

한세에스24홀딩스

(016450)

BUY

Company visit note

27 Nov. 2019

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

자회사 턴어라운드 시작

▶ Issue

2020년 실적 전망

▶ Pitch

한세실업, 에스24, 한세드림의 실적 개선은 2020년 이후로도 지속될 것

▶ Rationale

- 한세에스24홀딩스에 대한 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 13,000원에서 11,000원으로 하향. 목표주가 조정은 상장자회사 지분가치 및 비상장자회사 실적 추정치 변경에 따른 것
- 한세실업은 환율 하락 및 원면 가격 상승, 다품종소량생산 확대에 따른 생산성 악화가 2017~2018년 이익률 하락으로 이어지며 부진한 실적 기록했으나 2019년 실적 턴어라운드에 성공. 현 오더 상황을 고려할 경우, 2020년 이후의 실적 성장도 무난히 달성할 것으로 전망
- 에스24는 2019년 도서, 엔터 등 전 사업부 실적 개선에 성공하며, 2020년 안정적인 실적 성장 기대. 연평균 5~7% 성장하는 온라인 도서 시장의 탑라인 성장과 도서 할인액 축소 및 매입단가 하락이 맞물리며 2020년 영업이익 160억원(YoY +28.0%) 전망
- 한세드림은 아동복 브랜드 모이몰론이 2014년 런칭 이후 높은 성장세를 기록 중. 신규 런칭한 플레이키즈와 리바이스 키즈가 성공적으로 자리를 잡고 있고, 모이몰론에 힘입은 중국 법인이 2019년 흑자전환 성공. 다소 부진한 국내 마트 실적도 2020년 회복 예상
- 비상장 자회사 동이출판도 2019년 비용축소에 따른 턴어라운드 성공
- 자회사 가치를 감안한 동사의 NAV는 5,772억원(할인률 32.9%). 2020년 자회사 실적 개선이 전망되는 점과 과거 5개년 평균 NAV 할인률(22.4%) 감안 시, 현 주가 수준은 저평가 구간으로 판단
- 2020년 실적은 매출액 2.94조원(YoY +6.5%), 영업이익 1,448억원(YoY +29.5%) 전망

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	11,000	13,000	하향
Earnings			상향

Stock Information

현재가(11/26)	7,290원
예상 주가 상승률	50.9%
시가총액	2,916억원
비중(KOSPI내)	0.02%
발행주식수	40,000천주
52주 최저가/최고가	7,060 - 10,400원
3개월 일평균거래대금	2억원
외국인 지분율	2.3%
주요주주지분율(%)	
김석환 (외 20인)	79.3
한세에스24홀딩스 자사주 펀드	1.9

Valuation wide

	2018	2019E	2020E
PER(배)	n/a	12.7	9.2
PBR(배)	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	6.3	6.0	3.8
배당수익률(%)	2.7	3.0	3.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(6.1)	(12.9)	(25.2)	(9.0)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(7.7)	(16.6)	(27.1)	(12.9)

Price Trend



▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,086	2,240	2,462	2,521	2,760	2,939	3,153
영업이익	163	86	78	56	112	145	190
EBITDA	197	124	122	102	124	194	241
순이익	112	42	60	(45)	35	77	115
자산총계	1,436	1,741	1,694	1,678	1,762	1,809	1,860
자본총계	549	680	701	618	634	657	696
순차입금	300	361	220	323	454	456	458
매출액증가율	20.7	7.4	9.9	2.4	9.5	6.5	7.3
영업이익률	7.8	3.8	3.2	2.2	4.0	4.9	6.0
순이익률	5.4	1.9	2.5	(1.8)	1.3	2.6	3.7
EPS증가율	51.6	(70.7)	104.2	적전	흑전	38.0	50.7
ROE	46.8	15.9	22.0	(16.6)	13.2	26.8	36.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 한세에스24홀딩스 SOTP Valuation

(단위: 억원, 원, %)

		비고	2019E
I. 기업가치		<i>a+b</i>	6,202
a. 자회사가치			6,185
상장자회사			3,596
	한세실업	<i>시총 * 41.97%</i>	3,047
	에스24	<i>시총 * 50.01%</i>	549
비상장자회사			2,589
	한세드림	<i>Target PER 15.0x 적용</i>	1,980
	동아출판	<i>Target PER 10.0x 적용</i>	600
	FRJ	<i>Target PER 10.0x 적용</i>	9
b. 브랜드가치		<i>브랜드 로열티</i>	17
II. 순차입금			550
NAV		<i>I-II</i>	5,652
적용 NAV 할인율(%)		<i>5년 평균 NAV 할인율</i>	22.4
적정 NAV			4,386
목표주가(원)			11,000
현재주가(원)			7,290
Upside(%)			50.9

