



2021년 11월 23일 | Equity Research



섬유/의복 Overweight

여전히 입을 옷이 없다

- | 2022년 의류 소매판매 YoY 6%, 76조원 규모 전망
- | 지속되는 의류 구매 사이클
- | Top Picks: F&F, 한세실업



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

2022년 전망

Top Picks

F&F(383220) | BUY | TP 1,200,000원 | CP(11월22일) 881,000원
한세실업(105630) | BUY | TP 33,000원 | CP(11월22일) 23,300원



CONTENTS

Summary	3
1. 2022년 의류 업종 투자전략	4
1) 브랜드: 상반기까지 이어지는 실적모멘텀, 하반기 판단기준은 성장성	4
2) OEM: 수익성 동반한 외형성장 본격화	4
3) Top Picks: F&F, 한세실업	5
2. 2022년 의류 판매 YoY 6% 성장 전망	6
1) 2021년 큰 폭의 회복세	6
2) 기저효과에서 수요회복으로 모멘텀 확대	6
3. 위드코로나 시기, 지속되는 의류 소비	7
1) 의류가 주도하고 있는 백화점 판매 신장	7
2) 여전히 옷장에 입을 옷이 없다	8
3) 전반적인 소비지표 역시 긍정적	9
4. 하반기 판단기준은 성장성	10
1) 단기적으로 위드코로나 수혜	10
2) 중기적으로 펀더멘탈에 기반한 실적차별화 전망	10
5. 2022년, 강한 Re-stocking 수요 기대	12
1) 미국 소매판매 업황 양호	12
2) Seller's Market	14
3) 미국 의류 수입 ASP도 큰 폭 상승	16
6. 3분기 실적발표 단상: 업체별 실적 차별화	17
1) F&F: 이제는 중국 패션주	17
2) 휠라홀딩스: 밸류에이션 매력 존재, 주가 모멘텀 부재	18
3) 한섬: 업황 회복 대비한 저점 매수 바람직	19
4) 신세계인터내셔널: 화장품 부문 실적 회복 과제	20
5) 한세실업: Seller's Market	21
Top Picks	23
F&F (383220)	24
한세실업 (069960)	28

2021년 11월 23일 | Equity Research

섬유/의복

여전히 입을 옷이 없다

2022년 의류 소매판매 YoY 6% 성장 전망

2022년 국내 의류 및 신발 소매판매는 YoY 6% 성장한 76조 원 규모를 전망한다. 2021년은 코로나19로부터 강하게 회복되는 한 해였다. 코로나19로 억눌렸던 소비가 터지면서 소비 경기는 빠른 회복세에 들어섰다. 이제는 본격적으로 위드 코로나 시대가 시작되면서, 점진적 일상으로의 복귀 가능성이 커지고 있다. 2020년 상대적으로 코로나19 피해가 컸던 의류 판매는 2021년 회복, 2022년 비로소 정상화가 될 것으로 예상된다.

지속되는 의류 구매 사이클

2022년에도 의류 업황은 견조할 것으로 판단한다. 하반기부터 의류 소매판매가 팬데믹 이전 수준으로 회복되기 시작했고, 위드코로나 시기 외출 수요가 증가하면서 의류 소비 수요는 강화될 가능성이 크다. 견조한 소비심리와 안정적인 고용시장 개선은 의류소비 회복의 든든한 버팀목이다. 의류 OEM업체들도 업사이클을 준비해야 할 시기이다. 강한 re-stocking 수요에 비해 낮은 재고 수준과 공급병목 현상으로 공급자 우위 시장은 당분간 지속될 것으로 전망한다. 중장기적 우려는 있을 수 있지만, 견조한 의류 소비 수요 기반 의류업체들의 양호한 실적 및 추가 모멘텀을 기대할 수 있다.

Top Picks: F&F, 한세실업

F&F(BUY, TP 120만원)와 한세실업(BUY, TP 3.3만원)을 Top Picks로 제시한다. F&F는 2022년에도 압도적 실적 모멘텀을 지속할 것으로 전망한다. i) 높은 브랜드력에 기반한 국내 사업은 실적 가시성이 높고, ii) 중국 법인은 공격적인 대리상 출점을 통해 고성장을 예상한다. 한세실업은 높은 기술력과 글로벌 네임밸류 기반 업황 호조에 따른 외형성장과 수익성 개선이 동시에 일어날 것으로 예상된다. 단기적으로는 한섬은 최소한 1분기까지 지속적인 추위와 위드 코로나 효과에 의해 실적 모멘텀을 기대할 수 있다.

2022년 전망

Overweight

Top Picks

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(11월22일)
F&F(383220)	BUY	1,200,000원	881,000원
한세실업(105630)	BUY	33,000원	23,300원

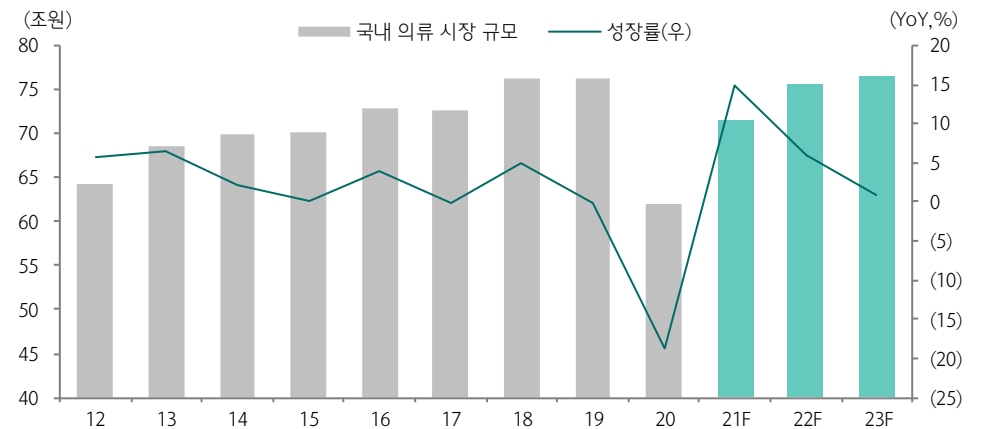


Analyst 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

Summary

2022년 국내 의류 소매판매
위드 코로나 + 소비회복 효과로
YoY 6% 성장 추정

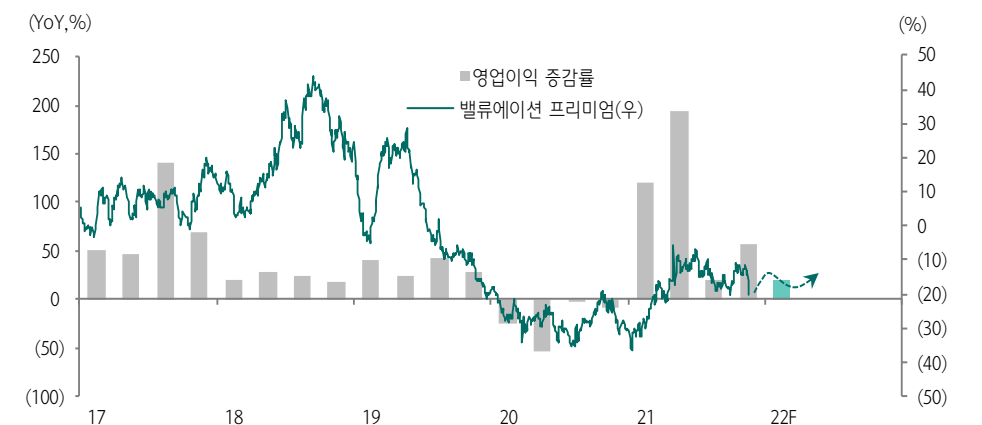
국내 의류 및 신발 소매판매 성장률 전망



자료: 통계청, 하나금융투자

내년에도 의류 업종 증익 기대

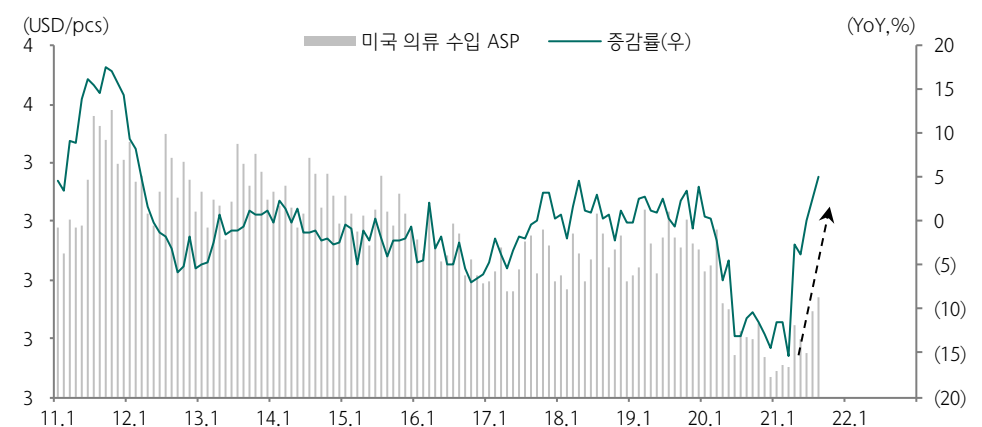
의류 업종 이익 성장률 전망



자료: Quantwise, 각 사, 하나금융투자

OEM업체들 우호적 단가 환경 조성,
공급자 우위 시장 지속 전망

미국 의류 수입 ASP 증감률



자료: OTEXA, 하나금융투자

1. 2022년 의류 업종 투자전략

2021년은 코로나19로부터 강하게 회복되는 한 해였다. 코로나19로 억눌렸던 소비가 터지면서 소비 경기는 빠른 회복세에 들어섰다. 이제는 백신 접종률이 상승하고 본격적으로 위드 코로나 시대가 시작되면서, 점진적 일상으로의 복귀 가능성이 커지고 있다. 2020년 상대적으로 코로나19 피해가 컸던 의류 판매는 2021년 회복세, 2022년 정상화가 될 것으로 예상된다.

2022년 국내 의류 소매판매 76조원 (YoY 6%)으로 전망 2021년 국내 의류 및 신발 소매판매는 전년대비 15% 증가한 71.5조원 규모로 회복한 것으로 추정한다. 전체 소매판매가 YoY 7% 성장하며 코로나19 영향에서 빠르게 반등하는 모습 보였고, 특히 의류 매출 비중이 높은 백화점 채널이 YoY 16% 성장하면서 회복을 견인했다. 2022년은 위드 코로나 시대 진입에 따른 국내 소비회복 효과로 YoY 6% 성장하면서 2019년 76조원 규모로 회복할 것으로 예상된다.

1) 브랜드: 상반기까지 이어지는 실적모멘텀, 하반기 판단기준은 성장성

브랜드 업체: 2021년 높은 베이스에 의한 역기저 부담, 서비스업으로의 소비지출 이동 등 중장기적인 우려는 존재하나, 의류 소비 수요는 내년에도 지속될 수 있다는 판단이다. 이유는 다음의 3가지다. i) 내구재 교체 수요가 올해 상반기를 기점으로 마무리되며 하반기부터 본격적으로 의류 판매가 올라오고 있고, ii) 2년에 걸친 의류소비 축소에 따른 이연수요 가능성이 존재하며, 마지막으로 iii) 매크로적으로 견조한 가계구매력과 소비심리를 기반으로 추가적인 의류 소비 확대를 기대할 수 있기 때문이다. 다만, 하반기로 갈수록 해외 여행 재개, 이연 수요 둔화 등으로 의류 업체들의 실적모멘텀은 둔화될 가능성이 크다. 결국 하반기에는 매크로가 아닌 마이크로적 요소에 따라 업체별 차별화가 나타날 것으로 본다. 이에, 중장기 성장성을 확보하고 있는 업체들에 대한 투자가 타당하다.

2) OEM: 수익성 동반한 외형성장 본격화

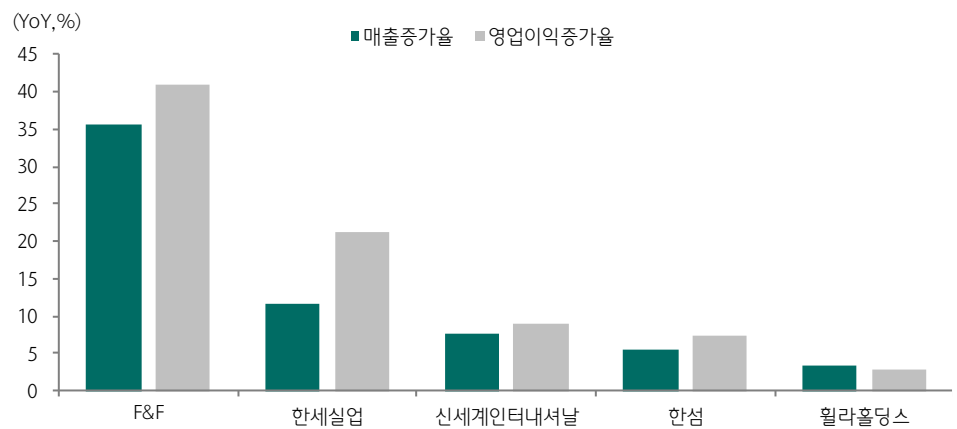
OEM 업체: 브랜드 업체와 달리 OEM 업체들의 실적모멘텀은 좀 더 길어질 수 있다는 판단이다. 미국 경제가 소비 중심으로 회복세를 유지하는 가운데, 미국 의류 재고확충(re-stocking) 수요가 지속되고 있다. 미국 의류 판매는 2019년 대비 증가하고 있지만, 재고 규모는 여전히 코로나19 이전 수준보다 낮은 상황이다. 판매액 대비 재고 자산 비율은 1.85배에 불과하기 때문에 향후 re-stocking에 따른 오더 증가가 증가할 것으로 전망한다. 수익성 측면에서는 의류 업사이클 국면, 대형 OEM 업체들의 협상력이 우위에 놓이며, 고마진 오더 수주를 통한 이익률 개선이 될 것으로 보인다.

