

SK COMPANY Analysis



Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

Company Data

자본금	200 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	10,340 억원
주요주주	
한세에스24홀딩스(외 14)	56.23%
국민연금공단	10.99%
외국인지분율	5.00%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(16/10/31)	25,850 원
KOSPI	2019.42 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	65,400 원
52주 최저가	24,000 원
60일 평균 거래대금	88 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.1%	-8.6%
6개월	-50.0%	-50.5%
12개월	-54.1%	-53.6%

한세실업 (105630/KS | 매수(신규편입) | T.P 36,000 원(신규편입))

글로벌 전략벤더로서의 지위는 계속된다

투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지 개시

- '16년 연결기준 매출액 14.6 조원(-8% YoY), 영업이익 983 억원(-31% YoY) 전망
- '16년 매출 부진은 일시적인 것으로 판단, 글로벌 OEM 전략벤더로서의 지위는 견고
- '17년 바이어 업황 회복에 따른 실적 개선 가능
- 현재 주가 수준은 '17F PER 12 배 수준으로 밸류에이션 매력

3Q16 매출액 4,104 억원(-22% YoY), 영업이익 266 억원(-56% YoY) 추정

3분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 4,104 억원(-22% YoY), 266 억원(-56% YoY)을 기록하며 시장기대치(매출액 4,503 억원, 영업이익 387 억원)를 하회할 것으로 추정된다. 지난 1월 한세에스24 홀딩스에 양도한 브랜드 실적 이탈을 감안한 매출액 성장률은 -13% YoY 수준이다. OEM 부문 달러 기준 매출액 증가율은 -11% YoY로 바이어 재고 조정에 따른 선적 지연과 오더 감소 영향이 반영된 것으로 추정된다. 3분기 중 하락한 원/달러(-4% YoY) 수준 감안할 때 OEM 원화기준 매출액 증가율은 -16% YoY 수준으로 추정된다.

'17년 하반기 증익 모멘텀 예상

2017년은 전방 산업 업황 회복이라는 긍정적 요인과 환율하락이라는 부정적 요인이 혼재되어있다. 결론적으로는 전방 산업 회복이라는 긍정적 요인에 주목할 필요가 있다. 특히, '17년 성수기(3Q) 실적은 낮은 베이스와(3Q16E -16% YoY)와 환율 하락분(-5% YoY)을 상회하는 매출 증가(+10% YoY)가 가능할 것으로 전망한다. 투자포인트는 ① 2017년 하반기 실현될 증익 모멘텀, ② 염색공장 등 수직계열화 강화, ③ 중장기적으로 높은 베트남 생산 비중(60%)으로 이익률 상승 가능성이다.

투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 36,000 원은 '17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하였다. 현재 주가수준은 '17F PER 12 배 수준으로 밸류에이션 매력이 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	12,387	13,132	15,865	14,577	14,731	15,909
yoy	%	9.7	6.0	20.8	-8.1	1.1	8.0
영업이익	억원	602	931	1,424	983	1,069	1,254
yoy	%	-4.6	54.8	52.8	-31.0	8.8	17.3
EBITDA	억원	721	1,083	1,594	1,141	1,242	1,437
세전이익	억원	595	842	1,373	1,052	1,181	1,410
순이익(지배주주)	억원	426	618	1,034	769	896	1,070
영업이익률%	%	4.9	7.1	9.0	6.7	7.3	7.9
EBITDA%	%	5.8	8.3	10.1	7.8	8.4	9.0
순이익률	%	3.4	4.7	6.5	5.3	6.1	6.7
EPS	원	1,065	1,544	2,586	1,923	2,240	2,674
PER	배	18.2	25.7	20.5	13.2	11.3	9.5
PBR	배	2.9	4.8	5.0	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	12.6	16.3	14.7	10.0	8.5	6.8
ROE	%	16.8	20.5	27.3	16.8	17.0	17.5
순차입금	억원	1,034	1,395	1,902	897	93	-712
부채비율	%	150.8	136.7	133.1	117.4	105.7	92.0

1. 실적: 2017년 달러 매출액 +6% YoY 증가 전망

동사의 '17년 달러 매출액 증가율은 +6% YoY로 점진적인 실적 회복을 전망한다. 매출액 전망은 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 추산했으며, 컨센서스 대비 낮은 성장률을 가정했다. 한세실업 주요 바이어는 GAP, AEO, Nike, Under Armour, ZARA, H&M 등으로 브랜드와 유통 바이어 비율이 7:3 정도이다.

