

한세실업

BUY(유지)

105630 기업분석 | 의류

| | | | | | |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(상향) | 24,000원 | 현재주가(10/22) | 19,750원 | Up/Downside | +21.5% |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|

2020. 10. 23

위기를 기회로! 질적 성장 부각!

Comment

자신감 돋보이는 2021년: 전일 애널리스트 대상 비대면 간담회를 통해 2020년 목표 매출 19,270억원, 영업이익 700억원, 2021년 매출 19,382억원, 영업이익 1,000억원을 제시했다. 불확실성이 높은 매크로 환경을 감안한 듯 매출 가이드는 보수적이었으나 큰 폭의 이익률 개선을 전망하는 이유로는 자동화 공정 확대, 자체 생산성 개선에 따른 영향 외에도 평균 수주 단가 상승이 주요한 것으로 판단된다. 마스크나 방호복 생산 증가에 따른 이익 기여가 2Q20에 이어 3Q20에도 크지만 현재 21년 S/S 시즌 대응 물량이 큰 폭으로 증가해 가동률 회복 속도가 빠른 것으로도 파악된다. 더 불어 수주의 질도 향상되고 있는 것으로 미루어 보아 코로나19로 인한 글로벌 위기 시대에 벤티더 콘솔리데이션의 급속화가 동사에게 긍정 효과로 작용하는 듯 판단된다.

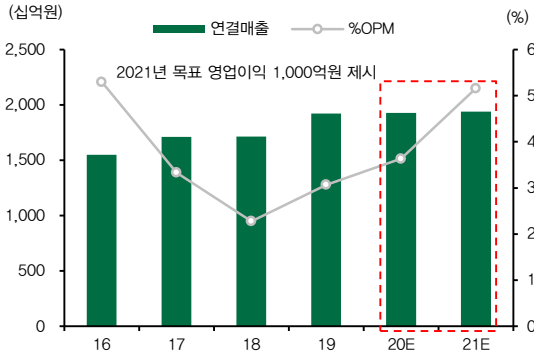
수주의 질 향상 중: 현재 미국 월마트나 타겟 물량이 큰 폭으로 늘어나고 있는 것으로 보이는데 마진 기여가 유리한 테이블 오더가 증가하는 모습을 보이며 평균 수주단가 상승으로까지 이어지는 양상이다. 물론 내년 이익 전망치는 성수기에 해당하는 2~3분기 잠정 오더가 명확해질 수 있는 내년 1분기쯤 다시 한번 더 업데이트할 필요성이 있다. 물론 당장 닥친 3Q20 실적의 기대치를 재차 높여 볼 수 있었다는 점에서 긍정적으로 평가할 가치는 충분하다. 마스크와 방호복 매출 증가에 기인해 3Q20 영업이익이 컨센서스를 상회하는 435억원(+11.3%YoY)에 달했을 것으로 전망한다.

Action

단기 모멘텀 우수, 목표주가 상향: 20~21년 추정치 상향으로 목표주기도 재차 상향했다. 내년 추정치와 가이드스 간의 차이를 좁힐 수 있을지는 매크로 환경을 체크해가며 판단할 필요가 있어 보인다. 다만 단기 이익 모멘텀이 기대보다 우수하다고 판단해 지속적으로 매수 관점을 유지한다.

