

2024. 4. 12



▲ 화장품/의류

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 30,000 원

현재주가 (4.9) 20,450 원

상승여력 46.7%

KOSPI	2,705.16pt
시가총액	8,180억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	32.74%
외국인비중	6.82%
52주 최고/최저가	24,000원/15,110원
평균거래대금	21.8억원

주요주주(%)	
한세에스24홀딩스 외 9 인	64.68
국민연금공단	10.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2	6.9	35.3
상대주가	9.2	-4.8	24.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,204.8	179.6	85.6	2,141	27.2	13,427	7.2	1.1	4.3	17.1	130.7
2023	1,708.8	168.2	112.0	2,801	30.8	16,092	7.5	1.3	5.3	19.0	92.2
2024E	1,828.4	188.1	141.0	3,524	25.8	19,124	5.8	1.1	4.6	20.0	77.5
2025E	1,938.1	203.1	154.1	3,853	9.3	22,357	5.3	0.9	3.9	18.6	66.2
2026E	2,015.6	211.7	159.3	3,984	3.4	25,664	5.1	0.8	3.3	16.6	57.3

한세실업 105630

1Q24E Preview: No Stocking

- ✓ 1Q24E 매출액 4,150억원 (+1%), 영업이익 360억원 (Flat, OPM 9%)
- ✓ 매출: 경기 둔화 → 저가 강세 → 믹스 훼손 (평가 -12%) → 달러 매출 -3%
- ✓ 이익: 베트남 인력 효율화 및 원부자재 가격 안정화 → 원가율 81%, OPM 9% 유지
- ✓ 미국 시장 재고 수준 안정권 vs. 전방 수요 약화 → 고객사 재고 비축 기피 지속
- ✓ No Stocking 현상 지속, 2Q24E 매출 반등 확인 후 대응 유효

1Q24E 수주 회복 지연

한세실업은 2024년 1분기 매출액 4,150억원 (+1.0% YoY, 이하 YoY), 영업이익 360억원 (Flat, OPM 8.7%), 순이익 274억원 (+14.1%)을 기록할 전망이다. 거래선 전반에 의 수주 회복이 다소 지연되는 모습이다.

[매출] 달러 매출은 -3.0% 줄겠다 (1Q24 원/달러 평균 환율 +4.1%). 물량 증가 (생산량 +10.2%) 대비 평가 하락 (ASP -12.0%)이 클 것으로 본다. 경기 둔화 영향으로 합리적 소비 성향이 뚜렷, 저가품이 가동 대부분을 차지하고 있다. 저가 캐주얼 (GAP Inc., Walmart PB 등) 증가와 고가 원브랜드 (Carhatt, Aeropostale, Victoria Secret 등) 감소가 대조되는 배경이다.

[이익] 마진율은 견조하겠다. 베트남 인력 효율화 및 원부자재 가격 안정화로 매출 원가율 81%대를 이어가는 추세다 (매출원가율: 2019년 85.2%, 2020년 87.0%, 2021년 84.9%, 2022년 84.7%, 4Q22 베트남 구조조정 → 2023년 81.2%, 2024E 81.1%). 면화 가격 하락세로 추후 원가 부담 또한 완화될 전망이다 (원사 매입 → 제품 생산 → 매출 인식까지 평균 6개월 소요).

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

No stocking 수준이다. 미국 시장 재고율은 2.32로 (평균 재고/판매) 2017~2019년 3개년 평균 2.42 대비 충분히 낮다. 절대 재고 수준 또한 안정권이다 (월평균 610억달러 내외 유지). 단, 수요 약화에 정경 불확실성 확대로 고객사가 재고 비축을 꺼리고 있다. 전방 거래선 재고 감소가 후방 제조사 재고 증가로 이어지지 않는 이유이다 (전방 매출 증가 → 전방 재고 감소 → 후방 수주 증가 → 후방 원부자재 비축 → 후방 매출 증가). 2Q24E 매출 반등 확인 후 대응해도 늦지 않겠다.

