



2019년 10월 10일 | Equity Research

브랜드

3QPre: 성수기 초입, 속도가 달라진다

시장 기대치 부합하는 실적 전망, 업종 멀티플은 낮아져...

3분기 의류 브랜드업체들의 실적은 전반적으로 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 업종 멀티플은 하향되고 있다. 주도적으로 업종 외형 성장을 이끌었던 휠라코리아(미국)와 신세계인터내셔널(코스메틱)의 성장을 둔화로 업종 센터먼트가 약화, 내수 소비 부진까지 겹쳐진 영향이다. 각 업체별 차별화 전략을 통해 추가 시장 확대 기회를 모색해 나가는 업체에 대한 주목이 필요하다.

9월 소비 매크로 지표는 성수기 의류 소비 회복을 기대하게 만든다. 소비자심리지수는 96.9로 전월대비 4.4pt 상승, 의류비지출 전망은 96으로 전월대비 3pt 상승했으나 트럼프 대통령이 유엔 총회에서 중국을 재비판, 불확실성이 짙어지는 모습이다. 시위 등 대내 정치 불안감 또한 고조되고 있다. 백화점 의류 판매 분위기는 여전히 비우호적이다. 내수 브랜드가 주 위치하는 '여성캐주얼+여성정장+남성의류' 매출 비중은 8월 20.7%로 역대 최저를, 명품 조닝 24.9%로 최고치를 경신했다. 추세적 경기 회복 전제되지 않은 상황 속 소비 지표 반등이 의류비 지출까지 이어질지는 지켜보아야 할 것으로 판단한다.

글로벌 브랜드 라이선스 사업, 고효율 핵심 전략으로 주목

어려운 업황 속 저비용 고효율 비즈니스 모델을 활용해 성장을 지속하고 있는 F&F(BUY, 12만원), 코웰패션(BUY, 8,300원)에 주목한다. F&F는 MLB 글로벌 라이선스권을 활용해 볼캡 브랜드로써 오리지널리티를 확보했다. 기 구축된 글로벌 브랜드 인지도에 대중적 디자인, 상품력이 더해져 브랜드가치가 확장, 모자, 신발, 의류까지 매출 선순환이 일어나고 있다. 20년 중국 사업 확대, 아시아 9개국 사업권을 활용한 시장 확장 가능성 또한 높다. 코웰패션은 글로벌 브랜드의 라이선스권을 독점 획득, 고성장이 지속될 전망이다. 19년 진행해온 고단가 카테고리(스포츠어패럴/골프웨어/신발/가방) 브랜드 라인업 확대가 20년 실적 온기 반영되며 매출증가율이 가파라질 것이다. 캐시카우인 이너웨어는 디테일이 적고 반품율이 낮아 20% 이상 안정적 이익을 확보, 고정비 부담이 낮은 홈쇼핑 채널을 활용해 브랜드 실패 위험도 적다. 위 종목은 현 주가 기준 각 12MF PER 12배, 8배에 거래 중이다. 향후 높은 성장 가능성 대비 저평가되어 있다. 적극 매수할 시점이다.

Earnings Preview

Overweight

Earnings Preview

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(10월8일)
휠라코리아(081660)	BUY	84,000원(하향)	58,000원
F&F(007700)	BUY	120,000원	95,100원
신세계인터내셔널(031430)	BUY	230,000원	191,500원
한섬(020000)	BUY	40,000원(하향)	29,550원
LF(093050)	BUY	24,000원(하향)	19,550원
코웰패션(033290)	BUY	8,300원(하향)	5,730원

주: 시가총액 순 (2019년 10월 8일 종가 기준)



Analyst **허제나**
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

CONTENTS

1. 의류 업종 전망 및 투자 전략	2
1) 나쁘지 않은 소비 지표, 추세성은 불투명	2
2) 명품이 지배하는 백화점 매출	2
3) 온라인, 시장 성장에도 불구하고 브랜드 매출 정체 이유	2
4) 투자 전략: 카테고리별 차별화 전략 활용 업체 주목	3
Earnings Preview	7
휠라코리아(081660)	8
F&F(007700)	14
신세계인터내셔널(031430)	19
한섬(020000)	23
LF(093050)	27
코웰패션(033290)	31

1. 의류 업종 전망 및 투자 전략

1) 나쁘지 않은 소비 지표, 추세성은 불투명

9월 소비 매크로 지표 강한 반등,
소비 여력 증가한 상황이나

의류 소비 지출 회복으로
이어질지는 미지수

전반적으로 반등한 9월 소비 매크로 지표는 향후 의류 소비 회복을 기대하게 만든다. 9월 소비 자심리지수는 전월대비 4.4pt 상승한 96.9를 기록했다. 소비지출전망은 4개월만에 (+) 반등에 성공(106, MoM 1pt), 의류비지출전망도 전월대비 3pt 상승하는 반가운 모습을 보였다(96, MoM 3pt). 무역분쟁 불확실성 완화, 지수 상승, 국내외 경기 부양책 발표 등이 긍정적 영향을 미친 것으로 판단한다. 하지만 최근 트럼프 대통령이 유엔총회 연설에서 중국을 비판하며 우려가 재확산, 시위 등 대내 정치 불안감 또한 고조되고 있어 추세성은 불명확하다. 가계대출이자 부담이 완화되며 소비 여력 증가한 상황이나 소비심리지수는 여전히 기준점을 하회, 경기와 가계 소비 사정에 대한 부정적 시선이 계속되고 있다. 추세적 경기 회복이 전제되지 않은 상황에서 의류 소비 지출 회복으로 이어질지는 지켜보아야 할 것이다.

2) 명품이 지배하는 백화점 매출

백화점 판매 분위기 비우호적
(기존점 성장률
7월 -4%, 8월 +5.7%,
9월 YoY 로우싱글 증가 예상)

백화점 의류판매 분위기는 여전히 좋지 못하다. 7월 백화점 기존점 성장률은 전년동월대비 4% 둔화(여성캐주얼 -17%/여성정장 -6.5%/남성의류 -9.6%), 8월 5.7% 증가했다(여성캐주얼 -8.1%/여성정장 -3%/남성의류 4.6%). 조닝별로는 여전히 명품이 백화점 전체 매출 성장을 견인한다(7월 YoY 19.2%/8월 23.2%). 백화점 평균 구매건수의 하향화와 평균 구매단가의 상승 추세는 명품 브랜드향 매출 의존도가 심화되고 있음을 방증한다. 단적으로, 여성정장 및 여성캐주얼 조닝은 2019년 들어 단 한번도 전년동월대비 (+)성장을 기록하지 못했다. 매출 비중은 더욱 극명하다. 내수 의류 브랜드가 주 위치하는 '여성캐주얼+여성정장+남성의류'와 잡화 조닝 매출 비중은 8월 각각 20.7%, 12.3%로 역대 최저치를 기록했다. 반면 명품 조닝 비중은 24.9%로 매월 역대 최고 비중을 경신 중이다.

3) 온라인, 시장 성장에도 불구하고 브랜드 매출 정체 이유

온라인 채널 주도
의류 전체 소비액 증가,

오프라인 의존도 높은
국내 상장업체 매출은 점차 이탈

위와 같은 소비 환경, 오프라인 유통채널의 구조적 변화 속 온라인 채널 소비 추세는 더욱 심화되고 있다. 통계청에 따르면 2019년 평균 전체 소매판매액(자동차 제외)의 약 14%는 의류가 차지했다(19.7월 기준). 수년간 전체 소매판매 내 의류 소비는 완전히 축소되어 평균 12~14% 비중 유지 중이다. 채널별 차별화 추세는 더욱 뚜렷하다. 오프라인 채널 의류 소비액은 7월 전년동월대비 -8.9%, 온라인 소비액은 19.2% 증가했다. 그 결과 온라인 채널 의류 판매 비중은 2019년 누적 평균 24%까지 확대되었다(2017년 19%→2018년 21%). 손쉬워진 개인의 증거가 인터넷 쇼핑물 창업으로 시장 경쟁이 심화, 모바일 결제 편리성 증대로 소비는 이동하고 있다. 즉, 온라인 채널 주도로 의류 전체 소비 시장은 성장하고 있으나 오프라인 유통채널 의존도가 높은 상장 업체 브랜드향 소비는 점점 더 이탈하고 있다. 거스를 수 없는 거대한 산업 구조 변화다.

4) 투자 전략: 카테고리별 차별화 전략 활용 업체 주목

카테고리별 효율적

유통 및 비즈니스 전략 업체 주목

글로벌 라이선스 비즈니스:

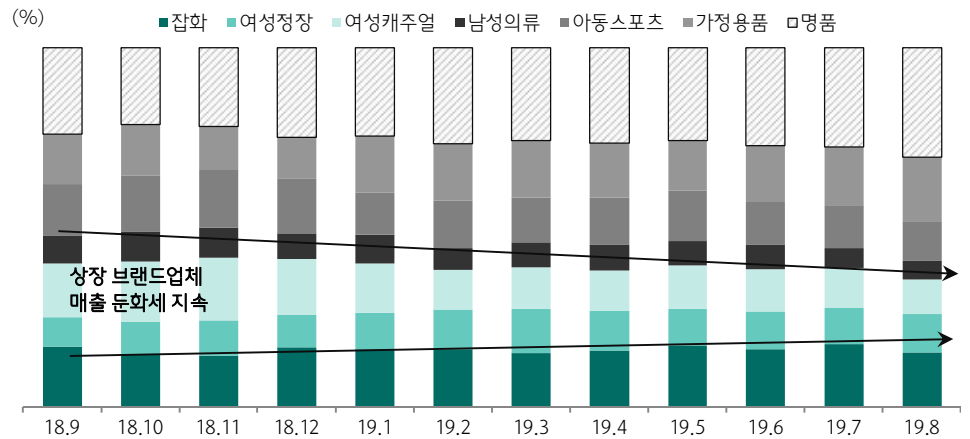
“F&F, 코웰패션”

저성장 잡화 브랜드 온라인 전환:

“한섬”

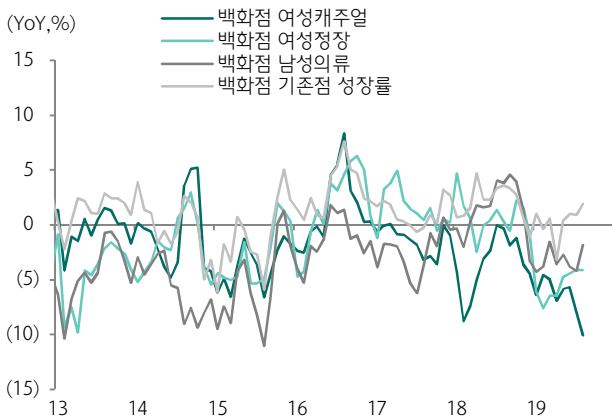
이러한 구조적 변화에 대응해 생존을 위한 선택과 집중 전략을 잘 활용하는 개별 업체에 주목해야 할 것이다. 글로벌 브랜드 라이선스 방식도 좋은 예다. F&F는 MLB라는 글로벌 스포츠 브랜드 라이선스 사업권을 활용해 볼캡 브랜드로써 오리지널리티를 확보했다. 대중적 디자인과 상품력, 브랜드 인지도 기반 확장된 브랜드가치는 모자에서 신발, 의류까지 카테고리별 매출 선순환 효과를 일으키고 있어 긍정적이다. 코웰패션은 이에 더해 온라인 니치 마켓을 잘 활용하고 있다. 브랜드력이 기 구축되어 있는 글로벌 브랜드들의 비주력 상품인 언더웨어 사업권을 획득했다. 특히 언더웨어는 이너웨어 특성상 상품 반품률이 낮고 원가 절감이 가능하다. 유통은 고정비 부담이 적은 홈쇼핑 채널을 활용한다. 브랜드 실패에 대한 부담이 적으며 규모의 경제를 통한 영업 레버리지 효과 극대화가 가능하다. 한섬은 백화점 잡화 조닝의 급격한 축소에 대응해 가방 브랜드 맥케를 온라인 전용 브랜드로 전환했다. 유통 비용을 절감하며 상품 가격을 낮춰 낮은 연령대로 소비자층을 확대하고 있다. 또한 구조적 협상력 열위인 수입브랜드 사업 부문을 축소, 손실을 줄이고 있다.

그림 1. 명품 조닝향 백화점 매출 의존도 점차 심화



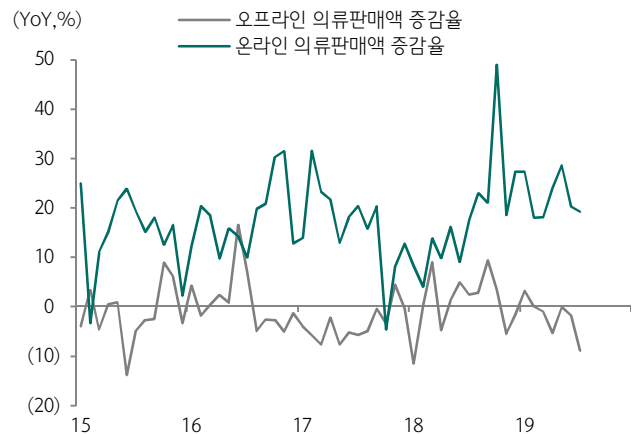
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 2. 백화점 기존점 성장률



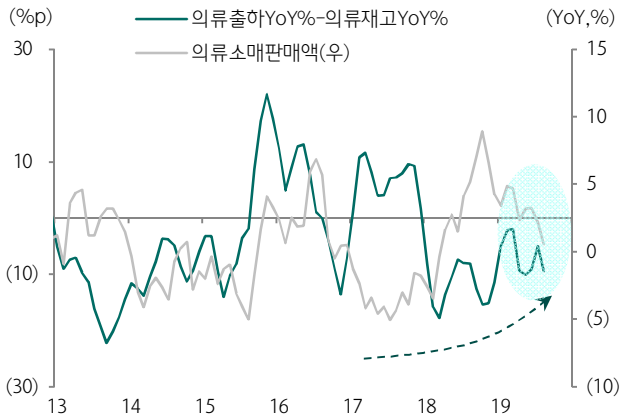
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 3. 온/오프라인 의류 판매 증감율



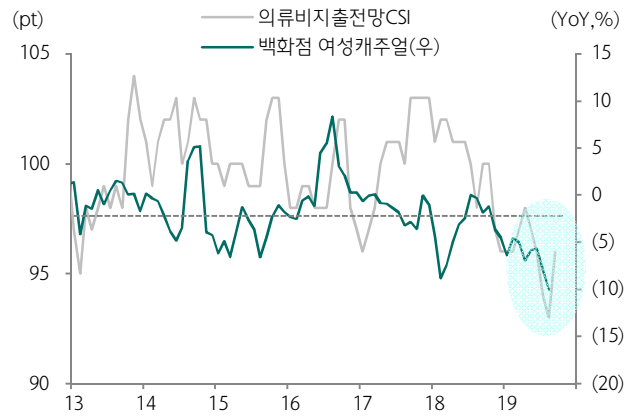
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 내수 의류업황과 의류 소매판매



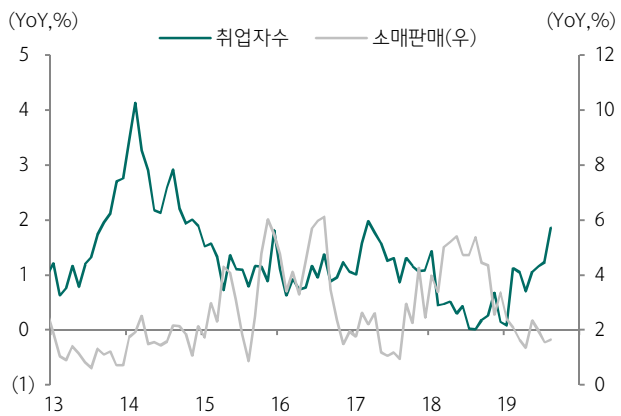
자료: 통계청, 한국은행, 하나금융투자

그림 5. 백화점 여성캐주얼과 의류비지출전망CSI



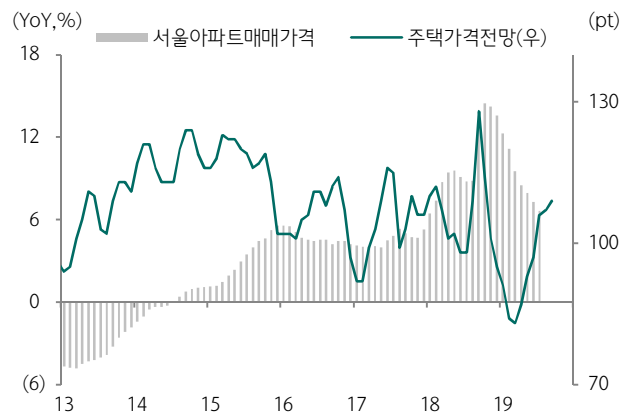
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 6. 취업자수와 소매판매



