



2021년 10월 14일 | Equity Research

# 섬유/의복

## 3Q21 Pre: 업체별 실적 개선 차별화

### 3분기 F&F, 한섬 양호한 실적

3분기 브랜드 업체들은 개별 업체들의 마이크로적 요소에 의해 차별화될 것으로 예상된다. F&F는 국내와 중국에서 모두 기대 이상 실적 개선세를 이어가며 압도적인 실적 모멘텀을 전망한다. 한섬은 8월 중순부터 의류 매출이 회복세를 보이며 14%의 안정적인 매출 성장세를 기록할 것으로 보인다. 반면, 휠라홀딩스와 신세계인터내셔널은 시장기대치를 하회할 것으로 전망한다. 신세계인터내셔널은 국내의류/생활용품 적자 폭 확대로 이익 증가폭이 둔화될 것으로 예상된다. 한세실업은 베트남 락다운 영향 가동률 급감과 고정비 부담이 가중되며 수익성 저하가 불가피하다.

### 의류주 여전이 매력적

7월부터 코로나19 재확산이 악화되면서 소비 둔화 우려와 오프라인 트래픽 부진으로 실적 불확실성이 확대되었고, 주가 모멘텀 또한 제한적이었다. 하지만, i) 매크로 측면에서 소비심리가 9월 상승 전환했고, ii) 의류 업체들의 주 유통망인 백화점 매출도 9월로 갈수록 높은 성장세를 기록하고 있어, 4분기 의류 성수기에 따른 실적모멘텀을 기대해 볼만 하다. iii) 중장기적 우려는 있을 수 있지만, 단기적으로는 주가가 제반 우려를 모두 선반영하고 있고, 낮게 떨어져 있는 상태기 때문에 밸류에이션 부담도 없는 상황이다.

### Top Pick: F&F, 한섬/한세실업 관심 필요

의류업종 Top Pick은 **F&F(TP 86→100만원)**다. 높은 브랜드 인지도 기반 국내외 강한 실적 모멘텀이 지속되고 있고, 중국 사업은 잠재 성장 여력이 크다. 단기적으로는 국내 위드 코로나 진입과 소비심리 개선으로 내수 의류 업체들 실적 모멘텀이 돋보일 수 있다. 여성캐주얼 부문의 견고한 브랜드 파워 기반 안정적인 성장세를 기록하고 있는 **한섬(BUY, TP 5만원)**에 관심이 필요하다. 베트남 봉쇄 조치 완화와 OEM 업황 호조 최대 수혜를 받을 것으로 예상되는 **한세실업(TP 2.4→3만원)**도 관심 종목이다.

### Earnings Preview

## Overweight

#### Top Pick 및 관심종목

| 종목명          | 투자의견 | TP(12M)        | CP(10월13일) |
|--------------|------|----------------|------------|
| F&F(383220)  | BUY  | 1,000,000원(상향) | 841,000원   |
| 한섬(020000)   | BUY  | 50,000원(신규)    | 40,050원    |
| 한세실업(105630) | BUY  | 30,000원(상향)    | 24,650원    |



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs02014@hanafn.com

# CONTENTS

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>1. 의류업체 주가 모멘텀과 투자전략</b>    | <b>2</b>  |
| 1) 의류주 여전히 매력적                 | 2         |
| 2) 의류 업종 3분기 실적 시장기대치 소폭 하회 전망 | 2         |
| <b>2. 업황 점검</b>                | <b>4</b>  |
| 1) 브랜드: 회복되고 있는 소비심리           | 4         |
| 2) OEM: 최악은 벗어났다               | 5         |
| <b>3. 주요 업체 실적 동향</b>          | <b>7</b>  |
| 1) F&F: 거침없는 중국 성장세            | 7         |
| 2) 휠라홀딩스: 어둠의 시기를 지나는 중        | 9         |
| 3) 신세계인터내셔널: 시장기대치 하회 전망       | 10        |
| 4) 한섬: 더욱 돋보이는 브랜드 경쟁력         | 11        |
| 5) 한세실업: 나아질 일만 남았다            | 12        |
| <b>Top Pick 및 관심종목</b>         | <b>14</b> |
| F&F(383220)                    | 15        |
| 한세실업(105630)                   | 18        |
| 한섬(020000)                     | 21        |

## 1. 의류업체 주가 모멘텀과 투자전략

### 1) 의류주 여전이 매력적

8월 중순 이후 의류 소비 회복,  
4분기 실적 모멘텀 기대

상반기에는 소비심리가 빠르게 회복되는 환경에서 주요 판매 채널인 백화점 판매가 빠르게 반등하며 의류 소비는 가파른 회복세를 보였다. 이에 대부분의 의류 업체들은 기대치를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 7월부터 코로나19 재확산이 악화되면서, 소비 둔화 우려와 오프라인 트래픽 부진으로 실적 불확실성이 확대되었고, 주가 모멘텀 또한 제한적이었다. 하지만, i) 매크로 측면에서 소비심리가 9월 상승 전환했고, ii) 의류 업체들의 주 유통망인 백화점 매출도 9월로 갈수록 높은 성장세를 기록하고 있어, 4분기 의류 성수기에 따른 실적모멘텀을 기대해 볼만 하다. iii) 중장기적 우려는 있을 수 있지만, 단기적으로는 주가가 제반 우려를 모두 선반영하고 있고, 낮게 떨어져 있는 상태기 때문에 밸류에이션 부담도 없는 상황이다.

### 2) 의류 업종 3분기 실적 시장기대치 소폭 하회 전망

#### ① 브랜드: 펀더멘탈 기반한 실적 차별화

3분기 브랜드력 기반한 실적 차별화

브랜드 의류 업체들은 3분기가 계절적 비수기임을 감안, 전반적으로 2분기 대비 실적이 둔화되는 모습을 보일 전망이다. 하지만 그 중에서도 F&F는 국내외 높은 실적모멘텀이 돋보이며 3분기 YoY 465% 증익이 가능할 전망이다. 한섬은 8월 중순부터 의류 매출이 회복세를 보이며 14%의 안정적인 매출 성장세를 기록할 것으로 보인다. 반면, 휠라홀딩스는 본업인 미국과 국내 부문의 실적 가시화가 지연되고 있다. 하반기부터는 Acushnet가 역성장 구간에 진입하며, 실적 및 주가모멘텀 모두 제한적인 상황이다. 신세계인터내셔널은 견조한 해외브랜드(해외의류+수입화장품) 성장에도 불구하고, 국내의류/생활용품 적자 폭 확대로 이익 증가폭이 둔화될 것으로 예상된다. 실적 차별화 요인은 결국 '브랜드력'이다. 높은 브랜드 로열티 기반 안정적인 매출 확보가 가능하며 할인가격 정책의 필요성이 제한적이어서 수익성 확보도 용이하기 때문이다. 높은 브랜드력 기반 국내외 강한 실적모멘텀이 돋보이는 F&F(TP 100만원)을 Top Pick으로 추천하며, 안정적인 실적개선에도 밸류에이션 저점에 있는 한섬(TP 5만원)에 주목할 필요가 있다.

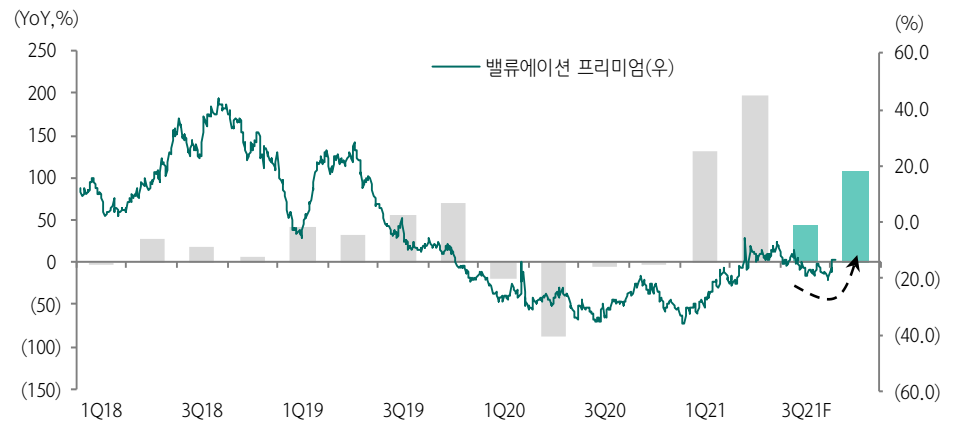
#### ② OEM: 3분기 실적 부진 불가피

베트남 락다운 영향, 3분기 실적 부진 불가피

3분기 OEM 업체들 실적은 예상보다 부진할 것으로 전망한다. 7월 중순부터 시작된 베트남 락다운 영향 의류 OEM사들의 3분기 베트남 법인 가동률은 10~20% 수준에 불과하기 때문이다. 가동률 하락으로 인한 고정비 부담까지 가중되며 3분기 실적은 성수기임에도 불구하고 연중 가장 부진할 것으로 예상된다. 하지만, 전방업황은 지속해서 강한 재고확충(re-stocking) 구간에 있기 때문에 업황 호황에 따른 실적 모멘텀은 4분기부터 부각될 전망이다. 베트남 봉쇄 조치 완화와 OEM 업황 호조 최대 수혜를 받을 것으로 예상되는 한세실업(TP 3만원)에 관심이 필요하다.

그림 1. 의류업체들 이익모멘텀 및 밸류에이션 프리미엄 추이

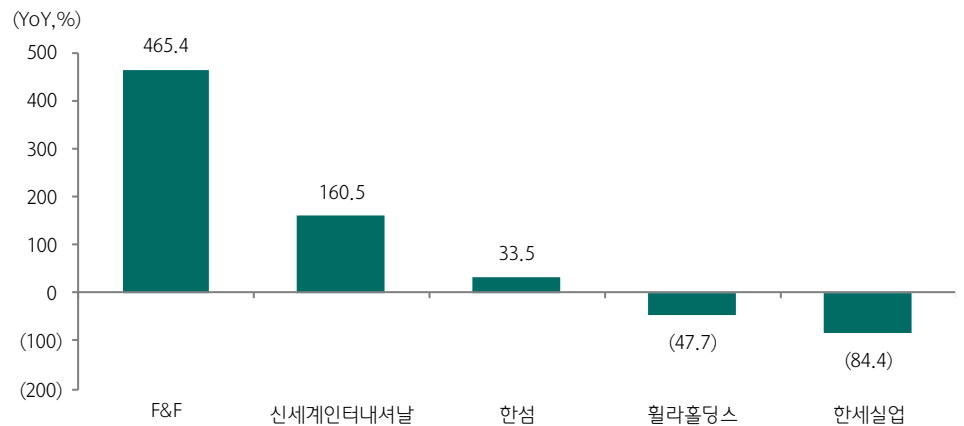
밸류에이션은 다시 여유로운 구간에 진입



주: F&F, 신세계인터내셔널, 한성, LF, 한세실업, 영원무역, 화승엔터프라이즈 합산 영업이익 사용  
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 2. 업체별 3Q21 영업이익 증가율 전망

F&F, 압도적 실적 모멘텀



자료: 하나금융투자

## 2. 업황 점검

### 1) 브랜드: 회복되고 있는 소비심리

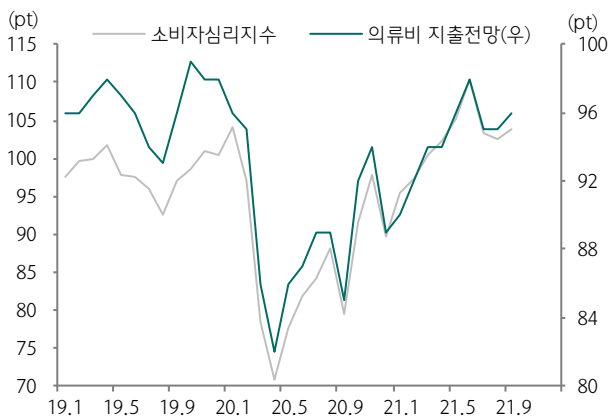
#### 9월 소비심리 상승 전환

9월 소비자심리지수가 전월대비 1.3p 상승한 103.8를 기록하며, 두 달 만에 소폭 개선되는 모습을 보였다. 의류비지출전망CSI 경우에도 전월대비 1p 상승한 96를 기록했다. 의류 업체들의 주 유통망인 백화점 매출은 8월 YoY 13% 증가했다. 7월 중순부터 시작된 코로나19 재확산에도 불구하고 매출이 빠르게 회복하는 모습을 보였다. 9월 백화점 매출은 명품/패션 카테고리 중심 8월 대비해서 빠른 반등세를 보이고 있는 것으로 파악된다. 7월 이후 코로나19 재확산과 그에 따른 실적 불확실성으로 주가 흐름이 부진했던 의류 업체들에게는 긍정적 시그널이다.

#### 국내 '위드 코로나' 감안, 4분기 의류 매출 성수기 기대

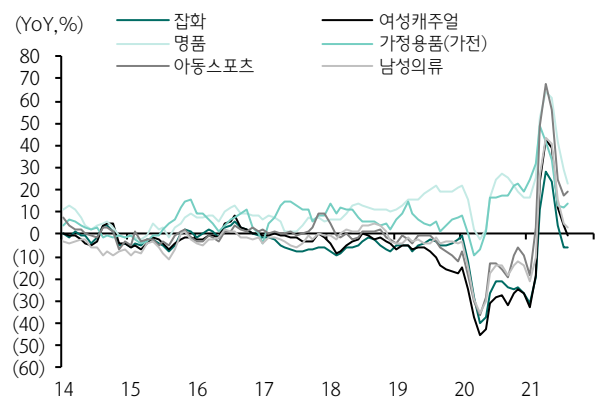
내수 의류 업체들은 글로벌 여행 재개시 피해가 예상되지만, 최근 각 국가별 상황을 볼 때 글로벌 여행 재개 시기는 아직 불투명하다. 반면, i) 매크로 측면서 소비심리가 9월 상승 전환했고, ii) 의류 업체들의 주 유통망인 백화점 매출도 9월로 갈수록 높은 성장세를 기록하고 있다. 국내 '위드 코로나'까지 감안 시 4분기 의류 매출 성수기를 기대해 볼 만 하다.

그림 3. 소비자심리지수와 의류비 지출전망 추이



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 4. 백화점 상품군별 매출(3MA)



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

## 2) OEM: 최악은 벗어났다

### 베트남 락다운 조치 완화

베트남 정부는 3개월 만에 호치민 외에 남부 18개 성에 대한 락다운 조치를 10월 1일부로 완화했다. 베트남 정부는 코로나 일일 확진자와 중증 환자 및 사망자 수, 백신 접종률 등을 고려해 단계적 완화를 진행할 것으로 전망된다. 실제로 한세실업의 베트남 TN과 VN법인은 오픈을 한 상태이고, TG 법인도 곧 재개할 예정이다. 직원들의 출근 여부에 따라 달라지겠지만, 가동률은 11월부터 점진적으로 개선될 것으로 예상된다.

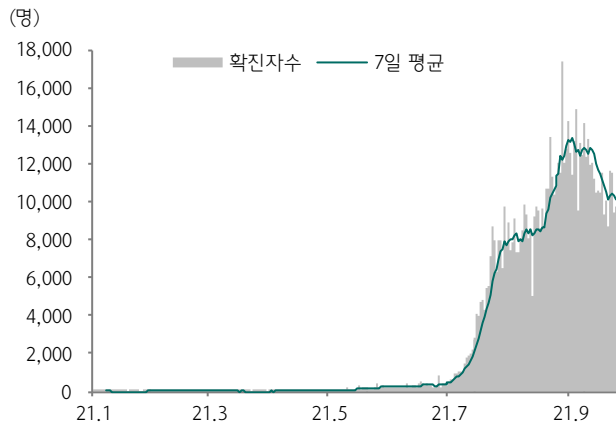
베트남에 생산기지를 보유하고 있는 의류 OEM 업체들의 경우 전방 수요 회복세에도 불구하고 3분기 생산 차질을 겪었다. 한세실업의 경우에도 7월 15일부터 9월말까지 생산비중의 53%를 차지하는 베트남 공장 가동이 중단되었고, 이에, 3분기 베트남 공장의 가동률은 10~20% 수준에 불과하다. 피어그룹인 대만 업체 Makalot의 경우에도 7월 매출은 37% 증가했으나, 코로나19 타격이 심화되었던 8월 매출은 12% 감소했고, 9월은 7% 감소하였다. 한세실업도 Makalot과 마찬가지로 유사한 흐름을 보일 것으로 추정한다.

