

# 에스엠비나

## 299670

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

Nov 19, 2021

Not Rated

## Company Data

현재가(11/18)	3,045 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	7,760 원
52 주 최저가(보통주)	2,085 원
KOSPI (11/18)	2,947.38p
KOSDAQ (11/18)	1,032.77p
자본금	5 억원
시가총액	166 억원
발행주식수(보통주)	545 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	0.0 만주
평균거래대금(60 일)	0 억원
외국인지분(보통주)	0.00%
주요주주	
씨애편무역 외 9 인	94.89%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.6	-33.6	13.0
상대주가	0.4	-28.5	-2.4



정유화학 위정원

3771-9730, jungwon.wee@iprovest.com

RA 박성국

3771-9303, guuuuuk@iprovest.com



KYOBO 교보증권

## 외주공장 네트워크 기반 고수익성 의류 OEM 기업

## 기업개요 : 여성의류 전문 OEM 기업

에스엠비나는 2015년 12월 설립되어 2018년 6월 코넥스 시장에 상장한 의류 OEM(주문자 상표 부착 생산) 기업. 보유한 자체 공장 없는 대신 베트남 현지외의 외주공장을 이용, 주요 고객사인 패션그룹형지의 브랜드(크로커다일 레이디, 올리비아하슬러, 샤트렌) 의류를 제조. 2020년 기준 브랜드별 매출 비중은 크로커다일 레이디 72%, 올리비아하슬러 17%, 샤트렌 11%.

## 투자포인트①: 차별화된 의류제작 솔루션

생산발주만 담당하는 기존 의류 OEM 기업의 생산 방식과 달리, 동사는 Anchor Factory Network(AFN)이라는 시스템을 채용하여 브랜드 업체의 디자인, 샘플 작업, 출시 절차에 함께하는 동시에 20개 이상 확보한 베트남 공장과 협업하여 제품을 생산·납품. 이를 통해 1)의류기획·제조에 필요한 노하우를 축적하는 한편, 2)효율적인 품질 관리 가능. 그 결과 클레임을 0.1%~0.2% 유지하며, 업계평균보다 높은 과거 3년 평균 영업이익률 22.6% 달성.

## 투자포인트②: 정상화될 내년을 기대

1H21 매출액 26.5억원(YoY -79.4%), 영업이익 1.5억원(YoY -96.2%). 부진한 실적의 원인은 코로나19 영향이 2021년부터 본격적으로 반영되었기 때문. 베트남 정부의 강력한 방역 조치로 공장가동 저조하여 하반기 업황도 좋지 않음. 하지만 서서히 정상화될 내년을 기대. 1)베트남 주요 도시의 봉쇄령이 완화되기 시작했으며, 2)위드 코로나 정책 전환으로 국내 여성복 소비가 되살아나고 있기 때문.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산 (억원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출액 (억원)	65	143	158	214	235
YoY(%)	NA	119.0	10.5	35.6	9.8
영업이익 (억원)	23	33	31	39	71
OP 마진(%)	35.4	23.1	19.6	18.2	30.2
순이익 (억원)	19	26	24	25	41
EPS(원)	189,715	28,582	2,229	464	746
YoY(%)	0.0	-84.9	-92.2	-79.2	60.7
PER(배)	0.0	0.0	6.5	6.7	3.4
PCR(배)	0.0	0.0	23.2	3.0	1.7
PBR(배)	0.0	0.0	1.8	2.0	0.9
EV/EBITDA(배)	-0.5	-0.5	2.7	3.5	1.6
ROE(%)	190.0	73.6	31.4	24.6	32.7

## 기업개요

### 여성의류 전문 OEM 기업

에스엠비나는 2015년 12월 설립되어 2018년 6월 상장한 여성의류 OEM(주문자 상표 부착 생산) 기업으로, 매출의 약 95%를 차지하는 주요 고객사인 패션그룹형지의 브랜드(크로커다일 레이디, 올리비아 하슬러, 샤프렌) 의류를 제조하여 납품한다. 2020년 기준 브랜드별 매출 비중은 크로커다일 레이디 72%, 올리비아 하슬러 17%, 샤프렌 11%이며, 품목별 매출 비중은 외투 50% 상의 30% 하의 15% 기타 5%으로 구성된다

