

잇츠한불 (226320)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	24,000원 (D)
현재주가 (8/14)	18,400원
상승여력	30%

시가총액	4,035억원
총발행주식수	21,929,315주
60일 평균 거래대금	10억원
60일 평균 거래량	46,758주
52주 고	45,450원
52주 저	16,200원
외인지분율	3.60%
주요주주	임병철 외 7 인 61.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.1)	(26.5)	(59.1)
상대	(10.8)	(21.1)	(52.3)
절대(달러환산)	(19.4)	(28.0)	(61.9)

뚝뚝한 자회사 덕분에

투자의견 Hold, 목표주가 24,000원으로 14% 하향

잇츠한불에 대한 투자의견 Hold 유지하며, 목표주가를 28,000원에서 24,000원으로 14% 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 잇츠스킨(별도) 및 네오팜을 제외한 자회사의 이익체력 하락을 반영한 영향이다. 1분기에 이어 별도사업은 비효율적인 내수 채널을 구조조정하는 중으로 2018년 182개점의 오프라인 매장이 현재 72개점까지 축소된 상황이다. 그러나 대중국에서의 브랜드 인지도 약화로 원가율 상승이 이어지고 있어 아쉽게도 비용 축소 효과가 미약하다.

2Q19 Review: 뚝뚝한 자회사 덕분에

잇츠한불의 2분기 실적은 연결 매출 563억원(YoY+4%), 영업이익 53억원(YoY+36%)을 기록하며, 컨센서스 영업이익 47억원 대비 소폭 상회했다. 자회사 네오팜의 실적 호조 영향이 주요하며, 잇츠스킨(별도) 사업부문은 적자흐름이 이어졌다.

▶잇츠스킨(별도) 법인은 매출 294억원(YoY-20%, QoQ+2%), 영업손실 7억원(적전, QoQ+13억원)을 기록했다. >전년동기비 채널별 매출 성장률은 로드샵 -42%, 유통점 -83%, 면세점 -51%, 직수출 -57%, 수출대행 +81%, 온라인 +174%을 기록했다. ①로드샵 및 유통점은 채널 효율화 진행 중으로 지난해 말 매장수 182개점에서 72개점(YoY-68%)으로 축소 진행 중이다. ②2분기 면세시장은 전년동기비 20%, 전분기비 4% 성장했으나, 잇츠한불의 면세매출은 전년동기비 51%, 전분기비 44% 감소하며 점유율이 급격하게 축소되었다. ③수출대행의 경우 중국 상반기 최대 온라인 행사인 6.18절 대응 물량이 반영되며 6개 분기 만에 처음 분기 100억원 매출을 돌파했다. 다만, 지속성에 대해서는 확인이 필요하다. ④온라인과 홈쇼핑 합산 매출은 24억원 수준으로 전분기비 34% 성장했다. 동사는 오프라인 채널을 축소하고 온라인, 홈쇼핑에 집중 중으로 견고하게 성장하고 있으나 아직 기여도는 미미한 편이다. >수익성 측면에서는 비효율적인 채널을 축소함에 따라 판매비율이 2Q18 54%에서 2Q19 48%로 하락하며 전년동기비 6%p 개선되었으나, 브랜드 인지도 하락 및 경쟁심화로 할인 판매 등이 집중됨에 따라 원가율이 2Q18 45%에서 2Q19 54%로 9%p 상승하며 손익분기점을 넘어서지 못했다.

▶자회사 합산 매출은 269억원(YoY+57%)을 기록하였으며, 네오팜을 제외한 연결대상 자회사는 대체로 부진했다. 주요 자회사 네오팜은 매출 215억원(YoY+19%, QoQ+8), 영업이익 60억원(YoY+40)을 기록하며 컨센서스(52억원) 대비 소폭상회했다. 탄탄한 브랜드력이 기반이 되었다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	563	4.2	7.6	570	-1.1
영업이익	53	36.0	103.7	47	14.8
세전계속사업이익	66	21.4	52.1		
지배순이익	16	-2.2	흑전		
영업이익률 (%)	9.5	+2.2 %pt	+4.5 %pt	8.2	+1.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-0.2 %pt	흑전		

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	2,457	2,141	2,345	2,589
영업이익	454	199	210	345
지배순이익	275	82	61	122
PER	30.9	127.5	66.4	33.1
PBR	1.7	1.9	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.7	28.3	5.4	3.7
ROE	8.4	1.9	1.4	2.8

