

2020. 8. 18



▲ 화장품/섬유의복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **22,000 원**

현재주가 (8.14) **14,350 원**

상승여력 **53.3%**

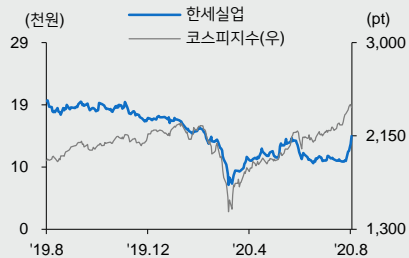
KOSPI	2,407.49pt
시가총액	5,740억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.39%
외국인비중	7.07%
52주 최고/최저가	19,900원/6,810원
평균거래대금	26.7억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 12인	56.66
국민연금공단	11.02
베어링자산운용 외 2인	6.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.4	-7.7	-27.9
상대주가	22.8	-14.0	-41.9

주가그래프



한세실업 105630

Kanye West 와 Gap 이 만났을 때

- ✓ 섬유이복 차선호주로서 매수 접근 추천
- ✓ 성장률 최우수: 2H20E 매출액 성장률 한세실업 +7% vs. 커버리지 평균 -4%
- ✓ 턴어라운드: 2021E 예상 순이익 557억원, 4년만에 흑자 전환
- ✓ 매출 증가: ① 마스크 물량 추가 지속, ② Yeezy Gap 출시 따른 낙수효과
- ✓ 이익 증가: ① 매출원가 감소, ② 판관비 절감, ③ 기타비용 축소

때가 왔다

한세실업 살 때가 왔다. ① 매출이 늘어난다. [마스크 수주] 2020E 방호 제품 수주만 2,600억원에 달할 전망이다. 마스크 착용 필수화로 물량 확보에의 지속 가능성이 높다. 2021E 관련 수주로 800억원을 추산한다(OEM 매출 비중 4.4%).

[Yeezy Gap] Gap과 Kanye West가 만난다. 1H21E 콜라보레이션 출시 예정으로, 예상 매출액은 10억달러다. OEM사 선정은 미정이다. 채택되지 못하더라도 낙수효과는 분명하다. 저단가 캐주얼 특성상 트래픽 확장이 용이하기 때문이다. 채택될 시 예상 매출 증분은 632억원이다(OEM 매출 비중 3.5%).

② 이익이 증가한다. [매출원가 감소] 후방 수직계열화를 통한 중간 마진 내재화가 기대된다. 2Q20 칼라엔터치와 C&T VINA의 합산 순이익이 최초로 흑자를 기록하기도 했다. 원사 가격 하락에 따른 원재료비 절감 또한 기대 가능하다.

[판관비 절감] 한세엠케이가 간접 비용을 통제하면서 연결 판관비를 낮추고 있다. 2021E 매출액 대비 광고비로 1.0%(-1.0%p)를 추정한다. 대손충당금도 축소된다(2020E 110억원 → 2021E 50억원). 더 이상 거래선 파산 등의 잠재 손실은 없다.

[기타비용 축소] 영업외비용이 크게 줄어들면서, 순이익이 흑자로 전환할 전망이다. 무형자산 상각이 완료되었으며, 달러 약세로 외화환산손실의 감소가 예상된다.

투자의견 및 적정주가 상황, 업종 내 차선호주로서 제시

한세실업에 대한 투자의견(Hold → Buy)과 적정주가(12,000원 → 22,000원)를 상향한다. 2021E EPS에 Makalot PER(25% 할인)을 적용해 산출하였다. 업종 내 유일한 성장주이자, 턴어라운드주이다. 섬유이복 차선호주로서 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,712.7	38.6	-50.8	-1,269	-208.0	10,306	-	1.9	16.7	-11.4	137.6
2019	1,922.4	59.0	-0.3	-6	-65.3	9,945	-	1.7	10.4	-0.1	159.2
2020E	1,990.7	43.4	-2.1	-53	-48.5	9,032	-	1.6	10.6	-0.6	173.5
2021E	2,079.7	97.3	55.7	1,393	733.1	9,935	10.3	1.4	6.5	14.7	153.8
2022E	2,165.5	106.5	61.3	1,533	11.6	10,978	9.4	1.3	5.9	14.7	136.2

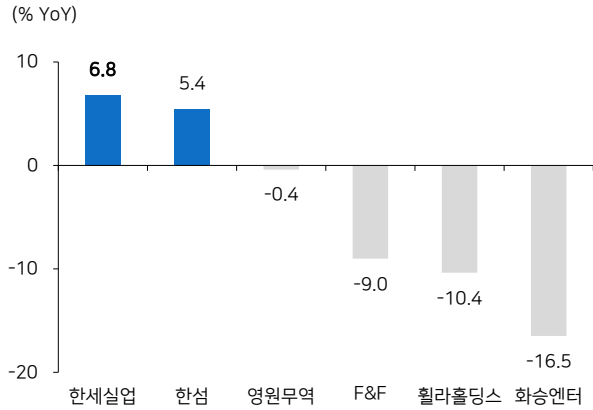


Contents

Key Chart	3
1. 투자 포인트	4
매출 성장 ① 마스크, 특수가 아니다	5
매출 성장 ② YEEZY X GAP	7
이익 성장 ① 매출원가 개선 → GPM ↑	9
이익 성장 ② 판관비 축소 → OPM ↑	11
이익 성장 ③ 기타비용 제거 → NPM ↑	12
2. 실적 전망	13
Review: 내일을 위한 '빅배스'	13
Preview: 드디어 '흑자'	14
3. 투자 의견	15
4. 리스크 요인	18

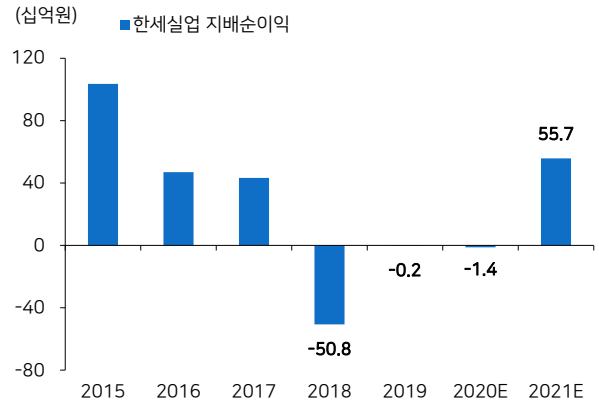
Key Chart

그림1 섬유 의복 매출 성장률 (2H20E): 한세실업 최우수



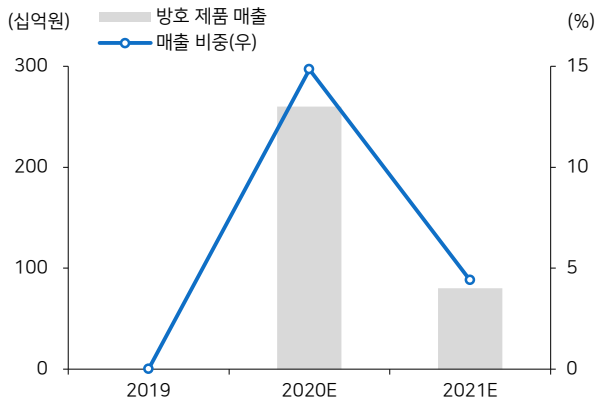
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림2 한세실업 순이익 추이 및 전망: 2021E 흑자 전환



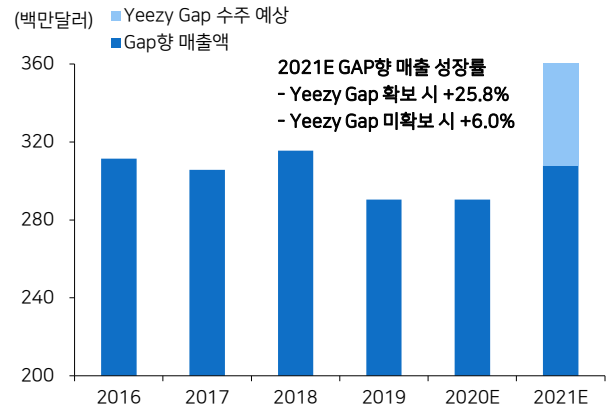
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림3 양적 성장 ① 마스크 수주



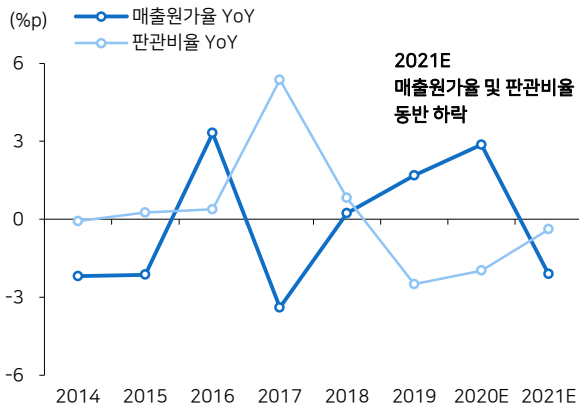
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 양적 성장 ② Kanye West & Gap 콜라보레이션



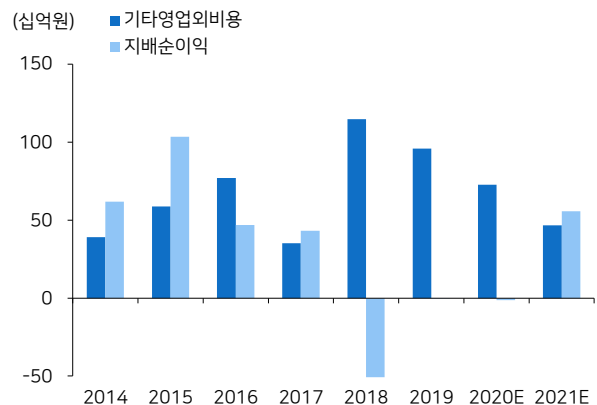
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 질적 성장 ① 비용 감소



