



기업분석 | 의류

Analyst

정소연

02 3779 8685

soyeon.jung @ebestsec.co.kr

Overweight

의류 (Overweight)

한세실업

투자 의견 **Buy** (유지)목표주가 **18,000원** (상향)

영원무역

투자 의견 **Buy** (유지)목표주가 **40,000원** (상향)

의류

OEM사: 3분기 턴어라운드가 기대되는 이유

의류 OEM사 2Q20 Review

국내 의류 OEM사에게 지난 2분기는 가장 어려운 시기였다. 4~5월 생산국인 베트남, 방글라데시 내 공장 셧다운이 있었고, 판매국의 90%인 유럽 및 미국 내 코로나19 확산세가 심화되었기 때문이다. 미국의 2Q20 의류 소매판매는 YoY -58.0%를 기록하면서 1Q20 -17.5% 보다는 크게 감소했다. 미국을 포함한 전세계적인 의류 소비 위축에 따라 의류 브랜드사는 재고를 소진하지 못했고, 이에 미국 패션 소매업체들의 재고/판매 배수는 3월 4.8x, 4월 17.7x, 5월 6.1x로 이례적으로 높은 수준으로 올라왔다(통상 2~3x). 패션 도소매 업체들의 재고 레벨 상승은 의류 OEM사에게는 오더 감소 및 오더 컷으로 직결됐으며, 실제로 2Q20 미국의 의류 수입은 YoY -37.9% 감소했다.

3Q20이 기대되는 이유①: 본업-Restocking

미국 내 의류 재고율은 2분기 최고점을 기록한 후 6월부터 정상화 단계에 진입했다고 판단한다. 3월을 기점으로 급감했던 의류 소매판매가 개선되면서, 재고율은 4월 17.7x에서 6월 2.9x(전년동월 2.4x)으로 정상 수준의 레벨로 회복되고 있다. 중요한 것은 재고를 정상화는 바이어(의류 브랜드사)의 Restocking을 야기하고, 이는 OEM사의 매출로 직결된다는 것이다. 실제로, 대만의 의류 OEM사인 Makalot과 Eclat의 월 매출액은 2Q20 YoY -29.7% / -12.7%에서 7월 YoY 4.5% / 11.0%로 강하게 턴어라운드했다. 3~4분기에도 1)재고를 정상화와 2)성수기인 F/W 시즌 도래에 따라 브랜드사의 Restocking은 지속될 것으로 판단된다.

3Q20이 기대되는 이유②: 부업-마스크와 자전거

한세실업의 3Q20 연결 매출액은 YoY 9.5% 성장한 6,268억원, 영업이익은 흑자전환한 108억원을 기록할 것으로 전망한다. 3Q20 OEM 제조 오더량은 YoY 13.6% 성장한 4.8억달러를 전망한다. 순수 의류 오더는 보수적으로 YoY -10% 수준인 3.8억달러로 추정, PPE 매출은 1억달러로 추정했다. 한세실업은 올해 10월 미국 내 첫 마스크 공장을 설립, 덴탈 마스크 위주로 생산을 시작할 계획이다. 생산 캐파는 월 220만장, 누적 투자금액은 30~40만달러로 추정하며, 향후 캐파확장에 따라 200만달러까지 투자 가능할 것으로 판단한다. 이에, PPE 매출은 2020년 2Q 1.05억달러 → 3Q 1억달러 → 4Q 2,000만달러 → 2021E 5,000만달러로 추정한다.

영원무역 3Q20 연결 매출액은 YoY 2.3% 성장한 6,984억원, 영업이익은 YoY 5.8% 성장한 630억원을 기록할 것으로 전망한다. 3Q20 OEM 제조 오더량은 YoY 플랫 성장한 371억달러로 추정하나, 자회사 Scott(4~6월에 해당)이 YoY 20% 수준 성장한 것으로 예상하기 때문이다. 판매국 및 브랜드 포지션은 상이하지만, 국내 자전거 판매업체인 삼천리자전거, 알톤스포츠가 2Q20 각각 63.9%, 36.9%, 성장했음을 감안하면, 동기간에 해당하는 3Q20 Scott도 자전거 열풍에 따른 수혜를 누렸을 것으로 판단한다.