자료: 유안타증권

[표 1] 잇츠한불 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F
연결 매출액	245.7	214.1	234.5	58.3	54.0	46.5	55.3	52.3	56.3	56.8	69.0
별도(잇츠스킨)	178.9	142.7	134.2	41.4	36.9	31.8	32.6	28.9	29.4	35.9	39.9
로드샵	44.1	27.2	22.0	6.9	4.6	6.9	8.9	3.6	2.7	6.4	9.3
유통점	26.9	17.9	8.1	7.1	6.4	2.8	1.7	2.0	1.1	3.0	2.0
면세점	32.2	36.7	24.5	9.7	9.6	8.8	8.6	8.4	4.7	5.5	6.0
직수출	16.4	19.5	17.1	4.4	6.0	3.9	5.2	4.9	2.6	4.1	5.5
수출대행	57.7	25.5	40.3	8.8	7.4	5.2	4.2	6.2	13.4	10.3	10.4
온라인	1.5	1.4	3.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.9	0.7	0.8
OEDM	12.7	14.5	13.1	4.3	2.6	3.9	3.7	2.1	2.6	4.3	4.1
연결 자회사	55.3	74.0	105.9	16.9	17.1	15.8	24.2	23.4	26.9	23.4	31.4
네오팜	53.6	66.3	84.7	16.6	16.1	14.4	19.2	19.9	21.5	19.0	24.4
중국법인	1.1	12.5	22.0	1.8	1.0	2.8	6.9	4.5	5.2	4.5	7.0
% YoY 연결 매출액	-25%	-13%	10%	-18%	27%	-16%	-28%	-10%	4%	22%	25%
별도	-37%	-20%	-6%	-24%	41%	-24%	-42%	-30%	-20%	13%	22%
로드샵	-35%	-38%	-19%	-55%	-44%	-28%	-19%	-48%	-42%	-7%	5%
유통점	6%	-33%	-55%	4%	12%	-56%	-79%	-72%	-83%	6%	19%
면세점	-44%	14%	-33%	15%	150%	13%	-30%	-13%	-51%	-38%	-30%
직수출	-26%	19%	-12%	14%	106%	-5%	-5%	12%	-57%	5%	5%
수출대행	-38%	-56%	58%	-55%	43%	-62%	-79%	-30%	81%	100%	150%
온라인	-13%	-9%	120%	-28%	-23%	-6%	33%	114%	174%	100%	100%
OEDM	-22%	14%	-10%	17%	-25%	60%	18%	-52%	3%	10%	10%
연결 자회사	30%	34%	43%	28%	31%	40%	46%	39%	57%	48%	30%
매출총이익	155.3	129.6	132.3	36.6	32.7	28.4	31.9	30.1	31.8	31.0	39.3
판매관리비	110.0	109.7	111.3	26.2	28.8	26.3	28.6	27.5	26.5	27.2	30.1
연결 영업이익	45.4	19.9	21.0	10.5	3.9	2.2	3.3	2.6	5.3	3.8	9.2
별도	31.3	2.7	-3.6	4.7	0.5	0.1	-2.6	-2.0	-0.7	-1.0	0.1
네오팜	14.0	19.2	24.3	5.7	4.3	3.5	5.7	6.3	6.0	4.6	7.4
% YoY 연결 영업이익	-50%	-54%	5%	-43%	흑전	-74%	-83%	-75%	36%	75%	177%
별도	-66%	-89%	-233%	-67%	흑전	-98%	적전	적전	적전	적전	흑전
네오팜	287%	36%	27%	34%	22%	38%	52%	11%	40%	34%	30%
지배주주 순이익	37.1	10.7	6.1	7.3	1.6	-0.3	2.0	-0.5	1.6	1.5	3.5
% Margin 매출총이익	63%	61%	56%	60%	61%	58%	57%	57%	57%	55%	57%
영업이익률	18%	9%	9%	7%	5%	6%	5%	5%	9%	7%	13%
별도	18%	2%	-3%	1%	0%	-8%	-7%	-7%	8%	5%	7%
네오팜	26%	29%	29%	27%	24%	30%	32%	32%	28%	24%	30%
순이익률	15%	5%	3%	3%	-1%	4%	-1%	-1%	3%	3%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터

