

화장품 Re-rating VS. 의류 De-rating

화장품 Re-rating vs. 의류 De-rating



화장품/의류

Analyst **하누리**

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

화장품 Overweight

Top Picks	투자판단	적정주가
코스메카코리아 (241710)	Buy	90,000원
아이패밀리에스씨 (114840)	Buy	57,000원
씨앤씨인터내셔널 (352480)	Buy	130,000원

의류 Underweight

Top Picks	투자판단	적정주가
한세실업 (105630)	Buy	30,000원
영원무역 (111770)	Buy	47,000원

Contents

Part I	[주가] 1H24 Review & 2H24E Preview	09
Part II	[화장품] Re-rating	15
Part III	[의류] De-rating	29
Part IV	[투자전략] 화장품 확대 vs. 의류 축소	39

기업분석 [화장품]

코스메카코리아 (241710)	54
아이패밀리에스씨 (114840)	57
씨앤씨인터내셔널 (352480)	60
클리오 (237880)	63
아모레퍼시픽 (090430)	66
아모레G (002790)	69
코스맥스 (192820)	72
한국콜마 (161890)	75
LG생활건강 (051900)	78

기업분석 [의류]

한세실업 (105 630)	82
영원무역 (105630)	85
화승엔터프라이즈 (241590)	88
신세계인터내셔널 (031430)	91
한섬 (020000)	94
F&F (383220)	97
힐라홀딩스 (081660)	100

Summary

화장품 Re-rating vs. 의류 De-rating 화장품 Overweight / 의류 Underweight

I [주가] 1H24 Review & 2H24E Preview

- 화장품 강세 vs. 의류 약세 (YTD: 화장품 +22% vs. 의류 -5% vs. KOSPI +2%)
- 1H24: 화장품 대형/중소형 규모 불문 전 업체 주가 상승 vs. 의류 투자 매력도 저하, 주도주 부재
- 2H24E: 수출 = 실적 성장 동력 및 주가 핵심 변수, 해외 성과 호조 기반 화장품 강세 및 의류 약세 기조 지속
- [화장품] 국산 브랜드 수요 확장 & 글로벌 시장 저변 확대 = 구조적 성장 → 주가 강세
- [의류] 외산 브랜드 수요 쏠림 & 해외 거점 확대 미비 = 구조적 한계 → 주가 약세

II [화장품] Re-rating

- 2024E: 수출 +22% > 내수 +4% > 직구 +3% = Re-rating 요인
- 한국 화장품 전성시대 도래, 2025E 화장품 수출액 100억달러 (+20%) 돌파 예상
- 시장 트렌드에 경쟁력 (최다 품목, 최고 품질, 최저 가격, 최단 리드타임) 적중, 글로벌 시장 점유율 상승
- 일본, 미국, 동남아 등 주력 지역향 성장성 강화, 브랜드력 증대, 추가 확장 여력 또한 충분
- 중국 시장 점유율 하향 안정화, De-rating 요인 제거

III [의류] De-rating

- 2024E 성장률: 직구 +8% > 내수 +2% > 수출 -8% = De-rating 배경
- 2025E 의류 수출액 26억달러 (-6%) 추정, 2021년 이래 역신장 지속
- 전세계 소비자 구매 행태 유사, 한국 의류 브랜드 로고 경쟁 열위 = 수출 성과 미진
- 라이선싱 브랜드 서구권 확장 불가, 내수 시장 온라인 버티컬 플랫폼 강세, 수입 브랜드 한국 직진출 증가
- OEM 신규 거래선 유치 기반 자연 성장 기대 불가 vs. 기존 고객사향 Re-stocking 수혜 기대 유효

IV [투자전략] 화장품 확대 vs. 의류 축소

- [화장품] PER 밴드 최하단 Too Undervalued!, PER 25배 적용 시 상승여력 대형사 +21%, 중소형사 +53%
- 2025E 화장품 수출 비중국 8: 중국 2 → 화장품 시가총액 기여도 중소형사 5: 대형사 5 → 중소형사 주가 우위
- 최선호주: 코스메카코리아, 아이패밀리에스씨, 씨앤씨인터내셔널
- [의류] PER 최하단 Fully Priced!, 모멘텀 부재, 업종 시가총액 20조원 수준 유지 전망
- 최선호주: 한세실업, 영원무역

[기업분석] 화장품

종목명	투자판단	적정주가
코스메카코리아 (241710)	Buy	90,000원
아이패밀리에스씨 (114840)	Buy	57,000원
씨앤씨인터내셔널 (352480)	Buy	130,000원
클리오 (237880)	Buy	57,000원
아모레퍼시픽 (090430)	Buy	230,000원
아모레G (002790)	Buy	50,000원
코스맥스 (192820)	Buy	230,000원
한국콜마 (161890)	Buy	75,000원
LG생활건강 (051900)	Buy	500,000원

코스메카코리아(241710) 제일 싸다

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

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 90,000원

현재주가 (5.30) 57,100원

상승여력 57.6%

KOSDAQ 831.99pt

시가총액 6,098억원

발행주식수 1,068만주

유동주식비율 60.02%

외국인비중 7.31%

52주 최고/최저가 57,100원/14,820원

평균거래대금 92.6억원

주요주주(%)

박은희 외 3 인 38.95

국민연금공단 11.49

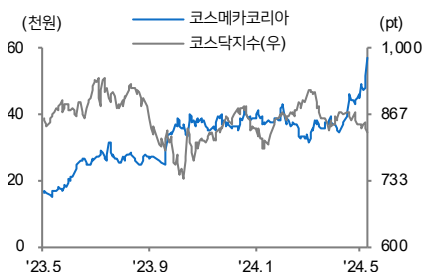
트러스트자산운용 9.61

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 60.2 62.2 269.1

상대주가 67.3 62.2 277.8

주가그래프



우리가 알던 메카가 아니다

- **[실적]** P (고가 비중 증가) · Q (고객 및 품목 다변화) · C (해외 법인 비용 축소)
 - 한국: 인디 브랜드 추가, 국내 거래선 수출 확대, 글로벌 유수 고객사 유치 증가
 - 미국: Ulta Beauty향 주력 고객 인기 수혜, OTC 기술력 기반 썬 제품 확대, 2024E PPA 상각 완료
 - 중국: 공장 일원화 통한 고정비 축소 본격화, 2024E 흑자 전환
- **[모멘텀]** 미국 OTC 신규 대거 유치 (4Q24E 매출 인식 시작), 본사 (개발/생산) & 미국 (영업) 시너지
 - 잉글우드랩 미국 OTC 최강자, 코스피 이전 상장 따른 대형주 반열 입성

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E: 매출액 1,277억원 (+10%), 영업이익 150억원 (+35%, OPM 12%)**
- **2024E: 매출액 5,375억원 (+14%), 영업이익 652억원 (+33%, OPM 12%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 90,000원 제시

- 고객 믹스 개선 최우수, CAPA 여력 충분 (가동률 < 40%), 실적 상향 조정 여지 최대
- 보수적 추정 불구, 12개월 선행 PER 14배 (2025E 12배)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	399.4	10.4	2.7	249	-64.6	13,732	41.2	0.7	9.7	1.8	89.7
2023	470.7	49.2	22.3	2,090	464.5	15,874	17.4	2.3	8.0	14.1	78.6
2024E	537.6	65.2	37.8	3,535	58.1	19,579	16.2	2.9	9.0	19.9	65.3
2025E	625.6	85.0	49.9	4,676	28.4	24,255	12.2	2.4	6.8	21.3	52.6
2026E	706.8	98.7	55.4	5,190	14.2	29,444	11.0	1.9	5.7	19.3	46.6

코스메카코리아 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	125.6	127.7	134.0	150.3	146.1	150.8	157.2	171.4	470.7	537.5	625.6
한국	68.8	74.5	73.7	79.9	74.8	81.8	80.5	86.5	268.6	296.8	323.5
미국	52.6	52.6	69.5	74.0	68.2	69.7	88.8	90.2	205.7	248.6	316.9
중국	12.2	12.1	13.7	15.9	13.0	12.9	14.6	17.0	50.4	53.8	57.5
영업이익	13.7	15.0	16.9	19.5	22.2	21.4	19.6	21.8	49.2	65.2	85.0
영업이익률	10.9	11.8	12.6	13.0	15.2	14.2	12.5	12.7	10.4	12.1	13.6
한국	7.4	9.2	7.7	9.4	8.2	10.0	8.7	10.2	22.9	33.6	37.0
미국	6.6	6.8	12.2	10.5	8.9	9.5	15.8	13.5	28.7	36.2	47.7
중국	0.0	-0.1	0.7	1.0	0.2	0.1	0.9	1.2	0.1	1.6	2.4
순이익	8.8	9.4	8.8	10.7	15.5	13.3	9.7	11.4	22.3	37.8	49.9
순이익률	7.0	7.4	6.6	7.2	10.6	8.8	6.2	6.6	4.7	7.0	8.0
YoY											
매출액	8.3	10.4	15.2	22.4	16.4	18.1	17.3	14.1	17.9	14.2	16.4
한국	4.3	11.6	11.1	14.7	8.8	9.8	9.2	8.2	18.1	10.5	9.0
미국	14.2	8.3	28.7	29.5	29.7	32.5	27.8	22.0	38.2	20.9	27.5
중국	-5.1	8.9	9.2	14.0	6.8	6.8	6.8	6.9	6.6	6.8	6.8
영업이익	48.4	34.8	23.1	30.0	61.9	42.0	16.2	11.6	374.1	32.6	30.4
영업이익률	3.0	2.1	0.8	0.8	4.3	2.4	-0.1	-0.3	7.8	1.7	1.5
한국	61.9	44.6	61.6	29.4	9.8	8.9	13.4	8.3	198.0	46.8	10.0
미국	19.2	10.9	34.8	32.6	34.8	39.7	29.3	27.9	194.3	26.1	31.9
중국	흑전	적지	46.2	82.8	933.3	흑전	21.4	27.1	흑전	1,269.6	47.3
순이익	96.5	59.2	21.0	130.8	76.5	41.6	10.1	6.0	740.3	69.2	32.3
매출 비중											
한국	51.5	53.5	47.0	47.0	48.0	49.8	43.8	44.6	51.2	49.5	46.4
미국	39.4	37.8	44.3	43.6	43.7	42.4	48.3	46.6	39.2	41.5	45.4
중국	9.1	8.7	8.7	9.4	8.3	7.8	7.9	8.8	9.6	9.0	8.2

자료: 코스메카코리아, 메리츠증권 리서치센터

코스메카코리아 (241710)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	399.4	470.7	537.6	625.6	706.8
매출액증가율(%)	0.7	17.9	14.2	16.4	13.0
매출원가	334.3	363.6	402.6	459.4	515.4
매출총이익	65.1	107.1	134.9	166.2	191.4
판매관리비	54.7	58.0	69.7	81.2	92.7
영업이익	10.4	49.2	65.2	85.0	98.7
영업이익률(%)	2.6	10.4	12.1	13.6	14.0
금융손익	-3.6	-3.6	2.8	2.5	1.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.4	0.6	1.6	1.9	2.0
세전계속사업이익	6.4	46.1	69.6	89.4	102.0
법인세비용	0.4	12.2	16.0	20.6	23.5
당기순이익	6.0	33.9	53.6	68.8	78.6
지배주주지분 순이익	2.7	22.3	37.8	49.9	55.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	186.8	221.2	274.5	340.3	432.5
현금및현금성자산	26.0	32.9	68.5	118.0	178.8
매출채권	80.3	108.8	117.5	125.8	143.5
재고자산	71.2	65.6	71.6	77.3	88.2
비유동자산	206.0	211.4	218.9	220.2	221.3
유형자산	147.4	153.5	162.7	164.0	165.1
무형자산	40.2	37.8	36.8	36.5	36.2
투자자산	2.6	2.6	2.9	3.1	3.3
자산총계	392.8	432.6	493.4	560.5	653.7
유동부채	143.0	154.6	168.8	174.4	187.6
매입채무	34.2	44.1	46.8	48.6	55.5
단기차입금	66.0	56.8	56.7	54.7	54.7
유동성장기부채	15.1	21.0	25.3	25.3	25.3
비유동부채	42.7	35.9	26.0	18.7	20.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	34.7	27.8	16.5	8.0	8.0
부채총계	185.7	190.5	194.9	193.1	207.8
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
기타포괄이익누계액	5.1	5.6	7.5	7.5	7.5
이익잉여금	77.9	100.2	137.9	187.9	243.3
비지배주주지분	60.4	72.6	89.5	108.4	131.5
자본총계	207.0	242.2	298.6	367.4	446.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	16.7	42.0	64.9	77.0	78.0
당기순이익(손실)	6.0	33.9	53.6	68.8	78.6
유형자산상각비	13.7	13.7	14.3	14.7	14.9
무형자산상각비	3.0	3.1	1.1	0.3	0.3
운전자본의 증감	-11.3	-22.2	-6.8	-6.8	-15.8
투자활동 현금흐름	-10.4	-22.1	-21.3	-17.4	-17.6
유형자산의증가(CAPEX)	-11.6	-18.6	-19.9	-16.0	-16.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	0.0	-0.3	-0.2	-0.3
재무활동 현금흐름	-10.3	-13.2	-8.6	-10.1	0.4
차입금의 증감	-7.0	-12.2	-6.7	-10.1	0.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.1	6.9	35.6	49.5	60.8
기초현금	30.1	26.0	32.9	68.5	118.0
기말현금	26.0	32.9	68.5	118.0	178.8
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	37,397	44,075	50,332	58,574	66,183
EPS(지배주주)	249	2,090	3,535	4,676	5,190
CFPS	3,039	6,724	8,144	9,941	11,054
EBITDAPS	2,537	6,173	7,545	9,362	10,662
BPS	13,732	15,874	19,579	24,255	29,444
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	41.2	17.4	16.2	12.2	11.0
PCR	3.4	5.4	7.0	5.7	5.2
PSR	0.3	0.8	1.1	1.0	0.9
PBR	0.7	2.3	2.9	2.4	1.9
EBITDA(십억원)	27.1	65.9	80.6	100.0	113.9
EV/EBITDA	9.7	8.0	9.0	6.8	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.8	14.1	19.9	21.3	19.3
EBITDA 이익률	6.8	14.0	15.0	16.0	16.1
부채비율	89.7	78.6	65.3	52.6	46.6
금융비용부담률	0.9	0.9	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	2.8	12.2	18.4	26.2	32.2
매출채권회전율(x)	5.1	5.0	4.7	5.1	5.3
재고자산회전율(x)	5.8	6.9	7.8	8.4	8.5

아이패밀리에스씨(114840) 이제 시작

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

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	57,000원
현재주가 (5.30)	40,800원
상승여력	39.7%
KOSDAQ	831.99pt
시가총액	7,018억원
발행주식수	1,720만주
유동주식비율	57.59%
외국인비중	5.97%
52주 최고/최저가	40,800원/10,078원
평균거래대금	89.3억원
주요주주(%)	
김태욱 외 3 인	42.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	53.4	253.1	244.2
상대주가	60.2	253.0	252.3

주가그래프



소비자의 마음을 사로잡다!

- **[실적]** 품목 추가 및 지역 확대 기반 구조적 성장기 진입
 - 2024E 해외 매출 +76% 성장, 연결 실적에 72% (업종 내 최고 수준) 기여
- **[모멘텀]** 신제품 출시, 콜라보레이션 강화, 누즈 일본 진출, 롬앤 동남아/서구권/중동 확장
 - 립/아이/네일/베이스 카테고리 불문 색조 전반 라인업 확충
 - 국가별 틱톡 팔로워 수 급증세, 온라인 버즈 효과 따른 수요 확장 본격화

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 573억원 (+56%), 영업이익 102억원 (+101%, OPM 18%)
- 2024E: 매출액 2,334억원 (+57%), 영업이익 448억원 (+87%, OPM 19%)

투자의견 Buy 및 적정주가 57,000원 제시

- 글로벌향 양방향성 디지털 마케팅 특화, 소비자 취향 저격 색조 강자로 거듭
- 12개월 선행 PER 18배 (2025E 16배), 브랜드사 중 최저 수준

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	85.3	9.5	7.6	453	71.2	2,953	13.7	2.1	8.7	16.7	44.1
2023	148.7	24.0	20.0	1,166	157.4	4,011	11.3	3.3	8.4	33.6	30.2
2024E	233.4	44.8	35.2	2,043	75.2	5,895	20.0	6.9	14.5	41.3	25.8
2025E	286.8	55.3	43.3	2,519	23.3	8,334	16.2	4.9	11.2	35.4	20.8
2026E	330.6	64.2	50.3	2,924	16.1	11,180	14.0	3.6	9.0	30.0	17.0

아이패밀리에스씨 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	57.4	57.3	55.6	63.2	70.5	70.2	68.5	77.6	148.7	233.4	286.8
국내	15.9	15.2	15.4	17.8	19.2	18.3	18.6	21.5	51.1	64.2	77.6
H&B	9.0	9.0	8.4	10.0	10.4	10.4	9.6	11.5	30.4	36.5	41.9
온라인	6.4	5.8	6.6	7.3	8.4	7.6	8.6	9.5	18.9	26.2	34.1
면세	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	1.9	1.6	1.6
해외	40.5	40.7	39.4	44.0	50.2	50.5	49.0	54.6	93.4	164.5	204.4
일본	20.3	20.2	17.6	20.5	24.3	24.3	21.2	24.6	50.0	78.6	94.3
중화권	6.4	6.7	7.2	8.0	8.0	8.4	9.0	10.0	14.0	28.3	35.3
동남아	6.1	6.2	6.4	6.7	7.9	8.1	8.3	8.7	10.4	25.4	33.0
서구권	2.6	2.5	2.6	2.9	3.3	3.2	3.3	3.7	5.6	10.6	13.5
기타	5.2	5.0	5.6	5.9	6.7	6.5	7.3	7.7	13.4	21.7	28.2
웨딩	1.0	1.4	0.9	1.4	1.1	1.4	0.9	1.5	4.5	4.7	4.8
영업이익	11.8	10.2	10.4	12.5	14.5	12.4	12.9	15.6	24.0	44.8	55.3
영업이익률	20.5	17.7	18.7	19.8	20.5	17.6	18.8	20.1	16.1	19.2	19.3
순이익	9.7	7.9	8.0	9.6	11.4	9.7	10.1	12.2	20.0	35.1	43.3
순이익률	16.9	13.7	14.4	15.1	16.1	13.8	14.7	15.7	13.4	15.1	15.1
YoY											
매출액	74.8	56.1	49.4	50.6	22.7	22.6	23.2	22.8	74.2	57.0	22.8
국내	30.8	28.7	21.2	22.6	20.7	20.4	21.1	20.7	64.7	25.6	20.7
H&B	20.8	20.0	20.0	19.3	15.0	15.0	15.0	15.0	63.5	20.0	15.0
온라인	57.3	50.0	25.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	75.3	38.6	30.0
면세	-28.5	-15.0	-8.0	-5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	9.7	-15.0	0.0
해외	105.5	72.8	66.1	66.3	24.0	24.1	24.5	24.3	87.8	76.2	24.2
일본	66.2	45.0	60.0	60.0	20.0	20.0	20.0	20.0	68.8	57.3	20.0
중화권	195.1	95.0	70.0	90.0	25.0	25.0	25.0	25.0	112.6	101.4	25.0
동남아	206.3	230.0	100.0	100.0	30.0	30.0	30.0	30.0	259.6	143.9	30.0
서구권	205.1	70.0	66.9	70.2	27.5	27.8	27.9	27.6	-	89.7	27.7
기타	106.0	80.0	50.0	35.0	30.0	30.0	30.0	30.0	26.3	61.8	30.0
웨딩	4.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-0.5	3.3	3.0
영업이익	152.5	100.8	56.1	64.3	23.0	21.9	23.9	24.4	152.4	86.8	23.4
영업이익률	6.3	4.0	0.8	1.7	0.1	-0.1	0.1	0.3	5.0	3.1	0.1
순이익	160.1	96.7	52.1	36.6	16.9	23.6	25.6	27.6	161.8	75.8	23.3
매출 비중											
국내	28.2	27.2	28.1	28.8	27.6	26.6	27.5	28.2	35.5	28.1	27.5
H&B	16.1	16.1	15.3	16.2	15.0	15.1	14.2	15.1	21.1	15.9	14.9
온라인	11.4	10.4	12.1	11.8	12.0	11.0	12.8	12.5	13.1	11.5	12.1
면세	0.7	0.6	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	1.3	0.7	0.6
해외	71.8	72.8	71.9	71.2	72.4	73.4	72.5	71.8	64.8	71.9	72.5
일본	36.0	36.2	32.2	33.1	35.1	35.3	31.3	32.3	34.7	34.4	33.5
중화권	11.3	12.0	13.1	13.0	11.5	12.2	13.3	13.1	9.7	12.4	12.5
동남아	10.8	11.1	11.7	10.8	11.4	11.8	12.3	11.4	7.2	11.1	11.7
서구권	4.6	4.5	4.7	4.7	4.7	4.7	4.9	4.8	3.9	4.6	4.8
기타	9.2	9.0	10.2	9.6	9.7	9.5	10.7	10.1	9.3	9.5	10.0

