

2024. 5. 16



▲ 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 (5.14) 21,650 원

상승여력 38.6%

KOSPI 2,730.34pt

시가총액 8,660억원

발행주식수 4,000만주

유동주식비율 32.74%

외국인비중 6.93%

52주 최고/최저가 24,000원/15,680원

평균거래대금 21.9억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 9 인 64.68

국민연금공단 10.65

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 10.4 -2.7 22.6

상대주가 8.4 -13.3 11.1

주가그래프



한세실업 105630

1Q24 Review: 마지막 터널

- ✓ 1Q24 매출액 4,118억원 (Flat), 영업이익 381억원 (+6%, OPM 9%)
- ✓ 매출: 저가 수요 확대 → 수주 믹스 훼손 (ASP -12%/물량 +2%) → 달러 매출 -4%
- ✓ 이익: 고가 공임 인력 축소 > 원부자재가 상승 → 원가율 -2%p, 영업이익 +6%
- ✓ 미국 의류 시장 리스토킹 진입, GAP 판매 회복, 주력 품목 저가 캐주얼 대체
- ✓ 2Q24E 실적 턴어라운드 본격화 → 최선호주 의견, 매수 접근 추천

1Q24 마지막 De-stocking

한세실업은 2024년 1분기 매출액 4,118억원 (Flat YoY, 달러 기준 -3.7%, 이하 YoY), 영업이익 381억원 (+6.2%, OPM 9.3%), 순이익 181억원 (-24.6%)으로, 시장 기대치에 부합했다 (컨센서스 대비 매출액 -4.0%, 영업이익 +3.1%). 저가품 수요 확대로 수주 믹스가 훼손, 판가 하락 (ASP \$6.1, -12.0%) 과 물량 증가 (생산수량 4,730만벌, +2.0%)가 상반되었다.

[매출] 고가 원브랜드는 부진 (Carhartt, Victoria's Secret 등), 저가 Gap Inc.는 견조했다. Target, Kohl's 등 마트 바이어발 수주 또한 가성비 제품에 집중된 모습이다. 1Q24 최대 거래선 Gap Inc. (산하 Gap, Old Navy, Athleta 생산)가 5개 분기 만에 매출이 늘었다. 재고 소진이 빠르게 일면서, Re-stocking 정도가 확대되는 모습이다 (1Q23 매출 성장 +1.3% - 재고 감소 -16.5% = Re-stocking +17.8%p).

[이익] 원재료비 상승 (Cotton +4.6%, CVC +10.6% QoQ) 에도 불구, 노무 인력 효율화 (고가 공임 인력 축소)로 원가 구조가 개선되었다. 매출 감소에도 고정비 부담이 축소된 배경이다 (매출원가율 -1.4%p). 간접 비용 또한 효율적으로 집행하면서, 수익성을 향상시켰다 (OPM +0.6%p).

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

속도는 더디나 방향은 맞다. 시장 재고 부담 완화 (1Q24 미국 의류 소매판매 Re-stocking 전환), 주력 거래선 판매 회복 (GAP 매출 성장 전환), 달러 강세 기조, 주력 품목 (저가 캐주얼) 강세 모두 유효하다. 2Q24E 달러 매출 (+3.2%) 회복을 시작으로, 실적 턴어라운드가 본격화될 전망이다. 의류 업종 최선호주로서 제시, 매수 접근을 추천한다.

(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	1,819.8	192.8	141.2	3,531	26.1	19,131	6.1	1.1	4.7	20.0	77.5
2025E	1,929.0	208.2	155.4	3,885	10.0	22,395	5.6	1.0	4.0	18.7	66.2
2026E	2,006.2	216.9	161.2	4,030	3.7	25,742	5.4	0.8	3.4	16.7	57.2

표1 한세실업 1Q24 실적 Review

(십억원)	1Q24	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	411.8	410.8	0.2	355.7	15.8	429.0	-4.0	415.0	-0.8
영업이익	38.1	35.9	6.2	27.3	39.3	37.0	3.1	36.0	5.7
순이익	18.1	24.0	-24.6	18.9	-4.3	25.4	-28.9	27.4	-33.9
영업이익률(%)	9.3	8.7	0.5	7.7	1.6	8.6	0.6	8.7	0.6

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표2 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,819.8	1,929.0	1,828.4	1,938.1	-0.5	-0.5	1,892.6	1,996.6
영업이익	192.8	208.2	188.1	203.1	2.5	2.5	183.3	195.9
순이익	141.2	155.4	141.0	154.1	0.2	0.8	128.4	139.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	3,935	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	7	Makalot 12개월 선행 PER 60% 할인 적용
적정가치 (원)	30,000	
현재주가 (원)	21,650	
상승여력 (%)	38.6	