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림6 질적 성장 ② 기타비용 축소



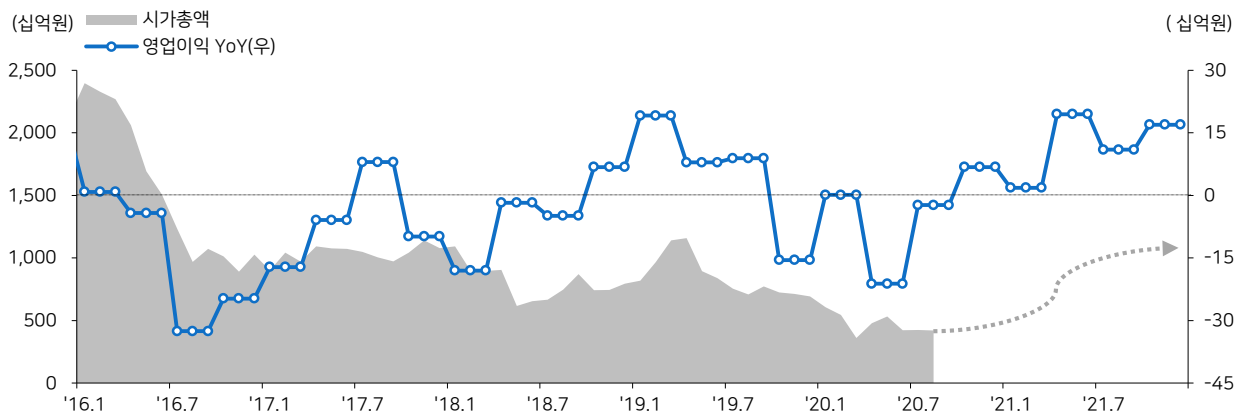
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

Part 1. 투자 포인트

한세실업 살 때가 왔다. 실적 개선이 두드러질 것으로 예상하는 바, 매수 관점에서 적극 추천한다. ① 매출이 늘어난다. 코로나 특수(= 마스크) 확보의 지속성 증대와 주력 고객사(= GAP) 수주 확대가 기대 가능하다. 2H20E 예상 매출 성장률은 +6.8%로, 당사 섬유외복 커버리지 중 가장 높다. ② 증익이 뚜렷하다. 매출원가 감소(→ GPM↑), 판매비 절감(→ OPM↑), 기타비용 축소(→ NPM↑)에 기인한다. 2021E 순이익으로 557억원을 추정, 4년만에 흑자로 전환할 전망이다.

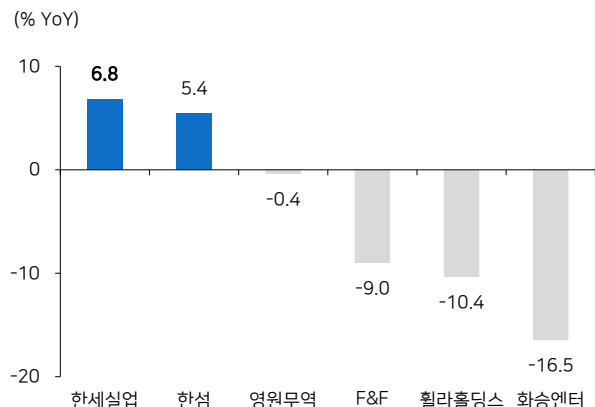
주가는 실적에 수렴한다. 한세실업에게는 더욱이 그렇다. 정성적 기대감을 표현하는 적용 멀티플에의 상향 요인이 부족하기 때문이다. ① OEM 특성상 자생적으로 매출 성장을 실현하기 어렵다. 전방 거래선 호조에 따른 낙수효과를 기대할 뿐이다. ② 부가가치 창출 또한 쉽지 않다. 고정비 절감을 위한 생산 법인 이전(→ 임금 절감) 및 후방 수직계열화(→ 원재료 조달 내재화) 모두 이루어 낸지 오래다.

그림7 한세실업 시가총액 vs. 영업이익 증감



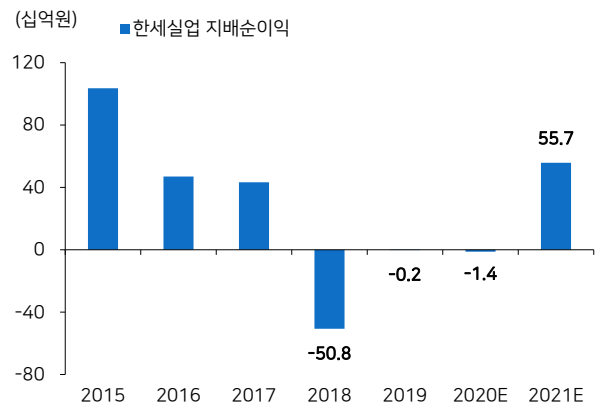
자료: Quantwise, 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림8 섬유외복 커버리지 매출 성장률 비교 (2H20E)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 한세실업 순이익 추이 및 전망



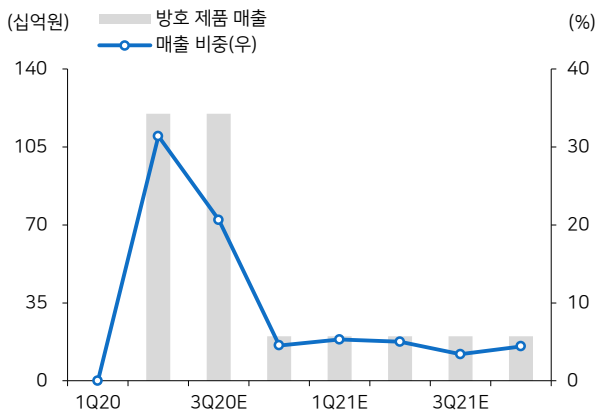
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

매출 성장 ① 마스크, 특수가 아니다

매출 성장의 주역은 '마스크'다. 코로나로 인해 취소/지연/감소된 생산분을 메우고도 남는다. 현재까지 확정된 물량은 총 2,400억원으로 (2Q20 1,200억원, 3Q20E 1,200억원), 2020E OEM 매출의 13.7% 수준이다. 4Q20E 이후에는 분기당 200억원씩(매출 비중 4.4%) 인식될 것으로 본다. 거래선의 초기 재고 비축은 상당 완료, 향후 수주는 초과 판매분에 따를 것으로 추정했다.

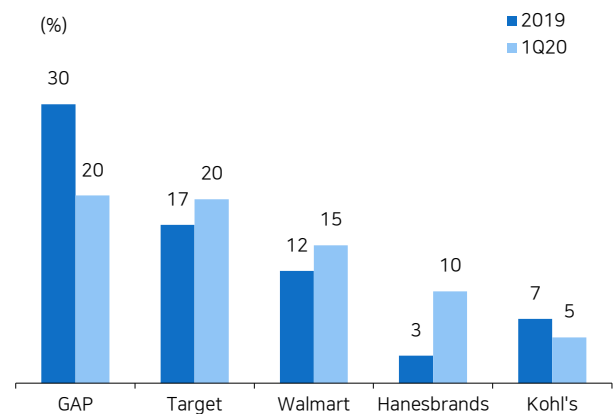
마스크, 더 이상 일시 특수가 아니다. 수주 확보에의 지속 가능성이 높다는 판단이다. ① 마스크 착용이 일상화, 필수화되고 있다. 미국 정부가 공공장소 내 마스크 미착用に 대해 벌금을 부과하는 것을 논의하고 있기도 하다. 한세실업 OEM 매출의 80%가 미국이다. ② 매스 브랜드가 특히 수혜다. 매장 접근이 용이하고, 가격 부담이 낮기 때문이다. 대형마트 PB 브랜드와 저가 캐주얼로 특정할 수 있겠다. 모두 한세실업의 주요 고객군이다.

