

# 한세실업

# BUY(유지)

105630 기업분석 | 의류

목표주가(유지)	22,000원	현재주가(12/17)	17,350원	Up/Downside	+26.8%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 12. 18

## 탐방노트: 내년 상반기 기대감 UP

### Comment

**내년 상반기 OEM 실적 회복 기대감에 자신감 UP:** 4Q18에도 OEM 실적 회복에 따른 이익 레버리지 효과가 예상보다 크지 않을 수 있다는 우려가 있긴 하지만 여전히 전방 수요가 회복되고 있고, 경쟁벤더들간의 구조조정으로 내년 실적에 대한 기대감을 유지하는 바이다. 내년 OEM 매출 성장 목표치 6%~6%가 실현 가능한가에 대해 아직은 의심의 눈초리가 큰 듯 하지만, 내년 상반기 수주성 과에 대해서 지난 2년과 비교할 때 어느 때보다 동사의 자신감이 올라와 있는 것으로 비춰진다. 수주단가가 높은 우분류의 생산 비중이 20% 이하로 하락했었는데 최근 우분 생산 공장 2개를 인수하면서 우분류의 CAPA 확보 의지를 보이고 있고, 우분류의 수주 증가는 기존 바이어과 신규 바이어 사이에서 보여지는 공통적 수주 특징일 것이라 판단된다.

**수주 트렌드 변화에 대응하기 위한 노력 지속 중:** 일본이나 유럽계 바이어 비중이 현재 7~8%에서 내년 10%까지 증가할 것으로 전망한다. 또한 미·중 무역분쟁을 의식하는 일부 바이어들이 중국향 수주 물량 축소에 관심이 높아 제한적으로는 한국 OEM기업들에게 호재라고 판단한다. 평균 리드타임 10주로 최대 5~6주까지도 리드타임이 짧아지는 추세에 생산 효율을 높이기 위한 생산라인 변경을 시도하고 있으며, 자동화 공정 적용을 통해 소규모 오더 물량에 대해서도 능동적으로 대응할 수 있도록 노력 중이다. 유럽향 수출에 대해 관세혜택을 받는 미안마로의 CAPA 투자가 본격화될 것으로 예상되어 관심이 필요하다.

### Action

**최근 주가 하락을 매수 기회로 활용할 것을 추천:** 단기 실적에 대한 기대감이 소폭 낮춰지면서 주가도 조정을 받았으나 내년 상반기 OEM 실적 개선에 대한 동사의 의지가 매우 강하고, 전방수요도 현재까지 회복세를 띠고 있어 다시 Trading buy가 가능한 구간이라고 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	14,350/29,350원												
매출액	1,548	1,711	1,728	1,802	1,889	KOSDAQ /KOSPI	666/2,069pt												
(증가율)	-2.4	10.6	1.0	4.3	4.9	시가총액	6,940억원												
영업이익	82	57	40	67	74	60일-평균거래량	207,552												
(증가율)	-42.7	-30.7	-29.2	67.9	10.1	외국인지분율	8.1%												
지배주주순이익	47	43	34	54	59	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p												
EPS	1,174	1,081	862	1,361	1,487	주요주주	한세에스24홀딩스 외 13 인 56.5%												
PER (H/L)	57.1/17.3	28.2/20.3	20.1	12.7	11.7														
PBR (H/L)	6.0/1.8	2.6/1.8	1.4	1.3	1.2	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-3.9</td> <td>-16.2</td> <td>-39.5</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-3.9</td> <td>-6.1</td> <td>-27.9</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-3.9	-16.2	-39.5	상대기준	-3.9	-6.1	-27.9
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-3.9	-16.2	-39.5																
상대기준	-3.9	-6.1	-27.9																
EV/EBITDA (H/L)	30.4/12.1	16.9/13.3	11.5	7.7	6.2														
영업이익률	5.3	3.3	2.3	3.7	3.9														
ROE	10.7	9.3	7.1	10.7	10.9														