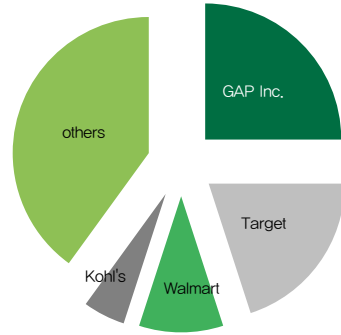
| Investment Fundamentals (IFRS연결) | | | | | | Stock Data | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|--|-----------------------|-------|----|----|-----|------|------|------|-----|------|------|------|-------|
| (단위: 십억원 원 배 %) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| FYE Dec | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 52주 최저/최고 | 8,810/19,650원 | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,713 | 1,922 | 1,929 | 1,958 | 2,050 | KOSDAQ /KOSPI | 831/2,371pt | | | | | | | | | | | | |
| (증가율) | 0.1 | 12.2 | 0.3 | 1.5 | 4.7 | 시가총액 | 7,780억원 | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 39 | 59 | 62 | 74 | 98 | 60일-평균거래량 | 342,761 | | | | | | | | | | | | |
| (증가율) | -31.7 | 52.7 | 5.2 | 19.9 | 32.0 | 외국인지분율 | 7.0% | | | | | | | | | | | | |
| 지배주주순이익 | -51 | 0 | 37 | 44 | 65 | 60일-외국인지분율변동추이 | +0.6%p | | | | | | | | | | | | |
| EPS | -1,269 | -6 | 931 | 1,112 | 1,613 | 주요주주 | 한세에스24홀딩스 외 11인 56.7% | | | | | | | | | | | | |
| PER (H/L) | NA/NA | NA/NA | 20.9 | 17.5 | 12.1 | | | | | | | | | | | | | | |
| PBR (H/L) | 2.8/1.4 | 3.2/1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | <table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>10.8</td> <td>77.6</td> <td>1.8</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>11.7</td> <td>67.0</td> <td>-11.3</td> </tr> </tbody> </table> | | 주가상승률 | 1M | 3M | 12M | 절대기준 | 10.8 | 77.6 | 1.8 | 상대기준 | 11.7 | 67.0 | -11.3 |
| 주가상승률 | 1M | 3M | 12M | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 절대기준 | 10.8 | 77.6 | 1.8 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 상대기준 | 11.7 | 67.0 | -11.3 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/EBITDA (H/L) | 22.0/13.3 | 15.9/10.1 | 11.6 | 11.1 | 8.9 | | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 2.3 | 3.1 | 3.2 | 3.8 | 4.8 | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE | -11.4 | -0.1 | 9.2 | 10.4 | 13.9 | | | | | | | | | | | | | | |

도표 1. 20년 목표 영업이익 700억원, 21년 1,000억원 제시



자료: DB 금융투자 주: 회사측 가이드라인 기준

도표 2. 한세실업 주요 바이어별 매출 비중



자료: DB 금융투자

도표 3. 한세실업 연간 추정치 조정

(단위: 십억원 %)

| | 20E | | | 21E | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | 수정후 | 수정전 | %차이 | 수정후 | 수정전 | %차이 |
| 연결매출 | 1,929 | 1,965 | -1.8 | 1,958 | 2,067 | -5.3 |
| 영업이익 | 62 | 38 | 63.4 | 74 | 54 | 37.9 |
| 지배주주순이익 | 37 | 13 | 186.4 | 44 | 23 | 91.6 |

