



BUY (유지)

목표주가(12M) 29,000원  
현재주가(2.28) 21,050원

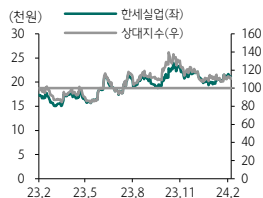
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,652.29
52주 최고/최저(원)	24,000/15,060
시가총액(십억원)	842.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	92.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
외국인지분율(%)	7.26
주요주주 지분율(%)	
한세에스24홀딩스 외 9인	64.68
국민연금공단	10.97

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,718.8	1,955.1
영업이익(십억원)	157.2	183.9
순이익(십억원)	104.9	129.3
EPS(원)	2,623	3,232
BPS(원)	15,822	18,629

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,672.0	2,204.8	1,708.8	1,926.1
영업이익	106.7	179.6	168.2	184.1
세전이익	98.4	130.4	140.2	161.3
순이익	67.3	85.6	111.3	121.0
EPS	1,684	2,141	2,783	3,025
증감율	92.02	27.14	29.99	8.70
PER	13.03	7.19	7.56	6.96
PBR	1.82	1.11	1.30	1.13
EV/EBITDA	10.07	4.30	4.31	3.72
ROE	15.21	17.10	19.10	17.81
BPS	12,051	13,868	16,161	18,696
DPS	500	500	500	500



Analyst 서현정 @hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 29일 | 기업분석\_Earnings Review

## 한세실업 (105630)

### 4Q23Re: 이제부터 회복 국면

#### 4분기 영업이익 273억원(YoY 190%) 기록

4분기 연결 기준 매출은 3,557억원(YoY -16%), 영업이익은 273억원(YoY 190%) 수준으로 시장기대치(OP 201억원)를 상회했다. 달려기준 매출 성장률은 14% 감소했는데, 미국 소비 수요가 불확실한 상황에서 단납기 중심의 소량 발주만 이어졌고, 이에 따라 S/S 물량 인식 시점이 지연되었기 때문이다. 다만, 매출 감소에도 불구하고 원가율은 81.5%로 전년 동기대비 7.1%p나 하락했고, 판관비도 1% 감소하며 수익성 개선 추세는 지속되었다. i) 높은 ASP 대비 원재료 가격 하락으로 생산단가가 낮아졌고, ii) 고마진 FW 시즌 오더 집중, iii) 생산 효율화에 기인한다.

#### 2024년 매출 반등 예상

4분기 영업이익률은 비수기임에도 불구하고 7.7%(YoY +5.5%p)를 기록했다. 수익성 개선 폭은 컸지만, 오더 증감률은 예상보다 부진했다. 전방 업황 부진으로 바이어들이 공격적으로 수주를 늘리기 어려운 환경이기 때문이다. 이에 따라 상반기까지 한세실업 오더 증감률은 달려기준 YoY 2% 수준으로 보수적으로 전망한다. 다만, 하반기부터는 본격적으로 re-stocking 사이클(재고 확충) 사이클로 접어들며 업황 턴어라운드나 나타날 것으로 예상된다. i) 22년 4분기부터 이어진 미국 의류 시장의 강도 높은 재고 조정은 일단락 되었고(12월 재고 증감률 YoY -0.3%), ii) 이에 따라 신제품 수요 발생 가능성은 높아졌으며, iii) 상대적으로 마트/캐주얼(저가) 바이어 중심 선제적으로 재고를 소진했기 때문에 회복 폭도 빠를 것으로 예상된다. 하반기 오더 증감률은 YoY 28% 추산하며 2024년 연간 매출 성장률은 YoY 15% 반등할 것으로 기대한다. 수익성 측면에서는 원부자재 가격 조정에 따른 ASP 하락 및 비우호적 환율 환경(2024년 연간 원달러환율 YoY -4.8%)이 예상된다. 다만 외형 회복에 따른 고정비 부담 완화로 수익성 둔화는 방어할 것으로 보인다. 1분기 연결 영업이익은 371억원(YoY 3%)으로 추산하며, 연간 영업이익은 1,841억원(YoY 9%, OPM 9.6%) 수준으로 전망한다.

