



# Outperform(Maintain)

목표주가: 30,000원  
주가(03/29): 28,500원

시가총액: 1조 1,400억원

### 화장품/의류

Analyst **조경진**

02) 3787-4776, kjcho@kiwoom.com



### Stock Data

|               |         |            |
|---------------|---------|------------|
| KOSPI (03/29) |         | 2,155.33pt |
| 52 주 주가동향     | 최고가     | 최저가        |
| 최고/최저가 대비     | 29,350원 | 14,350원    |
| 등락률           | -36.63% | 29.62%     |
| 수익률           | 절대      | 상대         |
| 1M            | 7.2%    | 3.0%       |
| 6M            | 20.0%   | 37.9%      |
| 1Y            | -34.7%  | -22.9%     |

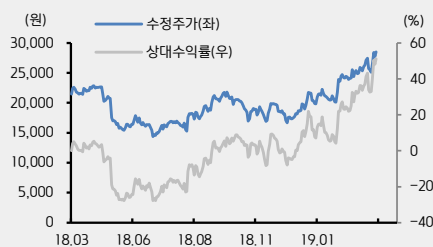
### Company Data

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 발행주식수       | 40,000천주           |
| 일평균 거래량(3M) | 227천주              |
| 외국인 지분율     | 8.21%              |
| 배당수익률(12E)  | 1.67%              |
| BPS(12E)    | 11,962원            |
| 주요 주주       | 한세에스24홀딩스 외 56.63% |
|             | 국민연금공단 외 9.96%     |

### 투자지표

| (억원, IFRS **) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액           | 17,113 | 17,127 | 18,375 | 19,352 |
| 보고영업이익        | 565    | 394    | 974    | 1,122  |
| 핵심영업이익        | 565    | 394    | 974    | 1,103  |
| EBITDA        | 814    | 615    | 1,198  | 1,331  |
| 세전이익          | 719    | 221    | 902    | 940    |
| 순이익           | 461    | 168    | 680    | 719    |
| 지배주주지분순이익     | 433    | 174    | 759    | 816    |
| EPS(원)        | 1,081  | 436    | 1,898  | 2,040  |
| 증감률(%YoY)     | -7.9   | -59.7  | 335.1  | 7.5    |
| PER(배)        | 24.9   | 61.8   | 14.2   | 13.2   |
| PBR(배)        | 2.3    | 2.3    | 2.0    | 1.8    |
| EV/EBITDA(배)  | 15.3   | 18.5   | 8.8    | 7.6    |
| 보고영업이익률(%)    | 3.3    | 2.3    | 5.3    | 5.8    |
| 핵심영업이익률(%)    | 3.3    | 2.3    | 5.3    | 5.7    |
| ROE(%)        | 8.1    | 2.9    | 11.4   | 11.1   |
| 순부채비율(%)      | 16.7   | 17.4   | 13.6   | 8.7    |

### Price Trend



# 한세실업 (105630)

## 베트남 법인 탐방 후기 및 1Q19Preview



3월 27일부터 3월 29일 3일간 베트남에 위치한 C&T VINA, VN법인과 TG법인을 탐방하고 각 법인에 대한 생산 현황 및 기업 설명회 시간을 가졌습니다. 원/달러 환율과 원재료 가격(면화)의 우호적인 매크로 환경과 전년동기 대비 양호한 수주 모멘텀이 이어지며 상반기 실적 성장에 대한 기대감이 유효하다는 판단입니다. 동사에 대한 투자의견 Outperform유지, 목표주가는 30,000원으로 42% 상향 조정합니다.

### >>> 베트남 현지 법인 생산 경쟁력의 Key는 자동화와 디지털화

베트남 공장 탐방을 통해 의류 OEM의 중장기적 핵심 경쟁력은 디지털화, 자동화임을 확인했다. 과거 의류 OEM 업체들의 경쟁력을 결정하는 데 있어 인건비 절감, 물류(인프라), 정책 및 규제 등의 영향이 컸다면 최근에는 생산을 어떻게 효율적으로 정교하게 하는지에 대한 중요도가 업체별 경쟁력을 좌우하고 있는 상황이다. 이에 선제적으로 대응하기 위해 동사는 17년부터 스마트 팩토리를 추진하고 있으며 베트남 각 법인에서는 크게 Big Automation과 Small Automation으로 구분하여 중장기적 생산 효율화 작업을 진행하고 있다.