의류 OEM사 2Q20 Review

영원무역의 2Q20 OEM 제조 부문 매출액은 YoY 34.0% 감소한 2,601억원(달러 기준 YoY -36.9%)을 기록하며, 의류 소비 위축에 따른 오더량 감소 영향을 그대로 흡수했다. 다만, 자회사 Scott의 2Q20(1~3월에 해당) 매출액은 YoY 5.6% 증가한 2,603억원을 기록했는데, 스위스 프랑 기준 매출액은 YoY 소폭 감소했으나 원/프랑 환율이 YoY 9% 증가한 효과가 반영됐다. 이에, 영원무역의 2Q20 K-IFRS 연결 매출액은 YoY 18.6% 감소한 5,455억원, 영업이익은 YoY 42.7% 감소한 517억원을 기록했다.

표1 영원무역 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,821	6,700	6,826	5,536	5,290	5,455	6,984	5,795	23,883	23,525	25,198
OEM 제조	2,721	3,942	4,425	3,267	2,692	2,601	4,391	3,425	14,355	13,109	13,648
달러(백만달러)	241.7	337.9	370.5	277.9	225.4	213.2	371	289	1,228	1,098	1,205
브랜드 유통	2,101	2,757	2,402	2,268	2,598	2,855	2,594	2,370	9,528	10,417	11,550
SCOTT	1,837	2,466	2,052	1,827	2,312	2,603	2,462	2,121	8,182	9,498	10,529
YoY(%)											
매출액	7.2	16.5	14.1	15.8	9.7	-18.6	2.3	4.7	13.7	-1.5	7.1
OEM 제조	15.1	18.9	21.1	17.0	-1.0	-34.0	-0.8	4.8	18.4	-8.7	4.1
달러(백만달러)	9.7	10.0	13.8	12.2	-6.7	-36.9	0.0	4.0	11.5	-10.6	9.7
브랜드 유통(SCOTT)	-1.6	13.2	3.0	14.2	23.7	3.5	8.0	4.5	7.2	9.3	10.9
SCOTT	-3.8	11.9	0.5	12.0	25.8	5.6	20.0	16.1	5.1	16.1	10.9
비중											
OEM 제조	56.4%	58.8%	64.8%	59.0%	50.9%	47.7%	62.9%	59.1%	60.1%	55.7%	54.2%
브랜드 유통(SCOTT)	43.6%	41.2%	35.2%	41.0%	49.1%	52.3%	37.1%	40.9%	39.9%	44.3%	45.8%
영업이익	420	903	705	347	506	517	630	337	2,376	1,990	2,515
OEM 제조	342	705	605	276	377	315	487	241	1,929	1,421	1,797
브랜드 유통(SCOTT)	78	198	100	71	129	202	101	76	447	508	560
OPM											
영업이익	8.7%	13.5%	10.3%	6.3%	9.6%	9.5%	9.0%	5.8%	9.9%	8.5%	10.0%
OEM 제조	12.6%	17.9%	13.7%	8.5%	14.0%	12.1%	11.1%	7.0%	13.4%	10.8%	13.2%
브랜드 유통(SCOTT)	3.7%	7.2%	4.2%	3.1%	5.0%	7.1%	3.9%	3.2%	4.7%	4.9%	4.8%
YoY(%)											
영업이익	1.5	15.8	13.9	76.3	20.3	-42.7	-10.7	-2.8	18.2	-16.2	26.4
OEM 제조	15.4	15.6	17.6	37.6	10.1	-55.3	-19.4	-12.7	18.9	-26.3	26.5
브랜드 유통(SCOTT)	-33.6	16.2	-4.6	흑전	65.1	2.0	1.1	7.3	15.0	13.7	10.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

반면, 한세실업의 2Q20 OEM 제조 부문 매출액은 YoY 10.5% 증가한 3,921억원(달러기준 YoY +5.7%)으로 코로나19에도 불구하고 매출 성장을 시현했다. 순수 의류 OEM 오더는 YoY 29% 수준 감소한 것으로 추정되나, 마스크·방호복 등의 PPE 매출이 이를 상쇄해 peer 대비 선방했다(Makalot 2Q20 매출액 YoY -29.7%). 2Q20 PPE 매출은 OEM 제조 내 비중 32.7% 수준인 1,281억원으로 추정한다. 다만 자회사인 한세엠케이 매출액은 YoY 17.8% 감소, 영업적자로 전환하면서, 한세실업의 2Q20 K-IFRS 연결 매출액은 YoY 5.6% 성장한 4,536억원, 영업이익은 적자전환한 -15억원

을 기록했다. 한세엠케이의 부진은 중국법인이 -34.8% 감소하며 회복이 더디고, 국내 NBA 키즈와 LPGA 등을 제외한 브랜드가 역성장했음에 기인한다.

