

한세실업 (105630/KS)

베트남 공장 탐방 후기

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 23,000 원(유지)

현재주가: 15,800 원

상승여력: 45.6%

Analyst
형권훈kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

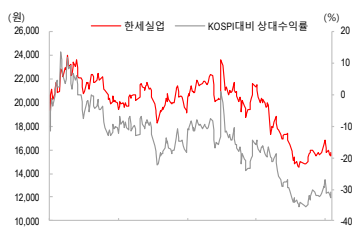
Company Data

발행주식수	4,000 만주
시가총액	632 십억원
주요주주	
한세에스24홀딩스(외8)	64.68%
국민연금공단	10.70%

Stock Data

주가(24/10/24)	15,800 원
KOSPI	2,581.03 pt
52주 최고가	24,000 원
52주 최저가	14,500 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



OEM 경쟁력 확인

금번 한세실업 베트남 공장 탐방을 통해 동사의 OEM 역량을 확인할 수 있었다. 동사는 1) 높은 수준의 자동화 설비, 2) 스마트 팩토리 시스템, 3) 원단 생산 수직계열화를 통해 수익성을 극대화하고 있다. 또한 3) 친환경 연료 사용, 폐수 재활용 등 ESG에 대한 투자를 통해 까다로워진 고객사의 ESG 기준을 충족시키고 있다. 이러한 동사의 경쟁력은, 지속해서 최저임금이 상승하는 OEM 사업의 구조적 비용 부담을 상쇄해 수익성을 확보하고, 고객사와의 거래 관계를 공고히 하는데 기여할 것으로 전망한다.

업황의 더딘 회복은 아쉬우나, 더 나빠질 것도 없다

동사의 달러 매출액의 전년 동기 대비 증감률은 3분기에 -0.5%, 4분기에 +9.9%를 기록할 것으로 추정한다. OEM 업황은 회복 중이나 그 강도는 강하지 않다. 미국 경기에 대한 불안함으로 고객사들의 보수적인 재고 매입 기조가 이어지고 있기 때문이다. 다만 작년 재고조정 국면에 이어 올해 고객사의 소극적인 오더 국면이 이어지고 있기 때문에 업황의 추가적인 다운사이드 리스크는 제한적일 것으로 전망한다. 한편 ASP도 원자재 가격이 하락한 효과가 판가에 반영되며 하락 중인데, 3분기에는 7% 감소한 것으로 추정한다. 4분기의 ASP 하락률은 1.5%로 전망하며, 연말을 기점으로 원자재 가격 하락에 따른 급격한 판가 하락 국면은 마무리 될 것이다.

밸류에이션 매력도 높다

동사의 업황은 더디게 회복 중이나, 주가는 밸류에이션 매력도가 높은 구간에 진입했다고 판단한다. 동사의 밸류에이션 멀티플은 12 개월 선행 PER 기준 4.8 배로, 금융위기 직후를 제외하면 역사적 저점 수준이다. 업황이 지금보다 안 좋았던 '20년 초(코로나 19 팬데믹)', '22년 말(기준금리 인상)' 당시의 밸류에이션 멀티플은 각각 5.8 배, 4.7 배였다. 업황은 이미 저점을 통과했고, 주가는 지난 8 월부터 미국 경기침체 우려, 원 달러 환율 하락 우려, 하반기 실적 눈높이 하락 등 여러 악재들을 반영했다. 저점 매수 유효한 주가 수준이라고 판단한다. 한세실업 목표주가 23,000 원, 투자이견 '매수'를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,672	2,205	1,709	1,777	1,885	1,992
영업이익	십억원	107	180	168	167	178	199
순이익(지배주주)	십억원	67	86	112	122	133	149
EPS	원	1,684	2,141	2,801	3,061	3,319	3,725
PER	배	13.0	7.2	7.5	5.2	4.8	4.2
PBR	배	1.8	1.1	1.3	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	10.1	4.3	5.3	5.0	4.7	4.2
ROE	%	15.2	17.1	19.0	17.6	16.5	16.1

1. 한세실업 베트남 생산 법인 현황

베트남은 작년 미국의 전체 의류 수입액 중 18.2%의 비중을 차지할 만큼, 글로벌 의류 생산 기지로서 중요한 역할을 하고 있다. 한세실업은 2001년 Hansae VN 법인 설립을 시작으로, 2005년에 Hansae TN, 2010년에 Hansae TG를 추가로 설립해 총 3개의 생산법인을 보유하고 있다. 한세실업 전체 생산 물량 중 약 60%를 베트남에서 생산하고 있을 만큼 한세실업에게 있어서도 베트남은 사업적으로 중요한 국가다. 2013년에는 현지 원단 가공 회사인 C&T Vina 인수를 통해 원단까지 수직계열화해 의류 OEM으로서 경쟁력을 추가로 확보했다.

