

2023. 4. 17



▲ 화장품/의류

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

Buy

적정주가 (12개월) 23,000 원

현재주가 (4.14) 17,110 원

상승여력 34.4%

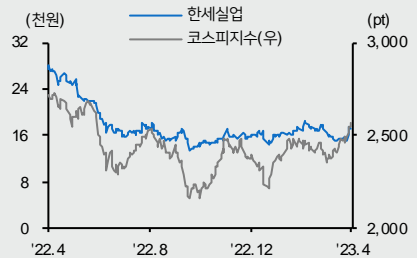
KOSPI	2,571.49pt
시가총액	6,844억원
발행주식수	4,000만주
유동주식비율	40.74%
외국인비중	10.77%
52주 최고/최저가	28,000원/13,400원
평균거래대금	39.7억원

주요주주(%)

한세에스24홀딩스 외 9 인	56.64
국민연금공단	9.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	17.6	-38.9
상대주가	-5.2	1.2	-35.4

주가그래프



(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	2,032.8	135.0	114.1	2,852	33.2	15,789	6.0	1.1	5.7	19.5	108.6
2024E	2,063.8	137.1	110.1	2,752	-3.5	17,887	6.2	1.0	5.2	16.3	93.4
2025E	2,167.0	146.7	109.3	2,734	-0.7	19,990	6.3	0.9	4.5	14.4	83.3

한세실업 105630

1Q23E Preview: 바닥 다졌다

- ✓ 1Q23E 매출액 4,433억원(-24%), 영업이익 300억원(-39%, OPM 7%)
- ✓ 매출: 기저 부담, 수주 감소, 믹스 훼손 → 원화 -24%/달러 -28%
- ✓ 이익: 생산량 감소 따른 역레버리지(원가율 +1%p) → 영업이익 -39%
- ✓ Re-stocking 초읽기(미국 의류 재고 QoQ 감소 전환, GAP 재고 축소) > 매출 감소
- ✓ 최대주주 공개매수(주당 18,650원, 지분율 8%) 결정 → 주가 상승 전환 기대

1Q23E De-stocking 심화

한세실업은 2023년 1분기 매출액 4,433억원(-23.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익 300억원(-38.8%, OPM 6.8%), 순이익 186억원(-40.7%)을 기록할 전망이다.

[매출] 원화 매출 성장률로 -23.7%(달러 -28.0%)를 추정한다. 기저 부담, 물량 축소, 단가 하락 모두 부담 요인이다(달러 매출: 1Q23E -28.0% vs. 1Q22 +43.1%). 따뜻한 날씨로 SS 품목 기여가 확대, 스포츠/아웃도어 추가 효과를 무색하게 하겠다(액티브 웨어 매출 비중: 2022년 4% → 2023E 8% 추정; Athleta, Columbia, Alo 등).

[이익] 생산량 감소로 가동률이 저하될 것으로 본다(매출원가율 +1.3%p → 영업이익률 -1.7%p). 면화 가격 하락세로 추후 원부자재 부담은 완화될 전망이다(4Q22 주요 원사 가격 -12.5%).

투자의견 Buy 및 적정주가 23,000원 제시

한세실업 주가는 개별 실적 보다 미국 경제 지표를 따른다. 매출 구성상(미국 비중 85%), 원/달러 환율과 전방 재고 증감에 더욱 민감할 수 밖에 없다. 1Q22~3Q22 역대 최대 실적에도 불구하고, 미국 의류 시장이 De-stocking(재고 증가율) 판매 성장률)으로 전환하자, 주가가 -56% 하락한 배경이다(4월 최고가 대비 10월 최저가).

바닥 다졌다는 판단, 매수 접근을 추천한다. ① Re-stocking이 다가온다. 4Q22 소매의류 재고는 5개 분기 만에 QoQ 역신장 전환했다. 최대 거래선 Gap Inc. 또한 재고 소진이 일단락되고 있다(Gap 4Q22 재고 -20.8% vs. 매출 -6.2%). ② 대주주마저 저평가가 불편한 기색이다. 한세에스24홀딩스가 경영권 안정을 목적으로 한 세실업 공개매수를 결정(주당 18,650원, 지분율 8%), 주가 하단을 끌어 올리겠다.

