

한세실업 (105630/KS)

회복 더디지만 주가는 매력적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 23,000 원(하향)

현재주가: 16,480 원

상승여력: 39.6%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

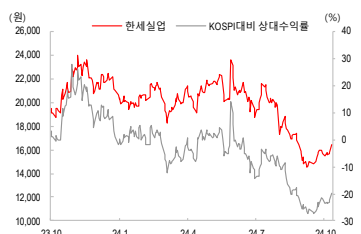
Company Data

발행주식수	4,000 만주
시가총액	659 십억원
주요주주	
한세에스24홀딩스(외 8)	64.68%
국민연금공단	10.70%

Stock Data

주가(24/10/14)	16,480 원
KOSPI	2,623.29 pt
52주 최고가	24,000 원
52주 최저가	14,500 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



3Q24 Preview: 지연되는 오더 회복

한세실업의 3 분기 실적은 매출액 5,276 억 원(+3.0% YoY, 이하 YoY 생략), 영업 이익 583 억 원(-3.8%, OPM 11.1%) 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 하회한 것으로 추정한다. 출하량은 전년 동기 대비 7% 증가했으나, 출하단가가 7% 감소하며 달러 매출액이 0.5% 감소한 것으로 추정한다. 분기 평균 원달러 환율은 1,359 원으로 전년 동기 대비 3.6% 증가했다.

오더는 약한 회복세를 지속 중

다소 미미한 실적 흐름이 3 분기에도 지속될 것으로 본다. 그 배경에는 ① ASP 하락, ② 더딘 출하량 회복, 이에 따른 ③ 고정비 부담이 작용하고 있는 것으로 추정한다. 먼저 전년 동기 대비 ASP 의 하락이 지속되고 있다. 원자재 가격 하락분이 완제품 가격에 반영되고 있는 것이 가장 큰 원인이다. 또한 글로벌 소비자들이 가성비 옷 중심으로 소비를 하는 탓에 동사의 고객사 중 ASP 가 낮은 저가 브랜드(주로 마트 바이어)의 매출 비중이 상대적으로 높아진 탓도 있다. 출하량의 경우 전년 동기 대비 회복은 되고 있으나 그 강도는 약하다. 전방 재고가 매우 건전해졌음에도 불안한 매크로 환경 탓에 바이어가 보수적인 재고 매입 기조를 유지하고 있기 때문이다.

저점 매수 접근 유효한 구간

동사의 주가는 8 월 초 미국의 경기침체 이슈가 트리거가 되어 큰 폭의 조정을 받았다. 하지만 주가 하락의 트리거가 되었던 경기침체 이슈는 이미 피크 아웃한 것으로 본다. 최근 미국 경기 서프라이즈 지수가 급격하게 반등하고 있기 때문이다. 반면 동사의 12 개월 선행 PER 은 4.6 으로 '22 년 하반기 재고 사이클에 따른 실적 하락 사이클' 당시와 유사할 정도로 과도한 우려를 반영하고 있다. 실적에 대한 우려가 동사의 주가에 충분히 반영되었다고 판단하며, 저점 매수를 고려해볼 만한 시점이다. 한세실업 투자의견 '매수' 유지하며, 목표주가는 '24 년, '25 년 이익 추정치를 하향 조정함에 따라 기존 25,000 원에서 23,000 원으로 하향 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,672	2,205	1,709	1,777	1,885	1,992
영업이익	십억원	107	180	168	167	178	199
순이익(지배주주)	십억원	67	86	112	122	133	149
EPS	원	1,684	2,141	2,801	3,061	3,319	3,725
PER	배	13.0	7.2	7.5	5.4	5.0	4.4
PBR	배	1.8	1.1	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.1	4.3	5.3	5.0	4.7	4.2
ROE	%	15.2	17.1	19.0	17.6	16.5	16.1

