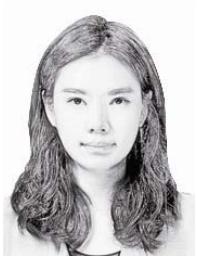
SK COMPANY Analysis

SK securities

호전실업(주) (111110/KS | Not Rated)

호전실업(상장예정기업): 스포츠의류 OEM 업체

- 메인바이어는 Nike, The North Face, Under Armour 등
- 매출 구성은 고기능성 스포츠웨어 45%, 스포츠의류 35%, 스포츠팀복 20%
- 예상 시가총액 밴드는 2,400~2,800 억원으로 '17F PER 기준 9~10 배 수준



Analyst
조은애
goodkid@sk.com
02-3773-8826

IPO 개요	
공모희망가(원)	30,000~35,000
공모예정금액(억원)	499~583
공모 주식수(주)	1,664,670
상장 예정 주식수(주)	8,000,000
예상시가총액(억원)	2,400~2,800
수요 예측일	2017년 1월 16일~17일
청약 예정일	2017년 1월 19일~20일
상장 예정일	2017년 2월 2일

공모 후 주요주주(%)	
최대주주 외 특수관계인	40.79
공모주주	20.81
소액주주	3.27
기타주주	35.14

2 월 2 일 유가증권시장 상장 예정

공모희망가액은 1 주당 30,000~35,000 원이며, 상장 후 예상 시가총액은 2,400~2,800 억원이다. 호전실업은 유가증권시장 상장으로 약 320 억원[공모총액(500 억원)-발행제비용(10 억원)-구주매출대금(170 억원)=순수입 320 억원]의 자금을 조달할 예정이다. 조달한 자금은 시설자금에 130 억원, 차입금 상환에 190 억원을 활용할 예정이다. '17 년 시설자금 투자에 따라 연간 생산능력은 29.2 백만장(+10% YoY)으로 향상될 전망이다. 차입금 상환에 따른 이자비용 축소 금액은 15 억원 수준이다.

스포츠팀복, 고기능 스포츠의류 OEM 업체

동사는 '03 년 나이키(Nike) 스포츠팀복 제작으로 스포츠의류 OEM 산업에 진출했으며, 이후 아웃웨어, 스포츠웨어로 영역을 확장했다. 동사의 바이어수는 15 개이며, 매출액 비중 기준 Top 3 바이어는 순서대로 나이키(Nike), 노스페이스(The North Face), 언더아머(Under Armour)이다. '16 기준 Top 3 바이어향 추정 매출액은 2,266 억원(+ 3% YoY)이며, 비중은 71%(+3%p YoY)이다.

예상 시가총액 2,400~2,800 억원, '17F PER 기준 9~10 배 수준

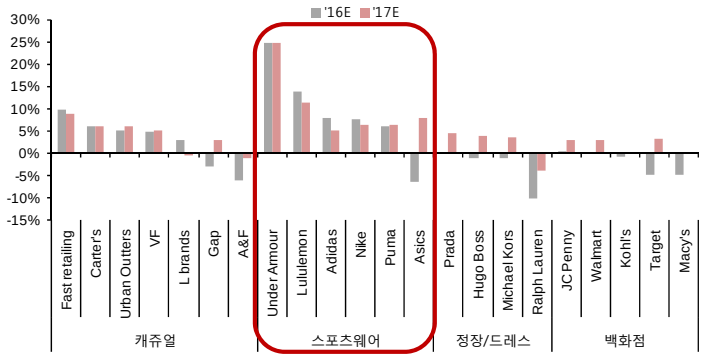
'17 년 매출액은 3,597 억원(+13% YoY), 영업이익은 396 억원(+18% YoY, OPM 11%)으로 전망한다. '17 년 매출 성장의 근거는 기존 메인브랜드로부터의 수주 증가에 따른 MS 확대이다. '17 년 Top3 바이어향 매출액은 2,337 억원으로 +31% YoY 증가를 전망한다. 공모희망가격 기준 예상 시가총액 밴드(2,400~2,800 억원)는 '17F PER 기준 9~10 배 수준이다. 참고로 Peer 그룹인 영원무역과 Elcat 은 과거 ROE 가 20~25% 수준일 때 PBR 2.0~4.0 배를 웃돌았다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	2,505	2,442	2,049	2,538	2,969
yoy	%	12.6	-2.5	-16.1	23.9	N/A(IFRS)
영업이익	억원	143	160	129	171	250
yoy	%	97.5	11.8	-19.3	32.4	N/A(IFRS)
EBITDA	억원	146	163	131	173	254
세전이익	억원	50	76	100	181	343
순이익(지배주주)	억원	37	57	78	138	258
영업이익률%	%	5.7	6.6	6.3	6.8	8.4
EBITDA%	%	5.8	6.7	6.4	6.8	8.5
순이익률	%	1.5	2.3	3.8	5.4	8.7
EV/EBITDA	배	1.4	1.0	0.8	1.2	3.3
ROE	%	14.3	18.8	19.6	25.6	N/A(IFRS)
순차입금	억원	206	161	99	206	843
부채비율	%	172.7	142.0	125.1	130.4	286.4

