

한세실업 (105630)

4QRe: 회복 진행 중

4분기 OP 컨센서스 부합, 일회성손실로 순이익 적자전환

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,400억원(YoY +3.0%), 112억원(YoY +152.2%)으로 컨센서스(OP 106억원)에 부합했다(당사추정치 90억원). 순이익은 적자전환했다(-56억원). 2016년 인수한 한세엠케이(당시 엠케이트렌드)의 영업권상각(약 432억원)이 일시 반영되었기 때문이다. 1)OEM부문 매출과 영업이익은 각각 3,410억원(YoY +6%), 91억원(YoY +144.1%)을 기록했다. 달러 매출은 전년동기 대비 3% 증가했으며 원화 약세 추세(원/달러 환율 YoY +2.1%)와 원면 가격 안정화(QoQ -5.3%)가 원화 매출 증가에 긍정적이었다. OEM부문 영업이익률은 전년동기 대비 1.5%p 개선된 2.7%다. 2)한세엠케이는 부진했던 국내 영업환경 및 재고 할인판매에 기인한 원가율 상승으로 매출 990억원(YoY -6%), 영업이익 21억원(+14억원)을 기록했다.

실적 회복 방향성 확인

2019년 상반기 한세실업 달러 기준 6.1% 오더 증가를 예상한다. 1Q18 기저와 전방 업황 턴어라운드 기조에 기반한 완만한 실적개선세이다. 2019년 춘절 연휴가 2월에 포함되며 특수를 대비한 18.12~19.1월 오더 추세 또한 긍정적이다. 자회사 이익개선 추이도 고무적이다. 원단 공급 수직계열화를 위한 칼라엔터치와 C&T VINA의 이익 수준이 BEP 수준에 도달, 2019년부터 본격적인 이익기여가 가능할 것으로 예상된다.

적정주가 2.5만원으로 상향 조정, 투자의견 Neutral 유지

실적 회복 방향성을 확인 가능한 실적이었지만 단기 추가급등으로 밸류에이션 부담이 상존한다. OEM/ODM 업종 평균 밸류에이션 상승을 고려해 적정주가를 2.5만원으로 상향 조정. 투자의견 Neutral을 유지한다(12MF Target PER 15→18배 조정). 1H18 기저와 전방 업황 회복에 따른 추세적 실적개선 방향성은 인지하나 현 밸류에이션 수준(18배)은 다소 부담스럽다. Target PER은 대만업체 평균(22배) 대비 20% 할인했다. 1)영업이익률과 ROE의 차이에 근거한다. 대만업체는 내부 수직계열화를 선행적으로 진행, 높은 한 자리 대 영업이익률과 20% 수준 ROE를 유지 중이다. 2)배당성향 차이 또한 크다(대만업체 평균 20% 이상). 주가조정 시 매수를 권고한다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 25,000원(상향) | CP(2월14일): 23,900원

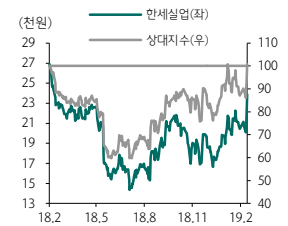
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,225.85
52주 최고/최저(원)	23,900/14,350
시가총액(십억원)	956.0
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	211.2
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1
18년 배당금(예상, 원)	450
18년 배당수익률(예상, %)	2.27
외국인지분율(%)	8.05
주요주주 지분율(%)	
한세예스24홀딩스 외 13인	56.54
국민연금	10.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	17.7 35.8 4.8
상대	9.2 37.8 14.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,725.4	1,853.6
영업이익(십억원)	38.8	73.1
순이익(십억원)	22.0	56.7
EPS(원)	488	1,347
BPS(원)	12,206	13,139

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	1,547.7	1,711.3	1,712.6	1,843.7	1,943.5
영업이익	십억원	81.6	56.5	38.6	74.3	95.9
세전이익	십억원	63.2	71.9	(0.0)	84.3	107.0
순이익	십억원	46.9	43.3	(0.0)	52.6	67.2
EPS	원	1,174	1,081	(0)	1,315	1,680
증감률	%	(54.6)	(7.9)	(100.0)	N/A	27.8
PER	배	21.85	24.92	N/A	18.17	14.23
PBR	배	2.23	2.19	1.67	1.87	1.71
EV/EBITDA	배	14.15	15.63	17.15	12.65	10.08
ROE	%	10.72	9.34	(0.00)	11.06	12.98
BPS	원	11,499	12,333	11,891	12,764	14,000
DPS	원	330	450	450	450	450



