

2020. 11. 17



▲ 화장품/섬유/의복

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 (11.16) **17,600 원**

상승여력 **42.0%**

KOSPI	2,543.03pt
시가총액	7,040억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.40%
외국인비중	7.07%
52주 최고/최저가	20,150원/6,810원
평균거래대금	65.9억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 11인	56.66
국민연금공단	12.57

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0	59.3	-10.4
상대주가	-10.7	20.7	-23.8

주가그래프



한세실업 105630

3Q20 Review: 역대 최대 이익 달성

- ✓ 3Q20: 매출액 6,361억원(+11.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 504억원(+29.0%)
- ✓ P ↑ (장당 단가 +1.1%) + Q ↑ (생산 수량 +16.0%) + C ↓ (엠케이 비용 -200억원)
- ✓ ① OEM: 주력 제품 수주 재개 + 방호 제품 특수 추가 = 달러 매출 +17.3%
- ✓ ② 브랜드: 비용 통제 (매출원가 -23.6%, 판관비 -32.5%) = 손실폭 축소
- ✓ 펀더멘털 개선에 모멘텀 강화까지, 매수 접근 추천

3Q20 역대 최대 순이익 실현

한세실업은 2020년 3분기 매출액 6,361억원(+11.1% YoY; 이하 YoY), 영업이익 504억원(+29.0%; 흑전 QoQ), 순이익 422억원(+123.0%)을 기록하면서, 시장 기대치를 웃돌았다. P ↑ (장당 단가 +1.1%) + Q ↑ (생산 수량 +16.0%) + C ↓ (엠케이 원가 및 판관비 합산 -200억원)의 완벽한 콜라보레이션으로 역대 최대 순이익을 달성했다.

[OEM] 매출액과 영업이익 각각 5,901억원(+16.7%; 달러 기준 +17.3%), 531억원(+29.1%)을 시현했다. '두 자릿수 매출 성장', 경쟁사와 차별화되는 모습이다. 주력 제품 수주 재개에 방호 제품 특수가 더해진 결과이다.

[브랜드] 매출액 459억원(-31.1%), 영업손실 27억원(-30.9%)을 기록했다. 코로나 재확산 영향으로 오프라인 판매가 부진했으나, 비용 통제를 통해 손실 폭은 크게 줄었다(매출원가 -23.6%, 판관비 -32.5%).

투자의견 Buy 및 적정주가 25,000원 유지

한세실업에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 25,000원을 유지한다. 펀더멘털 개선에 모멘텀 강화까지, 매수하지 않을 이유가 없다. ① 펀더멘털: 구조적 개선이 기대된다. 수직계열화 효과(GPM ↑), 판관비 절감(OPM ↑), 기타비용 축소(NPM ↑)에 기인한다. 2021E 순이익은 771억원으로 배증할 전망이다. 북미 영업 재개에 따른 수주 확대(한세 미국 매출 비중 85%), 코로나 재확산에 따른 PPE 추가 또한 열려있다.

② 모멘텀: EU-베트남 FTA 발효 및 RCEP 협정 체결에 따른 낙수효과가 예상된다(한세 베트남 생산 비중 60%). 최근 미국의 CPTPP 재가입 가능성이 회자되고 있는 점도 긍정적이다(2016년 2월 미국 TPP 추진 당시 평균 주가 61,367원).

(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	1,968.4	65.8	42.4	1,060	-312.9	10,051	16.6	1.8	9.8	10.6	153.7
2021E	2,085.9	106.1	77.3	1,933	114.7	11,445	9.1	1.5	6.9	18.0	132.6
2022E	2,186.0	121.5	90.7	2,268	18.9	13,124	7.8	1.3	5.9	18.5	113.7

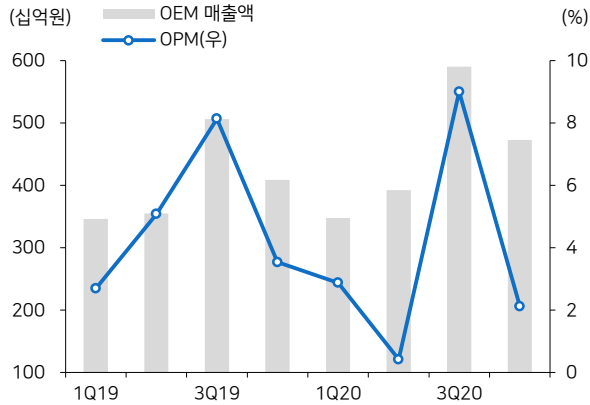
(십억원)	3Q20	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	636.1	572.5	11.1	453.6	40.2	629.7	1.0	621.7	2.3
영업이익	50.4	39.1	29.0	-1.5	흑전	36.1	39.6	31.0	62.5
순이익	42.2	18.9	123.0	8.7	382.8	23.8	77.2	20.0	110.9
영업이익률(%)	7.9	6.8	1.1	-0.3	8.2	5.7	2.2	5.0	2.9
순이익률(%)	6.6	3.3	3.3	1.9	4.7	3.8	2.9	3.2	3.4

