

확장품/섬유의복

사막에도 오아시스는 있다

화장품/섬유이복 (Neutral/Overweight)

사막에도 오아시스는 있다



화장품/섬유이복

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

Top Pick		화장품
종목	투자판단	적정주가
코스맥스 (192820)	Buy	170,000원

관심 종목		
종목	투자판단	적정주가
LG생활건강 (051900)	Buy	1,600,000원
클리오 (237880)	Buy	31,000원

Top Picks		섬유이복
종목	투자판단	적정주가
F&F (383220)	Buy	1,250,000원
한세실업 (105630)	Buy	35,000원

관심 종목		
종목	투자판단	적정주가
화승엔터프라이즈 (241590)	Buy	23,000원
영원무역 (111770)	Buy	65,000원

Contents

산업분석

Part I	2021 Review	09
Part II	2022E Preview ① 화장품	15
Part III	2022E Preview ② 섬유·의복	39
Part IV	투자 전략	53

기업분석

화장품	코스맥스(192820) 양질의 성장	60	섬유·의복	F&F(383220) 실적이 강패면, 프프는 마피아	85
	LG생활건강(051900) 120만원이면 만만하다	63		한세실업(105630) 한세 매수 하세	89
	클리오(237880) 증익 본격화	66		화승엔터프라이즈(241590) 좋아질 일만 남았다	92
	신세계인터내셔널(031430) 너무 싸다	70		영원무역(111770) OEM ↑ > Scott ↓	95
	한국콜마(161890) 악재 반영 완료	74		힐라홀딩스(081660) 리브랜딩 필요	98
	아모레퍼시픽(090430) 여전히 비싸다	77		한섬(020000) 오프라인 역기저	101
아모레G(002790) 모멘텀 부재	82				

Summary	사막에도 오아시스는 있다	Neutral/Overweight
2021 Review 1H21 동조화 vs. 2H21 차별화	I <ul style="list-style-type: none"> 2021년 자유 소비자 소매판매, 카테고리 무관 강세 시현 (소매판매 성장률 : 화장품 +6%, 의류 +11%) 1H21 주가 동조화, 화장품·의류 모두 호실적 기록 (1H21 수익률: 화장품 +16%, 의류 +65% > KOSPI +14%) 2H21 주가 차별화, [화장품] 실적 부진 → 주가 약세 (YTD -15%), [의류] 실적 약진 → 주가 강세 (YTD +66%) 2022E 화장품 약세 및 의류 강세 기조 지속 전망 (실적 컨센서스: 화장품 하향 vs. 의류 상향) 	
2022E Preview: 화장품	II <ul style="list-style-type: none"> 화장품, 업태 무관 아시아 의존도 절대적 (커버리지 평균 권역별 매출 비중: 아시아 95% vs. 서구권 5%) [중국] 단기 역기저 부담, 장기 ① 화장품 시장 성숙화, ② 한국 화장품 점유율 하락 (서구 브랜드 선전, 현지 브랜드 부상) [면세] 단기 ① 객수 회복 가시성 저하, ② 하이난 역기저, 장기 ① 중국 화장품 규제 강화, ② 중국 면세 산업 육성 [내수] 단기 위드 코로나 전환 따른 색조 수요 확장, 장기 수입 브랜드 선호 지속 	
2022E Preview: 섬유 의복	III <ul style="list-style-type: none"> 의류, 업태별 매출처 상이 (커버리지 평균 권역별 매출 비중: 브랜드 아시아 81% vs. OEM 서구권 91%) [내수] 단기 보복 소비 특수 제거 따른 역기저 부담, 장기 럭셔리 및 스포츠의류 등 특정 복종 강세 기조 유지 [중국] 단기 진출 초기로써 출점 기반 양적 성장 유효, 장기 현지 업체 활용한 도매 사업 기반 질적 성장 도모 [서구] 단기 ① 리오프닝 수혜, ② 베트남 가동 재개, ③ 단가 협상력 증대 (= 원가 부담 판가 전가), 장기 ① 무관세 지역 확충, ② 베트남 및 방글라데시 물량 집중, ③ 수직 계열화 통한 원가 절감 	
투자 전략 화장품 Neutral vs. 섬유 의복 Overweight	IV <ul style="list-style-type: none"> [화장품] Neutral! 주력 채널 역기저 부담에 한국 화장품 점유율 위협 요인 상존 최선호주 코스맥스 (Buy, 170,000원), 관심종목 LG생활건강 (Buy, 1,600,000원), 클리오 (Buy, 31,000원) [섬유 의복] Overweight! 제품 및 채널 확장 기반 양질의 성장 유효, 서구권 재고 비축 수요 증가 따른 낙수효과 기대 최선호주 F&F (Buy, 1,250,000원), 한세실업 (Buy, 35,000원), 관심종목 화승엔터프라이즈 (Buy, 23,000원), 영원무역 (Buy, 65,000원) 	

항목		변수	Worst	Base	Best
주 가 결 정 요 인	1. 중국 성과	<ul style="list-style-type: none"> 중국 소매판매 국내 면세점 매출 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 화장품 소매판매 성장률: Flat 이하 중국 의류 소매판매 성장률: -6% 이하 국내 면세 매출 성장률: +5% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 화장품 소매판매 성장률: +4% 중국 의류 소매판매 성장률: -2% 국내 면세 매출 성장률: +12% 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 화장품 소매판매 성장률: +10% 이상 중국 의류 소매판매 성장률: Flat 이상 국내 면세 매출 성장률: +20% 이상
	2. 국내 실적	<ul style="list-style-type: none"> 국내 소매판매 	<ul style="list-style-type: none"> 국내 화장품 소매판매 성장률: Flat 이하 국내 의류 소매판매 성장률: Flat 이하 	<ul style="list-style-type: none"> 국내 화장품 소매판매 성장률: +6% 국내 의류 소매판매 성장률: +4% 	<ul style="list-style-type: none"> 국내 화장품 소매판매 성장률: +10% 이상 국내 의류 소매판매 성장률: +10% 이상
	3. 미국/유럽 경기	<ul style="list-style-type: none"> 미국 소매판매 유럽 소매판매 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 의류 소매판매 성장률: Flat 이하 유럽 의류 소매판매 성장률: +5% 이하 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 의류 소매판매 성장률: +5% 유럽 의류 소매판매 성장률: +10% 	<ul style="list-style-type: none"> 미국 의류 소매판매 성장률: +10% 이상 유럽 의류 소매판매 성장률: +15% 이상
산업 투자 전략			<ul style="list-style-type: none"> 소비재 전 업체 약세 업체 무관 단기간 내 주가 낙폭 확대 불가피 저베타 종목 선호도 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 시장성: 서구 > 내수 > 중국 투자성 (업태): 서구권 비중 높은 의류 OEM 매력적, 3사 모두 바스켓 접근 추천 투자성 (업체): 역기지 영향 무관 자연 성장 실현 및 시장 성장 상회 업체 선별 필요 	<ul style="list-style-type: none"> 소비재 전 업체 강세 화장품/의류 막론 전 채널 판매 고성장 실현 → 전방 브랜드 및 후방 OEM 모두 호조 고베타 종목 선호도 증가
Top-Picks			<ul style="list-style-type: none"> 자유재 Underweight 화장품: LG생활건강 섬유/의복: 한섬 	<ul style="list-style-type: none"> 자유재 Overweight 화장품: 코스맥스 섬유/의복: F&F, 한세실업 	<ul style="list-style-type: none"> 자유재 Super Overweight 화장품: 아모레퍼시픽 섬유/의복: F&F, 한세실업, 화승엔터프라이즈

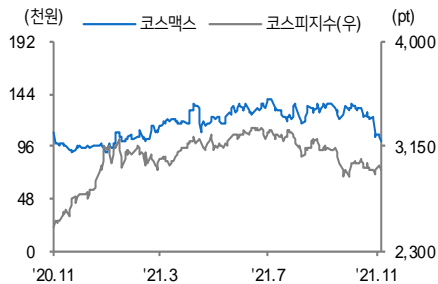
기업분석

종목	투자판단	적정주가
코스맥스(192820)	Buy	170,000원
LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원
클리오(237880)	Buy	31,000원
신세계인터내셔널(031430)	Buy	240,000원
한국콜마(161890)	Buy	49,000원
아모레퍼시픽(090430)	Hold	200,000원
아모레G(002790)	Hold	55,000원

종목	투자판단	적정주가
F&F(383220)	Buy	1,250,000원
한세실업(105630)	Buy	35,000원
화승엔터프라이즈(241590)	Buy	23,000원
영원무역(111770)	Buy	65,000원
힐라홀딩스(081660)	Buy	53,000원
한섬(020000)	Buy	52,000원

Buy

적정주가(12개월)	170,000원	
현재주가 (11월 17일)	101,500원	
상승여력	67.5%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	11,520억원	
발행주식수	1,135만주	
유동주식비율	72.00%	
외국인비중	23.95%	
52주 최고/최저가	140,000원/91,652원	
평균거래대금	109.9억원	
주요주주(%)		
코스맥스비티아이 외 9인	26.13	
국민연금공단	14.25	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-25.4	-24.0
6개월	-17.5	-12.7
12개월	3.5	-11.2
주가그래프		



구조적 성장 기대 유효

- **[실적]** 중국 저가 색조 브랜드 출범 확대에의 낙수효과 (화장품 시장 내 색조 비중: 중국 20% vs. 한국 30%)
** 2014~2019년 품목별 시장 규모 CAGR: 색조 +20% > 기초 +10%
- **[재무]** 미국 영업권 손상 완료 및 장기 고객사 확보 통한 건정성 증대
** 3Q21 코스맥스 웨스트: 자산 1,812억원 - 부채 2,399억원 = 자본 잠식 587억원
- **[모멘텀]** 위드 코로나 전환 따른 색조 소비 증가

2022E Preview

- **매출 1조 7,339억원 (+9% YoY), 영업이익 1,308억원 (+8%, OPM Flat), 순이익 1,109억원 (+81%)**
** 비중: 매출 한국 50% > 중국 39% > 미국 8% > 동남아 3%
- **[국내]** 매출 +9%, 영업이익 +8%. 색조 재고 비축 재개 및 기초 수주 증가
- **[중국]** 매출 +12% 영업이익 +24% (상해 +13%, 광저우 +8%). 고마진 온라인 및 신생 브랜드 추가 지속
- **[기타]** 미국 +3% 소독제 역기저 제거 및 영업 정상화 반영, 동남아 +17% 주력 거래선 판매 호조 수혜

투자의견 Buy 및 적정주가 170,000원 제시

- ODM 협상력 증대 (P↑) & 신규 고객사 추가 및 색조 수요 확장 (Q↑) & 일회성 비용 제거 (C↓)
- 2022E PER 10.4배로 경쟁사 대비 현저히 저평가 (당사 화장품 커버리지 평균 18.8배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,330.7	54.0	31.8	3,099	-13.0	33,451	25.3	2.3	13.6	10.5	280.6
2020	1,382.9	66.6	21.4	2,082	-258.6	33,393	46.8	2.9	12.8	6.2	337.3
2021E	1,585.3	121.3	61.3	5,661	-177.8	46,611	17.9	2.2	8.2	14.1	201.5
2022E	1,733.9	130.8	110.9	9,773	148.3	56,384	10.4	1.8	7.2	19.0	176.9
2023E	1,869.2	141.9	136.3	12,013	14.7	68,397	8.4	1.5	6.1	19.3	155.3

코스맥스(192820)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,330.7	1,382.9	1,585.3	1,733.9	1,869.2
매출액증가율 (%)	5.6	3.9	14.6	9.4	7.8
매출원가	1,147.2	1,172.0	1,310.7	1,438.3	1,552.3
매출총이익	183.5	210.8	274.6	295.6	316.8
판매관리비	129.5	144.2	153.3	164.8	175.0
영업이익	54.0	66.6	121.3	130.8	141.9
영업이익률	4.1	4.8	7.7	7.5	7.6
금융손익	-18.5	-23.2	-19.0	-19.6	-20.2
중속/관계기업손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	0.5	-43.2	-34.1	-4.1	1.1
세전계속사업이익	35.9	0.1	68.1	107.0	122.6
법인세비용	17.6	29.2	44.3	44.9	51.5
당기순이익	18.3	-29.1	23.8	62.0	71.1
지배주주지분 순이익	31.8	21.4	61.3	110.9	136.3
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	618.3	622.6	686.1	743.6	820.9
현금및현금성자산	76.6	102.5	152.0	184.1	231.6
매출채권	299.7	297.7	303.6	315.7	328.4
재고자산	208.9	193.3	201.1	213.1	228.0
비유동자산	586.1	566.4	630.4	637.6	634.0
유형자산	431.8	437.1	484.3	489.7	484.7
무형자산	102.9	56.8	63.6	62.8	62.0
투자자산	20.1	30.1	34.9	37.4	39.6
자산총계	1,204.4	1,189.0	1,316.5	1,381.1	1,454.9
유동부채	716.4	718.1	694.4	705.6	704.5
매입채무	179.7	142.9	150.0	156.0	159.2
단기차입금	356.3	379.5	336.7	326.7	309.7
유동성장기부채	45.9	63.6	53.1	53.1	53.1
비유동부채	171.5	199.1	185.4	176.9	180.6
사채	17.4	35.0	35.0	30.0	30.0
장기차입금	115.0	116.4	93.4	85.4	85.4
부채총계	887.9	917.1	879.8	882.4	885.1
자본금	5.0	5.0	5.7	5.7	5.7
자본잉여금	182.0	182.1	295.1	295.1	295.1
기타포괄이익누계액	-4.9	-17.7	-6.3	-6.3	-6.3
이익잉여금	161.5	173.8	234.8	345.8	482.1
비지배주주지분	-27.0	-71.0	-92.4	-141.2	-206.4
자본총계	316.5	271.9	436.7	498.7	569.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	74.6	41.5	98.5	117.0	116.1
당기순이익(손실)	18.3	-29.1	23.8	62.0	71.1
유형자산상각비	36.3	43.6	51.9	54.6	55.0
무형자산상각비	1.7	2.2	1.8	0.8	0.7
운전자본의 증감	0.9	-21.5	-3.0	-0.4	-10.7
투자활동 현금흐름	-95.9	-64.6	-89.9	-63.0	-52.6
유형자산의증가(CAPEX)	-104.8	-59.0	-86.5	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-10.1	-5.0	-2.6	-2.2
재무활동 현금흐름	62.9	50.7	37.8	-21.9	-16.1
차입금의 증감	34.2	62.2	-72.1	-21.9	-16.1
자본의 증가	53.1	0.1	113.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	41.4	26.0	49.5	32.1	47.5
기초현금	35.2	76.6	102.5	152.0	184.1
기말현금	76.6	102.5	152.0	184.1	231.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	129,592	134,679	146,431	152,769	164,690
EPS(지배주주)	3,099	2,082	5,661	9,773	12,013
CFPS	11,844	13,327	13,662	15,412	16,708
EBITDAPS	8,959	10,953	16,167	16,403	17,410
BPS	33,451	33,393	46,611	56,384	68,397
DPS	881	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.3	46.8	17.9	10.4	8.4
PCR	6.6	7.3	7.4	6.6	6.1
PSR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR	2.3	2.9	2.2	1.8	1.5
EBITDA	92.0	112.5	175.0	186.2	197.6
EV/EBITDA	13.6	12.8	8.2	7.2	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	6.2	14.1	19.0	19.3
EBITDA 이익률	6.9	8.1	11.0	10.7	10.6
부채비율	280.6	337.3	201.5	176.9	155.3
금융비용부담률	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.4	3.3	6.7	7.8	8.8
매출채권회전율(x)	4.4	4.6	5.3	5.6	5.8
재고자산회전율(x)	6.4	6.9	8.0	8.4	8.5

