



△ 화장품/섬유의복

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

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

Buy

적정주가 (12 개월)	45,000 원		
현재주가 (10.6)	29,900 원		
상승여력	50.5%		
KOSPI	2,365.90pt		
시가총액	7,364억원		
발행주식수	2,463만주		
유동주식비율	54.55%		
외국인비중	28.63%		
52주 최고/최저가	37,500원/16,750원		
평균거래대금	32.3억원		
주요주주(%)			
현대홈쇼핑	34.64		
국민연금공단	12.50		
FIDELITY MANAGEMENT &	9.98		
주가상승률(%)			
1개월	6개월	12개월	
절대주가	-4.5	43.1	7.9
상대주가	-4.4	8.4	-7.8

주가그래프**한서 020000****3Q20 Preview: 지나갈 바람**

- ✓ 3Q20E: 매출액 2,590억원(-7.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 215억원(-11.8%)
- ✓ ① 온라인: 고성장(+40.0%) 지속, 온라인 매출 비중(19.3%) 역대 최고 수준
- ✓ ② 오프라인: 코로나 재확산 → 트래픽 감소 → 판매 부진 불가피
- ✓ 유통망 확장 + 온라인 강화 + 신사업(화장품) 추가 + 밸류에이션 매력
- ✓ 성장 전략 및 방향성에 대한 재평가 필요 판단, 매수 접근 추천

3Q20E 온라인 강세 vs. 오프라인 부진

한서는 2020년 3분기 매출액 2,590억원(-7.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 215억원(-11.8%), 순이익 187억원(-11.0%)을 기록할 것으로 예상한다. 코로나 재확산이 매출의, 비용 증가가 이익의 발목을 잡겠다. EQL 확장(마케팅/인력 충원) 및 브랜드 종료(까날리/세컨플로어) 관련 일회성 비용(20억원)이 반영될 예정이다.

[오프라인] 매출액과 영업이익으로 각각 2,091억원(-14.2%), 76억원(-47.6%)를 추정한다. 소비 심리 악화 및 트래픽 감소 영향으로 백화점 영업이 녹록하지 못했다. 특히, 객수 기반의 캐주얼 브랜드의 판매가 부진했던 것으로 파악된다.

[온라인] 고성장이 지속된다. 매출액 499억원으로 전년동기대비 +40.0% 성장할 것으로 기대한다. 온라인 매출 비중은 19.3%(+6.5%p)로 역대 최고 수준에 이르겠다. 더한섬닷컴(자체 브랜드)과 H패션몰(수입 브랜드) 모두 견조한 가운데, EQL(월매출 1억원 수준) 또한 힘을 실어주고 있다.

투자의견 Buy 및 적정주가 45,000원 유지

한서에 대한 투자의견 Buy 및 적정주가 45,000원을 유지한다. 전략 방향성에 대한 재평가가 필요하다는 판단, 매수 관점에서 접근을 추천한다. ① 본업: 유통망 확장(더한섬하우스/여의도 파크원 백화점) 및 온라인 강화를 통해 양질의 성장을 도모할 전망이다. ② 신규: 화장품 사업 추가로써 카테고리를 확장시킨다. 1H21E 프리미엄 더마 화장품 출시가 예고되고 있다. 현대바이오랜드(煎 SK바이오랜드)와의 시너지 창출 또한 기대된다. ③ 밸류에이션 매력이 돋보인다. 2021E PER은 8.4 배, PBR은 0.6배에 불과하다.

