

전략적 제휴를 통해 중국사업에 날개를 달다

Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

| | |
|----------------|----------------|
| 현재주가 (11/19) | 5,100원 |
| 상승여력 | 96.1% |
| 시가총액 | 51십억원 |
| 발행주식수 | 10,000천주 |
| 자본금/액면가 | 5십억원/500원 |
| 52주 최고가/최저가 | 7,520원/4,320원 |
| 일평균 거래대금 (60일) | 1억원 |
| 외국인지분율 | 25.40% |
| 주요주주 | 김동근 외 48,89% |
| 주가상승률 | 1M 3M 6M |
| 절대주가(%) | 0.2 9.7 -10.2 |
| 상대주가(%p) | 3.7 13.7 -14.8 |
| 당사추정 EPS | 0원 |
| 컨센서스 EPS | 115원 |
| 컨센서스 목표주가 | 10,000원 |

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 중국 디상그룹 내 위해방직그룹과의 전략적 제휴 체결
- 디상그룹, 매출 10억달러의 중국 최대 패션의류수출기업
- 전략적 제휴를 통한 중국 패션사업 전기(轉機) 마련
- 주가 재평가의 계기, 시장의 관심이 모아질 수 있다

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EBITDA (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) |
|-------|--------------|---------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|
| 2010 | 124 | 2 | -2 | 6 | -235 | -43.0 | N/A | 0.7 | 11.5 | -3.2 |
| 2011 | 130 | 4 | 1 | 8 | 76 | -132.4 | 90.6 | 1.0 | 12.3 | 1.1 |
| 2012F | 156 | 7 | 0 | 11 | 0 | N/A | N/A | 0.8 | 4.4 | 0.1 |
| 2013F | 190 | 16 | 11 | 20 | 835 | N/A | 6.1 | 0.7 | 1.8 | 12.1 |
| 2014F | 218 | 19 | 14 | 24 | 1,072 | 28.4 | 4.8 | 0.6 | 1.2 | 13.7 |

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

중국 디상그룹 내 위해방직그룹과의 전략적 제휴 체결

전일 아비스타는 중국 디상그룹(지주회사) 내 위해방직집단수출입유한책임공사(디상그룹 모태회사)와의 전략적 제휴를 발표했다. 최대주인인 대표이사 김동근의 보유 주식 일부를 매각하고 동시에 제3자 배정방식에 의한 유상증자를 단행하기로 했다. 디상그룹을 대상으로 제3자배정 유상방식으로 300만주의 신주를 발행하고, 김동근 대표이사의 지분 중 일부인 180만주를 양도하기로 했다.

디상그룹, 매출 10억달러의 중국 최대 패션의류수출기업

디상그룹(회장:주리화)은 그룹의 모태회사인 위해방직그룹을 중심으로 한 지주회사로서, 1993년 설립한 이래 패션의류제품의 생산 및 수출입을 주 사업으로 성장했고, 섬유제품 제조 및 수출입·물류·부동산개발 분야로 사업을 확장하면서 수직통합을 이뤄왔다. 또한, 2000년대 이후 빠른 속도로 성장하는 중국내수시장을 타겟으로 유럽과 미국 등 해외브랜드의 수입 및 라이선싱을 통한 패션브랜드 유통사업을 운영 중이며, 내수사업을 향후 성장동력으로 보고 적극적인 내수사업 확장전략을 펼치고 있다. 디상그룹은 산둥지역을 중심으로 한 생산기반과 북경지역을 중심으로 한 판매기반을 보유하고 있으며, 위해방직그룹과 체리그룹 등 다수의 계열사를 통해 연간매출규모 10억불을 상회하는 중국최대 패션의류수출기업이다.

전략적 제휴를 통한 중국 패션사업 전기(轉機) 마련

이번 디상그룹과의 전략적 제휴를 통해 기대되는 긍정적인 효과는 1) 디상그룹이 중국 내 다수의 유통망을 이미 확보하고 있어, 향후 아비스타 브랜드인 BNX, TANKUS, Kai-aakman의 적극적인 매장 확대를 통한 빠른 속도의 사업전개가 가능하고, 2) 아비스타의 디자인 능력과 디상그룹의 중국 내 생산 유통, 자금력 등이 어우러져 시너지 창출이 가능하고, 3) 유상증자(132.2억원)를 통해 국내사업의 안정과 중국 현지법인의 영업확장에 필요한 투자자금 유치 효과가 있고, 4) 아비스타와 디상그룹은 중국에서 합작 및 라이선싱 등 다양한 방법을 통해 사업확대가 가능할 전망이다.

