의류OEM

산업분석

영원무역 파란불, 한세실업 노란불

2014. 08. 05

Analyst
박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

❑ Investment Points

환리스크 제한적, 베트남과 방글라데시의 OEM경쟁력 Up: 영원무역과 한세실업이 의류업종 내에서 최선호주로 꼽힐 수 밖에 없는 이유는 실적이 뒷받침 되는 유일한 국내 의류기업이기도 하지만, 중장기적으로 안정성장을 꾀할 수 있는 백그라운드를 가지고 있기 때문이다. 양사 모두 1) 비용 상승분의 가격전가가 원활해지고, 2) 매출 포트폴리오 다변화되고 있으며, 최근에는 3) H&M, ZARA, 유니클로 등 글로벌 패션트렌드에 부합하는 브랜드와의 신규 오더가 증가하고 있다. 주요 생산기지인 베트남과 방글라데시의 임금인상속도는 타 동남아 국가 대비 낮을 뿐 아니라 인프라 측면에서 향후 10년간 의류수출국으로서의 최상의 입지를 갖출 것이며, 따라서 영원무역과 한세실업의 장기 성장성은 여전히 밝다. 최근 원화 강세 기조가 지속됨에 따라 OEM기업들의 실적부진 우려가 짙어진 것은 사실이지만, 과거대비 환율변동에 따른 이익률의 하방경직성은 점차 높아지고 있어 영원무역과 한세실업의 이익률 하락은 제한적일 것으로 판단된다.

영원무역 〉 한세실업, 단기 밸류에이션 매력: 거시적으로는 TPP협정과 New GSP의 수혜를, 미시적으로는 포트폴리오 다변화라는 중장기 성장포인트를 양사가 공유하지만, 단기 밸류에이션 측면에선 영원무역이 우위에 있다. 영원무역 FY15 EPS성장률 31%로 Peer그룹 내 상위 수준임에도 불구 P/E 11.5배, 즉 Peer그룹 평균치인 14.2배 대비 낮은 주가수준을 형성하고 있다. 또한 영원무역 주요 고객사의 FY15 EPS성장률이 두자릿수 중후반까지 개선되면서, 바이어들의 실적 개선세는 영원무역 2H14~1H15 수주달성에 긍정적으로 작용할 수 있다. 반면 한세실업은 14년 높은 기저로 15년 EPS성장은 한자릿수 후반에 머물 것으로 예상되며, FY14 P/E 18.6배, FY15 17.5배로 Peer그룹 대비 밸류에이션 매력은 낮다는 판단이다. 더불어 원화강세흐름이 하반기에도 지속된다면 환노출도가 비교적 적은 영원무역이 더 매력적일 수 있다.

❑ Action

의류업종 내 최선호주 영원무역, 휠라코리아: 6개월 의류업종내 선호도는 의류OEM 및 해외비중 높은 기업 〉 내수기업 순이며, 현재 영원무역과 한세실업의 12개월 Forward PER 각각 13.2배, 17.3배로 영원무역에 대한 단기 밸류에이션 매력이 부각될 수 있는 시기이다. 영원무역의 목표주가를 61,000원, 한세실업 33,000원, 영원무역홀딩스 97,000원으로 신규 제시한다. 의류업종내 최선호주는 영원무역과 휠라코리아(BUY, 11만원)이다.

동부증권

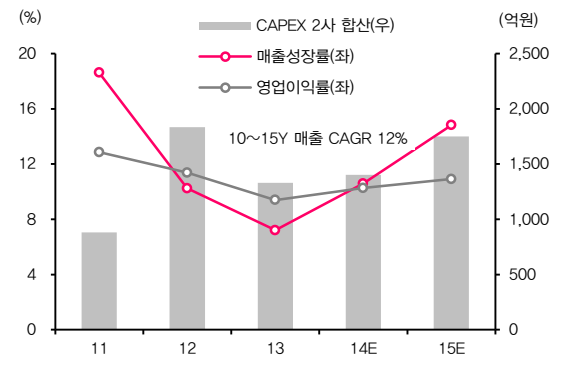
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

성장가치주로서의 고밸류가 가능한 OEM기업

탈중국화 → 동남아 의류OEM산업의 대대적인 생산기지 이동으로 국내 OEM사 최대수혜

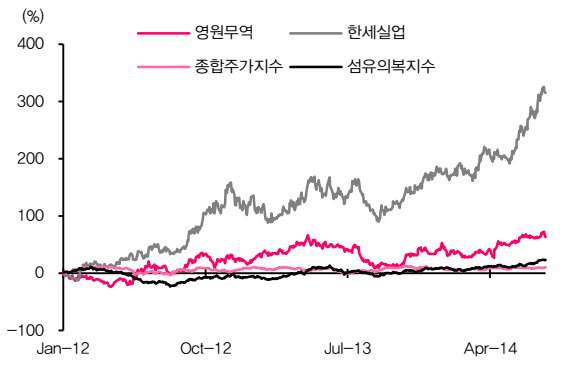
경기침체로 국내외 소비가 위축됨에 따라, 12~13년 내수의류기업들이 실적 둔화를 면치 못하고 있는 상황에서도 국내 의류OEM사(영원무역, 한세실업)들과 해외 모멘텀기업(휠라코리아)들의 어닝은 오히려 상승흐름을 지속해왔다. 특히 한세실업, 영원무역은 각각 10~13년 연평균 13%, 11% 매출 성장을 보이며, 같은 기간 CAPEX 투자도 꾸준했다. 의류 OEM 업체들이 최근과 같은 내수소비 침체 속에서도 우수한 실적 성장세를 유지할 수 있는 이유는 구조적인 의류산업의 변화 흐름 속에 국내 의류OEM기업들이 기류를 잘 탔기 때문일 것이다. 중국의 급격한 인건비 상승으로 OEM산업의 대대적인 생산기지 이동이 시작되었고, 상대적으로 저렴한 인력을 가용할 수 있는 동남아에 생산설비를 보유한 OEM업체로 오더가 집중되는 추세이다. 이러한 트렌드에 베트남과 방글라데시에 주요 설비를 둔 한세실업과 영원무역이 최대 수혜로 떠올랐다. 또한 최근에는 한세실업, 세아상역 등 국내 대표 OEM기업들이 H&M, ZARA, 유니클로 등 글로벌 브랜드와도 계약을 체결함에 따라 양호한 성장세를 견지하고 있다.

도표 1. OEM기업들의 꾸준한 매출 성장



자료: 한세실업, 영원무역, 동부 리서치

도표 2. 한세실업 〉 영원무역, OEM기업들의 주가랠리 지속



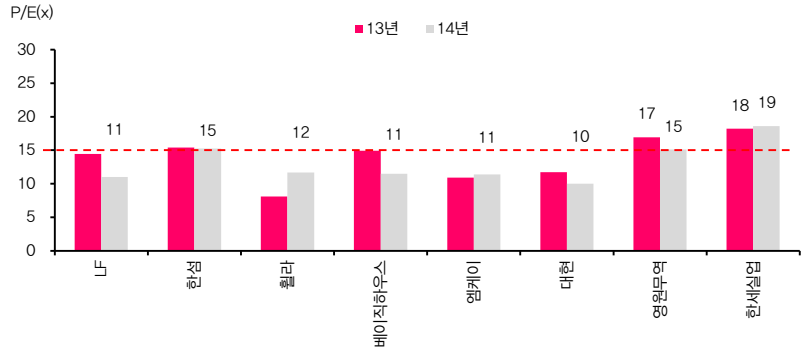
자료: DataGuide, 동부 리서치
주: 12년/1월/1일 이후 누적수익률 기준

유리한 무역조건과 저렴한 임금 수준을 갖춘 국가에 거점을 확보하고 있는 국내 OEM사

국내 주요 의류 OEM 업체들은 유리한 무역조건과 저렴한 임금 수준을 갖춘 국가를 생산거점으로 확보하고 있으며, 성장성이 내재된 복종 및 브랜드를 발굴하여 향후에도 안정적인 실적을 이어나갈 것으로 전망된다. 한세실업과 영원무역 모두 최근 2~3년간 주가 랠리를 지속하면서 의류업종지수 대비 크게 아웃퍼폼 했고, 한세실업 FY14년 PE 18.6배, 영원무역 15.1배로 과거 상단을 지지하고 있다. 14~15년 중소형 의류업체들의 EPS성장률이 (+)로 돌아설 수 있을지에 대한 의문이 해소되지 않고 있어, 한세실업과 영원무역이 비록 중소형 B2C의류업체 대비 30% 할증된 멀티플을 받고 있음에도 이러한 흐름은 지속될 가능성이 높고, 따라서 의류업종내 OEM기업들의 매력은 여전하다는 판단이다.

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

도표 3. B2C 중소형 의류업체 대비 30% 할증된 멀티플을 받는 의류OEM기업

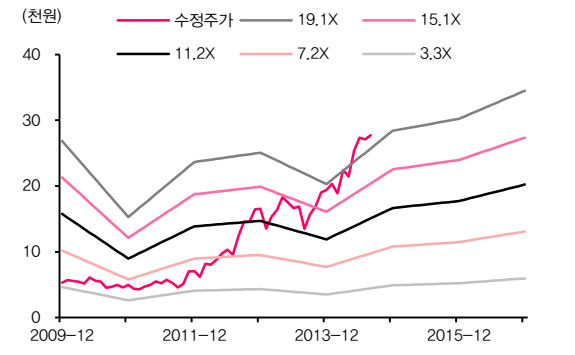


자료: DataGuide, 동부 리서치

영원무역과 한세실업 모두 성장가치주로서의 고밸류 가능

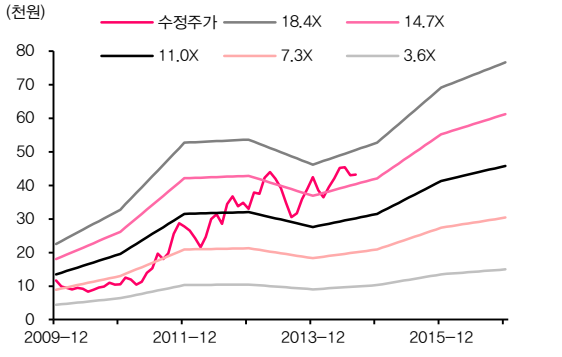
아울러 의류 OEM기업들의 외형성장과 수익성 개선 측면에서 항상 주시해야 할 거시적 변수로 환율 · 무역조건 · 인건비 이슈를 따지고, 미시적 변수인 복종 · 브랜드 포트폴리오 측면에서 비교우위를 점검해보았다. 결론적으로 영원무역과 한세실업 모두 저밸류 매력이 부각되는 종목이라기 보다 성장가치주로서의 고밸류가 가능한 종목이라는 점이다. 무역조건, 인건비 이슈 등 중장기적으로 성장의 밑거름이 되는 긍정적 투자요인들이 영원무역과 한세실업에 집중되어 FY14~15년 실적에 반영될 것이다. 구조적 변화 기류 속에 국내 OEM기업들의 경쟁력은 더욱 부각될 것이며, 당분간 의류업종내 어닝모멘텀은 의류OEM기업 및 해외사업비중 높은 기업 〉 내수기업 순으로 강할 전망이다.