### 미국 전방 업황 양호, Re-stocking 수요 지속

다만, 주요 전방 시장인 미국 의류 소매 판매, 소매 재고 지표는 양호한 상황이다. 8월 미국 내 의류 소매 판매액은 YoY 39% 증가했다. 판매액 증감률은 3월 이후 연속 상승세를 기록하고 있다. 재고 증감률은 7월 기준 YoY -2%를 기록했다. 재고 감소는 지난 9월 YoY -12% 이후 지속적으로 감소하고 있다. 판매액과 재고 동향에서 유추할 수 있는 점은 i) 판매액이 여전히 40% 수준의 높은 증가율을 보이고 있고, ii) 지속적인 재고 감소에 따른 re-stocking(재고확충) 방향성이 지속되고 있다는 점이다. 7월 기준 재고는 판매액 대비 1.9배 수준으로 여전히 낮으며, 회복되는 매출증가만큼 재고자산증가율이 뒤따를 전망이다. 이는 OEM업체로의 오더 증가에 대한 긍정적 전망이다.

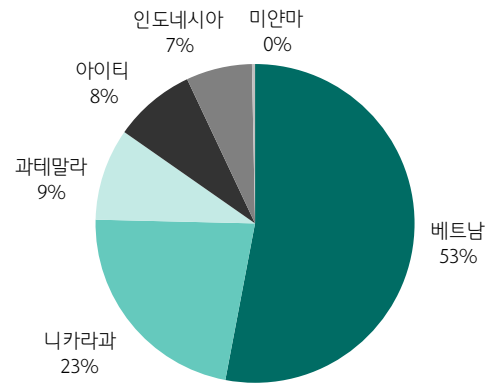
베트남 일일 확진자 수는 9월 초를 기점으로 고점을 지난 것으로 보이며, 10월 10일 기준 베트남 백신 접종자는 전체 인구의 16%, 1차 접종완료자는 40%에 달한다. 더 이상의 봉쇄 완화 조치는 없을 것으로 판단한다. 무엇보다 전방 산업의 오더 증가세가 가파르게 회복되고 있기 때문에 11월부터 점진적으로 공장 가동이 재개되고, 동절기 신규 오더 발주가 급증하게 된다면 4분기 한세실업의 매출과 영업이익은 예년 4분기 대비해서 가장 높을 것으로 전망한다. 베트남 락다운 완화로 의류 업황 회복에 대한 레버리지 효과가 큰 한세실업의 수혜가 클 것으로 보인다. 환율과 면화 가격 상승 또한 우호적 조건이다.

그림 5. 베트남 일일 코로나19 확진자 수 추이



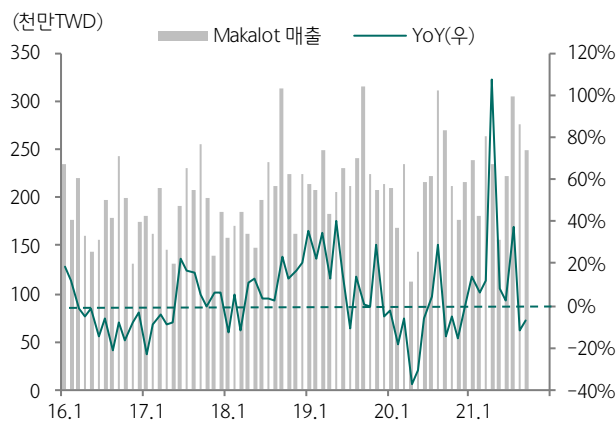
자료: CEIC, 하나금융투자

그림 6. 한세실업 지역별 매출 비중



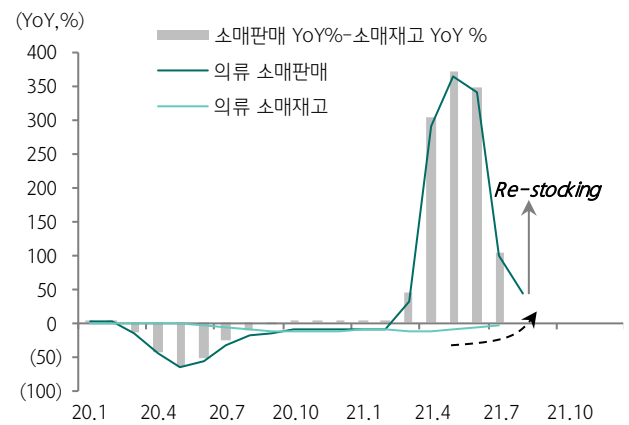
자료: 한세실업, 하나금융투자

그림 7. Makalot 월별 매출



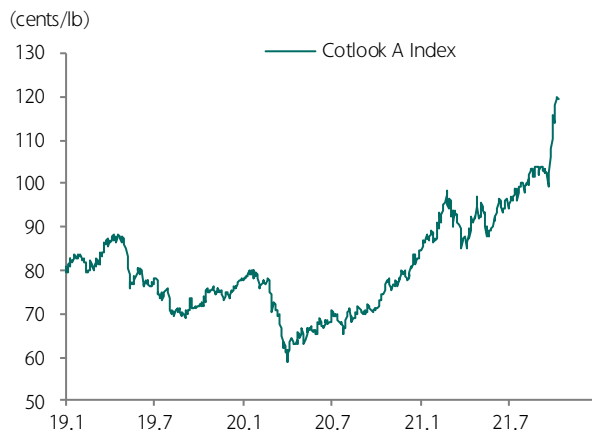
자료: Makalot, 하나금융투자

그림 8. 미국 소매판매와 재고 증감을 추이



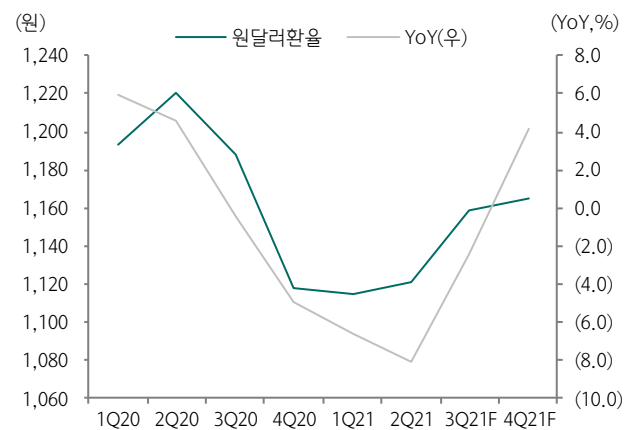
자료: US Census Bureau, 하나금융투자

그림 9. 면화 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### 3. 주요 업체 실적 동향

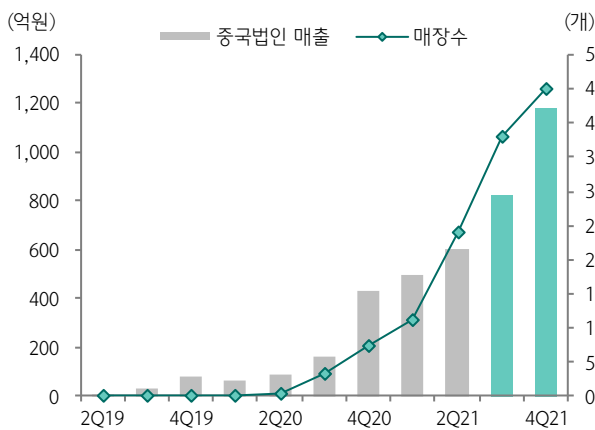
#### 1) F&F: 거침없는 중국 성장세

##### 3분기 영업이익 730억원 전망

3분기 연결 영업이익은 전년 동기대비 479% 성장한 730억에 달할 것으로 전망이다. 중국 매장수 확대 효과에 의한 견조한 실적 모멘텀이 지속되는 가운데, 국내에서도 전 브랜드/카테고리/채널이 모두 성장세를 이어나갈 것으로 예상되기 때문이다.

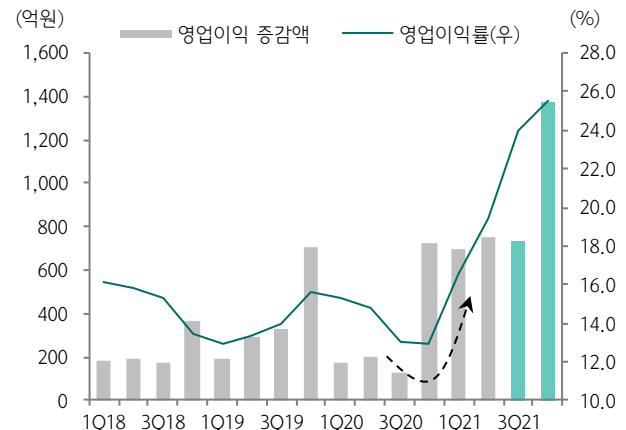
MLB 매출은 비수기임에도 불구하고 견조한 브랜드력 기반 YoY 83% 성장할 전망이다. 순수 내수 매출은 25%, 면세 매출은 50% 증가할 것으로 예상된다. MLB 키즈 또한 28% 높은 성장세를 달성할 것으로 예상된다. 디스커버리 매출은 7~8월 거리두기 강화 영향으로 성장률이 소폭 둔화되는 분위기였지만, 8월 중순부터 빠르게 성장세로 돌아서는 모습이다. 중국 법인 매출은 대리점 출점 효과가 가속화되며 825억원(YoY 406%) 달성이 가능할 전망이다. 3분기말 기준 중국 점포수는 380개(대리점 362개, 직영점 18개)까지 증가한 것으로 파악된다. 2분기 말 중국 매장수가 240개였다는 것을 감안 시 공격적인 출점 속도(점포수 QoQ +141개, YoY +348개). 출점 확대가 그대로 실적 개선으로 이어지고 있다. 폭발적인 수요 성장에 비롯해 출점 속도는 추가적으로 상향될 가능성이 높다. 과거 베이직하우스는 중국에서 최대 1,800개까지 매장수를 확대시켰고, 안타의 월라 매장수가 현재 2,000개라는 점을 감안 시 F&F의 중장기적인 매장 수 확대 여력은 충분히 남아있다고 판단한다. 점포수 확대가 외형성장으로 이뤄지는 영업레버리지 구간에 진입하였기 때문에 영업이익률은 26%에 달할 것으로 기대한다.

그림 11. 중국 매장수 확대는 매출 성장으로 이어지는 모습



자료: F&F, 하나금융투자

그림 12. 영업이익 증감액과 영업이익률



주: 영업이익률 4개월 이동평균  
자료: F&F, 하나금융투자



표 1. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

|                | 1Q20  | 2Q20    | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21P | 3Q21F | 4Q21F | 2021년 |
|----------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출             | 166   | 167     | 160   | 345   | 838   | 278   | 312   | 278   | 508   | 1,376 |
| 국내             | 158   | 155     | 158   | 325   | 795   | 266   | 281   | 251   | 474   | 1,271 |
| MLB            | 76    | 75      | 93    | 126   | 371   | 147   | 186   | 171   | 236   | 741   |
| MLB Kids       | 16    | 14      | 13    | 18    | 61    | 22    | 18    | 16    | 21    | 77    |
| Discovery      | 64    | 64      | 51    | 180   | 359   | 96    | 76    | 62    | 215   | 449   |
| Stretch Angels | 2     | 1       | 1     | 1     | 4     | 1     | 1     | 1     | 1     | 4     |
| 해외             | 12    | 14      | 26    | 54    | 106   | 60    | 70    | 91    | 131   | 352   |
| 홍콩             | 5     | 4       | 5     | 9     | 23    | 10    | 10    | 9     | 12    | 40    |
| 상해             | 6     | 9       | 16    | 43    | 75    | 50    | 61    | 83    | 119   | 311   |
| 영업이익           | 17    | 20      | 13    | 72    | 123   | 69    | 75    | 73    | 137   | 355   |
| 세전이익           | 19    | 20      | 12    | 69    | 120   | 74    | 75    | 73    | 137   | 359   |
| 순이익            | 14    | 14      | 8     | 49    | 85    | 55    | 56    | 54    | 101   | 267   |
| 매출(YoY,%)      | 2.0   | -17.2   | -26.3 | 4.7   | -8.0  | 67.3  | 87.3  | 74.1  | 47.2  | 64.3  |
| 국내             | 1.0   | -19.7   | -22.6 | 1.6   | -8.9  | 68.2  | 81.5  | 58.8  | 45.8  | 59.8  |
| MLB            | 2.0   | -34.3   | -27.5 | -1.0  | -16.7 | 93.0  | 148.3 | 83.2  | 87.7  | 99.9  |
| MLB Kids       | -30.0 | -35.0   | -32.0 | -31.2 | -32.0 | 36.0  | 24.0  | 28.0  | 14.2  | 25.0  |
| Discovery      | 12.0  | 27.3    | -4.2  | 10.6  | 11.0  | 50.0  | 17.5  | 22.0  | 19.7  | 25.0  |
| Stretch Angels | 1.5   | -82.0   | -78.8 | -79.6 | -70.0 | -50.0 | 20.0  | 50.0  | 70.5  | 2.0   |
| 해외             | 54.3  | 20.5    | 57.8  | 208.1 | 99.1  | 390.7 | 413.6 | 253.6 | 141.0 | 232.3 |
| 홍콩             | -32.8 | -50.0   | -38.2 | 30.8  | -24.0 | 124.4 | 118.9 | 80.0  | 27.2  | 74.4  |
| 상해             |       | 2,501.5 | 400.3 | 421.8 | 527.2 | 684.7 | 598.4 | 405.9 | 174.5 | 317.6 |
| 영업이익(YoY,%)    | -8.4  | -29.2   | -61.2 | 2.5   | -18.7 | 299.7 | 268.1 | 478.6 | 90.5  | 189.7 |
| 세전이익(YoY,%)    | 1.4   | -31.9   | -62.8 | -1.3  | -20.3 | 282.2 | 278.3 | 493.5 | 99.2  | 198.4 |
| 순이익(YoY,%)     | -3.8  | -33.1   | -64.9 | -2.7  | -22.4 | 299.7 | 299.4 | 537.9 | 106.9 | 212.6 |

주: 2020년 인적분할 전 기준  
자료: F&F, 하나금융투자

## 2) 필라홀딩스: 어둠의 시기를 지나는 중

3분기 연결 매출과 영업이익은 전년 동기 대비 6%, 48% 감소한 8,622억원과 814억원 수준을 전망한다. 필라 국내 사업부문 매출은 오프라인 트래픽 부진 영향 6% 역신장을 예상한다. 반면, 필라 미국 사업부문 매출은 15% 성장, Full Prospect 디자인수수료도 25%의 높은 성장세를 기록할 것으로 기대한다. 수익성 측면에서 여전히 높은 저가 채널 비중과 물류 비용/제조 원가 부담이 가중되고 있어 마진 훼손이 불가피할 전망이다(미국 부문 OPM 2% 추정). 로열티 부문은 주요 시장인 유럽이 코로나19 상황에서 빠르게 정상화되면서 매출이 회복된 것으로 보인다. 하반기부터는 자회사 Acushnet 매출과 이익 모두 역성장할 것으로 전망한다. 전년도 역기지 부담으로 매출이 감소할 것으로 예상되며, 수익성 측면에서도 물류 및 공급망 불확실성이 확대되며 감익이 불가피할 것으로 본다.

Acushnet 수익성 측면 불확실성을 반영, 실적추정치 및 밸류에이션을 소폭 낮췄다. 이에 목표주가를 기존 64,000원에서 53,000원으로 내린다. 무엇보다 필라 브랜드력 제고를 통한 기업가치 확대가 필요한 시기이다. 필라는 전사적으로 리브랜딩을 실시했을 때 매출의 반등이 나타났고, 이러한 실적 성장은 브랜드 경쟁력 확보와 기업가치 제고로 이어졌다. 채널 재조정/신규 퍼포먼스 라인업 등 브랜드 가치 제고를 위한 투자는 지속되고 있지만, 성과가 가시화되기까지는 시간이 걸릴 것으로 전망한다. 현재 주가 12MF PER 8배로 필라 본업의 실적 가시성 확보 전까지 주가 모멘텀은 제한적일 것으로 판단한다.

