



# 의류/화장품 (Positive)

## 중소형기업 Corporate Day Review

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

지난 5/25(화)~27(목) 진행된 의류/화장품 중소형 종목 Corporate Day에 대한 리뷰를 정리하고 투자전략을 제시합니다.

### 의류/화장품 중소형 업체 Corporate Day 후기

최근 코로나19의 정상화 기대감 속에서 내수 소비의 회복 속도가 예상보다 빠르게 올라오고 있다. 이에 최근 관련 기업들에 대한 관심이 증가하고 있어 당사는 지난 5/25(화)~27(목) 총 3일간 의류/화장품 중소형 기업들을 중심으로 Corporate Day를 진행하였다. 업체별로 개선 속도와 시점은 차별적이나 모두 실적 성장에 대한 긍정적인 자신감을 제공하였다. 특히 생산업체들의 오더 수주 상황이 긍정적임에 따라 전방 산업의 수요 확대가 지속되고 있는 것으로 판단된다.

### 중소형 의류 OEM/섬유 : 전방 산업의 수주 증가로 실적 성장 전망

중소형 의류 OEM/섬유 업체 제이에스코퍼레이션, 백산, 태평양물산, 호전실업 모두 전방 산업의 회복에 따른 긍정적인 수주 성장 가이드를 제시하였다. 다만 업체별로 시차가 존재한다. 캐주얼 가방 및 의류 생산 업체인 제이에스코퍼레이션의 경우 지난 1분기부터 실적 회복이 본격화되며 추세가 이어지고 있다. 성수기 3분기로 갈수록 실적 모멘텀이 강화될 것으로 예상된다. 스포츠 의류에 납품하는 백산, 태평양물산, 호전실업의 경우 1분기까지는 부진하였으나, 베이스 부담이 낮아지는 2분기부터 모두 실적 회복이 나타날 것으로 전망한다. 최근 내수 소비 호조에 따라 최근 오더 상황이 긍정적으로 증가하고 있는 것으로 파악된다.

### 화장품 ODM/용기 : 전방 산업의 회복에 따른 실적 개선 기대

화장품 용기 및 ODM업체인 코스메카코리아, 연우, 펌텍코리아 역시 전방 산업의 회복에 따라 긍정적인 실적 성장 가이드를 제시하였다. 다만 업체별 실적 회복의 시점과 속도는 상이하다. 코스메카코리아의 경우 중국과 미국법인의 정상화가 긍정적이다. 연우의 경우 1분기부터 국내 고객사들의 오더 물량 증가와 내부 체질개선으로 인한 이익 레버리지 효과로 실적호조가 나타나고 있다. 하반기에는 유럽 바이어들의 실적 회복이 더해져 실적 성장이 기대된다. 펌텍코리아의 경우 본업은 베이스가 낮아지는 2분기 이후부터 회복세가 나타날 것으로 예상하고, 건강기능식품 자회사 잘론네츄럴의 성장으로 외형 확대가 기대된다.

### 의류/화장품 브랜드 : 여전히 살아있는 중국 성장 기대감

의류와 화장품 브랜드 업체 에스제이그룹, 더네이처홀딩스, 코웰패션, 클리오 모두 중국 성장에 대한 기대감을 다시 한번 확인시켜 주었다. 특히 최근 내수 의류 소비 확대로 내수가 탄탄한 가운데 에스제이그룹과 더네이처홀딩스는 하반기부터 중국 온라인 사업을 가시화할 것으로 전망한다. 코웰패션의 경우 의류보다는 자회사 화장품 사업을 통해 중국 사업을 시작할 계획이다. 클리오는 상반기까지는 베이스 부담으로 실적이 부진하나 하반기부터는 실적 개선세가 나타날 것으로 전망한다. 특히 지난 1분기 중국 온라인 성장률이 의미있는 수치를 기록하였다. 향후 카테고리 및 브랜드 확대로 성장성을 지속시켜나갈 계획이다. 코로나19 정상화로 인해 마스크 필수 착용이 사라지면 현재 부진한 색조 부문에서의 실적 개선도 기대된다.

[표1] 의류/화장품 중 소형 종목 투자포인트 정리

구분	기업명	현재주가 (원)	시가총액 (십억원)	2021E 컨센서스 추정치 (십억원)				투자포인트
				매출액	영업이익	순이익	P/E(배)	
의류OEM /섬유	백산	11,100	268.6	423.8	44.0	32.6	8.2	- 기저가 낮아지는 2분기부터 실적 개선 기대 - 주요 사업 신발에서의 캐파 확장과 자동차부문에서의 지역 및 고객사 확장으로 중장기 성장도 긍정적
	호전실업	15,900	127.2	324.1	20.3	13.1	9.7	- 기저가 낮아지는 2분기부터 실적 개선 기대 - 전방기업 회복과 신규 바이어 확대로 실적 성장 전망 - 최근 인도네시아의 노동법이 기업친화적으로 개정되어 비용 세이브 효과 기대
	태평양물산	2,795	134.6	904.7	37.9	15.3	8.8	- 전방산업 회복에 따라 오더 물량 확대 전망 - 가동률 상승과 로스율 개선 노력에 따라 중장기 수익성 상승 기대
	제이에스코퍼레이션	19,100	254.7	969.4	47.6	35.2	7.2	- 본업과 약진통상 모두 전방산업 회복에 따른 오더물량 증가 전망 - 가동률 상승에 따라 수익성 개선 기대
화장품ODM /용기	코스메카코리아	16,150	172.5	387.5	16.3	8.1	21.2	- 중국 법인 매출 상승에 따른 가동률 증가로 적자폭 축소 전망 - 동종업체 중에서 가장 안정적인 미국 법인 실적 기록
	연우	30,800	381.9	296.5	28.3	22.1	17.3	- 국내 고객사 업체의 물량증가와 내부체질개선으로 실적 턴어라운드 지속 전망 - 하반기 유럽 고객사도 정상화된다면 실적 모멘텀 지속될 것으로 기대
	펄텍코리아	23,300	288.9	227.6	31.6	22.7	12.8	- 전방 산업 회복에 따른 본업 실적 개선 기대 - 잘론네츄럴(지분 60%), 건강기능식품 시장 확대에 따른 성장 기대
화장품/의류 브랜드	클리오	27,450	475.8	240.3	14.9	12.9	36.9	- 하반기부터 낮은 베이스와 채널 구조조정 효과로 턴어라운드 기대 - 국내는 물론 중국, 일본, 미국으로의 온라인 채널 확장 - 코로나 정상화로 색조 브랜드 매출 증가시 실적 모멘텀 더욱 강화
	에스제이그룹	29,750	293.5	142.5	26.7	22.4	13.1	- 국내 소비 회복에 따른 실적 성장 기대 - 중국 티몰 글로벌 입점 및 하이난 면세점 입점 완료시 해외 성장 기대
	더네이처홀딩스	59,800	434.9	378.8	68.4	54.1	8.0	- 국내 소비 회복과 키즈 확장으로 외형성장 확대 기대 - 올 하반기 중국 온라인 사업 진출시 해외 성장에 대한 모멘텀 가시화될 것으로 전망
	코웰패션	6,480	573.5	475.5	91.5	64.1	8.9	- 글로벌 브랜드 전개, 완전 외주생산, 온라인/홈쇼핑 채널 집중으로 높은 수익성 유지할 전망 - 올해 신규 브랜드 런칭 및 자회사 실적 개선으로 안정적 실적 성장 기대

주1: 현재주가 / 시가총액 / 컨센서스 추정치 기준일은 2021/06/01

주2: P/E는 시가총액/컨센서스 순이익으로 계산한 수치

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

**업체들 투자모멘텀별 정리**

모든 기업들이 긍정적인 가이던스를 제시함에 따라 ① 단기 실적 모멘텀, ② 중기 실적 모멘텀, ③ 해외 확장, ④ 이익 레버리지로 각 투자 모멘텀별로 업체를 구분해서 정리해보았다. ① 단기 실적 모멘텀은 이미 현재 실적 개선이 가파르게 진행되고 있는 업체들이고, ② 중기 실적 모멘텀은 이르면 2분기 혹은 하반기부터 실적 개선이 기대되는 업체들이다. ③ 해외 확장은 국내 사업을 영위하는 업체들이 추가적으로 해외 성장 모멘텀을 갖을 수 있는지에 대한 모멘텀이다. 따라서 해외 사업만을 영위하고 있는 의류 OEM/섬유 업체는 자연스럽게 제외되었다. 마지막 ④ 이익 레버리지는 향후 외형 성장에 따른 추가적인 수익성 개선이 기대되는 업체들을 선별했다.

[표2] 업체별 투자모멘텀 정리

구분	기업명	①단기 실적 모멘텀	②중기 실적 모멘텀	③해외 확장	④이익 레버리지
의류 OEM/섬유	백산				
	호전실업				
	태평양물산				
	제이에스코퍼레이션				
화장품ODM/용기	코스메카코리아				
	연우				
	팜텍코리아				
화장품/의류 브랜드	클리오				
	에스제이그룹				
	더네이처홀딩스				
	코웰패션				

자료: 한화투자증권 리서치센터

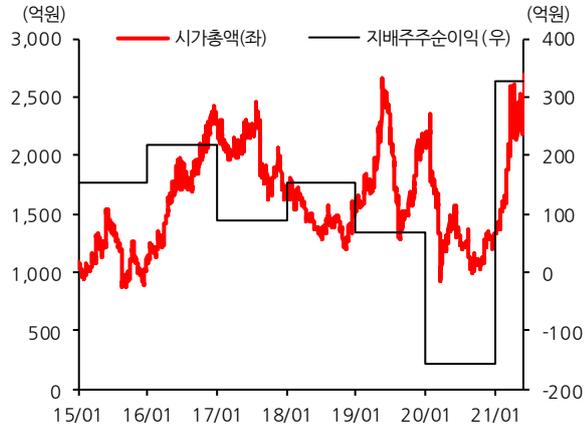
[표3] 업체별 2021년 가이던스

구분	기업명	2021년 가이던스
의류 OEM/섬유	백산	- 연결기준 매출액 4,000 억원, 영여빙익 400 억원
	호전실업	- 매출액 기준 전년 대비 10-15% 성장 / 2019년 대비해서는 5-10% 성장 - 영업이익률은 2019년 수준인 6% 계획
	태평양물산	- 사업계획은 2019년 수준으로 회복하는 것
	제이에스코퍼레이션	- 연결 기준 매출액 9,000 억원 이상
화장품ODM/용기	코스메카코리아	- 연결 매출 기준 10-11% 성장한 3,770 억원 내외 전망 - 한국 법인 : 작년과 유사한 수준 - 미국은 18% 내외 성장한 1620-1630 억원 전망 - 중국 법인은 약 60% 이상 성장한 400 억원 이상 전망
	연우	- 매출액 2950 억원, 영업이익률 9% 정도
	팜텍코리아	- 매출액 2,280 억원, 영업이익 305 억원
화장품/의류 브랜드	에스제이그룹	- 매출액 1410 억원(기준 1280 억원에서 상향) - 브랜드별 강골 810 억원 / 헬렌카민스키 290 억원 / 키즈 300 억원 - 영업이익 270 억원, 영업이익률 19%
	더네이처홀딩스	- 매출액 3750 억원, 영업이익 620 억원, 영업이익률 16.5%

자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

# 1. 업체별 시가총액 및 순이익 추이

[그림1] 백산 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 호전실업 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 태평양물산 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 제이에스코퍼레이션 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 코스메카코리아 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연우 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 펌텍코리아 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 클리오 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 에스제이그룹 시가총액 및 순이익 추이 비교



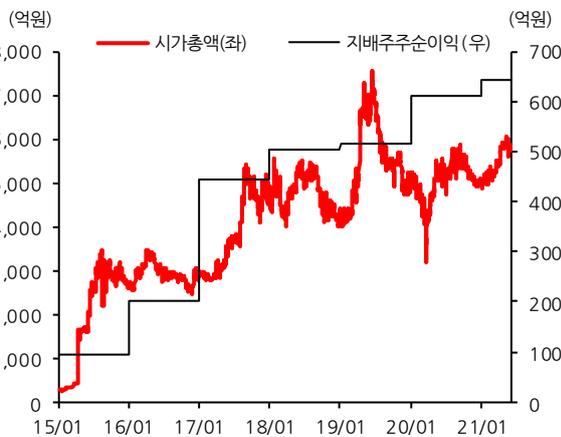
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 더네이처홀딩스 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

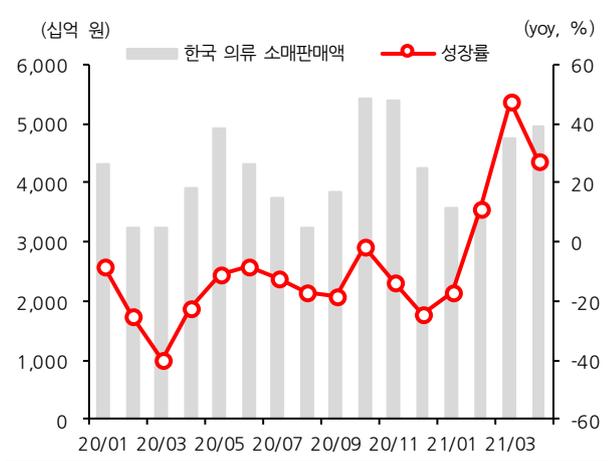
[그림11] 코웰패션 시가총액 및 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

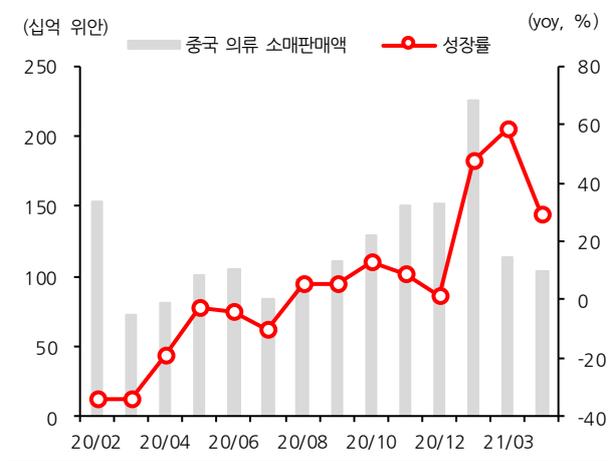
## 2. 의류 산업 주요 그래프

[그림12] 한국 의류 소매 판매액 추이



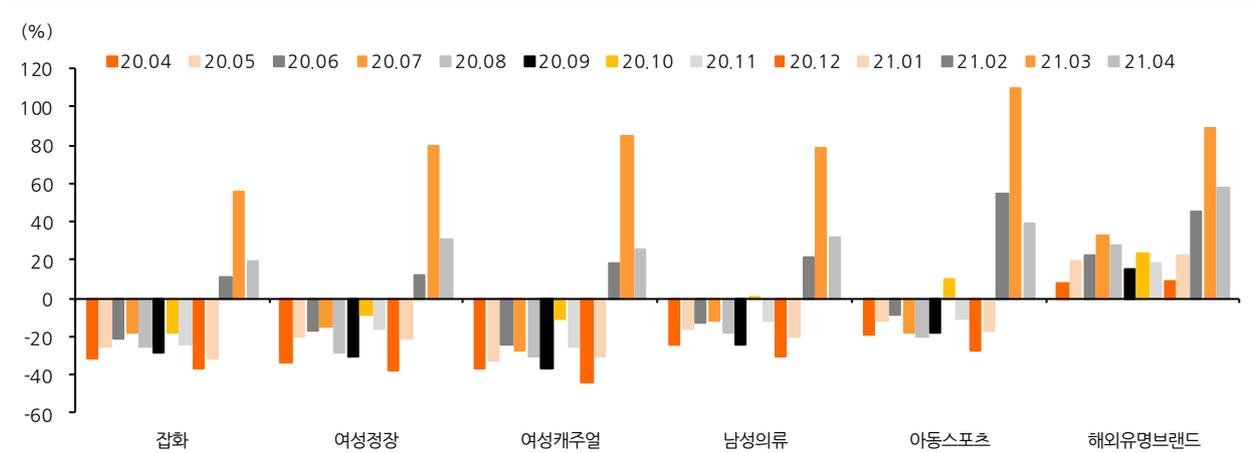
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 중국 의류 소매 판매액 추이



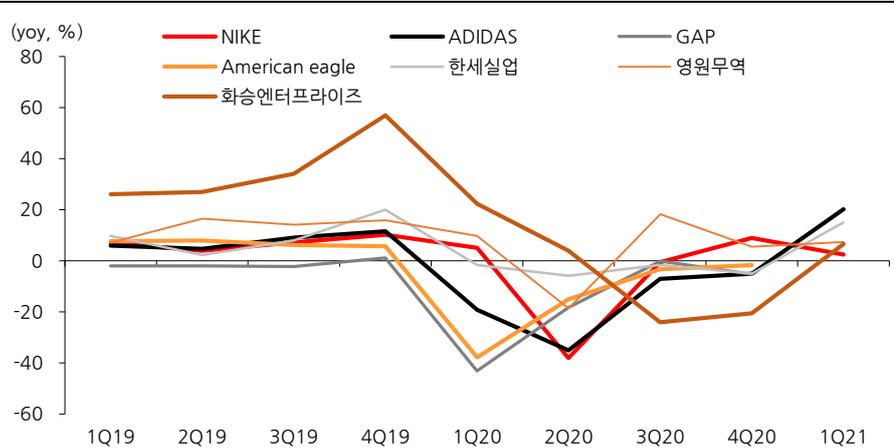
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 한국, 백화점 상품별 매출 성장률 추이 (월별)



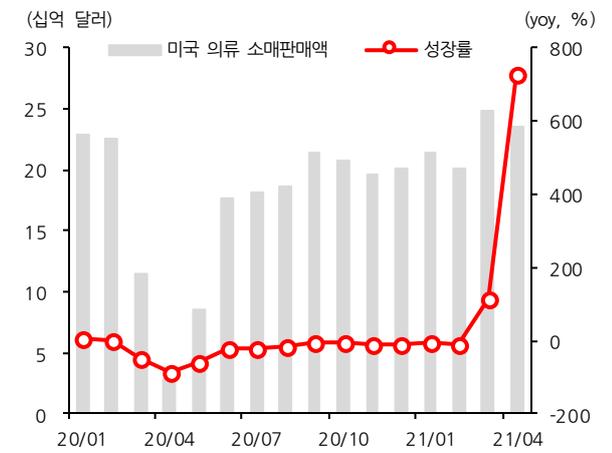
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주요 의류 브랜드 및 신발 OEM 업체 분기별 매출 성장률 비교



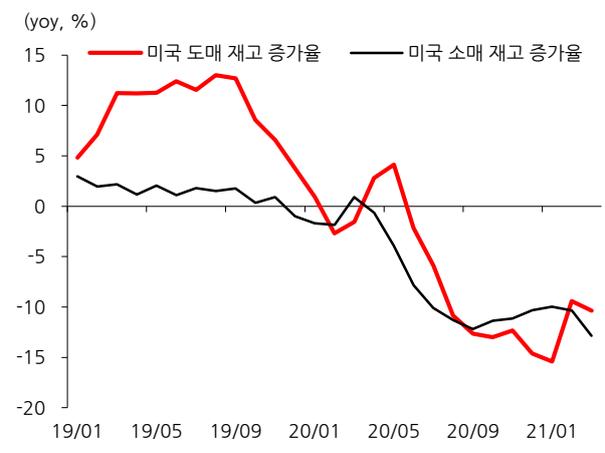
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 미국 의류 소매 판매액 추이



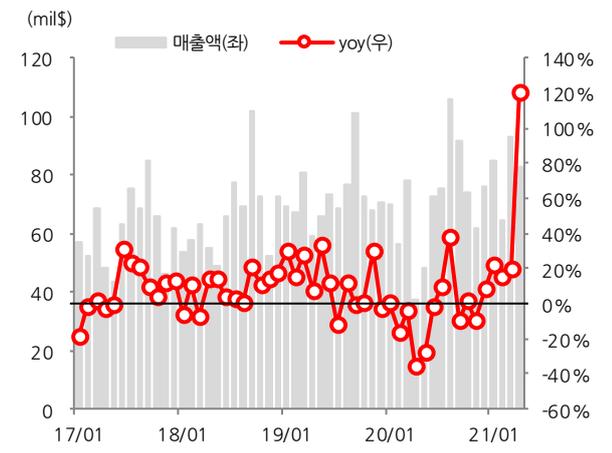
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 미국 의류 소매 및 도매 재고 증가율



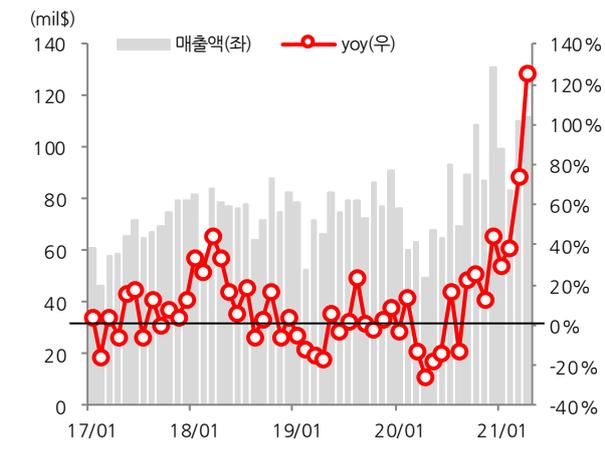
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] Makalot 월별 실적 추이



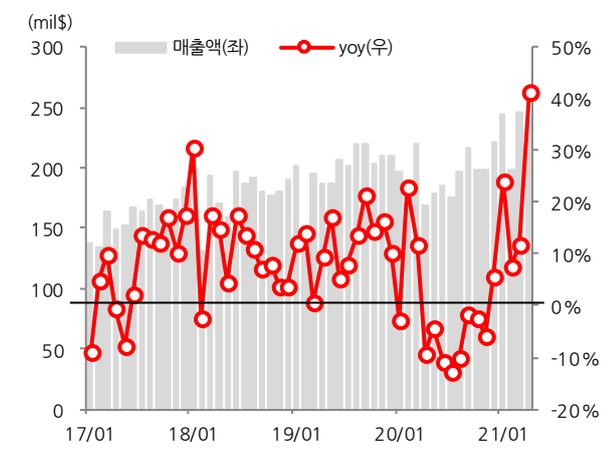
자료: Makalot, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] Eclat 월별 실적 추이



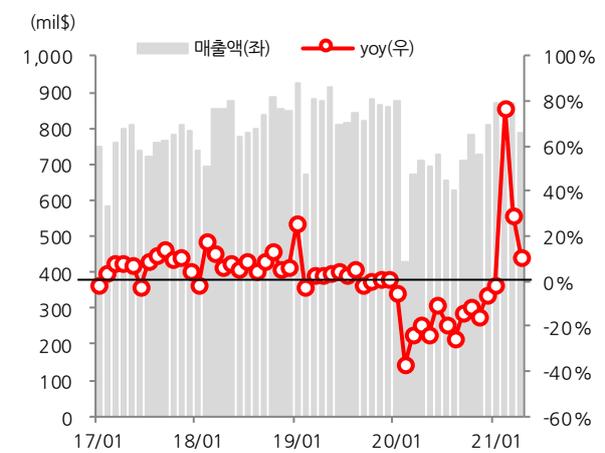
자료: Eclat, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] Feng Tay 월별 실적 추이



