

섬유/의복(OEM/ODM)



비중확대 (유지)

[Analyst]

박희진 ☎ 02-3772-1562
 연구위원 hpark@shinhan.com

김규리 ☎ 02-3772-1549
 연구원 kimkyuri@shinhan.com

양호한 실적 흐름은 계속된다

주요 OEM 업체 1분기 영업이익은 38.9% YoY 증가 전망, 양호한 실적 흐름

한세실업과 영원무역의 합산 1분기 연결 영업이익은 평균 38.9% YoY 증가로 양호한 실적 흐름이 예상된다. 한세실업 +36.6%, 영원무역 +40.4%의 영업이익 증가율을 나타낼 전망이다. OEM 부문에 대한 1분기 달러 기준 매출액 성장률은 한세실업 8.6% YoY, 영원무역 2.6% YoY으로 추산된다. 영원무역 매출 선행 지표로 사용되는 재고 자산 지표는 두 자릿수 성장을 나타냈다. 1분기 실적 우려는 없다.

신규 수주 노력과 품목 다변화로 외부 변수 우려 극복

주요 수출 국가인 미국 소비 지표가 최근 들어 다소 부진한 모습을 나타내고 있다. 3월 소비자 신뢰지수와 2월 ISM제조업 지수가 각각 전월대비 1.7pt 하락, 0.7pt 상승한 90, 49.5에 그쳤다. ISM제조업 지수의 경우 전월대비 개선된 모습은 나타났으나 기준치를 하회했다. 하지만 2월 미국 소매 의류 판매가 2.8% YoY 증가했다. 지난해 4분기 평균 증가율 0.8% 대비 개선된 모습이다. 영원무역의 언더아머 신규 수주, 한세실업의 우븐 품목 다변화와 수직 계열화 등도 진행 중으로 외부 변수에 대한 우려는 과도하다.

밸류에이션 매력도는 '영원무역 > 한세실업'

수직 계열화에 대한 매력도는 한세실업이 높으나 영원무역의 경우 전년도 실적 부진에 따른 기저 효과, 신규 바이어 추가 등으로 실적 개선에 따른 밸류에이션 매력도는 존재한다. 3~5개월의 단기 수주 산업의 특성 상 신규 바이어 발굴을 통한 실적 개선이 진행 중이다. 밸류에이션을 근거로 단기 투자 전략으로 '영원무역 > 한세실업' 을 제시한다. 2015년 실적 부진으로 영원무역 주가가 상대적으로 많이 하락했기 때문이다. 2016년 추정 실적 기준 PER(주가수익비율)은 한세실업 16.8배, 영원무역 13.8배이다.

커버리지 OEM/ODM 업체

종목명	투자의견	현재주가 (3월 22일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
영원무역 (111770)	매수	48,100	67,000	39.3
한세실업 (105630)	매수	55,600	72,000	29.5

자료: 신한금융투자 추정

Contents

- 03 1Q16 실적 Preview
- 05 해외 동종 업체 비교
- 09 기능성 스포츠 업체의 고성장
- 10 Macro 지표
- 11 환율 민감도 분석
- 12 첨부 1) 국내 OEM 업체 밴드 차트
첨부 2) 변화 가격 및 미국 Macro 지표

1Q16 실적 Preview

주요 OEM 업체 1분기 매출액과 영업이익은 각각 41.3%, 38.9% YoY 증가 예상

한세실업의 달러 기준 매출액은 8.6% YoY 증가 예상

한세실업과 영원무역의 합산 1분기 매출액과 영업이익은 각각 41.3%, 38.9% YoY 증가가 기대된다. 한세실업 매출액과 영업이익이 각각 15.2%, 36.6% YoY 증가할 전망이다. 달러 기준 매출액은 8.6% YoY 증가가 예상된다.

연결 대상 법인 매출액은 46억원 하락이 전망된다. FRJ와 한세드림이 12월 29일 기준 한세에스24홀딩스로 이관되었고 원단 중개 업체인 칼라엔터치(Color&Touch)가 한세실업으로 인수되며 매출액 감소 효과가 반영되기 때문이다.

적용 환율은 1,195원으로 전년동기대비 8.6% YoY 상승한 수준이다. 3월 들어 급락한 원/달러 환율에도 불구하고 3월 22일까지의 분기 누계 평균 환율은 1,206.5원으로 적용 환율보다 높다. 최근 환율 하락에 따른 1분기 실적 우려는 없다.

국내 OEM 업체 분기 영업실적 추이 및 전망

(십억원, % YoY, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2014	2015	2016F	2017F
[영원무역]																
매출액	249.7	452.3	495.3	387.6	436.7	496.8	525.7	515.2	437.9	501.9	584.1	493.4	1,246.3	1,584.9	1,974.4	2,017.2
영업이익	32.0	69.7	65.0	30.1	44.9	74.9	74.5	35.6	43.7	80.3	79.0	39.5	187.9	196.8	229.9	242.5
당기순이익	25.4	51.3	49.1	18.7	35.1	55.9	55.3	27.6	34.2	59.2	56.7	30.3	143.3	144.5	173.9	180.4
매출액증감률	17.7	29.8	24.5	34.6	74.9	9.8	6.1	32.9	0.3	1.0	11.1	(4.2)	12.5	27.2	24.6	2.2
영업이익증감률	14.5	20.7	(17.4)	28.0	40.4	7.4	14.7	18.1	(2.8)	7.3	6.1	10.9	16.9	4.7	16.8	5.5
순이익증감률	7.7	34.7	(19.9)	(8.1)	37.8	9.0	12.6	47.9	(2.4)	5.9	2.5	9.7	17.5	0.8	20.3	3.7
영업이익률	12.8	15.4	13.1	7.8	10.3	15.1	14.2	6.9	10.0	16.0	13.5	8.0	15.1	12.4	11.6	12.0
당기순이익률	10.2	11.3	9.9	4.8	8.0	11.3	10.5	5.4	7.8	11.8	9.7	6.1	11.5	9.1	8.8	8.9
[한세실업]																
매출액	321.3	335.9	526.5	402.8	370.1	378.2	570.8	436.2	390.2	412.4	621.9	472.8	1,313.2	1,586.5	1,755.3	1,897.3
영업이익	20.4	23.2	59.7	39.0	27.9	28.4	62.4	36.8	31.4	34.0	65.2	43.7	93.1	142.4	155.5	174.4
당기순이익	14.2	15.0	40.4	34.1	17.3	22.9	55.7	33.5	26.5	28.9	51.9	33.3	61.6	103.6	129.4	140.7
매출액증감률	2.7	15.2	37.1	24.0	15.2	12.6	8.4	8.3	5.4	9.0	9.0	8.4	6.0	20.8	10.6	8.1
영업이익증감률	5.6	62.4	67.0	64.2	36.6	22.3	4.6	(5.8)	12.8	19.8	4.3	18.8	55.7	52.8	9.2	12.1
순이익증감률	0.7	(7.9)	75.0	313.4	22.0	53.3	38.1	(1.7)	53.2	26.2	(6.8)	(0.5)	45.2	68.1	25.0	8.7
영업이익률	6.4	6.9	11.3	9.7	7.5	7.5	10.9	8.4	8.1	8.3	10.5	9.2	7.1	9.0	8.9	9.2
당기순이익률	4.4	4.5	7.7	8.5	4.7	6.1	9.8	7.7	6.8	7.0	8.4	7.1	4.7	6.5	7.4	7.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

