

한세실업 (105630/KS)

하반기에 반전을 모색

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 15,000 원(하향)

현재주가: 12,120 원

상승여력: 23.8%


 Analyst
형권훈

 kh.hyung@sks.co.kr
 3773-9997

Company Data

| | |
|----------------|----------|
| 발행주식수 | 4,000 만주 |
| 시가총액 | 485 십억원 |
| 주요주주 | |
| 한세에스24홀딩스(외 8) | 64.68% |
| 국민연금공단 | 10.76% |

Stock Data

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(25/03/18) | 12,120 원 |
| KOSPI | 2,612.34 pt |
| 52주 최고가 | 23,600 원 |
| 52주 최저가 | 11,660 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 1 십억원 |

주가 및 상대수익률



Upside Risk: 미국 C 커머스 견제의 수혜

트럼프 미 대통령이 임기를 시작한 직후부터 쉬인과 테무로 대표되는 중국 C 커머스 업체들을 직접적으로 견제하고 있으며, 동사는 이와 관련해 국내 상장 OEM 중 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다. 트럼프 행정부는 소액면세 규정 폐지, 중국 수입품에 대한 20%의 추가 관세, 쉬인과 테무에 대한 UFLPA 위반 리스트 등재 검토를 통해 쉬인과 테무의 미국 사업의 핵심 경쟁력을 정조준하고 있다. 위 3 가지 조치가 모두 실시될 경우 C 커머스 업체들은 미국 사업의 핵심 경쟁력에 큰 타격을 받을 것으로 예상된다. ① 쉬인만 해도 미국 전체 의류 소매시장 점유율이 5%이고, 미국 패스트패션 시장 점유율이 50%로 추정될 만큼 큰 업체이기에 쉬인이 미국에서 경쟁력을 잃는다면 타 저가 브랜드가 이를 흡수할 것이다. ② 한세실업은 Gap, Old Navy, Walmart, Target, H&M, Aeropostale 등 저가 의류 리테일 업체의 오더 비중이 높기 때문에 C 커머스로부터 이탈된 점유율과 관련된 오더를 흡수할 가능성이 높다.

하반기에 매출과 이익 턴어라운드 예상

동사의 올해 실적은 매출액 1 조 9,813 억 원(+10.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,517억 원(+6.7%, OMP 7.6%) 기록할 것으로 전망한다. 3분기부터 영업이익 기준으로 명확하게 턴어라운드할 것으로 보는데, ① 생산 인건비의 전년비 증가 효과가 소멸되는데, ② 관세 불확실성이 진정되며 오더 환경이 개선될 것으로 전망하기 때문이다. 최근 여러 관세 정책이 쏟아져 나오고, 미국의 스태그플레이션 우려까지 OEM 투자センチ먼트가 좋지 않으나, 역으로 현재 주가는 많은 우려를 반영해 12MF PER 기준 4.3 배로 역사적 저점 수준에 위치해 있다. 하반기부터 실적의 턴어라운드가 예상되고, 미국의 C 커머스 때리기의 수혜가 예상되기에 투자 손익비를 생각했을 때 매력적인 주가라고 판단한다. 투자의견 '매수' 유지하며, 목표주가는 기존 18,000 원에서 15,000 원으로 하향한다. 당사 추정치를 하회한 4 분기 실적을 반영해 12MF 이익 추정치를 12.4% 하향 적용했다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 1,672 | 2,205 | 1,709 | 1,798 | 1,981 | 2,031 |
| 영업이익 | 십억원 | 107 | 180 | 168 | 142 | 152 | 172 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 67 | 86 | 112 | 58 | 101 | 121 |
| EPS | 원 | 1,684 | 2,141 | 2,801 | 1,460 | 2,529 | 3,026 |
| PER | 배 | 13.0 | 7.2 | 7.5 | 9.7 | 4.8 | 4.0 |
| PBR | 배 | 1.8 | 1.1 | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 10.1 | 4.3 | 5.3 | 5.9 | 4.6 | 3.5 |
| ROE | % | 15.2 | 17.1 | 19.0 | 8.6 | 13.5 | 14.4 |