자료: 아이패밀리에스씨, 메리츠증권 리서치센터

아이패밀리에스씨 (114840)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	85.3	148.7	233.4	286.8	330.6
매출액증가율(%)	19.2	74.2	57.0	22.8	15.3
매출원가	52.3	94.3	148.7	184.1	213.3
매출총이익	33.0	54.3	84.7	102.7	117.4
판매관리비	23.5	30.4	39.9	47.4	53.2
영업이익	9.5	24.0	44.8	55.3	64.2
영업이익률(%)	11.1	16.1	19.2	19.3	19.4
금융손익	0.4	1.0	1.1	1.3	1.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	10.0	24.7	45.7	56.3	65.3
법인세비용	2.3	4.7	10.5	12.9	15.0
당기순이익	7.6	20.0	35.2	43.3	50.3
지배주주지분 순이익	7.6	20.0	35.2	43.3	50.3
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	48.2	65.8	104.0	150.1	202.5
현금및현금성자산	11.8	16.1	29.1	58.2	96.5
매출채권	4.8	8.8	13.2	16.2	18.7
재고자산	14.7	25.2	37.9	46.6	53.7
비유동자산	24.2	24.1	23.6	23.0	22.6
유형자산	21.8	21.6	21.1	20.5	20.0
무형자산	0.5	0.9	0.8	0.8	0.7
투자자산	0.4	0.6	0.8	1.0	1.1
자산총계	72.3	89.8	127.6	173.2	225.1
유동부채	12.1	10.7	16.0	19.6	22.6
매입채무	4.2	1.4	2.1	2.6	3.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	10.0	10.2	10.2	10.2	10.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
부채총계	22.1	20.8	26.2	29.8	32.8
자본금	4.3	4.3	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	20.2	20.9	16.6	16.6	16.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	22.6	41.1	73.6	115.5	164.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	50.2	69.0	101.4	143.4	192.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	7.4	4.7	22.6	35.7	44.1
당기순이익(손실)	7.6	20.0	35.2	43.3	50.3
유형자산상각비	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-2.6	-18.5	-14.4	-8.3	-6.8
투자활동 현금흐름	-26.2	-0.0	-8.1	-5.3	-4.4
유형자산의증가(CAPEX)	-21.5	-0.5	-0.2	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	9.7	-0.4	-1.4	-1.4	-1.4
차입금의 증감	9.1	0.3	-0.0	0.0	0.0
자본의 증가	1.9	0.7	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-9.2	4.2	13.1	29.0	38.4
기초현금	21.0	11.8	16.1	29.1	58.2
기말현금	11.8	16.1	29.1	58.2	96.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	5,062	8,673	13,571	16,670	19,220
EPS(지배주주)	453	1,166	2,043	2,519	2,924
CFPS	671	1,468	2,619	3,143	3,564
EBITDAPS	601	1,430	2,650	3,254	3,766
BPS	2,953	4,011	5,895	8,334	11,180
DPS	32	79	79	79	79
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	13.7	11.3	20.0	16.2	14.0
PCR	9.3	9.0	15.6	13.0	11.4
PSR	1.2	1.5	3.0	2.4	2.1
PBR	2.1	3.3	6.9	4.9	3.6
EBITDA(십억원)	10.1	24.5	45.6	56.0	64.8
EV/EBITDA	8.7	8.4	14.5	11.2	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.7	33.6	41.3	35.4	30.0
EBITDA 이익률	11.9	16.5	19.5	19.5	19.6
부채비율	44.1	30.2	25.8	20.8	17.0
금융비용부담률	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	33.4	51.4	88.1	108.7	126.2
매출채권회전율(x)	16.8	21.8	21.2	19.5	18.9
재고자산회전율(x)	6.3	7.5	7.4	6.8	6.6

씨앤씨인터내셔널(352480) 공급 확충

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

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 130,000원

현재주가 (5.30) 90,500원

상승여력 43.6%

KOSDAQ 831.99pt

시가총액 9,063억원

발행주식수 1,001만주

유동주식비율 33.75%

외국인비중 2.98%

52주 최고/최저가 91,100원/40,300원

평균거래대금 81.3억원

주요주주(%)

배은철 외 2인 66.03

국민연금공단 9.54

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 6.8 48.4 95.7

상대주가 11.6 48.3 100.3

주가그래프



따라 올테면 따라와봐

- **[실적]** 고가 제품 증가, 품목 다변화, CAPA 증설 기반 구조적 외연 확대
 - 한국: 주력 거래선 해외 판로 확대, 신생 브랜드 출범 증가 낙수효과
 - 서구: 대형 브랜드 유치, 품목 확대 (블러셔 등), 주력 브랜드 해외 진출 기대
 - 아시아: 중국 신규 공장 추가 따른 거래선 확장, 일본/태국 주력 고객사 판매 견조
- **[모멘텀]** 글로벌 대형 브랜드향 생산 본격화, 증설 통한 CAPA 확충 (2Q 임차 4공장, 4Q 증축동 가동 시작)

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E:** 매출액 803억원 (+41%), 영업이익 117억원 (+13%, OPM 15%)
- **2024E:** 매출액 3,219억원 (+46%), 영업이익 479억원 (+49%, OPM 15%)

투자 의견 Buy 및 적정주가 130,000원 제시

- 제품력 기반 협상력 강화, 생산력 증대 통한 외형 확대
- 12개월 선행 PER 17배 (2025E 15배), 2027E 청주 신공장 추가 시 매출 1조 시대 개막 & 록펠러 파트너십

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	130.6	17.5	16.5	1,644	흑전	13,400	18.5	2.3	11.9	13.1	33.4
2023	220.3	32.1	31.4	3,137	90.8	17,235	19.9	3.6	15.1	20.5	48.3
2024E	321.9	47.9	48.6	4,855	54.8	22,108	18.6	4.1	14.6	24.7	41.4
2025E	411.9	65.1	62.2	6,216	28.0	28,324	14.6	3.2	10.6	24.6	36.4
2026E	504.4	79.4	76.4	7,629	22.7	35,953	11.9	2.5	8.4	23.7	32.1

씨앤씨인터내셔널 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	72.2	80.3	82.6	86.8	92.0	102.6	104.8	112.4	220.3	321.9	411.9
국내	45.6	47.4	46.0	46.6	59.3	61.7	59.9	60.7	109.8	185.5	241.5
북미	14.7	20.8	24.0	25.1	19.2	26.5	29.9	34.1	66.9	84.7	109.7
중국	3.4	3.9	3.2	4.4	3.7	4.2	3.4	4.8	17.2	14.9	16.2
유럽	4.8	5.1	5.4	7.1	5.9	6.5	7.0	8.8	14.7	22.4	28.2
아시아	3.5	3.1	4.1	3.6	3.9	3.6	4.7	4.0	11.7	14.3	16.2
립	53.1	57.3	59.7	58.3	69.8	74.7	76.8	77.5	145.7	228.4	298.8
아이	9.8	10.2	9.6	11.2	10.4	11.1	10.4	12.2	38.4	40.8	44.1
기타	9.2	12.8	13.3	17.2	11.8	16.8	17.6	22.8	36.2	52.6	69.0
영업이익	10.0	11.7	13.3	13.0	12.5	16.5	17.0	19.1	32.1	47.9	65.1
영업이익률	13.8	14.6	16.0	15.0	13.6	16.1	16.2	17.0	14.6	14.9	15.8
별도	9.4	11.0	12.8	11.9	12.0	15.8	16.4	17.9	27.7	45.2	62.0
중국	0.5	0.7	0.5	1.1	0.6	0.8	0.6	1.2	4.4	2.8	3.1
순이익	11.3	11.5	13.4	12.5	11.8	16.1	17.1	17.3	31.4	48.6	62.2
순이익률	15.7	14.3	16.2	14.4	12.8	15.7	16.3	15.4	14.3	15.1	15.1
(% YoY)											
매출액	56.2	40.6	53.4	37.5	27.5	27.8	26.8	29.5	68.7	46.1	27.9
국내	104.5	73.8	67.7	41.8	30.1	30.2	30.3	30.2	64.7	68.9	30.2
북미	8.1	11.9	42.0	41.5	30.4	27.7	24.4	35.7	120.2	26.6	29.6
중국	-29.2	-29.3	35.2	-1.9	8.1	8.2	8.0	8.3	27.2	-13.3	8.2
유럽	81.5	64.6	56.0	30.2	23.2	27.6	28.1	24.5	54.0	52.9	25.8
아시아	25.8	18.8	8.4	39.6	12.5	15.9	14.2	12.5	11.9	21.7	13.7
립	71.6	50.3	69.9	40.6	31.5	30.3	28.7	32.8	78.8	56.8	30.8
아이	0.9	1.8	8.3	14.7	6.3	9.0	8.1	8.2	5.2	6.3	7.9
기타	66.7	42.6	35.1	46.2	28.3	31.3	31.8	32.1	186.4	45.4	31.2
영업이익	67.1	13.3	96.3	43.8	25.8	41.4	28.1	46.7	83.9	49.4	35.9
영업이익률	0.9	-3.5	3.5	0.7	-0.2	1.6	0.2	2.0	1.2	0.3	0.9
별도	129.3	30.6	71.3	41.1	27.4	43.0	28.6	50.3	103.8	63.2	37.4
중국	-73.7	-63.3	흑전	-1.9	15.7	14.5	15.1	8.3	14.0	-37.6	12.3
순이익	71.9	30.0	84.1	42.6	3.7	40.4	28.2	38.5	90.9	54.8	28.0
매출 비중											
국내	63.1	59.0	55.6	53.7	64.4	60.1	57.1	54.0	49.8	57.6	58.6
북미	20.4	25.9	29.1	28.9	20.9	25.9	28.5	30.3	30.4	26.3	26.6
중국	4.8	4.9	3.8	5.1	4.0	4.1	3.3	4.3	7.8	4.6	3.9
유럽	6.7	6.4	6.6	8.1	6.4	6.4	6.6	7.8	6.7	7.0	6.8
아시아	4.8	3.9	4.9	4.1	4.2	3.6	4.4	3.6	5.3	4.4	3.9
립	73.6	71.4	72.2	67.2	75.9	72.8	73.3	68.9	66.1	71.0	72.5
아이	13.6	12.6	11.6	12.9	11.3	10.8	9.9	10.8	17.4	12.7	10.7
기타	12.8	16.0	16.2	19.9	12.8	16.4	16.8	20.3	16.4	16.3	16.8

자료: 씨앤씨인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

씨앤씨인터내셔널 (352480)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	130.6	220.3	321.9	411.9	504.4
매출액증가율(%)	43.1	68.7	46.1	27.9	22.5
매출원가	102.7	171.7	254.1	322.3	395.5
매출총이익	27.9	48.6	67.8	89.6	108.9
판매관리비	10.5	16.5	19.9	24.4	29.5
영업이익	17.5	32.1	47.9	65.1	79.4
영업이익률(%)	13.4	14.6	14.9	15.8	15.7
금융손익	1.3	2.3	9.0	7.9	10.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	19.3	34.6	57.2	73.2	89.9
법인세비용	2.9	3.2	8.6	11.0	13.5
당기순이익	16.5	31.4	48.6	62.2	76.4
지배주주지분 순이익	16.5	31.4	48.6	62.2	76.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	101.9	156.7	198.4	268.1	308.5
현금및현금성자산	55.0	68.4	90.6	128.6	135.6
매출채권	20.9	36.3	45.2	58.6	72.6
재고자산	18.5	26.5	35.2	45.5	56.5
비유동자산	77.1	99.3	114.8	118.8	166.9
유형자산	75.3	91.8	104.9	106.5	152.1
무형자산	0.4	0.9	0.8	0.8	0.7
투자자산	0.3	6.2	8.5	11.1	13.7
자산총계	179.0	256.0	313.1	386.9	475.5
유동부채	42.7	54.3	63.9	75.2	87.2
매입채무	8.2	12.6	22.6	29.2	36.3
단기차입금	1.8	4.6	4.6	4.6	4.6
유동성장기부채	22.7	20.8	20.8	20.8	20.8
비유동부채	2.1	29.1	27.9	28.0	28.2
사채	0.0	22.8	23.3	23.3	23.3
장기차입금	1.5	0.2	0.0	0.0	0.0
부채총계	44.8	83.4	91.7	103.3	115.4
자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
자본잉여금	86.5	93.5	93.5	93.5	93.5
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	47.3	78.7	127.3	189.6	266.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	134.2	172.6	221.4	283.6	360.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	8.8	22.9	50.2	59.4	76.9
당기순이익(손실)	16.5	31.4	48.6	62.2	76.4
유형자산상각비	5.3	7.0	9.9	10.4	14.4
무형자산상각비	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-15.1	-17.0	-8.2	-13.3	-14.0
투자활동 현금흐름	34.4	-37.8	-26.4	-21.4	-70.0
유형자산의증가(CAPEX)	-4.4	-19.2	-22.9	-12.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-5.9	-2.3	-2.5	-2.7
재무활동 현금흐름	-5.0	28.1	-2.2	0.0	0.0
차입금의 증감	-4.0	28.7	-3.1	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	7.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	38.9	13.4	22.3	38.0	7.0
기초현금	16.1	55.0	68.4	90.6	128.6
기말현금	55.0	68.4	90.6	128.6	135.6
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	13,042	22,002	32,148	41,128	50,367
EPS(지배주주)	1,644	3,137	4,855	6,216	7,629
CFPS	2,332	4,129	6,406	8,360	10,366
EBITDAPS	2,284	3,911	5,787	7,553	9,377
BPS	13,400	17,235	22,108	28,324	35,953
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	18.5	19.9	18.6	14.6	11.9
PCR	13.0	15.1	14.1	10.8	8.7
PSR	2.3	2.8	2.8	2.2	1.8
PBR	2.3	3.6	4.1	3.2	2.5
EBITDA(십억원)	22.9	39.2	58.0	75.6	93.9
EV/EBITDA	11.9	15.1	14.6	10.6	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.1	20.5	24.7	24.6	23.7
EBITDA 이익률	17.5	17.8	18.0	18.4	18.6
부채비율	33.4	48.3	41.4	36.4	32.1
금융비용부담률	0.6	0.6	0.8	0.6	0.5
이자보상배율(x)	23.3	25.1	18.3	25.3	30.8
매출채권회전율(x)	8.1	7.7	7.9	7.9	7.7
재고자산회전율(x)	8.9	9.8	10.4	10.2	9.9

클리오(237880) 토탈 케어

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **57,000원**

현재주가 (5.30) **41,050원**

상승여력 **38.9%**

KOSDAQ 831.99pt

시가총액 7,418억원

발행주식수 1,807만주

유동주식비율 35.19%

외국인비중 8.35%

52주 최고/최저가 41,050원/17,160원

평균거래대금 52.0억원

주요주주(%)

한현옥 외 3 인 61.42

국민연금공단 6.01

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 17.3 42.8 100.7

상대주가 22.5 42.7 105.4

주가그래프



기초도 있어요, 건기식도 있고요

- **[실적]** 브랜드 포트폴리오 다각화, 기초 품목 강화 및 신규 지역 진출 지속
 - 색조 전통 강자 클리오/페리페라에 기초 신흥 강자 구달/더마토리 성장 추가
 - 기초 구달/더마토리 강화 기반 마진 개선, 채널 효율화 통한 비용 절감
 - 국내 다이소, 미국 타겟, 일본 세븐, 러시아 골드애플향 저변 확장
- **[모멘텀]** 동남아, 러시아, 유럽향 지역 다변화, 일본 법인 출범 통한 직접 사업 전개

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E:** 매출액 967억원 (+19%), 영업이익 92억원 (+42%, OPM 10%)
- **2024E:** 매출액 4,032억원 (+22%), 영업이익 441억원 (+31%, OPM 11%)

투자의견 Buy 및 적정주가 57,000원 제시

- 신규 지역 발굴 및 기초 기여 상승 기반 브랜드력 향상
- 12개월 선행 PER 19배 (2025E 17배), 중소형사 중 건전성 최우수 (순현금 528억원)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	272.5	17.9	10.1	565	5.8	10,535	28.7	1.5	9.5	5.7	28.1
2023	330.6	33.8	27.7	1,533	167.4	11,830	20.1	2.6	11.8	13.7	30.8
2024E	403.2	44.2	36.6	2,026	32.9	13,100	20.3	3.1	12.0	16.3	33.6
2025E	464.3	53.8	43.7	2,419	20.5	15,004	17.0	2.7	9.3	17.2	33.2
2026E	513.5	61.2	49.4	2,734	13.0	17,118	15.0	2.4	7.5	17.0	31.7

클리오 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	93.0	96.7	104.8	108.7	108.4	111.5	121.2	123.1	330.6	403.2	464.3
국내	56.2	57.9	63.6	63.7	63.1	64.9	71.4	68.8	212.1	241.3	268.2
H&B	28.4	29.6	36.7	31.9	31.9	33.2	41.1	33.1	108.2	126.6	139.3
온라인	20.8	21.5	21.3	23.8	23.8	24.5	24.4	27.2	67.7	87.4	100.0
면세	5.1	5.0	3.8	6.0	5.3	5.2	3.9	6.2	28.1	19.9	20.5
할인점	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.9	0.9	5.1	3.2	3.2
건기식	1.1	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4	1.1	1.4	3.0	4.3	5.1
해외	36.9	38.8	41.3	45.0	45.3	46.6	49.8	54.3	118.3	162.0	196.1
일본	9.6	10.9	12.3	13.0	12.6	13.5	15.5	16.5	35.0	45.8	58.0
중국	6.9	6.4	5.5	6.7	7.7	7.2	6.2	7.6	18.5	25.6	28.7
미국	8.3	8.7	9.9	11.4	9.5	10.0	11.4	13.1	30.6	38.3	44.0
동남아	8.3	9.6	9.2	10.3	11.7	12.2	11.7	13.0	22.7	37.4	48.7
기타	3.8	3.2	4.3	3.6	3.7	3.7	5.1	4.2	11.5	15.0	16.6
영업이익	8.5	9.2	12.9	13.5	11.0	11.8	15.3	15.7	33.8	44.2	53.8
영업이익률	9.2	9.5	12.3	12.4	10.2	10.5	12.6	12.8	10.2	10.9	11.6
순이익	10.2	7.6	11.1	10.5	9.8	9.6	12.8	11.5	27.7	39.8	43.7
순이익률	10.9	7.9	10.6	9.7	9.0	8.6	10.6	9.3	8.4	9.9	9.4
(% YoY)											
매출액	23.9	19.4	23.6	21.2	16.6	15.3	15.6	13.3	21.3	22.0	15.1
국내	12.6	8.9	19.9	13.7	12.4	12.1	12.3	8.0	23.1	13.8	11.1
H&B	15.0	16.0	18.0	18.6	12.3	12.0	12.0	3.8	35.7	17.0	10.0
온라인	38.1	23.3	38.6	19.9	14.6	14.3	14.6	14.5	39.3	29.1	14.5
면세	-37.0	-39.7	-19.2	-14.1	3.0	3.0	3.0	3.0	-18.0	-29.2	3.0
할인점	-41.9	-40.0	-30.0	-40.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-31.0	-38.1	3.0
건기식	61.3	40.0	40.0	30.0	20.0	20.0	20.0	20.0	28.5	41.9	20.0
해외	47.1	40.0	29.5	34.1	22.7	20.0	20.7	20.8	18.1	37.0	21.0
일본	15.7	27.8	33.4	45.8	30.8	24.6	25.8	26.3	-8.2	31.0	26.7
중국	50.1	16.9	34.6	56.1	12.2	12.2	12.6	12.8	-21.6	38.2	12.5
미국	48.2	45.0	11.4	12.7	15.0	15.0	15.0	15.0	83.3	25.2	15.0
동남아	119.3	82.0	51.3	36.0	41.5	27.1	26.8	26.9	67.7	64.7	30.2
기타	35.7	31.5	21.9	34.5	-2.7	13.0	16.3	16.1	40.2	30.2	10.7
영업이익	62.5	41.7	23.6	16.3	29.4	27.4	18.4	16.6	89.1	30.6	21.9
영업이익률	2.2	1.5	0.0	-0.5	1.0	1.0	0.3	0.4	3.7	0.7	0.6
순이익	78.4	41.4	12.1	56.7	-3.6	26.2	15.6	33.6	173.4	43.8	20.7
매출 비중(%)											
국내	60.4	59.8	60.6	58.6	58.2	58.2	58.9	55.9	64.2	59.8	57.8
해외	39.7	40.2	39.4	41.4	41.8	41.8	41.1	44.1	35.8	40.2	42.2

자료: 클리오, 메리츠증권 리서치센터

클리오 (237880)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	272.5	330.6	403.2	464.3	513.5
매출액증가율(%)	17.1	21.3	22.0	15.1	10.6
매출원가	137.6	164.5	199.0	228.6	252.2
매출총이익	134.8	166.1	204.2	235.7	261.3
판매관리비	117.0	132.3	160.1	181.9	200.1
영업이익	17.9	33.8	44.2	53.8	61.2
영업이익률(%)	6.6	10.2	10.9	11.6	11.9
금융손익	-1.6	2.0	3.5	3.6	3.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	15.7	36.1	47.9	57.7	65.3
법인세비용	5.6	8.8	11.6	14.0	15.8
당기순이익	10.1	27.3	36.3	43.7	49.4
지배주주지분 순이익	10.1	27.7	36.6	43.7	49.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	129.7	170.7	235.1	281.6	329.9
현금및현금성자산	44.1	41.7	64.0	87.7	118.5
매출채권	15.0	15.7	19.0	21.5	23.4
재고자산	18.6	22.8	27.6	31.2	34.0
비유동자산	114.2	108.8	80.6	79.1	77.0
유형자산	60.3	59.9	58.6	57.3	55.3
무형자산	1.6	1.5	1.2	1.0	0.8
투자자산	33.9	27.0	0.4	0.5	0.5
자산총계	243.9	279.6	315.8	360.7	406.9
유동부채	44.1	54.1	65.6	74.3	81.0
매입채무	28.0	30.1	36.5	41.3	45.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	9.5	11.8	13.9	15.7	17.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	53.5	65.9	79.4	89.9	98.0
자본금	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	91.5	91.5	91.6	91.6	91.6
기타포괄이익누계액	-0.2	0.1	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	101.0	124.2	146.8	181.2	219.4
비지배주주지분	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4
자본총계	190.4	213.7	236.3	270.8	309.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	28.2	35.7	53.9	49.6	54.3
당기순이익(손실)	10.1	27.3	36.3	43.7	49.4
유형자산상각비	2.8	2.2	2.2	2.1	1.9
무형자산상각비	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
운전자본의 증감	5.4	-2.5	13.5	3.6	2.8
투자활동 현금흐름	-1.6	-33.2	-6.2	-16.8	-12.4
유형자산의증가(CAPEX)	-29.3	-0.6	-0.6	-0.7	0.0
투자자산의감소(증가)	14.7	6.9	26.5	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-6.4	-4.3	-25.2	-9.1	-11.1
차입금의 증감	-16.5	1.3	-0.0	0.2	0.2
자본의 증가	14.9	0.0	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.9	-2.5	22.3	23.7	30.9
기초현금	26.2	44.1	41.7	64.0	87.7
기말현금	44.1	41.7	64.0	87.7	118.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	15,206	18,293	22,314	25,693	28,415
EPS(지배주주)	565	1,533	2,026	2,419	2,734
CFPS	1,389	2,256	2,745	3,322	3,726
EBITDAPS	1,173	2,013	2,580	3,104	3,500
BPS	10,535	11,830	13,100	15,004	17,118
DPS	200	400	531	640	723
배당수익률(%)	1.2	1.3	1.3	1.6	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	28.7	20.1	20.3	17.0	15.0
PCR	11.7	13.7	15.0	12.4	11.0
PSR	1.1	1.7	1.8	1.6	1.4
PBR	1.5	2.6	3.1	2.7	2.4
EBITDA(십억원)	21.0	36.4	46.6	56.1	63.3
EV/EBITDA	9.5	11.8	12.0	9.3	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.7	13.7	16.3	17.2	17.0
EBITDA 이익률	7.7	11.0	11.6	12.1	12.3
부채비율	28.1	30.8	33.6	33.2	31.7
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	124.5	471.1			
매출채권회전율(x)	18.4	21.6	23.3	23.0	22.9
재고자산회전율(x)	13.8	16.0	16.0	15.8	15.7