자료: Feng Tay, 한화투자증권 리서치센터

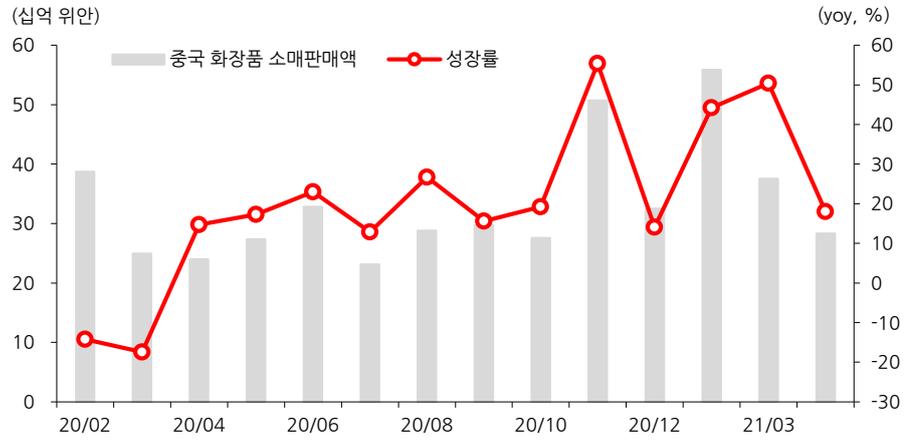
[그림21] Yue Yuen 월별 실적 추이



자료: Yue Yuen, 한화투자증권 리서치센터

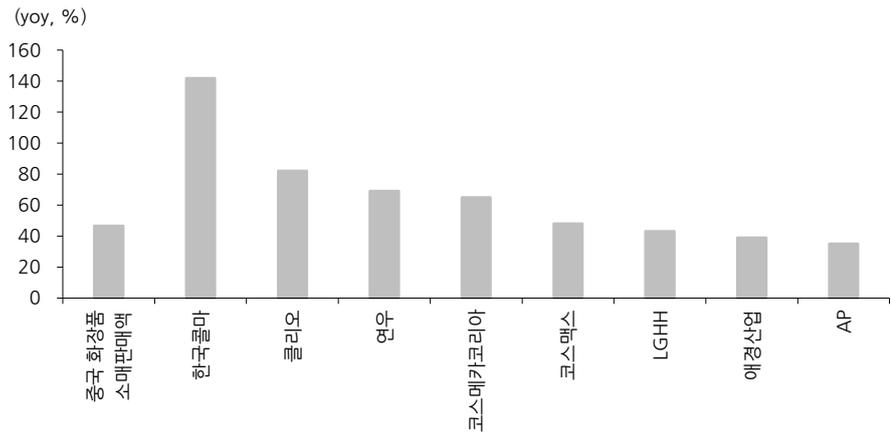
### 3. 화장품 산업 주요 그래프

[그림1] 중국 화장품 소매 판매액 추이



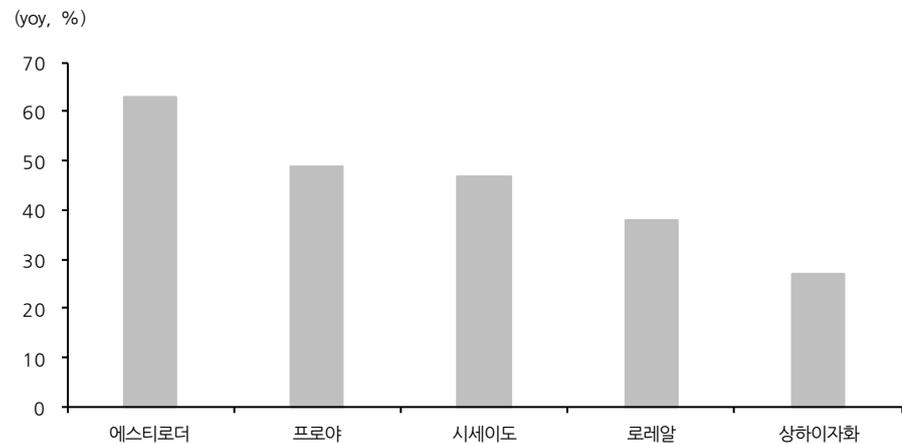
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 한국 화장품 업체, 1Q21 업체별 중국 사업 성장률 비교



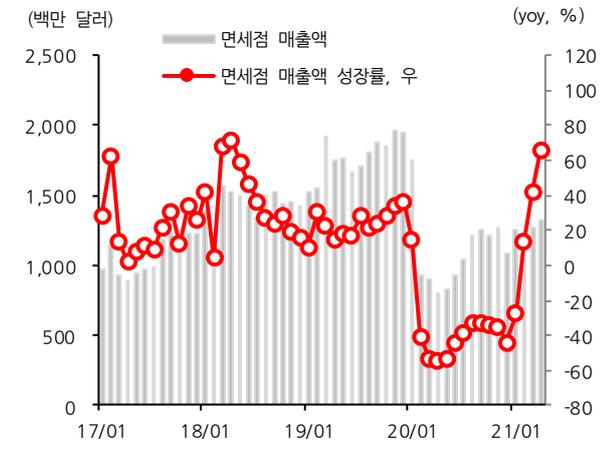
주 : AP는 아모레퍼시픽, LGHH는 LG생활건강,  
 자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 해외 화장품 업체, 1Q21 업체별 중국 사업 성장률 비교



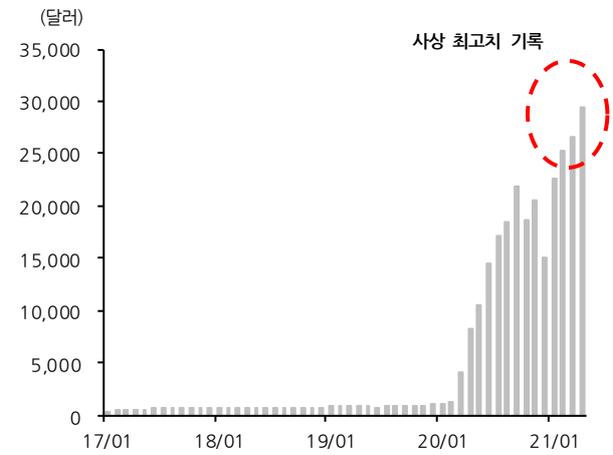
주: 프로야, 상하이자화는 매출액 성장률 / 자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국내 면세점 매출액 월별 추이



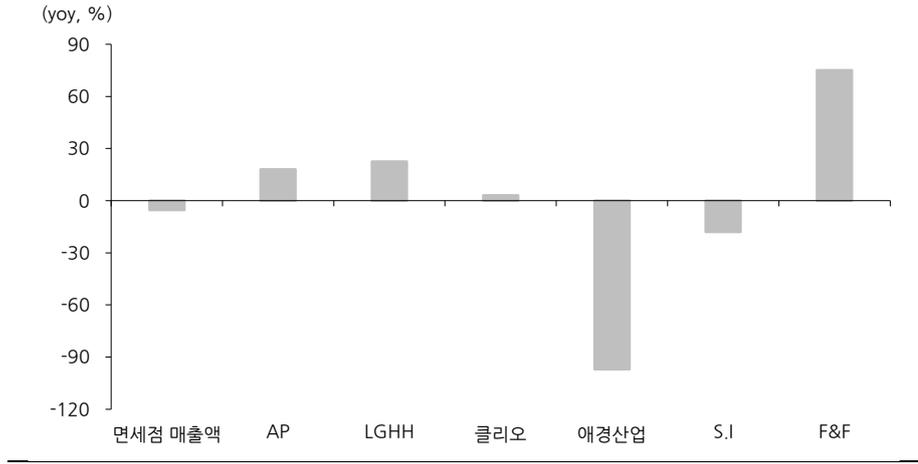
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 면세점 외국인 1인당 매출액 월별 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 화장품/의류 1Q21 업체별 면세 사업 성장률 비교



주 : AP는 아모레퍼시픽, LGHH는 LG생활건강, S.I는 신세계인터내셔널 / S.I 면세점 사업 매출액 성장률은 당사 추정치  
 자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터



# 백산 (035150)

본업 회복과 자회사 구조조정 효과로 실적 턴어라운드 기대

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

## Not Rated

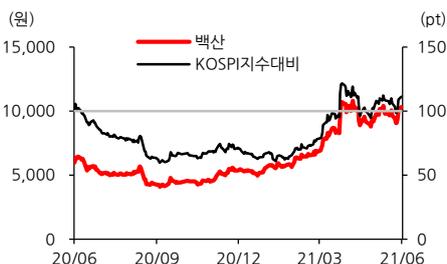
현재 주가(6/1)	11,100원
상승여력	-
시가총액	2,686억원
발행주식수	24,200천주
52 주 최고가 / 최저가	11,100 / 4,085원
90 일 일평균 거래대금	181.58억원
외국인 지분율	3.6%
주주 구성	
김한준 (외 9 인)	52.2%
자사주 (외 1 인)	2.3%
자사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.9	63.2	106.3	85.9
상대수익률(KOSPI)	18.6	56.3	84.0	29.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	211	323	469	383
영업이익	24	22	32	4
EBITDA	27	25	40	13
지배주주순이익	9	15	7	-16
EPS	371	631	282	-650
순차입금	-14	59	88	56
PER	18.7	10.0	31.9	-8.5
PBR	1.3	1.1	1.5	1.1
EV/EBITDA	5.8	8.3	7.6	15.1
배당수익률	1.4	1.6	1.1	1.8
ROE	7.3	11.7	4.9	-12.0

### 주가 추이



1 분기 실적은 부진했으나 기저가 낮아지는 2 분기부터 본업의 실적 회복이 전망됩니다. 특히 그동안 실적 악화에 큰 영향을 미쳤던 자회사 최신통산은 전년 구조조정을 완료한 효과로 올해 연결 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대합니다.

### 기업 개요

1984년 설립된 PU합성피혁 제조 및 판매 기업이다. 1986년부터 나이키 및 아디다스의 스포츠신발, 1993년부터는 퓨마, 리복, 아식스에 공급을 시작했다. 현재 전세계 신발 합성피혁 시장 점유율 2위를 차지하고 있다. 전자제품 케이스 및 차량 내장재(시트 등)에 들어가는 합성피혁도 공급하고 있다. 2018년에는 니트외류 OEM/ODM 업체인 최신통산을 인수하며 외형 성장을 도모했다.

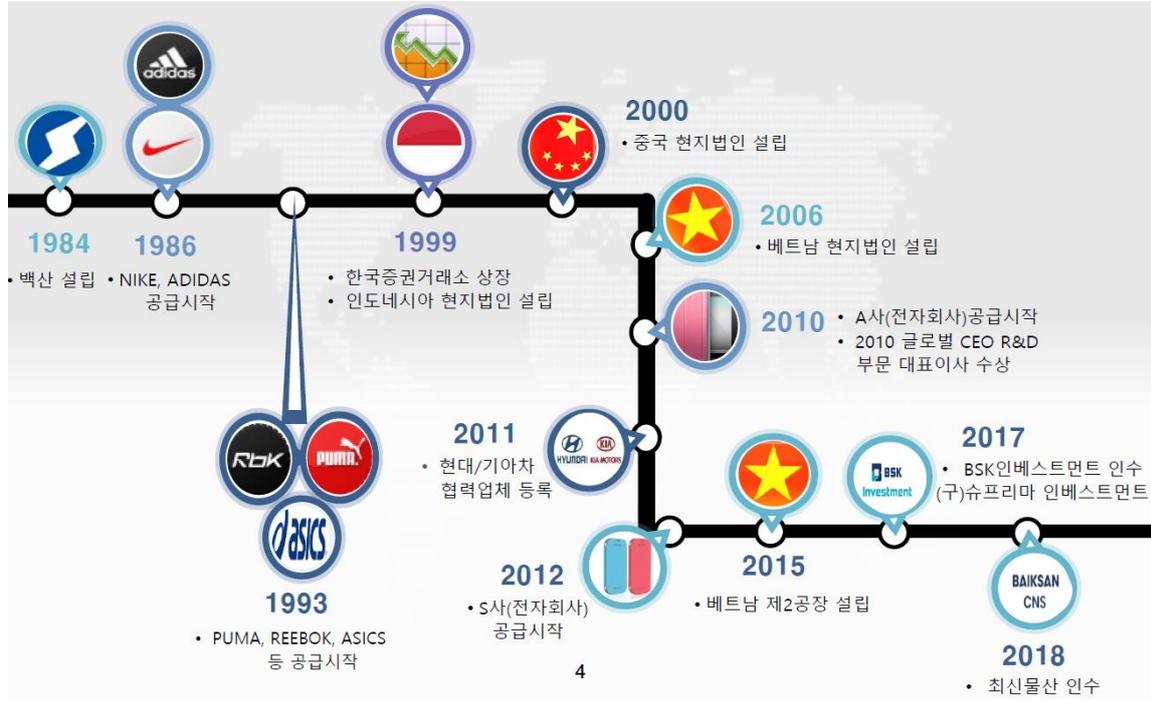
### 1Q21 실적 Review : 베이스 부담으로 부진한 실적 기록

백산 1Q21 연결 기준 매출액 948억원(-25%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 99억원(-15%)으로 부진한 실적을 기록했다. 1) 본업인 합성피혁 부문 매출액 842억원(-13.1%), 영업이익 91억원(-32.3%) 기록했다. ① 스포츠 신발 매출액 659억원(-12.4%), ② 전자제품 케이스 매출액 33억원(-44.4%), ③ 차량 내장재 매출액 150억원(-4.5%) 기록했다. 전년동기 코로나19 영향을 받지 않아 호실적에 대한 베이스 부담이 컸다. 2) 의류 사업(최신통산, 지분율 95.2%) 매출액 288억원(-40.9%), 영업이익 4억원(흑자전환) 기록했다. 전년 공장 매각 등 구조조정 영향으로 매출액은 감소했으나 영업이익은 흑자전환에 성공했다.

### 본업 회복과 자회사 구조조정 효과로 실적 턴어라운드 기대

1분기 실적은 부진했으나 기저가 낮아지는 2분기부터는 실적 회복이 가시화될 것으로 전망한다. 본업에서의 실적 회복과 함께 특히 그동안 실적 악화에 영향이 컸던 자회사 최신통산은 전년 구조조정과 빅베스를 완료했기 때문에 올해 수익성 향상에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 차량 내장재의 경우 하반기 이후 추가적인 고객사와의 계약이 가시화될 경우 실적 모멘텀 확대가 기대된다. 더불어 동사는 신발 전방업체들의 CAPA 확장과 맞물려 동사 역시 중장기 CAPA 확장을 진행할 계획이다. CAPA 확장시 단기적인 고정 비용 부담이 있을 수 있으나 중장기적 성장성에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

[그림7] 백산 성장 연혁



자료: 백산, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 백산 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
연결 매출액	115.7	106.2	131.3	115.7	126.5	67.1	93.6	95.9	94.8	468.9	383.1
yoy, %					9.3	-36.8	-28.7	-17.1	-25.0	45.1	-18.3
합성피혁(본업)	82.8	78.9	98.9	94.7	96.9	60.9	75.5	75.8	84.2	355.4	309.2
yoy, %					17.0	-22.7	-23.7	-20.0	-13.1	25.4	-13.0
sales, %	71.6	74.3	75.4	81.9	76.6	90.8	80.7	79.0	88.8	75.8	80.7
의류(최신물산)	51.5	41.1	48.4	36.7	48.8	17.4	33.6	24.6	28.8	177.6	124.4
yoy, %					-5.2	-57.7	-30.5	-32.9	-40.9	96.2	-30.0
sales, %	44.5	38.7	36.9	31.7	38.6	25.9	35.9	25.6	30.4	37.9	32.5
연결 영업이익	10.2	2.9	15.2	3.8	11.6	-17.2	5.1	4.5	9.9	32.0	4.0
yoy, %					14.3	적자전환	-66.6	17.9	-15.0	48.8	-87.7
margin, %	8.8	2.7	11.6	3.3	9.2	-25.6	5.4	4.6	10.4	6.8	1.0
합성피혁	9.1	7.7	16.4	11.9	13.4	2.1	5.3	9.7	9.1	45.1	30.6
yoy, %					47.9	-73.1	-67.3	-18.4	-32.3	132.8	-32.2
margin, %	11.0	9.8	16.5	12.6	13.9	3.4	7.1	12.8	10.8	12.7	9.9
의류	0.7	-4.9	-1.5	-8.6	-1.9	-19.1	-0.5	-6.6	0.4	-14.2	-28.1
yoy, %					적자전환	적자확대	적자지속	적자지속	흑자전환	적자확대	적자확대
margin, %	1.4	-11.9	-3.0	-23.3	-3.8	-110.2	-1.6	-26.7	1.2	-8.0	-22.6
지배주주순이익	8.5	-3.2	10.7	-9.2	11.9	-22.5	2.9	-8.1	10.1	6.8	-15.7
growth, %					40.0	적자확대	-73.3	적자지속	-15.6	-55.3	적자전환
margin, %	7.4	-3.1	8.2	-8.0	9.4	-33.5	3.1	-8.4	10.6	1.5	-4.1

자료: 백산, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 백산 연간 사업부문별 매출 및 주요사항

(단위: 억원)

	연도별 매출(연결 기준) 및 목표					영업이익률	주요 거래처	성장성	위치
	2017	2018	2019	2020	2021E				
스포츠신발	1,731	1,872	2,173	1,956	2,050	10~12%	Nike, Adidas 등	연간 10%	세계2위
전자제품 케이스	141	122	190	160	100	12%	Apple	변동성 심함	주도적 위치
자동차	242	332	550	472	550	10%	현대/기아차	연간 10% 이상	주도적 위치
최신물산		905	1,776	1,243	1,300	3~4%	Macy's, Talbot 등	연간 10% 이상	주도적 위치
매출계	2,114	3,231	4,689	3,831	4,000				
영업이익	237	215	320	39	400				

주: 2018년 7월 4일 최신물산 인수

자료: 백산, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	201	211	323	469	383
매출총이익	45	45	60	92	70
영업이익	28	24	22	32	4
EBITDA	32	27	25	40	13
순이자손익	-1	-1	-2	-3	-3
외화관련손익	2	-4	2	3	-4
지분법손익	0	0	0	0	-4
세전계속사업손익	29	15	22	21	-11
당기순이익	22	9	15	6	-16
지배주주순이익	22	9	15	7	-16
<b>증가율(%)</b>					
매출액	16.7	5.3	52.9	45.1	-18.3
영업이익	55.1	-14.3	-9.1	48.8	-87.7
EBITDA	48.0	-14.9	-5.2	57.3	-68.5
순이익	40.0	-59.7	71.4	-58.2	적전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	22.6	21.1	18.7	19.7	18.2
영업이익률	13.8	11.2	6.7	6.8	1.0
EBITDA 이익률	15.7	12.7	7.9	8.5	3.3
세전이익률	14.6	6.9	6.8	4.4	-2.9
순이익률	10.8	4.1	4.6	1.3	-4.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	22	21	-8	6	33
당기순이익	22	9	15	6	-16
자산상각비	4	3	4	8	9
운전자본증감	-7	5	-24	-22	22
매출채권 감소(증가)	-4	3	-21	-21	-2
재고자산 감소(증가)	-3	3	-3	-8	11
매입채무 증가(감소)	3	0	3	6	19
투자현금흐름	-7	-5	-37	-2	-6
유형자산처분(취득)	-5	-3	-1	-9	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-3	3	-13	8	-3
재무현금흐름	-14	-2	34	-2	-6
차입금의 증가(감소)	-12	1	36	1	-2
자본의 증가(감소)	-1	-2	-2	-2	-4
배당금의 지급	1	2	2	2	4
총현금흐름	33	25	27	47	22
(-)운전자본증가(감소)	2	-9	44	16	-33
(-)설비투자	7	3	5	9	5
(+)자산매각	2	0	3	0	1
Free Cash Flow	26	31	-19	22	51
(-)기타투자	3	9	2	7	10
잉여현금	23	22	-20	15	41
NOPLAT	20	14	15	10	3
(+) Dep	4	3	4	8	9
(-)운전자본투자	2	-9	44	16	-33
(-)Capex	7	3	5	9	5
OpFCF	15	23	-30	-7	40

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	116	119	177	197	177
현금성자산	36	44	41	34	57
매출채권	43	40	78	100	72
재고자산	26	23	48	58	46
비유동자산	70	73	117	134	115
투자자산	17	21	25	51	23
유형자산	49	46	76	78	88
무형자산	5	6	17	5	4
자산총계	187	192	295	331	291
유동부채	51	58	132	156	135
매입채무	21	20	36	43	38
유동성이자부채	21	26	81	95	84
비유동부채	13	8	25	32	34
비유동이자부채	9	5	18	27	28
부채총계	64	67	157	188	169
자본금	14	14	14	14	14
자본잉여금	32	32	32	32	32
이익잉여금	82	88	100	103	84
자본조정	-6	-9	-9	-8	-9
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	123	125	138	142	122

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	903	371	631	282	-650
BPS	5,047	5,167	5,659	5,853	5,010
DPS	90	100	100	100	100
CFPS	1,380	1,041	1,106	1,941	912
ROA(%)	12.2	4.7	6.3	2.2	-5.1
ROE(%)	19.4	7.3	11.7	4.9	-12.0
ROIC(%)	17.8	12.5	9.9	4.7	1.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	10.5	18.7	10.0	31.9	-8.5
PBR	1.9	1.3	1.1	1.5	1.1
PSR	1.1	0.8	0.5	0.5	0.3
PCR	6.9	6.7	5.7	4.6	6.1
EV/EBITDA	7.1	5.8	8.3	7.6	15.1
배당수익률	0.9	1.4	1.6	1.1	1.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	51.8	53.4	113.4	132.4	137.8
Net debt/Equity	-4.3	-10.9	42.4	61.7	45.6
Net debt/EBITDA	-16.8	-50.8	230.3	219.6	443.1
유동비율	227.5	203.6	134.9	126.1	130.7
이자보상배율(배)	22.9	27.9	8.8	8.2	1.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	69.2	62.0	74.4	72.5	68.4
현금+투자자산	30.8	38.0	25.6	27.5	31.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	19.9	19.8	41.9	46.2	47.9
자기자본	80.1	80.2	58.1	53.8	52.1



# 호전실업 (111110)

2분기 실적 턱어라운드 본격화 기대

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

**Not Rated**

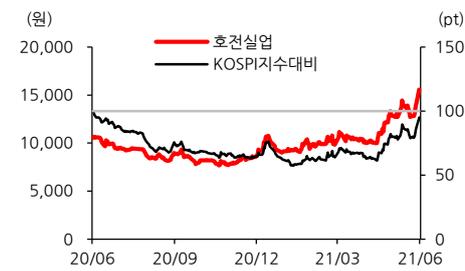
현재 주가(6/1)	15,900원
상승여력	-
시가총액	1,272억원
발행주식수	8,000천주
52 주 최고가 / 최저가	15,900 / 7,680원
90 일 일평균 거래대금	19.56억원
외국인 지분율	3.8%
주주 구성	
박진호 (외 2인)	51.1%
자사주 (외 1인)	6.2%
호전실업우리스주 (외 1인)	2.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.7	61.7	82.8	50.7
상대수익률(KOSPI)	21.4	54.8	60.5	-5.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	328	313	310	293
영업이익	15	11	19	2
EBITDA	22	16	25	8
지배주주순이익	5	5	3	-17
EPS	563	599	353	-2,166
순차입금	63	74	88	87
PER	23.2	15.4	41.1	-4.2
PBR	0.9	0.6	1.0	0.7
EV/EBITDA	7.7	9.0	8.0	20.3
배당수익률	1.1	2.7	1.7	2.2
ROE	4.3	3.9	2.3	-15.0

**주가 추이**



1 분기는 베이스 부담으로 부진했으나 2 분기부터는 전방 산업 회복에 따른 기존 고객사 물량 증가와 신규 고객사 물량이 더해져 턱어라운드 가 본격화될 것으로 기대됩니다.

**기업 개요**

1985년 설립된 아웃도어 및 스포츠웨어 중심의 고기능성 의류 OEM 전문업체다. 2003년 나이키를 시작으로 VF, 노스페이스, 애슬레타, 언더아머 등에 제품을 공급하고 있다. 2020년부터는 애슬레저 브랜드 룰루레몬, 안다르 및 뉴질랜드 아웃도어 브랜드 카트만두, Macpac 등의 신규 바이어를 확보했다. 주요 생산기지는 인도네시아로, 인건비 절감 및 미중 무역분쟁과 베트남 인력난 심화에 따른 수혜를 받고 있다.

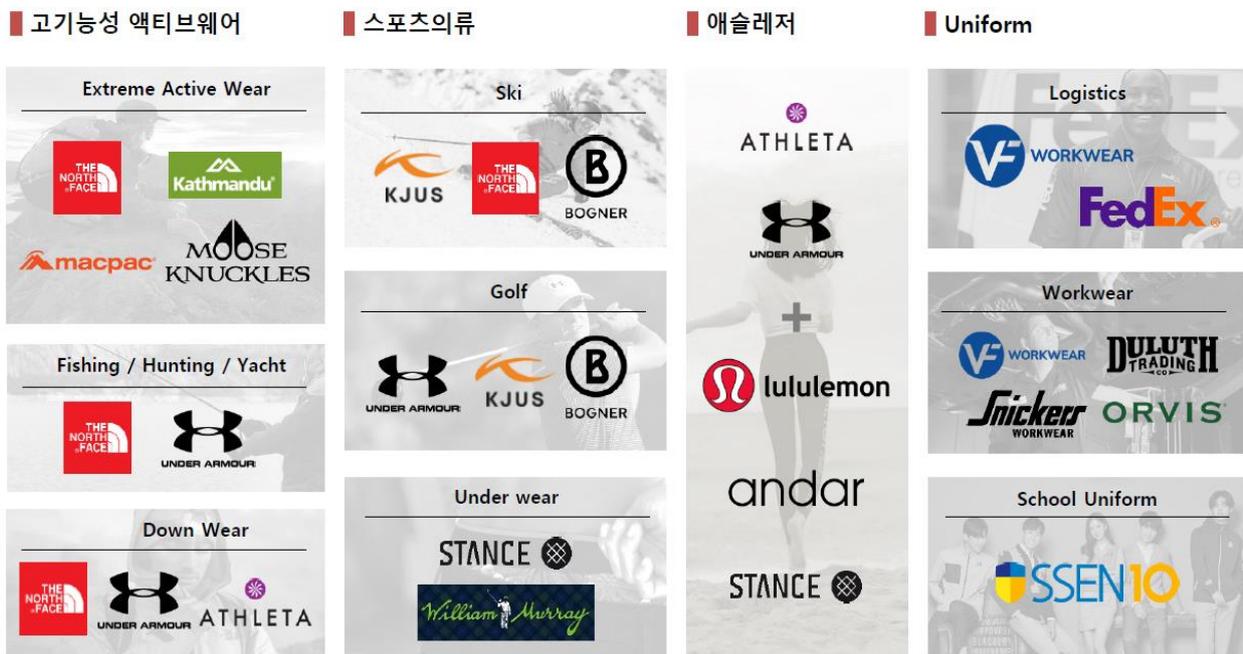
**1Q21 실적 Review : 높은 베이스 부담에 부진한 실적 기록**

1Q21 연결 기준 매출액 556억원(-16.5%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업손실 24억원(적자지속)으로 부진한 실적을 기록했다. 전년동기 코로나19 영향을 받지 않았고 19년 4분기에서 이연된 물량이 반영되었기 때문에 베이스 부담이 있었다. 거래처별 매출 비중은 애슬레타 31.1%, 언더아머 18.1%, 노스페이스 16.1%, 카트만두 5.6% 등이다. 동사의 비수기는 1, 4분기로, 2~3분기에 생산이 늘어날 것으로 파악된다. 최근 룰루레몬, Macpac, Rip Curl, Allbirds 등의 신규 바이어를 확보했고, 애슬레저 브랜드 Andar에도 아이템 공급을 검토 중인 것으로 파악된다. 글로벌 의류 소비 회복에 따라 현재 수주 상황도 긍정적이며, 수주 취소 및 인도네시아 공장 폐쇄 등의 이슈 또한 사라졌기 때문에 수익성 또한 개선될 것으로 예상된다.