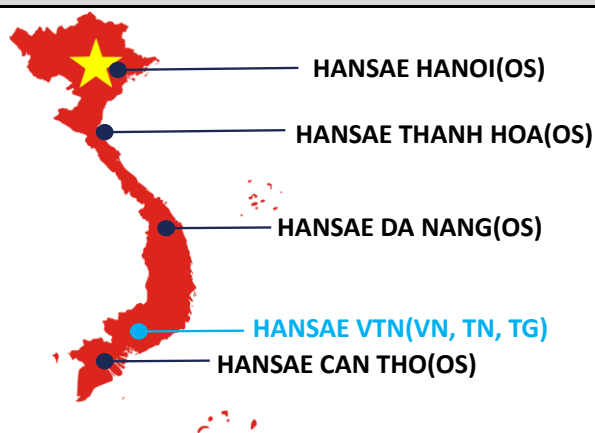
이번 한세실업 베트남 공장 탐방에서는 베트남 공장 중 가장 최근에 지어졌으며, 생산 케파가 가장 큰 Hansae TG의 봉제 공장과, C&T Vina의 원단 공장을 방문했다.

한세실업 베트남 생산 법인 현황

법인명	Hansae VN(Woven & Knit)	Hansae TN(Knit)	Hansae TG(Knit)
설립일	2001년 3월	2005년 4월	2010년 4월
위치	Ho Chi Minh, Vietnam	Tay Ninh Province, Vietnam	Tien Giang Province, Vietnam
Operation(공장/라인)	2/43	3/48	4/59
Capacity(공장/라인)	3/51	4/72	11/182

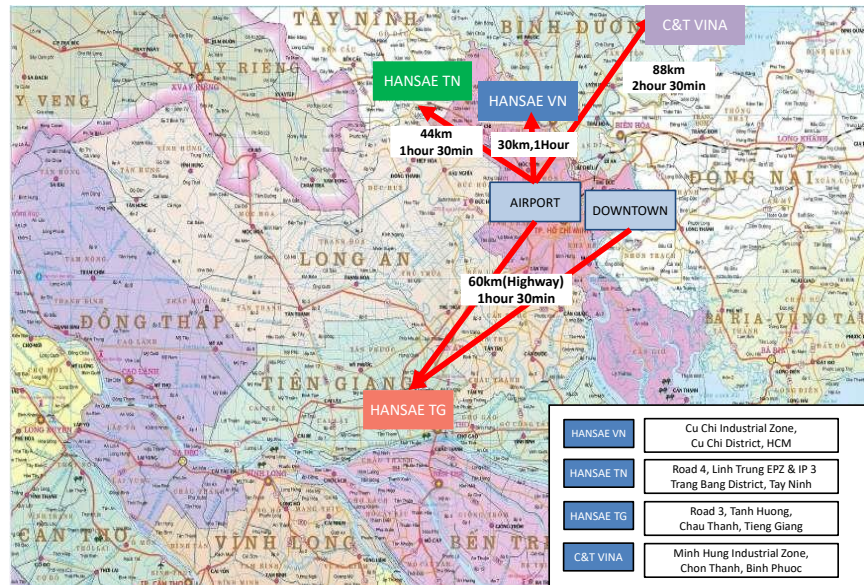
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업의 베트남 'Manufacturing Belt'



자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 베트남 생산 법인별 위치



자료: 한세실업, SK 증권

2. Hansae TG 법인

2010년에 설립된 Hansae TG 법인은 현재 1개의 R&D 센터와, 바이어 전용 공장을 포함해 총 11개 동으로 구성되어 있다. 일본의 MUJI, 미국의 Target, Walmart, Carhartt 등 주요 고객사의 생산을 담당하고 있으며, 연간 약 4 천만 장의 니트류 옷을 생산하고 있다.

