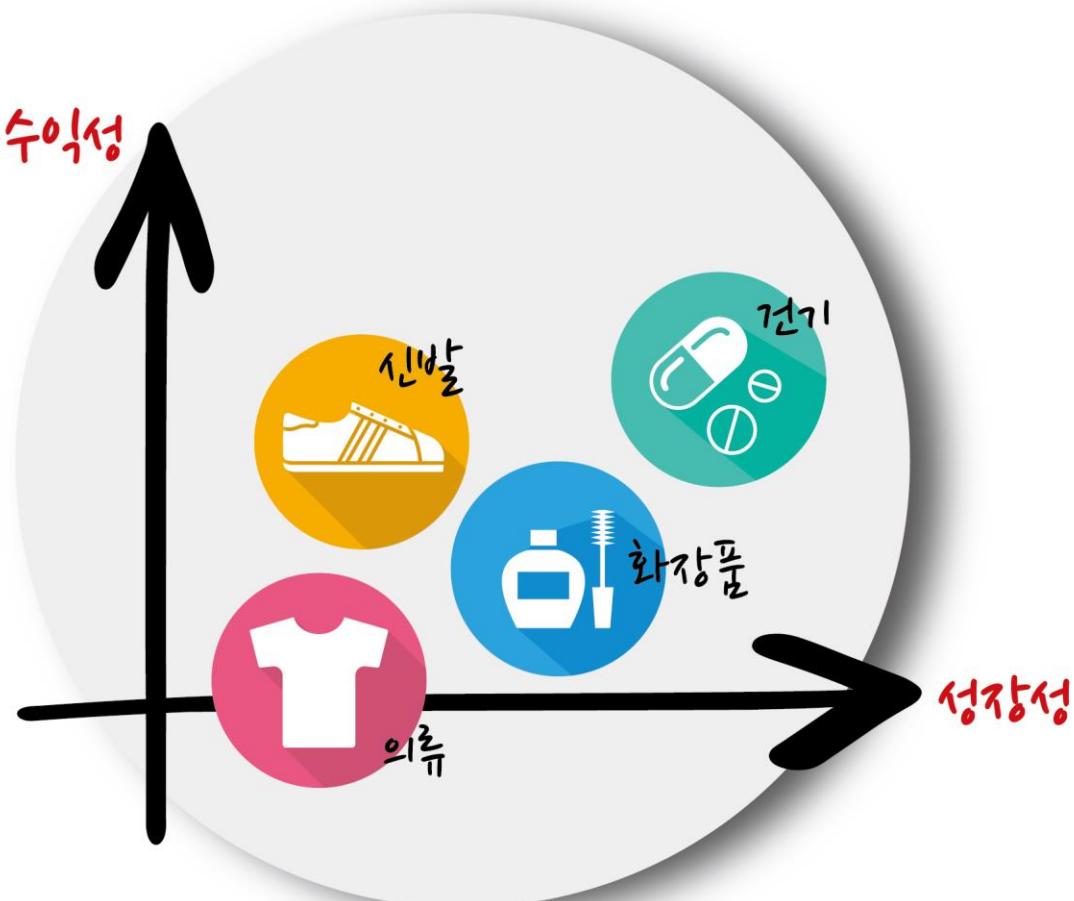


20180416

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

화장품·음식료·의류
컨슈머 OEM/ODM 줄세우기

화장품·음식료, 서영화, 3773-9182
R.A. 전영현, 3773-9181





Analyst

서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182



R.A.

전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

컨슈머 OEM/ODM 출세우기

- 전방 산업의 성장성은 건기식과 화장품 산업이 높은 상황
- 투자 사이클 측면에서는 대규모 투자가 마무리된 건기식과 화장품 산업이 긍정적
- 신발 산업은 고부가가치 제품 비중 확대에 따른 수익성 개선이 기대되는 상황
- 건기식, 화장품, 신발 산업의 자체 경쟁력은 글로벌 피어 대비 비교 우위
- 화승엔터프라이즈, 뉴트리바이오텍, 코스맥스를 관심 종목으로 제시

OEM/ODM 강국, 대한민국

한국은 명실공히 OEM/ODM 산업의 강국이다. 화장품 OEM/ODM은 이미 글로벌 탑 수준의 제품력, 기술력, 매출액을 시현하고 있으며, 의류 OEM/ODM은 글로벌 Top 3 수출국가로 자리매김 하였다. 또한, 신발 OEM/ODM은 압도적인 생산 능력을 바탕으로 글로벌 메이저 브랜드에서의 점유율을 빠른 속도로 확대해 나가고 있다. 건강기능식품 OEM/ODM 역시 긍정적인 전방 상황을 바탕으로 내수, 수출 모두 가파른 성장세를 이어나가고 있다.

OEM/ODM 업종 매력도: 건기식 > 화장품 = 신발 > 의류

전방 산업의 성장성, 투자 사이클, 수익성 개선 가능성 그리고 업체간 자체 경쟁력을 비교하여, OEM/ODM 산업의 업종 매력도를 점검하였다. 전방 산업의 성장성 측면에서는 건기식과 화장품 산업이 신발, 의류 산업 대비 우위에 있었다. 투자 사이클 측면에서도 가장 최근에 대규모 투자가 이루어진 건기식과 화장품 산업이 우위에 있었다. 두 산업 모두 본격적인 투자 회수기에 접어들어 수익성 개선까지도 함께 기대해 볼 수 있는 상황이다. 이 외 신발 산업은 고부가가치 제품으로의 Product Mix 변화가 가장 빠르게 나타나고 있으며, 국내 메이저 업체들은 원부자재 생산으로 사업 영역을 확대하고 있어 수익성 개선이 수년간 지속될 전망이다. 업체간 자체 경쟁력을 글로벌 피어들과 비교하였을 경우 화장품, 건기식, 신발 산업이 비교 우위에 있는 것으로 판단된다. 종합해 보았을 때 국내 OEM/ODM 산업의 산업 매력도는 건기식 > 화장품 = 신발 > 의류 순으로 판단된다.

Top-Pick: 화승엔터프라이즈, 관심종목: 코스맥스, 뉴트리바이오텍

건기식 OEM/ODM 업체로는 뉴트리바이오텍을 추천한다. 동사는 2017년 대규모 투자를 완료하였으며, 올해부터 본격적인 투자 회수기로 접어들게 된다. 선진국에 글로벌 생산 사이트까지 확보하여, 'Made in 선진국'이 선호되는 건기식 트랜드에도 부합한다. 화장품 OEM/ODM 업체로는 코스맥스를 추천한다. 과거 트랜드로 보았을 때 화장품 업종 벤류에이션 멀티플의 핵심은 수익성이었다. 코스맥스는 2018년 사업을 영위하는 모든 사이트에서 큰 폭의 수익성 개선이 가능한 상황이다. 신발 OEM/ODM 업체로는 화승엔터프라이즈를 추천한다. 동사는 아디다스내 점유율 확대, ASP 상승, 고부가가치 원부자재 생산으로 외형 성장과 수익성 개선을 함께 이루어나가고 있다. OEM/ODM 3사 중 주가 상승여력을 감안하여 화승엔터프라이즈를 탑픽으로 추천한다.

Contents

1. OEM/ODM 산업별 점검	3
2. OEM/ODM: 화장품 (Growth Stage)	10
3. OEM/ODM: 건강기능식품 (Early Growth Stage)	20
4. OEM/ODM: 신발 (Growth Stage)	25
5. OEM/ODM: 의류 (Maturity Stage)	34
6. 개별 기업 분석	
코스맥스	58
뉴트리바이오텍	62
화승엔터프라이즈	66

Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 9일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

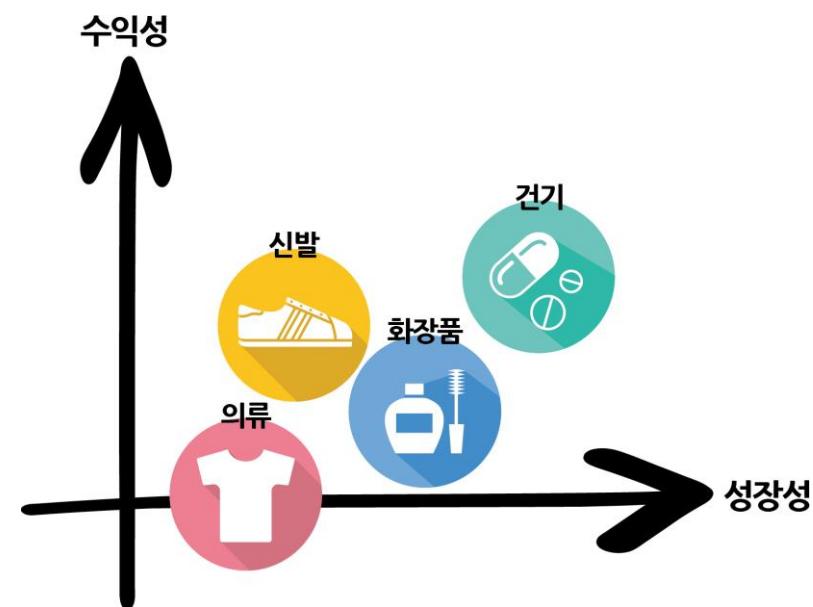
1. OEM/ODM 산업별 점검

(1) OEM/ODM, 어떤 산업/종목이 매력적일까?

당사는 금번 보고서를 통해 네 가지 OEM/ODM 산업의 현 위치와 향후 성장성을 파악하여 그 매력도를 점검하고자 하였다. 전방 산업의 성장성 측면에서는 건기식, 화장품 산업이 우위에 있으며, 산업의 투자 사이클 측면에서도 건기식, 화장품 산업이 유리한 위치에 있다. 전사 향후 수익성 개선의 측면에서는 건기식, 신발 산업이 우위에 있으며, 산업의 자체 경쟁력 측면에서는 건기식, 화장품, 신발 산업이 우위에 있는 것으로 판단한다.

전방 산업의 성장성, 투자 사이클, 수익성, 자체 경쟁력, 주가 상승여력을 감안하여 OEM/ODM 산업내 탑픽으로 화승엔터프라이즈를 제시하며, 관심종목으로는 뉴트리바이오텍과 코스맥스를 제시한다.

OEM/ODM 산업별 수익성 및 성장성 전망



자료 SK증권

먼저, 국내 OEM/ODM 업체들의 글로벌 익스포저와 내수 상황을 감안하였을 때, 전방 산업의 성장성 측면에서는 건기식 산업이 가장 우위에 있다고 판단된다. 건기식 산업은 중국을 비롯한 신흥국뿐 아니라 국내를 비롯한 선진국에서도 전체 산업 성장성을 압도하는 성장률을 보여주고 있다. 소득 수준의 증가와 고령화라는 추세에 가장 부합하는 산업이다. 화장품 산업 역시 중국을 중심으로 가파른 성장을 하고 있으나, 선진국에서의 성장이 정체됨에 따라 글로벌 색조 및 스킨케어 시장 규모는 2013년~2016년 각각 연평균 6.2%, 4.8% 성장하였다. 그러나 국내 화장품 OEM/ODM 업체들은 중국 익스포저가 높아 전방 상황은 오히려 긍정적이라 볼 수 있다. 이외 2017년 의류, 신발 산업의 총매출은 y-y +4% 증가한 1조 6,960 억 달리였으며, 세부 카테고리별로는 스포츠웨어 +6.8%, 아동복 +6.2%, 여성복 +3.3%, 남성복 +3.7%, 신발 +4.7% 성장하는데 그쳤다.

현 시점에서 국내 OEM/ODM 업체들의 투자 사이클을 감안하였을 때, 수익성 개선의 측면에서는 화장품, 신발 그리고 건기식 산업이 모두 긍정적인 상황이다. 화장품은 대부분의 업체가 2017년 대규모 투자를 진행하였고 이에 따라 수익성이 악화되었다. 중국 시장에서의 경쟁이 다소 심화되었지만, 전체적인 가동률 상승에 따른 수익성 개선 및 국내 고마진 채널(수출, OBM)로의 판매 비중 확대에 따른 수익성 개선이 가능한 상황이다. 신발은 국내 유일한 상장사인 화승엔터프라이즈가 고부가가치 원부자재 생산 및 내재화에 따른 수익성 개선이 가능한 상황이다. 화승엔터프라이즈 역시 지난 수년간 지속되어온 대규모 투자가 결실을 이루는 시기이기도 하다. 건기식 사업은 회사별로 차이는 있으나, 국내 건기식 OEM/ODM 선두업체인 뉴트리바이오텍의 경우 미국과 호주로의 대규모 투자가 2017년 완료되어 2018년과 2019년, 본격적인 회수에 나서는 시기이다.

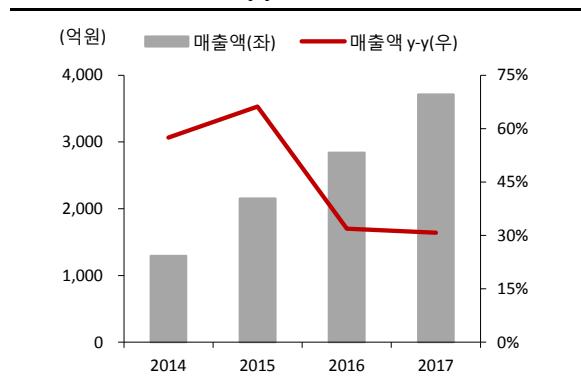
OEM/ODM 산업의 자체 경쟁력 측면에서는 화장품, 신발, 건기식이 상대 우위에 있다고 판단된다. 화장품은 이미 글로벌 트렌드를 주도해 나가며, ODM 을 넘어 OBM 비즈니스로 확대해 나가고 있는 상황이다. 신발은 화승엔터프라이즈가 차별화된 생산 능력과 짧은 리드타임을 경쟁력으로 아디다스 내 점유율을 빠른 속도로 확대해 나가고 있는 상황이다. 건기식 역시 차별화된 신제품 개발 능력과 구미, 젤리와 같은 신규 제품에 발빠른 대응 능력으로 글로벌 고객사들을 빠른 속도로 다변화 시켜나가고 있다.

(2) OEM/ODM 강국, KOREA

한국은 명실공히 OEM/ODM 산업의 강국이다. 화장품 OEM/ODM은 이미 글로벌 탑 수준의 제품력, 기술력, 매출액을 시현하고 있으며, 의류 OEM/ODM은 글로벌 Top 3 수출국가로 자리매김 하였다. 또한, 신발 OEM/ODM은 압도적인 생산능력을 바탕으로 글로벌 메이저 브랜드에서의 점유율을 빠른 속도로 확대해 나가고 있다. 건강 기능식품 OEM/ODM 역시 긍정적인 전방 상황을 바탕으로 내수, 수출 모두 가파른 성장세를 이어나가고 있다.

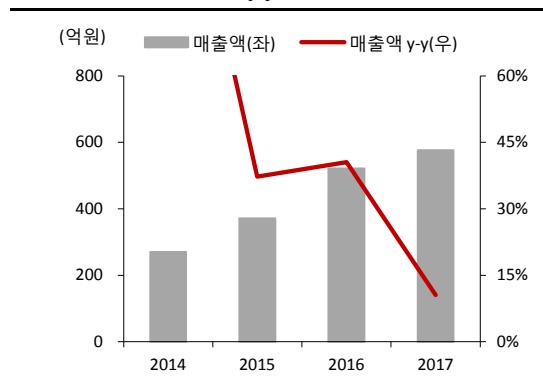
한국의 화장품 OEM/ODM 산업은 글로벌 화장품 산업의 트랜드를 만들어나가고 있으며, 글로벌 메이저 화장품 회사들과 ODM 비즈니스를 진행해 나가고 있다. 국내 최대 OEM/ODM 회사인 코스맥스는 글로벌 최대 매출을 시현하고 있는 OEM/ODM 업체이다. 동사는 중국, 미국, 인도네시아에 글로벌 생산 사이트를 구축하고 있으며, 중국 현지 공장은 중국 내 최대 규모의 생산 설비를 확보하고 있다. 한국콜마 역시 글로벌 Top 수준의 화장품 OEM/ODM 매출액을 시현하고 있으며, 동사는 중국, 미국, 캐나다에 글로벌 생산 기지를 확보하고 있다. 2017년 국내 화장품 OEM/ODM 산업은 대규모 투자와 사드(THAAD)이슈에 따른 화장품 산업의 부진이 복합적으로 작용하면서 수익성이 악화되었지만, 여전히 한국 화장품 OEM/ODM 산업은 글로벌 넘버 원의 입지를 확고히 해나가고 있다.

코스맥스 중국법인 매출액과 y-y 증감률



자료 : 코스맥스 SK증권

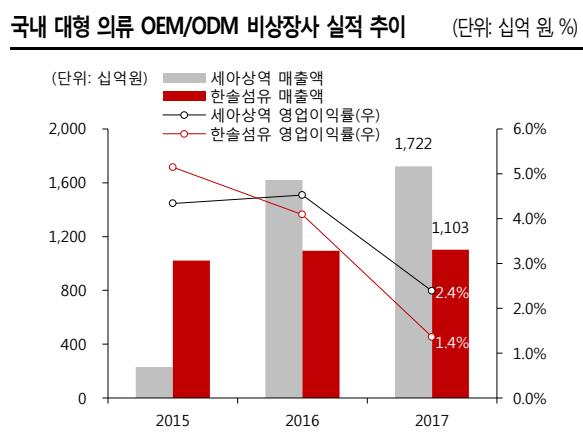
한국콜마 중국법인 매출액과 y-y 증감률



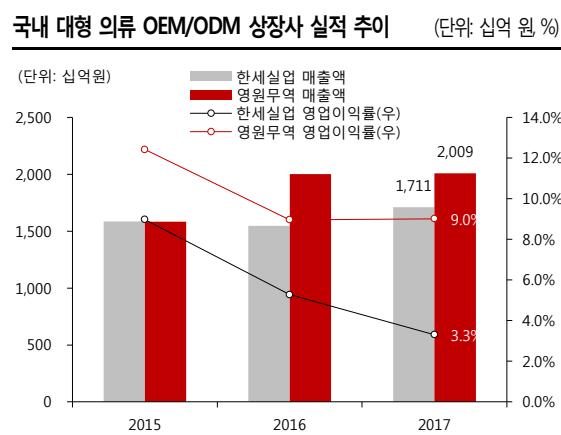
자료 : 한국콜마, SK증권

한국의 의류 OEM/ODM 산업은 중국 및 대만 업체들 대비 절대적인 매출 규모는 작지만, 글로벌 의류 산업에 지대한 영향을 미치고 있다. 국내 Top 3 의류 OEM/ODM 업체 중 한 곳인 한세실업의 과거 광고 카피가 ‘미국인 3 명 중 1 명은 한세실업의 옷을 입습니다’이었을 정도로 미국 의류 산업에서 큰 부분을 차지하고 있다. 국내 Top 3 의류 OEM/ODM 업체인 세아상역(17 억 5,000 만 달러), 한세실업(12 억 5,000 만 달러), 한솔섬유(11 억 4,300 만 달러)의 2017년 합산 의류 수출액은 41 억 1,430 만달러 수준이다. 의류 산업이 통상적으로 원가 대비 판매가가 3~5 배수인 산업임을 감안하면, 상위 3 개사의 수출액은 18 조원 이상의 소매 시장 규모에 해당한다. 이외 국내에는 태평양물산, 호전실업, 신원, 국동, 신성통상 등 매출액 1,000 억원 이상의 의류 OEM/ODM 업체들이 다수 있으며, 영원무역은 2017년 기준 매출액 2 조원을 시현한 글로벌 최대 규모의 스포츠 아웃도어 전문 OEM/ODM 업체이다.

한국의 의류 OEM/ODM 업체들은 대부분 인건비가 저렴하고, TPP 등 관세 혜택이 큰 동남아시아 및 중남미 국가(베트남, 인도네시아, 방글라데시, 과테말라 등)에 생산 기지를 마련하여 제조한 제품들을 선진국으로 수출하고 있다. 하지만 국내외 많은 OEM 업체들이 동남아에 생산 거점을 마련하여 의류 OEM 산업 내에서 낮은 단가로 인한 가격경쟁이 심화되었고, 2016년부터 의류 전방 산업까지 부침을 겪으면서 OEM 업체들의 어려움도 커지고 있는 실정이다.



자료: 각 사, Quantwise, SK 증권

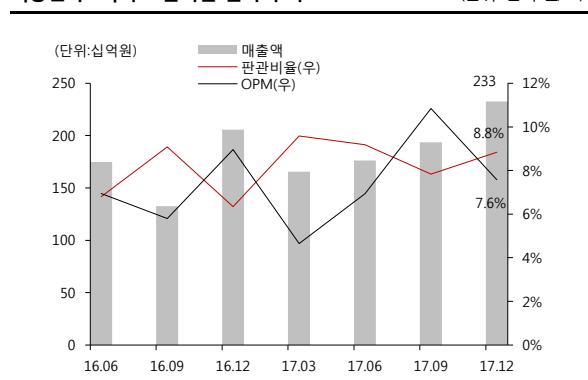


자료: 각 사, Quantwise, SK 증권

한국의 신발 OEM/ODM 산업 역시 중국, 대만 업체 대비 절대적인 매출액은 작지만, 화승엔터프라이즈를 필두로 글로벌 스포츠 브랜드 내에서 빠른 속도로 점유율을 확대해 나가고 있다. 국내 대표 신발 OEM/ODM 업체로는 크게 두 회사가 있는데, 화승엔터프라이즈(241590)와 (주)태광실업(비상장)이다. 그 중에서도 화승엔터프라이즈는 경쟁사 대비 압도적인 대응 속도(Speed to market)와 생산효율성을 보여주고 있다. 경쟁사 대비 뛰어난 생산 경쟁력으로 주력 고객사인 ‘아디다스’ 내 화승엔터프라이즈의 점유율은 앞으로도 빠른 속도로 확대될 것으로 전망한다.

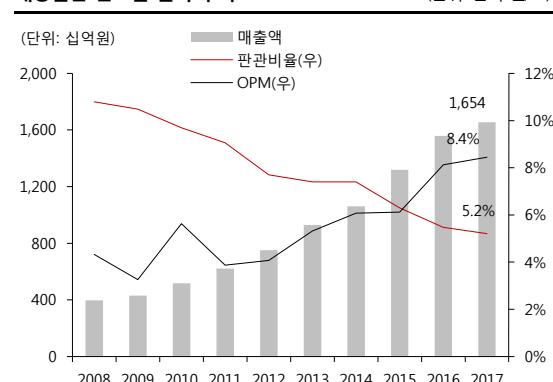
‘나이키’의 주 벤더업체인 비상장 기업 ‘(주)태광실업’의 경우에도 2008년 이후 매출 및 영업이익률이 꾸준히 성장해 지금 연매출은 10년 전 대비 4배 가량 성장한 1조 6천 억원을 넘어서고 있으며, 2017년에도 영업이익률 8.4%를 기록하며 높은 마진율을 시현하였다. 1990년대부터 베트남에 진출하여 세계 협력과 저임금효과를 톡톡히 누리며 사업을 키워온 결과로, 동기간 판관비율은 꾸준히 줄고 이익률은 늘어나는 수익성 향상의 선순환 사이클을 보여주었다.

화승엔터프라이즈 분기별 실적 추이



자료: 화승엔터프라이즈, Quantwise, SK증권

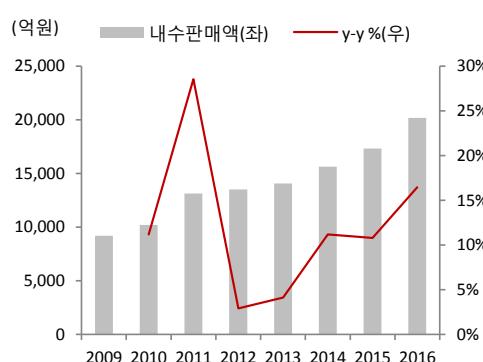
태광실업 연도별 실적 추이



자료: 태광실업, Quantwise, SK증권

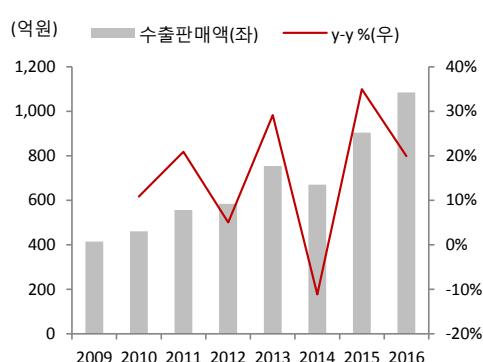
한국의 건기식 OEM/ODM 산업은 아직 글로벌리 의미 있는 수준은 아니지만, 긍정적인 전방 상황을 바탕으로 빠른 속도로 성장해 나가고 있다. 국내 건기식 OEM/ODM 산업의 주도업체인 뉴트리바이오텍은 한국, 미국, 호주에 글로벌 생산사이트를 확보하고 본격적인 생산을 시작하였다. 동사는 글로벌 생산 사이트를 바탕으로 글로벌 서플라이어를 확보하고 있으며, 글로벌 경쟁사 대비 다양한 제형과 제품군을 생산할 수 있는 설비를 갖추고 있다. 대규모 투자 이후 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선이 가능한 시점으로 화장품 OEM/ODM 업체들이 2015년 Historical High의 밸류에 이션 멀티플을 시현한 시점과 유사한 상황이라 판단한다. 건기식 OEM/ODM은 여러 소비재 OEM/ODM 산업중 가장 큰 폭의 외형 성장과 수익성 개선이 가능한 산업군이라 판단한다.

국내 건기식업체 내수판매액 및 y-y 증감률



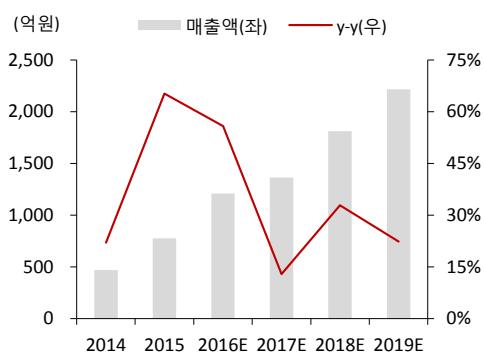
자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

국내 건기식업체 수출액 및 y-y 증감률



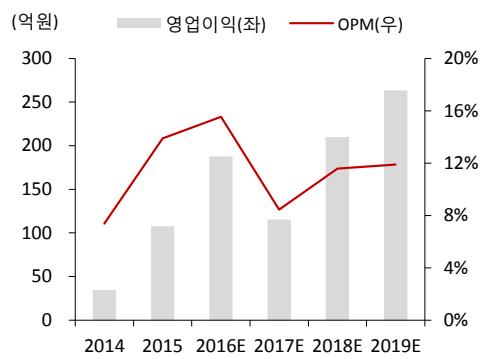
자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

뉴트리바이오텍 매출액과 y-y 증감률 추이와 전망



자료 : 뉴트리바이오텍, SK 증권

뉴트리바이오텍 영업이익과 OPM 추이와 전망



자료 : 뉴트리바이오텍, SK 증권

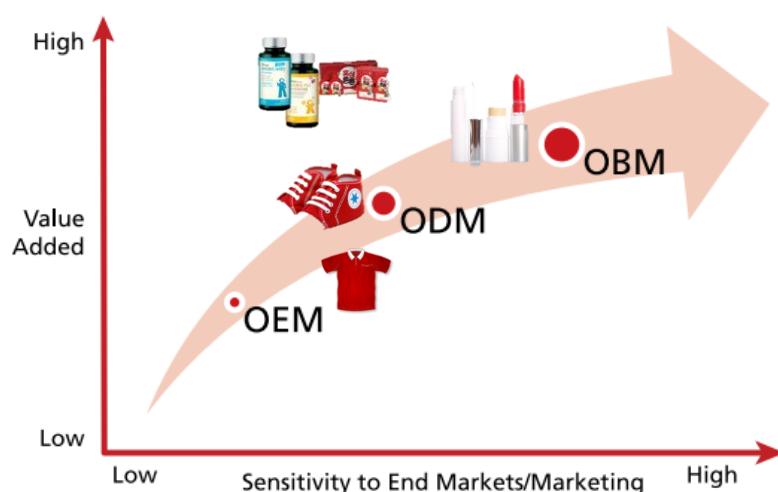
(3) OEM, 어떤 산업이 어디까지 왔나?

