

2020. 6. 8



▲ 화장품/섬유의복

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

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **45,000 원**

현재주가 (6.5) **31,750 원**

상승여력 **41.7%**

KOSPI	2,181.87pt
시가총액	7,820억원
발행주식수	2,463만주
유동주식비율	54.55%
외국인비중	26.78%
52주 최고/최저가	40,950원/16,750원
평균거래대금	43.5억원

주요주주(%)

현대홈쇼핑	34.64
국민연금공단	10.89
FIDELITY MANAGEMENT &	9.98

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	36.0	3.1	-21.1
상대주가	18.1	-2.6	-25.2

주가그래프



한섬 020000

매수 TIME

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 45,000원으로 +25% 상향
- ✓ ① 양적 성장: 카테고리(화장품 추가) 및 채널(더한섬하우스/아울렛/백화점) 확장
- ✓ ② 질적 성장: 정가 판매율 상승(오브제 등) 및 온라인 강화(자사몰/온라인 편집숍)
- ✓ ③ 주가 상승: 화장품 사업 추가 → PER 12배, PBR 1배(= 45,000원) 수렴 예상
- ✓ ④ 방어 역할: 코로나 영향 여전, 실적 가시성 및 주가 방어 측면에서 내수주 선호

한섬, 드디어 성장한다

① 출점을 통한 외형 확대가 기대된다(전문점/아울렛/백화점 등). 채널 추가에 따른 월매출액 증분 효과로 20억원을 추산한다. ② 카테고리 확장은 덤이다. 1Q21E 자체 화장품 브랜드를 출시할 계획에 있다. 관련 실적 추정은 판매 가격(ASP) 및 라인업(SKU) 확인 후 가능하겠다. ③ 煎SK패션(오브제 등) 가격 정상화 및 손실 브랜드 철수로 정상 판매율이 상승한다(= 할인 축소 → 매출원가율↓ → GPM↑). ④ 온라인 고성장 또한 한 몫 한다(= 지급 수수료 절감 → 판관비↓ → OPM↑).

바겐 세일, 매수 TIME!

⑤ Valuation 매력이 돋보인다. 전일 기준 12개월 선행 PER과 PBR은 각각 8.4배, 0.7배로, 동종 업체 평균 대비 63%, 39% 수준에 불과하다. ⑥ 업종 내에서 면세 급감과 해외 부진에 영향이 없는 유일한 종목이기도 하다. 여전히 코로나 영향권이다. 내수주 쥐고 갈 때다. 실적 가시성과 주가 방어의 측면에서 모두 그렇다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 45,000원으로 상향

한섬에 대한 투자 의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 45,000원으로 +25% 상향한다. (Implied PBR 1.0배). 12개월 선행 EPS에 2012년 신세계인터내셔널의 PER 밴드 하단 값을(11.8배) 적용해 산출하였다(2012년 3월 '비디비치' 인수). 한섬의 최초 화장품 브랜드 출시, 6개월밖에 남지 않았다. 추가 투자 및 사업 확장에의 가능성 또한 열려있다(1Q20 순현금 1,372억원). 이제 시작이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,299.2	91.2	72.4	2,940	34.5	40,224	12.3	0.9	6.0	7.6	28.5
2019	1,259.8	106.6	85.3	3,462	17.7	42,450	9.1	0.7	4.1	8.4	26.6
2020E	1,266.5	113.9	89.6	3,639	5.1	45,643	8.7	0.7	3.8	8.3	23.6
2021E	1,335.4	123.6	96.9	3,932	8.1	49,085	8.1	0.6	3.6	8.3	23.0
2022E	1,393.9	130.1	102.0	4,143	5.4	52,692	7.7	0.6	3.4	8.1	22.3

Contents

Key Chart	3
-----------	---

투자 전략	4
--------------	----------

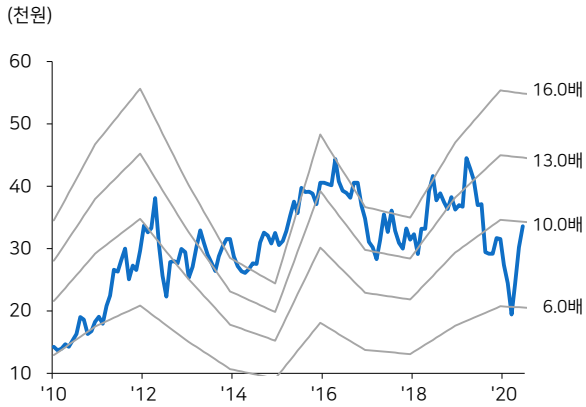
- 1) 의견: 매수 TIME! 4
- 2) 추가: 멀티플 확장 5
- 3) 실적: 양질의 성장 8

투자 포인트	11
---------------	-----------

- 콘텐츠: 제품 카테고리 확장 11
- 1) 신규: 화장품 사업 본격화 12
- 2) 기존: 수익성 개선 전략 15
- 플랫폼: 판로 확대 16
- 1) 온라인: 자사몰 강화 및 편집숍 추가 16
- 2) 오프라인: 출점 다각화 18

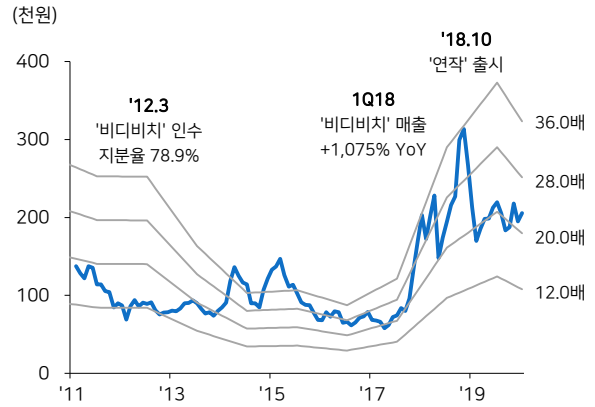
Key Chart

그림1 한섬 12개월 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신세계인터내셔널 12개월 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

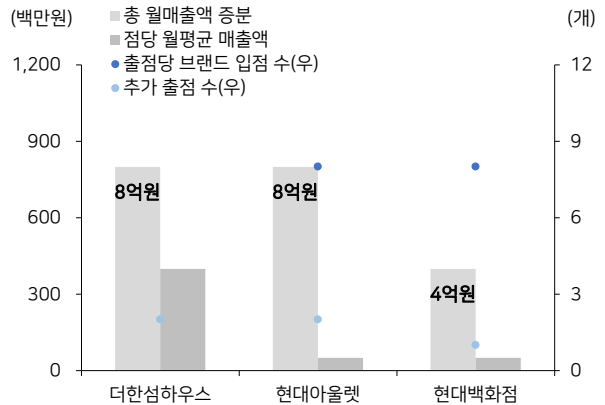
그림3 양적 성장 ① 카테고리 추가

화장품

- ① 기술 확보: 클린젠코스메슈티칼 지분 인수
- ② 브랜드 출시: 1Q21E 프리미엄 기초 화장품 출시
- ③ 전방 수직계열화 효과: 그룹사 유통망 향유
- ④ 후방 수직계열화 가능성: 현대HCN, SK바이오랜드 투자 검토

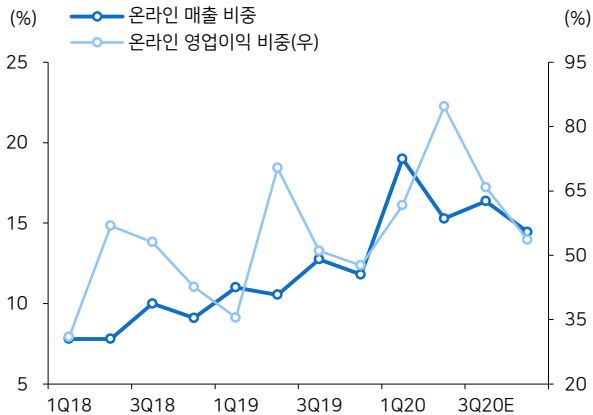
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림4 양적 성장 ② 판매 채널 확장



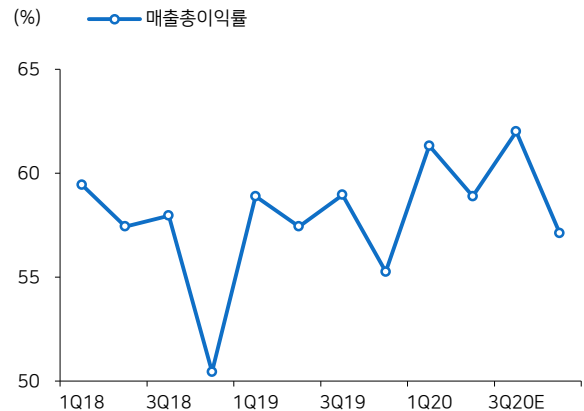
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림5 질적 성장 ① 온라인 기여 증가



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림6 질적 성장 ② 정상 판매 증대



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

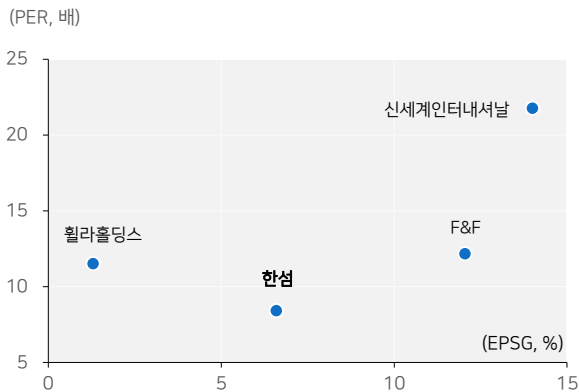
Part 1. 투자 전략

의견: 매수 TIME!

한섬에 대한 투자의견 'Buy'를 유지하며, 업종 내 차선호주로서 추천한다. 양질의 성장이 기대된다. ① 양적 성장: 카테고리(= 화장품 부문 추가) 및 판매 채널(= 더한섬하우스 출점/그룹사 유통점 입점) 확장을 통한 외형 확대, ② 질적 성장: 온라인 강화(= 자사몰/온라인 편집숍) 및 정가 판매율 상승(= 煎SK네트웍스 패션 가격 정상화)에 따른 마진 개선을 말한다.