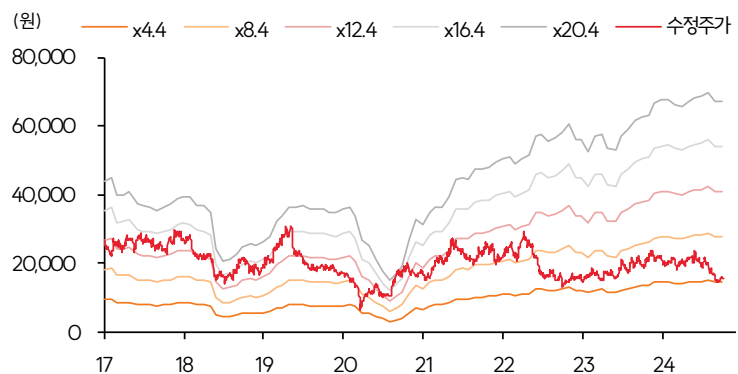
한세실업 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	411	430	512	356	412	448	528	389	2,205	1,709	1,777	1,885
/YoY	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	3.0	9.5	31.9	-22.5	4.0	6.1
영업이익	36	44	61	27	38	43	58	28	180	168	167	178
/OPM	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	11.1	7.1	8.1	9.8	9.4	9.5
KRW/USD	1,276	1,315	1,312	1,322	1,328	1,371	1,359	1,317	1,283	1,306	1,345	1,288
달러매출액	322	327	390	269	310	327	388	296	1,719	1,309	1,321	1,464
/YoY	-33.2	-32.5	-11.2	-13.7	-3.7	-0.1	-0.5	9.9	17.7	-23.9	0.9	10.8
ASP(\$/m ² , 추정치)	3.0	3.0	3.3	3.0	2.6	2.6	3.0	3.0	3.2	3.1	2.8	2.9
/YoY	4.6	-3.4	-7.9	-11.8	-12.5	-13.3	-7.0	-1.5	13.6	-3.3	-8.9	2.4
출하(백만 m ² , 추정치)	109	109	120	90	120	126	128	100	543	428	474	513
/YoY	-36.2	-30.1	-3.6	-21	10.0	15.1	7.0	11.6	3.6	-21.2	10.8	8.2

자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
12개월 선행 지배주주이익	십억 원	(A)	131.0	
적용 PER	배	(B)	7	
목표 시가총액	십억 원	(C)	917	(A)*(B)
발행주식 수	주	(D)	40,000,000	
목표주가	원	(E)	23,000	(C)/(D)
현재 주가	원	(F)	16,480	
주가 상승여력	%	(G)	39.6	(E)/(F) - 1

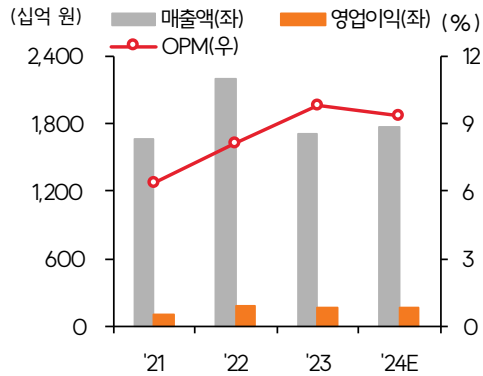
자료: SK 증권

한세실업 12MF PER 밴드 차트



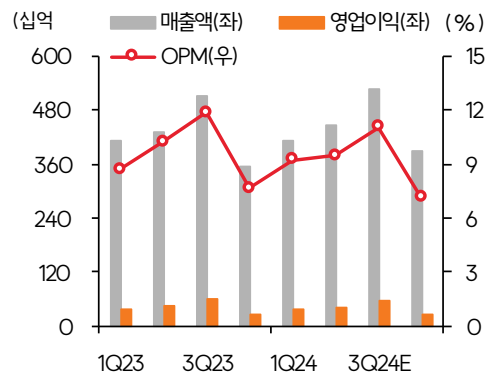
자료: Quantwise, SK 증권

한세실업 연간 실적 추정치



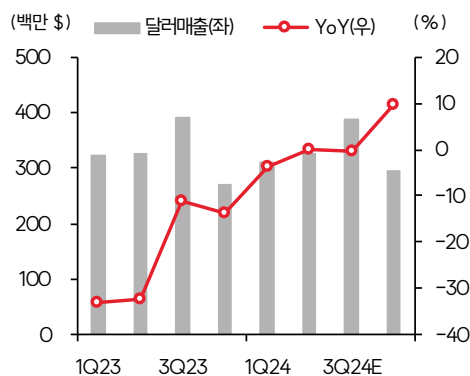
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 분기 실적 추정치