도표 4. 한세실업 Historical P/E밴드 추이



자료: DataGuide, 동부 리서치

도표 5. 영원무역 Historical P/E밴드 추이



자료: DataGuide, 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

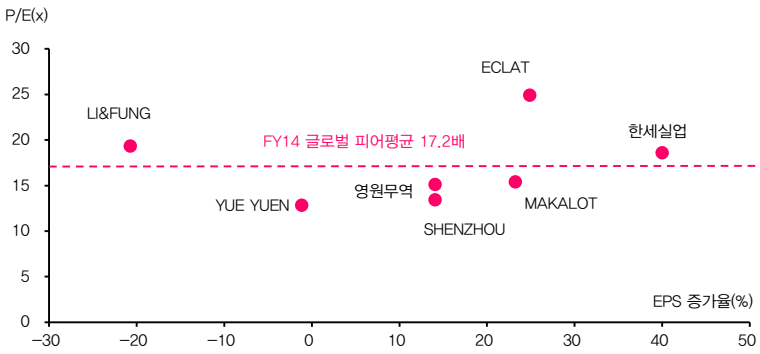
글로벌 Peer 컨센서스 비교시 영원무역 매력 UP

단기적으로는 영원무역의 저밸류 매력 부각 가능

세계적인 OEM기업 5개사의 FY14 평균 P/E는 17.2배, FY15 14.2배 수준이다. 대만기업인 ECLAT은 의류OEM과 방직업을 영위하며 원단~의류제조까지 수직계열화가 이루어져 있고, 생산기지는 베트남, 대만, 캄보디아 등지에 있다. 주로 스포츠웨어, 기능성의류를 생산하고 있다는 측면에서 영원무역과 유사하고, FY14~15년 EPS성장률도 25% 이상이 전망되어 OEM기업 가운데 P/E밸류에이션을 유사기업 대비 60% 이상 할증해서 받고 있다.

한편 영원무역 FY15 EPS성장률 31%로 Peer그룹 내 상위 수준임에도 불구 P/E 11.5배, 즉 Peer그룹 평균치인 14.2배 대비 낮은 주가수준을 형성하고 있다. 또한 영원무역 주요 고객사의 FY15 EPS성장률이 두자릿수 중후반까지 개선되면서, 바이어들의 실적 개선세는 영원무역 2H14~1H15 수주달성에 긍정적으로 작용할 수 있다. 반면 한세실업은 14년 높은 기저로 15년 EPS성장은 한자릿수 후반에 머물 것으로 예상되며, FY14 P/E 18.6배, FY15 17.5배로 Peer그룹 대비 밸류에이션 매력은 낮고, 영원무역보다 주가 업사이드가 높지 않다고 보여진다. 결론적으로 양사 모두 OEM산업의 구조적인 수혜를 받으며, 성장주로서의 매력은 고루 갖췄지만, 단기적으로는 영원무역의 저밸류 매력이 부각될 수 있는 시기라는 것이다.

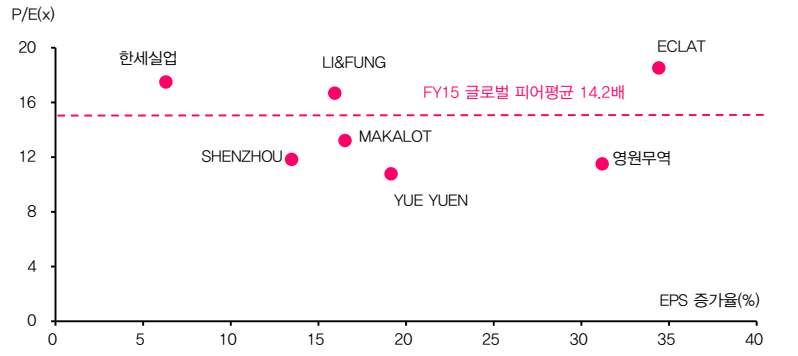
도표 6. 글로벌 평균 FY14 P/E 17.2배 vs 웃도는 한세실업과 밑도는 영원무역



자료: Bloomberg, 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

도표 7. FY15 영원무역 EPS성장률은 피어 내 상위수준임에도 P/E 저매력 부각



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 8. 글로벌 OEM/ODM기업들의 컨센서스 추이

(단위: mil$, 십억원, %, 배)

		ECLAT	MAKALOT	LI&FUNG	YUE YUEN	SHENZHOU	영원무역	한세실업
		1476 TT EQUITY	1477 TT EQUITY	494 HK EQUITY	551 HK EQUITY	2313 HK EQUITY	111770 KS EQUITY	105630 KS EQUITY
	시가총액	2,869	976	11,154	5,521	4,621	1,905	1,064
13		611	603	20,745	7,582	1,634	1,108	1,238
14E	매출액	759	711	20,537	8,053	1,836	1,230	1,365
15E		960	823	21,790	8,589	2,114	1,455	1,524
13		111	55	792	386	359	161	60
14E	영업이익	137	74	815	428	408	182	84
15E		187	87	929	534	475	240	85
13		92	45	725	435	293	122	42
14E	순이익	116	59	585	437	341	140	59
15E		159	69	682	526	396	184	63
13		125	62	1,111	640	426	190	72
14E	EBITDA	156	80	1,020	664	488	228	103
15E		215	96	1,120	786	562	290	107
13		46.2	11.9	16.5	-7.0	6.5	-13.9	-19.1
14E	EPS성장률	24.9	23.3	-20.7	-1.1	14.1	14.1	40.0
15E		34.4	16.5	15.9	19.2	13.5	31.2	6.3
13		30.8	20.1	14.9	12.7	17.2	16.9	18.2
14E	P/E	24.9	15.4	19.3	12.8	13.4	15.1	18.6
15E		18.5	13.2	16.7	10.8	11.8	11.5	17.5
13		10.4	5.1	2.1	1.3	3.1	2.2	2.9
14E	P/B	9.0	4.4	2.6	1.2	2.5	2.0	3.4
15E		6.7	4.1	2.5	1.2	2.2	1.7	2.9

자료: Bloomberg, 동부 리서치

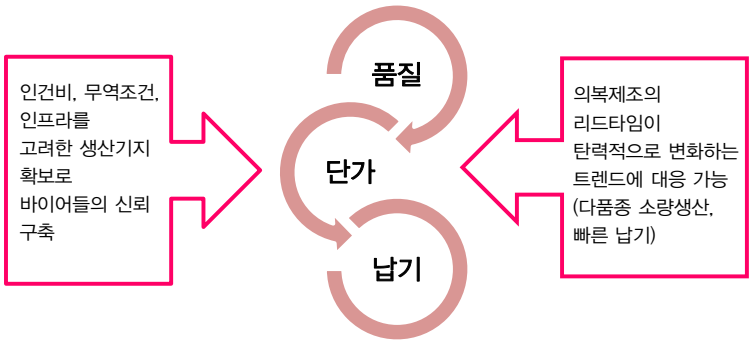
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

포트폴리오 다변화로 OEM기업들의 성장가속화

영원무역은 복종의 다양화 & 한세실업은 브랜드의 다양화

OEM사업에서 가장 중요한 것은 고객과의 신뢰이다. 신뢰를 구성하는 요인으로는 단가, 품질, 그리고 납기가 있으며 이를 지키기 위해선 안정화된 생산능력과 튼실한 재무구조가 뒷받침 되어야 한다. 일례로 한세실업이 유니클로 물량을 신규 수주할 당시에도 바이어가 가장 고민했던 부분은 이 2가지였다고 한다. 반대로 OEM기업 입장에서는 고객사와의 거래물량 증대로 규모의 경제를 달성하는 것이 중요하다. 또한 다양한 우수브랜드들과 계약 관계를 유지할 경우, 개별 브랜드의 리스크 및 특정 소비자의 기호 변화에도 안정적인 실적 유지가 가능함에 따라 다양한 복종 · 브랜드 포트폴리오 구성은 매출의 안정성 및 성장성을 나타내주는 주요한 변수로 여겨진다. 중요한 것은 최근 3년 사이 국내 OEM기업들의 수주현황을 살펴보면 영원무역은 복종의 다양화, 한세실업은 브랜드의 다양화를 일궈내고 있으며, 이러한 흐름은 중장기적으로 가속화가 예상된다는 점이다.

도표 9. OEM사들이 가장 중요한 요건은 품질과 단가, 납기 준수



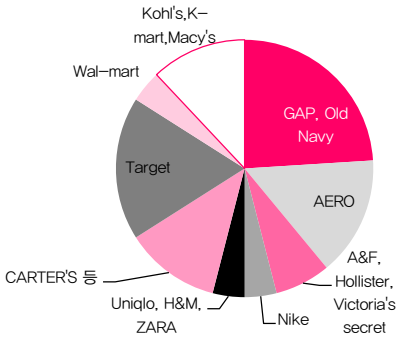
지료: 동부 리서치

한세실업: 캐주얼 시장의 성장 정체, SPA브랜드 수주 모멘텀 삼아 두자릿수 매출증가세 전망

우선 첫 번째, 한세실업은 1982년 창립 이후 본래 니트 제품을 중심으로 의류 OEM 수출사업을 영위하고 있다. 나이키, 갭 등 글로벌 의류업체를 주요 거래처로 두고 있으며, 최근 H&M, ZARA 등 글로벌 SPA 브랜드와도 계약을 체결함에 따라 양호한 성장세를 견지하고 있다. 다품종 소량 주문과 리드타임을 짧게 요구하고 있으며, 한세실업은 중남미와 동남아 지역으로 생산공장이 분산되어 있어 SPA브랜드의 주문에 적절한 대응이 가능하다. 또한 기존 캐주얼 시장의 성장세가 정체되어 있는 가운데, H&M, ZARA, 유니클로 등으로부터 신규계약을 체결하여 SPA브랜드를 모멘텀 삼아 두자릿수의 매출증가세를 이어나갈 수 있을 것으로 예상된다. 한편 기존의 주력사업인 니트보다 고마진의 우븐(직물) 비중이 확대 추세에 있으며, 판가 인상이 기존보다 탄력을 받으며 환율에 대한 이익률 방어가 전보다 높아졌다.