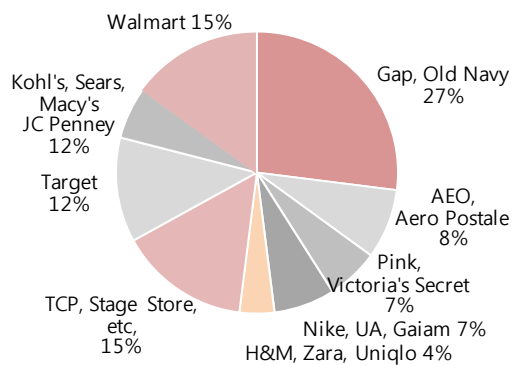
Nike, Under Armour 등의 스포츠의류 바이어는 높은 성장률 전망을 반영하여 +15% YoY의 주문증가율을 적용했다. 유럽, 일본 기반의 SPA 바이어도 글로벌 매출 확대에 따른 실적 성장이 가능하고, 거래 초기단계인 점을 감안하면 높은 주문증가율(+15% YoY)이 지속 가능할 것으로 판단한다. 최근 실적이 부진한 GAP, AEO 등 기존 바이어의 경우에도 낮아진 재고수준과 전년도 낮은 베이스를 감안해 점진적인 주문량 회복을 전망한다.

한세실업 달러 매출액 성장률 전망

	'15년 비중	2016년 매출액 성장률 가정	2017년 매출액 성장률 가정	'16년 성장 기여도	17년 성장 기여도
The North Face	27%	-13%	6%	-3%	2%
Patagonia	8%	-48%	10%	-2%	0%
Lulu lemon	6%	-16%	5%	-1%	0%
Engelbert	7%	3%	15%	0%	1%
LL Bean	4%	47%	15%	3%	1%
Ralph Lauren	15%	4%	3%	1%	1%
Under Armour	15%	11%	2%	2%	0%
기타	12%	-17%	1%	-2%	0%
가중평균 성장률				-2%	6%

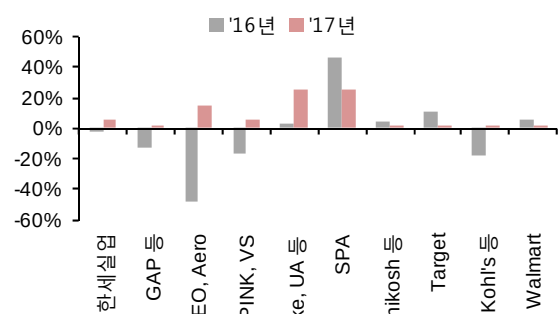
자료: 한세실업 SK 증권

한세실업 바이어 구성



자료: 한세실업 SK 증권

'16E~'17E 바이어 매출액 성장률 전망



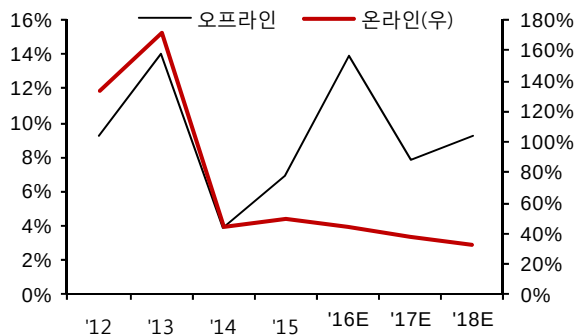
자료: Bloomberg, SK 증권

SPA, 여전히 높은 성장성 보유

Inditex: Inditex 그룹은 ZARA 등의 SPA 브랜드를 보유한 스페인 의류 업체이다. Inditex 그룹의 과거 3년 평균 매출액 증가율은 +10% YoY로 높은 수준을 기록했다. 향후 Inditex 그룹의 성장 전략은 ① 글로벌 사업영역 확장과 ② 옴니채널을 통한 판매 확대이다. '17~'18년 예상 Inditex 그룹 매출액 성장률은 +16% YoY, +10% YoY이다.