### >>> 1Q19 매출액 3,904억 원 (+7.2%, YoY), 영업이익은 73억 원(흑자전환) 전망

1)OEM부문은 전년도 상반기 외주가공비 증가에 따른 원가율 부담 해소, 원재료인 면화 가격의 하락은 원가율 개선에 기인할 전망이다. 달러 기준 매출액은 높은 한 자리 수 성장이 예상된다. 하반기까지 오더량 증가 추세가 이어질 지 여부에 대해서는 지켜봐야 하나, 글로벌 유수의 스포츠 브랜드를 포함 신규 바이어 발굴에 적극적으로 대응하고 있다. 2)한세엠케이(브랜드): 국내 의류 소매판매 부진에 따른 판매 감소 영향이 일부 반영된 것으로 추정된다. 국내 부문은 기존 브랜드의 노후화(TBJ, 앤듀, 버커루 등) 탈피를 위해 10대 중후반을 타깃으로 한 온라인 채널 판매 강화에 주력하고 있으며, 중국은 1-2선 중심의 상권에서 대리상을 통한 지방 상권으로 판매 지역을 확대하고 있다. 2019년은 국내 및 중국의 NBA키즈 매장 증가와 PGA 투어와 라이선스 계약을 통해 기존 LPGA에서 PGA까지 남성 부문의 카테고리 확대를 주력으로 한 판매 전략을 가져갈 계획이다.

### >>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 30,000으로 상향

기존 바이어들의 지속적인 오더 개선세와 신규 바이어 유입 여부는 확인해 나가야 하나, 전방산업의 우호적인 환경 변화에 따라 상반기 기존 바이어들의 수주량 증가 지속 추세가 이어질 것으로 전망한다. 밸류에이션 상향조정 (Target PER 15.2배→18배)및 실적 추정치 상향 조정에 따라 목표 주가를 기존 21,000원에서 30,000원으로 42% 상향한다. 투자의견은 최근 주가 상승에 따라 Outperform(시장수익률 상회)로 유지하고 상반기 증익 구간 진입 및 기저 효과에 따라 주가의 상승 추세는 당분간 지속될 것으로 전망한다.

한세실업 분기 및 연간 실적추이 및 전망

|          | 1Q18   | 2Q18   | 3Q18  | 4Q18     | 1Q19E  | 2Q19E  | 3Q19E | 4Q19E  | 2018   | 2019E  |
|----------|--------|--------|-------|----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액      | 364.1  | 393.0  | 515.5 | 440.1    | 390.4  | 424.2  | 564.5 | 458.3  | 1712.7 | 1837.5 |
| growth % | -5.8   | -2.0   | 3.8   | 3.1      | 7.2    | 7.9    | 9.5   | 4.1    | 0.1    | 7.3    |
| OEM      | 278.5  | 298.8  | 423.4 | 316.0    | 321.0  | 342.1  | 484.4 | 346.5  | 1316.6 | 1494.0 |
| growth % | -7.1   | -6.1   | -0.4  | 1.4      | 15.3   | 14.5   | 14.4  | 9.6    | -2.8   | 13.5   |
| sales %  | 76.5   | 76.0   | 82.1  | 71.8     | 82.2   | 80.6   | 85.8  | 75.6   | 76.9   | 81.3   |
| 한세엠케이    | 75.5   | 77.8   | 70.6  | 99.0     | 77.4   | 79.7   | 72.7  | 102.0  | 322.9  | 331.9  |
| growth % | -5.7   | 1.6    | 5.4   | -6.0     | 2.5    | 2.5    | 3.0   | 3.0    | -1.8   | 2.8    |
| sales %  | 20.7   | 19.8   | 13.7  | 22.5     | 19.8   | 18.8   | 12.9  | 22.2   | 18.9   | 18.1   |
| 영업이익     | -14.0  | 11.2   | 30.2  | 11.2     | 7.3    | 21.0   | 43.1  | 25.8   | 38.6   | 97.2   |
| growth % | -449.5 | -13.7  | -13.9 | 152.4    | 흑자전환   | 86.4   | 42.8  | 130.4  | -31.7  | 151.6  |
| margin % | -3.8   | 2.9    | 5.9   | 2.5      | 1.9    | 4.9    | 7.6   | 5.6    | 2.3    | 5.3    |
| 순이익      | -9.2   | -7.9   | 21.6  | -55.3    | 10.1   | 17.8   | 22.2  | 11.9   | -50.8  | 62.0   |
| growth % | -183.8 | -260.7 | -9.1  | -1,602.9 | -209.6 | -325.8 | 3.2   | -121.5 | -217.3 | -222.1 |
| margin % | -2.5   | -2.0   | 4.2   | -12.6    | 2.6    | 4.2    | 3.9   | 2.6    | -3.0   | 3.4    |

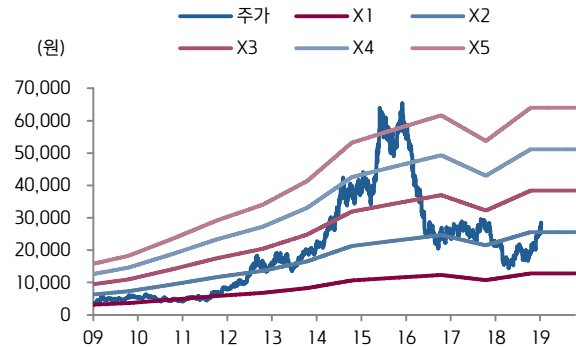
자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업 12M FWD P/E밴드 추이



