



한세실업

Bloomberg Code (105630 KS) | Reuters Code (105630.KS)

2023년 5월 16일

급할 필요 없는 시기

[섬유/의복]

박현진 연구위원
☎ 02-3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
☎ 02-3772-1575
✉ jieun.ju@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (5월 15일)
17,750 원



목표주가
20,000 원 (유지)



상승여력
12.7%

- 1Q23 OEM 매출 급감, 다만 인건비 축소로 이익은 서프라이즈!
- 2Q23에도 매출 부진할 전망, 3Q23 이후로 실적 회복 기대
- 밸류에이션은 매력적, 2024년 보고 천천히 매수 기회 볼 것



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권

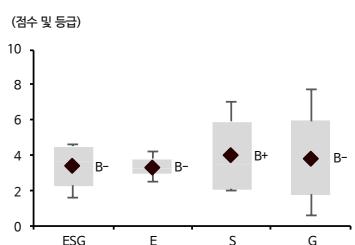
기업분석부

시가총액	710.0 십억원
발행주식수	40.0 백만주
유동주식수	13.1 백만주(32.7%)
52주 최고가/최저가	25,800 원/13,400 원
일평균 거래량 (60일)	264,925 주
일평균 거래액 (60일)	4,529 백만원
외국인 지분율	8.06%
주요주주	
한세에스 24 헬дин스 외 9 인	64.68%
국민연금공단	9.94%
절대수익률	
3개월	2.3%
6개월	6.0%
12개월	-28.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	0.2%
6개월	6.0%
12개월	-24.4%

주가



ESG 컨센서스



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,672.0	106.7	67.3	1,684	11,610	13.0	10.1	1.9	15.2	106.6
2022	2,204.8	179.6	85.6	2,141	13,427	7.2	4.3	1.1	17.1	55.2
2023F	2,010.7	164.9	85.2	2,130	15,317	8.3	4.5	1.2	14.8	35.0
2024F	2,201.4	184.9	104.8	2,621	17,572	6.8	3.8	1.0	15.9	22.5
2025F	2,403.5	204.3	201.6	5,040	22,122	3.5	2.9	0.8	25.4	(1.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

1Q23 오더 급감, 비용 효율화 노력

1Q23 연결매출 4,108억원(-29% YoY), 영업이익 359억원(-27% YoY)으로 매출은 당사 기대치를 하회했으나, 영업이익이 당사 추정이익(207억원)을 큰 폭으로 상회했다. 달려 기준 OEM 매출이 33% 이상 역성장한 셈인데 직전 분기에 이어 전방 수요 부진으로 바이어 오더가 급감하는 추세가 유지되고 있기 때문이다. 작년 4분기에는 마트 바이어 위주로 오더가 감소한 반면 1분기에는 스페셜티 스토어 브랜드들(GAP 등)의 수주가 크게 감소한 것으로 보인다.

다만 작년 4분기부터 오더 감소에 대비해 생산라인 수(2021년 663라인 수 > 1Q23 474라인 수)를 줄이면서 인건비가 작년 동기 대비 8% 감소한 것으로 파악된다. 이에 원가율이 크게 개선되면서 영업이익은 어닝 서프라이즈를 냈다.

2Q23에도 오더 감소, 이익 베이스 부담

2Q23에도 매출은 달려 기준으로 20% YoY 내외 역성장할 것으로 전망된다. 미국 의류 재고 비율이 내려가고 있긴 하지만 절대 재고 레벨이 높은 수준으로 바이어들이 공격적으로 오더를 확대하기는 어려운 것으로 보인다. 또한 2Q22~3Q22 영업이익은 물량(Q) 효과와 가격(P) 효과가 시너지를 냈던 시기로 베이스가 만만치 않다.

본래 3Q23부터 수주 회복을 예상했으나 미국 소비 심리가 크게 개선되지는 못하고 있어 하반기 실적 기대치를 추가 하향 조정할 필요가 있다는 판단이다. 예상보다 회복이 늦어지는 감이 있어 1Q23 어닝 서프라이즈에도 불구하고, 기존 2Q23 이후 높았던 실적 기대치를 내리는 작업이 불가피하다.

장기적으로 보고 매수 관점 접근 필요

하반기 눈높이를 조정했으나 상반기 영업이익이 기대보다 호실적을 내 연간 실적 추정치 조정폭은 크지 않다. 따라서 목표주가는 2만원을 유지하며, 미국 의류 기업들의 재고가 느리지만 하향 추세임을 감안해 4Q23부터는 매출 추세가 (+)로 반전될 것으로 기대된다. 밸류에이션 이 최저점에 해당하고, 당장은 아니더라도 주가는 미약하게나마 추세 반전을 꾀할 것으로 판단한다.

