

2021. 5. 17



▲ 화장품/섬유업
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **32,000 원**

현재주가 (5.14) **27,550 원**

상승여력 **16.2%**

KOSPI 3,153.32pt

시가총액 11,020억원

발행주식수 4,000만주

유동주식비율 40.40%

외국인비중 6.63%

52주 최고/최저가 27,550원/10,200원

평균거래대금 99.2억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 12인 56.66

국민연금공단 12.27

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 26.1 56.1 146.0

상대주가 27.2 23.4 50.2

주가그래프



한세실업 105630

1Q21 Review: 구조적 증익

- ✓ 1Q21 매출액 3,756억원(+8%), 영업이익 295억원(+196%), 순이익 216억원(흑전)
- ✓ 매출액: 주력 거래선 회복 + 신규 고객사 추가 = +8%(달러 기준 +16%)
- ✓ 영업이익: P(생산 단가 +9%) + Q(생산 물량 +7%) = C(원가율 -3%p)
- ✓ 원단: 칼라앤티치(매출 +2.7%; 흑전) 및 C&T VINA(매출 +10.0%; 흑전) 모두 호조
- ✓ 구조적 증익(NPM +3.7%p > OPM +3.0%p > GPM +2.4%p) & 미국 회복 → 매수

1Q21 영업이익 컨센서스 +152% 상회

한세실업은 2021년 1분기 매출액 3,756억원(+8.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 295억원(+195.5%), 순이익 216억원(흑전)을 기록, 시장 기대치를 큰 폭으로 상회했다.

매출액은 전년동기대비 +8.1%(달러 기준 +15.9%; 1Q21 원/달러 평균 환율 -6.7%) 증가했다. 주력 거래선(GAP INC., 대형마트 등)향 수주 회복이 두드러졌다. 신규 고객사(칼하트 등)도 물량 확대에 기여한 모습이다.

영업이익은 세 배 가까이 늘었다. P(생산 단가 +8.6%)와 Q(생산 물량 +6.7%)의 동반 성장으로 레버리지가 확대된 영향이다(매출총이익률 +3.1%p). 수직계열화 효과도 나타났다(매출원가 대비 6.4%). 칼라앤티치(매출 +2.7%; 흑전)와 C&T VINA(매출 +10.0%; 흑전) 모두 호조였다. 인력 감축에 따른 판관비율(-1.8%p) 하락 또한 한 몫 했다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 32,000원(상향) 제시

한세실업에 대한 적정주가를 32,000원으로 +14% 상향한다. 구조적 증익 구간에 진입했다고 판단하는 바, 매수 관점에서 접근을 추천한다.

- ① 수익성 개선이 뚜렷하다(2021E 영업이익 +38.6%, 순이익 +114.2%). 재고자산평가손 감소에 따른 원가 개선, 적자 자회사 제거를 통한 판관비 축소 및 외환환산 이익 전환으로 인한 영업외이익 증가가 예상된다(NPM +3.7%p > OPM +3.0%p > GPM +2.4%p).
- ② 미국 경기 회복에 따른 수혜가 크다(미국 매출 비중 85%). Re-stocking 진입 시, 매출 상향 조정 또한 가능하겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,615.0	84.9	-0.3	-6	-65.3	9,945	-2,790.3	1.7	8.3	-0.1	159.2
2020	1,698.3	64.9	44.9	1,123	-306.6	10,534	15.6	1.7	8.9	11.0	142.3
2021E	1,523.5	104.6	96.2	2,406	169.7	12,400	11.5	2.2	9.7	21.0	118.2
2022E	1,610.9	113.8	110.4	2,760	14.7	14,571	10.0	1.9	8.5	20.5	97.6
2023E	1,707.6	126.5	120.2	3,004	8.9	16,987	9.2	1.6	7.2	19.0	82.0

(십억원)	1Q21	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	375.6	347.3	8.1	214.5	75.1	377.2	-0.4	366.2	2.6
영업이익	29.5	10.0	195.5	10.8	173.0	11.7	152.0	12.4	137.8
순이익	21.6	-15.9	흑전	12.0	79.8	10.7	101.7	14.6	47.8
영업이익률(%)	7.8	2.9	5.0	5.0	2.8	3.1	4.7	3.4	4.5

