



BUY

목표주가(12M) 29,000원(상향)
현재주가(10.31) 22,850원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,277.99
52주 최고/최저(원)	22,850/14,450
시가총액(십억원)	914.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	183.1
60일 평균 거래대금(십억원)	3.8
외국인지분율(%)	6.88
주요주주 지분율(%)	
한세메스24홀딩스 외 9 인	64.68
국민연금공단	10.46

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,802.3	1,998.0
영업이익(십억원)	160.1	183.8
순이익(십억원)	107.6	127.2
EPS(원)	2,690	3,181
BPS(원)	15,907	18,684

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,672.0	2,204.8	1,769.6	2,048.2
영업이익	106.7	179.6	159.6	187.2
세전이익	98.4	130.4	129.7	162.2
순이익	67.3	85.6	105.0	116.8
EPS	1,684	2,141	2,626	2,919
증감율	92.02	27.14	22.65	11.16
PER	13.03	7.19	8.70	7.83
PBR	1.82	1.11	1.43	1.24
EV/EBITDA	10.07	4.30	4.56	3.75
ROE	15.21	17.10	18.12	17.40
BPS	12,051	13,868	16,004	18,432
DPS	500	500	500	500



Analyst 서현정 hjs0214@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 1일 | 기업분석_Update

한세실업 (105630)

베트남 탐방기. 생산효율화로 한 단계 도약하다

베트남 현지 법인 탐방 후기

지난 10/25~29일 베트남 생산법인 견학에 참가했다. 베트남 법인의 생산효율화를 통한 수익성 개선 노력과 중장기 전략을 공유할 수 있었다. 크게 3가지 현상이 크게 다가왔다. 1) 글로벌 대형 OEM 벤더로서 한세실업의 입지를 확인할 수 있었고 2) 공정 자동화 및 디지털화를 통해 생산효율화가 가시화되고 있으며, 3) 이러한 노력과 경쟁력이 맞물려 사업규모와 수익성의 한 단계 레벨이 기대된다는 점이다.

빛을 발하는 자동화 및 디지털화

노동집약적 사업 특성 상, 원가 절감은 의류 OEM 사업에서 중요한 경쟁력 확보 요인이다. 과거 한세실업은 선제적으로 베트남에 생산기지를 확보하면서 원가율 개선을 이뤄냈고, 최근에는 자동화 및 디지털화를 통해 자체 생산성을 높이고 있다. 내부전산시스템 '햄스'를 도입해 생산 현황을 일괄적으로 관리하고 있으며, 수작업과 자동화의 최적점을 찾아 1인당 생산량을 증가시키고 있다. 향후 생산성이 10% 개선될 시, 5~7%의 비용절감이 가능할 것으로 말하고 있다. 생산효율화를 통해 가격경쟁력을 유지하면서 고부가가치 제품 확장으로 수익성의 추세적 개선이 기대되는 상황이다.

미국 소비 업황만 턴어라운드 한다면

미국 소매 업황은 여전히 부진하다. 23년 미국 의류 수입은 전년대비 22% 감소할 것으로 추산하며, 9월 미국 의류 소매판매도 YoY 0.1%에 그치고 있다. 다만 방향성 측면 명확하게 re-stocking 구간에 진입한다는 판단이다. 1년 이상 바이어들의 대대적인 재고조정으로 재고 사이클은 바닥을 통과하는 중이다. 향후 수주 회복 강도는 미국 소비 여력에 달려있겠지만, 업황 회복 시 벤더 콘솔리데이션 효과와 높아진 이익 체력 기반 한세실업의 탄력적인 실적 개선이 예상된다.

3분기 연결 영업이익 562억원(YoY -14%) 전망, 업종 내 선호 관점 유지

3분기 연결 기준 매출은 5,040억원(YoY -14%), 영업이익은 562억원(YoY -14%) 수준을 전망한다. 매출 감소에도 불구하고 원가 개선, 비용 절감으로 영업이익률은 11.2%를 기록할 것으로 보인다. 4분기부터는 매출이 YoY (+) 전환, 이후 실적 모멘텀은 QoQ, YoY 개선세를 보일 전망이다. 2024년 매출은 2조 482억원(YoY 16%), 영업이익은 1,872억원(YoY 17%, OPM 9.1%)으로 추정한다. i) 주요 바이어들의 점진적 오더 회복, ii) 제품다각화 및 우량 신규 바이어 매출 확대, iii) 높아진 수주 단가와 이익 체력 기반 외형과 수익성 모두 성장세가 기대된다.