(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	1,203.9	99.0	81.5	3,311	-4.6	44,908	9.0	0.7	3.7	7.6	18.7
2021E	1,269.6	108.1	88.0	3,573	7.8	47,990	8.4	0.6	3.5	7.7	16.0
2022E	1,325.0	115.5	94.2	3,823	7.0	51,278	7.8	0.6	3.2	7.7	13.9

표1 한섬 3Q20 실적 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	259.0	279.4	-7.3	276.6	-6.4	281.8	-8.1
영업이익	21.5	24.4	-11.8	14.1	52.5	25.8	-16.7
지배순이익	18.7	21.0	-11.0	12.7	47.2	21.5	-13.0
영업이익률(%)	8.3	8.7	-0.4	5.1	3.2	9.2	-0.9

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

표2 한섬 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	312.5	283.8	279.4	384.1	271.5	276.6	259.0	396.8	1,259.8	1,203.9	1,269.6
매출총이익	191.7	167.1	173.2	219.4	170.6	156.7	160.8	227.1	751.4	715.2	761.3
매출총이익률	61.3	58.9	62.0	57.1	62.8	56.7	62.1	57.2	59.6	59.4	60.0
영업이익	33.9	15.0	24.4	33.3	29.3	14.1	21.5	34.0	106.5	99.0	108.1
영업이익률	10.9	5.3	8.7	8.7	10.8	5.1	8.3	8.6	8.5	8.2	8.5
순이익	25.4	11.4	21.0	27.3	21.6	12.7	18.7	28.4	85.3	81.5	88.0
순이익률	8.1	4.0	7.5	7.1	8.0	4.6	7.2	7.2	6.8	6.8	7.0
(% YoY)											
매출액	-5.4	-2.9	-1.2	-2.4	-13.1	-2.5	-7.3	3.3	-3.0	-4.4	5.5
매출총이익	-1.5	-0.5	3.9	0.8	-11.0	-6.2	-7.2	3.5	0.6	-4.8	6.4
영업이익	16.6	6.7	31.1	13.2	-11.5	-5.5	-11.8	2.3	16.8	-7.1	9.2
영업이익률	2.1	0.5	2.2	1.2	-0.1	-0.2	-0.4	-0.1	1.4	-0.2	0.3
순이익	10.1	4.3	46.6	14.0	-15.1	10.9	-11.0	3.9	17.7	-4.5	8.6

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

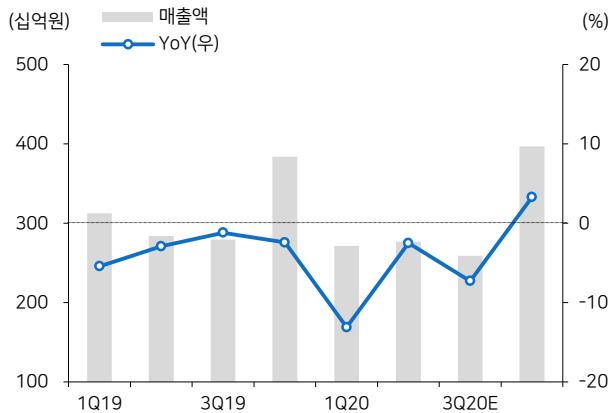
표3 한섬 채널별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
온라인 매출	34.4	29.9	35.6	45.3	51.6	50.8	49.9	51.0	145.2	203.3	254.2
YoY	33.4	31.2	26.0	26.5	50.0	70.0	40.0	12.6	38.2	56.0	65.9
온라인 영업이익	9.6	8.4	10.0	12.7	14.4	12.7	14.0	14.3	40.7	55.4	71.2
온라인 매출 비중	11.0	10.5	12.8	11.8	19.0	18.4	19.3	12.9	11.5	16.9	20.0
온라인 영업이익 비중	28.4	55.9	40.8	38.1	49.3	89.9	64.8	42.0	40.7	55.4	71.2
오프라인 매출	278.1	253.9	243.8	338.8	219.9	225.8	209.1	345.7	1,114.6	1,000.6	1,015.4
YoY	-8.7	-5.8	-4.2	-5.3	-20.9	-11.1	-14.2	2.0	-6.1	-10.2	1.5
오프라인 영업이익	24.3	6.6	14.5	20.6	14.8	1.4	7.6	19.8	65.9	43.6	36.9
오프라인 매출 비중	89.0	89.5	87.3	88.2	81.0	81.6	80.7	87.1	88.5	83.1	80.0
오프라인 영업이익 비중	71.6	44.1	59.2	61.9	50.7	10.1	35.2	58.0	59.3	44.6	28.8

