

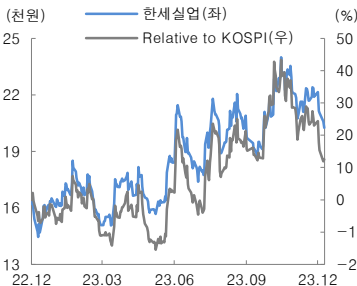
한세실업
(105630)

유정현 junghyun.yu@daishin.com
정한솔 hansol.jung@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 32,000
유지
현재주가 20,250
(24.01.03)
섬유·복합재업종

KOSPI	2607.31
시가총액	810십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	24,000원 / 14,450원
120일 평균거래대금	35억원
외국인지분율	7.08%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 9 인 64.68% 국민연금공단 10.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	2.8	-2.9	40.1
상대수익률	-7.1	-2.8	-3.1	19.3



2024년 상저하고 회복 예상

- 4분기 일부 비용, 성과급 등 반영으로 당사 손익 추정치 하회 예상
- 글로벌 의류 OEM 업계는 지난 해에 이어 올해도 상저하고 회복 전망
- 24년 1분기 달러 기준 매출 성장률 +7% 전망

투자 의견 BUY와 목표주가 32,000원 유지

투자 의견 BUY와 목표주가 32,000원(2024년 P/E 8.5배) 유지

2023년 연간 수주 성장률은 -24%를 기록한 것으로 파악. 상반기 -33%, 하반기 -12%(yoy)로 하반기로 갈수록 개선 추세를 보였음. 다만 peer 기업의 지난해 상하반기 수주도 성장률 차이는 있었지만 동사와 비슷한 상저하고 흐름을 보임. 2024년에도 비슷한 흐름이 지속될 것으로 전망. 아직 전방 소비가 강하게 살아나지 않아 고객사들의 re-stocking이 시작되었음에도 불구하고 동사 수주의 (+) 성장 반전에는 시간이 걸렸던 것으로 보임

이러한 전방 업황을 고려하더라도 2024년 1분기 수주 성장률은 +7%(달러 기준)로 예상됨. 글로벌 의류 OEM 업황은 강도의 차이가 있지만 예상대로 회복 중. 올해 중기적으로 동사의 주가 방향은 두 자리 수 수주 회복과, 구조적 마진 개선 지속 여부 등을 확인하며 상승세가 지속될 것으로 전망되며, 단기적으로는 2024년 1분기 전년대비 높은 환율과 수주 회복으로 양호한 흐름 예상

4Q23 Preview: 당사 기존 추정치 보다 다소 낮은 성장률 전망

4분기 매출액과 영업이익은 각각 3,636억원(-14%, yoy), 174억원(+85%, yoy)으로 전망. 4분기 달러 기준 매출 성장률은 당사의 기존 전망치 -8%에 비해 다소 낮은 -12%로 파악. 고객사들의 보수적인 재고 정책으로 예상 보다 선적이 많이 지연되면서 성장률에 차이가 생긴 것으로 보임. 매출 성장률이 낮아진데다 전년도 4분기에 없었던 성과급이 이번 4분기에는 지급(약 20억원)됨에 따라 영업이익은 174억원을 기록한 것으로 추정됨. 4분기 성과급 요인을 제거한 영업이익률은 5.5%로 코로나 이전 4분기 마진 3~4%대에 비해 개선

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)				1Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	425	512	377	364	-14.4	-29.0	428	455	10.6	25.0
영업이익	9	61	28	17	84.8	-71.2	24	41	15.3	137.1
순이익	0	40	24	16	4,119.4	-59.9	16	33	38.7	26.3

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,717	1,947	2,040
영업이익	107	180	158	187	205
세전순이익	98	130	154	192	207
총당기순이익	67	86	119	148	160
지배지분순이익	67	86	119	148	160
EPS	1,684	2,141	2,986	3,712	4,010
PER	13.0	7.2	7.0	5.5	5.1
BPS	11,610	13,427	16,016	19,299	22,760
PBR	1.9	1.1	1.3	1.0	0.9
ROE	15.2	17.1	20.3	21.0	19.1

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,730	1,967	1,717	1,947	-0.8	-1.0
영업이익	169	197	158	187	-6.1	-5.0
지배지분순이익	127	156	119	148	-6.2	-4.9
영업이익률	9.7	10.0	9.2	9.6		
순이익률	7.3	7.9	6.9	7.6		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