그림10 한세실업 방호 제품 매출 추정



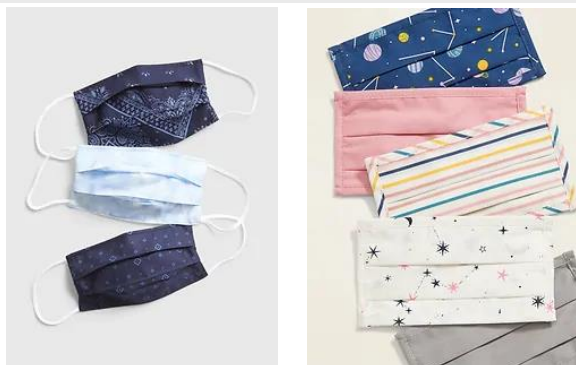
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 한세실업 OEM 주요 거래선별 매출 비중



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림12 마스크 출시 사례: ① Gap Inc.의 GAP 및 Old Navy



GAP
성인 남녀공용 마스크 (3개입)
\$15.00

OLD NAVY
어린이용 3중면 마스크 (5개입)
\$12.50

자료: Gap Inc., 메리츠증권 리서치센터

그림13 마스크 출시 사례: ② Hanesbrands의 Champions



CHAMPIONS
로고 면 마스크 (1개입)
\$10.00

CHAMPIONS
캐머플러지 로고 (1개입)
\$12.00

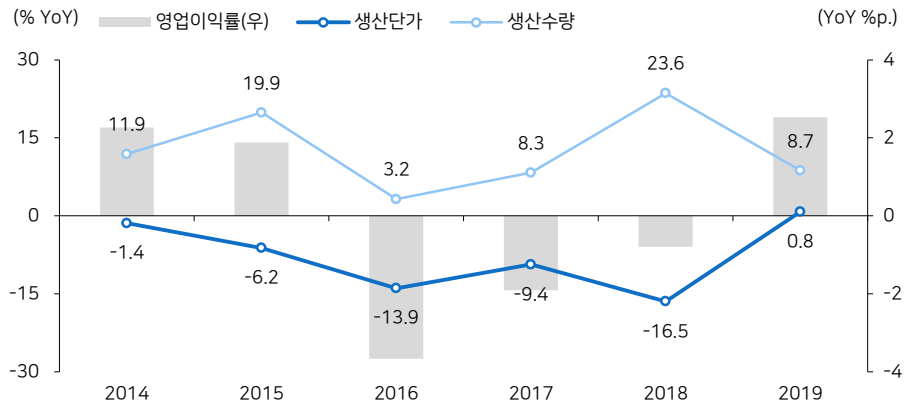
자료: Hanesbrands, 메리츠증권 리서치센터

마스크 생산 → 수익성 증대

마스크 생산으로 인한 마진 축소 우려는 기우에 불과하다. '마스크 추가 → 생산량 확대 → 가동율 상승 → 수익성 개선'에의 선순환을 기대함이 바람직하다. ① 한세 실업의 수익성은 단가(P) 보다 수량(Q)에 의해 결정된다. 생산량을 늘려 가동율을 높여야 돈이 된다는 말이다. 영업이익률이 상승했던 2014년(+2.3%p YoY)과 2015년(+1.9%p) 모두, P는 하락했으나(2014년 -1.4%, 2015년 -6.2%), Q는 증가했다(2014년 +11.9%, 2015년 +19.9%). 2019년의 경우도 마찬가지다. P(Flat)가 아닌 Q(+8.7%)의 확대가 수익성을 높였다(OPM +2.5%p).

② 마진 차이가 크지 않다. 2Q20 선적된 마스크는 기존 제품과 수익성이 유사했다(OPM 4% 추정). 선제적인 대응으로 협상력이 높았던 까닭이다. 향후 후발 업체들의 생산 확대와 그에 따른 단가 인하로 마진율이 줄어들 개연성은 있다. 단, 낙폭은 -1%p 내외로 유의미한 수준은 아닐 것으로 본다.

그림14 한세실업 생산단가/생산수량/영업이익률 증감



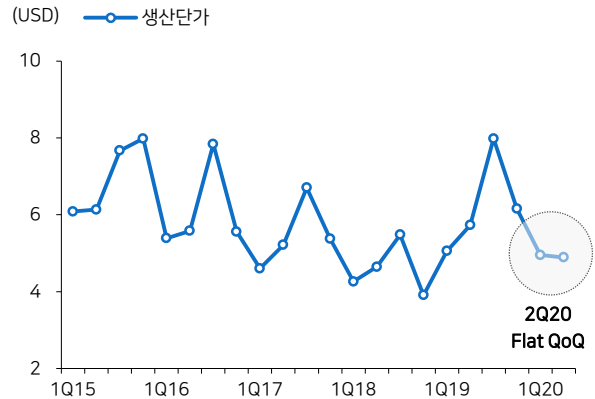
주: 생산단가는 OEM 달러 매출액을 생산물량으로 나누어 산출
 자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한세실업 분기별 생산수량



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림16 한세실업 분기별 생산단가



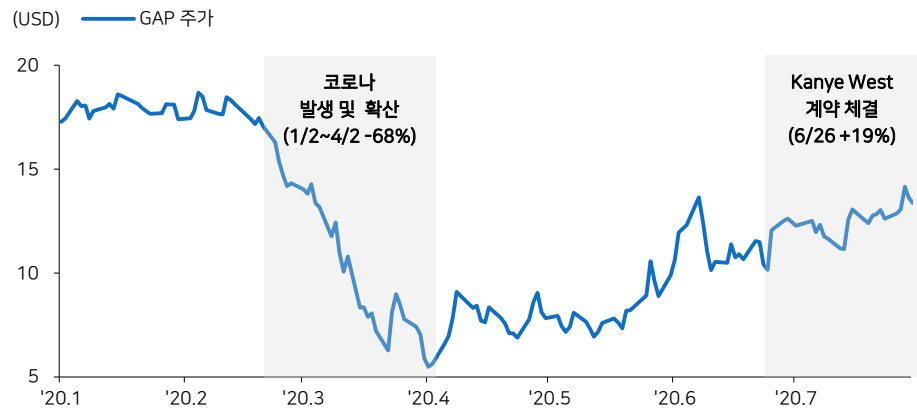
주: 생산단가는 OEM 달러 매출액을 생산물량으로 나누어 산출
 자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

매출 성장 ② YEEZY X GAP

Kanye West와 Gap이 만난다. 지난 6월 26일 Yeezy Gap으로 명칭한 콜라보레이션 계약이 체결되었다. 계약 기간은 10년이다. GAP의 주가가 급등한 요인이기도 하다(계약 당일 +19%, 체결 직전일~전일 +48%). 합리적인 가격에 전 카테고리(여성복/남성복/아동복)를 소개할 계획으로, 첫 번째 컬렉션은 내년 상반기 중 출시될 예정이다(온/오프라인 동시 전개).

Kanye West는 세계적인 힙합 가수이자, 패션계 거물 인사다. 2007~2013년 나이키와 Air Yeezy를 진행했으며, 2013년부터는 아디다스와 협업해왔다. 2015년 본인의 별명인 Yeezy를 상표로 등록한 후, 프리미엄 운동화 Yeezy Boost를 출시한다. 전 시즌(350 V1/V2/V3/V2S) 모두 조기에 품절되었고, 리셀(Resell; 재판매) 시장에서마저 인기리에 판매되고 있다. 2019년 Yeezy Boost 매출액은 15억 달러(한화 약 1.73조원)에 달한 것으로 알려져 있다.

그림17 Gap Inc. 주가 추이



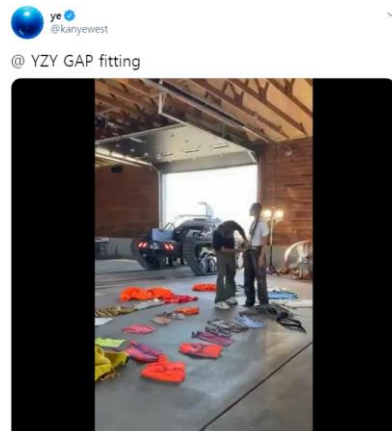
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 Kanye West 트위터: GAP과의 파트너십 체결 게시



자료: Twitter, 메리츠증권 리서치센터

그림19 Kanye West 트위터: Yeezy Gap 모델 피팅 게시



자료: Twitter, 메리츠증권 리서치센터

콜라보레이션은 항상 좋다. 차별화된 제품으로 소비자를 사로 잡고(Q↑), 희소성을 부여함으로써 프리미엄(P↑)을 얻히는 전략이다. Gap에게 밝은 미래가 드러난다. Yeezy Gap을 통해 부진의 늪을 벗어남과 동시에, 브랜드 이미지 개선을 꾀할 수 있을 것으로 기대한다(2015~2019년 Gap 매출액 CAGR -5.5%). 2021E Yeezy Gap의 예상 매출액은 10억달러로, 2019년 Gap 매출의 22% 수준이다.

Yeezy Gap의 OEM사는 아직 미정이다. ① 한세실업이 채택될 시, 관련 수주는 632억원로 2021E OEM 매출의 3.5%에 달할 전망이다. Yeezy Gap 예상 매출원가율 50%에 한세실업 벤더 점유율 11.6%를 곱한 값이다. 매출원가는 Gap Inc. 5개년 평균 매출원가율 62%에 20%를 할인하였다(Yeezy Gap 판가 +20% 예상). 점유율은 한세실업의 Gap향 매출을 Gap 매출원가에 나누어 산출했다.

② 채택되지 못하더라도 낙수효과는 분명하다. 저단가 캐주얼이라는 카테고리 특성상, 트래픽 확장이 용이하기 때문이다. Yeezy Gap 사리 갔다가, Gap 하나 더 담아가기 쉽단 뜻이다.

