



SK INDUSTRY ANALYSIS

## 섬유/의복

의류 OEM

: 이제는 주가 반등 변수에 주목할 시점



Analyst  
**조은애**  
goodkid@sk.com  
02-3773-8826

## 섬유/의복

### 의류 OEM: 이제는 주가 반등 변수에 주목할 시점

- 최근 의류 OEM 주가 부진의 이유(바이어 실적 부진, 환율)가 영원무역과 한세실업과 같은 '전략벤더의 펀더멘털 훼손 근거가 될 수 없다고 판단'
- 최근 주가 부진이 OEM 업체 펀더멘털 훼손에 따른 것이 아니기 때문에 향후는 주가에 반등을 줄 변수 ① 고객사 수요, ② 환율, ③ 중장기 변화에 더 주목할 시점
- 영원무역, 한세실업의 커버리지를 개시하고, 영원무역을 Top pick으로 제시

### 최근 의류 OEM 주가 부진, 펀더멘털 훼손으로 볼 수 없음

최근 OEM 업체 주가 부진의 이유는 ① 전방업체 실적 부진에 따른 오더량 감소와 ② 전년도('15) 높은 환율 베이스 부담 등 때문이다. 하지만 우리는 전방업체의 실적 부진은 영원무역과 한세실업과 같은 전략벤더에게는 펀더멘털 훼손 근거가 될 수 없다고 판단한다.

이유는 명확하다. OEM 업체 매출액 증대의 가장 기본 형태는 바이어의 매출 증가에 따른 매출 성장이지만, 영원무역과 한세실업은 전방 시장 부진시점에서도 전체 시장 및 기존바이어 내 MS 확대, 그리고 신규바이어와의 거래 개시 등을 통해 시장 상황과 큰 관계없이 지속적으로 매출액이 증가한 '전략벤더'이기 때문이다.

또한, 최근 부진한 전방업체 상황을 고려할 때 향후 바이어의 Vendor Consolidation(대형 전략벤더에게 주문이 확대되는 현상)이 더욱 강화될 것으로 판단된다. 오더량(Q)을 늘려 납품단가(P)를 낮추고, 타이트한 재고관리(짧은 생산납기)를 위한 바이어의 욕구가 커질 것이기 때문이다.

### 주가 반등 변수 ① 고객사, ② 환율, ③ 중장기 구조적 변화에 주목할 시점

최근 주가 부진은 OEM 업체의 펀더멘털 훼손에 따른 것이 아니기 때문에 향후 주가에 반등을 줄 변화 요소에 더욱 주목해야 할 시점으로 판단한다.

- ① 고객사 수요(매출액 변수): 카테고리별 성장성은 스포츠 > 캐주얼 > 유통채널 순
- ② 환율(이익률 변수): '17년 원/달러 환율은 OEM 업황에 비우호적(원화강세)
- ③ 중장기 구조적 변화(비용 통제): 노무비가 상대적으로 저렴한 베트남에서의 Capax 확장이 지속될 전망

### Top Pick: 영원무역

국내 의류 OEM 업체 Top pick 은 영원무역이다. 영원무역은 전방 산업(스포츠웨어)의 높은 성장성을 반영해 견조한 Q 증가와 상대적으로 낮은 환율 민감도로 안정적인 실적 성장이 가능할 전망이다. 현재 주가수준은 '17F PER 9 배 수준으로 성장 성 대비 저평가 되어 있으며 글로벌 Peer 업체(Eclat '17F PER 21 배) 대비해서도 빨리 에이션 매력도가 높다.

# Contents

1. OEM 실적 및 밸류에이션	4
2. 최근 OEM 업체 주가 부진의 이유, 펀더멘털 훼손일까?	5
3. 투자포인트: 향후 OEM 업체 주가 반등의 변수에 주목하자	13
1) 고객사 수요(매출액 변수)	13
2) 환율(이익률 변수)	25
2) 중장기 구조적 변화	27
4. 개별기업 분석	32
1) 영원무역	33
2) 한세실업	43

## Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 11월 1일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## Investment summary

### 향후 주가 반등의 변수는 ① 고객사, ② 환율, ③ 중장기 구조적 변화

국내 대표 OEM 업체 영원무역과 한세실업의 분석을 개시하고, '17년 의류 OEM Top Pick 을 영원무역으로 제시한다. '17년 의류 OEM 회사는 전방 바이어의 점진적인 실적 개선과 의류 Restocking 수요에 의한 외형 성장이 가능할 것으로 전망한다.

영원무역은 스포츠/아웃도어 바이어의 비중이 높아 전방산업의 높은 성장성에 따른 수혜가 가능할 전망이다. 한세실업은 캐주얼 바이어의 점진적인 실적 개선 및 유럽, 일본 등 SPA 브랜드 바이어의 비중 확대로 수주량 증가가 가능할 전망이다.

하지만 '17년 원/달러 환율(-7% YoY)은 OEM 업황에 비우호적일 전망이다. 원/달러 환율 10 원 하락 시 영원무역과 한세실업의 영업이익 변동폭은 각각 -1%, -3%이다. 따라서 원화강세 기조가 예상되는 가운데 상대적으로 환율 민감도가 낮은 영원무역의 안정적인 실적흐름을 전망한다. 반대로 원화가 약세 전환할 경우 한세실업의 빠른 이익개선이 가능하다.

Top Pick	영원무역					
향후 OEM 주가 반등의 요소	주요 바이어 실적 고성장에 따른 안정적인 Q 증가와 상대적으로 낮은 환율 민감도					
① 고객사 수요(매출액 변수)	① 고객사 실적 전망을 근거로 '16F~'17F 매출액 성장률을 전망					
(%) YoY						
'16E	영원무역	한세실업				
'16E	+5	-2				
'17E	+9	+6				
• 바이어의 매출액 성장을 기준 상대적으로 영원무역 성장률을 높게 전망						
• 글로벌 의류 카테고리별 성장성 스포츠 > 캐주얼 > 유통채널 순						
(%) YoY						
'14~'19 CAGR	글로벌 의류시장	글로벌 스포츠 의류시장	아시아 스포츠 의류시장			
	+1.9	+2.6	+4.3 (중국기여 +5.2%)			
② 환율(이익률 변수)						
17년 원/달러 평균은 OEM 업황에 비우호적(원화강세)						
• 원/달러 환율 10원 하락시 영원무역과 한세실업 연간 영업이익 변동폭 각각 -1%, -3%						
• 환율민감도 상대적으로 낮은 영원무역의 이익 감소폭이 더 적음						
• 반대로, 원/달러 환율 반등(상승) 구간에서는 바이어 수요 관계없이 한세실업의 더 빠른 이익 회복 가능						
③ 중장기 구조적 변화(비용단 변화)						
노무비 상대적으로 저렴한 베트남에서의 Capex 확장 지속						
영원무역, 한세실업 베트남 capex ~+10% YoY 확장 전망						
Valuation	17F PER 16배 적용					
• 영원무역 목표주가 56,000(Upside 60%)으로 커버리지 개시						
• 한세실업 목표주가 36,000(Upside 45%)으로 커버리지 개시						

자료: 각 사, SK증권

## 1. OEM 실적 및 밸류에이션

영원무역에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 56,000 원으로 분석을 개시하고, OEM 업체 탑픽으로 제시한다. 목표주가 56,000 원은 '17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용했다.

영원무역의 '17년 연결 매출액은 2.1 조원(+5% YoY), 영업이익은 2,255 억원(+6% YoY)을 전망한다. 현재 주가수준은 '17F PER 9 배 수준으로 영원무역의 글로벌 시장 내 지위 및 성장성 대비 저평가되어 있으며 글로벌 Peer 업체인 Eclat의 '17년 예상 EPS 기준 PER(21 배)에 대비해서도 밸류에이션 매력이 있다.

한세실업에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 36,000 원을 제시하고 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용했다. '17년 연결 매출액 1.5 조원(+1% YoY), 영업이익 1,069 억원(+9% YoY)을 전망한다. '17년 원/달러 환율이 업황에 비우호적인 상황에서 환 민감도가 높아 상대적인 매력이 떨어지거나 원화가 약세 전환할 경우 빠른 이익 개선이 가능하다.

Peer 그룹 밸류에이션

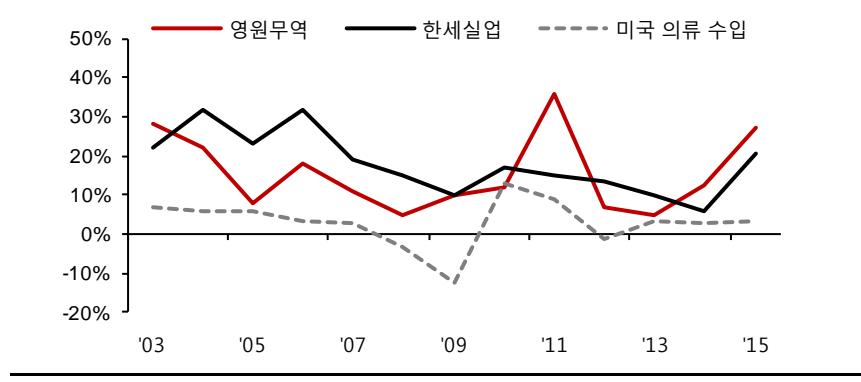
시기총액 (USDmn)	PER(x)			EPS Growth(%)			ROE(%)		
	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E
<b>OEM 업체</b>									
영원무역	1,367	14	10	9	1%	14%	6%	12%	12%
한세실업	908	21	13	12	67%	-26%	16%	27%	17%
Eclat	3,046	23	26	21	39%	-11%	20%	35%	25%
Makalot	917	14	19	19	20%	-29%	2%	24%	18%
Li&Fung	4,143	-	14	13	-	-	6%	-	11%
Shenzhou	9,105	-	21	18	-	-	18%	-	21%
<b>브랜드 업체</b>									
Nike	85,970	28	24	22	25%	17%	10%	28%	30%
Lululemon	7,760	30	27	23	14%	13%	18%	25%	27%
Adidas	36,237	50	32	28	34%	55%	15%	11%	17%
Under Armour	15,679	73	65	50	11%	13%	31%	15%	14%
GAP	10,540	12	14	13	-22%	-14%	7%	33%	26%
VF Corp	22,645	19	17	15	20%	12%	12%	22%	25%
Fast Retailing	34,862	32	73	33	48%	-56%	119%	-	7%
Inditex	110,533	35	31	28	15%	13%	13%	26%	26%
H&M	47,957	20	23	20	5%	-12%	15%	38%	31%

자료: Bloomberg, SK 증권

## 2. 최근 OEM 업체 주가 부진의 이유, 펀더멘털 훼손일까?

최근 OEM 업체 주가 부진의 이유는 ① 전방업체 실적 부진에 따른 오더량 감소와 ② 전년도('15년) 높은 환율 베이스로 인한 실적 부담 때문이다. 환율이 외부 변수라는 점을 감안하면 펀더멘털 훼손 여부에 대한 진단은 전방 업체 실적이 될 것이다. 결론은 전방업체 실적 부진이 영원무역과 한세실업의 펀더멘털을 훼손할 근거가 될 수 없을 것으로 판단한다. 이유는 두 업체가 글로벌 의류 시장 저성장 구간에도 시장점유율을 지속적으로 확대하며 실적 성장이 지속된 '전략벤툐'이고, 전략벤툐은 전방 시장 부진시점에서도 전체 시장 및 기존바이어 내 MS 확대 및 신규바이어와의 거래 개시 등을 통해 지속적인 매출 성장이 가능하기 때문이다.

**미국 의류수입 성장률 < OEM(영원, 한세) 매출액 성장률**

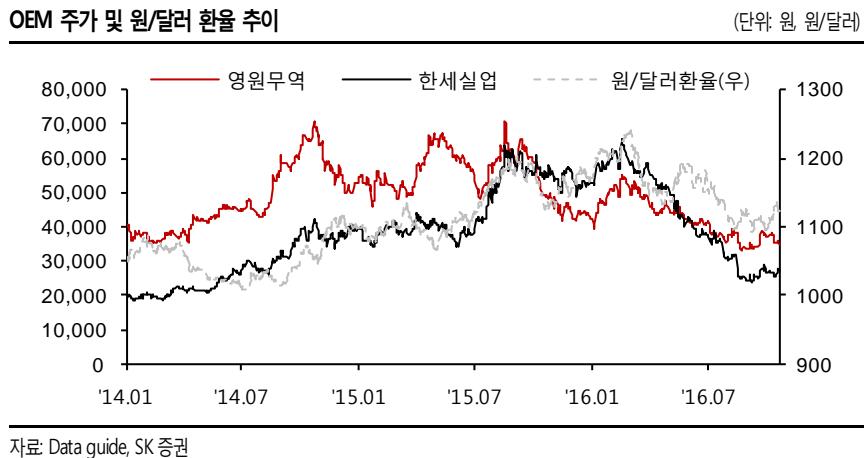


자료 CED, 각 사, SK증권

### 최근의 주가 부진 ① 전방 산업 부진, ② 전년도 높은 환율 베이스 때문

**영원무역, 한세실업 주가는  
전년도 고점 대비 50% 이상 하락**

최근 OEM 업체 주가 부진의 이유는 ① 전방업체 실적 부진에 따른 오더량 감소와 ② 전년도('15년) 높은 환율 베이스 부담 등 크게 두 가지이다. 10월 31일 기준, 영원무역과 한세실업 주가는 각각 2015년 고점 70,700 원(8/18), 64,000 원(8/17) 대비 -55%, -60% 하락한 상태이다.



### 이유 ①: 전방 산업 부진

#### OEM 매출액은 전방 바이어 상황과 연관성이 높음

OEM 업체 매출 증대의 가장 기본적인 형태는 바이어 매출 증가에 따른 오더량 (Q) 확대이다. 따라서 영원무역과 한세실업의 매출액 증가는 바이어 실적과 연동성이 크다. 바이어는 관계가 오래되고 주문규모가 큰 주력 바이어와, 거래 개시는 오래지 않지만 주문증가율이 높은 신규바이어로 구성된다. 영원무역과 한세실업 바이어 수는 40 여 개로 구성되어 있으며, 통상 매년 4~5 개 정도의 브랜드 진출 입이 있다.

한세실업의 경우 연초 이후 전방 바이어 실적 부진에 따라 단기적 매출액 감소가 우려되는 상황(3Q16 역성장 전망)이다. 매출액 감소는 한세실업 Top 10 바이어 중 하나인 GAP의 실적 부진과 Aero Postale의 파산 신청에 따른 영업규모 축소 등에 기인한다. 한세실업의 리테일 브랜드 바이어 비중은 65%이며, GAP 비중은 25%에 달한다.

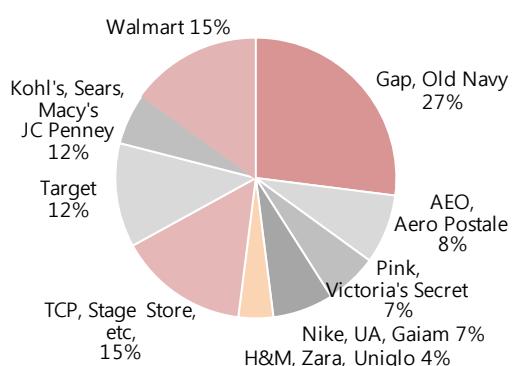
한세실업과 글로벌 Peer 대만의 Makalot(1477.TW) 두 기업의 매출액 비중 No.1 바이어는 GAP 이다. GAP의 월별 실적은 최근 2 년 대부분 역성장을 지속했다. 월별 실적을 발표하고 있는 Makalot 은 GAP 월별 실적 역성장 5 개 분기 째인 지난 3 월을 기점으로 매출액 역성장이 시작되었다. 한세실업의 경우에도 오는 3 분기 달리기준 매출액 성장률이 -11% YoY 를 기록할 것으로 추정된다.

## 한세실업, Makalot 비교

	한세실업	Makalot
설립년도	1982	1990
회사 소재지	한국	대만
주요 ITEM	니트 의류	니트 의류
바이어	40여개 Specialty Store: Mart=7:3	40여개 Specialty Store: Mart=7:3
생산기지	베트남(60%)>인도네시아(20%)>중미(18%)	베트남(33%)>인도네시아(30%)>캄보디아(24%)>중국(7.7%)
Capax	자가공장 Capa 509개, 생산인원 32만명	자가공장 Capa 364개, 생산인원 2만명
주요원재료	원사, 원단	원사, 원단
매출액	13억USD	8억USD
영업이익률	9%	11%
시가총액	1.06조원	29.7TWD bn

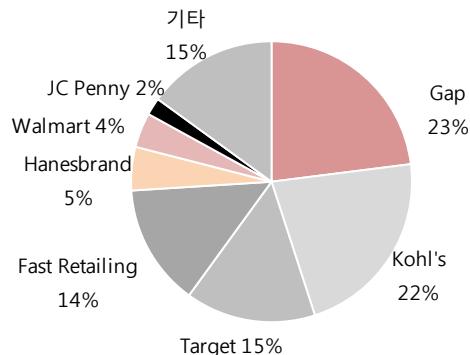
자료 : 각 사, SK 증권

## 한세실업 바이어별 매출액 구성



자료 : 영원무역, SK 증권

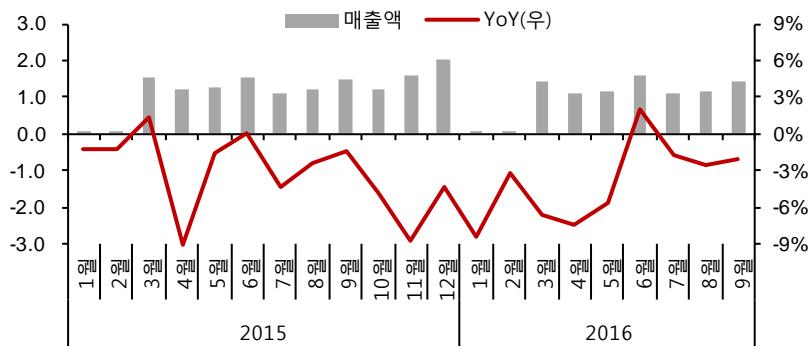
## Makalot 바이어별 매출액 구성



자료 : 한세실업, SK 증권

## GAP 월별 매출액 데이터 추이

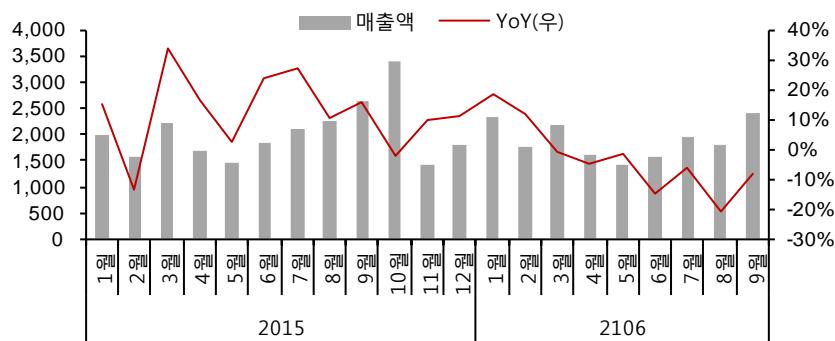
(단위: USDbn)



자료: Gap, SK 증권

## Makalot 월별 매출액 데이터 추이: 3월 이후 역성장

(단위: TWDMn)



자료: Makalot, SK 증권

## 바이어 실적 부진은 펀더멘털 훼손 근거가 될 수 없다

최근 나타나고 있는 전방업체 실적부진에도 국내 OEM 업체의 실적 개선은 지속 가능할 것으로 전망한다. 즉, 전방업체 실적부진은 국내 OEM 업체의 펀더멘털 훼손 근거가 될 수 없다는 판단이다.

