



▶ 화장품/섬유의복

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

RA **오지우**

02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	46,000 원
현재주가 (2.8)	35,750 원
상승여력	28.7%
KOSPI	2,746.47pt
시가총액	8,805억원
발행주식수	2,463만주
유동주식비율	54.55%
외국인비중	28.15%
52주 최고/최저가	51,000원/31,550원
평균거래대금	28.9억원
주요주주(%)	
현대홈쇼핑	34.64
국민연금공단	10.00
FIDELITY MANAGEMENT &	8.24
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.2 -10.2 -3.6
상대주가	6.3 7.0 8.5

주가그래프**한섬 020000****4Q21 Review: 견조함 그 자체**

- ✓ 4Q21: 매출액 4,450억원(+15%), 영업이익 517억원(+43%, OPM +2%p)
- ✓ 오프라인: 기저 효과 & 백화점 호조 & 성수기 → 매출액 +13%, 영업이익 +61%
- ✓ 온라인: 고성장(+28%) 지속, 온라인 매출 비중 19%(+2%p)
- ✓ 2022E 역기저 구간 진입 및 신사업 투자 집행 → 영업이익 -9%
- ✓ 화장품 성과 가시화 등 모멘텀 강화 요인 필요

4Q21 전 카테고리 호조

한섬은 2021년 4분기 매출액 4,450억원(+15.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 517억원(+43.2%, OPM 11.6%), 순이익 379억원(+21.7%)을 기록하면서, 시장 기대치를 소폭 상회했다. 채널(온/오프라인)과 제품(캐릭터/캐주얼) 모두 견조했다.

[오프라인] 매출액과 영업이익으로 각각 3,595억원(+12.5%), 312억원(+61.3%)을 시현했다. 기저 효과 및 백화점 트래픽 호조에 기인한다(4Q21 국내 의류 소매판매 +19.4%, 백화점 기성복 +21.6%). 고단가 추동 제품 추가 또한 한 몇 했다.

[온라인] 매출액 855억원(+27.6%)으로 고성장하며, 연결 실적에 19.2%(+2.0%p)를 기여했다. 디지털 마케팅을 통한 신규 고객 유입과 브랜드력 기반의 재구매율 상승이 유기적으로 나타나고 있다. 온라인 확대에 따라 수익성이 향상되고 있기도 하다(OPM +2.3%p, 지급수수료율 -0.2%p 추정).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 46,000원(하향) 제시

2022년은 쉽지 않은 한 해이다(2022E 연결 매출액 Flat, 영업이익 -9%; 온라인 +18.0%, 오프라인 -5.0%). 보복 소비 특수 제거, 해외 여행 재개 따른 내수 소비 이탈, 신규 사업 관련 투자 집행 모두 부담이다.

주가 상승을 위해서는 역기저 영향을 불식시킬만한 모멘텀이 필요하다. 2H22E 화장품 성과가 가시화 될 시, Valuation 확장이 가능하겠다(1H22E 자체 화장품 '오에라' 면세 출점 및 수입 향수 편집숍 'Liquides Perfume Bar' 개점 예정).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	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
2021P	1,387.4	152.2	113.9	4,626	30.6	49,777	7.7	0.7	2.7	9.7	20.9
2022E	1,383.5	138.7	101.3	4,115	-8.6	53,446	8.7	0.7	2.7	8.0	17.5
2023E	1,433.7	147.8	108.1	4,390	6.7	57,345	8.1	0.6	2.5	7.9	17.0

표1 한섬 4Q21 실적 Review

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	445.0	386.6	15.1	296.4	50.2	428.6	3.8	429.1	3.7
영업이익	51.7	36.1	43.2	31.8	62.5	49.6	4.2	46.7	10.7
순이익(지배)	37.9	31.2	21.7	24.4	55.4	44.6	-15.0	37.5	1.1
영업이익률(%)	11.6	9.3	2.3	10.7	0.9	11.6	0.0	10.9	0.7

