



△ 화장품/섬유의복

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

RA 정은수

02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	25,000 원
현재주가 (10.7)	19,100 원
상승여력	30.9%
KOSPI	2,386.94pt
시가총액	7,640억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.40%
외국인비중	7.53%
52주 최고/최저가	19,650원/6,810원
평균거래대금	48.1억원
주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 11 인	56.66
국민연금공단	12.35
베어링자산운용 외 2 인	6.10
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.2 88.2 2.1
상대주가	5.1 43.8 -13.5

주가그래프

한세실업 105630

3Q20 Preview: 사야 하는 이유

- ✓ 3Q20E 실적 서프라이즈 예상 (매출액 +8.6% YoY; 이하 YoY, 영업이익 흑전 QoQ)
- ✓ ① OEM: 주력 제품 수주 재개 + 방호 제품 특수 추가 = 매출액 +11.9%
- ✓ ② 브랜드: 비용 통제 (매출원가 -9.2%, 판관비 -20.5%) = 손실폭 축소
- ✓ 펀더멘털 개선에, 모멘텀 강화까지 매수 접근 추천

3Q20E 매출 견조 vs. 적자 전환

한세실업은 2020년 3분기 매출액 6,217억원(+8.6% YoY; 이하 YoY), 영업이익 310억원(-20.6%; 흑전 QoQ), 순이익 200억원(+5.5%)을 기록할 것으로 예상한다. 이익 단이 시장 기대치를 크게 상회할 것으로 본다.

[OEM] 매출액과 영업이익 각각 5,661억원(+11.9%; 달러 기준 +10.0%), 330억원(-19.7%)을 추산한다. '두 자릿수 매출 성장', 경쟁사와 차별화되는 모습이다. 주력 제품 수주 재개에 방호 제품 특수가 더해진 결과이다. 거래선 단가 인하 압력을 감안하여, 이익단은 다소 보수적으로 접근했다.

[브랜드] 매출액 555억원(-16.6%), 영업손실 20억원(+4.1%)을 추정한다. 코로나 재 확산 영향으로 오프라인 판매가 부진했으나, 비용 통제를 통해 손실 폭은 줄일 것으로 본다(매출원가 -9.2%, 판관비 -20.5%).

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 25,000원(상향) 제시

한세실업에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 25,000원으로 +13% 상향 한다. 펀더멘털 개선에 모멘텀 강화까지, 매수하지 않을 이유가 없다. ① 펀더멘털: 수익성 개선이 뚜렷하다. 수직계열화 효과(GPM ↑), 한세엠케이 판관비 효율화 (OPM ↑), 영업외비용 축소(NPM ↑)에 기인한다. 2021E 예상 순이익은 575억원으로, 4년 만에 흑자로 전환할 전망이다. ② 모멘텀: 주력 거래선 GAP이 살아난다(GAP 향 매출 비중 25%). 실적과 주가 모두에 동조화가 가능하다. 전일 GAP 주가는 +6.2% 상승하며, 52주 최고가를 경신하기도 했다. 1H21E YEEZY GAP 론칭에 따른 낙수효과 또한 기대 가능하다.

(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	-15.6	1.9	16.7	-11.4	137.6
2019	1,922.4	59.0	-0.3	-6	-65.3	9,945	-2,790.3	1.7	10.4	-0.1	159.2
2020E	1,973.7	39.7	12.7	318	-134.6	9,309	60.0	2.1	14.2	3.3	166.3
2021E	2,079.6	93.8	57.5	1,437	867.7	10,207	13.3	1.9	8.4	14.7	149.3
2022E	2,165.4	102.9	67.3	1,682	17.6	11,300	11.4	1.7	7.6	15.6	132.9

표1 한세실업 3Q20 실적 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	621.7	572.5	8.6	453.6	37.1	620.9	0.1
영업이익	31.0	39.1	-20.7	-1.5	-2166.7	23.0	34.8
지배순이익	20.0	18.9	5.8	8.7	129.9	13.5	48.1
영업이익률(%)	5.0	6.8	-1.8	-0.3	5.3	3.7	1.3