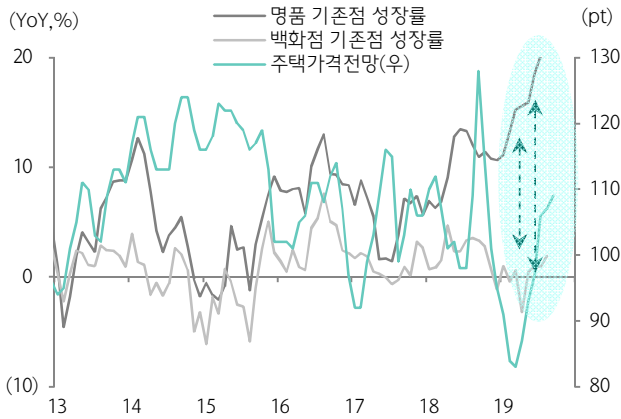
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 7. 부동산가격과 주택가격전망



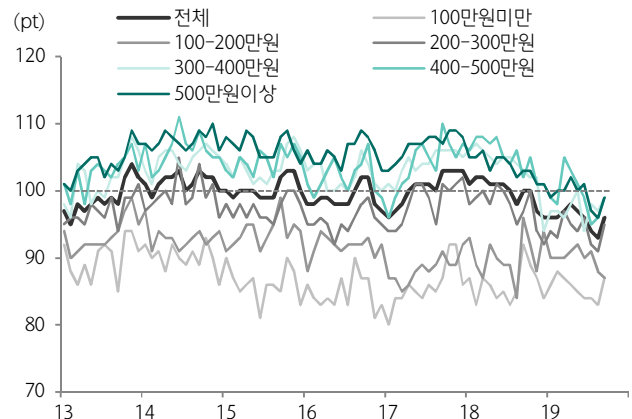
자료: 한국은행, KB부동산, 하나금융투자

그림 8. 의류비지출전망CSI와 백화점 여성캐주얼 성장률



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 9. 소득수준별 의류비지출전망CSI



자료: 한국은행, 하나금융투자

표 1. Coverage 3분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준) – 브랜드

(단위: 십억원)

	항목	3Q18	3Q19F	YoY(%)	2018	2019F	YoY(%)	Con.(3Q19)	Con.(2019)
힐라코리아*	매출	726	832	14.6	2,955	3,473	17.5	826	3,468
	영업이익	74	101	36.5	357	465	30.2	101	469
	지배순익	40	63	57.5	144	248	72.8	60	342
	OPM(%)	10.2	12.1		12.1	13.4		12.2	13.5
F&F*	매출	140	192	37.1	669	866	29.5	181	844
	영업이익	17	26	52.9	92	129	41.0	24	121
	지배순익	13	19	46.2	109	101	(7.5)	18	93
	OPM(%)	12.1	13.5		13.7	14.9		13.3	14.3
신세계 인터내셔널*	매출	312	336	7.7	1,263	1,396	10.6	340	1,393
	영업이익	11	14	27.3	56	85	53.1	16	84
	지배순익	10	12	20.0	57	69	20.0	14	71
	OPM(%)	3.5	4.2		4.4	6.1		4.7	6.0
한섬*	매출	283	278	(1.8)	1,299	1,285	(1.1)	285	1,288
	영업이익	19	22	15.8	92	112	21.8	21	106
	지배순익	14	18	28.6	74	90	21.0	17	85
	OPM(%)	6.7	7.9		7.1	8.7		7.4	8.2
LF*	매출	367	403	9.8	1,707	1,874	9.8	414	1,870
	영업이익	12	16	33.3	120	124	3.8	21	138
	지배순익	11	7	(36.4)	83	87	4.5	20	102
	OPM(%)	3.3	4.0		7.0	6.6		5.1	7.4
코웰패션*	매출	77	85	10.4	339	389	14.6	83	384
	영업이익	14	15	7.1	71	78	9.8	15	78
	지배순익	10	10	0.0	50	55	9.5	11	59
	OPM(%)	18.2	17.6		20.9	20.1		18.1	20.3

주: *표시 기업은 K-IFRS 연결기준
자료: 각 사, 하나금융투자

표 2. Coverage 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 2019/10/8, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
힐라코리아	58,000	BUY		100,000	84,000	45.2%	실적 추정치 및 타겟 멀티플 하향 조정 (기존 FILA 영업가치 20배 → 한국 10배/미국+로열티 15배 적용)
F&F	95,100	BUY		120,000		24.6%	유지
신세계인테리어	191,500	BUY		230,000		18.6%	유지
한섬	29,550	BUY		44,000	40,000	34.7%	실적 추정치 하향 조정
LF	19,550	BUY		31,000	24,000	24.7%	실적 추정치 하향 조정
코웰패션	5,730	BUY		9,200	8,300	44.5%	타겟 멀티플 하향 조정(기존 12.5배 → 11.5배)

자료: 하나금융투자

표 3. Coverage 투자 의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자 의견	목표주가 (원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)	Div.Ratio
힐라코리아*	BUY	84,000	2018	2,955	357	144	2,349	22.8	3.3	10.9	16.0	0.1
			2019F	3,473	465	248	4,800	14.3	2.9	8.1	22.3	0.4
			2020F	3,785	521	285	4,665	12.4	2.4	7.2	21.1	0.4
F&F*	BUY	120,000	2018	669	92	109	7,089	5.6	1.6	5.7	31.6	1.6
			2019F	866	129	101	5,779	14.4	3.0	9.0	23.1	0.7
			2020F	1,021	160	126	8,162	11.7	2.4	7.2	23.2	0.7
신세계인테리어*	BUY	230,000	2018	1,263	56	57	8,052	24.2	2.6	17.9	11.1	0.4
			2019F	1,396	85	69	12,259	19.8	2.3	12.6	12.1	0.5
			2020F	1,503	101	89	12,479	15.3	2.0	11.4	14.0	0.5
한섬*	BUY	40,000	2018	1,299	92	74	3,019	12.0	0.9	6.6	7.7	1.1
			2019F	1,285	112	90	3,774	8.1	0.7	3.9	8.7	1.4
			2020F	1,328	122	100	4,045	7.3	0.6	3.1	8.9	1.4
LF*	BUY	24,000	2018	1,707	120	83	2,846	8.7	0.6	3.3	7.3	2.0
			2019F	1,874	124	87	3,291	6.6	0.5	5.4	7.1	2.6
			2020F	1,958	140	94	3,208	6.1	0.4	4.8	7.3	2.6
코웰패션*	BUY	8,300	2018	339	71	50	555	8.6	2.0	6.1	26.8	0.8
			2019F	389	78	55	621	9.4	2.0	6.1	24.0	1.8
			2020F	453	92	66	725	7.9	1.6	4.8	23.5	1.8

주: *표시 기업은 K-IFRS 연결기준

주2: 배수는 2019년 10월 8일 종가 기준

자료: 각 사, 하나금융투자

Earnings Preview

월라코리아 (081660)	8
F&F (007700)	14
신세계인터내셔널 (031430)	19
한섬 (020000)	23
LF (093050)	27
코웰패션 (033290)	31

2019년 10월 10일

힐라코리아(081660)

3Q19 Pre: 중장기 관점 저점 매수 유효

3분기 영업이익 1,007억원으로 시장기대치 부합 전망

힐라코리아 3분기 연결 매출액과 영업이익 각각 8,323억원 (YoY +14.7%), 1,007억원(YoY +36.2%)으로 전망한다. FILA 그룹 매출과 영업이익은 3,763억원(YoY +21.2%), 674억원(YoY +36.8%), Acushnet는 각각 4,559억원(YoY +9.7%), 333억원(YoY +35%)으로 예상한다. ①국내: 전년 동기 어글리슈즈 열풍에 의한 높은 기저로 외형성장 속도는 완만해질 전망이다(YoY +11.8%), 의류소싱처 단일화되며 수익성개선 지속될 전망이다(YoY +4.7%p). Full Prospect 디자인 수수료는 YoY 51% 증가를 예상한다. ②USA: 매출과 영업이익 각각 1,673억원(YoY +35.3%), 166억원(YoY +65.6%)을 예상한다(OPM 9.9%). Finish line 등 거래채널 확대가 성장의 주 요인이다. ③로열티매출은 214억원(QoQ +4.6%, YoY +33.2%)을 예상한다.

미국 시장 Inner player의 가치 vs. 이익증가율 둔화 부담

8월 이후 힐라코리아 주가는 고점 대비 약 18% 하락했다. 하반기 높은 기저에 따른 성장률 둔화, 신규 히트아이템 부재에 대한 시장 우려가 주가 반영되고 있다(3Q18 힐라 그룹 영업이익 YoY +213%). 속도 차이가 있을 수 있겠으나 견조한 이익 성장, 시점점유율 확대는 지속될 전망이다. 시장조사기관 Technavio에 따르면 2017년 미국 신발시장 규모는 약 915억 달러로 집계되었다. 당시 힐라코리아 미국 홀세일 매출이 3억 달러, 유통채널 마진을 약 30% 가정 시 미국시장 M/S는 0.5% 수준이었을 것으로 추산한다. 19, 20년 각각 미국 매출증가율 33%, 20%를 적용한다면 20년 힐라코리아 미국 시장점유율은 1% 내외까지 확대될 것이다(미국 신발시장 연평균성장률 4~5% 가정). 여전히 성장 여력은 높다.

투자자의견 BUY, 목표주가 8.4만원으로 하향 조정

투자자의견 BUY, 목표주가를 8.4만원으로 하향 조정한다. 20년 실적 추정치 하향 조정, 기존 SoTP 밸류에이션 방식에서 FILA 그룹 한국(중국 제외)과 글로벌(USA+로열티)을 분리해 각각 타겟 멀티플(10배/15배)을 적용했다(표 4 참고). 높아지는 기저 속 미국 매출의존도가 높은 디스트립터 판매량 둔화, 이를 상쇄하는 히트아이템 부재는 외형성장 부담을 확대시키는 요인이다. 그러나 여전히 35% 이상 이익증가세가 유지되고 있고 글로벌브랜드로써 성장 가능성이 높다는 점을 고려한다면 현 주가는 과도한 저평가 국면이다. 중장기 관점 저가 매수 전략이 유효하다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 84,000원(하향) | CP(10월8일): 58,000원

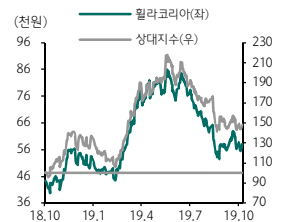
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,046.25
52주 최고/최저(원)	85,800/39,550
시가총액(십억원)	3,544.7
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	61,115.1
60일 평균 거래량(천주)	756.4
60일 평균 거래대금(십억원)	45.4
19년 배당금(예상, 원)	203
19년 배당수익률(예상, %)	0.35
외국인지분율(%)	43.10
주요주주 지분율(%)	
에이치엠엔드다폴딩스 외 2인	20.11
국민연금공단	12.67
추가상승률	1M 6M 12M
절대	2.8 (23.2) 40.6
상대	1.0 (17.0) 54.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	3,467.7	3,761.6
영업이익(십억원)	469.1	528.2
순이익(십억원)	341.5	384.3
EPS(원)	4,236	4,846
BPS(원)	20,587	25,326

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,530.3	2,954.6	3,472.9	3,785.0	4,045.2
영업이익	십억원	217.5	357.1	464.8	521.2	576.9
세전이익	십억원	181.8	337.1	459.8	523.4	585.6
순이익	십억원	62.4	143.5	248.4	285.1	321.9
EPS	원	1,030	2,349	4,064	4,665	5,266
증감률	%	(81.9)	128.1	73.0	14.8	12.9
PER	배	15.85	22.78	14.27	12.43	11.01
PBR	배	1.25	3.30	2.86	2.43	2.07
EV/EBITDA	배	8.64	10.89	8.09	7.25	6.54
ROE	%	7.53	16.03	22.27	21.12	20.27
BPS	원	13,074	16,226	20,271	23,900	28,069
DPS	원	50	50	203	233	263



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

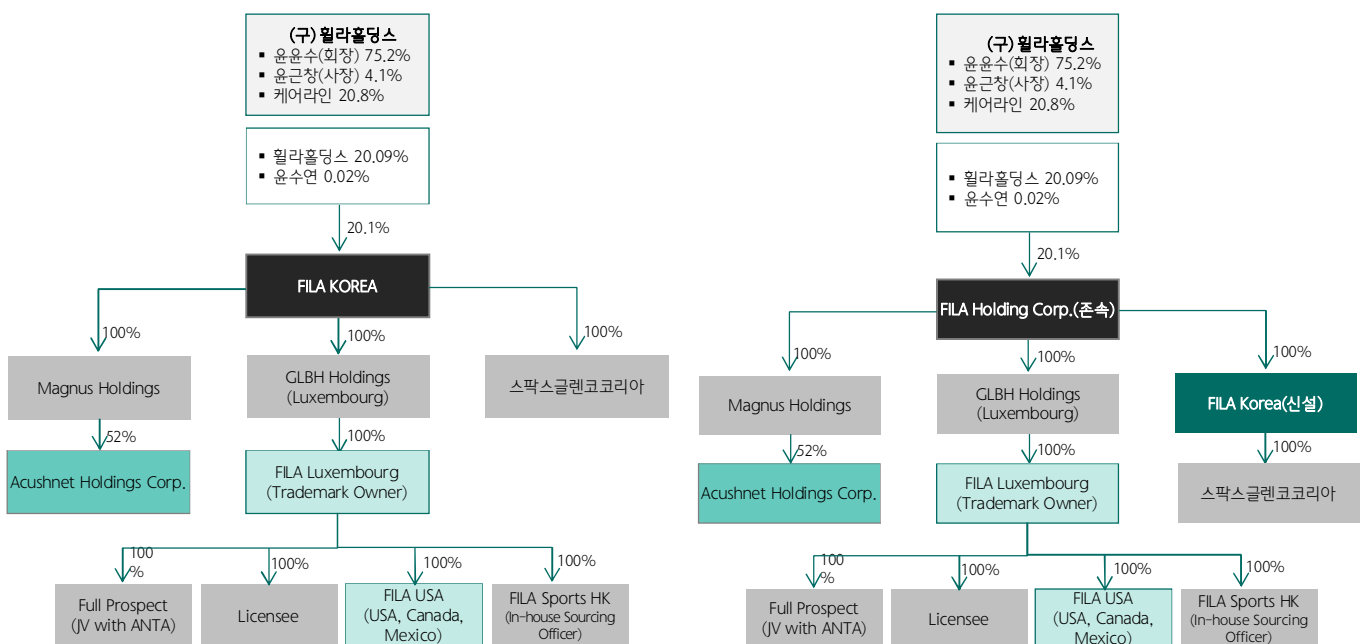
필라코리아 물적 분할 공시 관련 Comment

10/2일 장 마감 후 물적 분할 공시:
 존속법인 필라홀딩스(상장),
 신설법인 필라코리아(비상장)

필라코리아는 10/2일 장 마감 이후 물적 분할을 공시했다. 존속법인은 필라홀딩스로 현 상장법인 필라코리아가 사명을 변경한다. 신설법인으로 필라코리아(비상장)라는 100% 자회사가 설립된다. 필라홀딩스(상장법인) 아래 Magnus Holdings(Acushnet 52% 보유), GLBH Holdings, FILA Korea가 위치하는 구조다. 회사가 제시한 물적 분할 목적은 경영 효율성 제고, 투명한 지배구조 확립이다. 사업구조상 변화는 크지 않다. 신설 필라코리아는 순수 국내 사업을 담당, 미국과 중국 포함 글로벌 사업은 GLBH Holdings(FILA Luxembourg 100%)에 남는다. 따라서 신설 필라홀딩스의 연결 실적도 변화 없다. 분할 공시 후 첫 장 개시일인 10/4일 필라코리아 주가는 4% 이상 급락했다. 주주가치 변동 없는 단순 분할 목적에 대한 시장 의구심이 확대된 영향이다.

10/7일 필라코리아는 애널리스트와의 컨퍼런스 콜을 통해 물적 분할의 목적, 향후 방향에 대한 질의 응답을 진행했다. 회사측은 분할 이전의 목적이 없이 순수한 주주가치 제고와 중장기 지속 성장을 위한 결정이었다는 점을 강조했다. 필라코리아 신설법인 재상장, 이에 대한 대주주 지분을 축소 가능성 또한 없음을 언급했다. 현물 출자 혹은 증자, 필라홀딩스 아래 신사업 인수 가능성 또한 없다는 입장이다. 현 필라홀딩스(지분율 20.1%)와 존속법인의 사명 중첩은 현 필라홀딩스 사명을 변경함으로써 해소할 예정임을 밝혔다. 새롭게 신설되는 필라코리아의 사업 운영은 윤근창 대표이사가 지속, 기존 필라코리아의 효율적 인력 재배치 및 활용을 통해 의사결정 및 경영 효율성을 제고할 것으로 언급했다. 추가적으로 주주환원 정책 또한 제시했다. 2019년부터 배당성향 5%, 2020년부터 분기 배당을 통해 지급할 계획이다.