#### 투자의견 BUY/목표주가 29,000원, 업종 내 최선호 관점 유지

i) 점진적 업황 회복, ii) QoQ/YoY 실적모멘텀 개선 추세, iii) 사이클 산업 특성상 주가는 업황의 바닥에서 회복기로 반전될 때 가장 탄력적으로 상승한다는 점 감안하면 조정시 마다 매수전략이 유효하다. 실적/업황 모두 가장 빠르게 턴어라운드 예상하는 만큼 의류 업종 내 최선호 관점을 유지하며, 현재 주가 12MF PER 6.8배로 밸류에이션 부담도 없다.

도표 1. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23P	2023년	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년F
매출	411	430	512	356	1,709	426	436	613	451	1,926
영업이익	36	44	61	27	168	37	46	70	31	184
세전이익	28	36	50	25	140	31	40	65	25	161
지배주주귀속순이익	24	29	40	18	111	23	29	47	23	121
영업이익률(%)	8.7	10.3	11.8	7.7	9.8	8.7	10.4	11.5	6.9	9.6
세전이익률(%)	6.9	8.4	9.8	7.1	8.2	7.4	9.1	10.6	5.6	8.4
순이익률(%)	5.8	6.8	7.8	5.1	6.5	5.3	6.6	7.6	5.1	6.3
매출액(YoY,%)	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	-22.5	3.7	1.4	19.8	26.7	12.7
영업이익(YoY,%)	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	-6.3	3.3	2.6	16.2	13.6	9.4
세전이익(YoY,%)	-29.4	5.9	13.8	114.3	7.5	10.5	9.6	29.3	0.0	15.1
순이익(YoY,%)	-23.5	19.4	35.7	4,699.4	30.0	-5.8	-2.1	17.0	27.0	8.7

자료: 한세실업, 하나증권

도표 2. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출	2,205	1,709	1,926	2,023	2,114
영업이익	180	168	184	195	204
세전이익	130	140	161	175	187
지배주주귀속순이익	86	111	121	136	146
적정시가총액	814	1,058	1,150	1,294	1,384
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	20,338	26,440	28,740	32,362	34,595
적정PER(배)	10	10	10	10	10
EPS(원)	2,141	2,783	3,025	3,407	3,642
영업이익률(%)	8.1	9.8	9.6	9.6	9.7
매출 (YoY,%)	31.9	-22.5	12.7	5.0	4.5
영업이익 (YoY,%)	68.3	-6.3	9.4	5.7	5.0
순이익 (YoY,%)	27.2	30.0	8.7	12.6	6.9

자료: 한세실업, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672.0	2,204.8	1,708.8	1,926.1	2,023.0
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,388.0	1,584.8	1,664.9
매출총이익	252.6	336.3	320.8	341.3	358.1
판매비	146.0	156.7	152.6	157.2	163.6
영업이익	106.7	179.6	168.2	184.1	194.5
금융손익	(1.1)	(9.3)	(17.4)	(15.5)	(14.2)
종속/관계기업손익	6.1	(0.5)	0.3	0.3	0.3
기타영업외손익	(13.4)	(39.4)	(10.9)	(7.5)	(5.9)
세전이익	98.4	130.4	140.2	161.3	174.7
법인세	31.0	44.8	28.9	40.3	38.4
계속사업이익	67.3	85.6	111.3	121.0	136.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	67.3	85.6	111.3	121.0	136.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	67.3	85.6	111.3	121.0	136.3
지배주주지분포괄이익	62.7	92.3	111.3	121.0	136.3
NOPAT	73.0	117.9	133.6	138.1	151.7
EBITDA	136.3	212.4	194.1	204.5	210.6
성장성(%)					
매출액증가율	(1.55)	31.87	(22.50)	12.72	5.03
NOPAT증가율	1.67	61.51	13.32	3.37	9.85
EBITDA증가율	32.98	55.83	(8.62)	5.36	2.98
영업이익증가율	64.41	68.32	(6.35)	9.45	5.65
(지배주주)순이익증가율	91.74	27.19	30.02	8.72	12.64
EPS증가율	92.02	27.14	29.99	8.70	12.63
수익성(%)					
매출총이익률	15.11	15.25	18.77	17.72	17.70
EBITDA이익률	8.15	9.63	11.36	10.62	10.41
영업이익률	6.38	8.15	9.84	9.56	9.61
계속사업이익률	4.03	3.88	6.51	6.28	6.74

