

한섬 (020000/매수)

의류

서서히 주목해야 할 시점

4Q12 실적 review: 따져보면 양호한 실적

회계기준 변경으로 예상보다 저조한 실적을 발표했다. 매출액 1,700억원(+3% yoy), 영업이익 230억원(-34.3% yoy)이다. 하지만 회계기준 변경 효과(뒷 페이지 참조) 제거 시 매출액 1,730억원, 영업이익 370억원(영업이익률 21.4%)으로 추정돼 컨센서스에 대체로 부합한 실적이라고 판단한다. 4Q12 실적의 긍정적인 점은 1) 국내 의류소비 부진에도 불구하고 자체 브랜드 매출액이 7% 가까이 성장했다는 점이다. 안정적인 고객 베이스와 높은 브랜드 로열티가 빛을 발했다. 2) 탁월한 재고자산 관리 역량을 바탕으로 높은 이익률을 수성했다는 점이다.

2013년, 좋은 일만 남았다

2013년 매출액 6.1%, 영업이익 26.4%, 순이익 28.3% 성장할 전망이다. 상반기까지는 발렌시아가를 비롯한 브랜드 이탈 영향으로 매출 성장이 거의 없을 것으로 보이지만 하반기 이후 수입 브랜드 신규 런칭 및 기저효과에 의한 고성장이 예상된다. 현재 Elizabeth & James (3월 말), IRO (F/W 시즌) 런칭이 확정되었고, 2013년 중 4개 이상의 수입 브랜드 런칭을 계획하고 있다.

영업이익률은 2.7%p 반등할 것으로 예상된다. 가장 큰 이유는 원단처분손실 규모가 대폭 줄어들기 때문이다. 2012년에는 4개년 치 원단처분손실 80억원을 집중적으로 인식해 이익률이 급락했다. 또한 원/엔, 원/유로 환율 하락으로 수입원단 가격 하락 효과가 있을 것으로 예상되고, 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과도 발생할 전망이다.

투자의견 매수로 상향, 목표주가 34,000원으로 상향

한섬에 대한 투자의견을 Trading Buy에서 매수로 상향하고, 실적추정 변경을 반영해 목표주가를 32,000원에서 34,000원으로 상향 조정한다. 투자포인트는 1) **자체 여성복 브랜드의 높은 로열티와 이익 방어력**을 바탕으로 안정적 실적 증가가 가능한 점, 2) 지속적인 신규 브랜드 런칭에 따른 **수입 브랜드 사업의 고성장성**, 3) Valuation 매력이다. 지분법이익을 포함한 2013F 기준 PER은 7.9배로, KOSPI(9.6배) 및 의류업종 대표주인 LG패션(8.9배) 대비 10% 이상 할인되어 거래되고 있다. 4) **2월 말부터 백화점 판매 및 한섬의 매출액이 회복세**를 보이고 있어 단기적인 주가 catalyst로도 작용할 수 있다. 반면, 리스크 요인은 수입 브랜드 사업의 규모 및 경험이 경쟁사 대비 열위에 있어 성과가 더디게 발생할 가능성이다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	447	80	17.9	68	2,753	89	57	13.3	6.7	0.8	4.0
12/11	489	94	19.2	81	3,269	111	34	14.0	9.1	1.2	5.6
12/12P	490	70	14.3	63	2,560	77	61	9.8	11.5	1.1	7.4
12/13F	519	88	17.0	81	3,284	98	42	11.5	8.1	0.9	4.7
12/14F	563	100	17.7	91	3,695	110	55	11.7	7.2	0.8	3.8

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 한섬, KDB대우증권 리서치센터

이혜미

02-768-3066

amy.lee@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Upgrade
목표주가(원, 12M)	34,000
현재주가(13/03/07, 원)	26,700
상승여력(%)	27.3
EPS 성장률(13F, %)	28.3
MKT EPS 성장률(13F, %)	19.4
P/E(13F, x)	8.1
MKT P/E(13F, x)	9.6
KOSPI	2,004.4
시가총액(십억원)	658
발행주식수(백만주)	25
60D 일평균 거래량(천주)	96
60D 일평균 거래대금(십억원)	3
배당수익률(13F, %)	2.1
유동주식비율(%)	54.6
52주 최저가(원)	21,650
52주 최고가(원)	39,250
베타(12M, 일간수익률)	0.53
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.5
외국인 보유비중(%)	22.4

