

한세실업 (105630)

순조로운 OEM, 아쉬운 브랜드

3분기 OP 391억원, 시장 기대치 부합

3분기 연결 매출과 영업이익 각각 5,725억원(YoY 11.1%), 391억원(YoY 29.4%)으로 시장 기대치에 부합했다. 1)OEM: 원화 매출 5,058억원(YoY 13.7%), 영업이익 411억원(YoY 97.6%)을 기록했다. 강달러 환경(YoY 6%) 속 달러 오더 약 8% 증가, 규모의 경제 효과 나타나며 영업이익률은 전년 동기 대비 3.4%p 개선된 8.1%를 시현했다. 2)한세엠케이: 매출 666억원(YoY -5.7%), 영업손실 21억원(적자지속)을 기록했다. 상해법인 매출 약 191억원(YoY 19.4%)으로 큰 폭 증가하였으나, 재고 소진 위한 할인 판매 폭 확대되며 영업이익 전년 동기대비 49% 감소한 5억원을 기록했다(OPM 2.5%).

양호한 OEM, 부진한 브랜드

4분기에도 한세실업의 양호한 실적 흐름 지속될 것이다. 달러 매출 높은 한 자리 대 증가(YoY 7%) 이어갈 것이며 월마트, 타겟 포함 마트 바이어향 오더 확대에 기인한다. 특히, 오랜 기간 거래해온 대형 마트 바이어가 자체 브랜드(PB) 론칭, 이에 따른 신규 물량을 확보했다. 4분기 출하 시작되며 점진적인 물량 확대 가능할 것이다. 2020년에도 브랜드 및 마트 바이어향 오더 고르게 확대되며 연간 높은 한 자리 대 달러 매출 증가 예상된다. 다만 한세엠케이의 실적 부진 지속은 우려스럽다. 한세엠케이의 성장 동력 중 하나인 중국 NBA의 이익률 둔화, 부진한 내수 소비 환경 속 엠케이의 저가 브랜드 매출 감소는 고정비 부담을 가중시키는 요인 중 하나이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 2.3만원으로 하향 조정

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 2.3만원으로 하향 조정한다. 어려운 업황 속 연중 높은 한 자리 대 달러 오더 증가 이어지고 있는 점 긍정적이나 한세엠케이 실적 불확실성 지속은 아쉽다. 2019년 지속된 강달러 환율 추세가 2020년 역방향으로 움직일 가능성, 2020년 상반기 높아지는 실적 기저 부담이 주가 상승 제약 요인으로 작용하고 있다. 하지만 여전히 현 주가는 12MF PER 12.5배로 글로벌 동종 업체 대비 저평가되어 있으며 한세엠케이의 2020년 실적 턴어라운드가 가시화 될 경우 주가는 강하게 반등 가능할 것으로 예상된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 23,000원(하향) | CP(11월14일): 18,800원

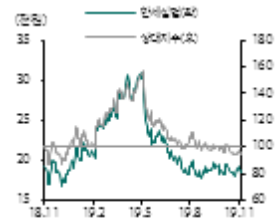
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,139.23
52주 최고/최저(원)	31,050/16,650
시가총액(십억원)	752.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	142.7
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
19년 배당금(예상, 원)	450
19년 배당수익률(예상, %)	2.39
외국인지분율(%)	7.81
주요주주 지분율(%)	
한세엠케이(11인)	56.52
국민연금공단	11.53
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.5 (35.5) 4.2
상대	(1.0) (37.2) 0.7

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,916.1	2,030.6
영업이익(십억원)	84.7	99.2
순이익(십억원)	52.3	70.4
EPS(원)	1,423	1,760
BPS(원)	11,453	12,804

Stock Price



Financial Data (K-IFRS 연결)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,711.3	1,712.7	1,912.4	2,047.4	2,093.2
영업이익	십억원	56.5	38.6	85.2	97.8	108.5
세전이익	십억원	71.9	(47.8)	44.2	76.3	101.7
순이익	십억원	43.3	(50.8)	34.7	60.2	78.5
EPS	원	1,081	(1,269)	868	1,505	1,963
증감률	%	(7.9)	적전	흑전	73.4	30.4
PER	배	24.92	N/A	21.65	12.49	9.58
PBR	배	2.19	1.85	1.67	1.53	1.36
EV/EBITDA	배	15.63	16.71	8.96	6.49	4.86
ROE	%	9.34	(11.43)	8.22	13.27	15.54
BPS	원	12,333	10,747	11,257	12,312	13,825
DPS	원	450	450	450	450	450



