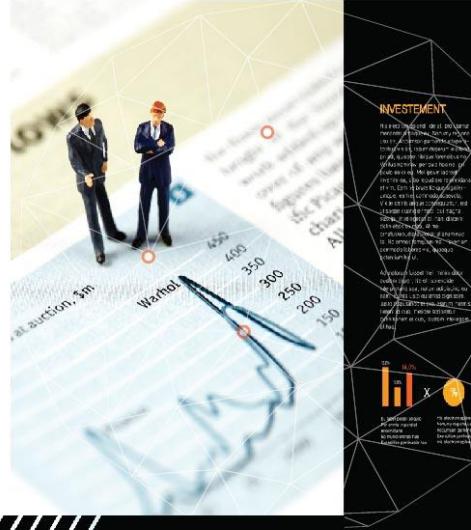


# 한세실업 (105630)

시간이 필요한 상황



► Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

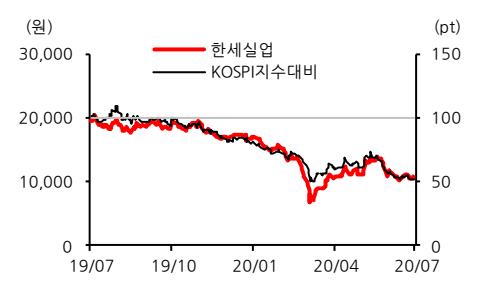
**Buy (유지)**

목표주가(하향): 14,000원

현재 주가(7/16)	11,300원
상승여력	▲23.9%
시가총액	4,520억원
발행주식수	40,000천주
52 주 최고가 / 최저가	20,350 / 6,810원
90 일 일평균 거래대금	24.54억원
외국인 지분율	6.3%
주주 구성	
한세에스 24 툴링스 (외 13인)	56.7%
국민연금공단 (외 1인)	11.3%
베어링자산운용 (외 3인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.9	6.6	-33.3	-42.5
상대수익률(KOSPI)	-3.0	-11.0	-30.5	-46.9
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,713	1,922	1,971	2,084
영업이익	39	59	22	61
EBITDA	64	101	41	75
지배주주순이익	-51	0	-9	35
EPS	-1,269	-6	-221	873
순차입금	203	295	350	390
PER	-15.6	-2,776.2	-51.2	12.9
PBR	1.9	1.7	1.2	1.2
EV/EBITDA	15.5	9.8	19.6	11.3
배당수익률	2.3	2.9	4.9	5.3
ROE	-11.4	-0.1	-2.3	9.3

## 주가 추이



한세실업 2Q20 실적은 매출액은 방호복 및 마스크 생산 확대로 양호 하나, 주력사업인 OEM 사업의 부진으로 영업적자를 기록할 것으로 예상합니다. 실적 부진은 3 분기에도 지속될 것으로 전망합니다. 궁극적으로 실적 회복을 위해서는 OEM 사업의 실적 회복이 필요해 보입니다.

## 2Q20 Preview : 피할 수 없는 부진

한세실업 2Q20 연결기준 매출액 4,261억원(-0.8%, 이하 yoy 성장률 기준 동일), 영업손실 -62억원(적자전환), 지배주주 순손실 -67억원(적자전환)으로 본격적인 코로나19 타격에 따라 실적 부진은 불가피할 것으로 예상한다.

1) OEM 사업 매출액은 3,672억원(+3.5%), 달러기준 매출액 2.9억달러(+2.0%), 영업적자 -47억원(적자전환) 예상한다. 주력 사업인 의류 OEM 사업 매출은 -25% 정도 감소할 것으로 예상하나, 전분기와 마찬가지로 방호복과 마스크 생산이 늘어나면서 매출액은 소폭 성장할 것으로 예상한다. 다만 저마진의 방호복&마스크 생산 확대와 의류 OEM 사업에서의 단가 인하와 물량 감소, 부도 처리된 바이어들의 손실 반영 등으로 적자 전환은 불가피할 것으로 예상한다.

2) 자회사 한세엠케이(지분 50%) 사업 매출액 589억원(-21.2%), 영업적자 -15억원(적자전환)으로 내수 경기 침체와 브랜드력 약화 영향으로 부진이 지속되나 효율성 제고를 통해 전분기 대비해서는 개선되는 모습을 나타낼 것으로 예상한다.

