

## 한세실업(105630.KS)

## 저가수주 확대되다

Company Comment | 2017. 2. 17

4분기 저가수주 확대로 수익성 큰 폭으로 악화. 미국 의류수요 회복 기대감 있으나, OEM 기업들은 생산설비증설 등으로 경쟁심화 및 저가수주가 완화되기 쉽지 않은 환경. 투자 의견 및 목표주가 하향함

## 4분기 기대치를 크게 하회하는 실적

연결기준 매출 4,408억원(9% y-y), 영업이익 148억원(-62% y-y)으로 컨센서스 영업이익 269억원을 크게 하회하는 어닝쇼크 발표

OEM 부문은 매출 3,390억원(293M USD, -8% y-y), 영업이익 100억원(-74% y-y)으로 부진하였음. 바이어들의 오더가 감소하는 가운데, OEM 기업들간의 경쟁심화로 저가수주가 늘어난 것으로 파악됨. 금번분기부터 연결자회사로 편입된 엠케이트렌드는 매출 1,018억원(5% y-y), 영업이익 48억원(-3% y-y)을 기록하였으며 국내 의류경기 부진의 영향을 받음

## 미국 의류수요 회복 기대감 있으나, 경쟁완화 여부는 지켜봐야

당사에서는 한세실업의 2017년 연결기준 매출 및 영업이익을 각각 1조 8,761억원(21% y-y), 1,113억원(43% y-y)으로 추정함. 엠케이트렌드 연결효과를 제외한 OEM 매출과 영업이익은 1조5,417억원(4% y-y), 996억원(28% y-y)임

최근 GAP 등 주요 바이어의 매출이 플러스 전환하였고(12월 4% y-y), 미국 의류재고 수준도 낮아지며(12월 1.5배) 전방산업 회복에 대한 기대감이 높아지고 있는 상황. 하지만 OEM 기업들은 생산설비증설 등으로 경쟁심화 및 저가수주가 완화되기 힘든 환경이라고 판단됨. 상황을 지켜볼 필요 있어

## 투자의견 및 목표주가 하향

OEM 매출총이익률 하락과 엠케이트렌드의 부진 등을 반영하여 2017년 EPS를 -25% 조정하고, 목표주가도 38,000원에서 28,000원으로 하향함. 현재 주가(2/16, 25,800원) 대비 상승여력도 9%로 투자의견도 Hold로 변경. 주가 낙폭이 커 변동성도 클 수 있으나 펀더멘털의 회복에는 시일이 걸릴 전망

## 한세실업 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

|         | 4Q15  | 1Q16  | 2Q16  | 3Q16  | 4Q16P |       |     |       |       | 2016P   |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-------|---------|
|         |       |       |       |       | 발표치   | y-y   | q-q | 기준조정  | 컨센서스  |         |
| 매출액     | 402.8 | 359.3 | 330.1 | 417.6 | 440.8 | 9.4   | 5.6 | 452.5 | 459.2 | 1,547.8 |
| 영업이익    | 39.1  | 21.2  | 19.0  | 27.1  | 14.8  | -62.0 | 3.5 | 28.1  | 26.9  | 82.1    |
| 영업이익률   | 9.7   | 5.9   | 5.7   | 6.5   | 3.4   | -     | -   | 7.3   | 5.9   | 5.3     |
| 세전이익    | 43.7  | 24.3  | 18.2  | 34.1  | -12.7 | 적전    | 적전  | 27.1  | 19.4  | 63.8    |
| (지배)순이익 | 33.4  | 16.4  | 13.1  | 26.1  | N/A   | N/A   | N/A | 19.3  | 15.5  | N/A     |

주: IFRS 연결기준. 자료: 한세실업, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Hold (하향)

목표주가 28,000원 (하향)

현재가 (17/02/16) 25,800원

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| 업종                 | 섬유·의복            |
| KOSPI / KOSDAQ     | 2081.84 / 616.58 |
| 시가총액(보통주)          | 1,032.0십억원       |
| 발행주식수(보통주)         | 40.0백만주          |
| 52주 최고가('16/02/18) | 65,400원          |
| 최저가('16/12/07)     | 20,550원          |
| 평균거래대금(60일)        | 5,783백만원         |
| 배당수익률(2017E)       | 0.97%            |
| 외국인지분율             | 5.5%             |