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업 12M FWD P/B밴드 추이

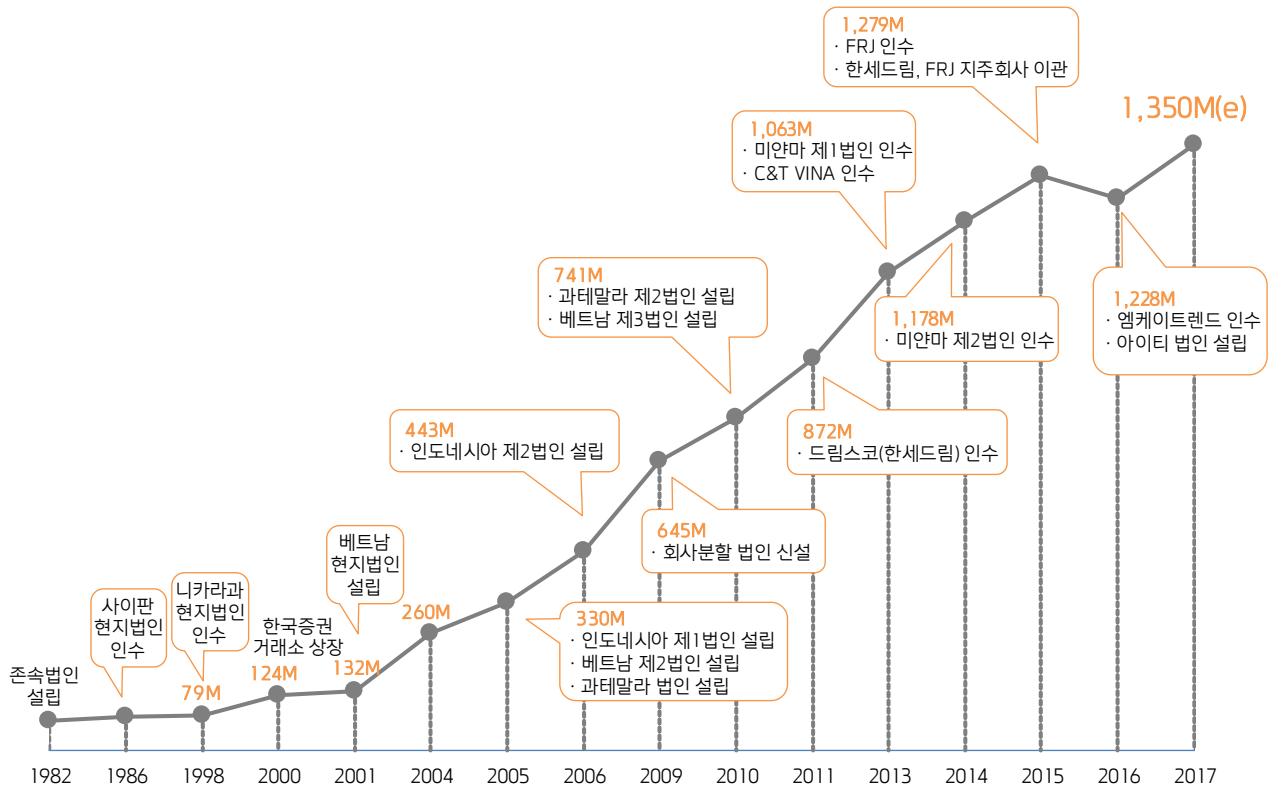


자료: 한세실업, 키움증권 리서치

### >>> 베트남 현지 법인 현황

한세실업은 베트남에 3개의 생산 법인과 1개의 원단 가공 공장을 두고 있다. 각 법인 별 시설 및 공장 현황을 살펴 보면, 제 1법인인 **VN법인**(Cu Chi지역)은 2001년 설립해 유일하게 우븐과 니트를 함께 생산하는 법인이며 숙련공 들을 가장 많이 보유하고 있는 법인으로 9개의 공장 동과 123개의 라인을 보유하고 있다. **TN법인**(Tay Ninh지역)은 2005년 설립한 제 2법인으로 Walmart, Target, GAP 등 대량 생산을 위주로 하는 Big 바이어들의 물량을 담당 하고 있으며 워싱공장 1개동을 포함, 5개의 공장과 72개의 라인을 보유하고 있다. 제 3법인인 **TG법인**(Tien Giang) 은 2010년 설립된 니트를 생산하는 공장으로 6개의 공장에 104개의 라인을 보유하고 있으며 Full Capa 기준 84,914(천pcs) 생산이 가능한 공장이다. 또한 2013년 인수한 염색/편직을 담당하는 **C&T VINA**(염색공장)은 2013 년 빈푹성에 위치한 원단 가공 공장 C&T VINA를 인수하여, 현지 소싱을 통해 원단을 짜고 직접 봉제로 이어지는 수직계열화를 추진하고 있다. 직접 원단을 가공, C&T VINA에서 염색하여 봉제공장으로 출고하고 하고 있으며 C&T G-TECH 법인을 세워, 가먼트 다잉, 워싱 등 후가공도 함께 진행하고 있다.