그림 1. 필라코리아 물적 분할 전 후 지배구조



주1: 검정 박스 국내 상장(예정) 법인

주2: 밝은 연두색 박스 실질 지주 법인 역할 담당, 진한 연두색(Acushnet)은 미국 상장 법인

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 1. 월라코리아 3분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	컨센서스	과리율(%)
매출	726	959	832	(13.2)	14.7	826	0.8
FILA	310	420	376	(10.4)	21.2		
국내	134	161	149	(7.1)	11.8		
미국	124	165	167	1.3	35.3		
로열티	16	20	21	4.6	33.2		
Acushnet	415	539	456	(15.4)	9.7		
영업이익	74	145	101	(30.5)	36.2	101	(0.2)
FILA	49	76	67	(11.4)	36.8		
국내	15	31	24	(23.9)	58.3		
미국	10	16	17	5.6	65.6		
로열티	16	20	21	4.6	33.2		
Acushnet	25	69	33	(51.6)	35.0		
세전이익	80	139	118	(15.1)	48.0		
지배순이익	40	68	63	(7.8)	56.2	60	5.6
영업이익률(%)	10.2	15.1	12.1				
FILA	15.9	18.1	17.9				
국내	11.2	19.4	15.9				
미국	8.1	9.5	9.9				
로열티	100.0	100.0	100.0				
Acushnet	5.9	12.8	7.3				
세전이익률(%)	11.0	14.5	14.2				
지배순이익률(%)	5.6	7.1	7.6				

자료: 월라코리아, 하나금융투자

표 2. 월라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019F
매출	677	790	726	762	2,955	835	959	832	847	3,473
FILA	203	275	310	369	1,157	347	420	376	423	1,566
국내	104	131	134	132	500	139	161	149	156	606
미국	76	110	124	189	498	158	165	167	212	702
로열티	12	14	16	17	59	19	20	21	22	83
Acushnet	474	516	415	393	1,798	488	539	456	424	1,907
영업이익	85	116	74	83	357	116	145	101	103	465
FILA	22	46	49	58	175	59	76	67	77	280
국내	8	19	15	15	56	24	31	24	25	104
미국	1	7	10	19	38	10	16	17	22	65
로열티	12	14	16	17	59	19	20	21	22	83
Acushnet	63	70	25	24	182	57	69	33	26	185
세전이익	81	103	80	74	337	109	139	118	93	460
지배순익	38	66	40	(1)	144	70	68	63	47	248
영업이익률(%)	12.5	14.6	10.2	10.8	12.1	13.9	15.1	12.1	12.2	13.4
FILA	10.7	16.6	15.9	15.8	15.1	17.1	18.1	17.9	18.2	17.9
국내	7.9	14.2	11.2	11.2	11.3	17.4	19.4	15.9	15.9	17.2
미국	1.9	6.7	8.1	9.9	7.5	6.5	9.5	9.9	10.4	9.2
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	13.4	13.6	5.9	6.2	10.1	11.6	12.8	7.3	6.2	9.7
세전이익률(%)	11.9	13.0	11.0	9.7	11.4	13.1	14.5	14.2	11.0	13.2
순이익률(%)	5.6	8.3	5.6	N/A	4.9	8.4	7.1	7.6	5.5	7.2

자료: 월라코리아, 하나금융투자

표 3. 월라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	2,530	2,955	3,473	3,785	4,045
FILA	763	1,157	1,566	1,852	2,073
국내	342	500	606	689	752
미국	345	498	702	838	964
로열티	42	59	83	97	112
Acushnet	1,767	1,798	1,907	1,933	1,972
영업이익	217	357	465	521	577
FILA	59	175	280	332	380
국내	1	56	104	122	138
미국	10	38	65	80	95
로열티	42	59	83	97	112
Acushnet	158	182	185	189	197
세전이익	182	337	460	523	586
지배순익	62	144	248	285	322
적정 시가총액	1,185	2,727	4,968	5,132	5,794
주식수(천주)	61,115	61,115	61,115	61,115	61,115
적정 주가(원)	20,416	46,976	81,285	83,977	94,797
적정 PER(배)	20.0	20.0	20.0	18.0	18.0
EPS(원)	1,021	2,349	4,064	4,665	5,266
영업이익률(%)	8.6	12.1	13.4	13.8	14.3
FILA	7.8	15.1	17.9	17.9	18.3
국내	0.4	11.3	17.2	17.8	18.3
미국	3.0	7.5	9.2	9.6	9.9
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	9.0	10.1	9.7	9.8	10.0
매출 (YoY,%)	161.6	16.8	17.5	9.0	6.9
FILA	2.0	51.6	35.4	18.2	12.0
국내	11.9	46.0	21.1	13.7	9.2
미국	(7.2)	44.6	41.0	19.3	15.0
로열티	5.2	40.3	41.5	17.3	15.0
Acushnet	707.3	1.7	6.1	1.4	2.0
영업이익 (YoY,%)	1,737.1	64.2	30.1	12.1	10.7
FILA	43.0	195.2	60.5	18.6	14.5
국내	흑전	3,889.8	84.0	17.8	12.4
미국	(57.7)	259.0	72.2	24.5	18.6
로열티	5.2	40.3	41.5	17.3	15.0
Acushnet	흑전	15.1	1.2	2.3	4.0
순이익 (YoY,%)	(80.7)	130.1	73.0	14.8	12.9

자료: 월라코리아, 하나금융투자

표 4. 필라코리아 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2019F	2020F	비 고
FILA 국내 영업가치(A)	530	619	
KOREA 순이익	53	62	Full Prospect 디자인 수수료 제외 순수 국내
적정 PER(배)	10	10	국내 브랜드업체 평균 PER
FILA 해외 영업가치(B)	1,981	2,376	
USA 순이익	49	61	
Royalty	83	97	
적정 PER(배)	15	15	국내 브랜드업체 평균 PER에 성장성 감안 50% 프리미엄
Full Prospect 지분가치(C)	1,333	1,600	
디자인 수수료	34	41	
지분법 이익	32	39	보통주 지분율 15%
적정 PER(배)	20	20	Anta Sports 12MF PER 22배의 10% 할인
Acushnet 기업가치(D)	1,125	1,207	지분 52.6%에 대한 기업 가치
당기순이익	107	115	
적정 PER(배)	20	20	글로벌 스포츠 브랜드 평균 PER 25배에 20% 할인
순차입금(D)	600	500	FILA Group 차입금(Acushnet 차입금 4천억원 제외)
적정 시가총액(A+B+C-D)	4,368	5,303	
발행주식수(천주)	61,115	61,115	
적정주가 I (원)	71,476	86,763	
적정주가 II (원)	84,215		시간 가중치 적용

자료: 필라코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,530.3	2,954.6	3,472.9	3,785.0	4,045.2
매출원가	1,289.8	1,487.1	1,723.7	1,859.2	1,985.6
매출총이익	1,240.5	1,467.5	1,749.2	1,925.8	2,059.6
판매비	1,023.1	1,110.4	1,284.4	1,404.5	1,482.6
영업이익	217.5	357.1	464.8	521.2	576.9
금융손익	(43.7)	(55.7)	(54.9)	(54.1)	(53.3)
종속/관계기업손익	12.5	19.8	32.5	39.0	44.9
기타영업외손익	(4.5)	16.0	17.5	17.3	17.1
세전이익	181.8	337.1	459.8	523.4	585.6
법인세	73.7	127.1	173.3	197.3	220.7
계속사업이익	108.1	210.0	286.5	326.1	364.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	108.1	210.0	286.5	326.1	364.9
비배주주지분 손이익	45.7	66.5	74.5	84.9	94.9
지배주주순이익	62.4	143.5	248.4	285.1	321.9
지배주주지분포괄이익	(68.1)	192.4	262.0	256.5	287.0
NOPAT	129.3	222.5	289.6	324.8	359.4
EBITDA	283.6	422.6	593.0	629.1	668.4
성장성(%)					
매출액증가율	161.6	16.8	17.5	9.0	6.9
NOPAT증가율	1,421.2	72.1	30.2	12.2	10.7
EBITDA증가율	791.8	49.0	40.3	6.1	6.2
영업이익증가율	1,743.2	64.2	30.2	12.1	10.7
(지배주주)순이익증가율	(80.7)	130.0	73.1	14.8	12.9
EPS증가율	(81.9)	128.1	73.0	14.8	12.9
수익성(%)					
매출총이익률	49.0	49.7	50.4	50.9	50.9
EBITDA이익률	11.2	14.3	17.1	16.6	16.5
영업이익률	8.6	12.1	13.4	13.8	14.3
계속사업이익률	4.3	7.1	8.2	8.6	9.0

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,030	2,349	4,064	4,665	5,266
BPS	13,074	16,226	20,271	23,900	28,069
CFPS	4,056	5,397	10,184	11,628	12,229
EBITDAPS	4,682	6,914	9,703	10,293	10,936
SPS	41,773	48,346	56,826	61,932	66,189
DPS	50	50	203	233	263
주가지표(배)					
PER	15.8	22.8	14.3	12.4	11.0
PBR	1.2	3.3	2.9	2.4	2.1
PCFR	4.0	9.9	5.7	5.0	4.7
EV/EBITDA	8.6	10.9	8.1	7.2	6.5
PSR	0.4	1.1	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	7.5	16.0	22.3	21.1	20.3
ROA	1.9	4.5	7.0	7.2	7.6
ROIC	5.2	8.9	11.0	11.9	12.9
부채비율	149.4	119.3	111.4	91.3	80.1
순부채비율	82.4	54.2	37.2	16.6	2.9
이자보상배율(배)	4.1	6.6	5.5	6.2	7.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,154.1	1,337.9	1,754.8	2,067.7	2,539.5
금융자산	137.3	169.7	454.3	613.9	874.3
현금성자산	107.7	149.0	431.5	589.9	849.4
매출채권 등	387.3	473.9	526.8	590.0	678.5
재고자산	578.4	632.2	702.9	787.2	905.3
기타유동자산	51.1	62.1	70.8	76.6	81.4
비유동자산	1,924.8	1,966.5	2,081.7	1,989.0	1,909.2
투자자산	47.5	64.7	71.7	77.9	83.1
금융자산	20.9	18.8	20.9	22.7	24.3
유형자산	323.5	310.7	390.2	326.0	275.1
무형자산	1,440.4	1,491.9	1,506.8	1,472.0	1,438.0
기타비유동자산	113.4	99.2	113.0	113.1	113.0
자산총계	3,078.9	3,304.3	3,836.5	4,056.6	4,448.7
유동부채	694.6	672.3	909.9	791.8	807.9
금융부채	292.0	176.5	368.0	204.8	182.9
매입채무 등	347.7	425.5	473.1	515.6	551.0
기타유동부채	54.9	70.3	68.8	71.4	74.0
비유동부채	1,150.0	1,125.5	1,112.3	1,143.8	1,170.1
금융부채	861.8	809.7	761.2	761.2	761.2
기타비유동부채	288.2	315.8	351.1	382.6	408.9
부채총계	1,844.6	1,797.8	2,022.1	1,935.6	1,978.0
지배주주지분	799.0	991.7	1,238.9	1,460.6	1,715.4
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	117.8	117.8	117.8	117.8	117.8
자본조정	(13.1)	(9.1)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
기타포괄이익누계액	(46.5)	(0.6)	41.7	41.7	41.7
이익잉여금	679.7	822.4	1,033.4	1,255.2	1,510.0
비배주주지분	435.3	514.8	575.5	660.4	755.3
자본총계	1,234.3	1,506.5	1,814.4	2,121.0	2,470.7
순금융부채	1,016.5	816.6	675.5	352.7	70.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	30.0	274.6	366.0	357.3	309.1
당기순이익	108.1	210.0	286.5	326.1	364.9
조정	124.0	171.1	166.3	107.9	91.5
감가상각비	66.1	65.5	128.2	107.8	91.5
외환거래손익	(7.6)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(12.5)	(19.8)	(16.2)	0.0	0.0
기타	78.0	126.1	54.3	0.1	0.0
영업활동자산부채 변동	(202.1)	(106.5)	(86.8)	(76.7)	(147.3)
투자활동 현금흐름	(51.6)	(24.6)	(29.8)	(16.2)	(12.6)
투자자산감소(증가)	5.3	2.6	9.2	(6.3)	(5.2)
유형자산감소(증가)	(39.2)	(17.9)	(18.0)	(8.8)	(6.5)
기타	(17.7)	(9.3)	(21.0)	(1.1)	(0.9)
재무활동 현금흐름	22.2	(214.4)	(58.3)	(182.7)	(37.0)
금융부채증가(감소)	(38.4)	(167.6)	142.9	(163.2)	(21.8)
자본증가(감소)	16.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	66.1	(22.5)	(186.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(21.8)	(24.3)	(15.1)	(19.5)	(15.1)
현금의 증감	(41.7)	41.3	282.5	158.4	259.5
Unlevered CFO	245.7	329.8	622.4	710.6	747.4
Free Cash Flow	(9.4)	189.9	347.9	348.5	302.6

2019년 10월 10일

F&F(007700)

3Q19 Pre: 브랜드가치 확장이 매출 선순환으로

3분기 영업이익 255억원 전망(YoY +48.3%)

3분기 매출액 1,924억원(YoY +37.7%), 영업이익 255억원(YoY +48.3%)을 전망한다. 브랜드별 매출성장률(YoY)은 디스커버리 +12%/ MLB +62%/ MLB키즈 +27%/ 스트레치엔젤스 +27%으로 예상된다. 홍콩법인 매출 76억원, 영업이익 6억원으로 추정한다. 당분기 MLB키즈 1개점 오픈했으나 시위 영향 매출 기여는 제한적이었을 것이다. 상해법인 매출 33억원으로 추정한다. 연결 영업이익률은 규모의 경제 효과로 전년 동기 대비 0.9%p 개선된 13.2% 기록을 예상한다. 디스커버리 신발(디워커 에어)과 스트레치엔젤스 가방(파니니백) 판매량은 여름철 디자인 특수성에 기인해 전분기 대비 다소 완만해졌을 것이며 F/W 신제품은 8월 말 본격 출시되기 시작, 4분기 온기 반영될 것으로 전망한다.

3분기보다 4분기, 올해 보다 내년을 더욱 기대

3분기를 지나 4분기에 가까워질수록 F&F 실적은 견조한 우상향 추세를 나타낼 전망이다. 우선 3분기에는 F&F 중국 티몰 매출이 온기 첫 반영된다. 하나금융투자는 3분기 중국법인 매출 33억원, 4분기 54억원으로 예상한다. 4분기 매출확대는 고단가 상품 카테고리 증가가 주효할 전망이다. F/W 신상품이 8월말부터 본격적으로 입고되기 시작, 주 아이템은 다운코트(평균 단가 약 40만원), 스웨트셔츠(11만원) 등이다. 낮은 단가의 모자뿐만 아니라 고단가 의류 상품 SKU가 증가하며 전체 평균 구매단가 상승 효과가 기대된다. MLB 모자로 높아진 브랜드 인지도가 신발, 의류까지 매출 선순환 효과를 일으키고 있어 긍정적이다. 국내 디스커버리와 MLB 또한 올 겨울 히트 소재로 예상되는 플리스, 다운을 활용한 베스트, 자켓 및 패딩류 신제품을 적극적으로 출시, 판매 호조세를 띠고 있는 것으로 파악된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 12만원 유지

F&F의 브랜드력 기반 카테고리별 매출 선순환 효과를 높게 평가한다. MLB는 저단가 모자 중심에서 신발 및 의류로, 디스커버리는 신발 매출이 더해지며 외형 성장이 지속되고 있다. 중국법인은 4분기 상해 2개 영업점, 연말 플래그십 스토어 출점 고려 시 점진적으로 매출 확대될 것이다. 아시아 9개국 판권 활용한 추가 해외법인 설립, 시장확대 가능성 또한 존재한다. 실적 추정치는 지속적으로 상향될 가능성이 높다. 현 주가는 12MF PER 12배로 밸류에이션 부담 또한 낮다. 업종 Top pick으로 제시, 비중 확대를 권고한다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 120,000원 | CP(10월8일): 95,100원

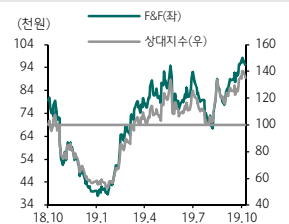
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,046.25
52주 최고/최저(원)	98,300/37,800
시가총액(십억원)	1,464.5
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	15,400.0
60일 평균 거래량(천주)	93.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
19년 배당금(예상, 원)	650
19년 배당수익률(예상, %)	0.68
외국인지분율(%)	8.63
주요주 지분율(%)	
김창수 외 8 인	58.82
국민연금공단	6.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.3 19.5 28.7
상대	10.2 29.1 41.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	843.9	983.2
영업이익(십억원)	120.8	146.9
순이익(십억원)	93.2	115.2
EPS(원)	6,044	7,458
BPS(원)	30,798	37,601