동사의 창업주는 1988년부터 베트남 하노이에 진출해 의류 OEM 사업을 하며 장기간 해당 지역 내 네트워크를 구축했다. 이를 통해 동사는 자체 공장을 보유하고 있지 않지만, 베트남에 위치한 20여 곳의 외주공장을 이용하여 납기일에 맞춰 유연하게 제품생산이 가능하다. 2019년에는 동사의 외주공장 중 가장 큰 생산 시설인 YT Garment 공장의 지분을 동사가 30.6%, 최대주주인 (주)씨앤엠무역이 51% 취득하여 생산의 안정성도 확보했다.

[도표 1] 회사 개요

구분	내용
회사명	(주)에스엠비나
대표이사	윤동률
설립일	2015.12.24
상장일	2018.06.25
자본금	5.5 억원
임직원	21 명
주요사업	여성 의류 제조업

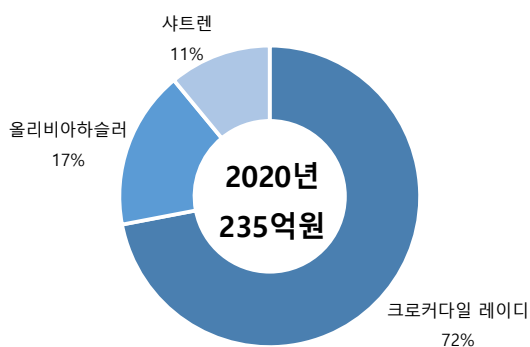
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 회사 연혁

일자	내용
2015-12	회사 설립
2016-06	패션그룹형지와 공급계약 체결
2017-06	사명 변경 (에스씨케이코리아 → 에스엠비나)
2017-11	크로커다일레이디 제품 제조사업부문 영업양수도 계약
2018-06	코넥스 시장 상장
2018-12	샤프렌, 올리비아하슬러 영업 및 유형자산 양수도 계약
2019-04	베트남 YT Garment 공장 지분 취득 (30.6%)

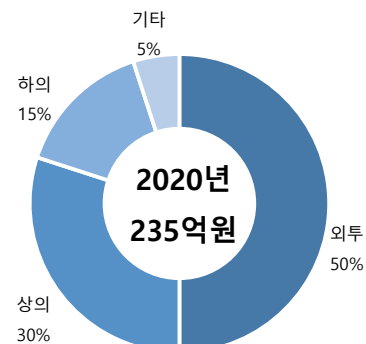
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 브랜드별 매출 비중



