

2023. 1. 10



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 23,000 원

현재주가 (1.9) 15,500 원

상승여력 48.4%

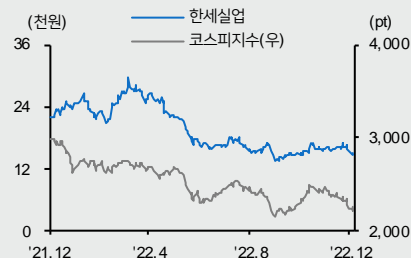
KOSPI	2,350.19pt
시가총액	6,200억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.73%
외국인비중	11.32%
52주 최고/최저가	29,500원/13,400원
평균거래대금	35.9억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 9 인	56.64
국민연금공단	9.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	-8.3	-33.3
상대주가	-0.6	-8.3	-16.2

주가그래프



한세실업 105630

4Q22E Preview: 멀리 보자

- ✓ 4Q22E 매출액 4,262억원(-9%), 영업이익 189억원(-34%, OPM 4%)
- ✓ 매출: 기저 부담 및 수주 감소 → 원화 -9%/달러 -23%
- ✓ 이익: 생산량 감소 따른 역레버리지(원가율 +2%p) → 영업이익 -34%
- ✓ 믹스 개선 및 중남미 수직계열화 기대 유효, 저가 브랜드 수요 집중 특수 또한 보유
- ✓ 3Q23E Re-stocking 진입(7월 미국 의류 재고 역성장 전환 추정) 예상, 매수 추천

4Q22E 역성장 불가피

한세실업은 2022년 4분기 매출액 4,262억원(-9.1% YoY, 이하 YoY), 영업이익 189억원(-33.5%, OPM 4.4%), 순이익 73억원(-60%)을 기록할 전망이다. 수주 감소가 믹스 개선을 무색하게 하겠다.

[매출] 원화 매출 성장률로 -9.1%(달러 -23.4%)를 추정한다. 기저 부담을 이겨내기 어려운 모습이다(4Q21 매출: 원화 +27.2%, 달러 +20.0%). 스포츠/아웃도어 등 비주력 북종으로의 저변 확장은 계속되고 있다(4Q21 스포츠의류 Athleta, 1Q22 아웃도어 Columbia, 2Q22 요가복 Alo 추가).

[이익] 생산량 감소로 감익 폭이 크겠다(매출원가율 +2.3%p, 영업이익 -33.5%, OPM -1.6%p). 면화 가격 하락세로 추후 원부자재 부담은 덜어낼 것으로 본다(3Q22 주요 원사 가격 평균 -15% 하락).

투자 의견 Buy 및 적정주가 23,000원 제시

거래선이 재고를 소진하는데 주력, 신규 주문량을 보수적으로 책정하고 있다. 달러 약세 전환 또한 실적에 비우호적이다.

단, 제품 카테고리 확장(고가 제품 비중: 2021년 12% → 2022E 25% → 2023E 35%)과 중남미(대미 수출 무관세) 수직계열화(원단 사업 증축)에 기반한 구조적 성장은 유효하다. 소비력 저하로 저가 브랜드에 대한 수요가 집중, 경제 환경 특수도 기대 가능하다. 3Q23E 기술적 Re-stocking 구간 진입을 예상(7월 미국 의류 소매재고의 역성장 전환 추정), 낙폭 확대 시 저가 매수 접근을 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	1,698.3	64.9	35.1	877	흑전	10,534	20.0	1.7	9.0	8.6	142.3
2021	1,672.0	106.7	67.3	1,684	160.7	11,610	13.0	1.9	10.2	15.2	161.9
2022E	2,206.4	189.1	92.5	2,313	37.4	13,449	6.7	1.1	5.1	18.5	150.8
2023E	2,029.5	144.2	106.3	2,657	14.9	15,567	5.8	1.0	5.8	18.3	130.7
2024E	2,065.3	146.8	105.7	2,643	-0.5	17,671	5.9	0.9	5.4	15.9	112.7

