

# 에스엠비나 (299670)

강소(強小) 의류 OEM 기업으로의 여정



본 분석보고서는 한국 거래소 코넥스기업 분석보고서 발간 지원사업 (KONEX Research Project)에 선정되어 작성된 보고서입니다.

▶기업분석팀 bongjinlee@hanwha.com 3772-7615

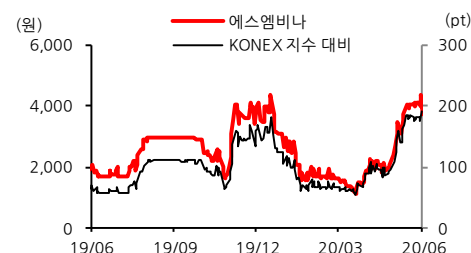
Not Rated	
현재 주가(6/4)	3,735원
상승여력	-
시가총액	204억 원
발행주식수	5,450천주
52 주 최고가 / 최저가	4,390 / 1,125 원
90 일 평균 거래대금	0.02억원
외국인 지분율	0.0%
주주 구성	
씨애편무역 (외 10 인)	95.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	113.1	171.0	12.3	124.0
상대수익률(KONEX)	100.4	187.2	21.0	194.2

(단위: 억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	7	14	16	21
영업이익	2	3	3	4
EBITDA	2	3	3	4
순이익	2	3	2	3
EPS(원)	-	-	446	464
순차입금	-1	-2	-6	0
PER	-	-	6.5	6.7
PBR	-	-	1.6	2.0
EV/EBITDA	-	-	2.7	3.8
ROA(%)	98.8	46.9	25.3	15.0
ROE(%)	190.0	73.7	31.4	24.6

## 주가 추이



에스엠비나는 베트남 내 공장 네트워크를 기반으로 국내向 의류 OEM 사업을 영위하고 있는 업체입니다. 설립 이후 핵심 고객사에 대한 매출 증가로 차별적 성장세와 수익성을 보였으며, 향후 고객사 확대에 성공한다면 외형 성장을 지속할 수 있을 것으로 기대됩니다.

## 베트남 내 네트워크와 공급 레퍼런스가 강점

2015년 말에 설립된 에스엠비나는 베트남 내 협력 외주공장을 기반으로 의류 OEM 사업을 영위하고 있다. 베트남 현지에 15곳 이상의 거래 공장을 두고 있으며, 이 중 최대 규모인 YT 공장에 대해서는 30.6%의 지분을 매입해 생산 안정성을 확보했다. 회사는 경영진이 보유하고 있던 15년 이상의 현지向 공급 레퍼런스와 베트남 내 입지를 활용해 설립 1년이 채 안 된 시점에 패션그룹형지와 공급계약을 체결했다.

## 가파른 성장세와 차별적 수익성

에스엠비나는 2019년 매출액 214억원(+35.6%, 이하 YoY), 영업이익 39억원(+26.0%), 당기순이익 25억원(+21.0%)의 실적을 기록했다. 최근 4년간 CAGR +34.6%의 가파른 매출 성장세다. 자체 공장이 없어 공급물량 확대를 통한 영업레버리지 효과를 기대하기 어렵지만, '19년 OPM 18.3%로 동종 업체 대비 차별적 수익성을 보이고 있다. 핵심 고객사向 물량 확대를 중심으로 외형을 키워왔으며, 1)다양한 아이템 생산 능력과 높은 외투 매출 비중, 2)상대적으로 낮은 베트남 내 임금 등이 높은 수익성의 주요인으로 파악된다.

## 성장 모멘텀 지속의 Key Factors

동사의 향후 성장성과 수익성은 신규 고객 유치에 달려있다. 특정 고객사 내 점유율 확대에는 한계가 있을 수 밖에 없고, 확대될수록 상대적으로 저수익성인 아이템까지 생산해야 하기 때문이다. 신규 고객과의 공급계약을 위한 여건은 갖춰진 상태이다. 특히 YT공장이 GAP, WARP, Better Work 등의 인증을 보유하고 있다는 점은 긍정적이다. 2018년부터 본격적으로 매출이 발생하기 시작한 골프웨어 부문도 외형 성장 지속의 주요 동인으로 작용할 전망이다. 아이템별 차이는 있으나 골프웨어 단가가 여성의류 대비 높은 편이고, 고객사에 대한 침투율이 낮아 추가 공급의 여지가 있다.

