

한세실업 (105630)

회복이 쉽지만 않네

2024년 8월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	26,000 원 (하향)
✓ 상승여력	42.6%	✓ 현재주가 (8월 13일)	18,230 원

신한생각 불황형 소비 지속, 더딘 업황 회복

매출단에서 회복 기미 있긴 하지만, 회복의 강도나 속도 아쉬움. 미국 의류 재고는 2023년 고점 대비 지속 하향되고 있으나 최근 공급 늘면서 재고 소진 속도가 더뎠. 미국 소비의 질이 좋지 않음을 반증. 가성비 있는 저가 브랜드 중심 수주 증가 중. 긴 호흡으로 접근 필요

2Q24 Review: 아쉬움 남는 실적

2Q24 연결매출 4,480억원(+4% YoY), 영업이익 425억원(-4% YoY, 영업이익률 9.5%)으로 당사 추정이익(483억원)을 10% 이상 하회. 달러 매출은 -1% YoY이지만, 환 효과로 매출 (+)성장. 다만 전년동기 영업이익률을 유지하지 못함(-0.8pt)

평균 수주 단가 하락세가 2Q24에도 지속되었던 것으로 파악. 원단 가격 하락에 따른 영향. 하지만 최근 원단가격 재상승 구간에 있어 하반기에는 제품 가격 전가 가능할 것으로 예상. 작년 수주단가 급상승에 따른 피로도도 감안할 필요 높음

미국 바이어들 가운데 GAP이나 Old Navy 등의 가성비 저가 브랜드 주문량은 소폭씩 증가. 작년 말부터 거래 개시한 디스스포츠도 신규 바이어로서 주문량 의미있게 늘어날 전망. 반면 칼하트 등 일부 브랜드들이 수주 지연을 예고하면서 3Q24~4Q24 실적 눈높이를 낮춰야할 것으로 판단

Valuation & Risk

2024~2025년 연간 추정치 10% 내외 하향. FW12개월 기준 목표 P/E 레벨은 9배로 국내 유사 기업 동일 가정(기존 가정 유지). 추정치 하향으로 목표주가도 26,000원으로 하향 제시

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	2,204.8	179.6	85.6	7.2	17.1	1.1	4.3	3.2
2023	1,708.8	168.2	112.0	7.5	19.0	1.3	5.3	2.4
2024F	1,785.4	173.2	111.0	6.6	16.0	1.0	4.1	2.7
2025F	1,912.5	189.3	139.0	5.2	17.3	0.8	3.4	2.7
2026F	2,056.0	213.3	157.3	4.6	16.8	0.7	2.6	2.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[섭유/의복]

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

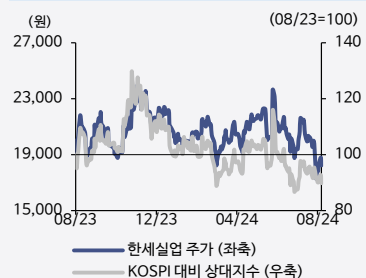
시가총액	729.2십억원
발행주식수(유동비율)	40.0백만주(32.7%)
52주 최고가/최저가	24,000 원/17,310 원
일평균 거래액 (60 일)	3,587 백만원
외국인 지분율	6.4%

주요주주 (%)

한세에스 24홀딩스 외 8 인	64.7
국민연금공단	11.4

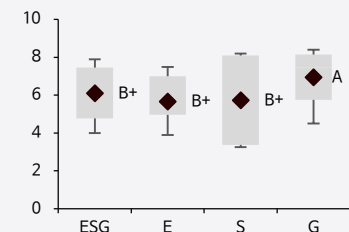
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(15.6)	(15.2)	(10.2)	(11.5)
상대	(8.0)	(11.8)	(11.2)	(9.9)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



한세실업 2Q24 실적 Review

(억원, %)	2Q24	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	4,480	4,302	4.1	4,118	8.8	4,516	(0.8)	4,517	(0.8)
영업이익	425	444	(4.1)	381	11.7	483	(11.9)	474	(10.2)
지배주주순이익	223	293	(23.8)	181	23.5	317	(29.6)	312	(28.5)