자료: 에스엠비나, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 품목별 매출 비중



자료: 에스엠비나, 교보증권 리서치센터

## 투자포인트① 차별화된 생산 솔루션

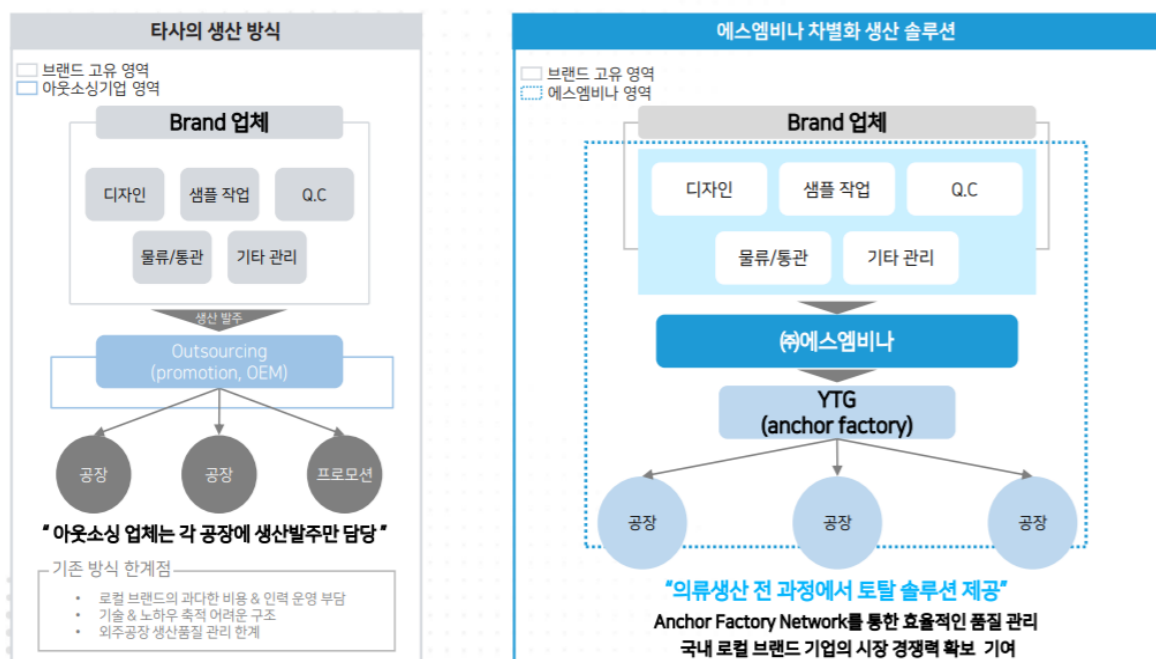
### 의류생산 전 과정에서 토탈 솔루션 제공

생산발주만 담당하는 기존 의류 OEM 기업의 생산 방식과 달리, 동사는 Anchor Factory Network (AFN)이라는 시스템을 채용하여 브랜드 업체의 디자인, 샘플 작업, 출시 절차에 함께하는 동시에 20개 이상 확보한 베트남 공장과 협업하여 제품을 생산·납품한다. 이를 통해 1)의류 기획 및 제조에 필요한 기술과 노하우를 축적하는 한편, 2)효율적인 품질 관리가 가능하다.

기존 의류 산업은 브랜드 업체가 제품기획 및 디자인에 주력하고, 생산전문 하청기업에 외주를 맡기는 형식으로 기획과 생산이 분리된 구조를 가지고 있다. 이 구조 하에서는 브랜드 업체가 생산설비를 소유하지 않아도 된다는 장점이 있다. 하지만 의류의 품질 관리가 어려우며, 생산만 담당하는 하청기업은 기술과 노하우의 축적이 어렵다는 단점이 존재한다.

동사는 직접 샘플과 디자인 제작이 가능한 in-house 디자인실을 운영하여 고객사의 의류 기획과 생산 절차 전반에 참여하는데, 이 과정에서 기술과 노하우의 축적이 가능하다. 이후 Anchor Factory인 YT Garment 공장(지분 30.6% 보유)을 중심으로 외주공장 네트워크를 이용하여 제품을 생산한다. 설비를 직접 소유하지 않고 일정 지분만 취득함으로써 운영비용은 절감하고, 외주공장을 이용한 유연한 생산라인 관리를 통해 효율적인 품질 관리가 가능하다.

[도표 5] 기존 의류 OEM 기업 생산 방식 vs 에스엠비나 생산 방식



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 주요 외주공장인 베트남 YT Garment 공장 조감도



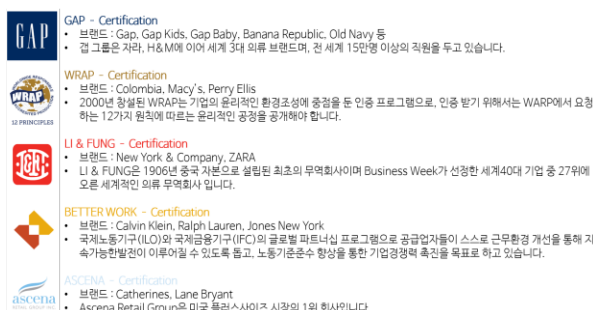
자료: 에스엠비나, 교보증권 리서치센터

### 고객 만족과 수익성을 한꺼번에

차별화된 생산 솔루션을 바탕으로 당사는 고객 만족과 수익성을 동시에 챙겼다. 의류 제작을 의뢰한 고객사는 OEM기업에 납품 기한, 제품 품질, 요구 수량과 관련한 클레임을 요구할 수 있는데, 당사는 2016년부터 지금까지 0.1%~0.2% 클레임율을 유지하고 있다. 낮은 클레임율은 고객사의 리오더(Re-order)를 이끌어내는데, 당사는 20여 곳이 넘게 확보해 둔 현지 네트워크를 통해 2차, 3차로 이어지는 리오더에도 유연한 대응이 가능하다.