표 2. 필라홀딩스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

|          | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21F | 4Q21F | 2021년F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출       | 790   | 625   | 917   | 796   | 3,129 | 988   | 1,019 | 862   | 735   | 3,605  |
| FILA     | 302   | 257   | 342   | 325   | 1,226 | 341   | 319   | 358   | 313   | 1,332  |
| 국내       | 129   | 142   | 122   | 136   | 529   | 136   | 137   | 117   | 139   | 529    |
| 미국       | 127   | 69    | 160   | 155   | 510   | 147   | 127   | 179   | 155   | 608    |
| 로열티      | 19    | 12    | 17    | 18    | 67    | 15    | 17    | 17    | 18    | 68     |
| Acushnet | 488   | 368   | 575   | 472   | 1,902 | 647   | 701   | 504   | 422   | 2,273  |
| 영업이익     | 67    | 50    | 156   | 68    | 341   | 184   | 174   | 81    | 44    | 483    |
| FILA     | 44    | 38    | 58    | 36    | 177   | 53    | 52    | 45    | 40    | 190    |
| 국내       | 22    | 28    | 22    | 22    | 94    | 26    | 28    | 23    | 27    | 104    |
| 미국       | 8     | -6    | 11    | -2    | 10    | 4     | 1     | 4     | 0     | 9      |
| 로열티      | 19    | 12    | 17    | 18    | 67    | 15    | 17    | 17    | 18    | 68     |
| Acushnet | 23    | 12    | 97    | 32    | 164   | 131   | 122   | 36    | 5     | 293    |
| 세전이익     | 58    | 53    | 159   | 70    | 340   | 186   | 182   | 82    | 49    | 497    |
| 지배순익     | 34    | 40    | 60    | 6     | 139   | 85    | 90    | 44    | 44    | 263    |
| 영업이익률(%) | 8.5   | 8.0   | 17.0  | 8.5   | 10.9  | 18.6  | 17.0  | 9.4   | 6.0   | 13.4   |
| FILA     | 14.7  | 14.7  | 17.1  | 11.1  | 14.4  | 15.4  | 16.3  | 12.6  | 12.7  | 14.2   |
| 국내       | 16.7  | 19.7  | 18.4  | 16.4  | 17.8  | 19.0  | 20.3  | 19.8  | 19.4  | 19.6   |
| 미국       | 6.1   | -8.9  | 6.7   | -1.6  | 1.9   | 2.7   | 1.1   | 2.0   | 0.1   | 1.5    |
| 로열티      | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0  |
| Acushnet | 4.6   | 3.4   | 16.9  | 6.8   | 8.6   | 20.3  | 17.4  | 7.2   | 1.1   | 12.9   |
| 세전이익률(%) | 7.3   | 8.5   | 17.4  | 8.8   | 10.9  | 18.8  | 17.8  | 9.5   | 6.6   | 13.8   |
| 순이익률(%)  | 4.3   | 6.4   | 6.5   | 0.7   | 4.4   | 8.6   | 8.9   | 5.1   | 5.9   | 7.3    |

자료: 필라홀딩스, 하나금융투자

### 3) 신세계인터내셔널: 시장기대치 하회 전망

3분기 연결 매출과 영업이익 각각 3분기 연결 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 5%, 161% 증가한 3,501억원과 181억 3,501억원(YoY 5%), 181억원(YoY 161%) 예상

실적에 대한 기대감을 높였으나 예상대비 부진한 '비디비치' 매출과 국내의류/생활용품 적자 폭 확대로 이익 증가폭이 둔화될 것으로 예상된다. i) 국내의류 매출은 8% 감소할 것으로 추정한다. 여성복 매출 증가에도 불구하고, 이마트향 '데이즈' 소싱 물량이 감소한 영향이 크다. 통상적으로 3분기는 FW 물량을 오더하는 시즌인데, 이마트에서 소싱하는 비중을 큰 폭 줄인 것으로 파악된다. ii) 해외패션 매출은 13% 성장 할 것으로 기대한다. 코로나19 영향과 무관하게 견조한 실적 개선을 이어나가고 있으며, 높은 정가가 판매율이 유지되며 영업이익률은 14%에 달할 것으로 전망한다. iii) 생활용품 매출은 11% 성장할 것으로 예상하는데, 영업이익은 20억원 적자를 나타낼 것으로 예상한다. 기존 점포들의 리뉴얼 비용 및 복구원가 등 일회성 비용이 발생했기 때문이다. 마지막으로 화장품 매출은 전년동기대비 3% 감소한 829억원을 기록할 전망이다. 수입화장품 매출은 30% 이상 신장하며 안정적인 성장세를 지속할 것으로 예상된다. 반면, 비디비치 매출이 185억원(YoY -52%)에 그칠 것으로 보인다. 4분기에는 의류 성수기 진입과 함께 스위스퍼펙션 북경 백화점 입점 계획도 예정되어 있기 때문에 향후 실적 개선 흐름이 가시화되면서 주가는 반등할 것으로 기대한다.

표 3. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21F | 4Q21F | 2021년F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출          | 323   | 287   | 334   | 381   | 1,325 | 342   | 341   | 350   | 412   | 1,445  |
| 해외패션        | 79    | 97    | 95    | 123   | 394   | 96    | 112   | 108   | 137   | 453    |
| 국내패션        | 75    | 50    | 73    | 64    | 262   | 69    | 60    | 67    | 68    | 263    |
| 라이프스타일      | 48    | 58    | 61    | 59    | 225   | 54    | 62    | 67    | 65    | 248    |
| 화장품         | 92    | 56    | 85    | 100   | 333   | 92    | 81    | 83    | 103   | 359    |
| 자회사(통보이)    | 32    | 28    | 24    | 42    | 127   | 35    | 28    | 29    | 45    | 137    |
| 영업이익        | 12    | -3    | 7     | 17    | 34    | 21    | 27    | 18    | 26    | 92     |
| 해외패션        | 2     | 5     | 6     | 13    | 26    | 12    | 16    | 15    | 16    | 59     |
| 국내패션        | -2    | -4    | -4    | -4    | -14   | 1     | 0     | -4    | 1     | -3     |
| 라이프스타일      | -1    | 0     | -2    | -2    | -5    | -2    | 1     | -2    | 1     | -2     |
| 화장품         | 15    | -2    | 10    | 10    | 33    | 11    | 8     | 8     | 11    | 38     |
| 자회사(통보이)    | -1    | -2    | -4    | 1     | -6    | 0     | 0     | -1    | 2     | 0      |
| 세전이익        | 9     | 14    | 8     | 22    | 53    | 29    | 29    | 22    | 28    | 108    |
| 지배순익        | 5     | 16    | 5     | 25    | 51    | 24    | 19    | 16    | 23    | 82     |
| 매출액(YoY,%)  | -11.6 | -4.8  | -7.3  | -4.1  | -7.0  | 5.7   | 18.6  | 4.9   | 8.1   | 9.0    |
| 해외패션        | -7.8  | 10.1  | 3.7   | 7.2   | 3.6   | 21.3  | 15.9  | 13.0  | 11.8  | 15.0   |
| 국내패션        | -17.3 | -13.2 | -18.1 | -19.3 | -17.3 | -8.2  | 18.0  | -8.0  | 6.5   | 0.5    |
| 라이프스타일      | -0.8  | 12.5  | 1.8   | 1.7   | 3.7   | 13.0  | 7.4   | 11.0  | 9.0   | 10.0   |
| 화장품         | -11.1 | -26.5 | -6.7  | 3.0   | -9.5  | 0.4   | 44.6  | -3.0  | 3.1   | 7.8    |
| 자회사(통보이)    | -18.1 | -1.2  | -14.1 | -14.9 | -13.0 | 9.4   | 3.3   | 16.7  | 5.5   | 8.2    |
| 영업이익(YoY,%) | -59.0 | 적전    | -63.4 | -19.8 | -60.0 | 78.0  | 흑전    | 195.2 | 36.5  | 172.7  |
| 세전이익(YoY,%) | -70.3 | -5.3  | -72.9 | -17.1 | -47.2 | 224.7 | 107.8 | 183.1 | 24.7  | 103.3  |
| 순이익(YoY,%)  | -79.6 | 60.4  | -76.7 | 31.1  | -31.1 | 405.8 | 17.2  | 220.8 | -8.7  | 60.7   |

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

#### 4) 한섬: 더욱 돋보이는 브랜드 경쟁력

3분기 영업이익은 301억원(YoY 33%) 3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 14%, 33% 증가한 2,971억원, 301억원을 전망한다. 7~8월 거리두기 강화 영향으로 성장률이 소폭 둔화되는 분위기였지만, 8월 중순부터 다시 성장세로 돌아서는 모습이다. 양호한 9월 실적으로 오프라인 채널 매출은 전년 동기대비 13% 성장한 2,396억원을 전망한다. 기존브랜드인 타임과 마인 외에도 랑방컬렉션/더캐시미어 등 고마진 브랜드들도 고성장을 지속하면서 매출 성장을 견인하는 것으로 파악된다. 온라인 채널 또한 17% 성장하면서 이익 기여도를 높일 것으로 보인다. 오프라인 백화점 호조와 온라인 성장세로 연결 영업이익률은 10.1%(YoY +1.5%p)를 기록할 것으로 예상된다. 다만, 지난 8월에 본격적으로 화장품 사업에 진출하면서 관련 마케팅 및 매장 확대 비용 등이 발생할 것으로 본다. 이에, 판관비율은 소폭 상승할 것으로 가정한다.

표 4. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 2020  | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21F | 4Q21F | 2021F |
|-------------|-------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출          | 271   | 277  | 261  | 387  | 1,196 | 333  | 313  | 297   | 434   | 1,377 |
| 영업이익        | 29    | 14   | 23   | 36   | 102   | 45   | 23   | 30    | 41    | 140   |
| 세전이익        | 29    | 17   | 26   | 40   | 112   | 47   | 25   | 33    | 47    | 152   |
| 지배순익        | 22    | 13   | 20   | 31   | 85    | 33   | 19   | 27    | 43    | 121   |
| 영업이익률(%)    | 10.8  | 5.1  | 8.6  | 9.3  | 8.5   | 13.6 | 7.5  | 10.1  | 9.5   | 10.2  |
| 세전이익률(%)    | 10.8  | 6.1  | 9.8  | 10.4 | 9.4   | 14.1 | 7.9  | 11.1  | 10.8  | 11.0  |
| 순이익률(%)     | 8.0   | 4.6  | 7.5  | 8.1  | 7.1   | 9.8  | 6.1  | 9.1   | 9.8   | 8.8   |
| 매출(YoY,%)   | -13.1 | -2.5 | -6.5 | 0.6  | -5.1  | 22.8 | 13.0 | 14    | 12.3  | 15.2  |
| 영업이익(YoY,%) | -13.8 | -5.0 | -7.7 | 8.4  | -4.2  | 54.5 | 65.9 | 33    | 14.2  | 37.2  |
| 세전이익(YoY,%) | -16.5 | 1.9  | -5.7 | 16.7 | -1.1  | 59.9 | 45.9 | 28.5  | 16.8  | 35.1  |
| 지배순익(YoY,%) | -15.1 | 10.5 | -7.1 | 13.8 | -0.4  | 51.0 | 49.8 | 37.9  | 36.7  | 42.6  |

자료: 한섬, 하나금융투자

## 5) 한세실업: 나아질 일만 남았다

3분기 영업이익 83억원(YoY -84%, OPM 2%) 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 31%, 84% 감소한 4,050억원과 83억원으로 시장기대치를 하회할 것으로 전망한다. 전년도 PPE 매출 1억달러 제거시 달러기준 12% 감소한 셈이다. 7월 15일부터 9월까지 생산비중의 53%를 차지하는 베트남 공장 가동이 중단된 영향이 크다. 수익성 측면에서는 공장 가동 중단에도 불구하고, 지급된 인건비 및 운송비용 등으로 고정비 부담이 가중될 것으로 본다. 하지만 10월부터 베트남 법인 재개가 순차적으로 진행되고 있고, 동절기 신규 오더 발주가 급증하게 된다면 4분기 매출과 영업이익은 예년 4분기 대비해서 가장 높을 것으로 전망한다. 베트남 락다운 이슈 완화와 OEM 전방업황 호조에 비롯, 업황 턴어라운드에 대한 레버리지 효과가 큰 한세실업의 수혜가 클 것으로 보인다.

표 5. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21F | 4Q21F  | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출          | 347   | 392   | 590   | 369   | 1,698 | 376   | 411   | 405   | 447    | 1,639 |
| 영업이익        | 10.0  | 1.6   | 53.1  | 0.1   | 64.9  | 29.5  | 30.8  | 8.3   | 27.8   | 96.4  |
| 세전이익        | -16.5 | 14.2  | 56.0  | 16.7  | 70.4  | 26.8  | 41.1  | 12.3  | 30.0   | 110.2 |
| 지배주주귀속순이익   | -15.9 | 8.7   | 42.2  | 9.9   | 44.9  | 21.6  | 30.3  | 9.0   | 20.9   | 81.8  |
| 영업이익률(%)    | 2.9   | 0.4   | 9.0   | 0.0   | 3.8   | 7.8   | 7.5   | 2.0   | 6.2    | 5.9   |
| 세전이익률(%)    | -4.8  | 3.6   | 9.5   | 4.5   | 4.1   | 7.1   | 10.0  | 3.0   | 6.7    | 6.7   |
| 순이익률(%)     | -4.6  | 2.2   | 7.1   | 2.7   | 2.6   | 5.7   | 7.4   | 2.2   | 4.7    | 5.0   |
| 매출액(YoY,%)  | 0.4   | 10.6  | 16.7  | -9.6  | 5.2   | 8.1   | 4.9   | -31.4 | 21.3   | -3.5  |
| 영업이익(YoY,%) | 7.4   | -91.0 | 29.1  | -99.0 | -21.7 | 195.3 | 1,796 | -84.4 | 19,417 | 48.6  |
| 세전이익(YoY,%) | 적전    | 74.7  | 121.3 | 흑전    | 82.9  | 흑전    | 189.2 | -78.1 | 79.9   | 56.6  |
| 순이익(YoY,%)  | 적전    | 31.5  | 123.0 | 흑전    | 흑전    | 흑전    | 246.7 | -78.7 | 112.0  | 82.1  |

주: 2020년부터 한세엠케이 실적 제외  
자료: 한세실업, 하나금융투자

표 6. 투자이견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 21.10.13, 단위: 원)

| 종목    | 현재주가    | 투자이견 |     | 목표주가    |           | 괴리율   | 비고 (사유)                    |
|-------|---------|------|-----|---------|-----------|-------|----------------------------|
|       |         | ~에서  | ~으로 | ~에서     | ~으로       |       |                            |
| F&F   | 841,000 | BUY  |     | 860,000 | 1,000,000 | 18.9% | 실적추정치 상향 조정<br>밸류에이션 상향 조정 |
| 한세실업  | 24,650  | BUY  |     | 24,000  | 30,000    | 21.7% |                            |
| 한섬    | 40,050  | BUY  |     | 50,000  |           | 24.8% | 신규 커버리지 개시                 |
| 윌라홀딩스 | 39,500  | BUY  |     | 64,000  | 53,000    | 34.2% | 실적추정치 하향 조정(자회사 Acushnet)  |

자료: 하나금융투자

표 7. Coverage/관심종목 투자이견 및 투자지표

(단위: 십억원)

| 종목         | 투자이견 | 목표주가<br>(원) |       | 매출액   | 영업이익 | 순이익 | EPS(원) | P/E(배) | P/B(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE(%) |
|------------|------|-------------|-------|-------|------|-----|--------|--------|--------|------------------|--------|
| *F&F       | BUY  | 1,000,000   | 2021F | 1,376 | 355  | 267 | 34,833 | 16.1   |        |                  |        |
|            |      |             | 2022F | 1,758 | 458  | 343 | 44,727 | 18.9   |        |                  |        |
| *윌라홀딩스     | BUY  | 53,000      | 2021F | 3,605 | 483  | 263 | 4,322  | 8.9    | 1.5    | 5.6              | 18.5   |
|            |      |             | 2022F | 3,817 | 533  | 314 | 5,161  | 7.5    | 1.3    | 4.7              | 18.5   |
| *신세계인터넷내셔널 | BUY  | 240,000     | 2021F | 1,445 | 92   | 82  | 11,460 | 14.3   | 1.6    | 9.8              | 12.1   |
|            |      |             | 2022F | 1,539 | 99   | 86  | 11,987 | 13.7   | 1.5    | 9.3              | 11.4   |
| *한섬        | BUY  | 50,000      | 2021F | 1,377 | 140  | 121 | 4,925  | 7.9    | 0.8    | 3.4              | 10.3   |
|            |      |             | 2022F | 1,449 | 151  | 124 | 5,020  | 7.8    | 0.7    | 2.6              | 9.6    |
| *한세실업      | BUY  | 30,000      | 2021F | 1,639 | 96   | 82  | 2,044  | 11.9   | 1.9    | 8.7              | 18.1   |
|            |      |             | 2022F | 1,800 | 121  | 98  | 2,444  | 10.0   | 1.7    | 7.1              | 18.7   |

주: \* 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함

자료: 하나금융투자

섬유의복 Overweight

## Top Pick 및 관심종목

|              |    |
|--------------|----|
| F&F(383220)  | 15 |
| 한세실업(105630) | 18 |
| 한섬(020000)   | 21 |

2021년 10월 14일

# F&F(383220)

## 3Q21Pre: 거침없는 중국 성장세

### 3분기 영업이익 730억원 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년동기대비 74%, 479% 성장한 2,779억원과 730억에 달할 것으로 전망한다. MLB 매출은 비수기임에도 불구하고 YoY 83% 성장할 전망이다. 순수 내수 매출은 25%, 면세 매출은 50% 증가할 것으로 예상된다. MLB 키즈 또한 28% 높은 성장세를 달성할 것으로 예상된다. 디스커버리 매출은 7~8월 거리두기 강화 영향으로 성장률이 소폭 둔화되는 분위기였지만, 8월 중순부터 빠르게 성장세로 돌아서며 YoY 22% 증가할 것으로 보인다. 중국 법인 매출은 대리점 출점 효과가 가속화되며 825억원(YoY 406%) 달성이 가능할 전망이다.