1. 한세실업 베트남 현지 법인 소개

한세실업 베트남 법인은 호치민 남부 대도시를 중심으로 3개 생산기지와 1개의 원단 가공 공장(C&T VINA)로 이루어져있다. 호치민 시내를 중심으로 1시간 30분, 2시간 30분 내로 접근할 수 있는 지역에 위치해 있다. 베트남 법인은 한세실업 전체 생산량의 50% 이상을 차지하는 가장 큰 생산기지다. 2001년 VN 법인을 시작으로 2005년 TN법인, 2010년 TG법인까지 확보하며 총 198개 라인과 약 7,500명의 직원이 근무하고 있다. 그 중 방문했던 TG법인은 11개 공장과 186개의 라인으로 구성되어 있는 가장 큰 규모이다. 각 생산공장은 내부전산시스템인 햄스를 통해서 최적화 운용되고 있으며 각 바이어별 특성과 니즈를 반영해 발전하고 있다. 또한 수직계열화를 위해 염색 공장인 C&T VINA를 인수하였다.

도표 1. 한세 베트남 'Manufacturing Belt'

호치민 외 지역은
한세 외주팀 관리



자료: 한세실업, 하나증권

도표 2. 한세실업 베트남 현지법인 생산시설 현황

해외 생산 법인명	설립 년도	공장 동(개)	라인수(개)	사용 공장수(개)	사용 라인수(개)
HANSAE VN	2001년 3월	3	51	2	41
HANSAE TN	2005년 4월	4	72	3	49
HANSAE TG	2010년 4월	11	186	4	50

자료: 한세실업, 하나증권

2. 경쟁력: 글로벌 OEM 시장 내 MS 확대

1) 글로벌 OEM 기업이 한국에

한세실업은 6개국에 걸친 생산기지와 30개가 넘는 글로벌 바이어들을 보유하고 있는 글로벌 OEM 기업이다. 꾸준한 Capa 증설과 바이어 및 생산거점 다변화를 통해 글로벌 시장 내 지위를 유지하고 있다. 동남아/중남미 등 새로운 지역에 진입하기는 쉽지 않다. 국가의 부정부패, 열악한 투자/인프라 여건, 입지 확보, 제한된 고속권 노동자 수 등이 방해물로 작용하기 때문이다. 하지만 한세실업은 2001년 베트남에 진출한 뒤 벌써 22년 이상 사업을 영위하고 있고, 연간 4,500만장을 찍어낼 수 있는 생산 여력으로 확대하였다. 자동화 및 디지털화를 통해 자체 생산성을 높이고 있고, 향후 베트남에서의 경험을 바탕으로 중미 사업장과 시너지 창출을 기대하고 있다.

2) 자동화 및 디지털화를 통한 원가 개선

과거 OEM 기업들은 인건비가 낮은 동남아 지역에 가서 생산하면서 원가 절감 효과를 이뤘다. 하지만 현재 생산기지는 이미 포화된 상태로 과거와 같이 타 지역으로 확대하는 것이 제한적인 상황이다. 이제, 한세실업은 공정 자동화 및 원부자재 수직계열화에 집중하고 있다. 한세실업 내부전산시스템인 햄스(HAMS)는 원부자재 입고부터 재단/봉제/완성/출고까지 각 공정의 생산현황을 일괄적으로 보여주고 있고, 공원들 개개인은 단말기를 갖고 있어 실시간으로 생산량 측정이 가능하다. 성과에 따라 인센티브 또는 추가 교육을 받기도 한다. 특히 봉제 공정 이전의 준비 작업을 자동화 기기를 활용해 수작업과 자동화의 최적점을 찾아가고 있다.

3) 두 자릿수 OPM을 바라보는 시기

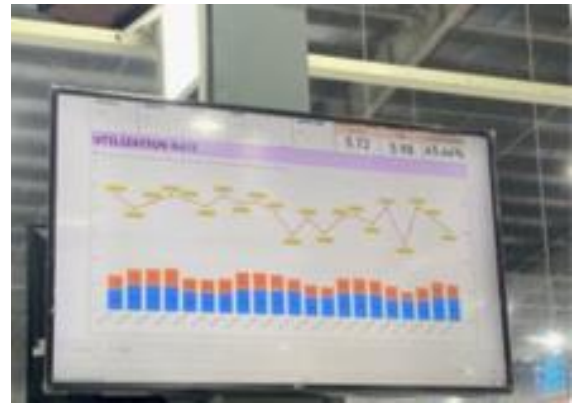
이러한 원가 경쟁력 향상을 위한 노력으로 한세실업의 이익 체력은 한단계 레벨업 되었다. 올해 상반기 기준 매출이 전년대비 29% 감소하는 상황에서 원가율은 YoY 3.1%p 개선되었으며, 이익률은 YoY +0.8%p 상승했다. 과거 의류 호황기(2014~15년) 한세실업의 평균 영업이익률이 7~9% 였던 점을 감안해본다면, 현재는 업황이 부진한 상황에서도 원가 절감과 고단가 수주 확보를 통해 수익성 개선이 지속되고 있다. 참고로 한세실업의 2020년 FOB 단가는 \$2.4였지만, 22년 \$4.3까지 상승했고 올해는 \$4.5까지 상승할 것으로 예상된다.