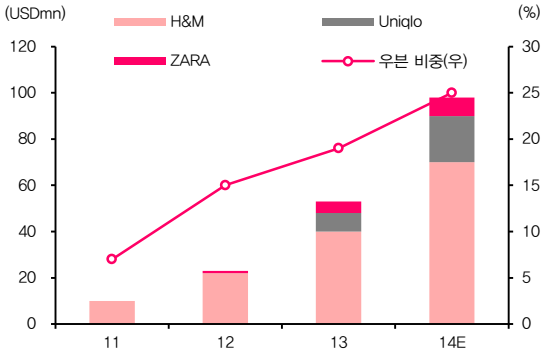
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

도표 10. 주요 바이어 중 13년 Specialty store 66% 차지



자료: 한세실업, 동부 리서치
주: 06년 specialty store 비중 37%, 09년 49%

도표 11. 글로벌 브랜드 오더와 고마진의 우븐 매출비중 증가

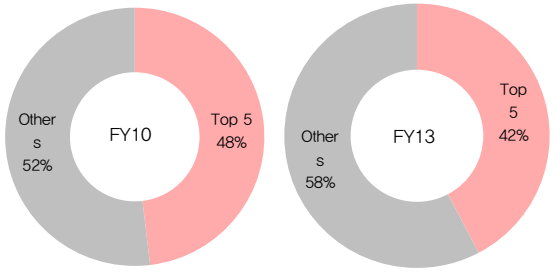


자료: 한세실업, 동부 리서치

영원무역: 신발과 가방으로 포트폴리오 다변화, Top 5 고객사 위주로 편중됐던 매출 점차 해소

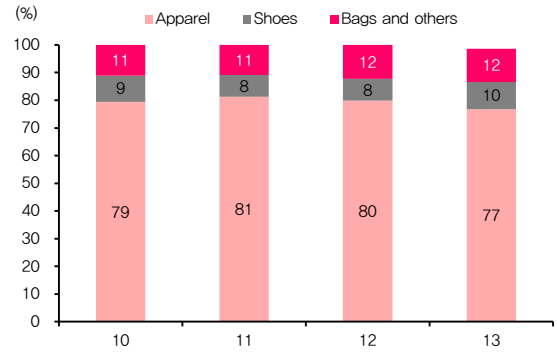
두번째로 영원무역은 노스페이스 · 나이키 등 전세계 40여개 해외 유명 아웃도어 및 스포츠 의류업체들에 대한 의류 수출을 주력으로 한다. 고기능성 제품이라는 특징을 가지고 있어 일반 캐쥬얼 저가의류 대비 일정수준 이상의 진입장벽을 가지고 있는 것이 영원무역의 강점이다. 과거 아웃도어 시장의 급속한 성장세와 우수 거래처 위주의 안정된 수요기반을 바탕으로 최근 3년간 꾸준한 매출신장을 시현하며, 연결기준 두 자릿수의 영업이익률을 유지하는 등 높은 수익성을 보인다. 최근에는 신발과 가방으로 포트폴리오 다변화에 집중하며, 기능성 의류비중도 확대되고 있어 일부 Top 5 고객사 위주로 편중되었던 매출이 점차 해소되고 있다. 한편 원단 및 부자재 제조업으로 사업영역을 확장하면서 수직계열화를 꾀하고 있어 주목된다.

도표 12. 신규바이어 유입으로 Top5 바이어 비중 감소



자료: 영원무역, 동부 리서치
주: Top5는 노스페이스, 나이키, Patagonia, LL.Bean 등

도표 13. 의류에서 신발, 가방으로 포트폴리오 다변화



자료: 영원무역, 동부 리서치
주: 가방은 코치(Coach)가 주요 바이어

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

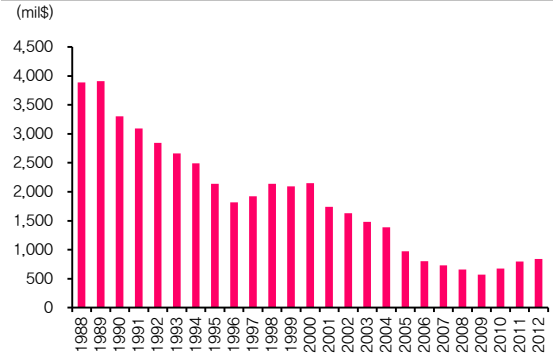
국내 의류OEM 기업들이 실적안정성과 탁월한 생산능력을 앞세워 글로벌 의류바이어들의 요구를 충족시키고, 더 나아가 협상력 측면에서 우위를 점하는 시대가 되었다. 또한 국내 OEM사들이 경쟁력을 확보할 수 있었던 또 하나의 근거는 바로 변화하는 주요 의류생산국의 조류를 잘 따라간 점이다. 우리나라 의류OEM기업들은 생산국 영업환경의 점진적 변화에 맞춰 중국에 편중되지 않고 동남아시아 및 남미 국가들을 주요 생산지로 지역을 다변화하였다.

지는 중국, 떠오르는 동남아

탈중국화 → 방글라데시, 베트남 인건비와 인프라가 절충한 곳으로 생산기지 이전

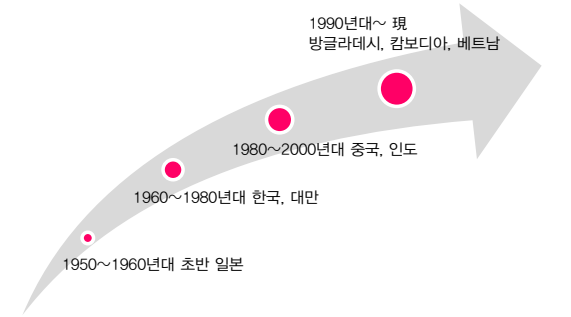
우리나라의 의류산업은 1910년대 가내 수공업 형태의 소규모 공장에서 시작되었다. 의류 OEM 산업이 본격적으로 이루어진 것은 1960년대 이후로 정부의 경제개발계획 아래 노동집약적 산업이 육성되면서 섬유산업이 크게 발달하였다. 국내 총 수출액 중 의류수출액 비중(신발 · 잡화 제외)이 1977년 20%를 상회하는 등 1970년대까지 주요 수출전략산업으로 지정되어 중저가 제품 분야에서 홍콩, 대만과 함께 수출주도국으로서의 지위를 유지하였다. 그러나 1980년대 후반 이후 임금상승, 노사분규 등에 따른 국내 경영환경 악화와 후발국의 섬유제품산업 육성 등으로 국제경쟁력이 약화되면서 수출성장이 정체기에 접어들었으며, 1990년대에는 명품 등 유명 패션제품은 선진국에, 중저가 제품은 개발도상국에 뒤쳐지는 샌드위치 현상이 심화되면서 의류 생산 및 수출의 어려움이 가중되었다. 이후 의류제조업체 대다수가 저렴한 노동력을 보유한 중국, 베트남, 방글라데시 등 해외지역으로 생산기지를 이전하였다. 이처럼 아시아 지역의 주요 의류 수출국가는 1960~80년대 한국, 홍콩, 대만에서 1990년대 중국 및 인도, 최근에는 방글라데시, 캄보디아, 베트남 등으로 이동하고 있으며, 해외생산을 통한 생산성 확보를 바탕으로 의류수출이 이루어지고 있다.

도표 14. 한국 의류수출규모는 해마다 감소



자료: UN, 동부 리서치

도표 15. 수출주도국으로 지위는 동남아로 이동



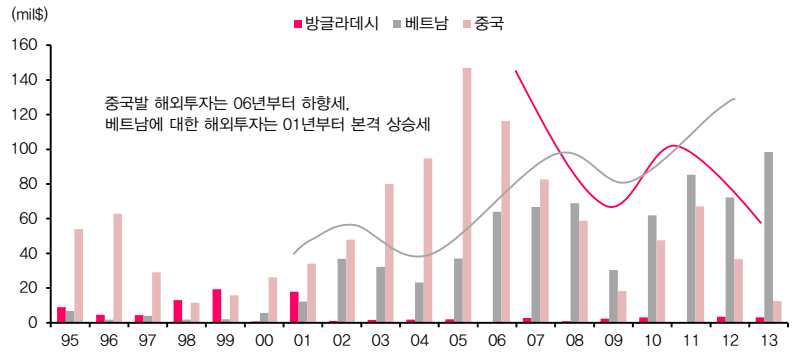
자료: 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

NIKE에 이어, ADIDAS도 중국 내 마지막 생산 공장 폐쇄, 탈중국 가속화

의류생산국가가 변화하는 가장 큰 이유는 인건비 이슈 때문이다. 과거부터 중국은 풍부한 노동력과 거대한 면적을 바탕으로 세계 의류 수출액의 43%를 차지하는 의류수출 1위 국가였다. 그러나 09년 이후 산업고도화 정책에 따라 임금상승이 본격화 되면서 다른 아시아 국가 대비 인건비 수준이 높아져 가격경쟁력이 저하되었다. 중국의 근로자 평균 임금은 2000년 9,333위안에서 11년 41,799위안으로 약 4.5배가량 상승하면서 연평균 약 14.6%의 빠른 증가율을 보였다. 이 밖에도 원자재 가격 상승 등 생산비용이 급격히 상승하면서 중국 내 제조시설을 다른 곳으로 이전하거나 자국으로 U턴하는 등의 사례가 속출하였고, 09년 중국 내 생산을 중단한 NIKE에 이어, ADIDAS도 중국 내 마지막 생산공장을 폐쇄하였다. 더불어 내륙지역 공단 개발에 따라 중국 전 지역의 임금이 인상됨에 따라 일자리를 찾아 대도시로 왔던 농민공들이 고향으로 돌아가 노동력 또한 감소한 것으로 파악된다.

도표 16. 해외투자 현황: 탈중국화 → 인건비와 인프라가 절충한 곳으로 생산기지 이전



자료: 한국수출입은행, 동부 리서치

주요 의류 생산국의 변화 흐름은 중장기 지속, 동남아에 생산공장 보유한 OEM 업체들 수혜 지속

즉 중국의 인건비 상승과 위안화 강세 등으로 과거 의류수출국으로서 누렸던 혜택이 고스란히 방글라데시, 베트남 등지로 이동하고 하고 있다. 중국 임금 상승에 따른 의류봉제 산업의 국가 이동은 글로벌 생산 구조에서 발생한 구조적 변화로 그 흐름을 다시 돌이키기에는 무리가 있을 것으로 판단된다. 이에 따라 10년부터 시작된 주요 의류 생산국의 변화 흐름은 중장기적으로 지속될 전망이며, 인도네시아 · 베트남 · 방글라데시 등 동남아 지역에 생산공장을 보유한 주요 의류 OEM 업체들, 즉 영원무역, 한세실업의 매출신장에 긍정적으로 기여할 전망이다.

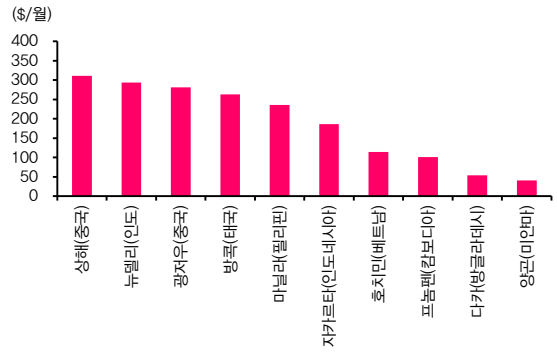
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

중국보다 낫다는 동남아, 그 중에서도 베트남이 으뜸

국가별 혹은 지역별로 임금수준은 상이하며, 임금상승률도 차이 나 상대적인 투자매력도에 우위 발생

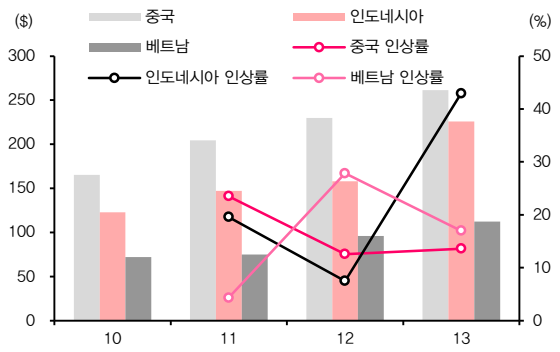
의류제조업은 재단, 봉제 등 제조공정상 인력의 투입이 산출량을 결정하는 노동집약적 산업이다. 이에 따라 인력의 숙련도와 인건비가 생산량과 수익성에 각각 큰 영향을 미친다. 따라서 의류제조업체들은 저렴한 인건비 및 풍부한 노동력을 확보하기 위해 새로운 해외 생산처를 발굴하고 생산기지를 이동하면서 생산환경 변화에 대응하고 있다. 의류제조업체의 제조원가는 재료비가 60%, 인건비가 15~20%로 구성되는 가운데 원자재의 경우 바이어가 지정한 것을 사용하는 경우가 많아 실질적으로 비용 통제가 가능한 부분은 인건비이다. 국가별 혹은 지역별로 임금수준은 상이하며, 임금상승률도 차이가 나 상대적인 투자매력도에 우위가 생긴다.