한세실업 베트남 생산법인 현황 (단위:백만달러)



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업 베트남 생산법인 현황 (단위:백만달러)

| 구분    | 아시아 생산기지                                       | 중남미 생산기지                                      |
|-------|--|---|
| SPEED | C&T VINA (VERTICAL)                            | 미국에 인접한 지리적 이점                                |
| PRICE | 생산성, 효율성(노하우, 숙련공)<br>관세효과 (EU-VTN FTA, AJCEP) | 과테말라 외주 활용 VERTICAL<br>관세효과 (CARTRA, 아이티 TPL) |

자료: 한세실업, 키움증권 리서치

### >>> 베트남 현지 법인 생산 경쟁력의 Key는 자동화와 디지털화

한세실업은 봉제산업을 지속적으로 영위하기 위해 돌파구를 마련하고, 혁신 활동에 집중하고 있다. 혁신 활동의 주된 전략은 자동화와 디지털화이다. 빅(Big)오토메이션과 스몰(Small)오토메이션 두 축으로 자동화를 추진하고 있는데, **1)빅 오토메이션**은 기계 시스템 등에 투자하여 원단, 재단, 패킹, 완성 등을 무인화하는 작업을 진행하는 전략이다. 생산 시 정형화 할 수 있는 부분은 자동화를 적용하여 과거 작업자들이 직접 수행했던 원단 작업 및 이동을 기계 장치로 대체함으로써 생산 시간과 효율성을 극대화 시키는 방법이다. **2)스몰 오토메이션**도 생산성을 높이는 방안의 일환으로 각 공원들이 효율적으로 생산할 수 있도록 파트 생산 시 레깅스 뒤집기, 단추 작업 등 장치 없이 손으로 직접 했던 작업들을 Tool을 개발해 좀 더 효과적으로 생산 할 수 있도록 하고, 재단 작업 후 봉제가 바로 될 수 있도록 하는 두 개의 공정을 한 번에 할 수 있도록 하는 등 효율성을 높이는 작업을 진행하고 있다. **스마트팩토리**는 원단 창고부터 납기까지 일련의 과정을 전산화하여 관리하는 시스템으로 현지 공장에서는 공원들의 생산 실적을 모니터링할 수 있도록 하는 단말기 도입, 각 라인별 생산 효율성을 파악 후 인센티브 부여 및 라인 재배치 등을 진행하고 있었다.

한세실업의 베트남 C&T VINA 법인 공장 내부



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업의 베트남 C&T VINA 법인 공장 내부



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업의 베트남 TG법인 공장 내부: 무게가 나가는 옷감을 파트 별로 생산 후 행어(Hanger) 기계가 이동시켜 줌



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업의 베트남 C&T VINA 법인 공장 내부



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업의 수직계열화의 일환인 C&T VINA의 염색공장 및 편직단지의 생산 CAPA

| 구 분     | 면 적         | CAPA     | 품 목       | 비 고                            |
|---------|-------------|----------|-----------|--------------------------------|
| 염색 1 공장 | 56,000 sqm  | 6 만 KG/일 | COTTON    | 운영중                            |
| 염색 2 공장 | 64,000 sqm  | 6 만 KG/일 | SYNTHETIC | 건설중, 2017년부터 30% 가동 예정         |
| 염색 3 공장 | 71,000 sqm  | 8 만 KG/일 |           | 현재 토지상태, 2017년 하반기부터 건설 예정     |
| 편직단지    | 150,000 sqm | 600 대    |           | 7 개동 가능, 현재 3 개동 운영중, 2 개동 건설중 |
| 합 계     | 341,000 sqm |          |           |                                |

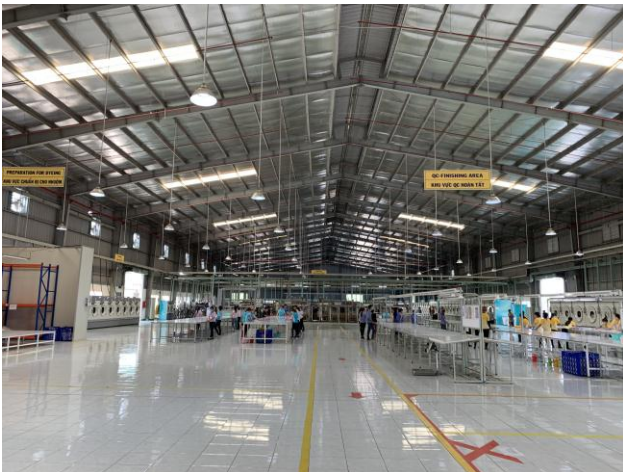
자료: 한세실업, 키움증권 리서치

한세실업의 C&T VINA에서 생산하고 있는 타이(tie)방식의 염색 공정으로 기존 사람이 직접 묶어 염색했던 공정을 기계로 분사하여 염색함으로써 일정한 모양의 제품이 생산될 수 있도록 함