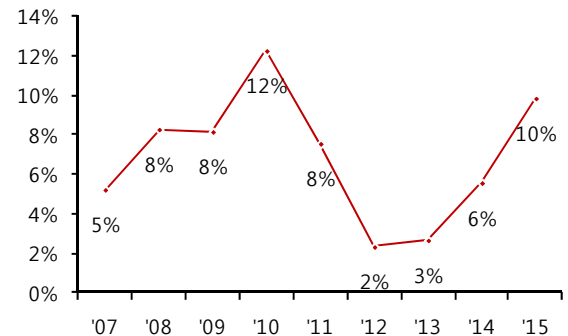
H&M, MUJI: 한세실업의 또 다른 SPA 바이어 H&M은 과거 3년 CAGR +14.5%의 매출액 증가율을 기록했다. '17년 역시 +11% YoY의 높은 매출액 증가율이 전망된다. MUJI는 설립된지 30년 가까이 된 회사이지만 라이프스타일 트렌드 확산과 함께 최근 3년 CAGR +11% YoY로 수준의 견조한 매출액 증가율을 유지하고 있다. 의류 매출액 증가율 역시 CAGR +11% YoY로 전체 성장률과 동행하고 있으며 매출액 비중은 36%를 차지하고 있다.

ZARA 채널별 매출액 증가율



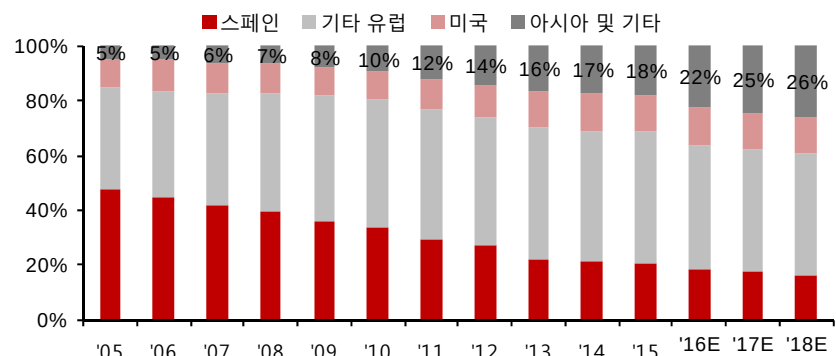
자료 : Inditex, SK 증권

MUJI 매장수 증가율



자료 : MUJ, SK 증권

ZARA, 아시아 지역 중심의 MS 확대가 전망



자료 : Inditex, SK 증권

2. 글로벌 전략벤더로서의 지위는 지속된다

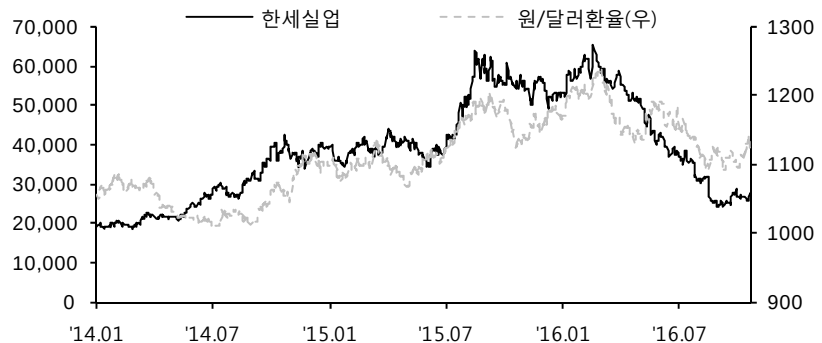
최근 동사 주가는 ① 전방업체 실적 부진에 따른 오더량 감소와 ② 전년도('15 년) 높은 환율 베이스 부담 등으로 부진한 상황이다. 그러나 최근 나타난 전방업체 일적부진은 동사 펀더멘털 훼손의 근거가 될 수 없다고 판단한다.

OEM 업체 매출 증대의 기본 형태는 바이어의 매출 증가에 따른 매출 성장이지만, 동사는 전방 시장 부진시점에서도 전체 시장 및 기존바이어 내 MS 확대 및 신규바이어와의 거래 개시 등을 통해 매출액 성장을 지속한 '전략벤더'이기 때문이다.

전략벤더의 특성은 ① 가격 경쟁력: 대규모 생산라인, 오랜 기간 거래를 통한 바이어와의 신뢰관계, 원가경쟁력, 저렴한 인건비 등, ② 높은 제품품질: 자가공장 보유, ③ 정확한 납기 준수, ④ 컴플라이언스 준수 및 투명성, ⑤ Full Packaging 능력: 자체 디자인 및 원자재 소싱 능력 등이다. 전략벤더는 수주량(Q) 변동에 따른 매출액 변동성이 큰 영세벤더(Marginal Vendor)와 선호벤더(Preferred Vendor)와는 차별화되어 있으며 진입장벽도 높다.

