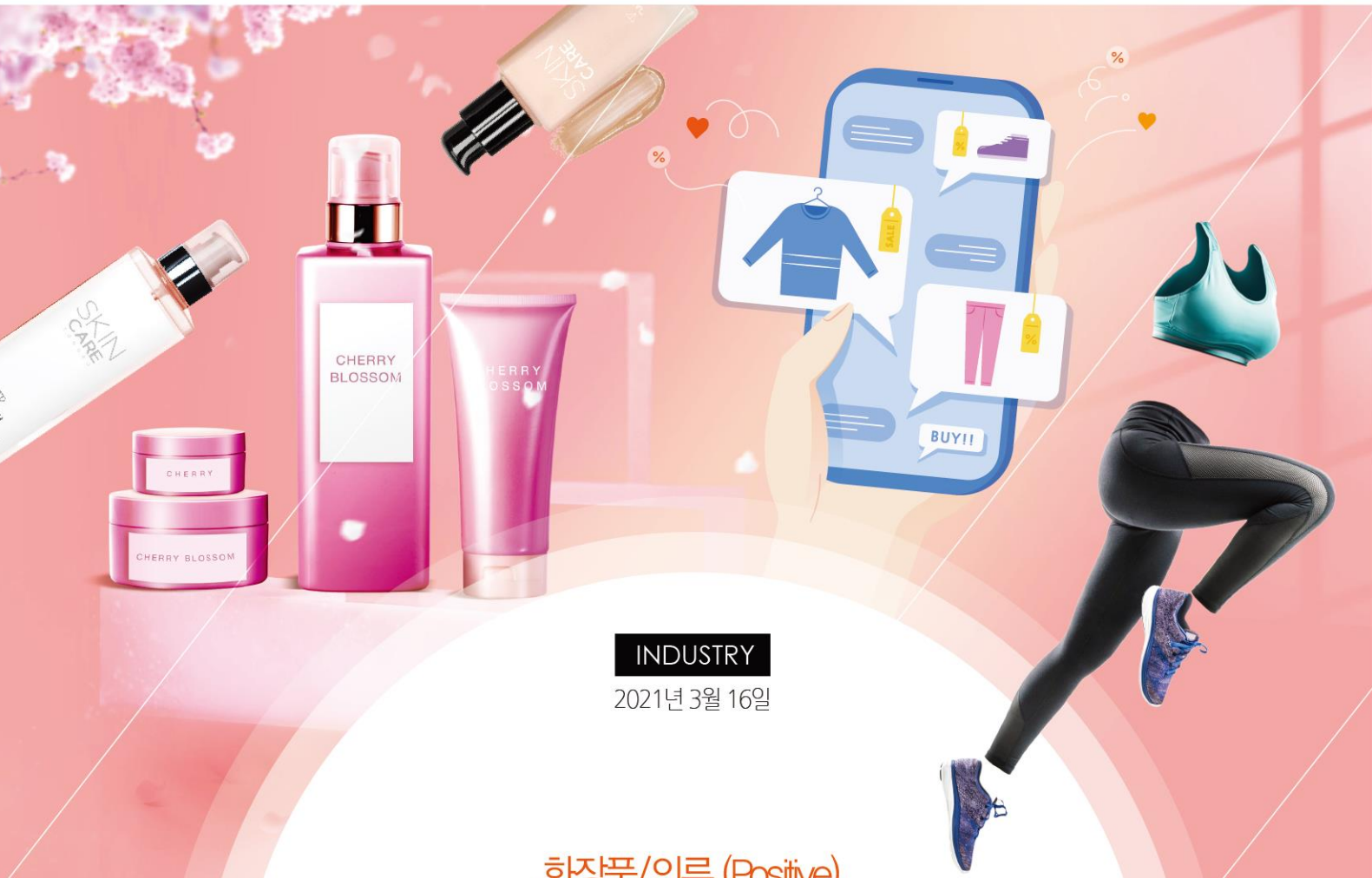




INDUSTRY

2021년 3월 16일

화장품/의류 (Positive)

단순한 회복을 넘어서

“ 2020년 화장품과 의류업종은 코로나19 타격이 장기화되면서 어려운 시기를 보냈습니다. 2021년에는 기저효과와 함께 백신 접종을 시작으로 경기가 정상화 됨에 따라 화장품과 의류 소비도 점진적인 회복을 보일 것으로 예상합니다. 최근 이러한 회복 기대감으로 관련 업체들의 기업가치가 저점에서 회복세를 보이고 있습니다. 따라서 현 시점에서는 코로나19에 따른 단순한 회복 뿐만 아니라 그 이상의 성장을 기록할 수 있는 업체들로 선별 투자가 필요해 보입니다. 이에 화장품과 의류 산업 내에서의 성장 방향성을 점검하고 관련 기업들의 전략 방향성을 비교 분석한 내용을 보고서에 담아 보았습니다. ”

| C o n t e n t s |

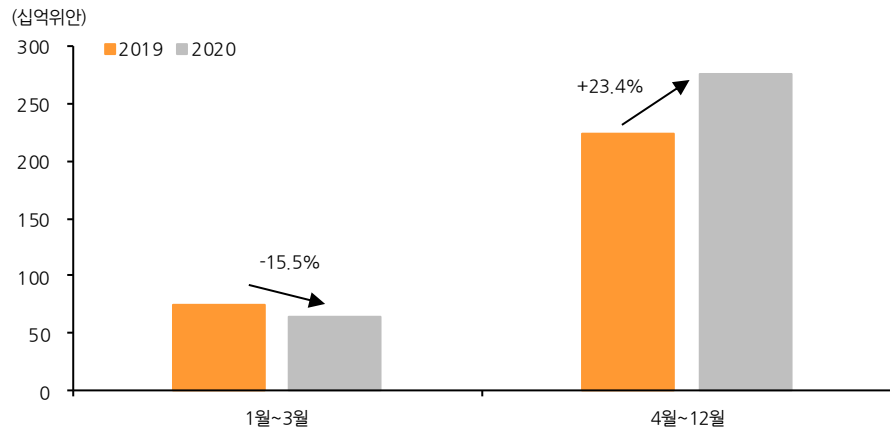
I. 핵심 요약.....	03
II. 주요 도표.....	05
III. 투자포인트	11
1. 회복 기대감 속에서	11
2. 코로나19 이후 산업의 성장 방향성	15
3. 기업 전략의 성장 방향성.....	23
IV. 투자의견	39
V. 분석대상 종목.....	41
1. 아모레퍼시픽 (090430)	42
2. 아모레G (002790)	48
3. LG생활건강 (051900)	51
4. 코스맥스 (192820)	55
5. 한국콜마 (161890)	59
6. 연우 (115960)	63
7. 신세계인터내셔널 (031430)	66
8. F&F (007700)	70
9. 한섬 (020000)	74
10. 휠라홀딩스 (081660)	78
11. 화승엔터프라이즈 (241590)	82
12. 영원무역 (111770)	85
13. 한세실업 (105630)	89
14. Adidas (ADS.GR)	93
VI. 붙임	97

I. 핵심 요약

2021년 회복 기대, 업체 선별 필요	화장품/의류 산업에 대해 투자 의견 Positive를 제시한다. 지난 2020년 코로나19 사태가 장기화되면서 전 세계적으로 의류와 화장품의 소비는 급격히 위축되었다. 그러나 최근 백신 접종을 시작으로 점진적으로 경기가 정상화 됨에 따라 코로나19에 타격을 받았던 화장품과 의류 소비도 회복의 모습을 보일 것으로 판단된다. 최근 이러한 회복 기대감으로 관련 업체들의 주가는 저점에서 올라온 상황이다. 회복 기대감이 일부 반영된 현 시점에서는 코로나19 이후에도 단순한 회복을 넘어서 차별적인 성장이 가능한 업체들의 선별이 필요해 보인다. 그러기 위해서는 산업의 성장과 기업들의 전략 방향성을 파악하여 기업들을 선별해보고자 한다.
산업의 성장이 유효한 카테고리 4가지	코로나19 위기 속에서 일시적으로 타격은 불가피했으나, 여전히 수요가 견조하다는 것을 입증한 카테고리들이 있다. 1) 중국 화장품, 2) 아시아 명품, 3) 스포츠 마지막으로 4) 이커머스 채널이다. 이 4가지 카테고리는 코로나 이전에도 견조한 성장을 기록하였다. 코로나19 영향으로 일부 타격은 받았으나, 회복되는 속도도 빠르게 나타나고 있다. 코로나19 이후에도 이 카테고리의 성장은 지속될 것으로 전망한다.
기업의 전략 방향도 중요	단순한 회복을 넘어서 기업이 추가적인 성장을 하기 위해서는 산업의 성장 방향성만큼이나 기업 전략의 방향성 역시 중요하다. 코로나19가 진행되는 상황에서 기업들은 다양한 전략들을 펼치며 위기에 대응했다. 코로나19 회복이 나타난다면 가시적인 결과가 나타날 것으로 전망한다. 기업들의 다양한 전략들 속에서 당사가 주목한 전략들은 1) 중국 현지 시장의 확장 2) 이커머스 채널 확장과 오프라인 채널의 효율화, 3) 추가적인 사업 확장의 가능성이다.
화장품 산업 추천 종목	화장품 산업에서의 최선호종목은 아모레퍼시픽, 코스맥스, 관심종목으로는 LG생활건강과 연우를 제시한다. ▶ 아모레퍼시픽은 최근 진행된 오프라인 채널 및 비용 효율화 작업과 화장품 시장의 회복이 맞물린다면 단순한 회복을 넘어 의미있는 턴어라운드를 기록할 것으로 예상된다. ▶ 코스맥스는 올해에도 중국의 이커머스 고객사 확대에 따른 성장과 코로나19로 타격을 받았던 미주 및 기타 아시아 지역의 성장성 회복으로 성장이 예상된다. ▶ 연우는 전방업체들의 회복과 함께 중국 럭셔리 화장품 시장 성장으로 기업가치 상승이 예상된다. ▶ LG생활건강은 럭셔리 화장품의 성장에 브랜드 포트폴리오 다각화로 화장품 사업부문의 역량 강화는 지속될 것으로 전망한다.
의류 산업 추천 종목	의류 산업에서의 최선호종목은 F&F와 화승엔터프라이즈를 제시하고, 관심종목으로는 신세계인터내셔널, 영원무역을 제시한다. ▶ F&F의 경우 코로나19에 타격을 받았던 사업들의 회복에 더해 중국 현지에서의 성장에 힘입어 기업가치 상승이 예상된다. ▶ 화승엔터프라이즈의 경우 주요 고객사의 물량 회복, 그 안에서의 M/S 확대가 지속되고, 전년에 조달한 자금을 바탕으로 추가적인 사업 확장도 기대된다. ▶ 신세계인터내셔널은 해외 브랜드 수요가 견조한 가운데 타격을 받았던 국내 패션의 수익성 및 면세점 수요 회복으로 실적 턴어라운드가 전망된다. ▶ 영원무역은 전방 업체들의 OEM 물량 회복이 가시화되는 가운데 유럽 바이크 브랜드 스캇 자회사의 실적 성장이 전망된다.

II. 주요 도표

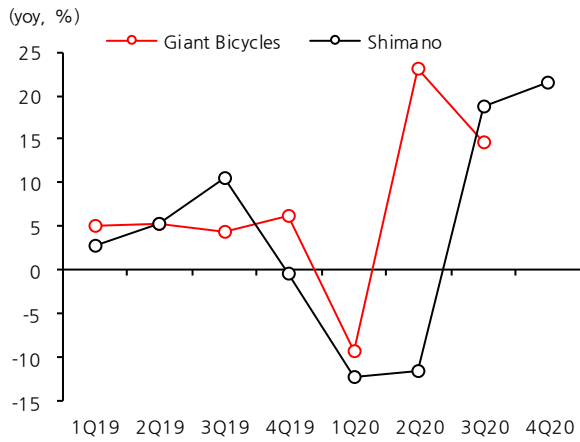
[그림1] 중국 화장품 소매 판매 및 성장률, 코로나 19 타격(1-3 월)시기와 회복(4-12 월)시기 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

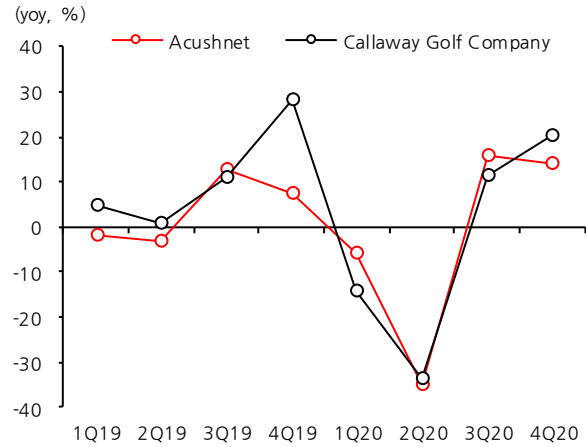
[그림2] 한국 면세점 시장 매출액 및 중국 관광객 추이

[그림5] 주요 글로벌 자전거 업체 매출액 성장률 추이



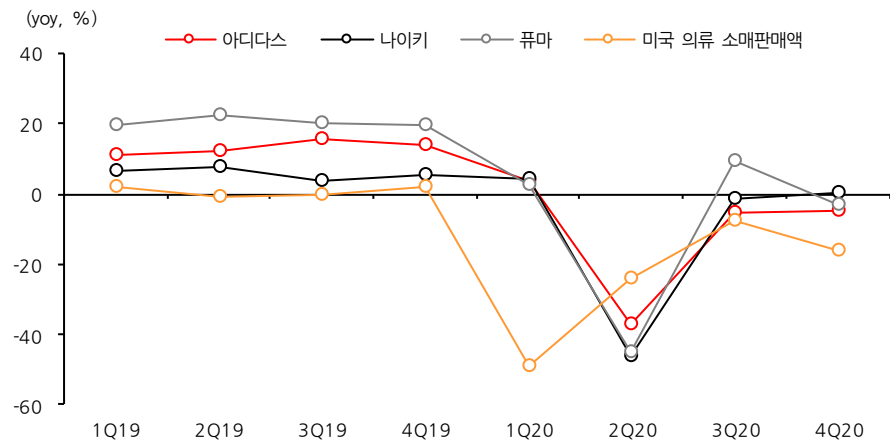
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주요 글로벌 골프 업체 매출액 성장률 추이



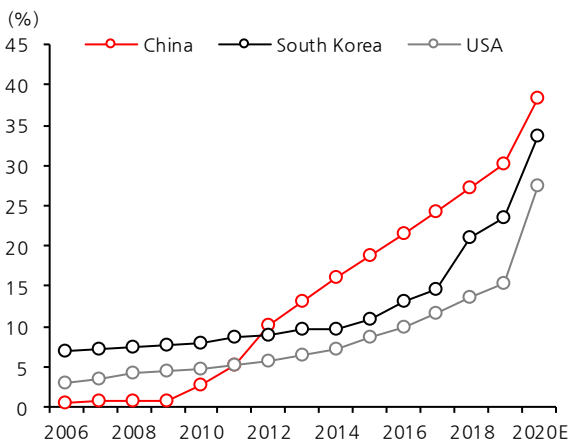
주: 19년도 분기 매출 성장률은 Jack Wolfskin(19.01 인수 완료) 인수효과 제외 수치
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 주요 스포츠 브랜드 업체 미국 성장률과 미국 의류 소매 판매 성장률 비교



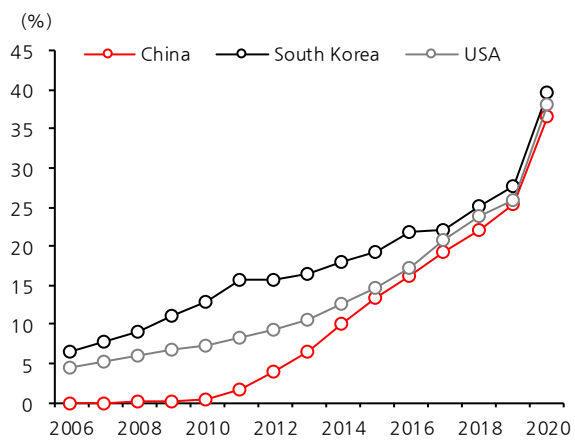
자료: 각사, Bloomberg, 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 화장품 시장 국가별 이커머스 채널 비중 추이



주: 2020E는 당사 추정치
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 의류 시장 국가별 이커머스 채널 비중 추이



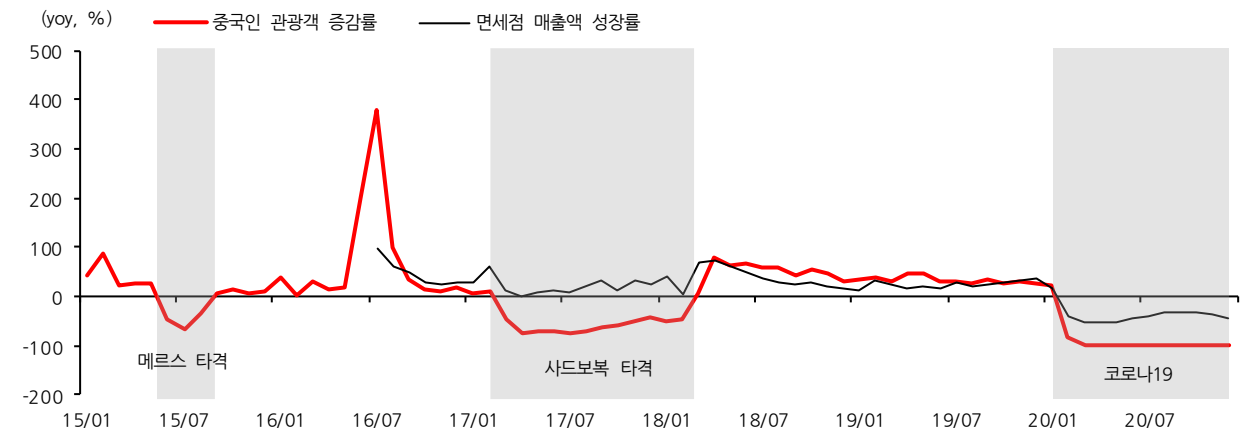
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 주요 국내 의류 및 화장품 업체 전략의 방향성 비교

산업	기업	내용
화장품	아모레퍼시픽	
	■ 구조조정	▶ 오프라인 점포 효율화 - 중국 이니스프리 매장 '19년 +600 -> '20년 470 -> '21E 300개 목표 - 중국 기타 브랜드 백화점 매장 철수하고 멀티브랜드샵으로 확장 중 - 한국 아리따움 직영매장 2020년 말 기준 4개로, 정리 완료 - 백화점 매장 브랜드 통합 작업 중 ▶ 인력 효율화 - '20년 회망퇴직 실시 (4Q20 일시적 비용 발생)
	■ 사업확장	▶ 이커머스 비중 확대 - 중국 '20년 40% -> '21E 50% 목표 - 한국 '20년 20% -> '21E 30% 목표 ▶ 럭셔리 브랜드 비중 확대 - 향후 중국에서 럭셔리 브랜드 매출 비중 50% 확대 목표
	LG 생활건강	
	■ 사업확장	▶ 브랜드 포트폴리오 강화 - 미국 에이본 인수 후 미국내 자사 브랜드 판매 - 피지오겔 한국, 중국, 일본, 미국 등 판권 인수
	신세계인터내셔널	
	■ 구조조정	▶ 국내 패션 사업 재정비 - 신세계그룹보이가 전개하는 남성복 브랜드 '코모도' 철수 (매장 29곳, 올 상반기 모두 철수) - 브랜드 '센존' 오프라인 매장 철수, 온라인 전용 브랜드로 전환
	■ 사업확장	▶ 화장품 브랜드 포트폴리오 강화 - 20년 7월 스위스 브랜드 '스위스퍼펙션' 지분 100% 인수 - 20년 8월 스웨덴 스킨케어 브랜드 '라부르켓' 국내 판권 확보 - 20년 말 화장품 클린뷰티 컨셉의 '로이비' 런칭 ▶ 이커머스 비중 확대 - SI빌리지를 럭셔리 플랫폼으로서 입지를 강화 - 온라인 전용 브랜드 육성 - SI라이브 런칭, 라이브 방송을 하면서 상품 판매
	한국콜마	
	■ 구조조정	▶ 기존 한국콜마 제약 사업 매각 - 화장품 사업과 HK이노엔(구 CJ헬스케어)에 집중
	■ 사업확장	▶ 이커머스 고객사 확대 - 한국, 중국 법인 모두 이커머스 고객사 확대에 주력
의류	코스맥스	
	■ 사업확장	▶ 이커머스 고객사 확대 - 한국, 중국 법인 모두 이커머스 고객사 확대에 주력
	F&F	
	■ 사업확장	▶ 중국 내 대리상 업체 통해 매장 확대 - 오프라인 매장 비용과 부담을 최소화하기 위해 중국 유수의 대리상 업체와 계약 - '20년 71개 -> '21E 250개 목표
	한섬	
	■ 구조조정	▶ 해외 패션 사업 재정비 - 20년 명품 수트 '까날리', '아메리칸 이글' 등 브랜드 중단
	■ 사업확장	▶ 이커머스 채널 확대 - '20년 매출 비중 18%, 영업이익 비중은 50% 수준 - 브랜드력을 기반으로 이커머스 확장 지속시킬 계획 ▶ 화장품 사업 진출 - 20년 화장품 관련 업체 인수 - '21년 하반기 고가 스킨케어 브랜드 런칭 계획
	희승엔터프라이즈	
	■ 사업확장	▶ 수직계열화, 카테고리 및 바이어 확장 계획 - '20년 초 1500억원 자금 조달 - 중장기적으로 수직계열화와 카테고리 및 바이어 확장할 계획
	한세실업	
	■ 사업확장	▶ Personal Protective Equipment(PPE 사업 확대) - 코로나 19 확산으로 방호복 및 마스크 생산 시작 - '20년 2억달러 매출 기록, '21년은 1억달러로 감소하나, 향후 사업 확대할 계획

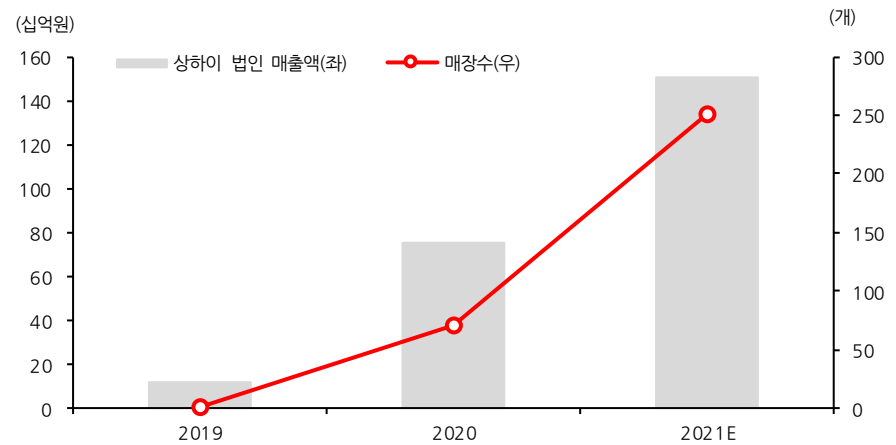
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 면세점 매출액 및 중국인 관광객 성장률 추이 : 외부환경에 취약한 한국 면세점 시장



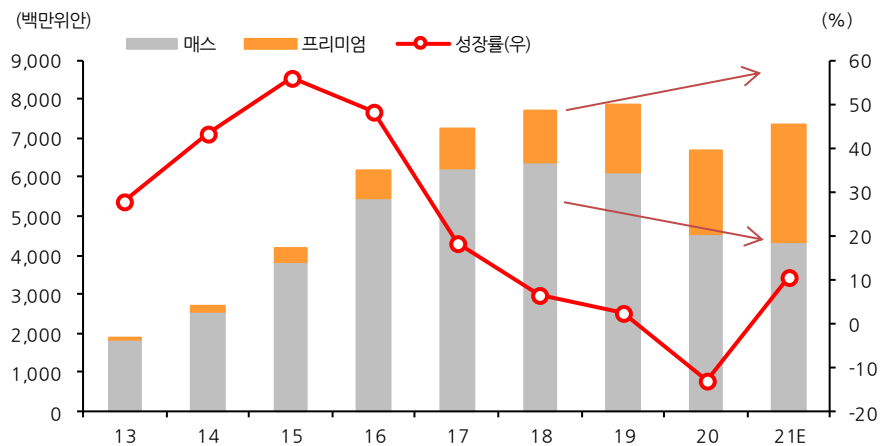
자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] F&F 중국 법인 실적 추이



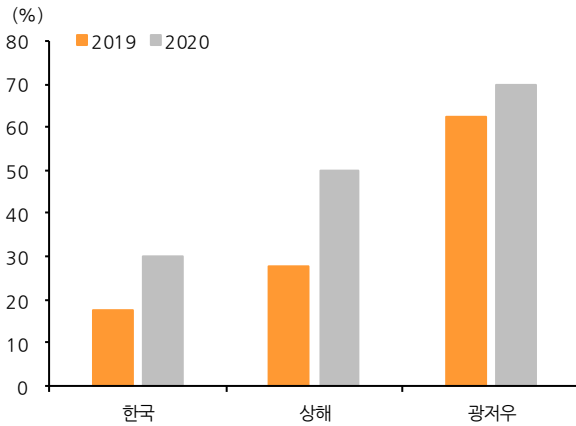
자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 아모레퍼시픽 중국 법인 매스/프리미엄 화장품 매출 추이



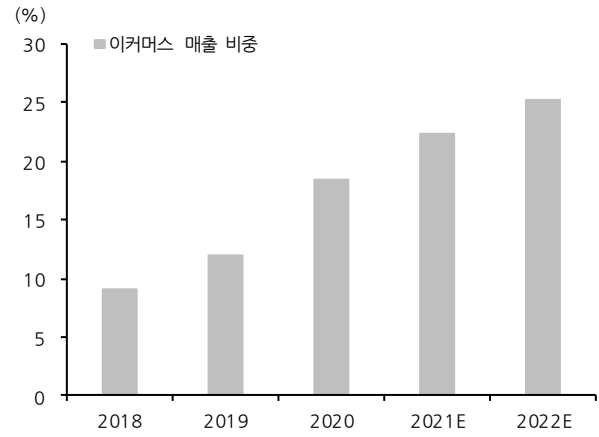
주: 프리미엄 브랜드는 설화수, 헤라, 프리메라
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 코스맥스 중국 법인 이커머스 고객사 비중



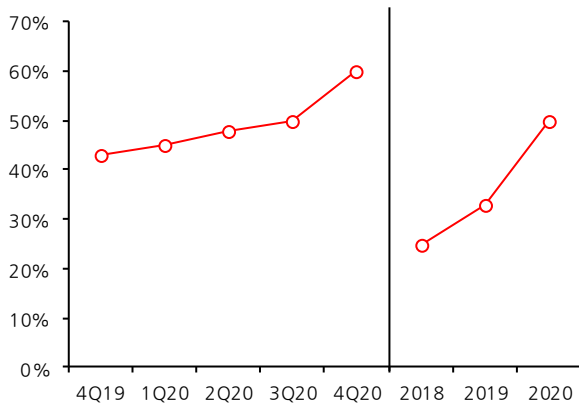
자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 한섬 이커머스 비중 추이



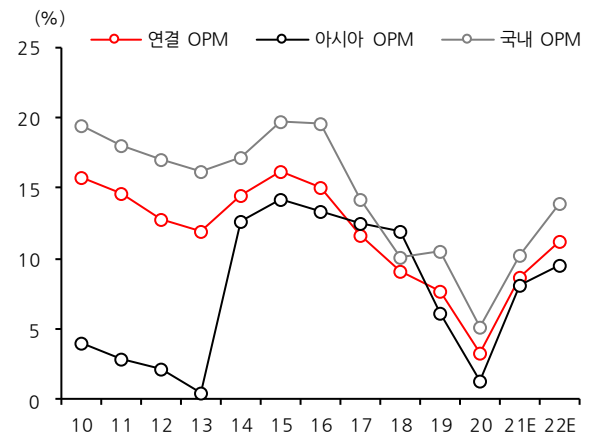
자료: 한섬, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 아모레퍼시픽 중국 법인 이커머스 비중 추이



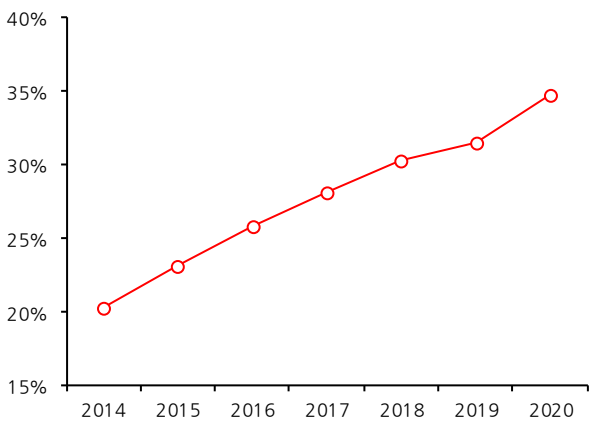
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 아모레퍼시픽 주요 사업별 영업이익률 추이



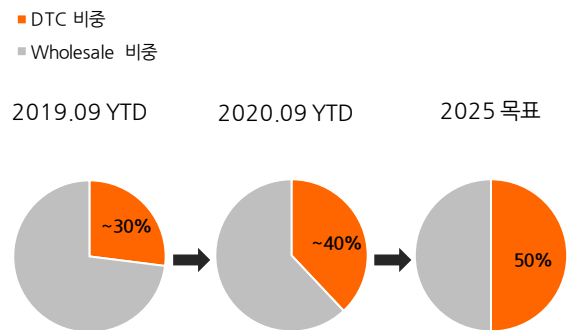
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 나이키 DTC 매출 비중 추이



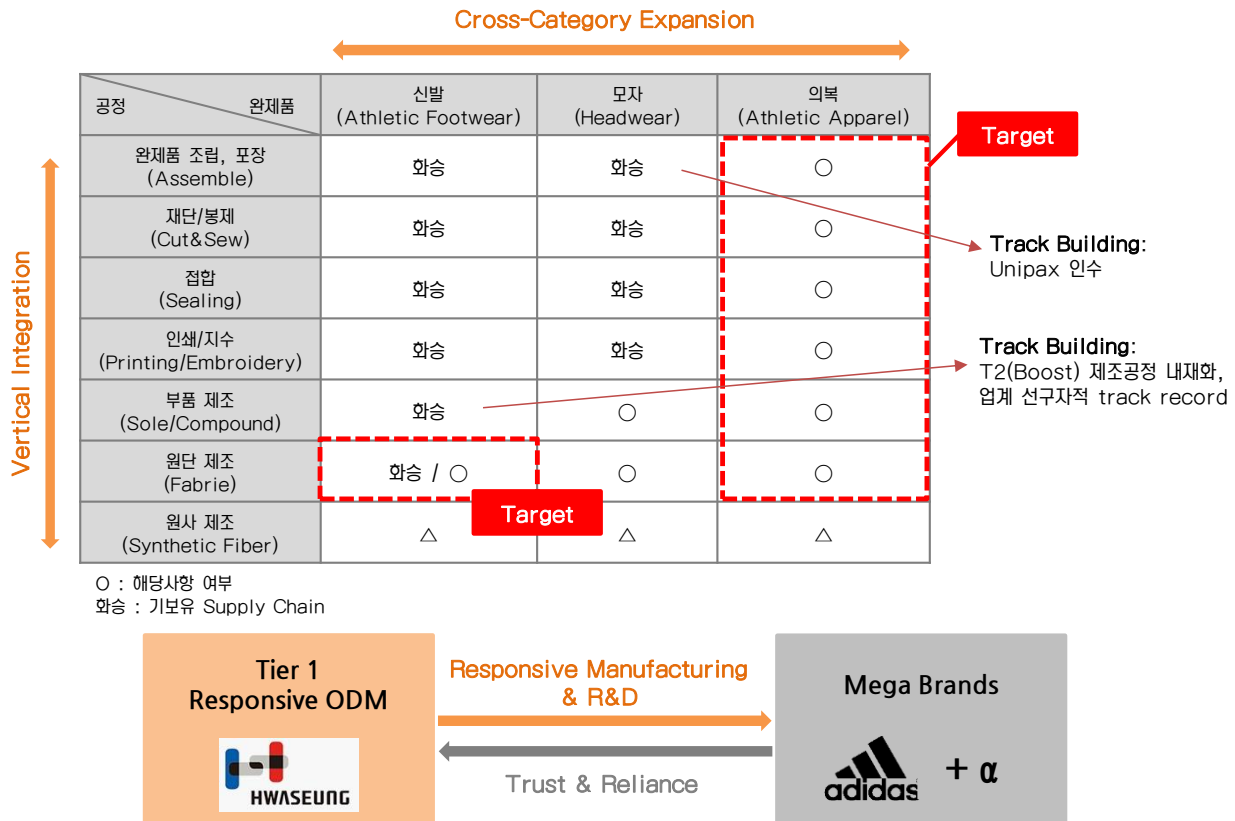
자료: 나이키, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 아디다스 DTC 매출 비중 추이



자료: 아디다스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 화승엔터프라이즈 중장기 성장 전략



자료: 화승엔터프라이즈, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 화장품/의류 커버리지 업체 투자이견 정리

기업명	투자이견	목표주가(원)	상승여력	현재가(원)	2020 P/E(배)	2021 P/E(배)
아모레퍼시픽	Buy	300,000	32.7%	226,000	39.9	25.7
	- 코로나 19 타격으로 부진했으나 4Q20 일회성 비용 제외시 수익성 개선 - 2021년 소비 정상화와 비용 효율화 작업과 맞물려 본격적인 실적 회복 전망					
아모레 G	Buy	73,000	15.5%	63,200	37.3	24.3
	- 주력 자회사 아모레퍼시픽의 턴어라운드 가시화로 실적 회복 전망 - 자회사 이니스프리, 에뛰드는 중장기적인 외형성장이 필요					
LG 생활건강	Buy	2,000,000	27.3%	1,571,000	26.3	23.3
	- 안정적인 사업 포트폴리오로 올해에도 꾸준한 성장 기대 - 브랜드 포트폴리오 다각화로 화장품 사업의 역량 강화는 지속될 전망					
코스맥스	Buy	154,000	31.1%	117,500	18.5	16.8
	- 2021년 중국 성장이 지속되는 가운데 부진했던 미국, 아시아 지역에서의 회복으로 실적 성장 전망 - 손소독제 베이스가 전년 상반기에 높았던 점을 고려시 상저하고 실적 성장 기대					
한국콜마	Buy	68,000	18.5%	57,400	23.9	19.0
	- 2021년 전방 업체들의 수요 회복으로 화장품 사업 점진적인 실적 회복 기대 - HK 이노엔 상장으로 지분가치 부각될 전망					
연우	Buy	33,000	32.5%	24,900	18.5	15.0
	- 2021년 전방 업체들의 수요 회복으로 실적 성장 기대 - 중국 중심으로 럭셔리 화장품 수요 증가에 대한 수혜가 지속될 전망					
신세계인터내셔널	Buy	250,000	27.6%	196,000	27.5	19.3
	- 2021년 소비 정상화로 부진했던 사업 회복과 해외 브랜드 수요 증가로 성장 기대 - 브랜드 포트폴리오 다각화로 화장품 사업 성장 지속 전망					
F&F	Buy	180,000	25.9%	143,000	19.7	15.4
	- 2021년 중국 현지 사업의 성장 가속화로 밸류에이션 확대될 것으로 기대 - 면세점 사업도 회복될 경우 실적 턴어라운드 가속화 될 것으로 예상					
한섬	Buy	45,000	20.6%	37,300	10.2	9.5
	- 2021년 이커머스 채널 성장이 지속되는 가운데 부진했던 오프라인 사업이 회복과 출점 효과가 더해져 성장 기대 - 2021년 하반기 화장품 사업 진출로 중장기 성장의 초석을 마련					
힐라홀딩스	Buy	56,000	31.5%	42,600	10.9	9.8
	- 코로나 19 타격 후 2021년 소비 정상화로 회복 기대 - 골프사업과 중국사업 견조한 성장 지속될 것으로 전망					
화승엔터프라이즈	Buy	21,000	26.5%	16,600	20.0	14.3
	- 코로나 19 타격 이후 아디다스 실적 회복에 따라 2Q20부터 실적 성장 기대, 아디다스 내에서 M/S 확대 지속 전망 - 최근 조달한 현금(1500억원)으로 수직계열화, 카테고리 및 고객사 확대에 활용 될 경우 중장기 성장도 긍정적					
영원무역	Buy	50,000	28.5%	38,900	12.2	11.3
	- 2021년 부진했던 OEM 사업 회복 기대 - Scott 브랜드 사업 호조 지속 전망					
한세실업	Buy	25,000	22.0%	20,500	12.5	11.2
	- 2021년 부진했던 OEM 사업 회복으로 이익 성장 기대 - 중장기적으로 자동차 및 PPE 사업 확대를 통해 경쟁력을 향상시켜나갈 것으로 예상					

주: 현재주가는 2021-03-12 기준

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 투자포인트

1. 회복 기대감 속에서

코로나19로 위축된
내수 소비,
중국만 의미있는 회복

지난 2020년 코로나19 사태가 장기화되면서 전 세계적으로 의류와 화장품의 소비는 급격히 위축되었다. 코로나19가 빠르게 진정된 중국의 내수 소비는 바로 개선되는 모습을 보였으나, 그 외 한국, 미국, 일본, 유럽 등의 주요 나라는 진정이 되었다가도 다시 재확산되면서 여전히 코로나19와 전쟁 중이다.

국가별 소매판매액을 살펴보면, 중국을 제외한 한국, 미국, 유럽은 초기 확산시기인 1Q20보다는 감소폭이 나아졌지만 여전히 의미있는 소비개선이 나타나고 있지는 않다. 앞서 설명했듯이 코로나19가 가장 빠르게 진정된 중국만이 1Q20 저점으로 소비가 빠르게 개선되는 모습을 보이고 있다.

항공길 막히면서
면세점도 타격

내수 소비도 타격이 컸으나, 각국의 입국 제한 조치 등으로 항공길이 막히면서 중국인 여행객 & 보따리상의 비중이 높았던 면세점 관련 실적의 타격도 컸다. 다행스럽게도 대형 타이공의 비중이 높아지면서 관광객이 급감한 정도보다는 양호했으나, 실적 감소는 불가피했다.

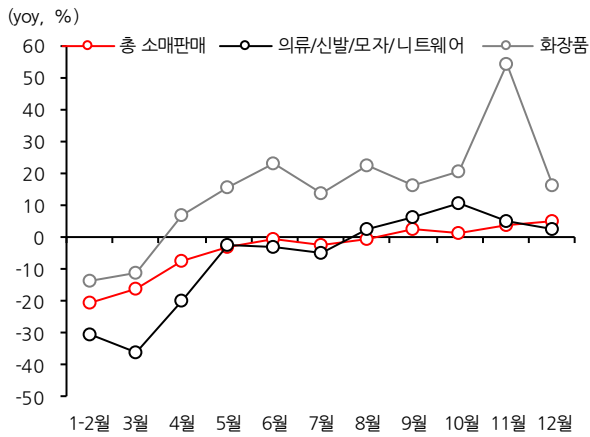
백신 접종률이 올라오면서
회복 기대감이 반영되는 중

여전히 코로나19 사태는 진행형이나 최근 백신 접종률이 올라오면서 타격을 받았던 업체들의 회복 기대감이 나타나고 있다.

면세 관련 소비는 2주간 자가 격리 해제가 필요하기 때문에 자국 내수 소비보다는 시간이 좀 더 소요될 것으로 보인다. 따라서 우선적으로 자국 내수 소비 회복이 먼저 가시화 되고 2주간 자가 격리가 해제되며 백신 접종 유무로만 입국 허용 조치가 된다면 면세 관련 소비도 회복될 것으로 전망한다.

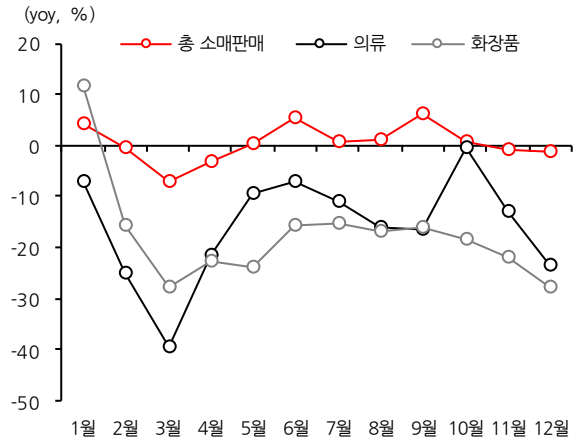
회복 시점을 정확히 예측하기에는 여전히 조심스럽지만 백신 접종률이 의미있게 올라오는 하반기 이후가 될 것으로 전망한다. 이에 상반기는 전년 기저효과로 실적 하락이 마무리되면서 하반기부터 점진적인 개선세가 나타날 것으로 예상한다.

[그림20] 중국 주요 소비 업태별 월별 소매 판매 성장률 비교



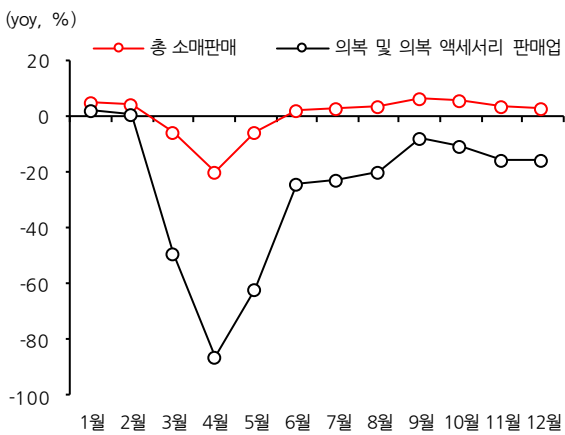
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 한국 주요 소비 업태별 월별 소매 판매 성장률 비교



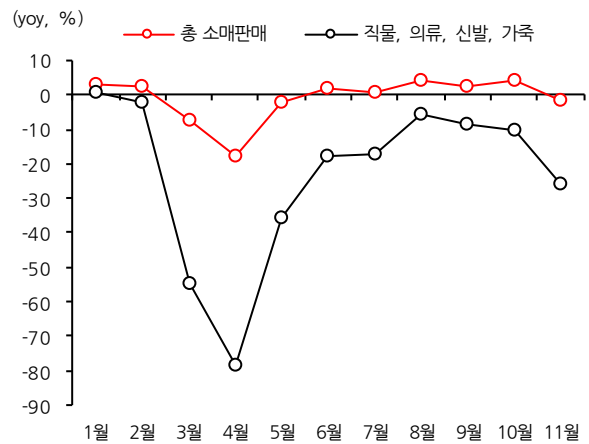
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 미국 주요 소비 업태별 월별 소매 판매 성장률 비교



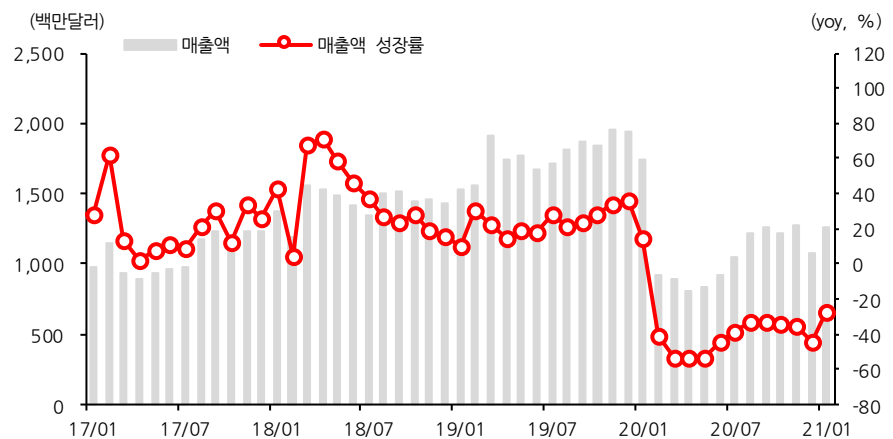
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 유럽 주요 소비 업태별 월별 소매 판매 성장률 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 한국 면세점 시장 매출액 및 성장률 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

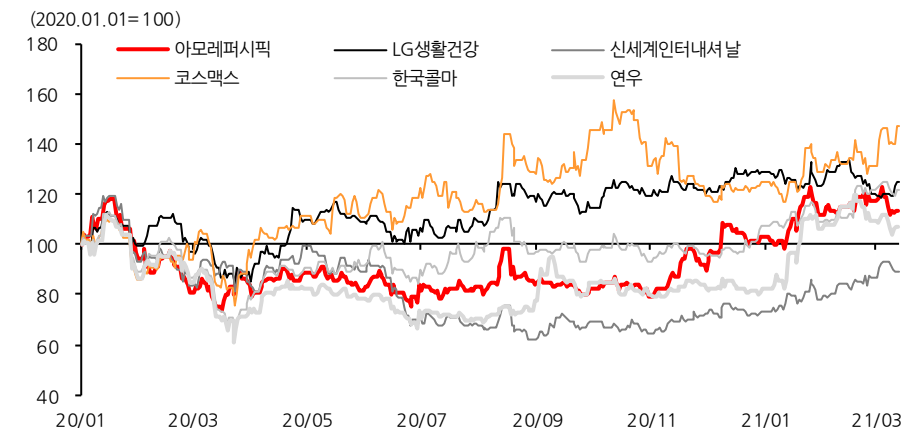
단순 회복을 넘어서려면,

코로나19 영향에서 서서히 벗어난다면 그동안 타격을 입은 업체들의 실적은 일시적으로 회복될 것이다. 최근 이러한 회복 기대감에 부진했던 화장품 및 의류 업체들의 기업 가치는 소폭 회복되는 모습을 보이고 있다.

회복 기대감이 일부 반영된 이 시점에서는 코로나19 이후에도 단순한 회복을 넘어서 차별적인 성장이 가능한 업체들의 선별이 필요해 보인다.

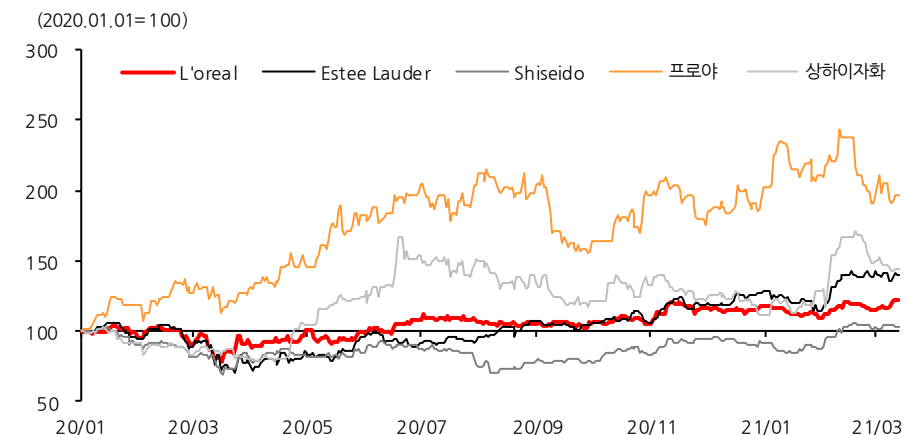
그러한 업체들을 선별하기 위해서는 산업과 기업들의 향후 성장 방향성이 중요하다. 이에 코로나19 이후에도 변하지 않는 부분과 달라진 부분들을 비교하여 이러한 업체들을 선별하고자 한다.

[그림25] 국내 화장품 업체 주가 추이



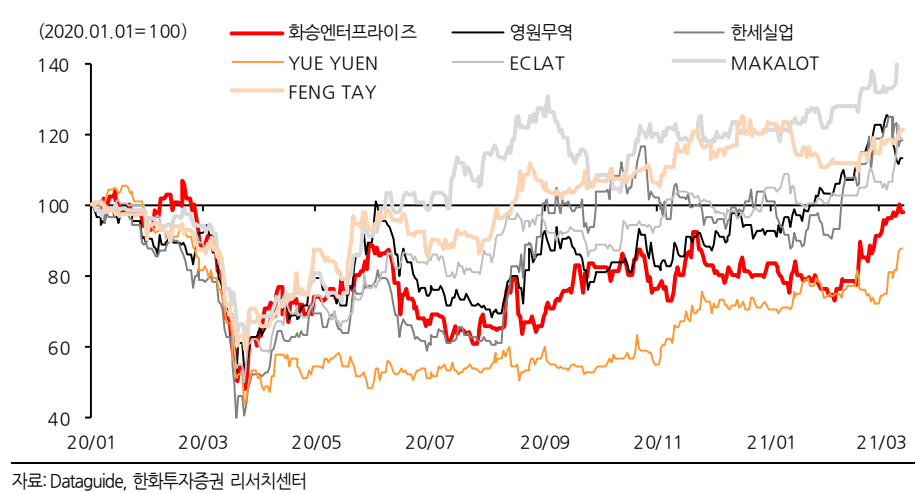
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 글로벌 화장품 업체 주가 추이

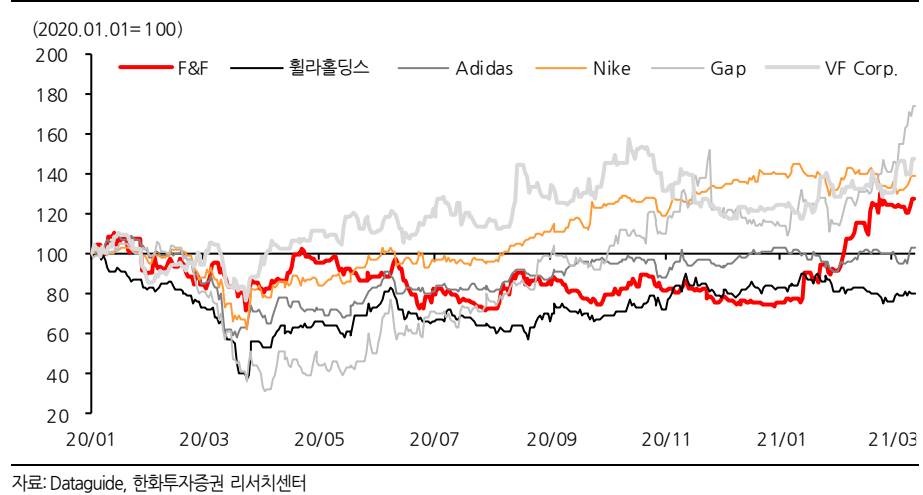


자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 의류 OEM 업체 주가 추이



[그림28] 의류 브랜드 업체 주가 추이



2. 코로나 19 이후 산업의 성장 방향성

변하지 않은
산업의
성장 방향

코로나19 위기 속에서 일시적으로 타격은 불가피했으나, 여전히 수요가 견조하다는 것을 입증한 분야들이 있다. 첫번째는 중국 화장품 시장이고, 두번째는 아시아 명품 시장, 세번째는 스포츠 카테고리 시장, 마지막으로 네번째 이커머스 채널의 시장이다. 이 네가지 시장은 코로나 이전에도 성장을 기록하던 카테고리였다. 코로나19 영향으로 일부 타격은 존재했으나, 회복되는 속도도 빠르게 나타나고 있다. 코로나19 이후에도 이 카테고리의 성장은 지속될 것으로 전망한다.

(1) 중국 화장품 시장의 성장

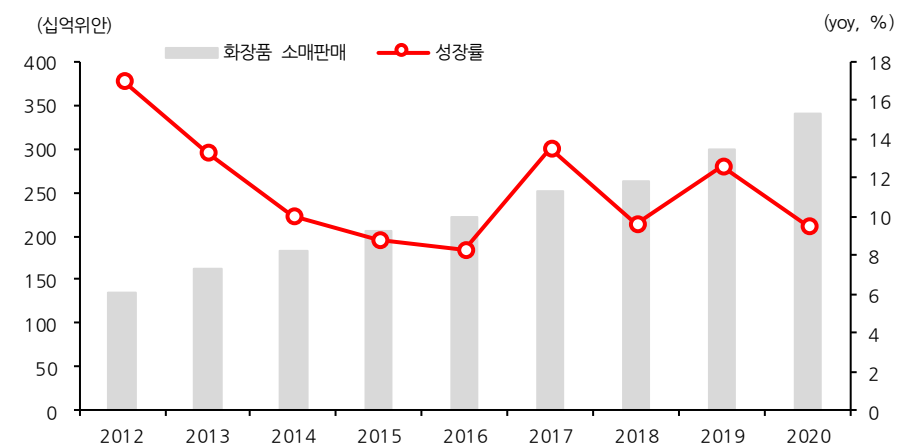
위기 후에도 가파르게
성장하는
중국 화장품 성장,

코로나 위기 속에서도 중국 화장품 시장의 성장은 견재하다는 것은 여러 데이터를 통해 확인해볼 수 있다. 중국에서 초기 코로나가 확산되는 1-3월 시기 중국 내 화장품 소매 판매액은 -15%대 감소하였지만, 이후 빠르게 회복되어 2020년 연간 기준 중국 화장품 소매 판매액은 +9.5 성장하였다. 특히 화장품 소비의 가장 성수기는 광군제인데, 해당 월인 11월에 화장품 소매 판매액은 +54.5% 성장하며 폭발적인 판매를 기록했다. 이에 힘입어 주요 화장품 업체들의 4분기 중국 매출 성장률도 모두 확대된 모습을 보였다.

