2021년 5월 17일

기업분석 | 의류

한세실업 (105630)

영업이익 150% 이상 서프라이즈

Analyst
심지현
02 3779 8640
simjin@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	33,000 원
현재주가	27,550 원

컨센서스 대비(1Q21 영업이익 기준)

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(5/14)		3,153.32 pt
시가총액		11,020 억원
발행주식수		40,000 천주
52주 최고가/최저가		27,550 / 10,200 원
90일 일평균거래대금		99.12 억원
외국인 지분율		6.6%
배당수익률(21.12E)		2.8%
BPS(21.12E)		11,764 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	27.0%
	6 개월	29.6%
	12 개월	82.2%
주주구성	한세예스 24 홀딩스(외 12 인)	56.7%
	국민연금공단(외 1 인)	12.3%
	자사주(외 1 인)	1.9%

Stock Price

1Q21 Review

한세실업(이하 동사)의 1Q21 연결 실적은 매출액 3,756억원(YoY +8.1%), 영업이익 295억원(YoY +195.5%, OPM 7.8%)으로, 영업이익 기준 기존 추정치 및 시장 컨센서스 대비 150% 이상의 서프라이즈를 시현했다. 4Q20에 매각한 한세MK 제거 본업 기준의 실적이다. 서프라이즈의 주 원인은 1)1Q21 별도 기준 달러매출 YoY 17% 성장 등 기존 추정보다 빠른 탑라인 회복, 2)원가율, 판관비율 동반 하락으로 인한 마진 개선 등이다.

비용 관련하여 주력 바이어 위주로 오더를 받아 작년 대비 원가구조가 3.1%p 개선된 특징이 있으며, 크게 늘어난 오더로 공장을 full-capa로 운영하다 보니 생산성 자체도 향상되었다. 또한 작년 4분기에는 원사/원단 가격의 급등을 소화했던 구간이 있었는데 이번 1분기에는 이를 판가에 어느정도 전가하며 비용 압박을 소화한 것으로 파악된다. 판관비 하락에는 인건비 감축 효과 등이 주 영향을 미쳤다.

추후 비용 상승 가능성, 하반기 기저 등은 주의

2분기 역시 달러기준 두 자리대 매출 증가율은 유지될 것으로 예상하나, 인도산 원사 급등에 따라 원가율이 올라갈 가능성이 다소 높아진 상태다. 1분기에 매출이 크게 늘어나며 인원 정상 운영을 시작했기에 2분기부터는 판관비 역시 예년 수준과 비슷하게 돌아갈 것으로 예상한다. 이 상황에서 작년 3분기 PPE 1,000억 가량이 포함되었던 매출 베이스는 부담으로 작용할 수 있어 향후 추이에 유의해야 한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 33,000원으로 상향

하반기 부담에도 불구하고 소비 회복에 따른 본업 성장, 업계 내 상위 입지에서 오는 이점 등으로 인해 여전히 업사이드가 남아있다고 판단한다. 1Q21 실적 서프라이즈에 따른 2021E EPS 추정치 상향 및 글로벌 Peer 21E PER 상승으로 인한 Target Multiple 소폭 상향조정에 따라 목표주가를 33,000원으로 27% 올리고 투자의견 Buy를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,615	1,698	1,761	1,895	1,933
영업이익	85	65	94	95	97
세전계속사업손익	59	70	92	72	75
순이익	-17	36	74	58	60
EPS (원)	-6	1,145	1,868	1,484	1,528
증감률 (%)	적지	흑전	63.2	-20.6	3.0
PER (x)	-2,723.5	15.3	14.7	18.6	18.0
PBR (x)	1.7	1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	7.8	8.9	10.4	10.1	9.6
영업이익률 (%)	5.3	3.8	5.3	5.0	5.0
EBITDA 마진 (%)	7.8	6.0	7.2	6.8	6.7
ROE (%)	-0.1	11.0	16.4	11.5	10.6
부채비율 (%)	159.2	142.3	148.4	134.3	121.8