### 견고한 중국 내 브랜드력

전 사업부가 모두 성장세를 이어나갈 것으로 예상된다. 특히, 가파르게 상승하고 있는 중국법인 실적 기여도 확대가 고무적이다. 3분기말 기준 중국 점포수는 380개까지 증가한 것으로 파악된다. 2분기 말 중국 매장수가 240개였다는 것을 감안 시 공격적인 출점 속도다(점포수 QoQ +141개, YoY +348개). 매장수 확대가 그대로 매출 성장으로 이어지고 있다. 이에, 중국 매출은 연간 3,112억원(YoY 318%, 연결 매출비중 26%) 달성이 가능할 것으로 본다. 폭발적인 수요 성장에 비롯해 출점 속도는 추가적으로 상향될 가능성이 높다. 점포수 확대가 외형성장으로 이뤄지는 영업레버리지 구간에 진입하였기 때문에 영업이익률은 26%에 달할 것으로 기대한다. 특히 중국 매장은 대부분 대리상 형태라 재고와 고정비 부담이 없기 때문에 이익 개선 폭은 예상보다 더 클 수 있다.

### 목표주가 100만원 상향, 투자 의견 '매수' 유지

실적추정치를 상향 조정하며 목표주가를 86만원→100만원으로 상향한다. 100만원은 12MF PER 23배다. i) 높은 브랜드 인지도 기반 국내외 강한 실적 모멘텀 지속, ii) 중국 부문 브랜드력에 기반한 매장 확대 효과, iii) 세계적인 골프 브랜드 인수에 따른 사업영역 확대는 여전히 중장기 투자가치를 높이는 요인이다. 11월 MSCI 지수 편입 가능성은 수급 측면에서 긍정적 이슈이다. 현재 주가 12MF PER 19.5배로, 4분기 성수기 진입과 가파른 중국 채널 확장 감안 시 적극적으로 매수전략이 유효하다.

### Top Pick

**BUY**

| TP(12M): 1,000,000원(상향) | CP(10월13일): 841,000원

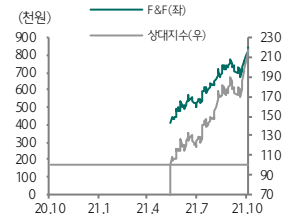
#### Key Data

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,944.41        |
| 52주 최고/최저(원)     | 841,000/412,500 |
| 시가총액(십억원)        | 6,443.3         |
| 시가총액비중(%)        | 0.30            |
| 발행주식수(천주)        | 7,661.4         |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 44.9            |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 30.4            |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 0               |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 0.00            |
| 외국인지분율(%)        | 12.23           |
| 주요주주 지분율(%)      |                 |
| F&F홀딩스 외 9 인     | 59.39           |
| 국민연금공단           | 5.26            |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M       |
| 절대               | 10.8 0.0 0.0    |
| 상대               | 17.7 0.0 0.0    |

#### Consensus Data

|           | 2021    | 2022    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 1,383.4 | 1,752.7 |
| 영업이익(십억원) | 329.1   | 429.8   |
| 순이익(십억원)  | 246.3   | 323.3   |
| EPS(원)    | 48,384  | 42,218  |
| BPS(원)    | 65,298  | 94,175  |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019 | 2020 | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------|-----|------|------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 1,376.2 | 1,757.7 | 1,938.4 |
| 영업이익      | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 355.1   | 457.9   | 507.3   |
| 세전이익      | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 359.2   | 456.9   | 506.6   |
| 순이익       | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 266.9   | 342.7   | 379.9   |
| EPS       | 원   | 0    | 0    | 34,833  | 44,727  | 49,592  |
| 증감율       | %   | N/A  | N/A  | N/A     | (14.51) | 10.88   |
| PER       | 배   | 0.00 | 0.00 | 16.07   | 18.80   | 16.96   |
| PBR       | 배   | 0.00 | 0.00 | 24.14   | 10.57   | 6.51    |
| EV/EBITDA | 배   | 0.00 | 0.00 | 10.79   | 7.62    | 6.13    |
| ROE       | %   | 0.00 | 0.00 | 100.00  | 78.20   | 47.52   |
| BPS       | 원   | 0    | 0    | 34,833  | 79,560  | 129,152 |
| DPS       | 원   | 0    | 0    | 0       | 0       | 0       |



Analyst 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com



표 1. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

|                | 1Q20  | 2Q20    | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21P | 3Q21F | 4Q21F | 2021년 |
|----------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출             | 166   | 167     | 160   | 345   | 838   | 278   | 312   | 278   | 508   | 1,376 |
| 국내             | 158   | 155     | 158   | 325   | 795   | 266   | 281   | 251   | 474   | 1,271 |
| MLB            | 76    | 75      | 93    | 126   | 371   | 147   | 186   | 171   | 236   | 741   |
| MLB Kids       | 16    | 14      | 13    | 18    | 61    | 22    | 18    | 16    | 21    | 77    |
| Discovery      | 64    | 64      | 51    | 180   | 359   | 96    | 76    | 62    | 215   | 449   |
| Stretch Angels | 2     | 1       | 1     | 1     | 4     | 1     | 1     | 1     | 1     | 4     |
| 해외             | 12    | 14      | 26    | 54    | 106   | 60    | 70    | 91    | 131   | 352   |
| 홍콩             | 5     | 4       | 5     | 9     | 23    | 10    | 10    | 9     | 12    | 40    |
| 상해             | 6     | 9       | 16    | 43    | 75    | 50    | 61    | 83    | 119   | 311   |
| 영업이익           | 17    | 20      | 13    | 72    | 123   | 69    | 75    | 73    | 137   | 355   |
| 세전이익           | 19    | 20      | 12    | 69    | 120   | 74    | 75    | 73    | 137   | 359   |
| 순이익            | 14    | 14      | 8     | 49    | 85    | 55    | 56    | 54    | 101   | 267   |
| 매출(YoY,%)      | 2.0   | -17.2   | -26.3 | 4.7   | -8.0  | 67.3  | 87.3  | 74.1  | 47.2  | 64.3  |
| 국내             | 1.0   | -19.7   | -22.6 | 1.6   | -8.9  | 68.2  | 81.5  | 58.8  | 45.8  | 59.8  |
| MLB            | 2.0   | -34.3   | -27.5 | -1.0  | -16.7 | 93.0  | 148.3 | 83.2  | 87.7  | 99.9  |
| MLB Kids       | -30.0 | -35.0   | -32.0 | -31.2 | -32.0 | 36.0  | 24.0  | 28.0  | 14.2  | 25.0  |
| Discovery      | 12.0  | 27.3    | -4.2  | 10.6  | 11.0  | 50.0  | 17.5  | 22.0  | 19.7  | 25.0  |
| Stretch Angels | 1.5   | -82.0   | -78.8 | -79.6 | -70.0 | -50.0 | 20.0  | 50.0  | 70.5  | 2.0   |
| 해외             | 54.3  | 20.5    | 57.8  | 208.1 | 99.1  | 390.7 | 413.6 | 253.6 | 141.0 | 232.3 |
| 홍콩             | -32.8 | -50.0   | -38.2 | 30.8  | -24.0 | 124.4 | 118.9 | 80.0  | 27.2  | 74.4  |
| 상해             |       | 2,501.5 | 400.3 | 421.8 | 527.2 | 684.7 | 598.4 | 405.9 | 174.5 | 317.6 |
| 영업이익(YoY,%)    | -8.4  | -29.2   | -61.2 | 2.5   | -18.7 | 299.7 | 268.1 | 478.6 | 90.5  | 189.7 |
| 세전이익(YoY,%)    | 1.4   | -31.9   | -62.8 | -1.3  | -20.3 | 282.2 | 278.3 | 493.5 | 99.2  | 198.4 |
| 순이익(YoY,%)     | -3.8  | -33.1   | -64.9 | -2.7  | -22.4 | 299.7 | 299.4 | 537.9 | 106.9 | 212.6 |

주: 2020년 인적분할 전 기준

자료: F&F, 하나금융투자

표 2. F&F 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2021년 연결 매출액은 1조 3,762억  
원(YoY 64%), 영업이익은 3,551억  
원(YoY 190%) 전망

|                | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F     | 2023F     |
|----------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| 매출             | 910     | 838     | 1,376   | 1,758     | 1,938     |
| 국내             | 873     | 795     | 1,271   | 1,592     | 1,747     |
| MLB            | 445     | 371     | 741     | 991       | 1,102     |
| MLB Kids       | 90      | 61      | 77      | 88        | 93        |
| Discovery      | 324     | 359     | 449     | 509       | 548       |
| Stretch Angels | 14      | 4       | 4       | 4         | 5         |
| 해외             | 53      | 106     | 352     | 551       | 637       |
| 홍콩             | 30      | 23      | 40      | 55        | 59        |
| 상해             | 12      | 75      | 311     | 496       | 578       |
| DUVETICA.      | 11      | 8       |         |           |           |
| 영업이익           | 151     | 123     | 355     | 458       | 507       |
| 세전이익           | 151     | 120     | 359     | 457       | 507       |
| 지배순이익          | 110     | 86      | 267     | 343       | 380       |
| 적정시가총액         | 3,185   | 3,503   | 7,078   | 7,785     | 8,564     |
| 주식수(천주)        | 15,400  | 15,400  | 7,661   | 7,661     | 7,661     |
| 적정주가(원)        | 206,792 | 227,471 | 923,806 | 1,016,186 | 1,117,805 |
| 적정PER(배)       | 28.9    | 40.8    | 26.5    | 22.7      | 22.5      |
| EPS(원)         | 7,156   | 5,571   | 34,833  | 44,727    | 49,592    |
| 영업이익률(%)       | 16.6    | 14.6    | 25.8    | 26.1      | 26.2      |
| 매출 (YoY,%)     | 36.1    | -8.0    | 64.3    | 27.7      | 10.3      |
| 영업이익 (YoY,%)   | 64.7    | -18.7   | 189.7   | 28.9      | 10.8      |
| 순이익 (YoY,%)    | 0.9     | -22.1   | 211.1   | 28.4      | 10.9      |

주: 2021년부터 인적분할 기준 적용

자료: F&F, 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |      |         |         |         |
|--------------|----------|------|---------|---------|---------|
|              | 2019     | 2020 | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| 매출액          | 0.0      | 0.0  | 1,376.2 | 1,757.7 | 1,938.4 |
| 매출원가         | 0.0      | 0.0  | 399.1   | 497.4   | 548.6   |
| 매출총이익        | 0.0      | 0.0  | 977.1   | 1,260.3 | 1,389.8 |
| 판매비          | 0.0      | 0.0  | 622.0   | 802.4   | 882.5   |
| 영업이익         | 0.0      | 0.0  | 355.1   | 457.9   | 507.3   |
| 금융손익         | 0.0      | 0.0  | (1.6)   | (1.4)   | (1.1)   |
| 종속/관계기업손익    | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | 0.0      | 0.0  | 5.7     | 0.4     | 0.4     |
| 세전이익         | 0.0      | 0.0  | 359.2   | 456.9   | 506.6   |
| 법인세          | 0.0      | 0.0  | 92.3    | 114.2   | 126.6   |
| 계속사업이익       | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 342.7   | 379.9   |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 342.7   | 379.9   |
| 비배주주지분 순이익   | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주순이익      | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 342.7   | 379.9   |
| 지배주주지분포괄이익   | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 342.7   | 379.9   |
| NOPAT        | 0.0      | 0.0  | 263.9   | 343.4   | 380.5   |
| EBITDA       | 0.0      | 0.0  | 355.1   | 457.9   | 507.3   |
| 성장성(%)       |          |      |         |         |         |
| 매출액증가율       | N/A      | N/A  | N/A     | 27.72   | 10.28   |
| NOPAT증가율     | N/A      | N/A  | N/A     | 30.13   | 10.80   |
| EBITDA증가율    | N/A      | N/A  | N/A     | 28.95   | 10.79   |
| 영업이익증가율      | N/A      | N/A  | N/A     | 28.95   | 10.79   |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A      | N/A  | N/A     | 28.40   | 10.85   |
| EPS증가율       | N/A      | N/A  | N/A     | (14.51) | 10.88   |
| 수익성(%)       |          |      |         |         |         |
| 매출총이익률       | N/A      | N/A  | 71.00   | 71.70   | 71.70   |
| EBITDA이익률    | N/A      | N/A  | 25.80   | 26.05   | 26.17   |
| 영업이익률        | N/A      | N/A  | 25.80   | 26.05   | 26.17   |
| 계속사업이익률      | N/A      | N/A  | 19.39   | 19.50   | 19.60   |

| 투자지표      | 2019 | 2020 | 2021F    | 2022F    | 2023F    |
|-----------|------|------|----------|----------|----------|
| 주당지표(원)   |      |      |          |          |          |
| EPS       | 0    | 0    | 34,833   | 44,727   | 49,592   |
| BPS       | 0    | 0    | 34,833   | 79,560   | 129,152  |
| CFPS      | 0    | 0    | 70,418   | 59,636   | 66,123   |
| EBITDAPS  | 0    | 0    | 69,625   | 59,767   | 66,219   |
| SPS       | 0    | 0    | 269,809  | 229,428  | 253,012  |
| DPS       | 0    | 0    | 0        | 0        | 0        |
| 주가지표(배)   |      |      |          |          |          |
| PER       | 0.00 | 0.00 | 16.07    | 18.80    | 16.96    |
| PBR       | 0.00 | 0.00 | 24.14    | 10.57    | 6.51     |
| PCFR      | 0.00 | 0.00 | 11.94    | 14.10    | 12.72    |
| EV/EBITDA | 0.00 | 0.00 | 10.79    | 7.62     | 6.13     |
| PSR       | 0.00 | 0.00 | 3.12     | 3.67     | 3.32     |
| 재무비율(%)   |      |      |          |          |          |
| ROE       | 0.00 | 0.00 | 100.00   | 78.20    | 47.52    |
| ROA       | 0.00 | 0.00 | 100.00   | 78.20    | 47.52    |
| ROIC      | 0.00 | 0.00 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 부채비율      | 0.00 | 0.00 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 순부채비율     | 0.00 | 0.00 | (100.00) | (100.00) | (100.00) |
| 이자보상배율(배) | 0.00 | 0.00 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위:십억원) |      |         |         |         |
|-----------|----------|------|---------|---------|---------|
|           | 2019     | 2020 | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| 유동자산      | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 금융자산      | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 현금성자산     | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 매출채권      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 재고자산      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동자산    | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동자산     | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 투자자산      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 금융자산      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 유형자산      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 무형자산      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타비유동자산   | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자산총계      | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 유동부채      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 금융부채      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매입채무      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타유동부채    | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동부채     | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 금융부채      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타비유동부채   | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 부채총계      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주지분    | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 자본금       | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본잉여금     | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본조정      | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 이익잉여금     | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 비지배주주지분   | 0.0      | 0.0  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 0.0      | 0.0  | 266.9   | 609.5   | 989.5   |
| 순금융부채     | 0.0      | 0.0  | (266.9) | (609.5) | (989.5) |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |      |       |       |       |
|----------------|----------|------|-------|-------|-------|
|                | 2019     | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
| 영업활동 현금흐름      | 0.0      | 0.0  | 266.9 | 342.7 | 379.9 |
| 당기순이익          | 0.0      | 0.0  | 266.9 | 342.7 | 379.9 |
| 조정             | 0        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 감가상각비          | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 외환거래손익         | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 지분법손익          | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타             | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 영업활동 자산부채변동    | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자활동 현금흐름      | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산감소(증가)     | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타             | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 재무활동 현금흐름      | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 금융부채증가(감소)     | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타재무활동         | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당지급           | 0.0      | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증감         | 0.0      | 0.0  | 266.9 | 342.7 | 379.9 |
| Unlevered CFO  | 0.0      | 0.0  | 359.2 | 456.9 | 506.6 |
| Free Cash Flow | 0.0      | 0.0  | 266.9 | 342.7 | 379.9 |

2021년 10월 14일

# 한세실업(105630)

## 3Q21Pre: 나아질 일만 남았다

### 3분기 영업이익 83억원(YoY -84%) 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 31%, 84% 감소한 4,050억원과 83억원으로 시장기대치를 하회할 것으로 전망한다. 7월 15일부터 9월까지 생산비중의 53%를 차지하는 베트남 공장 가동이 중단된 영향이 크다. 전년도 PPE 매출 1억달러 제거시 달러기준 12% 감소한 셈이다. 수익성 측면에서는 공장 가동 중단에도 불구하고, 지급된 인건비 및 운송비용 등으로 고정비 부담이 가중될 것으로 본다. 이에, 영업이익률은 전분기대비 5.4%p 하락한 2.0%로 추산된다.