표1 한세실업 OEM 매출액 시나리오 분석									
(백만달러, %)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Gap 전체 매출액	6,352	6,165	5,751	5,455	5,318	5,160	4,634	3,726	5,285
YoY	1.6	-2.9	-6.7	-5.1	-2.5	-3.0	-10.2	-19.6	41.8
Gap 매출액	6,352	6,165	5,751	5,455	5,318	5,160	4,634	3,726	4,285
YoY	1.6	-2.9	-6.7	-5.1	-2.5	-3.0	-10.2	-19.6	15.0
Yeezy Gap 매출액	-	-	-	-	-	-	-	-	1,000
Gap 전체 매출원가(*1)	3,877	3,806	3,669	3,472	3,283	3,192	2,899	2,523	3,153
매출원가율	61.0	61.7	63.8	63.7	61.7	61.9	62.6	67.7	59.7
Gap 매출원가(*2)	3,877	3,806	3,669	3,472	3,283	3,192	2,899	2,523	2,657
매출원가율	61.0	61.7	63.8	63.7	61.7	61.9	62.6	67.7	62.0
Yeezy Gap 매출원가	-	-	-	-	-	-	-	-	496
매출원가율	-	-	-	-	-	-	-	-	49.6
Base Scenario: 기존 Gap만 소화									
한세실업 OEM 달러 매출액	1,131	1,247	1,403	1,246	1,223	1,262	1,383	1,452	1,539
YoY	12.9	10.3	12.5	-11.2	-1.8	3.2	9.5	5.0	6.0
Gap향 매출액(*3)	282.8	311.8	350.6	311.4	305.7	315.6	290.4	290.4	307.8
벤더 점유율(*3)/(*2)	7.3	8.2	9.6	9.0	9.3	9.9	10.0	11.5	11.6
Best Scenario: Yeezy Gap 추가									
한세실업 OEM 달러 매출액	1,131	1,247	1,403	1,246	1,223	1,262	1,383	1,452	1,596
YoY	12.9	10.3	12.5	-11.2	-1.8	3.2	9.5	5.0	10.0
Gap향 매출액(*4)	282.8	311.8	350.6	311.4	305.7	315.6	290.4	290.4	365.2
벤더 점유율(*4)/(*1)	7.3	8.2	9.6	9.0	9.3	9.9	10.0	11.5	11.6

주: 2020E은 Gap Inc. 연결 매출액(Bloomberg 컨센서스)에 2019년 Gap 비중(28.3%) 적용, 2021E은 Gap 매출액은 록다운 완전 해제 감안, 전년대비 +15% 성장에 Yeezy Gap 예상 매출 10억달러 합산하여 산출
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이익 성장 ① 매출원가 개선 → GPM ↑

원가 개선(-2.1%p YoY)을 통한 매출총이익률 향상이 기대된다. 2021E 예상 연결 매출원가율은 79.9%다(매출원가율: OEM 2020E 86.7% → 2021E 85.3%, 한세엠케이 2020E 47.2% → 2021E 42.2%).

[수직계열화 효과] 후방 수직계열화로 중간 마진을 내재화시킨다. 2013년 원단 가공 업체 C&T VINA를 인수하였고, 2014년 원단 영업 사무소 칼라엔터치를 설립하였다. 2016년부터 C&T VINA가 가공한 원단을, 칼라엔터치가 중개하여 판매하는 사업 구조가 작동하기 시작한다. 칼라엔터치 매출의 75%가 한세실업 본사 물량으로, 내재화 비중은 5.7% 수준이다. 2020E 칼라엔터치와 C&T VINA의 매출은 각각 +20%, +15% 증가, 합산 순이익은 최초로 흑자를 기록할 전망이다.

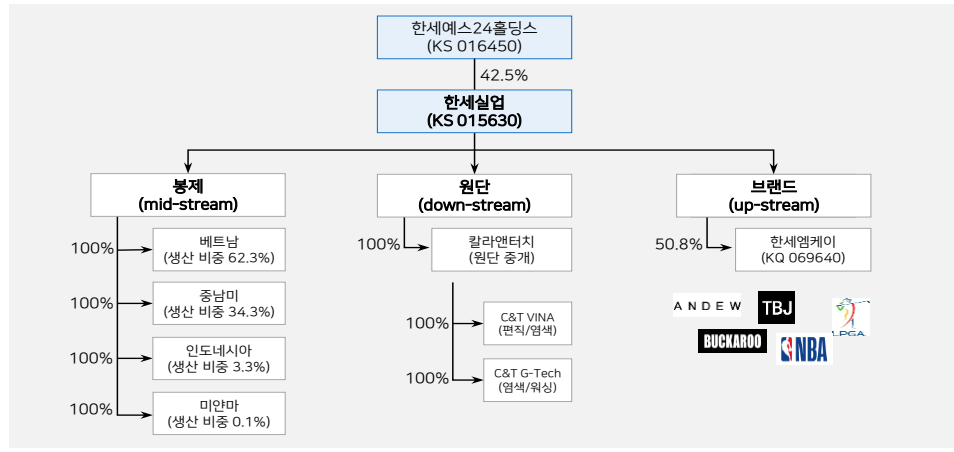
[원재료비 절감] 면화 가격 하락에 따른 제조원가 감소가 예상된다. 한세실업의 주요 원사 3개 품목 모두 하락세이며, 국제 면화가격 또한 파운드당 60달러로 안정화되고 있다. 전체 매출원가에서 원재료비가 차지하는 비중은 60.3%로 원단이 주를 이룬다. 주요 원사 가격의 등락과 매출원가율이 동행하는 이유이다.

표2 한세실업 후방 수직계열화 효과 분석

(백만원, %)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
C&T VINA 매출액	17,617	25,001	38,602	38,681	46,417	51,059	55,143
YoY	-13.7	41.9	54.4	0.2	20.0	10.0	8.0
칼라엔터치 매출액	29,534	52,372	92,464	100,206	115,237	124,456	130,679
YoY	-	77.3	76.6	8.4	15.0	8.0	5.0
C&T VINA 매출 중 칼라엔터치 비중	70.0	70.0	75.0	75.0	80.0	80.0	80.0
내부 거래(칼라엔터치 매출액)	12,332	17,501	28,952	29,011	37,134	40,847	44,115
외부 거래(타사 매출액)	5,285	7,500	9,651	9,670	9,283	10,212	11,029
칼라엔터치 매출 중 한세실업 본사 비중	70.0	70.0	70.0	70.0	75.0	75.0	75.0
내부 거래(한세실업 본사 매출액, *1)	20,674	36,661	64,725	70,145	86,428	93,342	98,009
외부 거래(타사 매출액)	8,860	15,712	27,739	30,062	28,809	31,114	32,670
한세실업 매출원가(*2)	1,204,976	1,186,655	1,194,669	1,375,533	1,518,493	1,549,442	1,609,531
내재화 비중(*1)/(*2)	1.7	3.1	5.4	5.1	5.7	6.0	6.1
C&T VINA 순이익	-4,466	-5,112	-4,911	-6,633	232	511	1,103
YoY	-416.5	-14.5	3.9	-35.1	흑전	120.0	116.0
순이익률	-25.3	-20.4	-12.7	-17.1	0.5	1.0	2.0
칼라엔터치 순이익	-490	1,115	1,335	884	1,729	2,489	3,267
YoY		흑전	19.7	-33.8	95.5	44.0	31.3
순이익률	-1.7	2.1	1.4	0.9	1.5	2.0	2.5
C&T VINA 및 칼라엔터치 합산 순이익	-4,956	-3,996	-3,575	-5,749	1,961	3,000	4,370
YoY	-473.2	19.4	10.5	-60.8	흑전	53.0	45.7
순이익률	-10.5	-5.2	-2.7	-4.1	1.2	1.7	2.4

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한세실업 지배구조



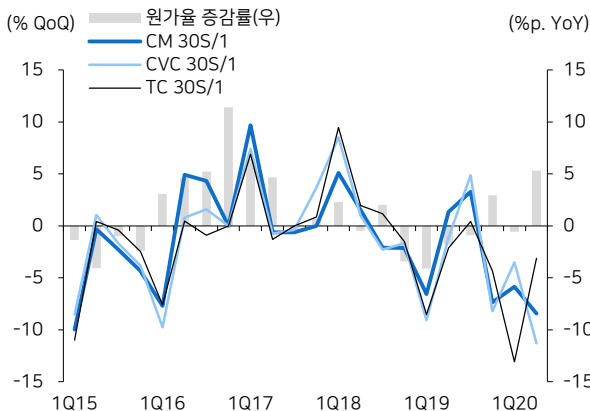
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표3 한세실업 OEM 법인 현황 (2Q20 기준)

설립 시기	법인명	위치	분야	공장 수	라인 수	생산 수량
2001년 3월	HANSAE VIETNAM CO., LTD	베트남, 호치민	봉제	9	131	5,665
2005년 4월	HANSAE TN CO., LTD	베트남, 타이닌	봉제	4	72	11,151
2010년 12월	HANSAE TG CO., LTD.	베트남, 락안장	봉제	6	122	26,379
2013년 3월	C&T VINA	베트남, 빈프억	원단 가공	2	-	-
2018년 3월	C&T G-Tech	베트남, 빈프억	염색 워싱	1	-	-
2005년 8월	PT. HANSAE INDONESIA UTAMA	인도네시아, 자카르타	봉제	1	13	1,200
2014년 2월	PT. BOMIN PERMATA ABADI	인도네시아,	봉제	1	20	609
2013년 6월	MYANMAR AYEYARWADDY	미얀마, 양곤	봉제	1	8	85
2011년 5월	MODAS B.I. APPAREL, S.A	중남미, 과테말라	봉제	1	7	1,190
2010년 8월	HANSAE GLOBAL, S.A	중남미, 과테말라	봉제	1	12	2,012
2015년 4월	HANSAE PINULA, C.A.	중남미, 과테말라	봉제	1	13	1,174
1998년 7월	HANSAE INTERNATIONAL, S.A.	중남미, 니카라과	봉제	4	68	13,771
2016년 1월	HANSAE HAITI S.A.	중남미, 아이티	봉제	3	50	2,488

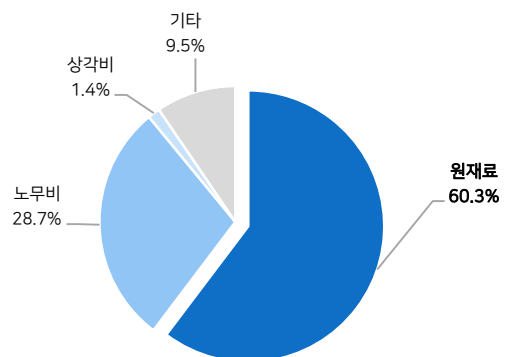
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림21 한세실업 원가율 vs. 주요 원사 가격



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림22 한세실업 매출원가 구성



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

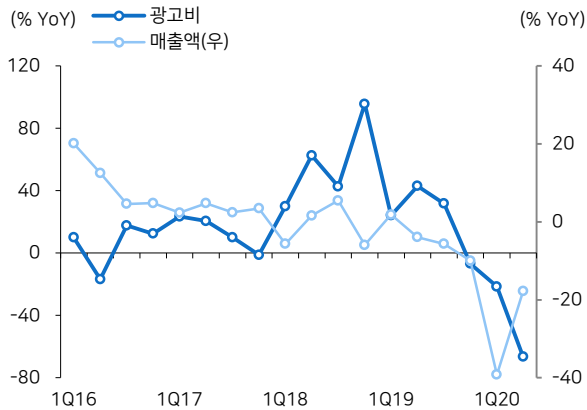
이익 성장 ② 판관비 축소 → OPM ↑

판관비 축소(-0.4%p YoY)에 따른 영업이익률 개선이 기대된다. 2021E 예상 연결 판관비율은 15.5%다(판관비율: OEM 2020E 9.9% → 2021E 9.4%, 한세엠케이 2020E 59.1% → 2021E 57.1%).

