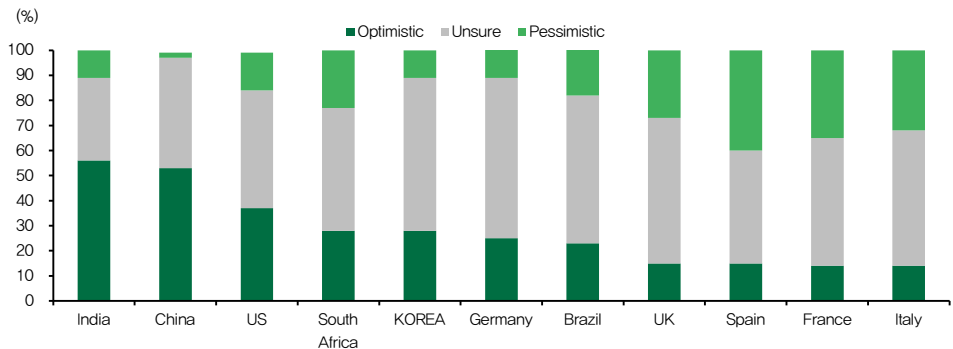
변화에 발 맞추는 패스트 무버의 자질

경기 회복에 대한 소비자 의식 부정적

최악의 감염병
인식으로
비관론자 증가

긍정 신호를 보이는 소비자 기업은 누구인지 찾기에 앞서 변화의 방향성이 어디를 향하고 있는지 파악해야 할 것이다. COVID-19 사태 이후 사회적 거리두기가 일상화되면서 소비자 행동은 새로운 현실에 맞게 바뀌고 있다. 예를 들면 미디어 소비의 증가, 가격의 민감성 증가, 욕구 충족에 대한 니즈가 증가하는 행위 등을 들 수 있다. 최근 4~5월 글로벌 경제를 바라보는 소비자들의 의식 수준을 살펴보면 전세계 소비자의 2/3는 신종 코로나 바이러스 확산 사태의 장기적 영향에 대해 확신을 갖지 못하거나 낙관적이지 못하다고 파악된다. 경기 회복에 대한 긍정적인 전망을 유지하고 있는 사람들조차도 최소 2~3개월은 COVID-19 생활권에서 자유롭지 못할 것이라 보고 있다. 국가별로는 인도와 중국, 미국이 상대적으로 경제 회복에 대한 자신감이 있고, 그에 비하면 유럽 국가들은 경제 회복을 비관적으로 보고 있는 점이 독특하다.

도표 8. COVID-19 확산 이후 경제 회복에 대한 소비자 의식



자료: McKinsey&Company COVID-19 Consumer Pulse Survey 인용, DB금융투자
주: 각국 소비자 모수 min 500~1,200명 대상 서베이(4~5월). Optimistic(2~3개월 안에 경제 회복 예상), Unsure(6개월 이상 경제 회복 어려움), Pessimistic(장기 경제 침체 도래)

수요자는 현상 유지, 공급자는 위기 극복에 초점

비대면 선호
양상 부각

단시일 내 경제 회복을 낙관하는 일부도 있지만 전반적으로는 경제 불황에 대한 불안감이 큰 상황이며 이러한 시대에 수요자와 공급자의 행동 변화 양상은 어떠한지, 궁극적으로 무엇을 의미하는지를 정리해 보았다. 우선 수요자 관점에서 사회적, 생활 거리 두기의 습관화로 비대면 채널의 선호가 두드러지는 점이다. 비접촉식의 유통 거래를 원하는 소비자들이 늘고 있고, 디지털 플랫폼의 선호 강도는 전보다 급격히 높아졌다. 또한 관계에 대한 불신이 늘거나 신뢰를 요구하는 형태를 보일 것으로 예상된다. COVID-19와 같은 인류 공통의 적을 상대하려면 하나된 힘이 필요한데 국가와 인종, 종교, 문화 등이 서로 달라 고난 극복의 어려움을 가중되고 있고, 특히 한국에선 일부 종교에 대한 불신이 커지는데 COVID-19가 일조하고 있다.

늘리기 보다
현상 유지에
초점

다음으로 새로운 시도를 허용했던 기존의 성장 중심 사고방식에서 현재 상태의 보호와 자산 유지에 초점을 맞추는 사고방식으로 전환하고 있다는 점을 기억하자. 이외에도 사회 재난에 대한 정부의 보호를 요구하는 형태를 보이면서 정부의 역할을 재고해보는 시기로 판단하며, 무엇보다 개인의 가치를 높이기 위한 액티비티를 용인해줄 수 있는 공간의 필요성이 증가할 것으로 보인다. 대표적으로 디지털 플랫폼이 있다.

도표 9. COVID-19가 바꾸는 수요자와 공급자의 행태 구분

수요자 측면	- 사회적, 생활 거리두기로 비대면 생활양식 선호
	- 사회, 인간 등 현재 맺고 있는 관계에 대한 불신 증가, 혹은 신뢰 요구
	- 사회재난에 대한 물질적, 정신적 보상, 보호 니즈 강화
	- 성장 혹은 확대 보다 현상 유지에 중점
	- 개인의 가치를 높이기 위한 액티비티 관심 증가
공급자 측면	- 위기 대응 역량 확보가 관건이 되는 시기
	- 글로벌 밸류체인 재편에 따른 대응 중요
	- 비대면(언택트), 안전 선호 트렌드에 적극 대응 필요
	- 보이지 않는 위협을 감시하기 위한 네트워크 강화
	- 브랜드 신뢰를 높이기 위한 윤리 의식 강화 활동

자료: DB금융투자

공급자보다
소비자 편의를
위한 디지털
플랫폼 강화
필요

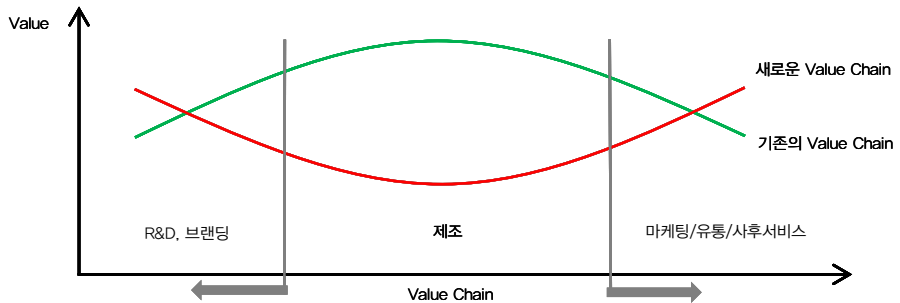
수요자의 니즈를 충족시키기 위한 공급자들의 노력은 디지털 플랫폼에서 시작하되 과거보다 우울감이 높아진 소비자들의 자존감을 높여주기 위한 서비스가 중요할 것이다. 일상에서 브랜드가 어떠한 도움을 줄 수 있는지 소통하는 것도 중요하지만 무엇보다 올바른 어조, 즉 바른 목소리를 내는 것이 중요해졌고, 오늘날 소비자들은 브랜드의 윤리 의식에도 관심을 보인다는 점을 간과해선 안된다. 내가 소비하는 제품 혹은 브랜드가 사회에 선한 영향력을 준다고 여길 때 그 기업의 가치는 향상될 수 있는 기회가 생긴다. 또한 공급자 측면에서 중요한 포인트는 글로벌 밸류체인의 재편일 것이다. 글로벌 가치사슬에서의 비용 절감과 효율성을 중시하던 세대에서 벗어나는게 주요 골자다.

안전과 복원력을 갖추기 위한 글로벌 밸류 체인의 재편

위기 관리
역량과
복원력이 관건

4차 산업혁명의 연장선상에서 맥락을 같이 하는데 여기에 안전과 위기 관리 역량 그리고 복원력을 갖춘 공급망을 확보하려는 니즈가 추가되면서 동시에 변화속도를 높일 것으로 전망한다. 여기엔 기업의 해외 생산 공정을 수요처와 가까운 지역으로 재배치하는 near-shore 현상이 있을 수 있고, 필수 혹은 핵심 산업의 국산화 움직임이 부각될 수 있다고 보여진다.

도표 10. 스마일 커브 곡선: 가치의 패러다임 변화



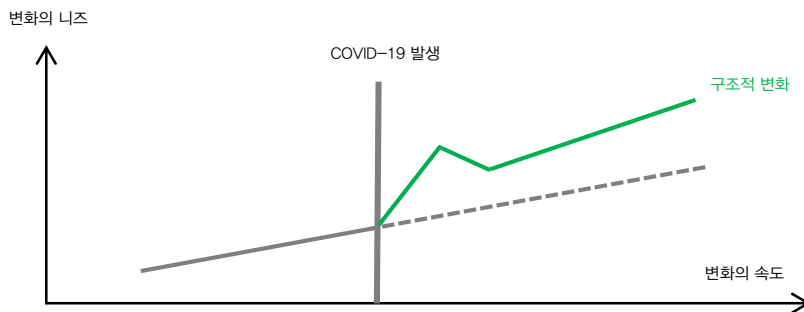
자료: 대만 Acer 창업자 스탠 쉐인(Slan Shin)의 스마일 커브(smile curve), DB금융투자

자원의 부가가치를 높여라

유무형자원의
부가가치가
높을수록 위기
대응력 높을 것

결론적으로 격동의 시대를 이겨낼 수 있는 지속 가능한 전략을 수립한 기업들이 지금 이후 COVID-19 동거 시대에서도 두각을 내보일 가능성이 높다고 판단한다. 여기서 핵심 포인트는 제조기술 부문보다 지식 서비스 부문에서의 가치 창출력이 높아진다는 것이다. 스마트 팩토리, 소싱처의 선택 기준 변화는 필요 조건이지만, 연구개발이나 브랜딩, 유통/마케팅은 충분 조건으로 남보다 뛰어나면 $+α$ 가 되는 것. 여기서 결국 중요한 것은 사람이다. 구조적 변화 흐름이 기대보다 빠르게 전개 되는데 COVID-19가 기여했다고 볼 수 있고, 위기를 기회로 만들기 위해선 변화 흐름에 대응력을 높여야 한다. 현재 가지고 있는 자원의 부가가치가 높은 기업일수록 위기 대응역량도 높을 것으로 판단한다.

도표 11. COVID-19가 초래한 변화의 시기, 변화의 속도와 강도의 일시 급변



자료: DB금융투자

II. 맨파워를 갖춘 조직

인적 자원의 가치 증가

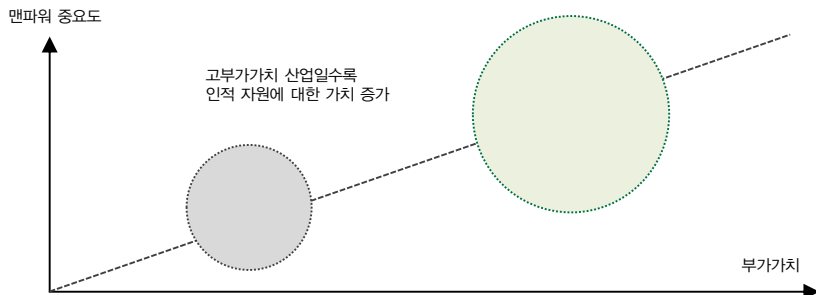
부가가치
=성장잠재력

기업의 성장 잠재력은 부가가치 창출력을 통해 기능할 수 있다. 또한 기업들은 자본과 인력을 투입하여 부가가치를 창출한다. 창출된 부가가치는 투자자에게는 이자나 배당, 종업원에게는 임금, 국가에는 세금 등의 형태로 배분하고, 나머지는 이익으로 유보하여 미래 투자 재원으로 남긴다. 따라서 동일한 자원을 투입하여 더 많은 부가가치를 창출할 수 있다면 미래의 성장 잠재력은 자연스레 높아진다. 과거 노동집약적 산업이 주를 이루던 때는 기업들의 부가가치 창출력을 생산 측면에서만 해석했다.

중요한건
맨파워십

하지만 한국 경제 성장의 주된 원천은 1980년대 저임금, 1990년대 설비투자 확대, 2000년대 이후 R&D투자 확대로 변화해왔고, 노동의 기반한 성장에서 벗어나 서비스, 무형 자산 운용을 통한 가치 창출 시대로 들어선지 오래다. 선진국일수록 무형 자산에 특화된 고부가가치 산업이 발달해있고, 개도국들은 부가가치가 낮은 제조업 및 단순 조립 등에 집중하고 있음을 우리는 이미 알고 있다. R&D, 디자인 등 업스트림의 고부가가치 분야에 집중하는 트렌드가 가중되고 있는 아시아 시장에서 가장 중요한 것이 맨파워(manpower), 즉 사람의 힘이다.

도표 12. 부가가치 산업일수록 인적 자원에 대한 중요도와 가치가 증가



자료: DB금융투자

해외를 공략하는 한국 중소기업들의 인적 네트워크 한계

인적
네트워크의
한계

실제 퍼스널케어/패션 기업들의 해외 사업 전략을 수립할 때 발목을 잡는 요소가 인적 자원과 관계된 경우가 굉장히 빈번하다. 한국 소비자 기업을 대부분 중국 시장 진출의 방법론으로 중간 벤더업체에 하청을 주고 진행하는 방식으로 선택한다. 처음부터 한류에 편승하고자 했던 의욕이 실행을 유도했으나 중국 시장에 대한 정보나 네트워크의 부재, 실무적인 내용이 부족하기 때문이다. 하지만 중국 시장의 경쟁 강도가 높아지면서 자체적인 경쟁력을 갖추지 않으면 도태되는 상황에 이르렀다.

맨파워 활용한 자생능력 확보 중요

현지 수요자의 입맛에 맞는 콘텐츠를 끊임없이 창조하면서, 그 브랜드에 맞는 유력 바이어들을 지속적으로 섭외해 유통체계를 확립해 나가야 하는데 한국 퍼스널케어/패션기업들에겐 오로지 한국산 제품이란게 유일한 강점인 경우가 많았다. 중국 소비자들은 빠르게 변해가는데 제품에만 의지한채 진행하는 벤더사와의 물량 거래는 실패 확률이 높다. 결국 중국 마케팅 시장 정보, 엔드유저들에 대한 정보, 중국 유통채널의 특징과 프로모션 방법 등에 대한 실무적인 내용을 인지하고 스스로 엔드 유저 시장에 접근해 자생 능력을 갖춰야 한다.

맨파워로 자생력을 높여라

브랜드사들의 외주 자원 활용 빈도 증가

중소 기업 차원에서 자생능력을 갖추기 어려울 수 있다. 거기에 어려움을 느끼는 기업들은 다양하게 보았다. 그래서 최근에는 개별 기업들이 모여 펀딩을 통해 마련된 자금으로 자체 플랫폼을 개발하려는 시도가 늘고 있다. 예를 들면 클리오가 투자하고 있는 이피엔스 등을 들 수 있다. 중국 시장을 타겟으로 한 초기, 중장기 마케팅과 유통채널 확장을 적정비용으로 투명하게 진행 할 수 있는 핵심 유통사를 육성해야할 필요성이 높아졌고, 여기서 중요한게 맨파워다.

도표 13. 소비재 기업들의 인적 자원 확보 형태

내재화	M&A, R&D 내재화, 인하우스 생산 증가, 新유통채널 자체 인력 확보 - 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 주로 대형 생활용품 기업들
외부 자원 활용	국내외 유통 혹은 마케팅, R&D 전문 벤더 활용 - 화장품, 패션 기업들 다수, 주로 중소기업들

자료: DB금융투자

리더십이 맨파워, 기업문화를 대변

그렇다면 맨파워가 강한 기업이란 무엇을 의미할까? 아무래도 조직 문화나 리더의 역량을 주관적 관점에서 판단하는게 일반적이다. 여기서 중요 포인트는 성공적인 리더십은 처해진 상황에 따라 가변적일 수 있단 점이다. 특히 위기 상황을 극복해내는 역량은 리더의 결단력과 민첩성에 달려있고, 리더십은 곧 조직 문화에 베어난다. 지금과 같은 감염병 비상 시국에 신속하고, 때로는 과감한 변화를 요구받게 되는데 이때 비로소 경영자의 리더십이 빛을 발한다. 이는 곧 그 기업의 맨파워를 상당 부분 대변한다고 판단한다. 퍼스널케어/생활용품/패션업계에서 자주 거론이 되는 기업 3인방 LG생활건강, F&F, 클리오의 리더십을 들여다 보자.

위기 관리 역량이 뛰어난 CEO: LG생활건강 차석용 부회장

‘나를 따라라’가 아니라 ‘내가 도와주겠다’는 CEO 리더십 철학을 갖고 있으면서, 형식에 얽매이지 않는 개방적 경영 스타일을 추구한다. 임원이나 팀장이 아니더라도 누구든 필요하면 거리낌 없이 들어가 차 부회장에게 보고하는 것이 LG생활건강 부회장실의 일상적 풍경이다. 간결한 회의문화, 정시퇴근제, 유연근무제도 LG생활건강의 자랑거리다. 또한 LG생활건강의 성장 배경에는 M&A를 빼놓을 수 없는데 모든 과정에 차석용 부회장이 깊게 개입하며 진두지휘 하는 것으로 알려져 있다. 단기간에 몸집을 불리기에 용이한 M&A와 같은 비유기적 성장에는 그만큼 책임이 뒤따르는데 그의 결단력이 성공하는 소비재 기업들의 모범사례로 꼽힌다. <언론 보도 및 그로잉업 인용 및 참고>

시장 판도를 바꾸는 CEO: F&F 김창수 대표

변화하려면 그동안 해오던 성공의 공식이나 자신들이 옳다고 하던 방식을 부정해야 한다. 말이 쉽지만 분야에 소위 구루라고 일컬어지는 사람이 지금껏 해오던 방식을 부정하기란 쉽지 않다. 특히 자신의 영역을 중요시하는 패션업계에는 우리가 생각하는 것보다 보수적인 집단이 다수 존재한다. 일부 패션 엘리트들이 만든 관념을 추종하듯 따르는게 일반적이었다. 하지만 F&F가 시장의 판도를 바꾸었고, 현재도 바뀌어나가고 있다. 유명한 디자이너나 영향력 있는 편집장이 만든 이해하기 어려운 관념적 가치보다 수많은 인스타그램머가 내놓는 현실적인 패션의 영향력이 더 크다는 것을 인정해버린 김창수 대표는 아날로그 시대의 패션 엘리트 주의를 과감히 버리고 디지털 시대의 반엘리트 주의, 디지털 민주 주의를 받아들여야 한다고 말한다. 그의 리더십은 상품과 유통채널 운영, 내부 의사소통 방식은 물론 소비자 마케팅까지 전면에 드러난다. 「디스커버리 익스페디션」은 과장된 아웃도어 활동보다는 실제 소비자들의 일상 활동 기반에 맞춰 상품을 개발하고, 기능 관련 신기술을 수용하면서도 아이템은 블루종, 롱패딩, 경량다운 등 매 시즌 이슈 아이템들을 선점했다. 더불어 홍콩과 대만, 중국 등 현지 시장의 이해도를 높이되 최적의 유통 플랫폼을 활용한 해외 모멘텀을 확보해 나가고 있다. F&F가 하니 역시 다르구나라고 말이 나오는 이유는 분명 존재한다. <언론 보도 인용 및 참고>

부드러운 카리스마: 클리오 한현옥 대표

화장품 업계 최장수 CEO 중 한 명으로도 손꼽히는 클리오의 한현옥 대표는 트렌드를 읽는 감각과 특유의 위기 대처 역량으로 주목받아 왔다. 2017년 중국발 리스크가 불거질 당시 클리오는 과감했던 결단력으로 성공적인 턴어라운드 기업 반열에 올랐고, 이후 국내에선 중저가 로드샵 브랜드들의 출혈 경쟁 속에서 신유통채널의 선점으로 꾸준히 기업의 가치를 끌어 올리고 있다. 시장 환경이 비우호적임에도 불구하고, 기존의 틀을 깨는 유통 구조의 혁신이 지금의 클리오, 미래의 클리오를 꿈꾸게 한다. 수백번의 시뮬레이션과 도출될 예비 성과물에 대해 철저한 스테디를 가능하게 만드는 조직 문화가 클리오의 위기 대응 역량을 높이고 있다고 판단한다. <언론 보도 인용 및 참고>

인적자원의
부가가치가
높을수록 생존
역량도 높을 것

신종 바이러스의 대확산이 기업들의 위기 관리 역량을 테스트하고 있다고 보며, 하반기 그리고 내년 상반기까지 생존을 논하는 시기에 성장 가능성이 높은 기업이 바로 맨파워가 있는 기업이지 않을까 판단한다. 다음은 맨파워의 정성적 분석 이외 객관화할 수 있는 정량적 방법론에 대해서 고민해보고자 한다. 리더십이 조직문화를 이끌고, 더 나아가 그 조직의 인적 자원의 가치가 소비재 기업의 성장, 혹은 브랜드 기업 가치를 설명할 수 있다고 판단한다.

맨파워의 정량적 분석틀 제시

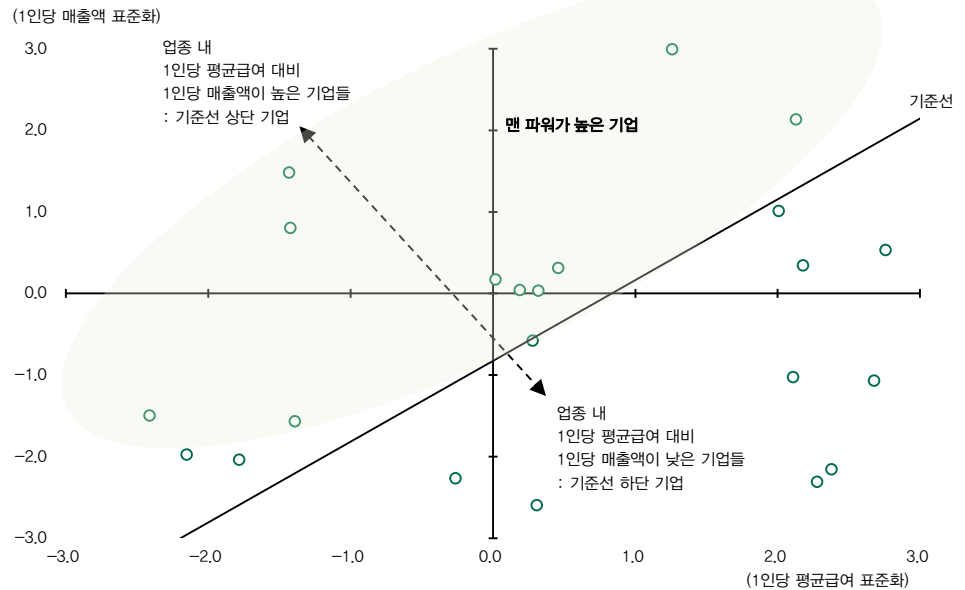
평균급여가 비슷하다면 더 많은 매출액을 달성하는 기업이 맨파워가 높은 것

인적 자원의
부가가치를
정량화하는
방법 제시

정량적 관점에서 맨파워가 강한 기업을 찾기 위해 두 가지를 고려하였다. 첫째, 비용이다. 불확실한 대내외 환경에서 살아남기 위해서는 비용을 절약하는 것이 하나의 수단이 된다. 이를 측정하기 위해서 1인당 평균급여액을 사용하였다. 사업보고서를 기준으로 임원을 제외하고 정규직과 비정규직을 모두 포함하여 계산하였다. 기업별로 차이는 있지만 대체로 비정규직 비율은 대체로 3% 내외였다. 정규직의 급여가 일반적으로 비정규직보다 더 높지만 기업별 차이가 크지 않은 점, 사업을 진행함에 있어 모든 사람이 다 필요한 점 등을 고려하여 정규직과 비정규직을 전부 포함하여 계산하였다. 둘째, 성과이다. 감염병 사태 이후 새로운 환경에 경쟁우위를 가지는지를 확인하기 위한 역량을 측정하는 것이다. 1인당 매출액을 사용하여 이를 평가하였다. 총매출액은 정규직과 비정규직을 합한 수로 나누었다.