| 한세실업 부문별 실적 추정치 | | | | | | | | | (단위: 십억 원, %) | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|
| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | '22 | '23 | '24P | '25E |
| 매출액 | 412 | 448 | 534 | 404 | 465 | 488 | 590 | 438 | 2,205 | 1,709 | 1,798 | 1,981 |
| /YoY | 0.2 | 4.1 | 4.3 | 13.6 | 13.0 | 8.9 | 10.4 | 8.5 | 31.9 | -22.5 | 5.2 | 10.2 |
| 매출총이익 | 78 | 82 | 90 | 59 | 75 | 77 | 94 | 68 | 336 | 321 | 308 | 314 |
| /GPM | 18.9 | 18.3 | 16.9 | 14.5 | 16.2 | 15.7 | 16.0 | 15.6 | 15.3 | 18.8 | 17.2 | 15.9 |
| 영업이익 | 38 | 43 | 45 | 16 | 34 | 38 | 54 | 26 | 180 | 168 | 142 | 152 |
| /OPM | 9.3 | 9.5 | 8.5 | 4.0 | 7.3 | 7.8 | 9.1 | 5.9 | 8.1 | 9.8 | 7.9 | 7.7 |
| KRW/USD | 1,328 | 1,371 | 1,359 | 1,394 | 1,450 | 1,425 | 1,400 | 1,400 | 1,283 | 1,306 | 1,362 | 1,418 |
| 달러매출액 | 310 | 327 | 393 | 290 | 321 | 342 | 421 | 313 | 1,719 | 1,309 | 1,320 | 1,398 |
| /YoY | -3.8 | -0.1 | 0.7 | 7.7 | 3.5 | 4.8 | 7.2 | 8.1 | 17.7 | -23.9 | 0.9 | 5.9 |
| ASP(\$/Unit) | 3.3 | 3.8 | 4.3 | 4.3 | 3.4 | 3.8 | 4.4 | 4.3 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 4.0 |
| /YoY | -12.5 | -9.6 | 1.5 | 4.0 | 3.0 | 2.0 | 1.0 | 1.0 | 14.2 | -1.7 | -4.7 | 2.0 |
| 출하량(백만 Unit) | 92 | 83 | 88 | 64 | 92 | 85 | 93 | 70 | 416 | 322 | 341 | 354 |
| /YoY | 10.4 | 9.7 | -2.0 | 0.0 | 0.0 | 2.0 | 6.0 | 8.0 | 3.1 | -22.6 | 5.8 | 3.8 |

자료: 한세실업, SK 증권

| 한세실업 목표주가 산정 로직 | | | | |
|------------------|----------|------------|---------------|------------------|
| 항목 | 단위 | 구분 | 내용 | 산식 |
| 12개월 선행 지배주주 순이익 | 십억 원 | (A) | 105.3 | |
| 총 발행주식 수 | 주 | (B) | 40,000,000 | |
| 12개월 선행 EPS | 원 | (C) | 2,633 | (A) / (B) |
| Target PER | 배 | (D) | 6 | |
| 목표 주가 | 원 | (E) | 15,000 | (C) * (D) |
| 현재 주가 | 원 | (F) | 12,120 | |
| 주가 상승여력 | % | (G) | 23.8 | (E) / (F) - 1 |

