



## ▲ 음식료

Analyst 김정욱  
02. 6098-6689  
6414@meritz.co.kr

# 섬유/의복

## 1Q18 Review: 영원무역, 한세실업

- ✓ 영원무역: 자회사 Scott의 텐어라운드가 이끈 호실적
- ✓ 한세실업: OEM, 브랜드 모두 부진했던 1Q18 실적

### Overweight

#### 영원무역: 자회사 Scott의 텐어라운드가 이끈 호실적

1Q18 실적은 매출액 4,449억원 (+2.1% YoY), 영업이익 414억원(+4.8% YoY)로 컨센서스를 5.0% 상회하는 양호한 실적을 달성했다. 브랜드 유통 부문의 실적이 양호했는데 특히 Scott은 영업이익 100억원을 기록하며 전년도 30억원에서 크게 개선됐다. OEM부문은 수주 회복으로 달려 매출액이 전년비 6% 증가했지만 영업이익은 전년도 역기저 영향으로 소폭 감익을 기록했다.

큰 폭으로 개선된 Scott의 1분기 텐어라운드로 18년 본격적인 영업이익 기여도 확대가 예상된다. E-bike의 판매증가 및 수익성 개선 노력에 따른 호실적, M&A 이후 정상화되는 국면임을 감안한다면 지속성이 있는 텐어라운드로 판단한다. 자회사 실적 기여도 확대를 기반으로 OEM 부문의 신규 바이어 확보가 더해진다면 실적 성장세는 상반기 대비 하반기 점진적으로 강해질 전망이다.

#### 한세실업: OEM, 브랜드 모두 부진했던 1Q18 실적

1Q18 실적은 매출액 3,641억원(-5.8% YoY), 영업이익 -140억원(적전)으로 크게 부진했다. OEM 부문의 부진이 주요했다. 면화가격 상승, 저마진 오더 수주, 일회성 비용(임원 퇴직금 30억원, 우븐공장 인수비용 10억원) 등이 반영되며 컨센서스 59억원을 대폭 하회했다. 자회사 한세엠케이 실적도 매출액이 30% 감소하며 적자전환 했는데 내수 브랜드 매출이 부진으로 할인 판매가 확대됐기 때문이다.

2Q18 까지도 단기 회복은 어려울 전망이다. 부정적인 환율 환경이 지속되는 가운데 OEM 경쟁강도 강화와 주요국 오프라인 의류 판매 부진 상황이 이어지기 때문이다. 18.4~5월 평균 환율이 1,072.1원 수준에 머물고 있어 2분기 -5~6% 환율 효과가 실적에 부정적인 작용이 예상된다. OEM 부문의 의미있는 오더 증가 및 내수 브랜드 매출 반등 이전까지는 실적 모멘텀 부재로 판단한다.

영원무역(111770)

Buy, TP 39,000 원

## 자회사 Scott 의 턴어라운드가 이끈 호실적

1Q18 실적은 매출액 4,449억원 (+2.1% YoY), 영업이익 414억원 (+4.8% YoY)로 컨센서스를 5.0% 상회하는 양호한 실적을 달성했다. 브랜드 유통 부문의 실적이 양호했는데 특히 Scott은 영업이익 100억원을 기록하며 전년도 30억원에서 크게 개선됐다. OEM부문은 수주 회복으로 달려 매출액이 전년비 6% 증가했지만 영업이익은 전년도 역기저 영향으로 소폭 감익을 기록했다.

큰 폭으로 개선된 Scott의 1분기 턴어라운드로 18년 본격적인 영업이익 기여도 확대가 예상된다. E-bike의 판매증가 및 수익성 개선 노력에 따른 호실적, M&A 이후 정상화되는 국면임을 감안한다면 지속성이 있는 턴어라운드로 판단한다. 자회사 실적 기여도 확대를 기반으로 OEM 부문의 신규 바이어 확보가 더해진다면 실적 성장세는 상반기 대비 하반기 점진적으로 강해질 전망이다.