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	443.3	581.2	-23.7	424.6	4.4	448.9	-1.3
영업이익	30.0	49.0	-38.8	9.4	217.3	21.2	41.4
순이익	18.6	31.4	-40.7	0.4	4,800.6	13.7	35.6
영업이익률(%)	6.8	8.4	-1.7	2.2	4.5	4.7	2.0

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	2,032.8	2,063.8	2,036.8	2,072.6	-0.2	-0.4	2,091.7	2,196.5
영업이익	135.0	137.1	146.6	148.8	-7.9	-7.8	152.4	166.6
순이익	114.1	110.1	116.8	114.2	-2.4	-3.6	111.2	117.7

자료: 메리츠증권 리서치센터

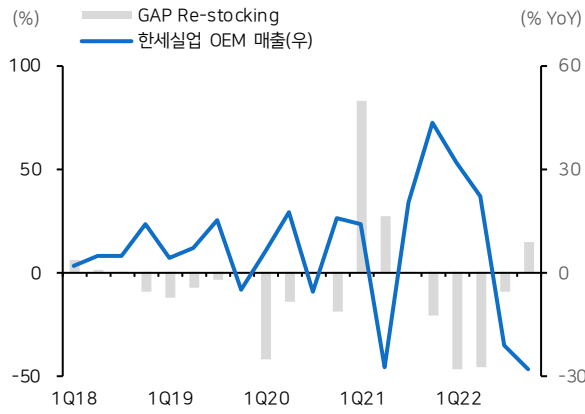
(원, 배, %)	적정 가치	비고
12개월 선행 EPS	2,827	12개월 선행 지배주주 EPS 예상치
Target PER	8	Makalot 12개월 선행 PER 40% 할인 적용
적정가치 (원)	23,000	
현재주가 (원)	17,110	
상승여력 (%)	34.4	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (원화)	581.2	610.6	588.3	424.6	443.3	500.3	601.1	488.1	2,204.8	2,032.8	2,063.8
매출액 (달러)	482.2	484.2	438.9	312.9	347.2	397.1	482.8	395.4	1,707.8	1,622.5	1,719.8
매출총이익	90.4	93.9	103.6	48.3	63.6	71.8	95.6	57.0	336.3	288.1	292.7
매출총이익률	15.6	15.4	17.6	11.4	14.3	14.4	15.9	11.7	15.3	14.2	14.2
영업이익	49.0	55.6	65.6	9.4	30.0	37.8	54.4	12.9	179.6	135.0	137.1
영업이익률	8.4	9.1	11.1	2.2	6.8	7.6	9.0	2.6	8.1	6.6	6.6
순이익	31.4	24.5	29.4	0.4	18.6	30.4	49.6	15.5	85.6	114.1	110.1
순이익률	5.4	4.0	5.0	0.1	4.2	6.1	8.2	3.2	3.9	5.6	5.3
(% YoY)											
매출액 (원화)	54.7	48.5	41.3	-9.4	-23.7	-18.1	2.2	15.0	31.9	-7.8	1.5
매출액 (달러)	43.1	32.0	22.1	-21.1	-28.0	-18.0	10.0	26.4	16.9	-5.0	6.0
매출총이익	39.3	39.2	95.5	-28.1	-29.7	-23.5	-7.7	17.9	33.1	-14.3	1.6
영업이익	66.1	80.5	265.9	-66.9	-38.8	-32.0	-17.1	36.7	68.3	-24.8	1.6
영업이익률	0.6	1.6	6.8	-3.9	-1.7	-1.6	-2.1	0.4	1.8	-1.5	0.0
순이익	45.3	-19.0	흑전	-97.9	-40.7	24.0	68.7	3,996.9	27.2	33.2	-3.5