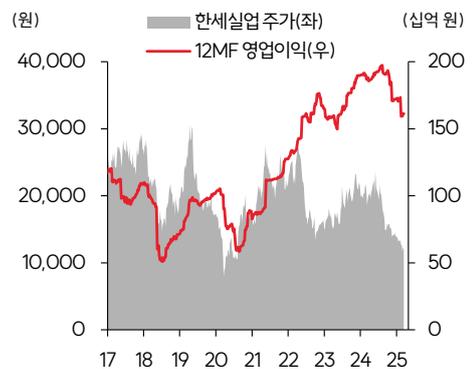
자료: SK 증권

한세실업 12MF PER 밴드차트



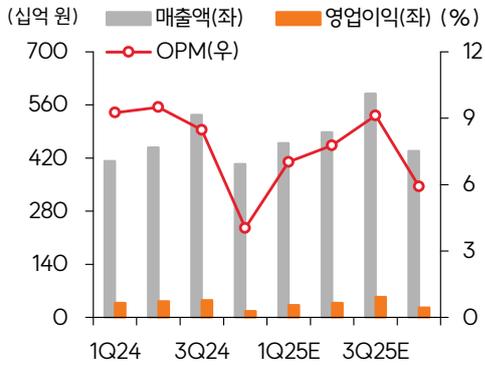
자료: Quantwise, SK 증권

한세실업 주가 vs. 12MF 영업이익



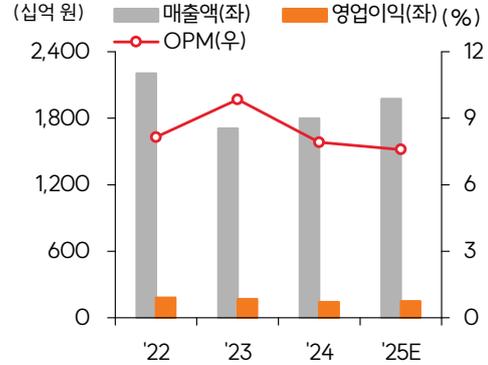
자료: Quantwise, SK 증권

한세실업 분기 매출 추이 및 추정치



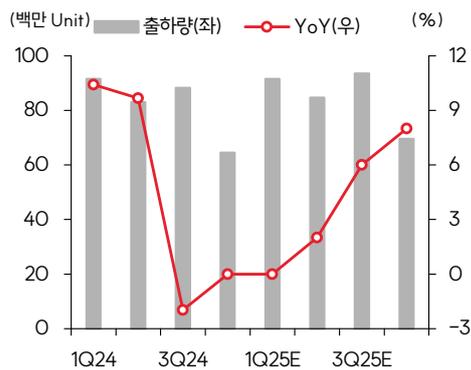
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 연간 매출 추이 및 추정치



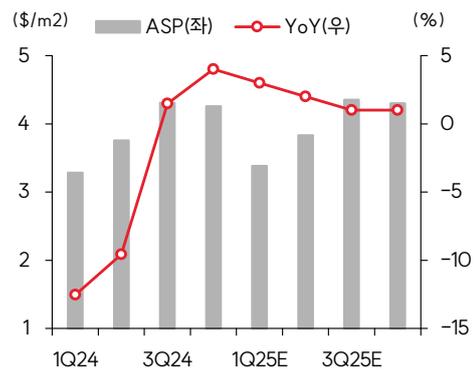
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 출하량 추이 및 추정치



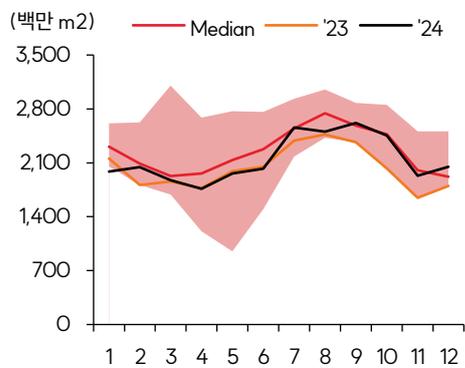
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 ASP 추이 및 추정치



자료: 한세실업, SK 증권

미국 월별 의류 수입량 추이 ('23 vs. '24)



