

한세실업  
(105630)

유정현

junghyun.yu@daishin.co

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

32,000

유지

현재주가

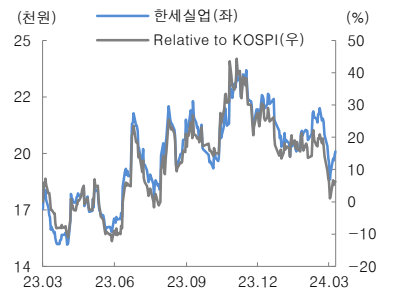
19,590

(24.03.14)

섬유의복업종

KOSPI	2718.76
시가총액	784십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	24,000원 / 15,060원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	6.75%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 9 인 64.68% 국민연금공단 10.97%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.7	-9.7	-11.2	18.9
상대수익률	-12.0	-15.5	-15.9	2.7



저단가 수주 지향으로  
매출 보다 이익이 크게 증가

- 저가 수주 지향으로 1분기 달러 기준 매출 2% 성장 전망
- 고가 제품 mix 개선으로 1분기 영업이익 14% 증가 전망
- GAP 재고는 코로나 전 보다 낮음. 하반기 수주 증가율 더 높아질 듯

투자 의견 BUY와 목표주가 32,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 32,000원(2024년 P/E 8배) 유지

최근 주요 고객사인 GAP과 Target이 호실적 기록. 그리고 올해 양호한 실적 전망 등을 언급하며 전방 산업의 분위기는 완전한 회복세를 보이고 있음. 이에 비해 동사의 상반기 수주 성장률이 1분기 2%, 2분기 7%(yoy, 달러 기준)로 다소 완만할 것으로 예상. 그 이유는 동사가 고단가 제품으로 mix 개선에 주력하며 수익성 향상에 초점을 맞추고 있기 때문. 동사의 제1 고객사인 GAP의 재고 수준은 코로나 직전이었던 4Q20FY(19.11~20.1) 보다 더 낮은 상태. 미국 소비가 양호하지 않다면 동사의 고단가 수주 전략은 실효가 없을 수도 있으나 현 상황은 매출 15% 성장, 고마진 수주로 제품 mix 개편이라는 동사의 전략이 크게 효과를 보기에 좋은 상황. 게다가 전년 보다 높은 환율은 상반기 내낸 마진 개선에 호재로 작용할 전망

1Q24 Preview: 저단가 수주 지향으로 매출 보다 이익이 크게 증가

1분기 매출액과 영업이익은 각각 4,333억원(+5%, yoy), 407억원(+14%, yoy) 예상. 달러 기준 매출 증가율은 yoy +2% 전망. 매출이 24년 1분기부터 (+) 성장 국면에 진입한 것으로 추정. 예상보다 매출 성장률이 낮은 것은 동사가 단가가 낮은 일부 마트와 브랜드 고객사 수주를 예전처럼 받지 않고 있기 때문. 1분기 평균 원/달러 환율은 yoy 3% 상승하여 원화 기준 매출 성장률은 5%를 기록할 전망

매출이 1분기에 다소 완만하게 증가하는 대신 저단가 제품 수주를 지향함에 따라 고단가 수주 중심의 제품 mix 개선과 환율 상승 효과로 영업이익률이 yoy 70bps 개선된 9.4%, 영업이익은 yoy 14% 증가할 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24(F)				2Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	411	356	455	433	5.5	21.8	432	462	7.4	6.6
영업이익	36	27	41	41	13.5	49.0	37	49	11.2	21.1
순이익	24	18	34	33	38.6	79.9	28	38	30.6	15.1

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,709	1,939	2,032
영업이익	107	180	168	193	207
세전순이익	98	130	140	198	210
총당기순이익	67	86	111	155	164
지배지분순이익	67	86	112	155	164
EPS	1,684	2,141	2,790	3,875	4,101
PER	13.0	7.2	7.9	5.7	5.4
BPS	11,610	13,427	15,820	19,265	22,818
PBR	1.9	1.1	1.2	1.0	0.9
ROE	15.2	17.1	19.1	22.1	19.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,709	1,938	1,709	1,939	0.0	0.0
영업이익	168	193	168	193	0.0	0.0
지배지분순이익	112	155	112	155	0.0	0.0
영업이익률	9.8	10.0	9.8	10.0		
순이익률	6.5	8.0	6.5	8.0		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

