

# 의류

## 의류 OEM 에도 봄이 찾아올까

SK증권 리서치센터



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

### 업황 회복기로의 국면 전환

길었던 글로벌 의류 재고조정이 마무리되어가고 있다. 리테일 브랜드의 경우 작년 4 분기를 기점으로 재고조정이 완전히 마무리되었으며, Restocking 이 충분히 가능한 환경이다. 홀세일 브랜드의 경우 아직 가야 할 길이 남아있다. 상반기까지 추가적인 재고조정의 기간을 거칠 것으로 전망한다. 이에 따라 미국 리테일 브랜드를 주요 고객사로 두고 있는 한세실업은 올해 편만한 실적 회복 국면에 진입할 것이다. Gap, AEO 등 일부 고객사들에게서 그토록 기다리던 Restocking 의 시그널이 조금씩 감지되고 있다.

### 눈치 없게도 수요는 불안

글로벌 의류 재고가 많이 건전해졌기 때문에 의류 수요까지 좋았다면 강한 Restocking 을 예상해볼 수 있다. 하지만 아쉽게도 의류 수요는 여전히 불안하다. 미국의 경우 경제가 견조하고 '23년 초부터 점차 수요가 회복되는 흐름을 보이고 있으나 그 강도는 아직 약하다. 유럽의 경우에는 높은 기준금리 속에 실업률이 증가하며 수요가 좋지 않다. 수요에 대한 불확실성은 미국의 기준금리 인하 시점까지 지속될 것으로 전망한다. 인플레이션 안정화와 경제 둔화 둘 중 어느 것이 먼저 찾아올지 장담하기 어렵기 때문이다. 수요에 대한 강한 확신을 하기 어려운 것은 고객사도 마찬가지일 것이기에 당분간은 재고가 건전한 미국의 리테일 고객사를 중심으로 중간 강도의 Restocking 이 이어질 것으로 전망한다.

### 주가도 실적도 기대가 가장 없는 곳이 가장 편만한 투자처

재고조정 사이클이 종료됨에 따라 업황이 침체에서 벗어나 회복 국면으로의 전환되는 와중에 수요는 불확실한 상황이라면, 실적의 턴어라운드 가 예상되나 주가 부담이 없는 종목이 가장 투자하기 편하다. 화승엔터프라이즈의 경우 고객사인 아디다스의 재고조정이 작년 말을 기점으로 마무리 국면에 접어들어 올해 실적 턴어라운드에 대한 가시성은 높아졌으나, 주가 측면에서는 OEM 종목들 중에서 가장 외면 받아왔다. '실적의 바닥에 대한 확인 → 주가의 추세적 전환'이라는 이번 사이클에서 가장 확실한 로직에 부합한다. 실적 턴어라운드에 대한 가시성이 높아지기 시작하는 올해 상반기에 가장 편하게 매수할 만한 종목으로, 업종 내 Top-Pick 으로 제시한다.

#### [종목 커버리지]

- 화승엔터프라이즈 (241590/KS): Top-Pick
- 한세실업 (105630/KS)
- 영원무역 (111770/KS)

# Contents

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1. 서론 및 요약                | 3  |
| 2. 의류 OEM 주가와 업황 현황       | 4  |
| 3. 주가가 좋았던 종목은 더 갈 수 있을까? | 7  |
| 4. 못 오른 종목은 오를 수 있을까?     | 11 |
| 5. 의류 수출 단가는 상반기가 저점      | 14 |
| 6. 밸류에이션 저평가 원인           | 16 |

[기업분석]

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 화승엔터프라이즈 (241590/KS) Top-Pick | 21 |
| 한세실업 (105630/KS)              | 39 |
| 영원무역 (111770/KS)              | 53 |

**Compliance Notice**

작성자(관리자)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 19일 기준)**

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.67% | 중립 | 5.33% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

## 1. 서론 및 요약

### (1) 서론

의류 OEM 업종의 산업 매력도는 객관적으로 크지는 않다

보통의 경우에 의류 OEM 산업이 투자자의 입장에서 그다지 매력적인 투자처는 아닐 것이다. 산업의 성장성이 낮고, P(가격)과 Q(오더)가 고객사에 종속되어 있으며, C(비용)는 저개발국가의 임금 상승에 따라 시간이 지나면서 자연히 증가하기 때문이다. 업황 사이클의 진폭도 크지 않아 업사이클 때의 주가 상승 여력도 타 Cyclical 업종 대비 크지 않다.

하지만 '20년 이후로 코로나 19와 최근의 3高(고물가, 고금리, 높은 재고) 환경으로 인해 업황이 급등락을 경험했다. 외부 환경으로 인해 사이클의 진폭이 극도로 커졌다.

재고조정으로 커진 업황 변동폭 속에 투자 기회가 아직 남아있다

현재 의류 OEM 업황은 저점을 지나 회복 구간에 위치해 있다. 보통 업황이 침체에서 회복 국면으로 전환될 때 주가의 반등이 강하게 나온다. 이제 막 실적이 저점을 통과한 종목에는 여전히 투자 기회가 남아있다.

### (2) 요약

글로벌 의류 재고조정 사이클은 마무리 국면

글로벌 의류 재고는 지난 1년이 넘는 기간 재고조정을 거치면서 많이 건전해졌다. 리테일 재고는 완전히 정상화되었고, 홀세일 재고가 상반기 중에 추가로 정상화될 것이다. 길었던 이번 Destocking 국면은 올해 상반기를 끝으로 완전히 마무리될 전망이다.

불안정한 의류 수요가 아쉽다

의류 수요는 여전히 불투명하다. 특히 유럽의 상황이 좋지 않다. 미국은 그나마 상황이 낮지만 인플레이션 문제의 완전한 해소와 미 연준의 금리 인하까지 경제가 버텨줄지 미지수다. 수요에 대한 불안한 전망은 글로벌 패션 브랜드로 하여금 적극적인 Restocking을 주저하게 만든다.

기준금리 인하 시점과 미국 경제 흐름이 중요해지는 시기

글로벌 통화 긴축 국면이 가장 큰 경제의 하방 압력이라는 점에서, 미국의 기준금리 인하가 의류 수요의 가시성 확보에 있어 중요하다. 시장이 기대하는 대로 하반기에 미국이 기준금리를 인하하고 그 때까지 미국의 소비가 견조한 흐름을 이어간다면 강한 Restocking의 논리가 완성된다.

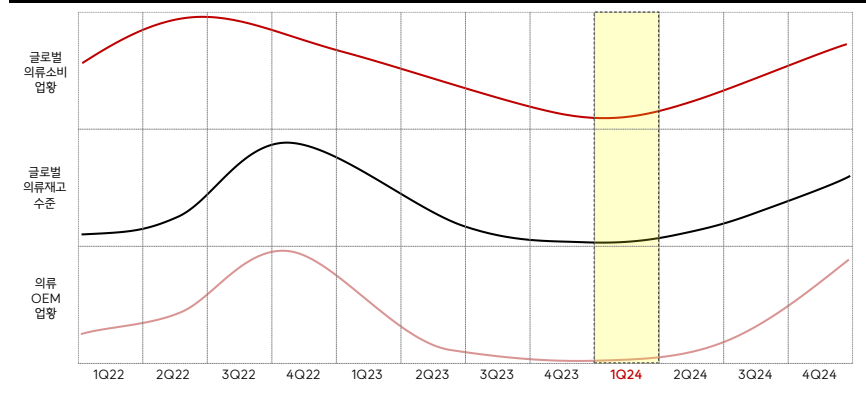
의류 OEM 업황 상저하고 예상

매크로 이벤트를 배제한 Base Case 를 기준으로 OEM 업황은 상반기에 점진적으로 회복세를 보일 것이며, 하반기에는 홀세일 재고가 추가적으로 정상화되고, 오더의 기저가 낮아짐에 따라 더욱 강한 업황 회복세를 전망한다. Bull Case 로 미국이 하반기에 기준금리를 인하하고, 그 때까지 미국의 경제가 견조하다면 하반기에 본격적인 업사이클로의 업황 전환도 기대해볼 수 있다.

화승엔터프라이즈가 턴어라운드 관점에서 가장 편안한 투자처

아직 업황의 턴어라운드가 주가에 반영되지 않은 화승엔터프라이즈를 의류 OEM 종목 중 Top-Pick 으로 제시한다. 아디다스 오리지널스 제품군의 인기로 브랜드의 턴어라운드까지 기대해볼 만하다. 한세실업은 이미 실적의 개선세가 주가에 반영되어 있으나, 재고가 가장 건전한 미국의 리테일 고객사를 주력 고객사로 두고 있어 수주환경이 가장 좋다. 올해 연중 내내 꾸준한 실적 개선세가 이어질 것으로 전망한다.

의류 OEM 업황 사이클 현황



자료: SK증권

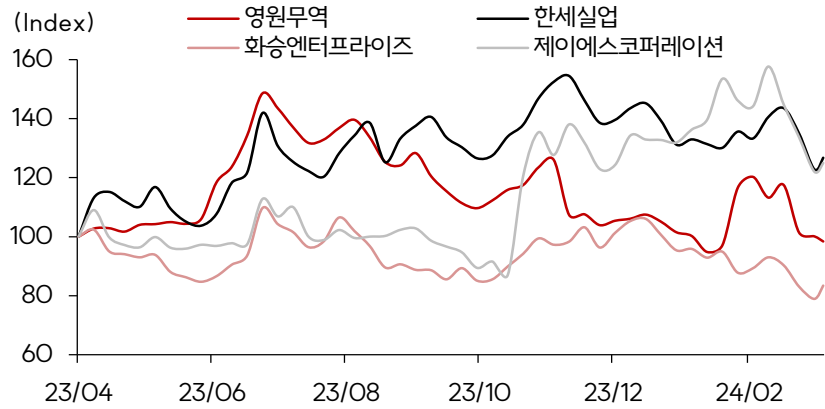
2. 의류 OEM 주가와 업황 현황

(1) 극단적인 주가 차별화

주가 차별화를 보였던 '23년 OEM 주가 흐름

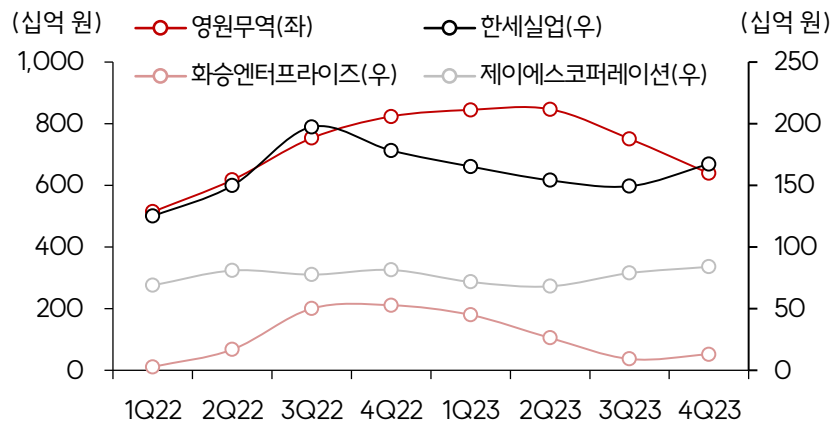
'23년 이후 국내 OEM 업체들의 주가 흐름은 극단적인 차별화 양상을 보여 왔으며, 주가의 변동성도 매우 컸다. 주가가 이러한 양상을 보였던 이유는 글로벌 의류 OEM 산업의 침체라는 공통된 환경 속에서 각 업체가 받은 영향의 정도와 시점에 차이가 있었기 때문이다. 또한 매크로 불확실성을 포함한 다양한 변수가 기업의 실적에 영향을 줘 실적의 예측가능성이 떨어지기도 했다. 결과적으로 업황 부진의 영향을 일찍이 강하게 받은 업체일수록 실적의 바닥에 대한 가시성이 높아지면서 '23년에는 주가수익률이 좋았다.

국내 주요 OEM 상장사 주가 추이 (23.04.03 = 100)



자료: Quantwise, SK 증권

국내 주요 OEM 상장사 TTM 영업이익 추이

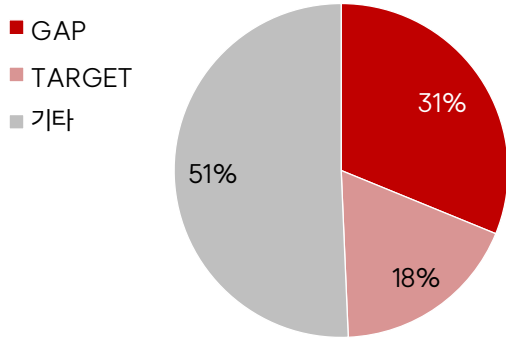


자료: Quantwise, SK 증권

한세실업과 JS 코퍼레이션이 실적 반등세를 가장 빠르고 확실하게 보여주며 주가 추세적 상승 전환

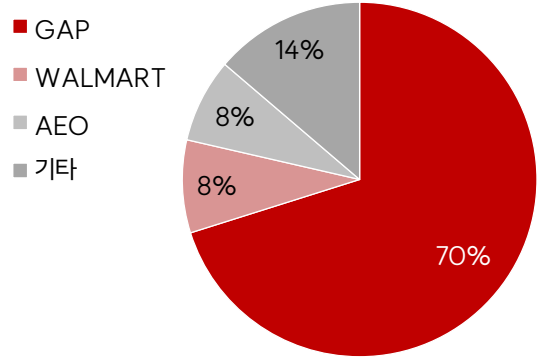
'23년 1월부터 현재까지의 주가를 놓고 봤을 때 수익률이 가장 좋았던 종목은 한세실업과 제이에스코퍼레이션이었다. 두 기업 모두 Gap, Old Navy, AEO와 같은 패스트 패션 리테일 브랜드와 Target, Walmart 등의 마트 바이어에 대한 오더 의존도가 상대적으로 높다는 공통점이 있다. Gap과 AEO 등 미국의 패스트 패션 리테일 브랜드의 경우, 과잉 재고에 대한 대응을 타 브랜드에 비해 빠르고 강하게 실시했다. 특히 Gap의 경우 3Q22부터 재고 매입을 줄이기 시작해 4Q23을 기준으로 최근 10년 내 최저 수준까지 재고를 낮춰 놓았다.

한세실업 주요 고객사별 매출 비중



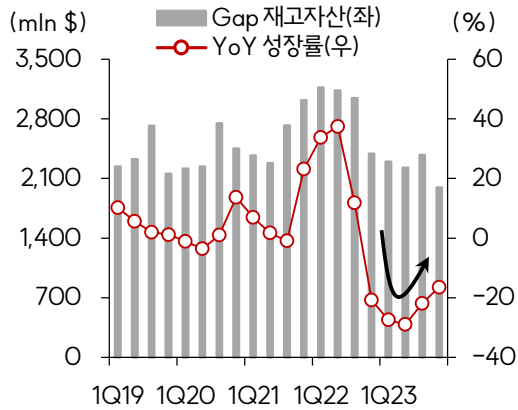
자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

제이에스코퍼레이션 의류부문 주요 고객사별 매출 비중



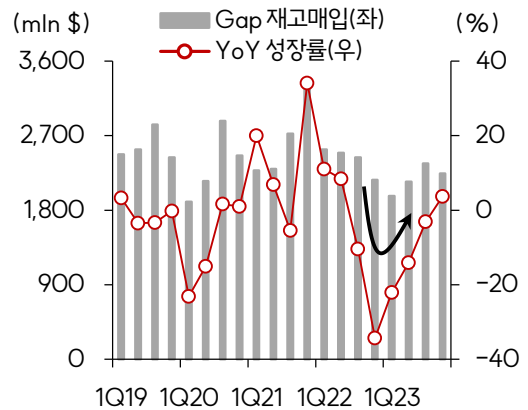
자료: 전자공시시스템, SK 증권

Gap 재고자산 추이



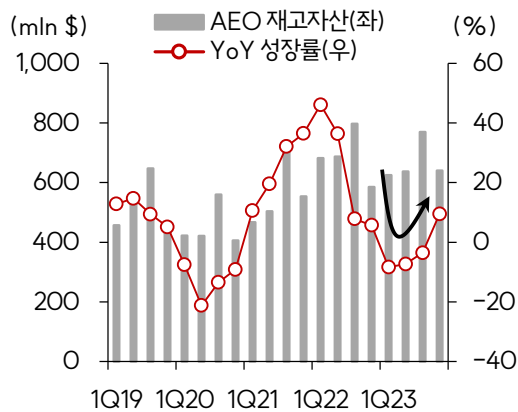
자료: Bloomberg, SK 증권

Gap 재고매입 추이



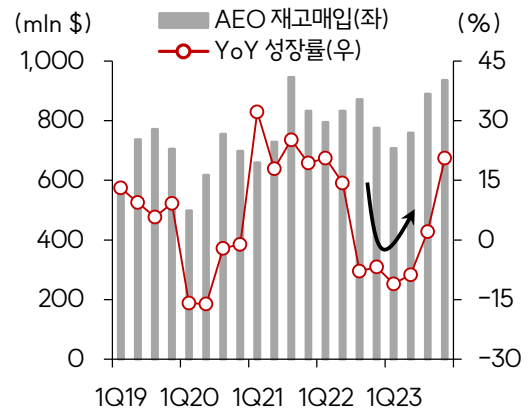
자료: Bloomberg, SK 증권

AEO 재고자산 추이



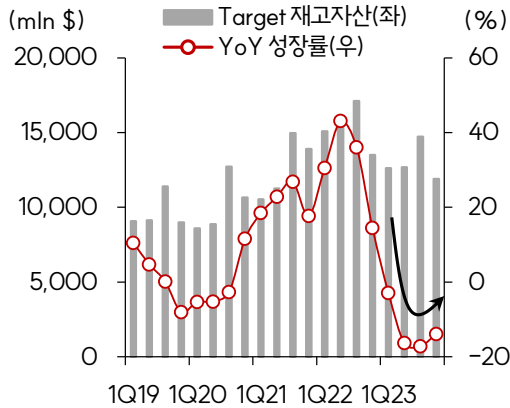
자료: Bloomberg, SK 증권

AEO 재고매입 추이



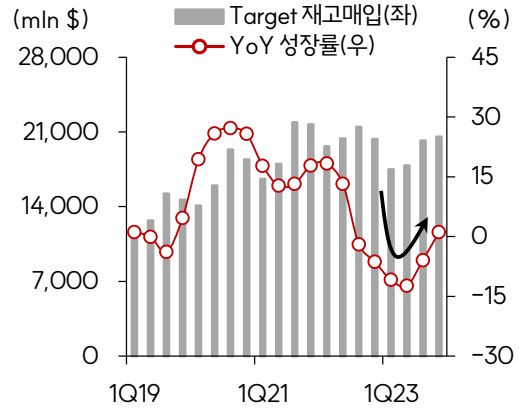
자료: Bloomberg, SK 증권

Target 재고자산 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Target 재고매입 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

한세실업과 제이에스코퍼레이션은 이렇듯 재고 조정을 일찍, 높은 강도로 실시한 브랜드를 주요 고객사로 두고 있었기에, 상대적으로 실적의 바텀아웃 시점이 빨랐고, 실적이 바닥을 형성하고 회복하는 모습을 보이며 업종 내에서 주가가 아웃퍼폼할 수 있었다.

업황 둔화가 늦게까지 이어진  
영원무역과 화승엔터프라이즈  
주가는 부진

반면 영원무역의 경우 전방 업황 둔화의 영향이 뒤늦게 실적으로 나타난 동시에 SCOTT의 실적 부진이 지속적인 부담으로 작용했다. 화승엔터프라이즈의 경우 아디다스의 강도 높은 재고조정이 '23년 4분기까지 이어졌고, 일회성 비용 등의 요인으로 실적이 명확한 회복세를 보이지 못함에 따라 주가가 상대적으로 부진한 흐름을 보였다.

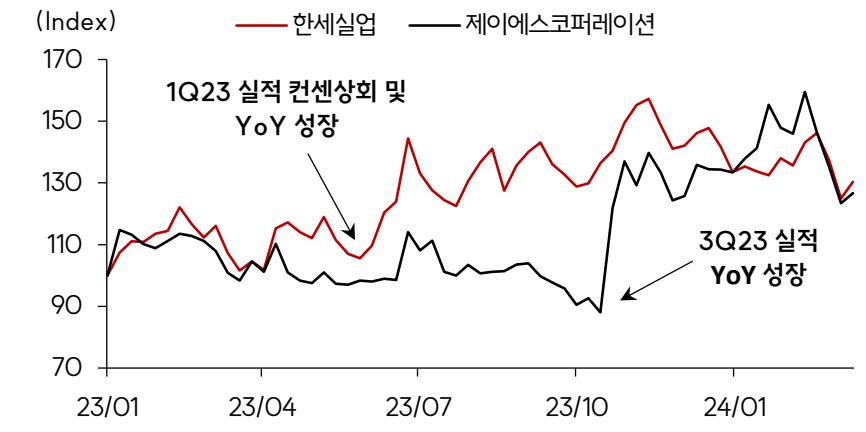
### 3. 주가가 좋았던 종목이 더 갈 수 있을까?

#### (1) Restocking의 강도가 관건

한세실업과 제이에스코퍼레이션의 주가가 최근에 아웃퍼폼을 보인 가장 근본적인 이유는 '실적의 바닥에 대한 가시성'이 높았기 때문이라고 분석한다. '23년은 의류 OEM의 다운사이클이 한창이던 때다. 업황이 급격히 꺾이는 국면에서는 어디가 실적의 바닥일지에 대한 가시성이 떨어지기 마련이다. 바닥이 어디인지 모르니 투자자들은 불안할 수밖에 없다. 이를 바꿔 말하면 실적의 바닥에 대한 불안함이 안도감으로 바뀌는 시점이 주가 반등의 트리거 포인트다.

한세실업의 경우 생산 인력 감축으로 비용 효율화를 진행해 '23년 1분기 실적이 시장의 예상보다 좋게 나오면서 실적의 바닥에 대한 가시성이 확보되었고, 1분기 실적 발표 이후 주가가 본격적으로 상승 추세에 진입했다. 제이에스코퍼레이션의 경우에는 달러 매출액이 전년 동기 대비 성장하는 트렌드로 돌아서기 시작한 '23년 3분기 실적이 발표된 직후부터 주가가 상승 추세로 돌아섰다. 주가 추세 전환의 핵심은 실적의 바닥에 대한 가시성이었다.

**주가 추세 전환의 트리거는 실적 턴어라운드 확인**



자료: Quantwise, SK증권  
 주: '23.01.06 = 100

오른 종목이 더 가기 위해서는 Restocking 강도에 대한 확인 필요

다만 실적이 바텀아웃했다라는 로직은 저점 매수 시에 적합하며, 주가는 이미 한 차례 실적의 턴어라운드를 반영했다고 판단한다. 여기서 주가가 한 단계 더 레벨 업 하기 위해서는 실적 회복의 기울기가 가팔라져야 하고, 그러기 위해서는 '고객사의 Restocking'이 본격적으로 가시화되어야 한다.

**(2) 적극적인 Restocking 이 쉽지는 않은 환경이다**

고객사의 적극적인 Restocking 을 기대하기는 어려운 환경

당장은 전방 고객사가 Restocking 에 적극적으로 나설 만한 환경이 아니라고 분석 하는데, ① 글로벌 의류 수요가 아직 뚜렷한 개선세를 보이지 않은 상황에서, ② 재고로 곤욕을 치른지 얼마 안 된 바이어들 입장에서 재고를 다시 공격적으로 쌓을 만한 명분이 부족하며, ③ 미국의 경우 홀세일 채널의 재고조정이 아직 완료되지 않았기 때문이다. 다만 GAP 과 AEO 처럼 재고가 완전히 정상화된 미국의 패션 리테일 브랜드에 한해서는 제한적이거나 충분히 Restocking 이 가능하다고 본다.

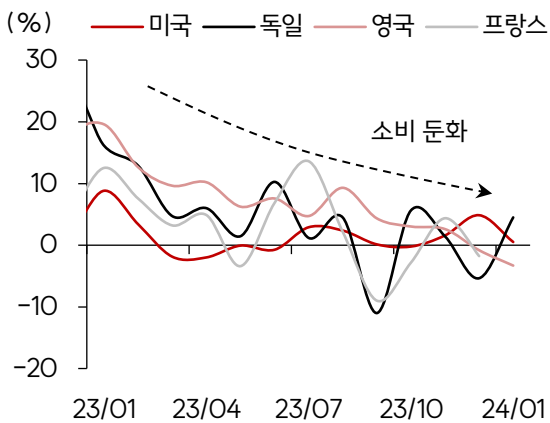


아직 수요의 뚜렷한 개선세가 보이지 않는다

① 국내 의류 OEM 업체들의 주요한 최종 수요처인 미국, 유럽의 상황을 보면, 여전히 의류 소비가 부진한 상황이다. 미국의 경우 상대적으로 경기가 좋아 '23 년 하반기부터 의류 소비가 조금씩 회복되는 모습을 보이고 있으나 그 강도는 아직 약하며 추세적 회복을 논하기는 이른 수준이다.

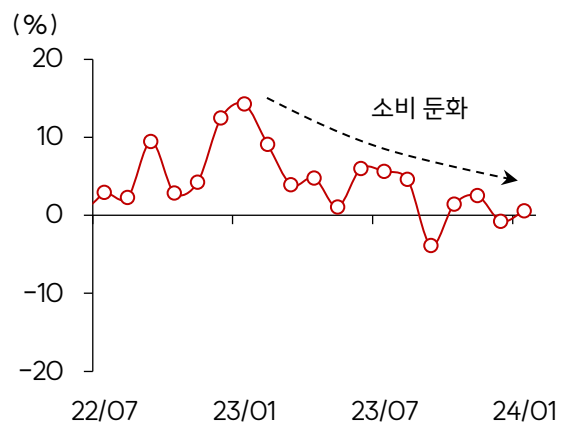
유럽의 주요 의류 소비 국가인 독일, 영국, 프랑스의 경우 높은 금리의 영향으로 제조업 경기가 둔화되고 실업률이 상승하면서 소비 여건이 타이트한 환경이 지속되고 있다. 최근 제조업 부진이 완화되는 조짐이 나타나는 등 경기가 저점을 지나 하반기부터는 소비가 점차 개선될 가능성이 있으나, 상반기까지는 미약한 경기흐름을 이어갈 전망이다.

글로벌 주요국 의류 소매판매액 YoY 증감률



자료: FRED, GENESIS, ONS, INSEE, SK 증권

글로벌 주요국 평균 의류 소매판매액 YoY 증감률



자료: FRED, GENESIS, ONS, INSEE, SK 증권  
주: 미국, 독일, 영국, 프랑스의 YoY 성장률을 단순평균한 수치임

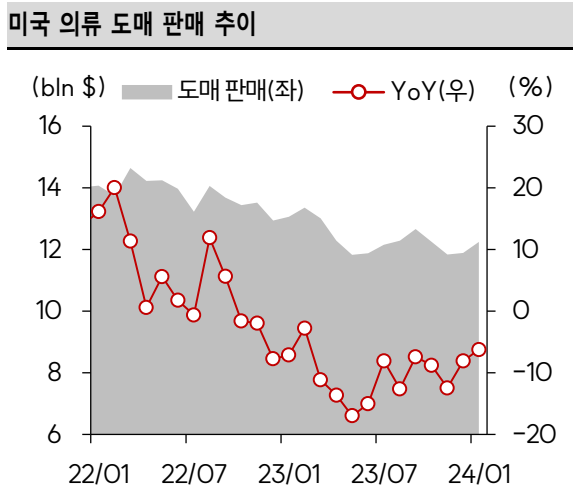
재고로 곤욕을 치렀던 만큼 고객사는 재고 매입에 보수적일 수밖에 없을 것

② 글로벌 패션 브랜드들이 재고로 곤욕을 치른지 얼마 안 되었다는 점도 Restocking 에 대한 기대감을 낮추는 요소다. 아직 브랜드별로 재고 소진이 완전하게 이루어지지 않은 것도 문제이지만, 재고 문제가 해결되었다고 하더라도 전방 수요의 회복 시그널이 명확하게 감지되지 않은 상황에서, 또 다시 재고를 공격적으로 쌓아 둘 명분이 부족하다.

