

2021. 11. 15



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

Buy

적정주가 (12개월) **35,000 원**

현재주가 (11.12) **24,900 원**

상승여력 **40.6%**

KOSPI	2,968.80pt
시가총액	9,960억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.40%
외국인비중	7.60%
52주 최고/최저가	27,550원/15,150원
평균거래대금	104.9억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 12 인	56.66
국민연금공단	10.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.3	-8.1	40.3
상대주가	0.5	-2.1	17.0

주가그래프



한세실업 105630

3Q21 Review: 우려 Bye, 이제 Buy

- ✓ 3Q21: 매출액 4,163억원(-30%; PPE 제거 -6%), 영업이익 179억원(-66%)
- ✓ 매출: 공정 차질 최소화(인니 생산 +80%) 및 판가 인상(ASP +32%, 역대 최고치)
- ✓ 이익: 베트남 가동 저하 및 원재료비 인상 → 고정비 부담 가중 = 원가율 +3%p
- ✓ 단가 인상(P↑) & 수주 증가(Q↑) & 가동 재개(C↓) = OEM 전반 투자성 증대
- ✓ 미국 비중 85% & 고배당(배당성향 25%) & Valuation(2022E 8.9배) = 적극 매수

3Q21 영업이익 컨센서스 +65% 상회

한세실업은 2021년 3분기 매출액 4,163억원(-29.5% YoY, 이하 YoY), 영업이익 179억원(-66.3%, OPM 4.3%), 순손실 27억원(적전)을 기록했다. PPE(마스크, 방호복) 역기저와 베트남 록다운 영향이다. 외화환산손실 148억원을 반영하기도 했다.

[매출] 전년동기대비 -6.2% 줄었다(3Q20 PPE 매출 1,354억원 제거). 베트남 수주를 인도네시아로 이전 대응, 생산 차질을 최소화했다(3Q21 생산수량 전체 -45%, 베트남 -85%, 인니 +80%). 판가 인상 또한 한 몫 했다. 3Q21 ASP는 \$10.6(+31.5%)으로 역대 최고 수준이다. 믹스 개선에(칼하트 등 고가 브랜드 증가, 저가 PPE 제거) 협상력 증대를(비용 부담 판가에 전가) 증명하는 바이다.

[이익] 이익은 예상 대비 선방했다(영업이익 컨센서스 대비 +27.7%). 공장 섯다운에도 지급된 노무비(원가 대비 30%), 베트남 정부의 공정 조건 충족을 위한 숙식 및 통근 제공, 원부자재 가격 변동(주요 원사 가격: CM -1.9%, CVC +4.9% QoQ) 모두 비용 부담을 가중시켰다. 매출원가율이 +2.7%p 늘어난 이유이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 35,000원(상향) 제시

단가 인상(P↑)과 수주 증가(Q↑) 및 가동 재개(C↓)까지, 매수하지 않을 이유가 없다. 고배당(배당성향 25%)에, Valuation(2022E PER 8.9배) 매력 또한 충분하다. 업종 내 차선후주로서 적극 추천한다. 수주는 OEM 모두가 좋다. 한세는 더 좋다. 미국(매출 비중 85%) 의존도가 높기 때문이다(재고 비축 수요: 미국 > 유럽). 미국 소매의류 재고율은 2.0 미만으로 역대 최저 수준에 머물러있다. 대미 수출 무관세 지역인 중남미(CAPA 40%)를 활용하고 있는 점도 유리하게 작용한다.

(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	1,632.9	103.8	71.4	1,785	117.7	11,714	14.0	2.1	9.1	16.0	149.0
2022E	1,892.7	137.4	111.9	2,798	44.1	13,973	8.9	1.8	6.8	21.8	123.4
2023E	2,025.2	152.3	122.8	3,069	9.7	16,453	8.1	1.5	5.8	20.2	104.2

표1 한세실업 3Q21 실적 Review

(십억원)	3Q21	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	416.3	590.1	-29.5	411.3	1.2	420.5	-1.0	402.8	3.3
영업이익	17.9	53.1	-66.3	30.8	-41.9	14.0	27.7	11.3	58.9
순이익	-2.7	42.7	적전	30.3	적전	16.2	-116.6	18.4	-114.6
영업이익률(%)	4.3	9.0	-4.7	7.5	-3.2	3.3	1.0	2.8	1.5