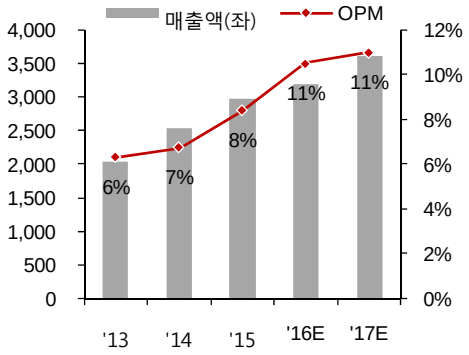
Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

의류 카테고리별 바이어 매출액 성장률 전망: 스포츠웨어 바이어의 양호한 매출액 성장이 예상



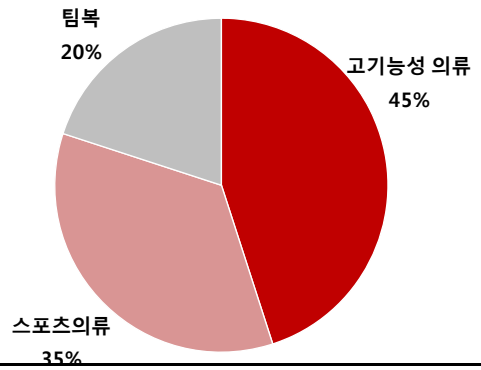
자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

호전실업 매출액과 영업이익률 추이 (단위 : 억원)



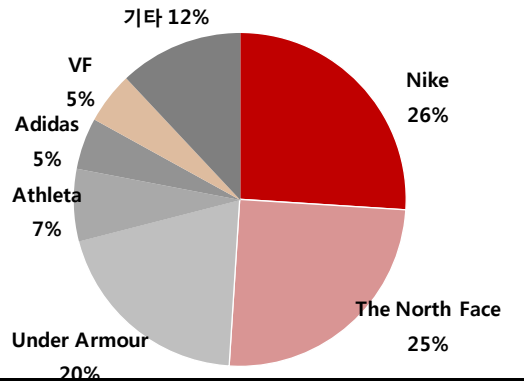
자료 : 호전실업, SK 증권

호전실업 매출 구성



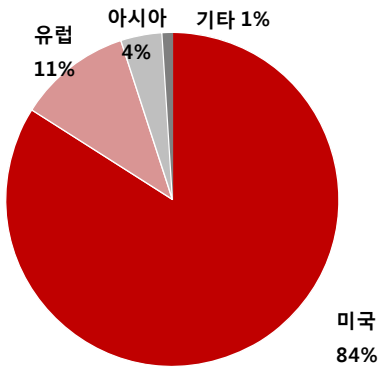
자료 : 호전실업, SK 증권

바이어별 매출 비중



자료 : 호전실업, SK 증권

지역별 매출 비중 (단위 : 억원)



자료 : 호전실업, SK 증권

1. 기업 개요 - 스포츠팀복, 고기능 스포츠의류 OEM 업체

국내 의류 OEM 업체 중 UA 매출규모가 가장 큰 업체

2003 년 스포츠의류 OEM 산업에 진출한 호전실업은 국내 스포츠 OEM 업체 중 UA 향 매출규모가 가장 큰 업체이다. 나이키(Nike) 스포츠팀복 제작으로 스포츠의류 OEM 산업에 진출했고, 이후 아웃웨어, 스포츠웨어로 영역을 확장했다.

