

한세실업 (105630)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

24,000

하향

현재주가

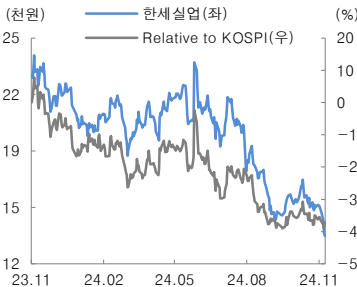
13,620

(24.11.13)

섬유·복합재

KOSPI	2417.08
시가총액	545십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	23,600원 / 13,620원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	4.96%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 8 인 64.68% 국민연금공단 10.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.8	-25.3	-36.7	-41.3
상대수익률	-7.4	-19.0	-28.5	-41.6



4분기부터 매출 회복 전망되나 마진 눈높이는 낮출 필요

- 3분기 원가율 상승하며 마진 하락
- 4분기부터 수주 회복 시작, 매출 증가 전환 예상
- 미국 새정부 출범 후 정책 변화에 따른 소비 전망 확인 후 접근 필요

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 24,000원으로 하향(-14%)

투자 의견 BUY를 유지하며 목표주가를 24,000원(2025년 예상 P/E 7배)으로 하향. 목표주가 하향은 25년 실적 하향 조정에 따른 것

4분기부터 매출 성장 시작 전망. 단가 하락이 멈추고, 4분기는 수량이 다시 증가하면서 달러 기준 7% 성장할 것으로 예상. 4분기 수주를 예측해 볼 수 있는 3분기말 재고자산은 2,503억원으로 yoy 13% 증가. 매출 회복 시기 지연과 회복 강도 약화에도 불구하고, 회복 흐름은 기존 전망대로 4분기부터 시작 예상

다만 미국 트럼프 행정부 출범 후 정책 변화가 예상됨에 따라 고객사의 발주 흐름과 마진에 대해 다소 보수적 분위기 견지됨. 주가는 향후 이러한 변화를 확인하며 방향이 결정될 것으로 판단

3Q24 Review: 원가율 상승으로 이익이 예상 보다 크게 감소

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,339억원(+4%, yoy), 452억원(-25%, yoy) 기록. 달러 기준 매출액 yoy +1% 성장. 3분기 오더가 수량과 가격 모두 전년 수준으로 매출 성장이 없었던 것으로 추정. 다만 원/달러 환율이 yoy 4% 상승함에 따라 원화 기준 매출 증가. GAP과 Aero Postale, Carhartt 수주가 두 자리 수 이상 증가. 그러나 이 외 고객사 수주액이 감소하면서 전체 성장률은 flat에 그친 것으로 파악. 수주 단가의 경우 cost plus 구조로 책정되는데 상반기에 주요 원부자재 평균 가격 하락에 수주 단가가 동반 하락하던 것이 3분기부터 진정

영업이익률은 지난 해 3분기 11.8%보다 337bps 낮은 8.5% 기록. 원료가격이 전년동기대비 높은 상황에서 수주 단가로 가격 전가가 100% 이뤄지지 않아서 원가율 246bps 상승, 판관비율도 소폭 상승하며 영업이익률 하락

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		4Q24					
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	512	448	530	534	4.3	19.2	532	389	9.4	-27.1
영업이익	61	43	58	45	-25.4	6.3	58	30	11.0	-32.9
순이익	40	22	61	32	-19.8	44.7	37	46	144.1	44.5

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,205	1,709	1,783	1,916	2,033
영업이익	180	168	156	170	185
세전순이익	130	141	151	178	194
총당기순이익	86	112	118	139	151
지배지분순이익	86	112	118	139	152
EPS	2,141	2,801	2,956	3,486	3,793
PER	7.2	7.9	5.3	4.5	4.1
BPS	13,427	16,092	18,523	21,422	24,623
PBR	1.1	1.3	0.7	0.6	0.6
ROE	17.1	19.0	17.1	17.5	16.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,773	1,885	1,783	1,916	0.5	1.7
영업이익	172	194	156	170	-9.3	-12.2
지배지분순이익	143	158	118	139	-17.0	-11.7
영업이익률	9.7	10.3	8.8			
순이익률	8.0	8.4	6.6			