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표2 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
2021E EPS (원)	1,437	2021E 지배주주 귀속 EPS 예상치
Target PER (배)	16	2021E Makalot PER 적용
적정가치 (원)	25,000	반올림
현재주가 (원)	19,100	
상승여력 (%)	30.9	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
매출액	1,973.7	2,079.6	1,990.7	2,079.7	-0.9	0.0	1,968.8	2,052.3
영업이익	39.7	93.8	43.4	97.3	-8.5	-3.6	37.2	71.6
순이익	12.7	57.5	-2.1	55.7	흑전	3.2	14.2	46.1

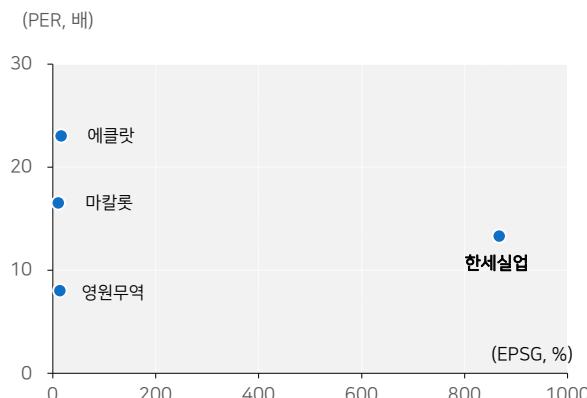
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	621.7	504.3	1,922.4	1,973.7	2,079.6
OEM	345.9	354.9	505.8	408.4	347.3	392.1	566.1	428.3	1,614.9	1,733.8	1,815.8
브랜드	76.9	74.7	66.6	89.2	46.8	61.5	55.5	76.1	307.5	239.8	263.8
영업이익	5.1	19.1	39.1	-4.3	5.2	-1.5	31.0	4.9	59.0	39.7	93.8
영업이익률	1.2	4.5	6.8	-0.9	1.3	-0.3	5.0	1.0	3.1	2.0	4.5
OEM	9.3	18.0	41.1	14.4	10.0	1.6	33.0	10.1	82.9	54.7	91.8
브랜드	-4.2	1.1	-2.1	-18.7	-4.8	-3.1	-2.0	-5.2	-23.9	-15.0	1.9
순이익	2.7	6.6	18.9	-28.5	-15.9	8.7	20.0	-0.1	-0.2	12.7	57.5
순이익률	0.6	1.5	3.3	-5.7	-4.0	1.9	3.2	0.0	0.0	0.7	2.8
(% YoY)											
매출액	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	5.6	8.6	1.4	12.2	2.7	5.4
OEM	19.9	12.6	13.7	19.7	0.4	10.5	11.9	4.9	16.2	7.4	4.7
브랜드	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-17.8	-16.6	-14.7	-4.8	-22.0	10.0
영업이익	흑전	70.0	29.4	적전	1.9	적전	-20.6	흑전	52.7	-32.8	136.5
OEM	흑전	138.2	34.1	37.2	7.3	-91.0	-19.7	-30.3	128.8	-34.0	68.0
브랜드	-182.2	-69.9	-322.6	적전	-13.9	적전	4.1	72.4	적전	37.1	흑전
순이익	흑전	흑전	-12.3	0.5	적전	31.5	5.5	99.7	99.5	적지	3.3

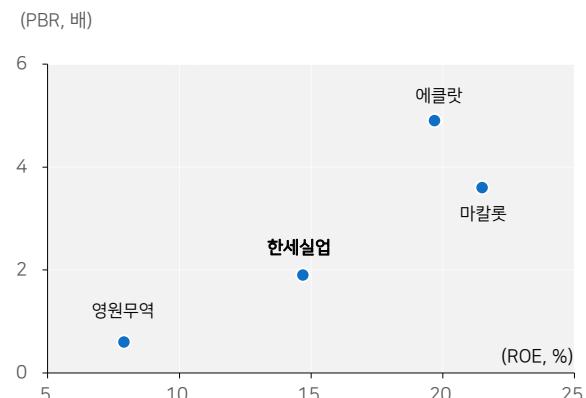
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 글로벌 주요 의류 OEM PER-EPSG (2021E)



주: 2020년 10월 7일 종가 기준, 한세실업과 영원무역은 당사 예상치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 주요 의류 OEM PBR-ROE (2021E)