국내 OEM 업체 추정 실적 변경 테이블

(십억원, %)	투자이견	목표주가	괴리율		변경 전		변경 후		변경률	
					2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
영원무역	매수 (유지)	67,000 (유지)	39.3	매출액	1,962.2	2,017.9	1,974.4	2,017.2	0.6	(0.0)
				영업이익	228.9	242.9	229.9	242.5	0.4	(0.2)
				당기순이익	172.2	180.3	173.9	180.4	1.0	0.1
				영업이익률	11.7	12.0	11.6	12.0		
				당기순이익률	8.8	8.9	8.8	8.9		
한세실업	매수 (유지)	72,000 (유지)	29.5	매출액	1,790.9	1,903.3	1,755.3	1,897.3	(2.0)	(0.3)
				영업이익	174.1	188.1	155.5	174.4	(10.7)	(7.3)
				당기순이익	151.0	156.1	129.4	140.7	(14.3)	(9.9)
				영업이익률	9.7	9.9	8.9	9.2		
				당기순이익률	8.4	8.2	7.4	7.4		

자료: 신한금융투자 추정 /주: 상기 목표주가는 해외 동종 업체 밸류에이션 평균 20.1배 대비 10% 할인 적용, 한세실업의 경우 OEM 부문에 대한 성장성 우위를 반영해 영원무역 대비 10% 할인 적용(해외 동종 업체 평균)

**영원무역 OEM부문 달러 기준
예상 매출액 성장률은 +2.6%
YoY, 재고 지표도 우호적**

영원무역 1분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 74.9%, 40.4% YoY 증가가 예상된다. OEM 부문 매출액은 11.4% YoY 증가(원화기준)를 전망한다. 달러 기준 매출액은 2.6% YoY 증가가 예상된다. 의류, 신발, 기타 부문 매출액(원화기준)은 각각 11.2%, 16.2%, 5.7% YoY 증가를 전망한다.

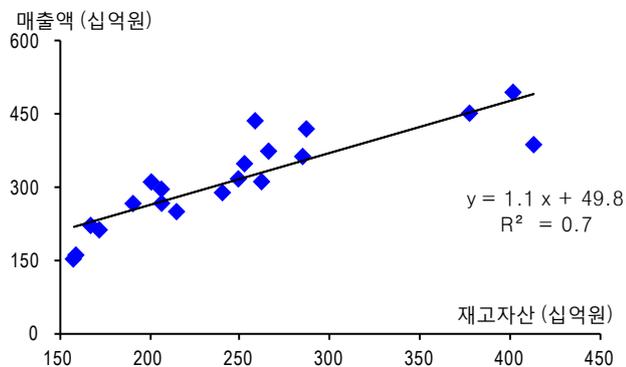
작년 한 해 동안 동사의 OEM 사업은 논란이 있었다. 분기 변동성 확대와 더불어 신규 수주 부재, 기존 바이어 이탈 등 악재가 계속되었기 때문이다. 실제 OEM 부문 매출의 70~80% 가량을 차지하는 아웃도어 시장 부진으로 OEM 부문 매출액 성장률은 1.9% YoY에 그쳤다. 환율 효과를 감안할 때 5% 이상 역성장한 수준이다.

여전히 주요 바이어 업체들인 아웃도어 시장에 대한 불확실성은 계속되고 있다. 그러나 주요 매출 선행 지표인 재고 자산 관련 데이터를 기반할 때 1분기 실적에 대한 불안 요소는 없다. 지난 3분기에 이어 4분기 OEM 관련 재고 자산도 두 자릿수 증가세를 기록했다기 때문이다.

(십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
매출액	152.3	311.4	374.2	221.3	160.3	288.8	363.2	295.9	212.2	348.4	420.0	310.8	249.7	452.3	495.3	387.6
재고자산	262.3	266.2	167.4	159.2	240.5	285.1	206.6	172.1	252.8	287.2	201.1	215.1	377.8	402.0	413.4	389.9
상품	23.6	25.3	23.0	20.3	25.0	20.0	21.8	22.5	21.5	13.7	18.7	40.3	157.4	128.7	184.0	196.0
제품	61.8	62.2	34.7	28.3	49.6	47.4	35.0	23.9	42.8	48.4	43.5	39.1	45.0	54.4	27.6	27.8
원재료	123.0	126.6	74.3	69.1	117.5	153.1	99.9	75.1	124.9	133.3	70.4	73.9	109.3	136.5	102.0	81.4
재공품	41.8	38.0	23.1	24.4	29.9	45.7	32.8	25.7	38.4	43.3	34.9	30.2	38.3	47.0	50.7	40.6
저장품	10.6	12.2	11.7	10.3	16.5	13.8	14.3	16.6	22.8	24.7	18.1	17.4	17.6	19.7	21.6	24.5
미착품	1.5	2.0	0.5	6.8	2.0	5.1	2.8	8.4	2.6	23.9	15.6	14.2	10.2	15.6	27.6	19.6
<YoY 증감률, %>																
재고자산	26.8	6.7	(12.3)	0.9	(8.3)	7.1	23.5	8.2	5.1	0.7	(2.7)	24.9	49.4	40.0	105.6	81.3
상품	56.1	62.1	30.4	(2.5)	6.2	(20.8)	(5.3)	11.0	(14.3)	(31.8)	(14.2)	78.9	633.5	841.9	882.8	386.7
제품	39.4	39.5	(14.4)	(9.0)	(19.8)	(23.7)	1.0	(15.6)	(13.7)	2.0	24.0	63.8	5.2	12.5	(36.4)	(28.9)
원재료	6.4	(12.6)	(19.1)	(1.1)	(4.5)	20.9	34.4	8.6	6.3	(12.9)	(29.6)	(1.6)	(12.5)	2.4	45.0	10.1
재공품	89.1	1.8	(29.6)	13.4	(28.5)	20.3	41.8	5.4	28.3	(5.2)	6.4	17.5	(0.1)	8.6	45.2	34.2
저장품	80.8	115.2	82.7	44.4	56.4	13.5	22.0	61.2	37.8	78.7	26.3	5.0	(22.8)	(20.3)	19.4	40.8
미착품	(59.4)	42.8	(70.7)	(6.6)	32.2	157.4	479.2	23.3	28.4	370.4	460.4	68.5	295.8	(34.5)	77.1	38.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

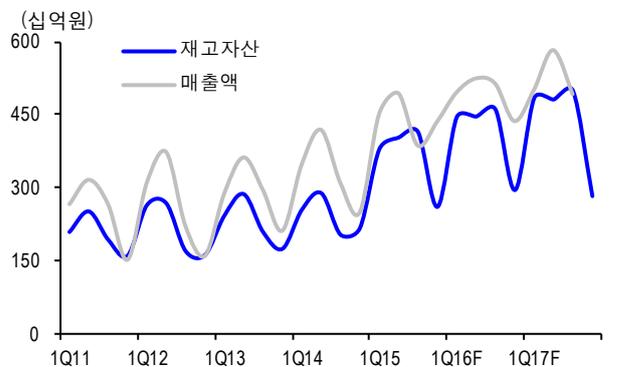
재고자산(평가반영) vs. 매출액 상관 관계



자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 매출액이 재고자산 대비 1분기 지연 반영 가정, 2Q11~4Q15 수치 반영

재고자산(평가반영) & 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 매출액이 재고자산 대비 1분기 지연 반영 가정