최대주주 변경되지만 경영권은 이상없다

이번 전략적 제휴로 다싱그룹은 아비스타의 지분 36.9%를 보유하는 최대주주가 되고, 김동근 대표이사 등은 23.9%의 지분율로 2대주주가 된다. 향후 아비스타의 경영은 김동근 대표이사를 비롯한 현재의 경영진이 계속해서 경영하게 되며, 김동근 대표이사가 다싱그룹에 경영권을 양도 하지는 않게 될 것이다. 또한, 양사는 중국사업에 대해 주요사항을 공동 의사결정하면서 조인트벤처(JV)의 형태로 운영할 것으로 판단한다.

본격적인 성장이 가능하게 된 중국 패션사업

아비스타는 지난 2007년 중국에 진출한 이후 3년간 현지 테스트 기간을 거쳐 2010년부터 BNX를 중심으로 매장 전개를 시작했다. 이번 전략적 제휴 이전에도 아비스타는 중국 패션사업에 대해 본격적으로 확장할 계획이었다. 지난해 말 기준 BNX와 TANKUS 매장이 각각 51개, 11개로 총 62개를 확보하고 있고, 올해 연말까지 매장수를 각각 67개, 7개로 총 74개를 확보할 방침이었고, 2013년에는 세 번째 브랜드인 Kai-aakman도 중국에 런칭하면서 매장 확대를 본격화할 계획이었다. 이번 다싱그룹과의 전략적 제휴를 통해 사업확장에 가속도가 붙을 것으로 예상된다. <표1 참조>

<표1> 아비스타 중국법인 유통망 전망 : 기존 사업계획보다는 크게 확대될 전망

| 구분 (개점) | 10 | 11 | 12F | 13F | 14F | 15F |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| BNX | 20 | 51 | 67 | 77 | 91 | 105 |
| TANKUS | 7 | 11 | 7 | 10 | 15 | 20 |
| 3 rd Brand (Kai-a) | | | | 15 | 39 | 49 |
| 합계 | 27 | 62 | 74 | 102 | 145 | 174 |

주: 기존 아비스타 단독의 계획으로 전략적 제휴를 통해 크게 확대될 전망
 자료: 아비스타, HMC투자증권

아비스타는 이미 중국시장 진입에 성공

아비스타의 중국사업은 BNX를 중심으로 시장 진입에 성공한 것으로 판단한다. 지난 2분기에 도 매출액은 47억원으로 전년동기비 33.2% 성장률을 기록했고, 상반기 누계 기준 35.4% 증가한 111억원을 달성했다. 2분기 영업이익도 전년동기비 164.6% 증가한 4.8억원을 기록했고, 상반기 누계 기준 8.2억원으로 29.7% 증가한 바 있다. <표2 참조> 한국과는 달리 중국법인의 경우 4분기에도 비교적 양호한 성장세를 전망하는데, 중국의 패션시장이 급속도로 팽창하는 단계임에 따라 경기침체의 영향은 크지 않을 것이다. 중국사업 브랜드 확장 전략을 다소 수정한 것으로 보인다. 기존 중국 내 제2의 브랜드 TANKUS의 외형성장 후에 Kai-aakmann을 제3의 브랜드로 성장시킨다는 기존 계획에서 Kai-aakmann을 우선적으로 연내 중국 진출을 준비해 내년부터 본격적인 사업 전개를 목표로 내년 상반기 런칭할 예정이다.