(십억원)	1Q24E	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	415.0	410.8	1.0	355.7	16.7	434.0	-4.4
영업이익	36.0	35.9	0.4	27.3	31.8	37.0	-2.6
순이익	27.4	24.0	14.1	18.9	44.7	27.1	0.8
영업이익률(%)	8.7	8.7	-0.1	7.7	1.0	8.5	0.2

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,828.4	1,938.1	1,917.3	1,994.0	-4.6	-2.8	1,918.2	2,019.1
영업이익	188.1	203.1	179.6	187.8	4.7	8.1	182.3	195.7
순이익	141.0	154.1	161.8	163.1	-12.9	-5.5	126.2	137.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

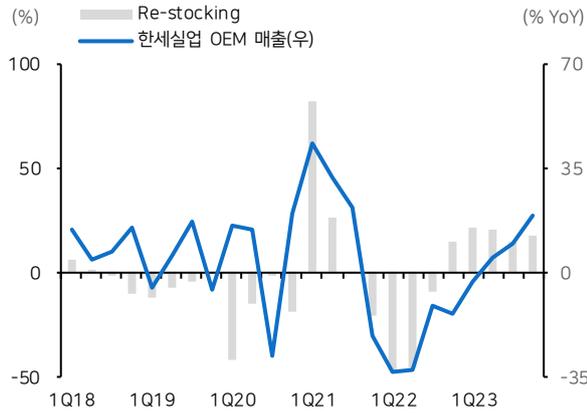
(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	3,663	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	Makalot 12개월 선행 PER 60% 할인 적용
적정가치 (원)	30,000	
현재주가 (원)	20,450	
상승여력 (%)	46.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (원화)	410.8	430.2	512.0	355.7	415.0	452.6	562.3	398.6	1,708.8	1,828.4	1,938.1
매출액 (달러)	321.8	327.1	390.4	269.4	312.1	343.0	429.4	321.9	1,314.4	1,406.4	1,490.8
매출총이익	71.9	84.0	99.2	65.7	73.2	88.4	109.5	74.9	320.8	345.9	368.4
매출총이익률	17.5	19.5	19.4	18.5	17.6	19.5	19.5	18.8	18.8	18.9	19.0
영업이익	35.9	44.4	60.6	27.3	36.0	48.0	67.7	36.3	168.2	188.1	203.1
영업이익률	8.7	10.3	11.8	7.7	8.7	10.6	12.0	9.1	9.8	10.3	10.5
순이익	24.0	29.3	39.9	18.9	27.4	34.8	51.8	27.0	112.0	141.0	154.1
순이익률	5.8	6.8	7.8	5.3	6.6	7.7	9.2	6.8	6.6	7.7	8.0
(% YoY)											
매출액 (원화)	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	1.0	5.2	9.8	12.1	-22.5	7.0	6.0
매출액 (달러)	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.0	4.9	10.0	19.5	-23.0	7.0	6.0
매출총이익	-20.5	-10.5	-4.3	36.0	1.9	5.2	10.4	13.9	-4.6	7.8	6.5
영업이익	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	0.4	8.2	11.7	32.7	-6.3	11.8	8.0
영업이익률	0.3	1.2	0.7	5.5	-0.1	0.3	0.2	1.4	1.7	0.4	0.2
순이익	-23.5	19.4	35.7	4,886.8	14.1	18.9	29.9	42.9	30.8	25.8	9.3

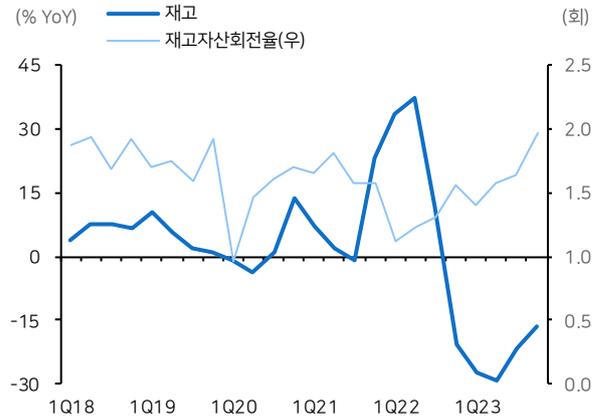
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 GAP Re-stocking vs. 한세실업 OEM 매출