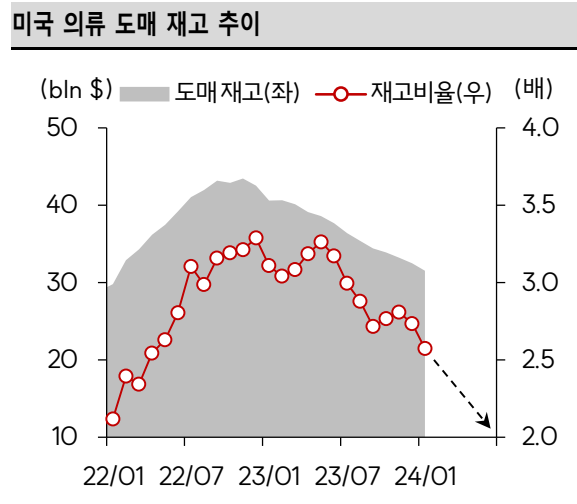
역사적으로 패션 산업에서 재고 때문에 문제가 생겼다면 심증팔구 재고가 과도했기 때문이었다. 더구나 공급망이 정상화되었고 수요가 꾸준히 증가할 것이라는 확신이 부족한 상황에서는 적극적인 Restocking 을 지지할 만한 근거가 부족하다. 따라서 상반기까지는 미국 리테일 고객사들은 약한 Restocking 을, 홀세일 고객사들은 보수적인 재고매입 기조를 보일 가능성이 높다.

홀세일 채널의 재고 처리 문제가 아직 남아있다

③ '23 년 말을 기준으로 소매 단에서의 재고 문제는 완전히 해결된 것으로 보이나, 홀세일의 경우 미국을 기준으로 보았을 때 여전히 재고 문제가 존재한다. 의류 홀세일 업체들의 과거 평년 수준의 재고비율은 2.0 수준이었으나 '24 년 1 월 기준 재고 비율은 2.57로 여전히 평년 수준보다 높다. 최근의 재고 비율 하락 추세가 이어진다고 가정할 경우 홀세일 업체들의 재고 정상화 시점은 하반기가 될 가능성이 높다. 다만 만약 미국 의류 소비 회복이 지속될 경우 재고가 이미 정상화된 소매 업체들의 홀세일 오더가 늘면서 홀세일 업체들의 재고 정상화 시점이 예상보다 앞당겨질 가능성은 존재한다.



자료: FRED, SK 증권



자료: FRED, SK 증권  
주: 재고비율 = 도매 재고 ÷ 도매 판매액

### (3) 강한 Restocking 으로의 전환점이 될 미국의 기준 금리 인하

미국의 기준금리 인하 시점과 경제가 중요해진 상황

브랜드 업체들이 Restocking 에 대한 확신을 가질 만한 가장 중요한 경제 이벤트는 미국의 기준 금리 인하가 될 것이다. 기준 금리의 인하가 선행되어야 인플레이션과 경제 사이의 줄다리기에 어느 것이 승리했는지 명확해지기 때문이다.

매크로 관점에서 최근의 글로벌 의류 소비는 물가와 경제에 가장 큰 영향을 받아왔다. ① 인플레이션 → ② 통화 긴축 → ③ 수요 둔화로 이어져 온 이번 소비 사이클은 현재 ④ 인플레이션의 안정화 구간을 지나고 있으며, 앞으로 ⑤ 통화 긴축 종료를 남겨두고 있다.

**인플레이션 vs. 경제의 줄다리기**

중요한 건 금리 인하 시점까지 미국의 경제가 현재의 강한 기초를 유지할 수 있느냐다. 과거 기준 금리 인하가 식어가는 경제를 부양하기 위해 실시되었다는 점을 생각해 보면 패션 브랜드 입장에서는 인플레이션이 종료되고 기준 금리가 내려가는 시점까지 미국의 수요를 불안한 시선으로 지켜보고 있을 것이다. 따라서 미국의 기준금리 인하는 미래의 수요에 대한 가시성을 높인다는 측면에서 Restocking 의 중요한 트리거다.

**하반기 내 미국 기준금리 인하 시점까지 경기가 버텨준다면 강한 Restocking 논리가 만들어진다**

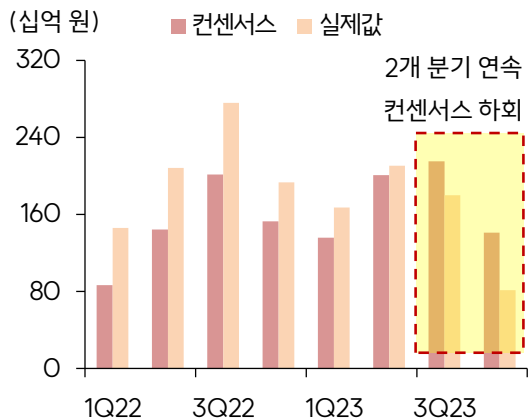
현재 Fed Watch 를 기준으로 시장이 반영 중인 미국 기준금리 인하 시점은 올해 6월이다. 시장의 예상대로 미 연준이 하반기부터 금리 인하에 나서고, 그 때까지 미국의 소비가 견조하다면 의류 브랜드 업체들의 Restocking 이 충분히 가능한 환경이 조성된다. 리테일 재고는 이미 정상화된 상황이고, 홀세일 재고가 상반기 내로 추가적으로 정상화되면서 글로벌 의류 Value Chain 전체 재고 자체가 매우 건전화 될 것이다. 여기에 수요에 대한 가시성까지 올라가준다면 고객사가 적극적으로 Restocking 하지 않을 이유를 찾기 어렵다.

**4. 못 오른 종목은 오를 수 있을까?**

**(1) 실적 턴어라운드에 대한 확신이 우선**

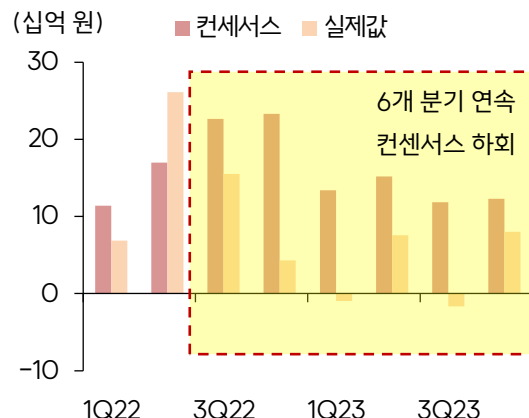
지금까지 상대적으로 주가가 부진했던 영원무역과 화승엔터프라이즈의 공통점은 실적의 바닥이 어딘지 아직 확인되지 않았다는 점이다. 실적의 저점에 대한 가시성이 떨어지다 보니 영업이익을 기준으로 영원무역은 최근 두 개 분기를, 화승엔터프라이즈는 여섯 개 분기를 연속으로 시장 컨센서스 대비 하회했다.

**영원무역 분기별 컨센서스 vs. 확정 영업이익**



자료: Quantwise, SK 증권

**화승엔터프라이즈 분기별 컨센서스 vs. 확정 영업이익**

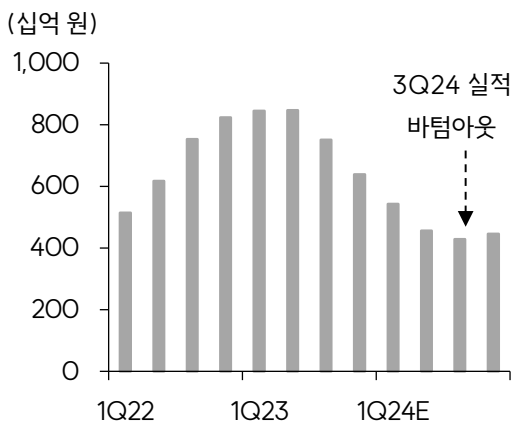


자료: Quantwise, SK 증권

실적 반등에 대한 확신이 우선

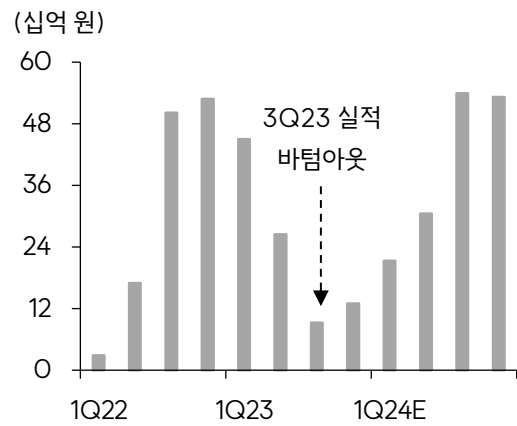
따라서 영원무역과 화승엔터프라이즈의 주가가 추세적 상승 국면에 진입하기 위해서는 실적 반등의 가시성에 대한 확인이 선행되어야 한다. 당사는 영업이익의 YoY 플러스 성장 전환 시점을 기준으로 영원무역의 경우 3Q24, 화승엔터프라이즈의 경우 3Q23에 실적이 저점을 지날 것으로 본다.

영원무역 TTM 영업이익 과거치 및 추정치



자료: Quantwise, SK 증권 추정

화승엔터프라이즈 TTM 영업이익 과거치 및 추정치



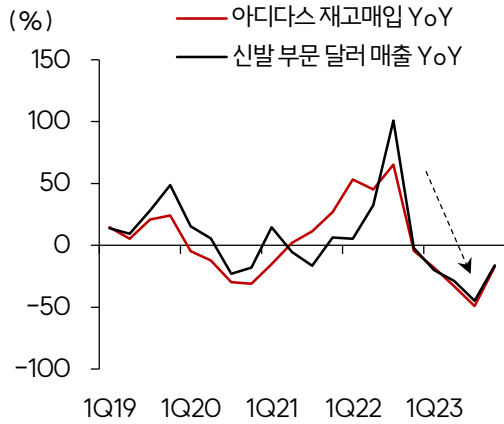
자료: Quantwise, SK 증권 추정

(2) Upside Risk 에 유의

실적의 턴어라운드 관점에서 영원무역보다 화승엔터프라이즈의 매력도가 높다고 본다. 화승엔터프라이즈의 경우 이미 지난 3 분기부터 실적이 바닥을 형성 해 현재는 실적의 반등 국면에 위치한 것으로 판단하나, 주가는 4 분기 실적 발표 이후 한 차례 더 하락했다. 실적이 시장의 Restocking 기대감에 비해 약했던 것과, 지속적으로 시장의 컨세서스를 하회한 데 따른 투자자들의 피로감이 반영된 결과라고 본다.

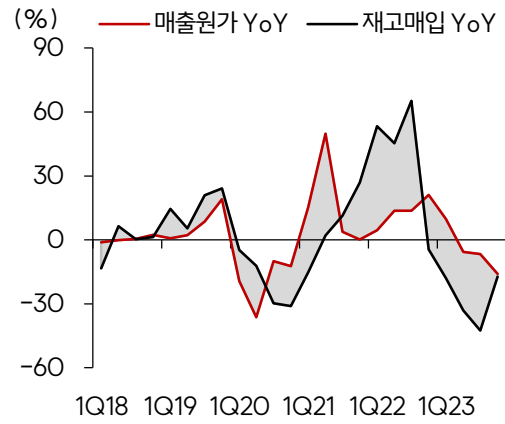
그럼에도 당사가 전망하는 올해 화승엔터프라이즈의 실적의 방향성과 회복 강도를 기준으로 주가의 업사이드는 충분하다. 아디다스의 Destocking 국면이 끝나감에 따라 상반기는 실적 턴어라운드에 대한 가시성이 높아지고, 하반기에는 본격적인 실적의 정상화 국면에 진입할 것으로 전망하기 때문이다. 여기에 최근 아디다스의 브랜드 밸류의 턴어라운드 시그널도 감지되고 있어 실적 정상화 이후 추가적인 성장 잠재력도 있다.

아디다스 재고 매입 & 화승엔터 신발 매출



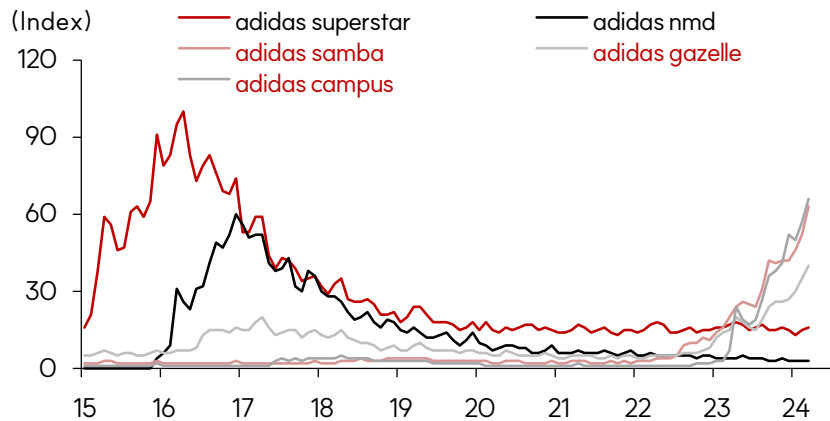
자료: Adidas, 전자공시시스템, SK 증권

아디다스 매출원가 vs. 재고매입



자료: Adidas, SK 증권

아디다스 인기 제품군 구글 검색량 추이



자료: 구글트렌드, SK 증권  
주: 쇼핑 카테고리 내 검색량

## 5. 의류 수출 단가는 상반기가 저점

### (1) ASP의 하향 안정화 진행 중

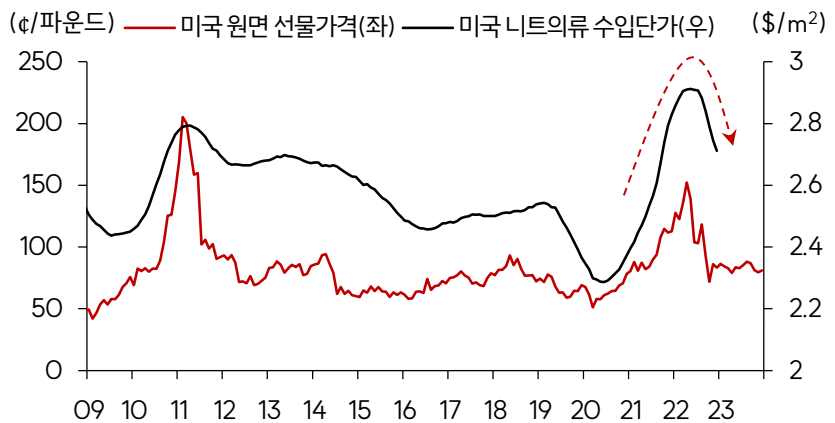
'22년까지는 ASP 상승 사이클이었다

이번 의류 OEM 사이클에서 ASP(수출단가)가 중요한 이유는 원자재 가격 변동과, OEM 수요 공급의 미스매치로 ASP의 변동성이 매우 컸기 때문이다. 의류의 주요 원자재인 원면 가격은 의류 수요의 회복과 투기적 수요가 몰리면서 '21년부터 '22년 초중반까지 급등했다. '21년 초 면적당 \$80 수준이었던 미국 원면 선물 가격은 약 1년 사이에 \$150로 두 배 가까이 올랐다. 이 시기에 글로벌 의류 수요는 빠르게 회복한 반면, 생산은 공급망 충격으로 인해 원활하지 못하면서 의류 OEM 업체들의 가격 협상력이 상승했고, 원재료 가격 상승분을 판가에 전가할 수 있었다.

'23년 3분기부터는 ASP 하락 사이클 시작

반면 현재는 이와 정 반대의 사이클이 진행 중이다. 미국 원면 선물 가격이 '22년 5월 고점인 \$150에서 '23년 말 \$80까지 빠르게 하락했다. 글로벌 공급망은 코로나 19로부터 완전히 정상화되었고, OEM 수요는 글로벌 경기 부진과 고객사의 재고조정으로 급감했다. 원자재 가격이 하락한 가운데 OEM의 가격 협상력이 감소하면서 수주단가를 방어하기 힘들어진 상황이다.

원면 가격 vs. 미국 니트 의류 수입단가 추이



자료: Bloomberg, OTEXA, SK증권  
 주: 의류 수입단가는 TTM 평균치이며 시점을 12개월 후행 보정해서 표시함

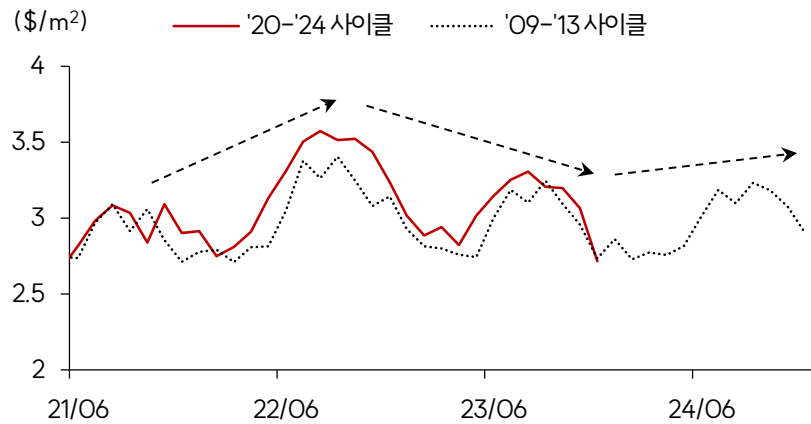
이에 따라 미국의 의류 수입 단가는 '23년 3분기부터 전년 동기 대비 역 성장하기 시작했으며, 공시 기준 한세실업의 의류 제품가격은 3분기에 전년 동기 대비 14% 감소했고, 제이에스코퍼레이션의 경우 7.5% 감소했다.

## (2) 하반기부터 ASP 안정화 전망

ASP 기저가 사라지는 시점은  
올해 하반기부터

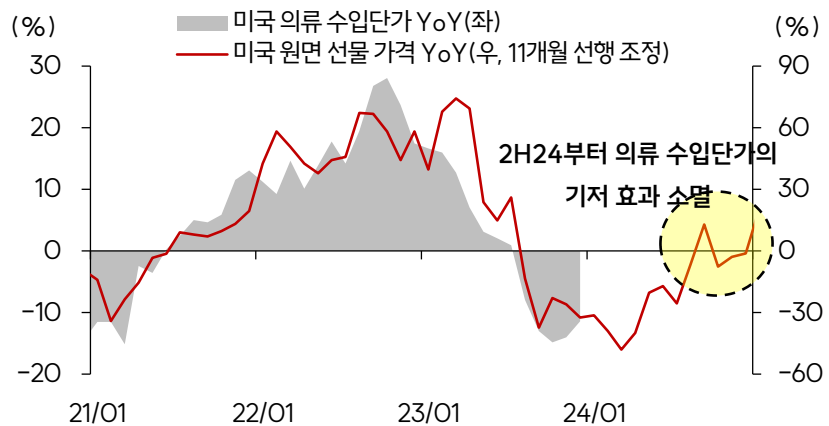
당사는 원자재 가격의 변화가 의류 수출 단가에 반영되기까지의 시차를 고려해 올해 상반기 말을 기점으로 ASP의 YoY 하락 사이클이 종료될 것으로 전망한다. 과거 통상적으로 원면 가격과 미국의 의류 수입 단가 사이에는 약 3~4 개 분기의 시차가 존재했다. 원면 선물 가격을 기준으로 YoY 기저 효과가 사라지기 시작하는 건 '23년 3분기부터다. 가격 반영의 시차를 고려해 OEM 수출단가의 YoY 기저 효과는 '24년 3분기부터 점차 사라질 것으로 전망한다.

### 과거와 현재 원면 가격 상승-하락 사이클 시기의 미국 의류 수입단가



자료: OTEXA, SK증권

### 원면 선물 가격과 미국 의류 수입단가 전망치



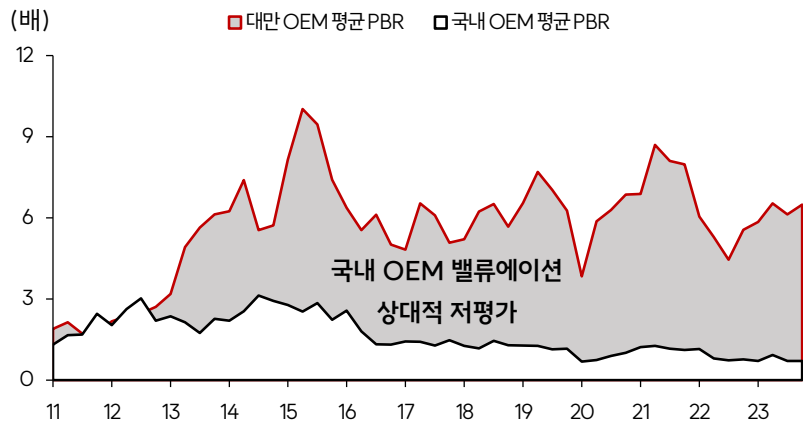
자료: Bloomberg, OTEXA, SK증권

## 6. 밸류에이션 저평가 원인

낮은 주주환원율 + 원단  
수직계열화 미진 = 밸류에이션  
멀티플 저평가

한세실업, 화승엔터프라이즈, 영원무역의 합산 자기자본과 시가총액을 기준으로 현재 의류 OEM 업종 PBR 은 TTM 기준 0.70 배 수준으로, 코로나 19 이전 고객사의 재고조정이 있었던 '18년 당시의 PBR 저점인 1.06 배에도 훨씬 못 미친다. 한편 대만의 피어 기업인 Makalot 와 Eclat Textile 의 평균 PBR 은 6 배로 국내 OEM 사와의 밸류에이션 멀티플의 격차가 매우 크다. 국내 OEM 기업의 PBR 이 낮게 평가받는 주된 원인이 ① 낮은 주주환원율과, ② 원단 수직계열화 여부에 따른 수익성 차이에 기인한다고 분석한다.

대만 vs. 국내 OEM 평균 PBR



자료: Bloomberg, SK 증권

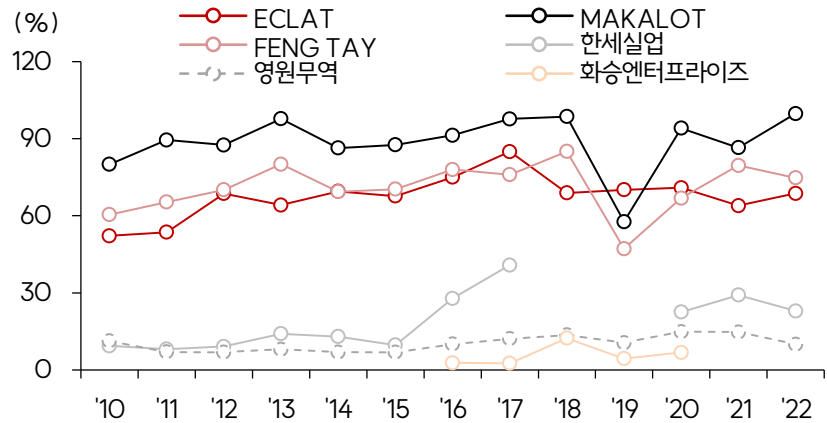
주 1: 대만은 Makalot(1477), Eclat(1476), Feng Tay(9910), 국내는 영원무역, 한세실업, 화승엔터프라이즈를 포함  
주 2: 평균 PBR 은 분기별 합산 시가총액을 합산 자기자본으로 나눠서 산출

해외 피어 대비 지나치게  
소극적인 주주환원

① 낮은 주주환원율: '23년 연결 실적 기준 배당성향은 영원무역이 12%, 한세실업은 18% 수준이다. 대만의 Makalot 가 90%, Eclat 이 60% 이상의 배당성향을 유지해 높은 주주환원율을 보이는 것에 비해 국내 OEM 기업들은 주주환원에 매우 소극적이다.

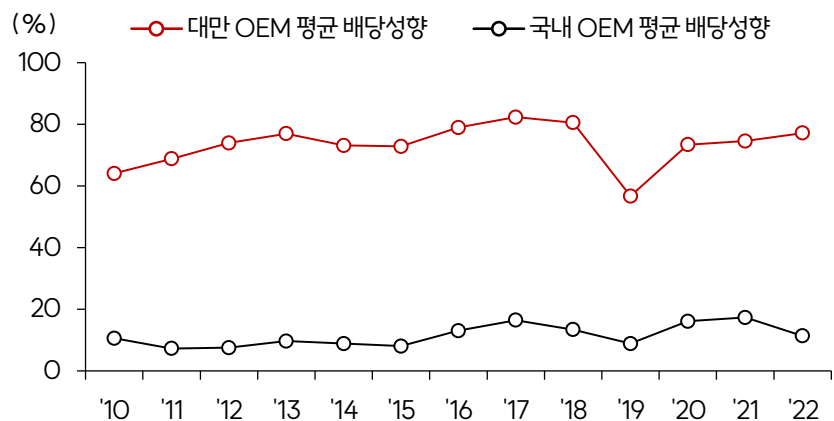


대만 vs. 국내 OEM 기업별 연간 배당성향 추이



자료: Bloomberg, SK 증권  
 주: 배당성향 = 보통주 배당금 ÷ 지배주주 순이익

대만 vs. 국내 OEM 평균 연간 배당성향 추이

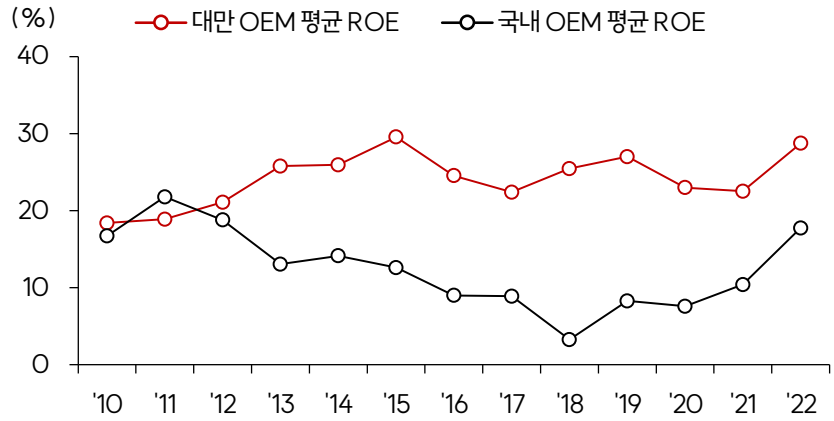


자료: Bloomberg, SK 증권  
 주: 평균 배당성향 = 합산 보통주 배당금 ÷ 합산 지배주주 순이익

쌓이는 자기자본으로 인해  
 낮아지는 ROE

의류 OEM 산업이 갖는 ① 저 성장성, ② 안정적인 수익성, ③ 노동집약적 특성을 고려했을 때 현재의 배당성향은 지나치게 낮은 수준이라고 본다. 주주환원에 소극적이다 보니, 시간이 지남에 따라 자기자본이 쌓이면서, 코로나 19 팬데믹 이후 시기를 제외하면 ROE 가 지속적으로 낮아져 왔다. 이는 국내 OEM 기업들의 PBR 멀티플이 과거 지속적으로 낮아져 왔던 가장 큰 이유라고 분석한다.

대만 vs. 국내 OEM 기업별 연간 평균 ROE 추이



자료: Bloomberg, SK 증권  
 주: 평균 ROE = 합산 당기순이익 ÷ 합산 자기자본 장부금액

② 원단 수직계열화: Makalot 와 Eclat 모두 원단을 수직계열화해 수익성과 오더의 안정성이 높은 반면 봉제 공정만 담당하는 한세실업과 영원무역의 경우 코로나 19 시기를 제외하면 영업이익률이 대만 업체 대비 지속적으로 낮았다. 원단을 내재화함으로써 창출하는 부가가치만큼 OEM 업체의 수익성이 높아진다는 재무적인 이점도 중요하지만, 고객사인 바이어 입장에서 원단부터 봉제까지 모든 공정을 커버할 수 있는 생산 업체를 선호할 수밖에 없다는 측면에서 오더의 안정성과, 신규 오더의 수주 가능성 측면에서도 유리하다.

안타깝게도 국내 OEM 저평가  
 기조는 지속될 전망

위 두 가지 요인이 개선되지 않는다면 대만 피어 그룹 대비 멀티플의 저평가와, 지속적인 멀티플 하향 국면이 지속될 것으로 본다. 다만 현재 ① 업황이 아직 업사이클로 진입하기 전 단계이고, ② 금리 상승으로 자기자본 비용이 증가했음을 감안했을 때, 앞으로의 업종 PBR 은 현재 수준보다 높아질 여지가 있다고 판단한다.

## 7. 결론

과거 그 어느때보다 의류 OEM 업황이 불확실한 시기를 지나고 있다. 강 달러, 원자재 가격의 급등락, 재고조정, 글로벌 경기 둔화, 기준금리, 인플레이션, 고객사별 오더 차별화 등 매우 다양한 요인들이 복합적으로 업황에 영향을 미치고 있기 때문이다.

다만 이번 업황 다운사이클의 가장 중요한 요인이 '재고'였고, '23년 말 기준으로 리테일 업체들의 재고 문제가 해결되었으며, '24년 상반기 내로 홀세일까지 모든 밸류체인 상에서의 재고 문제가 해결될 것으로 전망된다. 재고의 측면에서 업황 회복의 가시성은 시간이 갈수록 높아질 전망이다.