해외 동종 업체 비교

해외 업체 주가는 차별화 진행 중, 기능성 스포츠 웨어에 대한 성장성 반영 중

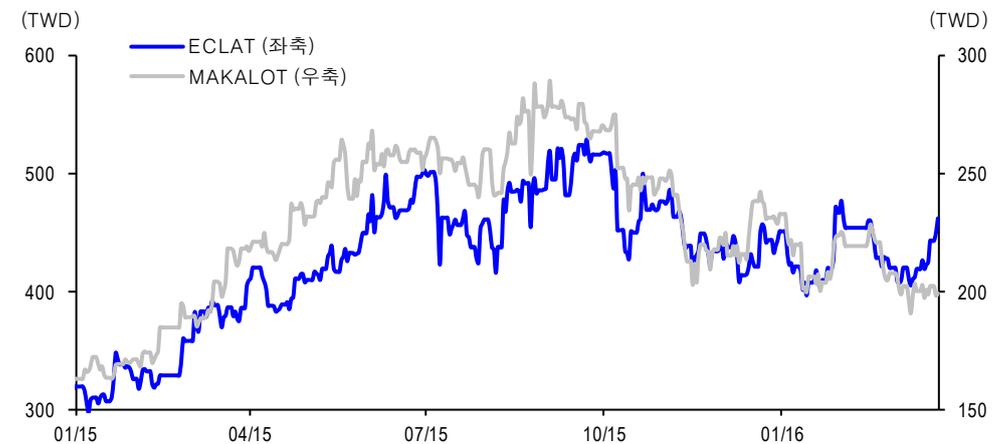
2016년 Eclat과 Makalot의 YTD 주가는 각각 +2.4%, -14.4%, 기능성 스포츠 등 스포츠 브랜드에 대한 차별화 반영 중

해외 동종 업체인 Eclat(1476 TT)와 Makalot(1477 TT)의 2015년 주가는 연초대비 41.3%, 42.7% YoY 상승 마감했다. 그러나 상, 하반기를 구분지어 보게 되면 양호했던 상반기와는 달리 하반기 이후 주가는 변동성이 확대되었다. 특히 연중 고점을 기록한 9월 이후 기말까지의 주가는 각각 14.8%, 19.5% YoY 하락했다.

주가 하락의 가장 큰 이유는 월별 매출 동향에 대한 우려가 대두되었기 때문이다. 2015년 8월 Eclat과 Makalot의 월별 매출액 증감률은 각각 +2.7%, +10.8% YoY를 기록했다. 표면 상으로는 양호한 성장률이나 전월대비(7월 매출 성장률: +48.3%, +27.2% YoY)로는 부진했다. 주요 수출 국가인 미국의 의류 소매판매액 증감률이 10월부터 1%대를 하회했다는 점 역시 주가 하락을 견인했다.

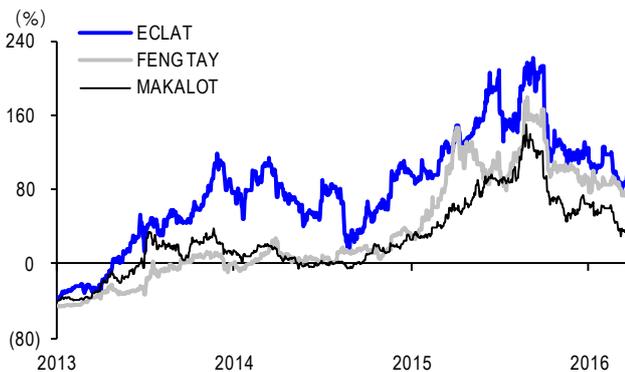
2016년 현재 Eclat과 Makalot 주가 수익률은 각각 연초대비 +2.4%, -14.4% YoY를 기록 중이다. 2015년 주가 흐름이 거의 일치했던 것과는 다소 상이한 결과이다. 기능성 스포츠 웨어 매출 비중에 대한 차별화로 판단된다. 2015년 기준 기능성 스포츠 웨어에 대한 매출 비중은 Makalot 12%, Eclat 65% 수준(Eclat의 경우 전체 매출의 65%인 OEM 오더의 대부분이 요가 및 기능성 스포츠 웨어)이다.

대만 OEM 업체 주가 추이



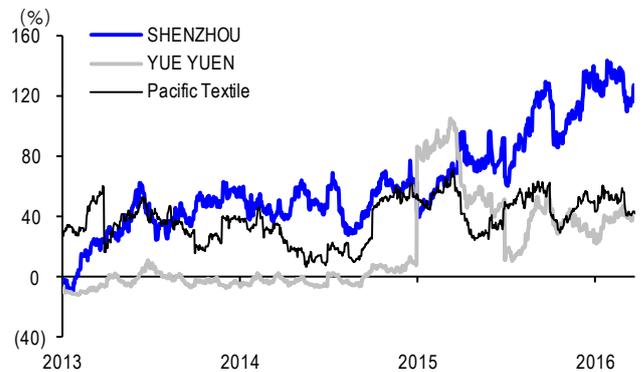
자료: Bloomberg, 신한금융투자

대만 OEM 업체 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

중국 OEM 업체 시장 대비 밸류에이션 프리미엄 추이



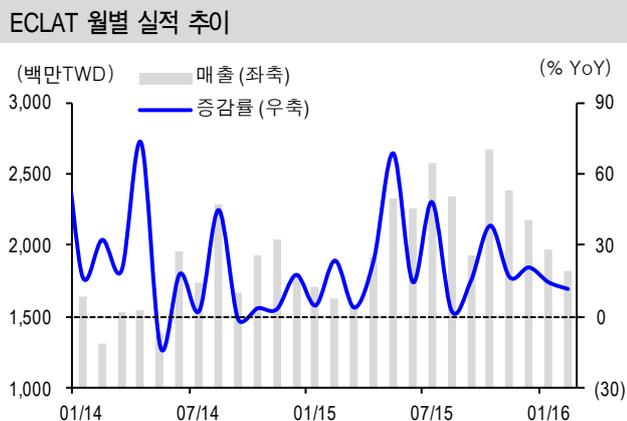
자료: Bloomberg, 신한금융투자

1월과 2월 Eclat, Makalot 매출액은 16.7%, 11.7% YoY 증가

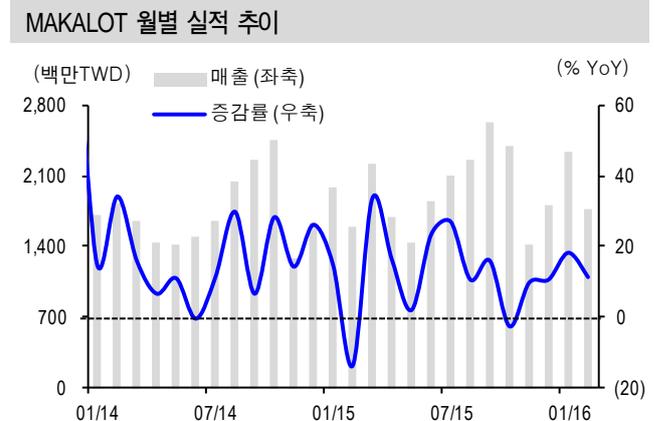
1월과 2월 Eclat과 Makalot의 합산 매출액은 16.7%, 11.7% YoY 증가했다. 회사별로는 Eclat 1월과 2월 매출액이 14.6%, 11.8% YoY, Makalot이 18.4%, 11.5% YoY 증가했다. 상대적으로 기능성 스포츠 웨어에 대한 노출도가 낮은 Makalot도 양호한 성장세를 기록 중이다. 아직까지 비중이 상대적으로 낮으나 Makalot 역시 기능성 스포츠 웨어 비중 확대를 통한 성장이 진행 중이다. 국내 OEM 업체 주가가 상승하기 위해서는 실적 뿐 아니라 해외 동종 업체의 주가 상승도 필요하다. 해외 동종 업체의 양호한 1분기 실적 흐름은 국내 업체 주가에 긍정적이다.