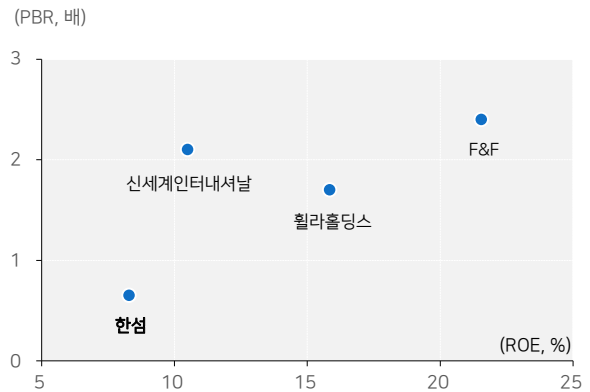
③ Valuation 매력이 돋보인다. 전일 기준 12개월 선행 PER과 PBR은 각각 8.4배, 0.7배로, 국내 동종 업체 평균 대비 63%, 39% 수준에 불과하다. 화장품 사업에의 출사표로, 단기 주가는 PER 12배(= 45,000원)에 수렴할 것으로 판단한다. 사업 구조와 영업 방식이 유사한 경쟁사, 신세계인터내셔널이 '비디비치'를 인수한 2012년 PER의 밴드 하단 값이다. ④ 내수주 쥐고 갈 때다. 실적 가시성과 주가 방어 측면에서 그렇다. 한섬은 내수 기반 업체로서 면세 급감에도, 해외 현지 부진에도 영향이 없다. 락다운 완화 및 항공 운항 재개로 외수향 판매 또한 기지개를 켤 것으로 보이나, 완전한 회복까지는 상당 시간이 소요될 것으로 판단한다.

그림7 국내 주요 의류 브랜드 PER-EPG (12개월 선행)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 주요 의류 브랜드 PBR-ROE (12개월 선행)



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 주요 의류 브랜드 전개 업체 실적 전망 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
한섬	793	1,266.5	1,335.4	113.9	123.6	89.6	96.9	8.7	8.1	0.7	0.6	8.3	8.3	3.7	3.5
신세계인터내셔널	1,439	1,420.8	1,526.8	76.4	101.5	54.2	83.9	26.4	17.1	2.2	2.0	8.7	12.3	12.3	10.3
힐라홀딩스	2,600	3,196.9	3,335.4	353.0	431.4	206.1	250.8	12.6	10.4	1.8	1.6	15.4	16.3	8.3	7.1
F&F	1,540	913.1	1,075.4	151.6	181.1	115.5	137.5	13.2	11.1	2.6	2.2	21.7	21.4	7.2	5.8
평균								15.2	11.7	1.8	1.5	8.3	8.3	7.9	6.7

주: 2020년 6월 5일 종가, 당사 예상치 기준. 자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

주가: 멀티플 확장

한섬의 적정주가를 45,000원으로 +25.0% 상향한다(Implied PBR 1.0배). 12개월 선행 EPS에 2012년 신세계인터내셔널의 PER 밴드 하단 값을(11.8배) 적용해 산출하였다(신세계인터내셔널 2012년 3월 '비디비치' 인수). 양사는 사업 부문(패션/생활용품/화장품), 지배 구조(유통 업체 자회사), 판매 채널(백화점/아울렛/온라인 등), 영업 방식(자체/라이선싱/판권) 등 모든 측면에서 유사하다.

① 판매 성과에 따라 멀티플 확장이 가능하다. 2018년 5월 10일, 신세계인터내셔널 주가는 전일대비 +12% 상승하면서 신고가를 경신했다(PER 22.9배). 실적 발표를 통해 '비디비치'의 폭발적인 매출 성장(+10배 YoY)이 확인된 날이다. ② 포트폴리오 다각화에 대한 기대도 유효하다. 2018년 10월 1일 직전 6개월간, 신세계인터내셔널의 주가는 평균 21.7배에 거래되었다. '연작'의 공식 출시 일정이 확정된 날이다.

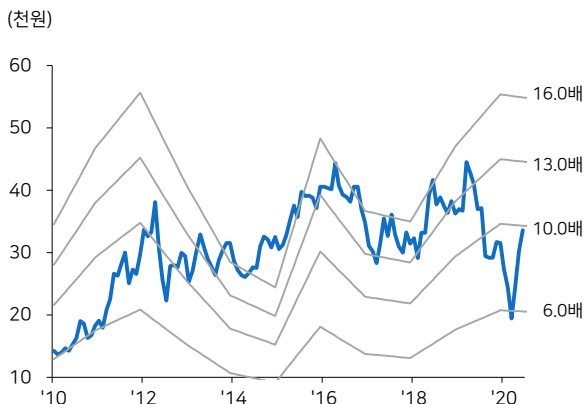
한섬은 2021년 초, 최초의 화장품 브랜드를 출시할 예정이다. 6개월밖에 남지 않았다. 차기작을 거론하기에는 아직 이르다. 단, 추가 투자 및 사업 확장에의 가능성은 열려있다. 주머니가 두둑하지 않은가(1Q20 순현금 1,372억원).

표2 한섬 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS (원)	3,896	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	11.8	신세계인터내셔널 2012년 평균 12개월 선행 PER 밴드 하단 적용
적정가치 (원)	45,000	반내림
현재주가 (원)	31,750	
상승여력 (%)	41.7	
12개월 선행 Implied PBR	1.0	

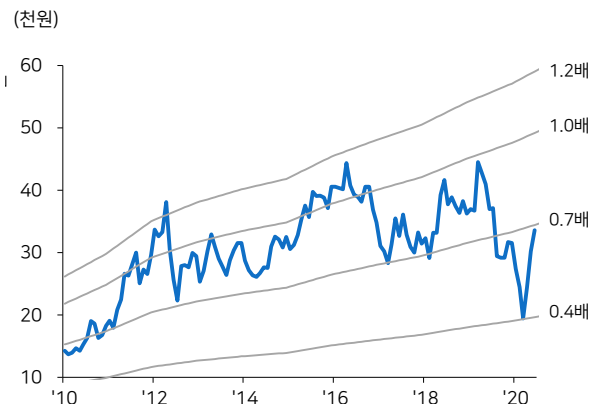
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한섬 12개월 선행 PER



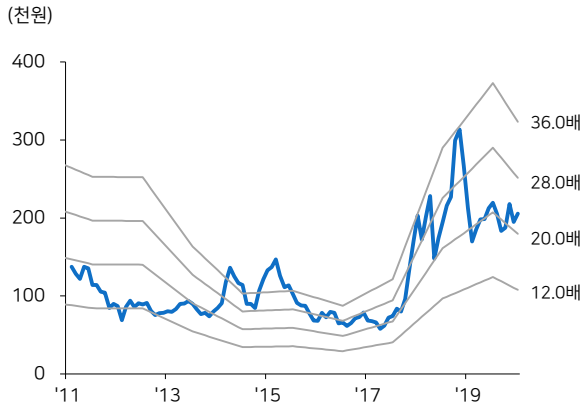
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한섬 12개월 선행 PBR



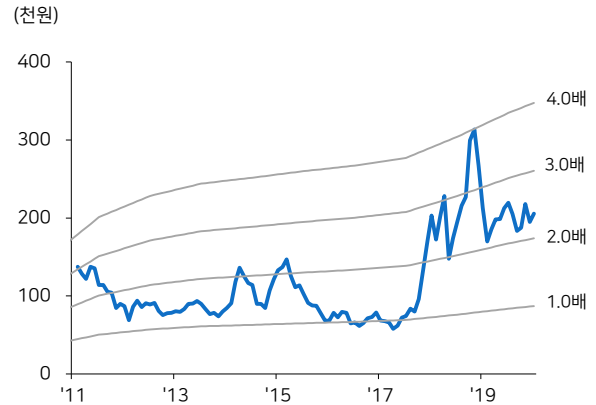
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림11 신세계인터내셔널 12개월 선행 PER



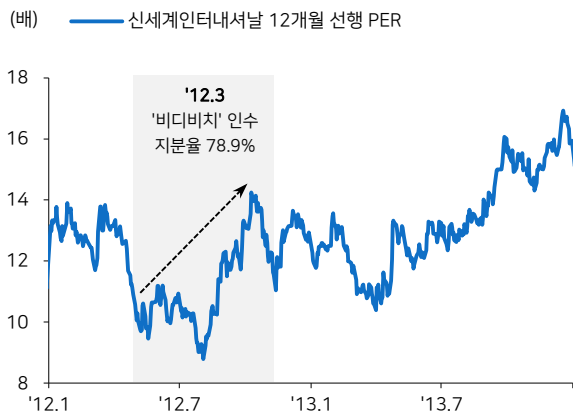
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림12 신세계인터내셔널 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림13 신세계인터내셔널 PER: ① '비디비치' 인수



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림14 신세계인터내셔널 PER: ② '비디비치' 판매 급증



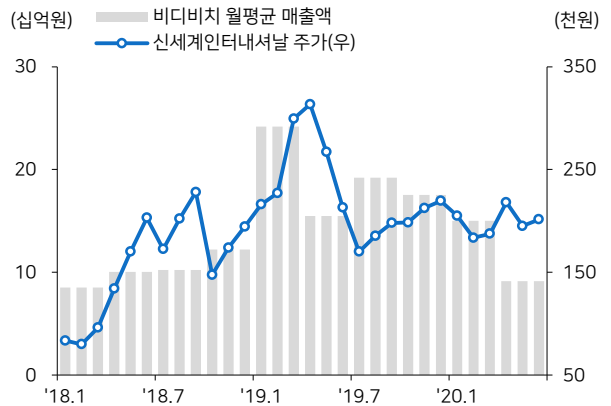
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림15 신세계인터내셔널 PER: ③ '연작' 론칭



