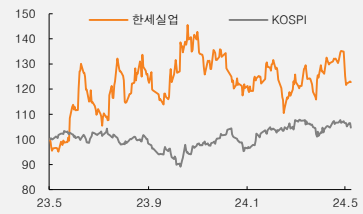


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	30,000원
현재주가(24/5/29)	20,250원
상승여력	48.1%

영업이익(24F,십억원)	187
Consensus 영업이익(24F,십억원)	185
EPS 성장률(24F,%)	7.6
MKT EPS 성장률(24F,%)	76.1
P/E(24F,x)	6.7
MKT P/E(24F,x)	10.9
KOSPI	2,677.30
시가총액(십억원)	810
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	32.7
외국인 보유비중(%)	6.7
벤투(12M) 일간수익률	0.29
52주 최저가(원)	15,680
52주 최고가(원)	24,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-7.3 -4.7 27.4
상대주가	-7.0 -10.3 21.8



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

한세실업

머지 않은 반등 시점

단가 하락 제외하면 확연히 회복 흐름

한세실업의 1Q24 실적은 매출액 4,118억원(YoY Flat), 영업이익 381억원(YoY +6%)을 기록했다. 달러 오더가 YoY -3% 소폭 하락해 기대치에 미치지 못했으나, 영업이익률이 9.3%까지 개선되어 이익 기준 양호한 실적이었다.

오더 회복이 예상보다 더딘 이유는 단가 하락이다. 공급 단가가 전년 대비 두 자릿수 내외 다소 하락한 것으로 추정된다. 원면 및 원단 가격은 지난 해부터 하락 추세에 있다. 업황이 완벽히 회복되지 않은 상황에서 원재료 가격이 하락하면서 공급 단가에 영향을 미친 것으로 파악된다. 가성비 소비 트렌드에 따라 저가 바이어 오더가 확대된 점도 단가 하락 요인으로 작용했다(갭 YoY +30% 내외 추정).

다만 수량 기준으로는 회복 추세가 뚜렷하다. 수량 기준 오더는 전년 대비 10% 이상 반등하여 restocking 수요가 확인되었다. 단가 영향을 포함한 전체 오더 기준으로도 1H23 YoY -33%, 2H23 YoY -11%, 1Q24 YoY -3%로 빠르게 회복 중이다.

단가도 머지 않아 회복될 듯

단가를 제외하면 오더 수량, 생산 마진 등 전반 개선 추세를 확인하였다. Restocking이 최근에서야 확인되기 시작한 만큼, 단가만 회복되면 본격적인 실적 개선을 기대할 수 있게 되었다. 단가 개선을 위해서는 1) 원면 가격과 2) 고단가 바이어 오더 회복이 요구되는데, 양 요인 모두 가능성 높다고 판단한다.

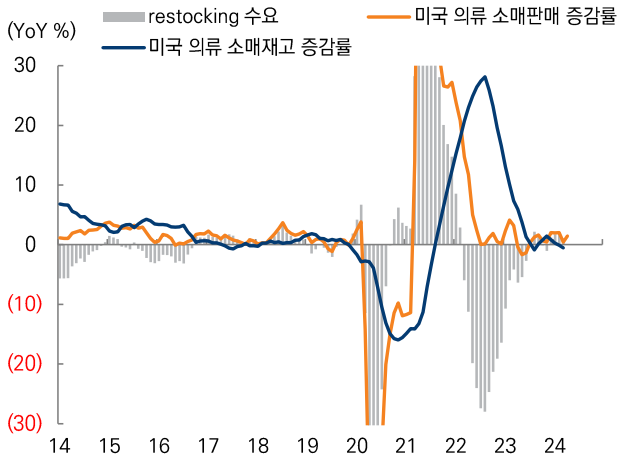
1)원면 가격은 2022년 급등 이후 정상 수준으로 원복하는 과정에 있다. 지난 베이스에 비추어 급락 구간은 지난 것으로 파악되며 업황 회복에 따라 수요도 개선될 개연성이 높다. 2)고단가 바이어도 머지 않아 오더 회복 예상된다. 업황은 restocking 전환했지만 개별 바이어의 재고 소진 상황에 따라 실제 오더는 바이어별로 시차를 두고 발생하고 있다. 현재 선제적으로 재고를 소진해온 저가 바이어를 중심으로 오더 반등이 나타나는 중이며, 하반기로 갈수록 고단가 바이어도 회복 예상된다.