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

대만 동종업체 대비 밸류에이션 할인 근거

글로벌 OEM/ODM 업종
 평균 밸류에이션 상승을 고려해
 12MF Target PER
 기존 15배에서 18배로 상향 조정

12MF Target PER을 기존 15배에서 18배로 상향 조정한다. 해외 동종업체 평균(22배) 대비 20% 할인했다. 첫째, 영업이익률과 ROE 차이에 근거한다. 대만 경쟁업체는 내부 수직 계열화를 선행적으로 진행해 높은 한 자리 대 영업이익률과 약 20%의 ROE를 유지 중이다 (<표 1> 참고). 2)배당성향 또한 국내업체 대비 월등히 높다(대만업체 평균 20% 이상). 향후 한세실업 오더 증가에 기반한 가파른 OEM부문 이익률개선과 연결자회사 한세엠케이의 뚜렷한 실적개선세를 확인 시 실적추정치 상향 조정에 따른 목표주가 상향이 가능할 것이다.

그림 1. 미국 의류 소매 업황 Re-stocking 방향성 강화



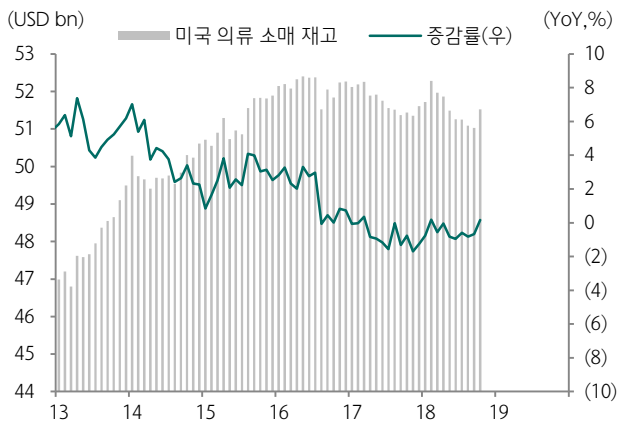
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 2. 미국 의류 소매 업황과 소비 심리



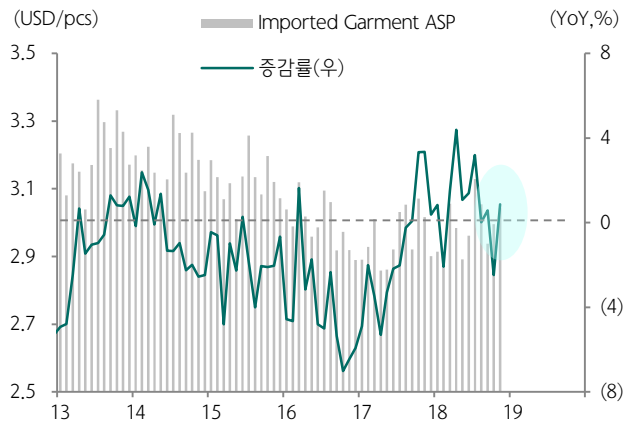
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 3. 미국 의류 소매 재고 및 증감률



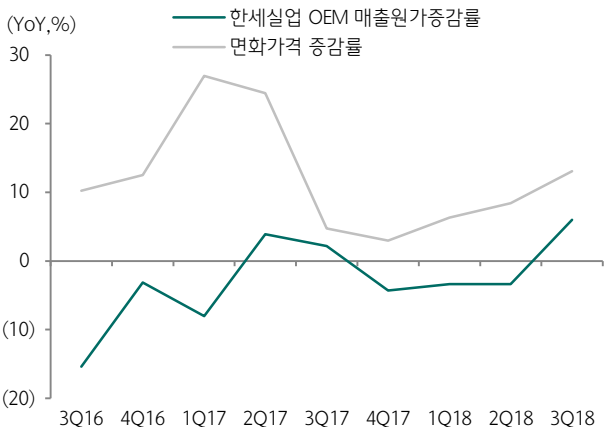
자료: 한세실업, U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 4. 미국 수입 의류 ASP 추이