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	422.8	429.6	572.5	497.5	394.1	453.6	636.1	484.6	1,922.4	1,968.4	2,085.9
OEM	345.9	354.9	505.8	408.4	347.3	392.1	590.1	423.5	1,614.9	1,753.1	1,827.6
브랜드	76.9	74.7	66.6	89.2	46.8	61.5	45.9	61.1	307.5	215.2	258.3
매출총이익	89.4	103.1	123.4	85.8	75.6	72.8	117.1	85.3	401.7	350.8	411.3
매출총이익률	21.1	24.0	21.5	17.3	19.2	16.1	18.4	17.6	20.9	17.8	19.7
영업이익	5.1	19.1	39.1	-4.3	5.2	-1.5	50.4	11.6	59.0	65.8	106.1
영업이익률	1.2	4.5	6.8	-0.9	1.3	-0.3	7.9	2.4	3.1	3.3	5.1
OEM	9.3	18.0	41.1	14.4	10.0	1.6	53.1	16.5	82.9	81.2	104.0
브랜드	-4.2	1.1	-2.1	-18.7	-4.8	-3.1	-2.7	-4.8	-23.9	-15.4	2.1
순이익	2.7	6.6	18.9	-28.5	-15.9	8.7	42.2	7.4	-0.2	42.4	77.3
순이익률	0.6	1.5	3.3	-5.7	-4.0	1.9	6.6	1.5	0.0	2.2	3.7
(% YoY)											
매출액	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	5.6	11.1	-2.6	12.2	2.4	6.0
OEM	19.9	12.6	13.7	19.7	0.4	10.5	16.7	3.7	16.2	8.6	4.2
브랜드	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-17.8	-31.1	-31.5	-4.8	-30.0	20.0
매출총이익	26.6	9.3	11.3	-22.6	-15.4	-29.4	-5.1	-0.7	3.9	-12.7	17.2
영업이익	흑전	70.0	29.4	적전	1.9	적전	29.0	흑전	52.7	11.5	61.4
영업이익률	5.1	1.6	1.0	-3.4	0.1	-4.8	1.1	3.3	0.8	0.3	1.7
OEM	흑전	138.2	34.1	37.2	7.3	-91.0	29.1	14.1	128.8	-2.0	28.1
브랜드	-182.2	-69.9	-322.6	적전	-13.9	적전	-30.9	0.7	적전	35.4	흑전
순이익	흑전	흑전	-12.3	48.4	적전	31.5	123.0	흑전	99.5	적지	82.3

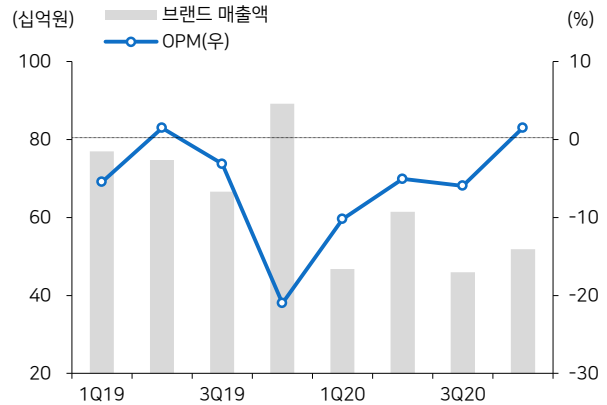
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한세실업 OEM 부문 실적 추이 및 전망



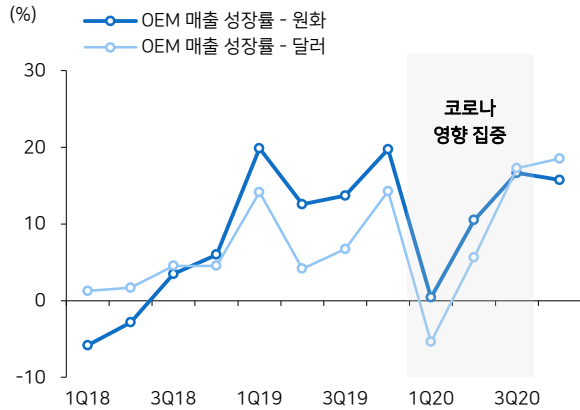
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한세엠케이 실적 추이 및 전망



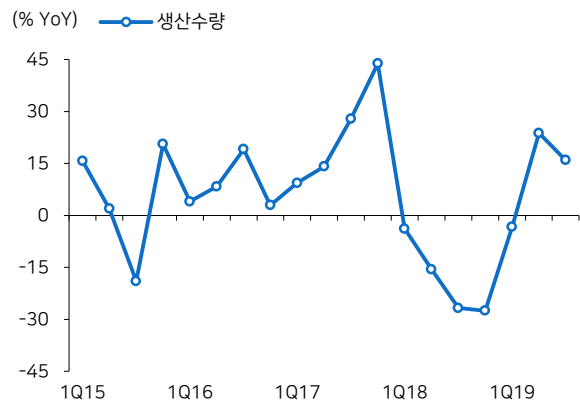
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 OEM 매출 성장률 추이 및 전망