자료: 신한투자증권

한세실업 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	4,108	4,302	5,120	3,557	4,118	4,480	5,356	3,900	17,088	17,854	19,125
% YoY	(29.3)	(29.6)	(13.0)	(16.2)	0.2	4.1	4.6	9.7	(22.5)	4.5	7.1
영업이익	359	444	606	273	381	425	616	309	1,682	1,732	1,893
% of sales	(26.7)	(20.2)	(7.5)	189.6	6.1	(4.1)	1.6	13.2	(6.3)	2.9	9.3
% YoY	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	11.5	7.9	9.8	9.7	9.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한세실업 연간 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	17,854	19,125	18,583	20,289	(3.9)	(5.7)	18,507	19,744
영업이익	1,732	1,893	1,914	2,130	(9.5)	(11.1)	1,877	2,019
순이익	1,110	1,390	1,343	1,479	(17.3)	(6.0)	1,291	1,420

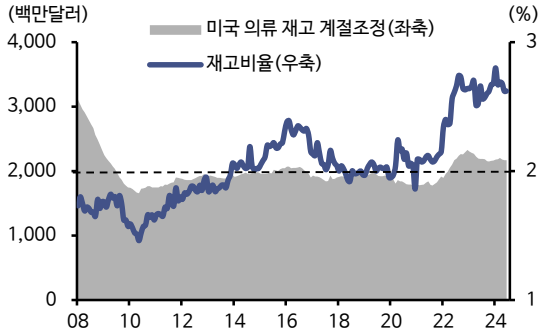
자료: 신한투자증권

한세실업 목표주가 산정

구분	비고
FW12개월 지배주주지분 포함 추정 EPS (원)	3,125
Target P/E (배)	9
목표주가 (원)	26,000

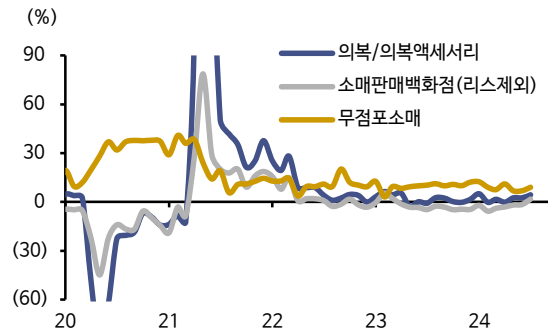
자료: 신한투자증권

미국 의류 재고액과 재고비율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 소매 판매 증감률 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 OEM기업 컨센서스 및 밸류에이션

(백만달러, %, 배)		ECLAT	MAKALOT	YUE YUEN	SHENZHO	영원무역	한세실업	화승 엔터프라이즈
시가총액		4,160	2,758	2,654	12,024	1,235	531	358
매출액	23	988	1,041	7,890	3,526	2,760	1,308	929
	24F	1,113	1,113	8,168	4,024	2,366	1,335	1,089
	25F	1,267	1,242	8,708	4,555	2,401	1,431	1,205
영업이익	23	210	155	390	585	488	129	10
	24F	236	172	492	845	272	135	48
	25F	279	199	554	1,007	325	145	67
순이익	23	166	128	275	644	395	86	(20)
	24F	196	136	358	781	221	95	31
	25F	224	154	386	912	263	105	46
EBITDA	23	238	173	798	793	560	153	64
	24F	270	193	902	1,060	352	159	103
	25F	310	220	935	1,217	407	168	122
EPS 성장률	23	(23.8)	13.6	(7.4)	(0.3)	(23.5)	30.6	(163.0)
	24F	17.9	7.9	28.4	21.5	(41.4)	9.2	253.3
	25F	14.1	11.9	11.9	17.5	13.3	9.9	50.5
PER	23	20.0	16.0	7.6	25.5	3.1	7.1	-
	24F	21.2	19.8	7.5	15.4	5.2	5.5	11.6
	25F	18.6	17.7	6.7	13.1	4.6	5.0	7.7
PBR	23	5.4	3.7	0.5	3.8	0.7	1.1	1.0
	24F	5.0	5.6	0.6	2.4	0.5	1.0	1.0
	25F	4.5	5.3	0.6	2.2	0.4	0.8	0.9
ROE	23	29.3	24.2	7.2	15.6	26.8	17.1	(1.9)
	24F	23.9	29.1	8.1	16.1	9.5	18.9	8.4
	25F	25.4	31.9	8.6	17.4	9.9	17.8	12.4