표1 1Q18 Earnings Review

(십억원)	1Q18	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	449.9	440.6	2.1	452.6	-0.6	438.6	2.6
영업이익	41.4	39.5	4.8	20.8	99.0	39.5	5.0
지배순이익	25.8	30.8	-16.4	-15.6	흑전	25.0	2.9

자료: 영원무역, 메리츠종금증권 리서치센터

## 영원무역 (111770)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,001.6</b>	<b>2,009.3</b>	<b>2,069.1</b>	<b>2,172.0</b>	<b>2,279.9</b>
매출액증가율 (%)	26.3	0.4	3.0	5.0	5.0
매출원가	1,474.6	1,472.2	1,504.5	1,585.5	1,664.4
매출총이익	527.0	537.1	564.7	586.4	615.6
판매관리비	347.5	356.0	378.8	394.1	432.9
<b>영업이익</b>	<b>179.5</b>	<b>181.2</b>	<b>185.9</b>	<b>192.4</b>	<b>182.7</b>
영업이익률	9.0	9.0	9.0	8.9	8.0
금융손익	-9.0	-11.4	-12.1	-11.9	-11.4
증속/관계기업손익	-2.1	-2.3	-2.7	0.0	0.0
기타영업외손익	-14.6	-36.3	2.1	6.0	0.0
세전계속사업이익	153.8	131.1	173.1	186.5	171.3
법인세비용	44.8	36.4	41.5	45.1	43.4
<b>당기순이익</b>	<b>109.0</b>	<b>94.7</b>	<b>131.6</b>	<b>141.4</b>	<b>128.0</b>
지배주주지분 순이익	110.0	108.7	144.9	154.7	140.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>101.9</b>	<b>159.1</b>	<b>157.5</b>	<b>183.6</b>	<b>248.4</b>
당기순이익(손실)	109.0	94.7	131.6	141.4	128.0
유형자산상각비	53.0	55.2	68.0	71.1	134.9
무형자산상각비	4.7	4.3	4.1	4.0	3.9
운전자본의 증감	-101.9	-47.4	-57.7	-32.7	-18.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-102.2</b>	<b>-162.7</b>	<b>-9.7</b>	<b>-72.1</b>	<b>-12.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-69.2	-144.3	-60.7	-60.0	0.0
투자자산의감소(증가)	8.7	-48.8	-4.9	-7.8	-8.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>8.8</b>	<b>-51.8</b>	<b>102.9</b>	<b>-12.7</b>	<b>-40.0</b>
차입금의 증감	121.2	-61.0	101.5	0.5	-26.8
자본의 증가	-20.3	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	7.7	-72.1	237.1	98.8	195.7
기초현금	453.4	461.0	389.0	626.1	724.9
기말현금	461.0	389.0	626.1	724.9	920.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>1,414.0</b>	<b>1,277.4</b>	<b>1,558.1</b>	<b>1,719.4</b>	<b>1,964.4</b>
현금및현금성자산	461.0	389.0	626.1	724.9	920.5
매출채권	329.3	298.3	322.8	355.0	372.6
재고자산	480.6	434.8	448.8	471.1	494.5
<b>비유동자산</b>	<b>975.8</b>	<b>997.5</b>	<b>999.6</b>	<b>992.3</b>	<b>861.6</b>
유형자산	565.7	552.1	550.8	539.7	404.8
무형자산	215.9	162.0	161.6	157.6	153.7
투자자산	105.7	152.2	157.1	164.9	173.1
<b>자산총계</b>	<b>2,389.7</b>	<b>2,274.9</b>	<b>2,557.7</b>	<b>2,711.6</b>	<b>2,826.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>620.8</b>	<b>551.7</b>	<b>585.1</b>	<b>600.0</b>	<b>588.4</b>
매입채무	207.7	179.6	185.4	194.6	204.3
단기차입금	247.1	233.2	257.3	257.3	257.3
유동성장기부채	69.7	27.4	27.3	27.3	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>391.4</b>	<b>382.4</b>	<b>466.3</b>	<b>477.1</b>	<b>488.4</b>
사채	49.9	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	135.6	122.4	199.5	199.5	199.5
<b>부채총계</b>	<b>1,012.2</b>	<b>934.2</b>	<b>1,051.4</b>	<b>1,077.2</b>	<b>1,076.8</b>
<b>자본금</b>	<b>22.2</b>	<b>22.2</b>	<b>22.2</b>	<b>22.2</b>	<b>22.2</b>
자본잉여금	411.1	410.9	410.9	410.9	410.9
기타포괄이익누계액	43.0	-67.1	-13.2	-13.2	-13.2
이익잉여금	781.8	879.5	998.6	1,140.1	1,267.0
비지배주주지분	132.5	111.2	103.8	90.5	78.4
<b>자본총계</b>	<b>1,377.5</b>	<b>1,340.7</b>	<b>1,506.3</b>	<b>1,634.5</b>	<b>1,749.3</b>