아모레퍼시픽(090430) 코스알렉스 날개

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

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 230,000원

현재주가 (5.30) 188,000원

상승여력 22.3%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 109,966억원

발행주식수 5,849만주

유동주식비율 49.71%

외국인비중 29.48%

52주 최고/최저가 188,600원/94,700원

평균거래대금 406.2억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 9인 50.15

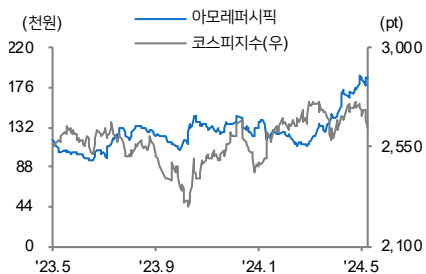
국민연금공단 7.40

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 10.9 45.4 71.2

상대주가 13.3 39.9 68.0

주가그래프



인디 집합체

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

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E: 매출액 1조 223억원 (+8%), 영업이익 938억원 (+1,492%, OPM 9%)**
- **2024E: 매출액 4조 2,331억원 (+15%), 영업이익 4,506억원 (+317%, OPM 11%)**

투자의견 Buy 및 적정주가 230,000원 제시

- 글로벌항 저변 확장 본격화, 코스알렉스 상향 조정 여지 충분
- 12개월 선행 PER 24배 (2025E 20배) 밴드 하단 수준 도달

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	4,134.9	214.2	134.5	2,175	-28.4	69,494	63.2	2.0	15.8	2.8	21.4
2023	3,674.0	108.2	180.1	2,914	34.6	70,933	49.8	2.0	22.2	3.7	20.8
2024E	4,233.1	450.6	416.6	6,737	133.6	75,102	27.9	2.5	16.0	8.3	23.3
2025E	4,857.0	697.0	582.0	9,395	43.9	81,404	20.0	2.3	11.5	10.8	22.7
2026E	5,213.2	797.6	661.1	10,672	13.6	87,918	17.6	2.1	10.1	11.3	21.8

아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	911.5	1,022.3	1,112.7	1,186.6	1,167.4	1,185.0	1,210.4	1,294.1	3,674.0	4,233.1	4,857.0
국내	563.7	524.9	546.4	566.7	579.4	546.0	560.4	582.3	2,210.8	2,201.7	2,268.1
화장품	468.5	431.8	451.7	473.9	484.2	453.0	465.6	489.5	1,824.4	1,825.9	1,892.3
생활용품	95.2	93.0	94.8	92.8	95.2	93.0	94.8	92.8	386.4	375.8	375.8
해외	336.8	370.3	347.4	401.0	368.6	401.8	376.5	433.1	1,391.8	1,455.5	1,580.0
중국	113.2	133.1	118.7	146.5	121.6	139.4	125.1	153.6	542.6	511.5	539.7
기타 아시아	118.5	131.9	128.3	145.9	126.8	141.1	136.0	154.7	510.5	524.6	558.6
북미	87.8	88.2	84.7	90.6	99.5	100.7	97.4	104.1	286.8	351.3	401.7
유럽	17.3	17.2	15.7	18.0	20.8	20.6	18.0	20.7	51.8	68.2	80.1
코스알엑스	-	109.7	198.8	209.7	207.9	218.8	252.5	269.0	-	518.2	948.1
영업이익	72.7	93.8	137.6	146.6	182.0	165.6	177.5	171.9	108.2	450.6	697.0
영업이익률	8.0	9.2	12.4	12.4	15.6	14.0	14.7	13.3	2.9	10.6	14.3
국내	49.1	48.8	52.5	59.7	56.2	54.1	56.6	64.1	146.3	210.2	231.1
화장품	47.4	46.4	50.4	56.7	52.6	51.2	54.3	60.9	136.0	200.8	219.0
생활용품	1.7	2.4	2.1	3.0	3.6	2.9	2.3	3.2	10.3	9.3	12.1
해외	31.6	8.4	19.9	29.3	46.8	24.3	30.3	35.0	-43.1	89.1	136.5
중국	-8.2	-11.3	-4.4	2.8	2.1	2.1	2.9	5.3	-116.3	-21.1	12.3
기타 아시아	11.3	10.5	10.3	11.7	12.1	11.5	11.2	12.8	35.5	43.8	47.5
북미	24.1	6.7	12.2	12.3	27.3	7.7	14.1	14.2	31.2	55.2	63.3
유럽	4.5	2.5	1.9	2.4	5.4	3.0	2.2	2.8	6.5	11.3	13.4
코스알엑스	-	41.7	67.7	60.7	78.9	85.2	90.8	73.7	-	170.2	328.6
순이익	78.6	82.2	121.3	134.6	151.7	127.5	147.8	155.1	180.1	416.6	582.0
순이익률	8.6	8.0	10.9	11.3	13.0	10.8	12.2	12.0	4.9	9.8	12.0
(% YoY)											
매출액	-0.2	8.1	25.2	28.1	28.1	15.9	8.8	9.1	-11.1	15.2	14.7
국내	2.1	-5.4	0.6	1.1	2.8	4.0	2.6	2.8	-14.4	-0.4	3.0
화장품	2.9	-5.9	1.4	2.0	3.4	4.9	3.1	3.3	-15.4	0.1	3.6
생활용품	-2.0	-3.0	-3.0	-3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-9.1	-2.7	0.0
해외	-2.3	-0.5	9.4	12.4	9.4	8.5	8.4	8.0	-5.9	4.6	8.6
중국	-21.1	-13.2	2.5	12.7	7.4	4.8	5.4	4.8	-28.6	-5.7	5.5
기타 아시아	-6.8	0.0	8.0	10.0	7.0	7.0	6.0	6.0	0.9	2.8	6.5
북미	39.8	19.4	19.8	14.1	13.3	14.1	15.0	15.0	58.2	22.5	14.3
유럽	51.2	30.0	26.3	21.8	20.0	20.0	15.0	15.0	62.0	31.5	17.5
코스알엑스	-	12.9	69.3	609.0	150.4	76.6	29.0	17.3	-49.5	316.6	54.7
영업이익률	0.9	8.5	10.4	10.1	7.6	4.8	2.3	0.9	-2.2	7.7	3.7
국내	27.9	32.7	175.0	14.8	14.4	10.9	7.8	7.4	-34.2	43.7	10.0
화장품	35.8	47.7	131.2	18.3	10.9	10.4	7.8	7.5	-36.7	47.7	9.1
생활용품	-51.4	-54.7	흑전	-25.6	112.0	19.0	8.9	6.1	33.8	-9.6	29.5
해외	0.0	흑전	흑전	흑전	48.2	191.2	52.1	19.8	적전	흑전	53.2
중국	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	86.1	적지	적지	흑전
기타 아시아	-21.1	305.8	10.8	25.6	7.0	9.7	8.7	8.6	52.7	23.4	8.5
북미	79.0	251.3	105.9	23.1	13.3	15.6	15.8	15.8	20.5	76.7	14.7
유럽	87.2	30.0	278.9	43.5	20.5	20.8	16.0	15.9	122.7	73.8	18.8
코스알엑스	-9.9	271.7	333.3	214.9	93.0	55.1	21.8	15.2	33.9	131.3	39.7

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,134.9	3,674.0	4,233.1	4,857.0	5,213.2
매출액증가율(%)	-15.0	-11.1	15.2	14.7	7.3
매출원가	1,337.5	1,155.1	1,151.4	1,199.2	1,256.8
매출총이익	2,797.4	2,518.9	3,081.7	3,657.8	3,956.4
판매관리비	2,583.2	2,410.7	2,631.1	2,960.8	3,158.8
영업이익	214.2	108.2	450.6	697.0	797.6
영업이익률(%)	5.2	2.9	10.6	14.3	15.3
금융손익	-11.6	142.4	32.5	39.5	41.5
중속/관계기업손익	8.9	41.7	21.3	2.1	2.3
기타영업외손익	13.0	-11.6	37.2	40.7	43.9
세전계속사업이익	224.5	280.6	541.5	779.3	885.2
법인세비용	95.2	106.8	135.4	194.8	221.3
당기순이익	129.3	173.9	406.2	584.5	663.9
지배주주지분 순이익	134.5	180.1	416.6	582.0	661.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,735.0	1,952.2	1,809.0	2,247.4	2,838.4
현금및현금성자산	449.6	506.4	313.8	605.8	1,110.1
매출채권	285.1	292.9	301.7	329.0	353.3
재고자산	408.9	394.3	453.5	547.8	588.2
비유동자산	4,066.8	3,934.3	4,542.0	4,606.8	4,520.9
유형자산	2,475.3	2,441.6	2,318.9	2,194.3	2,070.8
무형자산	357.8	340.7	948.2	1,095.3	1,095.3
투자자산	299.1	379.9	482.5	524.9	562.4
자산총계	5,801.8	5,886.5	6,351.0	6,854.2	7,359.3
유동부채	831.1	813.3	944.2	992.5	1,029.5
매입채무	80.7	86.4	90.8	99.0	106.3
단기차입금	223.4	244.1	234.9	218.9	198.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	191.4	200.6	257.2	274.6	290.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,022.5	1,013.8	1,201.4	1,267.0	1,319.5
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	791.6	793.9	793.9	793.9	793.9
기타포괄이익누계액	-19.5	-18.5	-10.6	-10.6	-10.6
이익잉여금	4,010.1	4,101.4	4,391.6	4,826.7	5,276.5
비지배주주지분	-19.3	-25.3	-36.3	-33.8	-31.0
자본총계	4,779.3	4,872.7	5,149.6	5,587.2	6,039.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	151.0	348.2	681.9	753.1	862.0
당기순이익(손실)	129.3	173.9	406.2	584.5	663.9
유형자산상각비	288.6	251.8	232.2	223.5	203.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-345.1	-35.7	21.7	-54.9	-5.4
투자활동 현금흐름	-68.5	-186.2	-790.3	-304.7	-132.2
유형자산의증가(CAPEX)	-99.3	-134.5	-99.0	-98.9	-80.0
투자자산의감소(증가)	112.4	-80.8	-102.6	-42.3	-37.6
재무활동 현금흐름	-154.6	-98.6	-87.8	-156.4	-225.6
차입금의 증감	-32.9	-6.8	21.0	-9.6	-14.3
자본의 증가	-4.2	2.3	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-88.1	56.8	-192.6	291.9	504.3
기초현금	537.7	449.6	506.4	313.8	605.8
기말현금	449.6	506.4	313.8	605.8	1,110.1
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	70,691	62,811	72,369	83,035	89,126
EPS(지배주주)	2,175	2,914	6,737	9,395	10,672
CFPS	10,707	7,545	13,256	17,144	18,613
EBITDAPS	8,597	6,155	11,673	15,737	17,115
BPS	69,494	70,933	75,102	81,404	87,918
DPS	680	910	2,128	3,062	3,478
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.1	1.6	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	63.2	49.8	27.9	20.0	17.6
PCR	12.8	19.2	14.2	11.0	10.1
PSR	1.9	2.3	2.6	2.3	2.1
PBR	2.0	2.0	2.5	2.3	2.1
EBITDA(십억원)	502.9	360.0	682.8	920.5	1,001.1
EV/EBITDA	15.8	22.2	16.0	11.5	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.8	3.7	8.3	10.8	11.3
EBITDA 이익률	12.2	9.8	16.1	19.0	19.2
부채비율	21.4	20.8	23.3	22.7	21.8
금융비용부담률	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	17.5	6.6			
매출채권회전율(x)	14.2	12.7	14.2	15.4	15.3
재고자산회전율(x)	9.2	9.1	10.0	9.7	9.2

아모레G(002790) 채널 전환

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

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 50,000원

현재주가 (5.30) 38,450원

상승여력 30.0%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 31,705억원

발행주식수 8,246만주

유동주식비율 30.68%

외국인비중 9.90%

52주 최고/최저가 38,450원/24,600원

평균거래대금 69.3억원

주요주주(%)

서경배 외 12 인 61.81

국민연금공단 7.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 14.3 38.8 29.5

상대주가 16.7 33.5 27.0

주가그래프



P 가는데 G 간다

- [실적] 국내 자체 사업 B2B 전환 (직영/대리점 → 올리브영) 및 온라인 확장 따른 내실 강화
- 2024E 영업이익: 이니스프리 +32%, 에뛰드 +20%, 에스쁘아 +5%
- [모멘텀] 방한 외국인 증가 따른 관광 상권 활성화, 아모레퍼시픽과의 괴리율 확대

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 1조 1,034억원 (+7%), 영업이익 991억원 (+745%, OPM 9%)
- 2024E: 매출액 4조 5,840억원 (+14%), 영업이익 4,782억원 (+215%, OPM 10%)

투자의견 Buy 및 적정주가 50,000원 제시

- 멀티브랜드숍 및 온라인향 판매 채널 집중 전략 우호적
- 12개월 선행 PER 18배 (2025E 16배), 아모레퍼시픽 대비 상대적 저평가 매력 부각

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	4,495.0	271.9	62.2	681	-49.7	34,964	51.2	1.0	8.4	1.9	17.1
2023	4,021.3	152.0	119.3	1,370	59.5	34,620	21.3	0.8	10.4	3.6	17.0
2024E	4,584.0	478.2	171.1	1,929	91.2	35,783	19.9	1.1	6.9	5.1	18.9
2025E	5,208.9	719.7	216.9	2,425	40.1	37,545	15.9	1.0	5.0	6.2	18.2
2026E	5,569.5	825.9	262.3	2,948	13.3	39,580	13.0	1.0	4.3	7.1	17.3

아모레G 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,006.8	1,103.4	1,192.1	1,281.8	1,260.2	1,265.1	1,291.6	1,392.0	4,021.3	4,584.0	5,208.9
아모레퍼시픽	911.5	1,022.3	1,112.7	1,186.6	1,167.4	1,185.0	1,210.4	1,294.1	3,674.0	4,233.1	4,857.0
이니스프리	60.5	62.1	66.5	75.3	63.5	65.2	69.8	79.1	273.8	264.4	277.6
에뛰드	29.9	30.7	28.7	27.5	30.8	31.6	29.5	28.3	111.0	116.7	120.2
에스쁘아	16.7	16.8	14.7	17.0	18.0	18.2	15.9	18.3	58.0	65.3	70.5
아모스프로페셔널	20.9	18.8	19.4	19.2	21.5	19.3	20.0	19.8	74.2	78.3	80.7
영업이익	83.0	99.1	143.1	153.0	191.8	168.9	182.3	176.7	152.0	478.2	719.7
영업이익률	8.2	9.0	12.0	11.9	15.2	13.4	14.1	12.7	3.8	10.4	13.8
아모레퍼시픽	72.7	93.8	137.6	146.6	182.0	165.6	177.5	171.9	108.2	450.6	697.0
이니스프리	2.0	2.4	3.7	5.5	4.0	4.4	4.6	6.0	10.3	13.6	19.0
에뛰드	5.1	4.7	4.9	3.2	5.4	5.0	5.2	3.4	14.8	17.8	18.9
에스쁘아	0.2	0.7	0.8	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8	2.2	2.3	3.3
아모스프로페셔널	2.9	2.9	4.4	2.4	3.1	3.1	4.6	2.6	12.6	12.6	13.2
순이익	41.9	33.3	46.4	49.5	51.9	44.0	53.3	67.6	123.1	171.1	216.9
순이익률	4.2	3.0	3.9	3.9	4.1	3.5	4.1	4.9	3.1	3.7	4.2
(% YoY)											
매출액	-0.2	7.0	23.7	25.9	25.2	14.7	8.3	8.6	-10.5	14.0	13.6
아모레퍼시픽	-0.2	8.1	25.2	28.1	28.1	15.9	8.8	9.1	-11.1	15.2	14.7
이니스프리	-9.3	-8.0	0.0	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-8.7	-3.4	5.0
에뛰드	5.7	5.0	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.7	5.2	3.0
에스쁘아	20.6	12.0	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	12.4	12.5	8.0
아모스프로페셔널	7.0	5.0	5.0	5.0	3.0	3.0	3.0	3.0	11.6	5.5	3.0
영업이익	1.7	744.6	397.1	412.4	130.9	70.5	27.4	15.5	-44.1	214.6	50.5
영업이익률	0.2	7.8	9.0	9.0	7.0	4.4	2.1	0.8	-2.3	6.7	3.4
아모레퍼시픽	12.9	1,492.3	697.3	609.0	150.4	76.6	29.0	17.3	-49.5	316.6	54.7
이니스프리	-64.9	흑전	0.0	223.8	100.3	87.6	23.9	7.9	-68.2	31.9	39.7
에뛰드	-4.1	121.7	8.2	9.8	6.0	6.4	6.0	7.5	195.6	20.2	6.4
에스쁘아	-71.8	124.2	-42.6	흑전	278.5	21.5	17.9	22.7	-14.7	4.5	42.9
아모스프로페셔널	-20.5	12.2	6.4	7.6	5.2	5.0	4.4	5.4	-3.8	0.0	4.9
순이익	-21.6	47.9	85.2	170.4	23.8	32.3	14.9	36.6	97.8	39.0	26.8

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레G (002790)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,495.0	4,021.3	4,584.0	5,208.9	5,569.5
매출액증가율(%)	-15.6	-10.5	14.0	13.6	6.9
매출원가	1,347.8	1,165.6	1,141.7	1,180.9	1,233.6
매출총이익	3,147.2	2,855.8	3,442.4	4,028.0	4,335.8
판매관리비	2,875.3	2,703.8	2,964.2	3,308.3	3,510.0
영업이익	271.9	152.0	478.2	719.7	825.9
영업이익률(%)	6.0	3.8	10.4	13.8	14.8
금융손익	-5.4	174.9	34.7	36.1	37.5
중속/관계기업손익	11.8	41.2	14.2	4.3	1.3
기타영업외손익	10.1	-14.5	73.3	80.8	88.2
세전계속사업이익	288.4	353.7	600.3	840.9	952.9
법인세비용	139.2	119.0	151.6	212.4	240.7
당기순이익	149.2	234.7	448.7	628.5	712.3
지배주주지분 순이익	62.2	119.3	171.1	216.9	262.3
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,566.4	2,750.3	3,263.7	4,037.4	4,850.7
현금및현금성자산	650.1	629.0	931.3	1,597.9	2,317.3
매출채권	301.0	315.0	330.8	359.2	384.2
재고자산	460.0	462.8	582.8	632.9	676.9
비유동자산	5,084.6	4,881.2	4,901.2	4,765.5	4,639.8
유형자산	2,820.7	2,767.6	2,624.9	2,440.4	2,271.8
무형자산	856.4	841.2	841.6	841.6	841.6
투자자산	631.6	605.4	733.5	782.4	825.3
자산총계	7,651.0	7,631.4	8,164.9	8,802.8	9,490.4
유동부채	851.9	856.2	964.5	999.4	1,022.0
매입채무	57.6	63.1	65.0	70.6	75.5
단기차입금	240.9	277.1	267.9	242.9	212.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	265.6	250.1	333.7	356.1	375.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,117.5	1,106.3	1,298.2	1,355.5	1,397.8
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	690.6	671.2	669.6	669.6	669.6
기타포괄이익누계액	31.1	-58.8	-65.8	-65.8	-65.8
이익잉여금	2,781.8	2,857.7	2,977.8	3,146.9	3,342.3
비지배주주지분	3,177.1	3,201.8	3,431.7	3,843.3	4,293.3
자본총계	6,533.5	6,525.1	6,866.7	7,447.4	8,092.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	183.5	389.5	685.6	848.9	906.9
당기순이익(손실)	149.2	234.7	448.7	628.5	712.3
유형자산상각비	322.7	259.2	243.3	229.5	202.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-386.3	-41.4	-10.4	-9.1	-8.0
투자활동 현금흐름	-130.1	-259.4	-329.6	-113.6	-94.3
유형자산의증가(CAPEX)	-120.1	-188.3	-72.9	-45.0	-34.0
투자자산의감소(증가)	-45.3	26.2	-128.1	-48.8	-42.9
재무활동 현금흐름	-257.2	-144.4	-57.6	-68.6	-93.3
차입금의 증감	-112.1	6.9	16.6	-20.8	-26.3
자본의 증가	-3.7	-19.5	-1.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-220.5	-21.1	302.3	666.7	719.3
기초현금	870.6	650.1	629.0	931.3	1,597.9
기말현금	650.1	629.0	931.3	1,597.9	2,317.3
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	54,512	48,768	55,592	63,170	67,543
EPS(지배주주)	681	1,370	1,929	2,425	2,948
CFPS	8,770	5,862	9,971	12,981	14,014
EBITDAPS	7,211	4,987	8,750	11,511	12,473
BPS	34,964	34,620	35,783	37,545	39,580
DPS	205	245	468	656	743
배당수익률(%)	0.6	0.8	1.2	1.7	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	51.2	21.3	19.9	15.9	13.0
PCR	4.0	5.0	3.9	3.0	2.7
PSR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	1.0	0.8	1.1	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	594.6	411.2	721.5	949.2	1,028.5
EV/EBITDA	8.4	10.4	6.9	5.0	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.9	3.6	5.1	6.2	7.1
EBITDA 이익률	13.2	10.2	15.7	18.2	18.5
부채비율	17.1	17.0	18.9	18.2	17.3
금융비용부담률	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	18.6	9.1			
매출채권회전율(x)	14.7	13.1	14.2	15.1	15.0
재고자산회전율(x)	9.0	8.7	8.8	8.6	8.5

