

한세실업 (105630)

2Q25 Review : 하반기 상호관세 영향 본격화 전망

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Hold (하향)

목표주가(하향): 11,000원

현재 주가(8/14)	10,190원
상승여력	▲7.9%
시가총액	4,076억원
발행주식수	40,000천주
52 주 최고가 / 최저가	17,730 / 9,850원
90 일 일평균 거래대금	18.6억원
외국인 지분율	3.1%
주주 구성	
한세에스 24 홀딩스 (외 9인)	64.7%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%
자사주 (외 1인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.5	-10.4	-19.3	-42.5
상대수익률(KOSPI)	-10.2	-32.5	-43.8	-64.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,709	1,798	1,917	1,942
영업이익	168	142	68	70
EBITDA	200	176	108	110
지배주주순이익	112	58	62	60
EPS	2,801	1,451	1,567	1,535
순차입금	349	463	465	432
PER	7.5	9.8	6.5	6.6
PBR	1.3	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.0	5.8	8.1	7.6
배당수익률	2.4	3.5	4.9	4.9
ROE	19.0	8.6	8.4	7.8

주가 추이



2Q25 Review

한세실업은 2Q25 매출액 4,750억원(+6% YoY), 영업이익 123억원(-71% YoY)을 기록해 시장 컨센서스 대비 매출액은 부합했으나, 영업이익은 -55% 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 달리 기준 매출액은 +3.5% YoY 성장하며 견조하였지만, 원가율이 88.6%(+6.9%p YoY) 급증하면서 수익성이 크게 악화된 것이 실적 부진의 주된 원인이었다. 원가율 상승은 달리 가치가 급격하게 하락하면서 원자재 매입시점과 투입시점의 차이(2~3개월)에 따른 원가 부담과 함께 판매 수량 감소에 따른 가동률 하락으로 인한 효율 감소, 보편 관세(10%) 영향에 따른 평가 하락 등에 따른다.

상호관세 확정에 따른 영향 확인이 필요

동사의 생산 시설이 위치해 있는 베트남과 인도네시아 등에 대한 상호관세율이 확정되었다. 베트남은 20%이며, 인도네시아는 19% 등이다. 상호관세가 확정되면서 불확실성이 해소되면서 바이어들과의 향후 수주, 관세 부담 배분 등 논의가 본격화될 전망이다. 이에 따라 상호관세가 하반기부터 실적에 영향을 본격적으로 미칠 것으로 보이는 데, 관련 영향이 실적에 미치는 수준에 대해 여전히 불확실성이 있기 때문에 하반기 실적을 통해 확인이 필요하다고 판단된다. 동사는 상대적으로 관세가 낮은 엘살바도르(관세율 10%) 등으로 물량을 이관시키며 부담을 최소화하고자 하고 있다.

투자의견 HOLD 하향, 목표주가 1.1만원 하향

한세실업에 대해 목표주가를 1.1만원으로 하향한다. 목표주가 하향은 원가율 상승에 따른 수익성 전망을 하향한 것에 따른다. 목표주가 하향에 따라 상승여력이 제한되어 투자의견도 기존 BUY에서 HOLD로 하향하겠다. 당분간은 대응보다는 관망이 필요한 시기라 판단된다.