자료: DB 금융투자

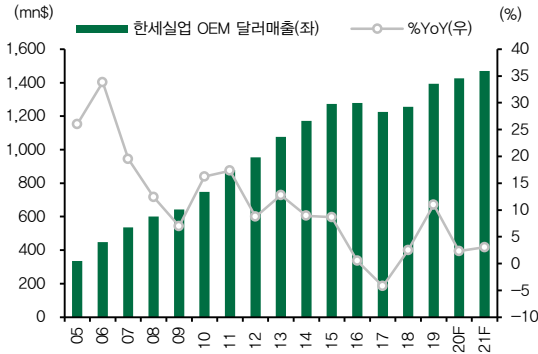
도표 4. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원 %)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20E | 4Q20E | 19 | 20E | 21E |
|------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 연결매출 | 423 | 430 | 572 | 498 | 394 | 454 | 595 | 486 | 1,922 | 1,929 | 1,958 |
| %YoY | 16.1 | 9.3 | 11.1 | 13.1 | -6.8 | 5.6 | 4.0 | -2.3 | 12.2 | 0.3 | 1.5 |
| OEM | 346 | 355 | 506 | 408 | 347 | 392 | 543 | 415 | 1,615 | 1,697 | 1,704 |
| %YoY | 19.9 | 12.6 | 13.7 | 19.8 | 0.4 | 10.5 | 7.4 | 1.5 | 16.2 | 5.1 | 0.4 |
| 한세엠케이 | 77 | 75 | 67 | 89 | 47 | 61 | 52 | 71 | 307 | 232 | 254 |
| %YoY | 1.9 | -3.9 | -5.7 | -10.0 | -39.2 | -17.8 | -21.5 | -19.8 | -4.8 | -24.5 | 9.5 |
| 매출총이익 | 89 | 103 | 123 | 86 | 76 | 73 | 131 | 104 | 402 | 384 | 390 |
| % of sales | 25.9 | 29.1 | 24.4 | 17.3 | 21.8 | 18.6 | 24.1 | 21.4 | 24.9 | 22.6 | 22.9 |
| 영업이익 | 5 | 19 | 39 | -4 | 5 | -1 | 43 | 15 | 59 | 62 | 74 |
| %YoY | NA | 70.0 | 29.4 | NA | 1.9 | NA | 11.3 | NA | 52.9 | 5.2 | 19.9 |
| % of sales | 1.2 | 4.5 | 6.8 | -0.9 | 1.3 | -0.3 | 7.3 | 3.1 | 3.1 | 3.2 | 3.8 |
| OEM | 9.3 | 18.0 | 41.1 | 14.4 | 10.0 | 1.6 | 45.0 | 10.0 | 82.9 | 66.6 | 69.5 |
| %YoY | NA | 138.2 | 34.1 | 37.8 | 7.3 | -91.0 | 9.5 | -30.9 | 129.1 | -19.7 | 4.3 |
| % of sales | 2.2 | 4.2 | 7.2 | 2.9 | 2.5 | 0.4 | 7.6 | 2.1 | 4.3 | 3.5 | 3.5 |
| 한세엠케이 | -4.2 | 1.1 | -2.1 | -18.7 | -4.8 | -3.1 | -1.6 | 4.9 | -23.9 | -4.5 | 5.0 |
| %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 | -3.0 | 6.9 | -7.8 | -1.9 | 2.0 |

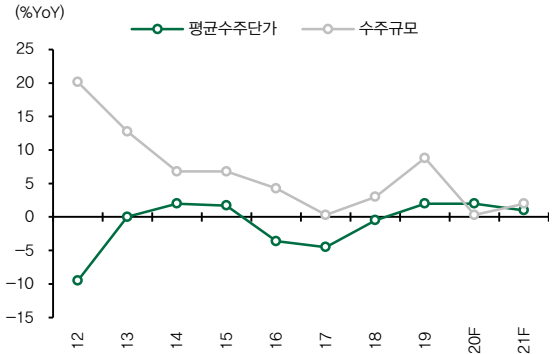
자료: DB 금융투자

도표 5. 한세실업 OEM 달러 매출 기준 매출 성장률



자료: DB금융투자

도표 6. 한세실업 OEM 수주 단가 추이와 수주량 추이



자료: DB금융투자

도표 7. 아시아 의복 OEM기업 실적 컨센서스와 밸류에이션 비교

(단위: m\$, %, x)

