

# 한세실업

# BUY(유지)

105630 기업분석 | 의류

목표주가(상향)	37,000원	현재주가(03/29)	28,500원	Up/Downside	+29.8%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 04. 01

## 달라진 베트남 법인, 변화가 실적을 말하다

### Comment

**수직 계열화와 스마트 팩토리 현 주주 확인:** 금번 베트남 법인 탐방을 통해 원부자재 수직계열화와 스마트 팩토리에 대한 동사의 관심을 재확인 해볼 수 있었으며 글로벌 Top 봉제 기업으로서 혁신활동에 대한 성과가 가시화될 시기가 가까워졌다. 올해 C&T VINA 1~2공장 원단 생산 목표치 근접시 베트남 내 한세의 수직계열화 비율은 약 10%를 추정하며, 2020년 13%까지 높아질 수 있을 것으로 기대되어 OEM 수주 증가에 따른 이익 개선 외에 원가 부담을 낮출 수 있는 여지가 커졌다. 글로벌 스포츠 브랜드사와의 협업을 키우기 위한 3공장 증설도 예정에 두고 있어 5년 내로 한세의 수직계열화 비율 20%에 도달하는게 어렵지 않을 수 있다. 이외 전산화 시스템 도입과 자동화 공정 확대로 작업자 1인당 효율을 높이고 있어 인건비의 자연 감소가 가능해지는 점은 인력 비중이 높은 봉제업에 매우 중요한 비용 개선 요인이다.

**미국 소비 업황 양호, OEM 실적 기대치 상향:** 미국 바이어들의 체질 개선과 소비 업황이 양호해 상반기 OEM 실적 기대치를 추가로 올려봐도 무난하단 판단이며, 여기에 환율효과는 덤이다. 1Q19 연결매출 8.8%YoY(OEM 11%YoY, 한세엠케이 1.4%YoY) 증가할 것으로 전망하며, 영업이익은 110억 원(YoY 흑전)을 예상해 현 컨센서스 추정치를 상회할 것으로 기대한다. 1Q19 실적의 변수를 꼽는다면 자회사 한세엠케이의 재고 처리 비용인데 작년 1Q18에 재고 총당금이 210억원 이상으로 평년보다 보수적인 재고 평가를 한바 있어 비용 부담이 더 커지지는 않을 것으로 기대해 본다.

### Action

**목표주가 상향, 업종 내 선호 관점 유지:** 19~20년 OEM 실적 추정치 상향으로 목표주가가도 상향하며, 최근의 주가 급등이 단기적으로는 밸류에이션 부담을 키우지만 올해와 내년 이익 성장률을 감안할 때 글로벌 Peer군 내에서 P/E레벨은 여전히 낮은 편이다. 의류업종 내 선호 관점을 유지한다

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
(단위: 십억원, 원 배 %)																			
FYE Dec	2016	2017	2018P	2019E	2020E	52주 최저/최고	14,350/28,500원												
매출액	1,548	1,711	1,713	1,851	1,967	KOSDAQ /KOSPI	729/2,141pt												
(증가율)	-2.4	10.6	0.1	8.1	6.2	시가총액	11,400억원												
영업이익	82	57	39	88	100	60일-평균거래량	204,397												
(증가율)	-42.7	-30.7	-31.8	129.1	13.3	외국인지분율	8.7%												
지배주주순이익	47	43	-47	71	79	60일-외국인지분율변동추이	+1.2%p												
EPS	1,174	1,081	-1,166	1,774	1,975	주요주주	한세에스24홀딩스 외 12인 56.5%												
PER (H/L)	57.1/17.3	28.2/20.3	NA	16.1	14.4														
PBR (H/L)	6.0/1.8	2.6/1.8	1.9	2.5	2.2	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>18.0</td> <td>43.6</td> <td>32.9</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>21.0</td> <td>36.9</td> <td>51.2</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	18.0	43.6	32.9	상대기준	21.0	36.9	51.2
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	18.0	43.6	32.9																
상대기준	21.0	36.9	51.2																
EV/EBITDA (H/L)	30.4/12.1	16.9/13.3	14.4	10.8	8.9														
영업이익률	5.3	3.3	2.3	4.8	5.1														
ROE	10.7	9.3	-10.5	16.2	16.0														

## 봉제업도 트렌드 대응이 필요한 시기

최근 국내외로 봉제업 자동화 공정에 대한 관심이 매우 높다. 불과 2년 전만 해도 온라인 바이어들의 몸집이 커지고, 소비 트렌드가 바뀌는 것에 대한 OEM 기업들의 대응 전략은 인건비가 낮은 지역을 가서 생산하면 된다는 인식이 컸던 것과는 상반된다. OEM기업들의 원부자재 수직계열화와 공정 자동화에 집중하는 이유는 갈수록 바이어들의 수주 패턴이 변화하고 있기 때문일 것이다. 과거에 패션기업들에게 재고란 언제든 현금화할 수 있는 자산이라고 보는 경향이 있었지만, 소비 트렌드가 변화하면 서 패션 기업들은 최대한 재고 부담을 지고 가지 않으려는 움직임이 커지고 있다.