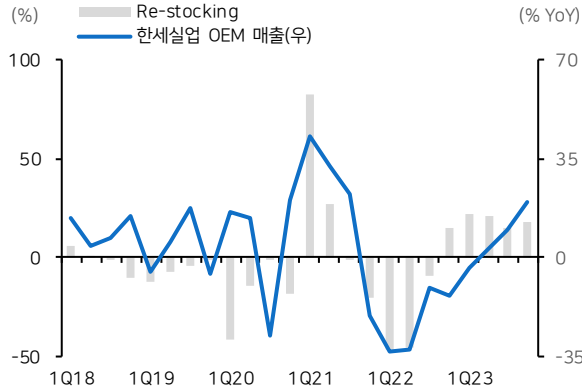
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액 (원화)	411.8	445.6	562.3	400.2	442.1	468.7	590.4	427.8	1,708.8	1,819.8	1,929.0
매출액 (달러)	309.7	337.7	429.4	323.0	337.6	358.0	450.9	337.4	1,314.4	1,399.9	1,483.9
매출총이익	77.7	87.0	109.5	78.0	85.6	91.5	114.6	83.4	320.8	352.2	375.1
매출총이익률	18.9	19.5	19.5	19.5	19.4	19.5	19.4	19.5	18.8	19.4	19.4
영업이익	38.1	47.3	67.7	39.7	44.9	49.7	71.1	42.5	168.2	192.8	208.2
영업이익률	9.3	10.6	12.0	9.9	10.2	10.6	12.0	9.9	9.8	10.6	10.8
순이익	18.1	33.9	51.3	37.9	28.7	37.1	55.5	34.2	112.0	141.2	155.4
순이익률	4.4	7.6	9.1	9.5	6.5	7.9	9.4	8.0	6.6	7.8	8.1
(% YoY)											
매출액 (원화)	0.2	3.6	9.8	12.5	7.4	5.2	5.0	6.9	-22.5	6.5	6.0
매출액 (달러)	-3.7	3.2	10.0	19.9	9.0	6.0	5.0	4.5	-23.0	6.5	6.0
매출총이익	8.1	3.6	10.4	18.6	10.2	5.2	4.7	6.9	-4.6	9.8	6.5
영업이익	6.2	6.5	11.7	45.2	17.8	5.2	4.9	7.1	-6.3	14.6	8.0
영업이익률	0.5	0.3	0.2	2.2	0.9	0.0	0.0	0.0	1.7	0.7	0.2
순이익	-24.6	15.8	28.7	100.5	58.6	9.2	8.1	-9.9	30.8	26.1	10.0

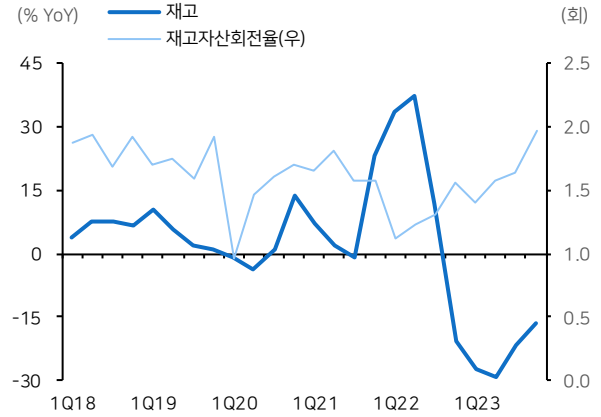
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 GAP Re-stocking vs. 한세실업 OEM 매출



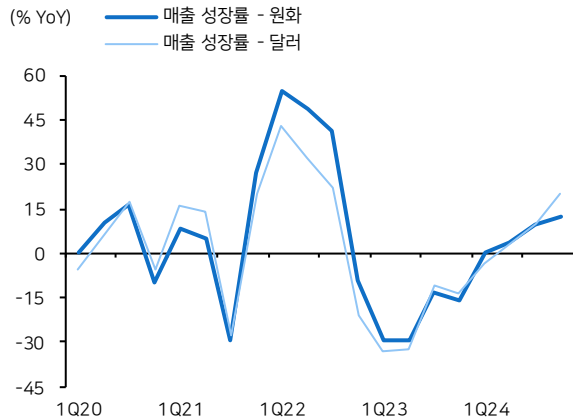
주: 한세실업 매출 4개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GAP 재고자산 및 재고자산회전율



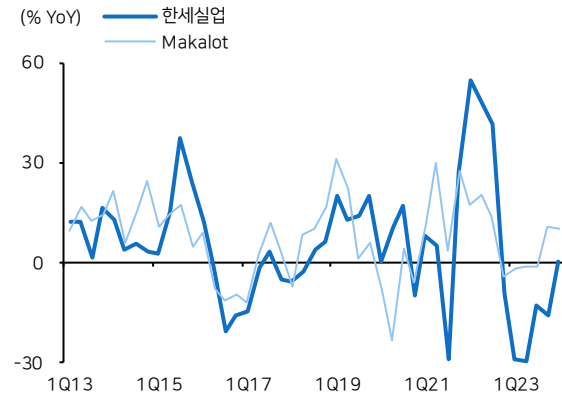
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 매출 성장률 추이