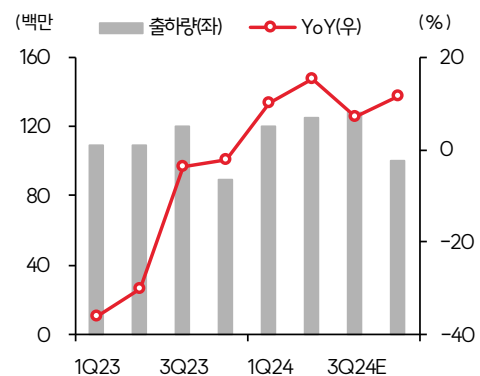
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 달러 매출 추이



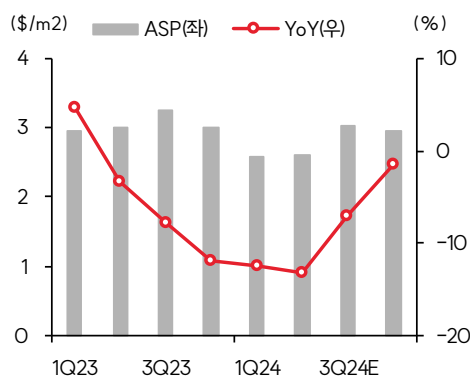
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 출하량 추정치 추이



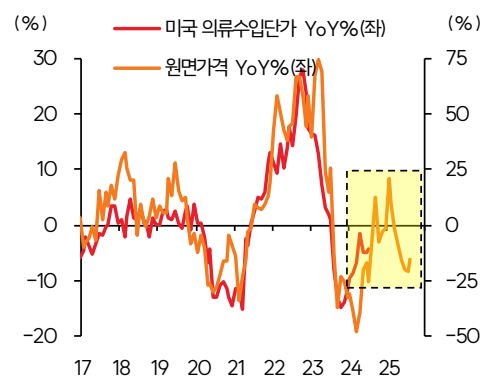
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 달러 ASP 추정치 추이



자료: 한세실업, SK 증권

미국 의류 수입단가 vs. 원면 선물가격



자료: Bloomberg, OTEXA, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772	679	722	700	753
현금및현금성자산	173	72	104	42	66
매출채권 및 기타채권	179	181	189	200	212
재고자산	309	259	269	286	302
비유동자산	467	558	637	722	827
장기금융자산	180	203	221	240	313
유형자산	177	218	278	343	373
무형자산	6	11	11	11	10
자산총계	1,239	1,237	1,359	1,422	1,580
유동부채	621	500	519	486	512
단기금융부채	496	380	395	355	376
매입채무 및 기타채무	55	60	63	67	70
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	82	93	93	77	79
장기금융부채	54	64	63	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	702	594	612	563	591
지배주주지분	537	644	746	860	989
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
기타자본구성요소	-18	-15	-15	-15	-15
자기주식	-18	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	488	579	681	794	924
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	746	860	989
부채외자본총계	1,239	1,237	1,359	1,422	1,580

