

2021. 2. 19



▲ 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 (2.18) 19,300 원

상승여력 29.5%

KOSPI	3,086.66pt
시가총액	7,720억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.40%
외국인비중	8.85%
52주 최고/최저가	20,150원/6,810원
평균거래대금	58.6억원

주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 11 인	56.66
국민연금공단	12.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.1	37.4	28.2
상대주가	23.2	4.5	-8.2

주가그래프



한세실업 105630

4Q20 Review: 좋아질 일만 남았다

- ✓ 4Q20: 매출액 3,687억원(-9.7%), 영업손실 3천만원(적전), 순이익 459억원(흑전)
- ✓ 선적 지연 + 달러 약세(-60원) + 원가 상승(+3.5%p → 매출총이익 -120억원)
- ✓ 엠케이 중단사업 반영, 매각 비용 70억원(처분 손실 289억원 + 세금 환입 220억원)
- ✓ 매수 접근 추천: ① 증익 뚜렷(2021E +64%, 엠케이 제거 시 +37%), ② 발류에이션 매력(2021E PER: 한세 7.6배 < 영원 9.2배 < Makalot 18.5배)

4Q20 비우호적 환율 영향

한세실업은 2020년 4분기 매출액 3,687억원(원화 -9.7%, 달러 -5.0% YoY; 이하 YoY), 영업손실 3천만원(적전), 순이익 459억원(흑전)을 기록했다. 4Q20부터 연결 실적은 100% OEM에서 실현된다. 한세엠케이는 중단사업에 반영되었으며, 매각 관련 기타비용은 70억원으로 추정한다(처분 손실 289억원 + 세금 환입 220억원).

① **수주**: 선적 지연이 불가피했다. 미국 코로나 확진세가 록다운 재개 우려를 낳으며, 주력 거래선이 재고 비축을 꺼렸던 탓이다. ② **환율**: 달러 약세가 발목이다. 영업이익의 환율 민감도는 ±20원당 ±4.6%로 추산한다. 4Q20 원/달러 평균 환율은 전년동기대비 60원 하락, 이익단을 -13.8% 끌어내렸다. ③ **원가**: 원가율 상승이 컸다(매출원가율 +3.5%p → 매출총이익 -120억원). 선적과 수주 변경이 이례적으로 늘어나면서, 매출 인식(4Q20)과 원부자재 조달(2Q20~3Q20) 간의 시차를 발생시켰다. 1,204원/\$에 사서 1,116원/\$에 팔았으니, 원가 또한 환차손을 입은 셈이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 25,000원 유지

한세실업에 대한 투자의견 Buy 및 적정주가는 25,000원을 유지한다. 구조적 증익 사이클에 진입했다고 판단하는 바, 매수 관점에서 접근을 추천한다. ① **실적**: 수익성 개선이 뚜렷하다. 수직계열화 효과(GPM ↑), 한세엠케이 제거(OPM ↑), 영업외비용 축소(NPM ↑)에 기인한다. 2021E 영업이익은 +63.6%(엠케이 제거 시 +36.8%) 증가할 전망이다. ② **주가**: 발류에이션 매력이 돋보인다. 2021E PER은 7.6배로 Makalot(18.5배)과 영원무역(9.2배) 대비 상당히 저평가되어 있다. ③ **환율**: 원화 강세가 나쁘지만은 않다. 외화부채(1.2억불) 보유로 기타이익이 발생하기 때문이다. 원/달러 환율이 최근 1,100원선을 회복하기도 했다.

(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	1,852.4	54.1	80.9	2,023	-547.7	11,182	8.7	1.6	11.4	19.1	134.9
2021E	1,754.6	88.5	101.1	2,528	30.8	13,170	7.6	1.5	8.5	20.8	114.3
2022E	1,838.3	103.1	102.0	2,550	0.9	15,131	7.6	1.3	7.1	18.0	98.4

(십억원)	4Q20	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	368.7	408.4	-9.7	590.1	-37.5	403.1	-8.5	358.0	3.0
영업이익	0.0	14.4	적전	53.1	적전	8.4	-100.4	4.1	-100.7
순이익	45.9	-10.7	흑전	42.7	7.5	10.5	337.1	15.0	206.0
영업이익률(%)	0.0	3.5	-3.5	9.0	-9.0	2.1	-2.1	1.1	-1.2

