

의류

비중확대

종목	투자의견	목표주가
한세실업	매수	48,000원(하향)
영원무역	매수	63,000원(하향)
영원무역홀딩스	매수	95,000원(하향)

OEM: 눈높이 낮추기, 그러나 현시점은 과매도 국면

실적과 밸류에이션 눈높이 낮추기, 의류 OEM 목표주가 하향

의류 OEM 영원무역과 한세실업 주가는 최근 급락, 12MF PER은 각각 10배, 13배다. 경쟁업체인 주요 의류 OEM 4사(Eclat, Feng Tay, Makalot, Shenzhou)의 2016년 평균 PER은 18배다. 수요 부진 우려가 크다. 최근 당사의 2016년, 2017년 원/달러 평균 환율도 1,230원, 1,185원에서 1,180원, 1,150원으로 하향되었으며 한세실업은 금년 비용 불확실성이 상존, 상기 요인을 반영해 양사의 실적 전망을 소폭 하향한다. 또한 최근 업황 우려로 인한 동종 업체들 밸류에이션 하락이 가파르다. 의류 OEM 목표 PER을 기존 18배에서 16배(동종업체 평균 대비 10% 할인)로 하향, 따라서 영원무역 목표주가를 63,000원, 한세실업 목표주가를 48,000원, 영원무역홀딩스 목표주가를 95,000원으로 각각 하향한다. 단, 영원, 한세 양사의 달러 오더 전망에 변화는 없으며 현 주가는 업황에 대한 우려를 과도하게 반영하는 것으로 판단된다. 완만한 실적 회복이 진행형인 영원무역에 대해서 매수 관점을, 한세실업은 하반기 오더 성장이 가시화되는 시점을 제시한다.

전방 수요 우려 대두: 2Q 영원 회복 추세 지속, 한세 하반기 오더 집중 수주

우리는 금년 영원무역과 한세실업의 달러 매출 성장률을 각각 8%, 10%로 전망, 양사의 가이던스도 유사하며 하향되지 않고 있다. 미주 패션업체들의 실적 부진과 재고 부담으로 인해 양사의 성장성에 대한 우려가 높다. 2분기 영원무역은 달러 기준 전년대비 8% 성장해 목표에 부합할 전망이고, 한세실업은 전년과 유사한 수준에 그칠 전망이다. 영원무역은 Scott 매출이 더해지면서 원화 기준 전년대비 16% 증가, 한세실업은 브랜드 사업 분할로 원화 기준 전년대비 매출액은 2% 증가에 그칠 전망이다. 한세실업은 수익성 높은 하반기 수주에 집중하는 것으로 파악되나 수요 우려가 어느 때보다 높아져 하반기 수주 성장 가시화가 필요해 보인다. 최근 수년간 원가 경쟁력을 갖춘 의류 OEM 업체들은 탭티어 고객으로 고객 포트폴리오 재편, 고객 내 MS 확대 및 신규 바이어 확보 등으로 고객사들의 성장과 차별화가 이루어진 반면 금년 Aeropostale 파산, GAP 역성장, 그리고 미주 주요 패션업체들의 실적 전망이 중저가 캐주얼 업체 위주로 더욱 낮아지면서 Market risk가 커진 상황이다. 미국 의류 재고도 전체적으로 높은 수준으로 재고 조정이 진행형이다.

이익 가시성: 원재료 가격과 환율, 비용이 변수

2분기 영원무역 영업이익 컨센서스는 650억원(-7% YoY)이고 한세실업이 253억원(+12% YoY)다. 우리 예상은 영원무역 700억원(-0.9% YoY), 한세실업을 232억원(+0.1% YoY)을 예상한다. 1분기에 이어 2분기에 영원무역 컨센서스 부합, 한세 소폭 회피가 예상된다. 영원무역은 Scott 실적 인식 시기 차이로 인해 2분기 자전거 성수기 효과가 3분기로 분산된다. 그러나 본업인 OEM 영업이익은 전년대비 13% 증가 전망, 핵심 사업이 회복되고 있다. 반면, 2014~2015년 의류 OEM에 긍정적으로 작용했던 면화 가격 하락과 원/달러 환율은 금년 일방적인 약세 국면은 아니다. 원/달러 환율은 양사에 모두 영향을 미치나 민감도는 영원무역이 낮다. 오히려, 유럽 매출 비중이 30% 이상으로 2015년 영원무역에 부정적으로 작용했던 유로화 약세 국면은 진정되고 있다. 또한, 영원무역은 원재료 가격과 실적 연관성도 낮아 외부 변수에 비탄력적이다. 최근 증설이 없었던 한세실업은 하반기 아이티와 베트남에 증설 시작, 최근 대폭 향상된 생산성과 수익성 수정 여부가 관건이다.

