

한세에스24홀딩스 (016450)

한세드림의 가치가 완전히 무시된 현 주가. 상승여력 62%

한세에스24홀딩스의 양축, 한세실업과 한세드림

한세에스24홀딩스는 상장 자회사로 한세실업(지분율 42.2%), 에스24(지분율 50.0%), 비상장 자회사로 동아출판(지분율 100.0%), 한세드림(지분율 88.0%), FRJ(지분율 88.6%) 등을 보유한 사업 지주회사이다. 한세실업의 인적분할을 통해 설립한 지주회사로 한세실업의 지분가치 및 실적 기여도가 절대적이었으나, 가파른 실적 성장을 나타낸 한세드림의 비중이 지속 상승하였다. '18년 기준 한세드림이 순익 최대 자회사로 올라설 전망이며, 한세드림과 한세실업 합산 NAV 비중은 83%, 올해 지배순익 비중은 90.1%에 달할 전망이다.

국내 최대 유아복 브랜드를 키워낸 한세드림, '18년부터 중국법인의 흑자전환 또한 본격화

한세드림은 '11년 인수한 유아동복 회사로 신규 브랜드인 모이몰른의 '14년 런칭 이후 가파른 실적 성장을 구가하고 있다. 모이몰른은 국내 유아복 최대 브랜드로 급부상하며 '14년 이후 37% 연평균 매출 성장을 나타냈다. 국내 적자를 나타냈던 중국 법인(가애수복식상해유한공사) 또한 모이몰른의 중국 진출 이후 올해까지 지난 3년 연평균 매출 성장률은 71%, 올 상반기 매출 성장은 100%를 시현했다. '17년 영업익 BEP를 넘어섰고 올 2Q18부터 순익 흑자전환을 기록했다. 중국 내 적자매장인 컬러수의 철수 비용이 모두 반영된 후인 '19년 이익 성장은 더욱 가팔라질 것으로 예상되어 한세드림의 '19년 영업익은 37.4% 증가한 253억으로 전망한다. 홀딩스가 보유한 한세드림 장부가는 156억원에 불과하나 향후 상장 추진 계획을 감안시 장부가 대비 10배 이상의 가치 기여가 예상된다.

투자의견 BUY 신규 제시.

목표주가 15,300원으로 상승여력 62%

한세에스24홀딩스에 대해서 투자의견 BUY 및 목표주가 15,300원을 신규 제시한다. 현 주가는 NAV 대비 주가 할인율이 50%로 '19년까지 지난 5년 연평균 37%의 고성장, 핵심 브랜드인 모이몰른의 중국 진출이 본격화된 최근 3년 연평균 71%의 고성장을 시현한 한세드림의 가치가 완전히 무시된 밸류에이션이다. 중국 및 국내 유아복 업체 평균 P/E 20배를 준용하여 산출한 목표가는 15,300원으로 상승여력은 62%에 달한다. 상장 자회사인 한세실업 또한 올 하반기 OEM 수주 업황 개선으로 홀딩스 NAV 상승에 기여할 전망이다.

Collaboration Report

BUY(신규)

| TP(12M): 15,300원(신규) | CP(9월3일): 9,450원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,307.03
52주 최고/최저(원)	12,600/6,690
시가총액(십억원)	378.0
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	120.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.0
18년 배당금(예상, 원)	220
18년 배당수익률(예상, %)	2.33
외국인지분율(%)	3.91
주요주주 지분율(%)	
김동녕 외 19 인	78.97
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	24.2 (1.4) 0.3
상대	23.1 2.7 2.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,472.7	2,616.0
영업이익(십억원)	58.3	91.7
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,240.0	2,462.3	2,541.5	2,763.8	3,021.9
영업이익	십억원	86.1	78.4	63.2	112.0	140.7
세전이익	십억원	63.1	88.0	36.7	99.7	128.4
지배순익	십억원	15.5	31.7	19.6	36.8	47.4
EPS	원	388	792	490	920	1,185
증감율	%	(70.7)	104.1	(38.1)	87.8	28.8
PER	배	26.80	13.57	19.29	10.27	7.98
PBR	배	1.57	1.48	1.25	1.15	1.02
EV/EBITDA	배	9.64	8.74	9.83	6.72	5.62
ROE	배	5.87	11.52	6.74	11.86	13.79
BPS	%	6,633	7,276	7,549	8,253	9,222
DPS	원	160	220	220	220	220



중소형·코스닥
Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



중소형·코스닥
Analyst 김두연
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



지주/보험
Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

투자 의견 BUY 및 목표주가 15,300원 신규 제시

한세드림 가치가 전혀 반영되지 않은 현 주가. 상승여력 +62%

한세에스24홀딩스,
투자 의견 BUY 및
목표주가 15,300원
신규 제시

한세에스24홀딩스에 대해서 투자 의견 BUY 및 목표주가 15,300원을 신규 제시한다. 목표주가 산출은 SOTP(가치합산 방식) Valuation을 통해 산출하였으며, 상장 자회사는 시가 준용 및 지분가치 할인을 40% 적용했다. 40%의 할인을 적용은 최근 국내 증시 내 지주회사의 할인을 확대 현상에 근거하며 역사적 관점에서 매우 보수적인 지분가치 할인을 적용이다.

한세드림 장부가 대비
Fair Value 평가시
대폭 가치 증가

비상장 지분가치는 장부가 평가를 기본으로 하되, 보유 장부가액 대비 재평가 여지가 큰 한세드림 및 동아출판은 Fair Value 평가를 적용했다. 한세드림은 '19년 예상 순익 191억원 대비 국내 및 중국 유아동복 Peer 평균 P/E 20배, 동아출판은 '19년 예상 순익 70억원 대비 P/E 10배를 적용하였다.

