

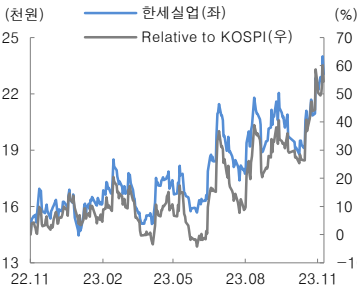
한세실업
(105630)

유정현 junghyun.yu@daishin.com
정한솔 hansoljung@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 32,000
상향
현재주가 23,050
(23.11.10)
섬유훈복업종

KOSPI	2409.66
시가총액	922십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	24,000원 / 14,450원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	6.83%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 9 인 64.68% 국민연금공단 10.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.8	15.0	36.6	52.1
상대수익률	22.4	24.1	41.5	51.7



코로나 이후 체급이 달라졌다

- 3분기 역대 최고 영업이익률 11.8% 달성하며 서프라이즈 기록
- 동사의 “high return order 확대” 전략에 집중한 투자 추천
- 자체 노력으로 수익성 개선 성공. 구조적 체질 개선 시작

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 32,000원으로 14% 상향

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 32,000원(2024년 P/E 8배)으로 14% 상향. 목표주가 상향은 실적 상향 조정에 따른 것임

2023년 수주 성장률은 전년동기대비 상반기 -33%에서 3분기 -11%, 4분기도 기존 예상치 대비 낮은 -8% 예상(yoy). 올해까지 매출은 감소세가 지속될 전망이다. 2024년 고객사 re-stocking으로 +14% 성장 전망. 올해 실적에서 특이점은 동사가 매출 성장과 별개로 이익률 개선에 초점을 맞추면서 손익이 더 빠르게 개선되고 있다는 것. 동사의 “high return 오더 확대” 전략을 고려하여 매출 성장률 보다 손익 개선 흐름에 집중해서 투자할 것을 추천

3Q23 Review: 구조적 마진을 개선 지속된 3분기

3분기 매출액과 영업이익은 각각 5,120억원(-13%, yoy), 606억원(-7%, yoy) 기록. 전년도 3분기에 역대 최고 수준의 실적을 달성한 지저 부담으로 3분기 까지 매출이 마이너스 성장을 보였음에도 불구하고 이익률 상승으로 어닝 서프라이즈 기록. 판관비율은 yoy 110bps 상승했으나 고단가 우븐 제품 비중 상승, 저마진 마트 매출 비중 하락으로 평균 수주 단가가 상승하고, 베트남 현지 법인 비용 절감 효과가 나타나면서 원가율이 yoy 175bps 하락하며 영업이익률 개선. 올해 내내 마진 개선 추세 지속되었음

3분기는 성수기로 연중 가장 마진이 높은 분기이나 매출이 줄어드는 상황에서 11.8% 영업이익률을 기록한 것은 동사의 체력이 한단계 개선된 것으로 매우 긍정적임. 해외 현지법인 비용 효율화로 수주 증가 시 수익성 대폭 개선 가능성 매우 큼

(단위: 십억원, %)

구분	3Q22	2Q23	3Q23		4Q23					
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	588	430	496	512	-13.0	19.0	497	377	-11.2	-26.4
영업이익	66	44	50	61	-7.5	36.7	52	28	193.5	-54.3
순이익	29	29	39	40	35.0	35.3	38	34	8,994.6	-13.0

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,730	1,967	2,058
영업이익	107	180	169	197	203
세전순이익	98	130	165	202	206
총당기순이익	67	86	127	156	159
지배지분순이익	67	86	127	156	159
EPS	1,684	2,141	3,185	3,903	3,977
PER	13.0	7.2	6.6	5.4	5.3
BPS	11,610	13,427	16,215	19,688	23,117
PBR	1.9	1.1	1.4	1.2	1.0
ROE	15.2	17.1	21.5	21.7	18.6

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	1,767	1,991	1,730	1,967	-2.1	-1.2
영업이익	158	181	169	197	6.9	8.5
지배지분순이익	119	138	127	156	7.1	13.2
영업이익률	8.9	9.1	9.7	10.0		
순이익률	6.7	6.9	7.3	7.9		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

