



2017/02/17

한세실업(105630)

유통/패션/화장품

손호주(2122-9178) hjson@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

아직 재고조정 중인 전방산업, 이제는 시간과의 싸움

Buy (Maintain)

■ 4Q16 Review : 시장 기대치 하회하는 부진한 실적 기록

- 연결기준 매출액 4,408억원(+9.4%, 이하 전년동기대비 성장률 동일), 영업이익 148억원(-62.0%), 순손실 -81억원(적자전환) 기록

- 시장 기대치 영업이익 269억원 대폭 하회하는 부진한 실적 기록

- 이유는 OEM 사업에서 매출액 하락과 업황 불황에 따른 수익성 하락 때문

- 순손실을 기록한 이유는 분기말 환율 상승으로 외환평가손실이 약 170억 원 정도 반영되었기 때문

1)OEM 사업: 매출액 3,698억원(-8.2%), 영업이익 100억원(-74.3%)로 추정되어짐

- 달러기준 매출액 -7% 감소, 4Q15 한세 드림 매출액 240억원 빠지면서 원화기준 매출액 -8% 하락

- 영업이익의 하락이 크데, 이유는

① 매출 볼륨 감소에 따른 고정비용 부담 증가하였고

② 업황 불황이 지속되면서 전반적으로 단가 자체가 하락했기 때문

2)엠케이트렌드 사업: 매출액 1,018억원(+4.8%), 영업이익 48억원(-5.2%) 기록

① 국내 법인 매출액 829억원(-2.4%), 영업이익 28억원(-13%) 기록

- 국내 소비 둔화와 따뜻한 겨울 날씨로 인해 판매 부진에 따라 실적 하락

② 중국 법인 매출액 168억원(+65.9%), 영업이익 20억원(+30%) 기록

- 매장확장에 따라 고 성장세 지속

■ 아직은 재고조정 중인 전방산업, 이제는 시간과의 싸움

- 최근 원/달러 환율 상승과 미국 소비 개선 기대감으로 단기간 주가 상승했으나, 실적 부진이 예상보다 커 단기적으로 실망감이 표출될 수 있음

- 미국 국경세 도입 시 동사에게는 부정적 이슈, 최근 내부논란 증폭되어 국경세 영향은 지켜봐야 할 것

- 대만 OEM 업체 Makalot 1월 매출 -23% 하락 기록하고 있어 동사의 1분기 오더 수주도 부진할 것으로 추정됨.

- 동사의 1분기 달러기준 매출액 성장률은 전년동기 성장률이 다소 높았던 점을 감안 시 -9% 하락 전망

- 최근 미국 의류 시장은 재고조정이 지속되고 있음. 보통 재고조정 사이클이 1-2년 정도이고 기저효과를 감안 시 하반기 물량 회복 기대라는 점에서는 변동 없음