1인당 평균 급여수준이 비슷하다면 1인당 매출액이 더 많은 기업이 맨파워가 크다고 가정하였다. 일반적으로 대기업이 중소기업보다 평균급여가 높기 때문에 단순히 평균 급여만으로는 경쟁우위를 논하기 어렵다. 또한 1인당 평균 급여가 비슷하더라도 업종에 따라 1인당 매출액이 다를 수 있기 때문에 동일 업종 내 기업으로 비교 대상을 한정하였다. WICS 업종명 분류를 기준으로 하였다. 기업 간 비교를 쉽게 하기 위해서 업종 평균과 표준편차를 이용하여 1인당 평균급여 및 매출액을 표준화하였다. 아래 도표에서 기준선의 상단에 있는 기업이 맨 파워가 높다고 볼 수 있다.

도표 14. 맨 파워가 강한 기업을 찾는 기준



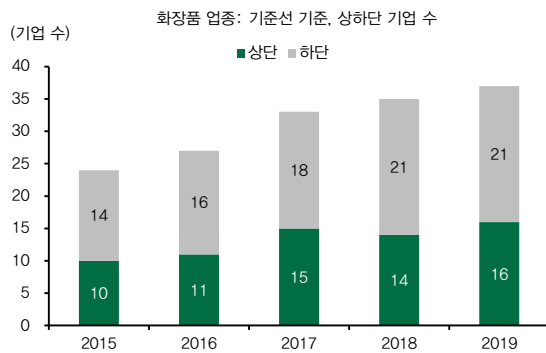
자료: DataGuide, DB금융투자

맨파워가 높은 기업이 수익률도 좋음

인적자원
가치와 주가
수익률 비례

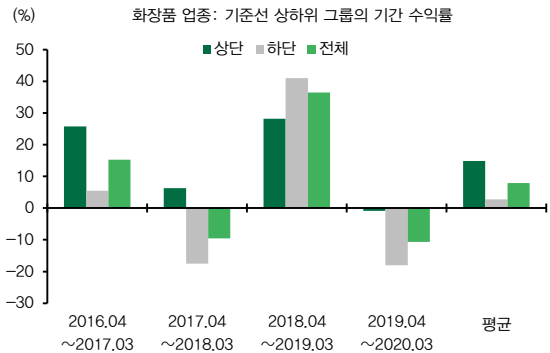
화장품, 의류 업종 모두 맨파워가 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 높은 주가 수익률을 기록하였다. 연간 실적 발표가 마무리되는 4월 1일부터 1년간 맨 파워가 높은 기업들과 그렇지 않은 기업들의 동일가중 수익률을 비교하였다. 최근 5년간 화장품 업종 내에서는 맨파워가 높은 기업 비중은 약 42%, 의류 업종 내에서 맨파워가 높은 기업 비중은 약 34%이다. 의류 업종 내 맨 파워가 강한 기업 비중이 상대적으로 낮은 이유는 힐라홀딩스와 같은 기업이 1인당 평균급여도 높지만 1인당 매출액이 월등히 높아 기준선의 기울기를 가파르게 하기 때문이다.

도표 15. 화장품 업종 내 맨 파워가 높은 기업은 약 42%



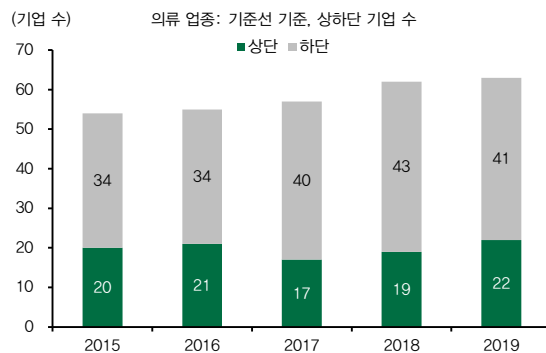
자료: DataGuide, DB금융투자

도표 16. 화장품 업종 내 맨 파워가 높은 기업 수익률이 우수



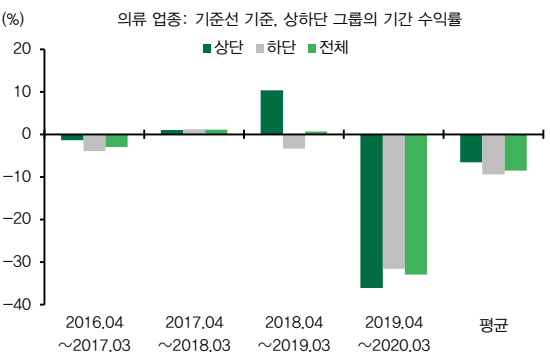
자료: DataGuide, DB금융투자

도표 17. 의류 업종 내 맨 파워가 높은 기업은 약 34%



자료: DataGuide, DB금융투자

도표 18. 의류 업종 내 맨 파워가 높은 기업의 수익률이 우수



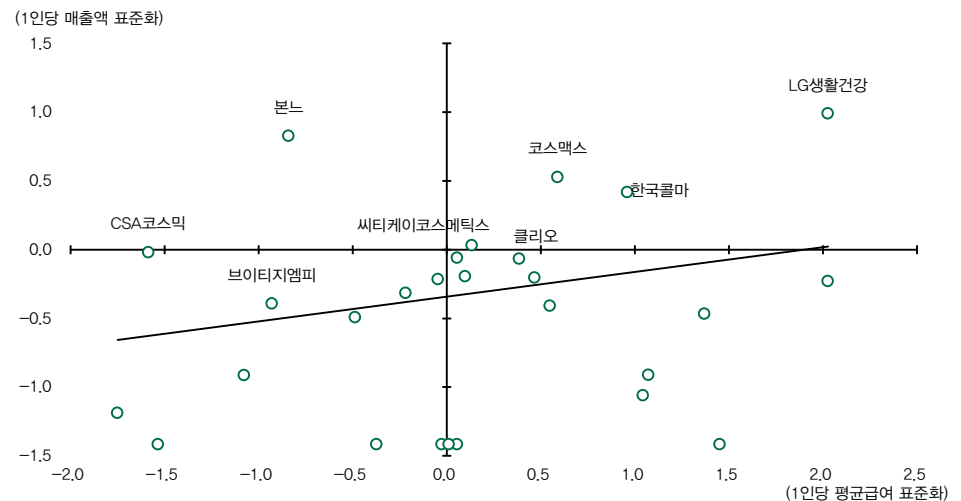
자료: DataGuide, DB금융투자

정량적인 방식으로 맨 파워를 측정할 때의 한계도 분명히 있다. 테스트를 하면서 화장품, 의류 업종의 경우 특정 대기업에 의해 기준선의 기울기가 크게 영향을 받는다. 과거와 유사한 맨 파워를 가지고 있더라도 대기업에 의해 맨 파워 여부가 좌우될 수 있다. 또한 소형주 비중이 높아 특정 이슈에 주가가 민감하게 반응하기 때문에 성과 분석 시 아웃라이어 발생 가능성이 있어 성과를 해석하는데 있어서도 주의가 필요하다.

화장품 업종에서 맨 파워가 있는 기업: LG생활건강, 코스맥스, 클리오 등

화장품 업종 내 맨 파워가 있는 기업을 찾아보고 변화 과정을 살펴보자. 대형주 중에서는 LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마 등이 맨 파워를 가지고 있다. 해당 기업은 1인당 평균급여도 증가하지만 1인당 매출액이 증가할 것으로 예상된다. 중소형주 중에서 맨 파워를 보유한 기업은 본느, 클리오, 브이티지애피, 씨티케이코스메틱스 등이 있다. 클리오와 씨티케이코스메틱스는 올해 1인당 평균급여가 증가하고, 1인당 매출액은 줄어든 것으로 예상되지만 맨파워가 높은 기업으로 판단된다. 브이티지애피는 2019년에 직원수가 급증하며 1인당 평균급여와 매출액이 같이 줄었다.

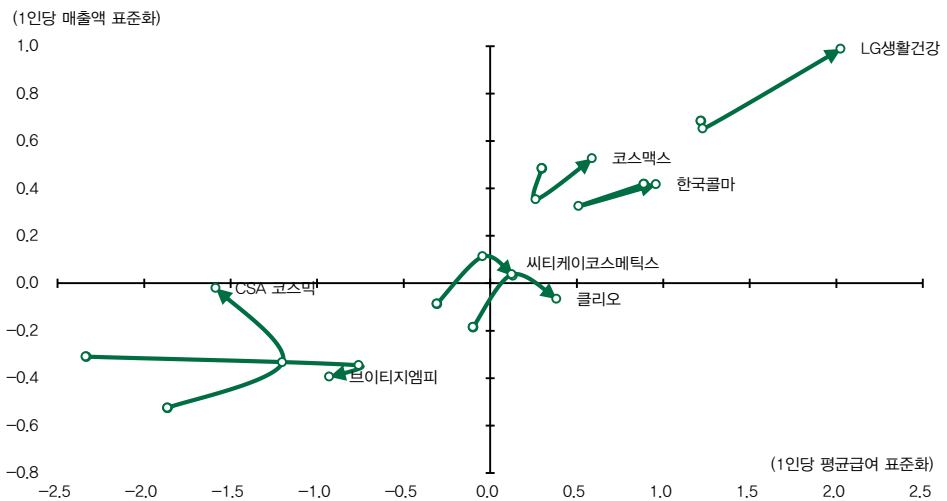
도표 19. 화장품 기업의 맨 파워 측정



자료: DataGuide, DB금융투자

주: 1인당 매출액은 2020년 매출액 컨센서스, 1인당 평균급여는 2019년 기준

도표 20. 맨 파워가 있는 화장품 기업의 맨 파워 변화 과정

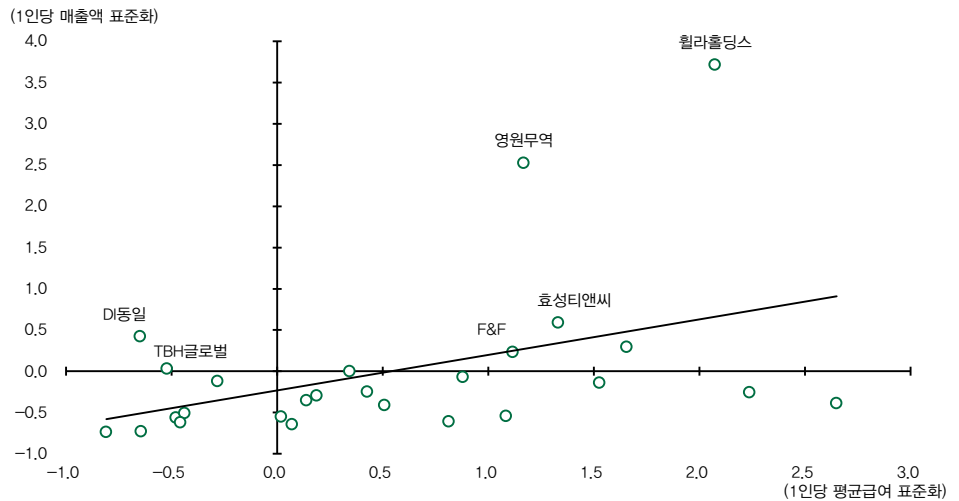


자료: DataGuide, DB금융투자

의류 업종에서 맨 파워가 있는 기업: 휠라홀딩스, 영원무역, F&F 등

의류 업종 내 맨 파워를 보유한 기업을 찾고 해당 기업의 맨 파워가 어떻게 변하였는지를 살펴보자. 대형주 중에서는 휠라홀딩스, 영원무역 등이 맨 파워를 가지고 있다. 2020년 매출액이 전년동기 대비 감소하며 1인당 매출액이 줄어들지만 여전히 강한 맨 파워를 보유하고 있다.

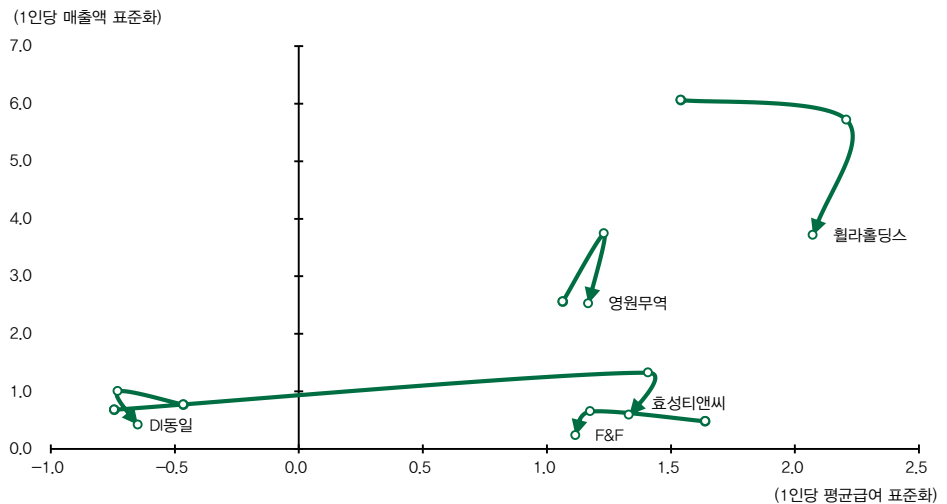
도표 21. 의류 기업의 맨 파워 측정: 휠라홀딩스



자료: DataGuide, DB금융투자

주: 1인당 매출액은 2020년 매출액 컨센서스, 1인당 평균급여는 2019년 기준

도표 22. 맨 파워가 있는 의류 기업의 맨 파워 변화 과정



자료: DataGuide, DB금융투자

Ⅲ. 시장 지배력을 높이는 브랜드

예측이 어려워질수록 신속한 정보 획득이 답

높아진 실적 불확실성

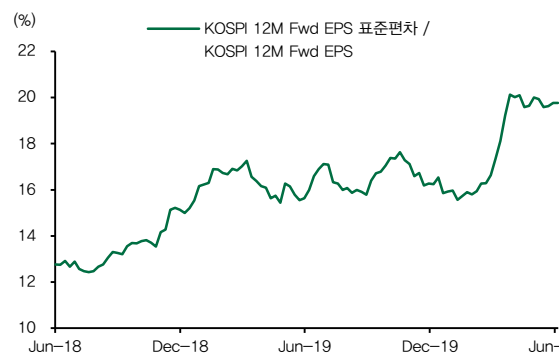
COVID-19가 기업 실적에 언제까지, 얼마나 영향을 줄 것인지 예측하기 어려운 상황이다. 2020년 1분기 기업 실적은 과거 1분기보다 시장 예상치를 크게 하회했으며 KOSPI 12M Fwd EPS의 불확실성도 계속해서 높아지고 있다. 실적 예상치의 신뢰성을 높이는 데 도움이 될 수 있는 데이터를 신속하게 확보하려는 노력이 필요하다.

도표 23. 2020년 1분기 영업이익은 시장 기대치를 크게 하회



자료: Quantwise, DB금융투자

도표 24. KOSPI 12M Fwd EPS 불확실성 증가



자료: Refinitiv, DB금융투자

온라인 가격정보는 매월 제공되며 실적 발표 전 최소 2개월의 온라인 매출정보 확인 가능

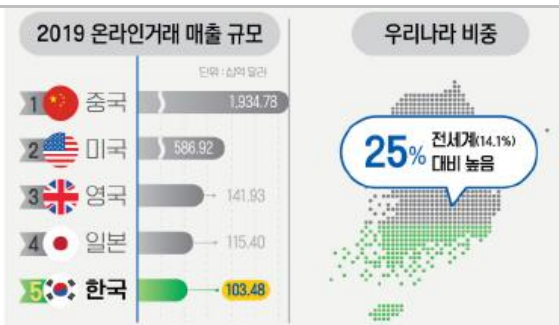
전세계 소매 온라인 거래 비중이 증가할 것으로 기대되는 가운데 국내는 온라인거래 규모가 세계 5위에 달할 정도로 온라인 거래가 활발하다. 온라인 가격정보는 오프라인보다 적은 비용으로 더 많은 상품을 보다 자주 수집 가능하다. 통계데이터센터는 매월 온라인 가격정보를 제공해 주고 있어 기업 실적 발표 전 적어도 2개월간 온라인에서 매출이 어떻게 나타났는지를 확인할 수 있다.

도표 25. 전세계, 소매 온라인거래 비중은 증가할 것



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 26. 한국, 온라인거래 규모 세계 5위

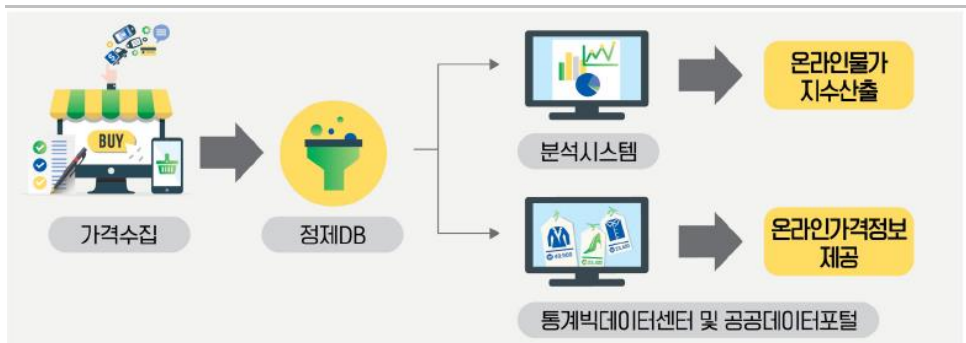


자료: 통계데이터센터, DB금융투자

국내 온라인 가격 빅데이터는 통계데이터센터를 통해 무료로 쉽게 활용 가능

통계데이터센터가 제공하는 온라인 가격 데이터는 자료 수집에 대한 협의가 이뤄진 대형마트, 오픈마켓, 슈퍼체인, 의류전문물 등으로부터 수집한다. 웹 크롤링 방식으로 식품, 가전제품 등 다양한 품목의 가격 데이터를 수집한다. 품목별로 쇼핑몰 카테고리 및 상품을 기준으로 데이터를 수집한 다음 상품명 등을 정제한다. 쇼핑몰 점검, 서버의 정상 동작 여부, 수집 후 데이터 정제 등 여러 사유에 의해 데이터가 없거나 누락되는 경우가 발생하기도 한다.

도표 27. 온라인가격 수집 프로세스

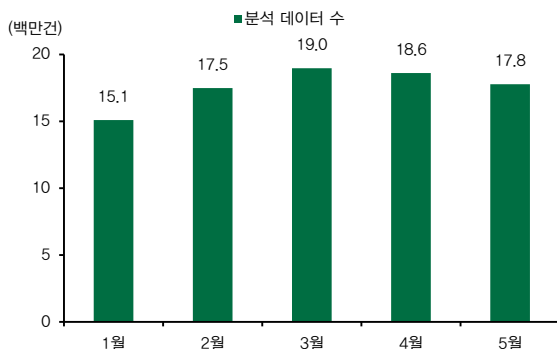


자료: 통계데이터센터, DB금융투자

전체 온라인 거래의 일부이지만 소비 트렌드를 파악하기에는 용이

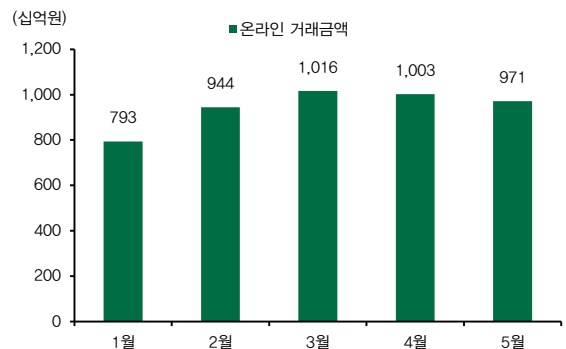
통계데이터센터는 2017년 1월부터 월별로 온라인 가격 정보 빅데이터를 제공하고 있다. 2019년 국내 온라인 총 거래금액이 약 124조인데 2020년 1월부터 5월까지의 제공되는 온라인 거래금액 총합은 약 4.7조원으로 연으로 환산할 경우 온라인에서 이뤄지는 거래금액의 약 9% 수준에 불과하다. 하지만 매일 중순경 전월의 온라인 거래 정보를 확인할 수 있고, 올해 들어서는 월평균 1,760만 건 이상의 상품 거래 데이터를 제공하고 있어 소비 트렌드를 빠르게 파악하기에는 유용하다고 판단한다.

도표 28. 월평균 1,760만 건 이상의 온라인 가격정보 데이터



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 29. 연초 이후 온라인 거래금액은 약 4.7조원



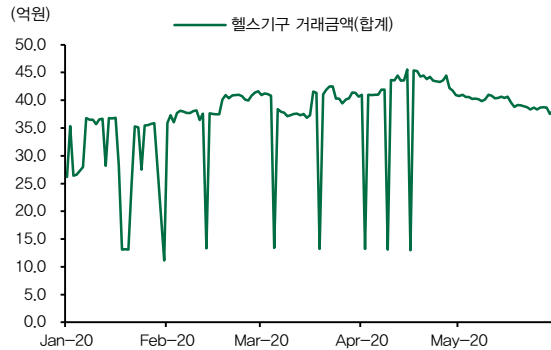
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

빅데이터로 확인하는 코로나 시대 온라인 소비 트렌드

계속 사용하는 헬스기구 구매는 줄어들고 바빠 입는 운동복은 계속 구매

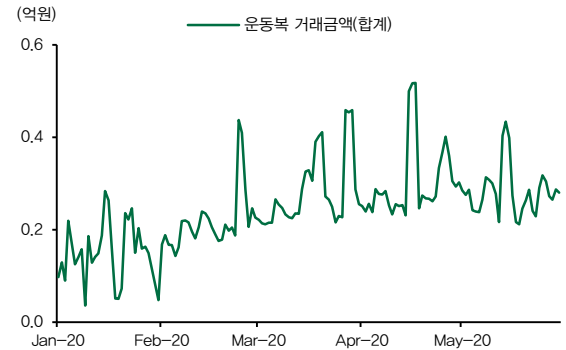
집에서 보내는 시간 증가, 면역력의 중요성 부각 등으로 홈트레이닝이 각광받고 있다. 품목별로는 제품 특성상 한 번 구매해서 오랫동안 사용하는 헬스기구는 4월 중순 이후 온라인 거래금액이 줄어들기 시작한 반면, 운동복 판매는 등락을 거듭하며 연초보다 높은 유지하고 있다.

도표 30. 헬스기구 온라인 거래금액은 4월 중순 이후 감소



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 31. 운동복 거래금액은 일정수준 유지

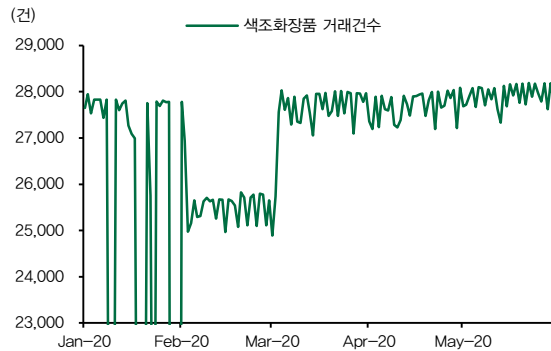


자료: 통계데이터센터, DB금융투자

절약도 중요하지만 나를 위한 사치도 필요

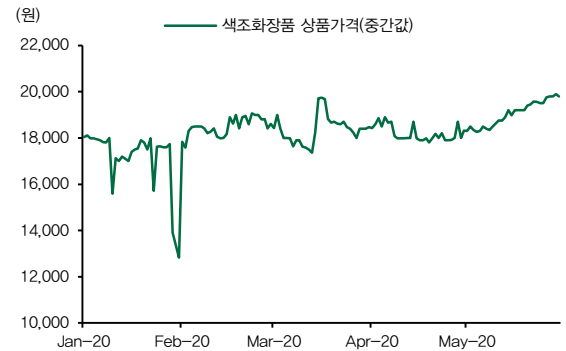
색조화장품 온라인 거래 데이터를 통해 불황형 소비 형태를 확인할 수 있다. COVID-19 발생 이후 색조화장품의 일별 거래건수는 약 28,000건으로 유지되는 것에 비해 상품가격 중간값은 18,000원에서 20,000원 정도로 상승하였다. 비교적 저렴한 상품을 구매할 때에는 과거보다 높은 가격을 지불하며 자신을 위한 작은 사치를 하고 있다.