3) Top Picks: F&F, 한세실업

F&F와 한세실업을 Top Picks로 제시한다. F&F는 2022년에도 압도적 실적 모멘텀을 지속할 것으로 전망한다. i) 높은 브랜드력에 기반한 국내 사업은 실적 가시성이 높고, ii) 중국 법인은 공격적인 대리상 출점을 통해 고성장을 예상한다. iii) 글로벌 Top 브랜드인 테일러메이드를 인수하면서 글로벌 브랜드 비즈니스의 레벨업을 기대할 수 있게 되었다. 한세실업은 높은 기술력과 글로벌 네임밸류 기반으로 업황 호조에 따른 외형성장과 수익성 개선이 동시에 일어날 것으로 예상한다. 단기적으로는 위드 코로나 수혜가 클 것으로 예상되는 한섬도 주목할 필요가 있다.

그림 1. 2022년 업체별 매출/이익 성장률 전망

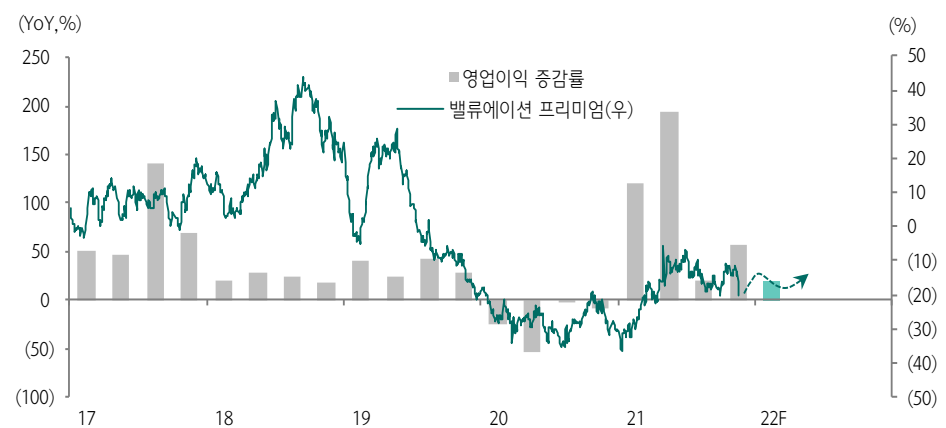
F&F/한세실업 내년 실적 개선 폭 클 듯



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 의류 업종 이익 성장률 전망

2022년에도 의류 중의



자료: Quantivise, 하나금융투자

2. 2022년 의류 판매 YoY 6% 성장 전망

1) 2021년 큰 폭의 회복세

2021년 경기 반등 시기, 의류 업종 큰 폭 회복세 나타남, 연초대비 주가 68% 상승

코로나19 발병으로 가장 수요가 크게 감소한 품목 중 하나는 의류였다. 코로나19가 처음 발병했던 2020년 가계 의류 소비지출은 전년 동기 대비 17.5% 감소했다. 가계 총소비지출이 전년 대비 4.2% 감소한 것을 감안하면 코로나19 타격이 상대적으로 컸던 것으로 알 수 있다. 하지만, 2021년 경기가 점진적으로 정상화 됨에 따라 의류시장은 큰 폭의 회복세를 보였다. 실제로 국내 소비심리와 경기가 회복되면서 상반기 기준 주요 백화점 매출은 26%의 증가세를 기록했고, 의류 소매 매출은 전년동기대비 11% 증가했다. 의류는 준내구재 성격이 강해 소비 경기가 반등할 때 개선 폭이 큰 경향이 있다.

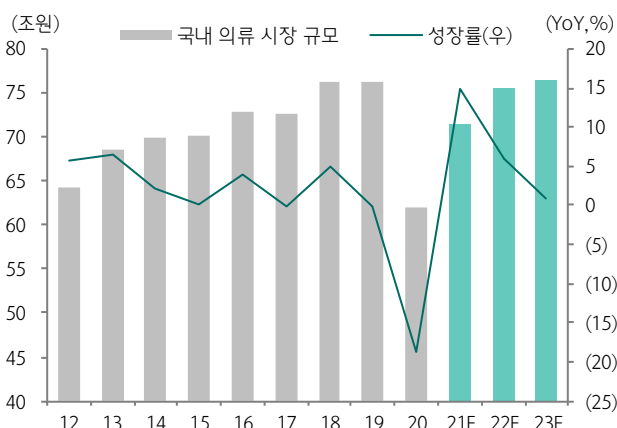
2) 기저효과에서 수요회복으로 모멘텀 확대

하지만, 여전히 1~9월 누적 의류 소매판매는 2019년 대비 10% 낮은 수준

상반기 큰 폭의 회복세에도 불구하고, 1~9월 누적 의류 및 신발 소매 판매액은 코로나19 이전인 2019년 대비해서 여전히 10% 낮은 수준이다. 상반기 의류 소비는 큰 폭의 증가세를 기록했으나, 총액을 기준으로 보면 본격적으로 의류 소비가 기저효과 이상으로 성장한 시점은 올해 9월부터다. 9월부터 본격적으로 의류 소매판매는 팬데믹 이전 수준으로 회복되었고, 10~11월 높은 (+) 성장세가 진행중인 동향 감안 시 의류 판매는 2021년 연간 15% 성장은 가능하다는 판단이다.

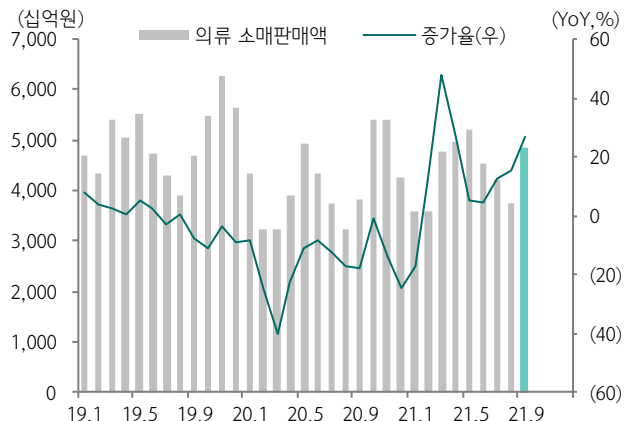
2022년 의류 및 신발 소매판매의 경우 전년동기대비 6% 성장한 76조원의 시장을 형성하며 각종 전망 지표에서 예측된 2022년 민간소비증가율 3%를 상회하는 성장률을 기록할 것으로 전망한다.

그림 3. 국내 의류 및 신발 소매판매 연간 규모 전망



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 국내 의류 소매판매 월간 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

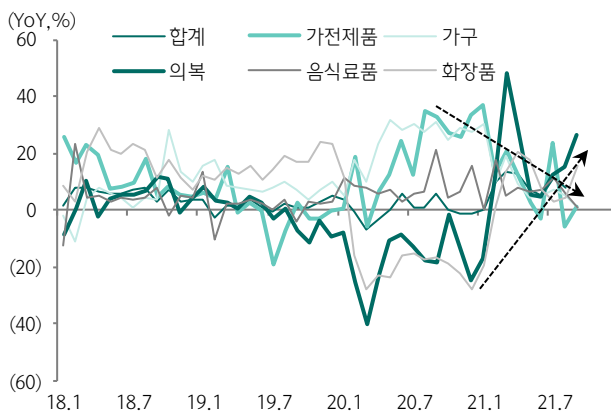
3. 위드코로나 시기, 지속되는 의류 소비

1) 의류가 주도하고 있는 백화점 판매 신장

백화점 업체들 의류 판매 회복 기조와 정상가 매출 비중 상승, 업황 회복 긍정적 시그널

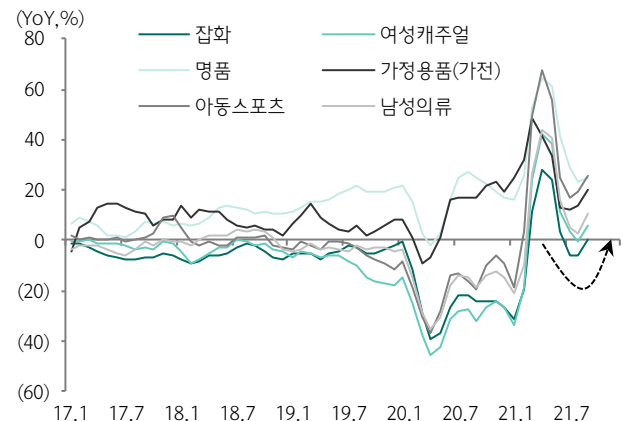
2021년의 높은 기저는 2022년 측면 부담으로 다가온다. 하지만, 의류 구매 사이클은 최소 내년 상반기까지는 지속될 수 있다고 판단한다. 의류 매출 비중이 50% 이상을 차지하는 백화점 채널의 경우 9월부터 고마진 패션 매출 비중이 가파르게 상승하고 있다. 그 이전까지는 명품과 가전/생활용품 등의 카테고리가 매출을 견인했다면, 전반적인 소비가 고가에서 중저가, 명품/가전에서 패션쪽으로 확산되고 있다. 작년에는 가구와 가전 내구재 소비가 30~40% 증가한 반면, 외출과 관련 있는 화장품과 의류 등은 20~30% 역신장했다. 전년도 2분기부터 시작된 내구재 교체 수요는 올해 상반기를 기점으로 마무리된 것으로 파악되며, 올해 하반기부터 본격적으로 의류와 같은 준내구재 수요가 올라오고 있다. 3분기부터 본격화된 백화점 업체들의 의류 판매 회복 기조와 정상가 매출 비중 상승은 업황 회복의 긍정적 시그널이다.

그림 5. 상품 카테고리별 소매판매 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 6. 백화점 카테고리별 성장률



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

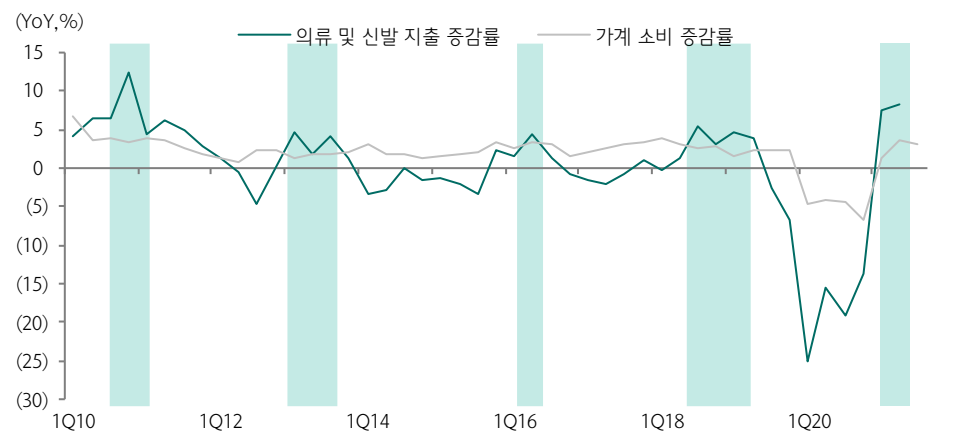
2) 여전히 옷장에 입을 옷이 없다

의류 구매 사이클 추세적으로
이어질듯, 아직 옷을 덜 샀다는 의미

의류 소비는 과거 2년간(2019~2020년) 민간소비 증가율을 하회하며 부진했는데, 이는 이연 수요로 볼 수 있다. 의류소비 위축이 1년 이상 지난 경험은 많지 않다. 하지만, 코로나19와 같은 이례적 상황으로 의류 소비 지출이 1년 이상 억눌려 있었기 때문에 의류 구매 사이클은 좀 더 길 수도 있을 거라 판단한다. 2년 이상 침체 국면을 지나면서 의류 재고 수준은 9월 기준 9% 감소한 상황인 반면, 출하는 3월 이후 YoY(+) 성장세를 지속중이다. 재고-출하 스프레드가 점차 축소되며 의류 업황은 회복세를 지속할 것으로 기대한다. '위드코로나'로 외출 수요가 증가하면서 의류 구매 사이클은 더 탄력 받을 것으로 판단한다.

