

2023. 2. 15



Company Analysis | 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431_jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	22,000 원
현재주가	16,690 원
상승여력	31.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (2/9)	2,465.64 pt
시가총액	6,676 억원
발행주식수	40,000 천주
52 주 최고가/최저가	29,500 / 13,400 원
90 일 일평균거래대금	35.46 억원
외국인 지분율	11.6%
배당수익률(22.12P)	3.0%
BPS(22.12P)	13,487 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 1.3%
	6개월 -2.4%
	12개월 -24.4%
주주구성	한세에스 24 홀딩스 56.6%
	국민연금공단 (외 1인) 9.1%
	자사주 (외 1인) 1.9%

Stock Price



한세실업 (105630)

4Q22 Review: 전방 업황 부진

재고 소진 기간

한세실업의 2022년 4분기 실적은 매출액 4,340억원(-7.4% YoY), 영업이익 196억원(-31.3% YoY, OPM 4.5%), 지배주주순이익 94억원(-48.1% YoY, NPM 2.2%)을 기록하며 시장 기대치를 상회했다(영업이익 기준 컨센서스 대비 +14.2%). 달러 기준 OEM 매출액은 -19.3% 역성장했다(4Q22 평균 원/달러 환율 1,357원; +14.7% YoY).

4분기는 F/W 의류에 비해 단가가 낮은 S/S 의류 수주가 반영되기 때문에 동사에게는 계절적 비수기이다. 이에 따라 매출원가율은 86.5%로 전년 동기 대비 +0.8%p, 전 분기 대비 +4.1%p 증가했다. 판매비용은 9.0%로 소폭 증가(+0.7%p YoY)했으나, 일회성 비용은 없었다. 영업이익단은 매출 볼륨 감소에 따라 하락했다.

전방 업황 부진도 계속되고 있다. 미국(비중 90%) 물가 상승 및 소비 심리 둔화에 따라 바이어들의 오더 축소가 불가피했다. 금번 분기 고객사 비중은 마트 바이어(타겟, 월마트, 콜스) 25%, GAP/OLD NAVY 20~30%, 브랜드(핑크, 빅토리아시크릿 등) 21%, 액티브웨어 4% 수준으로 추산된다. 가격이 가장 저렴하고 경기에 민감한 마트 바이어 비중이 전년 대비 크게 줄어든 모습이다(35% → 25%). 액티브웨어 비중 증가도 긍정적이다.

투자의견 BUY, 목표주가 22,000원 유지

한세실업에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 22,000원을 유지한다. 1)밸류에이션: 목표 주가는 Target Multiple 8.3배를 적용하여 산출하였으며, 2023E 당사 추정 실적 기준 현재 주가는 6.3배다. 미국 소비 부진, 재고 과잉 등 전방 업황 악화에 대한 우려는 이미 주가에 반영되어 왔기 때문에 추가적인 하락은 제한적일 것으로 전망한다.

2)2023E: 올해 실적은 상저하고 흐름을 예상한다. 1H23E: 전방 바이어들의 재고 소진 기간으로, 수주 둔화가 불가피하다. 다만, 2022년 11월 미국 의류 소매재고 증가율은 +20.6% YoY를 기록하며, 2022년 8월 이후 증가폭이 지속 감소하고 있다(8월 +28% → 9월 +24% → 10월 +22% → 11월 +21% YoY). 2H23E: 인플레이션 영향이 누그러짐에 따라 오더 정상화가 기대된다. 고객사들의 재고 조정이 완료된 후, 연말 대응을 위한 재고 비축 수요가 늘면서 수주 회복이 가능하겠다. 3Q22는 계절적 성수기임에도 불구하고 전방 업황 부진으로 인해 물량이 감소한 부분이 있으나, 3Q23E는 수주 물량이 늘고 F/W 성수기 효과가 반영되면서 전년 동기 대비 신장도 가능할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,698	1,672	2,214	2,136	2,219
영업이익	65	107	190	159	169
순이익	26	67	95	105	111
EPS (원)	894	1,716	2,413	2,665	2,838
증감률 (%)	흑전	92.0	40.6	10.4	6.5
PER (x)	19.6	12.8	6.9	6.3	5.9
PBR (x)	1.7	1.9	1.2	1.1	0.9
영업이익률 (%)	3.8	6.4	8.6	7.5	7.6
EBITDA 마진 (%)	6.0	8.2	10.1	9.3	9.3
ROE (%)	8.6	15.2	18.9	18.0	16.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한세실업 4Q22 Review