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	45,171	45,345	46,695	49,016	51,452
EPS(지배주주)	2,482	2,453	3,271	3,490	3,159
CFPS	5,489	5,693	5,938	6,187	7,256
EBITDAPS	5,353	5,432	5,822	6,037	7,256
BPS	28,097	27,747	31,651	34,844	37,707
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.3	12.8	9.7	9.1	10.0
PCR	5.6	5.5	5.3	5.1	4.4
PSR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
EBITDA	237.2	240.7	258.0	267.5	321.5
EV/EBITDA	6.2	6.1	5.2	4.5	3.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.1	8.8	11.0	10.5	8.7
EBITDA 이익률	11.8	12.0	12.5	12.3	14.1
부채비율	73.5	69.7	69.8	65.9	61.6
금융비용부담률	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7
이자보상배율(x)	14.2	10.3	11.5	11.6	11.3
매출채권회전율(x)	6.3	6.4	6.7	6.4	6.3
재고자산회전율(x)	4.6	4.4	4.7	4.7	4.7

## 한세실업(105630)

## OEM, 브랜드 모두 부진했던 1Q18 실적

Buy, TP 33,000 원

1Q18 실적은 매출액 3,641억원(-5.8% YoY), 영업이익 -140억원(적전)으로 크게 부진했다. OEM 부문의 부진이 주요했다. 면화가격 상승, 저마진 오더 수주, 일회성 비용(임원 퇴직금 30억원, 우분공장 인수비용 10억원) 등이 반영되며 컨센서스 59억원을 대폭 하회했다. 자회사 한세엠케이 실적도 매출액이 30% 감소하며 적자전환 했는데 내수 브랜드 매출이 부진으로 할인 판매가 확대됐기 때문이다.

2Q18 까지도 단기 회복은 어려울 전망이다. 부정적인 환율 환경이 지속되는 가운데 OEM 경쟁강도 강화와 주요국 오프라인 의류 판매 부진 상황이 이어지기 때문이다. 18.4~5월 평균 환율이 1,072.1원 수준에 머물고 있어 2분기 -5~6% 환율 효과가 실적에 부정적인 작용이 예상된다. OEM 부문의 의미있는 오더 증가 및 내수 브랜드 매출 반등 이전까지는 실적 모멘텀 부재로 판단한다.

표2 1Q18 Earnings Review

(십억원)	1Q18	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	364.1	386.5	-5.8	427.0	-14.7	375.1	-2.9
영업이익	-14.0	4.0	-449.5	4.4	-415.3	5.9	-336.7
지배순이익	-9.2	11.0	-183.8	3.7	-350.0	5.2	-278.1

자료: 한세실업, 메리츠증권 리서치센터

## 한세실업 (105630)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,547.7</b>	<b>1,711.3</b>	<b>1,699.7</b>	<b>1,750.7</b>	<b>1,803.2</b>
매출액증가율 (%)	-2.4	10.6	-0.7	3.0	3.0
매출원가	1,247.2	1,321.0	1,319.3	1,353.6	1,394.2
매출총이익	300.5	390.4	380.4	397.1	409.0
판매관리비	218.9	333.8	352.1	336.4	348.7
<b>영업이익</b>	<b>81.6</b>	<b>56.5</b>	<b>28.3</b>	<b>60.7</b>	<b>60.3</b>
영업이익률	5.3	3.3	1.7	3.5	3.3
금융손익	1.6	-4.9	-6.4	-1.0	0.0
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-20.0	20.3	-1.2	-8.0	0.0
세전계속사업이익	63.2	72.0	20.8	51.7	60.3
법인세비용	17.2	25.9	7.6	12.5	19.5
<b>당기순이익</b>	<b>46.0</b>	<b>46.1</b>	<b>13.2</b>	<b>39.2</b>	<b>40.9</b>
지배주주지분 순이익	47.0	43.3	13.1	39.2	40.8