자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 2024년 8월 13일 기준

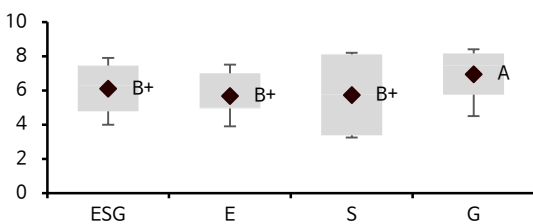
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 2050년 탄소중립을 위해 태양광 설비 구축, REC 활용, 자체 스마트팩토리 시스템 적용 등으로 탄소 배출 감축 노력
- ◆ 2019년부터 친환경 원단 주문으로 발생한 순이익의 10%를 환경, 패션 분야의 NGO 및 기술벤처 대상으로 투자
- ◆ 정기적인 주주총회를 통해 이사를 선임하고, 2022년 정기주주총회에서는 지속가능위원회를 설치해 ESG 측면도 고려

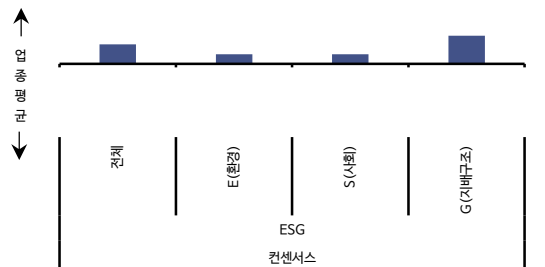
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

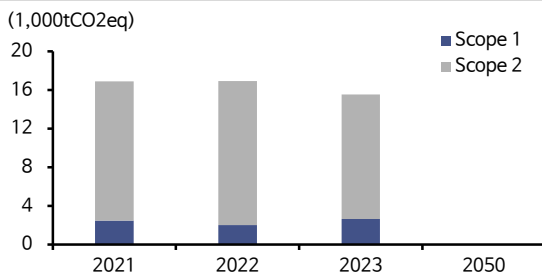
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

