

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraearset.com



105630 · 섬유의복

한세실업

전화위복

(신규)
매수

목표주가
30,000원

상승여력
36.1%

현재주가(23/11/27)
22,050원

KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	882	발행주식수(백만주)	40	외국인 보유비중(%)	7.0
-------	----------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

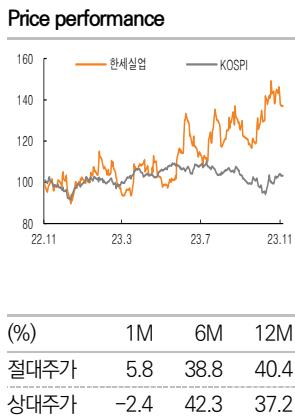
의류 소비 불확실성 → 저가 바이어 재고 확충 가능성 + 고마진 단납기 오더 확대

소비 불확실성으로 인해 바이어 전반이 재고 소진을 최우선 과제로 내세우면서 미국 의류 OEM 경기는 1년 반여 만에 재고 축적 사이클로 전환되었다. 4분기 쇼핑 시즌도 재고 소진이 예상되는 바, 2024년은 의류 OEM 전반 오더 반등이 예상된다. 특히 한세실업은 시장 대비 반등 폭이 클 전망이다. 비중이 큰 저가 바이어가 경기 방어적 성격과 가격 경쟁력에 비롯해 재고를 빠르게 줄이고 있기 때문이다. 뿐만 아니라 바이어들의 재고 관리 우선 전략으로 인해 시장 전반적으로 단납기 오더가 확대되는 추세이다. 납기가 짧을수록 OEM의 협상력이 강해지기 때문에 경기 불확실성과 별개로 한세실업의 영업 환경은 양호하겠다.

2024F 달러 오더 YoY+15% 가이던스 달성 가능

주력 바이어 캡 위주의 오더 반등이 기대된다. 사족 가이던스 달러오더 YoY +15% 달성 가능하다고 판단하며, 수익성 개선까지 더해져 실적 개선을 예상한다. 의류 업종 최선호주로 제시, 매수 추천한다.

Key data



Earnings and valuation metrics

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
결산기 (12월)					
매출액 (십억원)	1,672	2,205	1,758	1,984	2,035
영업이익 (십억원)	107	180	160	188	190
영업이익률 (%)	6.4	8.2	9.1	9.5	9.3
순이익 (십억원)	67	86	104	120	123
EPS (원)	1,684	2,141	2,603	3,003	3,069
ROE (%)	15.2	17.1	17.9	17.7	15.7
P/E (배)	13.0	7.2	8.5	7.3	7.2
P/B (배)					
배당수익률 (%)	2.3	3.2	2.3	2.3	2.3
(%)	1M	6M	12M		
절대주가	5.8	38.8	40.4		
상대주가	-2.4	42.3	37.2		

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

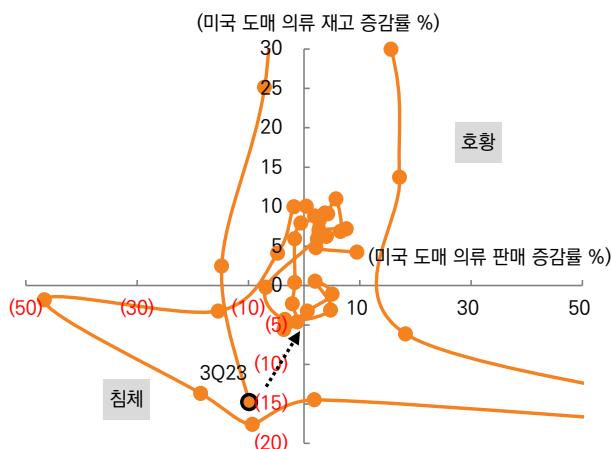
미국 의류 시장이 1년 반여 만에 재고 확충 사이클로 전환되면서 의류 OEM 전반 2024년 오더 반등이 예상된다. 의류 판매의 개선은 예상하기 어렵기 때문에 반등 폭은 완만할 수 있겠으나, 한세실업은 1)시장 대비 오더 반등 폭이 클 것으로 기대한다. 한세실업은 갑, 마트 등 저가 바이어의 니트 제품을 주로 생산하고 있다. 이들은 경기 방어적 성격과 저가 경쟁력을 보유하고 있다. 타 브랜드 대비 재고를 빠르게 정리할 수 있기 때문에 발주도 더 선제적으로 크게 발생할 수 있다. 특히 갑의 재고 소진이 고무적인데(3Q23 누적 재고자산 YoY -26%, 절대 재고량 2018년 수준과 유사), 한세실업은 갑의 1위 벤더로 갑의 재고 확충이 본격화될 경우 가장 큰 수혜가 예상된다.