코스맥스(192820) ODM 대장

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 230,000원

현재주가 (5.30) 165,600원

상승여력 38.9%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 18,795억원

발행주식수 1,135만주

유동주식비율 71.99%

외국인비중 29.89%

52주 최고/최저가 172,400원/79,500원

평균거래대금 180.9억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 12 인 26.14

국민연금공단 11.63

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 18.2 49.6 107.0

상대주가 20.7 43.9 103.1

주가그래프



글로벌 1위 화장품 ODM

- [실적] 2024E 영업이익 2천억원 돌파
 - 한국: 주력 거래선 수출 확대, 글로벌 브랜드 아시아 물량 확장
 - 미국: ODM 사업 구조 안착, 색조 신규 고객 추가, 공장 일원화 기반 고정비 레버리지 효과 창출
 - 동남아: 인도네시아 글로벌 대형사향 대량 물량 확보, 태국 현지 특화 제품 강화
 - 중국: 주요 브랜드와의 파트너십 강화, 신규 브랜드 유치 증가, JV 확충
- [모멘텀] 미국 OTC 전용 Lab 신설, 광저우 JV 연결, 평택 2공장 가동 개시

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 5,835억원 (+22%), 영업이익 578억원 (+26%, OPM 10%)
- 2024E: 매출액 2조 2,343억원 (+26%), 영업이익 2,040억원 (+76%, OPM 9%)

투자의견 Buy 및 적정주가 230,000원 제시

- 공격적 영업 기반 폭발적 외형 성장 실현
- 12개월 선행 PER 18배 (2025E 17배), 해외 사업 건전성 증대 관건

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	1,600.1	53.1	20.9	1,837	적전	51,203	40.3	1.4	10.1	3.6	214.3
2023	1,777.5	115.7	57.1	5,034	흑전	31,941	25.1	4.0	10.5	12.1	334.3
2024E	2,234.3	204.0	93.7	8,257	129.4	40,215	20.1	4.1	8.1	22.9	252.1
2025E	2,592.1	240.4	112.4	9,903	23.9	49,618	16.7	3.3	6.9	22.0	221.8
2026E	2,906.3	270.6	122.0	10,748	14.7	59,866	15.4	2.8	6.0	19.6	194.1

코스맥스 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	526.8	583.5	569.8	554.2	609.4	672.8	664.4	645.4	1,777.5	2,234.3	2,592.0
국내	315.4	351.3	357.5	309.3	367.4	409.0	417.2	361.2	1,057.5	1,333.5	1,554.9
중국	154.4	176.6	156.0	180.0	179.3	203.5	186.4	213.7	540.3	667.1	783.0
상해	107.6	126.4	100.9	127.4	118.3	139.1	110.9	140.2	399.7	462.3	508.5
광저우	46.8	50.2	55.2	52.6	61.0	64.4	75.5	73.5	140.6	204.8	274.5
미국	38.8	39.6	41.8	42.8	41.8	42.7	44.9	46.1	139.9	163.0	175.5
동남아	33.4	35.6	37.6	37.7	41.0	43.7	46.0	46.3	110.8	144.4	177.1
인도네시아	23.9	25.8	28.4	27.8	28.7	30.9	34.1	33.4	85.3	105.9	127.1
태국	9.5	9.8	9.2	9.9	12.3	12.8	11.9	12.9	25.5	38.4	50.0
영업이익	45.5	57.8	55.7	45.1	56.2	66.7	64.9	52.6	115.7	204.0	240.4
국내	30.1	38.5	41.0	29.5	37.1	44.6	47.5	34.2	86.8	139.1	163.5
해외(연결-개별)	15.4	19.3	14.6	15.6	19.1	22.1	17.4	18.3	28.9	64.9	76.9
영업이익률(우)	8.6	9.9	9.8	8.1	9.2	9.9	9.8	8.1	6.5	9.1	9.3
국내	9.5	11.0	11.5	9.5	10.1	10.9	11.4	9.5	8.2	10.4	10.5
해외	7.3	8.3	6.9	6.4	7.9	8.4	7.0	6.4	4.0	7.2	7.4
순이익	19.2	31.1	26.7	16.7	29.8	31.0	30.9	20.7	57.1	93.7	112.4
순이익률	3.7	5.3	4.7	3.0	4.9	4.6	4.7	3.2	3.2	4.2	4.3
국내	29.0	26.9	28.7	-12.4	26.0	31.2	33.3	-9.6	18.2	72.3	80.9
중국	11.8	12.9	11.4	11.0	15.3	16.4	15.0	14.2	33.8	47.1	60.9
상해	5.1	6.1	5.7	6.6	5.8	6.9	6.4	7.4	18.7	23.5	26.4
광저우	6.6	6.7	5.8	4.5	9.5	9.5	8.7	6.9	15.1	23.6	34.5
미국	-13.8	-9.5	-7.4	-8.5	-8.0	-6.0	-6.6	-6.0	-49.7	-39.3	-26.6
동남아	1.4	1.0	0.7	0.2	1.9	1.3	1.3	0.5	1.9	3.4	5.0
인도네시아	2.2	1.7	1.3	0.8	2.7	2.1	1.7	1.0	5.6	6.0	7.5
태국	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.8	-0.7	-0.4	-0.5	-3.6	-2.7	-2.5
YoY(우)											
매출액	30.6	21.7	24.3	26.9	15.7	15.3	16.6	16.5	11.1	25.7	16.0
국내	29.6	26.2	24.1	24.8	16.5	16.4	16.7	16.8	23.8	26.1	16.6
중국	27.3	16.3	27.5	24.3	16.2	15.2	19.5	18.7	-1.8	23.5	17.4
미국	43.2	3.9	13.4	13.2	7.8	7.8	7.5	7.7	-17.5	16.5	7.7
동남아	38.0	29.9	26.0	28.6	22.8	22.8	22.4	22.6	28.7	30.3	22.7
영업이익	229.1	25.5	67.1	100.1	23.7	15.3	16.6	16.6	118.1	76.3	17.8
개별	130.9	26.7	58.7	68.5	23.3	15.9	15.8	16.1	102.5	60.3	17.5
자회사(연결-개별)	1,874.6	23.4	96.2	210.5	24.6	14.2	18.7	17.7	182.1	124.4	18.5
영업이익률	5.2	0.3	2.5	3.0	0.6	0.0	0.0	0.0	3.2	2.6	0.1
순이익	187.0	2.0	75.4	251.5	54.8	-0.2	15.6	24.2	174.1	64.0	19.9
국내	27.6	213.6	326.3	적지	-10.5	15.9	15.8	적지	흑전	297.3	11.9
중국	63.8	-10.5	81.4	85.1	29.8	27.4	31.4	28.9	-32.0	39.3	29.3
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
동남아	-48.2	35.2	흑전	흑전	31.8	32.0	69.8	154.8	흑전	73.0	47.3

자료: 코스맥스, 메리츠증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,600.1	1,777.5	2,234.3	2,592.1	2,906.3
매출액증가율(%)	0.5	11.1	25.7	16.0	12.1
매출원가	1,394.9	1,483.9	1,813.2	2,102.4	2,357.3
매출총이익	205.3	293.7	421.1	489.7	549.0
판매관리비	152.2	178.0	217.1	249.3	278.4
영업이익	53.1	115.7	204.0	240.4	270.6
영업이익률(%)	3.3	6.5	9.1	9.3	9.3
금융손익	-17.9	-23.4	-37.7	-40.7	-44.3
중속/관계기업손익	0.0	-1.9	-0.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-29.1	-6.2	-13.5	-11.2	-10.2
세전계속사업이익	6.2	84.2	152.1	188.5	216.2
법인세비용	22.6	46.4	65.4	81.1	92.9
당기순이익	-16.5	37.8	86.7	107.4	123.2
지배주주지분 순이익	20.9	57.1	93.7	112.4	122.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	737.2	821.6	865.3	1,021.3	1,190.3
현금및현금성자산	169.1	256.9	264.1	325.1	409.2
매출채권	302.8	271.5	282.4	328.9	370.4
재고자산	202.3	218.4	233.7	272.2	306.5
비유동자산	659.3	735.5	824.3	850.3	865.8
유형자산	490.6	546.8	610.3	622.8	626.3
무형자산	49.6	54.3	55.4	53.9	52.6
투자자산	69.7	81.7	101.4	116.4	129.8
자산총계	1,396.5	1,557.1	1,689.6	1,871.6	2,056.1
유동부채	812.0	873.8	942.7	1,008.0	1,062.6
매입채무	175.8	240.8	245.6	286.1	322.2
단기차입금	434.0	402.7	413.6	397.6	379.6
유동성장기부채	69.8	34.7	35.2	35.2	35.2
비유동부채	140.2	324.7	267.0	282.0	294.3
사채	36.5	47.5	47.5	47.5	47.5
장기차입금	20.8	58.5	101.4	102.6	102.7
부채총계	952.2	1,198.5	1,209.7	1,290.0	1,356.9
자본금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	286.8	28.5	28.6	28.6	28.6
기타포괄이익누계액	21.4	15.6	27.1	27.1	27.1
이익잉여금	267.5	313.1	395.4	502.1	618.4
비지배주주지분	-136.9	-4.0	23.5	18.5	19.8
자본총계	444.3	358.6	479.9	581.7	699.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	102.5	231.0	179.1	179.8	196.5
당기순이익(손실)	-16.5	37.8	86.7	107.4	123.2
유형자산상각비	54.9	55.7	70.3	71.5	72.5
무형자산상각비	3.9	3.8	2.3	1.5	1.4
운전자본의 증감	28.2	78.8	-3.0	-0.5	-0.4
투자활동 현금흐름	-31.3	-104.5	-65.9	-101.7	-91.8
유형자산의증가(CAPEX)	-84.2	-86.3	-22.9	-84.0	-76.0
투자자산의감소(증가)	-16.4	-13.9	-19.7	-15.0	-13.4
재무활동 현금흐름	3.5	-39.2	-110.6	-17.1	-20.6
차입금의 증감	44.3	104.7	-59.6	-11.4	-14.9
자본의 증가	-5.7	-258.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	69.6	87.7	7.2	61.0	84.1
기초현금	99.8	169.4	257.1	264.3	325.3
기말현금	169.4	257.1	264.3	325.3	409.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	140,986	156,614	196,862	228,384	256,071
EPS(지배주주)	1,837	5,034	8,257	9,903	10,748
CFPS	11,791	17,550	23,663	26,121	28,455
EBITDAPS	9,860	15,430	24,372	27,612	30,353
BPS	51,203	31,941	40,215	49,618	59,866
DPS	0	500	500	500	500
배당수익률(%)	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	40.3	25.1	20.1	16.7	15.4
PCR	6.3	7.2	7.0	6.3	5.8
PSR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR	1.4	4.0	4.1	3.3	2.8
EBITDA(십억원)	111.9	175.1	276.6	313.4	344.5
EV/EBITDA	10.1	10.5	8.1	6.9	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.6	12.1	22.9	22.0	19.6
EBITDA 이익률	7.0	9.9	12.4	12.1	11.9
부채비율	214.3	334.3	252.1	221.8	194.1
금융비용부담률	1.3	1.8	1.8	1.6	1.4
이자보상배율(x)	2.5	3.6	5.0	5.9	6.8
매출채권회전율(x)	4.9	6.2	8.1	8.5	8.3
재고자산회전율(x)	7.5	8.5	9.9	10.2	10.0

한국콜마(161890) OTC 대장

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

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 75,000원

현재주가 (5.30) 59,000원

상승여력 27.1%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 13,927억원

발행주식수 2,361만주

유동주식비율 73.15%

외국인비중 30.16%

52주 최고/최저가 59,000원/37,600원

평균거래대금 112.1억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 24 인 26.85

NIHON KOLMAR 11.77

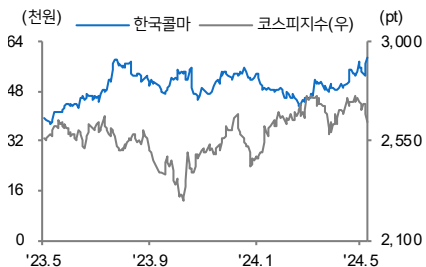
국민연금공단 10.74

주가상승률(%)

절대주가 1개월 17.5 6개월 24.3 12개월 55.3

상대주가 20.1 19.6 52.3

주가그래프



날이 더워집니다

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

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E:** 매출액 6,889억원 (+15%), 영업이익 660억원 (+19%, OPM 10%)
- **2024E:** 매출액 2조 4,931억원 (+16%), 영업이익 1,891억원 (+39%, OPM 8%)

투자의견 Buy 및 적정주가 75,000원 제시

- 화장품 ODM 충진 & 화장품 부자재 용기 & 화장품 브랜드 (투자)까지, 전방위적 사업 포트폴리오 보유
- 12개월 선행 PER 18배 (2025E 14배), 국내 CAPA 부족 해소 필요

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	1,865.7	73.3	-22.0	-961	적전	29,024	-	1.5	17.1	-3.3	99.6
2023	2,155.7	136.1	5.2	227	흑전	28,347	236.2	1.9	12.3	0.8	112.1
2024E	2,493.1	189.1	63.5	2,700	232.1	32,352	21.9	1.8	10.9	9.0	114.2
2025E	2,776.4	222.2	100.1	4,242	34.5	35,994	13.9	1.6	9.6	12.4	109.7
2026E	2,995.5	245.6	117.4	4,973	17.0	40,367	11.9	1.5	8.6	13.0	103.8

한국콜마 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	574.8	688.9	582.4	647.0	637.3	768.7	648.8	721.7	2,155.7	2,493.1	2,776.4
국내	247.8	316.0	220.2	269.7	285.0	363.4	253.2	310.0	856.8	1,053.6	1,211.5
중국	38.8	70.6	47.0	42.4	39.7	77.8	54.1	48.8	176.6	198.8	220.4
무석	34.6	67.7	47.0	42.4	39.7	77.8	54.1	48.8	158.2	191.7	220.4
북경	4.3	2.9	-	-	-	-	-	-	18.4	7.2	-
북미	15.9	18.7	20.2	22.7	17.4	20.1	21.8	24.5	83.3	77.5	83.8
미국	7.0	9.4	11.3	13.6	8.0	10.3	12.4	14.9	37.4	41.2	45.7
캐나다	9.0	9.3	9.0	9.1	9.4	9.8	9.4	9.6	45.9	36.3	38.1
연우	67.2	68.2	69.9	74.4	74.0	75.1	76.9	81.8	236.4	279.7	307.7
HKN	212.6	224.8	232.8	246.5	229.6	242.8	251.5	266.2	828.9	916.7	990.1
영업이익	32.4	66.0	43.0	47.6	39.1	75.6	50.9	56.6	136.1	189.1	222.2
영업이익률	5.6	9.6	7.4	7.4	6.1	9.8	7.8	7.8	6.3	7.6	8.0
국내	22.8	43.7	19.9	33.9	29.1	50.2	24.1	39.0	79.7	120.3	142.4
중국	-0.9	7.8	1.9	1.7	3.3	11.9	3.4	2.5	9.7	10.4	21.1
북미	-4.6	-4.1	-4.0	-3.8	-3.6	-3.6	-3.4	-3.1	-11.4	-16.5	-13.7
연우	0.0	3.6	4.1	4.6	3.7	4.2	4.6	5.2	0.3	12.3	17.7
HKN	17.3	21.4	28.9	29.7	19.3	23.3	31.4	32.4	65.9	97.2	106.4
순이익	6.3	34.1	16.5	6.5	18.6	40.3	22.2	19.0	5.2	63.5	100.1
순이익률	1.1	4.9	2.8	1.0	2.9	5.2	3.4	2.6	0.2	2.5	3.6
(% YoY)											
매출액	17.9	14.9	12.8	17.2	10.9	11.6	11.4	11.5	15.5	15.7	11.4
국내	22.8	24.2	18.3	25.7	15.0	15.0	15.0	15.0	18.2	23.0	15.0
중국	6.4	10.9	16.7	17.3	2.4	10.3	15.0	15.0	37.1	12.6	10.9
무석	4.8	20.0	30.0	30.0	15.0	15.0	15.0	15.0	41.2	21.2	15.0
북경	21.2	-60.0	-	-	-	-	-	-	9.5	-61.1	-
북미	-13.6	-17.4	-2.7	5.8	9.4	7.5	7.8	8.0	12.4	-6.9	8.1
미국	7.7	13.0	10.0	10.0	15.0	10.0	10.0	10.0	45.6	10.3	10.8
캐나다	-25.1	-35.0	-15.0	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-5.2	-20.9	5.0
연우	33.1	8.0	15.0	20.0	10.0	10.0	10.0	10.0	0.7	18.3	10.0
HKN	15.0	10.0	8.0	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0	-2.1	10.6	8.0
영업이익	168.9	18.6	38.7	27.4	20.7	14.5	18.2	18.8	85.8	38.9	17.5
국내	68.6	26.0	52.0	84.4	27.5	15.0	21.4	15.0	15.3	51.0	18.4
중국	적지	-11.1	290.1	182.7	흑전	53.6	78.3	48.9	흑전	7.1	흑전
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연우	적지	196.5	151.4	흑전	흑전	16.2	11.9	13.6	적전	흑전	43.8
HKN	206.0	39.3	28.8	31.9	12.0	9.1	8.9	8.9	25.5	47.4	9.5
순이익	8.7	-2.0	44.0	흑전	194.4	18.3	34.4	190.2	흑전	1,122.7	57.7

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,865.7	2,155.7	2,493.1	2,776.4	2,995.5
매출액증가율(%)	17.6	15.5	15.7	11.4	7.9
매출원가	1,396.9	1,577.6	1,787.1	1,983.1	2,132.0
매출총이익	468.8	578.1	706.0	793.3	863.6
판매관리비	395.6	442.0	516.9	571.2	618.0
영업이익	73.3	136.1	189.1	222.2	245.6
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.6	8.0	8.2
금융손익	-24.4	-34.9	-44.7	-49.6	-49.8
중속/관계기업손익	-1.2	3.3	3.2	3.3	3.3
기타영업외손익	-30.8	-70.2	-25.0	-10.4	-5.5
세전계속사업이익	17.0	34.3	122.6	165.5	193.7
법인세비용	21.1	9.2	36.8	49.7	58.1
당기순이익	-4.1	25.1	85.8	115.9	135.6
지배주주지분 순이익	-22.0	5.2	63.5	100.1	117.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	816.3	898.4	1,046.5	1,218.7	1,395.4
현금및현금성자산	220.1	170.8	226.9	306.2	412.7
매출채권	258.8	318.1	372.9	416.0	448.5
재고자산	239.4	280.9	297.8	332.1	358.1
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,097.9	2,072.5	2,050.5
유형자산	608.9	660.4	657.8	632.8	611.8
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,263.4	1,259.7	1,256.1
투자자산	39.9	53.5	57.2	60.5	63.1
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,144.4	3,291.2	3,445.9
유동부채	868.1	1,283.7	1,322.3	1,371.7	1,403.0
매입채무	160.2	190.5	198.1	221.0	238.2
단기차입금	311.7	400.0	417.9	409.9	397.9
유동성장기부채	207.6	438.4	407.6	407.6	407.6
비유동부채	595.7	307.1	354.2	350.0	351.9
사채	299.5	59.9	99.7	99.7	99.7
장기차입금	193.6	138.5	139.0	127.0	123.0
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,676.5	1,721.7	1,754.9
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	293.3	293.3	293.3
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	4.4	4.4	4.4
이익잉여금	383.7	367.6	453.8	539.8	643.0
비지배주주지분	805.4	770.0	704.2	719.9	738.1
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,467.9	1,569.6	1,691.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	185.4	165.4	185.6
당기순이익(손실)	-4.1	25.1	85.8	115.9	135.6
유형자산상각비	61.6	72.7	66.0	62.5	59.0
무형자산상각비	13.9	21.1	8.6	3.7	3.6
운전자본의 증감	-32.3	-76.2	15.0	-16.6	-12.6
투자활동 현금흐름	-145.3	-155.7	-91.3	-54.0	-50.6
유형자산의증가(CAPEX)	-37.8	-106.8	-67.5	-37.4	-38.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-13.6	-3.7	-3.4	-2.5
재무활동 현금흐름	82.0	-8.4	-39.6	-32.1	-28.6
차입금의 증감	158.1	35.5	26.9	-17.9	-14.4
자본의 증가	-2.2	-2.2	31.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	28.9	-49.2	56.0	79.3	106.5
기초현금	191.2	220.1	170.8	226.9	306.2
기말현금	220.1	170.8	226.9	306.2	412.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	81,540	94,212	106,020	117,619	126,901
EPS(지배주주)	-961	227	2,700	4,242	4,973
CFPS	7,905	10,688	10,439	11,437	12,330
EBITDAPS	6,499	10,046	11,212	12,214	13,055
BPS	29,024	28,347	32,352	35,994	40,367
DPS	500	600	600	600	600
배당수익률(%)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	-	236.2	21.9	13.9	11.9
PCR	5.4	5.0	5.7	5.2	4.8
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.5	1.9	1.8	1.6	1.5
EBITDA(십억원)	148.7	229.9	263.7	288.3	308.2
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.9	9.6	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-3.3	0.8	9.0	12.4	13.0
EBITDA 이익률	8.0	10.7	10.6	10.4	10.3
부채비율	99.6	112.1	114.2	109.7	103.8
금융비용부담률	1.8	2.1	1.9	1.7	1.6
이자보상배율(x)	2.2	3.0	3.9	4.6	5.2
매출채권회전율(x)	7.7	7.5	7.2	7.0	6.9
재고자산회전율(x)	8.3	8.3	8.6	8.8	8.7