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	770.0	772.3	853.2	985.5	1,122.9
금융자산	91.0	252.9	334.4	410.6	519.2
현금성자산	21.3	173.1	263.1	335.6	442.5
매출채권	263.9	175.6	136.1	153.4	161.2
재고자산	388.7	309.0	355.3	390.8	410.5
기타유동자산	26.4	34.8	27.4	30.7	32.0
비유동자산	446.3	466.9	436.8	418.3	403.1
투자자산	212.4	191.7	187.5	189.3	190.2
금융자산	201.4	175.8	175.2	175.5	175.6
유형자산	154.0	177.0	151.4	131.2	115.2
무형자산	6.5	6.1	5.9	5.7	5.6
기타비유동자산	73.4	92.1	92.0	92.1	92.1
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,290.0	1,403.8	1,525.9
유동부채	641.9	620.6	585.9	595.6	599.9
금융부채	508.3	495.8	481.7	482.4	482.6
매입채무	62.7	44.4	34.4	38.8	40.7
기타유동부채	70.9	80.4	69.8	74.4	76.6
비유동부채	110.0	81.5	75.3	78.0	79.2
금융부채	77.6	53.7	53.7	53.7	53.7
기타비유동부채	32.4	27.8	21.6	24.3	25.5
부채총계	751.8	702.1	661.2	673.6	679.1
지배주주지분	464.4	537.1	628.8	730.2	846.8
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
자본조정	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	(16.9)	(11.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
이익잉여금	420.6	487.7	579.4	680.8	797.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	628.8	730.2	846.8
순금융부채	494.9	296.6	201.0	125.4	17.2

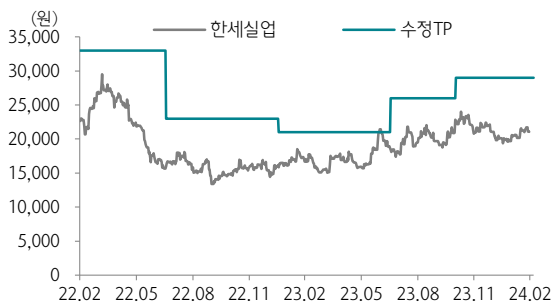
투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,684	2,141	2,783	3,025	3,407
BPS	12,051	13,868	16,161	18,696	21,612
CFPS	2,497	3,328	4,170	4,480	4,617
EBITDAPS	3,408	5,311	4,852	5,112	5,264
SPS	41,800	55,119	42,719	48,152	50,575
DPS	500	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	13.03	7.19	7.56	6.96	6.18
PBR	1.82	1.11	1.30	1.13	0.97
PCFR	8.79	4.63	5.05	4.70	4.56
EV/EBITDA	10.07	4.30	4.31	3.72	3.10
PSR	0.53	0.28	0.49	0.44	0.42
재무비율(%)					
ROE	15.21	17.10	19.10	17.81	17.28
ROA	6.02	6.98	8.80	8.98	9.30
ROIC	14.67	20.92	23.70	23.71	25.68
부채비율	161.89	130.73	105.15	92.25	80.20
순부채비율	106.56	55.23	31.96	17.18	2.03
이자보상배율(배)	14.35	11.27	11.04	12.24	12.92

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(153.9)	196.7	81.5	109.9	134.5
당기순이익	67.3	85.6	111.3	121.0	136.3
조정	64.7	62.9	25.9	20.3	16.0
감가상각비	29.6	32.8	25.9	20.4	16.1
외환거래손익	1.7	(3.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(6.1)	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	39.5	33.0	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(285.9)	48.2	(55.7)	(31.4)	(17.8)
투자활동 현금흐름	(4.2)	(36.1)	12.7	(5.6)	(2.5)
투자자산감소(증가)	(71.4)	21.2	4.3	(1.9)	(0.8)
자본증가(감소)	(23.4)	(26.2)	0.0	0.0	0.0
기타	90.6	(31.1)	8.4	(3.7)	(1.7)
재무활동 현금흐름	81.3	(10.7)	(33.7)	(19.0)	(19.3)
금융부채증가(감소)	116.8	(36.4)	(14.1)	0.6	0.3
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.9)	45.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)
현금의 증감	(76.7)	149.8	93.3	72.5	106.9
Unlevered CFO	99.9	133.1	166.8	179.2	184.7
Free Cash Flow	(178.3)	169.3	81.5	109.9	134.5

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 한세실업



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.1	BUY	29,000		
23.7.18	BUY	26,000	-23.49%	-12.12%
23.1.17	BUY	21,000	-18.40%	2.14%
22.7.18	BUY	23,000	-31.36%	-21.30%
21.11.15	BUY	33,000	-30.81%	-10.61%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 2월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2024년 2월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.93%	5.61%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 28일