표2 한세실업 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,228	4,296	5,725	4,975	3,941	4,536	6,268	5,024	19,224	19,769	21,331
OEM 제조	3,459	3,549	5,058	4,084	3,473	3,921	5,702	4,230	16,149	17,327	18,813
달러(백만달러)	307.3	304.2	423.6	347.4	290.9	321.5	481	357	1,382.4	1,451	1,660
한세엠케이	769	747	666	892	468	615	566	794	3,075	2,442	2,518
YoY(%)											
매출액	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	5.6	9.5	1.0	12.2	2.8	7.9
OEM 제조	19.9	12.6	13.7	19.7	0.4	10.5	12.7	3.6	16.2	7.3	8.6
달러(백만달러)	14.2	4.2	6.8	14.8	-5.4	5.7	13.6	2.8	9.7	4.9	14.5
한세엠케이	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-17.8	-15.1	-11.0	-4.8	-20.6	3.1
비중											
OEM 제조	81.8%	82.6%	88.4%	82.1%	88.1%	86.4%	91.0%	84.2%	84.0%	87.6%	88.2%
한세엠케이	18.2%	17.4%	11.6%	17.9%	11.9%	13.6%	9.0%	15.8%	16.0%	12.4%	11.8%
영업이익	51	191	391	-43	52	-15	172	108	590	317	652
OEM 제조	93	180	411	144	100	16	200	140	829	456	739
한세엠케이	-42	11	-21	-187	-48	-31	-28	-32	-239	-138	-87
YoY(%)											
영업이익	흑전	70.0	29.4	적전	1.9	적전	-56.0	흑전	52.7	-46.2	105.3
OEM 제조	흑전	138.2	34.1	37.2	7.3	-91.0	-51.5	-3.0	128.8	-45.0	62.2
한세엠케이	적지	-69.9	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적전	적지	적지
OPM											
영업이익	1.2%	4.5%	6.8%	-0.9%	1.3%	-0.3%	2.7%	2.2%	3.1%	1.6%	3.1%
OEM 제조	2.7%	5.1%	8.1%	3.5%	2.9%	0.4%	3.5%	3.3%	5.1%	2.6%	3.9%
한세엠케이	-5.4%	1.5%	-3.1%	-21.0%	-10.2%	-5.1%	-5%	-4.0%	-7.8%	-5.7%	-3.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

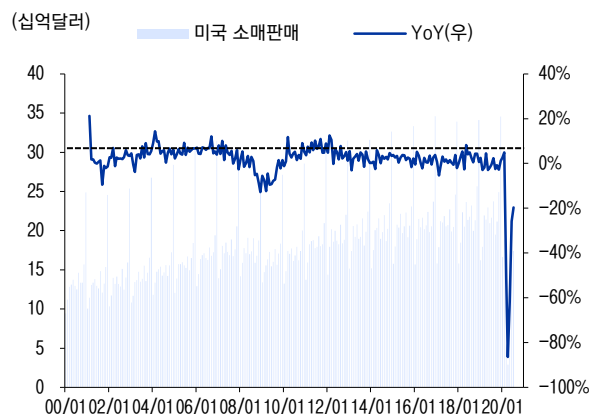
2Q20 재고 최소화 → 3Q20 재고 보충(Restocking)

2Q20 재고율 상승: 주문 최소화

국내 의류 OEM사에게 지난 2분기는 가장 어려운 시기였다. 4~5월 생산국인 베트남, 방글라데시 내 공장 셧다운이 있었고, 판매국의 90%인 유럽 및 미국 내 코로나19가 정점을 찍었기 때문이다. 미국의 2Q20 의류 소매판매는 YoY -58.0%를 기록하면서 1Q20 -17.5% 보다도 크게 위축됐다.