LG생활건강(051900) 트렌드 편승

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **500,000원**

현재주가 (5.30) **422,500원**

상승여력 **18.3%**

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 65,987억원

발행주식수 1,562만주

유동주식비율 59.82%

외국인비중 27.90%

52주 최고/최저가 540,000원/303,500원

평균거래대금 395.5억원

주요주주(%)

LG 외 2 인 34.04

국민연금공단 10.23

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.6 26.7 -21.2

상대주가 2.8 21.9 -22.7

주가그래프



생건도 운영해오

- **[실적]** 영업 효율화 통한 시장 트렌드 편승화
 - 화장품 채널 전환 작업 본격화 (가맹사업 철수, 올리브영 강화, 중국 오프라인 축소)
 - 생활용품 미국 사업 온라인 전환 가속화
- **[모멘텀]** 중국 경제 활동 재개 및 국제 관광 증가
 - 대중국 후 브랜드력 압도적, 방한 중국인 확대 수혜 기대 유효

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E:** 매출액 1조 8,063억원 (Flat), 영업이익 1,600억원 (+1%, OPM 9%)
- **2024E:** 매출액 7조 677억원 (+4%), 영업이익 6,192억원 (+27%, OPM 9%)

투자의견 Buy 및 적정주가 500,000원 제시

- 저가 라인업 강화, 멀티숍 입점 확대 통한 포트폴리오 다변화
- 12개월 선행 PER 18배 (2025E 17배), 화장품 이익 비중 상승 여부 관건

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	7,185.8	711.1	236.6	14,604	-70.1	301,350	49.4	2.4	12.1	4.4	33.5
2023	6,804.8	487.0	142.8	8,664	-37.5	306,665	41.0	1.2	7.4	2.7	30.1
2024E	7,067.8	619.2	370.0	22,559	138.0	320,661	18.7	1.3	7.4	6.7	30.9
2025E	7,374.3	685.6	417.0	25,420	12.7	336,303	16.6	1.3	6.5	7.2	29.9
2026E	7,650.3	724.5	444.8	27,117	6.7	352,514	15.6	1.2	6.0	7.3	28.6

LG생활건강 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,728.7	1,806.3	1,778.8	1,754.0	1,811.7	1,886.4	1,844.9	1,831.4	6,804.8	7,067.7	7,374.3
화장품	740.9	764.0	686.7	832.0	808.8	828.0	735.7	894.2	2,815.7	3,023.7	3,266.7
생활용품	553.4	539.7	572.8	508.7	557.9	543.7	577.6	514.0	2,182.1	2,174.6	2,193.2
음료	434.4	502.6	519.2	413.3	445.0	514.7	531.5	423.2	1,807.0	1,869.5	1,914.4
화장품	740.9	764.0	686.7	832.0	808.8	828.0	735.7	894.2	2,815.7	3,023.7	3,266.7
국내	404.2	428.7	410.6	438.0	452.9	469.8	443.4	475.4	1,550.0	1,681.4	1,841.4
면세	172.6	189.2	199.0	198.4	198.5	208.1	215.0	214.3	732.1	759.2	835.8
비면세	231.5	239.5	211.5	239.6	254.3	261.7	228.4	261.1	817.9	922.2	1,005.6
해외	336.7	335.3	276.2	394.0	355.9	358.2	292.3	418.8	1,265.7	1,342.3	1,425.3
중국	166.7	167.6	109.8	213.8	177.8	182.4	117.5	229.2	601.4	657.9	706.9
후	146.7	145.2	93.8	184.7	161.4	159.7	101.3	199.5	483.5	570.5	621.9
습	6.7	3.7	3.1	5.2	3.3	3.2	2.6	4.7	40.9	18.7	13.8
북미	60.9	76.1	87.5	99.4	63.5	79.7	92.0	104.7	323.6	323.9	340.0
기타	109.2	91.6	78.8	80.8	114.6	96.2	82.7	84.9	340.7	360.4	378.4
영업이익	151.0	160.0	188.7	119.5	170.8	177.1	203.2	134.5	487.0	619.2	685.6
화장품	63.1	66.5	60.3	69.8	77.2	78.1	70.3	81.3	146.5	259.6	306.8
생활용품	35.4	32.1	52.7	19.4	38.5	35.1	55.4	22.2	125.2	139.6	151.2
음료	52.5	61.4	75.7	30.3	55.1	63.9	77.6	31.1	215.2	219.9	227.6
영업이익률	8.7	8.9	10.6	6.8	9.4	9.4	11.0	7.3	7.2	8.8	9.3
화장품	8.5	8.7	8.8	8.4	9.5	9.4	9.5	9.1	5.2	8.6	9.4
생활용품	6.4	6.0	9.2	3.8	6.9	6.5	9.6	4.3	5.7	6.4	6.9
음료	12.1	12.2	14.6	7.3	12.4	12.4	14.6	7.3	11.9	11.8	11.9
순이익	106.6	95.9	116.4	51.2	121.1	107.9	126.2	61.8	142.8	370.1	417.0
순이익률	6.2	5.3	6.5	2.9	6.7	5.7	6.8	3.4	2.1	5.2	5.7
(% YoY)											
매출액	2.7	-0.1	1.9	11.9	4.8	4.4	3.7	4.4	-5.3	3.9	4.3
화장품	5.6	-2.1	2.5	25.4	9.2	8.4	7.1	7.5	-12.3	7.4	8.0
생활용품	-1.7	-1.2	0.5	1.1	0.8	0.7	0.8	1.0	-1.3	-0.3	0.9
음료	3.6	4.4	2.6	3.1	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	3.5	2.4
국내	7.3	-6.8	-0.6	45.8	12.0	9.6	8.0	8.5	-13.9	8.5	9.5
면세	-6.7	-21.1	-10.0	130.0	15.0	10.0	8.0	8.0	-28.6	3.7	10.1
비면세	20.8	8.7	10.3	11.9	9.8	9.3	8.0	9.0	5.4	12.7	9.0
해외	3.7	4.6	7.4	8.5	5.7	6.8	5.8	6.3	-10.3	6.0	6.2
중국	6.2	9.5	10.9	11.1	6.7	8.8	7.0	7.2	-22.7	9.4	7.4
후	12.5	20.0	20.0	20.0	10.0	10.0	8.0	8.0	-17.4	18.0	9.0
습	-32.1	-66.0	-53.8	-61.2	-50.0	-15.0	-15.0	-10.0	-32.8	-54.3	-26.1
북미	-8.2	-5.2	5.3	6.0	4.3	4.6	5.2	5.4	39.0	0.1	4.9
기타	7.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-14.8	5.8	5.0
영업이익	3.5	1.3	46.8	118.4	13.1	10.7	7.7	12.6	-31.5	27.1	10.7
영업이익률	0.1	0.1	3.2	3.3	0.7	0.5	0.4	0.5	-2.7	1.6	0.5
화장품	3.1	-5.1	653.5	855.9	22.3	17.6	16.5	16.5	-52.6	77.2	18.2
생활용품	8.3	16.4	12.7	6.7	8.7	9.2	5.2	14.3	-34.0	11.5	8.3
음료	1.0	1.9	2.6	3.9	5.0	4.1	2.4	2.5	1.4	2.2	3.5
순이익	16.6	7.5	38.2	흑전	13.6	12.5	8.5	흑전	-39.7	159.2	12.7

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,185.8	6,804.8	7,067.8	7,374.3	7,650.3
매출액증가율(%)	-11.2	-5.3	3.9	4.3	3.7
매출원가	3,168.5	3,177.9	3,225.9	3,365.9	3,491.9
매출총이익	4,017.3	3,626.9	3,841.9	4,008.4	4,158.4
판매관리비	3,306.1	3,139.9	3,222.7	3,322.8	3,433.9
영업이익	711.1	487.0	619.2	685.6	724.5
영업이익률(%)	9.9	7.2	8.8	9.3	9.5
금융손익	-5.7	9.9	6.9	2.8	2.5
중속/관계기업손익	7.0	7.7	6.9	7.7	7.7
기타영업외손익	-294.6	-228.3	-96.2	-91.3	-89.5
세전계속사업이익	417.8	276.4	536.7	604.8	645.2
법인세비용	159.4	112.9	147.5	166.2	177.3
당기순이익	258.3	163.5	389.2	438.6	467.9
지배주주지분 순이익	236.6	142.8	370.0	417.0	444.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,284.4	2,429.6	2,905.8	3,328.8	3,755.6
현금및현금성자산	655.1	910.4	1,205.5	1,553.5	1,909.9
매출채권	550.9	529.1	592.1	618.3	642.8
재고자산	955.4	884.5	989.9	1,033.6	1,074.6
비유동자산	5,018.5	4,790.7	4,705.0	4,609.4	4,507.6
유형자산	2,383.9	2,307.1	2,238.1	2,158.1	2,071.8
무형자산	2,100.6	2,007.9	1,993.2	1,974.5	1,956.2
투자자산	120.2	138.6	145.9	149.0	151.9
자산총계	7,302.9	7,220.3	7,610.8	7,938.2	8,263.2
유동부채	1,162.8	1,089.7	1,178.4	1,194.1	1,196.5
매입채무	213.2	253.4	283.6	296.1	307.9
단기차입금	215.5	138.2	139.7	115.7	75.7
유동성장기부채	7.5	7.8	7.9	7.9	7.9
비유동부채	671.3	581.7	618.2	631.2	643.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	14.8	2.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,834.1	1,671.4	1,796.6	1,825.2	1,839.9
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-83.2	-96.7	-95.8	-95.8	-95.8
이익잉여금	5,542.5	5,604.4	5,856.5	6,133.7	6,420.9
비지배주주지분	129.6	115.5	132.8	154.4	177.5
자본총계	5,468.8	5,548.9	5,814.2	6,113.0	6,423.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	497.3	659.1	587.8	659.0	675.4
당기순이익(손실)	258.3	163.5	389.2	438.6	467.9
유형자산상각비	246.9	232.1	228.9	220.0	206.4
무형자산상각비	41.1	37.8	22.6	18.7	18.4
운전자본의 증감	-199.7	113.4	-105.4	-18.3	-17.2
투자활동 현금흐름	-197.4	-140.8	-189.2	-143.9	-123.7
유형자산의증가(CAPEX)	-157.1	-152.4	-167.4	-140.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	-29.3	-10.7	-5.1	-3.1	-2.9
재무활동 현금흐름	-373.6	-268.2	-107.5	-167.0	-195.4
차입금의 증감	20.6	-129.9	-9.5	-27.2	-37.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-79.4	255.3	295.2	348.1	356.4
기초현금	734.5	655.1	910.4	1,205.5	1,553.5
기말현금	655.1	910.4	1,205.5	1,553.5	1,909.9
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	460,089	435,699	452,533	472,162	489,834
EPS(지배주주)	14,604	8,664	22,559	25,420	27,117
CFPS	60,001	44,806	49,958	52,166	53,111
EBITDAPS	63,970	48,459	55,748	59,181	60,777
BPS	301,350	306,665	320,661	336,303	352,514
DPS	4,000	3,500	8,331	9,388	10,015
배당수익률(%)	0.6	1.0	2.0	2.2	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	49.4	41.0	18.7	16.6	15.6
PCR	12.0	7.9	8.5	8.1	8.0
PSR	1.6	0.8	0.9	0.9	0.9
PBR	2.4	1.2	1.3	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	999.1	756.9	870.7	924.3	949.2
EV/EBITDA	12.1	7.4	7.4	6.5	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	2.7	6.7	7.2	7.3
EBITDA 이익률	13.9	11.1	12.3	12.5	12.4
부채비율	33.5	30.1	30.9	29.9	28.6
금융비용부담률	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	47.9	25.1	39.8	46.3	52.7
매출채권회전율(x)	13.0	12.6	12.6	12.2	12.1
재고자산회전율(x)	7.3	7.4	7.5	7.3	7.3

[기업분석] 의류

종목명	투자판단	적정주가
한세실업 (105630)	Buy	30,000원
영원무역 (111770)	Buy	47,000원
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	12,000원
신세계인터내셔널 (031430)	Hold	20,000원
한섬 (020000)	Hold	20,000원
F&F (383220)	Hold	80,000원
힐라홀딩스 (081660)	Hold	45,000원

한세실업(105630) 저가 시대

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 30,000원

현재주가 (5.30) 20,250원

상승여력 48.1%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 8,100억원

발행주식수 4,000만주

유동주식비율 32.74%

외국인비중 6.72%

52주 최고/최저가 24,000원/15,680원

평균거래대금 21.8억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 9 인 64.68

국민연금공단 10.65

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.5 -2.4 27.1

상대주가 -4.5 -6.1 24.7

주가그래프



의류 업종 Top Pick

- [실적] 미국 의류 시장 Re-stocking 전환 따른 매출 반등 예상
- 달러 매출액: 1Q24 -3% → 2Q24E +3% → 3Q24E +10% → 4Q24E +19%
- [모멘텀] 미국 저가 의류 상대 우위, 중남미 OEM 클러스터 형성
- 중남미 원단 시설 증축 시 기존 봉제 시설과의 완전 수직계열화 가능
- 중남미 CAFTA 조항 (미국향 무관세 혜택) 및 리드타임 단축 따른 특수 기대

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 4,456억원 (+4%), 영업이익 473억원 (+7%, OPM 11%)
- 2024E: 매출액 1조 8,198억원 (+7%), 영업이익 1,932억원 (+15%, OPM 11%)

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

- 후방 수직계열화 기반 성장 지속성 확보
- 12개월 선행 PER 5배 (2024E 5배), 실적 반등 및 배당 매력 감안 2H24E 업종 내 최우수 선택지

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	2,204.8	179.6	85.6	2,141	27.2	13,427	7.2	1.1	4.3	17.1	130.7
2023	1,708.8	168.2	112.0	2,801	30.8	16,092	7.5	1.3	5.3	19.0	92.2
2024E	1,819.8	193.2	141.5	3,538	26.4	18,838	5.7	1.1	3.6	20.3	80.4
2025E	1,929.0	209.6	156.5	3,912	10.5	22,128	5.2	0.9	2.9	19.1	68.7
2026E	2,006.2	217.8	161.9	4,047	3.4	25,488	5.0	0.8	2.4	17.0	59.4

한세실업 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액 (원화)	411.8	445.6	562.3	400.2	442.1	468.7	590.4	427.8	1,708.8	1,819.8	1,929.0
매출액 (달러)	309.7	337.7	429.4	323.0	337.6	358.0	450.9	337.4	1,314.4	1,399.9	1,483.9
매출총이익	77.7	87.0	109.5	78.4	85.6	91.5	115.5	83.8	320.8	352.6	376.5
매출총이익률	18.9	19.5	19.5	19.6	19.4	19.5	19.6	19.6	18.8	19.4	19.5
영업이익	38.1	47.3	67.7	40.1	44.9	49.7	72.0	43.0	168.2	193.2	209.6
영업이익률	9.3	10.6	12.0	10.0	10.2	10.6	12.2	10.0	9.8	10.6	10.9
순이익	18.1	33.9	51.3	38.2	28.7	37.1	56.2	34.5	112.0	141.6	156.5
순이익률	4.4	7.6	9.1	9.6	6.5	7.9	9.5	8.1	6.6	7.8	8.1
(% YoY)											
매출액 (원화)	0.2	3.6	9.8	12.5	7.4	5.2	5.0	6.9	-22.5	6.5	6.0
매출액 (달러)	-3.7	3.2	10.0	19.9	9.0	6.0	5.0	4.5	-23.0	6.5	6.0
매출총이익	8.1	3.6	10.4	19.2	10.2	5.2	5.5	6.9	-4.6	9.9	6.8
영업이익	6.2	6.5	11.7	46.6	17.8	5.2	6.3	7.1	-6.3	14.8	8.5
영업이익률	0.5	0.3	0.2	2.3	0.9	0.0	0.1	0.0	1.7	0.8	0.2
순이익	-24.7	15.8	28.7	102.2	58.7	9.2	9.6	-9.7	30.8	26.4	10.5

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,204.8	1,708.8	1,819.8	1,929.0	2,006.2
매출액증가율(%)	31.9	-22.5	6.5	6.0	4.0
매출원가	1,868.5	1,388.0	1,467.3	1,552.5	1,615.0
매출총이익	336.3	320.8	352.6	376.5	391.2
판매관리비	156.7	152.6	159.4	166.9	173.4
영업이익	179.6	168.2	193.2	209.6	217.8
영업이익률(%)	8.1	9.8	10.6	10.9	10.9
금융손익	-9.3	-16.7	-17.5	-18.3	-19.1
중속/관계기업손익	-0.5	0.3	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.4	-10.9	1.6	4.3	3.7
세전계속사업이익	130.4	140.9	177.0	195.6	202.3
법인세비용	44.8	28.9	35.4	39.1	40.5
당기순이익	85.6	112.0	141.6	156.5	161.9
지배주주지분 순이익	85.6	112.0	141.5	156.5	161.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772.3	679.1	851.4	999.8	1,143.2
현금및현금성자산	173.1	71.9	217.9	331.4	453.3
매출채권	175.6	178.2	183.5	196.2	204.0
재고자산	309.0	259.0	269.3	287.9	299.5
비유동자산	466.9	558.2	544.2	527.1	513.8
유형자산	177.0	218.2	216.8	197.4	182.6
무형자산	6.1	11.4	11.4	11.0	10.6
투자자산	196.0	232.1	213.7	216.6	218.4
자산총계	1,239.2	1,237.3	1,395.5	1,526.9	1,657.0
유동부채	620.6	500.5	514.6	519.7	518.0
매입채무	44.4	48.6	54.7	58.4	60.8
단기차입금	476.8	362.4	362.5	357.4	349.4
유동성장기부채	12.6	6.5	4.1	4.1	4.1
비유동부채	81.5	93.1	107.4	102.0	99.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	31.4	43.6	55.3	47.7	43.7
부채총계	702.1	593.6	622.0	621.7	617.4
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-11.4	1.2	8.9	8.9	8.9
이익잉여금	487.7	578.6	680.8	812.4	946.7
비지배주주지분	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
자본총계	537.1	643.7	773.6	905.2	1,039.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	196.7	190.0	198.4	194.9	203.7
당기순이익(손실)	85.6	112.0	141.6	156.5	161.9
유형자산상각비	32.4	31.3	56.5	59.5	54.7
무형자산상각비	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	48.2	41.3	-13.0	-21.5	-13.3
투자활동 현금흐름	-36.1	-150.3	-49.6	-44.7	-42.9
유형자산의증가(CAPEX)	-27.4	-44.0	-47.7	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	15.9	-35.8	18.1	-2.9	-1.8
재무활동 현금흐름	-10.7	-141.3	-2.8	-36.8	-39.0
차입금의 증감	-36.4	-105.8	9.6	-11.9	-11.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	151.8	-101.2	146.0	113.5	121.8
기초현금	21.3	173.1	71.9	217.9	331.4
기말현금	173.1	71.9	217.9	331.4	453.3
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	55,119	42,719	45,496	48,225	50,154
EPS(지배주주)	2,141	2,801	3,538	3,912	4,047
CFPS	3,329	4,325	5,926	6,388	6,436
EBITDAPS	5,311	4,998	6,252	6,736	6,822
BPS	13,427	16,092	18,838	22,128	25,488
DPS	500	500	632	698	722
배당수익률(%)	3.2	2.4	3.1	3.4	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	7.2	7.5	5.7	5.2	5.0
PCR	4.6	4.9	3.4	3.2	3.1
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	212.4	199.9	250.1	269.5	272.9
EV/EBITDA	4.3	5.3	3.6	2.9	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	19.0	20.3	19.1	17.0
EBITDA 이익률	9.6	11.7	13.7	14.0	13.6
부채비율	130.7	92.2	80.4	68.7	59.4
금융비용부담률	0.7	1.6	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	11.3	6.3			
매출채권회전율(x)	10.0	9.7	10.1	10.2	10.0
재고자산회전율(x)	6.3	6.0	6.9	6.9	6.8

영원무역(111770) 가치주

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 47,000원

현재주가 (5.30) 32,350원

상승여력 45.3%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 14,335억원

발행주식수 4,431만주

유동주식비율 48.26%

외국인비중 28.36%

52주 최고/최저가 64,900원/32,350원

평균거래대금 40.5억원

주요주주(%)

영원무역홀딩스 외 7인 50.74

국민연금공단 10.00

Hermes Investment Management Ltc 5.03

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -15.8 -26.0 -28.5

상대주가 -13.9 -28.8 -29.9

주가그래프



과하게 싸다

- **[실적]** 스포츠의류 · 아웃도어 강세 기반 주력 거래선 수주 증가 vs. 스캇 기저 부담
 - 롤루레몬 상위 2위 거래선 등극, 1위 노스페이스 아웃도어 시장 점유율 상승 기조, 초고가 아크테릭스 판매 호조
 - 스캇 재고 밀어내기성 할인 판매 증가, 재고평가손실 반영 가능성 상존 (재고자산 1Q24 7,416억원, +128% YoY)
- **[모멘텀]** 전방 Re-stocking 전환, 롤루레몬 중국 사업 확장, 아크테릭스 비중 상승

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E:** 매출액 8,171억원 (-19%), 영업이익 937억원 (-56%, OPM 12%)
- **2024E:** 매출액 3조 2,115억원 (-11%), 영업이익 3,649억원 (-43%, OPM 11%)

투자의견 Buy 및 적정주가 47,000원 제시

- 고객사 포트폴리오 최우수, 이익 안정성 최고
- 12개월 선행 PER 5배 (2025E 4배), 순현금 7,050억원으로 시가총액의 절반 수준

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	3,911.0	823.0	674.5	15,222	122.3	63,517	3.1	0.7	1.9	26.8	44.9
2023	3,604.4	637.2	516.0	11,644	-28.3	73,269	3.9	0.6	2.2	17.0	47.6
2024E	3,211.6	364.9	290.7	6,561	-47.4	77,693	4.9	0.4	1.7	8.7	45.9
2025E	3,269.7	423.4	320.5	7,233	12.4	84,122	4.5	0.4	1.1	8.9	43.7
2026E	3,386.0	485.7	347.0	7,831	11.5	91,049	4.1	0.4	0.6	8.9	41.2