### 영원무역과 한세실업은 글로벌 Top tier 전략벤더

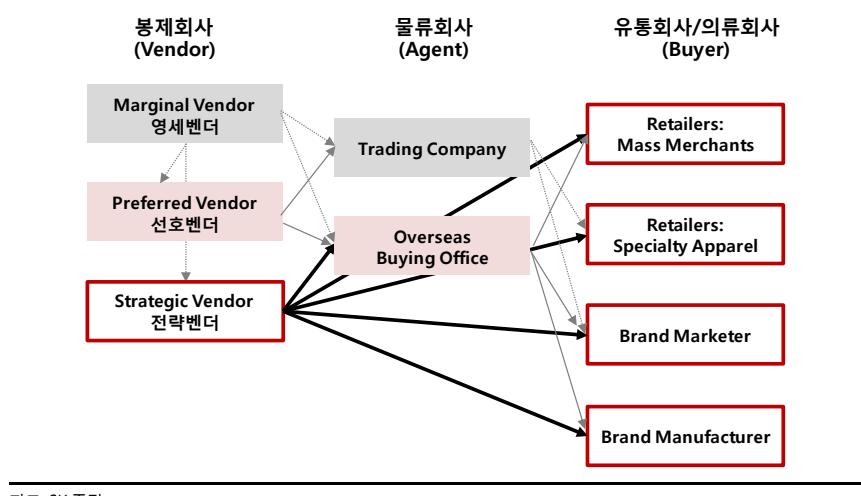
실적에 대한 우려에 앞서 우리는 영원무역과 한세실업이 과거 글로벌 의류 시장 저성장 구간에도 시장점유율을 지속적으로 확대한 ‘전략벤더’라는 점을 기억해야 한다. 전략벤더의 특성은 ① 가격 경쟁력: 대규모 생산라인, 오랜 기간 거래를 통한 바이어와의 신뢰관계, 원가경쟁력, 저렴한 인건비 등, ② 높은 제품품질: 자가 공장 보유, ③ 정확한 납기 준수, ④ 컴플라이언스 준수 및 투명성, ⑤ Full Packaging 능력: 자체 디자인 및 원자재 소싱 능력 등이다. 전략벤더는 수주량(Q) 변동에 따른 매출액 변동성이 큰 영세벤더(Marginal Vendor)와 선호벤더(Preferred Vendor)와는 차별화되어 있으며 진입장벽도 높다.

### 전략벤더의 매출액 성장은

- ① 바이어 오더량 증가 외에도
- ② MS 확대, ③ 신규바이어와의 거래 개시를 통해서도 확장이 가능

즉, OEM 업체 매출액 증대의 가장 기본 형태는 ① 바이어의 매출 증가에 따른 매출 성장이지만, 영원무역과 한세실업은 ② 전방 시장 부진시점에서도 전체 시장 및 기존바이어 내 MS 확대 및 ③ 신규바이어와의 거래 개시 등을 통해 지속적인 매출액 성장이 가능한 ‘전략벤더’라는 것이다.

### OEM 벨류 체인: 전략벤더의 부상 및 벤더와 바이어의 직거래 트렌드 확대



자료: SK증권

**전방 산업 부진시 전략벤더로의  
주문 쓸림 현상(Vendor  
Consolidation)은 더욱 심화**

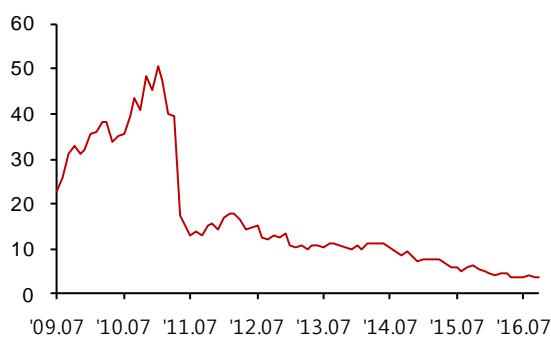
**업황 부진으로 인한 영세벤더 탈락,  
직접 주문 확대 추세 지속될 것으로  
전망**

→ 전략벤더가 수혜

또한, 최근 부진한 전방업체 상황을 고려할 때 향후 바이어의 Vendor Consolidation(대형 전략벤더에 주문이 확대되는 현상)도 더욱 강화될 것으로 판단한다. 오더량(Q)을 늘려 납품단가를 낮추고, 타이트한 재고관리(짧은 생산납기)를 위한 바이어의 욕구가 커질 것이기 때문이다.

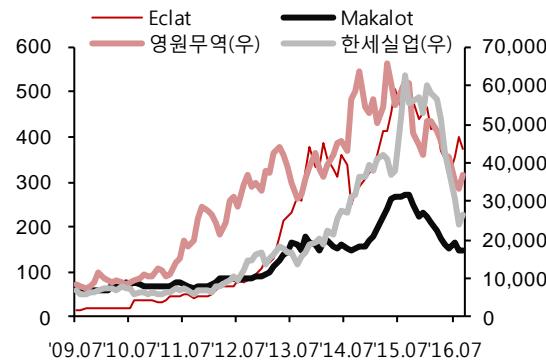
따라서 향후 OEM 업체는 ① 영세벤더가 인건비 상승으로 인한 원가율 부담 상승과 불황기(마진 축소)를 버티지 못해 추가 탈락할 가능성이 크다. 또한, ② 바이어의 주문 트렌드는 비용(수수료) 감소를 위한 Agent 주문 축소 → 대형벤더로 직접 주문하는 형태가 지속될 전망이다. 이를 감안할 때 최근 10 여 년간 지속 성장해 전략벤더로 거듭난 국내 OEM업체의 구조적 수혜는 오히려 확대될 것으로 판단한다.

#### Agent 딜레이팅: Li&Fung 주가 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

#### 전략벤더 리레이팅



자료 : Bloomberg, SK 증권

**영원무역은 지난해 매출액 역성장  
기록 후 올해 실적 회복 흐름**

가까운 예로 영원무역은 '15년 달러기준 매출액 역성장(-5% YoY)을 경험했다. 당시 매출액 감소는 최근 한세실업과 비슷하게 주요 바이어(Engelbert) 오더가 급감(-30% YoY)한 것에 기인했다.

하지만 '16년 중 영원무역의 해당 바이어(Engelbert) 오더는 다시 기존 수준까지 회복된 상태이다. 영원무역은 바이어가 관계하는 벤더 중에서도 주문량이 크고, 컴플라이언스 기준이 잘 지켜지는 글로벌 Top Tier 전략벤더이기 때문에 업황 회복으로 오더가 집중된 것이다.

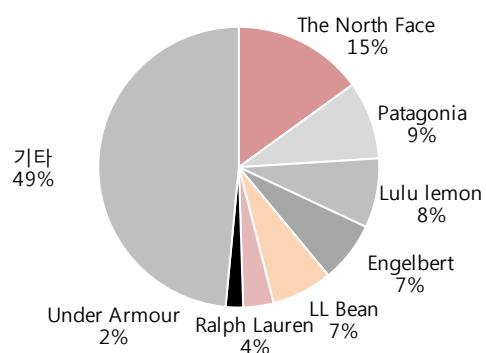
이러한 관점에서 보면 한세실업의 경우도 '15~'16년 전방부진 → '16년 실적부진 → '17년 오더 회복에 따른 실적 개선이 나타날 가능성이 크다. 결국, 양사 주가조정은 모두 단기적 매출 감소 구간에서의 일시적인 현상으로 판단한다.

**영원무역, Eclat 비교**

	영원무역	Eclat
설립년도	1984	1977
회사 소재지	한국	대만
주요 ITEM	의류(82%)>신발(10%)>가방(4%)>기타(4%)	스포츠 의류 채널브랜드=3:7
바이어	40여개 미국(50%)>유럽(25%)>아시아(25%)	미국(52%)>유럽(20%)>일본(7%)>호주(6%)>캄보디아(6%)>캐나다(5%)>중국(4%)
생산기지	방글라데시(60%)>베트남(24%)>중국(13%)>엘살바도르(3%)	베트남(60%)>대만, 캄보디아, 중국 레소토
Capax	자가공장 Capa 800개 OEM 100%	-
주요원재료	고어텍스, 하이벤트, 합성섬유	니트, 합성섬유
환 익스포저	10~15%	-
매출액	1.6조원	8억USD
영업이익률	12%	19%
시가총액	1.6조원	103TWD bn(3.5조원)

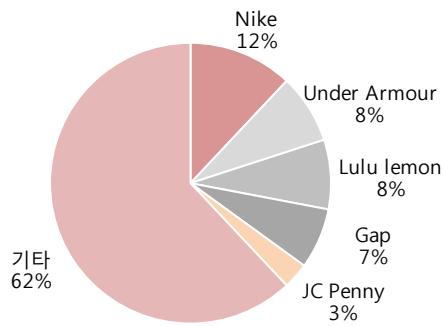
자료 : 각 사, SK증권

영원무역 바이어별 매출액 구성



자료 : 영원무역, SK 증권

Edat 바이어별 매출액 구성



자료 : Edat, SK 증권

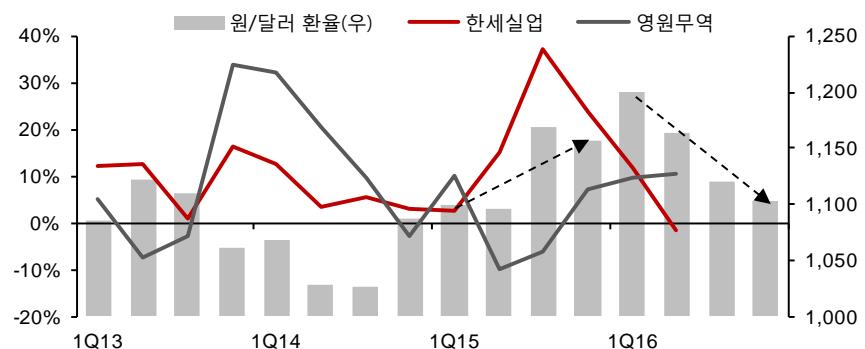
## 이유 ②: 전년도 높은 환율 베이스

최근 OEM 업체 주가 부진의 또 다른 이유는 2 분기 이후 강세 전환한 원/달러 환율 영향 때문이다. OEM은 영업 특성상 수출(달러)이 매출의 대부분을 차지하고 있다. 원화 강세는 OEM 업체의 ① 원화기준 매출액 감소, ② 해외 현지 생산 기반에 따른 원가비용 확대 요소로 작용한다.

올해 1 분기까지 이어진 원화 약세기조는 두 업체의 원화기준 매출액 확대와 수익 성 개선의 요인으로 작용했다. 그러나 9 월말 기준 원/달러 환율은 전년말 대비 6% 이상 하락했다. 2 분기 이후 강세 전환한 원/달러 환율은 하반기 국내 OEM 업체 실적 둔화 요인으로 작용할 전망이다.

### OEM 업체 매출액 성장률과 원/달러 환율 추이: 전년도 높은 환율 베이스는 '16 하반기 실적 부담요인

(단위: 원)



자료: Data guide, 각 사, SK 증권

### 3. 투자포인트: 향후 OEM 업체 주가 반등 변수에 주목하자

앞서 설명한 바와 같이 최근 국내 대표 OEM 업체 주가는 ① 전방 업체 부진에 따른 실적 우려, ② 전년도 높은 환율 베이스로 3년래 최저점 수준을 기록 중이다. 다만, 최근 주가 부진은 OEM 업체의 펀더멘털 훼손에 따른 것이 아니기 때문에 향후 주가에 반등을 줄 변화 요소에 더욱 주목해야 한다. 향후 국내 OEM 업체 주가 반등의 변수는 ① 매출액 변수가 될 고객사 수요이며, ② 주가 변동폭을 확대시켜 주가 플레이의 주요 고려 요소가 될 원/달러 환율(이익률 변수), ③ 베트남 생산기지 수혜 확대 등 중장기 구조적 변화이다.

#### 1) 고객사 수요(매출액 변수)

국내 OEM 업체 매출액 증가의 1차 고려 요소는 결국 고객사 수요이다. 고객사의 양호한 실적이 오더량(Q) 증가를 수반하기 때문이다. 따라서 영원무역과 한세실업 매출액 전망을 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 추산해 보았다.

영원무역과 한세실업은 같은 의류 OEM 업체이지만 전방 바이어 성격은 다르다. 영원무역은 고어텍스, 하이벤트 등 가능성 소재를 이용한 아웃도어/스포츠 브랜드가 주요 바이어이다. 반면, 한세실업은 니트를 이용한 티셔츠 등 편직물 OEM 업체로 니트 캐주얼 의류 생산이 주력이다.

영원무역, 한세실업 비교

	영원무역	한세실업
설립년도	1984	1982
회사 소재지	한국	한국
주요 ITEM	의류(82%)>신발(10%)>기방(4%)>기타(4%)	니트 캐주얼 의류
바이어	40여개 미국(50%)>유럽(25%)>아시아(25%)	40여개 Specialty Store: Mart=64
생산기지	방글라데시(60%)>베트남(24%)>중국(13%)>엘살바도르(3%)	베트남(61%)>인도네시아(20%)>중미(18%)
Capax	자기공장 Capa 800개 OEM 100%	자기공장 Capa 263개 생산인원 3.4만명
주요원재료	고어텍스, 하이벤트, 합성섬유	원사, 원단
환 익스포저	10~15%	20%
매출액	1.6조원	1.6조원
영업이익률	12%	9%
시가총액	1.6조원	1.6조원

자료 : 각 사, SK증권

## 바이어별로 본 OEM 매출성장을 전망

### 영원무역 주요 바이어는 글로벌 스포츠/아웃도어 브랜드

**16E~'17E 영원무역 달러 매출액  
성장률 각각 +5% YoY, +9% YoY  
전망**

영원무역 Top 10 바이어는 The North Face, Patagonia, Lulu lemon, Engelbert, LL Bean, Ralph Lauren, Under Armour 등이다. 이들 바이어의 매출 비중은 45% 수준으로 상기한 주요 바이어들의 오너가 동사 실적에 가장 중요한 변수로 작용한다.

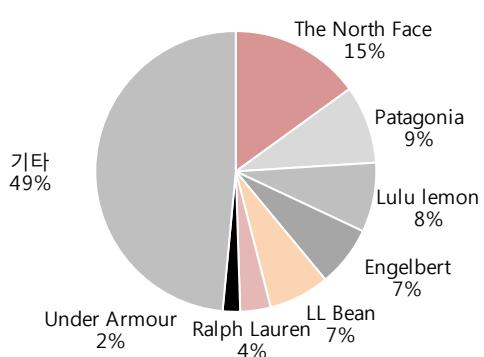
바이어별로 상이한 성장률 및 성장기여도를 산출해 적용한 영원무역의 '16~'17년 달러기준 매출액 증가율은 각각 +5% YoY, +9% YoY으로 전망된다. 동사 매출액 내 Top 10 바이어 중 North Face, Patagonia, Engelbert는 '17년 기준 전년대비 +6~9% YoY 성장률을 적용했으며, Under Armour는 글로벌 스포츠 의류 소비 트렌드 확산 및 최근 거래 개시로 인한 주문증가율을 감안하여 +40% YoY의 높은 주문증가율을 적용했다.