그림 7. 가계 의류 소비 사이클

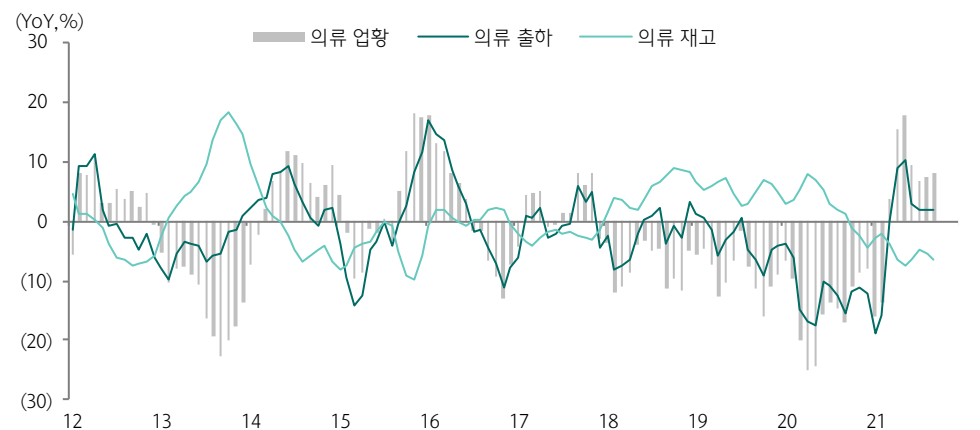
이연 수요 발현 가능성



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 8. 국내 의류 업황

의류 업황 양호



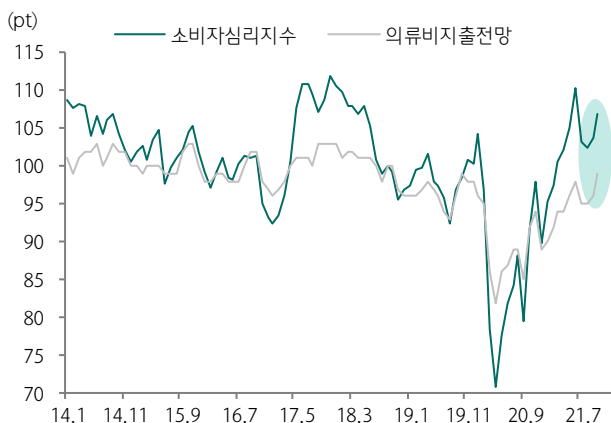
자료: 한국은행, 하나금융투자

3) 전반적인 소비지표 역시 긍정적

소비심리 회복과 충분한 소비여력은
의류소비 회복의 든든한 버팀목

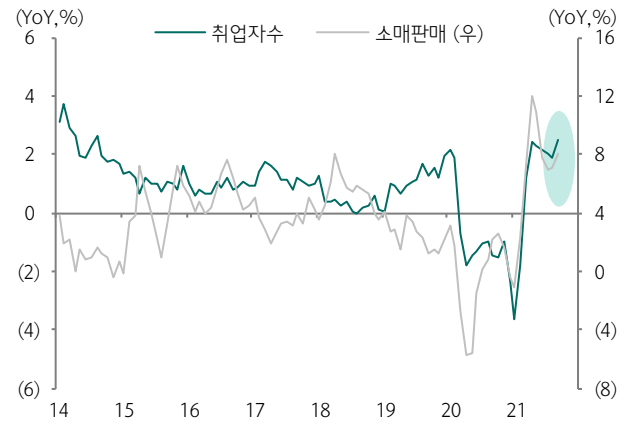
매크로적으로 추가적인 의류소비 확대를 기대할 수 있다. 국내 의류 업황과 밀접한 연관을 가지고 있는 소비자심리지수는 2021년 3월 100.5로 14개월 만에 100 이상으로 올라선 이후 지속적인 회복세에 있다. 7~8월 델타변이 확산으로 주춤하긴 했지만, 9월부터 회복, 10월 106.8p로 전월대비 3p나 상승했다. 의류비지출전망의 경우에도 7~8월 위축된 후 9월부터 반등, 10월 99p까지 상승했다. 고용지표도 회복하고 있는 모습이다. 취업자수는 3월부터 동월대비 증가세로 접어들면서 가계구매력 개선과 소비심리 개선에 긍정적 요인이 되고 있다. 위드코로나 전환에 따라 서비스 업종이 취업자 순증세는 더욱 확장될 수 있을 것으로 전망된다. 가계 소비여력을 나타내는 가계흑자율(가계가 벌어들인 돈에서 소비와 지출을 하고 남은 돈의 비율)도 2020년 평균 34.5%를 기록하며 2000년대 이후 사상 최대 수준을 기록했다. 2020년 1분기 36.5%를 최고치로 2021년 2분기때는 30.1%하락했고, 이는 가계소비 확대를 의미한다. 흑자율은 점차 내려갈 것으로 보인다.

그림 9. 소비자심리 동향



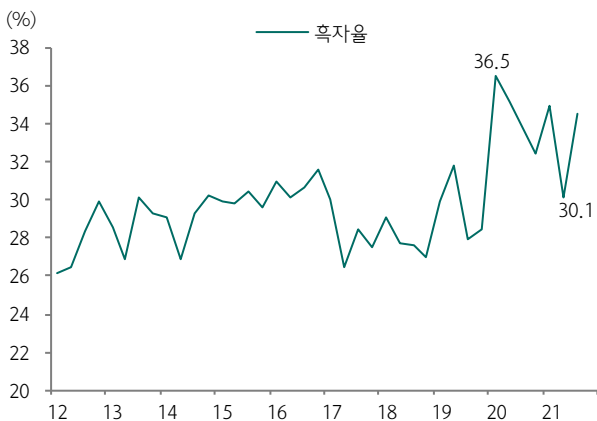
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 10. 취업자수와 소매판매 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 11. 가계흑자율



주: 도시근로자가구 기준

자료: 통계청, 하나금융투자

4. 하반기 판단기준은 성장성

하반기로 갈수록 중장기 성장성
확보하고 있는 업체들 투자 타당

상반기 국내에서의 위드코로나 이후 글로벌 리오프닝이 단계적으로 진행될 것으로 보는데, 그렇게 된다면 해외 여행이 재개되면서 내수 소비가 해외로 이전될 가능성이 높고, 이연 수요가 둔화되며 의류 실적모멘텀이 약화될 것으로 예상되기 때문이다. 하반기로 갈수록 단기적인 실적보다는 신규성장동력을 통해 중장기적인 성장성을 확보하고 있는 업체들에 대한 투자가 타당하다고 본다.

1) 단기적으로 위드코로나 수혜

최소 1분기까지 지속적 추위와
위드 코로나 효과에 의해
실적모멘텀 기대,
한섬(BUY, TP 5만원) 주목 필요

의류 소비 회복에 의한 국내 의류업체들의 실적모멘텀 회복은 단기적으로 올해 말부터 내년 초까지는 이어질 것으로 전망한다. 단기적으로 최소한 1분기까지 지속적인 추위와 위드 코로나 효과에 의해 실적모멘텀을 기대할 수 있다. 견고한 브랜드 파워 기반 안정적인 성장을 기록하고 이는 한섬(BUY, TP 5만원)에 관심이 필요하다.

2) 중기적으로 펀더멘탈에 기반한 실적차별화 전망

2분기 이후부터는 펀더멘탈에 기반한
실적 차별화 폭 커질 듯

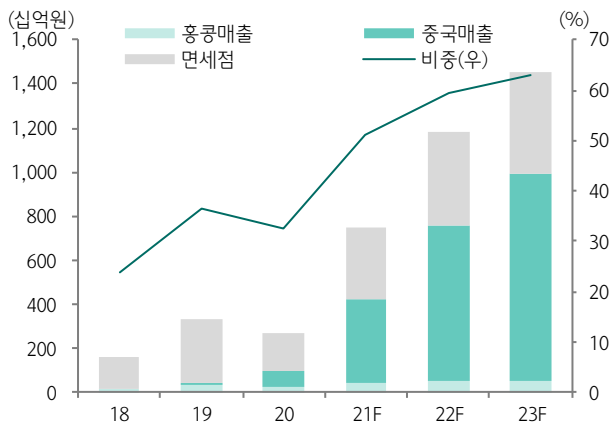
하반기로 가루룩 펀더멘탈에 기반한 업체별 실적 차별화 폭이 커질 것으로 전망한다. 이에, 내수보다 브랜드력을 바탕으로 해외시장에 진출한 업체들에 집중해야 할 것으로 전망한다. 성장이 정체되어 있는 상황에서, 해외 사업 기대감은 밸류에이션 리레이팅 요인이 되기 때문이다.

내수에 기반을 하고 있는 소비재 업체들은 과거 해외 사업 기대감이 커질 때마다 밸류에이션이 큰 폭으로 상승했다. 과거 아모레퍼시픽의 경우 2012년에서 2016년 중국 사업 매출 비중이 9%에서 20%까지 상승했고, 이 기간 12MF PER은 20배에서 40배로 올라갔다. 의류 업체들 중에서는 휠라홀딩스는 2018년 미국 사업 호조로 밸류에이션이 re-rating 되었다. 내년에는 높은 브랜드력 기반 F&F의 중국향 모멘텀이 기대된다. 2021년 하반기 중국 소비 둔화와 공급망 문제 등으로 불확실한 외부 환경 속에서도 F&F는 견고한 브랜드력 기반 이를 극복하고 견조한 성장세를 시현했다. 2020년 말 기준 75개였던 중국 점포수는 올해 3분기말 기준 390개까지 증가했고, 신규 대리점 출점 효과가 더해지며 2020년 745억원이었던 중국 법인 매출은 2021년 3,800억원까지 확대될 것으로 전망한다. 이에 중국 매출비중은 연결 기준 30%까지 확대될 것으로 본다. 2022년 매장은 650개까지 증가할 것으로 추정하는데, 이에 중국 법인 매출은 7,000억원까지도 확장될 가능성이 높다. 중국에서의 높은 성장 잠재력과 글로벌 용품업체 테일러메이드 인수에 따른 사업영역 확대는 F&F의 기업 가치를 크게 확대할 수 있다.

휠라홀딩스도 해외 매출 비중이 큰 업체인데, 휠라 본업(국내+미국) 부문의 실적 저하로 주가 모멘텀이 제한적인 상황이다. 향후 글로벌 브랜드로서의 브랜드력 제고와 매출 확대가 일어날 경우 주가의 상승폭은 클 것으로 기대한다.

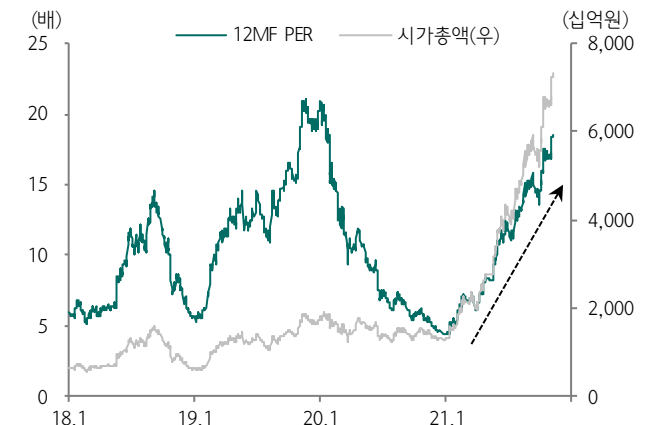
** 국내 의류 브랜드 업체 중에서는 해외시장 진출 외에도 상품 카테고리 다양화를 통해 중장기 성장 활로를 찾고 있다. 대표적으로 신세계인터내셔널과 한섬이 이에 속한다. 신세계인터내셔널과 한섬은 모두 화장품으로 카테고리를 확장하며 질적 성장을 도모하고 있는데, 화장품 부문에 대해서도 다소 보수적 접근이 바람직하다. 그 이유는 i) 2021년 하반기부터 중국 소비 경기가 크게 둔화되면서 화장품 업종 불확실성이 확대되고 있고, ii) 브랜드 로열티가 높은 럭셔리 수입 브랜드의 경우 상대적으로 선전하고 있으나, 브랜드력이 낮은 브랜드의 경우 중국 로컬 브랜드와의 경쟁심화로 실적 부진이 이어지고 있다. 실제로 신세계인터내셔널의 3분기 자체 화장품 브랜드 매출은 YoY 47%로 큰 폭 하락했고, 특히 비디비치는 53% 역신장했다. 한섬의 화장품 브랜드 오에라의 경우 가시적 성과를 기대하기 까지는 시간이 걸릴 것으로 판단한다. 럭셔리 화장품의 경우 진입장벽이 높고 브랜드 인지도를 높이는 데에 상당한 시간과 비용이 필요하기 때문이다.