Hansae TG 의 공장은 생산관리 ERP 시스템인 HAMS(HANSAE Advanced Management System) 뿐만 아니라, 각종 자동화 설비가 적용된 스마트팩토리다. 이번 탐방을 통해서 공장에 적용된 HAMS 와 자동화 설비가 실제로 어떤 방식으로 생산에 기여하는지 확인할 수 있었다.

먼저 HAMS는 원부자재부터 완제품까지 이르는 생산 프로세스에 적용되어 있으며, 재고 현황과 공정 현황을 실시간으로 모니터링할 수 있는 시스템이다. HAMS 의 장점은 세 가지 정도로 요약할 수 있는데, 1) 생산 과정에서 발생하는 변수에 빠르게 대응할 수 있다는 점, 2) 효율적인 인적 자원 관리가 가능하다는 점, 3) 공정 최적화에 용이하다는 점이다.

바코드를 통한 실시간 원재료 재고 관리



자료: 한세실업, SK 증권

공정 실시간 모니터링



자료: 한세실업, SK 증권

HAMS 를 통해 실시간으로 재고와 공정 현황을 모니터링하기 때문에 재고 부족이 예상될 경우 빠르게 재고를 보충할 수 있고, 특정 공정에서 문제가 발생할 경우 실시간으로 대응이 가능하다. 또한 PDA 를 통해 노동자마다 작업량과 불량률을 체크할 수 있다. 이를 통해 직원의 성과가 좋을 경우 보상을, 그렇지 않을 경우 교육을 통해 숙련도를 향상시킬 수 있어 인적자원을 효율적으로 관리할 수 있다. 그리고 각 공정을 실시간으로 모니터링하기 때문에 완제품 품질에 문제가 생겼을 경우 어떤 공정에서 문제가 생겼는지 추적이 가능하다. 문제가 발생한 공정을 최적화해 전체 생산성을 향상시킬 수 있다.

HAMS 외에도 Hansae TG 공장에는 여러가지 자동화 시스템이 적용되어 있었는데, 대표적으로 행거, 이송, 포장 자동화 설비가 있다. 봉제 공정도 부분 자동화를 통해 인력의 개입을 최소화하고, 숙련도가 낮은 노동자도 높은 수준의 결과물을 낼 수 있게끔 했다.

