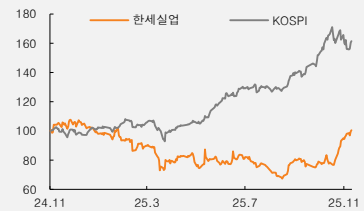


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 17,000원
현재주가(25/11/27)	13,570원
상승여력	25.3%

영업이익(25F,십억원)	86
Consensus 영업이익(25F,십억원)	78
EPS 성장률(25F,%)	-4.8
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	9.8
MKT P/E(25F,x)	13.7
KOSPI	3,986.91
시가총액(십억원)	543
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	32.8
외국인 보유비중(%)	6.1
벤투(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	9,090
52주 최고가(원)	14,530

(%)	1M	6M	12M
절대주가	20.6	30.5	-4.4
상대주가	22.3	-13.7	-40.0



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

한세실업

제일 어두운 구간은 통과

단가 인상으로 관세 부담 상쇄

의류 OEM 업종은 상호 관세 부담으로 인해 3분기 실적 불확실성이 대두되었으나, 전반적으로 우려 대비 양호한 실적을 시현하였다. 동사의 경우는 수요 둔화로 인해 수량은 하락했으나, 관세에도 불구하고 오히려 단가가 상승하여 실적을 방어하였다 (3Q25 달러오더 YoY -2%, 수량 -HSD%, 단가 +MSD% 추정). 단가 상승의 배경은 고마진 브랜드 고객사 오더 확대이다. 에어로포스텔과 칼하트가 30% 이상 고성장한 것으로 파악되며, 특히 에어로포스텔이 고단가 라인으로 오더가 확장되어 단가 상승을 견인하였다. 각 브랜드별 매출 비중도 에어로포스텔 기존 9%에서 12%, 칼하트 기존 6%에서 10%로 유의미하게 확대되었다.

다만 매출 비중이 큰 마트는 수요가 아직 불안한 모습이다. 특히 중산층 비중이 높은 타겟 수량이 다소 크게 줄은 것으로 파악된다. 마트 바이어 오더는 20% 이상 하락했으며, 매출 비중도 기존 27%에서 21%로 위축되었다. 마트 바이어 수요 상황에 비추어 리테일 판가 인상도 브랜드 대비 더디게 진행될 것으로 예상된다.

당분간 오더는 브랜드 강세, 마트 약세 추세가 이어질 것으로 예상된다. 고단가 믹스 개선을 위한 동사의 적극적인 영업과 수직계열화 노력의 결과로 판단된다(칼라앤티치 매출 YTD +40%, 한세실업 외 비중 기존 67%→63%).

실적은 우려 통과, 업황은 아직 확인 필요

관세 우려에 대해 최악을 지나면서 주가도 반등세에 있다. 고단가 바이어 오더가 여전히 증가세에 있어 추가적인 우려 대비 마진은 견조할 것으로 예상된다(상반기 원가율 YoY +6%p, 3Q25 원가율 YoY +2%p).

다만 OEM 업황에 대한 방향성은 아직 모호하다. 의류 소매 재고가 다소 높고 수요 불확실성이 남아 있다. 마트 바이어가 추세적으로 부진하고, 리테일 가격 인상 이후 수요를 아직 파악하기 어렵기 때문이다. 브랜드 바이어를 중심으로 일부 가격 인상을 진행 중이나, OEM 단가에서 의미 있는 변화는 아직 확인되지 않았다.

향후 업황에 따라 멀티플 수준도 결정될 것으로 예상된다. 추정치 상향만 반영하여 목표주가를 13,000원에서 17,000원으로 조정하였다. 현재 주가는 12MF PER 8배로 가격 매력이 특별히 부각되지는 않는다. 업황 방향을 확인한 후 접근 유효하겠다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,709	1,798	1,939	2,050	2,175
영업이익 (십억원)	168	142	86	95	106
영업이익률 (%)	9.8	7.9	4.4	4.6	4.9
순이익 (십억원)	112	58	55	67	75
EPS (원)	2,801	1,451	1,381	1,668	1,877
ROE (%)	19.0	8.6	7.7	8.9	9.4
P/E (배)	7.5	9.8	9.8	8.1	7.2
P/B (배)	1.3	0.8	0.7	0.7	0.6
배당수익률 (%)	2.4	3.5	3.7	3.7	3.7

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	1,939	2,050	2,175
영업이익	180	168	142	86	95	106
세전이익	130	141	89	71	83	94
지배주주순이익	86	112	58	55	67	75
영업이익률(%)	8.1	9.8	7.9	4.4	4.6	4.9
매출액(YoY %)	31.9	(22.5)	5.2	7.8	5.7	6.1
영업이익(YoY %)	68.3	(6.3)	(15.5)	(39.6)	10.9	11.3
순이익(YoY %)	27.2	30.8	(48.2)	(2.8)	18.2	12.5