### 도표 1. 글로벌 패션 기업들의 재고 자산 인식 변화



자료: DB금융투자

패션 기업들에게 재고는 곧 비용인 셈이고, 이는 한국기업이나 미국기업이나 마찬가지다. 리오더(re-order), 반응생산 등 재고 소진율을 체크해가며 재생산하는 구조는 심화되고 있다. 또한 온라인 채널과 같은 新 유통 채널의 확장세가 강해 빠르게 변화하는 유통 트렌드 변화에 소규모 바이어들이 유리한 측면에 있다고 보여진다. 과거처럼 대량 오더의 비중보다 소규모 오더 비중이 늘어나게 되면 OEM 기업 입장에서 규모의 경제 달성을 통한 마진 획득이 불가하고, 결국 공정의 생산성 혹은 효율성을 끌어 올릴 필요가 커지는 것이다.

가능성 소재를 다루는 역량이 점차 중요해지면서 수직계열화를 위한 투자가 높아지고 있음과 동시에 설비 자동화를 통한 생산성 개선이 업계 화두다. 지금까지는 연단이나 재단 등 본격적인 봉제 공정 이전의 원단 준비 작업을 자동화 기기로 작업해 작업자 1인당 생산량이 증가하거나 시간을 줄이고, 불량률을 낮추는 방식으로 비용 감축 노력을 하고 있다. 중장기 생존을 위한 필수 선택지로서 공정 자동화, 스마트 팩토리를 지향하는 OEM 기업들의 변화가 가속화될 것으로 예상된다.

## 한세 베트남 생산법인 투어

최근 실적 부진을 딛고, 실적 턴어라운드가 예상되는 한세실업도 자체 생산성을 높이기 위한 노력을 지속하고 있다. 이번 베트남 생산법인 투어(3/27~30일)를 통해 공정 자동화와 수직계열화 공정을 살피는 기회가 마련되었고, 중장기 전략을 공유할 수 있었다. 공정 자동화나 수직계열화를 혁신활동으로서의 중점 사안으로 인지해야 하는 이유는 글로벌 소비 트렌드의 변화가 바이어의 수주 성향을 바꾸고 있기 때문이고, 봉제 강국이던 중국의 원가 경쟁력이 점차 하락하는 추세에 베트남은 당분간 매력적인 봉제 강국이 될 수 있는 잠재력을 가진 나라라는 점이다. 물론 베트남도 인건비 상승 부담이 낮지 않다. 하지만 장기적으로는 낮은 인건비 수준과 좋은 인프라를 가진 것 이상으로 벤더간 경쟁력 격차는 새로운 생산 시스템 도입 여부에 따라 결정될 것이라는 말이 인상적이었다. 다시 정리하면 차기 소싱 국가는 베트남도 아프리카도 아닌 Digitalization이 가능한 공장이 위치한 곳이라는 의미다.

도표 2. 한세실업 해외 생산법인 위치와 생산 라인수

해외 생산 법인명	생산품목	소재국가	공장 동(개)	라인수(개)	생산수량(천PCS)
HANSAE VIETNAM CO., LTD	의류 봉제품	베트남	9	123	28,141
HANSAE TN CO., LTD	의류 봉제품	베트남	5	72	43,362
HANSAE TG CO., LTD.	의류 봉제품	베트남	6	104	84,914
PT. HANSAE INDONESIA UTAMA	의류 봉제품	인도네시아	3	29	18,461
PT. BOMIN PERMATA ABADI (신규 편입)	의류 봉제품	인도네시아	1	20	1,034
HANSAE INTERNATIONAL, S.A.	의류 봉제품	니카라과	4	68	75,395
HANSAE PINULA, S.A.	의류 봉제품	과테말라	1	11	8,996
HANSAE GLOBAL, S.A	의류 봉제품	과테말라	1	12	11,847
MODAS B.I. APPAREL, S.A.(신규 편입)	의류 봉제품	과테말라	1	7	1838
HANSAE HAITI, S.A.	의류 봉제품	아이티	1	15	1466
C&T VINA CO.,LTD	원단 가공	베트남	2	-	-
C&T G-TECH CO.,LTD	의류염색취침	베트남	1	-	-
MYANMAR AYEYARWADDY MANUFACTURING CO.,LTD	의류 봉제품	미얀마	1	8	527
COSTEC INTERNATIONAL CO.,LTD	의류 봉제품	미얀마	1	8	394

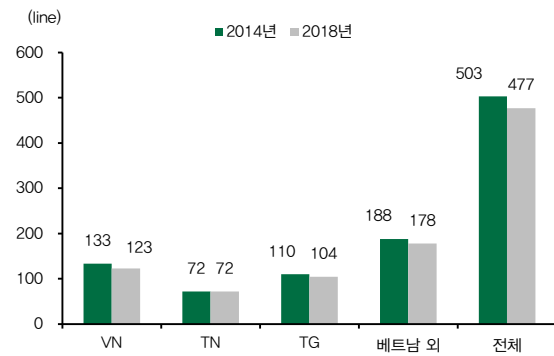
자료: 한세실업 DB금융투자

동사는 이러한 흐름에 적극 대응하기 위해 대내외적으로 혁신활동에 집중하고 있으며, big automation과 small automation으로 혁신활동을 분리해 자동화 설비에 투자하는 큰 활동부터 작업자들의 사소한 작업 고충을 듣고 해결하는 작은 활동까지 세심하게 지원하고 있는 모습이였다. 과거보다 봉제산업이 섬세해지고 세분화되고 있음을 느낄 수 있었다. 최근 2~3년간 베트남 생산법인 총 생산 라인수는 감소했으며, 특히 단가 경쟁력이 높은 우분류의 생산 라인수가 크게 감소했다.