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
2021E EPS (원)	2,578	2021E 지배주주 귀속 EPS 예상치
Target PER (배)	12.6	2021E Makalot PER에 30% 할인 적용
적정가치 (원)	32,000	반내림
현재주가 (원)	27,550	
상승여력 (%)	16.2	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

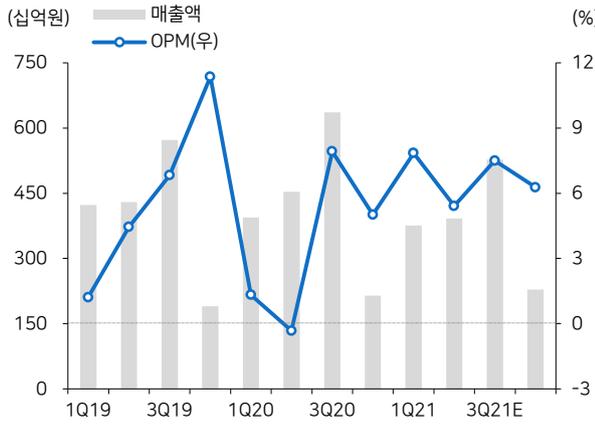
(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,523.5	1,610.9	1,494.7	1,580.5	1.9	1.9	1,714.2	1,859.1
영업이익	104.6	113.8	85.5	100.6	22.3	13.1	85.7	99.3
순이익	96.2	110.4	92.9	99.3	3.6	11.2	74.5	82.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 백만달러 %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액 (원화)	347.3	392.1	590.1	214.5	375.6	391.7	527.6	228.5	1,544.1	1,523.5	1,610.9
매출액 (달러)	290.7	321.4	496.8	192.1	337.0	353.5	481.9	208.9	1,303.0	1,381.2	1,505.5
매출총이익	49.2	41.7	90.9	-45.3	64.9	57.3	78.7	34.0	136.5	234.9	249.4
매출총이익률	14.2	10.6	15.4	-21.1	17.3	14.6	14.9	14.9	8.8	15.4	15.5
영업이익	10.0	1.6	53.1	10.8	29.5	21.2	39.6	14.3	75.5	104.6	113.8
영업이익률	2.9	0.4	9.0	5.0	7.8	5.4	7.5	6.3	4.9	6.9	7.1
순이익	-13.6	10.4	42.7	12.0	21.6	23.2	42.1	9.3	51.5	96.2	110.4
순이익률	-3.9	2.7	7.2	5.6	5.7	5.9	8.0	4.1	3.3	6.3	6.9
(% YoY)											
매출액 (원화)	0.4	10.5	16.7	112.6	8.1	-0.1	-10.6	6.5	18.1	-1.3	5.7
매출액 (달러)	-5.4	5.6	17.3	127.7	15.9	10.0	-3.0	8.7	16.4	6.0	9.0
매출총이익	4.6	-26.3	10.1	-58.5	32.1	37.5	-13.5	-175.2	77.0	72.1	6.2
영업이익	7.3	-91.0	29.1	-0.7	195.5	1,204.9	-25.5	0.3	-30.6	38.6	8.8
영업이익률	0.2	-4.7	0.9	-34.9	5.0	5.0	-1.5	1.3	-3.4	2.0	0.2
순이익	적전	42.9	112.2	흑전	흑전	122.7	-1.5	-22.2	흑전	114.2	14.7