### 영원무역 매출액 성장률 전망

	'16년 비중	2016년 매출액 성장률 가정		2017년 매출액 성장률 가정		'16년 성장 기여도	17년 성장 기여도
		매출액 성장률	가정	매출액 성장률	가정		
The North Face	15%	4%		8%		1%	1%
Patagonia	9%	3%		6%		0%	1%
Lulu lemon	8%	8%		9%		1%	1%
Engelbert	7%	27%		9%		2%	1%
LL Bean	7%	3%		6%		0%	0%
Ralph Lauren	4%	-9%		3%		0%	0%
Under Armour	3%	-		40%			1%
기타	47%	5%		8%		2%	4%
기준평균 성장률						5%	9%

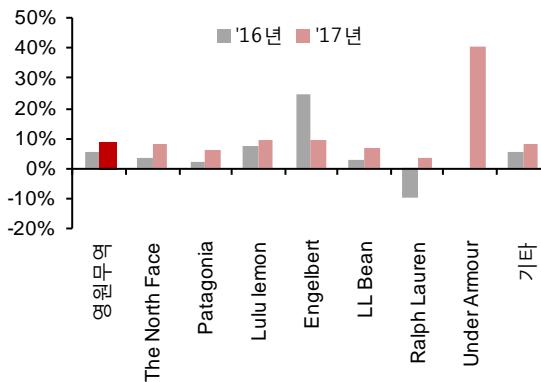
자료: 영원무역, SK 증권

### 영원무역 바이어 구성



자료 : 영원무역, SK 증권

### '16E~'17E 바이어 매출액 성장률 전망



자료 : Bloomberg, SK 증권

### VFC, 영원무역의 최대 바이어

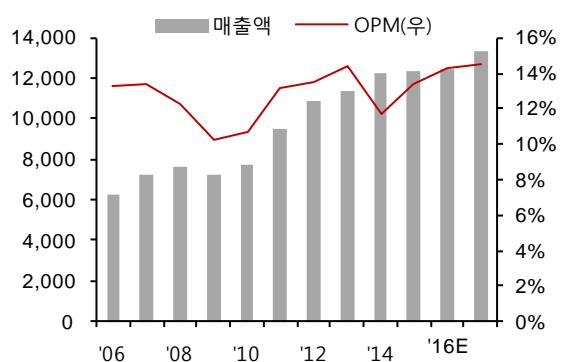
VF Corporation: 미국 의류업체 VF는 The North Face, Vans, Timberland 등의 브랜드를 보유한 영원무역의 No.1 바이어(매출비중 기준)다. VF 매출액 증가율은 최근 3년 CAGR +4% YoY를 기록했으며 TNF, Timberland 등 영원무역 고객 브랜드의 경우 매출액 증가율은 CAGR +8~10% YoY로 높은 수준을 기록 중이다.

'17년 VFC 연간 매출액은 +7% YoY 증가가 전망된다. 매출 성장의 근거는 ① 글로벌 매출기여도 확대, ② 신규매장 출점, ③ 온라인 판매 확대이다. 또한, 과거 3년간 이어진 재고조정과 전년도 낮은 베이스 효과도 누릴 수 있을 전망이다.

### Under Armour, 주요 바이어 중 주문증가율 가장 높을 것으로 전망

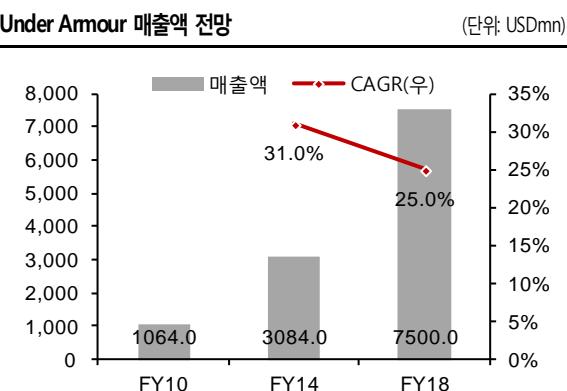
Under Armour: 미국 스포츠 전문 브랜드 Under Armour는 '16년 영원무역 신규바이어로 진입하자마자 Top 10 바이어로 등극했다. Under Armour는 아시아를 포함한 글로벌 애슬레져 트렌드 확산에 따라 '11~'15년 매출액이 CAGR +30% YoY 증가한 스포츠 브랜드 신흥강자이다. 영원무역 바이어 중에서는 거래를 시작 한지 불과 1년 정도로 주문증가율이 가장 높은 바이어 중 하나다. 바이어 기여도는 3%로 가정했다. '16~'18년 Under Armour의 매출액 성장률은 CAGR +25% YoY이다.

VF 매출액 전망



자료 : VF, SK 증권

Under Armour 매출액 전망



자료 : UA, SK 증권

**16E~'17E 한세실업 달러 매출액 성장률 각각 -2% YoY, +6% YoY 전망**

'16년과 '17년 한세실업의 달러기준 OEM 매출액 성장률은 -2% YoY, +6% YoY 를 전망한다. '3Q16 달러기준 매출액은 주요 바이어의 오더 감소와 선적지 연으로 -10% YoY 를 기록할 전망이다. '16년 매출액 역성장은 Top10 바이어 중 하나인 Aero Postale 파산 및 전방업체 실적부진으로 주문량이 감소했기 때문이다.

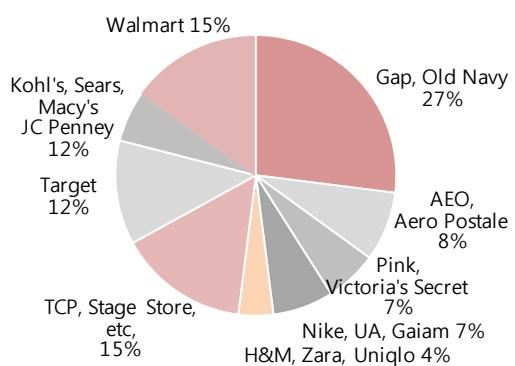
하지만 '17년 달러 매출액은 +6% YoY 로 점진적인 실적 회복을 전망한다. 바이어별로는 Nike, Under Armour 등의 스포츠의류 바이어의 높은 매출액 성장률 전망을 반영하여 +15% YoY 의 주문증가율을 적용했다. 유럽, 일본 기반의 SPA 바이어도 글로벌 매출 확대에 따른 실적 성장이 가능하고, 거래 초기단계인 점을 감안하면 높은 주문증가율(+15% YoY)이 지속 가능할 것으로 판단한다. 최근 실적이 부진한 GAP, AEO 등 기존 바이어의 경우에도 낮아진 재고수준과 전년도 낮은 베이스를 감안해 점진적인 주문량 회복을 전망한다.

#### 한세실업 OEM 매출액 성장률 전망

	'15년 비중	2016년	2017년	'16년 성장 기여도	17년 성장 기여도
		매출액 성장률 가정	매출액 성장률 가정		
GAP, Old Navy	27%	-13%	6%	-3%	2%
AEO, Aero Postale	8%	-48%	10%	-2%	0%
PINK, Victoria's secret	6%	-16%	5%	-1%	0%
Nike, UA, Gaiam	7%	3%	15%	0%	1%
SPA	4%	47%	15%	3%	1%
Oshikosh, TCP, POLO 등	15%	4%	3%	1%	1%
Target	15%	11%	2%	2%	0%
Kohl's, Macy's, JC Penny	12%	-17%	1%	-2%	0%
기준평균 성장률				-2%	6%

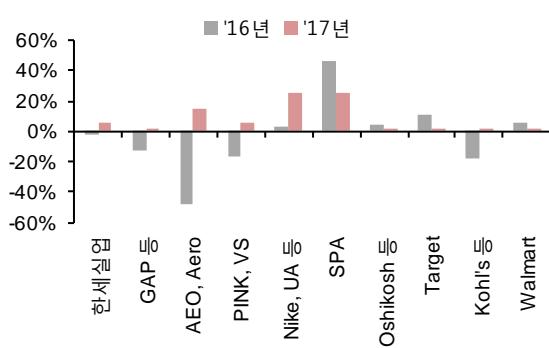
자료 : 한세실업, SK 증권

#### 한세실업 바이어 구성



자료 : 한세실업, SK 증권

#### '16E~'17E 바이어 매출액 성장률

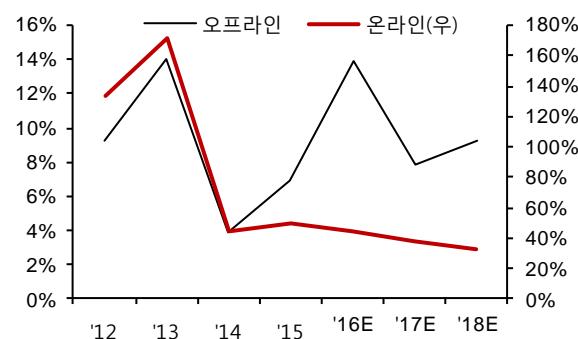


자료 : 한세실업, SK 증권

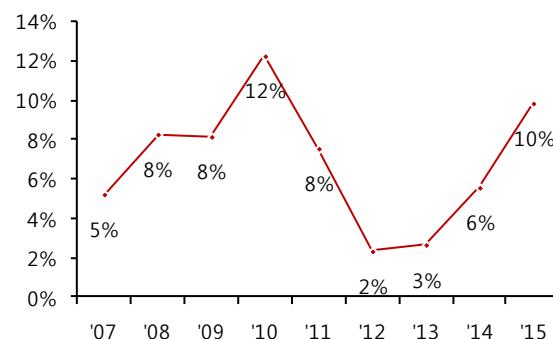
**SPA, 여전히 높은 성장성 보유**

**Inditex:** Inditex 그룹은 ZARA 등의 SPA 브랜드를 보유한 스페인 의류 업체이다. Inditex 그룹의 과거 3년 평균 매출액 증가율은 +10% YoY로 높은 수준을 기록했다. 향후 Inditex 그룹의 성장 전략은 ① 글로벌 사업영역 확장과 ② 옴니채널을 통한 판매 확대이다. '17~'18년 예상 Inditex 그룹 매출액 성장률은 +16% YoY, +10% YoY이다.

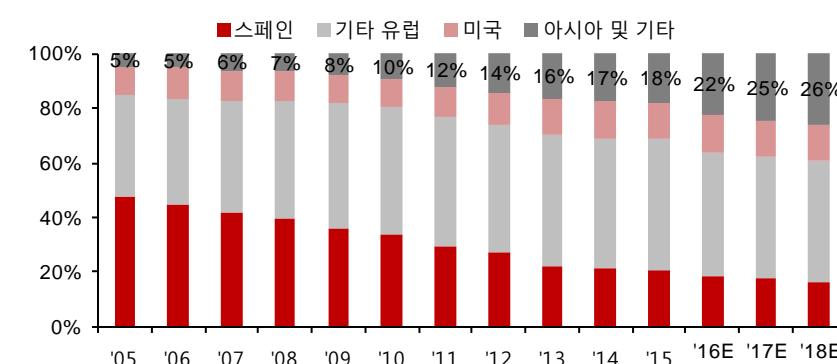
**H&M, MUJI:** 한세실업의 또 다른 SPA 바이어 H&M은 과거 3년 CAGR +14.5%의 매출액 증가율을 기록했다. '17년 역시 +11% YoY의 높은 매출액 증가율이 전망된다. MUJI는 설립된지 30년 가까이 된 회사이지만 라이프스타일 트렌드 확산과 함께 최근 3년 CAGR +11% YoY로 수준의 견조한 매출액 증가율을 유지하고 있다. 의류 매출액 증가율 역시 CAGR +11% YoY로 전체 성장률과 동행하고 있으며 매출액 비중은 36%를 차지하고 있다.

**ZARA 채널별 매출액 증가율**

자료 : Inditex, SK 증권

**MUJI 매장수 증가율**

자료 : MUJI, SK 증권

**ZARA, 아시아 지역 중심의 MS 확대가 전망**

자료 : Inditex, SK 증권

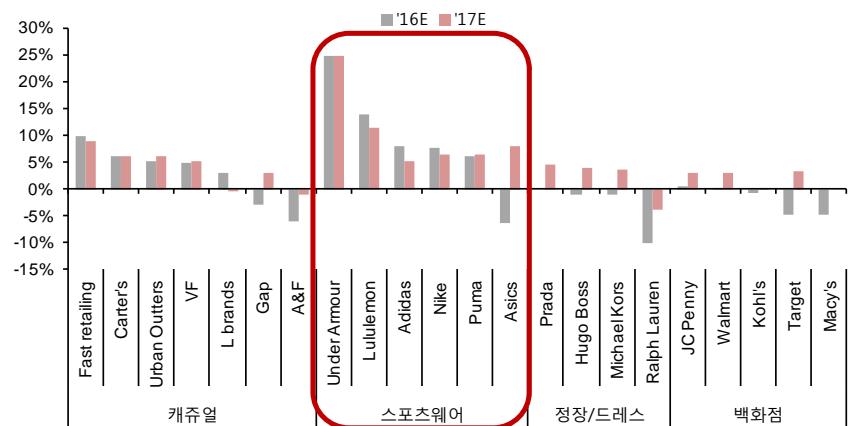
## 카테고리별 성장성은 스포츠 > 캐주얼 > 유통채널 순

영원무역과 한세실업의 글로벌 바이어는 스포츠, 캐주얼, 유통 등 카테고리에 따라 상이한 성장률을 전망을 제시하고 있다. 상장사 중심으로 실적 전망을 종합해 본 결과 향후 매출액 증가율은 스포츠웨어 > 캐주얼웨어 > 유통채널 순으로 나타났다. 즉, 영원무역 주요 바이어들의 높은 매출액 증가가 전망되는 상황이다.

‘14~’19년 글로벌 전체 의류시장(신발 포함) 성장률은 CAGR +1.9% YoY로 더딘 성장이 예상된다. 글로벌 의류시장 MS 상위 국가인 미국(MS 36%), 일본(MS 6%), 영국(5%) 등 성숙한 선진국 의류시장 성장률이 +2~3% YoY 수준에 머물 것으로 예상되기 때문이다. 2014년 기준 글로벌 의류시장 규모는 1.7조 달러이다.

하지만 같은 기간 글로벌 스포츠의류 시장 성장속도는 CAGR +2.6% YoY('19E 2,957 억 달러 규모)로 전체 의류시장 성장률을 상회할 전망이다. 특히, 아시아 지역 예상 성장률은 CAGR +4.3% YoY(중국기여 성장률 5.2%)로 높다.

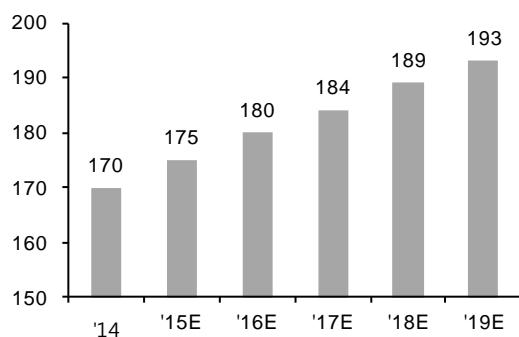
### 카테고리별 바이어 매출액 성장을 전망: 스포츠웨어 바이어의 양호한 매출액 성장이 예상



자료 : 각 사, Bloomberg, SK증권

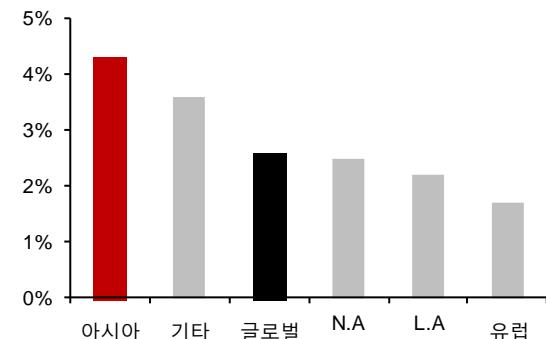
글로벌 스포츠웨어 시장 규모 전망

(단위 : USDbn)



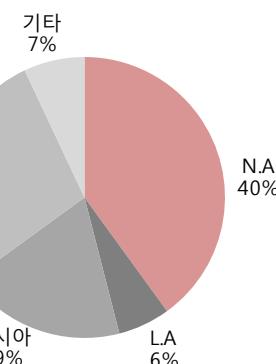
자료 : Bloomberg, SK 증권

지역별 스포츠웨어 시장 성장을 전망



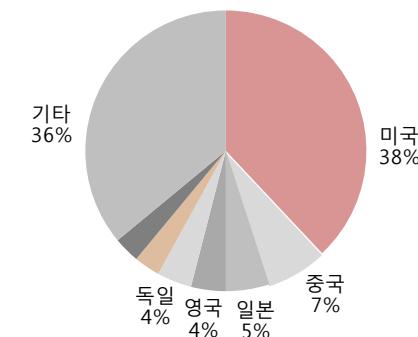
자료 : Bloomberg, SK 증권

'14년 지역별 스포츠웨어 시장점유율



자료 : Bloomberg, SK 증권

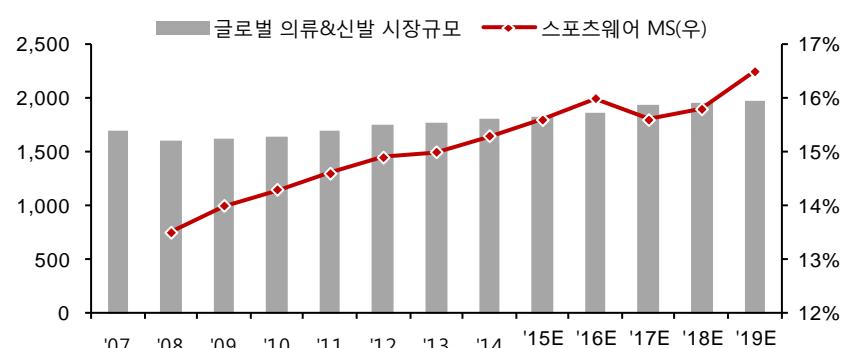
'14 국가별 스포츠웨어 시장점유율



자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 의류시장 내 스포츠웨어 MS 확대 추세 지속될 전망

(단위 : USD bn)



자료 : Bloomberg, SK 증권

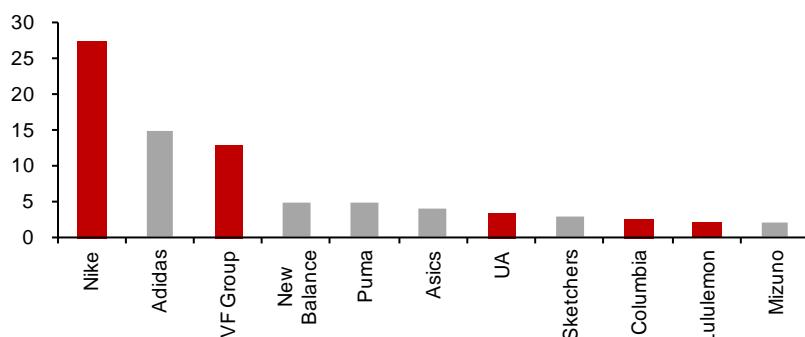
향후 중국 스포츠의류 시장이 고성장 할것으로 전망되는 이유는 ① 중국인 건강 관심 고조에 따른 애슬레저 트렌드 확산, ② 정부의 적극적인 스포츠 산업 지원정책, ③ 중국 내 국제적 스포츠 이벤트 개최 증가 등이다.