로봇을 통한 공장 내 이송 자동화



자료: 한세실업, SK 증권

스마트 행거 시스템



자료: 한세실업, SK 증권

밀단 봉제 자동화 장비



자료: 한세실업, SK 증권

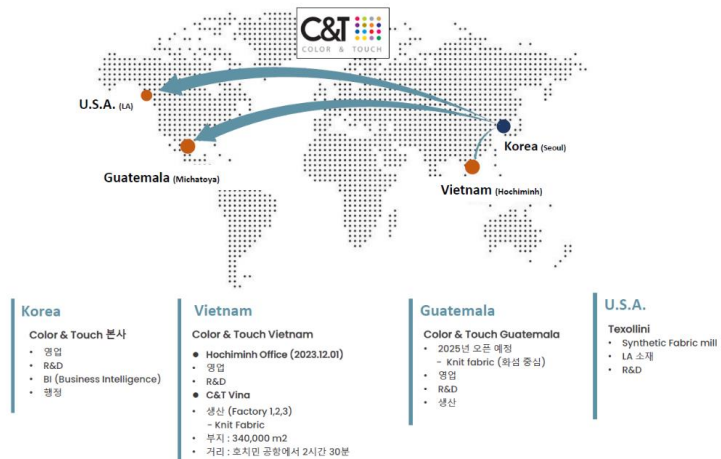
PDA 를 통한 공정별 생산 관리



자료: 한세실업, SK 증권

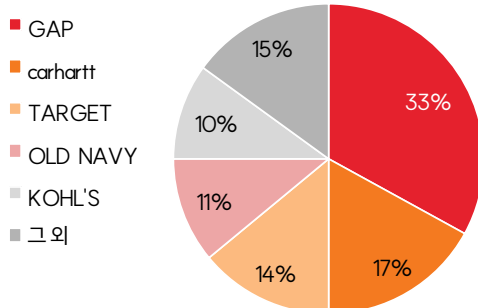
3. C&T Vina 법인

C&T 원단 사업 글로벌 네트워크



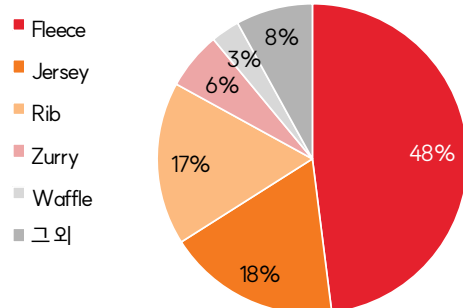
자료: C&T Vina, SK 증권

C&T Vina 고객사별 매출 비중



자료: C&T Vina, SK 증권

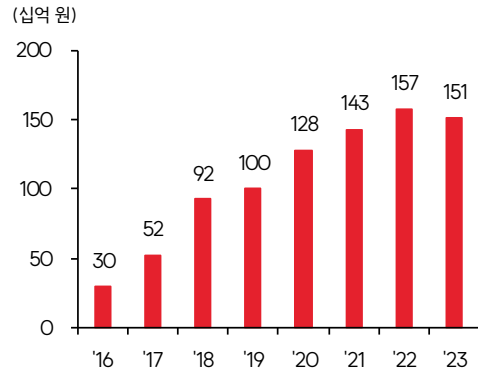
C&T Vina 제품별 매출 비중



자료: C&T Vina, SK 증권

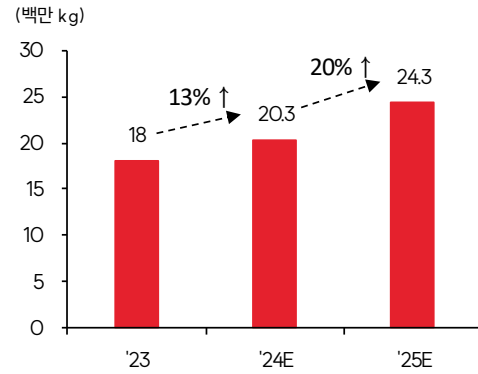
한세실업은 2013년 베트남의 원단 가공 회사인 C&T Vina를 인수해 원단까지 자체생산하고 있다. 인수 당시 하루 평균 50,000kg였던 생산 케파는 2015년 C&T Vina 2공장 투자를 통해 50,000kg의 케파를 추가로 확보했으며, 2024년 현재 C&T Vina 3공장이 연말 가동을 앞두고 장비 투자 및 일부 시험가동에 나서고 있다. 완전 가동이 예상되는 2025년에는 50,000kg의 생산 케파가 추가될 예정이다.

C&T 법인 연간 매출액 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

C&T Vina 원단 생산능력 전망



자료: C&T Vina, SK 증권

C&T Vina 는 원단의 퀄리티와 수출 뿐만 아니라 1) 자체 R&D 역량과 2) ESG 의 측면에서도 강점을 가지고 있다. 먼저 자체 R&D 센터를 운영하고 있어 염료의 색감과 원단의 내구성 등을 테스트하고 있다. R&D 센터에서 시험한 결과를 바이어와 공유하고, 바이어로부터 Lab 인증(Certification)을 받는다. C&T Vina 는 한세실업의 주요 고객사인 Gap, Target, Carhartt 를 포함한 여러 브랜드의 인증을 이미 획득했다.

C&T Vina 의 염료 테스트기



자료: C&T Vina, SK 증권

원단 마찰 테스트기



자료: C&T Vina, SK 증권

또한 C&T Vina 는 ESG 에 적극적으로 투자하고 있다. 원단 공장에서 ESG 가 중요한 이유는 현지 정부의 환경 기준을 충족하기 위함도 있지만, 고객사의 ESG 니즈를 충족시키기 위함도 크다. 소비자들의 환경에 대한 관심이 급증하면서, 친환경적인 브랜드 이미지를 가져가려는 수요도 증가했다. 패션 브랜드는 직접 공장을 운영하지 않아 환경보호 측면에서 대중에게 어필할 콘텐츠가 부족하다. 이러한 고객사의 니즈를 대신해서 충족시켜주는 것도 OEM 산업에서 중요한 경쟁력이다.