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	394.1	453.6	636.1	368.7	362.3	394.5	554.8	442.9	1,852.4	1,754.6	1,838.3
OEM	347.3	392.1	590.1	368.7	362.3	394.5	554.8	442.9	1,852.4	1,754.6	1,838.3
브랜드	46.8	61.5	45.9	-	-	-	-	-	154.2	-	-
영업이익	5.2	-1.5	50.4	0.0	13.3	18.2	51.0	5.9	54.1	88.5	103.1
영업이익률	1.3	-0.3	7.9	0.0	3.7	4.6	9.2	1.3	2.9	5.0	5.6
OEM	10.0	1.6	53.1	0.0	13.3	18.2	51.0	5.9	64.7	88.5	103.1
브랜드	-4.8	-3.1	-2.7	-	-	-	-	-	-10.6	-	-
순이익	-15.9	8.7	42.2	45.9	15.4	13.8	46.3	25.6	80.9	101.1	102.0
순이익률	-4.0	1.9	6.6	12.4	4.2	3.5	8.3	5.8	4.4	5.8	5.5
(% YoY)											
매출액	-6.8	5.6	11.1	-25.9	-8.1	-13.0	-12.8	20.1	-3.6	-5.3	4.8
OEM	0.4	10.5	16.7	-9.7	4.3	0.6	-6.0	20.1	5.2	3.3	4.8
브랜드	-39.2	-17.8	-31.1	-	-	-	-	-	-49.9	-	-
영업이익	1.9	적전	29.0	1.0	155.4	흑전	1.3	흑전	-8.3	63.6	16.5
OEM	7.3	-91.0	29.1	적전	33.4	1,020.2	-3.9	흑전	-22.0	36.8	16.5
브랜드	-13.9	적전	-30.9	-	-	-	-	-	55.6	-	-
순이익	적전	42.9	112.2	흑전	흑전	32.3	8.2	-44.1	흑전	25.0	0.9

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

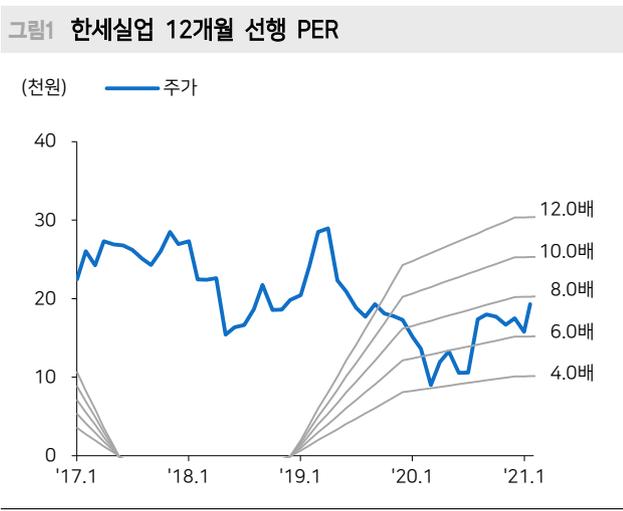
(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	347.3	392.1	590.1	368.7	362.3	394.5	554.8	442.9	1,698.3	1,754.6	1,838.3
매출총이익	49.2	41.7	90.9	35.2	54.2	59.7	88.3	48.9	216.9	251.0	272.1
영업이익	10.0	1.6	53.1	0.0	13.3	18.2	51.0	5.9	64.7	88.5	103.1
영업이익률	2.9	0.4	9.0	0.0	3.7	4.6	9.2	1.3	3.8	5.0	5.6
순이익	-13.6	10.4	42.7	45.9	15.4	13.8	46.3	25.6	85.4	101.1	102.0
순이익률	-3.9	2.7	7.2	12.4	4.2	3.5	8.3	5.8	5.0	5.8	5.5
(% YoY)											
매출액	0.4	10.5	16.7	-9.7	4.3	0.6	-6.0	20.1	5.2	3.3	4.8
매출총이익	4.6	-26.3	10.1	-33.9	10.2	43.2	-2.9	39.0	-9.4	15.7	8.4
영업이익	7.3	-91.0	29.1	적전	33.4	1,020.2	-3.9	흑전	-22.0	36.8	16.5
영업이익률	0.2	-4.7	0.9	-3.5	0.8	4.2	0.2	1.4	-1.3	1.2	0.6
순이익	적전	42.9	112.2	흑전	흑전	32.3	8.2	-44.1	흑전	25.0	0.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