(십억원, %)	4Q22P	4Q21	YoY(%)	3Q22	QoQ(%)	컨센서스	컨센 대비(%)
매출액	434.0	468.8	-7.4	588.3	-26.2	434.2	0.0
영업이익	19.6	28.5	-31.3	65.6	-70.1	17.1	14.2
지배주주순이익	9.4	18.2	-48.7	29.4	-67.9	13.1	-27.8
OPM(%)	4.5	6.1	-1.6	11.1	-6.6	3.9	0.6

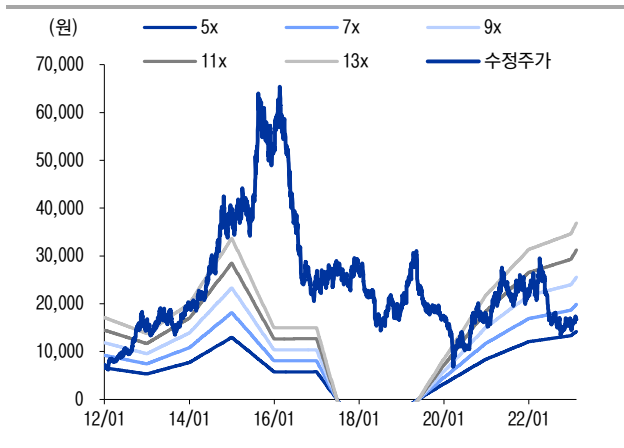
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 한세실업 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	581.2	610.6	588.3	434.0	486.5	537.4	638.3	473.5	1,672.0	2,214.2	2,135.7
OEM 달러(백만달러)	482.2	484.2	438.9	319.8	376.8	447.1	547.0	368.5	1,460.8	1,713.5	1,727.6
YoY(%)	54.7	48.5	41.3	-7.4	-16.3	-12.0	8.5	9.1	-1.5	32.4	-3.5
OEM 달러(백만달러)	43.1	32.0	22.1	-19.3	-21.9	-7.7	24.6	15.2	1.5	17.3	0.8
매출총이익	90.4	93.9	103.6	58.6	75.5	83.3	99.1	71.1	252.6	346.6	329.0
YoY(%)	39.3	39.2	95.5	-12.9	-16.5	-11.3	-4.3	21.3	14.7	37.2	-5.1
GPM(%)	15.6	15.4	17.6	13.5	15.5	15.5	15.5	15.0	15.1	15.7	15.4
영업이익	49.0	55.6	65.6	19.6	19.9	35.3	68.9	35.0	106.7	189.7	159.3
YoY(%)	66.1	80.5	265.9	-31.3	-59.3	-36.5	5.2	79.1	64.5	77.8	-16.1
OPM(%)	8.4	9.1	11.1	4.5	4.1	6.6	10.8	7.4	6.4	8.6	7.5
지배주주순이익	31.4	24.5	29.4	9.4	13.3	23.1	43.6	24.5	67.3	94.7	104.6

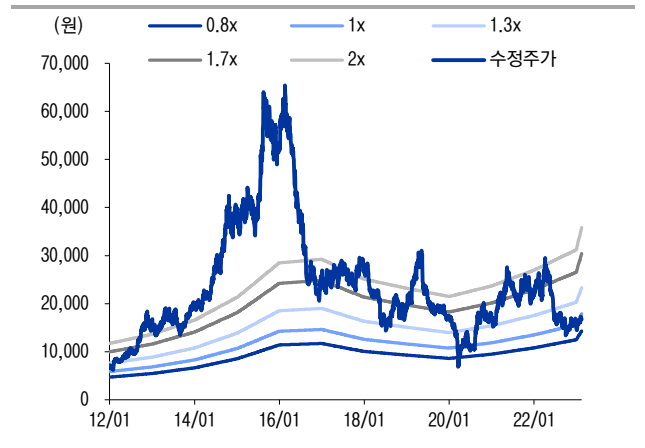
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한세실업 PER 밴드 차트



자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한세실업 PBR 밴드 차트



자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

한세실업 (105630)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	659	770	863	951	1,041
현금 및 현금성자산	97	21	359	404	477
매출채권 및 기타채권	150	267	179	195	201
재고자산	221	389	267	291	300
기타유동자산	191	93	58	60	63
비유동자산	362	446	492	496	504
관계기업투자등	132	211	196	204	212
유형자산	134	154	185	178	173
무형자산	7	7	6	6	5
자산총계	1,021	1,216	1,354	1,447	1,545
유동부채	481	642	735	742	746
매입채무 및 기타채무	63	85	46	50	51
단기금융부채	387	508	626	626	626
기타유동부채	31	48	64	66	69
비유동부채	119	110	80	81	83
장기금융부채	82	78	44	44	44
기타비유동부채	37	32	35	37	38
부채총계	600	752	815	823	829
지배주주지분	421	464	539	624	716
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	370	421	496	581	672
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	421	464	539	624	716