다만 수요의 불확실성은 여전하다. 재고 조정이 끝났다는 건 업황이 바닥을 지나 회복 국면으로 전환한다는 강력한 신호이지만 업황이 본격적인 업사이클로 전환해 주가 상승의 업사이드가 만들어지기 위해서는 수요의 회복이 반드시 필요하다.

당사는 미국의 기준금리 인하 시점이 바이어들이 워트 방향이든 그 반대 방향이든, 수요에 대한 전망에 확신을 가질 만한 가장 중요한 이벤트라고 판단한다. 인플레이션과 경제 둔화 사이의 줄다리기에서 어느 것이 먼저일지 판명되기 때문이다.

하반기에 시장의 바람대로 미국이 기준금리를 인하하고, 그 때까지 미국이 강한 경기 흐름을 유지한다면 OEM 업황에는 가장 좋은 시나리오가 될 것이다. 글로벌 의류 Value Chain 내 재고가 완전히 깨끗해진 상황에서 수요에 대한 고객사의 예측 가능성이 올라가며 강한 Restocking 오더가 나올 것으로 전망한다.

매크로 이벤트를 배제한 Base Case 하에서는 상반기부터 재고가 정상화된 바이어부터 오더가 회복되기 시작할 것이다. 하반기부터는 홀세일 재고조정까지 마무리되며 산업 전체의 오더 회복의 강도가 더욱 강해질 것이다.

모든 것이 불확실한 상황 속에서 가장 확실한 것은 재고 조정이 마무리되어가고 있다는 것이다. 실적 턴어라운드 관점에서의 투자가 당분간 가장 편만한 투자가 될 것이다. 이러한 관점에서 회승엔터프라이즈를 Top-Pick 으로 추천한다. 아디다스의 재고조정이 마무리 국면에 진입해 올해 실적 회복의 가시성은 높아진 반면 주가는 아직 실적의 턴어라운드를 반영하지 않았다.

# Company Analysis

# 화승엔터프라이즈 (241590/KS)

## 가장 편하게 매수할 만하다

**SK증권 리서치센터**

### 매수(신규편입)

목표주가: 10,500 원(신규편입)

현재주가: 7,550 원

상승여력: 39.1%

**Analyst**  
**형권훈**kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

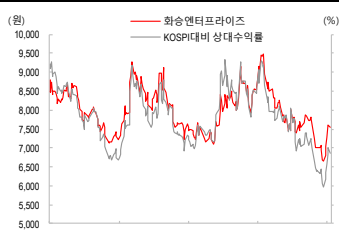
#### Company Data

|             |          |
|-------------|----------|
| 발행주식수       | 6,059 만주 |
| 시가총액        | 457 십억원  |
| 주요주주        |          |
| 화승인더스트리(외5) | 71.95%   |
| 국민연금공단      | 7.50%    |

#### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(24/03/18) | 7,550 원     |
| KOSPI        | 2,685.84 pt |
| 52주 최고가      | 9,470 원     |
| 52주 최저가      | 6,660 원     |
| 60일 평균 거래대금  | 3 십억원       |

#### 주가 및 상대수익률



### 아디다스 재고조정 마무리 국면 진입

동사의 '23년 실적은 아디다스의 강도 높은 재고 조정으로 부진했다. 하지만 '23년 말 기준으로 아디다스의 재고조정이 마무리 국면에 진입함에 따라 올해 실적은 작년 대비 무난한 성장이 가능할 것으로 전망한다. 이번 사이클에서 의류 OEM 기업들의 주가는 실적의 바닥에 대한 가시성이 생기면서 주가가 상승 추세로 전환하는 모습을 보여줬다. 올해 상반기 중으로 동사의 실적 턴어라운드에 대한 확인이 이루어지며 주가가 추세적 상승 국면에 진입할 것으로 전망한다. 최근 아디다스의 'Samba', 'Gazelle', 'Campus' 등 오리지널스 라인업의 신발 제품군이 글로벌하게 인기를 얻고 있어 아디다스의 브랜드 턴어라운드와, 이에 따른 추가적인 오더 업사이드까지도 기대할 수 있다.

### '24년 영업이익 631억 원(+386.4% YoY) 전망

동사의 올해 실적은 매출액 1조 3,988억 원(+15.2% YoY, 이하 YoY) 생략, 영업이익 631억 원(+386.4%) 기록할 것으로 전망한다. 실적 회복의 강도는 상반기보다는 하반기에 더 강할 것으로 전망하는데, ① 상반기 말까지 아디다스의 미국 지역 리테일 고객사의 재고 소진이 추가적으로 필요한 상황이며, ② 동사의 실적 기저가 상반기보다 하반기에 더욱 낮아지므로 때문이다. 영업이익률은 올해 4.5%로 작년 1.1%에 비해 3.4%p 개선될 것으로 전망하는데, 오더 회복에 따른 가동률 증가로 레버리지 효과가 기대되기 때문이다.

### OEM 중에서 가장 편안하게 매수할 만하다

동사의 실적에 대한 기대감이 많이 낮아져 있다는 점이 오히려 동사의 투자 매력도를 높이는 구간에 진입하고 있다. 아디다스의 재고조정이 마무리됨에 따라 동사의 실적 회복에 대한 가시성이 높아진 반면 동사의 주가는 상장 이후 최저점 수준이다. '실적 회복의 가시성 확인 → 주가의 추세적 방향 전환'의 논리로 접근했을 때 국내 OEM 중에서 가장 편안하게 매수를 추천할 만하다. 화승엔터프라이즈 투자이견 '매수', 목표주가 10,500 원 제시하며 커버리지를 개시한다.

#### 영업실적 및 투자지표

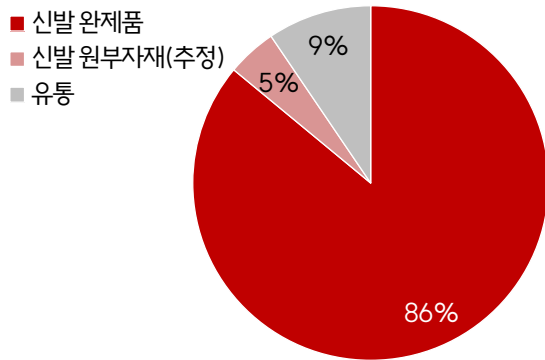
| 구분        | 단위  | 2020  | 2021   | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 1,116 | 1,139  | 1,654 | 1,214 | 1,399 | 1,518 |
| 영업이익      | 십억원 | 62    | 7      | 53    | 13    | 63    | 82    |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 40    | -7     | -10   | -26   | 37    | 56    |
| EPS       | 원   | 662   | -108   | -165  | -434  | 613   | 927   |
| PER       | 배   | 21.4  | -156.7 | -55.9 | -19.6 | 12.3  | 8.1   |
| PBR       | 배   | 1.7   | 1.9    | 1.0   | 1.0   | 0.8   | 0.8   |
| EV/EBITDA | 배   | 8.4   | 19.4   | 7.8   | 11.1  | 6.6   | 5.2   |
| ROE       | %   | 9.3   | -1.2   | -1.9  | -5.0  | 7.0   | 9.8   |

## 1. 기업 개요

### (1) 아디다스 내 점유율 2위의 신발 OEM/ODM

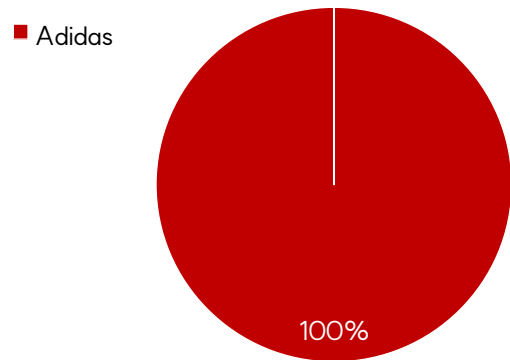
화승엔터프라이즈의 사업부는 크게 신발 부문과 유통 및 기타부문으로 구성되며 '22년 기준 매출 비중 91%를 차지하는 신발 부문이 주력 사업이다. 신발 부문은 글로벌 스포츠 2위 브랜드인 아디다스를 고객사로 두고 있으며, 아디다스의 신발 제품을 공동으로 개발하고, 위탁 생산하는 OEM/ODM 사업을 영위하고 있다.

화승엔터프라이즈 부문별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, SK증권

신발 부문 고객사 매출 비중



자료: 전자공시시스템, SK증권

대부분의 아디다스 신발 제품을 위탁생산하고 있으며, 매출액 비중은 '오리지널스' 라인업이 60%, '퍼포먼스' 라인업 내 러닝화가 30% 수준이다. 동사는 '17년부터 '부스트폼' 미드솔 생산을 수직계열화해 베트남 자회사인 'HS Polytech'에서 직접 생산해 완제품 생산에 사용하거나 타 OEM 업체에 판매하고 있다. 부스트폼이 적용된 대표적인 제품으로는 '울트라부스트', 'YEEZY 부스트', 'NMD' 등이 있었으며, 퍼포먼스 러닝화와 라이프스타일 제품군에 고루 적용되었다.

부스트폼 미드솔 예시



자료: Solereview, SK 증권

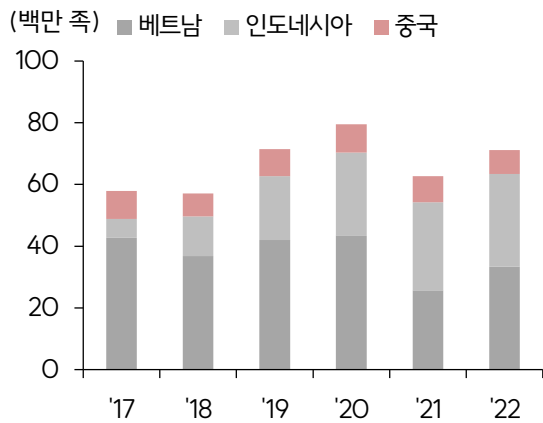
부스트폼 적용 대표 제품 예시



자료: Adidas, SK 증권

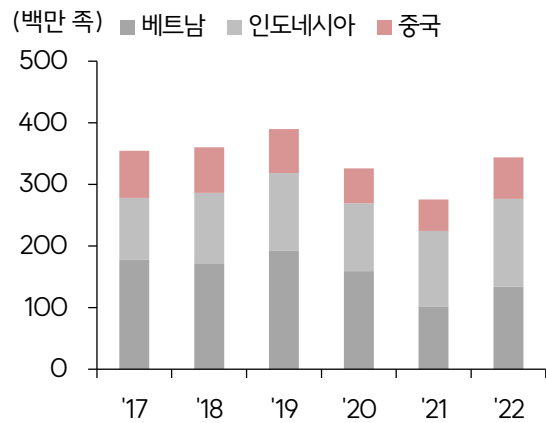
동사는 베트남, 인도네시아, 중국에 생산공장을 가지고 있으며, 각각 전체 신발 생산량의 50%, 40%, 10%를 담당하고 있다. 코로나 19 이전에는 아디다스 신발 전체 생산량의 40% 이상이 베트남에서 생산되었으나 '21년 코로나로 인한 공장 섯다운을 경험한 이후로 인도네시아 생산 비중이 증가해 '22년에는 인도네시아와 베트남 생산 비중이 1:1 수준이다. 동사는 코로나19 기간 인도네시아 공장 투자를 통해 인도네시아 생산 Capa를 늘려 놓은 상태다.

화승엔터프라이즈 국가별 생산량 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

아디다스 국가별 외주생산량 추이

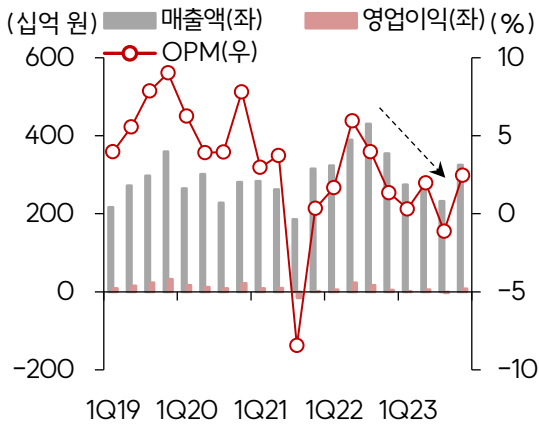


자료: Adidas, SK 증권

(2) '23년 실적은 부진했다

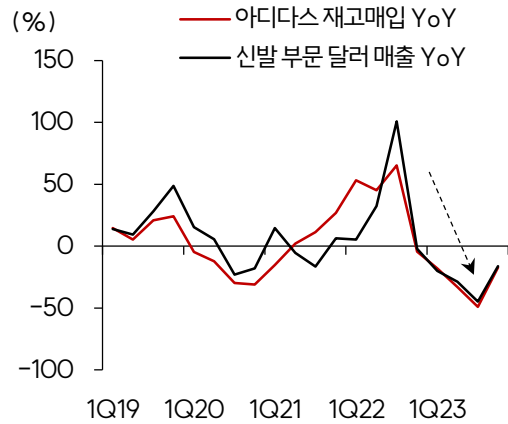
동사의 '23년 연간 실적은 매출액 1.2조 원(-26.6% YoY), 영업이익 130억 원(-75.5% YoY)을 기록해 부진했다. 실적 부진의 원인은 중요도 순으로 ① 아디다스의 재고 소진을 위한 오더 감소, ② 아디다스와 칸예 웨스트의 협업 종료에 따른 부스트폼 적용 제품의 판매와 신제품 출시 부진, ③ 영업 외 비용 단에서 달러 상승에 따른 외화 관련 손실, ④ 금리 상승과 차입금 증가로 인한 이자비용 부담이 작용했다.

화승엔터프라이즈 분기실적 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

신발 부문 매출 및 아디다스 재고매입



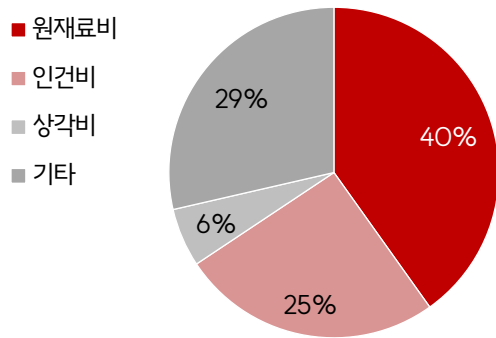
자료: 전자공시시스템, Adidas, SK 증권

매출액 대비 영업이익의 역 성장 폭이 더 컸던 것은 ① 고정비에 의한 레버리지 효과 때문이다. 신발 OEM 사업은 노동집약적 사업으로 '22년 기준 동사의 매출원가 중 고정비 성격인 인건비와 상각비 비중이 31%를 차지한다. 따라서 '23년에 아디다스의 재고조정으로 오더가 감소하면서 고정비 부담이 크게 증가했다.

또한 ② 부스트폼 매출 감소로 인한 제품 Mix 악화도 수익성에 영향을 준 것으로 분석한다. 부스트폼 생산을 담당하는 베트남 자회사 'HS Polytech'의 매출액은 '19년 800억 원에서 '23년 140억 원으로 감소했고, 당기순이익은 같은 기간 188억 원 흑자에서 59억 원 적자로 전환했다. 원부자재의 매출비중이 크지는 않으나, 이익률이 20% 이상으로 매우 높았기 때문에 부스트폼 매출이 줄면서 수익성이 악화되었다.

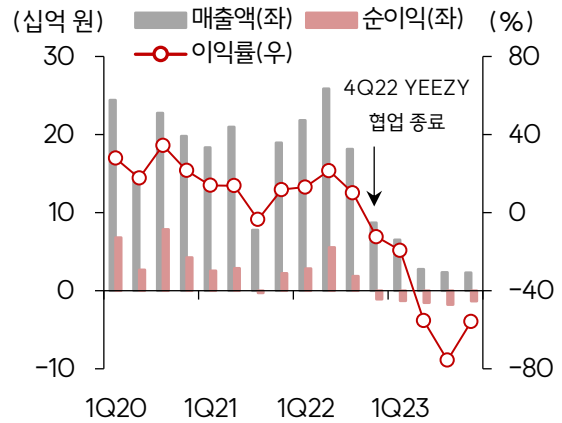


화승엔터프라이즈 '23년 매출원가 비중



자료: 화승엔터프라이즈, SK 증권

HS Polytech 분기 실적 추이



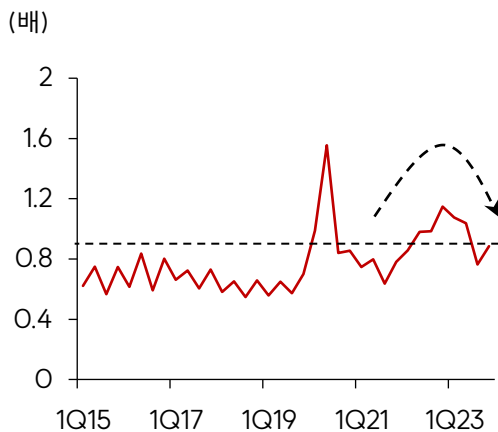
자료: 전자공시시스템, SK 증권

## 2. 투자포인트

### (1) 아디다스 재고조정 마무리 국면 진입

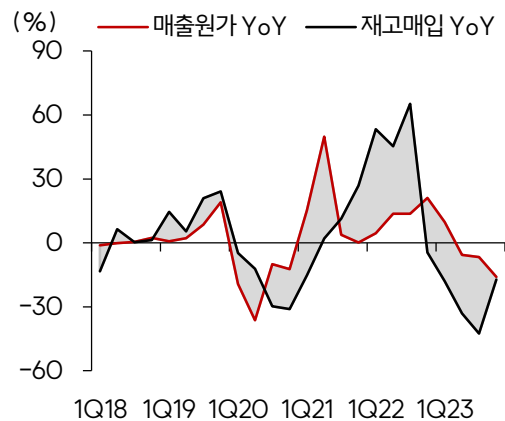
아디다스는 지난 5 개 분기 동안 오더 축소와 할인 판매를 통해 강도 높은 재고조정을 해 왔고, 그 결과 재고비율은 고점이었던 4Q22 의 1.15 에서 4Q23 기준 0.94 까지 내려왔다. 아디다스의 재고조정 강도를 나타내는 매출원가와 재고매입 사이의 분기별 YoY 성장률의 괴리는 4Q23 에 드디어 해소되어, 아디다스의 재고조정 사이클이 종반부에 접어들었음을 확인할 수 있다.

아디다스 재고비율 추이



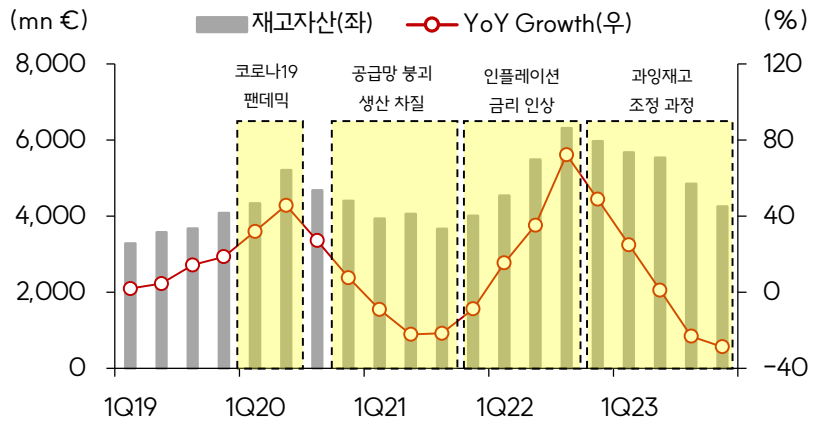
자료: Adidas, SK 증권

아디다스 매출원가 vs. 재고매입



자료: Adidas, SK 증권

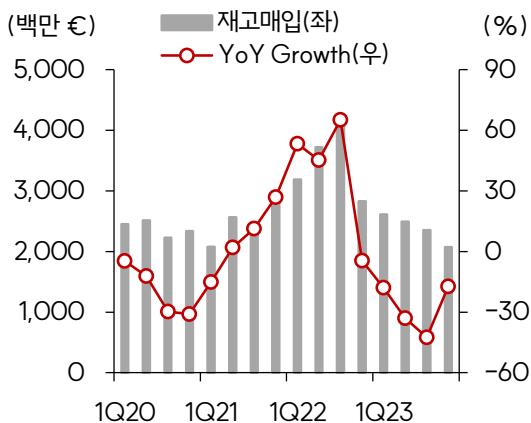
20년 이후 아디다스 재고관련 주요 이벤트



자료: Adidas, SK 증권

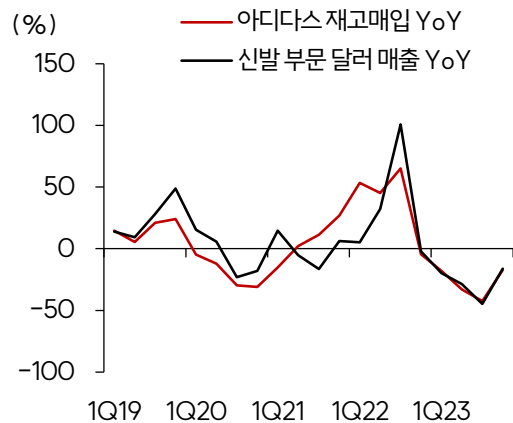
'23년 동사의 실적 부진 원인의 가장 큰 원인이었던 아디다스의 재고조정이 '23년 4분기를 기점으로 마무리 국면에 진입했다. 아디다스 단일 고객에 대한 매출 의존도가 큰 만큼, 동사의 매출액은 아디다스의 재고매입액과 연동되어왔다. '23년 아디다스는 과잉재고를 줄이기 위한 Destocking 기조를 연중 내내 유지해왔기 때문에 재고매입이 '23년 누적 기준 전년 동기 대비 31.1% 감소했다. 동 기간 화승엔터프라이즈 신발부문의 달러기준 매출액은 28.4% 감소했다.

아디다스 분기별 재고매입 추이



자료: Adidas, SK 증권

아디다스 재고매입이 실적의 동인



자료: 전자공시시스템, Adidas, SK 증권

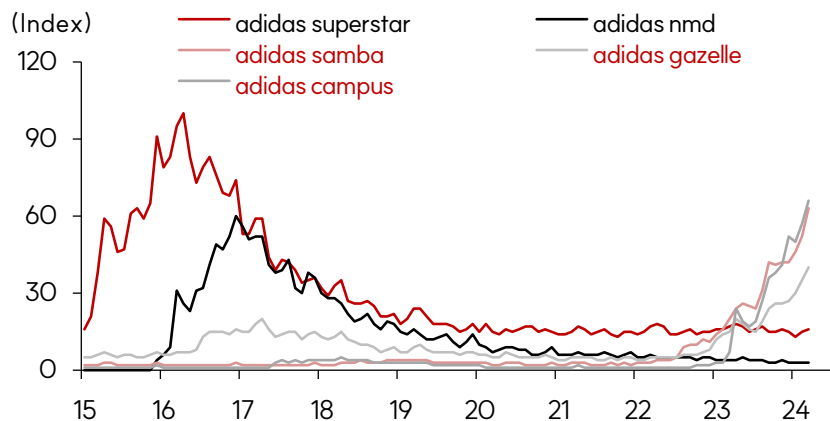
아디다스의 Destocking 사이클 종료가 화승엔터프라이즈의 핵심 투자 포인트인 이유는 동사의 실적 바닥에 대한 가시성이 매우 높아지기 때문이다. 또한 아디다스의 올해 판매 성과와는 어느정도 무관하게, 구조적으로 화승엔터프라이즈의 실적 성장이 나올 수 있는 구간에 진입할 수 있다. 아디다스가 Restocking을 하지 않고, 현재의 재고 레벨 수준을 유지한다고 가정해도 화승엔터프라이즈의 20% 중반대의 달러 기준 매출액 성장률이 충분히 달성 가능하다.

**(2) +α로 아디다스가 턴어라운드 한다면?**

아디다스의 재고조정 종료가 동사 실적의 턴어라운드 관점에서의 투자포인트였다면, 최근 아디다스의 브랜드 밸류가 회복되는 시그널들은 턴어라운드를 넘어서 동사 실적의 추가적인 성장성까지 기대해볼 만한 포인트다.

아디다스의 '삼바', '가젤', '캠퍼스' 등 오리지널스 라인업이 글로벌하게 트렌드를 타고 있다. 이 세 오리지널스 제품들의 구글 트렌드 검색량은 과거 아디다스의 전성기를 이끌었던 '슈퍼스타', 'NMD', '이지 부스트'의 수치를 넘거나 근접했다.

**아디다스 인기 제품군 구글 검색량 추이**



자료: 구글트렌드, SK증권  
 주: 쇼핑 카테고리 내 검색량

오리지널스 라인업의 인기를 매우 긍정적이라고 보는데, ① 아디다스 브랜드 밸류의 턴어라운드 시그널과, ② 굴덴 CEO의 브랜드 턴어라운드 전략이 먹혀 들어가고 있다는 시그널로 해석할 수 있기 때문이다.

아디다스 오리지널스 라인업은 첫 발매 이후 70년 이상의 시간이 흘렀을 정도로 아디다스의 오랜 브랜드 정체성과 헤리티지가 반영되어 있는 제품이다. 또한 요즘 출시되는 화려하고 여러 디테일한 요소가 가미된 신발에 비해 3 선 트레이드마크를 사용한 무난한 스니커즈의 형태를 띄고 있다는 특징이 있다. 가장 무난하고 가장 기본적인 스니커즈임에도 글로벌 소비자들이 열광한다는 것은 아디다스라는 브랜드에 대한 소비자들의 인식이 긍정적으로 변화하고 있음을 나타내는 현상으로 해석한다.

아디다스 Originals 주요 인기 제품 예시



Adidas Gazelle



Adidas Samba Classic



Adidas Campus 00s



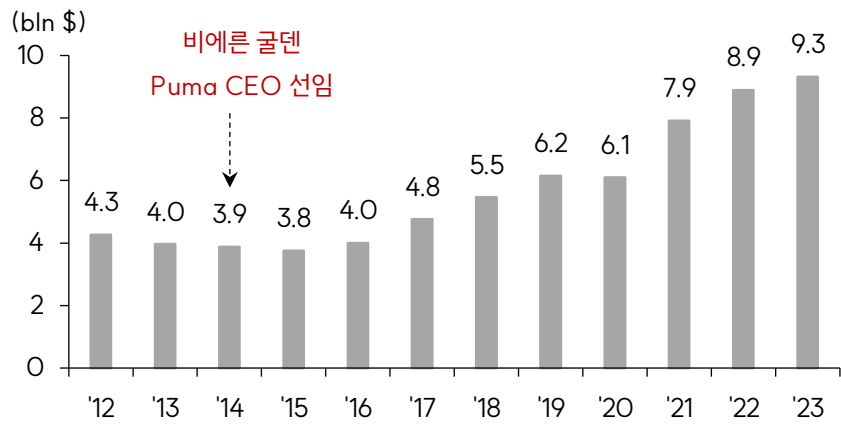
Adidas Handball Spezial

자료: Adidas, SK 증권

또한 긍정적인 점은, 비에른 굴덴이 아디다스 CEO로 취임한 이후 곧바로 아디다스 오리지널스 라인업의 판매 부진을 문제점으로 지적하면서 오리지널스 라인업의 턴어라운드 작업에 착수했고, 벌써 그 결과가 나타나고 있다는 점이다.

비에른 굴덴은 Puma에 '14년부터 '22년까지 CEO로 재직했는데, 내리막을 걷던 Puma의 매출은 그의 취임 이후 3배 가까이 성장해 브랜드를 완전히 턴어라운드 시켰다. 화승엔터프라이즈의 매출 대부분이 아디다스 단일 브랜드에서 나오기 때문에 아디다스의 사업이 얼마나 성공적일지가 동사의 실적 업사이드를 결정짓는다. 현재까지 아디다스의 브랜드 턴어라운드 전략이 잘 맞아들어가고 있으며, 동사 입장에서는 오더의 정상화를 넘어 추가적인 실적 성장의 업사이드도 기대해볼 수 있는 환경이 조성되고 있다고 판단한다.