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 주요주주            |       |
| 한세에스24홀딩스 외 14인 | 56.2% |
| 국민연금            | 10.0% |

|           |      |      |       |
|-----------|------|------|-------|
| 주가상승률     | 3개월  | 6개월  | 12개월  |
| 절대수익률 (%) | 13.2 | -7.4 | -59.0 |
| 상대수익률 (%) | 7.6  | -8.9 | -62.8 |

|           | 2015  | 2016P | 2017E | 2018F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,587 | 1,548 | 1,876 | 1,952 |
| 증감률       | 20.8  | -2.4  | 21.2  | 4.1   |
| 영업이익      | 142   | 78    | 111   | 123   |
| 영업이익률     | 9.0   | 5.0   | 5.9   | 6.3   |
| (지배)순이익   | 103   | 48    | 67    | 77    |
| EPS       | 2,586 | 1,203 | 1,686 | 1,933 |
| 증감률       | 67.5  | -53.5 | 40.2  | 14.7  |
| PER       | 20.5  | 21.3  | 15.3  | 13.3  |
| PBR       | 5.0   | 2.2   | 2.0   | 1.8   |
| EV/EBITDA | 14.5  | 13.4  | 10.4  | 9.4   |
| ROE       | 27.3  | 10.8  | 13.7  | 13.9  |
| 부채비율      | 133.1 | 125.2 | 125.2 | 109.2 |
| 순차입금      | 190   | 312   | 383   | 373   |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이지영

02)768-7654, jy.lee@nhq.com

## 한세실업 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목         | 기업가치       | 주당가치       | 비 고                 |
|-------------|------------|------------|---------------------|
| 영업가치        | 1,120.9    | 28,023     |                     |
| 12M FWD 순이익 | 74.7       | 1,868      | 법인세율 25%            |
| PER         | X 15.0     | X 15.0     | 글로벌 OEM 상단          |
| 총기업가치       | 1,120.9    | 28,023     | 2017E PER 16.6배에 해당 |
| 발행 주식수 (주)  | 40,000,000 | 40,000,000 |                     |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 한세실업 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|             |        | 2015    | 2016P   | 2017E   | 2018F   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         | - 수정 후 | 1,586.5 | 1,547.8 | 1,876.1 | 1,952.3 |
|             | - 수정 전 | -       | 1,485.7 | 1,606.3 | 1,702.6 |
|             | - 변동률  | -       | 4.2     | 16.8    | 14.7    |
| 영업이익        | - 수정 후 | 142.4   | 77.7    | 111.3   | 122.9   |
|             | - 수정 전 | -       | 103.9   | 128.0   | 142.1   |
|             | - 변동률  | -       | -25.2   | -13.0   | -13.5   |
| 영업이익률(수정 후) |        | 9.0     | 5.0     | 5.9     | 6.3     |
| EBITDA      |        | 159.4   | 99.6    | 136.4   | 151.3   |
| (지배지분)순이익   |        | 103.4   | 48.1    | 67.4    | 77.3    |
| EPS         | - 수정 후 | 2,586   | 1,203   | 1,686   | 1,933   |
|             | - 수정 전 | -       | 1,818   | 2,254   | 2,509   |
|             | - 변동률  | -       | -33.8   | -25.2   | -22.9   |
| PER         |        | 20.5    | 21.3    | 15.3    | 13.3    |
| PBR         |        | 5.0     | 2.2     | 2.0     | 1.8     |
| EV/EBITDA   |        | 14.5    | 13.4    | 10.4    | 9.4     |
| ROE         |        | 27.3    | 10.8    | 13.7    | 13.9    |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 한세실업 분기별 요약손익계산서