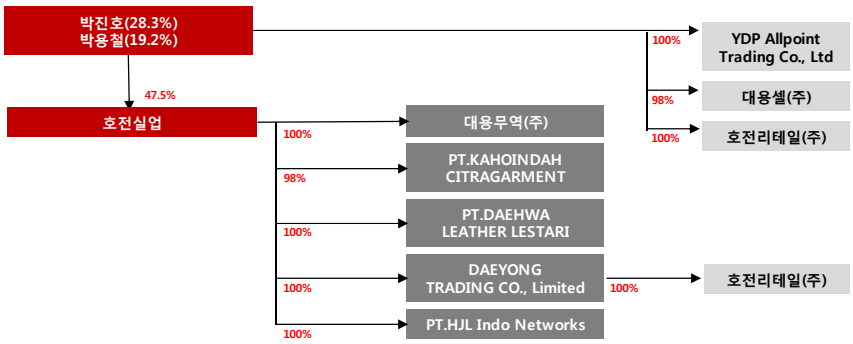
Top3 바이어향 매출액 증가율은 '15 년 26% YoY → '16 년 3% → '17 년 31% YoY 증가 전망

'16 년 기준 동사의 바이어수는 15 개이며, 매출액 상위 6 개 업체의 매출 비중은 88%이다. '16 년 기준 매출액 비중 1 위 바이어는 노스페이스(The North Face)로 26%를 점유하고 있고, 2 위는 노스페이스(The North Face)로 25%, 3 위는 언더아머(Under Armour)로 20%를 점유하고 있는 것으로 추정된다.

매출구성은 고기능성 의류(45%), 스포츠의류(35%), 스포츠팀복(20%)

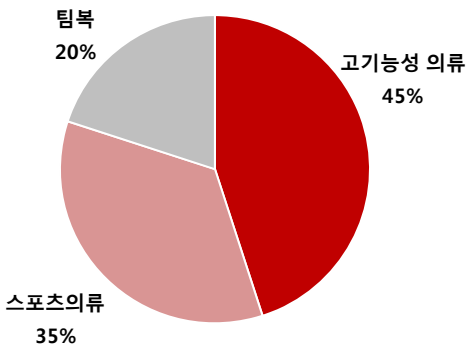
매출 구성은 고기능성 의류(45%), 스포츠의류(35%), 스포츠팀복(20%)으로 구성되어 있다. 그 중 팀복 분야는 미국의 4 대 프로리그(야구, 농구, 풋볼, 아이스하키)로부터 라이선스를 확보한 브랜드 회사만이 판매할 수 있으며 Nike, VF, Under Armour, Adidas 등이 선수와 일반소비자를 대상으로 판매하고 있다.

호전실업 주요 계열사 현황



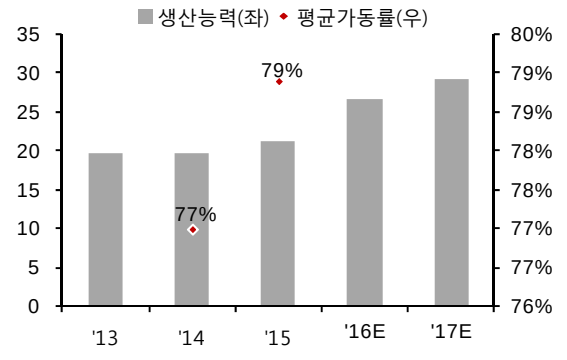
자료: 호전실업, SK 증권

호전실업 영역별 매출 구성



자료: 호전실업, SK 증권

호전실업 생산능력 및 평균가동률 추이 (단위 : PCS mn)