도표 32. 색조화장품 거래건수는 유지



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 33. 색조화장품 중간값 상승

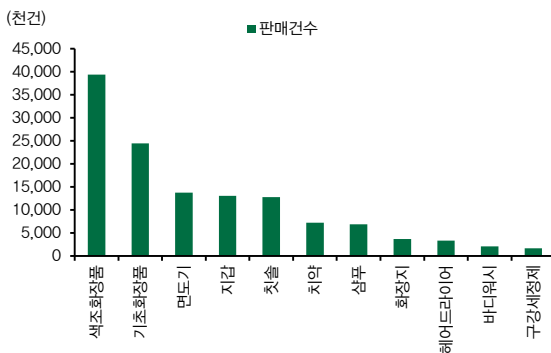


자료: 통계데이터센터, DB금융투자

마스크를 쓰더라도 색조화장품의 판매건수는 증가

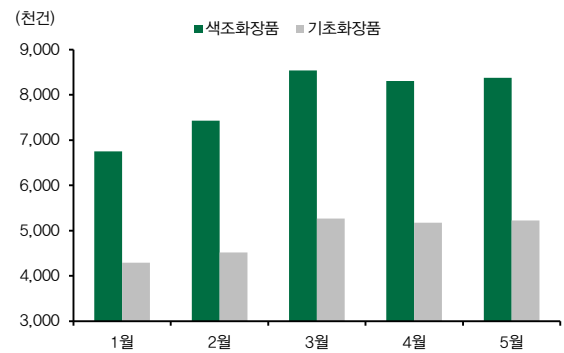
생활용품 품목 중에서는 색조화장품, 기초화장품 등이 판매건수 상위를 기록하였다. 두 개의 품목을 합치면 전체 판매건수의 49.7%에 달할 만큼 많은 거래가 온라인에서 이뤄지고 있다. 색조화장품과 기초화장품은 연초 이후 판매건수가 증가하다가 COVID-19로 인한 사회적 거리두기가 강화되었던 4월에 소폭 감소하였다. 마스크 착용이 의무화되면서 화장품 수요에 영향을 주었으나 5월부터는 재차 판매건수가 증가하는 모습이 나타나고 있어 COVID-19로 인한 화장품 판매 감소는 단기에 그친 것으로 보인다.

도표 38. 색조화장품, 기초화장품 판매건수 상위



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

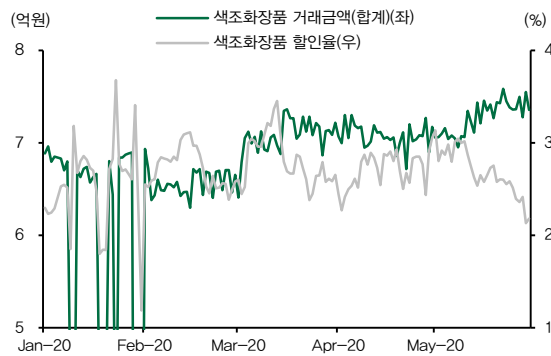
도표 39. 4월에 주춤했던 화장품 판매건수 다시 증가



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

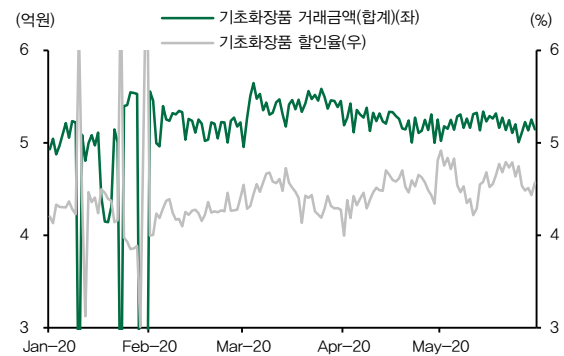
마스크 착용 의무화에도 불구하고 색조화장품의 거래금액은 증가, 할인율은 감소하는 것이 관찰된다. 4월 판매건수 감소에 따라 증가하던 할인율은 5월 들어 하락하고 있다. 색조화장품 수요가 이어지고 있음을 보여준다. 기초화장품 거래금액은 소폭 줄어들었다. 판매건수는 4월에 일시적인 감소 이후 5월에 다시 증가하였다. 월평균 할인은 2월부터 5월까지 매월 증가하고 있다.

도표 40. 색조화장품 거래금액은 증가, 할인율은 감소



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 41. 기초화장품 거래금액은 감소, 할인율은 등락



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

브랜드 매출 추이에서 찾는 시장 지배력 변화

사업보고서를 참고하여 화장품, 의류 기업의 주요 브랜드 선정

코로나로 소비가 위축되는 2~4월에도, 보상적 소비가 강하게 나타난 5월에도 꾸준히 사랑받는 브랜드를 바탕으로 시장 지배력을 가져가는 기업을 찾아보자. 기업별 주요 브랜드는 전자공시시스템의 사업보고서 내 사업의 내용, 매출 기여도, 최근 산업트렌드, 산업분석 애널리스트의 의견을 참고하여 선정하였다. 생활용품/화장품 기업으로는 LG생활건강, 아모레퍼시픽, 클리오 등 커버리지 기업 위주로 분석하였으며 주요 브랜드로는 후, 슌, CNP, 설화수 등을 선택하였다. 의류 기업에는 휠라홀딩스, F&F, 신세계인터내셔널 등이 있고, 주요 브랜드는 FILA, DISCOVERY, MLB, VIDMCI 등이 있다.

도표 42. 생활용품/화장품 및 의류 기업 주요 브랜드

업종	티커	기업명	주요 브랜드
생활용품 /화장품	A051900	LG생활건강	화장품: 후, 슌, 오희, 빌리프, CNP, 이자녹스, 더페이스샵 등 생활용품: 엘라스틴, 온더바디, 페리오, 테크, 자연풍 등 음료: 코카콜라, 스프라이트, 환타, 파워에이드, 미닛메이드, 조지아, 평창수, 토레타 등"
	A090430	아모레퍼시픽	화장품: 설화수, 헤라, 라네즈, 이니스프리, 아이오펜, 비레디, 블랭크, 홀리추얼 등 DB(Daily Beauty) & Osulloc: 러 등"
	A237880	클리오	클리오, 페리페라, 구달, 힐링버드, 더마토리 등
	A226320	잇츠한불	잇츠한불, 오버클래스 아이디, ICS, ESCADA, E-Nature 등
	A078520	에이블씨엔씨	미샤, 미샤 포 맨, 프로큐어 등
	A214420	토니모리	토니모리, 컨시크, 닥터오킴스 등
	A018290	브이티지앰피	VT
	A081660	휠라홀딩스	휠라(FILA), 휠라인더웨어(FILA INTIMO & filativa), 휠라 키즈(FILA KIDS), 휠라 골프(FILA GOLF) 등
	A007700	F&F	DISCOVERY, MLB, MLB KIDS, STRETCH ANGELS 등
	A031430	신세계인터내셔널	패션 및 라이프스타일 부문: ARMANI, GAP, VOV, G-CUT 등 코스메틱: DIPTYQUE, SANTA MARIA NOVELLA, VIDMCI, 연작 등
의류	A241590	화승엔터프라이즈	ADIDAS ODM 신발, REEBOK ODM 신발 등
	A020000	한섬	TIME, MINE, 량방컬렉션, SYSTEM, TOMMY HILFIGER, DKNY, Calvin Klein 등
	A105630	한세실업	TBJ, BUCKAROO, AnDew 등
	A093050	LF	DAKS, HAZZYS, JILLSTUART, MAESTRO, LAFUMA 등
	A306040	에스제이그룹	칸골, 헬렌카민스키, 칸골키즈
	비상장	더네이처홀딩스	네서널지오그래픽, 엔에프엘, 지프, 모토모토, 베라왕

자료: DART, DB금융투자

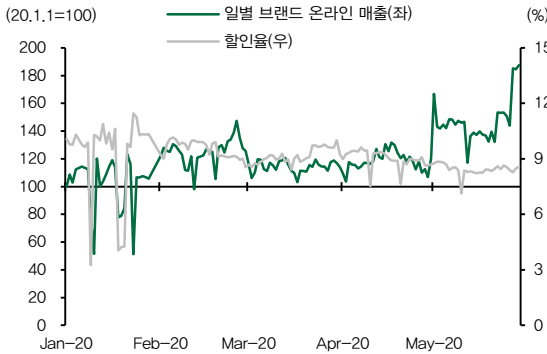
주: 볼드체는 DB금융투자 리서치 산업분석 애널리스트가 중요하게 생각하는 브랜드

기업별 주요 브랜드 온라인 매출 및 할인을 추이가 보여주는 시장 지배력 변화의 힌트

기업별 주요 브랜드의 온라인 매출 및 할인을 추이를 살펴봄으로써 기업 실적 모멘텀을 찾아보고자 한다. 매월 초중순 발표되기 때문에 분기에 한 번씩 발표되는 실적이 나오기 전에 기업의 주요 브랜드 매출을 살펴봄으로써 실적 트렌드를 미리 알 수 있다는 장점이 있다. 매출이 증가하면서 할인이 감소하는 경우가 가장 좋은 상황이라고 가정한다. 할인이 증가하며 매출이 증가할 경우 기업의 재고가 부담이 되는가를 살펴보면 좋을 것 같다. 해당 브랜드의 모멘텀이 가장 안 좋은 것은 할인이 높아짐에도 불구하고 매출은 감소하는 경우이다.

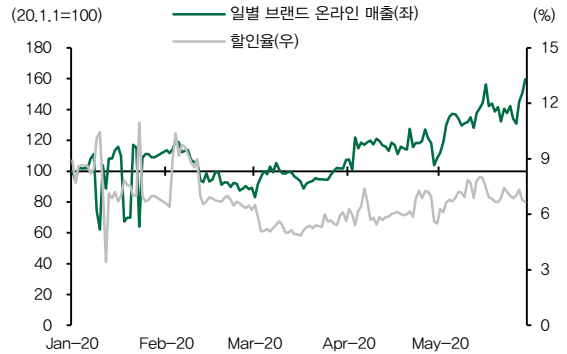
화장품: LG생활건강, 클리오 주요 브랜드의 온라인 판매 강세

도표 43. LG생활건강: 후



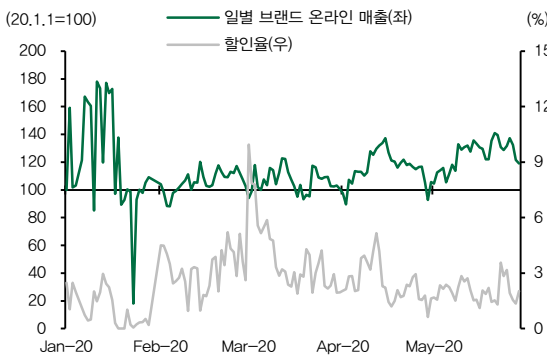
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 44. LG생활건강: 숨



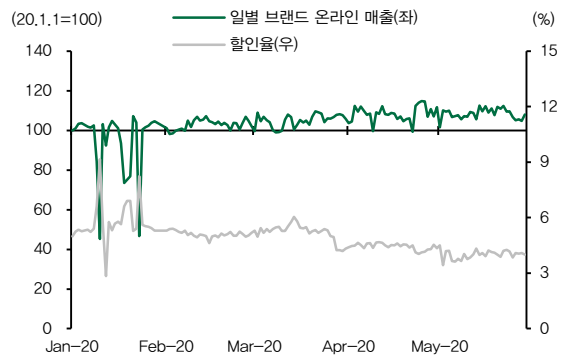
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 45. LG생활건강: 차앤박(CNP)



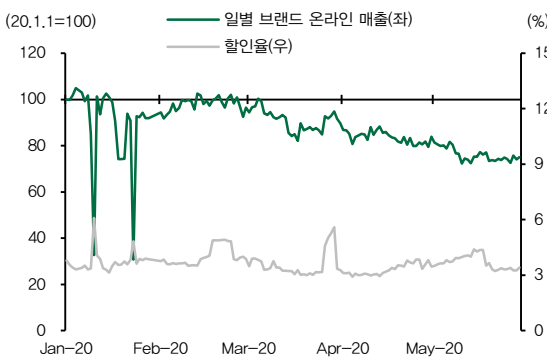
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 46. 아모레퍼시픽: 설화수



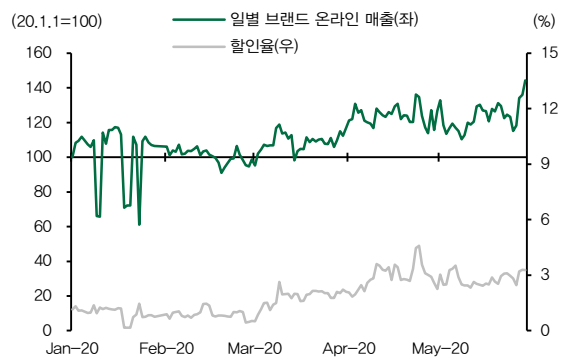
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 47. 아모레퍼시픽: 이니스프리



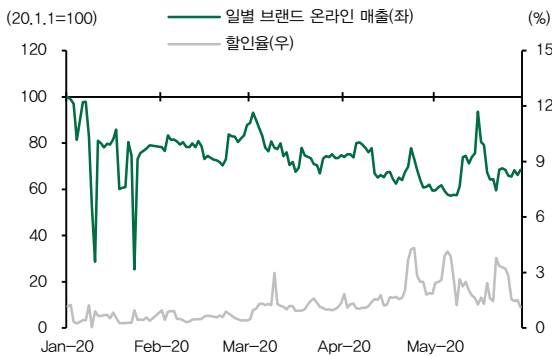
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 48. 클리오: 클리오



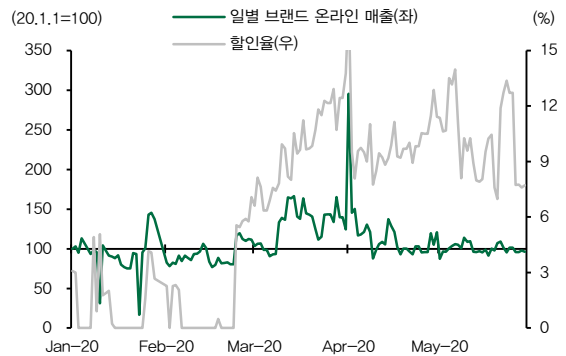
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 49. 클리오: 페리페라



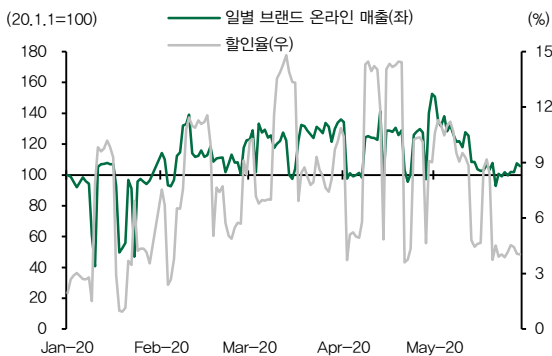
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 50. 클리오: 구달



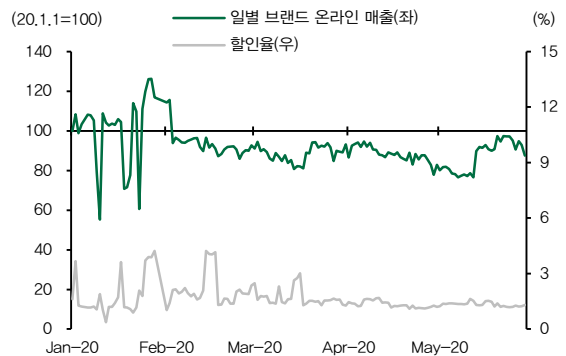
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 51. 에이블씨엔씨: 미샤



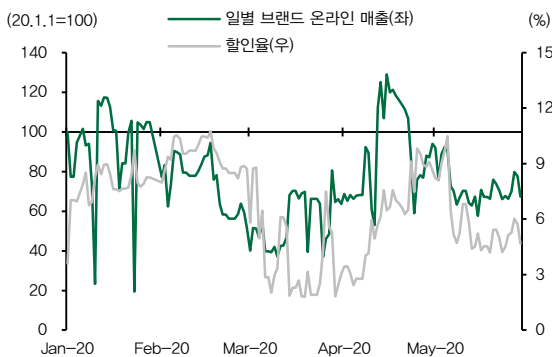
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 52. 토니모리: 토니모리



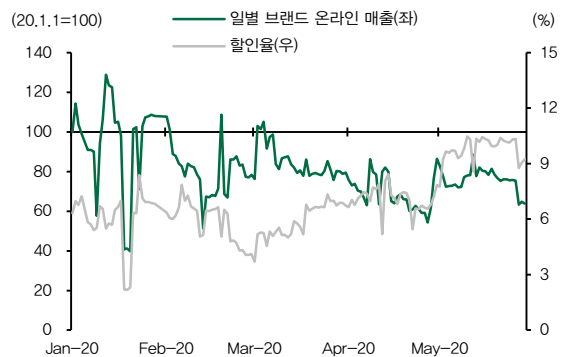
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 53. 신세계인터내셔널: 비디비치



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

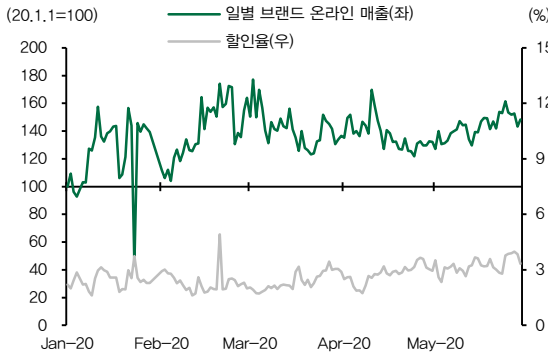
도표 54. 브이티자오파: 브이티(VT)



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

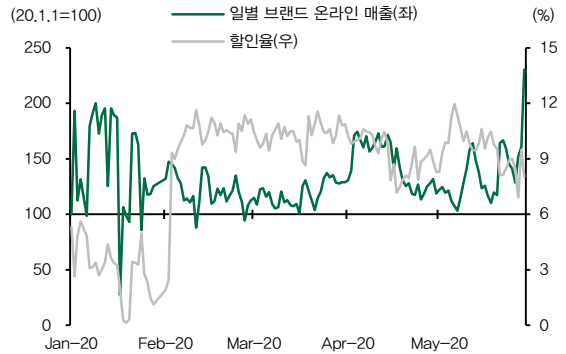
의류: 휠라홀딩스, F&F, 더네이처홀딩스 온라인 매출 호조

도표 55. 휠라홀딩스: FLA



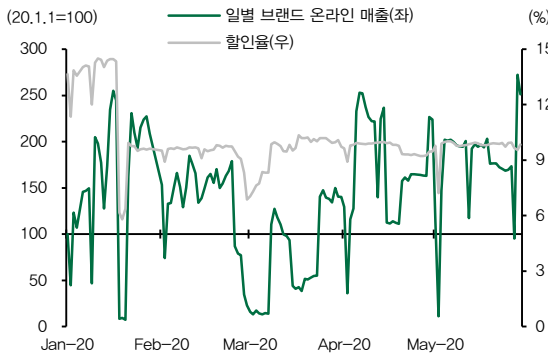
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 56. F&F: 디스커버리



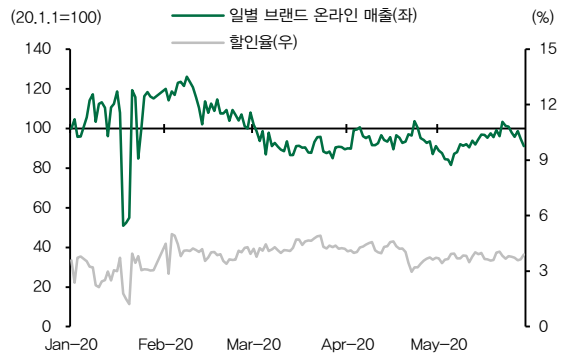
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 57. F&F: MLB



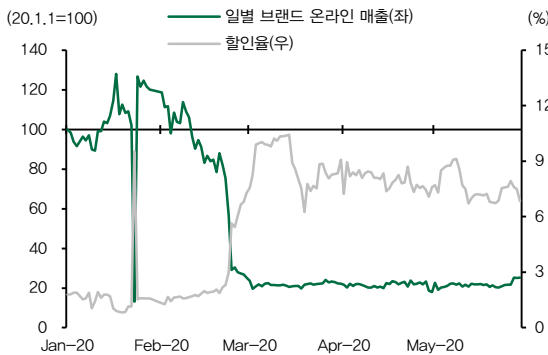
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 58. 화승엔터프라이즈(OEM): 아디다스



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 59. 한섬: TIME



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 60. 한섬: MINE



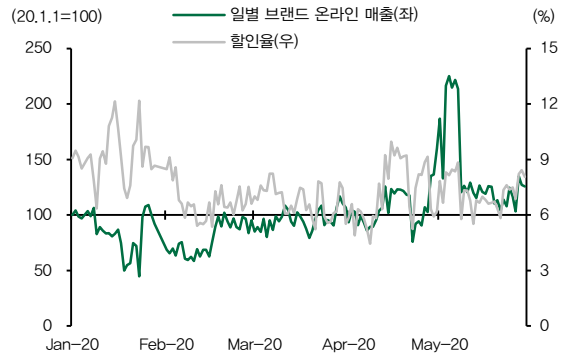
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 61. 한섬: TOMMY HILFGER



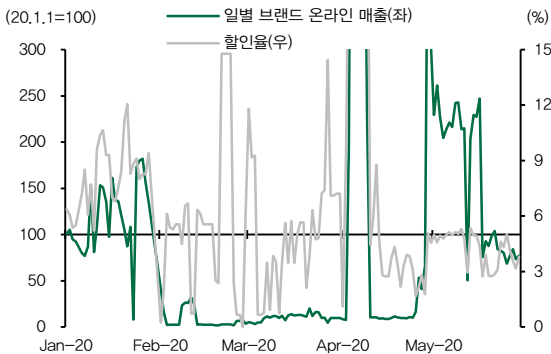
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 62. LF: DAKS



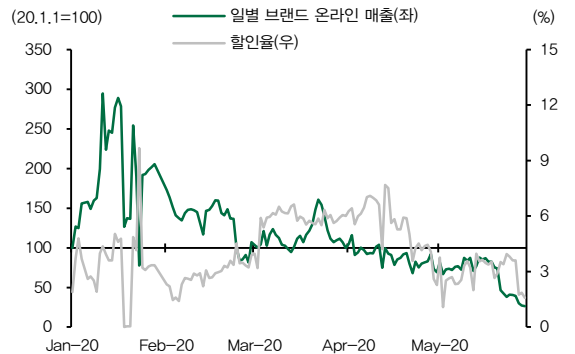
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 63. LF: HAZZYS



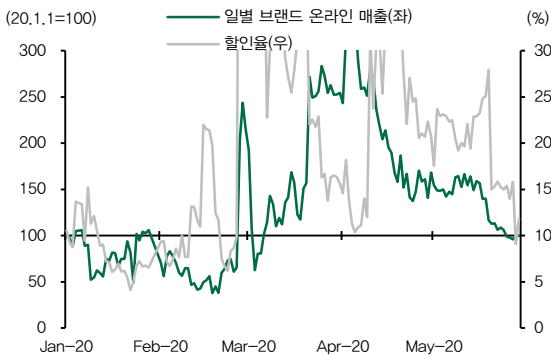
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 64. 에스제이그룹: 강골



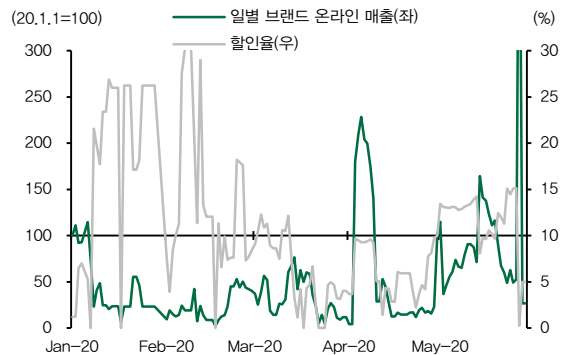
자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 65. 더네이처홀딩스: 엔에프엘



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 66. 더네이처홀딩스: 내셔널지오그래픽



자료: 통계데이터센터, DB금융투자

코랩(Colab)으로 온라인 수집가격 빅데이터 분석 툴 만들기

분석에 사용할 온라인 가격정보 데이터 특성 파악

앞에서 살펴본 브랜드별 매출 추이를 직접 확인할 수 있도록 파이선 코드를 제공하고자 한다. 이를 활용하여 원하는 자료에 포함되지 않은 품목과 브랜드 매출 추이도 볼 수 있다. 분석에 사용한 데이터 특성부터 살펴보자. 온라인 가격정보 데이터는 품목별 가격 동향 파악, 물가관련 분석 등을 목적으로 120여개 품목의 일별 품목명, 상품명, 판매가격, 할인가격 등의 정보로 구성된다. 총 8개 항목으로 구성되어 있으며 각 항목은 쉼표로 구분되는 csv 파일이다. 품목은 농축수산물, 섬유제품, 내구재, 화장품 등으로 구분된다. 품목ID의 첫번째 알파벳을 기준으로 구분할 수 있다.

