

한세실업(105630.KS)

저가수주 확대되다

4분기 저가수주 확대로 수익성 큰 폭으로 악화. 미국 의류수요 회복 기대감 있으나, OEM 기업들은 생산설비증설 등으로 경쟁심화 및 저가수주가 완화되기 쉽지 않은 환경. 투자의견 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 편더멘털의 회복에는 시일이 걸릴 전망

한세실업 4분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P				2016P	
					발표치	y-y	q-q	기준추정		
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

Company Comment | 2017. 2. 17

Hold (하향)

목표주가	28,000원 (하향)			
현재가 (17/02/16)	25,800원			
업종	섬유의복			
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				
한세예스24홀딩스 외 14 인	56.2%			
국민연금	10.0%			
주가상승률	3개월 6개월 12개월			
절대수익률 (%)	13.2 -7.4 -59.0			
상대수익률 (%)p	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
(지배자분)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 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이지영
02)768-7654, jy.lee@nhqv.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

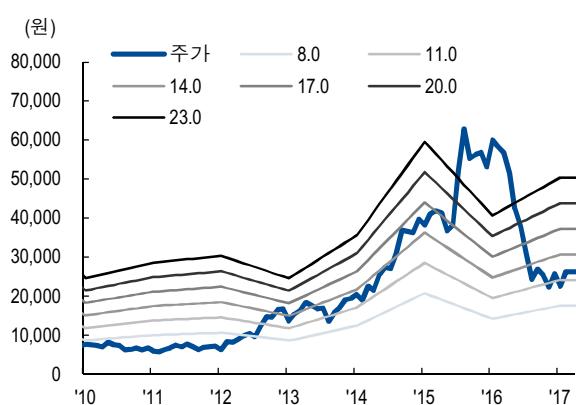
(단위: 십억원)

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%
엠케이트렌드									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%
엠케이트렌드									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%	작전	-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%	작전	-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;

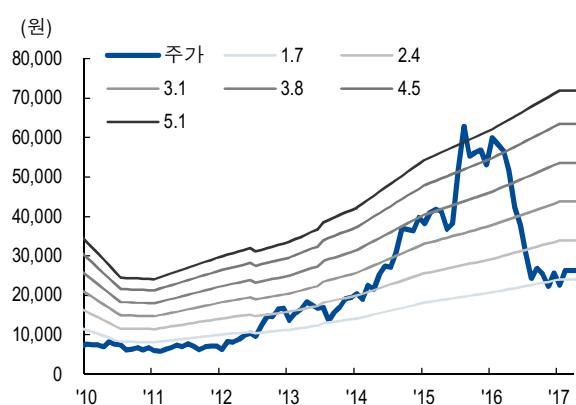
자료: 한세실업, NH투자증권 리서치본부 전망

한세실업 12M FWD PER Band



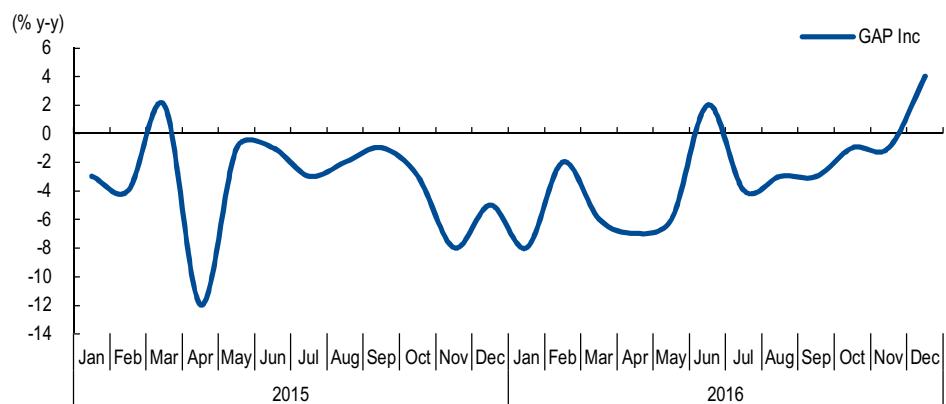
자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치본부

한세실업 12M Trailing PBR Band



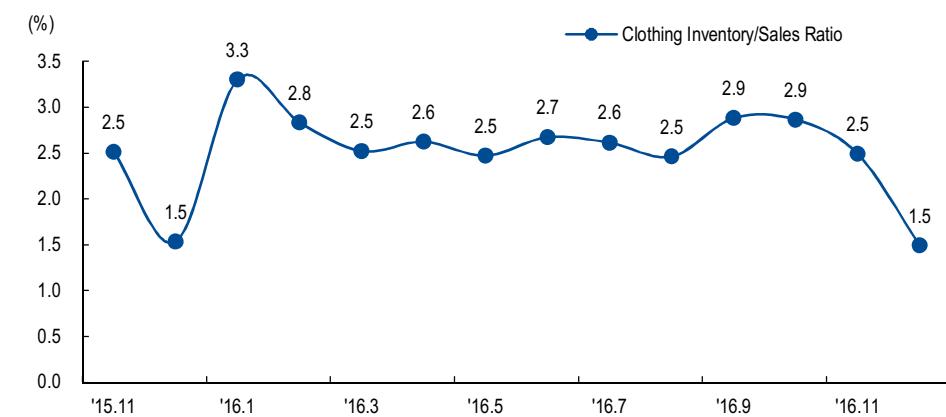
자료: Dataguide Pro, NH투자증권 리서치본부

GAP Inc. 매출 성장을 - 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 (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 (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 (%)	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 (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