홀딩스 NAV 내 핵심은
한세실업과 한세드림 가치
한세드림은 홀딩스
주주가치 개선의 핵심 동인

한세에스24홀딩스의 가치평가에 있어서 핵심은 상장 지분가치 내 한세실업과, 비상장 지분가치 내 한세드림으로 합산 NAV 비중은 83%에 달한다. 특히 한세드림은 가파른 외형 성장과 함께 중국법인 또한 본격적인 실적 기여가 예상된다는 점에서 홀딩스 주주가치 개선의 핵심 동인이 될 전망이다.

현 주가는 NAV 대비
50%나 할인된 상황.
주가 상승여력 62% 평가

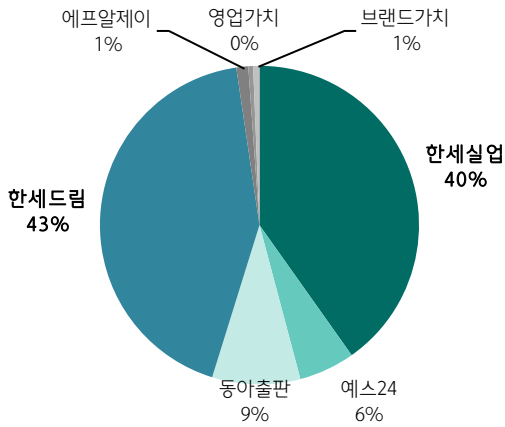
현 주가는 주당 NAV 19,046원 대비 약 50% 할인된 상황으로 상장 지분가치 수준에 불과한 시가총액이다. 반면, 이미 '18년부터 비상장사인 한세드림의 순익 기여도는 상장 자회사인 한세실업을 넘어선 동시에 '19년 영업이익의 대폭 성장 또한 기대된다. 한세드림 가치가 전혀 반영되지 않았다는 점에서 투자 기회라 판단하며 상승여력은 62%에 달한다 평가한다.

표 1. 한세에스24홀딩스 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)	지분율	장부가액	평가액	비고
투자자산가치			788	
상장사			372	2018/9/3 종가 기준
한세실업	42.2%	81	328	
에스24	50.0%	27	45	
비상장사			416	
동아출판	100.0%	26	70	19년 예상 순익 70억원 대비 10배수 적용
한세드림	88.0%	16	336	19년 예상 순익 191억원 대비 Peer group 평균 20배 적용
에프알제이	88.6%	9	9	장부가액 적용
영업가치			4	한세드림향 물품공급사업 세후영업익 대비 10배수 적용
브랜드가치			5	2019년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감후 10배수 적용
순차입금			48	2Q18 별도 순차입금
총 기업가치			749	
주식수(천주)			39,310	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			19,046	
현재주가(원)			9,450	2018/9/3 종가 기준
할인율			-50.4%	
상장 지분가치 할인을 적용시 적정주가	할인율	주당가치	상승여력	
	10.0%	18,100	91.5%	
	20.0%	17,200	82.0%	
	30.0%	16,200	71.4%	
	40.0%	15,300	61.9%	
	50.0%	14,300	51.3%	

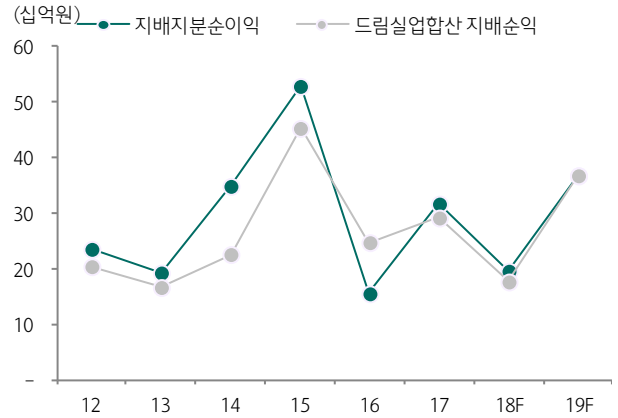
자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

그림 1. 한세에스24홀딩스 NAV 기여도 분해



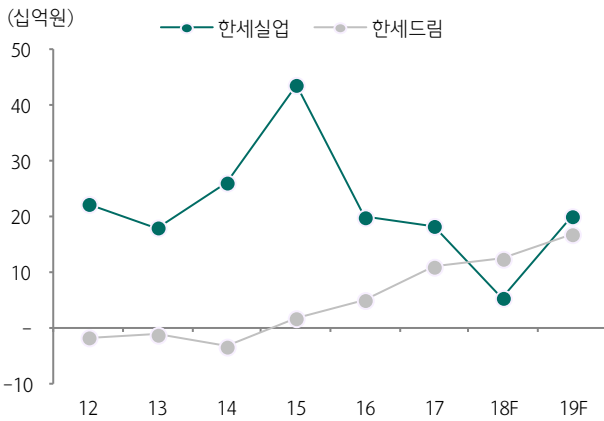
자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

그림 2. 홀딩스 지배순익의 대부분을 설명하는 한세실업과 한세드림



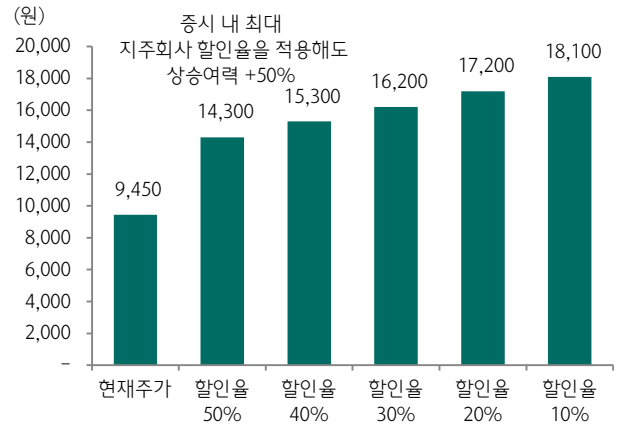
자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

