2023. 7. 5

한세실업 105630

2Q23E Preview: Gap 살아난다

▲ 화장품/의류
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

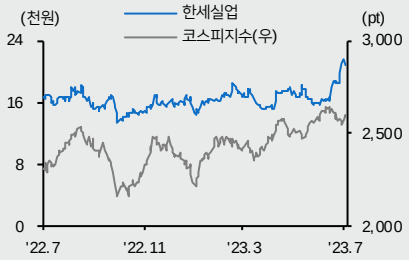
- ✓ 2Q23E 매출액 4,649억원 (-24%), 영업이익 377억원 (-32%, OPM 8%)
- ✓ 매출: 기저 부담, 수주 감소, 단가 하락 → 원화 -24%/달러 -27%
- ✓ 이익: 인력 축소 통한 생산 효율화 → 원가 -24%/판관비 -6% → OPM 8%대 유지
- ✓ 4Q22 GAP Re-stockng 전환 → 4Q23E 한세 매출 반등
- ✓ 실적 성장 전환, 주주친화 정책, 발류에이션 매력 → 매수 접근 추천

Buy

적정주가 (12 개월)	**30,000 원**
현재주가 (7.4)	**20,850 원**
상승여력	**43.9%**
KOSPI	2,593.31pt
시가총액	8,340억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	33.06%
외국인비중	7.60%
52주 최고/최저가	21,450원/13,400원
평균거래대금	49.4억원
주요주주(%)	
한세예스24홀딩스 외 9 인	64.68
국민연금공단	9.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	33.0	37.6	27.5
상대주가	33.4	19.7	13.1

주가그래프



2Q23E De-stocking 구간

한세실업은 2023년 2분기 매출액 4,649억원 (-23.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 377억원 (-32.1%, OPM 8.1%), 순이익 236억원 (-3.9%)을 기록할 전망이다.

[매출] 원화와 달러 매출 성장률로 각각 -23.9%, -27.0%를 추정한다. 기저 부담 (달러 매출: 2Q23E -27.0% vs. 2Q22 +32.0%), 물량 축소 (2Q22 매출 성장 - 재고 증감: 미국 의류 시장 -24.5%, GAP -45.8%), 단가 하락 (2Q22 ASP 8.9달러, 2/4분기 역대 최고, 1Q23 4.5달러로 하락) 모두 부담 요인이다.

[이익] 생산 효율화를 통해 가동률 저하 영향을 방어하겠다. 베트남 노무 인력 축소를 통한 원가 관리 (2Q23E 매출원가 -24.3%), 본사 인원 조정에 따른 비용 절감 (판관비 -5.7%)을 말한다. 면화 가격 하락세로 추후 원재료가 부담 또한 완화될 전망이다 (원사 매입 → 제품 생산 → 매출 인식까지 평균 6개월 소요).

투자의견 Buy 및 적정주가 30,000원 제시

Gap이 살아난다. 할인 판매 전략과 저가품 수요 확대가 맞물리며, 재고 소진을 높이고 있다 (4Q22 +14.6%로 Re-stocking 전환, 1Q23 +21.7% 재고 비축 수요 확대). 전방 거래선 재고와 후방 OEM 수주 간에는 4개 분기 시차가 발생한다 (당기 여름 제품 소진 시, 차기 여름에 비축). 4Q23E 한세 매출 반등이 기대되는 이유이다.

주주 정책 또한 구미를 당긴다. 대주주 지분율 상승에 (5월 4일 공개매수 완료, 지분율 8%, 주당 매수가격 18,650원), 배당 확대 가능성 또한 열려있다 (2023E 예상 DPS 600원 기준 배당 성향 23%, 배당 수익률 3%). 실적 성장 전환, 주주친화 기조, 발류에이션 매력 (PER 6배) 모두 충분한 매수 유인이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,672.0	106.7	67.3	1,684	160.7	11,610	13.0	1.9	10.1	15.2	161.9
2022	2,204.8	179.6	85.6	2,141	27.2	13,427	7.2	1.1	4.3	17.1	130.7
2023E	1,857.0	152.7	102.5	2,563	19.7	15,160	8.1	1.4	6.6	17.9	110.8
2024E	2,114.7	183.7	120.9	3,024	18.0	17,597	6.9	1.2	5.2	18.5	94.7
2025E	2,220.4	191.6	119.0	2,975	-1.6	19,879	7.0	1.0	4.6	15.9	83.6

표1 한세실업 2Q23E 실적 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**464.9**	610.6	**-23.9**	410.8	13.2	480.6	-3.3
영업이익	**37.7**	55.6	**-32.1**	35.9	5.2	38.5	-2.0
순이익	**22.0**	24.5	**-10.4**	24.0	-8.4	26.4	-16.7
영업이익률(%)	**8.1**	9.1	**-1.0**	8.7	-0.6	8.0	0.1