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	51	-154	363	109	137
당기순이익(손실)	26	67	95	105	111
비현금수익비용가감	106	33	85	40	39
유형자산감가상각비	37	29	34	38	37
무형자산상각비	1	1	0	1	0
기타현금수익비용	68	3	12	1	1
영업활동 자산부채변동	-48	-286	177	-36	-13
매출채권 감소(증가)	-12	-117	100	-16	-6
재고자산 감소(증가)	-16	-172	130	-24	-9
매입채무 증가(감소)	-4	17	-27	4	1
기타자산, 부채변동	-16	-14	-26	0	0
투자활동 현금	-4	-4	10	-43	-45
유형자산처분(취득)	-28	-23	-30	-31	-32
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	17	20	41	-8	-8
기타투자활동	8	-1	-1	-4	-4
재무활동 현금	-31	81	-38	-20	-20
차입금의 증가(감소)	-11	101	-18	0	0
자본의 증가(감소)	-20	-20	-20	-20	-20
배당금의 지급	20	20	20	20	20
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	15	-75	337	46	73
기초현금	82	97	21	359	404
기말현금	97	21	359	404	477

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,698	1,672	2,214	2,136	2,219
매출원가	1,478	1,419	1,868	1,807	1,878
매출총이익	220	253	347	329	340
판매비 및 관리비	155	146	157	170	171
영업이익	65	107	190	159	169
(EBITDA)	102	136	224	198	207
금융손익	2	-20	-34	8	9
이자비용	11	7	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	6	0	0	0
기타영업외손익	4	6	-16	-14	-14
세전계속사업이익	70	98	139	154	164
계속사업법인세비용	-8	31	44	49	52
계속사업이익	78	67	95	105	111
중단사업이익	-52	0	0	0	0
당기순이익	26	67	95	105	111
지배주주	35	67	95	105	111
총포괄이익	26	60	95	105	111
매출총이익률 (%)	13.0	15.1	15.7	15.4	15.3
영업이익률 (%)	3.8	6.4	8.6	7.5	7.6
EBITDA 마진률 (%)	6.0	8.2	10.1	9.3	9.3
당기순이익률 (%)	1.5	4.0	4.3	4.9	5.0
ROA (%)	3.2	6.0	7.4	7.5	7.4
ROE (%)	8.6	15.2	18.9	18.0	16.6
ROIC (%)	6.7	10.0	17.7	16.2	16.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	19.6	12.8	6.9	6.3	5.9
P/B	1.7	1.9	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.4	10.5	4.4	4.7	4.2
P/CF	5.3	8.8	3.7	4.6	4.4
배당수익률 (%)	2.9	2.3	3.0	3.0	3.0
성장성 (%)					
매출액	5.2	-1.5	32.4	-3.5	3.9
영업이익	-23.6	64.5	77.8	-16.1	6.1
세전이익	20.0	39.7	41.4	10.4	6.5
당기순이익	흑전	160.7	40.6	10.4	6.5
EPS	흑전	92.0	40.6	10.4	6.5
안정성 (%)					
부채비율	142.3	161.9	151.0	131.8	115.7
유동비율	137.0	120.0	117.4	128.3	139.6
순차입금/자기자본(x)	87.3	118.1	57.7	42.6	26.9
영업이익/금융비용(x)	6.0	14.3	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	469	586	670	670	670
순차입금 (십억원)	368	549	311	266	193
주당지표 (원)					
EPS	894	1,716	2,413	2,665	2,838
BPS	10,534	11,610	13,487	15,611	17,904
CFPS	3,298	2,497	4,482	3,618	3,758
DPS	500	500	500	500	500

한세실업 목표주가 추이	투자 의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2021.04.19	Buy	22,000	6.4		1.4						
	2021.04.28	Buy	26,000	6.0		-5.0						
	2021.05.17	Buy	33,000	-19.5		-29.9						
	2021.08.18	Buy	30,000	-1.7		-25.4						
	2021.10.15	변경	커버리지제외									
	2022.10.31	신규	오지우									
	2022.10.31	Buy	22,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)