타격은 불가피했으나
상대적으로 견조한
외국인 면세점 매출

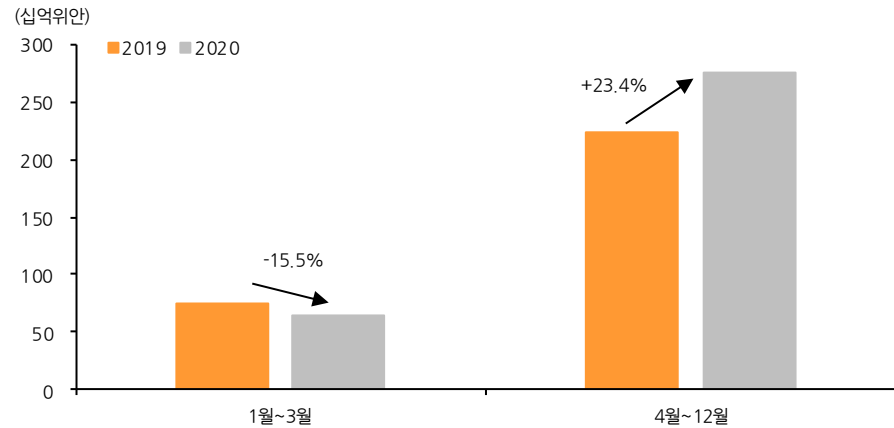
한국 면세점 수치도 살펴보면, 중국인 관광객이 제로 수준으로 급감했음에도 불구하고 한국 면세점 시장 매출은 -30%대 수준으로 감소하였다. 이는 기존 리셀러들이 과거만큼 한국을 방문하지 못하자 1인당 구매액을 대폭적으로 증가시키며 수요를 충족해가고 있는 점을 보여주는 것이다. 이도 결국 코로나 속에서도 중국의 화장품 수요는 여전히 견재하다는 것을 입증해 주고 있는 것이라 판단한다.

[그림29] 중국 화장품 소매판매액 및 성장률 추이(연간)



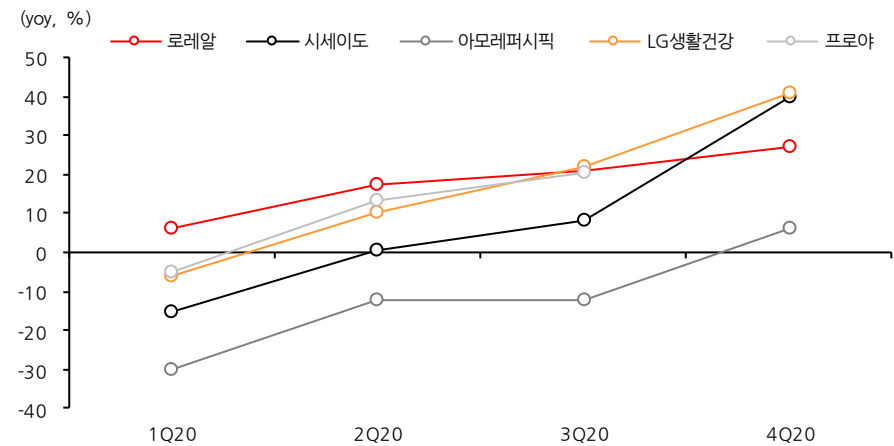
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 2019년 및 2020년 중국 화장품 소매판매액



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

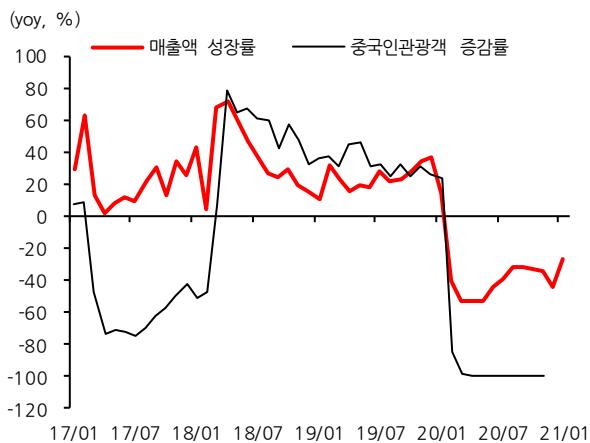
[그림31] 주요 화장품 업체 중국시장 매출 성장률



주: 프로야는 총 매출액 성장률

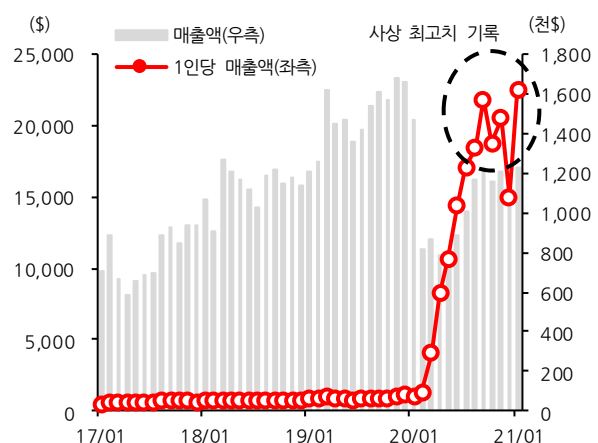
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 한국 면세점 시장 매출액 및 중국 관광객 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 면세점 '외국인' 매출액 및 1인당 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

(2) 아시아 럭셔리 시장은 여전히 핫하다!

아시아 럭셔리 시장의
성장은 여전히 견고

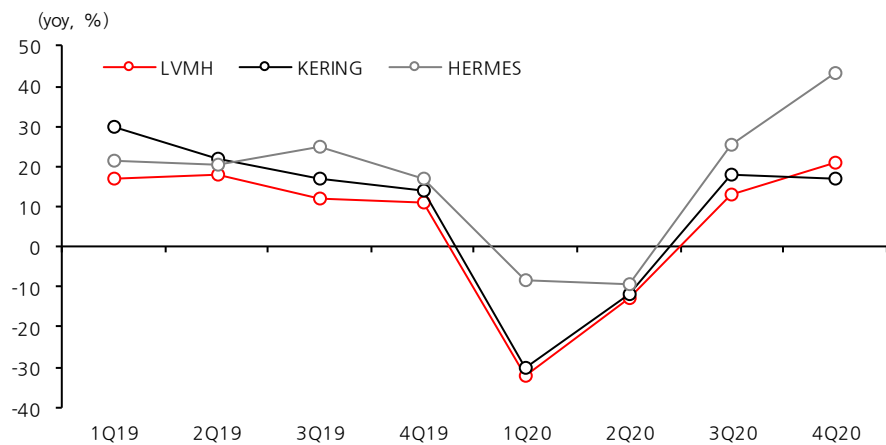
코로나 19가 장기화되는 과정 속에서도 아시아 럭셔리 시장이 받은 충격은 일시적이였다. 주요 글로벌 명품 업체들의 실적은 지난 1,2분기 일시적인 충격만 받고 3분기부터는 일제히 다 회복되는 모습을 보이고 있다.

아시아 럭셔리 시장에서 가장 큰 중국의 명품 시장은 베인앤 컴퍼니에 따르면 2020년 48% 증가한 것으로 추정된다. 성장률이 유독 높아진 이유는 1) 항공길이 막히면서 기존 해외에서 소비된 물량이 중국 내수에서 소화 2) 전자상거래 발전 3) 럭셔리 소비자 내에서 밀레니얼 세대 부상 4) 하이난 면세점 사업 확대 등이다. 코로나19 완회시 다시 해외 소비가 늘어날 수 있지만, 사는 지역만 달라졌을 뿐 중국인들의 럭셔리 구매 증가는 지속될 것으로 예상된다.

한국에서도 핫한 명품 시장

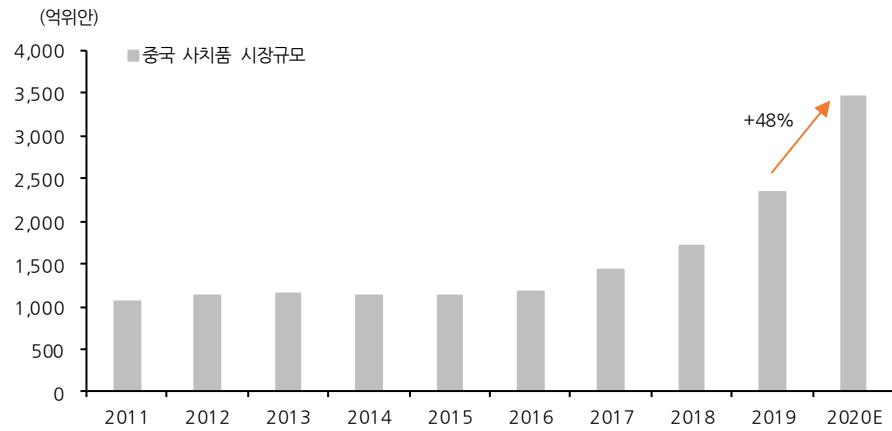
한국의 상황도 중국과 유사하다. 한국 백화점의 명품 브랜드 매출 증감율은 코로나 19 확산이 가장 심했던 3월을 제외하고는 바로 기존 성장률을 회복하며 여전히 견조한 판매가 지속되고 있음을 입증하고 있다.

[그림34] 주요 글로벌 명품 업체 아시아 시장 성장률 추이



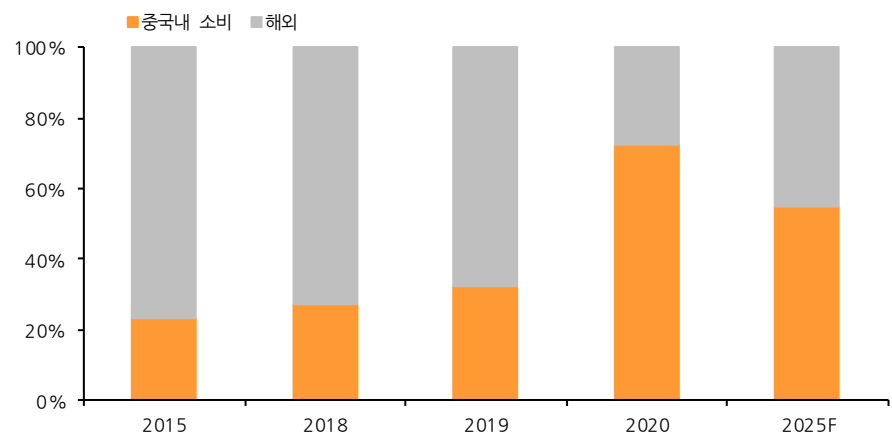
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 중국 사치품 시장 규모 추이



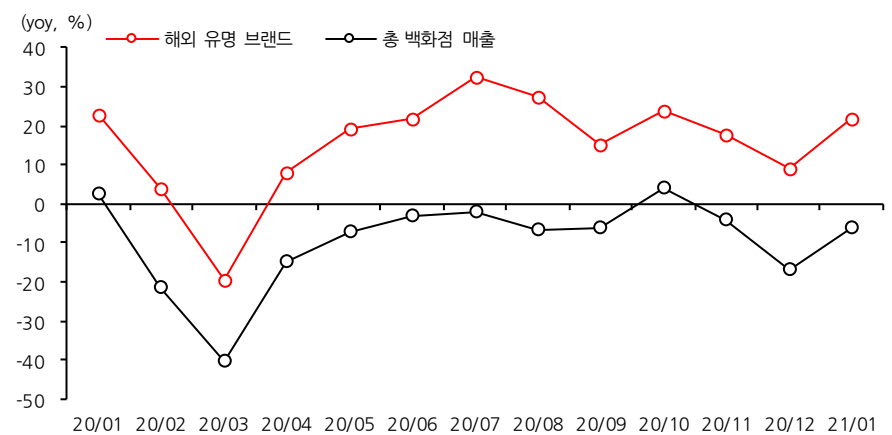
자료: BAIN&COMPANY, KOTRA, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 사치품 중국 내 소비 비중 추이



자료: BAIN&COMPANY, KOTRA, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 한국 백화점 명품 매출 월별 성장률 추이



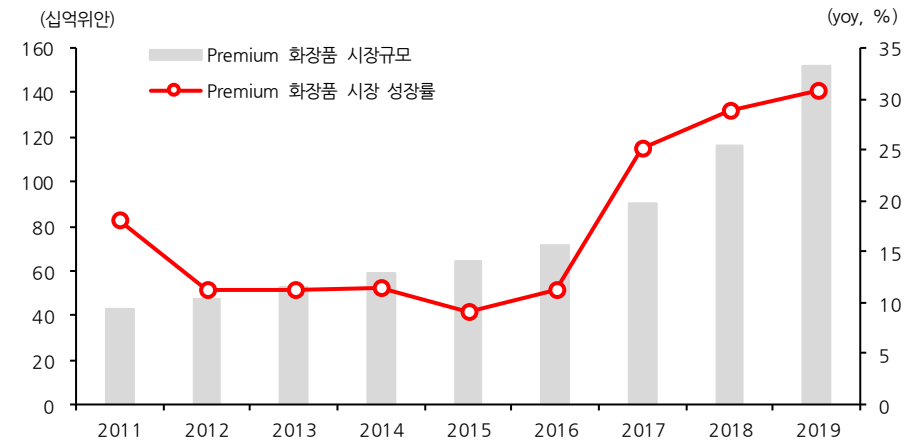
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

럭셔리 화장품 중국에서 고성장은 지속 중

럭셔리 구매 증가는 화장품 카테고리에서도 유사하게 나타나고 있다. 지난 몇 년간 중국 화장품 시장은 프리미엄 화장품 중심으로 성장이 지속되고 있다. 지난 2016년~2019년까지 프리미엄 화장품 시장의 연평균 성장률은 +26%로서, 같은 기간 전체 화장품 시장 성장률 +10%를 상회한다. 아직 Euromonitor의 2020년 화장품 전체 시장의 규모가 발표되지는 않았으나, 화장품 소매 판매액 기준으로 비교해보면, 여전히 럭셔리 화장품이 전체 시장률을 상회한 것으로 추정된다. 글로벌 및 한국의 주요 화장품 업체들의 고가 브랜드 성장이 호조를 보여 여전히 프리미엄 화장품 시장의 성장은 견조함을 보였다

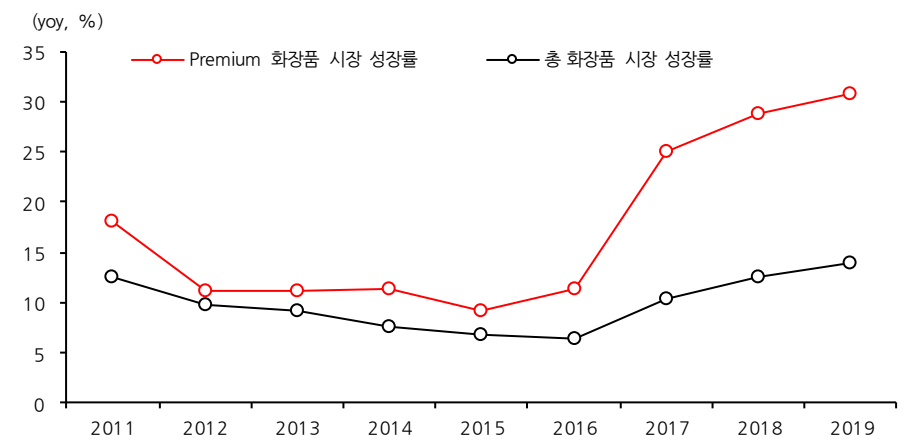
중국의 프리미엄 화장품 시장의 비중은 2019년 기준 32%로서, 한국과 일본의 비중이 2017년 기준 각각 51%, 43%임을 고려해보면 중국의 프리미엄 화장품 시장의 비중은 지속적으로 확대될 것으로 전망한다.

[그림38] 중국 화장품 프리미엄 시장 규모 및 성장률 추이



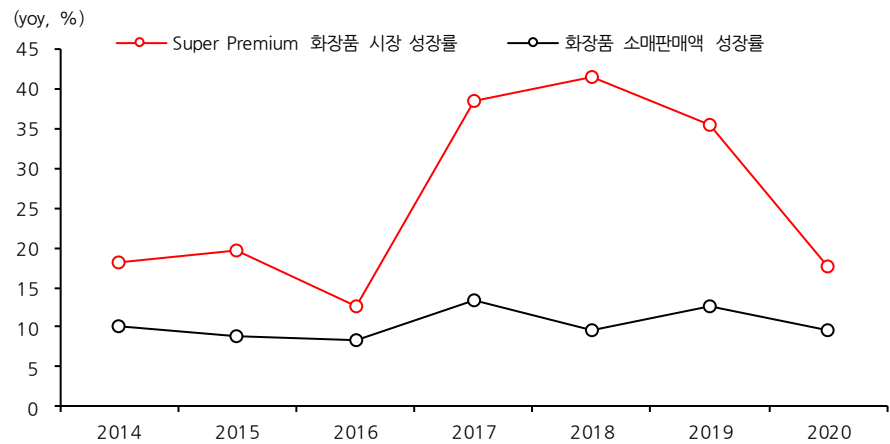
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 중국 화장품 시장 및 프리미엄 시장 성장률 추이



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 중국 슈퍼 프리미엄 화장품 시장규모 및 화장품 소매판매액 성장률 추이 비교



자료: Euromonitor, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

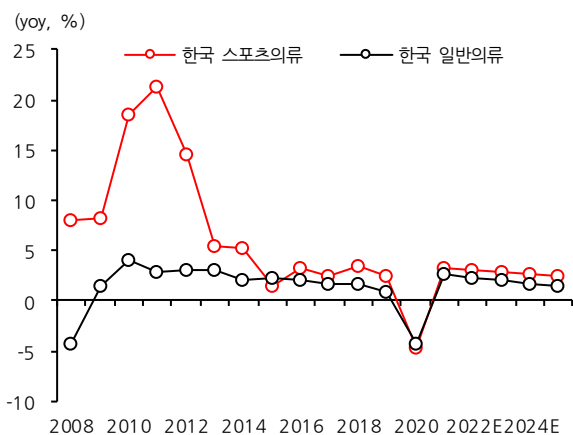
(3) 위기 후 스포츠 카테고리 성장 가속화

위기 후 견고히 성장하는
스포츠용품 업체,
스포츠웨어도 위기 후
빠르게 회복 중

코로나19 위기 이전에도 일반 의류 시장은 정체되어 있었다. 부진한 의류 시장 내에서도 최근 성장성이 나타나고 있는 카테고리는 바로 스포츠 카테고리이다. 국내는 물론 중국, 미국에서 스포츠 웨어 시장 성장률은 일반 의류 시장 성장률을 상회하고 있었다. 그러나 스포츠 시장도 코로나19 타격을 피할 수는 없었다. 코로나19 타격이 가장 심했던 시기는 1Q20 시기였지만, B2B 채널의 판매 비중이 높은 글로벌 스포츠 브랜드업체들의 특성상 한분기 지난 2Q20에 실적악화가 심화되었다.

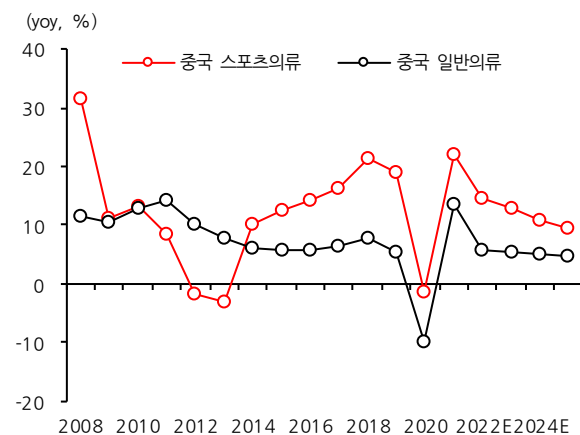
그러나 여전히 코로나19 이후에도 스포츠웨어 시장 성장은 긍정적으로 판단된다. 최근 나이키와 아디다스, 룰루레몬 등 글로벌 스포츠웨어 업체들의 실적이 빠르게 개선되는 모습을 보이고 있고, 주요 바이크 업체 및 골프 업체들의 실적을 보면 코로나19 타격 이후 오히려 실적 성장이 강화되는 모습을 보이고 있다. 건강에 대한 관심은 오히려 코로나19 이후 더욱 확대되고 있는 것이다. 이러한 트렌드는 당분간은 지속될 것으로 예상됨에 따라서 스포츠웨어 및 용품 등 관련 업체에게 더욱 주목할 필요가 있다.

[그림41] 한국 일반의류 / 스포츠의류 시장 성장률 비교



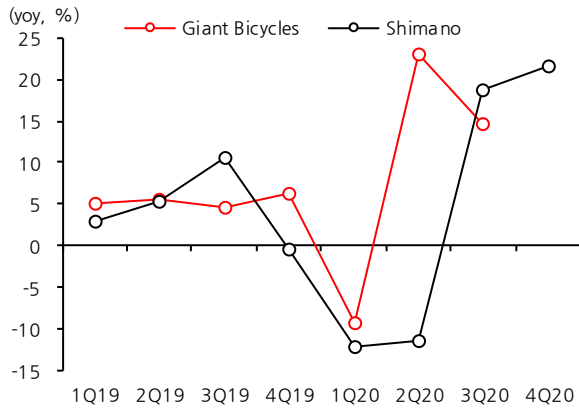
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 중국 일반의류 / 스포츠의류 시장 성장률 비교



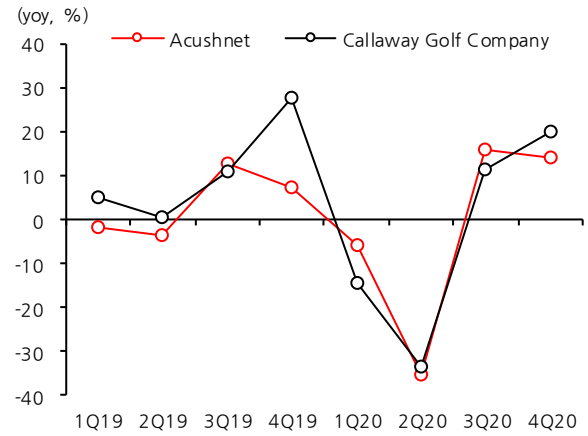
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 주요 글로벌 자전거 업체 매출액 성장률 추이



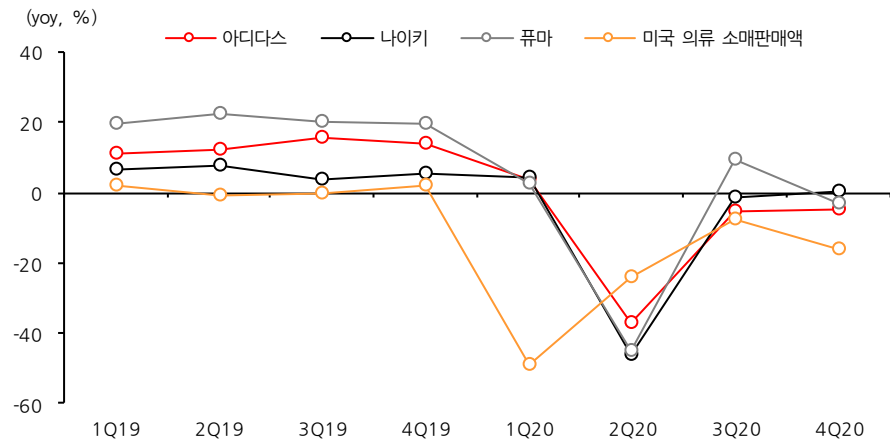
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 주요 글로벌 골프 업체 매출액 성장률 추이



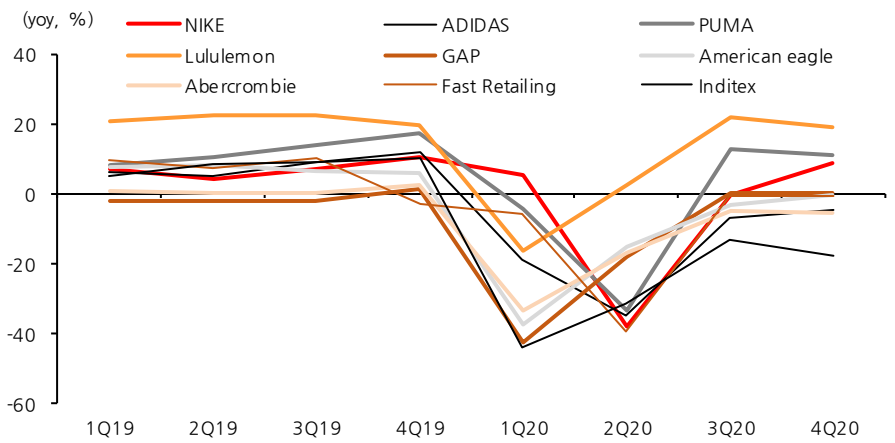
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 주요 스포츠 브랜드 업체 미국 성장률과 미국 의류 소매 판매 성장률 비교



자료: 각사, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 주요 의류 브랜드 업체 분기별 매출 성장률 비교



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

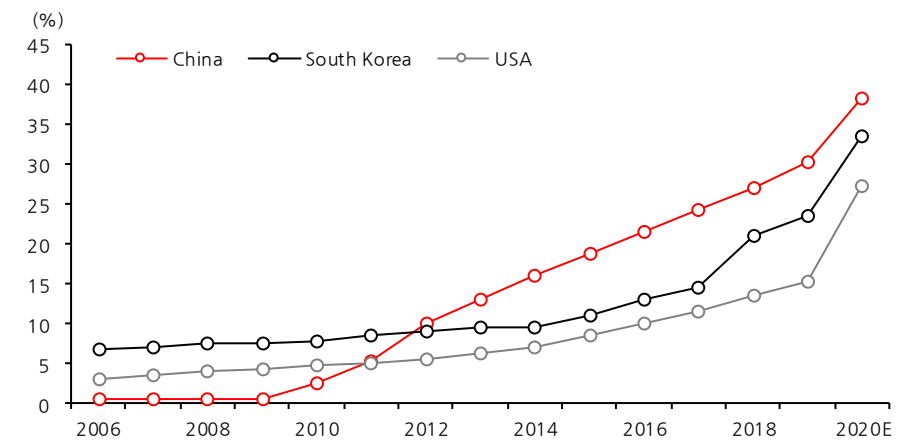
(4) 위기 속 가속화된 이커머스 확대

가속화된 이커머스 확대

코로나19 위기 속에서 가장 타격이 심화된 곳은 오프라인 채널이었다. 코로나19 이전에도 이커머스 시장의 빠른 확대로 오프라인 채널이 부진했는데, 코로나19가 이 속도를 빠르게 가속화시켰다. 중국을 기준으로 보면 이미 화장품 및 의류 업체들의 이커머스 채널 매출 비중이 30~50% 수준까지 올라왔다. 소비가 정상화된다면 부진했던 오프라인 채널이 일부 회복될 수는 있으나, 이커머스 시장의 확대를 거스르기는 무리이다.

이러한 시장 환경에 따라 최근 모든 업체들이 이커머스 확대를 위해 전력을 다하고 있다. 결국 기업에 있어서 중요한 점은 이커머스 시장에서 우위를 갖고 빠르게 확대하는 뿐만 아니라 부진한 오프라인 채널의 효율화를 얼마나 빠르게 시키는지이다.

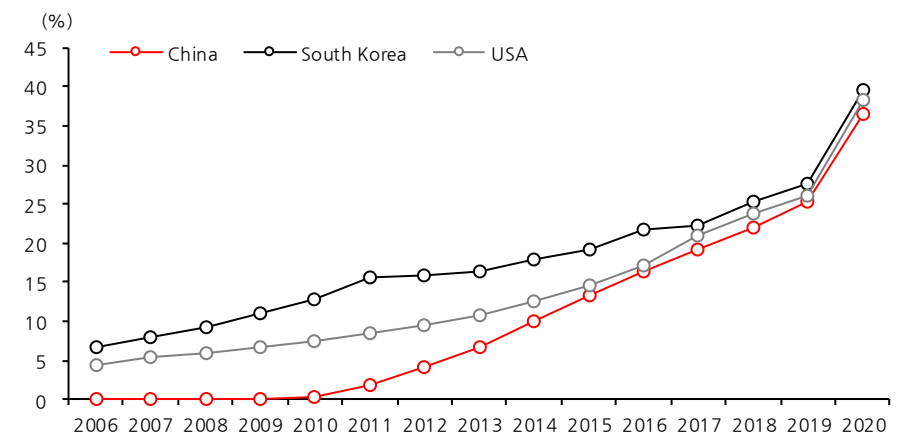
[그림47] 국가별 화장품 시장 이커머스 채널 비중 추이



주: 2020E는 당사 추정치

자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 국가별 의류 시장 이커머스 채널 비중 추이



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

3. 기업 전략의 성장 방향성

위기 속 다양한 전략들을
구사한 기업들,
그 중 우리가 주목해야할
전략들

경기 정상화에 따른 단순 회복을 넘어서 기업이 추가적인 성장을 하기 위해서는 산업의 성장 방향성만큼이나 기업 전략의 방향성 역시 중요하다. 궁극적으로 산업의 방향성과 기업 전략의 방향성이 맞아 떨어지는 회사의 실적 성장은 항상 시장을 압도해 나가기 때문이다.

비단 코로나19 때문은 아니지만, 코로나19가 진행되는 상황에서 기업들은 다양한 전략들을 펼침으로써 위기에 대응하기 위해 자체적으로 고군분투했다. 타격을 입은 와중에서는 이러한 전략들의 효과가 가시화되지는 않았지만, 코로나19 회복이 나타난다면 가시적인 결과가 나타날 것으로 전망한다.

기업들의 다양한 전략들 속에서 당사가 주목한 전략들은 1) 중국 현지 시장의 확장 2) 이커머스 채널 확장 및 오프라인 채널의 효율화, 3) 추가적인 사업 확장의 가능성이다.

[표3] 주요 글로벌 의류 및 화장품 업체 전략의 방향성 비교

산업	기업	내용
화장품	에스티로더	
	■ 구조조정	▶ 향후 2년간 매장 효율화 및 직원 구조조정 - 전세계 매장 10~15% 폐쇄 - 직원 1500~2000명 해고 - 연간 세전 3~4억 달러 절감 예상
	■ 사업확장	▶ 면세 부문의 지속가능성 목표 발표 ▶ 라이브스트리밍 판매 서비스 강화, AI 기반 제품 추천
	로레알	
	■ 사업확장	▶ D2C 강화, 2010년부터 디지털 트랜스포메이션 시작 - 모디페이스(VR 기술 기업) 인수로 3D 가상 메이크업 등의 맞춤형 서비스 제공 - AI, 클라우드 서비스, IoT 이용해 소비자 맞춤형 서비스 제공할 계획 ▶ 라이브 커머스 ▶ 스킨케어 브랜드
	시세이도	
의류	■ 구조조정	▶ 저가 일회용품(쓰바키, 센카 등) 사업 매각 - 1600억엔에 사모펀드회사 CVC에 매각 - 2023년까지 브랜드 포트폴리오 재구축
	■ 사업확장	▶ 이커머스, 스킨케어 브랜드 확장 - 사업매각 자금을 디지털 뷰티 및 이커머스 사업 투자에 활용할 것으로 예상 - D2C, 옴니채널, 뷰티테크 등 신규 비즈니스 및 채널 강화 계획
	나이키	
	■ 구조조정	▶ 인력 구조조정 - 20년 8월 본사 직원 500명 이상 해고 - 중국: 북경, 상하이 본사 400여명을 시작으로 단계적 20% 해고 발표
	■ 사업확장	▶ 디지털 트랜스포메이션: 나이키 트레이닝 클럽 앱을 통해 소비자 데이터 확보 - 19년에는 아마존에 납품 중단 선언 - 17년부터 뉴욕, 런던, 상하이 등 세계 12개 거점도시에 초대형 직영점 내며 현지 유통업체 의존도 축소
	아디다스	
의류	■ 구조조정	▶ 리복 브랜드 매각 ▶ 아디다스 중국 구조조정 준비 중
	■ 사업확장	▶ 디지털 채널 확장 - 2025년까지 DTC 채널 비중 50% 목표 - 마케팅 활동 축소했으나 디지털 마케팅 투자는 유지
	안타	
	■ 사업확장	▶ 라이브스트리밍 서비스 확대

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 주요 국내 의류 및 화장품 업체 전략의 방향성 비교

산업	기업	내용
화장품	아모레퍼시픽	
	■ 구조조정	▶ 오프라인 점포 효율화 - 중국 이니스프리 매장 '19년 +600→'20년 470→'21E 300개 목표 - 중국 기타 브랜드 백화점 매장 철수하고 멀티브랜드샵으로 확장 중 - 한국 아리따움 직영매장 2020년 말 기준 4개로, 정리 완료 - 백화점 매장 브랜드 통합 작업 중 ▶ 인력 효율화 - '20년 희망퇴직 실시 (4Q20 일시적 비용 발생)
	■ 사업확장	▶ 이커머스 비중 확대 - 중국 '20년 40%→'21E 50% 목표 - 한국 '20년 20%→'21E 30% 목표 ▶ 럭셔리 브랜드 비중 확대 - 향후 중국에서 럭셔리 브랜드 매출 비중 50% 확대 목표
	LG 생활건강	
	■ 사업확장	▶ 브랜드 포트폴리오 강화 - 미국 에이본 인수 후 미국내 자사 브랜드 판매 - 피지오겔 한국, 중국, 일본, 미국 등 판권 인수
	신세계인터내셔널	
	■ 구조조정	▶ 국내 패션 사업 재정비 - 신세계통보이가 전개하는 남성복 브랜드 '코모도' 철수 (매장 29곳, 올 상반기 모두 철수) - 브랜드 '센존' 오프라인 매장 철수, 온라인 전용 브랜드로 전환
	■ 사업확장	▶ 화장품 브랜드 포트폴리오 강화 - 20년 7월 스위스 브랜드 '스위스퍼펙션' 지분 100% 인수 - 20년 8월 스웨덴 스킨케어 브랜드 '라부르케' 국내 판권 확보 - 20년 말 화장품 클린뷰티 컨셉의 '로이비' 런칭 ▶ 이커머스 비중 확대 - SI빌리지를 럭셔리 플랫폼으로서 입지를 강화 - 온라인 전용 브랜드 육성 - SI라이브 런칭, 라이브 방송을 하면서 상품 판매
	한국콜마	
	■ 구조조정	▶ 기존 한국콜마 제약 사업 매각 - 화장품 사업과 HK 이노엔(구 CJ 헬스케어)에 집중
	■ 사업확장	▶ 이커머스 고객사 확대 - 한국, 중국 법인 모두 이커머스 고객사 확대에 주력
	코스맥스	
	■ 사업확장	▶ 이커머스 고객사 확대 - 한국, 중국 법인 모두 이커머스 고객사 확대에 주력
의류	F&F	
	■ 사업확장	▶ 중국 내 대리상 업체 통해 매장 확대 - 오프라인 매장 비용과 부담을 최소화하기 위해 중국 유수의 대리상 업체와 계약 - '20년 71개→'21E 250개 목표
	한섬	
	■ 구조조정	▶ 해외 패션 사업 재정비 - 20년 명품 수트 '까날리', '아메리칸 이글' 등 브랜드 중단
	■ 사업확장	▶ 이커머스 채널 확대 - '20년 매출 비중 18%, 영업이익 비중은 50% 수준 - 브랜드력을 기반으로 이커머스 확장 지속시킬 계획 ▶ 화장품 사업 진출 - 20년 화장품 관련 업체 인수 - '21년 하반기 고가 스킨케어 브랜드 런칭 계획
	화승엔터프라이즈	
	■ 사업확장	▶ 수직계열화, 카테고리 및 바이어 확장 계획 - '20년 초 1500억원 자금 조달 - 중장기적으로 수직계열화와 카테고리 및 바이어 확장할 계획
	한세실업	
	■ 사업확장	▶ Personal Protective Equipment(PPE 사업 확대) - 코로나 19 확산으로 방호복 및 마스크 생산 시작 - '20년 2억달러 매출 기록, '21년은 1억달러로 감소하나, 향후 사업 확대할 계획

자료: 한화투자증권 리서치센터

(1) 중국 현지 성장의 중요성

외부 환경에 변동성이 심한
면세점 채널,
중국 현지에서 승부를..

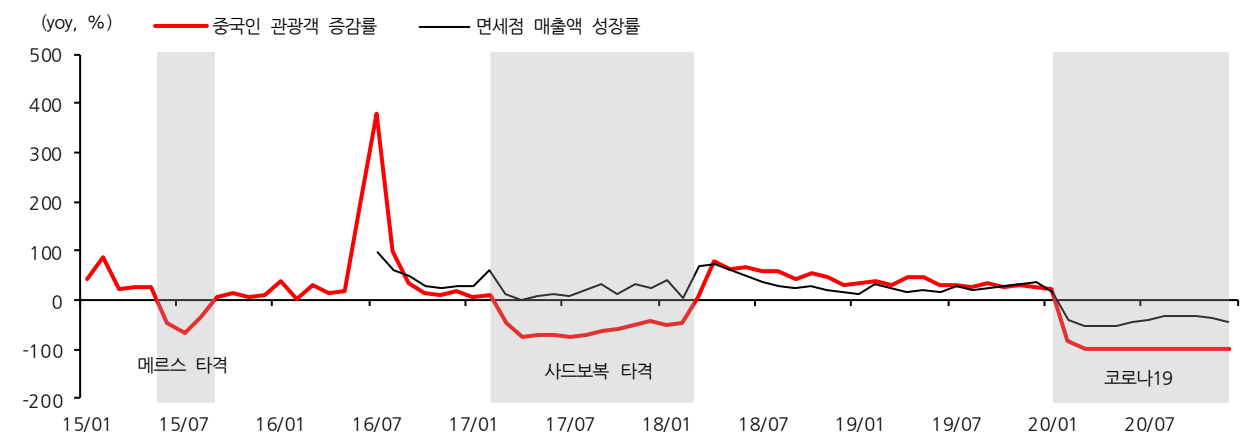
한국 면세점은 중국인의 수요가 집중되어 있어 여전히 중요한 채널이나 향후 더욱 중요한 시장은 중국 본토라 판단한다. 물론 입국 제한과 2주의 자가기간 조치가 풀리면 한국 시내 면세점도 회복이 빠르게 될 것이다. 그러나 지난 한국 면세점 시장의 성장을 돌아보면 메르스, 사드 보복 그리고 이번의 코로나 등으로 외부 환경에 대한 변동성이 너무 컸다.

또한 코로나19로 한국 면세점 시장이 위축된 사이 중국정부가 자국의 면세 사업 육성을 위해 규제들을 풀면서 중국 본토에서의 면세 사업이 급속도로 성장하고 있다. 작년 중국 정부는 하이난에서 출발하는 국내외 관광객들의 면세한도를 1만위안(170만원)에서 3만위안(540만원)으로 대폭 늘렸고, 이곳을 방문한 내국인이 180일간 온라인으로 면세품을 구입할수 있도록 했다. 여기에 그치지 않고 지난 7월은 하이난 해외 면세 쇼핑 한도를 1인당 연간 10만위안(1700만원)으로 확대, 개별 상품 면세한도액 8000위안(136만원)도 없으며 면세 상품 품목은 38개에서 45개로 상향했다. 이러한 수혜로 하이난성의 면세 시장이 빠르게 성장하고 있다. 하이난성의 면세 시장 매출액은 2019년 136억 위안에서 2020년 320억위안을 달성했다.

더불어 올해 초에는 중국 정부가 한국산 면세품이 거래되는 선전시 화창베이 상업구역에 위치한 명통 시장을 집중적으로 단속한 것으로 보도되었다. 궁극적으로 자국의 면세 사업을 확대시키기 위한 조치로 해석된다.

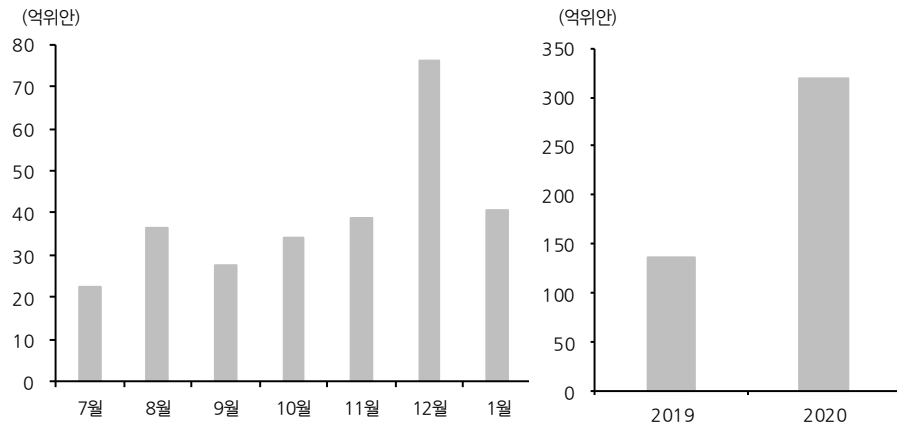
물론 과거에도 중국 정부의 이러한 규제는 몇 차례 존재했으나 그럼에도 불구하고 시장은 수요에 맞춰 방법을 찾아나갔다. 하지만 궁극적으로 중국 정부의 방향성이 자국에서의 소비 확대가 주요 골자인 만큼 이러한 외부환경의 변동성을 줄이기 위해서는 결국 중국 본토에서 안정적인 성장을 유지할 수 있는 기업들의 전략이 향후에는 더욱 중요할 것으로 판단된다.

[그림49] 면세점 매출액 및 중국인 관광객 성장을 추이 : 외부환경에 취약한 한국 면세점 시장



자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 하이난 면세점 매출 추이

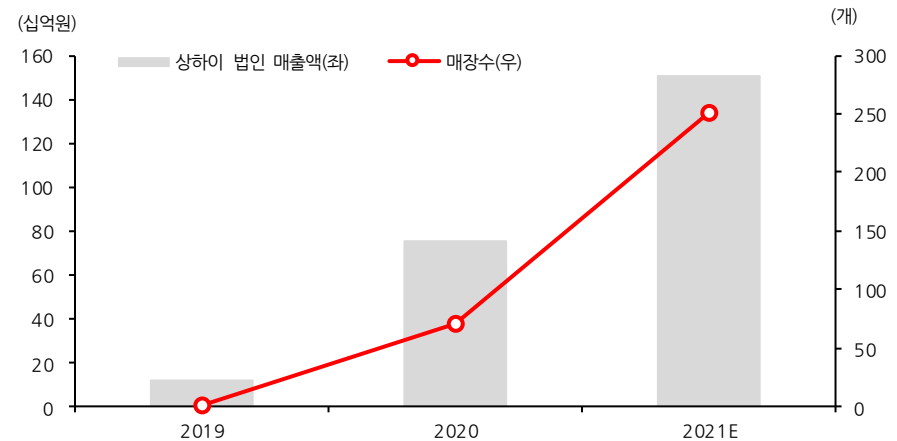


자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

① F&F,
리스크 부담 적은
대리상 통한 매장 확대

F&F의 주력 스포츠 캐주얼 브랜드인 MLB는 2017년부터 면세점 채널을 중심으로 중국 성장성이 시작되었다. 2019년 2월 중국 판권 체결 후 6월 이커머스 Tmall에 진출하며 중국 현지에서의 사업을 본격적으로 전개하였다. 면세점에서 고성장을 지속해왔으나 면세점 채널이 2020년 본격화된 코로나19의 타격을 받아 면세점 채널의 매출이 -40% 감소하였다. 코로나19가 확산되기 전에 동사는 2020년부터 중국 오프라인 자체 매장 출점을 확장하려고 했으나, 코로나19가 확산되면서 사업 확장에 제동이 걸렸다. 이에 동사는 리스크 부담이 적은 대리상 매장 확장으로 전략을 집중했다. 작년 말 기준 대리상 매장수 71개점이 출점되었고, 매출 300억원 이상을 기록하며 중국 법인 전사 매출액은 750억원을 기록했다. 2021년 중국 대리상 매장수는 250개 이상으로 확장될 계획으로 올해 중국 법인 매출액은 1,500억원을 기록할 것으로 예상된다. 여전히 항공길이 막혀 면세점 판매가 부진하지만 중국 법인의 성장으로 2021년 실적은 다시 턴어라운드할 것으로 기대한다.

[그림51] F&F 중국법인 실적 추정



자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

② 아모레퍼시픽,
‘설화수’ 중심으로
럭셔리 브랜드 확장 본격화

아모레퍼시픽의 경우 최근 몇 년 간 매스 브랜드 및 오프라인 채널의 판매 악화로 중국 법인의 실적 부진이 지속되고 있었다. 이에 당사는 지난 2019년부터 설화수를 중심으로 럭셔리 브랜드 성장 확대에 전략을 집중하고 있다. 이러한 노력의 성과로 지난 광군제 판매에서 ‘설화수’ 브랜드가 스킨케어 부문 순위에서 9위에 랭킹되며 처음으로 10위권 내에 진입하였다. 중국 법인 기준으로 4Q20 설화수 매출액은 +60% 성장하며 중국 법인의 매출이 플러스 성장으로 전환하는데 가장 큰 기여를 하였다. 올 한해에도 중국 내에서 설화수 브랜드를 중심으로 럭셔리 브랜드 확대에 주력할 계획이다. 럭셔리 브랜드 성장 확대로 중국 법인의 턴어라운드가 올해 가시화되면서 중국 현지 성장에 대한 투자 모멘텀이 다시 살아날 것으로 전망한다.

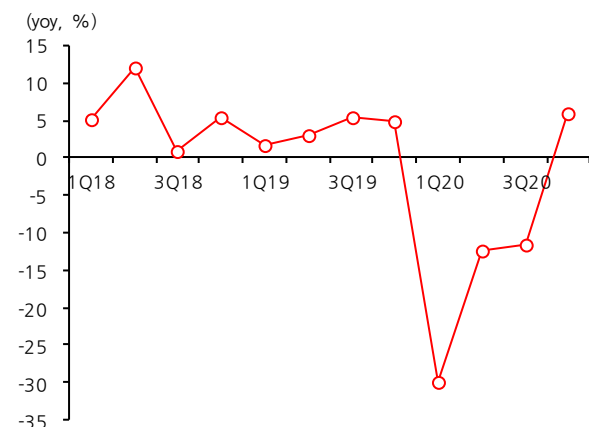
[표5] 광군제 화장품 브랜드 매출 순위

No.	2016	2017	2018	2019	2019 스킨케어	2019 색조	2020(예약)	2020 스킨케어	2020 색조
1	바이체링	바이체링	올레이	로레알	로레알	퍼펙트다이어리	에스티로더	로레알	퍼펙트다이어리
2	로레알	자연당	로레알	에스티로더	랑콤	MAC	랑콤	에스티로더	화시즈
3	SK-II	랑콤	랑콤	랑콤	에스티로더	에스티로더	로레알	랑콤	MAC
4	One Leaf	에스티로더	바이체링	올레이	올레이	랑콤	후	올레이	아르마니
5	자연당	SK-II	자연당	SK-II	SK-II	메이블린	시세이도	시세이도	생로랑
6	에스티로더	올레이	에스티로더	후	바이체링	화시즈	SK-II	후	에스티로더
7	한슈	로레알	SK-II	바이체링	자연당	지방시	올레이	SK-II	랑콤
8	Herborist	One Leaf	HomeFacialPro	자연당	후	아르마니	퍼펙트다이어리	스킨수티컬즈	3CE
9	올레이	이니스프리	이니스프리	퍼펙트다이어리	퍼펙트다이어리	3CE	글레드보보데	설화수	지방시
10	랑콤	시세이도	위노나	위노나	위노나	생로랑	엘리자베스아덴	라메르	디올

주: ■ : 중국 1세대 화장품 브랜드 / ■ : 중국 2세대 화장품 브랜드

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

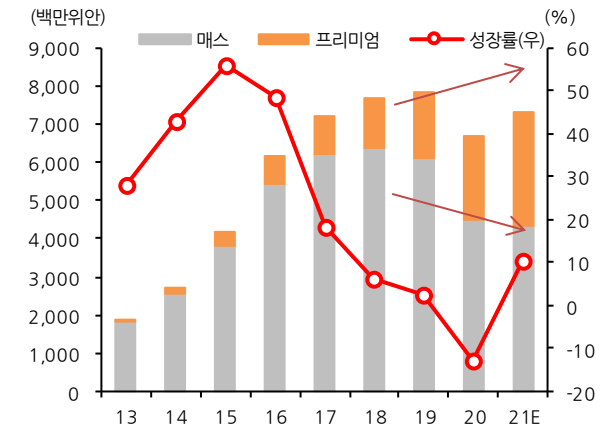
[그림52] 아모레퍼시픽 중국 법인 매출액 성장률 분기 추이



주: 당사 추정치

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 아모레퍼시픽 화장품 매스/프리미엄 매출 추이



주: 프리미엄 브랜드는 설화수, 헤라, 프리메라

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

(2) 이커머스 확대, 오프라인 채널 효율화

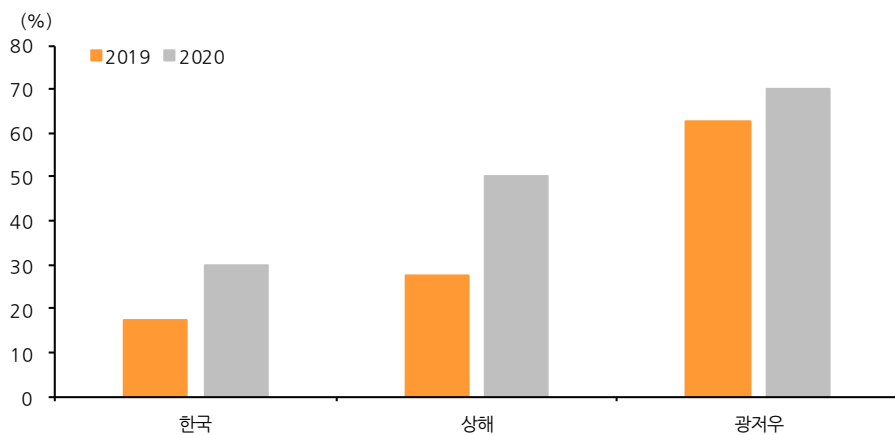
누가 오프라인 효율화를
가파르게 진행하나

앞서 상기한 바와 같이 이커머스의 채널 성장으로 모든 업체들이 이커머스 비중 확대를 위해 전력을 다하고 있다. 따라서 이커머스 채널의 비중을 빠르게 확대시켜나감과 동시에 오프라인에서 온라인으로 넘어가는 과도기인 이 상황에서 궁극적으로 어느 기업이 부진한 오프라인 채널을 빠르게 효율화시키는지 가 관건이라 판단하다. 그것을 파악하기 위해서는 각 업체들이 코로나19 위기 속에서 오프라인 채널의 재정비를 어떻게 진행시키는지 평가해봐야 한다.

① 코스맥스,
위기 속에서 온라인 고객사
빠르게 확대

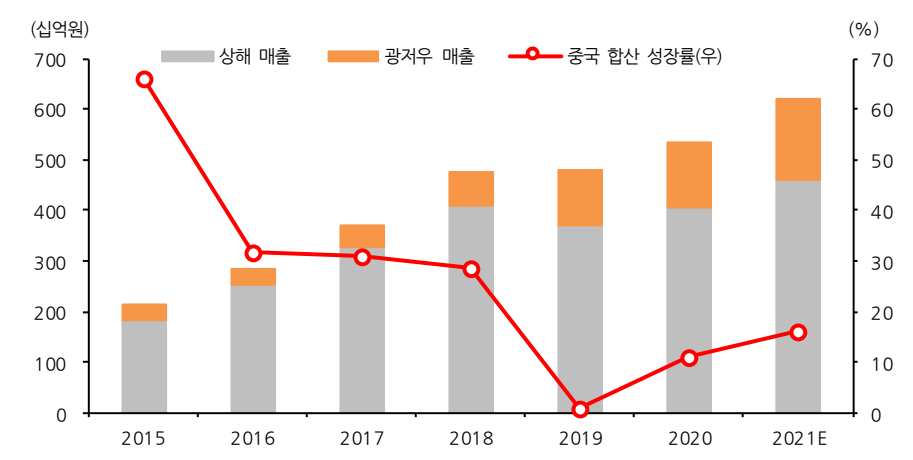
중국 현지에서 로컬 화장품 업체와 활발하게 사업을 영위하고 있는 코스맥스의 경우 지난 2019년 중국 내에서 오프라인 기반의 1세대 화장품 브랜드들의 저조한 성장으로 중국 사업 이례 처음으로 마이너스 성장을 기록했다. 이에 코스맥스는 중국 내에서 이커머스 기반의 고객사 확보를 위해 전방위적으로 노력하였다. 노력의 성과로 2019년 중국 현지에서 색조 브랜드 1위인 퍼펙트 다이어리와 거래를 새롭게 시작했고, 이후에도 이커머스 기반의 화장품 업체들과의 거래를 확대시켜 나갔다. 이에 상해 법인의 온라인 고객사 비중은 2019년 25-30% 수준에서 2020년 말 50% 수준까지 확대되었다. 기존에도 온라인 고객사 비중이 높았던 광저우 법인도 2019년 60-65%에서 2020년 말 70%까지 확대되었다. 한국도 기존 10-20% 사이였던 비중이 30%까지 확대되었다. 올해에도 이커머스 고객사의 확대가 이어지면서 중국 법인의 성장성이 지속될 것으로 전망한다.