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림16 신세계인터내셔널 주가 및 '비디비치' 매출액



자료: Quantwise, 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

표3 한섬 Peer Valuation Table

종목명		한섬	신세계인터내셔널	힐라홀딩스	F&F
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy
적정주가(원)		45,000	280,000	46,000	150,000
상승여력(%)		41.7	39.7	7.5	51.1
최대주주지분율(%)		34.6	45.8	20.6	45.0
외인율(%)		26.8	4.3	40.2	12.4
매출액(십억원)	2019	1,259.8	1,425.0	3,450.4	910.3
	2020E	1,266.5	1,420.8	3,196.9	913.1
	2021E	1,335.4	1,526.8	3,335.4	1,075.4
매출액성장률(%)	2019	36.7	12.9	16.8	36.2
	2020E	0.5	-0.3	-7.3	0.3
	2021E	5.4	7.5	4.3	17.8
영업이익(십억원)	2019	106.5	84.5	470.7	150.7
	2020E	113.9	76.4	353.0	151.6
	2021E	123.6	101.5	431.4	181.1
OPM(%)	2019	8.5	5.9	13.6	16.6
	2020E	9.0	5.4	11.0	16.6
	2021E	9.3	6.6	12.9	16.8
순이익(십억원)	2019	85.3	74.0	266.8	110.2
	2020E	89.6	54.2	206.1	115.5
	2021E	96.9	83.9	250.8	137.5
EPSG(%)	2019	17.7	28.3	61.0	0.6
	2020E	5.1	-26.7	-24.3	4.7
	2021E	8.1	54.7	26.9	19.4
ROE(%)	2019	8.4	13.0	23.8	25.1
	2020E	8.3	8.7	15.4	21.7
	2021E	8.3	12.3	16.3	21.4
PER(배)	2019	9.1	21.2	12.1	15.7
	2020E	8.7	26.4	12.6	13.2
	2021E	8.1	17.1	10.4	11.1
PBR(배)	2019	0.7	2.6	2.6	3.6
	2020E	0.7	2.2	1.8	2.6
	2021E	0.6	2.0	1.6	2.2
EV/EBITDA(배)	2019	4.1	13.9	8.2	9.1
	2020E	3.7	12.3	8.3	7.2
	2021E	3.5	10.3	7.1	5.8
순현금(십억원)	2019	121.7	-373.0	-817.2	70.3
	2020E	149.4	-316.6	-716.8	182.4
	2021E	167.6	-260.9	-531.9	299.7

주: 2020년 6월 5일 종가 기준

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

실적: 양질의 성장

한섬, 드디어 '성장'한다. ① 추가 출점을 통한 외형 확대가 기대된다. 더한섬하우스 2개점 출점(2H20E), 현대 프리미엄 아울렛(6월 대전, 11월 남양주) 및 현대 여의도 파크원 백화점(2021년 1월) 입점이 예정되어 있다. 채널 추가에 따른 월 매출액 증분 효과로 20억원을 추산한다. ② 카테고리 확장은 덩이다. 1Q21E 최초의 자체 화장품 브랜드를 출시할 계획에 있다. 관련 실적에 대한 추정은 판매 가격(ASP) 및 라인업(SKU) 확인 후 가능하겠다.

③ 정상 판매율이 증대된다(= 할인 축소 → 매출원가율↓ → GPM↑). 煎SK네트웍스 패션 부문의(오브제, 오즈세컨 등) 가격 정상화 및 손실 브랜드 철수에 기인한다. 2020E GPM은 60.0%(+0.4%p YoY)로 역대 최고치를 경신할 전망이다.

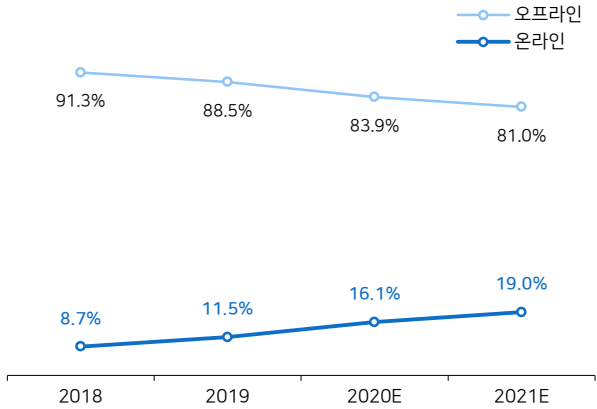
④ 온라인 고성장 또한 한 몫 한다(= 지급 수수료 절감 → 판관비↓ → OPM↑). 2020E 온라인 매출은 전년대비 +40% 늘어나면서, 전사 영업 레버리지 확대를 이끌겠다(2020E 온라인 실적 기여도: 매출액 16.1%(+4.6%p YoY), 영업이익 62.5%(+14.8%p YoY)).

표4 한섬 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	312.5	283.8	279.4	384.1	271.5	274.0	298.2	422.8	1,259.8	1,266.5	1,335.4
제품	205.8	180.6	185.2	258.1	183.6	176.0	200.6	286.0	829.7	846.3	884.8
상품	105.9	102.4	93.4	124.9	87.2	96.8	96.4	135.2	426.6	415.5	445.0
매출총이익	191.7	167.1	173.2	219.4	170.6	161.9	185.0	241.8	751.4	759.3	803.9
매출총이익률	61.3	58.9	62.0	57.1	62.8	59.1	62.1	57.2	59.6	60.0	60.2
영업이익	33.9	14.9	24.4	33.3	29.3	14.8	25.9	43.9	106.5	113.9	123.6
영업이익률	10.9	5.2	8.7	8.7	10.8	5.4	8.7	10.4	8.5	9.0	9.3
순이익	25.4	11.4	21.0	27.3	21.6	12.3	21.0	35.4	85.3	89.6	96.9
순이익률	8.1	4.0	7.5	7.1	8.0	4.5	7.0	8.4	6.8	7.1	7.3
(% YoY)											
매출액	-5.4	-2.9	-1.2	-2.4	-13.1	-3.5	6.7	10.1	-3.0	0.5	5.4
제품	-0.7	8.4	11.5	4.7	-10.8	-2.5	8.4	10.8	3.8	2.0	4.5
상품	-13.5	-18.1	-19.7	-15.5	-17.7	-5.4	3.1	8.3	-14.1	-2.6	7.1
매출총이익	-1.5	-0.5	3.9	0.8	-11.0	-3.1	6.8	10.2	0.6	1.1	5.9
매출총이익률	2.4	1.5	3.0	1.9	1.5	0.2	0.1	0.1	2.2	0.3	0.2
영업이익	16.6	6.0	31.1	13.2	-11.5	-0.3	6.1	27.6	16.8	6.9	8.5
영업이익률	2.1	0.4	2.2	1.2	-0.1	0.2	0.0	1.7	1.4	0.5	0.3
순이익	10.1	4.3	46.6	14.0	-15.1	7.2	-0.1	17.3	17.7	5.9	7.8
순이익률	1.1	0.3	2.5	1.0	-0.2	0.4	-0.5	1.3	1.2	0.4	0.2

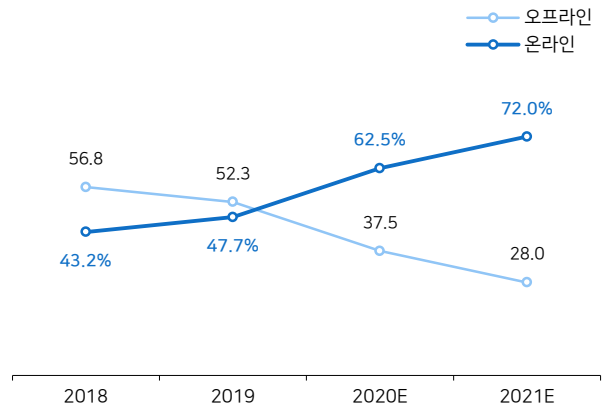
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림17 한섬 채널별 매출 비중 추이 및 전망



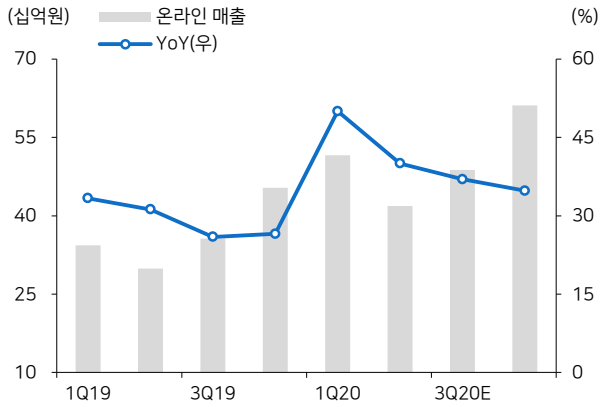
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한섬 채널별 영업이익 비중 추이 및 전망



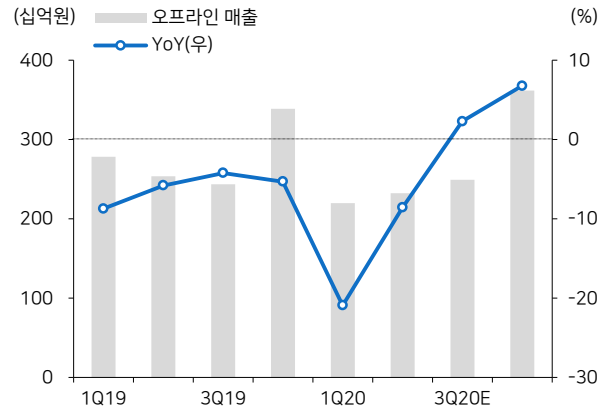
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한섬 온라인 매출 추이 및 전망