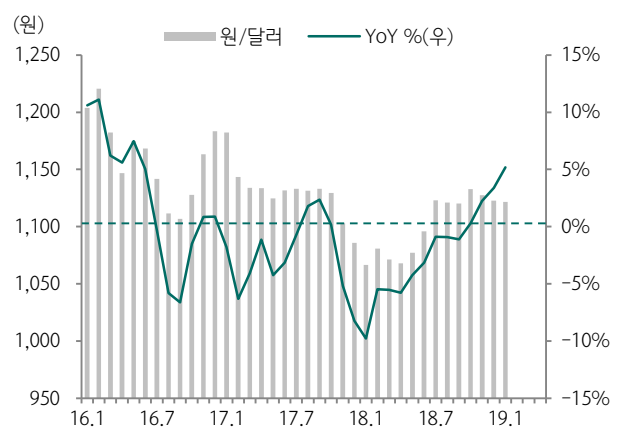
자료: OTEXA, 하나금융투자

그림 5. 한세실업 OEM 매출원가와 면화가격 변동 추이



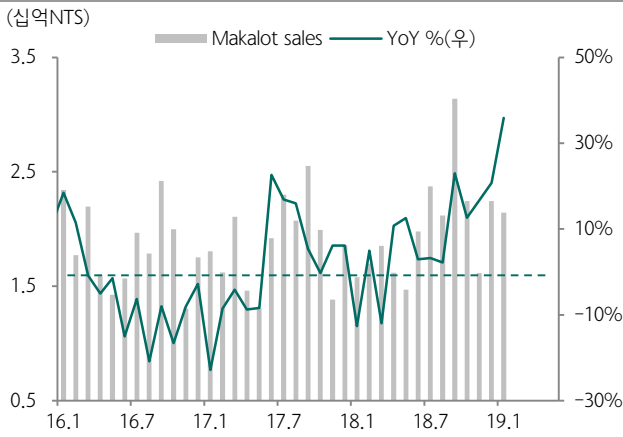
자료: 한세실업, Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 원/달러 환율



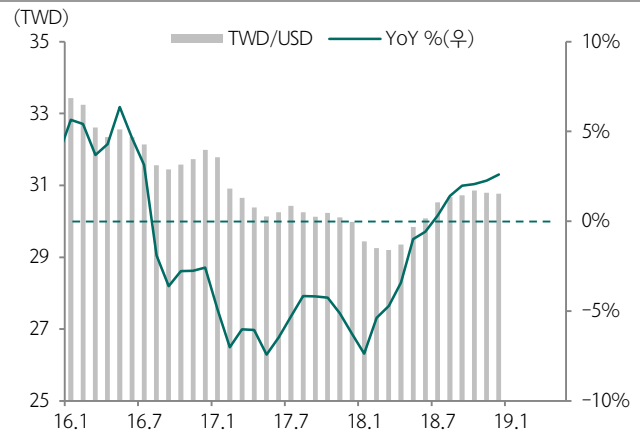
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. Makalot 월별 실적 추이



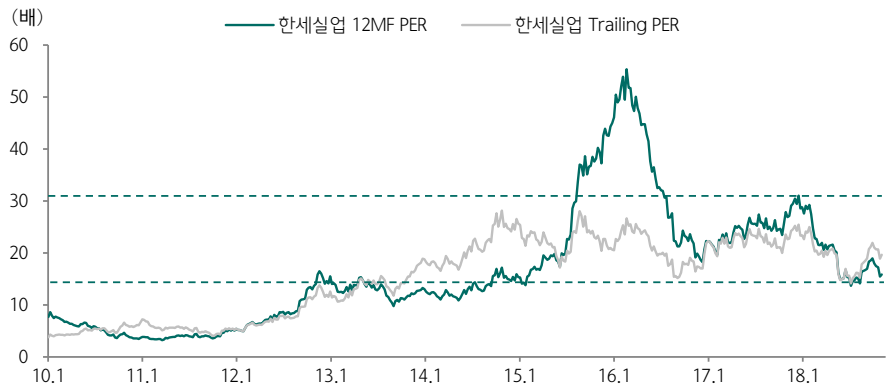
자료: Makalot, 하나금융투자

그림 8. 대만달러/달러 환율



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 한세실업 밸류에이션 추이



주: 2018년 4분기 일회성손실(432억원)을 반영하지 않은 그래프

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 1. 글로벌 OEM 업체 밸류에이션 테이블

(주가 기준일자: 2019/2/14, 단위: 배, %)