한세실업 OEM 영업이익이 매출 부진폭 이상으로 감소했던原因的 일부라고도 보여지는 우분 생산 감소는 작년 2개 우분류 생산법인의 인수로 감소했던 우분 생산 비중이 채워질 것으로 전망한다. 또한 베트남 TG법인의 안정적인 가동으로 총 생산 라인수가 감소한대 반해 생산량은 크게 늘었으며, 중장기적으로는 자동화 설비 확대 및 전산화 적용으로 작업자 1인당 효율이 늘어나는 구간에 들어가고 있는 것으로 파악된다.

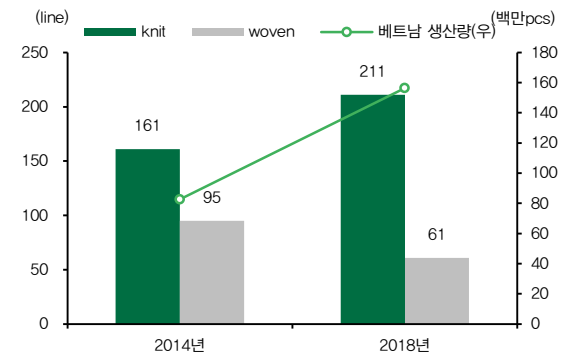
과거처럼 수주 규모의 대량화를 통해 규모의 경제를 달성하는 봉제산업은 사라지고 있고, 설비 자동화나 빠른 납기 대응, 저렴한 단가에 고기능성 제품 생산 등이 가능한 대형 벤더의 경쟁력이 높아지는 시기를 겪으면서 소규모 생산 공장들이 줄지어 구조조정 되는 현상은 어쩌면 당연한 것 같다. 이에 한세실업은 풍부한 현금 창출력으로 한 단계 진화하는 봉제 산업 투자를 다각도로 지속할 예정으로 판단된다.

도표 3. 의류봉제품 생산법인 라인수 변동



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 4. 베트남(VN, TN, TG)법인 복종별 생산 라인수



자료: 한세실업, DB금융투자

## VN, TG법인: 공정 자동화, 전산화 비중 확대로 생산효율 향상

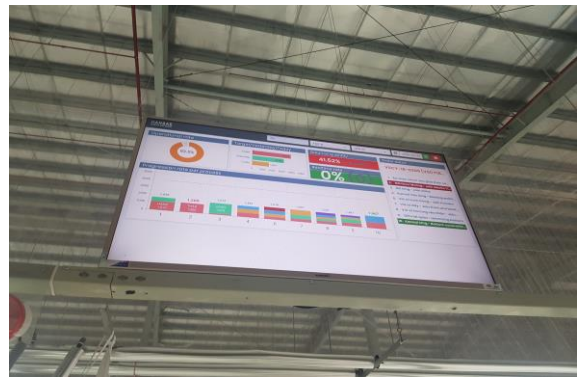
VN법인(2001년 설립)과 TG법인(2010년 설립)은 한세실업 생산공장 중에서 라인수 기준으로 가장 큰 규모를 자랑하는 법인이다. VN법인은 우븐 생산 비중이 70% 이상이며, TG법인은 니트 생산을 전문으로 하고 있어 각각 법인별로 생산 라인 설계가 일부 차이가 있었고, 공통적으로는 연단/재단 과정에서의 자동화와 봉제구간에서의 행거 시스템, 전산화 시스템, 마지막 패키징 자동화 설비까지 전체적으로는 스마트 팩토리 구현을 위해 3년 전과는 공장의 레이아웃이 많이 변화된 모습이었다. 태블릿 PC를 통해 생산 실적이나 계획치 입력, 출고관리를 웨데이터 기반으로 커버하고 있었고, 연단 & 재단 자동화 설비를 들여와 시간당 생산 가능 수량을 높이되 원단 손실을 최소화하는 추세였다. 봉제 구간에서는 행거 시스템을 도입해 부피가 큰 봉제품의 이동을 기계화 했고, 작업자의 활동력을 전산화해 피드백과 재교육으로 작업효율을 높이는 과정이 과거와 크게 달라진 점이다. 마지막으로 완제품 포장을 기계화해 일손을 줄이고, 작업 속도를 높이는 형태는 다소 생소했으며 현재는 이러한 기계 장치 대부분을 독일이나 프랑스에서 조달하고 있어 스마트 팩토리 구현을 위한 기술 격차를 체감할 수 있었다.