현재 주가는 12MF PER 6배에 불과하다. 실적과 업황이 저점을 지나는 만큼 저점 매수 가능한 구간이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,205	1,709	1,851	1,943	2,025
영업이익 (십억원)	180	168	187	200	212
영업이익률 (%)	8.2	9.8	10.1	10.3	10.5
순이익 (십억원)	86	112	121	130	140
EPS (원)	2,141	2,801	3,013	3,259	3,497
ROE (%)	17.1	19.0	17.5	16.6	15.5
P/E (배)	7.2	7.5	6.7	6.2	5.8
P/B (배)	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
배당수익률 (%)	3.2	2.4	2.5	2.5	2.5

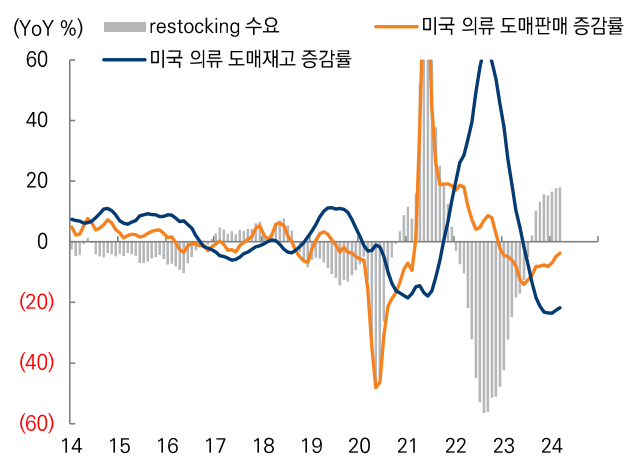
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 미국 의류 소매 업황



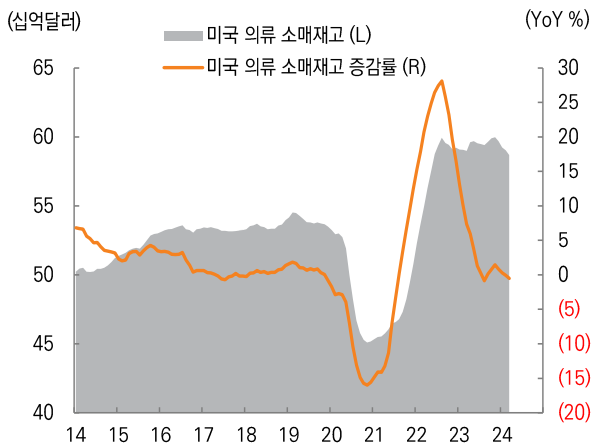
자료: US Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 의류 도매 업황



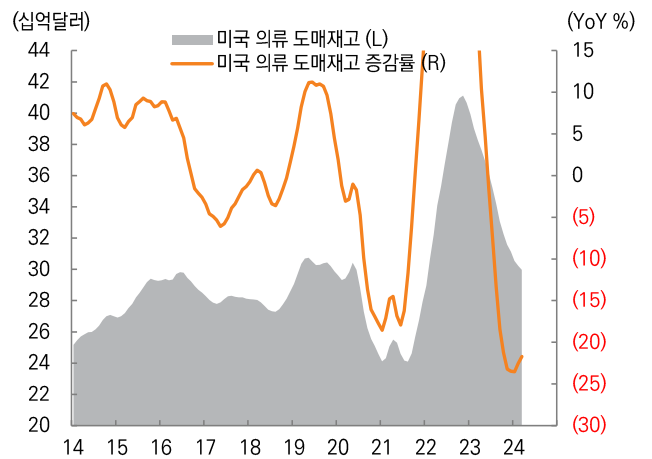
자료: US Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 의류 소매재고 추이



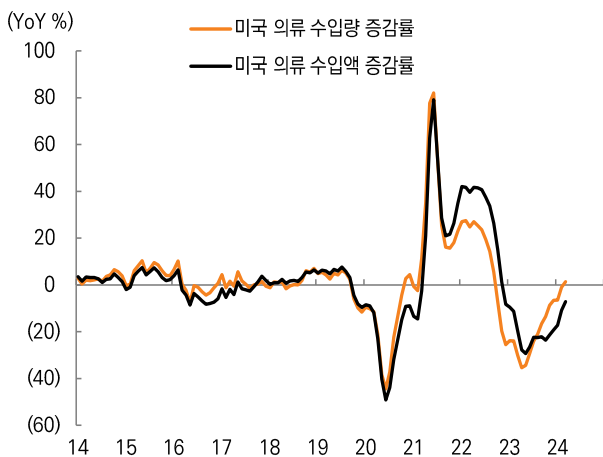
자료: US Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 의류 도매재고 추이