OEM 산업 내에서도, 기술과 생산성이 좋아질수록 단계별로 변화가 있다. 가장 기본적인 것이 ‘OEM(Original Equipment Manufacturing)’인데, 이는 ‘주문자 상표부착 생산’이라는 뜻으로써, 판매 회사가 제조 회사에게 상품 제작을 의뢰하고 제조회사는 상품만 만들어 납품하는 형태다. 보통 OEM은 동남아시아나 중국 등에서 실행되는데 이는 인건비 절감을 통한 가격경쟁력을 높이는데 그 목적이 있다.

‘ODM(Original Development Manufacturing)’의 경우, ‘제조업자 개발생산 방식’으로 제조회사는 독자적 기술력이나 원천 기술을 가지고 상품을 직접 개발 생산하여 판매회사에 납품하게 된다. ‘OEM’은 생산만 하며, ODM은 ‘개발’과 ‘생산’ 모두를 도맡는다는 차이가 있는 것이다. ODM의 경우, 제조업체가 개발 능력까지 가지고 있기 때문에 부가가치율이 높아 로열티를 받을 수 있다. 국내 메이저 의류, 신발, 화장품, 건기식업체들은 이미 ODM 비즈니스를 영위하고 있으며, 해당 업체들은 OEM 사업만을 영위하는 업체보다 높은 마진율을 시현하고 있다.

아직까지 생소할 수 있는 ‘OBM(Original Brand Manufacturing)’은 자체 상표 생산이라는 뜻으로 제조업자가 브랜드 자체를 개발하고 그 브랜드를 통째로 바이어에게 판매하여 기존 바이어의 유통망 안에 자체 브랜드를 넣는 것으로 확장된 의미를 가진다. 일례로 코스맥스 USA 가 인수한 누월드는 ‘Hard Candy’라는 자체 브랜드를 개발해 독점 운영하며 북미 지역 월마트 3 천개 지점에서 판매를 하고 있다. OBM 비즈니스는 신규 브랜드의 진입장벽이 상대적으로 높은 신발, 의류 산업보다는 화장품, 건기식 산업을 중심으로 빠르게 확대될 것으로 판단한다.

OEM/ODM/OBM 의 단계별 변화



자료 DBS Vickers, Taiwan Textile Research Institute(TTRI), SK 증권

2. OEM/ODM: 화장품 (Growth Stage)

1. 화장품 OEM, 브랜드를 뛰어넘던 시절이 있었다

2Q15~3Q15 화장품 OEM./ODM 업체들은 브랜드사들을 압도하는 매출 성장성, 이의 성장성을 보여주며 아모레퍼시픽, LG 생활건강 이상의 밸류에이션 멀티플을 받아왔다. 화장품 OEM/ODM 업체들은 4Q15에도 매출 성장세를 이어나갔으나, 수익성이 악화되었다. 이에 따라 OEM/ODM 업체들의 밸류에이션 멀티플 또한 다시 브랜드업체와 유사한 수준으로 하락하였다. OEM/ODM 업체들은 4Q17까지도 브랜드업체를 압도하는 수준의 매출 성장성을 시현하였지만, 수익성 악화가 지속되면서 2Q17부터는 브랜드업체 대비 디스카운트를 받기 시작하였다. OEM/ODM 업체의 밸류에이션 멀티플이 다시 브랜드 업체를 상회할 수 있을까?

화장품 OEM/ODM, 브랜드업체 평균 12M Fwd PER



자료 : Quantwise, SK 증권

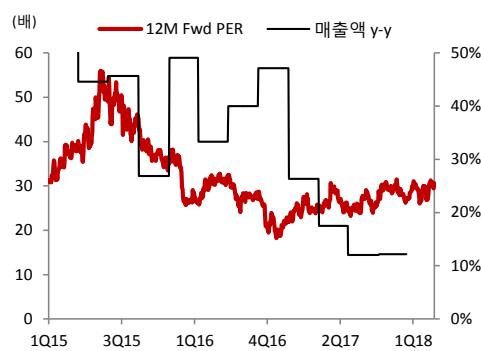
주 : OEM/ODM 코스맥스, 한국콜마 평균, 화장품브랜드 아모레퍼시픽, LG 생활건강 평균

(1) 리레이팅을 위한 필수조건: 수익성의 회복

2Q15~3Q15 벨류에이션 멀티플 고점을 기록한 시기에 화장품 OEM/ODM 양사(코스맥스, 한국콜마)는 높은 매출 성장률과 최근 3년내 가장 높은 수준의 마진율을 시현하였다. 하지만 2016년 하반기부터 양사 모두 수익성이 급격히 악화되면서, 견조한 매출 성장률에도 불구하고 벨류에이션 멀티플이 하락하였다.

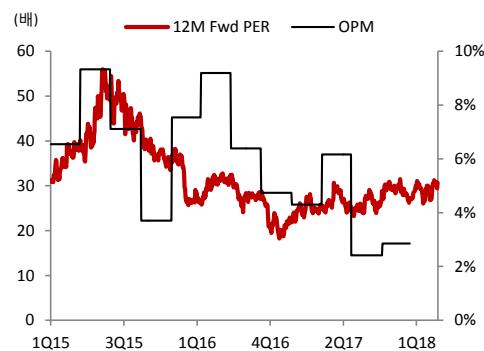
매출액 성장률, 영업이익률과 벨류에이션 멀티플 추이를 살펴보면, 벨류에이션 멀티플은 영업이익률과 더 높은 상관관계를 보이고 있다. 결국, OEM/ODM 이 브랜드 대비 높은 벨류에이션 멀티플을 받기 위해서는 수익성이 회복이 무엇보다 중요하다.

코스맥스 12M Fwd PER과 분기 매출액 y-y 증감률



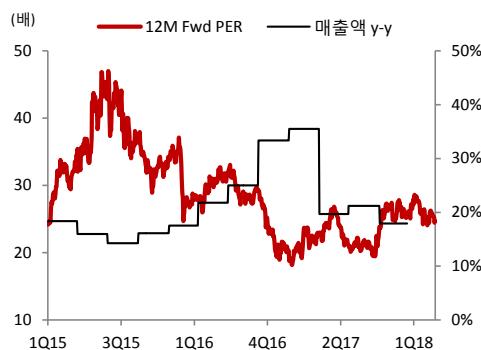
자료 : Quantwise, SK 증권

코스맥스 12M Fwd PER과 분기 영업이익률



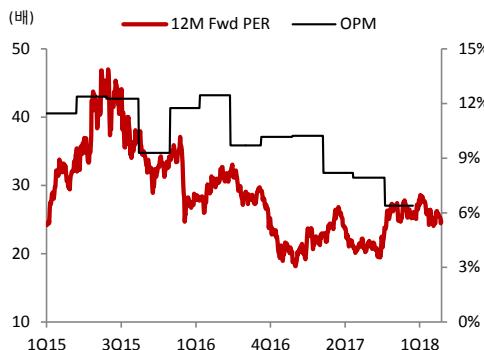
자료 : Quantwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER과 분기 매출액 y-y 증감률



자료 : Quantwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER과 분기 영업이익률

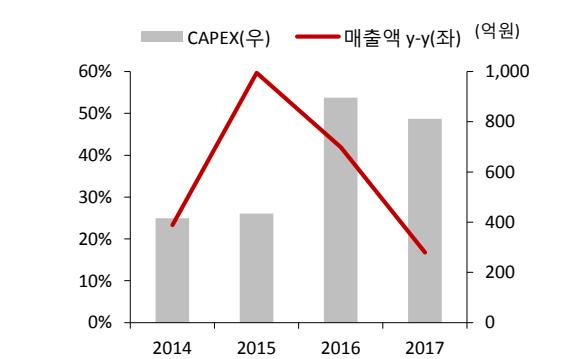


자료 : Quantwise, SK 증권

(2) 대규모 CAPEX 이후 정체된 매출 성장

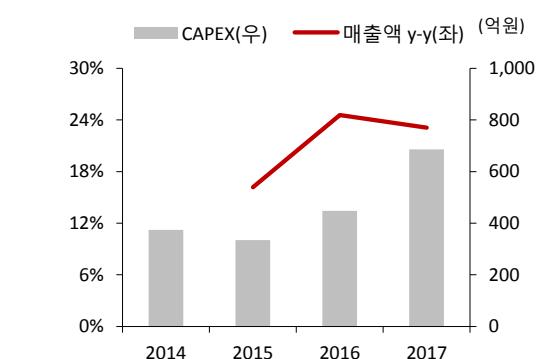
코스맥스와 한국콜마의 수익성은 2017년 1분기부터 악화되었다. 2014년, 2015년 중국인 인바운드 관광객이 급증함에 따라 한국 화장품 산업은 호황을 맞이하였고 양사 역시 큰 폭의 매출 성장을 시현하였다. 2016년 역시도 화장품 산업의 호황은 지속되었으며, 이에 따라 양사는 CAPEX를 대규모로 확대하였다. 2016년은 CAPEX의 급증과 큰 폭의 매출 성장이 함께 이루어짐에 따라 2015년 수준의 수익성이 유지되었으나, 2017년 매출 성장세가 둔화되면서 양사 모두 수익성이 큰 폭으로 악화되었다. 양사의 수익성은 다시 회복될 수 있을까?

코스맥스 CAPEX 금액과 매출액 y-y 증감률



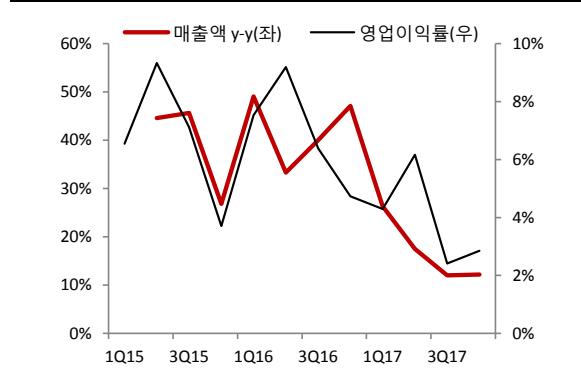
자료 : Quantwise, SK증권

한국콜마 CAPEX 금액과 매출액 y-y 증감률



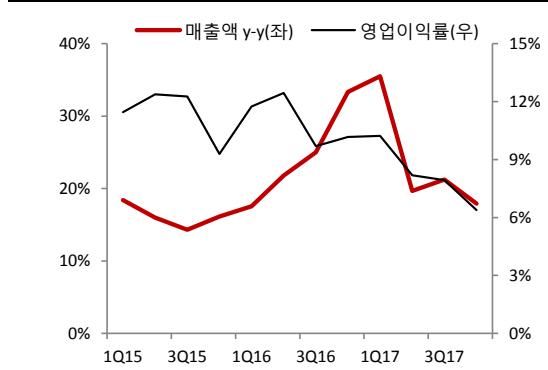
자료 : Quantwise, SK증권

코스맥스 매출액 y-y 증감률과 영업이익률



자료 : Quantwise, SK증권

한국콜마 매출액 y-y 증감률과 영업이익률



자료 : Quantwise, SK증권

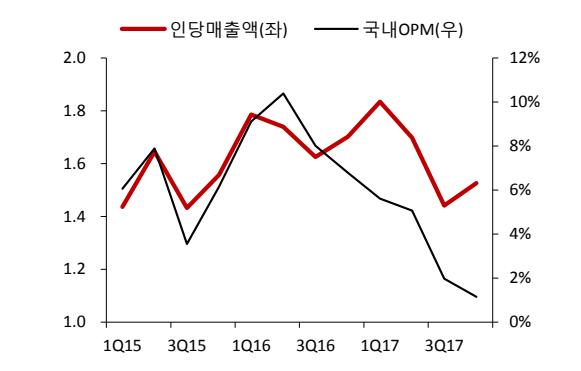
2. 국내 vs 중국

(1) 국내: 2016년 이상의 수익성 시현도 가능한 상황

코스맥스와 한국콜마 양사 모두 2017년 국내 부문 마진율이 큰 폭으로 하락하였다. 2016년에 이어 국내부문 대규모 CAPEX가 진행되었으나, 중국인 인바운드 관광객 감소에 따른 국내 화장품 산업 부진이 양사의 가동률 하락으로 연결되었으며, 이는 결국 고정비 부담을 가중시켜 수익성을 악화시켰다. 이외에도 마스크팩과 같은 저마진 제품 오더 확대에 따른 Product mix 변화와 전반적인 오더 규모 축소에 따른 생산성 및 효율성 감소도 수익성에 부정적인 영향을 주었다. 코스맥스는 2017년 1분기 5.3억개/년으로 Capa를 40% 확대하였으나, 2017년 국내 부문 매출 성장률은 y-y +4.5%에 그쳤다. 한국콜마 역시 2017년 3분기 제약부문 대규모 증설(기존 1,500억원/년 증설 후 4,000억원/년)이 진행되었으나, 하반기 제약부문 매출 성장률이 +9.5%에 그쳤다.

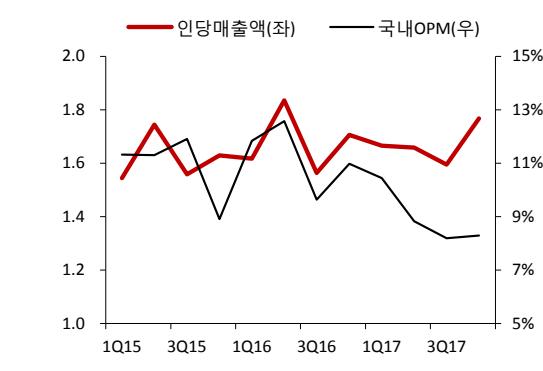
양사 모두 수익성 악화가 가동률 하락에 따른 고정비 증가에 기인한 것이기에 매출 성장성이 회복된다면, 2016년 수준의 마진율 회복이 가능할 것으로 판단한다. 1) Capa 증설에 따른 인력 충원이 이미 완료되었으며, 2) 신규 설비 가동에 따른 생산성 향상이 가능한 상황임을 고려하면, 오히려 추가적인 마진율 개선을 기대해 볼 수도 있다. 이 외 3) OEM/ODM 비즈니스에서 OBM 비즈니스로의 사업영역 확대, 4) 고마진 수출 물량의 확대 등 국내 부문은 마진율 개선의 추가적인 룸이 있는 상황이다.

코스맥스 국내 인당 매출액과 OPM 추이



자료 : 전자공시, SK증권

한국콜마 국내 인당 매출액과 OPM 추이



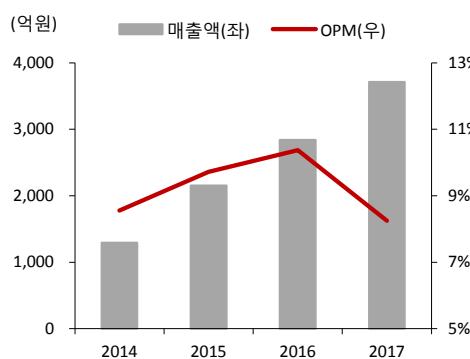
자료 : 전자공시, SK증권

(2) 중국: 변화된 경쟁 상황, 수익성에 대한 눈높이를 낮춰야 할 때

코스맥스와 한국콜마의 중국법인은 2017년 두 자릿수의 매출 성장률을 시현하였음에도 불구하고 양사 모두 영업이익률이 하락하였다. 코스맥스 중국법인은 2017년 매출액이 y-y +30.8% 증가하였음에도 불구하고 영업이익률이 2.2%p 하락하였다. 2015년, 2016년 큰 폭의 매출 성장과 함께 수익성이 개선되던 모습과는 상반된다.

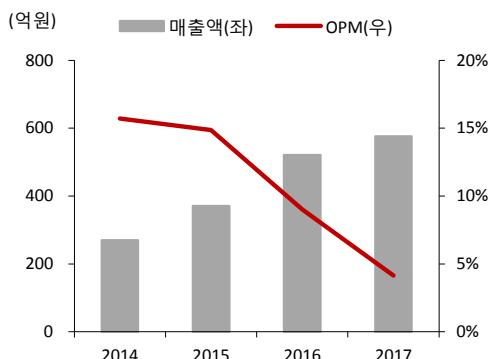
한국콜마 북경법인은 2014년 이후 수익성이 지속적으로 악화되고 있다. 2015년 매출액이 y-y +37.2%, 2016년 매출액이 y-y +40.5% 증가하였음에도 불구하고 영업이익률은 2015년 14.9%에서 2016년 9.0%까지 하락하였다. 2017년 역시 매출액이 y-y +10.5% 증가하였지만 영업이익률은 4.1%까지 하락하였다. 매출성장세가 지속되었음에도 불구하고 수익성이 가파르게 악화된 것이다.

코스맥스 중국 매출액과 영업이익률 추이



자료 : 코스맥스, SK증권

한국콜마 중국 매출액과 영업이익률 추이

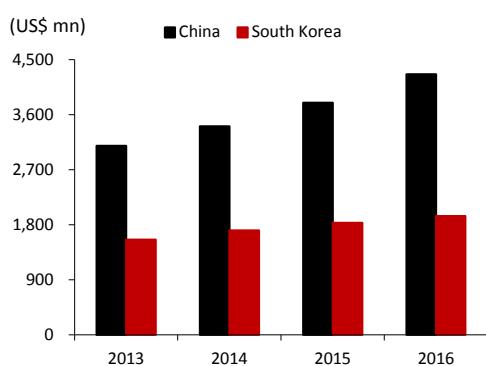


자료 : 한국콜마, SK증권

(3) 중국, 여전히 글로벌리 성장 잠재력이 가장 큰 시장

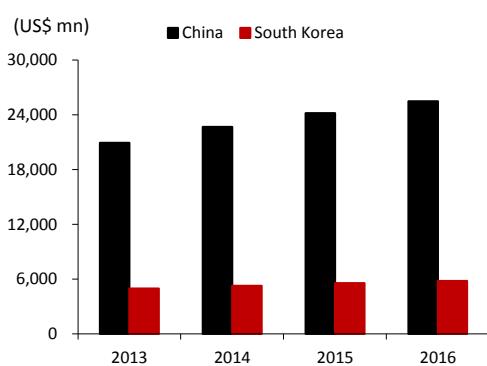
중국 화장품 시장은 여전히 글로벌리 가장 큰 폭으로 성장하고 있는 시장이다. 중국의 색조 시장 규모는 2013년~2016년 연평균 11.3% 성장하며, 글로벌 색조시장의 연평균 성장률 6.2%를 큰 폭으로 상회하였다(동기간 한국의 연평균 색조 시장 성장률은 +7.7%를 기록). 중국의 스킨케어 시장 규모 역시 2013년~2016년 연평균 6.8% 성장하며, 글로벌 스킨케어의 연평균 성장률 4.8%를 상회하는 성장률을 기록하였다. 화장품 인당 소비액 측면에서도 중국은 여전히 성장 잠재력이 가장 높은 시장이다. 2016년 기준 중국의 색조화장품 인당 소비액은 글로벌 평균의 37.5%, 한국의 7.9% 수준밖에 되지 않는다. 중국의 스킨케어 화장품 인당 소비액 역시 한국의 16.7% 수준이다.

중국, 한국의 색조 시장 규모



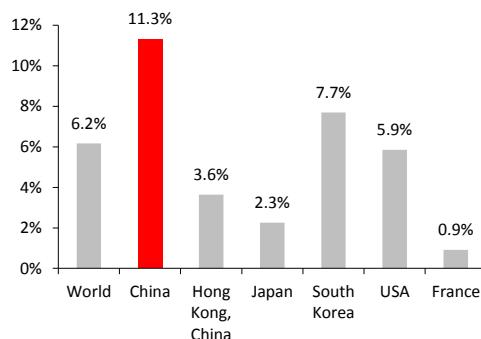
자료 : SK증권

중국, 한국의 스킨케어 시장 규모



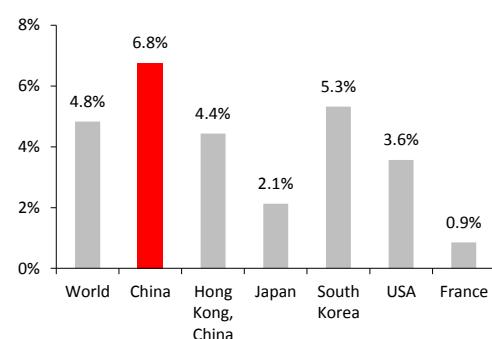
자료 : SK증권

2013년~2016년 주요 국가 색조 시장 CAGR



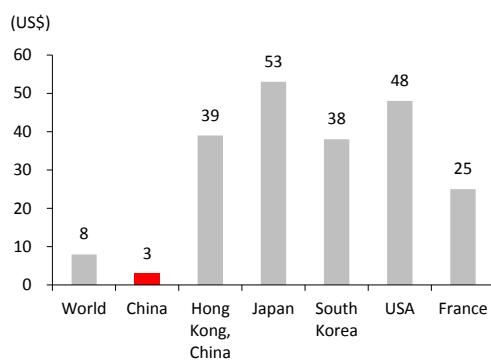
자료 : SK증권

2013년~2016년 주요 국가 스킨케어 시장 CAGR



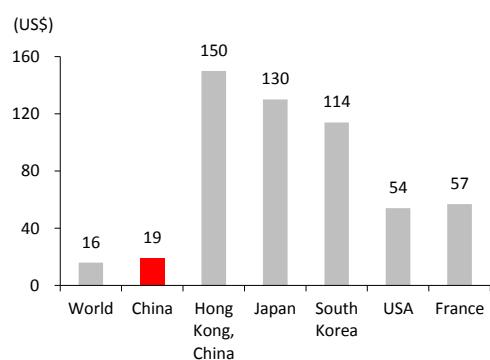
자료 : SK증권

주요 국가별 2016년 색조화장품 인당 소비액



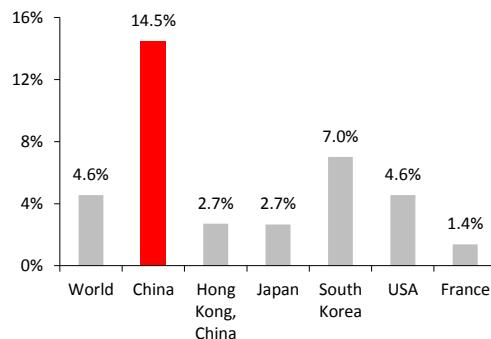
자료 : SK 증권

주요 국가별 2016년 스킨케어 화장품 인당 소비액



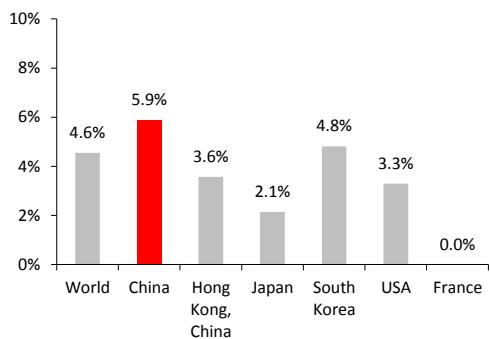
자료 : SK 증권

2013년~2016년 주요 국가 색조 인당 소비액 CAGR



자료 : SK 증권

2013년~2016년 주요 국가 스킨케어 인당 소비액 CAGR

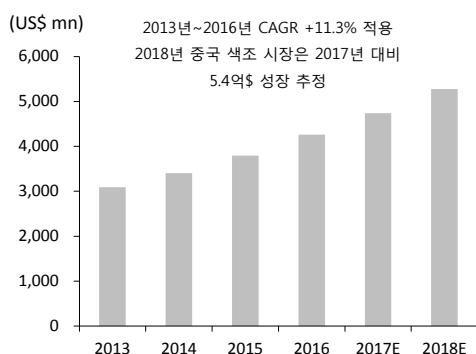


자료 : SK 증권

(4) 중국, 2018년 화장품 시장(색조, 스킨케어) 2.6 조원 확대를 추정

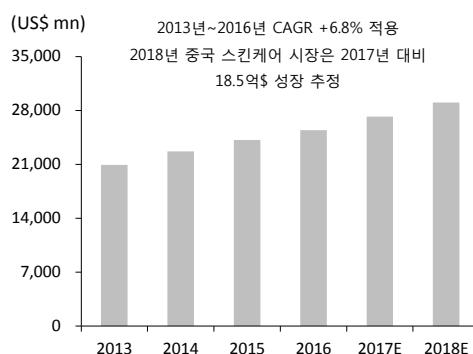
2016년 기준 중국의 색조 시장 규모는 43 억\$, 스킨케어 시장 규모는 255 억\$ 수준이었다. 2013년~2016년의 연평균 성장률만큼 2017년, 2018년 중국의 화장품 시장이 확대된다고 가정하였을 경우, 2018년 중국의 색조 시장 규모는 52.8 억\$, 스킨케어 시장 규모는 290.3 억\$ 수준이 된다. 색조 시장은 2017년 대비 5.4 억\$, 스킨케어 시장은 18.5 억\$ 시장이 확대되는 것이다. 이는 다시 말해 중국 화장품 시장(색조, 스킨케어)은 2018년 23.9 억\$, 한화로는 2.6 조원(원/달러 환율 1,100 원 가정 시) 커지게 되는 것이다.

중국 색조 시장 규모 추이와 전망



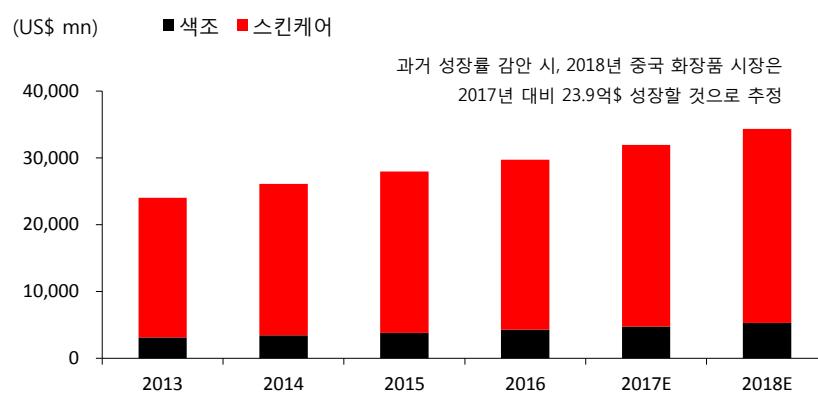
자료 : SK증권

중국 스킨케어 시장 규모 추이와 전망



자료 : SK증권

중국 화장품 시장(색조+스킨케어) 규모 추이와 전망



자료 : SK증권

(5) 중국, 국내 ODM 업체간 경쟁이 치열해 질 수 있는 상황

여기서 국내 OEM/ODM 업체들의 증설을 살펴보면, 먼저 잇츠한불의 2,000 억원/년 (소비자가 기준으로 회사 제공 데이터, 연 3,500 만개/년) 규모 공장이 1Q18부터 가동 된다. 한국콜마는 2018년 하반기부터 중국 무석에 3,500 억원/년 Capa 의 신규 공장이 가동된다. 소비자가 기준으로는 약 1조원 규모의 Capa 가 확대되는 셈이다. 코스메카코리아 역시 1.2 억개/년의 Capa 가 2018년 4분기 1.8 억개/년으로 확대된다. 2017년 평균 제품 판매 단가를 감안하여 산출한 금액 기준 Capa 가 580 억원/년 이었음을 감안하면, 2018년 Capa 가 약 870 억원/년으로 확대되는 것이며, 소비자가 기준으로는 약 1,500 억원/년 규모로 Capa 가 확대되는 셈이다. 코스맥스는 2017년말 5 억개/년의 Capa 를 6 억개/년으로 확대하였다. 2016년 코스맥스가 중국에서 약 3 억개/년의 Capa 로 2,800 억원 수준의 매출을 시현했음을 감안 시, 대략적으로 1,000 억원/년의 Capa 가 확대된 것으로 추정된다. 소비자가 기준으로는 약 5,000 억원/년 규모의 Capa 가 확대된 셈이다. 이외 메가코스가 2018년 하반기 9,600만개/년 Capa 의 신규 공장을 가동할 예정이다. 금액기준으로는 약 500 억원/년(코스메카코리아의 금액 기준 Capa 를 감안하여 산출), 소비자가 기준으로는 약 2,500 억원/년 수준의 Capa 가 신규로 추가된다.