[그림54] 코스맥스 중국 법인 이커머스 고객사 비중



자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 코스맥스 중국 법인별 매출과 중국 법인 합산 매출액 및 성장률



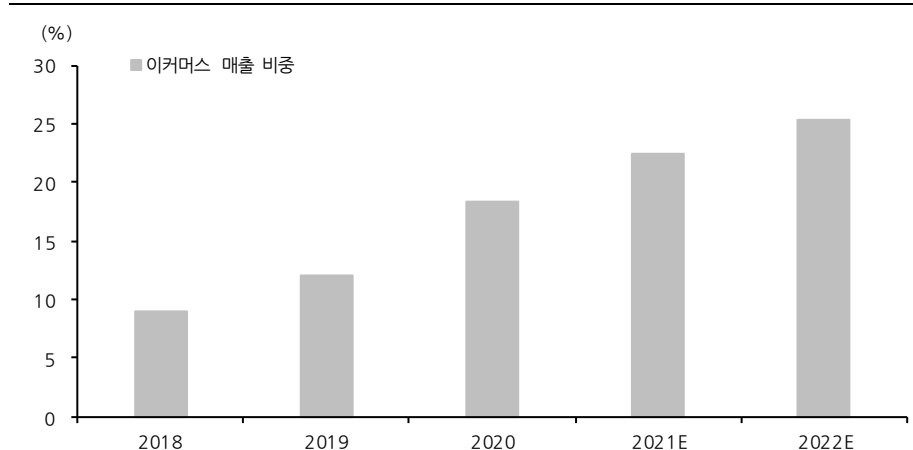
주 : 2020년 주요 고객사 거래방식 변경을 고려한 수치

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

② 한섬, 브랜드력을 기반으로 의류 업체에서 이커머스 확대 가장 빠르게 진행

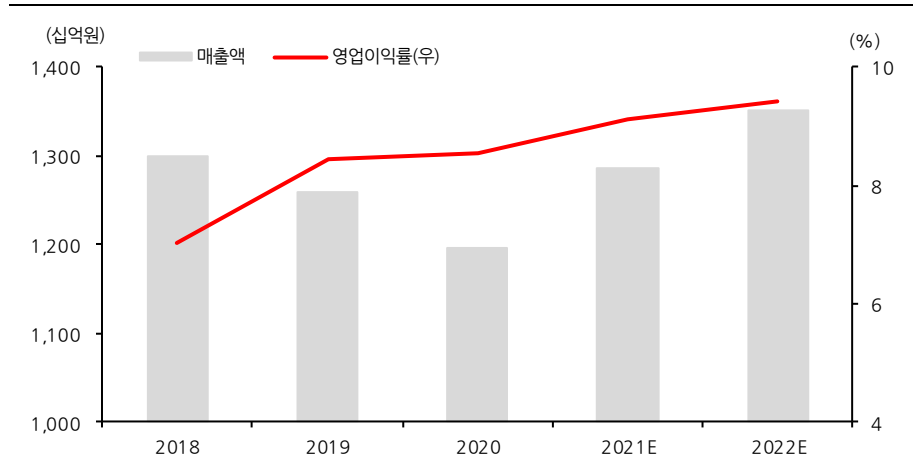
국내 의류업체 중에서 이커머스 채널 성장에 가장 모범적인 사례로는 한섬이다. 한섬은 자사몰인 더한섬닷컴과 그룹사몰인 H패션몰을 두 축으로 온라인 채널의 판매를 확대하고 있다. 한섬의 경우 브랜드력이 높아 온라인 채널에서도 할인 판매를 하지 않는다. 거기에 자사몰이다 보니 유통 수수료 부담이 거의 없어 수익성이 높다. 이에 국내 패션 시장의 부진이 지속되고 전년 코로나19 타격 속에서도 한섬은 온라인 채널의 성장으로 시장대비 타격이 적었다. 한섬의 온라인 채널의 매출 비중은 2018년 9%에서 2020년 18%까지 확대되었다. 영업이익 기준으로는 온라인 채널의 비중이 50%를 넘어선 것으로 추정된다. 이커머스 채널 확장 속에서 오프라인 채널의 효율화도 지속하고 있다. 전년 여성 브랜드 세컨플로어와 남성 브랜드 까날리 전개를 중단하였고, 최근에는 아메리칸 이글도 중단하기로 결정했다. 최근 몇 년간 지미추, 끌로에 등 10개의 수입 브랜드 전개를 중단하였고, 잡화 브랜드 텍케는 온라인 전용 브랜드로 전환하였다. 올 한해에도 이커머스 채널의 성장이 지속되는 가운데 오프라인 채널의 효율화, 여의도 출점 효과와, 부진한 오프라인 채널 및 브랜드의 효율화로 국내 패션 시장에서 안정적인 실적 성장을 기록할 것으로 전망한다.

[그림56] 한섬 이커머스 채널 매출 비중 추이



자료: 한섬, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 한성 연간 실적 추이



자료: 한성, 한화투자증권 리서치센터

③ 아모레퍼시픽, 위기 속에서 오프라인 채널 효율화 가속화

아모레퍼시픽은 2017년 사드 보복 사태 이후 주력 브랜드와 오프라인 채널의 판매 부진이 심화되는 과정에 코로나19 타격까지 겹치며 실적 악화가 지속되었다. 동사는 코로나19가 확산되기 실적 부진을 타개하기 위해 부진한 사업을 구조조정하고 비용을 효율화시키며 성장하는 사업의 집중하겠다고 밝혔다. 이 후 코로나19가 급격히 확산되면서 실적 악화가 심화되었으나, 동사는 전략의 방향에 맞춰 오히려 선택과 집중의 전략을 더욱 빠르게 진행시켰다.

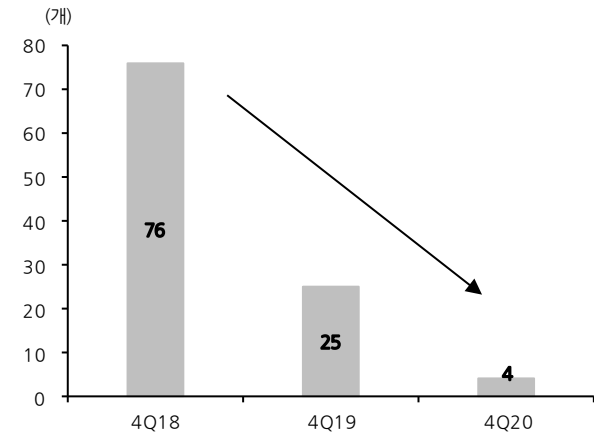
우선 중국에서 실적 악화에 가장 큰 영향을 미치던 이니스프리 매장수를 기존 90개 정도를 축소시키려고 했으나 더욱 가속화시켜 140개를 폐점 시켰다. 해라와 아이오펜도 중국에서 백화점 매장을 모두 폐점하고 세포라 진출하면서 오프라인 채널의 비용구조를 최소화시켜 나가는데 집중했다. 한국에서도 아리따움 채널의 직영점을 대부분 다 정리하였고, 백화점 카운터도 브랜드를 통합시키며 효율화시키고 있다. 더불어 희망퇴직을 실시하여 인건비도 최소화시켰다. 작년 한해 오프라인 채널을 효율화시키면서 이커머스 비중을 빠르게 확대시켜 나갔다. 중국 온라인 비중은 2019년 30%에서 2020년 50%수준까지 빠르게 확대되었다. 한국도 기존 10%대에서 20% 초반까지 확대되었다. 이러한 노력에 힘입어 지난 4Q20 실적은 일회성 비용을 제외하면 수익성은 개선되는 모습을 보였다.

소비의 정상화와 비용 효율화가 만난다면 영업 레버리지 확대 기대

아직 코로나19가 진행되는 중이고 회복이 가시화된 상황은 아니기 때문에 현 시점에서 아모레퍼시픽의 밸류에이션은 회복만으로는 부담스러운 수준이다. 그러나 오프라인 채널의 효율화와 소비 정상화가 맞물린다면 영업이익은 레버리지로 이익의 레벨이 달라질 수 있다. 국내 화장품 사업 기준으로 동사는 2010년 영업이익률 19.5%를 기록하다, 국내 방문판매 채널 성장 부진으로 2013년 14.7%로 하락하였다. 그러나 2015년 면세점 사업 성장의 확대로 턴어라운드가 본격화되면서 2016년 영업이익률은 19.6%로 향상되었다. 그러나 2017년 사드 보복 사태이후에 코로나19 타격이 겹쳐지면서 2020년 영업이익률은 3.5%까지 내려왔다. 중국도 비슷하다. 중국 사업이 대부분인 아시아 사업 영업이익률은 2010년 4%, 2013년 0.5%, 2015년 14.2%, 2020년 7.8%이다. 영업이익률의 상단과 하단을 고려하면 화장품 브랜드 업체의 영업레버리지는 굉장히 크다. 과거 턴어라운드에 성공한 시세이도의 경우도 영업이익률 2008년 8.8%, 2015년 3.6% 2018년

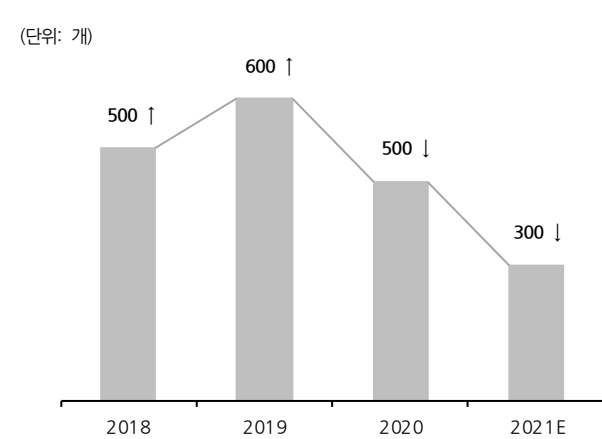
9.9%로 빠르게 회복되었다. 턴어라운드가 시작되면 영업이익률은 예측의 범위를 벗어 나는 것이다. 이에 아모레퍼시픽도 오프라인 채널의 효율화로 수익성 개선의 효과와 본격화 되는 가운데 소비 정상화까지 맞물린다면 단순 회복을 넘은 의미있는 실적 턴어라운드를 기록할 것으로 전망한다.

[그림58] 아모레퍼시픽 국내 아리따움 직영점 오프라인 채널 효율화



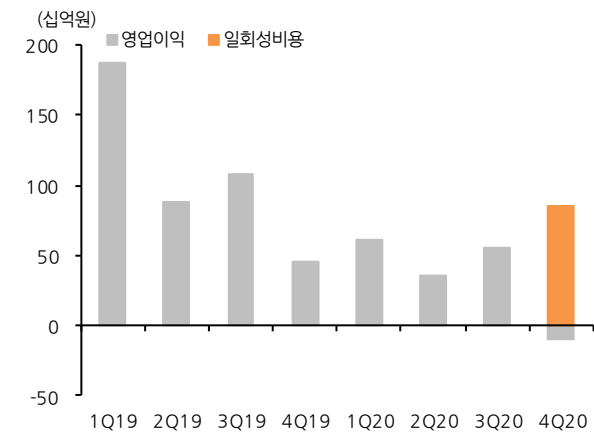
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 아모레퍼시픽 이니스프리 중국 오프라인 채널 효율화



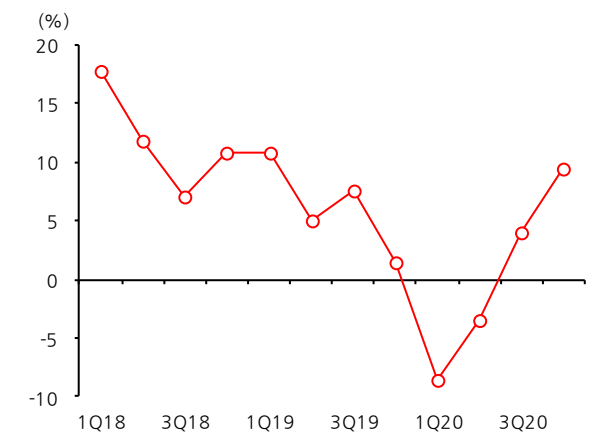
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 아모레퍼시픽 연결 영업이익 추이 (분기별)



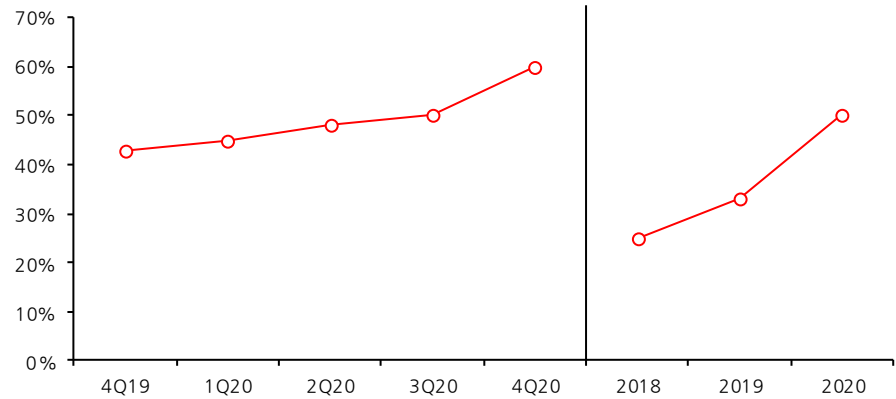
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 아모레퍼시픽 아시아 법인 영업이익률 추이(분기별)



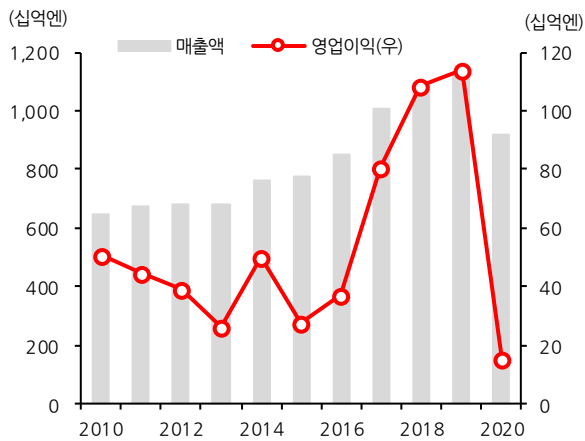
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 중국 법인 이커머스 매출 비중 추이



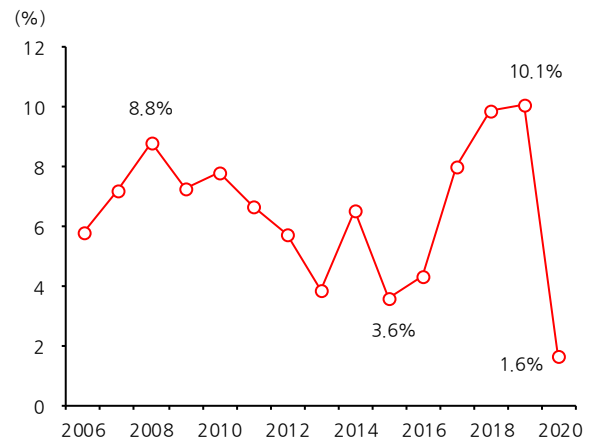
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 시세이도 연간 매출액 추이



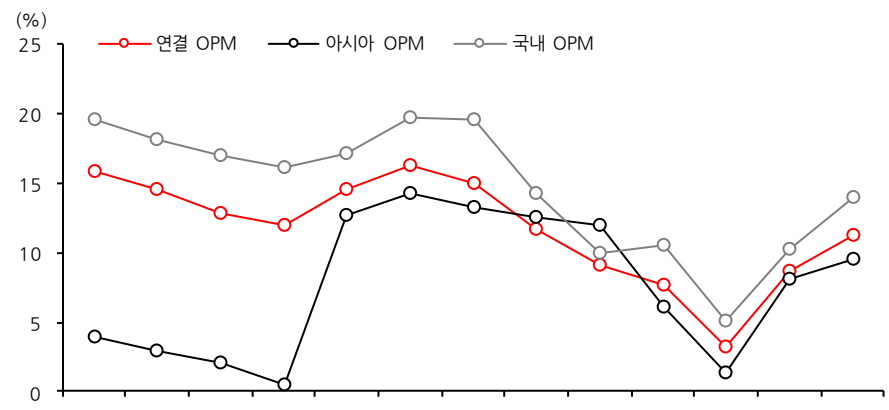
자료: 시세이도, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 시세이도 연간 영업이익률(OPM) 추이



자료: 시세이도, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 아모레퍼시픽 주요 사업별 영업이익률 추이



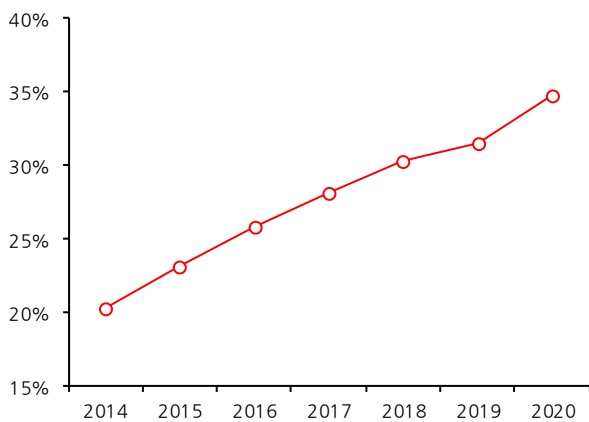
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

④ 나이키,
발빠른 DTC 확장으로
위기 속에서 기회를 잡다!

전 세계적으로 확산된 코로나19 팬데믹 속에서 글로벌 회사도 속수무책이었다. 스포츠 브랜드 나이키와 아디다스도 코로나19 타격이 가장 심한 지난 3-5월 실적 악화가 심화되었으나 최근 실적은 회복을 보이고 있다.

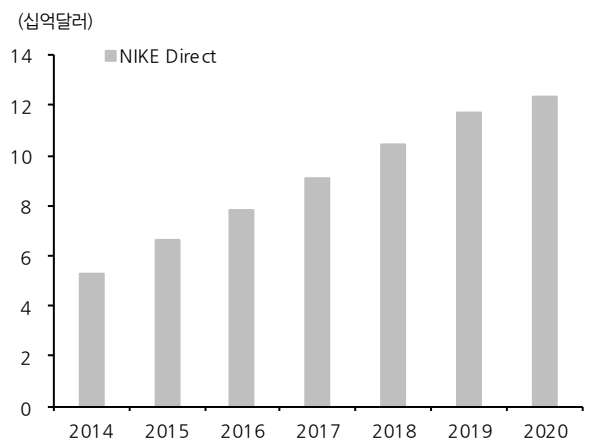
그 중에서 나이키의 전략이 눈에 띈다. 나이키는 빠르게 DTC(Direct to Customer)채널의 판매 비중을 확대시켰다. 과거에는 스포츠 브랜드들은 ABC 등 유통 업체들에게 제품을 판매하였고, 재고 부담은 유통업체들에게 있었다. 그러다보니 코로나19처럼 위기가 올 경우, 유통업체들이 재고 부담을 줄이기 위해 무분별하게 할인 판매를 하거나 대규모 반품을 하면서 브랜드력과 실적에 손상을 입게 된 것이다. 나이키는 2019년 아마존에서 모든 상품을 철수한 데 이어 2020년에는 미국 내 9개 유통업체들과의 거래를 해지하는 등 중간 유통 채널을 생략하며 직접 판매의 비중을 높여 나갔다. 이에 코로나19 팬데믹 상황에서도 비용 구조도 간편화 시키고, 브랜드력도 지킬 수 있었다. 이러한 DTC 채널의 확장이 성공할 수 있었던 이유에서 이커머스 채널의 성장이 큰 것으로 판단된다. 이커머스 채널의 중요도가 크지 않은 상황에서 단순히 중간 유통망의 거래를 중단했으면 이는 오히려 판매 채널 악화로 경쟁사에게 수요를 빼앗길 수 있었을 것이다. 그러나 이커머스 채널의 확대되는 속에서 자연스럽게 중간 유통망의 수요가 이커머스 채널로 흡수 될 수 있었던 것으로 판단된다. 거기에 나이키는 이커머스 트래픽을 높이기 위해 2020년 7월 자사의 홈 트레이닝용 어플인 nike Training club의 프리미엄 요금제를 무료로 전환했다. 월 15\$의 요금이 없어지자 어플 이용자수는 200% 이상 증가했고, 해당 콘텐츠 속에 나이키 제품들의 온라인 판매도 큰 폭으로 증가할 수 있었다. 온라인 주문을 지원하는 멤버십 앱의 다운로드 수가 NCT 무료 전환후 150% 이상 증가했고, 온라인 거래량은 3배 이상 늘었다. 이는 중국에서도 마찬가지이다. Nike의 지난 분기 실적 발표에 따르면 중국에서 NTC 어플 월간 사용자가 350% 이상 급증했고, 이커머스 판매는 70% 증가했다고 밝혔다. 이에 나이키는 코로나19 위기속에서 미국과 중국 등 주요 시장에서 시장점유율은 더욱 확대되는 기회를 잡게 되었다.

[그림66] 나이키 DTC 매출 비중 추이



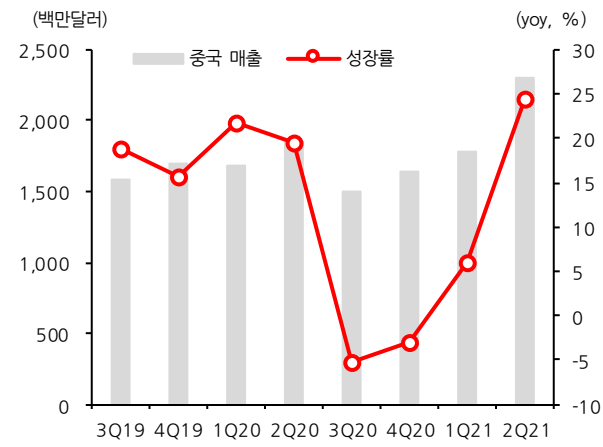
자료: 나이키, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 나이키 이커머스 매출 추이



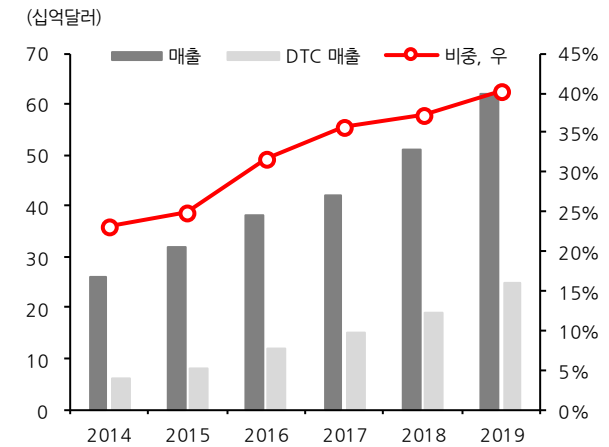
자료: 나이키, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 나이키 중국 실적 추이



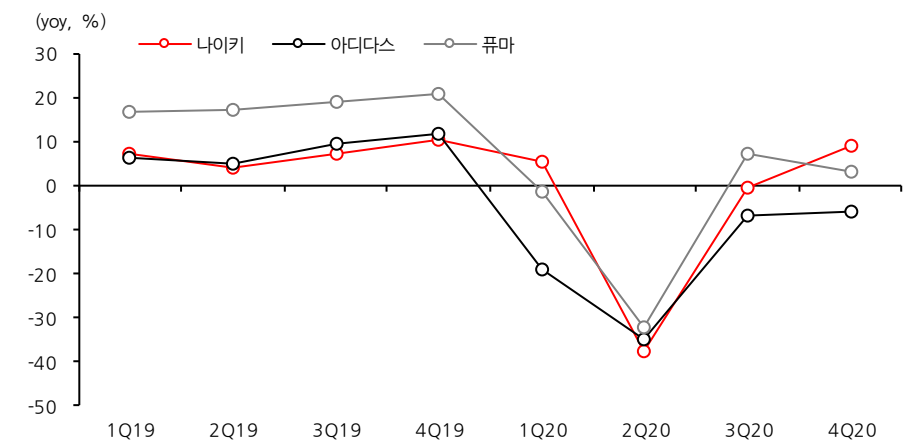
자료: 나이키, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 나이키 중국 DTC 실적 추이



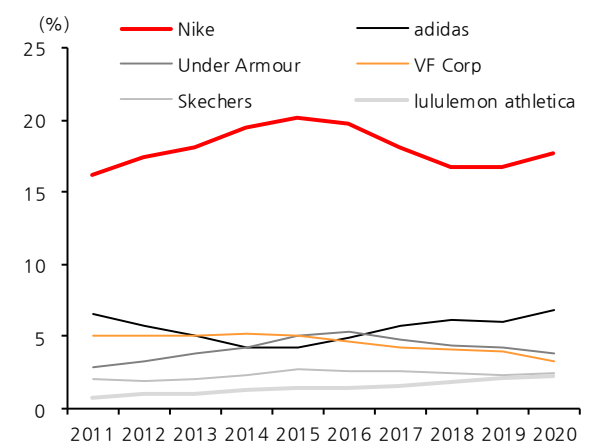
자료: 나이키, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 주요 글로벌 스포츠 브랜드 업체 매출액 성장률 비교



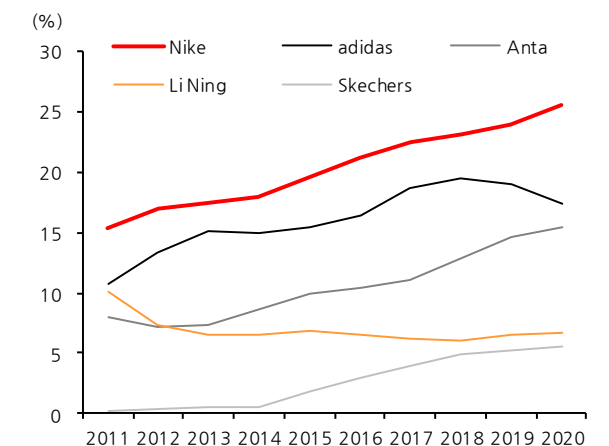
자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 미국 스포츠 웨어 시장, 업체별 M/S 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 중국 스포츠 웨어 시장, 업체별 M/S 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

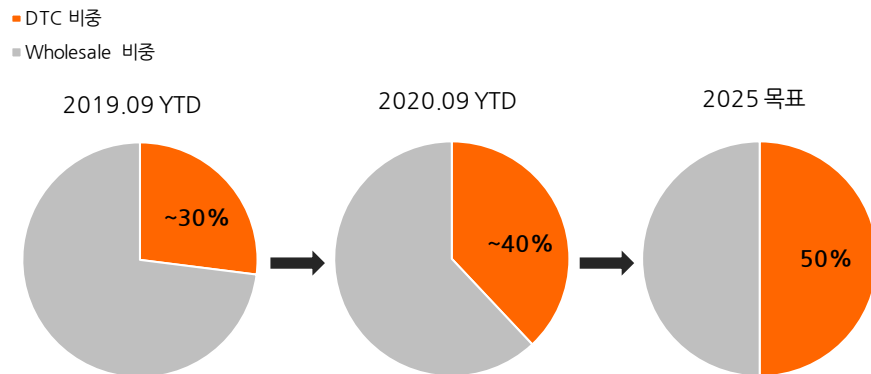
아디다스, 경쟁사보다
늦었지만 DTC 채널 빠르게
확장

아디다스의 경우 코로나19 급격히 확산되던 2020년 초기 중국 시장에서 도매 업체들의 반품과 재고 문제로 실적에 큰 타격을 입었다. 이에 아디다스도 도매업체와의 거래에 문제점을 인식한 후 DTC 채널의 비중을 더욱 전략적으로 확장하며 회복의 속도를 높이고 있다. 최근 아디다스는 2025년 중장기 성장 계획을 발표하였다. 현재 매출에서 30~40% 비중을 차지하고 있는 DTC 사업을 2025년까지 50%로 확대시키고, 이커머스 매출을 € 8 billion and € 9 billion로 현 수준에서 2배 가량 키우겠다고 밝혀 DTC 매출 확대를 위해 전력을 다할 것으로 예상된다.

궁극적으로 생산업체들의
‘리드타임’이 중요해질 것

글로벌 스포츠 브랜드 업체들의 DTC 채널이 확장될수록 결국 제품을 생산하고 납품하는 업체들의 ‘리드타임’이 더욱 중요해질 것으로 전망한다. 그 이유는 도매 업체들을 통해 판매할 경우, 한단계를 거쳐가기 때문에 재고를 축적할 수 있는 시간과 공간의 여유가 있었지만 기업이 직접 다이렉트로 소비자에게 판매할 경우 재고축적 시간과 공간이 더욱 타이트해질 수 밖에 없기 때문이다. 소비자의 반응에 맞게 기업들이 더욱 발빠르게 움직일 필요가 늘어난 것이다. 결국 이에 생산업체들은 고객사들의 재고 관리에 좀 더 기민하게 반응할 수 밖에 없고, 브랜드 업체들은 생산업체들을 평가하는 데 있어서 ‘리드타임’이 중요한 평가 요소가 될 것으로 판단한다. 결국 이는 대형 생산업체들의 기술력과 관리 능력이 더욱 중요해질 수 밖에 없을 것으로 예상된다. 대형 업체 중심으로 오더가 집중되는 현상이 더욱 가속화될 것으로 전망한다.

[그림73] 아디다스 DTC 매출 비중 추이



자료: 아디다스, 한화투자증권 리서치센터

(4) 추가적인 사업 확장 가능성

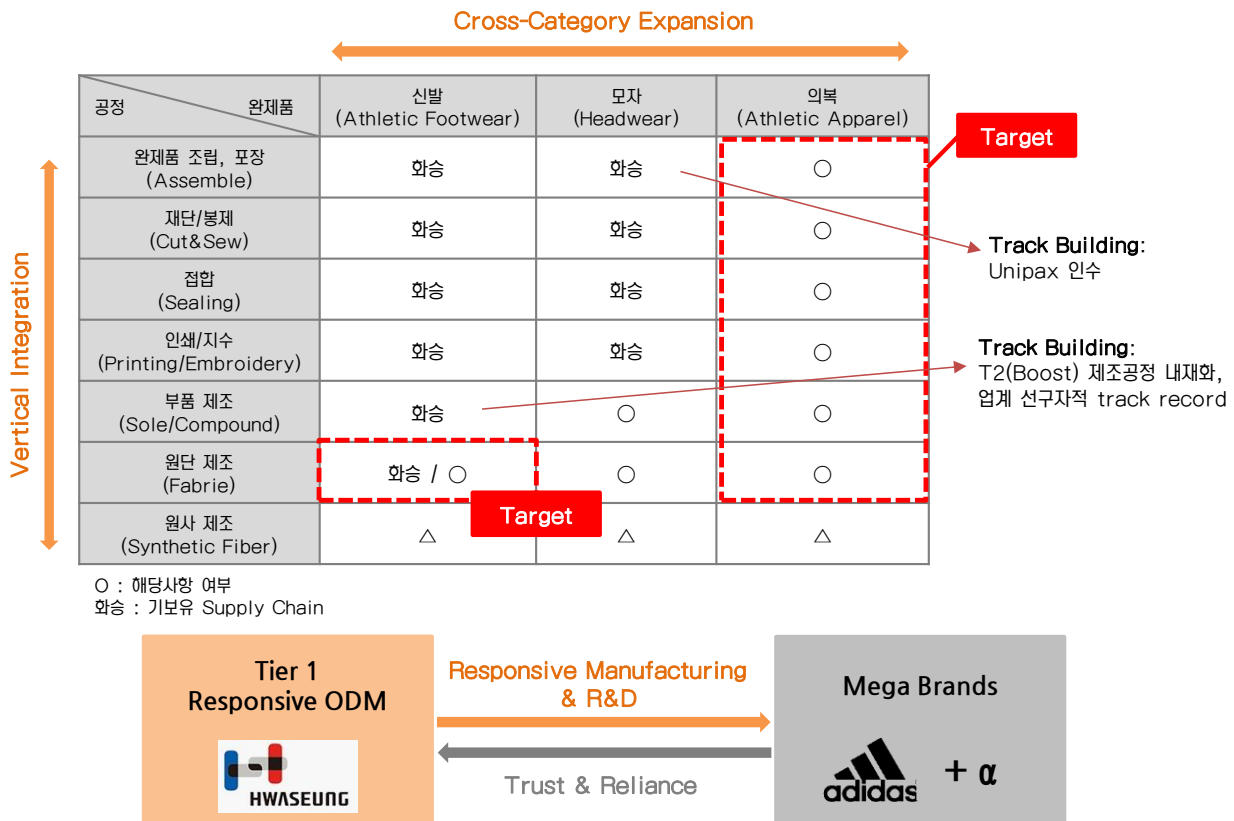
위기 때 기회로 잡는 자가
진정한 승자

기업 펀더멘탈이 탄탄한 업체는 위기 속에서 경쟁사들이 힘들어하는 사이에 오히려 사업의 기회를 확대해나간다. 위기속에서 사업을 확장해나가기 위해서는 사기존 사업이 안정적이고 경쟁력에 우위가 있어야 하고, 재무구조가 탄탄해야 한다. 이러한 전략의 실행이 가능할 것으로 예상되는 업체는 크게 화승엔터프라이즈, LG생활건강, 한섬이다.

① 화승엔터프라이즈,
위기 속에서 기회를
살피는 중

화승엔터프라이즈는 지난 해 초 1,500억원 규모의 전환사채를 발행하였다. 동사의 중장기적 성장 방향은 수직 계열화와 멀티 브랜드 바이어를 확보하는 것이다. 이러한 방향에 맞춰서 2019년 초 유니팩스라는 베트남 모자 생산업체의 지분 50%를 인수하였다. 해당 업체의 고객사는 나이키 80%, 언더아머 등 기타 브랜드가 20% 비중을 차지한다. 이 업체 인수를 통해 타 고객사와의 접점을 갖출수 있었다. 확보한 자금은 이러한 중장기 성장 계획에 맞춰 활용될 것으로 전망한다. 특히 이번 코로나19 바이러스의 글로벌 확산에 많은 OEM/ODM 업체들도 타격을 받았다. 특히 중소형 업체들의 타격이 더욱 심했을 것이다. 오히려 코로나19 위기가 전략의 방향에 맞게 성장하는데 기회가 될 수 있을 것으로 예상된다. 사업 확장이 가시화가 된다면 경기 정상화에 따른 회복에 이어 추가적인 성장이 더해져 기업가치에 긍정적인 것으로 전망한다.

[그림74] 화승엔터프라이즈 중장기 성장 전략



자료: 화승엔터프라이즈, 한화투자증권 리서치센터

② LG생활건강, M&A 통한 성장은 여전히 진행형

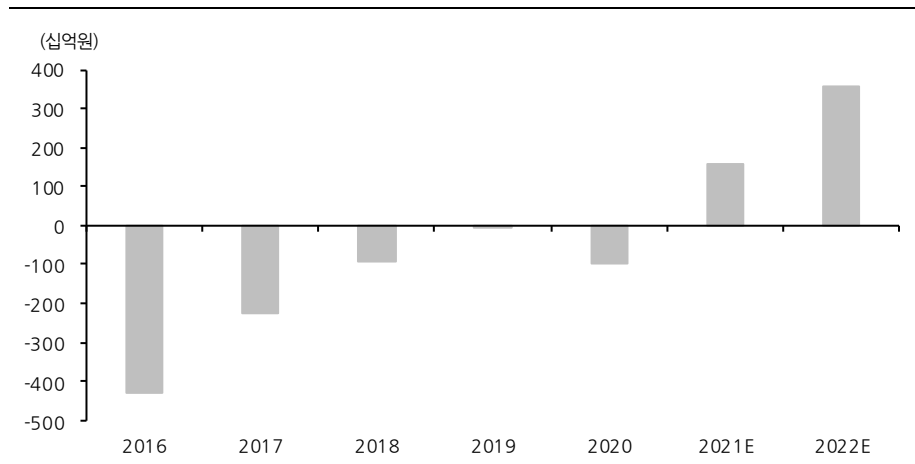
LG생활건강의 경우 다각화된 사업 포트폴리오와 프리미엄 화장품 브랜드력에 힘입어 2020년 위기 속에서 안정적인 실적을 기록하였다. LG생활건강은 M&A를 통해 사업 포트폴리오를 다각화시키며 꾸준한 성장을 기록해나갔다. 최근에는 견조한 성장을 지속하고 있는 화장품 사업부문에서 브랜드 포트폴리오를 다각화하기 위해 전력을 기울이고 있다. 지난 한해 위기속에서도 더마코스메틱 브랜드 피지오겔 사업권을 인수하였고, 올해 초에는 색조 전문 브랜드 로아코리아의 지분을 인수하였다. 과거 M&A를 통한 성장으로 늘 차입금 비율이 높았으나, 최근 레벨업된 현금흐름과 안정적인 수익으로 차입금 비율 수준이 많이 낮아졌다. 여전히 경쟁사들이 힘들어하는 상황에서 동사는 안정적인 재무구조를 바탕으로 추가적인 사업 확장의 기회를 모색할 가능성이 있다.

[표6] LG 생활건강 M&A 연혁

일시	M&A 활동
2007/10	코카콜라음료 인수
2009/10	다이아몬드샘물 인수
2010/01	더페이스샵 인수
2010/03	썬한국음료 인수
2011/01	해태음료 인수
2012/01	보브 인수
2012/02	긴자스테파니(일본 화장품) 인수
2013/01	에버라이프 인수
2013/07	Fruits&Passion(캐나다 생활용품 업체) 인수
2013/10	영진약품 드링크 사업부문 인수
2014/02	R&Y(화장품/건강식품 통신판매업체) 인수
2014/10	CNP Cosmetics(코스메슈티컬) 인수
2016/11	J&J 리치(구강케어 브랜드) 아시아/오세아니아 사업권 인수
2017/11	태극제약(국내 피부와용제 전문) 인수
2019/08	뉴 에이본(미국 화장품 및 퍼스널케어 회사) 인수
2020/02	피지오겔(스킨케어) 아시아/북미 사업권 인수
2021/01	로아코리아(팁시 등 색조 제품 판매) 지분 70% 인수

자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] LG 생활건강 순현금 추이

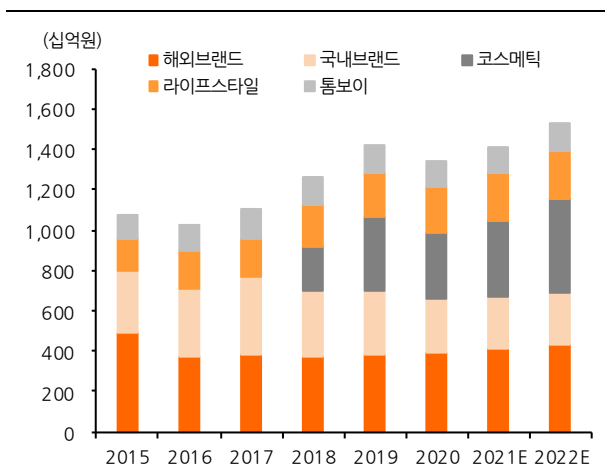


자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

③ 한섬,
화장품 사업 진출,
단기적보다는 중장기적
성장방향성에 초점을..

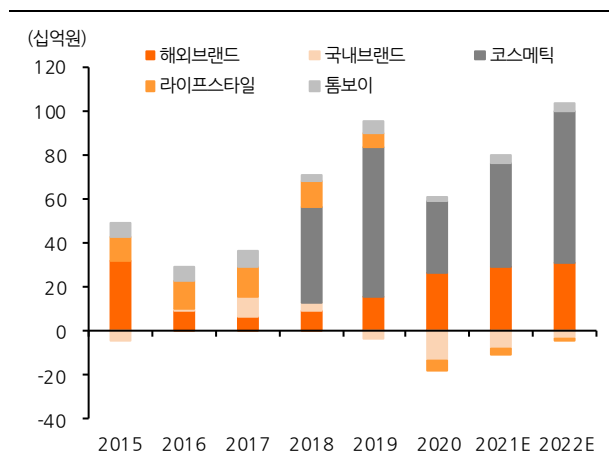
한섬은 코로나19 위기 속에서도 지난 5월 코스메슈티컬 전문기업 클린젠코스메슈티칼 지분 51% 인수하였다. 이어 8월에는 현대백화점 그룹의 계열사 현대 HCN을 통해 SKC가 보유한 SK바이오랜드 지분 27.9%를 1,205억원에 인수하며 화장품 사업의 확장의 초석을 마련했다. 동사는 인수 후 준비를 통해 올해 하반기 고가 스킨케어의 신규 브랜드 런칭을 계획하고 있다. 물론 신규 브랜드 런칭이 바로 성공에 이어지기를 예측하기는 쉽지 않다. 경쟁사인 신세계인터내셔널도 비디비치 브랜드 성공 후에 고가 스킨케어 브랜드 ‘연작’을 런칭했으나 아직은 투자단계에 머물고 있다. 한섬의 화장품 사업 진출은 단기적인 의미보다는 중장기적으로 한섬이 현대백화점 계열에서 브랜드 콘텐츠 기업으로서의 확장으로 나아갈 수 있다는 점에서 의미가 크다고 생각한다.

[그림76] 신세계인터내셔널 사업부문별 매출액 추이



자료: 신세계인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 신세계인터내셔널 사업부문별 영업이익 추이



자료: 신세계인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자이견

단순 회복을 넘어 성장할 수 있는 업체 선별 필요

의류/화장품 산업
긍정적 의견 제시

화장품/의류 산업에 대해 투자이견 Positive를 제시한다. 지난 2020년 코로나19 사태가 장기화되면서 전 세계적으로 의류와 화장품의 소비는 급격히 위축되었다. 그러나 최근 백신 접종을 시작으로 점진적으로 경기가 정상화 됨에 따라 코로나19에 타격을 받았던 화장품과 의류 산업도 회복의 모습을 보일 것으로 판단된다.

최근 이러한 회복 기대감으로 관련 업체들의 주가는 저점대비 올라온 상황이다. 회복 기대감이 일부 반영된 현 시점에서는 코로나19 이후에도 단순한 회복을 넘어서 차별적인 성장이 가능한 업체들의 선별이 필요해 보인다. 그러기 위해서는 산업의 성장과 기업들의 전략 방향성을 파악하여 기업들을 선별해보고자 한다.

화장품 산업 추천 종목

화장품 산업에서의 최선호종목은 아모레퍼시픽, 코스맥스, 관심종목으로는 LG생활건강과 연우를 제시한다. 아모레퍼시픽은 최근 진행된 오프라인 채널 및 비용 효율화 작업과 화장품 시장의 회복이 맞물린다면 단순한 회복을 넘어 의미있는 턴어라운드를 기록할 것으로 예상된다. 코스맥스의 경우는 전년도 위기속에서도 이커머스 고객사 확대 및 손세정제 생산의 빠른 확대로 차별적인 성장을 보여주었다. 올 한해에도 중국의 이커머스 고객사 확대에 따른 성장과 코로나19로 타격을 받았던 미주 및 기타 아시아 지역의 성장성 회복으로 성장이 예상된다. 전년 상반기 손소독제 생산의 기고효과를 고려하여 연간 실적은 상저하고를 기록할 것으로 예상한다. 연우는 전방업체들의 회복과 함께 중국 럭셔리 화장품 시장 성장으로 기업가치 상승이 예상된다. LG생활건강은 럭셔리 확장품의 성장에 브랜드 포트폴리오 다각화로 화장품 사업부문의 역량 강화는 지속될 것으로 전망한다.

의류 산업 추천 종목

의류 산업에서의 최선호종목은 F&F와 화승엔터프라이즈를 제시하고, 관심종목으로는 신세계인터내셔널, 영원무역을 제시한다. F&F의 경우 코로나19에 타격을 받았던 사업들의 회복에 중국 현지에서의 성장에 힘입어 기업가치 상승이 예상된다. 화승엔터프라이즈의 경우 주요 업체의 물량 회복에 더해 그 안에서의 M/S 확대가 지속되고, 전년에 조달한 자금을 바탕으로 중장기 성장 방향에 맞춰 활용되어 추가적인 사업 확장도 기대된다. 신세계인터내셔널은 해외 브랜드 수요가 견조한 가운데 타격을 받았던 국내 패션의 수익성 및 면세점 수요 회복으로 실적 턴어라운드가 전망된다. 영원무역은 전방업체들의 OEM 물량 회복이 가시화되는 가운데 유럽 바이크 브랜드 스캇 자회사의 실적 성장이 전망된다.

[표7] 화장품/의류 커버리지 업체 투자 의견 정리

기업명	투자 의견	목표주가(원)	상승여력	현재가(원)	2020 P/E(배)	2021 P/E(배)
아모레퍼시픽	Buy	300,000	32.7%	226,000	39.9	25.7
	- 코로나 19 타격으로 부진했으나 4Q20 일회성 비용 제외시 수익성 개선 - 2021년 소비 정상화와 비용 효율화 작업과 맞물려 본격적인 실적 회복 전망					
아모레 G	Buy	73,000	15.5%	63,200	37.3	24.3
	- 주력 자회사 아모레퍼시픽의 턴어라운드 가시화로 실적 회복 전망 - 자회사 이니스프리, 에뛰드는 중장기적인 외형성장이 필요					
LG 생활건강	Buy	2,000,000	27.3%	1,571,000	26.3	23.3
	- 안정적인 사업 포트폴리오로 올해에도 꾸준한 성장 기대 - 브랜드 포트폴리오 다각화로 화장품 사업의 역량 강화는 지속될 전망					
코스맥스	Buy	154,000	31.1%	117,500	18.5	16.8
	- 2021년 중국 성장이 지속되는 가운데 부진했던 미국, 아시아 지역에서의 회복으로 실적 성장 전망 - 손소독제 베이스가 전년 상반기에 높았던 점을 고려시 상회하고 실적 성장 기대					
한국콜마	Buy	68,000	18.5%	57,400	23.9	19.0
	- 2021년 전방 업체들의 수요 회복으로 화장품 사업 점진적인 실적 회복 기대 - HK 이노엔 상장으로 지분가치 부각될 전망					
연우	Buy	33,000	32.5%	24,900	18.5	15.0
	- 2021년 전방 업체들의 수요 회복으로 실적 성장 기대 - 중국 중심으로 럭셔리 화장품 수요 증가에 대한 수혜가 지속될 전망					
신세계인터내셔널	Buy	250,000	27.6%	196,000	27.5	19.3
	- 2021년 소비 정상화로 부진했던 사업 회복과 해외 브랜드 수요 증가로 성장 기대 - 브랜드 포트폴리오 다각화로 화장품 사업 성장 지속 전망					
F&F	Buy	180,000	25.9%	143,000	19.7	15.4
	- 2021년 중국 현지 사업의 성장 가속화로 밸류에이션 확대될 것으로 기대 - 면세점 사업도 회복될 경우 실적 턴어라운드 가속화 될 것으로 예상					
한섬	Buy	45,000	20.6%	37,300	10.2	9.5
	- 2021년 이커머스 채널 성장이 지속되는 가운데 부진했던 오프라인 사업이 회복과 출점 효과가 더해져 성장 기대 - 2021년 하반기 화장품 사업 진출로 중장기 성장의 초석을 마련					
힐라홀딩스	Buy	56,000	31.5%	42,600	10.9	9.8
	- 코로나 19 타격 후 2021년 소비 정상화로 회복 기대 - 골프사업과 중국사업 견조한 성장 지속될 것으로 전망					
화승엔터프라이즈	Buy	21,000	26.5%	16,600	20.0	14.3
	- 코로나 19 타격 이후 아디다스 실적 회복에 따라 2Q20부터 실적 성장 기대, 아디다스 내에서 M/S 확대 지속 전망 - 최근 조달한 현금(1500억원)으로 수직계열화, 카테고리 및 고객사 확대에 활용 될 경우 중장기 성장도 긍정적					
영원무역	Buy	50,000	28.5%	38,900	12.2	11.3
	- 2021년 부진했던 OEM 사업 회복 기대 - Scott 브랜드 사업 호조 지속 전망					
한세실업	Buy	25,000	22.0%	20,500	12.5	11.2
	- 2021년 부진했던 OEM 사업 회복으로 이익 성장 기대 - 중장기적으로 자동차 및 PPE 사업 확대를 통해 경쟁력을 향상시켜나갈 것으로 예상					

주: 현재주가는 2021-03-12 기준

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

V. 분석대상 종목

아모레퍼시픽 (090430)

아모레G (002790)

LG생활건강 (051900)

코스맥스 (192820)

한국콜마 (161890)

연우 (115960)

신세계인터내셔널 (031430)

F&F (000080)

한섬 (020000)

힐라홀딩스 (081660)

화승엔터프라이즈 (241590)

영원무역 (111770)

한세실업 (105630)

Adidas (ADS.GR)

아모레퍼시픽 (090430)

단순 회복을 넘어 체질 개선 효과까지

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 300,000원

현재 주가(3/12)	226,000원
상승여력	▲ 32.7%
시가총액	132,116억원
발행주식수	58,458천주
52 주 최고가 / 최저가	246,000 / 147,500원
90 일 일평균 거래대금	649.73억원
외국인 지분율	32.5%

주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 5 인)	49.3%
국민연금공단 (외 1 인)	6.5%
자사주 (외 1 인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.5	4.6	34.9	45.8
상대수익률(KOSPI)	0.0	-5.6	7.5	-20.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	5,580	4,432	4,729	5,380
영업이익	428	184	402	604
EBITDA	913	252	678	888
지배주주순이익	239	135	327	512
EPS	4,085	2,116	5,374	8,528
순차입금	-319	-319	-531	-913
PER	49.0	97.3	42.1	26.5
PBR	3.1	3.1	3.2	3.0
EV/EBITDA	13.5	49.1	20.0	14.8
배당수익률	0.5	0.5	0.5	0.6
ROE	5.4	3.0	7.0	10.2

주가 추이



2020 년 코로나 19 타격으로 부진했으나, 지난 4 분기 실적을 통해 체질 개선을 통한 이익 개선의 방향성을 확인해주었습니다. 경기가 정상화될 경우 단순 회복뿐만 아니라 체질 개선 효과까지 맞물려 향후 2 년간 높은 이익 성장률을 기록할 것으로 전망합니다.

어려운 환경 속에서도 내부 체질 개선의 빛을 보다

아모레퍼시픽은 2016년 사드 보복을 시작으로 오프라인 채널 및 매스 브랜드 경쟁력 악화, 코로나19 사태로 실적 부진이 지속되어 왔다. 여전히 외부 환경은 불확실한 상황이지만, 긍정적인 부분은 내부 체질 개선이 빠르게 진행되고 있다는 점이다. 동사는 2019년 하반기부터 부진한 오프라인 채널을 철수하고 성장하는 디지털 채널 및 럭셔리 브랜드를 강화시켜 오고 있다. 이러한 결실이 지난 4분기 실적을 통해 가시화되었다. 지난 4분기 중국에서 설화수 브랜드 성장률이 확대(3Q20 +20% → 4Q20 +60%)되었고, 일회성 비용을 제외시 수익 효율화 작업에 힘입어 어려운 환경 속에서도 국내와 중국 모두 수익성이 개선되었다.

단순 회복을 넘어 체질 개선 효과까지

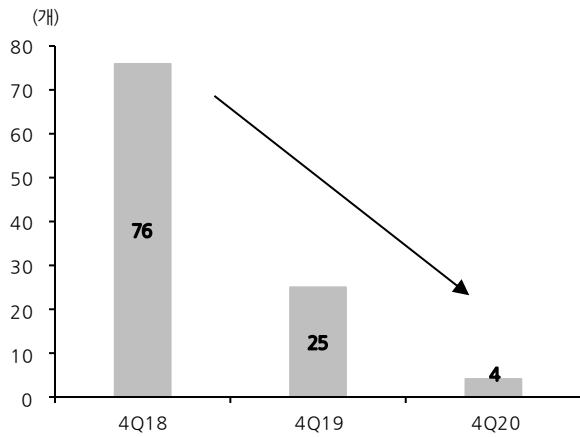
여전히 코로나19로 외부 환경은 비우호적이나, 이는 시간과 속도의 문제로 점진적으로 회복될 것으로 예상된다. 관건은 동사의 경우 단순 회복뿐 아니라 위기 속에서 진행된 수익 효율화 작업에 힘입어 추가적인 실적 성장이 가능하다는 점이다. 2021년 연결 기준 매출액 4조 7,287억원(+6.7%), 영업이익 4,018억원(+181.0%) 전망한다. 이는 기저효과와 체질 개선만을 반영한 것으로, 면세점의 본격적인 실적 회복은 2022년으로 가정했다. 이에 향후 2년간 영업이익 연평균 성장률은 +100% 이상을 기록할 것으로 전망한다.