대만 OEM 업체 월별 실적 추이						
(단위: 천 TWD, %)	ECLAT	증감률	MAKALOT	증감률	합산	증감률
01/15	1,715,940	4.9	1,977,554	15.0	3,693,494	10.0
02/15	1,623,169	23.7	1,587,966	(13.5)	3,211,135	2.0
03/15	1,590,193	3.9	2,216,508	33.8	3,806,701	19.4
04/15	1,917,486	24.2	1,685,801	16.5	3,603,287	20.5
05/15	2,326,613	68.8	1,446,759	2.2	3,773,372	35.1
06/15	2,254,670	14.8	1,842,708	23.5	4,097,378	18.6
07/15	2,575,310	48.3	2,100,185	27.2	4,675,495	38.0
08/15	2,346,633	2.7	2,256,195	10.8	4,602,828	6.5
09/15	1,928,625	15.1	2,630,421	16.1	4,559,046	15.7
10/15	2,678,773	38.4	2,394,543	(2.4)	5,073,316	15.6
11/15	2,387,406	16.7	1,418,965	9.9	3,806,371	14.1
12/15	2,179,861	20.8	1,800,975	10.9	3,980,836	16.1
01/16	1,967,104	14.6	2,341,912	18.4	4,309,016	16.7
02/16	1,814,649	11.8	1,770,940	11.5	3,585,589	11.7

자료: 각 사, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자



자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 의류 OEM 주요 고객사는 요가 및 기능성 스포츠 웨어 위주



자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 기능성 스포츠 웨어 매출 비중은 2013년 10% 미만에서 2015년 12%까지 상승

2016년 Eclat과 Makalot의 매출 성장률은 각각 19.8%, 13.7% YoY으로 전망, 계속되는 고성 장 추세

2013년 이후 계속된 두 자릿수 매출액 증가 추세는 2016년에도 계속될 전망이다. 2016년 Eclat과 Makalot의 매출액은 각각 19.8%, 13.7% YoY 성장이 예상된다. 2015년 매출도 각각 22.7%, 12.5% YoY 성장했다. 그 동안의 고성장세를 감안하면 양호한 흐름이다.

영업이익은 각각 25.5%, 15.6% YoY 증가가 예상된다. 매출액 증가와 더불어 이익률 역시 개선되고 있다. 2016년 추정 실적 기준 Eclat의 영업이익률은 전년대비 0.9%p 개선된 19.7%, Makalot의 영업이익률은 0.2%p 개선된 11.4%으로 추정된다.

Eclat과 Makalot의 마진을 격차의 주된 요인은 수직 계열화 진행 정도로 판단된다. Makalot 매출의 대부분이 OEM 부문에서 진행되고 있는 반면 Eclat의 경우 전체 매출의 34%가 원단 등 수직 계열화 공정에서 발생한다. Eclat의 경우 수직 계열화를 통한 중간 마진 절감 뿐 아니라 기능성 원단 개발을 통한 마진을 개선도 진행되고 있다.

해외 업체의 수직 계열화를 통한 마진을 개선 → 한세실업의 수직 계열화, 중장기적으로 마진을 개선 견인 전망

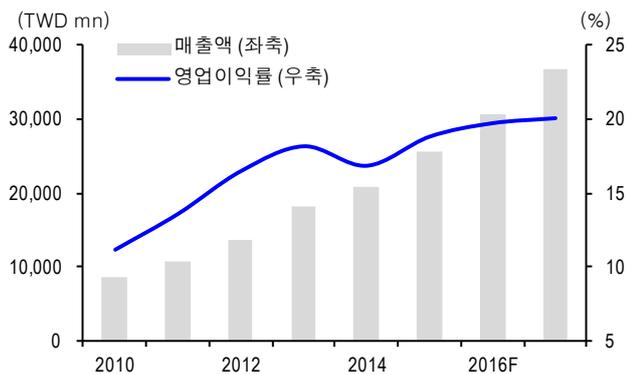
수직 계열화 정도에 따른 마진을 격차는 국내 업체들에게도 시사하는 바가 크다. 한세실업의 경우 2013년부터 염색 공장 인수, 편직(원단 생산) 설비 확보 등 수직 계열화 작업을 진행 중이다. 물론 Eclat과 같이 유의미한 수준으로의 수직 계열화가 되기에는 시간이 필요하다. 하지만 염색 공장 설비 증설 등이 계속될 예정이라는 점을 감안하면 향후 한세실업의 마진을 개선에 대한 전망은 긍정적이다.

ECLAT과 MAKALOT의 실적 추이 및 전망

(단위: TWD mn, %)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
ECLAT	매출액	8,541.0	10,649.1	13,566.1	18,141.8	20,842.8	25,576.8	30,638.6	36,791.8
	영업이익	954.9	1,447.6	2,234.3	3,290.4	3,507.1	4,805.0	6,032.6	7,367.8
	순이익	763.7	1,182.5	1,792.2	2,738.1	3,003.5	4,119.4	4,976.7	6,101.3
	매출액 증감률	37.9	24.7	27.4	33.7	14.9	22.7	19.8	20.1
	영업이익 증감률	42.2	51.6	54.4	47.3	6.6	37.0	25.5	22.1
	순이익 증감률	102.6	54.8	51.6	52.8	9.7	37.2	20.8	22.6
	영업이익률	11.2	13.6	16.5	18.1	16.8	18.8	19.7	20.0
순이익률	8.9	11.1	13.2	15.1	14.4	16.1	16.2	16.6	
MAKALOT	매출액	14,135.4	15,123.4	15,866.9	17,910.9	20,888.8	23,507.0	26,735.0	30,409.7
	영업이익	1,337.2	1,448.6	1,529.8	1,624.3	2,087.0	2,626.5	3,035.4	3,661.6
	순이익	918.0	1,110.7	1,175.4	1,341.0	1,705.3	2,173.3	2,495.1	2,956.6
	매출액 증감률	6.2	7.0	4.9	12.9	16.6	12.5	13.7	13.7
	영업이익 증감률	(0.9)	8.3	5.6	6.2	28.5	25.8	15.6	20.6
	순이익 증감률	4.2	21.0	5.8	14.1	27.2	27.4	14.8	18.5
	영업이익률	9.5	9.6	9.6	9.1	10.0	11.2	11.4	12.0
순이익률	6.5	7.3	7.4	7.5	8.2	9.2	9.3	9.7	

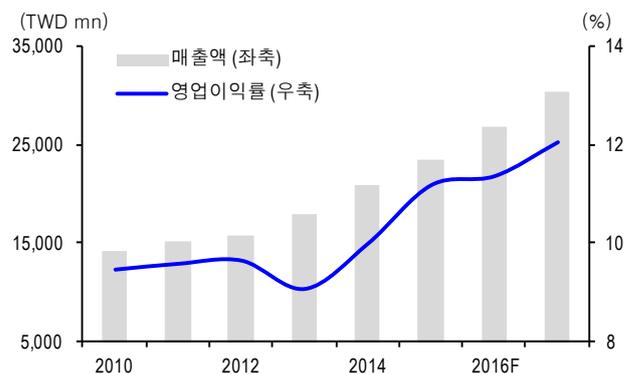
자료: Bloomberg, 신한금융투자

ECLAT 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

MAKALOT 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

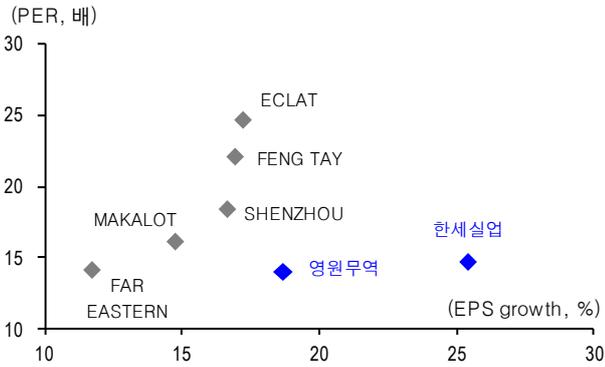
해외 업체와의 비교 시 밸류에이션 매력도는 영원무역(13.8배) > 한세실업(16.8배)

밸류에이션 측면에서 국내 업체에 대한 매력도는 고민이 필요해 보인다. 2016년 추정 실적 기준 한세실업과 영원무역의 PER 밸류에이션은 16.8배, 13.8배 수준에서 거래 중이다. 주요 비교 대상인 Makalot이 14.7배, Shenzhou가 18.4배 수준에서 거래 되고 있다. 영원무역의 경우 일정 수준의 매력도는 존재하나 한세실업의 경우 밸류에이션에 대한 부담이 존재한다.