자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 소매 재고비율 추이



자료: FRED, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 772 | 679 | 680 | 751 | 795 |
| 현금및현금성자산 | 173 | 72 | 53 | 86 | 113 |
| 매출채권 및 기타채권 | 179 | 181 | 216 | 238 | 244 |
| 재고자산 | 309 | 259 | 303 | 334 | 342 |
| 비유동자산 | 467 | 558 | 736 | 745 | 701 |
| 장기금융자산 | 180 | 203 | 214 | 190 | 182 |
| 유형자산 | 177 | 218 | 285 | 318 | 285 |
| 무형자산 | 6 | 11 | 29 | 26 | 24 |
| 자산총계 | 1,239 | 1,237 | 1,416 | 1,496 | 1,496 |
| 유동부채 | 621 | 500 | 562 | 551 | 492 |
| 단기금융부채 | 496 | 380 | 434 | 413 | 351 |
| 매입채무 및 기타채무 | 55 | 60 | 74 | 81 | 83 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 82 | 93 | 144 | 154 | 112 |
| 장기금융부채 | 54 | 64 | 103 | 108 | 65 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 702 | 594 | 706 | 705 | 604 |
| 지배주주지분 | 537 | 644 | 710 | 791 | 893 |
| 자본금 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 자본잉여금 | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 기타자본구성요소 | -18 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 자기주식 | -18 | -14 | -14 | -14 | -14 |
| 이익잉여금 | 488 | 579 | 617 | 699 | 800 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 537 | 644 | 710 | 791 | 893 |
| 부채외자본총계 | 1,239 | 1,237 | 1,416 | 1,496 | 1,496 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 197 | 190 | 13 | 92 | 144 |
| 당기순이익(손실) | 86 | 112 | 58 | 101 | 121 |
| 비현금성항목등 | 48 | 61 | 72 | 80 | 82 |
| 유형자산감가상각비 | 32 | 31 | 21 | 32 | 34 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 3 | 2 | 2 |
| 기타 | 15 | 29 | 48 | 46 | 46 |
| 운전자본감소(증가) | 48 | 41 | -63 | -41 | -11 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 58 | -6 | -34 | -22 | -6 |
| 재고자산의감소(증가) | 83 | 46 | -44 | -31 | -8 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -15 | 5 | 13 | 8 | 2 |
| 기타 | -11 | -63 | -85 | -78 | -82 |
| 법인세납부 | -26 | -38 | -31 | -29 | -34 |
| 투자활동현금흐름 | -36 | -150 | -109 | 2 | -23 |
| 금융자산의감소(증가) | -5 | -82 | 61 | 42 | 8 |
| 유형자산의감소(증가) | -26 | -43 | -88 | -65 | -40 |
| 무형자산의감소(증가) | 0 | -1 | -20 | 0 | 0 |
| 기타 | -5 | -25 | -62 | 25 | 10 |
| 재무활동현금흐름 | -11 | -141 | 74 | -36 | -125 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | 55 | -22 | -62 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 9 | -122 | 39 | 5 | -43 |
| 자본의증가(감소) | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -20 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 152 | -101 | -19 | 32 | 28 |
| 기초현금 | 21 | 173 | 72 | 53 | 86 |
| 기말현금 | 173 | 72 | 53 | 86 | 113 |
| FCF | 171 | 147 | -75 | 27 | 104 |