Buy

적정주가(12개월)	1,600,000원	
현재주가 (11월 17일)	1,198,000원	
상승여력	33.6%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	187,106억원	
발행주식수	1,562만주	
유동주식비율	59.83%	
외국인비중	44.33%	
52주 최고/최저가	1,770,000원/1,171,000원	
평균거래대금	567.5억원	
주요주주(%)		
LG	34.03	
국민연금공단	7.98	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-12.7	-11.1
6개월	-21.1	-16.5
12개월	-22.3	-33.4
주가그래프		



안정적 선택지

- **[실적]** 수익성 업종 내 최고, 필수재 성격의 음료 및 용품 기반 안정성 또한 확보
** 2022E OPM 16.1% (화장품 20%, 음료 13%, 용품 11%), ROE 15.6%
- **[모멘텀]** 대중국 브랜드 경쟁력 상대 우위, 점유율 유지
** 광군제 기초 화장품 순위 불변, 상위 지위 지속: 2020년 4위 → 2021년 4위

2022E Preview

- **매출 8조 5,381억원 (+4% YoY), 영업이익 1조 3,766억원 (+5%, OPM Flat), 순이익 9,042억원 (+5%)**
** 비중: 매출 화장품 57% > 용품 24% > 음료 19%, 영업이익 화장품 70% > 용품 16% > 음료 14%
- **[화장품]** 중국 +2% (후 +5%, 숨 -4%), 국내 +4% (면세 +5%, 비면세 -2%). 역기저 부담 감안 보수적 접근
- **[생활용품]** 매출 +5%, 영업이익 +8%. 프리미엄 비중 확대, 고마진 보인카 신규 편입 및 피지오겔 확장 반영
- **[음료]** 매출 +2%, 영업이익 +4%. 채널 (편의점/소형소매) 및 제품 (탄산) 믹스 개선

투자의견 Buy 및 적정주가 1,600,000원 제시

- 자연 성장 (용품/음료 필수 수요) & 비자연 성장 (2019년 뉴에이본, 2020년 피지오겔, 2021년 보인카 인수)
- 2022E PER 21.3배로 글로벌 Peer 평균 절반 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	7,685.4	1,176.4	778.1	48,337	13.7	234,042	26.1	5.4	15.0	20.3	53.3
2020	7,844.5	1,220.9	797.6	49,587	3.3	268,428	32.7	6.0	18.1	17.9	40.3
2021E	8,224.6	1,314.4	857.9	53,338	7.5	307,136	22.5	3.9	12.4	16.8	33.7
2022E	8,538.1	1,376.6	904.2	56,216	5.4	346,986	21.3	3.5	11.6	15.6	30.3
2023E	8,889.2	1,445.2	955.0	59,372	5.6	389,096	20.2	3.1	10.7	14.6	27.7

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,685.4	7,844.5	8,224.6	8,538.1	8,889.2
매출액증가율 (%)	13.9	2.1	4.8	3.8	4.1
매출원가	2,917.3	2,962.9	3,009.9	3,116.4	3,244.5
매출총이익	4,768.2	4,881.6	5,214.7	5,421.7	5,644.7
판매관리비	3,591.8	3,660.7	3,900.3	4,045.1	4,199.5
영업이익	1,176.4	1,220.9	1,314.4	1,376.6	1,445.2
영업이익률	15.3	15.6	16.0	16.1	16.3
금융손익	-0.7	-6.2	-10.2	-10.7	-11.2
종속/관계기업손익	6.9	7.0	7.0	7.0	7.0
기타영업외손익	-90.6	-100.6	-106.0	-102.7	-99.5
세전계속사업이익	1,092.1	1,121.1	1,205.2	1,270.2	1,341.6
법인세비용	303.9	308.0	331.4	349.3	368.9
당기순이익	788.2	813.1	873.8	920.9	972.6
지배주주지분 순이익	778.1	797.6	857.9	904.2	955.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,163.1	1,982.8	2,418.3	3,077.0	3,919.3
현금및현금성자산	647.1	434.1	647.4	1,091.6	1,847.7
매출채권	611.0	585.6	650.0	715.0	746.0
재고자산	746.3	809.0	946.5	1,079.0	1,125.9
비유동자산	4,330.6	4,818.7	5,004.8	5,096.8	5,064.1
유형자산	2,036.0	2,329.8	2,496.8	2,477.2	2,460.8
무형자산	1,787.3	2,063.4	2,115.5	2,224.7	2,205.6
투자자산	64.3	68.1	69.9	72.2	75.0
자산총계	6,493.7	6,801.4	7,423.1	8,173.8	8,983.4
유동부채	1,771.2	1,479.7	1,469.5	1,515.4	1,549.1
매입채무	290.7	251.2	261.2	274.3	286.2
단기차입금	287.6	186.4	159.6	131.6	106.6
유동성장기부채	103.6	3.6	31.8	31.8	31.8
비유동부채	485.4	472.5	402.6	384.7	396.9
사채	30.0	30.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.6	22.8	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,256.6	1,952.2	1,872.1	1,900.1	1,946.0
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-96.6	-124.1	-111.7	-111.7	-111.7
이익잉여금	4,174.9	4,805.4	5,478.4	6,184.5	6,930.6
비지배주주지분	90.4	93.2	109.2	125.9	143.5
자본총계	4,237.1	4,849.2	5,551.0	6,273.7	7,037.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,139.6	1,004.8	1,094.2	1,085.2	1,246.0
당기순이익(손실)	788.2	813.1	873.8	920.9	972.6
유형자산상각비	223.9	233.9	253.4	269.5	266.4
무형자산상각비	27.1	28.3	23.8	17.8	19.0
운전자본의 증감	15.7	-97.8	-80.7	-123.1	-12.1
투자활동 현금흐름	-461.4	-745.9	-512.6	-386.8	-256.1
유형자산의증가(CAPEX)	-326.1	-505.7	-414.3	-250.0	-250.0
투자자산의감소(증가)	5.4	3.3	1.9	-2.4	-2.8
재무활동 현금흐름	-429.4	-465.7	-378.3	-254.2	-233.9
차입금의 증감	216.3	-235.3	-164.3	-56.0	-25.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	250.5	-213.0	213.3	444.2	756.0
기초현금	396.6	647.1	434.1	647.4	1,091.6
기말현금	647.1	434.1	647.4	1,091.6	1,847.7
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	492,081	502,267	526,604	546,675	569,155
EPS(지배주주)	48,337	49,587	53,338	56,216	59,372
CFPS	92,206	92,155	96,516	99,589	103,643
EBITDAPS	91,395	94,959	101,902	106,542	110,809
BPS	234,042	268,428	307,136	346,986	389,096
DPS	11,000	11,000	11,821	12,459	13,158
배당수익률(%)	0.9	0.7	1.0	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	26.1	32.7	22.5	21.3	20.2
PCR	13.7	17.6	12.4	12.0	11.6
PSR	2.6	3.2	2.3	2.2	2.1
PBR	5.4	6.0	3.9	3.5	3.1
EBITDA	1,427.4	1,483.1	1,591.5	1,664.0	1,730.6
EV/EBITDA	15.0	18.1	12.4	11.6	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.3	17.9	16.8	15.6	14.6
EBITDA 이익률	18.6	18.9	19.4	19.5	19.5
부채비율	53.3	40.3	33.7	30.3	27.7
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	84.8	97.6	125.1	202.7	254.6
매출채권회전율(x)	13.2	13.1	13.3	12.5	12.2
재고자산회전율(x)	11.3	10.1	9.4	8.4	8.1

Buy

적정주가(12개월)	31,000원
현재주가 (11월 17일)	20,150원
상승여력	53.8%
KOSDAQ	1,031.26pt
시가총액	3,517억원
발행주식수	1,745만주
유동주식비율	29.33%
외국인비중	1.39%
52주 최고/최저가	27,800원/16,400원
평균거래대금	21.3억원
주요주주(%)	
한현옥 외 3인	66.36

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-10.6	-14.2
6개월	-13.0	-18.8
12개월	17.2	-4.6

주가그래프



해외 확장 & 국내 개선

- **[실적]** 제품 및 채널 다변화 통한 해외 확장 & 국내 비효율 채널 제거 따른 마진 개선
 - ** 해외 매출 비중: 2020년 29% → 2021E 44% → 2022E 46%
 - ** 중국 티몰/타오바오, 일본 돈키호테/큐텐/라큐텐, 미국 아마존향 신제품 추가 및 리뉴얼 지속
 - ** 온라인 쿠팡 사업 변경 (도매 → 소매), 오프라인 전문점 클럽클리오 폐점
- **[모멘텀]** 위드 코로나 전환 따른 색조 소비 증가

2022E Preview

- 매출 2,727억원 (+15% YoY), 영업이익 205억원 (+55%, OPM +2%p), 순이익 219억원 (+36%)
- **[해외]** 일본 (+17%) 더마토리 추가, 중국 (+26%) 타오바오 확장, 미국 (+34%) 클린 뷰티 확대
- **[국내]** 온라인 (+14%) 쿠팡 역기저 제거 및 자사몰·종합몰 증가, 오프라인 (+9%) 기저 효과 및 군납 추가

투자의견 Buy 및 적정주가 31,000원 제시

- 업종 내 증익 폭 가장 두드러질 전망 (2022E 영업이익: 클리오 +55% vs. 당사 화장품 커버리지 평균 19%)
- 중국 성장 본격화 및 면세 의존도 낮은 점 감안, 업종 전반 성장 모멘텀 약화 가운데 실적 차별화 기대
- 2022E PER 16.0배로 역대 최저, 밴드 최하단 도달

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	250.4	18.6	2.9	173	195.3	8,563	126.6	2.6	10.6	2.1	62.9
2020	218.2	6.2	9.6	561	223.6	8,925	31.7	2.0	15.3	6.4	40.5
2021E	237.9	13.2	16.1	931	65.8	9,933	21.7	2.0	15.9	9.9	28.8
2022E	272.7	20.5	21.9	1,258	35.2	11,031	16.0	1.8	11.2	12.0	26.6
2023E	301.7	23.7	24.9	1,431	13.7	12,244	14.1	1.6	9.4	12.3	26.4

클리오(237880)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	250.4	218.2	237.9	272.7	301.7
매출액증가율 (%)	33.6	-12.8	9.0	14.7	10.6
매출원가	113.7	106.4	122.2	136.2	150.6
매출총이익	136.7	111.8	115.7	136.6	151.1
판매관리비	118.1	105.6	102.5	116.1	127.4
영업이익	18.6	6.2	13.2	20.5	23.7
영업이익률	7.4	2.9	5.6	7.5	7.9
금융손익	-8.6	6.6	4.6	5.2	5.6
중속/관계기업손익	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-0.8	0.5	2.7	1.9	2.1
세전계속사업이익	8.6	13.0	20.2	27.4	31.1
법인세비용	5.7	3.4	4.0	5.5	6.2
당기순이익	2.9	9.6	16.1	21.9	24.9
지배주주지분 순이익	2.9	9.6	16.1	21.9	24.9
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	140.7	114.4	126.3	150.5	179.6
현금및현금성자산	25.7	30.9	19.2	37.8	59.6
매출채권	25.6	21.4	22.5	23.6	26.1
재고자산	23.7	22.7	24.1	25.8	28.5
비유동자산	96.0	100.6	96.2	92.5	89.7
유형자산	45.0	43.0	39.8	36.1	33.1
무형자산	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
투자자산	27.5	43.6	43.6	43.8	44.3
자산총계	236.7	215.0	222.4	242.9	269.3
유동부채	76.2	49.6	36.2	35.8	39.5
매입채무	22.5	16.5	17.5	18.2	20.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.2	12.3	13.5	15.3	16.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	91.4	61.9	49.7	51.1	56.3
자본금	8.5	8.6	8.7	8.7	8.7
자본잉여금	65.6	70.2	75.7	75.7	75.7
기타포괄이익누계액	0.1	0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	78.5	85.1	99.5	118.6	139.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	145.3	153.1	172.8	191.9	213.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	39.8	11.9	29.0	23.8	25.9
당기순이익(손실)	2.9	9.6	16.1	21.9	24.9
유형자산상각비	12.2	11.2	5.0	3.7	3.1
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
운전자본의 증감	-2.2	-2.7	-2.5	-2.0	-2.3
투자활동 현금흐름	-16.1	10.5	-20.2	-1.6	-1.5
유형자산의증가(CAPEX)	-11.8	-0.9	-0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.5	-16.1	0.1	-0.3	-0.5
재무활동 현금흐름	-6.6	-15.9	-21.1	-3.5	-2.6
차입금의 증감	28.2	-16.7	-15.3	-0.7	1.2
자본의 증가	0.0	4.7	5.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	16.8	5.1	-11.7	18.6	21.8
기초현금	8.9	25.7	30.9	19.2	37.8
기말현금	25.7	30.9	19.2	37.8	59.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	14,756	12,773	13,728	15,680	17,346
EPS(지배주주)	173	561	931	1,258	1,431
CFPS	2,495	1,322	1,825	1,860	2,060
EBITDAPS	1,831	1,039	1,073	1,405	1,550
BPS	8,563	8,925	9,933	11,031	12,244
DPS	220	100	166	225	256
배당수익률(%)	1.0	0.6	0.8	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	126.6	31.7	21.7	16.0	14.1
PCR	8.8	13.5	11.0	10.8	9.8
PSR	1.5	1.4	1.5	1.3	1.2
PBR	2.6	2.0	2.0	1.8	1.6
EBITDA	31.1	17.7	18.6	24.4	27.0
EV/EBITDA	10.6	15.3	15.9	11.2	9.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.1	6.4	9.9	12.0	12.3
EBITDA 이익률	12.4	8.1	7.8	9.0	8.9
부채비율	62.9	40.5	28.8	26.6	26.4
금융비용부담률	0.4	0.7	-0.3	-0.3	-0.3
이자보상배율(x)	16.8	3.9	-21.0	-22.9	-24.5
매출채권회전율(x)	11.0	9.3	10.8	11.8	12.1
재고자산회전율(x)	9.4	9.4	10.2	10.9	11.1