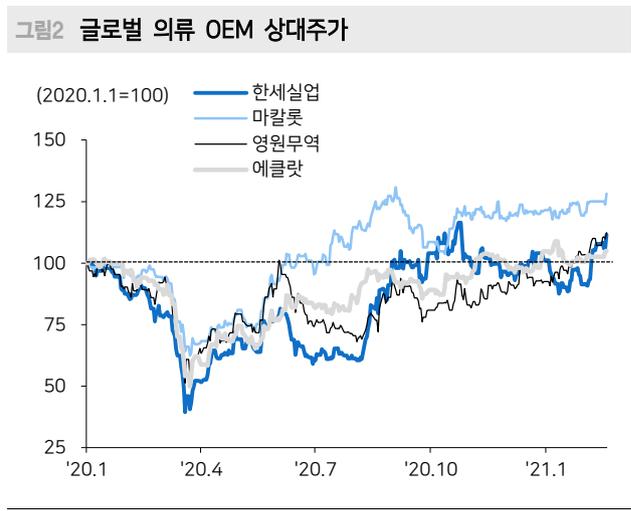
표4 글로벌 의류 OEM 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
한세실업	772	1,755	1,838	89	103	101	102	7.6	7.6	1.5	1.3	20.8	18.0	8.5	7.1
영원무역	1,706	2,705	2,797	284	297	185	196	9.2	8.7	0.8	0.7	8.9	8.7	4.3	4.0
Eclat	4,466	1,215	1,347	242	267	188	212	24.3	21.6	5.5	5.0	23.8	24.6	16.3	14.4
Maklot	1,745	1,160	1,255	131	145	99	111	18.5	16.6	4.2	3.9	23.7	24.7	11.5	10.3
평균(국내사 제외)								21.4	19.1	4.8	4.5	23.7	24.6	13.9	12.3

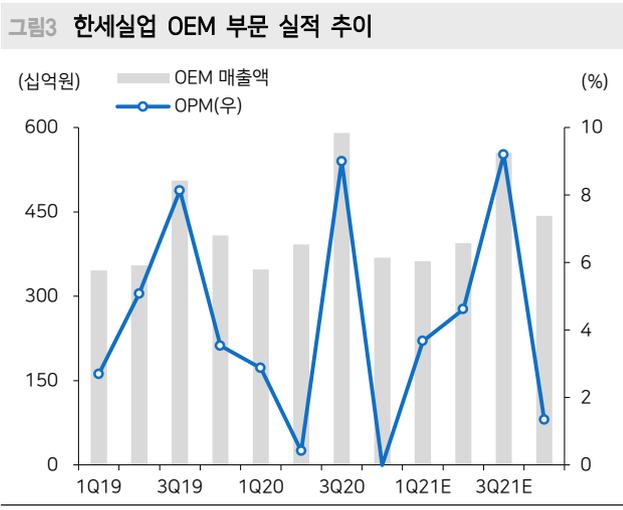
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