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	197	190	103	109	127
당기순이익(손실)	86	112	122	133	149
비현금성항목등	48	61	27	33	40
유형자산감가상각비	32	31	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	15	29	27	33	39
운전자본감소(증가)	48	41	-13	-21	-21
매출채권및기타채권의감소(증가)	58	-6	-7	-11	-11
재고자산의감소(증가)	83	46	-10	-16	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	5	2	4	4
기타	-11	-63	-68	-75	-84
법인세납부	-26	-38	-36	-39	-43
투자활동현금흐름	-36	-150	-80	-111	-176
금융자산의감소(증가)	-5	-82	-7	-29	-72
유형자산의감소(증가)	-26	-43	-60	-65	-30
무형자산의감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타	-5	-25	-13	-17	-73
재무활동현금흐름	-11	-141	-6	-77	1
단기금융부채의증가(감소)	0	0	15	-39	20
장기금융부채의증가(감소)	9	-122	-1	-18	0
자본의증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금지급	-20	-20	-20	-20	-20
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	152	-101	32	-62	24
기초현금	21	173	72	104	42
기말현금	173	72	104	42	66
FCF	171	147	43	44	97

자료 : 한세실업, SK증권 추정

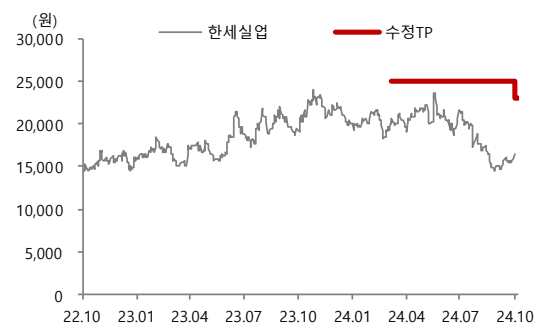
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,205	1,709	1,777	1,885	1,992
매출원가	1,868	1,388	1,453	1,546	1,623
매출총이익	336	321	323	339	369
매출총이익률(%)	15.3	18.8	18.2	18.0	18.5
판매비와 관리비	157	153	156	161	170
영업이익	180	168	167	178	199
영업이익률(%)	8.1	9.8	9.4	9.5	10.0
비영업손익	-49	-27	-9	-7	-7
순금융손익	-9	-17	2	2	2
외환관련손익	-30	-0	6	3	2
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	130	141	158	171	192
세전계속사업이익률(%)	5.9	8.2	8.9	9.1	9.7
계속사업법인세	45	29	36	39	43
계속사업이익	86	112	122	133	149
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	122	133	149
순이익률(%)	3.9	6.6	6.9	7.0	7.5
지배주주	86	112	122	133	149
지배주주귀속 순이익률(%)	3.9	6.6	6.9	7.0	7.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	92	123	122	133	149
지배주주	92	123	122	133	149
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	212	200	167	179	199

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	31.9	-22.5	4.0	6.1	5.7
영업이익	68.3	-6.3	-0.8	6.8	11.8
세전계속사업이익	32.6	8.0	12.1	8.4	12.2
EBITDA	55.8	-5.9	-16.4	6.8	11.7
EPS	27.2	30.8	9.3	8.4	12.2
수익성 (%)					
ROA	7.0	9.0	9.4	9.5	9.9
ROE	17.1	19.0	17.6	16.5	16.1
EBITDA마진	9.6	11.7	9.4	9.5	10.0
안정성 (%)					
유동비율	124.4	135.7	138.9	144.1	147.0
부채비율	130.7	92.2	82.1	65.5	59.8
순차입금/자기자본	55.2	35.0	29.3	24.7	21.1
EBITDA/이자비용(배)	13.3	7.5	26.3	29.5	34.5
배당성향	22.9	17.6	16.1	14.8	13.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,141	2,801	3,061	3,319	3,725
BPS	13,868	16,450	19,019	21,846	25,079
CFPS	2,962	3,593	3,071	3,327	3,733
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	7.5	5.4	5.0	4.4
PBR	1.1	1.3	0.9	0.8	0.7
PCR	5.2	5.9	5.4	5.0	4.4
EV/EBITDA	4.3	5.3	5.0	4.7	4.2
배당수익률	3.2	2.4	3.2	3.2	3.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.15	매수	23,000원	6개월		
2024.03.19	매수	25,000원	6개월	-22.97%	-5.60%
2023.08.25	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 10월 15일 기준)

매수	97.63%	중립	2.37%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------