영원무역 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	709.7	817.1	937.4	747.3	708.0	847.2	935.6	778.9	3,604.4	3,211.5	3,269.7
OEM	467.6	566.7	658.7	491.2	495.0	618.6	674.5	536.5	2,177.5	2,184.2	2,324.6
브랜드	242.1	250.5	278.8	256.0	213.0	228.5	261.2	242.4	1,426.9	1,027.4	945.2
영업이익	71.0	93.7	117.3	82.9	88.6	105.7	120.9	108.2	637.1	364.9	423.4
영업이익률	10.0	11.5	12.5	11.1	12.5	12.5	12.9	13.9	17.7	11.4	12.9
OEM	83.1	102.0	123.6	89.2	93.0	111.9	126.5	107.7	559.7	397.9	439.1
브랜드	-12.1	-8.3	-6.2	-3.9	-4.9	-6.2	-5.7	1.1	77.4	-30.6	-15.6
순이익	85.1	78.4	78.9	48.3	82.1	90.1	83.1	65.2	516.0	290.7	320.5
순이익률	12.0	9.6	8.4	6.5	11.6	10.6	8.9	8.4	14.3	9.1	9.8
(% YoY)											
매출액	-15.6	-18.9	-6.1	-1.3	-0.2	3.7	-0.2	4.2	-7.8	-10.9	1.8
OEM (원화)	-5.1	-11.2	10.3	9.5	5.9	9.2	2.4	9.2	-7.2	0.3	6.4
OEM (달러)	-8.9	-11.5	10.5	10.4	7.5	10.0	2.4	9.2	-8.3	-0.5	6.4
브랜드	-30.3	-32.2	-30.6	-17.0	-12.0	-8.8	-6.3	-5.3	-8.8	-28.0	-8.0
영업이익	-57.5	-55.5	-34.8	4.3	24.7	12.9	3.0	30.6	-22.6	-42.7	16.0
영업이익률	-9.9	-9.4	-5.5	0.6	2.5	1.0	0.4	2.8	-3.4	-6.3	1.6
OEM	-39.3	-48.5	-24.1	32.6	11.8	9.8	2.4	20.7	-12.0	-28.9	10.4
브랜드	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	-58.4	적전	적지
순이익	-36.8	-49.7	-50.0	-28.5	-3.5	15.0	5.3	34.9	-23.5	-43.7	10.2

자료: 영원무역, 메리츠증권 리서치센터

영원무역 (111770)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,911.0	3,604.4	3,211.6	3,269.7	3,386.0
매출액증가율(%)	40.1	-7.8	-10.9	1.8	3.6
매출원가	2,594.3	2,449.4	2,317.1	2,335.5	2,398.7
매출총이익	1,316.6	1,155.0	894.4	934.3	987.2
판매관리비	493.6	517.8	529.5	510.9	501.6
영업이익	823.0	637.2	364.9	423.4	485.7
영업이익률(%)	21.0	17.7	11.4	12.9	14.3
금융손익	-6.7	6.4	4.7	4.7	4.8
중속/관계기업손익	0.8	2.3	2.3	2.3	2.3
기타영업외손익	64.6	35.8	6.9	-4.6	9.5
세전계속사업이익	881.8	681.6	378.8	425.8	502.2
법인세비용	138.6	148.6	98.2	110.4	150.5
당기순이익	743.2	533.1	280.6	315.5	351.7
지배주주지분 순이익	674.5	516.0	290.7	320.5	347.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,821.5	3,346.9	3,618.5	3,910.9	4,232.4
현금및현금성자산	735.9	896.4	1,109.7	1,295.7	1,530.7
매출채권	509.8	490.8	484.3	504.8	521.5
재고자산	983.9	1,329.2	1,402.3	1,461.7	1,510.1
비유동자산	1,692.2	1,950.2	1,855.9	1,884.0	1,902.6
유형자산	712.9	810.5	768.4	800.3	822.9
무형자산	178.8	194.6	186.3	179.8	173.6
투자자산	448.2	488.2	461.2	463.9	466.1
자산총계	4,513.6	5,297.1	5,474.4	5,794.9	6,135.0
유동부채	822.7	1,123.3	1,135.9	1,160.3	1,175.6
매입채무	340.2	455.6	478.3	498.6	515.1
단기차입금	224.6	399.2	400.6	396.4	388.4
유동성장기부채	38.8	70.5	61.6	61.6	61.6
비유동부채	576.6	585.9	586.3	602.6	615.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	133.2	77.5	84.8	84.8	84.8
부채총계	1,399.3	1,709.2	1,722.2	1,762.9	1,791.4
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	453.3	453.3	453.3	453.3	453.3
기타포괄이익누계액	134.2	117.5	136.8	136.8	136.8
이익잉여금	2,263.7	2,712.5	2,889.2	3,174.1	3,481.0
비지배주주지분	299.8	341.3	309.5	304.4	309.1
자본총계	3,114.3	3,588.0	3,752.2	4,032.0	4,343.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	458.8	525.1	330.7	402.4	450.0
당기순이익(손실)	743.2	533.1	280.6	315.5	351.7
유형자산상각비	86.1	91.6	116.1	121.4	125.4
무형자산상각비	6.9	6.7	6.7	6.5	6.2
운전자본의 증감	-419.0	-109.8	-72.3	-40.9	-33.3
투자활동 현금흐름	-389.5	-437.5	-41.2	-177.4	-167.7
유형자산의증가(CAPEX)	-145.6	-171.6	-30.0	-153.3	-148.0
투자자산의감소(증가)	-154.1	-37.7	27.2	-2.7	-2.2
재무활동 현금흐름	90.5	21.2	-67.0	-38.9	-47.3
차입금의 증감	154.2	173.9	-2.2	-3.3	-7.3
자본의 증가	42.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	94.2	160.5	213.3	186.1	235.0
기초현금	641.8	735.9	896.4	1,109.7	1,295.7
기말현금	735.9	896.4	1,109.7	1,295.7	1,530.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	88,261	81,342	72,477	73,790	76,413
EPS(지배주주)	15,222	11,644	6,561	7,233	7,831
CFPS	22,713	18,347	10,818	12,222	13,893
EBITDAPS	20,674	16,597	11,006	12,439	13,930
BPS	63,517	73,269	77,693	84,122	91,049
DPS	1,530	1,300	812	913	1,018
배당수익률(%)	3.3	2.9	2.5	2.8	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	3.1	3.9	4.9	4.5	4.1
PCR	2.1	2.5	3.0	2.6	2.3
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	916.1	735.4	487.7	551.2	617.2
EV/EBITDA	1.9	2.2	1.7	1.1	0.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.8	17.0	8.7	8.9	8.9
EBITDA 이익률	23.4	20.4	15.2	16.9	18.2
부채비율	44.9	47.6	45.9	43.7	41.2
금융비용부담률	0.5	0.9	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	40.8	20.5	11.5	13.4	15.5
매출채권회전율(x)	8.7	7.2	6.6	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	4.8	3.1	2.4	2.3	2.3

화승엔터프라이즈(241590) 가동 정상화

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **12,000원**

현재주가 (5.30) **8,830원**

상승여력 **35.9%**

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 5,350억원

발행주식수 6,059만주

유동주식비율 28.05%

외국인비중 5.77%

52주 최고/최저가 10,000원/6,660원

평균거래대금 46.0억원

주요주주(%)

화승인더스트리 외 5인 71.95

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.2 2.0 23.8

상대주가 -4.1 -1.9 21.5

주가그래프



아디다스도 Re-stocking한다

- [실적] 아디다스 빅바스성 재고 소진 완료, 재고 비축 시작
- 생산 수량 증가 따른 가동률 향상, 분기 거듭될수록 성장성 강화
- [모멘텀] 신제품 출시, 고가 스포츠화 라인업 강화, 취급 품목 확대 (모자/의류/원단 등)

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 3,711억원 (+15%), 영업이익 145억원 (+92%, OPM 4%)
- 2024E: 매출액 1조 4,518억원 (+20%), 영업이익 672억원 (+418%, OPM 5%)

투자의견 Buy 및 적정주가 12,000원 제시

- 아디다스 회복 따른 낙수효과 기대
- 12개월 선행 PER 9배 (2025E 8배), 성장 전환 및 흑자 달성 주효

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	1,654.0	52.8	-10.0	-165	적지	8,870	-	1.0	7.8	-1.9	149.6
2023	1,213.8	13.0	-26.3	-434	적지	8,485	-	1.0	11.1	-5.0	143.2
2024E	1,451.8	67.2	50.4	833	흑전	9,283	10.6	1.0	5.6	9.4	134.9
2025E	1,556.9	86.0	66.2	1,092	31.2	10,330	8.1	0.9	4.5	11.1	123.0
2026E	1,649.1	104.9	82.1	1,355	24.0	11,640	6.5	0.8	3.8	12.3	117.5

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

화장품/의료

(십억원, %)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	345.4	371.1	325.4	409.9	368.6	397.3	350.3	440.7	1,213.8	1,451.8	1,556.8
OEM	307.2	333.8	291.3	368.1	329.3	358.8	315.1	397.6	1,083.3	1,300.4	1,400.9
기타	38.2	37.3	34.1	41.8	39.3	38.5	35.1	43.1	130.5	151.4	155.9
영업이익	5.3	14.5	16.6	30.7	13.4	19.7	18.7	34.2	13.0	67.2	86.0
영업이익률	1.5	3.9	5.1	7.5	3.6	4.9	5.3	7.8	1.1	4.6	5.5
OEM	3.7	13.2	15.1	28.3	11.5	17.8	17.0	31.2	10.2	60.3	77.5
기타	1.6	1.3	1.6	2.3	1.9	1.8	1.7	3.0	2.8	6.8	8.5
순이익	-1.5	10.7	12.7	28.6	5.6	14.6	14.7	31.3	-26.3	50.4	66.2
순이익률	-0.4	2.9	3.9	7.0	1.5	3.7	4.2	7.1	-2.2	3.5	4.3
(% YoY)											
매출액	13.1	15.3	24.5	26.0	6.7	7.1	7.6	7.5	-26.6	19.6	7.2
OEM(원화)	12.0	15.2	25.6	28.0	7.2	7.5	8.2	8.0	-27.7	20.0	7.7
OEM(달러)	7.6	14.0	24.9	29.1	8.8	9.1	9.0	8.0	-28.5	18.6	8.8
기타	22.3	16.0	16.0	10.8	3.0	3.0	3.0	3.0	-16.6	16.0	3.0
영업이익	흑전	91.6	흑전	283.9	152.2	35.3	12.3	11.6	-75.5	418.3	28.0
OEM	흑전	78.1	흑전	357.1	2.1	34.6	0.1	10.1	-79.8	492.6	28.4
기타	흑전	757.0	65.0	0.3	0.2	42.1	11.3	0.3	0.2	1.5	0.2
순이익	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	37.4	15.6	9.5	적지	흑전	31.2

자료: 화승엔터프라이즈, 메리츠증권 리서치센터

화승엔터프라이즈 (241590)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,654.0	1,213.8	1,451.8	1,556.9	1,649.1
매출액증가율(%)	45.3	-26.6	19.6	7.2	5.9
매출원가	1,454.8	1,050.5	1,221.3	1,302.2	1,372.8
매출총이익	199.2	163.3	230.5	254.7	276.3
판매관리비	146.4	150.4	163.3	168.7	171.4
영업이익	52.8	13.0	67.2	86.0	104.9
영업이익률(%)	3.2	1.1	4.6	5.5	6.4
금융손익	-14.4	-26.8	-5.9	-3.5	-1.2
중속/관계기업손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-31.7	-4.7	1.0	-0.9	-2.5
세전계속사업이익	6.5	-18.6	62.2	81.6	101.2
법인세비용	14.0	6.6	11.2	14.7	18.2
당기순이익	-7.5	-25.3	51.0	66.9	83.0
지배주주지분 순이익	-10.0	-26.3	50.4	66.2	82.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	757.4	646.6	756.0	827.5	966.8
현금및현금성자산	183.4	121.3	217.7	261.8	257.0
매출채권	109.6	106.8	100.4	103.4	129.8
재고자산	293.8	263.0	242.0	251.6	315.7
비유동자산	718.5	714.0	674.0	673.7	671.5
유형자산	567.0	565.2	515.0	517.1	515.8
무형자산	42.0	41.2	39.4	36.5	33.8
투자자산	9.1	9.1	10.5	11.0	12.8
자산총계	1,475.8	1,360.6	1,430.1	1,501.2	1,638.3
유동부채	778.1	718.8	748.0	753.3	804.3
매입채무	162.1	144.5	182.1	195.8	245.7
단기차입금	491.4	457.1	437.7	424.7	408.7
유동성장기부채	65.2	67.6	65.6	65.6	65.6
비유동부채	106.6	82.4	73.2	74.8	80.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.5	39.1	21.5	21.5	21.5
부채총계	884.7	801.2	821.2	828.2	885.0
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.8	169.2	129.3	129.3	129.3
기타포괄이익누계액	16.5	22.6	25.8	25.8	25.8
이익잉여금	169.2	140.2	225.2	288.7	368.0
비지배주주지분	53.7	45.3	46.5	47.2	48.1
자본총계	591.2	559.4	608.9	673.1	753.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	96.9	59.1	286.6	144.7	119.7
당기순이익(손실)	-7.5	-25.3	51.0	66.9	83.0
유형자산상각비	70.2	67.5	73.3	73.6	73.3
무형자산상각비	3.1	3.5	3.1	2.9	2.7
운전자본의 증감	-11.5	14.7	161.9	1.3	-39.3
투자활동 현금흐름	-206.2	-55.9	-121.6	-85.3	-107.0
유형자산의증가(CAPEX)	-131.2	-54.3	-9.1	-75.7	-72.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.1	-1.4	-0.5	-1.8
재무활동 현금흐름	118.4	-66.7	-71.2	-15.4	-17.5
차입금의 증감	144.8	-60.3	-34.1	-12.7	-14.8
자본의 증가	4.1	-0.5	-40.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.2	-62.2	96.4	44.1	-4.8
기초현금	173.2	183.4	121.3	217.7	261.8
기말현금	183.4	121.3	217.7	261.8	257.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	27,302	20,034	23,961	25,695	27,218
EPS(지배주주)	-165	-434	833	1,092	1,355
CFPS	2,193	1,372	2,686	2,971	3,214
EBITDAPS	2,082	1,386	2,370	2,682	2,986
BPS	8,870	8,485	9,283	10,330	11,640
DPS	45	45	45	45	45
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	10.6	8.1	6.5
PCR	4.2	6.2	3.3	3.0	2.7
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	126.1	84.0	143.6	162.5	180.9
EV/EBITDA	7.8	11.1	5.6	4.5	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-1.9	-5.0	9.4	11.1	12.3
EBITDA 이익률	7.6	6.9	9.9	10.4	11.0
부채비율	149.6	143.2	134.9	123.0	117.5
금융비용부담률	1.2	3.0	2.5	2.2	2.0
이자보상배율(x)	2.6	0.4	1.9	2.5	3.1
매출채권회전율(x)	14.2	11.2	14.0	15.3	14.1
재고자산회전율(x)	5.6	4.4	5.8	6.3	5.8

신세계인터내셔널(031430) 수입 이탈

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

Hold (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 20,000원

현재주가 (5.30) 17,260원

상승여력 15.9%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 6,162억원

발행주식수 3,570만주

유동주식비율 43.37%

외국인비중 5.29%

52주 최고/최저가 19,910원/15,160원

평균거래대금 14.9억원

주요주주(%)

신세계 외 1 인 54.05

국민연금공단 9.09

네이버 6.85

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.8 4.9 -5.9

상대주가 -1.7 0.9 -7.7

주가그래프



기존 이탈>신규 유입

■ [실적] 포트폴리오 다변화 지속 vs. 브랜드 이탈

- 의류: 수입 브랜드 직진출 전환 따른 계약 종료 vs. 자체 브랜드 일원화 통한 효율성 증대
- 화장품: 수입 브랜드 고성장 지속, 자체 (스위스/연작/로이비/아이엠샴푸/비디비치) 확장 vs. 광고비 부담 지속
- 자주: 오프라인 거점 축소 영향 vs. 경제 불황 따른 립스틱 효과 반사 수혜

■ [모멘텀] 그룹사 유통력 향유 및 자체 채널 (화장품 Laperva, 의류 MOTB, 온라인 SIV) 활용 브랜드 발굴 지속

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 3,240억원 (-3%), 영업이익 151억원 (-18%, OPM 5%)
- 2024E: 매출액 1조 3,484억원 (Flat), 영업이익 566억원 (+16%, OPM 4%)

투자의견 Hold 및 적정주가 20,000원 제시

- 의류 외형 축소 (브랜드 이탈), 화장품 마진 축소 (마케팅 증가), 자주 거점 축소 (성장 제한)
- 12개월 선행 PER 8배 (2025E 7배), 수익성 향상 확인 필요

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	1,553.9	115.3	118.3	3,313	43.8	23,264	7.5	1.1	6.2	15.3	53.4
2023	1,354.3	48.7	39.2	1,098	-66.6	23,781	16.7	0.8	7.4	4.7	55.5
2024E	1,348.4	56.6	70.5	1,976	78.6	24,871	8.7	0.7	6.6	8.1	45.6
2025E	1,383.2	71.2	83.6	2,341	18.5	26,822	7.4	0.6	5.4	9.1	42.2
2026E	1,431.2	82.8	85.1	2,384	1.8	28,817	7.2	0.6	4.6	8.6	39.1

신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	309.5	324.0	313.5	401.3	317.9	333.0	323.0	409.2	1,354.3	1,348.4	1,383.2
의류	151.4	153.0	142.3	223.2	152.9	154.2	144.5	223.0	704.4	670.0	674.6
해외	81.3	90.9	91.6	132.4	83.6	93.0	94.5	133.1	404.3	396.2	404.1
국내	70.1	62.1	50.7	90.8	69.3	61.2	50.1	89.8	300.1	273.7	270.4
화장품	104.3	105.0	104.7	107.7	111.3	112.7	111.9	115.6	379.7	421.6	451.6
수입	80.4	80.8	82.9	86.7	86.7	87.7	89.5	93.4	300.7	330.8	357.2
자체	23.9	24.2	21.8	21.0	24.7	25.0	22.4	22.3	79.0	90.9	94.4
생활용품	53.7	66.1	66.6	70.4	53.7	66.1	66.6	70.6	270.3	256.7	257.0
영업이익	11.2	15.1	10.8	19.4	16.7	18.5	13.9	22.1	48.7	56.6	71.2
영업이익률	3.6	4.7	3.4	4.8	5.3	5.5	4.3	5.4	3.6	4.2	5.1
의류	5.4	6.2	4.2	13.1	8.1	7.8	5.2	13.8	35.5	28.9	34.8
해외	2.7	3.9	4.8	8.7	4.8	5.0	5.3	8.9	25.7	20.0	24.1
국내	2.7	2.4	-0.7	4.4	3.3	2.8	-0.2	4.8	9.8	8.8	10.8
화장품	6.5	7.0	5.8	6.3	8.3	9.0	7.7	8.9	15.2	25.6	33.8
수입	12.8	12.0	13.2	15.6	13.8	13.1	14.2	16.8	48.7	53.6	57.9
자체	-6.3	-5.0	-7.4	-9.2	-5.5	-4.1	-6.5	-7.9	-33.5	-28.0	-24.0
생활용품	-0.7	2.5	0.2	1.5	0.5	2.6	0.4	2.4	-1.9	3.5	5.9
순이익	12.5	17.7	14.6	25.7	16.9	21.2	17.7	27.9	39.2	70.5	83.6
순이익률	4.0	5.5	4.6	6.4	5.3	6.4	5.5	6.8	2.9	5.2	6.0
(% YoY)											
매출액	-0.9	-2.9	-0.7	2.2	2.7	2.8	3.0	2.0	-12.8	-0.4	2.6
의류	-7.3	-7.3	-4.7	-1.5	0.9	0.8	1.5	-0.1	-23.9	-4.9	0.7
해외	-4.6	-4.8	-1.9	1.6	2.8	2.3	3.1	0.6	-30.1	-2.0	2.0
국내	-10.3	-10.8	-9.5	-5.7	-1.2	-1.4	-1.3	-1.1	-13.6	-8.8	-1.2
화장품	13.5	8.7	10.8	11.3	6.8	7.4	6.9	7.4	5.1	11.0	7.1
수입	12.3	11.8	9.9	6.4	7.8	8.5	8.0	7.7	11.5	10.0	8.0
자체	13.4	-4.0	12.2	41.6	1.6	1.1	1.5	4.0	-16.6	12.9	2.0
생활용품	-5.6	-8.5	-7.5	1.8	0.0	0.0	0.0	0.3	1.2	-5.0	0.1
영업이익	8.9	-17.8	79.5	38.5	49.7	22.2	28.4	13.6	-57.7	16.0	25.9
영업이익률	0.3	-0.8	1.5	1.3	1.7	0.9	0.8	0.6	-3.8	0.6	1.0
의류	-32.1	-31.1	23.9	-13.5	51.0	24.9	24.1	5.0	-67.0	-18.6	20.6
해외	-46.6	-30.8	-10.4	-10.6	81.1	28.7	9.9	3.3	-68.9	-22.0	20.2
국내	-7.2	-31.7	-66.6	-18.6	21.6	18.6	-76.5	8.4	-60.4	-9.7	21.7
화장품	21.2	3.2	26.4	흑전	27.9	27.2	33.7	40.6	-4.9	68.5	32.1
수입	6.5	8.2	5.9	18.6	7.7	8.5	8.0	7.8	12.2	10.0	8.0
자체	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
생활용품	흑전	-3.3	흑전	243.2	흑전	5.4	흑전	56.5	-82.5	흑전	70.2
순이익	41.4	-8.1	468.9	202.6	35.1	19.2	21.2	8.4	-66.9	79.9	18.5