<표 1> 영원무역, 한세실업 목표주가 하향

(단위: 원, 배)

	영원무역	한세실업
12MF EPS	3,937	2,993
목표 PER	16	16
목표주가	63,000	48,000

자료: 한국투자증권

<표 2> 영원무역홀딩스 목표주가 하향

(단위: 십억원, 원)

	2016F	Note
영원무역 가치 (A)	987	30% 할인
적정 시가총액	2,790	당사 목표 시가총액 기준
지분율 (%)	50.5	
영원아웃도어 가치 (B)	121	30% 할인
2016년 예상 순이익	24	
적용배수	12	
지분율 (%)	59	
적정 시가총액 (A)+(B)	1,108	
발행주식수 (천주)	11,605	자사주 15% 제외
주당 적정가치 (원)	95,467	

자료: 한국투자증권

<표 3> 환율 전망 반영, 영원무역 실적 소폭 하향

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	2,116	2,318	(2.5)	0.0	2170	2318
영업이익	234	265	(2.7)	0.1	240	265
세전이익	233	264	(2.8)	(0.1)	240	264
지배주주순이익	163	184	(2.7)	(0.3)	168	185

자료: 한국투자증권

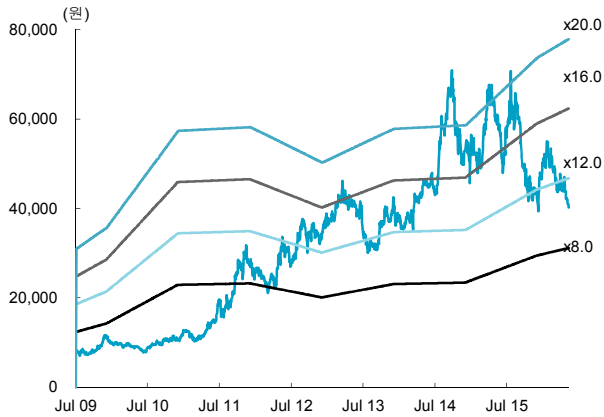
<표 4> 환율 전망 반영, 한세실업 실적 전망 하향

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
매출액	1,703	1,835	(1.7)	(2.5)	1,732	1,882
영업이익	150	161	(4.0)	(5.2)	156	170
세전이익	152	165	(4.0)	(5.4)	158	174
지배주주순이익	115	125	(3.5)	(5.6)	119	132