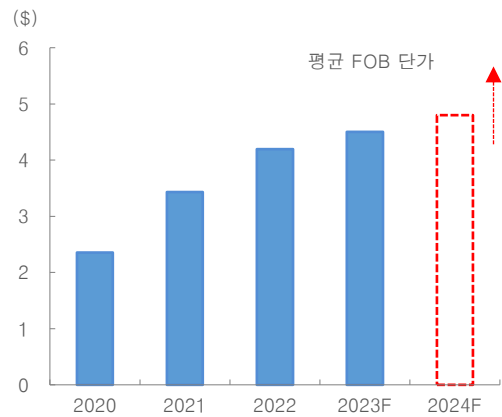
표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	581	611	588	425	411	430	512	364	2,205	1,717	1,947
USD	482	484	439	313	322	327	390	275	1,719	1,315	1,502
영업이익	49	56	66	9	36	44	61	17	180	158	187
영업이익률	8.4	9.1	11.1	2.2	8.7	10.3	11.8	4.8	8.1	9.2	9.6
YoY											
매출액	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-29.6	-13.0	-14.4	31.9	-22.1	13.4
USD	43.1	32.0	22.3	-20.0	-33.3	-32.4	-11.1	-12.0	18.2	-23.5	14.3
영업이익	66.1	80.5	265.9	-66.9	-26.7	-20.2	-7.5	84.8	68.3	-11.8	18.0

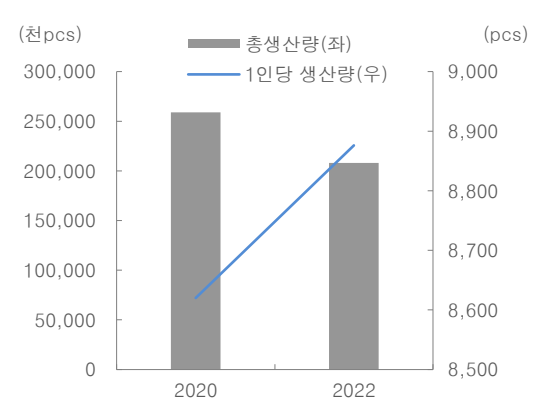
주: K-IFRS 연결기준, 브랜드(한세엠케이)는 2020년 4분기부터 연결 실적에서 제외. 2021 매출액 및 영업이익 증가율은 자회사 실적 제외하고 산출
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 FOB 단가 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. 한세실업 1인당 생산성 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

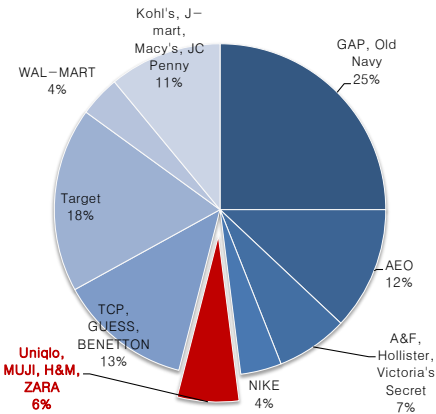
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠키키를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,094억원, 부채 5,883억원, 자본 6,211억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

주가 변동요인

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

주: 자산 규모는 2023년 9월 말 기준
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

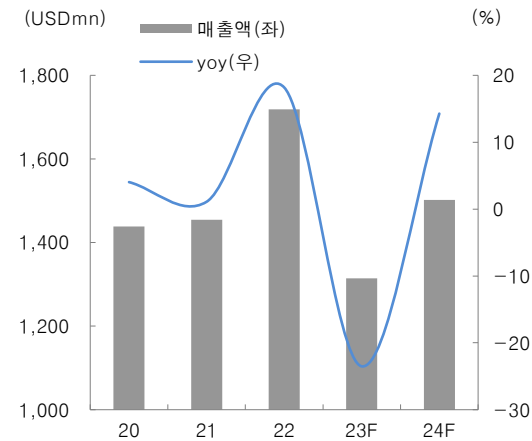
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

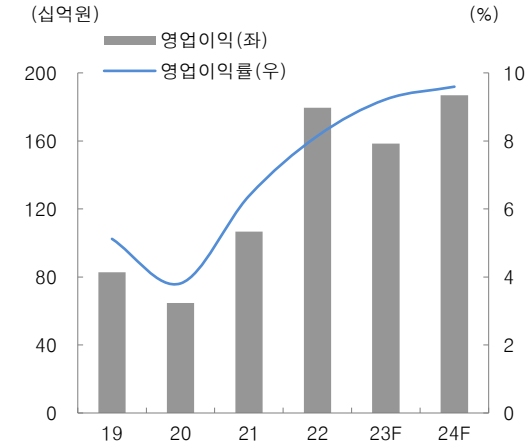
2. Earnings Driver

한세실업 주주액(yoy)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

한세실업 영업이익(율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,717	1,947	2,040
매출원가	1,419	1,868	1,401	1,602	1,656
매출총이익	253	336	316	346	384
판매비와관리비	146	157	158	159	179
영업이익	107	180	158	187	205
영업이익률	6.4	8.1	9.2	9.6	10.0
EBITDA	136	212	186	214	232
영업외손익	-8	-49	-4	5	3
관계기업손익	6	-1	-1	-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	154	192	207
법인세비용	-31	-45	-35	-44	-47
계속사업순손익	67	86	119	148	160
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	67	86	119	148	160
당기순이익률	4.0	3.9	6.9	7.6	7.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	67	86	119	148	160
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	63	92	126	155	167
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	63	92	126	155	167