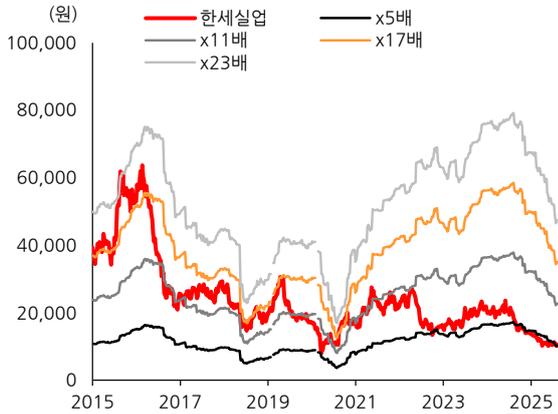
[표1] 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(원화)	412	448	534	404	467	475	564	410	1,798	1,917	1,942
YoY	0%	4%	4%	14%	13%	6%	6%	2%	5%	7%	1%
매출액(달러)	310	327	393	286	322	338	409	297	1,316	1,366	1,407
YoY	-4%	0%	1%	6%	4%	4%	4%	4%	1%	4%	3%
매출총이익	78	82	90	59	65	54	69	45	308	232	232
GPM	19%	18%	17%	15%	14%	11%	12%	11%	-4%	-25%	0%
판매관리비	40	39	45	42	45	42	40	38	166	164	162
영업이익	38	43	45	15	20	12	29	6	141	68	70
OPM	9%	9%	8%	4%	4%	3%	5%	2%	8%	4%	4%
YoY	6%	-4%	-25%	-43%	-47%	-71%	-36%	-59%	-16%	-52%	3%

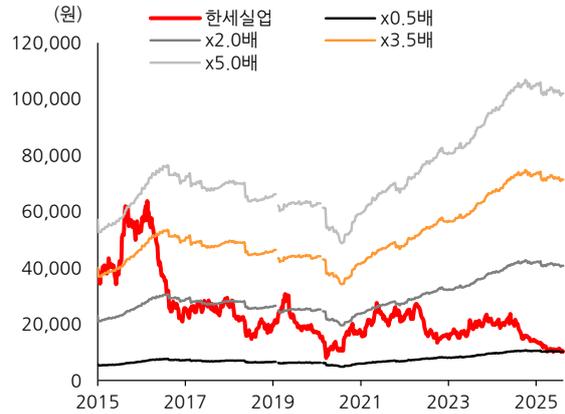
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한세실업 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한세실업 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한세실업 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12 MF	비고
지배순이익	591	
Target P/E	7	
적정 시가총액	4,134	
발행주식수	39,239	자사주 제외
적정가치	10,536	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,205	1,709	1,798	1,917	1,942
매출총이익	336	321	308	232	232
영업이익	180	168	142	68	70
EBITDA	212	200	176	108	110
순이자손익	-6	-16	-18	10	13
외화관련손익	-30	0	-18	2	0
지분법손익	-1	0	2	0	0
세전계속사업손익	130	141	89	81	83
당기순이익	86	112	58	62	60
지배주주순이익	86	112	58	62	60
증가율(%)					
매출액	67.9	-22.5	5.2	6.6	1.3
영업이익	92.8	-6.3	-15.5	-52.2	3.3
EBITDA	96.1	-5.9	-11.7	-38.7	1.8
순이익	39.0	30.8	-47.9	5.7	-2.0
이익률(%)					
매출총이익률	15.3	18.8	17.2	12.1	11.9
영업이익률	8.1	9.8	7.9	3.5	3.6
EBITDA 이익률	9.6	11.7	9.8	5.6	5.7
세전이익률	5.9	8.2	5.0	4.3	4.3
순이익률	3.9	6.6	3.2	3.2	3.1

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	197	190	56	82	89
당기순이익	86	112	58	62	60
자산상각비	33	32	34	40	40
운전자본증감	48	41	-60	-24	-13
매출채권 감소(증가)	58	-6	-11	-20	-7
재고자산 감소(증가)	83	46	-37	21	-8
매입채무 증가(감소)	-15	5	7	-21	2
투자현금흐름	-36	-150	-84	-77	-36
유형자산처분(취득)	-26	-43	-58	-66	-32
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-5	-82	60	-41	0
재무현금흐름	-11	-141	21	-11	-70
차입금의 증가(감소)	9	-122	40	-33	-50
자본의 증가(감소)	-20	-20	-20	-20	-20
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20	-20
총현금흐름	133	202	169	118	102
(-)운전자본증가(감소)	-151	27	17	44	13
(-)설비투자	27	44	59	66	32
(+)자산매각	1	0	0	-4	-4
Free Cash Flow	258	132	93	3	53
(-)기타투자	108	-43	128	-54	0
잉여현금	150	175	-35	58	53
NOPLAT	118	134	93	51	51
(+) Dep	33	32	34	40	40
(-)운전자본투자	-151	27	17	44	13
(-)Capex	27	44	59	66	32
OpFCF	275	95	52	-18	46