그림 12. F&F 중국향 매출



자료: F&F, 하나금융투자

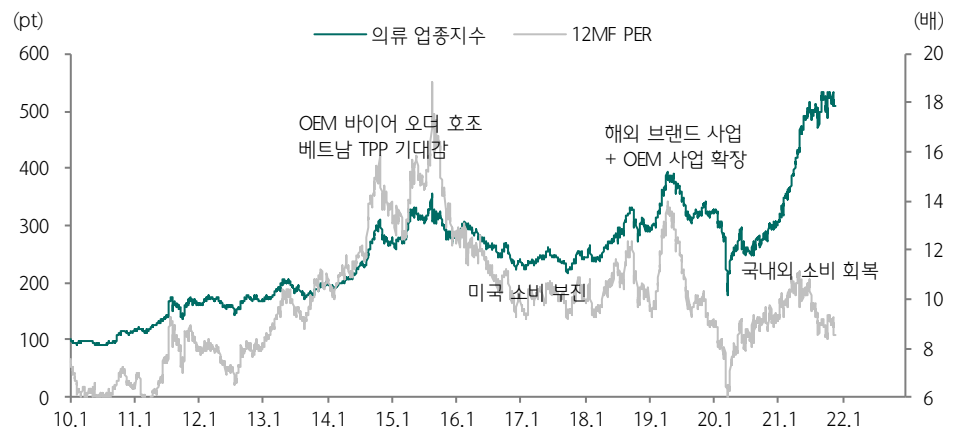
그림 13. F&F 12MF PER과 시가총액



자료: F&F, 하나금융투자

그림 14. 의류 업종 지수와 12MF PER

의류 업종, 해외 사업 기대감에 따라 상승



자료: 한국은행, 하나금융투자

5. 2022년, 강한 Re-stocking 수요 기대

1) 미국 소매판매 업황 양호

미국 의류 판매 및 재고 추이는 여전히 견고

ODM 업체들의 향후 방향성에 대한 중요 지표 중 하나인 미국 의류 판매 및 재고 추이는 여전히 견고하다. 10월 미국 내 의류 소매 판매액은 261억달러로 YoY 26% 증가했다. 절대 금액 수준으로 2019년 대비해서 17% 높은 수준이다. 재고 증감률은 9월 기준 YoY 2.6%를 기록했다. 하지만 여전히 9월 기준 재고는 USD 487억달러로 2019년 대비 10% 낮은 상황이다.

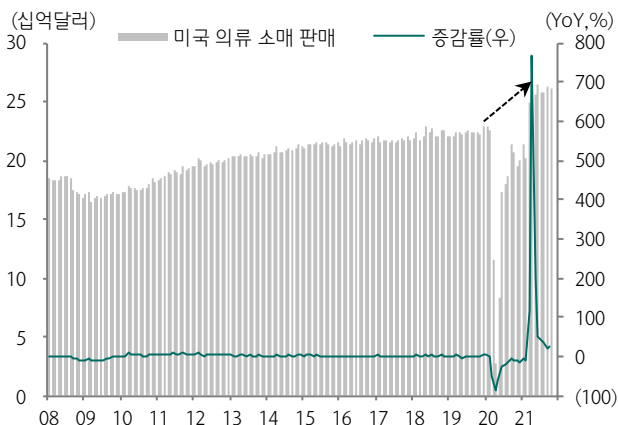
Re-stocking 방향성 더욱 뚜렷해지는 모습

판매액과 재고 동향에서 유추 가능한 점은 i) 판매와 재고 축적이 동시에 진행되는 의류 업사이클 국면이 본격적으로 시작되었고, ii) 미국 의류 소매판매증가율과 소매재고증가율 괴리가 20.7%p까지 확대되며 re-stocking 방향성이 더욱 뚜렷해지는 모습이다.

의류 업황의 소 사이클상 연말 시즌 판매/재고 소진 여부는 OEM 업체에게도 중요하게 작용

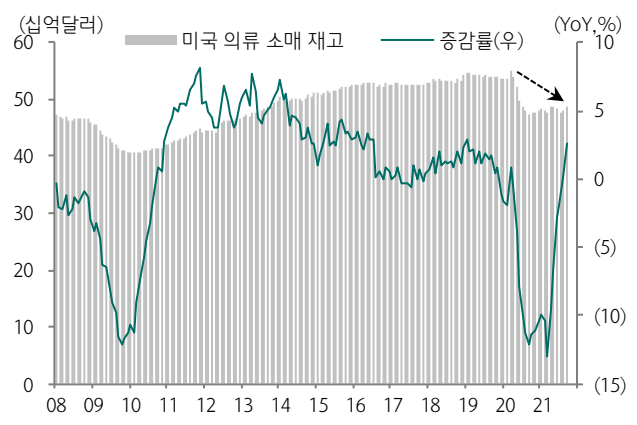
5월을 기점으로 판매증감률이 둔화되는 모습을 보였지만, 10월 의류 소매 판매증가율이 9월 대비 반등하는 모습을 보인 점도 고무적이다. 이는, 인플레이션 우려가 지속되는 와중에도 미국 소비가 강하다는 것을 증명하고, 연말 쇼핑시즌(11~12월)의 소비 확대 효과를 기대해 볼만 하다. 실제로 미국 소매협회(NRF)는 올 연말(11~12월) 쇼핑시즌의 매출액이 전년동기 대비 10.5% 증가한 8,590억달러를 기록할 것으로 예상하고 있다. 이는 지난 5년간 연말 쇼핑 시즌 평균 매출 증가세인 4.4%를 뛰어넘는 수치이다. 통상 연간 의류 소비의 30% 이상이 4분기에 발생하기 때문에 의류 업황의 소 사이클상 연말 시즌 판매/재고 소진 여부는 미국 수출을 베이스로 가지고 있는 OEM 기업에게도 중요하게 작용한다.

그림 15. 미국 월간 의류 소매판매증가율



자료: US Census Bureau, 하나금융투자

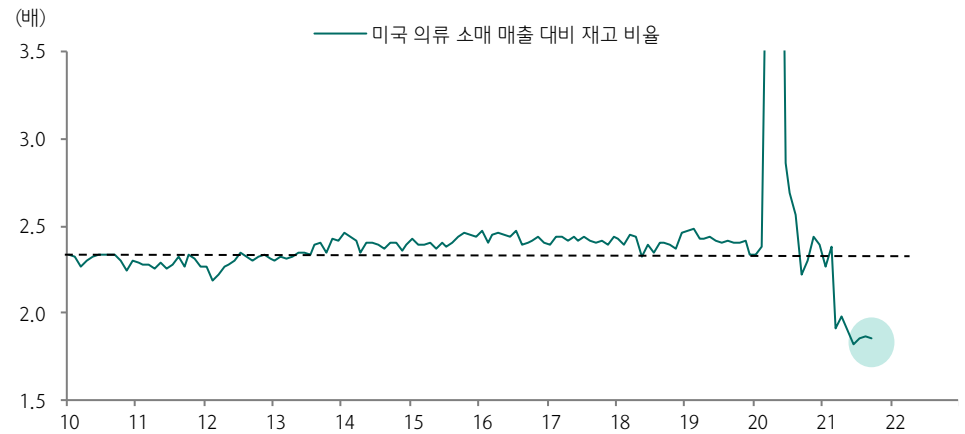
그림 16. 미국 월간 의류 소매재고증가율



자료: US Census Bureau, 하나금융투자

8월 판매액 대비 재고 비율 1.85배,
평균 재고 비율 수준인 2.4배 대비
현저히 낮은 상황

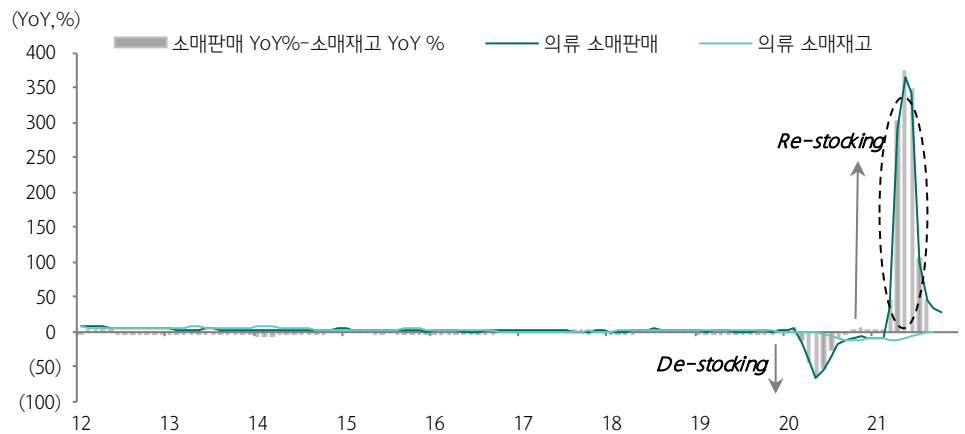
그림 17. 미국 의류 소매 매출 대비 재고 비율



자료: US Census Bureau, 하나금융투자

소매판매증가율과 소매재고증가율 괴
리가 20.7%p까지 확대되며
re-stocking 방향성 강화

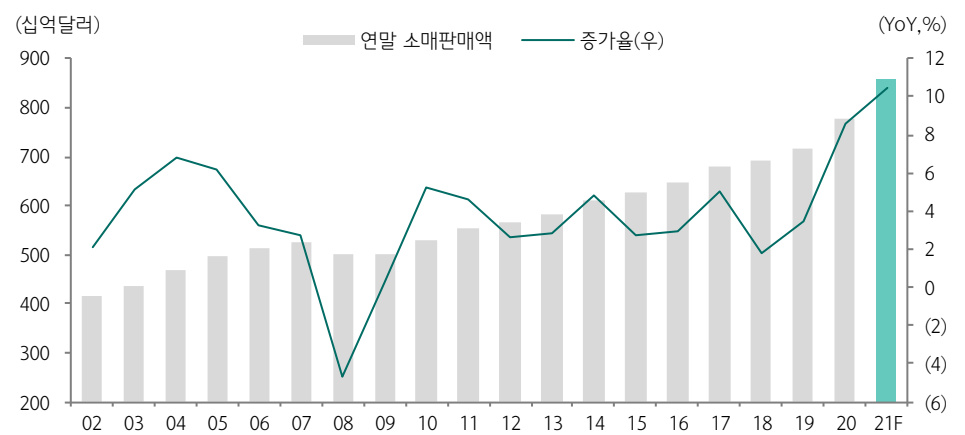
그림 18. 미국 의류 소매 업황



자료: US Census Bureau, 하나금융투자

올해 연말 쇼핑기간 소매판매액 YoY
10.5% 증가한 8,590억달러 전망

그림 19. 미국 연말 쇼핑 기간 소매판매액 추이 및 전망



자료: NRF, 하나금융투자

2) Seller's Market

미국 주요 바이어들 양호한 외형성장 기록

강한 수요에 힘입어 주요 바이어들도 잇따라 실적 가이드를 상향하는 모습을 보이고 있다. 한세실업 주요 바이어인 **콜스(Kohl's)** 3분기 매출은 YoY 16% 증가했고, 영업이익률은 8.4%를 기록하며 9년 내 동기간 중 가장 높은 마진을 기록했다. 이에 힘입어 2021년 연간 매출 가이드도 기존 20% 초반에서 20% 중반으로 상향했다.

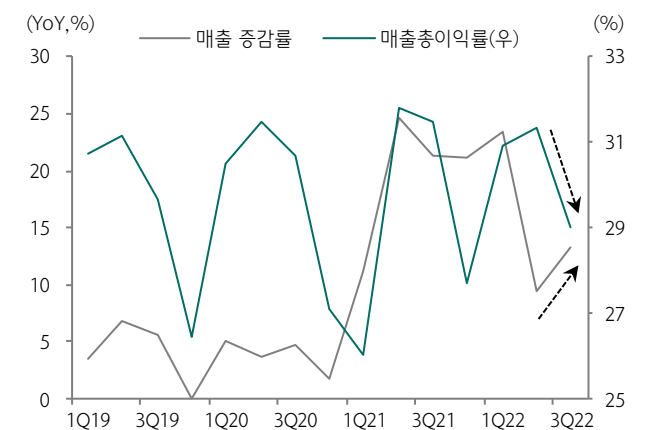
미국 주요 유통업체의 **타겟(Target)**의 경우에도 전년도 높은 베이스에도 불구하고 13% 견고한 외형성장을 기록했다. 오프라인 매장 트래픽이 빠르게 회복된 영향이다. 이에 4분기 탑라인 성장을 기존 8~9% 성장률에서 9~11% 성장으로 상향했다.

월마트(Walmart) 북미 사업 매출은 전년동기대비 9% 증가하며, 미국의 견조한 소비 수요를 입증했다. 2021년 북미 기존점 성장률 6%, 연간 EPS 가이드도 기존 6.20달러에서 6.40달러로 상향했다.

반면, 마진 압박 커진 것으로 파악, 매출총이익률 약화

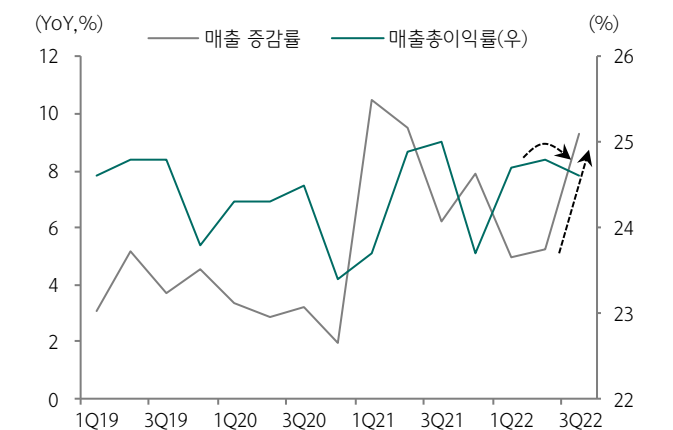
다만 높은 외형성장과 반대로 미국 주요 리테일러들의 마진 압박은 커진 것으로 파악된다. Target의 3분기 매출총이익률은 29%(YoY -2.4%p)를 기록하며 시장 예상치 30% 대비 하회하는 모습을 보였다. 이는 임금 상승, 글로벌 공급망 문제와 운송비 증가로 원가가 큰 폭 상승했기 때문이다. 높은 탑라인 성장에도 불구하고 수익성 저하 우려로 실적 발표 당일 주가는 4.7% 하락했다. Walmart도 기대 이상의 실적을 발표했지만, 매출총이익률이 전년동기대비 0.42%p 하락하면서 당일 주가는 2.5% 하락했다. 4분기 연말 쇼핑 시즌을 앞두고 제품 부족에 따른 실적 둔화와 제품 원가 상승에 따라 마진 축소 우려 때문이다. Kohl's는 엄격한 재고관리와 할인판매 축소 등으로 수익성 방어에 성공했지만, 운송비/물류비용 증가는 부담이라고 언급했다.