영원무역의 경우 2015년 Scott이 연결로 추가되었음에도 불구하고 순이익 증가는 0.8% YoY에 그쳤다. 한세실업 순이익 증가율 +68.1% YoY와는 격차가 컸다. 아웃도어 바이어들의 주문 감소, 핸드백 브랜드의 바이어 이탈 등 실적 관련 악재가 계속되었기 때문이다. 주가 역시 연초 대비 22.9% 하락했다. 한세실업 대비 밸류에이션이 할인 받는 이유이다.

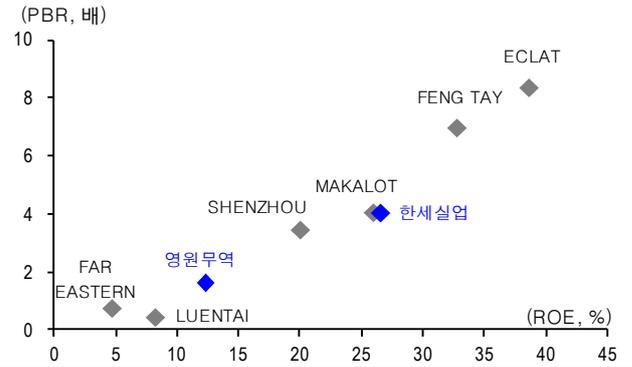
물론 한세실업에 대한 실적 우려는 없다. 수직 계열화 등으로 마진을 개선이 진행 중이고 기존 바이어 뿐 아니라 기능성 스포츠 웨어 브랜드로부터의 오더도 진행 중이다. 다만 기대치가 낮았던 영원무역의 실적 개선세는 긍정적이다. 2016년 영원무역의 순이익은 20.3% YoY, 지배주주 주당 순이익은 18.7% YoY 증가가 예상된다. 아웃도어 시장에 대한 전망은 여전히 불투명하나 기능성 스포츠 웨어 등으로의 바이어 변화를 시도 중이다. 영원무역의 경우 Global Long-Short 관점에서도 밸류에이션 매력은 충분하다.

글로벌 OEM 업체 EPS growth-PER차트 (2016F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

글로벌 OEM 업체 ROE-PBR 차트 (2016F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

해외 OEM 업체 밸류에이션 요약 테이블

(배)	국가	회사명	시가총액 (십억원)	2016F					2017F						
				매출g.	EPSg.	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	매출g.	EPSg.	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
대만		FAR EASTERN	5,245.7	2.2	11.7	14.1	0.7	10.9	4.8	8.4	2.2	13.8	0.7	9.6	5.0
		POU CHEN	4,453.7	6.9	9.4	10.5	1.4	9.8	11.1	9.8	14.2	9.2	1.2	8.8	13.4
		ECLAT	4,428.5	20.3	17.2	24.7	8.3	17.7	38.7	21.0	24.0	19.9	7.1	14.5	38.7
		FENG TAY	3,814.7	14.8	16.9	22.1	6.9	13.6	32.9	16.8	18.9	18.6	6.0	11.2	33.9
		FORMOSA	1,957.1	8.0	37.7	13.7	1.0	9.6	8.3	14.9	17.5	11.6	1.1	8.0	9.1
		MAKALOT	1,412.8	14.0	14.7	16.1	4.0	11.7	26.1	13.5	18.2	13.6	3.7	9.8	28.6
홍콩		SHENZHOU	8,853.1	14.5	16.6	18.4	3.4	12.8	20.1	13.6	15.2	16.0	3.0	11.2	20.6
		YUE YUEN	6,936.0	5.4	14.3	12.7	1.3	7.8	10.6	5.2	13.9	11.1	1.2	7.1	11.3
		LI & FUNG	5,513.4	(1.7)	(10.7)	13.2	1.7	10.1	12.8	0.9	7.0	12.3	1.6	9.6	13.5
		PACIFIC TEXT.	2,407.8	7.2	8.6	13.9	4.6	10.8	33.4	9.8	9.7	12.7	4.6	9.7	35.7
		BEST PACIFIC	563.0	14.9	17.0	10.4	1.8	6.5	18.5	12.7	18.2	8.8	1.7	5.6	19.1
		LUENTAI	194.0	10.8	50.0	5.4	0.4	1.9	8.3	2.2	33.3	4.1	0.4	1.8	8.7
한국		한세실업	2,224.0	10.6	25.4	16.8	4.0	13.7	26.6	8.1	8.7	15.4	3.2	11.8	22.8
		영원무역	2,131.4	24.6	18.7	13.8	1.6	7.2	12.3	2.2	7.0	12.9	1.4	6.6	11.8

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

기능성 스포츠 업체의 고성장

2016년 매출 성장률 전망: Under Armour +27.6% vs. VF(North Face) +2.6%

기능성 스포츠 웨어 업체인 Under Armour의 2016년 매출액, 영업이익은 27.6%, 25.7% YoY 증가 전망

계속해서 언급했던 아웃도어 시장의 부진과 기능성 스포츠 웨어 시장의 고성장세를 반영하는 대표적인 기업이 Under Armour(UA US)와 VF(VFC US)이다. VF는 국내에서도 잘 알려진 North Face 브랜드를 전개 중인 회사이고 Under Armour는 기능성 스포츠 웨어를 판매 중인 회사이다.

지난 1월 28일 Under Armour는 4Q15 실적 발표와 함께 2016년 실적 가이드를 매출액 성장률 25% YoY, 영업이익 성장률 23% YoY로 제시했다. 2015년 4분기까지 23개 분기 연속 20% 이상 매출 성장을 기록했다는 점을 감안할 때 매우 높은 수준이다. 하지만 최근 의류 시장 내 흐름을 감안하면 2016년 20% 이상의 성장 가이드는 달성 가능해 보인다. 블룸버그 컨센서스 추정치 기준 2016년 매출액과 영업이익 성장률은 27.6%, 25.7% YoY 이다.