도표 5. 자동화 예시① 태블릿 PC 활용 증가 및 작업 전산화



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 6. 자동화 예시②: 성과 표시의 전산화



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 7. 연단/재단 자동화 설비 도입 및 확장 예정



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 8. 행거시스템 도입으로 작업자 효율 개선



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 9. 완제품 패키징 공정 자동화 설비 도입①



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 10. 완제품 패키징 공정 자동화 설비 도입②

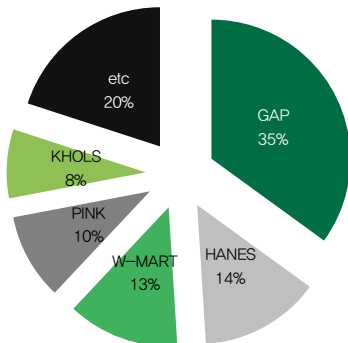


자료: 한세실업, DB금융투자

### C&T VINA, G-TECH: 원부자재 수직 계열화로 원가율 개선 노력

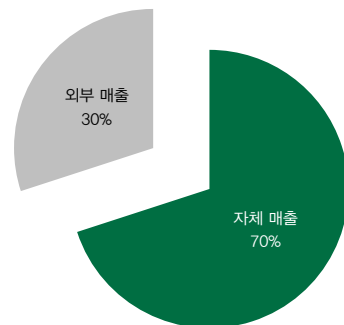
한세실업 원단 사업의 중심인 칼라앤티치가 C&T VINA의 설비와 부지를 활용해 안정적이고 좋은 품질의 원단서비스를 제공하고 있으며, 지속적인 연구를 통해 차별화된 원단 개발을 목표로 하고 있다. 작년 3월에는 C&T G-TECH의 신규 설립을 통해 원단 가공에 대한 전문성을 강화하고, 한 단계 더 나아간 수직 계열화를 통해 원단 전문 생산 및 수출업체로서의 거듭나기 위한 투자를 지속하고 있다. C&T VINA는 2006년 설립되어 2013년에 한세에 인수되었고, 호치민 시내로부터 약 2시간반(자동차 기준) 거리인 캄보디아 국경과 맞닿아 있는 빈북(Binh Phuoc)에 위치하고 있다. 같은 지역에 약진통상, 경방 원사 공장 등이 인접해 있었으며, 이외 베트남 호치민 인근 동나이(Dong Nai) 지역에도 원단 생산 기업들의 다수 위치한 것으로 파악된다.

도표 11. 칼라앤티치(C&amp;T) 바이어별 매출 구성



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 12. 원단 가공 부문에서 자체 매출과 외부 매출 구성



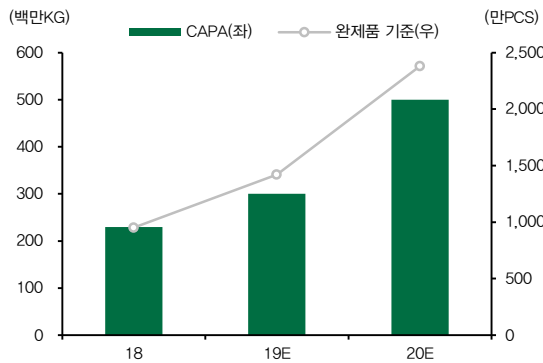
자료: 한세실업, DB금융투자

C&T VINA는 선협의 경우 경방과 협업하는 프로세스를 지니며, 프린트 원단은 자체 설비를 활용 가능한 수준이다. 원단 사업의 활성화 목적으로 가먼트 다잉 설비를 셋업하는 과정에 있으며, 보유 부지에 편직업체 3개사가 입주해 있어 원부자재 사업의 전반적인 확장 단계에 있다고 판단한다. 원단 사업에서의 자체적인 수익 창출과 한세와의 효율 개선을 목적으로 원단 공장의 투자는 지속될 전망이며, 원단 사업의 성장성은 최종 바이어와의 협상력과 직접적으로 연결되는 특징을 가지고 있다고 보여진다.

과거에는 바이어가 오더를 주면 원단부터 벤더가 선택할 수 있었지만 현재는 바이어들이 원가 부담을 최대한 낮추고자 벤더에게서 원단 결정권을 가져가는 추세에 있다고 알려져 있다. 원단 영업은 곧 바이어 영업 형태를 띠게 되는 이유이며, 한세의 바이어 기준 원단 매출은 GAP이나 월마트, PINK 등 미국 바이어들이 대다수 비중을 차지해 사실상 한세실업 OEM 바이어들과 유사하다.

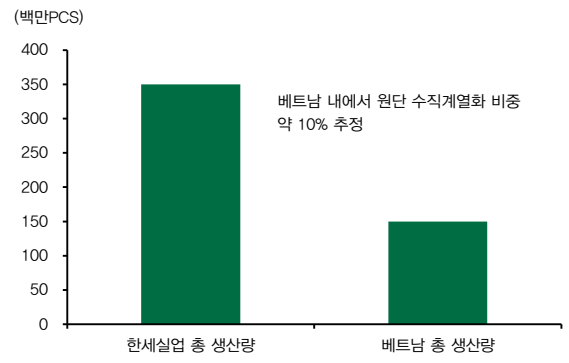
즉 칼라엔터치에서 매출하는 원단이 한세 봉제 공장에서 만들어지는 완제품 수량과 1:1 매칭은 어렵지만, 바이어가 대부분 겹치는 점을 감안시 원부자재 수직계열화 비중을 대략 알 수 있다. 올해 생산 목표치 근접시 베트남 내 한세실업의 원단 수직계열화 비중은 약 10%를 추정하며, 2020년 13%까지 높아질 수 있을 것으로 기대된다.