투자의견, Buy, 목표주가 30만원 상향

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 30만원으로 상향 조정한다. 면세점의 본격적인 실적 회복은 2022년으로 가정했기 때문에 2021년 실적 추정치로는 현재의 밸류에이션이 부담스러울 수 있으나 이는 시간의 문제일 뿐 정상화가 진행된다면 내부 체질 개선 효과와 맞물려 이익 레버리지가 어느 업체보다도 강하게 나타날 것으로 기대한다. 이에 중기적인 관점에서 긍정적인 접근을 추천한다.

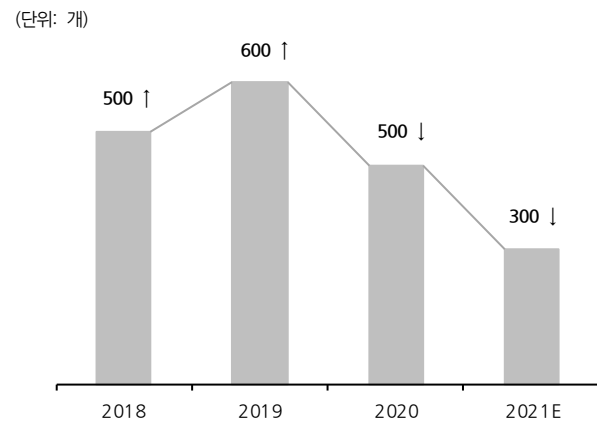


[그림78] 아모레퍼시픽 오프라인 채널 효율화 작업(국내)



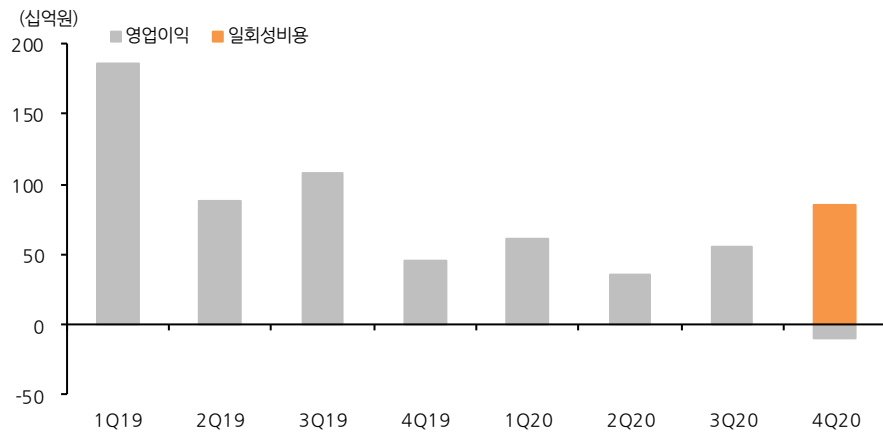
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 아모레퍼시픽 오프라인 채널 효율화 작업(중국)



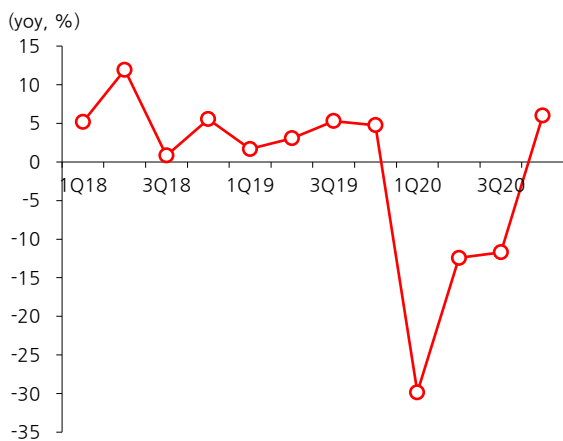
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 아모레퍼시픽 연결 영업이익 추이(분기별)



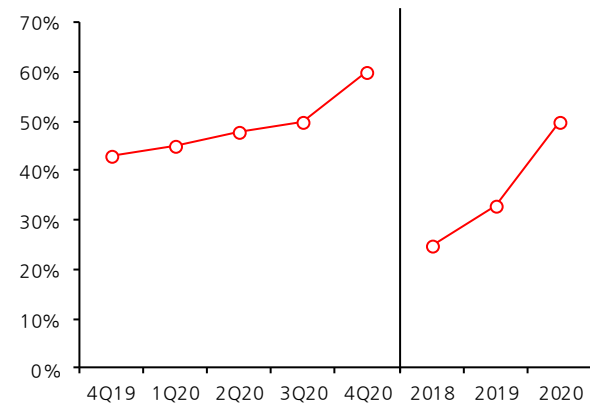
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 중국 법인 매출액 성장률 추이 (분기)



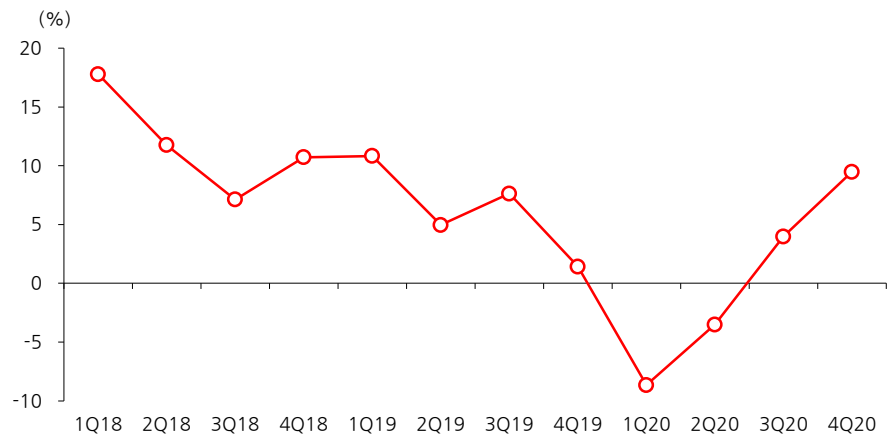
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 중국 법인 이커머스 매출 비중 추이



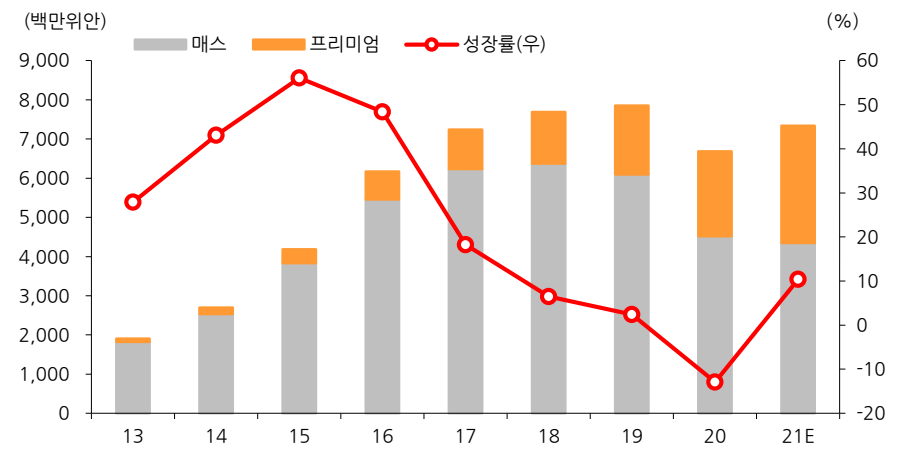
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 아모레퍼시픽 아시아 법인 영업이익률 추이(분기별)



자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 아모레퍼시픽 중국 법인 매출액 추이



주: 프리미엄 브랜드는 설화수, 헤라, 프리메라

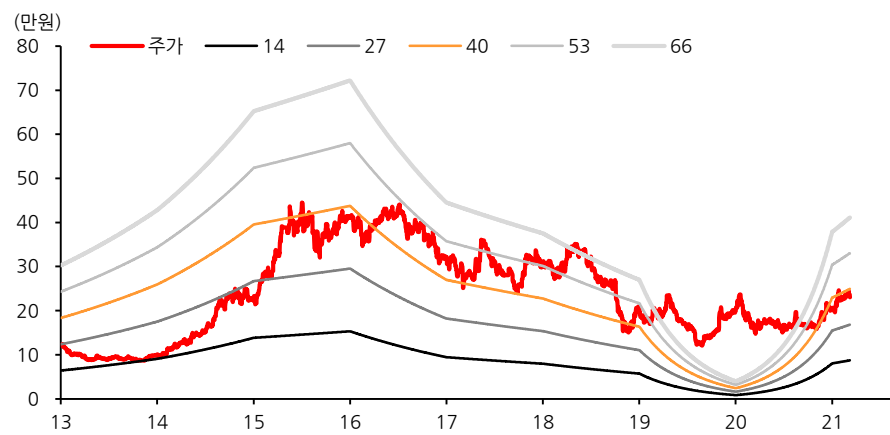
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 아모레퍼시픽 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M. FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	35.1	337.0	522.3	429.7	*글로벌 업체 평균 12MFWD P/E 10% 할인 적용
적용 P/E 배수(배)	41.3	41.3	41.3	41.3	
적정기업가치(십억원)	1,450.9	13,930.7	21,591.2	17,760.9	
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,425	
적정주가(원)	20,000	240,000	370,000	300,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 아모레퍼시픽 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,140.4	1,139.5	1,183.2	1,265.7	4,432.1	4,728.7	5,380.4
growth, %	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	0.8	7.9	8.7	9.4	-20.6	6.7	13.8
국내	760.7	656.7	673.4	616.4	700.4	681.7	722.4	668.9	2,707.2	2,773.4	3,233.4
growth, %	-19.0	-26.4	-27.6	-19.4	-7.9	3.8	7.3	8.5	-23.2	2.4	16.6
sales, %	67.3	62.2	61.9	53.3	61.4	59.8	61.1	52.8	61.1	58.7	60.1
화장품	618.6	531.3	534.8	526.0	554.4	557.0	577.2	572.9	2,210.7	2,261.5	2,710.7
growth, %	-21.5	-31.1	-31.4	-19.8	-10.4	4.9	7.9	8.9	-26.2	2.3	19.9
sales, %	54.7	50.3	49.1	45.5	48.6	48.9	48.8	45.3	49.9	47.8	50.4
DB&O	142.1	125.4	138.6	90.4	146.0	124.7	145.2	96.0	496.5	511.9	522.7
growth, %	-6.1	4.4	-8.0	-17.0	2.8	-0.6	4.8	6.2	-6.5	3.1	2.1
sales, %	12.6	11.9	12.7	7.8	12.8	10.9	12.3	7.6	11.2	10.8	9.7
해외	370.1	399.1	416.0	540.6	439.9	457.7	460.8	596.8	1,725.8	1,955.3	2,146.9
growth, %	-27.5	-20.4	-11.8	-6.6	18.9	14.7	10.8	10.4	-16.3	13.3	9.8
sales, %	32.7	37.8	38.2	46.7	38.6	40.2	38.9	47.2	38.9	41.3	39.9
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	424.0	443.5	435.6	573.7	1,649.8	1,876.9	2,061.7
growth, %	-30.6	-20.0	-12.8	-1.3	22.7	14.2	10.5	10.0	-16.0	13.8	9.8
sales, %	30.6	36.8	36.2	45.1	37.2	38.9	36.8	45.3	37.2	39.7	38.3
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	4.1	5.8	5.6	18.9	21.0	22.0
growth, %	-6.9	-37.5	-15.3	3.8	3.0	35.0	15.0	2.0	-13.3	11.0	5.0
sales, %	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
북아메리카	23.0	13.9	23.9	15.9	15.0	17.4	27.5	19.9	76.7	79.7	87.7
growth, %	26.4	-35.9	-16.4	-35.1	-35.0	25.0	15.0	25.0	-17.5	3.9	10.0
sales, %	2.0	1.3	2.2	1.4	1.3	1.5	2.3	1.6	1.7	1.7	1.6
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	125.6	105.3	102.8	68.2	143.0	401.8	604.1
growth, %	-67.3	-59.9	-47.9	적전	106.1	198.9	83.4	흑전	-66.6	181.0	50.3
Margin, %	5.4	3.3	5.1	-0.8	11.0	9.2	8.7	5.4	3.2	8.5	11.2
국내	86.6	50.6	36.0	-56.0	82.8	66.4	71.9	21.3	117.2	242.3	399.5
growth, %	-33.1	-31.3	-56.6	-266.7	-4.4	31.1	99.7	-138.1	-63.3	106.8	64.8
margin, %	11.4	7.7	5.3	-9.1	11.8	9.7	9.9	3.2	4.3	8.7	12.4
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	67.7	60.6	60.4	33.8	112.6	222.6	377.7
growth, %	-38.4	-40.5	-65.5	-162.6	-6.4	34.1	137.0	-210.8	-64.4	97.7	69.7
margin, %	11.7	8.5	4.8	-5.8	12.2	10.9	10.5	5.9	5.1	9.8	13.9
DB&O	14.2	5.4	10.5	-25.5	15.0	5.7	11.4	-12.5	4.6	19.7	21.7
growth, %	20.3	-325.0	16.7	68.9	5.9	6.3	8.9	-51.1	39.4	329.2	10.1
margin, %	10.0	4.3	7.6	-28.2	10.3	4.6	7.9	-13.0	0.9	3.9	4.2
해외	-32.4	-21.0	19.7	51.6	36.0	33.3	30.5	51.6	17.9	151.4	196.5
growth, %	-170.6	-204.5	-43.4	1,512.5	흑전	흑전	54.8	0.1	-82.8	746.0	29.8
margin, %	-8.8	-5.3	4.7	9.5	8.2	7.3	6.6	8.7	1.0	7.7	9.2
아시아	-29.9	-13.6	15.7	49.4	36.0	33.3	30.5	51.6	21.6	151.4	196.5
growth, %	-155.5	-156.4	-54.5	558.7	흑전	흑전	-38.3	43.3	-82.0	601.1	29.8
margin, %	-8.7	-3.5	4.0	9.5	8.5	7.5	7.0	9.0	1.3	8.1	9.5
유럽	-0.8	-1.4	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.3	0.0	0.0
growth, %	적지	적지	흑전	흑전	-	-	-	-	적지	적축	적축
margin, %	-14.8	-46.7	8.0	9.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.0	0.0
북아메리카	-1.7	-6.0	3.6	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.4	0.0	0.0
growth, %	적지	적지	176.9	흑전	-	-	-	-	적지	적축	적축
margin, %	-7.4	-43.2	15.1	10.7	0.0	0.0	0.0	0.0	-3.1	0.0	0.0
세전이익	65.6	18.7	19.3	-78.3	113.9	93.6	91.1	56.5	25.3	355.0	557.4
growth, %	-64.4	-77.2	-86.0	131.6	73.6	399.8	372.3	흑전	-93.2	1,303.0	57.0
Margin, %	5.8	1.8	1.8	-6.8	10.0	8.2	7.7	4.5	0.6	7.5	10.4
지배주주 순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	87.8	110.1	89.5	39.5	35.1	326.9	512.3
growth, %	-42.0	-81.9	-90.7	적지	22.5	899.9	830.5	흑전	-85.3	831.3	56.7
Margin, %	6.3	1.0	0.9	-4.9	7.7	9.7	7.6	3.1	0.8	6.9	9.5

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	4,432	4,729	5,380
매출총이익	3,843	4,080	3,167	3,392	3,868
영업이익	482	428	184	402	604
EBITDA	748	913	252	678	888
순이자손익	10	-7	-3	-27	-27
외화관련손익	3	3	0	0	0
지분법손익	0	0	1	0	0
세전계속사업손익	453	371	129	355	557
당기순이익	335	224	125	256	401
지배주주순이익	332	239	135	327	512
증가율(%)					
매출액	3.0	5.7	-20.6	6.7	13.8
영업이익	-19.2	-11.2	-57.1	118.8	50.3
EBITDA	-8.8	22.1	-72.4	168.8	31.1
순이익	-15.9	-33.2	-44.1	104.3	57.0
이익률(%)					
매출총이익률	72.8	73.1	71.4	71.7	71.9
영업이익률	9.1	7.7	4.1	8.5	11.2
EBITDA 이익률	14.2	16.4	5.7	14.3	16.5
세전이익률	8.6	6.6	2.9	7.5	10.4
순이익률	6.3	4.0	2.8	5.4	7.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	647	718	387	595	788
당기순이익	335	224	125	256	401
자산상각비	266	485	68	276	284
운전자본증감	-28	-161	-46	-14	-14
매출채권 감소(증가)	37	-83	-4	-17	-17
재고자산 감소(증가)	-77	-94	-4	-18	-18
매입채무 증가(감소)	-20	62	-40	9	10
투자현금흐름	-414	-403	-283	-316	-328
유형자산처분(취득)	-404	-219	-206	-220	-236
무형자산 감소(증가)	-50	-32	-30	-37	-37
투자자산 감소(증가)	22	-159	12	-10	-5
재무현금흐름	-103	-387	-218	-86	-95
차입금의 증가(감소)	-15	-206	-150	-10	-12
자본의 증가(감소)	-88	-81	-81	-76	-83
배당금의 지급	-88	-81	-81	-76	-83
총현금흐름	819	1,019	524	609	802
(-)운전자본증감(감소)	43	54	192	14	14
(-)설비투자	405	247	206	220	236
(+)자산매각	-48	-5	-29	-37	-37
Free Cash Flow	322	713	95	337	515
(-)기타투자	-33	100	-87	49	51
잉여현금	355	613	183	289	465
NOPLAT	356	258	179	289	435
(+) Dep	266	485	68	276	284
(-)운전자본투자	43	54	192	14	14
(-)Capex	405	247	206	220	236
OpFCF	173	443	-152	331	469

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	1,694	1,934	2,343
현금성자산	781	884	766	969	1,339
매출채권	318	387	408	424	442
재고자산	403	453	433	451	469
비유동자산	3,804	4,186	4,033	4,063	4,102
투자자산	840	1,317	1,200	1,248	1,299
유형자산	2,713	2,662	2,606	2,550	2,502
무형자산	254	227	227	264	301
자산총계	5,371	5,989	5,726	5,996	6,445
유동부채	763	1,067	864	883	901
매입채무	418	487	230	239	249
유동성이자부채	71	297	278	273	267
비유동부채	162	424	310	311	310
비유동이자부채	45	268	169	164	158
부채총계	925	1,490	1,174	1,193	1,212
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
이익잉여금	3,726	3,874	3,939	4,189	4,619
자본조정	-59	-142	-142	-142	-142
자기주식	-1	-101	-101	-101	-101
자본총계	4,446	4,499	4,552	4,803	5,233

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	5,683	4,085	2,116	5,374	8,528
BPS	64,072	65,050	65,988	69,624	75,846
DPS	1,180	1,000	1,100	1,200	1,300
CFPS	11,869	14,764	7,586	8,817	11,627
ROA(%)	6.2	4.2	2.3	5.6	8.2
ROE(%)	7.7	5.4	3.0	7.0	10.2
ROIC(%)	9.6	6.5	4.3	6.9	10.3
Multiples(x, %)					
PER	36.9	49.0	97.3	42.1	26.5
PBR	3.3	3.1	3.1	3.2	3.0
PSR	2.7	2.5	3.2	3.3	2.9
PCR	17.7	13.5	27.2	25.6	19.4
EV/EBITDA	16.9	13.5	49.1	20.0	14.8
배당수익률	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
안정성(%)					
부채비율	20.8	33.1	25.8	24.8	23.2
Net debt/Equity	-14.9	-7.1	-7.0	-11.1	-17.5
Net debt/EBITDA	-88.8	-35.0	-126.4	-78.4	-102.8
유동비율	205.3	169.1	196.1	219.1	259.9
이자보상배율(배)	206.4	21.4	33.5	10.6	15.9
자산구조(%)					
투하자본	70.0	65.6	68.0	65.5	61.8
현금+투자자산	30.0	34.4	32.0	34.5	38.2
자본구조(%)					
차입금	2.5	11.2	8.9	8.3	7.5
자기자본	97.5	88.8	91.1	91.7	92.5

아모레G (002790)

가시화되는 내부 체질 개선 효과



▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (상향)

목표주가(상향): 73,000원

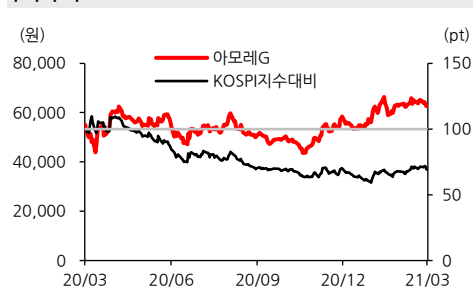
현재 주가(3/12)	63,200원
상승여력	▲ 15.5%
시가총액	52,114억원
발행주식수	82,458천주
52 주 최고가 / 최저가	66,400 / 43,550원
90 일 일평균 거래대금	133.65억원
외국인 지분율	20.0%
주주 구성	
서경배 (외 10 인)	62.0%
자사주 (외 1 인)	7.5%
오정화 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	8.2	25.1	14.7
상대수익률(KOSPI)	1.6	-2.0	-2.3	-51.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	6,284	4,930	5,097	5,703
영업이익	498	151	427	657
EBITDA	1,077	236	803	1,071
지배주주순이익	134	10	141	217
EPS	1,619	76	1,654	2,563
순차입금	-1,010	-848	-1,058	-1,365
PER	51.1	689.9	38.2	24.7
PBR	2.4	1.5	1.8	1.7
EV/EBITDA	5.8	15.8	5.9	4.1
배당수익률	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	4.1	0.3	4.3	6.3

주가 추이



2020년은 코로나 19 타격과 구조조정에 따라 실적 부진이 불가피했습니다. 2019년부터 그룹 전사적으로 진행된 오프라인 채널 효율화 작업을 통한 수익성 개선이 올해 본격적으로 가시화될 것으로 전망합니다. 특히 자회사 아모레퍼시픽의 턴어라운드가 실적 개선을 이끌어 주고, 브랜드샵 자회사들은 수익성은 개선되나 중장기적인 외형 성장에 대한 고민이 필요해 보입니다. 우선적으로 아모레퍼시픽 중심으로 기업가치는 회복될 것으로 예상합니다.

전사적으로 진행된 내부 체질 개선 효과 기대

2020년은 코로나19 타격과 구조조정에 따라 실적 부진이 불가피했다. 2019년부터 그룹 전사적으로 진행된 부진한 오프라인 채널 효율화 개선을 통한 수익성 개선이 올해 본격적으로 가시화될 것으로 전망한다. 이에 2021년은 경기 정상화와 구조조정 효과까지 맞물려 실적 개선이 가시화될 것이다. 2021년 연결 매출액 5조 971억원(+3.4%), 영업이익 4,271억원(+183.5%), 주력 자회사별 실적은 1) 아모레퍼시픽 매출액 4조 7,287억원(+6.7%), 영업이익 4,018억원(+181.0%), 2) 이니스프리 매출액 2,921억원(-16.2%), 영업이익 87억원(+24.0%), 3) 에뛰드 매출액 664억원(-40.4%), 영업이익자 -124억원(적자축소) 전망한다. 자회사 아모레퍼시픽 중심으로 실적 턴어라운드를 기록할 것으로 기대한다. 이니스프리와 에뛰드도 비용 효율화에 따라 전년대비 수익성은 개선되나, 매장 감소가 지속되면서 올해에도 의미 있는 외형 성장의 회복은 제한적일 것으로 전망한다.

아모레퍼시픽 턴어라운드 효과가 가장 클 것

2019년부터 진행된 그룹 전사적으로 부진한 오프라인 채널 효율화 작업을 통한 수익성 개선이 올해 본격적으로 가시화될 것으로 기대한다. 특히 자회사 아모레퍼시픽의 턴어라운드가 실적 개선을 이끌 것으로 예상한다. 브랜드샵 에뛰드, 이니스프리도 수익성 개선이 가시화될 수 있으나 그 효과는 미미하고, 두 회사의 경우 중장기적인 외형 성장에 대한 고민이 필요해 보인다. 따라서 우선적으로는 아모레퍼시픽 중심으로 기업가치가 회복될 것으로 예상한다. 목표주가는 적용 12M FWD 실적 추정치를 변경하고 실적 회복을 반영하여 7.3만원으로, 투자 의견은 Buy로 상향 조정한다.

[표10] 아모레 G 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	10.4	141.2	216.8	160.1	* AP 적용 배수의 10% 할인
적용 P/E 배수(배)	37.4	37.4	37.4	37.4	
적정기업가치(십억원)	387.2	5,274.2	8,096.9	5,979.8	
주식수(천주)	82,458	82,458	82,458	82,458	
적정주가(원)	5,000	64,000	98,000	73,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표11] 아모레퍼시픽그룹(아모레 G) 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,240.7	1,237.8	1,274.7	1,343.9	4,930.1	5,097.1	5,702.9
growth %	-22.1	-24.7	-23.0	-16.0	-3.0	4.8	5.5	6.5	-21.5	3.4	11.9
Operating Company	1,329.4	1,229.1	1,244.8	1,298.3	1,291.6	1,285.8	1,322.5	1,398.5	5,101.6	5,298.5	5,946.2
growth %	-22.7	-25.8	-23.6	-16.1	-2.8	4.6	6.2	7.7	-22.2	3.9	12.2
sales %	96.6	96.6	96.2	95.7	96.8	96.4	96.9	96.8	96.3	96.7	97.0
AP	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,140.4	1,139.5	1,183.2	1,265.7	4,432.1	4,728.7	5,380.4
growth %	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	0.8	7.9	8.7	9.4	-20.2	6.7	13.8
sales %	82.2	83.0	84.1	85.3	85.4	85.5	86.7	87.6	83.6	86.3	87.8
Innisfree	107.4	88.4	80.3	72.4	80.7	71.4	72.3	67.8	348.5	292.1	290.8
growth %	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-24.9	-19.3	-10.0	-6.4	-36.8	-16.2	-0.4
sales %	7.8	6.9	6.2	5.3	6.0	5.4	5.3	4.7	6.6	5.3	4.7
Etude	34.6	29.6	26.6	20.5	16.2	17.9	17.0	15.3	111.3	66.4	56.6
growth %	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-53.2	-39.5	-36.2	-25.3	-38.1	-40.4	-14.7
sales %	2.5	2.3	2.1	1.5	1.2	1.3	1.2	1.1	2.1	1.2	0.9
Non-Operating Company	47.2	43.0	49.5	57.7	43.3	47.6	42.5	46.2	197.4	179.6	183.2
growth %	3.1	4.6	-17.6	22.2	0.7	-3.8	-26.4	6.7	5.6	-9.0	2.0
sales %	3.4	3.4	3.8	4.3	3.2	3.6	3.1	3.2	3.7	3.3	3.0
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	132.2	114.3	114.9	65.7	150.7	427.1	656.9
growth %	-66.8	-67.2	-49.4	-123.2	94.7	215.3	88.3	흑전	-69.8	183.5	53.8
margin %	5.3	3.1	5.0	-1.1	10.7	9.2	9.0	4.9	3.1	8.4	11.5
Operating Company	69.1	37.5	55.3	-15.4	130.1	112.1	106.3	66.1	146.6	414.5	643.8
growth %	-67.1	-66.7	-50.8	-125.6	88.2	199.0	92.2	흑전	-71.5	182.8	55.3
margin %	5.0	2.9	4.3	-1.1	9.7	8.4	7.8	4.6	2.8	7.6	10.5
AP	60.9	35.2	56.0	-9.2	125.6	105.3	102.8	68.2	143.0	401.8	604.1
growth %	-67.4	-59.9	-47.9	-120.0	106.2	199.1	83.6	흑전	-68.0	181.0	50.3
margin %	5.4	3.3	5.1	-0.8	11.0	9.2	8.7	5.4	3.2	8.5	11.2
Innisfree	5.1	-1.0	-0.2	3.1	2.4	1.4	1.4	3.4	7.0	8.7	23.4
growth %	-75.8	-105.2	-102.5	-78.5	-52.5	흑전	흑전	9.3	-88.8	24.0	169.1
margin %	4.7	-1.1	-0.2	4.3	3.0	2.0	2.0	5.0	2.0	3.0	8.0
Etude	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-4.0	-1.0	-2.6	-4.8	-18.1	-12.4	-2.4
growth %	적지	적지	적지	적지	적지	적축	적축	적축	적지	적축	적축
margin %	-8.4	-9.8	-19.2	-35.1	-25.0	-5.8	-15.2	-31.1	-16.3	-18.7	-4.3
Non-Operating Company	2.1	3.1	1.7	1.6	1.7	0.5	1.1	0.2	8.5	3.5	4.0
growth %	8.8	36.3	149.4	36.1	-19.2	-83.6	-37.0	-89.8	39.8	-59.3	16.1
margin %	4.5	7.3	3.4	2.7	4.0	1.1	2.5	0.3	4.3	1.9	2.2
지배주주순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	45.3	42.3	31.7	22.0	10.4	141.2	216.8
growth %	-41.6	-92.5	-96.5	70.3	-1.5	1473.3	2017.8	흑전	-92.2	1262.2	53.5
margin %	3.6	0.2	0.1	-3.2	3.6	3.4	2.5	1.6	0.2	2.8	3.8

자료: 아모레G, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	6,078	6,284	4,930	5,097	5,703
매출총이익	4,459	4,642	3,559	3,704	4,173
영업이익	549	498	151	427	657
EBITDA	860	1,077	236	803	1,071
순이자손익	24	-2	7	28	29
외화관련손익	6	6	0	0	0
지분법손익	1	1	1	0	0
세전계속사업손익	535	431	31	432	663
당기순이익	376	282	22	302	464
지배주주순이익	142	134	10	141	217
증가율(%)					
매출액	0.8	3.4	-21.5	3.4	11.9
영업이익	-24.9	-9.3	-69.8	183.5	53.8
EBITDA	-13.9	25.1	-78.1	240.1	33.3
순이익	-23.1	-24.9	-92.2	1,267.3	53.4
이익률(%)					
매출총이익률	73.4	73.9	72.2	72.7	73.2
영업이익률	9.0	7.9	3.1	8.4	11.5
EBITDA 이익률	14.2	17.1	4.8	15.8	18.8
세전이익률	8.8	6.9	0.6	8.5	11.6
순이익률	6.2	4.5	0.4	5.9	8.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	731	830	415	520	634
당기순이익	376	282	22	302	464
자산상각비	311	578	86	376	414
운전자본증감	-61	-215	-1	-5	-5
매출채권 감소(증가)	54	-91	-2	-9	-9
재고자산 감소(증가)	-95	-81	-2	-10	-10
매입채무 증가(감소)	-15	18	1	4	4
투자현금흐름	-540	-433	-328	-322	-333
유형자산처분(취득)	-435	-259	-206	-190	-200
무형자산 감소(증가)	-54	-36	-32	-39	-39
투자자산 감소(증가)	-70	-144	-45	-40	-40
재무현금흐름	-102	-287	-432	-49	-69
차입금의 증가(감소)	-10	-244	-180	-20	-35
자본의 증가(감소)	-92	133	-31	-29	-34
배당금의 지급	-92	-101	-31	-29	-34
총현금흐름	959	1,204	520	525	639
(-)운전자본증감(감소)	60	117	197	5	5
(-)설비투자	437	274	206	190	200
(+)자산매각	-51	-20	-31	-39	-39
Free Cash Flow	411	792	86	291	395
(-)기타투자	-16	93	-150	52	54
잉여현금	427	700	235	239	341
NOPLAT	387	326	107	299	460
(+) Dep	311	578	86	376	414
(-)운전자본투자	60	117	197	5	5
(-)Capex	437	274	206	190	200
OpFCF	201	513	-211	480	669

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	2,490	2,906	2,614	2,829	3,127
현금성자산	1,573	1,824	1,519	1,708	1,980
매출채권	338	406	435	444	453
재고자산	498	525	497	507	517
비유동자산	4,898	5,375	5,153	5,058	4,937
투자자산	807	1,432	1,284	1,336	1,390
유형자산	3,322	3,200	3,129	2,944	2,729
무형자산	774	739	740	779	818
자산총계	7,387	8,281	7,766	7,886	8,064
유동부채	898	1,226	1,037	1,047	1,053
매입채무	365	410	193	197	201
유동성이자부채	169	450	445	435	420
비유동부채	247	575	421	419	407
비유동이자부채	45	364	225	215	195
부채총계	1,145	1,801	1,458	1,466	1,460
자본금	44	48	48	48	48
자본잉여금	696	882	779	779	779
이익잉여금	2,546	2,648	2,626	2,738	2,921
자본조정	-167	-211	-211	-211	-211
자기주식	-140	-190	-190	-190	-190
자본총계	6,242	6,480	6,308	6,420	6,603

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,722	1,619	76	1,654	2,563
BPS	34,990	35,078	33,771	34,942	36,849
DPS	310	300	300	350	400
CFPS	10,762	13,501	5,415	5,474	6,656
ROA(%)	1.9	1.7	0.1	1.8	2.7
ROE(%)	4.7	4.1	0.3	4.3	6.3
ROIC(%)	8.1	6.3	2.0	5.6	8.8
Multiples(x, %)					
PER	42.1	51.1	689.9	38.2	24.7
PBR	2.1	2.4	1.5	1.8	1.7
PSR	1.1	1.2	1.0	1.2	1.1
PCR	6.7	6.1	9.7	11.5	9.5
EV/EBITDA	5.6	5.8	15.8	5.9	4.1
배당수익률	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	18.3	27.8	23.1	22.8	22.1
Net debt/Equity	-21.8	-15.6	-13.4	-16.5	-20.7
Net debt/EBITDA	-157.9	-93.8	-359.2	-131.7	-127.5
유동비율	277.4	237.0	252.0	270.1	296.9
이자보상배율(배)	120.5	18.9	137.4	97.4	149.8
자산구조(%)					
투하자본	67.2	62.6	65.8	63.5	60.5
현금+투자자산	32.8	37.4	34.2	36.5	39.5
자본구조(%)					
차입금	3.3	11.2	9.6	9.2	8.5
자기자본	96.7	88.8	90.4	90.8	91.5

LG생활건강 (051900)

화장품 사업 부문의 역량 강화는 지속된다

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 2,000,000원

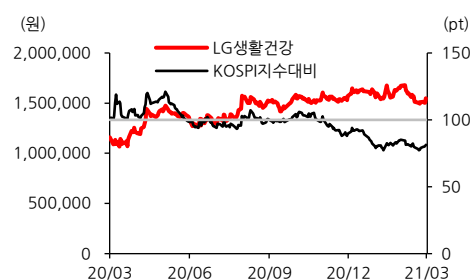
현재 주가(3/12)	1,571,000원
상승여력	▲ 27.3%
시가총액	245,362억원
발행주식수	15,618천주
52 주 최고가 / 최저가	1,680,000 / 1,066,000원
90 일 일평균 거래대금	645.63억원
외국인 지분율	45.5%
주주 구성	
LG (외 1 인)	34.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.2%
자사주 (외 1 인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.0	0.0	3.5	35.4
상대수익률(KOSPI)	-4.6	-10.3	-24.0	-31.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	7,685	7,845	8,364	9,105
영업이익	1,176	1,221	1,340	1,502
EBITDA	1,427	1,490	1,630	1,814
지배주주순이익	778	798	901	1,017
EPS	49,820	49,552	56,140	63,563
순차입금	4	42	-454	-1,016
PER	25.3	32.7	28.0	24.7
PBR	5.4	6.0	5.1	4.4
EV/EBITDA	14.9	18.0	15.7	13.8
배당수익률	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE	20.3	17.9	17.6	17.3

주가 추이



2021년에는 부진했던 화장품 사업의 실적 회복과 강력한 럭셔리 브랜드력에 힘입어 안정적인 성장을 이어 나갈 것으로 전망합니다. 중장기적으로 핵심 사업인 화장품 사업 부문의 역량 강화도 지속될 것으로 전망합니다.

위기 속에서 빛나는 포트폴리오 다각화

2020년 연결 기준 매출액 7조 8,448억원(+2.1%), 영업이익 1조 2,209억원(+3.8%) 기록했다. 코로나19 위기 속에서 주력인 화장품 면세 사업의 타격은 불가피했으나, 안정된 사업 포트폴리오와 화장품 럭셔리 브랜드력에 힘입어 양호한 실적 성장을 시현하였다. 2021년 매출액 8조 3,638억원(+6.6%), 영업이익 1조 3,399억원(+9.7%) 전망한다. 2020년 고성장했던 생활용품의 성장성은 둔화될 수 있으나, 반대로 타격을 받았던 화장품 사업의 회복과 럭셔리 브랜드의 성장에 힘입어 안정적인 실적 성장을 지속해 나갈 것으로 예상된다.

화장품 사업부문의 역량 강화는 지속될 전망

동사는 최근 화장품 사업의 브랜드 포트폴리오 다각화에 주력하고 있다. 2019년 8월 미국 뉴에이본을 인수, 2020년 2월 더마 화장품 피지오겔의 아시아 및 북미 사업권을 인수하였다. 인수한 브랜드의 사업 확장이 올해 본격적으로 시작될 것으로 예상된다. 더불어 기존 브랜드 ‘숨’을 재정비할 계획이다. 코로나19 상황이 진정되어 외부 환경 요인이 개선된다면 면세점 실적 회복과 함께 투자가 진행된 브랜드 다각화에 대한 가시적인 성과가 나타날 것으로 예상된다. 동사는 이에 그치지 않고 화장품 사업의 역량 강화를 위해 꾸준히 브랜드 확장의 투자를 진행할 것으로 예상된다.

꾸준한 성장 지속 전망

2020년 위기 속에서도 안정적인 실적 성장을 기록하며 뛰어난 체력을 입증하였다. 다만 2021년 코로나19의 정상화가 가시화된다면 상대적으로 타격을 강하게 받은 업체를 대비해서는 모멘텀이 약할 수 있다. 그러나 중장기적으로 화장품 부문의 브랜드 확장을 통한 성장의 방향성은 여전히 유효해 보인다. 이에 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 12M FWD 실적 기준을 변경하여 200만원으로 상향 조정한다.



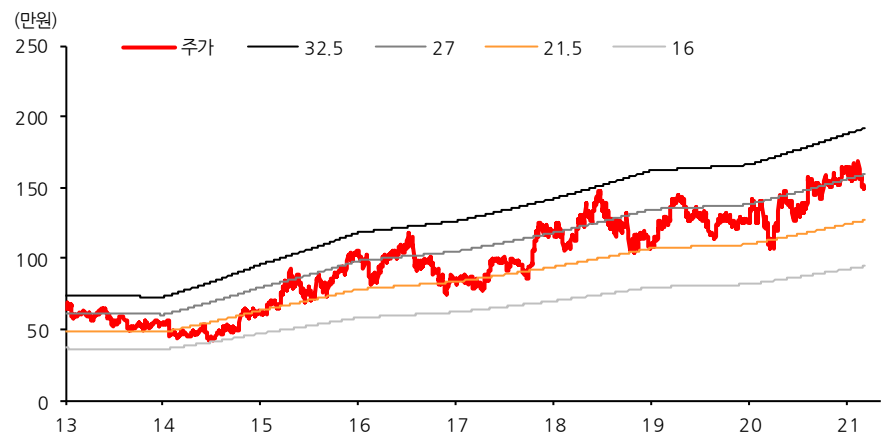
[표12] LG 생활건강 목표주가 산정방식

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	12M.FWD	비고
순이익 (십억원)					
전체	797.6	901.0	1,017.5	959.3	
생활용품	134.1	142.3	146.7	144.5	
화장품	537.5	620.8	725.6	673.2	
음료	126.0	138.0	145.2	141.6	
P/E 적용배수 (배)					
전체	31.8	32.2	32.9	32.6	
생활용품	12	12	12	12	
화장품	41	41	41	41	* 글로벌 화장품 업체 평균 12MFWD P/E 배수 10% 할인 적용
음료	12	12	12	12	
적정가치 (십억원)					
전체	25,340.9	29,025.8	33,495.7	31,260.7	
생활용품	1,609.5	1,707.1	1,760.7	1,733.9	
화장품	22,219.9	25,663.3	29,992.4	27,827.8	
음료	1,511.5	1,655.4	1,742.6	1,699.0	
주식수 (천주)	15,618	15,618	15,618	15,618	*보통주
적정주가 (원)	1,620,000	1,860,000	2,140,000	2,000,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림86] LG 생활건강 12M FWD PER Band 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표13] LG 생활건강 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	1,896.4	1,783.2	2,070.6	2,094.7	1,929.7	1,922.1	2,204.5	2,307.5	7,844.8	8,363.8	9,104.6
growth %	1.2	-2.7	5.4	4.0	1.8	7.8	6.5	10.2	2.1	6.6	8.9
생활용품	479.3	462.2	508.8	423.0	494.9	473.6	518.6	436.9	1,873.3	1,923.9	1,952.3
growth %	19.4	34.6	26.9	23.6	3.3	2.5	1.9	3.3	25.9	2.7	1.5
sales %	25.3	25.9	24.6	20.2	25.6	24.6	23.5	18.9	23.9	23.0	21.4
화장품	1,066.5	923.3	1,143.8	1,324.8	1,072.6	1,038.7	1,252.4	1,508.8	4,458.4	4,872.5	5,543.2
growth %	-6.4	-16.7	-1.5	-0.9	0.6	12.5	9.5	13.9	-6.1	9.3	13.8
sales %	56.2	51.8	55.2	63.2	55.6	54.0	56.8	65.4	56.8	58.3	60.9
음료	350.5	397.7	418.0	346.9	362.2	409.8	433.5	361.9	1,513.1	1,567.4	1,609.1
growth %	5.0	4.6	3.7	3.7	3.3	3.0	3.7	4.3	4.2	3.6	2.7
sales %	18.5	22.3	20.2	16.6	18.8	21.3	19.7	15.7	19.3	18.7	17.7
영업이익	333.7	303.3	327.6	256.3	341.1	339.1	364.1	295.6	1,220.9	1,339.9	1,502.0
growth %	3.6	0.6	5.1	6.4	2.2	11.8	11.1	15.3	3.8	9.7	12.1
margin %	17.6	17.0	15.8	12.2	17.7	17.6	16.5	12.8	15.6	16.0	16.5
생활용품	65.3	63.2	66.8	10.0	66.8	65.4	68.6	10.8	205.3	211.5	216.6
growth %	50.6	124.4	48.1	8.2	2.3	3.4	2.7	7.6	63.1	3.0	2.4
margin %	13.6	13.7	13.1	2.4	13.5	13.8	13.2	2.5	11.0	11.0	11.1
화장품	221.5	178.2	197.7	225.4	225.4	210.5	226.3	260.9	822.8	923.2	1,071.0
growth %	-10.0	-21.2	-6.7	5.4	1.8	18.1	14.5	15.8	-8.4	12.2	16.0
margin %	20.8	19.3	17.3	17.0	21.0	20.3	18.1	17.3	18.5	18.9	19.3
음료	46.8	61.9	63.2	20.9	48.8	63.2	69.2	23.9	192.8	205.1	214.4
growth %	44.0	30.2	15.1	17.9	4.3	2.1	9.4	14.5	26.3	6.4	4.5
margin %	13.4	15.6	15.1	6.0	13.5	15.4	16.0	6.6	12.7	13.1	13.3
세전이익	320.3	276.6	318.3	205.8	322.7	320.7	345.7	277.4	1,121.1	1,266.6	1,430.3
growth %	4.5	-3.8	4.8	5.9	0.7	15.9	8.6	34.8	2.7	13.0	12.9
margin %	16.9	15.5	15.4	9.8	16.7	16.7	15.7	12.0	14.3	15.1	15.7
지배주주순이익	230.6	199.9	227.2	139.9	230.5	227.3	245.9	197.4	797.6	901.0	1,017.5
growth %	3.2	-4.0	6.5	5.1	-0.1	13.7	8.2	41.1	2.5	13.0	12.9
margin %	12.2	11.2	11.0	6.7	11.9	11.8	11.2	8.6	10.2	10.8	11.2

자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	6,748	7,685	7,845	8,364	9,105
매출총이익	4,051	4,768	4,882	5,256	5,776
영업이익	1,039	1,176	1,221	1,340	1,502
EBITDA	1,197	1,427	1,490	1,630	1,814
순이자손익	-6	-5	-8	-6	-5
외화관련손익	-2	3	6	0	0
지분법손익	-1	7	6	0	0
세전계속사업손익	956	1,092	1,121	1,267	1,430
당기순이익	692	788	813	919	1,037
지배주주순이익	683	778	798	901	1,017
증가율(%)					
매출액	10.5	13.9	2.1	6.6	8.9
영업이익	11.7	13.2	3.8	9.7	12.1
EBITDA	11.2	19.3	4.4	9.3	11.3
순이익	12.0	13.9	3.2	13.0	12.9
이익률(%)					
매출총이익률	60.0	62.0	62.2	62.8	63.4
영업이익률	15.4	15.3	15.6	16.0	16.5
EBITDA 이익률	17.7	18.6	19.0	19.5	19.9
세전이익률	14.2	14.2	14.3	15.1	15.7
순이익률	10.3	10.3	10.4	11.0	11.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	817	1,140	814	1,140	1,275
당기순이익	692	788	813	919	1,037
자산상각비	157	251	269	290	312
운전자본증감	-154	16	-218	-61	-66
매출채권 감소(증가)	4	-23	-56	-44	-47
재고자산 감소(증가)	-43	-31	-17	-47	-50
매입채무 증가(감소)	-43	2	-66	12	12
투자현금흐름	-430	-461	-580	-446	-509
유형자산처분(취득)	-353	-313	-416	-415	-477
무형자산 감소(증가)	-8	-9	-10	-11	-11
투자자산 감소(증가)	2	-55	33	0	0
재무현금흐름	-378	-429	-429	-269	-284
차입금의 증가(감소)	-174	-235	-265	-70	-80
자본의 증가(감소)	-162	-159	-184	-199	-204
배당금의 지급	-162	-159	-184	-199	-204
총현금흐름	1,213	1,440	1,308	1,202	1,341
(-)운전자본증감(감소)	82	-153	301	61	66
(-)설비투자	356	326	421	415	477
(+)자산매각	-4	4	-6	-11	-11
Free Cash Flow	770	1,272	580	714	787
(-)기타투자	144	223	103	20	20
잉여현금	626	1,049	477	695	766
NOPLAT	753	849	886	972	1,089
(+) Dep	157	251	269	290	312
(-)운전자본투자	82	-153	301	61	66
(-)Capex	356	326	421	415	477
OpFCF	471	927	433	786	859

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,691	2,163	2,047	2,566	3,148
현금성자산	414	720	497	922	1,405
매출채권	582	646	718	762	808
재고자산	615	746	773	820	870
비유동자산	3,585	4,331	4,719	4,875	5,071
투자자산	227	505	482	502	522
유형자산	1,813	2,036	2,240	2,397	2,595
무형자산	1,545	1,787	1,996	1,976	1,954
자산총계	5,276	6,494	6,766	7,441	8,219
유동부채	1,359	1,771	1,438	1,421	1,405
매입채무	497	718	608	620	632
유동성이자부채	377	470	331	281	231
비유동부채	323	485	470	461	442
비유동이자부채	131	254	207	187	157
부채총계	1,682	2,257	1,908	1,882	1,846
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	3,563	4,175	4,787	5,489	6,303
자본조정	-237	-214	-207	-207	-207
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
자본총계	3,594	4,237	4,857	5,559	6,373

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	43,715	49,820	49,552	56,140	63,563
BPS	198,221	234,042	269,023	308,622	354,554
DPS	9,250	11,000	11,260	11,500	11,750
CFPS	68,454	81,279	73,805	67,814	75,684
ROA(%)	13.6	13.2	12.0	12.7	13.0
ROE(%)	21.0	20.3	17.9	17.6	17.3
ROIC(%)	22.0	21.7	19.6	19.7	21.1
Multiples(x, %)					
PER	25.2	25.3	32.7	28.0	24.7
PBR	5.6	5.4	6.0	5.1	4.4
PSR	2.9	2.9	3.7	3.3	3.1
PCR	16.1	15.5	21.9	23.2	20.8
EV/EBITDA	15.6	14.9	18.0	15.7	13.8
배당수익률	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	46.8	53.3	39.3	33.8	29.0
Net debt/Equity	2.6	0.1	0.9	-8.2	-15.9
Net debt/EBITDA	7.9	0.3	2.8	-27.8	-56.0
유동비율	124.5	122.1	142.3	180.6	224.1
이자보상배율(배)	102.5	84.8	93.7	143.2	193.5
자산구조(%)					
투하자본	85.0	77.3	83.2	78.0	73.3
현금+투자자산	15.0	22.7	16.8	22.0	26.7
자본구조(%)					
차입금	12.4	14.6	10.0	7.8	5.7
자기자본	87.6	85.4	90.0	92.2	94.3

코스맥스 (192820)

위기 속에서 기회를 잡은 것이 바로 경쟁력

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 154,000원

현재 주가(3/12)	117,500원
상승여력	▲ 31.1%
시가총액	11,808억원
발행주식수	10,050천주
52 주 최고가 / 최저가	126,000 / 60,700원
90 일 일평균 거래대금	157.05억원
외국인 지분율	24.0%
주주 구성	
코스맥스비티아이 (외 11 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	12.9%
코스맥스우리사주 (외 1 인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.4	18.8	16.3	73.0
상대수익률(KOSPI)	12.9	8.5	-11.1	6.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,331	1,383	1,507	1,649
영업이익	54	67	89	105
EBITDA	92	117	141	157
지배주주순이익	32	21	60	67
EPS	3,167	2,128	6,015	6,618
순차입금	471	527	477	444
PER	25.2	46.1	19.5	17.8
PBR	2.3	2.8	2.9	2.5
EV/EBITDA	13.9	12.9	11.8	10.3
배당수익률	1.1	0.7	0.7	0.8
ROE	10.5	6.1	15.7	15.1

주가 추이



지난 2020년 코로나 19 타격 속에서도 국내 법인의 효율성 개선 효과와 손소독제 생산 및 발빠른 온라인 고객사 비중 확대에 타업체와는 차별적인 실적 성장을 기록했습니다. 2021년에도 이러한 기조가 유지되는 가운데 코로나 19 타격으로 부진했던 미국 및 동남아시아 지역의 실적 회복으로 실적 성장 추세는 이어나갈 것으로 전망합니다. 안정적인 실적 성장에도 현재 주가는 12M FWD P/E는 18배 수준으로 밸류에이션 부담도 낮은 상황입니다.

달라진 체력으로 성장 지속 전망

동사는 2020년 코로나19 타격 속에서도 국내 및 중국 법인의 완벽한 체질개선과 코로나19 사태로 급격히 수요가 올라온 손소독제 생산 및 온라인 고객사 비중을 발빠르게 확대시키며 타 업체와는 차별적인 실적을 기록하였다. 2021년은 타격받은 업체들보다 상대적인 실적 모멘텀은 약할 수 있다는 우려가 있을 수 있으나 중국을 중심으로 성장이 지속되는 가운데 부진했던 사업 부문이 올라오면서 실적 성장 추세는 이어나갈 것으로 전망한다. 2021년 연결기준 매출액 1조 5,074억원(+9.0%), 영업이익 890억원(+33.5%), 법인별로는 1) 국내 매출액 7,664억원(+0.1%), 2) 중국 합산 매출액 증가율 +18.0%, 각각 상해 매출액 3,935억원(+16.0%) / 광저우 매출액 1,584억원(+23.3%), 3) 미국 USA 매출액 963억원(+23.1%) / 미국뉴월드 매출액 1,241억원(+16.6%) 4) 인도네시아 매출액 383억원(+23.5%) / 태국 매출액 250억원(+24.4%)으로 전망한다.

위기 속에서 보여준 경쟁력에 부담없는 밸류에이션

동사는 지난 몇 년간 국내와 중국의 생산 효율성 향상 노력과 이커머스 온라인 고객 확보 노력을 통해 어려운 시기에도 우수한 실적을 기록하며 경쟁력을 입증시켰다. 상반기에는 전년 손소독제의 일시적인 기고 효과로 성장률은 다소 주춤할 수 있으나 하반기부터는 코로나19 타격으로 부진했던 미국과 동남아시아 지역의 실적 회복이 더해지면서 실적 성장세가 확대될 것으로 전망한다. 안정적인 실적 성장에도 현재 주가는 12M FWD P/E는 18배 수준으로 브랜드 업체 대비 밸류에이션 부담도 낮은 상황이다. 투자이견 Buy를 유지하고 목표주가는 12M FWD 실적 추정치 변경으로 15.4만원으로 상향조정한다.