Buy

적정주가(12개월)	240,000원	
현재주가 (11월 17일)	153,500원	
상승여력	56.4%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	10,960억원	
발행주식수	714만주	
유동주식비율	45.95%	
외국인비중	5.35%	
52주 최고/최저가	236,000원/151,500원	
평균거래대금	57.9억원	
주요주주(%)		
신세계 외 1인	54.05	
국민연금공단	13.47	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-11.0	-9.4
6개월	-34.1	-30.3
12개월	-2.5	-16.5
주가그래프		



브랜드 포트폴리오 확장 효과

- **[실적]** 그룹사 유통력 향유 및 편집숍 (화장품 Laperva, 의류 MOTB) 활용 브랜드 발굴 지속
** 신규 브랜드 7개 추가 효과 840억원 추산 → 2022E 연간 매출액 +5% 추가 성장
- **[모멘텀]** 고가 수입 수요 확대 지속 따른 양질의 성장
** 2022E 화장품 및 패션 합산 수입 매출 비중 50% (OPM: 수입 화장품 17%, 해외패션 14%)

2022E Preview

- 매출 1조 5,369억원 (+8% YoY), 영업이익 1,143억원 (+30%, OPM +1%p), 순이익 1,089억원 (+27%)
** 비중: 매출 의류 57% > 화장품 26% > 용품 17%, 영업이익 의류 62% > 화장품 35% > 용품 2%
- **[화장품]** 매출 +14%, 영업이익 +28%. 수입 (2,809억) 강세 & 신규 (212억원) 추가 & 스위스퍼펙션 확장
- **[의류]** 매출 +6% 영업이익 +24%. 해외 (매출 +8%, 영업이익 +13%) 호조 & 국내 (매출 +5%, 흑전) 효율화
- **[생활용품]** 매출 +6%, 영업이익 흑전. 부진 매장 철수 및 임대 계약 변경 따른 수익성 개선

투자의견 Buy 및 적정주가 240,000원 제시

- 화장품 · 의류 하이브리드 성격 확보, 수입 브랜드 수요 확대 유일한 수혜주
- 저가 매수 접근 유효 (2022E PER 10.1배로 밴드 최하단 이탈, 역대 최저 수준)
- 화장품 경쟁사 대비 현저히 저평가, 의류 커버리지 평균 수준 (커버리지 평균: 화장품 18.8배, 의류 10.3배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,425.0	84.5	74.0	10,361	28.3	83,650	21.2	2.6	13.9	13.0	88.4
2020	1,325.5	33.8	50.9	7,131	-31.1	89,514	22.6	1.8	15.4	8.2	78.9
2021E	1,429.7	87.8	85.5	11,981	66.3	100,456	12.8	1.5	9.2	12.6	59.0
2022E	1,536.9	114.3	108.9	15,253	27.9	114,608	10.1	1.3	7.5	14.2	50.2
2023E	1,640.2	136.1	128.0	17,930	17.6	131,339	8.6	1.2	6.3	14.6	43.3

신세계인터내셔널(031430)

2022년 전망 시리즈 15

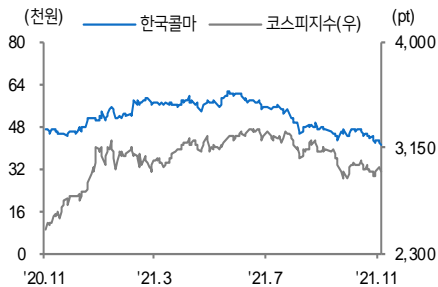
화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,425.0	1,325.5	1,429.7	1,536.9	1,640.2
매출액증가율 (%)	12.9	-7.0	7.9	7.5	6.7
매출원가	588.1	581.7	593.0	628.2	662.3
매출총이익	836.9	743.8	836.7	908.6	977.9
판매관리비	752.4	710.1	748.9	794.3	841.8
영업이익	84.5	33.8	87.8	114.3	136.1
영업이익률	5.9	2.5	6.1	7.4	8.3
금융손익	-8.0	-4.7	-7.6	-6.5	-5.3
중속/관계기업손익	15.0	12.5	13.3	15.1	15.8
기타영업외손익	8.9	11.4	9.9	9.3	8.8
세전계속사업이익	100.4	53.0	103.4	132.2	155.4
법인세비용	26.4	2.1	18.6	23.8	28.0
당기순이익	74.0	51.0	84.8	108.4	127.5
지배주주지분 순이익	74.0	50.9	85.5	108.9	128.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	436.3	426.8	437.4	541.6	669.0
현금및현금성자산	4.7	26.8	-0.1	73.9	173.0
매출채권	106.1	93.6	101.1	107.2	112.6
재고자산	263.4	253.7	281.7	304.2	324.9
비유동자산	692.6	720.7	704.9	688.6	675.6
유형자산	328.2	310.1	304.6	287.1	271.3
무형자산	46.8	67.0	66.7	62.3	58.4
투자자산	154.2	164.5	168.9	174.5	181.3
자산총계	1,128.9	1,147.5	1,142.3	1,230.2	1,344.6
유동부채	292.3	300.2	174.4	160.3	155.0
매입채무	45.2	37.7	39.6	42.8	44.6
단기차입금	55.2	66.4	28.6	12.6	1.6
유동성장기부채	84.6	97.8	11.3	11.3	11.3
비유동부채	237.3	206.1	249.4	250.8	251.6
사채	103.6	42.9	100.8	100.8	100.8
장기차입금	0.0	17.9	17.4	17.4	17.4
부채총계	529.6	506.2	423.7	411.0	406.6
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	-1.6	-1.1	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	443.4	484.8	562.6	663.6	783.1
비지배주주지분	2.0	2.1	1.3	0.8	0.3
자본총계	599.3	641.2	718.6	819.1	938.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	103.0	104.6	100.4	141.7	157.6
당기순이익(손실)	74.0	51.0	84.8	108.4	127.5
유형자산상각비	49.6	58.2	57.9	53.6	48.7
무형자산상각비	6.1	5.8	5.5	4.4	4.0
운전자본의 증감	-26.1	11.3	-59.7	-24.7	-22.6
투자활동 현금흐름	-25.3	-49.0	-35.0	-41.6	-39.8
유형자산의증가(CAPEX)	-36.4	-39.3	-44.7	-36.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-14.2	-10.3	-4.5	-5.6	-6.8
재무활동 현금흐름	-85.5	-33.5	-92.0	-26.0	-18.7
차입금의 증감	74.3	-2.1	-85.6	-18.2	-10.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-7.7	22.1	-26.8	74.0	99.0
기초현금	12.4	4.7	26.8	-0.1	73.9
기말현금	4.7	26.8	-0.1	73.9	173.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	199,580	185,644	200,239	215,247	229,720
EPS(지배주주)	10,361	7,131	11,981	15,253	17,930
CFPS	20,647	16,136	22,876	27,154	29,376
EBITDAPS	19,629	13,700	21,173	24,120	26,448
BPS	83,650	89,514	100,456	114,608	131,339
DPS	1,100	1,100	1,100	1,200	1,200
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	22.6	12.8	10.1	8.6
PCR	10.6	10.0	6.7	5.7	5.2
PSR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR	2.6	1.8	1.5	1.3	1.2
EBITDA	140.2	97.8	151.2	172.2	188.8
EV/EBITDA	13.9	15.4	9.2	7.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	8.2	12.6	14.2	14.6
EBITDA 이익률	9.8	7.4	10.6	11.2	11.5
부채비율	88.4	78.9	59.0	50.2	43.3
금융비용부담률	0.7	0.8	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	8.0	3.4	13.1	20.1	24.6
매출채권회전율(x)	13.7	13.3	14.7	14.8	14.9
재고자산회전율(x)	5.7	5.1	5.3	5.2	5.2

Buy

적정주가(12개월)	49,000원	
현재주가 (11월 17일)	41,500원	
상승여력	18.1%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	9,496억원	
발행주식수	2,288만주	
유동주식비율	69.74%	
외국인비중	25.78%	
52주 최고/최저가	61,800원/41,500원	
평균거래대금	52.5억원	
주요주주(%)		
한국콜마홀딩스 외 29인	30.26	
NIHON KOLMAR	12.14	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-11.2	-9.7
6개월	-28.0	-23.8
12개월	-10.5	-23.3
주가그래프		



화장품 성장이 절실하다

- **[본업]** 포트폴리오 열위 (지역 내수 의존도 절대적, 제품 저가 기초 및 특정 고객사 치중)
** 2022E 매출 비중: 한국 74%, 중국 18%, 북미 9%, 한국 매출의 상위 2개 거래선 비중 50% 추정
- **[자회사]** HK이노엔 MSD 도입 효과 및 케이캡 해외 진출 기대 유효
** 1H22E 케이캡 중국 진출 따른 추가 성장 동력 확보 계획

2022E Preview

- **매출 1조 7,474억원 (+10% YoY), 영업이익 1,240억원 (+44%, OPM +2%p), 순이익 653억원 (+42%)**
** 비중: 매출 화장품 51% > 이노엔 49%, 영업이익 이노엔 62% > 화장품 38%
- **[화장품]** 한국 +5% 주력 고객사 재고 비축 재개, 중국 +19% 온라인 및 색조 증가, 북미 +10% 영업 정상화
- **[이노엔]** 매출 +10%, 영업이익 +35% 예상. 일회성 비용 (2021E 200억원 수준) 제거 및 음료 부문 개선

투자의견 Buy 및 적정주가 49,000원 제시

- 신규 고객사 유치 및 해외 자회사 흑자 전환 확인 후 대응 추천
- HK이노엔 상장 이후 대체재로서의 활용성 저하, 수급 이전 효과 초래 (지분율 42.2%)
- Valuation 확장 제한적 (2022E PER 14.5배, 당사 화장품 커버리지 평균 대비 77% 수준)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,378.9	99.8	29.1	1,285	-12.5	20,601	36.8	2.3	15.3	6.4	183.1
2020	1,322.1	121.7	160.3	7,004	371.9	27,257	7.3	1.9	12.5	29.3	149.1
2021E	1,593.8	85.9	46.2	2,017	-63.9	28,791	20.6	1.4	15.3	7.2	136.3
2022E	1,747.4	124.0	65.3	2,853	66.9	31,299	14.5	1.3	11.5	9.5	124.3
2023E	1,860.4	140.0	78.5	3,432	14.1	34,386	12.1	1.2	10.2	10.4	112.8

한국콜마(161890)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,378.9	1,322.1	1,593.8	1,747.4	1,860.4
매출액증가율 (%)	1.5	-4.1	20.6	9.6	6.5
매출원가	982.8	895.8	1,152.1	1,232.3	1,304.6
매출총이익	396.1	426.3	441.8	515.1	555.8
판매관리비	296.3	304.6	355.9	391.2	415.8
영업이익	99.8	121.7	85.9	124.0	140.0
영업이익률	7.2	9.2	5.4	7.1	7.5
금융손익	-48.5	-41.4	-12.6	0.4	2.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.1	141.4	3.9	4.6	4.2
세전계속사업이익	45.2	221.6	77.2	128.9	147.0
법인세비용	25.9	77.0	19.3	32.2	36.8
당기순이익	33.6	160.6	57.9	96.7	110.3
지배주주지분 순이익	29.1	160.3	46.2	65.3	78.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	646.0	775.2	721.7	781.5	860.8
현금및현금성자산	118.6	377.2	193.0	229.4	279.9
매출채권	223.9	183.9	198.7	212.6	226.5
재고자산	160.7	148.6	163.5	171.6	181.9
비유동자산	1,754.3	1,714.4	1,755.8	1,769.3	1,777.7
유형자산	466.9	472.7	486.4	503.1	513.4
무형자산	1,138.4	1,094.4	1,093.0	1,089.2	1,086.8
투자자산	16.9	21.7	23.1	23.7	24.2
자산총계	2,400.3	2,489.6	2,477.5	2,550.7	2,638.4
유동부채	707.4	686.8	1,004.9	1,001.3	1,001.6
매입채무	113.2	96.9	102.7	106.9	111.1
단기차입금	80.6	184.0	163.5	135.5	113.5
유동성장기부채	328.9	167.0	485.0	485.0	485.0
비유동부채	845.0	803.5	424.1	412.1	397.2
사채	249.4	299.5	49.9	49.9	49.9
장기차입금	489.6	418.1	283.8	267.8	249.8
부채총계	1,552.4	1,490.4	1,428.9	1,413.4	1,398.8
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	227.9	228.3	228.3	228.3	228.3
기타포괄이익누계액	-0.3	1.6	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	232.4	382.4	416.2	473.6	544.2
비지배주주지분	376.5	375.6	389.8	421.2	452.9
자본총계	847.9	999.2	1,048.6	1,137.3	1,239.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	164.8	121.5	128.5	153.0	159.4
당기순이익(손실)	33.6	160.6	57.9	96.7	110.3
유형자산상각비	46.0	48.9	44.0	47.3	49.7
무형자산상각비	14.6	12.9	5.0	3.8	2.3
운전자본의 증감	39.4	-39.5	79.3	5.2	-2.9
투자활동 현금흐름	-150.7	245.7	-193.9	-64.7	-60.9
유형자산의증가(CAPEX)	-73.7	-119.2	-92.9	-64.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-4.9	-1.4	-0.6	-0.5
재무활동 현금흐름	27.7	-109.5	-119.6	-51.9	-47.9
차입금의 증감	122.5	-98.6	-100.7	-44.0	-40.0
자본의 증가	12.4	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.1	258.6	-184.4	36.4	50.6
기초현금	76.5	118.6	377.2	192.8	229.2
기말현금	118.6	377.2	192.8	229.2	279.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	60,953	57,780	69,657	76,370	81,308
EPS(지배주주)	1,285	7,004	2,017	2,853	3,432
CFPS	8,531	9,970	7,283	9,185	9,952
EBITDAPS	7,091	8,016	5,897	7,651	8,392
BPS	20,601	27,257	28,791	31,299	34,386
DPS	330	345	345	345	345
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	36.8	7.3	20.6	14.5	12.1
PCR	5.5	5.1	5.7	4.5	4.2
PSR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
PBR	2.3	1.9	1.4	1.3	1.2
EBITDA	160.4	183.4	134.9	175.1	192.0
EV/EBITDA	15.3	12.5	15.3	11.5	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	29.3	7.2	9.5	10.4
EBITDA 이익률	11.6	13.9	8.5	10.0	10.3
부채비율	183.1	149.1	136.3	124.3	112.8
금융비용부담률	3.9	2.8	2.0	1.8	1.6
이자보상배율(x)	1.9	3.3	2.7	3.9	4.6
매출채권회전율(x)	6.5	6.5	8.3	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	8.2	8.6	10.2	10.4	10.5