도표 13. C&T VINA CAPA 및 완제품 기준 수량 비교



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 14. 베트남 수직계열화 비중 10% > 2020년 13% 예상



자료: 한세실업, DB금융투자

또한 NIKE와 ADDAS와 같은 스포츠 브랜드들의 기능성 원단 수요 대응을 위해 3공장 증설이 예상되며, 올해 2공장 증설과 안정적 가동이 필요하기 때문에 시간적 여유는 필요하겠으나 3공장 증설이 가능하다면 원부자재 수직계열화 비중 20% 달성은 무난할 것으로 예상되어 대만, 중국계 유수의 OEM 기업과 비교시 원가 경쟁력이 상당부분 개선될 수 있을 것으로 기대해본다. 염색 공정 이외에도 편직 쪽에서 추가 증설이 예정에 있어 원단 사업에서의 경쟁력을 점차 높여나갈 것으로 전망한다.

도표 15. 편직 공장①



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 16. 편직 공장②



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 17. 원단 염색 가공 과정①



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 18. 원단 염색 가공 과정②



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 19. 원단 염색 가공 과정③



자료: 한세실업, DB금융투자

도표 20. 원단 염색 가공 과정④



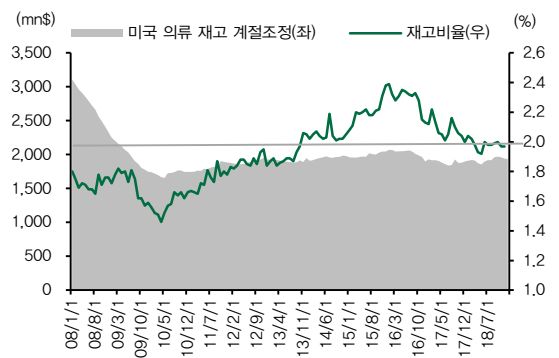
자료: 한세실업, DB금융투자



### 미국 전방 수요 양호

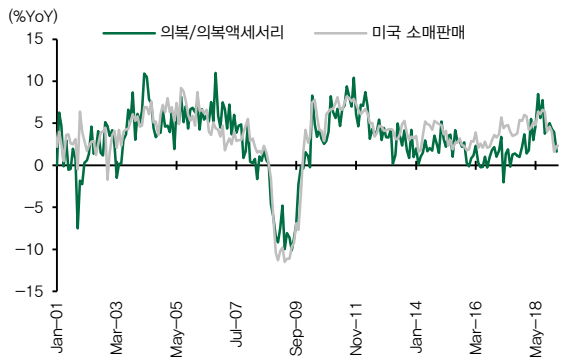
2Q~3Q 성수기 시즌을 앞두고 한세 베트남 법인의 생산 가동률은 전년보다 높아지고 있어 올해 실적 기대치가 상향될 것으로 예상된다. 그에 앞서 한세실업 매출의 대다수를 차지하는 미국 바이어들의 업황은 작년에도 이어 현재까지 양호한 흐름을 보이고 있다. 우선 2016년부터 미국 의류 기업들의 매출액 대비 재고비율은 지속적으로 개선 추세에 있다. 과거 2007~2009년 절대 재고액 자체가 높은 수준이었다면 이후 재고 규모를 과거 대비 낮게 유지함에도 불구하고 매출 부진으로 재고 비율이 상승했다. 이후 패션기업들은 재고 소진에 집중했고, 지금도 신규 출점 대신 기존 점포 효율을 높이는데 주력하고 있는 형편이다. 최근 의류OEM 기업들에게 의류 봉제품 수주가 늘어나는 기조를 띄는 한편 재고비율은 여전히 2016년 고점 대비 낮아진 수준을 유지하고 있어 OEM 기업들에겐 긍정적이다. 미국 소매판매도 (+)성장세를 유지하고 있으며, 그 중에서도 의복/악세서리 카테고리의 성장은 2016년~현재까지 전체 소매판매 성장률을 웃돌거나 부합한 채로 호조를 띠고 있다.