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,553.9	1,354.3	1,348.4	1,383.2	1,431.2
매출액증가율(%)	7.1	-12.8	-0.4	2.6	3.5
매출원가	608.1	526.6	513.6	521.3	455.7
매출총이익	945.8	827.7	834.8	861.8	975.5
판매관리비	830.6	779.0	778.3	790.6	688.3
영업이익	115.3	48.7	56.6	71.2	287.3
영업이익률(%)	7.4	3.6	4.2	5.1	20.1
금융손익	-1.0	-7.1	3.2	3.1	3.1
중속/관계기업손익	16.4	16.0	16.6	16.9	7.2
기타영업외손익	6.1	3.5	5.1	5.3	5.1
세전계속사업이익	136.7	61.1	81.4	96.4	302.7
법인세비용	17.9	21.5	10.6	12.5	39.4
당기순이익	118.8	39.7	70.8	83.9	263.4
지배주주지분 순이익	118.3	39.2	70.5	83.6	262.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	547.1	598.2	577.5	660.3	918.7
현금및현금성자산	48.8	153.5	107.2	180.7	422.9
매출채권	118.6	101.5	106.5	108.6	112.3
재고자산	289.2	282.1	301.2	307.2	317.5
비유동자산	731.6	725.9	720.0	706.5	695.3
유형자산	281.2	253.7	242.9	231.9	219.3
무형자산	70.1	67.1	60.8	54.4	49.0
투자자산	224.2	230.4	234.7	238.5	245.2
자산총계	1,278.7	1,324.1	1,297.5	1,366.8	1,613.9
유동부채	282.3	326.2	215.7	214.7	211.9
매입채무	32.9	27.2	27.8	28.3	29.3
단기차입금	44.3	90.4	39.9	35.9	27.9
유동성장기부채	66.8	88.3	24.9	24.9	24.9
비유동부채	162.7	146.2	190.9	191.2	191.7
사채	63.2	42.2	77.5	77.5	77.5
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	445.0	472.4	406.6	405.9	403.6
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	1.4	2.8	2.3	2.3	2.3
이익잉여금	673.6	690.8	732.6	802.3	1,050.8
비지배주주지분	3.2	2.7	3.0	3.3	4.3
자본총계	833.7	851.7	890.9	960.9	1,210.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	110.0	114.8	98.9	128.7	299.4
당기순이익(손실)	118.8	39.7	70.8	83.9	263.4
유형자산상각비	47.4	48.2	47.1	44.2	40.6
무형자산상각비	9.9	11.0	8.2	6.4	5.4
운전자본의 증감	-59.3	4.8	-21.1	-5.7	-10.0
투자활동 현금흐름	-96.1	-26.5	-50.0	-37.7	-35.8
유형자산의증가(CAPEX)	-36.8	-28.1	-32.2	-33.2	-28.0
투자자산의감소(증가)	-39.1	-6.2	-4.3	-3.9	-6.7
재무활동 현금흐름	-14.0	15.1	-95.0	-17.6	-21.4
차입금의 증감	1.7	40.6	-69.0	-3.7	-7.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.5	104.8	-46.3	73.5	242.3
기초현금	48.2	48.8	153.5	107.2	180.7
기말현금	48.8	153.5	107.2	180.7	422.9
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	43,526	37,936	37,769	38,744	40,090
EPS(지배주주)	3,313	1,098	1,976	2,341	7,349
CFPS	5,210	3,499	3,744	4,194	9,647
EBITDAPS	4,835	3,023	3,132	3,410	9,335
BPS	23,264	23,781	24,871	26,822	33,782
DPS	500	400	400	400	400
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	7.5	16.7	8.7	7.4	2.3
PCR	4.8	5.2	4.6	4.1	1.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.1	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	172.6	107.9	111.8	121.7	333.3
EV/EBITDA	6.2	7.4	6.6	5.4	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.3	4.7	8.1	9.1	24.3
EBITDA 이익률	11.1	8.0	8.3	8.8	23.3
부채비율	53.4	55.5	45.6	42.2	33.3
금융비용부담률	0.4	0.7	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	20.5	5.5	5.8	7.6	31.5
매출채권회전율(x)	13.4	12.3	13.0	12.9	13.0
재고자산회전율(x)	5.8	4.7	4.6	4.5	4.6

한섬(020000) 성숙기 진입

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

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 20,000원

현재주가 (5.30) 18,200원

상승여력 9.9%

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 4,259억원

발행주식수 2,340만주

유동주식비율 55.32%

외국인비중 25.54%

52주 최고/최저가 24,650원/17,340원

평균거래대금 7.3억원

주요주주(%)

현대홈쇼핑 36.47

베어링자산운용 9.53

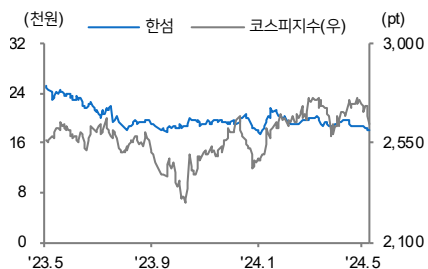
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARC 8.51

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.2 -4.2 -24.9

상대주가 -5.2 -7.8 -26.4

주가그래프



비용 증가>매출 증가

- [실적] 성숙기 진입, 외연 확대 위한 비용 (광고판촉비, 인력 등) 증가 불가피
 - 수입 MD 사업 강화 vs. 투자 비용 집행 지속
 - 화장품 부문 추가, 해외 진출 노력 vs. 판매 성과 미진
- [모멘텀] 온라인 플랫폼 EQL 확장, 신규 수입 브랜드 (2Q KITH) 추가
 - EQL 오프라인 플래그십 오픈 (더현대서울 및 성수)

2Q24E & 2024E Preview

- 2Q24E: 매출액 3,419억원 (-1%), 영업이익 94억원 (+63%, OPM 3%)
- 2024E: 매출액 1조 5,360억원 (Flat), 영업이익 888억원 (-12%, OPM 6%)

투자의견 Hold 및 적정주가 20,000원 제시

- 영캐주얼 조닝 경쟁 열위, 저가품 소구력 집중
- 12개월 선행 PER 6배 (2025E 6배), 내수 기반 기성복 중심 탈피 필요

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	1,542.2	168.3	123.0	4,995	8.2	54,250	5.4	0.5	1.7	9.6	26.1
2023	1,528.6	100.5	83.9	3,405	-32.9	56,716	5.6	0.3	2.6	6.1	23.7
2024E	1,536.1	88.8	64.3	2,726	-22.6	60,575	6.7	0.3	2.4	4.6	26.6
2025E	1,597.1	98.1	71.1	3,037	13.0	62,923	6.0	0.3	2.0	4.9	25.8
2026E	1,640.3	101.9	73.5	3,139	3.4	65,374	5.8	0.3	1.7	4.9	24.9

한성 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	393.6	341.9	331.6	469.0	412.7	356.5	343.8	484.1	1,528.6	1,536.0	1,597.1
오프라인	305.8	275.5	261.6	364.5	320.9	287.2	271.5	372.5	1,215.7	1,207.4	1,252.0
온라인	87.8	66.4	70.0	104.4	91.8	69.3	72.4	111.6	313.0	328.6	345.1
영업이익	31.6	9.4	13.2	33.8	33.5	12.9	16.3	35.4	100.5	88.8	98.1
영업이익률	8.0	2.7	4.0	7.2	8.1	3.6	4.7	7.3	6.6	5.8	6.1
오프라인	22.8	4.7	8.3	22.3	23.9	7.8	10.8	23.1	71.0	52.9	57.1
온라인	8.8	4.7	4.9	11.5	9.6	5.2	5.4	12.3	29.5	35.8	41.1
순이익	24.3	5.0	9.0	25.9	23.9	7.8	11.5	27.9	83.9	64.2	71.0
순이익률	6.2	1.5	2.7	5.5	5.8	2.2	3.3	5.8	5.5	4.2	4.4
(% YoY)											
매출액	-3.0	-1.1	2.3	3.5	4.8	4.3	3.7	3.2	-0.9	0.5	4.0
오프라인	-4.5	-0.7	2.7	-0.4	4.9	4.3	3.8	2.2	-0.6	-0.7	3.7
온라인	2.5	-2.8	0.9	20.1	4.6	4.3	3.5	6.8	-2.0	5.0	5.0
영업이익	-41.8	62.6	50.0	6.9	6.0	38.0	23.2	4.9	-40.3	-11.6	10.5
영업이익률	-5.4	1.1	1.3	0.2	0.1	0.9	0.7	0.1	-4.3	-0.8	0.4
순이익	-45.9	-46.2	47.4	10.4	-1.5	54.5	26.9	7.7	-31.8	-23.4	10.6

자료: 한성, 메리츠증권 리서치센터

한섬 (020000)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,542.2	1,528.6	1,536.1	1,597.1	1,640.3
매출액증가율(%)	11.2	-0.9	0.5	4.0	2.7
매출원가	597.3	621.0	613.7	633.0	649.4
매출총이익	945.0	907.6	922.4	964.1	990.9
판매관리비	776.7	807.1	833.6	866.0	889.0
영업이익	168.3	100.5	88.8	98.1	101.9
영업이익률(%)	10.9	6.6	5.8	6.1	6.2
금융손익	-0.2	1.8	-1.9	-1.3	-1.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.4	-1.7	-5.8	-7.1	-7.7
세전계속사업이익	161.8	100.6	81.1	89.7	92.7
법인세비용	41.1	19.6	21.1	22.4	23.2
당기순이익	120.7	81.0	60.0	67.3	69.6
지배주주지분 순이익	123.0	83.9	64.3	71.1	73.5
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,031.1	828.9	881.8	950.1	1,016.7
현금및현금성자산	65.5	19.2	26.0	63.3	108.5
매출채권	74.7	89.3	93.3	96.9	99.4
재고자산	562.8	610.5	641.1	666.7	684.1
비유동자산	653.6	895.3	903.9	888.9	876.2
유형자산	407.2	553.1	575.8	579.7	581.9
무형자산	92.9	122.0	97.5	77.7	61.9
투자자산	32.3	27.2	35.9	36.9	37.7
자산총계	1,684.7	1,724.3	1,785.7	1,839.0	1,892.8
유동부채	288.9	251.4	281.7	281.6	280.1
매입채무	45.8	39.6	38.8	40.1	41.1
단기차입금	35.5	35.4	25.5	17.5	9.5
유동성장기부채	12.9	6.9	12.6	12.6	12.6
비유동부채	59.3	78.6	93.5	95.7	97.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	348.2	329.9	375.2	377.3	377.7
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	-2.3	-7.4	-8.7	-8.7	-8.7
이익잉여금	1,228.0	1,293.8	1,312.7	1,367.7	1,425.0
비지배주주지분	0.3	-2.6	-6.8	-10.6	-14.5
자본총계	1,336.5	1,394.3	1,410.5	1,461.7	1,515.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	67.2	54.3	123.1	115.5	122.3
당기순이익(손실)	120.7	81.0	60.0	67.3	69.6
유형자산상각비	36.7	40.2	46.8	49.1	49.8
무형자산상각비	21.5	26.9	25.0	19.8	15.7
운전자본의 증감	-121.0	-80.5	-16.4	-20.7	-12.8
투자활동 현금흐름	-73.2	-72.6	-77.2	-54.2	-53.0
유형자산의증가(CAPEX)	-52.9	-194.5	-48.2	-53.0	-52.0
투자자산의감소(증가)	50.1	5.1	-8.8	-0.9	-0.8
재무활동 현금흐름	4.2	-28.0	-39.1	-24.1	-24.1
차입금의 증감	41.7	-9.4	8.3	-8.0	-8.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-1.9	-46.3	6.9	37.2	45.2
기초현금	67.3	65.5	19.2	26.0	63.3
기말현금	65.5	19.2	26.0	63.3	108.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	62,616	62,064	65,167	68,256	70,103
EPS(지배주주)	4,995	3,405	2,726	3,037	3,139
CFPS	7,926	6,477	6,388	6,788	6,729
EBITDAPS	9,194	6,800	6,809	7,139	7,158
BPS	54,250	56,716	60,575	62,923	65,374
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	2.8	3.9	4.1	4.1	4.1
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	5.6	6.7	6.0	5.8
PCR	3.4	3.0	2.8	2.7	2.7
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	226.5	167.5	160.5	167.0	167.5
EV/EBITDA	1.7	2.6	2.4	2.0	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	6.1	4.6	4.9	4.9
EBITDA 이익률	14.7	11.0	10.4	10.5	10.2
부채비율	26.1	23.7	26.6	25.8	24.9
금융비용부담률	0.3	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	41.0	18.6	33.5	41.6	50.0
매출채권회전율(x)	20.8	18.6	16.8	16.8	16.7
재고자산회전율(x)	3.0	2.6	2.5	2.4	2.4

F&F(383220) 저성장 국면

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **80,000원**

현재주가 (5.30) **64,200원**

상승여력 **24.6%**

KOSPI 2,635.44pt

시가총액 24,593억원

발행주식수 3,831만주

유동주식비율 37.31%

외국인비중 13.29%

52주 최고/최저가 135,200원/62,100원

평균거래대금 87.3억원

주요주주(%)

F&F홀딩스 외 9 인 61.87

브이아이피자산운용 6.65

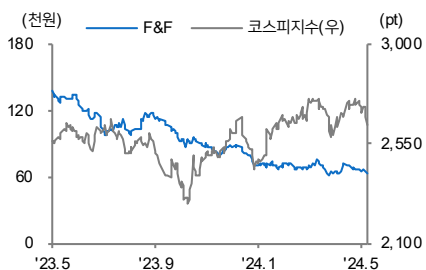
국민연금공단 6.29

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.6 -25.3 -51.3

상대주가 -0.5 -28.1 -52.2

주가그래프



내수 역성장 > 해외 성장

- **[실적]** 해외 성장 둔화에 내수 역성장 지속
 - 해외: 중국 MLB 추가 확장 제한적 vs. Duvetica 및 Supra 신규 진출
 - 국내: MLB, Discovery 모두 브랜드력 저하, 시장 점유율 하락세
- **[모멘텀]** 동남아 사업 확장, 테일러메이드 최대주주 지위

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E: 매출액 4,157억원 (+3%), 영업이익 962억원 (-13%, OPM 23%)**
- **2024E: 매출액 2조 253억원 (+2%), 영업이익 5,006억원 (-9%, OPM 25%)**

투자의견 Hold 및 적정주가 80,000원 제시

- 주력 소비층 구매 행태 변화 (대중 중저가 브랜드 기피) 감안 내수 회복 시점 추정 불가
- 12개월 선행 PER 6배 (2025E 6배), 테일러메이드 연결 편입 등 비자연 성장 도모 필요

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	1,808.9	524.9	441.8	11,532	30.5	24,055	12.5	6.0	9.4	60.4	66.5
2023	1,978.5	551.8	425.1	11,097	-4.0	33,689	8.0	2.6	5.5	38.4	52.2
2024E	2,025.3	500.6	390.9	10,205	-8.0	40,439	6.3	1.6	4.9	27.5	46.6
2025E	2,158.2	522.4	410.7	10,722	5.1	49,605	6.0	1.3	4.3	23.8	39.2
2026E	2,285.7	546.7	432.2	11,283	5.2	59,252	5.7	1.1	3.3	20.7	31.8

F&F 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	507.0	415.7	484.6	617.9	540.4	443.1	519.3	655.4	1,978.5	2,025.3	2,158.2
MLB 한국	111.5	108.7	92.7	119.9	114.3	109.5	93.1	121.3	499.6	432.8	438.3
성인 비면세	55.3	57.2	50.3	60.9	59.2	59.2	51.8	63.3	260.2	223.7	233.5
성인 면세	35.5	33.6	27.8	34.7	33.7	32.0	26.4	33.0	157.3	131.6	125.0
아동	20.7	17.9	14.6	24.3	21.4	18.4	14.9	25.0	82.2	77.5	79.8
MLB 중국	239.0	161.3	293.2	233.3	261.9	178.2	322.5	257.4	813.3	926.8	1,019.9
MLB 홍콩	22.2	22.8	21.7	25.5	25.5	26.2	24.9	29.3	77.6	92.2	106.0
MLB 동남아	12.3	13.3	30.8	13.9	14.8	15.9	37.0	16.6	56.2	70.3	84.3
Discovery	106.7	85.8	70.2	198.7	111.0	89.3	72.3	204.7	464.8	461.4	477.2
Stretch Angels	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	3.2	0.6	0.6
영업이익	130.2	96.2	126.7	147.5	136.0	101.7	130.5	154.1	551.5	500.6	522.4
영업이익률	25.7	23.1	26.1	23.9	25.2	22.9	25.1	23.5	27.9	24.7	24.2
순이익	95.7	71.4	106.7	117.1	102.4	76.2	110.4	121.8	425.1	390.9	410.7
순이익률	18.9	17.2	22.0	19.0	18.9	17.2	21.3	18.6	21.5	19.3	19.0
(% YoY)											
매출액	1.9	2.5	-1.7	6.0	6.6	6.6	7.2	6.1	9.4	2.4	6.6
MLB 한국	-16.6	-15.4	-9.1	-11.5	2.5	0.8	0.5	1.2	-16.3	-13.4	1.3
성인 비면세	-19.2	-18.0	-10.0	-8.0	7.0	3.6	3.0	4.0	-4.2	-14.0	4.4
성인 면세	-16.2	-15.0	-10.0	-22.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-34.2	-16.3	-5.0
아동	-9.6	-6.8	-4.2	-2.1	3.5	2.7	2.3	3.0	-4.6	-5.7	2.9
MLB 중국	15.0	15.1	12.5	14.0	9.6	10.5	10.0	10.3	40.0	14.0	10.1
MLB 홍콩	15.1	20.0	20.0	20.0	15.0	15.0	15.0	15.0	52.8	18.8	15.0
MLB 동남아	6.0	30.0	30.0	30.0	20.0	20.0	20.0	20.0	149.5	25.1	20.0
Discovery	-4.2	-3.0	0.0	2.0	4.0	4.0	3.0	3.0	-5.5	-0.7	3.4
영업이익	-12.5	-12.6	-14.7	2.4	4.4	5.7	3.1	4.5	5.1	-9.2	4.3
영업이익률	-4.2	-4.0	-4.0	-0.8	-0.5	-0.2	-1.0	-0.4	-1.1	-3.2	-0.5
순이익	-19.3	-16.7	-10.4	15.3	7.0	6.7	3.5	4.0	-3.8	-8.0	5.1
(매출 비중)											
내수	37.2	41.1	26.6	48.0	36.3	39.8	25.3	46.6	42.2	38.4	37.2
Discovery	21.7	21.9	13.8	33.6	21.0	21.3	13.1	32.5	24.3	23.3	22.4
MLB 성인	11.2	14.6	9.9	10.3	11.2	14.1	9.4	10.1	13.6	11.3	11.0
MLB 아동	4.2	4.6	2.9	4.1	4.1	4.4	2.7	4.0	4.3	3.9	3.8
해외	62.8	58.9	73.4	52.0	63.7	60.2	74.7	53.4	57.8	61.6	62.8
MLB 중국	48.6	41.2	57.7	39.5	49.7	42.5	58.7	40.9	42.5	46.7	48.0
MLB 면세	7.2	8.6	5.5	5.9	6.4	7.6	4.8	5.2	8.2	6.6	5.9
MLB 기타 아시아	7.0	9.2	10.3	6.7	7.6	10.1	11.3	7.3	7.0	8.2	9.0

F&F (383220)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,808.9	1,978.5	2,025.3	2,158.2	2,285.7
매출액증가율(%)	66.1	9.4	2.4	6.6	5.9
매출원가	532.7	632.3	700.9	768.5	825.3
매출총이익	1,276.2	1,346.2	1,324.4	1,389.7	1,460.4
판매관리비	751.3	794.4	823.8	867.3	913.7
영업이익	524.9	551.8	500.6	522.4	546.7
영업이익률(%)	29.0	27.9	24.7	24.2	23.9
금융손익	-9.7	0.1	8.1	12.5	16.5
중속/관계기업손익	88.9	7.7	10.7	10.7	10.7
기타영업외손익	1.0	-4.7	-2.3	-2.2	-2.2
세전계속사업이익	605.2	555.0	517.1	543.3	571.7
법인세비용	162.5	129.9	126.3	132.6	139.6
당기순이익	442.7	425.0	390.9	410.7	432.2
지배주주지분 순이익	441.8	425.1	390.9	410.7	432.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	601.2	745.6	449.8	835.2	1,158.9
현금및현금성자산	102.0	220.0	-15.7	423.6	864.4
매출채권	129.4	119.8	80.2	70.0	47.1
재고자산	297.5	341.1	328.1	290.1	193.5
비유동자산	969.0	1,259.5	1,865.7	1,852.2	1,873.4
유형자산	77.2	135.2	100.3	93.4	91.3
무형자산	132.9	177.7	181.9	175.3	169.0
투자자산	644.7	654.1	1,305.1	1,305.1	1,334.8
자산총계	1,570.2	2,005.1	2,315.5	2,687.3	3,032.3
유동부채	575.9	486.9	542.4	561.4	535.5
매입채무	99.7	94.2	74.7	79.3	82.9
단기차입금	195.0	30.7	42.0	42.0	42.0
유동성장기부채	0.0	0.0	54.0	54.0	54.0
비유동부채	51.1	200.5	193.6	195.4	196.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
부채총계	627.0	687.4	736.0	756.8	732.3
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	317.6	317.6	317.6	317.6
기타포괄이익누계액	-2.5	0.5	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	625.4	987.8	1,249.3	1,600.4	1,969.9
비지배주주지분	21.7	27.2	30.3	30.3	30.2
자본총계	943.2	1,317.7	1,579.4	1,930.5	2,300.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	369.3	477.0	502.6	520.6	592.7
당기순이익(손실)	442.7	425.0	390.9	410.7	432.2
유형자산상각비	48.5	66.5	59.6	23.0	16.1
무형자산상각비	31.8	7.3	7.0	6.6	6.3
운전자본의 증감	-113.9	-13.1	6.7	80.3	138.2
투자활동 현금흐름	-171.1	-100.3	-707.7	-16.7	-44.2
유형자산의증가(CAPEX)	-17.9	-23.2	-60.4	-16.0	-14.0
투자자산의감소(증가)	7.2	-1.7	-651.8	-0.0	-29.7
재무활동 현금흐름	-108.9	-261.3	-21.1	-64.6	-107.7
차입금의 증감	-10.2	-1.4	51.1	-5.0	-45.1
자본의 증가	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	87.4	118.0	-235.7	439.2	440.8
기초현금	14.6	102.0	220.0	-15.7	423.6
기말현금	102.0	220.0	-15.7	423.6	864.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	47,221	51,648	52,870	56,340	59,668
EPS(지배주주)	11,532	11,097	10,205	10,722	11,283
CFPS	16,008	16,458	15,737	15,110	15,368
EBITDAPS	15,799	16,333	14,805	14,408	14,858
BPS	24,055	33,689	40,439	49,605	59,252
DPS	1,600	1,700	1,569	1,649	1,735
배당수익률(%)	1.1	1.9	2.4	2.6	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	12.5	8.0	6.3	6.0	5.7
PCR	9.0	5.4	4.1	4.2	4.2
PSR	3.1	1.7	1.2	1.1	1.1
PBR	6.0	2.6	1.6	1.3	1.1
EBITDA(십억원)	605.2	625.7	567.2	551.9	569.2
EV/EBITDA	9.4	5.5	4.9	4.3	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	60.4	38.4	27.5	23.8	20.7
EBITDA 이익률	33.5	31.6	28.0	25.6	24.9
부채비율	66.5	52.2	46.6	39.2	31.8
금융비용부담률	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	50.1	47.8	41.0	45.5	48.7
매출채권회전율(x)	15.8	15.9	20.3	28.7	39.0
재고자산회전율(x)	6.7	6.2	6.1	7.0	9.5

