

한세실업
(105630)

유정현

junghyun.yu@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

17,000

하향

현재주가

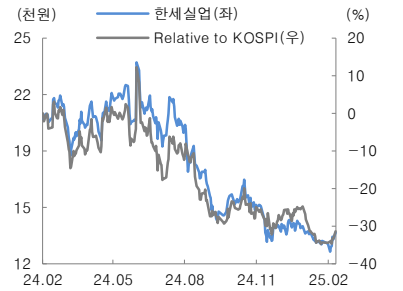
13,790

(25.02.10)

섬유의복업종

KOSPI	2521.27
시가총액	552십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	23,600원 / 12,700원
120일 평균거래대금	13억원
외국인지분율	4.88%
주요주주	한세에스24홀딩스 외 8 인 64.68% 국민연금공단 10.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	-8.4	-24.7	-31.6
상대수익률	0.5	-6.9	-22.7	-28.9



제품 믹스 악화로 원가율 상승

- 4분기 수주는 회복했지만 원가율 상승으로 수익성 악화
- 1분기 매출을 달려 기준 flat 성장 전망
- 미국 트럼프 정부의 정책 변화에 따른 소비 전망 확인 후 접근 필요

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 17,000원으로 하향(-19%)

투자의견 BUY를 유지하며 목표주가를 17,000원(2025년 예상 P/E 7배)으로 하향. 목표주가 하향은 2025년 실적 하향 조정에 따른 것

2024년 4분기에 나타난 수익성 훼손 요인 중 원가 상승분을 수주 단가에 제대로 반영하지 못한 점이 올해 극복해야 할 문제. 교환율 상황이 지속되면서 환율이 이를 일부 상쇄해 줄 것으로 전망되지만 제품 믹스 악화에 따른 마진 악화 현상이 당분간 불가피 할 것으로 보임

최근 주가 하락에도 불구하고 이번 4분기 실적 부진과 2025년 상반기 실적에 대한 전망치 하향 조정으로 valuation 저평가 매력 다소 반감. 상반기 관세 관련 불확실성이 어느 정도 해소되고 하반기 수주 회복 가시성이 확보돼야 주가의 의미 있는 상승 가능할 것으로 전망

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

4분기 매출액과 영업이익은 각각 4,041억원(+14%, yoy), 154억원(-44%, yoy) 기록. 달러 기준 매출액 yoy +7% 성장. 4분기 수주는 물량은 전년 수준이었으나 가격이 7% 가량 상승하면서 달러 매출액이 7% 이상 성장. 여기에 원/달러 환율이 yoy 6% 상승함에 따라 원화 기준 매출 14% 증가. 주요 고객사 오더는 대체로 양호. GAP형 매출의 안정적 성장 가운데 Aero Postale, Carhartt 수주가 크게 증가한 것으로 파악

그러나 전체적으로 수주 단가가 상승했음에도 불구하고 원가 상승분을 제대로 반영하지 못했고, 아이티 공장 투자에 대한 감가상각비 반영(약 30억원), 현지 법인 인건비 증가 등으로 원가율이 yoy 350bps 상승. 여기에 본사 퇴직급여 총당금 등 비용 증가로 영업이익은 예상치를 크게 하회하며 44% 감소함

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24				1Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	356	534	403	404	13.6	-24.3	390	449	9.1	11.1
영업이익	27	45	25	15	-43.5	-65.9	23	29	-23.4	89.1
순이익	19	36	23	-17	적전	적전	22	19	6.6	흑전

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,205	1,709	1,798	1,966	1,985
영업이익	180	168	141	144	159
세전순이익	130	141	88	130	148
총당기순이익	86	112	59	97	110
지배지분순이익	86	112	59	97	110
EPS	2,141	2,801	1,481	2,431	2,760
PER	7.2	7.9	9.6	5.8	5.1
BPS	13,427	16,092	17,048	18,990	21,159
PBR	1.1	1.3	0.8	0.7	0.7
ROE	17.1	19.0	8.9	13.5	13.7

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	1,797	1,982	1,798	1,966	0.0	-0.8
영업이익	151	166	141	144	-6.6	-13.7
지배지분순이익	99	121	59	97	-40.0	-19.4
영업이익률	8.4	8.4	7.9	7.3		
순이익률	5.5	6.1	3.3	4.9		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

