

# 한세실업 (105630)

## 4Q22Pre: 부진한 실적, 방향성을 봐야할 때

### 4분기 영업이익 120억원(YoY -58%) 추정

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 8%, 58% 감소한 4,330억원과 120억원 수준을 전망한다. 전년도 높은 베이스와 수주 부진에 따라 매출은 달러기준 YoY 22% 감소할 것으로 추정한다. 수익성 측면에서는 부정적인 환율 효과(원/달러 평균환율 상승 vs. 기말환율 급락)로 원재료 매입원가의 상승이 발생했을 것으로 예상한다. 이에 영업이익률은 2.8%(YoY -3.3%p) 수준에 그칠 것으로 추정한다. 영업외단에서는 환관련 이익이 발생할 전망이다.

### 상반기 오더 감소, 하반기 회복 국면 예상

판매 및 재고 사이클 상 OEM 업황 침체기때는 판매 감소→재고 증가→할인 등 악성 재고 처분→안정화→재고 re-stocking의 흐름을 거치게 된다. 현재는 과잉재고 처분 단계로 재고 수준은 점차 낮아질 것으로 예상한다. 실제로 10월 미국 소매재고 증감률은 YoY 22%를 기록하면서 8월 정점을 찍고 월별로 감소 추세이다. 지금 추세로 간다면 올해 상반기 내에는 재고 조정이 일단락 될 것으로 판단, 하반기부터는 오더 회복이 나타날 것으로 예상한다. 이에, 23년 상반기 오더 증감률은 달러기준 YoY -20%, 하반기는 18%로 가정한다. 2023년 연간 매출은 2조 1,146억원(YoY -4%), 영업이익은 1,369억원(YoY -25%, OPM 6.5%)으로 추산한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 2.3만원→2.1만원

실적 추정치를 소폭 하향 조정함에 따라 목표주가를 2.1만원으로 내리지만, 장기적 관점에서 BUY 의견 유지한다. 향후 오더 반등 여부는 확인할 필요가 있지만, 상반기 이후 업황이 저점을 통과했다는 것 만으로도 한세실업의 주가 반등은 클 것으로 기대한다. 미국 경기모멘텀도 상반기를 기점으로 저점을 지나면서 점차 개선될 것으로 예상된다. 중장기 관점에서 바이어 믹스 개선과 생산기지 다각화에 따른 추가 성장 가능성도 존재한다. 단기적 주가 모멘텀은 약할 수 있어도 긴 호흡에서 조정시 매수 전략이 유효하다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 21,000원(하향) | CP(1월16일): 16,150원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,399.86
52주 최고/최저(원)	29,500/13,400
시가총액(십억원)	646.0
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	230.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.7
22년 배당금(예상, 원)	500
22년 배당수익률(예상, %)	1.94
외국인지분율(%)	11.52
주요주주 지분율(%)	
한세에스24홀딩스 외 9 인	56.64
국민연금공단	9.05
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(0.3) 3.2 (30.7)
상대	(2.0) 0.2 (15.6)

#### Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	2,231.7	2,184.4
영업이익(십억원)	188.0	158.2
순이익(십억원)	102.0	104.9
EPS(원)	2,551	2,647
BPS(원)	13,918	16,017

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	1,698.3	1,672.0	2,213.2	2,114.6	2,227.2
영업이익	십억원	64.9	106.7	182.1	136.9	158.8
세전이익	십억원	70.4	98.4	138.4	127.7	150.7
순이익	십억원	35.1	67.3	103.8	95.8	113.0
EPS	원	877	1,684	2,595	2,395	2,826
증감율	%	흑전	92.02	54.10	(7.71)	18.00
PER	배	19.95	13.03	5.93	6.74	5.71
PBR	배	1.59	1.82	1.09	1.01	0.88
EV/EBITDA	배	9.00	10.15	6.96	8.89	7.65
ROE	%	8.56	15.21	20.49	16.33	16.83
BPS	원	10,975	12,051	14,156	16,060	18,396
DPS	원	500	500	500	500	500