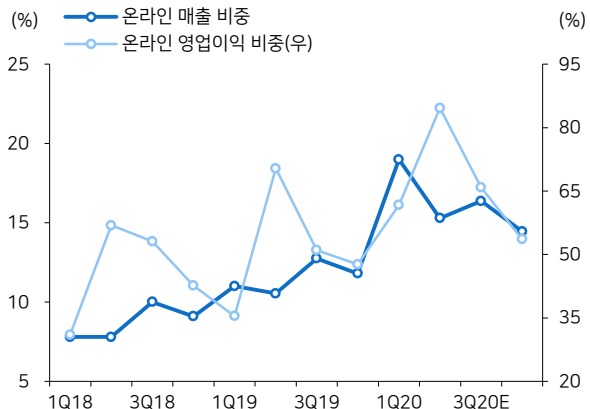
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한섬 오프라인 매출 추이 및 전망



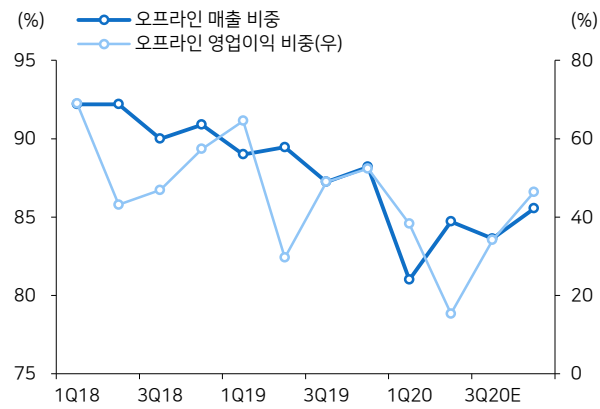
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림21 한섬 온라인 실적 기여도 추이 및 전망



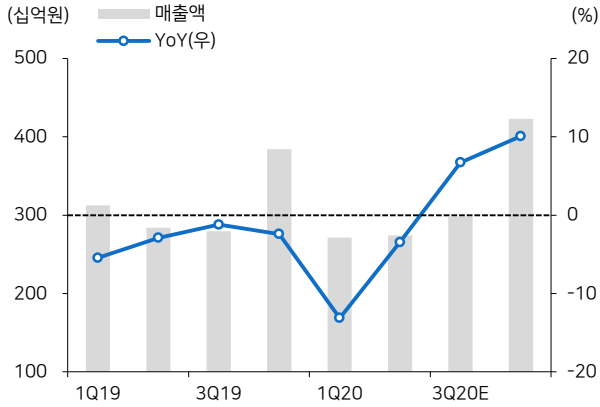
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림22 한섬 오프라인 실적 기여도 추이 및 전망



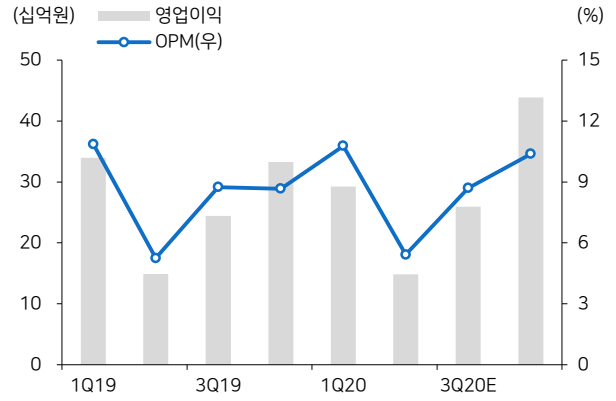
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림23 한섬 분기별 매출액 추이 및 전망



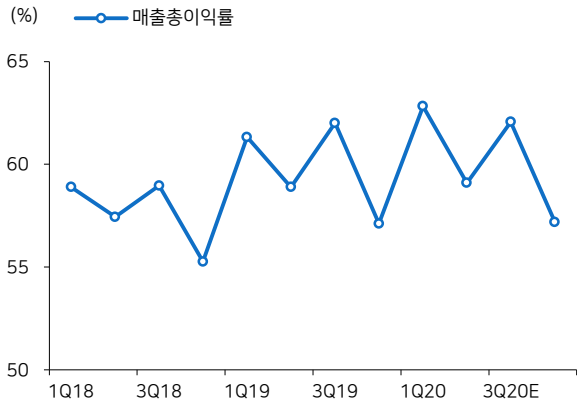
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림24 한섬 분기별 영업이익 추이 및 전망



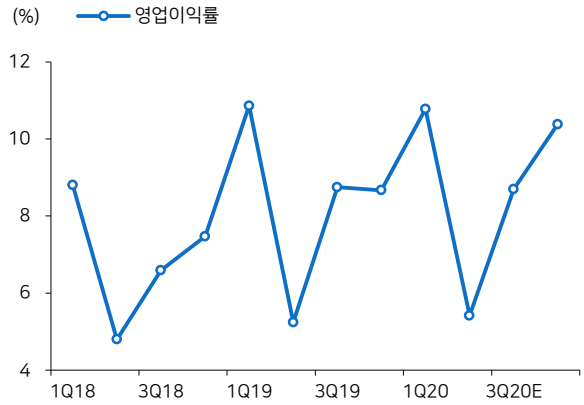
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림25 한섬 매출총이익률 추이



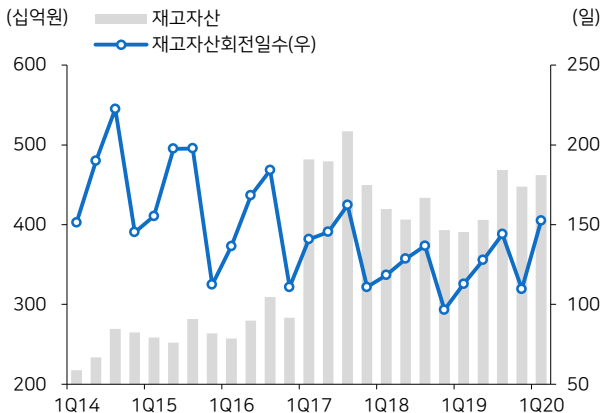
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한섬 영업이익률 추이



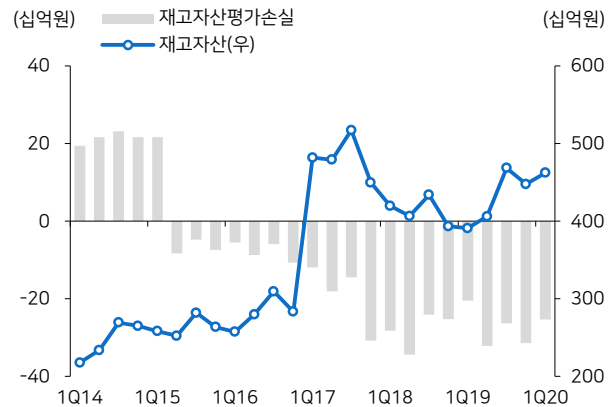
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림27 한섬 재고자산 회전 추이



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림28 한섬 재고자산 및 평가손 추이



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 투자 포인트

소비재 업체의 기업 가치는 '매출' (= P * Q)에 귀결된다. 정가율(P)은 소비자가 제 값에 구입한 비율로서, 브랜드 인지도를 나타낸다. 판매량(Q)은 재고 소진 수량으로, 제품에 대한 소비자 반응을 보여준다. 매출은 양적으로(Q↑), 질적으로(ASP↑) 성장 가능하다. 전자는 브랜드 포트폴리오 및 판매 채널 다각화가, 후자는 콜라보레이션 전개를 통한 판가 인상이 대표적이다.

콘텐츠: 제품 카테고리 확장

소비자 기호는 세분화, 업체간의 경쟁은 심화, 제품은 고품질화되고 있다. 그 어느 때보다 '카테고리 다각화'가 중요한 배경이다. 보다 다양한 포트폴리오 구성을 통해 남녀노소를 아우르고, 새로운 소비 품목을 취급함으로써 브랜드 스펙트럼을 확장시키는 전략이다.

유사 재군간 융복합이 활발하다. 특히 의류 브랜드사의 화장품 산업 진출이 늘고 있다. 저가형 SPA(Zara, H&M, Forever21 등), 고가형 럭셔리(Hermes, Gucci, Prada 등) 모두가 그러하다. 기존 브랜드 인지도를 기반으로, 대규모 투자나 기획 개발 없이 비교적 용이하게 진입 가능하기 때문이다.

표5 글로벌 상위 20개 럭셔리 브랜드 현황: Rolex 외 전 브랜드 화장품 사업 전개

순위	브랜드명	화장품 사업	최초 출시 시기
1	Porsche	0	2008년
2	Gucci	0	1974년
3	Cartier	0	1981년
4	Louis Vuitton	0	1927년
5	Chanel	0	1924년
6	Hermes	0	2006년
7	Ferrari	0	1999년
8	Rolex	X	-
9	Coach	0	2007년
10	Dior	0	1953년
11	Tiffany & Co.	0	2019년
12	SHISEIDO	0	1872년
13	Guerlain	0	1828년
14	Estee Lauder	0	1946년
15	Burberry	0	2010년
16	Prada	0	2016년
17	Omega	0	2009년
18	Clarins	0	1987년
19	Lancome	0	1935년
20	Aston Martin	0	2016년