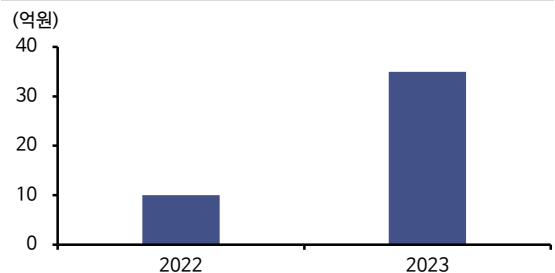
Key Chart

온실가스 배출량: 2022년 대비 2023년 2.5% 감축



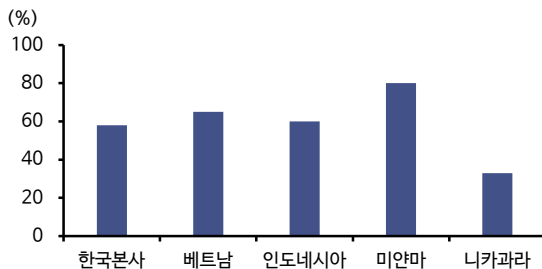
자료: 한세실업, 신한투자증권

친환경 소재 제품 생산금액 추이



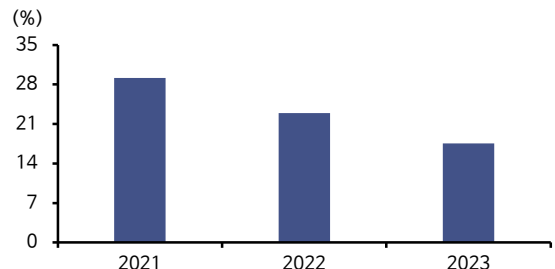
자료: 한세실업, 신한투자증권

임직원의 다양성 및 포용성 확대: 여성 관리자 비율



자료: 한세실업, 신한투자증권

주주환원: 배당성향 추이



자료: 한세실업, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,239.2	1,237.2	1,333.8	1,499.0	1,659.7
유동자산	772.3	679.1	783.9	938.0	1,092.1
현금및현금성자산	173.1	71.9	155.0	273.2	386.6
매출채권	175.6	178.2	186.2	199.4	214.4
재고자산	309.0	259.0	270.6	289.9	311.6
비유동자산	466.9	558.2	549.9	561.0	567.6
유형자산	177.0	218.2	210.3	219.4	223.2
무형자산	6.1	11.3	9.2	8.5	8.2
투자자산	196.0	232.1	233.7	236.5	239.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	702.1	593.6	593.8	629.7	652.7
유동부채	620.6	500.5	495.4	535.2	555.7
단기차입금	476.8	362.4	352.4	382.4	392.4
매입채무	44.4	48.6	50.7	54.4	58.4
유동성장기부채	12.6	6.5	5.5	5.5	5.0
비유동부채	81.5	93.1	98.4	94.6	97.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	53.7	64.0	68.0	62.0	62.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	537.1	643.7	740.0	869.3	1,007.0
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타자본	(17.8)	(14.7)	(14.7)	(14.7)	(14.7)
기타포괄이익누계액	(11.4)	1.2	6.2	16.2	16.2
이익잉여금	487.7	578.6	669.9	789.2	926.9
지배주주지분	537.1	643.7	740.0	869.3	1,007.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	549.5	443.7	437.1	462.0	472.4
*순차입금(순현금)	296.6	225.5	134.9	39.8	(65.1)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	196.7	190.0	158.0	157.5	152.9
당기순이익	85.6	112.0	111.0	139.0	157.3
유형자산상각비	32.4	31.3	36.8	38.9	39.2
무형자산상각비	0.5	0.4	2.1	0.7	0.3
외화환산손실(이익)	(3.4)	(0.3)	10.0	(10.0)	(29.8)
자산변분손실(이익)	0.1	(0.3)	14.1	14.1	14.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.5	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
운전차분변동	48.2	41.3	(15.8)	(25.0)	(27.9)
(법인세납부)	(26.2)	(38.5)	(27.7)	(34.8)	(39.3)
기타	59.0	44.4	27.8	34.9	39.3
투자활동으로인한현금흐름	(36.1)	(150.3)	(36.4)	(32.2)	(17.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(27.4)	(44.0)	(24.0)	(38.0)	(43.0)
유형자산의감소	1.3	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(0.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	23.6	(109.6)	(1.4)	(2.5)	(2.8)
기타	(33.6)	3.0	(11.0)	8.3	27.9
FCF	274.1	175.9	138.3	127.8	138.6
재무활동으로인한현금흐름	(10.7)	(141.3)	(26.2)	5.1	(9.3)
차입금의 증가(감소)	22.4	(112.0)	(6.5)	24.8	10.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(19.6)	(19.6)	(19.7)	(19.7)	(19.7)
기타	(13.5)	(9.7)	0.0	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	(12.3)	(12.3)	(12.3)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	2.0	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	151.8	(101.2)	83.1	118.2	113.4
기초현금	21.3	173.1	71.9	155.0	273.2
기말현금	173.1	71.9	155.0	273.2	386.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

