한화투자증권

2025년 11월 14일
기업분석

한세실업 (105630)

3Q25 Review : 관세 효과 확인, 26년 중미 프로젝트 가동 본격화

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (상향)

목표주가(상향): 15,000원

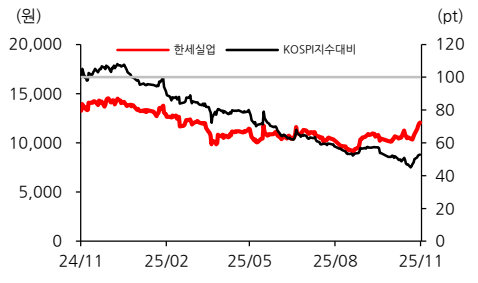
현재 주가(11/13)	12,070원
상승여력	▲24.3%
시가총액	4,828억원
발행주식수	40,000천주
52 주 최고가 / 최저가	14,530 / 9,090원
90 일 일평균 거래대금	14.41억원
외국인 지분율	5.2%
주주 구성	
한세예스 24 홀딩스 (외 11 인)	64.7%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
자사주 (외 1 인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.4	17.9	5.3	-11.4
상대수익률(KOSPI)	3.0	-11.5	-54.6	-83.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,798	1,923	1,937	1,989
영업이익	142	85	98	110
EBITDA	176	126	139	149
지배주주순이익	58	64	81	89
EPS	1,451	1,630	2,052	2,264
순차입금	463	497	423	358
PER	9.8	7.4	5.9	5.3
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.8	7.7	6.5	5.6
배당수익률	3.5	4.1	4.1	4.1
ROE	8.6	8.8	10.3	10.5

주가 추이



3Q25 Review

한세실업은 3Q25 매출액 5,434억원(+2% YoY), 영업이익 370억원(-18% YoY)을 기록해 시장 컨센서스 대비 매출액 +3%, 영업이익 +80% 상회하는 실적을 기록했다. 달러기준 오더는 전년수준이었지만 GPM은 -1.9%p YoY 악화되었다. GPM의 악화는 상대적 저단가인 마트 바이어 수량이 감소하여, 생산 효율이 저하된 영향이었다. 관세의 영향은 FOB 단가 하락에 영향을 미치는 데, 고단가 바이어 믹스 확대로 관세 영향을 상쇄한 것으로 판단된다. 당분기 오더의 FOB 단가는 +HSD% YoY 성장한 것으로 추정된다. 미국향 상호관세 영향이 본격화되었음에도 FOB 단가가 오히려 상승했다는 점은 긍정적이다.

베트남 IR Trip 후기

지난 10월 28일 ~ 10월 31일, 당사는 한세실업 베트남 현지 법인 투어에 참가했다. 주된 관심사는 중미 수직계열화 프로젝트 관련 전략 방향과 전망이었다. 미주 바이어의 니어쇼어링 수요 대응과 중미지역 관세 혜택에 대응하기 위해 22년부터 투자가 시작된 과테말라 프로젝트는 26년 하반기부터 Phase1 가동될 예정이다. 원사부터 봉제까지 수직계열화를 통해 원가 경쟁력을 강화한 것이 특징이며, 중미 지역에서 전통적으로 약한 화섬을 중심으로 생산할 예정이다. 화섬 원단에 대한 경쟁력을 확보하고자 지난해 인수한 화섬 원단기업인 텍솔리니와의 시너지를 창출할 예정이다.

한세실업의 원단 염색 자회사인 칼라앤터치가 과테말라 프로젝트의 중심이 될 예정인 데, 칼라앤터치는 베트남 사이트의 지속적 성장, 과테말라 프로젝트 가동 등을 통해 27년 매출액 3,450억원, 영업이익 242억원(OPM 7%)을 달성하겠다 밝히기도 하였다. 특히 한세실업 외의 바이어 비중을 높일 계획으로 연결 실적 기여도 커질 수 있겠다.

중미 프로젝트 가동 시, 현재 4% 수준인 액티브웨어 오더 비중이 증가할 수 있을 것으로 전망된다. 외형성장에 더불어 상대적 고단가 의류라는 점에서 수익성 개선에도 도움이 될 전망이다. 24년 기준 액티브웨어 중심인 영원무역의 OEM OPM은 21%로 동사의 OPM 8%를 크게 상회한다. *(다음페이지에 계속)*