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

표2 한세실업 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	**1,857.0**	**2,114.7**	1,922.5	2,018.0	**-3.4**	**4.8**	2,086.2	2,194.3
영업이익	**152.7**	**183.7**	159.7	174.7	**-4.4**	**5.2**	154.8	169.7
순이익	**102.5**	**120.9**	117.9	122.3	**-13.1**	**-1.2**	111.2	117.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한세실업 적정주가 산정

(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	3,112	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	10	Makalot 12개월 선행 PER 40% 할인 적용
적정가치 (원)	**30,000**	
현재주가 (원)	20,850	
상승여력 (%)	43.9	

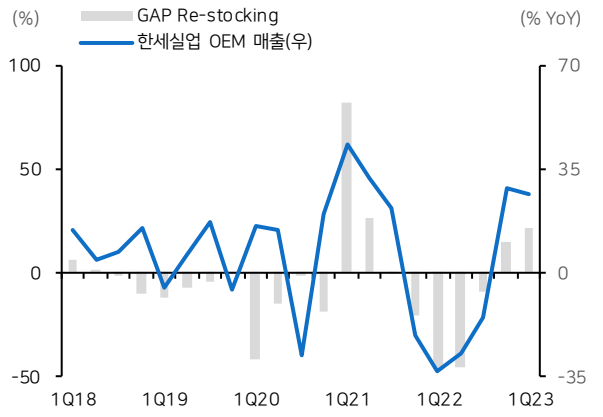
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (원화)	**581.2**	**610.6**	**588.3**	**424.6**	**410.8**	**464.9**	**476.3**	**504.9**	**2,204.8**	**1,857.0**	**2,114.7**
매출액 (달러)	482.2	484.2	438.9	312.9	321.8	353.5	373.1	403.3	1,707.8	1,451.7	1,669.4
매출총이익	90.4	93.9	103.6	48.3	71.9	73.9	77.4	75.4	336.3	298.6	343.3
매출총이익률	*15.6*	*15.4*	*17.6*	*11.4*	*17.5*	*15.9*	*16.2*	*14.9*	*15.3*	*16.1*	*16.2*
영업이익	**49.0**	**55.6**	**65.6**	**9.4**	**35.9**	**37.7**	**41.3**	**37.7**	**179.6**	**152.7**	**183.7**
영업이익률	*8.4*	*9.1*	*11.1*	*2.2*	*8.7*	*8.1*	*8.7*	*7.5*	*8.1*	*8.2*	*8.7*
순이익	**31.4**	**24.5**	**29.4**	**0.4**	**24.0**	**22.0**	**28.7**	**27.9**	**85.6**	**102.5**	**120.9**
순이익률	*5.4*	*4.0*	*5.0*	*0.1*	*5.8*	*4.7*	*6.0*	*5.5*	*3.9*	*5.5*	*5.7*
(% YoY)											
매출액 (원화)	**54.7**	**48.5**	**41.3**	**-9.4**	**-29.3**	**-23.9**	**-19.0**	**18.9**	**31.9**	**-15.8**	**13.9**
매출액 (달러)	43.1	32.0	22.1	-21.1	-33.3	-27.0	-15.0	28.9	16.9	-15.0	15.0
매출총이익	39.3	39.2	95.5	-28.1	-20.5	-21.3	-25.3	56.0	33.1	-11.2	15.0
영업이익	**66.1**	**80.5**	**265.9**	**-66.9**	**-26.7**	**-32.1**	**-37.0**	**299.4**	**68.3**	**-15.0**	**20.3**
영업이익률	0.6	1.6	6.8	-3.9	0.3	-1.0	-2.5	5.2	1.8	0.1	0.5
순이익	**45.3**	**-19.0**	**흑전**	**-97.9**	**-23.5**	**-10.4**	**-2.5**	**7,257.7**	**27.2**	**19.7**	**18.0**

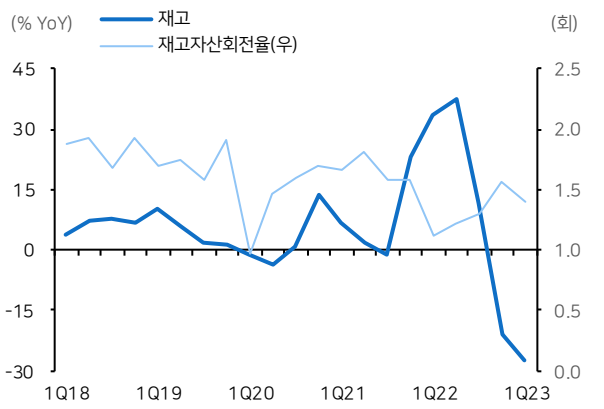
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 GAP Re-stocking vs. 한세실업 OEM 매출