그림 20. 타겟 매출 증감률과 GPM 추이



주: 1월 결산법인
자료: Target, 하나금융투자

그림 21. 월마트 매출 증감률과 GPM 추이



주1: 1월 결산법인
주2: 월마트 북미 사업부 매출 적용
자료: Walmart, 하나금융투자

이는 한세실업 3분기 실적과
대비되는 모습

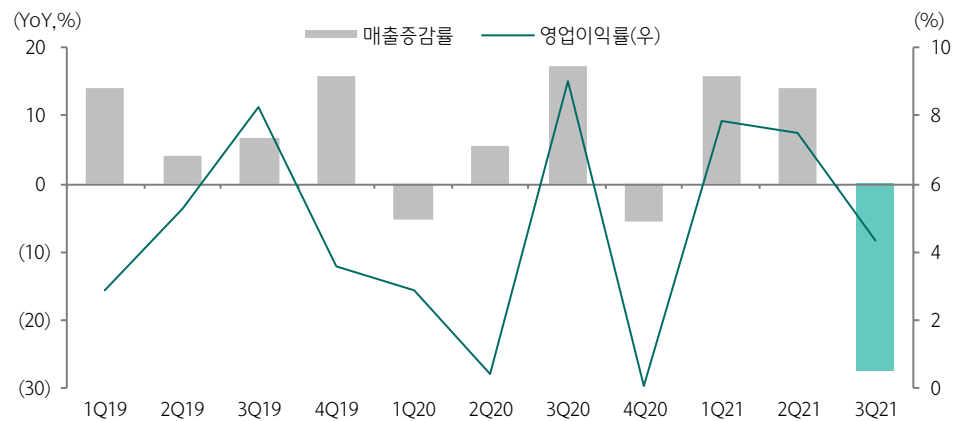
이는 의류 OEM 3분기 실적발표와는 대비되는 모습이다. 3분기 한세실업 매출은 베트남 락다운 영향 30% 감소했으나(PPE 영향 제외 시 -6%), 영업이익률은 4.3%를 기록하며 예상 대비 선전했다. 별도기준 영업이익률은 7.4%를 기록하며, 공장 가동 중단 기간 동안 지급된 인건비 외에는 별다른 비용 이슈는 없었던 것으로 파악된다. 면화가격 상승분과 물류 비용 등은 대부분 바이어들에게 전가했다. 지금은 제품 확보 자체가 어려운 상황이기 때문에 바이어들은 납기를 맞춰줄 수 있는 OEM에게 집중적으로 오더를 주고 있다. 강력한 re-stocking 수요에 대비해, 현저하게 낮은 재고 수준과 공급병목 현상으로 공급자 우위 시장(Seller's Market)은 당분간 지속될 것으로 전망한다.

공급자 우위 시장 지속될 듯

연말 쇼핑시즌에 앞서 바이어들은 소진된 재고를 채워놓기 위해 더욱 오더를 확대시킬 것으로 예상되고, 이에 대형 OEM 업체들은 높은 외형성장과 더불어 양질의 오더가 증가하며 수익성 개선이 본격화 될 것으로 기대한다. 특히 대형 글로벌 OEM 업체인 한세실업의 수혜가 클 것으로 본다.

베트남 락다운 대비 양호했던
매출 감소(PPE 제외 -6%)와
매출 감소분 대비 양호했던 OPM

그림 22. 한세실업 매출증감률과 영업이익률 추이



주: 원화기준 OEM 매출 적용
자료: 한세실업, 하나금융투자

3) 미국 의류 수입 ASP도 큰 폭 상승

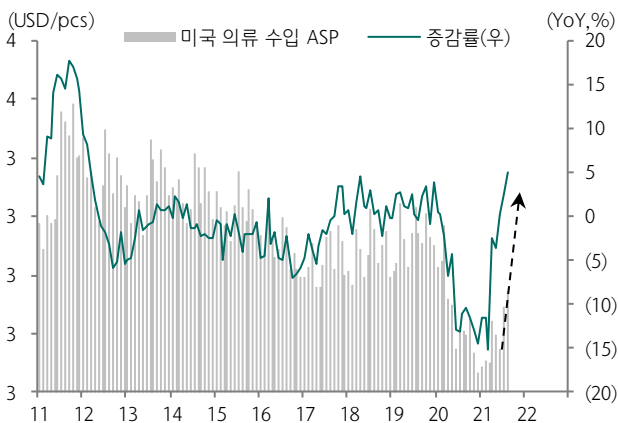
8월 의류 수입 ASP YoY 5% 상승,
우호적 단가 환경 조성

미국 의류 수입 시장 8월 숫자는 고무적이다. 미국 의류 수입량(Q) 및 수입단가(P) 모두 증가하고 있는 추세다. 2021년 2월부터 수입량(Q)이 YoY(+) 전환하기 시작했고, 수입단가(P)도 4월을 기점으로 하락폭을 축소하다 8월에는 YoY 5%까지 상승했다.

i) 올해 상반기때는 업황 회복에 따라 재고확충 수요가 늘어나면서 Q가 늘어났고, 단가 인하 압박도 완화되면서 P의 하락세가 멈췄던 것으로 파악된다. 이에 의류 OEM 업체들의 경우에도 외형 성장과 더불어 생산성 향상 효과가 더해지며 높은 수익성을 기록했다. 통상적으로 한세실업은 1, 2분기때 2~3% 수준의 영업이익률을 기록하는데 올해 상반기때는 평균 7.7% 이익률을 기록하며 이익 레벨이 높아졌다.

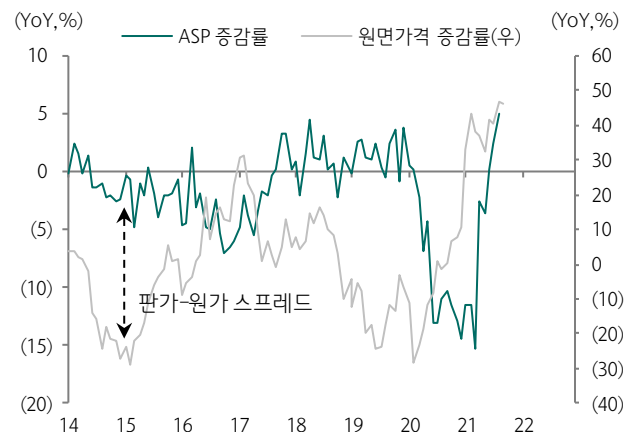
ii) 하반기부터 본격적으로 우호적인 단가 환경이 조성되고 있다. Q의 증가와 더불어 공급망 차질로 인해 대형 OEM 업체들은 선별적으로 고마진 오더를 수취해 생산할 수 있는 구조에 놓여있다. 2014~15년과 같이 초과 마진을 붙일 수 있는 환경도 기대해 볼만 하다. (2014~15년 한세실업 OPM 7~9%)

그림 23. 미국 의류 ASP 증감률 추이



자료: OTEXA, 하나금융투자

그림 24. 면화가격 및 미국 의류 ASP 증감률 추이



자료: Bloomberg, OTEXA, 하나금융투자

6. 3분기 실적발표 단상: 업체별 실적 차별화

1) F&F: 이제는 중국 패션주

3분기 실적에서 가장 큰 성과는 중국 법인 매출이 1,235억원을 기록하며 전분기대비 657% 성장한 점이다. 중국 법인 매출이 예상보다 잘 나온 이유는 크게 두 가지로 볼 수 있는데, i) 점포수가 YoY +357개, QoQ +150개 증가하면서 신규 출점 효과가 확대되었고, ii) 도매 유통 구조 상, 대부분의 고마진 FW 시즌 물량이 3분기 때 미리 입고되며 매출 볼륨과 점포당 매출이 증가했기 때문이다.

향후 중국 내 성장 여력, 실적
가시성 핵심

2022년에도 중국 법인 매출은 YoY 85% 고신장하며 본격적인 실적 모멘텀을 형성할 전망이다. 2022년 기준 중국형(중국법인+면세점) 매출비중은 60%, 이익 비중은 70%에 이를 것으로 추정한다. 이제는 국내보다는 중국의 소비와 의류시장에 대한 민감도가 더 높은 회사라 할 수 있다. 따라서 F&F의 투자 매력도는 중국 내 브랜드력과 향후 성장 여력, 실적 가시성이 핵심이다. 중국 내 브랜드력은 견고하다는 판단이며, 점포 확장을 통해 성장을 제고가 가능할 전망이다. 특히 중국 매장은 대부분 대리상 형태라 재고와 고정비 부담이 없기 때문에 점포수 확대가 그대로 외형성장으로 이루어지는 영업레버리지 구간에 진입했다는 점에 더 주목할 필요가 있다.

표 1. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년
매출	166	167	160	345	838	278	312	329	542	1,461
국내	158	155	158	325	795	266	281	330	478	1,355
MLB	76	75	93	126	371	147	186	247	226	806
MLB Kids	16	14	13	18	61	22	18	23	33	95
Discovery	64	64	51	180	359	96	76	60	218	449
Stretch Angels	2	1	1	1	4	1	1	1	2	5
해외	12	14	26	54	106	60	70	132	162	425
홍콩	5	4	5	9	23	10	10	9	11	40
상해	6	9	16	43	75	50	61	123	151	385
영업이익	17	20	13	72	123	69	75	96	149	390
세전이익	19	20	12	69	120	74	75	96	148	394
순이익	14	14	8	49	85	55	56	71	110	293
매출(YoY,%)	2.0	-17.2	-26.3	4.7	-8.0	67.3	87.3	106.0	57.1	74.5
국내	1.0	-19.7	-22.6	1.6	-8.9	68.2	81.5	109.4	47.2	70.4
MLB	2.0	-34.3	-27.5	-1.0	-16.7	93.0	148.3	164.0	79.8	117.6
MLB Kids	-30.0	-35.0	-32.0	-31.2	-32.0	36.0	24.0	83.0	76.8	55.0
Discovery	12.0	27.3	-4.2	10.6	11.0	50.0	17.5	17.0	21.1	25.0
Stretch Angels	1.5	-82.0	-78.8	-79.6	-70.0	-50.0	20.0	55.0	151.4	15.0
해외	54.3	20.5	57.8	208.1	99.1	390.7	413.6	413.9	199.4	301.2
홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	-24.0	124.4	118.9	87.0	17.5	72.0
상해		2,501.5	400.3	421.8	527.2	684.7	598.4	657.2	249.7	416.2
영업이익(YoY,%)	-8.4	-29.2	-61.2	2.5	-18.7	299.7	268.1	658.7	107.2	218.1
세전이익(YoY,%)	1.4	-31.9	-62.8	-1.3	-20.3	282.2	278.3	686.2	115.4	227.3
순이익(YoY,%)	-3.8	-33.1	-64.9	-2.7	-22.4	299.7	299.4	736.9	125.1	242.9

주: 2020년 분할 전 기준 적용

자료: F&F, 하나금융투자

2) 월라홀딩스: 밸류에이션 매력 존재, 주가 모멘텀 부재

3분기 영업이익은 1,103억원으로 시장기대치를 소폭 넘어섰다. 중국 디자인수수료를 제외한 국내 매출은 8% 감소, 영업이익은 30% 하락하며 부진한 모습을 보였다. 반면 월라 미국 부문 영업이익은 YoY 10% 증가하며 2분기 대비해서 빠르게 회복했다. 여전히 월라 본업에서의 뚜렷한 실적 반등세는 보이고 있지 않지만, 미국의 수요가 회복되는 모습은 긍정적이다. 현재 주가 12MF PER 7.5배로 밸류에이션은 여유로운 상황이다. 자회사 Acushnet 지분가치(지분율 51%, 할인을 50%) 1.2조원 제외시 월라 자체 PER 밸류에이션은 12MF PER 5.7배에 불과하다. 추가적인 하락 가능성은 없을 것이라 판단하지만, 국내와 미국 부문의 실적 가시성 확보 전까지 주가 모멘텀은 제한적일 것으로 판단한다.

2022년 FILA 브랜드 에쿼티 제고 관건

월라홀딩스는 2022년 중요한 과제를 안고 있다. 과거 2017~18년 시장 트렌드를 주도하던 브랜드 경쟁력을 다시 제고시킬 수 있을지가 관건이다. 채널 재조정/신규 라인업 출시 등 브랜드 에쿼티 제고를 위한 투자에 초점을 맞추고 있는데, 내년 상반기가 되어야 이에 대한 가시적인 계획과 변화를 볼 수 있을 것이라 판단한다. 과거의 월라 브랜드의 저력을 다시 보여줄 수 있을지 관건이다.