Hold

적정주가(12개월)	200,000원	
현재주가 (11월 17일)	182,000원	
상승여력	9.9%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	106,457억원	
발행주식수	5,849만주	
유동주식비율	49.81%	
외국인비중	31.75%	
52주 최고/최저가	297,000원/173,500원	
평균거래대금	492.8억원	
주요주주(%)		
아모레퍼시픽그룹 외 4인	50.19	
국민연금공단	6.38	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-2.4	-0.7
6개월	-38.2	-34.6
12개월	-1.6	-15.7
주가그래프		



프리미엄 (이니스프리 · 라네즈) ↓ > 럭셔리 (설화수) ↑

- **[실적]** 제품 프리미엄 위주의 브랜드 포트폴리오 구성, 채널 중국 오프라인 매장 폐점 영향 지속
 ** 2022E 중국 브랜드별 매출 성장률: 설화수 +10%, 이니스프리 -18%, 라네즈 -3%
 ** 2022E 중국 브랜드별 매출 비중: 설화수 44%, 이니스프리 20%, 라네즈 9%
- **[모멘텀]** 대중국 브랜드 경쟁력 상대 열위, 점유율 하락
 ** 광군제 기초 화장품 순위 하락, 지속성 의심: 2020년 7위 → 2021년 15위

2022E Preview

- **매출 5조 508억원 (+6% YoY), 영업이익 4,223억원 (+11%, OPM Flat), 순이익 3,056억원 (+16%)**
 ** 비중: 매출 국내 64% > 해외 36% (중국 24%), 영업이익 국내 78% > 해외 31% (중국 26%)
- **[국내]** 화장품 매출 +10%, 영업이익 +6%. 온라인 (+20%) 강세, 면세 (+10%) 회복, 비면세 (-8%) 역기저
- **[해외]** 중국 매출 -1%, 영업이익 +15%. 역기저 부담 및 폐점 영향 반영, 유럽 (+8%) 및 미국 (+11%) 정상화

투자의견 Hold 및 적정주가 200,000원 제시

- 브랜드 노후화 → 비용 투입 통한 매출 실현 → 마진 축소 (OPM 2015년 16% → 2018년 9% → 2022E 8%)
- Valuation 상대 부담 (2022E PER 36.6배 vs. 당사 화장품 커버리지 평균 18.8배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,580.1	427.8	238.8	3,904	-33.9	65,050	51.2	3.1	13.5	5.4	33.1
2020	4,432.2	143.0	35.1	456	-93.7	64,736	452.1	3.2	20.1	0.8	27.7
2021E	4,753.8	381.3	262.7	4,280	1,770.2	67,891	42.5	2.7	12.4	5.7	25.1
2022E	5,050.8	422.3	305.6	4,977	16.2	71,151	36.6	2.6	13.0	6.4	23.4
2023E	5,269.7	446.3	323.7	5,272	5.9	74,484	34.5	2.4	12.8	6.4	22.8

아모레퍼시픽(090430)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,580.1	4,432.2	4,753.8	5,050.8	5,269.7
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	7.3	6.2	4.3
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,303.0	1,381.0	1,435.5
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,450.8	3,669.9	3,834.2
판매관리비	3,651.8	3,023.8	3,069.4	3,247.6	3,387.9
영업이익	427.8	143.0	381.3	422.3	446.3
영업이익률	7.7	3.2	8.0	8.4	8.5
금융손익	-5.2	-5.2	-5.5	-5.8	-6.2
중속/관계기업손익	-0.3	0.7	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.7	-113.2	-21.1	-3.8	-3.0
세전계속사업이익	370.6	25.3	354.9	412.7	437.2
법인세비용	146.8	3.4	92.2	107.3	113.7
당기순이익	223.8	21.9	262.6	305.4	323.5
지배주주지분 순이익	238.8	35.1	262.7	305.6	323.7
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,803.1	1,825.7	2,390.1	2,730.2	3,108.3
현금및현금성자산	673.6	793.7	918.3	1,189.6	1,523.6
매출채권	365.9	283.8	317.8	343.3	353.6
재고자산	452.6	414.5	480.8	514.5	540.2
비유동자산	4,185.9	3,876.2	3,470.1	3,327.7	3,201.9
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,230.4	2,065.6	1,935.5
무형자산	226.5	208.8	210.8	228.8	228.8
투자자산	48.4	92.9	101.9	106.2	110.6
자산총계	5,989.0	5,701.9	5,860.2	6,057.9	6,310.1
유동부채	1,066.6	966.0	926.7	890.3	905.7
매입채무	172.5	117.6	127.0	134.7	141.4
단기차입금	52.8	154.2	137.8	115.8	95.8
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	423.6	271.6	249.2	258.4	265.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,490.2	1,237.5	1,175.9	1,148.7	1,171.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	723.5	723.5	723.5	723.5
기타포괄이익누계액	-24.7	-20.3	-6.8	-6.8	-6.8
이익잉여금	3,873.8	3,847.8	4,054.3	4,279.5	4,509.6
비지배주주지분	9.3	-3.5	-3.6	-3.8	-4.1
자본총계	4,498.8	4,464.4	4,684.3	4,909.2	5,139.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	718.3	554.4	788.4	583.7	679.7
당기순이익(손실)	223.8	21.9	262.6	305.4	323.5
유형자산상각비	485.5	458.5	448.7	344.8	308.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-161.4	39.8	-12.0	-81.1	-5.8
투자활동 현금흐름	-403.2	-206.4	-545.4	-204.2	-185.0
유형자산의증가(CAPEX)	-246.6	-183.0	-226.5	-180.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-44.5	-9.0	-4.3	-4.4
재무활동 현금흐름	-387.4	-216.0	-123.3	-108.2	-160.7
차입금의 증감	448.7	-144.1	-39.0	-13.1	-13.4
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	120.2	124.6	271.3	334.0
기초현금	735.5	673.6	793.7	918.3	1,189.6
기말현금	673.6	793.7	918.3	1,189.6	1,523.6
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	95,455	75,818	81,303	86,350	90,091
EPS(지배주주)	3,904	456	4,280	4,977	5,272
CFPS	17,430	10,789	13,979	13,201	13,661
EBITDAPS	15,624	10,290	14,195	13,115	12,899
BPS	65,050	64,736	67,891	71,151	74,484
DPS	1,000	800	1,163	1,352	1,432
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	51.2	452.1	42.5	36.6	34.5
PCR	11.5	19.1	13.0	13.8	13.3
PSR	2.1	2.7	2.2	2.1	2.0
PBR	3.1	3.2	2.7	2.6	2.4
EBITDA	913.3	601.5	830.0	767.1	754.5
EV/EBITDA	13.5	20.1	12.4	13.0	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	0.8	5.7	6.4	6.4
EBITDA 이익률	16.4	13.6	17.5	15.2	14.3
부채비율	33.1	27.7	25.1	23.4	22.8
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	1.0
이자보상배율(x)	21.4	8.4	25.2	28.8	8.3
매출채권회전율(x)	17.1	13.6	15.8	15.3	15.1
재고자산회전율(x)	13.0	10.2	10.6	10.1	10.0

Hold

적정주가(12개월)	55,000원	
현재주가 (11월 17일)	47,550원	
상승여력	15.7%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	39,209억원	
발행주식수	8,246만주	
유통주식비율	30.52%	
외국인비중	16.23%	
52주 최고/최저가	79,600원/47,550원	
평균거래대금	76.2억원	
주요주주(%)		
서경배 외 8인	61.95	
국민연금공단	5.01	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	-8.7	-7.1
6개월	-36.8	-33.1
12개월	-3.9	-17.7
주가그래프		



아모레P ↓ & 자체 ↓

- [실적]** 자회사 아모레퍼시픽 부진 그룹 전체 실적에 악영향, 호실적의 에스트라마저 아모레퍼시픽에 양도
 - ** 2022E 아모레G 실적에 아모레퍼시픽 기여도: 매출 92%, 영업이익 93%
 - ** 2021E 에스트라: 매출 1,193억, 영업이익 116억 추정
- [모멘텀]** 국내 자체 사업 성장 동력 부재, 로드숍 단독 매장 트래픽 확대 어려울 전망
 - ** 쇼핑 행태 변화: 원브랜드 → 멀티브랜드 (H&B, 멀티숍, 편집숍, 전문점 등), 오프라인 → 온라인

2022E Preview

- 매출 5조 4,725억원 (+5% YoY), 영업이익 4조 112억원 (+5%, OPM Flat), 순이익 4,410억원 (-17%)**
 - ** 비중: 매출 아모레P 92%, 이니스프리 6%, 에뛰드 2%, 아모스프로패셔널 1%, 에스쁘아 1%
- [매출]** 이니스프리 -2% 폐점, 에뛰드 +2% 기저, 아모스 -3% 경쟁 심화, 에스쁘아 +10% 색조 회복 반영
- [영업이익]** 이니스프리 +8%, 에뛰드 +62% 운영 효율화 통한 비용 절감 반영

투자의견 Hold 및 적정주가 55,000원 제시

- 아모레G 투자 유인 = 아모레P 대체 수요 (아모레P 주가 호조 → 아모레 G 상승 수렴)
- 개별 투자 유인 부재, 아모레P 회복 확인 후 대응 권고

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,284.3	498.3	133.7	1,527	-26.6	35,078	54.2	2.4	8.8	4.1	27.8
2020	4,930.1	150.7	10.4	43	-94.5	33,852	1,273.8	1.6	9.8	0.3	24.2
2021E	5,218.0	421.7	216.9	2,502	2,314.6	35,898	19.0	1.3	5.6	6.5	21.4
2022E	5,472.5	441.0	180.3	2,070	-8.9	37,348	23.0	1.3	6.1	5.1	18.9
2023E	5,720.3	467.2	194.0	2,228	7.6	38,979	21.3	1.2	5.9	5.3	18.1

아모레G(002790)

2022년 전망 시리즈 15

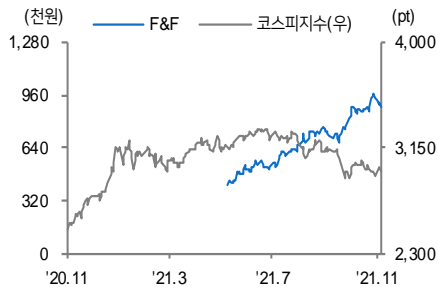
화장품/섬유/의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,284.3	4,930.1	5,218.0	5,472.5	5,720.3
매출액증가율 (%)	3.4	-21.5	5.8	4.9	4.5
매출원가	1,641.8	1,371.1	1,390.3	1,461.2	1,527.4
매출총이익	4,642.4	3,559.0	3,827.7	4,011.2	4,192.9
판매관리비	4,144.2	3,408.3	3,406.0	3,570.3	3,725.7
영업이익	498.3	150.7	421.7	441.0	467.2
영업이익률	7.9	3.1	8.1	8.1	8.2
금융손익	4.8	0.3	0.1	-0.1	-0.4
중속/관계기업손익	0.7	1.4	4.1	4.5	5.0
기타영업외손익	-72.3	-121.1	99.2	33.0	43.0
세전계속사업이익	431.4	31.3	525.1	478.3	514.8
법인세비용	149.0	9.2	147.0	133.9	144.1
당기순이익	282.4	22.1	378.1	344.4	370.6
지배주주지분 순이익	133.7	10.4	216.9	180.3	194.0
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,905.9	2,853.1	3,639.7	4,054.9	4,570.3
현금및현금성자산	1,417.4	1,190.9	1,369.1	1,717.1	2,166.5
매출채권	394.7	306.7	352.7	366.8	385.1
재고자산	524.5	478.5	559.8	593.4	619.8
비유동자산	5,375.5	4,935.7	4,371.4	4,157.2	3,977.2
유형자산	3,200.1	3,081.1	2,621.7	2,400.6	2,215.5
무형자산	739.4	719.6	712.9	712.9	712.9
투자자산	94.8	160.8	174.0	180.9	186.0
자산총계	8,281.4	7,788.7	8,011.1	8,212.1	8,547.5
유동부채	1,225.9	1,170.2	1,103.0	990.6	983.5
매입채무	104.8	74.3	78.8	81.1	83.6
단기차입금	157.6	257.5	253.1	230.1	208.1
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	575.4	346.5	307.1	317.2	326.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,801.3	1,516.7	1,410.0	1,307.8	1,310.0
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	882.1	779.3	779.3	779.3	779.3
기타포괄이익누계액	-15.0	-13.7	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	2,648.3	2,631.9	2,822.9	2,962.1	3,118.6
비지배주주지분	3,112.8	3,022.5	3,155.1	3,319.2	3,495.7
자본총계	6,480.2	6,272.0	6,601.1	6,904.3	7,237.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	830.3	666.0	777.4	653.8	714.9
당기순이익(손실)	282.4	22.1	378.1	344.4	370.6
유형자산상각비	578.5	534.2	561.1	421.1	365.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-214.7	63.0	-132.9	-111.8	-20.8
투자활동 현금흐름	-433.3	-430.2	-464.2	-216.4	-194.5
유형자산의증가(CAPEX)	-274.2	-195.0	-229.7	-200.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	-17.5	-66.0	-13.2	-6.9	-5.1
재무활동 현금흐름	-287.4	-436.9	-140.5	-89.4	-70.9
차입금의 증감	599.9	-219.8	-65.5	-48.3	-33.5
자본의 증가	190.0	-102.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.0	-226.5	178.2	347.9	449.5
기초현금	1,297.5	1,417.4	1,190.9	1,369.1	1,717.1
기말현금	1,417.4	1,190.9	1,369.1	1,717.1	2,166.5
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	76,211	59,789	63,280	66,367	69,372
EPS(지배주주)	1,527	43	2,502	2,070	2,228
CFPS	14,603	8,962	11,490	10,908	10,671
EBITDAPS	13,058	8,305	11,918	10,455	10,094
BPS	35,078	33,852	35,898	37,348	38,979
DPS	300	230	402	366	394
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	54.2	1,273.8	19.0	23.0	21.3
PCR	5.7	6.1	4.1	4.4	4.5
PSR	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR	2.4	1.6	1.3	1.3	1.2
EBITDA	1,076.8	684.8	982.7	862.1	832.3
EV/EBITDA	8.8	9.8	5.6	6.1	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	0.3	6.5	5.1	5.3
EBITDA 이익률	17.1	13.9	18.8	15.8	14.5
부채비율	27.8	24.2	21.4	18.9	18.1
금융비용부담률	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	18.9	6.6			
매출채권회전율(x)	17.9	14.1	15.8	15.2	15.2
재고자산회전율(x)	12.3	9.8	10.1	9.5	9.4