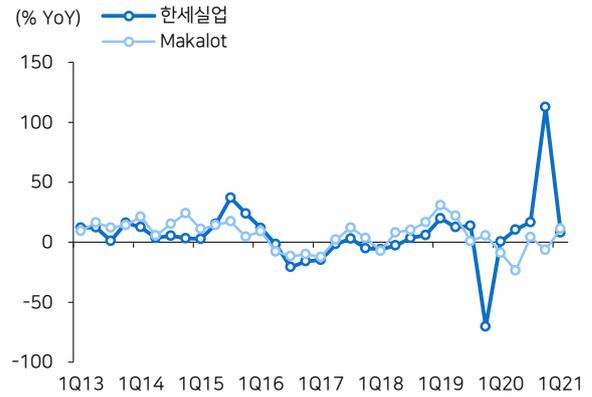
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한세실업 전체 매출 추이



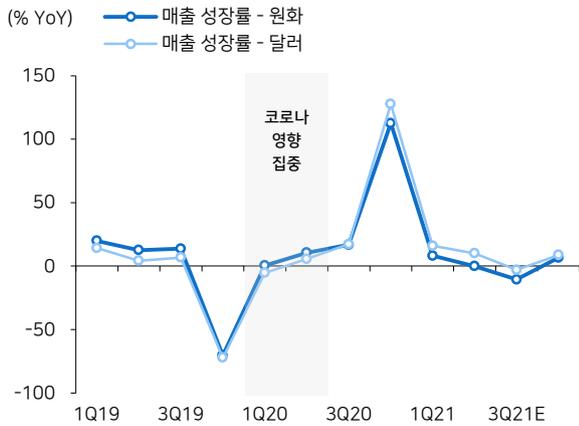
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출 성장률: 한세실업 vs. Makalot



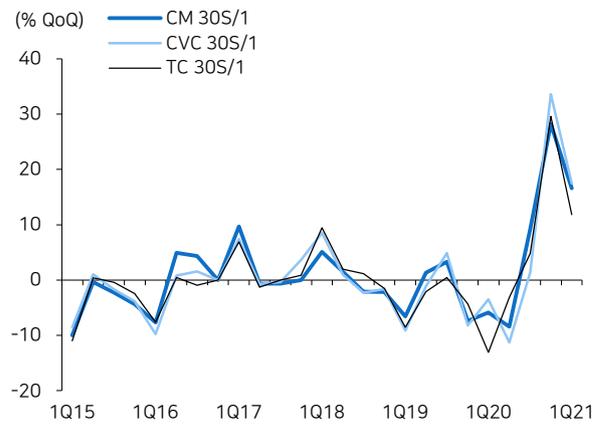
자료: 한세실업, Makalot, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 매출 성장률 추이



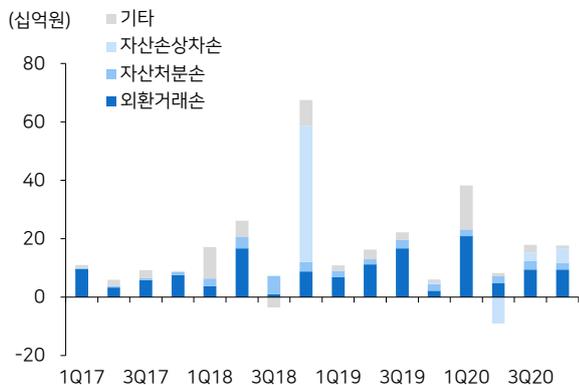
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한세실업 취급 주요 면화 가격 증감



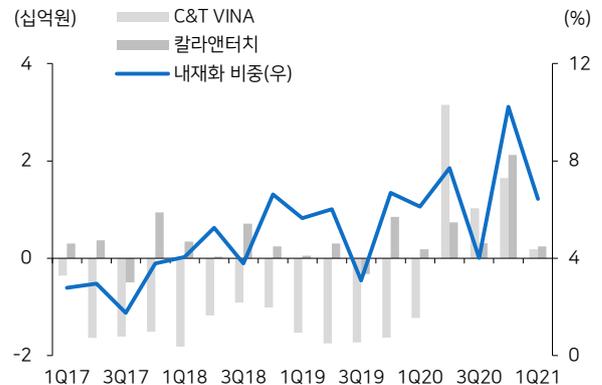
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한세실업 영업외비용 추이