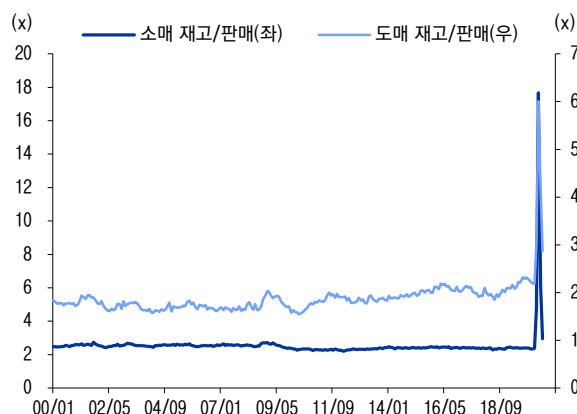
전세계적인 의류 소비 위축에 따라 의류 브랜드사는 재고를 소진하지 못했고, 이에 미국 패션 소매업체들의 판매액/재고액은 배수는 3월 4.8x, 4월 17.7x, 5월 6.1x로 이례적으로 높은 수준으로 올라왔다(통상 2~3x). 패션 도소매 업체들의 재고 레벨 상승은 의류 OEM사에게는 오더 감소 및 오더 컷으로 직결됐고, 실제로 2Q20 미국의 의류 수입은 YoY -37.9% 감소했다.

그림1 미국 의류 소매판매액: 2Q20 YoY -58.0%



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 미국 의류 도소매 업체 재고/판매 추이



자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

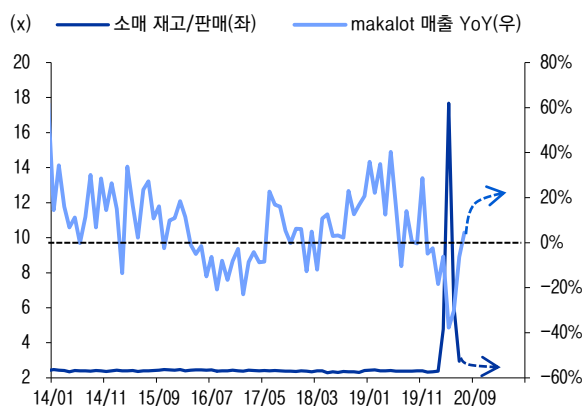
3Q20 재고율 정상화: Restocking

미국 내 의류 재고율은 2분기 최고점을 기록한 후 6월부터 정상화 단계에 진입했다고 판단한다. 3월을 기점으로 급감했던 의류 소매판매가 개선되면서, 재고율은 4월 17.7x에서 6월 2.9x(전년동월 2.4x)으로 정상 수준의 레벨로 회복되고 있다.

중요한 것은 재고율 정상화는 바이어(의류 브랜드사)의 Restocking을 야기하고, 이는 OEM사의 매출로 직결된다는 것이다. 실제로, 대만의 의류 OEM사인 Makalot과 Eclat의 월 매출액은 2Q20 YoY -29.7% / -12.7%에서 7월 YoY 4.5% / 11.0%로 강하게 턴어라운드했다. 3~4분기에도 1)재고율 정상화와 2)성수기인 F/W 시즌 도래에 따라 브랜드사의 Restocking은 지속될 것으로 판단된다.

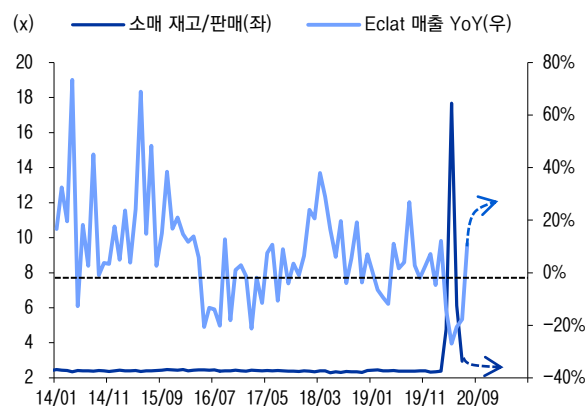
참고로 Makalot의 고객사 구성은 Gap 26%, Fast retailing 16%, Target 12% 등으로 한세실업과 비교 가능하고, Eclat의 고객사 구성은 Nike 12%, Lululemon 8%, Under Armour 8% 등으로 영원무역과 비교 가능하다.

그림3 미국 재고율-Makalot 매출 성장률



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 미국 재고율-Eclat 매출 성장률



자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

의류 OEM사 3Q20 Preview

한세실업에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 18,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 연간 추정치 상향에 따른 것이며, 12MF EPS 1,044원에 Target P/E 13.6배 (Makalot 12MF P/E 40% 할인)를 적용했다. 영원무역에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 40,000원으로 상향 조정한다. 목표주가 상향은 연간 추정치 상향에 따른 것이며, 12MF EPS 3,618원에 Target P/E 11.0배 (Eclat 12MF P/E 60% 할인)를 적용했다.

