

# 한세실업 (105630)

유정현 junghyun.yu@daishin.com  
정한솔 hansol.jung@daishin.com

## 투자의견

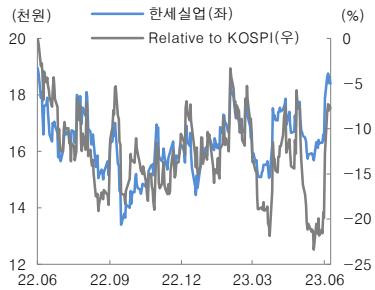
**BUY**  
매수, 유지  
**24,000**  
유지  
**18,400**  
섬유의복업종

## 6개월 목표주가

현재주가  
(23.06.23)

KOSPI	2570.1
시가총액	736십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	18,760원 / 13,400원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	7.42%
주요주주	한세예스24홀딩스 외 9 인 64.68% 국민연금공단 9.94%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.6	21.4	12.5	10.8
상대수익률	12.5	14.5	1.3	-0.2



# 수주 4분기부터 + 증가 반전 전망, 2분기 실적 저점

- 2분기 매출액 성장을 USD 기준 yoy -28% 예상
- 영업이익률은 평년 대비 높은 8.8%로 개선 추세 지속 전망
- 수주 4분기부터 + 증가 반전, 상반기를 저점으로 업황 개선 전망

## 투자의견 BUY와 목표주가 24,000원 유지

투자의견 BUY와 목표주가 24,000원(12MF P/E 8.5배) 유지

2023년 수주 성장을 흐름은 USD 기준 yoy 1분기 -33%, 2분기 -28%, 3분기 -10% 예상

고객사별의 재고 축소와 발주 시점 차이로 수주가 (+) 증가 전환하는 시점은 4분기가 될 것으로 전망. 소비 경기 부진 환경에서 적극적인 re-stocking을 예상하지 않더라도 필요한 발주는 대형 벤더들에게 집중되는 현상이 가속화할 것으로 예상됨. 상반기가 의류 OEM 업황 저점으로 하반기 회복 기대감이 반영되면서 최근 글로벌 peer 주가도 상승. 동사의 주가는 이와 동조 현상을 보이며 완만한 상승 흐름 보일 것으로 전망

## 2Q23 Preview: 수주 감소, 그러나 조직 효율화로 높은 마진 달성 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 4,585억원(-25%, yoy), 404억원(-27%, yoy) 예상. 전년도 2분기에 역대 최고 수준의 실적 달성을 따른 기저 효과와 고객사의 재고 감축 진행으로 매출액은 USD 기준 yoy 28% 감소 전망. 영업이익률도 1분기에 이어 2분기에도 현지 법인 조직 효율화 효과 지속되며 원가율이 하락함에 따라 과거 평균(5-6%) 보다 높은 8.8% 기록할 것으로 전망. 다만 매출이 크게 줄어 영업이익 감소 불가피 예상

수주가 크게 감소하는 상황에도 불구하고 수익성 개선이 지속되고 이는 점은 매우 긍정적으로 평가됨. 불리한 외부 거시 환경 속에서도 체질 개선을 보여주고 있는데 향후 매출 회복 구간에서 영업 레버리지지가 크게 나타날 가능성도 존재

(단위: 십억원, %)

구분	2Q22	1Q23	2Q23(F)			3Q23		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정
매출액	611	411	453	458	-24.9	11.6	483	506 -14.0 10.4
영업이익	56	36	36	40	-27.3	12.7	38	46 -29.6 14.1
순이익	25	24	28	29	17.6	20.3	26	33 13.0 15.0

자료: 한세실업, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672	2,205	1,816	1,858	2,017
영업이익	107	180	147	161	182
세전순이익	98	130	143	158	176
총당기순이익	67	86	110	122	136
지배지분순이익	67	86	111	122	136
EPS	1,684	2,141	2,763	3,050	3,411
PER	13.0	7.2	6.7	6.0	5.4
BPS	11,610	13,427	15,793	18,415	21,280
PBR	1.9	1.1	1.2	1.0	0.9
ROE	15.2	17.1	18.9	17.8	17.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

## 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,893	1,858	1,816	1,858	-4.1	0.0
영업이익	145	154	147	161	1.4	4.6
지배지분순이익	109	117	111	122	1.4	4.7
영업이익률	7.6	8.3	8.1	8.6		
순이익률	5.7	6.3	6.1	6.6		