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

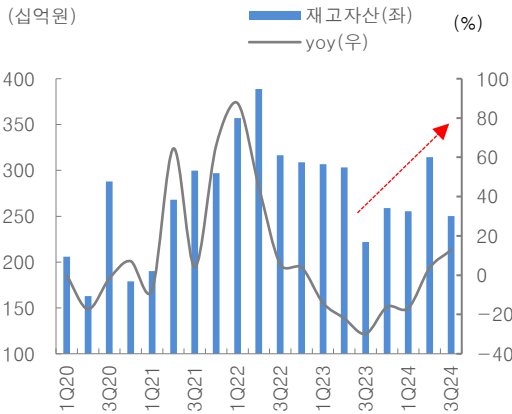
(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	411	430	512	356	412	448	534	389	1,709	1,783	1,920
USD	322	327	390	269	310	327	393	288	1,309	1,318	1,427
영업이익	36	44	61	27	38	43	45	30	168	156	171
영업이익률	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	8.5	7.8	9.8	8.8	8.9
YoY											
매출액	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	4.3	9.4	-22.5	4.3	7.7
USD	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.7	-0.1	0.7	7.0	-23.9	0.7	8.3
영업이익	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.2	-4.1	-25.4	11.0	-6.3	-7.1	9.3

주: K-IFRS 연결기준

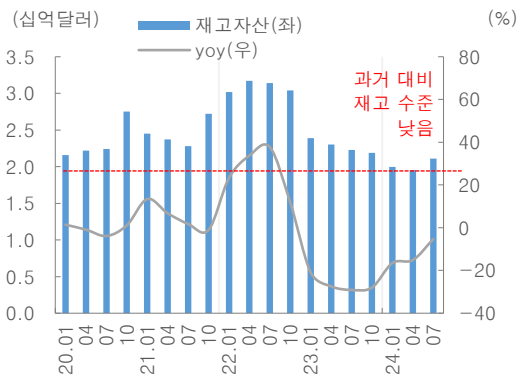
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 재고자산 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. GAP 재고 자산 추이



자료: GAP, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

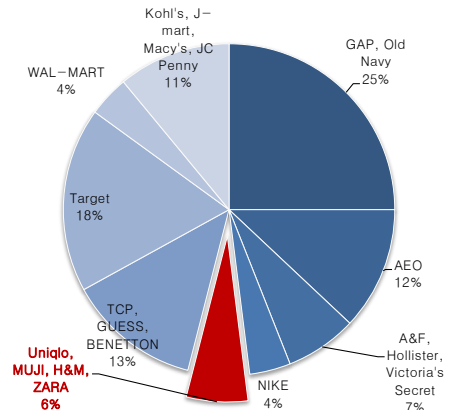
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세앰케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,389억원, 부채 5,941억원, 자본 6,449억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 미국 소매경기, 주요 고객사 실적 개선 여부 등

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준
 자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

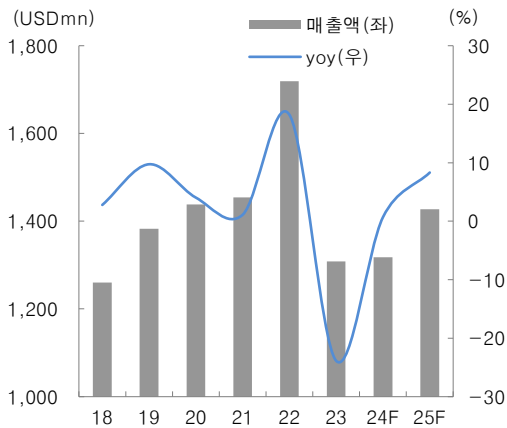
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