Buy

적정주가(12개월)	1,250,000원	
현재주가 (11월 17일)	889,000원	
상승여력	40.6%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	68,110억원	
발행주식수	766만주	
유동주식비율	40.61%	
외국인비중	13.50%	
52주 최고/최저가	969,000원/412,500원	
평균거래대금	320.8억원	
주요주주(%)		
F&F홀딩스 외 9인	59.39	
국민연금공단	5.26	
주가상승률(%)		
절대주가	상대주가	
1개월	0.2	2.0
6개월	0.0	0.0
12개월	0.0	0.0
주가그래프		



국내 소비재 1등 기업을 향한 질주

- **[실적]** 중국 출점 기반 구조적 성장, 국내 2022E 아웃도어 및 유아 브랜드 1위 등극, MLB·SA '스우파' 효과 기대
** 중국 매장 수: MLB 2020년 714개 → 2021E 450개 → 2022E 778개 → 2023E 1,102개 vs. 휠라 2Q21 1,979개)
- **[재무]** 수익성 지표 및 재무 건전성 글로벌 최고 수준 (럭셔리 업체 대비로도 상대 우위)
** 2022E 영업이익률 28.6% (> LVMH 2022E 25.8%), ROE 50.1% (> 에르메스 2022E 33.9%)
- **[투자]** 3Q22E 테일러메이드 뉴욕 상장 구체화 (1H23E 상장 후 연결 편입 예상), 2H22E 신규 브랜드 유치 기대
** 연결 편입 시 영업이익 +50% 추가 성장 (2022E 테일러메이드 영업이익 2,500억원 달성 추정)

2022E Preview

- **매출 1조 7,561억원 (+24%), 영업이익 5,016억 (+31%, OPM +2%p), 순이익 4,159억원 (+37%)**
** 비중: 해외 2020년 30% → 2021E 49% → 2022E 57%, 중국 2020년 9% → 2021E 25% → 2022E 34%
- **[해외]** 중국 (+63%) 점당 매출액 (P) 및 매장 수 (Q) 동반 성장, 홍콩 (+25%) 온/오프라인 모두 호조
- **[국내]** MLB (면세 +12%, 비면세 -4%, 키즈 +7%) 역기저 감안 보수적 접근, Discovery (+7%) 아웃도어 강세 수혜

투자의견 Buy 및 적정주가 1,250,000원 제시

- 최선호주 의견 유지, 2022E PER 16.4배, 중국 소비주 대비 현저히 저평가 (LG생건 21.3배, 아모레퍼시픽 36.6배)
- 2023E F&F 본업만 PER 12.8배, 테일러메이드 연결 편입 시 PER 10.3배 (지배주주순이익 +25% 증가 추정)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019											
2020											
2021E	1,417.6	384.3	304.5	52,505	-	81,264	16.9	10.9	17.6	48.5	86.1
2022E	1,756.1	501.6	415.9	54,323	3.4	135,586	16.4	6.6	12.9	50.1	32.6
2023E	2,183.9	642.5	530.7	69,310	27.6	204,896	12.8	4.3	9.4	40.7	9.4

Income Statement			
(십억원)	2021E	2022E	2023E
매출액	1,417.6	1,756.1	2,183.9
매출액증가율 (%)		23.9	24.4
매출원가	387.0	468.1	582.4
매출총이익	1,030.6	1,288.0	1,601.5
판매관리비	646.3	786.5	959.0
영업이익	384.3	501.6	642.5
영업이익률	27.1	28.6	29.4
금융손익	0.6	2.2	3.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.5	13.5	13.8
세전계속사업이익	393.5	517.3	660.0
법인세비용	93.3	103.5	132.0
당기순이익	300.1	413.8	528.0
지배주주지분 순이익	304.5	415.9	530.7
Balance Sheet			
(십억원)	2021E	2022E	2023E
유동자산	566.8	789.5	1,132.5
현금및현금성자산	318.4	477.0	760.7
매출채권	57.0	76.3	88.3
재고자산	141.6	178.1	212.3
비유동자산	188.8	182.4	177.1
유형자산	62.3	55.9	50.6
무형자산	14.0	14.0	14.0
투자자산	22.6	22.6	22.6
자산총계	1,155.6	1,371.9	1,709.6
유동부채	499.5	302.0	111.7
매입채무	69.7	72.1	82.1
단기차입금	400.2	200.2	0.0
유동성장기부채	29.7	29.7	29.7
비유동부채	35.0	35.0	35.0
사채	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0
부채총계	534.6	337.0	146.8
자본금	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	320.3	320.3	320.3
기타포괄이익누계액	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	301.7	717.9	1,248.9
비지배주주지분	-1.6	-3.9	-7.0
자본총계	621.0	1,034.9	1,562.8

Statement of Cash Flow			
(십억원)	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	249.3	361.9	490.7
당기순이익(손실)	300.1	413.8	528.0
유형자산상각비	10.1	6.5	5.3
무형자산상각비	0.2	0.0	0.0
운전자본의 증감	-72.3	-58.3	-42.6
투자활동 현금흐름	-427.2	-3.3	-6.9
유형자산의증가(CAPEX)	-2.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-22.6	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	365.5	-200.0	-200.2
차입금의 증감	464.9	-200.0	-200.2
자본의 증가	324.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	189.2	158.6	283.6
기초현금	0.0	318.4	477.0
기말현금	318.4	477.0	760.7
Key Financial Data			
	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)			
SPS	246,702	229,216	285,050
EPS(지배주주)	52,505	54,323	69,310
CFPS	71,069	69,343	86,689
EBITDAPS	68,673	66,310	84,542
BPS	81,264	135,586	204,896
DPS		0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)			
PER	16.9	16.4	12.8
PCR	12.5	12.8	10.3
PSR	3.6	3.9	3.1
PBR	10.9	6.6	4.3
EBITDA	394.6	508.0	647.7
EV/EBITDA	17.6	12.9	9.4
Key Financial Ratio(%)			
자기자본이익률(ROE)	48.5	50.1	40.7
EBITDA 이익률	27.8	28.9	29.7
부채비율	86.1	32.6	9.4
금융비용부담률	0.5	0.7	0.2
이자보상배율(x)	59.4	43.1	122.3
매출채권회전율(x)	24.9	26.4	26.5
재고자산회전율(x)	10.0	11.0	11.2

Buy

적정주가(12개월)	35,000원	
현재주가 (11월 17일)	24,600원	
상승여력	42.3%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	9,840억원	
발행주식수	4,000만주	
유동주식비율	40.40%	
외국인비중	7.49%	
52주 최고/최저가	27,550원/15,150원	
평균거래대금	105.2억원	
주요주주(%)		
한세에스24홀딩스 외 12인	56.66	
국민연금공단	10.79	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-5.6	-3.9
6개월	-4.1	1.5
12개월	37.8	18.1
주가그래프		



매수하지 않을 이유가 없다

- **[P; 단가]** 제품 믹스 개선 (고가 브랜드 기여 확대) 및 협상력 증대 (원가 부담 전가) 따른 단가 인상
** ASP: 2019년 \$6.2 → 2020년 \$5.5 → 2021E \$6.5 → 2022E \$7.0 (역대 최고 2013년 \$7.6)
- **[Q; 물량]** 미국 의류 판매 강세 기반 수주 증가 (미국 매출 비중: 한세 85% vs. 화승 42%, 영원 40%)
** 미국 소매 의류 재고율 역대 최저 (2021년 1.7 vs. 2020년 3.2 vs. 2010~2019년 평균 2.4)
- **[C; 비용]** 베트남 가동 재개 기반 수율 개선 및 수직계열화 (원단 염색) 통한 원부자재 역대 조달
** 원단 (C&T 및 칼터 합산) 내재화 비중 (연결 매출원가 대비 원단 내부 매출): 2019년 5% → 2022E 7%

2022E Preview

- **매출 1조 8,927억원 (+16% YoY), 영업이익 1,374억원 (+32%, OPM +1%p), 순이익 1,119억원 (+57%)**
- **[매출]** 판매 단가 \$7.0 (+8%), 생산 수량 2억 3,615만장 (+6%)
- **[이익]** 매출원가율 -1%p, 베트남 록다운 관련 노무비 부담 축소 및 일회성 비용 제거 반영

투자의견 Buy 및 적정주가 35,000원 제시

- OEM 우호적 업황 + 미국 비중 절대적 + 베트남 (2020년 CAPA 비중 58%) 공급 재개 = OEM 최선호주
- 고배당 (2021E 배당성향 25%)에 Valuation (2022E PER 8.8배) 매력 또한 충분

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,615.0	84.9	-0.3	-6	-65.3	9,945	-2,790.3	1.7	8.3	-0.1	159.2
2020	1,698.3	64.9	44.9	1,123	-306.6	10,534	15.6	1.7	8.9	11.0	142.3
2021E	1,632.9	103.8	71.4	1,785	117.7	11,714	13.8	2.1	9.0	16.0	149.0
2022E	1,892.7	137.4	111.9	2,798	44.1	13,973	8.8	1.8	6.7	21.8	123.4
2023E	2,025.2	152.3	122.8	3,069	9.7	16,453	8.0	1.5	5.7	20.2	104.2

한세실업(105630)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,615.0	1,698.3	1,632.9	1,892.7	2,025.2
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-3.8	15.9	7.0
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,388.4	1,595.5	1,705.3
매출총이익	239.4	220.3	244.5	297.3	320.0
판매관리비	154.5	155.4	140.7	159.9	167.7
영업이익	84.9	64.9	103.8	137.4	152.3
영업이익률	5.3	3.8	6.4	7.3	7.5
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
중속/관계기업손익	0.0	0.1	6.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	-3.1	13.8	13.3
세전계속사업이익	58.7	70.4	101.5	145.4	159.4
법인세비용	16.9	-7.6	23.8	33.4	36.7
당기순이익	-17.3	35.7	77.7	111.9	122.8
지배주주지분 순이익	-0.3	44.9	71.4	111.9	122.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	767.5	843.9	934.1
현금및현금성자산	81.7	96.7	152.0	202.6	270.3
매출채권	167.3	144.6	153.3	157.9	162.7
재고자산	294.7	221.4	239.1	251.1	261.1
비유동자산	439.8	362.1	415.0	418.7	422.6
유형자산	185.5	133.6	158.0	160.0	163.4
무형자산	7.9	6.8	6.3	5.8	5.3
투자자산	148.5	134.9	180.1	182.4	183.4
자산총계	1,179.5	1,021.1	1,182.4	1,262.6	1,356.7
유동부채	641.0	480.8	562.8	551.3	549.4
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	57.0
단기차입금	464.0	370.2	450.6	438.6	428.6
유동성장기부채	12.5	10.2	11.5	11.5	11.5
비유동부채	83.5	118.9	144.8	146.2	142.9
사채	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	28.5	74.4	14.4	6.4	-3.6
부채총계	724.5	599.7	707.6	697.4	692.3
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	55.4	56.1	56.1	56.1	56.1
기타포괄이익누계액	-9.8	-9.4	-13.9	-13.9	-13.9
이익잉여금	350.1	372.5	424.3	514.6	613.8
비지배주주지분	57.2	0.0	6.3	6.3	6.3
자본총계	455.0	421.4	474.8	565.2	664.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	87.9	50.7	96.4	141.7	192.6
당기순이익(손실)	-17.3	35.7	77.7	111.9	122.8
유형자산상각비	39.0	37.0	32.2	34.1	34.6
무형자산상각비	2.6	0.6	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-34.1	-15.5	-6.9
투자활동 현금흐름	-15.4	-3.6	-72.5	-38.7	-40.2
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-43.4	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-38.9	-2.3	-1.0
재무활동 현금흐름	-27.0	-31.0	30.7	-52.5	-84.7
차입금의 증감	32.2	-65.9	70.0	-20.2	-19.5
자본의 증가	3.2	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	55.3	50.6	67.7
기초현금	36.1	81.7	96.7	152.0	202.6
기말현금	81.7	96.7	152.0	202.6	270.3
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	40,374	42,457	40,823	47,319	50,631
EPS(지배주주)	-6	1,123	1,785	2,798	3,069
CFPS	2,359	3,302	2,968	4,766	5,905
EBITDAPS	3,161	2,562	3,414	4,300	4,684
BPS	9,945	10,534	11,714	13,973	16,453
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.2	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	-2,790.3	15.6	13.8	8.8	8.0
PCR	7.3	5.3	8.3	5.2	4.2
PSR	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
PBR	1.7	1.7	2.1	1.8	1.5
EBITDA	126.4	102.5	136.5	172.0	187.4
EV/EBITDA	8.3	8.9	9.0	6.7	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	11.0	16.0	21.8	20.2
EBITDA 이익률	7.8	6.0	8.4	9.1	9.3
부채비율	159.2	142.3	149.0	123.4	104.2
금융비용부담률	1.1	0.6	0.7	0.6	2.1
이자보상배율(x)	4.8	6.0	9.4	12.9	3.7
매출채권회전율(x)	8.9	10.9	11.0	12.2	12.6
재고자산회전율(x)	5.5	6.6	7.1	7.7	7.9

화승엔터프라이즈(241590) 좋아질 일만 남았다

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

Buy

적정주가(12개월)	23,000원	
현재주가 (11월 17일)	17,400원	
상승여력	32.2%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	10,539억원	
발행주식수	6,057만주	
유동주식비율	28.02%	
외국인비중	4.06%	
52주 최고/최저가	21,500원/12,350원	
평균거래대금	36.7억원	
주요주주(%)		
화승인더스트리 외 5인	71.98	
국민연금공단	10.02	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-0.9	0.9
6개월	-10.1	-4.9
12개월	19.2	2.1
주가그래프		