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	560.5	668.7	866.1	1,021.4	1,140.5
영업이익	십억원	98.1	91.5	129.2	160.1	181.2
세전이익	십억원	99.5	141.0	130.8	162.1	183.6
순이익	십억원	74.9	109.2	101.4	125.7	142.4
EPS	원	4,863	7,089	6,584	8,162	9,247
증감률	%	147.7	45.8	(7.1)	24.0	13.3
PER	배	8.63	5.65	14.45	11.65	10.28
PBR	배	2.18	1.56	3.03	2.44	2.00
EV/EBITDA	배	5.60	5.72	9.03	7.25	6.04
ROE	%	28.66	31.64	23.10	23.22	21.40
BPS	원	19,218	25,593	31,397	38,909	47,506
DPS	원	650	650	650	650	650

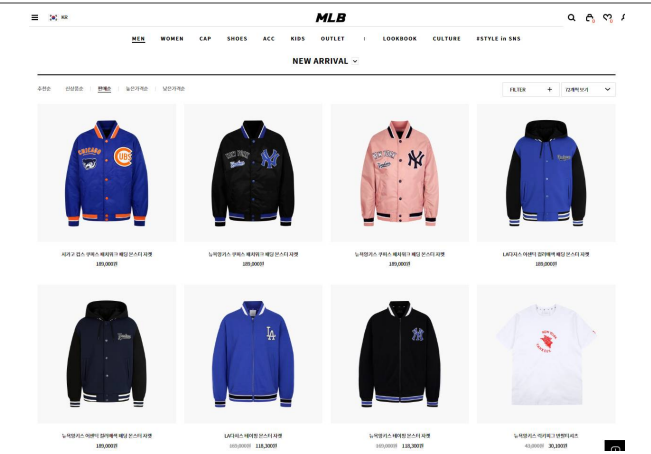


Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

그림 1. MLB 공식물 내 의류 인기 상품 평균 단가 10만원 이상



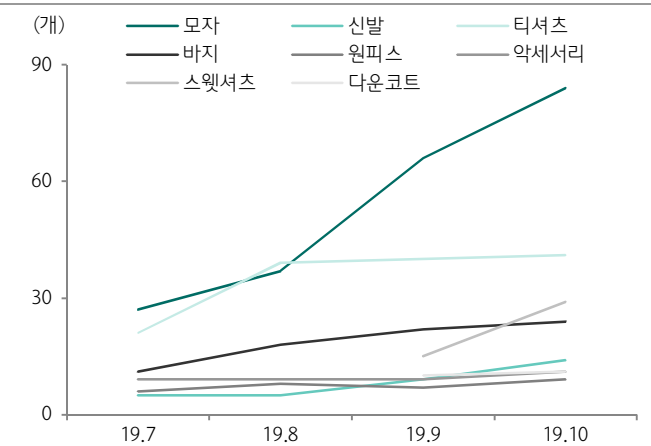
자료: MLB 공식물, 하나금융투자

그림 2. 디스커버리 F/W 신제품 사진



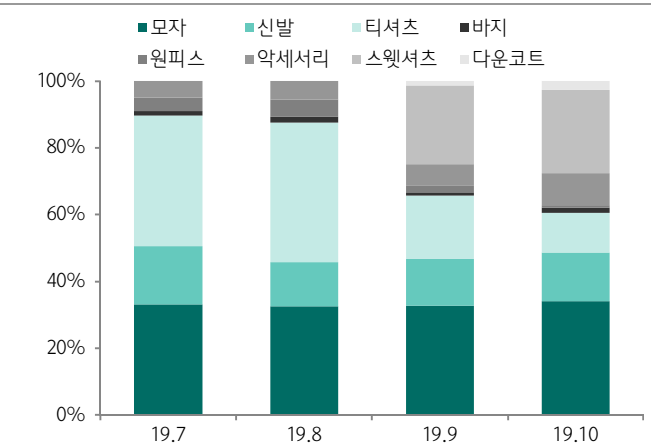
주: 모델명 및 제품 단가- (좌) 조거 플렉스; 10.9만원, (우) 버킷 디펜더(겨울); 12.9만원
자료: 디스커버리 공식물, 하나금융투자

그림 3. 티몰 카테고리별 SKU 증가 추이



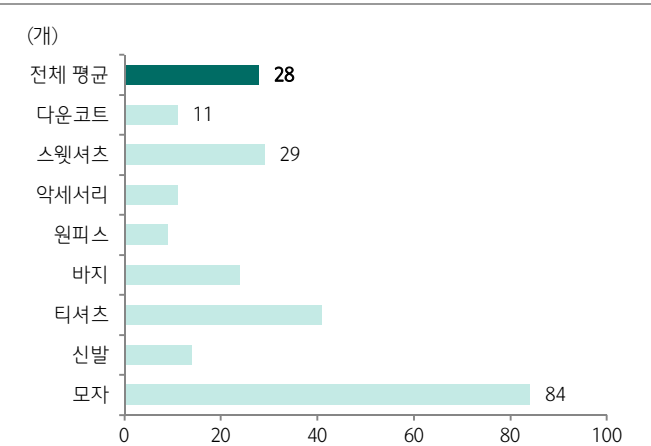
주: 각 월말, 10월은 2019년 10월 4일 기준
자료: 티몰, 하나금융투자

그림 4. 티몰 카테고리별 매출 기여도 추이



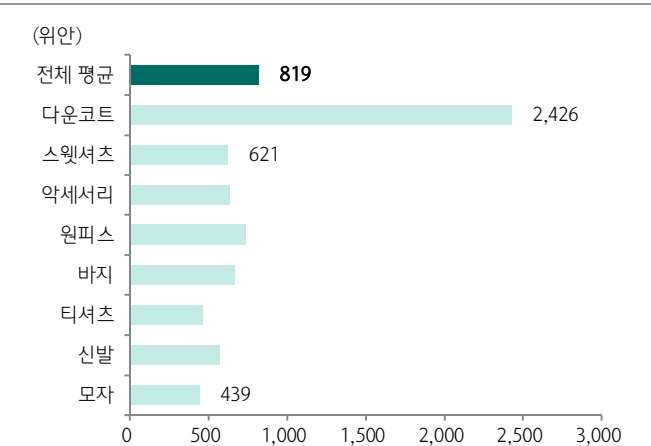
주: 각 월말, 10월은 2019년 10월 4일 기준
자료: 티몰, 하나금융투자

그림 5. 중국 티몰 카테고리별 SKU 비교



주: 2019년 10월 4일 기준
자료: 티몰, 하나금융투자

그림 6. 중국 티몰 카테고리별 ASP 비교



주: 2019년 10월 4일 기준
자료: 티몰, 하나금융투자

표 1. F&F 3분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ (%,%p)	YoY (%,%p)	컨센서스	과리율(%)
매출	140	202	192	(4.5)	37.7	181	6.6
국내	129	192	178	(7.3)	37.5		
MLB	63	119	102	(14.2)	62.3		
MLB Kids	16	23	21	(10.6)	27.0		
Discovery	50	51	56	8.8	11.5		
Stretch Angels	0	6	3	(48.8)	N/A		
해외	6	14	19	34.9	234.9		
영업이익	17	29	26	(11.9)	48.3	24	7.5
세전이익	18	29	26	(11.3)	47.8		
순이익	13	21	19	(11.3)	39.7	18	4.8
영업이익률(%)	12.3	14.4	13.2	(1.1)	0.9		
세전이익률(%)	12.5	14.5	13.4	(1.0)	0.9		
순이익률(%)	9.6	10.4	9.7	(0.7)	0.1		

자료: F&F, 하나금융투자

표 2. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	133	148	140	248	669	163	202	192	309	866
국내	130	141	129	238	639	154	192	178	295	819
MLB	57	79	63	65	263	75	119	102	104	400
MLB Kids	20	18	16	23	78	23	23	21	27	93
Discovery	53	44	50	149	296	57	51	56	165	329
Stretch Angels	-	-	-	1	1	2	6	3	4	15
해외	2	4	6	6	18	10	14	19	20	64
홍콩	2	4	6	6	18	7	9	8	6	29
로지스틱스	-	-	-	-	-	3	3	3	3	11
상하이	-	-	-	-	-	-	-	3	5	9
듀베티카 Int.	0	3	6	5	14	1	2	6	6	15
영업이익	18	19	17	37	92	19	29	26	56	129
세전이익	63	22	18	38	141	19	29	26	57	131
지배주주귀속 순이익	49	17	13	30	109	14	21	19	47	101
영업이익률(%)	13.5	13.1	12.3	14.9	13.7	11.6	14.4	13.2	18.0	14.9
세전이익률(%)	47.5	15.1	12.5	15.3	21.1	11.8	14.5	13.4	18.3	15.1
순이익률(%)	36.6	11.8	9.6	12.0	16.3	8.8	10.4	9.7	15.3	11.7

주: 2018년 1분기 투자 부동산 매각에 따른 자산처분이익(448억원) 발생

자료: F&F, 하나금융투자

표 3. F&F 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	561	669	866	1,021	1,141
국내	551	639	819	958	1,063
MLB	175	263	400	500	575
MLB Kids	70	78	93	105	116
Discovery	306	296	329	352	366
Stretch Angels	-	1	15	20	24
해외	-	32	64	89	108
홍콩	-	18	29	45	56
로지스틱스	-	10	11	12	13
상하이	-	-	9	16	20
듀베티카 Int.	-	14	15	17	19
영업이익	98	92	129	160	181
국내	98	91	126	153	172
해외	-	-	3	7	10
세전이익	99	141	131	162	184
지배주주귀속 순이익	75	64	101	126	142
적정 시가총액	1,123	967	1,521	1,885	2,137
주식수(천주)	15,400	15,400	15,400	15,400	15,400
적정 주가(원)	72,943	62,823	98,760	122,417	138,751
적정 PER(배)	15	15	15	15	15
EPS(원)	4,863	4,188	6,584	8,161	9,250
영업이익률(%)	17.5	13.7	14.9	15.7	15.9
국내	17.8	14.3	15.2	15.9	16.2
해외 - MLB	-	-	7.1	8.7	9.5
매출 (YoY,%)	27.7	19.3	29.5	17.9	11.7
영업이익 (YoY,%)	115.1	(6.7)	41.1	23.9	13.2
순이익 (YoY,%)	147.7	(13.9)	57.2	24.0	13.3

주: 2018년 1분기 투자 부동산 매각에 따른 자산처분이익(448억원) 발생
자료: F&F, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	560.5	668.7	866.1	1,021.4	1,140.5
매출원가	192.2	228.1	290.6	340.1	378.7
매출총이익	368.3	440.6	575.5	681.3	761.8
판매비	270.2	349.1	446.3	521.2	580.6
영업이익	98.1	91.5	129.2	160.1	181.2
금융손익	(0.2)	1.5	1.9	1.7	1.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.6	48.0	(0.3)	0.3	0.6
세전이익	99.5	141.0	130.8	162.1	183.6
법인세	24.6	31.7	29.3	36.4	41.2
계속사업이익	74.9	109.3	101.5	125.7	142.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	74.9	109.3	101.5	125.7	142.4
비배주주지분 손이익	0.0	0.1	(0.3)	0.0	0.0
지배주주순이익	74.9	109.2	101.4	125.7	142.4
지배주주지분포괄이익	74.6	108.2	102.4	126.1	142.8
NOPAT	73.9	71.0	100.2	124.1	140.5
EBITDA	105.9	101.2	157.2	182.0	198.4
성장성(%)					
매출액증가율	27.7	19.3	29.5	17.9	11.7
NOPAT증가율	119.9	(3.9)	41.1	23.9	13.2
EBITDA증가율	100.9	(4.4)	55.3	15.8	9.0
영업이익증가율	115.1	(6.7)	41.2	23.9	13.2
(지배주주)순이익증가율	148.0	45.8	(7.1)	24.0	13.3
EPS증가율	147.7	45.8	(7.1)	24.0	13.3
수익성(%)					
매출총이익률	65.7	65.9	66.4	66.7	66.8
EBITDA이익률	18.9	15.1	18.2	17.8	17.4
영업이익률	17.5	13.7	14.9	15.7	15.9
계속사업이익률	13.4	16.3	11.7	12.3	12.5

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,863	7,089	6,584	8,162	9,247
BPS	19,218	25,593	31,397	38,909	47,506
CFPS	6,785	7,215	10,611	11,883	12,750
EBITDAPS	6,878	6,570	10,208	11,819	12,881
SPS	36,397	43,424	56,241	66,325	74,058
DPS	650	650	650	650	650
주가지표(배)					
PER	8.6	5.6	14.4	11.7	10.3
PBR	2.2	1.6	3.0	2.4	2.0
PCFR	6.2	5.6	9.0	8.0	7.5
EV/EBITDA	5.6	5.7	9.0	7.2	6.0
PSR	1.2	0.9	1.7	1.4	1.3
재무비율(%)					
ROE	28.7	31.6	23.1	23.2	21.4
ROA	21.2	24.4	18.0	18.0	16.9
ROIC	37.6	26.1	26.9	29.5	32.3
부채비율	35.2	25.6	30.7	28.0	24.9
순부채비율	(17.9)	(9.9)	(9.3)	(24.2)	(36.4)
이자보상배율(배)	2,758.8	1,596.8	95.9	59.4	67.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	254.6	291.1	385.5	542.3	706.6
금융자산	53.1	38.9	71.1	171.6	292.6
현금성자산	32.3	17.3	71.1	171.6	292.6
매출채권 등	95.7	90.5	112.8	133.0	148.5
재고자산	104.3	159.1	198.2	233.8	261.0
기타유동자산	1.5	2.6	3.4	3.9	4.5
비유동자산	145.4	204.7	246.9	225.0	207.9
투자자산	0.1	25.2	25.5	25.5	25.5
금융자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
유형자산	82.2	140.1	139.4	117.6	100.5
무형자산	3.3	11.1	11.2	11.1	11.0
기타비유동자산	59.8	28.3	70.8	70.8	70.9
자산총계	400.1	495.8	632.4	767.3	914.5
유동부채	103.9	99.8	120.7	139.7	154.2
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	80.3	79.9	99.6	117.5	131.2
기타유동부채	23.6	19.9	21.1	22.2	23.0
비유동부채	0.2	1.3	27.9	28.1	28.4
금융부채	0.0	0.0	26.3	26.3	26.3
기타비유동부채	0.2	1.3	1.6	1.8	2.1
부채총계	104.1	101.0	148.5	167.8	182.6
지배주주지분	296.0	394.1	483.5	599.2	731.6
자본금	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
자본잉여금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	285.8	383.9	473.1	588.8	721.2
비배주주지분	0.0	0.7	0.3	0.3	0.3
자본총계	296.0	394.8	483.8	599.5	731.9
순금융부채	(53.1)	(38.9)	(44.8)	(145.3)	(266.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	66.6	27.3	86.7	110.5	131.1
당기순이익	74.9	109.3	101.5	125.7	142.4
조정	17.8	(23.3)	31.6	21.9	17.2
감가상각비	7.8	9.7	28.0	21.9	17.2
외환거래손익	0.0	0.1	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.0	(33.1)	3.9	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(26.1)	(58.7)	(46.4)	(37.1)	(28.5)
투자활동 현금흐름	(38.8)	(33.0)	3.5	(0.0)	(0.0)
투자자산감소(증가)	0.6	(25.1)	(0.3)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(10.8)	(47.7)	(17.9)	0.0	0.0
기타	(28.6)	39.8	21.7	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(5.4)	(12.0)	(36.5)	(10.0)	(10.0)
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	26.3	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(2.0)	(52.8)	0.0	0.0
배당지급	(5.4)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
현금의 증감	22.3	(15.0)	53.8	100.5	121.1
Unlevered CFO	104.5	111.1	163.4	183.0	196.4
Free Cash Flow	55.8	(20.4)	68.8	110.5	131.1

2019년 10월 10일

신세계인터내셔널(031430)

3Q19 Pre: 양날의 검

3분기 영업이익 135억원으로 컨센서스 소폭 하회 예상

3분기 연결 매출과 영업이익 각각 3,364억원(YoY +7.9%), 135억원(YoY +17.9%)으로 전망한다. 1)별도 매출과 영업이익은 3,098억원(YoY +9.2%), 166억원(YoY +8.6%)으로 추정한다. ①해외패션 매출은 전년동기 수준 유지, 영업이익률 둔화를 예상한다. 달러 강세로 수입브랜드 원가를 상승했을 것이다. ②국내패션 매출 YoY 1% 감소, 적자 지속을 전망한다. 이마트형 저가 브랜드 매출 부진 영향이 크다. ③코스메틱 사업부 매출 810억원(YoY +42.7%), 영업이익 139억원(YoY +28.3%)을 전망한다. 전분기 대비 비디비치 완전한 매출 회복, 신규 수입브랜드 런칭이 지연되며 성장 속도 둔화될 것이다. 20~21년 신규브랜드 런칭 위한 비용 투입으로 고정비 부담 또한 지속될 것이다. ④라이프스타일 매출 미드싱글 증가, 이익률 둔화, 종속회사 신세계홈보이, 풀푸아레 적자 지속을 예상한다.