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

표 1. 한세실업 3분기 실적 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	3Q18	3Q19	YoY (%, %p)	컨센서스	괴리율(%)	하나금융 예상치	괴리율(%)
매출	515	572	11.1	577	(0.8)	576	(0.7)
본사	445	506	13.7				
한세엠케이	71	67	(5.7)				
영업이익	30	39	29.4	41	(4.3)	41	(4.3)
본사	21	41	97.6				
한세엠케이	(0)	(2)	적지				
세전이익	27	23	(13.6)				
지배주주귀속순이익	22	19	(12.3)	30	(37.6)	15	25.8
영업이익률(%)	5.9	6.8	1.0				
본사	4.7	8.1	3.5				
한세엠케이	N/A	N/A	N/A				
세전이익률(%)	5.1	4.0	(1.1)				
순이익률(%)	4.2	3.3	(0.9)				

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 2. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019F
매출	364	393	515	440	1,713	423	430	572	487	1,912
본사	289	315	445	341	1,390	346	355	506	391	1,598
한세엠케이	76	78	71	99	323	77	75	67	96	314
영업이익	(14)	11	30	11	39	5	19	39	22	85
본사	(12)	8	21	10	26	9	18	41	22	90
한세엠케이	(2)	4	(0)	1	2	(4)	1	(2)	(0)	(5)
세전이익	(10)	(12)	27	(52)	(48)	4	9	23	8	44
지배주주귀속순이익	(9)	(8)	22	(55)	(51)	3	7	19	7	35
영업이익률(%)	N/A	2.9	5.9	2.5	2.3	1.2	4.5	6.8	4.5	4.5
본사	N/A	2.4	4.7	2.9	1.9	2.7	5.1	8.1	5.6	5.7
한세엠케이	N/A	4.7	N/A	1.4	0.7	N/A	1.5	N/A	N/A	N/A
세전이익률(%)	N/A	N/A	5.1	N/A	N/A	1.1	2.0	4.0	1.6	2.3
순이익률(%)	N/A	N/A	4.2	N/A	N/A	0.6	1.5	3.3	1.3	1.8

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 3. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
원/달러(평균)	1,130.5	1,101.0	1,167.0	1,160.0	1,160.0
YoY %	-2.6	-2.6	6.0	-0.6	0.0

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 4. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	1,711	1,713	1,912	2,047	2,093
본사	1,382	1,390	1,598	1,729	1,767
한세엠케이	329	323	314	319	326
영업이익	57	39	85	98	109
본사	47	36	90	101	108
한세엠케이	10	2	(5)	(3)	0
세전이익	72	(48)	44	76	102
지배주주귀속순이익	43	(51)	35	60	78
적정시가총액	666	556	536	927	1,208
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	16,652	13,906	13,393	23,168	30,212
적정PER(배)	15	15	15	15	15
EPS(원)	1,081	N/A	870	1,504	1,962
영업이익률(%)	3.3	2.3	4.5	4.8	5.2
본사	3.4	2.6	5.7	5.8	6.1
한세엠케이	2.9	0.7	N/A	N/A	N/A
매출 (YoY, %)	10.6	0.1	11.7	7.1	2.2
본사	(4.4)	0.5	15.0	8.2	2.2
한세엠케이	223.1	(1.8)	(2.7)	1.4	2.3
영업이익 (YoY, %)	(30.7)	(31.7)	120.5	14.8	11.0
본사	(39.3)	(22.9)	149.5	11.5	7.6
한세엠케이	129.6	(74.8)	적전	적지	흑전
순이익 (YoY, %)	(7.9)	적전	흑전	73.0	30.4