OEM 주가 및 원/달러 환율 추이

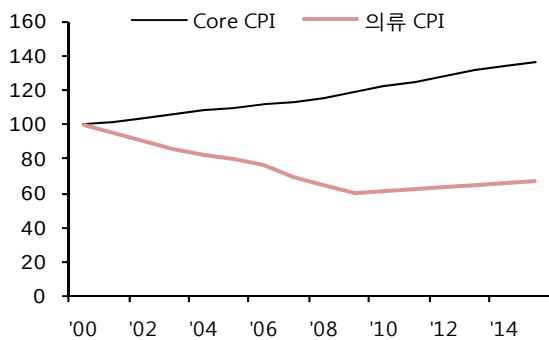
(단위: 원/달러)



자료: Data guide, SK 증권

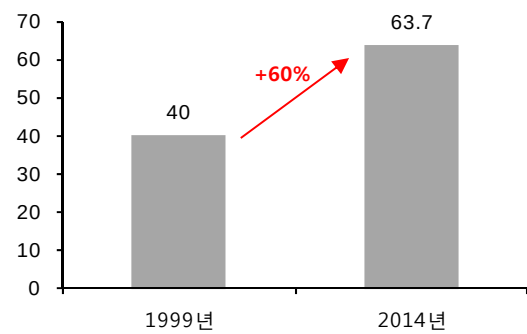
또한, ① 한세실업이 주력 생산하는 니트 위주의 캐주얼 시장은 유행 변화에 성장률 변동이 크지 않아 점진적인 성장이 지속되고 있으며, ② 동사 주요 수출 지역인 미국의 의류 소비 트렌드가 가격(P)은 낮아지고 구매 수량(Q)은 증가하는 추세를 보이고 있어 전방 바이어인 캐주얼, SPA 업체와 일치한다. 마지막으로 ③ 동사 바이어들은 글로벌 Top tier 리테일 회사로서 불황기를 견딜 수 있는 양호한 재무 상태와 높은 글로벌 MS를 점유하고 있다.

미국 의류 가격은 저렴해졌다=저가 의류 시장 ↑ (단위: 2000=100)



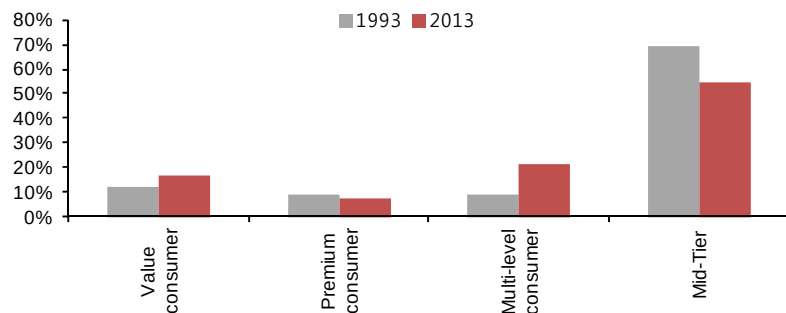
자료 : Datastream, SK 증권

반면 1인당 연간 의류 소비량(Q)은 증가 (단위: 건)



자료 : Datastream, SK 증권

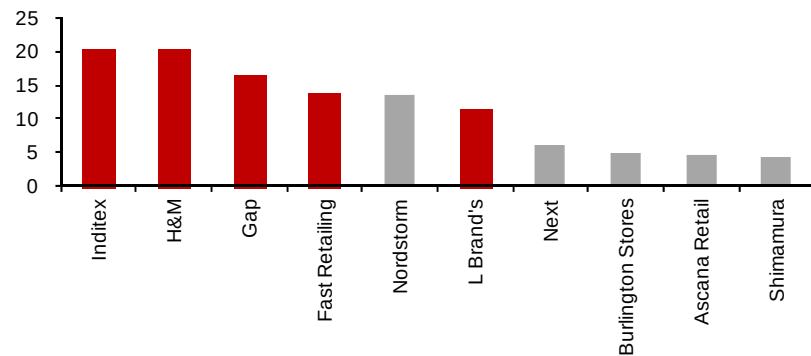
미국 의류 소비 시장: 밸류 및 멀티레벨 컨슈머가 증가 → 가치 소비자의 확대