자료: 호전실업, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

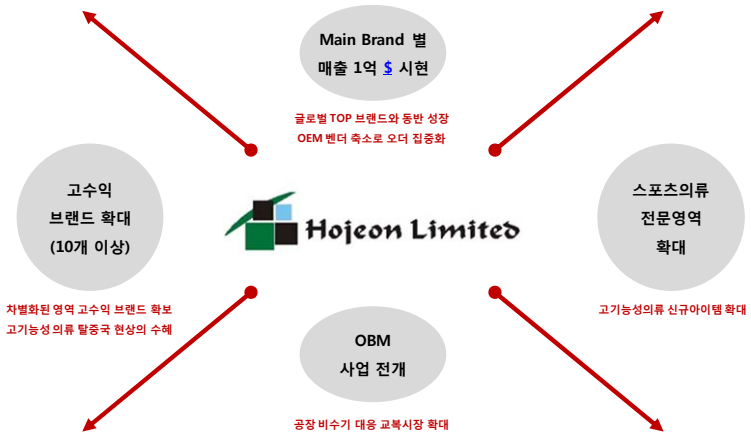
'17 년 호전실업 매출액 3,597 억원(+13% YoY) 전망

'17 년 호전실업의 매출액은 3,597 억원(+13% YoY)에 달할 전망이다. '17 년 매출 성장의 근거는 기존 메인브랜드로부터의 수주 증가에 따른 MS 확대이다. '17 년 Top3 바이어향 매출액은 2,337 억원으로(+31% YoY) 증가를 전망한다. '15 년 기준 매출액 비중 2 위 브랜드 언더아머(약 6,000 만달러)는 '19 년 매출액 9,000 만달러 달성을 목표로하고 있다.

'08 년 인도네시아 YONGJIN Ⅱ 공장 증설은 노스페이스 모기업인 VF 그룹의 요청에 의해 진행되었으며, '10 년 VF 그룹 기업설명회에서 YONGJIN Ⅱ 공장이 대표파트너로 소개되었다.

'17 년 하반기에는 메인바이어의 요청으로 인도네시아 중부 자바지역에 공장 증설이 예정되어 있다.

호전실업 Vision Map



자료: 호전실업, SK 증권

호전실업 해외 공장별 현황(3Q16 기준)

국가	공장	가동연도(년)	인원(명)	생산능력(PCS mn)	평균가동률
인도네시아	KAHO1	1991	2,767	3.1	85%
	KAHO2	1993	3,697	8.3	75%
	YONGJIN1	2005	1,467	3.9	26%
	YONGJIN2	2008	4,603	2.5	62%
	YONGJIN3	2016	2,590	1.8	57%
베트남	VT2	2015	613	0.4	45%
합계			15,737	19.9	58%

자료: 호전실업, SK 증권

호전실업 주요 연혁

일자	내용
1985.03	호전실업 주식회사 설립
1987.02	대전 지점(공장) 설립
1991.12	PT. KAHOINDAH CITRAGARMENT 1공장 설립 (PT Karwel 합작투자)
1994.02	PT. DAEHWA LEATHER LESTARI 설립 (PT Glove Perdana 합작투자)
1994.09	PT. KAHOINDAH CITRAGARMENT 2공장 증설
1995.09	PT Glove Perdana 지분 인수
2003	Nike 스포츠웨어 공급
2004	VF 스포츠웨어 공급
2005.1	PT. YONGJIN JAVASUKA GARMENT 1공장 인수 (해외무역 지분 인수)
2006.05	PT Karwell 지분 인수
2007	The North Face 아웃웨어 공급
2008	Adidas 스포츠웨어 공급
2009.04	모범중소기업인 국무총리상 수상
2009	GAP 스포츠웨어 공급
2008.07	PT. YONGJIN JAVASUKA GARMENT 2공장 증설
2008.04	자카르타 지사 설립
2011	Under Armour 아웃웨어, 골프웨어 공급
2012.03	ISO 14001(환경경영) 인증
2014.09	PT. YONGJIN JAVASUKA GARMENT 1공장 증설
2015.01	베트남 공장 가동(Viet Thanh Garment, 임대)
2015.12	PT. YONGJIN JAVASUKA GARMENT 3공장 증설
2016.07	중견기업인의 날 국무총리상 수상
2016.1	PT. HJL INDO NETWORKS 설립 (현지영업법인)