마진 환경도 전반적으로 긍정적이다. 2)구조적인 수익성 개선이 기대된다. 의류 OEM 수익성에 영향을 미치는 요소는 크게 구분하여 생산성, 생산 단가, 환율 세 가지이다. 생산성 측면에서 한세실업은 자체 효율 개선 시스템 HAMS를 순차적으로 도입하고 있다. 2020년 최초 도입 이후 수익성이 꾸준히 개선되는 중이며(영업이익률: 2020년 3.8%, 2021년 6.4%, 2022년 8.1%, 2023F 9.1%), 현재까지 도입률은 50% 수준으로 추가적인 개선 여력이 충분하다.

생산 단가도 높은 수준을 유지하고 있다. 2022년 폭등 후 하락했던 원면가격의 하락세가 완만해지면서 가격 전가가 가능해졌다. 뿐만 아니라 바이어들이 재고 관리를 최우선 과제로 하면서 단납기 오더가 확대되는 추세이다. 납기가 짧을수록 가격 협상력은 자연히 OEM으로 이동하게 된다.

환율이 변수일 수 있다. 당사는 2024년 연간 원달러환율을 1,290원(YoY -1.5%)로 예상하고 있다.

그림 67. OEM 업황 사이클



자료: US Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 미국 의류 소매 소폭 restocking 전환



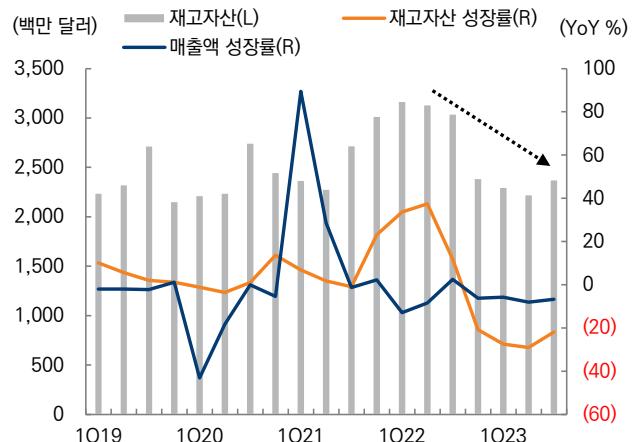
자료: US Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 한세실업 고객사별 믹스 추이



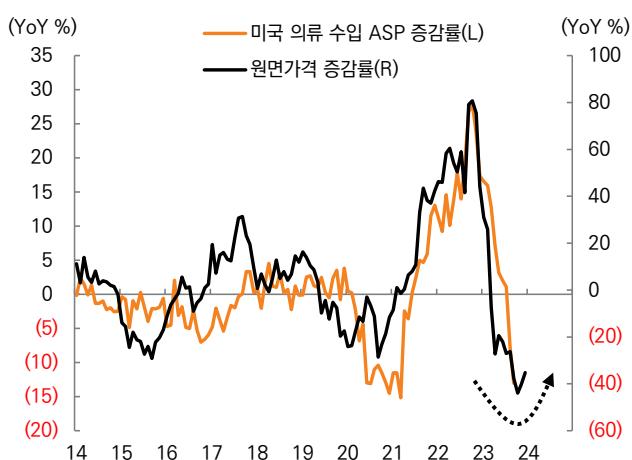
자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 캡 재고와 매출액 증감률 추이



자료: GAP, 미래에셋증권 리서치센터

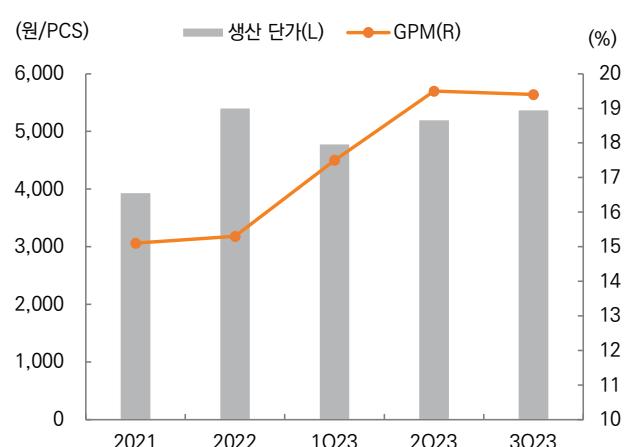
그림 71. 원면가격과 미국 수입 의류 ASP 증감률 추이



Note: 원면가격 증감률 6개월 선행

자료: OTEXA, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 한세실업 생산 단가와 수익성 추이