코스메틱: 3Q 매출 회복 강도 및 4Q 추세 지속성 관전

신세계인터내셔널 주가의 Key는 단연 코스메틱이다. 자체 브랜드로써 첫 시도였음에도 불구하고, 비디비치의 중국시장 진출 성공은 화장품 회사로서 신세계인터내셔널의 성장 가능성을 확인시켜주었다. 하지만 브랜드별 매출이 다변화되어 있지 않아 주가 측면 양날의 검이기도 하다. 1분기 파이공의 비디비치 물량 선매입으로 2분기 매출 급감, 시장은 단일 브랜드/아이템 리스크를 확인했다. 향후 추세적 주가 반등은 3분기 비디비치 매출 회복 강도 확인 후 성장 추세 지속 여부가 관건이 될 것이다. 하반기 모멘텀은 충분하다. 10월 중국 국경절, 11월 광군제와 4분기 성수기 특수가 있다. 20년은 연작 실적이 더욱 중요해질 것이다. 비디비치 고성장으로 기저가 높아지는 20년 상반기 베이스 부담을 낮출 수 있기 때문이다. 본질적으로 다변화된 브랜드 매출 포트폴리오 확보가 화장품주로서 고멀티플을 합리화시키는 근거가 될 것이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 23만원 유지

투자 의견 BUY, 목표주가 23만원을 유지한다. 최근 화장품 산업 대외적 불확실성 완화, 수출 증가율 회복으로 주가 반등 기대감이 높아지고 있다(현 주가 12MF PER 16배). 하지만 추세적 주가 회복을 위해서는 비디비치의 실적 안정성, 연작 우상향 매출 추세가 전제되어야만 할 것이다. Trading BUY 전략을 권고한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 230,000원 | CP(10월8일): 191,500원

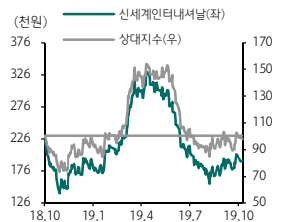
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,046.25
52주 최고/최저(원)	330,000/140,000
시가총액(십억원)	1,367.3
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	7,140.0
60일 평균 거래량(천주)	45.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.4
19년 배당금(예상, 원)	850
19년 배당수익률(예상, %)	0.44
외국인지분율(%)	5.90
주요주주 지분율(%)	
신세계 외 2인	65.14
국민연금공단	11.11
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.0 (38.1) (3.3)
상대	5.0 (33.2) 6.5

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,393.4	1,495.1
영업이익(십억원)	84.4	104.1
순이익(십억원)	70.7	89.4
EPS(원)	9,737	12,367
BPS(원)	84,267	95,636

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,102.5	1,262.7	1,395.6	1,502.9	1,592.6
영업이익	십억원	25.4	55.5	84.7	101.4	118.4
세전이익	십억원	31.8	58.9	90.7	119.0	139.9
순이익	십억원	24.1	57.5	69.1	89.1	104.7
EPS	원	3,371	8,052	9,674	12,479	14,664
증감률	%	38.6	138.9	20.1	29.0	17.5
PER	배	21.98	24.16	19.79	15.35	13.06
PBR	배	1.07	2.56	2.30	2.02	1.76
EV/EBITDA	배	14.00	17.92	12.63	11.36	9.97
ROE	%	4.96	11.09	12.14	13.99	14.39
BPS	원	69,236	76,024	83,371	95,014	108,856
DPS	원	600	850	850	850	850



Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

표 1. 신세계인터내셔널 3분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ(% , %p)	YoY(% , %p)	컨센서스	과리율(%)
매출액	312	302	336	11.5	7.9	340	(1.0)
본사	284	274	310	13.0	9.2		
해외패션	89	88	89	1.0	0.0		
국내패션	86	58	85	46.8	(0.3)		
화장품	57	77	81	5.7	42.7		
라이프스타일	52	51	54	5.9	4.0		
통보이	27	27	27	(2.4)	(2.3)		
폴푸아레	1	0	1	109.2	(55.6)		
영업이익	11	15	14	(7.2)	17.9	16	(14.4)
본사	15	16	17	0.7	8.6		
해외패션	1	3	1	(68.6)	(8.7)		
국내패션	(0)	(2)	(0)	적지	적지		
화장품	11	13	14	8.9	28.3		
라이프스타일	4	2	2	(1.2)	(42.4)		
통보이	(2)	(0)	(1)	적지	적지		
폴푸아레	(2)	(1)	(2)	적지	적지		
세전이익	13	15	15	2.6	11.6		
지배주주귀속순이익	10	10	12	16.7	21.4	14	(13.6)
영업이익률(%)	3.7	4.8	4.0	(0.8)	0.3		
본사	5.4	6.0	5.4	(0.6)	(0.0)		
해외패션	1.3	3.8	1.2	(2.6)	(0.1)		
국내패션	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
화장품	19.1	16.7	17.2	0.5	(1.9)		
라이프스타일	6.9	4.1	3.8	(0.3)	(3.1)		
통보이	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A		
세전이익률(%)	4.3	4.8	4.5	(0.4)	0.1		
순이익률(%)	3.1	3.4	3.5	0.2	0.4		

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 2. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	304	283	312	363	1,263	366	302	336	391	1,396
본사	265	255	284	317	1,121	327	274	310	343	1,254
해외패션	91	89	89	106	375	86	88	89	108	371
국내패션	89	61	86	87	323	90	58	85	88	322
화장품	40	55	57	70	222	103	77	81	91	352
라이프스타일	45	51	52	53	201	48	51	54	55	209
통보이	40	28	27	46	141	38	27	27	48	140
폴푸아레	0	0	1	1	2	1	0	1	1	3
영업이익	12	14	11	18	56	29	15	14	27	85
본사	13	19	15	20	68	30	16	17	27	89
해외패션	3	3	1	2	9	2	3	1	3	10
국내패션	2	(0)	(0)	2	4	2	(2)	(0)	2	2
화장품	7	12	11	13	44	24	13	14	19	70
라이프스타일	1	4	4	3	12	1	2	2	3	8
통보이	2	(1)	(2)	2	2	2	(0)	(1)	3	3
폴푸아레	(3)	(4)	(2)	(5)	(13)	(2)	(1)	(2)	(3)	(8)
세전이익	12	10	13	23	59	30	15	15	31	91
지배순익	9	11	10	28	57	23	10	12	24	69
영업이익률(%)	3.9	5.0	3.7	4.9	4.4	8.0	4.8	4.0	7.0	6.1
본사	5.0	7.4	5.4	6.5	6.1	9.0	6.0	5.4	7.8	7.1
해외패션	2.8	3.2	1.3	2.1	2.4	2.6	3.8	1.2	3.0	2.7
국내패션	2.3	N/A	N/A	2.7	1.1	2.7	N/A	N/A	1.9	0.6
화장품	18.0	22.5	19.1	18.9	19.7	23.3	16.7	17.2	20.8	19.8
라이프스타일	3.0	8.2	6.9	4.8	5.8	1.9	4.1	3.8	4.8	3.7
통보이	5.2	N/A	N/A	5.2	1.3	4.7	N/A	N/A	6.4	2.4
세전이익률(%)	4.1	3.7	4.3	6.3	4.7	8.2	4.8	4.5	7.9	6.5
순이익률(%)	3.0	3.8	3.1	7.7	4.6	6.2	3.4	3.5	6.2	5.0

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 3. 신세계인터내셔널 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	1,103	1,263	1,396	1,503	1,593
본사	961	1,121	1,254	1,362	1,449
해외패션	381	375	371	376	387
국내패션	324	322	322	326	339
화장품	63	220	352	441	498
라이프스타일	193	201	209	219	225
통보이	144	141	140	140	141
폴푸아레	-	2	3	3	4
영업이익	25	56	85	101	118
본사	29	65	89	106	123
해외패션	6	8	10	8	9
국내패션	4	4	2	(1)	(2)
화장품	6	42	70	94	113
라이프스타일	14	12	8	5	2
통보이	4	2	3	4	4
폴푸아레	(7)	(15)	(8)	(8)	(8)
세전이익	32	59	91	119	140
지배순익	24	57	69	89	105
적정 시가총액	602	1,437	1,383	1,781	2,093
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140	7,140	7,140
적정 주가(원)	84,268	201,294	193,714	249,443	293,173
적정 PER	25	25	20	20	20
EPS(원)	3,371	8,052	9,686	12,472	14,659
영업이익률(%)	2.3	4.4	6.1	6.8	7.4
본사	3.0	5.8	7.1	7.8	8.5
해외패션	1.6	2.1	2.7	2.2	2.4
국내패션	1.1	1.2	0.6	N/A	N/A
화장품	9.1	19.0	19.8	21.4	22.7
라이프스타일	7.1	5.8	3.7	2.1	1.1
통보이	2.6	1.3	2.4	2.6	2.8
매출 (YoY,%)	8.0	14.5	10.5	7.7	6.0
본사	7.5	16.7	11.9	8.6	6.4
통보이	12.5	(2.2)	(1.0)	(0.2)	1.1
영업이익 (YoY,%)	(5.9)	118.3	52.3	20.0	16.7
본사	26.7	125.4	36.5	18.6	15.7
통보이	(24.7)	(49.1)	76.3	8.2	8.8
순이익 (YoY,%)	38.6	138.9	20.3	28.8	17.5

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 4. 신세계인터내셔널 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2019F	2020F	비 고
화장품 부문 사업가치 (A)	1,115	1,512	
화장품 순이익	56	75	20년 비디비치 3천억+연작 매출 30억원 가정
적정 PER(배)	20	20	
비화장품 부문 사업가치 (B)	107	110	해외/국내패션+자회사+지분가치
비화장품 순이익	13	14	
적정 PER(배)	8	8	
총 기업가치(A+B)	1,223	1,621	
주식수(천주)	7,140	7,140	
적정 주가(원)	227,057		

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,102.5	1,262.7	1,395.6	1,502.9	1,592.6
매출원가	527.7	559.2	564.8	606.6	637.8
매출총이익	574.8	703.5	830.8	896.3	954.8
판매비	549.4	647.9	746.1	794.9	836.4
영업이익	25.4	55.5	84.7	101.4	118.4
금융손익	(3.2)	(6.6)	(11.0)	(2.5)	(2.1)
종속/관계기업손익	8.6	11.0	15.4	18.6	22.2
기타영업외손익	0.9	(0.9)	1.7	1.5	1.4
세전이익	31.8	58.9	90.7	119.0	139.9
법인세	7.6	1.2	21.4	29.8	35.0
계속사업이익	24.1	57.7	69.3	89.2	104.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.1	57.7	69.3	89.2	104.9
비배주주지분 손이익	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	24.1	57.5	69.1	89.1	104.7
지배주주지분포괄이익	21.9	54.1	69.0	89.1	104.8
NOPAT	19.3	54.4	64.7	76.0	88.8
EBITDA	62.7	93.6	136.4	143.2	152.2
성장성(%)					
매출액증가율	8.0	14.5	10.5	7.7	6.0
NOPAT증가율	4.3	181.9	18.9	17.5	16.8
EBITDA증가율	3.0	49.3	45.7	5.0	6.3
영업이익증가율	(5.9)	118.5	52.6	19.7	16.8
(지배주주)순이익증가율	38.5	138.6	20.2	28.9	17.5
EPS증가율	38.6	138.9	20.1	29.0	17.5
수익성(%)					
매출총이익률	52.1	55.7	59.5	59.6	60.0
EBITDA이익률	5.7	7.4	9.8	9.5	9.6
영업이익률	2.3	4.4	6.1	6.7	7.4
계속사업이익률	2.2	4.6	5.0	5.9	6.6

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	368.3	403.7	501.9	573.6	704.9
금융자산	10.4	21.4	54.5	100.0	209.3
현금성자산	3.2	12.4	54.5	100.0	209.3
매출채권 등	133.8	138.8	149.6	161.1	170.8
재고자산	218.3	235.8	254.3	273.8	290.2
기타유동자산	5.8	7.7	43.5	38.7	34.6
비유동자산	582.5	578.8	643.8	613.6	589.5
투자자산	123.1	140.0	150.9	162.5	172.2
금융자산	35.1	35.5	38.3	41.2	43.7
유형자산	332.0	328.3	308.4	271.6	242.0
무형자산	46.4	43.3	41.5	36.5	32.3
기타비유동자산	81.0	67.2	143.0	143.0	143.0
자산총계	950.9	982.5	1,145.7	1,187.2	1,294.4
유동부채	303.5	246.2	252.5	210.5	218.5
금융부채	210.9	122.8	118.4	66.9	67.0
매입채무 등	85.9	110.1	118.7	127.8	135.5
기타유동부채	6.7	13.3	15.4	15.8	16.0
비유동부채	151.2	191.5	295.8	296.3	296.7
금융부채	147.2	185.8	289.7	289.7	289.7
기타비유동부채	4.0	5.7	6.1	6.6	7.0
부채총계	454.7	437.6	548.3	506.8	515.1
지배주주지분	494.4	542.8	595.2	678.4	777.2
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.2	119.8	119.8	119.8	119.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.2	(1.5)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
이익잉여금	337.3	388.9	441.6	524.7	623.5
비배주주지분	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
자본총계	496.2	544.8	597.3	680.5	779.3
순금융부채	347.6	287.3	353.6	256.6	147.4

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,371	8,052	9,674	12,479	14,664
BPS	69,236	76,024	83,371	95,014	108,856
CFPS	12,388	15,751	20,324	22,935	24,382
EBITDAPS	8,787	13,114	19,099	20,055	21,313
SPS	154,418	176,842	195,455	210,490	223,053
DPS	600	850	850	850	850
주가지표(배)					
PER	22.0	24.2	19.8	15.3	13.1
PBR	1.1	2.6	2.3	2.0	1.8
PCFR	6.0	12.3	9.4	8.3	7.9
EV/EBITDA	14.0	17.9	12.6	11.4	10.0
PSR	0.5	1.1	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)					
ROE	5.0	11.1	12.1	14.0	14.4
ROA	2.5	5.9	6.5	7.6	8.4
ROIC	3.0	8.4	9.8	11.4	13.7
부채비율	91.6	80.3	91.8	74.5	66.1
순부채비율	70.1	52.7	59.2	37.7	18.9
이자보상배율(배)	2.9	6.8	8.1	9.1	11.4

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	13.9	106.7	104.5	114.6	125.0
당기순이익	24.1	57.7	69.3	89.2	104.9
조정	47.9	63.4	53.8	41.8	33.8
감가상각비	37.3	38.1	51.7	41.8	33.8
외환거래손익	(16.4)	5.1	5.1	0.0	0.0
지분법손익	(8.6)	(11.0)	(4.0)	0.0	0.0
기타	35.6	31.2	1.0	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(58.1)	(14.4)	(18.6)	(16.4)	(13.7)
투자활동 현금흐름	(31.2)	(42.1)	(30.4)	(11.6)	(9.7)
투자자산감소(증가)	(8.4)	(16.9)	(10.9)	(11.6)	(9.7)
유형자산감소(증가)	(21.3)	(26.4)	(20.3)	0.0	0.0
기타	(1.5)	1.2	0.8	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	3.7	(55.3)	(32.1)	(57.6)	(6.0)
금융부채증가(감소)	(0.3)	(49.4)	99.5	(51.5)	0.1
자본증가(감소)	0.0	(1.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	8.3	(0.2)	(125.5)	(0.0)	0.0
배당지급	(4.3)	(4.3)	(6.1)	(6.1)	(6.1)
현금의 증감	(13.6)	9.2	42.2	45.5	109.3
Unlevered CFO	88.5	112.5	145.1	163.8	174.1
Free Cash Flow	(18.9)	80.2	83.5	114.6	125.0

2019년 10월 10일

한섬(020000)

3Q19 Pre: 주가 바닥 잡기

3분기 영업이익 전년 대비 18.8% 증가한 222억원 전망

3분기 연결 매출액과 영업이익 각각 2,776억원(YoY - 1.8%), 222억원(YoY +18.8%)으로 예상된다. 전년 동기 발생했던 수입브랜드 매출 영향 기저 높으나 이로부터 발생했던 적자 소멸로 영업이익률은 전년 동기 대비 약 1.4%p 개선될 전망이다(3Q18 수입브랜드 매출 약 80억원). 1) 별도 매출은 자회사 한섬글로벌과 합병 효과로 전년 동기 대비 20.8%, 영업이익 14% 증가를 예상한다. 2) 현대G&F 포함 자회사 매출과 영업이익은 830억원(YoY - 32.1%)과 39억원(YoY +25.1%)으로 예상한다.

하반기 낮아지는 기저, SKN 브랜드 정상화 확인 필요

2019년 상반기 한섬은 외형성장 한계에 부딪혔다. 2018년 비효율 수입브랜드 사업부 정리 영향 베이스가 높았다(2018년 상반기 수입브랜드 매출 약 2백억원). 한섬의 기존 브랜드는 월 평균 로우싱글 수준 매출 증가를 유지 중이나 적자사업부의 매출을 메우기엔 역부족이었으며 오프라인 부진 영향이 큰 악세서리 브랜드(텍케)의 온라인 전용 브랜드 전환도 기저를 높이는 요인이었다.