## 베트남 공장 네트워크를 기반으로 한 의류 OEM 업체

15곳 이상의  
외주공장 확보

2015년 말에 설립된 에스엠비나는 베트남 내 협력 외주공장을 기반으로 의류 OEM 사업을 영위하고 있다. 베트남 현지에 15곳 이상의 거래 공장을 두고 있으며, 이 중 최대 규모인 Yen The Garment 공장(이하 YT 공장)에 대해서는 동사(30.6%) 및 동사의 최대주주(51.0%)가 지분을 보유하고 있어 생산 안정성이 확보된 상태이다.

여성의류 비중 97%

제품부문은 크게 여성의류와 골프웨어(스포츠복)로 구성되어 있고, 작년 기준 매출 비중은 각각 97%, 3%이다. 골프웨어의 경우 2017년 11월 까스텔바작과의 공급계약 체결을 계기로 제품 포트폴리오에 추가됐으며 2018년부터 매출이 발생하기 시작했다.

형지그룹  
매출 비중 85% 이상

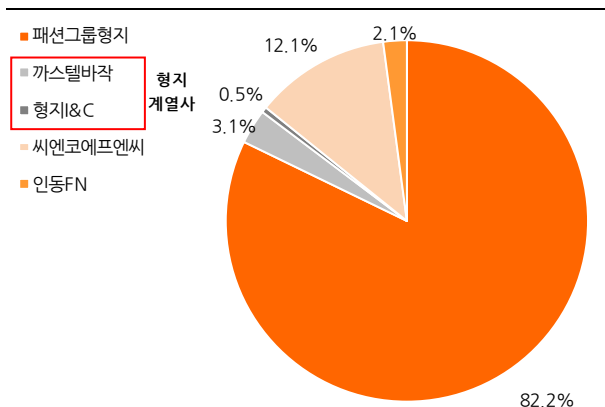
주요 고객은 형지그룹으로 2019년 기준 패션그룹형지, 까스텔바작, 형지I&C 등 3개사로부터 85% 이상의 매출이 발생했다. 회사는 경영진이 보유하고 있던 15년 이상의 형지그룹 공급 레퍼런스와 베트남 내 입지를 활용해 설립 1년이 채 안 된 시점에 패션그룹형지와 공급계약을 체결했다. 이후 現 최대주주인 씨앤엠무역과 크로커다일레이디(17년), 샤트렌 및 올리비아하슬러(18년) 브랜드 관련 영업양수도 계약을 맺는 등 공급물량 확대를 통해 단기간에 빠르게 성장할 수 있었다. 핵심 고객사와의 거래로 안정성을 확보한 뒤에는 고객사 다변화를 추진했다. 그 결과, 설립 초기 100%였던 형지그룹 매출 비중은 85.8%까지 낮아졌다.

[표1] 에스엠비나 기업 개요

구분	주요 내용
기업명	주식회사 에스엠비나
설립일 / 상장일	2015년 12월 24일 / 2018년 6월 25일
자본금	545백만원
사업분야	여성의복제조
본점소재지	서울특별시 마포구 마포대로 38 6층
임직원 수	36명 (2019.12 기준)
주요 주주	씨앤엠무역(외 10인) 95.5%

자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 에스엠비나 고객사별 매출액 비중(2019년 기준)



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 에스엠비나 주요 납품 브랜드

브랜드	납품 구조	주요 타겟층
크로커다일레이디	임가공	30~50대 여성
까스텔바작	CMT	전연령
샤트렌	임가공	30~40대 여성
올리비아하슬러	임가공	30~50대 여성
씨앤엠무역	완사입	전연령

