

2024년
전망 시리즈 18

화장품/의류

구조적

성장 (화장품) vs. 한계 (의류)

구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)



화장품/의류

Analyst **하누리**

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

화장품 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
코스맥스 (192820)	Buy	200,000원
코스메카코리아 (241710)	Buy	55,000원

관심종목	투자판단	적정주가
한국콜마 (161890)	Buy	70,000원
씨앤씨인터내셔널 (352480)	Buy	70,000원
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	200,000원
클리오 (237880)	Buy	39,000원
아모레G (002790)	Buy	43,000원
LG생활건강 (051900)	Hold	380,000원

의류 Underweight

Top Picks	투자판단	적정주가
신세계인터내셔널 (031430)	Buy	25,000원

관심종목	투자판단	적정주가
한섬 (020000)	Buy	25,000원
한세실업 (105630)	Buy	30,000원
영원무역 (111770)	Buy	75,000원
F&F (383220)	Buy	130,000원
휠라홀딩스 (081660)	Buy	50,000원
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	10,000원

Contents

Part I	[주거] 2023 Review	07	기업분석 (화장품)	코스맥스 (192820)	68	기업분석 (의류)	신세계인터내셔널 (031430)	94
Part II	[시장] 도진개진	11		코스메카코리아 (241710)	71		한섬 (020000)	97
Part III	[화장품] 구조적 성장	21		한국콜마 (161890)	74		한세실업 (105630)	100
Part IV	[의류] 구조적 한계	47		씨앤씨인터내셔널 (352480)	77		영원무역 (111770)	103
Part V	[투자전략] 구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)	57		아모레퍼시픽 (090430)	80		F&F (383220)	106
				클리오 (237880)	83		힐라홀딩스 (081660)	109
				아모레G (002790)	86		화승엔터프라이즈 (241590)	112
				LG생활건강 (051900)	89			

Summary

구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)

화장품 Overweight
의류 Underweight

I 추가

2023 Review

- 시장 정상화 (리오프닝) 및 모멘텀 확대 (중국 단체 관광 허용) 불구, 생활소비재 외면 지속
** YTD: 화장품 -13% vs. 의류 -2% vs. KOSPI +10%
- 재군별 이동: 펜데믹 해제 불구 여전히 필수재 우위 → 자유재향 투자 중심 이동 필요
- 업종 매력도: Top down 시장 효과 기대 불가, Bottom up 자생적 경쟁력 필요 → 화장품 > 의류

II 시장

도진개진

- 경기 환경 감안 시장 효과 기대 불가, 국가별 수치 또한 유사할 전망
- ① 경기: 고물가 및 고금리 시장 환경 지속 → 소비지출 여력 축소
- ② 기저: 리오프닝 특수 제거 → 기저 부담 지속
- ③ 수요: 전 권역 펜데믹 해제 → 여행 서비스향 수요 확장 이전

III 화장품

구조적 성장

- 중국 외 전 국가향 수출 증가 및 비중 상승 > 중국향 수출 역성장 및 기여 하락 = 전체 화장품 수출 성장
- 화장품 소비 행태 변화: 멀티숍향 저가품 대세 (경기 상황 감안, 저가품 소구력 확장 구조적 현상)
- 브랜드 파편화 가속화 → 후방 우위 시장 (글로벌 화장품 시장 점유율: ODM사 상승 vs. 브랜드사 하락)
- 제품 세분화 & 제조 기술력 & 가격 경쟁력 → K-뷰티, 글로벌 열풍 지속

IV 의류

구조적 한계

- 의류 Bottom up 경쟁력 부재 = 시장 성장 부합, 저변 확장 기대 불가
- 유명 수입산 수요 쏠림 = 의류 해외 직구 > 국내 의류 시장
- 의류 재군 특성 (구매 결정 요인 = 브랜드력 중심) 감안, 글로벌 시장 내 한국산 점유율 상승 기대 불가
- 4Q23E 기술적 Re-stocking 진입하나, 소매시장 성과 저조 → Sell-out향 재고 비축 수요 축소 불가피

V 투자전략

구조적 성장 (화장품) vs. 한계 (의류)

- 시장 성장률: 코로나 특수 제거, 시장 정상화 → 비내구재 화장품 > 준내구재 의류
- 업종 매력도: Top down 시장 효과 기대 불가, Bottom up 자생적 경쟁력 필요 → 화장품 > 의류
- 재군별 이동: 펜데믹 해제 불구 여전히 필수재 우위 → 자유재향 투자 중심 이동 필요
- 공매도 정도: 화장품 공매도 집중 대상, 반대 매수세 유입 기대

기업분석

[화장품]

종목명	투자판단	적정주가
코스맥스(192820)	Buy	200,000원
코스메카코리아 (241710)	Buy	55,000원
한국콜마(161890)	Buy	70,000원
씨앤씨인터내셔널(352480)	Buy	70,000원
아모레퍼시픽(090430)	Buy	200,000원
클리오(237880)	Buy	39,000원
아모레G(002790)	Buy	43,000원
LG생활건강(051900)	Hold	380,000원

코스맥스(192820) 화장품 최신후주

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

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	200,000원
현재주가 (11.9)	137,900원
상승여력	45.0%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	15,651억원
발행주식수	1,135만주
유동주식비율	71.88%
외국인비중	28.58%
52주 최고/최저가	153,500원/51,500원
평균거래대금	235.7억원

주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 16 인	26.26
국민연금공단	12.61

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.8	85.8	166.7
상대주가	12.9	92.2	166.4

주가그래프



글로벌 1위 화장품 ODM

- **[실적]** 2024E 영업이익 2천억원 돌파
 - 한국: 올리브영 인디 브랜드 추가, 국내 거래선 수출 확대, 글로벌 브랜드 아시아 물량 확장
 - 미국: ODM 사업 구조 안정, 색조 신규 고객 추가, 공장 일원화 기반 고정비 레버리지 효과 창출
 - 동남아: 인도네시아 글로벌 대형사향 대량 물량 확보, 태국 현지 특화 제품 강화
 - 중국: 광저우 신생 브랜드 유입 확대, 상해 규모화 (연매출 4,500억원 수준) 감안 시장 성장 부합
- **[모멘텀]** Loreal과 기술 개발 MOU 체결, 미국 영업사무소 개소, 미국 OTC 전용 Lab 신설

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 2조 1,241억원 (+14%), 영업이익 2,025억원 (+39%, OPM 10%)**
- **4Q23E: 매출액 5,098억원 (+27%), 영업이익 508억원 (+2,025%, OPM 10%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 200,000원 제시

- 성장성 업종 내 최고, 절대 영업이익 대형주 수준 (아모레퍼시픽 2,533억원, LG생활건강 2,818억원)
- 2024E PER 13배, 국내 화장품 업종 평균 PER 21배 대비 61%, 2위사 Intercos 배 대비 77%에 불과

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,591.5	122.6	74.4	6,880	흑전	49,457	12.7	1.8	7.3	16.5	203.4
2022	1,600.1	53.1	20.9	1,837	적전	51,203	40.3	1.4	10.1	3.6	214.3
2023E	1,861.2	145.9	105.3	9,279	흑전	62,268	14.9	2.2	8.6	16.4	189.9
2024E	2,124.2	202.5	122.8	10,818	59.7	73,085	12.7	1.9	6.3	16.0	147.9
2025E	2,310.3	232.5	140.1	12,344	17.2	85,429	11.2	1.6	5.2	15.6	119.8

코스맥스 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	403.3	479.3	468.9	509.8	472.7	545.3	529.7	576.4	1,600.1	1,861.2	2,124.1
국내	243.4	278.3	280.2	297.3	283.2	330.2	324.7	348.0	854.0	1,099.2	1,286.1
중국	121.2	151.9	134.4	160.6	137.1	160.7	142.3	170.0	550.4	568.1	610.1
상해	91.5	111.9	94.0	115.6	102.9	117.5	98.7	121.4	432.1	413.0	440.5
광저우	29.7	40.0	40.4	45.0	34.2	43.2	43.6	48.6	118.3	155.1	169.6
미국	27.1	38.1	38.8	37.8	41.0	44.9	47.1	44.4	169.6	141.8	177.3
오하이오	-	-	-	-	-	-	-	-	84.6	-	-
뉴월드	27.1	38.1	38.8	37.8	41.0	44.9	47.1	44.4	85.3	141.8	177.3
기타	24.2	27.4	30.4	31.3	29.1	31.2	34.5	35.5	86.1	113.3	130.3
인도네시아	19.1	20.6	23.2	23.8	22.0	23.7	26.7	27.4	66.7	86.7	99.7
태국	5.1	6.8	7.3	7.5	7.1	7.5	7.8	8.1	19.4	26.6	30.5
영업이익	13.8	46.0	35.2	50.8	40.8	52.4	47.7	61.7	53.1	145.9	202.5
국내	13.0	30.4	25.5	32.7	25.8	35.4	30.2	39.3	42.9	101.6	130.8
해외(연결-개별)	0.8	15.6	9.7	18.1	14.9	17.0	17.5	22.3	10.2	44.2	71.7
영업이익률	3.4	9.6	7.5	10.0	8.6	9.6	9.0	10.7	3.3	7.8	9.5
국내	5.4	10.9	9.1	11.0	9.1	10.7	9.3	11.3	5.0	9.2	10.2
해외	0.5	7.8	5.1	8.5	7.9	7.9	8.5	9.8	1.4	5.8	8.6
순이익	6.7	30.4	31.8	36.3	27.3	36.0	31.5	28.0	20.8	105.3	122.8
순이익률	1.7	6.4	6.8	7.1	5.8	6.6	5.9	4.9	1.3	5.7	5.8
국내	22.7	8.6	22.9	26.2	18.1	24.8	21.2	27.5	-100.6	80.4	91.6
중국	7.2	14.4	8.5	15.5	10.6	14.6	11.5	16.1	49.7	45.6	52.7
상해	3.4	7.7	2.9	9.2	5.8	8.1	6.0	10.0	36.2	23.2	29.9
광저우	3.8	6.7	5.6	6.3	4.8	6.5	5.5	6.1	13.6	22.4	22.9
미국	-13.2	-10.5	-5.5	-2.4	-1.3	-0.9	1.8	2.5	-86.7	-31.6	2.1
오하이오	-0.1	-	-	-	0.0	-	-	-	-51.2	-0.3	-
뉴월드	-13.0	-10.3	-5.5	-2.4	-1.3	-0.9	1.8	2.5	-35.5	-31.3	2.1
동남아	2.7	0.8	3.4	4.2	3.4	4.0	4.3	5.0	-2.4	11.0	16.6
인도네시아	3.4	1.4	3.4	3.9	3.2	3.9	4.0	4.7	1.4	12.1	15.8
태국	-0.7	-0.6	0.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	-3.9	-1.0	0.8
YoY(우)											
매출액	1.4	18.3	18.2	27.3	17.2	13.8	13.0	13.1	0.5	16.3	14.1
국내	18.6	23.4	35.5	37.2	16.4	18.7	15.9	17.1	0.1	28.7	17.0
중국	-16.5	5.8	0.0	26.1	13.1	5.8	5.9	5.8	-12.8	3.2	7.4
미국	-40.1	0.1	-15.2	-6.8	51.3	17.7	21.4	17.4	24.9	-16.4	25.0
동남아	44.2	51.7	21.3	19.6	20.3	13.8	13.3	13.3	45.8	31.6	14.9
영업이익	0.5	167.3	78.3	2,025.3	195.2	13.8	35.5	21.3	-56.7	175.0	38.8
개별	35.0	63.3	118.6	1,019.4	98.3	16.5	18.5	20.2	-44.8	137.2	28.7
자회사(연결-개별)	-81.0	흑전	20.2	흑전	1,819.4	8.4	80.2	23.4	-77.2	331.7	62.1
영업이익률	0.0	5.4	2.5	9.4	5.2	0.0	1.5	0.7	-4.4	4.5	1.7
순이익	-56.1	165.0	181.4	흑전	307.6	18.3	-1.2	-23.0	-72.0	405.1	16.6
국내	119.2	-63.0	5.5	흑전	-20.4	188.6	-7.8	5.2	적전	흑전	13.8
중국	-52.4	-1.1	-26.2	81.2	46.6	1.4	34.5	4.2	-33.8	-8.4	15.7
미국	6.0	35.8	55.2	94.5	90.4	91.3	흑전	흑전	-18.3	적지	흑전
동남아	9,787.9	흑전	흑전	542.7	24.1	432.5	25.9	18.9	31.0	흑전	50.6

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스(192820)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,591.5	1,600.1	1,861.2	2,124.2	2,310.3
매출액증가율(%)	15.1	0.5	16.3	14.1	8.8
매출원가	1,314.0	1,394.9	1,556.2	1,749.2	1,894.8
매출총이익	277.5	205.3	305.1	374.9	415.5
판매관리비	154.9	152.2	159.2	172.4	183.0
영업이익	122.6	53.1	145.9	202.5	232.5
영업이익률(%)	7.7	3.3	7.8	9.5	10.1
금융손익	-8.5	-17.9	-19.1	-14.3	-14.6
중속/관계기업손익	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-35.8	-29.1	-14.1	-10.7	-9.8
세전계속사업이익	78.3	6.2	112.7	177.6	208.2
법인세비용	43.9	22.6	31.6	47.9	56.2
당기순이익	34.3	-16.5	81.2	129.6	152.0
지배주주지분 순이익	74.4	20.9	105.3	122.8	140.1
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	792.2	737.2	814.1	922.3	1,079.9
현금및현금성자산	99.8	169.1	194.3	265.3	366.3
매출채권	350.0	302.8	314.9	327.5	356.4
재고자산	223.6	202.3	216.4	231.6	252.1
비유동자산	619.7	659.3	712.3	704.4	696.3
유형자산	471.2	490.6	517.8	500.9	486.2
무형자산	50.3	49.6	51.7	50.6	49.5
투자자산	53.2	69.7	86.6	96.7	104.5
자산총계	1,411.9	1,396.5	1,526.4	1,626.6	1,776.3
유동부채	787.7	812.0	800.8	766.4	767.5
매입채무	186.7	175.8	179.3	182.9	199.1
단기차입금	363.6	434.0	422.8	362.8	330.8
유동성장기부채	71.9	69.8	30.2	30.2	30.2
비유동부채	158.9	140.2	199.0	204.0	200.7
사채	51.4	36.5	57.4	57.4	49.4
장기차입금	44.8	20.8	38.8	35.6	34.0
부채총계	946.5	952.2	999.8	970.4	968.1
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	292.5	286.8	298.8	298.8	298.8
기타포괄이익누계액	15.4	21.4	29.8	29.8	29.8
이익잉여금	248.1	267.5	372.7	495.5	635.6
비지배주주지분	-95.9	-136.9	-180.1	-173.3	-161.4
자본총계	465.4	444.3	526.6	656.2	808.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	100.1	102.5	151.0	184.6	190.6
당기순이익(손실)	34.3	-16.5	81.2	129.6	152.0
유형자산상각비	48.5	54.9	57.3	57.7	55.4
무형자산상각비	3.3	3.9	2.5	1.2	1.1
운전자본의 증감	-40.8	28.2	-1.2	-3.9	-17.8
투자활동 현금흐름	-143.7	-31.3	-100.7	-52.5	-49.7
유형자산의증가(CAPEX)	-40.8	-84.2	-67.2	-40.8	-40.7
투자자산의감소(증가)	-23.2	-16.4	-17.5	-10.1	-7.7
재무활동 현금흐름	32.5	3.5	-27.2	-61.0	-39.9
차입금의 증감	-49.3	44.3	-2.0	-61.0	-39.9
자본의 증가	111.0	-5.7	12.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-2.7	69.6	25.4	71.0	101.0
기초현금	102.5	99.8	169.4	194.8	265.8
기말현금	99.8	169.4	194.8	265.8	366.8
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	147,101	140,986	163,993	187,158	203,560
EPS(지배주주)	6,880	1,837	9,279	10,818	12,344
CFPS	17,492	11,791	17,546	22,619	24,608
EBITDAPS	16,120	9,860	18,124	23,033	25,456
BPS	49,457	51,203	62,268	73,085	85,429
DPS	550	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	40.3	12.0	10.3	9.0
PCR	5.0	6.3	6.4	4.9	4.5
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
PBR	1.8	1.4	1.8	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	174.4	111.9	205.7	261.4	288.9
EV/EBITDA	7.3	10.1	7.1	5.1	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.5	3.6	16.4	16.0	15.6
EBITDA 이익률	11.0	7.0	11.1	12.3	12.5
부채비율	203.4	214.3	189.9	147.9	119.8
금융비용부담률	1.1	1.3	1.6	1.3	1.1
이자보상배율(x)	7.0	2.5	4.9	7.2	9.1
매출채권회전율(x)	4.9	4.9	6.0	6.6	6.8
재고자산회전율(x)	7.6	7.5	8.9	9.5	9.6

코스메카코리아 (241710) 화장품 차선후주

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 55,000원

현재주가 (11.9) 39,150원

상승여력 40.5%

KOSDAQ 802.87pt

시가총액 4,181억원

발행주식수 1,068만주

유동주식비율 60.02%

외국인비중 7.69%

52주 최고/최저가 40,250원/6,800원

평균거래대금 79.2억원

주요주주(%)

박은희 외 3인 38.95

국민연금공단 10.05

트러스트자산운용 8.41

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 53.5 296.7 475.7

상대주가 56.1 313.0 412.4

주가그래프



기술 집약체

- [실적] P (고가 비중 증가) · Q (고객 및 품목 다변화) · C (해외 법인 비용 축소)
 - 한국: 올리브영 인디 브랜드 추가, 국내 거래선 수출 확대, 글로벌 고객사 유치 증가
 - 미국: Ulta Beauty향 주력 고객 인기 수혜, OTC 기술력 기반 섀넌 제품 확대, 2024E PPA 상각 완료
 - 중국: 공장 일원화 통한 고정비 축소 본격화, 2024E 흑자 전환
- [모멘텀] 미국 OTC 특화 기술력 기반 신규 대거 유치 (FDA 허가 기보유), 본사 (개발/생산) & 미국 (영업) 시너지

2024E & 4Q23E Preview

- 2024E: 매출액 5,603억원 (+17%), 영업이익 641억원 (+33%, OPM 11%)
- 4Q23E: 매출액 1,297억원 (+22%), 영업이익 139억원 (+271%, OPM 11%)

투자의견 Buy 및 적정주가 55,000원 제시

- 고객 믹스 개선 최우수 (ODM 4개사 중 유일하게 판가 상승 지속), 실적 상향 조정 여지 최대
- 2024E PER 11배, 국내 화장품 업종 평균 PER 21배 대비 53% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	396.5	20.1	8.9	834	396.6	13,319	15.5	1.0	7.9	6.5	99.4
2022	399.4	10.4	2.7	249	-64.6	13,732	41.2	0.7	9.7	1.8	89.7
2023E	477.7	48.1	24.3	2,271	527.1	16,108	17.2	2.4	8.7	15.2	69.2
2024E	560.3	64.2	38.3	3,581	38.2	19,689	10.9	2.0	6.6	20.0	57.4
2025E	632.5	76.2	48.3	4,525	23.2	24,215	8.7	1.6	5.3	20.6	46.4

코스메카코리아 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	115.9	115.7	116.4	129.7	133.9	133.6	138.0	154.7	399.4	477.7	560.3
한국	65.9	66.7	66.4	69.4	78.3	76.4	77.3	80.1	227.4	268.3	312.2
미국	46.0	48.5	54.4	55.8	51.8	56.0	63.5	64.0	148.8	204.8	235.3
중국	12.8	11.1	12.5	16.8	14.7	14.8	20.7	25.2	47.3	53.2	75.4
영업이익	9.3	11.2	13.7	13.9	14.9	15.0	16.4	17.8	10.4	48.1	64.1
영업이익률	8.0	9.7	11.8	10.8	11.1	11.2	11.9	11.5	2.6	10.1	11.4
한국	4.6	6.3	4.7	5.2	6.2	7.6	6.3	6.6	7.7	20.9	26.8
미국	5.6	6.1	9.2	9.5	6.8	7.6	10.9	12.2	9.8	30.3	37.4
중국	-0.3	-0.6	0.5	0.7	0.4	0.6	1.3	1.8	-4.6	0.2	4.1
순이익	4.5	5.9	7.3	6.6	9.6	10.7	9.1	8.8	2.7	24.3	38.2
순이익률	3.9	5.1	6.3	5.1	7.2	8.0	6.6	5.7	0.7	5.1	6.8
YoY											
매출액	30.3	15.2	12.4	21.9	15.5	15.6	18.6	19.3	0.7	19.6	17.3
한국	29.6	10.8	16.3	17.0	18.9	14.5	16.5	15.5	4.6	18.0	16.3
미국	46.7	37.1	33.6	35.1	12.6	15.4	16.6	14.6	-6.8	37.6	14.9
중국	19.1	1.4	13.6	15.1	15.0	33.7	65.2	50.0	-7.8	12.5	41.8
영업이익	1,410.9	264.7	366.7	271.2	61.2	34.6	19.9	27.4	-48.4	363.6	33.4
영업이익률	7.3	6.6	8.9	7.2	3.2	1.6	0.1	0.7	-2.5	7.5	1.4
한국	199.8	166.5	157.5	168.9	36.0	20.5	32.8	26.9	-8.1	171.6	28.3
미국	508.7	139.0	163.9	234.7	22.0	24.7	18.7	28.1	-42.0	210.3	23.5
중국	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	172.7	167.1	적지	흑전	1,567.1
순이익	흑전	244.0	1,053.2	1,902.6	115.8	80.1	25.2	34.1	-70.2	813.0	57.7
매출 비중											
한국	52.8	52.8	49.8	48.9	54.1	51.9	47.9	47.3	53.7	51.0	50.1
미국	36.9	38.4	40.8	39.3	35.8	38.1	39.3	37.8	35.1	38.9	37.8
중국	10.3	8.8	9.4	11.8	10.2	10.1	12.8	14.9	11.2	10.1	12.1