도표 3. 무인 자동배송로봇(AGV)



자료: 한세실업, 하나증권

도표 4. 각 공정별 작업량 수치화하는 전산 시스템



자료: 한세실업, 하나증권

도표 5. 자동화 되어있는 sewing machine



자료: 한세실업, 하나증권

도표 6. 자동 운반장치 행거라인 – 무거운 원단 이동 시 사용



자료: 한세실업, 하나증권

도표 7. 봉제라인에서도 분업의 효율화 이뤄지고 있었음



자료: 한세실업, 하나증권

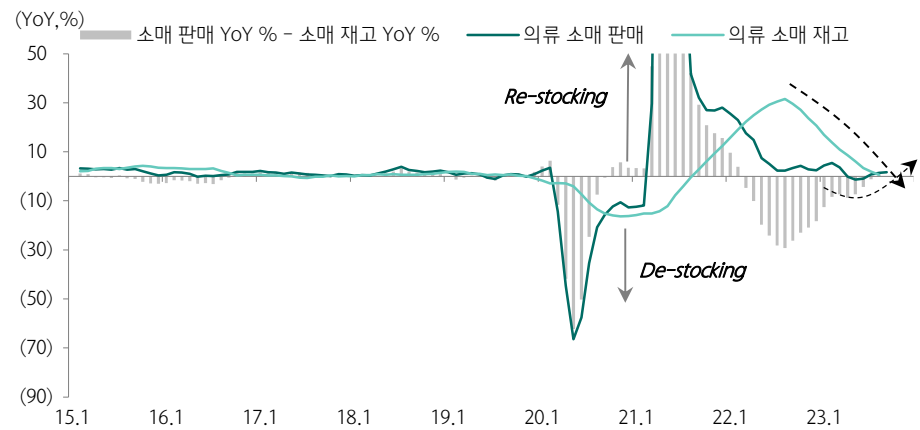
도표 8. 라인 별 품질 검수하는 직원



자료: 한세실업, 하나증권

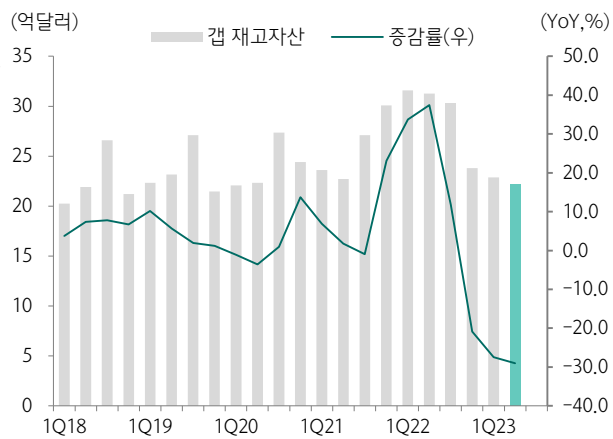
도표 9. 미국 의류 소매 업황

재고 사이클은 바닥을 다질 전망
신규 오더 유입 환경 내년 예상



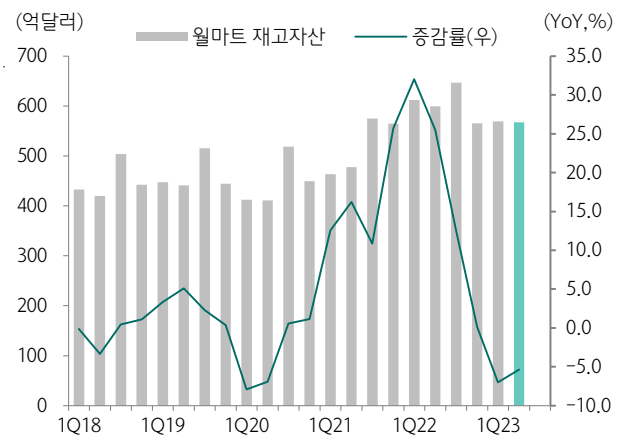
자료: 한세실업, 하나증권

도표 10. 갭 재고자산 및 증감률



자료: 한세실업, 하나증권

도표 11. Walmart 재고자산 및 증감률



자료: 한세실업, 하나증권

도표 12. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022년	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	2023년F
매출	581	611	588	425	2,205	411	430	504	425	1,770
영업이익	49	56	66	9	180	36	44	56	23	160
세전이익	40	34	44	12	130	28	36	47	18	130
지배주주귀속순이익	31	25	29	0	86	24	29	38	14	105
영업이익률(%)	8.4	9.1	11.1	2.2	8.1	8.7	10.3	11.2	5.4	9.0
세전이익률(%)	6.9	5.6	7.5	2.8	5.9	6.9	8.4	9.3	4.2	7.3
순이익률(%)	5.4	4.0	5.0	0.1	3.9	5.8	6.8	7.5	3.3	5.9
매출액(YoY,%)	54.7	48.5	41.3	-9.4	31.9	-29.3	-29.6	-14.3	0.0	-19.7
영업이익(YoY,%)	66.1	80.5	265.9	-66.9	68.3	-26.7	-20.2	-14.2	144.7	-11.1
세전이익(YoY,%)	50.2	-16.5	1,414.4	-57.1	32.6	-29.4	5.9	6.7	51.9	-0.6
순이익(YoY,%)	45.3	-19.0	흑전	-97.9	27.2	-23.5	19.4	27.8	3,647.1	22.7

자료: 한세실업, 하나증권

도표 13. 한세실업 연간 실적 전망 및 밸류에이션 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출	1,672	2,205	1,770	2,048	2,109
영업이익	107	180	160	187	195
세전이익	98	130	130	162	171
지배주주귀속순이익	67	86	105	117	123
적정시가총액	673	856	1,050	1,168	1,229