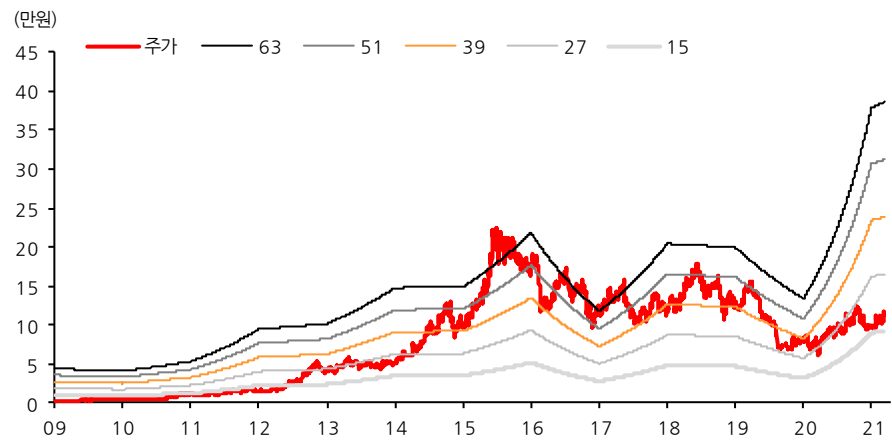
[표14] 코스맥스 목표주가 산정 방식

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	12MF FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	21.4	60.4	66.5	62.0	* 지배주주 순이익 기준
적용 P/E 배수(배)	10,050	10,050	10,050	10,050	
적정기업가치(십억원)	2,127	6,015	6,618	6,166	
주식수(천주)	25	25	25	25	* 역사적 P/E 밴드의 중간 값 적용
적정주가(원)	53,000	150,000	165,000	154,000	

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 코스맥스 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	328.5	379.2	320.7	354.5	355.8	393.8	361.8	396.0	1,382.9	1,507.4	1,648.7
growth, %	0.2	14.1	1.0	0.4	8.3	3.8	12.8	11.7	3.9	9.0	9.4
국내(본사)	202.0	209.0	172.1	182.3	194.5	198.6	180.2	193.1	765.4	766.4	759.0
growth, %	6.2	8.4	0.4	-1.2	-3.7	-5.0	4.7	5.9	3.6	0.1	-1.0
sales, %	61.5	55.1	53.7	51.4	54.7	50.4	49.8	48.8	55.3	50.8	46.0
중국합산	88.4	131.3	108.4	139.6	111.5	153.8	126.5	160.2	467.7	551.9	679.3
growth, %	-14.8	11.1	-0.4	-7.6	26.1	17.1	16.7	14.7	-2.9	18.0	23.1
sales, %	26.9	34.6	33.8	39.4	31.3	39.1	35.0	40.4	33.8	36.6	41.2
상해(차이나)	63.4	98.1	80.6	97.2	77.4	112.1	92.5	111.5	339.3	393.5	487.7
growth, %	-22.4	10.4	-3.3	-17.6	22.1	14.3	14.8	14.7	-8.8	16.0	23.9
sales, %	19.3	25.9	25.1	27.4	21.8	28.5	25.6	28.2	24.5	26.1	29.6
광저우	25.0	33.2	27.8	42.4	34.0	41.7	34.0	48.6	128.4	158.4	191.6
growth, %	13.8	13.3	9.0	27.8	36.1	25.5	22.3	14.7	16.8	23.3	21.0
sales, %	7.6	8.8	8.7	12.0	9.6	10.6	9.4	12.3	9.3	10.5	11.6
USA	17.1	19.0	18.3	23.8	25.6	21.9	23.8	25.0	78.2	96.3	105.9
growth, %	-25.7	-1.5	-18.8	43.7	50.0	15.0	30.0	5.0	-3.9	23.1	10.0
sales, %	5.2	5.0	5.7	6.7	7.2	5.6	6.6	6.3	5.7	6.4	6.4
뉴월드	20.6	21.5	37.6	26.7	28.9	25.8	41.4	28.0	106.5	124.1	130.3
growth, %	3.1	25.6	58.3	68.8	40.0	20.0	10.0	5.0	38.8	16.6	5.0
sales, %	6.3	5.7	11.7	7.5	8.1	6.5	11.4	7.1	7.7	8.2	7.9
인도네시아	10.2	10.9	5.6	4.4	12.2	14.2	6.7	5.2	31.0	38.3	45.9
growth, %	26.2	31.8	-51.6	-62.1	20.0	30.0	20.0	20.0	-21.3	23.5	20.0
sales, %	3.1	2.9	1.7	1.2	3.4	3.6	1.9	1.3	2.2	2.5	2.8
태국	5.3	4.6	4.2	6.1	5.9	5.3	6.0	7.9	20.1	25.0	30.5
growth, %	31.3	23.8	-8.9	9.3	10.0	15.0	45.0	30.0	12.6	24.4	21.7
sales, %	1.6	1.2	1.3	1.7	1.6	1.3	1.7	2.0	1.5	1.7	1.8
영업이익	16.0	26.2	13.9	10.5	18.6	28.2	17.7	24.4	66.6	89.0	105.2
growth, %	18.4	99.2	33.7	-37.9	16.2	7.6	27.3	133.1	23.4	33.5	18.3
margin, %	4.9	6.9	4.3	3.0	5.2	7.2	4.9	6.2	4.8	5.9	6.4
지배주주순이익	4.8	20.3	5.8	-9.5	11.3	20.4	11.5	17.2	21.4	60.4	66.5
growth, %	-46.7	117.1	53.9	적전	136.0	0.6	97.8	흑전	-32.8	182.8	10.0
margin, %	1.5	5.3	1.8	-2.7	3.2	5.2	3.2	4.3	1.5	4.0	4.0

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,260	1,331	1,383	1,507	1,649
매출총이익	155	183	211	236	263
영업이익	52	54	67	89	105
EBITDA	78	92	117	141	157
순이자손익	-18	-22	-20	-20	-20
외화관련손익	0	3	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	36	0	69	85
당기순이익	21	18	-29	45	55
지배주주순이익	33	32	21	60	67
증가율(%)					
매출액	42.5	5.6	3.9	9.0	9.4
영업이익	48.9	3.2	23.4	33.5	18.3
EBITDA	40.2	18.5	27.5	20.0	11.8
순이익	35.7	-13.0	적전	흑전	23.7
이익률(%)					
매출총이익률	12.3	13.8	15.2	15.6	15.9
영업이익률	4.2	4.1	4.8	5.9	6.4
EBITDA 이익률	6.2	6.9	8.5	9.3	9.5
세전이익률	2.9	2.7	0.0	4.6	5.2
순이익률	1.7	1.4	-2.1	3.0	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	-55	75	28	123	112
당기순이익	21	18	-29	45	55
자산상각비	25	38	51	52	52
운전자본증감	-114	1	-20	9	-8
매출채권 감소(증가)	-78	2	-49	-13	-14
재고자산 감소(증가)	-25	6	1	-26	-30
매입채무 증가(감소)	-27	-11	6	47	33
투자현금흐름	-57	-96	-73	-66	-71
유형자산처분(취득)	-48	-103	-52	-59	-64
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-7	9	-5	0	0
재무현금흐름	107	63	15	-36	-18
차입금의 증가(감소)	111	-14	34	-29	-10
자본의 증가(감소)	-3	77	-8	-7	-8
배당금의 지급	-3	-6	-9	-7	-8
총현금흐름	88	122	116	114	120
(-)운전자본증감(감소)	93	-38	40	-9	8
(-)설비투자	49	105	53	59	64
(+)자산매각	-1	1	0	-4	-4
Free Cash Flow	-56	56	23	59	44
(-)기타투자	21	38	-6	3	3
잉여현금	-76	17	29	57	41
NOPLAT	30	28	-12,046	58	68
(+) Dep	25	38	51	52	52
(-)운전자본투자	93	-38	40	-9	8
(-)Capex	49	105	53	59	64
OpFCF	-86	-1	-12,088	59	48

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	596	618	618	679	746
현금성자산	47	79	64	84	107
매출채권	322	318	325	338	352
재고자산	209	209	211	237	267
비유동자산	466	586	606	620	639
투자자산	37	51	64	66	69
유형자산	333	432	437	447	461
무형자산	96	103	104	106	108
자산총계	1,062	1,204	1,223	1,299	1,384
유동부채	650	716	725	760	781
매입채무	231	225	218	265	299
유동성이자부채	371	409	443	428	413
비유동부채	169	171	182	170	176
비유동이자부채	145	141	147	133	138
부채총계	820	888	907	929	957
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	129	182	182	182	182
이익잉여금	135	162	175	229	287
자본조정	-3	-5	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	242	316	316	369	428

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	3,246	3,167	2,128	6,015	6,618
BPS	26,411	34,178	35,562	40,877	46,695
DPS	600	900	700	800	900
CFPS	8,709	12,101	11,563	11,305	11,955
ROA(%)	3.3	2.8	1.8	4.8	5.0
ROE(%)	13.5	10.5	6.1	15.7	15.1
ROIC(%)	4.8	3.7	-1,499.2	7.0	8.1
Multiples(x, %)					
PER	40.0	25.2	46.1	19.5	17.8
PBR	4.9	2.3	2.8	2.9	2.5
PSR	1.0	0.6	0.7	0.8	0.7
PCR	14.9	6.6	8.5	10.4	9.8
EV/EBITDA	22.9	13.9	12.9	11.8	10.3
배당수익률	0.5	1.1	0.7	0.7	0.8
안정성(%)					
부채비율	338.9	280.6	287.4	251.8	223.8
Net debt/Equity	194.3	148.9	166.8	129.2	103.8
Net debt/EBITDA	605.3	512.4	448.9	338.9	282.1
유동비율	91.6	86.3	85.2	89.3	95.5
이자보상배율(배)	2.8	2.4	3.1	4.2	4.9
자산구조(%)					
투하자본	89.3	85.6	86.7	84.7	82.9
현금+투자자산	10.7	14.4	13.3	15.3	17.1
자본구조(%)					
차입금	68.1	63.5	65.2	60.3	56.3
자기자본	31.9	36.5	34.8	39.7	43.7

한국콜마 (161890)

실적회복과 함께 기대되는 HK이노엔 가치

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 68,000원

현재 주가(3/12)	57,400원
상승여력	▲ 18.5%
시가총액	13,134억원
발행주식수	22,881천주
52 주 최고가 / 최저가	58,900 / 31,400원
90 일 일평균 거래대금	190.22억원
외국인 지분율	29.0%

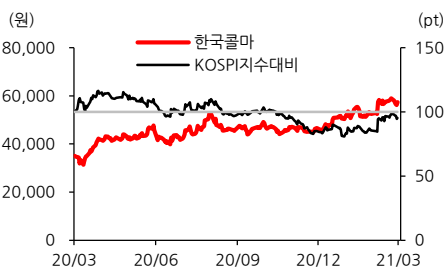
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 31 인)	30.3%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	12.1%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.5	23.2	24.6	53.5
상대수익률(KOSPI)	11.0	12.9	-2.8	-13.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,541	1,364	1,429	1,546
영업이익	118	122	139	158
EBITDA	178	184	198	220
지배주주순이익	29	145	54	68
EPS	1,286	6,353	2,369	2,982
순차입금	994	838	809	769
PER	36.7	7.2	24.2	19.2
PBR	2.3	1.7	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.6	10.2	10.7	9.5
배당수익률	0.7	0.9	0.8	0.9
ROE	6.4	26.9	8.6	10.0

주가 추이



코로나19 타격을 받았던 화장품 사업은 점진적인 회복을 보일 것으로 예상합니다. 위기 속에서도 안정적인 실적을 기록 중인 HK 이노엔의 성장성과 지분가치는 IPO로 부각될 것으로 예상합니다.

2021년 점진적인 실적 회복 기대

동사는 기존 외형확장에 집중했으나, 지난 몇 년 간 실적 부진이 지속되면서 전략을 선택과 집중으로 변경하였다. 이에 최근 CMO 제약 사업을 매각하고, 화장품과 HK이노엔 사업에 집중하고 있다. HK이노엔 사업은 꾸준한 실적을 기록하고 있어 안정적인 화장품 사업의 실적은 부진이 지속되고 있다. 그러나 2021년에는 점진적인 실적 개선이 나타날 것으로 전망한다. 이유는 ① 전년 기저 효과와 함께 ② 중국 무석 공장이 신규 온라인 고객사 확보를 통해 최근 가동률이 상승되고 있고, ③ 화장품 주요 고객사의 해외 사업 확대로 물량 증가가 예상되기 때문이다. 이에 2021년 연결(제약 사업 매각 후 기준) 매출액 1조 4,294억원(+8.8%), 영업이익 1,389억원(+14.1%) 전망한다. 사업부문별로는 1) 국내 화장품 사업 매출액 6,413억원(+5.3%), 2) 중국 법인 합산 매출액 902억원(+26.0%), 북경 202억원(-9.5%), 무석 700억원(+42.1%), 3) 미주 법인 합산 매출액 681억원(+8.4%), PTP 295억원(+0%), CSR 386억원(+15.9%), 4) HK이노엔 사업 매출액 6,437억원(+9.1%) 예상한다.

위기 때 버팀목이 되어주는 HK이노엔

작년 위기 속 HK이노엔 실적 성장이 돋보였다. 향후 케이캡의 해외 수출 확대에 따라 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다. HK이노엔은 IPO를 준비하고 있다. 상장시에는 HK이노엔의 성장성과 지분가치가 더욱 부각받을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 6.8만원 상향

아직은 화장품 사업의 모멘텀이 강하지는 않으나, 점진적으로 개선될 것으로 예상한다. 위기 속 안정적인 실적을 기록 중인 HK이노엔의 성장성과 지분가치는 상장 후 더욱 부각되며 기업가치도 차츰 회복될 것으로 예상한다. 이에 투자의견 Buy 유지하고 목표주가는 12M FWD 기준 시점 변경에 따라 6.8만원으로 상향한다.

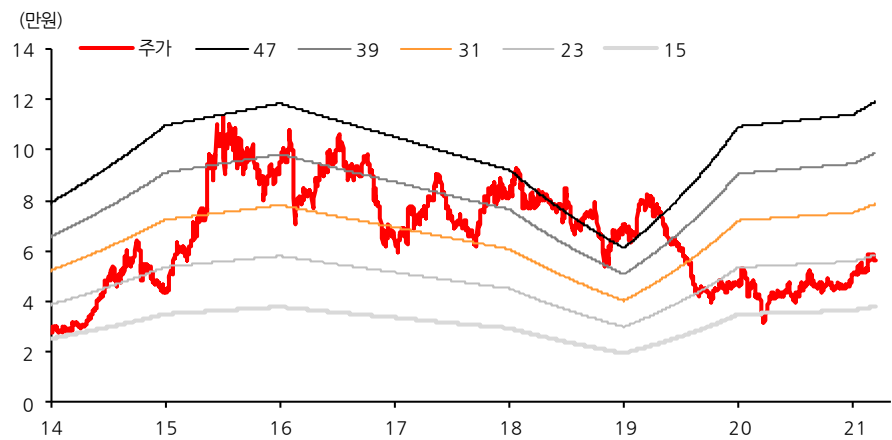


[표16] 한국콜마 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M. FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	144.4	54.2	68.2	57.7	
적용 P/E 배수(배)	25.0	25.0	25.0	25.0	* 화장품 ODM 업체 평균 PER 적용
적정기업가치(십억원)	3,609.8	1,354.9	1,706.1	1,442.7	
주식수(천주)	21,100	21,100	21,100	21,100	
적정주가(원)	171,000	64,000	81,000	68,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 한국콜마 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표17] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	333.3	322.1	317.6	341.1	347.9	352.7	349.2	379.6	1,314.1	1,429.4	1,546.2
growth %	-2.5	-12.5	-1.4	-1.7	4.4	9.5	10.0	11.3	-4.7	8.8	8.2
별도	172.6	160.9	138.2	137.5	168.5	176.5	147.7	148.7	609.2	641.3	675.5
growth %	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-2.4	9.7	6.9	8.1	-11.4	5.3	5.3
sales %	51.8	50.0	43.5	40.3	72.6	76.1	64.5	43.7	46.4	44.9	43.7
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	17.3	22.1	23.2	27.7	71.6	90.2	108.4
growth %	-28.8	0.2	1.7	-2.8	37.3	4.1	37.1	32.5	-7.0	26.0	20.1
sales %	3.8	6.6	5.3	6.1	7.4	9.5	10.1	8.1	5.4	6.3	7.0
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	4.4	4.8	5.0	6.0	22.3	20.2	20.8
growth %	-61.6	-51.4	-61.6	-66.9	-24.6	-39.4	14.7	42.4	-59.8	-9.5	3.0
sales %	1.7	2.5	1.4	1.2	1.9	2.1	2.2	1.8	1.7	1.4	1.3
무석	6.8	13.3	12.5	16.7	12.9	17.3	18.1	21.7	49.3	70.0	87.6
growth %	161.5	172.0	142.0	89.8	90.0	30.0	45.0	30.0	129.8	42.1	25.0
sales %	2.0	4.1	3.9	4.9	5.6	7.5	7.9	6.4	3.8	4.9	5.7
미주	18.2	14.6	16.5	13.5	19.4	16.6	18.1	14.0	62.8	68.1	70.9
growth %	-19.4	-45.3	-23.2	-18.7	6.8	13.5	9.9	3.3	-28.1	8.4	4.1
sales %	5.5	4.5	5.2	4.0	8.4	7.1	7.9	4.1	4.8	4.8	4.6
PTP	10.0	6.7	8.3	4.5	10.0	6.7	8.3	4.5	29.5	29.5	30.4
growth %	-28.4	-59.1	-32.2	-46.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-42.2	0.0	3.0
sales %	3.0	2.1	2.6	1.3	4.3	2.9	3.6	1.3	2.2	2.1	2.0
CRS	8.2	7.9	8.2	9.0	9.4	9.9	9.8	9.5	33.3	38.6	40.5
growth %	-4.8	-23.1	-11.3	9.8	15.0	25.0	20.0	5.0	-8.3	15.9	5.0
sales %	2.5	2.5	2.6	2.6	4.1	4.3	4.3	2.8	2.5	2.7	2.6
씨케이엠	132.8	130.9	151.3	175.0	146.1	144.0	166.4	187.3	590.0	643.7	708.1
growth %	5.2	3.0	6.6	18.7	10.0	10.0	10.0	7.0	8.7	9.1	10.0
sales %	39.8	40.6	47.6	51.3	62.9	62.1	72.7	55.1	44.9	45.0	45.8
영업이익	23.6	27.2	18.9	52	30.4	32.0	26.4	50.1	121.7	138.9	158.1
growth %	-13.6	-14.5	5.0	129.1	28.9	17.5	39.6	-3.7	21.9	14.1	13.8
margin %	7.1	8.4	6.0	15.2	13.1	13.8	11.5	14.7	9.3	9.7	10.2
지배주주순이익	12.4	8.5	12.5	110.9	11.7	10.5	9.8	22.1	144.4	54.2	68.2
growth %	-12.4	-38.3	357.4	-6,824.6	-5.6	23.5	-21.6	-80.0	396.9	-62.5	25.9
margin %	3.7	2.6	3.9	32.5	5.1	4.5	4.3	6.5	11.0	3.8	4.4

주: 계약 매각후 실적 기준

자료: 한국콜마, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,358	1,541	1,364	1,429	1,546
매출총이익	357	432	402	426	465
영업이익	90	118	122	139	158
EBITDA	132	178	184	198	220
순이자손익	-31	-51	-39	-46	-46
외화관련손익	-1	3	2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	55	63	222	93	113
당기순이익	37	34	153	67	85
지배주주순이익	42	29	145	54	68
증가율(%)					
매출액	65.3	13.5	-11.5	4.8	8.2
영업이익	34.3	30.9	3.3	14.1	13.8
EBITDA	53.2	35.2	3.4	7.5	10.7
순이익	-24.3	-8.6	354.9	-56.4	27.7
이익률(%)					
매출총이익률	26.3	28.1	29.5	29.8	30.1
영업이익률	6.6	7.6	8.9	9.7	10.2
EBITDA 이익률	9.7	11.6	13.5	13.9	14.2
세전이익률	4.1	4.1	16.2	6.5	7.3
순이익률	2.7	2.2	11.2	4.7	5.5

현금흐름표					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	63	165	276	104	120
당기순이익	37	34	153	67	85
자산상각비	42	61	63	59	61
운전자본증감	-30	39	62	-11	-11
매출채권 감소(증가)	15	-22	-58	-20	-22
재고자산 감소(증가)	-22	18	-65	-42	-51
매입채무 증가(감소)	-15	1	63	47	57
투자현금흐름	-1,293	-151	-63	-31	-70
유형자산처분(취득)	-76	-73	-82	-56	-60
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	14	-36	-82	35	0
재무현금흐름	1,294	28	-135	-89	-30
차입금의 증가(감소)	847	22	-126	-80	-20
자본의 증가(감소)	444	5	-8	-9	-10
배당금의 지급	-6	-7	-8	-9	-10
총현금흐름	140	193	271	115	132
(-)운전자본증감(감소)	18	-43	-2	11	11
(-)설비투자	79	74	82	56	60
(+)자산매각	3	0	-2	-3	-3
Free Cash Flow	45	161	189	45	57
(-)기타투자	1,242	44	-163	6	7
잉여현금	-1,197	117	352	39	50
NOPLAT	60	62	79	100	120
(+) Dep	42	61	63	59	61
(-)운전자본투자	18	-43	-2	11	11
(-)Capex	79	74	82	56	60
OpFCF	4	92	62	92	110

주: IFRS 연결 기준

재무상태표					
(단위: 십억 원)					
12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	555	646	742	754	848
현금성자산	158	236	278	228	247
매출채권	202	225	244	264	286
재고자산	177	161	195	237	289
비유동자산	1,631	1,754	1,744	1,751	1,759
투자자산	59	149	160	166	173
유형자산	421	467	468	479	493
무형자산	1,151	1,138	1,117	1,105	1,093
자산총계	2,186	2,400	2,486	2,505	2,607
유동부채	517	707	548	550	592
매입채무	158	180	219	266	324
유동성이자부채	288	423	208	158	138
비유동부채	859	845	952	924	926
비유동이자부채	819	806	908	878	878
부채총계	1,377	1,552	1,500	1,473	1,518
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	216	228	228	228	228
이익잉여금	213	232	369	414	472
자본조정	-2	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	810	848	986	1,031	1,089

주요지표					
(단위: 원, 배)					
12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,960	1,286	6,353	2,369	2,982
BPS	19,616	20,601	26,599	28,558	31,090
DPS	330	330	410	450	490
CFPS	6,485	8,541	11,853	5,043	5,749
ROA(%)	3.0	1.3	5.9	2.2	2.7
ROE(%)	11.4	6.4	26.9	8.6	10.0
ROIC(%)	5.4	3.5	4.4	5.5	6.5
Multiples(x, %)					
PER	36.0	36.7	7.2	24.2	19.2
PBR	3.6	2.3	1.7	2.0	1.8
PSR	1.1	0.7	0.8	0.9	0.8
PCR	10.9	5.5	3.9	11.4	10.0
EV/EBITDA	19.1	11.6	10.2	10.7	9.5
배당수익률	0.5	0.7	0.9	0.8	0.9
안정성(%)					
부채비율	170.0	183.1	152.0	142.9	139.3
Net debt/Equity	117.2	117.2	85.0	78.4	70.6
Net debt/EBITDA	719.2	557.0	454.4	408.0	350.3
유동비율	107.3	91.3	135.5	137.2	143.2
이자보상배율(배)	2.7	2.2	3.0	2.8	3.3
자산구조(%)					
투하자본	89.0	82.7	80.5	82.3	81.4
현금+투자자산	11.0	17.3	19.5	17.7	18.6
자본구조(%)					
차입금	57.8	59.2	53.1	50.1	48.3
자기자본	42.2	40.8	46.9	49.9	51.7

연우 (115960)

실적 턴어라운드 기대

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 33,000원

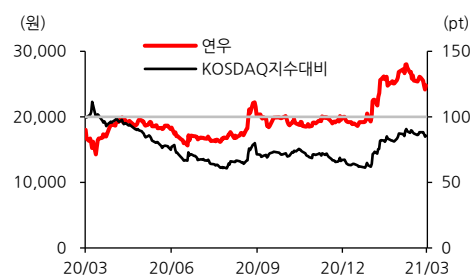
현재 주가(3/12)	24,900원
상승여력	▲ 32.5%
시가총액	3,087억원
발행주식수	12,398천주
52 주 최고가 / 최저가	28,000 / 14,250원
90 일 일평균 거래대금	26.35억원
외국인 지분율	18.6%
주주 구성	
기중현 (외 3 인)	60.4%
PKGGroup, LLC (외 1 인)	16.1%
연우우리사주 (외 1 인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.3	25.1	23.0	38.3
상대수익률(KOSDAQ)	-3.2	25.4	18.8	-25.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	295	251	282	317
영업이익	22	16	24	29
EBITDA	41	35	43	49
지배주주순이익	17	11	17	21
EPS	1,355	919	1,378	1,699
순차입금	19	4	-12	-26
PER	17.2	20.9	18.1	14.7
PBR	1.4	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.6	6.9	6.9	5.8
배당수익률	0.7	0.8	0.6	0.6
ROE	8.4	5.3	7.5	8.6

주가 추이



연우의 2021 년 실적은 전방업체들의 회복과 내부 체질 개선에 따른 효율성 상승으로 실적 턴어라운드를 기록할 것으로 전망합니다. 중장기적으로도 1) 중국 럭셔리 화장품 시장 확대 2) 중국 로컬 업체들과의 거래 확대 3) 친환경 용기 제품 개발을 통해 성장이 이어질 것으로 기대합니다.

2021년 다시 회복의 길로

동사는 지난 몇 년간 공격적으로 확장을 통해 외형은 성장하였으나, 수익성 부담은 가중되었었다. 그러다 2019년부터 수익성 개선에 집중하면서 완벽한 이익 성장을 기록하였다. 이러한 추세는 2020년에도 이어질 줄 알았으나 코로나19 사태로 실적이 타격을 받았다. 위기 속에서도 동사는 수익성 향상을 위한 노력을 꾸준히 하면서 4Q20 실적은 외형이 감소하였지만 이익률은 상승하였다. 2021년에도 이러한 기조가 유지되는 가운데 전방 업체들의 실적 회복과 여전히 견조한 럭셔리 화장품 카테고리의 성장으로 실적 성장을 기록할 것으로 전망한다. 2021년 매출액 2,824억원(+12.4%), 영업이익 236억원(+47.8%) 예상한다.

중장기 성장 방향성도 긍정적

중장기 성장 방향성도 크게 3가지 측면에서 긍정적이다. 1) 중국 럭셔리 화장품 시장 확대, 2) 중국 로컬 업체들과의 거래 확대, 3) 친환경 제품 개발을 통한 성장이다. 동사의 주력 제품은 럭셔리 화장품 용기로서, 최근 중국을 중심으로 고성장하는 럭셔리 화장품 시장 확대 수혜가 지속될 것으로 전망한다. 2019년부터 생산이 시작된 중국 법인의 성장도 기대해 볼 만하다. 단기적으로는 실적 기여도가 미미하겠으나 중장기적으로 중국 로컬 업체들과의 거래를 확대하며 실적 성장을 지속시켜 나갈 것으로 예상된다. 최근 전세계적으로 플라스틱 용기 사용 감소를 위해 노력 중이다. 이는 용기 생산 업체들의 기술력 차이를 더욱 높여줄 것으로 전망한다. 동사는 이미 이를 위해 친환경 제품과 기술을 개발하고 있어 경쟁력에서 우위를 지속해나갈 것으로 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 3.3만원 상향

단기적으로는 올해 실적 회복이 기대되고 중장기 성장 방향성도 긍정적이라 판단되어 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 12M FWD 실적 추정치를 변경하여 3.3만원으로 상향 조정한다.

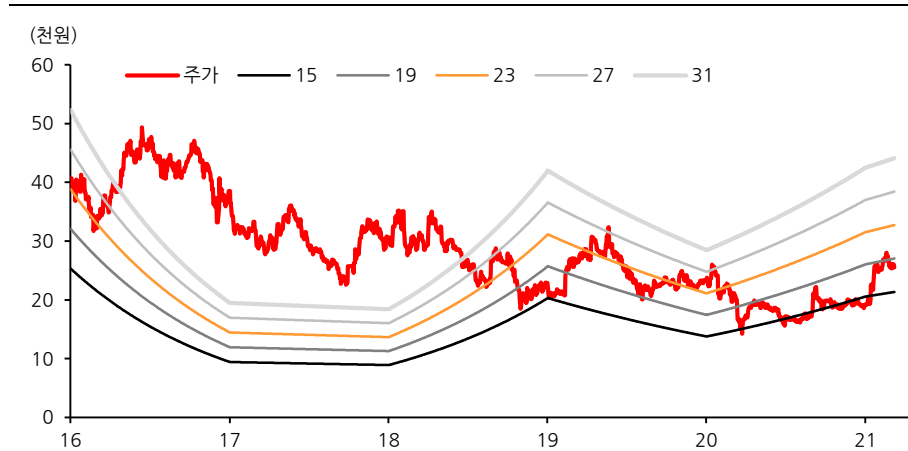


[표18] 연우 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M FWD	비고
추정 순이익 (십억원)	11.4	17.1	21.1	18.1	* 지배주주 기준
Target P/E (배)	22.5	22.5	22.5	22.5	* 화장품 ODM 업체 적용 P/E 10% 할인 적용
적정 기업 가치 (십억원)	255.9	384.3	473.9	406.7	
주식수 (천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	
적정 기업 주당 가치 (원)	21,000	31,000	38,000	33,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 연우 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표19] 연우 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	62.0	59.2	63.5	66.7	64.8	71.9	71.0	74.7	251.3	282.4	317.1
growth %	-7.9	-26.1	-15.3	-7.7	4.5	21.4	11.9	12.1	-14.7	12.4	12.3
내수	34.6	31.8	33.1	38.8	38.6	41.3	39.0	42.6	138.2	161.5	180.6
growth %	5.2	-25.5	-6.9	8.5	11.8	29.9	17.7	10.0	-5.8	16.8	11.8
sales %	55.8	53.7	52.2	58.1	59.7	57.4	54.9	57.0	55.0	57.2	57.0
수출	27.4	27.4	30.4	27.9	26.1	30.6	32.0	32.1	113.1	120.9	136.4
growth %	-20.4	-26.9	-22.8	-23.6	-4.7	11.6	5.5	15.0	-23.5	6.9	12.9
sales %	44.2	46.3	47.8	41.9	40.3	42.6	45.1	43.0	45.0	42.8	43.0
영업이익	2.7	4.7	2.0	6.7	3.9	7.7	5.2	6.8	16.0	23.6	28.9
growth %	-17.1	-47.2	-67.1	52.2	44.2	66.1	160.6	2.8	-28.9	47.8	22.5
margin %	4.3	7.9	3.1	10.0	6.0	10.8	7.3	9.2	6.4	8.4	9.1
세전이익	4.0	4.7	1.7	4.1	3.7	7.5	5.0	6.6	14.4	22.8	28.1
growth %	4.0	-49.3	-68.6	0.8	-7.9	60.5	192.0	62.3	-35.9	57.7	23.3
margin %	6.4	7.9	2.7	6.1	5.6	10.5	7.0	8.9	5.7	8.1	8.9
순이익	3.1	3.6	1.4	3.3	2.7	5.7	3.7	5.0	11.4	17.1	21.1
growth %	2.6	-46.8	-65.9	10.3	101.9	70.2	35.8	-12.0	-32.3	50.2	23.3
margin %	4.9	6.1	2.1	5.0	4.2	7.9	5.2	6.7	4.5	6.0	6.6

자료: 연우, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	273	295	251	282	317
매출총이익	30	47	36	46	53
영업이익	6	22	16	24	29
EBITDA	22	41	35	43	49
순이자손익	-1	-1	-1	-1	-1
외화관련손익	1	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	23	14	23	28
당기순이익	7	17	11	17	21
지배주주순이익	7	17	11	17	21
증가율(%)					
매출액	19.0	7.9	-14.7	12.4	12.3
영업이익	-31.6	264.6	-28.9	47.8	22.5
EBITDA	-1.4	82.3	-13.5	22.9	12.8
순이익	-5.5	128.2	-32.2	49.9	23.3
이익률(%)					
매출총이익률	10.9	15.9	14.3	16.3	16.8
영업이익률	2.3	7.6	6.4	8.4	9.1
EBITDA 이익률	8.2	13.8	14.0	15.3	15.4
세전이익률	3.2	7.6	5.8	8.1	8.9
순이익률	2.7	5.7	4.5	6.0	6.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	11	44	29	34	38
당기순이익	7	17	11	17	21
자산상각비	16	18	19	20	20
운전자본증감	-18	-2	1	-3	-3
매출채권 감소(증가)	-8	0	8	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	4	-1	-2	-2
매입채무 증가(감소)	-1	1	4	2	2
투자현금흐름	-35	-26	-12	-16	-21
유형자산처분(취득)	-35	-25	-9	-15	-20
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	-1	1	0	0
재무현금흐름	23	-9	-7	-8	-6
차입금의 증가(감소)	23	-9	-5	-6	-4
자본의 증가(감소)	0	0	-2	-2	-2
배당금의 지급	0	0	-2	-2	-2
총현금흐름	32	49	36	37	41
(-)운전자본증감(감소)	11	-9	-1	3	3
(-)설비투자	35	26	9	15	20
(+)자산매각	-1	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-16	32	27	18	17
(-)기타투자	7	11	3	1	1
잉여현금	-23	22	24	18	16
NOPLAT	5	17	13	18	22
(+) Dep	16	18	19	20	20
(-)운전자본투자	11	-9	-1	3	3
(-)Capex	35	26	9	15	20
OpFCF	-25	18	24	20	18

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	95	100	102	117	133
현금성자산	26	35	45	55	65
매출채권	44	45	37	40	43
재고자산	23	18	18	20	22
비유동자산	191	196	189	186	187
투자자산	12	11	15	15	16
유형자산	172	179	169	166	167
무형자산	7	6	5	5	5
자산총계	286	296	292	303	320
유동부채	44	61	47	46	46
매입채무	17	19	18	20	22
유동성이자부채	22	33	26	23	21
비유동부채	50	25	25	23	21
비유동이자부채	41	21	24	21	19
부채총계	94	86	72	68	67
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	119	137	146	161	180
자본조정	-1	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	192	210	219	234	253

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	594	1,355	919	1,378	1,699
BPS	15,453	16,906	17,676	18,893	20,432
DPS	0	160	160	160	160
CFPS	2,544	3,965	2,887	2,974	3,313
ROA(%)	2.7	5.8	3.9	5.7	6.8
ROE(%)	3.9	8.4	5.3	7.5	8.6
ROIC(%)	2.5	7.3	5.6	7.9	9.6
Multiples(x, %)					
PER	38.6	17.2	20.9	18.1	14.7
PBR	1.5	1.4	1.1	1.3	1.2
PSR	1.0	1.0	0.9	1.1	1.0
PCR	9.0	5.9	6.7	8.4	7.5
EV/EBITDA	14.3	7.6	6.9	6.9	5.8
배당수익률	n/a	0.7	0.8	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	49.2	41.2	33.0	29.2	26.4
Net debt/Equity	19.1	8.8	1.9	-4.9	-10.2
Net debt/EBITDA	164.0	45.4	11.9	-26.5	-53.1
유동비율	213.7	163.7	217.6	254.2	287.4
이자보상배율(배)	5.3	14.5	15.0	23.0	28.1
자산구조(%)					
투하자본	85.8	83.1	78.9	76.1	73.7
현금+투자자산	14.2	16.9	21.1	23.9	26.3
자본구조(%)					
차입금	24.6	20.3	18.4	15.6	13.4
자기자본	75.4	79.7	81.6	84.4	86.6

신세계인터내셔널 (031430)

위기 속에서 빛을 발하는 수입 브랜드

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 250,000원

현재 주가(3/12)	196,000원
상승여력	▲ 27.6%
시가총액	13,994억원
발행주식수	7,140천주
52 주 최고가 / 최저가	218,500 / 135,500원
90 일 일평균 거래대금	137.13억원
외국인 지분율	3.7%

주주 구성	
신세계 (외 4 인)	60.9%
국민연금공단 (외 1 인)	11.1%
박승석 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.7	16.7	25.6	2.3
상대수익률(KOSPI)	7.2	6.4	-1.8	-64.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,425	1,328	1,419	1,536
영업이익	84	35	66	98
EBITDA	140	100	135	168
지배주주순이익	74	51	52	76
EPS	10,361	7,114	7,306	10,634
순차입금	374	404	363	304
PER	21.2	22.7	26.8	18.4
PBR	2.6	1.8	2.0	1.9
EV/EBITDA	13.9	15.6	13.1	10.1
배당수익률	0.5	0.7	0.6	0.6
ROE	13.0	8.2	7.9	10.6

주가 추이



신세계인터내셔널의 2020 실적은 면세점 트래픽 감소와 국내 패션 사업의 악화로 부진했으나, 수입 브랜드 성장은 지속되었습니다. 어려운 환경 속에서도 화장품 사업 포트폴리오 강화를 지속하고 있어 중장기 성장성은 지속될 것으로 전망합니다.

2021년 수입 브랜드 성장에 더해지는 실적 회복

2020년 연간 매출액 1조 3,279억원(-6.8%), 영업이익 338억원(-60.0%)으로 코로나19 타격으로 실적은 부진했다. 그러나 각 사업별로는 성과는 상이했다. 국내 패션과 화장품 면세 사업은 부진이 불가피했으나, 해외 패션 및 화장품은 국내 소비자들의 고가 제품 수요 증가로 성장했다. 2021년은 여전히 해외 패션과 화장품이 성장을 이어가는 가운데 경기 정상화로 부진했던 국내 패션과 화장품 면세 사업의 실적도 회복될 것으로 전망한다. 2021년 연간 매출액 1조 4,194억원(+6.9%), 영업이익 663억원(+96.3%)으로 전망한다. 1) 화장품 매출액 3,818억원(+14.6%), 영업이익 471억원(+42.2%), 2) 해외 패션 매출액 4,152억원(+5.4%), 영업이익 289억원(+11.3%), 3) 국내 패션 매출액 2,520억원(-3.9%), 영업적자 -80억원(적자축소), 4) 라이프스타일 매출액 2,311억원(+2.5%), 영업적자 -26억원(적자축소), 5) 톰보이 매출액 1,307억원(+3.1%), 영업이익 36억원(+82.1%) 예상한다.

어려운 환경 속에서도 화장품 사업 포트폴리오 강화는 지속

최근 코로나19 사태가 장기화되면서 외부 시장 환경은 매우 어려운 상황이다. 그러나 동사는 위기 속에서도 화장품 사업 부문의 포트폴리오 강화를 지속시켜 나가고 있다. 2020년 ① 해외 더마코스메틱 브랜드 '가란시아'를 런칭하였고, ② 스위스 명품 화장품 브랜드 '스위스퍼펙션'을 인수, ③ 스웨덴 스킨케어 브랜드 '라부르켓' 국내 판권 확보, ④ 클린뷰티 컨셉 '로이비'를 런칭하며 브랜드를 꾸준히 확대하고 있다. 코로나19 사태가 진정되어 본격적으로 경기가 정상화될 경우 강화된 화장품 사업 포트폴리오를 통해 성장성은 회복될 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 25만원 상향

투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 12M FWD 실적 기준 시점을 변경하고 2021년 회복되는 실적을 반영하여 25만원으로 상향한다.



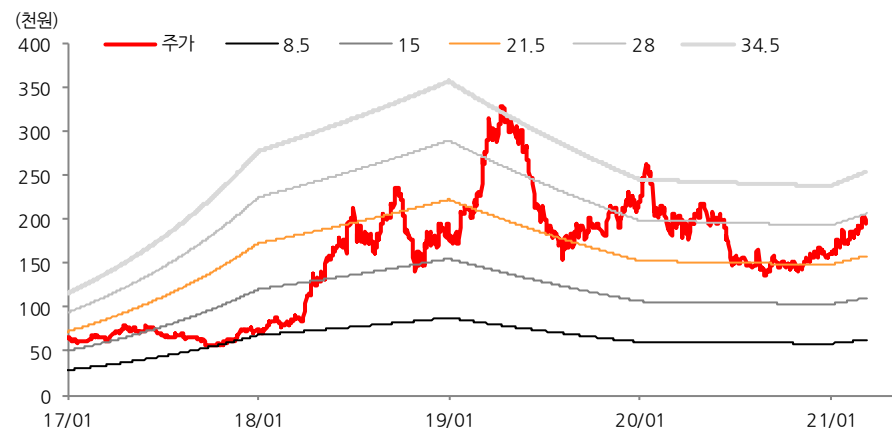
[표20] 신세계인터내셔널 목표주가 산정 방식

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	12M FWD	비고
A. 영업가치	638.9	1,302.3	1,913.5	1,455.1	
a. 의류/라이프 사업 가치	68.4	220.4	318.1	244.8	
세후 이익	5.7	18.4	26.5	20.4	
적용배수	12	12	12	12	
b. 화장품 사업 가치	570.5	1,081.9	1,595.4	1,210.3	
Noplat	24.9	47.1	69.5	52.7	
적용배수	23	23	23	23	
B. 자회사가치	194.9	278.6	284.9	280.2	
a. 통보이 사업 가치	14.1	34.2	36.2	34.7	
Noplat	1.5	3.8	3.6	3.6	
적용배수	10	10	10	10	
b. 신세계사이먼 사업 가치	154.1	217.7	222.1	218.8	
Noplat	61.6	87.1	88.8	87.5	
적용배수	10	10	10	10	
c. 베트남 사업 가치	2.3	2.3	2.3	2.3	
d. 상해 사업 가치	17.2	17.2	17.2	17.2	
C. 자산가치	189.8	189.8	189.8	189.8	
a. 투자부동산 가치	34.7	34.7	34.7	34.7	
b. 유형자산 가치	155.0	155.0	155.0	155.0	* 장부가액에 50% 할인 적용
D. 순차입금	198.3	178.0	162.8	174.2	
E. 총기업가치	825.2	1,592.7	2,225.4	1,750.8	
F. 주식수	7,140	7,140	7,140	7,140	
G. 주당 기업가치	116,000	223,000	312,000	250,000	

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 신세계인터내셔널 12M FWD P/E Band 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 신세계인터내셔널 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	323.4	287.2	333.8	383.6	348.9	307.3	364.9	398.3	1,327.9	1,419.4	1,535.9
growth %	-11.6	-4.8	-7.3	-3.5	7.9	7.0	9.3	3.8	-6.8	6.9	8.2
신세계인터 본사	293.2	261.7	314.3	345.7	311.3	276.3	333.8	358.7	1,214.8	1,280.0	1,395.6
yoy %	-10.4	-4.6	-5.3	-0.9	6.2	5.6	6.2	3.8	-5.3	5.4	9.0
sales %	90.7	91.1	94.1	90.1	89.2	89.9	91.5	90.1	91.5	90.2	90.9
해외브랜드	79.1	97.0	95.2	122.8	89.3	99.0	101.2	125.7	394.1	415.2	430.5
yoy %	-7.8	10.1	3.7	7.2	12.9	2.0	6.3	2.4	3.6	5.4	3.7
sales %	24.5	33.8	28.5	32.0	25.6	32.2	27.7	31.6	29.7	29.3	28.0
국내브랜드	74.7	50.5	73.0	63.9	71.6	46.1	71.3	62.9	262.1	252.0	259.3
yoy %	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-4.2	-8.6	-2.3	-1.6	-17.3	-3.9	2.9
sales %	23.1	17.6	21.9	16.7	20.5	15.0	19.5	15.8	19.7	17.8	16.9
코스메틱	91.7	56.3	85.4	99.7	101.6	73.1	98.3	108.8	333.1	381.8	467.9
yoy %	-11.1	-26.5	-6.6	3.0	10.8	29.8	15.1	9.2	-9.5	14.6	22.6
sales %	28.4	19.6	25.6	26.0	29.1	23.8	26.9	27.3	25.1	26.9	30.5
라이프스타일	47.6	57.9	60.7	59.3	48.7	58.1	63.0	61.2	225.4	231.1	237.9
yoy %	-0.8	12.5	1.8	1.7	2.3	0.5	3.8	3.3	3.7	2.5	3.0
sales %	14.7	20.1	18.2	15.5	14.0	18.9	17.3	15.4	17.0	16.3	15.5
툼보이	30.5	25.5	21.5	49.3	33.0	26.2	21.7	49.8	126.8	130.7	133.3
yoy %	-19.5	-6.6	-23.1	1.0	8.0	3.0	1.0	1.0	-10.7	3.1	2.0
sales %	9.4	8.9	6.4	12.9	9.5	8.5	5.9	12.5	9.5	9.2	8.7
기타연결자회사	16.7	20.9	29.5	12.7	25.4	23.0	31.1	13.4	79.8	92.9	98.0
yoy %	17.9	253.4	484.9	14.1	51.6	10.0	5.4	5.9	120.1	16.4	5.6
sales %	5.2	7.3	8.8	3.3	7.3	7.5	8.5	3.4	6.0	6.5	6.4
영업이익	12.0	-2.5	7.0	17.4	16.0	9.6	13.6	27.0	33.8	66.3	97.8
growth %	-59.0	적전	-63.4	-19.8	34.0	흑전	95.6	55.4	-60.0	96.3	47.6
margin %	3.7	-0.9	2.1	4.5	4.6	3.1	3.7	6.8	2.5	4.7	6.4
신세계인터 본사	14.8	-0.5	9.5	16.9	16.1	10.6	15.1	23.7	40.7	65.5	96.0
yoy %	-49.9	적전	-56.0	-11.6	8.4	흑전	59.5	40.6	-53.0	60.8	46.6
sales %	5.1	-0.2	3.0	4.9	5.2	3.8	4.5	6.6	3.4	5.1	6.9
해외브랜드	2.4	5.3	5.5	12.7	3.7	5.8	6.1	13.3	26.0	28.9	30.4
yoy %	10.9	58.3	284.1	61.5	53.3	9.8	9.9	4.4	75.0	11.3	5.2
sales %	3.1	5.5	5.8	10.4	4.2	5.9	6.0	10.6	6.6	7.0	7.1
국내브랜드	-1.8	-4.3	-3.7	-3.9	-2.1	-2.5	-1.8	-1.5	-13.6	-8.0	-3.4
yoy %	적전	적확	적확	적지	적지	적지	적축	적축	적확	적축	적축
sales %	-2.4	-8.6	-5.1	-6.0	-3.0	-5.4	-2.6	-2.4	-5.2	-3.2	-1.3
코스메틱	15.4	-1.8	9.6	10.0	15.2	6.5	12.4	13.1	33.1	47.1	69.5
yoy %	-36.0	적전	-47.0	-26.0	-1.0	-452.2	29.1	30.4	-51.5	42.2	47.5
sales %	16.8	-3.3	11.2	10.0	15.0	8.9	12.6	12.0	10.0	12.3	14.9
라이프스타일	-1.2	0.4	-1.9	-2.0	-0.7	0.7	-1.5	-1.1	-4.8	-2.6	-0.5
yoy %	-235.4	-81.1	적전	적전	적지	87.8	적지	적지	적전	적축	적축
sales %	-2.6	0.7	-3.2	-3.3	-1.5	1.3	-2.4	-1.8	-2.1	-1.1	-0.2
툼보이	0.6	-0.3	-2.2	3.9	0.6	-0.3	-0.8	4.0	2.0	3.6	3.8
yoy %	-73.4	적지	적지	-5.9	13.9	적지	적지	2.3	-60.7	82.1	5.7
sales %	1.8	-1.1	-10.3	7.9	1.9	-1.0	-3.6	8.0	1.5	2.7	2.8
기타연결자회사	-1.9	-0.9	-1.1	-1.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-5.2	-2.8	-2.0
yoy %	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적축	적지
sales %	-11.5	-4.2	-3.7	-10.3	-2.8	-3.0	-2.3	-5.2	-6.5	-3.0	-2.0
지분법손익	1.2	19.0	2.9	4.4	2.2	3.4	3.3	4.4	27.5	13.3	13.6
growth %	-48.4	1,016.6	-43.3	-25.0	78.0	-81.9	11.8	2.0	83.0	-51.6	2.0
사이먼	1.9	3.4	3.2	4.4	2.2	3.4	3.3	4.4	12.8	13.3	13.6
인터코스	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.6	0.0	0.0
몽클레어	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	0.0	0.0
세전이익	9.0	13.8	7.7	22.5	15.7	10.6	14.4	29.0	53.0	69.7	101.5
growth %	-70.3	-5.3	-72.9	-17.1	75.4	-23.4	86.5	29.0	-47.2	31.6	45.6
margin %	2.8	4.8	2.3	5.9	4.5	3.4	4.0	7.3	4.0	4.9	6.6
지배주주순이익	4.7	16.3	5.2	24.6	11.8	7.9	10.8	21.6	50.8	52.2	75.9
growth %	-79.5	60.2	-76.3	30.2	151.8	-51.2	107.0	-12.2	-31.3	2.7	45.5
margin %	1.4	5.7	1.6	6.4	3.4	2.6	3.0	5.4	3.8	3.7	4.9

자료: 신세계인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,263	1,425	1,328	1,419	1,536
매출총이익	703	837	757	829	920
영업이익	56	84	34	66	98
EBITDA	94	140	99	135	168
순이자손익	-8	-10	-10	-10	-10
외화관련손익	-6	-4	0	0	0
지분법손익	11	15	28	13	14
세전계속사업손익	59	100	53	70	102
당기순이익	58	74	51	52	76
지배주주순이익	57	74	51	52	76
증가율(%)					
매출액	14.5	12.9	-6.8	6.9	8.2
영업이익	118.3	52.2	-60.0	96.3	47.6
EBITDA	49.2	49.7	-29.5	36.2	24.7
순이익	138.9	28.3	-31.3	2.9	45.6
이익률(%)					
매출총이익률	55.7	58.7	57.0	58.4	59.9
영업이익률	4.4	5.9	2.5	4.7	6.4
EBITDA 이익률	7.4	9.8	7.4	9.5	10.9
세전이익률	4.7	7.0	4.0	4.9	6.6
순이익률	4.6	5.2	3.8	3.7	5.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	107	103	48	105	130
당기순이익	58	74	51	52	76
자산상각비	38	56	65	68	70
운전자본증감	-15	-26	-43	-3	-3
매출채권 감소(증가)	6	-7	-12	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-21	-23	-28	-4	-4
매입채무 증가(감소)	3	5	4	1	1
투자현금흐름	-42	-25	-45	-56	-63
유형자산처분(취득)	-26	-36	-41	-47	-54
무형자산 감소(증가)	-5	-11	-7	-7	-7
투자자산 감소(증가)	-1	-2	-2	0	0
재무현금흐름	-55	-86	8	-28	-33
차입금의 증가(감소)	-24	-79	16	-20	-25
자본의 증가(감소)	-4	-6	-8	-8	-8
배당금의 지급	-4	-6	-8	-8	-8
총현금흐름	113	147	108	108	133
(-)운전자본증감(감소)	-5	39	42	3	3
(-)설비투자	27	36	44	47	54
(+)자산매각	-5	-11	-4	-7	-7
Free Cash Flow	87	61	18	50	68
(-)기타투자	31	-37	-4	1	2
잉여현금	56	98	23	49	67
NOPLAT	54	62	32	50	73
(+) Dep	38	56	65	68	70
(-)운전자본투자	-5	39	42	3	3
(-)Capex	27	36	44	47	54
OpFCF	71	43	12	68	86

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	404	436	474	501	540
현금성자산	20	7	25	46	80
매출채권	139	134	141	143	145
재고자산	236	263	297	301	304
비유동자산	579	693	727	728	734
투자자산	207	317	359	373	388
유형자산	328	328	319	304	295
무형자산	43	47	49	50	51
자산총계	982	1,129	1,201	1,228	1,275
유동부채	246	292	338	330	317
매입채무	79	78	75	76	77
유동성이자부채	123	162	229	219	204
비유동부채	191	237	221	212	203
비유동이자부채	184	219	199	189	179
부채총계	438	530	559	542	520
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	120	120	120	120	120
이익잉여금	389	443	486	530	598
자본조정	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	545	599	642	686	754

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	8,052	10,361	7,115	7,306	10,634
BPS	76,024	83,650	89,629	95,836	105,370
DPS	850	1,100	1,100	1,100	1,100
CFPS	15,844	20,647	15,071	15,147	18,677
ROA(%)	5.9	7.0	4.4	4.3	6.1
ROE(%)	11.1	13.0	8.2	7.9	10.6
ROIC(%)	7.3	7.7	3.5	5.3	7.7
Multiples(x, %)					
PER	24.2	21.2	22.7	26.8	18.4
PBR	2.6	2.6	1.8	2.0	1.9
PSR	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9
PCR	12.3	10.6	10.7	12.9	10.5
EV/EBITDA	17.9	13.9	15.7	13.1	10.1
배당수익률	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	80.3	88.4	87.1	79.0	69.0
Net debt/Equity	52.5	62.4	62.9	52.9	40.3
Net debt/EBITDA	305.8	267.0	408.6	269.4	181.0
유동비율	164.0	149.3	140.3	151.8	170.3
이자보상배율(배)	6.8	8.0	3.2	6.4	9.4
자산구조(%)					
투하자본	76.2	73.1	71.2	69.3	67.0
현금+투자자산	23.8	26.9	28.8	30.7	33.0
자본구조(%)					
차입금	36.0	38.8	40.0	37.3	33.7
자기자본	64.0	61.2	60.0	62.7	66.3

F&F (000080)

위기 속에서 빛나는 중국 성장성

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 180,000원

현재 주가(3/12)	143,000원
상승여력	▲ 25.9%
시가총액	22,022억원
발행주식수	15,400천주
52 주 최고가 / 최저가	146,500 / 80,100원
90 일 일평균 거래대금	152.05억원
외국인 지분율	10.4%
주주 구성	
김창수 (외 9인)	58.8%
국민연금공단 (외 1인)	9.7%
자사주 (외 1인)	0.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.4	67.3	56.6	46.4
상대수익률(KOSPI)	11.9	57.0	29.2	-20.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	910	838	940	1,119
영업이익	151	122	148	189
EBITDA	181	155	179	219
지배주주순이익	110	86	106	135
EPS	7,156	5,557	6,863	8,755
순차입금	-70	-135	-207	-302
PER	15.7	15.3	20.8	16.3
PBR	3.6	2.4	3.4	2.9
EV/EBITDA	9.1	7.5	11.2	8.7
배당수익률	0.9	1.2	0.8	0.8
ROE	25.1	16.6	17.7	19.3

주가 추이



위기 속에서도 중국 현지에서의 높은 성장성을 보여줬습니다. 가속화되는 중국 현지 성장성에 기존 타격을 받았던 사업의 회복이 더해진다면 타사와 차별적인 실적 성장을 기록할 것으로 전망합니다.