- 기업가치는 실적에 따라 하반기 점진적인 회복을 기대

- 현재 부진은 회사의 경쟁력 약화보다는 외부 환경 요인의 영향이 크다 판단

- 아직 외부환경이 부정적이나 긍정적으로 변화할 시에는 기업가치 회복 가능

- 이에 중장기적인 관점에서 매수 투자의견과 목표주가 3만원 유지

목표주가(6M) 30,000원

종가(2017/02/16) 25,800원

Stock Indicator

자본금 20십억원

발행주식수 4,000만주

시가총액 1,032십억원

외국인지분율 5.5%

배당금(2015) 250원

EPS(2016E) 1,185원

BPS(2016E) 11,570원

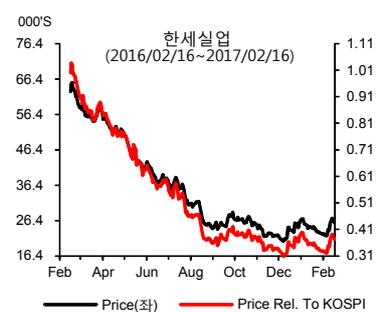
ROE(2016E) 10.7%

52주 주가 20,550~65,400원

60일평균거래량 237,003주

60일평균거래대금 5.8십억원

Price Trend

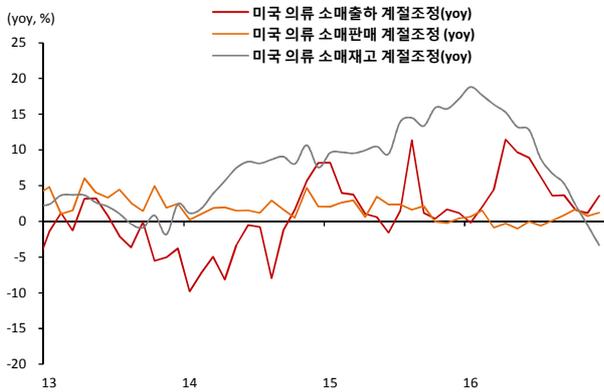


<표 1> 한세실업 4Q16 Review

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16(a)	y-y	q-q 하이추정치(b)	컨센서스	차이(a/b)	
매출액	402.8	359.3	330.1	417.6	440.8	9.4	5.6	452.7	459.2	-2.6
영업이익	35.7	21.2	19.0	27.1	14.8	-58.4	-45.2	26.9	26.9	-44.8
세전이익	30.3	24.3	18.2	34.1	-12.7	-141.9	-137.2	22.5	19.4	-156.4
지배주주순이익	21.0	16.4	13.1	26.1	-8.0	-138.1	-130.7	15.4	15.5	-151.9
영업이익률	8.9	5.9	5.8	6.5	3.4			5.9	5.9	
세전이익률	7.5	6.8	5.5	8.2	-2.9			5.0	4.2	
순이익률	5.2	4.6	4.0	6.3	-1.8			3.4	3.4	

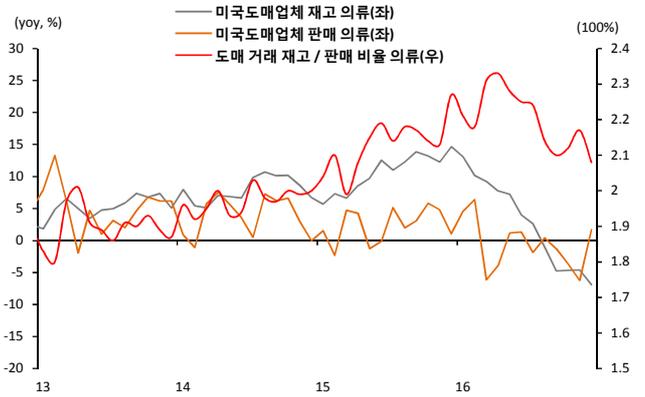
자료: 한세실업, 하이투자증권

<그림 1> 미국 의류 '소매' 판매 / 출하 / 재고 성장률 추이



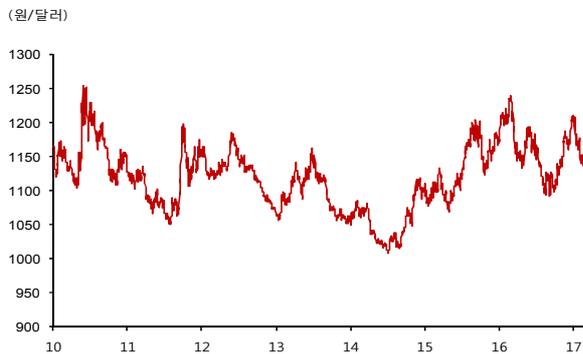
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 2> 미국 의류 '도매' 판매 / 재고 성장률과 판매대비 재고를 추이 비교: 8월부터 12월까지 재고 마이너스 성장률 기록



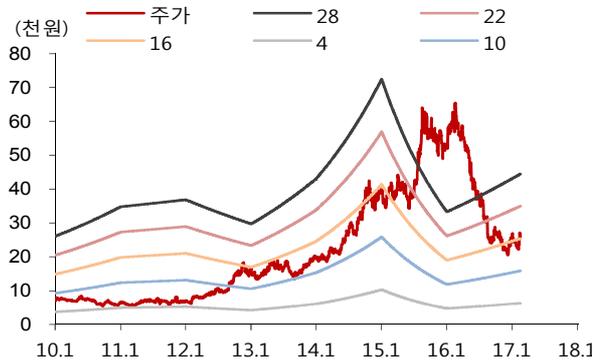
자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 3> 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