결과적으로 2018년 신규 가동될 국내 ODM 업체들의 소비자가 기준 Capa 는 약 2.85 조원 수준으로 2018년 예상 중국 화장품 시장 성장 규모인 2.6 조원과 유사한 수준이다. 물론, 상기에 언급된 OEM/ODM 업체들의 확대되는 Capa 는 디자인 Capa 로 실제 Setup 되는 설비 Capa 와는 차이가 존재하지만, 국내 업체들의 비슷한 시기에 이루어지는 대규모 증설로 국내 OEM/ODM 업체간 경쟁이 불가피한 상황이다. 이러한 상황에서는 시장을 선점한 업체, 제조원이 경쟁력을 갖춘 업체에 시장 성장의 수혜가 돌아갈 수 밖에 없으며, 이러한 맥락에서 코스맥스를 화장품 OEM/ODM 텁텁으로 추천한다.

2017년, 2018년 국내 OEM/ODM 업체 중국 증설 내역

Company	2017년 중국 증설 내역	소비자가 기준 증설금액
코스맥스	2017년말 5억개/년 → 6억개/년으로 확대	5,000억원
한국콜마	2018년 4분기 무석지구 3,500억원/년 신규 공장 가동 (기준 북경법인 1,500억원/년)	1조 7,500억원
잇츠한불	2018년 1분기 중국 신공장 2,000억원/년(소비자가 기준) 신규 공장 가동	2,000억원
코스메카코리아	2018년 4분기 중국 절강성 공장 가동으로 1.2억개/년 → 1.8억개/년 Capa 확대	1,500억원
메가코스	2018년 하반기 9,600만개/년 신규 공장 가동	2,500억원
Total		28,500억원

자료 : 각사, SK 증권

주 : 소비자가는 일괄적으로 5 배수 적용, 코스맥스 Capa 는 2016년 실적 감안하여 ASP 를 1,000 원으로 가정, 잇츠한불은 회사 제공 데이터

코스메카코리아는 2017년 ASP 를 적용하여 Capa 를 금액으로 환산, 메가코스는 보수적으로 코스메카코리아의 ASP 를 적용하여 Capa 를 금액으로 환산

3. 마진율 개선이 가능한 국내, 마진율 개선이 제한적인 중국

결과적으로 국내 화장품 OEM/ODM 회사들은 국내에서는 추가적인 마진율 개선이 가능한 상황이며, 중국에서는 마진율 개선은 가능하나 그 폭이 제한적인 상황으로 요약 된다.

국내는 최근의 수익성 악화가 가동률 하락에 따른 고정비 증가에 기인한 것이기에 매출 성장성이 회복된다면, 2016년 수준의 마진율 회복이 가능할 것으로 판단한다. 1)Capa 증설에 따른 인력 충원이 이미 완료되었으며, 2)신규 설비 가동에 따른 생산성 향상이 가능한 상황임을 고려하면, 오히려 추가적인 마진율 개선을 기대해 볼 수도 있다. 이외 3)OEM/ODM 비즈니스에서 OBM 비즈니스로의 사업영역 확대, 4)고마진 수출 물량의 확대 등 국내 부문은 마진율 개선의 추가적인 룸이 있는 상황이다.

중국은 대규모 투자가 집행된 2017년 대비 수익성 개선은 가능하겠으나, 2016년 수준 까지는 힘들 것으로 판단한다. 국내 업체간 경쟁이 치열해지고 있으며, 중국 고객사 역시 화장품 산업에 대한 이해도가 높아지고 있기 때문이다. 색조 시장의 성장률이 스킨 케어 시장 성장률을 능가하고 있다는 것 또한 부담 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 여전히 중국은 코스맥스 기준 y-y +30% 이상의 매출 성장이 가능한 사이트이다. 큰 폭의 수익성 개선을 기대할 수는 없겠지만, 큰 폭의 외형 성장과 이에 따른 이익 성장이 가능하다.

4. 모든 사이트의 수익성 개선이 가능한 코스맥스를 탑픽으로 추천

화장품 OEM/ODM 업종 밸류에이션 멀티플의 키가 결국 ‘수익성’ 이었던 점을 감안하여, 당사는 사업을 영위하는 모든 사이트에서 수익성 개선이 가능한 코스맥스(투자의견 Buy, TP 180,000 원)를 화장품 OEM/ODM 산업 탑픽으로 추천한다.

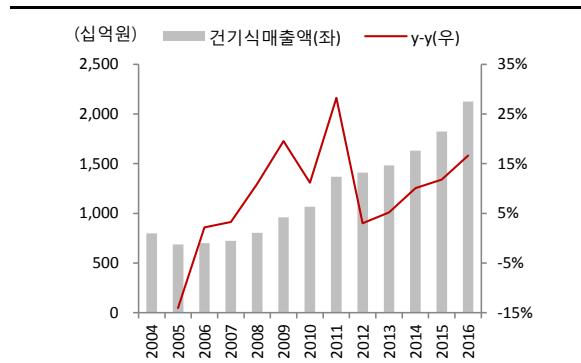
3. OEM/ODM: 건강기능식품 (Early Growth Stage)

(1) 높은 산업 성장성, 가장 긍정적인 내수 전망 상황

국내 건강기능식품(이하 건기식) 업체의 매출액은 2012년~2016년 연평균 10.8% 증가하였으며, 2016년에는 y-y +17% 증가하였다. 2017년 역시 무난하게 y-y +10% 이상의 성장을 이룬 것으로 추정된다. 이에 따라 건기식은 식품산업에서의 비중이 2013년 2.7%에서 2016년 3.6%까지 확대되었으며, GDP 대비 비중 역시 2013년 0.10%에서 2016년 0.13%까지 확대되었다. 이는 건기식의 성장성이 식품산업과 국내 전체 산업대비 높은 성장성을 보여주고 있음을 의미한다.

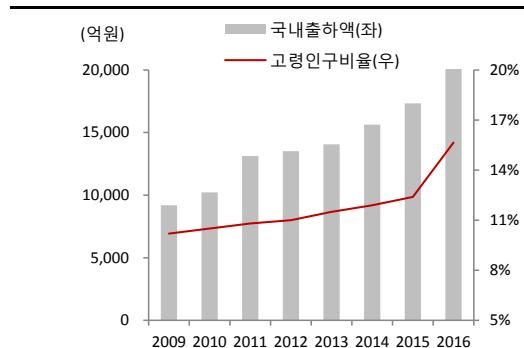
소득 수준의 증가와 인구 고령화가 가속화되고 있음을 감안 시, 국내 건기식 산업의 성장성은 식품 산업과 국내 전체 산업 성장성을 계속 상회할 전망이다. 결과적으로 건기식 OEM/ODM 산업은 다른 어떠한 산업보다 긍정적인 내수 전망상황을 가지고 있다.

국내 건기식업체 매출액 및 y-y 증감률



자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

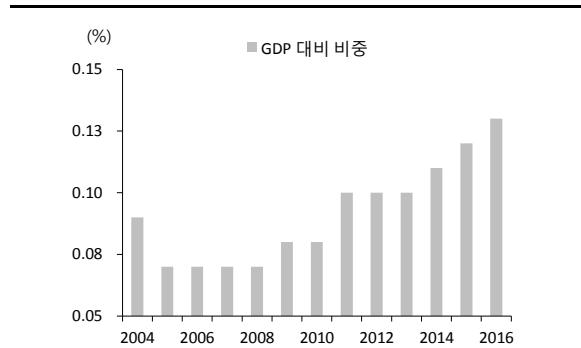
국내 건기식업체 출하액 및 국내 고령화비율



자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

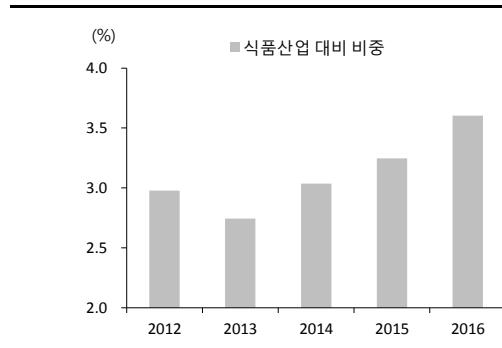
주 : 2016년 고령인구비율은 통계청 추정치

GDP 대비 건기식 비중



자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

식품산업 대비 건기식 비중



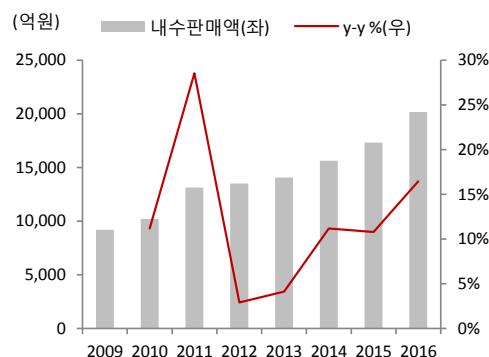
자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

(2) 건기식 내수와 수출 모두 견조한 성장세를 유지

국내 건기식 산업은 내수, 수출 모두 가파른 성장세를 보이고 있다. 국내 건기식업체의 내수 매출액은 2009년~2016년 연평균 +13.6% 증가하였으며, 2016년에는 y-y +16.4% 증가하는 호조세를 보였다. 국내 건기식업체의 수출 매출액 또한 호조세를 보이고 있는데, 수출액은 2009년~2016년 연평균 +27.2% 증가하였으며, 2016년 역시 y-y +19.9% 증가하는 호조세를 보였다. 수출액 증가율은 2014년 일시적으로 y-y -11.1% 하락하였으나, 2015년, 2016년 고성장세를 이어나갔다. 2017년 역시 뉴트리바이오텍을 중심으로 건기식 ODM 업체들의 수출 호조세가 지속되었다.

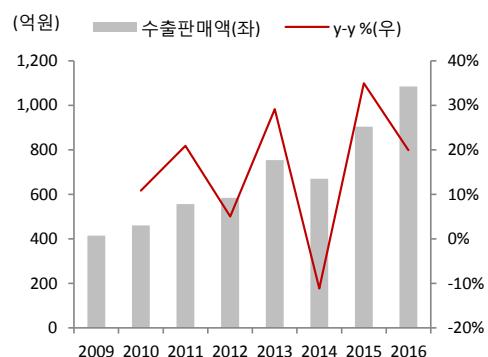
현재는 글로벌 건기식 시장 또한 빠르게 성장하고 있는 상황으로 신제품 개발 능력, 다양한 제형을 생산할 수 있는 최신 설비, 신속한 고객사 대응능력, 글로벌 생산 사이트 구축 등과 같은 강점을 갖춘 건기식 OEM/ODM 업체들은 중장기적으로 현재의 고공 성장세를 이어나갈 전망이다.

국내 건기식업체 내수판매액 및 y-y 증감률



자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

국내 건기식업체 수출액 및 y-y 증감률

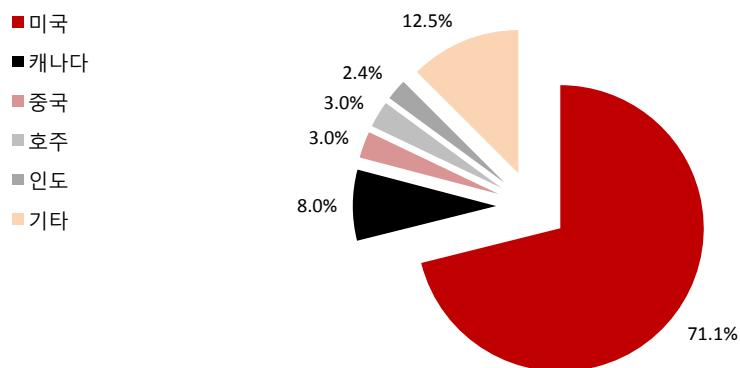


자료 : 식품의약안전처, 한국식품안전관리인증원, SK 증권

(3) 건기식 수입, 우리나라 역시도 'Made in 선진국'을 선호

국내 건기식 수입 국가별 비중을 살펴보면, 상위 10 개 국가 중 중국, 인도를 제외하면 대부분이 선진국 국가로 이루어져있음을 알 수 있다. 미국의 비중이 71%로 압도적이며, 2 위는 캐나다로 8% 비중을 차지하고 있다. 이는 건기식 산업 자체가 소득수준이 높은 선진국에서 발달하였으며, 건기식이라는 제품 특성 때문에 선진국 생산 제품이 선호되고 있기 때문이다. 결과적으로 미국, 캐나다, 호주, 일본 등과 같이 선진국에 생산 사이트를 가지고 있는 국내 OEM/ODM 업체는 선진국 선호에 따른 수혜를 기대해 볼 수 있다.

2016년 건기식 수입 국가별 비중



자료 한국식품안전관리인증원 SK 증권

2016년 우리나라 건기식 제조국별 수입액 및 업체별 건기식 수입현황 (단위: %)

	국가	수입액(억원)	비중	업체명	수입액(만\$)	비중
1	미국	4,180	71.1	한국암웨이(주)	12,457	24.6
2	캐나다	469	8.0	유니시티코리아(유)	8,551	16.9
3	중국	179	3.0	(주)코스트코코리아	1,380	2.7
4	호주	176	3.0	시너지월드와이드코리아(주)	1,127	2.2
5	인도	144	2.4	주영엔에스(주)	1,040	2.1
6	일본	118	2.0	에스더포뮬러(주)	1,020	2
7	프랑스	75	1.3	유사나헬스사이언스코리아(유)	904	1.8
8	독일	69	1.2	한국솔가(주)	794	1.6
9	뉴질랜드	52	0.9	한국하벌라이프(주)	643	1.3
10	덴마크	51	0.9	(주)서흥	625	1.2

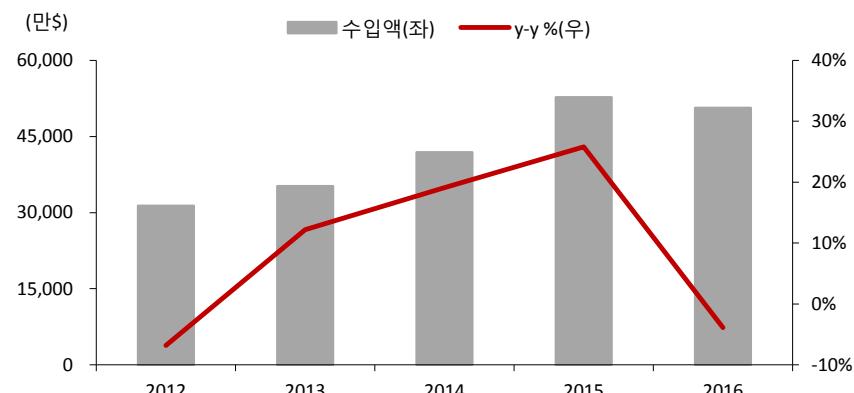
자료 한국식품안전관리인증원 SK 증권

(4) 건기식 수입, 국내 OEM/ODM 업체가 수입 시장을 대체

2012년 3.1 억\$ 수준이었던 건기식의 국내 수입액은 2015년 5.3 억\$까지 증가하였다. 연평균 수입액이 +18.9% 증가한 셈이다. 고공 성장세를 지속하던 건기식 수입액은 2016년 y-y -3.9% 역성장한 5.1 억\$을 기록하게 된다. 2016년에도 국내 건기식 시장이 y-y +11.9% 증가한 2.6 조원의 시장을 형성하였음을 감안하면, 건기식 수입 시장이 국내 제조, 판매 회사로 대체되었음을 알 수 있다.

실제 동기간 국내 건기식 OEM/ODM 주요 업체들의 실적이 동기간 큰 폭으로 개선되었으며, 해당 업체들은 대부분 제품력, 기술력 그리고 빠른 대응력 등을 인정받으며 해외 고객사로부터의 오더를 확대해 나갔다.

건기식 국내 수입액과 y-y 증감률



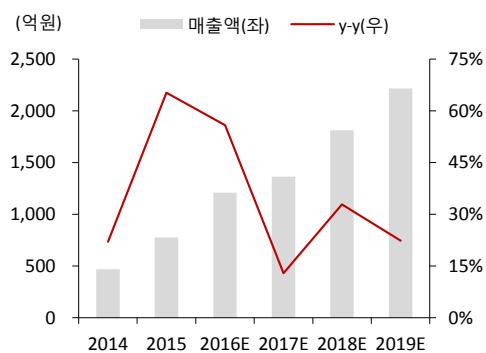
자료: 한국식품안전관리인증원 SK 증권

(5) 선진국에 생산 설비를 확보한 뉴트리바이오텍

국내 건기식 OEM/ODM 산업은 1) 소득 수준 증가와 고령화에 따른 내수 시장 성장, 2) 수입 건기식 시장의 국산 건기식으로의 대체, 3) 타월한 제품력, 기술력, 최신 생산 설비 그리고 빠른 대응력을 갖춘 OEM/ODM 업체들의 수출 물량 확대로 중장기 성장을 지속해나갈 것이다.

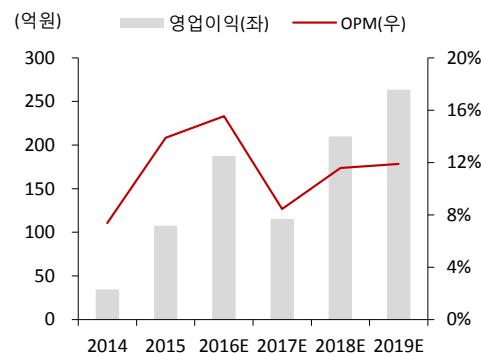
당사는 건기식 OEM/ODM 업체 중 뉴트리바이오텍을 추천종목으로 제시한다. 동사는 탁월한 제품력, 기술력, 최신의 생산설비 이외 미국과 호주에 생산 사이트를 모두 구축하고 있는 유일한 국내 건기식 OEM/ODM 업체이다. 결과적으로 ‘Made in 선진국’이 선호되는 건기식 산업 트렌드에 가장 부합하는 업체이다. 동사는 미국에 500 억 원(디자인 Capa 1,000 억원), 호주에 500 억원(상반기 내 800~900 억원으로 Capa 확대) 수준의 생산 Capa를 갖추고 있다. 2017년 동사의 미국 매출액은 110 억원을 시현하였으며, 2018년에는 229 억원의 매출액을 시현할 것으로 전망된다. 동사의 신규 설비 Setup 과 설비 증설이 고객사의 오더 상황에 따라 진행됨을 감안 시, 미국은 2018년, 호주는 2019년 본격적인 매출 발생과 가파른 성장세를 이어나갈 것으로 판단한다.

뉴트리바이오텍 매출액과 y-y 증감률 추이와 전망



자료: 뉴트리바이오텍, SK 증권

뉴트리바이오텍 영업이익과 OPM 추이와 전망



자료: 뉴트리바이오텍, SK 증권

4. OEM/ODM: 신발 (Growth Stage)

1. 생각보다 높은 진입장벽을 가진 산업

필수 소비재로 분류되는 신발은 가격(P)의 변동폭이 제한적이다. 특히, OEM 사업의 경우, 브랜드 부가가치가 창출되기 이전에 제품을 납품하기 때문에 제품 단가 조정의 폭이 크지 않다. 하지만 판매량(Q) 측면에서는 신발 시장과 스포츠의류 시장 자체의 고성장성, 그리고 고객사 내 점유율 확대 측면에서 아직까지 성장여력이 큰 시장이라고 볼 수 있다. 또 수익성 측면에서도 고마진 원부자재 생산과 내재화로 인한 수직계열화 효과로 추가 마진 개선의 름이 남아있다고 판단한다.

한국의 신발 OEM/ODM 제조업의 경우, 1990년대 중소 신발 제조업체들이 중국, 베트남 등 해외 생산기지를 마련해 사업을 키워나갔다. 하지만, 중국으로 진출한 기업들 대부분은 2008년 금융 위기 이후 급격하게 상승한 중국의 임금 수준과 각종 조세 감면 혜택의 축소를 버티지 못하고 하나 둘 철수하기 시작했다. 금융 위기를 극복하고 의미 있는 외형성장을 이룬 국내 기업은 일찍이 베트남으로 진출한 화승엔터프라이즈(구 동양고무공업)와 (주)태광실업으로, 양사는 최근 몇 년간 생산성과 이익률을 꾸준히 증가시키며 산업 내에서 압도적인 성장성을 보여주고 있다. 그중에서도 화승엔터프라이즈는 국내 유일한 신발 OEM 상장사로 향후 고성장이 기대된다.

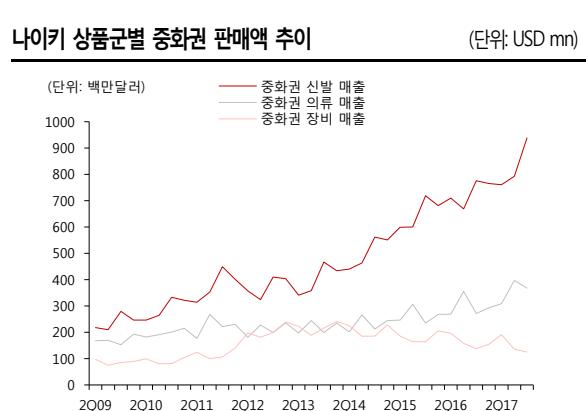
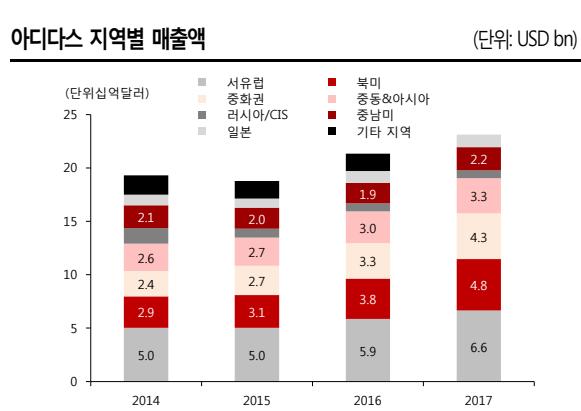
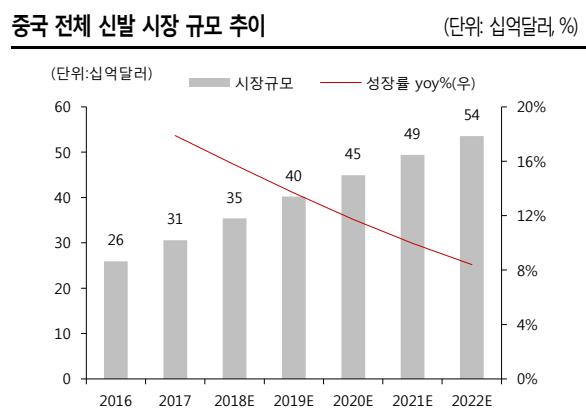
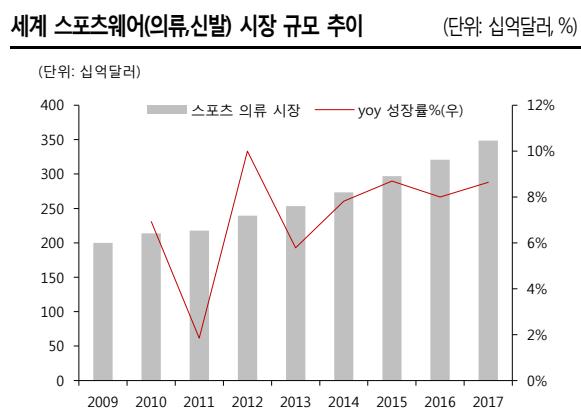
신발 산업의 경우, 의류 산업과는 달리 기계장치의 사용과 기술력 측면에서 획연한 차이를 보인다. 인당 매출액 측면에서도 높은 자동화율을 가진 신발 산업이 의류 산업에 비해 30배 가량 월등히 높다. 또한 최근 명품과 SPA로의 소비 양극화가 극심해진 의류 산업과는 달리, 신발의 경우에는 합리적 소비를 지향하는 소비자들이라고 하더라도 가격보다는 품질을 중요시 여기는 경향을 보인다. 조금은 비싸더라도 발이 편하고 가벼운 신발을 찾는 것이다. 이러한 트렌드에 발맞춰 기술력을 키운 신발 OEM/ODM 업체들은 제조에 있어 밀창 뒤틀림 방지, 충격흡수, 탄성 등의 1) 기능적 요소와 방수, 내구, 통기성 등 2) 필수적 요소까지 고루 갖추고 있어 기술력 측면에서도 우위를 점하는 모습이다. 의류 산업보다는 더 높은 진입장벽을 가지고 있는 것이다.

2. Q의 증가와 마진 개선의 품이 충분한 상황

(1) 긍정적인 전망 상황: 중국

당사는 2018년에도 긍정적인 전망 상황으로 신발 OEM/ODM 산업의 호황이 지속될 것으로 전망한다. 전세계 스포츠웨어(의류, 신발) 시장 규모는 최근 4년간 8% 이상의 성장률을 시현해 왔는데, 이 추세는 2018년에도 지속될 전망이다. 글로벌 시장 조사 기관인 'Statista'에 따르면 중국의 신발 시장 규모는 2017년 305억 달러 규모로 추정되며, 2018년 y-y +15.7%, 2019년 y-y +13.7%, 2020년 y-y +11.7% 성장할 것으로 전망된다.

중국 신발 시장의 성장은 아디다스의 성장으로 연결될 것이며, 이는 결국 아디다스 내 접유율을 확대해 나가고 있는 화승엔터프라이즈의 성장으로 이어질 것이다. 아디다스의 지역별 매출 비중은 유럽, 북미, 중국이 각각 25.4%, 23.2%, 18.2%(4Q17 기준)를 차지하고 있는데, 중국의 성장성이 유럽, 북미 지역의 성장성을 압도하고 있다. 2016년, 2017년 동사 중국 매출액은 y-y +21.6%, +28.5% 증가하였다.

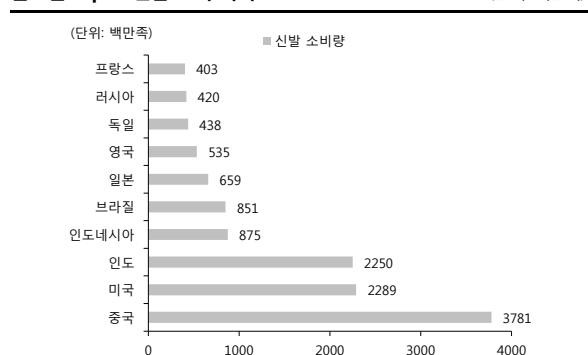


(2) 긍정적인 전망 상황: 미국

미국 신발 판매 데이터 역시 양호한 모습이다. 2016년 기준 전세계 신발 소비량 기준 두 번째로 큰 시장이 바로 미국인데, 신발 가두점의 POS 단말기 매출로 볼 수 있는 미국 신발판매점의 기존점 성장률(SSSG)은 2017년 상반기 이후 견고한 성장을 이어나가고 있다. 현재 가두점의 트래픽(Traffic)이 줄고, 소비는 점점 온라인으로 옮겨가고 있는 추세임을 감안하면, 신발 가두점의 기존점 성장률이 6%대로 올라온 것은 신발 판매에 있어 긍정적인 시그널로, 향후 신발 OEM 업체에 대한 오더량 증가로 이어질 가능성이 높음을 시사한다.