위기 속에서 보여준 중국 성장성

F&F 2020년 연간 실적은 매출액 8,381억원(-7.9%), 영업이익 1,226억원(-18.7%)로 코로나19 영향으로 전년대비 감소하였다. 주요 성장 채널이었던 면세점의 실적 감소가 컸다. 면세점 연간 매출액은 1,683억원으로 전년대비 -41% 감소된 것으로 추정한다. 그러나 동사는 이 위기 속에서 중국 대형 유통사 중화그룹과 대리상 계약을 맺으며 중국 현지 사업을 기존 자체 매장 확장보다는 비용 및 리스크 부담이 적은 대리상 매장 확장으로 전략을 집중했다. 그 결과 중국 상해 법인 연간 매출액은 745억원으로 전년대비 +632억원 증가했다.

중국 현지 성장성 본격 시작

주력 브랜드인 MLB는 2017년부터 면세점 채널을 중심으로 중국 성장성이 시작되었다. 2019년 2월 중국 판권 체결 후 6월 이커머스 Tmall에 진출하며 중국 현지에서의 사업을 본격적으로 전개하였다. 2020년에는 중국 오프라인 자체 매장 출점을 확장하려 했으나, 코로나19가 확산되면서 사업 확장에 제동이 걸렸었다. 그러나 동사는 리스크 부담이 적은 대리상 매장 확장으로 전략을 집중했다. 작년 말 기준 대리상 매장수 71개점이 출점되었고, 매출 300억원 이상을 기록했다. 2021년 매장수는 250개 이상으로 확장될 계획이다. 중국 현지에서의 고성장으로 2021년 실적은 연결 매출액 9,403억원(+12.2%), 영업이익 1,482억원(+20.9%), 중국 사업 매출액은 1,504억원(+100.3%) 예상한다. 면세점의 본격적인 실적 회복은 2022년으로 가정했다. 면세점 채널의 회복이 올해 중으로 빠르게 가시화된다면 실적 성장은 더욱 높아질 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 18만원으로 상향

F&F에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 18만원으로 상향 조정한다. 12M FWD 기준 실적 변경과 중국 현지 사업의 고성장을 반영하여 실적 추정치를 상향하였다. 기존 의류업종 밸류에이션을 적용받아 해외 성장 업체 대비 밸류에이션이 낮았으나, 해외 성장성을 바탕으로 밸류에이션 리레이팅은 지속될 것으로 기대한다.

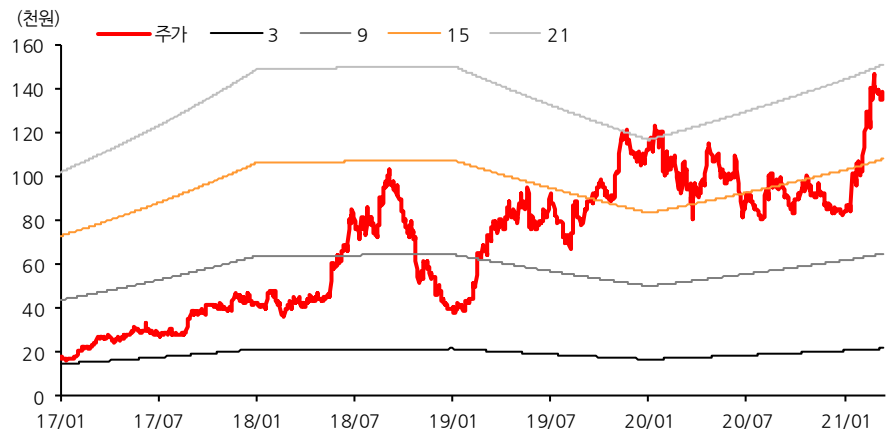


[표22] F&F 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	85.6	105.7	134.8	113.0	*중국 성장 소비재 업체 평균치 적용
적용 P/E (배)	25	25	25	25	
적정기업가치(십억원)	2,138.8	2,642.1	3,370.7	2,824.3	
주식수(천주)	15,400	15,400	15,400	15,400	
적정주가(원)	140,000	170,000	220,000	180,000	

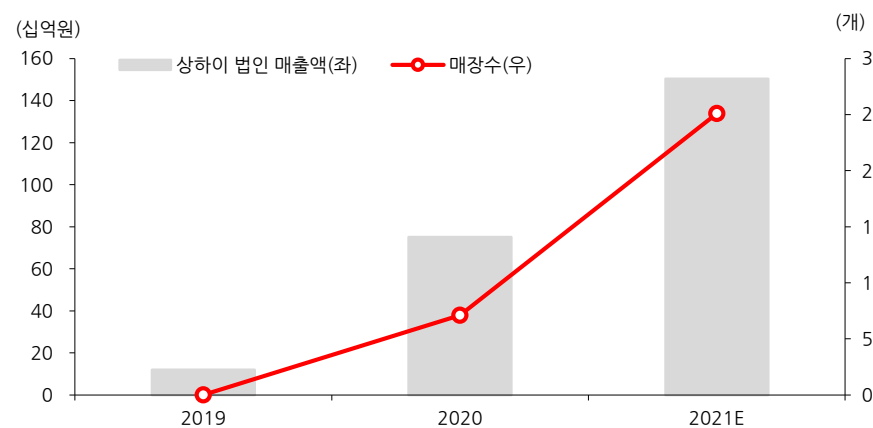
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림91] F&F 12M FWD PER 밴드 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림92] F&F 중국 법인 실적 추이



자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[표23] F&F 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	166.0	166.8	159.6	345.7	190.0	191.4	192.0	366.9	838.1	940.3	1,118.8
growth %	2.2	-17.1	-26.2	4.6	14.5	14.7	20.3	6.1	-7.9	12.2	19.0
의류	166.3	170.3	173.2	343.4	191.5	197.3	200.8	375.3	853.3	965.0	1,155.6
yoy %	1.1	-17.8	-19.1	5.8	15.1	15.9	15.9	9.3	-6.3	13.1	19.8
sales %	100.2	102.1	108.5	99.3	100.8	103.1	104.6	102.3	101.8	102.6	103.3
DISCOVERY	63.7	65.5	52.0	178.5	66.9	68.8	57.2	190.9	359.7	383.9	403.1
yoy %	11.8	28.0	-4.0	10.7	5.0	5.0	10.0	7.0	11.2	6.7	5.0
sales %	38.4	39.3	32.6	51.6	35.2	36.0	29.8	52.1	42.9	40.8	36.0
MLB	85.6	87.8	101.6	141.4	107.5	111.2	123.9	160.7	416.4	503.3	670.1
yoy %	5.1	-27.4	-24.5	8.2	25.6	26.6	21.9	13.7	-11.0	20.9	33.1
sales %	51.6	52.7	63.7	40.9	56.6	58.1	64.5	43.8	49.7	53.5	59.9
면세점	37.0	36.0	43.7	51.6	37.0	37.8	45.9	54.2	168.3	174.9	274.4
yoy %	-16.0	-52.0	-50.0	-34.0	0.0	5.0	5.0	5.0	-40.9	3.9	56.9
sales %	22.3	21.6	27.4	14.9	19.5	19.7	23.9	14.8	20.1	18.6	24.5
국내	37.8	38.8	36.8	36.6	37.8	38.8	36.8	36.6	150.0	150.0	154.5
yoy %	23.0	5.0	2.0	-0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	6.6	0.0	3.0
sales %	22.8	23.3	23.0	10.6	19.9	20.3	19.2	10.0	17.9	16.0	13.8
홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	5.9	5.6	6.2	10.3	23.1	28.1	30.9
yoy %	-32.8	-50.0	-38.2	30.0	30.0	30.0	30.0	10.0	-24.2	21.9	10.0
sales %	2.7	2.6	3.0	2.7	3.1	2.9	3.3	2.8	2.8	3.0	2.8
상해	6.3	8.7	16.3	43.8	26.9	28.9	35.0	59.7	75.1	150.4	210.4
yoy %		2,501.9	400.3	428.4	325.7	233.5	114.3	36.2	531.9	100.3	39.9
sales %	3.8	5.2	10.2	12.7	14.1	15.1	18.2	16.3	9.0	16.0	18.8
MLB KIDS	15.6	14.6	13.3	19.0	15.6	14.6	13.3	19.0	62.5	62.5	66.9
yoy %	-32.0	-35.0	-30.0	-28.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-31.2	0.0	7.0
sales %	9.4	8.8	8.3	5.5	8.2	7.6	6.9	5.2	7.5	6.7	6.0
영업이익	17.3	20.5	12.6	72.1	20.6	24.6	19.1	83.9	122.6	148.2	189.5
growth %	-8.1	-29.0	-61.1	2.2	18.9	19.9	51.5	16.3	-18.7	20.9	27.9
margin %	10.4	12.3	7.9	20.9	10.8	12.8	10.0	22.9	14.6	15.8	16.9
세전이익	19.4	19.9	12.3	68.8	20.9	24.9	19.5	84.2	120.3	149.5	190.8
growth %	1.7	-31.8	-62.7	-1.6	8.0	25.4	58.7	22.4	-20.3	24.3	27.6
margin %	11.7	11.9	7.7	19.9	11.0	13.0	10.1	23.0	14.4	15.9	17.1
지배주주순이익	13.9	14.2	8.5	49.0	14.9	17.6	13.5	59.7	85.6	105.7	134.8
growth %	-3.5	-32.7	-64.8	-3.1	7.1	24.3	58.3	21.9	-22.4	23.5	27.6
margin %	8.4	8.5	5.3	14.2	7.8	9.2	7.0	16.3	10.2	11.2	12.1

자료: F&F, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	668	910	838	940	1,119
매출총이익	440	617	564	641	767
영업이익	91	151	122	148	189
EBITDA	101	181	155	179	219
순이자손익	2	0	0	1	1
외화관련손익	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	141	151	120	150	191
당기순이익	109	110	85	106	135
지배주주순이익	109	110	86	106	135
증가율(%)					
매출액	19.2	36.2	-7.9	12.2	19.0
영업이익	-6.8	64.8	-18.7	21.0	27.9
EBITDA	-4.5	78.9	-14.2	15.3	22.2
순이익	45.9	0.6	-22.6	24.1	27.6
이익률(%)					
매출총이익률	65.9	67.8	67.3	68.2	68.5
영업이익률	13.7	16.6	14.6	15.8	16.9
EBITDA 이익률	15.1	19.9	18.5	19.0	19.6
세전이익률	21.1	16.6	14.4	15.9	17.1
순이익률	16.4	12.1	10.2	11.2	12.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	27	162	107	129	157
당기순이익	109	110	85	106	135
자산상각비	10	30	33	31	29
운전자본증감	-59	-10	18	-7	-8
매출채권 감소(증가)	-2	0	13	-4	-5
재고자산 감소(증가)	-54	-25	4	-9	-9
매입채무 증가(감소)	-1	18	11	4	5
투자현금흐름	-33	-109	-9	-45	-47
유형자산처분(취득)	-48	-32	-23	-25	-27
무형자산 감소(증가)	0	-1	-8	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-27	-71	57	-3	-3
재무현금흐름	-12	-24	-14	-23	-25
차입금의 증가(감소)	-2	-8	1	-7	-8
자본의 증가(감소)	-10	-10	-15	-16	-17
배당금의 지급	-10	-10	-15	-16	-17
총현금흐름	111	195	129	137	165
(-)운전자본증감(감소)	55	-18	8	7	8
(-)설비투자	48	32	23	25	27
(+)자산매각	0	0	-8	-13	-13
Free Cash Flow	8	180	91	92	116
(-)기타투자	-38	34	9	4	4
잉여현금	46	146	81	88	112
NOPLAT	71	110	87	105	134
(+) Dep	10	30	33	31	29
(-)운전자본투자	55	-18	8	7	8
(-)Capex	48	32	23	25	27
OpFCF	-22	126	88	103	128

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	291	400	470	548	649
현금성자산	39	123	197	261	348
매출채권	87	87	87	91	96
재고자산	159	176	176	185	195
비유동자산	205	284	287	298	313
투자자산	53	112	100	104	108
유형자산	140	161	167	162	161
무형자산	11	11	20	32	44
자산총계	496	684	757	846	963
유동부채	100	161	164	169	172
매입채무	69	88	88	93	97
유동성이자부채	0	19	33	31	28
비유동부채	1	39	38	34	29
비유동이자부채	0	34	28	23	18
부채총계	101	201	203	202	201
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	549	639	757
자본조정	0	-7	-9	-9	-9
자기주식	0	-7	-9	-9	-9
자본총계	395	484	554	643	761

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	7,089	7,156	5,557	6,863	8,755
BPS	25,593	31,366	35,783	41,595	49,250
DPS	650	1,000	1,050	1,100	1,150
CFPS	7,215	12,645	8,401	8,889	10,687
ROA(%)	24.4	18.7	11.9	13.2	14.9
ROE(%)	31.6	25.1	16.6	17.7	19.3
ROIC(%)	23.7	28.8	21.0	24.5	29.9
Multiples(x, %)					
PER	5.6	15.7	15.3	20.8	16.3
PBR	1.6	3.6	2.4	3.4	2.9
PSR	0.9	1.9	1.6	2.3	2.0
PCR	5.6	8.9	10.1	16.1	13.4
EV/EBITDA	5.7	9.1	7.5	11.2	8.7
배당수익률	1.6	0.9	1.2	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	25.6	41.5	36.6	31.5	26.5
Net debt/Equity	-9.9	-14.5	-24.5	-32.1	-39.7
Net debt/EBITDA	-38.5	-38.8	-87.3	-115.6	-138.1
유동비율	291.8	247.9	285.8	325.0	377.5
이자보상배율(배)	1,595.7	108.2	93.7	123.5	157.9
자산구조(%)					
투하자본	79.4	63.3	58.5	54.5	50.1
현금+투자자산	20.6	36.7	41.5	45.5	49.9
자본구조(%)					
차입금	0.0	9.9	10.0	7.8	5.7
자기자본	100.0	90.1	90.0	92.2	94.3

한섬 (020000)

이커머스 확장에 더해지는 오프라인 회복

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (신규)

목표주가(신규): 45,000원

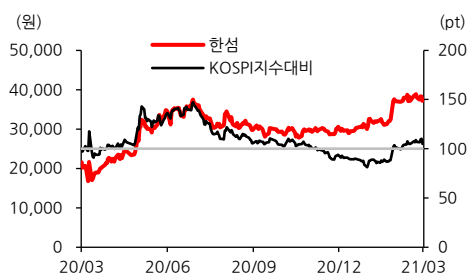
현재 주가(3/12)	37,300원
상승여력	▲ 20.6%
시가총액	9,187억원
발행주식수	24,630천주
52 주 최고가 / 최저가	38,900 / 16,750원
90 일 일평균 거래대금	53.억원
외국인 지분율	28.8%
주주 구성	
현대홈쇼핑 (외 1 인)	34.6%
국민연금공단 (외 1 인)	11.7%
자사주 (외 1 인)	10.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.7	22.1	25.4	73.1
상대수익률(KOSPI)	2.2	11.8	-2.1	6.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,260	1,196	1,286	1,352
영업이익	107	102	117	127
EBITDA	161	156	175	188
지배주주순이익	85	85	90	98
EPS	3,462	3,454	3,657	3,965
순차입금	-119	-179	-227	-281
PER	9.1	8.8	10.2	9.4
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	3.6	3.9	3.4
배당수익률	1.4	1.5	1.2	1.2
ROE	8.4	7.9	7.8	7.9

주가 추이



한섬은 코로나 19 위기 속에서도 브랜드력과 이커머스 채널 성장으로 안정적인 실적을 기록했습니다. 올해에도 이커머스 채널의 성장이 지속되는 가운데 모회사 현대백화점의 여의도 출점, 하반기 화장품 사업 진출로 그동안 정체였던 외형 성장도 회복될 것으로 예상합니다.

고가의 자사 패션 브랜드 업체, 이커머스 고성장 중

한섬은 TIME, MINE, SJSJ 등 여성 및 남성 고가의 자사 패션 브랜드를 영위하고 있다. 2017년 SK네트웍스를 인수하여 브랜드 포트폴리오를 해외 / 캐주얼 브랜드로 확장하였다. 국내 의류 업체 중에서 가장 빠르게 이커머스 채널을 확대하며 코로나19 타격 속에서도 안정적인 실적을 기록하고 있다.

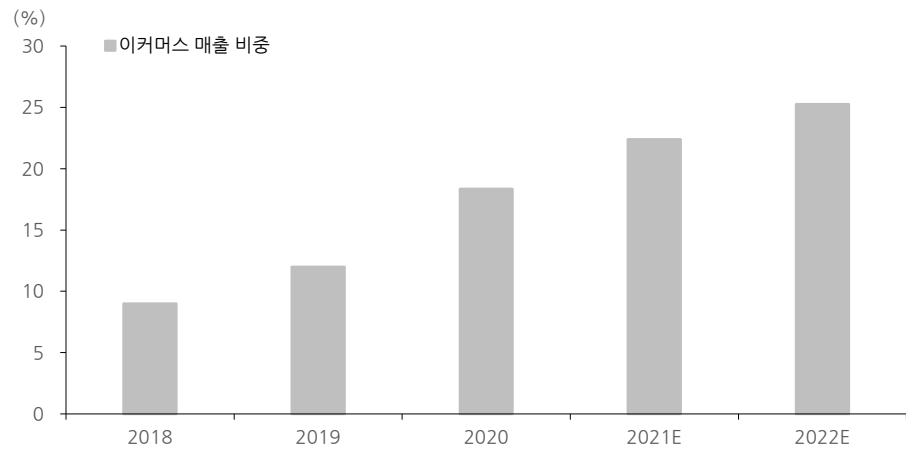
위기 속에서 보여준 경쟁력, 위기가 지난 후에도 지속 전망

2020년 연간 매출액 1조 1,959억원(-5.1%), 영업이익 1,021억원(+11.9%)을 기록하며 코로나19 타격으로 인한 내수 소비 침체 속에서도 브랜드력과 이커머스 채널 성장에 힘입어 안정적인 실적을 기록하였다. 동사의 이커머스 채널 매출 비중은 2020년 연간 기준 18%로 +45% 이상 성장하였다. 이커머스 채널은 수익성이 높아 이익에서 차지하는 비중은 50% 정도로 추정된다. 올 초 여의도 현대백화점 출점, 하반기 화장품 사업 진출로 그동안 정체였던 외형도 성장할 것으로 예상된다. 화장품 사업 진출로 초기 비용 투자 가능성은 존재하나 수익성 높은 이커머스 채널의 성장과 부진했던 오프라인 채널의 회복으로 수익성 하락은 제한적일 것으로 예상된다. 이에 2021년 연간 매출액 1조 2,862억원(+7.5%), 영업이익 1,166억원(+14.3%) 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 4.5만원으로 신규 커버리지 개시

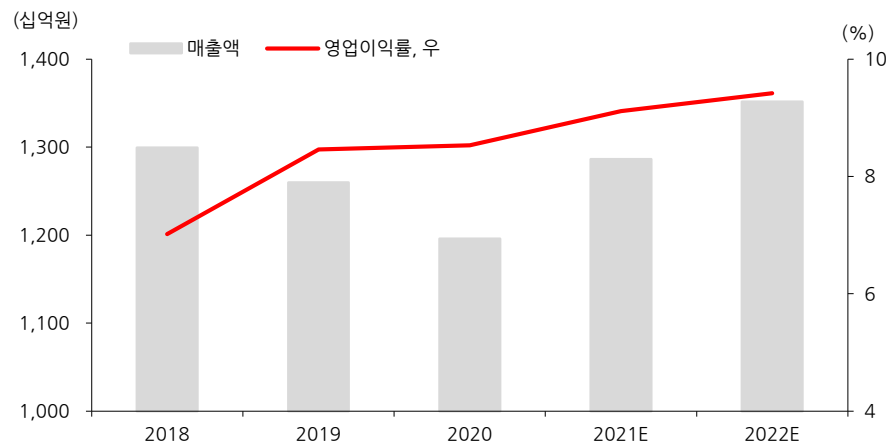
한섬에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 4.5만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 코로나19 위기 속에서도 브랜드력과 이커머스 채널 성장으로 지난해 안정적인 실적을 기록하였다. 올해에도 이커머스 채널의 성장이 지속되는 가운데 모회사 현대백화점의 여의도 출점과 하반기 화장품 사업 진출로 그동안 정체였던 외형도 성장이 기대가 된다. 불안한 내수 소비 환경 속에서 안정적인 성장이 가능하다는 측면에서 동사에 대해 긍정적인 투자의견을 제시한다.

[그림93] 한섬 이커머스 매출 및 비중 추이



자료: 한섬, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 한섬 연간 실적 추이



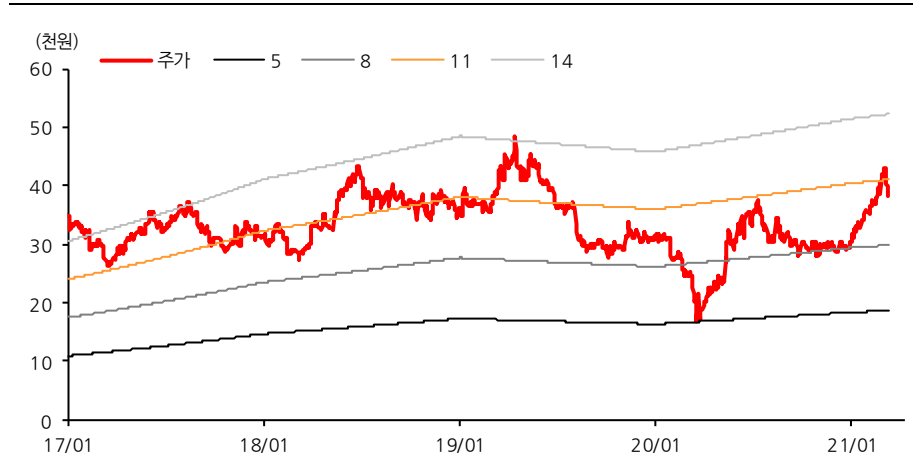
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표24] 한성 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M, FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	85.1	90.1	97.6	92.0	* 5년 평균 12M FWD P/E 배수 적용
적용 P/E 배수(배)	12	12	12	12	
적정기업가치(십억원)	1,021.1	1,081.0	1,171.8	1,103.7	
주식수(천주)	24,630	24,630	24,630	24,630	
적정주가(원)	41,000	44,000	48,000	45,000	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 한성 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표25] 한성 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	271.5	276.6	261.2	386.6	292.7	295.9	284.9	412.7	1195.9	1286.2	1351.7
growth, %	-13.1	-2.5	-6.5	0.6	7.8	7.0	9.1	6.8	-5.1	7.5	5.1
오프라인 매출	217.2	226.8	211.6	320.9	219.4	233.7	217.9	327.3	976.5	998.2	1010.4
growth %	-21.4	-10.9	-13.3	-5.7	1.0	3.0	3.0	2.0	-12.4	2.2	1.2
sales %	80.0	82.0	81.0	83.0	75.0	79.0	76.5	79.3	81.7	77.6	74.7
온라인 매출	54.3	49.8	49.6	65.7	73.3	62.2	67.0	85.4	219.4	288.0	341.3
growth %	50.0	70.0	40.0	50.0	35.0	25.0	35.0	30.0	45.2	31.2	18.5
sales %	20.0	18.0	19.0	17.0	25.0	21.0	23.5	20.7	18.3	22.4	25.3
영업이익	29.3	14.1	22.6	36.1	33.5	17.2	26.9	39.0	102.1	116.6	126.7
growth, %	-13.8	-5.0	-6.6	4.9	14.5	21.9	19.1	8.1	-4.2	14.3	8.6
Margin, %	10.8	5.1	8.6	9.3	11.4	5.8	9.4	9.5	8.5	9.1	9.4
지배주주 순이익	21.6	12.7	19.7	31.2	25.8	13.6	20.8	29.9	85.1	90.1	97.6
growth, %	-15.1	10.8	-1.8	3.1	19.3	7.1	5.8	-4.0	-0.2	5.9	8.4
Margin, %	8.0	4.6	7.5	8.1	8.8	4.6	7.3	7.2	7.1	7.0	7.2

자료: 한성, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,299	1,260	1,196	1,286	1,352
매출총이익	747	751	706	773	816
영업이익	91	107	102	117	127
EBITDA	132	161	156	175	188
순이자손익	-2	1	2	1	1
외화관련손익	-2	-1	-2	0	0
지분법손익	-2	0	0	0	0
세전계속사업손익	95	114	112	120	130
당기순이익	72	85	85	90	98
지배주주순이익	72	85	85	90	98
증가율(%)					
매출액	5.7	-3.0	-5.1	7.5	5.1
영업이익	65.8	16.8	-4.2	14.3	8.6
EBITDA	54.3	21.8	-3.2	12.3	7.5
순이익	34.5	17.7	-0.5	6.1	8.4
이익률(%)					
매출총이익률	57.5	59.6	59.0	60.1	60.4
영업이익률	7.0	8.5	8.5	9.1	9.4
EBITDA 이익률	10.2	12.8	13.1	13.6	13.9
세전이익률	7.3	9.0	9.4	9.3	9.6
순이익률	5.6	6.8	7.1	7.0	7.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	215	136	101	137	147
당기순이익	95	114	103	90	98
자산상각비	41	55	54	59	62
운전자본증감	67	-18	-7	-12	-13
매출채권 감소(증가)	29	14	-23	-4	-4
재고자산 감소(증가)	43	-65	-9	-14	-14
매입채무 증가(감소)	-5	7	42	4	4
투자현금흐름	-89	-59	-63	-78	-82
유형자산처분(취득)	15	-26	-5	-40	-44
무형자산 감소(증가)	-12	-14	-23	-31	-31
투자자산 감소(증가)	-92	-14	-40	0	0
재무현금흐름	-94	-86	29	-11	-11
차입금의 증가(감소)	-85	-77	39	0	0
자본의 증가(감소)	-8	-9	-10	-11	-11
배당금의 지급	-8	-9	-10	-11	-11
총현금흐름	155	183	134	149	160
(-)운전자본증감(감소)	-75	15	45	12	13
(-)설비투자	9	27	11	40	44
(+)자산매각	12	-12	-17	-31	-31
Free Cash Flow	233	128	60	66	72
(-)기타투자	9	8	-44	7	7
잉여현금	225	120	104	59	65
NOPLAT	69	80	77	87	95
(+) Dep	41	55	54	59	62
(-)운전자본투자	-75	15	45	12	13
(-)Capex	9	27	11	40	44
OpFCF	177	92	75	94	100

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	681	720	843	909	981
현금성자산	159	143	248	296	349
매출채권	124	123	127	130	134
재고자산	393	448	457	470	484
비유동자산	592	604	570	589	610
투자자산	193	174	169	176	183
유형자산	311	337	314	315	318
무형자산	88	93	87	98	108
자산총계	1,273	1,324	1,414	1,499	1,591
유동부채	228	218	239	245	251
매입채무	99	126	132	136	140
유동성이자부채	65	16	63	63	63
비유동부채	54	60	50	50	50
비유동이자부채	0	9	6	6	6
부채총계	282	278	289	295	301
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	122	122	122	122	122
이익잉여금	873	949	1,024	1,103	1,190
자본조정	-17	-38	-38	-38	-38
자기주식	-22	-22	-22	-22	-22
자본총계	991	1,046	1,125	1,204	1,290

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,940	3,462	3,454	3,657	3,965
BPS	40,224	42,450	45,503	48,710	52,225
DPS	400	450	450	450	450
CFPS	6,294	7,411	5,428	6,047	6,478
ROA(%)	5.7	6.6	6.2	6.2	6.3
ROE(%)	7.6	8.4	7.9	7.8	7.9
ROIC(%)	7.7	9.4	8.7	9.6	10.1
Multiples(x, %)					
PER	12.3	9.1	8.8	10.2	9.4
PBR	0.9	0.7	0.7	0.8	0.7
PSR	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
PCR	5.8	4.3	5.6	6.2	5.8
EV/EBITDA	6.0	4.1	3.6	3.9	3.4
배당수익률	1.1	1.4	1.5	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	28.5	26.6	25.7	24.5	23.3
Net debt/Equity	-9.5	-11.4	-15.9	-18.9	-21.8
Net debt/EBITDA	-70.8	-73.8	-114.8	-129.5	-149.0
유동비율	298.4	330.1	353.1	371.7	391.7
이자보상배율(배)	27.4	49.7	42.8	54.9	59.6
자산구조(%)					
투하자본	70.1	73.5	68.3	66.3	64.3
현금+투자자산	29.9	26.5	31.7	33.7	35.7
자본구조(%)					
차입금	6.1	2.3	5.8	5.4	5.1
자기자본	93.9	97.7	94.2	94.6	94.9

힐라홀딩스 (081660)

중국, 골프 성장에 더해지는 본업 회복

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 56,000원

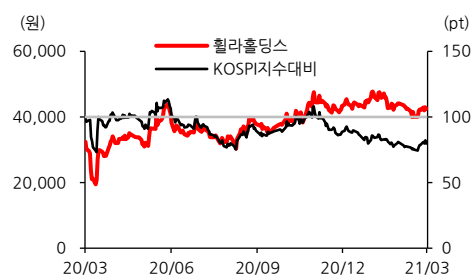
현재 주가(3/12)	42,600원
상승여력	▲ 31.5%
시가총액	25,880억원
발행주식수	60,752천주
52 주 최고가 / 최저가	47,700 / 19,500원
90 일 일평균 거래대금	189.05억원
외국인 지분율	4512%
주주 구성	
피에몬테 (외 3 인)	21.6%
국민연금공단 (외 1 인)	9.9%
TempletonAssetManagement,	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.5	-1.6	12.8	31.3
상대수익률(KOSPI)	-2.0	-11.9	-14.6	-35.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	3,450	3,129	3,334	3,461
영업이익	471	342	403	437
EBITDA	564	429	451	486
지배주주순이익	267	144	231	259
EPS	4,365	2,371	3,807	4,259
순차입금	819	746	635	502
PER	12.1	18.9	11.2	10.0
PBR	2.6	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.2	8.1	7.1	6.4
배당수익률	0.4	0.1	0.1	0.1
ROE	23.8	11.0	15.7	15.1

주가 추이



2020 년은 힐라 본업은 코로나 19 타격이 불가피했으나, 아큐시네트와중국 자회사의 성장으로 큰 타격은 피할 수 있었습니다. 2021 년에도 아큐시네트와 중국 자회사의 성장이 이어지는 가운데 경기 정상화에 따른 힐라 본업의 회복으로 실적 성장세를 기록할 것으로 전망합니다. FILA 본업이 예전만큼의 성장성을 회복하지 못하더라도 중국 및 골프 자회사의 지분가치와 FILA 의 브랜드 가치를 고려해보면 밸류에이션 은 여전히 저평가된 수준으로 판단합니다.

중국, 골프 성장에 더해지는 본업 회복

2021년 연결기준 매출액 3조 3,334억원(+6.6%), 영업이익 4,033억원(+17.8%), 지배주주 2,313억원(+60.6%) 전망한다. 1) 국내 법인 매출액 5,391억원(-2.7%), 영업이익 983억원(+2.2%) 2) 미국 법인 매출액 5,022억원(+2.9%), 영업이익 254억원(+106.5%) 3) 로열티 매출액 644억원(+1.2%) 4) 중국 사업은 디자인 수수료 554억원(+17.4%), Fullprospect(지분율 15%) 매출액 1조 8,469억원(+17.4%), 지분법 손익 504억원(+17.4%) 5) 아큐시네트(지분율 52%) 매출액 1조 9,526억원(+2.9%), 영업이익 2,082억원(+21.3%) 전망한다. 코로나 19 타격이 컸던 힐라 본업은 경기 정상화로 회복세를 기록할 것으로 예상한다. 중국 사업은 Anta의 영업력을 바탕으로 고성장세가 지속될 것이다. 아큐시네트 법인은 지난 상반기 코로나 타격으로 부진한 실적을 기록했으나 코로나 이후 높아진 골프 수요로 성장을 기록할 것으로 전망한다.

밸류에이션은 여전히 저평가

2020년 힐라 본업은 코로나19 타격을 그대로 받아 실적 부진이 불가피했으나 아큐시네트 및 중국 자회사의 성장으로 큰 타격은 피할 수 있었다. 2021년도에는 중국 및 아큐시네트 자회사의 성장이 이어지는 가운데 타격을 받았던 힐라 본업에서의 실적 회복이 예상됨에 따라 기업가치도 점진적으로 회복될 것으로 예상한다. FILA 브랜드가 예전만큼의 고성장성을 회복하지 못하더라도 성장성을 보이고 있는 중국 및 아큐시네트 법인의 지분 가치와 FILA 브랜드 가치를 고려했을 때 밸류에이션은 여전히 저평가된 수준으로 판단된다. 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 2021년 회복되는 실적을 반영하여 5.6만원으로 상향 조정한다.

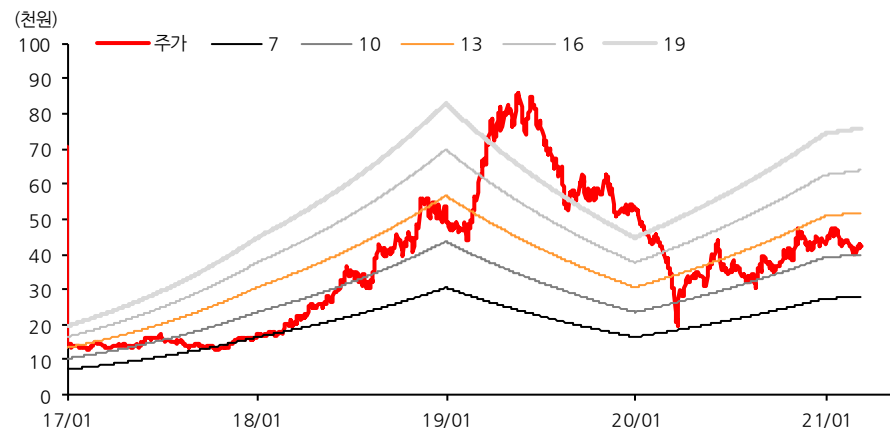
[표26] 힐라홀딩스 목표주가 산출 방식

(단위: 십억 원)

	2020	2021E	2022E	12M FWD	비고
A) FILA 본업가치	1,280.6	1,463.4	1,651.0	1,510.3	
세후이익	128.1	146.3	165.1	151.0	
Target P/E	10	10	10	10	*내수 업체 평균 P/E 적용
B) 자회사지분가치(=a+b)	1,873.6	2,277.7	2,566.0	2,349.8	
a) Acushnet 지분 가치	843.3	1,042.7	1,084.1	1,053.0	*지분가치에 50% 할인율 적용
세후이익	120.1	145.7	151.5	147.2	
Target P/E	27	27	27	27	*현재 Acushnet 12M fwd PER 적용
총 기업가치	3,243.6	3,934.7	4,090.8	3,973.8	
지분율	52%	53%	53%	53%	
b) Full prospect 지분 가치	1,030.3	1,235.0	1,482.0	1,296.7	*지분가치에 50% 할인율 적용
순이익	286.2	336.0	403.3	352.8	
Target P/E	48	49	49	49	*현재 Anta(FullProspect 잔여 지분 보유) 12M fwd PER 적용
총 기업가치	13,737.2	16,466.2	19,759.4	17,289.5	
지분율	15%	15%	15%	15%	
C) 순차입금	470.3	410.3	400.3	407.8	
D) 총기업가치(=A+B-C)	2,683.9	3,330.7	3,816.7	3,452.2	
E) 총주식수 (천주)	61,115.1	61,115.1	61,115.1	61,115.1	
D) 주당기업가치(=D/E) (원)	44,000	54,000	62,000	56,000	

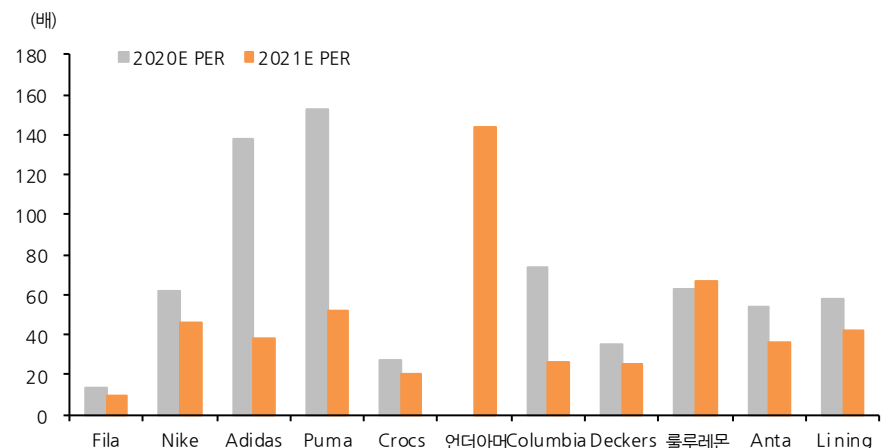
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 힐라홀딩스 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림97] 힐라홀딩스 및 동종업체 2020E, 2021E PER 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[표27] 힐라홀딩스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	816.6	729.7	921.9	866.1	3,128.8	3,334.3	3,460.8
국내부문	128.8	142.1	121.7	161.2	143.5	160.7	151.1	169.8	553.8	539.1	566.1
중국디자인수수료	7.6	11.7	10.6	17.3	9.9	13.4	12.2	19.9	47.2	55.4	66.5
미국	126.7	68.9	159.7	132.7	122.6	80.7	155.2	143.7	488.0	502.2	517.3
미국(백만\$)	106.1	56.5	134.3	118.8	111.5	73.4	141.1	130.7	415.7	456.6	470.3
평균 원/달러(원)	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,180.1	1,100.0	1,100.0
로열티	18.8	12.1	17.2	15.6	14.3	14.7	18.6	16.8	63.6	64.4	70.0
아쿠시네트	487.8	366.2	573.9	469.9	500.1	429.0	547.1	476.4	1,897.9	1,952.6	2,011.2
성장률 y-y%											
매출액	-5.4	-34.8	5.8	0.9	3.4	16.8	0.5	8.7	-9.3	6.6	3.8
국내부문	-7.4	-11.6	-18.7	-0.9	11.4	13.1	24.1	5.3	-9.5	-2.7	5.0
중국디자인수수료	5.2	21.6	26.8	28.0	30.0	15.0	15.0	15.0	21.9	17.4	20.0
미국	-19.6	-58.3	-9.0	4.6	-3.2	17.1	-2.8	8.3	-21.9	2.9	3.0
미국(백만\$)	-24.2	-60.1	-8.6	10.0	5.0	30.0	5.0	10.0	-22.5	9.8	3.0
평균 원/달러(원)	6.1	4.6	-0.4	-4.9	-7.8	-9.9	-7.4	-1.6	1.3	-6.8	0.0
로열티	0.0	-40.9	-24.0	-30.2	-23.9	21.4	8.2	8.2	-24.4	1.2	8.7
아쿠시네트	0.0	-32.0	14.9	8.5	2.5	17.1	-4.7	1.4	-3.1	2.9	3.0
비중 (of sales %)											
매출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내부문	16.3	22.7	13.3	20.2	17.6	22.0	16.4	19.6	17.7	16.2	16.4
중국디자인수수료	1.0	1.9	1.2	2.2	1.2	1.8	1.3	2.3	1.5	1.7	1.9
미국	16.0	11.0	17.4	16.7	15.0	11.1	16.8	16.6	15.6	15.1	14.9
로열티	2.4	1.9	1.9	2.0	1.8	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0
아쿠시네트	61.8	58.6	62.6	59.0	61.2	58.8	59.3	55.0	60.7	58.6	58.1
영업이익	67.1	50.3	155.6	69.4	86.1	103.7	128.1	85.4	342.4	403.3	436.6
국내부문	21.6	28.0	22.4	24.2	18.6	29.3	24.3	26.1	96.2	98.3	104.3
중국디자인수수료	7.6	11.7	10.6	17.3	9.9	13.4	12.2	19.9	47.2	55.4	66.5
미국	7.7	-6.1	10.7	0.0	2.5	2.4	11.2	9.3	12.3	25.4	27.7
미국(백만\$)	6.5	-5.0	9.0	0.0	2.2	2.2	10.1	8.5	10.4	23.1	25.2
로열티	18.8	12.1	17.2	15.6	14.3	14.7	18.6	16.8	63.6	64.4	70.0
아쿠시네트	25.5	14.3	101.3	30.3	55.0	53.6	68.4	31.2	171.6	208.2	216.4
성장률 y-y%											
영업이익	-42.0	-65.3	24.6	-18.5	28.2	106.3	-17.7	23.1	-27.3	17.8	8.3
국내부문	-10.8	-10.0	-15.3	-20.6	-13.9	4.5	8.4	8.0	-14.3	2.2	6.2
중국디자인수수료	5.2	21.6	26.8	28.0	30.0	15.0	15.0	15.0	21.9	17.4	20.0
미국	-24.2	-139.1	-13.5	-100.0	-68.3	-139.5	4.4	-	-67.3	106.5	9.1
미국(백만\$)	-28.6	-137.4	-13.2	-100.0	-65.6	-143.8	12.8	-	-67.7	120.7	9.1
로열티	0.0	-40.9	-24.0	-30.2	-23.9	21.4	8.2	8.2	-24.4	1.2	8.7
아쿠시네트	-56.3	-79.9	92.9	-9.6	115.3	274.4	-32.5	3.0	-20.6	21.3	4.0
수익성 margin % (of sales)											
영업이익	8.5	8.0	17.0	8.7	10.5	14.2	13.9	9.9	10.9	12.1	12.6
국내부문	16.7	19.7	18.4	15.0	12.9	18.2	16.1	15.4	17.4	18.2	18.4
중국디자인수수료	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
미국	6.1	-8.9	6.7	0.0	2.0	3.0	7.2	6.5	2.5	5.1	5.4
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
아쿠시네트	5.2	3.9	17.6	6.4	11.0	12.5	12.5	6.5	9.0	10.7	10.8
영업외손익	-9.6	2.9	3.7	9.2	1.5	4.9	3.8	10.9	6.2	21.1	32.3
이자손익	-10.3	-10.7	-6.8	-6.3	-7.5	-7.3	-7.3	-7.2	-34.0	-29.3	-28.1
지분법이익_Fullprospect	6.8	11.9	8.6	15.6	9.0	12.2	11.1	18.1	42.9	50.4	60.5
지배주주순이익	33.6	39.9	59.6	10.9	43.7	57.1	72.1	58.4	144.0	231.3	258.7
growth %	-52.2	-41.7	-26.0	-77.1	30.0	43.0	21.0	436.9	-46.0	60.6	11.9
margin %	4.3	6.4	6.5	1.4	5.4	7.8	7.8	6.7	4.6	6.9	7.5

자료: 힐라홀딩스, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	2,955	3,450	3,129	3,334	3,461
매출총이익	1,468	1,730	1,550	1,654	1,717
영업이익	357	471	342	403	437
EBITDA	423	564	429	451	486
순이자손익	-52	-54	-34	-29	-28
외화관련손익	-4	-2	4	0	0
지분법손익	20	35	27	0	0
세전계속사업손익	337	471	344	424	469
당기순이익	210	338	207	301	332
지배주주순이익	144	267	144	231	259
증가율(%)					
매출액	16.8	16.8	-9.3	6.6	3.8
영업이익	64.2	31.8	-27.3	17.8	8.3
EBITDA	49.0	33.5	-23.9	5.0	7.8
순이익	94.3	61.0	-38.8	45.5	10.4
이익률(%)					
매출총이익률	49.7	50.1	49.5	49.6	49.6
영업이익률	12.1	13.6	10.9	12.1	12.6
EBITDA 이익률	14.3	16.3	13.7	13.5	14.0
세전이익률	11.4	13.7	11.0	12.7	13.5
순이익률	7.1	9.8	6.6	9.0	9.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	275	319	205	178	202
당기순이익	337	471	297	301	332
자산상각비	65	93	87	48	49
운전자본증감	-107	-174	-29	-76	-82
매출채권 감소(증가)	-82	-39	-25	-37	-40
재고자산 감소(증가)	-39	-72	-14	-53	-57
매입채무 증가(감소)	58	-20	12	7	8
투자현금흐름	-25	-36	-41	-64	-66
유형자산처분(취득)	-18	-3	-31	-45	-47
무형자산 감소(증가)	-2	-12	-10	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-10	-16	2	0	0
재무현금흐름	-214	-190	-146	-43	-63
차입금의 증가(감소)	-190	-126	-82	-40	-60
자본의 증가(감소)	-24	-31	-13	-3	-3
배당금의 지급	-24	-31	-13	-3	-3
총현금흐름	457	601	339	254	284
(-)운전자본증감(감소)	58	136	63	76	82
(-)설비투자	85	47	32	45	47
(+)자산매각	64	32	-9	-10	-10
Free Cash Flow	378	450	236	123	145
(-)기타투자	42	42	-32	9	9
잉여현금	336	407	267	114	136
NOPLAT	222	338	206	286	310
(+) Dep	65	93	87	48	49
(-)운전자본투자	58	136	63	76	82
(-)Capex	85	47	32	45	47
OpFCF	145	248	198	212	230

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	1,338	1,587	1,632	1,797	1,969
현금성자산	170	251	274	345	418
매출채권	474	519	535	572	612
재고자산	632	735	758	811	867
비유동자산	1,966	2,183	2,211	2,267	2,324
투자자산	164	194	219	228	238
유형자산	311	439	428	466	504
무형자산	1,492	1,548	1,564	1,573	1,583
자산총계	3,304	3,770	3,843	4,064	4,293
유동부채	672	867	890	877	865
매입채무	249	242	249	256	264
유동성이자부채	176	340	403	373	343
비유동부채	1,126	1,102	1,002	1,007	993
비유동이자부채	810	730	617	607	577
부채총계	1,798	1,969	1,892	1,885	1,858
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	822	1,080	1,192	1,421	1,676
자본조정	-10	-9	-13	-13	-13
자기주식	0	-16	-18	-18	-18
자본총계	1,506	1,801	1,951	2,179	2,435

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,349	4,365	2,371	3,807	4,259
BPS	16,226	20,448	22,358	26,115	30,324
DPS	50	219	50	50	50
CFPS	7,476	9,827	5,581	4,180	4,671
ROA(%)	4.5	7.5	3.8	5.9	6.2
ROE(%)	16.0	23.8	11.0	15.7	15.1
ROIC(%)	9.9	14.0	8.0	10.7	11.1
Multiples(x, %)					
PER	22.8	12.1	18.9	11.2	10.0
PBR	3.3	2.6	2.0	1.6	1.4
PSR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.7
PCR	7.2	5.4	8.0	10.2	9.1
EV/EBITDA	9.7	7.2	8.1	7.1	6.4
배당수익률	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	119.3	109.3	97.0	86.5	76.3
Net debt/Equity	54.2	45.5	38.3	29.1	20.6
Net debt/EBITDA	193.2	145.2	173.9	140.9	103.4
유동비율	199.0	182.9	183.4	204.8	227.6
이자보상배율(배)	6.6	8.4	9.5	12.7	14.3
자산구조(%)					
투하자본	87.2	85.1	84.1	82.6	81.2
현금+투자자산	12.8	14.9	15.9	17.4	18.8
자본구조(%)					
차입금	39.6	37.3	34.3	31.0	27.4
자기자본	60.4	62.7	65.7	69.0	72.6

화승엔터프라이즈 (241590)

중장기 성장 방향성 유효

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 21,000원

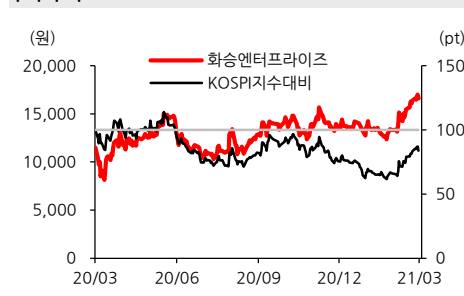
현재 주가(3/12)	16,600원
상승여력	▲ 70.2%
시가총액	10,051억원
발행주식수	60,545천주
52 주 최고가 / 최저가	17,000 / 8,150원
90 일 일평균 거래대금	52.08억원
외국인 지분율	4.1%
주주 구성	
화승인더스트리 (외 6 인)	72.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	24.8	22.1	29.7	29.7
상대수익률(KOSPI)	26.3	11.8	2.2	-36.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,202	1,116	1,265	1,450
영업이익	85	58	85	113
EBITDA	134	112	147	184
지배주주순이익	62	40	57	80
EPS	1,031	668	946	1,321
순차입금	275	112	102	61
PER	16.4	21.0	17.6	12.6
PBR	2.9	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.7	8.6	7.5	5.8
배당수익률	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE	19.9	9.1	10.1	12.7

주가 추이



화승엔터프라이즈의 2020 년 실적은 코로나 19 타격이 불가피했습니다. 그러나 타격 속에서도 아디다스 내에서의 M/S 상승 추세는 이어지고 있습니다. 결국 견고한 경쟁력은 변하지 않았다는 것을 보여줬습니다.. 경기가 정상화될 경우 회복되는 실적 성장 모멘텀에 더해 작년에 조달한 자금을 통한 중장기 성장성이 다시 주목받을 것으로 전망합니다.

2021년 다시 성장으로..

코로나19 타격이 지난 2분기부터 본격화되면서 2020년 실적은 부진했다. 그러나 위기 속에서도 아디다스 내에서의 M/S는 +1~2%p 상승한 것으로 추정된다. 주요 고객사의 실적은 2Q20 기점으로 점진적으로 회복을 보이고 있다. 백신 상용화에 따른 경기 정상화로 2021년 주요 고객사의 실적 역시 회복세를 보일 것으로 예상된다. 이에 동사 역시 올해 회복되어 2021년 연간 매출액 1조 2,648억원(+13.4%), 영업이익 855억원(+36.8%) 전망한다. 2Q20부터 실적 타격을 받았던 점을 고려하면 올해 1Q21까지는 실적 부진이 지속되다가 2Q21을 기적으로 실적 회복세를 기록할 것으로 예상한다.

핵심 투자포인트는 변하지 않았다.