## 시간이 필요한 상황

상대적으로 마스크와 방호복 생산 물량 확대로 동종업체 대비 매출액은 감소하지 않고 유지되고 있다. 궁극적으로 실적 회복을 위해서는 주력사업인 OEM 사업의 실적 회복이 필요하나 시간이 다소 필요해 보인다. 실적 추정치를 하향하여 목표주가는 14,000원으로 하향 조정한다. 의류 OEM 산업에서 위기에 직면한 이후 나타났던 현상은 대형 업체에게 오더물량이 집중되는 오더컨설리데이션이다. 단기적으로 외부 환경적 요인에 따라 실적 부진은 불가피해보이나, 코로나19 진정 시 동사와 같은 대형 업체 중심으로 오더 물량이 집중될 것으로 전망된다. 이에 중기적인 관점에서 투자의견 Buy를 유지한다.

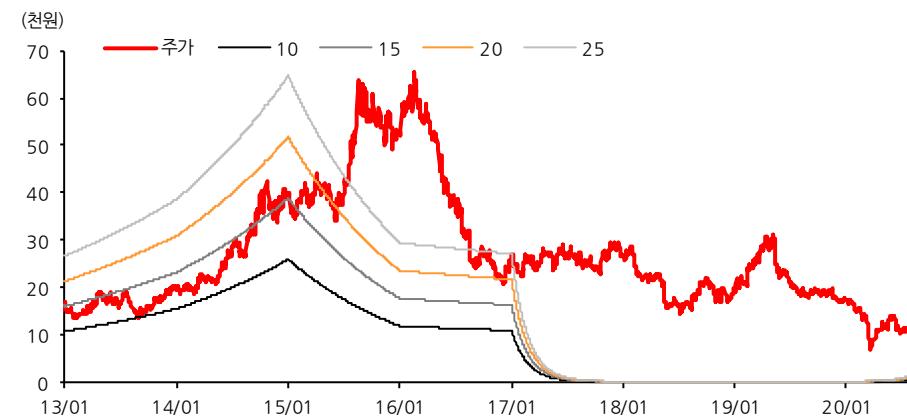
[표1] 한세실업 2Q20 실적 잠정치와 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E (a)	y/y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	429.6	572.5	497.5	394.1	426.1	-0.8	8.1	406.1	4.9
영업이익	19.1	39.1	-4.3	5.2	-6.2	적자전환	적자전환	6.2	-199.8
지배주주순이익	6.6	18.9	-28.5	-15.9	-6.7	적자전환	적자축소	4.4	-252.1
영업이익률(%)	4.5	6.8	-0.9	1.3	-1.5			1.5	
순이익률(%)	1.5	3.3	-5.7	-4.0	-1.6			1.1	

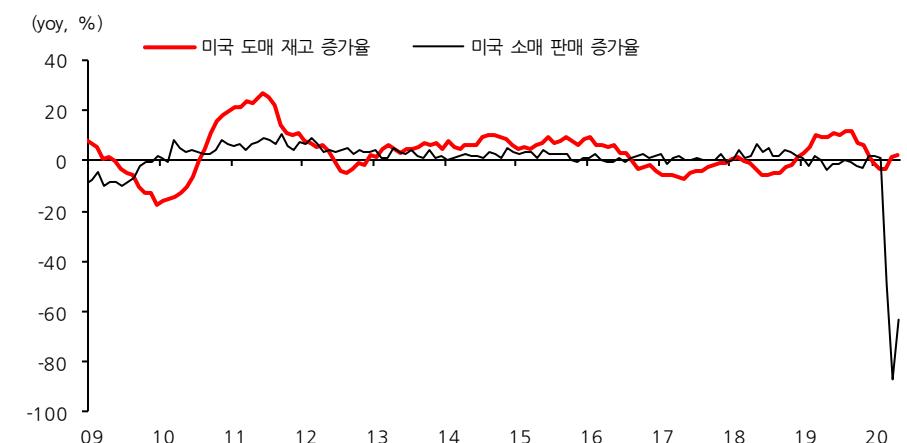
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한세실업 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국, 의류 소매 판매 및 도매 재고 증가율 추이