도표 67. 온라인 가격정보 데이터 구조

수집일자	상품명	품목ID	품목명	상품명	판매가격	할인가격	혜택가격
COLLECT_DAY	GOOD_ID	PUM_ID	PUM_NAME	GOOD_NAME	SALES_PRICE	DISCOUNT_PRICE	BENEFIT

자료: 통계데이터센터, DB금융투자

도표 68. 품목ID 구분에 해당하는 품목 리스트

구분	품목
A	쌀(A011010), 현미(A011020), 콩(A011050), 땅콩(A011060), 밀가루(A011080), 국수(A011090), 라면(A011100), 빵(A011160) 등
C	남자외의(C011010), 여자외의(C012010), 원피스(C012020), 여자상의(C012030), 여자하의(C012050), 유아복(C014020) 등
E	전기레인지(E031040), 세탁세제(E061010), 섬유유연제(E061020), 부엌용세제(E061040), 청소용세제(E061050), 살충제(E061060) 등
I	프린터(I012040), 컴퓨터소모품(I012050), 헬스기구(I021030), 공책(I053010), 스케치북(I053020), 복사용지(I053030), 필기구(I053050) 등
L	면도기(L012010), 치약(L012040), 샴푸(L012060), 바디워시(L012070), 화장지(L012080), 기초화장품(L012090), 색조화장품(L012110) 등

자료: 통계데이터센터, DB금융투자 주: ()안은 PUM_ID

온라인 수집가격 데이터를 받을 수 있는 URL 찾기

다음으로 분석할 데이터를 준비하자. 통계데이터센터에서 직접 다운로드도 가능하며 웹크롤링을 통해 코랩의 가상망으로도 바로 옮길 수 있다. 크롬 웹브라우저에서 F12를 눌러 네트워크 탭에 간 다음 통계데이터센터에서 온라인 수집가격 다운로드 버튼을 클릭하면 아래와 같은 내용을 확인할 수 있다. 중요한 것은 점선으로 표시한 주소로 웹크롤링을 하기 위해 사용할 주소이다.

도표 69. 통계데이터센터에서 온라인 수집가격 정보를 다운받기 위한 URL 찾기

순번	이름	설명	다운로드
1	분석활동 가격정보(2020년 04월)	온라인 수집가격 정보(2020년 04월)	다운로드
2	분석활동 가격정보(2020년 03월)	온라인 수집가격 정보(2020년 03월)	다운로드
3	분석활동 가격정보(2020년 02월)	온라인 수집가격 정보(2020년 02월)	다운로드

⚠ Mixed Content: The page at 'https://data.kostat.go.kr/social/loginGuestProcess.do' jquery-2.2.3.js:4339 was loaded over a secure connection, but contains a form that targets an insecure endpoint 'http://27.101.210.32/202004.zip'. This endpoint should be made available over a secure connection.

⚠ Mixed Content: The page at 'https://data.kostat.go.kr/social/loginGuestProcess.do' loginGuestProcess.do:1 was loaded over a secure connection, but contains a form that targets an insecure endpoint 'http://27.101.210.32/202004.zip'. This endpoint should be made available over a secure connection.

⚠ Resource interpreted as Document but transferred with MIME type application/zip: "http://27.101.210.32/202004.zip"

자료: 통계데이터센터, DB금융투자

쉽게 만드는 맞춤형 분석도구 따라하기

온라인 가격정보 빅데이터를 코랩을 이용하여 원하는 형태로 분석하는 방법을 소개하고자 한다. 데이터 다운로드부터 브랜드 일별 매출 추이 시각화까지 단계별로 코드를 정리하였다. 이를 통해 통계데이터센터에서 매월 정기적으로 제공되는 온라인 거래정보 빅데이터를 목적에 따라 맞춤화할 수 있다. 코랩은 파이썬을 사용할 수 있도록 구글이 제공하는 도구이다. 구글 아이디와 인터넷만 되면 사용할 수 있다는 것이 장점이다. 또한 각종 보안 규제로 인해 데이터 분석 프로그램을 설치하는 것부터 막히는 문제를 피할 수 있다. 구글이 제공하는 GPU도 무료로 사용할 수 있다. 아래 코드를 실행하면 구글 드라이브와 연동시킬 수 있는 인증코드를 받을 수 있는 URL을 알려준다. URL을 클릭하여 원하는 계정을 선택한 다음 인증코드를 입력하면 데이터 분석을 위한 기본적인 준비가 끝난다.

도표 70. 코랩 분석환경 만들기: 구글 드라이브 연동, 데이터 분석에 사용할 라이브러리 호출, 한글 글꼴 설치 등

```
# 구글 드라이브 마운트
from google.colab import drive
drive.mount('/content/drive')

# 필요한 라이브러리 호출
import pandas as pd                # 데이터 분석
import numpy as np                 # 데이터 분석
import seaborn as sns              # 시각화
import matplotlib as mpl           # 시각화
import matplotlib.pyplot as plt     # 시각화
import matplotlib.font_manager as fm # 글꼴 관리

# 나눔 글꼴 설치
!apt-get update -qq
!apt-get install fonts-nanum* -qq

# 나눔 글꼴 경로 설정
# NanumBarunGothicBold은 원하는 글꼴로 변경 가능
path = '/usr/share/fonts/truetype/nanum/NanumBarunGothicBold.ttf'
font_name = fm.FontProperties(fname=path, size=10).get_name()
print(font_name)
plt.rc('font', family=font_name)
fm._rebuild()
```

자료: DB금융투자

분석에 필요한 데이터를 다운로드 받아 준비하기

온라인 가격정보를 다운로드할 수 있는 URL을 찾았으니 이제 코랩의 가상망으로 데이터를 다운로드 하자. 월별 데이터의 용량은 약 600~800MB로 다운로드 받은 파일의 압축을 풀면 일별로 된 CSV 파일을 볼 수 있다. 이것을 월별로 합치면 파일 크기가 약 2.5~4.0GB가 된다. 한꺼번에 여러 월을 동시에 작업하면 RAM의 성능을 초과하여 재실행되는 경우가 있으니 불편하지만 월별로 반복작업할 것을 권장한다. 컬럼명이 없어 오류가 발생하는 경우도 있으나 최근 데이터일수록 이러한 오류가 적은 편이다. 일별 데이터를 월별로 합친 다음에는 df.head()와 같은 명령어를 통해 일별 데이터가 정상적으로 컬럼을 기준으로 합쳐졌는지를 확인하는 것도 필요하다.

도표 71. 분석에 필요한 데이터를 통계데이터센터에서 다운로드 받아 준비하기

```
# 통계데이터센터에서 온라인 가격정보 다운로드
# '202005'를 변경하여 원하는 년도의 월 데이터 다운로드 가능
!wget http://27.101.210.32/202005.zip

# 다운로드 된 압축파일 풀기
!unzip -qq /content/202002.zip

# 일별 데이터 변수에 선언하기
# encoding='cp949'는 한글파일을 읽을 때 한글이깨지는 것을 방지하기 위한 목적
df1 = pd.read_csv('/content/2020-05-01.csv', encoding='cp949')
df2 = pd.read_csv('/content/2020-05-02.csv', encoding='cp949')
...
df31 = pd.read_csv('/content/2020-05-31.csv', encoding='cp949')

# 2020년 4월 30일 같이 컬럼명이 없어 오류가 날 경우 예외처리 방법(예시)
df30 = pd.read_csv('/content/2020-04-30.csv',
                    names= ['collect_day','good_id','pum_id','pum_name',
                           'good_name','sales_price','discount_price','benifit'],
                    encoding='cp949')

# 일별 데이터 합치기
df = pd.concat([df1, df2, df3, df4, df5, df6, df7, df8, df9, df10,
                df11, df12, df13, df14, df15, df16, df17, df18, df19, df20,
                df21, df22, df23, df24, df25, df26, df27, df28, df29, df30])
df.head()
```

자료: DB금융투자

분석 결과 품질을 높이기 위해 데이터 정제하기

분석 목적에 맞게 데이터를 전처리하는 과정을 거쳐야 한다. 컬럼별 결측치를 확인하고 이를 제거하거나 특정 값으로 대체한다. 또한 파일이 워낙 크기 때문에 시계열 분석을 위해 월별 데이터를 분기 또는 연 단위로 합치기 위해서는 원하는 품목만 남기거나 특정 컬럼만 선택하는 것도 필요하다. 통계청에서도 데이터를 수집하는 과정에서 정제 과정을 거치지만 데이터 양이 많아 판매가격, 할인가격 등에서 이상치가 들어있기도 하다. 특정 브랜드를 기준으로 온라인 가격정보를 활용하기 위해 괄호와 같은 특수문자를 제거하고 영어는 소문자로 통일하였다.

도표 72. 준비한 데이터의 전처리과정을 통해 분석 데이터의 품질 높이기

```
# 결측치 확인
df.isnull().sum()

# 특정 컬럼을 기준으로 결측치가 포함된 행 제거(ex. good_name)
df = df.dropna(axis=0, subset=["good_name"])

# discount_price가 없을 경우 sales_price 값을 부여
df["discount_price"] = np.where(pd.notnull(df["discount_price"])==True,
                                df["discount_price"], df["sales_price"])

# pum_id를 기준으로 의류(c 시리즈), 화장품(l 시리즈)를 제외한 다른 품목 삭제
idx_nm = df[(df['pum_id'] <= "C000000") |
             ((df['pum_id'] > "E000000") & (df['pum_id'] < "L000000"))].index
df = df.drop(idx_nm)

# saels_price를 기준으로 아웃라이어 제외(ex. 20,000,000 원 이상은 제외)
df.nlargest(10, "sales_price") # sales_price 상위 10개 목록 확인
df = df.drop(df[df["sales_price"] > 20000000].index)

# good_name에서 브랜드 도출하기 위해 "[, ], (, )"를 공백으로 변경
df["good_name"] = df["good_name"].replace(to_replace=r'\[|\]|(|\(|\)|\)', value=' ',
                                           regex=True)

# good_name에서 브랜드 검색을 쉽게 하기 위해 소문자로 통일
df["good_name"] = df["good_name"].str.lower()

# 분석에 필요한 컬럼 선택
df = df[['collect_day', 'pum name', 'good name', 'sales_price', 'discount price']]
```

자료: DB금융투자

온라인 가격정보를 활용하여 맞춤형 정보 도출하기

품목별, 브랜드별로 온라인에서 일별로 거래되는 건수, 정상가격 합계, 할인가격 합계 등을 도출하였다. 시각화 도구를 이용하여 간단하게 선차트로도 표현할 수 있다. 코랩을 사용할 때 주의해야 할 점 중 하나는 가상드라이브에서 작업한 내용들은 세션이 종료되면 모두 사라진다는 것이다. 아래 코드 중에서 '원자료 및 분석결과 저장' 부분을 참고하여 구글 드라이브에 분석 결과를 저장할 것을 권장한다.

도표 73. 품목과 브랜드를 기준으로 일별 온라인 거래건수, 금액 등을 도출하기

```
# pum_name, collect_day를 기준으로 discount_price의 수, 합계, 중간값 도출
df_summary = df.groupby(["pum_name", "collect_day"])["discount_price"].agg(
    ["count", "sum", "median"])

# good_name에서 특정 브랜드명을 기준으로 일별 판매액 도출
# ex. 설화수(sulwhasoo)를 다른 브랜드로 변경 가능
df_tmp = df[(df["good_name"].str.contains("설화수")) |
    (df["good_name"].str.contains("sulwhasoo"))].groupby(["collect_day"]).sum()

# 브랜드 온라인 매출 추이 선차트로 시각화
plt.figure(figsize=(20,5))
plt.xticks(rotation=90)
sns.lineplot(data=df_tmp, x="collect_day", y="discount_price")

# 원자료 및 분석결과 저장('/파일경로/파일명.csv')
df.to_csv('/content/drive/My Drive/Colab Notebooks/data/202005_rawdata.csv')
df_summary.to_csv('/content/drive/My Drive/Colab Notebooks/data/summary.csv')
df_brand.to_csv('/content/drive/My Drive/Colab Notebooks/data/sulwhasoo.csv')

# 저장 결과 읽어들이기
df = pd.read_csv('/content/drive/My Drive/Colab Notebooks/data/summary.csv')
```

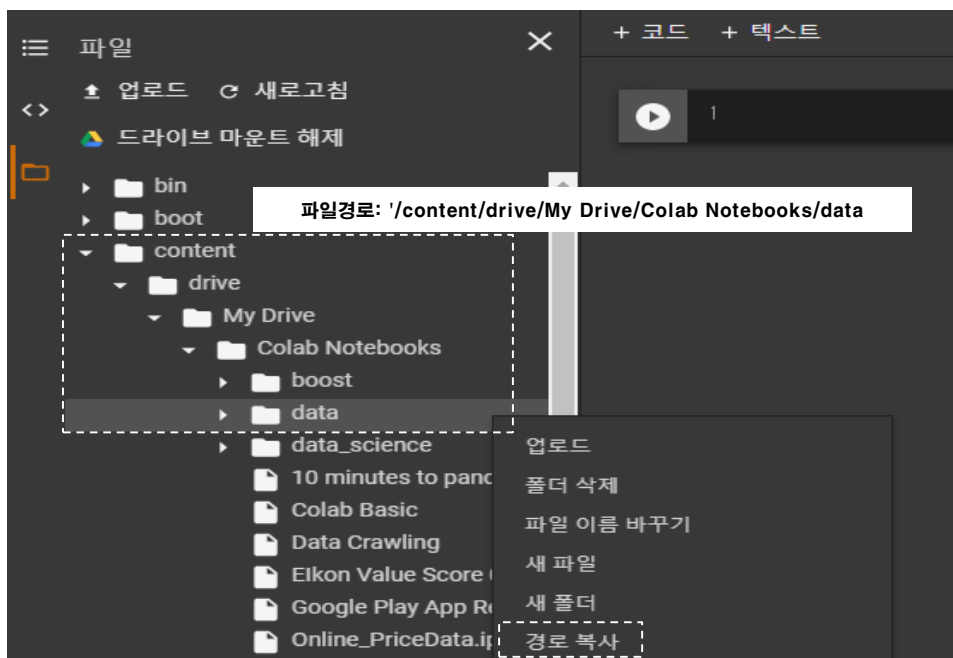
자료: DB금융투자

코랩에서 작업할 때 알아두면 좋을 팁

로컬 PC로 데이터를 다운로드해 엑셀에서 열 때 한글이 깨지는 문제가 발생하기도 하는데 이는 메모장에서 파일을 읽은 다음 다른이름으로 저장 시 인코딩을 ANSI로 바꿔주면 된다.

코랩에서 좌측 상단에 있는 선택 메뉴 중 폴더 모양의 아이콘을 클릭하면 구글 드라이브의 구조를 확인할 수 있다. 분석에 필요한 데이터 파일을 읽고 저장할 때 파일경로/파일명 형태로 입력해 줘야 한다. 아래 화면에서와 같이 특정 폴더 또는 파일에 커서를 올린 다음 마우스를 우클릭을 하면 팝업 메뉴가 뜬다. 그곳에서 경로복사를 클릭하면 쉽게 파일경로를 확인할 수 있다.

도표 74. 구글 드라이브에서 파일을 읽고 저장하기 위해 사용되는 경로 확인



자료: DB금융투자

IV. 결론: 위기 시대에 강자

인적자원과 시장 지배력 우위의 교집합 기업

위기를 기회로 바꾸는 기업은 항상 존재한다. 하지만 위기의 순간에는 이게 기회인지 깨닫기 어렵다. 국내 COVID-19 확산으로 소비자들의 구매패턴에 변화가 큰 시기이다. 확산 초기에는 비축형 소비, 확산이 다소 꺾인 때에는 보상적 소비 패턴이 부각되었다. 그리고 COVID-19의 확산 시작부터 지금까지 온라인으로의 대체소비는 월별로 강도의 차이가 있었으나 여전히 중요하다. COVID-19가 재확산을 반복하면서 소비자들의 구매 패턴에 일관성이 낮아지는 현상이 있음에도 불구하고 꾸준히 수요가 발생하는 브랜드 혹은 카테고리가 있다.

인적 자원의 가치가 높은 기업과 혼돈의 시기에도 시장 지배력을 높인 소비자 기업들이 하반기에도 위기 관리 역량이 높을 수 있음을 앞에서 확인했고, 두 요인 간의 교집합에 해당되는 기업을 찾고자 하는 노력이 가치가 있다고 판단한다. 우선 비용과 인당 가치 창출력 두 가지를 고려해 만파워가 높은 소비자 기업들을 선별했고, 1~5월까지의 브랜드별 온라인 매출 트렌드를 분석해 시장 지배력을 높이고 있는 기업들을 다시 골라냈다. 이에 생활용품 업종에서는 LG생활건강, 클리오, 의류 업종에서는 휠라홀딩스, F&F 등이 교집합군에 해당되어 혼돈의 시기를 버텨낼 역량이 높은 기업으로 꼽는다. 이외에도 중소형사 에스제이그룹이나 신규 상장 예정인 더네이처홀딩스가 타고난 만파워를 토대로 시장 지배력을 높여갈 것으로 판단되어 관심이 요구된다.

도표 75. 생활용품/화장품/패션/OEM 주요 기업 목표주가와 2020년 추정치, 투자포인트

(단위: 원 억원 %)

★선호	2020년E 영업이익						투자포인트
	투자의견	목표주가	DB추정	%YoY	컨센서스	%차이	
★ LG생활건강	BUY	1,680,000	11,937	1.5	12,157	-1.8	면세 제외한 유통채널 회복 중. 위기 방어 역량 우수
아모레퍼시픽	BUY	200,000	2,202	-48.5	2,858	-23.0	국내외 실적 모멘텀 약세. 업황 회복시 이익 레버리지 효과 높음
아모레G	BUY	63,000	2,794	-43.9	3,574	-21.8	주요 자회사 실적 모멘텀 약세. 브랜드 경쟁력 확보 중요
한국콜마	HOLD	50,000	1,330	12.9	1,359	-2.1	해외 화장품 사업에서의 영업 경쟁력 개선 중요
★ 코스맥스	BUY	120,000	777	43.9	713	9.0	경영 효율화 및 중국 업황 개선에 따른 이익 모멘텀 우위
★ 클리오	BUY	27,000	212	14.1	228	-7.0	차별화된 제품력과 유통 경쟁력으로 이익 모멘텀 상대적으로 우수
토니모리	HOLD	11,000	20	흑전	-	-	시장 지배력 확보 노력으로 업황 회복시 수요 반등 부각 기대
LF	BUY	22,000	880	1.0	804	9.5	내수 수요 꾸준하지만 업종 내 상대적 모멘텀은 약한 편
한섬	BUY	35,000	1,034	-3.0	1,079	-4.2	디지털 채널로의 집중 긍정적. 느리지만 방향성 측면에서 우수
신세계인터내셔널	BUY	260,000	771	-8.8	733	5.2	면세 쇼크 제외시 코로나 소비 트렌드에 가장 부합
★ 휠라홀딩스	BUY	48,000	3,371	-28.4	3,388	-0.5	글로벌 수요 일시 충격있으나 실적 방향성은 완만한 우상향 예상
★ F&F	BUY	130,000	1,516	1.0	1,565	-3.1	면세를 해외 직접 매출로 대체하는 과정에서 실적 우상향 예상
한세실업	HOLD	12,000	810	37.9	638	27.0	복미 바이어들의 수요 충격으로 하반기 실적 불확실성 높은 편
영원무역	BUY	40,000	2,530	6.3	2,177	16.2	글로벌 수요 둔화로 불확실성 있지만, 카테고리 성장은 안정적
화승엔터프라이즈	BUY	21,000	1,267	48.4	1,006	25.9	바이어의 시장 지배력 강화 노력으로 업종 내 매력 우위
태평양물산	BUY	2,800	424	-1.8	385	10.1	글로벌 수요 둔화로 실적 불확실성 있는 편
★ 에스제이그룹	N/R	-	226	38.2	171	32.2	내수 시장 지배력 확보 중. 해외 모멘텀 가시화 예상되어 긍정적
더네이처홀딩스	N/R	-	588	47.8	-	-	혼돈의 소비 시장에서도 성장이 꾸준해 브랜드 경쟁력 검증

자료: DB금융투자

주: 더네이처홀딩스 신규상장 예정(2020/7/24)



Coverage Recommendation

- › LG생활건강(051900)
- › 클리오(237880)
- › 코스맥스(192820)
- › F&F(007700)
- › 휠라홀딩스(081660)
- › 에스제이그룹(306040)
- › 더네이처홀딩스(IPO예정)
- › 토니모리(214420)

Buy

LG생활건강

051900

목표주가(유지) 1,680,000원 현재주가(07/06) 1,356,000원 Up/Downside +23.9% 투자 의견(유지) Buy

2020. 07. 07

위기를 기회로 바꿀 후보 1

2Q20 면세 제외한 유통채널 회복 중: 2Q20 연결매출 17,943억원(-2.1%YoY), 영업이익 2,851억원(-5.5%YoY)을 전망한다. 국내 COVID-19 집중 확산기였던 2월 말~3월 이후 오프라인 유통채널의 트래픽 회복으로 소비자 기업들의 실적 개선을 기대했으나 면세 실적 부진이 크다. 면세시장 전체 내외국인 트래픽이 90%YoY 감소했고, 그나마도 면세 수요를 일부 대체하던 중국 타이공 수요도 저조하다. 따라서 면세 매출은 50%YoY 내외 감소할 것으로 보이고, 채널의 믹스 변화가 전체 화장품 마진 하락폭을 키울 것으로 예상된다. 한편 온라인을 비롯해 백화점, 방판 등 수요 회복은 견조해 타사대비 매출 하락폭은 제한적일 전망이다.

