

BUY(Maintain)

목표주가: 78,000원(상향)

주가(2/15): 59,600원

시가총액: 2조3,840억원

의류/화장품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/15)		1,862.20pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	64,000원	34,200원
등락률	-6.88%	74.27%
수익률	절대	상대
1M	5.9%	6.8%
6M	4.0%	10.8%
1Y	47.5%	55.1%

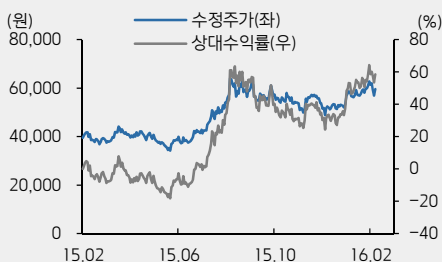
Company Data

발행주식수	40,000천주
일평균 거래량(3M)	99천주
외국인 지분율	9.38%
배당수익률(15E)	0.38%
BPS(15E)	10,346원

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	13,132	15,865	18,099	19,932
보고영업이익	931	1,390	1,649	1,861
핵심영업이익	931	1,390	1,649	1,861
EBITDA	1,083	1,519	1,789	2,015
세전이익	842	1,240	1,599	1,811
순이익	616	901	1,161	1,316
지배주주지분순이익	618	909	1,172	1,328
EPS(원)	1,544	2,272	2,930	3,320
증감률(%YoY)	44.9	47.2	29.0	13.3
PER(배)	25.7	23.3	20.3	17.9
PBR(배)	4.8	5.1	4.6	3.7
EV/EBITDA(배)	15.9	14.2	11.8	10.1
보고영업이익률(%)	7.1	8.8	9.1	9.3
핵심영업이익률(%)	7.1	8.8	9.1	9.3
ROE(%)	20.4	24.2	24.9	22.6
순부채비율(%)	42.2	14.5	1.8	-10.7

Price Trend



한세실업(105630)

4Q Review: 호실적, 2016년도 밝음



4분기 실적은 매출액이 +24%, 영업이익은 +50% 증가하며 호실적을 기록했습니다. 생산 라인의 효율성 증대와 적자를 기록하던 연결 자회사들의 실적이 개선된 것이 긍정적이었습니다. 글로벌 패션 트렌드에 맞게 다양한 바이어 및 유행 아이템에 대응할 수 있는 능력이 증대되고 있고 특히 글로벌 대형 스포츠웨어 브랜드사들의 실적 호조세가 한세실업 오더 확대에도 연결될 수 있을 것으로 기대합니다.

>>> 4분기 매출액 +24%과 이익 +50%의 호실적 기록

한세실업 4분기 IFRS 연결 매출액은 4,028억원으로 전년대비 +24.0% 성장했고 영업이익은 357억원으로 +50.0% 늘어났다. 또한 영업이익률은 8.9%(-0.8%p)를 기록했다. 매출액은 컨센서스 부합, 이익은 +9.8% 수준 상회했다. 선적 지연으로 인해 오더가 다음 분기로 소폭 지연됨에 따라 의류 OEM 부문은 연간 12.8억달러(목표 13억달러에 소폭 미달)를 기록한 것으로 추정된다. 4분기 OEM 달러기준 성장률은 +10.1%였으나 환율 효과(4Q 원/달러 환율 1,158원, YoY +6.5%)가 더해졌으며, 한세드림의 영유아 브랜드 사업 또한 호조세였던 것으로 판단된다. 수익성 측면에서는 생산 라인의 효율성이 향상되었고 적자를 내던 연결 자회사들의 개선이 긍정적으로 작용한 것으로 분석한다.