자료: 코스메카코리아, 메리츠증권 리서치센터

코스메카코리아 (241710)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	396.5	399.4	477.7	560.3	632.5
매출액증가율(%)	16.9	0.7	19.6	17.3	12.9
매출원가	323.7	334.3	363.7	420.2	472.3
매출총이익	72.7	65.1	114.0	140.1	160.2
판매관리비	52.6	54.7	66.0	75.9	83.9
영업이익	20.1	10.4	48.1	64.2	76.2
영업이익률(%)	5.1	2.6	10.1	11.4	12.1
금융손익	0.2	-3.6	-0.6	1.2	3.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.8	-0.4	-0.4	-0.3	0.9
세전계속사업이익	17.5	6.4	47.1	65.0	80.1
법인세비용	0.6	0.4	9.4	13.0	16.0
당기순이익	17.0	6.0	37.6	52.0	64.1
지배주주지분 순이익	8.9	2.7	24.3	38.3	48.3
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	183.7	186.8	212.7	263.0	322.6
현금및현금성자산	30.1	26.0	38.6	73.0	117.8
매출채권	75.3	80.3	86.0	92.8	99.3
재고자산	67.0	71.2	76.9	83.8	90.5
비유동자산	207.8	206.0	206.1	208.3	209.6
유형자산	147.0	147.4	151.3	153.7	155.1
무형자산	42.4	40.2	38.6	38.1	37.7
투자자산	2.3	2.6	2.9	3.3	3.5
자산총계	391.6	392.8	418.7	471.3	532.2
유동부채	135.4	143.0	138.6	145.7	150.1
매입채무	30.4	34.2	35.5	37.7	39.2
단기차입금	60.8	66.0	57.6	56.1	54.1
유동성장기부채	14.1	15.1	11.7	11.7	11.7
비유동부채	59.8	42.7	32.6	26.1	18.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	47.6	34.7	24.4	16.6	8.1
부채총계	195.2	185.7	171.2	171.8	168.6
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
기타포괄이익누계액	3.5	5.1	6.2	6.2	6.2
이익잉여금	75.1	77.9	102.1	140.4	188.7
비지배주주지분	54.1	60.4	75.4	89.2	105.0
자본총계	196.3	207.0	247.5	299.5	363.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	7.9	16.7	49.9	60.4	71.3
당기순이익(손실)	17.0	6.0	37.6	52.0	64.1
유형자산상각비	13.5	13.7	13.8	14.4	14.5
무형자산상각비	2.9	3.0	1.8	0.4	0.4
운전자본의 증감	-22.4	-11.3	-10.3	-6.4	-7.8
투자활동 현금흐름	-8.5	-10.4	-14.8	-17.2	-16.4
유형자산의증가(CAPEX)	-9.0	-11.6	-15.8	-16.7	-16.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	-0.6	-0.4	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	-1.8	-10.3	-23.0	-8.7	-10.1
차입금의 증감	2.3	-7.0	-22.6	-8.7	-10.1
자본의 증가	-11.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1.3	-4.1	12.6	34.4	44.8
기초현금	31.4	30.1	26.0	38.6	73.0
기말현금	30.1	26.0	38.6	73.0	117.8
Key Financial Data					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	37,122	37,397	44,730	52,461	59,222
EPS(지배주주)	834	249	2,271	3,581	4,525
CFPS	3,509	3,039	6,372	7,765	9,125
EBITDAPS	3,419	2,537	5,957	7,389	8,537
BPS	13,319	13,732	16,108	19,689	24,215
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.5	41.2	14.6	9.3	7.3
PCR	3.7	3.4	5.2	4.3	3.6
PSR	0.3	0.3	0.7	0.6	0.6
PBR	1.0	0.7	2.1	1.7	1.4
EBITDA(십억원)	36.5	27.1	63.6	78.9	91.2
EV/EBITDA	7.9	9.7	7.7	5.8	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	1.8	15.2	20.0	20.6
EBITDA 이익률	9.2	6.8	13.3	14.1	14.4
부채비율	99.4	89.7	69.2	57.4	46.4
금융비용부담률	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	6.8	2.8	11.9	18.0	23.7
매출채권회전율(x)	6.4	5.1	5.7	6.3	6.6
재고자산회전율(x)	6.3	5.8	6.5	7.0	7.3

한국콜마(161890) 해외 확장

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

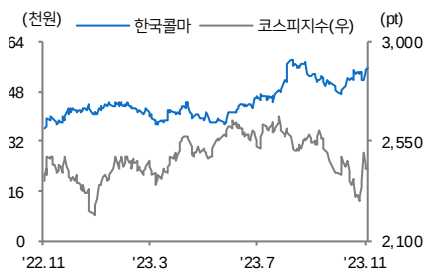
적정주가 (12개월)	70,000원
현재주가 (11.9)	55,700원
상승여력	25.7%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	12,745억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	72.29%
외국인비중	29.67%
52주 최고/최저가	58,100원/36,550원
평균거래대금	121.4억원

주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 27 인	27.71
국민연금공단	12.48
NIHON KOLMAR	12.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.2	42.5	51.6
상대주가	15.3	47.3	51.4

주가그래프



기초 최강자

- **[실적]** 기초 특화 제품력 기반 제품 믹스 개선 (썸, 더마), 글로벌 유수 거래선 추가
 - 한국: 올리브영 인디 브랜드 추가, 국내 주력 고객사 해외 판매 호조, 글로벌 아시아 수출 물량 확보
 - 북미: 미국 기술영업센터 가동 본격화, 캐나다 대형 고객사향 생산성 증대
 - 중국: 썸 제품 판매 승인 취득 효과, 현지 인기 브랜드 신규 확보
- **[모멘텀]** 글로벌 대형 고객사 유치, 색조 경쟁력 강화 (SPF 적용 베이스), 자회사 시너지 창출 (연우, 이노엔)

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 2조 4,711억원 (+13%), 영업이익 2,145억원 (+34%, OPM 9%)**
- **4Q23E: 매출액 5,567억원 (+16%), 영업이익 526억원 (+509%, OPM 9%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

- 화장품 ODM 충진 & 화장품 부자재 용기 & 화장품 브랜드 (투자) & 제약까지, 전방위적 사업 포트폴리오 보유
- 2024E PER 14배, 국내 화장품 업종 평균 PER 21배 대비 65% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,586.3	84.3	35.8	1,565	-72.9	29,876	25.7	1.3	14.6	5.5	91.7
2022	1,865.7	73.3	-22.0	-961	적전	29,024	-	1.5	17.1	-3.3	99.6
2023E	2,179.0	160.7	74.1	3,239	흑전	31,755	17.2	1.8	11.5	10.7	97.8
2024E	2,471.1	214.5	94.1	4,114	31.0	35,369	13.5	1.6	9.4	12.3	86.9
2025E	2,673.3	242.8	116.0	5,069	19.0	39,937	11.0	1.4	8.3	13.5	77.2

한국콜마 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	487.7	599.7	534.9	556.7	585.8	678.1	597.8	609.5	1,865.7	2,179.0	2,471.1
국내	201.8	254.4	193.5	191.5	242.7	299.1	222.0	219.5	724.6	841.1	983.2
중국	36.5	63.6	42.4	49.2	44.1	68.2	46.2	53.6	128.8	191.8	212.1
북경	3.5	7.2	4.8	5.2	4.5	7.2	4.8	5.2	16.8	20.7	21.8
무석	33.0	56.4	37.6	44.1	39.6	60.9	41.4	48.5	112.0	171.0	190.3
북미	18.5	22.6	22.8	23.0	21.5	24.8	25.1	25.3	74.1	86.8	96.7
캐나다	12.0	14.3	13.9	14.3	14.4	15.7	15.3	15.7	48.4	54.5	61.2
미국	6.5	8.3	8.9	8.7	7.1	9.1	9.8	9.5	25.7	32.3	35.5
연우	50.5	63.2	64.2	65.8	69.6	69.5	69.3	71.1	105.9	243.7	279.5
HKN	184.9	204.4	218.4	233.9	214.9	224.8	242.4	247.4	846.5	841.5	929.5
영업이익	12.1	55.7	40.3	52.6	32.1	71.9	50.2	60.4	73.3	160.7	214.5
영업이익률	2.5	9.3	7.5	9.4	5.5	10.6	8.4	9.9	3.9	7.4	8.7
국내	13.5	34.7	17.1	26.2	21.1	37.8	20.7	30.0	69.1	91.5	109.6
중국	-0.1	8.7	1.2	3.4	2.2	9.7	1.8	4.2	-15.9	13.2	17.8
북미	-3.9	-1.9	-2.5	-2.3	-11.7	2.5	-0.7	-1.6	-14.5	-10.5	-11.6
연우	-2.5	1.2	2.2	3.4	2.9	3.4	3.1	3.6	-5.4	4.3	13.0
HKN	5.6	15.3	22.3	21.9	17.5	18.5	25.3	24.2	52.5	65.2	85.5
순이익	5.8	34.8	14.9	18.7	8.3	33.5	20.0	32.3	-22.0	74.1	94.1
순이익률	1.2	5.8	2.8	3.4	1.4	4.9	3.3	5.3	-1.2	3.4	3.8
(% YoY)											
매출액	18.8	19.3	13.0	16.2	20.1	13.1	11.8	9.5	17.6	16.8	13.4
국내	12.4	23.6	10.3	16.8	20.3	17.6	14.7	14.6	14.5	16.1	16.9
중국	0.8	91.7	50.7	57.6	20.9	7.1	8.9	9.0	-5.8	48.9	10.6
북경	-24.6	60.3	13.4	53.6	29.5	0.0	0.0	0.0	-32.6	23.5	5.0
무석	4.6	96.6	57.3	58.1	20.0	8.0	10.0	10.0	0.2	52.7	11.3
북미	4.9	34.8	8.0	23.3	16.5	10.0	10.0	10.0	14.5	17.2	11.4
캐나다	-2.1	28.8	10.0	15.0	20.0	10.0	10.0	10.0	19.6	12.5	12.2
미국	20.9	46.5	5.0	40.0	10.0	10.0	10.0	10.0	5.9	25.9	10.0
연우	-25.1	3.0	18.9	26.8	37.7	10.0	8.0	8.0	-18.2	3.8	14.7
HKN	2.6	-18.9	10.2	8.1	16.3	10.0	11.0	5.8	10.0	-0.6	10.5
영업이익	-6.6	65.5	122.9	508.9	165.8	29.1	24.4	14.8	-13.0	119.2	33.5
국내	-5.9	51.6	64.5	22.3	56.1	8.8	21.2	14.6	5.2	32.5	19.8
중국	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	34.9
북미	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적전	-67.5	흑전	흑전	흑전	179.4	39.3	8.0	적전	흑전	203.0
HKN	33.3	-13.2	0.4	161.7	210.6	21.0	13.2	10.3	4.4	24.2	31.1
순이익	-41.8	134.3	1,773.8	흑전	41.9	-3.5	34.5	73.3	적전	흑전	27.0

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 75

한국콜마(161890)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586.3	1,865.7	2,179.0	2,471.1	2,673.3
매출액증가율(%)	20.0	17.6	16.8	13.4	8.2
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,576.2	1,765.1	1,902.3
매출총이익	428.1	468.8	602.8	706.0	771.0
판매관리비	343.9	395.6	442.1	491.5	528.2
영업이익	84.3	73.3	160.7	214.5	242.8
영업이익률(%)	5.3	3.9	7.4	8.7	9.1
금융손익	-15.9	-24.4	-29.0	-37.6	-32.1
중속/관계기업손익	-0.9	-1.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-0.9	-30.8	0.7	1.0	0.9
세전계속사업이익	66.5	17.0	132.2	177.7	211.5
법인세비용	23.0	21.1	30.4	44.4	52.9
당기순이익	43.5	-4.1	101.8	133.3	158.6
지배주주지분 순이익	35.8	-22.0	74.1	94.1	116.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	882.9	816.3	933.1	1,027.6	1,156.6
현금및현금성자산	191.2	220.1	264.6	305.1	378.2
매출채권	225.6	258.8	300.7	329.3	355.0
재고자산	210.2	239.4	253.8	269.0	290.0
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,146.1	2,109.9	2,078.4
유형자산	445.5	608.9	660.2	626.6	597.9
무형자산	1,126.9	1,301.8	1,299.6	1,295.3	1,291.1
투자자산	30.8	33.8	37.4	39.1	40.5
자산총계	2,606.0	2,933.3	3,079.2	3,137.4	3,235.0
유동부채	888.6	868.1	931.5	904.0	886.3
매입채무	157.0	160.2	166.6	173.2	186.8
단기차입금	223.2	311.7	366.8	311.8	261.8
유동성장기부채	355.3	207.6	178.8	178.8	178.8
비유동부채	357.9	595.7	591.0	554.9	523.0
사채	249.4	299.5	209.7	209.7	209.7
장기차입금	25.1	193.6	251.8	209.0	171.0
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,522.5	1,458.8	1,409.2
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	266.7	264.5	262.3	262.3	262.3
기타포괄이익누계액	2.7	4.1	5.8	5.8	5.8
이익잉여금	402.8	383.7	446.6	529.3	633.9
비지배주주지분	676.0	805.4	830.2	869.3	912.0
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,556.8	1,678.6	1,825.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-3.1	90.8	178.1	195.7	217.2
당기순이익(손실)	43.5	-4.1	101.8	133.3	158.6
유형자산상각비	46.6	61.6	74.5	71.4	66.2
무형자산상각비	11.8	13.9	11.5	4.3	4.2
운전자본의 증감	-58.8	-32.3	-5.2	-13.3	-11.8
투자활동 현금흐름	-283.0	-145.3	-103.9	-47.5	-46.1
유형자산의증가(CAPEX)	-40.1	-37.8	-82.4	-37.9	-37.4
투자자산의감소(증가)	-9.1	-2.9	-3.7	-1.7	-1.5
재무활동 현금흐름	97.6	82.0	-30.2	-107.7	-98.1
차입금의 증감	-221.0	158.1	14.0	-96.3	-86.6
자본의 증가	38.4	-2.2	-2.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-186.0	28.9	44.5	40.5	73.0
기초현금	377.2	191.2	220.1	264.6	305.1
기말현금	191.2	220.1	264.6	305.1	378.2
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	69,329	81,540	95,229	107,995	116,835
EPS(지배주주)	1,565	-961	3,239	4,114	5,069
CFPS	7,249	7,905	11,231	12,525	13,519
EBITDAPS	6,234	6,499	10,781	12,683	13,688
BPS	29,876	29,024	31,755	35,369	39,937
DPS	415	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.7	-	15.0	11.8	9.6
PCR	5.6	5.4	4.3	3.9	3.6
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.3	1.5	1.5	1.4	1.2
EBITDA(십억원)	142.6	148.7	246.7	290.2	313.2
EV/EBITDA	14.6	17.1	10.8	8.8	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	-3.3	10.7	12.3	13.5
EBITDA 이익률	9.0	8.0	11.3	11.7	11.7
부채비율	91.7	99.6	97.8	86.9	77.2
금융비용부담률	1.9	1.8	2.0	1.7	1.4
이자보상배율(x)	2.8	2.2	3.7	5.0	6.3
매출채권회전율(x)	7.7	7.7	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	8.8	8.3	8.8	9.5	9.6

씨앤씨인터내셔널(352480) 생산력 추가

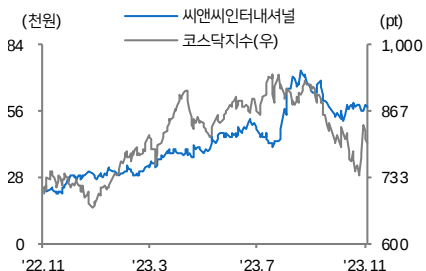
Analyst **하누리** 02.6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	70,000원
현재주가 (11.9)	57,600원
상승여력	21.5%
KOSDAQ	802.87pt
시가총액	5,768억원
발행주식수	1,001만주
유동주식비율	33.13%
외국인비중	1.56%
52주 최고/최저가	73,000원/20,900원
평균거래대금	83.1억원
주요주주(%)	
배은철 외 2인	66.03
국민연금공단	10.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7	49.8	150.4
상대주가	6.5	56.0	122.9

주가그래프



립 최강자

- **[실적]** 고가 제품 증가, 품목 다변화, CAPA 증설 기반 구조적 외연 확대
 - 한국: 올리브영 인디 브랜드 추가, 국내 주력 고객사 수출 확대
 - 서구: 미국 자사 ODM 제품 인기 및 틈트 수요 확장, 유럽 대형 브랜드 유치 지속, 립 & 블러셔 크로스 셀링
 - 아시아: 중국 신규 공장 추가 따른 거래선 확장, 일본/태국 주력 고객사 판매 견조
- **[모멘텀]** 글로벌 대형 브랜드사향 생산 본격화, 증설 통한 기초 체력 확충

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 2,628억원 (+21%), 영업이익 448억원 (+34%, OPM 17%)**
- **4Q23E: 매출액 599억원 (+56%), 영업이익 103억원 (+122%, OPM 17%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 70,000원 제시

- 제품력 기반 협상력 강화 지속, 생산력 증대 통한 외형 확대 본격화
- 2024E PER 14배, 국내 화장품 업종 평균 PER 21배 대비 66% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	91.3	2.3	-5.9	-653	적전	11,775	-	1.6	22.4	-7.5	35.5
2022	130.6	17.5	16.5	1,644	흑전	13,400	18.5	2.3	11.9	13.1	33.4
2023E	217.1	33.4	32.0	3,199	94.6	16,592	18.0	3.5	13.6	21.3	30.7
2024E	262.8	44.8	42.1	4,202	31.3	20,795	13.7	2.8	9.9	22.5	26.0
2025E	303.9	51.6	48.1	4,807	14.4	25,602	12.0	2.2	8.1	20.7	22.5

씨앤씨인터내셔널 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	46.2	57.1	53.9	59.9	60.7	64.2	65.8	72.2	130.6	217.1	262.8
국내	22.3	27.2	27.4	28.2	29.1	30.8	32.2	32.8	66.7	105.1	124.9
북미	13.6	18.6	16.9	19.5	19.7	20.9	22.3	23.9	30.4	68.6	86.8
중국	4.9	5.5	2.3	4.4	5.2	5.9	3.2	6.1	13.5	17.1	20.4
유럽	2.7	3.1	3.5	3.8	3.7	3.7	4.1	5.0	9.5	13.0	16.5
아시아	2.8	2.6	3.8	4.0	3.0	2.9	4.0	4.3	10.5	13.2	14.2
립	30.9	38.1	35.1	37.3	41.1	42.8	43.1	46.6	81.5	141.5	173.7
아이	9.7	10.0	8.9	11.0	10.4	10.6	10.6	12.4	36.5	39.6	44.1
기타	5.5	9.0	9.9	11.5	9.2	10.7	12.1	13.1	12.6	35.9	45.1
영업이익	6.0	10.3	6.8	10.3	9.7	11.2	11.3	12.5	17.5	33.4	44.8
영업이익률	12.9	18.1	12.5	17.3	16.1	17.5	17.2	17.4	13.4	15.4	17.0
순이익	6.6	8.8	7.3	9.4	9.4	9.7	11.7	11.3	16.5	32.0	42.1
순이익률	14.3	15.4	13.5	15.7	15.5	15.2	17.7	15.6	12.6	14.8	16.0
(% YoY)											
매출액	82.1	86.1	49.2	55.7	31.5	12.4	22.0	20.5	43.1	66.2	21.1
국내	74.6	48.7	58.8	53.6	30.6	13.1	17.4	16.5	29.9	57.6	18.9
북미	195.6	224.7	75.4	87.7	44.4	12.6	31.7	22.4	140.4	126.0	26.4
중국	28.6	246.3	-30.4	-8.0	8.0	6.9	35.7	38.3	46.7	26.6	19.3
유럽	29.7	46.4	10.0	71.6	39.2	17.9	17.6	33.4	10.5	36.5	26.6
아시아	27.2	-9.6	40.2	48.2	8.0	7.9	7.3	7.8	10.5	25.7	7.7
립	84.4	113.7	55.4	53.8	32.7	12.3	22.8	25.0	49.5	73.7	22.7
아이	27.6	1.6	-8.5	18.1	7.5	6.2	19.1	13.0	14.9	8.6	11.3
기타	470.8	197.9	160.7	137.5	66.8	19.4	22.0	13.3	150.0	184.4	25.4
영업이익	158.2	207.0	-5.3	122.2	63.6	8.7	67.2	21.2	675.0	91.2	34.2
영업이익률	3.8	7.1	-7.2	5.2	3.2	-0.6	4.6	0.1	10.9	2.0	1.7
순이익	144.0	101.3	-15.8	1,120.7	42.8	10.4	60.8	20.2	흑전	94.6	31.3
매출 비중											
국내	48.2	47.7	50.8	47.0	47.9	48.0	48.9	45.5	51.0	48.4	47.5
북미	29.5	32.5	31.4	32.6	32.5	32.6	33.9	33.1	23.3	31.6	33.0
중국	10.5	9.7	4.3	7.4	8.6	9.2	4.8	8.5	10.4	7.9	7.8
유럽	5.7	5.4	6.5	6.3	6.1	5.7	6.2	6.9	7.3	6.0	6.3
아시아	6.0	4.6	7.0	6.7	4.9	4.5	6.1	6.0	8.0	6.1	5.4
립	67.0	66.8	65.2	62.3	67.6	66.8	65.6	64.6	62.4	65.2	66.1
아이	21.0	17.5	16.5	18.4	17.2	16.5	16.1	17.2	27.9	18.2	16.8
기타	12.0	15.7	18.3	19.3	15.2	16.7	18.3	18.1	9.7	16.6	17.2