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표2 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,632.9	1,892.7	1,628.0	1,812.9	0.3	4.4	1,659.1	1,806.9
영업이익	103.8	137.4	97.8	125.6	6.2	9.4	101.2	118.3
순이익	71.4	111.9	82.3	110.3	-13.3	1.5	84.5	96.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한세실업 적정주가 산정

	적정 가치	비고
2021E EPS (원)	2,709	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER (배)	12.8	Makalot 12개월 선행 P/E에 30% 할인 적용
적정가치 (원)	35,000	반올림
현재주가 (원)	24,900	
상승여력 (%)	40.6	

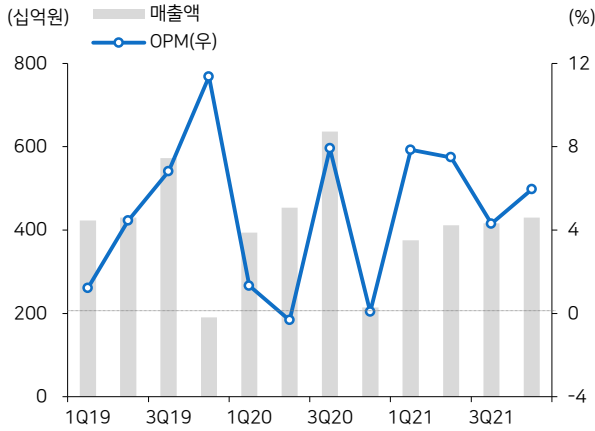
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	347.3	392.1	590.1	368.7	375.6	411.3	416.3	429.8	1,698.3	1,632.9	1,892.7
매출액 (백만달러)	290.7	321.4	496.8	330.2	337.0	366.8	359.4	374.3	1,433.1	1,437.4	1,653.0
매출총이익	49.2	41.7	90.9	38.6	64.9	67.5	53.0	59.1	136.5	244.5	297.3
매출총이익률 (%)	14.2	10.6	15.4	10.5	17.3	16.4	12.7	13.8	8.0	15.0	15.7
영업이익	10.0	1.6	53.1	0.2	29.5	30.8	17.9	25.6	64.9	103.8	137.4
영업이익률 (%)	2.9	0.4	9.0	0.0	7.8	7.5	4.3	6.0	3.8	6.4	7.3
순이익	-13.6	10.4	42.7	12.0	20.7	24.9	-2.7	28.5	51.5	71.4	111.9
순이익률 (%)	-3.9	2.7	7.2	3.2	5.5	6.1	-0.6	6.6	3.0	4.4	5.9
(% YoY)											
매출액 (원화)	0.4	10.5	16.7	-9.7	8.1	4.9	-29.5	16.6	5.2	-3.8	15.9
매출액 (달러)	-5.4	5.6	17.3	-5.0	15.9	14.2	-27.7	13.3	3.6	0.3	15.0
매출총이익	4.6	-26.3	10.1	-27.6	32.1	62.0	-41.7	53.4	77.0	79.2	21.6
영업이익	7.3	-91.0	29.1	-98.9	195.5	1,796.0	-66.3	16,283.3	-21.8	60.0	32.4
영업이익률 (%p)	0.2	-4.7	0.9	-3.5	5.0	7.1	-4.7	5.9	-1.3	2.5	0.9
순이익	적전	42.9	112.2	흑전	흑전	138.9	적전	137.9	흑전	59.0	56.8

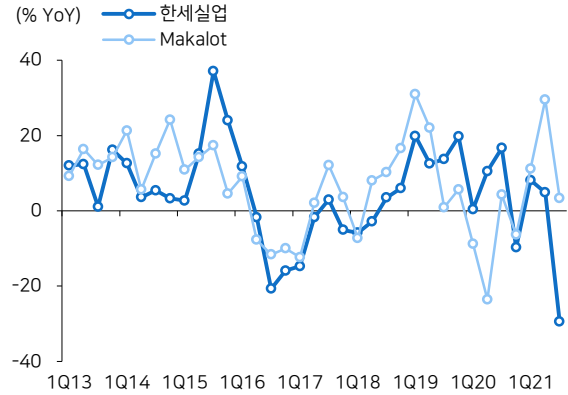
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한세실업 전체 매출 추이