자료: 호전실업, SK 증권

호전실업 연결대상 종속회사 현황

	2015					3Q16 누적				
(억원)	자산	부채	자본	매출	손익	자산	부채	자본	매출	손익
대용무역	186	72	114	719	29	516	398	118	640	4
KAHO	426	555	-129	1,397	27	515	639	-123	1,050	2
DAEHWA	126	53	73	328	6	131	56	75	197	8
DAEYONG	111	0	111	0	2	123	0	123	1	1
YONGJIN	748	819	-70	1,046	-10	792	810	-18	941	55

자료: 호전실업, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

2. IPO 개요

2 월 2 일 상장 예정,
예상 시가총액은 2,400~2,800 억원

호전실업은 1 월 16~17 일 양일 간 수요예측을 거친후 2 월 2 일 유가증권시장(KOSPI)에 상장될 예정이다. 공모희망가액은 1 주당 30,000~35,000 원이며, 상장 후 예상 시가총액은 2,400~2,800 억원이다.

호전실업은 유가증권시장 상장으로 약 320 억원[공모총액(500 억원)-발행제비용(10 억원)-구주매출대금(170 억원)=순수입 320 억원]의 자금을 조달할 예정이다. 조달한 자금은 시설자금에 130 억원, 차입금 상환에 190 억원을 활용할 예정이다. '17 년 시설자금 투자에 따른 연간 생산능력은 29.2 백만장(+10% YoY)으로 향상될 전망이다. 차입금 상환에 따른 이자비용 축소 금액은 15 억원 수준이다.

공모가 산정을 위한 유사회사는 의류 OEM 업체인 영원무역과 한세실업, 핵드백 제조업체인 제이에스코퍼레이션 3 개사로 선정되었다. 3 개사 중 가장 유사한 사업 형태를 보유한 영원무역이 비교 회사로 가장 적합해 보인다. 호전실업은 향후 수익의 높은 성장성 측면에서는 의류 OEM 내 우위에 있다고 판단된다.

호전실업 공모 개요

(주, 원, 억원)	내용
공모주식수	1,664,670
구주매출(67.8%)	536,660
일반투자자	107,332
기관투자자	321,996
우리사주조합	107,332
신주모집(32.2%)	1,128,010
일반투자자	225,602
기관투자자	676,806
우리사주조합	225,602
상장 후 주식수	**8,000,000**
액면가	500
공모 희망가액	**30,000~35,000**
공모 예정금액	499~582
예상 시가총액	**2,400~2,800**

자료: 호전실업, SK 증권

공모 자금 규모

(억원)	내용
공모 예정금액①	499
발행제비용②	11
구주매출대금③	161
순수입금④=①-②-③	**327**

자료: 호전실업, SK 증권

조달 자금 사용 계획: CAPAX 확장 및 차입금 상환

구분	금액(억원)	사용시기	내용
KAHO 2공장 시설자금			
토지매입 및 공장신축	77	2017.07~2017.09	• 중부자바 마젤랑카 지역 공단내 약 100,000sqm 토지 매입 • 50여개 라인 추가 설치
YONGJIN 시설자금			
설비매입/교체	41	2017.08~2017.12	• 자동화 설비 매입: 자동재단기, 연단기 도입으로 원단 손실 최소화 • 노후화 설비 교체
설비매입	17	2017.09~2017.12	• 소량 오더에 대응하는 소규모 별도 라인 구축 및 봉제기 등 추가 설비 매입
베트남 시설자금			
라인증설	6	2017.12~2018.03	• 임대형식으로 토지, 건물, 인력에 대해 임대. 설비는 매입 투자
차입금 상환			
수출환어음(중소기업은행)	132	2017.06	• 중소기업은행 수출환어음(D/A) 할인 단기차입금 132억원 중 132억원
수출환어음(한국산업은행)	87	2017.03	• 한국산업은행 수출환어음(D/A) 할인 단기차입금 87억원 중 57억원
합계	**330**		

