

한세실업 (105630/KS)

Gap 이 캐리 중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 25,000 원(유지)

현재주가: 21,500 원

상승여력: 16.3%

Analyst
형권훈kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

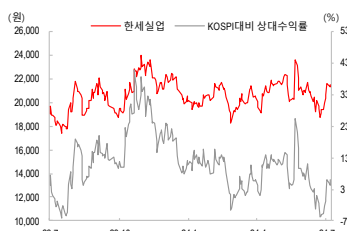
Company Data

발행주식수	4,000 만주
시가총액	860 십억원
주요주주	
한세에스24홀딩스(외8)	64.68%
국민연금공단	11.42%

Stock Data

주가(24/07/17)	21,500 원
KOSPI	2,843.29 pt
52주 최고가	24,000 원
52주 최저가	17,380 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 영업이익 시장 컨센서스 부합 추정

동사의 2 분기 실적은 매출액 4,435 억 원(+3.1% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 463 억 원(+4.3% YoY, OPM 10.4%)로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 추정한다. 전방 재고조정이 마무리됨에 따라 'Gap'과 마트바이어의 오더가 정상화되는 추세이며, 2분기 출하량 Q가 +17.0% YoY 증가한 것으로 추정한다. 다만 P는 원자재 가격 하락분이 반영되며 -15.5% YoY 감소한 것으로 추정한다. 영업이익률은 P 하락에도 Q 증가 효과와 강달러 효과(+4.5% 추정)로 전년 동기 수준을 기록한 것으로 본다.

하반기에 본격적인 실적 회복 구간 진입 전망

동사는 주요 고객의 재고 수준이 타 브랜드에 비해 매우 건전해 올해 오더의 정상화 국면이 지속될 것으로 전망한다. 3분기부터는 P의 하락 폭도 둔화돼 달러 매출이 3분기에 +5.5%, 4 분기에 +22.4% 기록할 것으로 전망한다. 바이어별로는 재고를 극단적으로 줄여 놓은 'Gap'향 출하가 1 분기에 이어 2 분기에도 +20% 증가해 상대적으로 강하다. 하반기에는 미국 의류 홀세일 채널의 재고조정이 마무리되어 'Carhartt'를 비롯한 일반 브랜드의 오더가 추가로 정상화될 전망이다. 다만 재고사이클을 넘어 수요의 상승 사이클을 전망하기는 이르다고 판단한다. 미국의 경기가 최근 실업률 둔화, 경기 서프라이즈 지수 하락 등 둔화 조짐을 보이고 있기 때문이다. 따라서 올해 재고 사이클에 따른 오더의 회복은 가능하겠으나, 수요 사이클로의 전환과 그에 따른 오더의 Organic 한 증가 여력에 대해서는 여전히 보수적인 관점을 유지한다.

주가 상승의 트리거가 될 모멘텀은 존재

업황과 실적의 업사이드에 대해서 보수적인 관점 하에 한세실업 투자 의견 '매수', 목표주가 25,000 원을 유지한다. 다만 향후 실적 추정치와 목표주가 상향의 트리거가 될 만한 모멘텀은 존재한다. 우선 최근 고객사인 Gap 의 브랜드 턴어라운드 시그널이 감지되고 있어 향후 Gap의 분기 실적과 가이드언스에 따라 동사의 실적 추정치 및 목표주가 상향 가능성이 있다. 또한 최근 시장에 반영되고 있는 미국의 경기 둔화 우려가 충분히 반영된 후, "기준금리 인하 → 경기 반등" 사이클로의 변곡점 진입 시 수요에 대한 전망치를 상향할 여지가 있다.

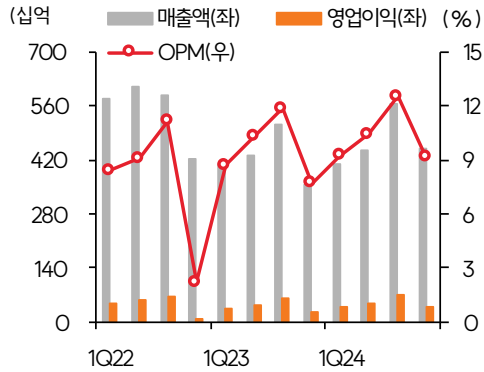
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,672	2,205	1,709	1,870	1,963	2,074
영업이익	십억원	107	180	168	197	186	208
순이익(지배주주)	십억원	67	86	112	145	139	156
EPS	원	1,684	2,141	2,801	3,637	3,476	3,900
PER	배	13.0	7.2	7.5	5.9	6.1	5.5
PBR	배	1.8	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	10.1	4.3	5.3	5.2	5.2	4.6
ROE	%	15.2	17.1	19.0	20.6	16.8	16.3