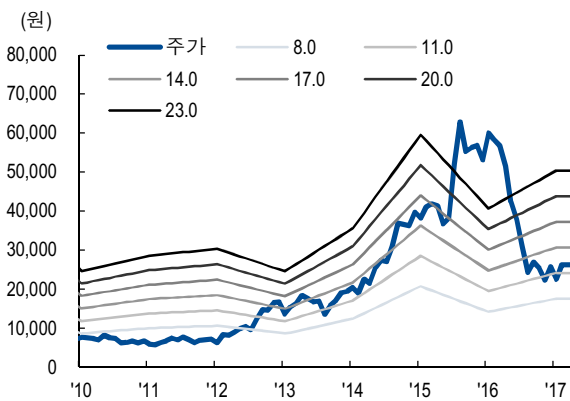
(단위: 십억원)

| 구 분      | 1Q15  | 2Q15  | 3Q15  | 4Q15   | 2015    | 1Q16  | 2Q16   | 3Q16   | 4Q16P  | 2016P   |
|----------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액      | 321.3 | 335.9 | 526.5 | 402.8  | 1,586.5 | 359.3 | 330.1  | 417.6  | 440.8  | 1,547.8 |
| 증감률(y-y) | 2.7%  | 15.2% | 37.1% | 24.0%  | 20.8%   | 11.8% | -1.7%  | -20.7% | 9.4%   | -2.4%   |
| 한세실업     | 321.3 | 335.9 | 526.5 | 402.8  | 1,586.5 | 359.3 | 330.1  | 417.6  | 339.0  | 1,422.0 |
| 증감률(y-y) | 2.7%  | 15.2% | 37.1% | 24.0%  | 20.8%   | 11.8% | -1.7%  | -20.7% | -15.8% | -10.4%  |
| 엠케이트랜드   |       |       |       |        |         |       |        |        | 101.8  | 101.8   |
| 증감률(y-y) |       |       |       |        |         |       |        |        | -      | -       |
| 매출총이익    | 68.3  | 77.1  | 115.9 | 99.4   | 360.7   | 65.3  | 60.5   | 70.1   | 112.9  | 308.9   |
| 증감률(y-y) | 9.8%  | 38.0% | 43.6% | 38.9%  | 33.4%   | -4.3% | -21.5% | -39.5% | 13.6%  | -14.4%  |
| 매출총이익률   | 21.3% | 23.0% | 22.0% | 24.7%  | 22.7%   | 18.2% | 18.3%  | 16.8%  | 25.6%  | 20.0%   |
| 영업이익     | 20.4  | 23.2  | 59.7  | 39.0   | 142.4   | 21.2  | 19.0   | 27.1   | 10.0   | 82.1    |
| 증감률(y-y) | 5.6%  | 62.4% | 67.0% | 64.5%  | 52.9%   | 4.0%  | -18.4% | -54.6% | -62.0% | -42.3%  |
| 영업이익률    | 6.4%  | 6.9%  | 11.3% | 9.7%   | 9.0%    | 5.9%  | 5.7%   | 6.5%   | 3.4%   | 5.3%    |
| 한세실업     | 20.4  | 23.2  | 59.7  | 39.0   | 142.4   | 21.2  | 19.0   | 27.1   | 10.0   | 77.3    |
| 증감률(y-y) | 5.6%  | 62.4% | 67.0% | 64.5%  | 52.9%   | 4.0%  | -18.4% | -54.6% | -74.3% | -45.7%  |
| 엠케이트랜드   |       |       |       |        |         |       |        |        | 4.8    | 4.8     |
| 증감률(y-y) |       |       |       |        |         |       |        |        | -      | -       |
| 세전이익     | 21.0  | 21.2  | 51.5  | 43.6   | 137.3   | 24.3  | 18.2   | 34.1   | -12.7  | 63.8    |
| 증감률(y-y) | 10.3% | -3.0% | 68.1% | 243.3% | 63.0%   | 15.6% | -14.3% | -33.7% | 적전     | -53.5%  |
| 세전이익률    | 6.5%  | 6.3%  | 9.8%  | 10.8%  | 8.7%    | 6.8%  | 5.5%   | 8.2%   | -2.9%  | 4.1%    |
| 순이익      | 14.2  | 15.0  | 40.4  | 34.0   | 103.6   | 16.4  | 13.1   | 26.1   | -8.1   | 47.4    |
| 증감률(y-y) | 1.0%  | -7.9% | 75.0% | 313.5% | 68.1%   | 15.2% | -12.8% | -35.3% | 적전     | -54.2%  |
| 당기순이익률   | 4.4%  | 4.5%  | 7.7%  | 8.4%   | 6.5%    | 4.6%  | 4.0%   | 6.3%   | -1.8%  | 3.1%    |

