



# 한세실업 (105630)

4Q23 리뷰 : 아직은 조심스러운 바이어

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com

**Buy** (유지)

목표주가(하향): 27,000원

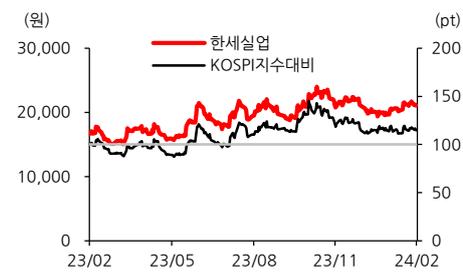
현재 주가(2/28)	21,050원
상승여력	▲28.3%
시가총액	8,420억원
발행주식수	40,000천주
52 주 최고가 / 최저가	24,000 / 15,060원
90 일 일평균 거래대금	19.62억원
외국인 지분율	7.3%
주주 구성	
한세에스 24 홀딩스 (외 10 인)	64.7%
국민연금공단 (외 1 인)	11.0%
자사주 (외 1 인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.0	-3.7	8.9	26.2
상대수익률(KOSPI)	0.0	-8.8	4.6	16.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,205	1,709	1,833	1,954
영업이익	180	168	172	191
EBITDA	212	204	217	237
지배주주순이익	86	111	117	131
EPS	2,141	2,836	2,987	3,339
순차입금	339	274	239	139
PER	7.2	5.4	7.0	6.3
PBR	1.1	1.0	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.5	4.4	5.0	4.1
배당수익률	3.2	3.2	3.3	3.8
ROE	17.1	19.0	17.2	16.8

주가 추이



4Q23 Review

한세실업은 4분기 매출액 3,556억원(-16% YoY), 영업이익 273억원(+189% YoY)를 기록해 시장 기대치 대비 매출액은 -7% 하회하였으나, 영업이익은 +36% 상회하는 실적을 기록했다. 달러 기준 수주액은 전년대비 -13% 역성장한 것으로 추정된다. 재고 수준이 완화되고 있으나, 과재고를 겪었던 바이어들의 수주 동향이 상당히 조심스러운 것이 주요 원인이라고 판단된다. 반면 GPM 18.5%를 기록해 시장 기대치보다 높은 수익성을 보였는데, 동사가 진행 중인 원가 효율화 작업의 효과와 함께 마진율이 상대적으로 낮은 SS의류의 수주 비중이 감소하고 상대적으로 고마진인 FW의류에 대한 수주 비중이 증가한 것에 기인한다고 판단된다.

여전히 조심스러운 바이어

주요 바이어들의 실적을 통해서 전방시장의 재고수준은 정상화되고 있으며 파악할 수 있었다. 다만, 과잉 재고로 몸살을 앓았던 시기에서 막 벗어난 현 시점에서, 더욱이 매크로 환경의 변동성이 심하여 소비자의 수요에 대한 전망 역시 쉽지 않기 때문에 바이어들은 소극적인 재고 확충을 진행할 것으로 예상된다. 이 때문에 상반기까지는 수주의 반등 속도가 시장 기대 대비 더딜 수 있을 것으로 예상된다. 상반기 달러 기준 동사의 수주액은 전년대비 +3% YoY 반등하는 데 그칠 전망이다. 수주 반등이 본격화되기 위해서는 주요 바이어들의 실적 반등이 우선 시될 필요가 있겠다. 지난해에는 수주 부진에도 우호적인 환율과 원가 안정화로 수익성이 호조를 보였는데, 24년 수익성이 추가 개선될 수 있는 지도 관전포인트이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 2.7만원 제시

한세실업에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 3만원 대비 하향한 2.7만원을 제시한다. 목표주가 하향은 상반기 성장률 하향에 따른 실적 전망치 하향에 기인한다. 현 주가는 24년 실적 기준 P/E 7배 수준에 불과해 글로벌 피어 대비 크게 할인되어 있다. 이는 주주환원정책의 차이에 기인한다고 판단된다. 정부가 추진하는 밸류업 프로그램에 참여하면서 주주환원이 강화될 경우, 주가의 리레이팅이 충분히 가능할 것이라 전망한다.