자료: Brand directory, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

1) 신규: 화장품 사업 본격화

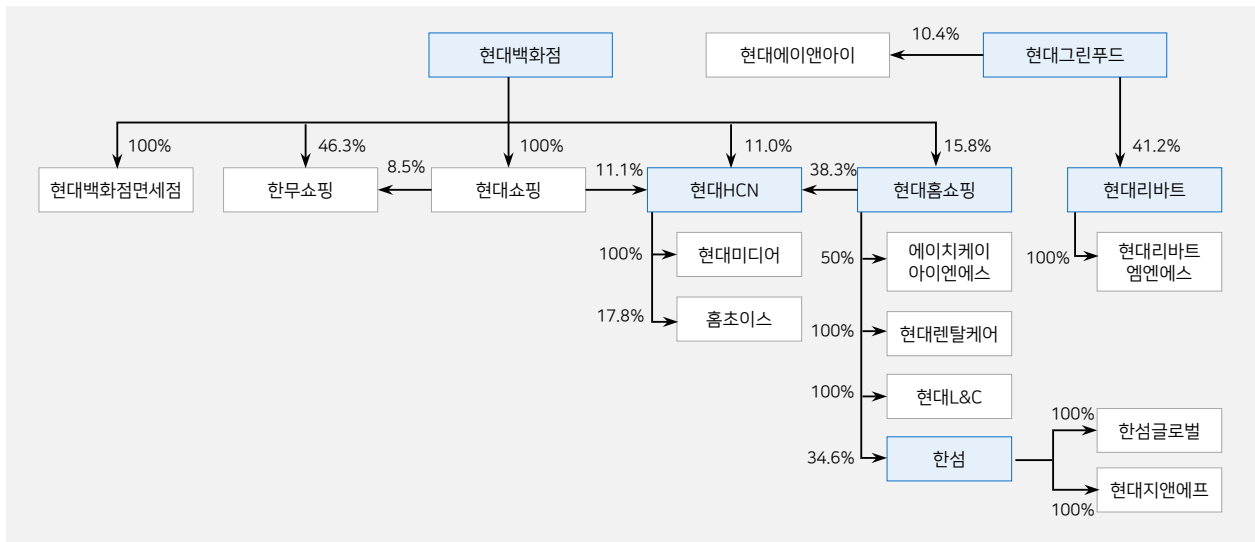
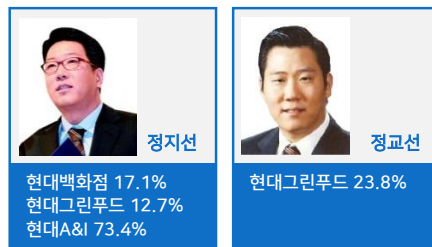
한섬 또한 이와 께를 같이 한다. 지난 5월 12일, 공시를 통해 화장품 사업 진출에 의 신호탄을 올렸다. 화장품 원료 관련 제조 특허 기술을 확보하려는 차원에서, 클린젠코스메슈티칼에 투자한다는 내용이다(지분을 51%, 예상 투자 금액 100억원). 클린젠코스메슈티칼은 피부과 클린젠과 신약개발회사 프로젠이 합작 설립한 기능성 화장품 전문기업이다.

한섬은 2021년 초, 프리미엄 기능성 기초 화장품을 출시할 예정이다. 클린젠이 기획/개발하여 → 외주를 통해 제조/생산할 것으로 사료되며, → 한섬은 브랜드에 집중하고, → 그룹사는 판매 채널 확장에 기여할 것으로 보인다.

성공할 수 밖에 없는 이유 ① 전방 수직계열화 효과

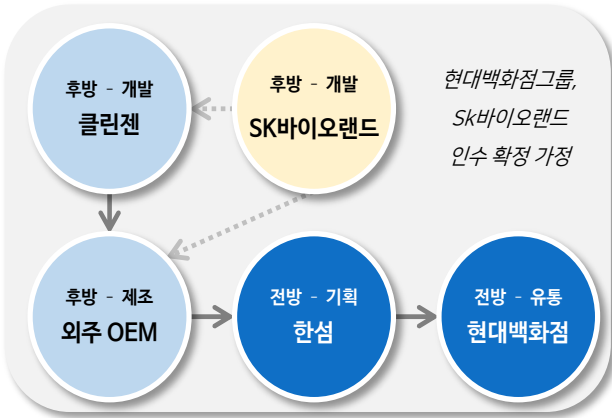
'한섬'에게는 '현대'가 있다. 백화점/면세점/홈쇼핑 등 그룹사 유통망을 적극 활용하여, 신규 브랜드의 조기 안착을 이끌 것으로 본다. 판매 채널 확장과 소비자 접점 확보에 유리하기 때문이다(매장 위치 선점, 마케팅 확대 등). 최근 현대HCN이 화장품 원료사 SK바이오랜드 지분 인수에 대해 검토하고 있다. 계열 편입 시, 후방 사업의 수직계열화 효과까지 노려볼 수 있겠다.

그림29 현대백화점그룹 지배구조 현황



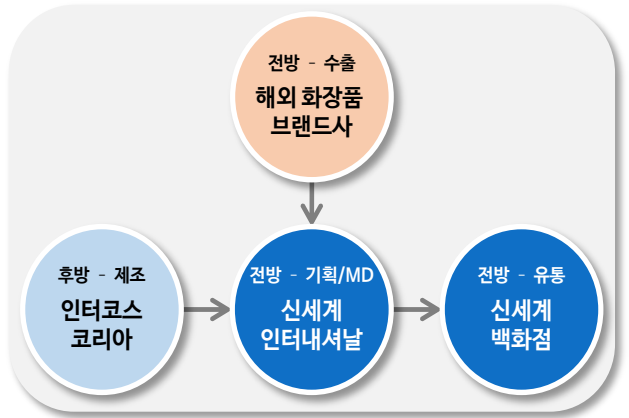
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림30 한섬 화장품 사업 전개도 예상



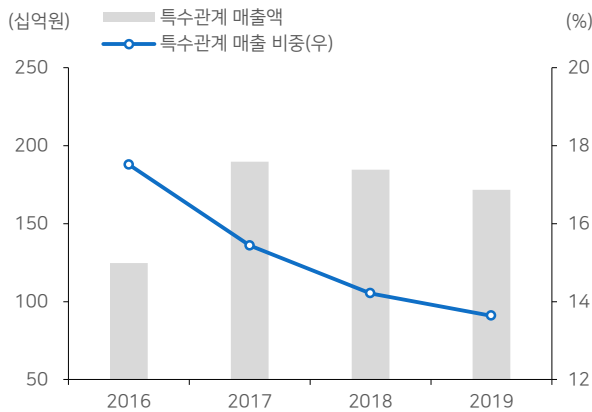
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 신세계인터내셔널 화장품 사업 전개도



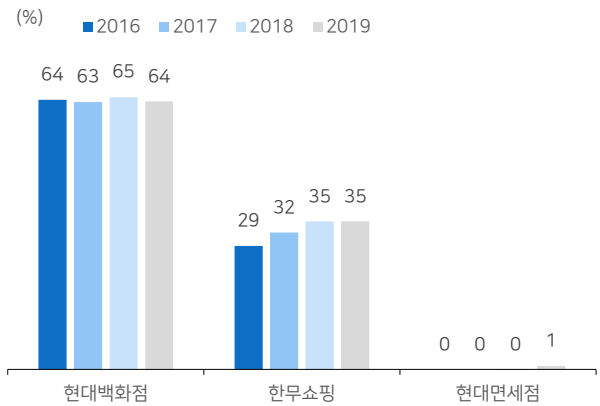
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 한섬 특수관계거래



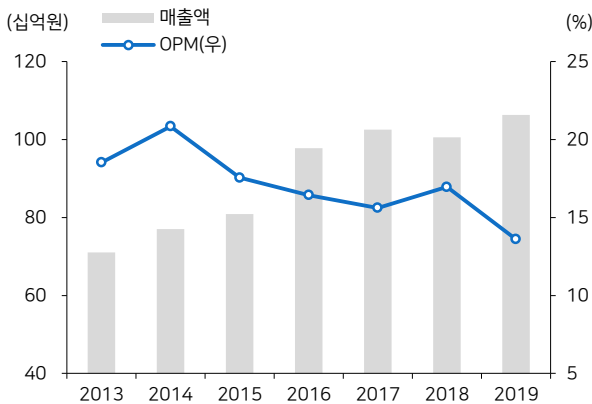
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림33 한섬 계열사별 특수관계거래 매출 비중



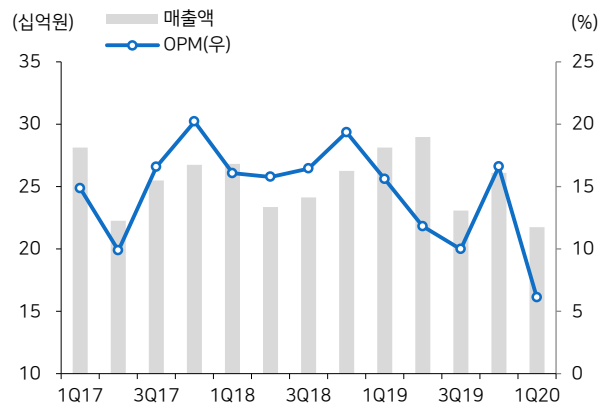
주: 한무쇼핑은 일부 현대백화점 운영권 보유한 계열사
자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

그림34 SK바이오랜드 연간 실적 추이



자료: SK바이오랜드, 메리츠증권 리서치센터

그림35 SK바이오랜드 분기 실적 추이



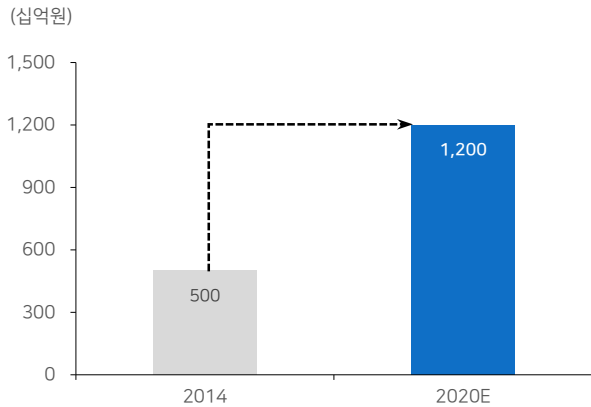
자료: SK바이오랜드, 메리츠증권 리서치센터

성공할 수 밖에 없는 이유 ② 코스메슈티컬 성장성

성분에 대한 경각심 증대로 체크슈머가 늘어나면서, 더마 화장품 시장의 신장세가 두드러지고 있다. 한섬이 최초 화장품 브랜드의 카테고리 '코스메슈티컬'을 선택한 이유이다. 2014~2020E 국내 코스메슈티컬 시장의 연평균 성장률은 +15.7%로 추산된다. 글로벌 시장에서도 대세이다. 2020E 글로벌 코스메슈티컬은 686억 달러 규모를 이루며, 전체 화장품 시장의 18.3%를 차지할 전망이다. 2014년 대비 시장 점유율이 +5%p 이상 늘어나는 것이다.