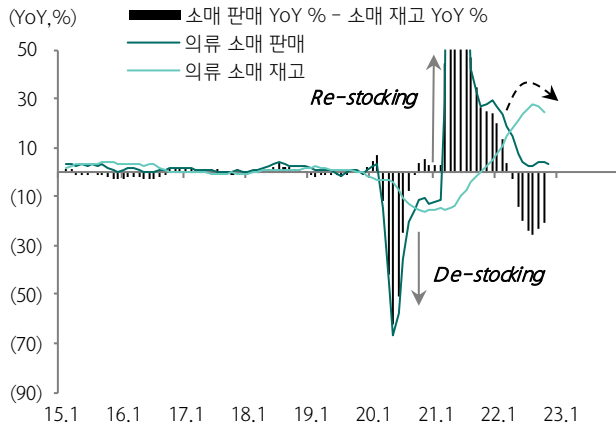


Analyst 서현정

02-3771-7552

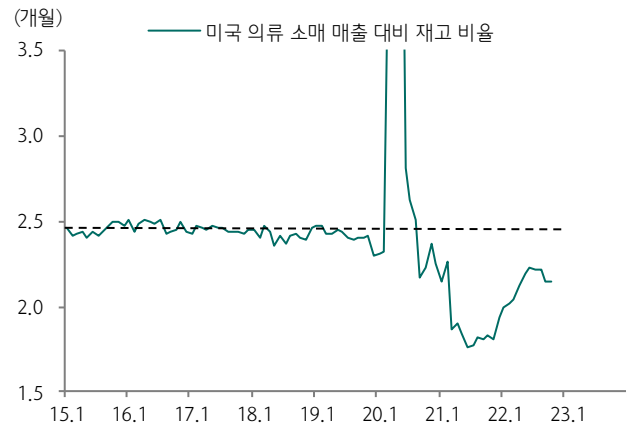
hjs0214@hanafn.com

그림 1. 미국 소매판매 및 재고 추이- 업황 추이



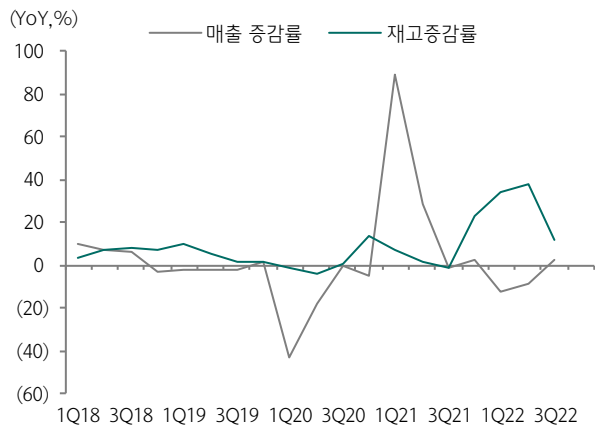
자료: US Census Bureau, 하나금융투자

그림 2. 미국 의류 소매 매출 대비 재고 비율



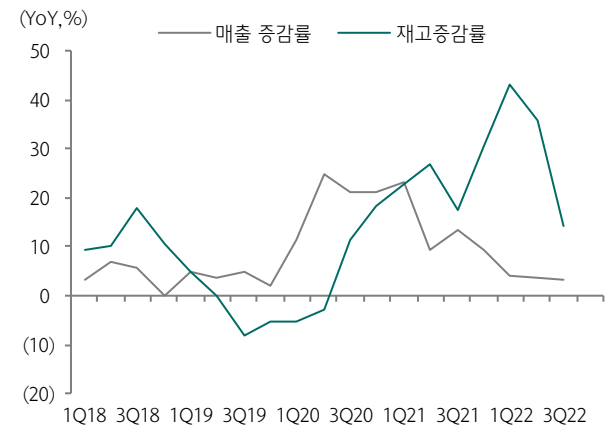
자료: US Census Bureau, 하나금융투자

그림 3. GAP 매출 및 재고 증감률 추이



주: 1월 결산법인  
자료: GAP, 하나금융투자

그림 4. TARGET 매출 및 재고 증감률 추이



주: 1월 결산법인  
자료: Target, 하나금융투자

표 1. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2022년F
매출	376	411	416	469	1,672	581	611	588	433	2,213
영업이익	29.5	30.8	17.9	28.5	106.7	49.0	55.6	65.6	12.0	182.1
세전이익	26.8	41.1	2.9	27.6	98.4	40.3	34.3	44.0	19.8	138.4
지배주주귀속순이익	21.6	30.3	-2.7	18.2	67.3	31.4	24.5	29.4	18.5	103.8
영업이익률(%)	7.8	7.5	4.3	6.1	6.4	8.4	9.1	11.1	2.8	8.2
세전이익률(%)	7.1	10.0	0.7	5.9	5.9	6.9	5.6	7.5	4.6	6.3
순이익률(%)	5.7	7.4	-0.6	3.9	4.0	5.4	4.0	5.0	4.3	4.7
매출액(YoY,%)	8.1	4.9	-29.5	27.2	-1.5	54.7	48.5	41.3	-7.6	32.4
영업이익(YoY,%)	195.3	1,796	-66.3	19,871	64.5	66.1	80.5	265.9	-57.9	70.7
세전이익(YoY,%)	흑전	189.2	-94.8	65.0	39.7	50.2	-16.5	1,414.4	-28.2	40.7
순이익(YoY,%)	흑전	246.7	적전	84.0	49.9	45.3	-19.0	흑전	2.0	54.1

자료: 한세실업, 하나증권

표 2. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출	1,698	1,672	2,213	2,115	2,227
영업이익	65	107	182	137	159
세전이익	70	98	138	128	151
지배주주귀속순이익	45	67	104	96	113
적정시가총액	400	599	903	834	983
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	9,993	14,983	22,573	20,839	24,586
적정PER(배)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
EPS(원)	1,123	1,684	2,595	2,395	2,826
영업이익률(%)	3.8	6.4	8.2	6.5	7.1
매출 (YoY,%)	5.2	-1.5	32.4	-4.5	5.3
영업이익 (YoY,%)	-21.7	64.5	70.7	-24.9	16.0
순이익 (YoY,%)	흑전	49.9	54.1	-7.7	18.0

자료: 한세실업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,698.3	1,672.0	2,213.2	2,114.6	2,227.2