**2분기부터 실적 턱어라운드 본격화될 것으로 전망**

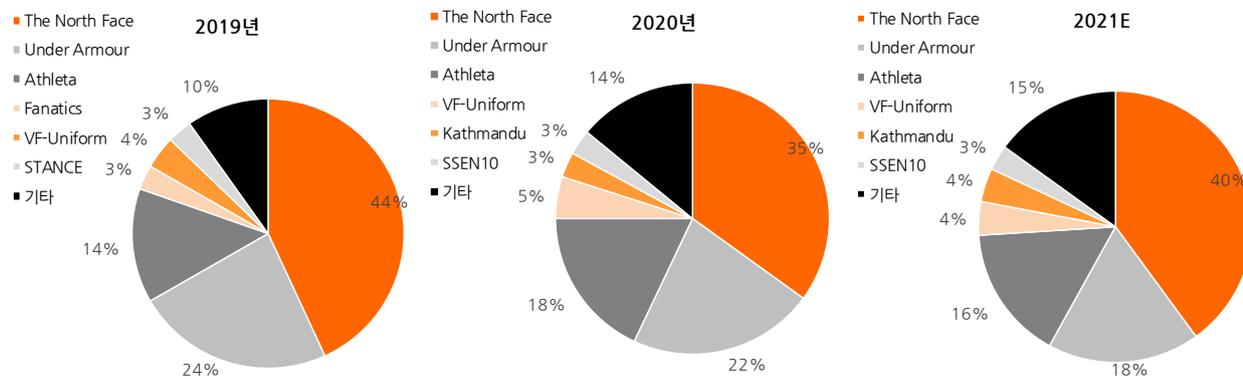
동사는 최근 수요가 높은 아웃도어와 애슬레저 생산에 역량 있는 기업이다. 1분기는 부진했으나 기저가 낮아지는 2분기부터는 실적 회복이 가시화될 것으로 전망한다. 기존 고객사의 물량 회복과 함께 신규 고객사의 물량이 더해지며 외형 성장에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 더불어 최근 개정된 인도네시아 노동법이 기업 친화적으로 변경되어 이 부문에서 비용 감소 효과도 더해져 호실적을 기록할 것으로 전망한다.

[그림8] 호전실업 사업 포트폴리오



자료: 호전실업, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 호전실업 연도별 바이어 매출 비중



주: Garment 외화 매출 기준

자료: 호전실업, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 호전실업 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	51.0	70.2	112.8	75.8	66.6	55.1	93.9	76.9	55.6	309.8	292.5
growth %	-14.5	3.1	1.8	1.4	30.6	-21.5	-16.7	1.5	-16.5	-1.1	-5.6
영업이익	-1.7	5.9	17.1	-2.0	-3.1	0.9	6.9	-3.2	-2.4	19.3	1.5
growth, %	-47.1	80.6	38.3	14.8	적지	-84.5	-59.7	적지	적지	79.7	-92.0
margin, %	-3.3	8.4	15.1	-2.6	-4.6	1.6	7.3	-4.2	-4.3	6.2	0.5
세전이익	-2.4	4.5	14.1	-7.9	-2.4	-1.1	4.7	-12.4	-1.2	8.3	-11.1
growth, %	-43.9	-2.3	34.1	56.9	적지	적전	-67.0	적지	적지	43.1	적전
margin, %	-4.7	6.4	12.5	-10.4	-3.6	-1.9	5.0	-16.1	-2.2	2.7	-3.8
지배주주순이익	-2.6	3.2	11.5	-9.3	-3.2	-6.8	4.3	-11.7	-1.7	2.8	-17.3
growth, %	적지	-15.6	60.5	적지	적지	적전	-62.8	적지	적지	-41.2	적전
margin, %	-5.1	4.5	10.2	-12.3	-4.8	-12.3	4.6	-15.2	-3.1	0.9	-5.9

자료: 호전실업, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	317	328	313	310	293
매출총이익	72	60	55	63	44
영업이익	28	15	11	19	2
EBITDA	34	22	16	25	8
순이자손익	-5	-4	-5	-6	-5
외화관련손익	0	-6	1	0	-6
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	25	7	6	8	-11
당기순이익	16	4	5	3	-18
지배주주순이익	16	5	5	3	-17
<b>증가율(%)</b>					
매출액	6.8	3.6	-4.6	-1.1	-5.6
영업이익	12.1	-46.1	-28.7	79.7	-92.0
EBITDA	34.9	-36.7	-23.9	54.5	-69.0
순이익	-37.7	-72.5	3.9	-40.3	적전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	22.7	18.3	17.6	20.5	14.9
영업이익률	8.8	4.6	3.4	6.2	0.5
EBITDA 이익률	10.8	6.6	5.3	8.2	2.7
세전이익률	7.9	2.1	1.9	2.7	-3.8
순이익률	5.1	1.3	1.5	0.9	-6.0

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	13	-18	6	5	8
당기순이익	16	4	5	3	-18
자산상각비	6	7	6	6	6
운전자본증감	-8	-29	-12	-6	10
매출채권 감소(증가)	22	-8	5	3	-8
재고자산 감소(증가)	-26	-15	-9	-4	12
매입채무 증가(감소)	-8	1	5	0	0
<b>투자현금흐름</b>	1	-25	-6	2	-10
유형자산처분(취득)	-8	-12	-3	-11	-5
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	-1	0
투자자산 감소(증가)	12	-16	6	14	5
<b>재무현금흐름</b>	-10	49	-8	-4	4
차입금의 증가(감소)	-7	18	-12	0	3
자본의 증가(감소)	0	40	-1	-2	-2
배당금의 지급	0	0	1	2	2
<b>총현금흐름</b>	37	22	25	25	8
(-)운전자본증가(감소)	13	25	-2	1	-11
(-)설비투자	11	15	12	13	5
(+)자산매각	3	3	8	1	0
Free Cash Flow	16	-15	23	12	14
(-)기타투자	-2	1	21	5	11
잉여현금	18	-16	2	7	3
<b>NOPLAT</b>	18	10	9	6	1
(+) Dep	6	7	6	6	6
(-)운전자본투자	13	25	-2	1	-11
(-)Capex	11	15	12	13	5
OpFCF	0	-24	4	-1	13

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	156	201	191	181	167
현금성자산	44	62	51	41	38
매출채권	37	46	39	35	37
재고자산	70	86	95	100	88
<b>비유동자산</b>	86	84	96	111	105
투자자산	9	9	10	12	16
유형자산	67	64	69	81	72
무형자산	11	10	17	18	17
<b>자산총계</b>	243	285	288	292	272
<b>유동부채</b>	136	146	144	120	123
매입채무	15	19	18	19	16
유동성이자부채	114	122	118	94	97
<b>비유동부채</b>	17	17	17	48	42
비유동이자부채	2	2	7	35	28
<b>부채총계</b>	153	164	161	168	165
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	18	58	58	58	60
이익잉여금	90	92	97	97	78
자본조정	-24	-34	-33	-36	-36
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
<b>자본총계</b>	90	122	127	124	107

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	n/a	563	599	353	-2,166
BPS	12,961	14,017	14,578	14,353	12,387
DPS	0	150	250	250	200
CFPS	n/a	2,794	3,165	3,124	982
ROA(%)	6.8	1.7	1.7	1.0	-6.1
ROE(%)	21.5	4.3	3.9	2.3	-15.0
ROIC(%)	11.8	5.6	4.4	3.1	0.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	23.2	15.4	41.1	-4.2
PBR	0.0	0.9	0.6	1.0	0.7
PSR	n/a	0.3	0.2	0.4	0.2
PCR	n/a	4.7	2.9	4.6	9.3
EV/EBITDA	2.1	7.7	9.0	8.0	20.3
배당수익률	n/a	1.1	2.7	1.7	2.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	170.8	134.8	127.3	134.8	153.8
Net debt/Equity	80.4	51.7	58.3	70.7	81.0
Net debt/EBITDA	210.5	289.7	447.2	345.7	1,099.4
유동비율	115.1	137.6	132.8	151.1	136.7
이자보상배율(배)	5.2	3.1	1.8	2.8	0.3
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	75.4	72.2	76.5	80.2	77.9
현금+투자자산	24.6	27.8	23.5	19.8	22.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	56.5	50.6	49.7	50.8	53.7
자기자본	43.5	49.4	50.3	49.2	46.3



# 태평양물산 (007980)

2분기부터 실적 턴어라운드 기대

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

## Not Rated

현재 주가(6/1)	2,795원
상승여력	-
시가총액	1,346억원
발행주식수	48,150천주
52 주 최고가 / 최저가	3,120 / 1,550원
90 일 일평균 거래대금	63.7억원
외국인 지분율	2.4%
주주 구성	
임직원 (외 21 인)	32.8%
태평양물산우리사주 (외 1 인)	6.0%
브이아이퍼자산운용 (외 1 인)	5.2%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.4	47.1	48.7	32.2
상대수익률(KOSPI)	-3.8	40.2	26.4	-23.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	922	972	972	785
영업이익	24	33	43	-2
EBITDA	37	46	60	16
지배주주순이익	10	10	11	-12
EPS	210	203	225	-248
순차입금	250	251	288	289
PER	16.7	12.7	11.8	-8.0
PBR	1.3	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	11.3	8.2	7.0	24.0
배당수익률	-	0.8	1.1	-
ROE	7.9	7.1	7.0	-7.1

### 주가 추이



1 분기 실적은 부진했으나 기저가 낮아지는 2 분기부터는 본업 의류에  
서의 실적 턴어라운드가 본격화될 것으로 전망합니다.

### 기업 개요

태평양물산은 1972년 설립된 우븐 제조 및 의류 OEM 전문업체로, 인도네시아, 베트남, 중국, 미얀마에 생산기지를 두고 있다. 사업부문별로는 의류사업 88%, 우모사업 6%, 미래사업 6%로 구성되어 있다. 동사의 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 의류 사업은 태평양물산 및 자회사 나디아퍼시픽, 이오(EO)를 통해 영위하고 있다. 주요 바이어는 Gap, Columbia, ASCENA, Under Armour 등이 있다.

### 1Q21 실적 Review : 부진한 실적 기록

태평양물산 1Q21 연결 매출액 1,716억원(-10.3%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업적자 44억원(적자전환)으로 부진한 실적을 기록했다. 1) 주요 사업인 의류 사업은 매출액 1,975억원(-11.2%), 영업적자 -28억원(적자전환) 기록했다. ① 별도기준 매출액 1,110억원(-10.8%), 전년 1분기는 코로나19 영향이 온전히 반영되지 않았다는 베이스 부담과 3월 물량 일부가 선적 문제로 4월로 이연되어 실적이 감소하였다. ② 나디아퍼시픽(지분율 74%) 매출액 149억원(-12.0%), ③ 이오(지분율 100%) 매출액 152억원(-23.2%) 기록했다. 2) 우모 사업은 매출액 120억원(-23.3%), 영업적자 -23억원(적자확대)으로 부진한 실적이 지속되었다.

### 정상화 이후에도 수익성 개선 노력은 지속될 것

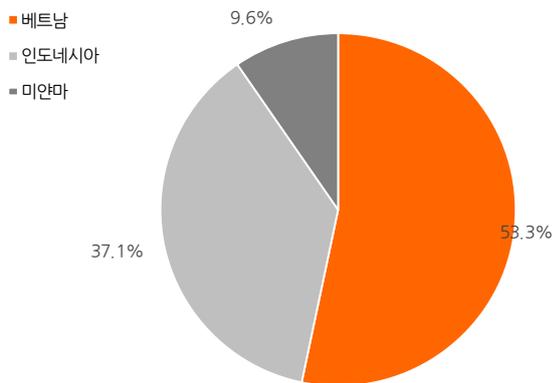
1분기 실적은 부진했으나, 2분기부터는 태평양물산 본업에서의 오더물량 증가가 본격적으로 반영되며 실적 턴어라운드를 기록할 것으로 전망한다. 동사의 5개년 평균 영업이익률은 0.9%로 동종업체 대비 낮은 수준이다. 동사는 원가개선 시스템을 5년 전부터 구축하며 수익성 개선을 위한 노력을 꾸준히 진행하고 있다. 이에 코로나19 이전인 2019년 영업이익률은 4.5%로 개선되는 모습을 보였다. 전년에는 코로나19 영향에 따라 부진이 불가피했으나 정상화에 따라 4% 수준의 수익성을 기록할 것으로 전망한다. 향후 원가 개선 노력이 더욱 가시화될 경우 중장기적으로 추가적인 수익성 개선이 나타날 것으로 전망한다.

[그림10] 태평양물산 의류 사업부 주요 바이어



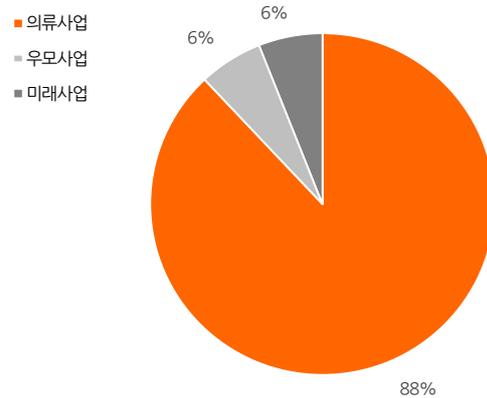
자료: 태평양물산, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 의류 매출 기준 생산 비중



자료: 태평양물산, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 사업부문별 매출 비중



자료: 태평양물산, 한화투자증권 리서치센터

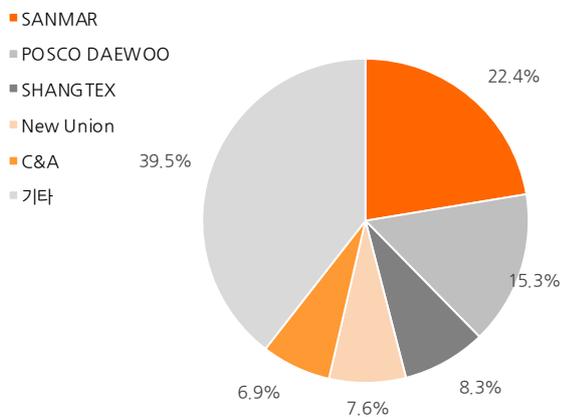
[표7] 태평양물산 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	194.2	229.6	322.4	225.4	191.3	157.7	292.6	143.4	171.6	971.6	785.0
growth %	0.6	7.3	-3.5	-2.3	-1.5	-31.3	-9.2	-36.4	-10.3	0.0	-19.2
의류	221.7	240.3	389.3	229.9	222.4	165.6	330.4	162.6	197.5	1,081.3	881.0
growth %	4.4	14.6	9.1	-11.7	0.3	-31.1	-15.1	-29.3	-11.2	4.1	-18.5
sales %	83.2	74.3	89.3	91.2	88.9	84.2	90.9	87.3	89.0	84.6	88.4
우모	31.7	69.3	33.8	8.6	15.7	19.2	20.9	9.6	12.0	143.5	65.4
growth %	-1.0	-22.7	-17.7	-74.9	-50.6	-72.2	-38.0	10.7	-23.3	-27.2	-54.4
sales %	11.9	21.4	7.7	3.4	6.3	9.8	5.8	5.1	5.4	11.2	6.6
임대	1.7	1.6	1.6	3.1	2.2	2.3	2.5	2.5	2.7	8.0	9.4
growth %	11.7	6.2	-5.9	85.8	30.7	40.0	56.7	-20.9	25.5	25.3	17.6
sales %	0.6	0.5	0.4	1.2	0.9	1.2	0.7	1.3	1.2	0.6	0.9
기타	11.5	12.2	11.5	10.3	10.0	9.5	9.5	11.6	9.6	45.5	40.6
growth %	11.2	1.9	-28.8	-35.0	-13.1	-22.4	-17.3	12.6	-3.7	-16.2	-10.8
sales %	4.3	3.8	2.6	4.1	4.0	4.8	2.6	6.2	4.3	3.6	4.1
영업이익	2.3	9.6	29.5	1.8	0.4	-8.2	15.4	-9.6	-4.4	43.2	-2.0
growth %	-341.2	179.9	8.6	-37.2	-80.8	적자전환	-47.8	적자전환	-1,110.6	32.8	적자전환
margin %	1.2	4.2	9.1	0.8	0.2	-5.2	5.3	-6.7	-2.6	4.4	-0.3
의류	1.7	5.1	28.5	1.1	0.9	-4.8	17.0	-9.5	-2.8	36.5	3.6
growth %	후자전환	264.0	15.3	-69.4	-49.4	적자전환	-40.2	적자전환	적자전환	27.0	-90.2
margin %	0.8	2.1	7.3	0.5	0.4	-2.9	5.2	-5.8	-1.4	3.4	0.4
우모	-0.2	3.4	0.3	-0.7	-0.9	-4.7	-3.0	-0.7	-2.3	2.7	-9.3
growth %	적자지속	87.1	-74.7	적자지속	적자지속	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	128.5	적자전환
margin %	-0.8	4.9	0.9	-7.9	-6.0	-24.3	-14.1	-7.1	-19.5	1.9	-14.1
임대	1.0	1.0	0.8	-0.1	0.3	1.1	0.6	1.6	1.1	2.6	3.7
growth %	13.8	8.1	2.3	적자전환	-67.0	14.1	-18.8	-1,398.3	237.1	-20.9	39.7
margin %	60.6	61.4	48.3	-4.0	15.3	50.1	25.0	65.1	41.0	33.1	39.3
기타	-0.2	0.1	-0.1	1.5	0.2	0.2	0.7	-1.1	-0.4	1.4	0.0
growth %	적자지속	후자전환	적자전환	후자전환	후자전환	55.8	후자전환	적자전환	적자전환	-286.1	-99.6
margin %	-1.8	1.1	-0.9	14.8	1.7	2.2	7.3	-9.2	-4.7	3.0	0.0
지배주주순이익	-1.4	2.1	16.6	-6.1	-12.6	-2.9	4.0	-0.7	-9.4	11.2	-12.1
growth %	적자지속	235.1	-5.0	적자지속	적자지속	적자전환	-75.8	적자지속	적자지속	11.1	적자전환
margin %	-0.7	0.9	5.2	-2.7	-6.6	-1.9	1.4	-0.5	-5.5	1.2	-1.5

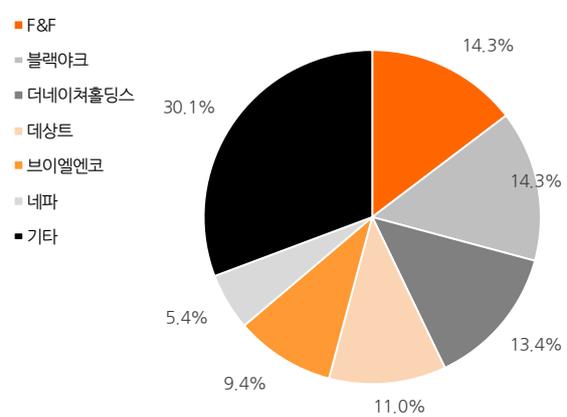
자료: 태평양물산, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 자회사 EO의 주요 고객사 비중(2020년 기준)



자료: 태평양물산, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 자회사 나디아퍼시픽의 주요 고객사 비중(2020년 기준)



자료: 태평양물산, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	865	922	972	972	785
매출총이익	73	146	161	173	109
영업이익	-49	24	33	43	-2
EBITDA	-35	37	46	60	16
순이자손익	-13	-15	-16	-20	-15
외화관련손익	-1	7	-7	-2	1
지분법손익	0	0	0	1	0
세전계속사업손익	-64	15	16	16	-11
당기순이익	-53	10	10	11	-12
지배주주순이익	-54	10	10	11	-12
<b>증가율(%)</b>					
매출액	2.6	6.7	5.4	0.0	-19.2
영업이익	적전	흑전	37.3	32.8	적전
EBITDA	적전	흑전	24.2	30.3	-73.4
순이익	적지	흑전	4.7	8.2	적전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	8.4	15.8	16.6	17.8	13.9
영업이익률	-5.6	2.6	3.3	4.4	-0.3
EBITDA 이익률	-4.1	4.0	4.8	6.2	2.0
세전이익률	-7.4	1.7	1.7	1.6	-1.4
순이익률	-6.2	1.1	1.1	1.2	-1.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
영업현금흐름	39	21	15	-9	27
당기순이익	-53	10	10	11	-12
자산상각비	13	14	14	17	18
운전자본증감	60	17	-21	-46	19
매출채권 감소(증가)	-1	-19	-5	7	0
재고자산 감소(증가)	66	32	-12	-35	14
매입채무 증가(감소)	2	5	-3	-13	-2
투자현금흐름	-13	-16	-11	-10	-34
유형자산처분(취득)	-16	-8	-13	-21	-26
무형자산 감소(증가)	1	0	0	-1	1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-6	-15	3	21	65
차입금의 증가(감소)	-15	-18	5	22	71
자본의 증가(감소)	9	4	0	-1	-2
배당금의 지급	1	0	0	1	2
총현금흐름	-7	20	53	58	25
(-)운전자본증가(감소)	-104	3	12	36	-25
(-)설비투자	18	8	14	22	26
(+)자산매각	3	1	1	0	1
Free Cash Flow	81	10	27	0	26
(-)기타투자	41	-12	7	-2	15
잉여현금	40	22	20	2	11
NOPLAT	-35	15	21	31	-1
(+) Dep	13	14	14	17	18
(-)운전자본투자	-104	3	12	36	-25
(-)Capex	18	8	14	22	26
OpFCF	63	18	8	-10	16

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	291	280	295	312	345
현금성자산	54	42	43	34	96
매출채권	68	81	77	65	55
재고자산	154	143	163	201	183
비유동자산	263	251	262	301	331
투자자산	96	101	91	116	133
유형자산	156	141	163	175	190
무형자산	11	9	8	10	8
자산총계	554	531	557	613	676
유동부채	358	339	346	366	368
매입채무	72	69	69	62	56
유동성이자부채	277	260	264	294	300
비유동부채	82	55	60	63	131
비유동이자부채	64	33	30	28	85
부채총계	440	394	406	429	499
자본금	22	25	25	25	25
자본잉여금	44	59	61	61	61
이익잉여금	37	47	55	67	52
자본조정	8	4	7	20	30
자기주식	-3	-3	-5	-6	-4
자본총계	113	137	151	184	177

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
주당지표					
EPS	-1,346	210	203	225	-248
BPS	2,558	2,730	2,971	3,458	3,487
DPS	0	0	20	30	0
CFPS	-168	435	1,056	1,159	511
ROA(%)	-9.2	1.8	1.9	1.9	-1.9
ROE(%)	-40.6	7.9	7.1	7.0	-7.1
ROIC(%)	-8.0	3.9	5.3	7.0	-0.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-2.9	16.7	12.7	11.8	-8.0
PBR	1.5	1.3	0.9	0.8	0.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	-23.1	8.1	2.4	2.3	3.9
EV/EBITDA	-12.9	11.3	8.2	7.0	24.0
배당수익률	n/a	n/a	0.8	1.1	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	388.9	287.9	268.6	232.7	281.4
Net debt/Equity	253.3	182.5	166.4	156.5	163.2
Net debt/EBITDA	-811.9	670.6	542.7	478.4	1,805.1
유동비율	81.2	82.5	85.3	85.2	93.7
이자보상배율(배)	n/a	1.6	2.0	2.1	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	72.6	72.8	75.0	75.9	67.0
현금+투자자산	27.4	27.2	25.0	24.1	33.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	75.1	68.1	66.1	63.6	68.5
자기자본	24.9	31.9	33.9	36.4	31.5



# 제이에스코퍼레이션 (194370)

본업 회복은 물론 M&A 효과까지 맞물린 실적 고성장세

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

## Not Rated

현재 주가(6/1)	19,100원
상승여력	5,135.6%
시가총액	2,547억원
발행주식수	13,336천주
52 주 최고가 / 최저가	23,550 / 6,560원
90 일 일평균 거래대금	36.09억원
외국인 지분율	1.0%
주주 구성	
홍재성 (외 7 인)	60.5%
자사주 (외 1 인)	7.5%
이왕은 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.7	54.0	160.2	147.4
상대수익률(KOSPI)	-12.0	47.1	137.9	91.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	236	206	253	403
영업이익	15	4	11	8
EBITDA	18	8	17	19
지배주주순이익	6	6	8	2
EPS	436	439	615	177
순차입금	-47	-39	-23	200
PER	29.4	25.0	20.4	42.4
PBR	1.1	0.9	1.1	0.7
EV/EBITDA	6.8	13.2	8.5	16.1
배당수익률	2.3	4.1	4.0	6.0
ROE	3.7	3.8	5.3	1.5

### 주가 추이



본업인 가방과 작년 인수한 의류 OEM 사업 모두 전방 산업 회복에 따른 오더 물량 증가로 실적 고성장세가 지속될 것으로 전망합니다. 강력한 실적 모멘텀은 성수기 3분기까지 이어질 것으로 기대합니다.