### 3분기 불확실성 불구, 업황 개선에 대한 기대감 확대

10월 1일자로 베트남 정부는 호치민 외에 남부 18개 성에 대한 락다운 조치를 완화했고, 한세실업 본공장 3개도 모두 가동을 재개하고 있다. 근로자들의 출근 여부에 따라 달라지겠지만, 가동률은 11월부터 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 최대 성수기인 3분기 실적모멘텀이 둔화된 점은 아쉽지만, 상반기에 이어 여전히 오더 증가 추세는 지속되고 있다. 4분기 신규 오더는 YoY 10% 이상 증가한 것으로 파악되고 내년 SS 시즌 오더도 양호한 분위기다. 전방 의류 업황의 판매 개선과 더불어 재고확충(re-stocking) 수요가 지속되고 있는 만큼, 업황 호황에 따른 실적 모멘텀은 4분기부터 부각될 전망이다.

### 목표주가 3만원 상향, 투자 의견 '매수' 유지

밸류에이션을 상향 조정에 따라 목표주가를 3만원으로 올린다. 3만원은 12MF PER 13배다. 베트남 락다운 이슈 완화와 OEM 전방업황 호조에 비롯, 업황 턴어라운드에 대한 레버리지 효과가 큰 한세실업의 수혜가 클 것으로 보인다. 환율과 면화 가격 상승도 우호적 환경이다. 현재 주가 12MF PER 10.2배로 조정시 매수 전략이 유효하다.

### 관심종목

**BUY**

| TP(12M): 30,000원(상향) | CP(10월13일): 24,650원

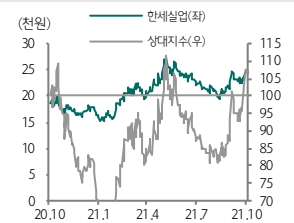
### Key Data

|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,944.41      |
| 52주 최고/최저(원)     | 27,550/15,150 |
| 시가총액(십억원)        | 986.0         |
| 시가총액비중(%)        | 0.05          |
| 발행주식수(천주)        | 40,000.0      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 384.7         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 8.7           |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 500           |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 2.07          |
| 외국인지분율(%)        | 7.35          |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 한세에스24 외 12 인    | 56.66         |
| 국민연금공단           | 10.79         |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M     |
| 절대               | 0.8 13.9 31.1 |
| 상대               | 7.1 22.5 7.0  |

### Consensus Data

|           | 2021    | 2022    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 1,688.5 | 1,829.4 |
| 영업이익(십억원) | 102.9   | 115.6   |
| 순이익(십억원)  | 85.8    | 91.7    |
| EPS(원)    | 2,134   | 2,340   |
| BPS(원)    | 12,433  | 14,313  |

### Stock Price



### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019       | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------|-----|------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 1,615.0    | 1,698.3 | 1,638.9 | 1,799.7 | 1,903.2 |
| 영업이익      | 십억원 | 84.9       | 64.9    | 96.4    | 121.0   | 128.6   |
| 세전이익      | 십억원 | 58.7       | 70.4    | 110.2   | 130.3   | 139.3   |
| 순이익       | 십억원 | (0.2)      | 44.9    | 81.8    | 97.8    | 104.5   |
| EPS       | 원   | (6)        | 1,123   | 2,044   | 2,444   | 2,611   |
| 증감율       | %   | 적지         | 흑전      | 82.01   | 19.57   | 6.83    |
| PER       | 배   | (2,883.33) | 15.58   | 12.06   | 10.09   | 9.44    |
| PBR       | 배   | 1.67       | 1.59    | 1.97    | 1.70    | 1.48    |
| EV/EBITDA | 배   | 8.26       | 8.90    | 8.61    | 7.03    | 6.33    |
| ROE       | %   | (0.06)     | 10.97   | 18.07   | 18.71   | 17.29   |
| BPS       | 원   | 10,386     | 10,975  | 12,529  | 14,482  | 16,603  |
| DPS       | 원   | 500        | 500     | 500     | 500     | 500     |



Analyst 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

표 1. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21F | 4Q21F  | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출          | 347   | 392   | 590   | 369   | 1,698 | 376   | 411   | 405   | 447    | 1,639 |
| 영업이익        | 10.0  | 1.6   | 53.1  | 0.1   | 64.9  | 29.5  | 30.8  | 8.3   | 27.8   | 96.4  |
| 세전이익        | -16.5 | 14.2  | 56.0  | 16.7  | 70.4  | 26.8  | 41.1  | 12.3  | 30.0   | 110.2 |
| 지배주주귀속순이익   | -15.9 | 8.7   | 42.2  | 9.9   | 44.9  | 21.6  | 30.3  | 9.0   | 20.9   | 81.8  |
| 영업이익률(%)    | 2.9   | 0.4   | 9.0   | 0.0   | 3.8   | 7.8   | 7.5   | 2.0   | 6.2    | 5.9   |
| 세전이익률(%)    | -4.8  | 3.6   | 9.5   | 4.5   | 4.1   | 7.1   | 10.0  | 3.0   | 6.7    | 6.7   |
| 순이익률(%)     | -4.6  | 2.2   | 7.1   | 2.7   | 2.6   | 5.7   | 7.4   | 2.2   | 4.7    | 5.0   |
| 매출액(YoY,%)  | 0.4   | 10.6  | 16.7  | -9.6  | 5.2   | 8.1   | 4.9   | -31.4 | 21.3   | -3.5  |
| 영업이익(YoY,%) | 7.4   | -91.0 | 29.1  | -99.0 | -21.7 | 195.3 | 1,796 | -84.4 | 19,417 | 48.6  |
| 세전이익(YoY,%) | 적전    | 74.7  | 121.3 | 흑전    | 82.9  | 흑전    | 189.2 | -78.1 | 79.9   | 56.6  |
| 순이익(YoY,%)  | 적전    | 31.5  | 123.0 | 흑전    | 흑전    | 흑전    | 246.7 | -78.7 | 112.0  | 82.1  |

주: 2020년부터 한세엠케이 실적 제외

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 2. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

|              | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출           | 1,922  | 1,698  | 1,639  | 1,800  | 1,903  |
| 영업이익         | 59     | 65     | 96     | 121    | 129    |
| 세전이익         | -7     | 70     | 110    | 130    | 139    |
| 지배주주귀속순이익    | 0      | 45     | 82     | 98     | 104    |
| 적정시가총액       | N/A    | 584    | 1,063  | 1,271  | 1,358  |
| 주식수(천주)      | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 | 40,000 |
| 적정주가(원)      | N/A    | 14,597 | 26,577 | 31,772 | 33,947 |
| 적정PER(배)     | 13.0   | 13.0   | 13.0   | 13.0   | 13.0   |
| EPS(원)       | -6.2   | 1,123  | 2,044  | 2,444  | 2,611  |
| 영업이익률(%)     | 3.1    | 3.8    | 5.9    | 6.7    | 6.8    |
| 매출 (YoY,%)   | 12.2   | 5.2    | -3.5   | 9.8    | 5.8    |
| 영업이익 (YoY,%) | 52.7   | -21.7  | 48.6   | 25.5   | 6.3    |
| 순이익 (YoY,%)  | 적지     | 흑전     | 82.1   | 19.5   | 6.8    |

주: 2020년부터 한세엠케이 실적 제외

자료: 한세실업, 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2019     | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| 매출액          | 1,615.0  | 1,698.3 | 1,638.9 | 1,799.7 | 1,903.2 |
| 매출원가         | 1,375.5  | 1,478.0 | 1,393.9 | 1,526.1 | 1,617.7 |
| 매출총이익        | 239.5    | 220.3   | 245.0   | 273.6   | 285.5   |
| 판매비          | 154.5    | 155.4   | 148.6   | 152.5   | 156.9   |
| 영업이익         | 84.9     | 64.9    | 96.4    | 121.0   | 128.6   |
| 금융손익         | (9.6)    | (5.3)   | (1.8)   | (1.6)   | (1.4)   |
| 종속/관계기업손익    | 0.0      | 0.1     | 7.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | (16.6)   | 10.7    | 8.6     | 10.9    | 12.0    |
| 세전이익         | 58.7     | 70.4    | 110.2   | 130.3   | 139.3   |
| 법인세          | 16.9     | (7.6)   | 28.4    | 32.6    | 34.8    |
| 계속사업이익       | 41.8     | 78.0    | 81.8    | 97.8    | 104.5   |
| 중단사업이익       | (59.1)   | (42.3)  | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | (17.3)   | 35.7    | 81.8    | 97.8    | 104.5   |
| 비배주주지분 순이익   | (17.0)   | (9.2)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주순이익      | (0.2)    | 44.9    | 81.8    | 97.8    | 104.5   |
| 지배주주지분포괄이익   | (0.0)    | 42.5    | 104.0   | 124.4   | 132.9   |
| NOPAT        | 60.5     | 71.8    | 71.5    | 90.8    | 96.5    |
| EBITDA       | 126.4    | 102.5   | 124.9   | 142.6   | 145.0   |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | (5.70)   | 5.16    | (3.50)  | 9.81    | 5.75    |
| NOPAT증가율     | 50.50    | 18.68   | (0.42)  | 26.99   | 6.28    |
| EBITDA증가율    | 95.97    | (18.91) | 21.85   | 14.17   | 1.68    |
| 영업이익증가율      | 119.95   | (23.56) | 48.54   | 25.52   | 6.28    |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지       | 흑전      | 82.18   | 19.56   | 6.85    |
| EPS증가율       | 적지       | 흑전      | 82.01   | 19.57   | 6.83    |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 14.83    | 12.97   | 14.95   | 15.20   | 15.00   |
| EBITDA이익률    | 7.83     | 6.04    | 7.62    | 7.92    | 7.62    |
| 영업이익률        | 5.26     | 3.82    | 5.88    | 6.72    | 6.76    |
| 계속사업이익률      | 2.59     | 4.59    | 4.99    | 5.43    | 5.49    |

| 투자지표      | 2019       | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |            |        |        |        |        |
| EPS       | (6)        | 1,123  | 2,044  | 2,444  | 2,611  |
| BPS       | 10,386     | 10,975 | 12,529 | 14,482 | 16,603 |
| CFPS      | 2,359      | 3,301  | 3,530  | 3,812  | 3,861  |
| EBITDAPS  | 3,161      | 2,562  | 3,122  | 3,565  | 3,624  |
| SPS       | 40,374     | 42,457 | 40,973 | 44,992 | 47,580 |
| DPS       | 500        | 500    | 500    | 500    | 500    |
| 주가지표(배)   |            |        |        |        |        |
| PER       | (2,883.33) | 15.58  | 12.06  | 10.09  | 9.44   |
| PBR       | 1.67       | 1.59   | 1.97   | 1.70   | 1.48   |
| PCFR      | 7.33       | 5.30   | 6.98   | 6.47   | 6.38   |
| EV/EBITDA | 8.26       | 8.90   | 8.61   | 7.03   | 6.33   |
| PSR       | 0.43       | 0.41   | 0.60   | 0.55   | 0.52   |
| 재무비율(%)   |            |        |        |        |        |
| ROE       | (0.06)     | 10.97  | 18.07  | 18.71  | 17.29  |
| ROA       | (0.02)     | 4.08   | 7.83   | 8.78   | 8.66   |
| ROIC      | 11.68      | 15.41  | 18.22  | 24.28  | 25.99  |
| 부채비율      | 159.22     | 142.33 | 120.93 | 106.42 | 93.75  |
| 순부채비율     | 64.81      | 50.30  | 23.09  | 6.77   | (7.17) |
| 이자보상배율(배) | 4.80       | 5.97   | 9.61   | 12.19  | 12.94  |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2019     | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| 유동자산      | 739.7    | 658.9   | 734.8   | 847.0   | 956.2   |
| 금융자산      | 240.1    | 257.2   | 347.0   | 421.3   | 506.1   |
| 현금성자산     | 81.7     | 96.7    | 187.1   | 260.0   | 343.9   |
| 매출채권      | 167.3    | 144.6   | 139.6   | 153.3   | 162.1   |
| 재고자산      | 294.7    | 221.4   | 213.7   | 234.6   | 248.1   |
| 기타유동자산    | 37.6     | 35.7    | 34.5    | 37.8    | 39.9    |
| 비유동자산     | 439.8    | 362.1   | 333.5   | 312.4   | 296.4   |
| 투자자산      | 148.5    | 134.9   | 134.7   | 135.2   | 135.5   |
| 금융자산      | 148.5    | 132.9   | 132.8   | 133.1   | 133.3   |
| 유형자산      | 185.5    | 133.6   | 105.5   | 84.3    | 68.1    |
| 무형자산      | 7.9      | 6.8     | 6.3     | 6.0     | 5.8     |
| 기타비유동자산   | 97.9     | 86.8    | 87.0    | 86.9    | 87.0    |
| 자산총계      | 1,179.5  | 1,021.1 | 1,068.2 | 1,159.4 | 1,252.6 |
| 유동부채      | 641.0    | 480.8   | 467.1   | 476.6   | 482.7   |
| 금융부채      | 492.5    | 387.5   | 377.0   | 377.7   | 378.1   |
| 매입채무      | 57.6     | 47.5    | 45.8    | 50.3    | 53.2    |
| 기타유동부채    | 90.9     | 45.8    | 44.3    | 48.6    | 51.4    |
| 비유동부채     | 83.5     | 118.9   | 117.6   | 121.1   | 123.4   |
| 금융부채      | 42.5     | 81.7    | 81.7    | 81.7    | 81.7    |
| 기타비유동부채   | 41.0     | 37.2    | 35.9    | 39.4    | 41.7    |
| 부채총계      | 724.5    | 599.7   | 584.7   | 597.7   | 606.1   |
| 지배주주지분    | 397.8    | 421.4   | 483.5   | 561.6   | 646.5   |
| 자본금       | 20.0     | 20.0    | 20.0    | 20.0    | 20.0    |
| 자본잉여금     | 55.4     | 56.1    | 56.1    | 56.1    | 56.1    |
| 자본조정      | (17.8)   | (17.8)  | (17.8)  | (17.8)  | (17.8)  |
| 기타포괄이익누계액 | (9.8)    | (9.4)   | (9.4)   | (9.4)   | (9.4)   |
| 이익잉여금     | 350.1    | 372.5   | 434.6   | 512.8   | 597.6   |
| 비배주주지분    | 57.2     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계      | 455.0    | 421.4   | 483.5   | 561.6   | 646.5   |
| 순금융부채     | 294.9    | 211.9   | 111.7   | 38.0    | (46.4)  |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |        |        |        |        |
|----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2019     | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| 영업활동 현금흐름      | 87.9     | 50.7   | 116.3  | 103.0  | 110.2  |
| 당기순이익          | (17.3)   | 35.7   | 81.8   | 97.8   | 104.5  |
| 조정             | 10       | 6      | 3      | 2      | 2      |
| 감가상각비          | 41.6     | 37.6   | 28.5   | 21.6   | 16.3   |
| 외환거래손익         | (5.6)    | (15.6) | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | 0.0      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | (26.0)   | (16.0) | (25.5) | (19.6) | (14.3) |
| 영업활동 자산부채변동    | 2.7      | (48.0) | 6.0    | (16.4) | (10.5) |
| 투자활동 현금흐름      | (15.4)   | (3.6)  | 0.7    | (1.9)  | (1.2)  |
| 투자자산감소(증가)     | (80.0)   | 16.3   | 0.2    | (0.5)  | (0.3)  |
| 자본증가(감소)       | (43.7)   | (28.2) | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 108.3    | 8.3    | 0.5    | (1.4)  | (0.9)  |
| 재무활동 현금흐름      | (27.0)   | (31.0) | (30.1) | (19.0) | (19.2) |
| 금융부채증가(감소)     | 32.2     | (65.9) | (10.4) | 0.7    | 0.4    |
| 자본증가(감소)       | 3.2      | 0.7    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (43.8)   | 53.8   | (0.1)  | (0.1)  | 0.0    |
| 배당지급           | (18.6)   | (19.6) | (19.6) | (19.6) | (19.6) |
| 현금의 증감         | 45.7     | 15.0   | 90.3   | 73.0   | 83.9   |
| Unlevered CFO  | 94.3     | 132.1  | 141.2  | 152.5  | 154.4  |
| Free Cash Flow | 43.1     | 20.3   | 116.3  | 103.0  | 110.2  |