자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

## 가파른 성장세와 차별적 수익성

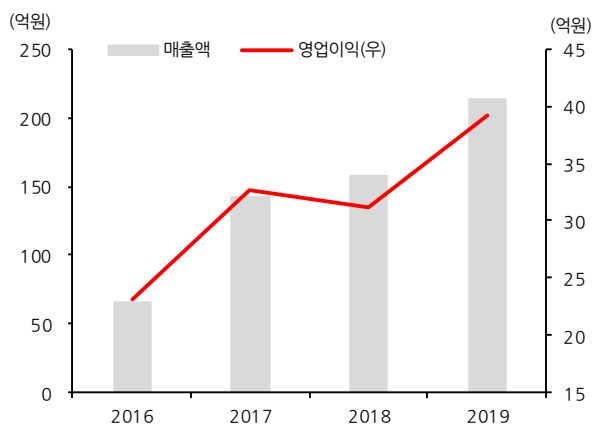
매출액 성장률 34.6%  
영업이익률 18.3%

에스엠비나는 2019년 매출액 214억원(+35.6%, 이하 YoY), 영업이익 39억원(+26.0%), 당기순이익 25억원(+21.0%)의 실적을 기록했다. 영업일수가 사실상 없었던 2015년을 제외하고 보면 최근 4년간 CAGR +34.6%의 가파른 매출 성장세를 시현했다. 자체 공장 없이 외형 확대에도 불구하고 영업레버리지 효과를 기대하기 어렵지만, 2019년 기준 OPM 18.3%로 여전히 동종 업체 대비 차별적 수익성을 보이고 있다. 이익의 절대 규모 측면에서도 CMT 비중이 일시적으로 축소됐던 2018년을 빼고 지속적인 두자릿수 증가율을 나타냈다(OP '16년: 23억원 ▶ '19년 39억원).

매출 성장:  
물량 확대가 핵심 요인

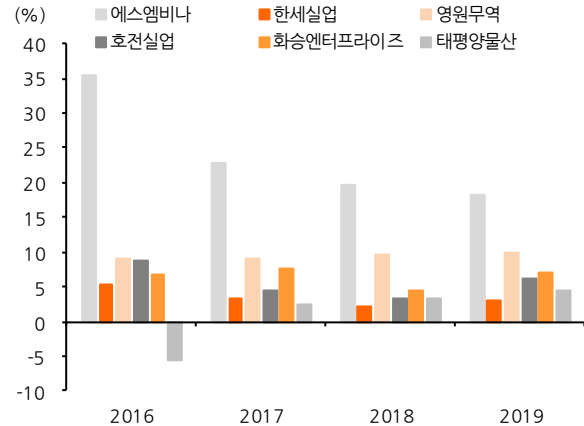
빠른 실적 성장의 배경으로는 1)핵심 고객사(형지그룹) 확보 및 이에 대한 공급물량 증대, 2)안정성 확보 후 진행한 고객사 다변화(非 형지그룹向 매출 비중: '17E 0%, '18E 5%, '19A 14%)를 꼽을 수 있다. 외주가공 방식의 사업모델을 갖고 있기 때문에, 물량 증대에 따른 Capa 부족이나 CAPEX 여력에 대한 우려가 낮은 것으로 보이며 신규 고객의 스팟성 발주에도 대응할 수 있다.

[그림2] 에스엠비나 연간 실적 추이



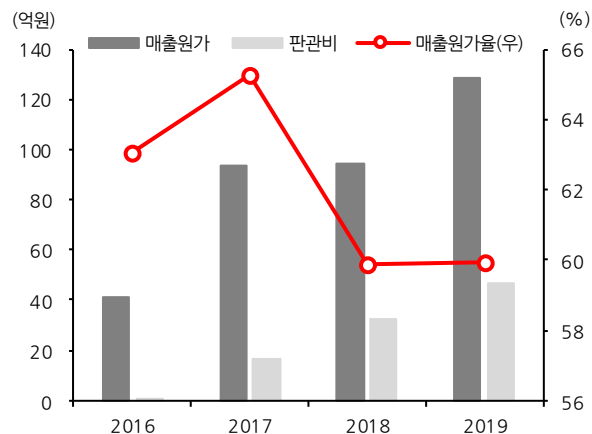
자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 의류 OEM 업체 영업이익률 추이