그림 3. 한세드림의 지속적인 성장으로 최대 실적 기여 자회사로 부상



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

그림 4. 상장 자회사 할인율 적용에 따른 한세에스24홀딩스 적정주가



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

표 2. 한세드림의 PEER Group EV/EBITDA 및 PER

기업명	한국		중국		
	EV/EBITDA	PER	기업명	EV/EBITDA	PER
제로투세븐	43.6	N/A	안나이얼	16.97	34.73
보령메디앙스	14.57	23.86	리양팡	N/A	5.67
평균	29.09	23.9	평균	16.97	20.2

주: 제로투세븐은 2018년 실적 기준, 기타 업체들은 2017년 실적 기준.
 자료: Bloomberg, Wind, 하나금융투자

한세드림

I. 투자포인트

1. 아동복 전문 브랜드 ‘모이몰른’ 지속적 성장

한세드림 모이몰른의 판매 호조로 매출액 2014년 468억원→2017년 1,544억원으로 큰 폭의 증가

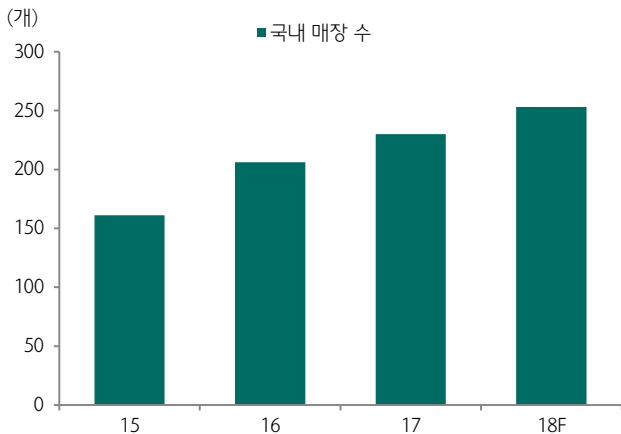
할인점 위주의 판매채널을 보유한 모이몰른은 가격경쟁력 및 고수익성 확보

제품 라인업 확장 및 다른 브랜드와의 복합매장 수 증대로 지속적인 실적 성장 기대

한세그룹은 2011년 유아동복 기업 드림스코를 인수 후 2014년 한세드림으로 사명을 변경하며 유아동복 사업을 본격적으로 시작하였다. 인수 전 ‘컬리수’ 하나의 브랜드만으로 사업을 전개하여 매출 성장이 정체되었던 한세드림은 사업 확장을 위해 14년 하반기 유아복 브랜드 ‘모이몰른’ 런칭하였다. 모이몰른은 런칭 당시 백화점을 주 판매채널로 영위하던 기존 아동복 매스 브랜드들과 달리 홈플러스 등 할인점 위주로 판매채널을 전개하였다. 3~4만원대의 가격으로 판매가 가능해 백화점 브랜드들 대비(약 10만원대) 가격경쟁력을 확보할 수 있었고, No-sale 이라는 할인점 아동복 매장 특성상 높은 수익성을 유지할 수 있었다. 유아의 빠른 성장으로 교체주기가 짧은 아동복 특성상 가격경쟁력은 고객들의 니즈를 만족시켜주었고 이를 통해 모이몰른은 급격한 실적성장을 이루었다.

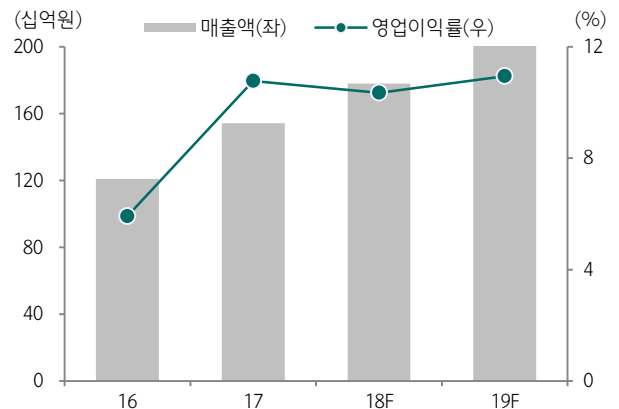
모이몰른의 국내 매장 수는 2015년 160개에서 2017년 230개까지 확대되었으며, 런칭 4년 만에 800억대 매출을 달성하며 유아동복 탑 브랜드로 발돋움 하였다. 모이몰른의 고성장세에 힘입어 한세드림의 외형도 2014년 468억원→2017년 1,544억원으로 드라마틱하게 확대되었다. 모이몰른은 기존 유아복 라인에서 토들러까지 제품 라인업을 확장할 예정이며, 컬리수/플레이키즈 등 다른 브랜드와의 복합 매장 수를 늘려나갈 예정이므로 지속적인 실적 성장이 기대된다.