미국 신발 판매점의 객단가(ASP) 역시 최근 플러스 성장으로 돌아서며 꾸준히 높아지고 있는 추세다. 판매점의 ASP 상승은 추후 OEM 업체들의 납품 단가 상승으로도 연결될 수 있다. 2018년 3월에도 신발판매점의 ASP는 5% 성장하였다.

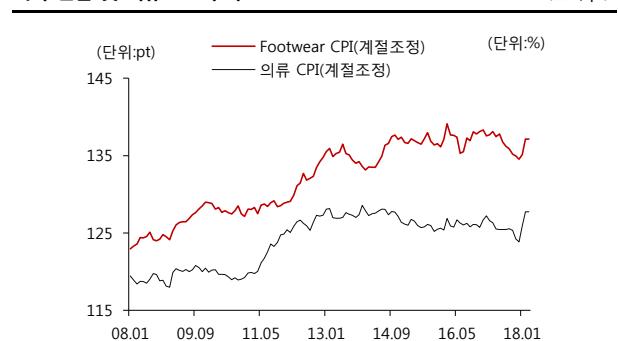
글로벌 Top10 신발 소비 국가



자료: Statista, SK증권

(단위: 백만달러)

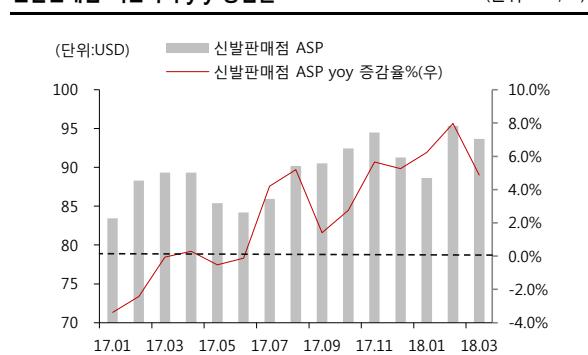
미국 신발 및 의류 CPI 추이



자료: Bloomberg, SK증권

(단위: pt)

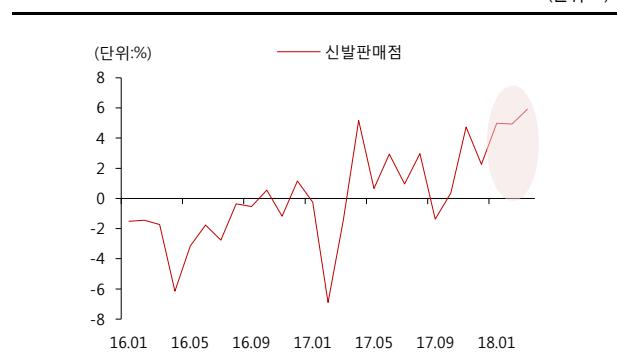
신발판매점 객단가와 y-y 증감율



자료: Bloomberg, SK증권

(단위: USD, %)

신발판매점의 y-y 기존점 성장률



자료: Bloomberg, SK증권

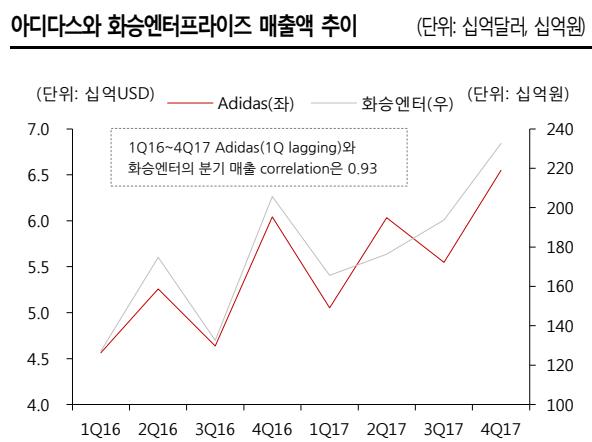
(단위: %)

주: 미국 신발 가두점 POS 단말기 매출의 y-y 성장률

(3) 아디다스와 동행하는 화승엔터프라이즈

국내 신발 OEM 업체 중 상장사는 화승엔터프라이즈가 유일하고, 화승의 전체 매출 중 90% 이상이 아디다스(Adidas)로부터 발생하는 만큼 아디다스의 현황을 점검하는 것이 무엇보다 중요하다. 실제로 아디다스의 3 개월 선행 매출액과 화승엔터프라이즈 매출액의 상관관계는 0.92로 매우 높다.

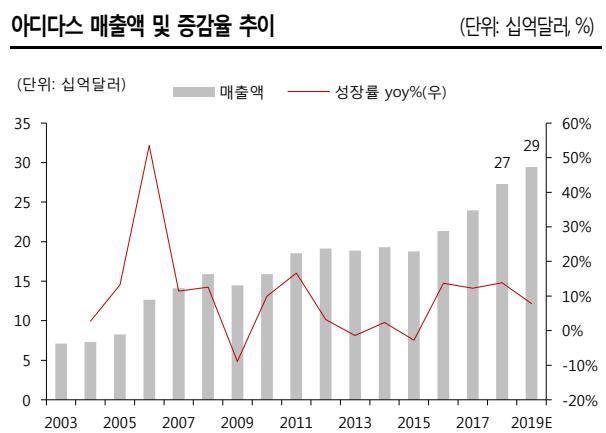
아디다스와 화승엔터프라이즈 매출액 추이



자료: 각 사, Factset, SK 증권

주: Adidas의 경우 3 개월 Lagging 존재

아디다스 매출액 및 증감률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

(4) 나이키를 압도하는 아디다스의 성장률

2017년 한 해 동안 아디다스와 나이키는 희비가 엇갈리는 모습을 보였는데, 아디다스는 성공적인 신제품 출시로 노후화된 이미지를 탈피하며 브랜드 가치를 높여 실적 개선에 크게 성공한 반면, 나이키의 신제품은 전반적으로 혁신성이 떨어졌다는 평가를 받았다. 2015년까지 분기 평균 10%대 고성장을 이어갔던 나이키의 매출 성장률은 2018년 1,2,3분기(회계년도 기준, 5월 결산) 각각 0.1%, 4.6%, 6.5%로 둔화되었다.

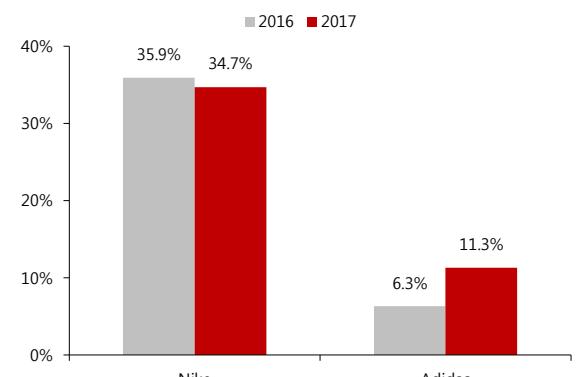
또한, 2015년까지 아디다스 보다 항상 더 높은 수치를 보여왔던 나이키의 기존점 성장률은 2016년, 아디다스에 역전되었으며, 2017년에는 성장률의 차이의 폭이 더욱 심화되었다. 또한, 나이키는 과거 매출 규모 기준 굳건한 1위를 지켜왔던 북미시장에서도 최근 2위인 아디다스에게 점유율을 뺏기는 모습을 보이고 있다.

나이키, 아디다스 기존점 성장률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

나이키, 아디다스 미국 시장 점유율 변화 추이



자료: NPD Group, SK 증권

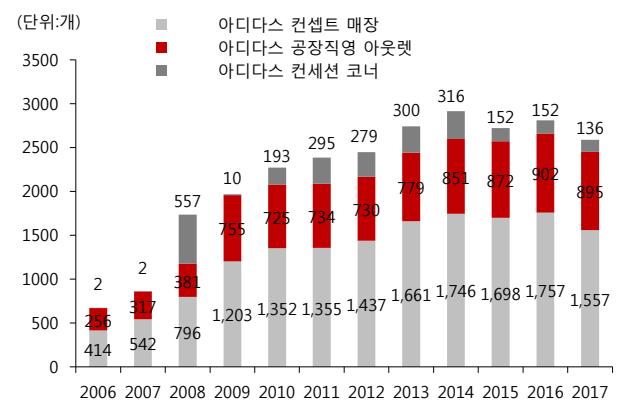
주: 2016년, 2017년 5월 기준

(5) 성장을 전망도 아디다스에 우호적인 상황

결국, 화승엔터프라이즈는 전방 산업의 호조와 주력 브랜드인 아디다스의 약진과 함께 동반 성장이 가능할 전망이다. 아디다스의 2018, 2019년 블룸버그 매출액 컨센서스는 280억 달러와 305억 달러로 전년동기대비 각각 17%와 8%의 성장을 달성할 것으로 전망된다. 반면, 나이키의 2018, 2019년 매출액은 360억 달러와 388억 달러로 성장률이 4.9%와 7.0%에 그칠 것으로 전망되고 있다. 이는 결국 아디다스의 성장에 대한 시장의 기대감이 경쟁사 대비해서도 더 크다는 것을 의미한다. 분기별로도 아디다스의 2017년 4분기 매출은 60억 달러로 17.9% 성장했으며, 성수기인 1분기 역시도 y-y 24.6%의 매출 성장이 예상되고 있다. 재고율 측면에서도 아디다스는 2014년 이후 변동폭이 크지 않은 안정적인 재고 성장률을 유지하고 있는 모습이다.

아디다스 형태별 점포 수 추이

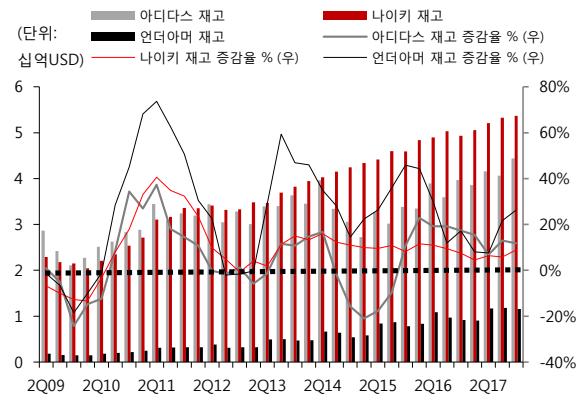
(단위: 개)



자료 : Adidas, Bloomberg, SK증권

주요 스포츠 의류 업체별 재고와 증감률

(단위: USD bil, %)



자료 : Bloomberg, SK증권

(6) 화승엔터프라이즈의 이익률 개선과 생산성 향상은 지속될 것

전방 산업의 호조와 주 고객사의 성장은 결국 화승엔터프라이즈의 이익률 개선으로 이어질 것으로 보이며, 회사 자체의 생산성도 향상될 것으로 전망한다. 소비자들이 트렌드 변화에 민감해지면서 신발 브랜드 업체들 사이에서도 다품종 소량생산과 짧은 리드타임에 대한 요구가 늘어나고 있는데, 화승엔터프라이즈는 이러한 브랜드 업체들의 요구에 잘 부응할 수 있을 것으로 예상하기 때문이다. 원부자재 조달부터 생산, 선적까지의 리드타임을 성공적으로 줄여 현재에는 회사의 30 일, 45 일, 60 일 리드타임 제품 비중이 각각 15%, 55%, 30% 정도 되는 것으로 추정되며, 향후에도 공장 자동화에 대한 Capa 투자 등 생산성 향상을 위한 노력을 거듭해 지속적으로 리드타임을 줄여갈 수 있을 전망이다.

추가적으로, 공격적인 Capa 확장과 함께 지속적인 투자를 거듭하고 있는 수직계열화 작업은 향후 동사의 핵심 성장 동력이 될 전망이다. 수직계열화 작업이 빠른 시일 내에 성공적으로 안착할 경우, 타사 대비 빠른 수직계열화 및 자동화를 이룬데 대한 선점효과를 누릴 수 있을 전망이며, 이익률이 개선되어 동사의 벨류에이션 프리미엄을 확대시켜줄 것으로 예상한다.

가격(P) 측면에서는 화승엔터프라이즈의 지속적인 R&D 투자와 기술력 향상으로 매년 4% 정도의 양호한 ASP 성장을 달성할 것으로 예상한다. 나이키 향 매출 비중이 큰 태광실업의 경우, 고단가 위주의 신발 주문량이 많아 ASP가 24 달러에 이르고 있는 것으로 추정되는 바, 화승엔터의 현재 ASP 수준(12.9 달러)과는 큰 괴리가 있는 것으로 보인다. 나이키로부터 받는 오더 중에서 농구화 등의 고부가가치 제품 비중이 큰 영향으로 분석된다. 아디다스 향 매출 비중이 큰 웨이언 공업(YueYuen) 역시 현재 ASP가 14 달러로 화승보다 높은 수준인데, 이는 앞으로 화승의 ASP 성장 여력이 타 업체 대비 클 수 있음을 시사한다.

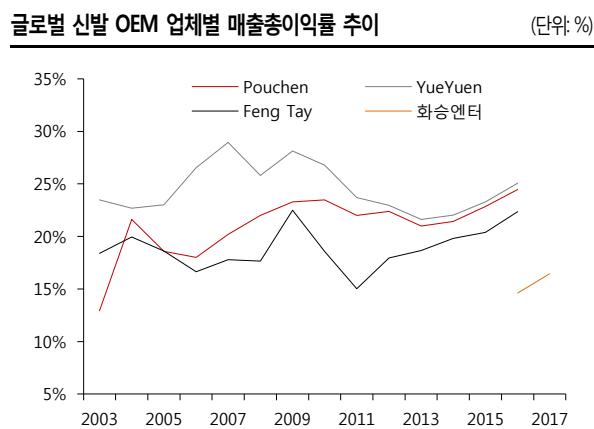
고마진 원부자재인 부스트 미드솔 생산법인 ‘화승 폴리텍’의 매출 기여도 역시 점진적으로 증가할 것으로 전망됨에 따라 마진 개선의 림이 남아있다는 판단이다. 2018년부터 본격적으로 폴리텍 법인에서 의미있는 수준의 제품 생산량과 그에 따른 매출이 발생할 것으로 예상됨에 따라 이익률도 개선될 것으로 전망한다.

3. 글로벌 경쟁 업체 동향

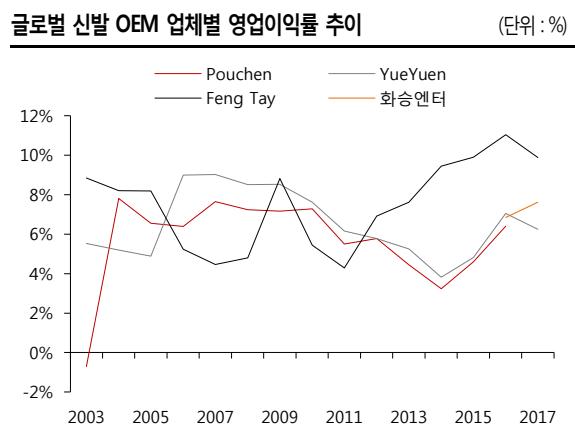
(1) 글로벌 피어 업체 현황

국내 유일한 신발 OEM 상장사인 화승엔터프라이즈의 가장 큰 경쟁사이자 가장 가까운 글로벌 피어 업체 웨이언 공업(YueYuen)의 경우, 최근 3~4년동안 마진율이 개선되는 모습을 보였다. 고객 다변화와 각 고객사 향 매출 안정화로 브랜드 업체에 대한 노출 위험도를 상당 부분 낮춘 결과로 해석된다. 또한 스포츠 서비스 플랫폼과 의류 및 스포츠웨어 유통 사업을 영위하는 자회사 'Pousheng'사의 매출 기여도 역시 높아지며 웨이언의 실적에 긍정적인 영향을 준 것으로 분석된다.

나이키의 No.1 벤더업체인 평타이(FengTay) 그룹은 2011년부터 지속적인 이익률 개선을 보이다가 최근 나이키의 실적 부진과 함께 한 풀 꺾인 모습이다. 나이키로의 매출이 80%를 상회하는 평타이는 생산량 기준 베트남 53%, 인도 20%, 중국 15%, 인도네시아 12%의 비중을 가지고 있으며, 지역별 매출 비중은 미국 60%, 유럽 20%, 아시아 18%, 기타 3%로 화승엔터프라이즈와 마찬가지로 미국과 유럽 향 매출이 큰 비중을 차지하고 있다. 평타이는 부가가치가 높은 운동화 라인인 나이키의 Flynit 2 세대의 제조를 전적으로 담당하게 되면서 향후 추가적으로 이익을 개선시킬 수 있을 전망이다. Flynit 1 세대의 또 다른 벤더였던 스리랑카 업체가 생산 품목 자체를 스포츠 속옷 제품으로 회사의 전략 자체를 바꿈에 따라 Flynit 생산에 있어서 독점효과를 누릴 수 있게 된 영향이 크다.



자료 : Factset, Bloomberg, SK 증권



자료 : Factset, Bloomberg, SK 증권

(2) 글로벌 피어의 벨류에이션 멀티플

그렇다면 피어 벨류에이션은 어떤 상황일까? 웨이언 공업의 경우, OEM 부문 매출 규모가 화승엔터프라이즈의 10 배에 달해 규모의 경제 효과와 브랜드 업체와의 협상력 측면에서 비교 우위를 가진다. 때문에 화승엔터프라이즈의 12 개월 Forward PER 9.2 배 보다 더 높은 11.6 배의 벨류에이션 멀티플을 받고 있는 것이 합당하다는 의견이다. 하지만 그 외 요소들이 모두 비슷하며, 아디다스가 대만업체로 주문 쓸림 현상을 방지하고자 하는 의지가 큰 상황이다. 이를 감안 시, 화승엔터프라이즈와 웨이언 공업과의 점유율 격차가 줄어들 것이며, 벨류에이션 멀티플 또한 유사한 모습을 보일 것으로 판단한다.

한편, 나이키 향 매출 비중이 큰 평타이 그룹의 경우, 12 개월 Forward PER 이 17 배로 현저히 높은 상황인데, 이는 1) 나이키로부터 받는 고마진 제품 오더가 많다는 점, 그리고 2) OEM 업체들 중 거의 유일하게 유의미한 인도(India) 생산 거점을 마련(생산량의 20%가 인도 생산)한 점이 작용했기 때문이다. 베트남의 임금 수준은 현재 중국의 1/3 수준으로 아직까지 낮은 수준이지만 임금인상이 가파르게 이뤄지고 있고, 베트남의 경제 성장률 역시 높음을 감안 시, 베트남의 저임금 메리트는 3~5 년 정도 더 지속될 전망이다. 이에 따라 OEM 업체들이 다시금 생산거점을 이동시키게 될 가능성이 높은데, 다음으로 각광받는 곳이 지역적, 비용적 메리트가 큰 인도나 아프리카, 혹은 중미 국가들이다. 따라서 인도 생산기지를 보유하고 있다는 점이 평타이가 받는 벨류에이션 프리미엄의 이유 중 하나로 해석될 수 있다. 하지만 화승엔터프라이즈 역시 고마진 원부자재의 생산과 수직계열화 작업으로 향후 빠른 수익성 개선과 외형 성장이 기대되는 바, 현재의 주가는 피어 대비 저평가된 수준으로 향후 리레이팅이 진행될 가능성이 높다.

글로벌 신발 OEM/ODM 피어 업체 투자지표

(단위: 백만달러, 각국통화, 배)

회사명	국가	통화단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국통화)	12 Fwd PE	12 Fwd Market PE	Valuation Premium	2018E PE	2019E PE	12 Fwd PB	12 Fwd Market PB	Valuation Premium	2018E PB	2019E PB
Pou Chen	대만	TWD	3923.1	39.0	7.9	13.8	-43%	8.5	6.8	10	1.8	-43%	11	0.9
Yue Yuen	홍콩	HKD	5145.1	24.5	10.5	12.5	-16%	10.6	10.1	91	1.1	741%	91	9.1
Feng Tay	대만	TWD	3032.6	133.0	17.3	13.8	26%	17.9	15.9	51	1.8	181%	53	4.7
화승엔터프라이즈	한국	KRW	546.2	19300	9.2	9.7	-5%	9.8	7.6	18	1.1	71%	1.9	1.6

자료: Datastream, SK 증권

주: 2018년 4월 13일 기준

5. OEM/ODM: 의류 (Maturity Stage)

1. 부진이 지속되는 국내 OEM/ODM

2014년~2015년 호황을 맞이하였던 국내 의류 OEM/ODM 회사들은 최근 2년간 부진의 늪을 벗어나지 못하고 있다. 2014년~2015년 국내 의류 OEM/ODM 업체들이 호황을 맞이하였던 시기에는 1) 2010년 금융위기 이후 전방 산업 자체가 호조를 보였고, 이에 따른 고객사들의 재고 축적이 지속되었으며, 2) 글로벌 SPA 브랜드의 확산에 따라 오더 규모 자체가 커져 이에 따른 생산 효율성이 향상되었다. 3) 중국 의류 시장의 가파른 성장에 따라 중국형 의류 매출액이 큰 폭으로 증가하였다. 또한 4) 중국 내 최저임금 상승이 가파르게 이루어짐에 따라 국내 의류 OEM/ODM 업체들의 주요 생산기지가 위치해 있는 베트남으로 오더가 몰리는 모습이었다.

최근 2~3년 국내 의류 OEM/ODM 회사들이 겪은 상황은 의류 호황기의 모습과 상반된다. 1)다품종 소량 생산, 빠른 납기에 대한 고객사 니즈 증가가 원가 부담 요인으로 작용하고 있으며, 2)소비 위축, 미국 유통업체들의 대대적인 구조조정 등이 지속되면서 전반적인 오더가 축소되었고, 3)원부자재 가격 상승에 따라 수익성 악화가 지속되었다. 국내 의류 OEM/ODM 업체들은 2014년~2015년과 같은 호황을 다시 맞이할 수 없는 것일까?

당사는 단기적으로 업황 개선이 가능할 것으로 판단한다. 최근 전방 상황 개선 시그널이 여러 곳에서 포착되고 있어 국내 OEM/ODM 업체들로의 실적개선으로 이어질 수 있을 것으로 전망하기 때문이다. 원화 강세, 면화 가격 상승, 소비 위축, 미국 유통업체들의 구조조정 등 최근 악재가 여러 개 겹쳐있는 만큼 전방 상황이 개선된다면 OEM 업체들의 단기 실적은 반등할 수 있을 것으로 보인다. 중장기적으로는 수직계열화에 성공한 업체들을 중심으로 성장을 이어나갈 것으로 판단한다. OEM 산업의 특성상 원가 절감을 통해 이익률 개선을 이룬 업체들 중심으로 경쟁력이 생길 수 밖에 없는 구조이며, 실제로 수직계열화를 이룬 글로벌 업체들 사이에서 매출 성장률과 이익률 개선이 이뤄져 주가 상승으로 연결되는 모습을 보였다.

2. 전방 상황은 단기 개선 시그널을 나타내고 있음

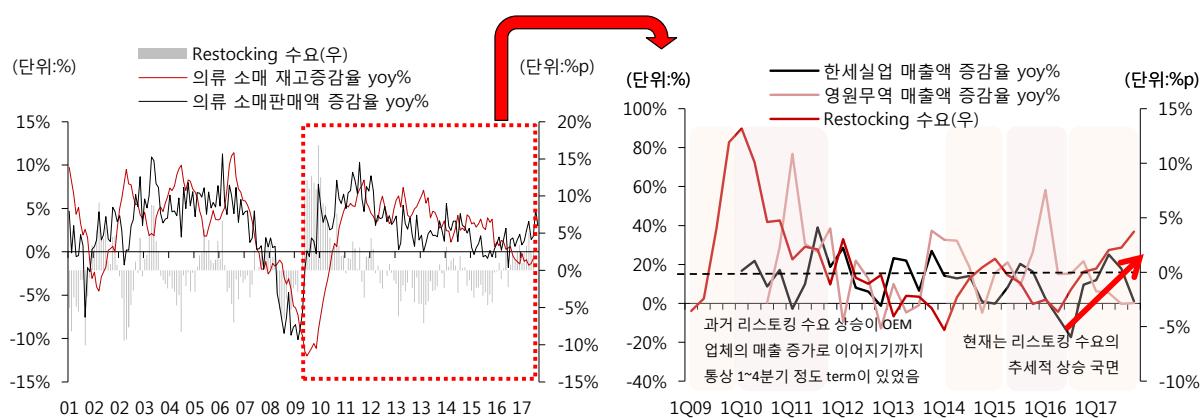
최근 전방 상황은 단기적으로 개선 시그널이 나타나고 있어 국내 OEM/ODM 업체들에서도 실적 개선의 실마리가 나타날 것으로 전망한다. 1) 의류 재고를 다시 채워놓는 리스토킹(Re-stocking) 수요가 미국에서 발생할 것으로 예상하며, 2) 최근 주력 고객사들의 판매 데이터 역시 개선되는 모습을 보이고 있기 때문이다. 이러한 전방 상황은 국내 OEM/ODM 업체들에게 긍정적으로 작용하여 단기적 실적 개선을 견인할 수 있을 것으로 판단한다.

(1) 리스토킹(Re-stocking) 수요의 증가가 기대되는 상황

먼저, 국내 OEM/ODM 업체들 상당 부분의 매출 비중을 차지하고 있는 미국 시장에서 의류 리스토킹(Re-stocking) 수요 발생 시그널이 나타나고 있다. 의류 전체 소매판매액 성장률은 최근 3년래 최고 수준을 기록하는 등 증가세를 보인 반면, 의류 재고자산은 동기간 꾸준히 소진되어 재고 증감율이 하락세를 보였다. 2017년 1분기부터는 소매판매액 증가율이 재고자산 증가율을 넘어서며 리스토킹(Re-stocking) 수요를 증가시키고 있다. 과거 국내 벤더 업체들의 매출 성장률과 리스토킹 수요는 통상 2~4분기의 기간을 두고 동행하는 모습을 보였는데, 2017년 1분기부터 상승한 리스토킹 수요는 아직까지 국내 OEM 업체들의 매출 성장률로 이어지지 않고 있다. 현재 리스토킹 수요가 상승국면에 접어든지 1년이 지난 시점이고, 또 수요가 y-y (+) 성장으로 전환 한지도 2~3분기가 지났다. 따라서 단기간 국내 OEM 업체들의 오더량 증가로 이어져 매출 성장률이 반등할 가능성이 높다는 판단이다.