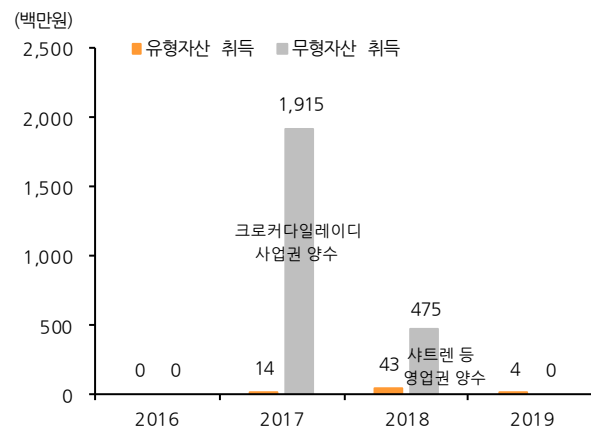
자료: Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 에스엠비나 매출원가(율) 및 판관비 추이



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 에스엠비나 CAPEX 추이



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

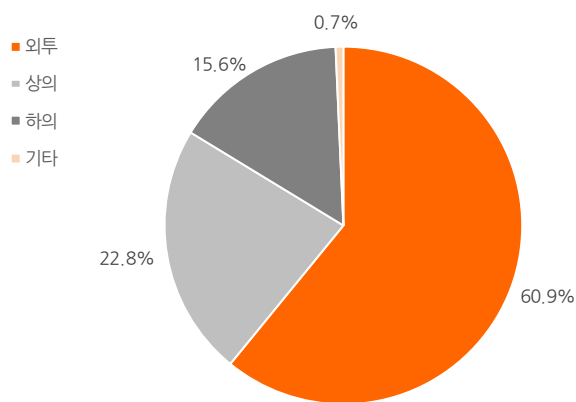
고수익성:  
높은 외투 비중,  
가공비 경쟁력이  
핵심 요인

에스엠비나가 높은 영업이익률을 유지할 수 있었던 데에는 1)다양한 아이템 생산 능력과 높은 외투(다운점퍼, 패딩, 자켓 등) 매출 비중, 2)상대적으로 낮은 베트남 내 임금(주요 공장 3지역 혹은 4지역에 위치), 3)효율적 공정 설계 노하우, 4)낮은 클레임률(0.1%~0.2% ▶ 수출↑, 가공비↓) 등이 주요하게 작용한 것으로 판단된다.

경영진은 30년 이상의  
베트남 현지 업력 보유

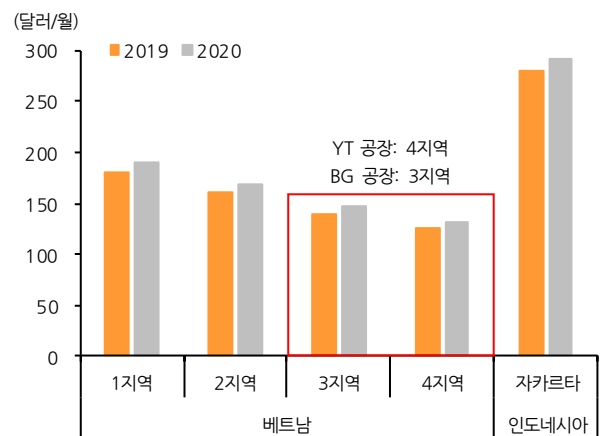
결국 공급계약 체결을 위한 영업능력, 베트남 현지 공장 확보 및 운용 능력, 품질관리 능력 등이 회사의 핵심 역량이라고 할 수 있다. 에스엠비나는 2015년에 설립됐지만, 회사의 주요 경영진은 1988년 베트남에 진출했고 1999년부터 패션그룹형지에 OEM 납품을 시작한 레퍼런스를 보유하고 있다. 에스엠비나 설립 후에도 1)핵심 고객사向 물량 확대 및 신규 고객에 대한 공급 개시(여성의류 공급량 '16년 299천벌 ▶ '19년 1,755천벌), 2)포트폴리오 내 신규 아이템(골프웨어) 추가 등을 통해 업계 내 경쟁력을 입증해왔다.