매출원가	1,478.0	1,419.4	1,876.5	1,820.7	1,906.5
매출총이익	220.3	252.6	336.7	293.9	320.7
판매비	155.4	146.0	154.5	157.1	161.9
영업이익	64.9	106.7	182.1	136.9	158.8
금융손익	(5.3)	(1.1)	(4.5)	(4.3)	(4.2)
종속/관계기업손익	0.1	6.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	10.7	(13.4)	(39.3)	(4.9)	(3.8)
세전이익	70.4	98.4	138.4	127.7	150.7
법인세	(7.6)	31.0	34.6	31.9	37.7
계속사업이익	78.0	67.3	103.8	95.8	113.0
중단사업이익	(52.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.8	67.3	103.8	95.8	113.0
비지배주주지분 손이익	(9.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	35.1	67.3	103.8	95.8	113.0
지배주주지분포괄이익	32.6	62.7	103.8	95.8	113.0
NOPAT	71.8	73.0	136.6	102.7	119.1
EBITDA	102.5	136.3	206.2	156.5	174.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.16	(1.55)	32.37	(4.46)	5.32
NOPAT증가율	18.68	1.67	87.12	(24.82)	15.97
EBITDA증가율	(18.91)	32.98	51.28	(24.10)	11.69
영업이익증가율	(23.56)	64.41	70.67	(24.82)	16.00
(지배주주)순이익증가율	흑전	91.74	54.23	(7.71)	17.95
EPS증가율	흑전	92.02	54.10	(7.71)	18.00
수익성(%)					
매출총이익률	12.97	15.11	15.21	13.90	14.40
EBITDA이익률	6.04	8.15	9.32	7.40	7.85
영업이익률	3.82	6.38	8.23	6.47	7.13
계속사업이익률	4.59	4.03	4.69	4.53	5.07

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	877	1,684	2,595	2,395	2,826
BPS	10,975	12,051	14,156	16,060	18,396
CFPS	3,298	2,497	3,976	3,532	3,967
EBITDAPS	2,562	3,408	5,156	3,912	4,369
SPS	42,457	41,800	55,329	52,865	55,680
DPS	500	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	19.95	13.03	5.93	6.74	5.71
PBR	1.59	1.82	1.09	1.01	0.88
PCR	5.31	8.79	3.87	4.57	4.07
EV/EBITDA	9.00	10.15	6.96	8.89	7.65
PSR	0.41	0.53	0.28	0.31	0.29
재무비율(%)					
ROE	8.56	15.21	20.49	16.33	16.83
ROA	3.19	6.02	8.13	7.00	7.77
ROIC	15.25	14.51	23.69	17.45	19.10
부채비율	142.33	161.89	143.47	124.52	109.76
순부채비율	52.71	108.88	73.41	57.62	42.41
이자보상배율(배)	5.97	14.35	22.29	16.95	19.66