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한세실업 주요 공정 내재화 비중 추이



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,615.0	1,698.3	1,523.5	1,610.9	1,707.6
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-10.3	5.7	6.0
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,288.6	1,361.5	1,439.8
매출총이익	239.4	220.3	234.9	249.4	267.8
판매관리비	154.5	155.4	130.3	135.6	141.3
영업이익	84.9	64.9	104.6	113.8	126.5
영업이익률	5.3	3.8	6.9	7.1	7.4
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
종속/관계기업손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	18.3	26.7	26.2
세전계속사업이익	58.7	70.4	117.3	134.6	146.6
법인세비용	16.9	-7.6	21.1	24.2	26.4
당기순이익	-17.3	35.7	96.2	110.4	120.2
지배주주지분 손이익	-0.3	44.9	96.2	110.4	120.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	87.9	50.7	123.3	134.7	167.0
당기순이익(손실)	-17.3	35.7	96.2	110.4	120.2
유형자산상각비	39.0	37.0	24.9	26.9	28.8
무형자산상각비	2.6	0.6	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-7.2	-11.6	-17.2
투자활동 현금흐름	-15.4	-3.6	-37.9	-37.6	-39.3
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-35.0	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-2.4	-1.3	-0.4
재무활동 현금흐름	-27.0	-31.0	-45.2	-50.8	-78.3
차입금의 증감	32.2	-65.9	-16.3	-20.2	-19.6
자본의 증가	3.2	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	40.2	46.4	49.5
기초현금	36.1	81.7	96.7	136.9	183.3
기말현금	81.7	96.7	136.9	183.3	232.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	707.9	766.8	842.5
현금및현금성자산	81.7	96.7	136.9	183.3	232.8
매출채권	167.3	144.6	146.1	149.7	158.7
재고자산	294.7	221.4	225.9	232.6	246.6
비유동자산	439.8	362.1	374.5	384.8	394.2
유형자산	185.5	133.6	143.8	152.8	162.0
무형자산	7.9	6.8	6.7	6.6	6.5
투자자산	148.5	134.9	137.3	138.5	138.9
자산총계	1,179.5	1,021.1	1,082.4	1,151.5	1,236.7
유동부채	641.0	480.8	470.1	458.6	454.6
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	55.9
단기차입금	464.0	370.2	359.2	347.2	337.2
유동성장기부채	12.5	10.2	10.2	10.2	10.2
비유동부채	83.5	118.9	116.3	110.2	102.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	28.5	74.4	69.4	61.4	51.4
부채총계	724.5	599.7	586.4	568.7	557.3
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	55.4	56.1	56.1	56.1	56.1
기타포괄이익누계액	-9.8	-9.4	-9.4	-9.4	-9.4
이익잉여금	350.1	372.5	447.1	534.0	630.6
비지배주주지분	57.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	455.0	421.4	496.0	582.8	679.5

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	40,374	42,457	38,087	40,273	42,689
EPS(지배주주)	-6	1,123	2,406	2,760	3,004
CFPS	2,359	3,302	3,225	3,608	4,516
EBITDAPS	3,161	2,562	3,239	3,520	3,884
BPS	9,945	10,534	12,400	14,571	16,987
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.0	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	-2,790.3	15.6	11.5	10.0	9.2
PCR	7.3	5.3	8.5	7.6	6.1
PSR	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
PBR	1.7	1.7	2.2	1.9	1.6
EBITDA	126.4	102.5	129.6	140.8	155.4
EV/EBITDA	8.3	8.9	9.7	8.5	7.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	11.0	21.0	20.5	19.0
EBITDA 이익률	7.8	6.0	8.5	8.7	9.1
부채비율	159.2	142.3	118.2	97.6	82.0
금융비용부담률	1.1	0.6	0.6	0.6	2.1
이자보상배율(x)	4.8	6.0	11.2	12.7	3.6
매출채권회전율(x)	8.9	10.9	10.5	10.9	11.1
재고자산회전율(x)	5.5	6.6	6.8	7.0	7.1

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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	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				김정욱 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	-27.1	-10.8	
2021.04.13	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-16.5	-1.6	
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-	-	