자료: 씨앤씨인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

씨앤씨인터내셔널(352480)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	91.3	130.6	217.1	262.8	303.9
매출액증가율(%)	1.9	43.1	66.2	21.1	15.6
매출원가	81.1	102.7	167.8	197.9	228.4
매출총이익	10.2	27.9	49.3	64.9	75.5
판매관리비	7.9	10.5	15.9	20.1	23.9
영업이익	2.3	17.5	33.4	44.8	51.6
영업이익률(%)	2.5	13.4	15.4	17.0	17.0
금융손익	-9.7	1.3	3.4	3.5	3.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.5	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	-7.2	19.3	36.8	48.3	55.3
법인세비용	-1.3	2.9	4.7	6.2	7.1
당기순이익	-5.9	16.5	32.0	42.1	48.1
지배주주지분 순이익	-5.9	16.5	32.0	42.1	48.1
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	81.7	101.9	132.5	168.6	215.8
현금및현금성자산	16.1	55.0	53.2	73.8	108.9
매출채권	11.3	20.9	33.9	40.8	46.3
재고자산	10.8	18.5	27.1	32.7	37.0
비유동자산	78.1	77.1	84.7	93.8	98.4
유형자산	75.4	75.3	81.2	90.4	95.0
무형자산	0.5	0.4	0.8	0.6	0.5
투자자산	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
자산총계	159.7	179.0	217.2	262.4	314.2
유동부채	38.6	42.7	49.0	52.0	55.6
매입채무	4.9	8.2	14.1	17.0	19.2
단기차입금	5.3	1.8	4.6	4.6	4.6
유동성장기부채	22.1	22.7	20.6	20.6	20.6
비유동부채	3.2	2.1	2.1	2.2	2.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.7	1.5	0.5	0.5	0.5
부채총계	41.8	44.8	51.1	54.2	57.8
자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
자본잉여금	86.5	86.5	86.5	86.5	86.5
기타포괄이익누계액	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	30.8	47.3	79.3	121.4	169.5
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	117.9	134.2	166.2	208.2	256.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	3.8	8.8	20.7	38.9	48.8
당기순이익(손실)	-5.9	16.5	32.0	42.1	48.1
유형자산상각비	4.6	5.3	5.8	6.8	7.4
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-2.8	-15.1	-18.1	-10.3	-6.9
투자활동 현금흐름	-43.6	34.4	-20.4	-18.2	-13.8
유형자산의증가(CAPEX)	-9.8	-4.4	-10.7	-16.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.0	-0.2	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	32.5	-5.0	-2.4	0.0	0.0
차입금의 증감	-38.5	-4.0	0.1	0.0	0.0
자본의 증가	86.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-6.4	38.9	-1.8	20.6	35.0
기초현금	22.5	16.1	55.0	53.2	73.8
기말현금	16.1	55.0	53.2	73.8	108.9
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	10,092	13,042	21,675	26,245	30,344
EPS(지배주주)	-653	1,644	3,199	4,202	4,807
CFPS	856	2,332	4,194	5,415	6,070
EBITDAPS	775	2,284	3,934	5,176	5,902
BPS	11,775	13,400	16,592	20,795	25,602
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	18.5	18.0	13.7	12.0
PCR	21.4	13.0	13.7	10.6	9.5
PSR	1.8	2.3	2.7	2.2	1.9
PBR	1.6	2.3	3.5	2.8	2.2
EBITDA(십억원)	7.0	22.9	39.4	51.8	59.1
EV/EBITDA	22.4	11.9	13.6	9.9	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.5	13.1	21.3	22.5	20.7
EBITDA 이익률	7.7	17.5	18.2	19.7	19.5
부채비율	35.5	33.4	30.7	26.0	22.5
금융비용부담률	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	4.4	23.3	30.7	41.9	48.2
매출채권회전율(x)	9.3	8.1	7.9	7.0	7.0
재고자산회전율(x)	9.3	8.9	9.5	8.8	8.7

아모레퍼시픽(090430) 포트폴리오 확충

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

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 200,000원

현재주가 (11.9) 145,000원

상승여력 37.9%

KOSPI 2,427.08pt

시가총액 84,815억원

발행주식수 5,849만주

유동주식비율 49.82%

외국인비중 26.31%

52주 최고/최저가 153,000원/94,700원

평균거래대금 395.0억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 9 인 50.14

국민연금공단 7.40

Massachusetts Financial Services Cor 5.00

주가상승률(%)

1개월 25.0 6개월 25.2 12개월 28.9

절대주가 24.1 29.5 28.7

주가그래프



포트폴리오 다각화

- **[실적]** 제품 (신규 브랜드 추가) 및 채널 (전통 유통점 축소) 포트폴리오 다변화 기반 성장 동력 확보
 - 제품: 코스알엑스 인수 → 연결 편입 효과 및 ODM 처방 교차 활용 (e.g. 아이오페 레티놀 크림)
 - 채널: 면세/백화점/로드숍 고수수료 거점 철수 vs. 올리브영/아마존/세포라 등 멀티 브랜드숍 확장
- **[모멘텀]** 중국 마케팅비 감축, 일본 신규 브랜드 추가 진출
 - 코스알엑스 연결 편입 기반 중국 의존도 축소 (= 마케팅 효율화) 전략 개진 가능성 상존

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 4조 4,669억원 (+19%), 영업이익 4,538억원 (+232%, OPM 10%)**
- **4Q23E: 매출액 1조 161억원 (-7%), 영업이익 491억원 (-14%, OPM 5%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 200,000원 제시

- 글로벌향 저변 확장 본격화 (2024E 미국/유럽/일본/동남아/내수 ↑ > 중국/면세 ↓)
- PER 2024E 24배, 2025E 18배로 역대 최저 수준 도달

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	4,863.1	343.4	193.7	3,135	1,174.2	68,950	53.3	2.4	13.9	4.2	28.9
2022	4,134.9	214.2	134.5	2,175	-28.4	69,494	63.2	2.0	15.8	2.8	21.4
2023E	3,764.0	136.6	194.1	3,136	47.1	71,661	46.2	2.0	20.5	4.0	19.6
2024E	4,466.9	453.8	376.9	6,091	94.2	76,119	23.8	1.9	16.2	7.4	21.6
2025E	5,095.7	620.2	496.2	8,019	31.7	81,361	18.1	1.8	9.3	9.1	21.7

아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	913.7	945.4	888.8	1,016.1	960.2	1,068.8	1,113.9	1,324.1	4,134.9	3,764.0	4,466.9
국내	552.2	555.0	543.2	562.7	566.9	547.8	539.9	585.5	2,581.4	2,213.1	2,240.0
화장품	455.1	459.1	445.5	459.3	467.8	450.0	440.2	480.0	2,156.4	1,819.0	1,838.0
생활용품	97.1	95.9	97.7	103.5	99.0	97.8	99.7	105.5	425.0	394.2	402.0
해외	349.4	372.3	317.7	440.9	380.6	412.1	385.7	514.0	1,483.0	1,480.3	1,692.4
중국	152.6	153.3	114.8	183.8	139.4	143.2	128.3	202.9	771.3	604.5	613.9
기타 아시아	122.6	131.9	119.8	157.5	134.8	145.0	131.8	173.3	499.4	531.8	584.9
북미	62.8	73.9	70.7	84.1	90.3	106.9	109.6	117.7	181.3	291.5	424.5
유럽	11.4	13.2	12.4	15.5	16.0	17.0	16.0	20.1	31.4	52.5	69.1
코스알엑스	-	-	-	-	-	90.2	162.4	210.9	-	-	463.4
영업이익	64.4	5.9	17.3	49.1	72.0	100.7	128.9	152.2	214.2	136.6	453.8
영업이익률	7.0	0.6	1.9	4.8	7.5	9.4	11.6	11.5	5.2	3.6	10.2
국내	43.9	36.8	19.1	38.8	49.4	47.3	43.8	45.9	218.0	138.6	186.4
화장품	39.5	31.4	21.8	40.1	45.9	43.7	43.6	45.1	211.0	132.8	178.4
생활용품	4.4	5.4	-2.7	-1.3	3.5	3.6	0.2	0.8	7.0	5.8	8.0
해외	26.6	-32.7	-8.3	6.9	24.8	23.7	28.3	31.2	7.7	-7.5	108.1
중국	1.6	-39.1	-23.8	-14.3	0.7	2.1	3.0	4.5	-45.0	-75.6	10.3
기타 아시아	10.7	2.6	9.1	11.5	11.8	8.6	10.2	13.0	24.0	33.9	43.7
북미	12.2	1.9	5.9	8.5	10.8	11.3	13.5	12.0	25.9	28.5	47.6
유럽	2.2	1.9	0.5	1.2	1.6	1.6	1.6	1.7	2.8	5.8	6.5
코스알엑스	-	-	-	-	-	28.8	55.0	73.9	-	-	157.7
순이익	87.3	22.1	28.0	56.7	71.3	72.8	104.8	127.9	134.5	194.1	376.9
순이익률	9.6	2.3	3.2	5.6	7.4	6.8	9.4	9.7	3.3	5.2	8.4
(% YoY)											
매출액	-21.6	0.0	-5.1	-6.6	5.1	13.1	25.3	30.3	-15.0	-9.0	18.7
국내	-24.6	-11.6	-7.5	-11.2	2.7	-1.3	-0.6	4.0	-16.1	-14.3	1.2
화장품	-25.0	-13.6	-8.9	-13.2	2.8	-2.0	-1.2	4.5	-16.8	-15.6	1.0
생활용품	-22.9	-0.4	-0.6	-1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-11.9	-7.3	2.0
해외	-16.8	27.5	-3.6	-0.2	8.9	10.7	21.4	16.6	-17.7	-0.2	14.3
중국	-42.6	18.0	-22.6	-19.0	-8.6	-6.6	11.8	10.4	-34.3	-21.6	1.5
기타 아시아	7.9	9.8	-0.1	8.0	10.0	10.0	10.0	10.0	-1.5	6.5	10.0
북미	80.5	105.3	34.7	45.0	43.8	44.6	55.0	40.0	83.3	60.8	45.6
유럽	93.9	123.7	40.9	43.1	39.9	28.8	29.1	30.0	41.9	67.2	31.6
영업이익	-59.3	흑전	-8.2	-13.7	11.8	1,610.3	647.3	209.7	-37.6	-36.2	232.1
영업이익률	-6.5	2.7	-0.1	-0.4	0.5	8.8	9.6	6.7	-1.9	-1.6	6.5
국내	-60.8	0.3	-34.6	-3.3	12.6	28.4	129.4	18.4	-27.3	-36.4	34.5
화장품	-62.1	-21.7	-23.2	4.7	16.3	39.2	99.9	12.6	-29.6	-37.1	34.3
생활용품	-43.6	흑전	적전	적전	-20.5	-34.2	흑전	흑전	3,081.8	-17.5	39.3
해외	-36.8	적지	적지	-61.1	-6.7	흑전	흑전	350.3	-85.1	적전	흑전
중국	-93.9	적지	적지	-3,015.7	-53.5	흑전	흑전	-131.4	적전	적지	흑전
기타 아시아	20.0	-60.1	흑전	11.0	10.0	234.2	12.9	13.0	455.2	41.4	28.9
북미	63.6	-1.7	-44.7	45.0	-11.7	494.0	129.3	41.4	268.8	9.9	67.1
유럽	423.5	399.1	-48.8	14.6	-26.7	-15.6	222.7	38.1	81.7	104.1	12.0
순이익	-0.3	흑전	15.7	139.9	-18.3	229.5	274.4	125.6	-30.6	44.3	94.2

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,863.1	4,134.9	3,764.0	4,466.9	5,095.7
매출액증가율(%)	9.7	-15.0	-9.0	18.7	14.1
매출원가	1,362.6	1,337.5	1,186.2	1,301.3	1,451.3
매출총이익	3,500.5	2,797.4	2,577.9	3,165.7	3,644.4
판매관리비	3,157.1	2,583.2	2,441.2	2,711.9	3,024.2
영업이익	343.4	214.2	136.6	453.8	620.2
영업이익률(%)	7.1	5.2	3.6	10.2	12.2
금융손익	-0.9	-11.6	28.3	-4.1	-7.7
중속/관계기업손익	0.9	8.9	44.3	11.9	3.0
기타영업외손익	-45.5	13.0	21.1	33.7	36.6
세전계속사업이익	297.9	224.5	230.3	495.3	652.1
법인세비용	117.0	95.2	40.1	125.9	165.8
당기순이익	180.9	129.3	190.2	369.4	486.4
지배주주지분 순이익	193.7	134.5	194.1	376.9	496.2
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,018.5	1,735.0	1,968.1	1,714.9	2,120.7
현금및현금성자산	537.7	449.6	615.2	250.1	482.6
매출채권	295.8	285.1	299.4	308.3	341.6
재고자산	493.2	408.9	482.5	554.9	670.4
비유동자산	4,098.2	4,066.8	3,921.6	4,639.4	4,665.2
유형자산	2,541.4	2,475.3	2,389.3	2,418.6	2,259.9
무형자산	201.7	357.8	362.4	970.4	1,117.5
투자자산	411.5	299.1	280.9	361.5	398.7
자산총계	6,116.7	5,801.8	5,889.7	6,354.3	6,785.9
유동부채	1,157.5	831.1	793.2	921.7	984.6
매입채무	123.4	80.7	86.3	90.6	100.4
단기차입금	199.1	223.4	214.6	189.6	173.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	214.9	191.4	171.2	207.0	223.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,372.4	1,022.5	964.3	1,128.7	1,208.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	795.8	791.6	791.0	791.0	791.0
기타포괄이익누계액	11.9	-19.5	-15.4	-15.4	-15.4
이익잉여금	3,937.8	4,010.1	4,154.1	4,461.9	4,823.9
비지배주주지분	-16.7	-19.3	-22.9	-30.4	-40.3
자본총계	4,744.3	4,779.3	4,925.3	5,225.6	5,577.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	691.4	151.0	298.3	500.8	669.6
당기순이익(손실)	180.9	129.3	190.2	369.4	486.4
유형자산상각비	361.9	288.6	259.0	69.0	257.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-94.5	-345.1	-84.3	62.4	-74.3
투자활동 현금흐름	-708.4	-68.5	-38.7	-791.3	-295.8
유형자산의증가(CAPEX)	-91.2	-99.3	-124.6	-98.3	-98.9
투자자산의감소(증가)	-318.6	112.4	18.2	-80.5	-37.3
재무활동 현금흐름	-226.0	-154.6	-91.9	-74.6	-141.2
차입금의 증감	-30.7	-32.9	-25.3	-5.5	-7.0
자본의 증가	72.3	-4.2	-0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-256.0	-88.1	165.6	-365.1	232.6
기초현금	793.7	537.7	449.6	615.2	250.1
기말현금	537.7	449.6	615.2	250.1	482.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	83,173	70,691	64,350	76,367	87,116
EPS(지배주주)	3,135	2,175	3,136	6,091	8,019
CFPS	13,842	10,707	7,687	9,648	15,552
EBITDAPS	12,062	8,597	6,764	8,938	15,006
BPS	68,950	69,494	71,661	76,119	81,361
DPS	980	680	1,000	1,942	2,557
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.7	1.4	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	53.3	63.2	45.7	23.5	17.9
PCR	12.1	12.8	18.6	14.9	9.2
PSR	2.0	1.9	2.2	1.9	1.6
PBR	2.4	2.0	2.0	1.9	1.8
EBITDA(십억원)	705.2	502.9	395.6	522.8	877.7
EV/EBITDA	13.9	15.8	20.2	16.0	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	2.8	4.0	7.4	9.1
EBITDA 이익률	14.5	12.2	10.5	11.7	17.2
부채비율	28.9	21.4	19.6	21.6	21.7
금융비용부담률	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	30.1	17.5			
매출채권회전율(x)	16.8	14.2	12.9	14.7	15.7
재고자산회전율(x)	10.7	9.2	8.4	8.6	8.3

클리오(237880) 기초 강화

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **39,000원**

현재주가 (11.9) **32,200원**

상승여력 **21.1%**

KOSDAQ 802.87pt

시가총액 5,819억원

발행주식수 1,807만주

유동주식비율 32.62%

외국인비중 4.77%

52주 최고/최저가 32,200원/13,000원

평균거래대금 65.6억원

주요주주(%)

한현옥 외 3 인 63.90

국민연금공단 7.12

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 24.3 47.4 147.7

상대주가 26.4 53.4 120.5

주가그래프



기초 품목 확장

- **[실적]** 브랜드 포트폴리오 다각화, 기초 품목 강화 및 신규 지역 진출 기반 신성장동력 확보
 - 브랜드: 클리오, 페리페라, 구달, 더마토리, 힐링버드, 타입넘버, 트윙클팝, 라이프케어 등
 - 품목: 기초 구달/더마토리 강화 기반 마진 개선 및 인지도 제고
 - 채널: 국내 다이소, 미국 타겟, 러시아 골드애플향 저변 확장
- **[모멘텀]** 동남아 색조 수요 확장 수혜 (왓슨스, 라자드, 쇼피 입점 완료)

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 3,664억원 (+12%), 영업이익 430억원 (+30%, OPM 12%)**
- **4Q23E: 매출액 860억원 (+19%), 영업이익 107억원 (+107%, OPM 13%)**

투자 의견 Buy 및 적정주가 39,000원 제시

- 신규 지역 발굴 및 제품력 향상 기반 브랜드력 향상
- 2024E PER 15배, 국내 화장품 업종 평균 PER 21배 대비 73% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	232.7	13.9	9.3	535	-4.7	9,592	34.1	1.9	12.5	5.8	39.9
2022	272.5	17.9	10.1	565	5.8	10,535	28.7	1.5	9.5	5.7	28.1
2023E	326.9	33.0	30.4	1,681	197.3	12,024	19.2	2.7	13.0	14.9	29.7
2024E	366.4	43.0	38.2	2,113	25.7	13,556	15.2	2.4	9.5	16.5	29.4
2025E	400.0	49.2	43.1	2,383	12.8	15,209	13.5	2.1	7.7	16.6	28.5

클리오 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	75.1	81.0	84.8	86.0	86.7	89.8	93.5	96.4	272.5	326.9	366.4
국내	50.0	53.3	53.0	52.6	53.8	55.7	57.8	59.6	172.3	208.8	226.9
H&B	24.6	25.6	31.1	27.2	28.3	30.2	34.2	32.0	79.7	108.5	124.7
온라인	15.1	17.4	15.4	18.3	17.7	18.4	16.5	19.6	48.6	66.2	72.2
면세	8.2	8.3	4.7	4.5	5.4	5.0	5.0	5.2	34.3	25.7	20.6
할인점	1.4	1.2	1.2	1.5	1.5	1.3	1.3	1.5	7.4	5.2	5.6
건기식	0.7	0.8	0.6	1.1	0.9	0.9	0.7	1.2	2.3	3.3	3.7
해외	25.1	27.7	31.8	33.5	32.9	34.1	35.7	36.8	100.1	118.1	139.5
일본	8.2	8.3	9.2	9.4	9.4	9.5	9.9	9.9	38.1	35.1	38.6
중국	4.6	5.5	4.1	4.3	3.9	4.0	4.3	4.4	23.6	18.4	16.6
미국	5.3	6.2	8.9	9.7	9.4	9.8	10.2	10.7	16.7	30.1	40.1
동남아	3.8	5.0	5.9	6.3	6.1	6.5	6.9	7.0	13.5	21.1	26.4
기타	3.2	2.8	3.7	3.7	4.1	4.3	4.5	4.8	8.2	13.4	17.8
영업이익	5.2	5.2	10.5	10.7	9.9	9.7	11.3	12.0	17.9	33.0	43.0
영업이익률	7.0	6.5	12.3	12.5	11.5	10.8	12.1	12.4	6.6	10.1	11.7
순이익	5.7	5.4	9.9	9.4	9.1	8.4	10.0	10.6	10.1	30.4	38.2
순이익률	7.6	6.7	11.7	10.9	10.5	9.4	10.7	11.0	3.7	9.3	10.4
(% YoY)											
매출액	13.8	22.4	24.8	18.9	15.4	10.9	10.3	12.0	17.1	20.0	12.1
국내	26.5	30.3	24.4	6.6	7.6	4.5	9.0	13.3	31.1	21.2	8.6
H&B	37.3	41.6	43.3	23.1	15.0	18.0	10.0	17.9	35.4	36.0	15.0
온라인	58.2	49.7	13.0	32.6	17.6	5.6	7.6	6.8	38.0	36.2	9.1
면세	-8.8	-7.3	-20.2	-57.1	-35.0	-40.0	8.0	15.8	22.0	-25.0	-20.0
할인점	-46.8	-26.9	10.0	-30.0	10.0	8.0	8.0	5.0	-8.6	-29.2	7.7
건기식	57.0	28.1	79.1	25.0	30.0	10.0	8.0	8.0	109.1	40.1	13.1
해외	-5.1	9.6	25.6	45.0	31.0	23.1	12.3	10.0	-0.5	17.9	18.2
일본	-36.4	-12.1	4.8	34.0	14.3	14.2	7.8	5.0	-16.6	-8.0	10.1
중국	-33.9	-23.2	-28.5	13.2	-15.6	-26.5	4.5	4.5	-35.5	-21.8	-9.8
미국	71.0	95.5	80.0	77.6	77.2	58.2	14.7	9.9	128.0	80.5	33.1
동남아	83.9	40.5	57.5	53.0	59.9	29.6	15.7	10.4	185.9	55.7	25.4
기타	125.6	37.9	74.3	39.4	30.1	57.7	21.1	28.2	31.2	62.9	32.7
영업이익	44.0	17.0	128.8	106.7	89.9	86.0	8.3	11.5	28.6	84.3	30.4
영업이익률	1.5	-0.3	5.6	5.3	4.5	4.4	-0.2	-0.1	0.6	3.5	1.7
순이익	624.1	87.7	205.6	190.7	59.9	56.0	1.5	13.1	9.3	199.8	25.7
매출 비중(%)											
국내	66.6	65.8	62.5	61.1	62.1	62.0	61.8	61.8	63.2	63.9	61.9
해외	33.4	34.2	37.5	38.9	37.9	38.0	38.2	38.2	36.8	36.1	38.1

