



BUY (유지)

목표주가(12M) 17,000원(하향)
현재주가(2.24) 12,760원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,645.27
52주 최고/최저(원)	23,600/12,590
시가총액(십억원)	510.4
시가총액비중(%)	0.02
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	76.2
60일 평균 거래대금(십억원)	1.0
외국인지분율(%)	4.49
주요주주 지분율(%)	
한세에스24홀딩스 외 8인	64.68
국민연금공단	10.76

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	1,784.1	1,902.6
영업이익(십억원)	154.3	155.6
순이익(십억원)	96.6	106.5
EPS(원)	2,400	2,663
BPS(원)	18,349	19,950

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,204.8	1,708.8	1,797.8	1,875.4
영업이익	179.6	168.2	146.9	155.2
세전이익	130.4	140.9	93.8	114.9
순이익	85.6	112.0	62.9	88.5
EPS	2,141	2,801	1,572	2,212
증감율	27.14	30.83	(43.88)	40.71
PER	7.19	7.52	9.01	5.77
PBR	1.11	1.28	0.81	0.66
EV/EBITDA	4.30	5.34	6.07	5.56
ROE	17.10	18.98	9.45	12.26
BPS	13,868	16,450	17,530	19,250
DPS	500	500	500	500



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 02월 25일 | 기업분석_기업분석(Report)

한세실업 (105630)

원가 상승 구간

4분기 영업이익 154억원(YoY -44%) 기록

4분기 연결 기준 매출은 4,041억원(YoY 14%), 영업이익은 154억원(YoY -44%)를 기록했다. 달러기준 매출 성장률은 YoY 7%를 달성했는데, 칼라엔터치 등 자회사 매출 신장의 대부분이었으며, 별도 성장률은 YoY 3%에 그쳤다. Q(물량)은 전년도와 유사한 수준이었고, P(단가) 상승 효과가 매출 성장을 견인했다. 수주 확보가 제한적인 상황에서, 고마진 브랜드사의 판가 인하 압력까지 가해지면서 마진율이 훼손된 것으로 파악된다. 이에 따라 원가율이 큰 폭 상승했고, 영업이익률은 3.8%로 전년대비 3.9%p나 하락했다. 아이티 법인 생산공장 축소에 따른 설비자산 일회성 비용과 퇴직급여 총당금도 비용 부담 요인으로 작용했다.

불확실한 업황

4분기 한세실업 실적 악화의 주 요인은 결국 업황 부진이다. 미국 소비 불확실성으로 바이어들의 재고 발주에 대한 기대치가 낮아졌고, 이에 따라 OEM업체들 오더 둔화(Q) 및 단가(ASP) 하락 압력으로 이어지고 있다. 대표적으로 업황의 다운사이클에서 나타나는 현상들이다.

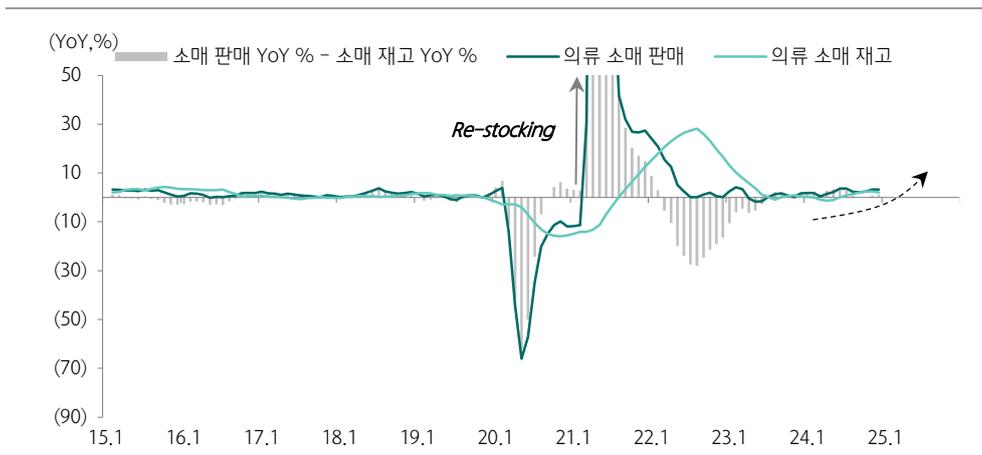
2024년 상반기까지 오더 회복은 강하지 않더라도 물량 증가로 9% 수준의 영업이익률을 유지하던 한세실업은 24년 하반기부터 원가율이 상승하기 시작했다. 일회성 비용 이슈도 있었지만, 수주가 늘어나지 않으면서 생산효율성이 하락했고, 저가 수주가 확대되면서 판가-원가 스프레드가 축소되었기 때문이다. 현재 업황은 특정 바이어 또는 복종 위주로 선별적으로 늘어나고 있지만, 전반적인 오더 증가는 보여지고 있지 않다. 올해 하반기 미국 의류 판매증감률이 의미 있게 올라오면서 업황이 점진적으로 반등하는 모습이 가시화되어야 한다.