도표 21. 미국 의류기업들의 재고비율 양호한 수준



자료: Bloomberg, DB금융투자

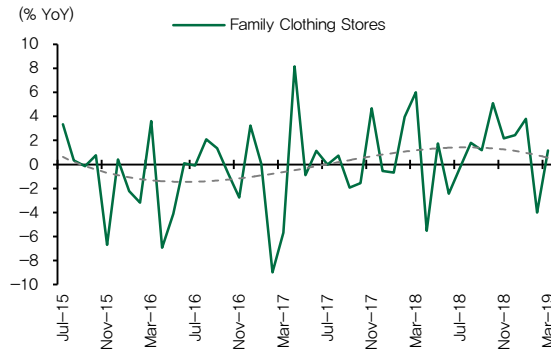
도표 22. 미국 소매판매 성장, 의복 카테고리도 성장



자료: Bloomberg, DB금융투자

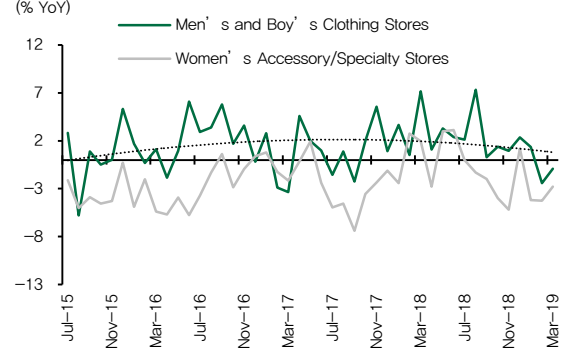
미국 의류 매장별 POS(카드단말기) 매출 추세를 살펴보면 패밀리캐주얼 매장 실적이 작년보다 상승 곡선에 있었고, 2019년 들어서면서 다시 하향 추세를 띄는 듯 보이지만 작년 (+)성장률을 감안하면 아직 추세를 속단하기 어려운 구간이라고 판단한다. 캐주얼 기업들이 비효율 영업 요인을 제거하고, 재고 부담을 최소화하는 등 체질 개선을 그간 행해왔기 때문에 2015~2016년과 같은 불황이 재현되기는 쉽지 않다고 보여진다. 남성복 매장의 POS 매출 성장세가 강하고, 여성복 매장은 상대적으로 부진한 듯 보이는데 여성복 시장이 캐주얼 시장으로 대체됨에 따른 구조적 영향이 흔재되어 있기 때문으로 판단한다. 2015~2016년과 비교할 때 매출 감소폭이 크진 않은 것으로 보아 여성복 바이어들이 체감하는 소비 업황은 그리 나쁘지 않을 것으로 추측된다.

도표 23. 캐주얼 매장 POS 매출 추세 지속적 체크 필요



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 24. 남성복 매장 POS 매출 견조, 여성복 과과대비 양호

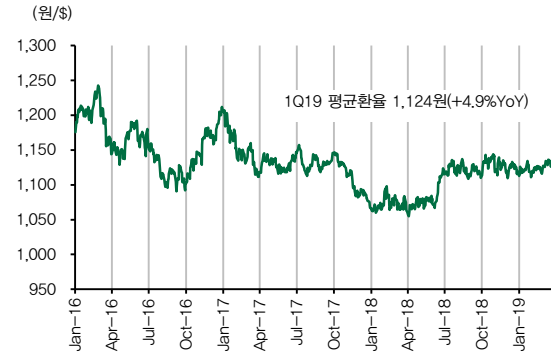


자료: Bloomberg, DB금융투자

### 1H19 OEM 실적 기대치 상향

전방 수요가 아직까진 양호하고, 바이어들의 재고 소진이 무난한 가운데 작년 이슈가 되었던 OEM 벤더 컨솔리데이션의 영향으로 Top-tier 벤더들의 영향력이 더욱 높아져 한세실업이 수주 경쟁에 우위를 점할 수 있는 시기라고 판단한다. 작년에 인수한 우븐 생산 공장이 더해지면서 올해는 물량(Q)과 단가(P)가 함께 개선되는 그림을 예상한다. 달러 기준으로 1Q19 OEM 매출이 한자리 후반 성장세를 보일 것으로 예상되며 1Q19 원/달러 평균 환율이 1,124원으로 작년 동기대비 4.9% 높아 원화 환산 실적에서 환율효과를 예상해볼 수 있어 긍정적이다. 원가단에서는 작년 내내 면화가격의 급등락으로 비용 부담이 가중되었는데 올해는 면화가격이 작년보다 안정세에 있어 OEM 매출 증가에 따른 이익 레버리지 효과가 커질 것으로 기대된다.

도표 25. 환율 상승은 원화 환산 실적에 긍정적



자료: Bloomberg, DB금융투자

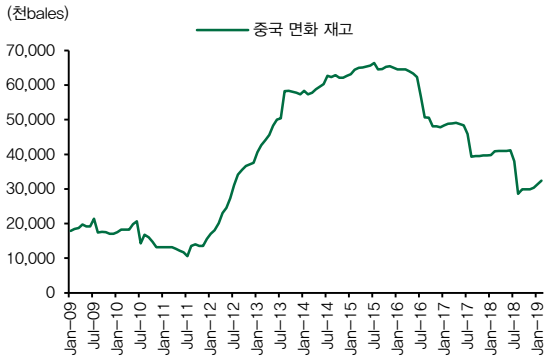
도표 26. 주요 원자재 면화 가격은 작년 대비 안정적 움직임



자료: Bloomberg, DB금융투자

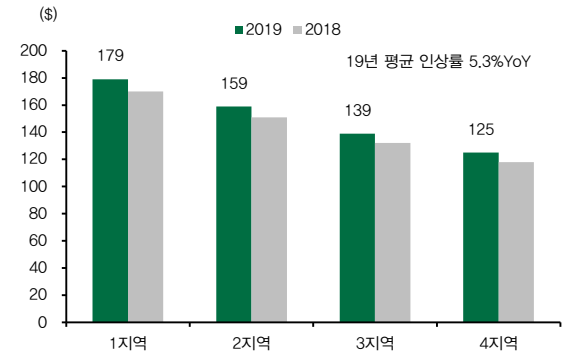
한국 OEM 기업들의 주요 원부자재 조달국인 중국의 면화 재고는 저점 대비 과다하지도, 고점 대비 부족하지도 않은 수준을 유지하고 있어 면화가격은 당분간 현 수준에서 크게 벗어나진 않을 것으로 예상된다. 인건비와 관련해서는 2019년 베트남 최저임금 상승률이 평균 5.3%YoY로 비교적 완만하게 증가하는 추세로 평년대비 임금 인상률은 높지 않아 베트남 생산 비중이 높은 한세실업에게 높은 비용 부담으로 작용하진 않을 것으로 판단한다.