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

클리오(237880)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	232.7	272.5	326.9	366.4	400.0
매출액증가율(%)	6.7	17.1	20.0	12.1	9.2
매출원가	120.4	137.6	163.5	180.3	196.9
매출총이익	112.4	134.8	163.4	186.1	203.2
판매관리비	98.4	117.0	130.5	143.1	154.0
영업이익	13.9	17.9	33.0	43.0	49.2
영업이익률(%)	6.0	6.6	10.1	11.7	12.3
금융손익	0.6	-1.6	7.6	8.0	8.3
중속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.0	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	12.4	15.7	40.5	50.9	57.4
법인세비용	3.2	5.6	10.1	12.7	14.4
당기순이익	9.3	10.1	30.4	38.2	43.1
지배주주지분 순이익	9.3	10.1	30.4	38.2	43.1
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	131.2	129.7	162.2	199.2	236.8
현금및현금성자산	26.2	44.1	88.2	116.3	146.6
매출채권	14.7	15.0	16.2	18.1	19.7
재고자산	20.9	18.6	21.4	24.0	26.1
비유동자산	103.0	114.2	119.6	117.9	116.4
유형자산	44.2	60.3	59.3	57.9	56.6
무형자산	1.6	1.6	1.4	1.1	0.9
투자자산	48.6	33.9	38.1	38.2	38.2
자산총계	234.2	243.9	281.8	317.1	353.2
유동부채	57.1	44.1	52.4	58.7	63.8
매입채무	24.2	28.0	33.3	37.2	40.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.7	9.5	12.1	13.4	14.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	66.8	53.5	64.5	72.1	78.4
자본금	8.7	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	76.9	91.5	91.5	91.5	91.5
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	93.3	101.0	127.9	155.6	185.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	167.4	190.4	217.3	245.0	274.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	52.0	28.2	45.9	43.3	47.5
당기순이익(손실)	9.3	10.1	30.4	38.2	43.1
유형자산상각비	5.2	2.8	2.2	2.1	2.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2
운전자본의 증감	20.8	5.4	11.6	2.8	2.3
투자활동 현금흐름	-50.6	-1.6	12.2	-4.8	-4.1
유형자산의증가(CAPEX)	-3.1	-29.3	-0.6	-0.7	-0.7
투자자산의감소(증가)	-4.9	14.7	-4.3	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-6.0	-6.4	-13.9	-10.4	-13.2
차입금의 증감	-12.6	-16.5	1.0	0.1	0.1
자본의 증가	6.9	14.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.7	17.9	44.1	28.1	30.3
기초현금	30.9	26.2	44.1	88.2	116.3
기말현금	26.2	44.1	88.2	116.3	146.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,424	15,206	18,091	20,273	22,137
EPS(지배주주)	535	565	1,681	2,113	2,383
CFPS	1,627	1,389	2,319	2,950	3,300
EBITDAPS	1,124	1,173	1,964	2,511	2,844
BPS	9,592	10,535	12,024	13,556	15,209
DPS	150	200	600	754	850
배당수익률(%)	0.8	1.2	1.9	2.3	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	28.7	19.2	15.2	13.5
PCR	11.2	11.7	13.9	10.9	9.8
PSR	1.4	1.1	1.8	1.6	1.5
PBR	1.9	1.5	2.7	2.4	2.1
EBITDA(십억원)	19.5	21.0	35.5	45.4	51.4
EV/EBITDA	12.5	9.5	13.0	9.5	7.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.8	5.7	14.9	16.5	16.6
EBITDA 이익률	8.4	7.7	10.9	12.4	12.8
부채비율	39.9	28.1	29.7	29.4	28.5
금융비용부담률	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	12.1	124.5			
매출채권회전율(x)	12.9	18.4	21.0	21.4	21.2
재고자산회전율(x)	10.7	13.8	16.3	16.1	16.0

아모레G(002790) 자회사 효과

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 43,000원

현재주가 (11.9) 31,150원

상승여력 38.0%

KOSPI 2,427.08pt

시가총액 25,686억원

발행주식수 8,246만주

유동주식비율 30.67%

외국인비중 9.46%

52주 최고/최저가 44,600원/24,600원

평균거래대금 123.9억원

주요주주(%)

서경배 외 11 인 61.81

국민연금공단 8.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 12.7 -3.3 11.6

상대주가 11.8 0.0 11.5

주가그래프



내실 강화

- [실적] 국내 자체 사업 B2B 전환 (직영/대리점 → 올리브영) 통한 내실 강화
 - 객수 기반 저가 브랜드 선진, 올리브영 입점 효과 톡톡
 - 2024E 영업이익: 이니스프리 +64%, 에스쁘아 +63%, 에뛰드 +17%, 아모스프로페셔널 +7%
- [모멘텀] 방한 외국인 증가 따른 관광 상권 활성화

2024E & 4Q23E Preview

- 2024E: 매출액 4조 8,351억원 (+18%), 영업이익 5,119억원 (+178%, OPM 11%)
- 4Q23E: 매출액 1조 1,110억원 (-6%), 영업이익 619억원 (-21%, OPM 6%)

투자의견 Buy 및 적정주가 43,000원 제시

- 멀티브랜드숍 및 온라인향 판매 채널 집중 전략 우호적
- 가격 메리트 충분 (2024E PER 아모레G 15배 vs. 아모레P 24배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	5,326.1	356.2	180.0	2,090	1,768.0	34,445	21.2	1.3	7.3	5.5	24.1
2022	4,495.0	271.9	62.2	681	-49.7	34,964	51.2	1.0	8.4	1.9	17.1
2023E	4,114.4	184.0	137.8	1,542	76.0	35,330	20.2	0.9	9.8	4.1	15.7
2024E	4,835.1	511.9	192.1	2,096	80.4	36,934	14.9	0.8	7.5	5.5	16.9
2025E	5,463.9	680.6	241.6	2,635	26.4	38,733	11.8	0.8	4.1	6.7	17.0

아모레G 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	1,009.1	1,030.8	963.3	1,111.0	1,062.4	1,157.5	1,197.8	1,417.5	4,495.0	4,114.4	4,835.1
아모레퍼시픽	913.7	945.4	888.8	1,016.1	960.2	1,068.8	1,113.9	1,324.1	4,134.9	3,764.0	4,466.9
이니스프리	66.7	67.5	66.5	73.1	72.0	72.9	71.8	78.9	299.7	273.8	295.7
에뛰드	28.3	29.2	27.3	30.1	29.7	30.7	28.7	31.6	106.0	114.9	120.7
에스쁘아	13.9	15.0	13.4	14.0	14.8	16.1	14.3	15.0	51.6	56.3	60.2
아모스프로페셔널	19.5	17.9	18.5	15.7	20.3	18.6	19.2	16.3	66.5	71.6	74.5
영업이익	81.6	11.7	28.8	61.9	89.8	116.9	141.2	164.0	271.9	184.0	511.9
영업이익률	8.1	1.1	3.0	5.6	8.5	10.1	11.8	11.6	6.0	4.5	10.6
아모레퍼시픽	64.4	5.9	17.3	49.1	72.0	100.7	128.9	152.2	214.2	136.6	453.8
이니스프리	5.7	-0.8	3.7	6.4	6.2	5.0	6.2	7.3	32.4	15.0	24.6
에뛰드	5.3	2.1	4.5	4.0	4.7	4.7	4.9	4.4	5.0	15.9	18.6
에스쁘아	0.7	0.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	2.6	3.9	6.4
아모스프로페셔널	3.6	2.6	4.1	1.9	3.9	2.9	4.3	2.0	13.1	12.2	13.1
순이익	53.4	22.5	25.1	26.6	41.0	40.6	51.0	59.5	62.2	127.6	192.1
순이익률	5.3	2.2	2.6	2.4	3.9	3.5	4.3	4.2	1.4	3.1	4.0
(% YoY)											
매출액	-20.1	0.4	-5.7	-6.2	5.3	12.3	24.3	27.6	-15.6	-8.5	17.5
아모레퍼시픽	-21.6	0.0	-5.1	-6.6	5.1	13.1	25.3	30.3	-15.0	-9.0	18.7
이니스프리	-7.1	-6.2	-11.1	-9.9	8.0	8.0	8.0	8.0	-2.4	-8.7	8.0
에뛰드	8.8	7.7	9.2	8.0	5.0	5.0	5.0	5.0	0.4	8.4	5.0
에스쁘아	1.8	12.6	11.7	10.6	7.0	7.0	7.0	7.0	10.4	9.1	7.0
아모스프로페셔널	7.9	4.9	12.8	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	7.4	7.7	4.0
영업이익	-52.3	흑전	-12.7	-21.3	10.0	896.4	390.4	165.2	-23.7	-32.3	178.2
영업이익률	-5.5	2.2	-0.2	-1.1	0.4	9.0	8.8	6.0	-0.6	-1.6	6.1
아모레퍼시픽	-59.3	흑전	-8.2	-13.7	11.8	1,610.3	647.3	209.7	-37.6	-36.2	232.1
이니스프리	67.5	적전	-55.4	-58.0	8.0	흑전	66.2	14.2	흑전	-53.8	64.0
에뛰드	1,746.2	133.4	200.0	73.0	-11.8	121.7	8.2	8.9	흑전	218.2	16.7
에스쁘아	184.4	-40.8	27.3	107.5	111.6	435.9	12.1	12.0	흑전	51.5	62.6
아모스프로페셔널	-17.1	-21.0	13.9	5.0	5.7	11.2	5.4	6.6	16.7	-6.5	6.9
순이익	3.0	흑전	55.0	흑전	-23.2	80.5	103.4	123.9	-65.4	105.0	50.6

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레G(002790)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,326.1	4,495.0	4,114.4	4,835.1	5,463.9
매출액증가율(%)	8.0	-15.6	-8.5	17.5	13.0
매출원가	1,461.6	1,347.8	1,198.7	1,265.3	1,398.2
매출총이익	3,864.5	3,147.2	2,915.7	3,569.7	4,065.8
판매관리비	3,508.3	2,875.3	2,731.7	3,057.9	3,385.2
영업이익	356.2	271.9	184.0	511.9	680.6
영업이익률(%)	6.7	6.0	4.5	10.6	12.5
금융손익	6.7	-5.4	50.4	34.7	36.1
중속/관계기업손익	5.7	11.8	35.4	14.2	4.3
기타영업외손익	61.0	10.1	58.3	73.3	80.8
세전계속사업이익	429.6	288.4	328.1	634.0	801.7
법인세비용	137.6	139.2	65.4	160.1	202.5
당기순이익	292.0	149.2	262.6	473.9	599.3
지배주주지분 순이익	180.0	62.2	137.8	192.1	241.6
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,015.5	2,566.4	2,741.7	3,139.6	4,026.5
현금및현금성자산	870.6	650.1	748.5	975.4	1,734.3
매출채권	312.0	301.0	316.0	331.8	365.5
재고자산	542.8	460.0	431.6	550.7	606.5
비유동자산	5,022.7	5,084.6	4,969.4	5,161.0	4,900.8
유형자산	2,920.0	2,820.7	2,867.5	2,962.3	2,656.6
무형자산	703.4	856.4	862.6	862.6	862.6
투자자산	586.3	631.6	510.2	607.1	652.6
자산총계	8,038.1	7,651.0	7,711.1	8,300.6	8,927.3
유동부채	1,273.3	851.9	807.9	907.4	978.3
매입채무	95.5	57.6	59.4	61.1	67.3
단기차입금	257.7	240.9	230.6	208.6	208.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	289.2	265.6	239.1	293.4	318.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,562.5	1,117.5	1,047.0	1,200.8	1,297.1
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	694.3	690.6	690.2	690.2	690.2
기타포괄이익누계액	-2.6	31.1	-47.6	-47.6	-47.6
이익잉여금	2,761.9	2,781.8	2,895.8	3,049.7	3,222.4
비지배주주지분	3,169.1	3,177.1	3,272.6	3,554.4	3,912.0
자본총계	6,475.6	6,533.5	6,664.1	7,099.8	7,630.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	762.6	183.5	478.7	578.6	893.2
당기순이익(손실)	292.0	149.2	262.6	473.9	599.3
유형자산상각비	414.6	322.7	276.0	85.3	305.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-101.3	-386.3	-12.8	19.4	-11.8
투자활동 현금흐름	-809.2	-130.1	-276.9	-286.3	-71.5
유형자산의증가(CAPEX)	-99.4	-120.1	-273.6	-180.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-425.5	-45.3	121.4	-96.9	-45.5
재무활동 현금흐름	-262.1	-257.2	-101.3	-65.4	-62.9
차입금의 증감	-114.8	-112.1	-29.6	-27.2	6.1
자본의 증가	-85.0	-3.7	-0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-320.3	-220.5	98.5	226.9	758.9
기초현금	1,190.9	870.6	650.1	748.5	975.4
기말현금	870.6	650.1	748.5	975.4	1,734.3
Key Financial Data					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	64,591	54,512	49,896	58,637	66,263
EPS(지배주주)	2,090	681	1,542	2,096	2,635
CFPS	10,841	8,770	6,991	8,723	13,430
EBITDAPS	9,347	7,211	5,578	7,242	11,961
BPS	34,445	34,964	35,330	36,934	38,733
DPS	450	205	361	651	823
배당수익률(%)	1.0	0.6	1.2	2.1	2.6
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	51.2	20.2	14.9	11.8
PCR	4.1	4.0	4.5	3.6	2.3
PSR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	770.7	594.6	460.0	597.1	986.3
EV/EBITDA	7.3	8.4	9.8	7.5	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	1.9	4.1	5.5	6.7
EBITDA 이익률	14.5	13.2	11.2	12.3	18.1
부채비율	24.1	17.1	15.7	16.9	17.0
금융비용부담률	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	24.9	18.6			
매출채권회전율(x)	17.2	14.7	13.3	14.9	15.7
재고자산회전율(x)	10.4	9.0	9.2	9.8	9.4

LG생활건강(051900) 포트폴리오 편중

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

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	380,000원
현재주가 (11.9)	340,500원
상승여력	11.6%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	53,180억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	31.53%
52주 최고/최저가	768,000원/311,000원
평균거래대금	420.5억원

주요주주(%)	
LG 외 1 인	34.04
국민연금공단	6.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.9	-41.1	-41.2
상대주가	-20.5	-39.1	-41.3

주가그래프



사업 포트폴리오 편중

- **[실적]** 고성장 화장품 사업 관련 단기 실적 개선 기대 불가, 저성장 필수재 (용품 및 음료) 통한 방어 지속
 - 대중국 (중국 현지 및 국내 면세) 후 의존도 절대적
- **[모멘텀]** 중국 경제 활동 재개 및 국제 관광 증가
 - 면세항 화장품 구매력 저조 vs. 프리미엄 제품 수요 여전

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 7조 140억원 (+1%), 영업이익 5,296억원 (+12%, OPM 8%)**
- **4Q23E: 매출액 1조 6,872억원 (-7%), 영업이익 425억원 (-67%, OPM 3%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 380,000원 제시

- 자연 성장 제한 vs. 비자연 성장 미진 (2019년 에이본, 2020년 피지오겔, 2021년 보인카, 2022년 크림샵 인수)
- 2024E PER 19배, 필수재 이익 기여도 상승 및 브랜드력 약화 할인 반영 완료

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	8,091.5	1,289.6	844.5	52,456	5.8	304,100	20.9	3.6	11.7	16.7	37.4
2022	7,185.8	711.1	236.6	14,604	-70.1	301,350	49.4	2.4	12.1	4.4	33.5
2023E	6,924.9	474.8	246.1	15,208	0.7	310,150	22.4	1.1	7.3	4.5	30.8
2024E	7,014.0	529.6	295.9	18,285	20.2	323,032	18.6	1.1	6.6	5.3	29.4
2025E	7,189.8	577.5	330.3	20,411	11.6	337,083	16.7	1.0	5.9	5.6	28.2

LG생활건강 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	1,683.7	1,807.7	1,746.2	1,687.2	1,695.9	1,799.0	1,776.9	1,742.1	7,185.8	6,924.9	7,014.0
화장품	701.5	780.5	670.2	736.9	686.4	746.8	647.4	762.8	3,211.9	2,889.1	2,843.3
생활용품	563.0	546.0	570.1	527.7	574.1	556.4	603.8	540.4	2,209.8	2,206.8	2,274.7
음료	419.2	481.2	505.9	422.7	435.5	495.9	525.7	438.9	1,764.2	1,829.0	1,896.0
화장품	701.5	780.5	670.2	736.9	686.4	746.8	647.4	762.8	3,211.9	2,889.1	2,843.3
국내	377.4	459.9	403.6	389.9	376.0	447.0	388.4	408.5	1,801.0	1,630.7	1,619.8
면세	185.0	239.6	221.2	209.6	188.6	236.4	210.1	226.4	1,025.0	855.4	861.5
비면세	192.3	220.3	182.4	180.3	187.4	210.5	178.3	182.1	776.0	775.3	758.3
해외	324.1	320.6	257.2	347.0	310.4	299.8	258.9	354.3	1,410.9	1,249.0	1,223.5
중국	157.0	153.0	99.0	178.3	137.7	127.0	94.3	178.4	778.0	587.3	537.3
후	130.4	121.0	78.2	154.3	119.9	108.9	82.1	159.6	585.3	483.8	470.5
숨	9.8	11.0	6.6	4.8	2.6	1.3	0.0	0.0	60.9	32.3	4.0
기타	167.1	167.6	158.2	168.7	172.7	172.9	164.7	176.0	632.9	661.6	686.2
영업이익	145.9	157.8	128.5	42.5	128.7	139.4	168.3	93.1	711.1	474.8	529.6
화장품	61.2	70.0	8.0	-2.9	38.1	44.8	40.4	44.8	309.1	136.3	168.1
생활용품	32.7	27.6	46.7	11.0	35.1	29.8	50.7	12.4	189.8	118.0	127.9
음료	52.0	60.2	73.8	34.4	55.5	64.9	77.2	35.9	212.2	220.4	233.5
영업이익률	8.7	8.7	7.4	2.5	7.6	7.8	9.5	5.3	9.9	6.9	7.6
화장품	8.7	9.0	1.2	-0.4	5.6	6.0	6.2	5.9	9.6	4.7	5.9
생활용품	5.8	5.1	8.2	2.1	6.1	5.4	8.4	2.3	8.6	5.3	5.6
음료	12.4	12.5	14.6	8.1	12.7	13.1	14.7	8.2	12.0	12.0	12.3
순이익	91.4	89.3	84.2	-18.8	79.4	76.9	111.4	28.1	236.6	246.1	295.9
순이익률	5.4	4.9	4.8	-1.1	4.7	4.3	6.3	1.6	3.3	3.6	4.2
(% YoY)											
매출액	2.4	-3.0	-6.6	-6.7	0.7	-0.5	1.8	3.3	-11.2	-3.6	1.3
화장품	0.3	-8.5	-15.1	-15.3	-2.2	-4.3	-3.4	3.5	-27.7	-10.0	-1.6
생활용품	1.9	0.5	-2.9	0.2	2.0	1.9	5.9	2.4	7.4	-0.1	3.1
음료	6.7	3.2	2.4	2.8	3.9	3.1	3.9	3.8	10.8	3.7	3.7
국내	5.6	-15.5	-16.2	-6.8	-0.4	-2.8	-3.7	4.8	-31.2	-9.5	-0.7
면세	13.7	-27.9	-25.0	-10.8	1.9	-1.3	-5.0	8.0	-43.5	-16.5	0.7
비면세	-1.1	3.9	-2.1	-1.6	-2.5	-4.4	-2.2	1.0	-3.6	-0.1	-2.2
해외	-5.3	3.9	-16.4	-23.2	-4.2	-6.5	0.7	2.1	-22.6	-11.5	-2.0
중국	-16.5	-6.7	-33.5	-35.6	-12.3	-17.0	-4.8	0.0	-32.9	-24.5	-8.5
후	-5.7	-0.3	-26.3	-29.7	-8.0	-10.0	5.0	3.4	-37.4	-17.3	-2.7
숨	-40.6	-22.0	-53.8	-69.6	-73.1	-88.0	-100.0	-100.0	-28.8	-47.0	-87.7
기타	8.2	15.8	-0.4	-3.6	3.3	3.1	4.1	4.3	-4.5	4.5	3.7
영업이익	-16.9	-27.1	-32.4	-67.0	-11.8	-11.6	31.0	118.9	-44.9	-33.2	11.5
영업이익률	-2.0	-2.9	-2.8	-4.6	-1.1	-1.0	2.1	2.8	-6.0	-3.0	0.7
화장품	-11.3	-25.0	-88.2	적전	-37.7	-36.0	405.4	흑전	-64.7	-55.9	23.3
생활용품	-40.8	-53.7	-16.8	-41.7	7.2	7.9	8.5	12.2	-9.1	-37.8	8.4
음료	1.2	-5.5	11.3	11.6	6.7	7.8	4.6	4.5	3.7	3.9	6.0
순이익	-16.6	-25.2	-30.1	적지	-13.1	-13.8	32.3	흑전	-72.0	4.0	20.2