추세적인 Re-Stocking 수요는 국내 OEM 업체들의 실적 개선으로 이어질 전망

(단위: %, %p)



자료 : Bloomberg, 각 사, Quantwise, SK 증권

주 1: Restocking 수요(%p) = 의류 소매판매액 증감율(%) - 의류 소매 재고 증감율(%)

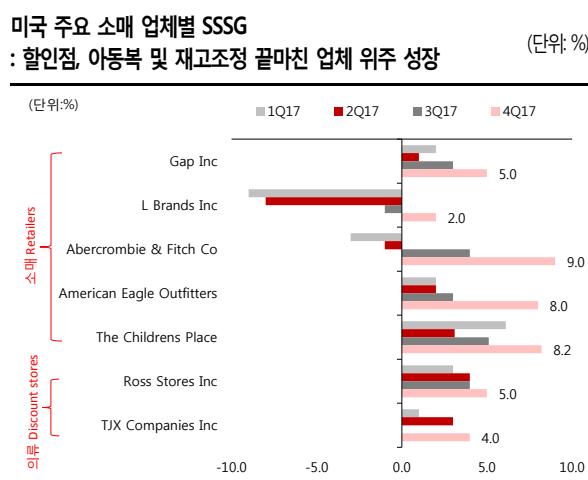
주 2: 한세실업 및 영원무역의 달러 매출 기준

(2) 다소 지연되고 있는 국내 OEM/ODM 업체들의 실적 개선세

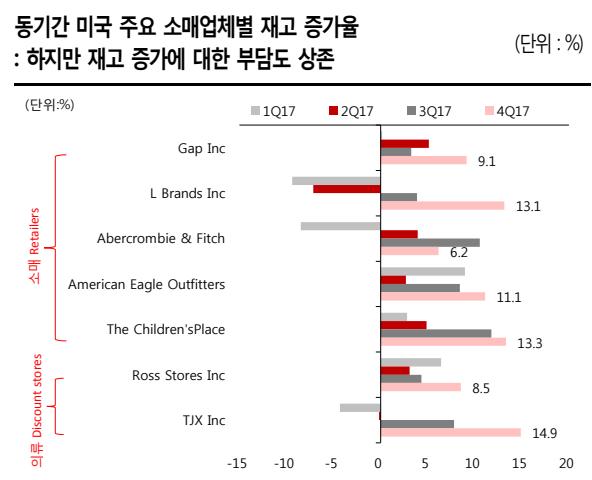
최근 리스트킹 수요 증가가 국내 OEM/ODM 업체들의 오더량 증가로 이어지는 시점이 지연되고 있는 것은 1) 실적 부진에 따른 고객사들의 구조조정이 길어지고 있고, 2) 악성재고 소진 비율이 높았던 탓에 재고 소진량이 오롯이 리스트킹 수요로 나타나지 않고 있기 때문이다. 그러나 브랜드 및 의류 리테일 업체들의 실적이 개선세를 보이고 있고, 성수기 겨울 옷에 대한 오더가 시작된다면 국내 OEM 업체들의 개선도 시작될 것으로 보인다.

(3) 고객사 실적 개선은 가시화되는 중

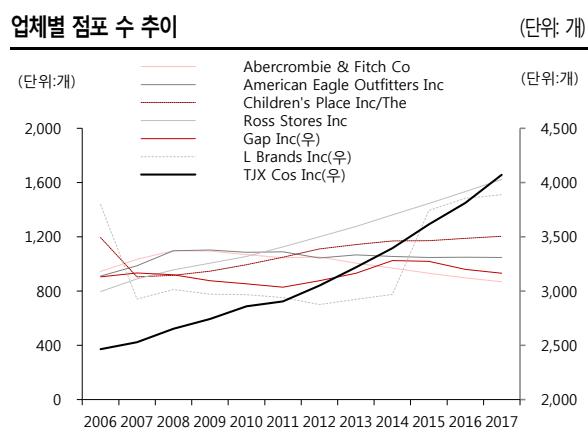
유통업체별로는 할인점과, 대규모 점포 정리를 끝낸 의류 업체들(Urban Outfitters, Abercrombie & Fitch 등) 위주로 2017년 4분기에 높은 기준점 성장률을 보였다. 의류 할인점의 점포 수는 꾸준히 증가한 반면, Gap, Abercrombie, AEO 등 가두점 중심의 중저가 의류 업체들의 점포 수는 지속 감소하였다. 이는 의류 소비 양극화, 즉 저렴한 옷에 대한 수요가 여전히 견고함을 방증하며, 동시에 재고조정의 효과로 인해 잘되는 매장에 대한 선택과 집중 효과가 나타나고 있는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 기준점 성장률이 증가하는 만큼 재고도 함께 늘어나고 있기 때문에 업체들의 재고 부담은 여전히 잔존하는 상황이다. 재고자산의 증가가 선순환 사이클로 이어질 것인지 여부는 추후 점검이 필요하다.



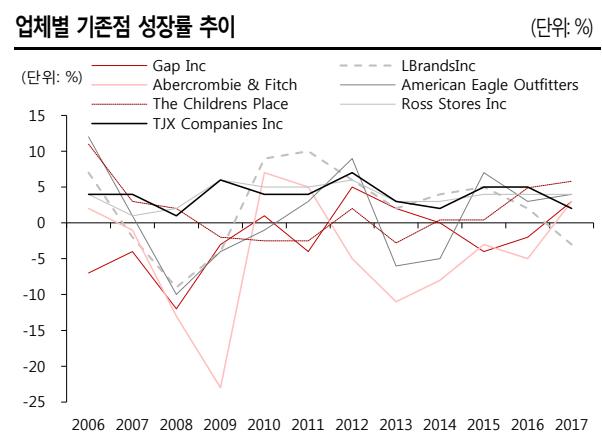
자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권



자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권



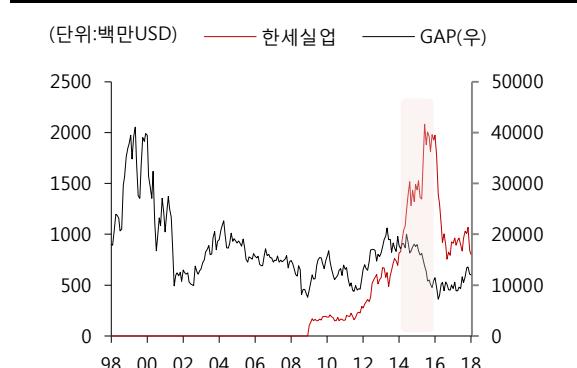
자료 : FAO, SK 증권

(4) 고객사 실적 회복은 주가 반등으로도 이어짐

미국 브랜드 고객사들의 판매 데이터가 개선되며 주가 역시 반등하고 있다. 국내 대표 OEM/ODM 업체(한세실업, 영원무역)들의 주요 고객사인 GAP과 VF corporation의 주가는 최근 상승세를 보이고 있다. 국내 OEM/ODM 업체들이 과거 통상 1~3 분기 정도의 기간을 두고 브랜드 업체들과의 주가 방향성이 동일했던 모습을 보였던 점을 감안하면, 최근의 상황은 국내 업체들의 실적 개선과 함께 주가 상승으로 이어질 가능성성이 높다고 판단한다.

GAP과 한세실업의 시가총액 추이:
OEM 업체 주가가 브랜드 업체주가를 후행

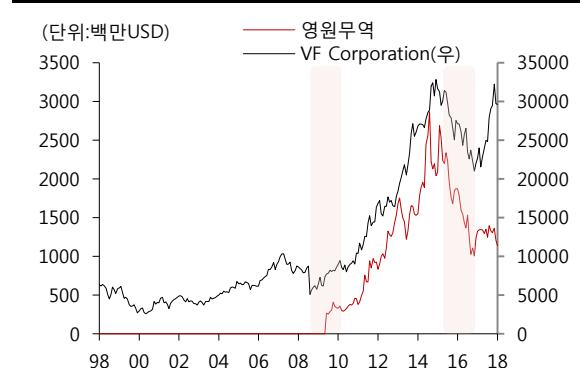
(단위: 백만달러)



자료 : Bloomberg, SK 증권

VF Corporation과 영원무역의 시가총액 추이:
OEM 업체와 브랜드 업체의 주가가 동행하는 모습

(단위: 백만달러)

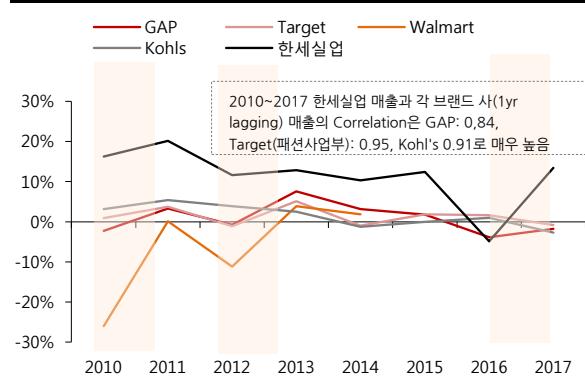


자료 : Bloomberg, SK 증권

주가의 흐름이 같은 것은 실적 측면에서도 의류 OEM/ODM 업체들이 전방 산업에 밀접한 영향을 받기 때문인데, 실제 한세실업의 주요 매출처인 GAP, Target, Kohl's의 매출과 한세실업의 매출의 상관계수는 평균 0.9 이상으로 매우 높은 수준이다.

미국 브랜드 업체 및 한세실업 매출액 성장률

(단위 : %)



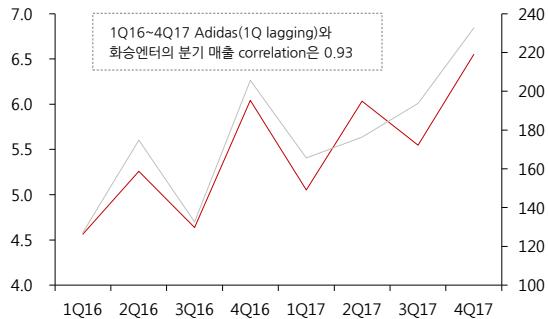
자료 각 사, Factset, SK 증권

주: 브랜드 업체들 매출의 경우 12개월 lagging 존재

아디다스와 화승엔터프라이즈 매출액 추이

(단위: 십억USD)

(단위: 십억원)



자료 각 사, Factset, SK 증권

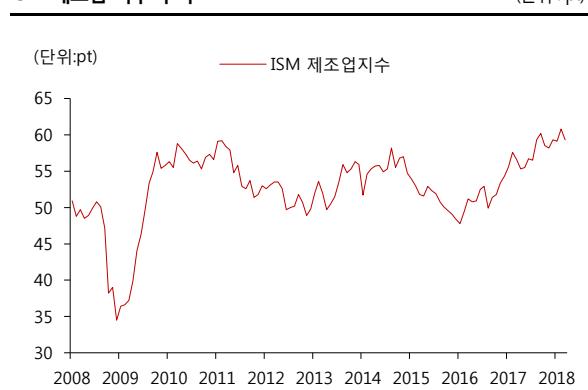
주: Adidas의 경우 3개월 Lagging 존재

(5) 전반적인 소비 및 판매 데이터 역시 긍정적

현재는 고객사 판매 데이터뿐만 아니라 여러 소비 지표 및 전반적인 의류 판매 데이터들도 개선되는 국면에 있다. ISM 제조업 지수와 의류 소매판매액, 의류 CPI 와 소비자 기대심리 지수 역시 모두 우상향하고 있는 구간으로 매크로 전방 데이터도 회복 추세에 있다.

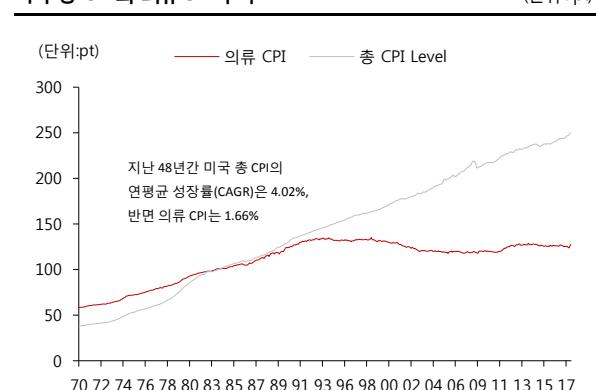
미국의 의류 시장 내 도/소매 판매흐름도 양호했다. 미국 의류 소매판매액 y-y 증감율은 2017년 연평균 1.4%를 기록한 반면, 2018년 1~3월 3달동안은 평균 3.2% 증가하며 의류 판매 증가율이 더 커졌음을 알 수 있다. 의류 도매판매액 y-y 증감율의 경우에도 2017년 연평균 -4.8% 감소한데 반해 2018년 1~3월에는 평균 -0.1% 감소에 그치며 개선세를 보이고 있다.

ISM 제조업 지수 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 총 CPI 와 의류 CPI 추이



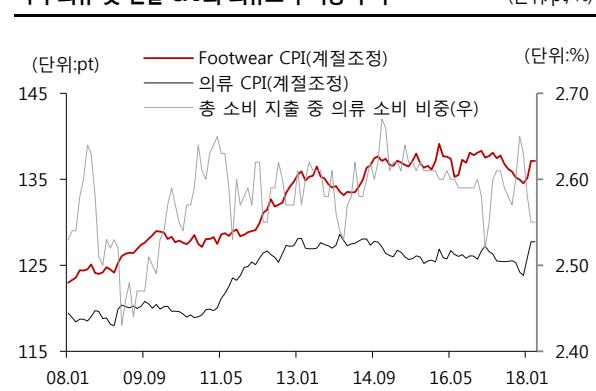
자료 : Bloomberg, SK증권

컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

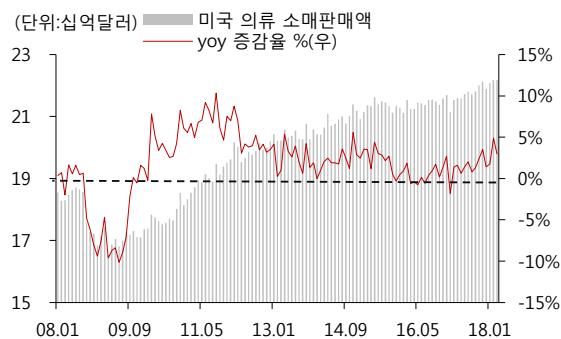
미국 의류 및 신발 CPI와 의류소비 비중 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 의류 소매판매액과 y-y 증감율

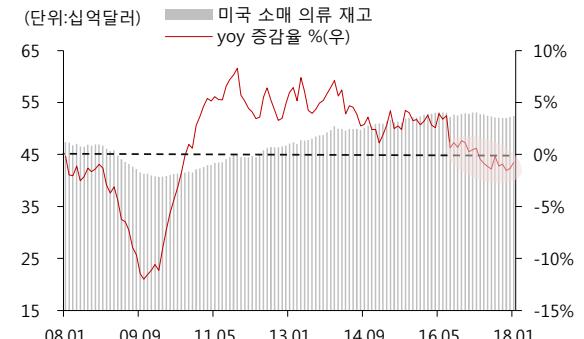
(단위 : 십억달러, %)



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 소매 의류 재고와 y-y 증감율

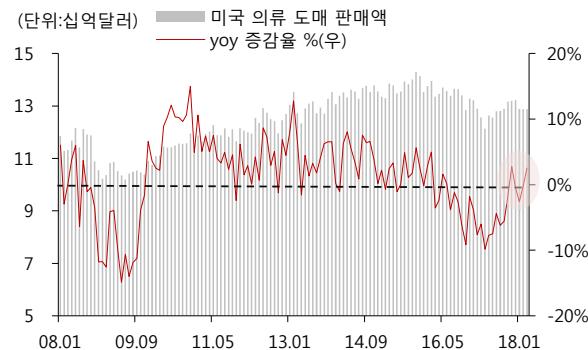
(단위 : 십억달러, %)



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 의류 도매판매액과 y-y 증감율

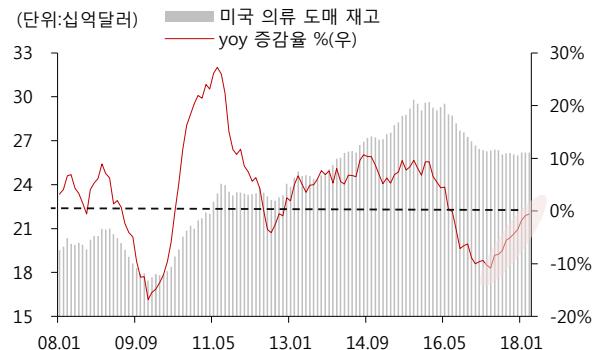
(단위 : 십억달러, %)



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 도매 의류 재고와 y-y 증감율

(단위 : 십억달러, %)



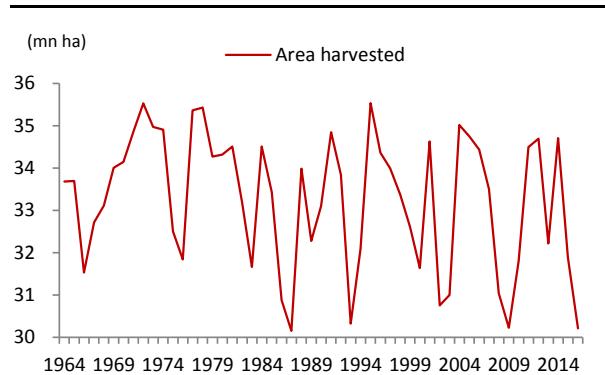
자료 : Bloomberg, SK증권

3. Cost 요인

(1) 면화: 가격 상승으로 단기 비우호적

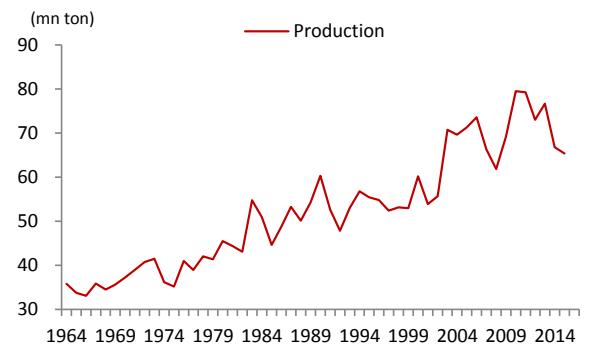
면화 가격 측면에서는 단기적으로 국내 OEM 업체들에게 비우호적인 상황이 지속될 전망이다. 절대적인 면화 생산량은 과거부터 꾸준히 증가해왔는데, 동시에 수율(1 헥타 르당 생산량)도 증가하면서 생산성은 꾸준히 좋아지고 있다. 즉, 재배면적이 과거보다 적더라도 생산은 더 많이 할 수 있게 되었다.

면화 재배 면적 추이



자료 : FAO, SK 증권

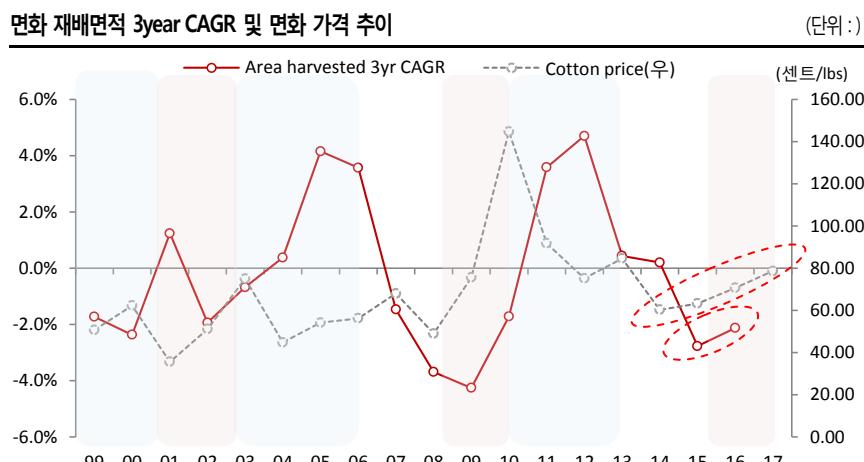
면화 생산량 추이



자료 : FAO, SK 증권

한편, 2009년부터 시작된 사상 최고의 면화 가격 랠리 이후 2014년부터 큰 폭의 면화 재배면적 감소가 나타났는데, 과거 2~3년간 재배면적의 일시적 축소로 면화 가격은 금년 하반기까지 추세적으로 상승할 가능성이 높다는 판단이다. 다만 1) 과거의 가격 상승이 통상 3~4년 이상 지속되지 않았던 점과 2) 최근 재배면적의 연평균 성장률이 다시 상승 국면으로 접어들었음을 감안 시, 앞으로의 면화 가격 상승폭은 제한적일 것으로 전망한다.

그리고 중장기적으로는 면화 가격 상승에 따라 재배면적도 본격적인 상승 구간에 진입 할 개연성이 높다. 따라서 2019년을 지나면서 면화 가격은 하락 국면에 접어들어 이후부터는 국내 OEM 업체들에게 유리한 상황이 될 것으로 예상한다. 다만, 단기 면화 가격의 흐름은 2018년 의류 OEM 업체들에게는 추가적인 비용 부담으로, 전방산업 개선에 따른 OEM 업체들의 수혜 효과를 늦추는 요인으로 작용할 수 있다.



자료 : FAO, SK 증권

(2) TPP 무산 및 임금 인상으로 베트남 메리트는 하락

지난해 1월 미국의 TPP 탈퇴 공식 선언으로 아시아 의류 소싱 허브로서 각광받던 베트남에 대한 미국 향 무관세 수출 기대감이 사그라들었다. 다만, 최근 도널드 트럼프 미국 대통령이 중국과의 무역 마찰로 ‘TPP 복귀 재검토’를 지시했다는 언론 보도가 발표됨에 따라 베트남이 생산 기지로서의 TPP 메리트를 완전히 잃을지 여부는 아직까지 확실시 되지 않고 있다.

여기에 베트남 임금 상승이 계속되며 원가 부담에 대한 우려도 커지고 있다. 2018년 베트남의 예상 임금인상률은 6.5%로 책정되어 있고, 향후 10년간 정부 주도에 의한 지속적인 임금인상이 예고되어 있어 저임금 메리트 상실에 대한 우려로 이어지고 있는 상황이다. 베트남의 임금인상 속도가 타 국가들에 비해 빠르게 진행되고 있는 만큼 향후 생산거점으로는 임금 수준은 비슷하나 인력 공급이 많은 비슷한 인도네시아나, 임금 수준이 절대적으로 낮은 인도 및 방글라데시 등이 더욱 각광받게 될 전망이다.

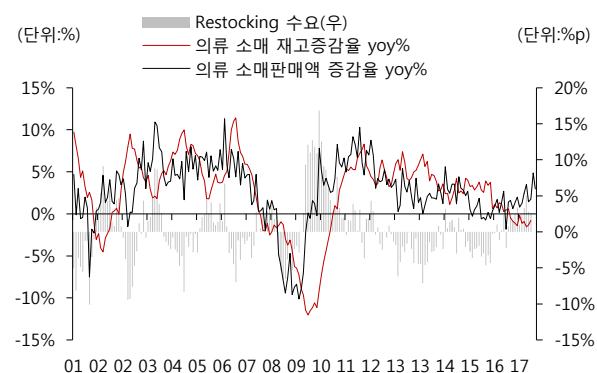
하지만 베트남 최저 임금 수준은 지역별로 월 114~165 달러로 중국의 월 350~400 달러에 크게 못 미치고 있어, 아직까지 임금은 절대적으로 낮은 수준으로 향후 3~5년간은 베트남에 진출한 국내 업체들이 그 수혜를 누릴 수 있을 전망이다. 또한 올해부터 베트남-EU 간 자유무역 협정(FTA)이 시행에 들어가면 임금 수준이 높은 유럽 리테일러들 사이에서 베트남 생산기지 활용에 대한 수요가 증가할 것으로 전망되어 베트남에 생산 거점을 마련하고 있는 OEM 업체들의 수혜를 기대해 볼 수 있다.

4. 중장기 의류 OEM 산업의 핵심은 수직계열화 성공 여부

(1) 의류 업황은 Cycle 을 탈 수 밖에 없는 구조

의류는 전방산업의 호조 → 재고소진 → 생산증대 → 판매확대 → 전방산업 악화 → 재고축적 → 구조조정 및 비용절감의 사이클이 반복되는 모습을 보인다. 의류산업은 전체 시장의 규모가 고성장을 하는 산업이 아니기 때문에 큰 흐름에서는 재고의 소진과 판매에 따라 Up & Down 을 반복하게 되는 구조로 필수소비재의 특성이 적용된다. 따라서 의류 OEM/ODM 산업은 가격(Price)보다는 수량(Quantity)이 핵심이라 할 수 있다.

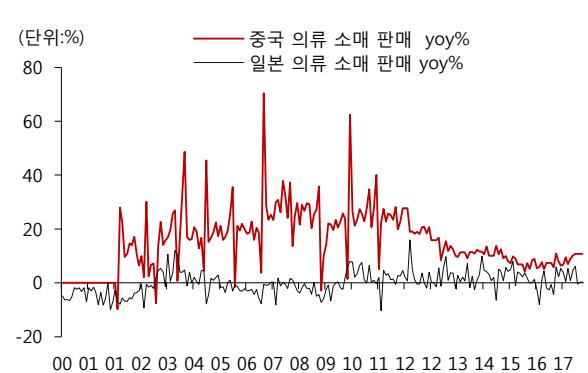
미국 의류 소매판매 증감률 추이 (단위: %, %p)



자료 Shenzhou, SK증권

주: 2016 1H 기준

아시아 국가 의류 소매판매 증감률 추이 (단위: %)



자료 Shenzhou, SK증권

주: 2016 1H 기준

(2) 따라서 장기적 성공 여부의 핵심은 수직계열화

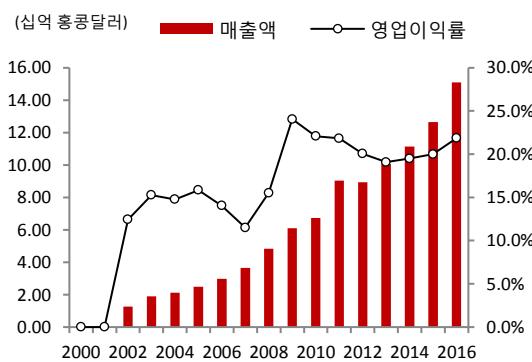
글로벌 의류 OEM 업체들을 시대별로 살펴보면 기업의 규모에 따라 실적과 마진율이 다르게 변화하고 있음을 확인할 수 있다. 규모의 경제 효과가 뚜렷하게 나타나고 있는 것이다. 여기에 더하여 고려해야 하는 것이 OEM 업체들의 고객사 협상력인데, 글로벌 고객사들은 주문의 양이 많고, 브랜드 파워가 있는 만큼 특히 더 가격협상력이 강하다. 최근 들어 이런 업체들의 단품종 소량 생산에 대한 요구가 커지고 있는 상황이라 OEM 업체들 입장에서는 소량의 제품들을 더 자주, 더 빠른 속도로 생산해야 하는 상황이다. 하지만 이러한 변화에 하루 아침에 대응하기란 쉽지 않기 때문에 OEM 업체들의 원가 부담은 커지고 판매 단가(ASP)는 점점 낮아지고 있는 상황이다.

따라서 OEM 업체들은 향후 기술 차별화와 경쟁 우위 아이템 출시를 통해 경쟁력을 키워나갈 가능성이 크며, 장기적으로는 수직계열화로 절대적인 원가를 절감해 의미 있는 마진율 개선을 이루는 업체들 위주로 성장할 전망이다. 결국, 규모의 경제효과 및 수직계열화 수혜를 극대화 할 수 있는 소수의 상위 기업들 중심으로 이익률이 좋아지며 OEM/ODM 내 빈익빈 부익부 현상이 일어날 것으로 예상한다. 이러한 상황 속에서 국내 OEM/ODM 업체들이 현재의 부진을 딛고 벤더 Consolidation 현상에서 우위를 차지할 수 있을지는 향후 업체들의 수직계열화의 성공 여부에 달려있다고 판단한다.

(3) 수직계열화에 성공한 글로벌 피어들, 큰 폭의 주가 상승을 시현

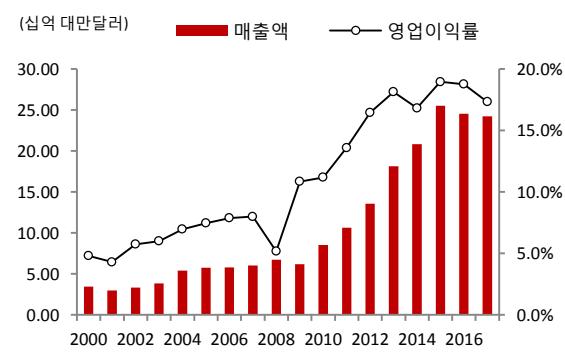
한편, 우리나라 OEM 업체들이 어려움을 겪던 2016~2017년에도 성장을 지속했던 글로벌 의류 OEM 업체들이 있었다. 바로 중국의 션저우(Shenzhou)와 대만 업체 에클랫(Eclat)이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 현재까지 Eclat의 주가는 32.3배, Shenzhou는 12.2배 상승했으며, 현시점 기준 두 회사의 12개월 Fwd PER은 19.4배와 20.5배에 해당한다.