베트남 가동 재개 최대 수혜주

- **[P; 단가]** 제품 믹스 개선 (고가 부스트 확대, 아디다스 R&D 협업 제품 출시 증가, 단가 협상력 증대)
** 완제품 ASP: 2019년 \$13.3 → 2020년 \$14.7 → 2021E \$15.6 → 2022E \$16.8 (vs. 평타이 \$19.0, 파우첸 \$17.9)
- **[Q; 물량]** 전방 재고 비축 수요 확대 따른 수주 증가
** 아디다스 신발 매출 성장률: 2019년 +0.3% → 2020년 -16.1% → 2021E +9.9% → 2022E +11.6%
- **[C; 비용]** 베트남 가동 재개 기반 수율 개선 및 반제품 내재화 통한 원부자재 역내 조달
** 가동률: 2019년 96% → 2020년 97% → 2021E 80% → 2022E 97%

2022E Preview

- 매출 1조 3,859억원 (+29% YoY), 영업이익 923억원 (+421%, OPM +5%p), 순이익 770억원 (+1,112%)
- **[매출]** 완제품 +28% (비중 88%; ASP +8%, 판매량 +18%), 반제품 +29% (비중 12%)
- **[이익]** 매출원가율 -4%p, 베트남 록다운 관련 노무비 부담 축소 및 일회성 비용 제거 반영

투자의견 Buy 및 적정주가 23,000원 제시

- OEM 우호적 업황 속 베트남 (2020년 CAPA 비중 66%) 공급 재개 최대 수혜주
- 원단 사업 진출 통한 카테고리 다각화 기대 또한 유효

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,201.6	85.4	62.4	1,031	281.7	5,759	16.4	2.9	9.9	19.9	166.4
2020	1,115.8	62.5	40.1	662	-36.4	8,554	21.4	1.7	8.4	9.3	114.9
2021E	1,078.6	17.7	6.4	105	-84.4	8,789	165.9	2.0	16.3	1.2	115.7
2022E	1,385.9	92.3	77.0	1,271	1,099.6	10,010	13.7	1.7	7.9	13.5	99.3
2023E	1,562.5	110.7	92.6	1,528	20.3	11,483	11.4	1.5	6.7	14.2	88.1

화승엔터프라이즈(241590)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,201.6	1,115.8	1,078.6	1,385.9	1,562.5
매출액증가율 (%)	36.7	-7.1	-3.3	28.5	12.7
매출원가	1,017.4	955.9	954.1	1,176.9	1,325.1
매출총이익	184.2	159.9	124.6	209.0	237.4
판매관리비	98.7	97.4	106.9	116.8	126.6
영업이익	85.4	62.5	17.7	92.3	110.7
영업이익률	7.1	5.6	1.6	6.7	7.1
금융손익	-13.2	-13.3	-11.1	-9.1	-9.4
중속/관계기업손익	0.7	0.3	0.7	0.3	0.7
기타영업외손익	5.1	-0.8	7.1	9.1	9.3
세전계속사업이익	78.1	48.7	14.4	92.6	111.3
법인세비용	12.9	7.2	7.9	14.8	17.8
당기순이익	65.2	41.5	6.5	77.8	93.5
지배주주지분 순이익	62.4	40.1	6.4	77.0	92.6
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	484.7	633.0	582.8	639.6	737.1
현금및현금성자산	71.7	246.0	164.5	187.8	214.0
매출채권	137.5	112.8	121.8	129.1	149.5
재고자산	218.8	226.7	247.1	266.8	308.9
비유동자산	494.2	522.0	605.1	607.4	609.1
유형자산	406.3	410.7	473.5	476.6	479.4
무형자산	27.4	31.5	34.0	32.1	30.2
투자자산	6.2	7.1	7.7	8.8	9.6
자산총계	978.9	1,155.0	1,187.9	1,246.9	1,346.2
유동부채	519.6	560.5	584.9	572.1	581.7
매입채무	187.4	158.5	168.0	176.4	204.3
단기차입금	214.9	284.1	306.6	287.6	263.6
유동성장기부채	59.3	58.6	53.9	51.9	48.9
비유동부채	91.8	57.0	52.2	49.3	48.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	66.0	28.6	11.6	5.6	2.6
부채총계	611.4	617.5	637.1	621.4	630.4
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	166.5	166.5	167.0	167.0	167.0
기타포괄이익누계액	0.3	-19.3	-8.9	-8.9	-8.9
이익잉여금	150.4	188.8	192.5	266.4	355.6
비지배주주지분	18.9	19.6	18.5	19.3	20.2
자본총계	367.5	537.5	550.8	625.6	715.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	69.3	77.7	45.3	123.9	129.0
당기순이익(손실)	65.2	41.5	6.5	77.8	93.5
유형자산상각비	47.2	55.2	59.2	61.9	62.3
무형자산상각비	1.3	2.5	2.3	2.0	1.8
운전자본의 증감	-51.1	-23.2	-23.6	-17.6	-28.6
투자활동 현금흐름	-73.8	-100.9	-125.8	-72.0	-70.4
유형자산의증가(CAPEX)	-68.1	-83.3	-105.2	-65.0	-65.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-0.6	-0.8	-1.1	-0.8
재무활동 현금흐름	14.7	202.4	-4.3	-28.7	-32.3
차입금의 증감	52.5	35.8	13.6	-25.7	-29.0
자본의 증가	-0.8	0.0	0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.7	174.4	-81.5	23.2	26.3
기초현금	59.9	71.7	245.8	164.5	187.8
기말현금	71.7	246.0	164.5	187.8	214.0
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	19,849	18,431	17,811	22,880	25,795
EPS(지배주주)	1,031	662	105	1,271	1,528
CFPS	2,073	1,860	1,386	2,697	2,996
EBITDAPS	2,213	1,985	1,306	2,577	2,887
BPS	5,759	8,554	8,789	10,010	11,483
DPS	45	45	50	55	55
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	16.4	21.4	165.9	13.7	11.4
PCR	8.2	7.6	12.6	6.5	5.8
PSR	0.9	0.8	1.0	0.8	0.7
PBR	2.9	1.7	2.0	1.7	1.5
EBITDA	134.0	120.1	79.1	156.1	174.8
EV/EBITDA	9.9	8.4	16.3	7.9	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.9	9.3	1.2	13.5	14.2
EBITDA 이익률	11.2	10.8	7.3	11.3	11.2
부채비율	166.4	114.9	115.7	99.3	88.1
금융비용부담률	1.3	1.2	1.0	0.7	0.6
이자보상배율(x)	5.6	4.8	1.7	9.8	12.6
매출채권회전율(x)	10.5	8.9	9.2	11.0	11.2
재고자산회전율(x)	6.4	5.0	4.6	5.4	5.4

Buy

적정주가(12개월)	65,000원
현재주가 (11월 17일)	45,650원
상승여력	42.4%
KOSPI	2,962.42pt
시가총액	20,228억원
발행주식수	4,431만주
유동주식비율	48.26%
외국인비중	27.59%
52주 최고/최저가	49,150원/29,900원
평균거래대금	63.9억원
주요주주(%)	
영원무역홀딩스 외 7인	50.74
국민연금공단	10.53
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-1.2 0.6
6개월	-3.1 2.6
12개월	46.5 25.6
주가그래프	



훌륭하기 짝이 없다

- **[P; 단기]** 협상력 증대 (원가 부담 전가) 따른 단가 인상
** GPM: 2019년 25.4% → 2020년 25.5% → 2021E 29.3% → 2022E 28.9%
- **[Q; 물량]** 스포츠리류 · 아웃도어 강세, 방글라데시 물량 집중 및 전방 재고 비축 수요 증가 낙수효과
** 방글라데시 Woven 수출 점유율: 2019년 5.9% → 2020년 6.5% → 2021E 6.6% → 2022E 6.7%

2022E Preview

- **매출 2조 8,205억원 (+7% YoY), 영업이익 3,887억원 (+2%, OPM -1%p), 순이익 2,243억원 (-5%)**
** 비중: 매출 OEM 57% > Scott 43%, 영업이익 OEM 77% > Scott 23% (브랜드 실적 = 100% Scott 가정)
- **[OEM]** 매출 +12%, 영업이익 +4% 추정. 마진 역기저 감안 (인력 감축 vs. 물량 증가 = 2021E 원가율 -4%p)
- **[Scott]** 매출 +2%, 영업이익 -4% 예상. 역기저 부담 및 공급 차질 반영

투자의견 Buy 및 적정주가 65,000원 제시

- OEM 업황 개선 및 주력 복종 구조적 성장 따른 수혜 기대
- ESG 적극 대응 (기지 내 태양광 설비 구축, 2020년 8MW → 2021E +11MW 추가, 총 40MW 설치 목표)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,388.3	237.7	166.3	3,753	56.6	41,602	9.1	0.8	4.9	9.8	57.7
2020	2,466.4	259.7	147.7	3,332	4.7	41,408	9.5	0.8	3.4	8.0	52.4
2021E	2,626.2	381.0	234.8	5,300	49.8	47,071	8.6	1.0	3.7	12.0	47.0
2022E	2,820.5	388.7	224.3	5,061	-4.5	51,598	9.0	0.9	3.3	10.3	43.4
2023E	2,981.5	403.0	234.2	5,284	4.4	56,308	8.6	0.8	2.8	9.8	40.6

영원무역(111770)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유 의복

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,388.3	2,466.4	2,626.2	2,820.5	2,981.5
매출액증가율 (%)	13.7	3.3	6.5	7.4	5.7
매출원가	1,782.4	1,838.0	1,857.6	2,006.0	2,122.6
매출총이익	605.9	628.3	768.6	814.5	858.8
판매관리비	368.2	368.7	387.6	425.7	455.9
영업이익	237.7	259.7	381.0	388.7	403.0
영업이익률	10.0	10.5	14.5	13.8	13.5
금융손익	-10.6	-10.3	-13.4	-14.0	-14.7
중속/관계기업손익	-0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	7.2	-0.4	5.5	-18.4	-16.2
세전계속사업이익	233.7	249.4	373.6	356.8	372.5
법인세비용	59.4	67.0	100.3	95.8	100.0
당기순이익	174.3	182.4	273.2	261.0	272.4
지배주주지분 순이익	166.3	147.7	234.8	224.3	234.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,500.9	1,684.6	1,863.8	2,067.6	2,342.4
현금및현금성자산	446.9	664.9	766.3	891.5	1,094.3
매출채권	354.1	335.5	359.0	382.0	407.7
재고자산	540.4	497.9	542.7	580.6	612.6
비유동자산	1,603.6	1,353.7	1,504.3	1,558.4	1,560.7
유형자산	607.8	599.3	713.1	731.8	738.4
무형자산	159.5	160.0	158.9	153.7	148.7
투자자산	545.2	308.8	311.7	352.4	353.0
자산총계	3,104.6	3,038.3	3,368.1	3,626.0	3,903.1
유동부채	622.9	595.0	564.0	549.8	556.1
매입채무	180.3	178.4	198.0	213.9	224.6
단기차입금	136.5	217.6	195.1	177.1	162.1
유동성장기부채	165.4	19.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	512.7	449.3	512.2	547.1	570.8
사채	0.0	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	79.7	13.9	36.3	36.3	36.3
부채총계	1,135.6	1,044.3	1,076.2	1,096.9	1,126.9
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
기타포괄이익누계액	296.5	61.3	99.3	99.3	99.3
이익잉여금	1,130.3	1,356.9	1,569.8	1,770.4	1,979.1
비지배주주지분	125.5	159.2	206.1	242.8	281.1
자본총계	1,969.0	1,994.0	2,291.9	2,529.2	2,776.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	231.8	346.1	341.8	336.9	352.9
당기순이익(손실)	174.3	182.4	273.2	261.0	272.4
유형자산상각비	77.9	78.4	84.2	91.3	93.3
무형자산상각비	4.5	5.5	5.5	5.2	5.0
운전자본의 증감	-72.1	48.6	-32.9	-20.6	-17.8
투자활동 현금흐름	-111.7	7.3	-199.6	-161.4	-110.3
유형자산의증가(CAPEX)	-126.2	-90.0	-174.2	-110.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-161.5	236.8	-2.6	-40.7	-0.6
재무활동 현금흐름	-25.1	-128.7	-51.6	-50.3	-39.9
차입금의 증감	80.0	-74.5	19.4	-26.6	-14.4
자본의 증가	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	90.8	218.0	101.4	125.3	202.8
기초현금	356.1	446.9	664.9	766.3	891.5
기말현금	446.9	664.9	766.3	891.5	1,094.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	53,897	55,660	59,267	63,651	67,284
EPS(지배주주)	3,753	3,332	5,300	5,061	5,284
CFPS	8,182	8,223	11,095	10,636	10,980
EBITDAPS	7,223	7,753	10,623	10,952	11,312
BPS	41,602	41,408	47,071	51,598	56,308
DPS	400	500	540	580	580
배당수익률(%)	1.2	1.6	1.2	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.1	9.5	8.6	9.0	8.6
PCR	4.2	3.9	4.1	4.3	4.2
PSR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
PBR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.8
EBITDA	320.1	343.5	470.7	485.3	501.3
EV/EBITDA	4.9	3.4	3.7	3.3	2.8

Key Financial Ratio(%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.0	12.0	10.3	9.8
EBITDA 이익률	13.4	13.9	17.9	17.2	16.8
부채비율	57.7	52.4	47.0	43.4	40.6
금융비용부담률	0.8	0.7	1.1	1.2	1.1
이자보상배율(x)	13.2	15.5	13.3	11.8	12.7
매출채권회전율(x)	7.0	7.2	7.6	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	4.6	4.8	5.0	5.0	5.0

Buy

적정주가(12개월)	53,000원	
현재주가 (11월 17일)	38,000원	
상승여력	39.5%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	23,086억원	
발행주식수	6,075만주	
유동주식비율	77.27%	
외국인비중	47.86%	
52주 최고/최저가	59,300원/36,550원	
평균거래대금	200.7억원	
주요주주(%)		
피에몬테 외 2인	21.65	
국민연금공단	9.80	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-6.2	-4.5
6개월	-31.8	-27.8
12개월	-18.3	-30.0
주가그래프		



시간이 필요하다

- **[힐라]** 매출 성장 및 마진 개선 동반 실현 통한 브랜드 가치 입증 필요
** 한국·미국 성과가 핵심 (∴ 직접 사업 전개), 주력 소비층 확장 및 단가 인상 통한 브랜드 노후화 탈피
- **[아쿠]** 야외 레저 활동 확산 따른 구조적 성장 기대
** 지역 (한국 등 아시아 거점 확대) 및 제품 (의류, 잡화 및 클럽 추가) 포트폴리오 확장 지속

