

## 한세실업(105630) NDR 후기

## 2024년 수주 전망, 고마진 구조로 가기 위한 전략 제시

유정현 junghyun.yu@daishin.com

2023.11.20

한세실업(105630)	투자의견	BUY	목표주가	32,000	현재주가(11.17)	23,350
--------------	------	-----	------	--------	-------------	--------

- 3분기 마진 개선은 바이어 믹스 개선 효과와 원재료 가격 하락 불구 제품 가격 방어를 잘했기 때문
- 2024년 글로벌 소비 경기가 불투명함에도 불구하고 현재 고객사 재고는 필요 이상으로 줄여놓은 상태
- 4분기 판매가 양호하면 2024년 re-stocking 수요에 더 긍정적

## 지난 15~16일 양일간 NDR 진행, 2024년 수주 전망, 고마진 구조로 가기 위한 회사의 전략 등에 대한 언급

지난 주 15~16일 양일간 한세실업과 국내 투자자들을 만나는 NDR 행사를 진행. 미팅에서 지난 3분기 서프라이즈 실적을 달성할 수 있었던 원인과 2024년 전망에 대한 이야기들을 나누었음. 2024년 글로벌 소비 경기가 좋지 않을 것 예상되는 가운데서도 매출 15% 성장(USD 기준)을 전망하는 근거와 마진 개선이 지속될 수 있는지에 대해서도 구체적으로 언급되었음

## 주요 Q&amp;A 요약

## 1. 2023년 3분기 실적 호전 근거

: 매출 측면에서 우선 바이어 믹스 개선이 있었음. 즉, 좋은 오더들을 잘 받았다는 뜻임. 지난 코로나 기간 동안 업력이 오래된 회사일수록 저단가 수주를 줄이고 단가 높이는 작업을 많이 했는데 동사도 그러한 노력의 효과들이 나타남. 코로나 기간 동안 벤더 통합 현상으로 중하위 업체들이 많이 빠져 나가고 코로나로 힘들었던 바이어들이 도움을 받았던 자금력 있는 벤더들한테 계속 발주하면서 경기 상황 대비 좋은 오더를 받을 수 있었음

마진 측면에서 근로자를 데이터 기반으로 관리하며 원가를 낮아짐. 과거에는 근로자 생산성을 정확히 관리하기 어려웠는데 생산성을 단순 출고량으로만 계산했음. 원재료 가격은 하향 안정 추세를 보였는데 생산성을 높이며 제품 가격을 잘 방어한 것이 마진 개선에 크게 기여

## 2. 2023년 4분기~2024년 수주 동향

: 3분기부터 마트 바이어 수주 회복 시작됨. 마트 바이어는 지난 해 3분기에 브랜드 바이어보다 발주를 먼저 크게 줄였음. 그래서 3분기부터 먼저 수주 회복 시작됨. 4분기부터는 브랜드 바이어 수주 회복 예상하고 있음. 먼저 재고를 줄였던 타깃과 월마트는 이번 3분기부터 오더가 돌아 왔고, 실제 회사측에서 파악하는 고객사 재고는 평소보다 더 줄어든 상태라고 보고 있음. 기본적인 재고 보유를 위해서라도 2024년에 재고를 다시 확충해야 하는 상황이라고 봄

다만 여전히 경기 전망이 불투명하므로 회사도 2024년 수요에 대해 보수적으로 판단하고 있음. 그러나 이번 4분기 연말 크리스마스 시즌에 흑시 판매가 좋을 경우 내년 재고 re-stocking은 지금 예상보다 더 강하게 진행될 수도 있다고 봄. 2024년 수주 성장률은 USD 기준 15%로 예상하는데 성장률 흐름은 상저하고로 전망. 3분기 타깃, 월마트부터 수주 회복세도 그렇고, 현재 갭도 오더가 꾸준한 상황. 미국 의류업체의 재고는 내년 봄까지가 마지막일것으로 봄