아웃도어 업체인 VF의 2016년 매출액은 2.6% YoY 성장에 그칠 예정

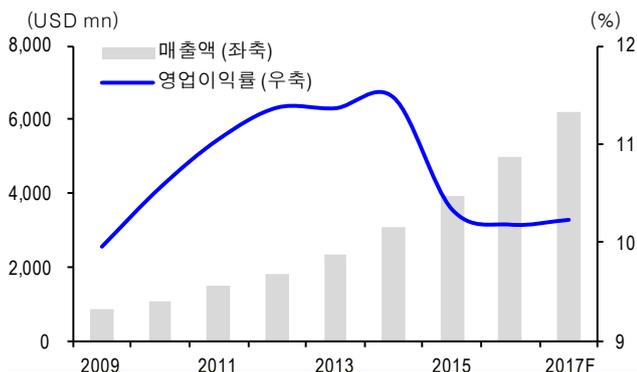
반면 아웃도어 업체인 VF의 영업 흐름 전망치는 다소 부진하다. 2015년 2.6% YoY 성장에 그쳤던 매출은 2016년에도 2.6% YoY 성장이 예상된다. 영업이익률의 경우 전년대비 0.4%p 하락한 14.4%에 그칠 전망으로 업황 부진이 계속되고 있다. 2016년에도 아웃도어 시장 대비 기능성 스포츠 웨어 시장에 대한 기대감이 우세하다.

UNDER ARMOUR와 VF의 실적 추이 및 전망

(단위: mn USD, %)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
UNDER ARMOUR	매출액	1,064	1,473	1,835	2,332	3,084	3,908	4,987	6,224
	영업이익	112	163	209	265	354	404	508	637
	순이익	68	97	129	162	208	228	290	375
	매출액 증감률	24.2	38.4	24.6	27.1	32.3	26.7	27.6	24.8
	영업이익 증감률	31.8	44.9	28.2	27.0	33.5	14.1	25.7	25.4
	순이익 증감률	46.4	41.5	32.9	26.1	28.2	9.4	27.4	29.2
	영업이익률	10.6	11.1	11.4	11.4	11.5	10.3	10.2	10.2
순이익률	6.4	6.6	7.0	7.0	6.7	5.8	5.8	6.0	
VF	매출액	7,703	9,459	10,880	11,420	12,282	12,600	12,925	13,881
	영업이익	821	1,245	1,465	1,647	1,438	1,861	1,863	2,063
	순이익	571	888	1,086	1,210	1,048	1,355	1,373	1,528
	매출액 증감률	6.7	22.8	15.0	5.0	7.6	2.6	2.6	7.4
	영업이익 증감률	11.4	51.6	17.7	12.4	(12.7)	29.4	0.1	10.8
	순이익 증감률	23.9	55.4	22.3	11.4	(13.4)	29.3	1.3	11.3
	영업이익률	10.7	13.2	13.5	14.4	11.7	14.8	14.4	14.9
순이익률	7.4	9.4	10.0	10.6	8.5	10.8	10.6	11.0	

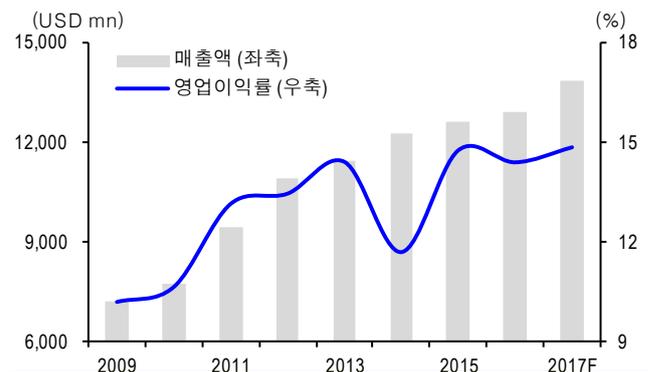
자료: Bloomberg, 신한금융투자

UNDER ARMOUR 연간 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

VF 연간 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Macro 지표

매출 성장을 동반한 재고 증가에의 우려는 과도

의류 소매 재고 증가율 5.7%(1월) > 소매 의류 판매액 증가율 2.8%(2월), 판매를 동반한 재고 증가 우려는 과도

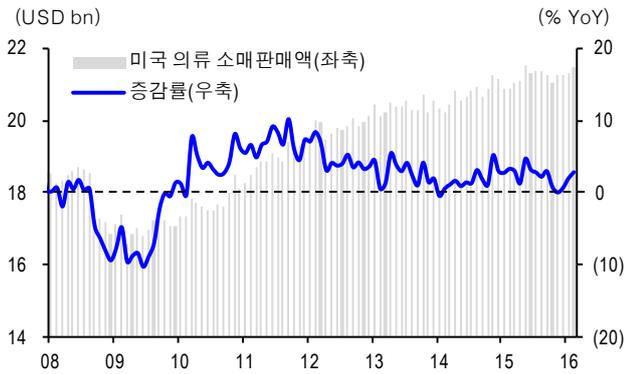
지난 1월 기준 미국 소매 의류 재고(계절조정)는 전년동월대비 5.2% 증가했다. 2015년 하반기 평균 재고 증가율 5.7% 보다는 낮은 수준이나 실제 판매 지표인 의류소매판매액 증감률 2.0% 보다 높다라는 점에서 추가 매출 성장률 추이 확인이 필요하다. 최근 소비 관련 지표들이 다소 불안한 모습을 나타내고 있다는 점 역시 확인을 필요하게 한다.

3월 미시건 소비자 신뢰지수* 는 90으로 전월대비 1.7pt 하락했다. 2월 컨퍼런스보드 소비자 기대지수* 역시 전월대비 5.6pt 하락한 92.2에 그쳐 부진했다. 2월 ISM 제조업 지수* 의 경우 49.5으로 전월대비 1.3pt 상승했으나 여전히 기준치를 하회하고 있다. 하지만 자산 가치 하락에 따른 일시적 소비 심리 하락 가능성도 존재한다. S&P 500과 다우 산업 지수는 2월까지 연초대비 각각 5.5%, 5.2% 하락했다.

재고 증가가 일정 수준의 부족하나 일정 수준의 판매액 증가를 동반하고 있다는 점에서 재고 증가에 대한 과도한 우려는 불필요하다. 2월 의류 소매 판매액 증감률 2.8%는 2015년 연간 판매액 평균 증감률 2.3%보다 높은 수준이고 지난 4분기 판매액 증감률 0.5%보다 높다. 2월 기준 미국 내 총 실업률이 5%를 하회했고 총 취업자 수 역시 1.9% 증가했다는 점도 긍정적이다. 최근 OEM 업체들의 수주 흐름과 연동할 경우 실적 관련 우려는 없다.

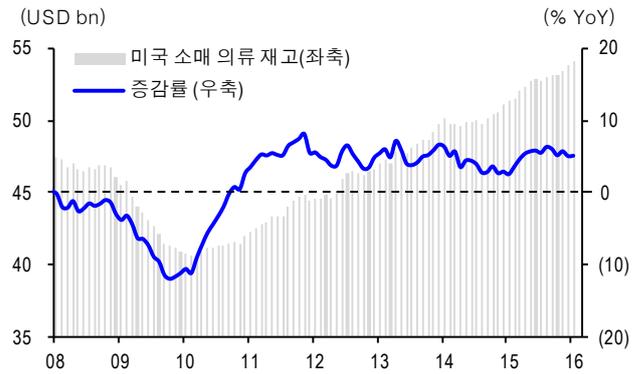
* 미시건 소비자 신뢰지수, 컨퍼런스보드 소비자 기대지수, ISM 제조업 지수는 첨부 2에 차트 수록