[엠케이 영업 효율화] 한세엠케이의 간접비 통제가 영업단의 흑자 전환을 이끌었다. 광고비 축소가 일레이다. 평균적으로 매출액 대비 1.2% 수준에서 집행되던 것이, 2018년 2.0%, 2019년에는 2.5%까지 크게 늘었다. 4Q19부터 비용 절감을 본격화, 전체 판관비가 낮아지고 있다.

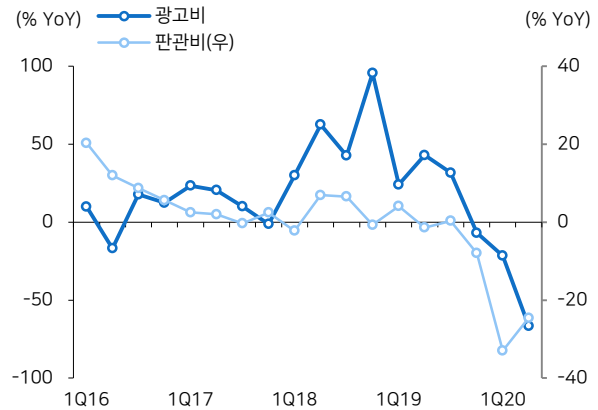
[대손충당금 축소] 2020E 매출채권대손충당금은 110억원으로 전년 대비 배증할 것으로 보인다. 거래선 부도 관련 잠재 손실(60억원 추산)을 추가 인식한 영향이다. 2021E 해당 충당금은 평년 수준인 50억원으로 줄어들 전망이다. 물론, 회생에 따른 환입 가능성 또한 열려있다.

그림23 한세엠케이 광고비 vs. 매출액 증감



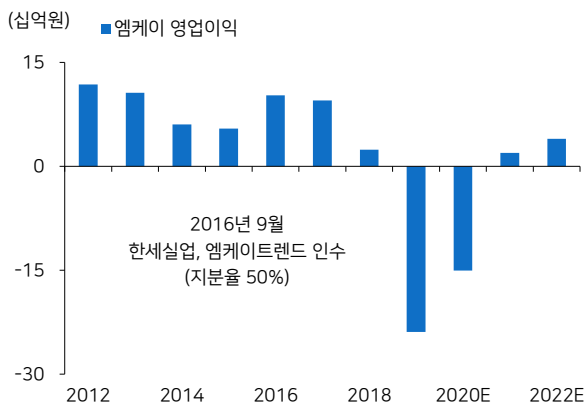
자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

그림24 한세엠케이 광고비 vs. 판관비 증감



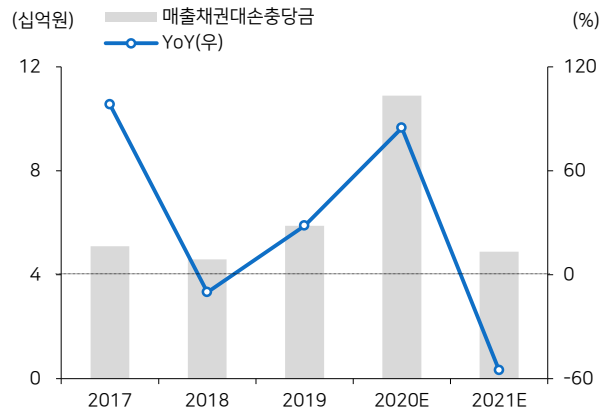
자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

그림25 한세엠케이 영업이익



자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

그림26 한세실업 매출채권대손충당금



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

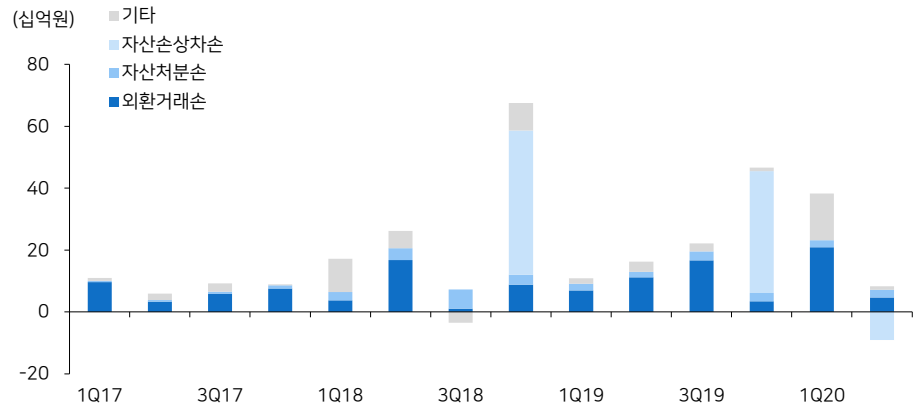
이익 성장 ③ 기타비용 제거 → NPM ↑

기타비용 제거에 따른 순이익률 개선이 기대된다. 2021E 영업외비용은 470억원 (-260억원 YoY)으로, 순이익단의 흑자 전환을 이끌 전망이다.

[무형자산 상각 완료] 한세엠케이 보유 자산에 대한 상각이 완료됨에 따라, 연간 기타비용에의 400억원 감소가 예상된다. 2018년 영업권에 대한 손상차손으로 450억원을 반영하면서, 순손실을 기록했다. 2019년 또한 마찬가지다. 브랜드 가치 및 사용권 자산 등 유무형자산손상차손만 393억원에 달했다. 현재 무형자산은 78억원으로, 한세엠케이 인수 이전 수준으로 낮아졌다.

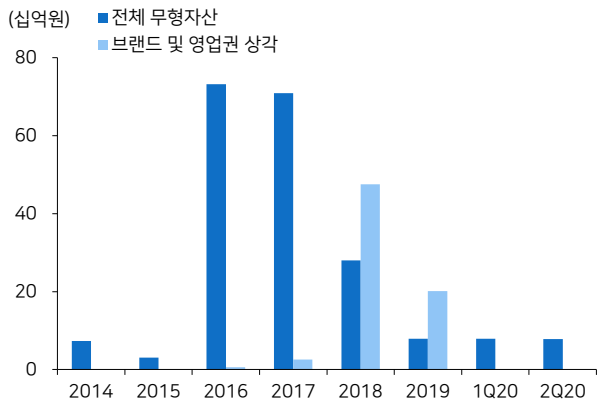
[외화환산손 감소] 원/달러 환율 안정화로 외화환산손실이 감소할 것으로 본다. 2021E 당사 예상 원/달러 평균 환율은 1,165원(-2.8%)이다. 환율이 전년대비 -2.6% 하락했던 2017년, 외환거래손실이 -230억원 줄어든 바 있다.

그림27 한세실업 항목별 기타비용 추이



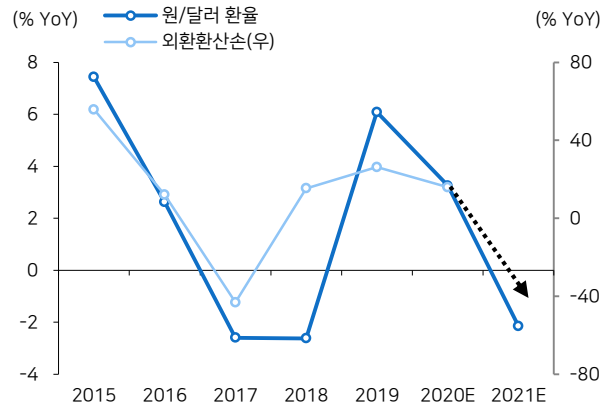
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림28 한세실업 무형자산 규모 추이



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림29 원/달러 환율 vs. 한세실업 외화환산손실



주: 평균 환율 기준, 2020E~2021E은 당사 예상치 적용
 자료: Quantiverse, 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

Part 2. 실적 전망

Review: 내일을 위한 '빅배스'

한세실업은 2분기 매출액 4,536억원(+5.6% YoY, 이하 YoY), 영업손실 15억원(적전), 순이익 87억원(+31.5%)을 기록했다. ① 영업단 적전: 빅배스 차원의 잠재 부실 반영(200억원 추산)이 있었다. 매출원가에 재고자산평가손, 판관비에 매출채권대손충당금을 인식했다. ② 순익단 상회: 기타비용이 크게 줄었다(-170억원). 금융자산평가환입(90억원)에 기인한다.