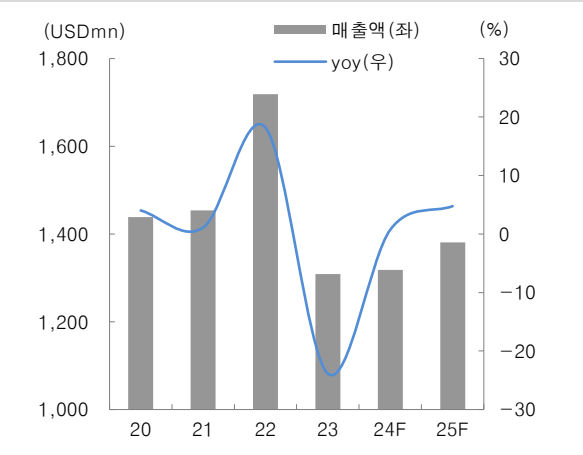
(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2023				2024F				2023	2024F	2025F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	411	430	512	356	412	448	534	404	1,709	1,798	1,966
USD	322	327	390	269	310	327	393	289	1,309	1,318	1,381
영업이익	36	44	61	27	38	43	45	15	168	141	144
영업이익률	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	8.5	3.8	9.8	7.9	7.3
YoY											
매출액	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	4.3	13.6	-22.5	5.2	9.3
USD	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.7	-0.1	0.7	7.2	-23.9	0.7	4.8
영업이익	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.2	-4.1	-25.4	-43.5	-6.3	-16.0	1.6

주: K-IFRS 연결기준

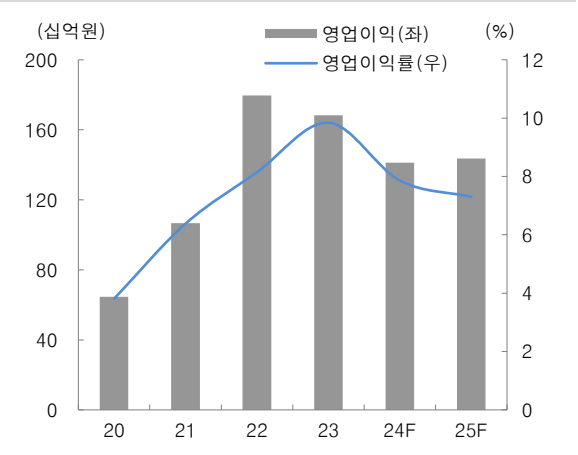
자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 주주액(증가율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. 한세실업 영업이익(률)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

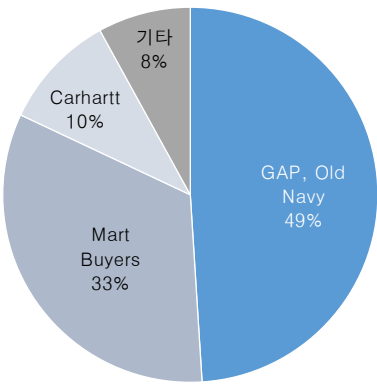
- 의류 브랜드 업체로부터 주문을 받아 OEM, ODM 방식으로 제조하여 수출하는 패션 기업
- 주요 바이어로는 TARGET, GAP, KOHL' s, WALMART, H&M 등
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,389억원, 부채 5,941억원, 자본 6,449억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

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

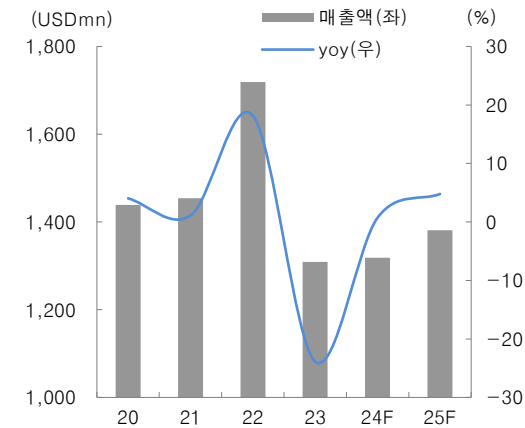
고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