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	426.2	468.8	-9.1	588.3	-27.6	449.0	-5.1
영업이익	18.9	28.5	-33.5	65.6	-71.1	20.2	-6.4
순이익	7.3	18.2	-60.0	29.4	-75.2	14.5	-49.7
영업이익률(%)	4.4	6.1	-1.6	11.1	-6.7	4.5	-0.1

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	2206.4	2029.5	2,218.3	2,286.5	-0.5	-11.2	2,232.6	2,204.2
영업이익	189.1	144.2	197.3	207.7	-4.2	-30.6	188.7	163.1
순이익	92.5	106.3	94.8	124.8	-2.4	-14.9	102.3	107.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	2,656	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	Makalot 12개월 선행 PER 50% 할인 적용
적정가치 (원)	23,000	
현재주가 (원)	15,500	
상승여력 (%)	48.4	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액 (원화)	375.6	411.3	416.3	468.8	581.2	610.6	588.3	426.2	1,672.0	2,206.4	2,029.5
매출액 (달러)	337.0	366.8	359.4	396.3	482.2	484.2	438.9	303.7	1,460.8	1,709.1	1,623.6
매출총이익	64.9	67.5	53.0	67.3	90.4	93.9	103.6	51.2	252.6	339.2	290.5
매출총이익률	17.3	16.4	12.7	14.3	15.6	15.4	17.6	12.0	15.1	15.4	14.3
영업이익	29.5	30.8	17.9	28.5	49.0	55.6	65.6	18.9	106.7	189.1	144.2
영업이익률	7.8	7.5	4.3	6.1	8.4	9.1	11.1	4.4	6.4	8.6	7.1
순이익	21.6	30.3	-2.7	18.2	31.4	31.4	29.4	7.3	67.3	92.5	106.3
순이익률	5.7	7.4	-0.6	3.9	5.4	5.1	5.0	1.7	4.0	4.2	5.2
(% YoY)											
매출액 (원화)	8.1	4.9	-29.5	27.2	54.7	48.5	41.3	-9.1	-1.5	32.0	-8.0
매출액 (달러)	15.9	14.2	-27.7	20.0	43.1	32.0	22.1	-23.4	1.5	17.0	-5.0
매출총이익	32.1	62.0	-41.7	74.4	39.3	39.2	95.5	-23.9	85.1	34.2	-14.3
영업이익	195.5	1,796.0	-66.3	18,128.1	66.1	80.5	265.9	-33.5	64.5	77.2	-23.7
영업이익률	5.0	7.1	-4.7	6.0	0.6	1.6	6.8	-1.6	2.6	2.2	-1.5
순이익	흑전	246.7	적전	64,104.5	45.3	3.5	흑전	-60.0	92.0	37.4	14.9