[OEM] 매출액과 영업손실로 각각 3,921억원(+10.5%; 달러 기준 +5.6), 16억원(-91%)을 실현했다. 방호 제품 특수(1,200억원)가 기존 수주 감소를 상쇄하고도 남았다. 단가 인하(P↓) 및 일회성 비용(C↑)으로 역레버리지가 발생했다. Kohl's 주문 취소 관련 재고자산처분 및 JC Penny 파산 대비 대손충당금 설정 등, 총 150억원 수준의 비용이 반영된 것으로 추정한다.

[브랜드] 매출액 615억원(-17.8%), 영업손실 31억원(적전)을 기록했다. 판매부진은 여전하나, 역신장 폭은 줄었다(1Q -39.2% → 2Q -17.8%). 판관비 축소(-24.5%) 고무적이다. 재고자산평가손 61억원을 제할 시, 30억원의 흑자였다.

표4 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	422.8	429.6	572.5	497.5	394.1	453.6	637.1	505.9	1,922.4	1,990.7	2,079.7
OEM	345.9	354.9	505.8	408.4	347.3	392.1	581.5	429.8	1,614.9	1,750.8	1,815.9
브랜드	76.9	74.7	66.6	89.2	46.8	61.5	55.5	76.1	307.5	239.8	263.8
매출총이익	89.4	103.1	123.4	85.8	75.6	72.8	114.3	96.2	401.7	359.0	418.9
매출총이익률	21.1	24.0	21.5	17.3	19.2	16.1	17.9	19.0	20.9	18.0	20.1
영업이익	5.1	19.1	39.1	-4.3	5.2	-1.5	30.8	8.8	59.0	43.4	97.3
영업이익률	1.2	4.5	6.8	-0.9	1.3	-0.3	4.8	1.7	3.1	2.2	4.7
OEM	9.3	18.0	41.1	14.4	10.0	1.6	33.9	12.9	82.9	58.4	95.3
브랜드	-4.2	1.1	-2.1	-18.7	-4.8	-3.1	-3.1	-4.1	-23.9	-15.0	1.9
순이익	2.7	6.6	18.9	-28.5	-15.9	8.7	18.1	-13.1	-0.2	-1.4	55.7
순이익률	0.6	1.5	3.3	-5.7	-4.0	1.9	2.8	-2.6	0.0	-0.1	2.7
(% YoY)											
매출액	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	5.6	11.3	1.7	12.2	3.6	4.5
OEM	19.9	12.6	13.7	19.7	0.4	10.5	15.0	5.3	16.2	8.4	3.7
브랜드	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-17.8	-16.6	-14.7	-4.8	-22.0	10.0
매출총이익	26.6	9.3	11.3	-22.6	-15.4	-29.4	-7.4	12.1	3.9	-10.6	16.7
영업이익	흑전	70.0	29.4	적전	1.9	적전	-21.1	흑전	52.7	-26.5	124.3
영업이익률	5.1	1.6	1.0	-3.4	0.1	-4.8	-2.0	2.6	0.8	-0.9	2.5
OEM	흑전	138.2	34.1	37.2	7.3	-91.0	-17.5	-10.9	128.8	-29.6	63.3
브랜드	-182.2	-69.9	-322.6	적전	-13.9	적전	-48.6	78.3	적전	37.1	흑전
순이익	흑전	흑전	-12.3	48.4	적전	31.5	-4.1	54.0	99.5	적지	흑전

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

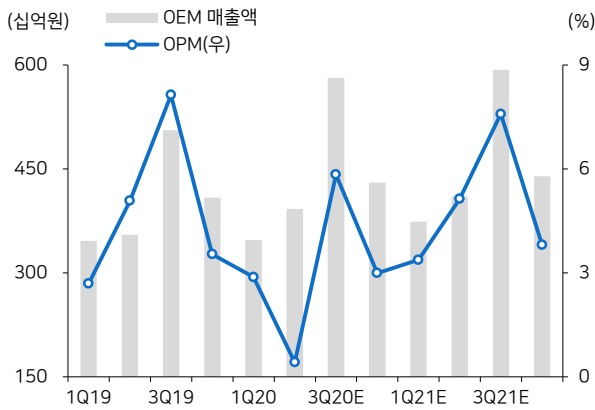
Preview: 드디어 '흑자'

[3Q20E] 매출은 느나(+11.3%), 이익은 줄겠다(-21.1%). 방호 제품(1,200억원)이 매출 성장을 견인할 전망이다(OEM 원화 매출 +15.0%). 단가 인하 압력이 계속되고 있어(매출원가율 +2.0%p), 이익은 보수적으로 접근할 필요가 있다.

[4Q20E] 매출 성장률은 줄어드나(+1.7%), 수익성은 회복하겠다(흑전). 마스크에 대한 초기 재고 축적이 완료되었을 것으로 본다. 4Q20E 이후의 관련 수주는 초과 판매분에(200억원) 따를 것으로 추정한다. 일회성 비용(4Q19 한세엠케이 재고자산평가손 157억원) 제거로 영업단의 흑자 전환이 기대된다.

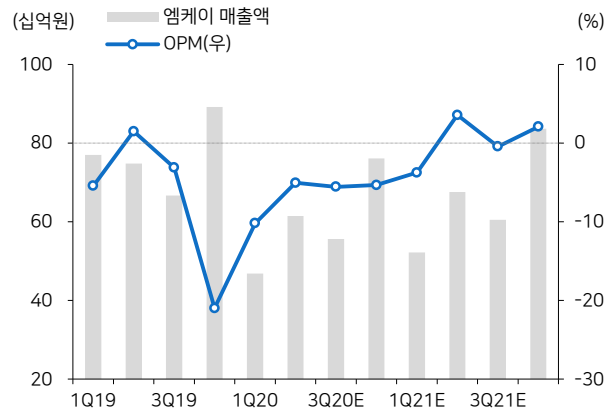
[2021E] 순익단이 턴어라운드한다. 4년 만에 흑자이다(2018년 -510억원, 2019년 -2억원, 2020E -14억원, 2021E 557억원). 매출 성장(+4.5%)에 비용 개선(매출원가율 -2.1%p, 판관비율 -0.4%p)이 동반된 결과이다. 영업외비용(외화환산손 및 자산손상차손) 또한 크게 줄어들 것으로 예상한다(-260억).

그림30 한세실업 OEM 실적 추이



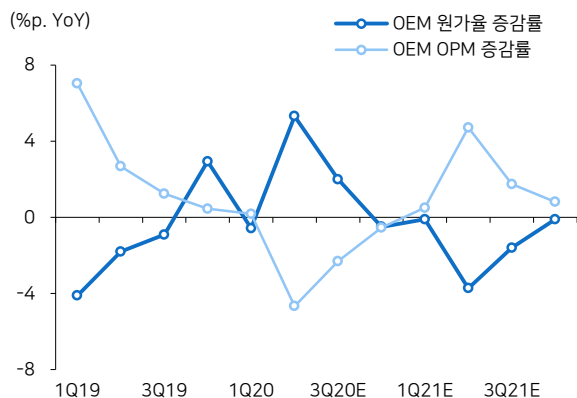
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림31 한세실업 브랜드 실적 추이



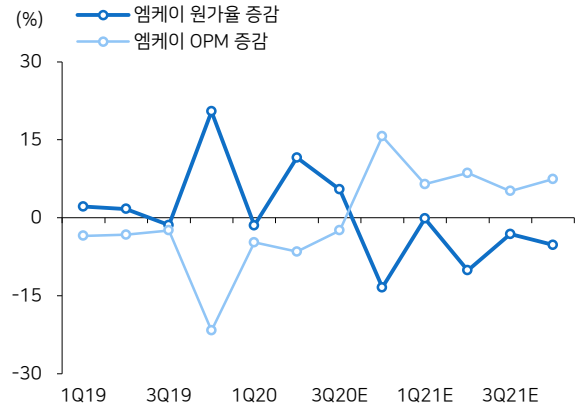
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림32 한세실업 OEM 원가율 및 OPM 추이



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림33 한세실업 브랜드 원가율 및 OPM 추이



자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 투자 의견

한세실업에 대한 투자의견(Hold → Buy)과 적정주가(12,000원 → 22,000원)를 상향한다. 2021E EPS에 대만 경쟁사 Makalot PER의 25% 할인 값을 적용해 산출하였다. 업종 내 유일한 성장주이자(2H20E 매출 성장률 최우수), 턴어라운드주(2021E 순익단 흑자 전환)이다. 섬유외복 차선호주로서 매수 접근을 추천한다.

Valuation Gap 축소가 필요하다. 전일 증가 기준 Implied PER은 10.3배로, 2012년 이래 최저 수준이다. Makalot(20.5배)에 비하면, 절반에도 미치지 못한다. 성장률과 수익성에 있어 비교 열위에 있으나, 실적 개선의 정도는 훨씬 크다. 2021E 한세실업의 EPSG는 +733.1%, ROE는 +15.3%p 늘어날 전망이다(vs. Makalot EPSG +10.1%, ROE -2.0%p).

