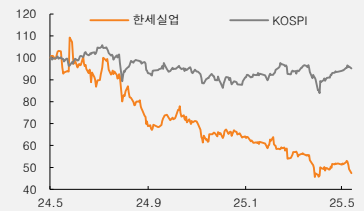


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 13,000원
현재주가(25/5/19)	10,230원
상승여력	27.1%

영업이익(25F,십억원)	122
Consensus 영업이익(25F,십억원)	141
EPS 성장률(25F,%)	12.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.3
P/E(25F,x)	6.3
MKT P/E(25F,x)	9.4
KOSPI	2,603.42
시가총액(십억원)	409
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	32.8
외국인 보유비중(%)	3.4
베타(12M) 일간수익률	0.61
52주 최저가(원)	9,850
52주 최고가(원)	23,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.7	-24.7	-54.1
상대주가	-9.1	-28.5	-52.0



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

한세실업

단가 압박 지속

1Q25 Review: 마트 바이어 오더의 질과 양 하락

한세실업의 1Q25 실적은 매출액 4,673억원(YoY +13%), 영업이익 203억원(YoY -47%)으로 시장 기대치를 하회했다. 달려 오더 플랫폼에 그쳤으며, 마트 바이어 단가 압박과 증설 관련 고정비 증가로 인해 수익성이 다소 하락했다.

바이어별 동향은 고단가 브랜드(에어로포스텔, 칼하트 등) 비중이 확대되었으나, 마트와 기타 바이어 비중이 소폭 하락하였다. 갭은 전년 고베이스 불구 유사한 수준을 유지하였다. 비중이 높은 마트와 갭 오더가 정체되면서 달려 오더는 플랫폼 수준이었으며, 액티브 웨어 비중도 유의미한 변화는 나타나지 않았다.

P, Q 동향도 마트 바이어 약세의 영향을 받았다. 마트 단가 하락으로 인해 전체 단가도 전년비 소폭 하락했다. 직전 분기 액티브 웨어와 고단가 브랜드 선전으로 인해 단가 성장 전환하였으나, 금번 분기 마트 단가 하락이 더 크게 영향을 미친 것으로 판단된다(단가 추이: 1H24 하락, 3Q24 Flat, 4Q24 소폭 상승, 1Q25 소폭 하락).

수익성은 GPM 14%(YoY -5%p), OPM 4%(YoY -5%p)로 원가율 하락이 크게 나타났다. 마트를 중심으로 오더 퀄리티가 낮아졌고, 베트남(고객사 전용 라인)과 인니(우븐) 증설로 인해 노무비 부담이 확대되었다.

마트 상쇄할 고단가 오더가 필요

당분간 실적 하락세로 예상된다. 2분기 달려 오더는 전년비 4% 성장 예상되나 개선 폭이 크지 않고, 마트 바이어 단가 하락과 고정비 부담 영향이 지속될 것으로 추정되기 때문이다. 니카라과와 엘살바도르도 2분기 중에 걸쳐 가동이 시작되는 만큼 초기 고정비가 추가로 증가할 가능성이 있다.

관세 불확실성과 원가가 하락 추세를 감안하면 단가 인하 압박이 단기간에 해소되기는 어려워 보인다. 마트 부진을 상쇄할 수 있는 고단가 브랜드, 액티브웨어 오더 기여 확대가 요구된다. 낮은 밸류에이션(12MF PER 6배)과 양호한 배당매력(배당수익률 5%)에 비롯해 주가 하방은 지지할 것으로 예상되나, 모멘텀은 실적 회복을 확인한 후 발생할 것으로 예상된다. 추정치 하향을 반영해 목표주가를 2.5만원에서 1.3만원으로 조정한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,709	1,798	1,943	2,095	2,253
영업이익 (십억원)	168	142	122	140	157
영업이익률 (%)	9.8	7.9	6.3	6.7	7.0
순이익 (십억원)	112	58	65	81	94
EPS (원)	2,801	1,451	1,624	2,016	2,340
ROE (%)	19.0	8.6	9.0	10.6	11.3
P/E (배)	7.5	9.8	6.3	5.1	4.4
P/B (배)	1.3	0.8	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	2.4	3.5	4.9	4.9	4.9