>>> 2016년 전망 또한 밝음

2016년 OEM 매출액은 12% 성장한 14.3억달러를 기록할 것으로 전망한다. GAP, OLD NAVY 등 기존 바이어들의 오더가 꾸준히 늘어나고 있을뿐 아니라 글로벌 스포츠웨어 브랜드인 NIKE, UNDER ARMOUR의 실적 호조세가 지속되는 가운데 바이어로 확보하고 있는 점이 기대가 된다. 이들의 매출 비중이 2014년 4%에서 2015년 7%로 큰 폭 확대되었고 전체 매출 규모('15년 NIKE 313억달러, UNDER AMOUR 40억 달러)를 고려했을 때 오더 확대 가능성은 많이 남아있다고 판단된다. 또한 구조적으로 벤티 컨슬리데이션이 진행되고 있어 대형 OEM들 위주로 오더가 쏠릴 것으로 예상된다.

>>> 중장기적으로 칼라엔터치를 통한 원단 사업 기대

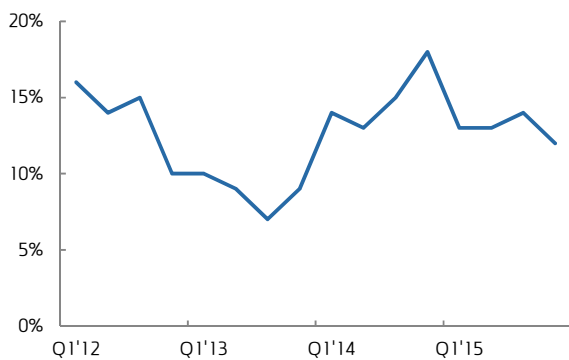
베트남 C&T VINA 염색 공장의 지속적인 캐파 증설뿐 아니라 칼라엔터치(원단 중개업)가 올해부터 한세실업의 자회사로 들어옴에 따라 수직계열화를 적극적으로 대비하고 있는 것으로 여겨진다. 장기적으로는 한세실업뿐 아니라 베트남 생산업체들에게도 원단 사업을 진행할 수 있을 것으로 기대한다. 밝은 올해 전망뿐 아니라 추가적으로 최근 외부변수 상황(원/달러 환율 상승) 또한 OEM 업체들에게 우호적이다. 따라서 투자 의견 BUY는 유지하고 실적 추정과 밸류에이션 시점 변경(멀티플 25배)으로 목표주가 78,000원으로 상향한다.

한세실업 분기별 손익 추정

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액(억원)	3,213	3,359	5,265	4,028	3,772	3,894	6,079	4,354	12,387	13,132	15,865	18,099	19,932
YoY	2.7%	15.2%	37.1%	24.0%	17.4%	15.9%	15.5%	8.1%	9.7%	6.0%	20.8%	14.1%	10.1%
OEM 매출액(m\$)	272	281	420	307	305	309	483	337	1,063	1,177	1,280	1,434	1,577
YoY	-1.2%	4.4%	16.6%	10.8%	12.0%	10.0%	15.0%	9.7%	12.2%	10.7%	8.8%	12.0%	10.0%
원/달러 환율	1,101	1,097	1,170	1,158	1,200	1,210	1,220	1,220	1,095	1,053	1,132	1,213	1,213
YoY	3.0%	6.6%	14.0%	6.5%	9.0%	10.3%	4.3%	5.4%	10.7%	8.8%	12.0%	10.0%	10.0%
영업이익(억원)	204	232	597	357	277	308	750	314	602	931	1,390	1,649	1,861
YoY	5.6%	62.4%	67.0%	49.2%	35.9%	32.7%	25.6%	-12.1%	-4.6%	54.8%	49.2%	18.6%	12.9%
영업이익률	6.4%	6.9%	11.3%	8.9%	7.4%	7.9%	12.3%	7.2%	4.9%	7.1%	8.8%	9.1%	9.3%

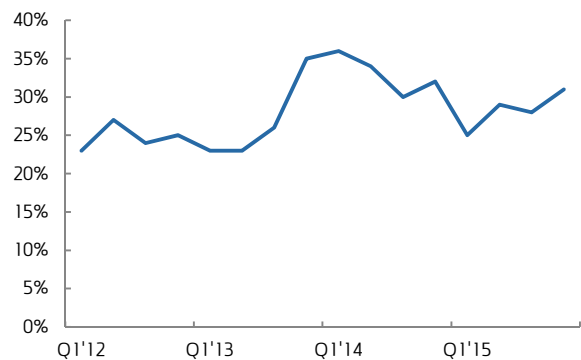
자료: 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