자료 : Retail Week(2013), SK 증권

'15 년 글로벌 캐주얼의류 브랜드 매출액 규모

(단위 : USD bn)

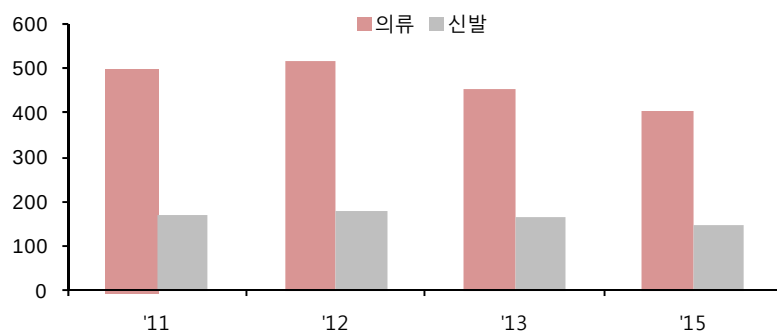


주식: 붉은색 음영은 한세실업 바이어

자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

Nike OEM 공장수는 감소 추세(밴더수 축소) 전략벤더인 한세실업에 유리

(단위 : 개)



자료 : Nike, SK 증권

3. 밸류에이션

동사의 목표주가 36,000 원은 '17 년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하여 산출했다. 동사의 Peer 대만의 니트외류 OEM 기업인 Makalot 을 글로벌 Peer 로 비교 가능하다. 글로벌 Peer 인 Makalot 의 '17F PER 은 19 배이며, 한세실업의 현재 주가수준은 '17F PER 12 배 수준으로 밸류에이션 매력에 있다.

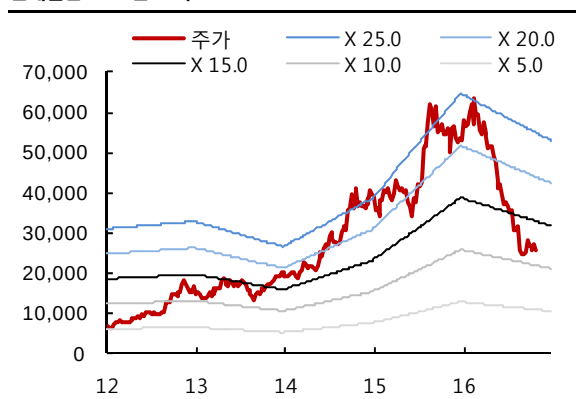
한세실업 연간실적 전망과 밸류에이션

(단위: 억원)

	2014	2015	2016E	2017E
매출액	13,132	15,865	14,577	14,731
(% YoY)	6%	21%	-8%	1%
영업이익	931	1,424	983	1,069
(% YoY)	55%	53%	-31%	9%
OPM	7%	9%	7%	7%
세전이익	842	1,373	1,052	1,181
당기순이익	616	1,036	771	898
지배주주귀속순이익	618	1,034	769	896
EPS(원)	1,544	2,586	1,923	2,240
Target PER(x)	16	16	16	16
목표 시가총액	9,888	16,544	12,304	14,336
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	24,720	41,360	30,760	35,840