<그림 4> 한세실업 PER 밴드 추이



자료: Fnguide, 하이투자증권

<표 2> 한세실업 실적추이

													(십억원, 백만\$)			
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016	2017E
매출액	321.3	335.9	526.5	402.8	359.3	330.1	417.6	440.8	413.9	414.4	561.1	518.0	1313.2	1586.5	1547.8	1907.4
growth %	2.7	15.2	37.1	24.0	11.8	-1.7	-20.7	9.4	15.2	25.5	34.4	17.5	6.0	20.8	-2.4	23.2
OEM	321.3	335.9	526.5	402.8	359.3	330.1	417.6	369.8	331.5	335.5	490.9	408.0	1313.2	1586.5	1476.8	1565.9
growth %	2.7	15.2	37.1	24.0	11.8	-1.7	-20.7	-8.2	-7.8	1.6	17.6	10.3	6.0	20.8	-6.9	6.0
sales %	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	83.9	80.1	81.0	87.5	78.8	100.0	100.0	95.4	82.1
원/달러	1,100.3	1,097.8	1,167.8	1,157.7	1,201.4	1,163.3	1,121.4	1,157.4	1,160.0	1,160.0	1,160.0	1,160.0	1,053.0	1,130.9	1,160.9	1,160.0
growth %	29	65	138	65	9.2	6.0	-4.0	0.0	-3.4	-0.3	3.4	0.2	-3.9	7.4	2.7	-0.1
달러 매출액	272.6	280.8	420.5	315.2	294.8	279.4	365.3	293.2	268.2	279.4	420.1	322.5	1,180.4	1,294.7	1,232.6	1,290.2
growth %	-1.2	5.2	16.2	13.5	8.1	-0.5	-13.1	-7.0	-9.0	0.0	15.0	10.0	10.1	9.7	-4.8	4.7
MK Trend	65.1	65.0	62.5	97.1	78.2	73.1	65.4	101.8	82.4	78.9	70.2	110.0	261.0	289.7	318.5	341.5
growth %	4.1	7.5	13.5	17.1	20.1	12.5	4.6	4.8	5.3	7.9	7.4	8.0	0.7	11.0	9.9	7.2
sales %	20.3	19.3	11.9	24.1	21.8	22.1	15.7	23.1	19.9	19.0	12.5	21.2	19.9	18.3	20.6	17.9
영업이익	20.4	23.2	59.7	39.0	21.2	19.0	27.1	14.8	12.0	17.4	36.7	23.5	93.1	142.4	82.1	89.6
growth %	5.6	62.4	67.0	64.2	4.0	-18.4	-54.6	-62.0	-43.5	-8.3	35.5	58.5	55.7	52.8	-42.3	9.1
margin %	6.4	6.9	11.3	9.7	5.9	5.7	6.5	3.4	2.9	4.2	6.5	4.5	7.1	9.0	5.3	4.7
OEM	20.4	23.2	59.7	39.0	21.2	19.0	27.1	10.0	8.9	15.4	36.1	17.9	93.1	142.4	77.3	78.2
growth %	5.6	62.4	67.0	64.2	4.0	-18.4	-54.6	-74.3	-58.3	-19.0	33.2	78.2	55.7	52.8	-45.7	1.2
margin %	6.4	6.9	11.3	9.7	5.9	5.7	6.5	2.7	2.7	4.6	7.4	4.4	7.1	9.0	5.2	5.0
MK Trend	1.4	-0.7	-0.3	5.1	3.0	1.9	0.5	4.8	3.1	2.0	0.6	5.6	6.1	5.5	10.3	11.4
growth %	168.1	-117.8	-86.4	46.4	118.8	-361.5	-297.0	-5.4	3.8	7.0	17.5	17.0	-42.9	-10.2	87.8	11.2
margin %	2.1	-1.1	-0.4	5.2	3.9	2.6	0.8	4.7	3.8	2.6	0.9	5.1	2.3	1.9	3.2	3.3
지배주주순이익	14.2	15.0	40.7	33.5	16.4	13.1	26.1	-8.0	7.4	12.2	27.9	14.2	61.8	103.4	47.5	61.6
growth %	0.6	-7.7	76.2	305.8	15.5	-13.2	-35.9	-123.9	-54.9	-6.5	6.6	-277.0	44.9	67.5	-54.0	29.6
margin %	4.4	4.5	7.7	8.3	4.6	4.0	6.3	-1.8	1.8	2.9	5.0	2.7	4.7	6.5	3.1	3.2