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	772	679	688	711	710
현금성자산	211	95	75	62	46
매출채권	179	181	208	230	237
재고자산	309	259	303	281	289
비유동자산	467	558	736	738	735
투자자산	284	329	424	397	397
유형자산	177	218	283	309	302
무형자산	6	11	29	32	36
자산총계	1,239	1,237	1,425	1,449	1,444
유동부채	621	500	568	532	484
매입채무	64	72	85	77	79
유동성이자부채	496	380	434	408	358
비유동부채	82	93	147	166	168
비유동이자부채	54	64	103	120	120
부채총계	702	594	715	698	652
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	488	579	611	653	694
자본조정	-29	-14	20	20	20
자기주식	-18	-14	-14	-14	-14
자본총계	537	644	710	752	792

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,141	2,801	1,451	1,567	1,535
BPS	13,427	16,092	17,742	18,792	19,811
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	3,329	5,046	4,218	2,938	2,556
ROA(%)	7.0	9.0	4.4	4.3	4.2
ROE(%)	17.1	19.0	8.6	8.4	7.8
ROIC(%)	16.0	18.4	10.9	5.4	5.2
Multiples(x, %)					
PER	7.2	7.5	9.8	6.5	6.6
PBR	1.1	1.3	0.8	0.5	0.5
PSR	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2
PCR	4.6	4.2	3.4	3.5	4.0
EV/EBITDA	4.5	6.0	5.8	8.1	7.6
배당수익률	3.2	2.4	3.5	4.9	4.9
안정성(%)					
부채비율	130.7	92.2	100.7	92.8	82.2
Net debt/Equity	63.1	54.2	65.2	61.9	54.5
Net debt/EBITDA	159.5	174.5	262.2	429.7	391.9
유동비율	124.4	135.7	121.2	133.7	146.6
이자보상배율(배)	11.3	6.3	4.9	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	58.2	64.5	65.4	68.0	68.9
현금+투자자산	41.8	35.5	34.6	32.0	31.1
자본구조(%)					
차입금	50.6	40.8	43.1	41.2	37.6
자기자본	49.4	59.2	56.9	58.8	62.4

[Compliance Notice]

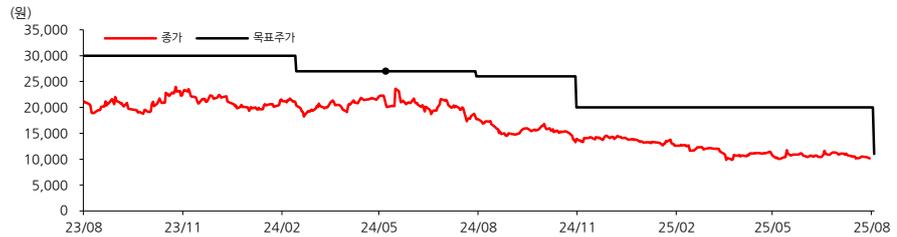
(공표일: 2025년 8월 18일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한세실업 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.08.16	2023.11.01	2023.11.14	2024.02.29	2024.05.31
투자이전	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	30,000	27,000	27,000
일 시	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.14	2024.11.15	2025.02.11	2025.08.18
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표가격	27,000	27,000	26,000	20,000	20,000	11,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이전	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.29	Buy	27,000	-24.60	-12.59
2024.08.14	Buy	26,000	-39.66	-31.81
2024.11.15	Buy	20,000	-40.31	-27.35
2025.08.18	Hold	11,000		

[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 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이전]

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: 2025년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%