[그림6] 에스엠비나 품목별 매출비중(2019년 기준)



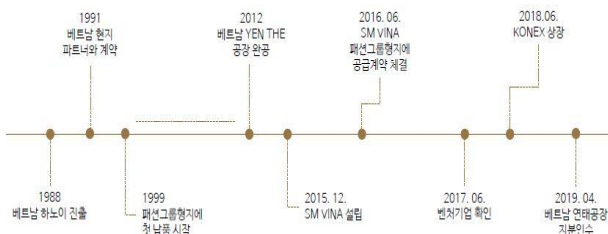
자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 베트남(지역별)과 인도네시아 최저임금



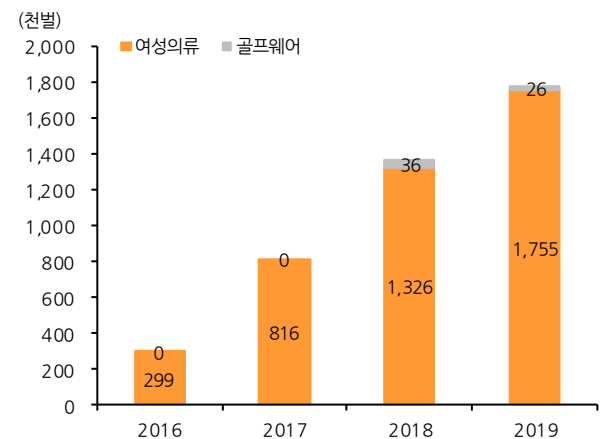
자료: KOTRA, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 에스엠비나 및 주요 경영진 사업 연혁



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 에스엠비나 의류 공급 규모 추이



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

## 성장 모멘텀 지속의 Key Factors

### i. 고객사 다변화 추세 지속

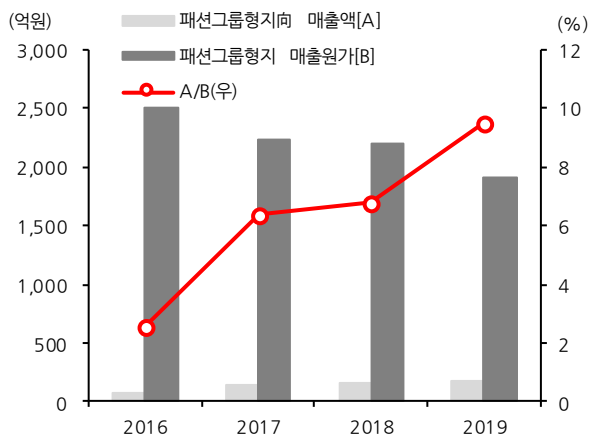
#### 고객사 다변화 필요

에스엠비나의 향후 성장성과 수익성은 신규 고객 유치에 달려있다. 특정 고객사 내 점유율 확대에는 한계가 있을 수 밖에 없고, 확대될수록 상대적으로 저수익성인 아이템까지 생산해야 하기 때문이다. 또한 핵심 고객사의 매출 및 수익성이 악화 추세에 있다는 점도 부담 요인이다. 이는 CR압력 혹은 전체 물량 축소에 따른 OEM업체 간 경쟁 심화로 이어질 가능성이 있다. 회사도 이런 점을 고려해 고객사 다변화를 추진하고 있는 것으로 파악되며, 이에 따라 非 형지그룹向 매출액이 커지는 추세이다.

#### 글로벌 인증 보유한 YT 공장

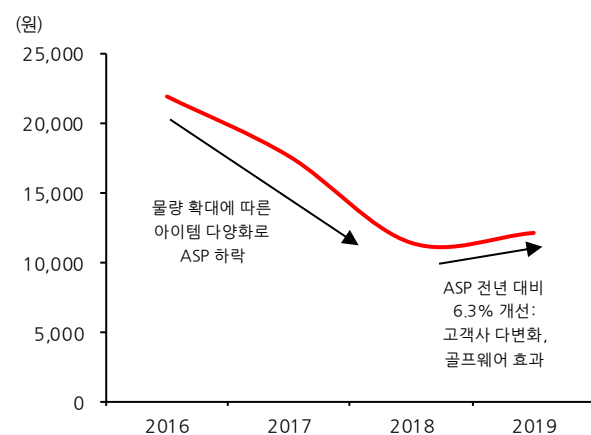
신규 고객과의 공급계약을 위한 여건은 갖춰진 상태이다. 특히 동사가 주주로 있는 YT 공장이 GAP, WARP, Better Work 등의 인증을 보유하고 있다는 점은 긍정적이다. 이는 해당 공장이 향후 국내뿐 아니라 글로벌 브랜드에게서 수주를 받을 수 있을 정도의 생산/공정 품질을 확보했다는 방증이기 때문이다. 또 YT 공장의 인증을 이용해 수주를 받고, 이러한 인증을 갖추지 못한 베트남 내 협력 외주공장에 재하청을 줄 수도 있어 확장성이 기대된다.