Shenzhou 실적 추이



자료 Datastream, SK증권

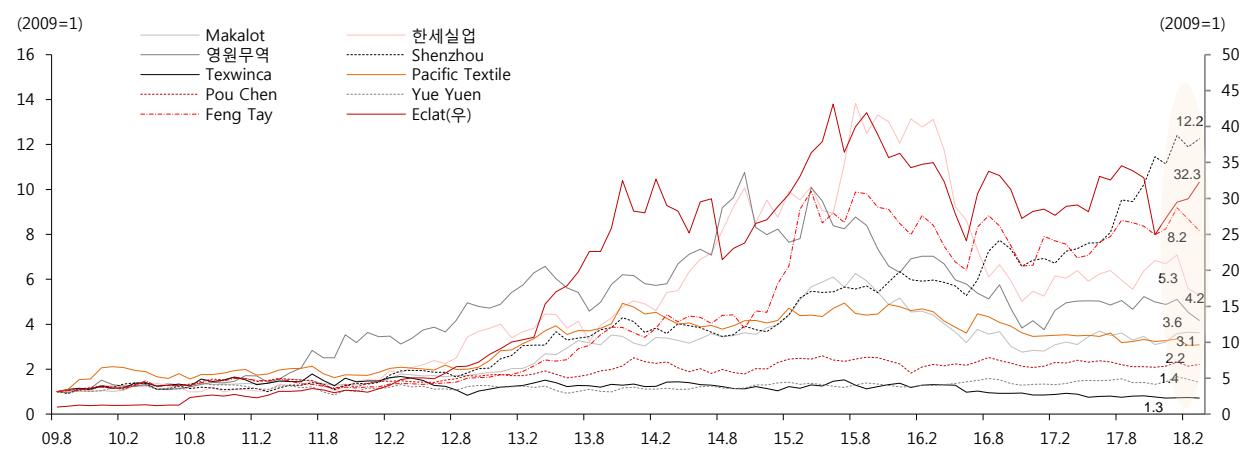
Eclat 실적 추이



자료 Datastream, SK증권

2009년 금융 위기 이후 글로벌 OEM/ODM 업체들 주가 흐름

(2009=1)



자료 : Datastream, SK증권

주 : 2009년 8월 기준 현재까지의 주가를 Index화 한 수치

의류 호황기가 끝난 지금에도 이들 업체들이 호황기 시절 국내 OEM 업체들이 받았던 수준의 높은 벨류에이션 프리미엄을 받을 수 있는 이유는 무엇일까? 이들의 가장 큰 경쟁력은 수직계열화로 인한 높은 이익률이다. 글로벌 OEM 업체 중 최근 10년간 가장 큰 폭의 주가 상승을 시현한 Eclat의 경우, 스포츠웨어 생산 업체로서 스포츠웨어 산업의 자체 성장에 힘입어 가파른 매출 성장을 달성한 영향도 있지만, 더불어 수직계열화의 일환인 원단 사업 내재화로 성공적인 마진 개선을 이루며 2008년 5%에 못 미쳤던 영업이익률을 2017년 17%까지 끌어올린 것이 주가 상승의 핵심이라는 판단이다.

2017년 기준 Eclat의 원단 사업과 OEM 사업의 매출 비중은 각각 30%와 70%를 차지하는데, 수직계열화의 일환으로 원단 사업의 40% 이상이 회사의 자체 의류 생산 원부자재로 조달된다. Eclat의 주 고객사가 나이키(Nike)뿐 아니라 언더아머(Under Armour), 룰루레몬(Lululemon), JC Penny, Macy's 등 최근 실적 부진으로 대규모 점포 정리와 구조조정이 이뤄지고 있는 업체들임을 감안하면, 전방 산업의 부진 속에서도 양호한 매출 성장과 높은 영업이익률을 달성한 것으로 평가할 수 있다. 전방 업체들의 좋지 않은 상황 속에서도 꾸준한 매출성장과 높은 이익률을 시현할 수 있었던 원동력에는 원단-봉제 산업의 수직계열화가 상당 부분 자리 잡고 있었던 것으로 판단한다. 또한, 중국 OEM 업체 션저우의 경우에도 꾸준한 수직계열화 작업과 생산성 개선으로 20% 대의 고마진을 유지하고 있어 경쟁사 대비 이익률 측면에서 압도적인 우위를 차지하고 있다.

글로벌 의류/신발 OEM/ODM 피어 그룹 투자지표

(단위: 백만 USD, 각국 통화, 배)

회사명	국가	통화단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국통화)	12 Fwd PE	12 Fwd Market PE	Valuation Premium	2018E PE	2019E PE	12 Fwd PB	12 Fwd Market PB	Valuation Premium	2018E PB	2019E PB
Best Pacific International	홍콩	HKD	431.8	3.3	8.0	12.5	-36%	8.4	6.6	1.3	1.1	16%	1.3	1.1
Pacific Textiles	홍콩	HKD	1409.6	7.7	11.4	12.5	-8%	13	11.5	3.3	1.1	204%	3.4	3.3
Shenzhou	홍콩	HKD	16889.9	88.2	21.2	12.5	70%	23.1	19.3	5.6	1.1	415%	5.7	5.2
Eclat Textile	대만	TWD	34654	370.0	23.1	13.8	68%	23.6	20.5	5.9	1.8	221%	6.0	5.4
Makalot	대만	TWD	1004.3	140.5	17.8	13.8	29%	18.7	16.8	3.3	1.8	79%	3.3	3.2
Li & Fung	홍콩	HKD	4175.7	3.9	17.6	12.5	41%	18.3	14.9	15.7	1.1	1344%	15.7	15.5
Pou Chen	대만	TWD	3923.1	39.0	7.9	13.8	-43%	8.5	6.8	1.0	1.8	-43%	1.1	0.9
Yue Yuen	홍콩	HKD	5145.1	24.5	10.5	12.5	-16%	10.6	10.1	9.1	1.1	741%	9.1	9.1
Feng Tay	대만	TWD	3032.6	133.0	17.3	13.8	26%	17.9	15.9	5.1	1.8	181%	5.3	4.7
한세실업	한국	KRW	8322	22250	12.5	9.7	30%	13.1	10.8	1.6	1.1	53%	1.7	1.5
영원무역	한국	KRW	1141.5	27550	9.2	9.7	-4%	9.7	8.6	0.9	1.1	-18%	0.9	0.8
화승엔터프라이즈	한국	KRW	546.2	19300	9.2	9.7	-5%	9.8	7.6	1.8	1.1	71%	1.9	1.6
태평양물산	한국	KRW	143.5	3075	6.5	9.7	-33%	7.1	5.2	1.0	1.1	-3%	1.1	0.9
JS 코퍼레이션	한국	KRW	190.8	15300	12.6	9.7	31%	13.4	10.6	1.2	1.1	13%	1.2	1.1
백산	한국	KRW	135.3	5980	5.3	9.7	-46%	5.3	4.7	0.8	1.1	-20%	0.9	0.7
호전실업	한국	KRW	113.0	15100	8.8	9.7	-9%	9.5	7.5	1.2	1.1	9%	1.2	1.0

자료: Datastream, SK 증권

주: 2018년 4월 13일 기준

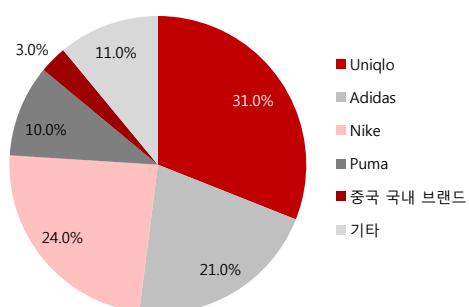
(4) 글로벌 슈퍼 벤더의 등장: 선저우(Shenzhou)

시가총액 161 억 달러(원화 기준 약 17.2조원)로 글로벌 의류 OEM/ODM 피어 업체 중 가장 큰 규모를 가진 선저우는 최근까지도 국내 OEM/ODM 사와는 달리 호실적을 시현하였다. 우리나라 업체들이 실적 하락 국면에 접어들었던 2015, 2016, 2017년, 선저우는 각각 11.3%, 13.0%, 17.8%의 높은 y-y 매출액 성장률을 기록했으며, 2016년 기준 영업이익률은 22.9%로 피어 대비 압도적으로 높은 이익률을 시현하였다. 선저우가 이처럼 꾸준한 매출 성장과 높은 마진율을 이어나갈 수 있었던 데에는 다음과 같은 이유들이 있었다.

첫째로, 선저우는 한화 기준 3 조원에 달하는 연매출(2017년 기준)을 기록, 압도적인 외형 규모로 규모의 경제 효과를 특특히 누리며 지속적인 고객 다변화로 시장 점유율을 확대하고 있다. 매출 비중의 75% 이상을 차지하는 Top 3 고객사는 유니클로, 아디다스, 나이키로 최근 몇 년간 고성장세를 이뤄온 탄탄한 브랜드 업체들로써, 선저우와 win-win 효과를 누리며 동반 성장 해왔다. 특히, 선저우의 주요 제품군인 스포츠웨어는 의류 산업 내에서도 최근 몇 년간 고성장을 시현한 카테고리이다. 결국, 회사는 1) 고객사 다변화와 2) 고객사 자체의 고성장, 그리고 3) 주력 제품군인 스포츠웨어 산업의 호황, 이 삼박자가 고루 맞아 떨어져 고성장세를 이어올 수 있었던 것이다.

Shenzhou 2016년 고객사별 매출 비중

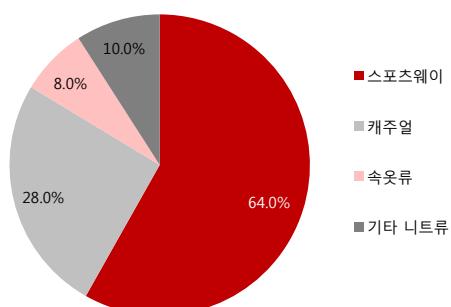
(단위: %)



자료: Shenzhou, SK 증권
주: 2016 1H 기준

Shenzhou 2016년 품목별 매출 비중

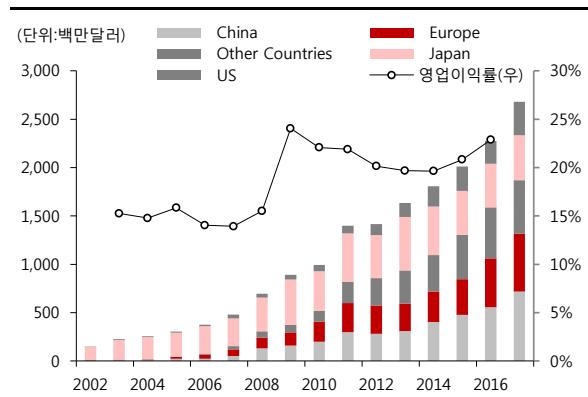
(단위: %)



자료: Shenzhou, SK 증권
주: 2016 1H 기준

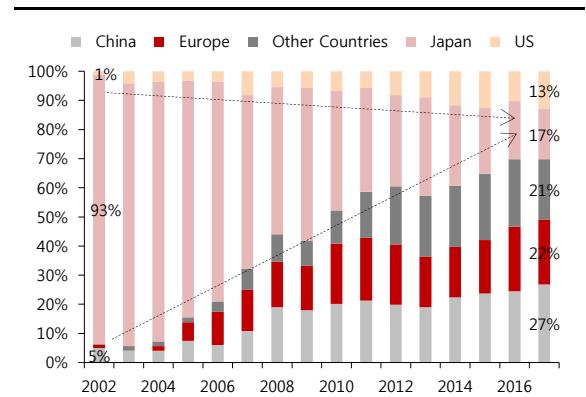
2) 션저우가 성장할 수 있었던 두 번째 이유는 '낮은 북미 시장 노출도'다. 션저우의 미국 향 매출은 2016년 기준 13%에 불과해 국내 OEM 업체들 대비 매우 낮아 최근 미국의 소비 위축 및 전방 산업 부진의 영향을 최소화 시킬 수 있었다.

Shenzhou 카테고리별 매출 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Shenzhou 국가별 매출 비중 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

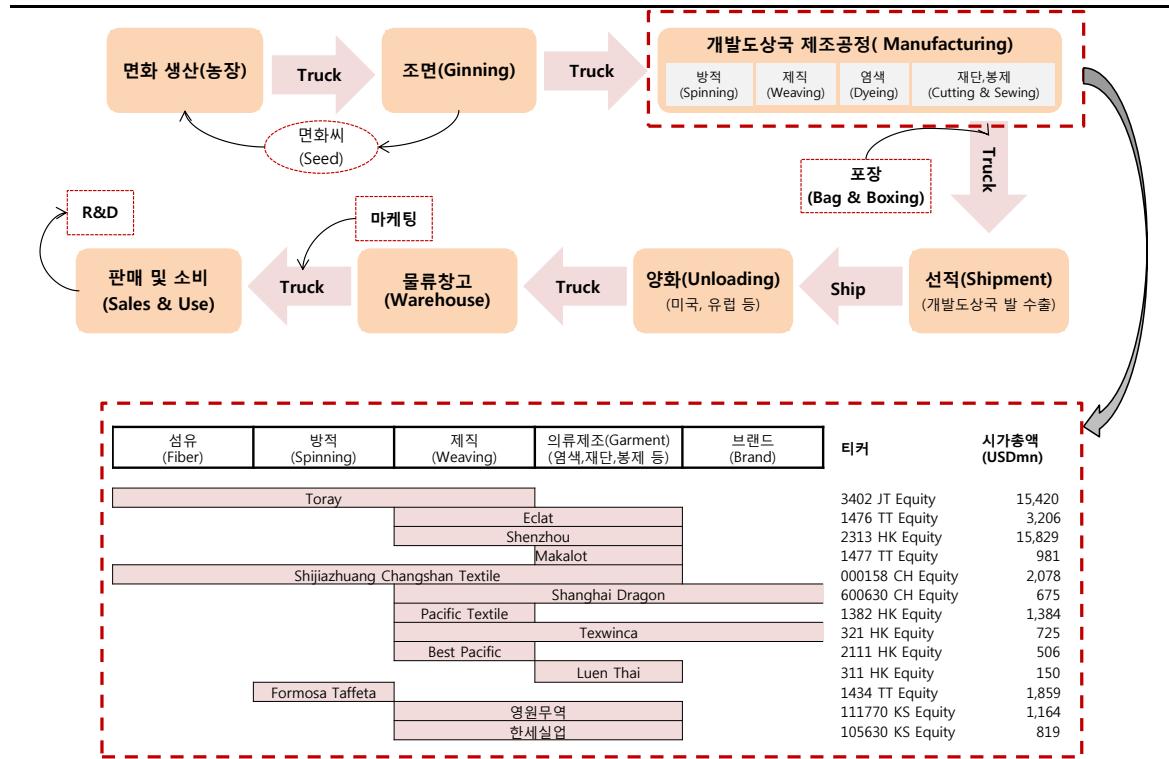
3) 또한, 션저우가 베트남 증설을 통해 생산 국가를 다변화시킨 것도 외형성장과 수익성 개선에 긍정적인 역할을 하였다. 회사는 본래 대부분의 생산을 중국 내에서 진행했는데 최근 2~3년간 베트남 증설을 늘려 2017년 생산 capa 기준으로 중국 외 생산 비중을 30%까지 빠르게 확대했다. 중국 생산기지 비중이 높다는 점은 최저임금 등 비용 측면에서 부정적인 면이 크지만, 중국 내수 시장이 커지는 상황에서는 내수 납품이기 때문에 가질 수 있는 짧은 납기와 관세 면제 혜택 등의 경쟁력을 가질 수 있다. 션저우는 과거 중국의 의류 소비 Boom 이 일었던 시기에 내수 생산의 메리트를 적극 활용했던 것으로 분석되며 향후에는 동남아로의 기지 이전을 통해서 생산성과 수익성 개선의 발판을 마련하고 있는 것으로 보인다.

4) 마지막으로 션저우의 최고 경쟁력이라고 할 수 있는 압도적인 이익률 달성을의 핵심은 섬유-생산까지의 대규모 수직계열화 작업이다. 회사는 재직부터 봉제까지의 수직계열화를 통해 장기적으로 이상적인 의류 OEM/ODM 모델을 갖춘 것으로 보인다. 제품 Mix 다양화와 수직계열화에 따른 원가비용 절감으로 마진 개선 upside 가 여전히 잔존한다는 판단이다. 션저우의 원단 사업부 매출은 100% 내부 생산용으로 쓰이는데, 원단 생산 capa 는 2017년 말 기준 200 톤/day 로, 2018년 상반기까지 250 톤/day 로 늘릴 예정에 있다. 즉, 원단 사업부는 전체가 다 내부 매출로 인식되지만, 그만큼 원가 비용 절감에 도움이 되기 때문에 생산량을 지속적으로 늘리고 있는 것이다. 또한, 성공적인 수직계열화 작업으로 생산성 향상 역시 기대되며, 고객사들의 짧은 리드타임에 대한 수요도 피어 업체들 대비 가장 잘 만족시킬 수 있을 전망이다.

션저우의 수직계열화 작업이 우리나라 업체들에게 가져다 주는 시사점은 크다. OEM 산업의 방향이 1) 짧은 리드타임, 2) 낮은 단가, 3) 다품종 소량생산에 대한 수요로 이어지고 있음에 따라 이 모든 것을 이루기 위해서는 규모의 경제 효과를 동반한 수직계열화 작업이 필수적이라는 판단 때문이다. 대표적인 국내 OEM 업체라고 할 수 있는 한세실업과 영원무역 역시 수직계열화 작업을 진행하고 있는 상황이지만 아직까지 그 성과가 가시화되고 있지 않다. 물론 단기적으로는 고객사 다변화와 성장률이 높은 고객사 위주의 오더를 받는 것 역시 실적 개선의 Key 가 될 수 있다. 하지만 OEM 산업 내에서 고마진 업체 위주로 제 2 차 벤더 Consolidation 현상이 일어나고 있고, 기업의 규모에 따라 양극화가 심해지고 있기 때문에 보다 빨리 수직계열화 작업을 안착시키는 것이 기업의 장기적인 성장 측면에서는 무엇보다 중요하다.

결론적으로, 션저우는 수직계열화를 발판으로 고성장을 유지해 나가고 있으며, 중국 공장의 생산 효율성도 2016년 30~40%에 비해 2017년 50~60%까지 확연히 높일 수 있었다. 션저우는 2017년 낭보(중국), 캄보디아, 베트남 공장의 생산 효율성이 각각 9%, 15%, 86%이며, 이 수치는 2018년에도 지속 증가할 것이라고 밝힌 바 있다. 시장에서는 캐주얼 의류 브랜드 업체들의 안정적인 주문 증가와 스포츠 의류 브랜드 업체들의 견고한 수요와 함께 션저우의 매출과 ASP(객단가) 역시 각각 전년동기대비 18% 와 5% 증가할 것으로 전망하고 있다.

의류 OEM/ODM 산업 Supply Chain 및 주요 OEM 업체 수직계열화 진행 상황

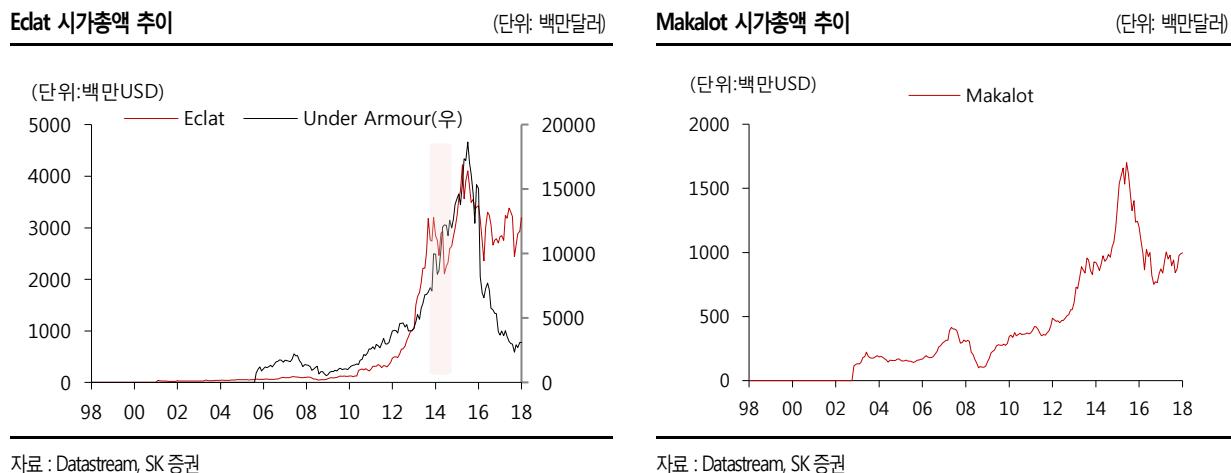


자료 : SK 증권

(5) 대만 피어 업체들과의 비교

Eclat과 Makalot은 대만의 대표적인 OEM 업체로 국내 시장에서 OEM 산업의 피어 그룹 군으로 많이 분류되는데, Makalot의 경우, Eclat 대비 1) 규모가 30% 수준에 불과하며(시가총액 기준), 2) 가능성 의류가 아닌 일반 니트 의류만 제작한다는 측면에서 부가가치가 떨어지며, 3) 수직계열화 작업 속도가 더딘 것으로 확인되어 향후 성장 전망은 제한적이라는 판단이다.

우리나라 업체들은 아직까지 수직계열화 작업이나 부가가치, 그리고 규모적인 측면에서 Eclat 보다는 Makalot과 더 비슷한 상황에 처해있는 것으로 판단한다. 향후 국내 OEM/ODM 업체들이 션저우와 같이 고마진과 고성장을 이루며 제2의 벤더 Consolidation 현상에서 우위를 차지할 수 있을지 여부는 수직계열화 작업의 진행 상황과 함께 지켜볼 필요가 있다는 판단이다. Makalot과 Eclat의 1~2월 누적 매출 성장(대만달러 기준)은 각각 전년동기대비 +22.6%와 -4.3%의 증감율을 보였는데, 이 역시 Eclat은 수직계열화 작업 진전에 따른 수혜가 있는 반면, Makalot은 전방산업 부진에 따른 여파를 지속적으로 받고 있는 것으로 볼 수 있다.



(6) 국내 의류 OEM/ODM 현황 점검

전방 상황의 개선에 대한 기대감이 높아지고 있는 시기로 국내 OEM/ODM 업체들 역시 이에 따른 수혜가 가능한 상황이다. 한세실업은 전방 상황의 개선, 하반기 성수기 시즌의 도래 그리고 전년의 기저효과가 함께 존재하는 구간이다. 여전히 고객사들의 단가 압박, 원부자재 가격 상승에 대한 부담 등이 존재하지만 Q 의 개선에 대한 기대가 더 크다. 12M Fwd PER 8.8X로 PER Band 하단까지 주가 하락한 영원무역 역시 전방 상황 개선에 따른 외형 성장 그리고 자전거 사업부 실적 개선에 따른 전사 수익성 개선에 대한 기대감이 존재하는 상황이다.

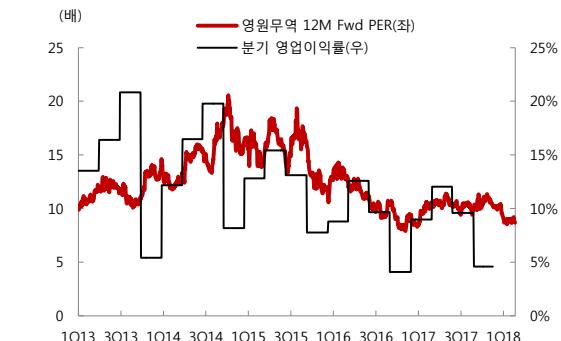
양사 모두 업황 개선에 따른 단기 주가 반등이 가능할 것으로 판단한다. 그러나 현재 의류 OEM/ODM 산업의 전반적인 업황을 감안하였을 때, 2015년 수준의 매출 성장 성과 수익성 그리고 벨류에이션 멀티플을 받기는 힘든 상황이다. 양사가 현재 진행중인 수직계열화 작업이 성공적으로 진행될 경우, 2015년 수준의 벨류에이션 멀티플을 기대해 볼 수 있을 것이다.