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 90

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,091.5	7,185.8	6,924.9	7,014.0	7,189.8
매출액증가율(%)	3.1	-11.2	-3.6	1.3	2.5
매출원가	3,039.9	3,168.5	3,180.4	3,190.9	3,270.8
매출총이익	5,051.6	4,017.3	3,744.4	3,823.1	3,919.0
판매관리비	3,762.0	3,306.1	3,269.6	3,293.5	3,341.5
영업이익	1,289.6	711.1	474.8	529.6	577.5
영업이익률(%)	15.9	9.9	6.9	7.6	8.0
금융손익	-13.3	-5.7	0.1	0.2	-0.1
종속/관계기업손익	5.1	7.0	7.6	7.6	7.6
기타영업외손익	-94.0	-294.6	-128.6	-111.8	-110.0
세전계속사업이익	1,187.4	417.8	353.9	425.5	475.0
법인세비용	326.2	159.4	93.7	112.6	125.7
당기순이익	861.1	258.3	260.2	312.9	349.3
지배주주지분 순이익	844.5	236.6	246.1	295.9	330.3
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,472.9	2,284.4	2,460.0	2,878.8	3,308.6
현금및현금성자산	734.5	655.1	939.3	1,308.7	1,696.1
매출채권	554.9	550.9	514.1	530.9	545.2
재고자산	1,000.7	955.4	891.7	920.8	945.5
비유동자산	5,082.4	5,018.5	4,870.4	4,693.2	4,535.7
유형자산	2,449.1	2,383.9	2,299.7	2,141.9	2,003.5
무형자산	2,168.7	2,100.6	2,070.7	2,049.5	2,028.7
투자자산	84.0	120.2	116.0	117.8	119.4
자산총계	7,555.2	7,302.9	7,330.3	7,572.1	7,844.2
유동부채	1,525.8	1,162.8	1,092.7	1,080.6	1,077.5
매입채무	270.6	213.2	199.0	205.5	211.0
단기차입금	256.7	215.5	192.1	157.1	133.1
유동성장기부채	35.5	7.5	12.7	12.7	12.7
비유동부채	531.6	671.3	631.9	640.5	647.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	17.3	14.8	5.9	5.9	5.9
부채총계	2,057.4	1,834.1	1,724.6	1,721.1	1,725.3
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-64.5	-83.2	-95.8	-95.8	-95.8
이익잉여금	5,484.0	5,542.5	5,717.7	5,945.9	6,194.9
비지배주주지분	109.8	129.6	110.5	127.6	146.6
자본총계	5,497.8	5,468.8	5,605.7	5,851.0	6,119.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	984.5	497.3	573.5	532.3	546.7
당기순이익(손실)	861.1	258.3	260.2	312.9	349.3
유형자산상각비	240.9	246.9	234.3	211.7	188.2
무형자산상각비	34.1	41.1	30.9	21.2	20.8
운전자본의 증감	-232.2	-199.7	25.8	-13.5	-11.5
투자활동 현금흐름	-465.1	-197.4	-109.8	-56.4	-52.0
유형자산의증가(CAPEX)	-321.9	-157.1	-130.0	-53.9	-49.8
투자자산의감소(증가)	-10.8	-29.3	8.5	-1.8	-1.6
재무활동 현금흐름	-238.4	-373.6	-180.1	-106.5	-107.3
차입금의 증감	161.9	20.6	-32.0	-38.8	-26.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	300.4	-79.4	284.2	369.4	387.4
기초현금	434.1	734.5	655.1	939.3	1,308.7
기말현금	734.5	655.1	939.3	1,308.7	1,696.1
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	518,082	460,089	443,385	449,090	460,346
EPS(지배주주)	52,456	14,604	15,208	18,285	20,411
CFPS	97,113	60,001	41,281	41,426	42,397
EBITDAPS	100,183	63,970	47,384	48,816	50,352
BPS	304,100	301,350	310,150	323,032	337,083
DPS	12,000	4,000	4,029	4,844	5,408
배당수익률(%)	1.1	0.6	1.2	1.4	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	20.9	49.4	22.9	19.1	17.1
PCR	11.3	12.0	8.4	8.4	8.2
PSR	2.1	1.6	0.8	0.8	0.8
PBR	3.6	2.4	1.1	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	1,564.7	999.1	740.1	762.4	786.4
EV/EBITDA	11.7	12.1	7.5	6.8	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.7	4.4	4.5	5.3	5.6
EBITDA 이익률	19.3	13.9	10.7	10.9	10.9
부채비율	37.4	33.5	30.8	29.4	28.2
금융비용부담률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	102.9	47.9	25.2	30.1	34.6
매출채권회전율(x)	14.2	13.0	13.0	13.4	13.4
재고자산회전율(x)	8.9	7.3	7.5	7.7	7.7

기업분석

[의류]

종목명	투자판단	적정주가
신세계인터내셔널(031430)	Buy	25,000원
한섬(020000)	Buy	25,000원
한세실업(105630)	Buy	30,000원
영원무역(111770)	Buy	75,000원
F&F(383220)	Buy	130,000원
휠라홀딩스(081660)	Buy	50,000원
화승엔터프라이즈(241590)	Buy	10,000원

신세계인터내셔널(031430) 의류 최신후주

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	25,000원
현재주가 (11.9)	16,660원
상승여력	50.1%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	5,948억원
발행주식수	3,570만주
유동주식비율	45.95%
외국인비중	3.23%
52주 최고/최저가	26,900원/15,160원
평균거래대금	37.0억원

주요주주(%)	
신세계 외 1 인	54.05
국민연금공단	7.08
네이버	6.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.5	-15.0	-31.6
상대주가	-3.3	-12.1	-31.7

주가그래프



전 부문 개선

- **[실적]** 포트폴리오 다변화 지속, 특수 부담 (브랜드 이탈 및 시장 약세) 제거
 - 의류: 대형 브랜드 이탈 반영 완료, 해외 우수 MD 추가 확보 (꾸레주, 리포메이션 등)
 - 화장품: 수입 브랜드 고성장 지속, 자체 인디 (연작/로이비/아이엠삼푸) 확장, 비디비치 안정권 진입
 - 자주: 경제 불황 따른 립스틱 효과 반사 수혜
- **[모멘텀]** 그룹사 유통력 향유 및 자체 채널 (화장품 Laperva, 의류 MOTB, 온라인 SIV) 활용 브랜드 발굴 지속
 - 2024E 신규 브랜드 +10개 순증 예상

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 1조 4,182억원 (+5%), 영업이익 765억원 (+30%, OPM 5%)**
- **4Q23E: 매출액 3,936억원 (-9%), 영업이익 251억원 (+30%, OPM 6%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 25,000원 제시

- 해외 브랜드향 수요 쏠림 낙수효과 최대, 화장품/의류 하이브리드 구조, 업종 분류 유통업으로써 의류주로 대응 가능
- 2024E PER 7배로 국내 의류 업종 평균 PER 9배 대비 82% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,450.8	92.0	82.1	2,300	62.1	20,084	12.7	1.4	8.1	12.1	61.1
2022	1,553.9	115.3	118.3	3,313	43.8	23,264	7.5	1.1	6.2	15.3	53.4
2023E	1,355.4	59.8	60.5	1,696	-48.0	24,488	9.8	0.7	6.3	7.1	48.8
2024E	1,418.2	76.5	83.4	2,337	36.2	26,325	7.1	0.6	5.3	9.2	45.8
2025E	1,479.5	91.5	95.6	2,678	14.6	28,503	6.2	0.6	4.4	9.8	42.6

신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	312.2	333.8	315.8	393.6	328.7	346.6	331.0	411.9	1,553.9	1,354.3	1,418.2
의류	161.9	162.2	148.8	222.9	169.7	171.6	155.1	232.2	912.7	695.8	728.5
해외	85.2	95.4	93.4	119.1	92.0	101.3	98.3	123.1	578.1	393.1	414.7
국내	76.7	66.7	55.5	103.8	77.7	70.2	56.8	109.1	334.6	302.7	313.8
화장품	91.9	96.6	94.5	97.1	98.9	100.3	101.3	104.1	361.3	380.0	404.6
수입	71.6	72.3	75.4	77.4	77.8	77.9	80.5	81.2	269.7	296.6	317.4
자체	20.3	24.3	19.1	19.7	21.2	22.3	20.8	22.8	91.6	83.4	87.2
생활용품	56.9	72.2	72.0	73.6	60.1	74.8	74.6	75.6	267.2	274.6	285.1
영업이익	10.3	18.4	6.0	25.1	17.8	19.3	11.8	27.6	115.3	58.7	76.5
영업이익률	3.3	5.5	1.9	6.4	5.4	5.6	3.6	6.7	7.4	4.3	5.4
의류	7.9	9.0	3.4	17.1	9.4	10.3	5.4	19.1	106.7	37.4	44.2
해외	5.0	5.6	5.4	7.2	5.4	6.0	6.7	9.0	82.6	23.2	27.1
국내	2.9	3.4	-2.0	10.0	4.0	4.2	-1.2	10.2	24.1	14.3	17.1
화장품	5.4	6.8	4.6	8.2	7.2	8.2	7.9	9.3	16.0	24.9	32.6
수입	12.0	11.1	12.4	12.5	12.8	12.0	13.3	13.4	43.4	48.1	51.4
자체	-6.7	-4.3	-7.9	-4.3	-5.6	-3.8	-5.3	-4.1	-27.4	-23.1	-18.8
생활용품	-3.0	2.6	-1.9	-0.1	1.6	2.9	0.2	0.5	-1.1	-2.5	5.1
순이익	8.8	8.8	2.6	29.8	20.2	20.3	12.6	30.5	118.3	50.1	83.4
순이익률	2.8	2.6	0.8	7.6	6.1	5.8	3.8	7.4	7.6	3.7	5.9
(% YoY)											
매출액	-11.4	-13.1	-18.5	-8.5	5.3	3.8	4.8	4.7	7.1	-12.8	4.7
의류	-24.4	-25.8	-29.8	-16.7	4.8	5.8	4.2	4.2	7.7	-23.8	4.7
해외	-32.7	-33.4	-34.4	-28.3	8.0	6.2	5.2	3.4	21.0	-32.0	5.5
국내	-12.5	-11.5	-20.6	2.1	1.3	5.2	2.4	5.1	-9.6	-9.5	3.7
화장품	16.8	1.9	-4.0	8.5	7.6	3.8	7.2	7.2	6.9	5.2	6.5
수입	20.4	6.1	7.9	7.1	8.6	7.8	6.7	5.0	13.3	10.0	7.0
자체	14.2	-11.3	-35.9	10.3	1.8	-10.3	6.7	14.9	-8.2	-10.2	2.7
생활용품	-0.3	3.2	3.8	4.0	5.6	3.5	3.7	2.8	6.1	2.8	3.8
영업이익	-69.0	-52.5	-75.1	30.1	73.3	4.7	95.9	9.9	25.4	-49.1	30.2
영업이익률	-6.1	-4.6	-4.3	1.9	2.1	0.0	1.7	0.3	1.1	-3.1	1.1
의류	-71.5	-68.3	-83.6	-31.2	18.5	13.8	61.8	11.8	66.6	-64.9	18.2
해외	-74.3	-75.7	-70.9	-55.3	8.9	8.0	23.4	25.3	16.9	-72.0	17.1
국내	-65.1	-36.6	-208.8	12.3	34.8	23.3	-39.5	2.0	-463.9	-40.7	19.8
화장품	-18.3	-12.8	11.8	흑전	34.5	20.8	74.0	13.0	-51.2	56.0	30.9
수입	20.4	6.1	8.6	8.5	6.3	7.8	6.7	7.2	11.2	10.7	7.0
자체	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	적전	적전
생활용품	적지	5.0	적지	97.1	적지	12.3	적지	흑전	70.0	-133.4	흑전
순이익	-66.9	-73.4	-84.2	-29.1	128.3	129.4	390.7	2.1	44.2	-57.7	66.7

자료: 신세계인터내셔널, 머릿츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널(031430)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,450.8	1,553.9	1,355.4	1,418.2	1,479.5
매출액증가율(%)	9.5	7.1	-12.8	4.6	4.3
매출원가	593.4	608.1	528.4	548.9	568.4
매출총이익	857.4	945.8	827.0	869.2	911.1
판매관리비	765.4	830.6	767.1	792.8	819.7
영업이익	92.0	115.3	59.8	76.5	91.5
영업이익률(%)	6.3	7.4	4.4	5.4	6.2
금융손익	-2.4	-1.0	-3.9	2.5	2.6
중속/관계기업손익	15.6	16.4	16.6	16.5	17.0
기타영업외손익	0.3	6.1	7.2	9.7	9.4
세전계속사업이익	105.4	136.7	79.8	105.2	120.5
법인세비용	22.8	17.9	18.0	21.1	24.1
당기순이익	82.6	118.8	61.8	84.1	96.4
지배주주지분 순이익	82.1	118.3	60.5	83.4	95.6
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	459.8	547.1	613.2	694.7	784.9
현금및현금성자산	48.2	48.8	111.5	162.6	229.0
매출채권	113.5	118.6	124.5	130.7	136.6
재고자산	250.7	289.2	308.9	329.9	344.7
비유동자산	699.3	731.6	694.5	682.5	674.6
유형자산	286.7	281.2	272.7	258.9	248.2
무형자산	71.4	70.1	65.3	59.2	53.8
투자자산	185.1	224.2	209.1	217.2	225.2
자산총계	1,159.1	1,278.7	1,307.6	1,377.2	1,459.5
유동부채	203.8	282.3	288.9	291.8	295.1
매입채무	36.1	32.9	30.1	31.5	32.9
단기차입금	44.2	44.3	42.6	38.2	34.2
유동성장기부채	0.0	66.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	235.7	162.7	140.2	140.7	141.1
사채	106.0	63.2	42.9	42.9	42.9
장기차입금	17.5	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	439.5	445.0	429.1	432.5	436.2
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	0.4	1.4	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	561.1	673.6	716.3	781.9	859.6
비지배주주지분	2.6	3.2	4.3	4.9	5.7
자본총계	719.6	833.7	878.5	944.7	1,023.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	153.3	110.0	91.0	115.5	130.1
당기순이익(손실)	82.6	118.8	61.8	84.1	96.4
유형자산상각비	55.8	47.4	49.7	47.4	43.9
무형자산상각비	7.2	9.9	8.5	6.2	5.4
운전자본의 증감	-7.1	-59.3	-21.1	-22.1	-15.5
투자활동 현금흐름	-37.4	-96.1	-3.8	-43.1	-42.8
유형자산의증가(CAPEX)	-33.1	-36.8	-34.0	-33.6	-33.2
투자자산의감소(증가)	-20.6	-39.1	15.1	-8.0	-8.1
재무활동 현금흐름	-94.8	-14.0	-25.2	-21.3	-20.9
차입금의 증감	-95.2	1.7	-2.3	-3.5	-3.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	21.5	0.5	62.8	51.1	66.4
기초현금	26.8	48.2	48.8	111.5	162.6
기말현금	48.2	48.8	111.5	162.6	229.0
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	40,638	43,526	37,966	39,724	41,443
EPS(지배주주)	2,300	3,313	1,696	2,337	2,678
CFPS	4,610	5,210	3,813	4,441	4,678
EBITDAPS	4,341	4,835	3,303	3,642	3,942
BPS	20,084	23,264	24,488	26,325	28,503
DPS	300	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.0	2.0	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.7	7.5	9.8	7.1	6.2
PCR	6.3	4.8	4.4	3.8	3.6
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
EBITDA(십억원)	155.0	172.6	117.9	130.0	140.7
EV/EBITDA	8.1	6.2	6.3	5.3	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.1	15.3	7.1	9.2	9.8
EBITDA 이익률	10.7	11.1	8.7	9.2	9.5
부채비율	61.1	53.4	48.8	45.8	42.6
금융비용부담률	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	13.8	20.5	8.8	11.1	13.4
매출채권회전율(x)	14.0	13.4	11.2	11.1	11.1
재고자산회전율(x)	5.8	5.8	4.5	4.4	4.4

한섬(020000) 의류 차선회주

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

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 25,000원

현재주가 (11.9) 19,830원

상승여력 26.1%

KOSPI 2,427.08pt

시가총액 4,884억원

발행주식수 2,463만주

유동주식비율 54.55%

외국인비중 23.57%

52주 최고/최저가 28,250원/17,910원

평균거래대금 16.1억원

주요주주(%)

현대홈쇼핑 34.64

국민연금공단 9.95

FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH 8.08

주가상승률(%)

1개월 9.6 6개월 -22.7 12개월 -22.8

절대주가 8.8 -20.0 -22.9

주가그래프



포트폴리오 다변화

- **[실적]** 품목 확장 및 신규 브랜드 추가 통한 사업 포트폴리오 확장
 - 의류: 수입 MD 사업 강화 기반 소비자 니즈 충족
 - 화장품: 자체 기초 Oera 및 향수 편집숍 Liquides Perfume Bar 점점 확대
- **[모멘텀]** 온라인 플랫폼 EQL 확장, 온/오프라인 연계 데이터 베이스 활용 및 MZ 소비자 추가
 - EQL 오프라인 플래그십 오픈 (더현대서울 및 성수)

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 1조 5,956억원 (+5%), 영업이익 967억원 (+16%, OPM 6%)**
- **4Q23E: 매출액 4,514억원 (Flat), 영업이익 142억원 (-71%, OPM 3%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 25,000원 제시

- 자사주 매입 (95억원) 및 소각 (124억원) 통해 KOSPI200 편출 영향 상쇄
- 2024E PER 6배로 국내 의류 업종 평균 PER 9배 대비 74% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,387.4	152.2	114.6	4,651	31.4	50,255	7.7	0.7	2.9	9.7	25.5
2022	1,542.2	168.3	123.0	4,995	8.2	54,250	5.4	0.5	1.7	9.6	26.1
2023E	1,527.1	83.1	72.2	2,930	-41.8	56,375	6.8	0.4	2.7	5.3	27.5
2024E	1,595.6	96.7	76.9	3,122	7.2	58,828	6.4	0.3	2.3	5.4	26.2
2025E	1,659.8	127.4	101.4	4,115	31.8	62,274	4.8	0.3	1.6	6.8	25.1

한섬 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	405.9	345.7	324.1	451.4	418.4	366.3	341.2	469.7	1,542.2	1,527.5	1,595.6
오프라인	320.2	277.3	254.7	361.7	325.9	295.1	269.2	705.4	1,222.8	1,214.5	1,266.9
온라인	85.6	68.4	69.4	89.7	92.5	71.2	72.0	-235.6	319.5	313.1	328.7
영업이익	54.3	5.8	8.8	14.2	12.1	12.9	23.2	48.5	168.3	83.5	96.7
영업이익률	13.4	1.7	2.7	3.1	2.9	3.5	6.8	10.3	10.9	5.5	6.1
오프라인	38.0	1.0	3.9	7.9	-5.4	7.9	18.2	64.9	106.0	51.3	60.6
온라인	16.3	4.8	4.9	6.3	17.6	5.0	5.0	-16.5	62.3	32.2	36.2
순이익	45.0	9.3	6.1	11.7	9.1	8.8	18.3	40.6	123.0	72.2	76.9
순이익률	11.1	2.7	1.9	2.6	2.2	2.4	5.4	8.6	8.0	4.7	4.8
(% YoY)											
매출액	3.7	-3.3	-5.1	-0.1	3.1	6.0	5.3	4.1	11.2	-1.0	4.5
오프라인	5.5	-2.9	-4.7	-1.2	1.8	6.4	5.7	95.0	11.2	-0.7	4.3
온라인	-2.5	-5.0	-6.4	4.8	8.0	4.1	3.8	-362.7	10.9	-2.0	5.0
영업이익	-8.2	-79.0	-73.0	-71.2	-77.6	124.0	164.1	242.1	10.6	-50.4	15.8
영업이익률	-1.7	-6.0	-6.8	-7.7	-10.5	1.9	4.1	7.2	-0.1	-5.4	0.6
순이익	4.1	-49.0	-71.6	-70.6	-79.7	-5.7	198.5	246.1	7.4	-41.3	6.5

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

한섬(020000)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,387.4	1,542.2	1,527.5	1,595.6	1,659.8
매출액증가율(%)	16.0	11.2	-1.0	4.5	4.0
매출원가	554.2	597.3	609.8	641.0	656.7
매출총이익	833.2	945.0	917.3	954.6	1,003.2
판매관리비	681.0	776.7	834.2	857.9	875.8
영업이익	152.2	168.3	83.5	96.7	127.4
영업이익률(%)	11.0	10.9	5.4	6.1	7.7
금융손익	5.1	-0.2	5.0	1.9	1.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.6	-6.4	-3.9	-4.5	-5.0
세전계속사업이익	154.6	161.8	84.2	94.2	124.2
법인세비용	43.1	41.1	13.9	18.8	24.8
당기순이익	111.5	120.7	70.3	75.4	99.3
지배주주지분 순이익	114.6	123.0	72.2	76.9	101.4
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	881.8	1,031.1	890.2	940.9	1,036.0
현금및현금성자산	67.3	65.5	36.5	49.9	113.4
매출채권	73.4	74.7	79.2	82.8	85.9
재고자산	460.2	562.8	590.9	620.4	645.3
비유동자산	675.3	653.6	878.2	883.6	877.2
유형자산	366.7	407.2	535.8	553.2	565.0
무형자산	108.5	92.9	114.4	88.4	68.4
투자자산	82.4	32.3	36.9	50.9	52.7
자산총계	1,557.1	1,684.7	1,768.4	1,824.5	1,913.1
유동부채	246.3	288.9	324.6	320.0	323.7
매입채무	44.2	45.8	44.9	44.0	46.0
단기차입금	4.6	35.5	65.2	53.2	45.2
유동성장기부채	8.5	12.9	10.6	10.6	10.6
비유동부채	70.4	59.3	56.9	58.7	60.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	316.7	348.2	381.5	378.7	384.4
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	-1.5	-2.3	-5.7	-5.7	-5.7
이익잉여금	1,128.7	1,228.0	1,283.7	1,344.1	1,428.9
비지배주주지분	2.6	0.3	-1.6	-3.1	-5.1
자본총계	1,240.4	1,336.5	1,387.0	1,445.8	1,528.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	172.1	67.2	71.5	114.2	144.3
당기순이익(손실)	111.5	120.7	70.3	75.4	99.3
유형자산상각비	32.2	36.7	38.2	38.6	41.2
무형자산상각비	20.5	21.5	27.5	26.0	20.1
운전자본의 증감	-20.0	-121.0	-52.1	-25.8	-16.4
투자활동 현금흐름	-98.0	-73.2	-108.0	-72.3	-56.2
유형자산의증가(CAPEX)	-60.3	-52.9	-176.0	-56.0	-53.0
투자자산의감소(증가)	-22.4	50.1	-4.6	-14.0	-1.8
재무활동 현금흐름	-50.2	4.2	7.4	-28.5	-24.5
차입금의 증감	-26.5	41.7	25.0	-12.0	-8.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	23.9	-1.9	-29.0	13.4	63.6
기초현금	43.4	67.3	65.5	36.5	49.9
기말현금	67.3	65.5	36.5	49.9	113.4
Key Financial Data					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	56,330	62,616	62,000	64,783	67,391
EPS(지배주주)	4,651	4,995	2,930	3,122	4,115
CFPS	7,141	7,926	5,829	6,373	7,354
EBITDAPS	8,319	9,194	6,038	6,551	7,658
BPS	50,255	54,250	56,375	58,828	62,274
DPS	600	750	750	750	750
배당수익률(%)	1.7	2.8	3.7	3.7	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	7.7	5.4	6.8	6.4	4.9
PCR	5.0	3.4	3.4	3.1	2.7
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	204.9	226.5	148.7	161.4	188.6
EV/EBITDA	2.9	1.7	2.7	2.3	1.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.7	9.6	5.3	5.4	6.8
EBITDA 이익률	14.8	14.7	9.7	10.1	11.4
부채비율	25.5	26.1	27.5	26.2	25.1
금융비용부담률	0.0	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	246.4	41.0	16.2	25.1	37.5
매출채권회전율(x)	20.8	20.8	19.8	19.7	19.7
재고자산회전율(x)	3.1	3.0	2.6	2.6	2.6