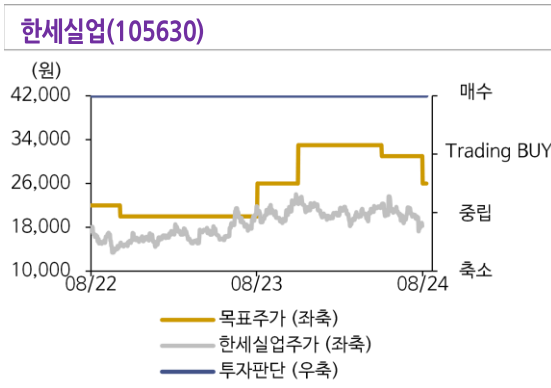
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,204.8	1,708.8	1,785.4	1,912.5	2,056.0
증감률 (%)	31.9	(22.5)	4.5	7.1	7.5
매출원가	1,868.5	1,388.0	1,455.1	1,556.8	1,685.9
매출총이익	336.3	320.8	330.3	355.7	370.1
매출총이익률 (%)	15.3	18.8	18.5	18.6	18.0
판매관리비	156.7	152.6	157.1	166.4	156.7
영업이익	179.6	168.2	173.2	189.3	213.3
증감률 (%)	68.3	(6.3)	2.9	9.3	12.7
영업이익률 (%)	8.1	9.8	9.7	9.9	10.4
영업외손익	(49.2)	(27.3)	(34.4)	(15.6)	(16.6)
금융손익	(9.3)	(16.7)	(22.6)	(13.7)	(9.6)
기타영업외손익	(39.4)	(10.9)	(12.1)	(2.2)	(7.3)
중속 및 관계기업관련손익	(0.5)	0.3	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	130.4	140.9	138.7	173.8	196.7
법인세비용	44.8	28.9	27.7	34.8	39.3
계속사업이익	85.6	112.0	111.0	139.0	157.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	85.6	112.0	111.0	139.0	157.3
증감률 (%)	27.2	30.8	(0.9)	25.2	13.2
순이익률 (%)	3.9	6.6	6.2	7.3	7.7
(지배주주)당기순이익	85.6	112.0	111.0	139.0	157.3
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	92.3	123.1	116.0	149.0	157.3
(지배주주)총포괄이익	92.3	123.1	116.0	149.0	157.3
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	212.4	199.9	212.1	229.0	252.8
증감률 (%)	55.8	(5.9)	6.1	7.9	10.4
EBITDA 이익률 (%)	9.6	11.7	11.9	12.0	12.3

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	2,141	2,801	2,775	3,475	3,934
EPS (지배순이익, 원)	2,141	2,801	2,775	3,475	3,934
BPS (자본총계, 원)	13,427	16,092	18,500	21,733	25,174
BPS (지배지분, 원)	13,427	16,092	18,500	21,733	25,174
DPS (원)	500	500	500	500	500
PER (당기순이익, 배)	7.2	7.5	6.6	5.2	4.6
PER (지배순이익, 배)	7.2	7.5	6.6	5.2	4.6
PBR (자본총계, 배)	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	4.3	5.3	4.1	3.4	2.6
배당성향 (%)	22.9	17.6	17.7	14.2	12.5
배당수익률 (%)	3.2	2.4	2.7	2.7	2.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.6	11.7	11.9	12.0	12.3
영업이익률 (%)	8.1	9.8	9.7	9.9	10.4
순이익률 (%)	3.9	6.6	6.2	7.3	7.7
ROA (%)	7.0	9.0	8.6	9.8	10.0
ROE (지배순이익, %)	17.1	19.0	16.0	17.3	16.8
ROIC (%)	18.7	23.8	24.2	25.6	27.3
안정성					
부채비율 (%)	130.7	92.2	80.2	72.4	64.8
순차입금비율 (%)	55.2	35.0	18.2	4.6	(6.5)
현금비율 (%)	27.9	14.4	31.3	51.0	69.6
이자보상배율 (배)	11.3	6.3	7.3	7.8	8.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.7	4.7	5.1	5.2	5.2
재고자산회수기간 (일)	57.7	60.7	54.1	53.5	53.4
매출채권회수기간 (일)	36.4	37.8	37.2	36.8	36.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 07월 11일	매수	22,000	(27.5)	(17.7)
2022년 10월 18일	매수	20,000	(19.6)	(7.5)
2023년 04월 19일		6개월경과	(10.0)	9.0
2023년 08월 16일	매수	26,000	(20.3)	(7.7)
2023년 11월 14일	매수	33,000	(36.9)	(28.6)
2024년 05월 15일		6개월경과	-	-
2024년 05월 16일	매수	31,000	(34.5)	(23.9)
2024년 08월 14일	매수	26,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 한세실업을 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 12일 기준)

매수 (매수)	93.77%	Trading BUY (중립)	4.67%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------