주: 당사 예상치 기준

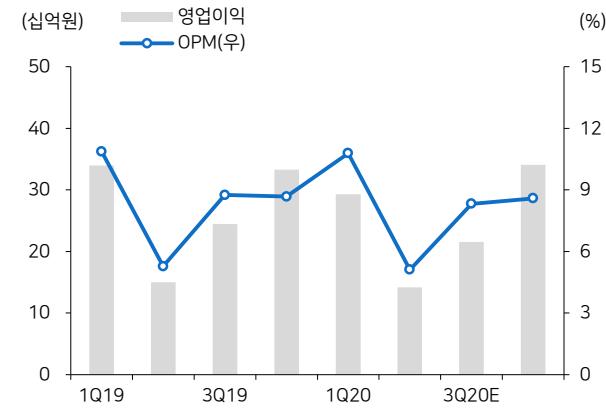
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한섬 분기별 매출액 추이



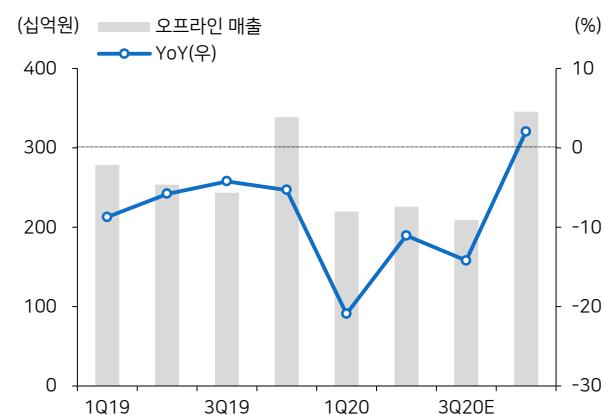
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한섬 분기별 영업이익 추이



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한섬 오프라인 매출액 추이



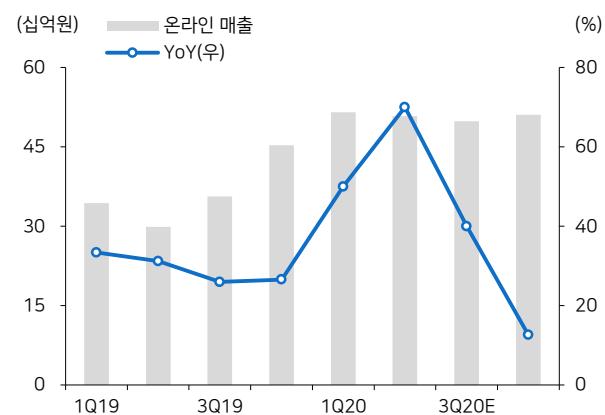
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한섬 오프라인 실적 기여도 추이



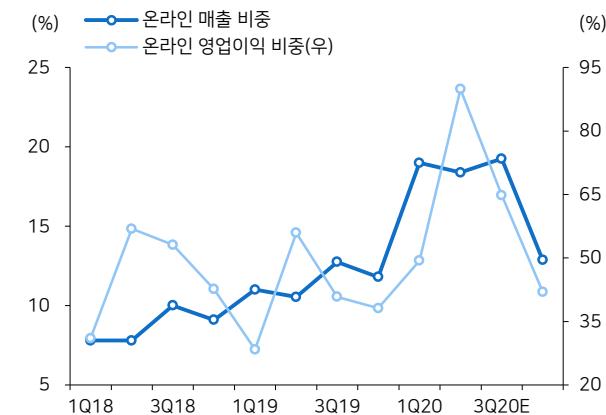
자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한섬 온라인 매출액 추이