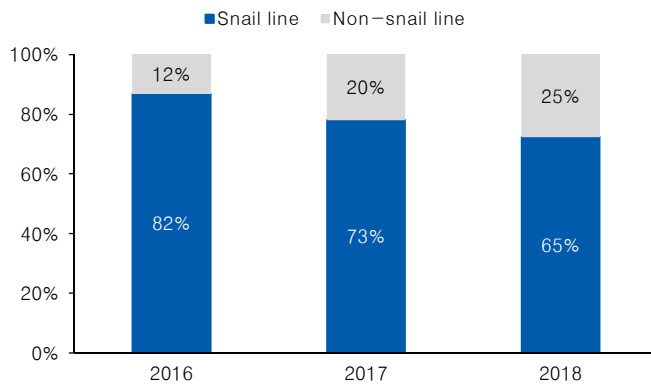
[표 2] 잇츠한불 SOTP Valuation Table

(십억원, 주)

	가치	비고
영업가치 (A)	44.1	별도 순이익 * Target PER 15배 적용
지분가치 (B)	137.8	네오팜 지분 (37.23%)
순현금 (C)	250.0	2분기 말 기준 2,500억원의 순현금 보유
순자산가치 (D) = (A) + (B) + (C)	431.9	
발행주식수 (E)	21,929,315	
자기주식수 (F)	4,312,720	
유통주식수 (G) = (E) - (F)	17,616,595	
주당자산가치 (D)/(G)	24,518	
목표주가	24,000	

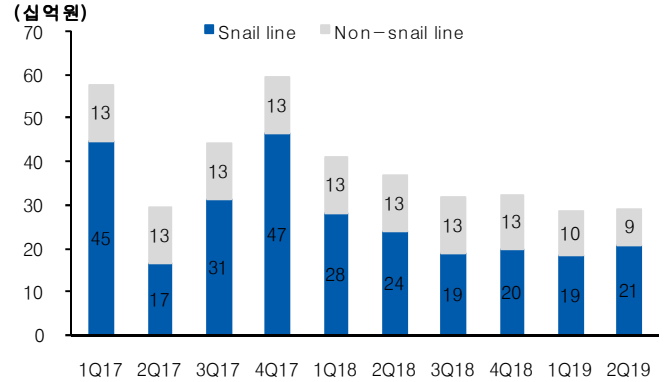
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주요 품목군 매출 비중 (별도기준 비중)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 주요 품목군 매출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

잇츠한불 (226320) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,457	2,141	2,345	2,589	2,971
매출원가	904	845	1,022	1,066	1,196
매출총이익	1,553	1,296	1,323	1,524	1,775
판매비	1,100	1,097	1,113	1,179	1,315
영업이익	454	199	210	345	460
EBITDA	537	274	274	403	514
영업외손익	34	61	63	65	63
외환관련손익	-12	8	7	7	7
이자손익	40	58	59	60	58
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	-4	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	488	260	274	409	523
법인세비용	67	75	78	102	131
계속사업순이익	420	186	196	307	392
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	420	186	196	307	392
지배지분순이익	275	82	61	122	197
포괄순이익	405	183	193	304	390
지배지분포괄이익	262	81	86	135	173

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,191	3,907	3,985	4,085	4,278
현금및현금성자산	530	260	68	73	118
매출채권 및 기타채권	303	268	483	532	608
재고자산	338	404	442	488	560
비유동자산	1,433	1,449	1,427	1,404	1,382
유형자산	447	488	457	427	396
관계기업 등 지분관련자산	0	0	8	16	24
기타투자자산	74	25	25	25	25
자산총계	5,624	5,356	5,412	5,489	5,660
유동부채	912	519	541	546	562
매입채무 및 기타채무	415	235	257	262	278
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	19	89	89	89	89
장기차입금	0	65	65	65	65
사채	0	0	0	0	0
부채총계	931	608	630	635	651
지배지분	4,373	4,349	4,381	4,447	4,588
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	2,859	2,859	2,859	2,859	2,859
이익잉여금	1,414	1,388	1,422	1,491	1,636
비지배지분	320	398	401	407	420
자본총계	4,693	4,747	4,782	4,854	5,009
순차입금	-3,503	-3,145	-2,953	-2,958	-3,003
총차입금	1	65	65	65	65