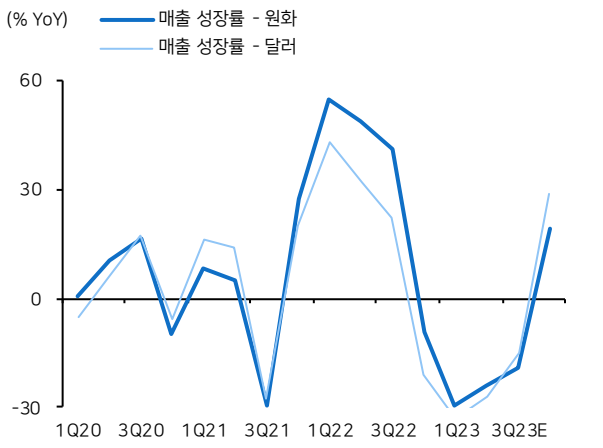
주: 한세실업 매출 4개 분기 후행 적용
자료: Bloomberg, 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GAP 재고자산 및 재고자산회전율



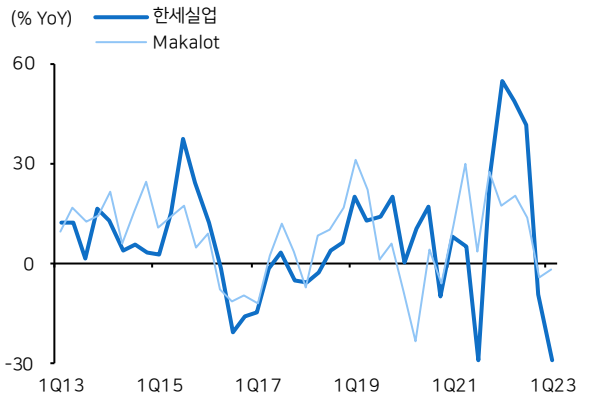
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 매출 성장률 추이



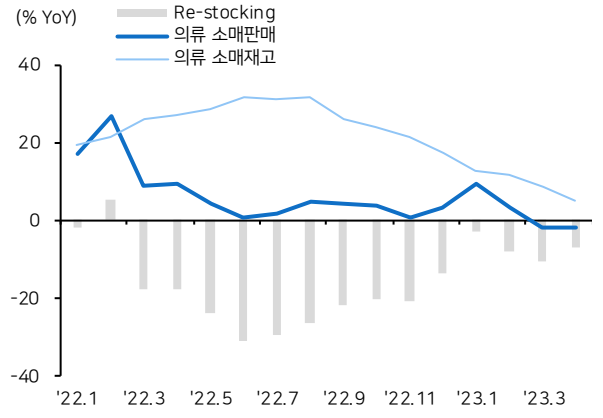
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출 성장률: 한세실업 vs. Makalot



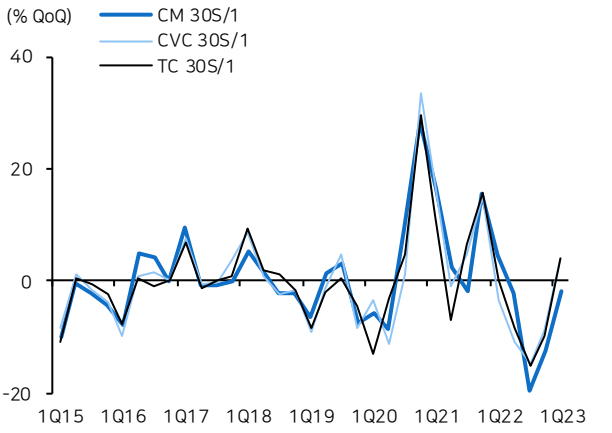
자료: 한세실업, Makalot, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 의류 소매판매 및 Re-stocking