그림 5. 모이몰른 국내 매장 수 추이 및 전망



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

그림 6. 한세드림 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

2. 산아제한정책 폐지, 고성장이 기대되는 중국 아동복 시장

중국 유아동복 시장은 최근 연평균 11.1%로 고성장 중
Top 5 브랜드의 시장점유율이 8.5%로 주도하는 브랜드가 없는 상황

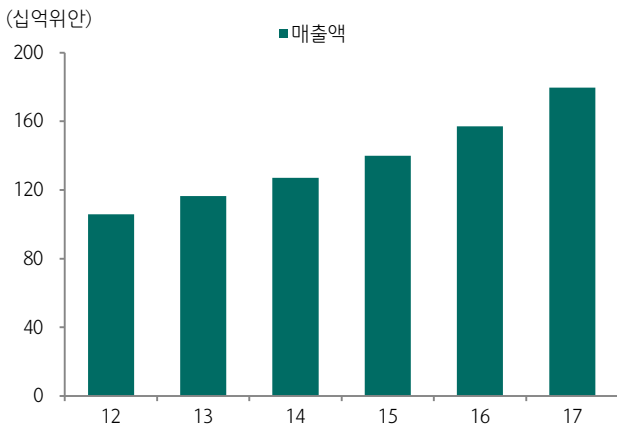
중국 유아동복 시장은 2016년 중국 정부의 ‘두 자녀 정책’ 시행 및 2018년 ‘산아제한’ 정책 완전 폐지 예정으로 향후 고성장이 기대된다. 2016년 신생아 수는 2015년 대비 100만명 이상 증가하였고 연간 1,700만명의 신생아 수를 유지하고 있다. 2017년 중국 유아동복 시장 매출 규모는 전년대비 14.3% 증가했으며 최근 5년간 연평균 성장률 11.1%를 상회하며 성장세가 높아지고 있는 추세이다. 또한, 2017년 기준 Top 5 브랜드의 시장점유율이 8.5%로 주도하는 브랜드가 없어 타국가 대비 시장 집중도가 낮은 편이다.

모이몰른의 높은 가격경쟁력으로 중국 사업 지속적으로 공략할 것

한세드림은 가애수복식상해유한공사(중국법인)을 통해 중국 사업을 전개하고 있으며, 2016년 모이몰른의 성공으로 매출이 크게 확대 되었고(15년 62억원→16년 109억원→17년 184억원) 2017년 처음으로 BEP를 달성하였다. 한세드림은 한국에서 성공을 거둔 모이몰른의 높은 가격경쟁력으로 중국 시장을 지속적으로 공략할 예정이다. 또한, 1선도시 직영점과 2·3선도시 성급 단위의 대리상들 위주로 물량을 공급하여 무분별한 할인 판매를 미연에 방지해 수익성 또한 높게 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 2018년 중국법인의 실적은 매출액 275억원(+50%, YoY), 영업이익 12억원(작년 첫 BEP)으로 추정한다.

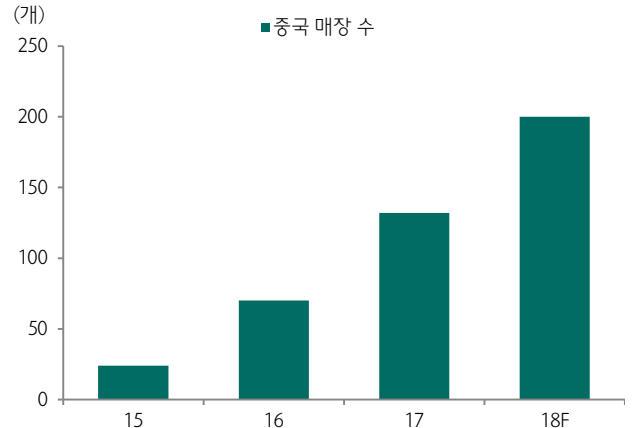
중국법인 모이몰른 매장 수
16년 70개→17년 132개→18F 200개
증가 전망

그림 7. 중국 유아동복 시장 규모 추이



자료: Euromonitor, 하나금융투자

그림 8. 중국 모이몰른 매장 수 추이 및 전망



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

II. 한세드림 실적전망

2019년 매출액과 영업이익 2,239억원, 253억원 전망

한세드림은 국내 신규 브랜드 확장 및 중국 모이몰른의 판매호조로 지속적인 성장 동력 확보

올해 영업이익률 소폭 하락은 신규 브랜드 런칭 비용 등 일회성 비용 반영했기 때문

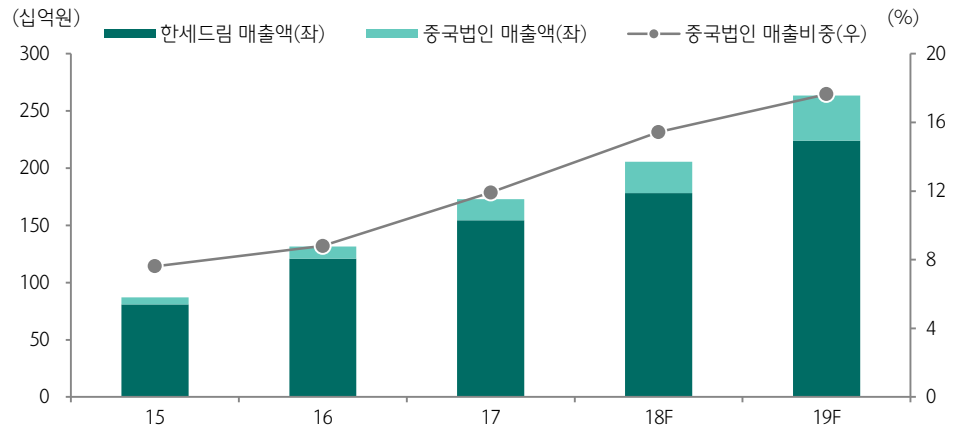
2019년 매출액과 영업이익 25.7%, 37.4% 증가 추정

한세드림의 2018년 매출액과 영업이익은 1,781억원(+15.4%, YoY), 184억원(+10.5%, YoY)로 전망한다. 한세드림은 모이몰른에 이어 2015년 스포츠키즈 멀티스토어 '플레이키즈' 브랜드를 런칭하였다. 플레이키즈는 나이키 등 글로벌 스포츠 브랜드와의 라이선스 계약을 통해 제품을 사입해 판매하며, 애슬레저 열풍에 힘입어 매장 수와 실적이 확대되고 있다.(15년 매장 수 12개→17년 60개) 한세드림은 '플레이키즈'와 올해 신규 런칭한 '리바이스키즈' 등 새로운 브랜드를 지속적으로 확장해 성장 동력을 확보할 것으로 예상된다.