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,684	2,141	2,986	3,712	4,010
PER	130	7.2	7.0	5.5	5.1
BPS	11,610	13,427	16,016	19,299	22,760
PBR	1.9	1.1	1.3	1.0	0.9
EBITDAPS	3,408	5,311	4,657	5,360	5,800
EV/EBITDA	10.1	4.3	4.9	4.0	3.5
SPS	41,800	55,119	42,917	48,687	50,989
PSR	0.5	0.3	0.5	0.4	0.4
CFPS	2,497	3,328	5,807	6,710	7,151
DPS	500	500	500	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-1.5	31.9	-22.1	13.4	4.7
영업이익 증가율	64.5	68.3	-11.8	18.0	9.6
순이익 증가율	160.7	27.2	39.2	24.3	8.0
수익성					
ROIC	12.2	17.9	22.7	29.2	31.4
ROA	9.5	14.6	12.3	13.5	13.8
ROE	15.2	17.1	20.3	21.0	19.1
안정성					
부채비율	161.9	130.7	107.7	85.8	67.6
순차입금비율	106.6	55.2	17.1	6.5	0.2
이자보상배율	14.3	11.3	31.0	45.5	30.9

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	770	772	839	895	891
현금및현금성자산	21	173	347	354	329
매출채권 및 기타채권	267	179	139	157	164
재고자산	389	309	241	273	286
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	1,331	1,434	1,526
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	641	772	910
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	421	488	588	716	853
기타지분변동	-35	-29	-26	-23	-21
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	464	537	641	772	910
순차입금	495	297	109	51	2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-154	197	218	103	142
당기순이익	0	0	119	148	160
비현금항목의 가감	33	47	113	120	126
감가상각비	30	33	28	28	27
외환손익	2	-3	34	34	34
지분법평가손익	-6	1	1	1	1
기타	7	18	51	59	65
자산부채의 증감	-286	48	19	-124	-97
기타현금흐름	99	101	-34	-41	-47
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	174	6	-25
기초 현금	97	21	173	347	354
기말 현금	21	173	347	354	329
NOPLAT	73	118	122	144	158
FCF	78	123	123	144	158

[Compliance Notice]

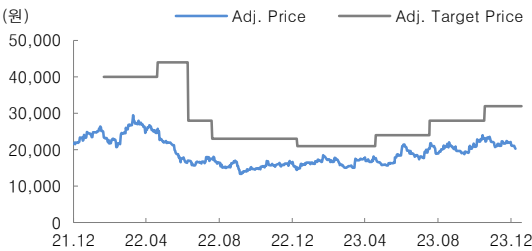
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.01.05	23.12.19	23.12.02	23.11.20	23.11.13	23.10.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000	28,000
과리율(평균%)		(31.56)	(31.10)	(30.44)	(28.75)	(25.90)
과리율(최대/최소%)		(26.41)	(26.41)	(26.41)	(27.03)	(14.29)
제시일자	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.06.19	23.05.15	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	28,000	28,000	24,000	24,000	24,000	21,000
과리율(평균%)	(27.44)	(27.10)	(24.57)	(30.19)	(31.91)	(20.98)
과리율(최대/최소%)	(21.25)	(21.25)	(10.63)	(21.83)	(25.50)	(11.86)
제시일자	23.04.03	23.02.15	23.01.04	22.11.14	22.11.05	22.09.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	21,000	21,000	21,000	23,000	23,000	23,000
과리율(평균%)	(21.13)	(21.75)	(22.64)	(32.21)	(33.16)	(33.19)
과리율(최대/최소%)	(11.86)	(11.86)	(17.62)	(21.30)	(21.30)	(21.30)
제시일자	22.08.15	22.07.06	22.06.02	22.05.16	22.03.29	22.02.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	23,000	28,000	44,000	44,000	40,000	40,000
과리율(평균%)	(30.30)	(40.40)	(54.20)	(48.11)	(37.31)	(41.79)
과리율(최대/최소%)	(21.30)	(35.71)	(43.07)	(43.07)	(26.25)	(32.88)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	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