〈표2〉 중국법인 2분기 손익 요약

| (억원, %) | 2Q/12 | 2Q/11 | 증감율 | 2Q/12 누계 | 2Q/11 누계 | 증감율 |
|---------|-------|-------|--------|----------|----------|-------|
| 판매액 | 78 | 59 | 33,2% | 185 | 137 | 35,4% |
| 매출액(*) | 47 | 35 | 33,2% | 111 | 82 | 35,4% |
| 매출총이익 | 38 | 27 | 40,2% | 85 | 60 | 42,2% |
| 영업이익 | 5 | 2 | 164,6% | 8 | 6 | 29,7% |
| 세전이익 | 4 | 2 | 85,1% | 8 | 7 | 13,5% |
| 당기순이익 | 4 | 2 | 111,8% | 5 | 4 | 5,3% |
| GPM (%) | 80,3% | 76,2% | | 77,2% | 73,4% | |
| OPM (%) | 10,2% | 5,2% | | 7,4% | 7,7% | |
| NPM (%) | 8,4% | 5,3% | | 4,1% | 5,3% | |

주 : 1) 환율 : 1위안=180원

2) 중국 회계기준, (매출액=판매액-VAT-유통수수료)

자료: 아비스타, HMC투자증권

주가 재평가의 계기, 시장의 관심이 모아질 수 있다

아비스타에 대해 기존 매수의견과 목표주가 10,000원을 유지한다. 가치합산방식(SOTP)에 따른 아비스타의 적정주가가치는 1,344억원이고, 주당가치는 10,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 1,135억원(EV/EBITDA multiple 시장평균 5.8배 적용), 2) 투자자산가치 75억원(순자산가액 대비 20% 할인율 적용)에다 3) 순현금 133억원을 감안한 것이다. <표3 참조>

그동안 국내 패션산업의 업황 침체에 따른 실적 부진으로 주식시장에서 장기 소외된 바 있지만, 이제는 주식시장에서 재평가의 계기를 마련했다. 이번 디샹그룹과의 전략적 제휴를 통해 중국 패션사업의 확장에 가속도가 붙어 기업가치 제고에 전기를 마련한 것으로 판단한다. 그동안 아쉬웠던 중국내의 유통망 확보를 통해 본격적인 성장기에 진입한 아비스타는 향후 영업실적의 턴어라운드와 함께 주가 재평가가 가능할 전망이다.

〈표3〉 아비스타 적정주가가치 산출

| (억원 천주, 원 %) | 12F | 13F | 14F | 12MForward | 비고 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|------------------|
| 1. 사업가치 | 632 | 1,181 | 1,372 | 1,135 | |
| EBITDA | 109 | 204 | 237 | | |
| EV/EBITDA | 5,8 | 5,8 | 5,8 | | 시장평균(5,8배) 적용 |
| 2. 투자자산가치 | 75 | 75 | 75 | 75 | 순자산가액의 20%할인율 적용 |
| 1) 관계기업 지분투자 | 67 | 67 | 67 | | |
| 2) 기타 금융자산 | 8 | 8 | 8 | | |
| 3. 기업가치 (=1+2) | 707 | 1,256 | 1,447 | 1,211 | |
| 4. 순차입금 | -28 | -143 | -226 | -133 | |
| 5. 적정주가가치 (=3-4) | 735 | 1,399 | 1,673 | 1,344 | |
| 발행주식수 | 13,000 | 13,000 | 13,000 | 13,000 | 유상증자 반영 |
| 적정주가 (원) | 5,656 | 10,764 | 12,873 | 10,338 | |
| 현재주가 | 5,100 | 5,100 | 5,100 | 5,100 | |
| 상승여력 (%) | 10,9 | 111,1 | 152,4 | 102,7 | |