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

C&T VINA의 내부 전경



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

공장이 추가 증설 되고 있는 외부 전경



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

### >>> 생산단가(P) 상승은 제한적, 기존 바이어와 신규 바이어의 오더량(Q) 증가가 관건

2019년 OEM 달러 매출액은 6.6% 성장할 것으로 전망, 매출액 1조 8,500억원(+8.1%, YoY), 영업이익은 740억원으로 제시하고 있다(2018년 10월 기준). 의류 OEM업체는 환율, 원재료(면화 가격), 인건비, 규제 등의 외부 변수에 대한 영향을 많이 받는 산업이다. 최근 전방 산업의 업황 개선과 환율 및 면화가격 등 외부 환경은 안정화 추세를 보이고 있다. 그렇다면 유의미한 실적 개선을 위해서는 생산 단가(P)가 상승하거나 수주량(Q) 증가가 발생해야 하는데 의류 OEM업체들의 생산 공장이 밀집된 중국 및 베트남의 공급 업체 증가, 생산 지역의 임금 상승 등 타 업체들과의 생산 단가 측면에서 격차를 벌리기 어려운 상황이다. 이에 따라 수직계열화 및 자동화를 통한 수익성 개선이 선행되어야 하고, 기존 바이어들의 생산 점유율 확대와 신규 바이어 유입에 따른 외형 성장이 중요해진 시점이다.

#### 원/달러 환율



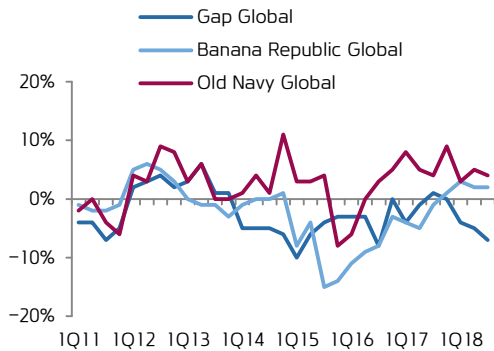
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 면화가격 추이



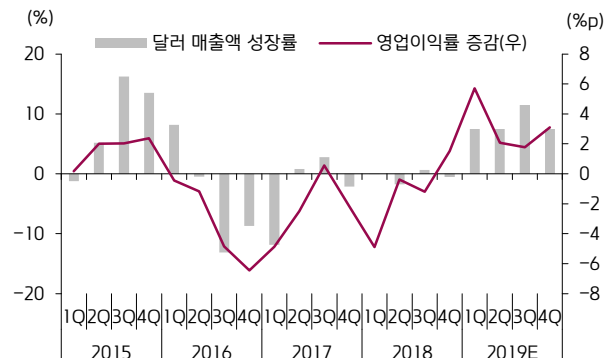
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 주요 바이어인 GAP Inc의 매출액 증감률



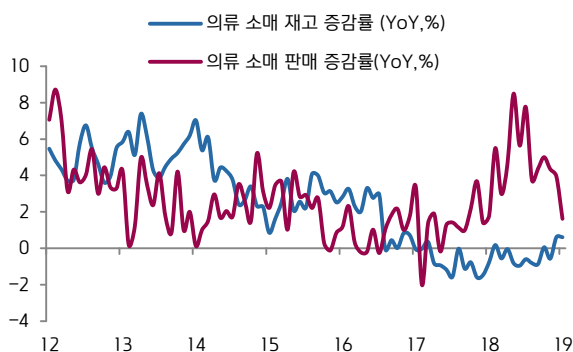
자료: GAP, 키움증권 리서치

#### 한세실업의 달러 매출액 추이



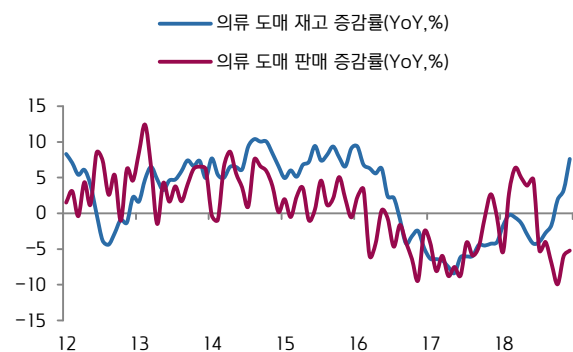
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 미국 의류 소매판매 및 재고 증감률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

#### 미국 의류 도매판매 및 재고 증감률



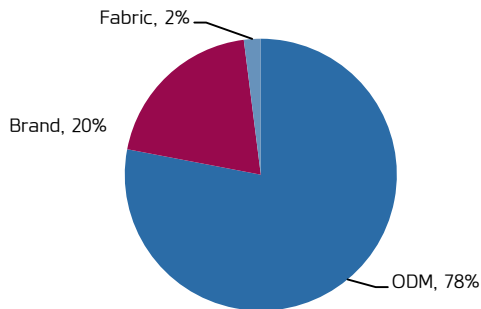
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

### >>> 주요 바이어 거점인 미국은 유통채널 구조조정 진행 중

동사는 미주 지역의 바이어 비중이 약 90% 이상으로 절대적 비중을 차지한다. 의류 소비의 주요 채널이 온라인으로 이동하면서 2016년부터 본격화된 백화점, 마트, 의류 소매점 등의 오프라인 채널 구조조정은 전방 업체들의 재고조정으로 이어짐에 따라 최근 2-3 년간 후방 업체인 OEM업체들의 수주 물량 감소와 단가 하락에 영향을 미쳤다. 그러나 전방 산업의 강한 구조조정이 완화되면서 수주 물량이 개선되고 있고, 미주 지역의 의류 도매 및 소매 판매액 증가세가 나타나고 있는 추세이다.

