

한세실업 (105630)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

32,000

유지

현재주가

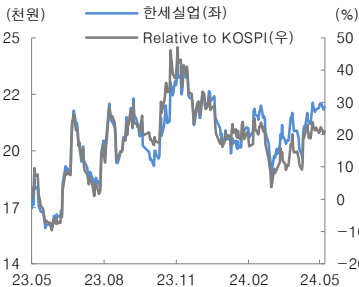
21,650

(24.05.14)

섬유·복합업종

KOSPI	2730.34
시가총액	866십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	24,000원 / 15,680원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	6.93%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 9인 64.68% 국민연금공단 10.65%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.4	0.9	-2.7	22.6
상대수익률	8.4	-3.1	-13.3	11.1



Re-stocking 시작

- 1분기 달러 수주 저단가 수주 지양, 원부자재 가격 하락 영향으로 -3%
- 3분기부터 매출 크게 증가 예상(3분기 +8%, 4분기 +20%)
- 높은 환율은 동사 마진에 긍정적

투자의견 BUY와 목표주가 32,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 32,000원(2024년 P/E 8배) 유지

2분기 매출 성장률 yoy 3% 전망(USD 기준). 2분기에도 오더는 re-stocking으로 Q 회복, 그러나 원부자재 가격 하락에 따라 P 하락 예상되나 원부자재 가격 하락 영향은 2분기부터 점차 진정되며 하반기에는 영향 소멸 전망. 3분기 수주 8%, 4분기 20% 성장 전망(USD 기준)

회사측은 2025년 S/S 수주 제작 시점인 4분기 오더가 대폭 증가하고 있어 공장 capa 확충 중. 올해 상반기까지 고객사 re-stocking 흐름은 완만한데다 동사가 저단가 수주를 지양하면서 매출이 크게 늘지 않으나 하반기부터는 본격적인 성장 예상됨. 여기에 높은 환율도 동사 마진에 긍정적 요인

1Q24 Review: 저단가 수주 지양, 원부자재 가격 하락으로 수주액 감소

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,118억원(flat%, yoy), 381억원(+6%, yoy) 기록. 달러 기준 매출 증가율 yoy -3% 기록. 1분기 오더가 수량은 10% 이상 증가했으나 주요 원부자재 가격 하락에 따라 평균 수주 단가가 13% 하락 추정. 수주 단가는 cost plus 구조로 책정되는데 1분기에 주요 원부자재 평균 가격 하락에 수주 단가가 영향을 받음

그러나 원가율은 yoy 52bps 개선. 이는 동사가 고마진, 고단가 제품으로 mix 개선에 집중하면서 저마진, 저단가의 마트 매출 비중이 하락했기 때문. 이에 따라 동사의 주력 고객사 GAP 매출 비중은 32%까지 상승(기존 27~28%). Old Navy와 GAP 브랜드 매출 증가이 각각 17%, 26% 증가하였고 기능성 우븐 제품 매출 비중도 2%p 상승. 전반적으로 매우 무난한 실적 달성

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24		2Q24					
			직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	411	356	433	412	0.2	15.8	429	448	4.2	8.8
영업이익	36	27	41	38	6.2	39.3	37	48	8.0	25.8
순이익	24	19	33	18	-24.6	-4.4	25	43	47.8	139.3

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	2,205	1,709	1,828	1,889	2,052
영업이익	180	168	190	203	215
세전순이익	130	141	200	211	224
총당기순이익	86	112	156	164	175
지배지분순이익	86	112	156	165	175
EPS	2,141	2,801	3,906	4,121	4,381
PER	7.2	7.9	5.7	5.4	5.0
BPS	13,427	16,092	19,965	23,500	27,290
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
ROE	17.1	19.0	21.7	19.0	17.3

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	1,939	1,927	1,828	1,889	-5.7	-2.0
영업이익	193	207	190	203	-1.7	-2.1
지배지분순이익	155	164	156	165	0.8	0.5
영업이익률	10.0	10.7	10.4	10.7		
순이익률	8.0	8.5	8.5	8.7		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