한세실업 1Q23 Review

(십억원, %)	1Q23	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	410.8	581.2	(29.3)	424.6	(3.2)	441.1	(6.9)	441.2	(6.9)
영업이익	35.9	49.0	(26.7)	9.4	281.8	20.7	73.4	20.2	77.6
지배주주순이익	24.0	31.4	(23.5)	0.4	5,896.0	16.5	45.4	10.9	120.0

자료: FnGuide, 신한투자증권

한세실업 분기, 연간 실적

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
연결매출	581.2	610.6	588.3	424.6	410.8	509.3	590.9	499.6	1,672.0	2,204.8	2,010.7	2,201.4
% YoY	54.7	48.5	41.3	(9.4)	(29.3)	(16.6)	0.4	17.7	(1.5)	31.9	(8.8)	9.5
영업이익	49.0	55.6	65.6	9.4	35.9	39.2	55.5	34.2	106.7	179.6	164.9	184.9
% YoY	66.1	80.6	265.9	(66.9)	(26.7)	(29.5)	(15.3)	262.6	64.5	68.3	(8.2)	12.2
% of sales	8.4	9.1	11.1	2.2	8.7	7.7	9.4	6.9	6.4	8.1	8.2	8.4

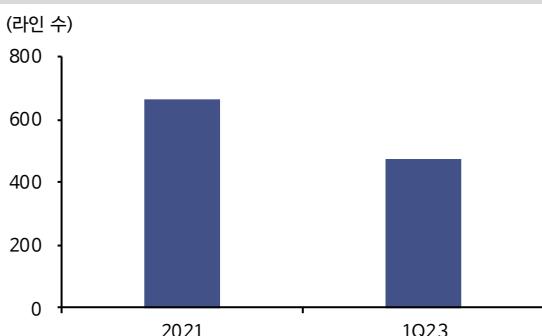
자료: 신한투자증권

한세실업 연간 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율 (%)	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	2,010.7	2,201.4	2,187.4	2,395.0	(8.1)	(8.1)
영업이익	164.9	184.9	170.6	191.6	(3.3)	(3.5)
순이익	85.2	104.8	95.0	110.0	(10.3)	(4.7)

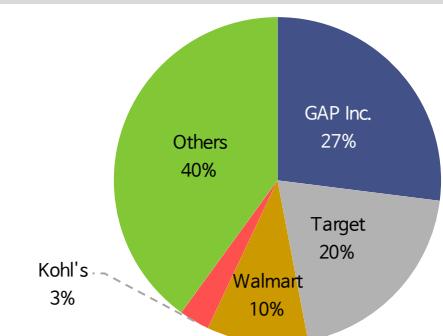
자료: 신한투자증권

한세실업 해외 생산법인 생산라인 수 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한세실업 주요 바이어 비중



자료: 신한투자증권

▣ 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,263.2	1,357.1	1,553.7
유동자산	770.0	772.3	795.0	888.8	1,114.7
현금및현금성자산	21.3	173.1	220.7	263.9	436.4
매출채권	263.9	175.6	184.4	201.9	220.5
재고자산	388.7	309.0	281.8	308.5	336.8
비유동자산	446.3	466.9	468.2	468.3	439.0
유형자산	154.0	177.0	180.2	178.8	147.8
무형자산	6.5	6.1	5.9	5.7	5.6
투자자산	212.4	191.7	190.1	191.7	193.4
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	751.8	702.1	650.5	654.2	668.8
유동부채	641.9	620.6	571.4	572.8	584.8
단기차입금	488.6	476.8	451.8	441.8	441.8
매입채무	62.7	44.4	40.5	44.3	48.4
유동성장기부채	14.5	12.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	110.0	81.5	79.1	81.5	84.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	77.6	53.7	53.7	53.7	53.7
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	612.7	702.9	884.9
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타자본	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	(16.9)	(11.4)	(1.4)	3.6	3.6
이익잉여금	420.6	487.7	553.3	638.5	820.5
자본주주지분	464.4	537.1	612.7	702.9	884.9
비자본주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	585.9	549.5	511.3	501.8	502.4
*순차입금(순현금)	494.9	296.6	214.2	158.2	(17.1)

▣ 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(153.9)	196.7	140.1	117.1	201.4
당기순이익	67.3	85.6	85.2	104.8	201.6
유형자산상각비	29.0	32.4	41.8	41.4	31.0
무형자산상각비	0.6	0.5	0.3	0.2	0.1
외화환산손실(이익)	1.7	(3.4)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	1.0	0.1	5.6	5.6	5.6
기타별, 종속, 관계기업손실(이익)	(6.1)	0.5	(0.5)	(0.5)	(0.5)
운전자본변동	(285.9)	48.2	7.8	(34.3)	(36.3)
(법인세납부)	(4.3)	(26.2)	(40.1)	(44.9)	28.0
기타	42.8	59.0	40.0	44.8	(28.1)
투자활동으로인한현금흐름	(4.2)	(36.1)	(29.5)	(39.4)	(4.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(24.4)	(27.4)	(35.0)	(35.0)	0.0
유형자산의감소	1.0	1.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	30.1	23.6	2.2	(1.1)	(1.2)
기타	(10.6)	(33.6)	3.3	(3.3)	(3.5)
FCF	(148.6)	274.1	129.7	99.5	229.8
재무활동으로인한현금흐름	81.3	(10.7)	(57.8)	(29.1)	(19.0)
차입금의증가(감소)	107.0	22.4	(38.2)	(9.4)	0.6
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)
기타	(6.1)	(13.5)	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(5.2)	(5.4)	(5.3)
연결방법변동으로인한현금이증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.3	2.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가감소	(75.4)	151.8	47.6	43.3	172.4
기초현금	96.7	21.3	173.1	220.7	263.9
기말현금	21.3	173.1	220.7	263.9	436.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