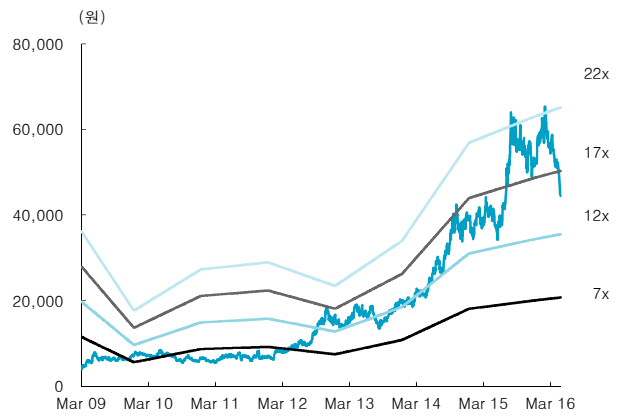
자료: 한국투자증권

[그림 1] 영원무역 밴드차트



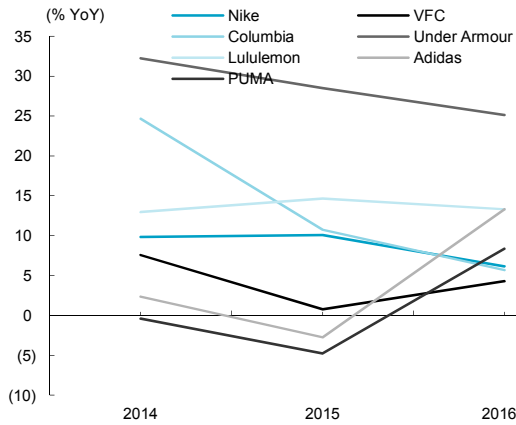
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 한세실업 밴드차트



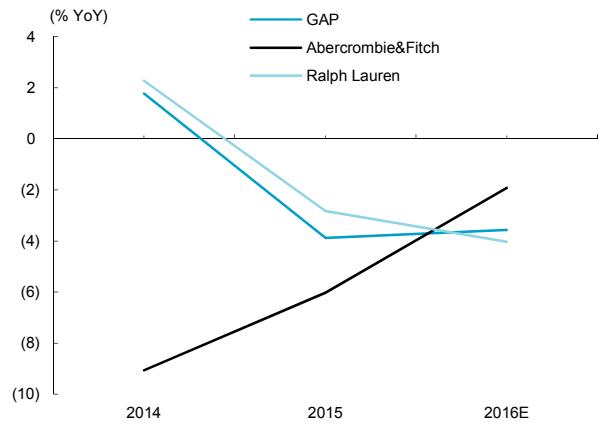
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 글로벌 주요 스포츠 업체 매출 증가율



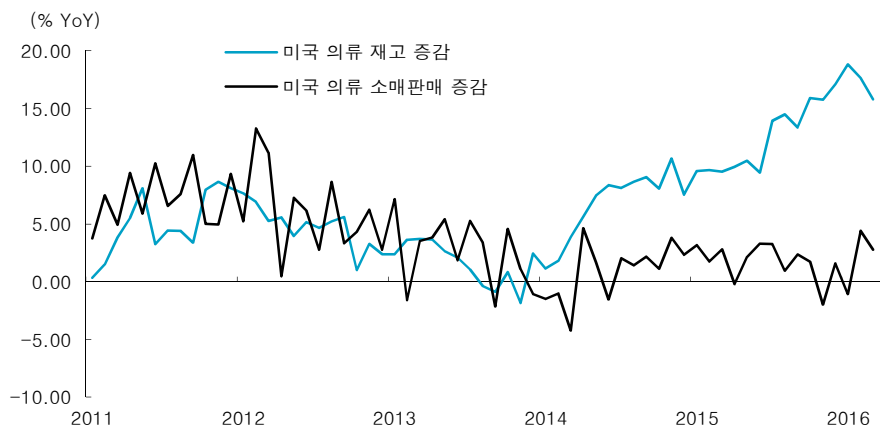
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 미국 주요 캐주얼 업체 매출 증가율



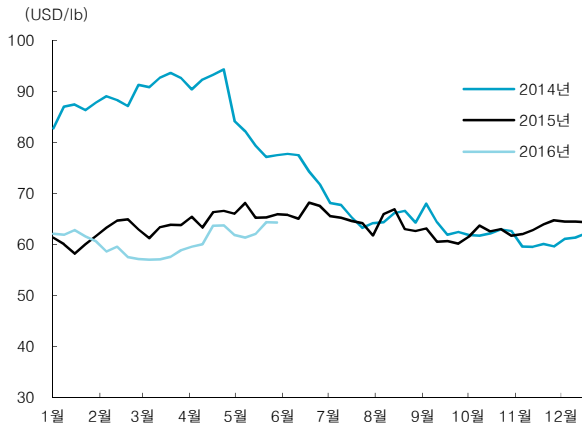
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 5] 미국 의류 재고 증감 vs 미국 의류 소매판매 증감