도표 17. 주요국 도시별 생산직 임금 수준



자료: JETRO, KOTRA, 동부 리서치

도표 18. 중국, 인도네시아, 베트남 최저임금 비교



자료: KOTRA, 동부 리서치
주: 중국 상하이, 인도네시아 자카르타, 베트남 호치민 기준, 연도별 연평균 환율 적용

베트남과 방글라데시 매력 증가, 인도네시아는 매력 감소

베트남의 13년 최저임금은 112$로 인도네시아의 226$, 중국의 261$에 대비하여 절반 이하 수준이다. 지난 10~13년 최저 임금 인상율은 베트남 연평균 15%, 인도네시아 22%, 중국 16%로 베트남 및 중국에 비하여 상대적으로 인도네시아의 최저임금이 가파르게 상승하였다. 인도네시아는 최근 3년간 중국보다 가파른 임금 상승을 거쳐서 인도네시아 최저임금이 중국의 86% 수준으로 인건비 차이에 따른 투자 매력도가 현저히 떨어진다. 하지만 베트남은 중국의 43%, 인도네시아의 50% 수준으로 여전히 저렴한 인건비가 투자매력도를 높이는 요인으로 작용한다.

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

임금인상기조로 봤을 때도 역시 베트남, 방글라데시

베트남, 방글라데시 급격한 임금인상 가능성 낮아

동남아도 인건비 상승에 대한 부정적 영향은 중국과 다르지 않다. 하지만 최저임금인상의 이유는 국가별로 상이하며, 특히 베트남은 노동계의 시위, 파업 등에 의한 것이 아닌 높은 인플레이션에 따른 정책적 조치였다는 측면에서 앞으로도 급격한 임금인상 가능성은 낮을 것으로 판단된다. 방글라데시도 13년 12월부터 기존 대비 77% 최저임금 인상을 발효했다. 다만 2010년 인상 이후 3년만이고, 당초 한국기업들이 100% 인상을 예상했음 감안할 때 결코 부담스러운 수준은 아니라는 점이다. 더불어 방글라데시 최저임금은 베트남의 61% 수준에 불과하다.

도표 19. 동남아 주요국의 최저임금 인상 원인 (단위: $, %)

	13년 월 최저임금	전년대비 인상률	인상이유 및 도입시기
인도네시아	226	42	노동계임금인상 요구 수용
베트남	112	17	높은 인플레이션에 따른 정책적 조치
방글라데시	68	-	2010년 이후 최초(인상 전 39$)
태국	200	35	잉락 총리의 11년 총선공약 이행
말레이시아	263~296	-	13년 1월 최저임금제 최초시행

자료: 주요 언론보도, 동부 리서치
주1: 태국은 일일기준 최저임금제도 채택(300바트/일)하고 있어 월급(주 5일, 4주 근무)으로 재환산하여 약 6,000바트
주2: 방글라데시는 수출가공공단(EPZ) 입주업체는 당분간 적용안함(기존 48$)

인도네시아는 시위와 대규모 파업 잇달아, 수도권 임금인상 여파가 지방에도 확산될 가능성 증가

반면 인도네시아의 경우 근로자 처우개선, 임금인상을 요구하는 시위와 대규모 파업이 잇달았고, 지난해 노동계의 임금인상 요구를 수용해 최저임금을 42% 가량 인상했지만 노 · 사 · 정 간의 갈등은 해소되지 않고 있다. 또한 수도인 자카르타 지역의 최저임금 인상 이후 지방소재 노동계도 임금 인상을 요구하고 있어 수도권의 임금인상 여파가 지방까지 확산될 가능성이 있으며, 따라서 당분간 인도네시아는 임금의 급격한 인상 가능성을 배제할 수 없는 상황이다.

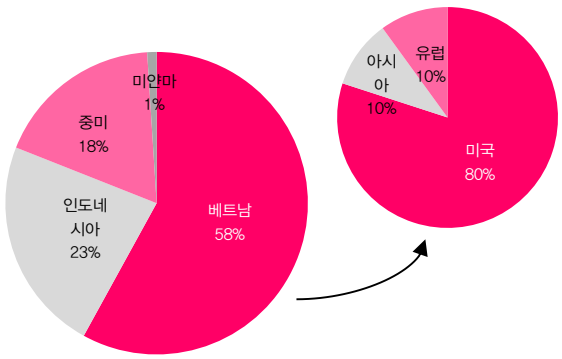
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

무역조건: 베트남~미국, 방글라데시~유럽길이 순탄하다

영원무역, 한세실업 TPP, New GSP 수혜

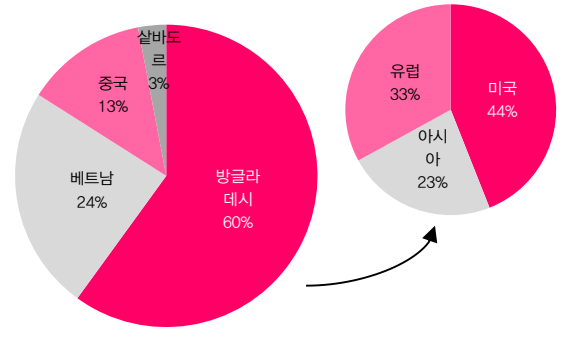
한세실업은 베트남 생산비중이 58%를 차지하며, 미국향(바이어 국적 기준으로 추측) 수출이 다수를 차지한다. 한편, 영원무역은 방글라데시 생산비중이 60%, 베트남이 24%를 차지하며, 미주향 매출은 44%, 유럽이 33% 수준이다. 두 회사 모두 14~15년에 걸쳐 방글라데시, 베트남의 무역협정을 통한 의류품목 관세 혜택에 대한 일부 수혜가 예상된다.

도표 20. 한세실업: TPP 수혜 (베트남~미국)



자료: 한세실업, 동부 리서치
주: 바이어 국적으로 추측한 수출국 매출비율

도표 21. 영원무역: New GSP 수혜 (방글라데시~유럽)



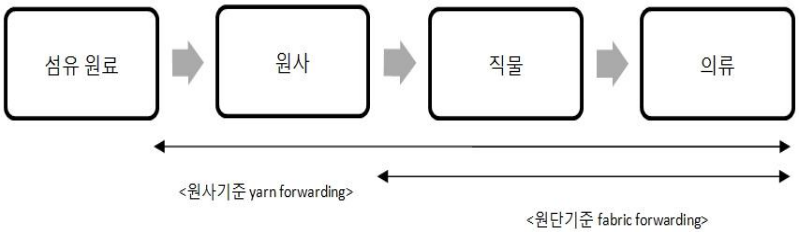
자료: 영원무역, 동부 리서치
주: 영원무역은 TPP (베트남~미국) 동시 수혜

15년 TPP 발효시 베트남~미국 수출 무관세 혜택

베트남-미국간 TPP(환태평양경제동반자협정)는 회원국에 한하여 공산품, 농산품, 금융, 의료, 지적재산권에 대한 관세 철폐를 주요 골자로 한다. 주요 참여국가는 미국, 일본, 캐나다, 멕시코, 호주, 베트남 등 12개 국가이다. 올해 내 타결을 목표로 하며, 15년 발효될 경우 미국이 현재 베트남 수입의류에 대해 약 17.5% 수준의 관세를 적용 중인데, 점차 낮아져 최종적으로는 완전 철폐될 예정이다.

13년 베트남의 주요 의류 수출국 가운데 TPP 협정 참여국인 미국, 일본, 캐나다, 호주, 멕시코, 말레이시아로의 수출액은 약 117억 달러로 전체 의류수출액의 65%를 차지한다. 베트남 산업무역부(MOIT)에 의하면 TPP 발효 시 17년 베트남의 대미 섬유 · 의류 수출은 현재의 연 13%에서 20%까지 증가해 수출총액 연간 250억~300억 달러를 달성할 것으로 전망하고 있다. 역으로 미국 수입의류시장에서 현재 10% 미만인 베트남 의류의 시장점유율이 TPP 발효 이후 35%까지 급성장할 것으로 예상됨에 따라 최근 베트남에서는 외자기업들의 투자가 확대되고 있는 추세이다. 하지만 미국은 얀포워드(Yan-forword) 규정을 둬서 베트남에서 생산된 섬유 · 의류제품은 원사 생산에서부터 방적 · 방직 · 염색 공장을 포함한 완제품 생산에 이르는 모든 공정이 TPP 회원국 내에서 이루어져야만 무관세를 적용받을 수 있다.

도표 22. TPP 얀포워드(Yan-forword) 규정은 원사와 원단제조를 구분해 수혜 가능

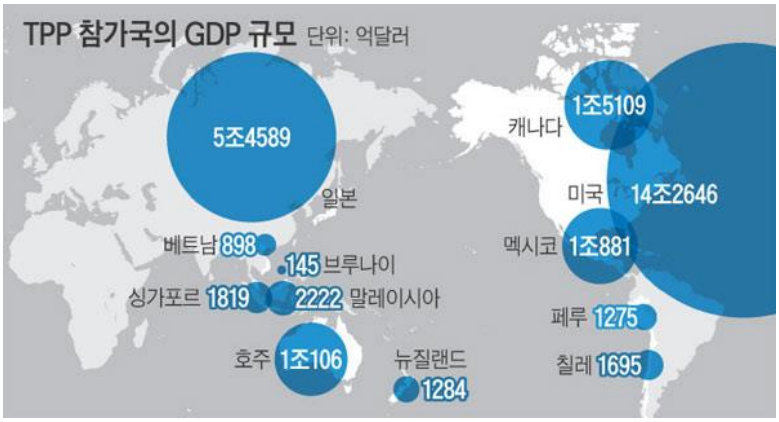


자료: KOTRA, 동부 리서치

얀포워드(Yan-forword) 규정에 대응 위한 수직계열화 노력

따라서 영원무역은 원단공장에 대한 설비투자를 위해 베트남 남단에 Textile Mill 단지를 지었고, 지난 2010년 인수한 뉴질랜드 DTI(Designer Textiles International)을 통해 베트남에서 메리노울 원단 생산을 진행중이다. 한세실업도 1Q13 씨엔티비나(C&T VINA)를 인수하면서 편직, 염색가공 사업을 추가했고, 작년에 추가적으로 토지를 구입해 염색 및 편직라인을 추가증설 중에 있어, 9월부터는 가동 가능할 것으로 보인다.

도표 23. TPP 수혜 예상 경로는 베트남~미국 & 말레이시아~미국



자료: 주요 언론보도, 동부 리서치

GSP제도는 방글라데시~ 유럽 수출시 무관세 혜택, 11년 영원무역 유럽향 매출 40% 이상 증가

과거에 영원무역의 생산거점인 방글라데시는 11년 EU의 GSP(Generalized System of Preference, 일반특혜관세제도)에 의해 유럽으로 수출되는 모든 의류에 대한 관세가 면제되었다. GSP란 UNCTAD(유엔무역개발회의)의 권고에 따라 만들어졌으며 개발도상국들의 수출을 촉진시켜 국가소득신장 및 경제성장에 이바지하고 있다. 이로 인해 방글라데시에

주요 공장을 보유하고 있는 영원무역은 11년 이후 유럽 바이어들로부터 수요가 급증했고, 그 해 유럽향 매출은 40% 이상 증가했다. 또한, 방글라데시 내 수출가공공단(Export Processing Zone)을 설치하여 생산법인을 신설하면 10년간 세제혜택(법인세 면제, 원부자재 관세 면제 등)을 부여하고 있어 관세 및 법인세 측면에서도 유리한 것으로 판단된다. 한편 14년 1월부터 시행된 New GSP에 따르면, 최빈국으로 선정된 국가는 아시아에서 아프가니스탄 · 방글라데시 · 부탄 · 캄보디아 등 10개국, 태평양에서는 사모아 등 5개국, 중남미의 경우 아이티 1개국, 아프리카에서는 33개국이 최빈국(Least Developed Countries)으로 선정되었다.