2021년 10월 14일

# 한섬(020000)

## 3Q21Pre: 더욱 돋보이는 브랜드 경쟁력

### 국내 대표 여성복 브랜드 업체

한섬은 타임, 마인, 시스템, 랑방 등 소비자 로열티가 높은 프리미엄 브랜드를 전개하고 있는 전문 패션 업체이다. 높은 웰리티 기반으로 쌓아온 충성 고객군과, 고급 여성복이라는 브랜드 이미지가 핵심 경쟁력이다. i) 성장이 정체된 국내 여성시장에서 한섬의 자체브랜드는 견조한 성장을 지속 중이며, ii) 온라인 고성장에 따른 채널믹스 개선은 타 내수 의류업체 대비 높은 성장 여력과 실적 가시성을 담보하는 요인이다.

### 3분기 영업이익 301억원(YoY 33%) 추정

3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 14%, 33% 증가한 2,971억원, 301억원을 전망한다. 7~8월 거리두기 강화 영향으로 성장률이 소폭 둔화되는 분위기였지만, 8월 중순부터 다시 성장세로 돌아서는 모습이다. 이는 주요 판매 채널 중 하나인 백화점 기존점 성장률 반등과 유사한 흐름이다. 기존브랜드인 타임과 마인 외에도 랑방컬렉션/더캐시미어 등 고마진 브랜드들도 고성장을 지속하면서 매출 성장을 견인하는 것으로 파악된다. 온라인 채널 또한 17% 성장하면서 이익 기여도를 높일 것으로 보인다. 오프라인 백화점 호조와 온라인 성장세로 연결 영업이익률은 10.1%(YoY +1.5%p)를 기록할 것으로 예상된다. 다만, 본격적으로 화장품 사업에 진출하면서 관련 마케팅 및 매장 확대 비용 등이 발생할 것으로 본다. 이에, 판관 비율은 소폭 상승할 것으로 가정한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 5만원 제시

한섬에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 향후 실적과 위드 코로나 시대를 모두 감안할 경우 내수 의류 업체인 한섬에 대한 비중확대가 유효하다. i) 9월 이후 양호한 소비심리 개선과, ii) 여성캐주얼 부문의 견고한 브랜드 파워 기반 하반기에도 높은 실적모멘텀이 예상되고 있다. iii) 현재 주가 수준은 12MF PER 8배로 부담스런 밸류에이션은 아니다.

### Initiation

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(10월13일): 40,050원

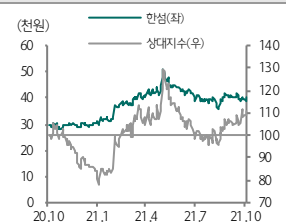
#### Key Data

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,944.41         |
| 52주 최고/최저 (원)    | 51,000/27,850    |
| 시가총액(십억원)        | 986.4            |
| 시가총액비중(%)        | 0.05             |
| 발행주식수(천주)        | 24,630.0         |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 79.7             |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 3.2              |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 450              |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 1.12             |
| 외국인지분율(%)        | 28.31            |
| 주요주주 지분율(%)      |                  |
| 현대홈쇼핑            | 34.64            |
| 국민연금공단           | 10.00            |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M        |
| 절대               | (1.4) (4.9) 38.1 |
| 상대               | 4.8 2.4 12.7     |

#### Consensus Data

|           | 2021    | 2022    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 1,360.7 | 1,432.3 |
| 영업이익(십억원) | 140.3   | 150.9   |
| 순이익(십억원)  | 111.3   | 120.6   |
| EPS(원)    | 4,510   | 4,888   |
| BPS(원)    | 55,729  | 60,810  |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 1,259.8 | 1,195.9 | 1,377.1 | 1,448.8 | 1,501.7 |
| 영업이익      | 십억원 | 106.5   | 102.1   | 140.0   | 150.5   | 165.4   |
| 세전이익      | 십억원 | 113.5   | 112.2   | 151.6   | 163.8   | 180.3   |
| 순이익       | 십억원 | 85.3    | 85.1    | 121.3   | 123.7   | 136.1   |
| EPS       | 원   | 3,462   | 3,455   | 4,925   | 5,020   | 5,526   |
| 증감율       | %   | 17.76   | (0.20)  | 42.55   | 1.93    | 10.08   |
| PER       | 배   | 9.11    | 8.76    | 8.13    | 7.98    | 7.25    |
| PBR       | 배   | 0.73    | 0.65    | 0.79    | 0.72    | 0.66    |
| EV/EBITDA | 배   | 4.06    | 3.32    | 3.51    | 2.75    | 1.89    |
| ROE       | %   | 8.37    | 7.85    | 10.30   | 9.58    | 9.65    |
| BPS       | 원   | 43,352  | 46,460  | 50,984  | 55,603  | 60,728  |
| DPS       | 원   | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     |



Analyst 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

## 1. 실적 전망

### 1) 3분기 영업이익 301억원(YoY 33%) 추정

3분기 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 14%, 33% 증가한 2,971억원, 301억원을 전망한다. 7~8월 거리두기 강화 영향으로 성장률이 소폭 둔화되는 분위기였지만, 8월 중순부터 다시 성장세로 돌아서는 모습이다. 본격적으로 가을 상품 판매가 시작되는 9월은 20% 내외 고신장한 것으로 추산한다. 이는 주요 판매 채널 중 하나인 백화점 기존점 성장률 반등과 유사한 흐름이다. 양호한 9월 실적으로 오프라인 채널 매출은 전년동기대비 13% 성장한 2,396억원을 전망한다. 기존브랜드인 타임과 마인 외에도 랑방컬렉션/더캐시미어 등 고마진 브랜드들이 매출 성장을 견인하는 것으로 파악된다. 온라인 채널 또한 17% 성장하면서 이익 기여도를 높일 것으로 보인다. 오프라인 백화점 호조와 온라인 성장세로 연결 영업이익률은 10.1%(YoY +1.5%p)를 기록할 것으로 예상된다. 다만, 지난 8월에 본격적으로 화장품 사업에 진출하면서 관련 마케팅 및 매장 확대 비용 등이 발생할 것으로 본다. 이에, 판관비율은 소폭 상승할 것으로 가정한다.

### 2) 2021년 연결 매출 YoY 15%, 영업이익 37% 전망

2021년 연결 기준 매출과 영업이익은 각각 전년동기대비 15%, 37% 증가한 1조 3,771억원, 1,400억원을 전망한다. 올해는 소비심리가 빠르게 회복되는 환경에서 패션/의류 매출이 가파르게 성장하며 한섬의 실적 턴어라운드가 진행되었다. 7~8월 코로나19 재확산에 따른 거리두기 영향은 그리 크지 않았던 것으로 파악되며, 섣달만 아니라면 코로나19는 더이상 오프라인 트래픽에 영향을 주지 않는 것으로 입증되었다. 10월부터는 고마진 가을/겨울 제품이 본격적으로 판매되는 성수기에 접어들며 기저효과 및 이연수요까지 더해지며 의류 소비 수요는 지속될 것으로 본다.

### 3) 밸류에이션

한섬에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 50,000원은 2021년과 2022년 예상 EPS에 PER 10배를 적용한 후 시간 가중평균한 값이다. 향후 화장품 사업의 성과 여부에 따라 밸류에이션 확장 가능성이 존재한다. i) 9월 이후 양호한 소비심리 개선과 ii) 하반기 높은 실적모멘텀 감안 시 현재 주가 수준은 12MF PER 8배로 부담스런 밸류에이션은 아니다.



표 1. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 2020  | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21F | 4Q21F | 2021F |
|-------------|-------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출          | 271   | 277  | 261  | 387  | 1,196 | 333  | 313  | 297   | 434   | 1,377 |
| 영업이익        | 29    | 14   | 23   | 36   | 102   | 45   | 23   | 30    | 41    | 140   |
| 세전이익        | 29    | 17   | 26   | 40   | 112   | 47   | 25   | 33    | 47    | 152   |
| 지배순익        | 22    | 13   | 20   | 31   | 85    | 33   | 19   | 27    | 43    | 121   |
| 영업이익률(%)    | 10.8  | 5.1  | 8.6  | 9.3  | 8.5   | 13.6 | 7.5  | 10.1  | 9.5   | 10.2  |
| 세전이익률(%)    | 10.8  | 6.1  | 9.8  | 10.4 | 9.4   | 14.1 | 7.9  | 11.1  | 10.8  | 11.0  |
| 순이익률(%)     | 8.0   | 4.6  | 7.5  | 8.1  | 7.1   | 9.8  | 6.1  | 9.1   | 9.8   | 8.8   |
| 매출(YoY,%)   | -13.1 | -2.5 | -6.5 | 0.6  | -5.1  | 22.8 | 13.0 | 14    | 12.3  | 15.2  |
| 영업이익(YoY,%) | -13.8 | -5.0 | -7.7 | 8.4  | -4.2  | 54.5 | 65.9 | 33    | 14.2  | 37.2  |
| 세전이익(YoY,%) | -16.5 | 1.9  | -5.7 | 16.7 | -1.1  | 59.9 | 45.9 | 28.5  | 16.8  | 35.1  |
| 지배순익(YoY,%) | -15.1 | 10.5 | -7.1 | 13.8 | -0.4  | 51.0 | 49.8 | 37.9  | 36.7  | 42.6  |

자료: 한섬, 하나금융투자

표 2. 한섬 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

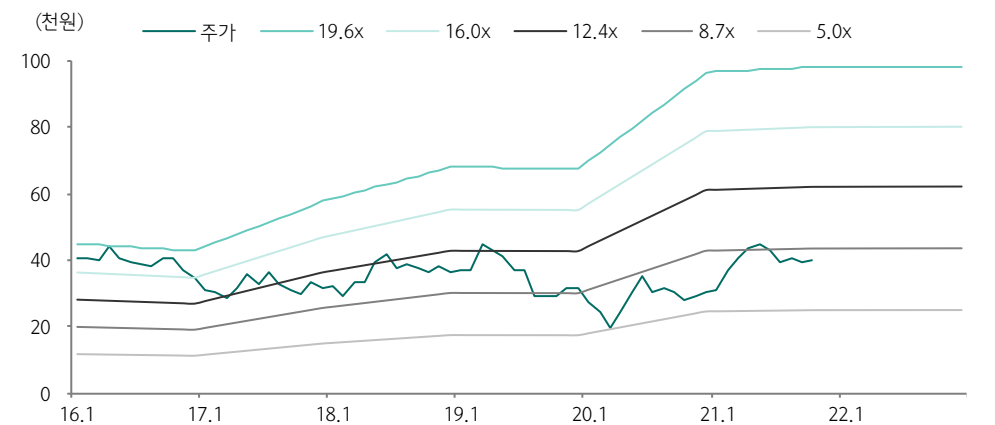
(단위: 십억원)

|              | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출           | 1,260  | 1,196  | 1,377  | 1,449  | 1,502  |
| 영업이익         | 107    | 102    | 140    | 151    | 165    |
| 세전이익         | 114    | 112    | 152    | 164    | 180    |
| 지배순익         | 85     | 85     | 121    | 124    | 136    |
| 적정시가총액       | 853    | 851    | 1,213  | 1,237  | 1,361  |
| 주식수(천주)      | 24,630 | 24,630 | 24,630 | 24,630 | 24,630 |
| 적정주가(원)      | 34,617 | 34,547 | 49,254 | 50,204 | 55,259 |
| 적정PER(배)     | 10     | 10     | 10     | 10     | 10     |
| EPS(원)       | 3,462  | 3,455  | 4,925  | 5,020  | 5,526  |
| 영업이익률(%)     | 8.5    | 8.5    | 10.2   | 10.4   | 11.0   |
| 매출 (YoY,%)   | -3.0   | -5.1   | 15.2   | 5.2    | 3.7    |
| 영업이익 (YoY,%) | 15.8   | -4.2   | 37.2   | 7.5    | 9.9    |
| 순이익 (YoY,%)  | 14.7   | -0.2   | 42.6   | 1.9    | 10.1   |

자료: 한섬, 하나금융투자

그림 1. 한섬 12MF PER band

현재 주가 수준은 12MF PER 8배,  
여유 있는 밸류에이션



자료: 한섬, 하나금융투자



## 2. 기업 개요: 고감도 패션 전문 업체

한섬은 타임, 마인, 시스템, 량방 등 소비자 로열티가 높은 프리미엄 브랜드를 전개하고 있는 전문 패션 업체이다. 침체되는 내수 의류시장 내에서도 고감도 자체브랜드를 통해 안정적으로 외형을 확대하고 있다. 높은 퀄리티 기반으로 쌓아온 충성 고객군과, 고급 여성복이라는 브랜드 이미지가 핵심 경쟁력이다.

한섬의 영업 부문은 크게 세 가지로 구분된다.

- i) 제품 부문: 제품 부문의 전개 형태는 두 가지가 있다. 한섬이 브랜드 상표권을 보유하고 있는 내셔널브랜드(타임/타임옴/시스템/시스템옴/마인/SJSJ/텍케/더캐시미어)와 타 브랜드 상표권 사용에 대한 로열티를 지급하는 라이선스 형태(량방컬렉션/DKNY/타미힐피거 등)로 구분할 수 있다.
- ii) 상품 부문: 수입 브랜드 10개에 대한 국내 독점 유통 판권을 가지고 사업을 전개하고 있다.
- iii) 수수료 부문은 한섬 팩토리 아울렛에 입점한 타사 브랜드로부터 수취하는 판매수수료 개념이다.