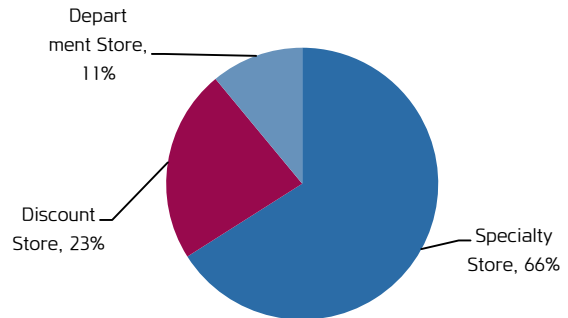
주요 바이어인 GAP그룹은 올드네이비를 별도 법인으로 분사시키고, 갭, 바나나리퍼블릭, 인터믹스, 애슬레타, 힐시티 등을 신규 법인(NEWCO)을 설립해 운영하기로 결정했다(2/28). 최근 짐보리그룹에서 자니앤잭(아동복, 매장수 100개)을 3,500만 달러에 인수했다(3/3). 실적이 저조한 북미지역의 갭과 바나나리퍼블릭 매장을 순차적으로 폐쇄하고, 매출 증가를 지속하고 있는 올드네이비 브랜드는 신규 매장을 오픈하는 등의 구조적인 변화를 꾀하고 있다. 올드네이비의 연간 매출 규모는 약 80억 달러, NEWCO는 약 90억 달러에 이를 것으로 전망된다. 전방산업의 수요 증가와 주요 바이어의 대대적인 구조조정에 따라 갭 매출액 비중이 25%에 달하는 동사의 수주량 증가에도 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다. 다만, 기존 바이어들의 수주량 증가와 신규 바이어 유입에 따른 외형 성장은 기대되는 상황이나 OEM업체간 경쟁심화로 단기간 내 수익성 개선은 제한적일 것으로 판단한다.

사업부 별 매출 비중



자료: 한세실업, 키움증권 리서치

고객사별 매출 비중



자료: Makalot, Eclat, 키움증권 리서치

### 미국 오프라인 채널 정리 추이

| NEWCO  | OLD NAVY                        |
|--|---------------------------------|
| 유리한 디지털 기능을 갖춘 확장된 운영 플랫폼  | 규모, 광범위한 고객 인지도와 고유 포지셔닝 활용     |
| Gap, Banana Republic, Intermix 의 수익성 및 B-corp 인 Athleta와 Hill City 의 성장 모멘텀 향상 | 수익 성장을 제공하는 카테고리의 리더십 확장        |
| 추가 가맹점 및 아웃렛 거점 탐색   | 고객 접근 향상에 필요한 유연성, 집중 및 통제 방안   |
| <b>공급망 및 재고관리 최적화</b>  | - 전략적 부동산 전략 적용                 |
| <b>디지털, 옴니 채널 및 데이터 분석에 투자</b>   | - <b>옴니 채널 모델 발전</b>            |
| Gap 브랜드 점포 수급 조정   | - 제품 카테고리 확장                    |
| 지속가능성 및 사회적 책임에 대한 리더십 강화  | 시장 점유율 증대를 위한 이니셔티브 및 역량 강화에 투자 |
| 건실한 재무상태 유지  | 건실한 재무상태 및 현금 흐름 유지             |

자료: 한세실업, 키움증권 리서치

## 한세실업 기업소개

한세실업은 2009년 1월 1일 한세에스24홀딩스주식회사와 인적분할을 통해서 설립되었다. 미국의 유명 바이어로부터 주문을 받아 OEM(Original Equipment Manufacturing: 주문자 상표 부착 생산), ODM(Original Design Manufacturing: 제조업자개발생산) 방식으로 수출하는 글로벌 패션기업이다. 주요 바이어로는 TARGET, OLD NAVY, GAP, KOHL'S, WAL-MART, PINK, H&M 등이며 품목은 대부분 셔츠의류(니트), 숙녀복정장, 캐주얼 의류 등이 있다. 국내방직업체나 중국 등 해외에서 원사를 구매하여 이를 협력 업체를 통해 생산하거나 해외 OUT SOURCING을 통해 각종 부자재와 함께 해외법인으로 송출하고, 해외생산법인에서 만들어진 완제품을 미국 등으로 수출하고 있다