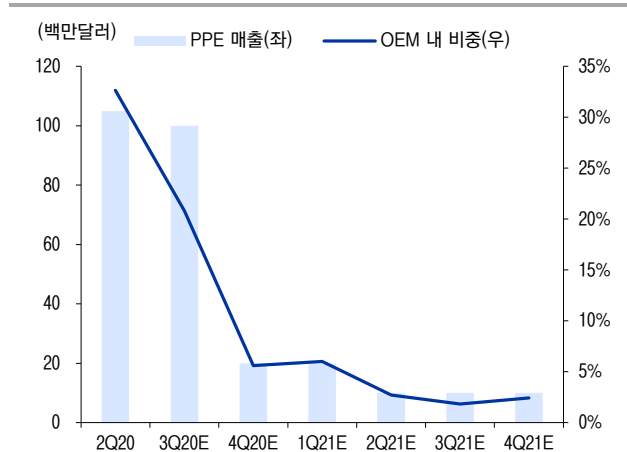
한세실업 3Q20 Preview: PPE(마스크 · 방호복) 판매 호조 지속

한세실업의 3Q20 연결 매출액은 전년동기대비 9.5% 성장한 6,268억원, 영업이익은 흑자전환한 108억원을 기록할 것으로 전망한다. 한세엠케이의 부진은 지속될 것으로 판단하나, 1)PPE 판매가 2분기만큼 있을 것으로 추정되고, 2)2분기Kohl's, J.C penney 등 미국 백화점 고객사의 파산에 따른 대손상각비를 모두 반영함으로써, 3분기 이익정상화(3Q20 OPM%)가 기대된다.

3Q20 OEM 제조 오더량은 YoY 13.6% 성장한 4.8억달러를 전망한다. 순수 의류 오더는 보수적으로 YoY -10% 수준인 3.8억달러로 추정, PPE 매출은 1억달러로 추정했다. 한세실업은 올해 10월 미국 내 첫 마스크 공장을 설립, 덴탈 마스크 위주로 생산을 시작할 계획이다. 생산 캐파는 월 220만장, 누적 투자금액은 30~40만불로 추정하며, 향후 캐파확장에 따라 200만달러까지 투자 가능할 것으로 판단한다. 이에, PPE 매출은 2020년 2Q 1.05억달러 → 3Q 1억달러 → 4Q 2,000만달러 → 2021E 5,000만달러로 추정한다.

추가적으로, 최대 바이어인 Gap의 신규 브랜드 출시에 따른 수혜가 기대된다. 칸예 웨스트의 YEEZY와 콜라보한(10년 계획) YEEZY Gap은 내년 출시 예정이며, 연 매출 10억달러(약 1.2억원) 규모의 브랜드로 예상된다. 관련 오더계약은 정해진바는 없으나, 최소한 부수적인 매출은 기대할 수 있다는 판단이다.

그림5 한세실업 PPE 매출액 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 오픈 예정인 이지 갭 시카고 플래그십 스토어



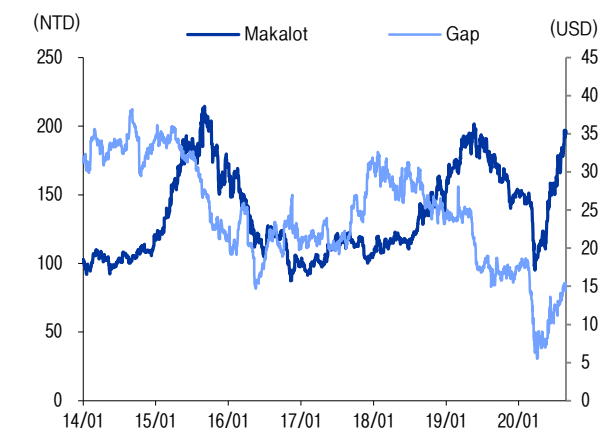
자료: YEEZY, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한세실업-GAP 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 Makalot-GAP 주가 추이