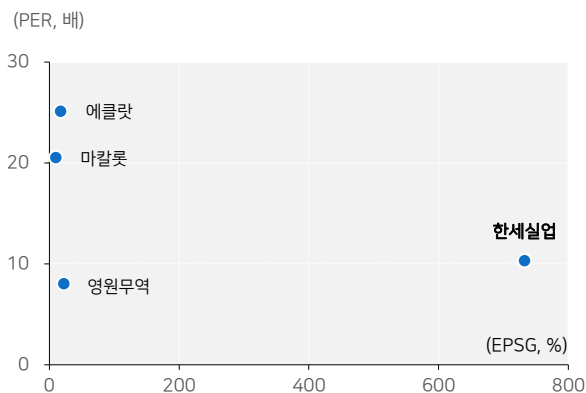
주가 낙폭이 가장 크기도 하다. 한세실업의 주가 수익률은 3yr -41.0%, 1yr -25.8%로, Makalot(3yr +58.3%, 1yr +11.9%)과 영원무역(3yr -17.2%, 1yr -25.1%) 모두에 한참 미치지 못한다.

표5 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
2021E EPS (원)	1,393	2021E 지배주주 귀속 EPS 예상치
Target PER (배)	15	2021E Makalot PER에 25% 할인 적용
적정가치 (원)	22,000	반올림
현재주가 (원)	14,350	
상승여력 (%)	53.3	

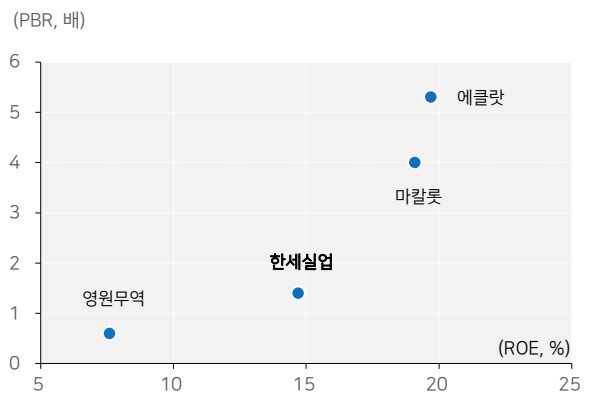
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림34 글로벌 주요 의류 OEM PER-EPG (2021E)



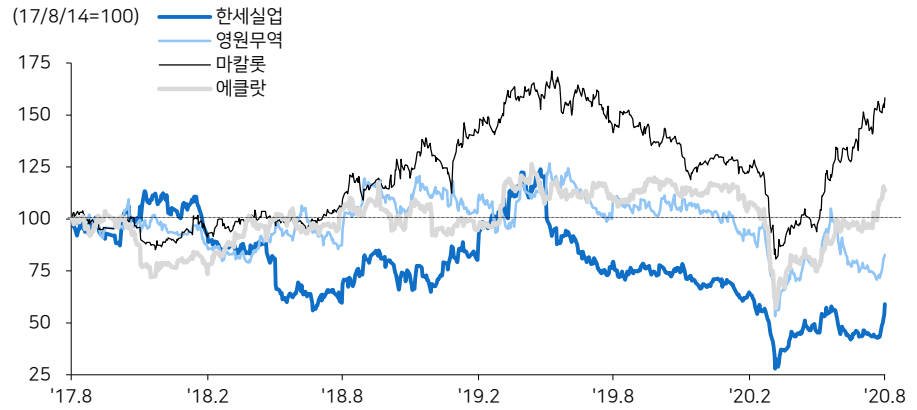
주: 2020년 8월 14일 증가 기준, 한세실업과 영원무역은 당사 예상치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 글로벌 주요 의류 OEM PBR-ROE (2021E)



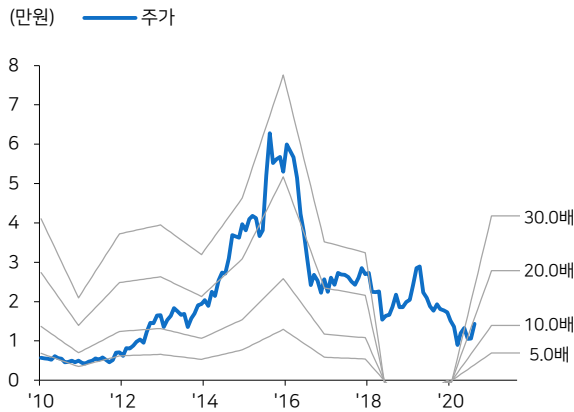
주: 2020년 8월 14일 증가 기준, 한세실업과 영원무역은 당사 예상치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림36 글로벌 주요 의류 OEM 상대주가



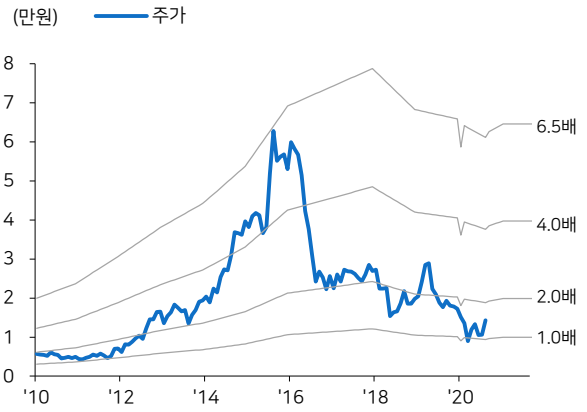
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림37 한세실업 12개월 선행 PER



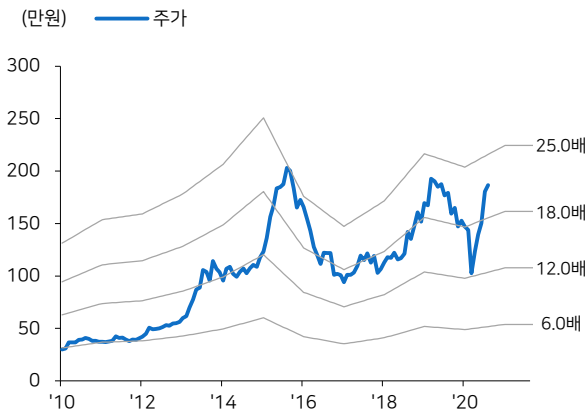
주: 20년 이전 TTM, 이후 당사 추정 EPS 기준
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림38 한세실업 12개월 선행 PBR



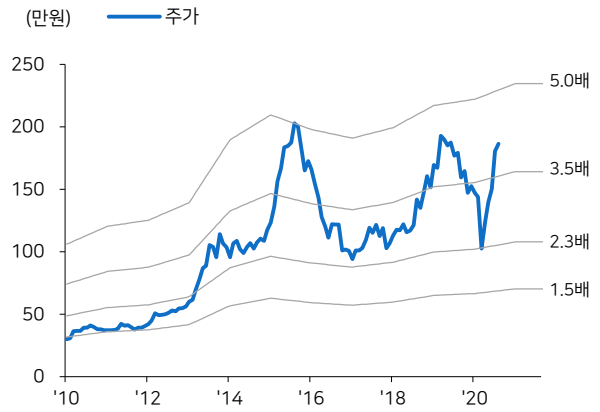
주: 20년 이전 TTM, 이후 당사 추정 BPS 기준
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림39 Makalot 12개월 선행 PER



주: 20년 이전 TTM, 이후 블룸버그 컨센서스 EPS 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림40 Makalot 12개월 선행 PBR



주: 20년 이전 TTM, 이후 블룸버그 컨센서스 BPS 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 한세실업 Peer Valuation Table

종목명		한세실업	영원무역	Makalot	Eclat
투자의견		Buy	Buy	-	-
적정주가(원)		22,000	35,000	-	-
상승여력(%)		53.3	28.2	-	-
최대주주지분율(%)		56.66	50.74	2.98	9.40
외인율(%)		7.07	24.05		
매출액(십억원)	2019	1,922.4	2,388.3	1,020.4	1,061.1
	2020E	1,990.7	2,305.8	1,009.5	1,058.1
	2021E	2,079.7	2,476.1	1,088.5	1,162.8
매출액성장률(%)	2019	12.2	13.7	10.2	-0.5
	2020E	3.6	-3.5	-2.7	-1.9
	2021E	4.5	7.4	7.8	9.9
영업이익(십억원)	2019	59.0	237.6	93.9	206.4
	2020E	43.4	185.3	97.4	185.8
	2021E	97.3	229.7	108.4	218.1
OPM(%)	2019	3.1	9.9	9.2	19.5
	2020E	2.2	8.0	9.6	17.6
	2021E	4.7	9.3	10.0	18.8
순이익(십억원)	2019	-0.3	166.3	71.9	162.2
	2020E	-2.1	123.4	72.9	144.3
	2021E	55.7	151.2	80.7	169.9
EPSG(%)	2019	-65.3	56.6	23.2	-4.2
	2020E	-48.5	-24.2	-1.2	-11.9
	2021E	733.1	22.5	10.1	17.2
ROE(%)	2019	-0.1	9.8	21.3	24.5
	2020E	-0.6	6.6	21.1	25.5
	2021E	14.7	7.6	19.1	19.7
PER(배)	2019	-	9.1	18.2	25.7
	2020E	-	9.8	22.6	29.5
	2021E	10.3	8.0	20.5	25.1
PBR(배)	2019	1.7	0.8	3.6	6.1
	2020E	1.6	0.6	4.2	5.9
	2021E	1.4	0.6	4.0	5.3
EV/EBITDA(배)	2019	10.4	4.9	10.7	17.1
	2020E	10.6	4.2	13.7	19.2
	2021E	6.5	3.4	12.7	16.5
순현금(십억원)	2019	-294.9	68.4	35.5	97.4
	2020E	-295.1	191.0	64.0	95.2
	2021E	-264.1	292.8	79.6	118.8

주: 2020년 8월 14일 종가 기준, 한세실업과 영원무역은 당사 예상치 기준

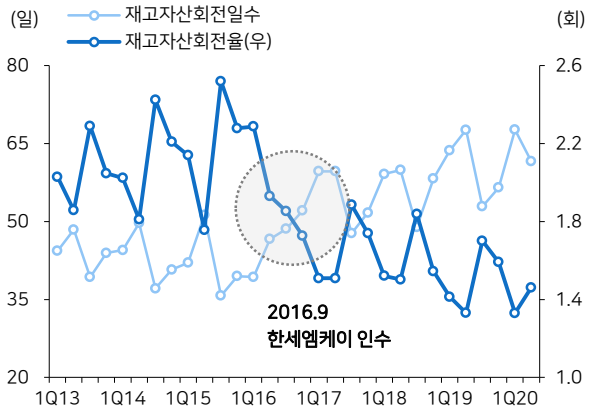
자료: Quantwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 4. 리스크 요인

재고 부담은 위험 요소이다. 2016년 9월 한세엠케이(煎엠펜케이트랜드) 인수 이후, 재고자산 회전이 악화되었다. 코로나 영향으로 판매 부진이 심화되면서, 역대 최저 회전율을 기록하기도 했다(1Q20 한세엠케이 재고자산회전을 0.5회). 불어날 재고 자산의 부담은, 재고자산평가손실로 이어진다. 4Q19 한세엠케이가 대규모 손실(영업손실 187억원)을 기록한 배경이다.