영원무역 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률



자료: Quantwise, SK 증권

영원무역 12M Fwd PER 과 분기 영업이익률



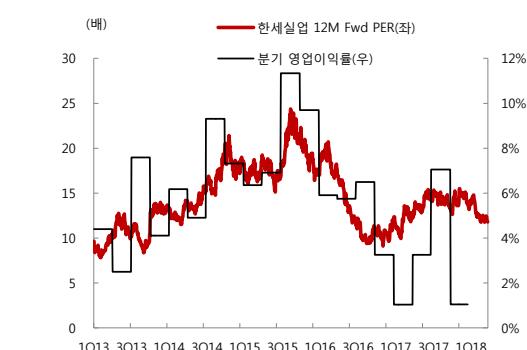
자료: Quantwise, SK 증권

한세실업 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률



자료: Quantwise, SK 증권

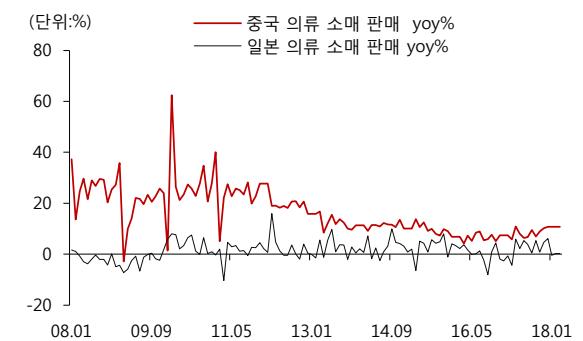
한세실업 12M Fwd PER 과 분기 영업이익률



자료: Quantwise, SK 증권

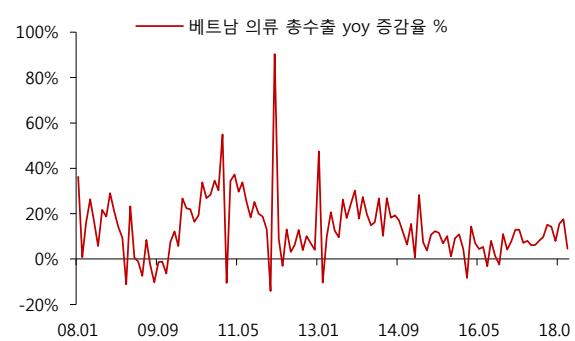
Appendix. 의류업 관련 통계

아시아 국가 의류 소매판매액 y-y 증감률 추이 (단위: %)



자료: Bloomberg, SK 증권

베트남 총 의류 수출액 y-y 증감률 (단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

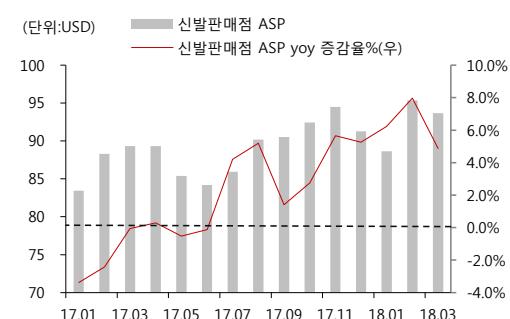
전체 신발매장 판매는 강세 지속 (단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

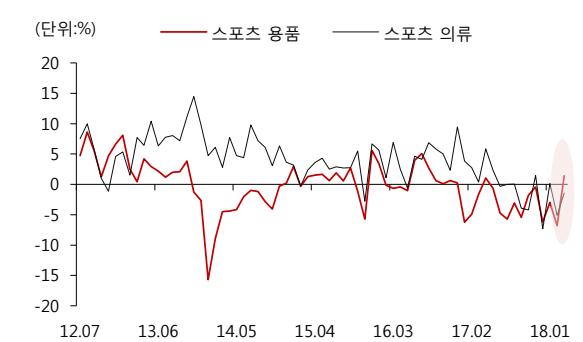
주: 미국 신발 가두점 POS 단말기 매출의 y-y 성장률

신발판매점 객단가와 y-y 증감률 (단위 : 달러 %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

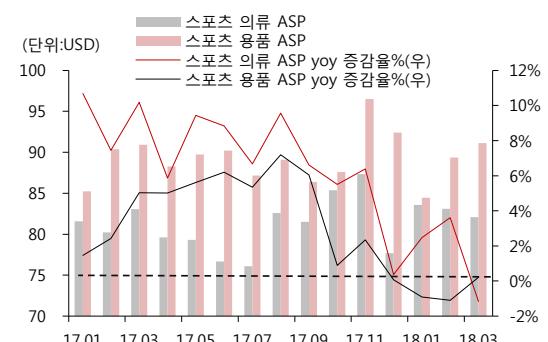
최근 스포츠 매장의 판매 실적은 소폭 반등 (단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

주: 미국 스포츠 매장 POS 단말기 매출의 y-y 성장률

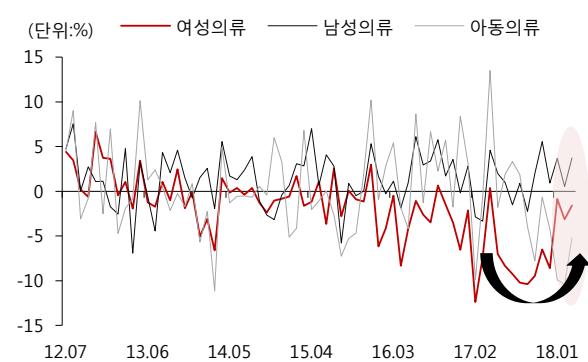
스포츠 매장 객단가와 y-y 증감률 (단위 : 달러 %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

종류별 의류 판매 증가율은 회복 국면

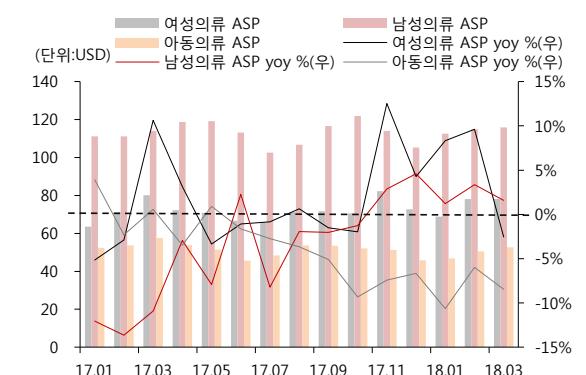
(단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK증권

의류 종류별 객단가와 y-y 증감율

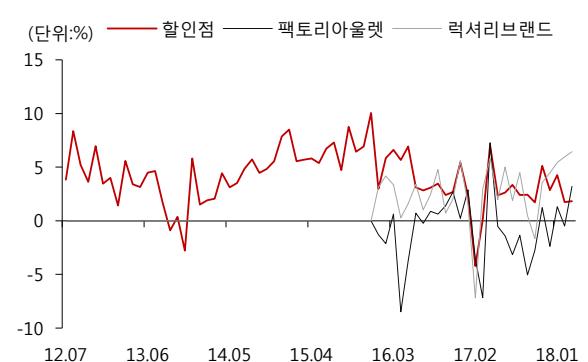
(단위: 달러 %)



자료 : Bloomberg, SK증권

의류 유통업체별 판매도 회복 구간으로

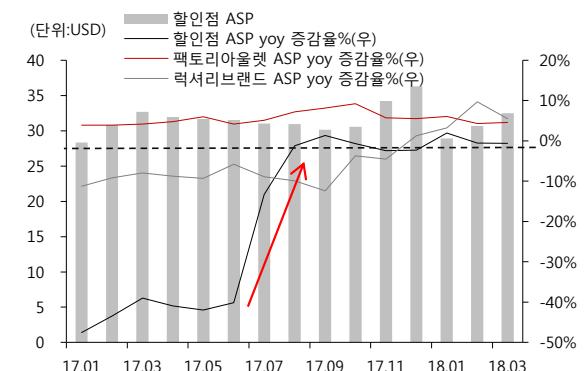
(단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK증권

객단가 역시 최근 y-y 플러스 전환

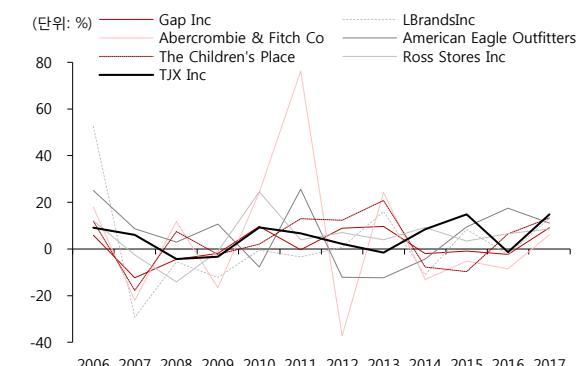
(단위: 달러 %)



자료 : Bloomberg, SK증권

업체별 재고성장을 추이

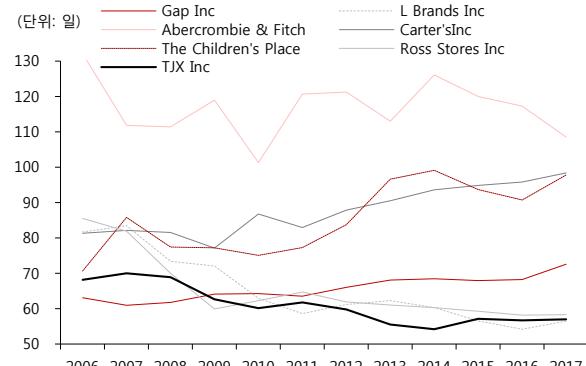
(단위: %)



자료: 각 사, Bloomberg, SK증권

업체별 재고 회전일수 추이

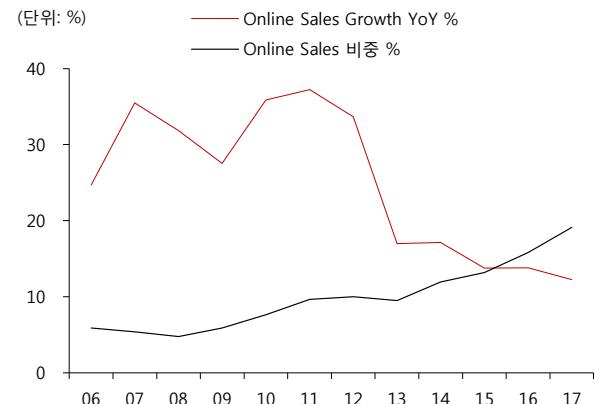
(단위: 일)



자료: 각 사, Bloomberg, SK증권

온라인 매출은 지속 증가할 것

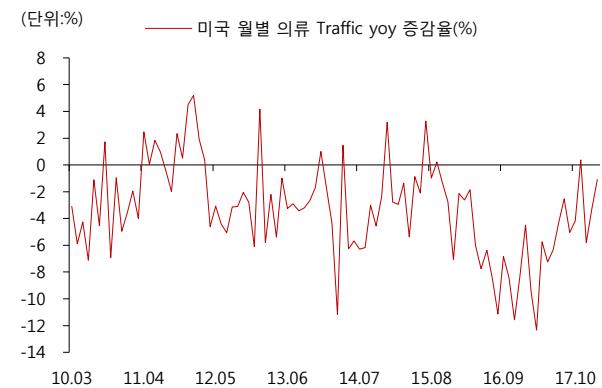
(단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

미국 월별 의류 Traffic 증감률 y-y%

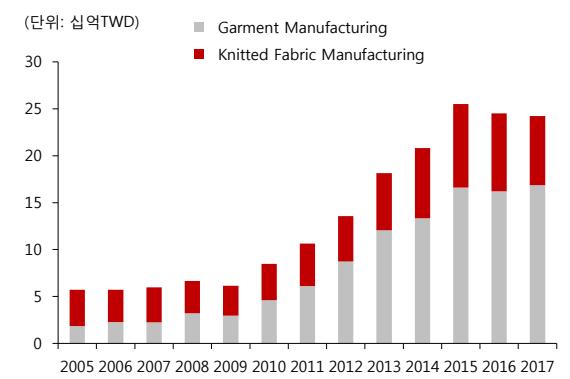
(단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Edat 제조 상품별 매출 추이

(단위: 십억 대만달러)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Edat 미국 향 매출 비중 추이

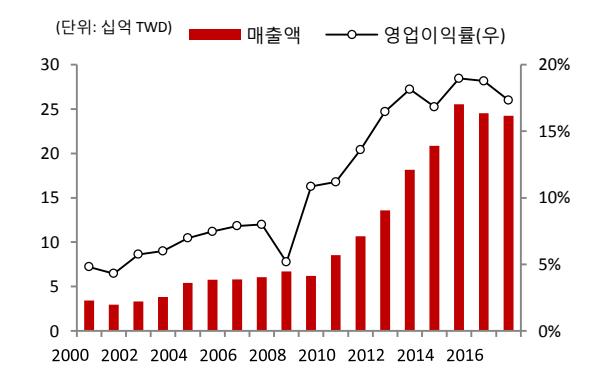
(단위 : %)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Edat 매출액 및 y-y 영업이익률 추이

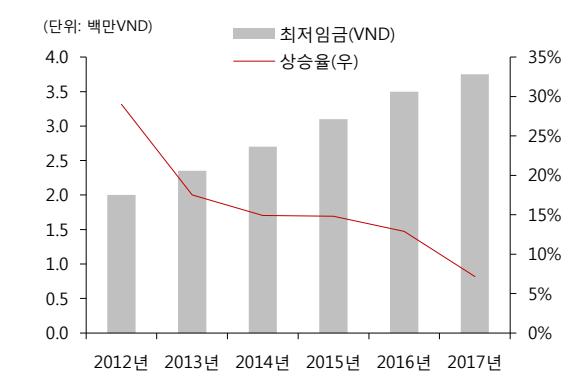
(단위: 백만 달러, %)



자료: Bloomberg, SK 증권

베트남 최저임금 및 상승률 추이

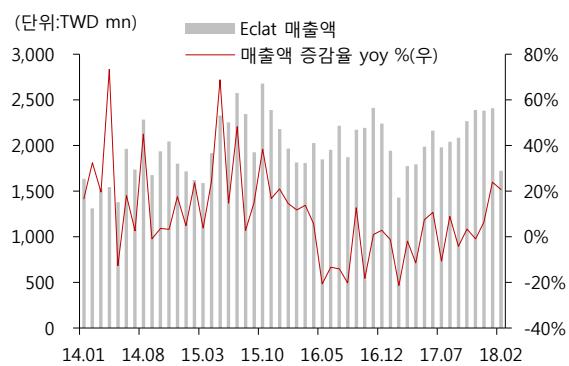
(단위 : 백만 VND %)



자료: Bloomberg, SK 증권

Eclat 월별 매출 추이

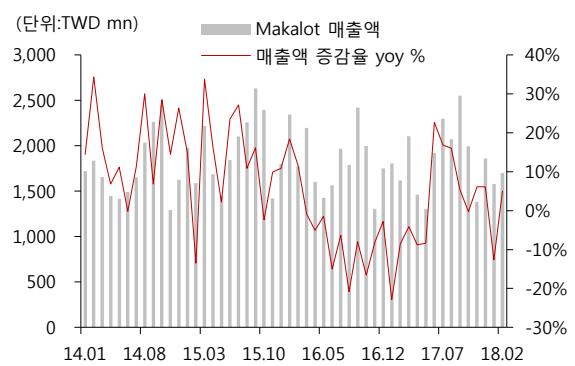
(단위: 백만 대만달러)



자료 : Eclat, SK 증권

Makalot 월별 매출 추이

(단위: 백만 대만달러)



자료 : Makalot, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,553 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외) 4)	26.02%
국민연금공단	12.60%
외국인지분률	23.20%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(18/04/13)	154,500 원
KOSPI	2455.07 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	158,500 원
52주 최저가	102,500 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	12.8%	14.6%
6개월	17.1%	17.9%
12개월	11.2%	-2.7%

코스맥스 (192820/KS | 매수(상향) | T.P 180,000 원(상향))

모든 사이트의 수익성이 개선되는 구간

- 1Q18E 매출액 2,786 억원(y-y +27.2%), 영업이익 105 억원(y-y +10.1%)
- 영업이익 컨센서스 106 억원에 부합하는 실적을 추정
- 중국 매출액 y-y +28.0% 증가하면서 고공 성장세를 지속한 것으로 추정
- 국내, 중국 모두 대규모 증설에 따른 고정비 부담으로 수익성 악화는 불가피한 상황
- 그러나 모든 사이트의 수익성 개선이 기대되는 상황, 투자의견과 목표주가 모두 상향

[1Q18E Preview] 고공 성장세의 중국, 고정비 부담이 지속된 국내

1Q18E 매출액 2,786 억원(y-y +27.2%), 영업이익 105 억원(y-y +10.1%)으로 영업이익 컨센서스 106 억원에 부합하는 실적을 시현할 것으로 추정한다. 국내 부문은 원브랜드샵향 오더 축소가 지속되고 있으나, H&B 및 온라인향 오더의 증가 그리고 마스크시트 판매 확대로 y-y +2.0% 매출액 성장할 것으로 추정한다. 다만, 여전히 가동률 하락에 따른 고정비 부담이 지속되면서 국내부문 영업이익률은 y-y -2.9%p 하락한 5.1%를 기록할 것으로 추정된다. 17년 연간 y-y +30.8%의 매출 성장을 시현한 중국은, 1Q18E 역시 매출액 y-y +28.0% 증가하는 호조세가 지속된 것으로 추정된다. 다만, 중국 역시 대규모 증설에 따른 고정비 증가로 영업이익률은 y-y -1.3%p 하락한 8.0%를 시현한 것으로 추정된다. 이외 인도네시아는 1Q18E 까지 고객사 제품 리뉴얼에 따른 일시적인 부진이 이어질 전망이며, 미국은 누월드 인수 효과로 큰 폭의 매출 성장을 시현한 것으로 추정된다.

모든 사이트의 수익성 개선이 기대되는 상황, 투자의견과 목표주가 모두 상향

국내, 중국, 인도네시아, 미국 모두 뒤로 갈수록 수익성이 개선될 전망이다. 국내와 중국은 상반기까지 대규모 투자에 따른 고정비 부담이 지속되겠지만, 국내 화장품 산업의 업황 회복과 현재의 중국 현지 매출 성장세를 감안하면 하반기부터 점진적인 수익성 개선이 가능할 전망이다. 이외 미국과 인도네시아는 매출 확대에 따라 매분기 수익성 개선이 가능한 상황이다. 18년 실적 추정치 상향(EPS +15.4%) 조정하였으며, 동사 모든 사이트의 수익성이 바닥을 지나가고 있는 구간임을 반영하여 투자의견 기준 Hold에서 Buy로 상향하며, 목표주가 역시 기준 135,000 원에서 180,000 원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	533	757	884	1,174	1,369	1,600
yoy	%	59.7	41.9	16.8	32.8	16.6	16.8
영업이익	십억원	36	53	35	66	99	122
yoy	%	47.7	46.4	-33.2	88.3	49.0	23.7
EBITDA	십억원	45	65	55	91	124	148
세전이익	십억원	29	46	25	55	87	111
순이익(자배주주)	십억원	21	35	19	43	66	83
영업이익률%	%	6.7	7.0	4.0	5.6	7.2	7.6
EBITDA%	%	8.5	8.6	6.3	7.8	9.0	9.2
순이익률	%	3.5	4.2	1.8	3.4	4.6	5.0
EPS	원	2,301	3,759	1,876	4,259	6,576	8,256
PER	배	78.0	31.8	62.4	36.3	23.5	18.7
PBR	배	16.9	5.7	5.4	6.0	4.8	3.9
EV/EBITDA	배	41.2	21.4	28.3	21.5	15.6	13.0
ROE	%	23.8	22.5	8.8	18.0	22.8	23.2
순차입금	십억원	190	179	362	378	358	340
부채비율	%	354.8	221.2	309.0	285.0	244.9	217.3

코스맥스 분기별 실적추정

(단위 : 십억원)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
Sales	Sales	219.1	232.3	208.5	224.0	278.6	309.2	282.1	304.1	757.0	884.0	1,174.0
y-y		26.3%	17.5%	12.0%	12.2%	27.2%	33.1%	35.3%	35.7%	41.9%	16.8%	32.8%
KOREA		142.3	137.7	119.2	129.0	145.2	149.4	137.1	148.3	505.5	528.2	580.0
CHINA		77.0	105.5	88.0	100.7	98.6	135.1	112.6	129.0	283.9	371.2	475.2
Shanghai		67.7	92.2	77.5	89.4	86.7	118.0	99.2	114.4	252.9	326.8	418.3
Guangzhou		9.3	13.4	10.5	11.3	11.9	17.1	13.4	14.5	31.0	44.5	56.9
Indonesia		2.9	1.9	2.3	1.9	2.0	2.2	3.0	3.3	3.0	9.0	10.5
USA		7.2	6.3	11.9	12.6	46.0	48.0	47.0	51.0	17.6	38.1	54.0
y-y	KOREA	14.8%	7.5%	-3.6%	-0.7%	2.0%	8.5%	15.0%	15.0%	35.7%	4.5%	9.8%
	CHINA	32.6%	29.8%	23.8%	37.1%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	31.9%	30.8%	28.0%
	Shanghai	33.8%	28.1%	22.0%	33.8%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	39.7%	29.2%	28.0%
	Guangzhou	24.7%	43.0%	38.9%	70.9%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%	-9.5%	43.6%	28.0%
	Indonesia	527.6%	254.5%	264.4%	41.5%	-30.7%	18.7%	29.6%	70.3%	77.5%	201.0%	16.8%
	USA	155.3%	36.3%	189.1%	111.4%	80.2%	89.2%	17.2%	19.4%	0.0%	116.9%	41.9%
OP	OP	9.4	14.3	5.0	6.4	10.5	17.9	18.7	19.1	52.6	35.1	66.2
y-y		-28.0%	-21.2%	-57.8%	-32.5%	12.1%	24.8%	271.7%	198.6%	46.4%	-33.2%	88.3%
OPM		4.3%	6.2%	2.4%	2.8%	3.8%	5.8%	6.6%	6.3%	7.0%	4.0%	5.6%
KOREA		8.0	7.0	2.4	1.5	5.1	7.5	9.6	8.9	43.3	18.8	31.0
CHINA		7.2	11.7	4.4	7.4	7.9	10.8	8.9	10.7	29.5	30.6	38.3
Shanghai		5.8	8.8	3.1	6.3	6.5	8.8	7.4	9.2	22.9	23.9	31.9
Guangzhou		1.4	2.9	1.3	1.1	1.4	2.0	1.5	1.5	6.5	6.7	6.3
% Margin	KOREA	5.6%	5.1%	2.0%	1.1%	3.5%	5.0%	7.0%	6.0%	8.6%	3.6%	5.4%
	CHINA	9.3%	11.1%	5.0%	7.3%	8.0%	8.0%	7.9%	8.3%	10.4%	8.2%	8.1%
	Shanghai	8.5%	9.5%	4.0%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%	8.0%	9.1%	7.3%	7.6%
	Guangzhou	15.2%	22.0%	12.0%	10.0%	11.5%	11.5%	11.0%	10.5%	21.1%	15.2%	11.1%

자료 : 코스맥스, SK 증권

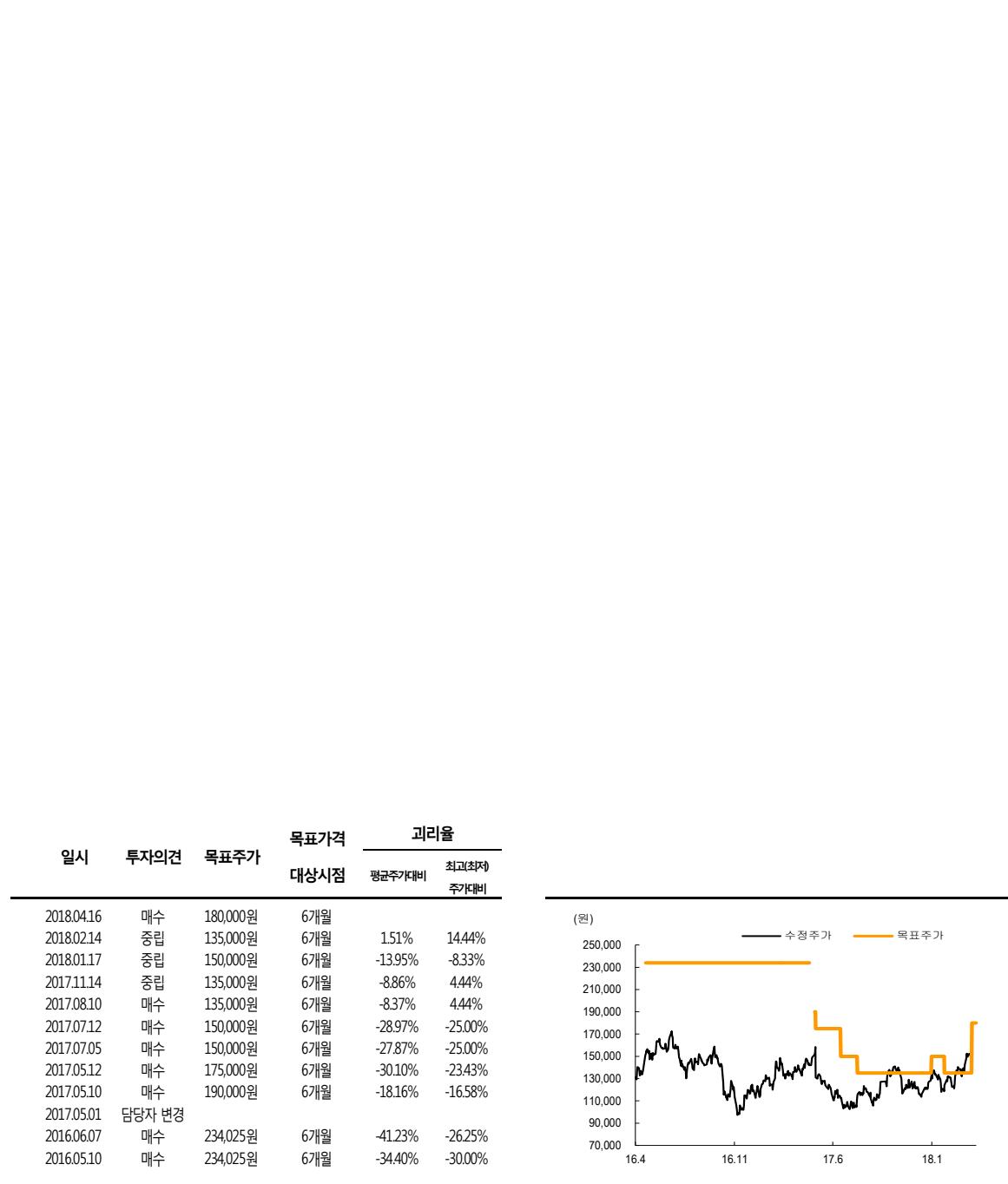
주 : 상해 광저우 영업이익 영업이익률은 추정치, 누월드는 Total Sales, OP 예 1Q18 부터 반영되어 있음

PER Valuation

(억원, 배, 원)

구분	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상실적기준 지배주주순이익	428	41.7	17848	글로벌 화장품 4개사 18년 평균 PER 15% 할증
Shares Outstanding(000)			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share			177,659	
Target Price			180,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(서영화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396	500	588	681	806
현금및현금성자산	68	39	22	43	61
매출채권및기타채권	192	251	288	315	369
재고자산	125	185	245	286	334
비유동자산	270	434	434	443	451
장기금융자산	11	16	16	16	16
유형자산	236	307	303	309	314
무형자산	6	91	90	89	88
자산총계	666	934	1,022	1,124	1,257
유동부채	384	522	573	614	677
단기금융부채	190	242	242	242	242
매입채무 및 기타채무	162	256	299	335	391
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	75	184	184	184	184
장기금융부채	60	163	163	163	163
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	459	706	757	798	861
지배주주지분	211	218	258	321	394
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	58	65	105	168	241
비자본주주지분	-4	10	8	5	2
자본총계	207	228	266	326	396
부채와자본총계	666	934	1,022	1,124	1,257

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	31	0	18	65	69
당기순이익(순실)	31	16	39	63	80
비현금성항목등	38	45	52	61	68
유형자산감가상각비	12	20	24	24	25
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	6	5	0	0	0
운전자본감소(증가)	-26	-41	-58	-34	-47
매출채권및기타채권의 감소증가)	-47	-57	-37	-27	-53
재고자산감소증가)	-41	-60	-61	-41	-48
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	56	94	43	36	56
기타	6	-19	-4	-2	-3
법인세납부	-13	-20	-15	-24	-31
투자활동현금흐름	-97	-172	-20	-30	-30
금융자산감소(증가)	-7	-7	0	0	0
유형자산감소(증가)	-88	-81	-20	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-85	0	0	0
기타	-2	1	0	0	0
재무활동현금흐름	117	143	-15	-15	-22
단기금융부채증가(감소)	-5	53	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	107	0	0	0
자본의증가(감소)	93	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-3	-3	-10
기타	-8	-7	-12	-12	-12
현금의 증가(감소)	51	-29	-17	21	18
기초현금	17	68	39	22	43
기말현금	68	39	22	43	61
FCF	-58	-169	-5	32	36

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757	884	1,174	1,369	1,600
매출원가	639	772	964	1,121	1,304
매출총이익	118	112	210	249	295
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	17.9	18.2	18.5
판매비와관리비	65	77	143	150	173
영업이익	53	35	66	99	122
영업이익률 (%)	7.0	4.0	5.6	7.2	7.6
비영업손익	-6	-10	-11	-11	-11
순금융비용	7	9	11	11	11
외환관련손익	-1	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	55	87	111
세전계속사업이익률 (%)	6.1	2.9	4.7	6.4	6.9
계속사업법인세	15	10	15	24	31
계속사업이익	31	16	39	63	80
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	39	63	80
순이익률 (%)	4.2	1.8	3.4	4.6	5.0
지배주주	35	19	43	66	83
지배주주구속 순이익률(%)	45.9	21.3	3.65	4.83	5.19
비지배주주	-3	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	24	16	40	63	80
지배주주	28	19	43	66	83
비지배주주	-4	-3	-3	-3	-3
EBITDA	65	55	91	124	148

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	41.9	16.8	32.8	16.6	16.8
영업이익	46.4	-33.2	88.3	49.0	23.7
세전계속사업이익	57.6	-45.7	116.9	59.0	26.9
EBITDA	44.6	-15.0	64.3	36.0	19.2
EPS(계속사업)	63.4	-50.1	127.0	54.4	25.6
수익성 (%)					
ROE	22.5	8.8	18.0	22.8	23.2
ROA	5.7	1.9	4.0	5.9	6.7
EBITDA/마진	8.6	6.3	7.8	9.0	9.2
안정성 (%)					
유동비율	103.2	95.8	102.6	110.9	119.0
부채비율	221.2	309.0	285.0	244.9	217.3
순차입금/자기자본	86.5	158.4	142.5	109.8	85.8
EBITDA/이자비용(배)	9.5	5.9	7.9	10.7	12.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,759	1,876	4,259	6,576	8,256
BPS	20,990	21,704	25,661	31,934	39,187
CFPS	5,115	3,890	6,729	9,084	10,800
주당 현금배당금	1,000	300	300	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	51.0	84.5	36.3	23.5	18.7
PER(최저)	25.9	54.6	27.7	17.9	14.3
PBR(최고)	9.1	7.3	6.0	4.8	3.9
PBR(최저)	4.6	4.7	4.6	3.7	3.0
PCR	23.4	30.1	23.0	17.0	14.3
EV/EBITDA(최고)	30.1	35.9	21.5	15.6	13.0
EV/EBITDA(최저)	17.9	25.7	17.5	12.7	10.5

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	103 억원
발행주식수	2,063 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,054 억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외)	51.70%
12)	
외국인지분률	13.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/04/13)	24,500 원
KOSDAQ	891.87 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	29,350 원
52주 최저가	16,000 원
60일 평균 거래대금	72 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.0%	-7.6%
6개월	43.3%	6.5%
12개월	-1.2%	-30.9%

뉴트리바이오텍 (222040/KQ | 매수(유지) | T.P 31,000 원(상향))

국내, 중국, 미국, 호주 모두 긍정적인 상황

- 1Q18E 매출액 431 억원(y-y +56.7%), 영업이익 45 억원(y-y +129.3%) 추정
- 국내, 중국, 미국 모두 견조한 매출 성장세가 지속
- 국내 : 신규 제형 설비의 가동, 국내와 글로벌 신규 고객사의 유입이 지속
- 미국 : q-q 성장세가 지속, 네트워크마케팅, 리테일 신규 고객사의 유입이 지속
- 목표주가 기존 26,500 원에서 31,000 원으로 상향

[1Q18E Preview] 견조한 매출 성장세를 지속

1Q18E 매출액 431 억원(y-y +56.7%), 영업이익 45 억원(y-y +129.3%)으로 영업이익 컨센서스 50 억원을 소폭 하회하는 실적을 추정한다. 국내, 중국, 미국 모두 4 분기의 호조세가 지속되고 있으며, 호주는 1 분기부터 본격 가동되기 시작하였다.

