

한세실업 (105630)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

21,000

하향

현재주가

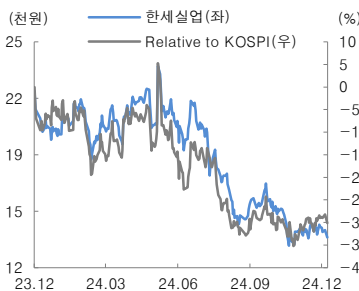
13,750

(25.01.02)

섬유의복업종

KOSPI	2398.94
시가총액	550십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	23,600원 / 13,260원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	4.74%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 8 인 64.68% 국민연금공단 10.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	-12.4	-29.3	-33.3
상대수익률	1.5	-6.5	-18.1	-25.7



원가율 상승으로 매출 증가 불구 이익 감소 전망

- 4분기 수주 회복 시작, 매출 증가 전환 추정
- 4분기에도 원가율 상승하며 마진 하락 전망
- 미국 새정부 출범 후 정책 변화에 따른 소비 전망 확인 후 접근 필요

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 21,000원으로 하향(-13%)

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 21,000원(2025년 예상 P/E 7배)으로 하향. 목표주가 하향은 25년 실적 하향 조정에 따른 것

2024년 4분기부터 매출 증가세로 전환 추정. 미국 트럼프 행정부 출범 후 정책 변화가 예상됨에 따라 고객사의 마진에 대해 보수적 분위기 견지되나 환율이 이를 어느 정도 상쇄해줄 것으로 예상됨

동사는 관세 부과 영향의 불확실성이 해소되는 시점에서 고환율의 긍정적 효과가 크게 나타날 것으로 예상되며 관세 부과 우려는 상반기 중에 해소될 가능성이 높다고 판단

4Q24 Preview: 원가율 상승으로 매출 증가 불구 이익 감소 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,034억원(+13%, yoy), 254억원(-7%, yoy)으로 전망. 달러 기준 매출액 yoy +7% 성장 추정. 4분기 수주는 가격은 전년 수준과 유사, 수량이 high single% 성장한 것으로 파악. 여기에 원/달러 환율이 yoy 6% 상승함에 따라 원화 기준 매출 두 자릿 수 증가한 것으로 추정됨. 주요 고객사 오더는 대체로 양호. GAP형 매출의 안정적 성장 가운데 Aero Postale, Carhartt 수주가 크게 증가한 것으로 파악. 또한 저렴한 가격의 의류 소비자 증가하는 가운데 마트 바이어들 수주도 큰 폭으로 증가한 것으로 보임

영업이익은 7% 감소한 254억원으로 예상. 마진이 낮은 마트 바이어 비중이 높아지고 고객사들의 트럼프 행정부 출범에 따른 관세 부과 우려로 OEM 업계가 수주 단가 협상에서 어려움을 겪으면서 원가율 상승 지속. 이에 따라 고환율의 우호적 상황에서도 영업이익률은 하락한 것으로 추정

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)						1Q25	
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	356	534	389	403	13.4	-24.4	376	460	11.6	13.9
영업이익	27	45	30	25	-7.0	-43.8	25	39	2.6	53.7
순이익	19	36	26	23	21.2	-35.8	25	28	55.7	22.8

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,205	1,709	1,797	1,982	2,052
영업이익	180	168	151	166	177
세전순이익	130	141	126	154	166
총당기순이익	86	112	99	120	130
지배지분순이익	86	112	99	121	130
EPS	2,141	2,801	2,469	3,017	3,250
PER	7.2	7.9	5.7	4.7	4.4
BPS	13,427	16,092	18,035	20,564	23,223
PBR	1.1	1.3	0.8	0.7	0.6
ROE	17.1	19.0	14.5	15.6	14.8

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	1,783	1,916	1,797	1,982	0.8	3.4
영업이익	156	170	151	166	-3.2	-2.4
지배지분순이익	118	139	99	121	-16.5	-13.5
영업이익률	8.8	8.9	8.4	8.4		
순이익률	6.6	7.3	5.5	6.1		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