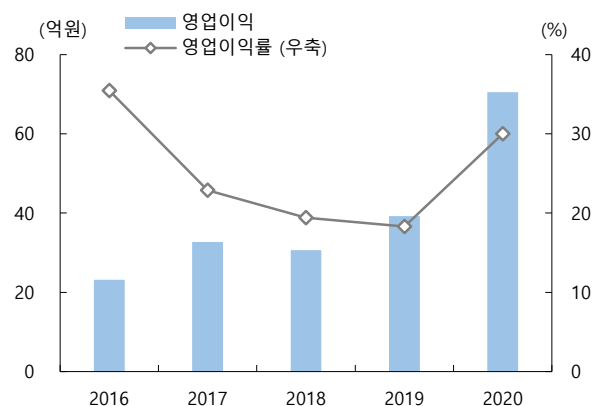
고객사향 물량 확대에 의한 매출 증가와 외주공장 생산 시스템을 통한 효율적인 비용관리로 당사는 같은 업종에 속한 다른 기업 대비 높은 수익성을 보인다. 에스엠비나의 과거 3개년 평균 영업이익률은 22.6%로, 국내 섬유·의복 섹터의 과거 3개년 평균 영업이익률인 4.1%를 크게 상회한다.

[도표 7] Yen The Garment 공장의 브랜드 생산 인증



자료: 에스엠비나, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 연간 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 교보증권 리서치센터

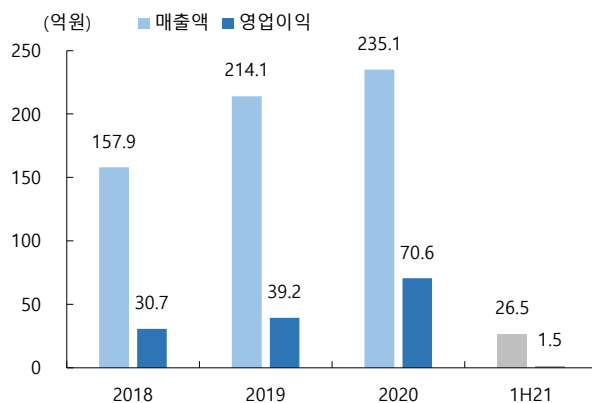
## 투자포인트② 정상화될 내년을 기대

### 2021년 상반기 실적 리뷰

동사는 2021년 8월 13일 거래소 자율공시를 통해 2021년 상반기 매출액 26.5억원, 영업이익 1.5억원으로 전년 동기 대비 각각 79.4%, 96.2% 감소한 실적을 발표했다. 전년 동기 대비 부진한 실적의 원인은 코로나19로 인한 영향이 2021년 상반기부터 본격적으로 반영되었기 때문이다.

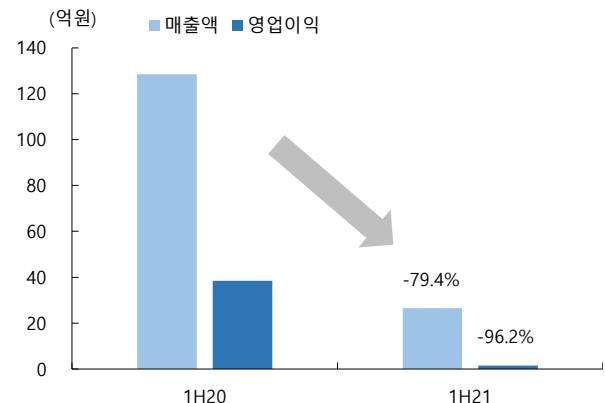
6개월 단위로 계약이 먼저 진행되는 섬유업계의 특성상 동사는 여름에 겨울 의류 주문을 받아 9월부터 12월까지 생산하고, 주로 12월부터 이듬해 2월까지 매출을 인식하는 구조이다. 하지만 2020년 코로나19가 발생하며 고객사로부터 겨울 의류 오더가 급감했고, 그 영향이 부진한 실적으로 나타났다. 주가도 이를 반영하여 상반기 실적 발표 후 하락한 상태에 머무르고 있다.