NIKE Inc 분기별 매출 성장률



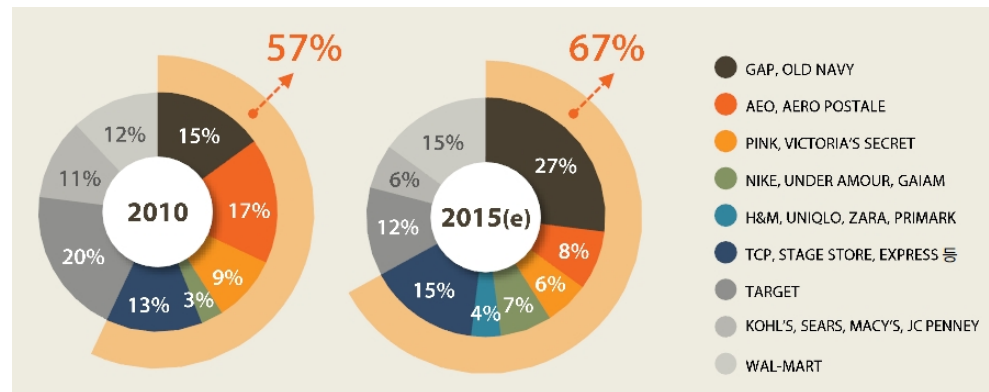
자료: NIKE, 키움증권 리서치센터, 주: currency-neutral 기준