중국의 스포츠웨어시장 규모 확대에 따라 글로벌 스포츠 의류 브랜드를 바이어로 둔 영원무역과 한세실업도 수혜가 가능할 전망이다. 중국인들의 경우 글로벌 브랜드 선호 경향이 강한 편인데, 중국 내 MS 상위권 브랜드가 대부분 글로벌 스포츠 브랜드이기 때문이다.

결국 글로벌 유명 탑 브랜드가 바이어인 영원무역과 한세실업에게 유리한 상황이 전개되고 있는 셈이다. 실제로 영원무역과 한세실업의 중국형 직수출 오더(기존에는 바이어 오더 지역인 미국, 유럽으로 수출 → 중국으로 재수출)는 점차 늘어나고 있는 추세인 것으로 확인된다.

'15년 글로벌 스포츠의류 브랜드 매출액 규모

(단위 : USD bn)

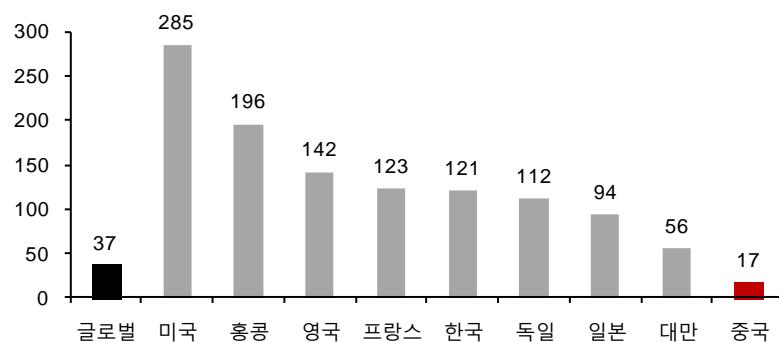


주석: 붉은색 음영은 영원무역 바이어

자료 : 각 사, Bloomberg, SK증권

연간 국가별 1인당 스포츠웨어 소비지출 금액(2014년 기준)

(단위 : USD)

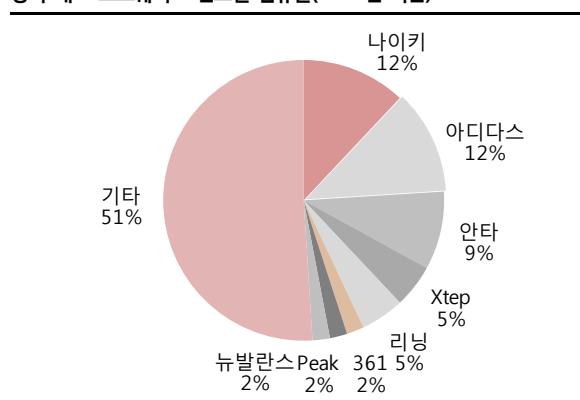


자료 : Bloomberg, SK증권

글로벌 스포츠 브랜드들의 대중국 전략은 매우 공격적이다. 대표적으로 글로벌 및 중국 내 MS 1 위 업체 Nike는 2020년 까지 중국 법인 매출액 CAGR 16% 성장을 전망하고 있다. Nike 와 같이 영원무역과 한세실업 바이어들의 중국 스포츠웨어 시장 발전에 따른 아시아 지역 매출증가는 양사의 아시아 시장 수출비중 확대로 이어질 전망이다.

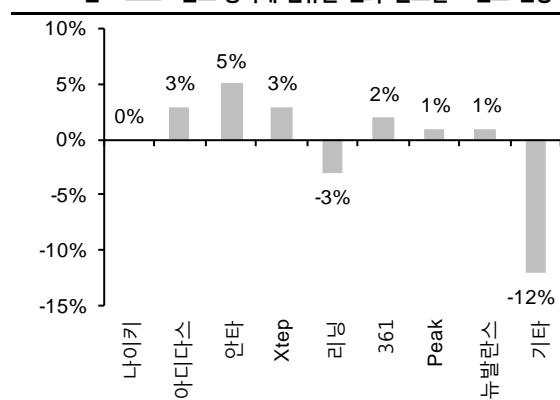
Nike 의 2020년 중국 법인 매출액 목표는 65 억 달러이다. 이는 2020년 나이키 중국 법인 매출액 비중이 15%로 '15년 대비 5%p 늘어날 것으로 가정한 것이다. 나이키는 중국 법인의 높은 성장률을 전망함에 따라 유통전략 역시 기존 홀세일에서 DTC(Direct To Consumer)로 전향 중이다.

중국 내 스포츠웨어 브랜드별 점유율(2014년 기준)



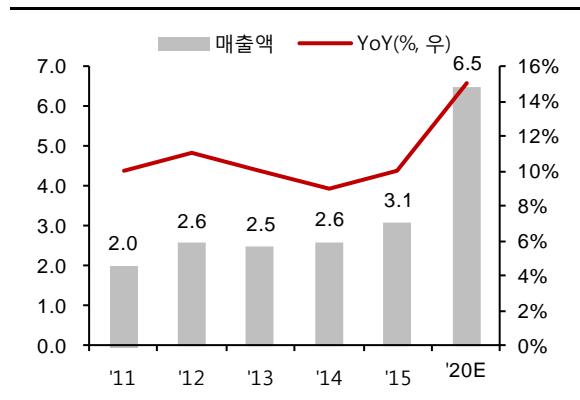
자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

'07~'14년 스포츠브랜드 중국내 점유율 변화: 글로벌 브랜드 선방



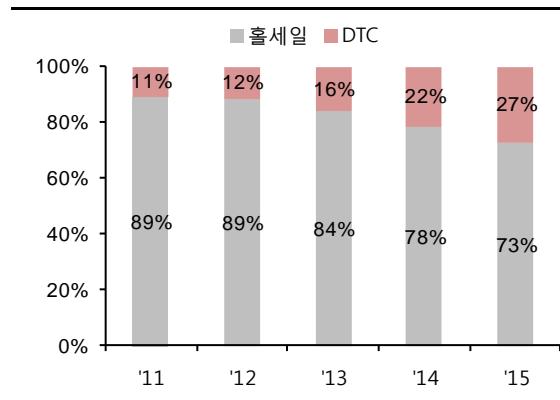
자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

나이키 중국법인 매출액 성장 전망



자료 : 나이키, SK 증권

나이키, DTC 매출 확대로 수익성 개선 노리는 중



자료 : 나이키, SK 증권

**스포츠웨어 시장 성장에 따라 기타 분류 기업의 스포츠 카테고리 확장 활발**

카테고리별 브랜드 분류	진입 시점	가격대(USD)
<b>스포츠웨어</b>		
NIKE		45~150
Under Armour		45~125
Adidas		35~150
Lululemon		80~128
<b>캐주얼웨어</b>		
GAP-Athleta	2010	65~100
GAP-Old Navy Active	2015	25~40
Victoria Secret-VSX	2011	30~80
A&F	2015	20~50
Francesca's Collection	2015	38~44
Calia by Dicks Sporting Goods	2015	60~70
<b>SPA</b>		
H&M Sports	2014	15~50
ZARA Sports	2016	10~60
Uniqlo Active	2016	10~60
<b>신규브랜드</b>		
Kit and Ace	2014	100~200
Calia by Dicks Sporting Goods	2015	60~70
IVY PARK	2016	45~135
YOGAMOGA	2013	80~215
Outdoor Voices	2013	75~95

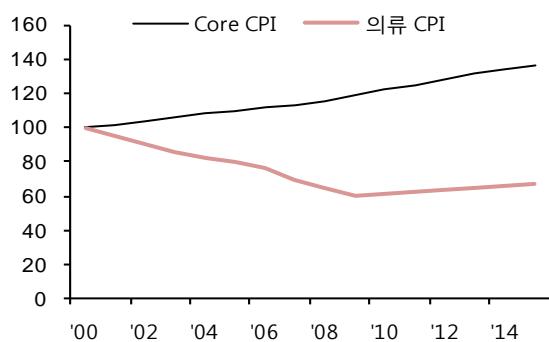
자료: SK 증권

한편, 한세실업의 주요 바이어가 포진한 글로벌 캐주얼 및 SPA 브랜드 시장은 고성장 시기를 지나 시장 성숙기에 접어들고 있다. GAP과 같은 캐주얼 브랜드는 SPA 브랜드와의 경쟁 지속으로 재고조정이 지속되며 성장률이 둔화된 상황이다.

그럼에도 불구하고 우리는 한세실업 역시 전방 산업 성장과 함께 점진적인 실적 개선이 가능할 것으로 전망한다.

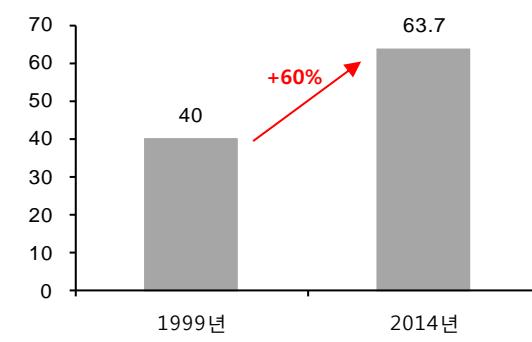
그 이유는 ① 한세실업이 주력 생산하는 니트 위주의 캐주얼 시장은 유행 변화에 성장률 변동이 크지 않아 점진적인 성장이 지속되고 있으며, ② 동사 주요 수출 지역인 미국의 의류 소비 트렌드가 가격(P)은 낮아지고 구매 수량(Q)은 증가하는 추세를 보이고 있어 전방 바이어인 캐주얼, SPA 업체와 일치하기 때문이다. 또한, ③ 동사 바이어들은 글로벌 Top tier 리테일 회사로서 불황기를 견딜 수 있는 양호한 재무 상태와 높은 글로벌 MS를 점유하고 있다.

**미국 의류 가격은 저렴해졌다=저가 의류 시장 ↑** (단위: 2000=100)



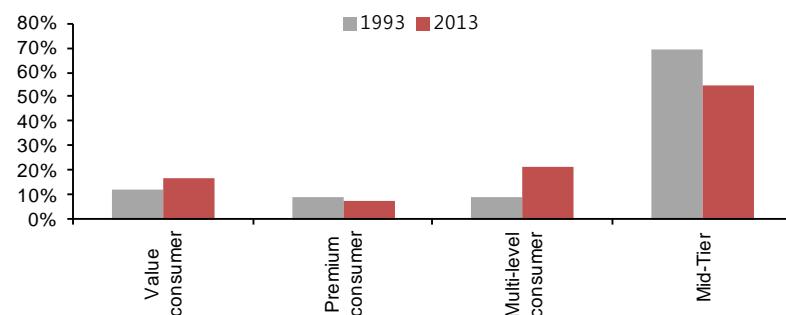
자료 : Datastream, SK 증권

**반면 1인당 연간 의류 소비량(Q)은 증가** (단위: 건)



자료 : Datastream, SK 증권

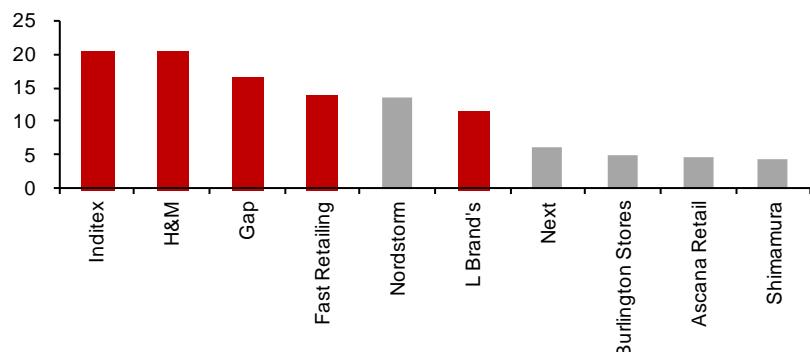
**미국 의류 소비 시장: 밸류 및 멀티레벨 컨슈머가 증가 → 가치 소비자의 확대**



자료 : Retail Week(2013), SK 증권

## '15년 글로벌 캐주얼의류 브랜드 매출액 규모

(단위 : USD bn)

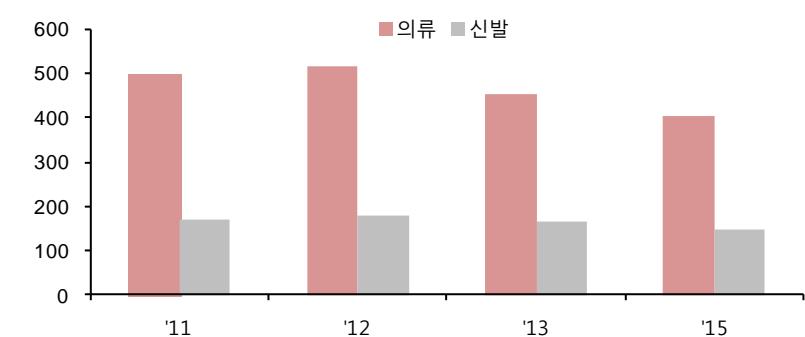


주석: 붉은색 음영은 한세실업 바이어

자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

## Nike OEM 공장수는 감소 추세(밴더수 축소) 전략변화인 한세실업에 유리

(단위 : 개)



자료 :Nike, SK 증권

## 2) 환율(이익률 변수)

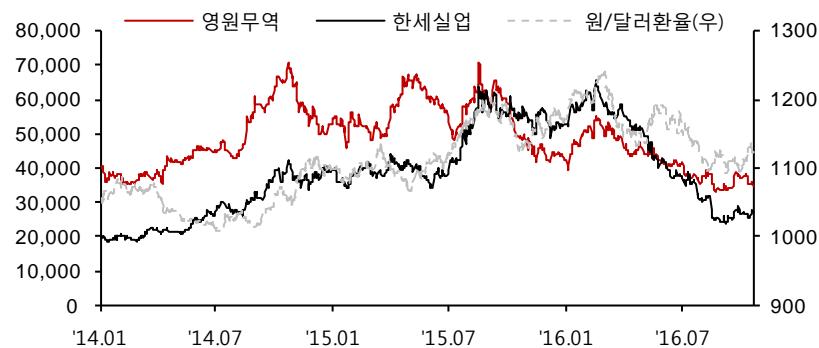
앞서 설명하였듯이 OEM 업체의 탑라인 성장 결정요소는 바이어 수요이다. 그러나 연말 이후는 환율 방향성이 OEM 업체의 이익률 변수로 작용하여 주가 변동성을 확대 시키는 요인으로 작용할 전망이다.

영원무역과 한세실업 실적은 원/달러 환율 방향성에 따라 변동이 크다. OEM 매출액의 경우 대부분이 수출로 이루어지는 영업 특성 때문이다. 영원무역과 한세실업의 달러 수출 매출 비중은 각각 77%, 92%이다.

9월 말 기준 원/달러 환율은 1,120 원으로 전년 동기대비 대비 4.2% 하락했다. 이러한 원화 강세 기조는 OEM 업체에게 비우호적이며 최근 주가 수준은 이를 반영하고 있다. '3Q16 영원무역과 한세실업의 원화기준 OEM 매출액 성장률은 각각 +3.5% YoY, -16.4% YoY를 전망한다.

영원무역, 한세실업 주가추이 및 원달러 환율 추이

(단위: 원)



자료 : Dataguide, SK 증권

## 2017년 환율은 OEM 실적에 비우호적

SK 증권은 원달러 환율에 대해 올해 연말까지 이벤트에 의한 백스quin 흐름을 예상 한다. 12월 말 미국의 기준금리 인상 이벤트를 기점으로 내년에는 원화 강세를 상정하고 있는데 크게 3 가지 근거로 생각해 볼 수 있다. ① 선진국 간 통화정책 디이버전스가 축소되면서 달러 강세 사이클이 종료될 가능성이 높다는 점, ② 동시에 미국 신정부의 보호무역 스탠스와 통화 저평가 국가에 대한 압력, ③ 유가 안정과 중국의 잡음 완화가 신흥 통화에 우호적이라는 점 등이 그것이다.

매출액 규모를 고려한 영원무역과 한세실업의 연간 영업이익 변동폭은 원/달러 환율 10 원 상승시 각각 +1%, +3%로 추정된다. 반대로 원/달러 환율 10 원 하락 구간에서 영업이익이 변동폭은 각각 -1%, -3%이다.

이처럼 환율 민감도는 한세실업이 영원무역 대비 더 크다. 따라서 원/달러 환율 반등(상승) 구간에서는 바이어 수요와 관계없이 한세실업의 더 빠른 이익률 회복이 가능하며, 더 강한 주가 반등이 나타날 수 있다.

SK 증권 원/달러 환율 전망

금융지표	단위	향후 3개월			2016년		2017년			
		1610	1611	1612	4Q	연간	1Q	2Q	3Q	4Q
원/달러 환율(평균)	원	1,110	1,100	1,100	1,110	1,148	1,100	1,080	1,060	1,050
										1,073

자료: Data guide, SK 증권

영원무역 환율 영향

	비중	달러	환율가정				1,000기준		1,000기준	
			1,000	1,005	1,010	1,015	10원 상승	5원 상승	10원 하락	5원 하락
매출액	100	1,000	1,000,000	1,004,650	1,009,300	1,013,950	0.9%	0.5%	-0.9%	-0.5%
영업이익	17	130	130,000	131,050	132,100	133,150	1.1%	0.5%	-1.1%	-0.5%

자료: 영원무역, SK 증권

한세실업 환율 영향

	비중	달러	환율가정				1,000기준		1,000기준	
			1,000	1,005	1,010	1,015	10원 상승	5원 상승	10원 하락	5원 하락
매출액	100	1,000	1,000,000	1,005,000	1,010,000	1,015,000	0.8%	0.4%	-0.8%	-0.4%
영업이익	10	100	100,000	101,250	102,500	103,750	3.6%	1.8%	-3.4	-1.7%

자료: 한세실업, SK 증권

### 3) 중장기 구조적 변화(비용)

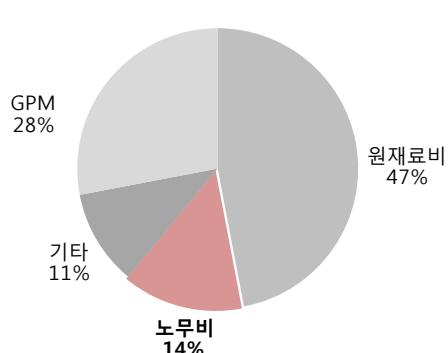
#### 의류 OEM은 노동집약적 산업, 노무비 비중이 가장 높음

브랜드 의류업체의 가장 큰 비용부담 요인이 판매수수료인 반면, 의류 OEM 업체의 가장 큰 비용부담 요인은 원재료비와 노무비이다. 다만, 원재료는 바이어 지정의 소재를 사용하는 경우가 대부분이기 때문에 인건비가 기업 스스로 통제가 가능한 부분으로 비용 통제의 관건이라 할 수 있다.