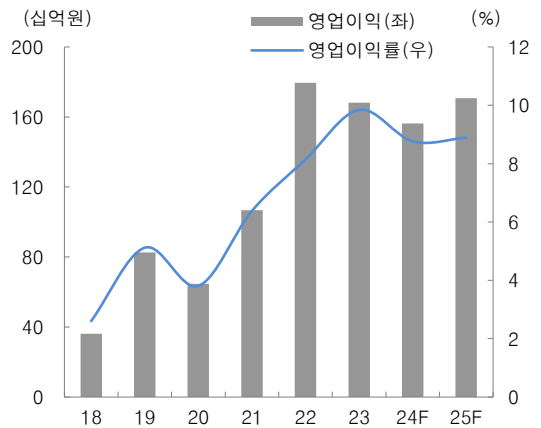
2. Earnings Driver

한세실업 수주액(yoy)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

한세실업 영업이익(율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,206	1,709	1,783	1,916	2,033
매출원가	1,868	1,388	1,463	1,585	1,682
매출총이익	336	321	320	331	351
판매비와관리비	157	153	164	161	166
영업이익	180	168	156	170	185
영업이익률	8.1	9.8	8.8	8.9	9.1
EBITDA	212	200	187	204	220
영업외손익	-49	-27	-5	8	9
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	10	10	10	10
외환관련이익	106	59	46	46	46
금융비용	-16	-27	-3	-5	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-39	-11	-12	3	3
법인세비용차감전순이익	130	141	151	178	194
법인세비용	-45	-29	-33	-39	-43
계속사업순이익	86	112	118	139	151
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	118	139	151
당기순이익률	3.9	6.6	6.6	7.3	7.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	86	112	118	139	152
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	92	123	129	150	162
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	92	123	129	151	163

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,141	2,801	2,956	3,486	3,793
PER	7.2	7.5	5.3	4.5	4.1
BPS	13,427	16,092	18,523	21,422	24,623
PBR	1.1	1.3	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	5,311	4,998	4,673	5,089	5,503
EV/EBITDA	4.3	5.3	3.9	3.3	2.7
SPS	55,119	42,719	44,568	47,911	50,821
PSR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	3,329	4,325	5,142	5,933	6,347
DPS	500	500	600	600	600

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	31.9	-22.5	4.3	7.5	6.1
영업이익 증가율	68.3	-6.3	-7.1	9.1	8.6
순이익 증가율	27.2	30.8	5.3	17.9	8.8
수익성					
ROC	17.9	22.6	20.0	20.4	20.8
ROA	14.6	13.6	12.4	12.9	13.2
ROE	17.1	19.0	17.1	17.5	16.5
안정성					
부채비율	130.7	92.2	73.7	57.9	47.6
순차입금비율	55.2	35.0	24.0	14.1	4.5
이자보상배율	11.3	6.3	45.7	31.0	41.7

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	772	679	704	749	829
현금및현금성자산	173	72	78	88	137
매출채권 및 기타채권	179	181	189	204	216
재고자산	309	259	270	290	308
기타유동자산	112	167	167	167	167
비유동자산	467	558	583	605	625
유형자산	177	218	231	241	249
관계기업투자금	16	29	42	55	68
기타비유동자산	274	311	310	309	308
자산총계	1,239	1,237	1,287	1,353	1,454
유동부채	621	500	425	374	345
매입채무 및 기타채무	64	72	74	78	81
차입금	477	362	290	232	186
유동상채무	13	7	3	2	1
기타유동부채	67	60	58	63	77
비유동부채	82	93	121	123	124
차입금	31	44	70	70	70
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50	50	51	53	54
부채총계	702	594	546	496	469
자배지분	537	644	741	857	985
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	488	579	677	793	921
기타지분변동	-29	-14	-15	-15	-15
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	741	857	985
순차입금	297	226	178	121	44

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	197	190	159	169	187
당기순이익	0	0	118	139	151
비현금항목의 가감	48	61	88	98	103
감가상각비	33	32	31	33	35
외환손익	-3	0	1	1	1
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	18	30	57	65	67
자산부채의 증감	48	41	-20	-34	-30
기타현금흐름	101	88	-27	-35	-37
투자활동 현금흐름	-36	-150	-68	-68	-68
투자자산	24	-110	-13	-13	-13
유형자산	-26	-43	-43	-43	-43
기타	-34	2	-12	-12	-12
재무활동 현금흐름	-11	-141	-78	-93	-80
단기차입금	0	0	-72	-58	-46
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	22	-112	26	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-20	-20	-24	-24
기타	-14	-10	-13	-11	-10
현금의 증감	152	-101	6	10	50
기초 현금	21	173	72	78	88
기말 현금	173	72	78	88	137
NOPLAT	118	134	122	133	144
FCF	123	121	109	122	135

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한세실업(105630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.11.15	24.10.07	24.05.13	23.11.13	23.08.13	23.05.15
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	28,000	32,000	32,000	28,000	24,000
과리율(평균%)		(44.83)	(41.10)	(34.90)	(26.05)	(24.57)
과리율(최대/최소%)		(39.86)	(26.25)	(26.41)	(14.29)	(10.63)

제시일자	23.01.04
투자의견	Buy
목표주가	21,000
과리율(평균%)	(20.98)
과리율(최대/최소%)	(11.86)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균%)
과리율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상