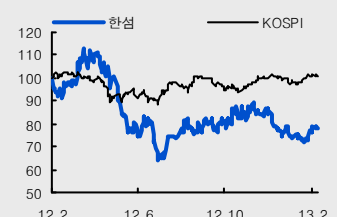
주요주주

현대홈쇼핑(34.64%)

FID Low Priced Stock Fund 외 1인(9.47%)

국민연금관리공단(9.33%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	-1.1	-15.2
상대주가	2.2	-5.0	-16.4



■ 2012년 회계기준 변경 내용

1) 한섬은 정상 매장에서 100만원 이상 구매 시 5만원권 쿠폰을 제공하고 있다. 기존에는 쿠폰 매출을 매출액으로 인식한 후 판매비에서 비용 처리하였으나 회계기준 변경으로 매출액에서 직접 차감하게 되었다. 연 100억원 수준의 쿠폰 매출액이 감소하며, 판매비용은 소폭 하락하는 효과가 있다. 영업이익 및 순이익에는 영향을 주지 않는다.

2) 영업외비용으로 처리되던 재고자산 처분손실이 매출원가에 포함되는 것으로 변경되었다. 한섬은 타이트한 재고 관리를 위해 3년차 제품 재고는 소각하는 정책을 취하고 있으며, 매년 2, 4분기에 처분손실을 인식한다. 2012년 4분기에는 원재료 재고 처분 손실도 발생하였는데, 4년 치 재고를 한꺼번에 처분하면서 일시적으로 비용이 크게 증가했다.

표 1. 한섬의 4Q12 실적 발표

(십억원, %)

	4Q11	4Q12P				성장률(YoY)
		실제치	회계기준 변경 전	KDB 대우 예상	컨센서스	
매출액	165.0	170.0	173.0	178.8	179.4	3.0
영업이익	35.0	23.0	37.0	42.4	37.8	-34.3
세전이익	42.0	28.0	28.0	36.9	34.1	-33.4
순이익	32.8	23.1	23.1	28.1	25.4	-29.6
영업이익률	21.2	13.5	21.4	23.7	21.1	-
순이익률	19.9	13.6	13.6	15.7	14.2	-

주: 2012년 4분기 매출액 및 영업이익 실제치는 한섬 제공 근사치, 회계기준 변경 전 수치는 대우 추정치

자료: 한섬, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 한섬의 분기별 실적 전망

(십억원, %)

	2012P	2013F					증가율
	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	
매출액	489.6	131.2	110.9	90.1	187.1	519.3	6.1
영업이익	69.8	22.9	15.3	12.5	37.6	88.2	26.4
세전이익	80.1	26.4	19.1	16.7	42.8	105.0	31.1
순이익	63.0	20.4	14.7	12.9	33.0	80.9	28.3
영업이익률	14.3	17.4	13.8	13.8	20.1	17.0	-
순이익률	12.9	15.5	13.2	14.3	17.6	15.6	-

주: 2012년 분기별 데이터가 없어 2013년 분기 실적 증가율 기재하지 않음

자료: 한섬, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 3. 2012~2014년 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전			변경후			변경률			증감률	
	12P	13F	14F	12P	13F	14F	12P	13F	14F	13F	14F
매출액	498	526	577	490	519	563	-1.7	-1.3	-2.5	6.1	8.4
영업이익	83	97	107	70	88	99	-16.0	-8.6	-7.4	26.4	12.7
세전이익	89	103	116	80	105	118	-10.1	2.4	2.2	31.1	12.5
순이익	68	78	88	63	81	91	-7.3	3.3	3.2	28.3	12.5
영업이익률	16.7	18.3	18.6	14.3	17.0	17.7	-	-	-	-	-
순이익률	13.7	14.9	15.3	12.9	15.6	16.2	-	-	-	-	-