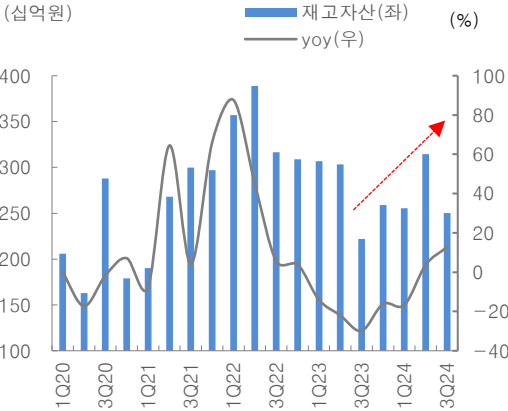
(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	411	430	512	356	412	448	534	403	1,709	1,797	1,982
USD	322	327	390	269	310	327	393	288	1,309	1,318	1,427
영업이익	36	44	61	27	38	43	45	25	168	151	166
영업이익률	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	8.5	6.3	9.8	8.4	8.4
YoY											
매출액	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	4.3	13.4	-22.5	5.2	10.3
USD	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.7	-0.1	0.7	7.0	-23.9	0.7	8.3
영업이익	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.2	-4.1	-25.4	-7.0	-6.3	-10.1	10.0

주: K-IFRS 연결기준

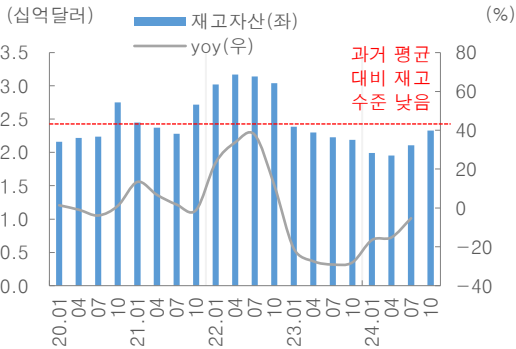
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 재고자산 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. GAP 재고 자산 추이



자료: GAP, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

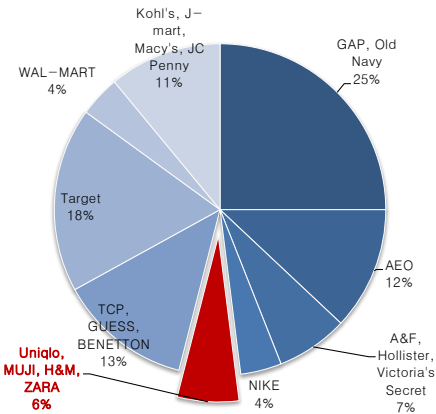
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠펜케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,389억원, 부채 5,941억원, 자본 6,449억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

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

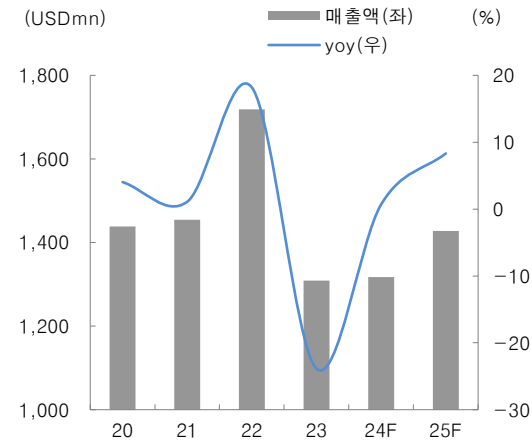
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

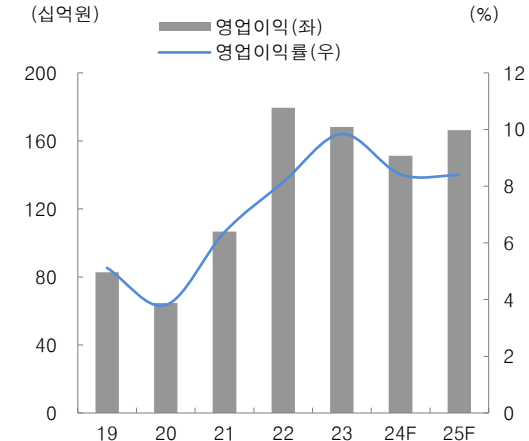
2. Earnings Driver

한세실업 주주액(yoy)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

한세실업 영업이익(율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,205	1,709	1,797	1,982	2,052
매출원가	1,868	1,388	1,483	1,650	1,707
매출총이익	336	321	314	333	345
판매비와관리비	157	153	163	166	168
영업이익	180	168	151	166	177
영업이익률	8.1	9.8	8.4	8.4	8.6
EBITDA	212	200	182	200	212
영업외손익	-49	-27	-25	-12	-11
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	10	10	10	10
외환관련이익	106	59	46	46	46
금융비용	-16	-27	-3	-5	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-39	-11	-32	-17	-17
법인세비용차감전순손익	130	141	126	154	166
법인세비용	-45	-29	-28	-34	-37
계속사업순손익	86	112	99	120	130
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	99	120	130
당기순이익률	3.9	6.6	5.5	6.1	6.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	112	99	121	130
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	92	123	110	132	141
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	92	123	110	132	141