생활용품과 음료는 ASP 상승 효과 지속: 생활용품은 위생용품의 수요나 가격의 하향세가 예상되나 생활습관의 변화향상으로 전년동기대비로는 매출이 증가할 것으로 보이며, 고가 라인업 위주의 매출비중 확대가 마진 개선 추세로 이어지는 추세이다. 또한 비대면 채널로의 수요 대체가 1Q20 만큼은 아니지만 여전히 증가 추세에 있을 것으로 전망한다. 음료도 제품과 유통채널의 믹스 변화가 지속 중으로 매출과 이익의 방향성은 여전히 우상향을 전망한다. 전반적으로 면세 채널의 영업부진이 2Q20~3Q20 실적에 부담으로 작용하면서 올해 전사 매출 성장과 이익 개선이 부재할 것으로 보이나 소비자들의 니즈 변화, 유통채널 트렌드가 급속도로 변화하고 있는 현 상황에서 대응력을 높이고 있는 점은 긍정적이다.

위기에 강한 안정 성장주: 체질 개선을 통한 유기적 성장과 M&A를 통한 비유기적 성장이 조화를 이뤄 닥쳐오는 시장 위기에 강한 대표 소비자 기업이다. 면세를 제외하면 국내의 실적이 회복세를 보이고 있어 불확실성이 높은 시장에서 상대적으로 안정적이다. 업종 내 선호 관점을 유지한다.

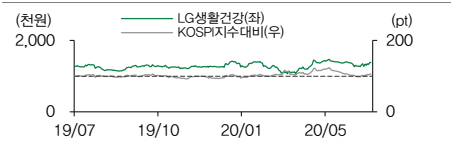
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	6,748	7,685	7,667	9,039	9,989
(증가율)	10.5	13.9	-0.2	17.9	10.5
영업이익	1,039	1,176	1,194	1,529	1,582
(증가율)	11.7	13.2	1.5	28.1	3.4
지배주주순이익	683	778	844	1,066	1,126
EPS	42,466	48,337	52,290	66,212	69,655
PER (H/L)	35.3/23.8	30.3/22.0	26.4	20.8	19.8
PBR (H/L)	7.6/5.1	6.3/4.6	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA (H/L)	20.8/14.9	17.2/12.8	14.8	11.6	10.6
영업이익률	15.4	15.3	15.6	16.9	15.8
ROE	21.0	20.3	18.9	20.6	18.8

52주 최저/최고	1,066,000/1,475,000원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	215,531억원
60일-평균거래량	44,916
외국인지분율	44.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.7%p
주요주주	LG 34.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.5	18.6	8.0
상대기준	-0.8	-5.0	5.2

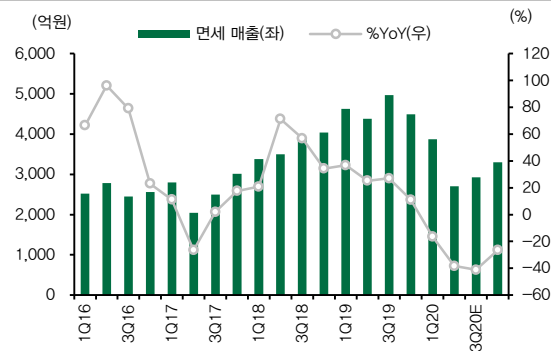
도표 76. LG생활건강 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	19	20E	21E
연결매출	18,748	18,325	19,649	20,133	18,964	17,943	19,001	20,760	76,854	76,668	90,388
Healthy	4,014	3,434	4,011	3,422	4,793	3,930	4,603	3,976	14,881	17,302	18,157
Beautiful	11,396	11,089	11,608	13,365	10,665	9,945	10,167	13,255	47,458	44,031	56,129
Refreshing	3,337	3,803	4,029	3,346	3,505	4,069	4,232	3,529	14,515	15,335	16,103
YoY(%)	13.0	10.9	13.1	18.5	1.2	-2.1	-3.3	3.1	13.9	-0.2	17.9
Healthy	1.7	1.8	3.0	0.7	19.4	14.4	14.8	16.2	1.8	16.3	4.9
Beautiful	20.2	16.3	21.7	27.3	-6.4	-10.3	-12.4	-0.8	21.5	-7.2	27.5
Refreshing	5.3	5.1	2.4	8.4	5.0	7.0	5.0	5.5	5.1	5.6	5.0
영업이익	3,221	3,015	3,118	2,410	3,337	2,851	3,116	2,634	11,764	11,937	15,292
Healthy	434	282	453	92	652	413	635	167	1,261	1,867	2,094
Beautiful	2,462	2,262	2,124	2,138	2,218	1,840	1,850	2,227	8,986	8,135	11,097
Refreshing	324	475	548	177	470	598	631	240	1,524	1,938	2,100
영업이익률	17.2	16.5	15.9	12.0	17.6	15.9	16.4	12.7	15.3	15.6	16.9
Healthy	10.8	8.2	11.3	2.7	13.6	10.5	13.8	4.2	8.5	10.8	11.5
Beautiful	21.6	20.4	18.3	16.0	20.8	18.5	18.2	16.8	18.9	18.5	19.8
Refreshing	9.7	12.5	13.6	5.3	13.4	14.7	14.9	6.8	10.5	12.6	13.0
YoY(%)	13.5	12.9	12.4	14.3	3.6	-5.5	-0.1	9.3	13.2	1.5	28.1
Healthy	3.6	3.1	5.8	9.6	50.4	46.5	40.1	80.8	4.7	48.1	12.2
Beautiful	16.0	16.3	15.3	11.2	-9.9	-18.7	-12.9	4.1	14.7	-9.5	36.4
Refreshing	8.7	4.2	7.9	79.6	45.1	25.8	15.1	35.3	12.1	27.2	8.4
이익기여도	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	3.8	19.5	14.5	20.4	6.3	10.7	15.6	13.7
Beautiful	76.4	75.0	68.1	88.7	66.5	64.5	59.4	84.5	76.4	68.1	72.6
Refreshing	10.0	15.8	17.6	7.4	14.1	21.0	20.2	9.1	13.0	16.2	13.7

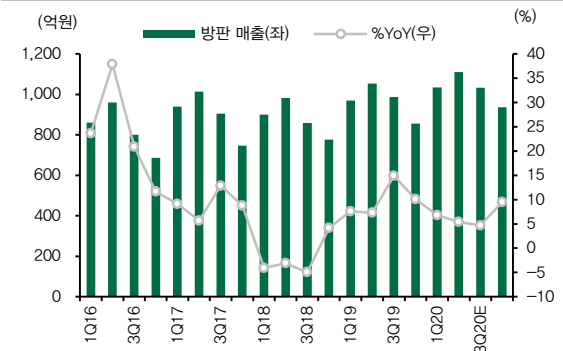
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 77. 화장품 면세 매출 2Q20 실적 저조



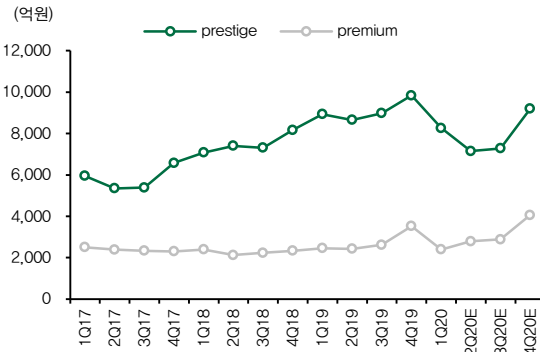
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 78. 화장품 방판 매출 성장을 저하 부담에도 금액은 증가



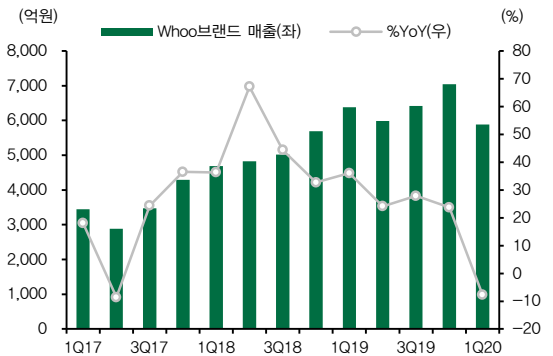
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 79. 화장품 럭셔리 브랜드들의 하반기 실적 회복 예상



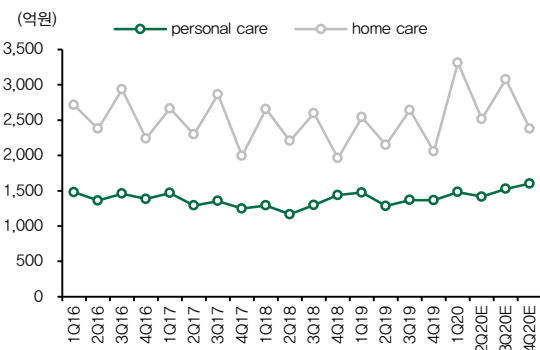
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 80. 럭셔리 대표 브랜드 '후' 분기 매출 추이



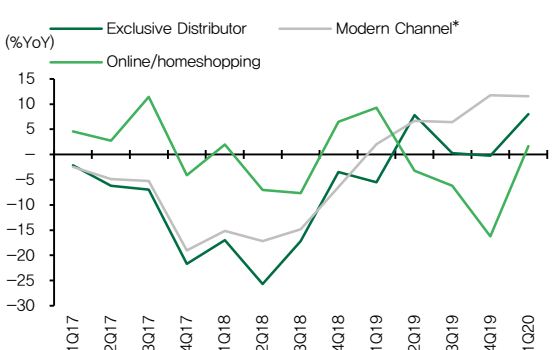
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 81. 생활용품 매출: ASP 상승에 따른 실적 성장



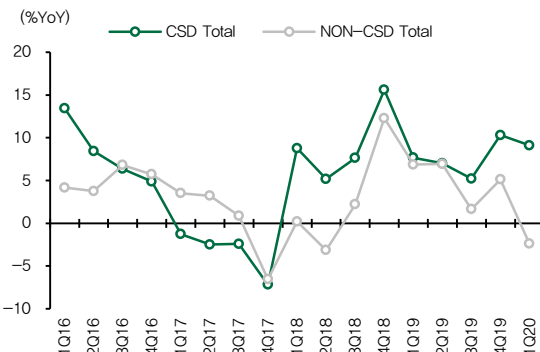
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 82. 생활용품 유통채널별 매출 성장률 추이



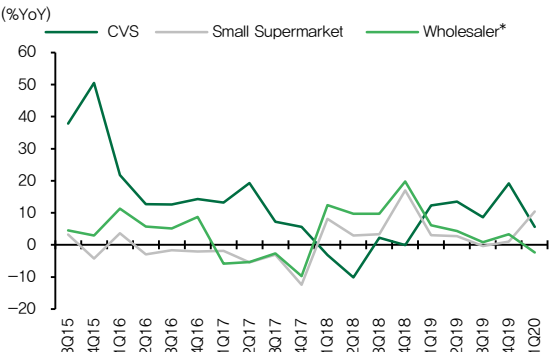
자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 83. 코카콜라 등 탄산음료의 매출 증가세: P,Q 상승



자료: LG생활건강, DB금융투자

도표 84. 음료 유통채널별 매출 추이: SSM 반등, 편의점 강세



자료: LG생활건강, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,691	2,163	2,893	3,760	4,633
현금및현금성자산	397	647	1,421	2,018	2,693
매출채권및기타채권	582	646	648	765	852
재고자산	615	746	673	790	878
비유동자산	3,585	4,331	4,373	4,477	4,733
유형자산	1,813	2,036	2,105	2,236	2,517
무형자산	1,545	1,787	1,760	1,734	1,709
투자자산	63	64	64	64	64
자산총계	5,276	6,494	7,317	8,287	9,416
유동부채	1,359	1,771	1,897	2,040	2,330
매입채무및기타채무	725	983	1,088	1,305	1,596
단기차입금및단기차채	211	288	299	284	284
유동상장기부채	164	104	114	54	54
비유동부채	323	485	545	545	545
시차및장기차입금	107	34	94	94	94
부채총계	1,682	2,257	2,442	2,585	2,876
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	3,563	4,175	4,801	5,615	6,439
비지배주주지분	82	90	101	115	130
자본총계	3,594	4,237	4,874	5,702	6,541

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	817	1,140	1,309	1,364	1,598
당기순이익	692	788	855	1,079	1,140
현금유출이없는비용및수익	521	652	622	749	815
유형및무형자산상각비	157	251	321	358	415
영업관련자산부채변동	-154	16	133	-62	65
매출채권및기타채권의감소	4	-23	-2	-117	-87
재고자산의감소	-43	-31	74	-118	-88
매입채무및기타채무의증가	-43	2	105	218	290
투자활동현금흐름	-430	-461	-364	-457	-655
CAPEX	-356	-326	-363	-462	-671
투자자산의손증	47	5	0	0	0
재무활동현금흐름	-378	-429	-121	-310	-268
시차및차입금의 증가	-122	217	81	-75	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-162	-159	-184	-218	-251
기타현금흐름	2	2	-51	0	0
현금의증가	10	250	774	597	675
기초현금	386	397	647	1,421	2,018
기말현금	397	647	1,421	2,018	2,693

자료: LG생활건강 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,748	7,685	7,667	9,039	9,989
매출원가	2,696	2,917	2,922	3,423	3,776
매출총이익	4,051	4,768	4,745	5,615	6,213
판매비	3,012	3,592	3,551	4,086	4,632
영업이익	1,039	1,176	1,194	1,529	1,582
EBITDA	1,197	1,427	1,515	1,887	1,997
영업외손익	-83	-85	-38	-47	-19
금융손익	-6	-1	-5	1	22
투자손익	-1	7	6	6	6
기타영업외손익	-76	-91	-39	-54	-47
세전이익	956	1,092	1,155	1,482	1,562
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	692	788	855	1,079	1,140
지배주주지분순이익	683	778	844	1,066	1,126
비지배주주지분순이익	10	10	11	14	15
총포괄이익	692	802	855	1,079	1,140
증감률(%YoY)					
매출액	10.5	13.9	-0.2	17.9	10.5
영업이익	11.7	13.2	1.5	28.1	3.4
EPS	12.9	13.8	8.2	26.6	5.2

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

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	42,466	48,337	52,290	66,212	69,655
BPS	198,221	234,042	269,379	315,333	361,840
DPS	9,250	11,000	13,000	15,000	18,000
Multiple(배)					
P/E	25.9	26.1	26.4	20.8	19.8
P/B	5.6	5.4	5.1	4.4	3.8
EV/EBITDA	15.7	15.0	14.8	11.6	10.6
수익성(%)					
영업이익률	15.4	15.3	15.6	16.9	15.8
EBITDA마진	17.7	18.6	19.8	20.9	20.0
순이익률	10.3	10.3	11.2	11.9	11.4
ROE	21.0	20.3	18.9	20.6	18.8
ROA	13.8	13.4	12.4	13.8	12.9
ROIC	21.3	21.0	20.7	26.1	26.2
안정성및기타					
부채비율(%)	46.8	53.3	50.1	45.3	44.0
이자보상배율(배)	102.5	84.8	69.3	88.5	96.2
배당성향(배)	19.6	20.5	22.3	20.4	23.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

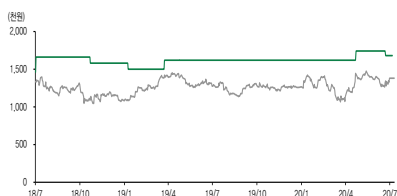
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

LG생활건강 현재 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/04/25	Buy	1,460,000	-6.9 1.4	20/06/24	Buy	1,680,000	- -
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	-20.7 -10.3				
20/03/26	1년경과		-25.6 -10.9				
20/04/24	Buy	1,740,000	-20.9 -15.2				

BUY(유지)

클리오

237880

목표주가(하향)

27,000원

현재주가(07/06)

19,200원

Up/Downside

+40.6%

투자의견(유지)

Buy

2020. 07. 07

위기를 기회로 바꿀 후보 2

아직 특수상권 매장 실적 부진: 2Q20 연결매출 597억원(-1.9%YoY), 영업이익 40억원(-20.7%YoY)으로 1Q20보다 성장이 부진할 것으로 예상된다. 국내는 2월 마지막주부터 3월까지 COVID-19 집중 확산에 따른 영업 부진이 심했는데 4~5월에도 관광 상권을 중심으로한 오프라인 로드샵 매장의 영업 부진이 해소되지 못했던 것으로 파악된다. 클럽클리오와 H&B채널이 2Q20에 각각 35%YoY, 25%YoY 감소했을 것으로 예상되며, 이외 면세 채널도 관광객 급감에 따름에 트래픽 감소로 매출이 45%YoY 감소했을 것으로 전망한다.

매장 점포 효율 개선 노력 중: 클럽클리오 매장수가 작년부터 지속적으로 축소 운영되고 있으며, 임대료 부담이 컸던 상권의 직영점을 폐쇄함에 따른 매출 감소가 불가피하다. 또한 H&B채널은 1Q 중에 신규 입점한 브랜드들의 재고 입고가 집중된 이후 COVID-19 영향으로 재고 소진이 기대에 못미쳤던 것으로 파악된다. 6월 이후부터 B2B 리오더 수요가 조금씩 늘었을 것으로 추정되어 3Q20 실적은 2Q20보다 나을 것으로 예상된다. 전반적으로 4~5월보다 6월로 갈수록 내수 오프라인 채널의 실적 회복세가 강했을 것으로 예상되며, 다만 계절적 비수기에 들어가는 시기이기도 해 내수 실적이 예상보다 더디다고 느껴질 수 있다.

시장 지배력 향상 중: 온라인과 글로벌 매출 성장세는 견조하다. 온라인의 경우 소셜커머스 매출 비중이 45%에 달할 정도로 높았으나 최근 자사몰 매출이 30%YoY씩 꾸준히 성장하고 있어 온라인 채널 내 수요처 변화가 중장기로는 온라인 채널 마진을 개선시킬 수 있을 것으로 예상된다. 중국, 일본으로 향하는 역직구 수요도 회복세를 보이고 있고, 특히 일본에서는 온라인뿐만 아니라 멀티샵 위주의 출점도 지속되고 있어 면세 실적 부진을 점차 차츰 대체해 나가는 데 무리가 없을 것으로 예상된다. 위기 속에서도 강한 시장 지배력을 보이고 있다고 판단되어 선호 관점을 유지한다.

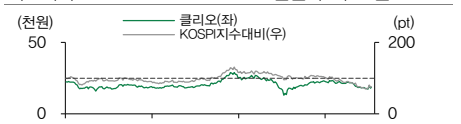
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	187	250	291	364	454
(증가율)	-3.3	33.6	16.1	25.1	24.9
영업이익	-2	19	21	32	41
(증가율)	적전	흑전	14.1	52.5	27.2
지배주주순이익	1	3	14	21	28
EPS	59	173	808	1,225	1,662
PER (H/L)	706/173.7	157.4/60.6	23.0	15.2	11.2
PBR (H/L)	5.0/1.2	3.2/1.2	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA (H/L)	369.2/79.3	12.4/4.4	9.1	6.8	5.3
영업이익률	-0.8	7.4	7.3	8.9	9.1
ROE	0.7	2.1	9.2	12.7	15.3

52주 최저/최고	12,900/29,000원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	3,293억원
60일-평균거래량	234,465
외국인지분율	5.0%
60일-외국인지분율변동추이	-2.9%p
주요주주	한현옥 외 4인 67.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-9.9	2.4	-14.7
상대기준	-11.6	-22.0	-21.4

도표 85. 클리오 연간 실적 추정치 조정

(단위: 억원, %)

	20E			21E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	2,908	3,080	-5.6	3,637	3,837	-5.2
영업이익	212	246	-13.7	324	414	-21.8
순이익	139	160	-13.4	209	260	-19.4

자료: DB금융투자

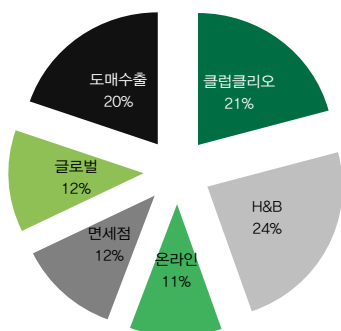
도표 86. 클리오 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19	20E	21E
연결매출	578	609	628	696	678	597	730	904	1,873	2,504	2,908	3,637
%YoY	27.2	31.3	35.6	41.5	17.2	-1.9	16.2	29.8	-3.3	33.7	16.1	25.1
유통채널별												
클럽클리오	115	121	144	132	93	79	126	173	466	512	471	492
H&B	139	157	173	159	168	117	199	237	459	627	721	898
온라인	124	121	127	171	182	190	197	235	366	543	804	1,166
면세점	74	88	96	106	78	48	63	83	225	364	273	301
글로벌	60	80	59	88	90	97	92	108	208	287	387	484
도매수출	61	43	29	32	50	41	33	48	149	164	171	197
홈쇼핑					16	25	20	20			81	100
%YoY												
클럽클리오	20.6	10.0	18.3	-5.2	-19.4	-35.0	-12.0	31.2	15.7	9.8	-8.0	4.5
H&B	30.1	31.8	37.4	47.9	21.2	-25.0	15.0	48.9	-0.8	36.7	15.0	24.5
온라인	59.3	54.5	41.1	42.5	47.1	57.0	55.0	37.1	72.1	48.3	48.0	45.0
면세점	43.5	49.8	97.0	60.3	6.2	-45.0	-35.0	-21.0	-4.3	61.7	-25.0	10.5
글로벌	-8.8	14.4	68.1	132.7	49.8	22.0	55.0	23.1	-13.7	37.5	35.0	25.0
도매수출	6.1	51.8	-31.5	46.9	-18.3	-5.0	15.5	50.8	-61.1	10.2	4.5	15.0
홈쇼핑												22.8
영업이익	32	50	67	43	35	40	74	63	-16	186	212	324
% of sales	5.5	8.3	10.7	6.2	5.1	6.7	10.2	7.0	-0.9	7.4	7.3	8.9
%YoY	406.5	흑전	흑전	4,857.5	8.9	-20.7	10.8	47.5	-115.0	흑전	14.1	52.5

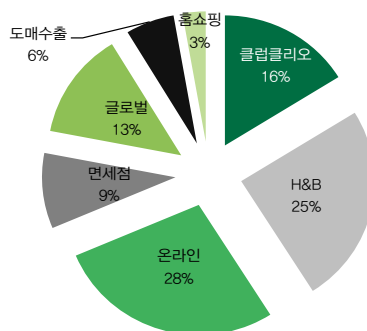
자료: DB금융투자

도표 87. 2017년 유통채널별 매출비중: 온라인 11%



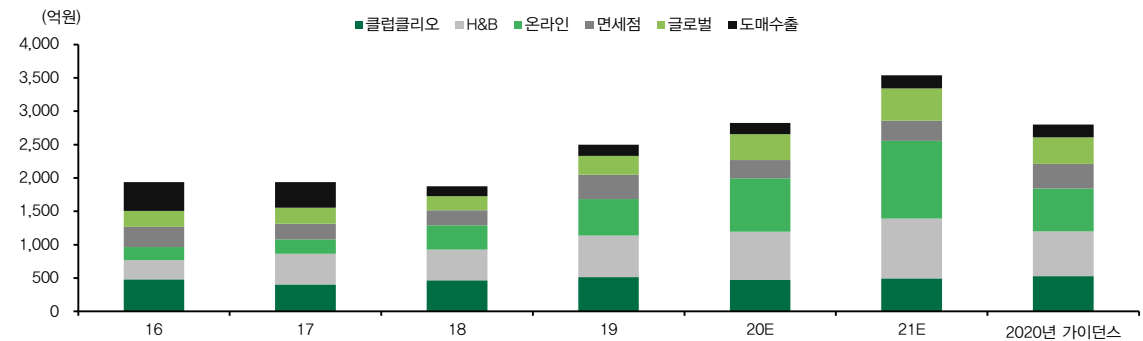
자료: 클리오, DB금융투자

도표 88. 2020년 유통채널별 매출비중: 온라인 28%



자료: 클리오, DB금융투자

도표 89. 연간 유통채널별 매출액 추이와 연초 가이던스 비교



자료: 클리오, DB금융투자

도표 90. 국내 중소 코스메틱 브랜드 매출과 시장점유율 추이: 클리오 시장 점유율 상승 추세

(단위: 억원, %)