UNDER ARMOUR 분기별 매출 성장률



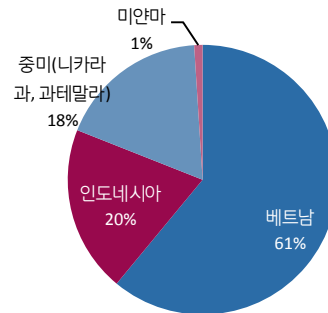
자료: UNDER ARMOUR, 주: 달러 기준

한세실업 바이어 비중: Specialty Store 확대



자료: 키움증권 리서치센터

한세실업 생산거점별 매출 비중: 베트남 Capa 확보로 TPP 최대 수혜



자료: 키움증권 리서치센터

한세실업 바이어들: 기존 대형 유통업체 및 마트 바이어뿐 아니라 다양한 브랜드 바이어들도 확보

Specialty Store



Department

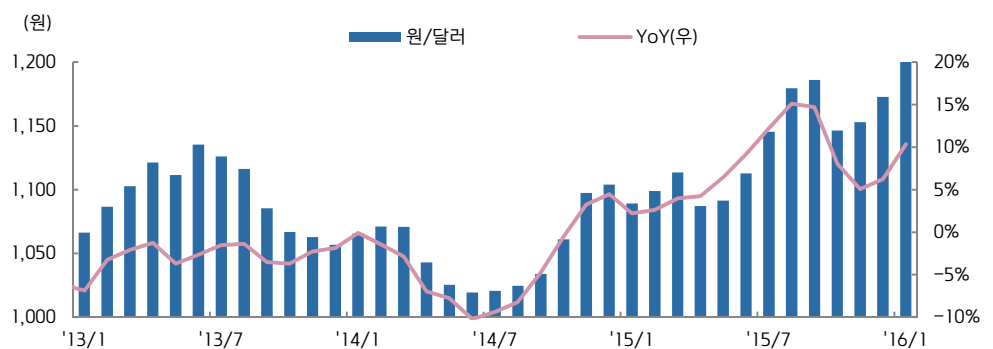


Discount Store



자료: 한세실업

원/달러 환율



자료: 키움증권 리서치센터, Datastream

한세실업 목표주가 산정 방식

항목	단위	값	비고
EPS	원	3,125	A. 16년~17년 평균 EPS B. Target PER (Global Peer 2016년 평균 PER 19배에 30% 할증) * 프리미엄 근거:
Target P/E	배	25	1) 트렌드에 맞는 ODM 대응 능력과 다양한 포트폴리오 확대로 지속적인 수익성 개선 진행, 2) 베트남 생산기지 확보(매출의 60%)로 TPP 에 대한 수혜, 3) 바이어들의 실적 호조세
주당가치	원	78,136	C = A*B
목표주가	원	78,000	
현재 주가	원	59,600	2월 15일 종가 기준
상승여력	%	30.9%	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2016E
매출액	12,387	13,132	15,865	18,099	19,932
매출원가	10,104	10,427	12,434	14,121	15,506
매출총이익	2,283	2,704	3,431	3,978	4,427
판매비및일반관리비	1,681	1,773	2,042	2,329	2,565
영업이익(보고)	602	931	1,390	1,649	1,861
영업이익(핵심)	602	931	1,390	1,649	1,861
영업외손익	-7	-90	-150	-50	-50
이자수익	73	74	72	82	90
배당금수익	0	9	9	10	11
외환이익	221	179	80	50	30
이자비용	54	41	41	41	41
외환손실	217	266	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	42	58	20	20	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-73	-103	-290	-171	-141
법인세차감전이익	595	842	1,240	1,599	1,811
법인세비용	170	225	339	437	496
유호법인세율 (%)	28.6%	26.8%	27.4%	27.4%	27.4%
당기순이익	424	616	901	1,161	1,316
지배주주지분순이익(억원)	426	618	909	1,172	1,328
EBITDA	721	1,083	1,519	1,789	2,015
현금순이익(Cash Earnings)	543	768	1,030	1,301	1,470
수정당기순이익	394	573	886	1,147	1,316
증감율(% YoY)					
매출액	9.7	6.0	20.8	14.1	10.1
영업이익(보고)	-4.6	54.8	49.2	18.6	12.9
영업이익(핵심)	-4.6	54.8	49.2	18.6	12.9
EBITDA	-1.6	50.3	40.2	17.8	12.7
지배주주지분 당기순이익	-19.1	44.9	47.2	29.0	13.3
EPS	-19.1	44.9	47.2	29.0	13.3
수정순이익	-21.6	45.4	54.5	29.4	14.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2016E
유동자산	4,496	4,364	5,687	6,623	7,760
현금및현금성자산	317	587	1,124	1,418	2,028
유동금융자산	1,575	1,246	1,505	1,717	1,891
매출채권및유동채권	959	988	1,194	1,362	1,499
재고자산	1,632	1,534	1,853	2,114	2,328
기타유동비금융자산	14	9	11	13	14
비유동자산	2,328	3,469	3,255	3,672	4,034
장기매출채권및기타비유동채권	210	246	238	271	299
투자자산	1,047	1,952	1,613	1,846	2,039
유형자산	947	1,144	1,269	1,406	1,527
무형자산	82	74	69	68	67
기타비유동자산	42	53	66	82	102
자산총계	6,824	7,832	8,943	10,295	11,794
유동부채	3,382	3,570	3,758	3,912	4,038
매입채무및기타유동채무	565	552	666	760	837
단기차입금	2,482	2,662	2,662	2,662	2,662
유동성장기차입금	26	3	3	3	3
기타유동부채	309	353	427	487	536
비유동부채	721	954	1,055	1,173	1,309
장기매입채무및비유동채무	36	47	57	65	71
사채및장기차입금	417	563	563	563	563
기타비유동부채	268	344	436	545	676
부채총계	4,103	4,523	4,813	5,084	5,348
자본금	200	200	200	200	200
주식발행초과금	476	476	476	476	476
이익잉여금	2,115	2,647	3,476	4,568	5,816
기타자본	-71	-14	-14	-14	-14
지배주주지분자본총계	2,721	3,309	4,138	5,230	6,478
비지배주주지분자본총계	0	0	-9	-19	-31
자본총계	2,721	3,309	4,129	5,211	6,447
순차입금	1,034	1,395	598	92	-691
총차입금	2,925	3,228	3,228	3,228	3,228