올해 영업이익률은 전년 대비 소폭 감소하나, 이는 리바이스키즈 신규 런칭 관련 비용 선반영(기존 재고부담 등) 및 중국 킬리수 적자매장 철수 비용 등을 반영한 빅배스의 원년이라 판단된다. 신규 브랜드 확장을 통한 국내 시장에서의 성장과 중국 모이몰른 실적 확대 및 킬리수의 재도약으로 2019년 한 단계 더 점프 업 된 한세드림의 실적을 기대 해 볼만하다. 2019년 한세드림의 실적은 매출액 2,239억원(+25.7%, YoY)과 영업이익 253억원(+37.4%, YoY)으로 전망한다.

그림 9. 한세드림의 중국법인 매출액과 매출비중 추이 및 전망

한세드림 내 중국법인 매출비중 지속적 증가



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

표 3. 한세드림 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액	35.1	37.2	36.8	45.2	42.1	42.0	43.3	50.8	154.4	178.1	223.9
YoY	39.8%	35.2%	15.7%	24.1%	19.7%	12.8%	17.5%	12.5%	27.7%	15.4%	25.7%
QoQ	-3.5%	5.9%	-1.1%	22.7%	-6.9%	-0.2%	3.1%	17.5%			
국내사업	31.3	34.2	32.3	39.1	35.4	36.9	36.3	42.2	136.9	150.8	184.0
중국사업	4.0	3.1	4.8	6.6	6.8	5.1	7.0	8.6	18.4	27.5	40.6
연결조정	-0.1	-0.0	-0.2	-0.5	-0.1	0	-0.0	-0.0	-0.9	-0.2	-0.6
영업이익	3.4	4.1	4.3	4.8	3.8	4.5	4.5	5.5	16.6	18.4	25.3
YoY	226.6%	95.6%	65.9%	238.5%	12.7%	8.8%	6.8%	13.6%	132.4%	10.5%	37.4%
QoQ	136.3%	21.4%	4.7%	12.7%	-21.4%	17.3%	2.7%	19.9%			
OPM	9.6%	11.0%	11.7%	10.7%	9.1%	10.6%	10.6%	10.8%	10.8%	10.3%	11.3%
순이익	3.8	2.0	4.4	3.8	4.6	4.5	4.9	5.0	12.4	14.0	19.1
YoY	9.0	4.8	10.2	7.6	8.5	8.4	9.3	7.9	8.0	7.9	8.5
QoQ	흑전	1318.4%	-65.5%	73.9%	-1.7%	-38.8%	100.1%	-12.8%	120.1%	14.3	35.4%
NPM	1.2%	16.4%	5.7%	8.1%	8.6%	5.3%	10.2%	7.6%	8.0%	7.9%	8.5%

자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

에스24

온라인 서점의 강자 실적 턴어라운드 기대

회원수 1,400만명 규모,
온라인 서점 점유율 1위 사업자

개정 도서정가제 시행 후
사은품 및 당일배송 서비스 강화.
판권비 증가로 영업이익 역성장

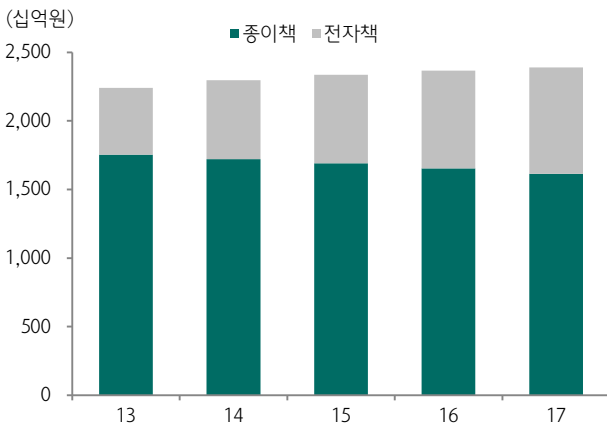
대량 구매를 통한 도서 매입비용
절감 및 수익성 높은 중고서적
판매 사업 확장으로 실적 턴어라운드
기대

에스24는 1998년 설립되어 국내 최초 온라인서점 서비스를 시작하였으며 온라인서점, 전자책, 공연/티켓, 패션 등의 사업을 영위하고 있다. 국내 최대 의류 OEM인 한세실업이 속한 한세에스24홀딩스의 자회사로 2008년 코스닥에 상장하였다. 설립 이후 온라인서점 시장점유율 1위를 지속적으로 유지하고 있고(시장점유율 40% 중반 추정) 현재 회원 수는 1,400만명 규모이다. 2018년 반기기준 사업부별 매출비중은 상품매출(도서 판매 등) 93%, 기타매출(공연/티켓 판매) 2%, 수수료매출 3%, 광고매출 2% 이다.

개정 도서정가제 시행 후(14년 11월 시행) 책 값 할인 폭이 최대 15%로 제한되는 상황에서 에스24는 독서 인구가 감소하는 시장 상황을 타개하기 위해 사은품 지급 및 당일 배송 권역/시간을 확대하였다. 그 결과 매출 성장세는 유지되었으나 판권비가 늘어나며 이익이 감소하였다. 2016년 매출액과 영업이익은 4,209억(+15.9%, YoY), 12억(-90.8%, YoY)이며 2017년 매출액과 영업이익은 4,568억(+8.5%, YoY), -9억으로 이익이 역 성장 하였다.