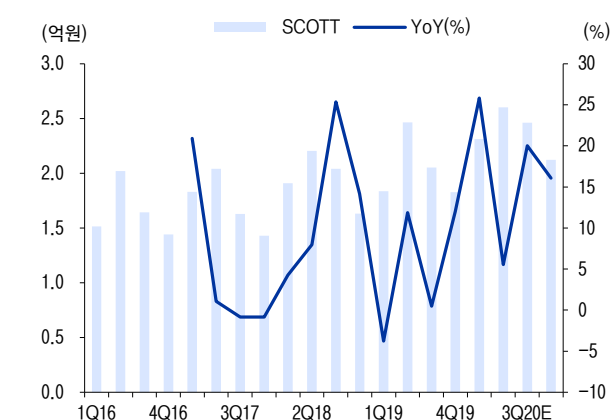
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

영원무역 3Q20 Preview: 효자회사 Scott

영원무역 3Q20 연결 매출액은 전년동기대비 2.3% 성장한 6,984억원, 영업이익은 전년동기대비 5.8% 성장한 630억원을 기록할 것으로 전망한다. 3Q20 OEM 제조 오더량은 YoY 플랫 성장한 371억달러로 추정하나, 자회사 Scott(4~6월에 해당)이 YoY 20% 수준 성장할 것으로 예상하기 때문이다.

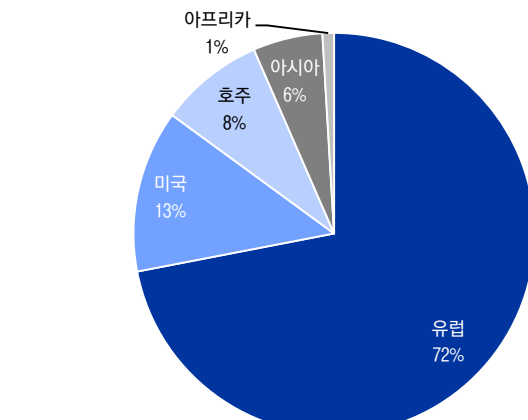
자회사인 Scott은 스위스 자전거 브랜드 업체로 국가별 매출 비중은 유럽 77%, 미국 14% 등이다. Scott은 외부활동이 강하게 제한됐던 3~4월에는 영업이 부진했던 것으로 추정하나 5~6월 수요가 급증했던 것으로 판단해, 3Q20(4~6월에 해당) 매출액은 YoY 20% 성장한 2,462억원으로 추정한다. 판매국 및 브랜드 포지션은 상이하지만, 국내 자전거 판매업체인 삼천리자전거, 알톤스포츠가 2Q20 각각 63.9%, 36.9% 성장했음을 감안하면, 동기간에 해당하는 3Q20 Scott도 자전거 열풍에 따른 수혜를 누렸을 것으로 판단한다.

그림9 SCOTT 매출액 추정



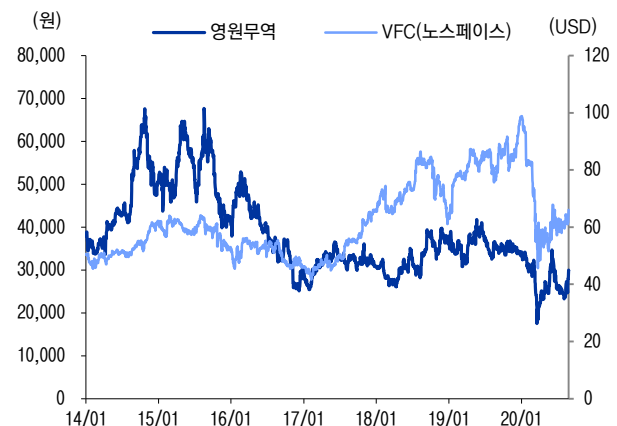
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 SCOTT 국가별 매출 비중



자료: YEEZY, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 영원무역-VFC 주가 추이



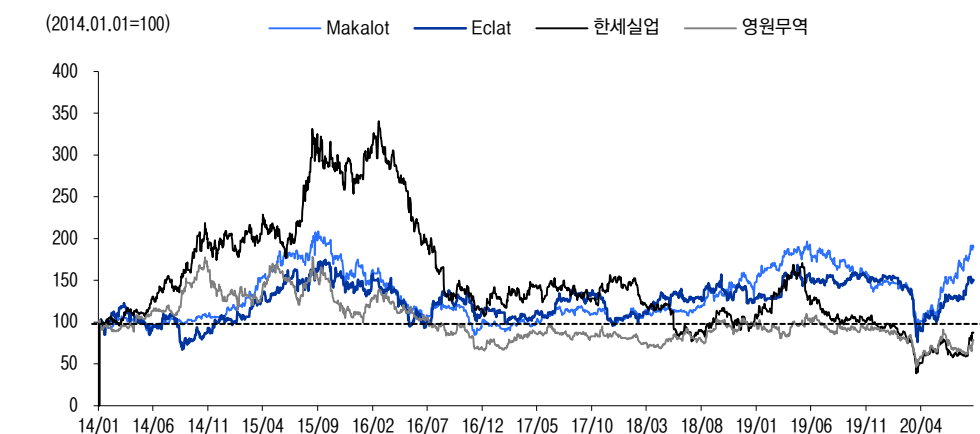
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 Eclat-NIKE 주가 추이



