

## 한세실업

BUY(상향)

105630 기업분석 | 의류

목표주가(상향)	18,000원	현재주가(08/14)	14,350원	Up/Downside	+25.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 08. 18

## 불안감을 낮춰가는 중

## Comment

**예상보다 선방한 OEM 실적:** 2Q20 연결매출 4,536억원(+5.6%YoY), 영업이익 -15억원으로 매출은 당사 추정치와 컨센서스를 상회했으나 영업이익은 자회사 영업적자로 시장 기대치를 하회했다. 다만 순이익은 환평가 이익 반영 등으로 74억원 흑자를 기록했다. 의류OEM 매출이 10%YoY 이상 증가해 원달러 환율 효과를 제거하고도 볼륨 성장에 성공했는데 면마스크나 방호복 매출이 증가함에 따른 것으로 보이며, 마트 바이어 이외 스페셜티 바이어들의 수주가 예상보다 선방했을 것으로 판단한다. 한편 코로나19 영향으로 공급자 입장에서 생산 차질이 원가 부담으로 다가왔을 것으로 보이며, 자회사 한세엠케이의 보수적인 재고 관리도 이익 부진의 주요인이었을 것으로 판단된다.

**불안감 조금씩 낮추는 중:** 바이어별로 체감하는 바는 다르겠지만 코로나19로 인한 소비 침체가 사회적 거리두기의 완화로 점차 리테일 환경이 회복되고 있는 점을 미루어 보아 3Q20 OEM 실적 부진폭이 예상보다 강하지 않을 수 있을 것으로도 기대된다. 방호복이나 마스크 수요가 지속적으로 높아지고 있는 가운데 위생 관련 용품의 생산 증가가 3Q20 실적에도 긍정 효과를 낼 것으로 판단한다. 다만 관련 용품의 시장 공급량 증가로 납품 단가는 우하향 트렌드를 벗어나지 못할 것으로 보여 마진 개선은 제한적일 것으로 전망한다. 한세엠케이는 국내와 중국 유통채널의 트래픽 회복으로 상반기보다 실적 감소폭을 상당히 줄일 수 있을 것으로 보여 영업적자에서 벗어나길 기대해본다.

## Action

**트레이딩 접근 선호:** 실적 추정치 상향과 밸류에이션 시점 조정으로 목표주가를 상향 제시한다. 역설적으로 코로나19 수혜를 받는 OEM사가 많지 않은데 업종 내 차별화된 볼륨 성장을 보여줌으로써 주가는 실적 우려를 조금씩 지울 것으로 보인다. 현 주가는 불확실성을 충분히 반영했다고도 보여져 비록 회복 속도가 더딜지라도 주가 방향성은 우상향을 예상해 투자 의견을 BUY로 상향한다.

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	1,713	1,922	1,965	2,067	2,202
(증가율)	0.1	12.2	2.2	5.2	6.5
영업이익	39	59	38	54	104
(증가율)	-31.7	52.7	-34.8	41.4	90.9
지배주주순이익	-51	0	13	23	65
EPS	-1,269	-6	333	579	1,623
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	43.0	24.8	8.8
PBR (H/L)	2.8/1.4	3.2/1.7	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA (H/L)	22.0/13.3	15.9/10.1	12.8	12.1	7.8
영업이익률	2.3	3.1	2.0	2.6	4.7
ROE	-11.4	-0.1	3.4	5.9	15.5

## Stock Data

52주 최저/최고	6,810/19,900원
KOSDAQ /KOSPI	835/2,407pt
시가총액	5,740억원
60일-평균거래량	218,412
외국인지분율	7.1%
60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
주요주주	한세에스24홀딩스 외 12 인 56.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	35.4	28.1	-27.9
상대기준	22.8	2.4	-41.9

도표 1. 한세실업 연간 추정치 조정

(단위: 십억원 %)

	20E			21E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	1,965	1,779	10.4	2,067	1,884	9.7
영업이익	38	41	-6.1	54	51	6.7
순이익	13	-22	-	23	17	34.9
지배주주순이익	13	-22	-	23	17	34.9