### 기업 개요

제이에스코퍼레이션은 1985년 설립된 글로벌 핸드백 전문 OEM/ODM사다. 핸드백 사업의 주요 고객사로 Kate Spade, Coach, Guess, Michael Kors, DKNY 등이 있다. 2020년 8월에는 의류 브랜드 OEM 제조업체인 약진통상의 지분을 100% 인수하며 규모를 키웠다. 약진통상은 GAP, Old Navy, Banana Republic, American Eagle, 윌마트 등을 고객사로 두고 있다.

### 1Q21 실적 Review : 전방산업 회복으로 실적 호조 기록

1Q21 연결 기준 매출액 2,234억원(+318.2%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 106억원(+642.2%)으로 전년에는 반영되지 않았던 약진통상 실적이 반영되어 전년대비 높은 성장세를 보였다.

사업부문별로 보면, 1) 핸드백 사업(본업) 매출액 522억원(-2.3%), 영업이익 28억원(+93.8%)을 기록했다. 2) 의류 사업(약진통상) 매출액 1,712억원(+23.2%), 영업이익 78억원(흑자전환) 기록하며 전년 대비 크게 성장했다. 최근 보복 소비가 늘어나면서 외형 성장을 이끌었고, 인수 이후 이어진 경상비 절감 효과로 흑자 전환했다.

### 본업 회복은 물론 M&A 효과까지 맞물린 실적 고성장세

역량 있는 기업은 가장 안 좋은 시기 투자를 단행하여 사업 영역을 확대해 나간다. 동사는 작년 코로나19로 모두 어려운 시기에 약진통상을 인수하며 의류 OEM으로 사업 영역을 확대했다. 전년에는 코로나19 영향으로 실적 부진이 불가피했으나, 최근 가파르게 개선되는 소비 개선에 힘입어 본업은 물론 인수한 약진통상의 실적 회복이 맞물려 고성장세가 시현되며 이미 비수기인 1분기에 호실적을 기록하였다. 현재 2분기도 오더물량 증가 추세가 지속되고 있는 것으로 추정된다. 성수기인 3분기에도 오더 물량 증가가 이어져 실적 호조가 지속될 것으로 전망한다.

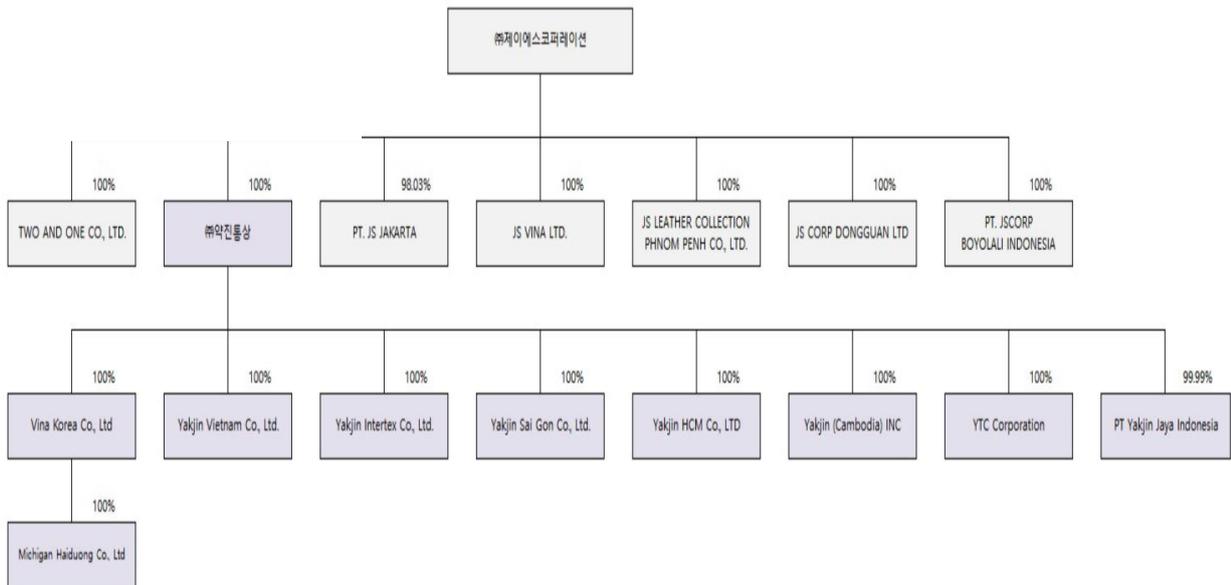
[표8] 제이에스코퍼레이션 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	50.4	67.4	78.1	57.1	53.4	29.5	100.3	219.6	223.4	253.1	402.8
growth %	14.2	38.3	39.4	0.7	5.9	-56.3	28.4	284.6	318.2	23.1	59.2
핸드백	50.4	67.4	78.1	57.1	53.4	29.5	38.4	47.8	52.2	253.1	169
growth, %	14.2	38.3	39.4	0.7	5.9	-56.3	-50.9	-16.3	-2.3	23.1	-33.2
sales, %	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	38.2	21.8	23.4	100.0	42.0
의류	-	-	-	-	-	-	62.0	171.8	171.2	-	233.8
growth, %											
sales, %							61.8	78.2	76.6		58.0
영업이익	3.2	4.8	1.9	1.3	1.4	0.7	1.2	4.6	10.6	11.1	7.9
growth, %	324.2	167.3	-6.5	-1391.6	-55.1	-86.3	-35.7	269.7	642.2	147.9	-28.4
margin, %	6.3	7.1	2.5	2.2	2.7	2.2	1.2	2.1	4.7	4.4	2.0
핸드백	3.2	4.8	1.9	1.3	1.4	0.7	-0.7	-1.2	2.8	11.1	0.2
growth, %					-55.1	-86.3	적전	-192.6	93.8	147.9	-98.2
margin, %	6.3	7.1	2.5	2.2	2.7	2.2	-0.7	-0.5	1.2	4.4	0.0
의류	-	-	-	-	-	-	1.9	5.8	7.8	-	7.7
growth, %											
margin, %							1.9	2.6	3.5		1.9
세전이익	3.8	5.8	2.5	0.3	3.3	0.6	4.0	-6.3	7.2	12.4	1.7
growth, %	4197.6	2.7	39.3	6.4	-11.5	-88.8	60.0	적전	114.6	58.4	-86.2
margin, %	7.5	8.6	3.2	0.6	6.3	2.2	4.0	-2.9	3.2	4.9	0.4
지배주주순이익	3.3	3.7	0.9	0.2	1.9	0.2	3.5	-3.2	4.8	8.2	2.4
growth, %	734.2	-7.8	-22.4	29.3	-42.3	-95.1	270.3	적전	155.8	40.2	-71.2
margin, %	6.5	5.6	1.2	0.4	3.5	0.6	3.5	-1.5	2.2	3.2	0.6

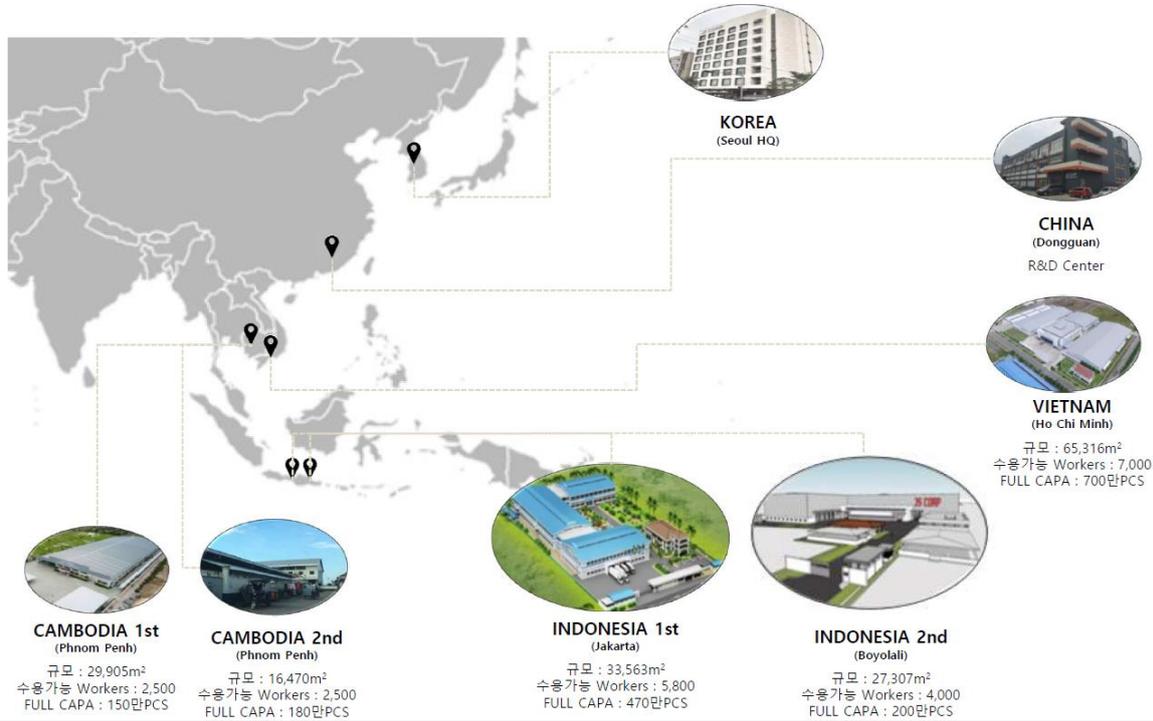
자료: 제이에스코퍼레이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 제이에스코퍼레이션 계열회사 현황



자료: 제이에스코퍼레이션, 한화투자증권 리서치센터

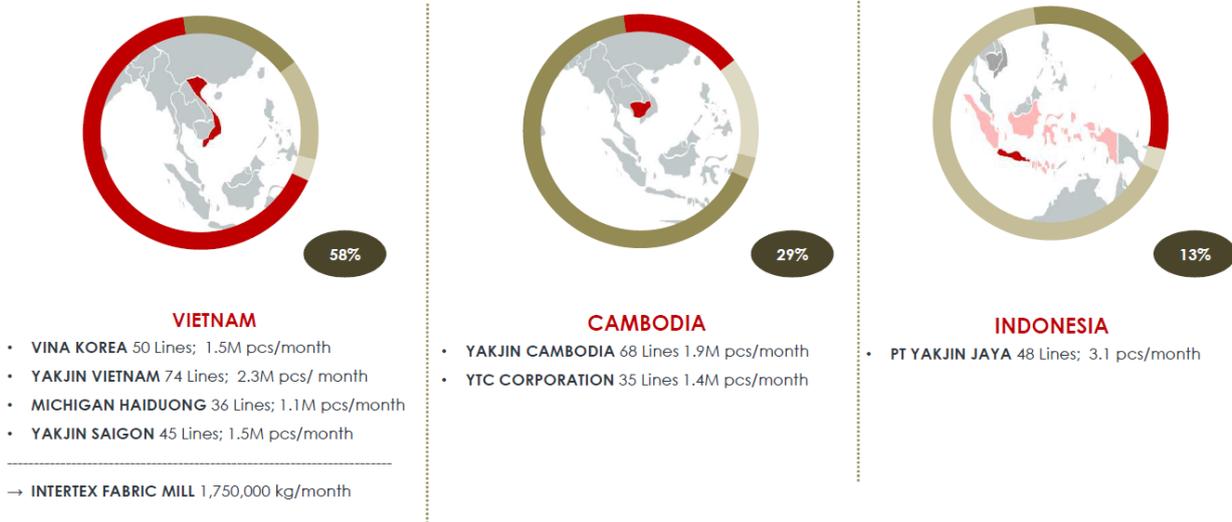
[그림16] 제이에스코퍼레이션 생산기지 현황



자료: 제이에스코퍼레이션, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 약진통상 생산기지 현황

PRODUCTION CAPACITY BY C/O



SEWING FACTORY C/O	NO. OF FACTORIES	PRODUCTION LINES	MONTHLY CAPACITY (PCS/Month)
VIETNAM	4	205	6.4 million
CAMBODIA	2	103	3.3 million
INDONESIA	1	48	3.1 million
<b>TOTAL</b>	<b>7 factories</b>	<b>356 Lines</b>	<b>12.7 million</b>

자료: 제이에스코퍼레이션, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	189	236	206	253	403
매출총이익	47	51	41	48	57
영업이익	12	15	4	11	8
EBITDA	15	18	8	17	19
순이자손익	1	1	1	1	-2
외화관련손익	3	-9	3	2	-4
지분법손익	0	0	0	0	-1
세전계속사업손익	14	7	8	12	2
당기순이익	11	6	6	8	2
지배주주순이익	11	6	6	8	2
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-21.5	25.3	-13.0	23.1	59.2
영업이익	-42.5	22.2	-70.5	147.9	-28.4
EBITDA	-37.0	19.9	-55.3	106.6	10.4
순이익	-46.4	-45.2	1.8	40.3	-71.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	25.2	21.7	19.9	19.0	14.1
영업이익률	6.6	6.4	2.2	4.4	2.0
EBITDA 이익률	8.1	7.7	4.0	6.7	4.6
세전이익률	7.6	2.8	3.8	4.9	0.4
순이익률	5.6	2.4	2.9	3.2	0.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	-6	0	7	21	-6
당기순이익	11	6	6	8	2
자산상각비	3	3	4	6	11
운전자본증감	-12	-6	-4	3	-23
매출채권 감소(증가)	-5	2	-3	7	-10
재고자산 감소(증가)	-8	-6	-2	-4	-6
매입채무 증가(감소)	5	1	2	-1	0
<b>투자현금흐름</b>	-56	11	-12	8	-29
유형자산처분(취득)	-11	-8	-7	-15	-5
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	-65	23	-17	23	-13
<b>재무현금흐름</b>	33	-4	-9	-10	41
차입금의 증가(감소)	-17	1	0	-1	50
자본의 증가(감소)	56	-3	-6	-7	-5
배당금의 지급	3	3	6	7	5
<b>총현금흐름</b>	17	13	14	20	20
(-)운전자본증가(감소)	10	6	2	-4	104
(-)설비투자	12	8	7	15	6
(+)자산매각	0	0	0	1	0
Free Cash Flow	-4	-1	5	9	-89
(-)기타투자	-19	4	-10	1	-71
잉여현금	15	-5	14	7	-18
<b>NOPLAT</b>	9	13	3	7	6
(+) Dep	3	3	4	6	11
(-)운전자본투자	10	6	2	-4	104
(-)Capex	12	8	7	15	6
OpFCF	-9	2	-2	1	-93

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	141	130	124	116	301
현금성자산	67	55	46	39	35
매출채권	38	32	34	27	83
재고자산	33	39	39	44	165
<b>비유동자산</b>	58	61	65	86	203
투자자산	30	31	31	32	75
유형자산	25	27	30	52	125
무형자산	4	3	4	1	3
<b>자산총계</b>	199	190	189	202	504
<b>유동부채</b>	42	33	33	38	324
매입채무	17	16	18	20	95
유동성이자부채	13	8	7	10	210
<b>비유동부채</b>	1	1	1	7	30
비유동이자부채	0	0	0	6	25
<b>부채총계</b>	43	34	34	45	354
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	77	79	79	79	79
이익잉여금	80	83	83	84	81
자본조정	-3	-7	-8	-8	-11
자기주식	-6	-8	-9	-11	-12
<b>자본총계</b>	155	156	155	157	151

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	813	436	439	615	177
BPS	11,798	11,721	11,633	11,755	11,293
DPS	250	300	450	500	450
CFPS	1,327	977	1,049	1,467	1,534
ROA(%)	5.9	3.0	3.1	4.2	0.7
ROE(%)	8.3	3.7	3.8	5.3	1.5
ROIC(%)	10.0	12.8	3.0	5.9	2.5
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	20.3	29.4	25.0	20.4	42.4
PBR	1.4	1.1	0.9	1.1	0.7
PSR	1.1	0.7	0.7	0.7	0.2
PCR	12.4	13.1	10.5	8.6	4.9
EV/EBITDA	10.7	6.8	13.2	8.5	16.1
배당수익률	1.5	2.3	4.1	4.0	6.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	28.0	21.8	22.0	28.5	234.7
Net debt/Equity	-34.9	-29.7	-25.0	-14.9	132.8
Net debt/EBITDA	-355.4	-254.4	-473.8	-138.2	1,072.3
유동비율	334.5	398.2	378.2	307.6	93.0
이자보상배율(배)	20.4	64.5	27.7	31.1	3.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	51.0	56.0	60.1	65.2	75.0
현금+투자자산	49.0	44.0	39.9	34.8	25.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	7.7	5.0	4.4	9.1	60.9
자기자본	92.3	95.0	95.6	90.9	39.1



# 코스메카코리아 (241710)

견조한 미국과 중국의 턱어라운드

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

**Not Rated**

현재 주가(6/1)	16,150원
상승여력	-
시가총액	1,725억원
발행주식수	10,680천주
52 주 최고가 / 최저가	17,900 / 10,100원
90 일 일평균 거래대금	25.04억원
외국인 지분율	3.1%
주주 구성	
박은희 (외 4 인)	39.0%
박선기 (외 3 인)	6.3%
이창원 (외 1 인)	3.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.3	17.9	21.9	48.8
상대수익률(KOSDAQ)	1.1	10.2	11.4	15.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	182	303	347	339
영업이익	11	10	8	10
EBITDA	15	19	26	27
지배주주순이익	10	9	5	3
EPS	930	840	456	245
순차입금	-38	69	98	93
PER	34.9	38.7	24.9	49.7
PBR	3.1	2.8	0.9	1.0
EV/EBITDA	20.9	22.1	8.6	8.4
배당수익률	0.6	0.3	n/a	n/a
ROE	9.1	7.5	3.9	2.0

**주가 추이**



1 분기에 보여줬던 중국과 미국 법인의 정상화 과정이 2 분기에도 지속 될 것으로 전망합니다. 경쟁업체 대비 안정적인 실적을 기록하는 미국 법인과 중국 법인의 턱어라운드가 지속되는 가운데 하반기 이후 국내 법인의 턱어라운드가 가시화된다면 실적 모멘텀은 확대될 것으로 전망 합니다.

**기업 개요**

1999년 설립된 화장품 OEM/ODM 업체이며, 한국, 중국, 미국에 생 산공장을 보유하고 있다. 2018년 6월 잉글우드랩을 인수하며 미국 사 업에 진출하였다. 주요 제품은 BB크림, 톤업크림 등을 생산하고 있으 며, 글로벌 화장품 브랜드사를 고객사로 두고 있다.

**1Q21 실적 Review : 중국과 미국의 정상화**

1Q21 연결 기준 매출액 935억원(+4.6%, 이하 yoy 성장률 동일), 영 업이익 34억원(-2.1%)으로 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록했다. 지역별로 보면, 1) 한국법인 매출액 557억원(+0.3%), 영업이익 23억원 (-39.8%)을 기록했다. 원료 관련 일회성 비용이 반영되며 영업이익이 감소했다. 2) 미국법인(잉글우드랩) 매출액 338억원(+8.9%), 영업이익 27억원(+110.9%)을 기록했다. 기존제품, 신제품 수주가 모두 증가하며 호실적을 시현했다. 자회사 잉글우드랩코리아의 미국향 수출도 크게 증가하며 고성장을 기록했다. 3) 중국법인 매출액 93억원(+64.9%), 영 업손실 9억원(적자축소)을 기록했다. 최근 온라인 고객사 비중이 늘어 나면서 매출 규모가 커지고 있다.

**견조한 미국과 중국의 턱어라운드**

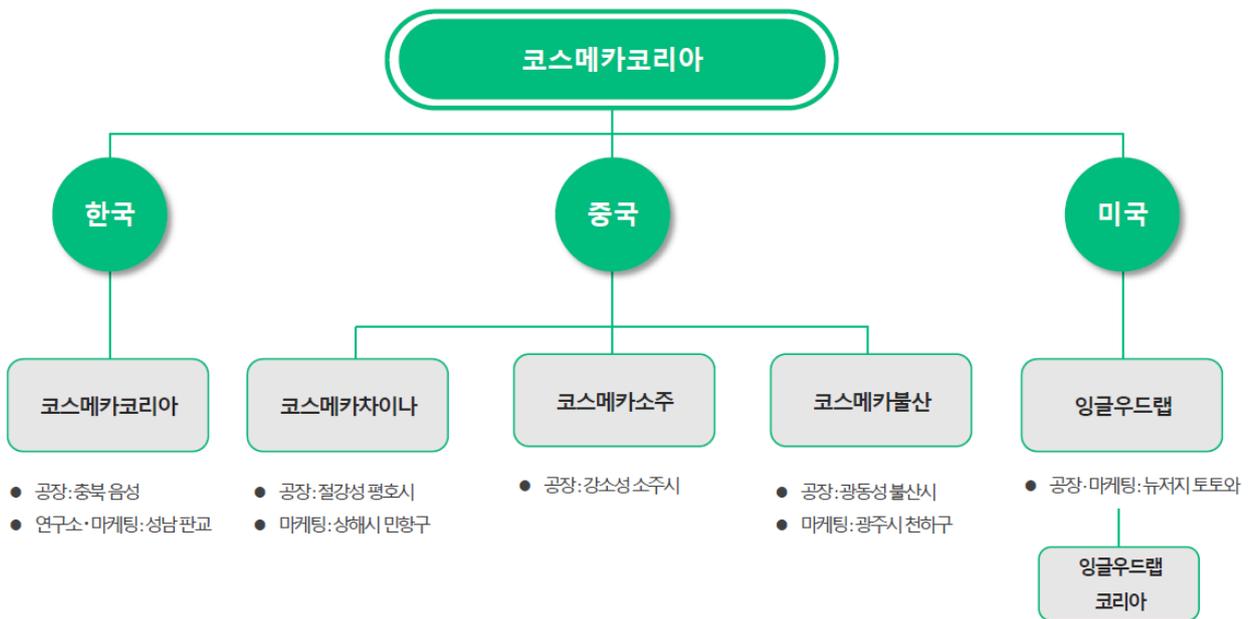
중국법인과 미국법인의 실적호조는 2분기에도 지속될 것으로 전망한 다. 동종업체들의 경우 미국법인이 코로나19 영향으로 실적 부진이 지 속되고 있으나 동사의 경우 코로나19가 오히려 전화위복이 되어 기존 물량 및 신제품 물량 증가로 실적 성장이 기대된다. 더불어 공격적인 CAPA 확장 이후, 매출 정체로 부진했던 중국법인이 최근 오더 물량이 급증하면서 가동률이 상승하고 있다. 분기가 지나갈수록 적자폭은 축 소될 것으로 기대된다. 향후 한국 법인의 회복이 가시화 된다면 실적 모멘텀은 확대될 것으로 기대한다.