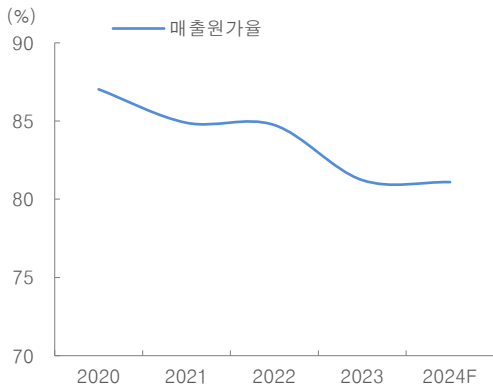
(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	411	430	512	356	412	448	548	420	1,709	1,828	1,889
USD	322	327	390	269	310	337	422	323	1,309	1,391	1,511
영업이익	36	44	61	27	38	48	65	39	168	190	203
영업이익률	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	10.7	11.8	9.3	9.8	10.4	10.7
YoY											
매출액	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.2	7.0	18.1	-22.5	7.0	3.3
USD	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.7	3.0	8.0	20.0	-23.9	6.3	8.6
영업이익	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.2	8.0	6.8	42.9	-6.3	12.8	6.9

주: K-IFRS 연결기준

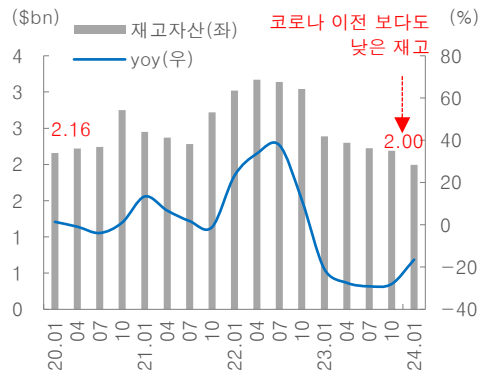
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 매출원가율



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. GAP 재고 자산 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

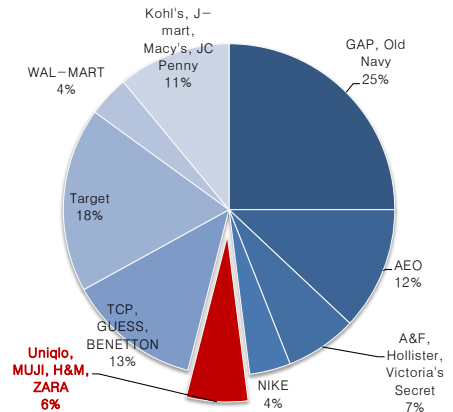
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,389억원, 부채 5,941억원, 자본 6,449억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

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

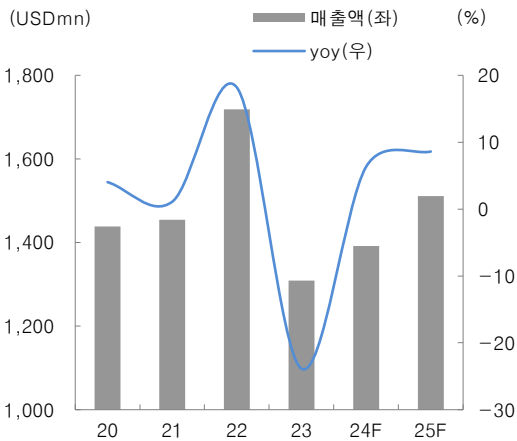
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

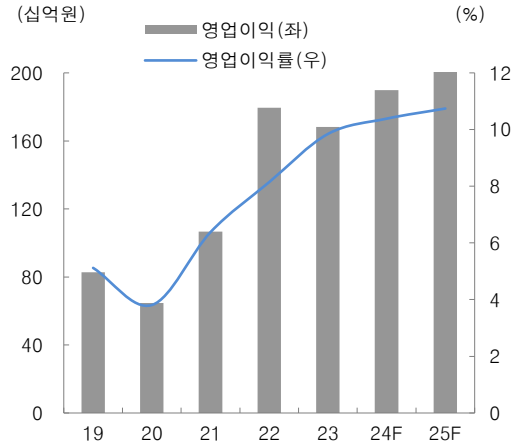
2. Earnings Driver

한세실업 수주액(yoy)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

한세실업 영업이익(율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,206	1,709	1,828	1,889	2,052
매출원가	1,868	1,388	1,483	1,524	1,681
매출총이익	336	321	346	365	371
판매비와관리비	157	153	156	162	156
영업이익	180	168	190	203	215
영업이익률	8.1	9.8	10.4	10.7	10.5
EBITDA	212	200	221	236	250
영업외손익	-49	-27	10	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	3	3	3
법인세비용차감전순손익	130	141	200	211	224
법인세비용	-45	-29	-44	-46	-49
계속사업순손익	86	112	156	164	175
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	156	164	175
당기순이익률	3.9	6.6	8.5	8.7	8.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	112	156	165	175
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	92	123	167	176	186
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	92	123	167	176	186