	13년	14년	15년	16년	17년	18년	19년
해브앤비	291	336	863	2,372	3,628	4,691	6,347
이니스프리	3,328	4,567	5,921	7,679	6,420	5,989	5,519
더페이스샵	4,911	5,330	5,404	5,638	4,704	4,873	5,435
에이블씨엔씨	4,013	3,985	3,562	3,836	3,322	3,455	4,222
난다	677	1,151	1,089	1,287	1,675	1,967	2,695
클리오	336	425	1,069	1,964	1,906	1,874	2,504
토니모리	1,703	2,052	2,200	2,365	2,027	1,810	2,057
잇츠한불	524	2,411	3,096	2,675	1,565	2,141	2,045
네이처리퍼블릭	1,717	2,552	2,848	2,618	2,227	2,350	1,899
에뛰드	3,372	2,810	2,578	3,166	2,591	2,183	1,800
더샘인터내셔널	332	440	716	1,400	1,320	1,235	1,057
합계	21,204	26,059	29,345	35,000	31,385	32,568	35,579
클리오 M/S	1.6	1.6	3.6	5.6	6.1	5.8	7.0

자료: 각사 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	118	141	147	174	195
현금및현금성자산	9	26	6	24	27
매출채권및기타채권	20	26	28	35	43
재고자산	30	24	29	38	47
비유동자산	71	96	109	108	122
유형자산	38	45	48	43	53
무형자산	2	1	1	1	0
투자자산	27	28	38	42	46
자산총계	189	237	258	284	320
유동부채	39	76	87	96	107
매입채무및기타채무	20	29	34	41	51
단기차입금및단기차	18	14	20	22	22
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	8	15	15	15	15
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	47	91	103	112	122
자본금	8	8	9	9	9
자본잉여금	66	66	66	66	66
이익잉여금	75	78	89	106	131
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	141	145	156	173	197

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	62	40	61	26	32
당기순이익	1	3	14	21	28
현금유출이없는비용및수익	7	37	19	21	27
유형및무형자산상각비	3	12	12	10	12
영업관련자산부채변동	53	0	36	-4	-8
매출채권및기타채권의감소	-2	-8	-2	-7	-8
재고자산의감소	-9	2	-5	-9	-9
매입채무및기타채무의증가	-4	7	5	7	11
투자활동현금흐름	-23	-16	-22	-5	-23
CAPEX	-13	-12	-14	-6	-22
투자자산의손증	-10	0	-11	-4	-4
재무활동현금흐름	-43	-7	1	-4	-6
사채및차입금의 증가	-39	28	7	2	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-2	0	-4	-4	-4
기타현금흐름	0	0	-60	0	0
현금의증가	-4	17	-19	17	3
기초현금	13	9	26	6	24
기말현금	9	26	6	24	27

자료: 클리오, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	187	250	291	364	454
매출원가	82	114	131	160	200
매출총이익	106	137	160	203	255
판매비	107	118	139	171	213
영업이익	-2	19	21	32	41
EBITDA	2	31	33	43	54
영업외손익	4	-11	0	0	2
금융손익	5	-9	1	1	3
투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	-1	-1	-1
세전이익	2	9	21	32	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1	3	14	21	28
지배주주지분순이익	1	3	14	21	28
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	1	4	14	21	28
증감률(%YoY)					
매출액	-3.3	33.6	16.1	25.1	24.9
영업이익	적전	흑전	14.1	52.5	27.2
EPS	-87.2	195.3	366.0	51.6	35.7

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2018	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	59	173	808	1,225
BPS	8,318	8,563	9,068	10,074
DPS	0	220	220	220
Multiple(배)				
P/E	246.1	126.6	23.0	15.2
P/B	1.7	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	116.2	10.6	9.1	6.8
수익성(%)				
영업이익률	-0.8	7.4	7.3	8.9
EBITDA마진	0.9	12.4	11.4	11.7
순이익률	0.5	1.2	4.7	5.8
ROE	0.7	2.1	9.2	12.7
ROA	0.5	1.4	5.6	7.7
ROC	-0.7	4.9	11.7	21.0
안정성및기타				
부채비율(%)	33.6	62.9	66.0	64.6
이자보상배율(배)	-0.3	16.8	12.4	17.4
배당성향(배)	0.0	124.2	26.6	17.5

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

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 기재된 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 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

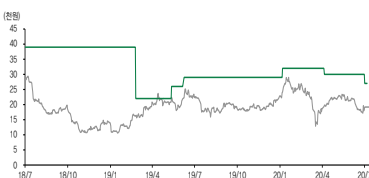
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
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	-31.7 -13.3
20/01/08	Buy	32,000	-28.2 -9.4	20/04/07	Buy	30,000	-30.2 -22.0
20/07/07	Buy	27,000	-				

Buy

코스맥스

192820

목표주가(유지) 120,000원 현재주가(07/06) 102,500원 Up/Downside +17.0% 투자 의견(유지) Buy

2020. 07. 07

위기를 기회로 바꿀 후보 3

한국과 중국 실적 개선 중: 2Q20 연결매출 3,750억원(+12.8%YoY), 영업이익 180억원(+37.1%YoY)으로 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 국내법인은 비효율 경영비용의 제거나 독자 원료 개발, 자동화 공정 확대에 따른 생산성 개선 등 체질 향상에 따른 마진 개선 추세가 유지되고 있는 것으로 예상하며, 손소독제 생산도 1Q20보다는 감소하겠으나 전년동기대비 수요가 증가해 마진 개선에 기여할 전망이다. 한편 상해법인이 3월 이후부터 생산 공장의 정상화로 기존 바이어 매출이 점차 회복될 것으로 기대되며, 광저우법인은 로컬 온라인 브랜드들의 수주 증가가 꾸준하다. 특히 중국 내수 소비 반등에 힘입어 중국 로컬 브랜드들의 수요 회복이 빠를 것으로 기대되며, 이미 6.18 온라인 쇼핑 이벤트에 대한 주문 증가가 2Q20 중국법인 실적 개선에 기여했을 것으로 보인다.

미국, 태국 등은 연간 적자 줄이는데 초점: 미국내 COVID-19 확산세가 꺾이지 않고 있어 미국 법인에 대한 2Q20 실적 기대치는 중국과 달리 낮다. 미국 생산공장의 정상화가 이뤄지고 있는 듯 보이나 바이어들을 상대로한 신규 오더 계획의 이행이 기대보단 원만하지 않을 가능성이 높다. 인도네시아와 태국법인에서는 신규 오더의 증가로 생산성이 개선되면서 하반기로 갈수록 적자를 줄여나가는 형태가 예상된다. 특히 손소독제, 세정제 생산이 늘어날 수 있어 일부 수주 공백을 메꿔나갈 수 있을 것으로도 기대된다.

위기 극복 역량 강조되는 시기에 제격: 브랜드사들과 비교하면 중국법인에서의 로컬 수요 반등이 2Q20~3Q20 실적 개선에 크게 영향을 미칠 것으로 보여 긍정적이다. 위기의 시기에 자체 맨파워를 통해 시장 지배력을 키워나가는게 중요한데 동사가 OEM/ODM사 중에서도 독보적인 영업력과 기술력으로 위기 극복 역량이 부각될 수 있을 것으로 보인다. 매수 관점에서의 접근을 추천한다.

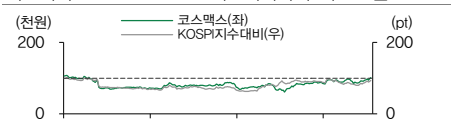
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,260	1,331	1,492	1,670	1,880
(증가율)	42.5	5.6	12.1	12.0	12.6
영업이익	52	54	78	95	115
(증가율)	48.9	3.2	43.9	22.7	20.5
지배주주순이익	33	32	39	65	77
EPS	3,246	3,167	3,871	6,503	7,629
PER (H/L)	55.3/32.5	49.4/21.4	26.2	15.6	13.3
PBR (H/L)	6.8/4.0	4.6/2.0	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA (H/L)	28.9/19.7	21.8/12.3	11.1	9.3	8.2
영업이익률	4.2	4.1	5.2	5.7	6.1
ROE	13.5	10.5	10.9	16.5	16.8

52주 최저/최고	60,700/108,000원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	10,200억원
60일-평균거래량	133,922
외국인지분율	18.8%
60일-외국인지분율변동주이	+1.2%p
주요주주	코스맥스비티아이 외 11인 26.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	13.2	25.2	-4.2
상대기준	12.9	0.3	-6.8

도표 91. 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19	20E	21E
연결매출	3,278	3,323	3,175	3,531	3,285	3,750	3,564	4,320	12,597	13,307	14,917	16,701
%YoY	13.5	1.5	0.9	7.4	0.2	12.8	12.3	22.3	42.5	5.6	12.1	12.0
영업이익	135	132	104	169	160	180	168	268	523	540	777	954
%YoY	30.2	-29.2	-21.6	67.3	18.4	37.1	61.6	58.8	49.0	3.2	43.9	22.7
%OPM	4.1	4.0	3.3	4.8	4.9	4.8	4.7	6.2	4.2	4.1	5.2	5.7

자료: 코스맥스, DB금융투자

도표 92. 국내외 법인별 연간 매출 전망

(단위: 억원 %)

	16	17	18	19	20E	21E
연결매출	7,570	8,839	12,597	13,307	14,917	16,701
코스맥스 한국	5,055	5,282	6,794	7,390	7,951	8,301
코스맥스 중국	2,809	3,712	4,776	4,818	5,220	5,570
코스맥스 인도네시아	30	90	106	394	528	815
코스맥스 미국	176	381	662	826	782	1,209
NU-WORLD			991	767	918	1,205
코스맥스 태국			112	179	240	300
아이큐어			76	114	171	196
%YoY	41.9	16.8	42.5	5.6	12.1	12.0
코스맥스 한국	35.7	4.5	28.6	8.8	7.6	4.4
코스맥스 중국	38.7	32.2	28.7	0.9	8.4	6.7
코스맥스 인도네시아	77.4	201.1	18.3	270.1	34.2	54.3
코스맥스 미국	834.1	116.9	74.0	24.6	-5.3	54.7
NU-WORLD				-22.6	19.6	31.3
코스맥스 태국				59.2	34.3	25.0
아이큐어				49.1	50.0	15.0
영업이익	526	351	523	540	777	954
OP margin	6.9	4.0	4.2	4.1	5.2	5.7

자료: 코스맥스, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	596	618	714	816	920
현금및현금성자산	35	77	121	174	189
매출채권및기타채권	323	318	361	396	455
재고자산	209	209	213	223	251
비유동자산	466	586	580	604	610
유형자산	333	432	428	453	460
무형자산	96	103	101	100	99
투자자산	18	20	20	20	20
자산총계	1,062	1,204	1,307	1,432	1,542
유동부채	650	716	776	856	908
매입채무및기타채무	250	262	321	381	414
단기차입금및단기차대	314	356	356	376	396
유동상장기부채	57	46	46	46	46
비유동부채	169	171	201	216	236
사채및장기차입금	145	132	162	177	197
부채총계	820	888	977	1,072	1,145
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	129	182	182	182	182
이익잉여금	135	162	188	242	306
비지배주주지분	-24	-27	-41	-64	-91
자본총계	242	316	330	360	397

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-55	75	106	133	75
당기순이익	21	18	25	42	49
현금유출이없는비용및수익	66	103	94	104	117
유형및무형자산상각비	25	38	52	54	54
영업관련자산부채변동	-114	1	7	13	-54
매출채권및기타채권의감소	-80	1	-44	-35	-58
재고자산의감소	-25	6	-4	-10	-28
매입채무및기타채무의증가	-26	-21	60	33	33
투자활동현금흐름	-57	-96	-47	-78	-60
CAPEX	-49	-105	-46	-78	-60
투자자산의순증	2	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	107	63	-3	-2	1
사채및차입금의 증가	111	34	30	35	40
자본금및자본잉여금의증가	-22	53	0	0	0
배당금지급	-3	-6	-9	-12	-12
기타현금흐름	0	0	-12	0	0
현금의증가	-4	41	45	53	15
기초현금	39	35	77	121	174
기말현금	35	77	121	174	189

자료: 코스맥스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,260	1,331	1,492	1,670	1,880
매출원가	1,105	1,147	1,286	1,436	1,610
매출총이익	155	183	206	234	271
판매비	102	129	128	138	156
영업이익	52	54	78	95	115
EBITDA	78	92	129	149	169
영업외손익	-16	-18	-33	-28	-28
금융손익	-18	-19	-21	-21	-21
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	1	-12	-7	-7
세전이익	36	36	44	68	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	18	25	42	49
지배주주지분순이익	33	32	39	65	77
비지배주주지분순이익	-12	-14	-14	-23	-27
총포괄이익	22	17	25	42	49
증감률(%YoY)					
매출액	42.5	5.6	12.1	12.0	12.6
영업이익	48.9	3.2	43.9	22.7	20.5
EPS	73.0	-2.4	22.2	68.0	17.3

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당주요지표(원)					
EPS	3,246	3,167	3,871	6,503	7,629
BPS	26,411	34,178	36,850	42,153	48,582
DPS	600	900	1,200	1,200	1,200
Multiple(배)					
P/E	40.0	25.2	26.2	15.6	13.3
P/B	4.9	2.3	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	22.6	13.6	11.1	9.3	8.2
수익성(%)					
영업이익률	4.2	4.1	5.2	5.7	6.1
EBITDA마진	6.2	6.9	8.7	8.9	9.0
순이익률	1.7	1.4	1.7	2.5	2.6
ROE	13.5	10.5	10.9	16.5	16.8
ROA	2.1	1.6	2.0	3.1	3.3
ROC	4.7	3.7	5.8	7.7	8.1
안정성및기타					
부채비율(%)	338.9	280.6	296.6	298.2	288.4
이자보상배율(배)	2.8	2.4	3.2	3.8	4.3
배당성향(배)	28.6	49.4	48.0	28.6	24.4

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.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 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 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 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 투자이전은 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

코스맥스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	과리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	과리율(%) 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	-21.6 -12.0				
20/02/21	Buy	90,000	-11.9 1.1				
20/05/15	Buy	120,000	- -				

Buy

F&F

007700

목표주가(하향) 130,000원 현재주가(07/06) 89,700원 Up/Downside +44.9% 투자 의견(유지) Buy

2020. 07. 07

위기를 기회로 바꿀 후보 4

2Q20 면세 부진, 다만 월별 실적 개선 중: 2Q20 연결매출은 9%YoY 감소했을 것으로 예상되며, 이익 기여가 높았던 면세 비중 감소로 영업이익은 19%YoY 감소했을 것으로 전망한다. 1Q20보다 실적 성장이 다소 부진해보이는 이유는 면세 채널의 실적 부진 때문이다. 작년 4~6월은 MLB 면세 매출 비중이 66%까지 급격하게 늘어났던 시기로 2Q20 면세 매출의 베이스 부담이 급격히 높아진다. 다행히 디스커버리 브랜드가 COVID-19 확산기 전후에도 10%YoY 내외 성장을 보이고 있는데 작년부터 이슈가 된 신발 외에도 6월 시즌 아이템의 수요가 매출 성장을 견인하고 있어 4~5월보다 6월부터 디스커버리 브랜드의 매출 성장세가 기대보다 강한 것으로 파악된다. 항상 시즌별 아이টে으로 이슈 물이를 하는 디스커버리 브랜드가 전사 실적 부진을 상당히 커버하는 형태다.

중국 온라인 매출 성장 강세: 중국 온/오프라인에서의 MLB 수요는 상당히 꾸준한데 최근 중국 티몰에서의 일 매출이 작년 동월대비 30% 이상 늘어난 것으로 파악되어 면세 수요를 점진적으로 대체해 나가고 있다. 특히 중국 6.18 온라인 쇼핑 이벤트를 전후해 중국향 온라인 매출 성장세가 실제 기대했던 수준 이상인 것으로 파악되어 하반기 MLB의 중국발 수요 기대감을 높인다. 전반적으로 디스커버리 브랜드 내수와 MLB의 중국 현지 수요가 꾸준히 증가하고 있어 면세 채널에 대한 불확실성만 제거된다면 성장성 측면에서 단점을 찾기 어렵다는 판단에는 변함이 없다.

저점 매수 가능 구간, 매수 추천: COVID-19로 불확실성이 커진 때에 브랜드기업들은 자체 만파워를 통한 시장 지배력 확대가 위기의 시기, 생존력을 높인다고 판단한다. 중국 온라인 사업을 통해 업계 역사를 다시 쓰고 있는 역량을 높이 평가하며, 실적과 관련해서도 단기 면세 쇼크가 있지만 하지만 글로벌 현지 수요로 대체되는 속도가 빨라 현 주가를 바닥으로 보고 매수 접근을 권한다.

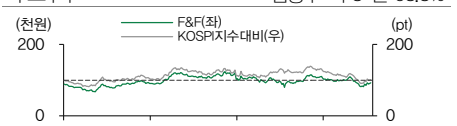
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	668	910	924	1,105	1,316
(증가율)	19.2	36.2	1.5	19.5	19.1
영업이익	91	151	152	191	251
(증가율)	-6.8	64.8	0.6	26.1	31.5
지배주주순이익	109	110	117	148	193
EPS	7,089	7,156	7,608	9,619	12,547
PER (H/L)	14.8/5.1	17.1/5.1	12.2	9.6	7.4
PBR (H/L)	4.1/1.4	3.9/1.2	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA (H/L)	15.4/5.1	9.9/2.8	5.8	4.7	3.4
영업이익률	13.7	16.6	16.4	17.3	19.1
ROE	31.6	25.1	21.9	22.7	24.0

52주 최저/최고	67,100/123,500원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	14,245억원
60일-평균거래량	106,006
외국인지분율	11.0%
60일-외국인지분율변동추이	-1.0%p
주요주주	김창수 외 8 인 58.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-8.4	0.2	4.4
상대기준	-8.6	-19.7	1.7

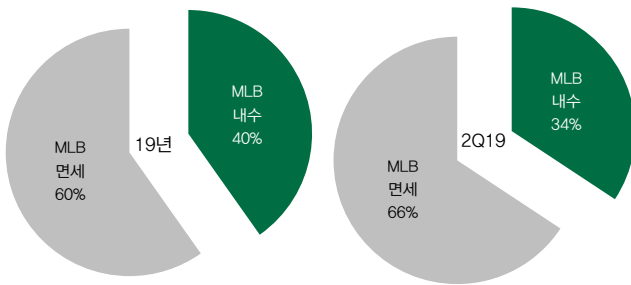
도표 93. F&F 분기, 연결 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19	20E	21E
연결매출	1,627	2,015	2,165	3,296	1,660	1,838	2,115	3,631	6,687	9,103	9,244	11,050
디스커버리	578	480	559	1,694	640	559	635	1,906	2,964	3,240	3,741	4,107
MLB	763	1,141	1,198	1,263	777	850	958	1,010	2,631	4,470	3,596	4,495
MLB키즈	238	205	200	278	155	223	231	326	777	910	935	1,024
스트레치엔젤	24	30	32	40	29	45	45	56	11	135	174	235
%YoY	22.3	36.5	54.9	32.7	2.0	-8.8	-2.3	10.2	19.3	36.1	1.5	19.5
디스커버리	8.3	10.2	11.5	13.5	10.8	16.5	13.5	12.5	-3.3	9.3	15.5	9.8
MLB	35.0	45.0	90.0	95.0	1.8	-25.5	-20.0	-20.0	50.3	69.9	-19.6	25.0
MLB키즈	17.5	13.7	23.0	20.0	-34.6	8.5	15.5	17.5	11.6	17.2	2.8	9.5
스트레치엔젤	2,900	7,000	850.0	550.0	20.0	50.0	40.0	40.0	192.1	1,155.8	29.2	35.0
영업이익	189	289	325	704	173	233	298	811	915	1,507	1,516	1,912
%of sales	11.6	14.4	15.0	21.4	10.4	12.7	14.1	22.3	13.7	16.6	16.4	17.3
%YoY	5.2	49.7	89.3	90.1	-8.5	-19.3	-8.3	15.3	-6.7	64.7	0.6	26.1

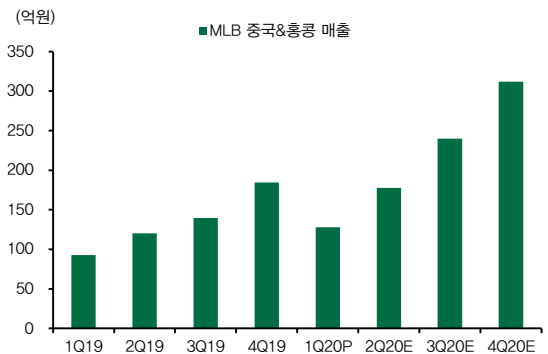
자료: F&F, DB금융투자

도표 94. 면세 베이스 부담 높아지는 2Q20



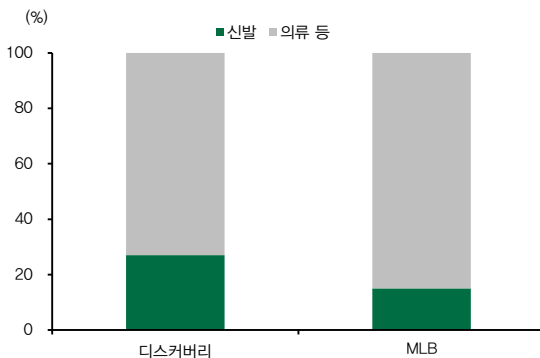
자료: F&F, DB금융투자

도표 95. MLB 중국발 실적 증가세 전망



자료: F&F, DB금융투자

도표 96. 의류에서 신발로의 이슈 카테고리 확산



자료: F&F, DB금융투자

도표 97. 디스커버리 버킷다워커V2



자료: F&F, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	291	400	485	605	789
현금및현금성자산	17	45	51	116	234
매출채권및기타채권	90	90	125	150	179
재고자산	159	176	185	221	256
비유동자산	205	284	271	284	299
유형자산	140	161	148	160	176
무형자산	11	11	11	11	11
투자자산	25	45	45	45	45
자산총계	496	684	767	900	1,099
유동부채	100	161	142	142	165
매입채무및기타채무	80	101	117	127	149
단기차입금및단기차입금	0	0	-35	-45	-45
유동상장기부채	0	19	19	19	19
비유동부채	1	39	39	39	39
차입금및차입금	0	10	10	10	10
부채총계	101	201	181	182	204
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	581	714	892
비지배주주지분	1	1	0	0	0
자본총계	395	484	585	718	895