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

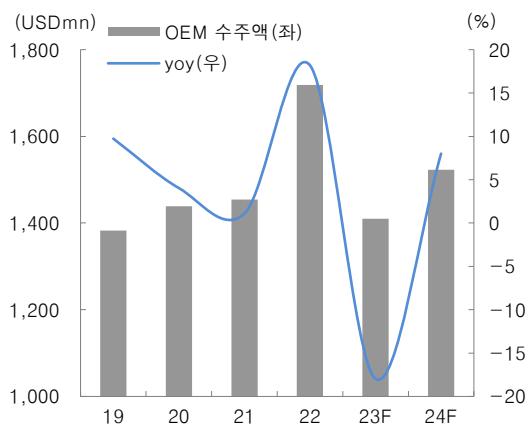
표 1. 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2022				2023F				2022	2023F	2024F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	581	611	588	425	411	458	506	441	2,205	1,816	1,858
USD	482	484	439	313	322	349	395	344	1,719	1,410	1,523
영업이익	49	56	66	9	36	40	46	24	180	147	161
영업이익률	8.4	9.1	11.1	2.2	8.7	8.8	9.1	5.5	8.1	8.1	8.6
YOY											
매출액	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-24.9	-14.0	3.7	31.9	-17.6	2.3
USD	43.1	32.0	22.3	-20.0	-33.3	-28.0	-10.0	10.0	18.2	-18.0	8.0
영업이익	66.1	80.5	265.9	-66.9	-26.7	-27.3	-29.6	157.9	68.3	-18.3	9.4

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 1. 한세실업 수주 증가율



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

그림 2. 한세실업 &amp; Makalot 주가 흐름



자료: Bloomberg, 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 등이 있음
- 현재 6개 국가에서 현지법인을 운영하고 있음
- 자회사 한세엠케이를 통해 브랜드 사업도 영위 중
- 자산 1조 2,238억원, 부채 6,763억원, 자본 5,475억원
- 발행주식 수: 40,000,000주 (자기주식수: 760,530주)

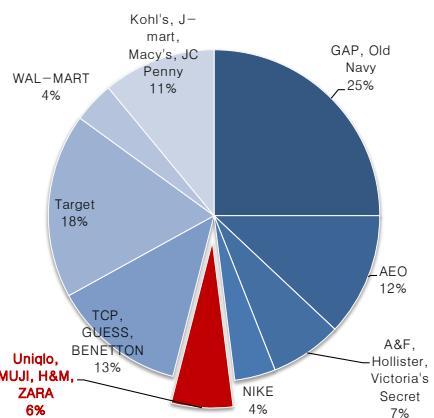
### 주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 미국 소매경기, 주요 고객사 실적 개선 여부 등

주: 자산 규모는 2023년 3월 말 기준

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

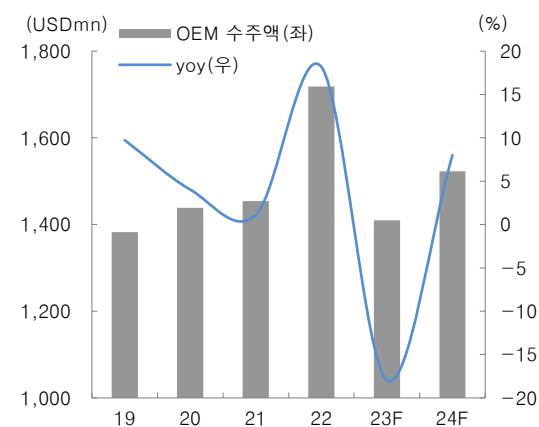
### 고객사 매출 비중 추이



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

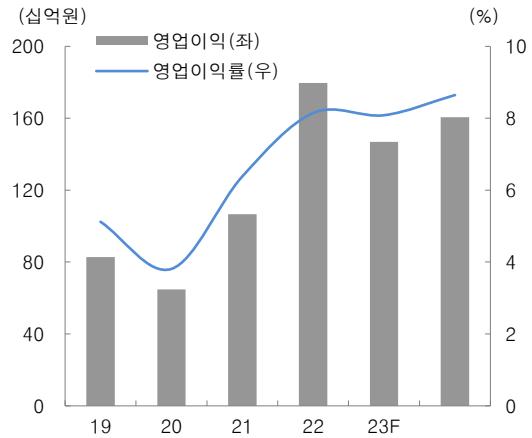
## 2. Earnings Driver

### 한세실업 수주액(yoy)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

### 한세실업 영업이익(율)



자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

## 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액		1,672	2,205	1,816	1,858	2,017
매출원가		1,419	1,868	1,519	1,547	1,687
매출총이익		253	336	297	311	330
판매비와관리비		146	157	150	150	148
영업이익		107	180	147	161	182
영업이익률		6.4	8.1	8.1	8.6	9.0
EBITDA		136	212	175	188	209
영업외순익		-8	-49	-4	-3	-5
관계기업순익		6	-1	-1	-1	-1
금융수익		6	7	7	7	7
외환관련이익		29	106	73	73	73
금융비용		-7	-16	-5	-4	-7
외환관련손실		0	0	0	0	0
기타		-13	-39	-5	-5	-5
법인세비용차감전순손익		98	130	143	158	176
법인세비용		-31	-45	-33	-36	-40
계속사업순손익		67	86	110	122	136
중단사업순손익		0	0	0	0	0
당기순이익		67	86	110	122	136
당기순이익률		4.0	3.9	6.1	6.6	6.7
비자매지분순이익		0	0	0	0	0
지배지분순이익		67	86	111	122	136
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		0	1	1	1	1
포괄순이익		63	92	117	128	143
비자매지분포괄이익		0	0	0	0	0
지배지분포괄이익		63	92	117	129	143