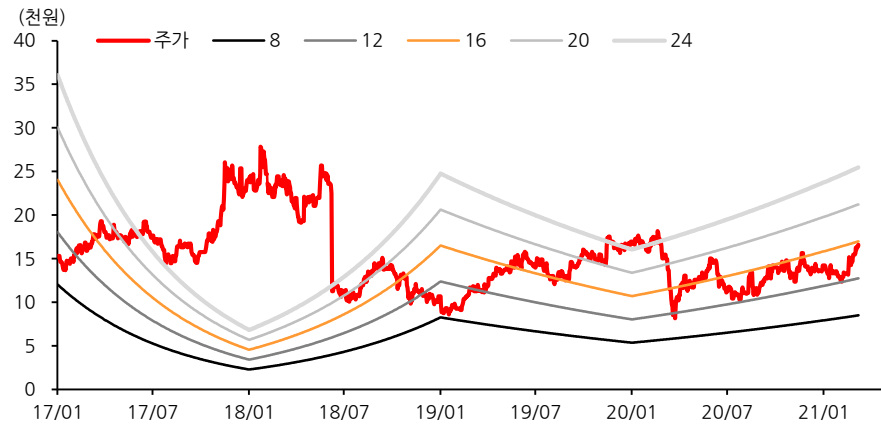
2020년 단기적으로 실적 타격은 불가피했으나 여전히 아디다스 내에서의 M/S 확대는 지속되고 있다. 이는 코로나19 사태는 외부환경적인 요인으로서 기존 동사의 핵심 투자 포인트였던 아디다스 내에서의 M/S 상승을 훼손하는 이슈는 아니었다는 것을 입증한다. 동사의 견고한 펀더멘탈에는 이상이 없다. 경기 정상화가 가시화될 시에는 실적 성장의 눈높이는 다시 올라갈 것으로 전망한다

중장기 성장 방향성은 여전히 유효

2021년에는 회복되는 실적과 함께 아디다스 내에서의 M/S 확대에 대한 실적 성장 모멘텀이 다시 살아날 것으로 예상된다. 동사는 경쟁력을 바탕으로 위기 속에서도 추가적인 공장을 설립할 계획을 갖고 있다. 더불어 작년에 조달한 자금을 통해 카테고리 및 고객사 확보를 통한 사업 확장이 가시화될 시 주목받을 중장기 성장성도 매력적인 투자 포인트라 판단한다. 이에 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가는 12M FWD 실적 추정치 시점의 이동을 반영하여 2.1만원으로 상향한다.



[그림98] 화승엔터프라이즈 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표28] 화승엔터프라이즈 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M. FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	40.1	57.2	80.0	62.9	
적용 P/E 배수(배)	23	23	23	23	* 글로벌 OEM 업체 평균 12MFWD P/E 20% 할증
적정기업가치(십억원)	904.7	1,291.5	1,804.4	1,419.7	
주식수(천주)	69,088	69,088	69,088	69,088	* 전환사채 주식 회석 고려
적정주가(원)	13,000	19,000	26,000	21,000	

자료: 한화투자증권

[표29] 화승엔터프라이즈 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	262.2	323.3	283.4	396.0	1,115.8	1,264.8	1,450.3
growth %	22.3	3.9	-24.1	-20.5	-7.8	5.5	24.1	33.5	-7.1	13.4	14.7
OEM	265.1	301.3	227.9	296.7	241.9	303.5	282.9	379.4	1,091.1	1,207.7	1,387.5
growth %	22.4	10.6	-23.3	-17.5	-8.8	0.7	24.1	27.9	-4.8	10.7	14.9
of total %	93.2	98.4	99.8	100.0	92.3	93.9	99.8	95.8	97.8	95.5	95.7
달러매출액(백만\$)	222.1	246.8	191.8	265.5	219.9	275.9	257.2	344.9	926.2	1,097.9	1,261.3
growth %	15.4	5.7	-22.9	-13.6	-1.0	11.8	34.1	29.9	-5.7	18.5	14.9
원/달러	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,180.1	1,100.0	1,100.0
growth %	6.1	4.6	-0.5	-4.9	-7.8	-9.9	-7.4	-1.6	1.2	-6.8	0.0
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	12.3	17.1	22.4	33.7	62.5	85.5	113.4
growth %	98.1	-32.7	-64.1	-30.2	-32.3	46.5	148.8	42.5	-26.9	36.8	32.7
margin %	6.4	3.8	3.9	8.0	4.7	5.3	7.9	8.5	5.6	6.8	7.8
지배주주순이익	-6.0	18.9	4.6	23.0	7.6	10.6	16.1	22.9	40.1	57.2	80.0
growth %	적전	43.0	-74.2	-8.3	-227.0	-43.7	252.0	-0.6	-35.8	42.8	39.7
margin %	-2.1	6.2	2.0	7.7	2.9	3.3	5.7	5.8	3.6	4.5	5.5

자료: 화승엔터프라이즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	879	1,202	1,116	1,265	1,450
매출총이익	123	184	156	188	226
영업이익	40	85	58	85	113
EBITDA	78	134	112	147	184
순이자손익	-11	-14	-3	-10	-8
외화관련손익	-7	4	-20	0	0
지분법손익	0	1	0	0	0
세전계속사업손익	23	78	49	75	105
당기순이익	17	65	41	56	79
지배주주순이익	17	62	40	57	80
증가율(%)					
매출액	14.4	36.7	-7.1	13.4	14.7
영업이익	-31.2	112.0	-32.3	47.8	32.7
EBITDA	-7.6	72.6	-16.3	31.2	25.2
순이익	-59.0	281.7	-36.4	36.2	39.6
이익률(%)					
매출총이익률	14.0	15.3	14.0	14.8	15.6
영업이익률	4.6	7.1	5.2	6.8	7.8
EBITDA 이익률	8.8	11.2	10.1	11.6	12.7
세전이익률	2.6	6.5	4.4	6.0	7.2
순이익률	1.9	5.4	3.7	4.5	5.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	43	69	129	118	150
당기순이익	23	78	46	56	79
자산상각비	37	49	54	62	71
운전자본증감	-26	-51	28	-2	-2
매출채권 감소(증가)	-7	-40	70	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-27	-52	8	-3	-3
매입채무 증가(감소)	1	44	-48	2	2
투자현금흐름	-105	-74	-98	-105	-105
유형자산처분(취득)	-105	-65	-92	-100	-100
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-3	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-3	13	-1	0	0
재무현금흐름	74	15	111	-53	-28
차입금의 증가(감소)	75	3	-36	-50	-25
자본의 증가(감소)	-1	12	150	-3	-3
배당금의 지급	-1	-2	0	-3	-3
총현금흐름	80	138	117	120	151
(-)운전자본증가(감소)	26	53	-22	2	2
(-)설비투자	110	68	95	100	100
(+)자산매각	4	3	1	-2	-2
Free Cash Flow	-52	20	45	16	47
(-)기타투자	-4	19	-4	3	3
잉여현금	-48	0	49	12	44
NOPLAT	30	71	49	64	85
(+) Dep	37	49	54	62	71
(-)운전자본투자	26	53	-22	2	2
(-)Capex	110	68	95	100	100
OpFCF	-69	-2	31	24	54

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	359	485	551	515	536
현금성자산	86	81	221	181	198
매출채권	95	157	97	98	99
재고자산	158	219	211	214	216
비유동자산	401	494	547	590	625
투자자산	35	61	79	82	85
유형자산	362	406	437	478	510
무형자산	4	27	31	30	29
자산총계	760	979	1,097	1,105	1,161
유동부채	408	520	446	419	412
매입채무	157	220	175	177	179
유동성이자부채	240	275	254	224	214
비유동부채	69	92	94	75	60
비유동이자부채	64	81	79	59	44
부채총계	477	611	540	493	472
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	167	168	167	167	167
이익잉여금	91	150	190	244	322
자본조정	-9	0	2	2	2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	283	367	558	612	689

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	284	1,031	668	946	1,321
BPS	4,621	5,759	8,896	9,797	11,073
DPS	35	45	50	50	50
CFPS	1,317	2,287	1,937	1,975	2,502
ROA(%)	2.5	7.2	3.9	5.2	7.1
ROE(%)	6.4	19.9	9.1	10.1	12.7
ROIC(%)	6.7	12.6	7.6	9.4	11.7
Multiples(x, %)					
PER	37.5	16.4	21.0	17.6	12.6
PBR	2.3	2.9	1.6	1.7	1.5
PSR	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR	8.1	7.4	7.3	8.4	6.6
EV/EBITDA	11.1	9.7	8.6	7.5	5.8
배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	168.6	166.4	96.8	80.6	68.4
Net debt/Equity	77.0	74.9	20.0	16.7	8.8
Net debt/EBITDA	281.0	205.4	99.6	69.3	32.9
유동비율	88.1	93.3	123.5	123.0	130.3
이자보상배율(배)	3.5	5.6	17.0	6.9	10.7
자산구조(%)					
투하자본	80.4	81.8	68.8	72.9	72.4
현금+투자자산	19.6	18.2	31.2	27.1	27.6
자본구조(%)					
차입금	51.8	49.2	37.4	31.6	27.2
자기자본	48.2	50.8	62.6	68.4	72.8

영원무역 (111770)

Scott 성장에 본업 회복이 더해지다

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 50,000원

현재 주가(3/12)	38,900원
상승여력	▲ 28.5%
시가총액	17,237억원
발행주식수	44,311천주
52 주 최고가 / 최저가	42,950 / 17,550원
90 일 일평균 거래대금	81.18억원
외국인 지분율	24.9%

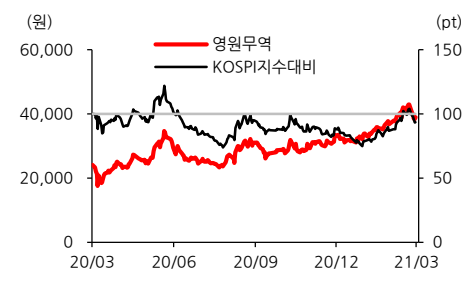
주주 구성	
영원무역홀딩스 (외 9 인)	50.7%
국민연금공단 (외 1 인)	13.0%
Hermes Investment	6.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.0	16.1	25.5	57.5
상대수익률(KOSPI)	7.5	5.9	-2.0	-9.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,388	2,461	2,604	2,734
영업이익	238	242	272	291
EBITDA	320	331	367	391
지배주주순이익	166	154	150	162
EPS	3,753	3,471	3,395	3,667
순차입금	-68	-269	-354	-453
PER	9.1	9.0	11.5	10.6
PBR	0.8	0.7	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	3.4	3.7	3.2
배당수익률	1.2	1.3	1.2	1.3
ROE	9.8	7.8	7.0	7.1

주가 추이



코로나 19 속에서도 2020 년은 안정적인 실적을 기록할 것으로 추정됩니다. 2021 년에는 본업의 회복과 자회사 스캇의 성장이 더해져 꾸준한 성장이 전망됩니다.

Scott 성장에 본업의 회복이 더해지다.

2020년 연간 매출액 2조 4,611억원(+3.0%), 영업이익 2,419억원(+1.8%)으로 어려운 사업 환경 속에서도 선방한 실적을 기록할 것으로 예상한다. 의류 OEM 사업은 상반기 코로나19 타격이 불가피하며 -17% 기록했으나, 하반기 물량회복으로 +7% 기록하며 연간 -5%로 마감할 것으로 예상한다. 미국 의류 소매 매출이 2020년 연간 -28% 감소한 것을 고려시 어려운 환경 속에서도 선방한 실적이다. 브랜드 Scott은 코로나19 팬데믹 이후 급증하는 자전거 수요에 힘입어 +21% 성장할 것으로 예상한다. 2021년에는 브랜드 사업 호조가 지속되는 가운데 의류 OEM 사업의 기저효과와 회복이 더해져 연결기준 매출액 2조 6,041억원(+5.8%), 영업이익 2,716억원(+12.3%) 전망한다. 1) OEM 사업 매출액 2조 5,816억원(+4.4%), 영업이익 1,963억원(+14.7%), 달러기준 매출액 성장률 +11.8% 예상한다. 2) 브랜드 사업 매출액 1조 2,560억원(+9.1%), 영업이익 882원(+8.8%) 전망한다.

백조가 된 Scott

지난 2015년 동사는 사업범위 확장을 위해 유럽 고가 바이크 전문 업체인 Scott을 인수하였다. 이후 Scott은 의미있는 실적 개선을 기록하지 못하고 실적변동성이 확대되었다. 그러나 최근 코로나19 팬데믹 이후 근거리 아웃도어의 수요가 높아지면서 바이크 수요도 확대되었다. 해외 주요 바이크 업체인 Giant와 Shimano의 실적도 코로나19 팬데믹 이후 성장성이 확대되었다. Scott도 지난 3분기부터 실적 성장이 확대되며 최근까지도 이러한 추세가 지속되고 있는 것으로 추정된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 5만원 상향

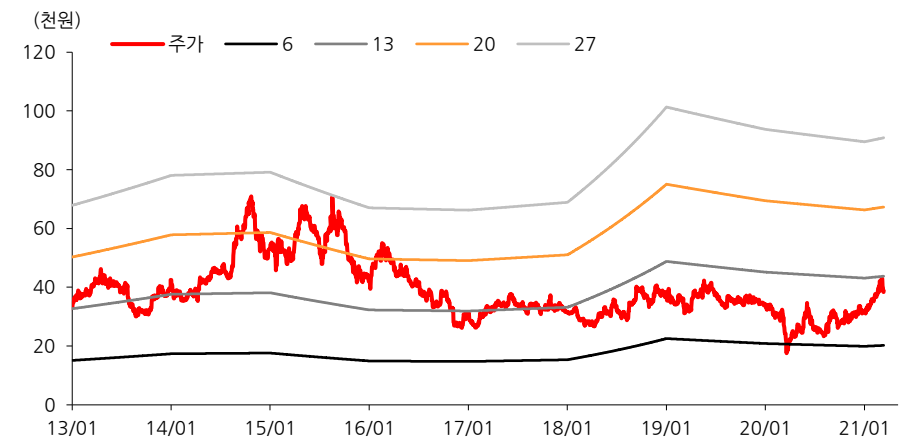
동사에 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 5만원으로 상향 조정한다. 목표주가는 12M FWD 기준 변경과 2021년 OEM 사업 실적 회복을 반영하였다. OEM 사업에서의 경쟁력, Scott 브랜드의 성장 확대 등을 고려하여 긍정적인 시각을 제시한다.

[표30] 영원무역 목표주가 산출 방식

	2020E	2021E	2022E	12M. FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	153.8	150.4	162.5	153.5	
적용 P/E 배수(배)	15	15	15	15	* 글로벌 OEM 업체 평균 12MFWD P/E 20% 할인
적정기업가치(십억원)	2,239.6	2,190.5	2,365.6	2,234.3	
주식수(천주)	44,311.5	44,311.5	44,311.5	44,311.5	
적정주가(원)	51,000	49,000	53,000	50,000	

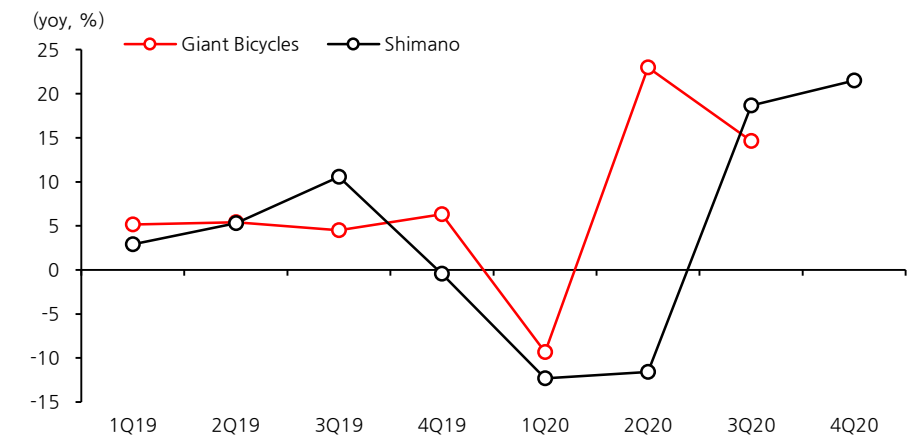
자료: 한화투자증권

[그림99] 영원무역 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림100] 주요 글로벌 바이크 업체들의 분기별 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표31] 영원무역 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	529.0	545.5	807.6	578.9	542.1	635.0	809.2	617.8	2,461.1	2,604.1	2,734.3
growth %	9.7	-18.6	18.3	4.6	2.5	16.4	0.2	6.7	3.0	5.8	5.0
OEM	506.8	536.6	826.1	603.1	499.8	628.5	818.1	635.2	2,472.7	2,581.6	2,710.7
growth %	-3.5	-29.5	-0.6	-4.9	-1.4	17.1	-1.0	5.3	-10.1	4.4	5.0
of total %	66.1	65.3	70.6	69.8	63.6	65.7	69.7	68.9	68.2	67.3	67.3
달러매출액(백만\$)	424.6	439.5	695.1	539.7	454.3	571.4	743.7	577.4	2,098.9	2,346.9	2,464.3
growth %	-9.0	-32.6	-0.1	0.0	7.0	30.0	7.0	7.0	-10.9	11.8	5.0
원/달러	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,180.1	1,100.0	1,100.0
growth %	6.1	4.6	-0.5	-4.9	-7.8	-9.9	-7.4	-1.6	1.3	-6.8	0.0
브랜드/유통	259.8	285.5	344.6	260.9	285.8	328.3	354.9	286.9	1,150.7	1,256.0	1,318.8
growth %	23.7	3.5	43.5	15.0	10.0	15.0	3.0	10.0	20.8	9.1	5.0
of total %	33.9	34.7	29.4	30.2	36.4	34.3	30.3	31.1	31.8	32.7	32.7
영업이익	50.6	51.7	109.0	30.5	55.5	79.8	101.6	34.7	241.9	271.6	291.5
growth %	20.3	-42.7	54.6	-12.0	9.8	54.2	-6.9	13.7	1.8	12.3	7.3
margin %	9.6	9.5	13.5	5.3	10.2	12.6	12.5	5.6	9.8	10.4	10.7
세전이익	63.2	46.8	115.4	22.4	52.4	76.7	93.4	21.6	247.8	244.1	264.0
growth %	53.2	-49.4	63.1	-22.9	-17.1	63.7	-19.0	-3.7	6.1	-1.5	8.2
margin %	11.9	8.6	14.3	3.9	9.7	12.1	11.5	3.5	10.1	9.4	9.7
지배주주순이익	42.4	29.2	72.2	10.1	34.7	49.2	57.1	9.6	153.8	150.4	162.5
growth %	38.3	-56.1	46.8	-49.7	-18.2	68.5	-21.0	-5.0	-7.5	-2.2	8.0
margin %	8.0	5.3	8.9	1.7	6.4	7.7	7.1	1.6	6.3	5.8	5.9

자료: 영원무역, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,101	2,388	2,461	2,604	2,734
매출총이익	569	606	620	673	713
영업이익	201	238	242	272	291
EBITDA	265	320	331	367	391
순이자손익	-9	-11	-11	-11	-11
외화관련손익	-10	-2	16	0	0
지분법손익	-3	0	0	0	0
세전계속사업손익	169	234	248	244	264
당기순이익	111	174	185	181	195
지배주주순이익	113	166	154	150	162
증가율(%)					
매출액	4.6	13.7	3.0	5.8	5.0
영업이익	11.0	18.2	1.8	12.3	7.3
EBITDA	10.2	20.6	3.4	10.8	6.7
순이익	17.5	56.6	6.4	-2.6	8.2
이익률(%)					
매출총이익률	27.1	25.4	25.2	25.9	26.1
영업이익률	9.6	9.9	9.8	10.4	10.7
EBITDA 이익률	12.6	13.4	13.4	14.1	14.3
세전이익률	8.0	9.8	10.1	9.4	9.7
순이익률	5.3	7.3	7.5	6.9	7.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	184	232	312	240	257
당기순이익	111	174	185	181	195
자산상각비	64	82	89	95	100
운전자본증감	-41	-72	-65	-19	-20
매출채권 감소(증가)	-18	-10	3	-20	-21
재고자산 감소(증가)	-31	-28	16	-2	-2
매입채무 증가(감소)	16	-22	-71	1	1
투자현금흐름	-117	-112	-96	-137	-139
유형자산처분(취득)	-123	-108	-66	-100	-100
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	12	0	115	0	0
재무현금흐름	-80	-25	-125	-58	-55
차입금의 증가(감소)	-66	-10	-111	-40	-35
자본의 증가(감소)	-13	-15	-18	-18	-20
배당금의 지급	-13	-15	-18	-18	-20
총현금흐름	279	363	425	259	277
(-)운전자본증감(감소)	58	82	41	19	20
(-)설비투자	127	126	69	100	100
(+)자산매각	3	16	1	-3	-3
Free Cash Flow	96	170	316	137	154
(-)기타투자	-13	-8	168	34	36
잉여현금	109	178	148	103	118
NOPLAT	132	177	181	201	216
(+) Dep	64	82	89	95	100
(-)운전자본투자	58	82	41	19	20
(-)Capex	127	126	69	100	100
OpFCF	11	52	160	177	196

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,337	1,501	1,658	1,727	1,815
현금성자산	440	531	666	712	775
매출채권	351	375	394	414	434
재고자산	494	540	542	544	545
비유동자산	1,302	1,604	1,609	1,651	1,690
투자자산	517	836	841	875	911
유형자산	632	608	602	613	618
무형자산	153	160	165	163	160
자산총계	2,639	3,105	3,266	3,378	3,505
유동부채	469	623	560	540	520
매입채무	210	193	193	194	194
유동성이자부채	149	313	268	243	218
비유동부채	506	513	474	473	477
비유동이자부채	234	151	129	114	104
부채총계	976	1,136	1,034	1,012	997
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	411	410	410	410	410
이익잉여금	980	1,130	1,363	1,496	1,638
자본조정	132	281	281	281	281
자기주식	-16	-16	-16	-16	-16
자본총계	1,663	1,969	2,232	2,365	2,508

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	2,551	3,753	3,471	3,395	3,667
BPS	34,857	41,602	46,855	49,850	53,067
DPS	350	400	400	450	500
CFPS	6,285	8,181	9,582	5,855	6,247
ROA(%)	4.6	5.8	4.8	4.5	4.7
ROE(%)	8.2	9.8	7.8	7.0	7.1
ROIC(%)	11.0	13.6	12.9	13.8	14.6
Multiples(x, %)					
PER	15.0	9.1	9.0	11.5	10.6
PBR	1.1	0.8	0.7	0.8	0.7
PSR	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6
PCR	6.1	4.2	3.3	6.6	6.2
EV/EBITDA	6.2	4.5	3.4	3.7	3.2
배당수익률	0.9	1.2	1.3	1.2	1.3
안정성(%)					
부채비율	58.7	57.7	46.3	42.8	39.7
Net debt/Equity	-3.4	-3.5	-12.0	-15.0	-18.1
Net debt/EBITDA	-21.4	-21.4	-81.2	-96.6	-115.7
유동비율	284.8	241.0	295.9	319.9	349.3
이자보상배율(배)	12.5	12.7	14.5	20.6	22.1
자산구조(%)					
투하자본	56.4	50.0	48.8	48.0	46.9
현금+투자자산	43.6	50.0	51.2	52.0	53.1
자본구조(%)					
차입금	18.7	19.0	15.1	13.1	11.4
자기자본	81.3	81.0	84.9	86.9	88.6

한세실업 (105630)

의류 OEM 경쟁력은 여전히 우위

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 25,000원

현재 주가(3/12)	20,500원
상승여력	▲ 22.0%
시가총액	7,740억원
발행주식수	40,000천주
52 주 최고가 / 최저가	21,600 / 6,810원
90 일 일평균 거래대금	78.5억원
외국인 지분율	7.8%

주주 구성	
한세에스 24 홀딩스 (외 12 인)	56.7%
국민연금공단 (외 1 인)	12.8%
자사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.9	19.2	18.2	82.2
상대수익률(KOSPI)	11.4	8.9	-9.3	15.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,922	1,698	1,752	1,836
영업이익	59	65	85	95
EBITDA	101	93	94	105
지배주주순이익	0	81	66	73
EPS	-6	2,024	1,639	1,832
순차입금	295	241	279	314
PER	-2,776.2	8.3	12.5	11.2
PBR	1.7	1.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.8	9.8	11.7	10.8
배당수익률	2.9	3.3	2.9	3.2
ROE	-0.1	18.9	13.6	13.9

주가 추이



의류 OEM 산업에서 위기에 직면한 이후 나타났던 현상은 대형업체에게 오더물량이 집중되는 오더컨설팅리테이션입니다. 동사는 위기 속에서도 생산기반을 확대해나가 전방업체들의 실적 회복에 따른 물량이 집중될 것으로 전망합니다.

위기 속에서 보여준 경쟁력

전년 코로나19가 글로벌적으로 확산된 락다운으로 의류 OEM 물량 감소가 급격히 진행되었으나, 동사는 재빨리 P.P.E(Personla Protective Equipment) 제품 생산을 확대시켜 타격대비 양호한 실적을 시현하였다. 올해는 PPE 물량은 감소가 불가피하나 타격을 받았던 의류 OEM 물량의 회복으로 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상된다. 더불어 작년 말 한세엠케이 지분을 홀딩스에 매각하여 올해부터는 순수 OEM 사업만의 실적이 반영된다. 그동안 한세엠케이 실적 부진으로 본업의 기업 가치가 희석되었기 때문에 이 부분이 사라진다는 점에서 긍정적이다. 이에 2021년 연간 연결 매출액 1조 7,518억원(+3.2%, 한세엠케이 실적 제거 기준), 영업이익 846억원(+30.8%) 전망한다.

의류 OEM 경쟁력은 여전히 우위

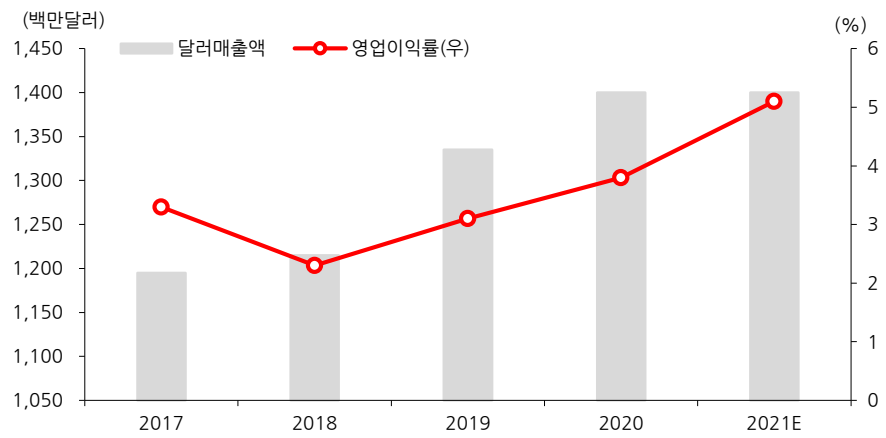
통상적으로 의류 OEM 산업에서 위기에 직면한 이후 나타났던 현상은 대형 업체에게 오더물량이 집중되는 오더 컨설팅리테이션이다. 위기가 진행되는 동안 중소형 업체들은 오더 물량 급감으로 증가하는 고정비 부담을 감당하기 어렵지만 대형 업체는 감당할 체력이 있기 때문이다. 동사는 오히려 위기 속에서 1) 미얀마 법인 1공장을 완공하고 대규모 부지를 확보하였으며 2) 인도네시아 2공장 증설을 완료, 3) 중미 생산 설비를 확장하는 등 설비투자를 지속시켜 나갔다. 이에 전방업체들의 실적 회복이 가시화될 경우 동사와 같은 대형 업체 중심으로 오더 물량이 집중되면서 경쟁력은 한층 더 강화될 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 2.5만원 상향

한세실업에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 2.5만원으로 상향 조정한다. 12M FWD 실적 추정치 변경과 오더 물량 회복을 반영하였다. 위기 속에서 보여준 대응 능력과 위기 후 더욱 경쟁력은 더욱 강화될 것을 고려하여 긍정적인 시각을 유지한다.

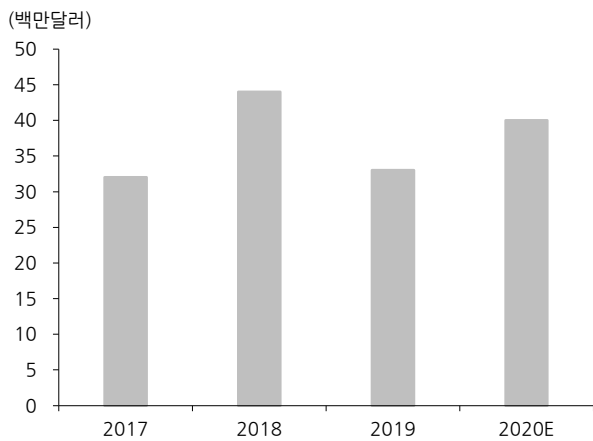


[그림101] 연간 실적 가이드스



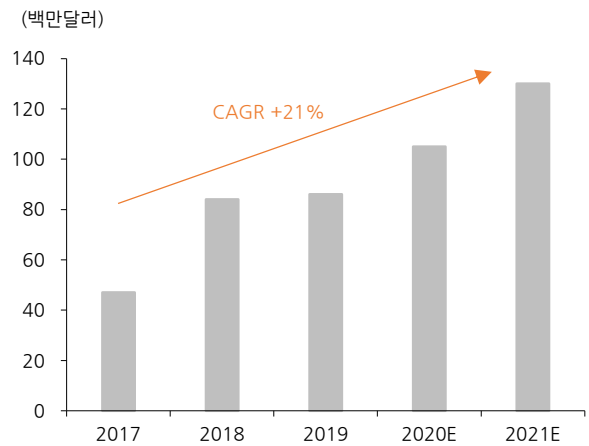
자료: 한세실업, 한화투자증권

[그림102] 연간 해외 법인 투자 금액 추이



자료: 한세실업, 한화투자증권

[그림103] 칼라앤티치 자회사 연간 실적 추이



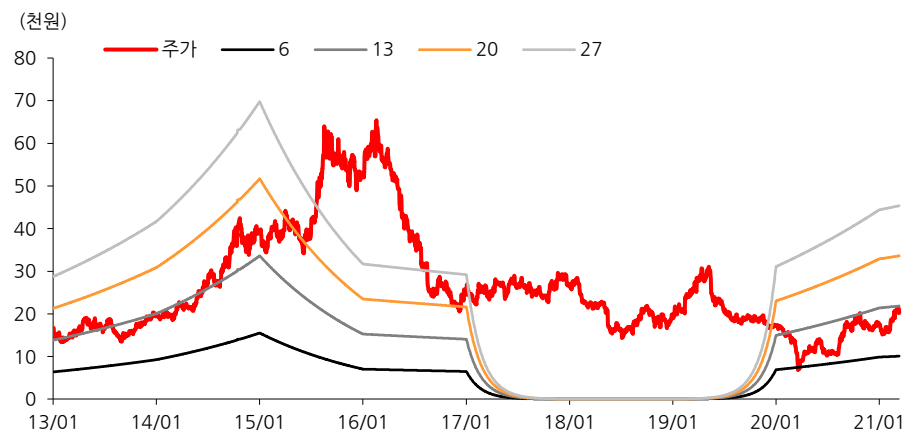
자료: 한세실업, 한화투자증권

[표32] 한세실업 목표주가 산출 방식

	2020	2021E	2022E	12M. FWD	비고
지배주주순이익(십억원)	80.9	65.5	73.3	67.5	* 글로벌 OEM 업체 평균 12MFWD P/E 20% 할인
적용 P/E 배수(배)	15	15	15	15	
적정기업가치(십억원)	1,178.6	954.3	1,066.9	987.5	
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	
적정주가(원)	29,000	24,000	27,000	25,000	

자료: 한화투자증권

[그림104] 한세실업 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표33] 한세실업 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	394.1	453.6	636.1	214.5	363.9	412.0	586.1	389.8	1,698.3	1,751.8	1,836.0
growth %	-6.8	5.6	11.1	-56.9	-7.7	-9.2	-7.9	81.7	-11.7	3.2	4.8
OEM	347.3	392.1	590.1	368.7	363.9	412.0	586.1	389.8	1,698.3	1,751.8	1,836.0
growth %	0.4	10.5	16.7	-9.7	4.8	5.1	-0.7	5.7	5.2	3.2	4.8
sales %	88.1	86.4	92.8	171.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
원/달러	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,100.0	1,180.1	1,100.0	1,100.0
growth %	6.1	4.6	-0.4	-4.9	-7.8	-9.9	-7.4	-1.6	1.3	-6.8	0.0
달러매출(백만\$)	280.6	266.3	401.1	319.6	308.7	292.9	413.2	341.9	1,267.6	1,356.7	1,411.0
growth %	-1.6	-5.9	-1.7	-5.0	10.0	10.0	3.0	7.0	-3.4	7.0	4.0
MK Trend	46.8	61.5	45.9						154.2		
growth %	-39.2	-17.8	-31.1						-49.9		
sales %	11.9	13.6	7.2						9.1		
영업이익	5.2	-1.5	50.4	10.6	10.0	16.5	43.0	15.1	64.7	84.6	95.3
growth %	1.9	-107.7	29.0	-346.6	91.3	흑전	-14.6	42.6	9.7	30.7	12.6
margin %	1.3	-0.3	7.9	4.9	2.7	4.0	7.3	3.9	3.8	4.8	5.2
지배주주순이익	-15.9	8.7	42.2	45.9	8.2	12.8	32.7	11.8	80.9	65.5	73.3
growth %	-689.8	31.5	123.0	-261.1	흑전	46.7	-22.5	-74.3	흑전	-19.0	11.8
margin %	-4.0	1.9	6.6	21.4	2.3	3.1	5.6	3.0	4.8	3.7	4.0

주: 한세엠케이 매각으로 4Q20부터 MK관련 실적 미반영

자료: 한세실업, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,713	1,922	1,698	1,752	1,836
매출총이익	387	402	307	308	329
영업이익	39	59	65	85	95
EBITDA	64	101	93	94	105
순이자손익	-6	-10	-4	3	2
외화관련손익	-12	-10	-1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-48	-7	70	87	98
당기순이익	-50	-17	77	66	73
지배주주순이익	-51	0	81	66	73
증가율(%)					
매출액	0.1	12.2	-11.7	3.2	4.8
영업이익	-31.7	52.7	9.7	30.6	12.6
EBITDA	-20.7	55.9	-7.6	1.4	11.8
순이익	적전	적지	흑전	-15.3	11.8
이익률(%)					
매출총이익률	22.6	20.9	18.1	17.6	17.9
영업이익률	2.3	3.1	3.8	4.8	5.2
EBITDA 이익률	3.8	5.2	5.5	5.4	5.7
세전이익률	-2.8	-0.4	4.1	5.0	5.3
순이익률	-2.9	-0.9	4.6	3.7	4.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	-21	88	96	34	42
당기순이익	-50	-17	77	66	73
자산상각비	26	42	28	10	10
운전자본증감	-80	4	-22	-7	-7
매출채권 감소(증가)	-22	27	1	-5	-6
재고자산 감소(증가)	-62	-14	-16	-4	-4
매입채무 증가(감소)	0	8	11	1	1
투자현금흐름	-25	-15	-2	0	-53
유형자산처분(취득)	-31	-44	-28	-41	-43
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	16	28	40	50	0
재무현금흐름	20	-27	52	-7	3
차입금의 증가(감소)	39	-6	72	15	27
자본의 증가(감소)	-19	-19	-20	-22	-24
배당금의 지급	-19	-19	-20	-22	-24
총현금흐름	65	104	137	41	49
(-)운전자본증감(감소)	72	-50	-1	7	7
(-)설비투자	32	45	29	41	43
(+)자산매각	0	0	1	0	0
Free Cash Flow	-37	109	110	-7	-1
(-)기타투자	19	44	36	9	10
잉여현금	-56	64	74	-16	-10
NOPLAT	28	43	47	63	71
(+) Dep	26	42	28	10	10
(-)운전자본투자	72	-50	-1	7	7
(-)Capex	32	45	29	41	43
OpFCF	-49	89	47	26	32

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	826	740	868	855	858
현금성자산	299	240	368	345	337
매출채권	204	179	179	185	190
재고자산	295	295	293	297	300
비유동자산	345	440	446	523	601
투자자산	134	245	233	243	253
유형자산	182	186	205	273	342
무형자산	28	8	8	7	7
자산총계	1,171	1,179	1,314	1,378	1,459
유동부채	589	641	669	692	725
매입채무	66	73	98	99	100
유동성이자부채	463	492	519	539	569
비유동부채	89	83	133	130	129
비유동이자부채	40	43	91	86	83
부채총계	678	724	802	822	854
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	56	56	56
이익잉여금	367	350	411	455	504
자본조정	-27	-28	-28	-28	-28
자기주식	-18	-18	-18	-18	-18
자본총계	493	455	512	556	605

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당지표					
EPS	-1,269	-6	2,024	1,639	1,832
BPS	10,306	9,945	11,495	12,584	13,816
DPS	450	500	550	600	650
CFPS	1,635	2,588	3,426	1,023	1,230
ROA(%)	-4.3	0.0	6.5	4.9	5.2
ROE(%)	-11.4	-0.1	18.9	13.6	13.9
ROIC(%)	4.6	6.9	7.4	9.1	9.2
Multiples(x, %)					
PER	-15.6	-2,776.2	8.3	12.5	11.2
PBR	1.9	1.7	1.5	1.6	1.5
PSR	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
PCR	12.1	6.7	4.9	20.0	16.7
EV/EBITDA	15.5	9.8	9.8	11.7	10.8
배당수익률	2.3	2.9	3.3	2.9	3.2
안정성(%)					
부채비율	137.6	159.2	156.5	147.8	141.1
Net debt/Equity	41.3	64.8	47.1	50.3	51.9
Net debt/EBITDA	315.3	293.3	259.5	296.4	297.8
유동비율	140.3	115.4	129.9	123.6	118.3
이자보상배율(배)	2.6	3.0	6.7	7.4	8.3
자산구조(%)					
투하자본	59.3	55.9	52.2	55.6	58.0
현금+투자자산	40.7	44.1	47.8	44.4	42.0
자본구조(%)					
차입금	50.5	54.0	54.3	52.9	51.8
자기자본	49.5	46.0	45.7	47.1	48.2

2021년 3월 16일

기업분석

Adidas (ADS.GR)

2021년 다시 성장



▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: 298.6 EUR

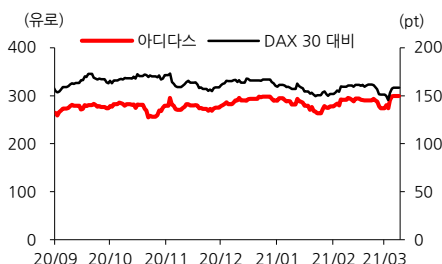
현재 주가(3/12, EUR)	299.2
상승여력	-0.2%
시가총액(백만 EUR)	59,965
발행주식수(천주)	200,416
52 주 최고가 / 최저가(EUR)	306.8 / 160.1
90 일 일평균 거래대금(백만 EUR)	160.3
	Xetra
거래소	독일
국가명	ADS GR EQUITY
티커	자유소비재
산업	299.2

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.3	3.1	7.5	66.7
상대수익률(DAX30)	-1.4	-5.0	-2.0	6.1

(단위: 백만 유로, 유로, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	23,640	19,844	21,945	23,928
영업이익	2,660	751	2,194	2,768
EBITDA	3,882	2,127	3,268	3,907
지배주주순이익	1,976	432	1,511	1,954
EPS	10.00	2.21	7.81	10.09
순차입금	1,880	1,379	-478	-1,164
PER	29.9	138.6	38.3	29.6
PBR	8.4	9.0	7.7	6.8
EV/EBITDA	15.2	28.1	18.8	15.8
배당수익률	-	-	1.1	1.4
ROE	29.2	7.9	21.2	24.6

주가 추이



아디다스 4Q20 실적은 블룸버그 예상치를 소폭 상회하였습니다. DTC와 이커머스 채널의 견조한 성장이 이어졌습니다. 2021년은 매출액 min-high single 성장률, 영업이익률은 9-10% 제시하였습니다. 더불어 2025년 중장기 계획도 발표하며 성장에 대한 의지를 보여줍니다.

4Q20 기대치 소폭 상회

아디다스 4Q20 매출액 € 5,548 mil (-5%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 € 225 mil (-8%), 지배주주 순이익 € 151 mil(-10%)를 기록하였다. 블룸버그 예상치 매출액 € 5,475 mil, 영업이익 € 198 mil, 순이익 € 140.5 mil 소폭 상회하였다. 환율효과 제외시 매출액 성장률은 +1% 기록, DTC와 이커머스 채널이 각각 +14%, +43% 증가하며 코로나19 확산 이후 처음으로 역성장장에서 벗어났다.

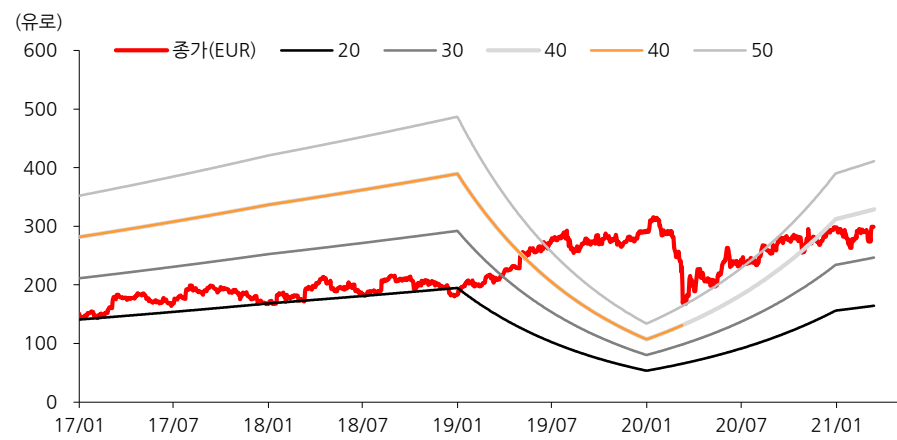
4Q20 지역별 상세 실적 및 재고 수준

지역별 실적을 살펴보면, 1) 유럽 매출액 € 1,401 mil(-7%), 영업이익 € 234 mil(+16%) 기록 2) 북아메리카 매출액 € 1,409 mil(-5%), 영업이익 € 233 mil(+9%) 3) 아시아태평양 매출액 € 1,918 mil(-1%), 영업이익 € 309 mil(-38%) 4) 라틴아메리카 매출액 € 408 mil(-14%), 영업이익 € 34 mil(-67%) 5) 신흥시장 매출액 € 283 mil(-7%), 영업이익 € 41 mil(-34%)를 기록하였다. 2020년 연간 재고자산은 € 4,397 mil으로 전년대비 +8% 상승했다. 이는 2021년 성장을 위한 것이라 밝혔다.

2021년 가이드스, 2025년 중장기 계획 제시

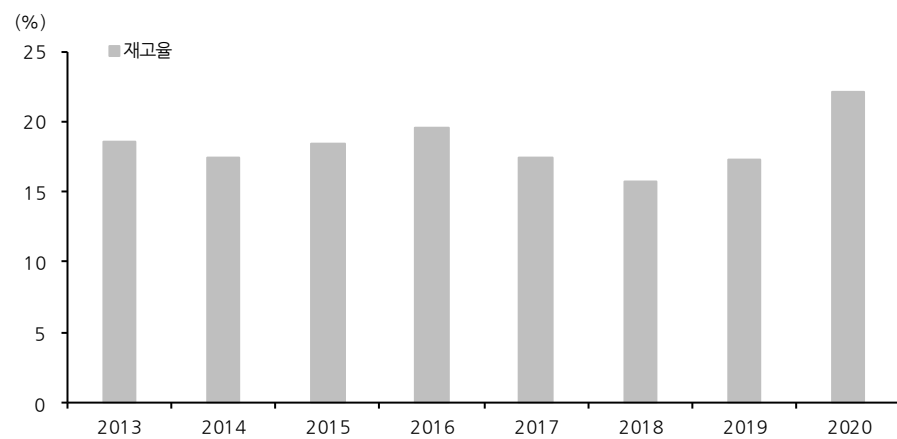
2021년 가이드스는 매출액은 mid- to high - teens 성장률, 영업이익률은 9~10%를 제시했다. 중국, 아시아태평양, 라틴아메리카 지역에서 2~30%, 신흥시장 mid to high - teens, 북미는 high-single-digit 성장률을 예상했다. 영업이익 전망치에는 리브 분할에 따른 일시적 비용(총 € 250 mil에서 30% 수준 2021년 반영)을 고려했다. 이외에도 2025년 중장기 계획을 발표, 이커머스 매출액을 현재의 2배 수준으로 성장시키고 DTC 매출 비중을 50%까지 확대시킬 것이라 밝혔다. 연간 평균 매출액은 8-10%, 순이익은 16-18% 성장하고 영업이익률은 12-14% 수준을 달성하겠다고 밝혔다.

[그림105] 아디다스 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 아디다스 연간 재고율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표34] 아디다스 실적 및 주요 지표

(단위: 백만유로)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	14,534	16,915	19,291	21,218	21,915	23,640	19,844	21,945	23,928
영업이익	883	1,059	1,491	2,070	2,368	2,660	751	2,194	2,768
영업이익률(%)	6.1	6.3	7.7	9.8	10.8	11.3	3.8	10.0	11.6
세전이익	835	1,039	1,444	2,023	2,378	2,558	575	2,023	2,612
순이익	490	634	1,017	1,097	1,702	1,976	432	1,511	1,954
순이익률(%)	3.4	3.7	5.3	5.2	7.8	8.4	2.2	6.9	8.2
EBITDA	1,289	1,453	1,890	2,555	2,861	3,882	2,127	3,268	3,907
EBITDA margin(%)	8.9	8.6	9.8	12.0	13.1	16.4	10.7	14.9	16.3
EPS	2.35	3.15	5.08	5.42	8.44	10	2	7.81	10.09
EPS 증가율	-37.5	34.0	61.3	6.7	55.7	18.5	-77.9	253.6	29.2
BPS	27.5	28.3	32.1	29.6	32.0	35	33	38.6	43.7
DPS	1.5	1.6	2.0	2.6	3.4	0	3	3.3	4.2
ROA	4.1	4.9	7.1	7.5	11.5	11	2	7.1	8.6
ROE	11.8	13.0	16.5	22.8	27.4	29	8	21.2	24.6
배당수익률	-	-	-	-	-	-	-	1.1	1.4
배당성향	54.8	47.1	39.7	39.2	39.0	0	140	0.4	0.4
순차입금	56	299	-258	-622	-1,011	1,880	1,379	-478	-1,164
PER(x)	21.6	26.7	29.6	25.0	22	30	139	38	30
PBR	2.1	3.2	4.7	5.6	6	8	9	8	7
EV/EBITDA(x)	9.2	12.6	15.9	13.1	12	15	28	19	16
CAPEX	-499	-464	-586	-678	-611	-598	-379	-748	-820
FCFF	219	645	784	996	2,059	2,117	974	1683.5	1918.8

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

VI. 붙임

1. 의류 OEM 동종 업체 비교
2. 신발 OEM 동종 업체 비교
3. 의류 브랜드 동종 업체 비교
4. 국내 화장품 동종 업체 비교
5. 해외 화장품 동종 업체 비교
6. 국내/해외 업체 PER 밴드 차트

붙임 1. 의류 OEM 동종 업체 비교

[표35] 주요 의류 OEM 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 십억 원, 원)

		YOUNGONE CORP	HANSAE CO	SHENZHOU INTERNATIONAL	MAKALOT INDUSTRIAL	ECLAT TEXTILE
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
결산월		12	12	12	12	12
주가 (21.03.12)		38,900	20,500	23,470	9,023	19,295
시가총액		1,679	804	35,280	2,042	5,294
매출액	2020	2,388.3	1,698.3	3,823.8	1,020.4	1,127.0
	2021E	2,588.0	1,889.4	4,797.0	1,176.7	1,314.7
	2022E	2,776.2	1,968.5	5,561.7	1,275.9	1,458.1
영업이익	2020	237.6	64.7	898.2	93.9	219.9
	2021E	266.1	90.0	1,217.4	134.7	260.8
	2022E	290.1	107.2	1,432.0	150.6	292.7
순이익	2020	166.3	-0.2	859.6	71.9	170.2
	2021E	174.8	73.0	1,117.8	100.9	209.2
	2022E	193.2	82.4	1,312.6	114.0	237.8
EPS	2020	3,791.0	-6.0	571.9	319.4	620.4
	2021E	3,955.3	1,832.6	745.5	429.7	762.0
	2022E	4,368.6	2,067.6	875.9	485.3	864.1
순차입금	2020	-20.4	297.7	-1,145.6	-35.5	-68.5
	2021E	-372.0	224.3	-735.5	-93.4	-177.9
	2022E	-506.9	122.5	-968.7	-121.3	-238.6
EBITDA	2020	318.6	100.2	1,072.0	113.5	248.0
	2021E	365.0	112.3	1,431.1	156.2	297.9
	2022E	396.0	124.9	1,663.5	175.0	335.2
매출액성장률(%)	2020	13.7	-11.7	8.2	13.0	0.2
	2021E	8.4	11.3	25.5	15.3	16.7
	2022E	7.3	4.2	15.9	8.4	10.9
EPS성장률(%)	2020	47.1	-	12.3	26.3	-1.1
	2021E	4.3	-30642.9	30.4	34.6	22.8
	2022E	10.4	12.8	17.5	12.9	13.4
영업이익률(%)	2020	10.0	3.8	23.5	9.2	19.5
	2021E	10.3	4.8	25.4	11.4	19.8
	2022E	10.4	5.4	25.7	11.8	20.1
순이익률(%)	2020	7.0	0.0	22.5	7.0	15.1
	2021E	6.8	3.9	23.3	8.6	15.9
	2022E	7.0	4.2	23.6	8.9	16.3
ROE(%)	2020	9.8	-0.1	21.5	21.3	22.8
	2021E	8.5	15.6	21.7	23.9	25.8
	2022E	8.4	16.0	22.6	24.9	25.9
PER(배)	2020	9.0		30.0	18.2	27.2
	2021E	9.6	11.0	31.4	21.0	25.3
	2022E	8.7	9.7	26.8	18.6	22.2
PBR(배)	2020	0.8	1.7	6.1	3.8	6.0
	2021E	0.8	1.7	6.3	4.8	6.2
	2022E	0.7	1.5	5.6	4.5	5.3
EV/EBITDA(배)	2020	5.0	10.3	23.0	11.2	18.4
	2021E	3.9	9.7	24.1	12.5	17.2
	2022E	3.3	7.9	20.7	11.0	15.1

주: 추정치는 Bloomberg 수치 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권

붙임 2. 신발 OEM 동종 업체 비교

[표36] 주요 신발 OEM 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 십억 원, 원)

		HWASEUNG ENTERPRISE	STELLA INTERNATIONAL	POU CHEN	YUE YUEN INDUSTRIAL	FENG TAY ENTERPRISE
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
결산월		12	12	12	12	12
주가 (21.03.12)		16,600	1,380	1,301	2,731	7,936
시가총액		966	1,096	3,831	4,403	6,997
매출액	2020	1,115.8	1,800.8	11,814.5	11,779.7	2,789.2
	2021E	1,380.1	1,422.8	10,946.3	11,174.5	3,192.2
	2022E	1,726.2	1,612.4	11,219.2	12,239.0	3,541.8
영업이익	2020	62.5	110.2	526.3	555.0	316.1
	2021E	93.8	87.9	341.9	479.4	372.7
	2022E	139.7	116.2	418.8	637.2	427.8
순이익	2020	40.1	111.8	446.3	350.3	235.1
	2021E	67.0	89.1	384.7	274.1	266.7
	2022E	104.0	119.6	437.0	392.9	302.4
EPS	2020	662.0	141.0	151.3	217.3	266.6
	2021E	1,106.0	115.8	131.3	172.9	305.1
	2022E	1,725.0	156.5	147.9	248.2	348.2
순차입금	2020	138.6	-67.8	2,339.1	1,722.5	54.0
	2021E	-	-133.9	1,117.6	1,294.3	-121.6
	2022E	-	-135.8	2,166.7	1,232.4	-212.6
EBITDA	2020	120.1	162.6	1,118.7	1,132.1	395.3
	2021E	153.0	140.5	1,051.9	930.7	469.0
	2022E	200.0	171.2	1,248.8	1,084.8	533.1
매출액성장률(%)	2020	-7.1	-2.8	6.8	4.2	14.6
	2021E	23.7	-21.0	-7.3	-5.1	14.4
	2022E	25.1	13.3	2.5	9.5	11.0
EPS성장률(%)	2020	-35.8	45.8	10.5	-1.1	18.4
	2021E	67.1	-17.9	-13.2	-20.4	14.4
	2022E	56.0	35.2	12.6	43.6	14.1
영업이익률(%)	2020	5.6	6.1	4.5	4.7	11.3
	2021E	6.8	6.2	3.1	4.3	11.7
	2022E	8.1	7.2	3.7	5.2	12.1
순이익률(%)	2020	3.6	6.2	3.8	3.0	8.4
	2021E	4.9	6.3	3.5	2.5	8.4
	2022E	6.0	7.4	3.9	3.2	8.5
ROE(%)	2020	9.3	10.0	12.1	7.3	38.2
	2021E	16.1	8.7	6.6	6.4	32.4
	2022E	21.1	10.9	7.9	8.3	31.9
PER(배)	2020	21.5	13.3	9.8	15.8	23.0
	2021E	14.4	11.7	9.9	15.8	26.0
	2022E	9.2	8.7	8.5	11.0	22.7
PBR(배)	2020	1.7	1.3	1.0	1.2	8.6
	2021E	2.2	1.0	0.7	1.0	8.0
	2022E	1.8	1.0	0.6	0.9	7.0
EV/EBITDA(배)	2020	8.5	8.7	8.4	6.9	14.0
	2021E	-	6.8	7.4	6.7	14.8
	2022E	-	5.6	7.0	5.7	12.9