### 3. 경기가 안 좋으면 한세실업이 주로 제조하는 중저가 의류 수요에 긍정적인가

: 한세실업이 만드는 옷은 중저가로 경기가 안 좋으면 소비자들에게 더 어필하는 면이 있음. 물론 경기가 너무 안 좋으면 그 수요도 없겠지만 지금처럼 재고가 많지 않은 상황에서 동사의 중저가 의류는 경기에 방어적인 부분이 있다고 판단. 마트에 납품하는 제품들은 1-2년 정도 사이클의 옷인데, 앞에서도 언급했듯이 마트 바이어들의 재고가 너무 줄어서 이들 고객사들은 3분기부터 재고 확충이 시작됐고 4분기부터는 브랜드사들 재고 확충 예상

### 4. 마트 바이어 수주가 다시 정상적으로 회복되면 평균 FOB 단가가 낮아질 수 있는 것 아닌지

: 분기별 바이어 수주 흐름 차이로 분기 단위 FOB 단가는 그렇게 나타날 수도 있지만 연간 평균 FOB 단가는 계속 상승할 것으로 전망. 원래 원부자재 가격 흐름에 따라 수주 단가도 같이 연동하는데 최근에는 원부자재 가격이 빠지는데도 제품 가격을 잘 유지하면서 마진이 더 확대되는 경향이 있음. 과점화의 효과라고 생각. FOB 단가는 바이어 믹스(제품 믹스)가 가장 중요한데 가능성 우분 비중을 내년에 더 확대하려고 노력

### 5. 2024년 매출 성장율(USD 기준) 15%는 공격적인 것 아닌가

: 앞에서도 언급했지만 지금 바이어들 재고 수준이 평소 보다도 더 낮은 상황. 실 판매를 위해 언제든지 재고를 축적해야 하는데 다만 고객사들이 재무제표상에 기재되는 재고자산 수치에 대해 매우 예민하기 때문에 필요한만큼도 재고를 보유하고 있지 않고 있음. 2024년 예상대로 판매가 되기 시작하면 재고 축적에 가속도가 붙을 것으로 보임. 그리고 FOB 단가가 매년 상승하고 있기 때문에 가격 상승분 약 5~7%, 물량 증가분 8~10% 정도는 현실적인 전망치라고 판단

### 6. 가능성 우분 시장으로 품목 확대는 어떻게 추진하고 있는지

: 가장 단가가 높은 액티브 웨어는 제조 기계가 별도로 있고, 다룰 수 있는 전용 인력도 따로 있을 정도로 공정이 까다로움. 그래서 신규 고객사를 뚫기 보다 이미 액티브 웨어를 제조하는 공장을 인수하는 것이 빠를 정도임. 최근 그래서 액티브 웨어 공장 인수도 검토 하고 있음. 이 외에도 과테말라 증설 프로젝트에 액티브 웨어를 위한 공장 설립도 추진 중임. 지난해부터 미국 20-30대 사이에서 인기를 끌고 있는 요가복 브랜드, 알로 요가(ALO YOGA) 테스트 오더 시작. 당장 액티브 웨어 비중이 증가하지 않더라도 관련하여 투자를 우선 순위에 두고 있음. 참고로 동사의 현재 액티브 웨어 매출 비중은 1%로 매우 낮음. 액티브 웨어를 포함한 우분 제품 비중은 두 자릿 수로 다시 상승

### 7. 스마트 팩토리 시스템 도입으로 올해 원가 절감 효과 크게 나타났는데 추가적으로 원가 개선 가능성 있는지

: 베트남과 베트남을 제외한 동남아 현지 법인 등에 스마트 팩토리 시스템 가동 중. 그러나 이는 전체 생산 시설에 70% 수준으로 나머지 30% 설비에도 추가 도입하면서 중장기적으로 마진 개선 여력 있다고 봄. 실제로 스마트 팩토리 시스템 도입으로 코로나 이전 대비 제조 경비의 3-5%를 절감했음