[그림10] 핵심 고객사向 매출액과 핵심 고객사의 매출원가 추이



자료: 공시자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 공급제품 Blended ASP 추이



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[표3] Yen The Garment 공장 인증 현황

인증처	관련 주요 브랜드	취득 시기	설명
GAP	GAP, Banana Republic	2012.03	ZARA, H&M과 함께 세계 3대 의류 브랜드에 속함
WRAP	Colombia, Macy's	2012.06	2000년에 창설된 노동/환경 인증 프로그램. 글로벌 유수의 바이어들이 WRAP 보유 공장 위주로 생산처를 개발
Li & Fung	ZARA	2014.08	1906년 중국에서 설립된 세계적 아웃소싱 전문 무역회사
Better Work	Calvin Klein, Ralph Lauren	2014.12	국제노동기구와 국제금융기구의 글로벌 파트너십 프로그램. 보통 대규모 수출 회사들이 자격 보유
ascena	Catherines	2014.12	미국 내 주부층을 겨냥한 BIG SIZE 전문 SPA 브랜드

자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

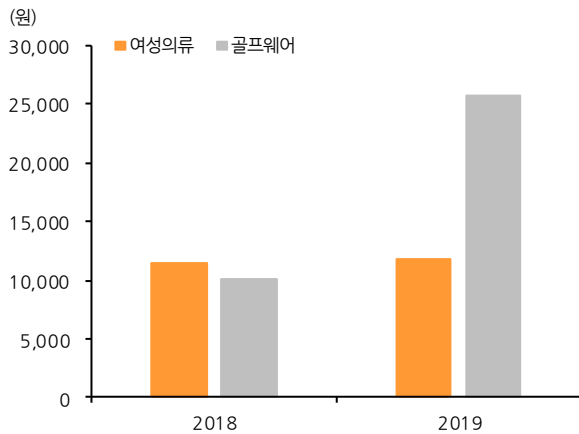
## ii. 골프웨어 매출 확대

침투율 낮은  
가스텔바작向  
매출 확대 기대

2018년부터 본격적으로 매출이 발생하기 시작한 골프웨어 부문도 외형 성장 지속의 주요 동인으로 작용할 전망이다. 아이템별 차이는 있으나 골프웨어 단가가 여성 의류 대비 높은 편이고, 고객사에 대한 침투율이 낮아 추가 공급의 여지가 있다.

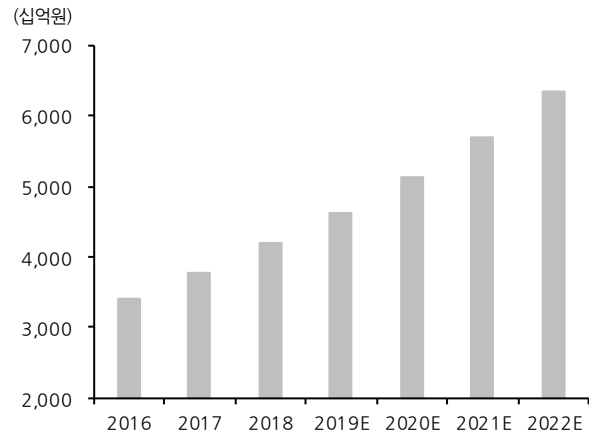
전방시장의 업황 측면에서도 이러한 방향성이 유효해 보인다. 다소 정체되어 있는 국내 여성 의류 시장과 달리 골프웨어 시장은 견조한 성장세를 보일 것으로 기대된다. COVID-19 영향으로 인한 골프장 이용객 수 증가세 또한 우호적인 부분이다. 이는 단기적으로 전방산업에 대한 수요를 견인할 뿐만 아니라, 국내에 골프 문화가 확산되는 변곡점으로 작용할 가능성이 있기 때문이다.