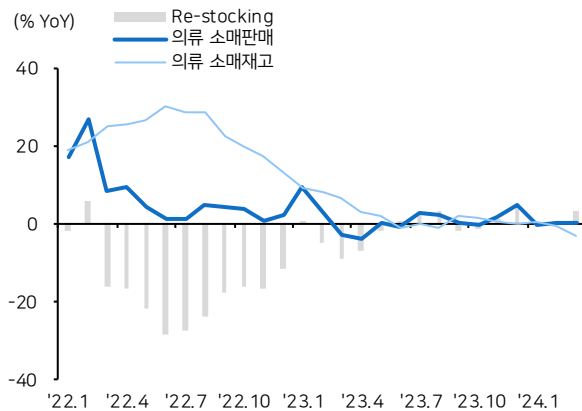
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출 성장률: 한세실업 vs. Makalot



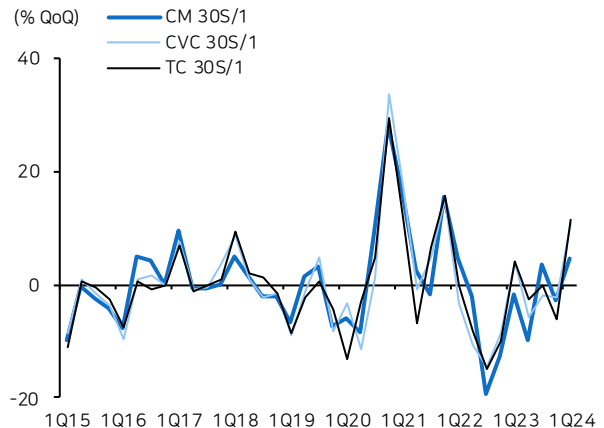
자료: 한세실업, Makalot, 메리츠증권 리서치센터

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	1,819.8	1,929.0	2,006.2
매출액증가율(%)	31.9	-22.5	6.5	6.0	4.0
매출원가	1,868.5	1,388.0	1,467.7	1,553.9	1,615.9
매출총이익	336.3	320.8	352.2	375.1	390.3
판매관리비	156.7	152.6	159.4	166.9	173.4
영업이익	179.6	168.2	192.8	208.2	216.9
영업이익률(%)	8.1	9.8	10.6	10.8	10.8
금융손익	-9.3	-16.7	-17.5	-18.3	-19.1
종속/관계기업손익	-0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.4	-10.9	1.2	4.3	3.7
세전계속사업이익	130.4	140.9	176.6	194.2	201.5
법인세비용	44.8	28.9	35.3	38.9	40.3
당기순이익	85.6	112.0	141.2	155.4	161.2
지배주주지분 순이익	85.6	112.0	141.2	155.4	161.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	196.7	190.0	159.5	155.0	171.3
당기순이익(손실)	85.6	112.0	141.2	155.4	161.2
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	0.1	-21.5	-13.3
투자활동 현금흐름	-36.1	-150.3	-51.9	-44.7	-42.9
유형자산의증가(CAPEX)	-27.4	-44.0	-44.4	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	15.9	-35.8	-4.6	-2.9	-1.8
재무활동 현금흐름	-10.7	-141.3	-38.7	-36.7	-38.8
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	68.9	73.6	89.6
기초현금	21.3	173.1	71.9	140.8	214.4
기말현금	173.1	71.9	140.8	214.4	304.0

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772.3	679.1	769.5	878.0	989.2
현금및현금성자산	173.1	71.9	140.8	214.4	304.0
매출채권	175.6	178.2	183.5	196.2	204.0
재고자산	309.0	259.0	269.3	287.9	299.5
비유동자산	466.9	558.2	589.0	610.9	629.3
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	236.7	239.6	241.4
자산총계	1,239.2	1,237.3	1,358.5	1,488.8	1,618.5
유동부채	620.6	500.5	504.2	509.2	507.6
매입채무	44.4	48.6	54.7	58.4	60.8
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	89.1	83.8	81.2
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	593.3	593.0	588.8
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	700.2	830.7	964.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	537.1	643.7	765.3	895.8	1,029.7

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	55,119	42,719	45,496	48,225	50,154
EPS(지배주주)	2,141	2,801	3,531	3,885	4,030
CFPS	3,329	4,325	6,594	6,759	6,621
EBITDAPS	5,311	4,998	5,274	5,731	6,008
BPS	13,427	16,092	19,131	22,395	25,742
DPS	500	500	630	693	719
배당수익률(%)	3.2	2.4	2.9	3.2	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	7.2	7.5	6.1	5.6	5.4
PCR	4.6	4.9	3.3	3.2	3.3
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.1	1.3	1.1	1.0	0.8
EBITDA(십억원)	212.4	199.9	211.0	229.2	240.3
EV/EBITDA	4.3	5.3	4.7	4.0	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.1	19.0	20.0	18.7	16.7
EBITDA 이익률	9.6	11.7	11.6	11.9	12.0
부채비율	130.7	92.2	77.5	66.2	57.2
금융비용부담률	0.7	1.6	5.8	5.3	5.0
이자보상배율(x)	11.3	6.3	1.8	2.0	2.2
매출채권회전율(x)	10.0	9.7	10.1	10.2	10.0
재고자산회전율(x)	6.3	6.0	6.9	6.9	6.8

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 하시기 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -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)	
2022.05.17	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	- -	