주: 매출액 및 영업이익 추정 변경은 주로 회계기준 변경 때문

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

한섬 (020000)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
매출액	489	490	519	563
매출원가	182	205	200	212
매출총이익	307	285	320	351
판매비와관리비	213	215	231	252
조정영업이익	94	70	88	100
영업이익	94	70	88	100
비영업손익	15	10	17	19
순금융비용	-6	-7	-10	-12
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	109	80	105	118
계속사업법인세비용	29	17	24	27
계속사업이익	81	63	81	91
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	81	63	81	91
지배주주	81	63	81	91
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	83	64	81	92
지배주주	83	64	81	92
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	111	77	98	110
FCF	34	61	42	55
EBITDA마진율 (%)	22.2	15.7	18.8	19.5
영업이익률 (%)	19.2	14.3	17.0	17.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.1	12.9	15.6	16.2

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	45	96	53	66
당기순이익	109	75	81	91
비현금수익비용가감	8	7	17	19
유형자산감가상각비	8	7	10	10
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-6	-3	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-47	41	-20	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-7	-3	-5
재고자산 감소(증가)	-42	4	-13	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	20	3	4
법인세납부	-25	-26	-24	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	-16	-100	-5	-3
유형자산처분(취득)	-14	-9	-15	-15
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	-78	0	0
기타투자활동	-6	-13	10	13
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-8	-11	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-10	-10	-12
기타재무활동	0	1	-1	-1
현금의증가	20	-11	38	51
기초현금	81	101	90	128
기말현금	101	90	128	178

자료: 한섬, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
유동자산	358	396	450	521
현금 및 현금성자산	101	90	128	178
매출채권 및 기타채권	55	53	56	61
재고자산	176	169	182	197
기타유동자산	4	4	4	5
비유동자산	338	357	378	393
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	77	81	86	91
무형자산	3	3	3	3
자산총계	696	753	828	913
유동부채	71	70	74	79
매입채무 및 기타채무	42	41	43	47
단기금융부채	4	5	5	5
기타유동부채	25	24	26	28
비유동부채	11	16	16	16
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	11	16	16	16
부채총계	82	86	90	95
지배주주지분	614	668	739	818
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	505	558	628	707
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	614	668	739	818

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12P	12/13F	12/14F
P/E (x)	9.1	11.5	8.1	7.2
P/CF (x)	8.3	10.3	7.3	6.5
P/B (x)	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	5.6	7.4	4.7	3.8
EPS (원)	3,269	2,560	3,284	3,695
CFPS (원)	3,582	2,859	3,672	4,104
BPS (원)	25,741	26,999	29,882	33,105
DPS (원)	470	470	550	600
배당성향 (%)	12.8	16.4	14.9	14.5
배당수익률 (%)	1.6	1.6	2.1	2.3
매출액증가율 (%)	12.1	0.2	6.1	8.4
EBITDA증가율 (%)	24.8	-30.7	26.4	12.0
영업이익증가율 (%)	34.7	-25.6	18.9	12.7
EPS증가율 (%)	18.7	-21.7	28.3	12.5
매출채권 회전율 (회)	11.7	10.7	11.3	11.4
재고자산 회전율 (회)	3.2	2.8	3.0	3.0
매입채무 회전율 (회)	25.5	24.7	26.0	26.2
ROA (%)	12.3	8.7	10.2	10.5
ROE (%)	14.0	9.8	11.5	11.7
ROIC (%)	30.9	20.7	24.7	25.6
부채비율 (%)	13.3	12.8	12.1	11.7
유동비율 (%)	504.8	569.0	612.1	656.9
순차입금/자기자본 (%)	-19.4	-24.7	-27.4	-31.0
영업이익/금융비용 (x)	205.6	139.6	180.1	203.0

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(□))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