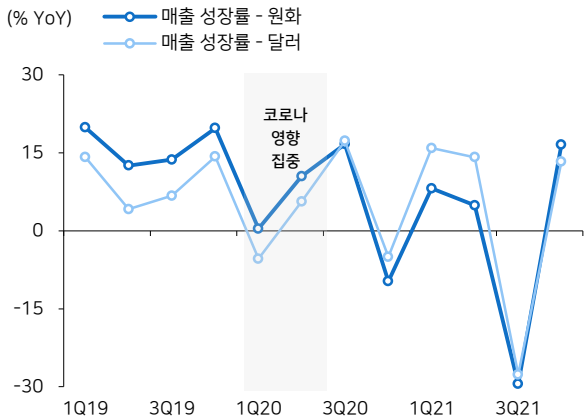
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 매출 성장률: 한세실업 vs. Makalot



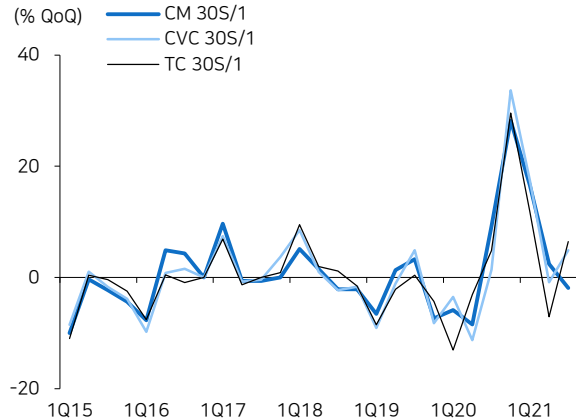
자료: 한세실업, Makalot, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 매출 성장률 추이



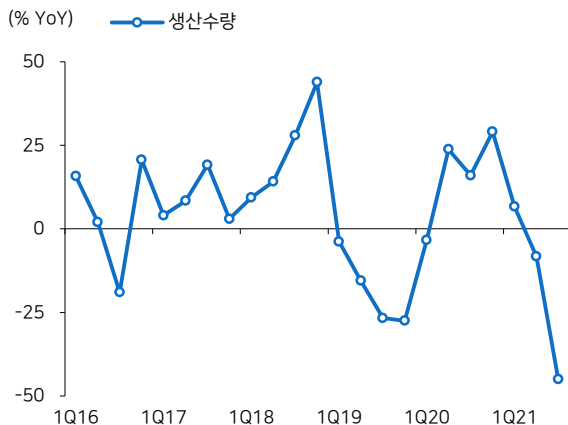
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한세실업 취급 주요 면화 가격 증감