자료: HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

| 포괄손익계산서 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F | 2014F |
|-----------------------------|------|-------|-------|----------|-------|
| 매출액 | 124 | 130 | 156 | 190 | 218 |
| 증가율 (%) | -2.0 | 4.5 | 19.7 | 22.1 | 14.9 |
| 매출원가 | 50 | 50 | 55 | 62 | 70 |
| 매출원가율 (%) | 39.8 | 38.7 | 35.1 | 32.8 | 32.2 |
| 매출총이익 | 75 | 80 | 101 | 128 | 148 |
| 매출이익률 (%) | 60.2 | 61.3 | 64.9 | 67.2 | 67.8 |
| 증가율 (%) | -2.4 | 6.4 | 26.9 | 26.2 | 16.0 |
| 판매관리비 | 73 | 74 | 92 | 112 | 129 |
| 조정영업이익 (GP-SG&A) | 2 | 6 | 9 | 16 | 19 |
| 조정영업이익률 (%) | 1.7 | 4.4 | 5.6 | 8.4 | 8.7 |
| 증가율 (%) | 38.1 | 173.3 | 55.0 | 82.5 | 18.2 |
| 기타영업손익 | 0 | -1 | -2 | 0 | 0 |
| EBITDA | 6 | 8 | 11 | 20 | 24 |
| EBITDA 이익률 (%) | 5.0 | 6.3 | 7.0 | 10.7 | 10.8 |
| 증가율 (%) | 2.0 | 31.5 | 32.5 | 86.9 | 16.2 |
| 영업이익 | 2 | 4 | 7 | 16 | 19 |
| 영업이익률 (%) | 1.7 | 3.5 | 4.5 | 8.4 | 8.7 |
| 증가율 (%) | 38.1 | 116.9 | 55.5 | 129.3 | 18.2 |
| 금융손익 | -2 | -3 | -3 | -1 | 0 |
| 기타영업외손익 | -3 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 증속/관계기업관련손익 | -3 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| 세전계속사업이익 | -6 | 2 | 2 | 14 | 18 |
| 세전계속사업이익률 (%) | -4.7 | 1.3 | 1.1 | 7.5 | 8.4 |
| 증가율 (%) | 적지 | 흑전 | -3.9 | 754.1 | 28.4 |
| 법인세비용 | -4 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 계속사업이익 | -2 | 1 | 0 | 11 | 14 |
| 당기순이익 | -2 | 1 | 0 | 11 | 14 |
| 당기순이익률 (%) | -1.9 | 0.6 | 0.1 | 5.7 | 6.4 |
| 증가율 (%) | 적지 | 흑전 | -88.2 | 11,945.9 | 28.4 |
| 지배주주지분 순이익 | -2 | 1 | 0 | 11 | 14 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 11 | 14 |

(단위:십억원)

| 재무상태표 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F | 2014F |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 100 | 112 | 157 | 147 | 163 |
| 현금성자산 | 3 | 1 | 48 | 48 | 56 |
| 단기투자자산 | 12 | 14 | 8 | 8 | 8 |
| 매출채권 | 20 | 27 | 29 | 29 | 30 |
| 재고자산 | 55 | 60 | 58 | 48 | 55 |
| 기타유동자산 | 11 | 10 | 14 | 14 | 14 |
| 비유동자산 | 43 | 47 | 50 | 52 | 54 |
| 유형자산 | 32 | 31 | 32 | 34 | 35 |
| 무형자산 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 투자자산 | 5 | 5 | 10 | 10 | 10 |
| 기타비유동자산 | 5 | 9 | 7 | 7 | 7 |
| 기타금융유형자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 144 | 159 | 207 | 199 | 217 |
| 유동부채 | 63 | 82 | 98 | 83 | 88 |
| 단기차입금 | 30 | 35 | 29 | 21 | 21 |
| 매입채무 | 23 | 25 | 40 | 33 | 38 |
| 유동성장기부채 | 1 | 9 | 2 | 2 | 2 |
| 기타유동부채 | 11 | 14 | 27 | 27 | 27 |
| 비유동부채 | 8 | 5 | 24 | 21 | 21 |
| 사채 | 7 | 0 | 17 | 17 | 17 |
| 장기차입금 | 1 | 3 | 5 | 2 | 2 |
| 장기금융부채 (리스포함) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타금융유형부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 72 | 88 | 122 | 104 | 109 |
| 지배주주지분 | 72 | 71 | 85 | 95 | 108 |
| 자본금 | 5 | 5 | 7 | 7 | 7 |
| 자본잉여금 | 33 | 33 | 45 | 45 | 45 |
| 자본조정 등 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 기타포괄이익누계액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 36 | 35 | 34 | 45 | 58 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 72 | 71 | 85 | 95 | 108 |