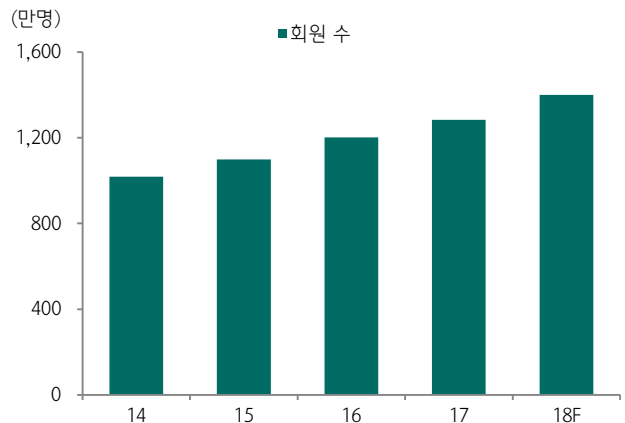
에스24는 이익률 개선을 위해 대량 구매를 통한 도서 매입 비용 절감 및 불필요한 판촉비를 감축할 예정이며, 오프라인 매장 수를(현재 5곳) 늘려 수익성 높은 중고서적 판매 사업을 확장할 계획이다. 또한, 최근 5개년 연평균 12% 이상 성장 중인 전자책 시장을 선도하기 위해 지속적인 전자책 리더기 출시 및 인기 높은 장르물 콘텐츠 보유량을 확대할 것으로 예상된다. 에스24 2018년 실적은 매출액 4,933억원(+8.0%, YoY)원과 영업이익 BEP, 2019년 실적은 매출액 5,303(+7.5%, YoY)억원과 영업이익 36억원으로 추정한다.

그림 10. 단행본 및 전자책 시장규모



자료: 에스24, 하나금융투자

그림 11. 에스24 회원수 증가 추이 및 전망



주: 매년 9월 기준 회원 수. 자료: 에스24, 하나금융투자

동아출판

안정적인 실적 시현이 가능한 출판사업

초등 국정교과서 출판 과목 수 감소로 최근 3개년 실적 역성장

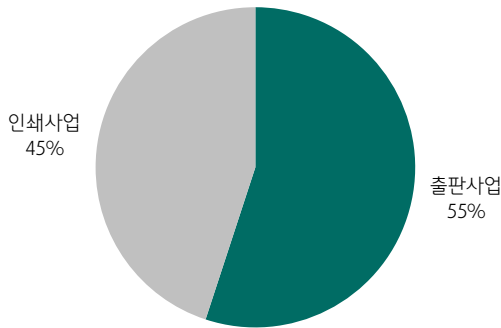
동아출판은 교육 출판 및 고급인쇄물 제작 전문기업으로 교과서/참고서 출판사업과 정기/비정기 간행물 인쇄사업을 영위하고 있다. 2017년 매출액 1,232억원 기준 출판사업 55%, 인쇄사업 43% 이다. ‘동아전과’와 ‘백점맞는 시리즈’ 등을 필두로 초등 참고서 시장에서 선전하고 있으며, 스테디셀러인 ‘하이탑’ 등으로 중고등 참고서 시장을 공략 중이다.

초등 검인정 교과서 시장점유율 확대 및 지속적으로 중/고등 참고서 신간 발간 할 것

동아출판은 학령 인구 수가 감소하는 시장 상황 속 배정된 초등 국정교과서 출판 과목 수의 감소로 최근 3년간 실적이 역성장하였다. 특히, 2016년에는 사업구조 개선을 위해 비용을 집행하며 영업이익이 크게 감소하였다.(15년 90억원→16년 10억원) 그러나 이는 일회성 이벤트로 2017년 영업이익은 78억으로 회복되었다. 동아출판은 초등교육 검인정 교과서의 시장점유율을 확대하고 중/고등 참고서 시장에서 지속적으로 신간을 발간하며 안정적인 실적 시현을 이룰 전망이다. 동아출판의 2018년 실적은 매출액 1,248억원과 영업이익 83억원, 2019년 실적은 매출액 1,286억원과 영업이익 86억원으로 추정하며 그룹 사 내 캐시카우 역할을 할 것으로 기대한다.

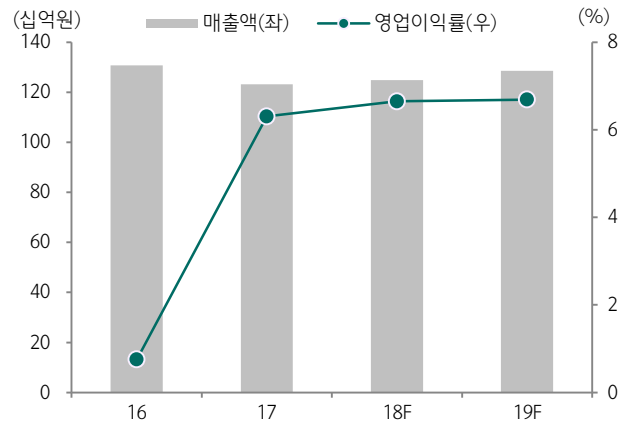
향후 80억원대 안정적인 영업이익 시현으로 캐시카우 사업 역할 할 것

그림 12. 동아출판 사업부별 매출비중



주: 2017년 기준. 자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

그림 13. 동아출판 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

한세에스24홀딩스 실적전망

2019년 실적 매출액 2조 7,638억원, 영업이익 1,120억원 전망

2019년 한세에스24홀딩스 매출액 9%, 영업이익 112% 증가 추정

하나금융투자는 2019년 한세에스24홀딩스의 실적을 매출액 2조 7,638억원(+8.7%, YoY), 영업이익 1,120억원(+77.3%, YoY)으로 추정한다. 실적 성장은 한세실업의 실적 턴어라운드와 한세드림의 지속적인 성장에 기인한다.