주: IFRS 연결 기준
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 한세실업 분기 실적 추이 및 추정(한세 MK 제거)

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**347.3**	**392.1**	**590.1**	**368.7**	**375.6**	**396.0**	**581.3**	**407.8**	**1,698.3**	**1,760.8**	**1,895.2**
YoY(%)	*0.4*	*10.5*	*16.7*	*-9.7*	*8.1*	*1.0*	*-1.5*	*10.6*	*5.2*	*3.7*	*7.6*
달러수출액(mn $)	294.0	307.0	497.0	348.0	344.0	350.0	506.9	361.9	1,446.0	1,562.8	1,641.0
YoY(%)	*-1.0*	*3.0*	*18.0*	*0.5*	*17.0*	*14.0*	*2.0*	*4.0*	*6.1*	*8.1*	*5.0*
영업이익(%)	**10.0**	**1.6**	**53.1**	**0.1**	**29.5**	**15.0**	**33.7**	**15.9**	**64.8**	**94.2**	**94.8**
YoY(%)	*7.3*	*-91.0*	*29.1*	*-99.0*	*195.5*	*826.0*	*-36.5*	*15,803.5*	*-23.6*	*45.3*	*0.6*
OPM(%)	*2.9*	*0.4*	*9.0*	*0.0*	*7.8*	*3.8*	*5.8*	*3.9*	*3.8*	*5.3*	*5.0*
지배 순이익	-15.9	8.7	42.2	9.9	20.4	12.4	27.4	13.1	44.9	73.3	58.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 한세MK는 2020년 10월에 매각되어 이후 실적에서 제거

표2 한세실업 PER Valuaion

구분	추정치	비고
현재주가 (원)	27,550	-
Target P/E (배)	**15.0**	①
21E EPS (원)	1,868.0	② 2021년 지배주주 귀속 순이익 기준
21E 적정주가 (원)	33,624	① x ②
목표주가 (원)	**33,000**	**계산된 적정주가에서 1,000원 단위 이하 반올림, 18% 상향**
상승여력 (%)	19.8%	-

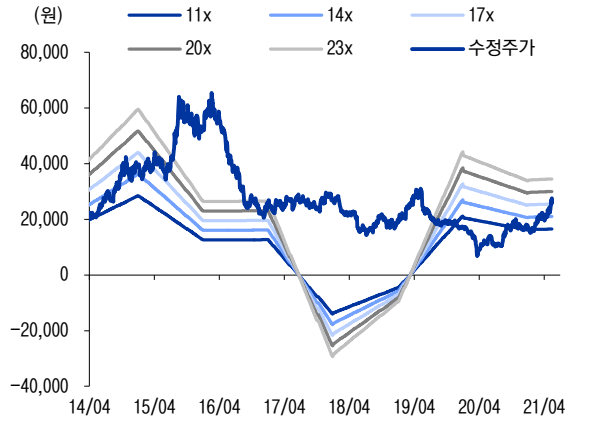
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 1Q21 기존 컨센서스 및 당사 추정치 대비 실제치 대비

(십억원)	컨센서스	당사추정치	실제치	기존 추정치 대비	컨센서스 대비
매출액	377.2	365.0	375.6	*3%*	*0%*
영업이익	11.7	11.0	29.5	*168%*	*153%*
지배순익	10.7	6.7	20.4	*205%*	*91%*