표 3. 한섬 브랜드 도입 히스토리

| 시기           | 브랜드 명                 | 전개 형태 |    | 비고                     |
|--------------|-----------------------|-------|----|------------------------|
|              |                       | 제품    | 상품 |                        |
| 1988.02      | 마인(MINE)              | ○     |    |                        |
| 1990.02      | 시스템(SYSTEM)           | ○     |    |                        |
| 1993.02      | 타임(TIME)              | ○     |    |                        |
| 1997.02      | SJSJ                  | ○     |    |                        |
| 2000.02      | 타임 옴(TIME HOMME)      | ○     |    | 남성복                    |
| 2004.05      | 무이(MUE)               |       |    | 편집샵                    |
| 2007.07      | 량방                    |       | ○  |                        |
| 2008.05      | 툼그레이하운드               |       |    | 편집샵                    |
| 2008.08      | 시스템 옴(SYSTEM HOMME)   | ○     |    | 남성복                    |
| 2009.08      | 량방컬렉션                 | ○     |    | 라이선스(량방)               |
| 2014.02      | 발리                    |       | ○  |                        |
| 2014.02      | 텍케                    | ○     |    | 잡화 브랜드                 |
| 2015.08      | 더 캐시미어                | ○     |    |                        |
| 2016.09      | 래트바이트                 | ○     |    |                        |
| 2016.09      | FOURM                 |       |    | 편집샵(스튜디오, 맨즈라운지, 더스토어) |
| 2017.03      | 로샤스                   |       | ○  |                        |
| 2018.03      | 필립림(Phillip Lim)      |       | ○  |                        |
| 2021.08      | 오에라(Oera)             | ○     |    | 프리미엄 화장품 브랜드           |
| 2017.3월부터 편입 | 오브제                   | ○     |    |                        |
|              | 오즈세컨                  | ○     |    |                        |
|              | 클럽모나코                 |       | ○  |                        |
|              | SJYP                  | ○     |    |                        |
|              | 루즈앤라운지                | ○     |    | 잡화 브랜드                 |
|              | 타미힐피거(Tommy Hilfiger) |       | ○  |                        |
|              | DKNY                  |       | ○  |                        |
|              | 캘빈클라인(Calvin Klein)   |       | ○  |                        |

자료: 한섬, 하나금융투자

### 3. 투자포인트

#### 1) 견조한 브랜드파워

치열한 시장경쟁 환경 내 자체브랜드  
기반 이익 증가

소비 불황기에도 한섬은 매출 성장을 시현할 만큼 브랜드력이 견고하다. 지난해 코로나19 타격에도 불구하고 타임과 마인등 한섬의 대표 프리미엄 브랜드들은 YoY (+) 성장을 기록했다. 견고한 브랜드력을 기반으로 타 브랜드 대비 경기변동에 따른 매출변동성이 낮은 것이 특징이다. 30년 이상 유지되고 있는 여성복 브랜드는 타임과 마인, 시스템이 유일하다. 이는, 하루가 다르게 변하는 패션업계에서 한섬의 경쟁력이 독보적이라는 것을 입증한다. 그 결과 타임과 시스템은 메가브랜드로 자리잡았으며, 연 매출 2,000억원, 1,200억원 이상을 달성하는 것으로 파악된다. 그 외에 마인, SJSJ는 각각 500억원 이상, 남성복 브랜드 타임옴브와 시스템옴브는 연간 합산 1,200억원 매출을 기록하며 이익에 기여 중인 것으로 파악된다. 또한 신규 자체브랜드(더캐시미어, 래트바יתי) 또한 빠르게 시장에 안착하며 한섬의 브랜드력을 증명하고 있다. 더캐시미어는 런칭 2년차에 손익분기점에 도달했고, 올해 상반기 40~50%의 높은 성장세를 보이고 있다. 2017년부터 리브랜딩을 시작한 오브제의 경우에도 2018년부터 이익을 내기 시작, 올해 상반기에 30%의 성장세를 기록했다.

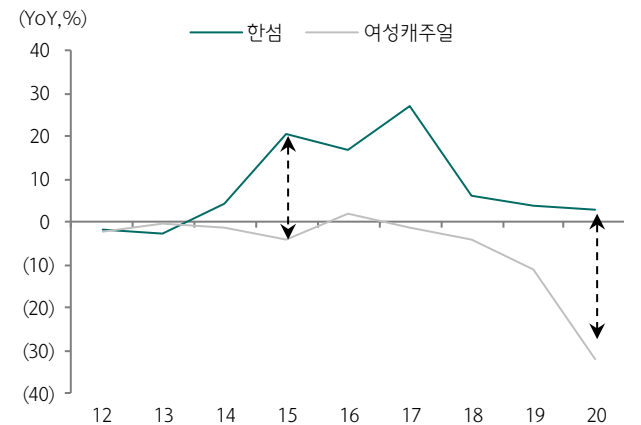
국내 패션 시장은 약 40조원의 시장 규모에서 거의 성장하지 않는 성숙한 시장이다. (2014~2020년 CAGR 1.2%). 하지만 불안정한 소비경기 속에서도 로열티 높은 브랜드 제품의 매출 비중은 증가하고 있는 추세다. 한섬의 경우 2012년 이후 연평균 12%의 안정적인 성장세를 기록하고 있다. 한섬은 향후 ①주 수익창출원인 기존 브랜드들의 볼륨화를 지속함과 동시에, ② 수입브랜드는 편집샵을 통해 사업성이 검증된 브랜드 위주로만 소싱을 할 계획이다. 2017년부터 진행된 비효율브랜드 스크랩/리뉴얼 작업은 작년을 기점으로 마무리 된 것으로 보인다. 한섬의 높은 브랜드력 기반 패션 사업부문의 외형성장 및 이익성장이 모두 기대된다.

표 4. 한섬 브랜드 부문별 전략

| 분류                   | 대표브랜드              | 전략                             |
|----------------------|--------------------|--------------------------------|
| <b>내수 (매출비중 70%)</b> |                    | 기존브랜드 MS 확대 초점                 |
| 캐릭터 브랜드              | 타임/마인/랑방콜렉션        | 높은 소비자 로열티 기반 안정적인 기존 브랜드 성장   |
| 캐주얼 브랜드              | 시스템/오즈세컨/SJSJ/SJYP |                                |
| 잡화 및 신규 브랜드          | 덱케/루즈앤라운지/오에라      | 카테고리 확장(잡화/액세서리) 및 신사업(화장품) 진출 |
| <b>수입 (매출비중 30%)</b> |                    | 편집샵을 통해 사업성 검증된 브랜드 위주로 소싱 계획  |
| 럭셔리 브랜드              | 로샤스/발리/필립핀/랑방      | 다양한 제품 라인업. 높은 수익성. 출점 최소화     |
| 라이선스 브랜드             | 타미힐퍼거/DKNY/클럽모나코   | 저효율 브랜드 철수 완료. 브랜드효율화 극대화      |

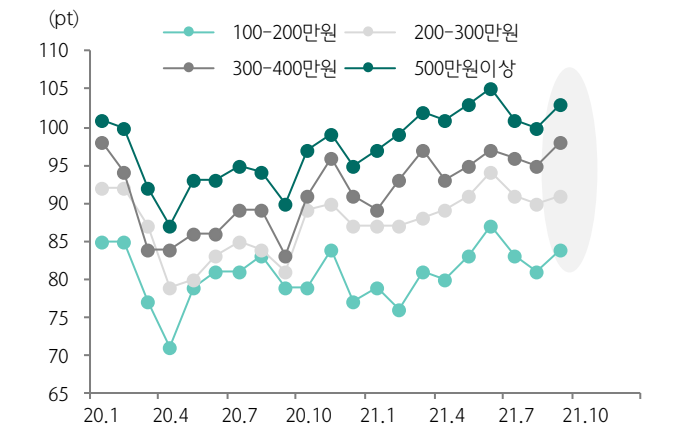
자료: 한섬, 하나금융투자

그림 2. 한섬 자체브랜드 성장률과 백화점 여성캐주얼 성장률 비교



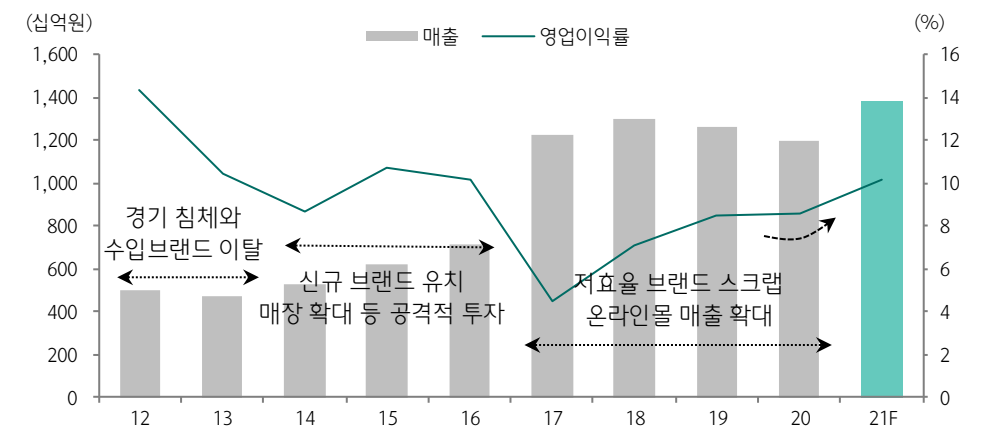
자료: 한섬, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 3. 소득수준별 의류지출전망 CSI



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 4. 한섬 매출과 영업이익률



자료: 한섬, 하나금융투자

## 2) 채널 믹스 효과 지속

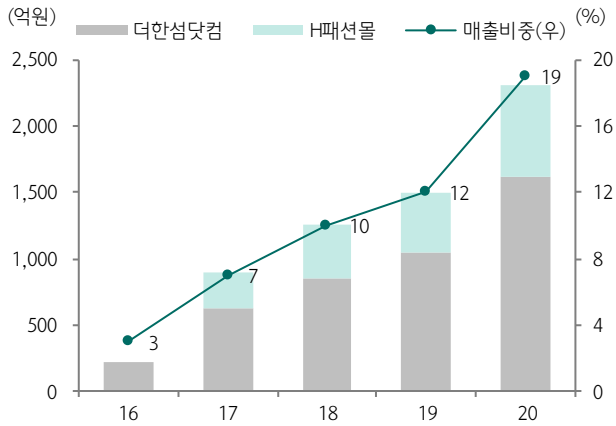
한섬은 브랜드력을 기반으로 전국 백화점 유통망에 대부분 입점되어 있다. 백화점 추가출점이 제한적인 상황에서 충성 고객군을 기반으로 안정적으로 성장 중이다. 총 매장수는 1,290개이고, 그 중 백화점과 아웃렛 매출비중은 각각 70%, 30% 수준이다. 오프라인 채널 전략으로는 ‘더한섬하우스’와 같은 컨셉스토어 매장을 통해 본업 유통망을 확장 중이며, 동시에 비효율 매장은 스크랩하면서 수익성을 강화하는 전략을 지속하고 있다. 더한섬하우스는 한섬만의 차별화된 컨셉스토어로 백화점 입점이 적은 지방 지역을 중심으로 확대해나가고 있다. 2019년 광주점을 시작으로 현재 총 4개 점을 운영하고 있으며, 월평균 7~8억 원 이상의 매출을 기록하고 있다. 특히 올해는 유통 대기업 3사의 신규 출점이 있는 만큼, 판매 채널 확장을 통한 추가적인 실적 모멘텀 또한 기대된다. 올해 1분기 더현대서울에 20개 매장, 3분기에는 롯데 동탄과 신세계 대전점에 각각 10개 내외의 매장이 출점된 것으로 파악된다.

### 온라인 채널 확장을 통한 영업레버리지 효과 기대

한섬은 온라인채널을 가장 잘 활용하고 있는 의류 업체 중 하나이다. 자사브랜드 전용몰(한섬닷컴)과 타 브랜드 입점 가능 몰(Hmall)을 운영하고 있다. 한섬닷컴에서는 타임, 마인 등 고가 브랜드를 독점적으로 판매하며 노세일전략을 고수하고 있다. 그럼에도 불구하고 2015년 런칭 이후 매년 YoY 30~40% 매출성장을 시현하고 있다는 점은 고무적이다. 브랜드력을 기반으로 온라인 추가 구매 수요를 흡수하고 있다. Hmall은 과거 SK네트웍스 때 인수했던 패션몰로 타미힐피거/DKNY/CK 등 수입브랜드 위주로 운영하고 있다. 작년 5월에는 모바일 중심 플랫폼 EQL을 런칭했다. EQL은 MZ세대를 겨냥한 온라인 편집샵으로 한섬이 자체 개발한 PB브랜드를 포함해 총 130여개의 브랜드로 구성됐다. 특히 EQL은 소수의 브랜드만을 엄선해 미래 잠재 고객을 유치하고 이 고객들을 한섬의 기존 브랜드로 연결 시키겠다는 전략을 고수하고 있다.

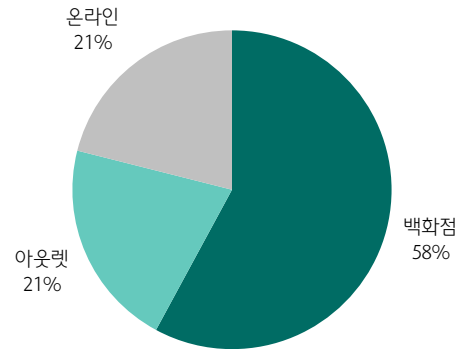
상반기 기준 한섬의 온라인 사업 매출 비중은 처음으로 20%를 넘어섰다. 2018년 10%에 불과했던 온라인 매출 비중은 올해 20%까지 상승할 것으로 예상되며, 이에 올해 온라인 매출은 2,760억원까지 확대될 것으로 보인다. 특히 온라인은 영업이익률 30% 내외의 고수익성 채널로 매출 확대에 따른 레버리지 효과 또한 기대한다. 이에 온라인 영업이익 기여도는 올해 53%까지 확대될 것으로 보인다. 온라인 실적 기여도 상승과 오프라인 수익성 회복으로 영업레버리지 효과가 확대될 전망이다.

그림 5. 연도별 온라인 매출 및 비중 추이



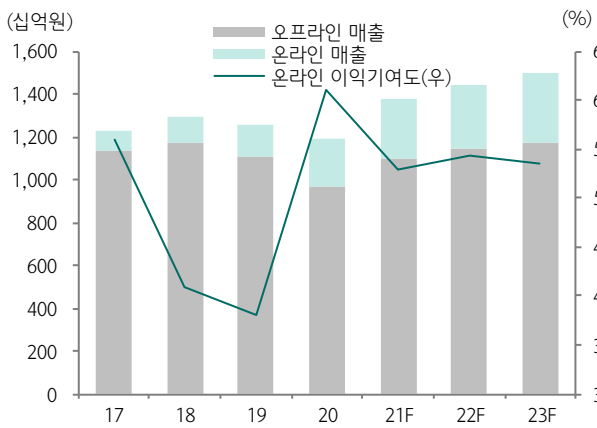
자료: 한섬, 하나금융투자

그림 6. 한섬 채널별 매출 비중



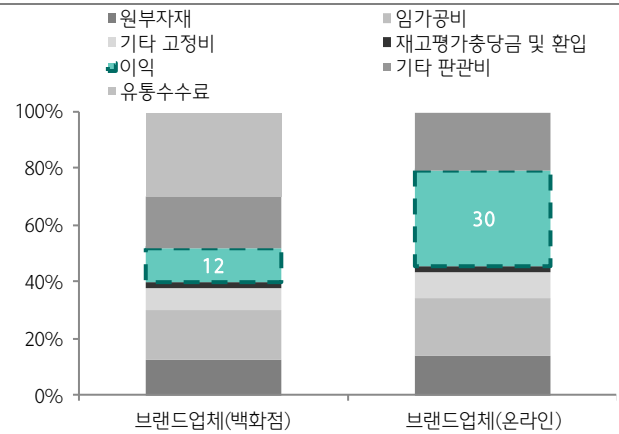
자료: 한섬, 하나금융투자

그림 7. 온라인 매출과 이익기여도 전망



자료: 한섬, 하나금융투자

그림 8. 유통채널별 브랜드업체 이익률 비교



자료: 한섬, 하나금융투자

### 3) 화장품: 성공 여부 장담하기 어려우나, 기회 요인

한섬의 경우 기존 여성복 부문의 안정적 성장에도 불구하고 내수 의류시장 성장을 둔화 속에 추가적인 성장성을 기대하기 어렵다는 인식 때문에 밸류에이션 확장 여력이 제한적이었다. 하지만, 올해 8월부터 본격적으로 화장품사업에 진출하며 사업다각화와 기업가치 제고를 도약하고 있다. 향후 화장품 사업의 성과 여부에 따라 밸류에이션 확장 가능성이 존재한다.

지난 8월 첫 화장품 브랜드 오에라를 출시하며 럭셔리 화장품 시장에 도전장을 내밀었다. 주요 상품 가격은 20만~50만원대이며, 대표 상품은 기능성 세럼 ‘캘리브레이터’로 가격은 37만 5,000원으로 구성되어 있다. ‘시그니처 프레스티지 크림’은 120만원대로, 국내 화장품 브랜드 중에선 최고가다.