미국 의류 소매판매액 추이



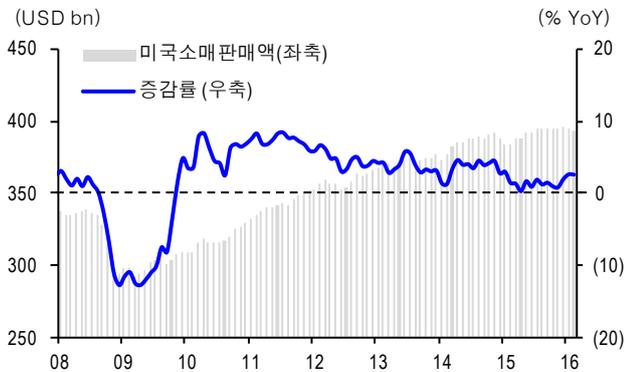
자료: Bloomberg, 신한금융투자

미국 소매 의류 재고 추이



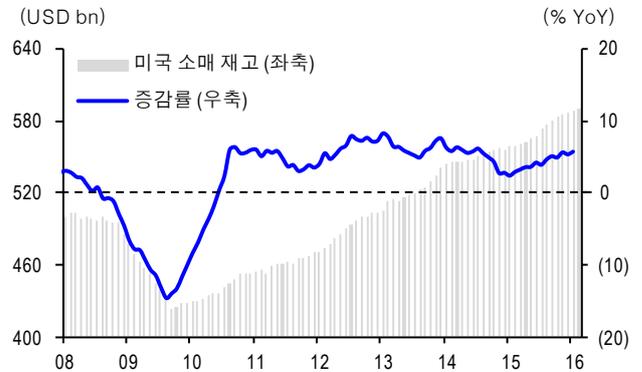
자료: Bloomberg, 신한금융투자

미국 소매판매액 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

미국 소매 재고 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

환율 민감도 분석

OEM은 수출 기업, 환율 10% 변동 시 매출액 9.8%, 영업이익 6.4% 변화

최근 환율 하락에 따른 주가 조정은 과도: 1분기 적용 환율은 1,195원, 3월 22일까지의 분기 평균 환율은 1,206.5원

한세실업과 영원무역 등 주요 OEM 업체들의 경우 생산 설비가 모두 베트남, 방글라데시 등에 위치하고 있다. 국내 본사의 경우 영업 조직만 위치해 본사 오더 수주, 생산법인 재하청의 구조이다. 물론 생산 지역 내 현지 통화와 달러 간 환율에 대한 부분도 고민이 필요하나 매출액의 경우 모두 달러로 인식되고 있어 환율에 대한 민감도는 높다. 원/달러 환율 10% 변동 시 매출액과 영업이익 변동률은 각각 9.8%, 6.4%이다.

3월 이후 원/달러 환율은 75원 하락(-6%)했다. 이에 한세실업과 영원무역 주가 역시 동 기간 4.5%, 5.3% 하락했다. 환율 하락에 따른 원화 기준 실적 둔화 우려 때문이다. 물론 하반기 이후 전년동기대비 적용 환율 하락에 따른 성장률 둔화 우려는 존재한다. 그러나 연간 10% 수준의(한세실업 기준, 영원무역의 경우 5% 수준) 양호한 매출 성장 추세를 감안할 때 최근 환율 하락에 따른 주가 조정은 과도하다.

1분기 실적에 적용된 원/달러 환율 역시 현재까지 분기 누계 평균 환율보다 낮은 수준이다. 적용 환율은 1,195원, 3월 22일까지의 분기 누계 평균 환율은 1,206.5원이다. 1분기 실적에 대한 우려는 없다. 2분기 적용 환율은 1,170원, 연 평균 적용 환율은 1,160원이다.

대만달러/달러 환율 & 대만 OEM 업체 상대주가 추이



자료: 신한금융투자

원/달러 환율 & 한국 OEM 업체 상대주가 추이



자료: 신한금융투자

국내 OEM 환율 민감도 테이블

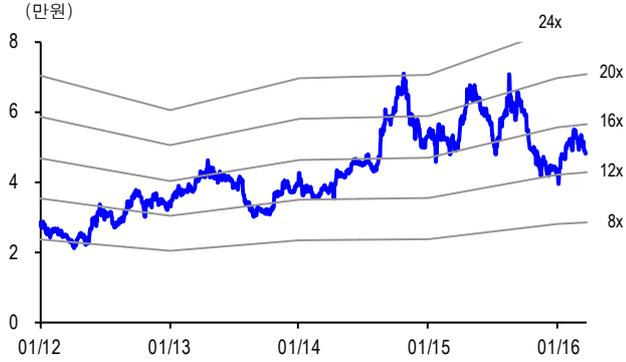
(단위: 십억원, 원, %)		영원무역				한세실업			
환율	증감률	매출액	영업이익	순이익	EPS	매출액	영업이익	순이익	EPS
1,140원	(1.72)	1,939.6	226.8	171.6	3,432.2	1,723.8	152.7	127.2	3,186.8
1,150원	(0.86)	1,957.0	228.3	172.8	3,455.1	1,739.5	154.1	128.3	3,214.4
1,160원	-	1,974.4	229.9	173.9	3,478.0	1,755.3	155.5	129.4	3,242.0
1,170원	0.86	1,991.8	231.5	175.0	3,500.9	1,771.1	156.9	130.5	3,269.6
1,180원	1.72	2,009.2	233.0	176.2	3,523.8	1,786.8	158.3	131.6	3,297.2
[변동률]									
1,140원	(1.72)	(1.76)	(1.35)	(1.32)	(1.32)	(1.80)	(1.77)	(1.70)	(1.70)
1,150원	(0.86)	(0.88)	(0.67)	(0.66)	(0.66)	(0.90)	(0.89)	(0.85)	(0.85)
1,160원	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
1,170원	0.86	0.88	0.67	0.66	0.66	0.90	0.89	0.85	0.85
1,180원	1.72	1.76	1.35	1.32	1.32	1.80	1.77	1.70	1.70