힐라홀딩스(081660) 장기전

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

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	45,000원
현재주가 (5.30)	38,950원
상승여력	15.5%

KOSPI	2,635.44pt
시가총액	23,663억원
발행주식수	6,010만주
유동주식비율	63.08%
외국인비중	46.10%
52주 최고/최저가	41,900원/35,000원
평균거래대금	33.7억원

주요주주(%)	
피에몬테 외 5 인	35.48
국민연금공단	6.71

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.0	1.8	5.3
상대주가	-3.0	-2.0	3.3

주가그래프



배 (힐라) 보다 배꼽 (아쿠시네트)이 더 크다

- **[실적]** 채널 (도매 → 소매) 및 제품 (저단가 → 고단가) 전반 구조조정 지속
 - 직접 전개 지역, 한국 및 미국향 재고 처리 완료 수순 vs. 과거 대비 외형 축소
- **[모멘텀]** 대주주 지분 취득 지속 따른 주가 하방 확보
 - 피에몬테 지분율: 2023년 10월 34%, 2024년 4월 36%

2Q24E & 2024E Preview

- **2Q24E:** 매출액 1조 1,843억원 (+3%), 영업이익 1,631억원 (+77%, OPM 14%)
- **2024E:** 매출액 4조 1,830억원 (+4%), 영업이익 5,094억원 (+68%, OPM 12%)

투자의견 Hold 및 적정주가 45,000원 제시

- 매출 성장 및 마진 개선 동반 실현 통한 브랜드 가치 입증 필요
- 12개월 선행 PER 11배 (2025E 9배), 유동비율 11% 품질주 (최대주주 36%, 외국인 46%, 연금 7%)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
(십억원)			(지배주주)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2022	4,221.8	435.1	343.7	5,658	38.4	30,889	5.9	1.1	6.6	19.7	87.3
2023	4,006.6	303.5	42.6	701	-67.3	31,409	55.2	1.2	8.8	2.3	95.0
2024E	4,183.0	509.4	192.0	3,187	119.1	33,427	12.2	1.2	5.9	9.8	95.4
2025E	4,273.2	615.6	263.6	4,386	24.7	35,153	8.9	1.1	5.0	12.8	88.1
2026E	4,228.7	665.8	296.2	4,929	10.2	36,766	7.9	1.1	4.6	13.7	81.7

힐라홀딩스 실적 추이 및 전망

화장품/의류

(십억원, %)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,182.6	1,184.3	1,034.7	781.4	1,180.9	1,201.5	1,056.6	834.2	4,006.6	4,183.0	4,273.2
FILA - 한국	68.0	67.5	60.6	74.8	66.9	66.3	59.5	73.1	295.3	270.9	265.8
FILA - 미국	85.9	94.8	68.2	54.0	88.9	98.8	71.6	58.8	287.7	302.9	318.1
FILA - 로열티	16.9	19.4	18.4	19.3	16.6	19.3	18.3	19.9	78.0	74.1	74.1
FILA - 중국	18.0	19.1	16.1	27.1	19.4	20.7	17.4	29.3	72.3	80.4	86.8
아쿠시네트	940.0	945.9	815.8	575.9	945.0	957.5	832.1	626.5	3,109.5	3,277.6	3,361.2
영업이익	163.3	163.1	105.9	77.1	189.0	193.1	135.6	97.9	303.5	509.4	615.6
영업이익률	13.8	13.8	10.2	9.9	16.0	16.1	12.8	11.7	7.6	12.2	14.4
FILA - 한국	-5.7	-4.5	-3.0	-2.5	-2.2	-1.6	-1.3	0.9	-25.8	-15.8	-4.1
FILA - 미국	-10.8	-24.5	-20.6	-2.8	1.1	2.1	2.3	6.0	-142.0	-58.6	11.6
FILA - 로열티	16.9	19.4	18.4	19.3	16.6	19.3	18.3	19.9	78.0	74.1	74.1
FILA - 중국	18.0	19.1	16.1	27.1	19.4	20.7	17.4	29.3	72.3	80.4	86.8
아쿠시네트	161.4	156.5	104.8	21.4	165.5	158.4	106.5	30.9	360.7	444.1	461.3
순이익	72.1	51.3	30.7	37.9	93.0	72.4	51.7	46.5	42.6	192.0	263.6
중국 수익	35.3	36.8	30.1	47.9	38.3	39.9	32.7	51.7	137.0	150.2	162.6
자문수수료	18.0	19.1	16.1	27.1	19.4	20.7	17.4	29.3	73.1	80.4	86.8
지분법수익	17.3	17.7	14.1	20.8	18.8	19.2	15.3	22.4	63.9	69.8	75.8
(% YoY)											
매출액	6.7	3.2	4.5	2.7	-0.1	1.5	2.1	6.7	-5.1	4.4	2.2
FILA - 한국	-14.9	-12.6	-3.6	-0.6	-1.6	-1.9	-1.9	-2.3	-31.2	-8.2	-1.9
FILA - 미국	11.9	3.6	4.6	-0.4	3.5	4.2	5.0	8.9	-38.0	5.3	5.0
FILA - 로열티	-11.2	-2.9	-0.6	-5.3	-1.9	-0.8	-0.6	3.0	-1.8	-5.0	0.0
FILA - 중국	5.5	10.8	13.7	14.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.2	11.2	8.0
아쿠시네트	7.4	4.4	4.7	4.9	0.5	1.2	2.0	8.8	6.0	5.4	2.5
영업이익	1.8	77.4	14.4	흑전	15.8	18.4	28.1	26.9	-30.2	67.8	20.9
FILA - 한국	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지
FILA - 미국	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	-119.8
FILA - 로열티	-11.2	-2.9	-0.6	-5.3	-1.9	-0.8	-0.6	3.0	-1.8	-5.0	0.0
FILA - 중국	5.5	10.8	13.7	14.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.2	11.2	8.0
아쿠시네트	3.3	13.3	6.0	흑전	2.6	1.2	1.6	44.2	3.1	23.1	3.9
순이익	16.6	흑전	16.4	흑전	29.0	41.1	68.5	22.6	-87.6	350.9	37.3

자료: 힐라홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,221.8	4,006.6	4,183.0	4,273.2	4,228.7
매출액증가율(%)	11.3	-5.1	4.4	2.2	-1.0
매출원가	2,192.4	2,036.4	1,983.8	1,958.1	1,878.2
매출총이익	2,029.3	1,970.2	2,199.1	2,315.1	2,350.5
판매관리비	1,594.2	1,666.7	1,689.8	1,699.5	1,684.7
영업이익	435.1	303.5	509.4	615.6	665.8
영업이익률(%)	10.3	7.6	12.2	14.4	15.7
금융손익	-32.3	-82.7	-66.7	-56.1	-46.4
중속/관계기업손익	45.6	63.9	69.8	75.8	79.6
기타영업외손익	4.7	-7.3	-7.5	-7.3	-7.1
세전계속사업이익	453.1	277.4	505.0	628.0	691.9
법인세비용	-14.4	124.4	172.3	214.3	236.1
당기순이익	467.5	153.1	332.6	413.7	455.8
지배주주지분 순이익	343.7	42.6	192.0	263.6	296.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,293.3	2,241.7	2,636.6	2,959.7	3,294.9
현금및현금성자산	407.4	585.6	866.6	1,091.8	1,312.7
매출채권	462.7	433.7	459.7	478.1	507.5
재고자산	1,290.5	1,045.4	1,129.0	1,196.8	1,270.3
비유동자산	2,528.5	2,738.5	2,792.0	2,741.3	2,679.2
유형자산	499.8	601.0	670.2	648.2	614.2
무형자산	1,740.9	1,777.5	1,807.3	1,762.5	1,718.9
투자자산	192.3	236.1	242.4	258.3	273.8
자산총계	4,821.8	4,980.2	5,428.7	5,701.0	5,974.1
유동부채	1,092.7	1,161.3	1,155.1	1,196.0	1,235.4
매입채무	288.1	256.5	261.6	279.3	296.4
단기차입금	377.0	372.9	361.9	353.9	345.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,154.6	1,265.0	1,495.9	1,473.5	1,450.6
사채	69.9	443.5	0.0	0.0	0.0
장기차입금	697.0	420.8	1,090.0	1,050.0	1,010.0
부채총계	2,247.2	2,426.2	2,651.0	2,669.4	2,686.0
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	53.2	57.1	34.0	34.0	34.0
기타포괄이익누계액	141.7	190.5	249.1	249.1	249.1
이익잉여금	1,649.9	1,628.9	1,675.8	1,779.5	1,876.5
비지배주주지분	698.0	645.8	768.9	919.0	1,078.7
자본총계	2,574.6	2,553.9	2,777.7	3,031.6	3,288.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-138.7	577.8	346.5	533.1	547.8
당기순이익(손실)	467.5	153.1	332.6	413.7	455.8
유형자산상각비	80.1	92.4	110.8	106.0	98.0
무형자산상각비	32.3	40.5	45.4	44.7	43.6
운전자본의 증감	-602.9	246.8	-178.9	-30.8	-49.2
투자활동 현금흐름	-202.8	-245.9	-85.8	-103.3	-82.8
유형자산의증가(CAPEX)	-85.4	-159.6	-101.7	-84.0	-64.0
투자자산의감소(증가)	22.3	20.1	11.1	-16.0	-15.5
재무활동 현금흐름	29.4	-307.2	6.8	-204.7	-244.1
차입금의 증감	476.8	202.5	201.8	-44.8	-44.9
자본의 증가	-54.9	3.8	-23.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-291.8	178.2	281.0	225.2	220.9
기초현금	699.2	407.4	585.6	866.6	1,091.8
기말현금	407.4	585.6	866.6	1,091.8	1,312.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	69,491	65,950	69,424	71,107	70,367
EPS(지배주주)	5,658	701	3,187	4,386	4,929
CFPS	10,066	6,109	11,581	14,251	14,989
EBITDAPS	9,013	7,183	11,046	12,752	13,436
BPS	30,889	31,409	33,427	35,153	36,766
DPS	1,580	1,090	2,515	3,268	3,600
배당수익률(%)	4.8	2.8	6.5	8.4	9.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.9	55.2	12.2	8.9	7.9
PCR	3.3	6.3	3.4	2.7	2.6
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6
PBR	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	547.5	436.4	665.6	766.3	807.4
EV/EBITDA	6.6	8.8	5.9	5.0	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.7	2.3	9.8	12.8	13.7
EBITDA 이익률	13.0	10.9	15.9	17.9	19.1
부채비율	87.3	95.0	95.4	88.1	81.7
금융비용부담률	0.8	2.2	2.5	2.4	2.4
이자보상배율(x)	12.4	3.5	4.8	5.9	6.6
매출채권회전율(x)	9.2	8.9	9.4	9.1	8.6
재고자산회전율(x)	4.1	3.4	3.8	3.7	3.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (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)	
	Underweight (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

코스메카코리아 (241710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.07.18	기업브리프	Buy	40,000	하누리	-30.7	-21.3	
2023.08.10	기업브리프	Buy	43,000	하누리	-37.9	-25.8	
2023.10.13	기업브리프	Buy	47,000	하누리	-27.1	-26.0	
2023.10.18	산업분석	Buy	50,000	하누리	-28.5	-22.8	
2023.11.07	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-30.7	-21.8	
2024.02.26	기업브리프	Buy	57,000	하누리	-37.8	-30.5	
2024.04.03	기업브리프	Buy	53,000	하누리	-28.9	-12.6	
2024.05.13	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-25.0	-9.4	
2024.05.31	산업분석	Buy	90,000	하누리	-	-	

아이패밀리에스씨 (114840) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



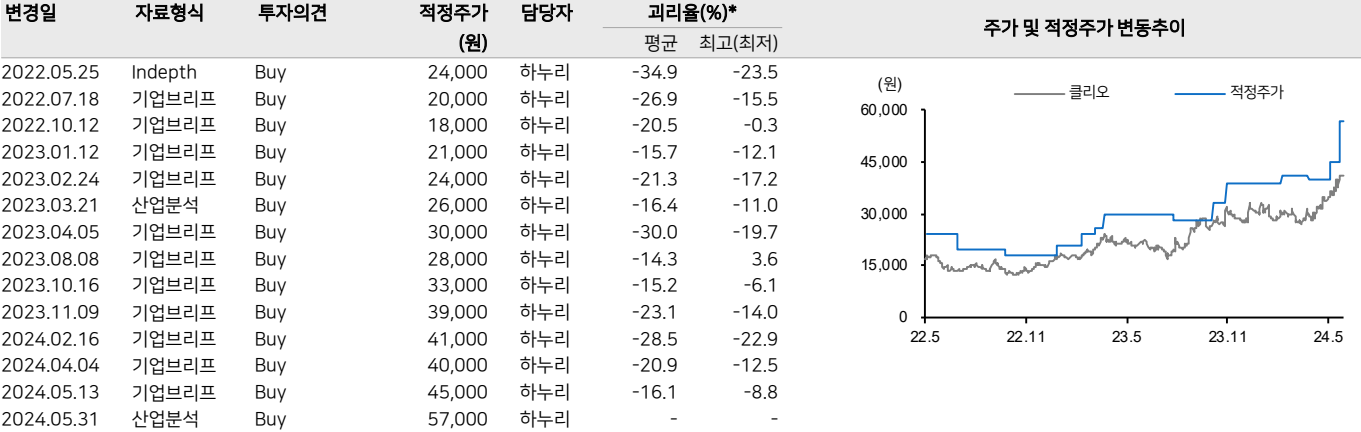
씨앤씨인터내셔널 (352480) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



클리오 (237880) 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)	
2022.05.25	Indepth	Buy	210,000	하누리	-31.9	-20.7	
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	Indepth	Buy	160,000	하누리	-22.3	-12.8	
2022.12.09	기업분석	Buy	170,000	하누리	-18.3	-12.6	
2023.02.02	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-29.0	-23.5	
2023.03.21	산업분석	Buy	170,000	하누리	-22.1	-19.5	
2023.04.04	기업브리프	Buy	180,000	하누리	-30.4	-21.2	
2023.05.24	Indepth	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	-33.6	-27.5	
2024.01.31	기업브리프	Buy	165,000	하누리	-23.5	-5.5	
2024.04.30	기업브리프	Buy	195,000	하누리	-9.5	-3.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	230,000	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)	
2022.01.10	기업브리프	Hold	47,000	하누리	-16.8	8.7	
2022.11.09	Indepth	Buy	37,000	하누리	-16.2	-6.6	
2022.12.09	기업분석	Buy	48,000	하누리	-27.3	-21.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-23.3	-10.8	
2023.05.24	Indepth	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	-32.5	-10.6	
2024.05.31	산업분석	Buy	50,000	하누리	-	-	

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.25	Indepth	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	Indepth	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	-37.6	-23.3	
2024.03.08	기업브리프	Buy	165,000	하누리	-29.9	-21.2	
2024.04.12	기업브리프	Buy	160,000	하누리	-14.5	-1.4	
2024.05.14	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-12.7	-9.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	230,000	하누리	-	-	

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.25	Indepth	Buy	58,000	하누리	-34.0	-26.4	
2022.07.14	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-30.4	-25.3	
2022.10.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-31.3	-27.2	
2022.11.09	Indepth	Buy	48,000	하누리	-14.9	-8.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-15.1	-12.8	
2023.02.28	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-22.4	-18.4	
2023.04.13	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-25.1	-18.5	
2023.05.15	기업브리프	Buy	62,000	하누리	-38.3	-36.5	
2023.05.24	Indepth	Buy	60,000	하누리	-30.5	-26.2	
2023.07.04	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-26.4	-12.6	
2023.08.14	기업브리프	Buy	77,000	하누리	-30.9	-24.5	
2023.10.13	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-28.5	-20.4	
2024.04.11	기업브리프	Buy	63,000	하누리	-17.8	-6.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	75,000	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)	
2022.05.25	Indepth	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	Indepth	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	Indepth	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	-11.0	6.6	
2024.04.08	기업브리프	Hold	400,000	하누리	-6.4	-2.0	
2024.04.26	기업브리프	Buy	480,000	하누리	-8.3	-2.3	
2024.05.31	산업분석	Buy	500,000	하누리	-	-	

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.25	Indepth	Buy	40,000	하누리	-53.3	-44.0	
2022.07.19	기업브리프	Buy	33,000	하누리	-48.9	-45.5	
2022.08.16	기업브리프	Buy	29,000	하누리	-45.8	-37.6	
2022.10.11	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-40.8	-38.0	
2022.11.09	Indepth	Buy	23,000	하누리	-31.2	-26.3	
2022.11.15	기업브리프	Buy	24,000	하누리	-34.0	-29.6	
2023.01.10	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-27.6	-19.5	
2023.05.16	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-35.1	-20.6	
2023.07.05	기업브리프	Buy	30,000	하누리	-	-	

영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.25	Indepth	Buy	70,000	하누리	-40.7	-32.2	
2022.08.17	기업브리프	Buy	80,000	하누리	-42.8	-38.1	
2022.10.11	기업브리프	Buy	75,000	하누리	-39.2	-34.7	
2022.11.09	Indepth	Buy	70,000	하누리	-32.9	-26.7	
2023.01.10	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-26.0	-20.8	
2023.05.16	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-25.3	-7.9	
2023.07.05	기업브리프	Buy	80,000	하누리	-25.5	-18.9	
2023.08.16	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-41.4	-31.8	
2023.11.10	산업분석	Buy	75,000	하누리	-39.8	-27.1	
2024.04.12	기업브리프	Buy	61,000	하누리	-37.9	-36.0	
2024.05.17	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-30.7	-26.4	
2024.05.31	산업분석	Buy	47,000	하누리	-	-	

화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.25	Indepth	Buy	21,000	하누리	-36.0	-23.6	
2022.07.19	기업브리프	Buy	18,000	하누리	-30.4	-22.2	
2022.10.11	기업브리프	Buy	16,000	하누리	-39.5	-33.4	
2022.11.09	Indepth	Buy	13,000	하누리	-25.2	-15.2	
2023.03.10	기업브리프	Buy	12,000	하누리	-29.3	-24.7	
2023.04.17	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-28.6	-15.7	
2023.07.05	기업브리프	Buy	12,000	하누리	-29.0	-24.0	
2023.08.14	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-31.1	-23.1	
2023.10.12	기업브리프	Buy	10,000	하누리	-20.9	-5.3	
2024.04.17	기업브리프	Buy	11,000	하누리	-19.0	-13.8	
2024.05.16	기업브리프	Buy	12,000	하누리	-	-	

신세계인터넷내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.05.25	Indepth	Buy	50,000	하누리	-37.3	-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	Indepth	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	-32.4	-26.4	
2024.02.07	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-25.5	-20.6	
2024.05.09	기업브리프	Buy	22,000	하누리	-20.1	-17.0	
2024.05.31	산업분석	Hold	20,000	하누리	-	-	

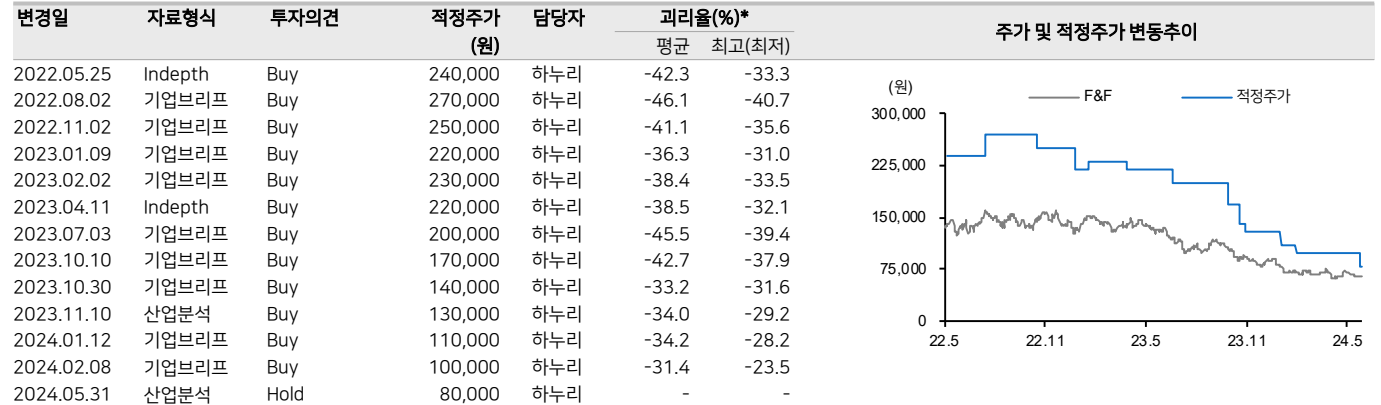
한섬 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



휠라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