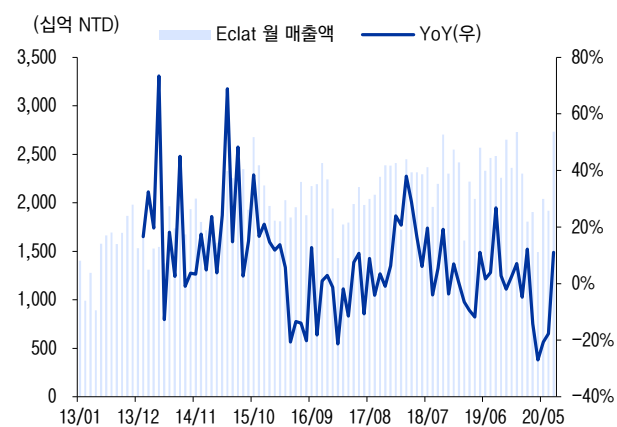
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 의류 OEM사 주가 추이



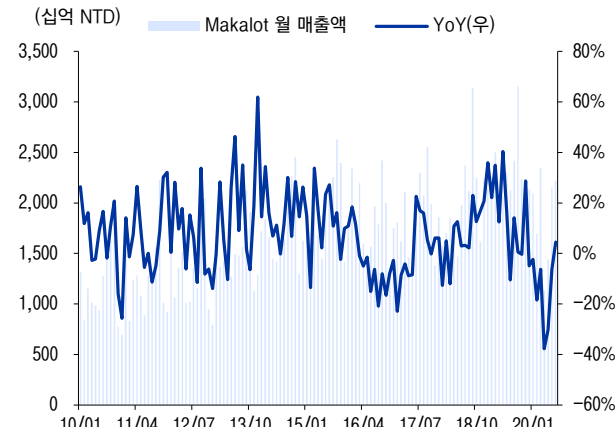
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 Eclat 월 매출액: YoY 2Q -22%, 7월 +11%



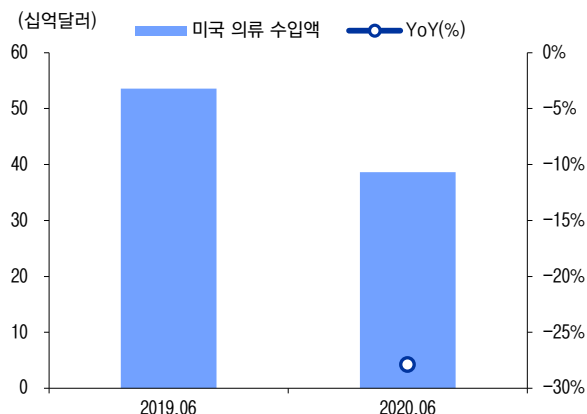
자료: Eclat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 Makalot 월 매출액: YoY 2Q -30%, 7월 +5%



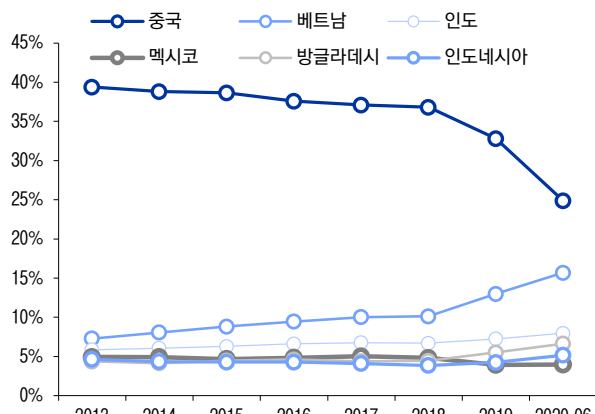
자료: Makalot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 2020년 1~6월 미국 의류 수입: YoY -27.9%