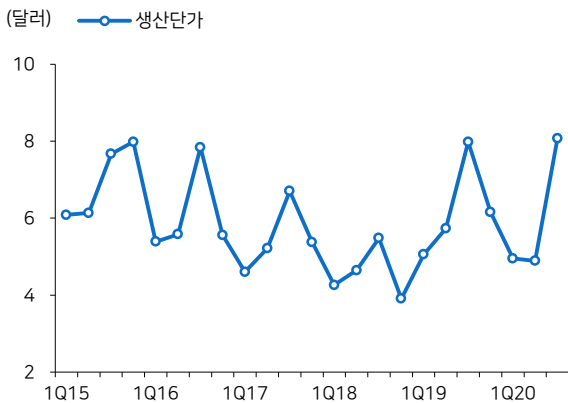
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한세실업 OEM 생산수량 증감



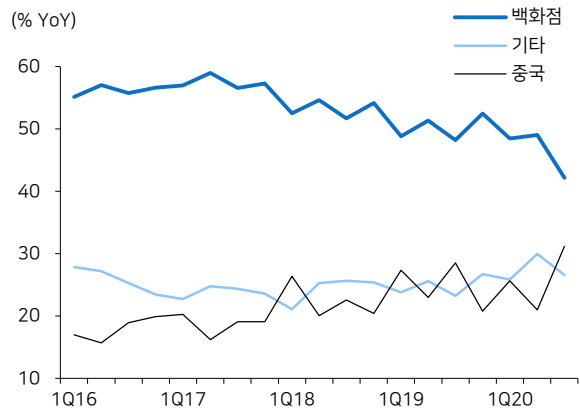
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한세실업 OEM 생산단가 증감



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한세엠케이 채널별 매출: 백화점 축소 vs. 중국 강화



자료: 한세엠케이, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,712.7	1,922.4	1,968.4	2,085.9	2,186.0
매출액증가율 (%)	0.1	12.2	2.4	6.0	4.8
매출원가	1,326.0	1,520.7	1,617.6	1,674.6	1,746.7
매출총이익	386.7	401.7	350.8	411.3	439.3
판매관리비	348.1	342.7	285.1	305.2	317.8
영업이익	38.6	59.0	65.8	106.1	121.5
영업이익률	2.3	3.1	3.3	5.1	5.6
금융손익	-6.8	-10.9	-14.8	-15.4	-16.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-79.7	-55.0	-2.0	10.4	15.0
세전계속사업이익	-47.9	-6.8	49.0	101.2	120.4
법인세비용	2.0	10.5	12.3	22.3	26.5
당기순이익	-49.8	-17.3	36.8	78.9	93.9
지배주주지분 손이익	-50.8	-0.3	42.4	77.3	90.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-21.4	87.9	68.9	120.0	129.6
당기순이익(손실)	-49.8	-17.3	36.8	78.9	93.9
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	-42.8	-10.4	-15.6
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	54.2	-2.0	-1.0
재무활동 현금흐름	19.8	-27.0	-75.6	-55.3	-55.5
차입금의 증감	42.4	32.2	-29.4	-18.6	-17.5
자본의 증가	5.9	3.2	0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-26.5	45.7	9.2	27.3	32.8
기초현금	62.5	36.1	81.7	91.0	118.2
기말현금	36.1	81.7	91.0	118.2	151.1

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	825.9	739.7	758.0	793.1	840.9
현금및현금성자산	36.1	81.7	91.0	118.2	151.1
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	96.3	97.3
자산총계	1,170.7	1,179.5	1,148.3	1,185.9	1,239.9
유동부채	588.8	641.0	619.1	604.7	591.1
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	76.6	71.2	68.5
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	695.7	676.0	659.6
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	353.2	409.0	476.1
비지배주주지분	80.4	57.2	50.6	52.2	55.4
자본총계	492.7	455.0	452.6	510.0	580.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	42,817	48,061	49,209	52,148	54,650
EPS(지배주주)	-1,269	-6	1,060	1,933	2,268
CFPS	1,635	2,588	3,528	3,818	4,293
EBITDAPS	1,612	2,514	2,583	3,515	3,908
BPS	10,306	9,945	10,051	11,445	13,124
DPS	450	500	500	550	600
배당수익률(%)	2.3	2.9	2.8	3.1	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	-15.6	-2,790.3	16.6	9.1	7.8
PCR	12.1	6.7	5.0	4.6	4.1
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.9	1.7	1.8	1.5	1.3
EBITDA	64.5	100.6	103.3	140.6	156.3
EV/EBITDA	16.7	10.4	9.8	6.9	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.4	-0.1	10.6	18.0	18.5
EBITDA 이익률	3.8	5.2	5.2	6.7	7.2
부채비율	137.6	159.2	153.7	132.6	113.7
금융비용부담률	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8
이자보상배율(x)	2.6	3.0	3.5	6.2	7.4
매출채권회전율(x)	9.2	10.6	11.7	12.2	12.5
재고자산회전율(x)	6.4	6.5	6.6	6.9	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 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	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

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