2025년 한세실업 매출은 1조 8,754억원(YoY 4%), 영업이익은 1,552억원(YoY 10%, OPM 8.3%)으로 추산한다. 하반기부터 점차적으로 연말 소비 시즌과 내년도 오더가 들어오면서 매출과 수익성 모두 회복할 것으로 가정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 17,000원 하향

실적 추정치 및 적정 밸류에이션 하향 조정 함에 따라 목표주가를 17,000원으로 내린다. 현재 주가 12MF PER 5.3배에 불과 저평가 구간에 있지만, 실적 추정치가 하락하면서 밸류에이션 부담되는 구간이 반복되고 있다. 전방 업황 사이클 회복과 이에 따른 수주 가시성이 확보될 시 매수 접근이 유효하다.

도표 1. 미국 의류 소매 업황: 낮아진 재고 증감을 대비 더딘 매출 회복 속도



자료: US Census Bureau, 하나증권

도표 2. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년F
매출	412	448	534	404	1,798	445	464	577	389	1,875
영업이익	38	43	45	15	141	32	41	57	25	155
세전이익	25	30	46	-13	88	22	30	47	15	115
지배주주귀속순이익	18	22	36	-17	59	17	23	36	12	88
영업이익률(%)	9.3	9.5	8.5	3.8	7.9	7.2	8.7	9.9	6.5	8.3
세전이익률(%)	6.2	6.7	8.6	-3.3	4.9	4.9	6.6	8.2	3.9	6.1
순이익률(%)	4.4	4.9	6.7	-4.1	3.3	3.8	5.1	6.3	3.0	4.7
매출액(YoY,%)	0.2	4.1	4.3	13.6	5.2	8.1	3.6	8.1	-3.8	4.3
영업이익(YoY,%)	6.2	-4.1	-25.4	-43.5	-16.0	-15.8	-4.6	26.4	63.4	9.9
세전이익(YoY,%)	-10.7	-17.0	-8.5	적전	-37.4	-13.4	1.9	2.7	흑전	30.2
순이익(YoY,%)	-24.7	-24.6	-10.4	적전	-47.2	-6.4	6.3	1.5	흑전	49.6

자료: 한세실업, 하나증권

도표 3. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	2,205	1,709	1,798	1,875	1,978
영업이익	180	168	141	155	187
세전이익	130	141	88	115	158
지배주주귀속순이익	86	112	59	88	122
적정시가총액	599	784	414	619	852
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	14,986	19,606	10,351	15,481	21,310
적정PER(배)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
EPS(원)	2,141	2,801	1,479	2,212	3,044
영업이익률(%)	8.1	9.8	7.9	8.3	9.5
매출 (YoY,%)	31.9	-22.5	5.2	4.3	5.5
영업이익 (YoY,%)	68.3	-6.3	-16.0	9.9	20.4
순이익 (YoY,%)	27.2	30.8	-47.2	49.6	37.7

자료: 한세실업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,204.8	1,708.8	1,797.8	1,875.4	1,978.0
매출원가	1,868.5	1,388.0	1,488.2	1,549.1	1,614.8
매출총이익	336.3	320.8	309.6	326.3	363.2
판매비	156.7	152.6	162.7	171.1	176.2
영업이익	179.6	168.2	146.9	155.2	187.0
금융손익	(9.3)	(16.7)	(14.3)	(12.7)	(11.2)
종속/관계기업손익	(0.5)	0.3	0.0	0.1	0.1
기타영업외손익	(39.4)	(10.9)	(38.7)	(27.7)	(17.8)
세전이익	130.4	140.9	93.8	114.9	158.1
법인세	44.8	28.9	30.9	26.4	36.4
계속사업이익	85.6	112.0	62.9	88.5	121.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	85.6	112.0	62.9	88.5	121.8
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	85.6	112.0	62.9	88.5	121.8
지배주주지분포괄이익	92.3	123.1	62.9	88.5	121.8
NOPAT	117.9	133.7	98.5	119.5	144.0
EBITDA	212.4	199.9	172.0	175.2	202.8
성장성(%)					
매출액증가율	31.87	(22.50)	5.21	4.32	5.47
NOPAT증가율	61.51	13.40	(26.33)	21.32	20.50
EBITDA증가율	55.83	(5.89)	(13.96)	1.86	15.75
영업이익증가율	68.32	(6.35)	(12.66)	5.65	20.49
(지배주주)순이익증가율	27.19	30.84	(43.84)	40.70	37.63
EPS증가율	27.14	30.83	(43.88)	40.71	37.61
수익성(%)					
매출총이익률	15.25	18.77	17.22	17.40	18.36
EBITDA이익률	9.63	11.70	9.57	9.34	10.25
영업이익률	8.15	9.84	8.17	8.28	9.45
계속사업이익률	3.88	6.55	3.50	4.72	6.16