Puma 연도별 매출액 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

### 3. 실적 전망 및 밸류에이션

화승엔터프라이즈 부문별 실적추정치

| (단위: 십억 원, %)     | 1Q23   | 2Q23  | 3Q23   | 4Q23  | 1Q24E  | 2Q24E | 3Q24E    | 4Q24E | '22   | '23   | '24E  | '25E  |
|-------------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>        | 305    | 322   | 261    | 325   | 313    | 374   | 366      | 345   | 1,654 | 1,214 | 1,399 | 1,518 |
| 신발 부문             | 274    | 290   | 232    | 287   | 285    | 343   | 335      | 315   | 1,497 | 1,083 | 1,277 | 1,397 |
| 기타 부문             | 31     | 32    | 29     | 38    | 29     | 31    | 31       | 30    | 157   | 131   | 121   | 121   |
| <b>매출총이익</b>      | 31     | 47    | 34     | 51    | 38     | 57    | 65       | 52    | 199   | 163   | 213   | 235   |
| /GPM              | 10.2   | 14.6  | 13.1   | 15.7  | 12.1   | 15.2  | 17.9     | 15.2  | 12.0  | 13.5  | 15.2  | 15.5  |
| <b>영업이익</b>       | -1     | 8     | -2     | 8     | 7      | 18    | 29       | 9     | 53    | 13    | 63    | 82    |
| /OPM              | -0.3   | 2.4   | -0.6   | 2.5   | 2.1    | 4.8   | 8.0      | 2.6   | 3.2   | 1.1   | 4.5   | 5.4   |
| <b>YoY Growth</b> |        |       |        |       |        |       |          |       |       |       |       |       |
| 매출액               | -18.8  | -28.8 | -40.5  | -15.8 | 2.6    | 16.2  | 40.2     | 6.1   | 45.3  | -26.6 | 15.2  | 8.5   |
| 신발 부문             | -15.2  | -25.6 | -46.2  | -18.9 | 3.9    | 18.3  | 44.6     | 9.5   | 43.1  | -27.7 | 17.9  | 9.3   |
| 기타 부문             | -41.2  | -49.0 | 244.5  | 18.3  | -8.5   | -2.3  | 5.4      | -19.6 | 69.9  | -16.6 | -7.1  | -0.2  |
| 매출총이익             | -23.2  | -23.1 | -35.7  | 14.7  | 21.4   | 21.2  | 91.4     | 2.8   | 71.0  | -18.0 | 30.2  | 10.4  |
| 영업이익              | -113.9 | -71.0 | -110.7 | 86.3  | -795.0 | 139.1 | -1,876.2 | 10.8  | 643.8 | -75.5 | 386.5 | 30.4  |

자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

| 화승엔터프라이즈 밸류에이션 로직 |      |     |            |             |
|-------------------|------|-----|------------|-------------|
| 항목                | 단위   | 구분  | 내용         | 산식          |
| Sustainable ROE   | %    | (A) | 13.0       |             |
| 자기자본비용            | %    | (B) | 10.5       |             |
| 적정 PBR            | 배    | (C) | 1.24       | (A)/(B)     |
| 23년 자기자본          | 십억 원 | (D) | 514.1      |             |
| 상장주식수             | 주    | (E) | 60,589,276 |             |
| '23년 BPS          | 원    | (F) | 8,485      | (D)/(E)     |
| 목표주가              | 원    | (G) | 10,500     | (C)*(F)     |
| 현재 주가             | 원    | (H) | 7,550      |             |
| 주가 상승여력           | %    | (I) | 39.1       | (G)/(H) - 1 |

자료: SK 증권

올해 동사의 실적 흐름은 '상저하고'를 전망한다. 상반기에는 아디다스의 재고조정 강도가 대폭 완화되었으나, 동사의 실적 기저가 충분히 낮지 않다. 또한 미국 외 지역은 아디다스 홀세일 매출의 고객인 리테일러의 재고가 '23년 말 기준으로 완전히 정상화가 되었으나, 미국 지역의 리테일 재고는 상반기까지 추가적인 소진 기간을 거쳐야 하기 때문이다.

하반기에는 미국 지역의 리테일 재고와 아디다스의 자체 재고까지 완전히 정상화되면서 아디다스 홀세일 매출 회복에 따른 화승엔터프라이즈의 본격적인 수주 증가를 예상한다.

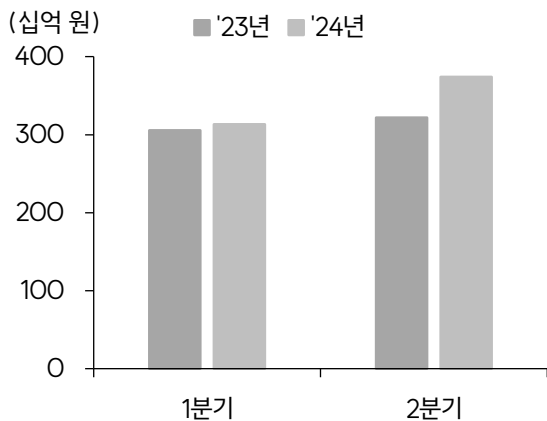
수익성은 연중 내내 개선되는 흐름을 보일 것이다. 오더가 회복됨에 따라 인건비와 감가상각비 등 고정비로 인한 레버리지 효과로 OPM이 개선될 것이며, '24년 연간 기준 OPM은 작년 1.1% 대비 3.3%p 증가한 4.4%를 기록할 것으로 전망한다.

### (1) 실적의 터닝포인트가 될 상반기

동사의 상반기 신발 부문 매출액은 달러 기준으로 1분기에는 플랫, 2분기에는 20%의 전년 동기대비 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 상반기, 1분기에는 탑라인의 회복의 강도가 다소 약할 것으로 분석하는데, ① '23년 상반기 아디다스의 재고조정 강도가 하반기에 비해 상대적으로 약해 기저가 충분히 낮지 않고, ② 미국 외 지역에서 아디다스 리테일 고객의 홀세일 오더가 상반기 중에 회복되었지만, 미국의 경우 소매업체들의 재고조정이 상반기 중에도 지속될 것이기 때문이다.

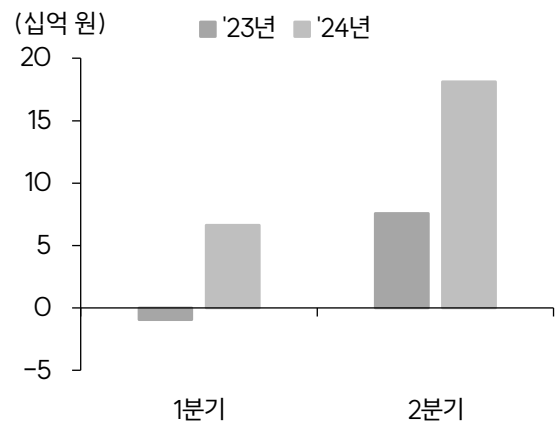
수익성은 전년 동기 대비 개선될 것으로 전망한다. '23년에는 오더가 감소한데 따른 역 레버리지 효과로 수익성이 크게 훼손되었으나, 재고조정이 상당히 진척된 올해 상반기에는 오더의 흐름이 점차 안정화되면서 수익성 측면에서 개선이 있을 것이다. 영업이익률의 경우 1분기 2.1%, 2분기 4.8%로 전년 동기 대비 각각 2.4%p씩 개선될 것으로 전망한다.

아디다스 '23 vs. '24 상반기 매출액



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

아디다스 '23 vs. '24 상반기 영업이익



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

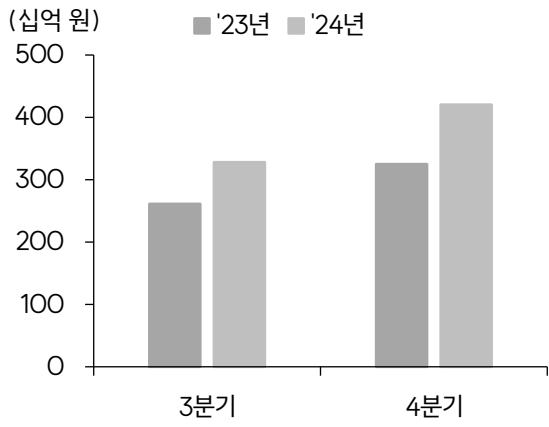
실적 측면에서는 상반기가 하반기에 비해 상대적으로 약할 것으로 전망하지만, 주가 측면에서는 실적의 바닥과, 업황의 턴어라운드를 확인할 수 있다는 측면에서 의미가 클 것으로 전망한다. 실적의 바닥에 대한 확인이 주가의 추세적 변화의 트리거였던 만큼, 상반기 동사의 주가도 추세적 상승기의 초입에 진입할 것으로 전망한다.

**(2) 회복의 강도가 강해질 하반기**

동사의 하반기 신발 부문 달러 매출액의 전년 동기 대비 성장률은 3분기 +48%, 4분기 +16%를 기록할 것으로 전망한다. 아디다스 미국 지역의 소매업체들의 재고가 상반기에 추가적으로 정상화되면서, 미국 지역의 홀세일 매출이 회복됨에 따라 오더의 강도가 본격적으로 강해질 것이다.

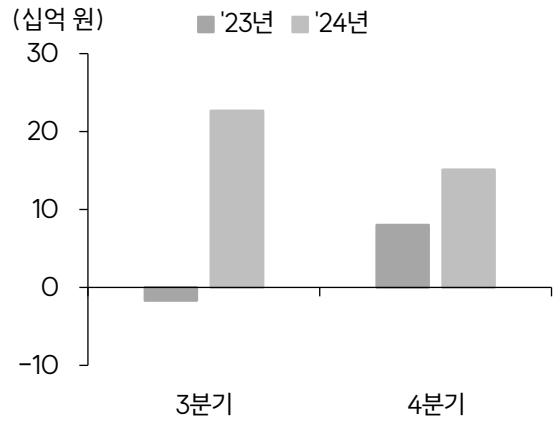
수익성은 하반기에도 YoY 개선세가 지속될 것이다. 3 분기와 4 분기의 영업이익률은 각각 전년 동기 대비 8.6%p, 0.1%p 개선된 8.0%, 2.6%를 기록할 전망이다.

아디다스 '23 vs. '24 하반기 매출액



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

아디다스 '23 vs. '24 하반기 영업이익



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

다만 주가의 측면에서 하반기는 이미 실적의 턴어라운드가 주가에 반영된 이후일 것이기 때문에 주가가 상승을 지속하기 위해서는 동사의 실적 회복의 강도가 예상보다 강하거나, 추가적인 성장에 대한 가시성이 생겨야 할 것이다.

만약 오리지널스 제품군의 판매 호조가 아디다스의 브랜드 회복의 신호탄이라고 한다면 하반기에 Destocking 국면으로부터의 회복을 넘어 추가적인 오더의 성장에 대한 가시성이 생기면서 주가가 한 차례 더 탄력을 받을 수 있을 것이다. 다만 아직은 불확실성이 높은 상황이기에 당사의 실적 추정치에는 시장 컨센서스 수준의 아디다스 실적 성장률과, 낮아진 재고 수준을 유지하는 상황만을 보수적으로 반영했다.

#### 4. Appendix

##### (1) 정상 영업이익률은 얼마일까?

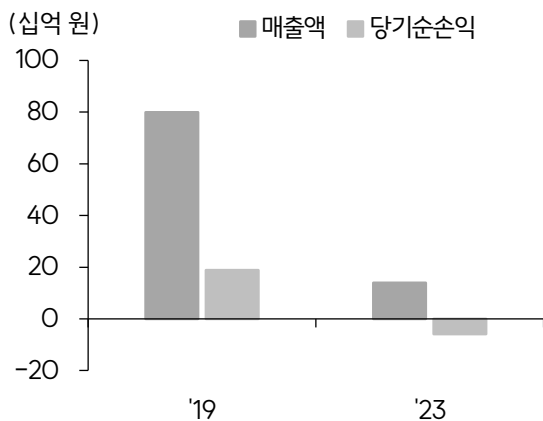
코로나 19 이후 업황이 격동기를 겪으면서 동사의 실적은 변동성이 매우 심했다. 이제 막 정상적인 업황으로의 회복을 앞둔 상황에서, 동사가 달성 가능한 정상 수준의 OPM 이 얼마일지에 대한 고민이 필요하다.

우선 코로나 19 이전 실적을 기준으로 삼아볼 수 있다. 아디다스의 오더가 강했던 '17년과 '19년 OPM은 각각 7.6%, 7.1% 수준이었다. 하지만 업황이 정상 상태로 회복하더라도 과거의 OPM 까지 회복되는 길은 순탄치 않을 것으로 본다.



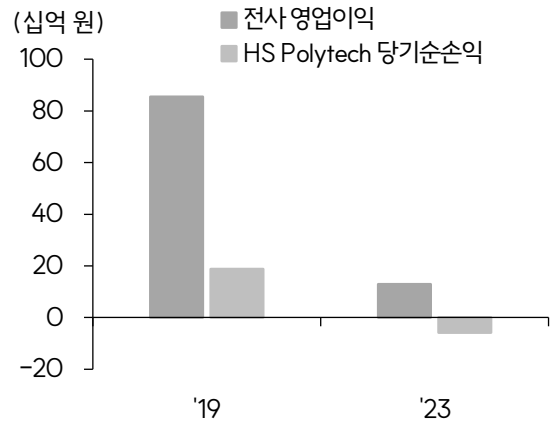
그 이유는 부스트폼 매출의 부재 때문이다. '19년 YEEZY 라인업에 대한 오더가 급증하던 시기에 부스트폼을 생산하는 자회사인 HS Polytech 당기순이익은 188 억 원이었다. 당시의 영업이익이 854 억 원으로, 단순 계산해도 원부자재 매출로 인한 이익이 전체 이익의 약 20%를 차지했다. 당시 HS Polytech의 이익률은 약 23% 수준으로, 부스트폼과 관련된 실적이 전사 수익성 개선에 크게 기여했다. 반면 '23년 HS Polytech은 YEEZY 라인업의 생산중단으로 59억 원 적자를 기록했다.

HS Polytech '19 vs. '23 실적



자료: 전자공시시스템, SK증권

전사 및 HS Polytech '19 vs. '23 이익



자료: 전자공시시스템, SK증권

문제는 아디다스가 부스트폼이 적용된 제품을 주력 제품에서 배제하는 움직임이 보인다는 점이다. 원래 아디다스의 러닝화 최상위 라인업에 부스트폼이 적용되었던 반면, 최근 아디다스는 'Lightstrike' 쿠션이 적용된 'Adizero'를 최상위 라인업으로 삼고 있다. '23년 초 발매된 '울트라부스트 라이트'를 제외하면, 현재 판매 중인 부스트폼이 적용된 신발의 대부분은 발매된 지 오래된 레거시 제품들이다.

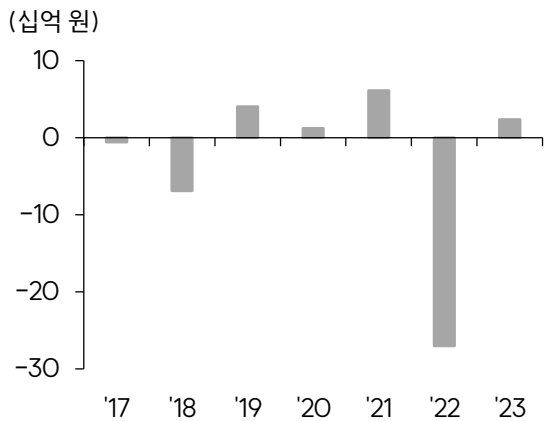
아디다스가 부스트폼이 적용된 신제품 출시를 잘 하지 않는 것은 칸에 웨스트의 사회적 물의가 아디다스의 브랜드 이미지까지 영향을 미치지 않길 원하는 목적이 반영된 것으로 분석한다. YEEZY 시리즈의 대표적인 'YEEZY 부스트'의 경우 이름부터 부스트가 들어갈 정도로 소비자의 인식 속에 YEEZY 시리즈와 부스트폼이 강한 연관성을 갖고 있을 것이기 때문이다. 따라서 과거처럼 원부자재 매출이 늘면서 수익성이 개선되는 구조는 단기간에 나오기 힘들 것이다.

'19년 전사 실적에서 HS Polytech의 실적을 '23년의 수치로 치환해 단순 계산하면 약 5.4%의 영업이익률이 산출됨에 따라, 동사가 정상적인 업황에서 낼 수 있는 영업이익률은 5% 중반대가 될 것으로 추정한다.

## (2) 영업 외 비용이 크게 증가한 이유

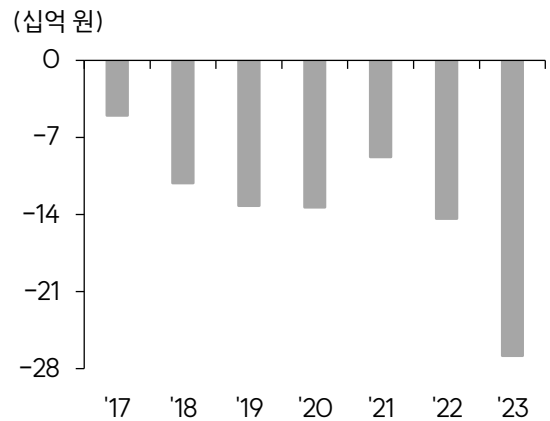
코로나 19 를 기점으로 동사의 영업 외 비용은 크게 증가했다. 영업 외 비용의 주된 증가 요인은 ① 단기차입금 증가와 금리 인상에 따른 이자비용 부담과 ② 원 달러 환율 상승에 따른 달러 표시 채무의 외화환산손실과 외환차손의 증가다.

연도별 외화 관련 손익



자료: 전자공시시스템, SK 증권

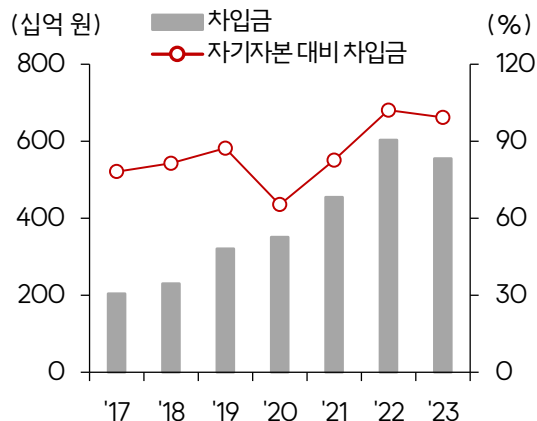
연도별 금융손익



자료: 전자공시시스템, SK 증권

① 동사의 단기, 유동성장기, 장기차입금의 합산 금액은 '19년 약 3,200억 원에서 '23년 약 5,550억 원으로 크게 증가했다. 여기에 금리 인상으로 인한 이자율 상승으로 동사는 '23년 한 해 금융 이자 비용으로만 368억 원을 인식했다. 차입금 규모가 6,035억 원으로 더 컸던 '22년의 금융 이자 비용인 207억 원에 비해서도 크게 증가했다. 코로나 19 이전 금융 이자 비용은 100억 원대 수준이었다.

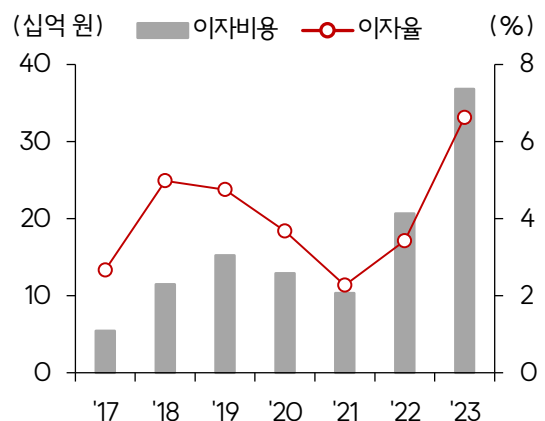
연도별 차입금 규모



자료: 전자공시시스템, SK 증권

주: 차입금 = 단기 + 유동성장기 + 장기 차입금

연도별 이자비용 및 이자율 추이

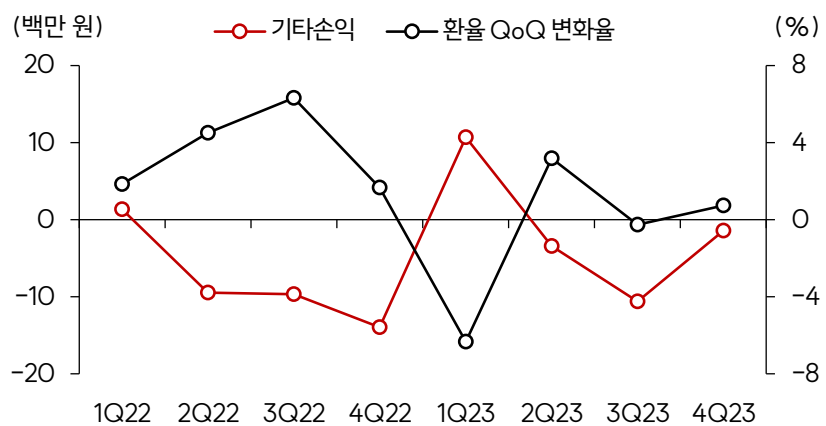


자료: 전자공시시스템, SK 증권

주: 이자율 = 금융 이자비용 ÷ 차입금

② 동사는 코로나 19 이후 원 달러 환율이 급등하면서 '22 년에 외화관련 순손실 270 억 원을 인식했다. '23 년 말 동사의 달러 표시 자산과 부채는 각각 360 억 원, 2,633 억 원으로 원 달러 환율의 상승 시 한화로 환산된 부채가 자산보다 크게 증가해 회계상 인식해야 하는 비용이 증가하는 구조다.

기타손익 vs. 원 달러 환율 QoQ 변화율



자료: 전자공시시스템, Quantwise, SK 증권

### (3) 영업 외 비용의 안정화 가능성

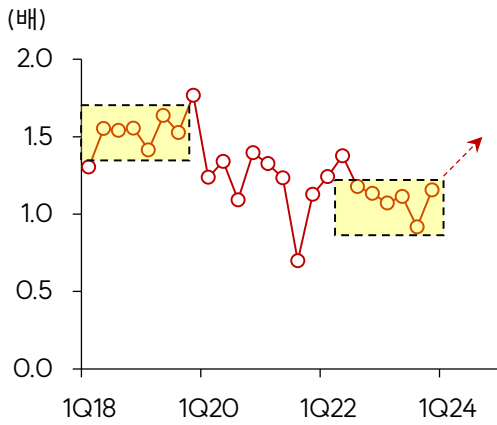
원 달러 환율, 금리, 차입금의 증가가 영업 외 비용의 증가 요인이었기 때문에 영업 외 비용이 하향 안정화되기 위해서는 반대로 세 가지 요인이 하향 안정화되어야 한다.

우선 현재의 환율에서 추가적인 상승만 없다면 외화 관련 손익은 자동적으로 안정화 되는 구조다. 여기에 만약 현재 시장의 컨센서스대로 환율이 연말로 갈수록 하향 안정화될 경우 오히려 외화 관련 이익을 기대해볼 수도 있다. 달러가 현재 수준에서 5% 하락 시 세전손익에 약 114 억 원의 플러스 효과가 전망된다.

이자비용의 경우 단기간에 안정되기는 쉽지 않으나 몇 년에 걸쳐 하향 안정화의 방향성을 보일 것이다. 기준금리 인하와, 단기 차입금의 감소가 예상되기 때문이다. 단기 차입금의 경우 코로나 19 이후 빠르게 증가했는데 물류의 리드타임 증가, 생산차질, 매출 감소로 평년 대비 높은 수준의 운전자본이 필요했기 때문으로 분석한다.

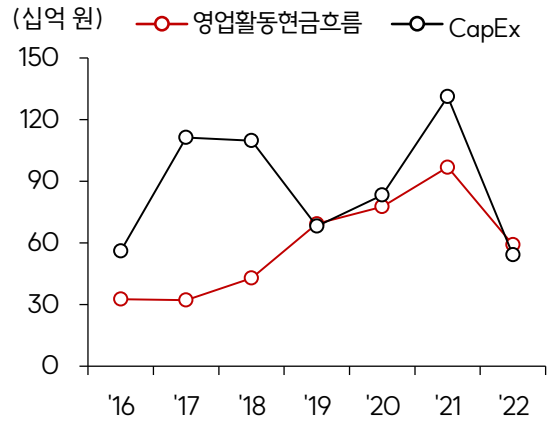
반대로 올해 실적의 회복이 전망되고, 코로나 19 기간 인도네시아에 Capex 투자를 선제적으로 해 놓았기 때문에 현금흐름이 개선됨에 따라 차입금의 규모는 점차 줄어들 것으로 전망한다.

재고자산회전율 추이



자료: Quantwise, SK 증권

영업활동현금흐름 vs. CapEx



자료: 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 698   | 757   | 647   | 701   | 763   |
| 현금및현금성자산       | 173   | 183   | 121   | 103   | 115   |
| 매출채권 및 기타채권    | 144   | 128   | 129   | 143   | 155   |
| 재고자산           | 301   | 294   | 263   | 276   | 300   |
| <b>비유동자산</b>   | 633   | 718   | 714   | 698   | 680   |
| 장기금융자산         | 5     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 유형자산           | 497   | 567   | 565   | 552   | 536   |
| 무형자산           | 32    | 42    | 41    | 38    | 35    |
| <b>자산총계</b>    | 1,330 | 1,476 | 1,361 | 1,399 | 1,444 |
| <b>유동부채</b>    | 695   | 778   | 719   | 721   | 715   |
| 단기금융부채         | 443   | 564   | 528   | 502   | 477   |
| 매입채무 및 기타채무    | 228   | 186   | 170   | 196   | 213   |
| 단기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 84    | 107   | 82    | 82    | 79    |
| 장기금융부채         | 66    | 90    | 65    | 64    | 59    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 780   | 885   | 801   | 804   | 794   |
| <b>지배주주지분</b>  | 537   | 537   | 514   | 548   | 602   |
| 자본금            | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 자본잉여금          | 166   | 170   | 169   | 169   | 169   |
| 기타자본구성요소       | 152   | 152   | 152   | 152   | 152   |
| 자기주식           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 이익잉여금          | 179   | 169   | 140   | 175   | 228   |
| 비지배주주지분        | 14    | 54    | 45    | 46    | 48    |
| <b>자본총계</b>    | 550   | 591   | 559   | 595   | 650   |
| <b>부채외자본총계</b> | 1,330 | 1,476 | 1,361 | 1,399 | 1,444 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)      | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>  | -2   | 110  | 111  | 94    | 102   |
| 당기순이익(손실)        | -7   | -8   | -25  | 38    | 58    |
| 비현금성항목등          | 73   | 140  | 108  | 92    | 97    |
| 유형자산감가상각비        | 59   | 70   | 67   | 64    | 70    |
| 무형자산상각비          | 3    | 3    | 4    | 3     | 3     |
| 기타               | 11   | 67   | 37   | 25    | 24    |
| 운전자본감소(증가)       | -67  | -12  | 15   | -1    | -19   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 8    | 29   | -2   | -14   | -12   |
| 재고자산의감소(증가)      | -49  | 27   | 36   | -13   | -23   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 5    | -62  | 17   | 26    | 17    |
| 기타               | -31  | -6   | -36  | -0    | -0    |
| 법인세납부            | -8   | -18  | -12  | -11   | -16   |
| <b>투자활동현금흐름</b>  | -116 | -197 | -39  | -55   | -55   |
| 금융자산의감소(증가)      | -12  | -52  | -8   | -15   | -9    |
| 유형자산의감소(증가)      | -94  | -122 | -45  | -50   | -55   |
| 무형자산의감소(증가)      | -0   | -0   | -3   | 0     | 0     |
| 기타               | -10  | -23  | 17   | 9     | 9     |
| <b>재무활동현금흐름</b>  | 35   | 47   | -115 | -31   | -33   |
| 단기금융부채의증가(감소)    | 52   | 34   | -61  | -26   | -25   |
| 장기금융부채의증가(감소)    | 5    | 45   | -1   | -1    | -5    |
| 자본의증가(감소)        | -1   | 4    | -1   | 0     | 0     |
| 배당금지급            | -4   | -3   | -3   | -3    | -3    |
| 기타               | -17  | -33  | -50  | -0    | 0     |
| 현금의 증가(감소)       | -73  | 10   | -62  | -19   | 12    |
| 기초현금             | 246  | 173  | 183  | 121   | 103   |
| 기말현금             | 173  | 183  | 121  | 103   | 115   |
| FCF              | -96  | -11  | 66   | 44    | 47    |