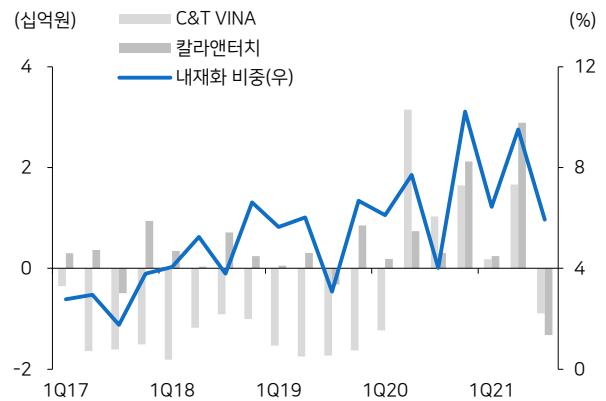
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한세실업 생산수량 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	1,632.9	1,892.7	2,025.2
매출액증가율 (%)	-5.7	5.2	-3.8	15.9	7.0
매출원가	1,375.5	1,478.0	1,388.4	1,595.5	1,705.3
매출총이익	239.4	220.3	244.5	297.3	320.0
판매관리비	154.5	155.4	140.7	159.9	167.7
영업이익	84.9	64.9	103.8	137.4	152.3
영업이익률	5.3	3.8	6.4	7.3	7.5
금융손익	-9.6	-5.3	-5.6	-5.8	-6.1
중속/관계기업손익	0.0	0.1	6.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.6	10.7	-3.1	13.8	13.3
세전계속사업이익	58.7	70.4	101.5	145.4	159.4
법인세비용	16.9	-7.6	23.8	33.4	36.7
당기순이익	-17.3	35.7	77.7	111.9	122.8
지배주주지분 손이익	-0.3	44.9	71.4	111.9	122.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	87.9	50.7	96.4	141.7	192.6
당기순이익(손실)	-17.3	35.7	77.7	111.9	122.8
유형자산상각비	39.0	37.0	32.2	34.1	34.6
무형자산상각비	2.6	0.6	0.6	0.5	0.5
운전자본의 증감	2.7	-48.0	-34.1	-15.5	-6.9
투자활동 현금흐름	-15.4	-3.6	-72.5	-38.7	-40.2
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-30.4	-43.4	-36.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	-80.0	16.3	-38.9	-2.3	-1.0
재무활동 현금흐름	-27.0	-31.0	30.7	-52.5	-84.7
차입금의 증감	32.2	-65.9	70.0	-20.2	-19.5
자본의 증가	3.2	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	45.7	15.0	55.3	50.6	67.7
기초현금	36.1	81.7	96.7	152.0	202.6
기말현금	81.7	96.7	152.0	202.6	270.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	739.7	658.9	767.5	843.9	934.1
현금및현금성자산	81.7	96.7	152.0	202.6	270.3
매출채권	167.3	144.6	153.3	157.9	162.7
재고자산	294.7	221.4	239.1	251.1	261.1
비유동자산	439.8	362.1	415.0	418.7	422.6
유형자산	185.5	133.6	158.0	160.0	163.4
무형자산	7.9	6.8	6.3	5.8	5.3
투자자산	148.5	134.9	180.1	182.4	183.4
자산총계	1,179.5	1,021.1	1,182.4	1,262.6	1,356.7
유동부채	641.0	480.8	562.8	551.3	549.4
매입채무	57.6	47.5	50.3	52.7	57.0
단기차입금	464.0	370.2	450.6	438.6	428.6
유동성장기부채	12.5	10.2	11.5	11.5	11.5
비유동부채	83.5	118.9	144.8	146.2	142.9
사채	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	28.5	74.4	14.4	6.4	-3.6
부채총계	724.5	599.7	707.6	697.4	692.3
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	-13.9	-13.9	-13.9
이익잉여금	350.1	372.5	424.3	514.6	613.8
비지배주주지분	57.2	0.0	6.3	6.3	6.3
자본총계	455.0	421.4	474.8	565.2	664.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	40,374	42,457	40,823	47,319	50,631
EPS(지배주주)	-6	1,123	1,785	2,798	3,069
CFPS	2,359	3,302	2,968	4,766	5,905
EBITDAPS	3,161	2,562	3,414	4,300	4,684
BPS	9,945	10,534	11,714	13,973	16,453
DPS	500	500	550	600	600
배당수익률(%)	2.9	2.9	2.2	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	-2,790.3	15.6	14.0	8.9	8.1
PCR	7.3	5.3	8.4	5.2	4.2
PSR	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
PBR	1.7	1.7	2.1	1.8	1.5
EBITDA	126.4	102.5	136.5	172.0	187.4
EV/EBITDA	8.3	8.9	9.1	6.8	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.1	11.0	16.0	21.8	20.2
EBITDA 이익률	7.8	6.0	8.4	9.1	9.3
부채비율	159.2	142.3	149.0	123.4	104.2
금융비용부담률	1.1	0.6	0.7	0.6	2.1
이자보상배율(x)	4.8	6.0	9.4	12.9	3.7
매출채권회전율(x)	8.9	10.9	11.0	12.2	12.6
재고자산회전율(x)	5.5	6.6	7.1	7.7	7.9

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 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 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)	
2019.06.28				Univ Out			
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	-28.7	-17.0	
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-26.0	-21.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	35,000	하누리	-	-	