한세실업 실적추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	411	430	512	356	412	443	566	449	2,205	1,709	1,870	1,963
/YoY	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	3.1	10.5	26.2	31.9	-22.5	9.4	4.9
매출총이익	72	84	99	66	78	86	110	84	336	321	358	355
/GPM	17.5	19.5	19.4	18.5	18.9	19.3	19.5	18.7	15.3	18.8	19.1	18.1
영업이익	36	44	61	27	38.1	46.3	70.8	41.4	180	168	197	186
/OPM	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	10.4	12.5	9.2	8.1	9.8	10.5	9.5
KRW/USD	1,276	1,315	1,312	1,322	1,328	1,371	1,375	1,363	1,283	1,306	1,361	1,311
달러매출액	322	327	390	269	310	324	412	329	1,719	1,309	1,375	1,497
/YoY	-33.2	-32.5	-11.2	-13.7	-3.7	-1.1	5.5	22.4	17.7	-23.9	5.0	8.9
ASP(\$/m ²)	3.0	3.0	3.3	3.0	2.6	2.5	3.1	3.0	3.2	3.1	2.8	2.9
/YoY	4.6	-3.4	-7.9	-11.8	-12.5	-15.5	-3.3	0.0	13.6	-3.3	-7.9	2.3
출하량(백만 m ²)	109	109	120	90	120	128	131	110	543	428	488	520
/YoY	-36.2	-30.1	-3.6	-2.1	10.0	17.0	9.0	22.4	3.6	-21.2	14.1	6.5