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한세실업 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025년
매출액	412	448	534	404	1,798	467	475	543	453	1,939
영업이익	38	43	45	16	142	20	12	37	16	86
세전이익	25	30	46	(12)	89	15	25	25	6	71
지배주주순이익	18	22	36	(18)	58	9	22	20	5	55
영업이익률(%)	9.3	9.5	8.5	4.0	7.9	4.3	2.6	6.8	3.6	4.4
매출액(YoY %)	0.2	4.1	4.3	13.6	5.2	13.5	6.0	1.8	12.0	7.8
영업이익(YoY %)	6.2	(4.1)	(25.4)	(40.3)	(15.5)	(46.8)	(71.0)	(18.2)	(0.1)	(39.6)
순이익(YoY %)	(24.7)	(24.6)	(10.4)	(194.1)	(48.2)	(47.7)	(0.7)	(45.2)	흑전	(2.8)

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한세실업 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	1,646	
Target PER(배)	10	
적정 추가	16,463	
목표 추가	17,000	
현재 추가	13,570	
상승 여력(%)	25.3	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한세실업 (105630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,798	1,939	2,050	2,175
매출원가	1,489	1,672	1,768	1,876
매출총이익	309	267	282	299
판매비와관리비	166	181	187	193
조정영업이익	142	86	95	106
영업이익	142	86	95	106
비영업손익	-53	-15	-12	-12
금융손익	-18	0	0	0
관계기업등 투자손익	2	2	2	2
세전계속사업손익	89	71	83	94
계속사업법인세비용	31	15	17	19
계속사업이익	58	55	67	75
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	58	55	67	75
지배주주	58	55	67	75
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	86	37	67	75
지배주주	86	37	67	75
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	176	127	135	145
FCF	-3	-2	56	61
EBITDA 마진율 (%)	9.8	6.5	6.6	6.7
영업이익률 (%)	7.9	4.4	4.6	4.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	2.8	3.3	3.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	688	835	888	958
현금 및 현금성자산	69	92	111	145
매출채권 및 기타채권	207	232	245	260
재고자산	303	318	336	357
기타유동자산	109	193	196	196
비유동자산	736	764	762	761
관계기업투자등	24	27	28	30
유형자산	283	346	337	330
무형자산	29	27	26	25
자산총계	1,425	1,600	1,649	1,719
유동부채	568	665	665	676
매입채무 및 기타채무	75	84	89	94
단기금융부채	434	499	489	490
기타유동부채	59	82	87	92
비유동부채	147	206	209	212
장기금융부채	103	157	157	157
기타비유동부채	44	49	52	55
부채총계	715	872	874	889
지배주주지분	710	728	775	831
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59
이익잉여금	611	647	694	749
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	710	728	775	831

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	56	108	86	91
당기순이익	58	55	67	75
비현금수익비용가감	110	82	56	57
유형자산감가상각비	34	39	38	38
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	75	42	17	18
영업활동으로인한자산및부채의변동	-60	7	-20	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-244	-13	-15
재고자산 감소(증가)	-37	-18	-18	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	65	4	4
법인세납부	-39	-23	-17	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-84	-188	-55	-79
유형자산처분(취득)	-58	-109	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	-54	-11	-6	-7
기타투자활동	29	-67	-19	-42
재무활동으로 인한 현금흐름	21	101	-52	-44
장단기금융부채의 증가(감소)	94	119	-10	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20
기타재무활동	-53	2	-22	-25
현금의 증가	-3	23	19	34
기초현금	72	69	92	111
기말현금	69	92	111	145

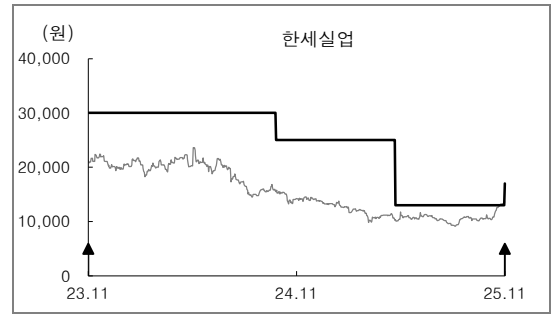
자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	9.8	9.8	8.1	7.2
P/CF (x)	3.4	4.0	4.4	4.1
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	5.8	7.3	6.7	6.0
EPS (원)	1,451	1,381	1,668	1,877
CFPS (원)	4,218	3,431	3,056	3,295
BPS (원)	18,100	18,562	19,738	21,122
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	33.7	35.6	29.5	26.2
배당수익률 (%)	3.5	3.7	3.7	3.7
매출액증가율 (%)	5.2	7.8	5.7	6.1
EBITDA증가율 (%)	-11.7	-28.3	6.6	7.3
조정영업이익증가율 (%)	-15.5	-39.6	10.9	11.3
EPS증가율 (%)	-48.2	-4.8	20.8	12.5
매출채권 회전율 (회)	9.4	8.9	8.7	8.7
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.2	6.3	6.3
매입채무 회전율 (회)	27.1	25.7	25.0	25.0
ROA (%)	4.4	3.7	4.1	4.5
ROE (%)	8.6	7.7	8.9	9.4
ROIC (%)	12.8	7.8	8.4	9.2
부채비율 (%)	100.7	119.7	112.7	107.0
유동비율 (%)	121.2	125.6	133.5	141.7
순차입금/자기자본 (%)	65.2	53.1	46.0	38.9
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)				
2025.11.28	매수	17,000	-	-
2025.05.20	매수	13,000	-17.48	4.38
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
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 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.