2020년 10월 12일 I Equity Research

세하 (027970)

3Q20 탑픽 Preview #1: 추석에도 배달의 민족 이용하셨나요?

3분기 영업이익 85% 증가 예상

세하의 3분기 실적은 매출액 493억원(YoY, +11.4%), 영업이익 72억원(YoY, +85.8%)을 예상한다. 호실적 요인은 배달 수요 증가로 음식 포장지에 사용되는 백판지 매출이 큰 폭으로 증가했기 때문이다. 코로나19 재확산 및 역대 최장 장마로 8월 온라인 쇼핑 거래액이 최대치를 달성했으며(YoY, +27.5%/14조 3,833억원), 그 중 온라인 주문 후 배달되는 음식서비스 거래액이 전년 대비 83% 증가한 1조 7,510억원을 기록하였다. 또한 추석연휴가 특별방역 기간으로 지정되면서 고향 방문 및 이동자제가 시행되어 배달 매출이 큰 폭으로 증가한 것으로 나타났다(9/30일 ~ 10/4일 YoY, +50%).

백판지는 제과, 식품, 전자제품 등의 포장재로 사용되어 제품 특성상 국내 소비동향과 상관계수가 높다. 증가하는 TV 및 생활 가전 수요, 다가오는 연말 쇼핑 시즌 등으로 세하의 하반기 실적은 매출액 1,033억원(YoY, +13.1%), 영업이익 149억원(YoY, +77.4%)을 예상한다.

2020년 기준 PER 5배

세하의 2020년 실적은 매출액 1,979억원 (YoY, +11.4%), 영업이익 274억원 (YoY, +94.3%)를 예상한다. 영업이익 증가 요인은 ① 코로나 19에 따른 언택트 환경요인으로 내수용 백판지 수요가 증가한 점. 백판지의 경우 해외수출 대비 내수용 ASP가 약 10%p 안팎으로 높게 설정되어있다(해외수출 대부분이 동남아 지역으로 판가가 낮게 형성됨). 2019년 말 기준 해외와 국내 매출 비중은 약 5:5였지만 2020년 상반기 기준 해외와 국내 매출 비중은 약 4:6으로 추정된다. ② 업계 4위의 신풍제지의 사업철수로 신규 고객사 확보에 따른 영업레버리지 효과가 발생한 점. ③ 중국向 고지 수출이 제한됨에 따라 폐지 가격의 하향 안정화가 나타난 점. (국내 폐지 가격 추이 3Q19 63.1원/kg → 4Q19 59.3원/kg → 1Q20 56.8원/kg → 2Q20 56.3원/kg). ④ 코로나19로 음식 배달 수요가 증가하면서 고수익성 식품 전용 포장지(음식 내부보호용)상품 매출 또한 견조한 상승세를 나타낸 점(매출 비중 2019년 5%, 2020년 10% 추정)으로 큰 폭의 수익성 향상이 나타날 것으로 전망된다.

Update

Not Rated

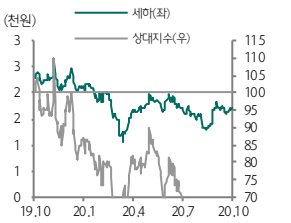
I CP(10월08일): 1,720원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,391.96
52주 최고/최저(원)	2,669/1,054
시가총액(십억원)	99.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	57,563.0
60일 평균 거래량(천주)	1,425,788.6
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	0.48
주요주주 지분율(%)	
해성산업	50.73

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.0)	3.8	(26.3)
상대	(4.6)	(21.6)	(36.9)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	197.9	214.9
영업이익(십억원)	27.4	30.4
순이익(십억원)	19.5	28.6
EPS(원)	444	497
BPS(원)	1,643	2,140

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	177.2	177.7	197.9	214.9	233.4
영업이익	십억원	10.0	14.1	27.4	30.4	35.5
세전이익	십억원	5.2	9.7	22.9	28.6	35.0
순이익	십억원	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
EPS	원	144	304	339	498	608
증감율	%	흑전	111.11	11.51	46.90	22.09
PER	배	8.14	6.96	5.07	3.45	2.83
PBR	배	1.62	2.06	1.05	0.80	0.63
EV/EBITDA	배	8.70	8.12	3.87	2.64	1.36
ROE	%	23.41	34.66	29.43	26.31	24.86
BPS	원	726	1,026	1,643	2,141	2,748
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 황성환
02-3771-3445
Hsh0415@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 김두현 02-3771-8542

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**177.2**	**177.7**	**197.9**	**214.9**	**233.4**
매출원가	148.6	146.8	152.7	164.9	176.5
매출총이익	28.6	30.9	45.2	50.0	56.9
판관비	18.6	16.7	17.8	19.6	21.5
영업이익	**10.0**	**14.1**	**27.4**	**30.4**	**35.5**
금융손익	(4.9)	(4.6)	(3.4)	(1.8)	(0.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	0.2	(1.0)	0.0	0.0
세전이익	**5.2**	**9.7**	**22.9**	**28.6**	**35.0**
법인세	(0.2)	(1.6)	3.4	0.0	0.0
계속사업이익	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**5.3**	**11.2**	**19.5**	**28.6**	**35.0**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**5.3**	**11.2**	**19.5**	**28.6**	**35.0**
지배주주지분포괄이익	8.3	11.1	19.5	28.6	35.0
NOPAT	10.3	16.4	23.3	30.4	35.5
EBITDA	15.9	20.5	33.3	35.9	40.5
성장성(%)					
매출액증가율	7.72	0.28	11.37	8.59	8.61
NOPAT증가율	1,616.67	59.22	42.07	30.47	16.78
EBITDA증가율	160.66	28.93	62.44	7.81	12.81
영업이익증가율	1,328.57	41.00	94.33	10.95	16.78
(지배주주)순익증가율	흑전	111.32	74.11	46.67	22.38
EPS증가율	흑전	111.11	11.51	46.90	22.09
수익성(%)					
매출총이익률	16.14	17.39	22.84	23.27	24.38
EBITDA이익률	8.97	11.54	16.83	16.71	17.35
영업이익률	5.64	7.93	13.85	14.15	15.21
계속사업이익률	2.99	6.30	9.85	13.31	15.00