한세실업(105630) 재고 비축

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (11.9)	24,000원
상승여력	25.0%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	9,600억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	33.06%
외국인비중	6.89%
52주 최고/최저가	24,000원/14,450원
평균거래대금	39.7억원

주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 9 인	64.68
국민연금공단	10.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	25.5	39.0	54.3
상대주가	24.5	43.7	54.2

주가그래프



미국 Re-stocking 진입

- **[실적]** 4Q23E 미국 의류 시장 Re-stocking 전환 따른 매출 반등 예상
- 달러 매출액: 1Q23 -33% → 2Q23 -32% → 3Q23E -12% → 4Q23E +8%
- **[모멘텀]** 미국 저가 의류 상대 우위, 중남미 OEM 클러스터 형성
- 중남미 원단 시설 증축 시 기존 봉제 시설과의 완전 수직계열화 가능 → 미국향 리드타임 단축 따른 특수 기대

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 2조 316억원 (+14%), 영업이익 2,021억원 (+19%, OPM 10%)**
- **4Q23E: 매출액 4,367억원 (+3%), 영업이익 319억원 (+238%, OPM 7%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

- 거래선 믹스 개선 (고가 액티브웨어/원브랜드 확대) 및 후방 수직계열화 기반 성장 지속성 확보
- 2024E PER 7배로 국내 의류 업종 평균 PER 9배 대비 80% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,672.0	106.7	67.3	1,684	160.7	11,610	13.0	1.9	10.1	15.2	161.9
2022	2,204.8	179.6	85.6	2,141	27.2	13,427	7.2	1.1	4.3	17.1	130.7
2023E	1,787.3	170.5	121.8	3,046	42.3	16,215	7.9	1.5	5.7	20.5	97.6
2024E	2,031.6	202.1	141.2	3,531	15.9	19,049	6.8	1.3	4.4	20.0	82.8
2025E	2,124.9	213.1	142.5	3,563	0.9	21,802	6.7	1.1	3.8	17.4	72.0

한세실업 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액 (원화)	410.8	430.2	509.5	436.7	460.0	513.6	571.7	486.3	2,204.8	1,787.3	2,031.6
매출액 (달러)	321.8	327.1	388.5	337.5	353.9	401.4	446.7	379.0	1,707.8	1,374.8	1,581.0
매출총이익	71.9	84.0	99.0	71.7	80.5	100.3	111.0	79.9	336.3	326.6	371.7
매출총이익률	17.5	19.5	19.4	16.4	17.5	19.5	19.4	16.4	15.3	18.3	18.3
영업이익	35.9	44.4	58.3	31.9	43.2	56.0	67.2	35.7	179.6	170.5	202.1
영업이익률	8.7	10.3	11.5	7.3	9.4	10.9	11.8	7.3	8.1	9.5	9.9
순이익	24.0	29.3	53.2	15.4	26.0	30.1	51.8	33.4	85.6	121.8	141.2
순이익률	5.8	6.8	10.4	3.5	5.7	5.9	9.1	6.9	3.9	6.8	7.0
(% YoY)											
매출액 (원화)	-29.3	-29.6	-13.4	2.8	12.0	19.4	12.2	11.4	31.9	-18.9	13.7
매출액 (달러)	-33.3	-32.4	-11.5	7.9	10.0	22.7	15.0	12.3	16.9	-19.5	15.0
매출총이익	-20.5	-10.5	-4.5	48.3	12.0	19.4	12.2	11.4	33.1	-2.9	13.8
영업이익	-26.7	-20.2	-11.0	237.7	20.3	26.2	15.1	12.0	68.3	-5.1	18.5
영업이익률	0.3	1.2	0.3	5.1	0.7	0.6	0.3	0.0	1.8	1.4	0.4
순이익	-23.5	19.4	81.1	3,950.7	8.4	2.6	-2.6	117.3	27.2	42.3	15.9

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업(105630)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,672.0	2,204.8	1,787.3	2,031.6	2,124.9
매출액증가율(%)	-1.5	31.9	-18.9	13.7	4.6
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,460.7	1,660.0	1,735.2
매출총이익	252.7	336.3	326.6	371.7	389.7
판매관리비	146.0	156.7	156.1	169.6	176.6
영업이익	106.7	179.6	170.5	202.1	213.1
영업이익률(%)	6.4	8.1	9.5	9.9	10.0
금융손익	-1.1	-9.3	-11.9	-12.5	-13.1
종속/관계기업손익	6.1	-0.5	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.4	-39.4	4.1	-1.3	-10.0
세전계속사업이익	98.4	130.4	162.4	188.3	190.0
법인세비용	31.0	44.8	40.6	47.1	47.5
당기순이익	67.3	85.6	121.8	141.2	142.5
지배주주지분 순이익	67.3	85.6	121.8	141.2	142.5
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	770.0	772.3	774.8	886.6	1,002.3
현금및현금성자산	21.3	173.1	71.8	156.8	240.3
매출채권	263.9	175.6	180.9	186.3	196.3
재고자산	388.7	309.0	321.3	334.2	352.1
비유동자산	446.3	466.9	506.5	506.3	497.7
유형자산	154.0	177.0	198.5	196.5	187.2
무형자산	6.5	6.1	6.6	6.1	5.8
투자자산	212.4	191.7	198.5	200.7	201.9
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,281.4	1,392.9	1,500.0
유동부채	641.9	620.6	547.2	549.7	552.6
매입채무	62.7	44.4	45.7	50.9	53.6
단기차입금	488.6	476.8	402.7	389.9	384.8
유동성장기부채	14.5	12.6	9.5	9.5	9.5
비유동부채	110.0	81.5	85.6	81.2	75.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	69.8	31.4	33.8	26.2	18.6
부채총계	751.8	702.1	632.7	630.9	628.0
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-16.9	-11.4	-5.1	-5.1	-5.1
이익잉여금	420.6	487.7	589.9	703.2	813.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	648.6	761.9	872.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-153.9	196.7	107.8	183.6	167.1
당기순이익(손실)	67.3	85.6	121.8	141.2	142.5
유형자산상각비	29.0	32.4	40.3	46.4	44.8
무형자산상각비	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-285.9	48.2	-43.2	-4.5	-20.6
투자활동 현금흐름	-4.2	-36.1	-102.7	-51.0	-39.0
유형자산의증가(CAPEX)	-24.4	-27.4	-63.4	-44.4	-35.5
투자자산의감소(증가)	-71.4	20.2	-7.0	-2.2	-1.2
재무활동 현금흐름	81.4	-10.7	-106.2	-47.6	-44.7
차입금의 증감	116.8	-36.4	-73.7	-19.7	-12.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-75.4	151.8	-101.3	85.0	83.5
기초현금	96.7	21.3	173.1	71.8	156.8
기말현금	21.3	173.1	71.8	156.8	240.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,800	55,119	44,682	50,791	53,123
EPS(지배주주)	1,684	2,141	3,046	3,531	3,563
CFPS	2,497	3,328	5,057	5,879	5,881
EBITDAPS	3,408	5,311	5,280	6,222	6,458
BPS	11,610	13,427	16,215	19,049	21,802
DPS	500	500	709	822	829
배당수익률(%)	2.3	3.2	3.6	4.2	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.0	7.2	6.4	5.5	5.5
PCR	8.8	4.6	3.9	3.3	3.3
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	1.9	1.1	1.2	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	136.3	212.4	211.2	248.9	258.3
EV/EBITDA	10.1	4.3	4.8	3.7	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	17.1	20.5	20.0	17.4
EBITDA 이익률	8.2	9.6	11.8	12.3	12.2
부채비율	161.9	130.7	97.6	82.8	72.0
금융비용부담률	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	14.3	11.3			
매출채권회전율(x)	8.2	10.0	10.0	11.1	11.1
재고자산회전율(x)	5.5	6.3	5.7	6.2	6.2

영원무역(111770) 고객사 낙수효과

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **75,000원**

현재주가 (11.9) **55,600원**

상승여력 **34.9%**

KOSPI 2,427.08pt

시가총액 24,637억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 29.18%

52주 최고/최저가 64,900원/42,550원

평균거래대금 54.5억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인 50.74

국민연금공단 10.78

Hermes Investment Management Ltd 5.03

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 16.8 23.4 15.0

상대주가 15.9 27.6 14.9

주가그래프



복종 강세 수혜

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

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 3조 7,103억원 (-1%), 영업이익 6,835억원 (-10%, OPM 18%)**
- **4Q23E: 매출액 8,542억원 (-18%), 영업이익 1,528억원 (-21%, OPM 18%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 75,000원 제시

- 고객사 포트폴리오 최우수, 이익 안정성 최고
- 2024E PER 6배로 국내 의류 업종 평균 PER 9배 대비 64% 수준

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	2,792.5	442.5	298.1	6,727	83.3	50,076	6.5	0.9	3.1	14.7	45.7
2022	3,911.0	823.0	674.5	15,222	122.3	63,517	3.1	0.7	1.9	26.8	44.9
2023E	3,754.4	755.3	508.7	11,479	-25.9	75,543	4.8	0.7	2.3	16.5	35.2
2024E	3,710.3	683.5	445.2	10,047	-12.5	83,723	5.5	0.7	2.1	12.6	32.7
2025E	3,845.6	713.1	475.6	10,733	6.8	92,603	5.2	0.6	1.7	12.2	30.1

영원무역 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	840.6	1,007.8	1,051.8	854.2	781.4	945.5	1,083.1	900.2	3,911.0	3,754.4	3,710.3
OEM	493.0	638.5	718.7	527.4	488.9	617.6	736.2	559.7	2,346.5	2,377.6	2,402.4
브랜드	347.6	369.3	333.1	326.8	292.5	328.0	346.9	340.5	1,564.5	1,376.8	1,307.9
영업이익	167.2	210.6	224.8	152.8	130.3	171.7	227.4	154.1	823.0	755.3	683.5
영업이익률	19.9	20.9	21.4	17.9	16.7	18.2	21.0	17.1	21.0	20.1	18.4
OEM	141.5	195.6	214.8	143.2	120.8	158.3	205.3	154.7	635.9	695.2	639.1
브랜드	30.1	17.1	11.1	8.2	8.9	13.4	22.1	-0.5	185.9	66.5	43.9
순이익	134.7	155.7	145.6	72.6	81.7	114.0	152.4	97.0	674.5	508.6	445.2
순이익률	16.0	15.5	13.8	8.5	10.5	12.1	14.1	10.8	17.2	13.5	12.0
(% YoY)											
매출액	9.7	6.6	-9.5	-17.6	-7.0	-6.2	3.0	5.4	40.1	-4.0	-1.2
OEM (원화)	13.6	12.0	-3.5	-11.8	-0.8	-3.3	2.4	6.1	48.1	1.3	1.0
OEM (달러)	7.3	7.4	-1.4	-7.9	-2.6	-0.6	5.0	7.8	31.3	0.6	2.3
브랜드	4.5	-1.7	-20.2	-25.5	-15.8	-11.2	4.1	4.2	29.5	-12.0	-5.0
영업이익	14.6	1.2	-18.5	-20.9	-22.1	-18.4	1.2	0.8	86.0	-8.2	-9.5
OEM	35.4	20.6	-3.5	-2.3	-14.6	-19.1	-4.4	8.0	93.6	9.3	-8.1
브랜드	-27.0	-65.0	-79.3	-80.6	-70.4	-21.6	99.0	적전	59.6	-64.2	-34.0
순이익	36.3	-9.0	-35.7	-59.2	-39.3	-26.8	4.7	33.6	126.3	-24.6	-12.5

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역(111770)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,792.5	3,911.0	3,754.4	3,710.3	3,845.6
매출액증가율(%)	13.2	40.1	-4.0	-1.2	3.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,502.3	2,522.5	2,608.5
매출총이익	827.6	1,316.6	1,252.1	1,187.9	1,237.1
판매관리비	385.1	493.6	496.8	504.4	524.0
영업이익	442.5	823.0	755.3	683.5	713.1
영업이익률(%)	15.8	21.0	20.1	18.4	18.5
금융손익	-14.4	-6.7	12.3	12.8	13.3
중속/관계기업손익	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	22.3	64.6	-15.6	-38.2	-23.3
세전계속사업이익	451.3	881.8	752.8	658.9	703.9
법인세비용	117.0	138.6	202.2	176.9	189.0
당기순이익	334.3	743.2	550.7	482.0	514.9
지배주주지분 순이익	298.1	674.5	508.7	445.2	475.6
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,044.8	2,821.5	3,166.1	3,554.6	3,969.3
현금및현금성자산	641.8	735.9	1,035.7	1,308.2	1,646.5
매출채권	387.2	509.8	550.6	580.2	600.0
재고자산	644.0	983.9	1,092.1	1,152.2	1,191.4
비유동자산	1,502.9	1,692.2	1,837.7	1,886.8	1,930.1
유형자산	694.1	712.9	682.1	735.9	784.3
무형자산	168.2	178.8	187.5	180.8	174.3
투자자산	293.3	448.2	525.2	527.3	528.7
자산총계	3,547.6	4,513.6	5,003.8	5,441.4	5,899.4
유동부채	525.3	822.7	661.0	684.1	699.2
매입채무	245.6	340.2	357.2	375.1	387.8
단기차입금	101.6	224.6	92.4	88.0	83.9
유동성장기부채	0.0	38.8	30.8	30.8	30.8
비유동부채	588.2	576.6	640.5	655.8	665.9
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	82.5	133.2	242.9	242.9	242.9
부채총계	1,113.4	1,399.3	1,301.5	1,339.9	1,365.1
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	169.2	134.2	225.5	225.5	225.5
이익잉여금	1,633.0	2,263.7	2,705.2	3,067.7	3,461.2
비지배주주지분	215.3	299.8	354.9	391.6	430.9
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,702.3	4,101.5	4,534.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	287.4	458.8	470.2	530.9	590.8
당기순이익(손실)	334.3	743.2	550.7	482.0	514.9
유형자산상각비	79.2	86.1	92.0	98.0	104.9
무형자산상각비	7.4	6.9	6.8	6.7	6.5
운전자본의 증감	-173.4	-419.0	-207.5	-55.7	-35.4
투자활동 현금흐름	-211.6	-389.5	-63.8	-172.0	-166.8
유형자산의증가(CAPEX)	-129.2	-145.6	-42.3	-151.7	-153.3
투자자산의감소(증가)	16.3	-154.1	-76.3	-2.1	-1.4
재무활동 현금흐름	-104.4	90.5	-133.0	-86.4	-85.8
차입금의 증감	-29.3	154.2	-18.8	-3.7	-3.7
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-23.1	94.2	299.8	272.5	338.3
기초현금	664.9	641.8	735.9	1,035.7	1,308.2
기말현금	641.8	735.9	1,035.7	1,308.2	1,646.5
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	63,020	88,261	84,727	83,732	86,785
EPS(지배주주)	6,727	15,222	11,479	10,047	10,733
CFPS	12,666	22,713	18,761	16,455	17,435
EBITDAPS	11,941	20,674	19,274	17,788	18,606
BPS	50,076	63,517	75,543	83,723	92,603
DPS	1,000	1,530	1,887	1,871	1,999
배당수익률(%)	2.3	3.3	3.8	3.8	4.0
Valuation(Multiple)					
PER	6.5	3.1	4.3	4.9	4.6
PCR	3.4	2.1	2.6	3.0	2.8
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	529.1	916.1	854.0	788.2	824.5
EV/EBITDA	3.1	1.9	2.0	1.8	1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.7	26.8	16.5	12.6	12.2
EBITDA 이익률	18.9	23.4	22.7	21.2	21.4
부채비율	45.7	44.9	35.2	32.7	30.1
금융비용부담률	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	20.6	40.8	36.7	37.1	39.0
매출채권회전율(x)	7.7	8.7	7.1	6.6	6.5
재고자산회전율(x)	4.9	4.8	3.6	3.3	3.3

F&F(383220) 가치주 등극

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 130,000원

현재주가 (11.9) 94,100원

상승여력 38.2%

KOSPI 2,427.08pt

시가총액 36,047억원

발행주식수 3,831만주

유동주식비율 39.07%

외국인비중 13.22%

52주 최고/최저가 161,000원/87,000원

평균거래대금 166.0억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인 60.51

국민연금공단 7.33

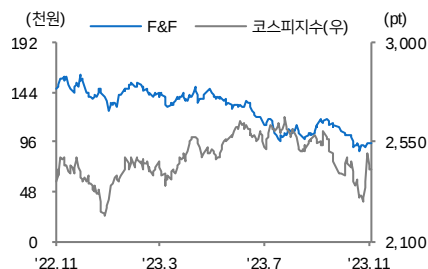
브이아이피자산운용 5.27

주가상승률(%)

절대주가 -12.5 -33.3 -37.5

상대주가 -13.1 -31.0 -37.5

주가그래프



고수익성 사업 구조

- **[실적]** 해외 수출 확대 및 고수수료 채널 축소 기반 고수익 사업 구조 안착
 - 중국: MLB 추가 확장 제한적 vs. 듀베티카/수프라 신규 진출
 - 홍콩/동남아: MLB 거점 확대 여력 충분
- **[모멘텀]** 테일러 메이드 인수 3년차 진입, 연결 편입 시 영업이익 +50%, 지배순이익 +35% 추가 예상

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 2조 3,135억원 (+14%), 영업이익 6,791억원 (+14%, OPM 29%)**
- **4Q23E: 매출액 6,363억원 (+14%), 영업이익 1,871억원 (+19%, OPM 29%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 130,000원 제시

- 이익 규모 최대 (2024E 영업이익: F&F 6,791억원 > 생건 5,296억원 > 아모레P 4,538억원) vs. 중국 의존도 절대적
- 2024E PER 7배로 국내 의류 업종 평균 PER 9배 대비 81% 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,089.2	322.7	225.8	8,852		14,130	21.4	13.4	21.3	41.7	110.7
2022	1,808.9	524.9	441.8	11,532	30.5	24,055	12.5	6.0	9.4	60.4	66.5
2023E	2,031.1	594.9	458.9	11,978	3.9	34,423	7.9	2.7	5.0	41.0	43.6
2024E	2,313.5	679.1	512.4	13,375	11.7	46,142	7.0	2.0	4.2	33.2	31.9
2025E	2,553.6	750.3	567.1	14,803	10.7	59,096	6.4	1.6	3.1	28.1	25.1

F&F 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	497.4	405.5	491.9	636.3	595.6	486.7	539.0	692.2	1,808.9	2,031.1	2,313.5
MLB 한국	133.6	128.5	102.1	145.2	137.2	132.7	106.8	149.9	596.7	509.4	526.6
성인 비면세	68.4	69.7	56.0	76.8	69.1	70.4	59.4	79.1	271.7	270.9	277.9
성인 면세	42.3	39.6	30.9	40.3	44.5	41.6	32.4	42.4	238.9	153.1	160.8
아동	22.9	19.2	15.2	28.1	23.7	20.7	15.1	28.5	86.1	85.4	88.0
MLB 중국	207.9	140.1	260.6	200.7	263.7	173.6	305.3	228.0	581.1	809.3	970.7
MLB 홍콩	19.3	19.0	17.5	25.1	23.1	22.9	21.0	30.1	50.8	80.9	97.1
MLB 동남아	11.6	10.2	23.7	16.6	19.1	18.9	20.4	22.5	22.5	62.1	80.9
Discovery	111.4	88.5	70.2	206.0	113.6	91.1	73.7	212.2	491.9	476.1	490.6
Stretch Angels	1.3	1.0	0.8	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5	6.0	3.9	2.4
영업이익	148.8	110.1	148.5	187.1	177.0	131.6	166.5	203.9	524.9	594.6	679.1
영업이익률	29.9	27.1	30.2	29.4	29.7	27.0	30.9	29.5	29.0	29.3	29.4
순이익	118.6	85.8	119.1	135.4	133.3	96.5	135.7	146.8	441.8	458.8	512.4
순이익률	23.9	21.1	24.2	21.3	22.4	19.8	25.2	21.2	24.4	22.6	22.1
(% YoY)											
매출액	13.8	9.2	11.4	13.9	19.7	20.0	9.6	8.8	22.1	12.3	13.9
MLB 한국	-14.7	-11.8	-20.7	-12.3	2.7	3.3	4.6	3.3	0.1	-14.6	3.4
성인 비면세	3.5	3.7	-10.3	1.0	1.0	1.0	6.0	3.0	23.3	-0.3	2.6
성인 면세	-37.4	-32.0	-39.5	-35.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-20.4	-35.9	5.0
아동	0.0	-5.4	-1.0	2.0	3.4	8.0	-1.1	1.5	13.6	-0.8	3.0
MLB 중국	37.8	30.7	29.0	65.9	26.9	23.9	17.2	13.6	52.0	39.3	20.0
MLB 홍콩	85.0	63.0	54.0	45.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.5	59.4	20.0
MLB 동남아	155.5	129.3	219.2	172.1	64.6	85.3	-13.9	35.3	139.2	175.8	30.2
Discovery	0.2	-8.5	-11.1	0.5	2.0	3.0	5.0	3.0	10.7	-3.2	3.1
영업이익	10.6	15.9	7.4	19.2	18.9	19.6	12.1	9.0	23.8	13.3	14.2
영업이익률	-0.9	1.6	-1.1	1.3	-0.2	-0.1	0.7	0.1	0.4	0.3	0.1
순이익	23.0	23.3	8.3	-18.4	12.3	12.6	13.9	8.5	44.0	3.9	11.7
(매출 비중)											
내수	41.9	45.9	29.8	52.4	37.1	41.5	28.1	49.7	48.7	43.0	39.5
Discovery	23.0	22.9	14.8	34.7	20.4	20.7	14.0	33.0	28.2	24.6	22.7
MLB 성인	14.1	18.0	11.8	12.9	12.4	16.0	11.3	12.3	15.6	14.0	12.8
MLB 아동	4.7	5.0	3.2	4.7	4.3	4.7	2.9	4.4	4.9	4.4	4.1
해외	58.1	54.1	70.2	47.6	62.9	58.5	71.9	50.3	51.3	57.0	60.5
MLB 중국	43.0	36.3	55.0	33.8	47.4	39.5	57.9	35.5	33.3	41.8	44.8
MLB 면세	8.8	10.2	6.5	6.8	8.0	9.5	6.1	6.6	13.7	7.9	7.4
MLB 홍콩	6.4	7.6	8.7	7.0	7.6	9.5	7.9	8.2	4.2	7.4	8.2