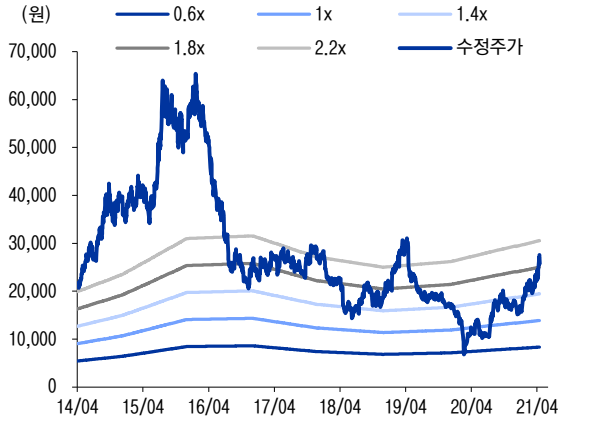
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한세실업 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한세실업 PBR 밴드



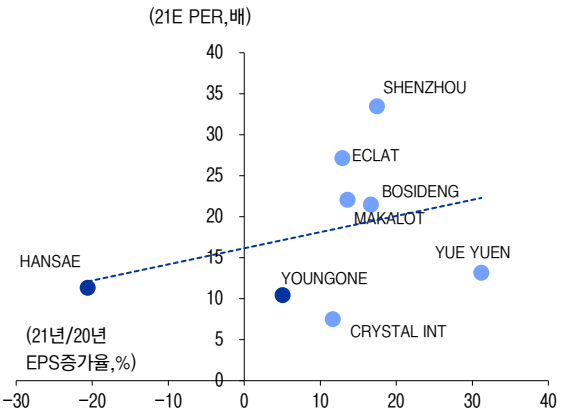
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 글로벌 OEM/ODM Peer 실적 및 밸류에이션

구분		ECLAT	MAKALOT	SHENZHOU INTL	BOSIDENG INTL	YUE YUEN	CRYSTAL INTL	YOUNGONE	HANSAE	평균
시가총액(백만$,십억원)		5,761	2,163	33,853	5,478	3,948	1,286	2,871	1,102	-
종가($,원)		21.0	8.9	22.5	0.5	2.4	0.5	47,100	27,550	-
매출액 (백만$, 십억원)	20	957	847	3,341	1,750	8,445	1,985	2,466	1,698	-
	21E	1,274	1,208	4,974	2,581	10,833	2,745	2,718	1,761	-
	22E	1,422	1,208	4,974	2,581	10,833	2,745	2,850	1,895	-
OP 백만$, 십억원)	20	187	91	836	230	-25	134	260	65	-
	21E	260	127	1,096	341	517	179	275	94	-
	22E	293	147	1,284	420	636	208	289	95	-
OPM(%)	20	19.5	10.7	25.0	13.1	-0.3	6.8	10.5	3.8	11.1
	21E	20.4	10.5	22.0	13.2	4.8	6.5	10.1	5.3	11.6
	22E	20.6	12.2	25.8	16.3	5.9	7.6	10.1	5.0	12.9
ROE(%)	20	22.2	20.4	18.7	11.8	-	9.3	8.1	-	15.1
	21E	27.0	23.8	20.8	14.9	7.4	13.2	8.6	15.7	16.4
	22E	26.2	25.2	21.5	16.8	9.2	13.3	8.3	11.1	16.4
PER(x)	20	27.2	20.5	37.6	14.8	-	8.1	9.4	15.3	19.0
	21E	27.2	22.1	33.5	21.5	13.2	7.5	10.4	11.3	18.3
	22E	24.0	19.4	28.5	17.6	10.0	6.7	9.9	14.2	16.3
PBR(x)	20	6.0	4.2	7.1	1.7	0.9	0.8	0.8	1.7	2.9
	21E	7.3	5.3	7.0	3.2	1.0	1.0	0.9	1.8	3.4
	22E	6.3	4.9	6.1	3.0	0.9	0.9	0.8	1.6	3.1
EV /EBITDA(x)	20	18.4	13.2	27.2	7.9	9.9	3.0	2.9	8.9	11.4
	21E	19.7	14.0	25.4	12.9	6.4	4.0	3.8	8.4	11.8
	22E	17.2	12.1	21.9	10.9	5.5	3.6	3.4	8.1	11.1
EPS (USD,원)	20	0.53	0.31	0.49	0.02	-0.06	0.04	3,366.2	1,144.6	-
	21E	0.77	0.41	0.68	0.02	0.19	0.06	3,837.3	1,868.0	-
	22E	0.87	0.46	0.79	0.03	0.24	0.07	4,032.3	1,483.5	-
EPS Growth(%)	20	3.9	13.3	0.5	16.5	-130.3	-28.9	-11.2	흑전	-
	21E	46.7	30.5	36.8	48.1	흑전	58.3	14.0	63.2	-
	22E	12.9	13.6	17.5	16.7	31.2	11.7	5.1	-20.6	-