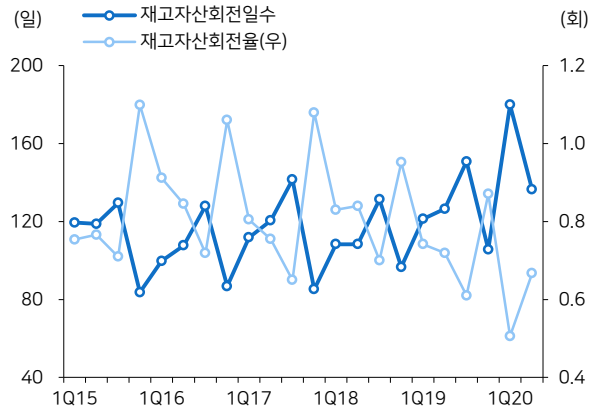
'매출 부진 → 재고 부담 → 평가 손실 → 원가 증가'의 악순환은 판매 개선과 충당금 설정을 통해 해소 가능하다. ① 2021E 한세엠케이의 매출액은 전년대비 +10% 늘어날 전망이다. 기저 영향에 불과하더라도, 재고를 소진하는 데에는 유의미하다. ② 평가손실충당금을 충분히 쌓고 있기도 하다. 4Q19부터 기초 재고자산 대비 35% 수준을 충당금으로 처리, 잠재 손실 최소화를 위해 노력하고 있다. 2Q20 재고자산은 824억원으로, 경상 수준으로 낮아졌다.

그림41 한세실업 연결 재고자산회전



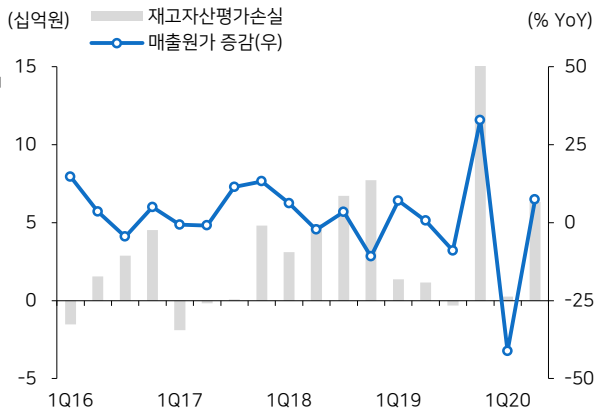
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림42 한세엠케이 재고자산회전



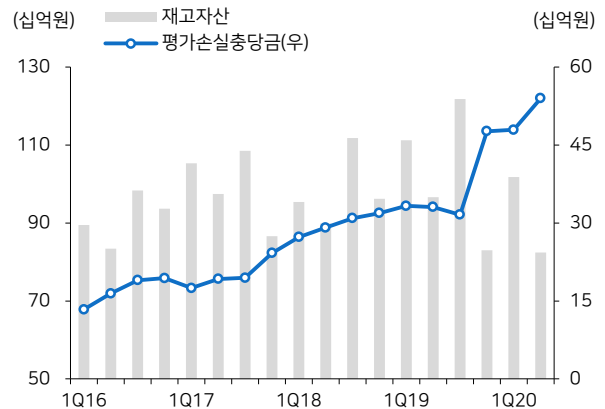
자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

그림43 한세엠케이 재고자산평가손실 vs. 매출원가 증감



자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

그림44 한세엠케이 재고자산 vs. 재고자산평가손실 충당금



자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,712.7	1,922.4	1,990.7	2,079.7	2,165.5
매출액증가율 (%)	0.1	12.2	3.6	4.5	4.1
매출원가	1,326.0	1,520.7	1,631.7	1,660.8	1,725.3
매출총이익	386.7	401.7	359.0	418.9	440.2
판매관리비	348.1	342.7	315.6	321.6	333.7
영업이익	38.6	59.0	43.4	97.3	106.5
영업이익률	2.3	3.1	2.2	4.7	4.9
금융손익	-6.8	-10.9	-15.4	-16.0	-16.7
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-79.7	-55.0	-35.1	-11.0	-11.3
세전계속사업이익	-47.9	-6.8	-7.1	70.3	78.5
법인세비용	2.0	10.5	1.8	14.1	15.8
당기순이익	-49.8	-17.3	-8.9	56.3	62.8
지배주주지분 순이익	-50.8	-0.3	-2.1	55.7	61.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-21.4	87.9	73.6	103.0	99.9
당기순이익(손실)	-49.8	-17.3	-8.9	56.3	62.8
유형자산상각비	22.7	39.0	43.0	39.5	38.5
무형자산상각비	3.2	2.6	0.6	0.6	0.5
운전자본의 증감	-79.9	4.0	3.8	-10.7	-18.6
투자활동 현금흐름	-25.1	-15.4	-14.4	-35.4	-35.2
유형자산의증가(CAPEX)	-31.7	-44.8	-14.4	-35.0	-35.0
투자자산의감소(증가)	-2.9	-80.0	-0.1	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	19.8	-27.0	-56.7	-60.7	-56.8
차입금의 증감	42.4	32.2	-14.2	-23.7	-20.5
자본의 증가	5.9	3.2	0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-26.5	45.7	2.6	6.9	7.8
기초현금	62.5	36.1	81.7	84.3	91.3
기말현금	36.1	81.7	84.3	91.3	99.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	825.9	739.7	697.4	714.3	741.5
현금및현금성자산	36.1	81.7	84.3	91.3	99.1
매출채권	195.2	167.3	162.3	167.8	174.5
재고자산	295.1	294.7	271.2	273.9	284.8
비유동자산	344.9	439.8	426.5	421.4	417.4
유형자산	182.4	185.5	163.8	159.3	155.8
무형자산	28.0	7.9	7.4	6.9	6.3
투자자산	66.4	148.5	148.6	148.6	148.6
자산총계	1,170.7	1,179.5	1,123.9	1,135.7	1,158.9
유동부채	588.8	641.0	635.4	617.1	599.6
매입채무	50.2	57.6	58.2	60.2	62.6
단기차입금	391.4	464.0	457.9	444.9	429.9
유동성장기부채	71.6	12.5	10.7	8.7	7.7
비유동부채	89.3	83.5	77.6	71.0	68.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	39.8	28.5	23.7	15.7	11.7
부채총계	678.1	724.5	713.0	688.2	668.3
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	52.1	55.4	56.0	56.0	56.0
기타포괄이익누계액	-9.0	-9.8	-5.6	-5.6	-5.6
이익잉여금	366.9	350.1	308.7	344.8	386.5
비지배주주지분	80.4	57.2	49.6	50.1	51.5
자본총계	492.7	455.0	410.9	447.5	490.6

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	42,817	48,061	49,767	51,993	54,138
EPS(지배주주)	-1,269	-6	-53	1,393	1,533
CFPS	1,635	2,588	2,084	3,196	3,356
EBITDAPS	1,612	2,514	2,173	3,434	3,638
BPS	10,306	9,945	9,032	9,935	10,978
DPS	450	500	500	500	500
배당수익률(%)	2.3	2.9	3.5	3.5	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	-	-	-	10.3	9.4
PCR	12.1	6.7	6.9	4.5	4.3
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.9	1.7	1.6	1.4	1.3
EBITDA	64.5	100.6	86.9	137.3	145.5
EV/EBITDA	16.7	10.4	10.6	6.5	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.4	-0.1	-0.6	14.7	14.7
EBITDA 이익률	3.8	5.2	4.4	6.6	6.7
부채비율	137.6	159.2	173.5	153.8	136.2
금융비용부담률	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2.6	3.0	2.3	5.6	6.4
매출채권회전율(x)	9.2	10.6	12.1	12.6	12.7
재고자산회전율(x)	6.4	6.5	7.0	7.6	7.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.06.07	산업분석	Buy	28,000	김정옥	-35.4	-22.1	
2018.12.12	산업브리프	Buy	24,000	김정옥	0.5	29.4	
2019.06.28				담당자 변경			
2020.04.22	산업분석	Hold	11,000	하누리	6.5	20.5	
2020.05.25	산업분석	Hold	12,000	하누리	-3.1	19.6	
2020.08.18	기업분석	Buy	22,000	하누리	-	-	