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,141	2,801	3,906	4,121	4,381
PER	7.2	7.9	5.7	5.4	5.0
BPS	13,427	16,092	19,965	23,500	27,290
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EBITDAPS	5,311	4,998	5,513	5,901	6,256
EV/EBITDA	4.3	5.5	4.5	3.8	3.2
SPS	55,119	42,719	45,703	47,225	51,293
PSR	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
CFPS	3,329	4,325	6,357	6,745	7,100
DPS	500	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	31.9	-22.5	7.0	3.3	8.6
영업이익 증가율	68.3	-6.3	12.8	6.9	6.0
순이익 증가율	27.2	30.8	39.1	5.5	6.3
수익성					
ROC	17.9	22.6	24.1	24.2	24.2
ROA	14.6	13.6	14.7	14.6	14.4
ROE	17.1	19.0	21.7	19.0	17.3
안정성					
부채비율	130.7	92.2	68.5	52.7	43.0
순차입금비율	55.2	35.0	16.3	3.3	-5.3
이자보상배율	11.3	6.3	55.5	36.9	48.5

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	772	679	763	831	936
현금및현금성자산	173	72	125	177	240
매출채권 및 기타채권	179	181	194	201	218
재고자산	309	259	277	286	311
기타유동자산	112	167	167	167	167
비유동자산	467	558	583	606	625
유형자산	177	218	231	241	249
관계기업투자금	16	29	42	55	68
기타비유동자산	274	311	310	309	308
자산총계	1,239	1,237	1,346	1,436	1,561
유동부채	621	500	426	373	345
매입채무 및 기타채무	64	72	75	77	81
차입금	477	362	290	232	186
유동성채무	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	547	496	469
지배지분	537	644	799	940	1,092
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	488	579	735	876	1,028
기타지분변동	-29	-14	-15	-15	-15
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	799	940	1,092
순차입금	297	226	130	31	-58

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	197	190	187	211	200
당기순이익	0	0	156	164	175
비현금항목의 가감	48	61	98	106	109
감가상각비	33	32	31	33	35
외환손익	-3	0	1	1	1
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	18	30	67	72	74
자산부채의 증감	48	41	-30	-17	-40
기타현금흐름	101	88	-37	-42	-44
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	-59	-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	0	-24	-24
기타	-14	-10	-13	-11	-10
현금의 증감	152	-101	53	52	63
기초 현금	21	173	72	125	177
기말 현금	173	72	125	177	240
NOPLAT	118	134	148	158	168
FCF	123	121	135	147	159

[Compliance Notice]

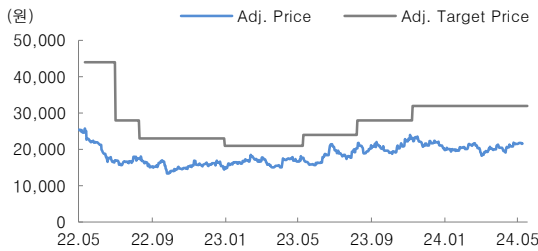
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.05.16	24.05.13	23.11.13	23.08.13	23.05.15	23.01.04
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	32,000	28,000	24,000	21,000
과리율(평균%)		(32.34)	(34.90)	(26.05)	(24.57)	(20.98)
과리율(최대/최소%)		(32.34)	(26.41)	(14.29)	(10.63)	(11.86)
제시일자	22.08.15	22.07.06	22.05.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	23,000	28,000	44,000			
과리율(평균%)	(32.21)	(40.40)	(54.20)			
과리율(최대/최소%)	(21.30)	(35.71)	(43.07)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240513)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	94.4%	5.6%	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