도표 24. 탈중국 가속화, 방글라데시, 베트남 부각, 이제는 미얀마와 아이티인가?

자료: 구글검색 이미지, 동부 리서치

10년 후 베트남과 방글라데시 뒤를 이을 국가는 아이티, 미얀마?

여기서 또 한가지의 시사점은 국내 OEM기업내 매출 1위인 세아상역(비상장)이 12년 10월에 아이티 산업단지에 처음으로 입주하여 공장가동을 시작한 점이다. OEM기업들은 Post-CHINA 시대를 맞아 인건비와 인프라가 절충되는 지역을 찾기에 고민이 많다. 즉, 한세실업이 미얀마에 진출한 것도 같은 맥락일 것이다. 아이티 산업단지의 경우, GSP 제도의 최빈국에 속하여 유럽 수출에 무관세 · 무쿼터 혜택을 받을 수 있을 뿐 아니라, 산업단지 조성이 미국 국무부 · 미주개발은행 · 아이티 정부가 함께 투자한 아이티 재건 프로젝트의 일환임에 따라 미국과의 지리적 근접성과 더불어 대미수출에도 유리할 것으로 예상된다. 다만 아이티가 섬유의류 주력 생산국이 되기까지는 오랜 시간이 필요할 것이며, 과거 베트남과 방글라데시가 적게는 10~15년이란 긴 시간이 소요되었다는 점도 참고할 부분이다.

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

베트남-중국 관계악화 시사점

원부자재 수입선 다변화 모색, 우리 기업에 기회

5월 이후 영유권분쟁으로 베트남과 중국 간 긴장관계가 고조되는 가운데 14년 하반기 베트남 경제의 향방에 귀추가 주목되고 있다. 중국과 베트남의 긴장관계 고조는 한국의 베트남향 자본재 · 원부자재 · 소비재 수출에 기회가 될 것으로 예상된다. 이유는 반중 시위를 통해 베트남 내부적으로 제조업과 부품산업의 경쟁력을 높이고, 교역파트너를 다변화함으로써 대중국 의존도를 완화하고 경제위험도를 낮춰야 한다는 여론이 형성되고 있기 때문이다.

도표 25. OEM기업들의 수직계열화 현황

모회사	자회사	사업부문
한세실업	C&T VINA	염색, 편직 가공사업으로 확대
영원무역	DTI	베트남에서 메리노울 원단 생산을 진행

자료: 동부 리서치

실제로 베트남 섬유의류협회(VITAS)는 회원사들에 대해 한국 · 아세안 · 인도 · 일본 등 중국 이외 지역에서 원부자재 소싱을 하기를 제안하고, 국내 의류OEM 기업들에게 원부자재 생산을 권하는 실정이다. 베트남-중국의 관계 악화가 장기적으로 베트남 경제에 어떻게 작용할지 예측하기는 어려우나, 이번 사태를 계기로 경제개혁 속도를 높이고 대중국 의존도를 낮추기 위한 공급사슬관리에 주력해야 한다는 공감대가 있음은 분명하다.

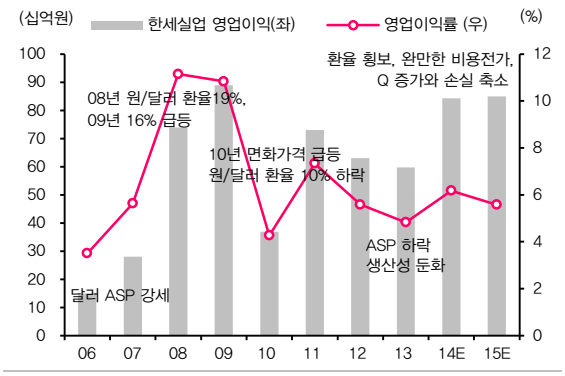
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

원화 강세 지속시 영원무역 〉 한세실업

급격한 환율 하락이 아니라면, 실적 감소 우려는 기우

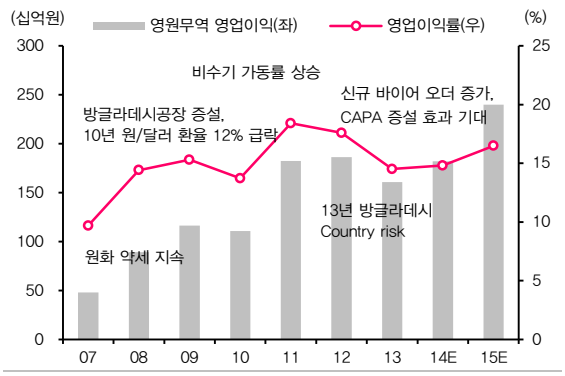
09년에 영원무역과 한세실업은 전년대비 원화기준 매출증가율이 20%를 상회한 바 있다. 이는 08년 하반기부터 시작된 글로벌 경제위기로 09년까지 원화 약세가 지속됨에 따라, 매출액에 환율 상승 효과가 반영되었기 때문으로 보인다. 반면, 환율이 하향 안정화된 10년에는 최근 5년간 최저 매출증가율을 보였다. 11년에는 환율의 급등이나 급락 없이 환율이 점진적으로 하락하면서, 해당 업체의 펀더멘탈에 의한 성장 및 수익성 시현이 가능한 시기였다. 즉, 10년의 경우 전년대비 평균환율의 하락폭이 컸다면 11년의 경우 평균환율의 하락폭이 전년대비 상대적으로 작아 실적에 미치는 환율의 부정적 효과가 약화되었다.

도표 26. 한세실업 히스토리



자료: 한세실업, 동부 리서치

도표 27. 영원무역 히스토리



자료: 영원무역, 동부 리서치

일정 수준 자연헷지 가능, 환율변동에 따른 이익률의 하방경직성은 점차 높아지고 있어

OEM업체들에게 환율하락에 대한 리스크는 불가피하다. 원달러 환율은 외형 증감과 수익성 변동 측면에서 직접적인 영향을 미치고 있으며, 과거 금융위기 당시 원달러 평균환율의 상승으로 원화기준 매출이 증대되는 효과도 있었으나 최근 들어 원화 강세 기조가 지속됨에 따라 매출성장에 우려가 짙어진 것을 사실이다. 하지만 원자재 매입의 상당 부분을 미국 달러로 결제함으로써 일정 수준 자연헷지(hedge)가 가능하다. 다만, 매출금액과 매입금액 간의 차이에 의해 발생하는 부분에 대해서는 여전히 환율 리스크가 존재하며, 이외 원부자재 조달 시 사용 화폐, 해외 수입국 및 생산국의 환율동향에 따라 차이를 보인다. 하지만 과거대비 국내 OEM사들의 환율변동에 따른 이익률의 하방경직성은 점차 높아지고 있으며, 현재 한세실업의 경우 환노출도는 25% 수준으로 과거 40% 대비 점차 축소국면에 있다. 영원무역도 환노출도는 5% 미만으로 추정된다. 즉 올해도 원화 강세 흐름이 지속된다는 가정을 두지만 영원무역과 한세실업의 영업이익률 하락은 다소 제한적일 것으로 판단된다.

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

원/달러 환율이 50원 하락시, 한세실업 OPM 1.2%p 감소, 영원무역 OPM 0.7%p 감소

한편 당사의 14년 원/달러 환율 가정은 1,030원이다. 원/달러 환율이 50원 하락할 때 한세실업의 영업이익률은 1.2%p 감소하고, 영원무역의 영업이익률은 0.7%p 감소할 것으로 예상된다. 환율에 대비한 투자포인트는 연초 대비 원달러 가정이 원화 강세로 더욱 기울면서 이익률 하락에 대한 우려가 있지만 과거대비 양사의 이익변동성은 환율이라는 변수 이외에도 인건비 등 복합적인 이슈가 작용을 하고 있다는 것이며, 08~09년 같이 원달러환율이 급격하게 변동하지 않는 한 우려는 기우였음을 하반기 실적으로 반증할 것이다.

도표 28. 한세실업 원/달러 환율 민감도 분석

(단위: 십억원, %)

	980원 가정시	(-)금액	%증감	1,030원 Base	%증감	(+)금액	1,080원 가정시
매출	1,299	-66	-4.9	1,365	+4.9	+66	1,431
비용	1,234	-47	-3.6	1,281	+3.6	+47	1,328
영업이익	65	-20	-23.3	84	+23.3	+20	104
영업이익률	5.0		-19.4	6.2	-17.6		
%p증감			-1.2	-	+1.1		
세전이익	72	-9	-11.0	81	+11.0	9	89

자료: 동부 리서치

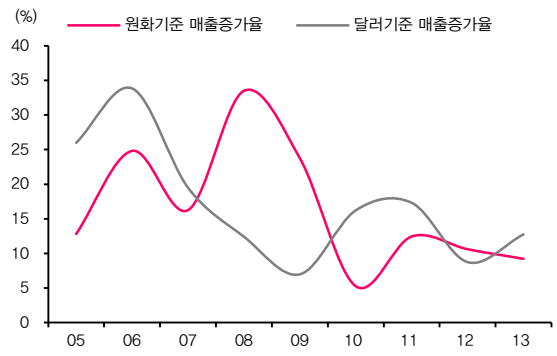
도표 29. 영원무역 원/달러 환율 민감도 분석

(단위: 십억원, %)

	980원 가정시	(-)금액	%증감	1,030원 Base	%증감	(+)금액	1,080원 가정시
매출	1,173	-57	-4.6	1,230	+4.7	+58	1,288
비용	1,007	-41	-3.9	1,048	+3.9	+41	1,089
영업이익	166	-16	-8.9	182	+9.4	+17	199
영업이익률	14.1		-4.5	14.8	+4.5		
%p증감			-0.7	-	+0.7		
세전이익	164	-10	-5.7	174	+5.7	+10	184

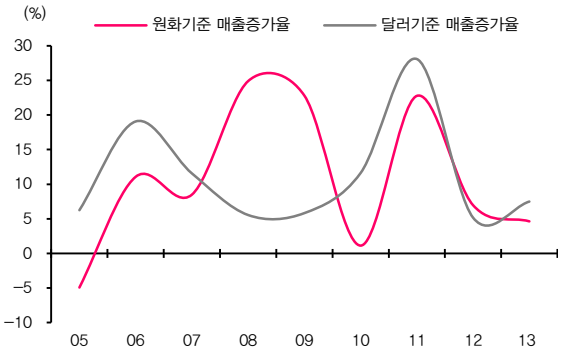
자료: 동부 리서치

도표 30. 한세실업: 달러매출과 원화매출 방향성은 동일



자료: 동부 리서치

도표 31. 영원무역: 달러매출과 원화매출 방향성은 동일



자료: 동부 리서치

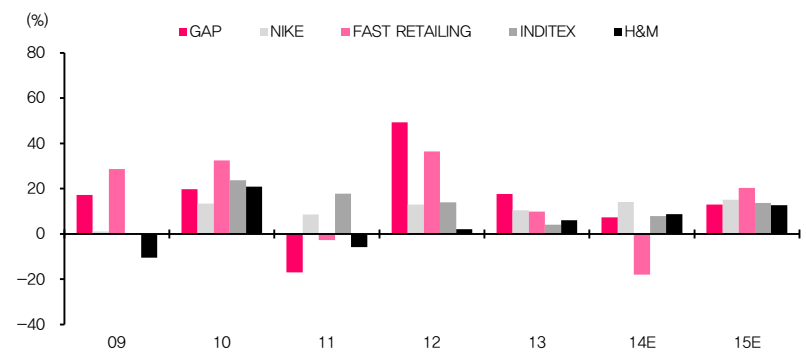
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

15년 고객사들의 실적전망도 파란불!