한세실업은 2분기 기점으로 실적 대폭 개선. 3, 4분기 역시 실적 개선 지속될 것

한세실업은 2016년, 2017년 바이어들을 통한 수주 감소와 연결 대상인 한세엠케이의 실적 부진으로 실적 부진을 면하지 못하였다. 그러나 2018년 2분기를 기점으로 실적이 대폭 개선되었고 3,4분기 역시 실적 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 그 근거는

한세드림은 신규 브랜드 확장 및 중국 모이몰른 사업 확대로 실적 확대 전망

① 본업 성장 회복 추세 : 경기 회복, 재고 감소로 인해 주요 바이어인 미국 바이어들을 통한 수주 증가가 바닥을 찍고 점차 증가할 것으로 예상되며 환율 상승으로 인한 원화 매출 증가도 예상된다.

② 원가 개선 요인 다양하게 나타날 전망 : 주요 원재료인 면화 가격이 지난 5월 고점 이후 약 20% 하락하여 안정세에 접어들었고 공장 자동화, 수직계열화 등을 통해 제조 원가 개선이 가능할 것으로 판단된다.

③ 3분기 실적 서프라이즈 예상 : 3분기 영업이익은 전년 동기 대비 비슷한 수준인 약 300억원 초중반대를 기록할 전망이다. 원가개선, 환율 효과 등이 두루 반영되어 2018년 1분기의 어닝 쇼크를 충분히 극복할 것으로 예상된다.

한세드림은 국내 시장에서 신규 브랜드 확장을 통한 성장동력 확보 및 중국 시장 모이몰른 실적 확대/컬리수의 재도약으로 2019년 한 단계 더 점프 업 된 성과를 기대 해 볼만하다. 에스24는 비용절감 및 수익성 좋은 오프라인 중고서적 사업의 확대로 이익 턴어라운드 기대되며, 동아출판은 연 80억원대의 영업이익을 달성하며 캐시카우 역할을 할 전망이다.

표 4. 한세에스24홀딩스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	17	18F	19F
매출액	587.0	562.8	680.6	632.0	581.5	584.1	704.0	672.0	2,462.3	2,541.5	2,763.8
YoY	9.0%	16.5%	16.5%	-0.4%	-0.9%	3.8%	3.4%	6.3%	9.9%	3.2%	8.7%
QoQ	-7.4%	-4.1%	20.9%	-7.1%	-8.0%	0.4%	20.5%	-4.5%			
한세실업	386.5	401.0	496.8	427.0	364.1	393.0	515.7	450.7	1,711.3	1,723.6	1,858.0
에스24	125.4	96.2	121.7	113.5	136.6	120.2	119.0	117.6	456.8	493.3	530.3
동아출판	35.4	25.4	22.2	40.1	35.1	21.9	22.5	45.3	123.2	124.8	128.6
한세드림	35.1	37.2	36.8	45.2	42.1	42.0	43.3	50.8	154.4	178.1	223.9
에프알제이	7.6	8.9	5.9	10.4	7.2	8.2	6.5	10.6	32.7	32.5	33.8
연결조정	-3.0	-5.9	-2.9	-4.3	-3.6	-1.2	-3.0	-3.0	(16.1)	(11.8)	(10.5)
영업이익	14.8	15.1	34.7	13.8	-3.1	7.6	33.0	25.6	78.4	63.2	112.0
YoY	-35.0%	-14.4%	32.1%	-28.8%	적전	-49.6%	-5.1%	86.0%	-8.9%	-19.5%	77.3%
QoQ	-23.5%	2.3%	129.5%	-60.4%	적전	흑전	331.8%	-22.3%			
OPM	2.5%	2.7%	5.1%	2.2%	-0.5%	1.3%	4.7%	3.8%	3.2%	2.5%	4.1%
당기순이익	20.8	4.9	21.6	13.0	1.5	-11.3	23.6	15.1	60.4	28.8	75.5
YoY	23.0%	-54.9%	-7.3%	흑전	-92.9%	적전	9.2%	15.4%	43.4%	-52.3%	162.1%
QoQ	흑전	-76.3%	336.3%	-39.5%	-88.6%	적전	흑전	-36.1%			
지배지분순이익	11.2	1.1	8.9	10.5	5.5	-5.7	13.7	6.1	31.7	19.6	36.8
YoY	72.9%	-71.4%	18.8%	흑전	-50.8%	적전	54.1%	-42.4%	104.2%	-38.2%	87.8%
QoQ	흑전	-90.1%	702.0%	18.5%	-47.9%	적전	흑전	-55.7%			
NPM	1.9%	0.2%	1.3%	1.7%	0.9%	-1.0%	1.9%	0.9%	1.3%	0.8%	1.3%