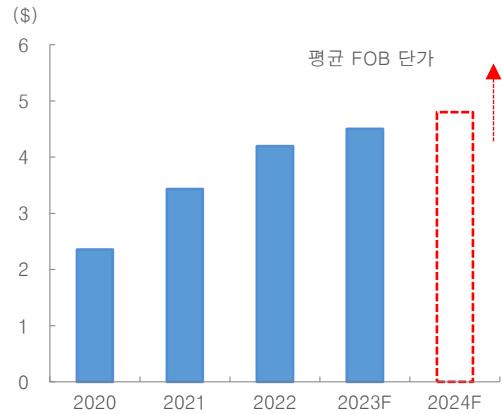
(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	411	430	512	356	433	462	597	446	1,709	1,939	2,032
USD	322	327	390	269	328	350	468	350	1,309	1,497	1,626
영업이익	36	44	61	27	41	49	71	33	168	193	207
영업이익률	8.7	10.3	11.8	7.7	9.4	10.7	11.8	7.3	9.8	10.0	10.2
YoY											
매출액	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	5.5	7.4	16.6	25.5	-22.5	13.5	4.8
USD	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	2.0	7.0	20.0	30.0	-23.9	14.4	8.6
영업이익	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	13.5	11.4	16.4	19.2	-6.3	14.9	7.3

주: K-IFRS 연결기준

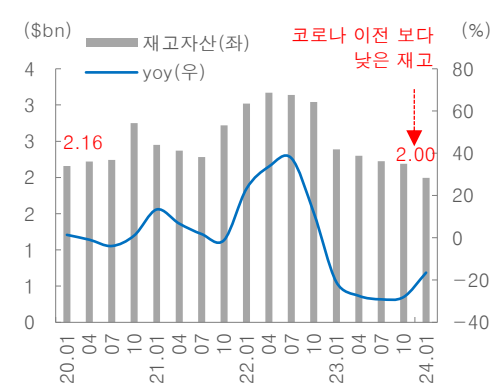
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 FOB 단가 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. GAP 재고 자산 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

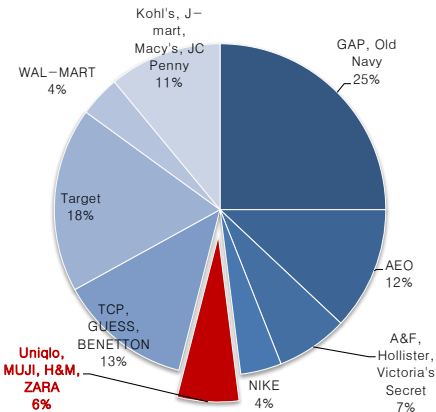
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,389억원, 부채 5,941억원, 자본 6,449억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 미국 소매경기, 주요 고객사 실적 개선 여부 등

주: 자산 규모는 2023년 12월 말 기준  
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

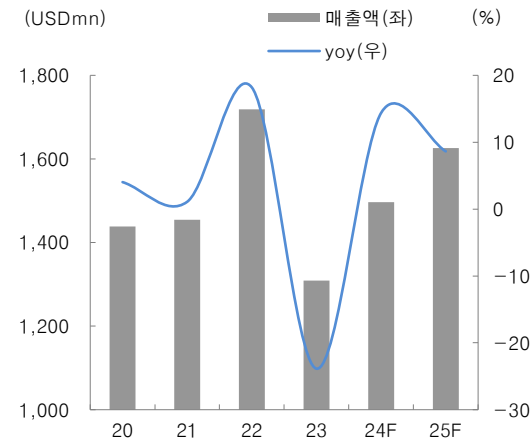
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

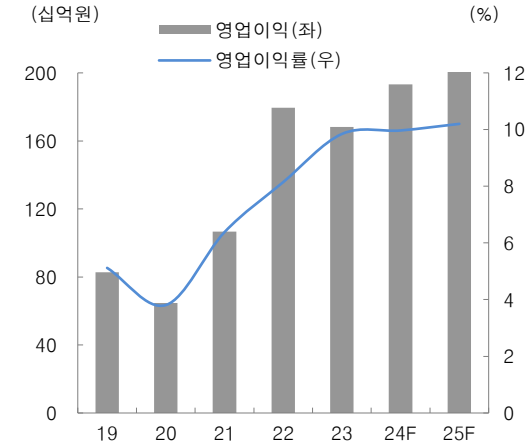
2. Earnings Driver

한세실업 주주액(yoy)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

한세실업 영업이익(율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,709	1,939	2,032
매출원가	1,419	1,868	1,388	1,586	1,646
매출총이익	253	336	321	353	386
판매비와관리비	146	157	153	160	179
영업이익	107	180	168	193	207
영업이익률	6.4	8.1	9.8	10.0	10.2
EBITDA	136	212	196	221	235
영업외손익	-8	-49	-28	5	3
관계기업손익	6	-1	-25	-1	-1
금융수익	6	7	7	7	7
외환관련이익	29	106	73	73	73
금융비용	-7	-16	-5	-4	-7
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-13	-39	-5	3	3
법인세비용차감전순손익	98	130	140	198	210
법인세비용	-31	-45	-29	-44	-46
계속사업순손익	67	86	111	155	164
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	67	86	111	155	164
당기순이익률	4.0	3.9	6.5	8.0	8.1
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	67	86	112	155	164
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	63	92	118	161	170
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	63	92	118	162	171