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>56.9</b>	<b>71.8</b>	<b>-12.7</b>	<b>59.0</b>	<b>79.3</b>
당기순이익(손실)	46.0	46.1	13.2	39.2	40.9
유형자산상각비	15.6	21.7	31.7	35.5	45.4
무형자산상각비	0.9	3.1	3.2	3.1	3.0
운전자본의 증감	-16.1	-7.9	-55.0	-18.8	-9.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-50.3</b>	<b>-129.5</b>	<b>-45.2</b>	<b>-51.6</b>	<b>-12.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-43.1	-25.4	-35.8	-40.0	0.0
투자자산의감소(증가)	76.3	114.1	3.7	-2.3	-2.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>42.1</b>	<b>-67.1</b>	<b>63.3</b>	<b>-27.7</b>	<b>-17.7</b>
차입금의 증감	101.4	-64.5	62.0	-10.0	0.0
자본의 증가	-1.9	1.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.8	-130.0	6.3	-20.3	49.7
기초현금	140.7	192.5	62.5	68.8	48.5
기말현금	192.5	62.5	68.8	48.5	98.2

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	757.0	818.4	856.2	869.1	943.4
현금및현금성자산	192.5	62.5	68.8	48.5	98.2
매출채권	188.0	177.1	191.3	206.6	212.8
재고자산	258.4	241.3	248.6	256.0	263.7
비유동자산	513.7	377.7	382.8	386.5	340.5
유형자산	189.4	172.9	177.1	181.5	136.1
무형자산	73.2	70.9	69.4	66.3	63.4
투자자산	188.4	74.3	76.5	78.8	81.2
<b>자산총계</b>	<b>1,270.7</b>	<b>1,196.1</b>	<b>1,239.0</b>	<b>1,255.5</b>	<b>1,283.9</b>
유동부채	568.2	495.4	560.2	554.1	558.1
매입채무	59.0	50.7	52.3	53.8	55.5
단기차입금	413.0	356.5	317.8	317.8	317.8
유동성장기부채	13.9	14.0	113.8	103.8	103.8
비유동부채	138.9	127.1	129.1	130.2	131.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	98.0	89.8	90.7	90.7	90.7
<b>부채총계</b>	<b>707.1</b>	<b>622.5</b>	<b>689.3</b>	<b>684.3</b>	<b>689.5</b>
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	45.2	46.3	46.3	46.3	46.3
기타포괄이익누계액	-1.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	396.5	427.8	415.0	436.5	459.6
비지배주주지분	113.4	97.9	96.0	96.0	96.0
<b>자본총계</b>	<b>563.6</b>	<b>573.6</b>	<b>549.7</b>	<b>571.2</b>	<b>594.4</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	38,691	42,783	42,492	43,767	45,080
EPS(지배주주)	1,174	1,081	328	979	1,021
CFPS	2,614	2,712	1,409	2,258	2,716
EBITDAPS	2,452	2,034	1,581	2,483	2,716
BPS	11,254	11,892	11,342	11,879	12,459
DPS	330	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.3	1.7	2.9	2.9	2.9
(Valuation(Multiple))					
PER	21.9	24.9	47.2	15.8	15.2
PCR	9.8	9.9	11.0	6.9	5.7
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.3
PBR	2.3	2.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	98.1	81.4	63.3	99.3	108.7
EV/EBITDA	14.1	15.6	13.6	8.7	7.4
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	10.7	9.3	2.8	8.4	8.4
EBITDA 이익률	6.3	4.8	3.7	5.7	6.0
부채비율	125.5	108.5	125.4	119.8	116.0
금융비용부담률	0.4	0.7	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	12.4	4.6			
매출채권회전율(X)	9.2	9.4	9.2	8.8	8.6
재고자산회전율(X)	7.2	6.8	6.9	6.9	6.9

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김정욱)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

## 투자의견 비율

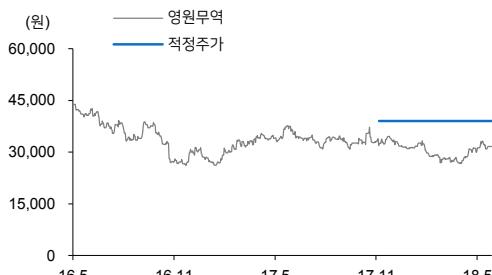
투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 영원무역 (111770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.16	산업분석	Buy	39,000	김정욱	-21.6	-11.2	(원)
2018.05.31	산업브리프	Buy	39,000	김정욱	-	-	영원무역 적정주가



## 한세실업 (105630) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.16	산업분석	Buy	33,000	김정욱	-26.8	-10.3	(원)
2018.05.31	산업브리프	Buy	33,000	김정욱	-	-	한세실업 적정주가