주: IFRS 연결 기준

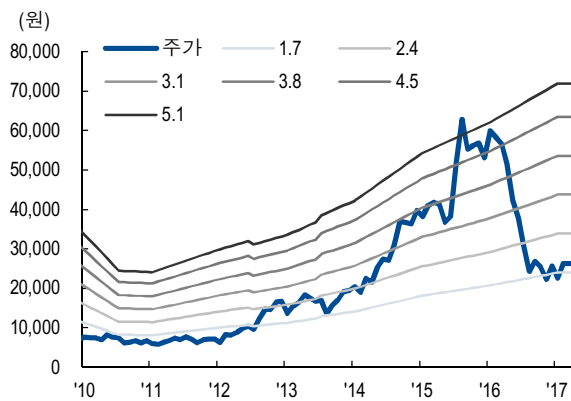
자료: 한세실업, NH투자증권 리서치본부 전망

## 한세실업 12M FWD PER Band



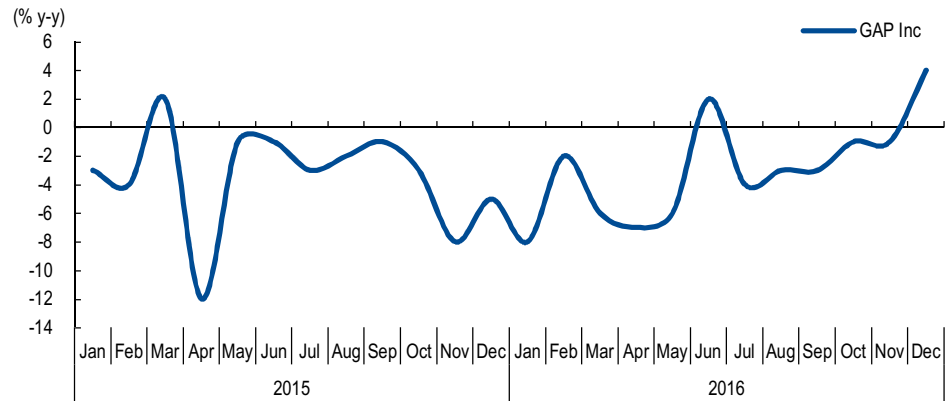
자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치본부

## 한세실업 12M Trailing PBR Band



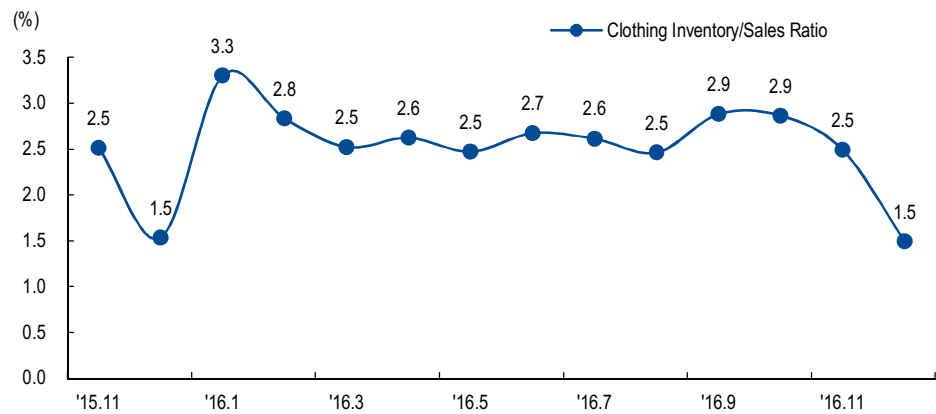
자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치본부