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	285	39	25	289	327
당기순이익	420	186	196	307	392
감가상각비	84	75	64	59	54
외환손익	8	-2	-7	-7	-7
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-179	-217	-259	-100	-143
기타현금흐름	-49	-3	30	30	30
투자활동 현금흐름	-352	-11	-56	-50	-46
투자자산	-92	40	-8	-8	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-122	-69	-34	-28	-23
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-139	16	-14	-14	-14
재무활동 현금흐름	-88	-301	-50	-50	-50
단기차입금	50	-184	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	12	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-137	-130	-50	-50	-50
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-12	3	-110	-183	-186
현금의 증감	-167	-270	-192	5	45
기초 현금	697	530	260	68	73
기말 현금	530	260	68	73	118
NOPLAT	454	199	210	345	460
FCF	174	-68	-78	189	233

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

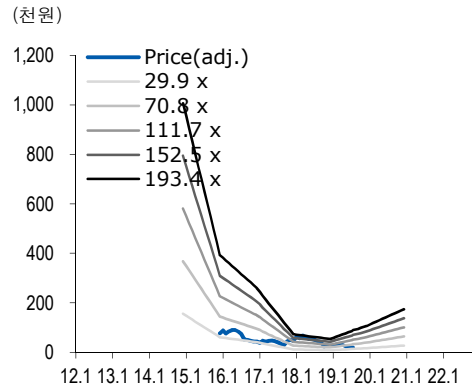
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

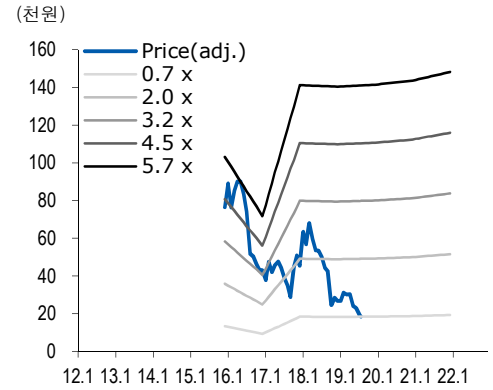
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,345	376	277	555	901
BPS	24,821	24,688	24,866	25,242	26,046
EBITDAPS	2,628	1,250	1,250	1,840	2,344
SPS	12,016	9,764	10,695	11,808	13,548
DPS	600	150	150	150	150
PER	30.9	127.5	66.4	33.1	20.4
PBR	1.7	1.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.7	28.3	5.4	3.7	2.8
PSR	3.5	4.9	1.7	1.6	1.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-24.6	-12.9	9.5	10.4	14.7
영업이익 증가율 (%)	-50.1	-56.1	5.5	64.0	33.6
지배순이익 증가율 (%)	-22.6	-70.0	-26.3	100.5	62.1
매출총이익률 (%)	63.2	60.5	56.4	58.8	59.8
영업이익률 (%)	18.5	9.3	9.0	13.3	15.5
지배순이익률 (%)	11.2	3.8	2.6	4.7	6.6
EBITDA 마진 (%)	21.9	12.8	11.7	15.6	17.3
ROIC	30.9	9.4	8.5	13.6	17.4
ROA	5.0	1.5	1.1	2.2	3.5
ROE	8.4	1.9	1.4	2.8	4.4
부채비율 (%)	19.8	12.8	13.2	13.1	13.0
순차입금/자기자본 (%)	-80.1	-72.3	-67.4	-66.5	-65.4
영업이익/금융비용 (배)	44.0	0.0	0.0	0.0	0.0

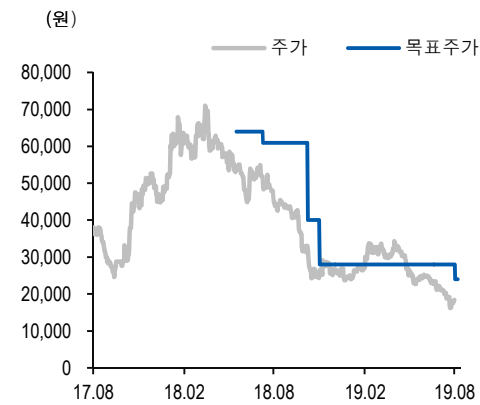
P/E band chart



P/B band chart



잇츠한불 (226320) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-08-16	HOLD	24,000	1년		
2018-11-15	HOLD	28,000	1년	-5.58	-
2018-10-22	HOLD	40,000	1년	-35.04	-
2018-07-23	BUY	61,000	1년	-29.55	-14.26
2018-05-30	BUY	64,000	1년	-19.38	-13.91

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	87.2
Hold(중립)	12.2
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.