

엠코르셋 (204020)

온라인을 통한 수익성 개선, 중국 매출 확대 기대감 유효

Mid-Small cap

강동근

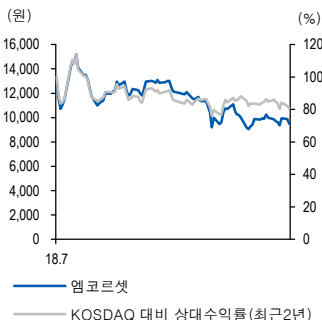


02 3770 5588
donggeun.kang@yuantakorea.com

투자의견: N/R

주가 (11/21)	9,470원
자본금	44억원
시가총액	954억원
주당순자산	6,450원
부채비율	30.66
총발행주식수	10,073,715주
60일 평균 거래대금	27억원
60일 평균 거래량	230,931주
52주 고	15,200원
52주 저	9,050원
외인지분율	0.08%
주요주주	문영우 외 8 인 43.03%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.5)	(22.1)	0.0
상대	(5.8)	(11.8)	0.0
절대(달러환산)	(11.0)	(22.6)	0.0



자료: Myresearch

국내 여성 언더웨어 전문업체

- 1999년 설립된 여성 언더웨어 전문업체로 해외 유명 언더웨어 브랜드의 판권 도입, 라이선스 계약, 그리고 자체 브랜드를 통해 제품을 판매하고 있음. 대표적인 예로 미국 언더웨어 업체 HBI(Hanesbrands Inc.)의 언더웨어 브랜드인 Wonderbra, Playtex, JMS 등의 국내, 중국, 동남아 판권을 보유하고 있으며 싱가포르 Crocodile Innerwear의 국내 라이선스, 그리고 Missing Dorothy 등 자사 브랜드를 보유 중.
- 원더브라는 섹시함에 컨셉을 맞춘 제품으로 20~30대를 주요 고객층으로 두고 있으며 플레이텍스는 편안함을 강조한 노와이어 제품으로 30~40대를 타겟, JMS는 편안함과 보정력을 갖춘 제품을 내세우는 등 브랜드별로 타겟 고객이 다르다는 특징이 있음. 2017년 별도 매출액 1,243억원 기준 주요 브랜드 매출 비중은 원더브라 43%, 플레이텍스 20%, JMS 11%, 크로커다일 8% 등임.

온라인 채널 비중 확대를 통한 수익성 개선

- 온라인 채널을 통한 매출 확대로 동사의 수익성은 지속적인 개선이 전망됨. 동사의 홈쇼핑 채널 비중은 작년 별도 기준 64%로 아직까지는 주요 채널이지만 비중은 2015년 71%에서 낮아진 상황. 같은 기간 온라인 매출 비중은 2015년 9%에서 2017년 15%로 확대되었으며 상대적으로 수익성이 더 좋은 온라인 매출 비중 확대로 동사의 영업이익률은 2015년 7.0%에서 2017년 8.1%로 상승하였으며 3Q18 누적기준 OPM 10.2%를 기록하고 있음. 특히 자사몰의 경우 수수료 비용이 발생하지 않아 수익성이 가장 높는데 자사몰 단독 세일 및 이벤트 등을 통한 채널 비중 변화가 진행되고 있다는 점에서 향후 추가적인 수익성 개선이 기대됨.

중국 시장 매출 확대 기대감 유효

- 중국 여성 언더웨어 시장에서도 온라인 채널 위주의 실적 확대가 매출 성장에 기여할 것으로 예상됨. 중국 언더웨어 시장은 2021년까지 연평균 8% 내외의 성장률이 전망되고 특히 온라인을 통한 구매 비중이 확대 중. 동사의 브랜드는 2016년 텐마오를 통해 중국 온라인 언더웨어 시장에 진입하였으며 현재 징동, VIP 등 10여개의 온라인몰에 입점해 있음. 중국 매출액은 작년 15억원을 기록하였으며, 올해도 성장을 이어나갈 것으로 예상됨. 중국 여성 언더웨어 시장 내 탑 10 업체 평균 점유율은 1.4%이며 1위가 4.2%로 치열한 경쟁이 진행 중인데 동사의 브랜드가 성공적으로 시장에 안착할 경우 큰폭의 실적 성장이 가능할 것으로 판단됨.

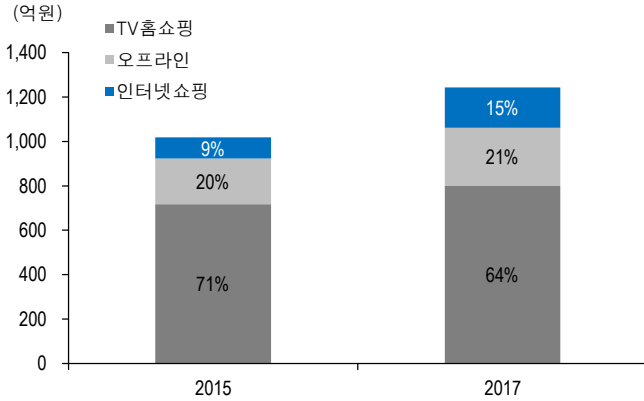
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액	1,025	1,056	1,258	1,277	1,379
영업이익	72	47	101	130	160
지배주주순이익	59	35	79	106	130
영업이익률	7.0	4.4	8.1	10.2	11.6
EPS	679	410	919	1,162	1,293
PER	NA	NA	NA	8.1	7.3
PBR	NA	NA	NA	1.5	1.4
ROE	13.5	7.5	15.2	17.5	18.9