C&T Vina 는 자원 사용을 줄이고, 오폐수 정화 및 재사용 등 ESG 경쟁력을 확보했다. 현재 시험 가동 중인 3 공장에 도입될 친환경 Eco-Dyeing 염색기는 약 42%의 절수효과를 기대할 수 있으며, 전기와 스팀 사용량도 각각 16%, 18% 절감할 수 있다. 또한 탄소 배출량이 화석연료 대비 현저히 적은 바이오매스 연료를 사용한 보일러로 공장을 가동하고 있다. 역삼투압 시스템(RO 시스템)은 염색 과정에서 사용 후 배출된 폐수를 정화 및 재활용해 '23년에 한 해 약 17만 톤의 물을 절약했다.

바이오매스 보일러에 사용되는 친환경 연료



자료: C&T Vina, SK 증권

바이오매스 보일러 전경



자료: C&T Vina, SK 증권

Eco-dyeing 염색기



자료: C&T Vina, SK 증권

폐수 정화 및 재사용 시스템 (RO 시스템)



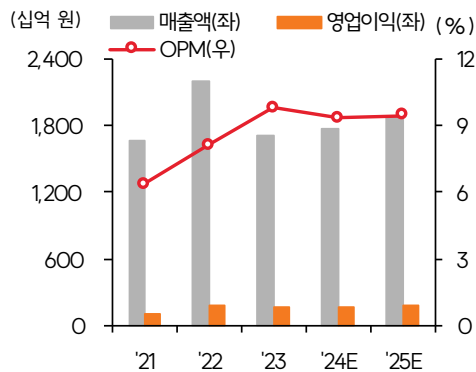
자료: C&T Vina, SK 증권

4. 실적 추정 및 투자포인트

한세실업 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	'22	'23	'24E	'25E
매출액	411	430	512	356	412	448	528	389	2,205	1,709	1,777	1,885
/YoY	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	3.0	9.5	31.9	-22.5	4.0	6.1
영업이익	36	44	61	27	38.1	42.5	58.3	27.8	180	168	167	178
/OPM	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	11.1	7.1	8.1	9.8	9.4	9.5
KRW/USD	1,276	1,315	1,312	1,322	1,328	1,371	1,359	1,317	1,283	1,306	1,345	1,288
달러매출액	322	327	390	269	310	327	388	296	1,719	1,309	1,321	1,464
/YoY	-33.2	-32.5	-11.2	-13.7	-3.7	-0.1	-0.5	9.9	17.7	-23.9	0.9	10.8
ASP(\$/m ²)	3.0	3.0	3.3	3.0	2.6	2.6	3.0	3.0	3.2	3.1	2.8	2.9
/YoY	4.6	-3.4	-7.9	-11.8	-12.5	-13.3	-7.0	-1.5	13.6	-3.3	-8.9	2.4
출하량(백만 m ²)	109	109	120	90	120	126	128	100	543	428	474	513
/YoY	-36.2	-30.1	-3.6	-2.1	10.0	15.1	7.0	11.6	3.6	-21.2	10.8	8.2

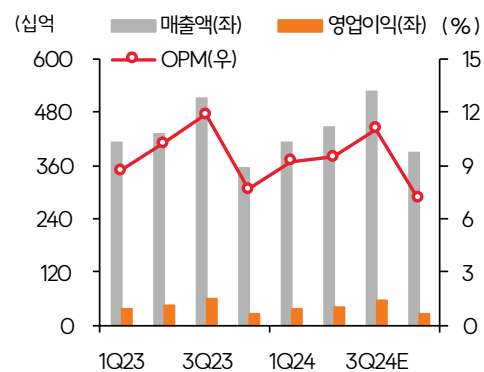
자료: 한세실업, SK 증권 추정

한세실업 연간 실적 추이 및 추정치



자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 연간 실적 추이 및 추정치

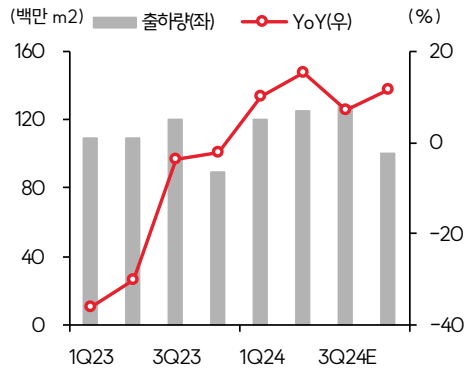


자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 3 분기 매출액은 5,276 억 원으로 추정하며, 전년 동기 대비 증감률은 한화 기준 +3.0%, 달러 기준 -0.5% 기록한 것으로 본다. 영업이익은 583 억 원으로 전년 동기 대비 3.8% 감소했을 것이다.