**GAP Inc. 매출 성장률 - 12월 월별 매출 증가율 6개월만에 반등하며 4% 증가**



자료: GAP, NH투자증권 리서치본부

**미국 의류 소매재고율 - 소매재고 성장세 둔화 및 판매액의 성장세 전환으로 재고율 하락**



자료: 미국 통계청, NH투자증권 리서치본부

패션 OEM Peer group Valuation Table

(단위: 백만달러, 배)

|                  |       | 한세실업  | 영원무역  | Pou Chen | Eclat | Feng Tay | Makalot | Shenzhou | Yue Yuen |
|------------------|-------|-------|-------|----------|-------|----------|---------|----------|----------|
| 시가총액             |       | 907   | 1,374 | 4,163    | 3,130 | 3,113    | 993     | 9,739    | 7,026    |
| 매출               | 2011  | 899   | 895   | 7,092    | 362   | 1,206    | 515     | 1,399    | 7,045    |
|                  | 2012  | 1,003 | 941   | 9,337    | 459   | 1,235    | 537     | 1,417    | 7,281    |
|                  | 2013  | 1,132 | 1,013 | 7,635    | 611   | 1,285    | 603     | 1,634    | 7,582    |
|                  | 2014  | 1,248 | 1,184 | 8,049    | 688   | 1,572    | 689     | 1,807    | 8,013    |
|                  | 2015  | 1,403 | 1,401 | 8,476    | 804   | 1,758    | 736     | 2,012    | 8,435    |
|                  | 2016  | 1,321 | 1,720 | 8,747    | 798   | 219      | 687     | 2,237    | 8,509    |
|                  | 2017E | 1,564 | 1,809 | 9,287    | 888   | 2,087    | 761     | 2,608    | 8,835    |
| 영업이익             | 2011  | 66    | 165   | 390      | 49    | 52       | 49      | 323      | 407      |
|                  | 2012  | 56    | 165   | 540      | 76    | 85       | 52      | 316      | 451      |
|                  | 2013  | 55    | 147   | 340      | 111   | 98       | 55      | 363      | 390      |
|                  | 2014  | 88    | 176   | 261      | 116   | 148      | 69      | 401      | 320      |
|                  | 2015  | 126   | 174   | 389      | 152   | 174      | 83      | 455      | 423      |
|                  | 2016  | 80    | 156   | 552      | 148   | 230      | 65      | 521      | 537      |
|                  | 2017E | 99    | 172   | 633      | 174   | 264      | 74      | 619      | 543      |
| 순이익              | 2011  | 45    | 106   | 198      | 40    | 49       | 38      | 264      | 450      |
|                  | 2012  | 47    | 106   | 346      | 61    | 57       | 40      | 257      | 468      |
|                  | 2013  | 39    | 101   | 358      | 92    | 77       | 45      | 293      | 435      |
|                  | 2014  | 59    | 122   | 284      | 99    | 102      | 56      | 335      | 331      |
|                  | 2015  | 91    | 115   | 300      | 131   | 133      | 68      | 375      | 390      |
|                  | 2016  | 82    | 113   | 363      | 113   | 156      | 52      | 434      | 405      |
|                  | 2017E | 61    | 115   | 411      | 141   | 168      | 58      | 520      | 476      |
| PER<br>(배)       | 2011  | 5.7   | 9.7   | 12.4     | 8.2   | 9.5      | 10.1    | 6.2      | 9.5      |