주: 추정치는 Bloomberg 수치 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권

붙임 3. 의류 브랜드 동종 업체 비교

[표37] 주요 의류 브랜드 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 십억 원, 원)

		FILA HOLDINGS	F&F	한섬	NIKE INC	ADIDAS	PUMA	LULULEMON ATHLETICA	VF CORP
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
결산월		12	12	12	05	12	12	01	03
주가(21.03.12)		42,600	143,000	37,300	159,776	406,010	119,741	348,197	89,973
시가총액		2,570	2,256	920	251,885	81,368	18,059	45,383	35,244
매출액	2020	3,128.8	838.1	1,195.9	44,611.2	26,690.4	7,040.3	4,655.5	12,395.5
	2021E	3,346.2	1,111.6	1,296.3	49,111.1	29,793.8	7,975.5	4,919.2	10,349.0
	2022E	3,551.7	1,367.8	1,360.5	54,599.0	32,485.4	9,087.1	6,162.1	12,899.9
영업이익	2020	342.4	122.6	102.1	3,715.3	1,010.1	281.4	1,040.2	1,096.5
	2021E	427.0	166.5	125.5	6,639.8	2,974.4	596.2	947.0	824.0
	2022E	465.7	205.7	138.1	8,238.2	3,753.0	827.3	1,372.1	1,720.5
순이익	2020	266.8	85.6	85.1	3,028.3	581.0	106.1	755.3	803.0
	2021E	276.3	127.2	102.4	5,475.8	2,051.1	344.4	682.7	584.0
	2022E	301.5	161.7	112.5	6,954.2	2,652.4	511.3	993.9	1,321.8
EPS	2020	4,382.0	5,555.3	3,454.7	1,944.1	2,972.5	712.9	5,791.1	2,032.7
	2021E	4,354.0	8,262.6	4,152.5	3,441.0	10,609.1	2,300.7	5,210.4	1,474.5
	2022E	4,836.3	10,527.7	4,566.5	4,437.0	13,701.4	3,426.4	7,613.9	3,386.7
순차입금 (net debt)	2020	812.7	-70.3	-118.6	5,231.3	1,835.5	682.7	-423.3	4,675.7
	2021E	392.4	-145.0	-289.0	359.5	-648.6	-37.5	-1,147.4	4,123.8
	2022E	136.5	-188.7	-347.5	241.4	-1,577.9	-156.2	-1,552.1	3,563.3
EBITDA	2020	564.0	180.7	160.8	5,253.9	2,860.8	676.5	1,436.0	2,373.4
	2021E	518.6	216.2	176.2	7,618.9	4,431.4	930.3	1,157.8	1,128.4
	2022E	568.3	267.2	184.2	9,345.4	5,296.7	1,196.9	1,607.2	2,077.4
매출액성장률(%)	2020	-9.3	-7.9	-5.1	-4.4	-16.1	-4.9	21.0	2.2
	2021E	6.9	32.6	8.4	10.1	11.6	13.3	5.7	-
	2022E	6.1	23.1	5.0	11.2	9.0	13.9	25.3	24.6
EPS성장률(%)	2020	-	-22.4	-11.0	-36.1	-77.8	-69.9	36.4	-27.7
	2021E	-0.6	48.7	20.2	77.0	256.9	222.7	-10.0	-27.5
	2022E	11.1	27.4	10.0	28.9	29.1	48.9	46.1	129.7
영업이익률(%)	2020	10.9	14.6	8.5	8.3	3.8	4.0	22.3	8.8
	2021E	12.8	15.0	9.7	13.5	10.0	7.5	19.3	8.0
	2022E	13.1	15.0	10.1	15.1	11.6	9.1	22.3	13.3
순이익률(%)	2020	8.5	10.2	7.1	6.8	2.2	1.5	16.2	6.5
	2021E	8.3	11.4	7.9	11.1	6.9	4.3	13.9	5.6
	2022E	8.5	11.8	8.3	12.7	8.2	5.6	16.1	10.2
ROE(%)	2020	23.8	25.1	8.4	29.7	6.5	4.4	38.0	17.7
	2021E	18.0	20.8	8.8	49.9	21.2	13.9	27.7	18.6
	2022E	17.0	21.7	9.0	58.7	24.6	18.6	33.1	65.0
PER(배)	2020	12.1	15.2	8.8	54.8	138.6	174.1	48.6	22.8
	2021E	9.7	17.8	9.0	46.4	38.3	51.9	66.7	60.6
	2022E	8.7	14.0	8.2	36.0	29.6	34.8	45.7	26.4
PBR(배)	2020	2.6	3.6	0.7	19.1	9.0	8.0	16.0	6.7
	2021E	1.5	3.4	0.8	21.5	7.7	6.8	16.5	15.7
	2022E	1.3	2.8	0.7	18.8	6.8	6.1	13.8	13.5
EV/EBITDA(배)	2020	8.1	9.1	3.6	35.8	28.1	28.5	25.1	13.1
	2021E	6.8	9.8	3.6	33.1	18.3	19.4	38.2	34.9
	2022E	5.7	7.8	3.1	27.0	15.1	15.0	27.3	18.7

주: 추정치는 Bloomberg 수치 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권

붙임 4. 국내 화장품 동종 업체 비교

[표38] 국내 주요 화장품 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 십억 원, 원)

		아모레 퍼시픽	아모레G	LG 생활건강	코스맥스	한국콜마	연우
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
결산월		12	12	12	12	12	12
주가 (21.03.12)		226,000	63,200	1,571,000	117,500	57,400	24,900
시가총액		13,182	5,195	24,630	1,166	1,316	308
매출액	2020	4,432.2	4,930.1	7,844.5	1,382.9	1,314.2	251.2
	2021E	5,059.6	5,505.7	8,687.1	1,562.5	1,473.1	283.4
	2022E	5,622.2	6,026.5	9,417.4	1,724.5	1,606.2	306.7
영업이익	2020	143.0	150.7	1,220.9	66.6	115.0	16.0
	2021E	426.7	462.3	1,392.3	94.8	140.8	24.8
	2022E	546.9	616.7	1,555.1	113.6	159.9	29.2
순이익	2020	35.1	10.4	797.6	31.8	29.1	16.8
	2021E	308.3	136.9	944.0	62.7	65.9	19.4
	2022E	401.5	187.2	1,058.6	73.6	77.9	23.2
EPS	2020	512.0	74.0	47,596.0	3,168.0	1,284.0	1,355.0
	2021E	4,879.3	1,534.6	57,910.3	6,336.6	2,884.3	1,550.5
	2022E	6,329.5	2,113.5	64,882.1	7,392.7	3,434.1	1,858.0
순차입금	2020	-598.5	-1,233.9	-24.0	471.3	992.6	20.0
	2021E	-757.6	-1,430.9	-766.9	511.9	737.4	-6.9
	2022E	-1,054.1	-1,837.4	-1,337.4	475.5	684.2	-21.2
EBITDA	2020	593.3	678.9	1,482.6	92.0	178.4	40.6
	2021E	833.9	950.3	1,646.8	136.9	193.2	43.4
	2022E	926.8	1,082.4	1,817.3	155.1	212.6	47.7
매출액성장률(%)	2020	-20.6	-21.5	2.1	3.9	-14.7	-14.7
	2021E	14.2	11.7	10.7	13.0	12.1	12.8
	2022E	11.1	9.5	8.4	10.4	9.0	8.2
EPS성장률(%)	2020	-85.3	-94.9	2.5	-	-	-
	2021E	853.0	1973.8	21.7	100.0	124.6	14.4
	2022E	29.7	37.7	12.0	16.7	19.1	19.8
영업이익률(%)	2020	3.2	3.1	15.6	4.8	8.7	6.4
	2021E	8.4	8.4	16.0	6.1	9.6	8.7
	2022E	9.7	10.2	16.5	6.6	10.0	9.5
순이익률(%)	2020	0.8	0.2	10.2	2.3	2.2	6.7
	2021E	6.1	2.5	10.9	4.0	4.5	6.9
	2022E	7.1	3.1	11.2	4.3	4.9	7.6
ROE(%)	2020	0.7	0.2	15.7	10.5	6.4	8.4
	2021E	6.8	4.6	18.1	17.5	10.6	8.6
	2022E	8.2	6.0	17.7	17.8	11.2	9.4
PER(배)	2020	402.3	741.9	34.0	25.2	36.8	17.2
	2021E	46.3	40.9	27.2	18.4	19.9	16.0
	2022E	35.7	29.7	24.3	15.8	16.7	13.4
PBR(배)	2020	2.7	1.3	5.0	2.3	2.3	1.4
	2021E	3.1	1.7	4.8	3.1	2.0	1.3
	2022E	2.9	1.6	4.2	2.7	1.8	1.2
EV/EBITDA(배)	2020	19.1	8.8	16.1	13.6	13.7	7.6
	2021E	14.9	7.1	14.6	12.1	12.6	6.9
	2022E	13.1	5.9	12.9	10.4	11.2	6.0

주: 추정치는 Bloomberg 수치 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

붙임 5. 해외 화장품 동종 업체 비교

[표39] 해외 주요 화장품 업체 밸류에이션 테이블

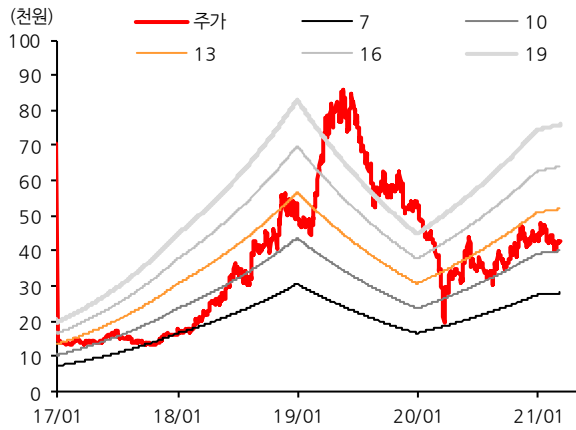
(단위: 십억 원, 원)

		L'OREAL	ESTEE LAUDER	PROCTER & GAMBLE	UNILEVER	SHISEIDO	KAO CORP	KOSE CORP	SHANGHAI JAHWA	PROYA COSMETICS
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
결산월		12	06	06	12	12	12	03	12	12
주가 (21.03.12)		437,955	329,135	145,830	62,381	84,174	74,805	177,695	7,564	28,581
시가총액		245,199	119,397	359,102	164,276	33,668	36,054	10,767	5,128	5,748
매출액	2020	37,649.7	17,087.7	84,816.8	68,224.3	10,171.9	15,265.2	3,564.7	1,201.5	527.0
	2021E	41,230.1	17,944.9	85,143.4	68,975.9	10,897.8	15,021.5	2,932.1	1,412.1	830.0
	2022E	44,141.0	20,224.0	88,185.3	71,226.2	11,633.7	15,600.9	3,177.5	1,590.7	1,025.6
영업이익	2020	6,052.5	724.4	18,775.7	11,167.6	165.3	1,939.2	437.6	69.3	75.9
	2021E	7,788.6	3,184.1	20,528.6	13,026.4	509.4	1,978.3	147.3	108.6	132.7
	2022E	8,536.4	3,797.3	21,472.5	13,629.5	967.8	2,199.1	307.5	167.4	164.2
순이익	2020	4,792.8	817.7	15,573.1	7,506.5	-128.8	1,393.3	290.2	73.5	66.2
	2021E	6,162.6	2,411.7	16,732.6	8,655.5	302.3	1,407.9	111.1	90.0	108.0
	2022E	6,732.7	2,824.2	17,582.7	9,464.8	615.6	1,550.1	211.8	132.2	135.8
EPS	2020	8,567.7	2,271.3	6,132.6	-	-322.4	2,897.2	5,087.9	109.3	330.7
	2021E	10,999.4	6,703.2	6,425.7	3,368.7	739.5	2,933.9	1,976.3	133.8	533.6
	2022E	12,026.8	7,849.0	6,838.0	3,631.5	1,574.3	3,265.6	3,690.1	195.2	668.8
순차입금	2020	-5,137.1	4,533.5	23,334.1	27,885.7	1,826.5	-832.4	-1,084.1	-492.5	-151.7
	2021E	-7,736.5	494.5	22,534.1	27,936.0	1,636.7	-578.5	-918.0	-63.5	-266,700.0
	2022E	-9,808.4	-19.3	23,014.3	26,933.3	1,533.7	-1,482.4	-876.9	-130.0	-358,066.8
EBITDA	2020	8,780.4	2,216.4	22,792.4	13,881.9	910.3	2,890.0	542.4	100.1	84.2
	2021E	9,889.7	3,952.6	24,024.1	15,398.2	1,208.8	2,883.5	265.8	124.0	143.0
	2022E	10,665.3	4,681.7	25,271.3	16,095.5	1,683.9	3,036.8	435.3	170.6	177.8
매출액성장률(%)	2020	-6.3	-3.8	4.8	-2.4	-18.6	-8.0	-1.6	-7.4	32.3
	2021E	9.5	5.0	0.4	1.1	7.1	-1.6	-17.7	17.5	57.5
	2022E	7.1	12.7	3.6	3.3	6.8	3.9	8.4	12.6	23.6
EPS성장률(%)	2020	-4.4	-61.3	253.8	-0.9	-	-14.5	-27.9	-22.9	36.1
	2021E	28.4	195.1	4.8	-	-329.4	1.3	-61.2	22.3	61.4
	2022E	9.3	17.1	6.4	7.8	112.9	11.3	86.7	45.9	25.3
영업이익률(%)	2020	16.1	4.2	22.1	16.4	1.6	12.7	12.3	5.8	14.4
	2021E	18.9	17.7	24.1	18.9	4.7	13.2	5.0	7.7	16.0
	2022E	19.3	18.8	24.3	19.1	8.3	14.1	9.7	10.5	16.0
순이익률(%)	2020	12.7	4.8	18.4	11.0	-1.3	9.1	8.1	6.1	12.6
	2021E	14.9	13.4	19.7	12.5	2.8	9.4	3.8	6.4	13.0
	2022E	15.3	14.0	19.9	13.3	5.3	9.9	6.7	8.3	13.2
ROE(%)	2020	12.2	16.4	27.8	39.2	-2.4	14.2	12.3	6.7	21.1
	2021E	14.4	46.0	32.1	41.1	8.0	14.6	4.8	7.4	21.6
	2022E	15.0	49.2	34.3	41.3	12.2	15.2	8.9	10.2	22.4
PER(배)	2020	48.8	29.8	23.4	-	42.3	30.4	28.5	54.3	44.9
	2021E	39.8	48.8	22.5	18.5	114.0	25.5	90.1	56.3	53.6
	2022E	36.4	41.6	21.1	17.1	53.6	22.9	48.4	38.6	42.7
PBR(배)	2020	6.0	17.3	6.5	-	5.9	4.1	3.4	3.6	8.7
	2021E	5.7	19.7	7.1	7.7	6.7	3.6	4.3	4.2	11.4
	2022E	5.4	17.1	6.9	7.3	6.2	3.4	4.0	3.9	9.5
EV/EBITDA(배)	2020	26.1	38.8	16.6	14.7	36.9	14.4	13.7	34.7	33.6
	2021E	24.0	30.3	15.9	12.7	29.4	12.4	37.8	40.9	38.4
	2022E	22.1	25.5	15.2	12.1	21.0	11.4	23.2	29.3	30.3

주: 추정치는 Bloomberg 수치 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

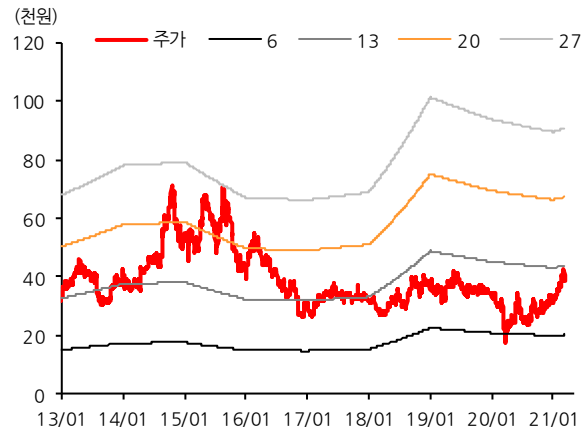
붙임 6. 국내/해외 업체 PER 밴드 차트

[그림107] 힐라홀딩스 PER 밴드 추이 (12M FWD)



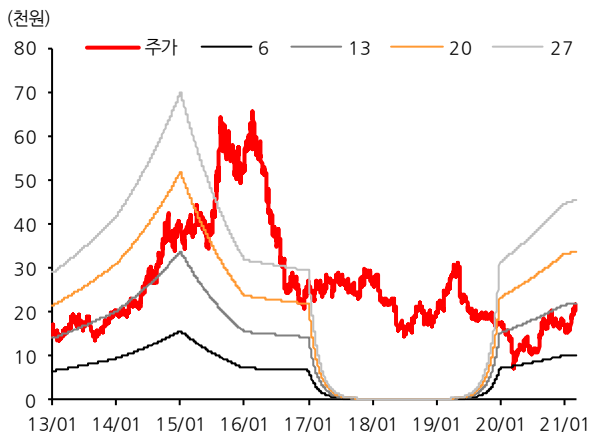
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림108] 영원무역 PER 밴드 추이 (12M FWD)



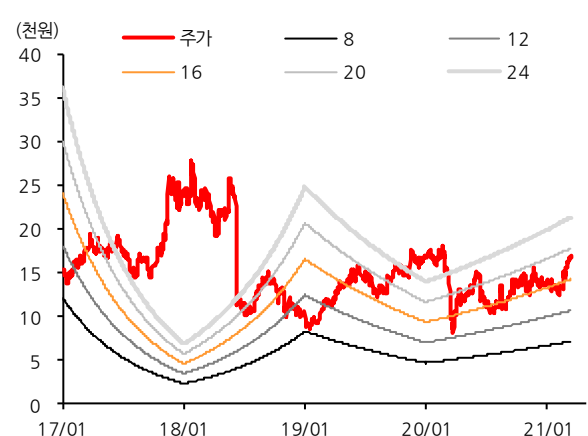
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림109] 한세실업 PER 밴드 추이 (12M FWD)



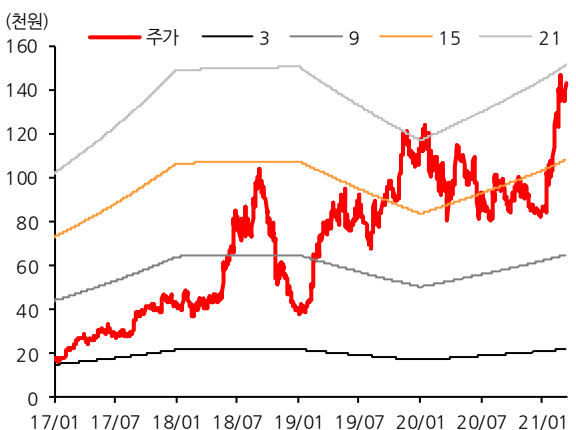
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림110] 화승엔터프라이즈 PER 밴드 추이 (12M FWD)



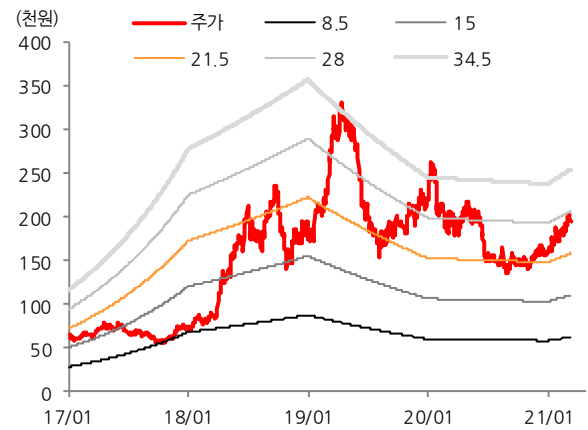
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림111] F&F PER 밴드 추이 (12M FWD)



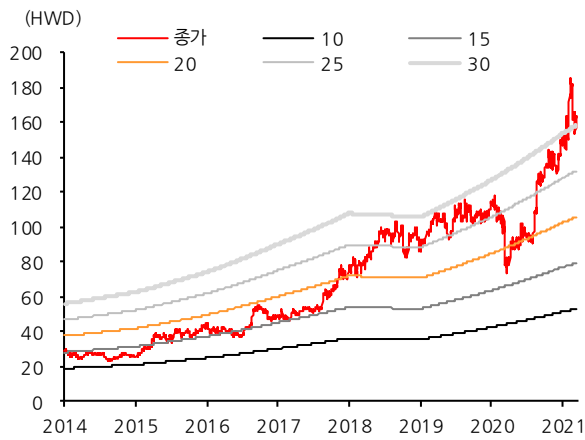
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림112] 신세계인터내셔널 PER 밴드 추이 (12M FWD)



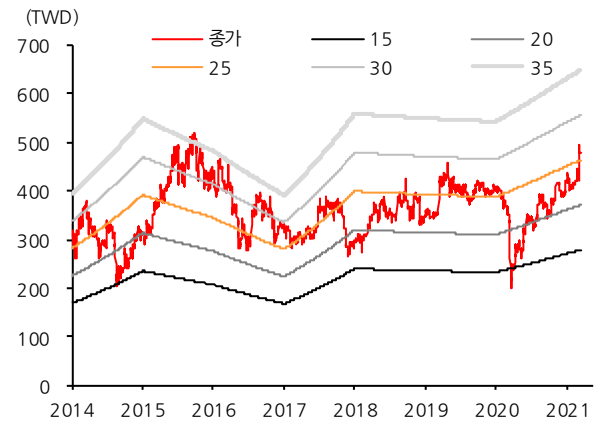
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림113] SHENZHOU PER 밴드 추이 (12M FWD)



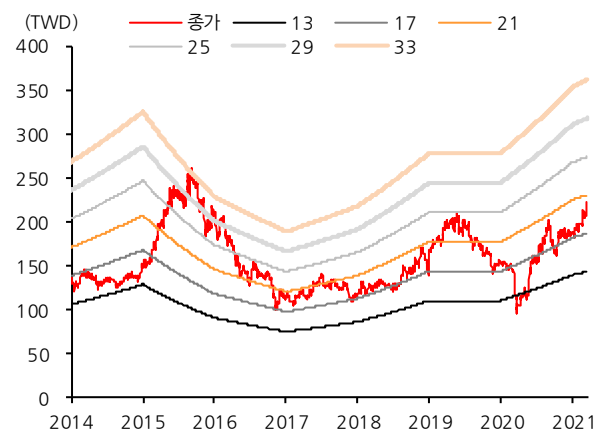
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림114] ECLAT PER 밴드 추이 (12M FWD)



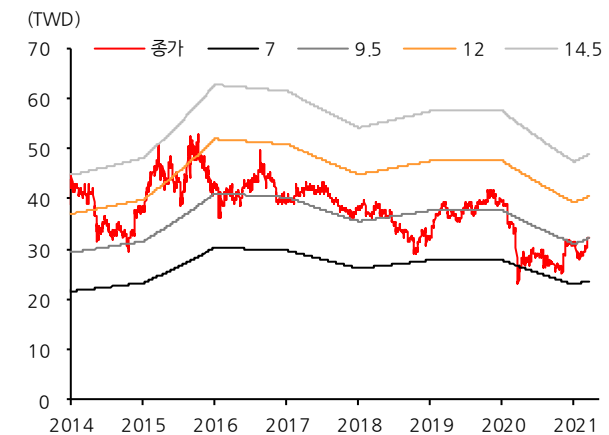
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림115] MAKALOT PER 밴드 추이 (12M FWD)



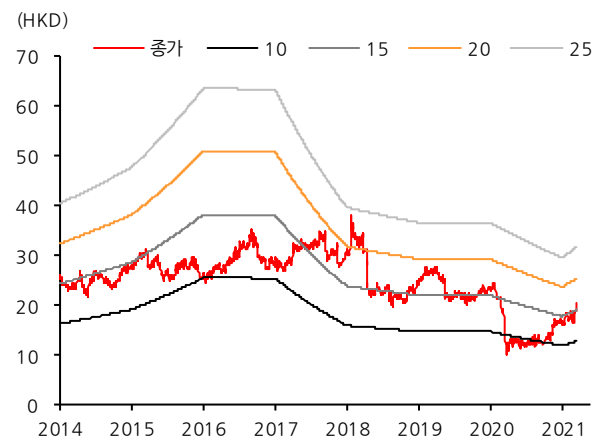
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림116] POU CHEN PER 밴드 추이 (12M FWD)



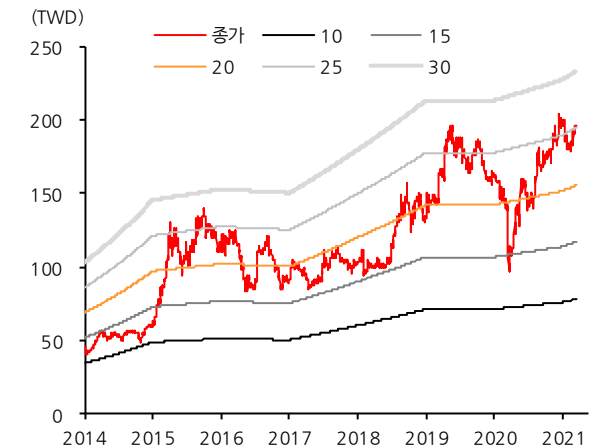
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림117] YUE YUEN PER 밴드 추이 (12M FWD)



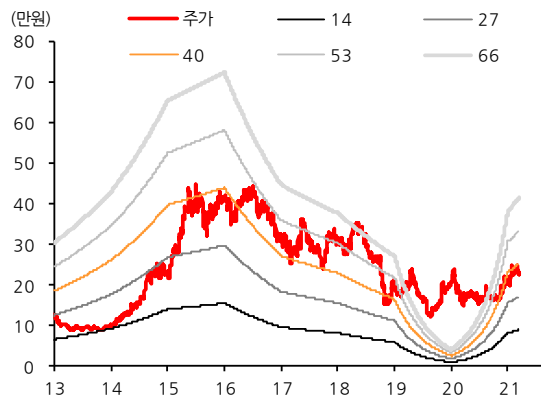
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림118] FENG TAY PER 밴드 추이 (12M FWD)



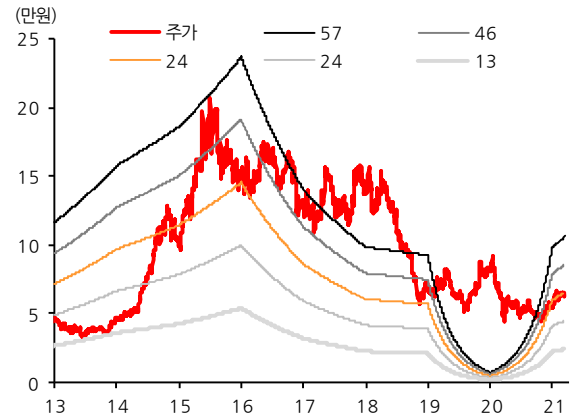
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림119] 아모레퍼시픽 PER 밴드 추이 (12M FWD)



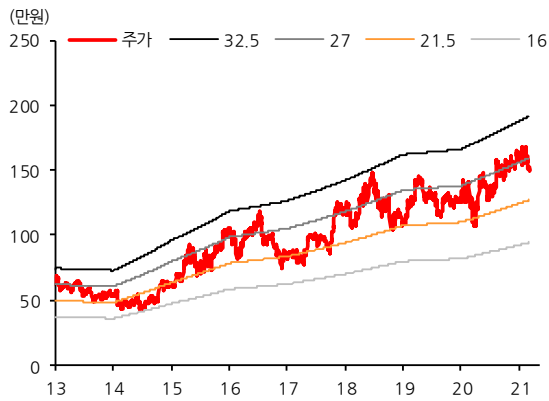
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림120] 아모레퍼시픽그룹 PER 밴드 추이 (12M FWD)



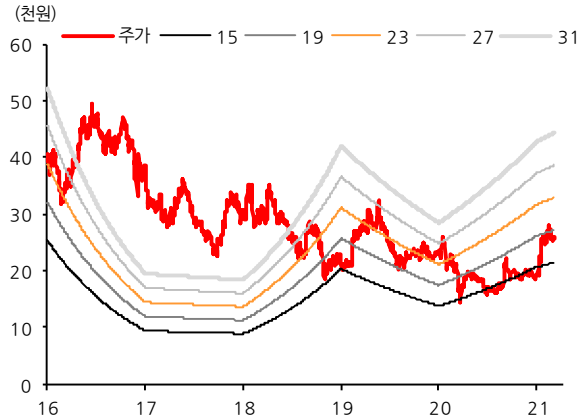
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림121] LG 생활건강 PER 밴드 추이 (12M FWD)



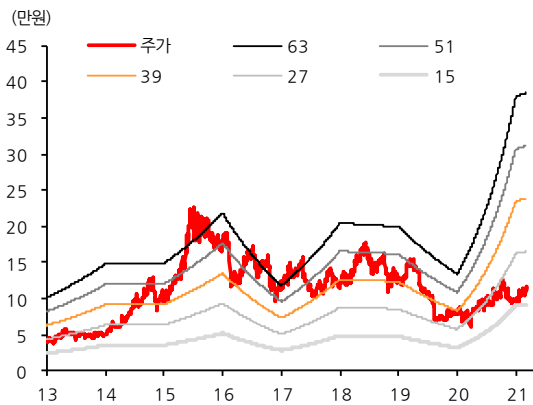
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림122] 연우 PER 밴드 추이 (12M FWD)



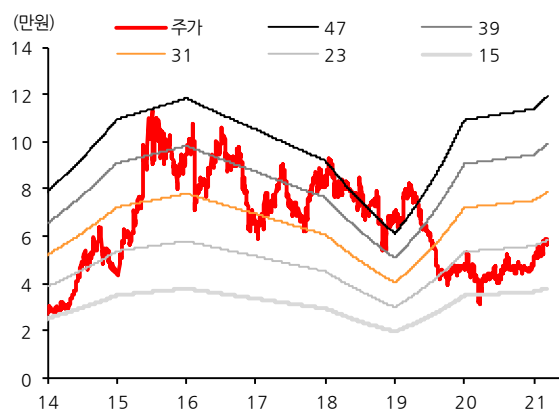
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림123] 코스맥스 PER 밴드 추이 (12M FWD)



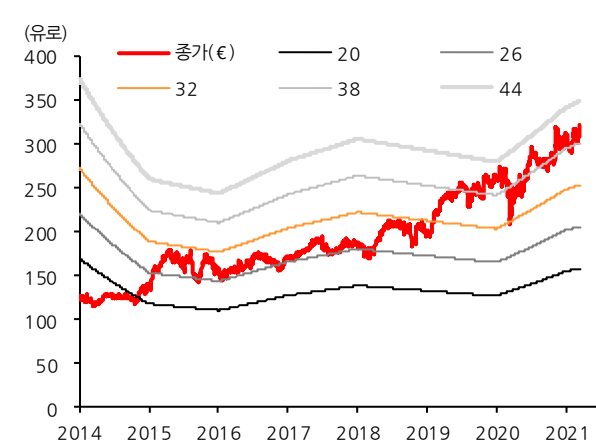
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림124] 한국콜마 PER 밴드 추이 (12M FWD)



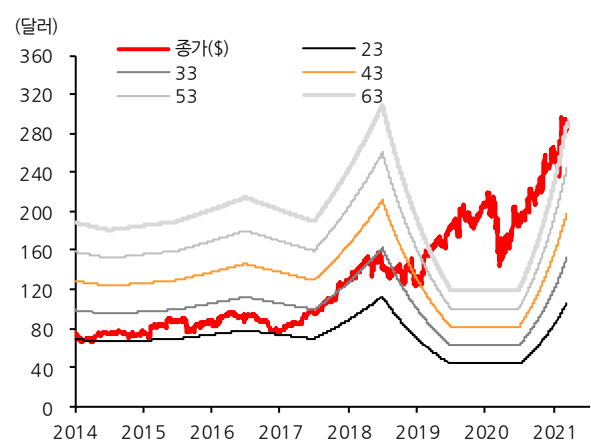
자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림125] 로레알 PER 밴드 추이 (12M FWD)



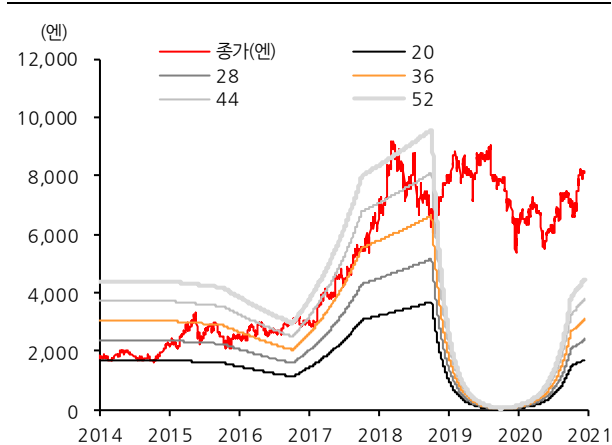
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림126] 에스티로더 PER 밴드 추이 (12M FWD)



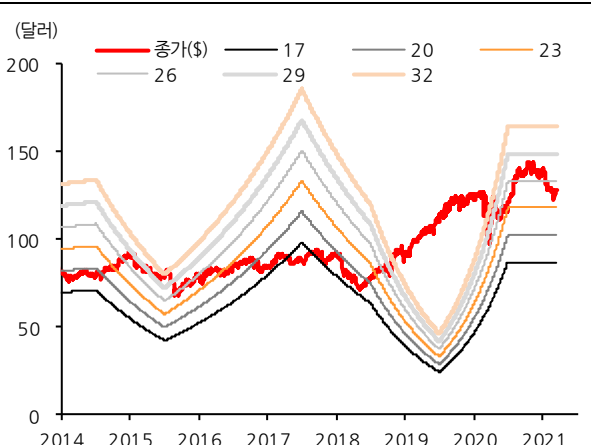
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림127] 시세이도 PER 밴드 추이 (12M FWD)



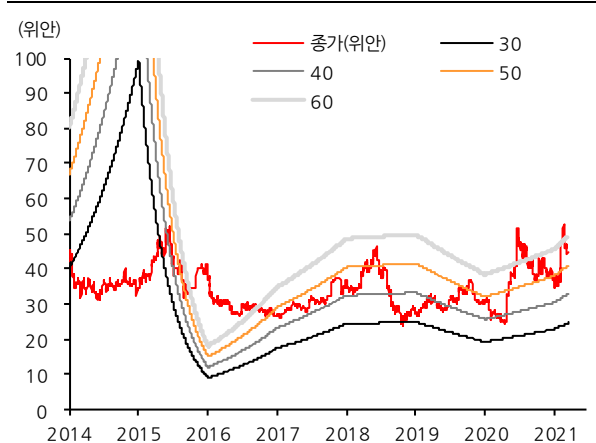
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림128] P&G PER 밴드 추이 (12M FWD)



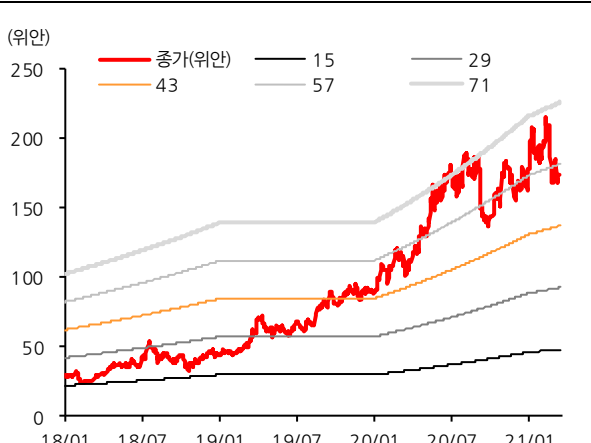
자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림129] 상하이자화 PER 밴드 추이 (12M FWD)



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[그림130] 프로야 PER 밴드 추이 (12M FWD)



자료: Bloomberg, 한화투자증권

[Compliance Notice]

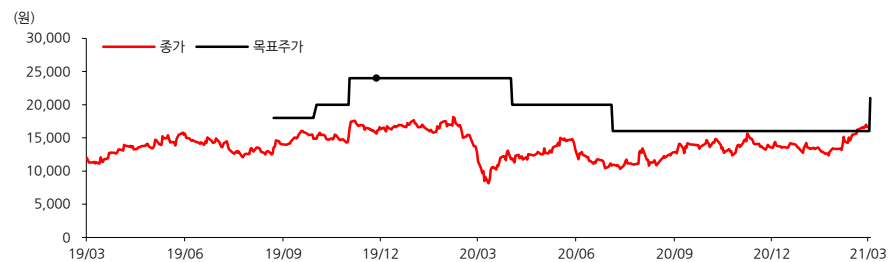
(공표일: 2021년 3월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[화승엔터프라이즈 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

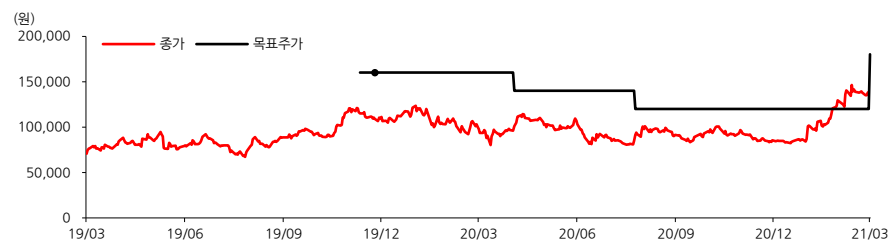
일 시	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.11.07	2019.11.14	2019.11.22
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	18,000	20,000	20,000	24,000	24,000
일 시	2020.01.07	2020.02.19	2020.02.24	2020.02.25	2020.04.14	2020.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	24,000	24,000	24,000	24,000	20,000	20,000
일 시	2020.06.02	2020.07.17	2020.08.18	2021.03.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	20,000	16,000	16,000	21,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	18,000	-17.71	-10.83
2019.10.14	Buy	20,000	-25.06	-21.00
2019.11.14	Buy	24,000	-36.53	-24.38
2020.04.14	Buy	20,000	-37.09	-25.00
2020.07.17	Buy	16,000	-16.73	6.25
2021.03.15	Buy	21,000		

[F&F 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.11.22	2019.11.22	2020.01.07	2020.02.04	2020.02.24	2020.04.14
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손효주	160,000	160,000	160,000	160,000	140,000

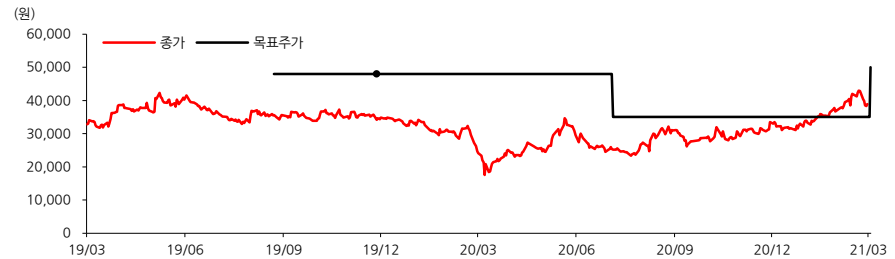
일 시	2020.05.11	2020.06.02	2020.08.05	2021.03.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	140,000	140,000	120,000	180,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.22	Buy	160,000	-34.52	-22.81
2020.04.14	Buy	140,000	-31.42	-18.21
2020.08.04	Buy	120,000	-17.73	22.08
2021.03.15	Buy	180,000		

[영원무역 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

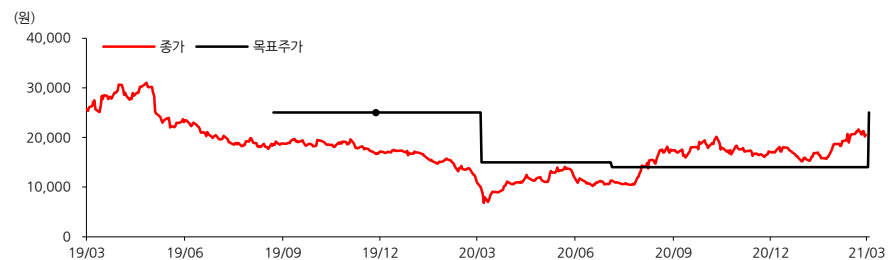
일 시	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.11.15	2019.11.22	2020.01.07
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손효주	48,000	48,000	48,000	48,000	48,000

일 시	2020.02.26	2020.07.17	2020.08.18	2021.03.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	48,000	35,000	35,000	50,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	48,000	-36.29	-22.40
2020.07.17	Buy	35,000	-10.76	22.71
2021.03.15	Buy	50,000		

[한세실업 주가와 목표주가 추이]



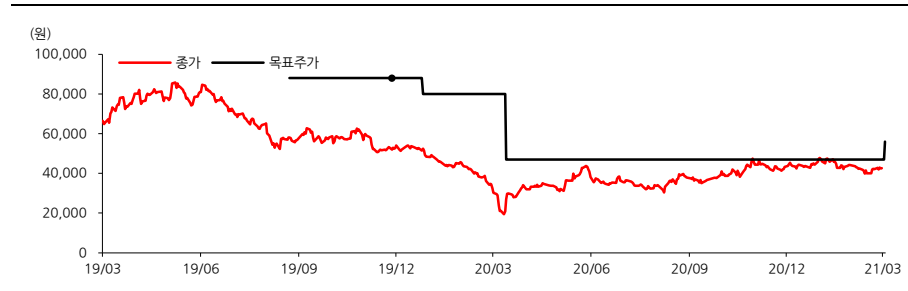
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.10.21	2019.11.15
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		손호주	25,000	25,000	25,000	25,000
일 시	2019.11.22	2020.01.07	2020.03.17	2020.07.17	2020.08.18	2021.03.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,000	25,000	15,000	14,000	14,000	25,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	25,000	-31.94	-21.20
2020.03.17	Buy	15,000	-26.15	-6.00
2020.07.17	Buy	14,000	18.53	54.29
2021.03.15	Buy	25,000		

[힐라홀딩스 주가와 목표주가 추이]



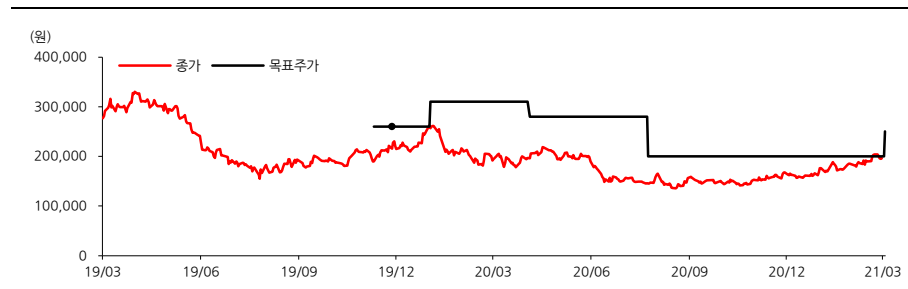
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.09.04	2019.09.04	2019.10.14	2019.11.12	2019.11.22
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		손호주	88,000	88,000	88,000	88,000
일 시	2020.01.07	2020.03.25	2020.05.18	2020.08.06	2021.03.15	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	80,000	47,000	47,000	47,000	56,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	88,000	-36.03	-28.64
2020.01.06	Buy	80,000	-49.28	-34.50
2020.03.25	Buy	47,000	-17.79	1.49
2021.03.15	Buy	56,000		

[신세계인터내셔널 주가와 목표주가 추이]



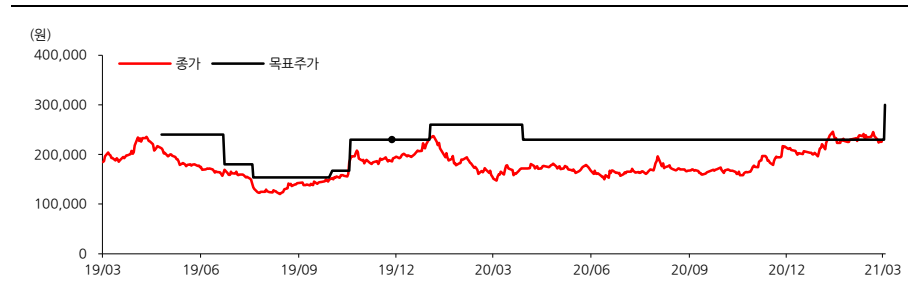
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.11.22	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.24	2020.04.16
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		손효주	260,000	310,000	310,000	280,000
일 시	2020.05.26	2020.06.02	2020.08.05	2021.03.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	280,000	280,000	200,000	250,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.11.22	Buy	260,000	-15.18	0.96
2020.01.14	Buy	310,000	-33.73	-15.81
2020.04.16	Buy	280,000	-35.55	-21.96
2020.08.04	Buy	200,000	-19.72	2.00
2021.03.15	Buy	250,000		

[아모레퍼시픽 주가와 목표주가 추이]



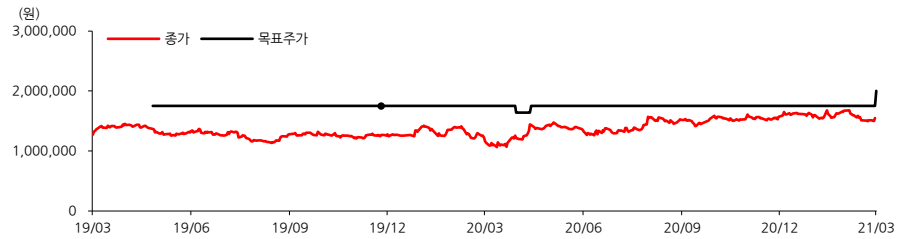
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.05.07	2019.05.07	2019.07.05	2019.08.01	2019.08.19
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		손효주	240,000	180,000	154,000	154,000
일 시	2019.10.11	2019.10.14	2019.10.31	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.06
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	154,000	167,000	230,000	230,000	260,000	260,000
일 시	2020.02.24	2020.04.10	2020.04.29	2020.06.02	2020.07.08	2020.08.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
일 시	2021.03.15					
투자의견	Buy					
목표가격	300,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Hold	240,000	-24.64	-11.67
2019.07.04	Hold	180,000	-12.10	-6.11
2019.08.01	Hold	154,000	-12.86	-2.60
2019.10.14	Hold	167,000	-5.53	10.18
2019.10.31	Buy	230,000	-14.97	0.87
2020.01.14	Buy	260,000	-30.46	-9.04
2020.04.10	Buy	230,000	-19.79	6.96
2021.03.15	Buy	300,000		

[LG생활건강 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

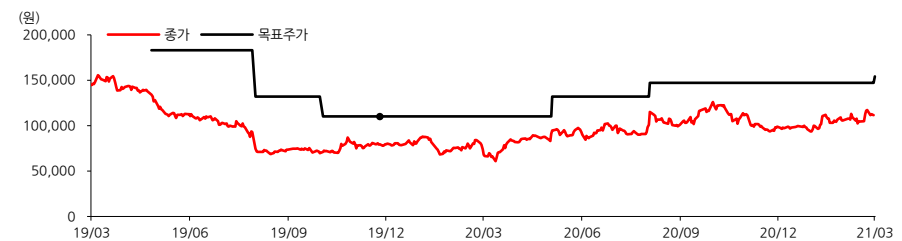
일 시	2016.08.12	2019.05.07	2019.05.07	2019.07.05	2019.07.26	2019.08.19
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		손효주	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000
일 시	2019.10.14	2019.10.25	2019.10.31	2019.11.22	2020.01.14	2020.01.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000
일 시	2020.02.24	2020.04.10	2020.04.24	2020.06.02	2020.07.08	2020.07.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,750,000	1,640,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000	1,750,000
일 시	2020.09.11	2021.03.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	1,750,000	2,000,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	1,750,000	-27.74	-18.74
2020.04.10	Buy	1,640,000	-22.80	-11.95
2020.04.24	Buy	1,750,000	-14.98	-4.00
2021.03.15	Buy	2,000,000		

[코스맥스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

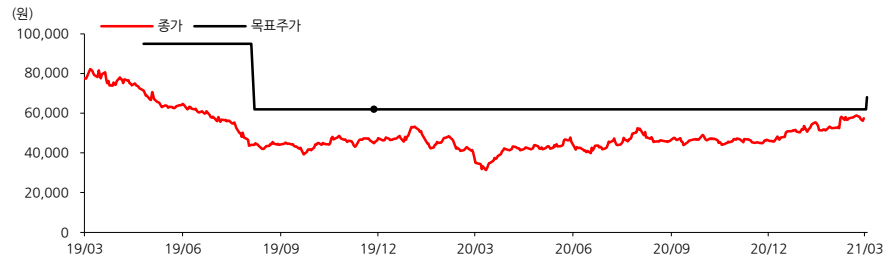
일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.05.14	2019.07.05	2019.07.26	2019.08.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손효주	183,000	183,000	183,000	183,000	132,000
일 시	2019.08.19	2019.10.14	2019.10.31	2019.11.14	2019.11.22	2020.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	132,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2020.02.21	2020.02.24	2020.04.06	2020.05.15	2020.06.02	2020.07.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	132,000	132,000	132,000
일 시	2020.08.14	2021.03.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	147,000	154,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	183,000	-41.03	-26.78
2019.08.12	Buy	132,000	-45.10	-42.95
2019.10.14	Buy	110,000	-28.85	-18.91
2020.05.15	Buy	132,000	-29.28	-22.35
2020.08.14	Buy	147,000	-28.23	-14.29
2021.03.15	Buy	154,000		

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



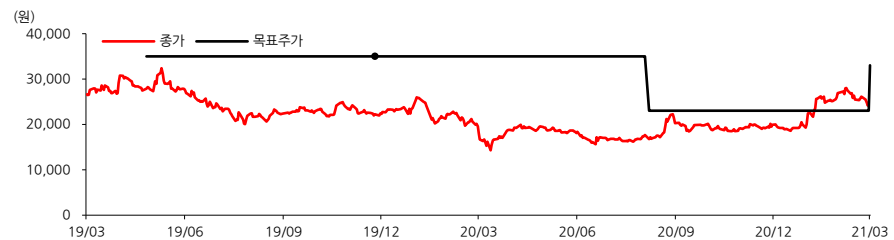
[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.05.17	2019.07.05	2019.08.19	2019.10.14
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손효주	95,000	95,000	95,000	62,000	62,000
일 시	2019.10.31	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.24	2020.04.07	2020.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000
일 시	2020.05.28	2020.06.02	2020.07.13	2020.08.18	2021.03.15	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	68,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	95,000	-37.00	-24.84
2019.08.19	Buy	62,000	-28.82	-14.19
2021.03.15	Buy	68,000		

[연우 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

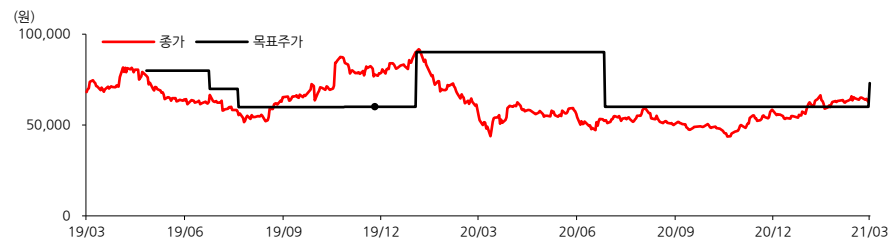
일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.06.05	2019.07.05	2019.08.19	2019.08.29
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2019.10.14	2019.10.31	2019.11.14	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
일 시	2020.08.18	2021.03.15				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	23,000	33,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	35,000	-35.00	-7.57
2020.08.19	Buy	23,000	-8.68	21.74
2021.03.15	Buy	33,000		

[아모레G 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

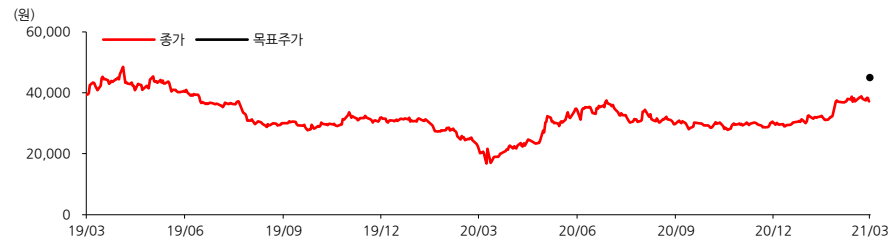
일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.07.05	2019.08.01	2019.08.19	2019.10.11
투자의견	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	손호주	80,000	70,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2019.10.14	2019.10.31	2020.01.14	2020.07.08	2020.08.03	2021.03.15
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	60,000	60,000	90,000	60,000	60,000	73,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Hold	80,000	-17.73	-3.50
2019.07.04	Hold	70,000	-13.11	-4.86
2019.08.01	Hold	60,000	19.03	50.35
2020.01.14	Hold	90,000	-32.87	1.78
2020.07.08	Hold	60,000	-8.98	10.67
2021.03.15	Buy	73,000		

[한섬 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.03.15	2021.03.15			
투자의견	담당자 변경	Buy			
목표가격		45,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.15	Buy	45,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%