[그림18] 코스메카코리아 성장 연혁



자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 코스메카코리아 지배구조



자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 코스메카코리아 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	85.1	99.6	78.4	84.0	89.3	90.9	77.5	81.2	93.5	347.0	339.1
growth %	60.1	25.1	-17.7	11.9	5.0	-8.7	-1.1	-3.2	4.6	14.5	-2.3
한국법인	52.1	57.2	43.6	41.7	55.6	58.1	43.6	39.9	55.7	194.7	197.1
growth %	12.7	-18.5	-10.9	1.4	6.7	1.4	0.0	-4.3	0.3	-5.7	1.3
sales %	61.2	57.5	55.6	49.7	62.2	63.8	56.3	49.1	59.6	56.1	58.1
중국법인	6.3	9.9	6.7	8.0	5.6	5.6	5.2	8.3	9.3	31.0	24.7
growth %	-23.8	-11.9	-24.2	1.9	-11.3	-43.2	-22.7	3.3	64.9	-14.6	-20.2
sales %	7.5	10.0	8.6	9.6	6.3	6.2	6.7	10.2	9.9	8.9	7.3
미국법인	30.6	36.4	29.9	36.3	31.0	30.9	36.0	38.7	33.8	133.3	137.2
growth %	27.3	41.9	-25.0	23.0	1.3	-15.1	20.5	6.7	8.9	11.9	2.9
sales %	36.0	36.6	38.1	43.3	34.7	34.0	46.4	47.7	36.1	38.4	40.5
영업이익	2.4	6.4	0.0	-0.6	3.4	2.2	1.9	2.4	3.4	8.3	9.9
growth %	276.0	-33.4	-99.5	적자지속	40.7	-65.6	6,526.8	흑자전환	-2.1	-15.9	19.8
margin %	2.9	6.4	0.0	-0.7	3.8	2.4	2.4	2.9	3.6	2.4	2.9
한국법인	3.6	4.1	1.2	-0.8	3.9	4.6	0.6	1.6	2.3	8.1	10.5
growth %	432.1	-53.2	-20.5	적자지속	7.6	10.0	-53.4	흑자전환	-39.7	-13.3	29.9
margin %	6.9	7.2	2.8	-2.0	6.9	7.9	1.3	3.9	4.2	4.2	5.3
중국법인	-0.5	0.6	-1.2	-1.3	-1.1	-1.2	-1.5	-2.4	-0.9	-2.3	-6.1
growth %	1,582.8	-20.8	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속
margin %	-7.7	6.3	-17.3	-15.6	-18.8	-21.6	-28.5	-28.8	-9.4	-7.3	-24.8
미국법인	0.4	2.8	0.9	2.6	1.3	-0.6	3.3	3.7	2.6	6.7	7.7
growth %	-150.8	흑자전환	-81.3	흑자전환	185.5	적자전환	262.3	46.2	110.9	흑자전환	14.7
margin %	1.4	7.6	3.1	7.0	4.1	-2.1	9.3	9.6	7.8	5.0	5.6
지배주주순이익	1.2	4.0	0.6	-0.9	2.1	1.3	-0.6	-0.2	2.0	4.9	2.6
growth %	-42.9	-49.7	-69.7	적자지속	81.3	-67.6	적자전환	적자지속	-7.7	-45.8	-46.1
margin %	1.4	4.0	0.8	-1.1	2.4	1.4	-0.8	-0.2	2.1	1.4	0.8

자료: 코스메카코리아, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	165	182	303	347	339
매출총이익	35	39	52	64	61
영업이익	13	11	10	8	10
EBITDA	16	15	19	26	27
순이자손익	0	0	-1	-3	-3
외화관련손익	0	-1	0	0	-1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	13	11	10	6	4
당기순이익	12	10	9	4	3
지배주주순이익	12	10	9	5	3
<b>증가율(%)</b>					
매출액	66.6	10.4	66.3	14.4	-2.3
영업이익	105.5	-16.3	-10.6	-15.9	19.8
EBITDA	79.5	-6.9	27.6	35.9	4.5
순이익	128.8	-13.7	-7.8	-56.0	-15.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	21.3	21.4	17.1	18.4	17.9
영업이익률	7.9	6.0	3.2	2.4	2.9
EBITDA 이익률	9.6	8.1	6.2	7.4	7.9
세전이익률	8.1	5.9	3.2	1.8	1.3
순이익률	7.0	5.4	3.0	1.2	1.0

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	4	10	11	19	12
당기순이익	12	10	9	4	3
자산상각비	3	4	9	17	17
운전자본증감	-14	-4	-10	-5	-11
매출채권 감소(증가)	-8	-1	-5	-4	6
재고자산 감소(증가)	-6	-1	0	-2	-12
매입채무 증가(감소)	2	0	-8	4	-5
<b>투자현금흐름</b>	-13	-22	-97	-34	-5
유형자산처분(취득)	-13	-20	-42	-29	-13
무형자산 감소(증가)	0	-3	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
<b>재무현금흐름</b>	56	0	61	17	10
차입금의 증가(감소)	-15	0	62	18	11
자본의 증가(감소)	72	0	-1	-1	0
배당금의 지급	0	0	1	1	0
<b>총현금흐름</b>	18	16	23	29	28
(-)운전자본증감(감소)	8	3	41	9	-2
(-)설비투자	13	21	43	31	14
(+)자산매각	0	-1	1	1	0
Free Cash Flow	-3	-9	-60	-9	15
(-)기타투자	6	1	26	1	3
잉여현금	-9	-11	-86	-10	12
<b>NOPLAT</b>	11	10	9	5	8
(+) Dep	3	4	9	17	17
(-)운전자본투자	8	3	41	9	-2
(-)Capex	13	21	43	31	14
OpFCF	-7	-10	-66	-17	12

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	101	91	122	138	150
현금성자산	53	40	14	17	32
매출채권	31	32	53	57	53
재고자산	15	15	47	49	60
<b>비유동자산</b>	42	61	193	212	209
투자자산	3	4	4	20	17
유형자산	38	53	136	146	147
무형자산	1	3	52	46	45
<b>자산총계</b>	143	151	315	351	359
<b>유동부채</b>	36	35	79	110	141
매입채무	31	30	46	47	47
유동성이자부채	2	2	29	56	90
<b>비유동부채</b>	2	3	64	69	45
비유동이자부채	0	0	53	58	35
<b>부채총계</b>	38	38	143	178	186
자본금	3	3	5	5	5
자본잉여금	70	70	72	69	70
이익잉여금	32	41	49	53	55
자본조정	0	-1	-1	0	-1
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	105	113	172	172	173

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	1,077	930	840	456	245
BPS	9,816	10,624	11,702	11,958	12,150
DPS	0	200	100	0	0
CFPS	1,687	1,467	2,137	2,746	2,592
ROA(%)	10.8	6.8	3.8	1.5	0.7
ROE(%)	18.0	9.1	7.5	3.9	2.0
ROIC(%)	26.1	16.2	5.9	2.1	2.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	26.0	34.9	38.7	24.9	49.7
PBR	2.9	3.1	2.8	0.9	1.0
PSR	1.8	1.9	1.1	0.3	0.4
PCR	16.6	22.2	15.2	4.1	4.7
EV/EBITDA	15.7	20.9	22.1	8.6	8.4
배당수익률	n/a	0.6	0.3	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	36.4	33.1	83.6	103.5	108.0
Net debt/Equity	-47.9	-33.6	39.9	56.7	54.1
Net debt/EBITDA	-317.1	-258.5	363.9	381.8	348.8
유동비율	279.5	260.8	154.5	126.0	105.9
이자보상배율(배)	32.2	113.0	6.5	2.3	3.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	48.7	62.3	92.9	87.9	84.2
현금+투자자산	51.3	37.7	7.1	12.1	15.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	2.2	1.8	32.5	39.8	42.1
자기자본	97.8	98.2	67.5	60.2	57.9



# 연우 (115960)

2021년, 다시 성장의 해

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

## Buy (유지)

목표주가(유지): 36,000원

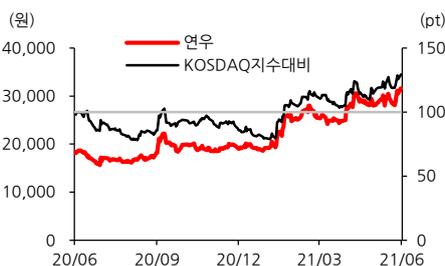
현재 주가(6/1)	30,800원
상승여력	▲16.9%
시가총액	3,819억원
발행주식수	12,398천주
52 주 최고가 / 최저가	31,600 / 15,600원
90 일 일평균 거래대금	24.62억원
외국인 지분율	19.1%
주주 구성	
기중현 (외 3 인)	60.4%
PKGGroup,LLC (외 1 인)	16.1%
연우우리사주 (외 1 인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.0	20.8	62.1	68.3
상대수익률(KOSDAQ)	9.9	13.1	51.6	34.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	295	251	294	330
영업이익	22	16	28	32
EBITDA	41	36	49	53
지배주주순이익	17	11	22	23
EPS	1,355	917	1,746	1,890
순차입금	19	1	-18	-38
PER	17.2	20.9	17.6	16.3
PBR	1.4	1.1	1.6	1.4
EV/EBITDA	7.6	6.6	7.5	6.5
배당수익률	0.7	0.8	0.5	0.5
ROE	8.4	5.3	9.4	9.3

### 주가 추이



1 분기에 이어 2 분기에도 호실적을 기록할 것으로 전망합니다. 전방업체들의 회복에 따른 오더물량 증가와 내부 체질 개선 효과가 맞물려 2021 년은 다시 고성장하는 실적을 기록할 것으로 전망합니다.

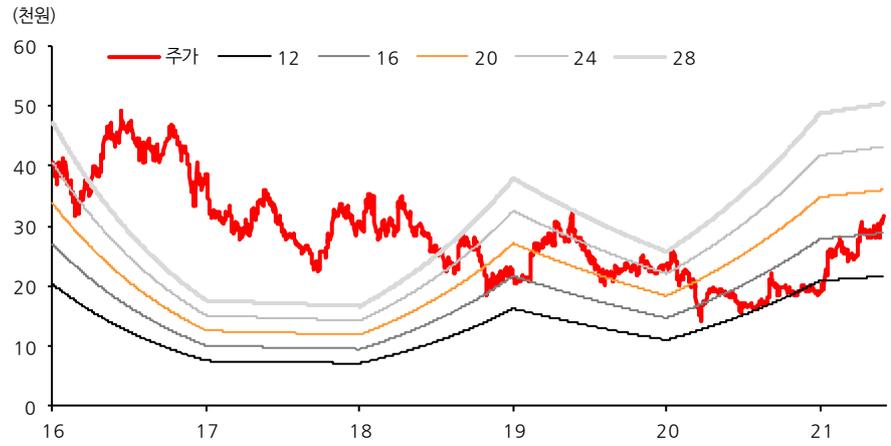
### 1Q21 Review: 기대치 상회하는 호실적 기록

1Q21 연결기준 매출액 710억원(+14.6%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 64억원(+140.4%)으로 당사 추정치와 시장 기대치를 상회하는 호실적을 시현하였다. 국내 대형 고객사들의 럭셔리 제품 물량 증가에 힘입어 코로나19 이전인 2019년 1분기보다 +5.5% 성장하였다. 물량 증가와 비용 절감 노력에 힘입어 영업이익률은 9.1%(+4.8%p)로 대폭 개선되었다. 1) 내수 매출액 412억원(+19.0%) 기록하였다. 2019년 1분기 대비해서도 +25.2% 성장한 수치이다. 내수는 주요 대형 고객사의 럭셔리 제품 중심으로 오더 물량이 증가하였다. 2) 수출 매출액 299억원(+9.0%) 기록하였다. 수출에서 지역을 구분해보면 ① 미국 190억원(+31.4%), ② 유럽 25억원(-55.0%), ③ 중국 27억원(+68.9%), ④ 기타아시아 10억원(-31.8%)이다. 미국 주요 고객사들의 오더 물량은 큰 폭으로 회복되었으나, 유럽 및 기타아시아 고객사들의 경우 코로나19 영향이 지속되면서 여전히 부진하여 수출 총 매출액은 2019년 1분기 대비 -13.2% 낮은 수준으로 완전히 회복되지는 못하였다.

### 2021년, 다시 성장의 해

2Q21도 호실적이 지속될 것으로 전망한다. 전년 2분기 매출 하락폭이 가장 커 기저부담이 낮고 통상적으로 1분기에 반영되는 정기상여 미발생으로 yoy나 qoq 모두 이익이 성장할 것으로 전망한다. 2Q21 매출액 737억원(+24.5%), 영업이익 84억원(+80.7%) 예상한다. 2021년 연간 매출액 2,941억원(+17.0%), 영업이익 280억원(+75.2%) 전망한다. 전방업체들의 실적 회복에 힘입어 투자릿수 외형 성장률을 기록할 것으로 예상한다. 동사는 지난 몇 년간 수익성 향상을 위한 노력을 꾸준히 해왔다. 이러한 노력에 힘입어 이익 레버리지 효과로 영업이익률은 9.5%로 코로나19 이전인 2019년의 7.6%보다도 대폭 개선될 것으로 기대한다. 2019년부터 생산이 시작된 중국 법인의 성장도 기대된다. 단기적으로는 실적 기여도가 미미하겠으나 중장기적으로 중국 로컬 업체들과의 거래를 확대하며 실적 성장을 지속시켜 나갈 것으로 전망한다.

[그림20] 연우 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 연우 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	62.0	59.2	63.5	66.7	71.0	73.7	73.4	75.9	251.3	294.1	330.2
growth %	-7.9	-26.1	-15.3	-7.7	14.6	24.5	15.7	13.9	-14.7	17.0	12.3
내수	34.6	31.8	33.1	38.8	41.2	44.7	38.8	43.2	138.2	167.8	187.7
growth %	5.2	-25.5	-6.9	8.5	19.0	40.6	17.0	11.5	-5.8	21.4	11.9
sales %	55.8	53.7	52.2	58.1	57.9	60.6	52.8	56.9	55.0	57.0	56.8
수출	27.4	27.4	30.4	27.9	29.9	29.0	34.7	32.7	113.1	126.3	142.5
growth %	-20.4	-26.9	-22.8	-23.6	9.0	5.9	14.2	17.2	-23.5	11.7	12.8
sales %	44.2	46.3	47.8	41.9	42.1	39.4	47.2	43.1	45.0	43.0	43.2
영업이익	2.7	4.7	2.0	6.7	6.4	8.4	6.2	7.0	16.0	28.0	32.0
growth %	-17.1	-47.2	-67.1	52.2	140.4	80.7	210.4	4.7	-28.9	75.2	14.5
margin %	4.3	7.9	3.1	10.0	9.1	11.4	8.4	9.2	6.4	9.5	9.7
세전이익	4.0	4.7	1.7	4.1	7.6	8.2	6.0	6.8	14.4	28.5	31.2
growth %	4.0	-49.3	-68.6	0.8	91.0	75.3	250.9	65.6	-35.9	97.5	9.6
margin %	6.4	7.9	2.7	6.1	10.7	11.2	8.1	8.9	5.7	9.7	9.5
순이익	3.1	3.6	1.4	3.3	5.9	6.2	4.5	5.1	11.4	21.6	23.4
growth %	2.6	-46.8	-65.9	10.3	91.3	69.8	229.6	52.8	-32.3	89.7	8.6
margin %	4.9	6.1	2.1	5.0	8.2	8.4	6.1	6.7	4.5	7.3	7.1

자료: 연우, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	273	295	251	294	330
매출총이익	30	47	36	48	55
영업이익	6	22	16	28	32
EBITDA	22	41	36	49	53
순이자손익	-1	-1	-1	-1	-1
외화관련손익	1	1	-2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	9	23	14	29	31
당기순이익	7	17	11	22	23
지배주주순이익	7	17	11	22	23
<b>증가율(%)</b>					
매출액	19.0	7.9	-14.7	17.1	12.3
영업이익	-31.6	264.6	-28.9	75.2	14.5
EBITDA	-1.4	82.3	-11.6	35.1	8.8
순이익	-5.5	128.2	-32.3	90.3	8.3
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	10.9	15.9	14.3	16.4	16.7
영업이익률	2.3	7.6	6.4	9.5	9.7
EBITDA 이익률	8.2	13.8	14.3	16.5	16.0
세전이익률	3.2	7.6	5.7	9.7	9.5
순이익률	2.7	5.7	4.5	7.4	7.1

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>영업현금흐름</b>	11	44	36	38	41
당기순이익	7	17	11	22	23
자산상각비	16	18	20	21	21
운전자본증감	-18	-2	0	-3	-3
매출채권 감소(증가)	-8	0	10	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	4	-2	-2	-2
매입채무 증가(감소)	-1	1	2	2	2
<b>투자현금흐름</b>	-35	-26	-14	-19	-21
유형자산처분(취득)	-35	-25	-11	-18	-20
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	1	-1	-1	0	0
<b>재무현금흐름</b>	23	-9	-12	-6	-4
차입금의 증가(감소)	23	-9	-10	-6	-4
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
배당금의 지급	0	0	-2	0	0
<b>총현금흐름</b>	32	49	43	41	44
(-)운전자본증가(감소)	11	-9	-5	4	3
(-)설비투자	35	26	11	18	20
(+)자산매각	-1	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-16	32	37	18	21
(-)기타투자	7	11	7	-1	1
잉여현금	-23	22	30	19	20
<b>NOPLAT</b>	5	17	13	21	24
(+) Dep	16	18	20	21	21
(-)운전자본투자	11	-9	-5	4	3
(-)Capex	35	26	11	18	20
OpFCF	-25	18	27	20	22

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	95	100	99	117	138
현금성자산	26	35	43	56	72
매출채권	44	45	35	38	41
재고자산	23	18	19	21	24
<b>비유동자산</b>	191	196	190	188	189
투자자산	12	11	15	16	17
유형자산	172	179	169	167	167
무형자산	7	6	5	5	5
<b>자산총계</b>	286	296	289	305	327
<b>유동부채</b>	44	61	48	46	46
매입채무	17	19	20	22	24
유동성이자부채	22	33	23	20	18
<b>비유동부채</b>	50	25	22	19	17
비유동이자부채	41	21	20	17	15
<b>부채총계</b>	94	86	70	65	63
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	119	137	145	167	190
자본조정	-1	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	192	210	219	240	264

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	594	1,355	917	1,746	1,890
BPS	15,453	16,906	17,635	19,381	21,271
DPS	0	160	160	160	160
CFPS	2,544	3,965	3,476	3,306	3,583
ROA(%)	2.7	5.8	3.9	7.3	7.4
ROE(%)	3.9	8.4	5.3	9.4	9.3
ROIC(%)	2.5	7.3	5.6	9.6	10.7
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	38.6	17.2	20.9	17.6	16.3
PBR	1.5	1.4	1.1	1.6	1.4
PSR	1.0	1.0	0.9	1.3	1.2
PCR	9.0	5.9	5.5	9.3	8.6
EV/EBITDA	14.3	7.6	6.6	7.5	6.5
배당수익률	-	0.7	0.8	0.5	0.5
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	49.2	41.2	32.1	27.1	24.1
Net debt/Equity	19.1	8.8	0.3	-7.6	-14.5
Net debt/EBITDA	164.0	45.4	1.8	-37.3	-72.1
유동비율	213.7	163.7	207.5	256.6	300.8
이자보상배율(배)	5.3	14.5	15.1	28.7	32.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	85.8	83.1	78.9	75.5	71.8
현금+투자자산	14.2	16.9	21.1	24.5	28.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	24.6	20.3	16.7	13.6	11.4
자기자본	75.4	79.7	83.3	86.4	88.6



# 펄텍코리아 (251970)

## 2분기부터 실적 회복 전망

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

### Not Rated

현재 주가(6/1)	23,300원
상승여력	-
시가총액	2,889억원
발행주식수	12,400천주
52 주 최고가 / 최저가	23,400 / 14,150원
90 일 일평균 거래대금	14.68억원
외국인 지분율	1.6%

주주 구성	
이도훈 (외 9 인)	61.4%
케이티씨엔피그룹스채프 2011	10.6%
자사주 (외 1 인)	2.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.9	39.9	61.2	35.5
상대수익률(KOSDAQ)	15.8	32.2	50.8	1.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	134	151	175	197
영업이익	19	25	27	27
EBITDA	21	27	31	34
지배주주순이익	16	21	20	20
EPS	-	-	1,650	1,577
순차입금	-4	-4	-84	-83
PER	-	-	11.1	10.0
PBR	0.0	0.0	1.6	1.1
EV/EBITDA	-0.2	-0.2	4.7	3.3
배당수익률	-	-	1.8	-
ROE	30.2	28.9	18.1	12.2

### 주가 추이



1 분기 실적은 부국티엔씨의 높은 베이스 부담으로 실적 성장이 제한적이었으나 베이스가 낮아지는 2 분기부터는 실적 회복이 가시화될 것으로 전망합니다.

### 기업 개요

2001년 설립된 펄프 기반의 플라스틱 용기 및 펄프를 제조, 판매하는 업체다. 19년 4분기에는 튜브 제조기업 ‘부국티엔씨’ 지분을 추가 취득하며 연결회사로 편입했고, 작년 12월부터는 건강기능식품 판매 업체 ‘잘론네츄럴’을 인수하며 사업 영역을 확장해나가고 있다.

### 1Q21 실적 Review : 부국티엔씨 베이스 부담으로 플랫

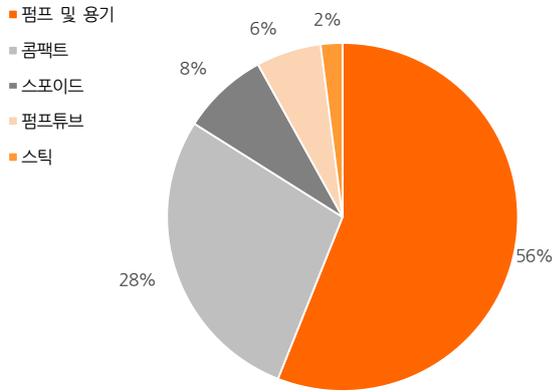
1Q21 연결 기준 매출액 557억원(+0.8%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 78억원(-2.1%)으로 전년동기 높은 기저 부담에도 불구하고 잘론네츄럴 인수 효과로 매출은 소폭 상승했다. 전분기부터 이어진 화장품 업황 개선으로 QoQ로는 매출, 영업이익이 각각 +17.2%, +19.1% 성장했다.

사업부문별로 보면, 1) 펄텍코리아(별도 기준) 매출액 402억원(-1.6%), 영업이익 59억원(+3.0%) 기록했다. 2) 부국티엔씨 매출액 129억원(-12.2%), 영업이익 16억원(-29.4%) 기록했다. 3) 잘론네츄럴 매출액 29억원(+2.9%), 영업이익 3.2억원(+193.3%) 기록했다. 올해 1월부터 연결 편입된 건강기능식품 판매 회사로, 작년 지연된 신제품 런칭 및 유통채널 확장으로 향후에도 높은 성장률을 유지할 것으로 기대된다.