|                  | 2012  | 12.6  | 11.3  | 8.7      | 14.0  | 11.6     | 12.6    | 11.4     | 11.8     |
|                  | 2013  | 18.2  | 16.9  | 12.3     | 30.8  | 17.4     | 20.1    | 17.2     | 12.7     |
|                  | 2014  | 25.7  | 18.3  | 13.1     | 27.9  | 18.6     | 18.2    | 13.8     | 17.9     |
|                  | 2015  | 20.5  | 14.4  | 13.3     | 28.4  | 23.6     | 21.4    | 22.2     | 14.3     |
|                  | 2016  | 14.8  | 10.4  | 10.7     | 23.3  | 16.0     | 13.4    | 20.3     | 12.1     |
|                  | 2017E | 12.0  | 9.8   | 9.6      | 18.8  | 16.6     | 14.7    | 17.0     | 11.5     |
| PBR<br>(배)       | 2011  | 1.5   | 2.1   | 1.3      | 2.2   | 1.6      | 2.6     | 1.8      | 1.2      |
|                  | 2012  | 2.8   | 2.1   | 1.4      | 4.0   | 2.2      | 3.2     | 2.3      | 1.4      |
|                  | 2013  | 2.9   | 2.2   | 2.1      | 10.4  | 4.1      | 5.1     | 3.1      | 1.3      |
|                  | 2014  | 4.8   | 2.4   | 1.6      | 8.8   | 5.1      | 4.0     | 2.4      | 1.4      |
|                  | 2015  | 5.0   | 1.6   | 1.8      | 10.1  | 7.7      | 5.1     | 4.0      | 1.2      |
|                  | 2016  | 2.2   | 1.1   | 1.5      | 5.8   | N/A      | 2.5     | 4.1      | 1.2      |
|                  | 2017E | 1.9   | 1.0   | 1.2      | 5.0   | 5.0      | 2.5     | 3.6      | 1.2      |
| ROE<br>(%)       | 2011  | 29.6  | 23.2  | 10.5     | 29.2  | 17.1     | 27.1    | 31.4     | 12.2     |
|                  | 2012  | 24.9  | 19.9  | 17.1     | 32.5  | 19.4     | 25.9    | 22.9     | 12.9     |
|                  | 2013  | 16.6  | 14.8  | 17.2     | 37.3  | 25.0     | 26.9    | 19.6     | 10.3     |
|                  | 2014  | 20.6  | 14.0  | 13.1     | 34.2  | 30.0     | 25.4    | 18.7     | 7.9      |
|                  | 2015  | 24.5  | 12.1  | 13.6     | 39.3  | 35.4     | 25.1    | 19.0     | 9.1      |
|                  | 2016  | 15.5  | 10.7  | 12.9     | 27.3  | 31.6     | 17.5    | 21.6     | 10.5     |
|                  | 2017E | 16.7  | 10.4  | 12.3     | 29.2  | 32.0     | 19.5    | 22.9     | 10.8     |
| EV/EBITDA<br>(배) | 2011  | 3.8   | 5.0   | 9.5      | 6.2   | 7.4      | 6.0     | 4.4      | 8.3      |
|                  | 2012  | 9.6   | 5.8   | 7.4      | 10.2  | 6.0      | 7.1     | 7.3      | N/A      |
|                  | 2013  | 11.3  | 9.3   | 12.7     | 22.9  | 10.3     | 15.2    | 11.0     | 9.2      |
|                  | 2014  | 14.2  | 10.1  | 13.7     | 20.8  | 10.1     | 13.2    | 9.5      | 11.2     |
|                  | 2015  | 12.9  | 7.4   | 11.1     | 21.0  | 14.6     | 14.8    | 15.7     | 8.5      |
|                  | 2016  | 11.3  | 5.9   | 8.1      | 14.8  | 9.9      | 9.3     | 14.4     | 7.2      |
|                  | 2017E | 8.9   | 4.4   | 7.6      | 12.6  | 8.5      | 8.0     | 12.1     | 6.7      |