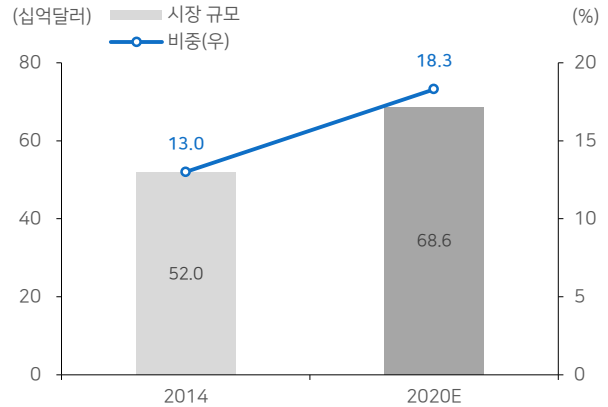
'클린젠'의 동류 브랜드로 'CNP코스메틱스'를 들 수 있다. 2014년 LG생활건강에 인수된 국내 주요 더마 화장품 브랜드로서, 피부과를 모태로 하고 있다는 점에서 유사하다. 전문의 상담 등의 맞춤형 서비스를 제공하고, 판매 채널 및 카테고리 다변화를 통해 빠른 성장을 실현했다. 매출액은 2013년(피인수 직전 년도) 240억원에서 2019년 798억원으로 3.3배, 동기간 영업이익은 4.0배 증가했다.

그림36 국내 코스메슈티컬 시장 규모 및 전망



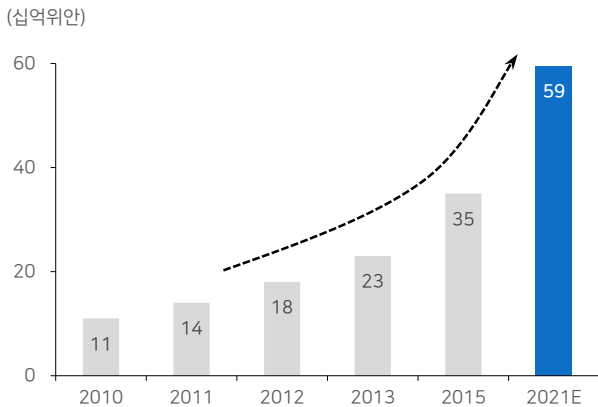
자료: 한국코스메슈티컬연구소, 메리츠증권 리서치센터

그림37 글로벌 코스메슈티컬 시장 규모 및 전망



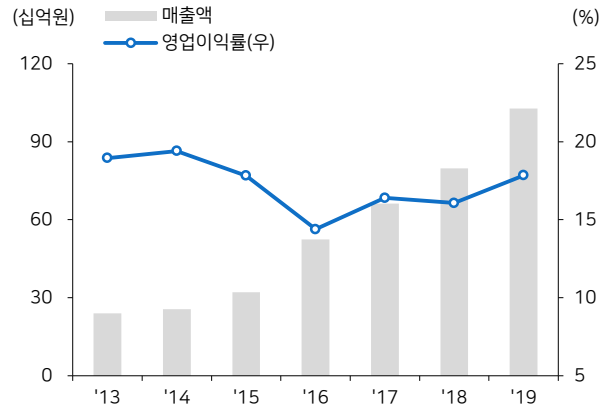
자료: 한국코스메슈티컬연구소, 메리츠증권 리서치센터

그림38 중국 코스메슈티컬 시장 규모 및 전망



자료: Leqee, 메리츠증권 리서치센터

그림39 'CNP코스메틱스' 매출액 및 영업이익률 추이



자료: CNP코스메틱스, 메리츠증권 리서치센터

2) 기존: 수익성 개선 전략

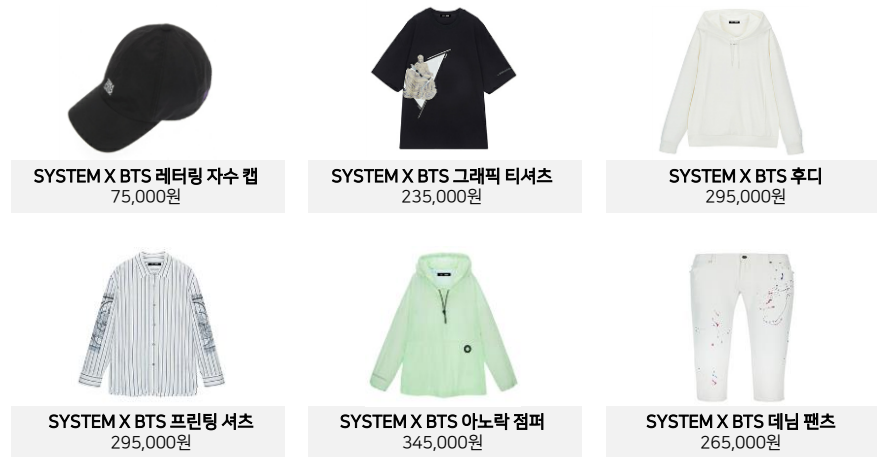
개선될 수 밖에 없는 이유 ① 콜라보레이션 → P↑ & Q↑

콜라보레이션을 통해 양질의 성장을 모색한다. 차별화된 제품 기획으로 소비자의 구미를 사로 잡고(Q↑), 판매 가격을 인상(P↑)시키는 방법이다. 최근 한섬의 대표 브랜드 'SYSTEM'은 BTS와의 콜라보레이션 라인을 출시했다. 비주력 소비층(10~20대)의 유입과, 부가가치 증대가 동반될 것으로 기대한다.

개선될 수 밖에 없는 이유 ② 브랜드 효율화 → C↓

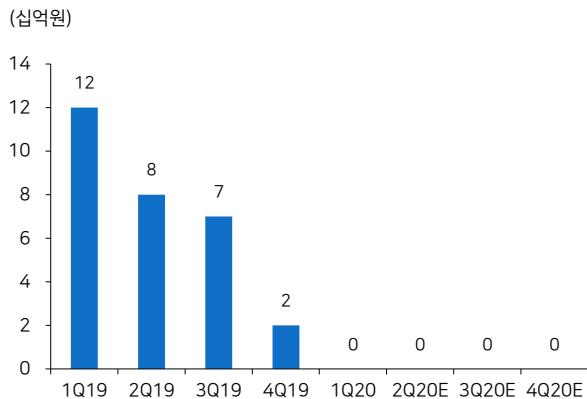
브랜드 효율화로 체질을 개선시킨다. 煎SK네트웍스 패션의 자체 브랜드(오브제 등)가 정상화되고 있다. 할인 판매 축소로 수익성이 향상됨을 말한다. 지난 1분기, 정가 판매율이 전년동기대비 +5%p 이상 늘어난 것으로 파악된다. 손실 브랜드 철수 또한 증익에 기여한다. 해당 브랜드의 이탈로 인한 매출 역기저 영향은 2019년을 기점으로 반영 완료되었다.

그림40 한섬 'SYSTEM' X 'BTS' 콜라보레이션 라인업



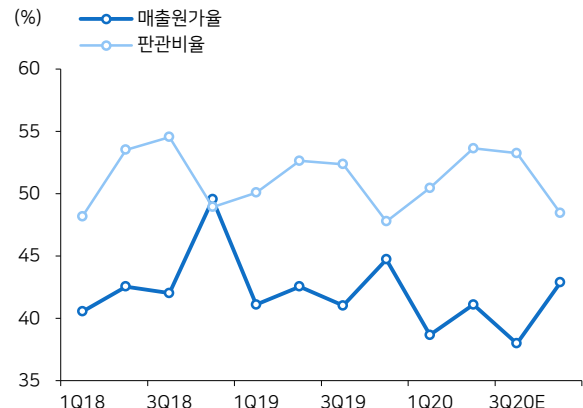
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림41 한섬 철수 브랜드 매출 기저 영향



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림42 한섬 연결 매출원가율 및 판관비율 추이



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

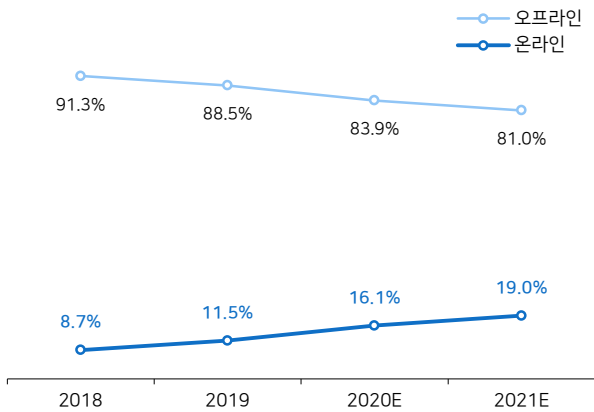
플랫폼: 판로 확대 1) 온라인 강화

자사몰: 고객 저변 확대

오프라인에서 온라인으로의 유통 구조 재편이 가속화되고 있다. 이용 고객층 확대 (= 중장년층 유입)와 신유통 채널 등장 (= 라이브 커머스 활성화)이 온라인 트래픽을 확대시키는 가운데, 코로나 발생으로 비대면 소비가 안착한 까닭이다. 시간과 장소의 구애 없이, 상품 검색/비교/구매가 가능하다는 점에서, 온라인 쇼핑에 대한 소비자 수요는 지속 탄탄해질 것으로 본다.