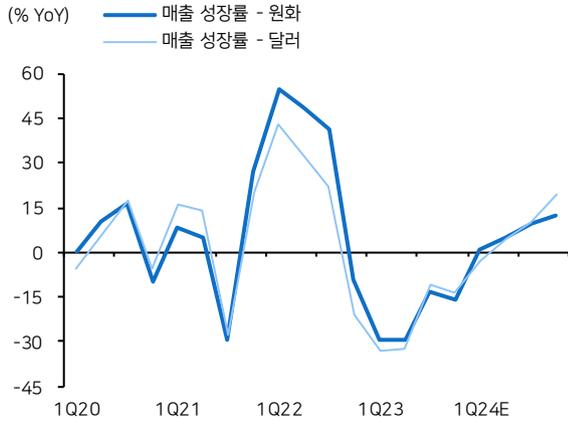
주: 한세실업 매출 4개 분기 후행 적용
 자료: Bloomberg, 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GAP 재고자산 및 재고자산회전율



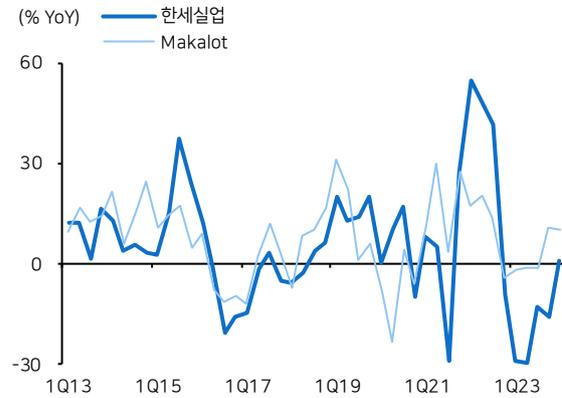
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 매출 성장률 추이



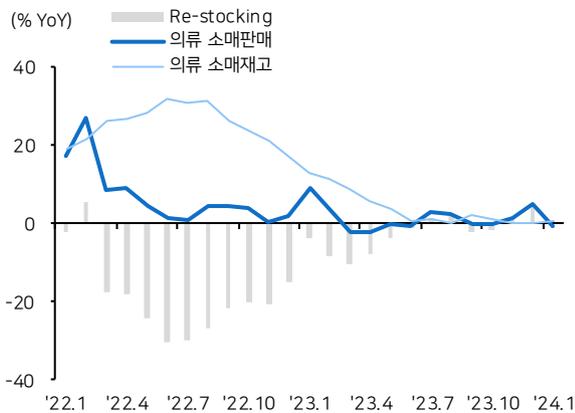
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출 성장률: 한세실업 vs. Makalot



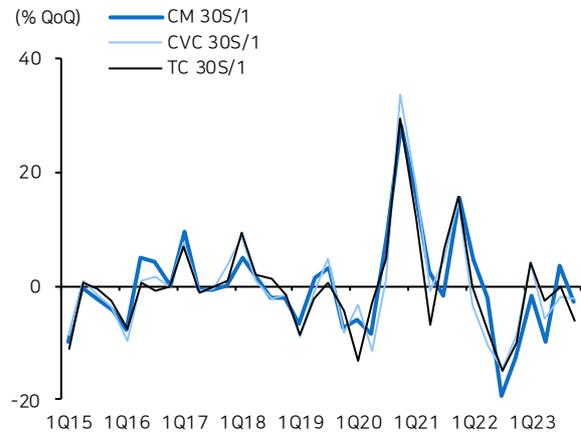
자료: 한세실업, Makalot, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 의류 소매판매 및 Re-stocking