한편 동사는 25년 연간 매출액 가이던스를 1.9조원(+5.7% YoY)으로 제시했다. 기준 환율이 1,380원 수준으로 달러기준 매출액으로 환산 시, 13.8억 달러(+4.5% YoY) 수준이다. 3Q25 누적 달러 기준 매출액이 10.5억달러였다는 점을 감안 시, 4Q25 달러 기준 매출액은 3.3억달러(+13.5% YoY)를 기대할 수 있다는 것을 역산해볼 수 있다. 원/달러 환율 1,430원/달러를 가정할 경우, 4Q25 원화 기준 매출액은 4,644억원(+14.9% YoY)이다. 이는 시장 컨센서스를 +16%를 상회하는 것으로 비우호적인 관세 영향에도 동사의 자신감을 확인할 수 있는 가이던스라 판단한다. 당사는 4Q25 실적 전망치를 가이던스 보다 보수적인 매출액 4,376억원(+8.3% YoY), 영업이익 150억원(-2.8% YoY)으로 제시한다.

투자의견 BUY 상향, 목표주가 1.5만원 상향

한세실업에 대해 목표주가를 기존 1.1만원에서 1.5만원으로 상향한다. 목표주가 상향은 실적 전망치 상향에 기인한다. 목표주가 상향으로 상승여력이 확보되는 바, 투자의견도 HOLD에서 BUY로 상향 조정한다.

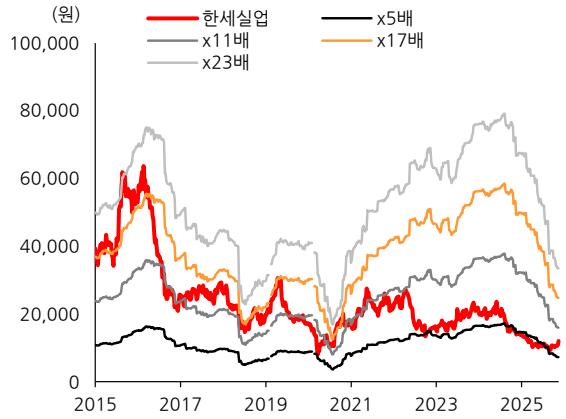
관세 영향이 본격화되었음에도 견조한 실적을 기록했다는 점에서 우려는 내려놓고, 26년 하반기 가동될 중미 프로젝트에 대해 관심을 가질 시점이라 판단한다.

[표1] 한세실업 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액(원화)	**467**	**475**	**543**	**438**	**464**	**481**	**558**	**435**	**1,798**	**1,923**	**1,937**
YoY	*13%*	*6%*	*2%*	*8%*	*-1%*	*1%*	*3%*	*-1%*	*5%*	*7%*	*1%*
매출액(달러)	**322**	**338**	**392**	**306**	**331**	**348**	**404**	**315**	**1,316**	**1,358**	**1,399**
YoY	*4%*	*4%*	*0%*	*7%*	*3%*	*3%*	*3%*	*3%*	*1%*	*3%*	*3%*
매출총이익	65	54	82	54	66	59	85	50	308	254	260
GPM	14%	11%	15%	12%	14%	12%	15%	12%	-4%	-18%	2%
판매관리비	45	42	45	39	41	40	41	40	166	170	162
영업이익	**20**	**12**	**37**	**15**	**25**	**20**	**43**	**11**	**141**	**85**	**98**
OPM	4%	3%	7%	3%	5%	4%	8%	2%	8%	4%	5%
YoY	*-47%*	*-71%*	*-18%*	*-3%*	*23%*	*59%*	*17%*	*-30%*	*-16%*	*-40%*	*16%*

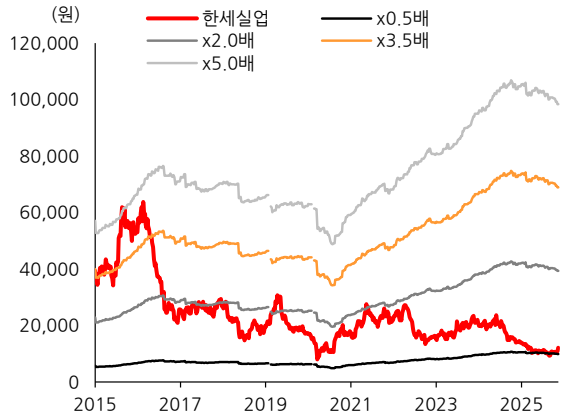
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한세실업 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한세실업 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한세실업 P/E 밸류에이션 (단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배순이익	841	
Target P/E	7	
적정 시가총액	5,889	
발행주식수	39,239	자사주 제외
적정가치	**15,007**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한세실업 가이던스