자료: 한세실업 하이투자증권

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	573	640	757	846
현금 및 현금성자산	141	238	297	367
단기금융자산	92	69	51	38
매출채권	151	148	182	196
재고자산	171	167	206	222
비유동자산	419	423	428	435
유형자산	108	111	117	124
무형자산	3	3	3	2
자산총계	992	1,063	1,186	1,281
유동부채	483	512	591	627
매입채무	60	58	69	73
단기차입금	362	396	465	497
유동성장기부채	14	10	10	10
비유동부채	84	89	89	89
사채	-	-	-	-
장기차입금	47	52	52	52
부채총계	567	600	680	716
지배주주지분	426	463	514	583
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	47	47	47	47
이익잉여금	360	397	449	518
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	0	-9	-18
자본총계	426	463	506	565

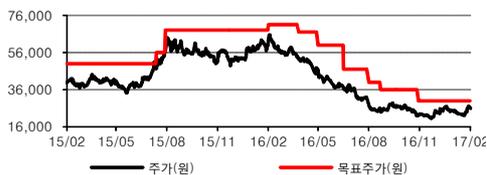
포괄손익계산서	(단위:십억원.%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,587	1,548	1,907	2,056
증가율(%)	20.8	-2.4	23.2	7.8
매출원가	1,226	1,257	1,434	1,535
매출총이익	361	291	473	521
판매비와관리비	218	215	384	408
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	142	76	90	113
증가율(%)	52.8	-46.8	18.3	26.1
영업이익률(%)	9.0	4.9	4.7	5.5
이자수익	8	8	8	9
이자비용	5	5	6	6
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-8	2	-	-
세전계속사업이익	137	81	92	115
법인세비용	34	21	32	38
세전계속이익률(%)	8.7	5.2	4.8	5.6
당기순이익	104	47	53	70
순이익률(%)	6.5	3.1	2.8	3.4
지배주주귀속 순이익	103	48	62	79
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	103	47	53	70
지배주주귀속총포괄이익	5	4	6	10

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	14	62	-5	53
당기순이익	104	47	53	70
유형자산감가상각비	16	17	18	20
무형자산상각비	1	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-55	25	16	9
유형자산의 처분(취득)	-36	-20	-22	-24
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	-39	24	18	13
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	109	30	69	32
장기금융부채의증감	-9	5	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-8	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	82	97	60	70
기초현금및현금성자산	59	141	238	297
기말현금및현금성자산	141	238	297	367

주요투자지표	2015				2016E				2017E				2018E							
	주당지표(원)	2,589				1,185				1,326				1,746						
EPS	10,640				11,570				12,641				14,131							
BPS	3,015				1,607				1,790				2,255							
CFPS	250				250				250				250							
DPS	Valuation(배)				20.5				21.8				19.5				14.8			
PER	5.0				2.2				2.0				1.8							
PBR	17.6				16.1				14.4				11.4							
PCR	14.5				12.8				11.2				8.9							
EV/EBITDA	Key Financial Ratio(%)				27.4				10.7				11.0				13.0			
ROE	10.0				6.0				5.7				6.5							
EBITDA 이익률	133.1				129.7				134.5				126.7							
부채비율	44.7				32.9				35.5				27.5							
순부채비율	13.5				10.4				11.6				10.9							
매출채권회전율(x)	9.8				9.2				10.2				9.6							
재고자산회전율(x)																				

자료 : 한세실업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자이견	목표주가
2016-11-14	Buy	30,000
2016-09-06	Buy	36,000
2016-08-16	Buy	40,000
2016-07-01	Buy	47,000
2016-05-16	Buy	60,000
2016-04-11	Buy	67,000
2016-02-16	Buy	71,000
2015-08-13	Buy	68,000
2015-07-28	Buy	56,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 손효주오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-