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	27	162	151	163	210
당기순이익	109	110	117	148	193
현금유출이없는비용및수익	2	85	108	113	131
유형및무형자산상각비	10	30	72	69	72
영업관련자산부채변동	-59	-10	-35	-49	-48
매출채권및기타채권의감소	-3	-2	-35	-25	-29
재고자산의감소	-54	-25	-9	-36	-35
매입채무및기타채무의증가	6	19	16	10	22
투자활동현금흐름	-33	-109	-67	-72	-76
CAPEX	-48	-32	-59	-82	-87
투자자산의손중	-25	-20	0	0	0
재무활동현금흐름	-12	-24	-52	-26	-16
사채및차입금의 증가	0	53	-35	-10	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-10	-10	-15	-15	-15
기타현금흐름	3	0	-26	0	0
현금의증가	-15	28	6	65	118
기초현금	32	17	45	51	116
기말현금	17	45	51	116	234

자료: F&F, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	668	910	924	1,105	1,316
매출원가	228	293	292	346	408
매출총이익	440	617	632	759	908
판매비	349	466	481	568	657
영업이익	91	151	152	191	251
EBITDA	101	181	223	260	323
영업외손익	49	0	4	6	8
금융손익	1	0	3	5	7
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	48	0	1	1	1
세전이익	141	151	155	197	259
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	110	117	148	193
지배주주지분순이익	109	110	117	148	193
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	108	109	117	148	193
증감률(%YoY)					
매출액	19.2	36.2	1.5	19.5	19.1
영업이익	-6.8	64.8	0.6	26.1	31.5
EPS	45.8	0.9	6.3	26.4	30.4

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	7,089	7,156	7,608	9,619	12,547
BPS	25,593	31,366	37,979	46,603	58,156
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiple(배)					
P/E	5.6	15.7	12.2	9.6	7.4
P/B	1.6	3.6	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.7	9.1	5.8	4.7	3.4
수익성(%)					
영업이익률	13.7	16.6	16.4	17.3	19.1
EBITDA마진	15.1	19.9	24.2	23.6	24.6
순이익률	16.4	12.1	12.6	13.4	14.6
ROE	31.6	25.1	21.9	22.7	24.0
ROA	24.4	18.6	16.1	17.7	19.3
ROC	28.0	31.7	29.6	33.7	38.2
안정성및기타					
부채비율(%)	25.6	41.5	31.0	25.3	22.8
이자보상배율(배)	1,595.7	108.2	81.2	279.7	597.9
배당성향(배)	9.2	14.0	13.1	10.4	7.9

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 기재된 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 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

F&F 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
18/09/12	Buy	120,000	-40.3 -20.2	20/02/04	Buy	150,000	-34.5 -27.0
18/11/15	Buy	90,000	-49.7 -34.3	20/04/07	Buy	140,000	-28.6 -18.2
19/01/17	Buy	76,000	-46.3 -43.2	20/07/07	Buy	130,000	-
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	-16.3 -8.5				

Buy

힐라홀딩스

081660

목표주가(유지)

48,000원

현재주가(07/06)

35,200원

Up/Downside

+36.4%

투자의견(유지)

Buy

2020. 07. 07

위기를 기회로 바꿀 후보 5

글로벌 경쟁 강화 속 보일 듯 말 듯 회복 중: COVID-19의 확산세가 지속되고 있는 가운데 FILA의 2Q20 실적 기대치도 재차 내려가는 추세다. 2Q20 영업이익 638억원(-56%YoY)을 전망하여 컨센서스(776억원)을 하회할 것으로 예상된다. 글로벌 수요의 회복 속도가 예상보다 느려 미국법인 매출이 30%YoY 감소하고, 영업적자 기조를 유지할 것으로 전망한다. 리테일러들의 재고 소진이 충분히 이뤄진 상태로 2Q 중으로 리오더 수요가 늘어날 것으로 기대했지만 소비 공백에 따른 리테일러들의 보수적인 재고 관리로 회복이 빠르진 않다. 또한 나이키, 아디다스 등의 할인 프로모션이 집중되면서 수요에 비해 공급 경쟁이 높아진 점도 회복을 더디게 하는 이유로 추정된다.

카테고리 다변화와 점포 효율 개선 노력 지속: 글로벌 수요의 더딘 회복은 글로벌 로열티 수익에도 (-)요인이다. 로열티 수익 기여가 높은 유럽은 봉쇄정책 완화로 수요 회복이 기대되지만 2Q20 실적에 영향을 주기엔 어렵다. 국내는 4~5월보다 6월에 소비 회복이 좀더 두드러지지만 2Q20 실적에 영향을 주기엔 한계가 있다. 다만 디스립터 등 일부 히트 아이템에 국한되었던 리테일 수요가 스니커즈, 슬리퍼, 의류 등으로 확산되고 있어 내수 소비 심리가 살아나면 매출 증가세도 빠를 것으로 기대해본다. 비효율 매장의 폐쇄로 점포당 영업효율을 높이고자 노력을 지속중이고, 이는 전방 수요 회복시 이익 개선 효과를 키우는데 긍정적일 것으로 예상된다.

바닥으로 보고, 매수 선호: 리테일러들의 리오더 수요가 증가하는 초기 사이클로 하반기 실적은 점진적 개선을 전망한다. 물론 COVID-19 상황이 악화되지 않는다는 전제가 필요하다. 인당 부가가치가 높은 기업으로서 불안한 소비 행태 속에서도 꾸준히 매출이 회복되고 있어 위기 극복 역량이 높다고 판단된다. 현 주가는 불확실성을 상당히 반영하고 있어 바닥 매수 관점에서 접근을 권한다.

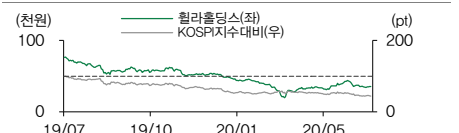
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,955	3,450	3,155	3,502	3,727
(증가율)	16.8	16.8	-8.6	11.0	6.4
영업이익	357	471	337	495	539
(증가율)	64.2	31.8	-28.4	46.8	9.0
자배주순이익	144	267	210	300	323
EPS	2,349	4,365	3,449	4,936	5,320
PER (H/L)	24.7/6.9	20.1/9.5	10.3	7.2	6.7
PBR (H/L)	3.6/1.0	4.3/2.0	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (H/L)	11.3/5.6	11.7/7.2	6.7	4.9	4.2
영업이익률	12.1	13.6	10.7	14.1	14.5
ROE	16.0	23.8	15.6	18.9	17.1

52주 최저/최고	19,500/76,600원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	21,506억원
60일-평균거래량	624,627
외국인지분율	40.7%
60일-외국인지분율변동주이	+0.5%p
주요주주	피에몬테 외 2 인 20.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-13.2	25.8	-53.7
상대기준	-13.5	0.8	-54.9

도표 98. 힐라홀딩스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	19	20E	21E
연결매출	8,346	9,593	8,670	7,896	7,899	7,274	8,124	8,250	34,504	31,547	35,024
%YoY	23.3	21.4	19.4	3.7	-5.4	-24.2	-6.3	4.5	16.8	-8.6	11.0
1. 상품매출	8,069	9,017	8,578	7,523	7,632	7,051	7,751	7,856	33,187	30,199	33,496
%YoY	22.4	17.3	22.2	2.5	-5.4	-21.8	-9.6	4.4	15.9	-9.0	10.9
1) KOREA	1,315	1,510	1,414	1,492	1,210	1,492	1,540	1,727	5,731	5,969	6,487
%YoY	32.8	21.2	10.4	20.1	-8.0	-1.2	9.0	15.8	20.4	4.2	8.7
2) USA	1,575	1,652	1,754	1,274	1,267	1,162	1,403	1,177	6,255	5,009	5,280
%YoY	108.4	50.0	42.7	-32.7	-19.6	-29.7	-20.0	-7.6	25.6	-19.9	5.4
3) Acushnet	4,879	5,388	4,993	4,338	4,879	4,203	4,594	4,729	19,599	18,404	20,882
%YoY	3.0	4.5	28.4	3.4	0.0	-22.0	-8.0	9.0	9.0	-6.1	13.5
2. 수수료매출	276	576	92	373	267	315	372	394	1,317	1,348	1,528
%YoY	54.3	165.1	-61.5	35.7	-3.5	-45.2	304.9	5.6	44.7	2.3	13.4
1) Global	188	205	226	224	188	194	247	253	842	883	971
%YoY	64.1	45.1	41.9	28.8	0.1	-5.2	9.5	13.3	43.1	4.8	10.0
2) China	88	371	-134	149	78	121	125	140	475	465	557
%YoY	37.0	388.3	-267.8	47.5	-11.3	-67.3	-193.4	-6.0	47.7	-2.1	19.9
매출총이익	4,177	5,000	4,174	3,946	3,817	3,724	3,956	3,978	17,297	15,476	18,049
GPM	50.1	52.1	48.1	50.0	48.3	51.2	48.7	48.2	50.1	49.1	51.5
%YoY	22.1	23.7	17.9	7.4	-8.6	-25.5	-5.2	0.8	17.9	-10.5	16.6
영업이익	1,158	1,449	1,249	851	671	638	1,051	1,010	4,707	3,371	4,947
OPM	13.9	15.1	14.4	10.8	8.5	8.8	12.9	12.2	13.6	10.7	14.1
%YoY	36.4	25.3	69.0	3.0	-42.0	-56.0	-15.8	18.8	31.8	-28.4	46.8

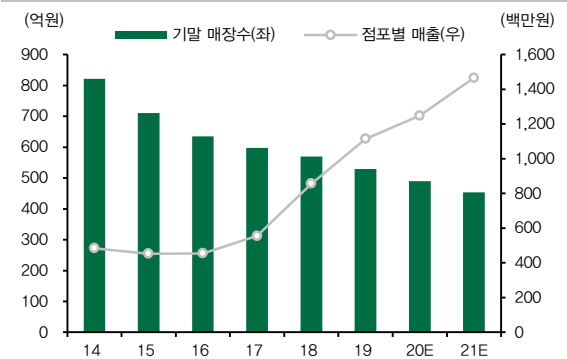
자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 99. FILA 국내 매장당 매출액 1Q20 6.5%YoY 감소



자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

도표 100. FILA 국내 매장 영업 효율 개선 중



자료: 힐라홀딩스, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,338	1,587	1,752	2,247	2,673
현금및현금성자산	149	232	487	835	1,149
매출채권및기타채권	474	519	471	516	550
재고자산	632	735	667	717	763
비유동자산	1,966	2,183	2,103	2,032	1,985
유형자산	311	439	373	319	292
무형자산	1,492	1,548	1,524	1,500	1,477
투자자산	74	102	112	118	122
자산총계	3,304	3,770	3,934	4,358	4,737
유동부채	672	867	831	862	867
매입채무및기타채무	426	433	406	437	442
단기차입금및단기차채	174	257	247	247	247
유동상장기부채	0	43	43	43	43
비유동부채	1,126	1,102	1,049	1,074	1,053
사채및장기차입금	808	612	562	592	572
부채총계	1,798	1,969	1,880	1,937	1,921
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	822	1,080	1,278	1,564	1,873
비지배주주지분	515	551	607	688	774
자본총계	1,506	1,801	2,054	2,421	2,817

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	275	319	516	417	464
당기순이익	210	338	266	380	410
현금유출이없는비용및수익	120	129	310	344	349
유형및무형자산상각비	65	93	147	126	114
영업관련자산부채변동	-107	-174	70	-120	-107
매출채권및기타채권의감소	-91	-41	49	-45	-34
재고자산의감소	-39	-72	68	-50	-46
매입채무및기타채무의증가	61	-15	-27	31	5
투자활동현금흐름	-25	-36	-42	-27	-59
CAPEX	-85	-47	-56	-48	-64
투자자산의순증	-6	6	-10	-6	-4
재무활동현금흐름	-214	-190	-133	-42	-91
사채및차입금의 증가	-168	78	-63	26	-21
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-31	-13	-12	-14
기타현금흐름	6	-10	-86	0	0
현금의증가	41	83	255	348	313
기초현금	108	149	232	487	835
기말현금	149	232	487	835	1,149

자료: 힐라홀딩스 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,955	3,450	3,155	3,502	3,727
매출원가	1,487	1,721	1,607	1,698	1,804
매출총이익	1,468	1,730	1,548	1,805	1,923
판매비	1,110	1,259	1,210	1,310	1,384
영업이익	357	471	337	495	539
EBITDA	423	564	484	621	654
영업외손익	-20	1	60	74	58
금융손익	-56	-57	7	10	-7
투자손익	20	35	26	32	33
기타영업외손익	16	23	27	32	32
세전이익	337	471	397	568	598
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	210	338	266	380	410
지배주주지분순이익	144	267	210	300	323
비지배주주지분순이익	67	71	56	80	87
총포괄이익	280	356	266	380	410
증감률(%YoY)					
매출액	16.8	16.8	-8.6	11.0	6.4
영업이익	64.2	31.8	-28.4	46.8	9.0
EPS	128.0	85.8	-21.0	43.1	7.8

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

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	2,349	4,365	3,449	4,936	5,320
BPS	16,226	20,448	23,818	28,531	33,618
DPS	50	219	200	230	240
Multiple(배)					
P/E	22.8	12.1	10.3	7.2	6.7
P/B	3.3	2.6	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.9	8.2	6.7	4.9	4.2
수익성(%)					
영업이익률	12.1	13.6	10.7	14.1	14.5
EBITDA마진	14.3	16.3	15.3	17.7	17.5
순이익률	7.1	9.8	8.4	10.9	11.0
ROE	16.0	23.8	15.6	18.9	17.1
ROA	6.6	9.6	6.9	9.2	9.0
ROC	9.1	12.7	8.2	12.4	13.6
안정성및기타					
부채비율(%)	119.3	109.3	91.5	80.0	68.2
이자보상배율(배)	6.6	8.4	5.9	8.9	9.7
배당성향(배)	1.5	3.9	4.5	3.6	3.5

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 사용할 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

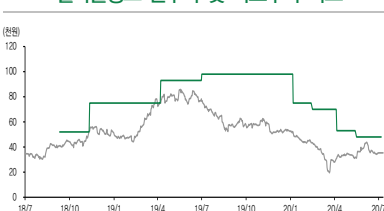
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이전은 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

힐라홀딩스 주주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
18/09/12	Buy	52,000	-15.8	1.3		20/05/18	Buy	48,000	-	-	
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	-39.8	-21.8							
20/01/08	Buy	75,000	-39.0	-34.5							
20/02/17	Buy	70,000	-53.1	-38.8							
20/04/07	Buy	53,000	-37.5	-33.9							

에스제이그룹

306040

목표주가 - 현재주가(07/06) 19,500원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 07. 07

잠재 성장성 甲

혼돈의 소비 패턴에서 시장 지배력을 높여가는 브랜드 기업: 국내 COVID-19 확산으로 소비자들의 구매패턴에 변화가 큰 시기이다. 확산 초기에는 비축형 소비, 확산이 다소 꺾인 때에는 보상적 소비 패턴이 부각되었다. 그리고 COVID-19의 확산 시작부터 지금까지 온라인으로의 대체소비는 월별로 강도의 차이가 있었으나 여전히 중요하다. COVID-19가 재확산을 반복하면서 소비자들의 구매 패턴에 일관성이 낮아지는 현상이 있음에도 불구하고 꾸준히 수요가 발생하는 브랜드 혹은 카테고리 있다. 에스제이그룹이 그 중 하나다.

코로나 쇼크 이후 내수 실적은 더디지만 회복 지속 중: 동사가 전개하는 캄골, 헬렌카민스키가 1Q20 내수 소비 침체에도 불구하고 매출 성장을 보였고, 2Q20에도 백화점과 온라인 채널 위주로 실적 회복세가 타 브랜드 대비 양호한 것으로 파악된다. 반기 말로 갈수록 백화점 채널의 트래픽이 점차 개선되어 매출 개선으로 이어지고 있으며, 면세 수요가 백화점 온라인몰로 대체되면서 채널 믹스가 변화되고 있다. 백화점이 면세보단 마진 효율이 높은 편으로 채널 믹스 변화에 따른 이익 개선 효과가 1Q20에 이어 이후에도 지속될 것으로 예상된다.

온라인으로의 수요 대체로 이익 개선폭 높을 것: 2~3월 매출에 큰 타격을 입었던 캄골키즈도 실적 회복이 빠른 것으로 추정된다. 최근 소매 판매 데이터를 통해 보면 4~6월 보상적 소비 심리가 가해진 구매 행태에 유아동복 소비가 유독 강했다. 캄골과 헬렌카민스키의 면세 매출 비중이 각각 19%, 42%로 낮지 않아 면세 실적 부진이 전사 매출 성장에 다소 부담을 줄 수 있으나 채널 믹스가 변화함에 따른 마진 개선 추세로 매출 성장보다 영업이익 성장폭이 더 클 것으로 전망한다.

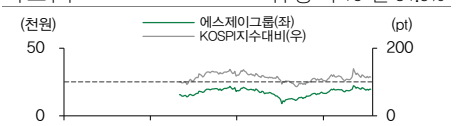
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	69	109	123	150	196
(증가율)	NA	59.5	12.1	22.0	31.2
영업이익	8	16	23	30	42
(증가율)	NA	110.6	38.2	30.8	41.5
지배주주순이익	4	13	17	23	33
EPS	1,831	5,415	5,307	6,990	10,154
PER (H/L)	NA/NA	11.8/7.4	3.7	2.8	1.9
PBR (H/L)	NA/NA	3.0/1.9	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	8.4/5.2	0.5	NA	NA
영업이익률	11.3	14.9	18.4	19.8	21.3
ROE	35.5	33.0	22.6	23.9	27.1

52주 최저/최고	8,930/22,208원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	649억원
60일-평균거래량	93,937
외국인지분율	3.7%
60일-외국인지분율변동추이	+1.6%p
주요주주	이주영 외 10 인 51.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	8.9	73.7	0.0
상대기준	6.8	32.4	0.0

하반기 중으로 해외 실적 모멘텀 가시화 기대: 하반기 중으로는 Kangol이 Kangol인터내셔널을 통해 글로벌 온라인 사업 확장을 하게 되면서 내수 시장에서의 성장 한계를 해외 모멘텀으로 채워나갈 것으로 예상된다. 글로벌 소비 위축으로 시기가 늦춰질 수는 있겠지만 선주문이 확인되고 있는 상황으로 보여 연말 안에 해외 실적이 조금씩 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

방어주 면모 보여 긍정적 투자 관점 제시: 스트릿 캐주얼 브랜드들의 인기가 꾸준한 가운데 Kangol이 성인 라인에서 유아동 라인으로 주 고객층이 확대되고 있어 그만큼 브랜드의 시장 지배력이 향상되고 있는 것으로 판단한다. 또한 럭셔리 브랜드로서 헬렌카민스키가 국내에서 입지를 확고히 하고 있는데 코로나 여파에 따른 소비 행태에 손해가 예상된다. 브랜드의 시장 지배력이 높아지는 시기로 COVID-19로 불안정한 내수 시장에서 방어주로서의 면모가 보인다. 긍정적 투자 관점을 제시한다.

도표 101. 에스제이그룹 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19	20E	21E
연결매출	240	284	282	288	249	305	315	358	686	1,095	1,227	1,497
%YoY	44.6	56.9	49.2	35.8	3.8	7.4	11.7	24.3	91.6	59.6	12.1	22.0
영업이익	15	32	48	69	35	49	55	87	78	164	226	296
%YoY					133.3	53.1	14.6	26.1	13.0	110.3	37.8	31.0
%opm	6.3	11.3	17.0	24.0	14.1	16.1	17.5	24.3	11.4	15.0	18.4	19.8

자료: 에스제이그룹, DB금융투자

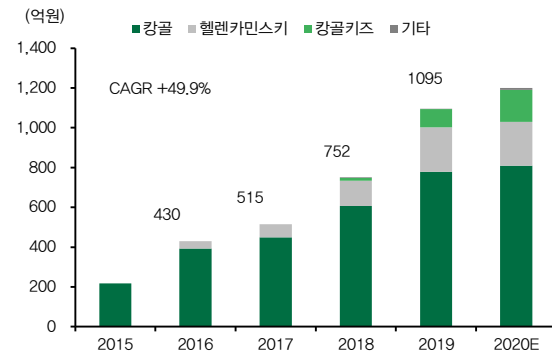
도표 102. 브랜드별 분기 매출 추이

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
강골	125	102	104	120	147	134	146	179	195	166	195	223	190
헬렌카민스키	6	25	21	14	19	47	38	23	27	100	62	34	25
강골키즈							5	10	18	18	25	31	34
매출합계	131	127	125	134	166	181	189	212	240	284	282	288	249
%YoY													
강골					17.6	31.4	40.4	49.2	32.7	23.9	33.6	24.6	-2.6
헬렌카민스키					216.7	88.0	81.0	64.3	42.1	112.8	63.2	47.8	-7.4
강골키즈											400.0	210.0	88.9
매출합계					26.7	42.5	51.2	58.2	44.6	56.9	49.2	35.8	3.8

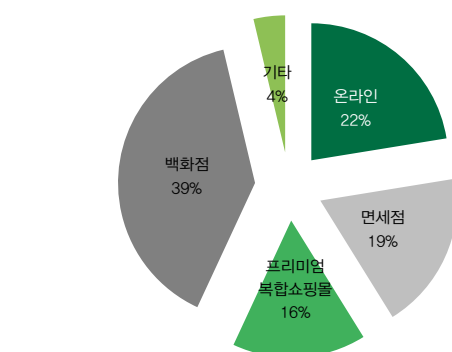
자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 103. 연평균 50% 성장률 보이는 에스제이그룹



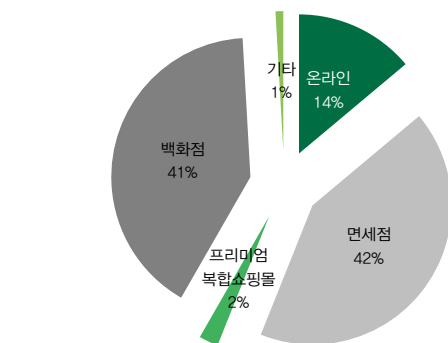
자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 104. Kangol 유통채널별 매출 비중



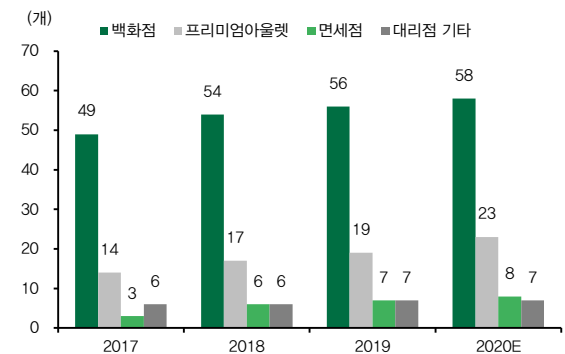
자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 105. 헬렌카민스키 유통채널별 매출 비중



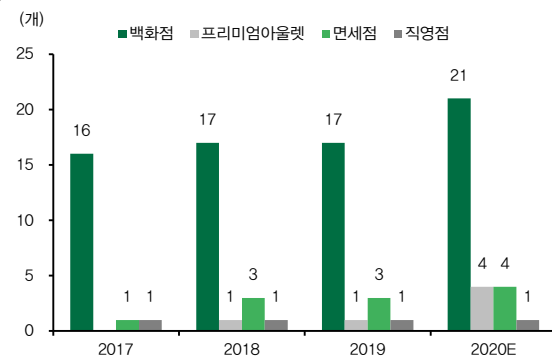
자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 106. Kangol 국내 매장수 추이