▣ 포괄손익계산서

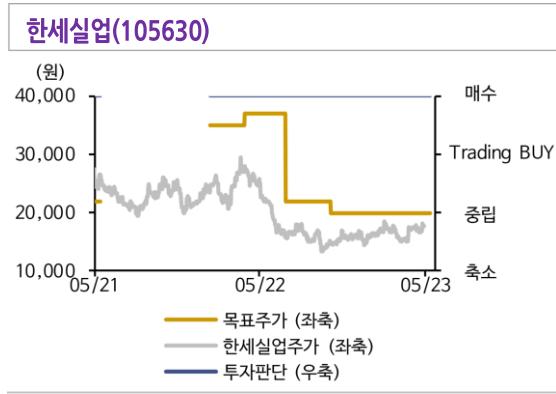
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672.0	2,204.8	2,010.7	2,201.4	2,403.5
증감률 (%)	(1.5)	31.9	(8.8)	9.5	9.2
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,695.0	1,851.4	2,019.0
매출총이익	252.6	336.3	315.7	350.0	384.6
매출총이익률 (%)	15.1	15.3	15.7	15.9	16.0
판매관리비	146.0	156.7	150.8	165.1	180.3
영업이익	106.7	179.6	164.9	184.9	204.3
증감률 (%)	64.5	68.3	(8.2)	12.2	10.5
영업이익률 (%)	6.4	8.1	8.2	8.4	8.5
영업손익의	(8.3)	(49.2)	(39.6)	(35.2)	(30.7)
금융수익	(1.1)	(9.3)	1.8	4.2	8.6
기타영업이손익	(13.4)	(39.4)	(40.8)	(38.8)	(38.8)
종속 및 관계기업관련손익	6.1	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
세전전기사업이익	98.4	130.4	125.3	149.8	173.6
법인세비용	31.0	44.8	40.1	44.9	(28.0)
계속사업이익	67.3	85.6	85.2	104.8	201.6
(비자매주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	62.7	92.3	95.2	109.8	201.6
(지배주주)총포괄이익	62.7	92.3	95.2	109.8	201.6
(비자매주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	136.3	212.4	206.9	226.4	235.4
증감률 (%)	33.0	55.8	(2.6)	9.4	4.0
EBITDA 이익률 (%)	8.2	9.6	10.3	10.3	9.8

▣ 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,684	2,141	2,130	2,621	5,040
EPS (지배순이익, 원)	1,684	2,141	2,130	2,621	5,040
BPS (자본총계, 원)	11,610	13,427	15,317	17,572	22,122
BPS (자배지분, 원)	11,610	13,427	15,317	17,572	22,122
DPS (원)	500	500	500	500	500
PER (당기순이익, 배)	13.0	7.2	8.3	6.8	3.5
PER (자배순이익, 배)	13.0	7.2	8.3	6.8	3.5
PBR (자본총계, 배)	1.9	1.1	1.2	1.0	0.8
PBR (자배지분, 배)	1.9	1.1	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA (배)	10.1	4.3	4.5	3.8	2.9
배당성향 (%)	29.1	22.9	23.0	18.7	9.7
배당수익률 (%)	2.3	3.2	2.8	2.8	2.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.2	9.6	10.3	10.3	9.8
영업이익률 (%)	6.4	8.1	8.2	8.4	8.5
순이익률 (%)	4.0	3.9	4.2	4.8	8.4
ROA (%)	6.0	7.0	6.8	8.0	13.9
ROE (자자승수이익, %)	15.2	17.1	14.8	15.9	25.4
ROIC (%)	14.0	18.7	19.5	22.0	39.0
안정성					
부채비율 (%)	161.9	130.7	106.2	93.1	75.6
순자본금비율 (%)	106.6	55.2	35.0	22.5	(1.9)
현금비율 (%)	3.3	27.9	38.6	46.1	74.6
이자보상비율 (배)	14.3	11.3	11.1	13.0	14.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.9	4.7	5.2	5.5	5.5
재고자산회수기간 (일)	66.6	57.7	53.6	48.9	49.0
매출채권회수기간 (일)	44.6	36.4	32.7	32.0	32.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 02월 19일	매수	22,000	1.3	25.2
2021년 05월 31일	커버리지제외	-	-	-
2022년 01월 26일	매수	35,000	(29.8)	(15.7)
2022년 04월 12일	매수	37,000	(39.8)	(24.3)
2022년 07월 11일	매수	22,000	(27.5)	(17.7)
2022년 10월 18일	매수	20,000	(19.6)	(7.5)
2023년 04월 19일		6개월경과	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

❖ Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석 담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

❖ 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 	섹터	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시기총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

❖ 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 12일 기준)

매수 (매수)	95.02%	Trading BUY (중립)	3.32%	중립 (중립)	1.66%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------