



한세실업 (105630)

2Q24 Review : 바이어도 해석이 어려운 매크로

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(하향): 26,000원

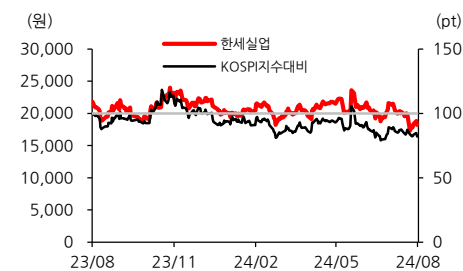
현재 주가(8/13)	18,230원
상승여력	▲42.6%
시가총액	7,292억원
발행주식수	40,000천주
52 주 최고가 / 최저가	24,000 / 17,310원
90 일 일평균 거래대금	34.25억원
외국인 지분율	6.4%
주주 구성	
한세에스 24 홀딩스 (외 10 인)	64.7%
국민연금공단 (외 1 인)	11.4%
자사주 (외 1 인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.6	-15.2	-10.9	-10.2
상대수익률(KOSPI)	-7.4	-11.3	-9.8	-11.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,205	1,709	1,795	1,924
영업이익	180	168	179	217
EBITDA	212	200	210	248
지배주주순이익	86	112	114	151
EPS	2,141	2,801	2,902	3,829
순차입금	339	349	201	93
PER	7.2	7.5	6.3	4.8
PBR	1.1	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA	4.5	6.0	4.4	3.3
배당수익률	3.2	2.4	3.3	3.8
ROE	17.1	19.0	16.5	18.8

주가 추이



2Q24 Review

한세실업은 2Q24 매출액 4,480억원(+4.1% YoY), 영업이익 425억원 (-4.1% YoY)를 기록해 매출액은 시장 기대치에 대체로 부합하였으나, 영업이익은 -10% 하회하는 실적을 기록했다. 달러기준 매출액은 전년 수준을 기록하였는 데, 수주 수량은 전년대비 약 15% 증가하는 모습이었으나, 주요 원재료인 면화 가격 하향 안정화 및 저가 중심의 수주 증가로 수주 단가가 하락한 영향이다. 면화 가격 하락은 동사의 원단 사업 수익성에도 부정적인 영향을 미쳐 매출원가율은 전년대비 +1.3%p 증가하는 모습이었다.

바이어도 헛갈리는 상황

미국 경기 침체에 대한 우려가 형성되고 있다. 시장에서도 의견은 분분하다. 최근 지표 부진이 경기 침체로 진입하는 시그널인 지, 일시적인 지표 부진으로 디스인플레이션으로 향하는 것인 지 해석이 갈리고 있다. 바이어들 역시 해석에 어려움을 겪고 있는 것 보인다. 이에 바이어들은 여전히 보수적인 발주 전략을 취하고 있는 것으로 파악되며, 발주 수량을 늘리고 있는 바이어 조차 저가SKU 중심으로 발주를 늘리고 있다. 이 같은 매크로 환경 하에서 3Q24 수주에 대한 눈높이는 전년 수준으로 낮출 필요가 있겠다. 다만, 최근 매크로 흐름이 경기 침체 진입보다는 디스인플레이션으로 가는 과정 하에서 나타나는 일시적 침체 가능성이 있다고 판단되기에 그 추이를 지켜볼 필요가 있다.

어려운 환경임에도 동사의 펀더멘털 강화 작업은 지속되고 있다. 최근 동사는 공사를 통해 과테말라 인프라 투자 확대를 밝혔다. 기존 24년까지 1억달러 투자에서 26년까지 1.7억달러 투자로 그 계획이 확대된 것으로 25년 하반기부터 해당 시설이 가동될 것으로 전망되며, 과테말라 사이트 가동에 힘입어 고단가의 액티브웨어에 대한 수주 비중이 늘어날 수 있을 전망이다. 지난해 1%에 불과했던 액티브웨어의 수주 비중이 올해는 msd 수준으로 확대될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 2.6만원 하향

한세실업에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 실적 전망치 하향을 반영하여 목표주가는 기존 2.7만원에서 2.6만원으로 소폭 하향한다.