자료: 유안타증권 리서치센터

유통채널 변화 추이



자료: 엠코르셋, 유안타증권 리서치센터

2016년 중국 여성 Underwear Top10 브랜드 시장점유율

순위	브랜드명	국가	시장점유율
1	Cosmo Lady	중국	4.2%
2	Aimer	중국	2.4%
3	Tingmei	중국	1.3%
4	Embry Form	홍콩	1.1%
5	Maniform	중국	1.1%
6	Triumph	독일	0.8%
7	Wacoal	일본	0.8%
8	Gujin	중국	0.7%
9	Ordifen	대만	0.6%
10	Fandecie	홍콩	0.5%

자료: 중국산업정보망, 엠코르셋, 유안타증권 리서치센터

레이언스 (228850) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액		999	1,025	1,056	1,258
매출원가		390	424	439	509
매출총이익		609	601	617	749
판매비		500	529	571	648
영업이익		109	72	47	101
EBITDA		113	76	55	111
영업외손익		-13	4	0	-3
외환관련손익		0	0	0	0
이자손익		2	2	1	0
관계기업관련손익		0	0	0	0
기타		-16	1	-2	-3
법인세비용차감전순이익		96	75	47	98
법인세비용		24	17	14	21
계속사업순이익		71	59	33	77
중단사업순이익		0	0	0	0
당기순이익		71	59	33	77
지배지분순이익		71	59	35	79
포괄순이익		71	59	33	76
지배지분포괄이익		71	58	35	79

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름		51	61	9	-55
당기순이익		71	59	33	77
감가상각비		2	3	4	5
외환손익		0	0	1	2
종속, 관계기업관련손익		0	0	0	0
자산부채의 증감		-18	-5	-38	-155
기타현금흐름		-5	4	8	16
투자활동 현금흐름		-98	-38	-37	46
투자자산		0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-4	-3	-12	-3
유형자산 감소		0	0	0	0
기타현금흐름		-93	-35	-25	49
재무활동 현금흐름		45	-20	23	8
단기차입금		-7	-7	17	18
사채 및 장기차입금		0	0	0	0
자본		80	0	0	0
현금배당		-29	-13	-11	-10
기타현금흐름		0	0	16	0
연결범위변동 등 기타		0	0	0	0
현금의 증감		-3	3	-5	-1
기초 현금		13	11	14	8
기말 현금		11	14	8	7
NOPLAT		81	56	33	79
FCF		0	50	-23	-73

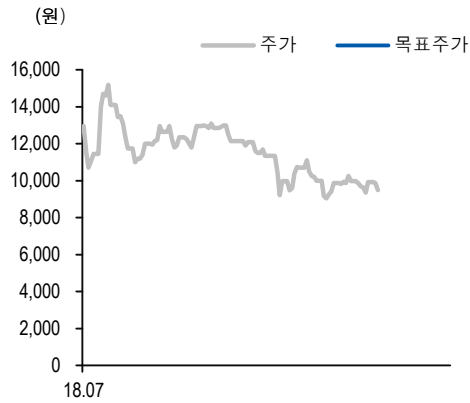
자료: 유안타증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산		464	500	569	648
현금및현금성자산		11	14	8	7
매출채권 및 기타채권		88	64	75	110
재고자산		181	205	252	370
비유동자산		52	58	78	85
유형자산		8	9	15	13
관계기업등 지분관련자산		0	0	0	0
기타투자자산		1	0	33	43
자산총계		515	557	647	733
유동부채		106	102	153	172
매입채무 및 기타채무		60	65	98	88
단기차입금		34	27	45	63
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		0	0	0	0
장기차입금		0	0	0	0
부채총계		106	102	153	172
지배지분		411	456	488	556
자본금		23	23	44	44
자본잉여금		84	84	62	62
이익잉여금		304	350	375	444
비지배지분		-1	-1	6	5
자본총계		409	455	494	561

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
EPS		863	679	410	919
BPS		4,763	5,290	5,661	6,450
DPS		151	123	112	232
PER					
PBR					
EV/EBITDA					
PSR					

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 증가율 (% YoY)			2.6	3.0	19.1
영업이익 증가율 (% YoY)			-34.2	-35.1	117.5
지배순이익 증가율 (% YoY)			-17.5	-39.6	124.2
매출총이익률 (%)		61.0	58.6	58.5	59.6
영업이익률 (%)		10.9	7.0	4.4	8.1
지배순이익률 (%)		7.1	5.7	3.3	6.3
ROIC			23.0	10.8	17.8
ROA		13.8	10.5	5.5	10.8
ROE		0.0	13.5	7.5	15.2
부채비율 (%)		25.9	22.5	31.1	30.7
영업이익/이자비용 (배)		57.7	51.7	28.1	41.1

엠코르셋 (204020) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-22	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	84.1
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-21

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 강동근)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.