#### 높은 럭셔리 화장품 진입장벽

패션 업체들이 화장품이라는 신사업에 진출하는 이유는 가계 소비 둔화에 따른 내수 의류 시장 저성장 속에서 카테고리 다각화(사업영역 확대) 또는 해외시장 진출이 핵심 생존 전략이 되었기 때문이다. 또한 화장품은 의류 대비 마진이 높아 수익성 제고가 가능하다. 과거 신세계인터내셔널의 비디비치의 경우 인수된 지 5년 차인 2017년 처음으로 흑자전환하였고, 2018년부터 본격적으로 이익 기여도를 높여 영업이익에서 화장품이 차지하는 비중은 81%에 달했다. 하지만 비디비치는 중저가 라인이고, 오에라는 초고가 럭셔리 라인임을 감안 시 오에라의 브랜드 안착 기간은 좀 더 오래 걸릴 것으로 판단한다. 럭셔리 화장품 시장은 진입장벽이 중저가 라인 대비 더 높기 때문이다.

#### 브랜드 안착 전까지 비용 투입 불가피

향후 매장 증가 및 마케팅 활동 강화를 통해 점진적인 매출 성장을 기대함이 바람직하다. 브랜드 인지도를 높이는 데에 상당한 비용이 필요한 것을 감안할 때, 비용 증가에 따른 판관비율 상승은 불가피할 것으로 보인다.

그림 9. 오에라 주요 라인업



멀티 베네핏 캘리브레이터  
375,000원



시그니처 프레스티지 크림  
1,250,000원



듀얼-액션 크로노 앰플  
590,000원

자료: 한섬, 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2019     | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| 매출액          | 1,259.8  | 1,195.9 | 1,377.1 | 1,448.8 | 1,501.7 |
| 매출원가         | 508.4    | 490.2   | 561.9   | 585.2   | 605.2   |
| 매출총이익        | 751.4    | 705.7   | 815.2   | 863.6   | 896.5   |
| 판매비          | 644.8    | 603.7   | 675.2   | 713.1   | 731.1   |
| 영업이익         | 106.5    | 102.1   | 140.0   | 150.5   | 165.4   |
| 금융손익         | 1.2      | 1.7     | 2.3     | 2.7     | 3.3     |
| 종속/관계기업손익    | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | 5.8      | 8.4     | 9.3     | 10.5    | 11.6    |
| 세전이익         | 113.5    | 112.2   | 151.6   | 163.8   | 180.3   |
| 법인세          | 28.2     | 27.3    | 30.3    | 40.1    | 44.2    |
| 계속사업이익       | 85.3     | 84.9    | 121.3   | 123.7   | 136.1   |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 85.3     | 84.9    | 121.3   | 123.7   | 136.1   |
| 비배주주지분 순이익   | 0.0      | (0.2)   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 지배주주순이익      | 85.3     | 85.1    | 121.3   | 123.7   | 136.1   |
| 지배주주지분포괄이익   | 64.3     | 88.2    | 121.6   | 123.9   | 136.4   |
| NOPAT        | 80.0     | 77.2    | 112.0   | 113.6   | 124.9   |
| EBITDA       | 161.3    | 155.1   | 183.9   | 186.9   | 195.6   |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | (3.03)   | (5.07)  | 15.15   | 5.21    | 3.65    |
| NOPAT증가율     | 15.27    | (3.50)  | 45.08   | 1.43    | 9.95    |
| EBITDA증가율    | 21.74    | (3.84)  | 18.57   | 1.63    | 4.65    |
| 영업이익증가율      | 16.78    | (4.13)  | 37.12   | 7.50    | 9.90    |
| (지배주주)순이익증가율 | 17.82    | (0.23)  | 42.54   | 1.98    | 10.02   |
| EPS증가율       | 17.76    | (0.20)  | 42.55   | 1.93    | 10.08   |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 59.64    | 59.01   | 59.20   | 59.61   | 59.70   |
| EBITDA이익률    | 12.80    | 12.97   | 13.35   | 12.90   | 13.03   |
| 영업이익률        | 8.45     | 8.54    | 10.17   | 10.39   | 11.01   |
| 계속사업이익률      | 6.77     | 7.10    | 8.81    | 8.54    | 9.06    |

| 투자지표      | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 3,462   | 3,455   | 4,925   | 5,020   | 5,526   |
| BPS       | 43,352  | 46,460  | 50,984  | 55,603  | 60,728  |
| CFPS      | 6,264   | 6,020   | 7,802   | 7,924   | 8,271   |
| EBITDAPS  | 6,548   | 6,296   | 7,468   | 7,589   | 7,943   |
| SPS       | 51,149  | 48,555  | 55,913  | 58,821  | 60,970  |
| DPS       | 450     | 450     | 450     | 450     | 450     |
| 주가지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 9.11    | 8.76    | 8.13    | 7.98    | 7.25    |
| PBR       | 0.73    | 0.65    | 0.79    | 0.72    | 0.66    |
| PCFR      | 5.04    | 5.02    | 5.13    | 5.05    | 4.84    |
| EV/EBITDA | 4.06    | 3.32    | 3.51    | 2.75    | 1.89    |
| PSR       | 0.62    | 0.62    | 0.72    | 0.68    | 0.66    |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 8.37    | 7.85    | 10.30   | 9.58    | 9.65    |
| ROA       | 6.57    | 6.16    | 8.04    | 7.53    | 7.66    |
| ROIC      | 10.50   | 9.68    | 14.02   | 14.29   | 16.01   |
| 부채비율      | 26.60   | 27.75   | 27.59   | 26.37   | 24.85   |
| 순부채비율     | (11.64) | (20.77) | (27.83) | (35.29) | (41.98) |
| 이자보상배율(배) | 84.12   | 112.59  | 126.32  | 150.13  | 164.99  |

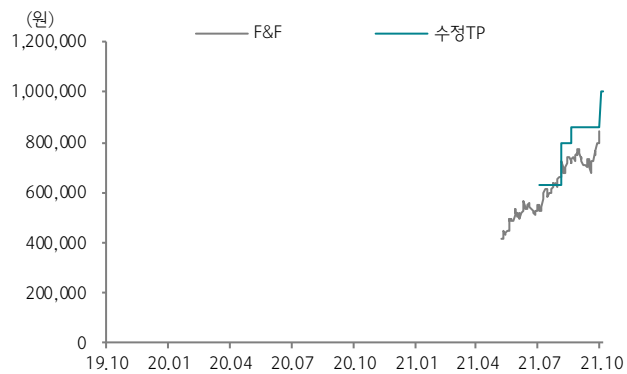
자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2019     | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| 유동자산      | 719.8    | 819.7   | 1,003.1 | 1,167.7 | 1,334.8 |
| 금융자산      | 145.8    | 282.7   | 384.8   | 517.2   | 660.6   |
| 현금성자산     | 37.4     | 43.4    | 140.5   | 270.9   | 412.8   |
| 매출채권      | 78.6     | 60.2    | 69.4    | 73.0    | 75.6    |
| 재고자산      | 447.6    | 446.3   | 514.0   | 540.7   | 560.5   |
| 기타유동자산    | 47.8     | 30.5    | 34.9    | 36.8    | 38.1    |
| 비유동자산     | 603.8    | 618.9   | 575.9   | 539.8   | 509.9   |
| 투자자산      | 49.6     | 55.5    | 56.4    | 56.8    | 57.0    |
| 금융자산      | 49.6     | 55.5    | 56.4    | 56.8    | 57.0    |
| 유형자산      | 337.1    | 324.4   | 296.4   | 273.8   | 255.6   |
| 무형자산      | 92.8     | 122.1   | 106.2   | 92.4    | 80.4    |
| 기타비유동자산   | 124.3    | 116.9   | 116.9   | 116.8   | 116.9   |
| 자산총계      | 1,323.6  | 1,438.5 | 1,578.9 | 1,707.5 | 1,844.6 |
| 유동부채      | 218.0    | 230.9   | 248.5   | 258.9   | 266.5   |
| 금융부채      | 15.6     | 41.8    | 33.3    | 33.3    | 33.3    |
| 매입채무      | 37.4     | 35.8    | 41.3    | 43.4    | 45.0    |
| 기타유동부채    | 165.0    | 153.3   | 173.9   | 182.2   | 188.2   |
| 비유동부채     | 60.0     | 81.6    | 92.9    | 97.4    | 100.7   |
| 금융부채      | 8.5      | 7.0     | 7.0     | 7.0     | 7.0     |
| 기타비유동부채   | 51.5     | 74.6    | 85.9    | 90.4    | 93.7    |
| 부채총계      | 278.1    | 312.5   | 341.5   | 356.3   | 367.2   |
| 지배주주지분    | 1,045.6  | 1,122.1 | 1,233.6 | 1,347.3 | 1,473.5 |
| 자본금       | 12.3     | 12.3    | 12.3    | 12.3    | 12.3    |
| 자본잉여금     | 122.2    | 122.2   | 122.2   | 122.2   | 122.2   |
| 자본조정      | (22.2)   | (24.0)  | (24.0)  | (24.0)  | (24.0)  |
| 기타포괄이익누계액 | (15.5)   | (12.7)  | (12.7)  | (12.7)  | (12.7)  |
| 이익잉여금     | 948.8    | 1,024.3 | 1,135.7 | 1,249.5 | 1,375.7 |
| 비배주주지분    | 0.0      | 3.9     | 3.9     | 3.9     | 3.9     |
| 자본총계      | 1,045.6  | 1,126.0 | 1,237.5 | 1,351.2 | 1,477.4 |
| 순금융부채     | (121.7)  | (233.9) | (344.4) | (476.9) | (620.2) |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |         |        |        |        |
|----------------|----------|---------|--------|--------|--------|
|                | 2019     | 2020    | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
| 영업활동 현금흐름      | 136.4    | 149.4   | 125.0  | 144.1  | 154.6  |
| 당기순이익          | 85.3     | 84.9    | 121.3  | 123.7  | 136.1  |
| 조정             | 7        | 6       | 4      | 4      | 3      |
| 감가상각비          | 54.7     | 53.0    | 43.9   | 36.4   | 30.2   |
| 외환거래손익         | 0.3      | 1.3     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | 0.0      | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | (48.0)   | (48.3)  | (39.9) | (32.4) | (27.2) |
| 영업활동 자산부채변동    | (17.8)   | 6.6     | (40.2) | (15.9) | (11.7) |
| 투자활동 현금흐름      | (58.9)   | (147.8) | (5.8)  | (2.3)  | (1.7)  |
| 투자자산감소(증가)     | 29.1     | (6.0)   | (0.9)  | (0.3)  | (0.3)  |
| 자본증가(감소)       | (25.5)   | (9.3)   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | (62.5)   | (132.5) | (4.9)  | (2.0)  | (1.4)  |
| 재무활동 현금흐름      | (86.5)   | 5.4     | (18.4) | (9.9)  | (9.9)  |
| 금융부채증가(감소)     | (40.8)   | 24.8    | (8.5)  | 0.0    | 0.0    |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (36.9)   | (9.5)   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당지급           | (8.8)    | (9.9)   | (9.9)  | (9.9)  | (9.9)  |
| 현금의 증감         | (8.9)    | 6.0     | 97.1   | 130.5  | 141.9  |
| Unlevered CFO  | 154.3    | 148.3   | 192.2  | 195.2  | 203.7  |
| Free Cash Flow | 109.3    | 132.3   | 125.0  | 144.1  | 154.6  |

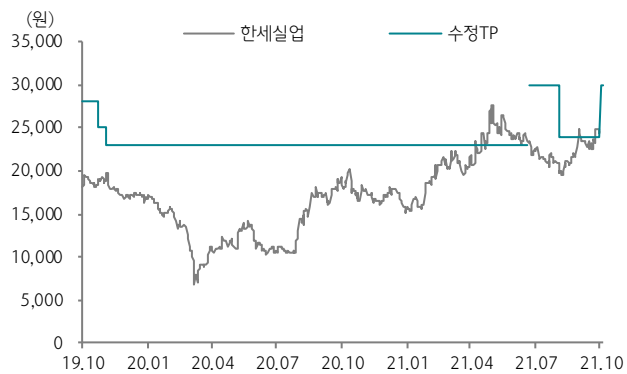
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

F&F



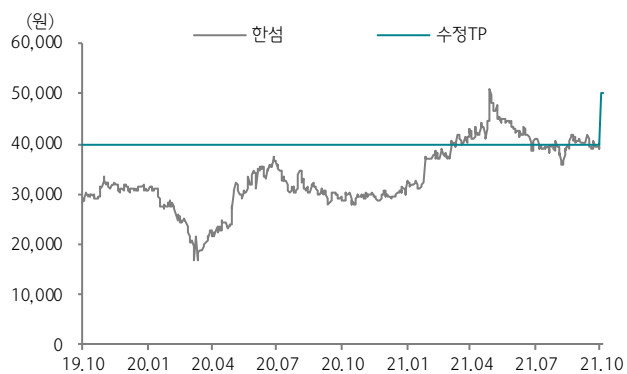
| 날짜       | 투자 의견     | 목표주가      | 괴리율     |        |
|----------|-----------|-----------|---------|--------|
|          |           |           | 평균      | 최고/최저  |
| 21.10.14 | BUY       | 1,000,000 |         |        |
| 21.9.2   | BUY       | 860,000   | -13.39% | -2.21% |
| 21.8.18  | BUY       | 800,000   | -10.73% | -7.25% |
| 21.7.14  | BUY       | 630,000   | -3.37%  | 8.73%  |
| 21.5.21  | Not Rated | -         | -       | -      |

한세실업



| 날짜       | 투자 의견 | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|-------|--------|---------|---------|
|          |       |        | 평균      | 최고/최저   |
| 21.10.14 | BUY   | 30,000 |         |         |
| 21.8.18  | BUY   | 24,000 | -6.65%  | 3.75%   |
| 21.7.5   | BUY   | 30,000 | -27.87% | -22.17% |
| 19.11.15 | BUY   | 23,000 | -27.87% | 19.78%  |
| 19.11.4  | BUY   | 25,000 | -24.48% | -23.20% |
| 19.7.11  | BUY   | 28,000 | -32.59% | -26.96% |

한섬



| 날짜       | 투자 의견 | 목표주가   | 괴리율     |        |
|----------|-------|--------|---------|--------|
|          |       |        | 평균      | 최고/최저  |
| 21.10.14 | BUY   | 50,000 |         |        |
| 19.10.10 | BUY   | 40,000 | -16.53% | 27.50% |



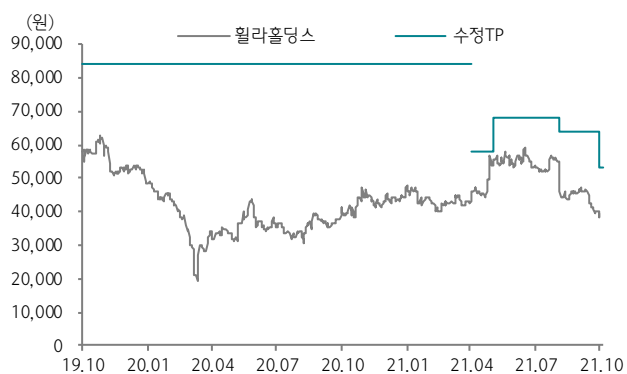
#### 신세계인터내셔널



| 날짜       | 투자의견   | 목표주가    | 과리율     |         |
|----------|--------|---------|---------|---------|
|          |        |         | 평균      | 최고/최저   |
| 21.7.14  | BUY    | 240,000 |         |         |
| 21.5.13  | BUY    | 270,000 | -20.57% | -12.59% |
| 21.4.6   | BUY    | 250,000 | -17.90% | -7.40%  |
| 20.3.26  | 담당자 변경 |         | -       | -       |
| 19.11.13 | BUY    | 250,000 | -14.68% | 5.00%   |
| 19.8.12  | BUY    | 230,000 | -17.97% | -6.74%  |

#### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

##### 윌라홀딩스



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가   | 과리율     |         |
|----------|------|--------|---------|---------|
|          |      |        | 평균      | 최고/최저   |
| 21.10.14 | BUY  | 53,000 |         |         |
| 21.8.17  | BUY  | 64,000 | -30.84% | -26.48% |
| 21.5.17  | BUY  | 68,000 | -19.42% | -12.79% |
| 21.4.16  | BUY  | 58,000 | -16.49% | -2.24%  |
| 19.10.10 | BUY  | 84,000 | -50.22% | -25.48% |

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비공개시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

### • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 94.29%  | 5.71%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2021년 10월 13일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2021년 10월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.