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS		1,684	2,141	2,763	3,050	3,411
PER		13.0	7.2	6.7	6.0	5.4
BPS		11,610	13,427	15,793	18,415	21,280
PBR		1.9	1.1	1.2	1.0	0.9
EBITDAPS		3,408	5,311	4,369	4,704	5,227
EV/EBITDA		10.1	43	50	43	3.8
SPS		41,800	55,119	45,399	46,446	50,422
PSR		0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
CFPS		2,497	3,328	5,519	5,855	6,377
DPS		500	500	500	600	600

재무비율		(단위: 원, 배, %)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성						
매출액 증가율		-1.5	31.9	-17.6	23	8.6
영업이익 증가율		64.5	68.3	-18.3	9.4	13.2
순이익 증가율		160.7	27.2	28.8	10.4	11.8
수익성						
ROIC		12.2	17.9	20.7	25.1	28.5
ROA		9.5	14.6	11.5	11.8	12.7
ROE		15.2	17.1	18.9	17.8	17.2
안정성						
부채비율		161.9	130.7	109.6	89.6	72.2
순차입금비율		106.6	55.2	21.8	9.2	6.6
이자보상배율		14.3	11.3	28.8	39.1	27.4

자료: 한세실업, 대신증권 Research Center

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산		770	772	832	858	831
현금및현금성자산		21	173	319	336	274
매출채권 및 기타채권		267	179	147	150	163
재고자산		389	309	254	260	283
기타유동자산		93	112	112	112	112
비유동자산		446	467	492	539	635
유형자산		154	177	175	174	173
관계기업투자금		11	16	12	7	3
기타비유동자산		281	274	305	357	459
자산총계		1,216	1,239	1,324	1,397	1,466
유동부채		642	621	616	543	496
매입채무 및 기타채무		85	64	56	57	61
차입금		489	477	465	372	298
유동성채무		15	13	11	10	8
기타유동부채		54	67	83	104	130
비유동부채		110	82	76	117	118
차입금		70	31	30	70	70
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		40	50	46	47	48
부채총계		752	702	692	660	615
자자지분		464	537	632	737	851
자본금		20	20	20	20	20
자본잉여금		59	59	59	59	59
이익잉여금		421	488	579	681	794
기타자본변동		-35	-29	-26	-23	-21
비자자지분		0	0	0	0	0
자본총계		464	537	632	737	851
순차입금		495	297	138	68	56

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름		-154	197	189	114	105
당기순이익		0	0	110	122	136
비현금항목의 가감		33	47	110	112	119
감가상각비		30	33	28	28	27
외환손익		2	-3	34	34	34
자본평가는		-6	1	1	1	1
기타		7	18	48	51	58
자산부채의 증감		-286	48	-1	-87	-110
기타현금흐름		99	101	-31	-33	-40
투자활동 현금흐름		-4	-36	-37	-49	-85
투자자산		30	24	-2	-14	-50
유형자산		-23	-26	-26	-26	-26
기타		-11	-34	-9	-9	-9
재무활동 현금흐름		81	-11	-48	-88	-113
단기차입금		0	0	-12	-93	-74
시채		0	0	0	0	0
장기차입금		107	22	-1	40	0
유상증자		0	0	0	0	0
현금배당		-20	-20	-20	-20	-24
기타		-6	-14	-15	-15	-15
현금의 증감		-75	152	146	17	-62
기초 현금		97	21	173	319	336
기말 현금		21	173	319	336	274
NOPLAT		73	118	113	124	140
FCF		78	123	114	124	140

## [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 당시 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							투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20230624)		
							구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)
							비율	90.2%	5.7%
								Underperform(매도)	0.0%
<b>산업 투자의견</b>									
- Overweight(비중확대)									
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상									
- Neutral(중립)									
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상									
- Underweight(비중축소)									
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상									
<b>기업 투자의견</b>									
- 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									
제사일자	23.06.27	23.05.15	23.01.04	22.08.15	22.07.06	22.05.16			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	24,000	24,000	21,000	23,000	28,000	44,000			
고리율(평균%)	(30.19)	(20.92)	(32.21)	(40.40)	(54.20)				
고리율(최대/최소,%)	(21.83)	(11.86)	(21.30)	(35.71)	(43.07)				
제사일자	22.05.14	21.11.14	21.08.17	21.07.06	21.08.17	21.07.06			
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	40,000	40,000	35,000	32,000	35,000	32,000			
고리율(평균%)	(35.50)	(40.03)	(33.93)	(32.37)	(37.96)	(32.37)			
고리율(최대/최소,%)	(35.50)	(26.25)	(25.57)	(29.06)	(33.29)	(29.06)			
제사일자									
투자의견									
목표주가									
고리율(평균%)									
고리율(최대/최소,%)									
제사일자									
투자의견									
목표주가									
고리율(평균%)									
고리율(최대/최소,%)									