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,141	2,801	2,469	3,017	3,250
PER	7.2	7.5	5.7	4.7	4.4
BPS	13,427	16,092	18,035	20,564	23,223
PBR	1.1	1.3	0.8	0.7	0.6
EBITDAPS	5,311	4,998	4,550	4,989	5,309
EV/EBITDA	4.3	5.3	4.1	3.6	3.1
SPS	55,119	42,719	44,927	49,559	51,294
PSR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	3,329	4,325	4,519	5,333	5,653
DPS	500	500	500	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	31.9	-22.5	5.2	10.3	3.5
영업이익 증가율	68.3	-6.3	-10.1	10.0	6.5
순이익 증가율	27.2	30.8	-12.1	22.2	7.7
수익성					
ROIC	17.9	22.6	19.3	19.7	19.6
ROA	14.6	13.6	12.1	12.9	13.0
ROE	17.1	19.0	14.5	15.6	14.8
안정성					
부채비율	130.7	92.2	75.7	60.6	50.5
순차입금비율	55.2	35.0	27.8	20.6	11.2
이자보상배율	11.3	6.3	44.3	30.3	39.9

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	772	679	685	716	773
현금및현금성자산	173	72	55	38	77
매출채권 및 기타채권	179	181	191	211	218
재고자산	309	259	272	300	311
기타유동자산	112	167	167	167	167
비유동자산	467	558	583	605	625
유형자산	177	218	231	241	249
관계기업투자금	16	29	42	55	68
기타비유동자산	274	311	310	309	308
자산총계	1,239	1,237	1,268	1,321	1,398
유동부채	621	500	425	376	345
매입채무 및 기타채무	64	72	74	79	81
차입금	477	362	290	232	186
유동성채무	13	7	3	2	1
기타유동부채	67	60	58	63	77
비유동부채	82	93	121	123	124
차입금	31	44	70	70	70
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	50	50	51	53	54
부채총계	702	594	546	498	469
자배지분	537	644	721	823	929
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	488	579	658	759	865
기타지분변동	-29	-14	-15	-15	-15
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	721	823	929
순차입금	297	226	200	170	104

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	197	190	136	139	176
당기순이익	86	112	99	120	130
비현금항목의 가감	48	61	82	93	96
감가상각비	33	32	31	33	35
외환손익	-3	0	1	1	1
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	18	30	51	59	61
자산부채의 증감	48	41	-23	-45	-19
기타현금흐름	101	88	-21	-29	-31
투자활동 현금흐름	-36	-150	-68	-68	-68
투자자산	24	-110	-13	-13	-13
유형자산	-26	-43	-43	-43	-43
기타	-34	2	-12	-12	-12
재무활동 현금흐름	-11	-141	-78	-89	-80
단기차입금	0	0	-72	-58	-46
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	22	-112	26	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-20	-20	-20	-20	-24
기타	-14	-10	-13	-11	-10
현금의 증감	152	-101	-17	-17	39
기초 현금	21	173	72	55	38
기말 현금	173	72	55	38	77
NOPLAT	118	134	118	130	138
FCF	123	121	105	119	129

[Compliance Notice]

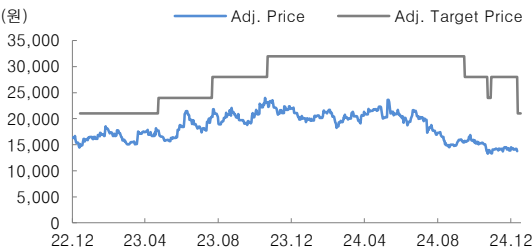
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.01.03	24.11.20	24.11.14	24.10.07	24.05.13	23.11.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	21,000	24,000	24,000	28,000	32,000	32,000
과리율(평균%)		(49.52)	(43.40)	(45.12)	(41.10)	(34.90)
과리율(최대/최소%)		(48.11)	(41.92)	(39.86)	(26.25)	(26.41)
제시일자	23.08.13	23.05.15	23.01.04			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	28,000	24,000	21,000			
과리율(평균%)	(26.05)	(24.57)	(20.98)			
과리율(최대/최소%)	(14.29)	(10.63)	(11.86)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균%)						
과리율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241230)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	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