영원무역과 한세실업의 매출총이익률은 각각 25%와 18%이다. 영원무역이 사용하는 아웃도어 원단은 원재료 비중이 높아 노무비 비중은 14%로 상대적으로 낮다. 한세실업의 주 생산원료인 니트의류는 원재료 비중이 낮아 노무비 비중이 25%로 상대적으로 높다. 따라서 생산기지의 임금이 급격히 오르면, 노무비 비중이 높은 한세실업의 타격이 더 크다.

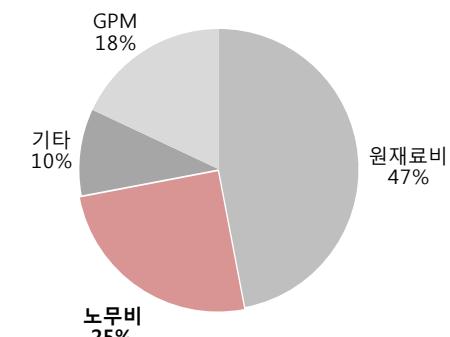
상황이 이렇기 때문에 국내 OEM 업체들은 생산기지국 이동을 통해서 끊임없이 노무비 비중 제어 노력을 지속해 왔다. 2000년대 초중반 까지는 중국(글로벌 의류 수출액의 43% 차지)이 저렴한 인건비로 생산기지 역할을 했다. 그러나 이후 인건비 상승과 위안화 강세 등으로 중국이 주요 생산기지국인 영세한 중국 OEM 벤더들이 대거 탈락했다. 최근은 저렴한 인건비와 관세 혜택으로 동남아시아와 중남미 지역으로 생산기지가 다변화되는 추세이다. 이에 따라 한세실업, 영원무역과 같이 동남아 지역에 선진출하여 생산 기지를 보유한 OEM 기업의 수혜는 지속될 것으로 전망한다.

영원무역 노무비 비중

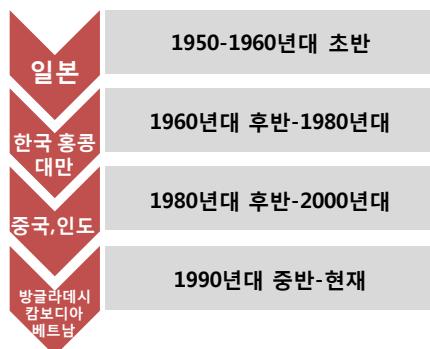


자료 : 영원무역, SK증권

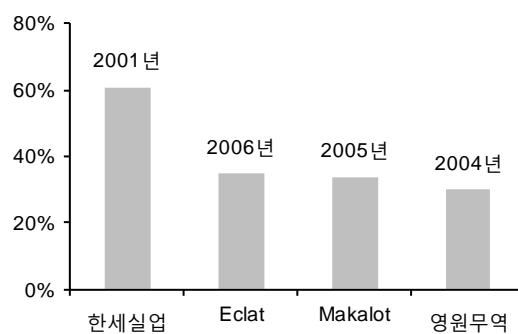
한세실업 노무비 비중



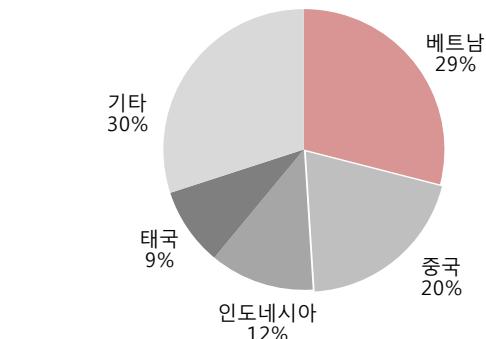
자료 : 한세실업, SK증권

의류 수출국의 이동

자료 : SK 증권

주요 기업 베트남 생산비중과 진출 시기

자료 : 각 사, SK 증권

NIKE 의류 OEM 지역별 생산 비중

자료 : NIKE, SK 증권

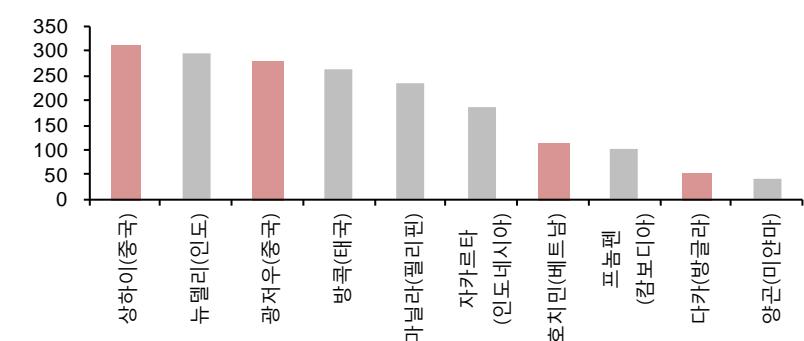
## 베트남, 장기 성장의 기반 마련

베트남이 중국을 대체할 의류 생산 기지로 부상하고 있다. 그 가장 큰 이유는 ① 절대 인력비 격차이다. 중국과 베트남은 미국 의류 수입국가 1, 2 위인데 중국의 가파른 임금상승률로 인해 2011년 이후 중국은 MS 하락, 베트남은 MS 상승 추세에 있다. 월임금의 경우 중국은 \$300~\$500, 베트남은 1/3 수준인 \$100~\$200 달러 수준이다.

또한, ② 베트남 보다 인건비가 더 저렴한 기타 아시아(미얀마, 캄보디아) 및 북아프리카 생산기지는 아직 생산 인프라 및 리드타임 등의 문제로 성장률이 저조한 상황이다. ③ 마지막으로 TPP 가 체결될 경우 관세 혜택과 수직계열화 구축으로 베트남의 가격경쟁력이 지속적으로 제고될 전망이다.

주요 생산국 도시의 월 임금 수준: 중국 \$250~300 VS. 베트남 \$100~200

(단위: USD)



자료 : KOTRA, SK 증권

한세실업은 베트남 생산비중이 2005년 31%에서 2016년 60%까지 상승했다. 영원무역 역시 최근에는 베트남 Capax 확장을 지속 중이다.

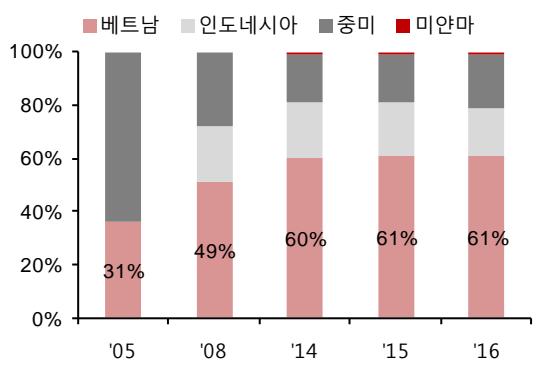
베트남 외 다른 생산기지로 떠오르고 있는 국가는 방글라데시, 캄보디아, 미얀마, 북아프리카 등 지역이다. 그러나 이 중 베트남이 가장 경쟁력이 높은데, 이는 리드타임과 인프라, 노무환경 측면에서 종합적으로 비교우위에 있기 때문이다.

의류 봉제업은 리드타임 측면에서 소비 시장과의 거리도 중요하지만 원부자재 납품처와의 거리도 중요하다. 면화로 실을 만드는 방적설비는 중국과 인도가 1, 2위를 차지하고 있다. 따라서 봉제업 대안지역으로 여겨지는 북아프리카는 비교열위에 있으며, 다른 대안국가인 방글라데시, 캄보디아, 미얀마, 같은 대안국가는 아직 열악한 인프라로 대규모 생산공장이 설립되고 가동되는데까지 시간이 걸린다.

무엇보다 최근 글로벌 시장에서 공장 안전 기준이 강화되고 노무 환경의 중요성이 대두되고 있는데, 베트남은 경쟁 국가 중 가장 높은 안전 기준을 지키고 있어 긍정적이다.

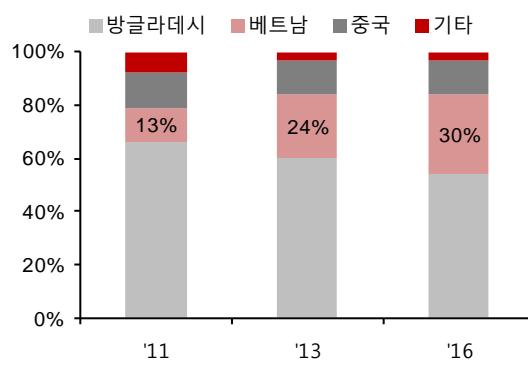
영원무역과 한세실업의 바이어인 NIKE는 신발과 의류 모두 100% 외주생산에 의지하고 있다. 그 중 의류 생산기자는 '06년을 기점으로 중국에서 베트남으로의 이동이 뚜렷하게 나타나고 있다. '15년 기준 NIKE의 국가별 의류 OEM 생산비중은 베트남, 중국이 각각 29%, 20%로 이미 역전된 상태로 베트남이 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

한세실업 생산거점별 매출 비중 추이



자료 : 한세실업, SK증권

영원무역 생산거점별 매출 비중



자료 : 영원무역, SK증권

향후 TPP 가 발효될 경우 베트남은 의류 생산 국가로서의 입지가 더욱 견고해질 것으로 판단한다. TPP는 환태평양경제동반자협정으로 2018년 발효를 목표로 하고 있다. 미국을 비롯한 12개국이 협정문에 서명했으며, TPP 참여국 내 모든 무역장벽 철폐를 추진중이다.

현재 미국이 의류 수입제품에 부과하는 관세는 16%(면 티셔츠)~32%(자켓류)이다. 관세 철폐가 직접적으로 OEM 업체의 이익률을 높이지 못할지라도 경쟁국 대비 가격 경쟁력이 생기면서 오더량(Q) 증가가 가능해질 것으로 판단한다.

#### TPP 영향 및 국내 OEM 업체 대응

TPP	환태평양경제동반자협정(Trans-Pacific Partnership)
개요	아시아/태평양 지역 경제의 통합 다자간 자유무역협정
진행	- 참여 예정 국가: 미국, 캐나다, 멕시코, 칠레, 페루, 호주, 뉴질랜드, 일본, 싱가포르, 말레이시아, 브루나이, 베트남 - 관세철폐, 상품거래, 무역구제조치, 해외투자 보호 등 무역 장벽 철폐가 목적
섬유/의류업 영향	- TPP 발효시 베트남 생산 매니 수출 의류 증가 예상(2015년 130억불 → 2020년 220~300억불)
국내업체 대응	한세실업: 2013년 초 베트남 호치민 소재 니트염색전문업체 "CNT VINA" 인수 영원무역: 2012년 말 베트남 대규모 원단생산 공장(Textile Mill) 투자

자료: 한국섬유산업협회, SK증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
조은애  
goodkid@sk.com  
02-3773-8826

## Company Data

자본금	222 억원
발행주식수	4,431 만주
자사주	35 만주
액면가	500 원
시가총액	14,313 억원
주요주주	
영원무역홀딩스(외10)	50.84%
국민연금공단	11.26%
외국인지분율	21.20%
배당수익률	0.60%

## Stock Data

주가(16/10/31)	32,300 원
KOSPI	2019.42 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	55,000 원
52주 최저가	32,300 원
60일 평균 거래대금	70 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.1%	-13.7%
6개월	-30.6%	-31.2%
12개월	-34.3%	-33.5%

## 영원무역 (111770/KS | 매수(신규편입) | T.P 56,000 원(신규편입))

### 본업의 안정적인 성장 지속

#### 투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 커버리지 개시

- ‘16년 연결기준 매출액 20.3 조원(+28% YoY), 영업이익 2,121 억원(+8% YoY) 전망
- ‘17년 비우호적 업황(원화강세)에도 본업 성장은 지속될 전망
- 현재 주가 수준은 ‘17F PER 9 배 수준으로 밸류에이션 매력

### 3Q16 Preview - 업황 부진에도 견조한 실적 성장 지속한 것으로 추정

‘16년 3 분기 연결기준 매출액은 5,698 억원(+15% YoY), 영업이익 720 억원(+11% YoY, OPM 12.6%), OEM 매출액 3,812 억원(달러 매출 +6% YoY), 영업이익 755 억 원(OPM 19.8%)을 전망한다. OEM 본업에서는 오더량(Q) 확대에 기인한 실적 개선이 지속되고, SCOTT 성수기(4, 5 월) 매출액 1,669 억원(+66.0% YoY)이 합산되면서 양호한 실적을 기록할 것으로 예상한다.

### ‘17년 비우호적 업황에도 본업 성장은 지속될 전망

- 실적전망: 영원무역 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 한 ‘17년 달러 매출액은 +9% YoY 를 전망한다. 동사 주요 바이어는 글로벌 아웃도어/스포츠 브랜드 (The North Face, Columbia, Lulu lemon, Under Armour 등)로 글로벌 스포츠웨어 시장규모 확대에 따른 높은 매출 성장이 전망된다 .
- 환율: ‘17년 원/달러 환율은 OEM 업황에 비우호적(원화강세)으로 전망된다. 원/달러 환율 10 원 하락시 영원무역의 연간 영업이익은 -1.2% 변동이 있는데 이는 경쟁업체대비 환율민감도가 상대적으로 낮은 것이며, ‘17년 OEM 매출액은 환율 하락분을 커버하는 성장이 가능할 것으로 판단한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 56,000 원은 ‘17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하였다. 현재 주가수준은 ‘17F PER 9 배 수준으로 밸류에이션 매력이 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	11,082	12,463	15,849	20,266	21,204	22,525
yoY	%	4.6	12.5	27.2	27.9	4.6	6.2
영업이익	억원	1,608	1,855	1,968	2,121	2,255	2,611
yoY	%	-13.7	15.4	6.1	7.8	6.3	15.8
EBITDA	억원	1,904	2,198	2,488	2,714	2,856	3,157
세전이익	억원	1,628	1,847	1,908	2,056	2,179	2,550
순이익(자배주주)	억원	1,105	1,281	1,299	1,480	1,565	1,846
영업이익률%	%	14.5	14.9	12.4	10.5	10.6	11.6
EBITDA%	%	17.2	17.6	15.7	13.4	13.5	14.0
순이익률	%	11.0	11.5	9.1	7.7	7.8	8.6
EPS	원	2,514	2,891	2,931	3,340	3,531	4,166
PER	배	16.9	18.3	14.4	9.6	9.1	7.7
PBR	배	2.2	2.4	1.6	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	9.4	10.2	7.9	5.5	4.5	3.4
ROE	%	14.8	14.1	12.1	11.9	11.1	11.6
순차입금	억원	-1,514	-1,540	-1,288	-1,431	-3,813	-5,769
부채비율	%	34.4	37.7	63.0	85.3	80.7	73.1

## 1. 실적: 2017년 달러 매출액 +9% YoY 증가 전망

동사의 '17년 달러 매출액 증가율은 +9% YoY로 전망한다. 매출액 전망은 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 추산했다. 영원무역 Top 10 바이어는 The North Face, Patagonia, Lulu lemon, Engelbert, LL Bean, Ralph Lauren, Under Armour 등으로 이들 바이어의 매출 비중은 45% 수준으로 상기한 주요 바이어의 오더가 동사 실적에 가장 중요한 변수로 작용한다.

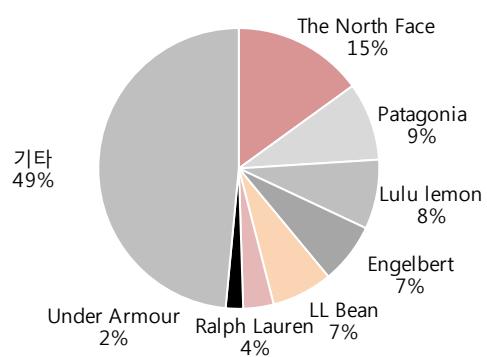
바이어별로는 상이한 성장률 및 기여도를 적용했다. 주문관계가 오래되고 발주규모가 큰 North Face, Patagonia, Engelbert 등은 전년대비 +6~9% 성장률을 적용했다. 최근 거래가 개시되어 주문규모는 작으나 글로벌 스포츠 의류 소비 트렌드 확산으로 인해 높은 실적이 전망되는 Under Armour와 같은 브랜드는 높은 주문증가율을 감안하여 40%의 높은 매출액 성장을 적용했다.