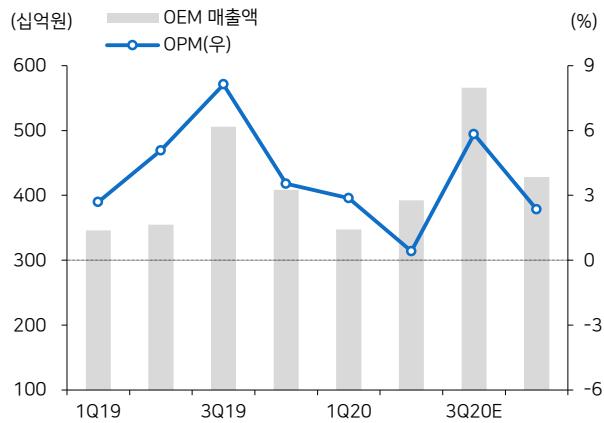
주: 2020년 10월 7일 종가 기준, 한세실업과 영원무역은 당사 예상치 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 한세실업 Peer Valuation Table

종목명		한세실업	영원무역	Makalot	Eclat
투자의견		Buy	Buy	-	-
적정주가(원)		25,000	35,000	-	-
상승여력(%)		30.9	22.0	-	-
최대주주지분율(%)		56.66	50.74	2.98	9.40
외인율(%)		7.47	22.79	-	-
매출액(십억원)	2019	1,922.4	2,388.3	1,020.4	1,061.1
	2020E	1,973.7	2,462.5	1,028.9	1,068.1
	2021E	2,079.6	2,584.5	1,127.0	1,166.2
영업이익(십억원)	2019	59.0	237.6	93.9	206.4
	2020E	39.7	209.6	105.8	190.8
	2021E	93.8	241.9	118.8	220.9
순이익(십억원)	2019	-0.3	166.3	71.9	162.2
	2020E	12.7	140.2	80.9	146.3
	2021E	57.5	159.8	89.5	170.4
EPSG(%)	2019	-65.3	56.6	23.2	-4.2
	2020E	134.6	-13.9	5.9	-15.3
	2021E	867.7	14.0	10.7	16.6
ROE(%)	2019	-0.1	9.8	21.3	24.5
	2020E	3.3	7.4	21.1	25.5
	2021E	14.7	7.9	21.5	19.7
PER(배)	2019	-	9.1	18.2	25.7
	2020E	60.0	9.1	18.3	26.8
	2021E	13.3	8.0	16.5	23.0
PBR(배)	2019	1.7	0.8	3.6	6.1
	2020E	2.1	0.7	3.8	5.3
	2021E	1.9	0.6	3.6	4.9

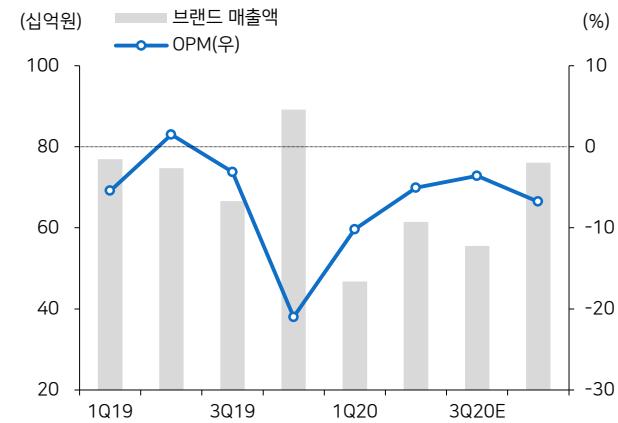
주: 2020년 10월 7일 종가 기준, 한세실업과 영원무역은 당사 예상치 기준
자료: Quantwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 OEM 부문 실적 추이 및 전망



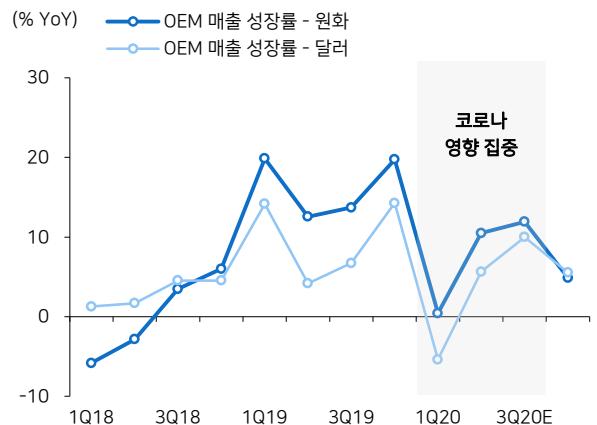
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한세엠케이 실적 추이 및 전망