주: 2016.02.16 기준

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME |          |          |          |          |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                             | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| 매출액                               | 1,587    | 1,548    | 1,876    | 1,952    |
| 증감률 (%)                           | 20.8     | -2.4     | 21.2     | 4.1      |
| 매출원가                              | 1,226    | 1,301    | 1,367    | 1,421    |
| 매출총이익                             | 361      | 247      | 509      | 531      |
| Gross 마진 (%)                      | 22.7     | 15.9     | 27.1     | 27.2     |
| 판매비와 일반관리비                        | 218      | 169      | 398      | 408      |
| 영업이익                              | 142      | 78       | 111      | 123      |
| 증감률 (%)                           | 52.8     | -45.4    | 43.3     | 10.4     |
| OP 마진 (%)                         | 9.0      | 5.0      | 5.9      | 6.3      |
| EBITDA                            | 159      | 100      | 136      | 151      |
| 영업외손익                             | -5       | -14      | -11      | -8       |
| 금융수익(비용)                          | 3        | -2       | -6       | -4       |
| 기타영업외손익                           | -8       | 0        | 0        | 0        |
| 종속, 관계기업관련손익                      | 0        | -12      | -5       | -4       |
| 세전계속사업이익                          | 137      | 64       | 100      | 115      |
| 법인세비용                             | 34       | 16       | 25       | 29       |
| 계속사업이익                            | 104      | 47       | 75       | 86       |
| 당기순이익                             | 104      | 47       | 75       | 86       |
| 증감률 (%)                           | 68.1     | -54.2    | 58.1     | 14.7     |
| Net 마진 (%)                        | 6.5      | 3.1      | 4.0      | 4.4      |
| 지배주주지분 순이익                        | 103      | 48       | 67       | 77       |
| 비지배주주지분 순이익                       | 0        | -1       | 7        | 9        |
| 기타포괄이익                            | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 총포괄이익                             | 103      | 47       | 75       | 86       |

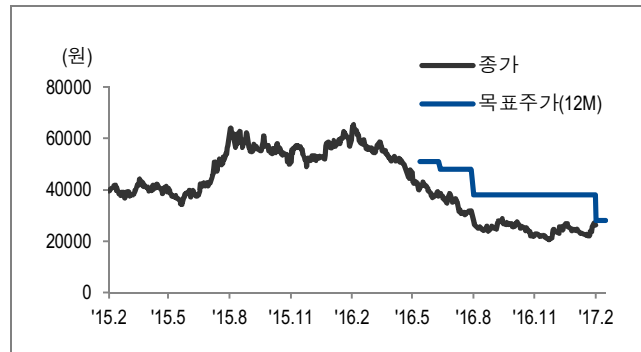
| Valuation/Profitability/Stability |          |          |          |          |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
|                                   | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| PER(X)                            | 20.5     | 21.3     | 15.3     | 13.3     |
| PBR(X)                            | 5.0      | 2.2      | 2.0      | 1.8      |
| PCR(X)                            | 13.8     | 12.1     | 8.3      | 7.3      |
| PSR(X)                            | 1.3      | 0.7      | 0.6      | 0.5      |
| EV/EBITDA(X)                      | 14.5     | 13.4     | 10.4     | 9.4      |
| EV/EBIT(X)                        | 16.2     | 17.2     | 12.8     | 11.6     |
| EPS(W)                            | 2,586    | 1,203    | 1,686    | 1,933    |
| BPS(W)                            | 10,640   | 11,595   | 13,035   | 14,722   |
| SPS(W)                            | 39,663   | 38,694   | 46,902   | 48,807   |
| 자기자본이익률(ROE, %)                   | 27.3     | 10.8     | 13.7     | 13.9     |
| 총자산이익률(ROA, %)                    | 11.7     | 4.7      | 6.7      | 7.0      |
| 투자자본이익률 (ROIC, %)                 | 32.6     | 14.6     | 19.0     | 18.0     |
| 배당수익률(%)                          | 0.5      | 1.0      | 1.0      | 1.0      |
| 배당성향(%)                           | 9.7      | 20.6     | 14.6     | 12.7     |
| 총현금배당금(십억원)                       | 10       | 10       | 10       | 10       |
| 보통주 주당배당금(W)                      | 250      | 250      | 250      | 250      |
| 순부채(현금)/자기자본(%)                   | 44.7     | 67.4     | 72.6     | 61.8     |
| 총부채/ 자기자본(%)                      | 133.1    | 125.2    | 125.2    | 109.2    |
| 이자발생부채                            | 423      | 440      | 492      | 484      |
| 유동비율(%)                           | 118.6    | 96.3     | 89.7     | 90.2     |
| 총발행주식수(mn)                        | 40       | 40       | 40       | 40       |
| 액면가(W)                            | 500      | 500      | 500      | 500      |
| 주가(W)                             | 53,000   | 25,650   | 25,800   | 25,800   |
| 시가총액(십억원)                         | 2,120    | 1,026    | 1,032    | 1,032    |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION |          |          |          |          |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                           | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| 현금및현금성자산                        | 141      | 54       | 27       | 21       |
| 매출채권                            | 149      | 145      | 176      | 183      |
| 유동자산                            | 573      | 460      | 510      | 528      |
| 유형자산                            | 108      | 152      | 193      | 237      |
| 투자자산                            | 265      | 377      | 432      | 445      |
| 비유동자산                           | 419      | 583      | 679      | 736      |
| 자산총계                            | 992      | 1,043    | 1,189    | 1,264    |
| 단기성부채                           | 376      | 373      | 443      | 454      |
| 매입채무                            | 47       | 46       | 56       | 58       |
| 유동부채                            | 483      | 477      | 569      | 586      |
| 장기성부채                           | 47       | 67       | 49       | 30       |
| 장기충당부채                          | 35       | 34       | 41       | 43       |
| 비유동부채                           | 84       | 103      | 92       | 74       |
| 부채총계                            | 567      | 580      | 661      | 660      |
| 자본금                             | 20       | 20       | 20       | 20       |
| 자본잉여금                           | 47       | 47       | 47       | 47       |
| 이익잉여금                           | 360      | 398      | 456      | 523      |
| 비지배주주지분                         | 0        | -1       | 7        | 15       |
| 자본총계                            | 426      | 463      | 528      | 604      |