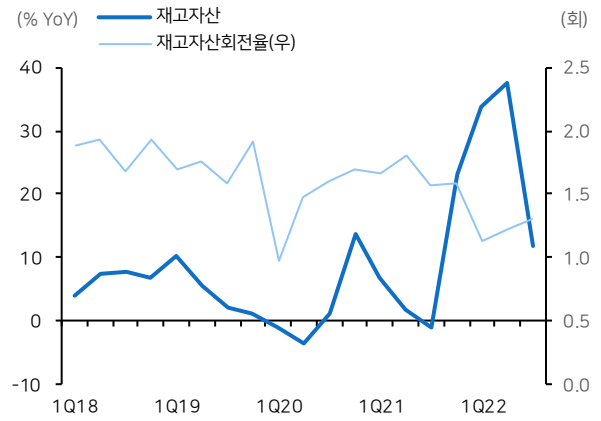
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림1 GAP Re-stocking vs. 한세실업 OEM 매출



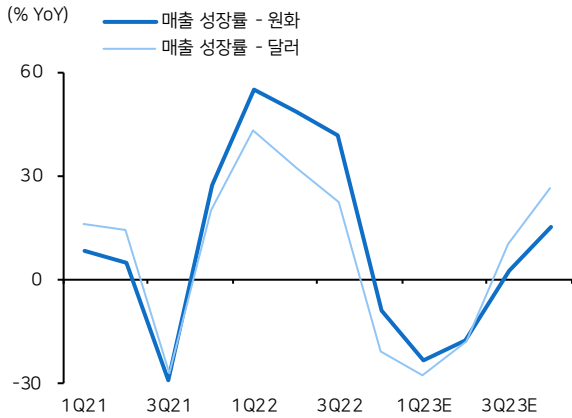
자료: Bloomberg, 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GAP 재고자산 및 재고자산회전율



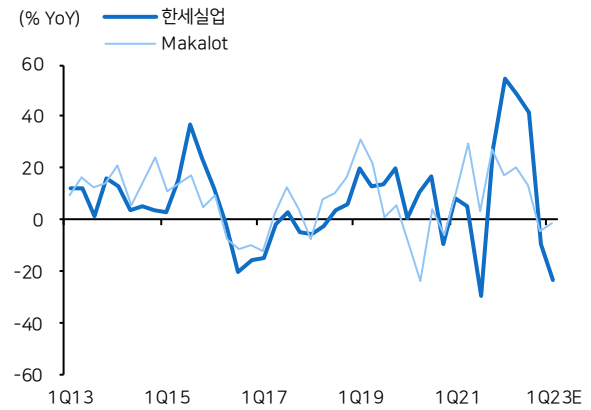
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한세실업 매출 성장률 추이



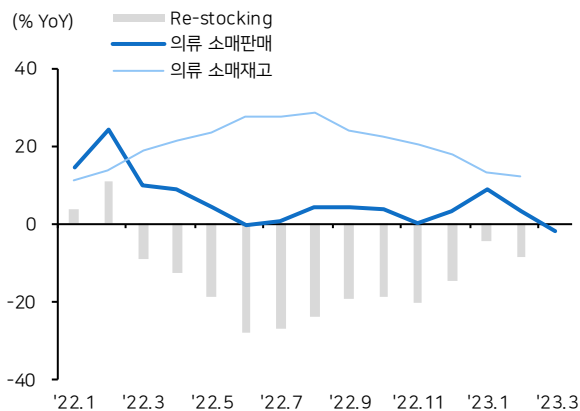
자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출 성장률: 한세실업 vs. Makalot