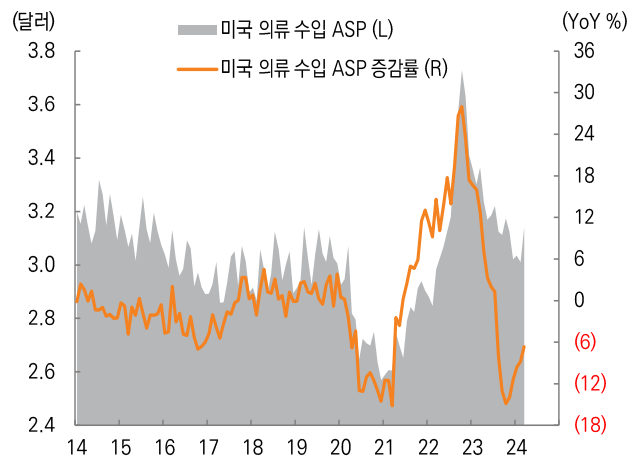
자료: US Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 의류 수입 P, Q 추이



자료: OTEXA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 의류 수입 ASP 추이



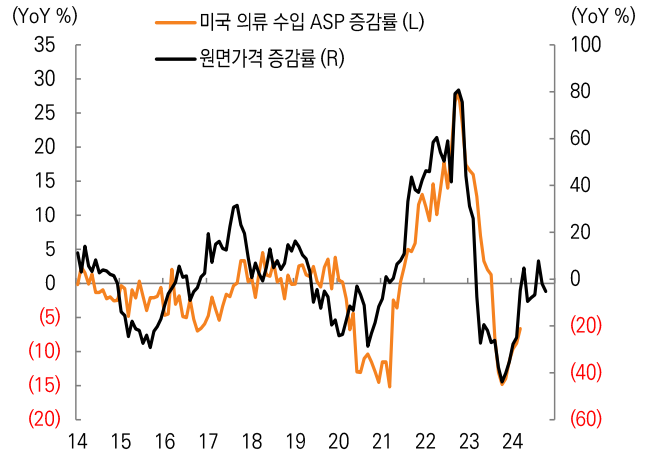
자료: OTEXA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 원면가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 원면가격과 미국 의류 수입 ASP 추이



Note: 원면가격 6개월 선형
 자료: OTEXA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한세실업 원재료 및 공급단가 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	
원재료 (\$/kg)	CM 30S/1	3.36	3.03	3.14	3.05	3.19
	CVC 30S/1	2.92	2.75	2.7	2.64	2.92
	TC 30S/1	2.37	2.31	2.31	2.17	2.42
공급단가(원/pcs)	4,787	5,208	3,581	5,305	4,361	

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한세실업 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,672	2,205	1,709	1,851	1,943	2,025
영업이익	107	180	168	187	200	212
세전이익	98	130	141	161	174	187
지배주주순이익	67	86	112	121	130	140
영업이익률(%)	6.4	8.1	9.8	10.1	10.3	10.5
매출액(YoY %)	(1.5)	31.9	(22.5)	8.3	5.0	4.2
영업이익(YoY %)	64.5	68.3	(6.3)	11.3	6.6	6.1
순이익(YoY %)	49.9	27.2	30.8	7.6	8.2	7.3

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한세실업 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	411	430	512	356	1,709	412	458	557	423	1,851
영업이익	36	44	61	27	168	38	48	68	34	187
세전이익	28	36	50	26	141	25	40	60	35	161
지배주주순이익	24	29	40	19	112	18	30	45	27	121
영업이익률(%)	8.7	10.3	11.8	7.7	9.8	9.3	10.4	12.2	8.0	10.1
매출액(YoY %)	(29.3)	(29.6)	(13.0)	(16.2)	(22.5)	0.2	6.6	8.8	19.0	8.3
영업이익(YoY %)	(26.7)	(20.2)	(7.5)	189.6	(6.3)	6.2	7.7	11.7	23.1	11.3
순이익(YoY %)	(23.5)	19.4	35.7	4886.9	30.8	(24.7)	3.0	13.2	43.8	7.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 한세실업 Valuation Table

(원)