| CASH FLOW STATEMENT |          |          |          |          |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)               | 2015/12A | 2016/12P | 2017/12E | 2018/12F |
| 영업활동 현금흐름           | 14       | 74       | 59       | 105      |
| 당기순이익               | 104      | 47       | 75       | 86       |
| + 유/무형자산상각비         | 17       | 22       | 25       | 28       |
| + 종속, 관계기업관련손익      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| + 외화환산손실(이익)        | 8        | 0        | 0        | 0        |
| Gross Cash Flow     | 154      | 85       | 124      | 142      |
| - 운전자본의증가(감소)       | -117     | 5        | -41      | -9       |
| 투자활동 현금흐름           | -55      | -167     | -128     | -93      |
| + 유형자산 감소           | 3        | 0        | 0        | 0        |
| - 유형자산 증가(CAPEX)    | -39      | -66      | -66      | -73      |
| + 투자자산의매각(취득)       | -71      | -113     | -55      | -13      |
| Free Cash Flow      | -24      | 8        | -7       | 32       |
| Net Cash Flow       | -41      | -93      | -69      | 11       |
| 재무활동 현금흐름           | 124      | 7        | 42       | -18      |
| 자기자본 증가             | -1       | 0        | 0        | 0        |
| 부채증감                | 124      | 7        | 42       | -18      |
| 현금의증가               | 82       | -86      | -27      | -7       |
| 기말현금 및 현금성자산        | 141      | 54       | 27       | 21       |
| 기말 순부채(순현금)         | 190      | 312      | 383      | 373      |

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

| 종목명           | 코드        | 제시일자       | 투자의견 | 목표가           |
|---------------|-----------|------------|------|---------------|
| 한세실업          | 105630.KS | 2017.02.17 | Hold | 28,000원(12개월) |
|               |           | 2016.08.16 | Buy  | 38,000원(12개월) |
|               |           | 2016.06.27 | Buy  | 48,000원(12개월) |
|               |           | 2016.05.27 | Buy  | 51,000원(12개월) |
| 담당 Analyst 변경 |           |            |      |               |



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 10일 기준)

- 투자 의견 분포

| Buy   | Hold  | Sell |
|-------|-------|------|
| 74.4% | 25.6% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.