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

표2 한섬 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021P	2022E	2021E	2022E	2021P	2022E	2021E	2022E
매출액	1,387.4	1,383.5	1,371.5	1,381.4	1.2%	0.1%	1,371.0	1,434.0
영업이익	152.2	138.7	147.2	137.2	3.4%	1.1%	149.8	155.7
순이익	110.9	101.3	113.6	103.9	-2.3%	-2.5%	117.1	121.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한섬 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치		비고
12개월 선행 EPS (원)	4,138	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치	
Target PER (배)	11.5	신세계인터내셔널 2012년 평균 12개월 선행 P/E 평균 적용	
적정가치 (원)	46,000	반올림	
현재주가 (원)	35,750		
상승여력 (%)	28.7		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한섬 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액	271.5	276.6	261.2	386.6	333.3	312.7	296.4	445.0	1,195.9	1,387.4	1,383.5
오프라인	219.9	225.8	211.3	319.6	266.3	250.6	226.1	359.5	976.6	1,102.5	1,047.3
온라인	51.6	50.8	49.9	67.0	67.0	62.0	70.3	85.5	219.3	284.9	336.2
영업이익	29.3	14.1	22.6	36.1	45.2	23.5	31.8	51.7	102.1	152.2	138.7
영업이익률	10.8	5.1	8.6	9.3	13.6	7.5	10.7	11.6	8.5	11.0	10.0
오프라인	15.9	1.4	10.1	19.3	28.5	9.8	14.9	31.2	46.7	84.4	58.0
온라인	13.4	12.7	12.5	16.8	16.8	13.6	16.9	20.5	55.3	67.8	80.7
순이익	21.6	12.7	19.7	31.2	32.6	19.0	24.4	37.9	85.1	113.9	101.3
순이익률	8.0	4.6	7.5	8.1	9.8	6.1	8.2	8.5	7.1	8.2	7.3
(% YoY)											
매출액	-13.1	-2.5	-6.5	0.6	22.8	13.0	13.5	15.1	-5.1	16.0	-0.3
오프라인	-20.9	-11.1	-13.3	-5.7	21.1	11.0	7.0	12.5	-12.4	12.9	-5.0
온라인	50.0	70.0	40.0	47.9	30.0	22.0	41.0	27.6	51.0	29.9	18.0
영업이익	-11.5	-5.5	-6.6	4.9	54.5	65.9	41.0	43.2	-4.2	49.1	-8.9
영업이익률	-0.1	-0.2	0.0	0.7	2.8	2.4	2.1	2.3	0.1	2.4	-0.9
순이익	-10.0	15.0	-1.8	13.9	51.0	49.8	24.1	21.7	3.3	33.9	-11.1

자료: 한섬, 메리츠증권 리서치센터

한섬 (020000)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	1,259.8	1,195.9	1,387.4	1,383.5	1,433.7
매출액증가율 (%)	-3.0	-5.1	16.0	-0.3	3.6
매출원가	508.4	490.2	553.8	559.8	579.3
매출총이익	751.4	705.7	833.6	823.7	854.4
판매관리비	644.8	603.7	681.4	685.0	706.6
영업이익	106.6	102.1	152.2	138.7	147.8
영업이익률	8.5	8.5	11.0	10.0	10.3
금융손익	1.2	1.7	3.4	3.5	3.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	5.8	8.4	-1.0	-0.9	-0.6
세전계속사업이익	113.5	112.2	154.6	141.3	150.8
법인세비용	28.3	27.3	43.7	40.0	42.6
당기순이익	85.3	84.9	110.9	101.3	108.1
지배주주지분 순이익	85.3	85.1	113.9	101.3	108.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	136.4	149.4	174.1	88.4	94.1
당기순이익(손실)	85.3	84.9	110.9	101.3	108.1
유형자산상각비	37.7	34.7	33.3	34.6	35.6
무형자산상각비	17.0	18.3	20.2	17.4	14.4
운전자본의 증감	-17.8	6.6	7.5	-65.0	-64.0
투자활동 현금흐름	-58.9	-147.8	-103.0	-44.9	-51.6
유형자산의증가(CAPEX)	-27.2	-17.1	-51.0	-38.0	-42.0
투자자산의감소(증가)	29.1	-6.0	-2.7	-4.6	-7.1
재무활동 현금흐름	-86.5	5.4	-60.7	-11.0	-12.1
차입금의 증감	-40.8	24.8	-39.5	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-8.9	6.0	10.4	32.5	30.4
기초현금	46.3	37.4	43.4	53.8	86.3
기말현금	37.4	43.4	53.8	86.3	116.7