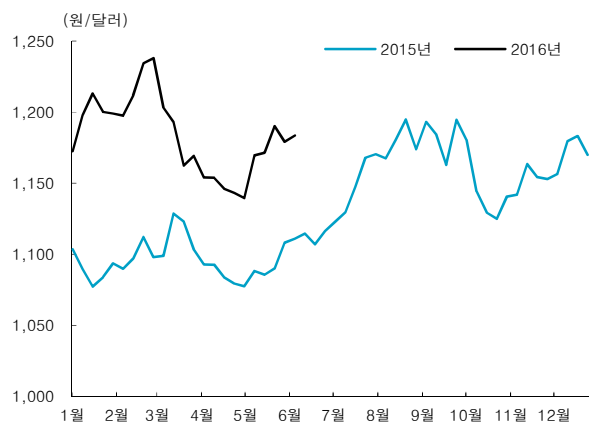
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 면화가격 추이



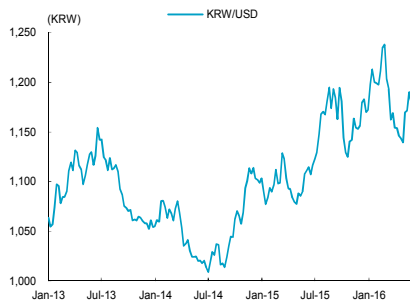
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 원/달러 환율 추이



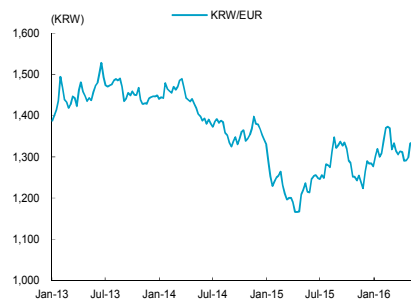
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 원/달러 환율



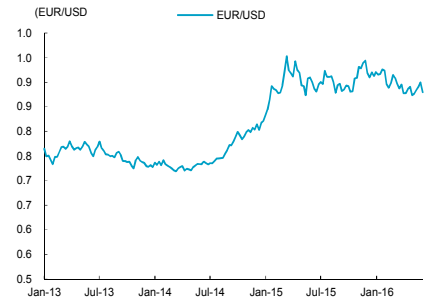
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 원/유로 환율



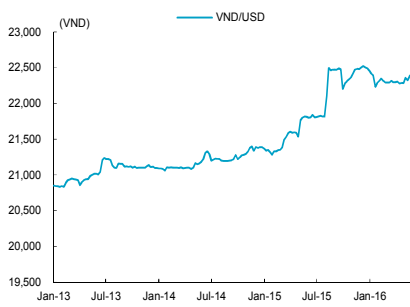
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 유로/USD 환율



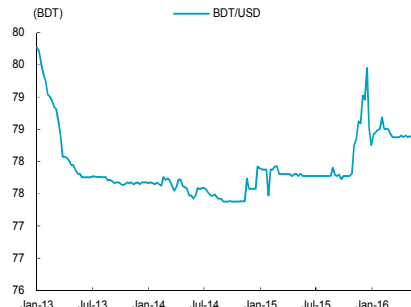
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 베트남 동/달러 환율



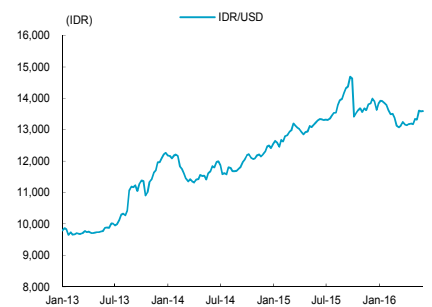
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 12] 방글라데시 타카/달러



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 인도네시아 루피아/달러 환율



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 5〉 글로벌 peer valuation

(단위: USDmn, 배, %)