	영원무역	한세실업	Makalot	Eclat	Shenzhou Int.	
Ticker	111770 KS	105630 KS	1477 TT	1476 TT	2313 HK	
국가	한국	한국	대만	대만	중국	
주가(USD)	33.0	21.2	6.4	11.2	12.4	
시가총액(백만USD)	1,462	847	1,334	3,068	18,610	
P/E	18	11.2	N/A	27.2	21.4	26.8
	19F	10.4	16.3	22.2	18.9	22.5
	20F	10.0	14.0	19.4	17.0	18.9
P/S	18	0.8	0.5	1.7	3.4	6.0
	19F	0.7	0.5	1.5	3.0	5.2
	20F	0.7	0.5	1.4	2.8	4.4
P/B	18	1.2	1.9	4.8	5.6	5.5
	19F	1.1	1.7	4.6	5.1	4.8
	20F	1.0	1.6	4.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	18	6.8	17.8	17.1	15.3	20.2
	19F	6.4	11.4	13.9	13.4	17.3
	20F	5.9	9.9	12.6	12.1	14.7
영업이익률	18	9.9	2.2	8.2	19.4	24.3
	19F	10.0	4.0	9.0	19.8	25.0
	20F	10.0	4.3	9.5	20.3	25.3
순이익률	18	6.9	N/A	6.3	15.9	22.4
	19F	7.2	2.9	6.9	15.9	23.1
	20F	7.2	3.2	7.2	16.3	23.7
ROE	18	10.8	3.8	17.7	27.6	22.3
	19F	10.7	11.0	20.8	28.1	23.8
	20F	10.1	11.9	22.4	28.9	24.5

주: 블룸버그 컨센 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
원/달러(평균)	1,160	1,130	1,101	1,130	1,100
YoY %	2.6%	-2.6%	-2.6%	2.6%	-2.7%

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 3. 한세실업 4분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	4Q17	4Q18P	YoY (%,%p)	컨센서스 피리올(%)	하나금투 예상치 피리올(%)
매출	427	440	3.0	450 (2.1)	449 (1.9)
본사	322	341	6.0		
엠케이트렌드	105	99	(6.0)		
영업이익	4	11	152.2	11 5.7	9 29.9
본사	4	9	144.1		
엠케이트렌드	1	2	193.8		
세전이익	11	(4)	적전		
지배주주귀속순이익	4	(5)	적전	11 (141.0)	12 (137.2)
영업이익률(%)	1.0	2.5	1.5		
본사	1.2	2.7	1.5		
엠케이트렌드	0.7	2.2	1.5		
세전이익률(%)	2.5	(0.9)	(3.4)		
순이익률(%)	0.9	(1.0)	(1.9)		

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 4. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년합	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년F
매출	364	393	515	440	1,713	407	437	540	459	1,844
OEM	289	315	445	341	1,390	331	358	468	350	1,507
한세엠케이	76	78	71	99	323	76	80	72	109	337
영업이익	(14)	11	30	11	39	7	20	34	13	74
OEM	(12)	8	21	9	26	8	18	34	10	69
한세엠케이	(2)	4	(0)	2	3	(1)	3	0	3	5
세전이익	(10)	(12)	27	(4)	(0)	9	22	36	16	84
지배주주귀속순이익	(9)	(8)	22	(5)	(0)	5	12	21	15	53
영업이익률(%)	(3.8)	2.9	5.9	2.5	2.3	1.8	4.7	6.3	2.7	4.0
OEM	(4.1)	2.4	4.7	2.7	1.8	2.5	4.9	7.2	2.8	4.6
한세엠케이	(2.8)	4.7	(0.7)	2.2	1.0	(1.0)	3.5	0.3	2.6	1.5
세전이익률(%)	(2.8)	(3.1)	5.1	(0.9)	(0.0)	2.3	5.1	6.7	3.5	4.6
순이익률(%)	(2.5)	(2.0)	4.2	(1.0)	(0.0)	1.3	2.8	3.8	3.2	2.9