하반기 한섬글로벌 브랜드(오브제/오즈세컨/세컨플로어) 볼륨화 추세를 지켜보아야 한다. 수입브랜드 베이스는 하반기로 갈수록 낮아진다. 한섬글로벌 브랜드의 매출 확대가 온전히 드러날 수 있을 것이다. BEP 수준이던 오브제는 3년간 정상화 과정을 거쳐 제고된 정상가판매율 기반 이익률이 개선되었다. 할인율이 높던 아웃렛 재고 또한 대부분 소진, 낮은 수준을 유지 중이다. 오브제와 오즈세컨의 연 매출은 약 1천억원 수준으로 판매가배수 5배 이상 고가브랜드임을 고려 시 하반기 매출 볼륨화에 따른 이익 기여 확대가 가능할 전망이다.

목표주가 4만원으로 하향하나, 저가 매수 관점 접근 필요

투자 의견 BUY, 목표주가를 4만원으로 하향 조정한다. 내수 소비 부진, 백화점 업황 둔화로 20년 이익추정치를 7% 낮게 조정했다. 주가는 12MF PER 7배로 역사적 밸류에이션 하단이다. 상반기까진 비효율 수입브랜드 철수 영향 외형 축소 불가피했으나 3, 4분기로 갈수록 그 효과가 희석되며 완만한 성장이 진행될 것이다. 저가 매수 관점 트레딩 가능한 구간이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 40,000원(하향) | CP(10월8일): 29,550원

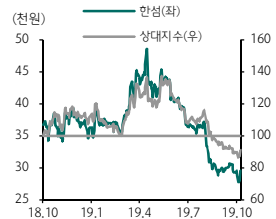
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,046.25
52주 최고/최저(원)	48,600/27,700
시가총액(십억원)	727.8
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	24,630.0
60일 평균 거래량(천주)	58.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
19년 배당금(예상, 원)	400
19년 배당수익률(예상, %)	1.35
외국인지분율(%)	31.44
주요주주 지분율(%)	
현대홈쇼핑	34.64
국민연금공단	12.89
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.9 (33.5) (18.7)
상대	(1.0) (28.2) (10.5)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,288.4	1,359.4
영업이익(십억원)	106.1	114.0
순이익(십억원)	84.5	93.4
EPS(원)	3,430	3,791
BPS(원)	48,602	52,466

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,228.7	1,299.2	1,284.7	1,328.4	1,402.2
영업이익	십억원	55.0	92.0	112.1	122.4	133.1
세전이익	십억원	67.1	97.8	118.7	132.1	145.6
순이익	십억원	53.9	74.4	89.6	99.6	109.9
EPS	원	2,187	3,019	3,638	4,045	4,463
증감률	%	(4.6)	38.0	20.5	11.2	10.3
PER	배	14.38	12.01	8.12	7.31	6.62
PBR	배	0.82	0.88	0.66	0.61	0.56
EV/EBITDA	배	10.38	6.65	3.88	3.10	2.35
ROE	%	5.96	7.75	8.66	8.90	9.04
BPS	원	38,476	41,272	44,519	48,207	52,313
DPS	원	350	400	400	400	400

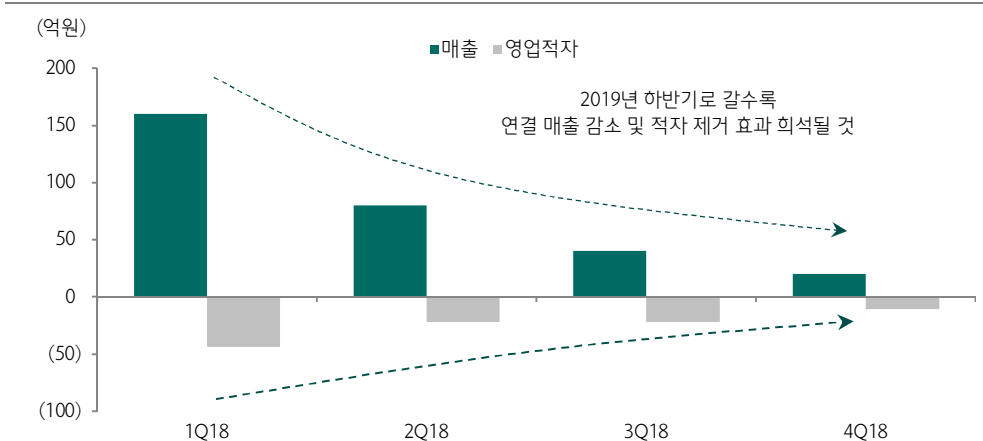


Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

그림 1. 2018년 철수한 수입브랜드 사업부 분기 실적(연간 매출 3백억원, 영업손실 1백억원)



자료: 한성, 하나금융투자

표 1. 한성 3분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ (%,%p)	YoY (%,%p)	컨센서스	괴리율(%)
매출액	283	284	278	(2.2)	(1.8)	285	(2.6)
별도	161	191	195	2.1	20.8		
자회사	122	93	83	(11.0)	(32.1)		
영업이익	19	15	22	48.9	18.8	21	5.5
별도	16	8	18	119.1	14.0		
자회사	3	7	4	(40.3)	47.9		
세전이익	19	17	23	40.7	25.1		
순이익	14	11	18	58.4	26.2	17	6.6
영업이익률(%)	4.8	10.9	5.2	(5.6)	0.4		
별도	5.1	12.7	4.4	(8.3)	(0.8)		
자회사	4.4	6.3	7.0	0.7	2.7		
세전이익률(%)	5.0	11.3	5.8	(5.4)	0.8		
순이익률(%)	3.8	8.1	4.0	(4.1)	0.3		

주1: SK네트웍스 패션사업부 2017년 3월 1일부터 편입

주2: 2019년 1월부터 자회사 내 한성글로벌과 한성 별도 합병

자료: 한성, 하나금융투자

표 2. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019
매출	330	292	283	394	1,299	313	284	278	411	1,285
별도	199	160	161	246	767	223	191	195	308	917
자회사	133	133	122	148	537	89	93	83	102	368
영업이익	29	14	19	30	92	34	15	22	41	112
별도	23	8	16	31	78	28	8	18	38	93
자회사	6	6	3	(1)	14	6	7	4	3	19
세전이익	31	15	19	34	98	35	17	23	44	119
순이익	23	11	14	26	74	25	11	18	35	90
영업이익률(%)	8.8	4.8	6.6	7.7	7.1	10.9	5.2	8.0	10.0	8.7
별도	11.6	5.1	9.9	12.6	10.2	12.7	4.4	9.4	12.4	10.1
자회사	4.6	4.4	2.2	(0.6)	2.5	6.3	7.0	4.7	3.0	5.2
세전이익률(%)	9.4	5.0	6.6	8.5	7.5	11.3	5.8	8.4	10.7	9.2
순이익률(%)	7.0	3.8	5.1	6.6	5.7	8.1	4.0	6.5	8.4	7.0

주1: SK네트웍스 패션사업부 2017년 3월 1일부터 편입

주2: 2019년 1월부터 자회사 내 한섬글로벌과 한섬 별도 부문 합병

자료: 한섬, 하나금융투자

표 3. 한섬 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	1,229	1,299	1,285	1,328	1,402
별도	766	767	917	947	997
자회사	467	537	368	382	405
SKN	465	535	366	379	402
한섬파리	2	2	2	3	3
영업이익	55	92	112	122	133
별도	73	78	93	101	110
자회사	(18)	14	19	21	23
SKN	(16)	15	21	23	25
세전이익	67	98	119	132	146
순이익	54	74	90	100	110
적정 시가총액	560	773	896	997	1,099
주식수(천주)	24,630	24,630	24,630	24,630	24,630
적정 추가(원)	22,741	31,398	36,392	40,497	44,616
적정 PER(배)	10	10	10	10	10
EPS(원)	2,187	3,019	3,639	4,050	4,462
영업이익률(%)	4.5	7.1	8.7	9.2	9.5
별도	9.6	10.2	10.1	10.7	11.0
자회사	(3.9)	2.5	5.2	5.5	5.7
SKN	(3.4)	2.8	5.7	6.0	6.2
매출 (YoY,%)	72.6	5.7	(1.1)	3.4	5.5
별도	7.8	0.1	19.6	3.3	5.4
자회사	26,875.7	14.9	(31.4)	3.7	6.0
SKN		15.0	(31.6)	3.7	6.0
영업이익 (YoY,%)	(23.6)	67.3	21.9	9.2	8.7
별도	(0.8)	7.0	18.6	9.0	8.4
자회사	적지	흑전	41.0	10.4	9.8
SKN	-	흑전	36.8	10.3	9.8
순이익 (YoY,%)	(4.6)	38.1	20.5	11.3	10.2

주1: SK네트웍스 패션사업부 2017년 3월 1일부터 편입

주2: 2019년 1월부터 자회사 내 한섬글로벌과 한섬 별도 부문 합병

자료: 한섬, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,228.7	1,299.2	1,284.7	1,328.4	1,402.2
매출원가	544.6	552.4	523.4	535.9	558.8
매출총이익	684.1	746.8	761.3	792.5	843.4
판매비	629.1	654.8	649.2	670.1	710.2
영업이익	55.0	92.0	112.1	122.4	133.1
금융손익	(1.3)	(1.0)	1.2	3.1	5.0
종속/관계기업손익	1.0	(1.9)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	12.4	8.7	5.4	6.6	7.5
세전이익	67.1	97.8	118.7	132.1	145.6
법인세	13.2	23.4	29.1	32.5	35.7
계속사업이익	53.9	74.4	89.6	99.6	109.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.9	74.4	89.6	99.6	109.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	53.9	74.4	89.6	99.6	109.9
지배주주지분포괄이익	51.7	77.7	89.5	99.6	109.9
NOPAT	44.2	70.0	84.6	92.3	100.5
EBITDA	85.8	120.0	150.5	153.6	158.5
성장성(%)					
매출액증가율	72.6	5.7	(1.1)	3.4	5.6
NOPAT증가율	(16.0)	58.4	20.9	9.1	8.9
EBITDA증가율	(3.4)	39.9	25.4	2.1	3.2
영업이익증가율	(23.6)	67.3	21.8	9.2	8.7
(지배주주)순이익증가율	(4.6)	38.0	20.4	11.2	10.3
EPS증가율	(4.6)	38.0	20.5	11.2	10.3
수익성(%)					
매출총이익률	55.7	57.5	59.3	59.7	60.1
EBITDA이익률	7.0	9.2	11.7	11.6	11.3
영업이익률	4.5	7.1	8.7	9.2	9.5
계속사업이익률	4.4	5.7	7.0	7.5	7.8

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,187	3,019	3,638	4,045	4,463
BPS	38,476	41,272	44,519	48,207	52,313
CFPS	4,114	4,845	5,837	6,520	6,772
EBITDAPS	3,486	4,872	6,112	6,238	6,436
SPS	49,885	52,749	52,161	53,934	56,929
DPS	350	400	400	400	400
주가지표(배)					
PER	14.4	12.0	8.1	7.3	6.6
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6
PCFR	7.6	7.5	5.1	4.5	4.4
EV/EBITDA	10.4	6.6	3.9	3.1	2.3
PSR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	6.0	7.7	8.7	8.9	9.0
ROA	4.7	6.0	7.2	7.5	7.7
ROIC	6.0	8.7	11.1	12.0	13.2
부채비율	35.3	22.7	19.0	17.3	16.5
순부채비율	12.6	(9.6)	(13.4)	(21.6)	(28.1)
이자보상배율(배)	19.6	40.8	119.2	203.6	251.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	639.5	681.1	723.4	842.5	977.2
금융자산	33.2	160.3	179.9	280.5	384.0
현금성자산	14.1	46.3	75.2	173.3	272.4
매출채권 등	152.2	124.4	129.8	134.2	141.7
재고자산	449.7	393.3	410.4	424.4	447.9
기타유동자산	4.4	3.1	3.3	3.4	3.6
비유동자산	612.8	538.7	554.7	523.7	498.6
투자자산	76.0	78.7	78.8	79.0	79.3
금융자산	13.1	5.4	5.6	5.8	6.1
유형자산	347.5	310.9	325.6	296.2	272.5
무형자산	36.4	36.0	35.1	33.2	31.5
기타비유동자산	152.9	113.1	115.2	115.3	115.3
자산총계	1,252.3	1,219.8	1,278.2	1,366.2	1,475.7
유동부채	322.2	216.7	182.3	179.1	187.0
금융부채	150.0	64.8	23.8	16.0	16.0
매입채무 등	115.7	113.0	117.9	121.9	128.7
기타유동부채	56.5	38.9	40.6	41.2	42.3
비유동부채	4.6	8.8	21.6	21.9	22.4
금융부채	0.0	0.0	12.4	12.4	12.4
기타비유동부채	4.6	8.8	9.2	9.5	10.0
부채총계	326.8	225.5	203.9	201.1	209.5
지배주주지분	925.5	994.3	1,074.3	1,165.1	1,266.3
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
자본조정	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
기타포괄이익누계액	3.4	5.2	5.1	5.1	5.1
이익잉여금	809.8	876.8	956.9	1,047.7	1,148.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	925.5	994.3	1,074.3	1,165.1	1,266.3
순금융부채	116.9	(95.4)	(143.7)	(252.1)	(355.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	72.8	203.7	115.0	117.4	112.6
당기순이익	53.9	74.4	89.6	99.6	109.9
조정	30.8	61.7	38.9	31.3	25.5
감가상각비	30.9	28.0	38.4	31.3	25.4
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	(1.0)	1.9	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	31.9	0.7	0.0	0.1
영업활동자산부채 변동	(11.9)	67.6	(13.5)	(13.5)	(22.8)
투자활동 현금흐름	(168.7)	(77.9)	(14.0)	(2.8)	(4.7)
투자자산감소(증가)	1.2	(2.7)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(21.3)	15.0	(16.0)	0.0	0.0
기타	(148.6)	(90.2)	2.1	(2.6)	(4.4)
재무활동 현금흐름	97.1	(93.7)	(72.3)	(16.6)	(8.8)
금융부채증가(감소)	111.6	(85.2)	(28.6)	(7.8)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.9)	(0.8)	(34.9)	0.0	0.0
배당지급	(6.6)	(7.7)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
현금의 증감	0.8	32.2	28.9	98.0	99.1
Unlevered CFO	101.3	119.3	143.8	160.6	166.8
Free Cash Flow	49.9	195.1	98.9	117.4	112.6

2019년 10월 10일

LF(093050)

3Q19 Pre: 자회사 실적이 관건

3분기 영업이익 155억원으로 시장기대치 하회 예상

3분기 연결 매출과 영업이익 각각 4,032억원(YoY +9.8%), 155억원(YoY +29.5%)으로 시장기대치 소폭 하회를 전망한다. ①별도 매출은 2,990억원(YoY +2.1%), 영업이익 87억원(YoY -4.4%)을 예상한다. 외형 성장이 정체된 가운데 인건비 등 고정비 부담 가중으로 이익률 둔화가 불가피하다. ②자회사 매출은 전년동기 대비 44.2% 증가를 예상한다. 코람코자산신탁 연결 편입 효과가 주효할 것이다(3Q19 예상 매출 257억원, OP 72억원). 전년동기 일회성 부동산 매각 차익(110억원) 발생으로 기저가 높다. 식품자회사는 3분기 모노링크 3개, 마끼노차야 1개점이 출점하며 관련 비용 증가로 이익률 둔화를 예상한다.

10월, 여성용 화장품 브랜드 '아떼(ATHE)' 런칭

LF는 19.10월 화장품 브랜드 '아떼'를 통해 여성용 코스메틱 시장 진출을 발표했다. LF는 2018년 9월 남성 화장품 브랜드 '헤지스 맨 룰 429' 론칭, 현재 올리브영/온라인면세 채널을 통해 판매 중이다. 아떼는 LF가 전개 중인 패션 브랜드 바네사브루노의 세컨 브랜드명이다. 코스메틱 아떼는 비건 화장품 컨셉으로 전개될 예정이다. 주요 제품은 스킨 케어 및 색조 제품으로 온라인 LF몰을 시작, 연말 백화점 입점이 목표다. 증가 이상 브랜드 포지셔닝 가능성이 높아 보인다. 국내 코스메틱 브랜드 경쟁 심화로 단기 브랜드 성공가능성을 논하긴 이르다. 브랜드 인큐베이팅을 위한 4분기 비용 확대가 예상되며 추후 구체적인 브랜드 전개 방향성과 마케팅 및 유통 전략 등을 확인해볼 필요성이 있어 보인다.