[표1] 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액(원화)	411	430	512	356	412	448	535	400	1,709	1,795	1,924
YoY	-29%	-30%	-13%	-16%	0%	4%	5%	12%	-22%	5%	7%
매출액(달러)	322	327	391	269	310	327	391	296	1,309	1,324	1,447
YoY	-33%	-32%	-11%	-13%	-4%	0%	0%	10%	-24%	1%	9%
매출총이익	72	84	99	66	78	82	96	78	321	334	372
GPM	17%	20%	19%	18%	19%	18%	18%	20%	-5%	4%	12%
판매관리비	36	40	39	38	40	39	39	37	153	155	155
영업이익	36	44	61	27	38	43	57	41	168	179	217
OPM	9%	10%	12%	8%	9%	9%	11%	10%	10%	10%	11%
YoY	-27%	-20%	-7%	189%	6%	-4%	-6%	50%	-6%	6%	22%

자료: 한화투자증권 리서치센터

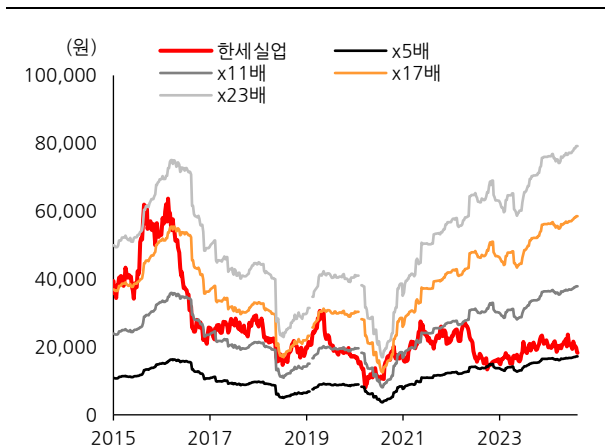
[표2] 한세실업 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
지배순이익	1,143	
Target P/E	9	
적정 시가총액	10,287	
발행주식수	39,239	자사주 제외
적정가치	26,216	

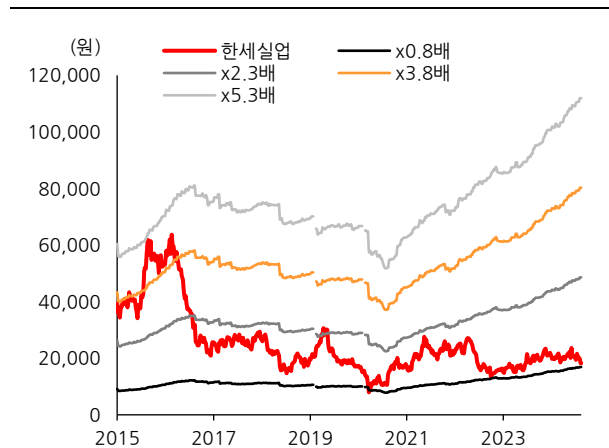
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한세실업 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한세실업 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,672	2,205	1,709	1,795	1,924
매출총이익	253	336	321	334	372
영업이익	107	180	168	179	217
EBITDA	136	212	200	210	248
순이자손익	0	-6	-16	7	9
외화관련손익	-20	-30	0	-5	0
지분법손익	6	-1	0	0	0
세전계속사업손익	98	130	141	155	207
당기순이익	67	86	112	115	151
지배주주순이익	67	86	112	114	151
증가율(%)					
매출액	35.0	31.9	-22.5	5.0	7.2
영업이익	78.4	68.3	-6.3	6.2	21.5
EBITDA	90.1	55.8	-5.9	4.9	18.2
순이익	58.7	27.2	30.8	2.4	31.5
이익률(%)					
매출총이익률	15.1	15.3	18.8	18.6	19.3
영업이익률	6.4	8.1	9.8	10.0	11.3
EBITDA 이익률	8.2	9.6	11.7	11.7	12.9
세전이익률	5.9	5.9	8.2	8.6	10.7
순이익률	4.0	3.9	6.6	6.4	7.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-154	197	190	166	164
당기순이익	67	86	112	115	151
자산상각비	30	33	32	31	31
운전자본증감	-286	48	41	15	-19
매출채권 감소(증가)	-117	58	-6	59	-8
재고자산 감소(증가)	-172	83	46	-10	-15
매입채무 증가(감소)	17	-15	5	-11	4
투자현금흐름	-4	-36	-150	-19	-32
유형자산처분(취득)	-23	-26	-43	-38	-32
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	30	-5	-82	22	0
재무현금흐름	81	-11	-141	-24	-74
차입금의 증가(감소)	101	9	-122	-44	-50
자본의 증가(감소)	-20	-20	-20	-20	-24
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20	-24
총현금흐름	100	133	173	149	183
(-)운전자본증감(감소)	124	-151	27	-22	19
(-)설비투자	24	27	44	38	32
(+)자산매각	1	1	0	0	0
Free Cash Flow	-48	258	103	132	132
(-)기타투자	172	108	-43	9	0
잉여현금	-220	150	146	123	132
NOPLAT	73	118	134	132	158
(+) Dep	30	33	32	31	31
(-)운전자본투자	124	-151	27	-22	19
(-)Capex	24	27	44	38	32
OpFCF	-46	275	95	147	138