영원무역 달러 매출액 성장을 전망

	'16년 비중	2016년 매출액 성장을 가정	2017년 매출액 성장을 가정	'16년 성장 기여도	17년 성장 기여도
The North Face	15%	4%	8%	1%	1%
Patagonia	9%	2%	6%	0%	1%
Lulu lemon	8%	8%	9%	1%	1%
Engelbert	7%	25%	9%	2%	1%
LL Bean	7%	3%	6%	0%	0%
Ralph Lauren	4%	-9%	3%	0%	0%
Under Armour	3%	-	40%	-	1%
기타	47%	6%	8%	3%	4%
가중평균 성장률				5%	9%

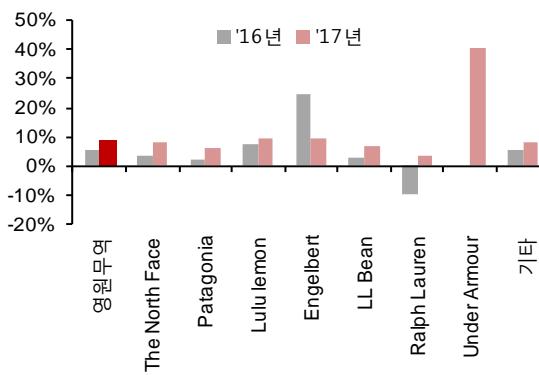
자료: 영원무역, SK 증권

영원무역 바이어 구성



자료 : 영원무역, SK 증권

'16E~'17E 바이어 매출액 성장을 전망



자료 : Bloomberg, SK 증권

### VFC, 영원무역의 최대 바이어

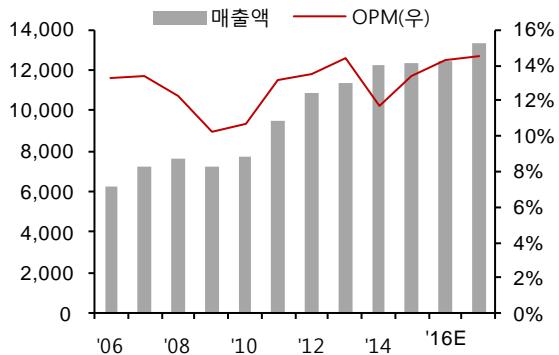
**VF Corporation:** 미국 의류업체 VF는 The North Face, Vans, Timberland 등의 브랜드를 보유한 영원무역의 No.1 바이어(매출비중 기준)다. VF 매출액 성장률은 최근 3년 CAGR +4% YoY를 기록했으며 TNF, Timberland 등 영원무역 주문 브랜드의 매출액 성장률은 CAGR +8~10% YoY로 높은 수준을 기록 중이다.

'17년 VFC 연간 매출액은 +7% YoY 증가가 전망된다. 매출 성장의 근거는 ① 글로벌 매출기여도 확대, ② 신규매장 출점, ③ 온라인 판매 확대이다. 또한, 과거 3년간 이어진 재고조정과 전년도 낮은 베이스 효과도 누릴 수 있을 전망이다.

### Under Armour, 주요 바이어 중 주문증가율 가장 높을 것으로 전망

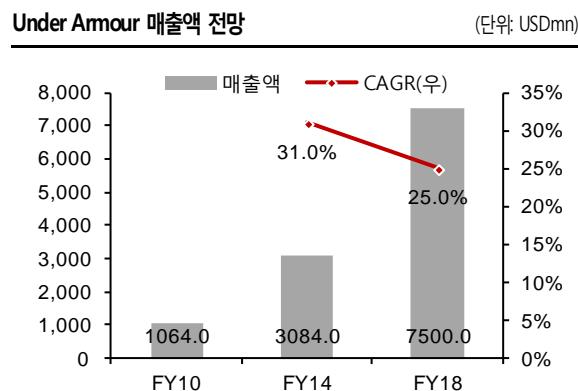
**Under Armour:** 미국 스포츠 전문 브랜드 Under Armour는 '16년 영원무역 신규바이어로 진입하자마자 Top 10 바이어로 등극했다. Under Armour는 아시아를 포함한 글로벌 애슬레져 트렌드 확산에 따라 '11~'15년 매출액이 CAGR +30% YoY 증가한 스포츠 브랜드 신흥강자이다. 영원무역 바이어 중에서는 거래를 시작한지 불과 1년 정도인 신규바이어인데, 주문증가율이 가장 높은 바이어 중 하나가 될 전망이다. 바이어 기여도는 3%로 가정했다. '16~'18년 예상 Under Armour의 매출액 성장률은 CAGR +25% YoY이다.

#### VF 매출액 전망



자료 : VF, SK 증권

#### Under Armour 매출액 전망

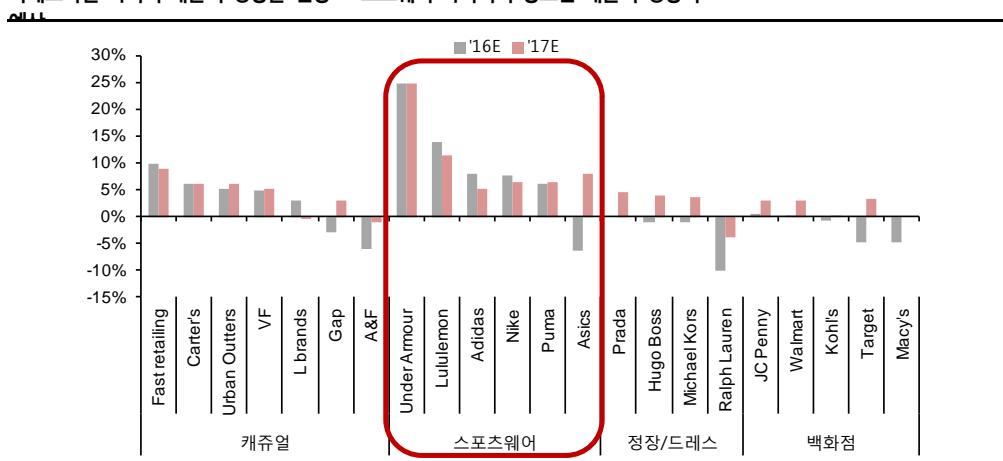


자료 : UA, SK 증권

## 2. 글로벌 의류시장 카테고리별 성장성은 스포츠의류가 가장 높게 전망

영원무역은 고어텍스, 하이벤트 등 기능성 소재를 이용한 아웃도어/스포츠 브랜드가 주요 바이어이다. 국내 OEM 업체의 개별바이어 중 상장사를 중심으로 실적 예상을 종합해 본 결과 향후 매출액 성장성은 스포츠웨어 > 캐주얼웨어 > 유통채널 순으로 높게 나타났다. 영원무역의 높은 매출 증가가 전망되는 상황이다.

카테고리별 바이어 매출액 성장을 전망: 스포츠웨어 바이어의 양호한 매출액 성장이

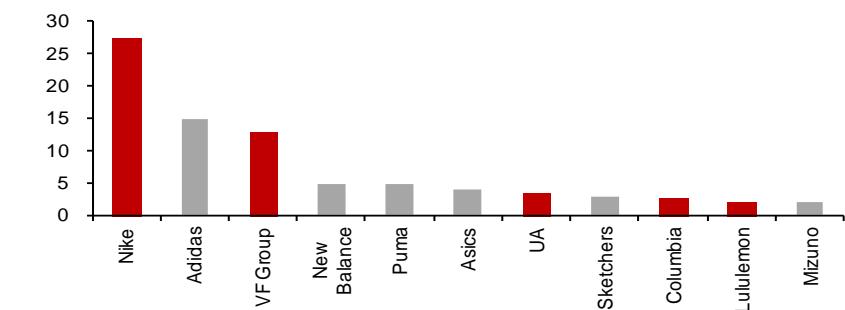


자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

‘14~19년 글로벌 스포츠의류 시장 성장속도는 CAGR +2.6% YoY(‘19E 2,957 억 달러 규모)로 전체 의류시장 성장을 상회할 전망이다. 특히, 같은 기간 아시아 지역 예상 성장률은 +4.3% YoY(중국기여 성장률 5.2%)로 높다. 실제로 영원무역의 중국향 직수출 오더(기존에는 바이어 오더 지역인 미국, 유럽으로 수출 → 중국으로 재수출)는 점차 늘어나고 있는 추세인 것으로 확인된다.

‘15년 글로벌 스포츠의류 브랜드 매출액 규모

(단위 : USD bn)

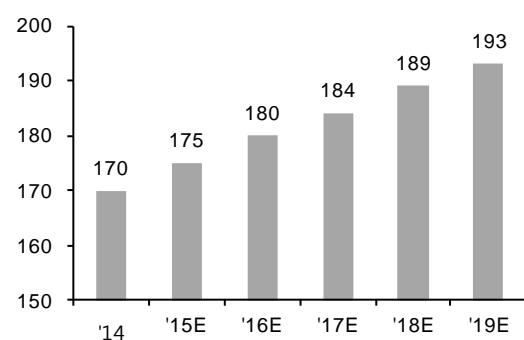


주석: 붉은색 음영은 영원무역 바이어

자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

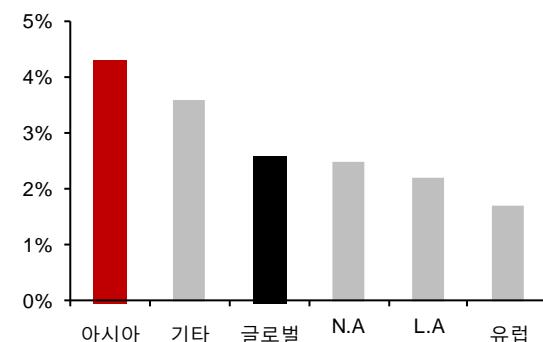
글로벌 스포츠웨어 시장 규모 전망

(단위 : USDbn)



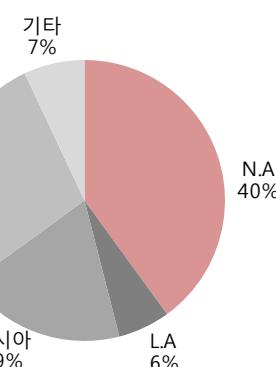
자료 : Bloomberg, SK 증권

지역별 스포츠웨어 시장 성장을 전망



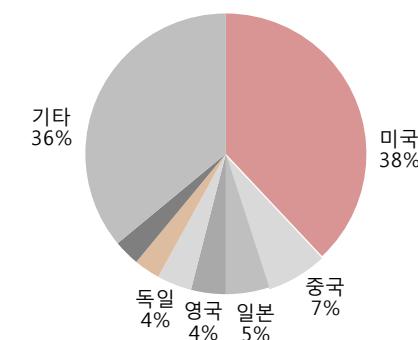
자료 : Bloomberg, SK 증권

'14년 지역별 스포츠웨어 시장점유율



자료 : Bloomberg, SK 증권

'14 국가별 스포츠웨어 시장점유율



자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 의류시장 내 스포츠웨어 MS 확대 추세 지속될 전망

(단위 : USD bn)



자료 : Bloomberg, SK 증권

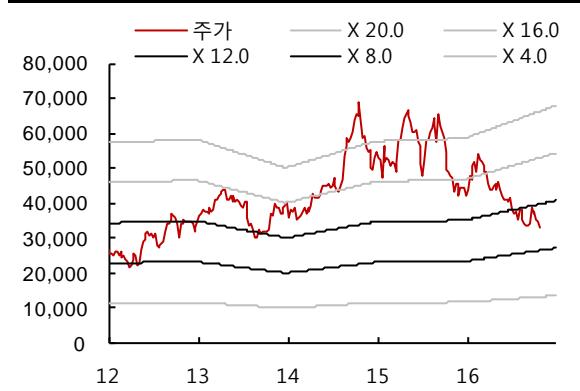
### 3. 밸류에이션

동사의 목표주가 56,000 원은 '17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하여 산출 했다. 동사의 Peer 는 생산기지나 매출액 규모, 제품소재 측면에서 정확히 일치하지는 않지만 같은 스포츠의류 OEM 기업인 Eclat, Shenzhou 를 글로벌 Peer 로 비교 가능하다. 현재 주가수준은 '17F PER 9 배 수준이며 글로벌 Peer 대비해서도 밸류에이션 매력이 있다.

	영원무역 연간실적 전망과 밸류에이션				(단위: 억원)
	2014	2015	2016E	2017E	
매출액	12,463	15,849	20,266	21,204	
(% YoY)	12%	27%	28%	5%	
영업이익	1,855	1,968	2,121	2,255	
(% YoY)	15%	6%	8%	6%	
OPM	15%	12%	10%	11%	
세전이익	1,847	1,908	2,056	2,179	
당기순이익	1,433	1,445	1,567	1,652	
지배주주귀속순이익	1,281	1,299	1,480	1,565	
EPS(원)	2,891	2,931	3,340	3,531	
Target PER(x)	16	16	16	16	
목표 시가총액	20,496	20,784	23,680	25,040	
주식수(천주)	44,311	44,311	44,311	44,311	
적정주가(원)	46,255	46,905	53,440	56,510	

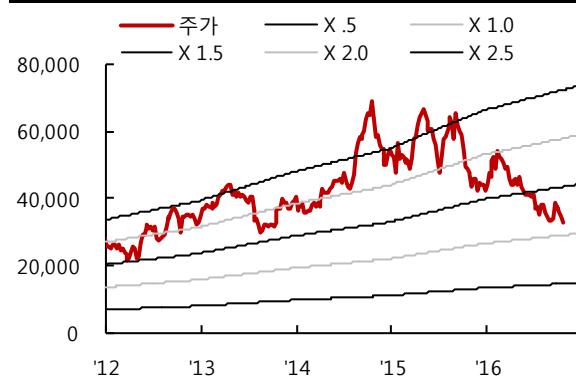
자료: 영원무역, SK 증권

영원무역 PER 벤드 차트



자료 : Quantwise, SK 증권

영원무역 PBR 벤드 차트



자료 : Quantwise, SK 증권

## 영원무역 부문별 수익 추정

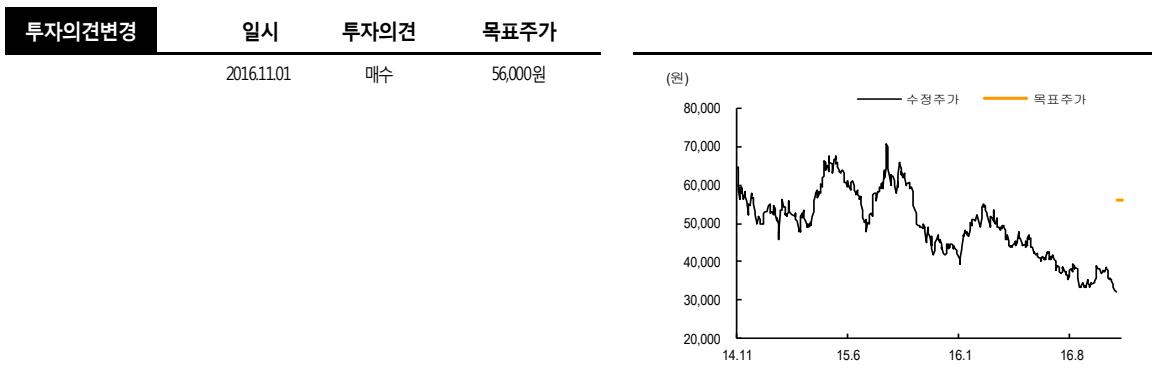
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016	2017
매출액	2,497	4,523	4,953	3,876	4,316	5,513	5,698	4,738	15,849	20,266	21,204
OEM	2,335	3,047	3,740	3,091	2,563	3,370	3,812	3,171	12,213	12,915	13,457
Scott	N/A	1,355	1,005	548	1,514	2,020	1,669	1,315	2,908	6,519	6,866
OR	163	121	207	237	240	123	218	251	728	831	881
영업이익	320	697	650	301	380	694	720	328	1,968	2,121	2,255
OEM	322	509	729	260	346	583	755	276	1,820	1,960	2,048
Scott	N/A	201	(101)	20	11	125	(35)	34	120	134	170
OR	N/A	(6)	11	17	24	(15)	0	19	23	28	32
매출액(% YoY)	18%	30%	25%	35%	73%	22%	15%	22%	27%	28%	5%
OEM	10%	-10%	-6%	7%	10%	11%	2%	3%	-2%	6%	4%
Scott					0%	49%	66%	140%	0%	124%	5%
OR					47%	2%	5%	6%	3%	14%	6%
영업이익(% YoY)	15%	26%	-17%	28%	19%	0%	11%	9%	6%	8%	6%
OEM	13%	-9%	-7%	9%	18%	-1%	12%	11%	-3%	8%	5%
Scott	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-38%	적지	71%	N/A	12%	27%
OR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	159%	-97%	7%	N/A	22%	14%
OPM	13%	15%	13%	8%	9%	13%	13%	7%	12%	10%	11%
OEM	14%	17%	20%	8%	14%	17%	20%	9%	15%	15%	15%
Scott	N/A	15%	-10%	4%	1%	6%	-2%	3%	5%	2%	2%
OR	0%	-5%	6%	7%	10%	-12%	0%	7%	1%	3%	4%

자료: 영원무역, SK 증권

## Peer 그룹 밸류에이션

	시가총액 (USDmn)	PER(x)			EPS Growth(%)			ROE(%)		
		'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E
<b>OEM 업체</b>										
영원무역	1,367	14	10	9	1%	14%	6%	12%	12%	12%
한세실업	908	21	13	12	67%	-26%	16%	27%	17%	17%
Eclat	3,046	23	26	21	39%	-11%	20%	35%	25%	26%
Makalot	917	14	19	19	20%	-29%	2%	24%	18%	18%
Li&Fung	4,143	-	14	13	-	-	6%	-	11%	11%
Shenzhou	9,105	-	21	18	-	-	18%	-	21%	23%
<b>브랜드 업체</b>										
Nike	85,970	28	24	22	25%	17%	10%	28%	30%	32%
Lululemon	7,760	30	27	23	14%	13%	18%	25%	27%	28%
Adidas	36,237	50	32	28	34%	55%	15%	11%	17%	17%
Under Armour	15,679	73	65	50	11%	13%	31%	15%	14%	15%
GAP	10,540	12	14	13	-22%	-14%	7%	33%	26%	29%
VF Corp	22,645	19	17	15	20%	12%	12%	22%	25%	29%
Fast Retailing	34,862	32	73	33	48%	-56%	119%	-	7%	16%
Inditex	110,533	35	31	28	15%	13%	13%	26%	26%	27%
H&M	47,957	20	23	20	5%	-12%	15%	38%	31%	34%