주요 고객사 FY15 평균 EPSG
한세실업 +14.9%YoY,
영원무역 +15.3%YoY

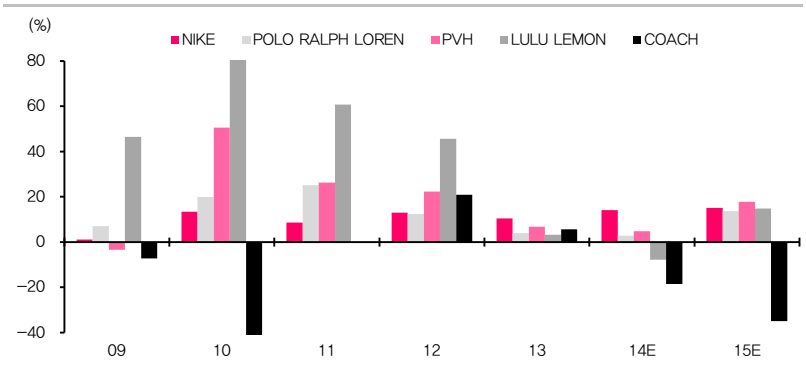
미국과 유럽 등지의 유수 브랜드 기업들을 주요 고객사로 두고 있는 한세실업과 영원무역은 다국적, 다복종 브랜드의 주문이 증가하고 있다. 양사의 주요 바이어와 브랜드, 복종은 매우 다양하지만 그 중에서도 주요 고객사(상장사) 15년 실적 성장세를 살펴보면 한세실업은 5개사 평균 EPS성장률이 14.9%에 달하고, 영원무역의 경우 5.3%(Coach 제외시 15.3%) 수준이다. 국내 주요 의류업체들이 한자릿수 초반 혹은 (-)성장을 보이고 있는 것과 비교한다면 한세실업과 영원무역은 전방에 있는 주요 고객사들의 한자릿수 이상의 성장률을 쫓아 올해도 달러기준 매출 두자릿수 성장은 문제가 없다는 판단이다. 한편 최근 2년 사이 수요가 급증하고 있는 글로벌 SPA브랜드들의 성장을 양사 모두 향유하며 트렌드를 따라가는 것 역시 긍정적이라 보여진다.

도표 32. 한세실업 주요 고객사 14~15년 EPS 성장률 긍정적 흐름 지속



자료: Bloomberg, 동부 리서치

도표 33. 영원무역 주요 고객사 14년 EPS 성장률은 다소 저조, 15년 개선



자료: Bloomberg, 동부 리서치

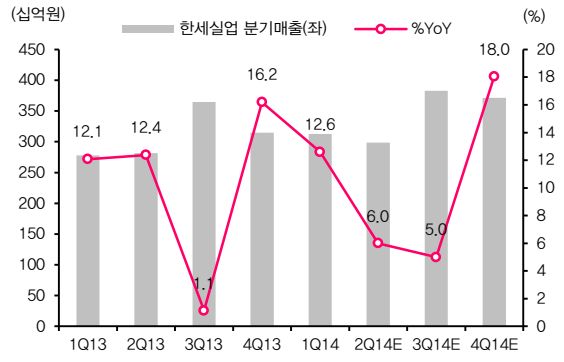
Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

2Q14 Earnings Preview & 하반기 전망

한세실업 2Q14 연결 매출과 영업이익 전년동기 대비 각각 6.0%, 112.5% 성장

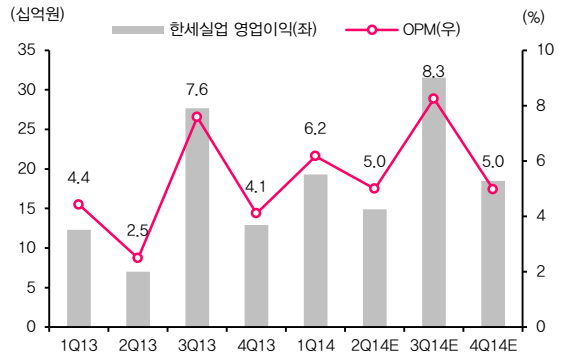
한세실업 2Q14 연결기준 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 6.0%, 112.5% 성장한 2,985억원, 149억원(영업이익률 5.0%)을 전망한다. 매출액은 컨센서스와 부합하나, 영업이익은 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 보여진다. 전년 대비 Top-line 성장률 저하는 2분기 평균환율 하락(-8%YoY)에 기인하며, 높은 영업이익 성장은 2Q13 인도네시아 생산라인 조정비용 및 니카라과 공장 이전 비용 반영에 따른 낮은 기저 영향이다. 3Q14 성수기 효과를 기대해보며, 베트남 TG법인의 생산효율이 증가할 것으로 예상되어 3Q14 매출과 영업이익은 각각 5%, 14.2% 성장을 전망한다.

도표 34. 한세실업 Top-line성장 저하는 환율 하락에 기인



자료: 한세실업, 동부 리서치

도표 35. 2Q14 기저효과에 따른 높은 영업이익 성장 전망



자료: 한세실업, 동부 리서치

14년 연간 매출 +10.3%YoY 영업이익률 1.3%p 개선 전망

14년 연간 매출액은 13,653억원(+10.3%YoY)를 예상하며, 원화강세 흐름이 당분간 지속될 것으로 보여 달러기준 매출성장률 18.5%에 다소 못미칠 것으로 판단된다. 영업이익은 843억원(+41%YoY, OPM 6.2%)으로 전년도 영업이익률 4.8% 대비 1.3%p 개선을 전망하며, 베네통, 무지 등 신규 바이어 추가와 SPA브랜들로부터의 오더 증가, 신공장 가동효율 증가가 주요 투자요인이다.

도표 36. 한세실업 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	11	12	13	14E	15E
매출액	995	1,130	1,238	1,365	1,524
%YoY	14.7	13.5	9.6	10.3	11.7
영업이익	73.0	63.1	59.8	84.3	85.0
%YoY	82.3	-13.6	-5.2	41.0	0.8
영업이익률	7.3	5.6	4.8	6.2	5.6

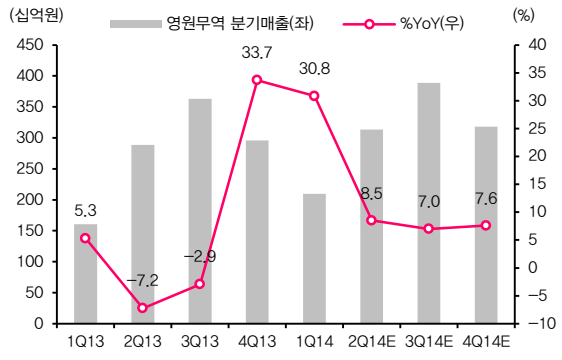
자료: 한세실업, 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

영원무역 2Q14 연결 매출, 영업이익 전년동기 대비 각각 8.5%, 4% 성장

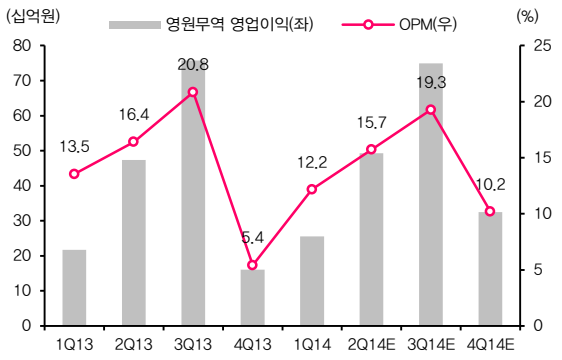
한편 영원무역 2Q14 연결기준 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 8.5%, 4% 성장한 3,134억원, 493억원(영업이익률 15.7%)을 전망한다. 위와 마찬가지로 평균환율 하락의 부정적 영향을 피해갈수는 없을 것으로 보인다. 하지만 미주 주요 바이어들의 오더가 증가하고 있고, Engelbert Strauss 등 신규 바이어를 추가하는 등의 성과가 돋보인다. 3Q14에도 신규고객사 확보에 따른 매출성장과 완만한 ASP상승에 힘입어 고른 성장을 보일 것으로 전망하며, 따라서 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 +7%, -1.1%를 예상한다.

도표 37. 영원무역 달러기준 매출성장보단 낮은 성장



자료: 영원무역, 동부 리서치

도표 38. 완만한 ASP상승 불구 환율요인으로 flat성장



자료: 영원무역, 동부 리서치

14년 연간 매출 +11%YoY 영업이익률 14.5% 전망

14년 연간 매출액은 12,301억원(+11%YoY)를 예상하며, 원화강세 흐름이 당분간 지속될 것으로 보여 달러기준 매출성장률 18.2%에 다소 못미칠 것으로 판단된다. 영업이익은 1,821억원(+13.3%YoY, OPM 14.8%)으로 전년도 영업이익률 14.5%와 유사하게 전망된다. 영원무역은 기존의 아웃도어에서 스포츠웨어, 신발 및 가방 등으로 영역을 넓히고 있다. 증설효과와 더불어 품목 다각화를 통해 지속적인 이익률 회복이 가시화될 것으로 판단하여, 앞으로 2-3년이 더 좋아 보이는 기업이다.

도표 39. 영원무역 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	11	12	13	14E	15E
매출액	990	1,059	1,108	1,230	1,455
%YoY	22.8	7.0	4.6	11.0	18.3
의류	804	846	851	961	1,119
신발	78	83	108	132	186
기타	108	130	133	137	150
영업이익	182.3	186.3	160.8	182.1	239.9
%YoY	64.8	2.2	-13.7	13.3	31.7
영업이익률	18.4	17.6	14.5	14.8	16.5

자료: 영원무역, 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

BUY
목표주가: 33,000원(신규)
현재주가: 27,250원(8/4)

한세실업(105630)

장기 성장성 견조, 단기 밸류에이션은 부담

12년 ASP 하락추세 올해 초부터 빠르게 개선, 글로벌 SPA브랜드 위주의 신규수주가 잇달아

생산의 58%가 베트남, 수출의 80% 이상이 미국으로 향하는 한세실업의 경우, 15년 발효가 예상되는 TPP 베트남~미국 노선의 최대 수혜주로 꼽힌다. 미국 얀포워드(Yan-forword) 규정에 대응하기 위해 1Q13 씨엔티비나(C&T VINA)를 인수하면서 편직, 염색가공 사업을 추가했고, 추가적으로 토지를 구입해 염색 및 편직라인을 추가증설 중에 있어 9월부터 가동 가능할 것으로 보여진다. 12년 ASP 하락추세가 올해 초부터 빠르게 개선중이며, 글로벌 SPA브랜드 위주의 신규수주가 잇달아 달러기준 연간 매출 두자릿수 성장은 무난할 것으로 예상된다.