Source: 한세에스24홀딩스, KTB투자증권

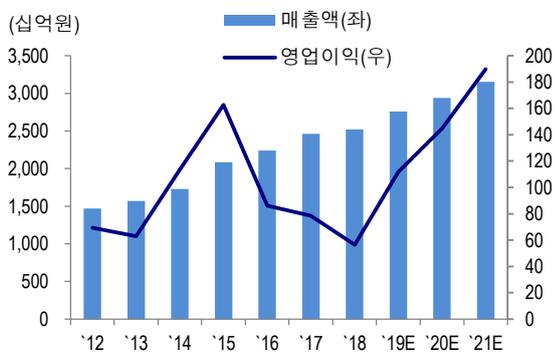
Fig. 02: 한세에스24홀딩스 과거 6년 NAV 할인율 추이

(단위: %, 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NAV할인률	32.8%	32.4%	4.7%	17.3%	37.3%	44.8%
NAV	3,669	7,305	10,531	5,028	6,863	5,802
시가총액	2,464	4,940	10,040	4,160	4,300	3,204

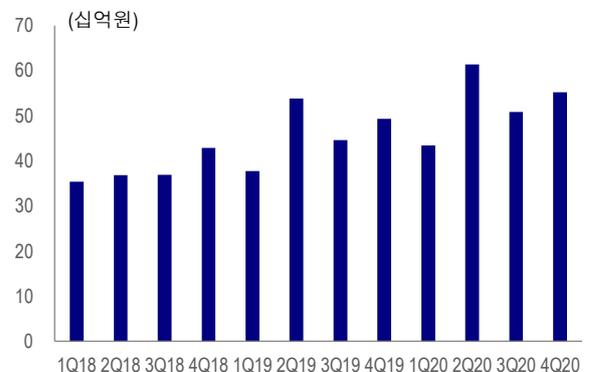
Source: 한세에스24홀딩스, KTB투자증권

Fig. 03: 한세에스24홀딩스 매출액 및 영업이익 추이



Source: 한세에스24홀딩스, KTB투자증권

Fig. 04: 한세드림 분기별 매출액 추이 전망



Source: 한세에스24홀딩스, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위:십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,072.8	1,075.3	999.4	1,021.5	1,045.0
현금성자산	418.1	350.2	312.7	319.6	312.4
매출채권	280.0	289.6	237.7	251.6	269.5
재고자산	333.2	401.1	414.2	415.2	427.7
비유동자산	620.8	603.0	763.0	787.8	815.3
투자자산	189.9	203.9	348.5	362.7	377.4
유형자산	288.0	298.4	322.2	333.9	347.7
무형자산	142.9	100.8	92.3	91.1	90.1
자산총계	1,693.6	1,678.3	1,762.4	1,809.3	1,860.3
유동부채	819.5	903.6	929.9	949.4	972.4
매입채무	142.9	157.1	181.8	192.4	206.0
유동성이자부채	528.9	597.7	657.0	665.0	673.4
비유동부채	173.0	157.0	198.2	202.6	191.6
비유동이자부채	109.4	76.0	109.8	111.0	96.7
부채총계	992.4	1,060.6	1,128.1	1,152.0	1,164.0
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	53.8	56.0	56.3	56.3	56.3
이익잉여금	263.5	243.1	256.1	279.0	318.1
자본조정	(52.0)	(58.7)	(58.5)	(58.5)	(58.5)
자기주식	(5.7)	(6.9)	(6.9)	(6.9)	(6.9)
자본총계	701.2	617.7	634.3	657.3	696.3
투자자본	822.1	850.4	924.5	943.2	976.6
순차입금	220.1	323.4	454.0	456.3	457.6
ROA	3.5	(2.7)	2.0	4.3	6.3
ROE	22.0	(16.6)	13.2	26.8	36.5
ROIC	6.5	4.9	9.4	11.8	15.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	95.8	14.5	114.4	80.9	71.0
당기순이익	60.4	(45.4)	33.3	76.6	115.4
자산상각비	43.5	45.8	12.3	49.7	51.0
운전자본증감	(25.5)	(91.8)	91.1	(3.7)	(16.1)
매출채권감소(증가)	(6.0)	(12.1)	39.2	(13.9)	(17.8)
재고자산감소(증가)	(1.4)	(82.3)	35.7	(1.0)	(12.5)
매입채무증가(감소)	(12.6)	(3.3)	(35.3)	10.6	13.6
투자현금	(172.7)	(27.6)	(35.1)	(81.4)	(85.6)
단기투자자산감소	(174.7)	26.4	31.6	(6.9)	(7.2)
장기투자증권감소	51.2	0.0	(1.6)	(6.6)	(6.9)
설비투자	(34.9)	(40.7)	(55.1)	(47.4)	(50.9)
유유형자산감소	(15.5)	(12.5)	(9.2)	(12.9)	(12.9)
재무현금	(75.3)	(4.1)	(1.2)	0.4	0.3
차입금증가	(30.0)	31.7	20.2	9.2	9.1
자본증가	(16.5)	(21.1)	(8.6)	(8.8)	(8.8)
배당금지급	16.5	21.1	8.6	8.8	8.8
현금 증감	(157.4)	(16.7)	79.2	(0.0)	(14.3)
총현금흐름(Gross CF)	157.6	121.6	51.4	84.7	87.1
(-) 운전자본증가(감소)	5.6	55.1	(5.5)	3.7	16.1
(-) 설비투자	34.9	40.7	55.1	47.4	50.9
(+) 자산매각	(15.5)	(12.5)	(9.2)	(12.9)	(12.9)
Free Cash Flow	(40.5)	2.2	107.4	(0.4)	(14.6)
(-) 기타투자	(51.2)	0.0	1.6	6.6	6.9
잉여현금	10.7	2.2	105.8	(7.1)	(21.6)