| | ECLAT | MAKALOT | YUE YUEN | SHENZHOU | 영원무역 | 한세실업 |
|-------------|-------|---------|----------|----------|-------|---------|
| 시가총액 | 3,675 | 1,472 | 2,858 | 27,252 | 1,222 | 691 |
| 19 매출액 | 910 | 876 | 10,105 | 3,282 | 2,050 | 1,650 |
| 20E 매출액 | 924 | 890 | 8,795 | 3,490 | 1,971 | 1,676 |
| 21E 매출액 | 1,011 | 992 | 10,198 | 4,049 | 2,077 | 1,713 |
| 19 영업이익 | 177 | 81 | 476 | 771 | 204 | 51 |
| 20E 영업이익 | 164 | 93 | 62 | 837 | 170 | 38 |
| 21E 영업이익 | 190 | 107 | 455 | 1,026 | 201 | 65 |
| 19 순이익 | 139 | 62 | 301 | 738 | 143 | -0 |
| 20E 순이익 | 127 | 71 | -51 | 792 | 120 | 9 |
| 21E 순이익 | 148 | 80 | 267 | 941 | 140 | 40 |
| 19 EBITDA | 204 | 97 | 971 | 920 | 273 | 86 |
| 20E EBITDA | 190 | 111 | 447 | 1,011 | 241 | 68 |
| 21E EBITDA | 219 | 123 | 863 | 1,208 | 277 | 94 |
| 19 EPS 성장률 | -1.8 | 26.3 | -1.1 | 12.3 | 47.1 | 99.5 |
| 20E EPS 성장률 | -9.1 | 14.5 | -123.8 | 6.4 | -18.3 | 4,593.1 |
| 21E EPS 성장률 | 16.5 | 13.7 | 479.1 | 19.7 | 19.4 | 350.2 |
| 19 P/E | 26.6 | 20.2 | 12.5 | 24.0 | 12.7 | 24.5 |
| 20E P/E | 28.9 | 20.8 | N/A | 34.6 | 9.9 | 67.2 |
| 21E P/E | 24.9 | 18.3 | 10.9 | 28.9 | 8.3 | 15.0 |
| 19 P/B | 5.4 | 3.1 | 1.5 | 4.7 | 1.1 | 2.2 |
| 20E P/B | 5.8 | 4.4 | 0.7 | 6.5 | 0.7 | 2.0 |
| 21E P/B | 5.3 | 4.1 | 0.7 | 5.8 | 0.7 | 1.9 |
| 19 ROE | 39.3 | 25.1 | 8.8 | 18.9 | 12.1 | 27.3 |
| 20E ROE | 19.7 | 21.5 | -0.1 | 19.7 | 7.6 | 2.8 |
| 21E ROE | 21.9 | 22.8 | 7.1 | 21.2 | 8.3 | 11.7 |

자료: Bloomberg, DB 금융투자

대차대조표

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산실업원 | | | | | |
| 유동자산 | 826 | 740 | 941 | 1,081 | 1,130 |
| 현금및현금성자산 | 36 | 82 | 123 | 240 | 277 |
| 매출채권및기타채권 | 206 | 181 | 212 | 213 | 219 |
| 재고자산 | 295 | 295 | 293 | 301 | 314 |
| 비유동자산 | 345 | 440 | 417 | 406 | 407 |
| 유형자산 | 182 | 186 | 166 | 153 | 155 |
| 무형자산 | 28 | 8 | 5 | 6 | 6 |
| 투자자산 | 66 | 148 | 148 | 148 | 148 |
| 자산총계 | 1,171 | 1,179 | 1,382 | 1,510 | 1,560 |
| 유동부채 | 589 | 641 | 727 | 790 | 796 |
| 매입채무및기타채무 | 93 | 104 | 104 | 108 | 113 |
| 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 | 910 | 1,014 | 1,019 |
| 지분금 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 자본잉여금 | 52 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 이익잉여금 | 367 | 350 | 368 | 393 | 437 |
| 비지배주주지분 | 80 | 57 | 57 | 56 | 56 |
| 자본총계 | 493 | 455 | 472 | 497 | 541 |

손익계산서

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산실업원 | | | | | |
| 매출액 | 1,713 | 1,922 | 1,929 | 1,958 | 2,050 |
| 매출원가 | 1,326 | 1,521 | 1,545 | 1,568 | 1,609 |
| 매출총이익 | 387 | 402 | 384 | 390 | 441 |
| 판관비 | 348 | 343 | 322 | 316 | 343 |
| 영업이익 | 39 | 59 | 62 | 74 | 98 |
| EBITDA | 64 | 101 | 110 | 114 | 137 |
| 영업외손익 | -87 | -66 | -19 | -23 | -23 |
| 금융손익 | -7 | -11 | -19 | -13 | -23 |
| 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -80 | -55 | 0 | -10 | 0 |
| 세전이익 | -48 | -7 | 43 | 52 | 75 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기이익 | -50 | -17 | 37 | 44 | 64 |
| 지배주주지분순이익 | -51 | 0 | 37 | 44 | 65 |
| 비지배주주지분순이익 | 1 | -17 | 0 | 0 | -1 |
| 총포괄이익 | -51 | -17 | 37 | 44 | 64 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 매출액 | 0.1 | 12.2 | 0.3 | 1.5 | 4.7 |
| 영업이익 | -31.7 | 52.7 | 5.2 | 19.9 | 32.0 |
| EPS | 적전 | 적지 | 흑전 | 19.5 | 45.0 |