### 2분기부터 실적 회복 전망

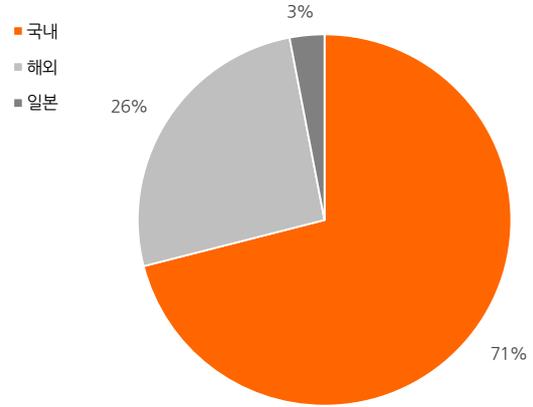
1분기 실적은 높은 베이스 부담에 성장이 제한적이었으나 베이스가 낮아지는 2분기를 기점으로 실적회복이 가시화될 것으로 전망한다. 지난 5월, 2021년 연간 가이드를 제시하였다. 잘론네츄럴 제거 기준으로 매출액 2,280억원(+16%), 영업이익 305억원(+11%)이다. 최근 나타나고 있는 전방 업체들의 실적 회복에 따라 오더 물량 증가로 실적 성장이 가시화될 것으로 전망한다. 상반기는 국내 브랜드 업체들이 견인하고 하반기 이후부터는 해외 브랜드 업체가 성장을 견인할 것으로 예상된다. 작년 투자한 잘론네츄럴 실적 성장이 지속되어 의미있는 실적 규모가 된다면 기업가치에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

[그림21] 펄텍코리아 별도 기준 제품 비중 (1Q21 기준)



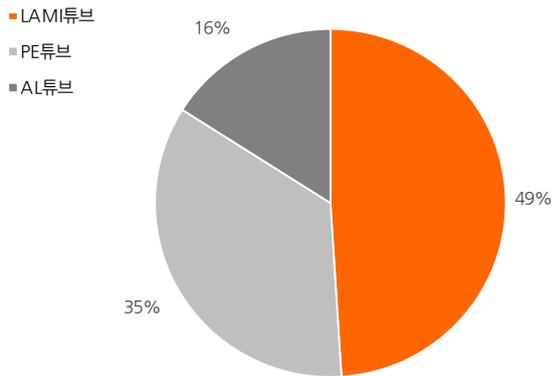
자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 펄텍코리아 별도 기준 고객사 비중 (1Q21 기준)



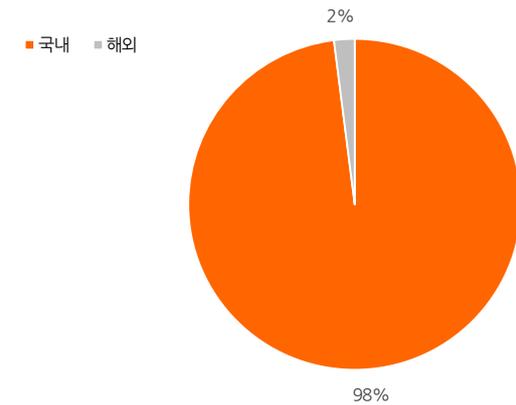
자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 부국티엔씨 제품 비중 (1Q21 기준)



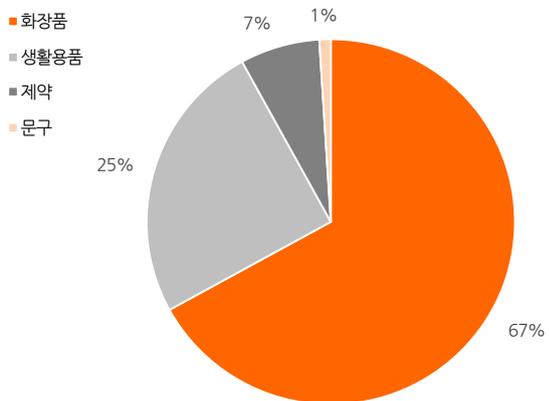
자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 부국티엔씨 고객사 비중 (1Q21 기준)



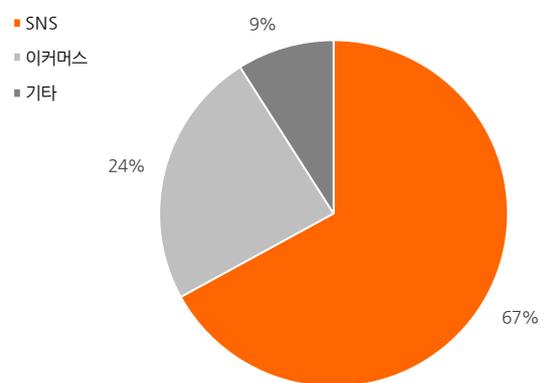
자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 부국티엔씨 시장 믹스 (1Q21 기준)



자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 잘론네츄럴 유통채널 비중 (1Q21 기준)



자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

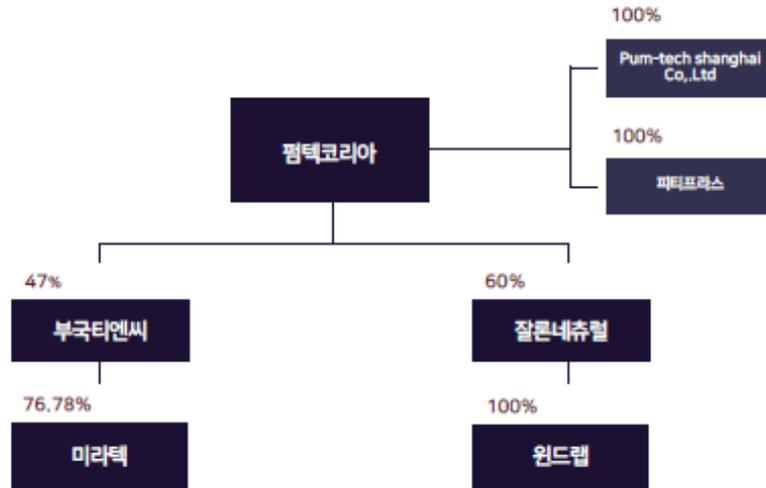
[표11] 펄텍코리아 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	42.3	42.8	38.7	51.6	55.3	49.6	44.4	47.5	55.7	175.4	196.8
growth %	23.5	-2.2	8.0	38.6	30.7	15.9	14.7	-7.8	0.8	16.1	12.2
영업이익	6.6	6.9	6.6	6.7	8.0	6.8	6.0	6.6	7.8	26.9	27.4
growth %	28.4	-17.1	14.7	27.8	22.0	-2.1	-9.2	-2.3	-2.1	9.5	2.0
margin %	15.5	16.2	17.1	13.1	14.5	13.7	13.5	13.8	14.1	15.3	13.9
세전이익	6.9	7.5	5.6	6.5	9.7	6.7	6.0	5.2	9.0	26.5	27.6
growth %	58.8	-15.4	-10.9	17.6	42.2	-11.2	6.9	-20.9	-8.1	5.8	4.0
margin %	16.2	17.6	14.5	12.6	17.6	13.5	13.6	10.8	16.1	15.1	14.0
지배주주순이익	5.3	6.1	4.3	4.8	6.6	4.6	4.1	4.3	6.3	20.5	19.6
growth %	55.9	-13.9	-14.7	-9.3	24.3	-24.8	-3.6	-11.0	-3.6	-1.5	-4.4
margin %	12.5	14.2	11.1	9.3	11.9	9.2	9.3	9.0	11.4	11.7	9.9

자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 펄텍코리아 지배구조



자료: 펄텍코리아, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	108	134	151	175	197
매출총이익	24	31	35	38	42
영업이익	17	19	25	27	27
EBITDA	19	21	27	31	34
순이자손익	0	0	0	0	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1	1	0	-3	0
세전계속사업손익	31	20	25	27	28
당기순이익	24	16	21	23	24
지배주주순이익	24	16	21	20	20
<b>증가율(%)</b>					
매출액	29.7	24.2	13.1	16.1	12.2
영업이익	93.8	12.9	27.9	9.5	2.0
EBITDA	83.5	13.8	27.2	14.1	9.6
순이익	182.0	-32.1	28.5	10.2	7.0
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	22.2	23.2	23.1	21.6	21.3
영업이익률	15.8	14.4	16.2	15.3	13.9
EBITDA 이익률	17.4	15.9	17.9	17.6	17.2
세전이익률	29.0	14.9	16.6	15.1	14.0
순이익률	22.2	12.1	13.8	13.1	12.4

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	9	21	18	25	1
당기순이익	24	16	21	23	24
자산상각비	2	2	3	4	6
운전자본증감	-8	-1	-5	-5	-13
매출채권 감소(증가)	-4	-3	0	-3	2
재고자산 감소(증가)	-5	-1	-2	2	1
매입채무 증가(감소)	2	3	0	-1	0
<b>투자현금흐름</b>	-10	-10	-17	-118	7
유형자산처분(취득)	-8	-3	-16	-15	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	0	-5	0	-101	21
<b>재무현금흐름</b>	1	-1	1	68	-9
차입금의 증가(감소)	1	-1	1	-2	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	75	-4
배당금의 지급	0	0	0	0	4
<b>총현금흐름</b>	21	24	30	35	38
(-)운전자본증가(감소)	6	-3	6	-16	27
(-)설비투자	8	3	16	15	21
(+)자산매각	0	1	0	0	7
Free Cash Flow	6	25	8	35	-2
(-)기타투자	3	6	1	23	-14
잉여현금	3	19	7	12	12
<b>NOPLAT</b>	13	16	20	23	24
(+) Dep	2	2	3	4	6
(-)운전자본투자	6	-3	6	-16	27
(-)Capex	8	3	16	15	21
OpFCF	0	17	0	28	-17

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	30	50	54	172	156
현금성자산	8	24	26	133	109
매출채권	17	20	20	30	28
재고자산	5	5	8	7	6
<b>비유동자산</b>	62	65	79	123	130
투자자산	22	23	22	7	7
유형자산	39	41	55	114	120
무형자산	1	1	1	1	2
<b>자산총계</b>	92	115	133	294	286
<b>유동부채</b>	29	34	34	89	56
매입채무	18	21	20	24	23
유동성이자부채	7	6	9	39	23
<b>비유동부채</b>	18	19	16	19	7
비유동이자부채	13	14	12	10	3
<b>부채총계</b>	47	53	51	108	62
자본금	1	1	1	6	6
자본잉여금	0	0	0	52	54
이익잉여금	48	64	84	106	122
자본조정	-3	-3	-3	-20	-5
자기주식	-3	-3	-3	-20	-5
<b>자본총계</b>	45	62	82	186	223

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	n/a	n/a	n/a	1,650	1,577
BPS	245,269	333,809	44,373	11,642	14,321
DPS	0	0	0	330	0
CFPS	n/a	n/a	n/a	2,796	3,085
ROA(%)	31.4	15.7	16.8	9.6	6.7
ROE(%)	71.4	30.2	28.9	18.1	12.2
ROIC(%)	39.8	42.1	43.5	29.2	20.0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	n/a	n/a	11.1	10.0
PBR	0.0	0.0	0.0	1.6	1.1
PSR	n/a	n/a	n/a	1.3	1.0
PCR	n/a	n/a	n/a	6.6	5.1
EV/EBITDA	0.6	-0.2	-0.2	4.7	3.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	1.8	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	102.6	85.7	61.6	58.0	27.9
Net debt/Equity	25.9	-6.1	-5.4	-45.2	-37.0
Net debt/EBITDA	62.8	-17.7	-16.5	-272.8	-244.3
유동비율	105.7	145.7	158.5	191.8	279.5
이자보상배율(배)	33.8	38.9	48.6	30.9	59.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	55.2	43.9	54.0	42.1	54.9
현금+투자자산	44.8	56.1	46.0	57.9	45.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	30.6	24.9	20.6	20.9	10.4
자기자본	69.4	75.1	79.4	79.1	89.6



# 클리오 (237880)

높아지는 하반기 이후 실적 개선 기대감

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

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 33,000원

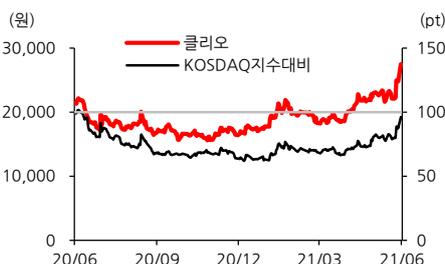
현재 주가(6/1)	27,450원
상승여력	▲20.2%
시가총액	4,758억원
발행주식수	17,332천주
52 주 최고가 / 최저가	27,500 / 15,600원
90 일 일평균 거래대금	62.72억원
외국인 지분율	2.1%
주주 구성	
한현욱 (외 4 인)	66.6%
제이드마운틴에쿼티 (외 2 인)	6.0%
자사주 (외 1 인)	3.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.6	50.0	65.9	28.3
상대수익률(KOSDAQ)	19.5	42.3	55.4	-5.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	250	218	238	257
영업이익	19	6	16	25
EBITDA	31	18	24	33
지배주주순이익	3	10	13	19
EPS	173	561	752	1,121
순차입금	-41	-29	-57	-80
PER	126.6	31.7	36.5	24.5
PBR	2.6	2.0	2.9	2.6
EV/EBITDA	10.7	15.6	17.7	11.8
배당수익률	1.0	0.6	0.2	0.4
ROE	2.1	6.4	8.1	11.0

주가 추이



1Q21 실적은 오프라인 타격이 지속되면서 부진했습니다. 그러나 하반기부터는 기저효과와 함께 적자 매장 철수와 색조 카테고리 매출 회복에 따른 이익 레버리지 효과가 가시화될 것으로 전망합니다.

1Q21 Review: 부진했으나 예상치에는 부합

1Q21 연결 기준 매출액 579억원(-14.5%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 20억원(-41.1%)으로 부진했으나 당사 추정치에 부합하였다. 사업부문별로 클럽클리오 22억원(-76.3%), H&B 146억원(-13.4%), 온라인 213억원(+16.7%), 면세점 81억원(+3.1%), 글로벌 93억원(+3.4%) 기록하였다. 클럽클리오는 오프라인 트래픽 감소와 매장 축소로 부진했다. H&B스토어는 베이스 부담이 높아 전년동기대비 감소 추세가 이어졌으나, 전분기 대비 매출은 +14% 성장하며 개선되었다. 온라인 사업은 쿠팡 계약변경 이슈로 쿠팡몰 매출 하락이 불가피했으나 자사몰과 중국 역직구 채널의 고성장으로 전년동기대비 성장하는 모습이 이어지며 분기 최대 실적을 기록하였다. 글로벌 사업의 경우 중국 상해 법인이 32억원(+82%)으로 고성장을 기록했다.

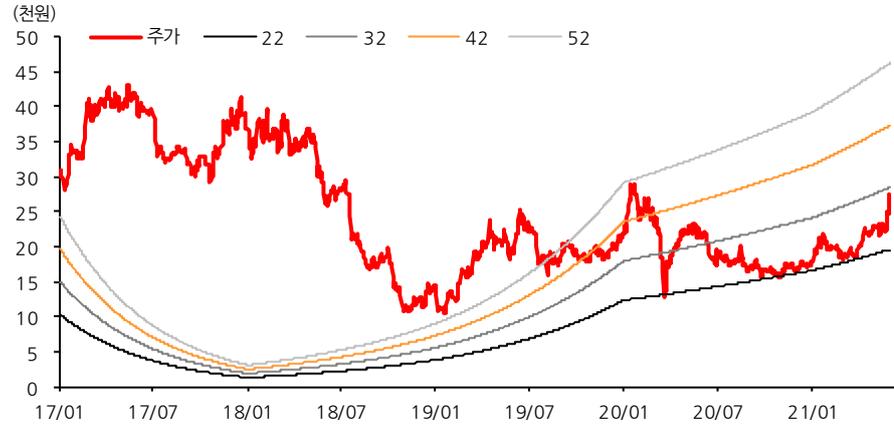
하반기 이후 기대되는 투자포인트 3가지

1Q21 실적 부진이 지속되었으나 기저가 낮아지는 하반기부터는 이익 개선이 기대된다. 기저효과와 함께 하반기에 기대해볼 수 있는 투자포인트 3가지가 있다. 1) 오프라인 채널 클럽클리오 구조조정에 따른 이익 레버리지 확대와, 2) 마스크 착용 의무화가 사라진다면 색조 카테고리의 고성장이 기대된다는 점과, 3) 중국/일본/미국의 온라인 매출 확대로 해외 성장에 대한 모멘텀 확대 가능성이다. 이에 2021년 연결 기준 매출액 2,378억원(+9.0%), 영업이익 157억원(+152.3%), 사업부문별 매출액은 클럽클리오 94억원(-63.0%), H&B 622억원(+17.7%), 온라인 835억원(+26.3%), 면세점 315억원(+30.1%), 글로벌 373억원(+14.3%) 전망한다.

높아지는 하반기 이후 실적 개선 기대감

오프라인 구조조정이 빠르게 진행되고 있어, 향후 색조 카테고리 매출 회복과 해외 성장성이 맞물린다면 실적 회복시 이익레버리지는 생각보다 높을 것을 전망한다. 이에 12M FWD 이익 추정치 상향에 따라 목표주가도 3.3만원으로 상향한다. 투자 의견 Buy를 유지한다.

[그림28] 클리오 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 클리오, 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	67.8	49.6	50.6	50.2	57.9	57.7	60.1	62.1	218.2	237.8	257.0
growth %	17.2	-18.4	-18.7	-27.8	-14.5	16.3	18.8	23.7	-12.8	9.0	8.0
클럽클리오	9.3	6.9	5.1	4.0	2.2	2.2	2.4	2.6	25.4	9.4	9.0
growth %	-31.9	-42.7	-58.2	-69.6	-76.3	-69.0	-52.4	-35.4	-50.5	-63.0	-4.3
sales %	13.7	14.0	10.1	8.0	3.8	3.7	4.1	4.2	11.6	3.9	3.5
H&B	16.8	10.4	13.0	12.8	14.6	14.6	17.0	16.0	53.1	62.2	65.3
growth %	21.2	-33.5	-23.8	-19.3	-13.4	40.0	30.0	25.0	-15.1	17.0	5.0
sales %	24.8	21.0	25.8	25.6	25.1	25.3	28.2	25.8	24.3	26.1	25.4
온라인	18.2	16.2	15.9	15.8	21.3	20.2	19.9	22.1	66.1	83.5	96.0
growth %	47.1	33.8	23.9	-7.6	16.7	25.0	25.0	40.0	21.5	26.3	15.0
sales %	26.9	32.6	31.4	31.5	36.7	35.0	33.0	35.6	30.3	35.1	37.4
면세점	7.8	4.4	5.1	6.9	8.1	7.2	7.9	8.3	24.2	31.5	34.0
growth %	6.2	-50.0	-46.9	-34.9	3.1	65.0	55.0	20.0	-33.4	30.1	8.0
sales %	11.6	8.8	10.1	13.7	13.9	12.6	13.1	13.3	11.1	13.2	13.2
도매 및 홈쇼핑	6.6	3.6	4.1	2.5	2.5	3.7	4.5	3.3	16.8	14.1	14.3
growth %	-0.6	-16.5	-5.2	-38.5	-62.2	5.0	10.0	30.0	-13.2	-16.4	2.0
sales %	9.8	7.2	8.2	5.0	4.3	6.5	7.6	5.3	7.7	5.9	5.6
글로벌	9.0	8.2	7.3	8.2	9.3	9.8	8.4	9.8	32.6	37.3	38.4
growth %	49.8	2.5	23.9	-6.9	3.4	20.0	15.0	20.0	13.9	14.3	3.0
sales %	13.3	16.5	14.4	16.2	16.1	17.0	14.0	15.8	14.9	15.7	14.9
영업이익	3.5	3.1	1.0	-1.4	2.0	2.8	5.8	5.0	6.2	15.7	24.9
growth %	8.9	-38.1	-82.9	적전	-41.1	-9.4	455.7	흑전	-66.5	152.3	58.6
margin %	5.1	6.3	2.1	-2.8	3.5	4.9	9.7	8.1	2.9	6.6	9.7
순이익	3.9	3.1	3.3	-0.7	2.2	2.2	4.5	3.9	9.6	12.9	19.3
growth %	230.3	139.9	-46.0	적축	-42.2	-26.8	36.9	흑전	225.8	34.9	49.2
margin %	5.7	6.2	6.5	-1.3	3.9	3.9	7.5	6.3	4.4	5.4	7.5

자료: 클리오, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	187	250	218	238	257
매출총이익	106	137	112	123	138
영업이익	-2	19	6	16	25
EBITDA	2	31	18	24	33
순이자손익	-2	1	1	0	1
외화관련손익	0	0	-1	1	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	2	9	13	17	25
당기순이익	1	3	10	13	19
지배주주순이익	1	3	10	13	19
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-3.3	33.6	-12.8	9.0	8.0
영업이익	적전	흑전	-66.5	152.3	58.6
EBITDA	-87.7	1,726.7	-42.9	33.2	41.6
순이익	-87.4	195.5	225.8	34.9	49.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	56.4	54.6	51.2	51.6	53.8
영업이익률	-0.8	7.4	2.9	6.6	9.7
EBITDA 이익률	0.9	12.4	8.1	9.9	13.0
세전이익률	1.3	3.4	5.9	7.2	9.9
순이익률	0.5	1.2	4.4	5.4	7.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	62	40	12	35	27
당기순이익	1	3	10	13	19
자산상각비	3	12	12	8	9
운전자본증감	53	-2	-3	12	-2
매출채권 감소(증가)	-2	-8	4	-9	-3
재고자산 감소(증가)	-9	0	0	2	-2
매입채무 증가(감소)	-4	7	-6	12	3
투자현금흐름	-23	-16	11	1	-3
유형자산처분(취득)	-13	-12	-1	0	0
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	59	-9	10	2	0
재무현금흐름	-43	-7	-16	-5	-5
차입금의 증가(감소)	19	-13	-9	-3	-4
자본의 증가(감소)	-2	0	-4	0	-1
배당금의 지급	-2	0	-4	0	-1
총현금흐름	8	40	23	23	28
(-)운전자본증가(감소)	10	-14	15	-16	2
(-)설비투자	13	12	1	0	0
(+)자산매각	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	-17	42	6	40	27
(-)기타투자	5	11	-15	6	3
잉여현금	-21	31	20	33	24
NOPLAT	-1	6	5	12	19
(+) Dep	3	12	12	8	9
(-)운전자본투자	10	-14	15	-16	2
(-)Capex	13	12	1	0	0
OpFCF	-21	21	0	36	26

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	118	141	114	141	165
현금성자산	66	87	59	80	99
매출채권	20	26	25	37	40
재고자산	30	24	23	20	22
비유동자산	71	96	101	103	97
투자자산	31	50	56	65	68
유형자산	38	45	43	37	28
무형자산	2	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>189</b>	<b>237</b>	<b>215</b>	<b>244</b>	<b>262</b>
유동부채	39	76	50	67	68
매입채무	19	27	20	33	36
유동성이자부채	18	40	26	22	20
비유동부채	8	15	12	11	9
비유동이자부채	0	7	3	2	0
<b>부채총계</b>	<b>47</b>	<b>91</b>	<b>62</b>	<b>78</b>	<b>78</b>
자본금	8	8	9	9	9
자본잉여금	66	66	70	72	72
이익잉여금	75	78	85	96	115
자본조정	-8	-7	-11	-11	-11
자기주식	-8	-8	-11	-11	-11
<b>자본총계</b>	<b>141</b>	<b>145</b>	<b>153</b>	<b>166</b>	<b>184</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	59	173	561	752	1,121
BPS	8,318	8,563	8,925	9,627	10,698
DPS	0	220	100	50	100
CFPS	452	2,349	1,322	1,351	1,640
ROA(%)	0.5	1.4	4.2	5.6	7.6
ROE(%)	0.7	2.1	6.4	8.1	11.0
ROIC(%)	-0.8	6.5	4.1	10.2	17.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	246.1	126.6	31.7	36.5	24.5
PBR	1.7	2.6	2.0	2.9	2.6
PSR	1.3	1.5	1.4	2.0	1.8
PCR	32.0	9.3	13.5	20.3	16.7
EV/EBITDA	116.2	10.7	15.6	17.7	11.8
배당수익률	n/a	1.0	0.6	0.2	0.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	33.6	62.9	40.5	47.2	42.2
Net debt/Equity	-33.7	-28.4	-19.1	-34.2	-43.3
Net debt/EBITDA	-2,793.8	-132.7	-165.0	-239.5	-237.9
유동비율	298.5	184.6	230.5	210.2	241.4
이자보상배율(배)	n/a	16.8	3.9	11.9	18.9
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	49.2	43.0	51.7	42.8	38.4
현금+투자자산	50.8	57.0	48.3	57.2	61.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	11.3	24.1	16.2	12.4	9.6
자기자본	88.7	75.9	83.8	87.6	90.4



# 에스제이그룹 (306040)

주요 브랜드 고성장 중, 해외 진출 가시화시 추가 모멘텀 기대

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

**Not Rated**

현재 주가(6/1)	29,750원
상승여력	-
시가총액	2,935억원
발행주식수	9,866천주
52 주 최고가 / 최저가	31,000 / 14,700원
90 일 일평균 거래대금	37.19억원
외국인 지분율	4.8%
<b>주주 구성</b>	
이주영 (외 14인)	51.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.3%
트러스트자산운용 (외 1인)	5.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.4	44.8	95.1	53.9
상대수익률(KOSDAQ)	14.3	37.0	84.6	20.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	45	69	109	107
영업이익	5	8	16	18
EBITDA	6	9	19	21
지배주주순이익	0	4	13	16
EPS	-	-	1,341	1,588
순차입금	1	2	-40	-28
PER	-	-	15.0	9.9
PBR	0.0	0.0	2.9	1.9
EV/EBITDA	0.2	0.2	8.4	6.0
배당수익률	-	-	2.0	-
ROE	6.2	42.8	33.0	20.6

**주가 추이**



최근 내수 소비가 빠르게 올라오면서 동사의 주요 브랜드 모두 고성장을 기록하고 있습니다. 올해 주요 브랜드 성장이 지속되는 가운데 하반기 해외 진출이 가시화된다면 추가적인 모멘텀 확대가 기대됩니다.

**기업 개요**

에스제이그룹은 2008년도에 설립된 패션브랜드 업체로서 초기 캐주얼 브랜드 캉골을 유통시키며 성공한 이후 2016년 호주 럭셔리 모자 브랜드 헬렌카민스키 유통을 시작했다. 2018년에는 캉골 키즈를 런칭시키며 성장세를 키워나갔다. 2015-2019년까지 연평균 성장률 +49.9%로 고성장세를 기록하였다.

**1Q21 실적 Review : 내수 소비 회복으로 호실적 시현**

1Q21 연결 기준 매출액 342억원(+37.3%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 67억원(+94.6%)으로 전년 코로나19 기저효과로 높은 성장세를 보였다. 캉골 키즈의 고성장, 수수료율 높은 면세점 매출 감소 및 수수료율 낮은 온라인 채널 성장이 이익 개선에 기여했다.

- 1) 브랜드별로 보면, 캉골 매출액 228억원(+19.7%), 헬렌카민스키 매출액 33억원(+32.0%), 캉골 키즈 매출액 81억원(+138.2%)을 기록했다. 모든 브랜드가 코로나 전의 1Q19보다도 성장하는 모습을 보였다.
- 2) 유통채널별로는, 백화점 매출액 136억원(+43.5%), 복합쇼핑몰 매출액 66억원(+98.7%), 온라인 매출액 124억원(+46.5%), 면세점 매출액 6억원(-78.9%) 기록했다.

**주요 브랜드 고성장 중, 해외 진출 가시화시 추가 모멘텀 기대**

동사의 주요 브랜드 캉골, 캉골키즈, 헬렌카민스키 모두 소비 회복과 맞물리며 고성장을 기록하고 있다. 특히 캉골키즈의 매출이 qoq로도 증가하고 있어 긍정적이다. 향후 여행 수요가 확대되면 내수 소비가 축소될 우려가 있으나 동사의 주요 브랜드 헬렌카민스키의 경우 여행 수요 확대시 긍정적인 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다. 동사는 올해 6월 중국 온라인 T-mall 채널, 10월에는 중국 하이난 면세점에 입점할 계획이다. 하반기 해외 진출이 가시화될 경우 실적 성장 모멘텀은 확대될 것으로 전망한다.