[도표 9] 매출액 및 영업이익 추이



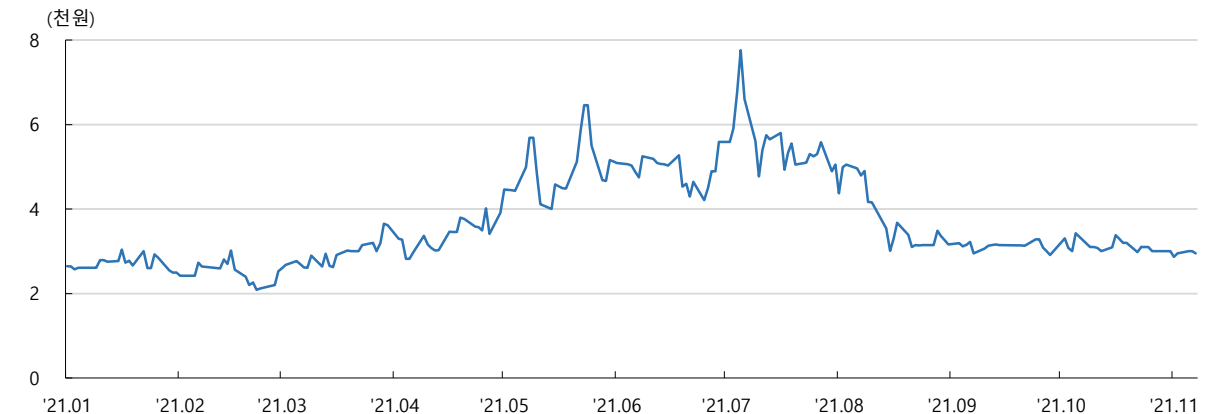
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 1H20, 1H21 실적 비교



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] 에스엠비나 주가 추이



자료: 교보증권 리서치센터

### 여전히 좋지 않은 하반기 영업현황

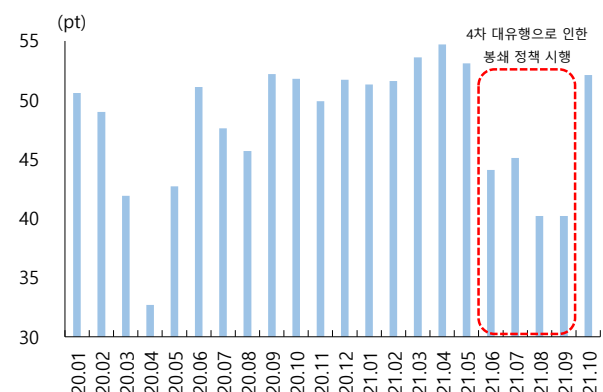
하반기 상황도 우호적이지 않다. 7월 베트남에서 코로나 확진자 수가 급증하자 베트남 정부는 강력한 락다운 정책을 실시하여 주요 도시와 항구를 봉쇄했다. 이는 대표적인 노동집약 산업인 의류 산업의 공장 가동을 어렵게 만들어, 8월 중 베트남에 위치한 섬유 의류 공장의 30~35%는 문을 닫았다. 물류대란과 환율상승이라는 악재도 겹치는 가운데, 외주공장이 베트남에 위치한 당사도 이런 피해를 피할 수 없었다.

[도표 12] 베트남 방역 정책 동향

일시	정책 내용
2021-04-30	베트남 코로나 4차 대유행 시작
2021-05-12	(하노이) 공공장소, 학교, 병원에서 10인 이상 집합 금지
2021-05-25	(하노이) 모든 식당 영업 중지
2021-05-30	사회적 거리두기 본격 시행
2021-06-20	(호찌민) 직장, 병원 외 장소 3인 이상 집합 금지
2021-07-26	(호찌민) 오후 6시부터 오전 6시까지 외출 금지
2021-08-16	(다낭) 전면 외출금지 시행
2021-08-20	(호찌민) 전면 외출금지 시행
2021-09-06	구역별로 나눠 락다운 조치 연장
2021-10-01	단계적 봉쇄 완화 시행