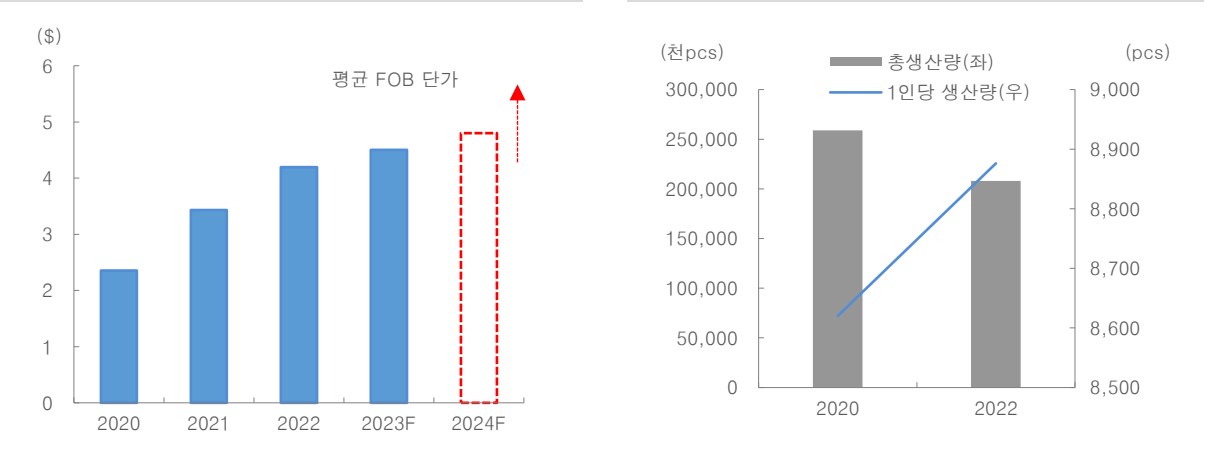
표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, 백만달러, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	581	611	588	425	411	430	512	377	2,205	1,730	1,967
USD	482	484	439	313	322	327	390	288	1,719	1,327	1,516
영업이익	49	56	66	9	36	44	61	28	180	169	197
영업이익률	8.4	9.1	11.1	2.2	8.7	10.3	11.8	7.3	8.1	9.7	10.0
YoY											
매출액	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-29.6	-13.0	-11.2	31.9	-21.5	13.7
USD	43.1	32.0	22.3	-20.0	-33.3	-32.4	-11.1	-8.0	18.2	-22.8	14.3
영업이익	66.1	80.5	265.9	-66.9	-26.7	-20.2	-7.5	193.5	68.3	-6.1	16.7

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

그림 2. 한세실업 1인당 생산성 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

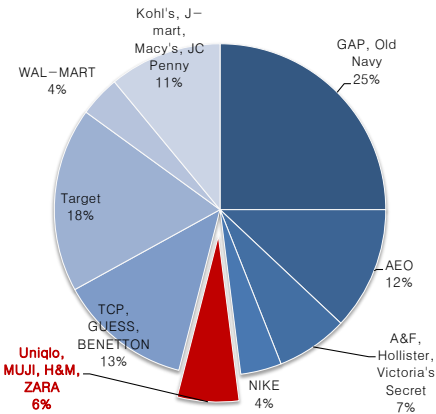
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,094억원, 부채 5,883억원, 자본 6,211억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

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

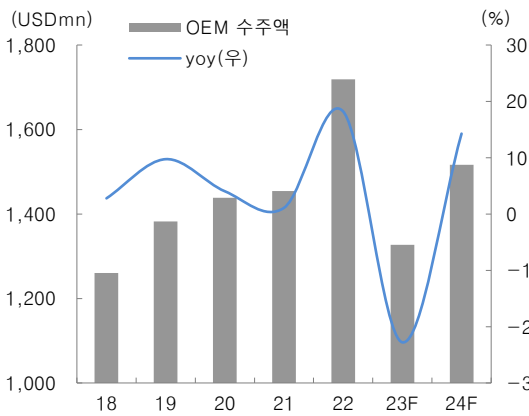
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

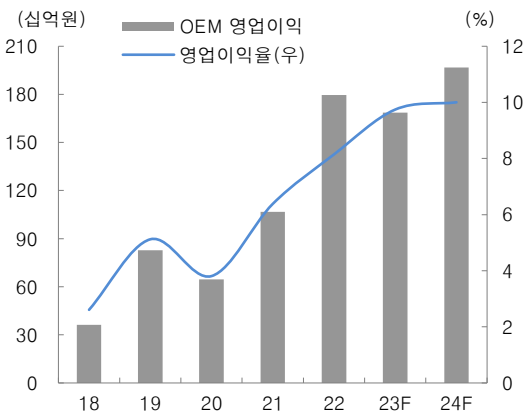
2. Earnings Driver

한세실업 수주액(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	1,730	1,967	2,058
매출원가	1,419	1,868	1,406	1,609	1,674
매출총이익	253	336	324	357	384
판매비와관리비	146	157	156	161	181
영업이익	107	180	169	197	203
영업이익률	6.4	8.1	9.7	10.0	9.9
EBITDA	136	212	197	224	230
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	165	202	206
법인세비용	-31	-45	-38	-46	-47
계속사업순손익	67	86	127	156	159
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	67	86	127	156	159
당기순이익률	4.0	3.9	7.3	7.9	7.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	67	86	127	156	159
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	63	92	134	162	165
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	63	92	134	163	166