표 2. 월라홀딩스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년
매출	790	625	917	796	3,129	988	1,019	927	841	3,776
FILA	302	257	342	325	1,226	341	319	321	330	1,311
국내	129	142	122	136	529	136	137	113	133	519
미국	127	69	160	155	510	147	127	154	168	597
로열티	19	12	17	18	67	15	17	16	19	68
Acushnet	488	368	575	472	1,902	647	701	606	512	2,465
영업이익	67	50	156	68	341	184	174	110	78	546
FILA	44	38	58	36	177	53	52	50	45	199
국내	22	28	22	22	94	26	28	20	27	100
미국	8	-6	11	-2	10	4	1	12	4	21
로열티	19	12	17	18	67	15	17	16	19	68
Acushnet	23	12	97	32	164	131	122	60	33	346
세전이익	58	53	159	70	340	186	182	109	77	554
지배순익	34	40	60	6	139	85	90	54	52	282
영업이익률(%)	8.5	8.0	17.0	8.5	10.9	18.6	17.0	11.9	9.3	14.4
FILA	14.7	14.7	17.1	11.1	14.4	15.4	16.3	15.6	13.5	15.2
국내	16.7	19.7	18.4	16.4	17.8	19.0	20.3	17.4	20.0	19.3
미국	6.1	-8.9	6.7	-1.6	1.9	2.7	1.1	7.6	2.3	3.5
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	10.0	6.5	14.1
세전이익률(%)	7.3	8.5	17.4	8.8	10.9	18.8	17.8	11.8	9.2	14.7
순이익률(%)	4.3	6.4	6.5	0.7	4.4	8.6	8.9	5.8	6.2	7.5

자료: 월라홀딩스, 하나금융투자

3) 한섬: 업황 회복 대비한 저점 매수 바람직

3분기 영업이익은 318억원으로 시장기대치를 소폭 넘어섰다. 예상보다 양호했던 이익 흐름의 주된 요인은 i) 거리두기 상향에도 불구하고 8~9월 오프라인 매출이 빠르게 회복한 가운데 ii) 온라인 성장에 따른 이익 단 레버리지 효과 때문이었다.

저점 매수 전략 유효

소비심리가 9월부터 회복, 10월 106.8p로 전월대비 3p나 상승했고, 위드코로나 진입과 함께 9월부터 본격적으로 백화점에서 패션 매출 비중이 상승하고 있어, 올해 말부터 내년 초까지 양호한 실적 및 주가 모멘텀을 이어나갈 것으로 기대한다. 중장기적 우려는 존재하지만, 주가가 지금처럼 제반 우려를 선반영 하고 있는 상태에서는 저점 매수 전략은 충분히 유효하다는 판단이다.

표 3. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021F
매출	271	277	261	387	1,196	333	313	296	438	1,381
영업이익	29	14	23	36	102	45	23	32	43	144
세전이익	29	17	26	40	112	47	25	31	47	150
지배순익	22	13	20	31	85	33	19	24	44	120
영업이익률(%)	10.8	5.1	8.6	9.3	8.5	13.6	7.5	10.7	9.9	10.4
세전이익률(%)	10.8	6.1	9.8	10.4	9.4	14.1	7.9	10.4	10.8	10.9
순이익률(%)	8.0	4.6	7.5	8.1	7.1	9.8	6.1	8.2	10.0	8.7
매출(YoY,%)	-13.1	-2.5	-6.5	0.6	-5.1	22.8	13.0	13.5	13.4	15.5
영업이익(YoY,%)	-13.8	-5.0	-7.7	8.4	-4.2	54.5	65.9	41.0	19.7	40.8
세전이익(YoY,%)	-16.5	1.9	-5.7	16.7	-1.1	59.9	45.9	20.4	17.7	33.6
지배순익(YoY,%)	-15.1	10.5	-7.1	13.8	-0.4	51.0	49.8	24.1	40.0	40.6

자료: 한섬, 하나금융투자

4) 신세계인터내셔널: 화장품 부문 실적 회복 과제

3분기 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회하였다. 해외패션 부문 수익성 개선에도 불구하고 국내패션과 생활용품 영업손실이 각각 27억원, 25억원을 기록하면서 실적 저하의 주요인으로 작용했다. 예상보다 부진했던 화장품 부문의 이익(OP 72억원, OPM 8.5%)도 부담이 되었다. 그동안 고밸류에이션의 근간으로 작용해왔던 화장품 부문의 실적 저하로 주가는 de-rating이 되고 있다.

추가적인 하락 가능성 없음,
실적 가시성 회복 전제되어야
주가 반등 전망

2022년 매출과 영업이익은 각각 YoY 8%, 9% 증가할 것으로 전망한다. 최근 주가 하락으로 인해 12MF PER 12.5배까지 하락해있는 상황이다. 추가적인 하락 가능성은 없을 것이라 판단하지만, 국내패션과 화장품 부문의 실적 가시성이 회복되면서 주가는 점진적으로 반등할 것으로 전망한다.

표 4. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년F
매출	323	287	334	381	1,325	342	341	350	401	1,434
해외패션	79	97	95	123	394	96	112	110	139	457
국내패션	75	50	73	64	262	69	60	66	67	262
라이프스타일	48	58	61	59	225	54	62	67	65	248
화장품	92	56	85	100	333	92	81	85	87	346
자회사(통보이)	32	28	24	42	127	35	28	27	47	137
영업이익	12	-3	7	17	34	21	27	14	26	87
해외패션	2	5	6	13	26	12	16	14	20	62
국내패션	-2	-4	-4	-4	-14	1	0	-3	-1	-3
라이프스타일	-1	0	-2	-2	-5	-2	1	-2	0	-3
화장품	15	-2	10	10	33	11	8	7	8	34
자회사(통보이)	-1	-2	-4	1	-6	0	0	-2	0	-2
세전이익	9	14	8	22	53	29	29	13	31	102
지배순익	5	16	5	25	51	24	19	10	23	76
매출액(YoY,%)	-11.6	-4.8	-7.3	-4.1	-7.0	5.7	18.6	4.9	5.2	8.2
해외패션	-7.8	10.1	3.7	7.2	3.6	21.3	15.9	15.4	13.2	16.0
국내패션	-17.3	-13.2	-18.1	-19.3	-17.3	-8.2	18.0	-9.4	5.2	-0.2
라이프스타일	-0.8	12.5	1.8	1.7	3.7	13.0	7.4	10.6	9.4	10.0
화장품	-11.1	-26.5	-6.7	3.0	-9.5	0.4	44.6	-0.9	-12.3	3.7
자회사(통보이)	-18.1	-1.2	-14.1	-14.9	-13.0	9.4	3.3	9.6	10.5	8.5
영업이익(YoY,%)	-59.0	적전	-63.4	-19.8	-60.0	78.0	흑전	102.8	47.0	159.1
세전이익(YoY,%)	-70.3	-5.3	-72.9	-17.1	-47.2	224.7	107.8	67.5	37.2	91.7
순이익(YoY,%)	-79.6	60.4	-76.7	31.1	-31.1	405.8	17.2	90.4	-6.7	48.6

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

5) 한세실업: Seller's Market

3분기 영업이익은 179억원을 기록하며 시장기대치를 큰 폭 상회하였다. 베트남 생산차질 영향에도 불구하고 i) 원/달러 상승에 따른 환율 효과, ii) 겨울철 고마진 오더 생산, iii) 비용 평가 전가 등으로 예상보다 양호한 이익 흐름을 나타냈다.

의류 업황 회복과 이에 따른 강한 re-stocking 수요로 2022년에도 한세실업의 양호한 실적 개선을 전망한다. 2022년 매출은 YoY 12% 증가한 1조 8,434억원, 영업이익은 1,300억원을 추정하며, 영업이익률은 7%에 달할 것으로 기대한다.

중장기적으로 생산기지/생산품목/바이어 다각화 통해 사업규모 확대 계획

중장기적으로 한세실업은 생산기지/생산품목/바이어 다각화를 통한 지속가능한 성장 전략을 진행 중이다. i) 생산기지 다각화: 기존의 베트남 중심의 생산에서 인도네시아/중미 등으로 생산 비중을 높일 계획이다. 향후 베트남: 아시아:중미의 생산비중을 4:3:3으로 운영할 계획이다. 베트남 의존도를 줄여, 올해 3분기와 같은 막대한 리스크를 최소화 시키기 위함이다. 중남미 같은 경우 미국과 가까워 단납기 오더 적극 수용 가능, 대미 수출 의류 무관세 혜택 등으로 원가를 개선이 가능하다. ii) 생산품목 다각화: 수익성 높은 Activewear 오더를 진행할 예정이다. 한세실업의 주요 생산 품목은 상대적으로 생산하기 쉬운 캐주얼 의류가 대부분이었는데 고부가가치 제품 생산 비중이 높아질수록 높은 밸류에이션 받을 수 있다.

이와 같은 요소들이 가시화될 경우 사업규모와 수익성의 한 단계 레벨업이 될 것으로 기대되며, re-rating 요소로 주목해야 할 투자 포인트다.

표 5. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년
매출	347	392	590	369	1,698	376	411	416	449	1,652
영업이익	10.0	1.6	53.1	0.1	64.9	29.5	30.8	17.9	30.8	109.1
세전이익	-16.5	14.2	56.0	16.7	70.4	26.8	41.1	2.9	28.7	99.5
지배주주귀속순이익	-15.9	8.7	42.2	9.9	44.9	21.6	30.3	-2.7	21.5	70.7
영업이익률(%)	2.9	0.4	9.0	0.0	3.8	7.8	7.5	4.3	6.9	6.6
세전이익률(%)	-4.8	3.6	9.5	4.5	4.1	7.1	10.0	0.7	6.4	6.0
순이익률(%)	-4.6	2.2	7.1	2.7	2.6	5.7	7.4	-0.6	4.8	4.3
매출액(YoY,%)	0.4	10.6	16.7	-9.6	5.2	8.1	4.9	-29.5	21.7	-2.7
영업이익(YoY,%)	7.4	-91.0	29.1	-99.0	-21.7	195.3	1,796	-66.3	21,527	68.1
세전이익(YoY,%)	적전	74.7	121.3	흑전	82.9	흑전	189.2	-94.8	71.9	41.4
순이익(YoY,%)	적전	31.5	123.0	흑전	흑전	흑전	246.7	적전	117.6	57.3

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

표 6. 의류 커버리지 종목 2021년 4분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	4Q20	4Q21F	YoY(%)	2020	2021F	YoY(% , %p)	Con.(4Q21)	Con.(2021)
F&F	매출	345	542	57.1	838	1,461	74.5	519	1,400
	영업이익	72	149	107.2	123	390	218.1	139	366
	순이익	49	110	125.1	85	293	242.9	99	265
	OPM	20.9	27.6		14.6	26.7		26.9	26.1
윌라홀딩스	매출	796	841	5.6	3,129	3,776	20.7	800	3,737
	영업이익	68	78	14.4	341	546	59.9	75	540
	순이익	6	52	786.2	139	282	102.5	40	273
	OPM	8.5	9.3		10.9	14.4		9.4	14.5
한섬	매출	387	438	13.4	1,196	1,381	15.5	430	1,374
	영업이익	36	43	19.7	102	144	40.8	49	148
	순이익	31	44	40.0	85	120	40.6	44	117
	OPM	9.3	9.9		8.5	10.4		11.3	10.8
신세계인터내셔널	매출	381	401	5.2	1,325	1,434	8.2	407	1,441
	영업이익	17	26	47.0	34	87	159.1	28	92
	순이익	25	23	-6.7	51	76	48.6	24	80
	OPM	4.6	6.4		2.5	6.1		6.9	6.4
한세실업	매출	369	449	21.7	1,698	1,652	-2.7	450	1,651
	영업이익	0	31	흑전	65	109	68.1	28	105
	순이익	10	21	117.6	45	71	57.3	25	76
	OPM	0.0	6.9		3.8	6.6		6.2	6.4

표 7. Coverage/관심종목 투자이건 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자이건	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
*F&F	BUY	1,200,000	2021F	1,461	390	293	57,382	15.6			
			2022F	1,982	550	413	53,872	16.6			
*윌라홀딩스	BUY	53,000	2021F	3,776	546	282	4,634	8.0	1.4	4.9	19.7
			2022F	3,902	561	299	4,915	7.6	1.2	4.4	17.5
*한섬	BUY	50,000	2021F	1,381	144	120	4,857	7.9	0.8	3.2	10.2
			2022F	1,457	154	121	4,929	7.8	0.7	2.5	9.4
*신세계인터내셔널	BUY	200,000	2021F	1,434	87	76	10,595	14.3	1.5	9.5	11.2
			2022F	1,543	95	88	12,342	12.3	1.4	8.9	11.8
*한세실업	BUY	33,000	2021F	1,652	109	71	1,767	13.7	2.0	7.9	15.8
			2022F	1,843	132	94	2,343	10.3	1.7	6.7	18.4

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함
자료: 하나금융투자

Top Picks

F&F (383220)	24
한세실업 (105630)	28

2021년 11월 23일

F&F (383220)

이제는 중국 패션주

3개 분기 연속 큰 폭의 서프라이즈

3분기 영업이익은 전년 동기대비 641% 증가한 3,289억원과 957억원으로 시장기대치를 큰 폭 넘어섰다. 2021년 들어 3개 분기 연속 큰 폭의 서프라이즈를 기록하고 있다. 3분기 실적에서 가장 큰 성과는 중국 법인 매출이 1,235억원을 기록하며 전분기대비 657% 성장한 점이다. 중국 법인 매출이 예상보다 잘 나온 이유는 크게 두 가지로 볼 수 있는데, i) 점포수가 YoY +357개, QoQ +150개 증가하면서 신규 출점 효과가 확대되었고, ii) 도매 유통 구조 상, 대부분의 고마진 FW 시즌 물량이 3분기 때 미리 입고되며 매출 볼륨과 점포당 매출이 증가했기 때문이다.