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**55.7**	**57.6**	**80.6**	**119.3**	**164.2**
금융자산	8.4	9.0	26.4	60.4	100.3
현금성자산	6.9	7.5	24.7	58.6	98.3
매출채권	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산	16.7	15.9	17.7	19.2	20.8
기타유동자산	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
비유동자산	**123.1**	**130.2**	**124.3**	**118.8**	**113.8**
투자자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
금융자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
유형자산	120.7	129.0	123.1	117.6	112.6
무형자산	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.3**
기타비유동자산	**1.9**	**0.7**	**0.7**	**0.6**	**0.6**
자산총계	**178.8**	**187.8**	**204.9**	**238.1**	**278.0**
유동부채	**122.0**	**116.6**	**74.1**	**76.2**	**78.5**
금융부채	100.6	94.0	49.1	49.2	49.3
매입채무	20.5	21.1	23.5	25.5	27.7
기타유동부채	0.9	1.5	1.5	1.5	1.5
비유동부채	**29.9**	**33.3**	**36.2**	**38.6**	**41.3**
금융부채	**5.0**	**8.0**	**8.0**	**8.0**	**8.0**
기타비유동부채	24.9	25.3	28.2	30.6	33.3
부채총계	**151.9**	**149.9**	**110.3**	**114.9**	**119.8**
지배주주지분	**26.8**	**37.9**	**94.6**	**123.2**	**158.2**
자본금	**29.6**	**29.6**	**29.6**	**29.6**	**29.6**
자본잉여금	36.7	36.7	73.9	73.9	73.9
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6
이익잉여금	(54.0)	(42.9)	(23.4)	5.2	40.2
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**26.8**	**37.9**	**94.6**	**123.2**	**158.2**
순금융부채	97.2	93.0	30.7	(3.2)	(43.0)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	144	304	339	498	608
BPS	726	1,026	1,643	2,141	2,748
CFPS	541	600	544	606	704
EBITDAPS	429	556	579	624	704
SPS	4,797	4,808	3,438	3,734	4,055
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	8.14	6.96	5.07	3.45	2.83
PBR	1.62	2.06	1.05	0.80	0.63
PCFR	2.17	3.53	3.16	2.84	2.44
EV/EBITDA	8.70	8.12	3.87	2.64	1.36
PSR	0.24	0.44	0.50	0.46	0.42
재무비율(%)					
ROE	23.41	34.66	29.43	26.31	24.86
ROA	3.02	6.12	9.93	12.93	13.55
ROIC	7.05	10.69	14.92	19.88	23.54
부채비율	566.00	395.48	116.66	93.22	75.73
순부채비율	362.26	245.36	32.44	(2.62)	(27.21)
이자보상배율(배)	2.06	2.97	17.21	26.63	30.99

현금흐름표

(단위:십억원)

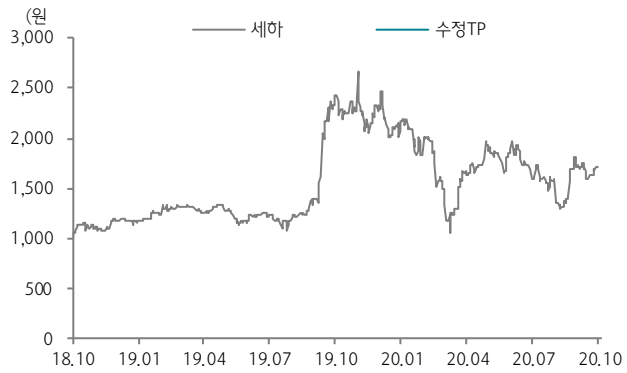
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**9.6**	**14.6**	**26.2**	**33.9**	**39.8**
당기순이익	5.3	11.2	19.5	28.6	35.0
조정	1	1	1	1	1
감가상각비	5.8	6.4	5.9	5.5	5.1
외환거래손익	0.2	0.2	1.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(5.0)	(5.6)	(5.9)	(4.5)	(4.1)
영업활동 자산부채 변동	(5.9)	(2.8)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
투자활동 현금흐름	**(6.4)**	**(6.1)**	**(1.2)**	**(0.2)**	**(0.2)**
투자자산감소(증가)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본증가(감소)	(6.1)	(6.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(0.3)	0.4	(1.2)	(0.2)	(0.2)
재무활동 현금흐름	**(2.2)**	**(7.9)**	**(7.7)**	**0.1**	**0.1**
금융부채증가(감소)	(1.7)	(3.7)	(44.9)	0.1	0.1
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	37.2	0.0	0.0
기타재무활동	(0.5)	(4.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**0.9**	**0.6**	**17.3**	**33.8**	**39.7**
Unlevered CFO	20.0	22.2	31.3	34.9	40.5
Free Cash Flow	3.5	8.0	26.2	33.9	39.8

자료: 하나금융투자

Analyst 김두현 02-3771-8542

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

세하



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.11	Not Rated	-		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2020년 10월 11일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.