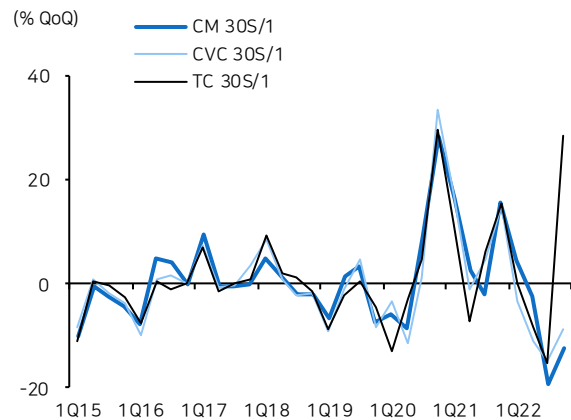
자료: 한세실업, Makalot, 메리츠증권 리서치센터

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	2,032.8	2,063.8	2,167.0
매출액증가율 (%)	-1.5	31.9	-7.8	1.5	5.0
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,744.8	1,771.0	1,859.9
매출총이익	252.7	336.3	288.1	292.7	307.1
판매관리비	146.0	156.7	153.1	155.6	160.4
영업이익	106.7	179.6	135.0	137.1	146.7
영업이익률	6.4	8.1	6.6	6.6	6.8
금융손익	-1.1	-9.3	-12.3	-12.8	-13.4
중속/관계기업손익	6.1	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.4	-39.4	35.7	28.6	18.6
세전계속사업이익	98.4	130.4	158.4	152.9	151.9
법인세비용	31.0	44.8	44.4	42.8	42.5
당기순이익	67.3	85.6	114.1	110.1	109.3
지배주주지분 순이익	67.3	85.6	114.1	110.1	109.3

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	770.0	772.3	829.9	879.4	954.0
현금및현금성자산	21.3	173.1	202.3	232.2	273.5
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	487.6	504.4	511.4
유형자산	154.0	177.0	194.8	211.4	217.2
무형자산	6.5	6.1	6.1	6.1	6.0
투자자산	212.4	191.7	194.6	194.9	196.1
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,317.5	1,383.8	1,465.4
유동부채	641.9	620.6	611.4	600.9	604.3
매입채무	62.7	44.4	51.1	51.8	54.7
단기차입금	488.6	476.8	448.0	435.2	430.0
유동성장기부채	14.5	12.6	12.6	12.6	12.6
비유동부채	110.0	81.5	74.5	67.4	61.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	69.8	31.4	20.2	12.6	5.0
부채총계	751.8	702.1	685.9	668.3	665.8
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	-11.4	-11.4	-11.4
이익잉여금	420.6	487.7	582.2	666.1	750.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	631.5	715.5	799.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-153.9	196.7	138.8	121.8	117.9
당기순이익(손실)	67.3	85.6	114.1	110.1	109.3
유형자산상각비	29.0	32.4	24.7	27.9	29.7
무형자산상각비	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-285.9	48.2	0.0	-16.2	-21.1
투자활동 현금흐름	-4.2	-36.1	-51.0	-45.4	-39.1
유형자산의증가(CAPEX)	-24.4	-27.4	-42.6	-44.4	-35.5
투자자산의감소(증가)	-71.4	20.2	-2.8	-0.3	-1.2
재무활동 현금흐름	81.4	-10.7	-58.7	-46.4	-37.5
차입금의 증감	116.8	-36.4	-39.0	-20.3	-12.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-75.4	151.8	29.2	30.0	41.3
기초현금	96.7	21.3	173.1	202.3	232.2
기말현금	21.3	173.1	202.3	232.2	273.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	41,800	55,119	50,821	51,594	54,174
EPS(지배주주)	1,684	2,141	2,852	2,752	2,734
CFPS	2,497	3,328	5,407	5,185	5,073
EBITDAPS	3,408	5,311	3,994	4,126	4,411
BPS	11,610	13,427	15,789	17,887	19,990
DPS	500	500	666	643	638
배당수익률(%)	2.3	3.2	3.9	3.8	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	13.0	7.2	6.0	6.2	6.3
PCR	8.8	4.6	3.2	3.3	3.4
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	1.9	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA	136.3	212.4	159.8	165.0	176.4
EV/EBITDA	10.1	4.3	5.7	5.2	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	17.1	19.5	16.3	14.4
EBITDA 이익률	8.2	9.6	7.9	8.0	8.1
부채비율	161.9	130.7	108.6	93.4	83.3
금융비용부담률	0.4	0.7	2.7	2.5	2.3
이자보상배율(x)	14.3	11.3	2.4	2.6	2.9
매출채권회전율(x)	8.2	10.0	11.4	11.2	11.3
재고자산회전율(x)	5.5	6.3	6.5	6.3	6.3

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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 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)	
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	-	-	