자료: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,462.3	2,521.5	2,759.8	2,939.3	3,152.5
증가율 (Y-Y,%)	9.9	2.4	9.5	6.5	7.3
영업이익	78.4	56.5	111.7	144.7	189.6
증가율 (Y-Y,%)	(8.9)	(28.0)	97.8	29.5	31.0
EBITDA	121.9	102.3	124.0	194.4	240.6
영업외손익	9.6	(93.1)	(64.7)	(43.9)	(37.7)
순이자수익	(9.4)	(17.6)	(20.2)	(18.7)	(18.4)
외화관련손익	18.8	(11.8)	(22.0)	(15.4)	(11.5)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	88.0	(36.6)	47.0	100.8	151.9
당기순이익	60.4	(45.4)	35.2	76.6	115.4
지배기업당기순이익	31.7	(15.9)	23.0	31.8	47.9
증가율 (Y-Y,%)	43.4	적전	흑전	117.6	50.7
NOPLAT	53.8	40.9	83.6	110.0	144.1
(+) Dep	43.5	45.8	12.3	49.7	51.0
(-) 운전자본투자	5.6	55.1	(5.5)	3.7	16.1
(-) Capex	34.9	40.7	55.1	47.4	50.9
OpFCF	56.8	(9.0)	46.3	108.5	128.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.5	6.5	7.2	6.1	7.7
영업이익증가율(3Yr)	(11.6)	(29.7)	9.1	22.6	49.7
EBITDA증가율(3Yr)	(3.6)	(19.7)	0.1	16.8	33.0
순이익증가율(3Yr)	(8.1)	n/a	(5.8)	8.2	n/a
영업이익률(%)	3.2	2.2	4.0	4.9	6.0
EBITDA마진(%)	5.0	4.1	4.5	6.6	7.6
순이익률(%)	2.5	(1.8)	1.3	2.6	3.7

주요투자지표

(단위:원,배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	792	(398)	575	794	1,197
BPS	3,559	3,992	4,539	5,142	6,143
DPS	220	220	220	220	220
Multiples(x, %)					
PER	13.6	n/a	12.7	9.2	6.1
PBR	3.0	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/ EBITDA	5.3	6.3	6.0	3.8	3.1
배당수익률	2.0	2.7	3.0	3.0	3.0
PCR	2.7	2.6	5.7	3.4	3.3
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	141.5	171.7	177.9	175.3	167.2
Net debt/Equity	31.4	52.4	71.6	69.4	65.7
Net debt/EBITDA	180.5	316.2	366.1	234.7	190.2
유동비율	130.9	119.0	107.5	107.6	107.5
이자보상배율	8.4	3.2	5.5	7.7	10.3
이자비용/매출액	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7
자산구조					
투자자본(%)	57.5	60.5	58.3	58.0	58.6
현금+투자자산(%)	42.5	39.5	41.7	42.0	41.4
자본구조					
차입금(%)	47.6	52.2	54.7	54.1	52.5
자기자본(%)	52.4	47.8	45.3	45.9	47.5

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	89.6%	HOLD :	9.8%	SELL :	0.6%
--------------	-------	---------------	------	---------------	------

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~+15%미만
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 마제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용



일자	2018.11.26	2019.11.27
투자의견	BUY	BUY
목표주가	13,000원	11,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2018.11.26	13,000원	8,315	10,400	-36.04	-20	
실제주가 괴리율	2019.11.27	11,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 26일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이며, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.