2022년에도 압도적 실적 모멘텀

2022년에도 중국 법인 매출은 YoY 85% 고성장하며 본격적인 실적 모멘텀을 형성할 전망이다. 2022년 기준 중국형(중국법인+면세점) 매출비중은 60%, 이익 비중은 70%에 이를 것으로 추정한다. 이제는 국내보다는 중국의 소비와 의류시장에 대한 민감도가 더 높은 회사라 할 수 있다. 따라서 F&F의 투자 매력도는 중국 내 브랜드력과 향후 성장 여력, 실적 가시성이 핵심이다. 중국 내 브랜드력은 견고하다는 판단이며, 점포 확장을 통해 성장률 제고가 가능할 전망이다. 특히 중국 매장은 대부분 대리상 형태라 재고와 고정비 부담이 없기 때문에 점포수 확대가 그대로 외형성장으로 이루어지는 영업레버리지 구간에 진입했다는 점에 더 주목할 필요가 있다.

목표주가 120만원, Re-rating 국면

F&F는 i) 높은 브랜드 인지도 기반 국내외 높은 실적 가시성, ii) 영업레버리지 확대로 수익성 개선이 예상되며, iii) 중국 시장 진출로 높은 성장 여력을 확보하였다. 이를 바탕으로 2021~23년 매출 연평균 25%, 영업이익은 27% 고성장 할 것으로 전망한다. 테일러메이드 인수에 따른 사업영역 확대는 중장기 투자가치를 높이는 요인이다. 현재 주가 12MF PER 16.8배로, 투자 매력은 여전히 높다고 판단한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 1,200,000원 | CP(11월22일): 881,000원

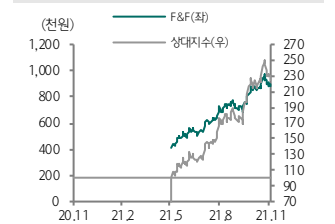
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.25
52주 최고/최저(원)	969,000/412,500
시가총액(십억원)	6,749.7
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	7,661.4
60일 평균 거래량(천주)	38.8
60일 평균 거래대금(십억원)	31.2
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	13.58
주요주주 지분율(%)	
F&F홀딩스 외 9인	59.39
국민연금공단	5.26
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.1 113.6 0.0
상대	(0.1) 123.7 0.0

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,399.9	1,934.4
영업이익(십억원)	365.9	522.4
순이익(십억원)	275.0	391.8
EPS(원)	52,008	51,214
BPS(원)	63,879	106,457

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	0.0	0.0	1,461.3	1,981.9	2,311.6
영업이익	십억원	0.0	0.0	389.9	549.9	642.0
세전이익	십억원	0.0	0.0	393.9	548.9	641.3
순이익	십억원	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
EPS	원	0	0	57,382	53,872	62,944
증감율	%	N/A	N/A	N/A	(6.12)	16.84
PER	배	0.00	0.00	15.60	16.61	14.22
PBR	배	0.00	0.00	23.43	9.72	5.77
EV/EBITDA	배	0.00	0.00	9.76	6.17	4.53
ROE	%	0.00	0.00	N/A	82.70	50.95
BPS	원	0	0	38,202	92,074	155,019
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

한국 화장품 업체들은 현재 중국 소비 둔화 우려와 로컬 브랜드와의 경쟁심화로 업종 불확실성이 확대되고 있다. 이에, 실적 둔화와 함께 밸류에이션 De-rating이 나타나고 있다. 의류의 경우 화장품보다 브랜드 로열티가 낮은 편이고, 유행 주기가 빠르기 때문에 브랜드력이 약화되는 경우에는 급격한 실적 악화의 원인으로 작용할 수 있다. 아직까지 F&F 실적 추이와 중국에서의 매장 수 확대 속도를 감안 시, 시장 내 입지는 견고하다는 판단이다. 현재 중국 진출 초기임을 감안 시, 출점 속도는 추가적으로 상향될 가능성이 높다.

표 1. F&F 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년
매출	166	167	160	345	838	278	312	329	542	1,461
국내	158	155	158	325	795	266	281	330	478	1,355
MLB	76	75	93	126	371	147	186	247	226	806
MLB Kids	16	14	13	18	61	22	18	23	33	95
Discovery	64	64	51	180	359	96	76	60	218	449
Stretch Angels	2	1	1	1	4	1	1	1	2	5
해외	12	14	26	54	106	60	70	132	162	425
홍콩	5	4	5	9	23	10	10	9	11	40
상해	6	9	16	43	75	50	61	123	151	385
영업이익	17	20	13	72	123	69	75	96	149	390
세전이익	19	20	12	69	120	74	75	96	148	394
순이익	14	14	8	49	85	55	56	71	110	293
매출(YoY,%)	2.0	-17.2	-26.3	4.7	-8.0	67.3	87.3	106.0	57.1	74.5
국내	1.0	-19.7	-22.6	1.6	-8.9	68.2	81.5	109.4	47.2	70.4
MLB	2.0	-34.3	-27.5	-1.0	-16.7	93.0	148.3	164.0	79.8	117.6
MLB Kids	-30.0	-35.0	-32.0	-31.2	-32.0	36.0	24.0	83.0	76.8	55.0
Discovery	12.0	27.3	-4.2	10.6	11.0	50.0	17.5	17.0	21.1	25.0
Stretch Angels	1.5	-82.0	-78.8	-79.6	-70.0	-50.0	20.0	55.0	151.4	15.0
해외	54.3	20.5	57.8	208.1	99.1	390.7	413.6	413.9	199.4	301.2
홍콩	-32.8	-50.0	-38.2	30.8	-24.0	124.4	118.9	87.0	17.5	72.0
상해		2,501.5	400.3	421.8	527.2	684.7	598.4	657.2	249.7	416.2
영업이익(YoY,%)	-8.4	-29.2	-61.2	2.5	-18.7	299.7	268.1	658.7	107.2	218.1
세전이익(YoY,%)	1.4	-31.9	-62.8	-1.3	-20.3	282.2	278.3	686.2	115.4	227.3
순이익(YoY,%)	-3.8	-33.1	-64.9	-2.7	-22.4	299.7	299.4	736.9	125.1	242.9

주: 2020년 분할 전 기준 적용

자료: F&F, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	910	838	1,461	1,982	2,312
국내	873	795	1,355	1,830	2,113
MLB	445	371	806	1,154	1,367
MLB Kids	90	61	95	162	190
Discovery	324	359	449	509	548
Stretch Angels	14	4	5	6	8
해외	53	106	425	760	992
홍콩	30	23	40	49	50
상해	12	75	385	712	942
DUVETICA.	11	8			
영업이익	151	123	390	550	642
세전이익	151	120	394	549	641
지배순이익	110	86	293	413	482
적정시가총액	3,185	3,503	8,429	9,272	10,199
주식수(천주)	15,400	15,400	7,661	7,661	7,661
적정주가(원)	206,792	227,471	1,100,226	1,210,249	1,331,274
적정PER(배)	28.9	40.8	28.8	22.5	21.2
EPS(원)	7,156	5,571	38,202	53,872	62,944
영업이익률(%)	16.6	14.6	26.7	27.7	27.8
매출 (YoY,%)	36.1	-8.0	74.5	35.6	16.6
영업이익 (YoY,%)	64.7	-18.7	218.1	41.0	16.8
순이익 (YoY,%)	0.9	-22.1	241.1	41.0	16.8

주: 2021년부터 인적분할 이후 기준 적용
자료: F&F, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	0.0	0.0	1,461.3	1,981.9	2,311.6
매출원가	0.0	0.0	420.9	558.9	651.9
매출총이익	0.0	0.0	1,040.4	1,423.0	1,659.7
판매비	0.0	0.0	650.6	873.1	1,017.7
영업이익	0.0	0.0	389.9	549.9	642.0
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	393.9	548.9	641.3
법인세	0.0	0.0	101.2	136.1	159.0
계속사업이익	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
지배주주지분포괄이익	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
NOPAT	0.0	0.0	289.7	413.5	482.8
EBITDA	0.0	0.0	389.9	549.9	642.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	35.63	16.64
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	42.73	16.76
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	41.04	16.75
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	41.04	16.75
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	41.00	16.84
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	(6.12)	16.84
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	71.20	71.80	71.80
EBITDA이익률	N/A	N/A	26.68	27.75	27.77
영업이익률	N/A	N/A	26.68	27.75	27.77
계속사업이익률	N/A	N/A	20.03	20.82	20.86

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	0	0	57,382	53,872	62,944
BPS	0	0	38,202	92,074	155,019
CFPS	0	0	77,230	71,638	83,703
EBITDAPS	0	0	76,437	71,769	83,799
SPS	0	0	286,496	258,682	301,719
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	15.60	16.61	14.22
PBR	0.00	0.00	23.43	9.72	5.77
PCFR	0.00	0.00	11.59	12.49	10.69
EV/EBITDA	0.00	0.00	9.76	6.17	4.53
PSR	0.00	0.00	3.12	3.46	2.97
재무비율(%)					
ROE	0.00	0.00	0.00	82.70	50.95
ROA	0.00	0.00	0.00	82.70	50.95
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	292.7	705.4	1,187.7
금융자산	0.0	0.0	292.7	705.4	1,187.7
현금성자산	0.0	0.0	292.7	705.4	1,187.7
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	292.7	705.4	1,187.7
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	292.7	705.4	1,187.7
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	292.7	705.4	1,187.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	0.0	292.7	705.4	1,187.7
순금융부채	0.0	0.0	(292.7)	(705.4)	(1,187.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
당기순이익	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2
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	292.7	412.7	482.2
Unlevered CFO	0.0	0.0	393.9	548.9	641.3
Free Cash Flow	0.0	0.0	292.7	412.7	482.2

2021년 11월 23일

한세실업 (105630)

Seller's Market

3분기 YoY -66% 감익이지만, 어닝 서프라이즈

3분기 한세실업 매출은 베트남 락다운 영향 30% 감소했으나 (PPE 영향 제외 시 -6%), 영업이익률은 4.3%를 기록하며 예상대비 선전했다. 예상보다 양호했던 이익 요인은, 베트남 생산차질 영향에도 불구하고 i) 원/달러 상승에 따른 환율 효과, ii) 겨울철 고마진 오더 생산, iii) 비용 평가 전가 때문이다. 별도기준 영업이익률은 7.4%를 기록하며, 공장 가동 중단 기간 동안 지급된 인건비 외에는 별다른 비용 이슈는 없었던 것으로 파악된다.

4분기 연결 영업이익은 308억원(OPM 6.9%) 전망

베트남 법인 정상화와 전방 바이어의 강한 재고확충 수요 감안 시 4분기 달러기준 매출은 15% 이상 증가할 것으로 예상된다. 4분기부터는 전년도 PPE(마스크/방호복) 매출 효과도 제거되기 때문에 베이스도 낮다. 수익성 측면에서도 지속적인 오더 증가세와 생산효율 개선으로 4분기 영업이익은 308억원(YoY 흑전, OPM 6.9%) 수준이 가능할 듯 하다. 강력한 re-stocking 수요에 대비해, 현저하게 낮은 재고 수준과 공급망 이슈로 제품 확보 자체가 어려운 상황이다. 연말 쇼핑시즌에 앞서 바이어들은 소진된 재고를 채워놓기 위해 더욱 오더를 확대시킬 것으로 예상되고, 이에 한세실업과 같은 대형 OEM 업체들에게 오더가 집중될 것으로 전망한다.