2022E Preview

- **매출 3조 8,964억원 (+4% YoY), 영업이익 5,226억원 (+3%, OPM Flat), 순이익 2,534억원 (+2%)**
** 비중: 매출 아쿠 65% > 미국 19% > 한국 13%, 영업이익 아쿠 58% > 로열티 15% > 중국 12%
- **[아시아]** 한국 매출 +5%/영업이익 +6% 고가 제품 기여 확대, 중국 +8% 출점 여력 제한, 성숙기 진입
- **[서구권]** 미국 매출 +16%/영업이익 +51% 리오프닝 수혜, 로열티 +9% 유럽 (비중 52%) 영업 정상화 반영
- **[자회사]** 아쿠시네트 매출 +1%/영업이익-5% 역기저 부담 감안

투자의견 Buy 및 적정주가 53,000원 제시

- 2022E 힐라 본업 PER 15배 (아쿠시네트 지분가치 1조 2천억원 제외 시가총액 / 힐라 EPS)
- 브랜드 가치 제고 확인 시, 글로벌 스포츠 의류 Peer (2022E 평균 PER 30배)와의 Valuation Gap 축소 가능

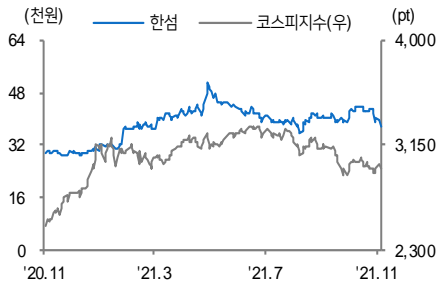
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	3,450.4	470.7	266.8	4,365	61.0	20,448	12.1	2.6	8.2	23.8	109.3
2020	3,128.8	341.1	139.0	2,286	-41.2	21,274	19.1	2.1	8.5	10.9	102.4
2021E	3,739.9	508.3	247.4	4,072	83.9	26,242	9.3	1.4	5.4	17.1	71.0
2022E	3,896.4	522.6	253.4	4,171	2.4	30,077	9.1	1.3	5.1	14.8	59.0
2023E	4,105.6	561.1	279.1	4,594	8.8	34,327	8.3	1.1	4.4	14.3	50.6

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,450.4	3,128.8	3,739.9	3,896.4	4,105.6
매출액증가율 (%)	16.8	-9.3	19.5	4.2	5.4
매출원가	1,720.7	1,584.2	1,865.0	1,933.4	2,033.8
매출총이익	1,729.7	1,544.6	1,874.9	1,963.0	2,071.9
판매관리비	1,259.0	1,203.6	1,366.7	1,440.4	1,510.8
영업이익	470.7	341.1	508.3	522.6	561.1
영업이익률	13.6	10.9	13.6	13.4	13.7
금융손익	-57.0	-29.8	-33.4	-36.7	-32.8
중속/관계기업손익	34.6	42.6	48.4	52.6	57.3
기타영업외손익	22.9	-14.0	-4.4	-7.2	-7.6
세전계속사업이익	471.3	339.9	519.0	531.3	578.1
법인세비용	133.1	142.2	155.7	159.4	173.4
당기순이익	338.1	197.7	363.3	371.9	404.6
지배주주지분 순이익	266.8	139.0	247.4	253.4	279.1
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,586.8	1,686.1	1,844.7	2,166.0	2,558.8
현금및현금성자산	232.0	470.7	494.9	723.5	1,045.8
매출채권	505.0	502.9	568.3	602.4	626.5
재고자산	735.5	615.6	683.3	737.9	782.2
비유동자산	2,183.4	2,072.4	2,108.6	2,068.5	2,029.6
유형자산	439.1	405.2	408.4	373.7	344.2
무형자산	1,547.9	1,450.8	1,485.0	1,468.4	1,452.1
투자자산	102.3	133.0	135.3	146.4	153.3
자산총계	3,770.3	3,758.4	3,953.3	4,234.5	4,588.4
유동부채	867.4	995.5	874.9	826.4	821.7
매입채무	212.2	202.4	218.6	229.5	234.1
단기차입금	190.4	333.9	241.0	211.0	183.0
유동성장기부채	109.6	22.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,102.0	905.7	766.8	745.0	719.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	611.7	507.1	374.3	334.3	294.3
부채총계	1,969.3	1,901.1	1,641.7	1,571.4	1,541.6
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	99.9	98.2	118.1	118.1	118.1
기타포괄이익누계액	25.1	-26.3	18.6	18.6	18.6
이익잉여금	1,080.0	1,179.3	1,416.4	1,649.4	1,907.5
비지배주주지분	551.3	564.9	717.3	835.9	961.4
자본총계	1,800.9	1,857.3	2,311.6	2,663.1	3,046.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	319.1	445.0	314.7	368.6	449.7
당기순이익(손실)	338.1	197.7	363.3	371.9	404.6
유형자산상각비	69.3	73.0	74.4	69.6	62.5
무형자산상각비	24.0	27.5	21.0	16.5	16.3
운전자본의 증감	-176.8	77.9	-191.8	-89.5	-33.7
투자활동 현금흐름	-35.9	-55.2	-33.6	-46.5	-40.2
유형자산의증가(CAPEX)	-46.7	-39.3	-56.6	-35.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	5.9	11.8	24.4	-11.1	-6.9
재무활동 현금흐름	-190.2	-134.5	-275.0	-93.5	-87.2
차입금의 증감	84.2	-57.5	-255.2	-73.1	-66.3
자본의 증가	-17.9	-1.7	19.9	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	83.0	238.6	24.2	228.6	322.3
기초현금	149.0	232.0	470.7	494.9	723.5
기말현금	232.0	470.7	494.9	723.5	1,045.8
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,458	51,452	61,561	64,136	67,580
EPS(지배주주)	4,365	2,286	4,072	4,171	4,594
CFPS	7,701	5,986	8,869	10,454	11,056
EBITDAPS	9,229	7,261	9,938	10,020	10,534
BPS	20,448	21,274	26,242	30,077	34,327
DPS	219	185	340	348	379
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.9	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	19.1	9.3	9.1	8.3
PCR	6.9	7.3	4.3	3.6	3.4
PSR	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR	2.6	2.1	1.4	1.3	1.1
EBITDA	564.0	441.5	603.7	608.8	640.0
EV/EBITDA	8.2	8.5	5.4	5.1	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	10.9	17.1	14.8	14.3
EBITDA 이익률	16.3	14.1	16.1	15.6	15.6
부채비율	109.3	102.4	71.0	59.0	50.6
금융비용부담률	1.6	1.2	0.7	0.5	0.4
이자보상배율(x)	8.4	9.4	20.2	25.7	30.4
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	7.0	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	5.0	4.6	5.8	5.5	5.4

Buy

적정주가(12개월)	52,000원	
현재주가 (11월 17일)	37,350원	
상승여력	39.2%	
KOSPI	2,962.42pt	
시가총액	9,199억원	
발행주식수	2,463만주	
유동주식비율	54.55%	
외국인비중	28.78%	
52주 최고/최저가	51,000원/28,650원	
평균거래대금	38.0억원	
주요주주(%)		
현대홈쇼핑	34.64	
국민연금공단	10.00	
주가상승률(%)		
	절대주가	상대주가
1개월	-13.2	-11.7
6개월	-19.9	-15.3
12개월	23.5	5.8
주가그래프		



오프라인 ↓ > 온라인 ↑ + 화장품 ↑

- [실적]** 2022E 온라인 매출액 3,312억원 (+18% YoY, 매출 비중 24%) → 지급 수수료율 -0.5%p 하락
** 2018년 자사몰 리뉴얼 이후 판매 성과 호조 지속, 오프라인 매장 부진 상쇄 및 연결 수익성 개선 도모
- [모멘텀]** 2021년 8월 신규 화장품 브랜드 Oera 출시 → 연간 매출액 +2% 추가 성장
** 2022E 현대바이오랜드와의 합작 브랜드 출시 및 수입 향수 사업 전개 기대

2022E Preview

- 매출 1조 3,814억원 (+1% YoY), 영업이익 1,452억원 (-7%, OPM -1%p), 순이익 1,114억원 (-8%)**
- [오프라인]** 매출 1조 502억원 (-4%), 영업이익 161억원 (-21%) 추정. 백화점향 판매 역기저 영향 반영
- [온라인]** 매출 3,312억원 (+18%), 영업이익 795억 (+19%) 예상. 트래픽 확장 및 재구매율 상승 지속

투자이견 Buy 및 적정주가 52,000원 제시

- 내수 기반 기성복 사업자로서 해외 전개 브랜드 업체 대비 저평가
- 화장품 사업 관련 구체적 전략 방향성 확인 시, Valuation 확장 가능 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,259.8	106.6	85.3	3,462	17.7	42,450	9.1	0.7	4.1	8.4	26.6
2020	1,195.9	102.1	85.1	3,455	-0.4	45,559	8.8	0.7	3.3	7.9	27.8
2021E	1,371.7	155.6	121.4	4,930	39.9	50,089	7.6	0.7	3.1	10.3	21.1
2022E	1,381.4	145.2	111.4	4,521	-6.3	54,165	8.3	0.7	2.9	8.7	17.9
2023E	1,431.9	154.3	118.8	4,825	6.7	58,499	7.7	0.6	2.2	8.6	17.3

한섬(020000)

2022년 전망 시리즈 15

화장품/섬유의복

Income Statement					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,259.8	1,195.9	1,371.7	1,381.4	1,431.9
매출액증가율 (%)	-3.0	-5.1	14.7	0.7	3.7
매출원가	508.4	490.2	545.3	555.9	575.7
매출총이익	751.4	705.7	826.4	825.5	856.2
판매관리비	644.8	603.7	670.8	680.3	701.9
영업이익	106.6	102.1	155.6	145.2	154.3
영업이익률	8.5	8.5	11.3	10.5	10.8
금융손익	1.2	1.7	1.9	2.0	2.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.8	8.4	3.0	3.3	4.3
세전계속사업이익	113.5	112.2	160.5	150.5	160.6
법인세비용	28.3	27.3	41.7	39.1	41.8
당기순이익	85.3	84.9	118.8	111.4	118.8
지배주주지분 순이익	85.3	85.1	121.4	111.4	118.8
Balance Sheet					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	719.9	819.7	873.3	987.0	1,132.7
현금및현금성자산	37.4	43.4	22.5	115.6	235.2
매출채권	78.6	60.2	63.2	65.8	68.8
재고자산	447.6	446.3	482.0	496.5	516.4
비유동자산	603.8	618.9	622.3	587.0	558.3
유형자산	337.1	324.4	342.3	323.4	308.2
무형자산	92.8	122.1	102.8	86.2	72.3
투자자산	49.6	55.5	56.4	56.7	57.0
자산총계	1,323.6	1,438.5	1,495.6	1,574.1	1,690.9
유동부채	218.0	230.9	176.4	153.7	160.3
매입채무	37.4	35.8	37.3	39.1	40.9
단기차입금	2.9	3.3	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	12.7	8.5	10.2	10.2	10.2
비유동부채	60.1	81.6	84.2	85.0	88.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	278.1	312.5	260.6	238.7	248.8
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	-15.6	-12.7	-12.6	-12.6	-12.6
이익잉여금	948.8	1,024.3	1,135.8	1,236.2	1,342.9
비지배주주지분	0.0	3.9	1.3	1.3	1.3
자본총계	1,045.6	1,126.0	1,235.0	1,335.4	1,442.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	136.4	149.4	105.1	116.0	143.6
당기순이익(손실)	85.3	84.9	118.8	111.4	118.8
유형자산상각비	37.7	34.7	31.7	29.0	25.2
무형자산상각비	17.0	18.3	19.7	16.6	13.9
운전자본의 증감	-17.8	6.6	-70.3	-40.9	-14.3
투자활동 현금흐름	-58.9	-147.8	-76.3	-12.0	-12.0
유형자산의증가(CAPEX)	-27.2	-17.1	-31.1	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	29.1	-6.0	-0.9	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-86.5	5.4	-49.9	-11.0	-12.1
차입금의 증감	-40.8	24.8	-30.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.9	6.0	-20.9	93.1	119.5
기초현금	46.3	37.4	43.4	22.5	115.6
기말현금	37.4	43.4	22.5	115.6	235.2
Key Financial Data					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	51,149	48,555	55,692	56,087	58,135
EPS(지배주주)	3,462	3,455	4,930	4,521	4,825
CFPS	6,264	6,020	7,652	7,654	7,728
EBITDAPS	6,548	6,296	8,404	7,744	7,852
BPS	42,450	45,559	50,089	54,165	58,499
DPS	450	450	500	550	550
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.3	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	9.1	8.8	7.6	8.3	7.7
PCR	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDA	161.3	155.1	207.0	190.7	193.4
EV/EBITDA	4.1	3.3	3.1	2.9	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	7.9	10.3	8.7	8.6
EBITDA 이익률	12.8	13.0	15.1	13.8	13.5
부채비율	26.6	27.8	21.1	17.9	17.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	84.1	112.6	395.6	507.0	539.0
매출채권회전율(x)	14.8	17.2	22.2	21.4	21.3
재고자산회전율(x)	3.0	2.7	3.0	2.8	2.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.16	산업분석	Hold	78,419	양지혜	-2.8	8.8	
2019.12.31				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Hold	91,162	하누리	-6.7	-2.2	
2020.05.15	기업브리프	Hold	98,024	하누리	-6.6	2.5	
2020.07.13	기업브리프	Buy	117,628	하누리	-22.2	-15.8	
2020.08.14	기업브리프	Buy	147,036	하누리	-30.0	-16.0	
2021.01.18	기업브리프	Buy	127,431	하누리	-13.6	-4.2	
2021.04.12	기업브리프	Buy	156,838	하누리	-22.4	-13.7	
2021.05.28	산업분석	Buy	160,000	하누리	-18.6	-15.0	
2021.07.09	산업브리프	Buy	180,000	하누리	-28.0	-22.2	
2021.08.12	기업브리프	Buy	190,000	하누리	-32.5	-28.4	
2021.11.11	기업브리프	Buy	170,000	하누리	-	-	

LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.13	산업분석	Buy	1,720,000	양지혜	-26.9	-25.0	
2019.12.31				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-11.9	-1.7	
2020.10.05	기업브리프	Buy	1,800,000	하누리	-13.3	-8.4	
2021.01.13	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-20.8	-11.5	
2021.07.09	산업브리프	Buy	2,100,000	하누리	-18.9	-17.3	
2021.07.23	기업브리프	Buy	2,000,000	하누리	-28.6	-23.7	
2021.09.29	산업분석	Buy	1,700,000	하누리	-24.3	-18.2	
2021.11.18	산업분석	Buy	1,600,000	하누리	-	-	