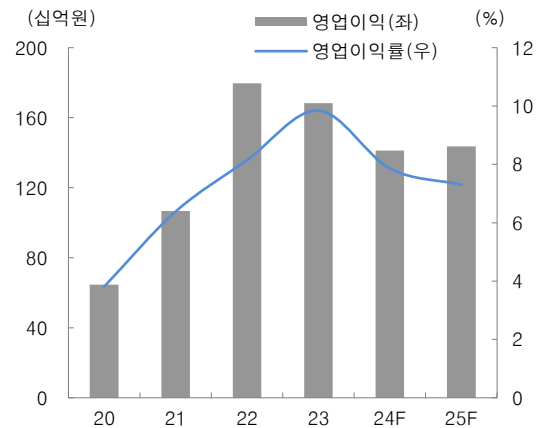
2. Earnings Driver

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	2,206	1,709	1,798	1,966	1,985
매출원가	1,868	1,388	1,487	1,657	1,663
매출총이익	336	321	310	309	322
판매비와관리비	157	153	169	165	162
영업이익	180	168	141	144	159
영업이익률	8.1	9.8	7.9	7.3	8.0
EBITDA	212	200	172	177	194
영업외손익	-49	-27	-53	-14	-12
관계기업손익	-1	0	-28	0	0
금융수익	7	10	10	10	10
외환관련이익	106	59	46	46	46
금융비용	-16	-27	-3	-7	-5
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-39	-11	-32	-17	-17
법인세비용차감전순손익	130	141	88	130	148
법인세비용	-45	-29	-29	-33	-37
계속사업순손익	86	112	59	97	110
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	59	97	110
당기순이익률	3.9	6.6	3.3	4.9	5.5
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	112	59	97	110
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	1	1	1	1
포괄순이익	92	123	70	108	121
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	92	123	70	108	122

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,141	2,801	1,481	2,431	2,760
PER	7.2	7.5	9.6	5.8	5.1
BPS	13,427	16,092	17,048	18,990	21,159
PBR	1.1	1.3	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	5,311	4,998	4,300	4,417	4,857
EV/EBITDA	4.3	5.3	4.6	4.4	3.7
SPS	55,119	42,719	44,945	49,143	49,619
PSR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	3,329	4,325	3,567	4,762	5,201
DPS	500	500	500	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	31.9	-22.5	5.2	9.3	1.0
영업이익 증가율	68.3	-6.3	-16.0	1.6	10.9
순이익 증가율	27.2	30.8	-47.2	64.1	13.5
수익성					
ROIC	17.9	22.6	15.5	16.3	17.1
ROA	14.6	13.6	11.5	11.2	11.9
ROE	17.1	19.0	8.9	13.5	13.7
안정성					
부채비율	130.7	92.2	80.1	75.1	58.5
순차입금비율	55.2	35.0	35.2	30.1	20.3
이자보상배율	11.3	6.3	41.3	20.7	31.9

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	772	679	646	725	716
현금및현금성자산	173	72	15	52	37
매출채권 및 기타채권	179	181	191	209	211
재고자산	309	259	272	298	301
기타유동자산	112	167	167	167	167
비유동자산	467	558	583	606	625
유형자산	177	218	231	241	249
관계기업투자금	16	29	42	55	68
기타비유동자산	274	311	310	309	308
자산총계	1,239	1,237	1,228	1,330	1,341
유동부채	621	500	425	448	371
매입채무 및 기타채무	64	72	74	79	79
차입금	477	362	290	304	213
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	570	495
자배지분	537	644	682	760	846
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	488	579	618	696	783
기타지분변동	-29	-14	-15	-15	-15
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	682	760	846
순차입금	297	226	240	229	172

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	197	190	97	119	168
당기순이익	86	112	59	97	110
비현금항목의 가감	48	61	84	93	98
감가상각비	33	32	31	33	35
외환손익	-3	0	1	1	1
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	18	30	53	60	62
자산부채의 증감	48	41	-23	-41	-8
기타현금흐름	101	88	-22	-30	-32
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	-16	-125
단기차입금	0	0	-72	14	-91
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	-56	36	-14
기초 현금	21	173	72	15	52
기말 현금	173	72	15	52	37
NOPLAT	118	134	95	107	119
FCF	123	121	81	96	110

[Compliance Notice]

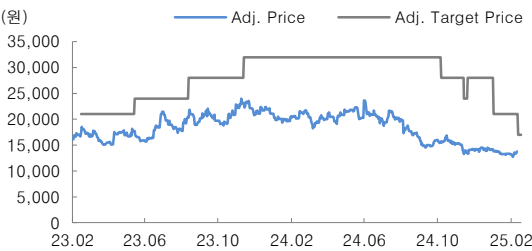
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.02.11	25.01.02	24.11.20	24.11.14	24.10.07	24.05.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	17,000	21,000	28,000	24,000	28,000	32,000
과리율(평균.%)		(36.21)	(49.52)	(43.40)	(45.12)	(41.10)
과리율(최대/최소.%)		(33.95)	(48.11)	(41.92)	(39.86)	(26.25)
제시일자	23.11.13	23.08.13	23.05.15	23.02.15		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	32,000	28,000	24,000	21,000		
과리율(평균.%)	(34.90)	(26.05)	(24.57)	(20.29)		
과리율(최대/최소.%)	(26.41)	(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:20250208)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	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