목표주가 3.3만원, 투자 의견 '매수' 유지

2022년 한세실업 매출은 YoY 12% 증가한 1조 8,434억원, 영업이익은 1,300억원을 추정하며, 영업이익률은 7%에 달할 것으로 예상된다. i) 미국 경기 회복과 전방산업 호조에 따른 지속적인 수주 확대 가능성, ii) 대형 글로벌 OEM 업체로서 높은 협상력(고마진 오더 선별 수취 가능)과 주문 집중 현상 확대가 지속되고 있다. 현재 주가 12MF PER 10.2배로 밸류에이션 부담도 없다. 비중확대가 유효하다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 33,000원 | CP(11월22일): 23,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,013.25
52주 최고/최저(원)	27,550/15,150
시가총액(십억원)	932.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	437.0
60일 평균 거래대금(십억원)	10.5
21년 배당금(예상, 원)	500
21년 배당수익률(예상, %)	2.07
외국인지분율(%)	7.34
주요주주 지분율(%)	
한세에스24홀딩스 외 12인	56.66
국민연금공단	10.79
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.1) (4.5) 35.1
상대	(5.3) 0.0 14.5

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,651.1	1,833.8
영업이익(십억원)	105.3	127.3
순이익(십억원)	78.2	96.9
EPS(원)	1,906	2,489
BPS(원)	12,102	13,473

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,615.0	1,698.3	1,651.7	1,843.4	1,949.1
영업이익	십억원	84.9	64.9	109.1	132.1	142.1
세전이익	십억원	58.7	70.4	99.5	125.0	136.4
순이익	십억원	(0.2)	44.9	70.7	93.7	102.3
EPS	원	(6)	1,123	1,767	2,343	2,558
증감율	%	적지	흑전	57.35	32.60	9.18
PER	배	(2,883.33)	15.58	13.70	10.33	9.46
PBR	배	1.67	1.59	1.98	1.72	1.50
EV/EBITDA	배	8.26	8.90	7.92	6.66	5.95
ROE	%	(0.06)	10.97	15.81	18.40	17.40
BPS	원	10,386	10,975	12,251	14,104	16,171
DPS	원	500	500	500	500	500



Analyst 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

미국 의류 수입량(Q) 및 수입단가(P) 모두 증가하고 있는 추세다. 2021년 2월부터 수입량(Q)이 YoY(+) 전환하기 시작했고, 수입단가(P)도 4월을 기점으로 하락폭을 축소하다 8월에는 YoY 5%까지 상승했다.

i) 올해 상반기때는 업황 회복에 따라 재고확충 수요가 늘어나면서 Q가 늘어났고, 단가 인하 압박도 완화되면서 P의 하락세가 멈췄던 것으로 파악된다. 이에 의류 OEM 업체들의 경우에도 외형 성장과 더불어 생산성 향상 효과가 더해지며 높은 수익성을 기록했다. 통상적으로 한세실업은 1, 2분기때 2~3% 수준의 영업이익률을 기록하는데 올해 상반기때는 평균 7.7% 이익률을 기록하며 이익 레벨이 높아졌다.

ii) 하반기부터 본격적으로 우호적인 단가 환경이 조성되고 있다. Q의 증가와 더불어 공급망 차질로 인해 대형 OEM 업체들은 선별적으로 고마진 오더를 수취해 생산할 수 있는 구조에 놓여있다. 2014~15년과 같이 초과 마진을 붙일 수 있는 환경을 기대해 볼만 하다. (2014~15년 한세실업 OPM 7~9%)

표 1. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년
매출	347	392	590	369	1,698	376	411	416	449	1,652
영업이익	10.0	1.6	53.1	0.1	64.9	29.5	30.8	17.9	30.8	1091
세전이익	-16.5	14.2	56.0	16.7	70.4	26.8	41.1	2.9	28.7	99.5
지배주주귀속순이익	-15.9	8.7	42.2	9.9	44.9	21.6	30.3	-2.7	21.5	70.7
영업이익률(%)	2.9	0.4	9.0	0.0	3.8	7.8	7.5	4.3	6.9	6.6
세전이익률(%)	-4.8	3.6	9.5	4.5	4.1	7.1	10.0	0.7	6.4	6.0
순이익률(%)	-4.6	2.2	7.1	2.7	2.6	5.7	7.4	-0.6	4.8	4.3
매출액(YoY,%)	0.4	10.6	16.7	-9.6	5.2	8.1	4.9	-29.5	21.7	-2.7
영업이익(YoY,%)	7.4	-91.0	29.1	-99.0	-21.7	195.3	1,796	-66.3	21,527	68.1
세전이익(YoY,%)	적전	74.7	121.3	흑전	82.9	흑전	189.2	-94.8	71.9	41.4
순이익(YoY,%)	적전	31.5	123.0	흑전	흑전	흑전	246.7	적전	117.6	57.3

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	1,652	1,843	1,949
영업이익	59	65	109	132	142
세전이익	-7	70	100	125	136
지배주주귀속순이익	0	45	71	94	102
적정시가총액	N/A	629	989	1,312	1,432
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	N/A	15,720	24,732	32,804	35,810
적정PER(배)	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
EPS(원)	-6	1,123	1,767	2,343	2,558
영업이익률(%)	3.1	3.8	6.6	7.2	7.3
매출 (YoY,%)	12.2	5.2	-2.7	11.6	5.7
영업이익 (YoY,%)	52.7	-21.7	68.1	21.1	7.6
순이익 (YoY,%)	적지	흑전	57.3	32.6	9.2

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	1,651.7	1,843.4	1,949.1
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,395.7	1,557.6	1,649.0
매출총이익	239.5	220.3	256.0	285.8	300.1
판매비	154.5	155.4	147.0	153.6	158.0
영업이익	84.9	64.9	109.1	132.1	142.1
금융손익	(9.6)	(5.3)	(1.8)	(1.6)	(1.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.1	6.5	0.0	0.0
기타영업외손익	(16.6)	10.7	(14.2)	(5.6)	(4.3)
세전이익	58.7	70.4	99.5	125.0	136.4
법인세	16.9	(7.6)	28.9	31.2	34.1
계속사업이익	41.8	78.0	70.7	93.7	102.3
중단사업이익	(59.1)	(42.3)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(17.3)	35.7	70.7	93.7	102.3
비지배주주지분 순이익	(17.0)	(9.2)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(0.2)	44.9	70.7	93.7	102.3
지배주주지분포괄이익	(0.0)	42.5	89.9	119.2	130.1
NOPAT	60.5	71.8	77.4	99.1	106.6
EBITDA	126.4	102.5	137.5	153.7	158.5
성장성(%)					
매출액증가율	(5.70)	5.16	(2.74)	11.61	5.73
NOPAT증가율	50.50	18.68	7.80	28.04	7.57
EBITDA증가율	95.97	(18.91)	34.15	11.78	3.12
영업이익증가율	119.95	(23.56)	68.10	21.08	7.57
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	57.46	32.53	9.18
EPS증가율	적지	흑전	57.35	32.60	9.18
수익성(%)					
매출총이익률	14.83	12.97	15.50	15.50	15.40
EBITDA이익률	7.83	6.04	8.32	8.34	8.13
영업이익률	5.26	3.82	6.61	7.17	7.29
계속사업이익률	2.59	4.59	4.28	5.08	5.25

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	(6)	1,123	1,767	2,343	2,558
BPS	10,386	10,975	12,251	14,104	16,171
CFPS	2,359	3,301	3,266	3,688	3,802
EBITDAPS	3,161	2,562	3,438	3,842	3,962
SPS	40,374	42,457	41,292	46,084	48,728
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	(2,883.33)	15.58	13.70	10.33	9.46
PBR	1.67	1.59	1.98	1.72	1.50
PCFR	7.33	5.30	7.41	6.56	6.37
EV/EBITDA	8.26	8.90	7.92	6.66	5.95
PSR	0.43	0.41	0.59	0.53	0.50
재무비율(%)					
ROE	(0.06)	10.97	15.81	18.40	17.40
ROA	(0.02)	4.08	6.80	8.50	8.57
ROIC	11.68	15.41	19.68	26.26	28.29
부채비율	159.22	142.33	123.99	110.02	96.92
순부채비율	64.81	50.30	26.43	11.03	(3.44)
이자보상배율(배)	4.80	5.97	10.86	13.30	14.29

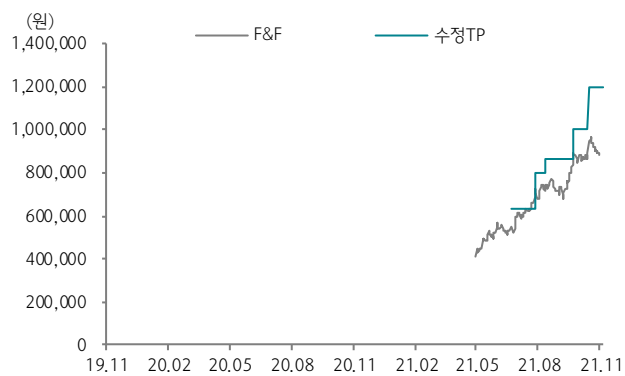
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	739.7	658.9	724.6	835.2	942.5
금융자산	240.1	257.2	333.9	399.3	481.6
현금성자산	81.7	96.7	173.8	237.5	318.9
매출채권	167.3	144.6	140.7	157.0	166.0
재고자산	294.7	221.4	215.4	240.3	254.1
기타유동자산	37.6	35.7	34.6	38.6	40.8
비유동자산	439.8	362.1	333.5	312.5	296.5
투자자산	148.5	134.9	134.8	135.4	135.7
금융자산	148.5	132.9	132.8	133.2	133.4
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	86.9	86.8	86.9
자산총계	1,179.5	1,021.1	1,058.1	1,147.7	1,239.0
유동부채	641.0	480.8	467.9	479.2	485.4
금융부채	492.5	387.5	377.1	377.9	378.3
매입채무	57.6	47.5	46.2	51.5	54.5
기타유동부채	90.9	45.8	44.6	49.8	52.6
비유동부채	83.5	118.9	117.9	122.1	124.4
금융부채	42.5	81.7	81.7	81.7	81.7
기타비유동부채	41.0	37.2	36.2	40.4	42.7
부채총계	724.5	599.7	585.7	601.2	609.8
지배주주지분	397.8	421.4	472.4	546.5	629.2
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	423.5	497.6	580.3
비지배주주지분	57.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	455.0	421.4	472.4	546.5	629.2
순금융부채	294.9	211.9	124.8	60.3	(21.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	87.9	50.7	103.9	95.8	107.9
당기순이익	(17.3)	35.7	70.7	93.7	102.3
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)	4.7	(19.5)	(10.8)
투자활동 현금흐름	(15.4)	(3.6)	0.6	(2.3)	(1.3)
투자자산감소(증가)	(80.0)	16.3	0.1	(0.6)	(0.3)
자본증가(감소)	(43.7)	(28.2)	0.0	0.0	0.0
기타	108.3	8.3	0.5	(1.7)	(1.0)
재무활동 현금흐름	(27.0)	(31.0)	(30.0)	(18.8)	(19.2)
금융부채증가(감소)	32.2	(65.9)	(10.4)	0.8	0.4
자본증가(감소)	3.2	0.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(43.8)	53.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	(18.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)
현금의 증감	45.7	15.0	77.1	63.7	81.5
Unlevered CFO	94.3	132.1	130.7	147.5	152.1
Free Cash Flow	43.1	20.3	103.9	95.8	107.9

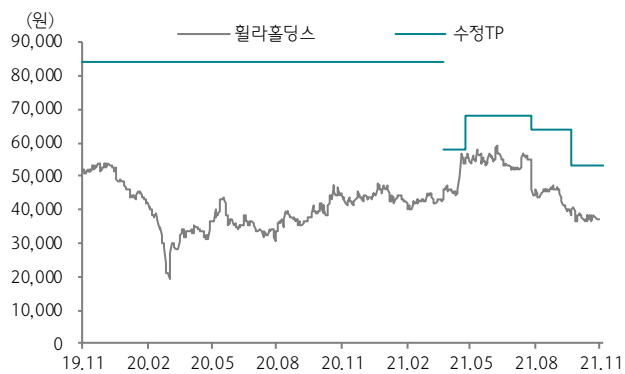
투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

F&F



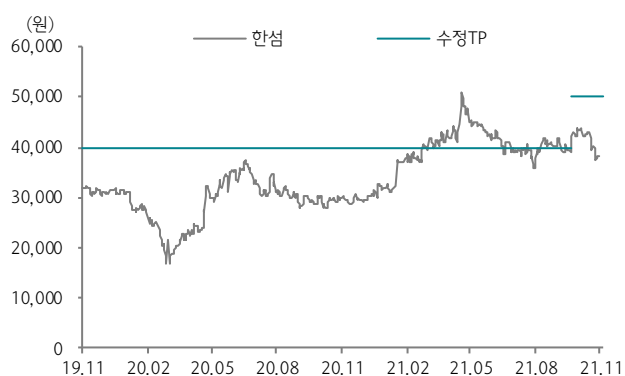
날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.5	BUY	1,200,000		
21.10.14	BUY	1,000,000	-12.82%	-10.80%
21.9.2	BUY	860,000	-13.39%	-2.21%
21.8.18	BUY	800,000	-10.73%	-7.25%
21.7.14	BUY	630,000	-3.37%	8.73%
21.5.21	Not Rated	-	-	-

필라홀딩스



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.14	BUY	53,000		
21.8.17	BUY	64,000	-31.05%	-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%

한섬



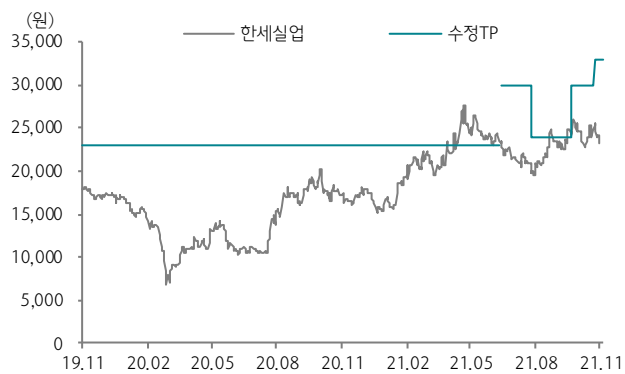
날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.14	BUY	50,000		
19.10.10	BUY	40,000	-16.53%	27.50%

신세계인터내셔널



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.10	BUY	200,000		
21.7.14	BUY	240,000	-21.86%	-15.00%
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%

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.15	BUY	33,000		
21.10.14	BUY	30,000	-18.54%	-13.17%
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%

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	95.00%	5.00%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 11월 22일

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 11월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2021년 11월 23일 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.