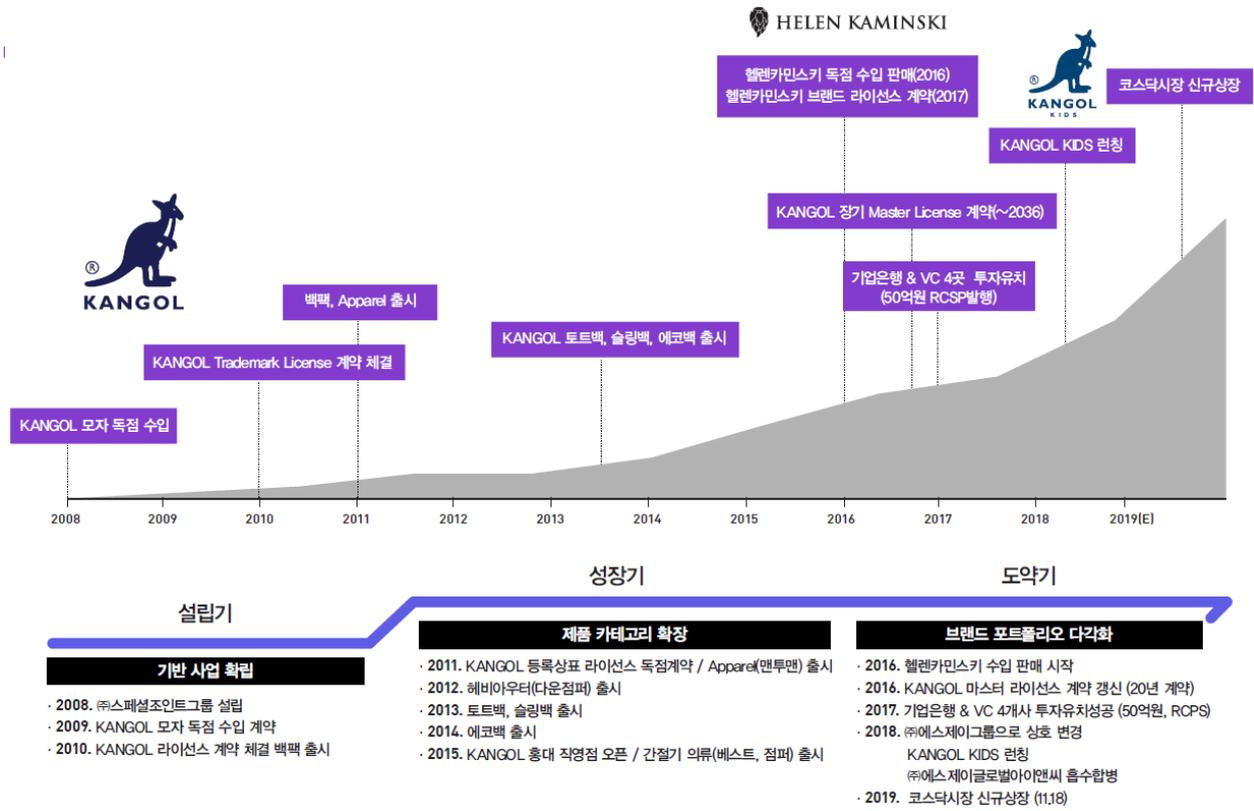
[표13] 에스제이그룹 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	24.0	28.0	27.8	29.2	24.9	29.4	24.4	28.4	34.2	109.1	107.0
growth %	43.7	40.3	47.3	37.3	3.7	4.7	-12.4	-2.8	37.3	58.9	-1.9
브랜드별											
강골	19.5	16.5	19.5	22.3	19.0	15.1	15.0	19.2	22.8	77.9	68.3
growth %	32.2	22.8	33.4	24.3	-2.4	-8.3	-23.1	-13.9	19.7	28.6	-12.3
sales %	81.1	58.7	70.0	76.4	76.3	51.4	61.5	67.7	66.7	71.4	63.8
강골키즈	1.8	1.8	2.5	3.1	3.4	3.1	3.3	5.3	8.1	9.2	15.1
growth %			379.8	202.1	85.7	71.8	33.2	69.4	138.2	494.7	63.9
sales %	7.6	6.4	9.0	10.6	13.6	10.6	13.6	18.5	23.7	8.4	14.1
헬렌카민스키	2.7	9.8	6.2	3.4	2.5	11.1	6.0	3.8	3.3	22.3	23.4
growth %	36.8	48.8	64.6	48.2	-7.5	13.6	-3.1	12.4	32.0	52.7	5.1
sales %	11.3	34.8	22.3	11.6	10.0	37.8	24.6	13.5	9.6	20.4	21.9
유통채널별											
백화점	10.4	11.4	10.7	12.0	9.5	12.7	10.8	11.9	13.5	60.3	44.9
growth %			0.0	0.0	-9.2	11.3	1.0	-1.0	42.6	53.9	-25.6
sales %	43.4	40.7	38.5	41.2	38.0	43.2	44.4	41.9	39.5	55.3	41.9
프리미엄아울렛	3.7	2.9	3.2	4.1	3.3	4.1	3.9	5.2	6.6	11.6	16.6
growth %			0.0	0.0	-9.4	41.2	22.7	24.9	98.1	112.6	42.6
sales %	15.3	10.5	11.5	14.1	13.4	14.1	16.1	18.1	19.3	10.6	15.5
면세점	3.9	7.1	7.6	6.0	2.9	0.4	0.7	0.7	0.6	24.6	4.7
growth %			0.0	0.0	-25.0	-94.1	-90.9	-88.8	-78.5	179.2	-81.0
sales %	16.0	25.5	27.3	20.6	11.6	1.4	2.8	2.4	1.8	22.6	4.4
대리점기타	0.5	0.5	0.6	0.8	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5	12.3	2.4
growth %			0.0	0.0	3.2	30.0	-2.6	-25.5	-5.3	-16.4	-80.3
sales %	2.2	1.9	2.1	2.8	2.2	2.4	2.3	2.2	1.5	11.3	2.3
온라인	5.5	6.2	5.4	6.1	8.4	11.3	8.0	9.6	12.4	23.3	37.3
growth %			0.0	0.0	53.1	80.2	47.6	56.3	47.1	53.2	60.1
sales %	22.9	22.3	19.5	21.0	33.8	38.3	32.8	33.8	36.3	21.3	34.8
영업이익	1.5	5.2	5.2	4.7	3.5	6.2	3.4	4.9	6.7	16.6	18.0
growth %			0.0	0.0	125.5	19.9	-33.5	4.8	94.6	113.4	8.7
margin %	6.4	18.5	18.5	16.2	13.9	21.1	14.0	17.4	19.6	15.2	16.8
지배주주순이익	1.1	4.3	4.0	3.8	3.2	5.2	3.0	4.3	5.6	13.2	15.7
growth %			0.0	0.0	182.3	20.4	-24.7	13.3	72.4	250.5	18.7
margin %	4.8	15.3	14.3	12.9	12.9	17.6	12.3	15.0	16.3	12.1	14.6

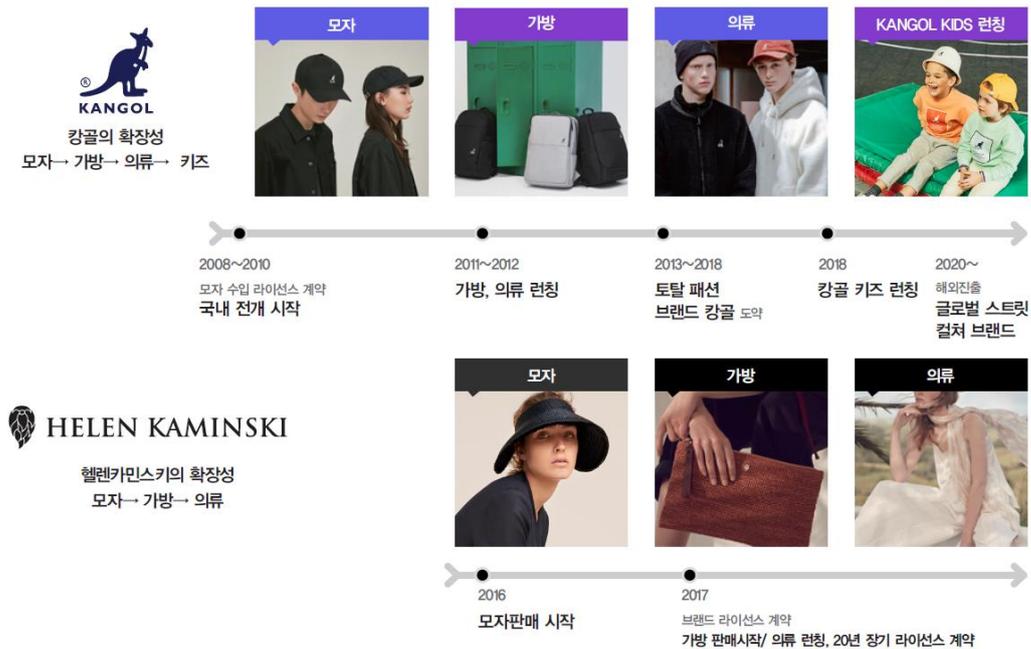
자료: 에스제이그룹, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 에스제이그룹 주요 성장 연혁



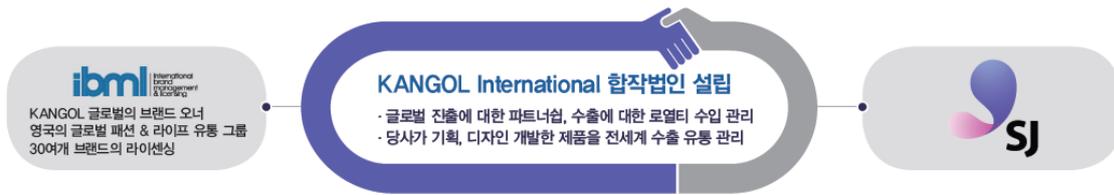
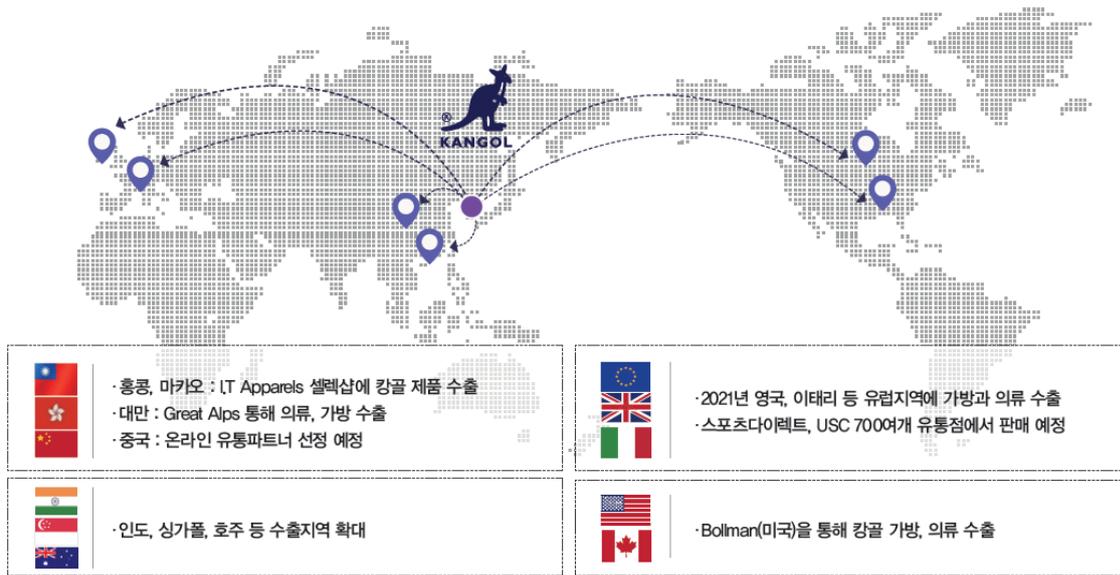
자료: 에스제이그룹, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 에스제이그룹 브랜드 확장 히스토리



자료: 에스제이그룹, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 에스제이그룹 글로벌 시장 확대 전략



자료: 에스제이그룹, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 브랜드별 오프라인 매장 수

(단위: 개)

	2017	2018	2019	2020	2021E	신규 오픈 점포
<b>캉골</b>						
백화점	49	54	56	57	59(+2)	롯데 동탄, 신세계 대전
프리미엄아울렛	14	17	19	24	27(+3)	롯데 군산, 진주, 의왕
면세점	3	6	7	7	7	
대리점 기타	6	6	7	9	9	
합 계	72	83	89	97	102(+5)	
<b>헬렌카민스키</b>						
백화점	16	17	17	21	25(+4)	롯데 동탄 / 신세계 대전, 광주 / 더현대 서울
프리미엄아울렛	0	1	1	4	5(+1)	롯데 의왕
면세점	1	3	3	4	3	
대리점 기타	1	1	1	1	1	
합 계	18	22	22	30	34(+5)	
<b>캉골 키즈</b>						
백화점	0	10	18	26	37(+11)	롯데 동탄, 울산, 김포, 동래 / 신세계 대전, 광주, 김해, 경기 더현대 서울, 울산신촌
프리미엄아울렛	0	0	3	5	9(+4)	롯데 동부산, 의왕, 기흥 / 현대 김포
면세점	0	0	0	2	2	
합 계	0	10	21	33	48(+15)	

자료: 에스제이그룹, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	39	45	69	109	107
매출총이익	26	32	50	81	78
영업이익	4	5	8	16	18
EBITDA	5	6	9	19	21
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	2	5	16	19
당기순이익	3	0	4	13	16
지배주주순이익	3	0	4	13	16
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	15.0	51.9	59.5	-2.2
영업이익	n/a	14.8	50.8	110.6	10.2
EBITDA	n/a	8.9	51.3	118.4	12.4
순이익	n/a	-90.3	1,008.8	271.8	19.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	66.0	70.4	73.0	74.3	73.1
영업이익률	11.4	11.4	11.3	14.9	16.8
EBITDA 이익률	13.3	12.6	12.5	17.1	19.7
세전이익률	10.7	3.5	7.2	14.6	17.8
순이익률	8.3	0.7	5.1	12.0	14.6

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	4	3	6	15	14
당기순이익	3	0	5	16	19
자산상각비	1	1	1	2	3
운전자본증감	0	-2	0	-3	-3
매출채권 감소(증가)	-1	-2	-1	-2	1
재고자산 감소(증가)	-1	-1	-5	-4	-3
매입채무 증가(감소)	2	0	4	2	-1
<b>투자현금흐름</b>	-3	-3	-5	-16	-36
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-2
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-2	-1	-8	-21
<b>재무현금흐름</b>	0	5	-1	29	10
차입금의 증가(감소)	0	5	0	-4	12
자본의 증가(감소)	-1	0	-1	33	-1
배당금의 지급	1	1	1	1	1
<b>총현금흐름</b>	4	5	8	20	21
(-)운전자본증가(감소)	1	3	2	2	3
(-)설비투자	1	1	2	1	2
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	2	2	4	17	15
(-)기타투자	1	-1	1	8	12
잉여현금	1	3	4	9	3
<b>NOPLAT</b>	3	1	6	13	15
(+) Dep	1	1	1	2	3
(-)운전자본투자	1	3	2	2	3
(-)Capex	1	1	2	1	2
OpFCF	2	-2	2	13	12

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	9	21	31	71	82
현금성자산	2	10	11	45	54
매출채권	3	5	8	10	8
재고자산	4	5	12	16	19
<b>비유동자산</b>	6	4	7	21	43
투자자산	5	2	4	17	38
유형자산	1	2	3	3	4
무형자산	0	0	1	1	1
<b>자산총계</b>	15	25	38	92	125
<b>유동부채</b>	7	9	16	19	18
매입채무	5	4	10	13	11
유동성이자부채	1	3	3	1	2
<b>비유동부채</b>	1	9	11	4	24
비유동이자부채	1	9	11	3	24
<b>부채총계</b>	8	18	27	22	42
자본금	1	1	1	2	5
자본잉여금	0	0	0	45	42
이익잉여금	6	6	9	22	37
자본조정	0	0	1	0	-1
자기주식	0	0	0	0	-1
<b>자본총계</b>	7	7	11	69	83

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	-	-	-	1,341	1,588
BPS	3,720	2,991	4,537	7,047	8,367
DPS	0	0	0	400	0
CFPS	-	-	-	2,071	2,128
ROA(%)	-	2.2	12.0	20.4	14.4
ROE(%)	-	6.2	42.8	33.0	20.6
ROIC(%)	-	18.8	52.8	79.3	40.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-	-	-	15.0	9.9
PBR	0.0	0.0	0.0	2.9	1.9
PSR	-	n/a	n/a	1.8	1.4
PCR	-	n/a	n/a	9.7	7.4
EV/EBITDA	-0.1	0.2	0.2	8.4	6.0
배당수익률	-	-	-	2.0	-
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	103.4	253.8	252.0	32.3	51.5
Net debt/Equity	-4.2	14.9	19.5	-57.8	-33.7
Net debt/EBITDA	-6.0	18.6	24.2	-213.6	-131.8
유동비율	130.7	223.6	194.5	377.3	450.4
이자보상배율(배)	84.0	17.9	21.3	40.3	28.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	33.2	38.1	47.4	24.8	36.2
현금+투자자산	66.8	61.9	52.6	75.2	63.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	17.8	61.3	55.5	6.3	23.9
자기자본	82.2	38.7	44.5	93.7	76.1



# 더네이처홀딩스 (298540)

기대되는 해외 모멘텀

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

**Not Rated**

현재 주가(6/1)	59,800원
상승여력	-
시가총액	4,349억원
발행주식수	7,272천주
52 주 최고가 / 최저가	63,600 / 35,300원
90 일 일평균 거래대금	52.76억원
외국인 지분율	8.9%
주주 구성	
박영준 (외 8인)	39.0%
AmiralGestion (외 1인)	6.3%
더네이처홀딩스우리아주 (외)	1.8%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.8	13.9	37.8	-
상대수익률(KOSDAQ)	11.7	6.2	27.3	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	69	141	235	291
영업이익	5	20	40	55
EBITDA	5	21	43	60
지배주주순이익	-1	9	16	40
EPS	-	-	-	5,584
순차입금	12	0	-21	-46
PER	-	-	-	7.1
PBR	0.0	0.0	0.0	1.7
EV/EBITDA	2.3	0.0	-0.5	4.0
배당수익률	-	-	-	1.0
ROE	-36.6	91.7	35.3	33.7

**주가 추이**



최근 내수 소비 회복과 MZ 세대들의 아웃도어 열풍에 따라 고성장을 기록하고 있습니다. 외형은 고성장하나 신규 브랜드 투자로 수익성 상승은 제한적입니다. 그러나 하반기 이후 해외 진출이 가시화된다면 중장기 성장 모멘텀은 확대될 것으로 전망합니다.

**기업 개요**

더네이처홀딩스는 라이선스 계약을 통해 아웃도어 브랜드 ‘내셔널지오그래픽(NG)’, 캐주얼 의류 브랜드 ‘NFL’, Jeep(캐리어) 등을 전개하는 업체다. 내셔널지오그래픽의 IP를 가지고 있는 디즈니의 해외 네트워크를 통해 글로벌 시장 확대에도 주력하고 있다.

**1Q21 실적 Review**

1Q21 연결 기준 매출액 652억원(+30.5%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 95억원(+17.2%)으로 매출은 시장 기대치를 상회했으나 이익은 예상보다 부진했다. 영업이익률은 14.6%로 전년동기대비 -1.7%p 하락했다. 향후 성장을 위한 투자(신규브랜드, 인건비, 임차료 등) 비용이 증가했기 때문이다.

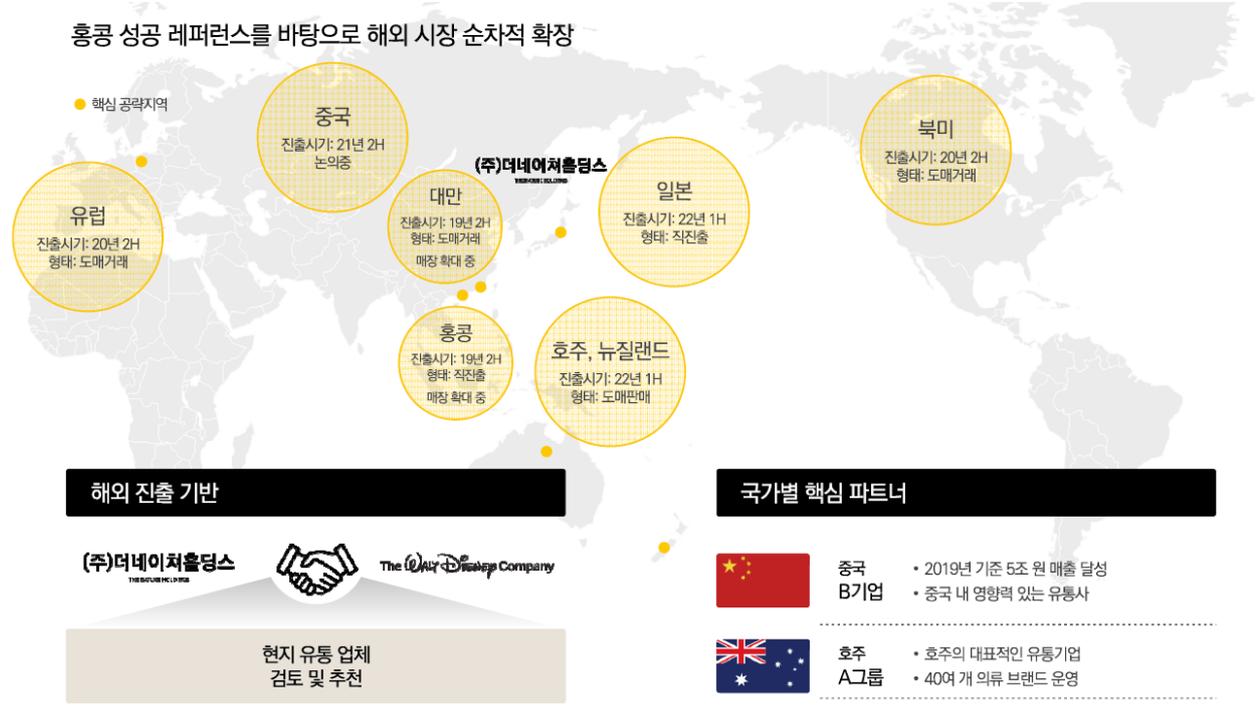
사업부문별로 보면, 1) 의류 매출액 532억원(+68.4%), 2) 캐리어 매출액 12억원(-83.4%), 잡화 매출액 106억원(-3.3%) 기록했다. 코로나 19로 인한 캐리어 매출 급감, 신발 선적 차질에 따라 캐리어/용품 매출은 부진했으나 올해 백화점 판매 약진으로 키즈 매출이 크게 성장하며 매출 성장을 견인했다.

유통채널별로는, 1) 대리점 매출액 221억원(+43.6%), 2) 백화점 매출액 285억원(+84.6%), 3) 온라인 매출액 117억원(+17.4%), 4) 홈쇼핑 매출액 1.4억원(-96.9%) 기록했다.

**기대되는 해외 모멘텀**

동사의 주력 브랜드 내셔널지오그래픽은 최근 MZ세대들의 아웃도어 열풍에 힘입어 고성장을 기록하고 있다. 중장기적 성장의 발판을 마련하기 위해 신규 브랜드에 대한 투자로 올해는 외형 성장 대비 수익성 개선은 제한적인 상황이다. 그러나 하반기 이후 디즈니의 유통 네트워크를 활용한 해외 진출이 가시화될 경우 중장기적 해외 성장 모멘텀은 확대될 것으로 전망되어 긍정적이다.