도표 27. 원부자재 조달국 중국 면화 재고 양호



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 28. 베트남 최저임금 인상률 양호



자료: Bloomberg, DB금융투자

올해 OEM 수주 회복에 따른 매출 성장과 환율 가정을 재조정해 연간 추정치를 상향했으며, 공정 효율개선 추세로 OEM의 원가 개선 요인이 크다고 판단해 이익 추정치의 상향 폭을 높였다. 물론 공정 자동화와 수직계열화에 따른 이익률 개선은 중장기적인 관점에서 바라보아야 하는 투자요인이다. 분기별로는 1Q19 연결매출 8.8%YoY 증가할 것으로 전망하며, 영업이익은 110억원(흑자 전환)을 예상해 현 컨센서스 추정치를 상회할 것으로 기대한다.

1Q19 실적의 변수를 꼽는다면 자회사 한세엠케이의 재고 처리 비용인데 작년 1Q18에 재고 총당금이 210억원 이상으로 평년보다 보수적인 재고 평가를 한바 있어 비용 부담이 더 커지는 않을 것으로 기대해 본다. 2019~2020년 OEM 실적 추정치 상향으로 목표주가도 상향하며, 최근의 주가 급등이 단기적으로는 밸류에이션 부담을 키울 수 있어 보이지만 올해와 내년 이익 성장률을 감안할 때 글로벌 Peer군 내에서 P/E 밸류에이션은 낮은 편에 속한다고 보여져 의류업종 내 선호 관점을 유지한다.

도표 29. 한세실업 실적 추정치 상향

(단위: 십억원, %)

	2019E			2020E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	1,851	1,814	2.0	1,967	1,912	2.9
영업이익	88	75	17.8	100	89	12.5
순이익	76	63	20.0	84	74	13.8
지배주주순이익	71	59	20.2	79	69	14.5

자료: DB금융투자

도표 30. 한세실업 분기, 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	17	18	19E	20E
<b>연결매출</b>	<b>364</b>	<b>393</b>	<b>515</b>	<b>440</b>	<b>396</b>	<b>433</b>	<b>556</b>	<b>466</b>	<b>1,711</b>	<b>1,713</b>	<b>1,851</b>	<b>1,967</b>
%YoY	-5.8	-2.0	3.8	3.0	8.8	10.2	7.8	5.9	10.6	0.1	8.1	6.2
OEM 매출	289	315	445	341	319	353	482	363	1,382	1,359	1,518	1,619
%YoY	-5.8	-2.8	3.5	6.0	10.7	12.1	8.5	6.4	-4.4	-1.7	11.7	6.7
한세엠케이	76	78	71	99	77	80	73	103	329	323	333	347
%YoY	-5.7	1.6	5.5	-6.0	1.4	2.7	3.7	4.3	-	-1.8	3.1	4.2
매출원가	293	299	405	329	297	320	433	345	1,321	1,326	1,396	1,475
% of sales	80.6	76.0	78.5	74.8	75.0	73.8	78.0	74.1	77.2	77.4	75.4	75.0
<b>매출총이익</b>	<b>71</b>	<b>94</b>	<b>111</b>	<b>111</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>122</b>	<b>121</b>	<b>390</b>	<b>387</b>	<b>455</b>	<b>492</b>
% of sales	24.5	29.9	24.9	25.2	31.0	32.1	25.3	25.9	28.2	28.5	30.0	30.4
판관비	85	83	81	100	88	91	83	104	334	348	367	391
%YoY	3.5	4.9	1.6	6.7	4.3	9.5	3.4	4.6	52.5	4.3	5.4	6.7
% of sales	23.3	21.1	15.0	22.7	22.3	21.0	15.0	22.4	24.1	25.6	24.2	24.2
<b>영업이익</b>	<b>-14</b>	<b>11</b>	<b>30</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>39</b>	<b>16</b>	<b>57</b>	<b>39</b>	<b>88</b>	<b>100</b>
%YoY	NA	-13.7	-13.9	151.4	NA	100.3	28.9	45.6	-30.7	-31.8	129.1	13.3
% of sales	-3.8	2.9	5.9	2.5	2.7	5.2	7.0	3.5	3.3	2.3	4.8	5.1
OEM	-12.5	7.6	30.7	10.5	9.2	20.1	38.5	14.1	47.0	36.2	81.9	90.1
%YoY	NA	-8.3	-13.9	242.4	NA	166.2	25.7	34.6	-38.8	-23.0	126.4	10.0
% of sales	-3.4	1.9	5.9	2.4	2.3	4.6	6.9	3.0	2.7	2.1	4.4	4.6
한세엠케이	-1.5	3.7	-0.5	0.7	1.5	2.4	0.4	2.2	9.5	2.4	6.5	10.0
%YoY	NA	-23.0	NA	-49.7	NA	-34.9	NA	211.5	96.2	-74.8	168.9	55.2
% of sales	-2.0	4.7	-0.7	0.7	2.0	3.0	0.5	2.1	2.9	0.7	1.9	2.9