자료: 한세실업, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,711.3	1,712.7	1,912.4	2,047.4	2,093.2
매출원가	1,321.0	1,326.0	1,478.6	1,588.1	1,611.7
매출총이익	390.3	386.7	433.8	459.3	481.5
판매비	333.8	348.1	348.6	361.5	373.0
영업이익	56.5	38.6	85.2	97.8	108.5
금융손익	(4.9)	(6.8)	(11.0)	(8.3)	(5.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	20.3	(79.6)	(30.0)	(13.2)	(1.3)
세전이익	71.9	(47.8)	44.2	76.3	101.7
법인세	25.9	2.0	11.9	17.6	23.4
계속사업이익	46.1	(49.8)	32.3	58.7	78.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.1	(49.8)	32.3	58.7	78.3
비지배주주지분 손익	2.8	0.9	(2.4)	(1.5)	(0.2)
지배주주순이익	43.3	(50.8)	34.7	60.2	78.5
지배주주지분포괄이익	45.3	(51.7)	40.9	67.6	90.2
NOPAT	36.2	40.2	62.3	75.2	83.5
EBITDA	81.4	64.5	126.9	167.1	198.6
성장성(%)					
매출액증가율	10.6	0.1	11.7	7.1	2.2
NOPAT증가율	(39.1)	11.0	55.0	20.7	11.0
EBITDA증가율	(17.0)	(20.8)	96.7	31.7	18.9
영업이익증가율	(30.8)	(31.7)	120.7	14.8	10.9
(지배주주)순이익증가율	(7.7)	적전	흑전	73.5	30.4
EPS증가율	(7.9)	적전	흑전	73.4	30.4
수익성(%)					
매출총이익률	22.8	22.6	22.7	22.4	23.0
EBITDA이익률	4.8	3.8	6.6	8.2	9.5
영업이익률	3.3	2.3	4.5	4.8	5.2
계속사업이익률	2.7	(2.9)	1.7	2.9	3.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,081	(1,269)	868	1,505	1,963
BPS	12,333	10,747	11,257	12,312	13,825
CFPS	2,712	1,651	2,362	3,974	4,944
EBITDAPS	2,034	1,612	3,173	4,178	4,965
SPS	42,783	42,817	47,810	51,185	52,330
DPS	450	450	450	450	450
주가지표(배)					
PER	24.9	N/A	21.6	12.5	9.6
PBR	2.2	1.8	1.7	1.5	1.4
PCFR	9.9	12.0	8.0	4.7	3.8
EV/EBITDA	15.6	16.7	9.0	6.5	4.9
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	9.3	(11.4)	8.2	13.3	15.5
ROA	3.5	(4.3)	2.9	4.7	6.0
ROIC	5.7	6.3	9.0	10.3	12.0
부채비율	108.5	137.6	146.8	133.9	115.7
순부채비율	16.7	41.3	60.7	46.8	22.7
이자보상배율(배)	4.6	2.6	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	818.4	825.9	829.1	897.5	995.8
금융자산	364.6	299.5	246.2	273.5	357.9
현금성자산	62.5	36.1	69.7	96.4	180.5
매출채권 등	189.6	206.4	228.7	244.8	250.3
재고자산	241.3	295.1	326.9	350.0	357.8
기타유동자산	22.9	24.9	27.3	29.2	29.8
비유동자산	377.7	344.9	427.2	388.4	320.4
투자자산	74.3	66.4	119.1	119.1	119.1
금융자산	74.3	0.2	0.2	0.2	0.2
유형자산	172.9	182.4	172.2	136.3	70.8
무형자산	70.9	28.0	25.4	22.6	20.1
기타비유동자산	59.6	68.1	110.5	110.4	110.4
자산총계	1,196.1	1,170.7	1,256.2	1,286.0	1,316.3
유동부채	495.4	588.8	642.9	628.1	596.7
금융부채	370.5	463.0	505.8	481.6	447.1
매입채무 등	90.3	92.7	102.6	109.9	112.3
기타유동부채	34.6	33.1	34.5	36.6	37.3
비유동부채	127.1	89.3	104.2	108.1	109.4
금융부채	89.8	39.8	49.4	49.4	49.4
기타비유동부채	37.3	49.5	54.8	58.7	60.0
부채총계	622.5	678.1	747.1	736.2	706.2
지배주주지분	475.7	412.3	432.7	474.9	535.4
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	46.3	52.1	52.5	52.5	52.5
자본조정	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	(0.6)	(9.0)	(6.0)	(6.0)	(6.0)
이익잉여금	427.8	366.9	384.0	426.2	486.7
비지배주주지분	97.9	80.4	76.4	74.9	74.7
자본총계	573.6	492.7	509.1	549.8	610.1
순금융부채	95.8	203.3	309.0	257.5	138.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	71.8	(21.4)	23.6	113.9	165.3
당기순이익	46.1	(49.8)	32.3	58.7	78.3
조정	33.6	109.0	46.0	83.1	96.5
감가상각비	24.8	25.9	41.7	69.3	90.1
외환거래손익	(3.0)	(0.6)	(0.3)	13.8	6.4
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.8	83.7	4.6	(0.0)	0.0
영업활동자산부채 변동	(7.9)	(80.6)	(54.7)	(27.9)	(9.5)
투자활동 현금흐름	(129.5)	(25.1)	15.4	(45.0)	(28.7)
투자자산감소(증가)	114.1	(2.9)	(52.7)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(24.7)	(30.6)	(22.3)	(30.6)	(22.1)
기타	(218.9)	8.4	90.4	(14.4)	(6.6)
재무활동 현금흐름	(67.1)	19.8	(6.3)	(42.2)	(52.5)
금융부채증가(감소)	(64.5)	42.4	52.4	(24.2)	(34.5)
자본증가(감소)	1.1	5.9	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	10.9	(9.6)	(40.4)	(0.0)	0.0
배당지급	(14.6)	(18.9)	(18.6)	(18.0)	(18.0)
현금의 증감	(130.0)	(26.5)	33.6	26.7	84.1
Unlevered CFO	108.5	66.0	94.5	159.0	197.8
Free Cash Flow	46.4	(53.1)	0.8	83.3	143.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.15	BUY	23,000		
19.11.4	BUY	25,000	-24.38%	-23.20%
19.7.11	BUY	28,000	-32.52%	-26.96%
19.6.20	BUY	32,000	-21.27%	-2.97%
19.4.10	Neutral	32,000	-17.49%	-2.97%
19.2.15	Neutral	25,000	3.64%	16.20%
18.11.20	Neutral	19,000	3.34%	17.11%
18.11.20	담당자변경	19,000	-	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 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 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2019년 11월 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.