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

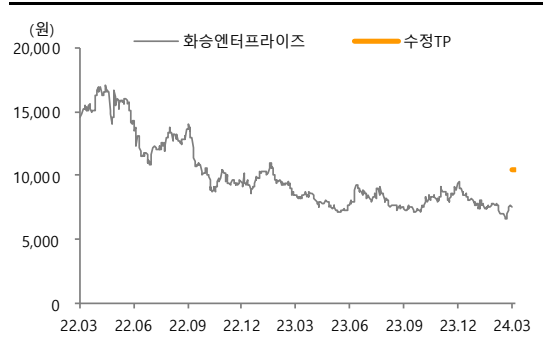
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,139 | 1,654 | 1,214 | 1,399 | 1,518 |
| <b>매출원가</b>     | 1,022 | 1,455 | 1,050 | 1,186 | 1,283 |
| <b>매출총이익</b>    | 116   | 199   | 163   | 213   | 235   |
| 매출총이익률(%)       | 10.2  | 12.0  | 13.5  | 15.2  | 15.5  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 109   | 146   | 150   | 150   | 153   |
| <b>영업이익</b>     | 7     | 53    | 13    | 63    | 82    |
| 영업이익률(%)        | 0.6   | 3.2   | 1.1   | 4.5   | 5.4   |
| <b>비영업손익</b>    | -5    | -46   | -32   | -14   | -8    |
| 순금융손익           | -8    | -17   | -28   | -24   | -17   |
| 외환관련손익          | 6     | -24   | 4     | 10    | 10    |
| 관계기업등 투자손익      | -1    | -0    | -0    | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 2     | 6     | -19   | 49    | 74    |
| 세전계속사업이익률(%)    | 0.2   | 0.4   | -1.5  | 3.5   | 4.9   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 9     | 14    | 7     | 11    | 16    |
| <b>계속사업이익</b>   | -7    | -8    | -25   | 38    | 58    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | -7    | -8    | -25   | 38    | 58    |
| 순이익률(%)         | -0.6  | -0.5  | -2.1  | 2.7   | 3.8   |
| <b>지배주주</b>     | -7    | -10   | -26   | 37    | 56    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | -0.6  | -0.6  | -2.2  | 2.7   | 3.7   |
| <b>비지배주주</b>    | 0     | 2     | 1     | 1     | 2     |
| 총포괄이익           | 22    | 1     | -19   | 38    | 58    |
| 지배주주            | 22    | -0    | -20   | 37    | 58    |
| 비지배주주           | 0     | 2     | 1     | 1     | 0     |
| <b>EBITDA</b>   | 69    | 126   | 84    | 130   | 155   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2021   | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |       |       |       |       |
| 매출액                    | 2.0    | 45.3  | -26.6 | 15.2  | 8.5   |
| 영업이익                   | -88.6  | 643.8 | -75.5 | 386.5 | 30.5  |
| 세전계속사업이익               | -95.6  | 201.8 | 적전    | 흑전    | 51.4  |
| EBITDA                 | -42.7  | 83.3  | -33.4 | 54.9  | 19.4  |
| EPS                    | 적전     | 적지    | 적지    | 흑전    | 51.4  |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |       |       |       |       |
| ROA                    | -0.6   | -0.5  | -1.8  | 2.8   | 4.1   |
| ROE                    | -1.2   | -1.9  | -5.0  | 7.0   | 9.8   |
| EBITDA마진               | 6.0    | 7.6   | 6.9   | 9.3   | 10.2  |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |       |       |       |       |
| 유동비율                   | 100.3  | 97.3  | 90.0  | 97.2  | 106.8 |
| 부채비율                   | 141.7  | 149.6 | 143.2 | 135.1 | 122.1 |
| 순차입금/자기자본              | 53.9   | 63.8  | 67.3  | 59.2  | 46.3  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 6.7    | 6.1   | 2.3   | 3.7   | 5.6   |
| 배당성향                   | -41.8  | -27.3 | -10.4 | 7.3   | 4.9   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |       |       |       |       |
| EPS(계속사업)              | -108   | -165  | -434  | 613   | 927   |
| BPS                    | 8,858  | 8,870 | 8,485 | 9,053 | 9,935 |
| CFPS                   | 911    | 1,045 | 738   | 1,718 | 2,132 |
| 주당 현금배당금               | 45     | 45    | 45    | 45    | 45    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |       |       |       |       |
| PER                    | -156.7 | -55.9 | -19.6 | 12.3  | 8.1   |
| PBR                    | 1.9    | 1.0   | 1.0   | 0.8   | 0.8   |
| PCR                    | 18.5   | 8.8   | 11.5  | 4.4   | 3.5   |
| EV/EBITDA              | 19.4   | 7.8   | 11.1  | 6.6   | 5.2   |
| 배당수익률                  | 0.3    | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율    |                |
|------------|------|---------|--------------|--------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2024.03.19 | 매수   | 10,500원 | 6개월          |        |                |



**Compliance Notice**

작성자(형권훈)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 19일 기준)**

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.67% | 중립 | 5.33% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

# 한세실업 (105630/KS)

## 오더 회복 구간에 진입

SK증권 리서치센터

### 매수(신규편입)

목표주가: 25,000 원(신규편입)

현재주가: 19,760 원

상승여력: 26.5%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr  
3773-9997

#### Company Data

|                |          |
|----------------|----------|
| 발행주식수          | 4,000 만주 |
| 시가총액           | 790 십억원  |
| 주요주주           |          |
| 한세에스24홀딩스(외 9) | 64.68%   |
| 국민연금공단         | 10.97%   |

#### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(24/03/18) | 19,760 원    |
| KOSPI        | 2,685.84 pt |
| 52주 최고가      | 24,000 원    |
| 52주 최저가      | 15,060 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 2 십억원       |

#### 주가 및 상대수익률



### 오더의 정상화 전망

동사의 '23년 실적은 고객사의 재고조정으로 오더가 감소하면서 부진한 모습을 보였으나, 주요 고객사인 Gap, AEO, Target 을 비롯한 미국 내 의류 리테일 업체들의 재고가 '23년 말을 기준으로 정상화되었다. 올해에는 고객사의 오더가 다시금 평년 수준으로 회복되면서 상반기부터 구조적으로 매출액이 성장하는 구간에 진입할 것으로 전망한다. 미국의 의류 소매판매 지표가 '23년 초 저점을 형성한 뒤 현재까지 점차 회복되는 흐름을 보이고 있어, 고객사의 Restocking 수요를 충분히 기대할 만한 상황이다.

### '24년 영업이익 1,789억 원(+6.4% YoY) 전망

동사의 올해 실적은 매출액 1조 8,690억 원(+9.4% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,789억 원(+6.4%) 기록할 것으로 전망한다. 고객사의 오더가 상반기부터 점차 정상화될 것으로 전망됨에 따라 무난한 실적 성장이 가능할 것이다. 다만 영업이익률은 '23년 9.8%에서 '24년 9.6%로 감소할 것으로 전망한다. ① 면화 가격 하향 안정화 및 OEM 초과 공급 국면에 따른 ASP 하락, ② 원 달러 환율의 하향 안정화('24년 평균 환율 1,285 원 가정), ③ 작년에 오더 감소에 대응해 줄여 놨던 인건비가 올해 오더 회복에 따라 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

### 수요 회복의 강도가 관건이 될 것

고객사의 재고조정이 완료됨에 따른 오더 정상화로 올해 실적 성장의 가시성이 높은 상황이나, 동사의 경우 이미 실적의 턴어라운드가 주가에 한 차례 주가에 반영되었다. 추가적인 주가의 업사이드를 위해서는 실적의 눈높이가 높아져야 하며, 그러기 위해서는 고객사로부터 시장의 예상치를 뛰어넘는 수준의 Restocking 움직임이 나와줘야 한다. 고객사의 Restocking 강도는 미국의 의류 소비 회복의 강도에 따라 결정될 것이며, 최근 미국의 의류 소비가 점차 회복되는 모습을 보이는 점은 긍정적이다. 다만 미국의 기준 금리 인하 시점에 대한 전망이 점차 밀리고 있는 것은 다소 불편하다. 수요에 대한 전망은 보수적인 시각을 전제로 한세실업의 목표주가 25,000 원, 투자 의견 '매수'를 제시하며 커버리지 개시한다.

#### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 1,698 | 1,672 | 2,205 | 1,709 | 1,869 | 1,928 |
| 영업이익      | 십억원 | 65    | 107   | 180   | 168   | 179   | 176   |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 35    | 67    | 86    | 111   | 128   | 132   |
| EPS       | 원   | 2,180 | 1,684 | 2,141 | 2,780 | 3,204 | 3,290 |
| PER       | 배   | 8.0   | 13.0  | 7.2   | 7.6   | 6.2   | 6.0   |
| PBR       | 배   | 1.6   | 1.8   | 1.1   | 1.3   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA | 배   | 9.0   | 10.1  | 4.3   | 5.3   | 4.7   | 3.7   |
| ROE       | %   | 8.6   | 15.2  | 17.1  | 18.9  | 18.4  | 16.3  |

## 1. 기업 개요

### (1) 글로벌 의류 브랜드 OEM

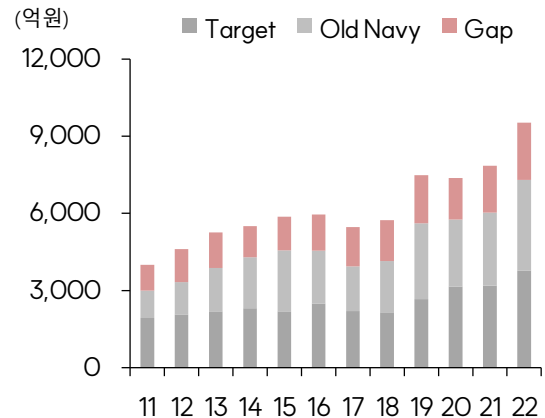
한세실업의 사업부는 의류 제조 단일 사업부로 구성되어 있으며, 고객사인 패션 브랜드로의 의류 제품을 위탁생산해 수출하는 OEM 사업을 영위하고 있다. 동사는 의류 제품 내에서도 니트(Knitted) 의류의 봉제 공정을 주로 담당하고 있으며, 30 개가 넘는 글로벌 브랜드를 고객사로 두고 있다. Gap, Old Navy, AEO 등의 미국 SPA 브랜드와 Target 과 Walmart 등 마트 바이어를 주력 고객사로 두고 있으며, 그 외에도 'Carhartt', 'Kohl's', 'H&M' 등 다양한 글로벌 브랜드의 의류제품을 생산하고 있다.

한세실업 고객사 예시



자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 Top3 고객사향 매출 추이



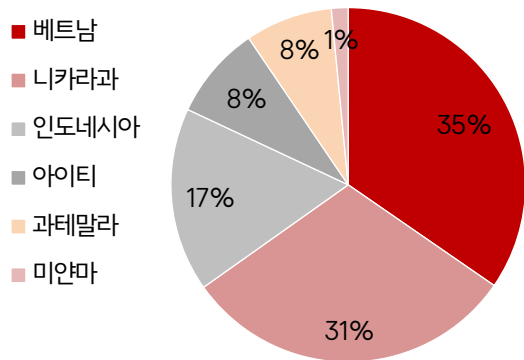
자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

### (2) 주요 생산국가 현황

한세실업의 주력 생산지는 베트남이다. '22 년 연간 생산량을 기준으로 국가별 생산 비중은 베트남 39%, 니카라과 30%, 인도네시아 14%, 아이티 9%, 과테말라 7%, 미얀마 1%이다. 코로나19 이전에는 베트남 생산 비중이 최대 55%까지 달했으나, 코로나19 기간 공장 섰다운과 '22년 오더 축소에 따른 인력 감축으로 최근 베트남 생산 비중이 크게 낮아진 상황이다. 올해 오더 회복 사이클에서 베트남 생산 비중은 점차 회복될 것으로 전망한다.

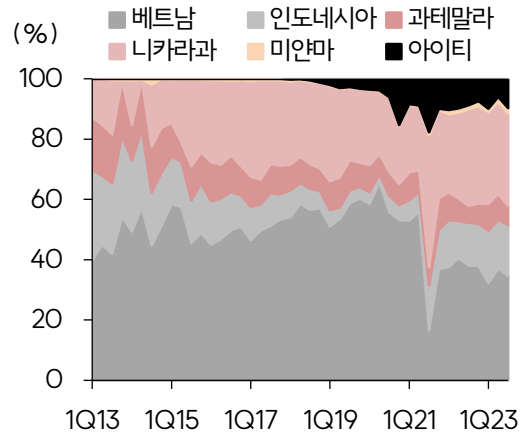


한세실업 지역별 생산 비중('22)



자료: 전자공시시스템, SK 증권

한세실업 지역별 생산 비중 추이

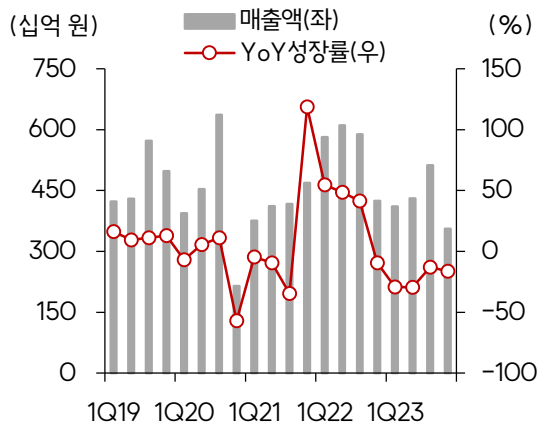


자료: 전자공시시스템, SK 증권

(3) '23년 실적: 매출은 부진, 이익은 방어

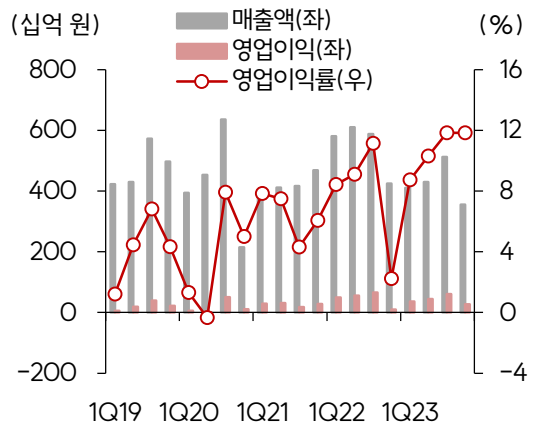
동사의 '23년 실적은 매출액 약 1 조 7,088 억 원(-22.5% YoY), 영업이익 1,681 억 원(-6.4% YoY)을 기록해 부진하다. 실적 부진의 주요 원인은 고객사가 과잉 재고를 소진하기 위해 보수적인 재고 매입 정책을 실시하고 있기 때문이다.

한세실업 매출액 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

한세실업 실적 추이



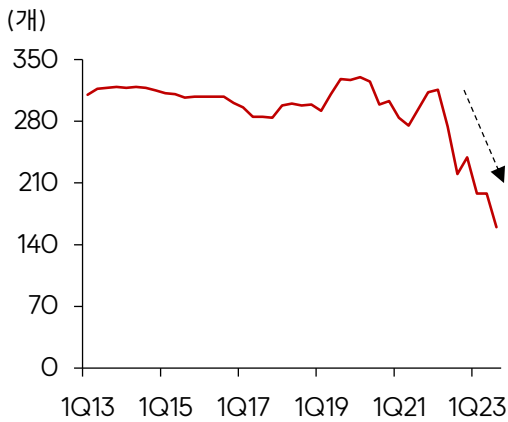
자료: 전자공시시스템, SK 증권

동사의 고객사를 포함한 대부분의 글로벌 패션 브랜드들은 '22년에 매우 공격적으로 재고를 매입했다. 브랜드들이 ① '22년 강한 수요를 예상했고, ② 생산공장 셋다운과 물류 문제로 발주부터 인도 시점까지의 리드타임이 크게 증가했기 때문이다. 하지만 '22년 수요는 급격한 인플레이션과 금리 인상으로 급락했고, 반대로 공급망 문제는 빠르게 해결되어 예상보다 많은 물량이 더 빠르게 인도되어 모두 재고로 남게 되었다.

'23년은 재고 소진의 해였다. 팔리지 않는 재고가 과년차의 악성재고화 되는 것을 막기 위해 동사의 고객사들은 신규 주문을 극도로 줄였다. 따라서 동사의 실적 역성장 흐름은 '22년 4분기부터 시작되어 '23년 내내 이어졌다.

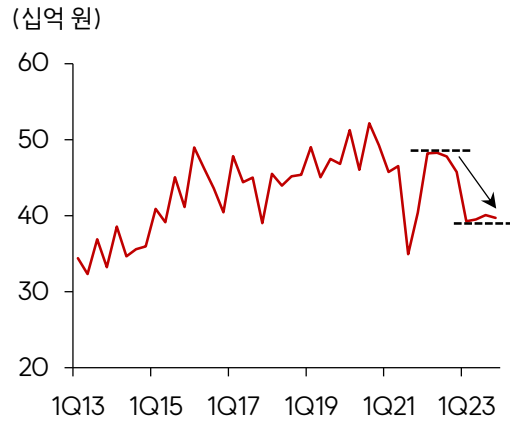
오더는 큰 폭으로 감소했으나, ① 베트남 생산인력 감축, ② 강달러의 도움을 받으며 '23년 연간 영업이익률은 9.3%로 오히려 전년 동기 대비 0.7%p 개선되었다.

한세실업 베트남 공장 생산 라인 수



자료: 전자공시시스템, SK증권

한세실업 매출원가 내 인건비 추이



자료: 전자공시시스템, SK증권

## 2. 투자포인트

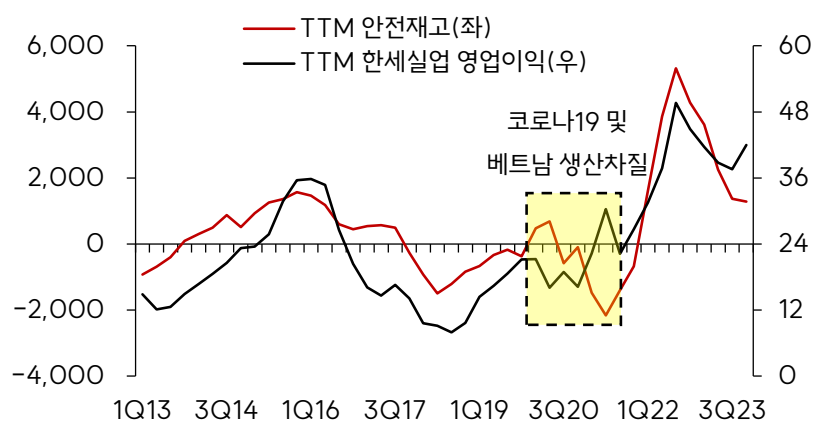
### (1) 오더의 정상화 전망

동사의 과거 실적은 미국 의류 리테일러들의 안전재고(재고자산 - 매출원가)에 연동되어왔다. 올해는 고객사의 Destocking이 전반적으로 마무리되고, 오더가 정상화되는 사이클에 진입할 것으로 전망됨에 따라 동사의 실적은 연중 내내 안정적인 성장 흐름을 보일 것으로 전망한다.

고객사의 재고조정 유무를 판단하는 가장 중요한 기준은 매출원가와 재고매입액 간의 괴리율이다. 미국 의류 리테일러들의 경우 '22년 3분기부터 두 지표 간의 괴리가 발생하기 시작해 '23년 3분기까지 이어졌으며, '23년 4분기에는 재고매입액의 증가율이 매출원가 증감률을 상회하면서 다시 Restocking 사이클로 진입했음을 확인할 수 있다.

고객사별로 봐도, Gap, AEO, Target 등 동사의 주요 고객사 모두 재고매입액이 작년 4분기부터 YoY 증가세로 전환되었다. 길었던 고객사의 재고조정이 종료되면서 올해에는 동사의 오더가 정상화될 것으로 전망한다.

미국 의류 리테일러 안전재고 vs. 한세실업 영업이익

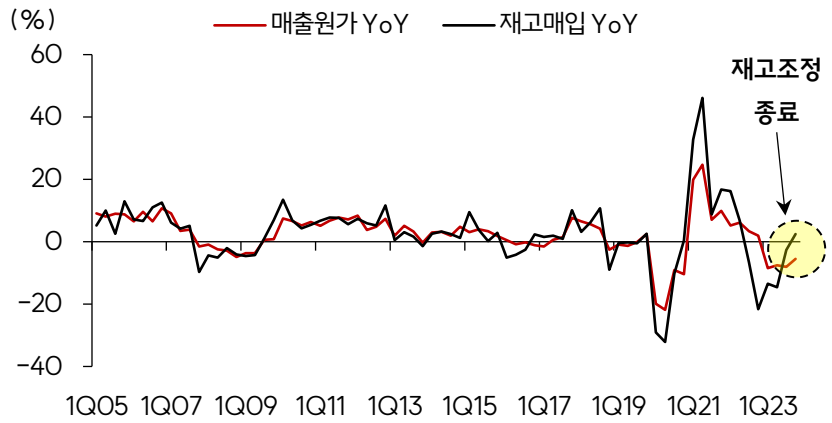


자료: Bloomberg, Quantwise, SK 증권

주 1: 미국 의류 리테일러는 Kohl's, Nordstrom, Gap, AEO, Urban Outfitters 수치 합산

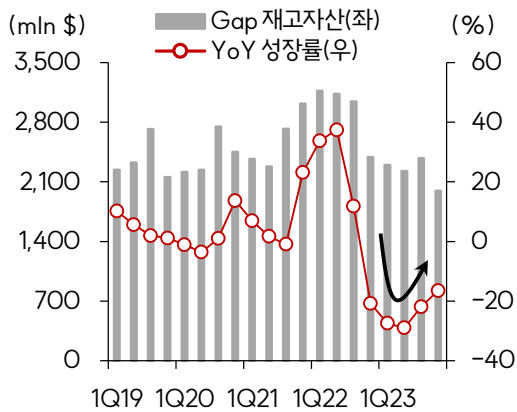
주 2: TTM 안전재고 = TTM 재고자산 - TTM 매출원가

미국 의류 리테일러 매출원가 vs. 재고매입 YoY 증감률



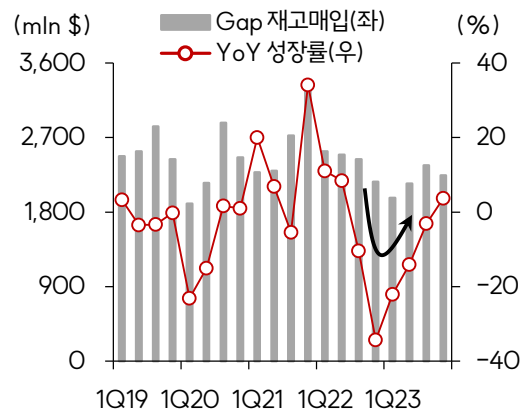
자료: Bloomberg, SK 증권  
 주: Kohl's, Nordstrom, Gap, AEO, Urban Outfitters 수치 합산

Gap 재고자산 추이



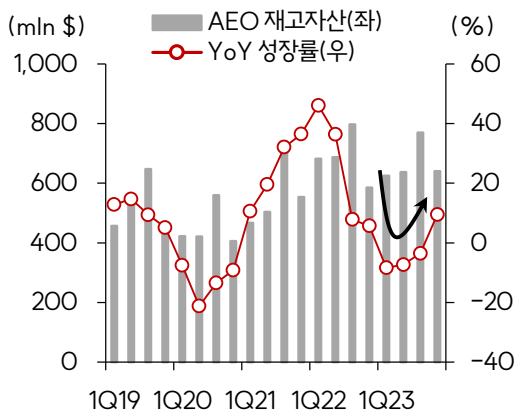
자료: Bloomberg, SK 증권

Gap 재고매입 추이



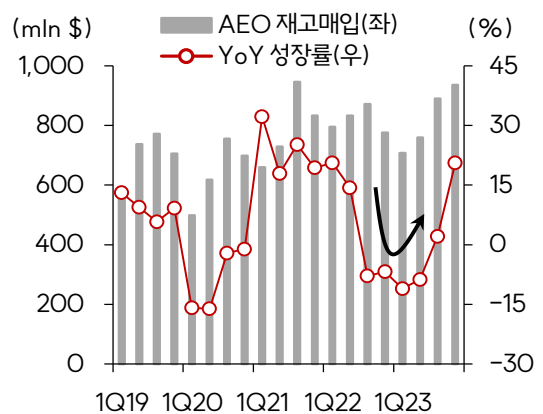
자료: Bloomberg, SK 증권

AEO 재고자산 추이



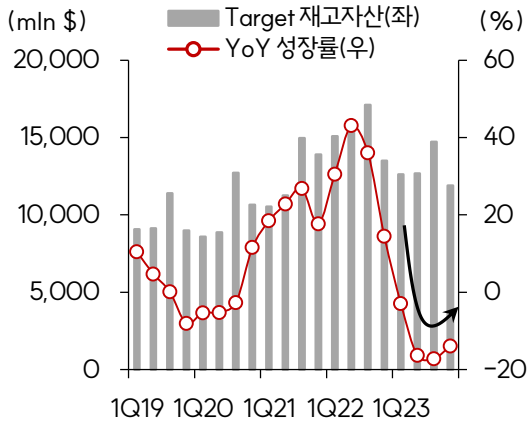
자료: Bloomberg, SK 증권

AEO 재고매입 추이



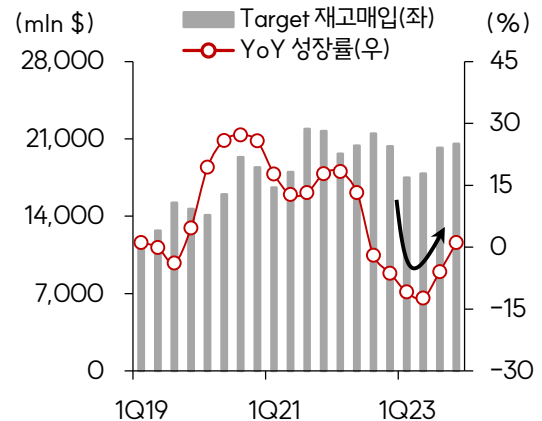
자료: Bloomberg, SK 증권

Target 재고자산 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Target 재고매입 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

다만 전방 수요의 회복 강도가 앞으로 고객사의 Restocking 강도를 결정짓는 중요한 변수가 될 것이다. 당장은 미국의 경기가 견조하고, 의류 소비도 회복되는 모습을 보이고 있어 고객사가 Restocking에 나설 만한 환경은 단기적으로 지속될 것이다.

실제로 미국의 의류 소매판매의 전년 동기 대비 성장률은 '23년 초에 바닥을 통과한 뒤 점진적으로 회복세를 보이고 있다. 미국의 경제가 아직 견조한 가운데 의류의 물가가 상당히 안정화되었기 때문이다.

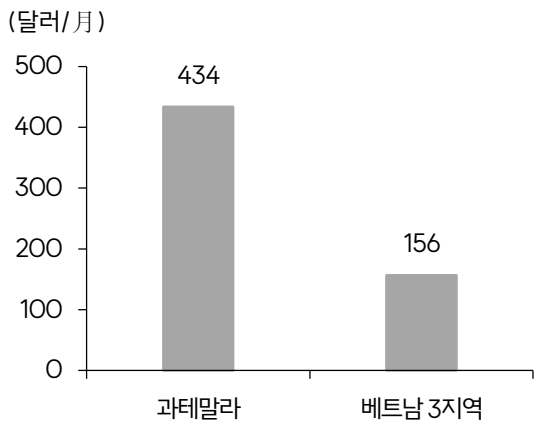
다만 Restocking의 강도와 지속성에는 여전히 불확실성이 존재한다. 통화 긴축 국면이 여전히 진행중이기 때문이다. 고용시장과 소비를 냉각시켜 인플레이션을 안정시키는 것이 통화 긴축 국면의 기본적인 방향성이라고 점에서 언제 미국의 수요가 둔화 될지는 여전히 불확실성으로 남아 있다.

## (2) 과테말라 지역 수직계열화 강화

동사는 현재 중앙아메리카 지역에 위치한 니카라과, 과테말라, 아이티에 생산법인을 두고 있다. 이 중에서 동사는 과테말라 지역에 대한 수직계열화 투자를 통해 생산법인으로서 경쟁력을 키워갈 계획이다. 중앙아메리카 지역은 아직 글로벌 의류 생산 시장에서 점유율이 낮지만, 지역이 가진 메리트에 비춰봤을 때, 생산 경쟁력이 갖춰진다면 오히려 생산지역을 다변화하려는 니즈가 있는 신규 고객사의 유치를 기대해 볼 수 있다.

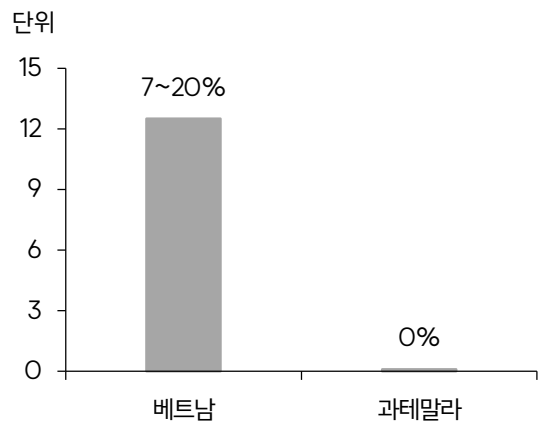
과테말라는 생산지역으로서 최저임금이 베트남에 비해 비싸고(과테말라 \$433 vs. 베트남 \$157) 아시아 지역에 비해 원단의 소싱이 상대적으로 어렵다는 단점이 있으나, 고객사 입장에서는 미국과 지리적으로 가까워 오더와 제품 수령 간의 리드타임이 단축돼 재고관리 측면에서 유리하며 운송비가 적게 든다는 큰 장점이 있다. 또한 베트남의 대미 의류제품 관세가 15~30%인 것에 비해 과테말라의 경우 CAFTA-DR(중미자유무역협정)로 미국으로 의류 제품을 무관세로 수입할 수 있다.