[그림32] 더네이처홀딩스 글로벌 시장 확대 전략



자료: 더네이처홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 더네이처홀딩스 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	34.0	33.6	45.4	122.3	49.9	48.8	40.5	151.6	65.2	235.3	290.9
growth %					47.0	45.1	-10.8	24.0	30.5		23.6
브랜드별											
의류	17.8	19.6	27.0	100.0	31.6	40.0	33.4	141.1	53.2	164.3	246.1
growth %					77.9	104.2	23.9	41.1	68.4		49.8
sales %	52.3	58.3	59.4	81.7	63.3	82.1	82.4	93.0	81.7	69.8	84.6
캐리어	11.0	9.8	12.1	14.3	7.3	1.3	1.7	1.5	1.2	47.1	11.8
growth %					-33.1	-86.9	-86.3	-89.4	-83.4		-75.0
sales %	32.3	29.0	26.7	11.7	14.7	2.6	4.1	1.0	1.9	20.0	4.1
용품	5.2	4.3	6.3	8.0	11.0	7.4	5.4	8.8	10.6	23.8	32.6
growth %					109.2	73.6	-14.1	10.4	-3.3		37.0
sales %	15.4	12.7	13.8	6.6	21.9	15.2	13.3	5.8	16.3	10.1	11.2
유통채널별											
대리점	10.0	10.5	13.7	41.5	15.4	21.0	13.3	48.8	22.1	75.7	98.4
growth %					53.0	100.5	-2.4	17.4	43.6		30.0
sales %	29.6	31.1	30.0	34.0	30.8	43.0	32.9	32.2	33.9	32.2	33.8
백화점	10.1	10.3	14.2	45.7	15.5	17.5	15.9	61.5	28.5	80.3	110.4
growth %					53.5	70.4	11.7	34.6	84.6		37.5
sales %	29.6	30.6	31.3	37.4	30.9	36.0	39.2	40.6	43.8	34.1	37.9
홈쇼핑	6.4	5.8	6.8	8.1	4.3	0.1	0.1	-0.3	0.1	27.2	4.3
growth %					-32.8	-97.6	-98.9	-103.2	-96.9		-84.2
sales %	19.0	17.3	14.9	6.6	8.7	0.3	0.2	-0.2	0.2	11.5	1.5
온라인	5.8	5.5	8.8	24.3	10.0	8.1	9.5	36.3	11.7	44.3	64.0
growth %					73.6	48.3	8.8	49.4	17.4		44.4
sales %	17.0	16.3	19.3	19.9	20.0	16.6	23.5	23.9	18.0	18.8	22.0
B2B	1.7	1.6	1.9	2.2	4.5	1.7	1.1	4.5	1.9	7.3	11.8
growth %					173.3	7.4	-40.3	104.3	-58.5		61.7
sales %	4.9	4.7	4.1	1.8	9.0	3.5	2.8	2.9	2.9	3.1	4.1
해외(홍콩)	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	1.2
growth %							163.8	151.4	146.0		261.9
sales %	0.0	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4	0.8	0.4	0.5	0.1	0.4
수출(대만 등)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.2	0.4
growth %								-32.3	252.9		83.5
sales %	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.4	0.1	0.6	0.1	0.1
영업이익	5.4	4.3	6.6	23.5	8.1	8.4	3.9	34.8	9.5	39.8	55.2
growth %					49.9	95.6	-40.8	47.9	17.2		38.7
margin %	16.0	12.8	14.5	19.2	16.3	17.3	9.6	22.9	14.6	16.9	19.0
지배주주순이익	4.3	-5.1	-1.8	18.8	7.3	6.1	3.1	23.9	7.5	16.1	40.4
growth %					72.4	후자전환	후자전환	26.8	2.0		150.3
margin %	12.5	-15.1	-4.0	15.4	14.7	12.5	7.7	15.7	11.5	6.9	13.9

자료: 더네이처홀딩스, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	40	69	141	235	291
매출총이익	22	40	87	153	198
영업이익	3	5	20	40	55
EBITDA	3	5	21	43	60
순이자손익	0	-1	-1	-1	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	3	-1	13	25	56
당기순이익	2	-1	9	16	40
지배주주순이익	2	-1	9	16	40
<b>증가율(%)</b>					
매출액	n/a	72.0	104.7	66.7	23.6
영업이익	n/a	67.2	325.3	96.9	38.7
EBITDA	n/a	69.0	308.8	103.8	40.1
순이익	n/a	적전	흑전	87.4	150.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	53.9	57.8	61.4	65.1	68.1
영업이익률	7.1	6.9	14.3	16.9	19.0
EBITDA 이익률	7.6	7.5	15.0	18.3	20.7
세전이익률	6.3	-1.1	8.9	10.6	19.2
순이익률	4.9	-2.1	6.1	6.9	13.9

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	0	0	0	8	44
당기순이익	2	-1	9	16	40
자산상각비	0	0	1	3	5
운전자본증감	0	0	0	-33	-10
매출채권 감소(증가)	0	0	0	-10	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-36	-11
매입채무 증가(감소)	0	0	0	8	-11
<b>투자현금흐름</b>	0	0	0	-8	-64
유형자산처분(취득)	-1	-1	-7	-7	-64
무형자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
<b>재무현금흐름</b>	0	0	0	4	74
차입금의 증가(감소)	8	9	-3	-4	29
자본의 증가(감소)	0	0	5	8	47
배당금의 지급	0	0	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	3	6	24	48	66
(-)운전자본증가(감소)	12	0	-6	26	2
(-)설비투자	1	1	7	7	64
(+)자산매각	0	0	0	-1	0
Free Cash Flow	-11	5	22	15	0
(-)기타투자	-13	-1	-2	8	8
잉여현금	3	6	24	6	-8
<b>NOPLAT</b>	2	3	14	26	40
(+) Dep	0	0	1	3	5
(-)운전자본투자	12	0	-6	26	2
(-)Capex	1	1	7	7	64
OpFCF	-10	3	13	-4	-21

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	17	37	62	111	173
현금성자산	1	12	28	33	85
매출채권	6	8	13	23	25
재고자산	10	14	19	51	60
<b>비유동자산</b>	1	3	10	23	86
투자자산	0	1	1	8	8
유형자산	1	2	9	14	77
무형자산	0	0	0	1	1
<b>자산총계</b>	19	40	72	134	258
<b>유동부채</b>	7	28	43	51	58
매입채무	3	10	16	29	23
유동성이자부채	3	16	15	4	5
<b>비유동부채</b>	6	9	13	7	36
비유동이자부채	6	8	13	7	35
<b>부채총계</b>	13	37	56	58	94
자본금	0	0	0	3	4
자본잉여금	1	0	5	45	92
이익잉여금	4	2	11	27	68
자본조정	0	0	0	0	1
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5	3	16	75	165

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	5,584
BPS	13,331	5,390	35,953	12,200	22,641
DPS	0	0	0	0	400
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	9,145
ROA(%)	#VALUE!	-5.0	15.4	15.7	20.6
ROE(%)	#VALUE!	-36.6	91.7	35.3	33.7
ROIC(%)	#VALUE!	24.8	90.5	73.3	46.1
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	7.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
PSR	n/a	n/a	n/a	n/a	1.0
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	4.3
EV/EBITDA	2.6	2.3	0.0	-0.5	4.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	1.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	248.1	1,407.8	348.4	77.0	57.0
Net debt/Equity	149.3	451.1	0.1	-28.2	-27.9
Net debt/EBITDA	260.4	230.5	0.1	-49.4	-76.1
유동비율	240.5	128.7	144.2	219.0	297.0
이자보상배율(배)	7.9	7.3	23.5	69.2	126.1
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	90.9	53.2	35.4	57.4	56.0
현금+투자자산	9.1	46.8	64.6	42.6	44.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	62.6	90.0	63.7	13.1	19.3
자기자본	37.4	10.0	36.3	86.9	80.7



# 코웰패션 (033290)

## 신규 브랜드 런칭 및 자회사를 통한 성장 기대

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

**Not Rated**

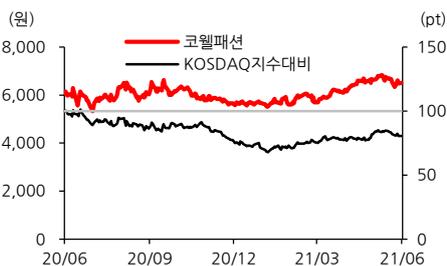
현재 주가(6/1)	6,480원
상승여력	-
시가총액	5,735억원
발행주식수	88,500천주
52 주 최고가 / 최저가	6,840 / 5,330원
90 일 일평균 거래대금	28.23억원
외국인 지분율	7.5%
주주 구성	
대명화학 (외 3인)	70.8%
자사주 (외 1인)	3.6%
이진화 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.3	13.7	15.5	6.9
상대수익률(KOSDAQ)	-2.4	6.0	5.0	-26.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019	2020
매출액	309	339	395	426
영업이익	62	71	76	80
EBITDA	65	74	84	85
지배주주순이익	44	50	51	61
EPS	483	555	568	684
순차입금	17	7	-17	-30
PER	11.2	8.6	9.9	8.3
PBR	2.9	2.1	2.1	1.8
EV/EBITDA	7.9	5.9	5.9	5.5
배당수익률	0.6	0.8	1.8	n/a
ROE	29.7	26.8	22.7	23.0

### 주가 추이



코웰패션의 1 분기 실적은 시장 기대치를 충족했습니다. 2 분기는 동사의 전통적인 성수기이며, 신규 브랜드 런칭 및 주요 자회사들의 실적 성장세에 힘입어 안정적인 실적 성장을 전망합니다.

### 기업 개요

코웰패션은 푸마, 아디다스, 리복, 캘빈클라인 등의 글로벌 메가 브랜드와 라이선스 계약을 통해 사업을 전개하고 있다. 언더웨어를 시작으로 레포츠/패션, 잡화, 화장품 등으로 제품 카테고리를 확장하며 포트폴리오를 다변화했다. 2025년까지 50개 브랜드 확보를 목표로 하고 있다. 동사의 강점은 제품 기획에서 판매까지의 밸류체인 내재화 및 외주 생산 방식으로 높은 이익률을 시현하고 있다는 점이다. 주요 판매채널은 비대면 채널인 홈쇼핑 및 이커머스이며, 두 채널이 매출의 약 97%를 차지하고 있다.

### 1Q21 실적 Review : 시장 기대치 충족

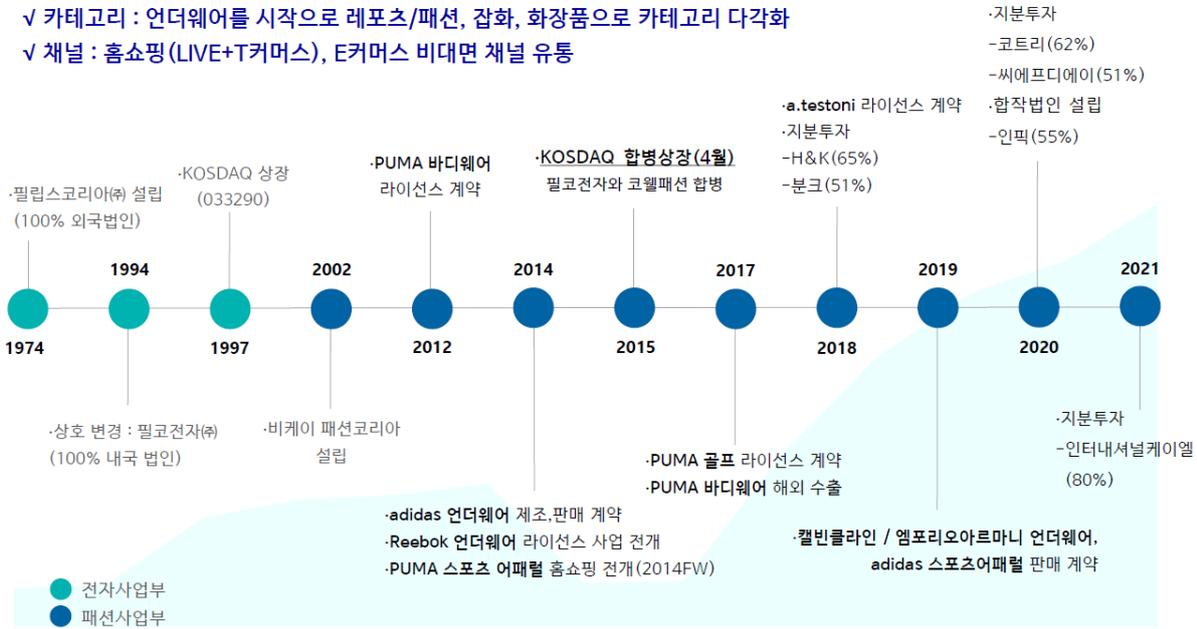
1Q21 연결 기준 매출액 1,062억원(+6.4%, 이하 yoy 성장률 동일), 영업이익 203억원(+12.1%)으로 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록했다. 사업부문별로 보면, 1) 패션 사업부문 매출액 950억원(+4.4%), 영업이익 192억원(+7.4%)을 기록했다. 언더웨어 부문은 전년 코로나 효과로 홈웨어 판매가 크게 증가해 베이스 부담이 있었으나, 레포츠/패션 부문에서 주력 브랜드(리복, 아디다스, 푸마)의 스포츠웨어가 큰 폭으로 성장하며 실적 개선을 견인했다. 홈쇼핑 채널 비중은 감소(80% → 76%), 이커머스 비중은 증가(17% → 20%)하며 수익성도 향상되었다. 2) 전자 사업부문 매출액 112억원(+27.2%), 영업이익 11억원(+459.4%)을 기록했다. 가전제품 및 자동차에 들어가는 콘텐츠를 공급하는데, 전방사업 호황이 지속되며 실적이 크게 개선되었다.

### 신규 브랜드 런칭 및 자회사 실적 기여로 성장세 지속

2분기에는 언더웨어 부문 라코스테, 폴스미스 등 신규 브랜드를 런칭했고, 올해 레포츠패션 부문에서도 신규 브랜드를 추가할 계획이다. 향후 자회사 코트리의 화장품 사업 확대, 씨에프디에이의 여성 골프웨어 브랜드 '페어라이어'의 성장세도 기대된다. 이커머스 채널 비중도 점차 증가하고 있어 높은 수익성도 유지할 전망이다. 전자 사업부문 역시 전방사업 호황에 따라 고성장이 지속될 것으로 예상된다.

[그림33] 코웰패션 연혁

- √ 브랜드 : PUMA, adidas, Reebok, Calvin Klein 등 글로벌 메가 브랜드와 협업 확대
- √ 카테고리 : 언더웨어를 시작으로 레포츠/패션, 잡화, 화장품으로 카테고리 다각화
- √ 채널 : 홈쇼핑(LIVE+T커머스), E커머스 비대면 채널 유통



자료: 코웰패션, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 코웰패션 전개 브랜드

언더웨어	레포츠/패션	코스메틱스	잡화
PUMA	FairLiar	De l'épiderme De pure	vunque
adidas	Calvin Klein	ASTAMIN	CLAUDIA
Reebok	PUMA	REALTEIN	NIKEVISION
Columbia	adidas	ROTANICA	UGG
HEAD	Calvin Klein Performance	EUPHYTOS	
Calvin Klein	Reebok	john masters organics	
EMPORIO ARMANI	adabar	SOSO HYOSO	
MILLET	MILLET	J Bling	
BANANA REPUBLIC	JDX	SPADEPURE	
LACOSTE	a.testoni	de TERRE	
Paul Smith	NAUTICA	DUE:M	
	HEAD	ASTAMIN	
	LIMITED		

\* 푸마 바디웨어 대만 유통 라이선스 획득

자료: 코웰패션, 한화투자증권 리서치센터

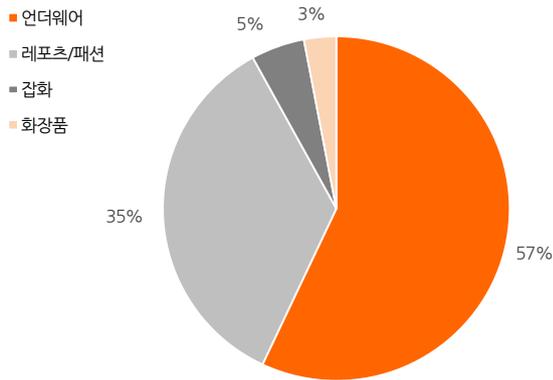
[표16] 코웰패션 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
매출액	86.0	105.3	88.7	114.6	99.8	115.7	88.0	122.8	106.2	394.7	426.4
growth %	16.0	22.5	14.8	12.4	16.1	9.9	-0.8	7.1	6.4	16.3	8.1
패션	76.4	95.6	80.2	105.9	91.1	106.4	76.9	112.3	95.0	358.0	386.7
growth %		27.6	18.1	13.5	19.2	11.3	-4.0	6.1	4.4	19.8	8.0
sales %	88.8	90.8	90.3	92.4	91.2	91.9	87.4	91.5	89.5	90.7	90.7
전자	9.6	9.7	8.6	8.8	8.8	9.3	11.1	10.5	11.2	36.6	39.7
growth %		-12.2	-9.2	0.4	-8.7	-3.6	29.6	19.8	27.2	-9.5	8.4
sales %	11.2	9.2	9.7	7.6	8.8	8.1	12.6	8.5	10.5	9.3	9.3
영업이익	17.0	21.1	14.6	23.3	18.1	23.4	15.2	23.4	20.3	76.1	80.1
growth %	12.3	16.5	4.4	-1.6	6.4	10.7	3.6	0.4	12.1	7.1	5.2
sales %	19.8	20.1	16.5	20.3	18.1	20.2	17.2	19.0	19.1	19.3	18.8
패션	16.7	20.5	14.8	23.0	17.9	22.6	14.6	22.4	19.2	75.0	77.6
growth %		16.7	3.9	-2.6	7.2	10.2	-0.8	-2.6	7.4	7.8	3.4
sales %	19.4	19.5	16.6	20.1	17.9	19.5	16.6	18.2	18.1	19.0	18.2
전자	0.3	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.8	0.5	1.0	1.1	1.1	2.5
growth %		9.4	-29.8	382.0	-37.2	27.8	-504.7	240.1	459.4	-25.8	128.9
sales %	0.3	0.6	-0.1	0.3	0.2	0.7	0.6	0.8	1.0	0.3	0.6
세전이익	16.8	20.4	14.2	20.8	18.6	23.6	19.3	21.1	19.2	72.2	82.7
growth %	11.7	12.0	2.1	-9.2	10.7	15.8	36.0	1.3	3.0	3.0	14.4
margin %	19.5	19.4	16.0	18.2	18.6	20.4	22.0	17.2	18.0	18.3	19.4
지배주주순이익	12.9	15.0	10.3	13.2	13.6	17.0	15.5	14.9	13.9	51.4	60.9
growth %	13.4	14.4	6.5	-17.9	5.5	13.3	50.0	12.6	2.4	2.3	18.5
margin %	15.0	14.2	11.6	11.5	13.6	14.7	17.6	12.1	13.1	13.0	14.3

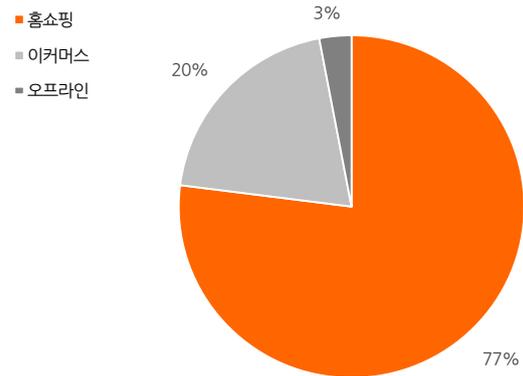
자료: 코웰패션, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 제품별 매출 비중 (패션사업부 기준)



자료: 코웰패션, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 유통채널별 매출 비중 (패션사업부 기준)



자료: 코웰패션, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서** (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	250	309	339	395	426
매출총이익	129	178	191	210	235
영업이익	35	62	71	76	80
EBITDA	38	65	74	84	85
순이자손익	0	1	1	0	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	62	70	72	83
당기순이익	22	47	53	54	61
지배주주순이익	20	44	50	51	61
<b>증가율(%)</b>					
매출액	54.6	23.9	9.7	16.3	8.1
영업이익	102.5	79.7	14.5	7.1	5.2
EBITDA	84.1	70.4	14.6	13.1	2.2
순이익	110.7	112.1	14.3	2.0	11.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	51.6	57.5	56.2	53.3	55.1
영업이익률	13.8	20.0	20.9	19.3	18.8
EBITDA 이익률	15.2	20.9	21.8	21.2	20.0
세전이익률	12.1	20.0	20.7	18.3	19.4
순이익률	8.8	15.1	15.7	13.8	14.3

**현금흐름표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업현금흐름</b>	35	46	27	52	38
당기순이익	22	47	53	54	61
자산상각비	3	3	3	8	5
운전자본증감	1	-9	-32	-16	-28
매출채권 감소(증가)	-1	-2	-3	-1	-7
재고자산 감소(증가)	-1	-3	-22	-23	-16
매입채무 증가(감소)	7	-3	-1	2	-5
<b>투자현금흐름</b>	-7	-62	-10	-50	26
유형자산처분(취득)	0	-10	-2	-9	6
무형자산 감소(증가)	0	0	-3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-8	0	1	-40	20
<b>재무현금흐름</b>	-8	18	-5	-28	-60
차입금의 증가(감소)	-4	23	0	-12	-32
자본의 증가(감소)	-1	-1	-4	-9	-9
배당금의 지급	1	1	4	9	9
<b>총현금흐름</b>	40	66	60	68	67
(-)운전자본증감(감소)	-4	2	32	9	21
(-)설비투자	1	10	2	9	24
(+)자산매각	2	0	-3	-1	29
Free Cash Flow	44	55	23	50	51
(-)기타투자	2	59	6	7	5
잉여현금	42	-5	16	42	46
<b>NOPLAT</b>	25	47	54	57	59
(+) Dep	3	3	3	8	5
(-)운전자본투자	-4	2	32	9	21
(-)Capex	1	10	2	9	24
OpFCF	31	38	23	47	19

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	109	119	162	201	209
현금성자산	40	45	56	72	63
매출채권	23	25	27	28	34
재고자산	43	46	69	88	103
<b>비유동자산</b>	99	154	160	164	163
투자자산	32	79	76	72	70
유형자산	67	74	74	81	83
무형자산	0	1	10	10	10
<b>자산총계</b>	208	273	322	364	372
<b>유동부채</b>	57	56	65	99	61
매입채무	23	22	21	26	22
유동성이자부채	27	22	32	51	17
<b>비유동부채</b>	16	45	38	9	22
비유동이자부채	12	40	31	4	16
<b>부채총계</b>	73	101	103	108	83
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	45	46	46	46	49
이익잉여금	39	74	121	161	204
자본조정	0	0	-5	-10	-12
자기주식	-4	-2	-7	-13	-15
<b>자본총계</b>	135	172	219	256	289

**주요지표** (단위: 원, 배)

12월 결산	2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표</b>					
EPS	215	483	555	568	684
BPS	1,409	1,830	2,303	2,695	3,233
DPS	0	30	40	100	0
CFPS	429	725	658	756	748
ROA(%)	10.3	18.4	16.9	15.0	16.5
ROE(%)	16.2	29.7	26.8	22.7	23.0
ROIC(%)	20.1	30.8	26.8	25.1	23.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	14.4	11.2	8.6	9.9	8.3
PBR	2.2	2.9	2.1	2.1	1.8
PSR	1.2	1.6	1.3	1.3	1.2
PCR	7.2	7.4	7.2	7.5	7.6
EV/EBITDA	7.6	7.9	5.9	5.9	5.5
배당수익률	n/a	0.6	0.8	1.8	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	54.2	58.6	46.8	42.1	28.8
Net debt/Equity	-0.6	9.8	3.1	-6.6	-10.4
Net debt/EBITDA	-2.3	26.2	9.3	-20.2	-35.2
유동비율	190.1	213.8	248.2	203.6	344.0
이자보상배율(배)	42.7	80.7	60.8	66.8	196.7
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	62.9	59.6	62.5	62.3	65.9
현금+투자자산	37.1	40.4	37.5	37.7	34.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	22.4	26.5	22.3	17.7	10.2
자기자본	77.6	73.5	77.7	82.3	89.8

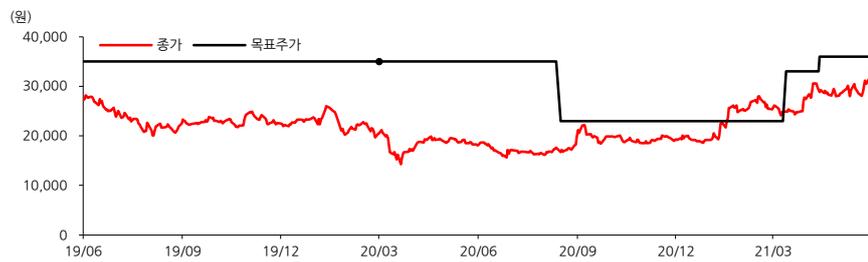
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 6월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 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.

[ 연우 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자이견 변동 내역 ]

일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.06.05	2019.07.05	2019.08.19	2019.08.29
투자이견	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
투자이견	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	2021.04.15	2021.05.17	2021.05.18	2021.06.02
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	23,000	33,000	36,000	36,000	36,000	36,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	35,000	-35.00	-7.57
2020.08.18	Buy	23,000	-8.56	21.74
2021.03.15	Buy	33,000	-19.03	-7.42
2021.04.15	Buy	36,000		

[ 클리오 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2019.07.05	2019.08.19	2019.10.14	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.24
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	27,000	27,000	27,000	27,000	32,000	32,000
일 시	2020.04.10	2020.08.13	2021.04.06	2021.05.18	2021.06.02	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	29,000	25,000	25,000	25,000	33,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.30	Buy	25,000	-9.66	0.60
2019.07.04	Buy	27,000	-27.74	0.00
2020.01.14	Buy	32,000	-29.20	-9.38
2020.04.10	Buy	29,000	-31.00	-19.31
2020.08.13	Buy	25,000	-24.50	10.00
2021.06.02	Buy	33,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 투자 등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%