국내, 중국, 미국, 호주 모두 긍정적인 상황

국내는 내수 대비 수출의 성장성이 높은 상황이며, 신규 제형과 신규 고객사를 통한 성장이 지속되고 있다. 3Q17부터 본격 가동된 구미라인은 현재 가동률이 40~50% 수준 까지 올라왔다. 중국은 기존 네트워크마케팅업체향 신제품이 지속 확대되고 있으며, 2 분기부터는 리테일업체, 로컬소비재업체로 매출처가 확대될 전망이다. 미국은 q-q 매출 성장세가 지속되고 있는 상황이다. 1 분기부터는 액상 라인이 가동(17년에는 알약과 캡슐 라인만 가동)되기 시작하였으며, 2 분기에는 리테일 업체들과 개발중인 신제품이 출시될 예정이다. 미국은 2017년 연간 -81 억원의 영업적자를 시현하였는데, 매출액 증가에 따른 고정비 감소 효과로 수익성 역시 시간에 걸쳐 빠른 속도로 개선될 전망이다. 2018년 본격 가동이 시작된 호주는 호주의 메이저 건강기능식품 회사들의 제품을 이미 생산하기 시작하였으며, 1 분기 유산균 라인의 Setup 을 완료하였다. Made in Australia 의 강점을 이용하여 향후에는 중국향 물량이 빠르게 확대될 전망이다.

투자의견 Buy 유지하며, 목표주기를 기존 26,500 원에서 31,000 원으로 상향한다. 목표 주가는 코스맥스 목표주가 산출에 적용한 41.7 배의 PER 멀티플을 적용하여 산정하였다. 코스맥스와 유사한 매출 성장성, 이익 성장성을 보이고 있으며, 글로벌 생산 사이트를 구축하고 있다는 공통점을 감안하여, 동일한 멀티플을 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	775	1,208	1,364	1,860	2,273	2,273
yoy	%	65.2	55.8	12.9	36.4	22.2	0.0
영업이익	억원	108	188	115	207	260	260
yoy	%	211.0	74.3	-38.6	79.7	25.5	0.0
EBITDA	억원	137	188	115	207	260	260
세전이익	억원	104	209	101	188	241	241
순이익(자배주주)	억원	86	172	63	154	197	197
영업이익률%	%	13.9	15.5	8.5	11.1	11.4	11.4
EBITDA%	%	17.6	15.5	8.5	11.1	11.4	11.4
순이익률	%	11.1	14.2	4.7	8.3	8.7	8.7
EPS	원	513	834	304	744	954	955
PER	배	38.7	36.9	72.1	32.9	25.7	25.7
PBR	배	6.4	7.8	5.3	5.2	4.4	3.9
EV/EBITDA	배	29.2	35.6	44.9	27.7	21.9	21.1
ROE	%	22.5	23.7	7.5	16.8	18.6	16.1
순차입금	억원	-123	292	609	629	584	388
부채비율	%	78.3	121.8	130.8	127.6	119.9	106.8

Valuation & 실적추정

뉴트리바이오텍 PER Valuation

(단위 : 억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익	154	41.7	6,402	코스맥스 목표주가 산정에 적용한 PER Multiple
Shares outstanding ('000)			20,628	(글로벌 화장품 4 개사 18 년 E 평균 PER 을 15% 할증)
Fair value per share			31,036	
Target Price			31,000	

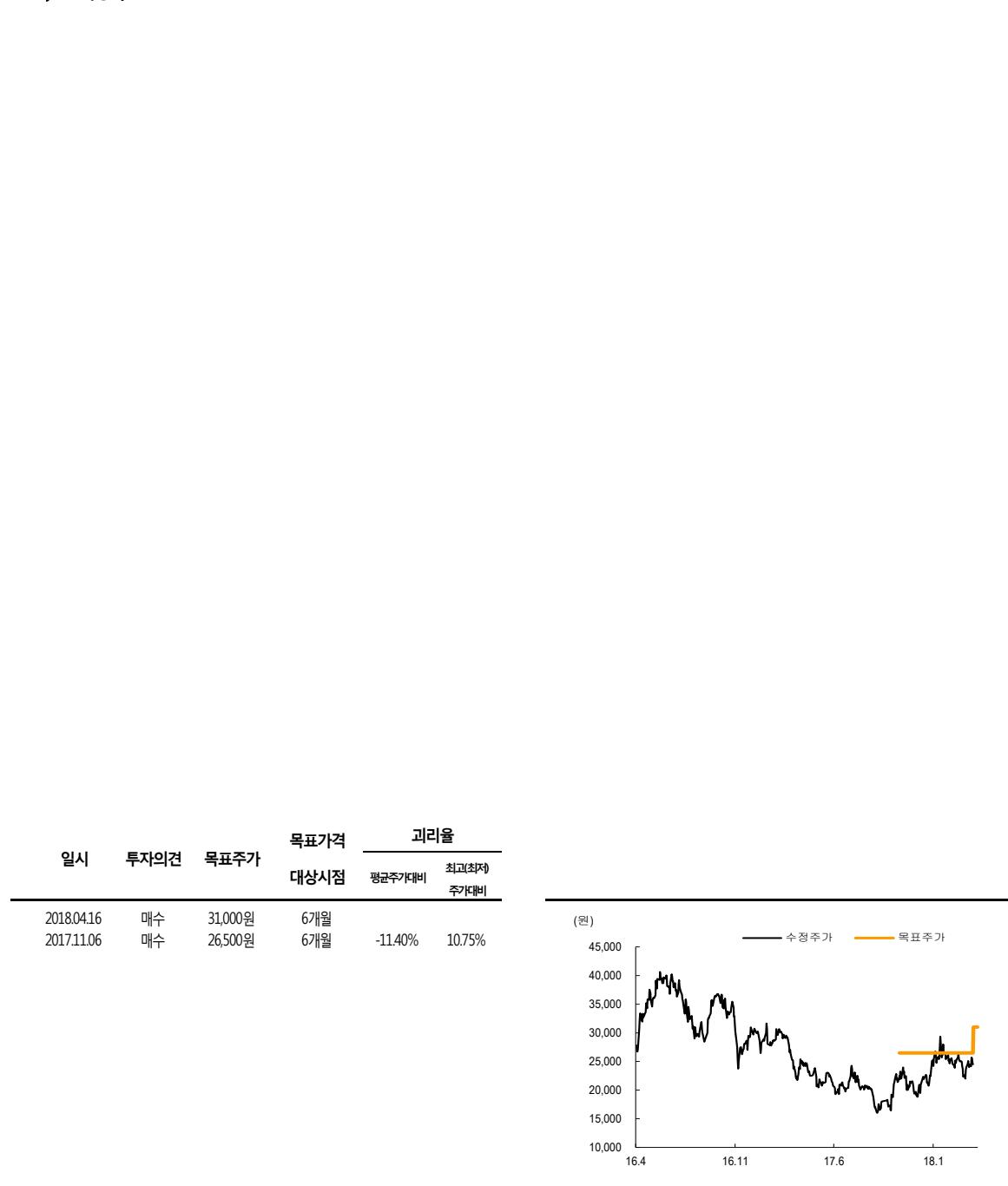
자료 : Bloomberg, SK 증권

뉴트리바이오텍 분기별 실적추정

(단위 : 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	275	316	387	385	431	419	509	501	1,208	1,364	1,860
y-y	1	-3	12	47	57	33	31	30	56	13	36
Sales	NutriBiotech	275	264	342	332	358	330	393	382	1,159	1,213
	NutriOne	29	26	33	25	32	29	36	27	73	112
	NutriScience	6	3	7	14	7	4	8	16	16	31
	NutriChina	23	72	138	137	156	159	179	171	66	370
	NutriUSA	20	18	33	38	41	46	67	76	12	110
	NutriAustralia	-	-	-	-	10	20	30	30	-	90
	Adjustment	-79	-68	-166	-160	-173	-169	-205	-201	-118	-474
y-y %	NutriBiotech	4	-17	2	39	30	25	15	15	56	5
	NutriOne	106	58	27	45	10	10	10	10	37	53
	NutriScience	1,029	1,935	-35	257	15	15	15	15	1,590	98
	NutriChina	27	412	820	638	580	120	30	25	111	463
	NutriUSA	1,075	515	1,005	767	100	150	100	100	1,175	808
영업이익		20	15	46	34	45	48	66	48	188	115
y-y		-55	-74	-28	58	129	222	43	39	74	-39
OPM		7	5	12	9	11	12	13	10	15.5	8.5
											11.1

자료 : 뉴트리바이오텍, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(서영화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	812	683	784	975	1,170
현금및현금성자산	280	149	129	174	369
매출채권및기타채권	311	222	262	320	320
재고자산	165	256	316	386	386
비유동자산	1,018	1,311	1,469	1,575	1,577
장기금융자산	0	13	13	13	13
유형자산	978	1,247	1,397	1,497	1,497
무형자산	9	20	23	25	27
자산총계	1,830	1,994	2,253	2,549	2,747
유동부채	586	623	727	826	826
단기금융부채	181	282	282	282	282
매입채무 및 기타채무	288	177	221	270	270
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	419	507	536	564	593
장기금융부채	391	476	476	476	476
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,005	1,130	1,263	1,390	1,419
지배주주지분	815	849	974	1,142	1,311
자본금	52	103	103	103	103
자본잉여금	449	398	398	398	398
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	298	363	516	713	910
비자매주주지분	10	15	16	17	18
자본총계	825	864	990	1,159	1,329
부채와자본총계	1,830	1,994	2,253	2,549	2,747

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	101	68	151	166	217
당기순이익(순실)	171	64	155	198	198
비현금성항목등	100	122	53	62	62
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	100	122	0	0	0
운전자본감소(증가)	-139	-49	-22	-51	0
매출채권및기타채권의 감소증가)	-139	28	-40	-58	0
재고자산감소(증가)	-90	-92	-60	-70	0
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	36	9	44	49	0
기타	54	6	34	29	0
법인세납부	-31	-70	-34	-43	-43
투자활동현금흐름	-318	-383	-152	-102	-2
금융자산감소(증가)	174	-15	0	0	0
유형자산감소(증가)	-486	-375	-150	-100	0
무형자산감소(증가)	-8	-2	-2	-2	-2
기타	2	9	0	0	1
재무활동현금흐름	252	186	-19	-19	-19
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	262	207	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-10	-21	-19	-19	-19
현금의 증가(감소)	32	-131	-20	45	196
기초현금	248	280	149	129	174
기말현금	280	149	129	174	369
FCF	-463	-370	-5	60	211

자료 : 뉴트리바이오텍, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,208	1,364	1,860	2,273	2,273
매출원가	846	993	1,338	1,624	1,624
매출총이익	362	371	522	650	650
매출총이익률 (%)	30.0	27.2	28.1	28.6	28.6
판매비와관리비	174	255	315	389	389
영업이익	188	115	207	260	260
영업이익률 (%)	15.5	8.5	11.1	11.4	11.4
비영업순익	21	-14	-19	-19	-19
순금융비용	6	16	19	19	19
외환관련손익	7	-4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	209	101	188	241	241
세전계속사업이익률 (%)	17.3	7.4	10.1	10.6	10.6
계속사업법인세	38	38	34	43	43
계속사업이익	171	64	155	198	198
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	171	64	155	198	198
순이익률 (%)	14.2	4.7	8.3	8.7	8.7
지배주주	172	63	154	197	197
지배주주구속 순이익률(%)	14.25	4.6	8.26	8.66	8.66
비지배주주	-1	1	1	1	1
총포괄이익	174	35	126	169	169
지배주주	175	34	125	168	168
비지배주주	-1	1	1	1	1
EBITDA	188	115	207	260	260

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	55.8	12.9	36.4	22.2	0.0
영업이익	74.3	-38.6	79.7	25.5	0.0
세전계속사업이익	101.6	-51.4	85.8	28.0	0.1
EBITDA	37.4	-38.6	79.7	25.5	0.0
EPS(계속사업)	62.7	-63.6	144.9	28.2	0.1
수익성 (%)					
ROE	23.7	7.5	16.8	18.6	16.1
ROA	11.5	3.3	7.3	8.2	7.5
EBITDA/마진	15.5	8.5	11.1	11.4	11.4
안정성 (%)					
유동비율	138.6	109.7	107.8	118.0	141.7
부채비율	121.8	130.8	127.6	119.9	106.8
순차입금/자기자본	35.3	70.5	63.5	50.4	29.2
EBITDA/이자비용(배)	19.0	6.9	10.8	13.6	13.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	834	304	744	954	955
BPS	3,952	4,116	4,722	5,538	6,354
CFPS	834	304	744	954	955
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	48.7	104.1	39.4	30.8	30.7
PER(최저)	23.3	52.6	27.9	21.7	21.7
PBR(최고)	10.3	7.7	6.2	5.3	4.6
PBR(최저)	4.9	3.9	4.4	3.8	3.3
PCR	36.9	72.1	32.9	25.7	25.7
EV/EBITDA(최고)	464	623	32.5	25.7	25.0
EV/EBITDA(최저)	23.1	5.7	23.9	18.9	18.1

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182



R.A.

전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	15 십억원
발행주식수	3,027 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	584 십억원
주요주주	
(주)화승인더스트리(외)	74.38%
국민연금공단	6.26%
외국인지분율	8.20%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(18/04/13)	19,300 원
KOSPI	2455.07 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	27,850 원
52주 최저가	14,400 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.7%	-14.4%
6개월	12.9%	13.7%
12개월	11.6%	-2.4%

화승엔터프라이즈 (241590/KS | 매수(신규편입) | T.P 27,000 원(신규편입))

2018년 역시 아디다스를 뛰어 넘는 성장을

- 1분기 고객사 재고조정 영향에도 불구하고, ASP 상승과 부스트 판매 효과로 매출액 1,896 억원(y-y +14.5%), 영업이익 93 억원(y-y +20.7%) 증가 추정
- 아디다스 내 점유율 상승, 신발 ASP 상승, 부스트 본격 판매 개시로 2018년에도 아디다스 이상의 매출액 성장과 수익성 개선이 가능할 전망
- 투자의견 Buy, 목표주가 27,000 원으로 신규 분석 개시

[1Q18E Preview] 매출액 성장과 수익성 개선이 지속

1Q18E 매출액 1,896 억원(y-y +14.5%). 영업이익 93 억원(y-y +20.7%)으로 영업이익 컨센서스 96 억원을 소폭 하회하는 실적을 추정한다. 4Q17부터 지속된 고객사 재고조정 영향이 1Q18E 까지 지속되었으나, ASP 상승과 고마진 원부자재 부스트 미드솔 판매 시작으로 매출액 성장과 수익성 개선이 함께 동반된 것으로 추정된다.

2018년 역시 아디다스를 뛰어넘는 실적을 전망

2018년 역시 동사는 아디다스 이상의 성장률을 시현할 전망이다. 1) 2017년 상반기 14% 수준이었던 동사의 아디다스 내 점유율은 현재 15~16%로 확대되었다. 경쟁사 대비 짧은 리드타임을 바탕으로 동사는 매년 점유율을 1~2% 확대해 나가고 있는 상황이다. 2) Product Mix 개선에 따른 ASP 상승도 가능할 전망이다. 2017년 동사의 ASP는 \$12.9로 y-y +3.2% 상승하였다. 2018년 역시 네오라벨 비중 축소 및 중고가 모델 오히려 확대에 따른 ASP 상승이 가능한 상황이다. 2018년 ASP는 y-y +5.5% 증가한 \$13.4로 추정한다. 3) 고부가가치 원부자재인 '부스트' 생산 라인 가동에 따른 매출 성장과 수익성 개선이 기대된다. 2018년 연간 부스트 예상 매출액은 388 억원, 영업이익 62 억원 수준이며, 부스트 매출액은 뒤로 갈수록 큰 폭으로 증가할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 27,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 27,000 원으로 신규 분석을 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 글로벌 경쟁사 평균 PER을 10% 할인 적용하여 산출하였다. 동사가 경쟁사 대비 규모 면에서 작다는 점을 감안하여, 밸류에이션 멀티플을 할인 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	640	768	993	1,176	1,338
yoY	%	0.0	20.0	29.2	18.5	13.8
영업이익	십억원	44	59	83	100	117
yoY	%	흑전	33.6	41.8	20.5	17.4
EBITDA	십억원	62	84	117	130	143
세전이익	십억원	43	53	80	99	117
순이익(자배주주)	십억원	35	41	63	77	92
영업이익률%	%	6.9	7.6	8.4	8.5	8.8
EBITDA%	%	9.7	10.9	11.8	11.0	10.7
순이익률	%	5.5	5.4	6.3	6.6	6.9
EPS	원	1,551	1,501	2,080	2,559	3,029
PER	배	9.9	16.0	9.3	7.5	6.4
PBR	배	2.1	2.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	7.3	10.4	5.6	4.5	3.4
ROE	%	27.2	18.4	22.5	23.4	23.1
순차입금	십억원	37	139	68	-15	-103
부채비율	%	126.5	139.7	134.6	125.2	116.8

Valuation & 실적추정

화승엔터프라이즈 분기별 실적추정										(단위: 십억원 %)
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E
Sales Total	165.7	176.3	193.7	232.6	189.6	258.5	266.8	277.8	768.2	992.7
화승비나					168.8	200.7	218.6	183.4	675.0	771.6
천제화대련유한공사					6.4	22.5	19.3	25.9	39.4	74.0
PT.화승인도네시아					8.4	34.0	28.4	42.9	21.0	113.6
기타					6.0	1.3	0.5	25.7	32.8	33.5
y-y% Total	30%	1%	46%	13%	14%	47%	38%	19%	12%	14%
화승비나					8%	17%	15%	16%	20%	29%
천제화대련유한공사					162%	666%	522%	-16%	-	88%
PT.화승인도네시아					-	-	-	104%	-	440%
기타					-22%	-28%	-38%	14%	-	2%
OP Total	7.7	12.2	21.0	17.6	9.3	20.0	26.3	27.4	58.5	83.0
화승비나					10.0	16.4	25.1	19.3	55.1	70.8
천제화대련유한공사					-0.8	2.0	0.1	3.2	1.6	4.5
PT.화승인도네시아					0.1	1.7	1.1	4.8	1.1	7.7
기타					-0.1	0.5	0.2	-0.6	0.8	0.0
y-y% Total	38%	1%	173%	-4%	21%	64%	25%	55%	34%	42%
화승비나					12%	37%	14%	59%	-	29%
천제화대련유한공사					적지	흑전	흑전	-40%	-	185%
PT.화승인도네시아					0%	0%	0%	342%	-	613%
기타					적지	-64%	-69%	적지	256%	-94%

자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

주: 화승비나는 폴리텍법인 포함 수치

화승엔터프라이즈 Valuation

Valuation	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E	비고
지배주주순이익(억원) (a)	347	415	630	774	917	
Target P/E Multiple (b)		12.8	11.7			글로벌 Peer 2개사의 18, 19년 예상실적 기준 평균 P/E Multiple을 10% 할인
적정 시가총액(억원) (c)		8,075	9,062			(a) x (b)
주식 수(천주) (d)		30,268	30,268			보통주 발행 주식수
적정주가(원) (e)		26,678	29,937			(c) / (d)
목표주가(원) 산정		27,000				.

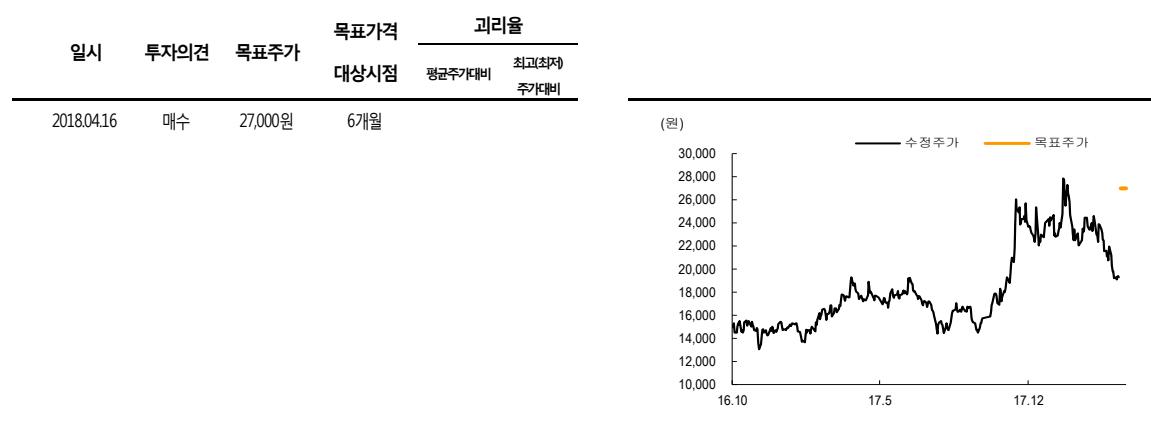
자료: SK 증권

주: 글로벌 Peer 2 개사는 YueYuen 과 FengTay (Pou Chen 은 유통 자회사 보유하고 있으므로 벨류에이션 시, Peer 그룹에서 제외)

글로벌 Peer 신발 제조 업체별 투자지표

회사명	국가	통화	시가총액 (백만USD)	주가 (각국통화)	12M	2018E	2019E	12M	2018E	2019E
					Forward PE	P/E Ratio	Forward PB	P/B Ratio	P/B Ratio	P/B Ratio
Pou Chen	대만	TWD	3,923.1	39.0	7.9	8.5	6.8	1.0	1.1	0.9
Yue Yuen	홍콩	HKD	5,145	24.5	10.5	10.6	10.1	9.1	9.1	9.1
Feng Tay	대만	TWD	3,033	133.0	17.3	17.9	15.9	5.1	5.3	4.7

자료: Datastream, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(서영화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 16일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	265	301	416	540	683
현금및현금성자산	78	47	118	201	289
매출채권및기타채권	75	71	85	98	115
재고자산	74	127	152	175	206
비유동자산	171	325	301	280	265
장기금융자산	0	5	5	5	5
유형자산	162	288	254	225	200
무형자산	2	4	5	5	6
자산총계	437	627	717	820	948
유동부채	227	326	355	381	417
단기금융부채	122	179	179	179	179
매입채무 및 기타채무	103	142	170	196	230
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	17	39	57	74	94
장기금융부채	13	34	34	34	34
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	244	365	411	456	511
지배주주지분	192	258	302	361	433
자본금	13	15	15	15	15
자본잉여금	140	182	182	182	182
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	35	75	138	216	307
비자본주주지분	1	3	4	4	4
자본총계	193	261	306	364	437
부채와자본총계	437	627	717	820	948

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	36	36	80	90	94
당기순이익(순실)	43	53	63	77	92
비현금성항목등	21	32	54	52	52
유형자산감가상각비	18	25	33	29	25
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타	1	2	-2	-2	-1
운전자본감소(증가)	-21	-38	-20	-18	-25
매출채권기타채권의 감소증가)	-20	-10	-14	-13	-17
재고자산감소(증가)	-11	-39	-25	-23	-31
매입채무 및 기타채무의 증가감소	31	5	28	26	34
기타	-20	6	-9	-8	-11
법인세납부	-8	-10	-17	-21	-25
투자활동현금흐름	-54	-96	-2	0	2
금융자산감소(증가)	2	-5	0	0	0
유형자산감소(증가)	-56	-106	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	0	16	0	1	3
재무활동현금흐름	90	29	-8	-8	-8
단기금융부채증가(감소)	-15	-4	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	20	39	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-1	0	0	0
기타	86	-5	-8	-8	-8
현금의 증가(감소)	73	-30	71	83	88
기초현금	5	78	47	118	201
기말현금	78	47	118	201	289
FCF	-24	-70	78	88	92

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	640	768	993	1,176	1,338
매출원가	547	642	829	983	1,118
매출총이익	93	126	164	194	220
매출총이익률 (%)	14.6	16.4	16.5	16.5	16.5
판매비와관리비	50	68	81	94	103
영업이익	44	59	83	100	117
영업이익률 (%)	6.9	7.6	8.4	8.5	8.8
비영업손익	-1	-6	-3	-1	-1
순금융비용	3	3	5	3	1
외환관련손익	2	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	43	53	80	99	117
세전계속사업이익률 (%)	6.7	6.9	8.1	8.4	8.7
계속사업법인세	8	11	17	21	25
계속사업이익	35	42	63	77	92
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	35	42	63	77	92
순이익률 (%)	5.5	5.4	6.3	6.6	6.9
지배주주	35	41	63	77	92
지배주주구속 순이익률(%)	54.2	54	63.4	65.8	68.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	39	23	44	59	73
지배주주	39	23	44	59	73
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	62	84	117	130	143

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	0.0	20.0	29.2	18.5	13.8
영업이익	흑전	33.6	41.8	20.5	17.4
세전계속사업이익	흑전	22.8	51.7	23.0	18.4
EBITDA	흑전	35.2	39.4	10.9	10.5
EPS(계속사업)	흑전	-3.2	38.6	23.0	18.4
수익성 (%)					
ROE	27.2	18.4	22.5	23.4	23.1
ROA	10.0	7.8	9.4	10.1	10.4
EBITDA/마진	9.7	10.9	11.8	11.0	10.7
안정성 (%)					
유동비율	117.1	92.4	117.4	141.6	163.8
부채비율	126.5	139.7	134.6	125.2	116.8
순차입금/자기자본	19.4	53.0	22.2	-4.1	-23.6
EBITDA/이자비용(배)	15.5	15.4	15.5	17.2	19.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,551	1,501	2,080	2,559	3,029
BPS	7,140	8,523	9,978	11,911	14,314
CFPS	2,369	2,422	3,204	3,540	3,887
주당 현금배당금	35	35	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	10.0	17.4	13.4	10.9	9.2
PER(최저)	8.4	9.1	9.2	7.5	6.3
PBR(최고)	22	31	28	23	2.0
PBR(최저)	18	16	19	16	13
PCR	6.5	9.9	6.0	5.5	5.0
EV/EBITDA(최고)	7.4	11.1	7.9	6.5	5.2
EV/EBITDA(최저)	6.3	6.1	5.6	4.4	3.4

memo