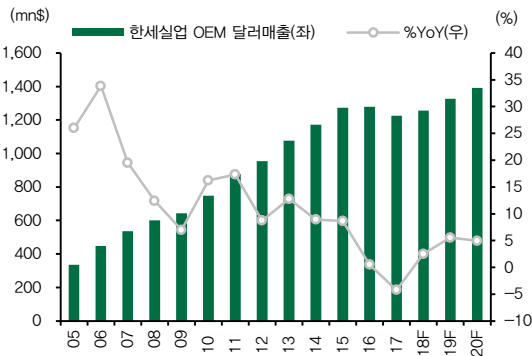
도표 1. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	16	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	<b>364</b>	<b>393</b>	<b>515</b>	<b>455</b>	<b>386</b>	<b>416</b>	<b>531</b>	<b>469</b>	<b>1,548</b>	<b>1,711</b>	<b>1,728</b>	<b>1,802</b>
%YoY	-5.8	-2.0	3.8	6.6	5.9	5.7	3.1	3.0	-2.4	10.6	1.0	4.3
OEM	289	315	445	346	307	335	460	357	1,446	1,382	1,394	1,458
%YoY	-5.8	-2.8	3.5	7.4	6.3	6.2	3.4	3.3	-8.9	-4.4	0.9	4.6
한세엠케이	76	78	71	110	79	81	71	112	102	329	334	343
%YoY	-5.7	1.6	5.5	4.2	4.5	4.1	1.1	2.0	-	-	1.4	2.9
매출원가	293	299	405	351	297	315	415	355	1,247	1,321	1,348	1,382
% of sales	80.6	76.0	78.5	77.1	77.0	75.8	78.0	75.8	86.3	77.2	78.0	76.7
<b>매출총이익</b>	<b>71</b>	<b>94</b>	<b>111</b>	<b>104</b>	<b>89</b>	<b>101</b>	<b>117</b>	<b>114</b>	<b>300</b>	<b>390</b>	<b>380</b>	<b>420</b>
% of sales	24.5	29.9	24.9	22.9	28.9	30.1	25.4	24.2	20.8	28.2	27.3	28.8
판관비	85	83	81	92	86	87	80	100	219	334	340	353
%YoY	3.5	4.9	1.6	-1.9	1.6	5.1	-1.1	8.5	0.3	52.5	1.9	3.7
% of sales	23.3	21.1	15.0	20.1	22.3	21.0	15.0	21.2	15.1	24.1	24.4	24.2
<b>영업이익</b>	<b>-14</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>13</b>	<b>37</b>	<b>14</b>	<b>82</b>	<b>57</b>	<b>40</b>	<b>67</b>
%YoY	NA	-13.7	-13.9	184.2	NA	18.2	23.3	11.0	-42.7	-30.7	-29.2	67.9
% of sales	-3.8	2.9	5.9	2.8	0.7	3.2	7.0	3.0	5.3	3.3	2.3	3.7
OEM	-12.5	7.6	30.7	8.7	0.3	10.1	36.8	9.6	76.7	47.0	34.4	56.8
%YoY	NA	-8.3	-13.9	185.3	NA	33.0	20.2	10.1	-46.1	-38.8	-26.8	65.1
% of sales	-3.4	1.9	5.9	1.9	0.1	2.4	6.9	2.0	5.0	2.7	2.0	3.2
한세엠케이	-1.5	3.7	-0.5	3.9	2.4	3.2	0.4	4.4	4.9	9.5	5.6	10.4
%YoY	NA	-23.0	NA	181.7	NA	-12.1	NA	13.0	-11.0	96.2	-41.2	85.0
% of sales	-2.0	4.7	-0.7	3.6	3.0	4.0	0.5	3.9	4.8	2.9	1.7	3.0