자료:Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한세실업 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	422.8	429.6	572.5	497.5	394.1	426.1	612.9	538.1	1,922.4	1,971.2	2,083.6
growth %	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	-0.8	7.1	8.2	12.2	2.5	5.7
OEM	345.9	354.9	505.8	408.4	347.3	367.2	551.9	450.7	1,614.9	1,717.2	1,812.4
growth %	19.9	12.6	13.7	19.7	0.4	3.5	9.1	10.4	16.2	6.3	5.5
sales %	81.8	82.6	88.4	82.1	88.1	86.2	90.1	83.8	84.0	87.1	87.0
원/달러	1,125.3	1,166.8	1,193.0	1,175.8	1,193.6	1,220.8	1,180.0	1,180.0	1,165.2	1,193.6	1,193.6
growth %	4.9	8.1	6.4	4.3	6.1	4.6	-7.1	0.4	5.9	2.4	0.0
달러매출(백만\$)	285.1	282.9	407.9	336.4	280.6	288.5	448.7	370.0	1,312.2	1,387.9	1,457.6
growth %	9.8	2.2	8.0	20.0	-1.6	2.0	10.0	10.0	9.9	5.8	5.0
MK Trend	76.9	74.7	66.6	89.2	46.8	58.9	61.0	87.4	307.5	254.0	271.2
growth %	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-21.2	-8.5	-2.0	-4.8	-17.4	6.8
sales %	18.2	17.4	11.6	17.9	11.9	13.8	9.9	16.2	16.0	12.9	13.0
영업이익	5.1	19.1	39.1	-4.3	5.2	-6.2	15.3	7.3	59.0	21.6	60.6
growth %	-136.5	70.0	29.4	격전	1.9	적전	-60.8	흑전	52.7	-63.3	180.2
margin %	1.2	4.5	6.8	-0.9	1.3	-1.5	2.5	1.4	3.1	1.1	2.9
세전이익	4.5	8.7	22.9	-42.9	-21.0	-9.6	11.5	3.1	-6.8	-16.0	42.3
growth %	흑전	흑전	-13.6	격지	적전	적전	-49.6	흑전	적축	적확	흑전
margin %	1.1	2.0	4.0	-8.6	-5.3	-2.3	1.9	0.6	-0.4	-0.8	2.0
지배주주순이익	2.7	6.6	18.9	-28.5	-15.9	-6.7	9.8	3.9	-0.2	-8.8	34.9
growth %	흑전	흑전	-12.3	격축	적전	적전	-48.2	흑전	적축	적확	흑전
margin %	0.6	1.5	3.3	-5.7	-4.0	-1.6	1.6	0.7	0.0	-0.4	1.7