자료: KOTRA, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 베트남 제조업 PMI

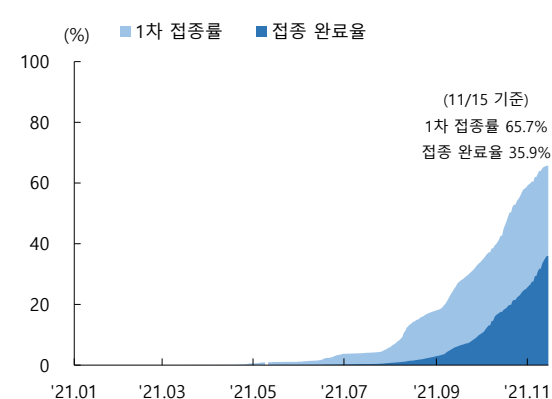


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

### 서서히 보이기 시작하는 터널의 끝

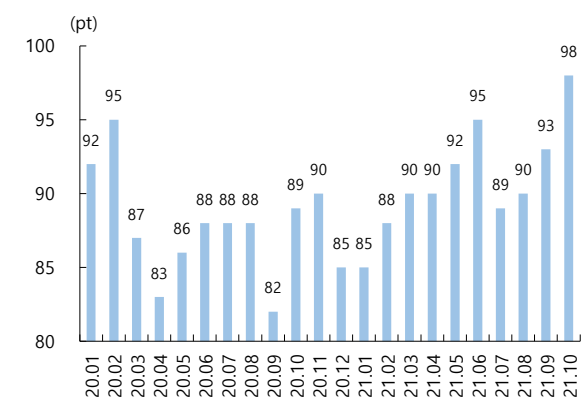
하지만 서서히 정상화 될 내년을 기대한다. 1)10월 1일부터 베트남 주요 도시의 락다운 조치가 점진적으로 완화되면서, 의류 OEM 업체들의 공장이 가동되기 시작했으며, 2)위드 코로나 정책으로 전환하면서 국내 여성복 시장의 소비가 되살아나고 있기 때문이다. 10월 주요 여성복 브랜드의 매출이 전년 대비 크게 상승하고 있으며, 여성의 의류비 지출전망 CSI는 2019년 12월 이후 최고치인 98을 기록했다. 향후 점진적인 고객사 오더 정상화를 기대한다.

[도표 14] 베트남 백신 접종률



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 한국 의류비 지출전망CSI (여성)



자료: 한국은행 소비자동향조사, 교보증권 리서치센터



## [에스엠비나 299670]

## 포괄손익계산서

단위: 억원

12 결산 (억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	65	143	158	214	235
매출원가	41	93	95	128	126
매출총이익	24	50	63	86	109
매출총이익률 (%)	37.0	34.7	40.1	40.1	46.4
판매비	1	17	33	47	39
영업이익	23	33	31	39	71
영업이익률 (%)	35.5	22.9	19.4	18.3	30.0
EBITDA	23	33	35	45	77
EBITDA Margin (%)	35.5	23.4	21.9	20.9	32.7
영업외손익	0	0	0	-5	-15
관계기업손익	0	0	0	-1	-16
금융수익	0	0	0	1	23
금융비용	0	0	-1	-8	-12
기타	0	0	0	3	-10
법인세비용차감전순이익	23	33	30	34	56
법인세비용	4	6	6	9	15
계속사업순이익	19	26	24	25	41
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	26	24	25	41
당기순이익률 (%)	29.1	18.3	15.4	11.8	17.3
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	19	26	24	25	41
지배순이익률 (%)	29.1	18.3	15.4	11.8	17.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	0	0	25	40
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	0	0	25	40

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 현금흐름표

단위: 억원

12 결산 (억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	11	26	32	26	137
당기순이익	19	26	24	25	41
비현금항목의 가감	0	1	9	31	38
감가상각비	0	0	0	1	2
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	1	16
기타	0	1	9	29	20
자산부채의 증감	-7	-1	-2	-22	71
기타현금흐름	0	0	0	-8	-12
투자활동 현금흐름	0	-27	-10	-11	-96
투자자산	0	0	3	28	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	0	-27	-13	-39	-96
재무활동 현금흐름	0	6	25	-4	-78
단기차입금	0	0	0	-3	-48
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	6	25	-1	-30
현금의 증감	11	5	47	11	-36
기초 현금	1	12	17	38	49
기말 현금	12	17	64	49	12
NOPLAT	19	26	24	29	51
FCF	12	26	27	13	129