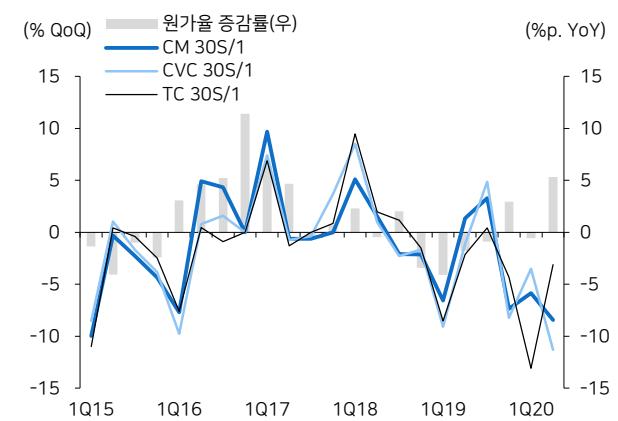
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한세실업 OEM 매출 성장률 추이 및 전망



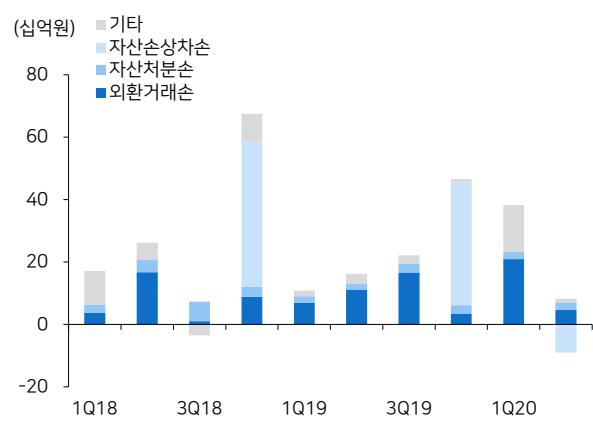
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한세실업 OEM 원가율 vs. 면화 가격 증감



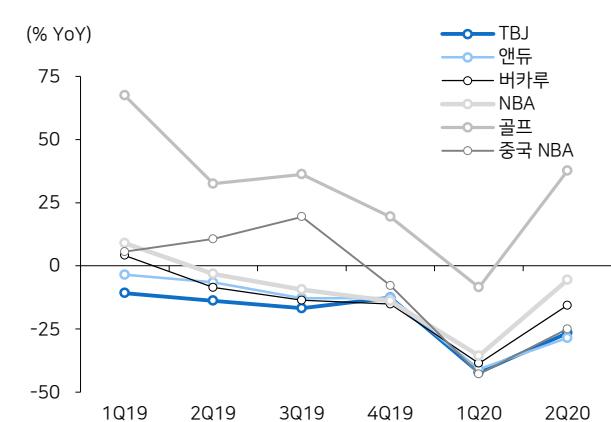
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한세실업 영업외비용 추이