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 5. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출	1,548	1,711	1,713	1,844	1,943
OEM	1,446	1,382	1,390	1,507	1,604
한세엠케이	102	329	323	337	340
영업이익	82	57	39	74	96
OEM	77	50	35	69	91
한세엠케이	4	7	3	5	5
세전이익	63	72	(0)	84	107
지배주주귀속순이익	47	43	(0)	53	67
적정시가총액	704	649	(0)	927	1,183
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	17,605	16,219	(2)	23,164	29,586
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	18.0	18.0
EPS(원)	1,174	1,081	(0)	1,316	1,681
영업이익률(%)	5.3	3.3	2.3	4.0	4.9
OEM	5.4	3.6	2.5	4.6	5.6
한세엠케이	4.1	2.1	1.0	1.5	1.6
매출 (YoY,%)	(2.4)	10.6	0.1	7.7	5.4
OEM	(2.4)	(4.4)	0.5	8.4	6.4
한세엠케이	-	223.1	(1.8)	4.3	0.8
영업이익 (YoY,%)	(42.7)	(30.7)	(31.7)	92.3	29.1
OEM	(45.6)	(35.9)	(28.6)	95.4	30.8
한세엠케이	-	66.4	(53.7)	58.5	5.5
순이익 (YoY,%)	(54.6)	(7.9)	적전	흑전	27.7