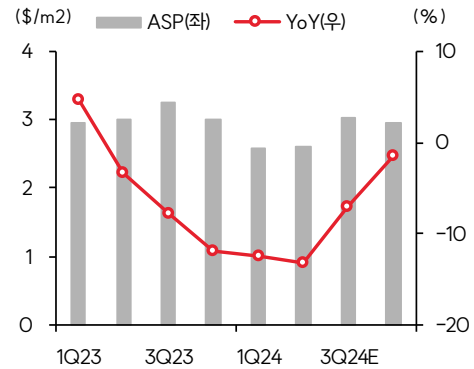
OEM 업황은 회복 중이나 그 강도는 강하지 않다. 미국 경기에 대한 불안함과, 작년년부터 이어진 보수적인 재고매입 기조로 고객사들이 오더에 소극적이기 때문이다. ASP 도 원면 가격 하락분이 판가에 반영되며 하락 중이며, 3 분기에는 7% 감소한 것으로 추정한다.

한세실업 출하량 추이 및 추정치



자료: SK 증권 추정

한세실업 ASP 추이 및 추정치



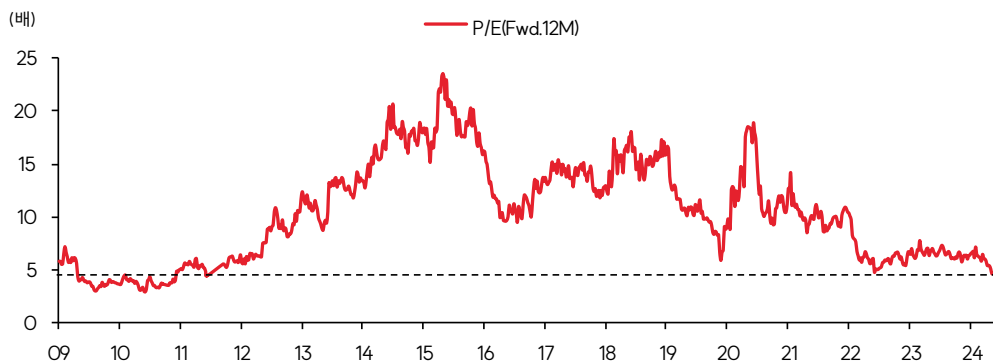
자료: SK 증권 추정

다만 작년 재고조정 국면에 이어 올해 고객사의 소극적인 오더 국면이 이어지고 있기 때문에 업황의 추가적인 다운사이드 리스크는 제한적일 것으로 전망한다. ASP도 4 분기의 하락률을 1.5%로 전망하며, 연말을 기점으로 원자재 가격 하락에 따른 급격한 판가 하락 국면은 마무리 될 것이다.

업황은 현재 더디게 회복 중이나, 주가는 매력적인 구간에 진입했다고 판단한다. 동사의 밸류에이션 멀티플은 12 개월 선행 PER 기준 4.8 배로, 금융위기 직후를 제외하면 역사적 저점 수준이다. 업황이 지금보다 안 좋았던 '20 년 초(코로나 19 팬데믹), '22 년 말(기준금리 인상) 당시의 밸류에이션 멀티플 최저치는 각각 5.8 배, 4.7 배였다.

이미 주가는 지난 8 월부터 미국 경기침체 우려, 원달러 환율 하락 우려, 하반기 실적 눈높이 하락 등 여러 악재들을 반영했다. 업황이 작년 재고조정, 올해 보수적인 오더로 저점 매수 충분히 시도할 만한 구간이라고 판단한다.