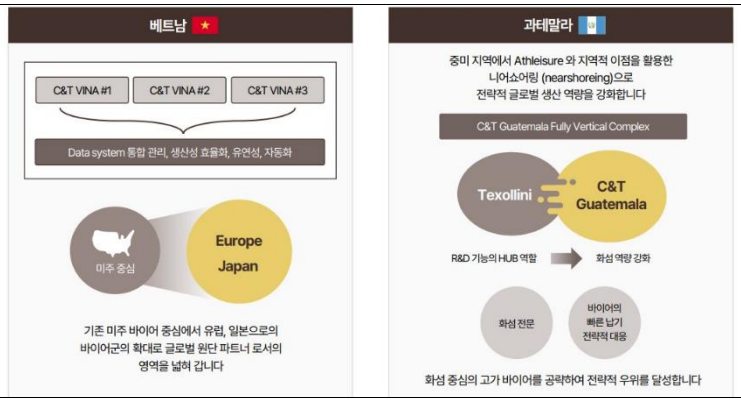
[그림2] 한세실업 주주환원 정책

[그림3] 한세실업의 아시아-중미 수직계열화 성장 전략

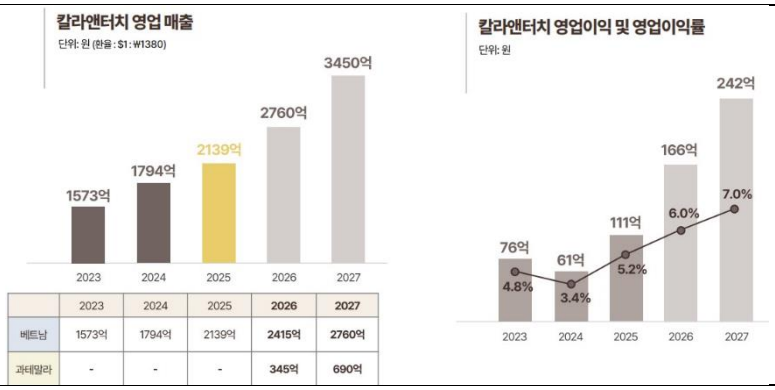
[그림4] 한세실업 액티브웨어 확장

자료: 한세실업, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 칼라앤터치 멀티콥 전략



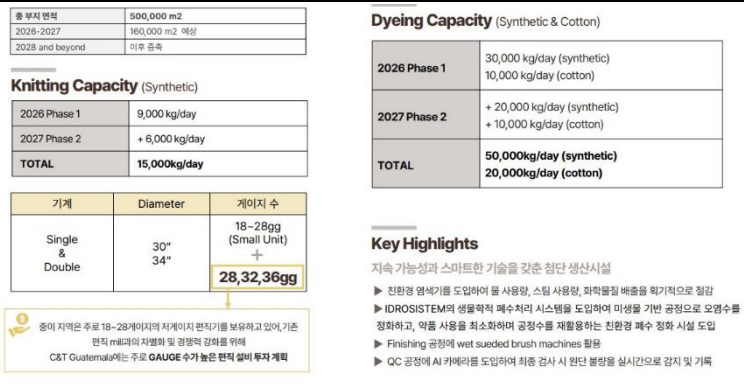
[그림6] 칼라앤터치 실적 추이 및 전망



	2023	2024	2025	2026	2027
베트남	1573억	1794억	2139억	2415억	2760억
과테말라	-	-	-	345억	690억

[그림7] 칼라앤터치 과테말라 투자 목적

[그림8] 칼라앤터치 설비 및 생산 계획



자료: 한세실업, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,709	1,798	1,923	1,937	1,989
매출총이익	321	308	254	260	277
영업이익	168	142	85	98	110
EBITDA	200	176	126	139	149
순이자손익	-16	-18	7	12	12
외화관련손익	0	-18	20	0	0
지분법손익	0	2	1	0	0
세전계속사업손익	141	89	83	111	122
당기순이익	112	58	64	81	89
지배주주순이익	112	58	64	81	89
증가율(%)					
매출액	-22.5	5.2	7.0	0.7	2.6
영업이익	-6.3	-15.5	-40.5	16.2	11.6
EBITDA	-5.9	-11.7	-28.3	9.6	7.6
순이익	30.8	-47.9	9.9	25.9	10.3
이익률(%)					
매출총이익률	18.8	17.2	13.2	13.4	14.0
영업이익률	9.8	7.9	4.4	5.1	5.5
EBITDA 이익률	11.7	9.8	6.6	7.2	7.5
세전이익률	8.2	5.0	4.3	5.7	6.1
순이익률	6.6	3.2	3.3	4.2	4.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	679	688	857	877	908
현금성자산	95	75	77	100	115
매출채권	181	208	245	244	251
재고자산	259	303	299	298	307
비유동자산	558	736	641	633	625
투자자산	329	424	301	301	301
유형자산	218	283	313	305	298
무형자산	11	29	27	27	26
자산총계	1,237	1,425	1,498	1,510	1,534
유동부채	500	568	569	518	470
매입채무	72	85	82	81	84
유동성이자부채	380	434	441	391	341
비유동부채	93	147	175	177	178
비유동이자부채	64	103	132	132	132
부채총계	594	715	743	695	649
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	579	611	656	717	787
자본조정	-14	20	20	20	20
자기주식	-14	-14	-14	-14	-14
자본총계	644	710	754	815	885