자료: 호전실업, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

공모 가격 산정 개요

회사명	영원무역	한세실업	제이에스코퍼레이션
OEM/ODM	의류	의류	핸드백, 가방
주요 바이어	TNF, UA 등	GAP, Nike 등	MICHAEL KORS 등
PER 배수 산출			
'16년 연환산 순이익(억원)	1,508	741	59
기준주가(원)	27,595	22,255	15,993
PER(배)	8.11	12.02	35.69
PER(평균, 배)	**18.61**		
EV/EBITDA 배수 산출			
시가총액(조원)	1.22	0.89	0.21
순부채(조원)	0.13	0.38	0.00
EV(조원)	1.35	1.27	0.21
3분기 영업이익(조원)	0.16	0.07	0.01
3분기 상각비(조원)	0.04	0.01	0.00
EBITDA(조원)	0.20	0.08	0.01
연환산 EBITDA(조원)	0.26	0.10	0.01
EV/EBITDA(배)	5.12	12.15	14.50
EV/EBITDA(평균, 배)	**10.59**		
호전실업			
'16년 연환산 EBITDA(억원)	454		
적용 EV/EBITDA(배)	11		
순부채(억원)	1,207		
연환산 시가총액(억원)	3,600		
연환산 당기순이익(억원)	170		
적용주식수	8,000,000		
EPS(원)	2,124		
PER 적용 주당 평가가액(원)	39,527		
EV/EBITDA 적용 주당 평가가액(원)	44,998		
평균 주당평가가액(원)	**42,262**		
할인율(%)	17.17%~29.01%		
공모희망가(원)	**30,000~35,000**		

자료: 호전실업, SK 증권

3. 실적전망

'16 년 영업이익 335 억원,
'17 년 영업이익 396 억원 예상

호전실업 '16 년 매출액은 3,192 억원(+8% YoY), 영업이익은 335 억원(+34% YoY, OPM 11%)으로 추정된다. '16 년 실적에는 ① 2015 년 12 월 31 일 자로 해외 종속법인이 연결편입됨에 따라 해외법인 재고 미실현손실(20 억원)이 원가 반영되었으며, ② 2015 년 중 잡이익(80 억원 등)으로 반영된 관계사의 일회성 영업외수익이 제거되었고, ③ 추가 납부한 법인세(30 억원)가 반영되었다. 상기 비경상적 요인 제거시 '16 년 경상적인 영업이익은 360 억원 수준으로 추정된다.

호전실업 '17 년 매출액은 3,597 억원(+13% YoY), 영업이익은 396 억원(+18% YoY, OPM 12%)으로 전망한다. 실적성장의 근거는 메인바이어(언더아머, 나이키)향 오더 증가이다. '16 년 기준 26.5 백만장의 연간생산 능력은 설비투자를 통해 '17 년 29.1 백만장까지 늘어난다. '17 년 하반기까지 주요 바이어 및 신규바이어로부터 하청 물량을 확보했기 때문에 Capa 증설이 순조롭게 이루어지면 외형성장에 있어 큰 제약이 없을 전망이다.

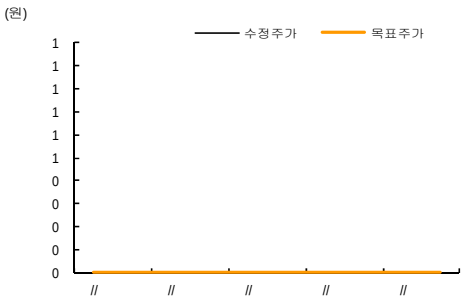
호전실업 실적전망 (단위: 억원, 주, 원, %)

	2013	2014	2015	2016F	2017F
매출액	2,048	2,538	2,969	3,192	3,597
% YoY		0.239116	0.169801	0.075	0.127
영업이익	129	171	249	335	395
% YoY		32.4	45.8	34.1	18.0
OPM	6.3	6.7	8.4	10.5	11
당기순이익	78	117	258	201	277
NPM	3.8	5.4	8.6	6.3	7.7
PER	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2
적정시총(억원)	1,030	1,817	3,409	2,678	3,668
주식수(주)	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000	8,000,000
적정주가(원)	12,878	22,717	42,623	33,484	45,860
EPS	976	1,473	3,229	2,525	3,468

자료: 호전실업, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.01.16	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(조은애)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 1 월 16 일 기준)