(단위:십억원)

| 현금흐름표 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 2 | -3 | 36 | 19 | 16 |
| 당기순이익 | -2 | 1 | 0 | 11 | 14 |
| 유형자산 상각비 | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| 무형자산 상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 감소(증가) | -7 | -12 | 30 | 3 | -3 |
| 기타 | 7 | 5 | 3 | 1 | 1 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -7 | -8 | -9 | -7 | -7 |
| 투자자산의 감소(증가) | -2 | 0 | -5 | 0 | 0 |
| 유형자산의 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -3 | -3 | -4 | -6 | -6 |
| 기타 | -3 | -5 | 1 | -1 | -1 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 0 | 9 | 19 | -12 | -1 |
| 차입금의 증가(감소) | 1 | 8 | -4 | -11 | 0 |
| 사채의 증가(감소) | 0 | -7 | 17 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 14 | 0 | 0 |
| 배당금 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 기타 | 0 | 8 | -7 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가(감소) | -5 | -2 | 47 | 0 | 8 |
| 기초현금 | 8 | 3 | 1 | 48 | 48 |
| 기말현금 | 3 | 1 | 48 | 48 | 56 |

(단위: 원배,%)

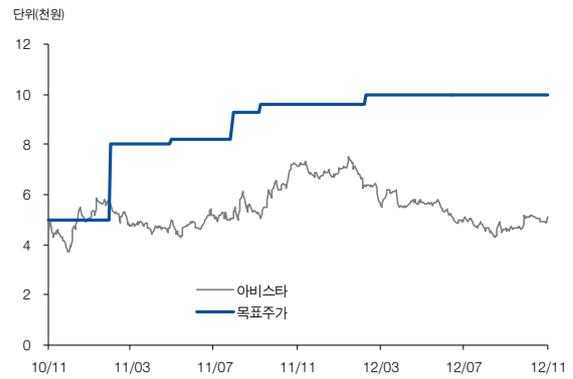
| 주요투자지표 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| EPS(당기순이익 기준) | -235 | 76 | 0 | 835 | 1,072 |
| EPS(지배순이익 기준) | -235 | 76 | 0 | 835 | 1,072 |
| BPS(자본총계 기준) | 7,096 | 6,947 | 6,392 | 7,187 | 8,210 |
| BPS(지배자본 기준) | 7,096 | 6,947 | 6,392 | 7,187 | 8,210 |
| DPS | 40 | 40 | 40 | 50 | 60 |
| PER(당기순이익 기준) | -21.0 | 90.6 | - | 6.1 | 4.8 |
| PER(지배순이익 기준) | -21.0 | 90.6 | - | 6.1 | 4.8 |
| PBR(자본총계 기준) | 0.7 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| PBR(지배자본 기준) | 0.7 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA(Reported) | 11.5 | 12.3 | 4.4 | 1.8 | 1.2 |
| 배당수익률 | 0.8 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |
| 성장성 (%) | | | | | |
| EPS(당기순이익 기준) | -43.0 | -132.4 | N/A | N/A | 28.4 |
| EPS(지배순이익 기준) | -43.0 | -132.4 | N/A | N/A | 28.4 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE(당기순이익 기준) | -3.2 | 1.1 | 0.1 | 12.1 | 13.7 |
| ROE(지배순이익 기준) | -3.2 | 1.1 | 0.1 | 12.1 | 13.7 |
| ROA | -1.7 | 0.5 | 0.0 | 5.3 | 6.7 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 99.3 | 123.2 | 144.2 | 109.2 | 100.3 |
| 순차입금비율 | 31.4 | 45.0 | -3.3 | -15.0 | -20.9 |
| 이자보상배율 | 0.8 | 1.4 | 1.6 | 3.7 | 5.5 |

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|----------|------|--------|----|------|------|
| 11/02/17 | BUY | 8,000 | | | |
| 11/05/17 | BUY | 8,200 | | | |
| 11/08/16 | BUY | 9,300 | | | |
| 11/09/26 | BUY | 9,600 | | | |
| 12/02/27 | BUY | 10,000 | | | |
| 12/08/16 | BUY | 10,000 | | | |
| 12/10/09 | BUY | 10,000 | | | |
| 12/11/20 | BUY | 10,000 | | | |

▶ 최근 2년간 아비스타 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 HMC 투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ HMC 투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.