자료: 0, 교보증권 리서치센터

## 재무상태표

단위: 억원

12 결산 (억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	38	47	88	159	136
현금및현금성자산	12	17	64	49	12
매출채권 및 기타채권	11	18	10	77	10
재고자산	9	5	5	4	2
기타유동자산	6	7	10	30	112
비유동자산	0	27	30	59	39
유형자산	0	0	0	8	6
관계기업투자금	0	0	0	27	11
기타금융자산	0	1	3	2	3
기타비유동자산	0	25	26	23	19
자산총계	38	74	118	218	175
유동부채	18	22	13	106	20
매입채무 및 기타채무	14	17	9	14	8
차입금	0	0	0	47	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	4	5	4	45	12
비유동부채	0	0	2	10	9
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	2	10	9
부채총계	18	22	15	116	29
지배지분	19	52	103	102	146
자본금	1	5	7	5	5
자본잉여금	0	1	25	2	2
이익잉여금	19	45	70	92	132
기타자본변동	0	0	2	5	9
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	19	52	103	102	146
총차입금	0	0	0	53	4

## 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

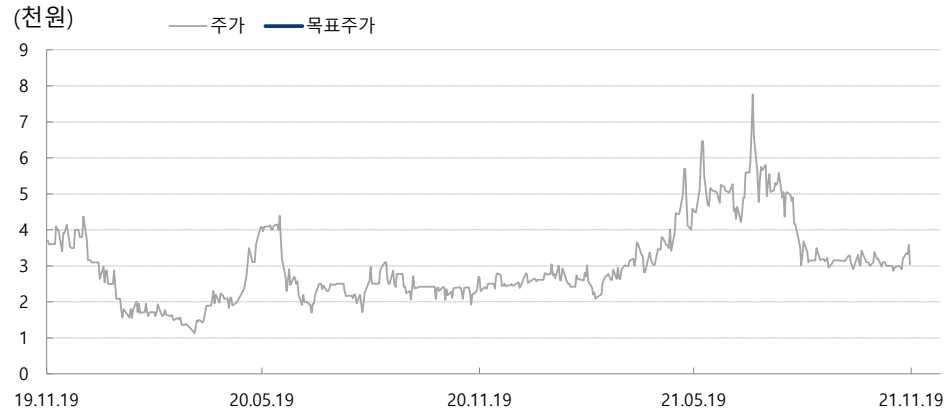
12 결산 (억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	189,715	28,582	2,229	464	746
PER	0.0	0.0	6.5	6.7	3.4
BPS	194,715	47,274	7,842	1,554	2,680
PBR	0.0	0.0	1.8	2.0	0.9
EBITDAPS	231,485	35,797	2,495	596	1,075
EV/EBITDA	-0.5	-0.5	2.7	3.5	1.6
SPS	13,049	3,127	2,897	3,929	4,314
PSR	0.0	0.0	5.0	0.8	0.6
CFPS	116,614	28,617	2,187	195	1,959
DPS	0	0	0	0	0

## 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
성장성					
매출액 증가율	NA	119.0	10.5	35.6	9.8
영업이익 증가율	NA	41.4	-6.4	28.0	79.9
순이익 증가율	NA	37.7	-7.0	4.1	60.7
수익성					
ROIC	193.6	83.3	35.4	23.8	36.4
ROA	98.8	46.8	25.3	15.0	20.7
ROE	190.0	73.6	31.4	24.6	32.7
안정성					
부채비율	94.6	43.1	14.5	113.3	19.9
순차입금비율	0.0	0.0	0.0	24.2	2.4
이자보상배율	0.0	38,052.2	134.6	11.2	18.6

## 에스엠비나 최근 2년간 목표주가 변동추이



## 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저
2019.11.19	Not Rated						

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2021.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.5	0.0	1.5	0.0

## 【업종 투자의견】

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

## 【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 식제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하