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089.2	1,808.9	2,031.1	2,313.5	2,553.6
매출액증가율(%)		66.1	12.3	13.9	10.4
매출원가	292.8	532.7	639.2	719.0	793.7
매출총이익	796.4	1,276.2	1,391.9	1,594.5	1,759.8
판매관리비	473.7	751.3	797.0	915.3	1,009.6
영업이익	322.7	524.9	594.9	679.1	750.3
영업이익률(%)	29.6	29.0	29.3	29.4	29.4
금융손익	0.3	-9.7	-1.4	2.8	5.8
종속/관계기업손익	-9.4	88.9	12.7	12.7	12.7
기타영업외손익	0.8	1.0	-1.0	-0.6	-0.5
세전계속사업이익	314.3	605.2	605.2	694.1	768.2
법인세비용	88.6	162.5	145.4	180.7	200.0
당기순이익	225.8	442.7	459.8	513.4	568.2
지배주주지분 순이익	225.8	441.8	458.9	512.4	567.1
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388.5	601.2	946.6	1,414.1	1,936.8
현금및현금성자산	14.6	102.0	398.3	776.7	1,345.6
매출채권	100.1	129.4	83.3	92.9	85.0
재고자산	242.3	297.5	372.3	441.4	409.3
비유동자산	751.9	969.0	979.9	949.3	928.0
유형자산	71.5	77.2	53.0	35.3	31.3
무형자산	17.0	132.9	126.7	104.9	87.5
투자자산	563.0	644.7	660.7	669.6	669.6
자산총계	1,140.3	1,570.2	1,926.6	2,363.4	2,864.9
유동부채	563.7	575.9	503.8	488.3	489.8
매입채무	105.2	99.7	64.1	70.9	77.0
단기차입금	210.6	195.0	132.6	99.6	72.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	35.4	51.1	80.8	83.2	85.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
부채총계	599.1	627.0	584.6	571.5	575.5
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	313.9	313.9	313.9
기타포괄이익누계액	1.2	-2.5	-1.6	-1.6	-1.6
이익잉여금	226.0	625.4	1,021.7	1,470.6	1,966.8
비지배주주지분	0.0	21.7	23.3	24.4	25.5
자본총계	541.3	943.2	1,342.0	1,791.9	2,289.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	291.5	344.1	501.1	490.6	677.3
당기순이익(손실)	225.8	442.7	459.8	513.4	568.2
유형자산상각비	27.4	48.5	60.5	23.6	10.0
무형자산상각비	0.9	31.8	23.0	21.8	17.3
운전자본의 증감	-39.0	-139.1	-18.1	-68.2	81.7
투자활동 현금흐름	-567.5	-145.8	-50.5	-12.7	-7.7
유형자산의증가(CAPEX)	-12.0	-17.9	-12.4	-5.9	-6.0
투자자산의감소(증가)	-572.4	7.2	-17.6	-8.9	-0.1
재무활동 현금흐름	158.4	-108.9	-153.8	-99.6	-100.6
차입금의 증감	271.0	-10.2	-43.8	-36.1	-29.8
자본의 증가	317.7	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-114.5	87.4	296.3	378.4	568.9
기초현금	129.1	14.6	102.0	398.3	776.7
기말현금	14.6	102.0	398.3	776.7	1,345.6
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	42,708	47,221	53,020	60,393	66,661
EPS(지배주주)	8,852	11,532	11,978	13,375	14,803
CFPS	14,242	16,008	18,467	19,073	20,114
EBITDAPS	13,764	15,799	17,709	18,915	20,299
BPS	14,130	24,055	34,423	46,142	59,096
DPS	1,100	1,600	1,663	1,857	2,056
배당수익률(%)	0.6	1.1	1.7	1.9	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	21.4	12.5	8.0	7.2	6.5
PCR	13.3	9.0	5.2	5.0	4.8
PSR	4.4	3.1	1.8	1.6	1.4
PBR	13.4	6.0	2.8	2.1	1.6
EBITDA(십억원)	351.0	605.2	678.4	724.6	777.6
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.1	4.2	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	41.7	60.4	41.0	33.2	28.1
EBITDA 이익률	32.2	33.5	33.4	31.3	30.5
부채비율	110.7	66.5	43.6	31.9	25.1
금융비용부담률	0.4	0.6	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)	68.1	50.1	51.4	79.8	107.7
매출채권회전율(x)	10.9	15.8	19.1	26.3	28.7
재고자산회전율(x)	4.5	6.7	6.1	5.7	6.0

힐라홀딩스(081660) 흑자 전환

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

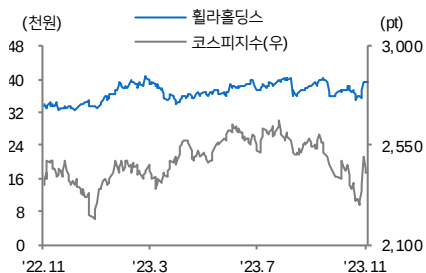
적정주가 (12개월)	50,000원
현재주가 (11.9)	39,250원
상승여력	27.4%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	23,845억원
발행주식수	6,075만주
유동주식비율	64.50%
외국인비중	43.27%
52주 최고/최저가	40,800원/32,550원
평균거래대금	54.7억원

주요주주(%)	
피에몬테 외 5 인	34.42
국민연금공단	6.71
Templeton Asset Management, Ltd. 5	5.20

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	5.9	17.5
상대주가	6.1	9.6	17.4

주가그래프



재고 조정 완료

- **[실적]** 채널 (도매 → 소매) 및 제품 (저단가 → 고단가) 전반 구조조정 구간
- 직접 전개 지역, 한국 및 미국향 재고 처리 완료 기반 흑자 전환 예상
- **[모멘텀]** 대주주 지분 취득 지속 따른 주가 하방 확보
- 피에몬테 지분율: 2023년 10월 34%, 5월 28%

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E:** 매출액 4조 1,431억원 (+2%), 영업이익 5,597억원 (+67%, OPM 14%)
- **4Q23E:** 매출액 8,325억원 (-7%), 영업이익 81억원 (흑전, OPM 1%)

투자의견 Buy 및 적정주가 50,000원 제시

- 매출 성장 및 마진 개선 동반 실현 통한 브랜드 가치 입증 필요
- 2024E PER 9배로 국내 의류 업종 평균 PER 수준 (아쿠시네트 제외 시 19배로 배증)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	3,794.0	492.9	235.2	3,872	71.0	26,517	9.3	1.4	5.0	16.2	85.9
2022	4,221.8	435.1	343.7	5,658	38.4	30,889	5.9	1.1	6.6	19.7	87.3
2023E	4,052.3	336.0	86.8	1,429	-51.9	31,942	27.5	1.2	8.8	4.5	87.9
2024E	4,143.1	559.7	269.6	4,438	82.5	35,229	8.8	1.1	5.8	13.2	78.3
2025E	4,229.4	610.5	310.4	5,110	11.9	38,613	7.7	1.0	5.2	13.8	68.5

힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18

화장품/의류

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	1,108.6	1,147.0	964.2	832.5	1,129.9	1,131.8	986.8	894.6	4,221.7	4,052.3	4,143.1
FILA - 한국	79.9	77.2	76.2	90.4	83.0	79.6	77.7	93.0	429.5	323.8	333.3
FILA - 미국	76.8	91.5	71.4	63.8	70.4	75.9	75.8	100.3	463.7	303.5	322.5
FILA - 로열티	19.0	20.0	19.9	19.5	19.8	20.3	20.6	19.5	79.4	78.3	80.2
FILA - 중국	17.1	17.3	15.6	24.4	18.5	18.8	16.8	25.7	66.8	74.4	79.8
아쿠시네트	875.4	906.0	743.2	585.7	895.9	899.8	754.1	602.8	2,933.2	3,110.4	3,152.5
영업이익	160.4	92.0	75.6	8.1	172.8	175.0	141.5	70.4	435.1	336.0	559.7
영업이익률	14.5	8.0	7.8	1.0	15.3	15.5	14.3	7.9	10.3	8.3	13.5
FILA - 한국	0.1	-2.8	-6.0	-8.8	2.6	3.3	1.7	3.5	19.5	-17.5	11.1
FILA - 미국	-28.0	-77.1	-40.7	-28.7	-8.1	1.6	3.8	7.5	-66.2	-174.4	4.9
FILA - 로열티	19.0	20.0	19.9	19.5	19.8	20.3	20.6	19.5	79.3	78.3	80.2
FILA - 중국	17.1	17.3	15.6	24.4	18.5	18.8	16.8	25.7	66.8	74.4	79.8
아쿠시네트	156.3	138.2	90.0	5.0	145.1	136.7	101.9	18.6	349.8	378.4	406.1
순이익	61.8	-7.3	23.7	8.6	76.5	78.8	68.3	46.1	343.7	86.8	269.6
중국 수익	33.5	33.9	28.0	40.9	35.3	36.0	31.0	43.1	113.4	136.5	145.4
자문수수료	17.1	17.3	15.6	24.4	18.5	18.8	16.8	25.7	67.8	74.5	79.8
지분법수익	16.4	16.6	12.4	16.5	16.9	17.2	14.2	17.5	45.6	61.9	65.7
(% YoY)											
매출액	3.3	-2.1	-10.7	-7.2	1.9	-1.3	2.3	7.5	11.3	-4.0	2.2
FILA - 한국	-31.6	-30.1	-26.1	-8.7	3.9	3.0	2.0	2.8	-10.4	-24.6	2.9
FILA - 미국	-43.3	-22.3	-41.7	-27.6	-8.3	-17.1	6.2	57.2	-18.4	-34.6	6.2
FILA - 로열티	9.7	1.1	-7.5	-6.5	3.8	1.6	3.5	0.3	20.1	-1.3	2.3
FILA - 중국	7.5	9.5	1.0	23.8	8.3	8.7	8.0	5.0	12.0	11.3	7.3
아쿠시네트	19.9	9.3	-1.4	-5.5	2.3	-0.7	1.5	2.9	19.3	6.0	1.4
영업이익	-5.0	-39.7	-37.9	흑전	7.7	90.3	87.1	772.1	-11.7	-22.8	66.5
FILA - 한국	-99.2	적전	적전	적지	3,041.6	흑전	흑전	흑전	-58.1	적전	흑전
FILA - 미국	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
FILA - 로열티	9.7	1.1	-7.5	-6.5	3.8	1.6	3.5	0.3	20.0	-1.3	2.3
FILA - 중국	7.5	9.5	1.0	23.8	8.3	8.7	8.0	5.0	12.0	11.3	7.3
아쿠시네트	27.4	22.8	-9.1	-67.7	-7.1	-1.0	13.2	270.6	1.4	8.2	7.3
순이익	-18.7	적전	-60.0	-93.6	23.8	흑전	188.2	434.8	46.1	-74.8	210.7

자료: 힐라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스(081660)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,794.0	4,221.8	4,052.3	4,143.1	4,229.4
매출액증가율(%)	21.3	11.3	-4.0	2.2	2.1
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,118.1	1,982.0	1,980.1
매출총이익	1,880.3	2,029.3	1,934.1	2,161.1	2,249.4
판매관리비	1,387.4	1,594.2	1,598.1	1,601.4	1,638.8
영업이익	492.9	435.1	336.0	559.7	610.5
영업이익률(%)	13.0	10.3	8.3	13.5	14.4
금융손익	-28.9	-32.3	-67.8	-63.3	-49.8
종속/관계기업손익	48.6	45.6	61.9	65.7	68.3
기타영업외손익	0.3	4.7	0.8	0.7	0.5
세전계속사업이익	512.8	453.1	331.0	562.7	629.5
법인세비용	175.0	-14.4	106.3	152.6	170.8
당기순이익	337.8	467.5	224.7	410.1	458.8
지배주주지분 순이익	235.2	343.7	86.8	269.6	310.4
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,443.8	2,801.8	3,109.7
현금및현금성자산	699.2	407.4	612.1	840.1	1,044.8
매출채권	456.0	462.7	471.9	500.2	520.2
재고자산	757.8	1,290.5	1,226.0	1,324.1	1,403.5
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,689.2	2,675.1	2,661.8
유형자산	418.2	499.8	576.8	588.2	608.3
무형자산	1,552.8	1,740.9	1,799.8	1,759.7	1,720.6
투자자산	169.0	192.3	200.7	215.2	221.0
자산총계	4,288.9	4,821.8	5,132.9	5,476.9	5,771.4
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,177.3	1,202.2	1,167.3
매입채무	295.4	288.1	293.9	299.8	308.1
단기차입금	285.9	377.0	414.3	404.3	349.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	931.0	1,154.6	1,223.7	1,202.6	1,178.2
사채	69.9	69.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	351.2	697.0	811.8	771.8	739.8
부채총계	1,982.4	2,247.2	2,401.0	2,404.8	2,345.5
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	62.0	62.0	62.0
기타포괄이익누계액	65.2	141.7	179.1	179.1	179.1
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,667.8	1,867.5	2,073.0
비지배주주지분	695.5	698.0	791.4	931.9	1,080.2
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,731.9	3,072.1	3,426.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	524.6	-138.7	380.3	450.9	500.8
당기순이익(손실)	337.8	467.5	224.7	410.1	458.8
유형자산상각비	72.2	80.1	84.7	78.6	79.0
무형자산상각비	27.0	32.3	40.2	40.0	39.2
운전자본의 증감	4.4	-602.9	4.9	-77.7	-76.0
투자활동 현금흐름	-39.6	-202.8	-142.7	-106.0	-105.4
유형자산의증가(CAPEX)	-50.2	-85.4	-121.4	-90.0	-99.0
투자자산의감소(증가)	2.7	22.3	24.6	-14.5	-5.8
재무활동 현금흐름	-297.2	29.4	-57.6	-117.0	-190.7
차입금의 증감	-180.2	476.8	194.6	-47.1	-85.8
자본의 증가	0.9	-54.9	8.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	228.6	-291.8	204.7	228.0	204.7
기초현금	470.7	699.2	407.4	612.1	840.1
기말현금	699.2	407.4	612.1	840.1	1,044.8
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	62,450	69,491	66,702	68,196	69,618
EPS(지배주주)	3,872	5,658	1,429	4,438	5,110
CFPS	7,613	10,066	7,346	12,311	13,244
EBITDAPS	9,746	9,013	7,587	11,164	11,994
BPS	26,517	30,889	31,942	35,229	38,613
DPS	1,000	1,580	834	1,659	2,008
배당수익률(%)	2.8	4.8	2.2	4.4	5.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.3	5.9	26.3	8.5	7.4
PCR	4.7	3.3	5.1	3.1	2.8
PSR	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	592.1	547.5	460.9	678.2	728.6
EV/EBITDA	5.0	6.6	8.6	5.6	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	19.7	4.5	13.2	13.8
EBITDA 이익률	15.6	13.0	11.4	16.4	17.2
부채비율	85.9	87.3	87.9	78.3	68.5
금융비용부담률	0.6	0.8	2.2	2.0	1.9
이자보상배율(x)	21.4	12.4	3.9	6.7	7.6
매출채권회전율(x)	7.9	9.2	8.7	8.5	8.3
재고자산회전율(x)	5.5	4.1	3.2	3.2	3.1

화승엔터프라이즈(241590) 아디다스 부진

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	10,000원
현재주가 (11.9)	8,370원
상승여력	19.5%

KOSPI	2,427.08pt
시가총액	5,071억원
발행주식수	6,059만주
유동주식비율	28.05%
외국인비중	3.57%
52주 최고/최저가	11,030원/7,090원
평균거래대금	14.5억원

주요주주(%)	
화승인더스트리 외 5 인	71.95
국민연금공단	7.50

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.6	4.2	-14.3
상대주가	15.7	7.8	-14.4

주가그래프



아디다스 De-stocking

- **[실적]** 거래선 재고 소진 주력 (할인 판매 확대 및 재고평가손실 처리), 후방 수주량 감소
- 아디다스 판매 부진 및 최대 거래처 풋라커 재고 부담 → Re-stocking 절대 규모 크지 않을 전망
- **[모멘텀]** Yeezy 재고 조정 완료, 신제품 출시 본격화

2024E & 4Q23E Preview

- **2024E: 매출액 1조 4,152억원 (+10%), 영업이익 543억원 (+238%, OPM 4%)**
- **4Q23E: 매출액 3,960억원 (+3%), 영업이익 121억원 (+181%, OPM 3%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 10,000원 제시

- 원단 사업 진출 통한 카테고리 다각화 (의류 OEM 추가) 및 수직계열화 기대 유효
- 2024E PER 14배로 국내 의류 업종 평균 PER 9배 대비 164% 수준

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2021	1,138.6	7.1	-6.5	-108	적전	8,858	-	1.9	19.4	-1.2	141.7
2022	1,654.0	52.8	-10.0	-165	적지	8,870	-	1.0	7.8	-1.9	149.6
2023E	1,285.1	16.1	9.9	164	흑전	9,269	51.2	0.9	10.5	1.8	134.9
2024E	1,415.2	54.3	35.9	593	313.2	9,816	14.1	0.9	6.8	6.2	124.6
2025E	1,517.2	64.9	41.0	676	14.0	10,447	12.4	0.8	6.0	6.7	116.0

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	305.4	321.9	261.8	396.0	320.8	356.2	307.2	431.1	1,654.0	1,285.1	1,415.2
OEM	274.2	289.7	254.4	363.4	288.6	323.0	299.6	397.5	1,497.5	1,181.8	1,308.8
기타	31.2	32.2	7.3	32.6	32.2	33.1	7.5	33.6	156.5	103.3	106.4
영업이익	-1.0	7.6	-2.6	12.1	13.1	15.0	10.0	16.2	52.8	16.1	54.3
영업이익률	-0.3	2.4	-1.0	3.0	4.1	4.2	3.3	3.7	3.2	1.3	3.8
OEM	-0.8	7.4	-1.3	16.9	12.7	14.1	2.9	27.5	45.8	22.2	57.2
기타	-0.1	0.2	-1.3	-4.9	0.5	0.9	7.1	-11.4	7.0	-6.1	-2.9
순이익	1.9	-2.4	-3.8	16.1	6.2	7.6	10.0	12.2	-10.0	11.6	35.9
순이익률	0.6	-0.8	-1.5	4.1	1.9	2.1	3.3	2.8	-0.6	0.9	2.5
(% YoY)											
매출액	-18.8	-28.8	-40.4	2.6	5.0	10.6	17.3	8.8	45.3	-22.3	10.1
OEM(원화)	-15.2	-25.6	-40.9	2.6	5.3	11.5	17.8	9.4	43.1	-21.1	10.7
OEM(달러)	-19.9	-28.6	-39.6	7.1	3.4	14.6	20.7	11.1	26.9	-21.7	12.1
기타	-41.2	-49.0	-14.3	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0	69.9	-34.0	3.0
영업이익	적전	-71.0	적전	181.0	흑전	97.9	적전	34.0	643.8	-69.6	238.0
OEM	적전	-67.9	적전	252.9	흑전	89.7	적전	62.9	1,168.6	-51.6	158.3
기타	적전	-94.9	적지	적지	흑전	498.1	흑전	적지	100.4	적전	0.5
순이익	-46.9	적전	적전	흑전	230.8	흑전	흑전	-24.3	적지	흑전	208.4

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈(241590)