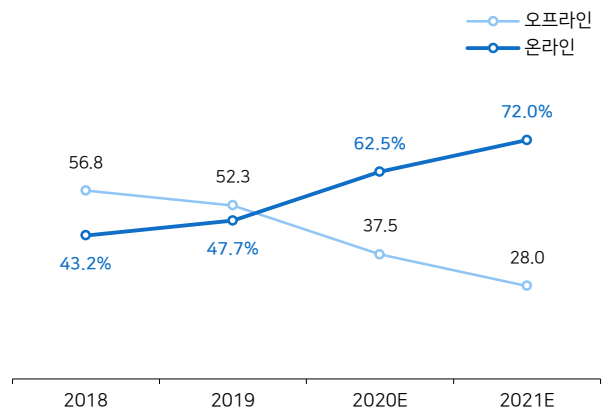
'온라인'하면, '한섬' 아니겠는가. 2개의 자사몰 모두 고성장을 구가하고 있다 (1Q20: 더한섬닷컴 - 자체 브랜드 +60%, H패션몰 - 煎SK패션 +20% YoY). 디지털 마케팅 강화를 통해, 비주력 소비층의 수요를 이끌어 낸 결과로 해석한다. 2020E 온라인 매출은 전년대비 +40% 늘어나면서, 전사 영업 레버리지를 확대시킬 전망이다(2020E 온라인 실적 기여도: 매출액 16.1%, 영업이익 62.5%).

그림43 한섬 채널별 매출 비중 추이 및 전망



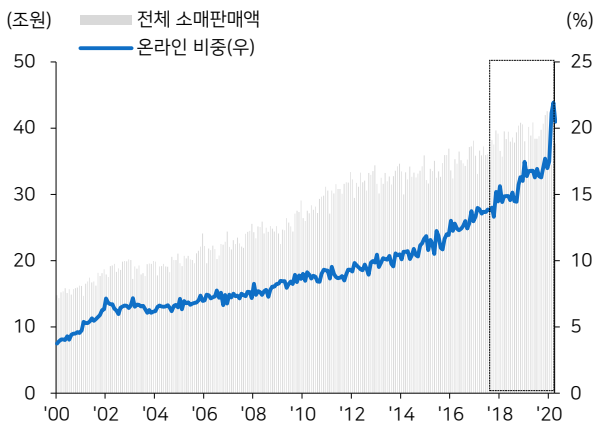
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림44 한섬 채널별 영업이익 비중 추이 및 전망



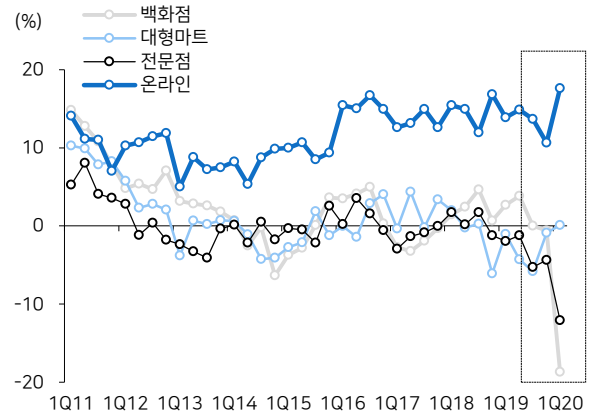
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림45 전체 소매판매: 온라인 기여 확대 지속



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림46 업태별 소매판매: 온라인 증가 vs. 오프라인 감소



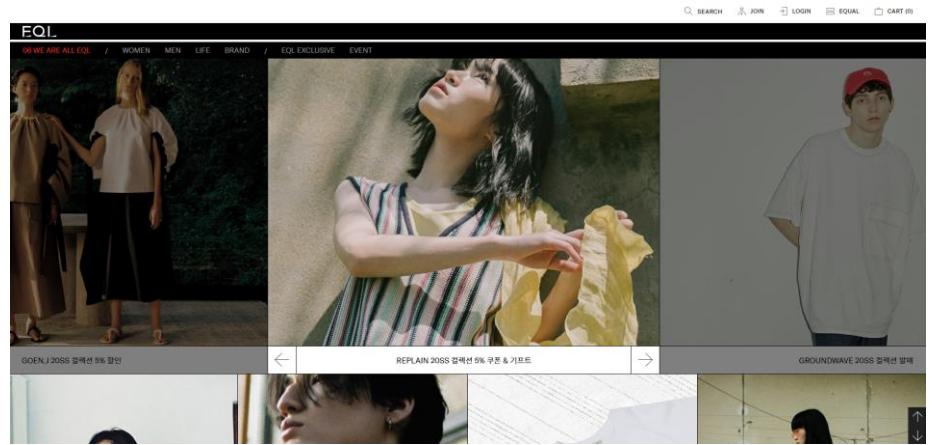
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

온라인 편집숍 출시: 신규 소비력 확보

신규 소비력 확보가 기대된다. 지난 5월 27일, 온라인 편집숍 'EQL'을 론칭했다. 한섬의 비주력 소비층이자, 온라인 주요 이용층인 MZ(Millennial + Z) 세대를 겨냥한 쇼핑 플랫폼이다. 130여개의 브랜드를 통해, 패션/잡화/라이프 스타일 등 전 카테고리를 포괄하고 있다. 전용 상품(EQL Exclusive) 구성으로 제품을 차별화하고, 공식 유튜브 채널(EQL Store) 운영을 통해 마케팅을 강화시키고 있다. 향후 온라인 상품용 매장을 출점하여 소비자 경험을 증대시킬 계획이다.

입점 브랜드의 수수료 매출은 크지 않을 것으로 본다(입점 수수료 20~30% 예상, 브랜드별 상이). 수익 증대보다는 브랜드 발굴에 의의가 있다. EQL을 통해 젊은 소비층의 구매 행태와 선호도를 점검하고 → 이를 반영한 PB 브랜드를 개발하여 → 고객 저변을 넓히는 전략이다. 한섬은 2016년 LATT BY T 출시를 끝으로, 신규 브랜드가 부재하다. 그 마저도 기존 브랜드들과 복종 및 가격에서 상충된다.

그림47 한섬 온라인 편집숍 EQL



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

표6 한섬 자체 브랜드 현황

브랜드명	출시일	스타일	복종	주력 소비층	가격
MINE	1988년 2월	클래식, 캐주얼	여성복	30~40대	고가
SYSTEM	1990년 2월	캐주얼	여성복	30~50대	고가
TIME	1993년 3월	클래식, 캐주얼	여성복	30~50대	고가
SJSJ	1997년 2월	캐주얼	여성복	30~40대	고가
TIME homme	2000년 2월	클래식, 캐주얼	남성복	30~50대	고가
SYSTEM homme	2008년 8월	클래식, 캐주얼	남성복	30~50대	고가
DECKE	2014년 3월	클래식, 캐주얼	잡화	20~30대	고가
the CASHMERE	2014년 9월	클래식, 캐주얼	혼성	30~50대	고가
LATT BY T	2016년 8월	클래식, 캐주얼	여성복	30~50대	고가

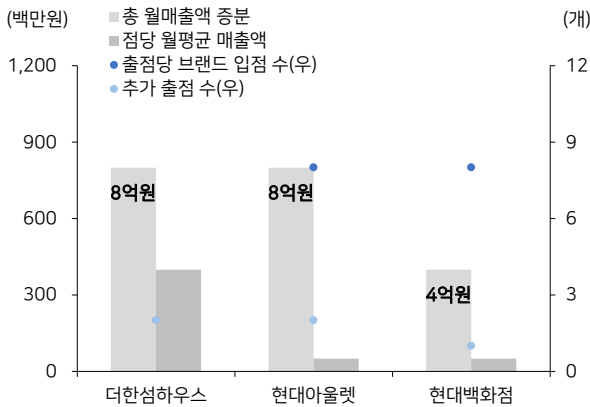
자료: 한섬, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

2) 오프라인: 출점 다각화

오프라인의 역신장이 마침표를 찍을 때가 왔다. 3Q20E 매출과 영업이익 모두 성장 전환할 것으로 본다. 더한섬하우스 추가 출점 및 현대 프리미엄 아울렛 입점을 통한 외형 확대에 기인한다. 내년 초 현대 여의도 파크원 백화점 개점 또한 예고되고 있다(예상 일정: 2H20E 더한섬하우스 2개점 출점, 6월 대전/11월 남양주 현대 프리미엄 아울렛 개점, 2021년 1월 현대 여의도 파크원 백화점 개점).

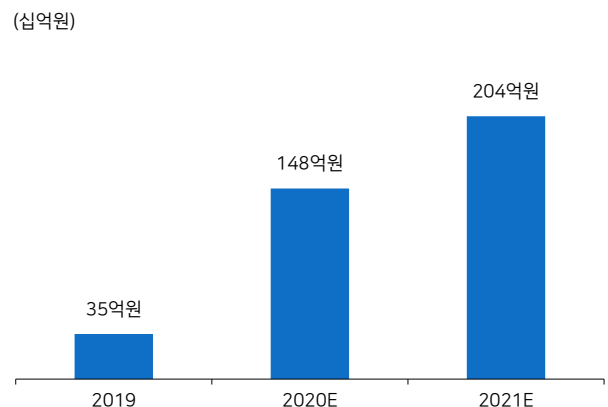
채널 추가에 따른 월매출액 증분 효과는 20억원으로, 2021E 매출액의 2%를 기여할 전망이다(월매출 20억원 = ① 더한섬하우스 2개점 * 점당 월매출 4억원 + ② 프리미엄 아울렛 2개점 * 점당 입점 브랜드 8개 * 점당 월매출 5천만원 + ③ 백화점 1개점 * 점당 입점 브랜드 8개 * 점당 월매출 5천만원).