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한세실업 취급 주요 면화 가격 증감



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,204.8	1,708.8	1,828.4	1,938.1	2,015.6
매출액증가율(%)	31.9	-22.5	7.0	6.0	4.0
매출원가	1,868.5	1,388.0	1,482.4	1,569.7	1,632.2
매출총이익	336.3	320.8	345.9	368.4	383.4
판매관리비	156.7	152.6	157.9	165.3	171.7
영업이익	179.6	168.2	188.1	203.1	211.7
영업이익률(%)	8.1	9.8	10.3	10.5	10.5
금융손익	-9.3	-16.7	-17.5	-18.3	-19.1
중속/관계기업손익	-0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.4	-10.9	5.6	7.8	6.6
세전계속사업이익	130.4	140.9	176.2	192.6	199.2
법인세비용	44.8	28.9	35.2	38.5	39.8
당기순이익	85.6	112.0	141.0	154.1	159.3
지배주주지분 순이익	85.6	112.0	141.0	154.1	159.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772.3	679.1	768.6	875.9	985.4
현금및현금성자산	173.1	71.9	140.1	212.5	300.5
매출채권	175.6	178.2	183.5	196.2	204.1
재고자산	309.0	259.0	269.3	288.0	299.5
비유동자산	466.9	558.2	588.9	610.7	629.1
유형자산	177.0	218.2	244.6	263.7	280.5
무형자산	6.1	11.4	11.2	11.0	10.8
투자자산	196.0	232.1	236.6	239.4	241.2
자산총계	1,239.2	1,237.3	1,357.5	1,486.5	1,614.5
유동부채	620.6	500.5	503.5	508.6	506.9
매입채무	44.4	48.6	54.4	58.2	60.5
단기차입금	476.8	362.4	349.6	344.5	336.5
유동성장기부채	12.6	6.5	6.5	6.5	6.5
비유동부채	81.5	93.1	89.0	83.6	81.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	31.4	43.6	36.0	28.4	24.4
부채총계	702.1	593.6	592.5	592.2	587.9
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-11.4	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	487.7	578.6	699.9	829.2	961.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	537.1	643.7	765.0	894.3	1,026.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	196.7	190.0	158.6	153.7	169.4
당기순이익(손실)	85.6	112.0	141.0	154.1	159.3
유형자산상각비	32.4	31.3	18.0	20.9	23.2
무형자산상각비	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	48.2	41.3	-0.5	-21.5	-13.3
투자활동 현금흐름	-36.1	-150.3	-51.6	-44.6	-42.9
유형자산의증가(CAPEX)	-27.4	-44.0	-44.4	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	15.9	-35.8	-4.5	-2.9	-1.8
재무활동 현금흐름	-10.7	-141.3	-38.8	-36.7	-38.6
차입금의 증감	-36.4	-105.8	-19.1	-11.9	-11.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	151.8	-101.2	68.2	72.4	88.0
기초현금	21.3	173.1	71.9	140.1	212.5
기말현금	173.1	71.9	140.1	212.5	300.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	55,119	42,719	45,709	48,452	50,390
EPS(지배주주)	2,141	2,801	3,524	3,853	3,984
CFPS	3,329	4,325	6,567	6,714	6,565
EBITDAPS	5,311	4,998	5,156	5,604	5,876
BPS	13,427	16,092	19,124	22,357	25,664
DPS	500	500	629	688	711
배당수익률(%)	3.2	2.4	3.1	3.4	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	7.2	7.5	5.8	5.3	5.1
PCR	4.6	4.9	3.1	3.0	3.1
PSR	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	212.4	199.9	206.2	224.2	235.0
EV/EBITDA	4.3	5.3	4.6	3.9	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	19.0	20.0	18.6	16.6
EBITDA 이익률	9.6	11.7	11.3	11.6	11.7
부채비율	130.7	92.2	77.5	66.2	57.3
금융비용부담률	0.7	1.6	5.8	5.3	5.0
이자보상배율(x)	11.3	6.3	1.8	2.0	2.1
매출채권회전율(x)	10.0	9.7	10.1	10.2	10.1
재고자산회전율(x)	6.3	6.0	6.9	7.0	6.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.04.08	산업브리프	Buy	42,000	하누리	-37.6	-33.3	
2022.05.17	기업브리프	Buy	45,000	하누리	-48.0	-44.3	
2022.05.25	Indepth	Buy	40,000	하누리	-53.3	-44.0	
2022.07.19	기업브리프	Buy	33,000	하누리	-48.9	-45.5	
2022.08.16	기업브리프	Buy	29,000	하누리	-45.8	-37.6	
2022.10.11	기업브리프	Buy	25,000	하누리	-40.8	-38.0	
2022.11.09	Indepth	Buy	23,000	하누리	-31.2	-26.3	
2022.11.15	기업브리프	Buy	24,000	하누리	-34.0	-29.6	
2023.01.10	기업브리프	Buy	23,000	하누리	-27.6	-19.5	
2023.05.16	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-35.1	-20.6	
2023.07.05	기업브리프	Buy	30,000	하누리	-	-	