### 8. 현지 법인 근로자가 크게 줄었는데 수주가 증가할 경우 어떻게 감당할 수 있는지

: 직원 채용에 큰 문제 없음. 지난 해 현지 법인 근로자의 약 20%가 감소했는데 앞서 언급했듯이 데이터 기반 생산성 체크로 오히려 1인당 생산성은 상승함. 생산성 향상으로 수주 여부에 따라 직원 채용 여부 결정할 수 있고 또 한가지 외주 업체를 활용하는 방법도 있음. 현재 본공장 대 외주 공장 생산 비중이 약 7:3인데 상황에 따라 5:5까지도 유동적으로 바뀌기도 함. 외주를 활용하면 임가공비는 확연히 낮아지지만 외주는 퀄리티 차이가 있어서 바이어가 선호하지 않음. 그래서 평소에는 필요한 최소한의 비율만 가져가려고 함. 향후 외주 공장에도 스마트 팩토리 시스템 도입을 추진해서 퀄리티와 생산성을 모두 개선시키는 것도 고려하고 있음. 그러면 회사측에서는 훨씬 마진이 좋아질 수 있다고 판단

### 9. 니어쇼어링(Nearshoring) 투자 관련

: 과테말라 정부가 조성하는 공단 지역에 3년간 1억 달러 투자 계획을 이미 공시를 통해 발표했음. 회사가 3년간 1억 달러를 전체 투자할 수도 있지만 JV가 들어오면 투자금액은 줄어들 수 있음. 현재 원사 업체쪽 JV를 물색 중으로 내년에 과테말라 공단에 원사, 원단 공장 들어갈 예정. 중미 지역 투자는 코로나로 물류 대란과 베트남 락다운 상황을 겪은 후 미국 바이어들이 중미 지역을 선호하게 된 것이 계기가 되었음. 중미 지역은 바이어 입장에서 물류비를 줄일 수 있고 생산자 입장에서 납기가 줄어들 수 있어 현재 대형 벤더사들의 투자 검토가 활발함