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한섬 온라인 실적 기여도 추이



자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

한섬 (020000)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,299.2	1,259.8	1,203.9	1,269.6	1,325.0
매출액증가율 (%)	5.7	-3.0	-4.4	5.5	4.4
매출원가	552.4	508.4	488.7	508.2	528.7
매출총이익	746.8	751.4	715.2	761.3	796.4
판매관리비	655.6	644.8	616.2	653.3	680.9
영업이익	91.2	106.6	99.0	108.1	115.5
영업이익률	7.0	8.5	8.2	8.5	8.7
금융손익	-1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
종속/관계기업손익	-1.9	0.0	0.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	6.9	5.8	6.9	7.1	7.8
세전계속사업이익	95.2	113.5	107.0	115.4	123.5
법인세비용	22.8	28.3	25.7	27.7	29.6
당기순이익	72.4	85.3	81.3	87.7	93.8
지배주주지분 순이익	72.4	85.3	81.5	88.0	94.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	214.9	136.4	102.7	61.3	70.6
당기순이익(손실)	72.4	85.3	81.3	87.7	93.8
유형자산상각비	25.6	37.7	35.6	34.1	34.5
무형자산상각비	15.7	17.0	17.0	14.0	11.4
운전자본의 증감	66.5	-17.8	-23.8	-74.4	-69.1
투자활동 현금흐름	-89.1	-58.9	-93.3	-40.1	-42.5
유형자산의증가(CAPEX)	-8.6	-27.2	-33.5	-35.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-2.7	29.1	-0.0	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-93.7	-86.5	-32.1	-11.0	-12.1
차입금의 증감	-85.2	-40.8	-17.7	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	32.2	-8.9	-22.9	10.2	16.0
기초현금	14.1	46.3	37.4	14.5	24.7
기말현금	46.3	37.4	14.5	24.7	40.7

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	681.1	719.9	741.0	811.1	885.8
현금및현금성자산	46.3	37.4	14.5	24.7	40.7
매출채권	91.8	78.6	74.7	79.9	88.7
재고자산	393.3	447.6	425.2	472.0	514.5
비유동자산	591.6	603.8	576.6	563.7	556.0
유형자산	310.9	337.1	334.5	335.4	338.9
무형자산	88.1	92.8	76.4	62.4	51.1
투자자산	78.7	49.6	49.6	49.8	49.9
자산총계	1,272.7	1,323.6	1,317.5	1,374.7	1,441.8
유동부채	228.3	218.0	147.9	128.5	114.4
매입채무	30.6	37.4	38.6	40.1	42.7
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	59.6	60.7	61.2
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	207.5	189.1	175.6
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	-15.7	-15.7	-15.7
이익잉여금	873.2	948.8	1,009.5	1,085.4	1,166.4
비지배주주지분	0.0	0.0	3.9	3.6	3.3
자본총계	990.7	1,045.6	1,110.0	1,185.6	1,266.2

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	52,749	51,149	48,881	51,545	53,798
EPS(지배주주)	2,940	3,462	3,311	3,573	3,823
CFPS	5,369	6,264	5,985	6,479	6,691
EBITDAPS	5,378	6,548	6,152	6,339	6,551
BPS	40,224	42,450	44,908	47,990	51,278
DPS	400	450	500	550	600
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.7	1.8	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.3	9.1	9.0	8.4	7.8
PCR	6.8	5.0	5.0	4.6	4.5
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	151.5	156.1	161.4
EV/EBITDA	6.0	4.1	3.7	3.5	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.6	8.4	7.6	7.7	7.7
EBITDA 이익률	10.2	12.8	12.6	12.3	12.2
부채비율	28.5	26.6	18.7	16.0	13.9
금융비용부담률	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(X)	40.8	84.1	121.1	671.3	717.7
매출채권회전율(X)	12.3	14.8	15.7	16.4	15.7
재고자산회전율(X)	3.1	3.0	2.8	2.8	2.7

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 간접 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 12 개월간 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	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%
2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근 일 투자등급의 비율	

한섬 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2020.04.22	산업분석	Buy	30,000	하누리	-21.2	-17.8	75,000	한성
2020.05.11	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-5.9	1.1	50,000	
2020.05.25	산업분석	Buy	36,000	하누리	-13.4	-6.7	25,000	
2020.06.08	기업분석	Buy	45,000	하누리	-	-	0	적정주가