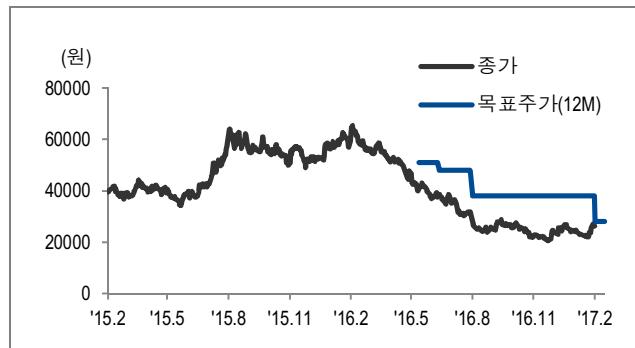
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation/Profitability/Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
매출액	1,587	1,548	1,876	1,952	PER(X)	20.5	21.3	15.3	13.3
증감률 (%)	20.8	-2.4	21.2	4.1	PBR(X)	5.0	2.2	2.0	1.8
매출원가	1,226	1,301	1,367	1,421	PCR(X)	13.8	12.1	8.3	7.3
매출총이익	361	247	509	531	PSR(X)	1.3	0.7	0.6	0.5
Gross 마진 (%)	22.7	15.9	27.1	27.2	EV/EBITDA(X)	14.5	13.4	10.4	9.4
판매비와 일반관리비	218	169	398	408	EV/EBIT(X)	16.2	17.2	12.8	11.6
영업이익	142	78	111	123	EPS(W)	2,586	1,203	1,686	1,933
증감률 (%)	52.8	-45.4	43.3	10.4	BPS(W)	10,640	11,595	13,035	14,722
OP 마진 (%)	9.0	5.0	5.9	6.3	SPS(W)	39,663	38,694	46,902	48,807
EBITDA	159	100	136	151	자기자본이익률(ROE, %)	27.3	10.8	13.7	13.9
영업외손익	-5	-14	-11	-8	총자산이익률(ROA, %)	11.7	4.7	6.7	7.0
금융수익(비용)	3	-2	-6	-4	투하자본이익률 (ROIC, %)	32.6	14.6	19.0	18.0
기타영업외손익	-8	0	0	0	배당수익률(%)	0.5	1.0	1.0	1.0
종속, 관계기업관련손익	0	-12	-5	-4	배당성향(%)	9.7	20.6	14.6	12.7
세전계속사업이익	137	64	100	115	총현금배당금(십억원)	10	10	10	10
법인세비용	34	16	25	29	보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
계속사업이익	104	47	75	86	순부채(현금)/자기자본(%)	44.7	67.4	72.6	61.8
당기순이익	104	47	75	86	총부채/ 자기자본(%)	133.1	125.2	125.2	109.2
증감률 (%)	68.1	-54.2	58.1	14.7	이자발생부채	423	440	492	484
Net 마진 (%)	6.5	3.1	4.0	4.4	유동비율(%)	118.6	96.3	89.7	90.2
지배주주지분 순이익	103	48	67	77	총발행주식수(mn)	40	40	40	40
비지배주주지분 순이익	0	-1	7	9	액면가(W)	500	500	500	500
기타포괄이익	0	0	0	0	주가(W)	53,000	25,650	25,800	25,800
총포괄이익	103	47	75	86	시가총액(십억원)	2,120	1,026	1,032	1,032

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASHFLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12P	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	141	54	27	21	영업활동 현금흐름	14	74	59	105
매출채권	149	145	176	183	당기순이익	104	47	75	86
유동자산	573	460	510	528	+ 유/무형자산상각비	17	22	25	28
유형자산	108	152	193	237	+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	265	377	432	445	+ 외화환산손실(이익)	8	0	0	0
비유동자산	419	583	679	736	Gross Cash Flow	154	85	124	142
자산총계	992	1,043	1,189	1,264	- 운전자본의증가(감소)	-117	5	-41	-9
단기성부채	376	373	443	454	투자활동 현금흐름	-55	-167	-128	-93
매입채무	47	46	56	58	+ 유형자산 감소	3	0	0	0
유동부채	483	477	569	586	- 유형자산 증가(CAPEX)	-39	-66	-66	-73
장기성부채	47	67	49	30	+ 투자자산의매각(취득)	-71	-113	-55	-13
장기충당부채	35	34	41	43	Free Cash Flow	-24	8	-7	32
비유동부채	84	103	92	74	Net Cash Flow	-41	-93	-69	11
부채총계	567	580	661	660	재무활동현금흐름	124	7	42	-18
자본금	20	20	20	20	자기자본 증가	-1	0	0	0
자본잉여금	47	47	47	47	부채증감	124	7	42	-18
이익잉여금	360	398	456	523	현금의증가	82	-86	-27	-7
비지배주주지분	0	-1	7	15	기말현금 및 현금성자산	141	54	27	21
자본총계	426	463	528	604	기말 순부채(순현금)	190	312	383	373

투자의견 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 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 2월 10일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.4%	25.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 저작 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.