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,141	2,801	1,572	2,212	3,044
BPS	13,868	16,450	17,530	19,250	21,802
CFPS	3,329	4,325	3,303	3,641	4,530
EBITDAPS	5,311	4,998	4,300	4,379	5,069
SPS	55,119	42,719	44,945	46,886	49,449
DPS	500	500	500	500	500
추가지표(배)					
PER	7.19	7.52	9.01	5.77	4.19
PBR	1.11	1.28	0.81	0.66	0.59
PCFR	4.63	4.87	4.29	3.50	2.82
EV/EBITDA	4.30	5.34	6.07	5.56	4.33
PSR	0.28	0.49	0.32	0.27	0.26
재무비율(%)					
ROE	17.10	18.98	9.45	12.26	15.10
ROA	6.98	9.05	4.99	6.71	8.63
ROIC	21.00	24.51	18.12	22.19	26.97
부채비율	130.73	92.21	86.50	79.44	70.94
순부채비율	55.23	35.03	27.51	15.57	2.65
이자보상배율(배)	11.27	6.27	6.17	6.56	7.89

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	772.3	679.1	746.1	839.2	963.1
금융자산	252.9	218.2	248.8	320.6	416.1
현금성자산	173.1	71.9	101.4	172.1	266.3
매출채권	175.6	178.2	187.5	195.6	206.2
재고자산	309.0	259.0	284.9	297.2	313.4
기타유동자산	34.8	23.7	24.9	25.8	27.4
비유동자산	466.9	558.2	535.0	516.8	503.2
투자자산	196.0	232.1	234.0	235.7	237.9
금융자산	180.1	202.9	203.3	203.6	204.1
유형자산	177.0	218.2	193.4	173.8	158.3
무형자산	6.1	11.3	11.0	10.6	10.3
기타비유동자산	87.8	96.6	96.6	96.7	96.7
자산총계	1,239.2	1,237.2	1,281.0	1,356.0	1,466.2
유동부채	620.6	500.5	499.5	504.4	510.8
금융부채	495.8	379.7	373.8	374.2	374.9
매입채무	44.4	48.6	51.1	53.3	56.2
기타유동부채	80.4	72.2	74.6	76.9	79.7
비유동부채	81.5	93.1	94.6	95.9	97.7
금융부채	53.7	64.0	64.0	64.0	64.0
기타비유동부채	27.8	29.1	30.6	31.9	33.7
부채총계	702.1	593.6	594.1	600.3	608.5
지배주주지분	537.1	643.7	686.9	755.7	857.7
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)	(14.7)	(14.7)	(14.7)	(14.7)
기타포괄이익누계액	(11.4)	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	487.7	578.6	621.8	690.6	792.7
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	537.1	643.7	686.9	755.7	857.7
순금융부채	296.6	225.5	188.9	117.7	22.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	196.7	190.0	64.9	98.5	124.6
당기순이익	85.6	112.0	62.9	88.5	121.8
조정	62.9	36.7	25.1	19.8	15.8
감가상각비	32.8	31.7	25.1	19.9	15.8
외환거래손익	(3.4)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	33.0	5.6	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	48.2	41.3	(23.1)	(9.8)	(13.0)
투자활동 현금흐름	(36.1)	(150.3)	(3.1)	(2.7)	(3.6)
투자자산감소(증가)	16.9	(35.8)	(1.9)	(1.7)	(2.2)
자본증가(감소)	(26.2)	(44.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(26.8)	(70.5)	(1.2)	(1.0)	(1.4)
재무활동 현금흐름	(10.7)	(122.4)	(25.6)	(19.2)	(19.0)
금융부채증가(감소)	(36.4)	(105.8)	(5.9)	0.5	0.6
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.3	3.0	(0.0)	0.0	0.1
배당지급	(19.6)	(19.6)	(19.7)	(19.7)	(19.7)
현금의 증감	149.8	(82.7)	14.2	70.7	94.2
Unlevered CFO	133.2	173.0	132.1	145.6	181.2
Free Cash Flow	169.3	146.0	64.9	98.5	124.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.2.25	BUY	17,000	-	-
24.10.25	BUY	23,000	-39.80%	-32.39%
23.11.1	BUY	29,000	-31.56%	-17.24%
23.7.18	BUY	26,000	-23.49%	-12.12%
23.1.17	BUY	21,000	-18.40%	2.14%

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 2025년 2월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2025년 2월 25일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.12%	6.42%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 21일