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	16,835	21,409	26,258	29,190	30,733
적정PER(배)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS(원)	1,684	2,141	2,626	2,919	3,073
영업이익률(%)	6.4	8.1	9.0	9.1	9.3
매출 (YoY,%)	-1.5	31.9	-19.7	15.7	3.0
영업이익 (YoY,%)	64.5	68.3	-11.1	17.3	4.3
순이익 (YoY,%)	49.9	27.2	22.7	11.2	5.3

자료: 한세실업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672.0	2,204.8	1,769.6	2,048.2	2,109.4
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,460.8	1,701.0	1,745.3
매출총이익	252.6	336.3	308.8	347.2	364.1
판매비	146.0	156.7	149.2	160.0	168.9
영업이익	106.7	179.6	159.6	187.2	195.2
금융손익	(1.1)	(9.3)	(18.1)	(18.2)	(18.3)
종속/관계기업손익	6.1	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타영업외손익	(13.4)	(39.4)	(11.3)	(6.3)	(5.6)
세전이익	98.4	130.4	129.7	162.2	170.7
법인세	31.0	44.8	24.6	45.4	47.8
계속사업이익	67.3	85.6	105.0	116.8	122.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	67.3	85.6	105.0	116.8	122.9
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	67.3	85.6	105.0	116.8	122.9
지배주주지분포괄이익	62.7	92.3	105.0	116.8	122.9
NOPAT	73.0	117.9	129.3	134.7	140.5
EBITDA	136.3	212.4	185.4	207.5	211.2
성장성(%)					
매출액증가율	(1.55)	31.87	(19.74)	15.74	2.99
NOPAT증가율	1.67	61.51	9.67	4.18	4.31
EBITDA증가율	32.98	55.83	(12.71)	11.92	1.78
영업이익증가율	64.41	68.32	(11.14)	17.29	4.27
(지배주주)순이익증가율	91.74	27.19	22.66	11.24	5.22
EPS증가율	92.02	27.14	22.65	11.16	5.28
수익성(%)					
매출총이익률	15.11	15.25	17.45	16.95	17.26
EBITDA이익률	8.15	9.63	10.48	10.13	10.01
영업이익률	6.38	8.15	9.02	9.14	9.25
계속사업이익률	4.03	3.88	5.93	5.70	5.83