자료: DB금융투자

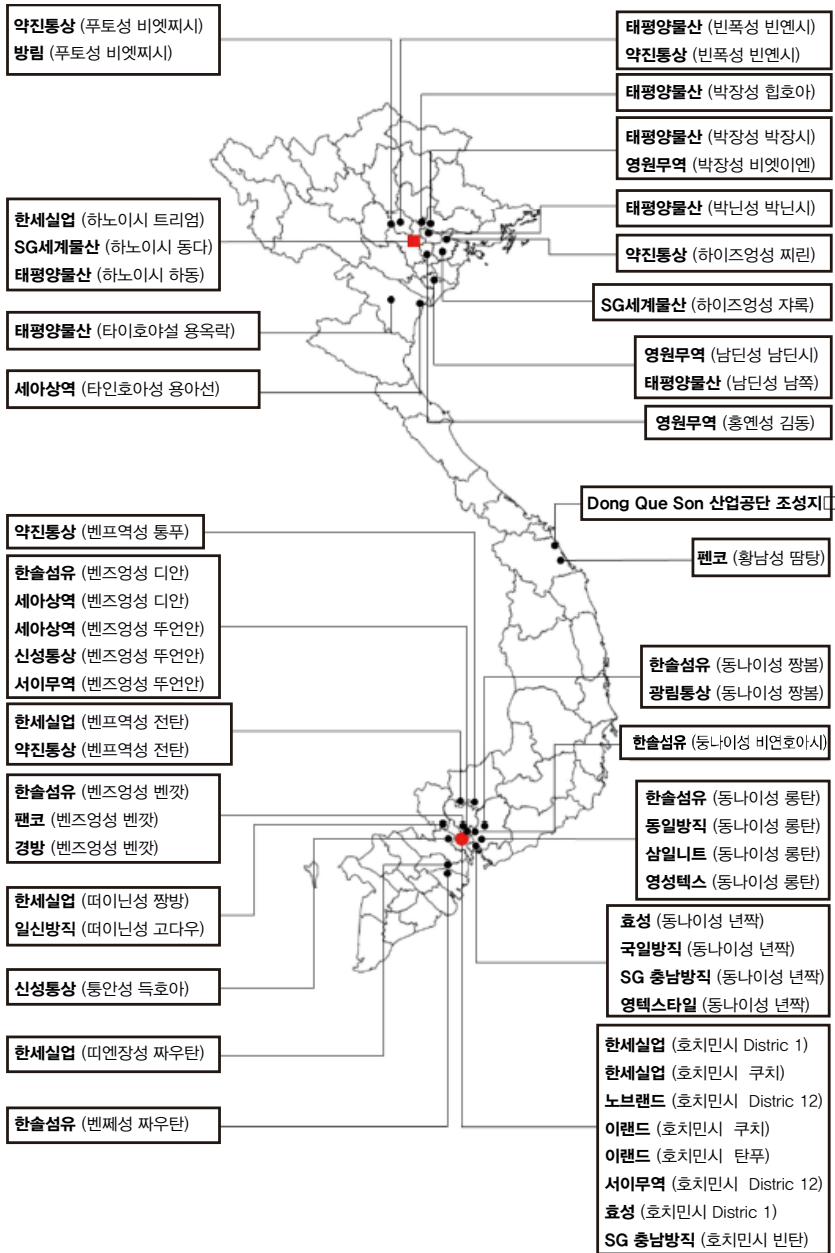
도표 31. 대만/중국/한국 OEM기업 컨센서스 및 밸류에이션: peer 평균 2020년 P/E 20배

(단위: m\$)

	ECLAT	MAKALOT	LI&FUNG	YUE YUEN	SHENZHOU	영원무역	한세실업
시가총액	3,782	1,447	1,550	5,715	19,994	1,274	939
지역별 매출비중	미국 52%, 베트남 8%, 캐나다 6%, 중국 3%, 기타 31%	미국 78%, 아시아 21%, 유럽 0.5%	-	-	중국 27%, 유럽 22%, 일본 17%, 미국 13%	미국 41%, 아시아 13%, 유럽 46%	미국 88% 등
18 매출액	915	736	12,701	9,695	3,170	1,910	1,557
19E	982	778	12,393	10,337	3,570	1,942	1,633
20E	1,099	885	12,531	10,839	4,182	2,019	1,727
18 영업이익	176	58	247	483	725	183	35
19E	195	63	239	646	872	190	73
20E	224	80	262	724	1,036	200	87
18 순이익	145	42	35	307	687	103	-46
19E	156	49	119	430	811	128	56
20E	180	61	135	491	975	133	67
18 EBITDA	204	71	332	820	858	239	58
19E	218	76	313	967	1,025	242	95
20E	249	94	368	1,072	1,210	256	109
18 EPS 성장률 (%)	42.8	-16.4	-23.6	-40.3	17.1	4.0	적전
19E	7.4	14.7	0.6	35.9	18.2	24.8	흑전
20E	15.8	24.9	20.0	13.3	20.1	4.0	20.7
18 P/E (배)	26.6	20.2	27.3	12.5	24.0	12.7	24.5
19E	24.2	29.6	12.1	13.8	24.5	9.9	16.9
20E	20.9	23.8	10.1	12.2	20.4	9.6	14.0
18 P/B (배)	5.4	3.1	2.7	1.5	4.7	1.1	2.2
19E	6.3	5.1	0.9	1.4	5.1	1.0	2.2
20E	5.5	4.9	0.9	1.3	4.5	0.9	2.0
18 ROE	39.3	25.1	16.5	8.8	18.9	12.1	27.3
19E	26.9	17.5	7.1	10.3	22.7	10.2	14.0
20E	27.8	21.0	8.8	11.4	23.9	9.6	15.3

자료: DB금융투자

도표 32. 국내 주요 섬유, 의류제조 기업의 베트남 진출 현황



자료: 각사, 한국섬유산업연합회, DB금융투자