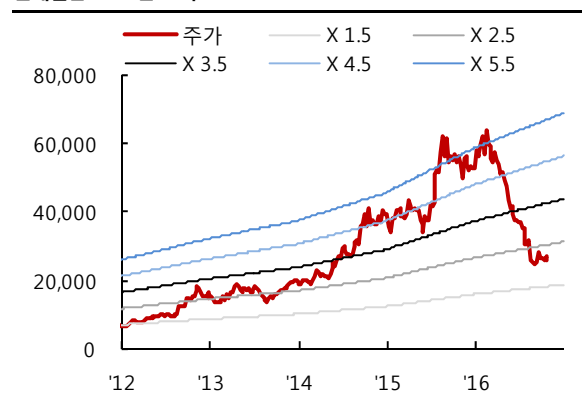
자료: 한세실업 SK 증권

한세실업 PER 밴드 차트



자료: Quantiwise, SK 증권

한세실업 PBR 밴드 차트



자료: Quantiwise, SK 증권

한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2014	2015	2016E	2017E
매출액	3,213	3,359	5,265	4,028	3,593	3,301	4,104	3,579	13,132	15,865	14,577	14,731
(% YoY)	3%	15%	37%	24%	12%	-2%	-22%	-11%	6%	21%	-8%	1%
원/달러	1,100	1,096	1,170	1,157	1,200	1,163	1,120	1,119	1,053	1,131	1,151	1,073
(% YoY)	3%	7%	14%	6%	9%	6%	-4%	-3%	-4%	7%	2%	-7%
영업이익	204	232	597	390	212	190	266	315	931	1,424	983	1,069
(% YoY)	6%	62%	67%	64%	4%	-18%	-56%	-19%	55%	53%	-31%	9%
OPM	6%	7%	11%	10%	6%	6%	6%	9%	7%	9%	7%	7%
세전이익	210	212	515	1,019	243	182	258	370	842	1,373	1,052	1,181
(% YoY)	10%	-3%	68%	244%	16%	-14%	-52%	-20%	41%	63%	-23%	12%
지배주주순이익	142	150	407	335	164	131	200	275	618	1,034	769	896
(% YoY)	1%	-8%	76%	306%	16%	-13%	-53%	-22%	45%	67%	-26%	17%

자료: 한세실업 SK 증권

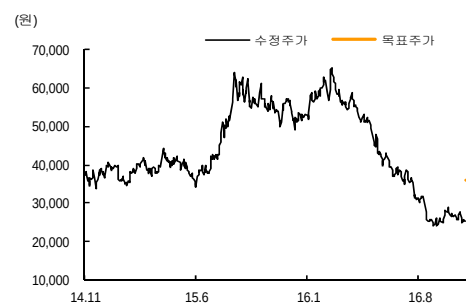
Peer 그룹 밸류에이션

	시가총액 (USDmn)	PER(x)			EPS Growth(%)			ROE(%)		
		'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E
OEM 업체										
영원무역	1,367	14	10	9	1%	14%	6%	12%	12%	12%
한세실업	908	21	13	12	67%	-26%	16%	27%	17%	17%
Eclat	3,046	23	26	21	39%	-11%	20%	35%	25%	26%
Makalot	917	14	19	19	20%	-29%	2%	24%	18%	18%
Li&Fung	4,143	-	14	13	-	-	6%	-	11%	11%
Shenzhou	9,105	-	21	18	-	-	18%	-	21%	23%
브랜드 업체										
Nike	85,970	28	24	22	25%	17%	10%	28%	30%	32%
Lululemon	7,760	30	27	23	14%	13%	18%	25%	27%	28%
Adidas	36,237	50	32	28	34%	55%	15%	11%	17%	17%
Under Armour	15,679	73	65	50	11%	13%	31%	15%	14%	15%
GAP	10,540	12	14	13	-22%	-14%	7%	33%	26%	29%
VF Corp	22,645	19	17	15	20%	12%	12%	22%	25%	29%
Fast Retailing	34,862	32	73	33	48%	-56%	119%	-	7%	16%
Inditex	110,533	35	31	28	15%	13%	13%	26%	26%	27%
H&M	47,957	20	23	20	5%	-12%	15%	38%	31%	34%

자료: Bloomberg, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.11.01	매수	36,000원



Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 11 월 1 일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,364	5,729	6,469	7,480	8,529
현금및현금성자산	587	1,407	2,136	3,120	3,925
매출채권및기타채권	806	1,493	1,326	1,338	1,445
재고자산	1,534	1,710	1,519	1,533	1,656
비유동자산	3,469	4,193	4,151	4,121	4,087
장기금융자산	1,934	2,647	2,578	2,578	2,578
유형자산	1,144	1,076	1,116	1,057	1,008
무형자산	74	31	33	32	31
자산총계	7,832	9,922	10,621	11,600	12,617
유동부채	3,570	4,828	4,774	4,982	5,059
단기금융부채	2,665	3,759	3,824	4,024	4,024
매입채무 및 기타채무	490	545	484	489	528
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	954	837	962	978	988
장기금융부채	563	475	524	504	504
장기매입채무 및 기타채무	0	0	3	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,523	5,666	5,735	5,960	6,047
지배주주지분	3,309	4,256	4,884	5,638	6,566
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	476	470	470	470	470
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,647	3,598	4,267	5,063	6,033
비지배주주지분	0	0	1	3	4
자본총계	3,309	4,256	4,885	5,641	6,570
부채외자본총계	7,832	9,922	10,621	11,600	12,617