클리오 (237880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.04.22	산업분석	Buy	30,000	하누리	-30.5	-22.0	
2020.07.09	기업브리프	Buy	26,000	하누리	-32.5	-22.9	
2020.10.05	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-25.3	-7.2	
2021.01.15	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-21.7	-12.4	
2021.04.12	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-16.5	-7.2	
2021.05.28	산업분석	Buy	30,000	하누리	-12.1	-7.3	
2021.07.09	산업브리프	Buy	31,000	하누리	-	-	

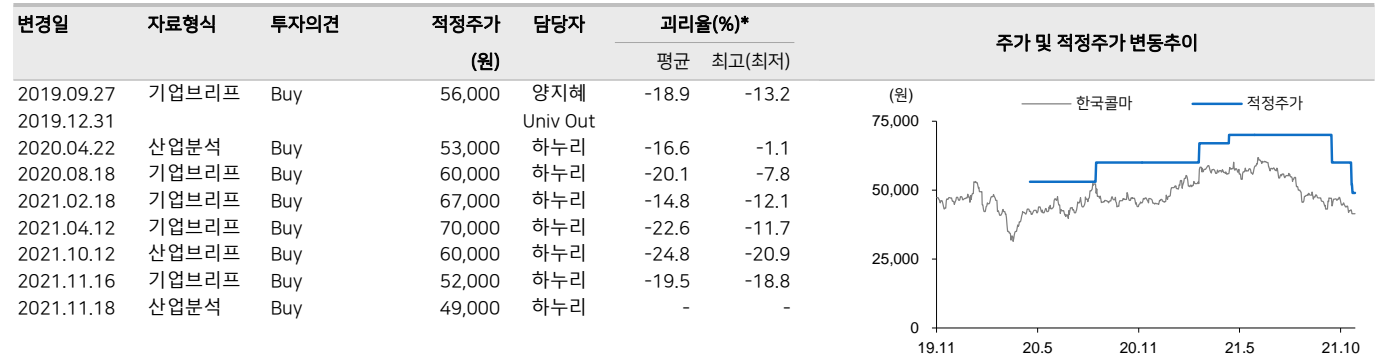
신세계인터넷내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.13	산업분석	Buy	280,000	양지혜	-24.2	-17.7	
2019.12.31				Univ Out			
2020.07.06	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-37.7	-31.0	
2020.10.05	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-26.4	-20.0	
2021.01.13	기업브리프	Buy	220,000	하누리	-19.8	-14.3	
2021.02.09	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-17.3	-11.7	
2021.04.09	기업브리프	Buy	260,000	하누리	-21.2	-11.0	
2021.05.13	기업브리프	Buy	280,000	하누리	-27.5	-15.7	
2021.10.12	산업브리프	Buy	250,000	하누리	-32.2	-29.6	
2021.11.10	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-	-	

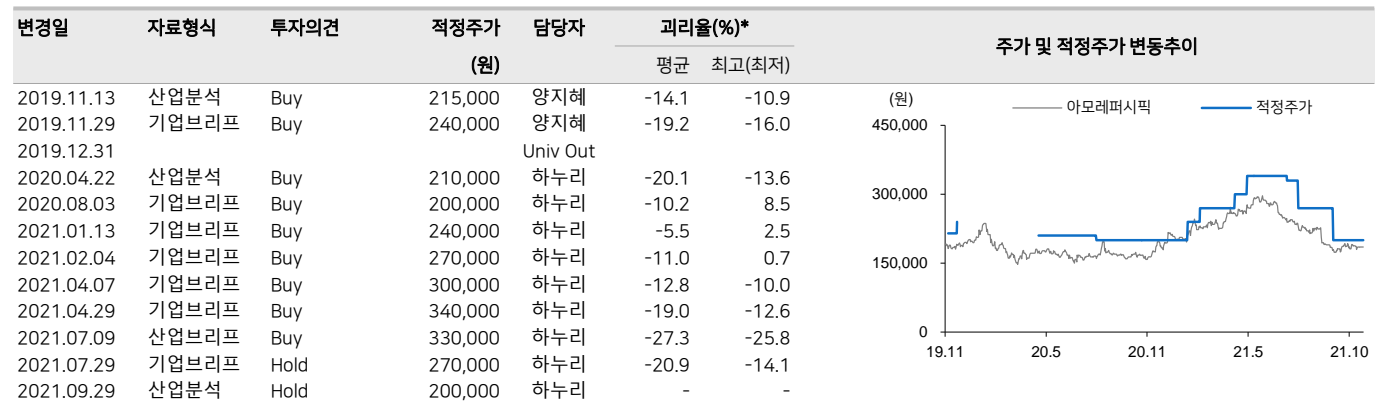
한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



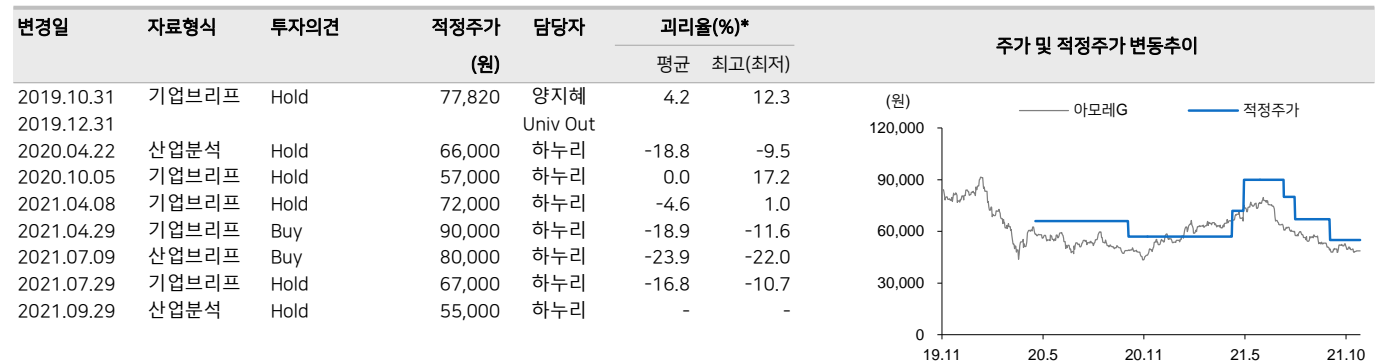
아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



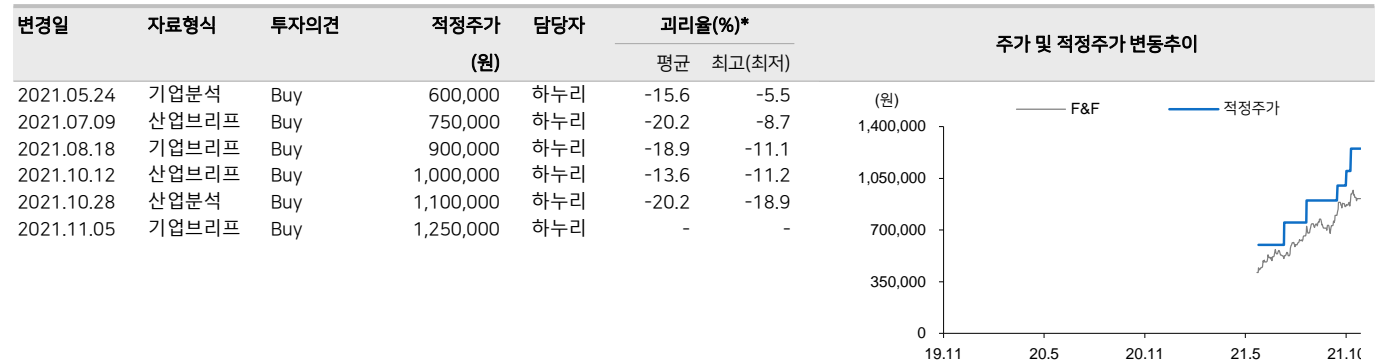
아모레G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



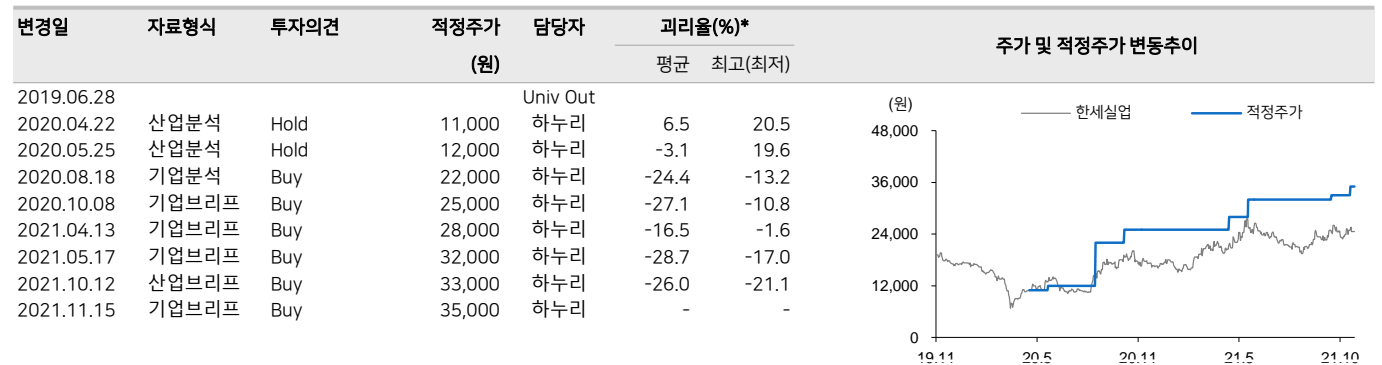
F&F (383220) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



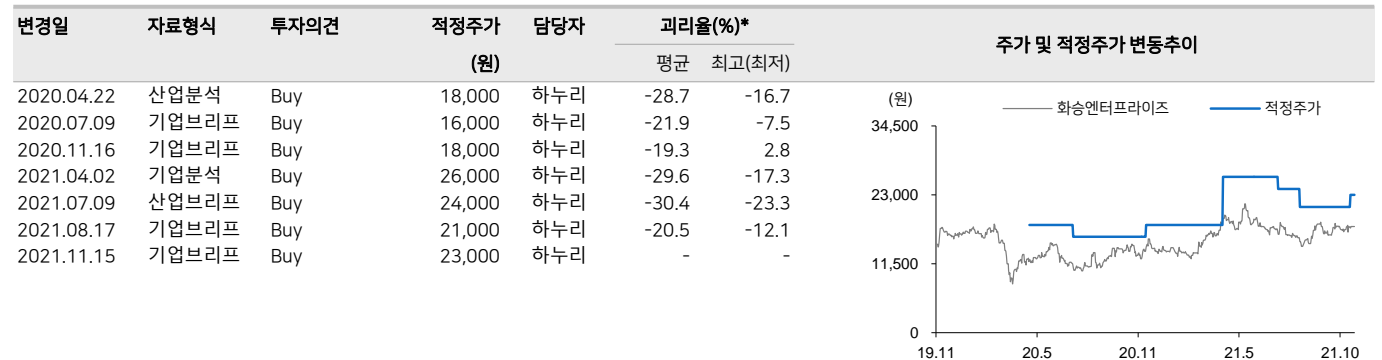
한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



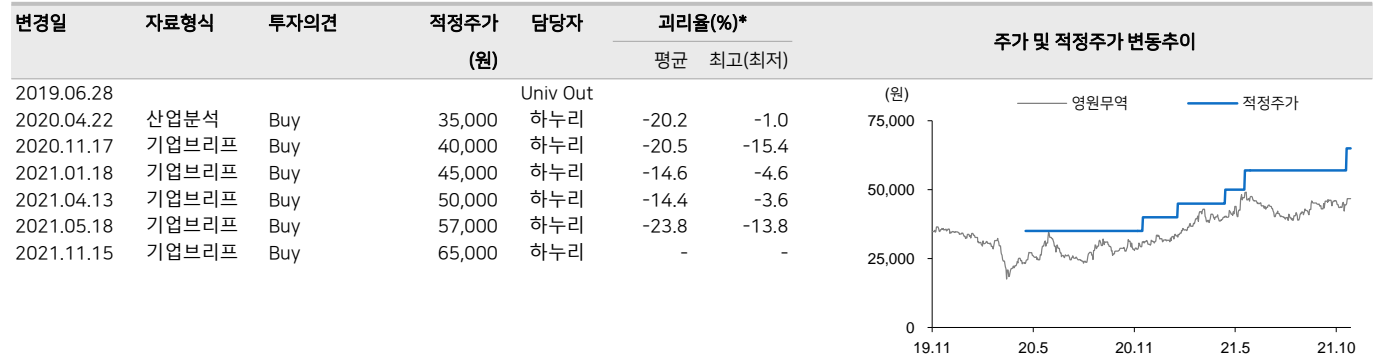
화승엔터프라이즈 (241590) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



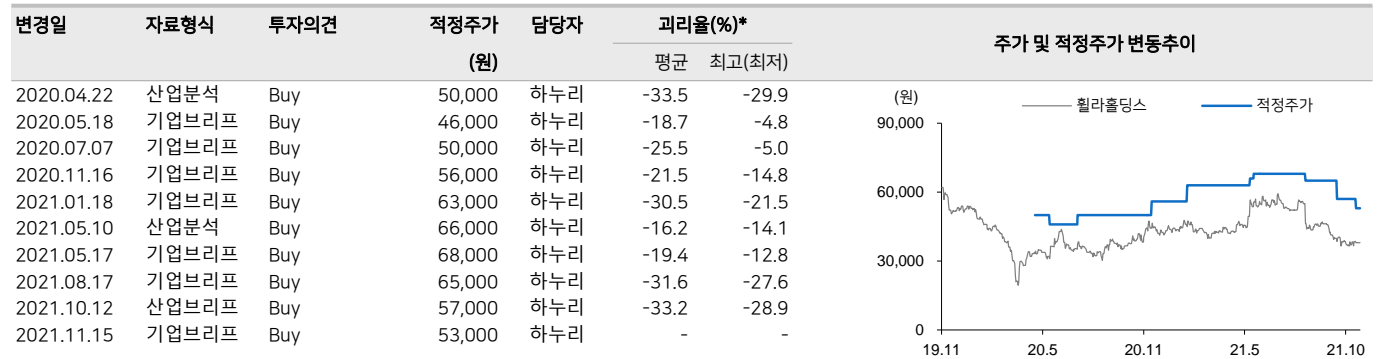
영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한섬 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