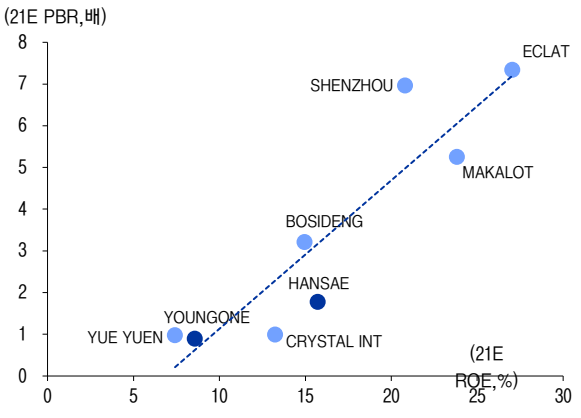
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 기준일: 2021.05.14, 해외 기업은 컨센서스, 국내 기업은 당사 추정치. 영원무역은 1Q21A 반영 전

그림3 글로벌 OEM/ODM 이익 성장률 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 글로벌 OEM/ODM 가치 성장률 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한세실업 (105630)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	740	659	810	869	924
현금 및 현금성자산	82	97	75	98	134
매출채권 및 기타채권	179	149	268	282	287
재고자산	295	221	268	282	287
기타유동자산	185	191	199	207	216
비유동자산	440	362	370	380	392
관계기업투자등	134	75	78	81	85
유형자산	186	134	133	134	135
무형자산	8	7	7	6	6
자산총계	**1,179**	**1,021**	**1,180**	**1,249**	**1,316**
유동부채	641	481	584	594	599
매입채무 및 기타재무	73	54	156	164	168
단기금융부채	492	387	387	387	387
기타유동부채	75	39	41	42	44
비유동부채	83	119	120	122	124
장기금융부채	43	82	82	82	82
기타비유동부채	41	37	39	40	42
부채총계	**724**	**600**	**705**	**716**	**723**
지배주주지분	398	421	475	533	593
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	55	56	56	56	56
이익잉여금	350	372	426	484	544
비지배주주지분(연결)	57	0	0	0	0
자본총계	**455**	**421**	**475**	**533**	**593**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**1,615**	**1,698**	**1,761**	**1,895**	**1,933**
매출원가	1,376	1,478	1,441	1,516	1,546
매출총이익	**239**	**220**	**320**	**379**	**387**
판매비 및 관리비	155	155	226	284	290
영업이익	**85**	**65**	**94**	**95**	**97**
(EBITDA)	126	102	127	128	130
금융손익	-19	2	-16	-31	-31
이자비용	18	11	38	38	38
관계기업등 투자손익	-2	0	1	1	1
기타영업외손익	-6	4	14	8	8
세전계속사업이익	**59**	**70**	**92**	**72**	**75**
계속사업법인세비용	17	-8	18	14	15
계속사업이익	42	78	74	58	60
중단사업이익	-59	-42	0	0	0
당기순이익	**-17**	**36**	**74**	**58**	**60**
지배주주	0	45	73	58	60
총포괄이익	**-18**	**36**	**74**	**58**	**60**
매출총이익률 (%)	14.8	13.0	18.2	20.0	20.0
영업이익률 (%)	5.3	3.8	5.3	5.0	5.0
EBITDA마진률 (%)	7.8	6.0	7.2	6.8	6.7
당기순이익률 (%)	-1.1	2.1	4.2	3.1	3.1
ROA (%)	0.0	4.1	6.7	4.8	4.7
ROE (%)	-0.1	11.0	16.4	11.5	10.6
ROIC (%)	9.7	8.0	12.8	12.0	11.9