2Q14 연결 매출과 영업이익 전년동기 대비 +6%, +112.5%

한세실업 2Q14 연결기준 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 6.0%, 112.5% 성장한 2,985억원, 149억원(영업이익률 5.0%)을 전망한다. 매출액은 컨센서스와 부합하나, 영업이익은 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 보여진다. 전년 대비 Top-line 성장률 저하는 2분기 평균환율 하락(-8%YoY)에 기인하며, 높은 영업이익 성장은 2Q13 인도네시아 생산라인 조정비용 및 니카라과 공장 이전 비용 반영에 따른 낮은 기저 영향이다. 3Q14 성수기 효과를 기대해보며, 베트남 TG법인의 생산효율이 증가할 것으로 예상되어 3Q14 매출과 영업이익은 각각 5%, 14.2% 성장을 전망한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,130	1,238	1,365	1,524	1,762
(증가율)	13.6	9.6	10.3	11.6	15.6
영업이익	63	60	84	85	96
(증가율)	-13.7	-4.8	40.0	1.2	12.9
지배주주순이익	53	43	60	63	72
EPS	1,316	1,065	1,491	1,585	1,810
PER (H/L)	14.7/4.3	19.4/12.1	18.6	17.5	15.3
PBR (H/L)	3.3/1.0	3.0/1.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA (H/L)	11.1/4.5	12.8/8.9	11.2	10.6	9.3
영업이익률	5.6	4.8	6.2	5.6	5.4
ROE	24.9	16.8	20.0	17.9	17.4

Stock Data

52주 최저/최고	13,500/30,200원
KOSDAQ /KOSPI	550/2,080pt
시가총액	10,640억원
60日-평균거래량	130,152
외국인지분율	6.6%
60日-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	한세예스24홀딩스 외 18인 57.6%

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.1	22.6	56.9
상대기준	-2.5	16.8	44.6

목표주가는 FY15 Target P/E 20배 적용한 33,000원 제시

14년 연간 매출액은 13,653억원(+10.3%YoY)를 예상하며, 원화강세 흐름이 당분간 지속될 것으로 보여 달러기준 매출성장률 18.5%에 다소 못미칠 것으로 판단된다. 영업이익은 843억원(+41%YoY, OPM 6.2%)으로 전년도 영업이익률 4.8 대비 1.3%p 개선을 전망하며, 베네통, 무지 등 신규 바이어 추가와 SPA브랜들로부터의 오더 증가, 신공장 가동효율 증가가 주요 투자요인이다. 다만 14년 P/E 17.5배로 역사적 P/E 고점 대비 밸류에이션 부담 있으며, 목표주가는 33,000원을 신규 제시한다.

도표 40. 한세실업 분기매출 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F
매출액	277.8	281.6	364.5	314.6	312.8	298.5	382.7	371.4	344.0	325.3	417.1	437.9
%YoY	12.1	12.4	1.1	16.2	12.6	6.0	5.0	18.0	10.0	9.0	9.0	17.9
영업이익	12.3	7.0	27.7	12.9	19.3	14.9	31.6	18.5	17.5	15.0	33.3	19.2
%YoY	-16.3	-56.5	-3.3	257.2	57.1	112.5	14.2	43.2	-9.6	0.4	5.6	3.9
영업이익률	4.4	2.5	7.6	4.1	6.2	5.0	8.3	5.0	5.1	4.6	8.0	4.4

자료: 동부 리서치

도표 41. 목표주가 FY15 Target P/E 20배 적용한 33,000원 제시

	09	10	11	12	13	14E	15E	16E
EPS_P	1,429	699	1,241	1,316	1,065	1,491	1,585	1,810
PER_P (End)	3.7	7.2	5.7	12.6	18.2	19.1	17.9	15.7
PER_P (High)	4.3	9.5	5.9	14.7	19.4	19.8	18.6	16.3
PER_P (Low)	2.0	5.6	3.2	4.3	12.1	12.3	11.6	10.2
PER_P (Avg)	3.3	7.5	4.2	8.3	15.5	14.8	13.9	12.2
Forward EPS_지배순이익 기준						1,546		
Forward PER_지배순이익 기준						19.0		
Trailing EPS_지배순이익 기준						1,313		
Trailing PER_지배순이익 기준						22.3		
Target EPS_지배순이익 기준						1,585		
Target Multiple						20.0		
Target Price						33,000		

자료: 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

의류
2014. 08. 05

동부증권

BUY
목표주가: 61,000원(신규)
현재주가: 44,300원(8/4)

영원무역(111770)

길게 봐야 진가가 보인다

15년 TPP 발효 시 베트남~미국 수출 무관세의 최대 수혜기업

동남아의 최저임금 인상속도가 점점 빨라지고 있지만, 방글라데시와 베트남은 타국 대비 절대적으로 낮은 임금수준과 다소 더딘 인상속도로 동남아시아 내에서도 지리적 우위를 갖는다. 이는 방글라데시와 베트남이 각각 60%, 24% 생산비중을 차지하는 영원무역의 중장기적인 투자포인트가 될 것이며, 또한 15년 TPP 발효 시 베트남~미국 수출 무관세의 최대 수혜기업으로 꼽힐 전망이다. 10년 인수한 DTI을 통해 원단 생산사업을 추가하는 등 수직계열화를 추진중이며, 이는 장기적으로 베트남의 대중국 의존도를 낮추려는 기조와도 맞물려 긍정적 효과가 예상된다.

2Q14 연결기준 매출 영업이익은 전년동기 대비 +8.5%, +4%

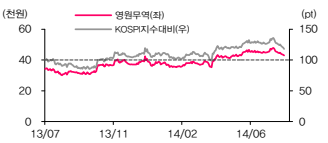
2Q14 연결기준 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 8.5%, 4% 성장한 3,134억원, 493억원(영업이익률 15.7%)을 전망한다. 이는 컨센서스를 다소 하회하는 수준이며, 평균환율 하락의 부정적 영향을 피해갈수는 없을 것으로 보인다. 하지만 미주 주요 바이어들의 오더가 증가하고 있고, Engelbert Strauss 등 신규 바이어를 추가하는 등의 성과가 돋보인다. 3Q14에도 신규고객사 확보에 따른 매출성장과 완만한 ASP상승에 힘입어 고른 성장을 보일 것으로 전망하며, 따라서 매출과 영업이익은 전년동기대비 +7%, -1.1%를 예상한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,059	1,108	1,230	1,455	1,596
(증가율)	7.0	4.6	11.0	18.3	9.7
영업이익	186	161	182	240	265
(증가율)	2.2	-13.4	13.0	31.9	10.4
지배주주순이익	119	111	127	167	185
EPS	2,919	2,513	2,868	3,762	4,172
PER (H/L)	13.1/7.1	18.8/11.9	15.1	11.5	10.4
PBR (H/L)	2.4/1.3	2.5/1.6	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (H/L)	6.8/3.7	10.2/6.5	7.4	5.5	4.5
영업이익률	17.6	14.5	14.8	16.5	16.6
ROE	20.0	14.8	14.0	15.9	15.2

Stock Data

52주 최저/최고	30,100/47,900원
KOSDAQ /KOSPI	550/2,080pt
시가총액	19,054억원
60日-평균거래량	70,458
외국인지분율	28.3%
60日-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	영원무역홀딩스 외 11인 50.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.8	0.9	23.9
상대기준	-7.2	-3.8	14.2

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

증설효과와 더불어 품목 다각화 통해 지속적인 이익률 회복 가시화

14년 연간 매출액은 12,301억원(+11%YoY)를 예상하며, 원화강세 흐름이 당분간 지속될 것으로 보여 달러기준 매출성장률 18.2%에 다소 못 미칠 것으로 판단된다. 영업이익은 1,821억원(+13.3%YoY, OPM 14.8%)으로 전년도 영업이익률 14.5%와 유사하게 전망된다. 영원무역은 기존의 아웃도어에서 스포츠웨어, 신발 및 가방 등으로 영역을 넓히고 있다. 증설효과와 더불어 품목 다각화를 통해 지속적인 이익률 회복이 가시화될 것으로 판단하여, 앞으로 2-3년이 더 좋아 보이는 기업이다.

목표주가 12M Target P/E 18배 적용한 61,000원 제시

또한 영원무역 FY15 EPS성장률 31%로 Peer그룹 내 상위 수준임에도 불구 P/E 11.5배, 즉 Peer그룹 평균치인 14.2배 대비 낮은 주가수준을 형성하고 있다. 또한 영원무역 주요 고객사의 FY15 EPS성장률이 두자릿수 중후반까지 개선되면서, 바이어들의 실적 개선세는 영원무역 2H14~1H15 수주달성에 긍정적으로 작용할 수 있다. OEM기업에겐 부정적인 원화강세흐름이 하반기에도 지속되는 상황을 가정한다면 환노출도가 상대적으로 낮은 영원무역이 더 매력적일 수 있다. 목표주가는 12M Target P/E 18배를 적용한 61,000을 신규 제시한다.

도표 42. 영원무역 분기실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E
매출액	152.3	311.4	374.2	221.3	160.3	288.8	363.2	295.9	209.8	313.4	388.6	318.3
%YoY	8.9	16.7	18.0	-16.9	5.3	-7.2	-2.9	33.7	30.8	8.5	7.0	7.6
매출총이익	44.6	94.0	107.6	48.3	45.9	74.5	104.2	58.1	53.8	76.6	106.8	71.9
총이익률	29.3	30.2	28.8	21.8	28.6	25.8	28.7	19.6	25.7	24.4	27.5	22.6
영업이익	22.4	65.6	80.8	17.5	21.7	47.4	75.7	16.0	25.5	49.3	74.9	32.5
%YoY	29.4	9.0	16.9	-51.0	-3.2	-27.8	-6.4	-8.1	17.7	4.0	-1.1	102.5
영업이익률	14.7	21.1	21.6	7.9	13.5	16.4	20.8	5.4	12.2	15.7	19.3	10.2

자료: 동부 리서치

도표 43. 목표주가 12M Target P/E 18배 적용한 61,000원 제시

(단위: 원, 배)

	09	10	11	12	13	14E	15E	16E
EPS_P	1,228	1,785	2,869	2,919	2,513	2,868	3,762	4,172
PER_P (High)	9.7	6.6	11.4	13.1	18.8	16.4	12.5	11.3
PER_P (Low)	5.7	4.3	3.5	7.1	11.9	12.1	9.2	8.3
PER_P (Avg)	6.9	5.4	6.0	10.1	15.0	14.0	10.7	9.6
Forward EPS_지배순이익 기준						3,390		
Forward PER_지배순이익 기준						13.3		
Trailing EPS_지배순이익 기준						2,720		
Trailing PER_지배순이익 기준						16.5		
Target EPS_지배순이익 기준(12개월 Forward)						3,390		
Target Multiple						18.0		
Target Price						61,012		

자료: 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

의류
2014. 08. 05

동부증권

BUY
목표주가: 97,000원(신규)
현재주가: 78,500원(8/4)

영원무역홀딩스(009970)

영원무역의 투자회수기 도래

과거 2년간의 투자에 대한 수확 시점 도래

올해는 영원무역의 과거 2년간의 투자에 대한 수확 시점이다. 투자 확대~증설 및 인력 충원~실적 증가로 이어지는 성장사이클에서 볼 때 14~15년은 영원무역 연간 달러 기준 매출 두자릿수 성장은 무난하다는 판단이다. 핵심은 1) 유럽 지역 신규 바이어 주문 고성장, 2) 미주 바이어들의 실적 호조에 따른 주문 회복에 기인한다. 자전거 유통 및 의류 사업을 주로 하는 스캇노스아시아 (지분율 60%), 그리고 의류 및 신발 생산이 시작된 방글라데시 KEPZ (지분율 100%) 사업도 주목할 만하다.