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2016E
영업활동현금흐름	271	964	680	971	1,212
당기순이익	424	616	901	1,161	1,316
감가상각비	108	140	125	138	153
무형자산상각비	11	12	4	2	1
외환손익	-19	84	-80	-50	-30
자산처분손익	40	51	-20	-20	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-306	4	-320	-302	-248
기타	13	57	71	41	20
투자활동현금흐름	-595	-828	-155	-706	-652
투자자산의 처분	-301	-503	88	-435	-357
유형자산의 처분	14	5	0	0	0
유형자산의 취득	-237	-301	-250	-275	-275
무형자산의 처분	-3	-2	0	0	0
기타	-68	-26	7	4	-20
재무활동현금흐름	449	131	12	29	50
단기차입금의 증가	0	-26	0	0	0
장기차입금의 증가	497	217	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-48	-60	-80	-80	-80
기타	0	0	92	109	130
현금및현금성자산의순증가	118	270	538	294	610
기초현금및현금성자산	199	317	587	1,124	1,418
기말현금및현금성자산	317	587	1,124	1,418	2,028
Gross Cash Flow	577	961	1,001	1,273	1,460
Op Free Cash Flow	3	533	568	761	983

투자지표

(단위: 원, 배, %)

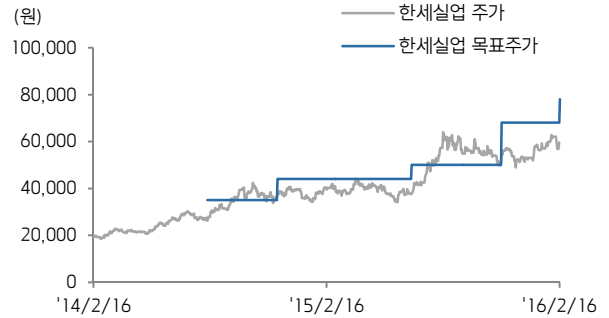
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2016E
주당지표(원)					
EPS	1,065	1,544	2,272	2,930	3,320
BPS	6,802	8,273	10,346	13,076	16,195
주당EBITDA	1,802	2,708	3,797	4,472	5,038
CFPS	1,359	1,920	2,574	3,253	3,675
DPS	150	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	18.2	25.7	23.3	20.3	17.9
PBR	2.9	4.8	5.1	4.6	3.7
EV/EBITDA	12.2	15.9	14.2	11.8	10.1
PCFR	14.3	20.7	20.6	18.3	16.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	7.1	8.8	9.1	9.3
영업이익률(핵심)	4.9	7.1	8.8	9.1	9.3
EBITDA margin	5.8	8.2	9.6	9.9	10.1
순이익률	3.4	4.7	5.7	6.4	6.6
자기자본이익률(ROE)	16.8	20.4	24.2	24.9	22.6
투하자본이익률(ROIC)	16.1	23.3	31.6	32.9	33.5
안정성(%)					
부채비율	150.8	136.7	116.6	97.6	83.0
순차입금비율	38.0	42.2	14.5	1.8	-10.7
이자보상배율(배)	11.2	22.9	34.1	40.5	45.7
활동성(배)					
매출채권회전율	13.5	13.5	14.5	14.2	13.9
재고자산회전율	8.0	8.3	9.4	9.1	9.0
매입채무회전율	22.5	23.5	26.1	25.4	25.0

- 당사는 2월 15일 현재 '한세실업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한세실업 (105630)	2014/08/13	BUY(Initiate)	35,000원
	2014/12/01	BUY(Maintain)	44,000원
	2015/06/05	BUY(Maintain)	44,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	50,000원
	2015/11/17	BUY(Maintain)	68,000원
	2016/02/16	BUY(Maintain)	78,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%