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	190	56	68	126	116
당기순이익	112	58	64	81	89
자산상각비	32	34	42	40	39
운전자본증감	41	-60	-43	3	-14
매출채권 감소(증가)	-6	-11	-47	1	-7
재고자산 감소(증가)	46	-37	0	2	-9
매입채무 증가(감소)	5	7	6	0	2
투자현금흐름	-150	-84	-102	-32	-32
유형자산처분(취득)	-43	-58	-89	-32	-32
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-82	60	-41	0	0
재무현금흐름	-141	21	38	-70	-70
차입금의 증가(감소)	-122	40	-11	-50	-50
자본의 증가(감소)	-20	-20	-20	-20	-20
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20	-20
총현금흐름	202	169	134	123	130
(-)운전자본증가(감소)	27	17	173	-3	14
(-)설비투자	44	59	90	32	32
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	132	93	-129	93	84
(-)기타투자	-43	128	-159	0	0
잉여현금	175	-35	30	93	84
NOPLAT	134	93	65	72	80
(+) Dep	32	34	42	40	39
(-)운전자본투자	27	17	173	-3	14
(-)Capex	44	59	90	32	32
OpFCF	95	52	-155	83	74

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	2,801	1,451	1,630	2,052	2,264
BPS	16,092	17,742	18,854	20,382	22,119
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,046	4,218	3,352	3,070	3,257
ROA(%)	9.0	4.4	4.4	5.4	5.9
ROE(%)	19.0	8.6	8.8	10.3	10.5
ROIC(%)	18.4	10.9	6.4	6.5	7.3
Multiples(x,%)					
PER	7.5	9.8	7.4	5.9	5.3
PBR	1.3	0.8	0.6	0.6	0.5
PSR	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	4.2	3.4	3.6	3.9	3.7
EV/EBITDA	6.0	5.8	7.7	6.5	5.6
배당수익률	2.4	3.5	4.1	4.1	4.1
안정성(%)					
부채비율	92.2	100.7	98.6	85.2	73.3
Net debt/Equity	54.2	65.2	65.9	51.9	40.5
Net debt/EBITDA	174.5	262.2	392.8	305.3	240.4
유동비율	135.7	121.2	150.7	169.3	193.0
이자보상배율(배)	6.3	4.9	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	64.5	65.4	74.5	73.1	72.5
현금+투자자산	35.5	34.6	25.5	26.9	27.5
자본구조(%)					
차입금	40.8	43.1	43.2	39.1	34.9
자기자본	59.2	56.9	56.8	60.9	65.1

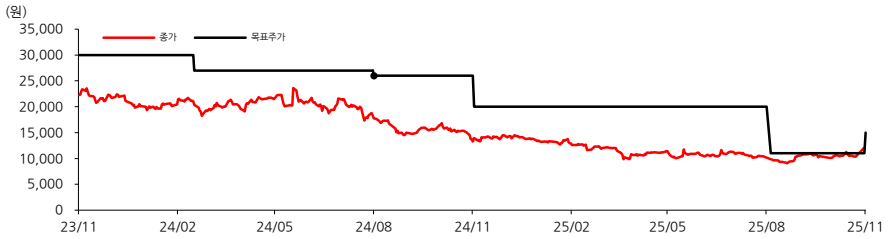
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 11 월 14 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 김나우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 애널리스트(이진협)는 10/28~11/01 기간에 한세실업의 비용으로 기업 설명회에 참여한 사실이 있습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한세실업 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.14	2024.02.29	2024.05.31	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	27,000	27,000	27,000	27,000
일 시	2024.08.14	2024.11.15	2025.02.11	2025.08.18	2025.11.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy	
목표가격	26,000	20,000	20,000	11,000	15,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.29	Buy	27,000	-24.60	-12.59
2024.08.14	Buy	26,000	-39.66	-31.81
2024.11.15	Buy	20,000	-40.31	-27.35
2025.08.18	Hold	11,000	-5.94	9.73
2025.11.14	Buy	15,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 9 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%