그림48 한섬 판매 채널 확장 효과 예상: 월매출액 +20억원



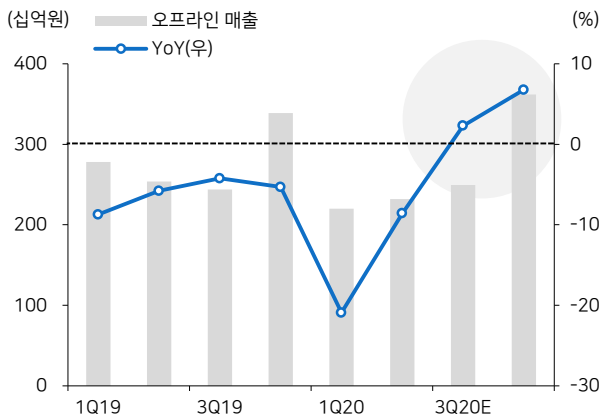
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림49 더한섬하우스 매출액 추이 및 전망



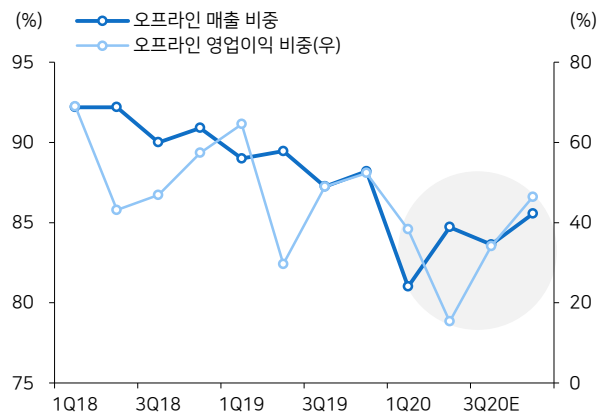
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림50 한섬 오프라인 매출 추이 및 전망



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림51 한섬 오프라인 실적 기여도 추이 및 전망



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

한섬 (020000)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,299.2	1,259.8	1,266.5	1,335.4	1,393.9
매출액증가율 (%)	5.7	-3.0	0.5	5.4	4.4
매출원가	552.4	508.4	507.1	531.6	554.6
매출총이익	746.8	751.4	759.3	803.9	839.3
판매관리비	655.6	644.8	645.4	680.3	709.1
영업이익	91.2	106.6	113.9	123.6	130.1
영업이익률	7.0	8.5	9.0	9.3	9.3
금융손익	-1.0	1.2	1.4	1.4	1.4
중속/관계기업손익	-1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.9	5.8	5.3	5.1	4.8
세전계속사업이익	95.2	113.5	120.6	130.1	136.4
법인세비용	22.8	28.3	30.2	32.5	34.1
당기순이익	72.4	85.3	89.6	96.9	102.0
지배주주지분 순이익	72.4	85.3	89.6	96.9	102.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	214.9	136.4	71.1	59.2	55.7
당기순이익(손실)	72.4	85.3	89.6	96.9	102.0
유형자산상각비	25.6	37.7	33.2	31.4	32.2
무형자산상각비	15.7	17.0	17.9	14.5	11.7
운전자본의 증감	66.5	-17.8	-69.7	-83.5	-90.2
투자활동 현금흐름	-89.1	-58.9	-42.0	-38.0	-36.0
유형자산의증가(CAPEX)	-8.6	-27.2	-38.0	-32.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-2.7	29.1	4.6	1.9	0.6
재무활동 현금흐름	-93.7	-86.5	-25.4	-11.0	-12.1
차입금의 증감	-85.2	-40.8	-15.6	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	32.2	-8.9	3.6	10.3	7.6
기초현금	14.1	46.3	37.4	41.0	51.3
기말현금	46.3	37.4	41.0	51.3	58.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	681.1	719.9	803.2	916.8	1,031.8
현금및현금성자산	46.3	37.4	41.0	51.3	58.9
매출채권	91.8	78.6	83.3	92.5	101.7
재고자산	393.3	447.6	496.8	571.4	651.3
비유동자산	591.6	603.8	586.1	570.4	555.9
유형자산	310.9	337.1	341.9	342.5	340.3
무형자산	88.1	92.8	74.9	60.4	48.7
투자자산	78.7	49.6	45.0	43.1	42.5
자산총계	1,272.7	1,323.6	1,389.4	1,487.2	1,587.7
유동부채	228.3	218.0	204.9	215.1	224.3
매입채무	30.6	37.4	38.9	40.0	41.6
단기차입금	64.8	2.9	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	12.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	53.7	60.1	60.3	63.1	65.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	282.0	278.1	265.2	278.2	289.9
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타포괄이익누계액	5.2	-15.6	-15.6	-15.6	-15.6
이익잉여금	873.2	948.8	1,027.4	1,112.2	1,201.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	990.7	1,045.6	1,124.2	1,209.0	1,297.8

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	52,749	51,149	51,419	54,219	56,592
EPS(지배주주)	2,940	3,462	3,639	3,932	4,143
CFPS	5,369	6,264	6,882	7,059	7,252
EBITDAPS	5,378	6,548	6,700	6,881	7,065
BPS	40,224	42,450	45,643	49,085	52,692
DPS	400	450	500	550	600
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.6	1.7	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	9.1	8.7	8.1	7.7
PCR	6.8	5.0	4.6	4.5	4.4
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	132.5	161.3	165.0	169.5	174.0
EV/EBITDA	6.0	4.1	3.8	3.6	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.6	8.4	8.3	8.3	8.1
EBITDA 이익률	10.2	12.8	13.0	12.7	12.5
부채비율	28.5	26.6	23.6	23.0	22.3
금융비용부담률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	40.8	84.1	50.1	52.2	52.9
매출채권회전율(x)	12.3	14.8	15.6	15.2	14.4
재고자산회전율(x)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3

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

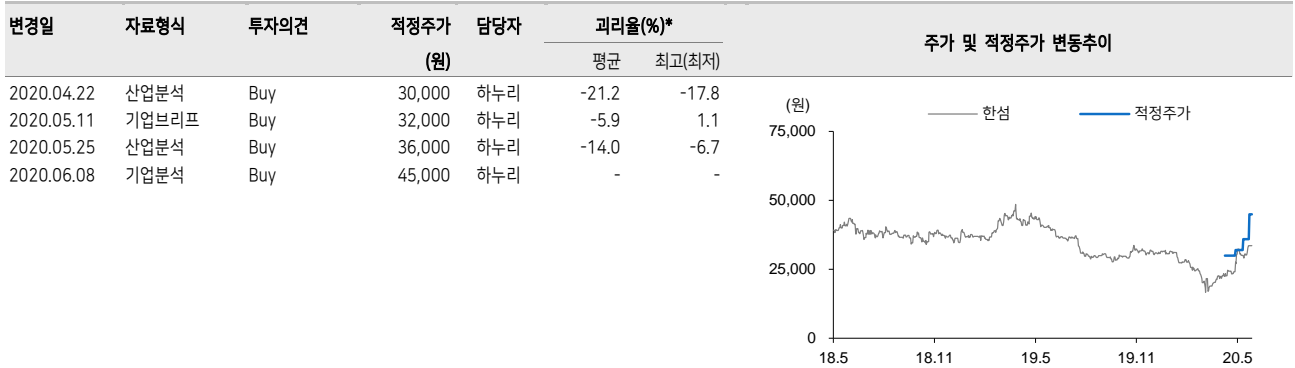
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

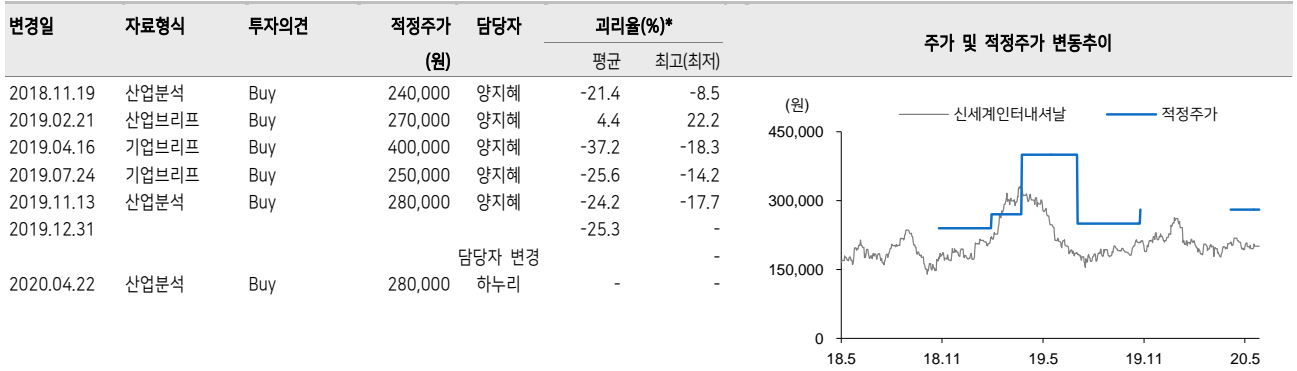
한성 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



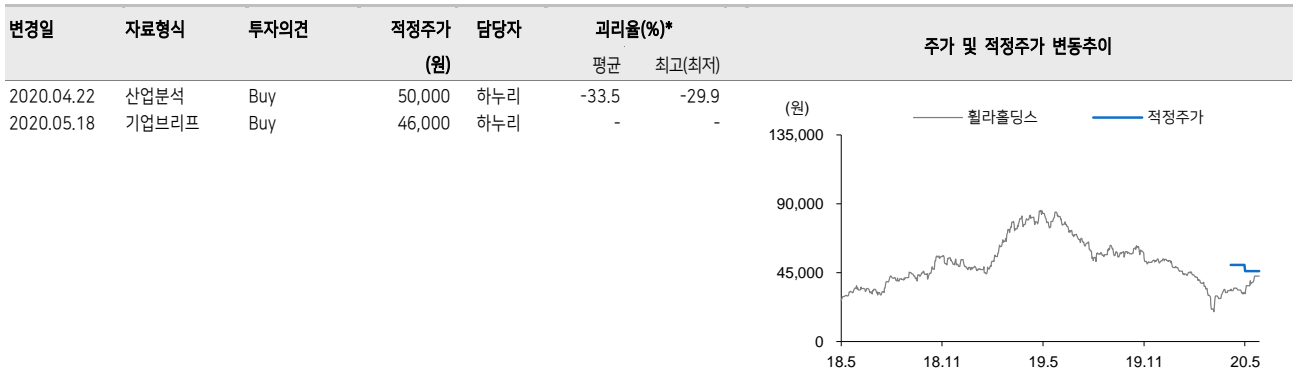
신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



힐라홀딩스 (081660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



F&F (007700) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