매수	94.56%	중립	5.44%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	649	701	960	1,258	1,500
현금및현금성자산	61	12	213	85	48
매출채권및기타채권	171	153	280	624	522
재고자산	13	14	19	7	448
비유동자산	100	98	95	139	783
장기금융자산	25	25	25	50	54
유형자산	56	55	54	53	589
무형자산				2	103
자산총계	749	799	1,055	1,396	2,283
유동부채	474	354	465	725	1,545
단기금융부채	427	310	410	587	1,293
매입채무 및 기타채무	38	28	40	82	166
단기충당부채					
비유동부채		115	121	65	147
장기금융부채		115	120	63	22
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	474	469	586	790	1,692
지배주주지분	275	330	468	606	588
자본금	20	20	22	22	34
자본잉여금			58	58	57
기타자본구성요소					-257
자기주식					
이익잉여금	255	311	389	526	755
비지배주주지분					3
자본총계	275	330	468	606	591
부채와자본총계	749	799	1,055	1,396	2,283

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	2,505	2,442	2,049	2,538	2,969
매출원가	2,193	2,104	1,728	2,124	2,439
매출총이익	311	338	320	415	531
매출총이익률 (%)	12.4	13.8	15.6	16.3	17.9
판매비와관리비	168	178	191	243	281
영업이익	143	160	129	171	250
영업이익률 (%)	5.7	6.6	6.3	6.8	8.4
비영업손익	-94	-84	-29	10	93
순금융비용	23	29	20	23	48
외환관련손익	-66	-46	-9	33	51
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익	50	76	100	181	343
세전계속사업이익률 (%)	2.0	3.1	4.9	7.1	11.6
계속사업법인세	13	20	22	43	85
계속사업이익	37	57	78	138	258
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	37	57	78	138	258
순이익률 (%)	1.5	2.3	3.8	5.4	8.7
지배주주	37	57	78	138	258
지배주주귀속 순이익률(%)	1.47	2.33	3.81	5.42	8.7
비지배주주					
총포괄이익	37	57	78	138	257
지배주주	37	57	78	138	257
비지배주주					
EBITDA	146	163	131	173	254

현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업활동현금흐름	17	61	13	-30	261
당기순이익(손실)	37	57	78	138	258
비현금성항목등	8	33	19	28	175
유형자산감가상각비	2	2	2	2	3
무형자산상각비				0	1
기타	5	31	17	26	172
운전자본감소(증가)	-28	-29	-84	-195	-52
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-22	17	-129	-290	13
재고자산감소(증가)	6	-1	-5	12	-67
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-11	14	13	31
기타	-55	0	-223	-510	-2
법인세납부					-86
투자활동현금흐름	-52	-112	23	-154	-288
금융자산감소(증가)	-50	-7	-10	-10	-135
유형자산감소(증가)	0	0	-1	-1	-10
무형자산감소(증가)	-1	-1		-2	-7
기타	1	1,221	41	144	137
재무활동현금흐름	-21	2	165	56	-11
단기금융부채증가(감소)	-21	37	-15	56	-49
장기금융부채증가(감소)		-35	120		
자본의증가(감소)			60		38
배당금의 지급					
기타					0
현금의 증가(감소)	-56	-49	201	-128	-38
기초현금	117	61	13	213	85
기말현금	61	12	213	85	48
FCF	83	108	20	-70	N/A(IFRS)

주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
성장성 (%)					
매출액	12.6	-2.5	-16.1	23.9	N/A(IFRS)
영업이익	97.5	11.8	-19.3	32.4	N/A(IFRS)
세전계속사업이익	15.6	53.8	31.4	80.3	N/A(IFRS)
EBITDA	93.2	11.5	-19.2	31.9	N/A(IFRS)
EPS(계속사업)					
수익성 (%)					
ROE	14.3	18.8	19.6	25.6	N/A(IFRS)
ROA	4.9	7.3	8.4	11.2	N/A(IFRS)
EBITDA마진	5.8	6.7	6.4	6.8	8.5
안정성 (%)					
유동비율	136.8	198.0	206.5	173.4	97.1
부채비율	172.7	142.0	125.1	130.4	286.4
순차입금/자기자본	75.0	48.7	21.2	34.0	142.7
EBITDA/이자비용(배)	4.6	4.6	5.5	5.5	4.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)					
BPS					
CFPS					
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR					
EV/EBITDA(최고)	1.4	1.0	0.8	1.2	3.7
EV/EBITDA(최저)	1.4	1.0	0.8	1.2	3.7

자료 : 호전실업(주), SK증권 추정