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,698.3	1,672.0	2,206.4	2,029.5	2,065.3
매출액증가율 (%)	5.2	-1.5	32.0	-8.0	1.8
매출원가	1,478.0	1,419.4	1,867.2	1,739.0	1,769.5
매출총이익	220.3	252.7	339.2	290.5	295.7
판매관리비	155.4	146.0	150.1	146.3	148.9
영업이익	64.9	106.7	189.1	144.2	146.8
영업이익률	3.8	6.4	8.6	7.1	7.1
금융손익	-5.3	-1.1	-8.3	-11.1	-11.6
중속/관계기업손익	0.1	6.1	-0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	10.7	-13.4	-52.0	14.5	11.6
세전계속사업이익	70.4	98.4	128.5	147.6	146.9
법인세비용	-7.6	31.0	36.0	41.3	41.1
당기순이익	25.8	67.3	92.5	106.3	105.7
지배주주지분 순이익	35.1	67.3	92.5	106.3	105.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	50.7	-153.9	139.5	140.4	123.5
당기순이익(손실)	25.8	67.3	92.5	106.3	105.7
유형자산상각비	37.0	29.0	35.1	40.8	40.3
무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	-47.9	-285.9	-45.9	-7.1	-22.9
투자활동 현금흐름	-3.6	-4.2	-34.7	-41.7	-38.5
유형자산의증가(CAPEX)	-30.4	-24.4	-61.2	-38.0	-38.0
투자자산의감소(증가)	13.7	-71.4	16.9	-1.5	-0.2
재무활동 현금흐름	-31.0	81.4	-59.8	-40.9	-41.5
차입금의 증감	-65.9	116.8	62.0	-19.3	-19.9
자본의 증가	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	15.0	-75.4	46.9	57.8	43.5
기초현금	81.7	96.7	21.3	68.2	126.0
기말현금	96.7	21.3	68.2	126.0	169.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	658.9	770.0	830.6	919.6	989.4
현금및현금성자산	96.7	21.3	68.2	126.0	169.5
매출채권	144.6	263.9	271.9	280.0	288.4
재고자산	221.4	388.7	408.1	424.4	441.4
비유동자산	362.1	446.3	518.4	516.7	514.3
유형자산	133.6	154.0	213.4	210.6	208.3
무형자산	6.8	6.5	6.3	5.9	5.5
투자자산	134.9	212.4	195.3	196.8	197.0
자산총계	1,021.1	1,216.2	1,349.0	1,436.3	1,503.7
유동부채	480.8	641.9	745.3	753.9	746.5
매입채무	47.5	62.7	65.7	74.5	75.8
단기차입금	370.2	488.6	606.5	596.5	586.5
유동성장기부채	10.2	14.5	0.0	0.0	0.0
비유동부채	118.9	110.0	65.8	59.8	50.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	74.4	69.8	17.0	7.0	-3.0
부채총계	599.7	751.8	811.1	813.6	796.8
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-9.4	-16.9	-16.3	-16.3	-16.3
이익잉여금	369.9	420.6	493.5	578.2	662.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	421.4	464.4	538.0	622.7	706.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	42,457	41,800	55,159	50,738	51,631
EPS(지배주주)	877	1,684	2,313	2,657	2,643
CFPS	3,298	2,497	4,737	5,531	5,473
EBITDAPS	2,562	3,408	5,615	4,635	4,687
BPS	10,534	11,610	13,449	15,567	17,671
DPS	500	500	550	550	550
배당수익률(%)	2.9	2.3	3.6	3.5	3.5
Valuation(Multiple)					
PER	20.0	13.0	6.7	5.8	5.9
PCR	5.3	8.8	3.3	2.8	2.8
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	1.7	1.9	1.1	1.0	0.9
EBITDA	102.5	136.3	224.6	185.4	187.5
EV/EBITDA	9.0	10.2	5.1	5.8	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	15.2	18.5	18.3	15.9
EBITDA 이익률	6.0	8.2	10.2	9.1	9.1
부채비율	142.3	161.9	150.8	130.7	112.7
금융비용부담률	0.6	0.4	0.4	1.6	1.5
이자보상배율(x)	6.0	14.3	22.9	4.4	4.7
매출채권회전율(x)	10.9	8.2	8.2	7.4	7.3
재고자산회전율(x)	6.6	5.5	5.5	4.9	4.8

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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 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)	
2020.11.19	산업분석	Buy	25,000	하누리	-26.9	-10.8	
2021.04.13	기업브리프	Buy	28,000	하누리	-16.5	-1.6	
2021.05.17	기업브리프	Buy	32,000	하누리	-28.7	-17.0	
2021.10.12	산업브리프	Buy	33,000	하누리	-26.0	-21.1	
2021.11.15	기업브리프	Buy	35,000	하누리	-36.8	-26.9	
2022.01.13	기업브리프	Buy	36,000	하누리	-34.5	-26.7	
2022.03.15	산업분석	Buy	40,000	하누리	-34.8	-26.3	
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	산업분석	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	산업분석	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	-	-	