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	719.9	819.7	844.5	918.2	1,025.7
현금및현금성자산	37.4	43.4	53.8	86.3	116.7
매출채권	78.6	60.2	62.0	65.8	71.0
재고자산	447.6	446.3	415.1	448.3	515.5
비유동자산	603.8	618.9	640.7	631.2	630.4
유형자산	337.1	324.4	366.7	370.1	376.5
무형자산	92.8	122.1	103.0	85.6	71.2
투자자산	49.6	55.5	58.2	62.9	70.0
자산총계	1,323.6	1,438.5	1,485.2	1,549.5	1,656.1
유동부채	218.0	230.9	171.1	144.2	150.1
매입채무	37.4	35.8	37.3	36.1	35.4
단기차입금	2.9	3.3	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	12.7	8.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	60.1	81.6	85.5	86.2	91.0
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	256.6	230.5	241.1
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	-12.8	-12.8	-12.8
이익잉여금	948.8	1,024.3	1,128.3	1,218.7	1,314.7
비지배주주지분	0.0	3.9	2.6	2.6	2.6
자본총계	1,045.6	1,126.0	1,228.7	1,319.0	1,415.0

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	51,149	48,555	56,330	56,171	58,210
EPS(지배주주)	3,462	3,455	4,626	4,115	4,390
CFPS	6,264	6,020	7,277	7,619	7,895
EBITDAPS	6,548	6,296	8,353	7,742	8,029
BPS	42,450	45,559	49,777	53,446	57,345
DPS	450	450	500	550	550
배당수익률(%)	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
(Valuation(Multiple))					
PER	9.1	8.8	7.7	8.7	8.1
PCR	5.0	5.0	4.9	4.7	4.5
PSR	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDA	161.3	155.1	205.7	190.7	197.8
EV/EBITDA	4.1	3.3	2.7	2.7	2.5
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	8.4	7.9	9.7	8.0	7.9
EBITDA 이익률	12.8	13.0	14.8	13.8	13.8
부채비율	26.6	27.8	20.9	17.5	17.0
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	84.1	112.6	266.6	1,127.3	1,201.4
매출채권회전율(X)	14.8	17.2	22.7	21.7	21.0
재고자산회전율(X)	3.0	2.7	3.2	3.2	3.0

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 업무 시의 설득하게 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 협력 업이 본사 대여 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관리사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
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	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한섬 (020000) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2020.04.22	산업분석	Buy	30,000	하누리	-21.2	-17.8		
2020.05.11	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-5.9	1.1		
2020.05.25	산업분석	Buy	36,000	하누리	-13.4	-6.7		
2020.06.08	기업분석	Buy	45,000	하누리	-26.9	-4.2		
2021.04.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-15.0	-10.8		
2021.05.10	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-19.7	-7.3		
2021.07.09	산업브리프	Buy	53,000	하누리	-25.4	-22.5		
2021.08.17	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-22.1	-17.8		
2021.10.12	산업브리프	Buy	52,000	하누리	-25.5	-15.5		
2022.01.12	기업브리프	Buy	49,000	하누리	-28.5	-22.9		
2022.02.08	기업브리프	Buy	46,000	하누리	-	-		

The chart illustrates the price movement of Hanseong (한섬) over a two-year period. The fair value (blue line) starts at 30,000 in April 2020 and rises steadily to approximately 46,000 by February 2022. The actual price (grey line) follows a similar upward trend but remains consistently below the fair value, starting around 25,000 and ending near 30,000.