자료 : 한세실업, SK증권 추정

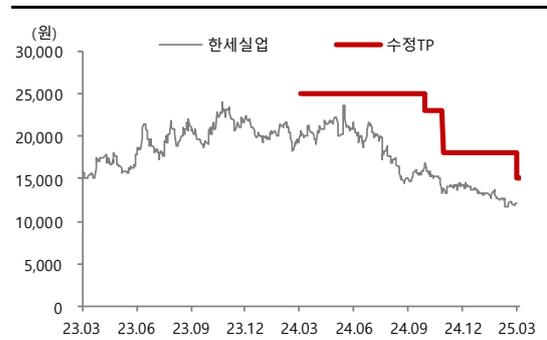
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,205 | 1,709 | 1,798 | 1,981 | 2,031 |
| 매출원가 | 1,868 | 1,388 | 1,489 | 1,667 | 1,692 |
| 매출총이익 | 336 | 321 | 308 | 314 | 339 |
| 매출총이익률(%) | 15.3 | 18.8 | 17.2 | 15.9 | 16.7 |
| 판매비와 관리비 | 157 | 153 | 166 | 163 | 167 |
| 영업이익 | 180 | 168 | 142 | 152 | 172 |
| 영업이익률(%) | 8.1 | 9.8 | 7.9 | 7.7 | 8.5 |
| 비영업손익 | -49 | -27 | -53 | -22 | -17 |
| 순금융손익 | -9 | -17 | -24 | -21 | -14 |
| 외환관련손익 | -30 | -0 | 6 | 3 | 2 |
| 관계기업등 투자손익 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 130 | 141 | 89 | 130 | 155 |
| 세전계속사업이익률(%) | 5.9 | 8.2 | 5.0 | 6.5 | 7.6 |
| 계속사업법인세 | 45 | 29 | 31 | 29 | 34 |
| 계속사업이익 | 86 | 112 | 58 | 101 | 121 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 86 | 112 | 58 | 101 | 121 |
| 순이익률(%) | 3.9 | 6.6 | 3.2 | 5.1 | 6.0 |
| 지배주주 | 86 | 112 | 58 | 101 | 121 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 3.9 | 6.6 | 3.2 | 5.1 | 6.0 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 92 | 123 | 86 | 101 | 121 |
| 지배주주 | 92 | 123 | 86 | 101 | 121 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 212 | 200 | 166 | 186 | 208 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 31.9 | -22.5 | 5.2 | 10.2 | 2.5 |
| 영업이익 | 68.3 | -6.3 | -15.5 | 6.7 | 13.5 |
| 세전계속사업이익 | 32.6 | 8.0 | -36.8 | 45.5 | 19.6 |
| EBITDA | 55.8 | -5.9 | -17.1 | 12.3 | 11.7 |
| EPS | 27.2 | 30.8 | -47.9 | 73.3 | 19.6 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 7.0 | 9.0 | 4.4 | 6.9 | 8.1 |
| ROE | 17.1 | 19.0 | 8.6 | 13.5 | 14.4 |
| EBITDA마진 | 9.6 | 11.7 | 9.2 | 9.4 | 10.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 124.4 | 135.7 | 121.1 | 136.4 | 161.7 |
| 부채비율 | 130.7 | 92.2 | 99.4 | 89.0 | 67.6 |
| 순차입금/자기자본 | 55.2 | 35.0 | 57.7 | 47.8 | 27.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | 13.3 | 7.5 | 5.2 | 7.0 | 11.1 |
| 배당성향 | 22.9 | 17.6 | 33.7 | 19.5 | 19.5 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 2,141 | 2,801 | 1,460 | 2,529 | 3,026 |
| BPS | 13,868 | 16,450 | 18,108 | 20,145 | 22,679 |
| CFPS | 2,962 | 3,593 | 2,047 | 3,390 | 3,919 |
| 주당 현금배당금 | 500 | 500 | 500 | 500 | 600 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 7.2 | 7.5 | 9.7 | 4.8 | 4.0 |
| PBR | 1.1 | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| PCR | 5.2 | 5.9 | 6.9 | 3.6 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 4.3 | 5.3 | 5.9 | 4.6 | 3.5 |
| 배당수익률 | 3.2 | 2.4 | 3.5 | 4.2 | 5.0 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-----------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2025.03.19 | 매수 | 15,000원 | 6개월 | | |
| 2024.11.15 | 매수 | 18,000원 | 6개월 | -25.86% | -19.28% |
| 2024.10.15 | 매수 | 23,000원 | 6개월 | -33.80% | -26.78% |
| 2024.03.19 | 매수 | 25,000원 | 6개월 | -22.97% | -5.60% |
| 2023.08.25 | Not Rated | | | | |



Compliance Notice

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 19일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 97.53% | 중립 | 2.47% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|