

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 돌보이는 2021년: 전일 애널리스트 대상 비대면 간담회를 통해 2020년 목표 매출 19,270 억원, 영업이익 700억원, 2021년 매출 19,382억원, 영업이익 1,000억원을 제시했다. 불확실성이 높은 매크로 환경을 감안한 듯 매출 가이던스는 보수적이었으나 큰 폭의 이익률 개선을 전망하는 이유로는 자동화 공정 확대, 자체 생산성 개선에 따른 영향 외에도 평균 수주 단가 상승이 주효한 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. 더불어 수주의 질도 향상되고 있는 것으로 미루어 보아 코로나19로 인한 글로벌 위기 시대에 벤더 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 목표주가도 재차 상향했다. 내년 추정치와 가이던스 간의 차이를 좁힐 수 있을지는 매크로 환경을 체크해가며 판단할 필요가 있어 보인다. 다만 단기 이익 모멘텀이 기대보다 우수하다고 판단해 지속적으로 매수 관점을 유지한다.

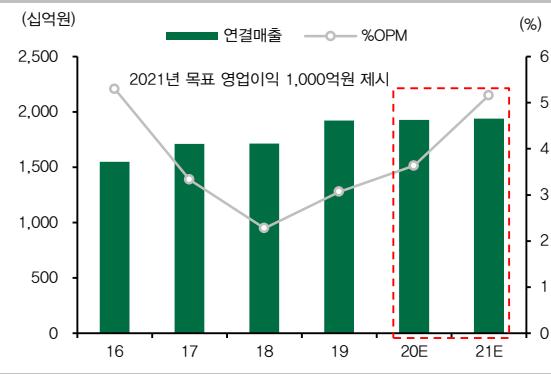
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	6,810/19,650원
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%
자배주주순이익	-51	0	37	44	65	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
EPS	-1,269	-6	931	1,112	1,613	주요주주	한세예스24홀딩스 외 11 인 56.7%
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	20.9	17.5	12.1	(천원)	
PBR (H/L)	2.8/1.4	3.2/1.7	1.9	1.8	1.6	한세실업(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	22.0/13.3	15.9/10.1	11.6	11.1	8.9	KOSPI지수대비(우)	(pt)
영업이익률	2.3	3.1	3.2	3.8	4.8	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	-11.4	-0.1	9.2	10.4	13.9	절대기준	10.8 77.6 1.8
						상대기준	11.7 67.0 -11.3

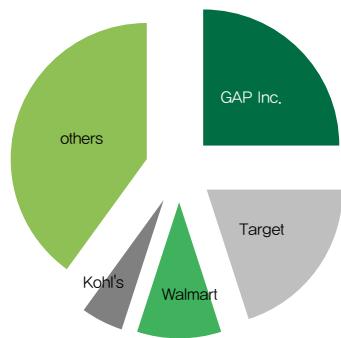
도표 1. 20년 목표 영업이익 700억원, 21년 1,000억원 제시



자료: DB 금융투자

주: 회사측 기이던스 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

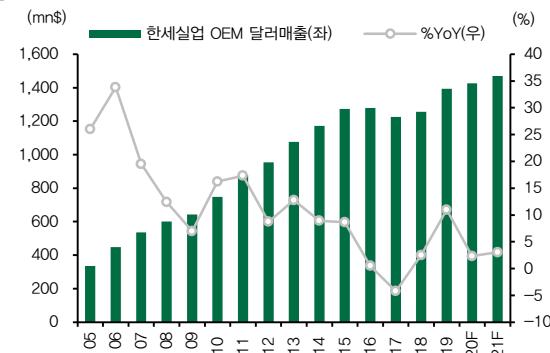
도표 4. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(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

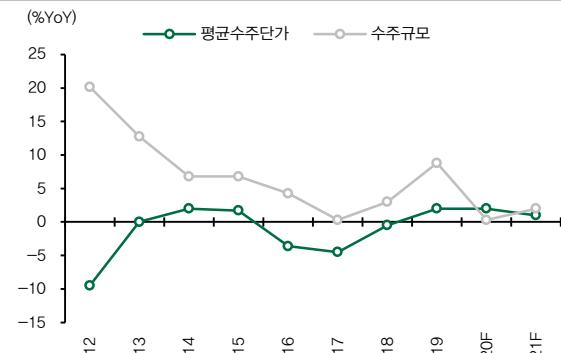
자료: DB 금융투자

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: mn\$, %, 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	924	890	8,795	3,490	1,971	1,676
21E	1,011	992	10,198	4,049	2,077	1,713
19 영업이익	177	81	476	771	204	51
20E	164	93	62	837	170	38
21E	190	107	455	1,026	201	65
19 순이익	139	62	301	738	143	-0
20E	127	71	-51	792	120	9
21E	148	80	267	941	140	40
19 EBITDA	204	97	971	920	273	86
20E	190	111	447	1,011	241	68
21E	219	123	863	1,208	277	94
19 EPS 성장률	-1.8	26.3	-1.1	12.3	47.1	99.5
20E	-9.1	14.5	-123.8	6.4	-18.3	4,593.1
21E	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	28.9	20.8	N/A	34.6	9.9	67.2
21E	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	5.8	4.4	0.7	6.5	0.7	2.0
21E	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	19.7	21.5	-0.1	19.7	7.6	2.8
21E	21.9	22.8	7.1	21.2	8.3	11.7

자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
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
단기원금및단기차입	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
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	55	55	55
이익잉여금	367	350	368	393	437
비자매주자분	80	57	57	56	56
자본총계	493	455	472	497	541

현금흐름표

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-21	88	92	84	121
당기순이익	-50	-17	37	44	64
현금유동이없는비용및수익	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
매입채권및기타채무의증가	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
사채및차입금의증가	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	41	117	38
기초현금	63	36	82	123	240
기말현금	36	82	123	240	277

자료: 한세실업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(상여원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
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
금융순익	-7	-11	-19	-13	-23
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-80	-55	0	-10	0
세전이익	-48	-7	43	52	75
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-17	37	44	64
자비주주지분순이익	-51	0	37	44	65
비자비주주지분순이익	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 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(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

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “도정규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-10-7 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

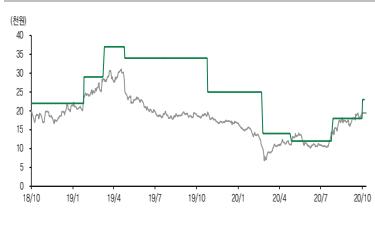
기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한세실업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
18/08/16	Buy	22,000	-11.3	8.6	20/08/18	18,000	-4.7
19/02/15	Buy	29,000	-12.0	-1.7	20/10/23	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