현금흐름표

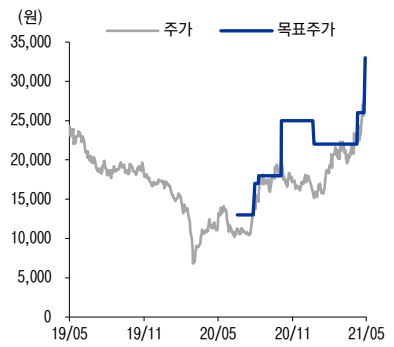
(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**88**	**51**	**45**	**74**	**87**
당기순이익(손실)	59	70	74	58	60
비현금수익비용가감	46	52	33	34	35
유형자산감가상각비	39	37	33	33	33
무형자산상각비	3	1	1	1	1
기타현금수익비용	-8	-17	0	1	1
영업활동 자산부채변동	4	-48	-63	-19	-8
매출채권 감소(증가)	27	-12	-119	-13	-6
재고자산 감소(증가)	-14	-16	-47	-13	-6
매입채무 증가(감소)	8	-4	102	8	3
기타자산, 부채변동	-18	-16	0	0	0
투자활동 현금	**-15**	**-4**	**-47**	**-50**	**-51**
유형자산처분(취득)	-44	-28	-32	-34	-35
무형자산 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	28	27	-9	-9	-10
기타투자활동	1	-2	-6	-6	-6
재무활동 현금	**-27**	**-31**	**-20**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-6	-11	0	0	0
자본의 증가(감소)	-19	-20	-20	0	0
배당금의 지급	19	20	20	0	0
기타재무활동	-2	0	0	0	0
현금의 증가	**46**	**15**	**-22**	**24**	**36**
기초현금	36	82	97	75	98
기말현금	82	97	75	98	134

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-2,723.5	15.3	14.7	18.6	18.0
P/B	1.7	1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.8	8.9	10.4	10.1	9.6
P/CF	6.6	5.7	10.3	11.9	11.6
배당수익률 (%)	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
성장성 (%)					
매출액	-5.7	5.2	3.7	7.6	2.0
영업이익	119.8	-23.6	45.2	0.6	2.0
세전이익	흑전	20.0	31.4	-21.8	3.0
당기순이익	적지	흑전	108.6	-21.8	3.0
EPS	적지	흑전	63.2	-20.6	3.0
안정성 (%)					
부채비율	159.2	142.3	148.4	134.3	121.8
유동비율	115.4	137.0	138.6	146.3	154.3
순차입금/자기자본(x)	64.8	50.3	47.9	36.9	26.0
영업이익/금융비용(x)	4.8	6.0	2.5	2.5	2.6
총차입금 (십억원)	535	469	469	469	469
순차입금 (십억원)	295	212	228	197	154
주당지표(원)					
EPS	-6	1,145	1,868	1,484	1,528
BPS	9,945	10,534	11,876	13,331	14,830
CFPS	2,620	3,069	2,688	2,315	2,369
DPS	500	500	500	500	500

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

한세실업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2020.07.06	Buy	13,000	10.4		-14.3						
2020.08.18	Buy	17,000	-8.8		-12.8						
2020.08.28	Buy	18,000	9.7		-1.9						
2020.10.23	Buy	25,000	-19.4		-31.1						
2021.01.11	변경	심지현									
2021.01.11	Buy	22,000	6.4		-11.9						
2021.04.28	Buy	26,000	6.0		-5.0						
2021.05.17	Buy	33,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)