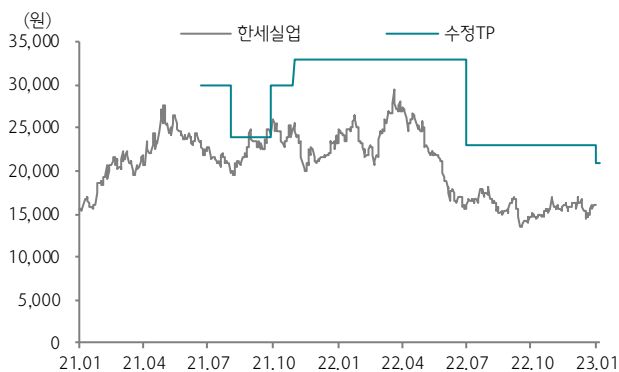
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	658.9	770.0	909.6	997.0	1,116.0
금융자산	247.0	80.3	170.3	212.8	268.5
현금성자산	96.7	21.3	106.2	149.5	204.2
매출채권	144.6	263.9	290.3	277.4	292.2
재고자산	221.4	388.7	400.3	460.4	506.4
기타유동자산	45.9	37.1	48.7	46.4	48.9
비유동자산	362.1	446.3	426.0	405.7	390.6
투자자산	134.9	212.4	216.3	215.6	216.4
금융자산	132.9	201.4	201.8	201.7	201.8
유형자산	133.6	154.0	130.3	110.9	95.1
무형자산	6.8	6.5	6.2	5.9	5.7
기타비유동자산	86.8	73.4	73.2	73.3	73.4
자산총계	1,021.1	1,216.2	1,335.6	1,402.7	1,506.5
유동부채	480.8	641.9	666.6	659.4	667.6
금융부채	387.5	508.3	495.5	495.2	495.5
매입채무	47.5	62.7	83.0	79.3	83.5
기타유동부채	45.8	70.9	88.1	84.9	88.6
비유동부채	118.9	110.0	120.4	118.5	120.7
금융부채	81.7	77.6	77.6	77.6	77.6
기타비유동부채	37.2	32.4	42.8	40.9	43.1
부채총계	599.7	751.8	787.0	778.0	788.3
지배주주지분	421.4	464.4	548.6	624.8	718.2
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
자본조정	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	(9.4)	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)
이익잉여금	369.9	420.6	504.7	580.9	674.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	421.4	464.4	548.6	624.8	718.2
순금융부채	222.1	505.6	402.7	360.0	304.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	50.7	(153.9)	132.5	52.4	86.4
당기순이익	25.8	67.3	103.8	95.8	113.0
조정	72.8	64.7	24.0	19.6	16.0
감가상각비	37.6	29.6	24.1	19.6	16.0
외환거래손익	(15.6)	1.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(6.1)	0.0	0.0	0.0
기타	50.9	39.5	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(47.9)	(285.9)	4.7	(63.0)	(42.6)
투자활동 현금흐름	(3.6)	(4.2)	(9.1)	1.7	(1.9)
투자자산감소(증가)	13.7	(71.4)	(3.9)	0.7	(0.8)
자본증가(감소)	(28.2)	(23.4)	0.0	0.0	0.0
기타	10.9	90.6	(5.2)	1.0	(1.1)
재무활동 현금흐름	(31.0)	81.3	(32.5)	(19.9)	(19.3)
금융부채증가(감소)	(65.9)	116.8	(12.8)	(0.3)	0.3
자본증가(감소)	3.2	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	51.3	(15.9)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)
현금의 증감	15.0	(76.7)	86.2	43.4	54.7
Unlevered CFO	131.9	99.9	159.0	141.3	158.7
Free Cash Flow	20.3	(178.3)	132.5	52.4	86.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.1.17	BUY	21,000		
22.7.18	BUY	23,000	-31.36%	-21.30%
21.11.15	BUY	33,000	-30.81%	-10.61%
21.10.14	BUY	30,000	-18.54%	-13.17%
21.8.18	BUY	24,000	-6.65%	3.75%
21.7.5	BUY	30,000	-27.87%	-22.17%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.56%	5.44%	0.00%	100%

\* 기준일: 2023년 01월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 1월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2023년 1월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.