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한세실업 취급 주요 면화 가격 증감



자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

한세실업 (105630)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**1,672.0**	**2,204.8**	**1,857.0**	**2,114.7**	**2,220.4**
매출액증가율 (%)	-1.5	31.9	-15.8	13.9	5.0
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,558.4	1,771.4	1,861.4
매출총이익	252.7	336.3	298.6	343.3	359.0
판매관리비	146.0	156.7	145.9	159.6	167.4
영업이익	**106.7**	**179.6**	**152.7**	**183.7**	**191.6**
영업이익률	6.4	8.1	8.2	8.7	8.6
금융손익	-1.1	-9.3	-11.9	-12.5	-13.1
종속/관계기업손익	6.1	-0.5	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.4	-39.4	-4.0	-3.2	-13.3
세전계속사업이익	98.4	130.4	136.7	168.0	165.3
법인세비용	31.0	44.8	34.2	47.0	46.3
당기순이익	**67.3**	**85.6**	**102.5**	**120.9**	**119.0**
지배주주지분 순이익	67.3	85.6	102.5	120.9	119.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**-153.9**	**196.7**	**119.4**	**129.0**	**120.5**
당기순이익(손실)	67.3	85.6	102.5	120.9	119.0
유형자산상각비	29.0	32.4	13.8	15.1	21.5
무형자산상각비	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-285.9	48.2	2.0	-7.5	-20.3
투자활동 현금흐름	**-4.2**	**-36.1**	**-133.1**	**-49.6**	**-39.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-24.4	-27.4	-71.0	-44.4	-35.5
투자자산의감소(증가)	-71.4	20.2	20.9	-1.7	-1.3
재무활동 현금흐름	**81.4**	**-10.7**	**-87.4**	**-43.3**	**-40.0**
차입금의 증감	116.8	-36.4	-58.9	-19.8	-12.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-75.4	151.8	-100.8	36.1	41.1
기초현금	96.7	21.3	173.1	72.3	108.4
기말현금	21.3	173.1	72.3	108.4	149.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	770.0	772.3	773.0	834.0	908.8
현금및현금성자산	21.3	173.1	72.3	108.4	149.5
매출채권	263.9	175.6	180.9	186.3	196.6
재고자산	388.7	309.0	321.3	334.2	352.6
비유동자산	446.3	466.9	505.5	536.1	551.1
유형자산	154.0	177.0	235.5	264.8	278.9
무형자산	6.5	6.1	6.4	6.0	5.6
투자자산	212.4	191.7	170.8	172.5	173.8
자산총계	**1,216.2**	**1,239.2**	**1,278.5**	**1,370.1**	**1,459.9**
유동부채	641.9	620.6	587.0	586.1	590.2
매입채무	62.7	44.4	52.8	56.9	60.0
단기차입금	488.6	476.8	421.4	408.6	403.5
유동성장기부채	14.5	12.6	9.5	9.5	9.5
비유동부채	110.0	81.5	85.2	80.1	74.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	69.8	31.4	31.0	23.4	15.8
부채총계	**751.8**	**702.1**	**672.1**	**666.2**	**664.7**
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타포괄이익누계액	-16.9	-11.4	-5.4	-5.4	-5.4
이익잉여금	420.6	487.7	551.0	648.4	739.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**464.4**	**537.1**	**606.4**	**703.9**	**795.2**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,800	55,119	46,425	52,867	55,510
EPS(지배주주)	1,684	2,141	2,563	3,024	2,975
CFPS	2,497	3,328	3,938	4,588	4,678
EBITDAPS	3,408	5,311	4,172	4,981	5,336
BPS	11,610	13,427	15,160	17,597	19,879
DPS	500	500	596	704	692
배당수익률(%)	2.3	3.2	2.9	3.4	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.0	7.2	8.1	6.9	7.0
PCR	8.8	4.6	5.3	4.5	4.5
PSR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	1.9	1.1	1.4	1.2	1.0
EBITDA	136.3	212.4	166.9	199.3	213.4
EV/EBITDA	10.1	4.3	6.6	5.2	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	17.1	17.9	18.5	15.9
EBITDA 이익률	8.2	9.6	9.0	9.4	9.6
부채비율	161.9	130.7	110.8	94.7	83.6
금융비용부담률	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	14.3	11.3			
매출채권회전율(x)	8.2	10.0	10.4	11.5	11.6
재고자산회전율(x)	5.5	6.3	5.9	6.5	6.5

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 추천 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 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

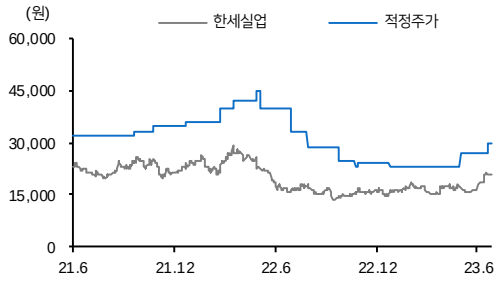
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.05.28	산업분석	Buy	32,000	하누리	-29.3	-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	-27.6	-19.5
2023.05.16	기업브리프	Buy	27,000	하누리	-35.1	-20.6
2023.07.05	기업브리프	Buy	30,000	하누리	-	-

주가 및 적정주가 변동추이