자료: 신한금융투자 추정

주: 상기 실적은 2016년 추정 실적 기준

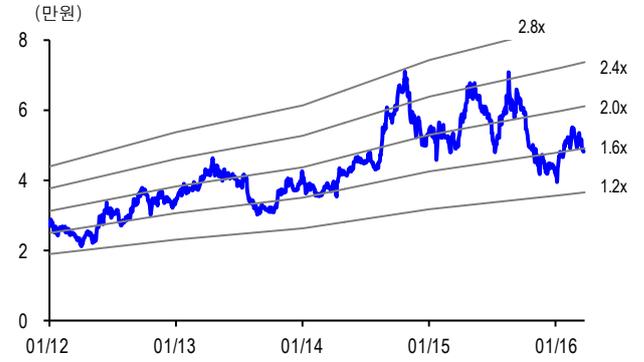
첨부 1) 국내 OEM 업체 밴드 차트

영원무역 12M FWD PER 밴드 차트



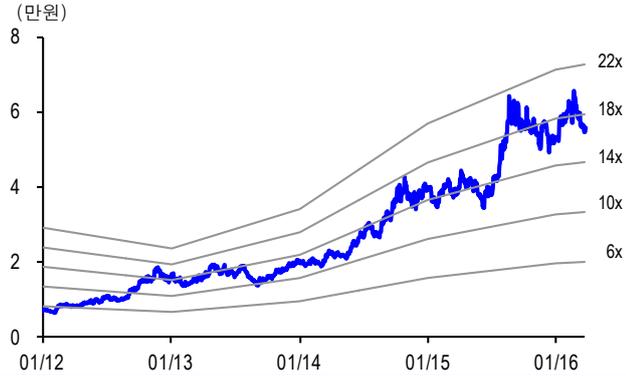
자료: Quantwise, 신한금융투자

영원무역 12M FWD PBR 밴드 차트



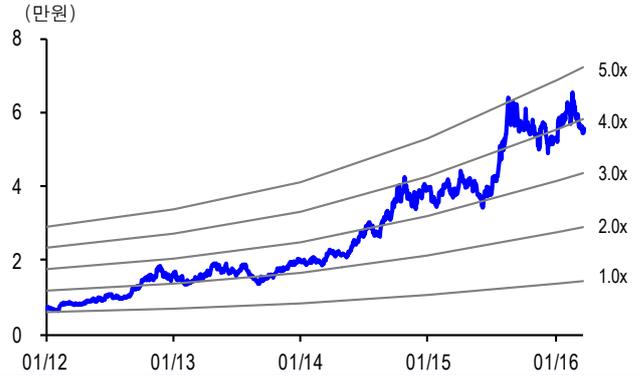
자료: Quantwise, 신한금융투자

한세실업 12M FWD PER 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자

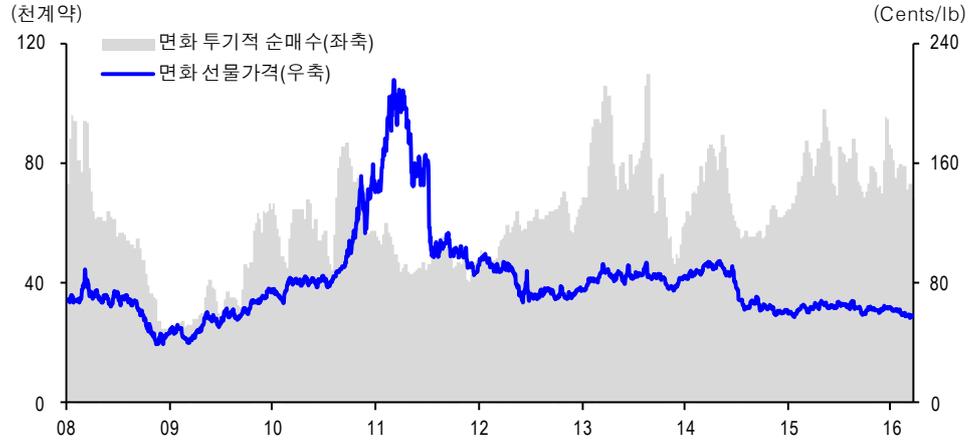
한세실업 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 신한금융투자

첨부 2) 면화 가격 및 미국 Macro 지표

면화 선물 가격 & 투기적 순매수 추이



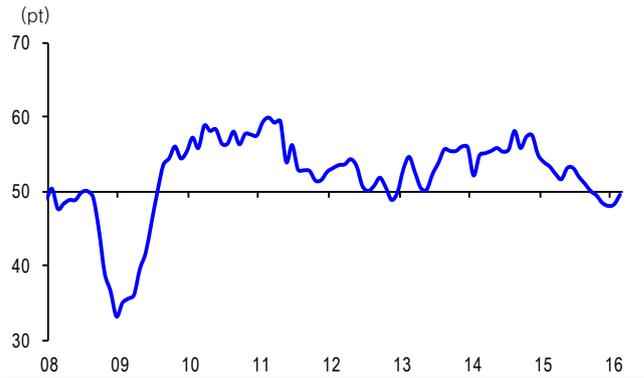
자료: Bloomberg, 신한금융투자

컨퍼런스보드 소비자대지수 추이



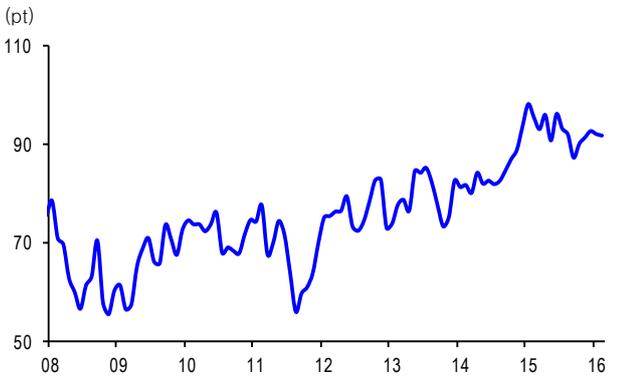
자료: Bloomberg, 신한금융투자

ISM 제조업 지수 추이



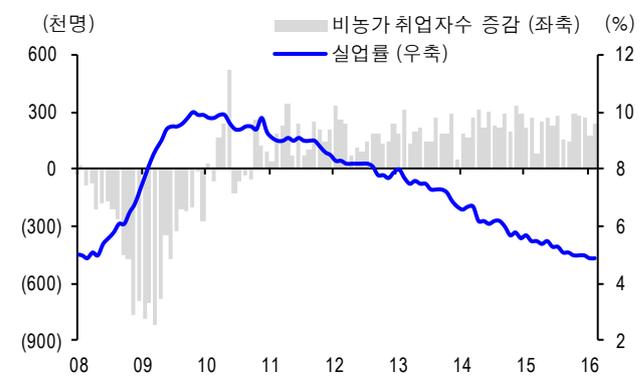
자료: Bloomberg, 신한금융투자

미시건 소비자 신뢰지수 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

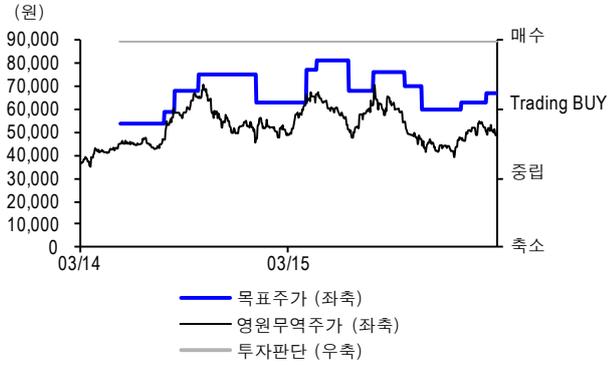
비농가 취업자수 증감률 & 실업률 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

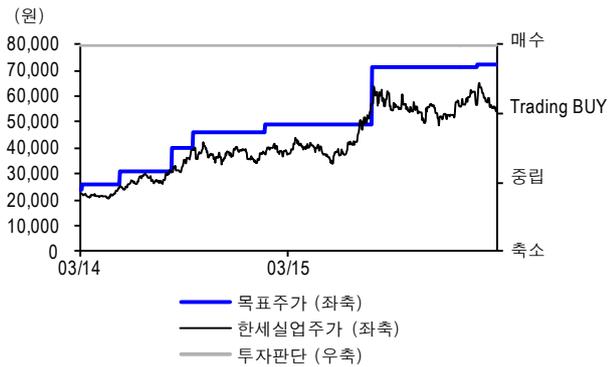
투자의견 및 목표주가 추이

영원무역 (111770)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 06월 01일	매수	54,000
2014년 08월 17일	매수	59,000
2014년 09월 04일	매수	68,000
2014년 10월 16일	매수	75,000
2015년 01월 25일	매수	63,000
2015년 04월 23일	매수	77,000
2015년 05월 11일	매수	81,000
2015년 07월 06일	매수	68,000
2015년 08월 18일	매수	76,000
2015년 10월 12일	매수	70,000
2015년 11월 11일	매수	60,000
2016년 01월 19일	매수	63,000
2016년 03월 03일	매수	67,000

한세실업 (105630)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 03월 22일	매수	24,000
2014년 03월 27일	매수	26,000
2014년 06월 01일	매수	31,000
2014년 08월 31일	매수	40,000
2014년 10월 07일	매수	46,000
2015년 02월 10일	매수	49,000
2015년 08월 16일	매수	71,000
2016년 02월 16일	매수	72,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박희진, 김규리)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

코리아	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	센터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 18일 기준)

매수 (매수)	86.73%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	7.58%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