자료: 한세실업, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서						재무상태표								
12월 결산	2017	2018	2019	(단위: 십억 원)	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	(단위: 십억 원)	2020E	2021E	
<b>매출액</b>	1,711	1,713	1,922	1,971	2,084		<b>유동자산</b>	818	826	740	631	615		
매출총이익	390	387	402	367	425		현금성자산	365	299	240	140	118		
영업이익	57	39	59	22	61		매출채권	187	204	179	166	168		
EBITDA	81	64	101	41	75		재고자산	241	295	295	301	304		
순이자순익	-5	-6	-10	-11	-18		비유동자산	378	345	440	496	548		
외화관련손익	19	-12	-10	-9	0		투자자산	134	134	245	265	276		
지분법손익	0	0	0	0	0		유형자산	173	182	186	224	265		
<b>세전계속사업손익</b>	72	-48	-7	-16	42		무형자산	71	28	8	8	8		
당기순이익	46	-50	-17	-14	32		<b>자산총계</b>	1,196	1,171	1,179	1,127	1,163		
지배주주순이익	43	-51	0	-9	35		<b>유동부채</b>	495	589	641	618	641		
증가율(%)							매입채무	68	66	73	128	130		
매출액	10.6	0.1	12.2	2.5	5.7		유동성이자부채	371	463	492	450	470		
영업이익	-30.7	-31.7	52.7	-63.3	180.2		비유동부채	127	89	83	85	85		
EBITDA	-17.0	-20.7	55.9	-59.2	82.1		비유동이자부채	90	40	43	41	39		
순이익	0.2	적전	적지	적지	흑전		<b>부채총계</b>	622	678	724	703	726		
이익률(%)							자본금	20	20	20	20	20		
매출총이익률	22.8	22.6	20.9	18.6	20.4		자본잉여금	46	52	55	56	56		
영업이익률	3.3	2.3	3.1	1.1	2.9		이익잉여금	428	367	350	322	335		
EBITDA 이익률	4.8	3.8	5.2	2.1	3.6		자본조정	-18	-27	-28	-28	-28		
세전이익률	4.2	-2.8	-0.4	-0.8	2.0		자기주식	-18	-18	-18	-18	-18		
순이익률	2.7	-2.9	-0.9	-0.7	1.5		<b>자본총계</b>	574	493	455	425	437		
현금흐름표						주요지표					(단위: 원, 배)			
12월 결산	2017	2018	2019	(단위: 십억 원)	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	(단위: 원, 배)	2020E	2021E	
<b>영업현금흐름</b>	72	-21	88	19	11		<b>주당지표</b>							
당기순이익	46	-50	-17	-14	32		EPS	1,081	-1,269	-6	-221	873		
자산상각비	25	26	42	19	14		BPS	11,892	10,306	9,945	9,250	9,573		
운전자본증감	-8	-81	4	24	-3		DPS	450	450	500	550	600		
매출채권 감소(증가)	4	-22	27	25	-2		CFPS	2,712	1,651	2,588	96	367		
재고자산 감소(증가)	9	-62	-14	-4	-4		ROA(%)	3.5	-4.3	0.0	-0.8	3.0		
매입채무 증가(감소)	-7	0	8	21	2		ROE(%)	9.3	-11.4	-0.1	-2.3	9.3		
<b>투자현금흐름</b>	-129	-25	-15	-22	20		ROIC(%)	5.9	4.6	6.9	2.5	6.9		
유형자산처분(취득)	-25	-31	-44	-22	-18		<b>Multiples(x, %)</b>							
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1		PER	24.9	-15.6	-2,776.2	-51.2	12.9		
투자자산 감소(증가)	-151	16	28	9	50		PBR	2.3	1.9	1.7	1.2	1.2		
<b>재무현금흐름</b>	-67	20	-27	-68	-4		PSR	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2		
차입금의 증가(감소)	-37	39	-6	-68	18		PCR	9.9	12.0	6.7	117.5	30.8		
자본의 증가(감소)	-15	-19	-19	-20	-22		EV/EBITDA	14.4	15.5	9.8	19.6	11.3		
배당금의 지급	15	19	19	20	22		배당수익률	1.7	2.3	2.9	4.9	5.3		
<b>총현금흐름</b>	108	66	104	4	15		<b>안정성(%)</b>							
(-)운전자본증가(감소)	-10	72	-50	-29	3		부채비율	108.5	137.6	159.2	165.6	166.0		
(-)설비투자	25	32	45	23	18		Net debt/Equity	16.7	41.3	64.8	82.5	89.3		
(+)자산매각	1	0	0	0	-1		Net debt/EBITDA	117.7	315.3	293.3	854.0	523.2		
Free Cash Flow	94	-37	109	9	-8		유동비율	165.2	140.3	115.4	102.1	96.0		
(-)기타투자	-28	19	44	13	11		이자보상배율(배)	4.6	2.6	3.0	1.1	2.2		
잉여현금	123	-56	64	-4	-18		<b>자산구조(%)</b>							
<b>NOPLAT</b>	36	28	43	16	45		투하자본	54.4	59.3	55.9	61.0	63.4		
(+) Dep	25	26	42	19	14		현금+투자자산	45.6	40.7	44.1	39.0	36.6		
(-)운전자본투자	-10	72	-50	-29	3		<b>자본구조(%)</b>							
(-)Capex	25	32	45	23	18		차입금	44.5	50.5	54.0	53.6	53.8		
OpFCF	46	-49	89	41	38		자기자본	55.5	49.5	46.0	46.4	46.2		

주: IFRS 연결 기준

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2020년 7월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손효주) 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 한세실업 주가 및 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2019.09.04 담당자변경 손효주	2019.09.04 Buy 25,000	2019.10.14 Buy 25,000	2019.10.21 Buy 25,000	2019.11.15 Buy 25,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.11.22 Buy 25,000	2020.01.07 Buy 25,000	2020.03.17 Buy 15,000	2020.07.17 Buy 14,000		

## [ 목표주가 변동 내역별 고리율 ]

\*고리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.09.04	Buy	25,000	-31.72	-21.20
2020.03.16	Buy	15,000	-26.09	-6.00
2020.07.17	Buy	14,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%