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한세엠케이 브랜드별 매출 성장률 추이



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,712.7	1,922.4	1,973.7	2,079.6	2,165.4
매출액증가율 (%)	0.1	12.2	2.7	5.4	4.1
매출원가	1,326.0	1,520.7	1,619.3	1,660.9	1,725.4
매출총이익	386.7	401.7	354.4	418.7	440.0
판매관리비	348.1	342.7	314.7	325.0	337.1
영업이익	38.6	59.0	39.7	93.8	102.9
영업이익률	2.3	3.1	2.0	4.5	4.8
금융손익	-6.8	-10.9	-14.8	-15.4	-16.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-79.7	-55.0	-16.9	-4.3	0.3
세전계속사업이익	-47.9	-6.8	8.0	74.1	87.2
법인세비용	2.0	10.5	2.0	16.3	19.2
당기순이익	-49.8	-17.3	6.0	57.8	68.0
지배주주지분 순이익	-50.8	-0.3	12.7	57.5	67.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-21.4	87.9	43.4	98.9	103.6
당기순이익(손실)	-49.8	-17.3	6.0	57.8	68.0
유형자산상각비	22.7	39.0	37.0	33.9	34.4
무형자산상각비	3.2	2.6	0.6	0.6	0.5
운전자본의 증감	-79.9	4.0	-37.5	-10.4	-15.7
투자활동 현금흐름	-25.1	-15.4	15.8	-37.5	-41.2
유형자산의증가(CAPEX)	-31.7	-44.8	-33.7	-35.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-2.9	-80.0	54.1	-2.0	-1.0
재무활동 현금흐름	19.8	-27.0	-75.0	-55.3	-55.5
차입금의 증감	42.4	32.2	-28.8	-18.7	-17.5
자본의 증가	5.9	3.2	0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-26.5	45.7	-15.7	6.1	6.8
기초현금	62.5	36.1	81.7	66.0	72.1
기말현금	36.1	81.7	66.0	72.1	78.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	825.9	739.7	733.1	749.1	771.2
현금및현금성자산	36.1	81.7	66.0	72.1	78.9
매출채권	195.2	167.3	170.6	172.3	176.6
재고자산	295.1	294.7	300.6	306.6	315.8
비유동자산	344.9	439.8	390.3	392.9	399.0
유형자산	182.4	185.5	188.7	189.8	195.5
무형자산	28.0	7.9	7.6	7.0	6.5
투자자산	66.4	148.5	94.3	96.4	97.4
자산총계	1,170.7	1,179.5	1,123.4	1,141.9	1,170.3
유동부채	588.8	641.0	623.3	608.8	594.9
매입채무	50.2	57.6	61.7	65.4	68.5
단기차입금	391.4	464.0	442.9	431.9	419.9
유동성장기부채	71.6	12.5	10.4	8.4	7.4
비유동부채	89.3	83.5	78.2	75.1	72.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	39.8	28.5	26.3	21.3	17.3
부채총계	678.1	724.5	701.5	683.9	667.8
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	52.1	55.4	56.1	56.1	56.1
기타포괄이익누계액	-9.0	-9.8	-9.4	-9.4	-9.4
이익잉여금	366.9	350.1	323.6	359.5	403.2
비지배주주지분	80.4	57.2	49.5	49.8	50.4
자본총계	492.7	455.0	421.8	458.0	502.4

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	42,817	48,061	49,342	51,990	54,135
EPS(지배주주)	-1,269	-6	318	1,437	1,682
CFPS	1,635	2,588	2,501	3,140	3,463
EBITDAPS	1,612	2,514	1,930	3,206	3,444
BPS	10,306	9,945	9,309	10,207	11,300
DPS	450	500	500	550	600
배당수익률(%)	2.3	2.9	2.6	2.9	3.1
(Valuation(Multiple))					
PER	-15.6	-2,790.3	60.0	13.3	11.4
PCR	12.1	6.7	7.6	6.1	5.5
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.9	1.7	2.1	1.9	1.7
EBITDA	64.5	100.6	77.2	128.2	137.8
EV/EBITDA	16.7	10.4	14.2	8.4	7.6
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	-11.4	-0.1	3.3	14.7	15.6
EBITDA 이익률	3.8	5.2	3.9	6.2	6.4
부채비율	137.6	159.2	166.3	149.3	132.9
금융비용부담률	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8
이자보상배율(X)	2.6	3.0	2.1	5.5	6.3
매출채권회전율(X)	9.2	10.6	11.7	12.1	12.4
재고자산회전율(X)	6.4	6.5	6.6	6.8	7.0

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 관리사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 전정주가 대상시점 1년이며 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	최고(최저)	
2018.06.07	산업분석	Buy	28,000	김정욱	-35.4	-22.1	(원)	한세실업 주가 및 적정주가 변동 추이
2018.12.12	산업브리프	Buy	24,000	김정욱	0.5	29.4		
2019.06.28				담당자 변경			34,000	
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	-24.4	-13.2	17,000	
2020.10.08	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-	-	0	

영월무역 (11170) 투자등급변경 내용

* 저점주가 대상시점 1년이면 트자등급변경 그래프는 스점주 가로 자선도

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*			주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.06.07	산업분석	Buy	39,000	김정욱	-10.3	4.2	(원)	
2018.12.12	산업브리프	Buy	44,000	김정욱	-16.5	-3.9		
2019.06.28				담당자 변경				
2020.04.22	산업분석	Buy	35,000	하누리	-	-		