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	770	772	679	780	861
현금성자산	48	211	95	211	269
매출채권	267	179	181	149	157
재고자산	389	309	259	270	285
비유동자산	446	467	558	549	551
투자자산	286	284	329	304	304
유형자산	154	177	218	233	235
무형자산	7	6	11	12	12
자산총계	1,216	1,239	1,237	1,329	1,411
유동부채	642	621	500	465	419
매입채무	85	64	72	72	76
유동성이자부채	508	496	380	337	287
비유동부채	110	82	93	106	107
비유동이자부채	78	54	64	75	75
부채총계	752	702	594	571	526
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	421	488	579	673	800
자본조정	-35	-29	-14	-14	-14
자기주식	-18	-18	-14	-14	-14
자본총계	464	537	644	758	886

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,684	2,141	2,801	2,902	3,829
BPS	11,610	13,427	16,092	18,458	21,637
DPS	500	500	500	600	700
CFPS	2,497	3,329	4,325	3,727	4,569
ROA(%)	6.0	7.0	9.0	8.9	11.0
ROE(%)	15.2	17.1	19.0	16.5	18.8
ROIC(%)	10.1	16.0	18.4	17.3	20.7
Multiples(x, %)					
PER	13.0	7.2	7.5	6.3	4.8
PBR	1.9	1.1	1.3	1.0	0.8
PSR	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
PCR	8.8	4.6	4.9	4.9	4.0
EV/EBITDA	10.4	4.5	6.0	4.4	3.3
배당수익률	2.3	3.2	2.4	3.3	3.8
안정성(%)					
부채비율	161.9	130.7	92.2	75.3	59.4
Net debt/Equity	115.8	63.1	54.2	26.5	10.5
Net debt/EBITDA	394.5	159.5	174.5	95.8	37.5
유동비율	120.0	124.4	135.7	167.8	205.6
이자보상배율(배)	14.3	11.3	6.3	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	70.3	58.2	64.5	59.5	57.6
현금+투자자산	29.7	41.8	35.5	40.5	42.4
자본구조(%)					
차입금	55.8	50.6	40.8	35.2	29.0
자기자본	44.2	49.4	59.2	64.8	71.0

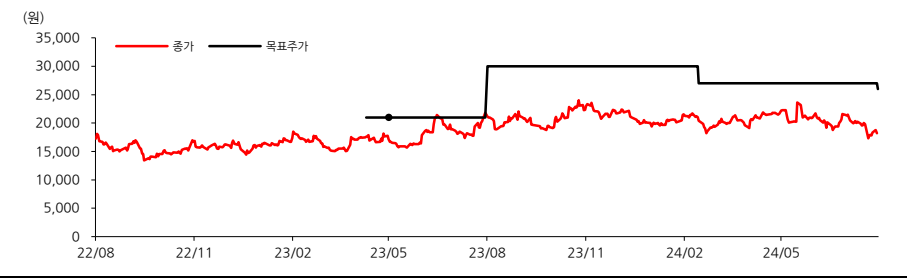
[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 8월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한세실업 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2023.04.25	2023.04.25	2023.05.16	2023.08.16	2023.11.01
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	21,000	21,000	30,000	30,000
일시	2023.11.14	2024.02.29	2024.05.31	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	27,000	27,000	27,000	27,000	26,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.25	Buy	21,000	-14.18	3.81
2023.08.16	Buy	30,000	-30.15	-20.00
2024.02.29	Buy	27,000	-24.53	-12.59
2024.08.14	Buy	26,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%