한세실업 12 개월 선행 PER 과거 추이



자료: Quantwise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772	679	722	700	753
현금및현금성자산	173	72	104	42	66
매출채권 및 기타채권	179	181	189	200	212
재고자산	309	259	269	286	302
비유동자산	467	558	637	722	827
장기금융자산	180	203	221	240	313
유형자산	177	218	278	343	373
무형자산	6	11	11	11	10
자산총계	1,239	1,237	1,359	1,422	1,580
유동부채	621	500	519	486	512
단기금융부채	496	380	395	355	376
매입채무 및 기타채무	55	60	63	67	70
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	82	93	93	77	79
장기금융부채	54	64	63	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	702	594	612	563	591
지배주주지분	537	644	746	860	989
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
기타자본구성요소	-18	-15	-15	-15	-15
자기주식	-18	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	488	579	681	794	924
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	746	860	989
부채와자본총계	1,239	1,237	1,359	1,422	1,580

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	197	190	103	109	127
당기순이익(손실)	86	112	122	133	149
비현금성항목등	48	61	27	33	40
유형자산감가상각비	32	31	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	15	29	27	33	39
운전자본감소(증가)	48	41	-13	-21	-21
매출채권및기타채권의감소(증가)	58	-6	-7	-11	-11
재고자산의감소(증가)	83	46	-10	-16	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	5	2	4	4
기타	-11	-63	-68	-75	-84
법인세납부	-26	-38	-36	-39	-43
투자활동현금흐름	-36	-150	-80	-111	-176
금융자산의감소(증가)	-5	-82	-7	-29	-72
유형자산의감소(증가)	-26	-43	-60	-65	-30
무형자산의감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타	-5	-25	-13	-17	-73
재무활동현금흐름	-11	-141	-6	-77	1
단기금융부채의증가(감소)	0	0	15	-39	20
장기금융부채의증가(감소)	9	-122	-1	-18	0
자본의증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금지급	-20	-20	-20	-20	-20
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	152	-101	32	-62	24
기초현금	21	173	72	104	42
기말현금	173	72	104	42	66
FCF	171	147	43	44	97

자료 : 한세실업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,205	1,709	1,777	1,885	1,992
매출원가	1,868	1,388	1,453	1,546	1,623
매출총이익	336	321	323	339	369
매출총이익률(%)	15.3	18.8	18.2	18.0	18.5
판매비와 관리비	157	153	156	161	170
영업이익	180	168	167	178	199
영업이익률(%)	8.1	9.8	9.4	9.5	10.0
비영업손익	-49	-27	-9	-7	-7
순금융손익	-9	-17	2	2	2
외환관련손익	-30	-0	6	3	2
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	130	141	158	171	192
세전계속사업이익률(%)	5.9	8.2	8.9	9.1	9.7
계속사업법인세	45	29	36	39	43
계속사업이익	86	112	122	133	149
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	122	133	149
순이익률(%)	3.9	6.6	6.9	7.0	7.5
지배주주	86	112	122	133	149
지배주주귀속 순이익률(%)	3.9	6.6	6.9	7.0	7.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	92	123	122	133	149
지배주주	92	123	122	133	149
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	212	200	167	179	199

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	31.9	-22.5	4.0	6.1	5.7
영업이익	68.3	-6.3	-0.8	6.8	11.8
세전계속사업이익	32.6	8.0	12.1	8.4	12.2
EBITDA	55.8	-5.9	-16.4	6.8	11.7
EPS	27.2	30.8	9.3	8.4	12.2
수익성 (%)					
ROA	7.0	9.0	9.4	9.5	9.9
ROE	17.1	19.0	17.6	16.5	16.1
EBITDA마진	9.6	11.7	9.4	9.5	10.0
안정성 (%)					
유동비율	124.4	135.7	138.9	144.1	147.0
부채비율	130.7	92.2	82.1	65.5	59.8
순차입금/자기자본	55.2	35.0	29.3	24.7	21.1
EBITDA/이자비용(배)	13.3	7.5	26.3	29.5	34.5
배당성향	22.9	17.6	16.1	14.8	13.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,141	2,801	3,061	3,319	3,725
BPS	13,868	16,450	19,019	21,846	25,079
CFPS	2,962	3,593	3,071	3,327	3,733
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	7.5	5.2	4.8	4.2
PBR	1.1	1.3	0.8	0.7	0.6
PCR	5.2	5.9	5.1	4.7	4.2
EV/EBITDA	4.3	5.3	5.0	4.7	4.2
배당수익률	3.2	2.4	3.2	3.2	3.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.10.15	매수	23,000원	6개월		
2024.03.19	매수	25,000원	6개월	-22.97%	-5.60%



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

작성자(형권훈)는 자료 작성일 기준으로 1 개월 이내에 한세실업의 기업설명회 등에 해당 법인의 비용으로 참석한 사실이 있습니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024 년 10 월 25 일 기준)

매수	97.60%	중립	2.40%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------