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

현금흐름표

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 12월 결산실업원 | | | | | |
| 영업활동현금흐름 | -21 | 88 | 92 | 84 | 121 |
| 당기순이익 | -50 | -17 | 37 | 44 | 64 |
| 현금유출이없는비용및수익 | 115 | 121 | 73 | 70 | 73 |
| 유형및무형자산상각비 | 26 | 42 | 48 | 39 | 39 |
| 영업관련자산부채변동 | -80 | 4 | -12 | -21 | -4 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -22 | 27 | -31 | -1 | -6 |
| 재고자산의감소 | -62 | -14 | 2 | -8 | -12 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 0 | 8 | 1 | 4 | 6 |
| 투자활동현금흐름 | -25 | -15 | -21 | -19 | -33 |
| CAPEX | -32 | -45 | -25 | -27 | -40 |
| 투자자산의순증 | 8 | -82 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 20 | -27 | 142 | 52 | -50 |
| 사채및차입금의 증가 | 42 | 32 | 185 | 100 | 0 |
| 지분금및자본잉여금의증가 | 6 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -19 | -19 | -20 | -20 | -20 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | -171 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | -26 | 46 | 41 | 117 | 38 |
| 기초현금 | 63 | 36 | 82 | 123 | 240 |
| 기말현금 | 36 | 82 | 123 | 240 | 277 |

주요 투자지표

| 12월 결산원 % 배 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당이익(원) | | | | | |
| EPS | -1,269 | -6 | 931 | 1,112 | 1,613 |
| BPS | 10,306 | 9,945 | 10,385 | 11,007 | 12,130 |
| DPS | 450 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Multiple(배) | | | | | |
| P/E | NA | NA | 20.9 | 17.5 | 12.1 |
| P/B | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 16.7 | 10.4 | 11.6 | 11.1 | 8.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 2.3 | 3.1 | 3.2 | 3.8 | 4.8 |
| EBITDA마진 | 3.8 | 5.2 | 5.7 | 5.8 | 6.7 |
| 순이익률 | -2.9 | -0.9 | 1.9 | 2.2 | 3.1 |
| ROE | -11.4 | -0.1 | 9.2 | 10.4 | 13.9 |
| ROA | -4.2 | -1.5 | 2.9 | 3.0 | 4.2 |
| ROIC | 5.3 | 17.9 | 6.9 | 8.3 | 10.9 |
| 안정성및기타 | | | | | |
| 부채비율(%) | 137.6 | 159.2 | 192.7 | 204.1 | 188.4 |
| 이자보상배율(배) | 2.6 | 3.0 | 2.7 | 2.6 | 3.2 |
| 배당성향(배) | -35.5 | -113.6 | 53.2 | 44.5 | 30.7 |

자료: 한세실업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 게재된 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 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

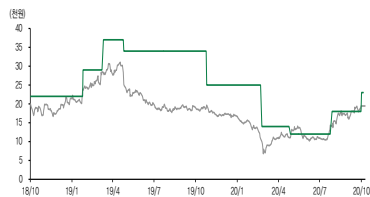
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율(%) | | 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율(%) | |
|----------|------|--------|--------|-------|----------|------|--------|--------|-------|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 18/08/16 | Buy | 22,000 | -11.3 | 8.6 | 20/08/18 | Buy | 18,000 | -4.7 | 8.1 |
| 19/02/15 | Buy | 29,000 | -12.0 | -1.7 | 20/10/23 | Buy | 24,000 | - | - |
| 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 | | | | | |
| 20/05/18 | Hold | 12,000 | -2.6 | 19.6 | | | | | |

주: *표는 담당자 변경