[그림12] 에스엠비나 여성 의류 및 골프웨어 ASP



자료: 에스엠비나, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 국내 골프웨어 시장규모



자료: 한국레저산업연구소, NICE평가정보, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	7	14	16	21
매출총이익	-	2	5	6	9
영업이익	-	2	3	3	4
EBITDA	-	2	3	3	4
순이자손익	-	0	0	0	0
외화관련손익	-	0	0	0	0
지분법손익	-	0	0	0	0
세전계속사업손익	-	2	3	3	3
당기순이익	-	2	3	2	3
지배주주순이익	-	2	3	2	3
증가율(%)					
매출액	-	-	119.0	10.5	35.6
영업이익	-	-	41.4	-6.4	28.0
EBITDA	-	-	44.4	3.6	29.5
순이익	-	-	38.2	-7.3	4.1
이익률(%)					
매출총이익률	-	37.0	34.7	40.1	40.1
영업이익률	-	35.5	22.9	19.4	18.3
EBITDA 이익률	-	35.5	23.4	21.9	20.9
세전이익률	-	35.2	22.8	19.3	15.8
순이익률	-	29.1	18.3	15.4	11.8

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	-	1	3	3	3
당기순이익	-	2	3	2	3
자산상각비	-	0	0	0	1
운전자본증감	-	-1	0	0	-3
매출채권 감소(증가)	-	-1	-1	1	-2
재고자산 감소(증가)	-	-1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-	1	0	-1	0
투자현금흐름	-	0	-3	-1	-1
유형자산처분(취득)	-	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	-	0	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-	0	0	0	1
재무현금흐름	-	0	1	2	0
차입금의 증가(감소)	-	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-	0	1	2	0
배당금의 지급	-	0	0	0	0
총현금흐름	-	2	3	3	6
(-)운전자본증가(감소)	-	1	0	0	4
(-)설비투자	-	0	0	0	0
(+)자산매각	-	0	-2	0	0
Free Cash Flow	-	1	1	3	2
(-)기타투자	-	0	1	0	2
잉여현금	-	1	0	2	0
NOPLAT	-	2	3	2	3
(+) Dep	-	0	0	0	1
(-)운전자본투자	-	1	0	0	4
(-)Capex	-	0	0	0	0
OpFCF	-	1	3	3	0

주: IFRS 별도 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	-	4	5	9	16
현금성자산	-	1	2	6	6
매출채권	-	1	2	1	8
재고자산	-	1	1	0	0
비유동자산	-	0	3	3	6
투자자산	-	0	0	0	3
유형자산	-	0	0	0	1
무형자산	-	0	2	2	2
자산총계	-	4	7	12	22
유동부채	-	2	2	1	11
매입채무	-	1	2	1	1
유동성이자부채	-	0	0	0	6
비유동부채	-	0	0	0	1
비유동이자부채	-	0	0	0	1
부채총계	-	2	2	1	12
자본금	-	0	1	1	1
자본잉여금	-	0	0	3	0
이익잉여금	-	2	5	7	9
자본조정	-	0	0	0	0
자기주식	-	0	0	0	0
자본총계	-	2	5	10	10

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-	-	-	446	464
BPS	-	194,715	47,371	1,819	1,554
DPS	-	-	-	0	0
CFPS	-	-	-	620	1,024
ROA(%)	-	98.8	46.9	25.3	15.0
ROE(%)	-	190.0	73.7	31.4	24.6
ROIC(%)	-	-	147.0	79.8	52.8
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	6.5	6.7
PBR	-	-	-	1.6	2.0
PSR	-	-	-	1.0	0.8
PCR	-	-	-	4.6	3.0
EV/EBITDA	-	-	-	2.7	3.8
배당수익률	-	-	-	0.0	0.0
안정성(%)					
부채비율	-	94.6	43.0	14.5	113.3
Net debt/Equity	-	-61.6	-33.4	-62.0	2.6
Net debt/EBITDA	-	-51.8	-51.5	-185.0	5.9
유동비율	-	204.6	213.6	670.9	149.9
이자보상배율(배)	-	-	38,052.2	134.6	11.2
자산구조(%)					
투자자본	-	38.0	59.6	32.6	45.5
현금+투자자산	-	62.0	40.4	67.4	54.5
자본구조(%)					
차입금	-	0.0	0.0	0.0	39.0
자기자본	-	100.0	100.0	100.0	61.0

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2020년 6월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이봉진)

본 분석보고서는 거래소 코넥스기업 분석보고서 발간 지원사업(KONEX Research Project)에 선정되어 작성된 보고서입니다.

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자이전 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%