자료: Bloomberg, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 11월 1일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	6,866	12,608	17,061	19,799	22,348
현금및현금성자산	2,018	4,534	7,361	9,743	11,699
매출채권및기타채권	1,731	3,232	3,950	4,104	4,359
재고자산	2,151	3,899	4,765	4,951	5,259
<b>비유동자산</b>	7,075	9,602	9,955	9,666	9,334
장기금융자산	518	1,060	922	922	922
유형자산	5,139	5,618	5,343	4,814	4,337
무형자산	181	1,983	2,171	2,122	2,076
<b>자산총계</b>	13,941	22,210	27,017	29,466	31,682
<b>유동부채</b>	1,892	4,397	8,337	8,465	8,679
단기금융부채	443	1,702	5,043	5,043	5,043
매입채무 및 기타채무	926	1,819	2,223	2,310	2,454
단기충당부채	47	142	173	180	191
<b>비유동부채</b>	1,926	4,189	4,099	4,698	4,697
장기금융부채	664	2,123	1,425	1,425	1,425
장기매입채무 및 기타채무	0	179	407	634	634
장기충당부채	0	16	19	20	20
<b>부채총계</b>	3,818	8,586	12,436	13,163	13,375
<b>지배주주지분</b>	9,722	11,767	13,200	14,916	16,913
자본금	222	222	222	222	222
자본잉여금	4,314	4,314	4,314	4,314	4,314
기타자본구성요소	0	0	-198	-198	-198
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,597	6,807	8,198	9,675	11,433
<b>비자매주주지분</b>	401	1,858	1,381	1,387	1,394
<b>자본총계</b>	10,123	13,624	14,580	16,303	18,307
<b>부채와자본총계</b>	13,941	22,210	27,017	29,466	31,682

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,952	2,627	1,865	2,444	2,161
당기순이익(순실)	1,433	1,445	1,567	1,652	1,933
비현금성항목등	795	1,116	1,151	1,204	1,224
유형자산감가상각비	334	486	526	529	477
무형자산상각비	9	34	67	72	70
기타	63	59	9	-15	-15
운전자본감소(증가)	-50	293	-658	-154	-379
매출채권및기타채권의 감소증가)	67	376	-586	-154	-256
재고자산감소(증가)	-255	-110	-680	-185	-308
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	261	116	330	86	144
기타	-123	-89	278	98	42
법인세납부	-226	-227	-195	-258	-617
<b>투자활동현금흐름</b>	-895	-1,627	-531	-41	43
금융자산감소(증가)	199	93	33	0	0
유형자산감소(증가)	-1,040	-449	-262	0	0
무형자산감소(증가)	-6	-23	-23	-23	-23
기타	-49	-1,248	-279	-18	67
<b>재무활동현금흐름</b>	-720	1,476	1,547	-21	-249
단기금융부채증가(감소)	-149	326	2,655	0	0
장기금융부채증가(감소)	70	1,326	-191	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-89	-89	-89	-88	-88
기타	-552	-88	-828	67	-161
<b>현금의 증가(감소)</b>	364	2,516	2,828	2,382	1,956
<b>기초현금</b>	1,654	2,018	4,534	7,361	9,743
<b>기말현금</b>	2,018	4,534	7,361	9,743	11,699
<b>FCF</b>	472	-447	834	2,056	2,123

자료 : 영원무역, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	12,463	15,849	20,266	21,204	22,525
<b>매출원가</b>	9,089	11,357	14,686	15,391	16,216
<b>매출총이익</b>	3,375	4,493	5,579	5,813	6,309
매출총이익률 (%)	27.1	28.4	27.5	27.4	28.0
<b>판매비와관리비</b>	1,520	2,524	3,459	3,558	3,699
영업이익	1,855	1,968	2,121	2,255	2,611
영업이익률 (%)	14.9	12.4	10.5	10.6	11.6
비영업손익	-8	-60	-65	-76	-60
<b>순금융비용</b>	14	66	113	109	94
외환관련손익	50	17	26	26	26
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	31	-7	-5	-7	-7
세전계속사업이익	1,847	1,908	2,056	2,179	2,550
세전계속사업이익률 (%)	14.8	12.0	10.2	10.3	11.3
계속사업법인세	414	463	489	527	617
<b>계속사업이익</b>	1,433	1,445	1,567	1,652	1,933
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,433	1,445	1,567	1,652	1,933
<b>순이익률 (%)</b>	11.5	9.1	7.7	7.8	8.6
<b>지배주주</b>	1,281	1,299	1,480	1,565	1,846
<b>지배주주기여금 순이익률(%)</b>	10.28	8.2	7.3	7.38	8.2
<b>비자매주주</b>	152	146	87	87	87
<b>총포괄이익</b>	1,680	2,312	1,726	1,811	2,092
<b>지배주주</b>	1,507	2,133	1,719	1,804	2,086
<b>비자매주주</b>	173	178	6	6	6
EBITDA	2,198	2,488	2,714	2,856	3,157

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.5	27.2	27.9	4.6	6.2
영업이익	15.4	6.1	7.8	6.3	15.8
세전계속사업이익	13.4	3.3	7.8	6.0	17.0
EBITDA	15.4	13.2	9.1	5.2	10.6
EPS(계속사업)	15.0	1.4	13.9	5.7	18.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.1	12.1	11.9	11.1	11.6
ROA	11.0	8.0	6.4	5.9	6.3
EBITDA/마진	17.6	15.7	13.4	13.5	14.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	362.9	286.8	204.6	233.9	257.5
부채비율	37.7	63.0	85.3	80.7	73.1
순차입금/자기자본	-15.2	-9.5	-9.8	-23.4	-31.5
EBITDA/이자비용(배)	54.7	28.0	18.6	17.8	19.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,891	2,931	3,340	3,531	4,166
BPS	21,940	26,554	29,788	33,835	38,517
CFPS	3,666	4,103	4,679	4,887	5,399
주당 현금배당금	200	200	200	200	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.5	24.1	16.5	15.6	13.2
PER(최저)	12.2	14.2	9.6	9.1	7.7
PBR(최고)	3.2	2.7	1.9	1.6	1.4
PBR(최저)	1.6	1.6	1.1	1.0	0.8
PCR	14.5	10.3	6.9	6.6	6.0
EV/EBITDA(최고)	13.8	12.9	9.2	8.0	6.6
EV/EBITDA(최저)	6.6	7.8	5.5	4.5	3.4

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**조은애**  
goodkid@sk.com  
02-3773-8826

## Company Data

자본금	200 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	1 만주
액면가	500 원
시가총액	10,340 억원
주요주주	
한세예스24홀딩스(외) 14)	56.23%
국민연금공단	10.99%
외국인지분률	5.00%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(16/10/31)	25,850 원
KOSPI	2019.42 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	65,400 원
52주 최저가	24,000 원
60일 평균 거래대금	88 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.1%	-8.6%
6개월	-50.0%	-50.5%
12개월	-54.1%	-53.6%

한세실업 (105630/KS | 매수(신규편입) | T.P 36,000 원(신규편입))

글로벌 전략벤더로서의 지위는 계속된다

투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지 개시

- ‘16년 연결기준 매출액 14.6 조원(-8% YoY), 영업이익 983 억원(-31% YoY) 전망
- ‘16년 매출 부진은 일시적인 것으로 판단, 글로벌 OEM 전략벤더로서의 지위는 견고
- ‘17년 바이어 업황 회복에 따른 실적 개선 가능
- 현재 주가 수준은 ‘17F PER 12 배 수준으로 밸류에이션 매력

**3Q16 매출액 4,104 억원(-22% YoY), 영업이익 266 억원(-56% YoY) 추정**

3분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 4,104 억원(-22% YoY), 266 억원(-56% YoY)을 기록하며 시장기대치(매출액 4,503 억원, 영업이익 387 억원)를 하회할 것으로 추정된다. 지난 1월 한세예스 24 홀딩스에 양도한 브랜드 실적 이탈을 감안한 매출액 성장률은 -13% YoY 수준이다. OEM 부문 달러 기준 매출액 증가율은 -11% YoY로 바이어 재고 조정에 따른 선적 지연과 오더 감소 영향이 반영된 것으로 추정된다. 3분기 중 하락한 원/달러(-4% YoY) 수준 감안할 때 OEM 원화기준 매출액 증가율은 -16% YoY 수준으로 추정된다.

**‘17년 하반기 증익 모멘텀 예상**

2017년은 전방 산업 업황 회복이라는 긍정적 요인과 환율하락이라는 부정적 요인이 혼재되어 있다. 결론적으로는 전방 산업 회복이라는 긍정적 요인에 주목할 필요가 있다. 특히, ‘17년 성수기(3Q) 실적은 낮은 베이스와(3Q16E -16% YoY)와 환율 하락분(-5% YoY)을 상회하는 매출 증가(+10% YoY)가 가능할 것으로 전망한다. 투자포인트는 ① 2017년 하반기 실현될 증익 모멘텀, ② 염색공장 등 수직계열화 강화, ③ 중장기적으로 높은 베트남 생산 비중(60%)으로 이익률 상승 가능성이다.

**투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지 개시**

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 36,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 36,000 원은 ‘17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하였다. 현재 주가수준은 ‘17F PER 12 배 수준으로 밸류에이션 매력이 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	12,387	13,132	15,865	14,577	14,731	15,909
yoY	%	9.7	6.0	20.8	-8.1	1.1	8.0
영업이익	억원	602	931	1,424	983	1,069	1,254
yoY	%	-4.6	54.8	52.8	-31.0	8.8	17.3
EBITDA	억원	721	1,083	1,594	1,141	1,242	1,437
세전이익	억원	595	842	1,373	1,052	1,181	1,410
순이익(자본주주)	억원	426	618	1,034	769	896	1,070
영업이익률%	%	4.9	7.1	9.0	6.7	7.3	7.9
EBITDA%	%	5.8	8.3	10.1	7.8	8.4	9.0
순이익률	%	3.4	4.7	6.5	5.3	6.1	6.7
EPS	원	1,065	1,544	2,586	1,923	2,240	2,674
PER	배	18.2	25.7	20.5	13.2	11.3	9.5
PBR	배	2.9	4.8	5.0	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	12.6	16.3	14.7	10.0	8.5	6.8
ROE	%	16.8	20.5	27.3	16.8	17.0	17.5
순차입금	억원	1,034	1,395	1,902	897	93	-712
부채비율	%	150.8	136.7	133.1	117.4	105.7	92.0

## 1. 실적: 2017년 달러 매출액 +6% YoY 증가 전망

동사의 '17년 달러 매출액 증가율은 +6% YoY로 점진적인 실적 회복을 전망한다. 매출액 전망은 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 추산했으며, 컨센서스 대비 낮은 성장률을 가정했다. 한세실업 주요 바이어는 GAP, AEO, Nike, Under Armour, ZARA, H&M 등으로 브랜드와 유통 바이어 비율이 7:3 정도이다.

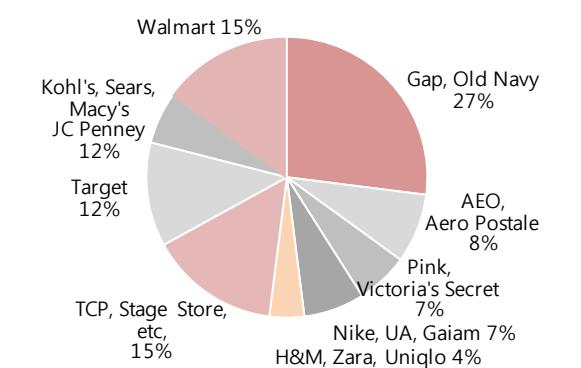
Nike, Under Armour 등의 스포츠의류 바이어는 높은 성장률 전망을 반영하여 +15% YoY의 주문증가율을 적용했다. 유럽, 일본 기반의 SPA 바이어도 글로벌 매출 확대에 따른 실적 성장이 가능하고, 거래 초기단계인 점을 감안하면 높은 주문증가율(+15% YoY)이 지속 가능할 것으로 판단한다. 최근 실적이 부진한 GAP, AEO 등 기존 바이어의 경우에도 낮아진 재고수준과 전년도 낮은 베이스를 감안해 점진적인 주문량 회복을 전망한다.

한세실업 달러 매출액 성장을 전망

	'15년 비중	2016년 매출액 성장을 가정	2017년 매출액 성장을 가정	'16년 성장 기여도	17년 성장 기여도
The North Face	27%	-13%	6%	-3%	2%
Patagonia	8%	-48%	10%	-2%	0%
Lulu lemon	6%	-16%	5%	-1%	0%
Engelbert	7%	3%	15%	0%	1%
LL Bean	4%	47%	15%	3%	1%
Ralph Lauren	15%	4%	3%	1%	1%
Under Armour	15%	11%	2%	2%	0%
기타	12%	-17%	1%	-2%	0%
가중평균 성장률				-2%	6%

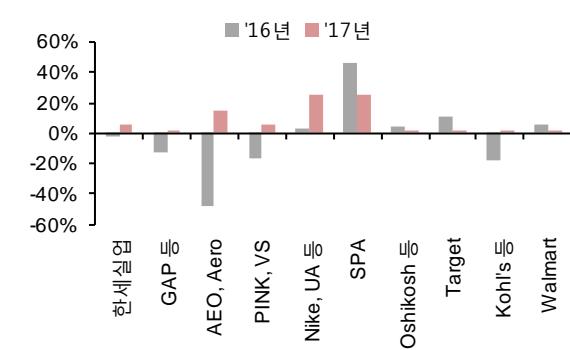
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 바이어 구성



자료 : 한세실업, SK 증권

'16E~'17E 바이어 매출액 성장을 전망



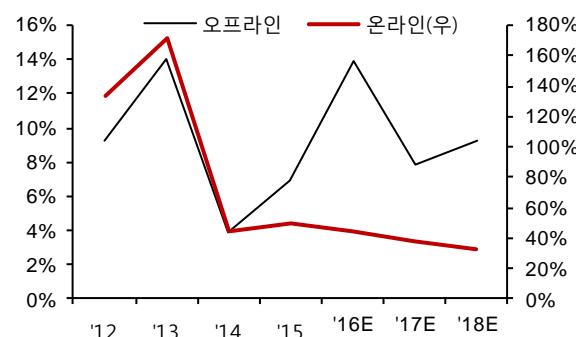
자료 : Bloomberg, SK 증권

## SPA, 여전히 높은 성장성 보유

**Inditex:** Inditex 그룹은 ZARA 등의 SPA 브랜드를 보유한 스페인 의류 업체이다. Inditex 그룹의 과거 3년 평균 매출액 증가율은 +10% YoY로 높은 수준을 기록했다. 향후 Inditex 그룹의 성장 전략은 ① 글로벌 사업영역 확장과 ② 온라인 채널을 통한 판매 확대이다. '17~'18년 예상 Inditex 그룹 매출액 성장률은 +16% YoY, +10% YoY이다.

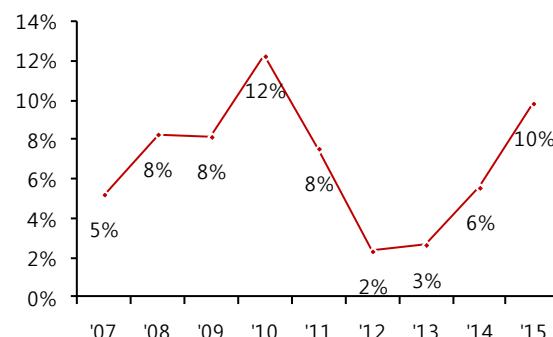
**H&M, MUJI:** 한세실업의 또 다른 SPA 바이어 H&M은 과거 3년 CAGR +14.5%의 매출액 증가율을 기록했다. '17년 역시 +11% YoY의 높은 매출액 증가율이 전망된다. MUJI는 설립된지 30년 가까이 된 회사이지만 라이프스타일 트렌드 확산과 함께 최근 3년 CAGR +11% YoY로 수준의 견조한 매출액 증가율을 유지하고 있다. 의류 매출액 증가율 역시 CAGR +11% YoY로 전체 성장률과 동행하고 있으며 매출액 비중은 36%를 차지하고 있다.

### ZARA 채널별 매출액 증가율



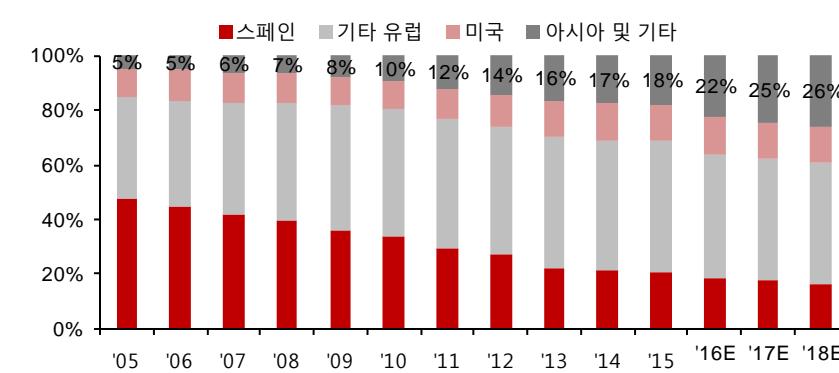
자료 : Inditex, SK 증권

### MUJI 매장수 증가율



자료 : MUJI, SK 증권

### ZARA, 아시아 지역 중심의 MS 확대가 전망



자료 : Inditex, SK 증권

## 2. 글로벌 전략벤더로서의 지위는 지속된다

최근 동사 주가는 ① 전방업체 실적 부진에 따른 오더량 감소와 ② 전년도('15년) 높은 환율 베이스 부담 등으로 부진한 상황이다. 그러나 최근 나타난 전방업체 일적부진은 동사 펀더멘털 훼손의 근거가 될 수 없다고 판단한다.

OEM 업체 매출 증대의 기본 형태는 바이어의 매출 증가에 따른 매출 성장이지만, 동사는 전방 시장 부진시점에서도 전체 시장 및 기존바이어 내 MS 확대 및 신규바이어 와의 거래 개시 등을 통해 매출액 성장을 지속한 ‘전략벤더’이기 때문이다.

전략벤더의 특성은 ① 가격 경쟁력: 대규모 생산라인, 온라인 기간 거래를 통한 바이어와의 신뢰관계, 원가경쟁력, 저렴한 인건비 등, ② 높은 제품품질: 자가공장 보유, ③ 정확한 납기 준수, ④ 컴플라이언스 준수 및 투명성, ⑤ Full Packaging 능력: 자체 디자인 및 원자재 소싱 능력 등이다. 전략벤더는 수주량(Q) 변동에 따른 매출액 변동성이 큰 영세벤더(Marginal Vendor)와 선호벤더(Preferred Vendor)와는 차별화되어 있으며 진입장벽도 높다.