자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 한세실업 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,698	1,672	2,205	1,758	1,984	2,035
영업이익	65	107	180	160	188	190
세전이익	70	98	130	130	160	164
지배주주순이익	45	67	86	105	120	123
영업이익률(%)	3.8	6.4	8.1	9.1	9.5	9.3
매출액(YoY %)	5.2	(1.5)	31.9	(20.3)	12.9	2.5
영업이익(YoY %)	(23.6)	64.5	68.3	(11.2)	17.7	1.0
순이익(YoY %)	흑전	49.9	27.2	22.7	14.3	2.2

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 한세실업 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	411	430	512	405	1,758	430	465	560	529	1,984
영업이익	36	44	61	19	160	40	52	68	29	188
세전이익	28	36	50	15	130	33	45	61	22	160
지배주주순이익	24	29	41	11	105	25	34	46	16	120
영업이익률(%)	8.7	10.3	11.8	4.6	9.1	9.3	11.1	12.1	5.4	9.5
매출액(YoY %)	(29.3)	(29.6)	(13.0)	(4.6)	(20.3)	4.7	8.2	9.3	30.8	12.9
영업이익(YoY %)	(26.7)	(20.2)	(7.5)	97.5	(11.2)	10.9	16.9	11.5	52.9	17.7
순이익(YoY %)	(23.5)	19.4	39.6	2754.2	22.7	2.9	15.1	11.1	49.7	14.3

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 미래에셋증권 원달러환율 전망

(원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
원달러환율(평균)	1,276	1,315	1,312	1,340	1,300	1,300	1,285	1,270	1,310	1,290	1,240
YoY %	5.8	4.3	(2.2)	(1.3)	1.9	(1.1)	(2.1)	(5.2)	1.4	(1.5)	(3.9)
QoQ %	(6.1)	3.1	(0.2)	2.1	(3.0)	0.0	(1.2)	(1.2)			

자료: 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

한세실업의 2024년 실적은 매출액 19,844억원(YoY +13%), 영업이익 1,878억원(YoY +18%)을 기대한다.

달러 오더 성장률은 사측 가이던스와 동일하게 YoY +15% 가정하였다. 선제적인 재고 확충 가능성이 높고 단가가 나쁘지 않은 갭 오더의 성장이 예상된다. 한세실업은 갭의 1위 벤더로 오더 가시성이 높다. 가이던스 부합 기대한다.

영업이익률은 9.5%로 개선 흐름이 이어질 전망이다. 3Q23 계절적 성수기와 원재료 가격 전가가 수월히 이루어진 효과로 11.8%의 영업이익률을 시현했다. 추세적인 생산 성 향상과 향후 추가적인 가격 전가 가능성을 감안하였다.

주가는 12MF PER 7배 수준에 거래 중이다. 현재 의류 OEM 업황은 추세적인 호황을 장담하기는 어렵다. 다만 이를 감안해도 가격 부담이 낮고(업황 둔화 구간 평균 12MF PER 10배), 2024년은 오더 성장이 예상된다. 특히 한세실업은 고객 믹스에 비추어 시장 대비 오더 성장률은 상회, 수익성은 오히려 개선될 가능성이 높다. 의류 업종 최선 호주로 제시하고 매수 추천한다.

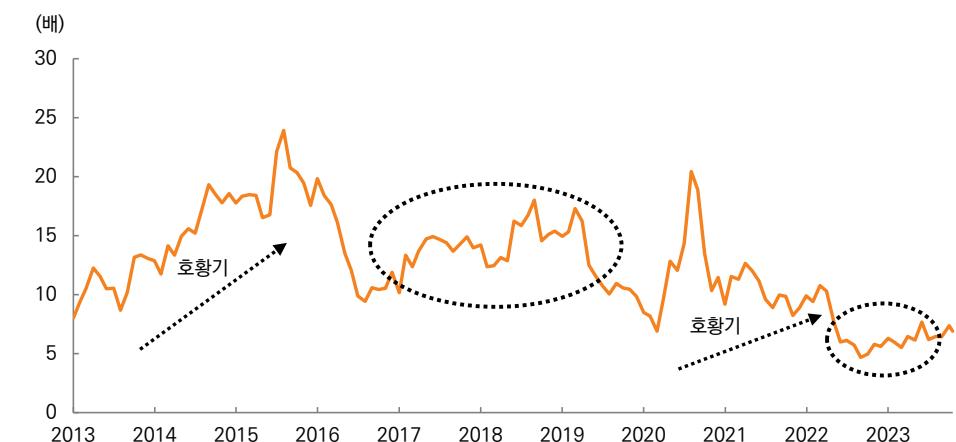
표 21. 한세실업 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	3,003	
Target PER(배)	10	업황 둔화 구간 평균
적정 주가	30,029	
목표 주가	30,000	
현재 주가	22,050	
상승 여력(%)	36.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 한세실업 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