자료: 한세실업, 하나금융투자

추정 재무제표

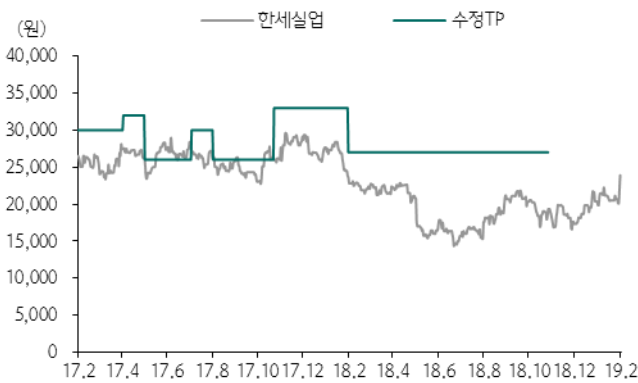
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	1,547.7	1,711.3	1,712.6	1,843.7	1,943.5
매출원가	1,247.2	1,321.0	1,348.0	1,426.4	1,501.8
매출총이익	300.5	390.3	364.6	417.3	441.7
판매비	218.9	333.8	326.0	343.0	345.8
영업이익	81.6	56.5	38.6	74.3	95.9
금융손익	1.6	(4.9)	(5.3)	(3.9)	(2.7)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(20.0)	20.3	(43.0)	13.9	13.8
세전이익	63.2	71.9	(0.0)	84.3	107.0
법인세	17.2	25.9	(0.8)	27.1	34.6
계속사업이익	46.0	46.1	0.8	57.2	72.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.0	46.1	(0.0)	57.2	72.4
비배주주지분 손익	(1.0)	2.8	(0.0)	4.6	5.3
지배주주순이익	46.9	43.3	(0.0)	52.6	67.2
지배주주지분포괄이익	46.2	45.3	(0.0)	54.0	68.3
NOPAT	59.4	36.2	(6,137.4)	50.4	64.9
EBITDA	98.1	81.4	58.8	93.7	114.5
성장성(%)					
매출액증가율	(2.4)	10.6	0.1	7.7	5.4
NOPAT증가율	(44.7)	(39.1)	적전	흑전	28.8
EBITDA증가율	(38.5)	(17.0)	(27.8)	59.4	22.2
영업이익증가율	(42.7)	(30.8)	(31.7)	92.5	29.1
(지배주주)순이익증가율	(54.6)	(7.7)	(100.0)	N/A	27.8
EPS증가율	(54.6)	(7.9)	(100.0)	N/A	27.8
수익성(%)					
매출총이익률	19.4	22.8	21.3	22.6	22.7
EBITDA이익률	6.3	4.8	3.4	5.1	5.9
영업이익률	5.3	3.3	2.3	4.0	4.9
계속사업이익률	3.0	2.7	0.0	3.1	3.7
투자지표					
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,174	1,081	(0)	1,315	1,680
BPS	11,499	12,333	11,891	12,764	14,000
CFPS	2,614	2,712	1,416	2,685	3,226
EBITDAPS	2,452	2,034	1,470	2,343	2,863
SPS	38,691	42,783	42,815	46,093	48,588
DPS	330	450	450	450	450
주가지표(배)					
PER	21.9	24.9	N/A	18.2	14.2
PBR	2.2	2.2	1.7	1.9	1.7
PCFR	9.8	9.9	14.0	8.9	7.4
EV/EBITDA	14.1	15.6	17.1	12.6	10.1
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	10.7	9.3	(0.0)	11.1	13.0
ROA	4.1	3.5	(0.0)	4.3	5.2
ROIC	11.3	5.7	(982.1)	7.8	9.5
부채비율	125.5	108.5	115.2	112.6	104.0
순부채비율	44.1	16.7	21.3	21.9	14.6
이자보상배율(배)	12.4	4.6	3.3	6.1	7.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
유동자산	757.0	818.4	850.9	917.4	977.1
금융자산	276.2	364.6	354.0	361.0	392.9
현금성자산	192.5	62.5	36.8	34.4	56.4
매출채권 등	202.7	189.6	208.5	239.8	251.8
재고자산	258.4	241.3	265.5	292.0	306.6
기타유동자산	19.7	22.9	22.9	24.6	25.8
비유동자산	513.7	377.7	342.0	341.8	340.3
투자자산	188.4	74.3	74.3	80.0	84.3
금융자산	188.4	74.3	74.3	80.0	84.3
유형자산	189.4	172.9	174.2	170.8	167.1
무형자산	73.2	70.9	33.9	31.4	29.2
기타비유동자산	62.7	59.6	59.6	59.6	59.7
자산총계	1,270.7	1,196.1	1,192.9	1,259.2	1,317.4
유동부채	568.2	495.4	496.4	511.9	509.6
금융부채	426.8	370.5	367.0	376.0	367.5
매입채무 등	102.4	90.3	94.8	99.6	104.6
기타유동부채	39.0	34.6	34.6	36.3	37.5
비유동부채	138.9	127.1	142.1	155.0	162.1
금융부채	98.0	89.8	104.8	114.8	119.8
기타비유동부채	40.9	37.3	37.3	40.2	42.3
부채총계	707.1	622.5	638.5	666.8	671.8
지배주주지분	450.2	475.7	458.0	492.9	542.3
자본잉여금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	45.2	46.3	46.3	46.3	46.3
자본조정	(10.0)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	(1.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
이익잉여금	396.5	427.8	410.2	445.1	494.5
비배주주지분	113.4	97.9	96.4	99.5	103.3
자본총계	563.6	573.6	554.4	592.4	645.6
순금융부채	248.6	95.8	117.9	129.9	94.5
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	56.9	71.8	15.7	26.4	71.6
당기순이익	46.0	46.1	(0.0)	57.2	72.4
조정	27.0	33.6	54.2	19.4	18.6
감가상각비	16.5	24.8	20.2	19.4	18.6
외환거래손익	11.9	(3.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.4)	11.8	34.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(16.1)	(7.9)	(38.5)	(50.2)	(19.4)
투자활동 현금흐름	(50.3)	(129.5)	(1.2)	(30.2)	(28.4)
투자자산감소(증가)	76.3	114.1	(1.6)	(7.2)	(5.9)
유형자산감소(증가)	(42.7)	(24.7)	(18.7)	(13.5)	(12.7)
기타	(83.9)	(218.9)	19.1	(9.5)	(9.8)
재무활동 현금흐름	42.1	(67.1)	(6.2)	1.3	(21.2)
금융부채증가(감소)	101.4	(64.5)	11.5	19.0	(3.5)
자본증가(감소)	(1.9)	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(47.4)	10.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	(10.0)	(14.6)	(17.7)	(17.7)	(17.7)
현금의 증감	51.8	(130.0)	(25.7)	(2.5)	22.1
Unlevered CFO	104.5	108.5	56.7	107.4	129.0
Free Cash Flow	13.8	46.4	(3.0)	12.9	58.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
19.2.15	Neutral	25,000		
18.11.20	Neutral	19,000	2.43%	-
18.11.11	담당자변경		-	-
18.2.14	BUY	27,000	-28.82%	-14.44%
17.11.6	BUY	33,000	-16.94%	-10.30%
17.8.16	Neutral	26,000	-3.81%	6.73%
17.7.18	Neutral	30,000	-12.35%	-9.33%
17.5.16	Neutral	26,000	1.99%	11.35%
17.4.17	BUY	32,000	-15.43%	-13.91%
17.2.17	BUY	30,000	-15.44%	-6.33%
16.11.23	BUY	28,000	-15.22%	-3.39%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비공개시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	93.8%	5.3%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)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 2019년 02월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 02월 15일 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.