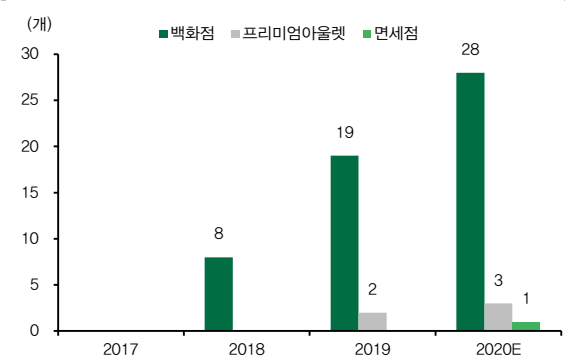
자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 107. 헬렌카민스키 국내 매장수 추이



자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 108. Kangol 국내 매장수 추이



자료: 에스제이그룹, DB금융투자

도표 109. 에스제이그룹 기업 개요

대표이사	이주영 (前 주삼탄 해외사업기획, (주)인큐벤처창투 심사역, (주)DNH 사업총괄이사)
자본금	16.47억원
임직원수	107명(19년 12월 말 기준)
설립기	2008. (주)스페셜조인트그룹 설립
기반 사업 확립	2009. KANGOL 모자 독점 수입 계약 2010. KANGOL 라이언스 계약 체결 백팩 출시
성장기	2011. KANGOL 마스터 라이선스 계약 / Apparel(맨투맨) 출시
제품카테고리 확장	2012. 헤비아우터(다운점퍼) 출시 2013. 토트백, 슬링백 출시 2014. 에코백 출시 2015. KANGOL 홍대 직영점 오픈
도약기	2016. 웰렌카민스키 수입 판매 시작
브랜드 포트폴리오 다각화	2016. KANGOL 마스터 라이선스 계약 갱신(20년 계약) 2017. 기업은행& VC 4개사 투자유치성공 (50억원, RCSP) 2018. (주)에스제이그룹으로 상호 변경 KANGOL KIDS 런칭 (주)에스제이글로벌아이앤씨 흡수합병 2019. 코스닥시장 신규상장 (11.18)

자료: 에스제이그룹, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	31	71	88	116	151
현금및현금성자산	9	37	47	76	96
매출채권및기타채권	8	10	12	11	16
재고자산	12	16	19	17	26
비유동자산	7	21	19	18	19
유형자산	3	3	1	0	1
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	3	12	12	12	12
자산총계	38	92	107	134	169
유동부채	16	19	18	23	27
매입채무및기타채무	11	14	13	18	22
단기차입금및단기차대	2	0	0	0	0
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	11	4	4	4	4
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	27	22	22	27	30
자본금	1	2	2	2	2
자본잉여금	0	45	45	45	45
이익잉여금	9	22	39	60	92
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	11	69	85	107	139

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	6	15	14	30	23
당기순이익	4	13	17	23	33
현금유출이없는비용및수익	5	4	7	7	9
유형및무형자산상각비	1	2	2	1	1
영업관련자산부채변동	0	-3	-6	7	-11
매출채권및기타채권의감소	-1	-2	-3	1	-5
재고자산의감소	-5	-4	-3	2	-8
매입채무및기타채무의증가	5	2	-1	5	4
투자활동현금흐름	-4	-16	-2	0	-1
CAPEX	-2	-1	0	0	-1
투자자산의손중	-3	-9	0	0	0
재무활동현금흐름	-1	29	-2	-2	-2
사채및차입금의 증가	13	-9	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1	46	0	0	0
배당금지급	-1	-1	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	1	28	10	29	20
기초현금	8	9	37	47	76
기말현금	9	37	47	76	96

자료: 에스제이그룹, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	69	109	123	150	196
매출원가	19	28	29	36	46
매출총이익	50	81	94	114	151
판매비	42	65	71	85	109
영업이익	8	16	23	30	42
EBITDA	9	19	25	30	43
영업외손익	-2	0	0	0	1
금융손익	-2	0	0	0	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	5	16	23	30	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	13	17	23	33
지배주주지분순이익	4	13	17	23	33
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	4	13	17	23	33
증감률(%YoY)					
매출액	NA	59.5	12.1	22.0	31.2
영업이익	NA	110.6	38.2	30.8	41.5
EPS	NA	195.8	-2.0	31.7	45.3

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

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,831	5,415	5,307	6,990	10,154
BPS	4,537	21,068	25,976	32,567	42,323
DPS	300	400	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	NA	11.1	3.7	2.8	1.9
P/B	NA	2.9	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	NA	8.4	0.5	NA	NA
수익성(%)					
영업이익률	11.3	14.9	18.4	19.8	21.3
EBITDA마진	12.5	17.1	20.3	20.1	21.8
순이익률	5.1	12.0	14.2	15.3	16.9
ROE	35.5	33.0	22.6	23.9	27.1
ROA	9.4	20.3	17.4	19.0	21.9
ROC	55.1	98.7	92.3	136.7	181.0
안정성및기타					
부채비율(%)	252.0	32.3	25.7	25.2	21.9
이자보상배율(배)	20.5	40.3	107.8	141.0	199.6
배당성향(배)	17.0	10.0	7.6	5.7	4.0

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.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 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 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

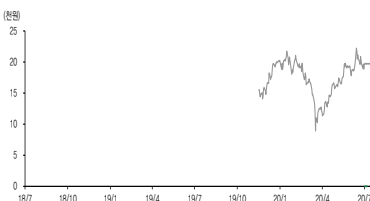
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

에스제이그룹 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
20/07/07	NR	-	-				

더네이처홀딩스

2020. 07. 07

곁에 두고 볼 만한 신입생

혼돈의 소비 시장에서도 수요 강제: COVID-19가 재확산을 반복하면서 소비자들의 구매 패턴에 일관성이 낮아지는 현상이 있음에도 불구하고 꾸준하게 수요가 발생하는 브랜드가 있다. 바로 동사가 전개하는 내셔널지오그래픽, NFL, JEEP 브랜드들이다. 2~3월 내수 채널들의 트래픽 급감으로 대부분 패션 브랜드들의 매출이 전년동기대비 최소 15% 이상 감소한 것과는 달리 동사의 1Q20 매출은 47%YoY 증가 했다. 채널별로 보면 백화점, 대리점, 온라인이 고르게 성장했고, 카테고리별로는 의류가 크게 늘었다. 특히 캐리어 매출 비중이 1/3을 차지할 정도로 컸는데 1Q20 기준으로는 캐리어 매출이 감소했고 의류가 170%YoY 증가했다. 코로나 확산에 따른 소비 공백에도 유통채널별로 고르게 시장 지배력을 높여나가고 있는 것으로 보인다.

브랜드와 유통 경쟁력 확보 지속: 10~20대 소비에 영향력이 높은 플랫폼 무신사, 원더플레이스 등에서 수요가 꾸준한 점은 그만큼 타겟고객층에 대한 타겟마케팅이 명확함을 의미한다. 또한 스트리트 캐주얼의 인기가 여전히 꾸준한데 올해 2월 런칭한 NFL이 대세에 합류하면서 매출 기여를 높여 나갈 것으로 기대된다. 자사몰을 기반으로 온라인 채널의 매출 비중(20%)이 늘어나는 추세이며, 자사몰 비중이 높아질수록 유통수수료 부담이 낮아져 마진 개선에 (+)요인이다. 더불어 중국 티몰 등 온라인몰에 입점 예정인데 최근 F&F의 MLB가 성과를 내면서 국내 패션 브랜드 중에선 유일하게 레퍼런스를 쌓고 있기도 하다. 해외 시장 진출을 위한 자금 마련이 급번 공모의 이유이기도 한데 국내에서의 브랜드 인지도가 높고, 브랜드 컨셉도 수요 트렌드에 부합해 기대를 모을 만 하다.

역량 있는 패션기업: 공모 희망가액 45,000~50,000원 기준 예정 시가총액은 3,232~3,591억원이며, 상장 예정일은 7/24일이다. 2020년 예상 순이익 기준 P/E는 약 10~11배로 추정되어 업종 평균(10배 이하)보다는 다소 높다고 느낄 수 있지만 성장성을 감안하면 무리한 수준은 아니라고 보여진다. 불확실성이 큰 때에 시장 지배력을 높여가는 더네이처홀딩스에 대해 상장 후 업데이트 가치가 충분하다고 판단된다.

Investment Fundamentals

(단위: 억원, 원 %)

주요사항

	2017	2018	2019	1Q20	2020E		
매출액	692	1,412	2,353	499	3,180	공모희망가액	45,000~50,000원
(증가율)	72.6	104.0	66.7	47.0	35.1	예정 시가총액	3,232~3,591억원
영업이익	50	202	400	81	588	주식수(상장후)	7,182,381주
(증가율)	75.6	304.9	97.9	109.6	47.8	공모주식수	1,200,000주
세전이익	40	125	252	98	305	공모비율	16.7%
지배주주순이익	30	86	163	73	320	자본금/액면가	31억원/500원
EPS	-	-	-	-	-	공모예정금액	540~600억원
영업이익률	7.2	14.3	17.0	16.2	18.5	주요주주(상장전)	박영준 대표(23.02%)
ROE	26.8	51.4	35.6	-	-	공모일정관련	
ROA	10.5	15.4	15.9	-	-	상장시장	코스닥
부채비율	128.6	348.4	75.8	58.0	-	수요예측일	2020.7.8~7.9
						공모주정약예정일	2020.7.15~7.16
						상장예정일	2020.7.24
						상장주관사	한국투자증권

도표 110. 더네이처홀딩스 기업 개요

대표이사	박영준 (前 94.03~04.02 씨티전자 대표이사)
설립일	2004년 02월 20일
자본금	30.9억원
임직원수	207명
업종	캐주얼 아웃도어 제품(의류, 캠핑 등)
브랜드	National Geographic(내셔널지오그래픽), NFL, JEEP
연결대상 종속기업	The Nature Holdings HK Limited(지분율 95%)

자료: 더네이처홀딩스, DB금융투자

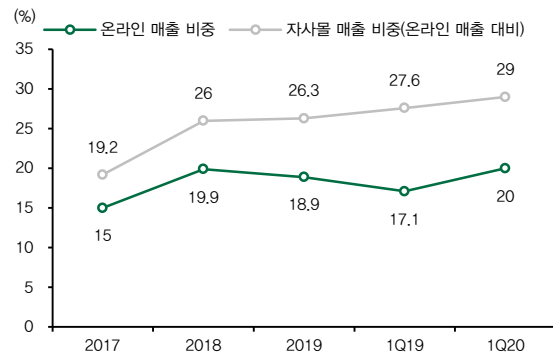
도표 111. 더네이처홀딩스 유통채널별, 카테고리별 매출

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	1Q19	1Q20	2020E
매출	692	1,412	2,353	339	499	3,180
%YoY	72.6%	104.0%	66.6%	-	47.2%	35.1%
유통채널별 매출						
백화점	157	422	801	100	155	
% of revenue	23%	30%	34%	29%	31%	
대리점	115	458	756	98	154	
% of revenue	17%	32%	32%	29%	31%	
온라인	104	281	445	58	100	
% of revenue	15%	20%	19%	17%	20%	
홈쇼핑	280	194	272	66	42	
% of revenue	40%	14%	12%	19%	8%	
기타	36	57	79	17	48	
% of revenue	5%	4%	3%	5%	10%	
카테고리별 매출						
의류	348	967	1,643	117	317	
%of revenue	50%	68%	70%	35%	64%	
캐리어	293	324	471	110	73	
% of revenue	42%	23%	20%	32%	15%	
잡화	51	121	238	52	109	
% of revenue	7%	9%	10%	15%	22%	
영업이익	50	202	398	54	81	588
%YoY	75.6%	304.0%	97.0%	-	50.0%	47.8%
%opm	7.2%	14.3%	16.9%	15.9%	16.2%	18.5%
순이익	30	86	161	43	73	320
%npm	4.3%	6.1%	6.8%	12.7%	14.6%	10.1%

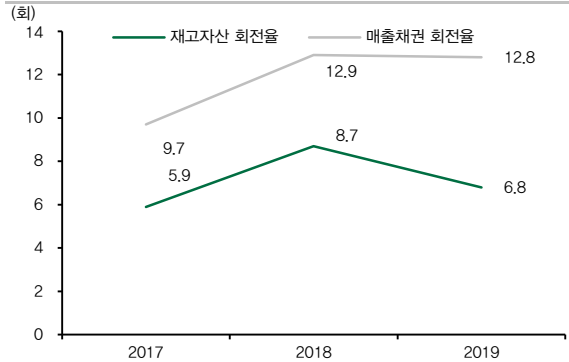
자료: 더네이처홀딩스, DB금융투자

도표 112. 온라인 매출 증가, 자사몰 증가는 마진 개선 포인트



자료: 더네이처홀딩스, DB금융투자

도표 113. 재고 및 매출채권 회전을 타사대비 건전한 편



자료: 더네이처홀딩스, DB금융투자

도표 114. 보유 브랜드의 주요 카테고리



자료: 더네이처홀딩스, DB금융투자

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 투자이익률 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

HOLD(하향)

토니모리

214420

목표주가(하향)

11,000원

현재주가(07/06)

10,950원

Up/Downside

+0.5%

투자의견(하향)

Hold

2020. 07. 07

길어지는 기다림의 시간

전통 오프라인 채널 실적 쇼크 지속 중: COVID-19 확산과 둔화를 반복하고 있는 가운데 소비자들의 끊임없는 구매를 받는 브랜드/제품도 있지만 그렇지 못한 브랜드도 있어 양극화가 심해지는 트렌드를 보이고 있다. 전자의 경우 오프라인 수요가 온라인 채널로 대체되는 효과가 컸지만, 후자의 경우는 코로나 쇼크를 실적에 온전히 반영하게 되면서 2Q20~3Q20 실적 기대치의 조정이 클 것으로 판단한다. 동사는 온라인/홈쇼핑 채널 강화를 모색하고자 노력하고 있으며, 중소 인디 브랜드의 다수 런칭으로 소비자들에게서 노후화된 이미지를 탈피하고자 다양한 시도를 하고 있다. 채널 다변화와 브랜드 신규 런칭에 대한 성과를 기대했으나 최근 COVID-19 확산에 따른 소비 공백이 여실히 오프라인 채널에서 드러나고 있는 것으로 보인다.

역량을 믿지만, 성과 나오기 전까지 보수적 관점 필요: 현재 면세 채널과 관광상권에 위치한 로드샵 채널의 매출이 전년동기대비 최소 70% 이상 감소하는 것으로 보이며, 매출 비중이 높은 유통점 매출도 전년동기대비 30% 이상 감소하는 것으로 파악된다. 기대를 모았던 홈쇼핑 채널에서는 COVID-19 영향도 있지만 계절적 비수기에 접어들면서 화장품 방송 편성수가 다소 감소하는 것으로 파악되어 매출 성장이 부재하다. 북미 대형마트 위주로 전개했던 미니언즈 콜라보레이션 제품의 리오더 수요는 3Q20부터 발생할 것으로 기대하지만 COVID-19 영향으로 기대했던 수요치를 못 미칠 가능성이 높아보인다. 메가코스는 글로벌 바이어의 오더가 꾸준히 증가할 수 있을 것으로 보이지만 OEM과 관련한 레퍼런스가 없는 동사에게 COVID-19가 긍정 효과를 가져올 확률은 높지 않을 수 있다는 판단이다. 신규 브랜드의 확장, 유통채널의 재편 등으로 재귀할 역량이 있으며, 다만 성과가 확인되기 전까지 잠시 보수적 투자 관점이 필요해 보인다.

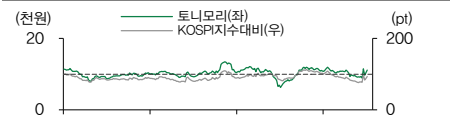
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	181	172	169	184	186
(증가율)	-12.0	-4.9	-2.0	9.3	0.8
영업이익	-5	0	2	6	10
(증가율)	적지	적지	흑전	227.8	80.7
지배주주순이익	-8	-5	2	4	8
EPS	-428	-308	114	236	479
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	97.4	47.3	23.3
PBR (H/L)	3.7/1.2	2.8/1.4	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	28.5/17.2	8.1	8.2	6.8
영업이익률	-2.8	-0.2	1.0	3.0	5.4
ROE	-6.9	-5.3	2.0	4.1	7.9

52주 최저/최고	6,300/13,450원
KOSDAQ /KOSPI	752/2,152pt
시가총액	1,967억원
60일-평균거래량	418,166
외국인지분율	0.5%
60일-외국인지분율변동주이	-1.1%p
주요주주	배해동 외 3인 66.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.3	34.3	-4.7
상대기준	2.0	7.7	-7.2

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	100	121	140	154	172
현금및현금성자산	21	54	84	93	108
매출채권및기타채권	31	29	28	30	30
재고자산	33	25	13	14	17
비유동자산	104	120	112	110	105
유형자산	67	75	68	66	62
무형자산	11	10	9	9	8
투자자산	24	32	32	32	32
자산총계	204	241	257	268	282
유동부채	57	90	96	93	91
매입채무및기타채무	29	20	22	22	20
단기차입금및단기차입금	24	47	50	48	48
유동상장기부채	0	10	10	10	10
비유동부채	41	52	62	72	80
사채및장기차입금	33	17	27	38	46
부채총계	99	142	157	165	171
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	54	54	54	54	54
이익잉여금	51	44	45	49	56
비지배주주지분	0	0	0	0	1
자본총계	106	99	100	103	111

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-14	2	46	27	29
당기순이익	-8	-6	2	4	9
현금유출이없는비용및수익	7	10	30	27	29
유형및무형자산상각비	4	12	27	23	23
영업관련자산부채변동	-12	1	14	-4	-6
매출채권및기타채권의감소	20	21	1	-2	0
재고자산의감소	-3	9	12	-1	-3
매입채무및기타채무의증가	-24	-28	2	-1	-2
투자활동현금흐름	-7	14	-20	-20	-16
CAPEX	-19	-6	-19	-20	-18
투자자산의손중	1	-8	0	0	0
재무활동현금흐름	14	18	8	2	2
사채및차입금의 증가	15	52	13	8	8
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-1	0	-1	-1
기타현금흐름	0	0	-5	0	0
현금의증가	-7	33	30	9	15
기초현금	28	21	54	84	93
기말현금	21	54	84	93	108

자료: 토니모리 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	181	172	169	184	186
매출원가	78	71	71	76	74
매출총이익	103	101	98	109	111
판매비	108	101	96	103	101
영업이익	-5	0	2	6	10
EBITDA	-1	11	29	28	33
영업외손익	1	-4	1	1	2
금융손익	0	1	-1	-1	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-5	2	2	2
세전이익	-4	-4	2	6	11
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-8	-6	2	4	9
지배주주지분순이익	-8	-5	2	4	8
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-8	-6	2	4	9
증감률(%YoY)					
매출액	-12.0	-4.9	-2.0	9.3	0.8
영업이익	적지	적지	흑전	227.8	80.7
EPS	적지	적지	흑전	106.0	103.0

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

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	-428	-308	114	236	479
BPS	5,966	5,600	5,665	5,851	6,280
DPS	100	0	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	97.4	47.3	23.3
P/B	1.9	1.9	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	NA	21.0	8.1	8.2	6.8
수익성(%)					
영업이익률	-2.8	-0.2	1.0	3.0	5.4
EBITDA마진	-0.5	6.6	17.0	15.2	17.7
순이익률	-4.3	-3.3	1.3	2.4	4.8
ROE	-6.9	-5.3	2.0	4.1	7.9
ROA	-3.9	-2.6	0.9	1.7	3.2
ROIC	-9.0	-0.3	1.5	4.1	7.9
안정성및기타					
부채비율(%)	93.5	144.4	157.4	159.4	153.4
이자보상배율(배)	-2.3	-0.1	0.4	1.1	1.9
배당성향(배)	-15.2	0.0	41.3	20.0	9.9

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 기재된 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 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 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 투자이전은 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 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	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	-18.4	3.5							
20/07/07	Hold	11,000	-	-							

아모레퍼시픽 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/07/04	Buy	360,000	-20.7	-17.6	19/10/31	Buy	230,000	-15.9	-3.3
18/07/27	Hold	300,000	-18.4	-7.7	20/01/08	Buy	270,000	-21.1	-12.4
18/10/30	Hold	170,000	3.4	23.2	20/02/06	Buy	250,000	-31.8	-22.2
19/01/10	Hold	190,000	-5.6	-0.3	20/04/07	Buy	220,000	-21.5	-17.5
19/02/01	Hold	165,000	17.3	42.1	20/06/17	Buy	200,000	-	-
19/04/16	Hold	200,000	-5.3	17.8					
19/07/09	Hold	180,000	-20.5	2.2					

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
18/07/04	Buy	142,000	-24.7	-21.8	19/10/31	Buy	100,000	-18.3	-8.2
18/07/27	Hold	115,000	-21.7	-10.9	20/02/06	Buy	90,000	-33.4	-19.1
18/10/30	Hold	63,000	3.0	15.4	20/04/07	Buy	70,000	-18.3	-10.7
19/01/10	Hold	66,000	0.2	4.4	20/06/17	Buy	63,000	-	-
19/02/01	Hold	60,000	17.9	36.5					
19/04/16	Hold	70,000	-1.8	16.7					
19/07/09	Hold	65,000	-4.4	30.0					

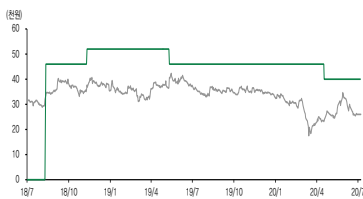
한국콜마 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-17.5	-6.7					
20/02/24	Hold	50,000	-	-					

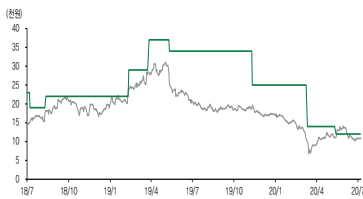
영원무역 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-27.3	-8.0					
20/04/22	Buy	40,000	-	-					

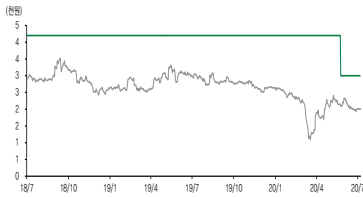
한세실업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/05/16	Hold	23,000	-29.6	-22.4	20/03/16	Buy	14,000	-27.3	-11.1
18/07/12	Buy	19,000	-13.8	-7.4	20/05/18	Hold	12,000	-	-
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					
19/11/15	Buy	25,000	-36.2	-24.6					

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
18/07/03	Buy	4,200	-31.8	-16.2					
19/07/03		1년경과	-40.5	-26.7					
20/05/29	Buy	2,800	-	-					

화승엔터프라이즈 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	30,000	-23.1	-7.2	20/04/22	Buy	21,000	-	-
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	-24.1	-19.8					
20/02/19	Buy	25,000	-30.7	-28.2					
20/02/25	Buy	23,000	-47.2	-28.5					

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
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	-38.6	-25.2					
20/04/07	Buy	35,000	-	-					

신세계인터내셔널 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/05/11	Buy	200,000	-9.1	8.5	20/04/07	Buy	280,000	-26.7	-22.0
18/09/12	Buy	280,000	-33.7	-15.9	20/05/13	Buy	260,000	-	-
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					
19/12/03	Buy	300,000	-29.2	-12.5					

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
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	-38.4	-11.4					
20/05/28	Buy	22,000	-	-					

MEMO



MEMO





Research Center

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



담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국전략	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

금융 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

조선/기계/철강	김홍균 수석연구위원	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
에너지/케미칼	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hjpark
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj
연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92

크로스융합파트

스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam



산업분석2팀

IT총괄/전기전자 권성률 팀장 3724 srkwon

음식료/유통	차재현 수석연구위원	3378	imcjh
반도체/IT소재장비	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
자동차/운송	김평모 수석연구위원	3053	pmkim
인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구위원	3385	realjun20
헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo
미디어/통신서비스	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494



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 (WM타워 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)
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 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 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 (메다캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 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

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

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.