		동남아 스포츠의류 OEM			동남아 캐주얼 의류 OEM			중국 대형	Agency
		Youngone	Eclat	Feng Tay	Hansae	Makalot	Shenzhou	Yue Yuen	LI & FUNG
	Mkt Cap.	1,568	2,743	2,383	1,419	974	6,944	6,603	4,454
PER	2015F	14.4	28.4	23.6	20.5	21.4	22.2	14.3	13.5
	2016F	11.1	20.0	16.1	14.6	14.6	16.9	14.0	12.3
	2017F	9.8	15.9	13.7	13.5	12.8	14.7	12.5	12.3
PBR	2015F	1.6	10.1	7.7	5.0	5.1	4.0	1.2	2.3
	2016F	1.4	6.0	5.0	3.2	3.4	3.2	1.4	1.5
	2017F	1.2	5.0	4.3	2.6	3.2	2.8	1.3	1.5
EV/EBITDA	2015F	7.7	21.0	14.6	14.5	14.8	15.7	8.7	10.4
	2016F	6.5	13.3	9.8	11.0	9.9	11.6	8.1	9.8
	2017F	5.6	10.9	8.3	9.8	8.6	10.2	7.5	9.5
ROE	2015F	12.1	39.3	35.4	27.3	25.1	18.9	8.8	16.5
	2016F	13.0	33.6	32.4	24.0	23.1	20.2	10.7	12.5
	2017F	13.0	34.2	33.0	21.3	25.5	20.7	11.1	12.7
EPS growth	2015F	(5.7)	32.6	35.0	55.8	15.9	11.3	18.0	(4.6)
	2016F	20.8	0.9	8.9	6.5	(2.7)	10.0	20.7	(14.7)
	2017F	15.8	26.0	17.6	11.4	14.1	14.6	11.9	0.0
OPM	2015F	12.4	19.0	9.9	9.0	11.3	22.6	4.8	3.2
	2016F	11.0	19.1	10.3	8.8	10.5	22.8	5.9	2.7
	2017F	11.4	20.1	10.7	8.2	11.0	23.2	6.1	2.9
Sales growth	2015F	18.3	16.9	11.8	12.4	6.8	11.3	5.3	(2.4)
	2016F	28.1	9.2	10.3	3.0	6.4	8.7	4.0	(1.2)
	2017F	12.4	18.6	14.8	10.5	11.1	13.4	5.7	0.4

주: USD 기준임
자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 6〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
영원무역 (111770)	투자의견	매수	2014A	1,246	186	128	2,891	21,940	18.3	2.4	14.1	10.2	0.4
	목표주가(원)	63,000	2015A	1,585	197	130	2,931	26,554	14.4	1.6	12.1	7.7	0.5
	현재가 (6/8, 원)	40,200	2016F	2,116	234	163	3,690	30,044	11.1	1.4	13.0	6.5	0.5
	시가총액(십억원)	1,781	2017F	2,318	265	184	4,163	34,007	9.8	1.2	13.0	5.6	0.5
				2018F	2,505	308	215	4,857	38,614	8.4	1.1	13.4	4.7
한세실업 (105630)	투자의견	매수	2014A	1,313	93	62	1,544	8,273	25.7	4.8	20.5	15.9	0.5
	목표주가(원)	48,000	2015A	1,587	142	103	2,586	10,640	20.5	5.0	27.3	14.5	0.5
	현재가 (6/8, 원)	40,500	2016F	1,703	150	115	2,870	13,235	14.3	3.1	24.0	11.0	0.7
	시가총액(십억원)	1,620	2017F	1,835	161	125	3,117	16,047	13.2	2.6	21.3	9.8	0.7
				2018F	2,054	203	158	3,948	19,639	10.4	2.1	22.1	7.5
영원무역홀딩스 (009970)	투자의견	매수	2014A	1,644	235	86	7,407	50,163	12.0	1.8	13.5	6.0	0.6
	목표주가(원)	95,000	2015A	1,880	231	85	7,297	60,074	9.3	1.1	11.3	5.6	0.7
	현재가 (6/8, 원)	61,400	2016F	2,304	263	93	8,036	70,116	7.6	0.9	10.6	5.2	0.8
	시가총액(십억원)	837	2017F	2,499	302	108	9,283	81,218	6.5	0.7	10.5	4.5	0.8
				2018F	2,679	360	130	11,163	93,921	5.4	0.6	10.9	3.9

자료: 각사, 한국투자증권

용어해설

- OEM: 주문자 상표 부착 생산

■ Compliance notice

- 당사는 2016년 6월 8일 현재 영원무역홀딩스, 한세실업, 영원무역 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.