## [Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

롯데쇼핑(023530) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20231115)																																						
							<table border="1"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중립)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>90.4%</td> <td>9.6%</td> <td>0.0%</td> </tr> </tbody> </table>				구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)	비율	90.4%	9.6%	0.0%																											
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)																																										
비율	90.4%	9.6%	0.0%																																										
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>23.11.19</th> <th>23.11.13</th> <th>23.10.30</th> <th>23.10.04</th> <th>23.08.13</th> <th>23.06.26</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>32,000</td> <td>32,000</td> <td>28,000</td> <td>28,000</td> <td>28,000</td> <td>24,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td></td> <td>(28.95)</td> <td>(25.90)</td> <td>(27.44)</td> <td>(27.10)</td> <td>(24.57)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td></td> <td>(27.03)</td> <td>(14.29)</td> <td>(21.25)</td> <td>(21.25)</td> <td>(10.63)</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	23.11.19	23.11.13	23.10.30	23.10.04	23.08.13	23.06.26	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	목표주가	32,000	32,000	28,000	28,000	28,000	24,000	과리율(평균%)		(28.95)	(25.90)	(27.44)	(27.10)	(24.57)	과리율(최대/최소%)		(27.03)	(14.29)	(21.25)	(21.25)	(10.63)	<p><b>산업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Overweigh(비중확대)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상</li> </ul> </li> <li>- Neutral(중립)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상</li> </ul> </li> <li>- Underweigh(비중축소)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상</li> </ul> </li> </ul>			
제시일자	23.11.19	23.11.13	23.10.30	23.10.04	23.08.13	23.06.26																																							
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy																																							
목표주가	32,000	32,000	28,000	28,000	28,000	24,000																																							
과리율(평균%)		(28.95)	(25.90)	(27.44)	(27.10)	(24.57)																																							
과리율(최대/최소%)		(27.03)	(14.29)	(21.25)	(21.25)	(10.63)																																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>23.06.19</th> <th>23.05.15</th> <th>23.05.11</th> <th>23.04.03</th> <th>23.02.15</th> <th>23.01.04</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>24,000</td> <td>24,000</td> <td>21,000</td> <td>21,000</td> <td>21,000</td> <td>21,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td>(30.19)</td> <td>(31.91)</td> <td>(20.98)</td> <td>(21.13)</td> <td>(21.75)</td> <td>(22.64)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>(21.83)</td> <td>(25.50)</td> <td>(11.86)</td> <td>(11.86)</td> <td>(11.86)</td> <td>(17.62)</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	23.06.19	23.05.15	23.05.11	23.04.03	23.02.15	23.01.04	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	목표주가	24,000	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000	과리율(평균%)	(30.19)	(31.91)	(20.98)	(21.13)	(21.75)	(22.64)	과리율(최대/최소%)	(21.83)	(25.50)	(11.86)	(11.86)	(11.86)	(17.62)	<p><b>기업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Buy(매수)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상</li> </ul> </li> <li>- Marketperform(시장수익률)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상</li> </ul> </li> <li>- Underperform(시장수익률 하회)                     <ul style="list-style-type: none"> <li>: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상</li> </ul> </li> </ul>			
제시일자	23.06.19	23.05.15	23.05.11	23.04.03	23.02.15	23.01.04																																							
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy																																							
목표주가	24,000	24,000	21,000	21,000	21,000	21,000																																							
과리율(평균%)	(30.19)	(31.91)	(20.98)	(21.13)	(21.75)	(22.64)																																							
과리율(최대/최소%)	(21.83)	(25.50)	(11.86)	(11.86)	(11.86)	(17.62)																																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>22.11.14</th> <th>22.11.05</th> <th>22.09.16</th> <th>22.08.15</th> <th>22.07.06</th> <th>22.06.02</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>23,000</td> <td>23,000</td> <td>23,000</td> <td>23,000</td> <td>28,000</td> <td>44,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td>(32.21)</td> <td>(33.16)</td> <td>(33.19)</td> <td>(30.30)</td> <td>(40.40)</td> <td>(54.20)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>(21.30)</td> <td>(21.30)</td> <td>(21.30)</td> <td>(21.30)</td> <td>(35.71)</td> <td>(43.07)</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06	22.06.02	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	목표주가	23,000	23,000	23,000	23,000	28,000	44,000	과리율(평균%)	(32.21)	(33.16)	(33.19)	(30.30)	(40.40)	(54.20)	과리율(최대/최소%)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(35.71)	(43.07)				
제시일자	22.11.14	22.11.05	22.09.16	22.08.15	22.07.06	22.06.02																																							
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy																																							
목표주가	23,000	23,000	23,000	23,000	28,000	44,000																																							
과리율(평균%)	(32.21)	(33.16)	(33.19)	(30.30)	(40.40)	(54.20)																																							
과리율(최대/최소%)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(21.30)	(35.71)	(43.07)																																							
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>22.05.16</th> <th>22.03.29</th> <th>22.02.15</th> <th>22.01.03</th> <th>21.11.20</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>44,000</td> <td>40,000</td> <td>40,000</td> <td>40,000</td> <td>40,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td>(48.11)</td> <td>(40.10)</td> <td>(42.61)</td> <td>(43.02)</td> <td>(46.18)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td>(43.07)</td> <td>(26.25)</td> <td>(32.88)</td> <td>(34.00)</td> <td>(41.50)</td> </tr> </tbody> </table>							제시일자	22.05.16	22.03.29	22.02.15	22.01.03	21.11.20	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	목표주가	44,000	40,000	40,000	40,000	40,000	과리율(평균%)	(48.11)	(40.10)	(42.61)	(43.02)	(46.18)	과리율(최대/최소%)	(43.07)	(26.25)	(32.88)	(34.00)	(41.50)									
제시일자	22.05.16	22.03.29	22.02.15	22.01.03	21.11.20																																								
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy																																								
목표주가	44,000	40,000	40,000	40,000	40,000																																								
과리율(평균%)	(48.11)	(40.10)	(42.61)	(43.02)	(46.18)																																								
과리율(최대/최소%)	(43.07)	(26.25)	(32.88)	(34.00)	(41.50)																																								