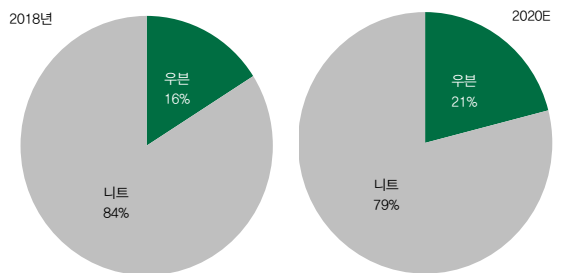
자료: DB금융투자

도표 2. OEM 연간 매출 성장률 추이



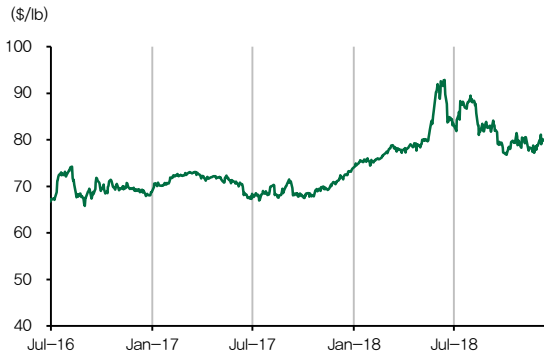
자료: 한세실업, DB금융투자

도표 3. 단가가 높은 우분류 생산 비중 다시 증가 예상



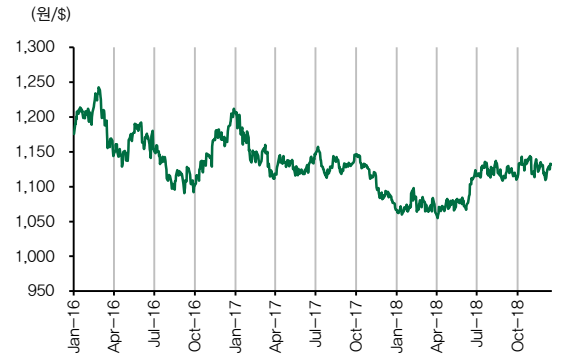
자료: 한세실업, DB금융투자

도표 4. 면화가격 안정세



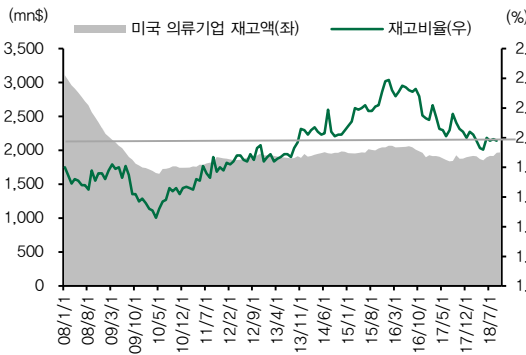
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 5. 원/달러 평균 환율 1,120원대 유지



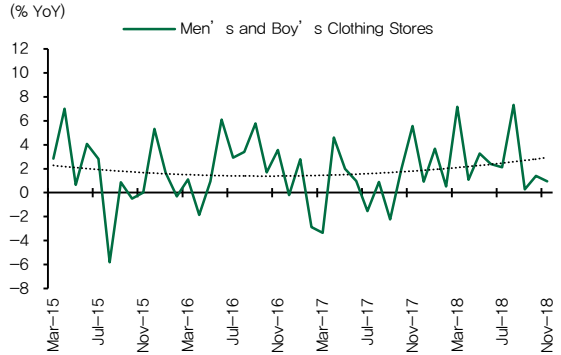
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 6. 미국 의류기업 재고비율 하락 추세



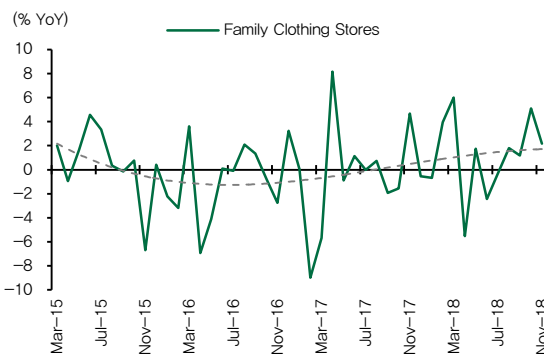
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 7. 미국 남성 및 남아 패션매장 POS 매출 회복세



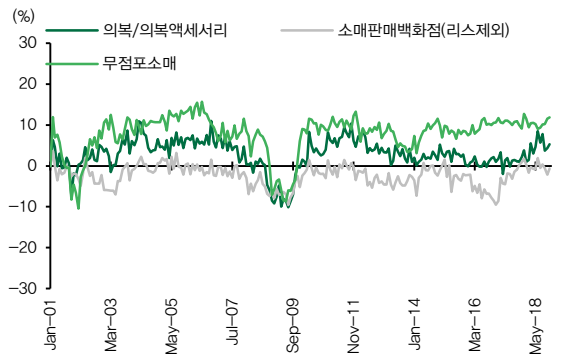
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 8. 미국 패밀리웨어 매장 POS 매출 회복세