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

표 1. 한세실업 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,205	1,709	1,798	1,943	2,095	2,253
영업이익	180	168	142	122	140	157
세전이익	130	141	89	93	112	130
지배주주순이익	86	112	58	67	81	94
영업이익률(%)	8.1	9.8	7.9	6.3	6.7	7.0
매출액(YoY %)	31.9	(22.5)	5.2	8.1	7.8	7.5
영업이익(YoY %)	68.3	(6.3)	(15.5)	(14.3)	14.9	12.3
순이익(YoY %)	27.2	30.8	(48.2)	15.3	20.5	16.0

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한세실업 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	412	448	534	404	1,798	467	484	579	413	1,943
영업이익	38	43	45	16	142	20	31	43	28	122
세전이익	25	30	46	(12)	89	15	25	37	16	93
지배주주순이익	18	22	36	(18)	58	9	18	27	12	67
영업이익률(%)	9.3	9.5	8.5	4.0	7.9	4.3	6.3	7.4	6.8	6.3
매출액(YoY %)	0.2	4.1	4.3	13.6	5.2	13.5	8.0	8.4	2.3	8.1
영업이익(YoY %)	6.2	(4.1)	(25.4)	(40.3)	(15.5)	(46.8)	(28.2)	(5.4)	72.8	(14.3)
순이익(YoY %)	(24.7)	(24.6)	(10.4)	(194.1)	(48.2)	(47.7)	(16.5)	(23.0)	흑전	15.3

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

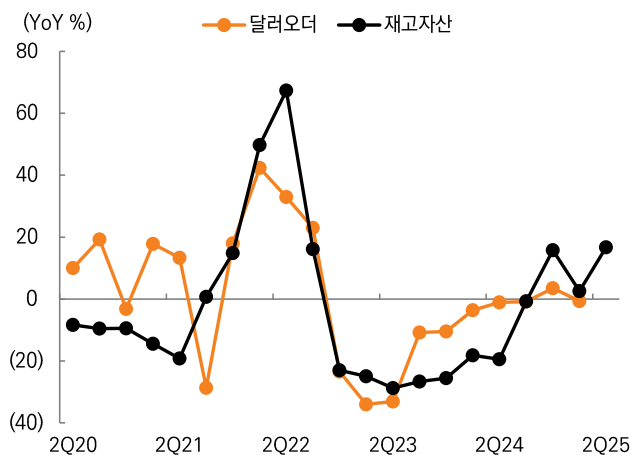
표 3. 한세실업 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	1,816	
Target PER(배)	7	실적 하락구간(2023~24년) 평균
적정 주가	12,713	
목표 주가	13,000	
현재 주가	10,230	
상승 여력(%)	27.1	

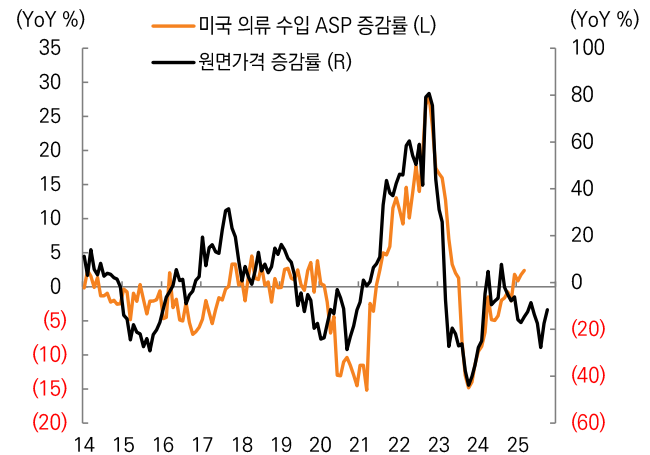
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한세실업 재고자산 추이



Note: 재고자산 1분기 선행
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OEM 제조단가 추이