포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                  | 15,477 | 17,113 | 17,127 | 18,375 | 19,352 |
| 매출원가                 | 12,472 | 13,210 | 13,256 | 14,149 | 14,843 |
| 매출총이익                | 3,005  | 3,904  | 3,766  | 4,226  | 4,509  |
| 판매비및일반관리비            | 2,189  | 3,338  | 3,477  | 3,252  | 3,406  |
| 영업이익(보고)             | 816    | 565    | 394    | 974    | 1,122  |
| 영업이익(핵심)             | 816    | 565    | 394    | 974    | 1,103  |
| 영업외손익                | -184   | 154    | -173   | -72    | -163   |
| 이자수익                 | 82     | 75     | 75     | 81     | 85     |
| 배당금수익                | 8      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 외환이익                 | 381    | 454    | 0      | 0      | 0      |
| 이자비용                 | 66     | 124    | 124    | 124    | 124    |
| 외환손실                 | 464    | 264    | 125    | 29     | 125    |
| 관계기업지분법손익            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | 136    | 34     | 0      | 0      | 0      |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타                   | -260   | -22    | 0      | 0      | 0      |
| 법인세차감전이익             | 632    | 719    | 221    | 902    | 940    |
| 법인세비용                | 172    | 259    | 53     | 222    | 221    |
| 유효법인세율 (%)           | 27.2%  | 35.9%  | 23.9%  | 24.6%  | 23.5%  |
| 당기순이익                | 460    | 461    | 168    | 680    | 719    |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 469    | 433    | 174    | 759    | 816    |
| EBITDA               | 981    | 814    | 615    | 1,198  | 1,331  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 625    | 709    | 389    | 905    | 947    |
| 수정당기순이익              | 361    | 439    | 168    | 680    | 719    |
| 증감율(% YoY)           |        |        |        |        |        |
| 매출액                  | -2.4   | 10.6   | 0.1    | 7.3    | 5.3    |
| 영업이익(보고)             | -42.7  | -30.7  | -30.3  | 147.2  | 15.3   |
| 영업이익(핵심)             | -42.7  | -30.7  | -32.9  | 96.9   | 7.7    |
| EBITDA               | -38.5  | -17.0  | -24.5  | 95.0   | 11.1   |
| 지배주주지분 당기순이익         | -54.6  | -7.9   | -59.7  | 335.1  | 7.5    |
| EPS                  | -54.6  | -7.9   | -59.7  | 335.1  | 7.5    |
| 수정순이익                | -61.0  | 21.6   | -61.8  | 305.1  | 5.7    |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016  | 2017   | 2018 | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|--------|------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 569   | 718    | 386  | 636   | 736   |
| 당기순이익             | 460   | 461    | 168  | 680   | 719   |
| 감가상각비             | 156   | 217    | 193  | 200   | 206   |
| 무형자산상각비           | 9     | 31     | 28   | 25    | 22    |
| 외환손익              | 119   | -30    | 125  | 29    | 125   |
| 자산처분손익            | 199   | 19     | 0    | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0     | 0      | 0    | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -161  | -79    | -2   | -267  | -209  |
| 기타                | -212  | 98     | -125 | -30   | -127  |
| 투자활동현금흐름          | -503  | -1,295 | -227 | -512  | -459  |
| 투자자산의 처분          | 808   | -1,002 | -3   | -274  | -215  |
| 유형자산의 처분          | 4     | 7      | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -431  | -254   | -254 | -254  | -254  |
| 무형자산의 처분          | -6    | 1      | 0    | 0     | 0     |
| 기타                | -878  | -46    | 30   | 17    | 10    |
| 재무활동현금흐름          | 421   | -671   | -201 | -196  | -192  |
| 단기차입금의 증가         | 0     | 0      | 0    | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 650   | -369   | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0     | 0      | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -100  | -146   | -177 | -177  | -177  |
| 기타                | -129  | -156   | -25  | -19   | -15   |
| 현금및현금성자산의순증가      | 518   | -1,300 | -43  | -71   | 85    |
| 기초현금및현금성자산        | 1,407 | 1,925  | 625  | 582   | 511   |
| 기말현금및현금성자산        | 1,925 | 625    | 582  | 511   | 596   |
| Gross Cash Flow   | 730   | 797    | 388  | 903   | 945   |
| Op Free Cash Flow | 162   | 279    | 264  | 437   | 609   |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산            | 7,570  | 8,184  | 8,147  | 8,628  | 9,146  |
| 현금및현금성자산        | 1,925  | 625    | 582    | 512    | 599    |
| 유동금융자산          | 837    | 3,020  | 3,023  | 3,243  | 3,416  |
| 매출채권및유동채권       | 2,219  | 2,121  | 2,123  | 2,277  | 2,398  |