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 9. 미국 의복/액세서리 판매 호조



자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	757	818	909	1,090	1,217
현금및현금성자산	193	63	160	275	363
매출채권및기타채권	203	190	189	207	214
재고자산	258	241	217	246	256
비유동자산	514	378	368	358	354
유형자산	189	173	167	159	158
무형자산	73	71	68	65	63
투자자산	188	74	74	74	74
자산총계	1,271	1,196	1,278	1,448	1,571
유동부채	568	495	556	679	759
매입채무및기타채무	102	90	126	201	281
단기차입금및단기차	413	357	382	430	430
유동성장기부채	14	14	14	14	14
비유동부채	139	127	129	137	137
사채및투자차입금	98	90	92	100	100
부채총계	707	622	685	816	896
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	45	46	46	46	46
이익잉여금	396	428	445	480	519
비지배주주지분	113	98	100	104	108
자본총계	564	574	593	631	675

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,548	1,711	1,728	1,802	1,889
매출원가	1,247	1,321	1,348	1,382	1,445
매출총이익	300	390	380	420	444
판매비	219	334	340	353	370
영업이익	82	57	40	67	74
EBITDA	98	81	70	95	102
영업외손익	-18	15	9	10	10
금융손익	2	-5	1	-2	-2
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-20	20	8	12	12
세전이익	63	72	49	77	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	46	37	58	63
지배주주지분순이익	47	43	34	54	59
비지배주주지분순이익	-1	3	2	4	4
총포괄이익	45	48	37	58	63
증감률(%YoY)					
매출액	-2.4	10.6	1.0	4.3	4.9
영업이익	-42.7	-30.7	-29.2	67.9	10.1
EPS	-54.6	-7.9	-20.2	57.9	9.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	57	72	123	112	151
당기순이익	46	46	37	58	63
현금유출이없는비용및수익	59	62	41	50	51
유형및무형자산상각비	16	25	30	28	28
영업관련자산부채변동	-16	-8	57	23	58
매출채권및기타채권의감소	-17	4	1	-18	-7
재고자산의감소	12	9	24	-28	-10
매입채무및기타채무의증가	-19	-7	36	75	80
투자활동현금흐름	-50	-129	-23	-22	-29
CAPEX	-43	-25	-20	-17	-24
투자자산의순증	76	114	0	0	0
재무활동현금흐름	42	-67	-3	25	-33
사채및차입금의 증가	101	-64	27	56	0
자본금및자본잉여금의증가	-2	1	0	0	0
배당금지급	-10	-15	-18	-18	-20
기타현금흐름	3	-5	0	0	0
현금의증가	52	-130	97	115	88
기초현금	141	193	63	160	275
기말현금	193	63	160	275	363

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	1,174	1,081	862	1,361	1,487
BPS	11,254	11,892	12,313	13,184	14,180
DPS	330	450	450	500	500
Multiple(배)					
P/E	21.9	24.9	20.1	12.7	11.7
P/B	2.3	2.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.1	15.6	11.5	7.7	6.2
수익성(%)					
영업이익률	5.3	3.3	2.3	3.7	3.9
EBITDA마진	6.3	4.8	4.0	5.3	5.4
순이익률	3.0	2.7	2.1	3.2	3.4
ROE	10.7	9.3	7.1	10.7	10.9
ROA	4.1	3.7	3.0	4.3	4.2
ROIC	11.7	5.8	5.2	9.6	11.6
안정성및기타					
부채비율(%)	125.5	108.5	115.6	129.4	132.8
이자보상배율(배)	12.4	4.6	3.4	5.2	5.4
배당성향(배)	28.4	38.3	48.0	33.8	30.9

자료: 한세실업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한세실업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/14	Hold	25,000	-6.7	7.6	18/08/16	Buy	22,000	-	-
17/01/09	Hold	27,000	-7.3	4.1					
17/04/21	Buy	33,000	-18.5	-17.1					
17/05/16	Buy	31,000	-16.6	-6.6					
17/11/15	Buy	33,000	-24.8	-10.3					
18/05/16	Hold	23,000	-29.6	-22.4					
18/07/12	Buy	19,000	-13.8	-7.4					

주: \*표는 담당자 변경