투자 의견 BUY, 목표주가 2.4만원으로 하향 조정

투자 의견 BUY, 목표주가를 2.4만원으로 하향 조정한다. 코람코자산신탁의 보수적 회계정책으로 연간 영업이익 추정치를 43% 하향 조정(2019년 예상 매출 1,162억원(YoY -20%), 당기순이익 232억원(YoY -34.5%)), SoTP 밸류에이션 방식을 적용했다(본업 8배/코람코자산신탁 5배) 현 주가는 12MF PER 6배로 밸류에이션 부담은 없으나 본업 성장 정체와 부동산 경기 불확실성으로 실적에 대한 보수적 접근이 필요해 보인다. 추세적 주가 상승을 위해서는 외형 성장을 위한 신규 동력 마련, 코람코자산신탁 실적 안정화가 전제되어야 할 것이다. 목표주가 괴리를 고려해 매수 의견 유지한다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 24,000원(하향) | CP(10월8일): 19,550원

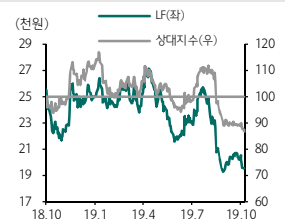
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,046.25
52주 최고/최저(원)	27,250/19,250
시가총액(십억원)	571.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	29,240.0
60일 평균 거래량(천주)	78.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
19년 배당금(예상, 원)	500
19년 배당수익률(예상, %)	2.56
외국인지분율(%)	33.18
주요주주 지분율(%)	
구분별 외 17 인	39.95
국민연금공단	10.45
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.3) (27.1) (18.2)
상대	(3.1) (21.2) (9.9)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,869.7	1,937.1
영업이익(십억원)	137.8	160.5
순이익(십억원)	101.6	117.2
EPS(원)	3,552	4,202
BPS(원)	43,095	47,088

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,602.1	1,706.7	1,874.2	1,958.4	2,044.2
영업이익	십억원	110.1	119.5	124.4	139.6	148.0
세전이익	십억원	101.9	120.2	122.3	138.3	147.5
순이익	십억원	73.6	83.2	86.7	93.8	101.9
EPS	원	2,519	2,846	2,964	3,208	3,485
증감률	%	42.6	13.0	4.1	8.2	8.6
PER	배	12.43	8.73	6.60	6.09	5.61
PBR	배	0.84	0.62	0.46	0.43	0.40
EV/EBITDA	배	5.22	3.33	5.38	4.84	4.18
ROE	%	6.87	7.35	7.14	7.25	7.40
BPS	원	37,363	40,126	42,877	45,585	48,570
DPS	원	500	500	500	500	500



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

표 1. LF 3분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ(%,%p)	YoY(%,%p)	Con. Var.(%,%p)
매출	367	469	403	(14.0)	9.8	414 (2.5)
본사	293	362	299	(17.4)	2.1	
영업이익	12	29	15	(47.4)	29.5	21 (26.9)
본사	9	32	9	(72.3)	(4.4)	
세전이익	15	31	15	(51.1)	(1.1)	
순이익	11	22	7	(66.1)	(36.1)	20 (62.8)
영업이익률(%)	3.3	6.3	3.8	(2.4)	0.6	
세전이익률(%)	2.5	6.7	2.2	(4.6)	(0.3)	
순이익률(%)	4.1	6.5	3.7	(2.8)	(0.4)	

주: 코람코자산신탁 지분인수에 따른 연결 실적 미반영
자료: LF, 하나금융투자

표 2. LF 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	409	429	367	501	1,707	424	469	403	578	1,874
본사	340	359	293	422	1,415	349	362	299	431	1,441
영업이익	29.3	35	12	44	120	26	29	15	53	124
본사	26	33	9	43	111	23	32	9	40	103
세전이익	30	35	15	40	120	28	31	15	49	122
지배주주귀속순이익	23	21	11	28	83	20	22	7	38	87
영업이익률(%)	7.1	8.1	3.3	8.7	7.0	6.1	6.3	3.8	9.3	6.6
본사	7.6	9.3	3.1	10.1	7.8	6.5	8.7	2.9	9.4	7.2
세전이익률(%)	7.4	8.1	4.1	7.9	7.0	6.7	6.5	3.7	8.4	6.5
순이익률(%)	5.6	4.8	3.1	5.6	4.9	4.7	4.6	1.8	6.6	4.6

주: 코람코자산신탁 지분인수에 따른 연결 실적 미반영
자료: LF, 하나금융투자

표 3. LF 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	1,602	1,707	1,874	1,958	2,044
본사	1,389	1,415	1,441	1,485	1,528
기타자회사	228	325	492	535	580
영업이익	110	120	124	140	148
본사	115	111	103	106	109
세전이익	102	120	122	138	147
지배주주귀속순이익	74	83	87	94	102
적정 시가총액	700	791	694	750	815
주식수(천주)	29,240	29,240	29,240	29,240	29,240
적정 주가(원)	23,927	27,037	23,724	25,653	27,887
적정 PER(배)	9.5	9.5	8.0	8.0	8.0
EPS(원)	2,519	2,846	2,966	3,207	3,486
영업이익률(%)	6.9	7.0	6.6	7.1	7.2
본사	8.3	7.8	7.2	7.2	7.1
매출 (YoY,%)	4.8	6.5	9.8	4.5	4.4
영업이익 (YoY,%)	39.4	8.5	4.2	12.1	6.0
순이익 (YoY,%)	42.5	13.0	4.2	8.1	8.7

주: 코람코자산신탁 지분인수에 따른 연결 실적 미반영
자료: LF, 하나금융투자

표 4. LF SoTP Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2019F	2020 F
본업 사업가치(A):	599	666
매출액	1,729	1,842
지배주주순익	75	83
적정 PER(배)	8	8
코람코 사업가치(B):	64	57
매출액	145	116
지배주주순익	12	11
적정 PER(배)	5	5
적정 사업가치(A+B):	663	723
주식수(천주)	29,240	29,240
적정주가 I (원)	22,677	24,719
적정주가 II (원)	24,378	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,602.1	1,706.7	1,874.2	1,958.4	2,044.2
매출원가	661.3	763.9	883.9	929.7	977.6
매출총이익	940.8	942.8	990.3	1,028.7	1,066.6
판매비	830.6	823.3	865.9	889.1	918.6
영업이익	110.1	119.5	124.4	139.6	148.0
금융손익	2.0	3.8	(0.5)	(0.6)	(0.6)
종속/관계기업손익	1.4	3.7	5.0	5.8	6.4
기타영업외손익	(11.7)	(6.8)	(6.6)	(6.5)	(6.3)
세전이익	101.9	120.2	122.3	138.3	147.5
법인세	31.9	38.9	31.8	30.4	29.5
계속사업이익	70.0	81.3	90.5	107.9	118.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	70.0	81.3	90.5	107.9	118.0
비지배주주지분 손이익	(3.7)	(1.9)	(4.6)	14.1	16.1
지배주주순이익	73.6	83.2	86.7	93.8	101.9
지배주주지분포괄이익	73.4	84.4	96.9	112.9	123.5
NOPAT	75.6	80.8	92.0	108.9	118.4
EBITDA	153.7	163.4	191.7	201.5	209.6
성장성(%)					
매출액증가율	4.8	6.5	9.8	4.5	4.4
NOPAT증가율	39.0	6.9	13.9	18.4	8.7
EBITDA증가율	28.0	6.3	17.3	5.1	4.0
영업이익증가율	39.4	8.5	4.1	12.2	6.0
(지배주주)순이익증가율	42.4	13.0	4.2	8.2	8.6
EPS증가율	42.6	13.0	4.1	8.2	8.6
수익성(%)					
매출총이익률	58.7	55.2	52.8	52.5	52.2
EBITDA이익률	9.6	9.6	10.2	10.3	10.3
영업이익률	6.9	7.0	6.6	7.1	7.2
계속사업이익률	4.4	4.8	4.8	5.5	5.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	871.9	970.1	870.6	908.2	1,013.6
금융자산	351.3	378.4	188.2	174.9	248.2
현금성자산	127.3	336.3	139.8	124.3	195.3
매출채권 등	154.6	183.2	211.4	220.9	230.6
재고자산	338.9	370.3	427.1	466.6	487.0
기타유동자산	27.1	38.2	43.9	45.8	47.8
비유동자산	723.0	681.8	913.1	899.1	868.7
투자자산	66.6	53.6	132.9	134.3	135.7
금융자산	45.6	1.0	1.2	1.2	1.3
유형자산	389.4	405.4	437.4	442.8	429.1
무형자산	185.5	172.0	256.2	235.4	217.3
기타비유동자산	81.5	50.8	86.6	86.6	86.6
자산총계	1,594.8	1,651.8	2,224.6	2,248.3	2,323.2
유동부채	334.7	298.6	460.0	408.8	386.4
금융부채	113.7	68.0	196.1	134.0	100.5
매입채무 등	182.7	192.3	221.9	231.8	242.0
기타유동부채	38.3	38.3	42.0	43.0	43.9
비유동부채	156.8	169.8	346.7	328.3	322.2
금융부채	113.3	117.8	286.7	265.6	256.8
기타비유동부채	43.5	52.0	60.0	62.7	65.4
부채총계	491.5	468.4	806.7	737.1	708.7
지배주주지분	1,092.5	1,173.3	1,253.7	1,332.9	1,420.2
자본금	146.2	146.2	146.2	146.2	146.2
자본잉여금	213.1	213.1	213.1	213.1	213.1
자본조정	(30.6)	(18.6)	(20.9)	(20.9)	(20.9)
기타포괄이익누계액	(6.0)	(3.6)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
이익잉여금	769.8	836.2	916.8	996.0	1,083.2
비지배주주지분	10.8	10.1	164.2	178.3	194.4
자본총계	1,103.3	1,183.4	1,417.9	1,511.2	1,614.6
순금융부채	(124.4)	(192.5)	294.6	224.6	109.0

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,519	2,846	2,964	3,208	3,485
BPS	37,363	40,126	42,877	45,585	48,570
CFPS	6,061	6,274	6,948	6,937	7,179
EBITDAPS	5,257	5,589	6,555	6,891	7,168
SPS	54,790	58,368	64,097	66,977	69,911
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	12.4	8.7	6.6	6.1	5.6
PBR	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
PCFR	5.2	4.0	2.8	2.8	2.7
EV/EBITDA	5.2	3.3	5.4	4.8	4.2
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	6.9	7.3	7.1	7.3	7.4
ROA	4.6	5.1	4.5	4.2	4.5
ROIC	8.5	8.2	8.3	8.9	9.6
부채비율	44.5	39.6	56.9	48.8	43.9
순부채비율	(11.3)	(16.3)	20.8	14.9	6.8
이자보상배율(배)	14.5	19.7	19.3	16.4	20.3

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	119.5	124.7	8.2	132.5	161.4
당기순이익	70.0	81.3	90.5	107.9	118.0
조정	86.6	76.0	75.4	61.9	61.6
감가상각비	43.6	43.9	67.3	61.9	61.6
외환거래손익	3.1	0.1	(0.7)	0.0	0.0
지분법손익	(1.4)	(0.6)	(1.8)	0.0	0.0
기타	41.3	32.6	10.6	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(37.1)	(32.6)	(157.7)	(37.3)	(18.2)
투자활동 현금흐름	(28.7)	139.0	(152.0)	(50.0)	(33.4)
투자자산감소(증가)	(43.5)	16.7	(77.5)	(1.4)	(1.4)
유형자산감소(증가)	(104.2)	(45.0)	(31.4)	(46.5)	(29.8)
기타	119.0	167.3	(43.1)	(2.1)	(2.2)
재무활동 현금흐름	(85.0)	(53.5)	(53.6)	(97.9)	(56.9)
금융부채증가(감소)	(69.8)	(41.1)	297.0	(83.3)	(42.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	2.2	(336.0)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)	(14.6)
현금의 증감	(1.3)	209.0	(196.6)	(15.5)	71.0
Unlevered CFO	177.2	183.4	203.1	202.8	209.9
Free Cash Flow	14.0	75.6	(23.5)	86.0	131.6

2019년 10월 10일

코윌패션(033290)

3Q19 Pre: 내년을 보면 지금이 매수 적기

3분기 영업이익 전년동기대비 7.2% 증가한 150억원 전망

3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 9.6%, 7.2% 증가한 847억원, 150억원으로 예상한다(연결 OPM 17.7%). 1)패션사업부 매출과 영업이익은 각각 760억원(YoY +12%), 152억원(YoY +9.6%)으로 전망한다. 전년동기 약 1백억원 발생했던 롱패딩 매출은 부담이나 상반기 론칭 신규 브랜드들의 실적이 이를 상쇄 가능할 것이다(아디다스어퍼럴/아.테스토니 반팔셔츠/헤드골프/분크). 하반기 론칭한 신규 브랜드(9월 CK언더웨어/연말 아르마니) 및 아이템(8월 리복/푸마슈즈)까지 더한다면 20년 매출성장률은 더욱 가파라질 것이다. 2)전자사업부 매출액 87억원(YoY -8%), 영업이익 적자 예상한다.

고단가 신규 브랜드, 4분기 외형 성장 견인 전망

코윌패션은 2019년 하반기 고단가 신규 브랜드를 연이어 론칭, 안정적 성장세를 이어갈 전망이다. ①언더웨어: 9/20일 롯데홈쇼핑을 통해 CK언더웨어 판매를 시작했다. 60분간 4천세트 이상 판매되며 긍정적인 소비자 반응을 확인했다. 스포츠브랜드 대비 세트 단가가 약 30% 이상 높으나 젊은 감각의 브랜드 특성상 20~30대향 구매 연령층 다변화가 기대된다(ASP 13.9만원). ②의류: 상반기 론칭한 아디다스 트레이닝복, 헤드 골프웨어에 이어 간절기용 플리스(Fleece) 아이템 판매 추세가 긍정적이다(푸마/엠리밋/ASP 8.9만원). ③신발: 8월말 푸마/리복 라이프스타일화 첫 매출 발생, 9월 헬레나앤크리스티 여성화 또한 홈쇼핑 판매를 시작했다. 신규 브랜드 론칭을 위한 추가 비용 투입 없는 사업 구조상 외형 확대에 따른 영업레버리지 효과가 시현 가능하다. 고단가 상품 SKU가 증가, 온기 반영되는 4분기 성과가 더욱 기대된다.

2020년을 보았을 때 더욱 매력적인 현 주가

투자의견 BUY 유지, 업종 멀티플 하락으로 목표주가 8,300원으로 내린다(타겟 멀티플 기준 12.5→11.5배 적용). 하지만 주가 측면 적극 매수 기회이다. 2분기 실적 발표 주가 횡보의 이유는 롱패딩 기저 우려 영향이었다. 하지만 19년 신규 브랜드, 고단가 카테고리 판매가 이를 충분히 상쇄한다. 더욱이 20년 브랜드 라인업 확대 효과 온기 반영된다면 외형성장률은 19년보다 가파라질 가능성이 높다. 주가는 12MF PER 8배로 과도한 저평가 구간이다. BUY & Hold 전략이 유효하다.

Earnings Preview

BUY

TP(12M): 8,300원(하향) | CP(10월8일): 5,730원

Key Data

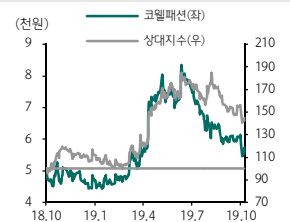
KOSDAQ 지수 (pt)	635.41
52주 최고/최저(원)	8,350/4,430
시가총액(십억원)	518.6
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	90,500.2
60일 평균 거래량(천주)	296.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
19년 배당금(예상, 원)	100
19년 배당수익률(예상, %)	1.75
외국인지분율(%)	3.99
주요주주 지분율(%)	
대명화학 외 2인	69.21

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.0)	0.7	23.0
상대	(3.7)	19.2	48.5

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	383.7	429.4
영업이익(십억원)	78.0	90.4
순이익(십억원)	58.5	68.2
EPS(원)	612	713
BPS(원)	2,878	3,516

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	309.4	339.4	388.7	452.8	518.3
영업이익	십억원	62.0	71.0	77.8	92.4	107.7
세전이익	십억원	61.7	70.1	76.9	91.6	106.8
순이익	십억원	44.2	50.2	55.1	65.6	76.5
EPS	원	483	555	608	725	845
증감률	%	124.7	14.9	9.5	19.2	16.6
PER	배	11.15	8.57	9.42	7.90	6.78
PBR	배	2.89	2.00	1.96	1.61	1.33
EV/EBITDA	배	7.95	6.06	6.09	4.77	3.64
ROE	%	29.71	26.80	23.96	23.45	22.33
BPS	원	1,866	2,377	2,917	3,549	4,304
DPS	원	30	40	100	100	100



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

표 1. 코엘패션 3분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	2Q19	3Q19F	QoQ(% , %p)	YoY(% , %p)	컨센서스	과리율(%)
매출액	77	105	85	(19.5)	9.6	83	2.2
전자사업부	9	10	9	(10.3)	(8.0)		
패션사업부	68	96	76	(20.4)	12.0		
영업이익	14	21	15	(28.9)	7.2	15	2.3
전자사업부	(0)	1	(0)	적전	적지		
패션사업부	14	21	15	(25.9)	7.0		
세전이익	14	20	15	(25.2)	9.6		
지배순익	10	15	10	(30.6)	7.4	11	(1.9)
영업이익률(%)	18.1	20.1	17.7	(2.3)	(0.4)		
전자사업부	N/A	0.6	N/A	N/A	N/A		
패션사업부	18.4	19.5	17.9	(1.5)	(0.4)		
세전이익률(%)	18.0	19.4	18.0	(1.4)	0.0		
순이익률(%)	12.5	14.2	12.3	(2.0)	(0.2)		