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,684	2,141	2,626	2,919	3,073
BPS	12,051	13,868	16,004	18,432	21,015
CFPS	2,497	3,328	3,910	4,513	4,535
EBITDAPS	3,408	5,311	4,636	5,188	5,281
SPS	41,800	55,119	44,241	51,205	52,735
DPS	500	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	13.03	7.19	8.70	7.83	7.44
PBR	1.82	1.11	1.43	1.24	1.09
PCFR	8.79	4.63	5.84	5.06	5.04
EV/EBITDA	10.07	4.30	4.56	3.75	3.19
PSR	0.53	0.28	0.52	0.45	0.43
재무비율(%)					
ROE	15.21	17.10	18.12	17.40	15.94
ROA	6.02	6.98	8.31	8.69	8.46
ROIC	14.67	20.92	22.94	23.16	23.98
부채비율	161.89	130.73	106.77	94.57	83.12
순부채비율	106.56	55.23	33.78	19.73	4.54
이자보상배율(배)	14.35	11.27	10.47	12.43	12.96

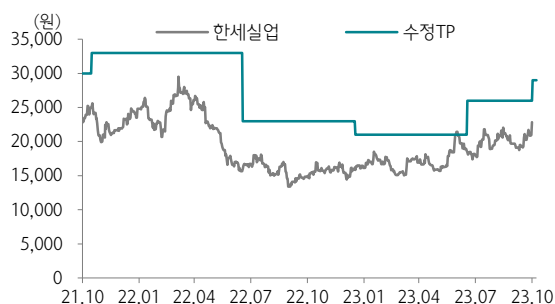
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	770.0	772.3	849.8	980.8	1,103.2
금융자산	91.0	252.9	325.3	394.4	499.3
현금성자산	21.3	173.1	253.0	317.3	421.1
매출채권	263.9	175.6	141.0	163.2	168.0
재고자산	388.7	309.0	355.3	390.8	402.5
기타유동자산	26.4	34.8	28.2	32.4	33.4
비유동자산	446.3	466.9	437.3	419.4	403.8
투자자산	212.4	191.7	188.0	190.4	190.9
금융자산	201.4	175.8	175.2	175.6	175.7
유형자산	154.0	177.0	151.4	131.2	115.2
무형자산	6.5	6.1	5.9	5.7	5.6
기타비유동자산	73.4	92.1	92.0	92.1	92.1
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,287.2	1,400.2	1,507.0
유동부채	641.9	620.6	588.6	601.0	603.7
금융부채	508.3	495.8	481.9	482.7	482.9
매입채무	62.7	44.4	35.6	41.3	42.5
기타유동부채	70.9	80.4	71.1	77.0	78.3
비유동부채	110.0	81.5	76.0	79.5	80.3
금융부채	77.6	53.7	53.7	53.7	53.7
기타비유동부채	32.4	27.8	22.3	25.8	26.6
부채총계	751.8	702.1	664.7	680.6	684.0
지배주주지분	464.4	537.1	622.5	719.6	823.0
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	(16.9)	(11.4)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
이익잉여금	420.6	487.7	573.1	670.3	773.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	622.5	719.6	823.0
순금융부채	494.9	296.6	210.3	142.0	37.3

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(153.9)	196.7	76.3	106.9	128.5
당기순이익	67.3	85.6	105.0	116.8	122.9
조정	64.7	62.9	25.8	20.4	16.1
감가상각비	29.6	32.8	25.9	20.4	16.1
외환거래손익	1.7	(3.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(6.1)	0.5	0.0	0.0	0.0
기타	39.5	33.0	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(285.9)	48.2	(54.5)	(30.3)	(10.5)
투자활동 현금흐름	(4.2)	(36.1)	11.1	(7.1)	(1.6)
투자자산감소(증가)	(71.4)	21.2	3.7	(2.4)	(0.5)
자본증가(감소)	(23.4)	(26.2)	0.0	0.0	0.0
기타	90.6	(31.1)	7.4	(4.7)	(1.1)
재무활동 현금흐름	81.3	(10.7)	(33.5)	(18.8)	(19.4)
금융부채증가(감소)	116.8	(36.4)	(13.9)	0.8	0.2
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(15.9)	45.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(19.6)
현금의 증감	(76.7)	149.8	83.2	64.3	103.8
Unlevered CFO	99.9	133.1	156.4	180.5	181.4
Free Cash Flow	(178.3)	169.3	76.3	106.9	128.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.1	BUY	29,000		
23.7.18	BUY	26,000	-23.49%	-12.12%
23.1.17	BUY	21,000	-18.40%	2.14%
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%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서연정)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 11월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서연정)는 2023년 11월 1일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료의 작성과 관련하여 당사의 애널리스트(서연정)는 한세실업 베트남 현지법인 행사에 한세실업측의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 29일