[표1] 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액(원화)	411	430	512	356	425	447	559	402	1,709	1,833	1,954
YoY	-29%	-30%	-13%	-16%	3%	4%	9%	13%	-22%	7%	7%
매출액(달러)	322	327	391	269	322	343	430	310	1,309	1,405	1,503
YoY	-33%	-32%	-11%	-13%	0%	5%	10%	15%	-24%	7%	7%
매출총이익	72	84	99	66	71	75	103	75	321	324	350
GPM	17%	20%	19%	18%	17%	17%	18%	19%	-5%	1%	8%
판매관리비	36	40	39	38	37	38	40	38	153	152	159
영업이익	36	44	61	27	34	37	63	37	168	172	191
OPM	9%	10%	12%	8%	8%	8%	11%	9%	10%	9%	10%
YoY	-27%	-20%	-7%	189%	-5%	-16%	5%	37%	-6%	2%	11%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한세실업 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
지배순이익	1,172	
Target P/E	9	
적정 시가총액	10,550	
발행주식수	39,239	자사주 제외
적정가치	26,885	

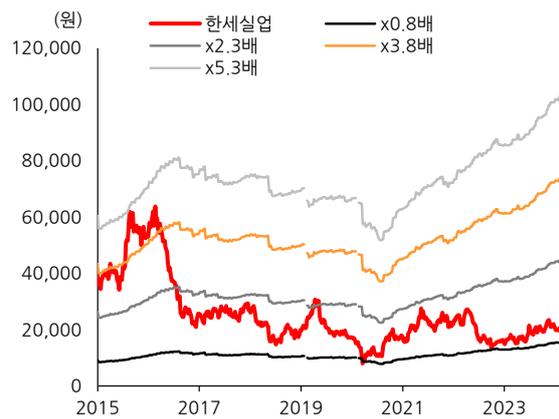
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한세실업 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한세실업 P/B 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,672	2,205	1,709	1,833	1,954
매출총이익	253	336	321	324	350
영업이익	107	180	168	172	191
EBITDA	136	212	204	217	237
순이자손익	0	-6	2	9	9
외화관련손익	-20	-30	-3	0	0
지분법손익	6	-1	0	0	0
세전계속사업손익	98	130	140	161	179
당기순이익	67	86	111	117	131
지배주주순이익	67	86	111	117	131
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-1.5	31.9	-22.5	7.2	6.6
영업이익	64.5	68.3	-6.3	2.2	11.0
EBITDA	33.0	55.8	-4.1	6.7	9.1
순이익	160.7	27.2	29.9	5.3	11.8
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	15.1	15.3	18.8	17.7	17.9
영업이익률	6.4	8.1	9.8	9.4	9.8
EBITDA 이익률	8.2	9.6	11.9	11.9	12.1
세전이익률	5.9	5.9	8.2	8.8	9.2
순이익률	4.0	3.9	6.5	6.4	6.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	-154	197	256	135	161
당기순이익	67	86	111	117	131
자산상각비	30	33	35	45	46
운전자본증감	-286	48	105	-28	-17
매출채권 감소(증가)	-117	58	-10	-9	-6
재고자산 감소(증가)	-172	83	120	-24	-14
매입채무 증가(감소)	17	-15	-20	5	3
투자현금흐름	-4	-36	-104	-81	-33
유형자산처분(취득)	-23	-26	-68	-80	-32
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	30	-5	-23	0	0
재무현금흐름	81	-11	-202	-70	-77
차입금의 증가(감소)	101	9	-182	-50	-50
자본의 증가(감소)	-20	-20	-20	-20	-27
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20	-27
총현금흐름	100	133	174	164	178
(-)운전자본증가(감소)	124	-151	-27	28	17
(-)설비투자	24	27	69	80	32
(+)자산매각	1	1	0	-1	-1
Free Cash Flow	-48	258	131	54	128
(-)기타투자	172	108	-66	0	0
잉여현금	-220	150	198	54	128
NOPLAT	73	118	134	126	139
(+) Dep	30	33	35	45	46
(-)운전자본투자	124	-151	-27	28	17
(-)Capex	24	27	69	80	32
OpFCF	-46	275	127	63	136