자료: DB금융투자

도표 2. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	19	20E	21E
연결매출	423	430	572	498	394	454	592	525	1,922	1,965	2,067
%YoY	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	5.6	3.4	5.5	12.2	2.2	5.2
OEM	346	355	506	408	347	392	531	441	1,615	1,711	1,816
%YoY	19.9	12.6	13.7	19.8	0.4	10.5	4.9	8.1	16.2	6.0	6.1
한세엠케이	77	75	67	89	47	61	61	84	307	253	251
%YoY	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-17.8	-7.7	-6.2	-4.8	-17.6	-1.0
매출원가	333	327	449	412	318	381	482	421	1,521	1,602	1,667
% of sales	78.9	76.0	78.5	82.7	80.8	83.9	81.4	80.2	79.1	81.5	80.6
매출총이익	89	103	123	86	76	73	110	104	402	363	400
% of sales	25.9	29.1	24.4	17.3	21.8	18.6	20.8	19.8	24.9	21.2	22.0
판관비	84	84	84	90	70	74	87	93	343	324	346
%YoY	-0.4	1.1	4.5	-9.6	-16.5	-11.5	3.2	2.7	-1.5	-5.4	6.6
% of sales	19.9	21.0	15.0	18.1	17.9	16.4	14.7	17.6	21.2	18.9	19.0
영업이익	5	19	39	-4	5	-1	23	12	59	38	54
%YoY	NA	70.0	29.4	NA	1.9	NA	-40.9	NA	52.9	-34.8	41.4
% of sales	1.2	4.5	6.8	-0.9	1.3	-0.3	3.9	2.2	3.1	2.0	2.6
OEM	9.3	18.0	41.1	14.4	10.0	1.6	22.5	7.9	82.9	42.0	52.4
%YoY	NA	138.2	34.1	37.8	7.3	-91.0	-45.4	-45.2	129.1	-49.3	24.8
% of sales	2.2	4.2	7.2	2.9	2.5	0.4	3.8	1.5	4.3	2.1	2.5
한세엠케이	-4.2	1.1	-2.1	-18.7	-4.8	-3.1	0.6	3.8	-23.9	-3.5	2.0
%YoY	NA	-70.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
% of sales	-5.4	1.5	-3.1	-21.0	-10.2	-5.1	1.0	4.5	-7.8	-1.4	0.8

자료: DB금융투자

도표 3. 글로벌 OEM Peer 및 주요 바이어 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: m\$, %, x)

		OEM					바이어		
		ECLAT	MAKALOT	YUE YUEN	SHENZHO	영원무역	한세실업	GAP	VF
								컬럼비아	스포츠웨어
	시가총액	3,145	1,344	2,646	17,679	867	350	4,993	23,514
19	매출액	910	876	10,105	3,282	2,050	1,650	16,383	10,489
20E		830	847	9,033	3,216	1,990	1,646	13,173	8,780
21E		929	908	10,299	3,805	2,128	1,744	14,928	10,570
19	영업이익	177	81	476	771	204	51	574	928
20E		142	81	181	733	186	44	-820	609
21E		172	90	481	936	216	67	603	1,301
19	순이익	139	62	301	738	143	-0	351	679
20E		109	59	40	690	134	21	-721	440
21E		133	65	281	847	153	43	360	995
19	EBITDA	204	97	971	920	273	86	2,355	2,008
20E		164	94	586	905	258	78	-336	949
21E		197	103	888	1,111	291	96	1,151	1,657
19	EPS 성장률	-1.8	26.3	-1.1	12.3	47.1	99.5	-64.4	-27.7
20E		-20.9	-4.0	-84.0	-6.0	-8.2	흑전	-198.0	-58.9
21E		21.4	10.0	503.4	23.2	14.9	134.1	151.5	130.2
19	P/E	26.6	20.2	12.5	24.0	12.7	24.5	11.2	22.6
20E		28.5	22.7	56.6	25.4	6.5	19.2	N/A	54.8
21E		23.4	20.6	9.4	20.6	5.7	8.2	13.5	23.8
19	P/B	5.4	3.1	1.5	4.7	1.1	2.2	3.1	7.9
20E		5.0	4.1	0.7	4.5	0.5	1.1	2.2	7.9
21E		4.6	3.9	0.6	4.0	0.5	1.0	2.1	8.0
19	ROE	39.3	25.1	8.8	18.9	12.1	27.3	43.0	17.9
20E		17.6	18.2	1.8	18.4	8.5	5.2	-32.8	11.5
21E		20.5	19.0	7.2	20.5	9.1	12.1	15.5	32.3