한세실업 (105630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,205	1,758	1,984	2,035
매출원가	1,868	1,445	1,631	1,673
매출총이익	337	313	353	362
판매비와관리비	157	153	165	172
조정영업이익	180	160	188	190
영업이익	180	160	188	190
비영업손익	-50	-30	-28	-26
금융손익	-9	-4	-16	-11
관계기업등 투자손익	-1	-1	-1	-1
세전계속사업손익	130	130	160	164
계속사업법인세비용	45	26	40	41
계속사업이익	86	104	120	123
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	86	104	120	123
지배주주	86	104	120	123
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	92	111	120	123
지배주주	92	111	120	123
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	212	191	212	217
FCF	169	60	74	70
EBITDA 마진율 (%)	9.6	10.9	10.7	10.7
영업이익률 (%)	8.2	9.1	9.5	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.9	5.9	6.0	6.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	772	855	990	1,066
현금 및 현금성자산	173	152	192	232
매출채권 및 기타채권	178	164	215	229
재고자산	309	247	272	291
기타유동자산	112	292	311	314
비유동자산	467	464	476	500
관계기업투자등	16	15	20	20
유형자산	177	156	163	186
무형자산	6	7	6	6
자산총계	1,239	1,319	1,466	1,566
유동부채	621	604	643	639
매입채무 및 기타채무	55	53	69	71
단기금융부채	496	485	487	479
기타유동부채	70	66	87	89
비유동부채	82	86	94	95
장기금융부채	54	59	59	59
기타비유동부채	28	27	35	36
부채총계	702	690	737	733
지배주주자분	537	629	730	833
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59
이익잉여금	488	572	673	776
비지배주주자분	0	0	0	0
자본총계	537	629	730	833

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	197	110	104	120
당기순이익	86	104	120	123
비현금수익비용가감	47	74	80	79
유형자산감가상각비	32	31	23	27
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	15	43	57	52
영업활동으로인한자산및부채의변동	48	-37	-40	-30
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	58	-186	-50	-15
재고자산 감소(증가)	83	55	-25	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	41	13	1
법인세납부	-26	-37	-40	-41
투자활동으로 인한 현금흐름	-36	-81	-42	-51
유형자산처분(취득)	-26	-8	-30	-50
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-13	2	-12	-1
기타투자활동	3	-74	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-11	-55	-18	-28
장단기금융부채의 증가(감소)	-36	-5	2	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-20	-20	-20
기타재무활동	45	-30	0	0
현금의 증가	152	-21	40	41
기초현금	21	173	152	192
기말현금	173	152	192	232

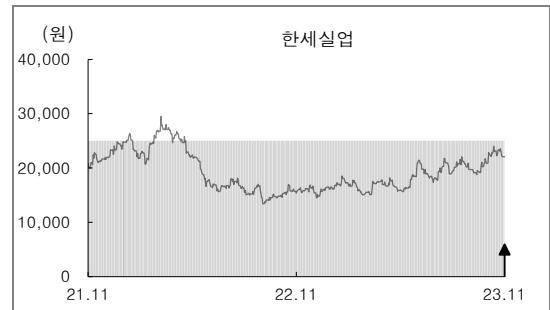
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	7.2	8.5	7.3	7.2
P/CF (x)	4.6	5.0	4.4	4.4
P/B (x)	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	4.5	5.3	4.6	4.2
EPS (원)	2,141	2,603	3,003	3,069
CFPS (원)	3,328	4,450	5,006	5,048
BPS (원)	13,868	16,089	18,600	21,177
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	22.9	18.9	16.4	16.0
배당수익률 (%)	3.2	2.3	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	31.9	-20.3	12.9	2.5
EBITDA증가율 (%)	55.8	-10.2	10.8	2.5
조정영업이익증가율 (%)	68.3	-11.2	17.7	1.0
EPS증가율 (%)	27.2	21.6	15.3	2.2
매출채권 회전율 (회)	10.0	10.4	10.6	9.3
재고자산 회전율 (회)	6.3	6.3	7.6	7.2
매입채무 회전율 (회)	34.9	33.3	33.4	29.8
ROA (%)	7.0	8.1	8.6	8.1
ROE (%)	17.1	17.9	17.7	15.7
ROIC (%)	16.7	20.6	23.6	21.8
부채비율 (%)	130.7	109.6	101.0	88.1
유동비율 (%)	124.4	141.4	154.0	166.9
순차입금/자기자본 (%)	63.1	20.9	11.4	4.0
조정영업이익/금융비용 (x)	11.3	11.5	3.0	3.1

자료: 한세실업, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한세실업 (105630) 2023.11.28	매수	30,000	-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(▨)

산업

비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
증립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준

비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간접없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.