OEM 주가 및 원/달러 환율 추이

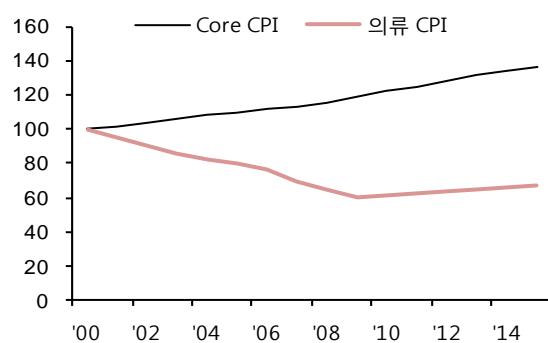
(단위 원, 원/달러)



자료: Data guide, SK 증권

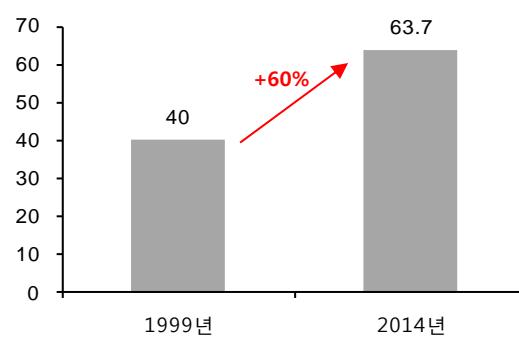
또한, ① 한세실업이 주력 생산하는 니트 위주의 캐주얼 시장은 유행 변화에 성장률 변동이 크지 않아 점진적인 성장이 지속되고 있으며, ② 동사 주요 수출 지역인 미국의 의류 소비 트렌드가 가격(P)은 낮아지고 구매 수량(Q)은 증가하는 추세를 보이고 있어 전방 바이어인 캐주얼, SPA 업체와 일치한다. 마지막으로 ③ 동사 바이어들은 글로벌 Top tier 리테일 회사로서 불황기를 견딜 수 있는 양호한 재무 상태와 높은 글로벌 MS를 접유하고 있다.

미국 의류 가격은 저렴해졌다=저가 의류 시장 ↑ (단위: 2000=100)



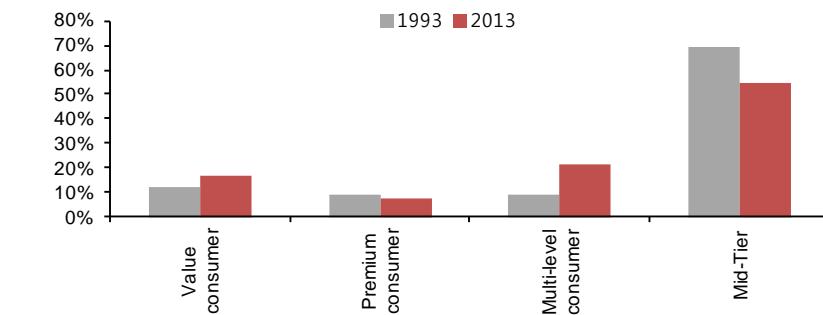
자료 : Datastream, SK 증권

반면 1인당 연간 의류 소비량(Q)은 증가 (단위: 건)



자료 : Datastream, SK 증권

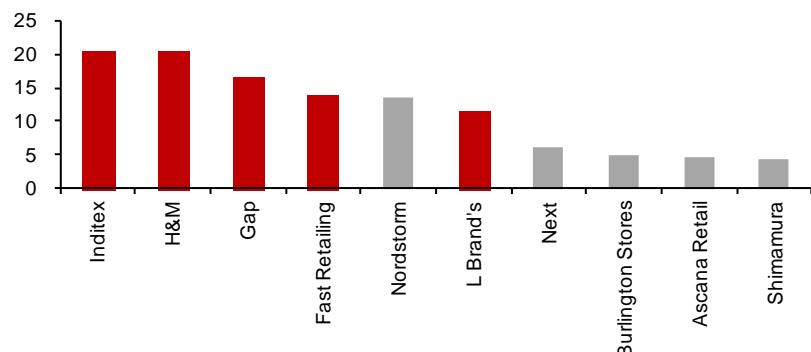
미국 의류 소비 시장: 밸류 및 멀티레벨 컨슈머가 증가 → 가치 소비자의 확대



자료 : Retail Week(2013), SK 증권

## '15년 글로벌 캐주얼의류 브랜드 매출액 규모

(단위 : USD bn)

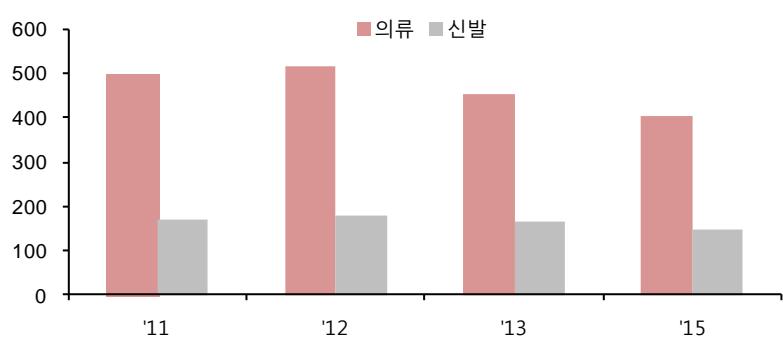


주석: 붉은색 음영은 한세실업 바이어

자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

## Nike OEM 공장수는 감소 추세(밴더수 축소) 전략변화인 한세실업에 유리

(단위 : 개)



자료 :Nike, SK 증권

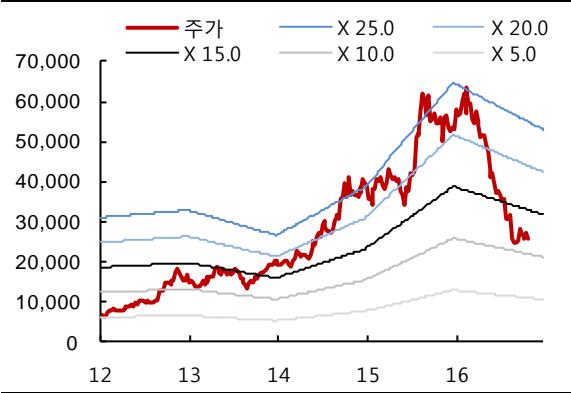
### 3. 밸류에이션

동사의 목표주가 36,000 원은 '17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하여 산출했다. 동사의 Peer 대만의 니트의류 OEM 기업인 Makalot 을 글로벌 Peer 로 비교 가능하다. 글로벌 Peer 인 Makalot 의 '17F PER 은 19 배이며, 한세실업의 현재 주가수준은 '17F PER 12 배 수준으로 밸류에이션 매력이 있다.

	(단위: 억원)			
	2014	2015	2016E	2017E
매출액	13,132	15,865	14,577	14,731
(% YoY)	6%	21%	-8%	1%
영업이익	931	1,424	983	1,069
(% YoY)	55%	53%	-31%	9%
OPM	7%	9%	7%	7%
세전이익	842	1,373	1,052	1,181
당기순이익	616	1,036	771	898
지배주주귀속순이익	618	1,034	769	896
EPS(원)	1,544	2,586	1,923	2,240
Target PER(x)	16	16	16	16
목표 시가총액	9,888	16,544	12,304	14,336
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	24,720	41,360	30,760	35,840

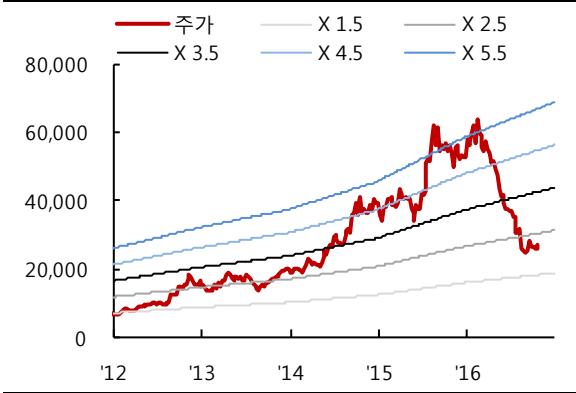
자료 : 한세실업, SK 증권

한세실업 PER 밴드 차트



자료 : Quantwise, SK 증권

한세실업 PBR 밴드 차트



자료 : Quantwise, SK 증권

## 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

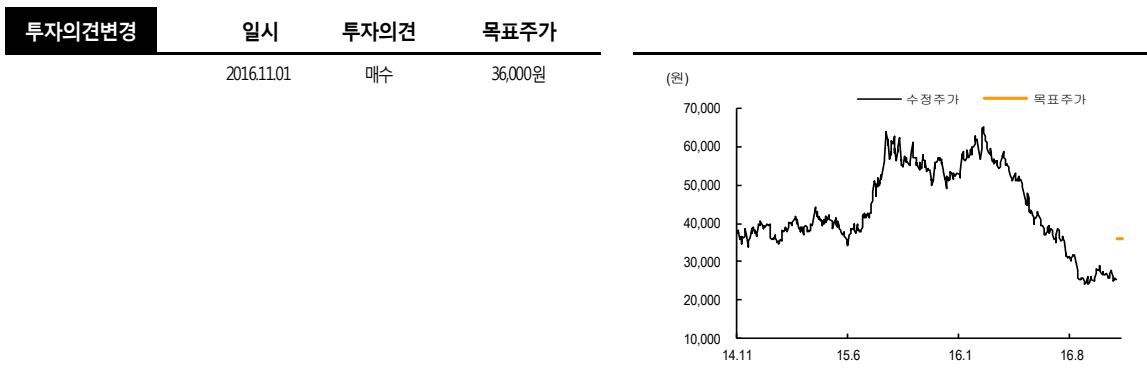
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2014	2015	2016E	2017E
매출액	3,213	3,359	5,265	4,028	3,593	3,301	4,104	3,579	13,132	15,865	14,577	14,731
(% YoY)	3%	15%	37%	24%	12%	-2%	-22%	-11%	6%	21%	-8%	1%
원/달러	1,100	1,096	1,170	1,157	1,200	1,163	1,120	1,119	1,053	1,131	1,151	1,073
(% YoY)	3%	7%	14%	6%	9%	6%	-4%	-3%	-4%	7%	2%	-7%
영업이익	204	232	597	390	212	190	266	315	931	1,424	983	1,069
(% YoY)	6%	62%	67%	64%	4%	-18%	-56%	-19%	55%	53%	-31%	9%
OPM	6%	7%	11%	10%	6%	6%	6%	9%	7%	9%	7%	7%
세전이익	210	212	515	1,019	243	182	258	370	842	1,373	1,052	1,181
(% YoY)	10%	-3%	68%	244%	16%	-14%	-52%	-20%	41%	63%	-23%	12%
지배주주순이익	142	150	407	335	164	131	200	275	618	1,034	769	896
(% YoY)	1%	-8%	76%	306%	16%	-13%	-53%	-22%	45%	67%	-26%	17%

자료: 한세실업, SK 증권

## Peer 그룹 랠류에이션

시가총액 (USDmn)	PER(x)			EPS Growth(%)			ROE(%)		
	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E
<b>OEM 업체</b>									
영원무역	1,367	14	10	9	1%	14%	6%	12%	12%
한세실업	908	21	13	12	67%	-26%	16%	27%	17%
Eclat	3,046	23	26	21	39%	-11%	20%	35%	25%
Makalot	917	14	19	19	20%	-29%	2%	24%	18%
Li&Fung	4,143	-	14	13	-	-	6%	-	11%
Shenzhou	9,105	-	21	18	-	-	18%	-	21%
<b>브랜드 업체</b>									
Nike	85,970	28	24	22	25%	17%	10%	28%	30%
Lululemon	7,760	30	27	23	14%	13%	18%	25%	27%
Adidas	36,237	50	32	28	34%	55%	15%	11%	17%
Under Armour	15,679	73	65	50	11%	13%	31%	15%	14%
GAP	10,540	12	14	13	-22%	-14%	7%	33%	26%
VF Corp	22,645	19	17	15	20%	12%	12%	22%	25%
Fast Retailing	34,862	32	73	33	48%	-56%	119%	-	7%
Inditex	110,533	35	31	28	15%	13%	13%	26%	26%
H&M	47,957	20	23	20	5%	-12%	15%	38%	31%

자료: Bloomberg, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 11월 1일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	4,364	5,729	6,469	7,480	8,529
현금및현금성자산	587	1,407	2,136	3,120	3,925
매출채권및기타채권	806	1,493	1,326	1,338	1,445
재고자산	1,534	1,710	1,519	1,533	1,656
<b>비유동자산</b>	3,469	4,193	4,151	4,121	4,087
장기금융자산	1,934	2,647	2,578	2,578	2,578
유형자산	1,144	1,076	1,116	1,057	1,008
무형자산	74	31	33	32	31
<b>자산총계</b>	7,832	9,922	10,621	11,600	12,617
<b>유동부채</b>	3,570	4,828	4,774	4,982	5,059
단기금융부채	2,665	3,759	3,824	4,024	4,024
매입채무 및 기타채무	490	545	484	489	528
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	954	837	962	978	988
장기금융부채	563	475	524	504	504
장기매입채무 및 기타채무	0	0	3	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	4,523	5,666	5,735	5,960	6,047
<b>지배주주지분</b>	3,309	4,256	4,884	5,638	6,566
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	476	470	470	470	470
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,647	3,598	4,267	5,063	6,033
<b>비자매주주지분</b>	0	0	1	3	4
<b>자본총계</b>	3,309	4,256	4,885	5,641	6,570
<b>부채와자본총계</b>	7,832	9,922	10,621	11,600	12,617

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	922	89	1,087	926	915
당기순이익(순실)	616	1,036	771	898	1,071
비현금성항목등	519	503	379	344	366
유형자산감가상각비	140	165	156	168	179
무형자산상각비	12	6	2	4	4
기타	67	-73	-35	-68	-52
운전자본감소(증가)	4	-1,173	342	-2	-183
매출채권및기타채권의 감소증가)	-44	-804	175	-12	-107
재고자산감소(증가)	91	-480	190	-14	-123
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-30	100	-90	4	39
기타	-14	11	67	19	7
법인세납부	-217	-277	-405	-314	-338
<b>투자활동현금흐름</b>	-747	-445	-323	24	43
금융자산감소(증가)	-503	-356	-297	0	0
유형자산감소(증가)	-297	-360	-189	-110	-130
무형자산감소(증가)	-2	-2	-4	-4	-4
기타	56	274	166	138	176
<b>재무활동현금흐름</b>	92	1,185	-25	33	-152
단기금융부채증가(감소)	-26	-4	0	200	0
장기금융부채증가(감소)	217	1,321	145	-20	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-60	-80	-100	-100	-100
기타	-40	-51	-70	-47	-52
<b>현금의 증가(감소)</b>	270	820	729	983	806
<b>기초현금</b>	317	587	1,407	2,136	3,120
<b>기말현금</b>	587	1,407	2,136	3,120	3,925
<b>FCF</b>	613	68	981	851	819

자료 : 한세실업, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	13,132	15,865	14,577	14,731	15,909
<b>매출원가</b>	10,427	12,259	11,675	11,809	12,585
<b>매출총이익</b>	2,704	3,606	2,903	2,921	3,324
매출총이익률 (%)	20.6	22.7	19.9	19.8	20.9
<b>판매비와관리비</b>	1,773	2,183	1,920	1,852	2,070
영업이익	931	1,424	983	1,069	1,254
영업이익률 (%)	7.1	9.0	6.7	7.3	7.9
비영업손익	-90	-51	69	112	156
<b>순금융비용</b>	-33	-32	-60	-87	-124
외환관련손익	-87	-186	-70	-43	-20
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	842	1,373	1,052	1,181	1,410
세전계속사업이익률 (%)	6.4	8.7	7.2	8.0	8.9
계속사업법인세	225	337	281	283	338
<b>계속사업이익</b>	616	1,036	771	898	1,071
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	616	1,036	771	898	1,071
<b>순이익률 (%)</b>	4.7	6.5	5.3	6.1	6.7
<b>지배주주</b>	618	1,034	769	896	1,070
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	4.7	6.52	5.28	6.08	6.72
<b>비자매주주</b>	-1	1	2	2	2
<b>총포괄이익</b>	648	1,033	729	856	1,029
<b>지배주주</b>	649	1,033	728	854	1,028
<b>비자매주주</b>	-1	1	1	1	1
<b>EBITDA</b>	1,083	1,594	1,141	1,242	1,437

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.0	20.8	-8.1	1.1	8.0
영업이익	54.8	52.8	-31.0	8.8	17.3
세전계속사업이익	41.5	63.1	-23.4	12.3	19.4
EBITDA	50.3	47.1	-28.5	8.9	15.7
EPS(계속사업)	45.0	67.5	-25.6	16.5	19.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.5	27.3	16.8	17.0	17.5
ROA	8.4	11.7	7.5	8.1	8.9
EBITDA/마진	8.3	10.1	7.8	8.4	9.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	122.2	118.7	135.5	150.1	168.6
부채비율	136.7	133.1	117.4	105.7	92.0
순차입금/자기자본	42.2	44.7	18.4	1.7	-10.8
EBITDA/이자비용(배)	26.6	30.7	23.5	24.8	27.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,544	2,586	1,923	2,240	2,674
BPS	8,273	10,640	12,147	13,716	15,572
CFPS	1,924	3,012	2,318	2,672	3,133
주당 현금배당금	200	250	250	250	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	27.5	24.8	34.0	29.2	24.5
PER(최저)	12.0	13.2	12.5	10.7	9.0
PBR(최고)	5.1	6.0	5.4	4.8	4.2
PBR(최저)	2.2	3.2	2.0	1.8	1.5
PCR	20.6	17.6	10.9	9.5	8.1
EV/EBITDA(최고)	17.3	17.5	24.1	21.5	18.0
EV/EBITDA(최저)	8.4	10.0	9.5	8.1	6.5

# **memo**

---