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	770	772	625	643	714
현금성자산	48	211	124	109	159
매출채권	267	179	70	79	85
재고자산	389	309	182	206	221
비유동자산	446	467	527	563	550
투자자산	286	284	308	308	308
유형자산	154	177	212	247	234
무형자산	7	6	7	8	8
<b>자산총계</b>	<b>1,216</b>	<b>1,239</b>	<b>1,152</b>	<b>1,206</b>	<b>1,264</b>
유동부채	642	621	431	386	339
매입채무	85	64	38	43	46
유동성이자부채	508	496	339	289	239
비유동부채	110	82	90	91	92
비유동이자부채	78	54	59	59	59
<b>부채총계</b>	<b>752</b>	<b>702</b>	<b>521</b>	<b>477</b>	<b>431</b>
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	421	488	579	677	781
자본조정	-35	-29	-26	-26	-26
자기주식	-18	-18	-14	-14	-14
<b>자본총계</b>	<b>464</b>	<b>537</b>	<b>632</b>	<b>729</b>	<b>833</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,684	2,141	2,836	2,987	3,339
BPS	11,610	13,427	15,794	18,233	20,822
DPS	500	500	500	700	800
CFPS	2,497	3,328	4,339	4,093	4,460
ROA(%)	6.0	7.0	9.3	9.9	10.6
ROE(%)	15.2	17.1	19.0	17.2	16.8
ROIC(%)	10.1	16.0	19.2	17.1	18.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	13.0	7.2	5.4	7.0	6.3
PBR	1.9	1.1	1.0	1.2	1.0
PSR	0.5	0.3	0.4	0.5	0.4
PCR	8.8	4.6	3.6	5.1	4.7
EV/EBITDA	10.4	4.5	4.4	5.0	4.1
배당수익률	2.3	3.2	3.2	3.3	3.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	161.9	130.7	82.4	65.4	51.8
Net debt/Equity	115.8	63.1	43.4	32.8	16.6
Net debt/EBITDA	394.5	159.5	134.6	110.1	58.5
유동비율	120.0	124.4	145.1	166.7	210.7
이자보상배율(배)	14.3	11.3	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	70.3	58.2	61.9	64.8	62.2
현금+투자자산	29.7	41.8	38.1	35.2	37.8
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	55.8	50.6	38.7	32.3	26.4
자기자본	44.2	49.4	61.3	67.7	73.6

[ Compliance Notice ]

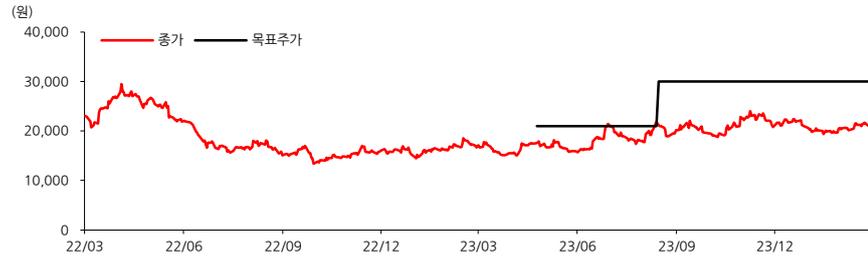
(공표일: 2024년 02월 29일)

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, 최영주)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한세실업 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2016.08.12	2023.04.25	2023.04.25	2023.05.16	2023.08.16	2023.11.01
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	21,000	21,000	30,000	30,000
일시	2023.11.14	2024.02.29				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	30,000	27,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.04.25	Buy	21,000	-14.18	3.81
2023.08.16	Buy	30,000	-30.15	-20.00
2024.02.29	Buy	27,000		

[ 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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%