자료: Bloomberg, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	826	740	919	1,044	1,099
현금및현금성자산	36	82	91	175	209
매출채권및기타채권	206	181	216	224	235
재고자산	295	295	298	318	337
비유동자산	345	440	417	401	397
유형자산	182	186	166	149	145
무형자산	28	8	5	6	6
투자자산	66	148	148	148	148
자산총계	1,171	1,179	1,360	1,469	1,520
유동부채	589	641	728	793	800
매입채무및기타채무	93	104	105	111	118
단기차입금및단기차	391	464	544	604	604
유동성장기부채	72	12	17	17	17
비유동부채	89	83	183	223	223
사채및장기차입금	40	29	129	169	169
부채총계	678	724	911	1,017	1,024
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	55	55	55
이익잉여금	367	350	344	347	393
비지배주주지분	80	57	57	57	56
자본총계	493	455	449	452	497

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-21	88	60	46	111
당기순이익	-50	-17	13	23	64
현금유출이없는비용및수익	115	121	69	65	71
유형및무형자산상각비	26	42	48	38	36
영업관련자산부채변동	-80	4	-20	-38	-14
매출채권및기타채권의감소	-22	27	-35	-9	-10
재고자산의감소	-62	-14	-4	-20	-19
매입채무및기타채무의증가	0	8	2	6	7
투자활동현금흐름	-25	-15	-21	-14	-27
CAPEX	-32	-45	-25	-22	-32
투자자산의순증	8	-82	0	0	0
재무활동현금흐름	20	-27	142	52	-50
사채및차입금의 증가	42	32	185	100	0
자본금및자본잉여금의증가	6	3	0	0	0
배당금지급	-19	-19	-20	-20	-20
기타현금흐름	0	0	-171	0	0
현금의증가	-26	46	10	84	34
기초현금	63	36	82	91	175
기말현금	36	82	91	175	209

자료: 한세실업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,713	1,922	1,965	2,067	2,202
매출원가	1,326	1,521	1,602	1,667	1,729
매출총이익	387	402	363	400	473
판매비	348	343	324	346	370
영업이익	39	59	38	54	104
EBITDA	64	101	86	92	140
영업외손익	-87	-66	-23	-27	-28
금융손익	-7	-11	-19	-13	-24
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-80	-55	-4	-14	-4
세전이익	-48	-7	16	27	76
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-17	13	23	64
지배주주지분순이익	-51	0	13	23	65
비지배주주지분순이익	1	-17	0	0	-1
총포괄이익	-51	-17	13	23	64
증감률(%YoY)					
매출액	0.1	12.2	2.2	5.2	6.5
영업이익	-31.7	52.7	-34.8	41.4	90.9
EPS	적전	적지	흑전	73.6	180.4

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

## 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)					
EPS	-1,269	-6	333	579	1,623
BPS	10,306	9,945	9,788	9,876	11,009
DPS	450	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	43.0	24.8	8.8
P/B	1.9	1.7	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.7	10.4	12.8	12.1	7.8
수익성(%)					
영업이익률	2.3	3.1	2.0	2.6	4.7
EBITDA마진	3.8	5.2	4.4	4.5	6.3
순이익률	-2.9	-0.9	0.7	1.1	2.9
ROE	-11.4	-0.1	3.4	5.9	15.5
ROA	-4.2	-1.5	1.0	1.6	4.3
ROIC	5.3	17.9	4.3	6.0	11.2
안정성및기타					
부채비율(%)	137.6	159.2	203.1	225.0	206.2
이자보상배율(배)	2.6	3.0	1.6	1.9	3.4
배당성향(배)	-35.5	-113.6	148.6	85.6	30.5

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 기재된 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 투자이익률(2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

가입 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/07/12	Buy	19,000	-13.8 -7.4	20/05/18	Hold	12,000	-2.9 17.5
18/08/16	Buy	22,000	-11.3 8.6	20/08/18	Buy	18,000	-
19/02/15	Buy	29,000	-12.0 -1.7				
19/04/01	Buy	37,000	-21.2 -16.1				
19/05/16	Buy	34,000	-41.2 -26.9				
19/11/15	Buy	25,000	-36.2 -24.6				
20/03/16	Buy	14,000	-27.3 -11.1				

주: \*표는 담당자 변경