2Q14 영원무역홀딩스 분기매출 +7.6%YoY, 영업이익 +15%YoY

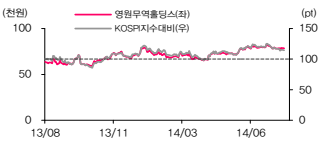
2Q14 영원무역홀딩스 분기매출은 4,131억원(+7.6%YoY), 영업이익 548억원(+15%YoY)를 전망하여, 컨센서스에는 다소 못미치는 수준으로 당사의 아웃도어 성장에 대한 보수적인 뷰가 그 원인으로 지목된다. 국내 아웃도어 시장은 저성장 국면으로 진입했고, 관련 업체들의 수익성도 저하되고 있으며 후발 주자들은 특히 고전하고 있다. 상위권 업체들이 비교적 견고하나 2~3위권 브랜드인 K2코리아, 블랙야크의 높아진 재고를 감안하면 상위권 업체들도 어려운 시기가 계속될 것으로 예상된다. 영원아웃도어는 국내 패션업체 중 가장 높은 재고자산회전율이 돋보이고 12~13년 선제적 재고 평가로 어려운 시기를 극복하고 있다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	1,449	1,530	1,667	1,833	1,974
(증가율)	3.1	5.6	9.0	10.0	7.7
영업이익	238	220	244	267	288
(증가율)	-18.8	-7.6	10.9	9.4	7.9
지배주주순이익	85	78	88	96	104
EPS	6,467	5,707	6,432	7,060	7,655
PER (H/L)	10.8/7.0	14.2/10.2	12.2	11.1	10.3
PBR (H/L)	1.9/1.2	1.8/1.3	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (H/L)	4.7/3.4	5.8/4.7	4.8	4.4	4.0
영업이익률	16.4	14.4	14.7	14.6	14.6
ROE	17.9	14.1	13.7	13.3	12.7

Stock Data

52주 최저/최고	59,200/82,600원
KOSDAQ /KOSPI	550/2,080pt
시가총액	10,718억원
60日-평균거래량	3,727
외국인지분율	27.3%
60日-외국인지분율변동추이	-0.6%p
주요주주	성기학 외 7인 46.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.8	6.7	24.0
상대기준	-5.1	0.5	14.7

도표 44. 영원무역홀딩스 분기, 연간실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	13	14E	15E
총매출	2,415	3,840	4,320	4,725	2,937	4,131	4,597	5,001	15,301	16,666	18,334
%YoY	1.5	1.9	2.3	14.7	21.6	7.6	6.4	5.8	5.6	8.9	10.0
영원무역	1,603	2,888	3,632	2,959	2,098	3,134	3,886	3,183	11,082	12,301	14,554
%YoY	5.3	-7.2	-2.9	33.7	30.8	8.5	7.0	7.6	4.6	11.0	18.3
영원아웃도어	983	1,042	957	2,285	1,046	1,094	997	2,366	5,267	5,504	5,744
%YoY	-8.3	20.5	4.6	4.0	6.4	5.0	4.1	3.6	4.3	4.5	4.4
영업이익	328	476	969	427	443	548	1,019	432	2,166	2,422	2,632
OPM	13.6	12.4	22.4	9.0	15.1	13.3	22.2	8.6	14.2	14.5	14.4
%YoY	-16.2	-27.1	4.2	4.7	35.2	15.1	5.2	1.2	-5.7	11.8	8.6
영원무역	217	474	757	160	255	493	835	180	1,608	1,821	2,399
OPM	13.5	16.4	20.8	5.4	12.2	15.7	21.5	5.7	14.5	14.8	16.5
영원아웃도어	116	(5)	247	219	168	49	307	384	606	908	933
OPM	11.8	-0.5	25.8	9.6	16.1	4.5	30.8	16.2	11.5	16.5	16.2

자료: 동부 리서치

도표 45. 영원무역홀딩스 목표주가 산정: SOTP Valuation 적용하여 97,000원 제시

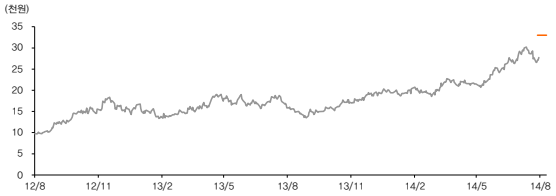
영원무역			**2M 평균시가총액**	**지분율**	**할인율**	**반영가치**
			19,997	54.3%	30%	7,606
골드윈코리아	**NI(12M FW)**	**multiple**	**적정기업가치**	**지분율**	**할인율**	**반영가치**
	505	10.0	5,047	59.3%	30%	2,095
					순차입금	(1,514)
					Fair Equity Value	11,211
					유통주식수	11,605 천주
					적정주가	96,645 원
					TP	97,000 원

자료: 동부 리서치

Analyst 박현진
02 369 3477
hjpark@dongbuhappy.com

동부증권

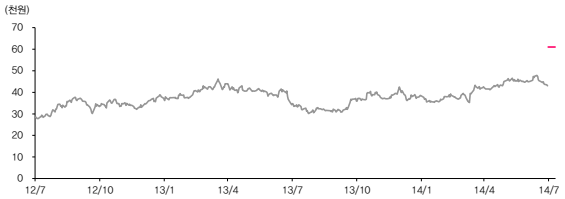
한세실업 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/08/05	BUY	33,000			

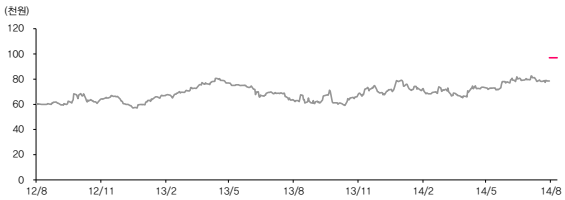
영원무역 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/08/05	BUY	61,000			

영원무역홀딩스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/08/05	BUY	97,000			

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

Note

Note

동부증권 리서치센터

팀 명	담 당	애널리스트	직 위	(02) 369–	@dongbuhappy.com
리서치센터	리서치센터장	용대인	상무	3448	yong3490
주식전략팀	이코노미스트	장화탁	팀장	3370	mousetak
	해외주식/원자재	유경하	수석연구원	3353	last88
	주식/시황	송동헌	수석연구원	3479	dhsong
	중국분석	가오징	선임연구원	3721	jing10
	퀀트	남기윤	선임연구원	3432	486ngy
	RA	권아민	연구원	3490	ahminkwon
	RA	김현성	연구원	3138	brian.khs
	DTP	윤나라	사원	3360	dbsskfk2
채권전략팀	신용분석	박정호	팀장	3337	cheongho
	신용분석	유승우	연구위원	3426	seyoo
	채권전략	문홍철	연구위원	3436	m304050
	FX/해외채권	박유나	선임연구원	3377	yuna.park
	자금흐름	노상원	선임연구원	3737	swnoh
	신용분석	이훈호	선임연구원	3273	hhlee
	DTP	노연정	대리	3731	ryj104
기업분석 1팀	은행/보험	이병건	팀장	3381	pyrrhon72
	음식료/유통	차재헌	수석연구위원	3378	imcjh
	바이오/제약	정보라	연구위원	3314	bora
	철강/스몰캡	이채호	선임연구원	3388	c.rhee
	엔터테인먼트/스몰캡	권윤구	선임연구원	3457	ygkwon84
	화장품/의류	박현진	선임연구원	3477	hjpark
	스몰캡	박상하	선임연구원	3389	shpark
	RA	채수광	연구원	3374	soogwang
기업분석 2팀	전기전자/가전	권성률	팀장	3724	srkwon
	조선/기계	김홍균	수석연구위원	3102	usckim10
	유틸리티/정유/화학	유덕상	수석연구원	3458	ds.yoo
	자동차	김평모	수석연구원	3053	pmkim
	반도체	유의형	선임연구원	3713	e.yoo
	RA	구성진	연구원	3321	achilles

동부증권

본 사

본사 영업부	02) 369-3200	서울시 영등포구 여의도동 36-5 (동부증권빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울시 서초구 서초동 1329-8 (삼원빌딩 3층)
구로디지털	02) 3281-1600	서울시 구로구 구로동 212-1 (에이스트윈타워 1차 3층)
도곡금융센터	02) 568-3700	서울시 강남구 도곡동 467-14 (삼성SE타워 5층)
동부금융센터	02) 3011-5000	서울시 강남구 대치동 891-10 (동부금융센타빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울시 강남구 삼성동 78-1 (동흥빌딩 2층)
목동	02) 2636-6000	서울시 양천구 목동 917-1 (CBS기독교방송국 1층)
방배	02) 599-9922	서울시 서초구 방배동 811-6 (방배범양빌딩 2층)
서초	02) 597-9100	서울시 서초구 서초동 1573-10 (로이어즈 타워 3층)
압구정로얄	02) 3445-8800	서울시 강남구 신사동 575 (극동 스포츠센터 A동 9층)
용산	02) 798-6060	서울시 용산구 용산동5가 24-1 (파크타워 102동 1층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울시 중구 다동 103 (동부빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울시 송파구 신천동 7-20 (루터회관 1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	성남시 분당구 구미동 185-4 (보명프라자 4층)
수원	031) 222-6565	수원시 팔달구 인계동 1125-2 (벽산코아 2층)
인천	032) 518-3434	인천시 부평구 삼산동 464-1 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌	031) 382-6200	안양시 동안구 호계동 1041 (흥국생명빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	남양주시 진접읍 장현리 347-23 3층
화성향남	031) 366-0900	화성시 향남읍 평리 81-70번지 (하나은행 3층)

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전시 서구 도마2동 172-15 (도마 라이프클리닉센터 3층)
둔산	042) 489-9500	대전시 서구 둔산동 1456 (메디빌딩 1~2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 가경동 1416 (고속터미널 2층)
세종	041) 868-2300	연기군 조치원읍 원리 4-12 (피어리타워 2층)

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산시 중구 남포동 6가 63번지 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 521-0600	부산시 동래구 안락1동 423-9 (대종빌딩 1층)
센텀	051) 741-7200	부산시 해운대구 우2동 1498 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	양산시 중부동 687-1 (BYC마트 204호)
창원	055) 600-5500	창원시 두대동 The City 7 (트레이드센터 3층)
대구	053) 476-4000	대구시 남구 봉덕동 1300-1 (외환은행빌딩 2층)
범어	053) 745-4900	대구시 수성구 수성동3가 12-1 (수협빌딩 2층)
포항	054) 275-3100	포항시 북구 죽도2동 67-4 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주	062) 225-6900	광주시 남구 봉선동 111-4 (비아로마삼환빌딩 4층)
첨단	062) 975-1000	광주시 광산구 월계동 867-1 (센트럴빌딩 1층)
전주	063) 229-2211	전주시 완산구 효자동1가 173-8 (효자메디컬센타 2층)

강원지역

강릉	033) 641-7800	강릉시 교동 137-9 (구) 고속버스터미널 건너편
원주	033) 765-9400	원주시 단구동 1512-1 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.