| 재고자산            | 2,584  | 2,413  | 2,415  | 2,591  | 2,729  |
| 기타유동비금융자산       | 4      | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 비유동자산           | 5,137  | 3,777  | 3,782  | 3,877  | 3,959  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 363    | 392    | 393    | 421    | 444    |
| 투자자산            | 2,027  | 877    | 878    | 933    | 975    |
| 유형자산            | 1,894  | 1,729  | 1,791  | 1,845  | 1,894  |
| 무형자산            | 732    | 709    | 681    | 656    | 634    |
| 기타비유동자산         | 122    | 69     | 39     | 22     | 12     |
| 자산총계            | 12,707 | 11,961 | 11,929 | 12,506 | 13,105 |
| 유동부채            | 5,682  | 4,954  | 4,956  | 5,047  | 5,119  |
| 매입채무및기타유동채무     | 1,045  | 906    | 907    | 973    | 1,025  |
| 단기차입금           | 4,130  | 3,565  | 3,565  | 3,565  | 3,565  |
| 유동성장기차입금        | 139    | 140    | 140    | 140    | 140    |
| 기타유동부채          | 369    | 342    | 343    | 369    | 389    |
| 비유동부채           | 1,389  | 1,271  | 1,246  | 1,228  | 1,213  |
| 장기매입채무및비유동채무    | 10     | 11     | 11     | 11     | 12     |
| 사채및장기차입금        | 980    | 898    | 898    | 898    | 898    |
| 기타비유동부채         | 399    | 362    | 337    | 318    | 303    |
| 부채총계            | 7,071  | 6,225  | 6,202  | 6,275  | 6,333  |
| 자본금             | 200    | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 주식발행초과금         | 476    | 476    | 476    | 476    | 476    |
| 이익잉여금           | 3,965  | 4,278  | 4,306  | 4,918  | 5,581  |
| 기타자본            | -139   | -198   | -198   | -198   | -198   |
| 지배주주지분자본총계      | 4,502  | 4,757  | 4,785  | 5,396  | 6,059  |
| 비지배주주지분자본총계     | 1,134  | 979    | 942    | 834    | 714    |
| 자본총계            | 5,636  | 5,736  | 5,727  | 6,231  | 6,773  |
| 순차입금            | 2,486  | 958    | 998    | 848    | 589    |
| 총차입금            | 5,248  | 4,604  | 4,604  | 4,604  | 4,604  |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)         |        |        |        |        |        |
| EPS             | 1,174  | 1,081  | 436    | 1,898  | 2,040  |
| BPS             | 11,254 | 11,892 | 11,962 | 13,491 | 15,148 |
| 주당EBITDA        | 2,452  | 2,034  | 1,536  | 2,996  | 3,327  |
| CFPS            | 1,562  | 1,773  | 971    | 2,262  | 2,366  |
| DPS             | 330    | 450    | 450    | 450    | 450    |
| 주가배수(배)         |        |        |        |        |        |
| PER             | 21.9   | 24.9   | 61.8   | 14.2   | 13.2   |
| PBR             | 2.3    | 2.3    | 2.3    | 2.0    | 1.8    |
| EV/EBITDA       | 12.8   | 15.3   | 18.5   | 8.8    | 7.6    |
| PCFR            | 16.4   | 15.2   | 27.7   | 11.9   | 11.4   |
| 수익성(%)          |        |        |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 5.3    | 3.3    | 2.3    | 5.3    | 5.8    |
| 영업이익률(핵심)       | 5.3    | 3.3    | 2.3    | 5.3    | 5.7    |
| EBITDA margin   | 6.3    | 4.8    | 3.6    | 6.5    | 6.9    |
| 순이익률            | 3.0    | 2.7    | 1.0    | 3.7    | 3.7    |
| 자기자본이익률(ROE)    | 9.3    | 8.1    | 2.9    | 11.4   | 11.1   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 12.3   | 6.3    | 5.3    | 12.6   | 13.8   |
| 안정성(%)          |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 125.5  | 108.5  | 108.3  | 100.7  | 93.5   |
| 순차입금비율          | 44.1   | 16.7   | 17.4   | 13.6   | 8.7    |
| 이자보상배율(배)       | 12.4   | 4.6    | 3.2    | 7.9    | 8.9    |
| 활동성(배)          |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 7.9    | 7.9    | 8.1    | 8.4    | 8.3    |
| 재고자산회전율         | 7.2    | 6.8    | 7.1    | 7.3    | 7.3    |
| 매입채무회전율         | 18.7   | 17.5   | 18.9   | 19.5   | 19.4   |

Compliance Notice

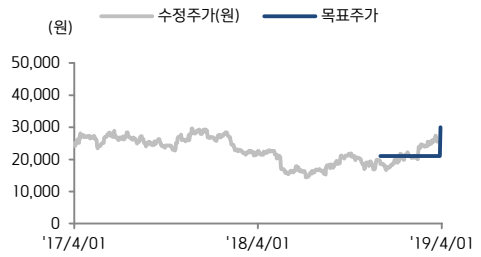
- 당사는 3월 29일 현재 '한세실업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자는 한세실업의 기업설명회에 호텔비용, 식사비와 항공료에 대해 한세실업의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

| 종목명           | 일자         | 투자 의견                 | 목표주가    | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%)  |         |
|---------------|------------|-----------------------|---------|-------------|---------|---------|
|               |            |                       |         |             | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 한세실업 (105630) | 2018/11/30 | Outperform (Initiate) | 21,000원 | 6개월         | 3.34    | 35.71   |
|               | 2019/04/01 | Outperform (Maintain) | 30,000원 | 6개월         |         |         |

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 176 | 96.70% |
| 중립   | 6   | 3.30%  |
| 매도   | 0   | 0.00%  |