**최저임금: 과테말라 vs. 베트남 3 지역**



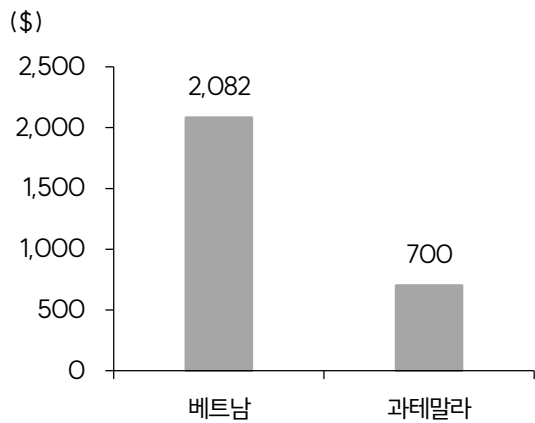
자료: 언론보도, SK 증권

**의류 관세율: 베트남 vs. 과테말라**



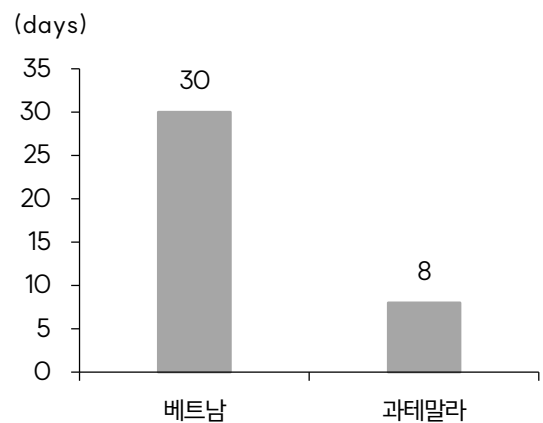
자료: OTEXA, SK 증권

**To. 미국 컨테이너 해상 운송료**



자료: 언론보도, SK 증권

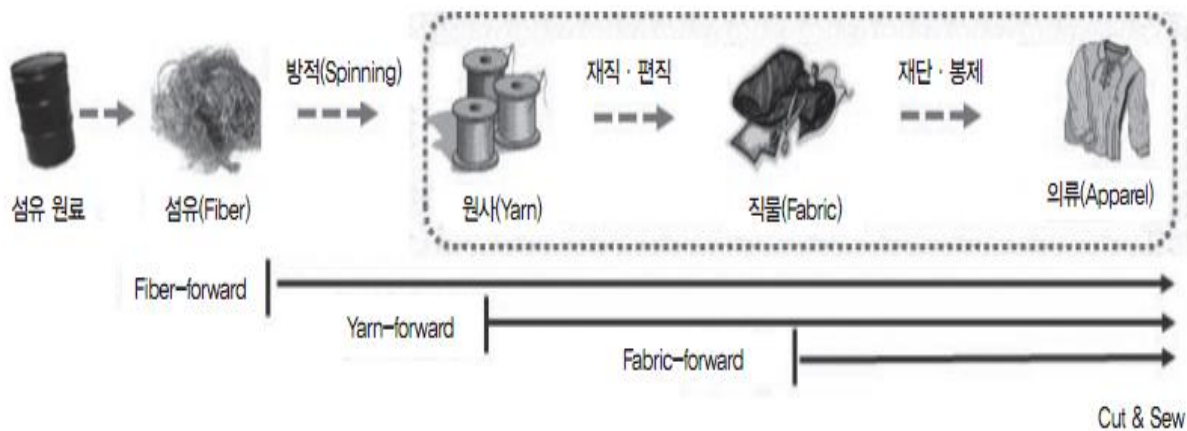
**To. 미국 해상 운송 소요시간**



자료: 언론보도, SK 증권

동사는 '26년까지 총 3억 달러를 투자해 방직과 염색 공정을 수직계열화 할 계획이다. 과테말라를 생산 거점으로 삼는 데 원단의 수직계열화는 ① 원단을 원활하게 소싱하고, ② Yarn Forward 원산지 규정을 지켜 무관세 혜택을 효과적으로 받기 위해 중요하다. 원단 수직계열화가 본격화되는 '26년부터 동사는 생산지역 다변화를 원하는 현재 고객사들의 수요뿐만 아니라 잠재적 고객사의 수요까지 흡수할 수 있을 것으로 전망한다.

무관세 혜택을 위한 Yarn Forward 조건



자료: 한국무역신문, SK증권

### 3. 실적 전망 및 밸류에이션

| 한세실업 실적추정치              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (단위: 십억 원, %)           | 1Q23  | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24E | 2Q24E | 3Q24E | 4Q24E | '22   | '23   | '24E  | '25E  |
| 매출액                     | 411   | 430   | 512   | 356   | 423   | 454   | 580   | 412   | 2,205 | 1,709 | 1,869 | 1,928 |
| /YoY                    | -29.3 | -29.6 | -13.0 | -16.2 | 3.0   | 5.5   | 13.2  | 15.9  | 31.9  | -22.5 | 9.4   | 3.1   |
| 매출총이익                   | 72    | 84    | 99    | 66    | 70    | 84    | 109   | 72    | 336   | 321   | 335   | 335   |
| /GPM                    | 17.5  | 19.5  | 19.4  | 18.5  | 16.5  | 18.6  | 18.8  | 17.4  | 15.3  | 18.8  | 17.9  | 17.4  |
| 영업이익                    | 36    | 44    | 61    | 27    | 33    | 44    | 70    | 32    | 180   | 168   | 179   | 176   |
| /OPM                    | 8.7   | 10.3  | 11.8  | 7.7   | 7.8   | 9.7   | 12.0  | 7.9   | 8.1   | 9.8   | 9.6   | 9.2   |
| KRW/USD                 | 1,276 | 1,315 | 1,308 | 1,320 | 1,320 | 1,300 | 1,275 | 1,250 | 1,283 | 1,304 | 1,285 | 1,250 |
| 달러매출액                   | 322   | 327   | 391   | 269   | 321   | 349   | 455   | 330   | 1,719 | 1,310 | 1,454 | 1,542 |
| /YoY                    | -33.2 | -32.5 | -10.9 | -13.6 | -0.5  | 6.7   | 16.2  | 22.4  | 17.7  | -23.8 | 11.0  | 6.1   |
| ASP(\$/m <sup>2</sup> ) | 3.0   | 3.0   | 3.3   | 3.0   | 2.7   | 2.9   | 3.3   | 3.1   | 3.2   | 3.1   | 3.0   | 3.1   |
| /YoY                    | 4.6   | -3.4  | -7.9  | -11.8 | -7.0  | -3.0  | 1.0   | 2.0   | 13.6  | -3.3  | -1.6  | 1.7   |
| 출하량(백만 m <sup>2</sup> ) | 109   | 109   | 120   | 90    | 117   | 120   | 138   | 108   | 543   | 428   | 483   | 503   |
| /YoY                    | -36.2 | -30.1 | -3.3  | -2.0  | 7.0   | 10.0  | 15.0  | 20.0  | 3.6   | -21.1 | 12.7  | 4.3   |

자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

#### 한세실업 밸류에이션 산정 로직

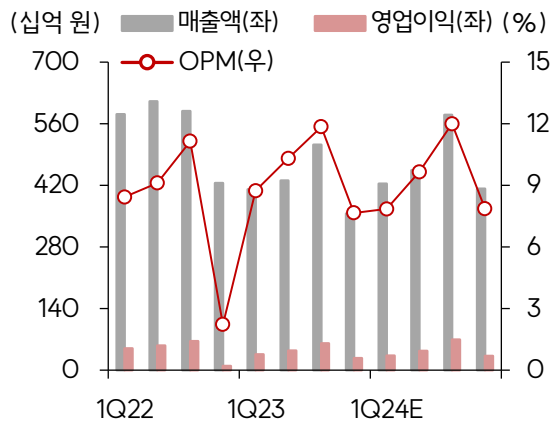
| 항목              | 단위   | 구분  | 내용         | 산식          |
|-----------------|------|-----|------------|-------------|
| Sustainable ROE | %    | (A) | 14.0       |             |
| 자기자본비용          | %    | (B) | 9.0        |             |
| 적정 PBR          | 배    | (C) | 1.55       | (A)/(B)     |
| 23년 자기자본        | 십억 원 | (D) | 644.9      |             |
| 상장주식수           | 주    | (E) | 40,000,000 |             |
| '23년 BPS        | 원    | (F) | 16,122     | (D)/(E)     |
| 목표주가            | 원    | (G) | 25,000     | (C)*(F)     |
| 현재 주가           | 원    | (H) | 19,760     |             |
| 주가 상승여력         | %    | (I) | 26.5       | (G)/(H) - 1 |

자료: SK 증권

동사의 '24년 실적은 연평균 환율 1,285 원을 가정한 기준으로 매출액 1조 8,690 억원(+9.4% YoY), 영업이익 1,789 억 원(+6.4%)를 전망한다. 전년 동기 대비 달러 기준 매출액 성장률은 상반기 +3.1%, 하반기 +18.7%로 실적 기저가 낮아지는 하반기에 실적의 개선세가 더욱 두드러지게 나타날 것으로 전망한다.

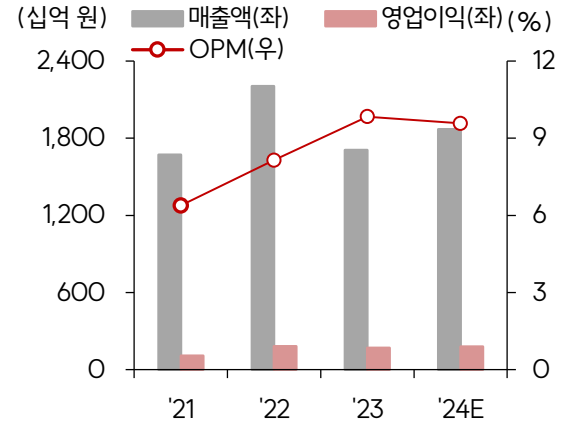


한세실업 분기실적 추정치 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

한세실업 연간실적 추정치 추이

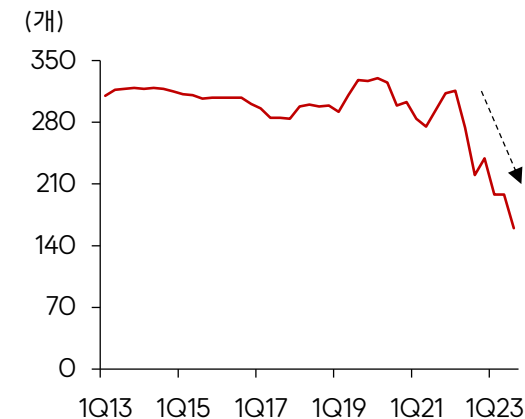


자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

다만 동사의 매출액 회복 속도는 대만 피어 업체인 Makalot의 매출액 회복 강도와, 주요 고객사의 재고매입 회복 속도와 비교했을 때 더딘 모습을 보여주고 있는데 이는 동사가 저 마진의 마트 바이어 오더 비중을 줄이고, 고 마진 위주로 선별 수주 전략을 펼치고 있기 때문이다.

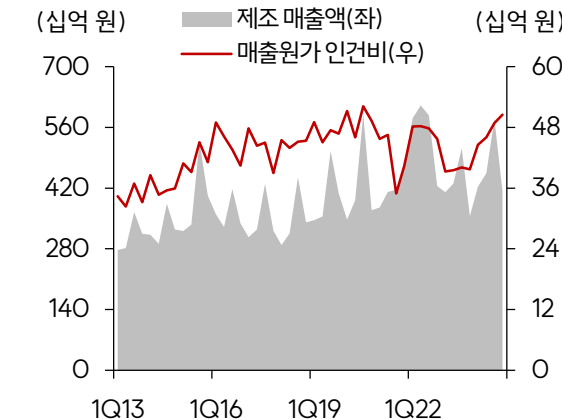
'24년 영업이익률은 9.6%로 전망하며, ① 생산량 정상화에 따른 생산 법인의 인력 채용과, ② ASP 하락을 반영했을 때 전년 대비 0.2%p 감소할 것으로 전망한다. 동사의 경우 '22년 하반기부터 오더가 줄면서 베트남을 중심으로 생산법인의 인력 감축을 진행했다. 올해는 생산량이 정상화되는 과정에서 있을 신규 인력 채용과, 최저임금 상승으로 약 314억 원의 생산관련 인건비 증가가 있을 것으로 추정한다.

한세실업 베트남 공장 라인 수



자료: 전자공시시스템, SK 증권

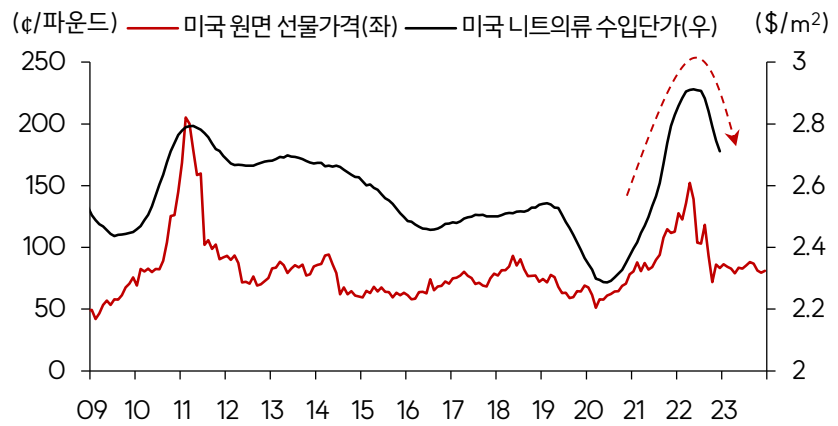
한세실업 매출액 vs. 생산관련 인건비



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

또한 ASP 의 하락을 전망하는데, 현재 의류 OEM 의 산업이 ① 원재료 가격 안정화와 ② 초과 공급 환경에 있다는 점을 반영했다. 지난 코로나 19 팬데믹 기간을 거치면서 니트류의 주요 원재료인 면화 가격이 폭등했고, 혼용 원재료인 합성섬유의 가격도 크게 올랐다. 동시에 공급망 문제에 따른 글로벌 의류 공급 부족으로 의류 공급가격은 역사적 최고 수준을 경신했다.

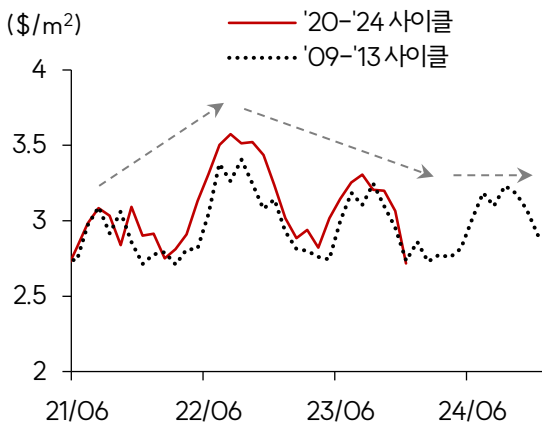
원면 가격 vs. 미국 니트류 수입단가 추이



자료: Bloomberg, OTEXA, SK 증권  
 주: 의류 수입단가는 TTM 평균치이며 시점을 12개월 후행 보정해서 표시함

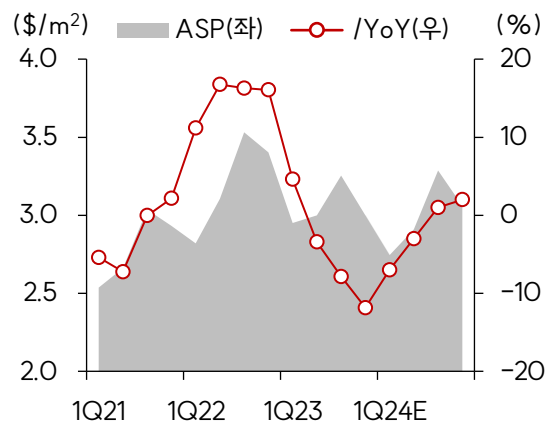
하지만 작년부터 이와 정 반대 상황이 연출되고 있다. 원재료 가격은 정상화되었고, 의류는 공급 과잉 상태다. 이러한 상황에 더해 과잉 재고로 수익성이 망가진 글로벌 패션 브랜드들이 수익성 개선을 우선순위에 두고 있는 만큼, 전방 고객으로부터의 납품단가 인하 압박이 올해 상반기까지 지속될 것으로 전망한다.

면화가격 상승 사이클별 미국 의류 수입단가



자료: OTEXA, SK 증권

한세실업 ASP 추정치 추이



자료: OTEXA, SK 증권 추정

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 770   | 772   | 676   | 765   | 811   |
| 현금및현금성자산       | 21    | 173   | 64    | 86    | 112   |
| 매출채권 및 기타채권    | 267   | 179   | 183   | 200   | 206   |
| 재고자산           | 389   | 309   | 259   | 283   | 292   |
| <b>비유동자산</b>   | 446   | 467   | 560   | 625   | 637   |
| 장기금융자산         | 201   | 176   | 197   | 227   | 234   |
| 유형자산           | 154   | 177   | 218   | 250   | 255   |
| 무형자산           | 7     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| <b>자산총계</b>    | 1,216 | 1,239 | 1,236 | 1,390 | 1,448 |
| <b>유동부채</b>    | 642   | 621   | 500   | 545   | 508   |
| 단기금융부채         | 508   | 496   | 369   | 404   | 363   |
| 매입채무 및 기타채무    | 79    | 55    | 66    | 72    | 74    |
| 단기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 110   | 82    | 94    | 95    | 78    |
| 장기금융부채         | 78    | 54    | 65    | 63    | 45    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 752   | 702   | 594   | 640   | 586   |
| <b>지배주주지분</b>  | 464   | 537   | 642   | 750   | 862   |
| 자본금            | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| 자본잉여금          | 59    | 59    | 59    | 59    | 59    |
| 기타자본구성요소       | -18   | -18   | -18   | -18   | -18   |
| 자기주식           | -18   | -18   | -18   | -18   | -18   |
| 이익잉여금          | 421   | 488   | 579   | 688   | 800   |
| 비지배주주지분        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>    | 464   | 537   | 642   | 750   | 862   |
| <b>부채외자본총계</b> | 1,216 | 1,239 | 1,236 | 1,390 | 1,448 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2021  | 2022  | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | -258  | 70    | 234  | 121   | 178   |
| 당기순이익(손실)         | 67    | 86    | 111  | 128   | 132   |
| 비현금성항목등           | 33    | 47    | 55   | 58    | 87    |
| 유형자산감가상각비         | 29    | 32    | 31   | 28    | 60    |
| 무형자산상각비           | 1     | 0     | 0    | 0     | 0     |
| 기타                | 3     | 15    | 24   | 30    | 27    |
| 운전자본감소(증가)        | -286  | 48    | 91   | -29   | -11   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | -117  | 58    | -4   | -17   | -6    |
| 재고자산의감소(증가)       | -172  | 83    | 50   | -24   | -9    |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | 17    | -15   | 10   | 6     | 2     |
| 기타                | -14   | -78   | 36   | 6     | 2     |
| 법인세납부             | -4    | -26   | -29  | -42   | -38   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | 9     | -26   | -217 | -141  | -80   |
| 금융자산의감소(증가)       | 30    | -5    | -105 | -55   | -11   |
| 유형자산의감소(증가)       | -23   | -26   | -60  | -60   | -65   |
| 무형자산의감소(증가)       | -0    | 0     | 0    | 0     | 0     |
| 기타                | 3     | 5     | -53  | -27   | -4    |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | 1,181 | 1,377 | -136 | 13    | -78   |
| 단기금융부채의증가(감소)     | 0     | 0     | -127 | 35    | -40   |
| 장기금융부채의증가(감소)     | 1,208 | 1,409 | 11   | -2    | -18   |
| 자본의증가(감소)         | -0    | 0     | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -20   | -20   | -20  | -20   | -20   |
| 기타                | -8    | -13   | -0   | 0     | -0    |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | -75   | 152   | -109 | 23    | 26    |
| 기초현금              | 97    | 21    | 173  | 64    | 86    |
| 기말현금              | 21    | 173   | 64   | 86    | 112   |
| FCF               | -281  | 43    | 175  | 61    | 113   |

자료 : 한세실업, SK증권 추정

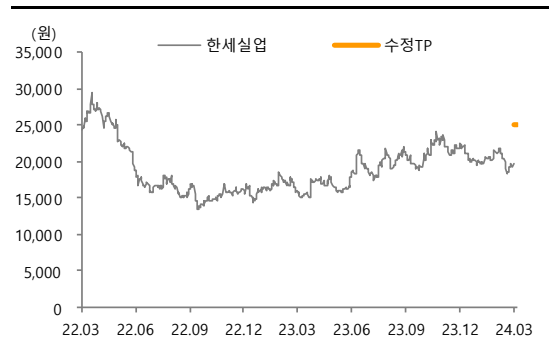
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,672 | 2,205 | 1,709 | 1,869 | 1,928 |
| <b>매출원가</b>     | 1,419 | 1,868 | 1,388 | 1,534 | 1,592 |
| <b>매출총이익</b>    | 253   | 336   | 321   | 335   | 335   |
| 매출총이익률(%)       | 15.1  | 15.3  | 18.8  | 17.9  | 17.4  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 146   | 157   | 153   | 156   | 159   |
| <b>영업이익</b>     | 107   | 180   | 168   | 179   | 176   |
| 영업이익률(%)        | 6.4   | 8.1   | 9.8   | 9.6   | 9.2   |
| <b>비영업손익</b>    | -8    | -49   | -28   | -9    | -7    |
| 순금융손익           | -1    | -9    | 2     | 3     | 5     |
| 외환관련손익          | -20   | -30   | -1    | 6     | 3     |
| 관계기업등 투자손익      | 6     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 98    | 130   | 140   | 170   | 170   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 5.9   | 5.9   | 8.2   | 9.1   | 8.8   |
| <b>계속사업법인세</b>  | 31    | 45    | 29    | 42    | 38    |
| <b>계속사업이익</b>   | 67    | 86    | 111   | 128   | 132   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 67    | 86    | 111   | 128   | 132   |
| 순이익률(%)         | 4.0   | 3.9   | 6.5   | 6.9   | 6.8   |
| 지배주주            | 67    | 86    | 111   | 128   | 132   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 4.0   | 3.9   | 6.5   | 6.9   | 6.8   |
| 비지배주주           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 총포괄이익           | 63    | 92    | 124   | 128   | 132   |
| 지배주주            | 63    | 92    | 124   | 128   | 132   |
| 비지배주주           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>EBITDA</b>   | 136   | 212   | 199   | 207   | 237   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | -1.5   | 31.9   | -22.5  | 9.4    | 3.1    |
| 영업이익                   | 64.5   | 68.3   | -6.4   | 6.4    | -1.4   |
| 세전계속사업이익               | 39.7   | 32.6   | 7.4    | 21.4   | -0.3   |
| EBITDA                 | 33.0   | 55.8   | -6.2   | 3.8    | 14.4   |
| EPS                    | -22.8  | 27.2   | 29.8   | 15.3   | 2.7    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROA                    | 6.0    | 7.0    | 9.0    | 9.8    | 9.3    |
| ROE                    | 15.2   | 17.1   | 18.9   | 18.4   | 16.3   |
| EBITDA마진               | 8.2    | 9.6    | 11.7   | 11.1   | 12.3   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 120.0  | 124.4  | 135.0  | 140.4  | 159.6  |
| 부채비율                   | 161.9  | 130.7  | 92.6   | 85.3   | 68.0   |
| 순차입금/자기자본              | 106.6  | 55.2   | 32.3   | 25.7   | 12.0   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 18.3   | 13.3   | 28.7   | 32.6   | 38.4   |
| 배당성향                   | 29.1   | 22.9   | 17.7   | 15.4   | 15.0   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 1,684  | 2,141  | 2,780  | 3,204  | 3,290  |
| BPS                    | 12,051 | 13,868 | 16,480 | 19,192 | 21,990 |
| CFPS                   | 2,424  | 2,962  | 3,559  | 3,903  | 4,794  |
| 주당 현금배당금               | 500    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 13.0   | 7.2    | 7.6    | 6.2    | 6.0    |
| PBR                    | 1.8    | 1.1    | 1.3    | 1.0    | 0.9    |
| PCR                    | 9.1    | 5.2    | 5.9    | 5.1    | 4.1    |
| EV/EBITDA              | 10.1   | 4.3    | 5.3    | 4.7    | 3.7    |
| 배당수익률                  | 2.3    | 3.2    | 2.4    | 2.6    | 2.6    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격 | 과리율    |             |
|------------|------|---------|------|--------|-------------|
|            |      |         | 대상시점 | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2024.03.19 | 매수   | 25,000원 | 6개월  |        |             |



### Compliance Notice

작성자(형권훈)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 19일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.67% | 중립 | 5.33% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|

# 영원무역 (111770/KS)

## OEM 과 SCOTT 의 이종고

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 57,000 원(하향)

현재주가: 42,850 원

상승여력: 33.0%



Analyst  
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr  
3773-9997

#### Company Data

|             |           |
|-------------|-----------|
| 발행주식수       | 4,431 만주  |
| 시가총액        | 1,899 십억원 |
| 주요주주        |           |
| 영원무역홀딩스(외7) | 50.74%    |
| 국민연금공단      | 10.80%    |

#### Stock Data

|              |             |
|--------------|-------------|
| 주가(24/03/18) | 42,850 원    |
| KOSPI        | 2,685.84 pt |
| 52주 최고가      | 64,900 원    |
| 52주 최저가      | 40,500 원    |
| 60일 평균 거래대금  | 5 십억원       |

#### 주가 및 상대수익률



### 이종고를 겪는 중

동사의 '23 년 실적은 하반기부터 OEM 과 SCOTT 모두 실적 부진을 겪고 있다. OEM 은 고객사의 재고조정의 영향과 기저 효과로 오더가 감소했고, SCOTT 은 자전거 업화 부진과 과잉 재고로 인한 할인 판매의 영향을 받고 있다. OEM 은 상반기 중으로 고객사의 홀세일 채널 재고 조정이 마무리됨에 따라 하반기부터 오더가 점진적으로 회복할 것으로 전망한다. 다만 올해 방글라데시 최저임금 인상의 영향으로 인건비 부담이 증가하겠다. SCOTT 은 재고 문제가 심각해 문제의 해결이 쉽지 않다. 과잉 재고 문제로 인한 수익성 훼손이 올해를 넘어 '25 년까지도 일부 영향을 줄 것으로 예상된다.

### '24년 영업이익 4,456 억 원(-30.3% YoY) 전망

동사의 올해 실적은 매출액 3 조 3,256 억 원(-7.7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 4,456 억 원(-30.3%)을 기록할 것으로 전망한다. 앞서 언급한 OEM 의 오더 감소와 인건비 부담, SCOTT 의 실적 부진으로 전반적으로 올해 실적의 레벨이 작년보다 낮아질 전망이다. 탐라인과 비용 부담의 기저가 낮아지는 '25 년부터 다시 증익 구간에 진입할 것으로 전망한다.