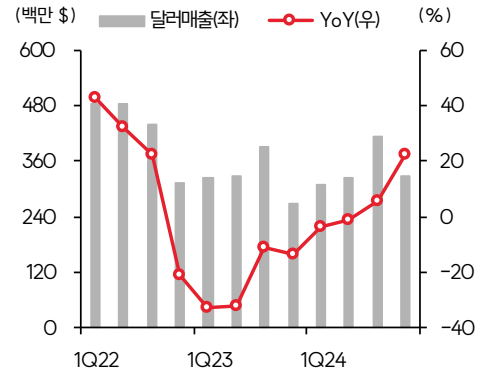
자료: 전자공시시스템, OTEXA, SK 증권 추정

한세실업 분기실적 추이 및 추정치



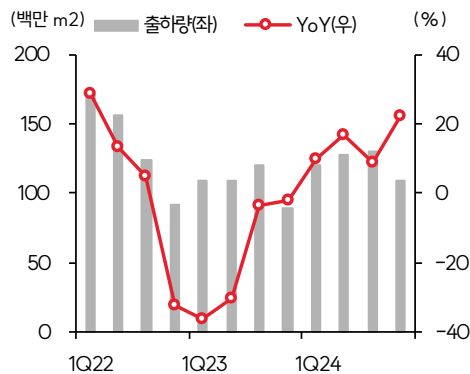
자료: 전자공시시스템, SK 증권

한세실업 분기실적 추이 및 추정치



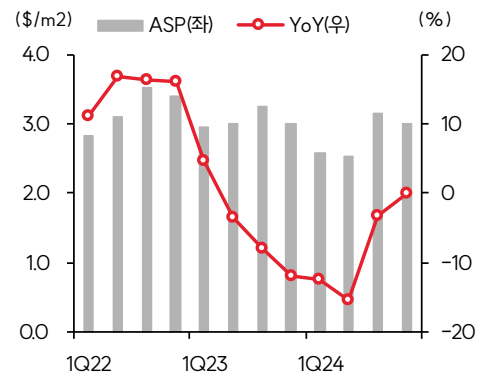
자료: 전자공시시스템, SK 증권

한세실업 분기별 출하량 추이 및 추정치



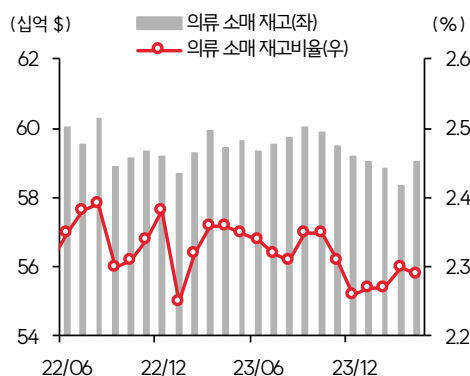
자료: SK 증권 추정

한세실업 분기별 출하량 추이 및 추정치



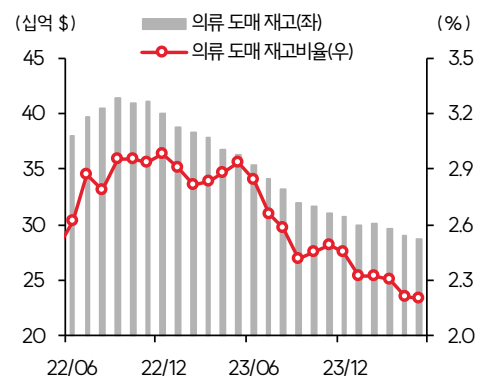
자료: SK 증권 추정

미국 의류 소매 재고 추이



자료: FRED, SK 증권

미국 의류 도매 재고 추이



자료: FRED, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772	679	730	741	799
현금및현금성자산	173	72	62	55	83
매출채권 및 기타채권	179	181	199	208	220
재고자산	309	259	283	297	314
비유동자산	467	558	680	735	843
장기금융자산	180	203	262	251	327
유형자산	177	218	278	343	373
무형자산	6	11	11	11	10
자산총계	1,239	1,237	1,410	1,476	1,642
유동부채	621	500	545	509	537
단기금융부채	496	380	416	374	395
매입채무 및 기타채무	55	60	66	69	73
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	82	93	95	78	80
장기금융부채	54	64	63	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	702	594	640	587	617
지배주주지분	537	644	770	889	1,025
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	704	824	960
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	770	889	1,025
부채와자본총계	1,239	1,237	1,410	1,476	1,642

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	197	190	108	118	133
당기순이익(손실)	86	112	145	139	156
비현금성항목등	48	61	34	35	41
유형자산감가상각비	32	31	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	15	29	34	35	41
운전자본감소(증가)	48	41	-32	-18	-22
매출채권및기타채권의감소(증가)	58	-6	-17	-10	-12
재고자산의감소(증가)	83	46	-24	-14	-17
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	5	6	3	4
기타	-11	-63	-82	-78	-88
법인세납부	-26	-38	-42	-40	-45
투자활동현금흐름	-36	-150	-188	-34	-182
금융자산의감소(증가)	-5	-82	-72	18	-76
유형자산의감소(증가)	-26	-43	-60	-65	-30
무형자산의감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타	-5	-25	-56	12	-77
재무활동현금흐름	-11	-141	15	-79	2
단기금융부채의증가(감소)	0	0	36	-42	21
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	-10	-7	28
기초현금	21	173	72	62	55
기말현금	173	72	62	55	83
FCF	171	147	48	53	103

자료 : 한세실업, SK증권 추정

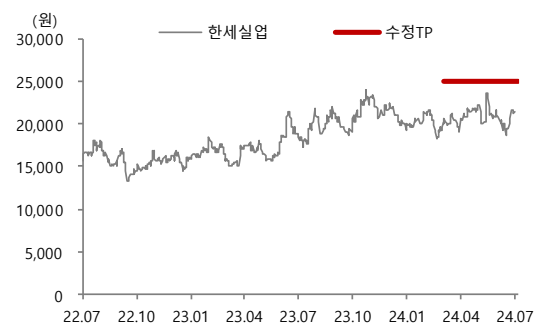
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,205	1,709	1,870	1,963	2,074
매출원가	1,868	1,388	1,512	1,608	1,688
매출총이익	336	321	358	355	386
매출총이익률(%)	15.3	18.8	19.1	18.1	18.6
판매비와 관리비	157	153	161	169	178
영업이익	180	168	197	186	208
영업이익률(%)	8.1	9.8	10.5	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	188	179	201
세전계속사업이익률(%)	5.9	8.2	10.0	9.1	9.7
계속사업법인세	45	29	42	40	45
계속사업이익	86	112	145	139	156
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	145	139	156
순이익률(%)	3.9	6.6	7.8	7.1	7.5
지배주주	86	112	145	139	156
지배주주귀속 순이익률(%)	3.9	6.6	7.8	7.1	7.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	92	123	145	139	156
지배주주	92	123	145	139	156
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	212	200	197	187	208

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	31.9	-22.5	9.4	4.9	5.7
영업이익	68.3	-6.3	16.8	-5.2	11.7
세전계속사업이익	32.6	8.0	33.2	-4.4	12.2
EBITDA	55.8	-5.9	-1.5	-5.2	11.7
EPS	27.2	30.8	29.9	-4.4	12.2
수익성 (%)					
ROA	7.0	9.0	11.0	9.6	10.0
ROE	17.1	19.0	20.6	16.8	16.3
EBITDA마진	9.6	11.7	10.5	9.5	10.1
안정성 (%)					
유동비율	124.4	135.7	133.8	145.6	148.9
부채비율	130.7	92.2	83.2	66.1	60.2
순차입금/자기자본	55.2	35.0	33.3	23.7	19.9
EBITDA/이자비용(배)	13.3	7.5	30.3	29.5	34.4
배당성향	22.9	17.6	13.5	14.2	12.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,141	2,801	3,637	3,476	3,900
BPS	13,868	16,450	19,595	22,579	25,987
CFPS	2,962	3,593	3,647	3,484	3,907
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	7.5	5.9	6.1	5.5
PBR	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
PCR	5.2	5.9	5.8	6.1	5.5
EV/EBITDA	4.3	5.3	5.2	5.2	4.6
배당수익률	3.2	2.4	2.6	2.6	2.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.03.19	매수	25,000원	6개월		
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 07월 18일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------