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,684	2,141	3,185	3,903	3,977
PER	130	7.2	6.6	5.4	5.3
BPS	11,610	13,427	16,215	19,688	23,117
PBR	1.9	1.1	1.4	1.2	1.0
EBITDAPS	3,408	5,311	4,913	5,607	5,758
EV/EBITDA	10.1	4.3	5.2	4.3	4.0
SPS	41,800	55,119	43,253	49,165	51,460
PSR	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4
CFPS	2,497	3,328	6,064	6,957	7,108
DPS	500	500	500	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	-1.5	31.9	-21.5	13.7	4.7
영업이익 증가율	64.5	68.3	-6.1	16.7	3.2
순이익 증가율	160.7	27.2	48.4	22.6	1.9
수익성					
ROIC	12.2	17.9	24.1	30.6	30.9
ROA	9.5	14.6	13.1	14.1	13.6
ROE	15.2	17.1	21.5	21.7	18.6
안정성					
부채비율	161.9	130.7	106.4	84.1	66.6
순차입금비율	106.6	55.2	16.0	4.9	-0.9
이자보상배율	14.3	11.3	33.0	47.9	30.6

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	770	772	847	911	905
현금및현금성자산	21	173	353	365	339
매출채권 및 기타채권	267	179	140	159	166
재고자산	389	309	242	276	288
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	1,339	1,450	1,540
유동부채	642	621	614	545	497
매입채무 및 기타채무	85	64	55	60	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	616
자배지분	464	537	649	788	925
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	421	488	595	732	867
기타지분변동	-35	-29	-26	-23	-21
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	464	537	649	788	925
순차입금	495	297	104	39	-9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-154	197	223	109	141
당기순이익	0	0	127	156	159
비현금항목의 가감	33	47	115	123	126
감가상각비	30	33	28	28	27
외환손익	2	-3	34	34	34
지분법평가손익	-6	1	1	1	1
기타	7	18	53	61	64
자산부채의 증감	-286	48	16	-126	-97
기타현금흐름	99	101	-36	-43	-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	180	13	-26
기초 현금	97	21	173	353	365
기말 현금	21	173	353	365	339
NOPLAT	73	118	130	152	157
FCF	78	123	131	152	157

[Compliance Notice]

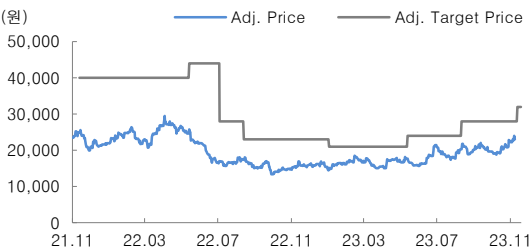
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	23.11.14	23.10.30	23.10.04	23.08.13	23.06.26	23.06.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	32,000	28,000	28,000	28,000	24,000	24,000
과리율(평균%)		(26.05)	(27.44)	(27.10)	(24.57)	(29.94)
과리율(최대/최소%)		(14.29)	(21.25)	(21.25)	(10.63)	(21.83)
제시일자	23.05.15	23.05.11	23.04.03	23.02.15	23.01.04	22.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	23,000
과리율(평균%)	(31.50)	(20.98)	(21.13)	(21.75)	(22.64)	(32.21)
과리율(최대/최소%)	(22.42)	(11.86)	(11.86)	(11.86)	(17.62)	(21.30)
제시일자	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06	22.06.02	22.05.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	23,000	23,000	23,000	28,000	44,000	44,000
과리율(평균%)	(33.16)	(33.19)	(30.30)	(40.40)	(54.20)	(48.11)
과리율(최대/최소%)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(35.71)	(43.07)	(43.07)
제시일자	22.05.14	22.03.29	22.02.15	22.01.03	21.11.20	21.11.14
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
과리율(평균%)	(35.50)	(40.03)	(42.37)	(42.63)	(45.01)	(38.20)
과리율(최대/최소%)	(35.50)	(26.25)	(32.88)	(34.00)	(36.00)	(36.00)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231111)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	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