자료: 코엘패션, 하나금융투자

표 2. 코엘패션 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019F
매출	74	86	77	102	339	86	105	85	113	389
전자사업부	11	11	9	9	40	10	10	9	8	36
패션사업부	63	75	68	93	299	76	96	76	105	353
영업이익	15	18	14	24	71	17	21	15	25	78
전자사업부	1	1	(0)	0	1	0	1	(0)	0	1
패션사업부	14	18	14	24	70	17	21	15	24	77
세전이익	15	18	14	23	70	17	20	15	24	77
지배순익	11	13	10	16	50	13	15	10	17	55
영업이익률(%)	20.4	21.1	18.1	23.2	20.9	19.8	20.1	17.7	21.8	20.0
전자사업부	9.0	5.2	N/A	0.7	3.6	3.1	6.5	N/A	1.8	2.5
패션사업부	22.5	23.5	20.9	25.3	23.3	21.9	21.5	20.0	23.4	21.8
세전이익률(%)	20.3	21.2	18.0	22.5	20.7	19.5	19.4	18.0	21.7	19.8
순이익률(%)	15.3	15.2	12.5	15.8	14.8	15.0	14.2	12.3	14.9	14.2

자료: 코엘패션, 하나금융투자

표 3. 코엘패션 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	309	339	389	453	518
전자사업부	45	40	36	33	31
패션사업부	265	299	353	420	487
영업이익	62	71	78	92	108
전자사업부	3	1	1	0	0
패션사업부	59	70	77	92	108
세전이익	62	70	77	92	107
지배순익	44	50	55	66	77
적정 시가총액	509	578	634	754	880
주식수(천주)	89,746	89,746	88,664	88,664	88,664
적정 추가(원)	5,667	6,438	7,146	8,505	9,925
적정 PER(배)	12	12	11.5	11.5	11.5
EPS(원)	493	560	621	740	863
영업이익률(%)	20.0	20.9	20.0	20.4	20.8
전자사업부	6.1	3.6	2.5	1.5	0.0
패션사업부	22.4	23.3	21.8	21.9	22.1
매출 (YoY, %)	23.9	9.7	14.5	16.5	14.5
전자사업부	5.2	(9.1)	(11.0)	(8.0)	(5.0)
패션사업부	27.8	12.8	18.0	19.0	16.0
영업이익 (YoY, %)	79.7	14.5	9.5	18.8	16.5
전자사업부	71.3	(45.5)	(38.9)	(44.8)	N/A
패션사업부	80.1	17.3	10.6	19.5	17.2
순이익 (YoY, %)	120.9	13.6	9.7	19.0	16.7

자료: 코엘패션, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	309.4	339.4	388.7	452.8	518.3
매출원가	131.4	148.7	173.0	200.3	227.8
매출총이익	178.0	190.7	215.7	252.5	290.5
판매비	116.0	119.6	138.0	160.1	182.8
영업이익	62.0	71.0	77.8	92.4	107.7
금융손익	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.3)	(1.4)
세전이익	61.7	70.1	76.9	91.6	106.8
법인세	15.1	16.8	18.4	22.0	25.5
계속사업이익	46.7	53.4	58.5	69.6	81.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.7	53.4	58.5	69.6	81.3
비지배주주지분 손이익	2.4	3.1	3.0	3.6	4.2
지배주주순이익	44.2	50.2	55.1	65.6	76.5
지배주주지분포괄이익	42.1	48.9	56.5	66.1	77.2
NOPAT	46.9	54.0	59.1	70.2	82.0
EBITDA	64.6	74.0	82.8	96.0	110.3
성장성(%)					
매출액증가율	23.9	9.7	14.5	16.5	14.5
NOPAT증가율	86.1	15.1	9.4	18.8	16.8
EBITDA증가율	70.4	14.6	11.9	15.9	14.9
영업이익증가율	79.7	14.5	9.6	18.8	16.6
(지배주주)순이익증가율	121.0	13.6	9.8	19.1	16.6
EPS증가율	124.7	14.9	9.5	19.2	16.6
수익성(%)					
매출총이익률	57.5	56.2	55.5	55.8	56.0
EBITDA이익률	20.9	21.8	21.3	21.2	21.3
영업이익률	20.0	20.9	20.0	20.4	20.8
계속사업이익률	15.1	15.7	15.1	15.4	15.7

투자지표	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	483	555	608	725	845
BPS	1,866	2,377	2,917	3,549	4,304
CFPS	725	837	941	1,038	1,181
EBITDAPS	706	817	915	1,061	1,219
SPS	3,383	3,750	4,295	5,003	5,727
DPS	30	40	100	100	100
주가지표(배)					
PER	11.2	8.6	9.4	7.9	6.8
PBR	2.9	2.0	2.0	1.6	1.3
PCFR	7.4	5.7	6.1	5.5	4.9
EV/EBITDA	7.9	6.1	6.1	4.8	3.6
PSR	1.6	1.3	1.3	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	29.7	26.8	24.0	23.5	22.3
ROA	18.4	16.9	16.2	16.9	16.7
ROIC	39.1	36.6	34.0	38.0	41.6
부채비율	58.6	46.8	36.4	30.7	26.6
순부채비율	9.8	3.1	(9.1)	(22.7)	(33.7)
이자보상배율(배)	80.7	60.8	63.3	82.6	98.2

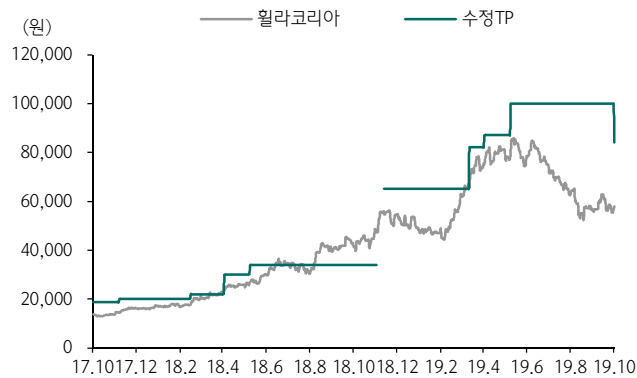
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	119.4	161.5	194.8	260.9	339.8
금융자산	45.0	55.9	78.1	124.9	184.2
현금성자산	28.9	40.7	61.3	105.4	161.8
매출채권 등	25.3	27.4	30.3	35.3	40.4
재고자산	45.6	68.7	75.9	88.4	101.2
기타유동자산	3.5	9.5	10.5	12.3	14.0
비유동자산	153.6	160.3	161.1	157.9	155.7
투자자산	9.5	8.2	7.8	8.2	8.7
금융자산	9.5	2.4	2.7	3.1	3.6
유형자산	74.2	74.2	74.7	71.2	68.8
무형자산	0.7	9.9	10.9	10.7	10.6
기타비유동자산	69.2	68.0	67.7	67.8	67.6
자산총계	273.0	321.8	355.8	418.8	495.5
유동부채	55.8	65.1	59.0	61.2	65.4
금융부채	21.8	32.2	26.0	24.0	24.0
매입채무 등	23.5	22.6	24.9	29.0	33.2
기타유동부채	10.5	10.3	8.1	8.2	8.2
비유동부채	45.1	37.6	36.0	37.2	38.5
금융부채	40.2	30.6	28.3	28.3	28.3
기타비유동부채	4.9	7.0	7.7	8.9	10.2
부채총계	100.9	102.6	95.0	98.4	104.0
지배주주지분	166.5	208.4	251.2	308.3	376.7
자본금	46.5	46.5	46.5	46.5	46.5
자본잉여금	45.8	45.9	46.1	46.1	46.1
자본조정	(2.3)	(6.6)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
기타포괄이익누계액	2.8	2.0	5.0	5.0	5.0
이익잉여금	73.8	120.7	166.2	223.4	291.8
비지배주주지분	5.6	10.8	9.7	12.0	14.8
자본총계	172.1	219.2	260.9	320.3	391.5
순금융부채	16.9	6.8	(23.8)	(72.7)	(131.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	46.0	26.9	54.5	59.4	69.8
당기순이익	46.7	53.4	58.5	69.6	81.3
조정	8.2	5.7	5.9	3.6	2.6
감가상각비	2.5	3.0	5.0	3.6	2.6
외환거래손익	0.2	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	3.1	1.0	0.0	0.0
영업활동자산부채 변동	(8.9)	(32.2)	(9.9)	(13.8)	(14.1)
투자활동 현금흐름	(62.4)	(10.2)	(6.4)	(4.5)	(4.6)
투자자산감소(증가)	5.3	1.4	0.4	(1.8)	(1.8)
유형자산감소(증가)	(9.8)	(1.5)	(1.6)	0.0	0.0
기타	(57.9)	(10.1)	(5.2)	(2.7)	(2.8)
재무활동 현금흐름	17.8	(5.1)	(27.2)	(10.8)	(8.8)
금융부채증가(감소)	23.0	0.9	(8.5)	(2.0)	0.0
자본증가(감소)	0.5	0.1	0.2	0.0	0.0
기타재무활동	(4.8)	(2.3)	(9.6)	0.0	0.0
배당지급	(0.9)	(3.8)	(9.3)	(8.8)	(8.8)
현금의 증감	1.1	11.8	20.6	44.1	56.4
Unlevered CFO	66.4	75.7	85.1	93.9	106.8
Free Cash Flow	36.2	25.3	53.0	59.4	69.8

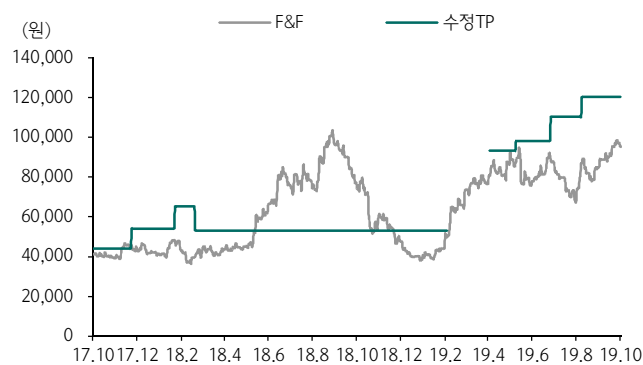
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

필라코리아



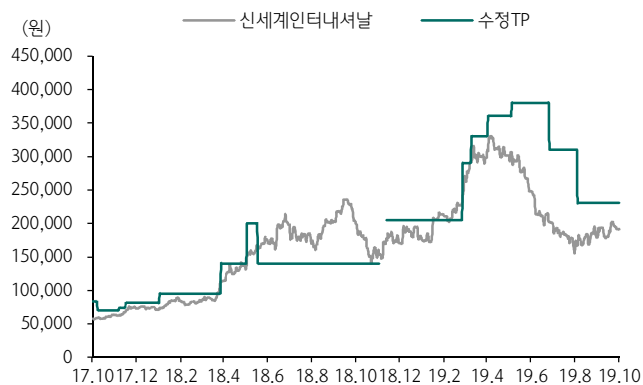
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	84,000		
19.5.17	BUY	100,000	-31.52%	-14.20%
19.4.10	BUY	87,000	-9.27%	-5.29%
19.3.20	BUY	82,000	-9.73%	-4.39%
18.11.20	BUY	65,000	-19.74%	3.38%
18.11.20	담당자변경		-	-
18.5.17	BUY	34,000	8.93%	43.38%
18.4.11	BUY	30,000	-15.22%	-11.33%
18.2.23	BUY	22,000	-4.06%	4.55%
17.11.15	BUY	20,000	-16.83%	-10.00%
17.8.16	BUY	18,600	-24.03%	-20.97%
17.5.24	BUY	17,000	-13.20%	0.59%

F&F



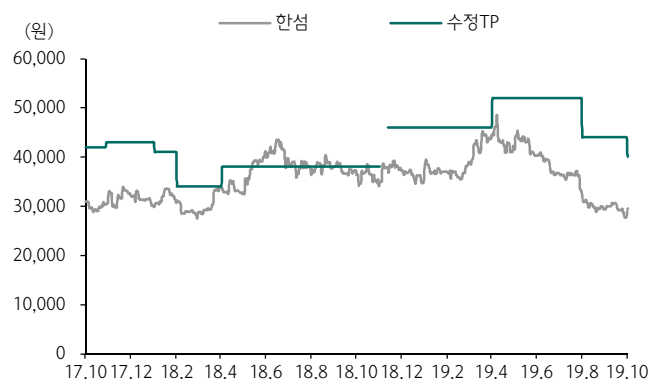
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.16	BUY	120,000		
19.7.4	BUY	110,000	-29.82%	-20.45%
19.5.17	BUY	98,000	-15.86%	-3.37%
19.4.10	BUY	93,000	-9.18%	-0.75%
19.2.12	담당자변경		-	-
18.2.27	BUY	53,000	14.64%	95.28%
18.1.30	BUY	65,000	-35.59%	-26.62%
17.12.1	BUY	54,000	-20.25%	-10.93%
17.11.6	BUY	44,000	-3.24%	5.68%

신세계인터내셔널



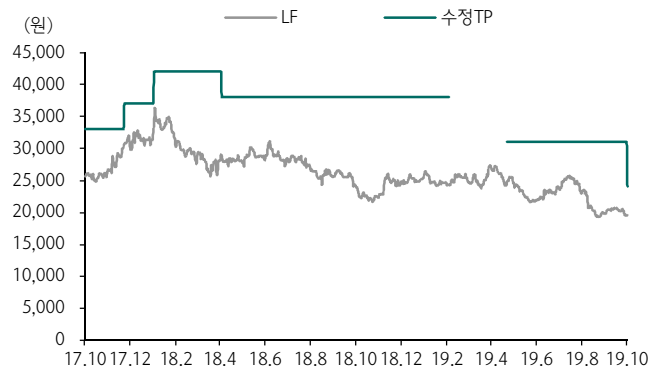
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.12	BUY	230,000		
19.7.4	BUY	310,000	-41.34%	-35.00%
19.5.13	BUY	380,000	-34.21%	-20.66%
19.4.10	BUY	360,000	-13.45%	-8.33%
19.3.18	BUY	330,000	-8.92%	-4.24%
19.3.6	BUY	290,000	-5.91%	0.52%
18.11.20	BUY	205,000	-6.06%	12.44%
18.11.20	담당자변경		-	-
18.5.26	BUY	140,000	32.25%	68.21%
18.5.11	BUY	200,000	-20.81%	-16.50%
18.4.5	BUY	140,000	-8.49%	1.07%
18.1.10	BUY	95,000	-11.48%	17.37%

한섬



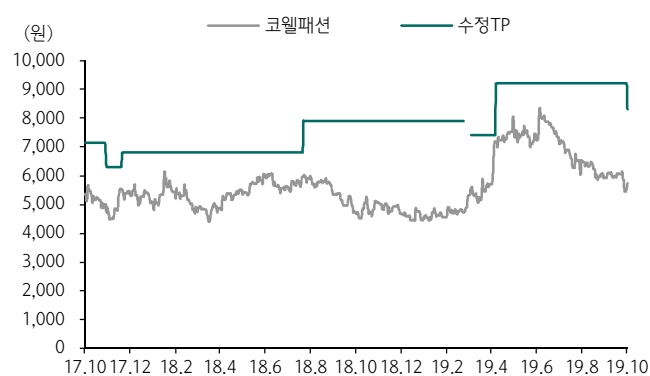
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	40,000		
19.4.10	BUY	52,000	-32.20%	-28.75%
18.11.20	BUY	46,000	-23.09%	-6.54%
18.11.20	담당자변경		-	-
18.5.11	BUY	38,000	38,000	-1.40%
18.4.11	Neutral	38,000	-12.16%	-7.37%
18.2.9	Neutral	34,000	-12.06%	-0.44%
18.1.10	BUY	41,000	-22.23%	-18.05%
17.11.6	BUY	43,000	-26.22%	-21.16%
17.7.4	BUY	42,000	-21.49%	-11.43%
17.5.24	BUY	40,000	-16.00%	-10.88%

LF



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	24,000		
19.4.30	BUY	31,000	-27.56%	-17.10%
18.11.20	담당자변경		-	-
18.4.11	BUY	38,000	-31.09%	-18.16%
18.1.10	BUY	42,000	-28.08%	-13.57%
17.12.1	BUY	37,000	-14.90%	-11.08%
17.10.16	BUY	33,000	-18.59%	-8.18%
17.4.6	Neutral	25,000	13.66%	30.20%

코웰패션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	8,300		
19.4.15	BUY	9,200	-25.11%	-9.24%
19.4.10	BUY	7,400	-24.06%	-3.11%
19.3.4	담당자변경		-	-
18.7.30	BUY	7,900	-36.83%	-23.80%
17.11.28	BUY	6,800	-21.13%	-9.71%
17.11.7	BUY	6,300	-23.54%	-12.22%
17.11.6	BUY	6,700		
17.8.24	BUY	7,130	-24.56%	-16.55%
17.8.2	BUY	6,000	-19.46%	-9.83%
17.5.24	BUY	4,700	-15.43%	-10.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.2%	7.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 10월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.