구분	내용
12MF EPS	3,116
Target PER(배)	10
적정 주가	31,156
목표 주가	30,000
현재 주가	20,250
상승 여력(%)	48.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한세실업 (105630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,709	1,851	1,943	2,025
매출원가	1,388	1,488	1,563	1,627
매출총이익	321	363	380	398
판매비와관리비	153	175	181	187
조정영업이익	168	187	200	212
영업이익	168	187	200	212
비영업손익	-27	-26	-26	-25
금융손익	-17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	141	161	174	187
계속사업법인세비용	29	40	43	47
계속사업이익	112	121	130	140
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	112	121	130	140
지배주주	112	121	130	140
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	123	128	130	140
지배주주	123	128	130	140
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	200	219	231	243
FCF	146	72	115	126
EBITDA 마진율 (%)	11.7	11.8	11.9	12.0
영업이익률 (%)	9.8	10.1	10.3	10.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.6	6.5	6.7	6.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	679	825	940	1,069
현금 및 현금성자산	72	144	232	336
매출채권 및 기타채권	180	214	225	234
재고자산	259	285	299	312
기타유동자산	168	182	184	187
비유동자산	558	568	568	569
관계기업투자등	29	35	37	38
유형자산	218	238	237	236
무형자산	11	11	11	11
자산총계	1,237	1,393	1,509	1,637
유동부채	500	533	536	543
매입채무 및 기타채무	60	72	76	79
단기금융부채	380	389	386	386
기타유동부채	60	72	74	78
비유동부채	93	109	111	113
장기금융부채	64	75	75	75
기타비유동부채	29	34	36	38
부채총계	594	642	647	656
지배주주지분	644	731	841	962
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59
이익잉여금	579	660	770	891
비지배주주지분	0	20	20	20
자본총계	644	751	861	982

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	190	117	145	156
당기순이익	112	121	130	140
비현금수익비용가감	61	75	75	78
유형자산감가상각비	31	32	31	31
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	30	43	44	47
영업활동으로인한자산및부채의변동	41	-49	-17	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-194	-11	-9
재고자산 감소(증가)	46	-24	-14	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	60	3	3
법인세납부	-38	-34	-43	-47
투자활동으로 인한 현금흐름	-150	-45	-49	-38
유형자산처분(취득)	-43	-44	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	14	-6	-2	-2
기타투자활동	-120	5	-17	-6
재무활동으로 인한 현금흐름	-141	22	-6	-11
장단기금융부채의 증가(감소)	-106	20	-3	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20
기타재무활동	-15	22	17	8
현금의 증가	-101	72	88	104
기초현금	173	72	144	232
기말현금	72	144	232	336

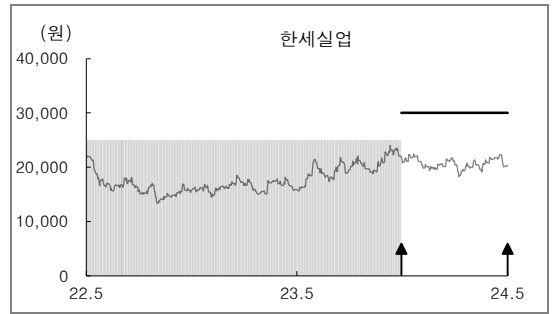
자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	7.5	6.7	6.2	5.8
P/CF (x)	4.9	4.1	3.9	3.7
P/B (x)	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	6.0	4.5	3.9	3.3
EPS (원)	2,801	3,013	3,259	3,497
CFPS (원)	4,325	4,897	5,139	5,451
BPS (원)	16,450	18,625	21,392	24,396
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	17.6	16.3	15.1	14.1
배당수익률 (%)	2.4	2.5	2.5	2.5
매출액증가율 (%)	-22.5	8.3	5.0	4.2
EBITDA증가율 (%)	-5.9	9.7	5.6	5.2
조정영업이익증가율 (%)	-6.3	11.3	6.6	6.1
EPS증가율 (%)	30.8	7.6	8.2	7.3
매출채권 회전율 (회)	9.7	9.5	8.9	8.9
재고자산 회전율 (회)	6.0	6.8	6.7	6.6
매입채무 회전율 (회)	29.9	28.0	26.4	26.2
ROA (%)	9.0	9.2	9.0	8.9
ROE (%)	19.0	17.5	16.6	15.5
ROIC (%)	20.6	20.6	20.6	21.4
부채비율 (%)	92.2	85.5	75.2	66.8
유동비율 (%)	135.7	154.8	175.3	196.7
순차입금/자기자본 (%)	54.2	21.9	8.3	-3.4
조정영업이익/금융비용 (x)	6.3	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한세실업 (105630) 2023.11.28	매수	30,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.