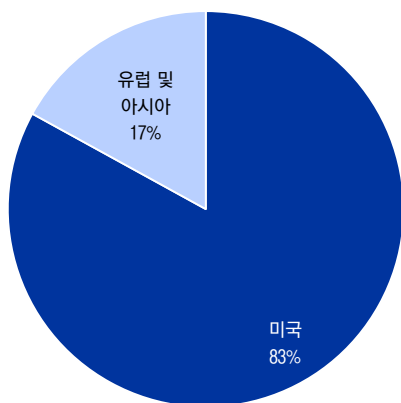
자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 미국 의류 수입 추이(국가별)



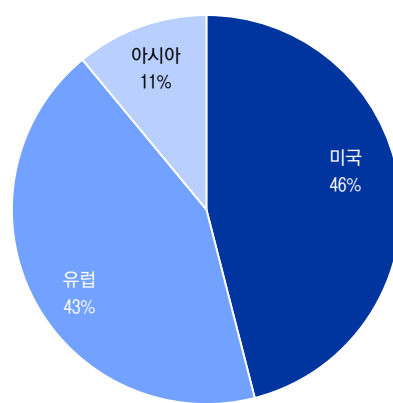
자료: OTEXA, USITC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 한세실업 국가별 매출 비중: 미국 83%



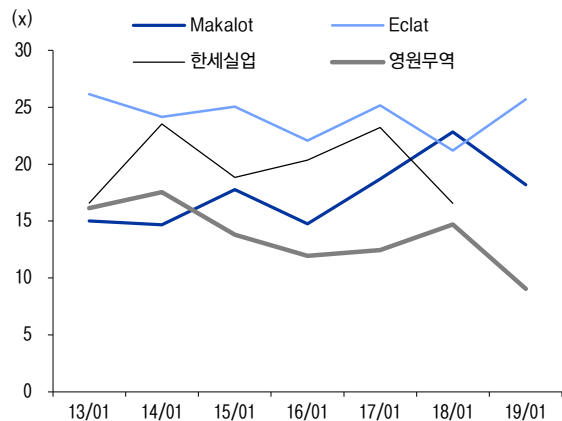
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 영원무역 국가별 매출 비중: 미국 및 유럽 89%



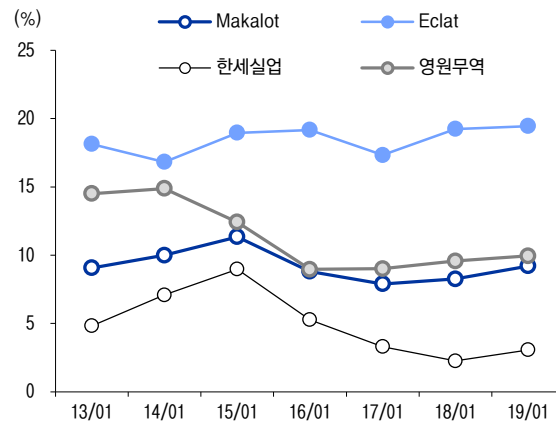
자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 글로벌 OEM사 연간 P/E 추이

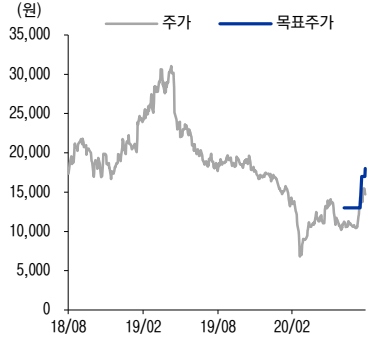


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 글로벌 OEM사 연간 OPM 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

한세실업 목표주가 추이		투자이견 변동내역										
(원) 												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2020.07.06	변경	정소연									
	2020.07.06	Buy	13,000	10.4		-14.3						
2020.08.18	Buy	17,000	-8.8		-12.8							
2020.08.28	Buy	18,000										

영원무역 목표주가 추이		투자이견 변동내역										
(원) — 주가 — 목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.11.15	Buy	49,000	-25.4		-40.0						
	2020.07.06	변경	정소연									
	2020.07.06	Buy	33,000	-17.3		-23.8						
	2020.08.18	Buy	37,000	-18.9		-24.7						
	2020.08.28	Buy	39,000									

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정소연)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)