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	1,684	2,141	2,790	3,875	4,101
PER	130	7.2	7.9	5.7	5.4
BPS	11,610	13,427	15,820	19,265	22,818
PBR	1.9	1.1	1.2	1.0	0.9
EBITDAPS	3,408	5,311	4,904	5,519	5,864
EV/EBITDA	10.1	4.3	4.6	3.8	3.3
SPS	41,800	55,119	42,719	48,474	50,811
PSR	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
CFPS	2,497	3,328	5,454	6,869	7,215
DPS	500	500	500	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-1.5	31.9	-22.5	13.5	4.8
영업이익 증가율	64.5	68.3	-6.3	14.8	7.3
순이익 증가율	160.7	27.2	30.0	38.9	5.8
수익성					
ROIC	12.2	17.9	24.9	30.6	32.2
ROA	9.5	14.6	13.1	14.0	14.0
ROE	15.2	17.1	19.1	22.1	19.5
안정성					
부채비율	161.9	130.7	109.0	85.9	67.4
순차입금비율	106.6	55.2	18.3	6.5	-0.2
이자보상배율	14.3	11.3	33.0	47.0	31.2

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	770	772	831	894	893
현금및현금성자산	21	173	341	354	333
매출채권 및 기타채권	267	179	139	157	164
재고자산	389	309	239	272	285
기타유동자산	93	112	112	112	112
비유동자산	446	467	492	539	635
유형자산	154	177	175	174	173
관계기업투자금	11	16	12	7	3
기타비유동자산	281	274	305	357	459
자산총계	1,216	1,239	1,323	1,433	1,528
유동부채	642	621	614	545	497
매입채무 및 기타채무	85	64	54	59	61
차입금	489	477	465	372	298
유동성채무	15	13	11	10	8
기타유동부채	54	67	83	104	130
비유동부채	110	82	76	117	118
차입금	70	31	30	70	70
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	40	50	46	47	48
부채총계	752	702	690	662	615
자배지분	464	537	633	771	913
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	421	488	580	715	855
기타지분변동	-35	-29	-26	-23	-21
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	464	537	633	771	913
순차입금	495	297	116	50	-2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-154	197	211	109	145
당기순이익	0	0	111	155	164
비현금항목의 가감	33	47	107	120	125
감가상각비	30	33	28	28	27
외환손익	2	-3	34	34	34
지분법평가손익	-6	1	1	1	1
기타	7	18	45	58	64
자산부채의 증감	-286	48	21	-124	-97
기타현금흐름	99	101	-27	-41	-46
투자활동 현금흐름	-4	-36	-37	-49	-85
투자자산	30	24	-2	-14	-50
유형자산	-23	-26	-26	-26	-26
기타	-11	-34	-9	-9	-9
재무활동 현금흐름	81	-11	-48	-88	-113
단기차입금	0	0	-12	-93	-74
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	107	22	-1	40	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-20	-20	-20	-24
기타	-6	-14	-15	-15	-15
현금의 증감	-75	152	168	13	-21
기초 현금	97	21	173	341	354
기말 현금	21	173	341	354	333
NOPLAT	73	118	134	151	162
FCF	78	123	134	151	162

[Compliance Notice]

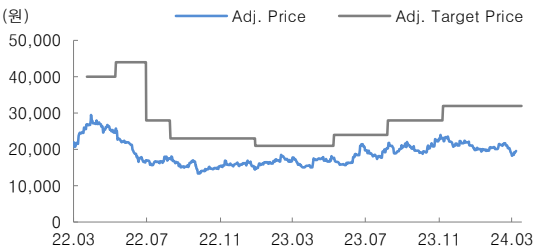
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한세실업(105630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.03.15	23.11.13	23.08.13	23.05.15	23.01.04	22.08.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	28,000	24,000	21,000	23,000
과리율(평균%)		(34.65)	(26.05)	(24.57)	(20.98)	(32.21)
과리율(최대/최소%)		(26.41)	(14.29)	(10.63)	(11.86)	(21.30)
제시일자	22.07.06	22.05.16	22.03.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	28,000	44,000	40,000			
과리율(평균%)	(40.40)	(54.20)	(33.65)			
과리율(최대/최소%)	(35.71)	(43.07)	(26.25)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240313)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.3%	9.7%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상