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	922	89	1,087	926	915
당기순이익(손실)	616	1,036	771	898	1,071
비현금성항목등	519	503	379	344	366
유형자산감가상각비	140	165	156	168	179
무형자산감가상각비	12	6	2	4	4
기타	67	-73	-35	-68	-52
운전자본감소(증가)	4	-1,173	342	-2	-183
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-44	-804	175	-12	-107
재고자산감소(증가)	91	-480	190	-14	-123
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-30	100	-90	4	39
기타	-14	11	67	19	7
법인세납부	-217	-277	-405	-314	-338
투자활동현금흐름	-747	-445	-323	24	43
금융자산감소(증가)	-503	-356	-297	0	0
유형자산감소(증가)	-297	-360	-189	-110	-130
무형자산감소(증가)	-2	-2	-4	-4	-4
기타	56	274	166	138	176
재무활동현금흐름	92	1,185	-25	33	-152
단기금융부채증가(감소)	-26	-4	0	200	0
장기금융부채증가(감소)	217	1,321	145	-20	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-60	-80	-100	-100	-100
기타	-40	-51	-70	-47	-52
현금의 증가(감소)	270	820	729	983	806
기초현금	317	587	1,407	2,136	3,120
기말현금	587	1,407	2,136	3,120	3,925
FCF	613	68	981	851	819

자료 : 한세실업 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,132	15,865	14,577	14,731	15,909
매출원가	10,427	12,259	11,675	11,809	12,585
매출총이익	2,704	3,606	2,903	2,921	3,324
매출총이익률 (%)	20.6	22.7	19.9	19.8	20.9
판매비와관리비	1,773	2,183	1,920	1,852	2,070
영업이익	931	1,424	983	1,069	1,254
영업이익률 (%)	7.1	9.0	6.7	7.3	7.9
비영업손익	-90	-51	69	112	156
순금융비용	-33	-32	-60	-87	-124
외환관련손익	-87	-186	-70	-43	-20
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	842	1,373	1,052	1,181	1,410
세전계속사업이익률 (%)	6.4	8.7	7.2	8.0	8.9
계속사업법인세	225	337	281	283	338
계속사업이익	616	1,036	771	898	1,071
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	616	1,036	771	898	1,071
순이익률 (%)	4.7	6.5	5.3	6.1	6.7
지배주주	618	1,034	769	896	1,070
지배주주귀속 순이익률(%)	4.7	6.52	5.28	6.08	6.72
비지배주주	-1	1	2	2	2
총포괄이익	648	1,033	729	856	1,029
지배주주	649	1,033	728	854	1,028
비지배주주	-1	1	1	1	1
EBITDA	1,083	1,594	1,141	1,242	1,437

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.0	20.8	-8.1	1.1	8.0
영업이익	54.8	52.8	-31.0	8.8	17.3
세전계속사업이익	41.5	63.1	-23.4	12.3	19.4
EBITDA	50.3	47.1	-28.5	8.9	15.7
EPS(계속사업)	45.0	67.5	-25.6	16.5	19.4
수익성 (%)					
ROE	20.5	27.3	16.8	17.0	17.5
ROA	8.4	11.7	7.5	8.1	8.9
EBITDA마진	8.3	10.1	7.8	8.4	9.0
안정성 (%)					
유동비율	122.2	118.7	135.5	150.1	168.6
부채비율	136.7	133.1	117.4	105.7	92.0
순차입금/자기자본	42.2	44.7	18.4	1.7	-10.8
EBITDA/이자비용(배)	26.6	30.7	23.5	24.8	27.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,544	2,586	1,923	2,240	2,674
BPS	8,273	10,640	12,147	13,716	15,572
CFPS	1,924	3,012	2,318	2,672	3,133
주당 현금배당금	200	250	250	250	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.5	24.8	34.0	29.2	24.5
PER(최저)	12.0	13.2	12.5	10.7	9.0
PBR(최고)	5.1	6.0	5.4	4.8	4.2
PBR(최저)	2.2	3.2	2.0	1.8	1.5
PCR	20.6	17.6	10.9	9.5	8.1
EV/EBITDA(최고)	17.3	17.5	24.1	21.5	18.0
EV/EBITDA(최저)	8.4	10.0	9.5	8.1	6.5