Note: 원면가 6개월 선행
자료: OTEXA, 미래에셋증권 리서치센터

한세실업 (105630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,798	1,943	2,095	2,253
매출원가	1,489	1,640	1,767	1,900
매출총이익	309	303	328	353
판매비와관리비	166	181	188	196
조정영업이익	142	122	140	157
영업이익	142	122	140	157
비영업손익	-53	-29	-28	-27
금융손익	-18	0	0	0
관계기업등 투자손익	2	2	2	2
세전계속사업손익	89	93	112	130
계속사업법인세비용	31	28	31	36
계속사업이익	58	65	81	94
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	58	65	81	94
지배주주	58	65	81	94
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	86	62	81	94
지배주주	86	62	81	94
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	176	159	177	193
FCF	-3	67	61	72
EBITDA 마진율 (%)	9.8	8.2	8.4	8.6
영업이익률 (%)	7.9	6.3	6.7	7.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	3.3	3.9	4.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	688	715	787	875
현금 및 현금성자산	69	56	85	128
매출채권 및 기타채권	207	212	228	245
재고자산	303	318	343	369
기타유동자산	109	129	131	133
비유동자산	736	799	801	804
관계기업투자등	24	24	26	28
유형자산	283	288	283	278
무형자산	29	29	28	26
자산총계	1,425	1,514	1,588	1,679
유동부채	568	617	626	640
매입채무 및 기타채무	75	77	83	89
단기금융부채	434	458	455	456
기타유동부채	59	82	88	95
비유동부채	147	165	168	172
장기금융부채	103	120	120	120
기타비유동부채	44	45	48	52
부채총계	715	781	794	811
지배주주지분	710	733	794	868
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59
이익잉여금	611	637	698	772
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	710	733	794	868

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	56	109	91	102
당기순이익	58	65	81	94
비현금수익비용가감	110	70	66	70
유형자산감가상각비	34	36	36	35
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	75	33	29	34
영업활동으로인한자산및부채의변동	-60	6	-27	-28
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-199	-16	-17
재고자산 감소(증가)	-37	-16	-25	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	68	5	5
법인세납부	-39	-31	-31	-36
투자활동으로 인한 현금흐름	-84	-143	-72	-104
유형자산처분(취득)	-58	-42	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-54	-2	-7	-8
기타투자활동	29	-98	-35	-66
재무활동으로 인한 현금흐름	21	20	-46	-45
장단기금융부채의 증가(감소)	94	40	-3	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20
기타재무활동	-53	0	-23	-26
현금의 증가	-3	-13	29	43
기초현금	72	69	56	85
기말현금	69	56	85	128

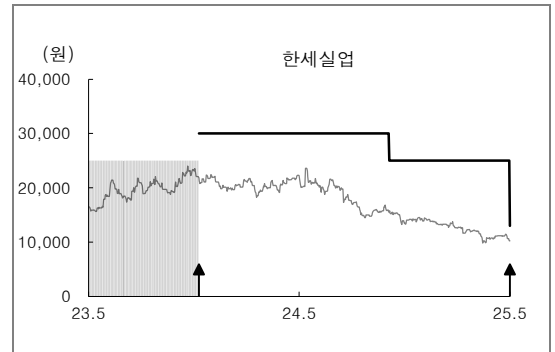
자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	9.8	6.3	5.1	4.4
P/CF (x)	3.4	3.0	2.8	2.5
P/B (x)	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	5.8	5.1	4.4	3.8
EPS (원)	1,451	1,624	2,016	2,340
CFPS (원)	4,218	3,369	3,661	4,093
BPS (원)	18,100	18,680	20,203	22,051
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	33.7	30.3	24.4	21.0
배당수익률 (%)	3.5	4.9	4.9	4.9
매출액증가율 (%)	5.2	8.1	7.8	7.5
EBITDA증가율 (%)	-11.7	-9.8	10.9	9.4
조정영업이익증가율 (%)	-15.5	-14.3	14.9	12.3
EPS증가율 (%)	-48.2	12.0	24.1	16.0
매출채권 회전율 (회)	9.4	9.4	9.6	9.6
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.3	6.3	6.3
매입채무 회전율 (회)	27.1	26.4	27.1	27.1
ROA (%)	4.4	4.4	5.2	5.7
ROE (%)	8.6	9.0	10.6	11.3
ROIC (%)	12.8	10.3	11.9	12.9
부채비율 (%)	100.7	106.6	100.0	93.5
유동비율 (%)	121.2	116.0	125.7	136.8
순차입금/자기자본 (%)	65.2	55.6	47.3	38.3
조정영업이익/금융비용 (x)	4.9	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한세실업 (105630)				
2025.05.20	매수	13,000	-	-
2024.10.23	매수	25,000	-48.64	-36.80
2023.11.28	매수	30,000	-34.56	-21.33



* 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 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.