주: 한세실업과 에스24는 종속기업 포함 실적. 자료: 한세에스24홀딩스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,240.0	2,462.3	2,541.5	2,763.8	3,021.9
매출원가	1,714.1	1,807.9	1,882.6	2,035.1	2,221.9
매출총이익	525.9	654.4	658.9	728.7	800.0
판매비	439.8	575.9	595.8	616.8	659.3
영업이익	86.1	78.4	63.2	112.0	140.7
금융손익	(2.1)	(9.5)	(12.3)	(12.3)	(12.3)
중속/판계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(20.8)	19.1	(14.2)	0.0	0.0
세전이익	63.1	88.0	36.7	99.7	128.4
법인세	21.0	27.6	7.9	24.1	31.1
계속사업이익	42.1	60.4	28.8	75.5	97.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	42.1	60.4	28.8	75.5	97.3
비배주주지분 손이익	26.6	28.7	9.2	38.7	49.9
지배주주순이익	15.5	31.7	19.6	36.8	47.4
지배주주지분포괄이익	14.3	35.1	15.2	39.8	51.2
NOPAT	57.4	53.8	49.6	84.9	106.6
EBITDA	123.7	121.9	99.7	142.6	166.4
성장성(%)					
매출액증가율	7.4	9.9	3.2	8.7	9.3
NOPAT증가율	(53.2)	(6.3)	(7.8)	71.2	25.6
EBITDA증가율	(37.3)	(1.5)	(18.2)	43.0	16.7
영업이익증가율	(47.1)	(8.9)	(19.4)	77.2	25.6
(지배주주)순이익증가율	(70.7)	104.5	(38.2)	87.8	28.8
EPS증가율	(70.7)	104.1	(38.1)	87.8	28.8
수익성(%)					
매출총이익률	23.5	26.6	25.9	26.4	26.5
EBITDA이익률	5.5	5.0	3.9	5.2	5.5
영업이익률	3.8	3.2	2.5	4.1	4.7
계속사업이익률	1.9	2.5	1.1	2.7	3.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	388	792	490	920	1,185
BPS	6,633	7,276	7,549	8,253	9,222
CFPS	3,540	3,927	2,013	3,417	3,981
EBITDAPS	3,093	3,048	2,491	3,565	4,159
SPS	56,000	61,557	63,539	69,096	75,546
DPS	160	220	220	220	220
주가지표(배)					
PER	26.8	13.6	19.3	10.3	8.0
PBR	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0
PCFR	2.9	2.7	4.7	2.8	2.4
EV/EBITDA	9.6	8.7	9.8	6.7	5.6
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	5.9	11.5	6.7	11.9	13.8
ROA	1.0	1.8	1.2	2.1	2.6
ROIC	7.7	6.2	5.9	10.2	12.7
부채비율	156.0	141.5	137.0	130.5	121.0
순부채비율	53.1	31.4	26.2	17.7	8.7
이자보상배율(배)	7.8	4.5	3.9	7.1	9.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	989.6	1,072.8	1,098.1	1,204.8	1,320.7
금융자산	335.5	418.1	422.6	471.1	519.5
현금성자산	237.8	80.3	74.0	92.0	105.0
매출채권 등	278.0	274.5	283.3	308.1	336.8
재고자산	343.0	333.2	343.9	374.0	408.9
기타유동자산	33.1	47.0	48.3	51.6	55.5
비유동자산	751.0	620.8	587.6	565.9	550.7
투자자산	203.8	99.6	102.9	111.8	122.3
금융자산	203.8	99.6	102.9	111.8	122.3
유형자산	308.5	288.0	262.4	240.8	222.5
무형자산	140.9	142.9	132.0	123.0	115.6
기타비유동자산	97.8	90.3	90.3	90.3	90.3
자산총계	1,740.6	1,693.6	1,685.6	1,770.7	1,871.4
유동부채	850.3	819.5	799.3	821.8	837.2
금융부채	554.7	528.9	499.9	497.6	484.2
매입채무 등	199.4	184.1	190.0	206.6	225.9
기타유동부채	96.2	106.5	109.4	117.6	127.1
비유동부채	210.3	173.0	175.0	180.7	187.4
금융부채	142.1	109.4	109.4	109.4	109.4
기타비유동부채	68.2	63.6	65.6	71.3	78.0
부채총계	1,060.6	992.4	974.3	1,002.6	1,024.6
지배주주지분	264.9	285.3	296.2	324.4	363.2
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	56.9	53.8	53.8	53.8	53.8
자본조정	(48.1)	(53.4)	(53.4)	(53.4)	(53.4)
기타포괄이익누계액	(0.7)	1.4	1.4	1.4	1.4
이익잉여금	236.9	263.5	274.5	302.6	341.4
비지배주주지분	415.1	415.9	415.1	443.7	483.5
자본총계	680.0	701.2	711.3	768.1	846.7
순금융부채	361.3	220.1	186.7	135.9	74.1
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	84.3	95.8	55.5	78.5	90.9
당기순이익	42.1	60.4	28.8	75.5	97.3
조정	60.4	60.3	36.6	30.7	25.7
감가상각비	37.6	43.5	36.5	30.6	25.7
외환거래손익	11.8	(2.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.0	19.5	0.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(18.2)	(24.9)	(9.9)	(27.7)	(32.1)
투자활동 현금흐름	(67.2)	(185.5)	(24.2)	(49.6)	(55.9)
투자자산감소(증가)	70.7	104.1	(13.3)	(19.1)	(20.5)
유형자산감소(증가)	(53.3)	(34.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(84.6)	(255.5)	(10.9)	(30.5)	(35.4)
재무활동 현금흐름	56.9	(62.4)	(37.6)	(10.9)	(22.0)
금융부채증가(감소)	117.7	(58.5)	(29.0)	(2.3)	(13.4)
자본증가(감소)	(7.7)	(3.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(41.5)	15.6	0.1	(0.0)	0.0
배당지급	(11.6)	(16.5)	(8.7)	(8.6)	(8.6)
현금의 증감	77.0	(157.4)	(6.3)	18.0	12.9
Unlevered CFO	141.6	157.1	80.5	136.7	159.2
Free Cash Flow	29.8	60.9	55.5	78.5	90.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한세에스24홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.9.4	BUY	15,300		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기, 김두현, 오진원)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 2018년 9월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기, 김두현, 오진원)는 2018년 9월 4일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.