### 지독하게도 저평가 받는 근본적인 원인은 주주환원

동사의 12 개월 선행 PBR 은 0.54 배 수준으로 대만은 물론 국내 피어 그룹에 비해서도 매우 낮은 수준인데, SCOTT 의 실적 부진도 한 몫 했겠지만, 근본적인 원인은 낮은 주주환원율이라고 본다. 동사의 배당성향은 10% 내외로 동일 업종 내 피어그룹의 배당성향과 비교했을 때 매우 낮은 수준이다. 동사는 '23 년 말 기준 8,900 억 원이 넘는 현금성자산을 보유하고 있으며, 유동성이 높은 단기금융상품 4,780 억 원을 포함하면 주주환원에 활용 가능한 재원은 더욱 커진다. 여기에 매년 유입되는 현금흐름까지 고려해보면 주주환원을 확대할 만한 여력은 충분하며 남은 건 회사의 의지다. 실적 부진으로 주가가 부진한 현 시점이 오히려 적극적인 주주환원이 가장 필요한 시기라고

#### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 2,466 | 2,793 | 3,911  | 3,604  | 3,326 | 3,595 |
| 영업이익      | 십억원 | 260   | 443   | 823    | 639    | 446   | 524   |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 148   | 298   | 675    | 497    | 325   | 343   |
| EPS       | 원   | 3,332 | 6,727 | 15,222 | 11,209 | 7,333 | 7,742 |
| PER       | 배   | 9.5   | 6.5   | 3.1    | 4.1    | 5.8   | 5.5   |
| PBR       | 배   | 0.8   | 0.9   | 0.7    | 0.6    | 0.6   | 0.5   |
| EV/EBITDA | 배   | 3.4   | 3.1   | 1.9    | 2.3    | 2.6   | 2.2   |
| ROE       | %   | 8.0   | 14.7  | 26.8   | 16.6   | 9.9   | 9.8   |

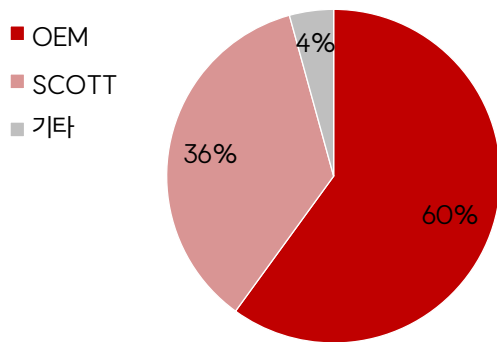
## 1. 기업개요

### (1) 의류 OEM과 SCOTT 자전거 사업 영위

영원무역의 사업부는 OEM 부문과 SCOTT 부문으로 구성되어 있으며, OEM 부문은 글로벌 패션 브랜드로의 의류 제품을 위탁 생산하는 사업을 영위하고 있다. 동사는 의류 제품 내에서도 우븐(Woven) 의류의 봉제 공정을 주로 담당하고 있는데, 40 여개의 글로벌 패션 브랜드를 고객사로 두고 있다. 매출액 기준 TOP3 고객사로는 '롤루레몬', '노스페이스', '앵겔버트 스트라우스'가 있으며, 그 외에도 '파타고니아', '아크테릭스' 등 다양한 브랜드를 고객사로 두고 있다.

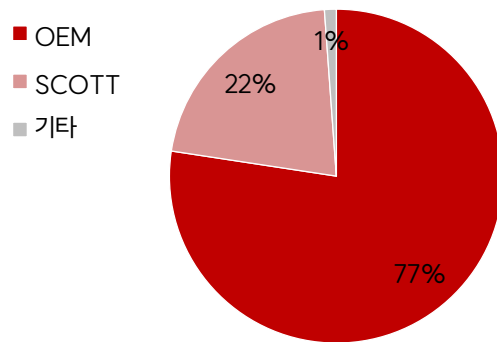
SCOTT 은 스위스에 본사를 둔 글로벌 프리미엄 자전거 브랜드로, MTB, E-BIKE, ROAD 등 다양한 장르의 자전거를 판매하고 있으며, 특히 MTB 자전거를 주력으로 판매하고 있다. 영원무역은 사업 다각화를 목적으로 SCOTT 의 지분을 2013 년에 20%, 2015 년에 30.01% 매입해 연결 자회사로 편입시켰으며, 총 투자금액은 약 1,500 억 원이다.

영원무역 부문별 매출액 비중



자료: 전자공시시스템, SK 증권

영원무역 부문별 영업이익 비중

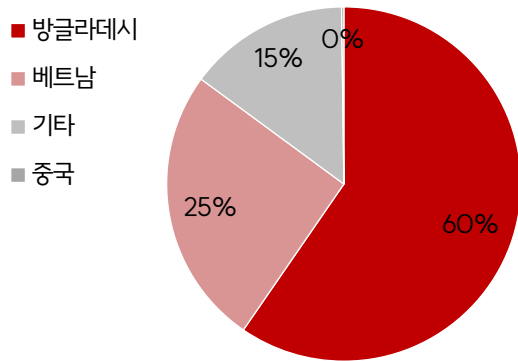


자료: 전자공시시스템, SK 증권

### (2) 주요 생산국가 현황

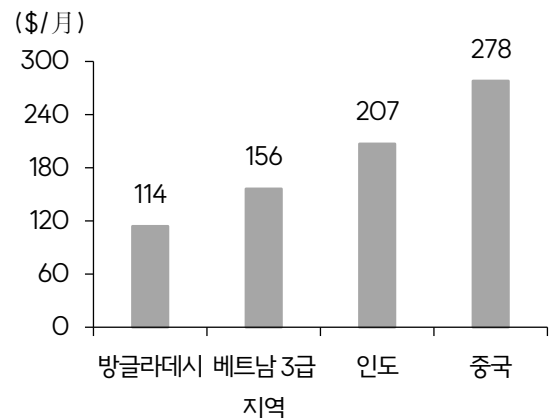
영원무역의 주력 생산지는 방글라데시와 베트남이다. '22 년 연간 매출을 기준으로 지역별 매출 비중은 방글라데시 60%, 베트남 25%, 기타지역 15%이다. 동사는 1980 년 처음 방글라데시에 공장을 설립해 진출했고, 1999년에는 KEPZ(Korean Export Processing Zone, 한국수출가공공단)을 세워 본격적인 생산 거점으로 삼아 현재까지 공장을 운영 중이다. 방글라데시는 타 국가 대비 저렴한 인건비가 강점인 국가다. '24년부터 대폭 인상된 최저임금을 기준으로 비교해도, 방글라데시가 월 최저임금은 \$113 수준으로, 베트남 3급 지역이 \$156, 중국 2급 지역이 \$244 인 것에 비하면 저렴한 수준이다.

영원무역 국가별 매출 비중('22)



자료: 전자공시시스템, SK증권

국가별 최저임금 현황('24년 적용 기준)

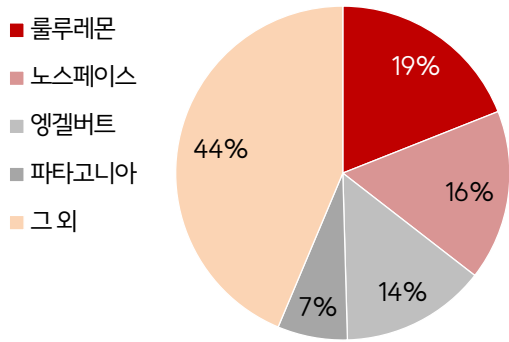


자료: 언론보도 종합, SK증권

### (3) 주요 고객사

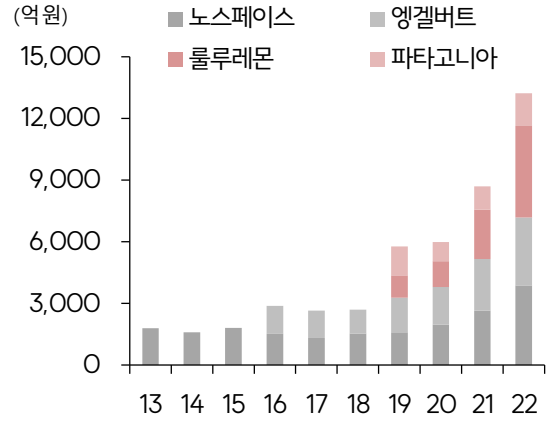
영원무역 OEM 부문의 매출액 기준 Top3 고객사는 '룰루레몬', '노스페이스', '앵겔버트 스트라우스'다. 노스페이스의 경우 매우 오랜 기간 고객사로서 관계를 유지하고 있으며, 비교적 최근 독일 워크웨어 브랜드인 앵겔버트 스트라우스와, 애슬레저 브랜드인 룰루레몬이 동사에 대한 오더를 확대했다.

영원무역 고객사별 매출비중 추정치('22)



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

영원무역 고객사별 매출 추정치 추이

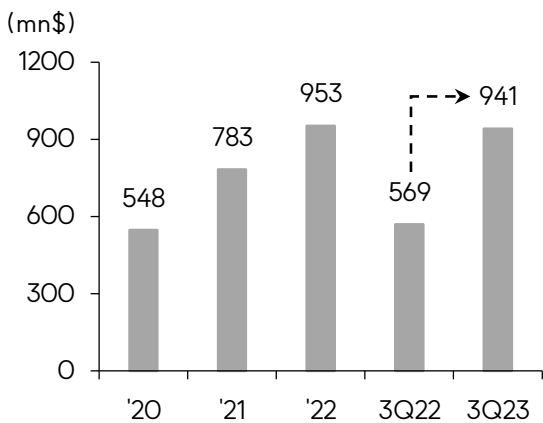


자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

특히 롤루레몬은 코로나 기간 동사의 실적 성장의 일등공신이었는데, 롤루레몬이 맨즈 라인업 확장에 드라이브를 걸고, 동사가 롤루레몬의 'ABC 팬츠' 등 우븐 의류 제품 오더를 받았다. 롤루레몬향 매출액은 '19년 1,085억 원에서 '22년 4,456억 원까지 급성장한 것으로 분석하며, '22년 OEM 매출의 19%를 차지하는 중요한 고객사가 되었다.

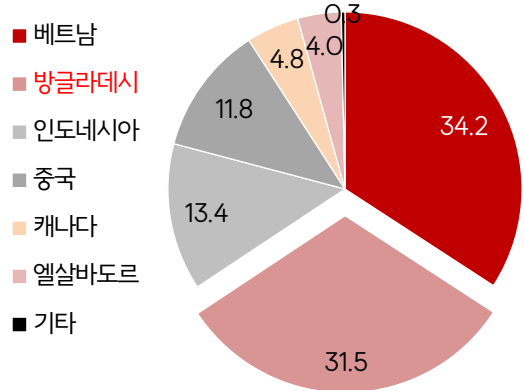
Top3 외에도 여러 글로벌 브랜드를 고객사로 두고 있지만, 그 중 주목할 만한 브랜드는 단연 아크테릭스다. 아크테릭스를 보유한 아머스포츠는 최근 '24년 2월에 미국 나스닥에 상장해 13억 달러를 조달했다. 아직은 동사 내 아크테릭스향 매출이 상대적으로 작지만, IPO를 통해 조달한 자본을 바탕으로 브랜드가 본격적인 글로벌 확장 사이클에 진입함에 따라 동사에 대한 오더 증가를 기대해볼 수 있다.

Arc'teryx 매출액 추이



자료: Amer Sports, SK 증권

Arc'teryx 국가별 생산비중 추정치



자료: Arc'teryx, SK 증권 추정

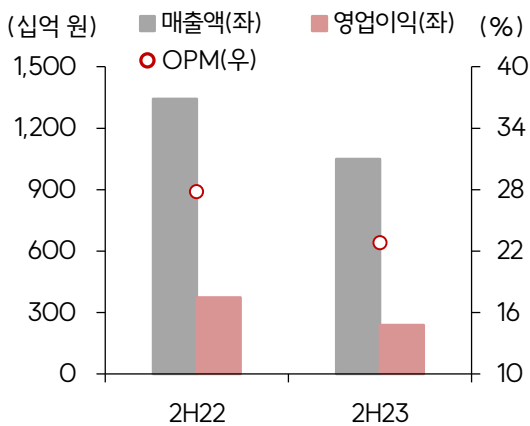


## 2. 실적 Overview

### (1) 부진했던 '23년 하반기

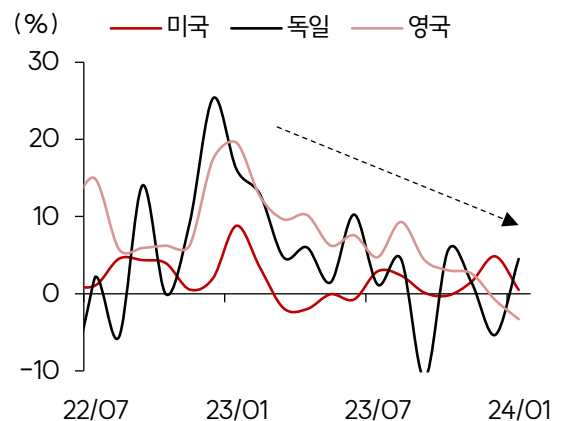
영원무역의 2H23 실적은 OEM 과 SCOTT 부문 모두 부진했다. OEM 부문의 실적은 ① 글로벌 의류 소비 둔화와, ② 실적 기저 효과의 영향을 받은 것으로 분석한다. 그간 노스페이스와 롤루레몬의 오더 증가로 실적이 고 성장해왔으나, 롤루레몬향 오더는 물량이 차 있는 상황이며, 노스페이스는 주요 소비국가인 미국과 유럽 지역에서의 성장률이 둔화되고 있다. 앵겔버트 스트라우스 역시 독일의 거시경제 상황에 비춰봤을 때 오더를 늘릴 만한 여력이 없었을 것으로 분석한다.

OEM 반기 실적 추이



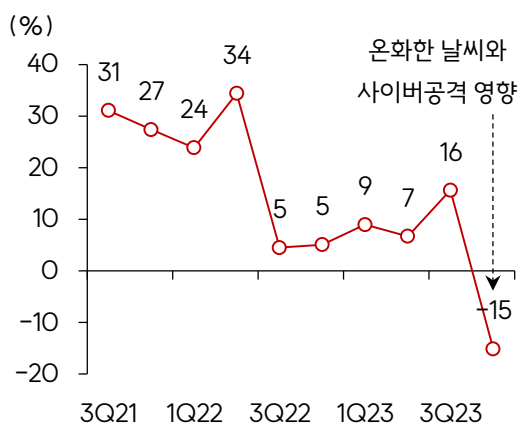
자료: 전자공시시스템, SK 증권

글로벌 의류 소매판매 YoY 증감률



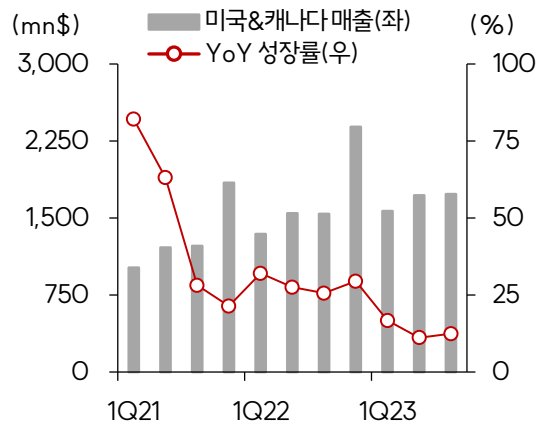
자료: FRED, GENESIS, ONS, SK 증권

노스페이스 Americas & Europe 매출 성장률



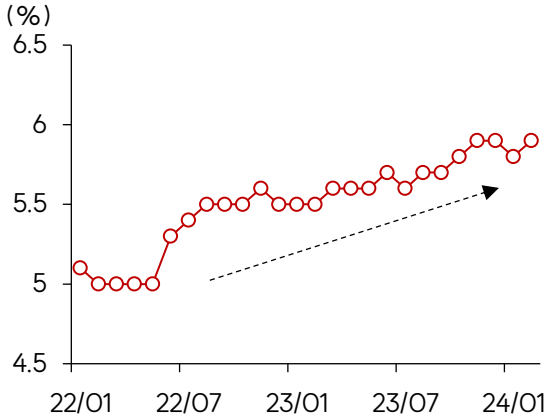
자료: 전자공시시스템, SK 증권

롤루레몬 미국 & 캐나다 매출 추이



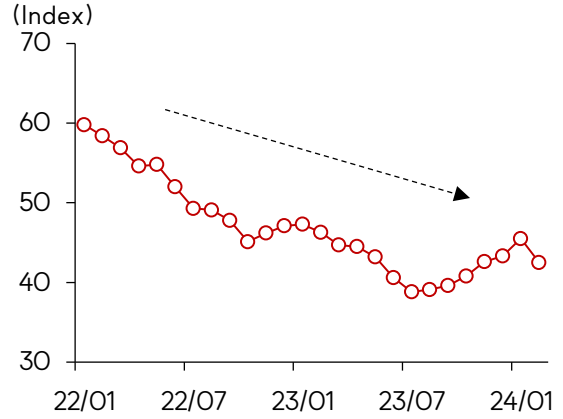
자료: 전자공시시스템, SK 증권

독일 실업률 추이



자료: GENESIS, SK 증권

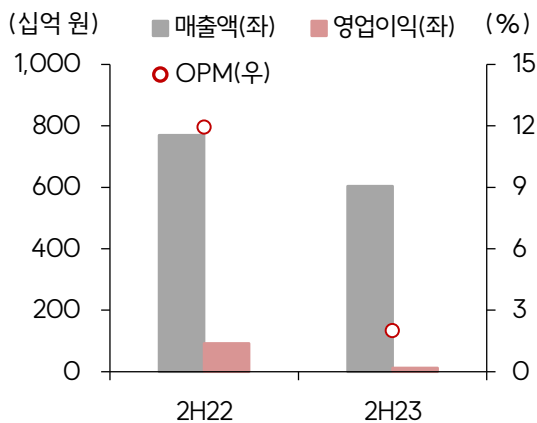
독일 ISM 제조업 PMI 추이



자료: ISM, SK 증권

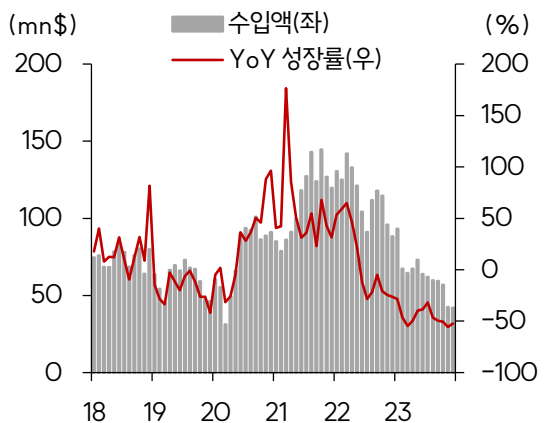
SCOTT 은 ① 글로벌 자전거 수요 둔화, ② 과잉 재고 소진을 위한 할인 판매의 영향을 받았다. 글로벌 자전거 수요는 코로나 19 엔데믹을 기점으로 급감했는데, ① 코로나 19 팬데믹 당시 아웃도어 활동 증가로 통상적인 자전거 수요 대비 훨씬 많은 소비가 이뤄졌고, ② 코로나 19 기간에 공급 부족으로 자전거 가격이 폭등했기 때문이다.

SCOTT 부문 하반기 실적 '22 vs. '23



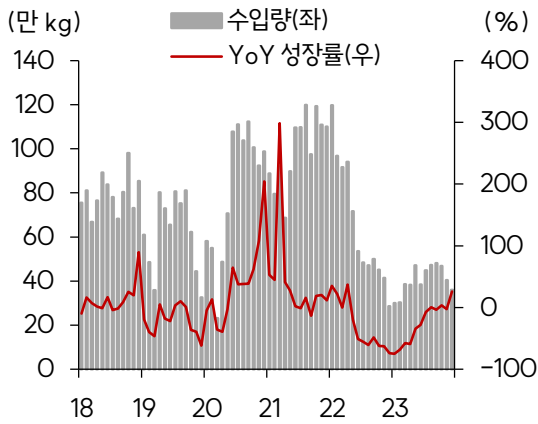
자료: 전자공시시스템, SK 증권

미국 자전거 수입액 추이



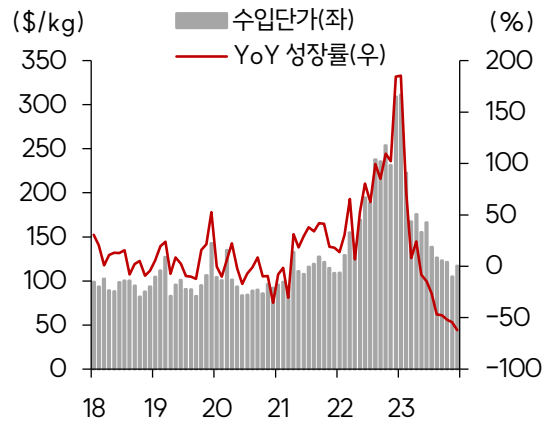
자료: US Census Bureau, SK 증권

미국 자전거 수입량 추이



자료: US Census Bureau, SK 증권

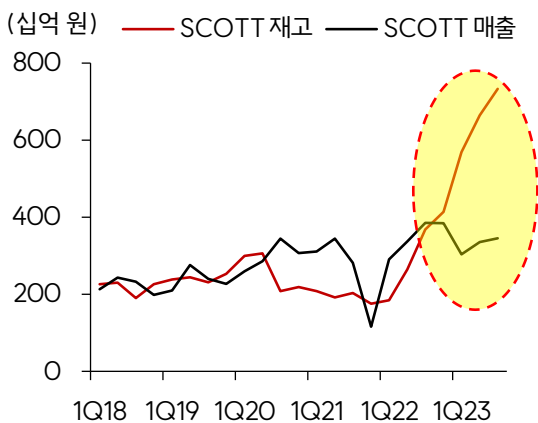
미국 자전거 수입단가 추이



자료: US Census Bureau, SK 증권

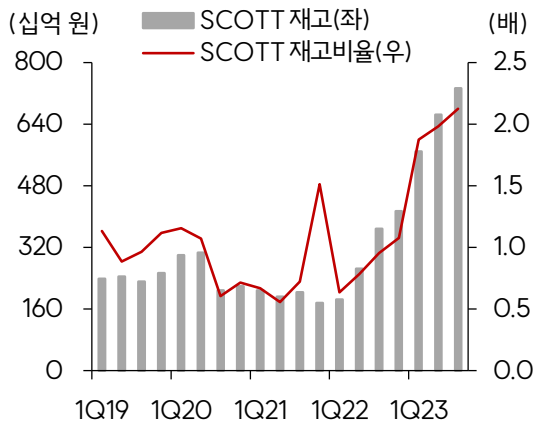
수요 둔화보다도 심각한 것은 SCOTT의 재고 상황이다. 3Q23 기준으로 SCOTT의 재고자산 금액은 약 7,300억 원이다. 코로나 19 이전 평균적인 재고자산이 2,000억 ~ 2,500억 원 수준이었 것에 비해 상당히 많은 재고가 쌓여 있다. 자전거 소비의 성수기인 2분기와 3분기에 재고자산이 QoQ로 증가했다는 것은 SCOTT이 재고관리에 실패했음을 보여준다. 재고 소진을 위해 할인 판매를 진행 중이며, 이에 따라 작년 하반기에 매출액과 수익성 모두 감소하는 모습을 보였다.

영원무역 부문별 매출액 비중



자료: 전자공시시스템, SK 증권

영원무역 부문별 영업이익 비중



자료: 전자공시시스템, SK 증권

### 3. '24년 실적 전망 및 밸류에이션

| 영원무역 부문별 실적추정치 |            |              |            |            |            |            |            |            |              |              |              |              |
|----------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (십억원, %)       | 1Q23       | 2Q23         | 3Q23       | 4Q23       | 1Q24E      | 2Q24E      | 3Q24E      | 4Q24E      | 22           | 23E          | 24E          | 25E          |
| <b>매출액</b>     | <b>841</b> | <b>1,008</b> | <b>999</b> | <b>757</b> | <b>716</b> | <b>857</b> | <b>968</b> | <b>785</b> | <b>3,911</b> | <b>3,604</b> | <b>3,326</b> | <b>3,595</b> |
| /YoY           | 9.7        | 6.6          | -14.1      | -27.0      | -14.8      | -14.9      | -3.1       | 3.6        | 40.1         | -7.8         | -7.7         | 8.1          |
| OEM            | 493        | 639          | 597        | 452        | 429        | 550        | 635        | 522        | 2,346        | 2,181        | 2,136        | 2,356        |
| SCOTT          | 304        | 335          | 345        | 258        | 241        | 262        | 284        | 216        | 1,398        | 1,242        | 1,004        | 1,052        |
| 기타             | 44         | 34           | 56         | 47         | 45         | 46         | 49         | 47         | 167          | 181          | 186          | 188          |
| <b>매출총이익</b>   | <b>286</b> | <b>336</b>   | <b>309</b> | <b>205</b> | <b>173</b> | <b>232</b> | <b>278</b> | <b>211</b> | <b>1,317</b> | <b>1,137</b> | <b>894</b>   | <b>1,012</b> |
| /YoY           | 15.9       | 3.8          | -24.0      | -39.4      | -39.4      | -31.1      | -10.1      | 2.7        | 59.1         | -13.7        | -21.4        | 13.2         |
| <b>영업이익</b>    | <b>167</b> | <b>211</b>   | <b>180</b> | <b>81</b>  | <b>71</b>  | <b>124</b> | <b>152</b> | <b>99</b>  | <b>823</b>   | <b>639</b>   | <b>446</b>   | <b>524</b>   |
| /YoY           | 14.6       | 1.2          | -34.8      | -57.8      | -57.3      | -41.2      | -15.7      | 21.3       | 86.0         | -22.4        | -30.3        | 17.6         |
| OEM            | 137        | 193          | 161        | 79         | 63         | 110        | 135        | 93         | 637          | 570          | 401          | 469          |
| SCOTT          | 27         | 17           | 12         | 0          | 6          | 10         | 13         | 3          | 177          | 56           | 33           | 39           |
| 기타             | 3          | 0            | 7          | 3          | 3          | 3          | 3          | 3          | 9            | 13           | 12           | 17           |
| OPM            | 19.9       | 20.9         | 18.0       | 10.8       | 10.0       | 14.5       | 15.7       | 12.6       | 21.0         | 17.7         | 13.4         | 14.6         |
| OEM            | 27.8       | 30.3         | 26.9       | 17.4       | 14.6       | 20.1       | 21.2       | 17.8       | 27.2         | 26.1         | 18.8         | 19.9         |
| SCOTT          | 8.9        | 5.0          | 3.5        | 0.1        | 2.4        | 3.9        | 4.7        | 1.6        | 12.6         | 4.5          | 3.3          | 3.7          |
| 기타             | 7.0        | 0.9          | 13.0       | 5.8        | 5.8        | 7.4        | 7.0        | 5.7        | 5.6          | 7.4          | 6.5          | 8.9          |

자료: 전자공시시스템, SK증권 추정

| 영원무역 밸류에이션 산정 로직 |      |     |            |             |
|------------------|------|-----|------------|-------------|
| 항목               | 단위   | 구분  | 내용         | 산식          |
| Sustainable ROE  | %    | (A) | 10.0       |             |
| 자기자본비용           | %    | (B) | 8.4        |             |
| 적정 PBR           | 배    | (C) | 1.19       | (A)/(B)     |
| 할인율              | %    | (D) | 35         |             |
| 적용 PBR           | 주    | (E) | 0.77       | (C)*(1-(D)) |
| 23년 자기자본         | 십억 원 | (F) | 3,247.3    |             |
| 상장주식수            | 주    | (G) | 44,311,468 |             |
| '23년 BPS         | 원    | (H) | 73,283     | (F)/(G)     |
| 목표주가             | 원    | (I) | 57,000     | (E)*(H)     |
| 현재 주가            | 원    | (J) | 42,850     |             |
| 주가 상승여력          | %    | (K) | 33.0       | (I)/(J) - 1 |

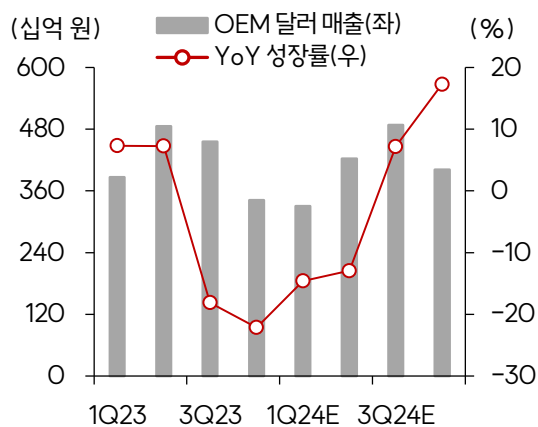
자료: SK증권

(1) OEM: 탐라인은 하반기에 회복하겠으나 비용이 문제다

'24년 OEM 부문 실적은 연평균 원 달러 환율 1,300 원을 기준으로 매출액 2.1조 원(-2.1% YoY), 영업이익 4,006억 원(-29.7% YoY, OPM18.8%)을 전망한다.