2024년 전망 시리즈 18
화장품/의류

Income Statement					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,138.6	1,654.0	1,285.1	1,415.2	1,517.2
매출액증가율(%)	2.0	45.3	-22.3	10.1	7.2
매출원가	1,022.1	1,454.8	1,127.6	1,214.8	1,297.7
매출총이익	116.5	199.2	157.6	200.4	219.5
판매관리비	109.4	146.4	141.5	146.0	154.6
영업이익	7.1	52.8	16.1	54.3	64.9
영업이익률(%)	0.6	3.2	1.3	3.8	4.3
금융손익	-8.8	-14.4	-22.2	-18.1	-18.6
종속/관계기업손익	-0.6	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	4.4	-31.7	19.6	10.1	6.6
세전계속사업이익	2.2	6.5	13.3	46.2	52.7
법인세비용	9.0	14.0	4.1	8.3	9.5
당기순이익	-6.9	-7.5	9.2	37.9	43.2
지배주주지분 순이익	-6.5	-10.0	9.9	35.9	41.0
Balance Sheet					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	697.6	757.4	737.4	743.3	771.6
현금및현금성자산	173.2	183.4	137.3	159.1	158.3
매출채권	122.8	109.6	113.9	107.1	110.3
재고자산	300.7	293.8	308.5	283.9	295.2
비유동자산	632.6	718.5	709.4	719.3	722.5
유형자산	497.4	567.0	558.0	570.6	576.2
무형자산	31.7	42.0	39.7	36.6	33.6
투자자산	9.2	9.1	9.2	9.6	10.1
자산총계	1,330.3	1,475.8	1,446.8	1,462.6	1,494.1
유동부채	695.4	778.1	736.1	739.2	744.8
매입채무	191.3	162.1	166.2	180.9	194.5
단기차입금	388.5	491.4	439.3	425.3	412.3
유동성장기부채	50.7	65.2	69.6	66.6	66.6
비유동부채	84.5	106.6	94.8	72.3	57.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	36.5	60.5	48.8	24.8	8.8
부채총계	779.8	884.7	830.9	811.5	802.5
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	165.7	169.8	169.6	169.6	169.6
기타포괄이익누계액	9.7	16.5	33.3	33.3	33.3
이익잉여금	179.2	169.2	176.6	209.8	248.0
비배주주지분	13.9	53.7	54.4	56.4	58.7
자본총계	550.4	591.2	615.9	651.1	691.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-8.3	96.9	70.9	155.1	114.3
당기순이익(손실)	-6.9	-7.5	9.2	37.9	43.2
유형자산상각비	59.1	70.2	68.4	68.8	70.0
무형자산상각비	2.6	3.1	3.4	3.2	2.9
운전자본의 증감	-66.9	-11.5	3.4	45.2	-1.9
투자활동 현금흐름	-119.8	-206.2	-27.7	-90.4	-84.0
유형자산의증가(CAPEX)	-94.7	-131.2	-33.4	-81.4	-75.7
투자자산의감소(증가)	-2.7	-0.1	-0.4	-0.5	-0.5
재무활동 현금흐름	47.5	118.4	-92.2	-43.1	-31.1
차입금의 증감	116.9	144.8	-59.7	-40.3	-28.4
자본의 증가	-0.8	4.1	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.8	10.2	-46.1	21.7	-0.8
기초현금	246.0	173.2	183.4	137.3	159.1
기말현금	173.2	183.4	137.3	159.1	158.3
Key Financial Data					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	18,801	27,302	21,211	23,357	25,040
EPS(지배주주)	-108	-165	164	593	676
CFPS	1,086	2,193	1,621	2,350	2,448
EBITDAPS	1,136	2,082	1,450	2,085	2,275
BPS	8,858	8,870	9,269	9,816	10,447
DPS	45	45	45	45	45
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	45.2	12.5	10.9
PCR	15.5	4.2	4.6	3.1	3.0
PSR	0.9	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.9	1.0	0.8	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	68.8	126.1	87.9	126.3	137.8
EV/EBITDA	19.4	7.8	9.8	6.3	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.2	-1.9	1.8	6.2	6.7
EBITDA 이익률	6.0	7.6	6.8	8.9	9.1
부채비율	141.7	149.6	134.9	124.6	116.0
금융비용부담률	0.9	1.2	3.0	2.6	2.3
이자보상배율(x)	0.7	2.6	0.4	1.5	1.9
매출채권회전율(x)	9.7	14.2	11.5	12.8	14.0
재고자산회전율(x)	4.3	5.6	4.3	4.8	5.2

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 하누리은(는)의 한국콜마 기업설명회에 한국콜마의 일부 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상	
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight	(비중확대)	
	Neutral	(중립)	
	Underweight	(비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

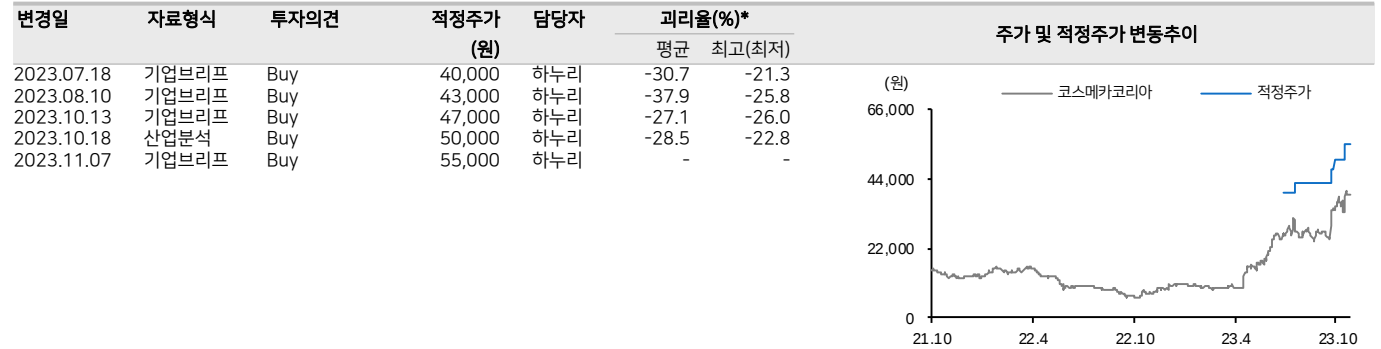
코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		
					평균	최고(최저)	
2021.11.11	기업브리프	Buy	170,000	하누리	-43.5	-37.4	
2022.01.11	기업브리프	Buy	120,000	하누리	-32.9	-25.0	
2022.03.08	기업브리프	Buy	110,000	하누리	-25.5	-20.2	
2022.04.08	산업브리프	Buy	100,000	하누리	-18.2	-13.2	
2022.05.17	기업브리프	Hold	70,000	하누리	-7.8	-5.9	
2022.05.25	산업분석	Hold	75,000	하누리	-17.3	-6.4	
2022.07.14	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-29.5	-20.0	
2022.10.06	기업브리프	Buy	73,000	하누리	-35.7	-29.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	70,000	하누리	-6.4	8.3	
2023.01.16	기업브리프	Buy	83,000	하누리	-4.2	3.4	
2023.03.10	기업브리프	Buy	98,000	하누리	-19.2	-17.1	
2023.04.13	기업브리프	Buy	100,000	하누리	-22.4	-14.3	
2023.05.15	기업브리프	Buy	140,000	하누리	-36.9	-32.7	
2023.07.04	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-34.5	-17.5	
2023.08.11	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-	-	

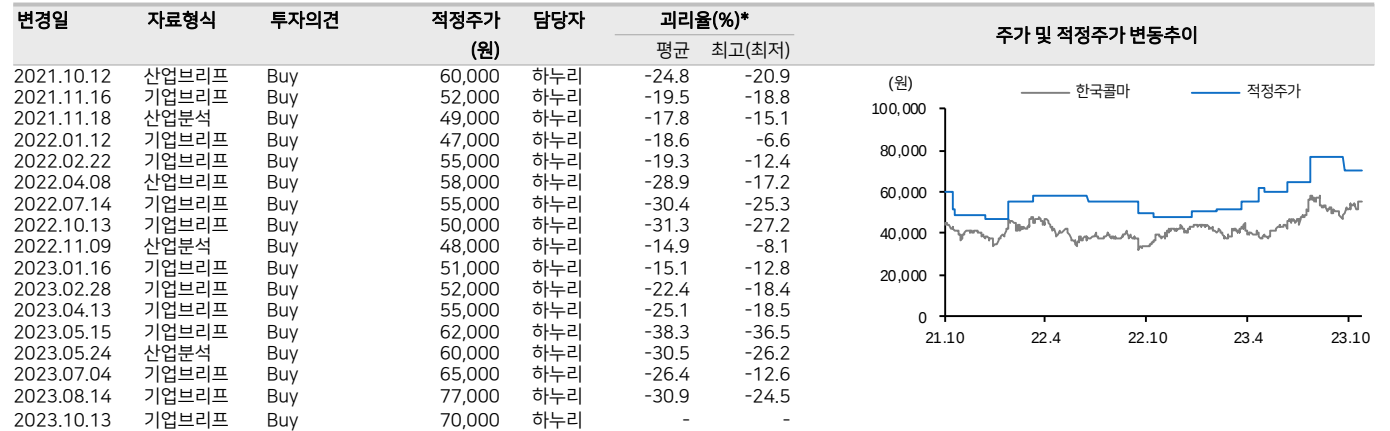
코스메카코리아 (241710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



씨앤씨인터내셔널 (352480) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.11.01	기업브리프	Hold	200,000	하누리	-11.8	-4.5	
2022.01.10	기업브리프	Hold	170,000	하누리	-9.1	-3.8	
2022.02.10	기업브리프	Hold	190,000	하누리	-10.7	0.5	
2022.04.08	산업브리프	Hold	180,000	하누리	-9.2	-1.1	
2022.04.29	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-28.4	-13.8	
2022.07.12	Indepth	Buy	180,000	하누리	-24.8	-21.4	
2022.07.29	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-24.5	-14.0	
2022.11.09	산업분석	Buy	160,000	하누리	-22.3	-12.8	
2022.12.09	Indepth	Buy	170,000	하누리	-18.3	-12.6	
2023.02.02	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-29.0	-23.5	
2023.03.21	산업분석	Buy	170,000	하누리	-22.1	-19.5	
2023.04.04	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-30.4	-21.2	
2023.05.24	산업분석	Buy	160,000	하누리	-34.5	-27.8	
2023.07.03	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-32.9	-28.6	
2023.07.27	기업브리프	Buy	130,000	하누리	-4.1	3.0	
2023.10.10	기업브리프	Buy	155,000	하누리	-26.6	-18.5	
2023.11.01	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-22.7	-19.4	
2023.11.10	산업분석	Buy	200,000	하누리	-	-	

클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.10.29	기업브리프	Buy	31,000	하누리	-37.3	-25.8	
2022.01.11	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-23.1	-9.6	
2022.02.17	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-14.4	-6.0	
2022.04.08	산업브리프	Buy	24,000	하누리	-26.9	-9.2	
2022.07.18	기업브리프	Buy	20,000	하누리	-26.9	-15.5	
2022.10.12	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-20.5	-0.3	
2023.01.12	기업브리프	Buy	21,000	하누리	-15.7	-12.1	
2023.02.24	기업브리프	Buy	24,000	하누리	-21.3	-17.2	
2023.03.21	산업분석	Buy	26,000	하누리	-16.4	-11.0	
2023.04.05	기업브리프	Buy	30,000	하누리	-30.0	-19.7	
2023.08.08	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-14.3	3.6	
2023.10.16	기업브리프	Buy	33,000	하누리	-15.2	-6.1	
2023.11.09	기업브리프	Buy	39,000	하누리	-	-	

아모레G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.10.12	산업브리프	Hold	55,000	하누리	-14.1	-4.0	
2022.01.10	기업브리프	Hold	47,000	하누리	-16.8	8.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	37,000	하누리	-16.2	-6.6	
2022.12.09	Indepth	Buy	48,000	하누리	-27.3	-21.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-23.3	-10.8	
2023.05.24	산업분석	Buy	45,000	하누리	-38.5	-29.9	
2023.07.27	기업브리프	Buy	37,000	하누리	-18.4	-5.9	
2023.11.10	산업분석	Buy	43,000	하누리	-	-	

LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.10.27	기업브리프	Buy	1,700,000	하누리	-28.8	-27.1	
2021.11.18	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-29.0	-26.1	
2022.01.10	기업브리프	Hold	1,200,000	하누리	-19.9	-17.5	
2022.01.28	기업브리프	Hold	1,000,000	하누리	-9.1	4.0	
2022.05.12	기업브리프	Hold	700,000	하누리	-1.6	0.7	
2022.05.25	산업분석	Hold	800,000	하누리	-15.4	-8.3	
2022.07.12	Indepth	Hold	850,000	하누리	-15.0	-11.5	
2022.07.29	기업브리프	Buy	1,000,000	하누리	-29.7	-21.2	
2022.10.04	기업브리프	Buy	950,000	하누리	-38.6	-31.6	
2022.10.28	기업브리프	Buy	780,000	하누리	-31.0	-25.1	
2022.11.09	산업분석	Buy	800,000	하누리	-15.5	-7.6	
2023.01.09	기업브리프	Buy	900,000	하누리	-16.6	-14.7	
2023.02.01	기업브리프	Buy	800,000	하누리	-19.5	-12.3	
2023.04.04	기업브리프	Buy	750,000	하누리	-19.0	-16.7	
2023.04.11	Indepth	Buy	820,000	하누리	-21.8	-17.1	
2023.04.28	기업브리프	Buy	800,000	하누리	-27.4	-22.1	
2023.05.24	산업분석	Buy	750,000	하누리	-31.2	-25.1	
2023.07.03	기업브리프	Buy	630,000	하누리	-28.9	-25.6	
2023.07.28	기업브리프	Buy	600,000	하누리	-24.2	-17.0	
2023.10.10	기업브리프	Buy	550,000	하누리	-26.4	-22.5	
2023.10.27	기업브리프	Hold	400,000	하누리	-17.7	-12.9	
2023.11.10	산업분석	Hold	380,000	하누리	-	-	

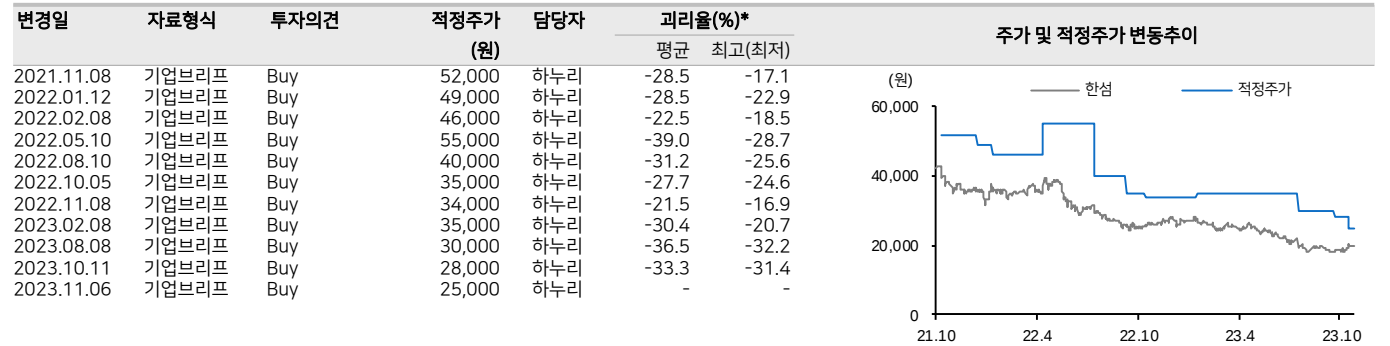
신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.11.10	기업브리프	Buy	48,000	하누리	-38.5	-34.4	
2022.01.11	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-20.1	-5.6	
2022.04.08	산업브리프	Buy	40,000	하누리	-19.5	-15.9	
2022.05.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-36.6	-28.1	
2022.08.11	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-37.8	-30.6	
2022.10.05	기업브리프	Buy	37,000	하누리	-33.3	-28.5	
2022.11.08	기업브리프	Buy	34,000	하누리	-26.0	-20.9	
2023.01.12	기업브리프	Buy	31,000	하누리	-26.4	-17.4	
2023.04.14	기업브리프	Buy	30,000	하누리	-33.4	-29.0	
2023.05.11	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-30.2	-28.6	
2023.05.24	산업분석	Buy	25,000	하누리	-29.2	-20.4	
2023.10.11	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-37.0	-33.8	
2023.11.09	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-	-	

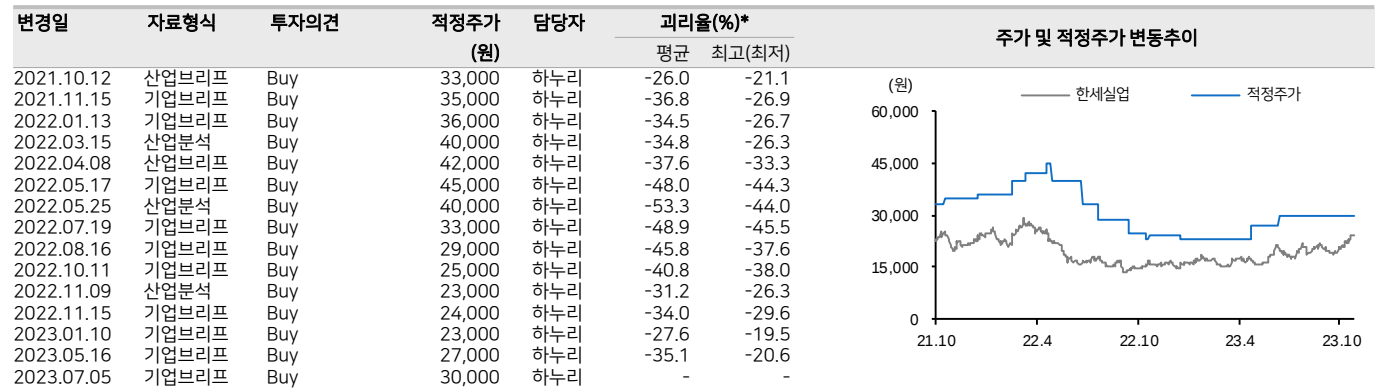
한섬 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



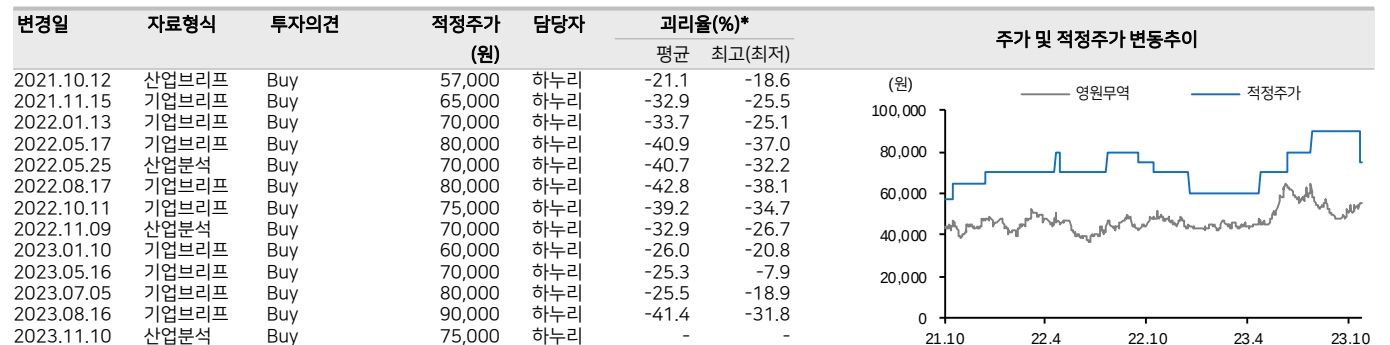
한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



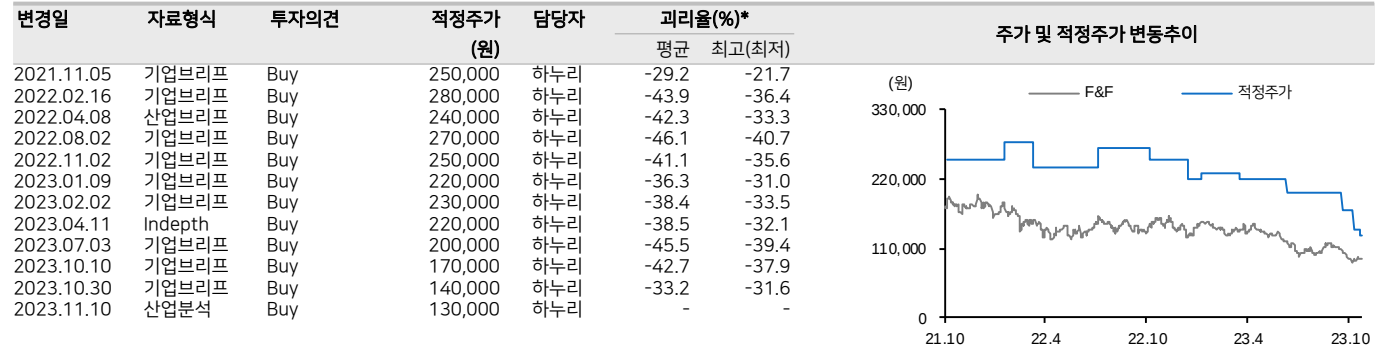
영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



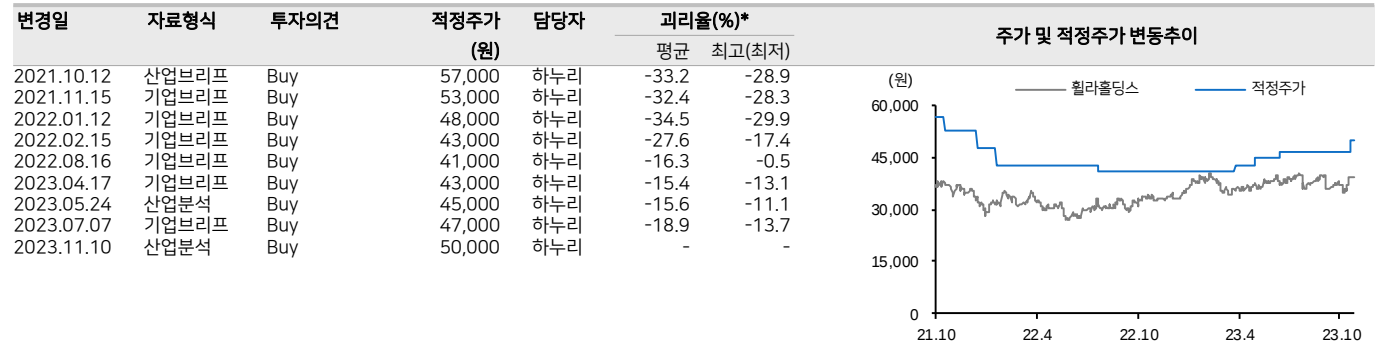
F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