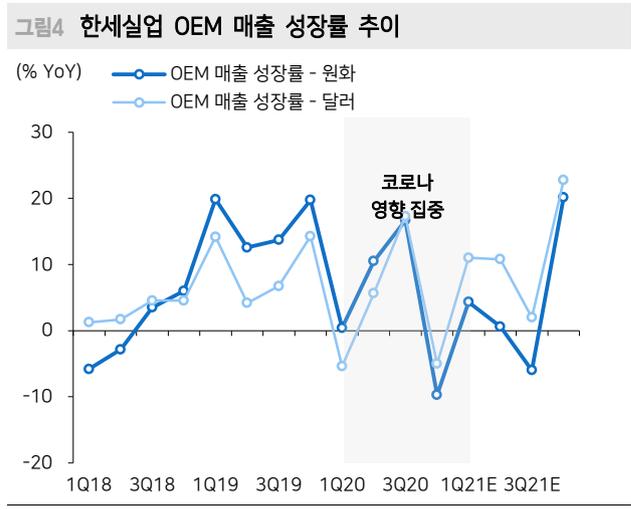
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,712.7	1,922.4	1,852.4	1,754.6	1,838.3
매출액증가율 (%)	0.1	12.2	-3.6	-5.3	4.8
매출원가	1,326.0	1,520.7	1,551.7	1,503.6	1,566.2
매출총이익	386.7	401.7	300.7	251.0	272.1
판매관리비	348.1	342.7	246.7	162.5	169.1
영업이익	38.6	59.0	54.1	88.5	103.1
영업이익률	2.3	3.1	2.9	5.0	5.6
금융손익	-6.8	-10.9	-9.9	-10.3	-10.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-79.7	-55.0	25.6	45.1	35.2
세전계속사업이익	-47.9	-6.8	69.7	123.3	127.5
법인세비용	2.0	10.5	-7.6	22.2	25.5
당기순이익	-49.8	-17.3	77.3	101.1	102.0
지배주주지분 손이익	-50.8	-0.3	80.9	101.1	102.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-21.4	87.9	57.2	139.8	136.4
당기순이익(손실)	-49.8	-17.3	77.3	101.1	102.0
유형자산상각비	22.7	39.0	35.1	31.8	32.5
무형자산상각비	3.2	2.6	0.6	0.6	0.6
운전자본의 증감	-79.9	4.0	-83.7	-11.0	-15.4
투자활동 현금흐름	-25.1	-15.4	5.8	-37.5	-41.2
유형자산의증가(CAPEX)	-31.7	-44.8	-38.8	-35.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-2.9	-80.0	33.4	-2.0	-1.0
재무활동 현금흐름	19.8	-27.0	-42.0	-55.4	-55.6
차입금의 증감	42.4	32.2	-20.2	-18.5	-17.3
자본의 증가	5.9	3.2	0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-26.5	45.7	20.6	46.9	39.5
기초현금	62.5	36.1	81.7	102.4	149.3
기말현금	36.1	81.7	102.4	149.3	188.8

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	825.9	739.7	753.7	816.5	872.1
현금및현금성자산	36.1	81.7	102.4	149.3	188.8
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	420.4	425.1	433.0
유형자산	182.4	185.5	198.7	201.9	209.4
무형자산	28.0	7.9	7.6	7.0	6.4
투자자산	66.4	148.5	115.1	117.1	118.1
자산총계	1,170.7	1,179.5	1,174.1	1,241.6	1,305.1
유동부채	588.8	641.0	561.3	548.2	535.4
매입채무	50.2	57.6	61.7	65.4	68.5
단기차입금	391.4	464.0	410.4	399.4	387.4
유동성장기부채	71.6	12.5	10.1	8.1	7.1
비유동부채	89.3	83.5	112.9	114.0	111.8
사채	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	39.8	28.5	23.5	18.5	14.5
부채총계	678.1	724.5	674.2	662.1	647.2
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	-2.7	-2.7	-2.7
이익잉여금	366.9	350.1	391.7	471.3	549.7
비지배주주지분	80.4	57.2	52.6	52.6	52.6
자본총계	492.7	455.0	499.9	579.4	657.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	42,817	48,061	46,311	43,866	45,958
EPS(지배주주)	-1,269	-6	2,023	2,528	2,550
CFPS	1,635	2,588	3,967	4,324	4,432
EBITDAPS	1,612	2,514	2,246	3,021	3,403
BPS	10,306	9,945	11,182	13,170	15,131
DPS	450	500	500	550	600
배당수익률(%)	2.3	2.9	2.9	2.8	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	-15.6	-2,790.3	8.7	7.6	7.6
PCR	12.1	6.7	4.4	4.5	4.4
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3
EBITDA	64.5	100.6	89.8	120.9	136.1
EV/EBITDA	16.7	10.4	11.4	8.5	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-11.4	-0.1	19.1	20.8	18.0
EBITDA 이익률	3.8	5.2	4.8	6.9	7.4
부채비율	137.6	159.2	134.9	114.3	98.4
금융비용부담률	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.6	3.0	2.8	5.1	6.2
매출채권회전율(x)	9.2	10.6	11.0	10.2	10.5
재고자산회전율(x)	6.4	6.5	6.2	5.8	5.9

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 하시기를 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 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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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)	
2018.12.12	산업브리프	Buy	24,000	김정욱	0.5	29.4	
2019.06.28				커버리지 제외			
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	
2020.10.08	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-	-	