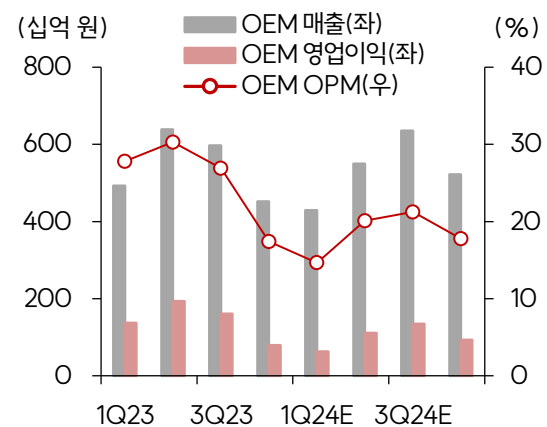
달러 기준 매출액은 고객사의 업황 둔화와 기저 부담으로 상반기에 13.7% YoY 역성장할 것으로 전망하며, 업황이 회복되고 실적의 기저 부담이 낮아지기 시작하는 하반기에는 11.5% YoY 성장할 것으로 전망한다. '24년 연간 기준 달러 매출액은 전년 대비 플랫폼 수준을 전망한다.

OEM 부문 달러 매출액 추정치 추이



자료: 전자공시시스템, SK증권 추정

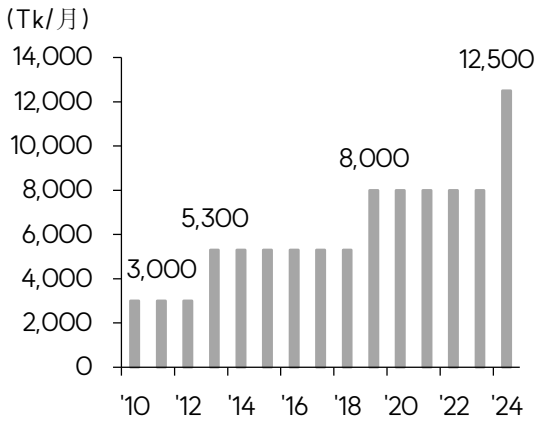
OEM 부문 실적 추정치 추이



자료: 전자공시시스템, SK증권 추정

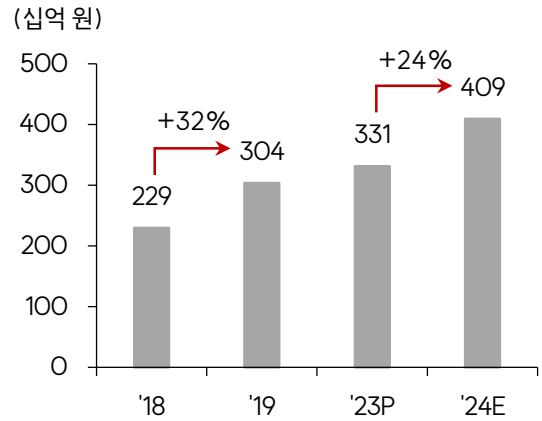
영업이익률은 18.8%로 '23년 대비 7.4%p 감소할 것으로 분석하는데, ① 방글라데시 최저임금 인상으로 인한 인건비 부담 증가와 ② 원재료비 안정화에 따른 판가 하락이 수익성에 영향을 줄 것으로 전망한다. 방글라데시의 최저임금은 '24년 1월부로 기존 8,000 타카에서 12,500 타카로 약 56% 인상되었다. 지난 '19년에는 5,300 타카에서 8,000 타카로 약 51% 인상되면서 동사의 매출원가에서의 인건비가 약 710 억원 증가했다. 당사는 이번 최저임금 인상으로 올해 동사의 인건비가 전년 대비 약 780 억 원 증가할 것으로 전망한다.

방글라데시 최저임금 인상 추이



자료: 언론보도, SK 증권

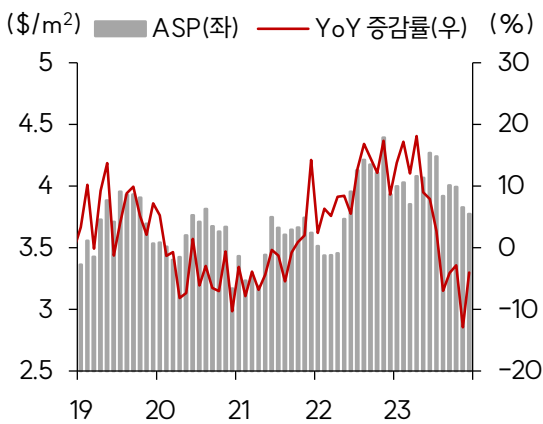
영원무역 OEM 부문 인건비 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

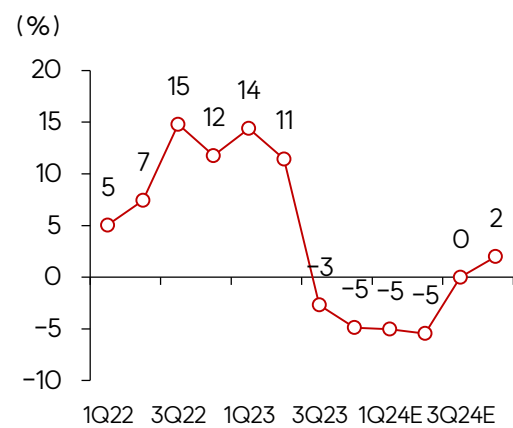
판가의 경우 원재료 가격이 하향 안정화되었고, 글로벌 의류 OEM 이 다시 수요자 중심의 구조로 회귀함에 따라 고객사의 판가 인하 압박이 지속될 것으로 전망한다. 다만 동사의 경우 프리미엄 브랜드를 주요 고객사로 두고 있어 판가 인하 압박의 정도가 타사 대비 약할 것이며, '24년 가중평균 ASP는 2.1% YoY 감소할 것으로 전망한다.

방글라데시 생산 우븐의류 미국 수입단가



자료: OTEXA, SK 증권

영원무역 OEM 수출단가 추정치 추이

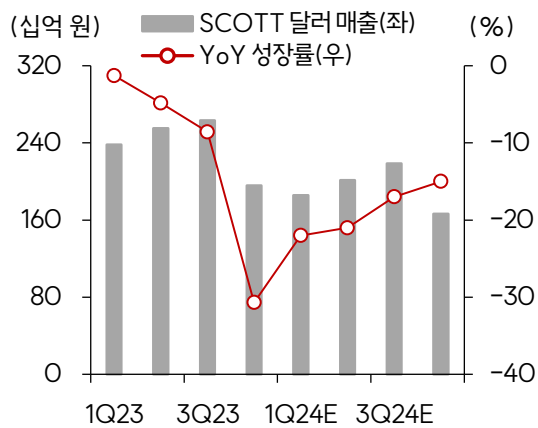


자료: SK 증권 추정

## (2) SCOTT: 총체적 난국이다

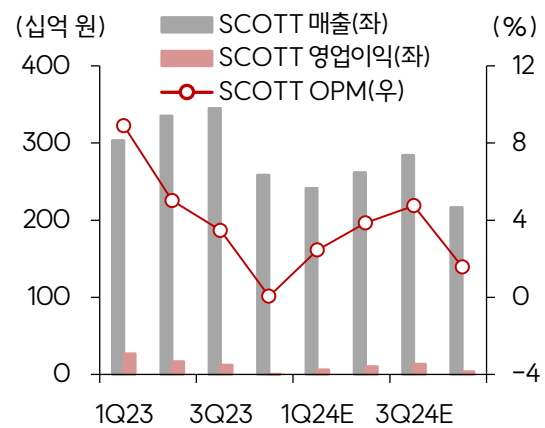
'24년 SCOTT 부문 실적은 매출액 1.0조 원(-19.2% YoY), 영업이익 329억 원(-41.1% YoY)을 전망한다. '24년은 재고 소진의 해가 될 전망이다. 3Q23 말 기준으로 재고자산이 7,300억 원으로 평년 수준인 약 2,000억 원 대비 과도하다. 프리미엄 자전거 시장에서는 매년 신제품이 출시되며, 지난 시즌에서 이월된 상품의 경우 소매 가격 기준 적게는 10%에서 많게는 30%까지도 할인되어 판매된다. 따라서 이월상품에 대한 할인 판매로 올해 SCOTT의 실적은 부진할 것으로 전망한다.

SCOTT 부문 달러 매출액 추정치 추이



자료: 전자공시시스템, SK증권

SCOTT 부문 실적 추정치 추이



자료: 전자공시시스템, SK증권

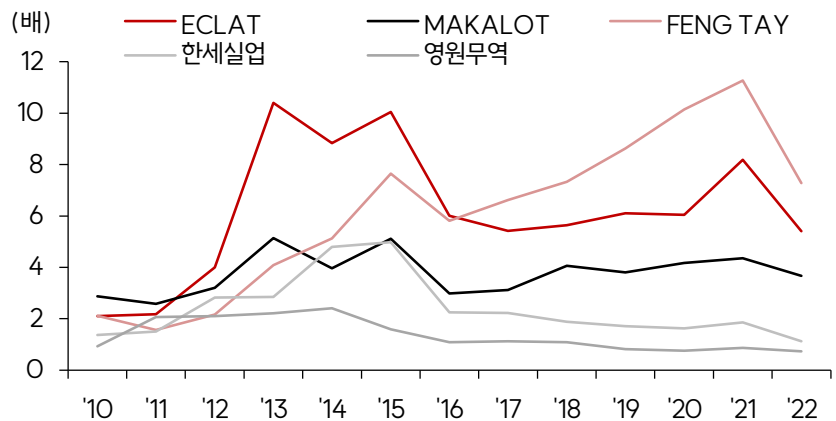
올해 재고가 얼마나 깨끗해질 수 있을지도 미지수다. 올해 SCOTT의 연간 매출액은 1조원 정도로 추정하는데, 매출총이익률을 20%로 가정했을 경우의 매출원가는 약 8,000억 원이다. 인플레이션을 감안해 정상 재고 수준을 3,000억 원으로 가정할 경우 연말까지 재고 정상화를 위해 SCOTT은 올해 재고 매입을 4,000억 원까지 줄여야 한다. 코로나19 이전 SCOTT의 평균적인 재고 매입액이 약 7,000억 원이었음을 감안하면, 과잉 재고는 문제는 '24년 말까지 완전한 해결이 어려울 것으로 전망한다.

### 3. 저평가의 원인

#### (1) 피어 밸류에이션 멀티플 비교

영원무역의 12개월 선행 PBR은 0.54배 수준으로 피어 그룹 대비 매우 낮은 수준이다. 당장의 PBR이 낮은 것은 SCOTT의 실적 부진으로 인해 12개월 선행 ROE가 약 13%로 피어 그룹 대비 낮은 것이 원인일 수 있겠으나, 동사의 낮은 밸류에이션 멀티플은 하루 이들의 문제가 아니다. 동사의 PBR은 과거 지속적으로 피어 그룹 대비 낮게 평가받아 왔다.

영원무역 피어 그룹 연도별 Trailing PBR 추이

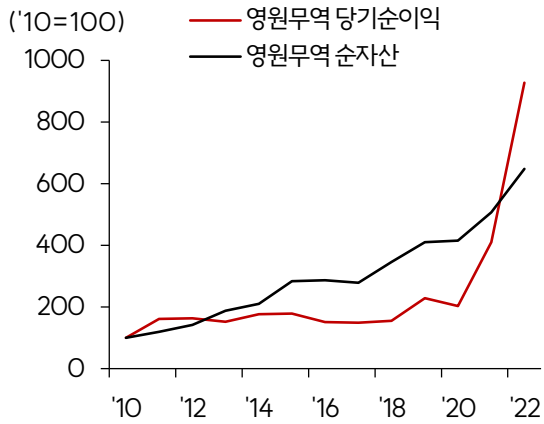


자료: Bloomberg, SK증권

당사는 영원무역의 낮은 주주환원율을 낮은 PBR의 가장 큰 원인으로 분석한다. 대만의 피어 그룹인 Makalot, Eclat, Feng Tay의 경우 '10년부터 현재까지 연간 기준으로 적자 없이 꾸준히 당기순이익이 우상향 했음에도 순자산 규모는 영원무역에 비해 완만한 속도로 증가해왔다. 이러한 차이는 배당성향에 기인한다고 분석한다.

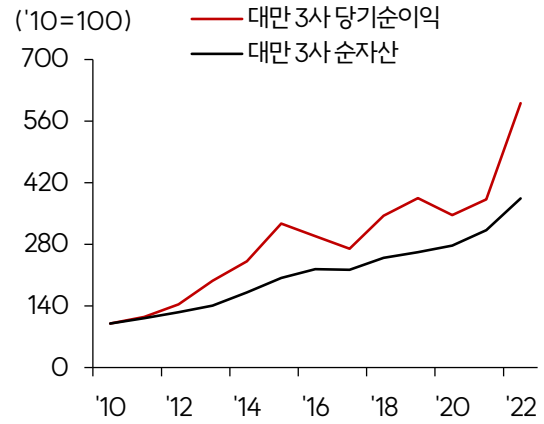


영원무역 당기순이익 및 순자산



자료: Bloomberg, SK 증권

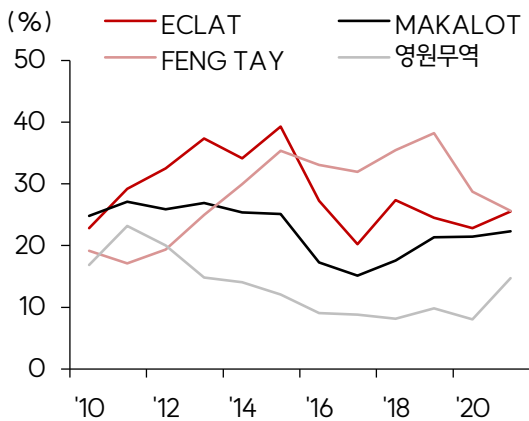
Peer 대만 3사 당기순이익 및 순자산



자료: Bloomberg, SK 증권

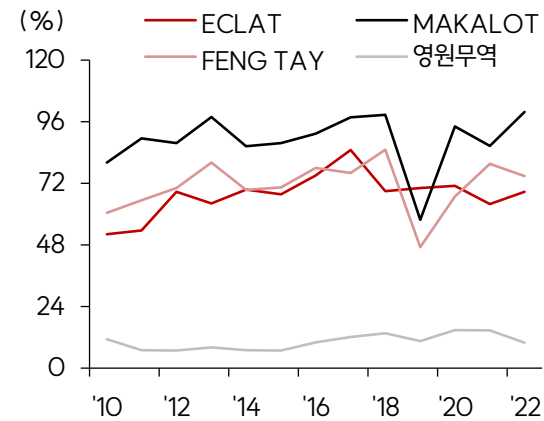
대만 피어 그룹 3사의 경우 코로나19 팬데믹으로 경영 불확실성이 높았던 '20년을 제외하면 '10년부터 50% 이상의 배당성향을 꾸준히 유지했다. Makalot 의 경우 당기순이익의 90% 이상을 배당으로 환원한다. 불필요한 순자산 증가를 지양하면서 ROE는 꾸준히 20%를 상회할 수 있었고, 높은 PBR 이 정당화될 수 있었다.

영원무역 vs. 대만 피어그룹 ROE



자료: Bloomberg, SK 증권

영원무역 vs. 대만 피어그룹 배당성향



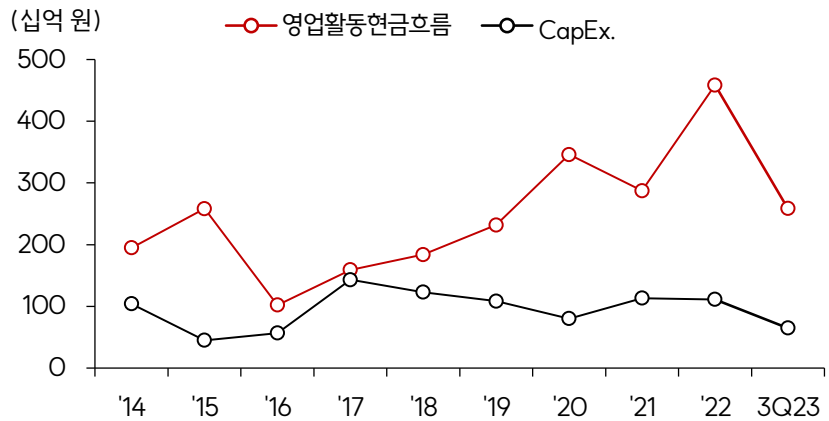
자료: Bloomberg, SK 증권

반면 동사의 경우 평균적으로 10%의 배당성향을 유지해왔다. 순자산이 지속적으로 쌓이면서 ROE는 낮아졌다. 12개월 선행 ROE는 13%로 대만 3사 평균인 26%와, 한세실업의 18%에 비해서도 낮다. 올해는 SCOTT의 실적 부진의 영향이라 할 수 있을지 몰라도, 현재의 배당성향을 유지한다면 시간이 지남에 따라 ROE는 과거에 그랬었던 것처럼 지속적으로 낮아질 수밖에 없다. 주주 가치를 위해서는 주주 환원 정책에 대한 동사의 진지한 고민이 필요한 시점이다.

**(2) 배당 여력은 충분하나 중요한 건 회사의 의지**

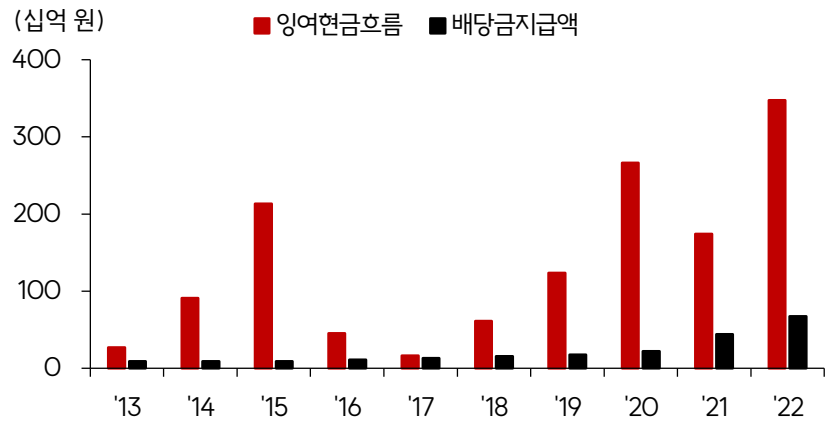
'23년 3분기 말 기준 동사가 보유한 현금 및 현금성자산은 약 8,800억 원이다. 여기에 현금화가 용이한 단기금융상품 약 4,200억 원을 더하면 1.3조 원 규모다. 최근 자회사인 SCOTT의 유동성 개선을 위해 대여한 2,300억 원과, 인도 생산공장 투자 예정금액인 1.2억 달러(한화 약 1,600억 원)를 제외해도 9,000억 원 이상이 남는다. 여기에 매년 약 2,000억 원을 영업활동현금흐름으로 벌어들인다. 주주환원을 확대할 만한 여력은 충분하다. 남은 건 회사의 의지다.

**영원무역 연도별 영업활동현금흐름과 CapEx. 추이**



자료: 전자공시시스템, SK증권

## 영원무역 연도별 잉여현금흐름과 배당금지금액 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

동사는 '20년 8월 이사회 결의를 통해 배당성향을 연결기준 10%로 설정했으며, 향후 단계적으로 배당성향을 상향하고자 하는 의지를 피력했다. 주주환원 여력과 의지가 있다면 주주환원을 확대하지 않을 합리적인 '이유'를 찾기 어렵다.

재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 2,045 | 2,821 | 3,275 | 3,005 | 3,093 |
| 현금및현금성자산       | 642   | 736   | 764   | 638   | 784   |
| 매출채권 및 기타채권    | 400   | 529   | 551   | 571   | 609   |
| 재고자산           | 644   | 984   | 1,329 | 997   | 897   |
| <b>비유동자산</b>   | 1,503 | 1,692 | 1,950 | 2,291 | 2,607 |
| 장기금융자산         | 292   | 401   | 424   | 488   | 610   |
| 유형자산           | 694   | 713   | 814   | 873   | 931   |
| 무형자산           | 168   | 179   | 195   | 203   | 196   |
| <b>자산총계</b>    | 3,548 | 4,514 | 5,225 | 5,295 | 5,700 |
| <b>유동부채</b>    | 525   | 823   | 1,121 | 929   | 918   |
| 단기금융부채         | 115   | 280   | 364   | 328   | 295   |
| 매입채무 및 기타채무    | 257   | 360   | 541   | 385   | 406   |
| 단기충당부채         | 9     | 11    | 13    | 13    | 14    |
| <b>비유동부채</b>   | 588   | 577   | 586   | 609   | 655   |
| 장기금융부채         | 244   | 233   | 197   | 206   | 224   |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기충당부채         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 1,113 | 1,399 | 1,708 | 1,538 | 1,573 |
| <b>지배주주지분</b>  | 2,219 | 2,815 | 3,168 | 3,368 | 3,645 |
| 자본금            | 22    | 22    | 22    | 22    | 22    |
| 자본잉여금          | 410   | 410   | 453   | 410   | 410   |
| 기타자본구성요소       | -16   | -16   | -16   | -16   | -16   |
| 자기주식           | -16   | -16   | -16   | -16   | -16   |
| 이익잉여금          | 1,633 | 2,264 | 2,693 | 2,957 | 3,234 |
| 비지배주주지분        | 215   | 300   | 349   | 389   | 482   |
| <b>자본총계</b>    | 2,434 | 3,114 | 3,517 | 3,757 | 4,127 |
| <b>부채외자본총계</b> | 3,548 | 4,514 | 5,225 | 5,295 | 5,700 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원)      | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>  | 302  | 465  | 537  | 719   | 659   |
| 당기순이익(손실)        | 334  | 743  | 535  | 365   | 436   |
| 비현금성항목등          | 227  | 263  | 249  | 212   | 223   |
| 유형자산감가상각비        | 79   | 86   | 93   | 100   | 103   |
| 무형자산상각비          | 7    | 7    | 7    | 7     | 7     |
| 기타               | 140  | 170  | 149  | 105   | 114   |
| 운전자본감소(증가)       | -173 | -419 | -95  | 243   | 110   |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -12  | -120 | 28   | -20   | -39   |
| 재고자산의감소(증가)      | -109 | -360 | -302 | 332   | 100   |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 50   | 94   | 106  | -156  | 21    |
| 기타               | -103 | -33  | 74   | 87    | 28    |
| 법인세납부            | -86  | -122 | -152 | -106  | -123  |
| <b>투자활동현금흐름</b>  | -204 | -376 | -465 | -945  | -695  |
| 금융자산의감소(증가)      | -81  | -209 | -74  | -485  | -266  |
| 유형자산의감소(증가)      | -113 | -111 | -163 | -160  | -160  |
| 무형자산의감소(증가)      | -13  | -8   | -23  | -15   | 0     |
| 기타               | 2    | -47  | -206 | -285  | -270  |
| <b>재무활동현금흐름</b>  | -126 | 72   | -65  | -132  | -80   |
| 단기금융부채의증가(감소)    | -143 | 89   | -6   | -36   | -33   |
| 장기금융부채의증가(감소)    | 61   | 48   | -14  | 9     | 19    |
| 자본의증가(감소)        | 0    | 0    | 43   | -43   | 0     |
| 배당금지급            | -22  | -44  | -67  | -61   | -66   |
| 기타               | -22  | -20  | -20  | 0     | 0     |
| 현금의 증가(감소)       | -23  | 94   | 28   | -126  | 145   |
| 기초현금             | 665  | 642  | 736  | 764   | 638   |
| 기말현금             | 642  | 736  | 764  | 638   | 784   |
| FCF              | 188  | 354  | 375  | 559   | 499   |

자료 : 영원무역, SK증권 추정

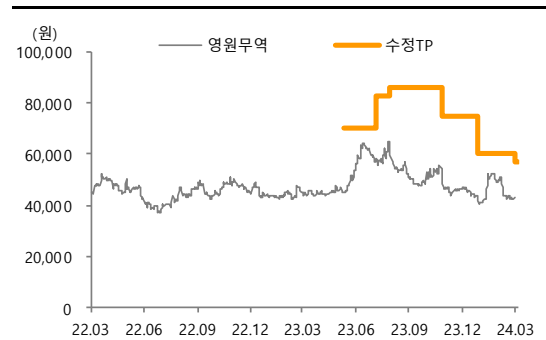
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 2,793 | 3,911 | 3,604 | 3,326 | 3,595 |
| <b>매출원가</b>     | 1,965 | 2,594 | 2,468 | 2,432 | 2,583 |
| <b>매출총이익</b>    | 828   | 1,317 | 1,137 | 894   | 1,012 |
| 매출총이익률(%)       | 29.6  | 33.7  | 31.5  | 26.9  | 28.1  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 385   | 494   | 498   | 448   | 488   |
| <b>영업이익</b>     | 443   | 823   | 639   | 446   | 524   |
| 영업이익률(%)        | 15.8  | 21.0  | 17.7  | 13.4  | 14.6  |
| <b>비영업손익</b>    | 9     | 59    | 44    | 25    | 34    |
| 순금융손익           | -18   | -11   | 1     | 1     | 10    |
| 외환관련손익          | 13    | 50    | 0     | 0     | 0     |
| 관계기업등 투자손익      | 1     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 451   | 882   | 684   | 471   | 559   |
| 세전계속사업이익률(%)    | 16.2  | 22.5  | 19.0  | 14.2  | 15.5  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 117   | 139   | 149   | 106   | 123   |
| <b>계속사업이익</b>   | 334   | 743   | 535   | 365   | 436   |
| <b>중단사업이익</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세외과</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 334   | 743   | 535   | 365   | 436   |
| 순이익률(%)         | 12.0  | 19.0  | 14.8  | 11.0  | 12.1  |
| <b>지배주주</b>     | 298   | 675   | 497   | 325   | 343   |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 10.7  | 17.2  | 13.8  | 9.8   | 9.5   |
| <b>비지배주주</b>    | 36    | 69    | 38    | 40    | 93    |
| 총포괄이익           | 462   | 724   | 427   | 344   | 436   |
| 지배주주            | 406   | 639   | 402   | 329   | 416   |
| 비지배주주           | 56    | 85    | 26    | 15    | 19    |
| <b>EBITDA</b>   | 529   | 916   | 739   | 553   | 634   |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2021   | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | 13.2   | 40.1   | -7.8   | -7.7   | 8.1    |
| 영업이익                   | 70.4   | 86.0   | -22.4  | -30.2  | 17.6   |
| 세전계속사업이익               | 80.9   | 95.4   | -22.5  | -31.1  | 18.5   |
| EBITDA                 | 54.0   | 73.1   | -19.3  | -25.2  | 14.6   |
| EPS                    | 101.9  | 126.3  | -26.4  | -34.6  | 5.6    |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROA                    | 10.2   | 18.4   | 11.0   | 6.9    | 7.9    |
| ROE                    | 14.7   | 26.8   | 16.6   | 9.9    | 9.8    |
| EBITDA마진               | 18.9   | 23.4   | 20.5   | 16.6   | 17.6   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 389.3  | 343.0  | 292.0  | 323.4  | 337.0  |
| 부채비율                   | 45.7   | 44.9   | 48.5   | 40.9   | 38.1   |
| 순차입금/자기자본              | -20.7  | -20.3  | -19.6  | -22.1  | -24.0  |
| EBITDA/이자비용(배)         | 24.7   | 45.4   | 24.7   | 17.0   | 20.2   |
| 배당성향                   | 14.7   | 10.0   | 12.4   | 20.2   | 19.2   |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 6,727  | 15,222 | 11,209 | 7,333  | 7,742  |
| BPS                    | 50,436 | 63,876 | 71,860 | 76,365 | 82,622 |
| CFPS                   | 8,681  | 17,322 | 13,464 | 9,754  | 10,215 |
| 주당 현금배당금               | 1,000  | 1,530  | 1,400  | 1,500  | 1,500  |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 6.5    | 3.1    | 4.1    | 5.8    | 5.5    |
| PBR                    | 0.9    | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| PCR                    | 5.0    | 2.7    | 3.4    | 4.4    | 4.2    |
| EV/EBITDA              | 3.1    | 1.9    | 2.3    | 2.6    | 2.2    |
| 배당수익률                  | 2.3    | 3.3    | 3.1    | 3.6    | 3.6    |

| 일시         | 투자의견 | 목표주가    | 목표가격<br>대상시점 | 과리율     |                |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
|            |      |         |              | 평균주가대비  | 최고(최저)<br>주가대비 |
| 2024.03.19 | 매수   | 57,000원 | 6개월          |         |                |
| 2024.01.16 | 매수   | 60,000원 | 6개월          | -23.37% | -12.83%        |
| 2023.11.15 | 매수   | 75,000원 | 6개월          | -39.34% | -37.13%        |
| 2023.08.16 | 매수   | 86,000원 | 6개월          | -38.78% | -30.93%        |
| 2023.07.24 | 매수   | 83,000원 | 6개월          | -29.09% | -21.81%        |
| 2023.05.30 | 매수   | 70,000원 | 6개월          | -18.78% | -7.86%         |



### Compliance Notice

작성자(증권사)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 19일 기준)

|    |        |    |       |    |       |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 94.67% | 중립 | 5.33% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|