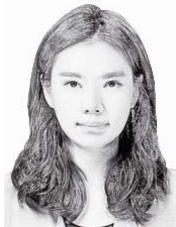


# SK COMPANY Analysis



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

## Company Data

자본금	222 억원
발행주식수	4,431 만주
자사주	35 만주
액면가	500 원
시가총액	14,313 억원
주요주주	
영원무역홀딩스(외10)	50.84%
국민연금공단	11.26%
외국인지분률	21.20%
배당수익률	0.60%

## Stock Data

주가(16/10/31)	32,300 원
KOSPI	2019.42 pt
52주 Beta	0.64
52주 최고가	55,000 원
52주 최저가	32,300 원
60일 평균 거래대금	70 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.1%	-13.7%
6개월	-30.6%	-31.2%
12개월	-34.3%	-33.5%

## 영원무역 (111770/KS | 매수(신규편입) | T.P 56,000 원(신규편입))

### 본업의 안정적인 성장 지속

#### 투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 커버리지 개시

- ‘16년 연결기준 매출액 20.3 조원(+28% YoY), 영업이익 2,121 억원(+8% YoY) 전망
- ‘17년 비우호적 업황(원화강세)에도 본업 성장은 지속될 전망
- 현재 주가 수준은 ‘17F PER 9 배 수준으로 밸류에이션 매력

### 3Q16 Preview - 업황 부진에도 견조한 실적 성장 지속한 것으로 추정

‘16년 3분기 연결기준 매출액은 5,698 억원(+15% YoY), 영업이익 720 억원(+11% YoY, OPM 12.6%), OEM 매출액 3,812 억원(달러 매출 +6% YoY), 영업이익 755 억 원(OPM 19.8%)을 전망한다. OEM 본업에서는 오더량(Q) 확대에 기인한 실적 개선이 지속되고, SCOTT 성수기(4, 5월) 매출액 1,669 억원(+66.0% YoY)이 합산되면서 양호한 실적을 기록할 것으로 예상한다.

### ‘17년 비우호적 업황에도 본업 성장은 지속될 전망

- 실적전망: 영원무역 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 한 ‘17년 달러 매출액은 +9% YoY를 전망한다. 동사 주요 바이어는 글로벌 아웃도어/스포츠 브랜드(The North Face, Columbia, Lulu lemon, Under Armour 등)로 글로벌 스포츠웨어 시장규모 확대에 따른 높은 매출 성장이 전망된다.
- 환율: ‘17년 원/달러 환율은 OEM 업황에 비우호적(원화강세)으로 전망된다. 원/달러 환율 10 원 하락시 영원무역의 연간 영업이익은 -1.2% 변동이 있는데 이는 경쟁업체대비 환율민감도가 상대적으로 낮은 것이며, ‘17년 OEM 매출액은 환율 하락분을 커버하는 성장이 가능할 것으로 판단한다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 56,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 56,000 원은 ‘17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하였다. 현재 주가수준은 ‘17F PER 9 배 수준으로 밸류에이션 매력이 있다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	11,082	12,463	15,849	20,266	21,204	22,525
yoY	%	4.6	12.5	27.2	27.9	4.6	6.2
영업이익	억원	1,608	1,855	1,968	2,121	2,255	2,611
yoY	%	-13.7	15.4	6.1	7.8	6.3	15.8
EBITDA	억원	1,904	2,198	2,488	2,714	2,856	3,157
세전이익	억원	1,628	1,847	1,908	2,056	2,179	2,550
순이익(지배주주)	억원	1,105	1,281	1,299	1,480	1,565	1,846
영업이익률%	%	14.5	14.9	12.4	10.5	10.6	11.6
EBITDA%	%	17.2	17.6	15.7	13.4	13.5	14.0
순이익률	%	11.0	11.5	9.1	7.7	7.8	8.6
EPS	원	2,514	2,891	2,931	3,340	3,531	4,166
PER	배	16.9	18.3	14.4	9.6	9.1	7.7
PBR	배	22	24	1.6	11	1.0	0.8
EV/EBITDA	배	9.4	10.2	7.9	5.5	4.5	3.4
ROE	%	14.8	14.1	12.1	11.9	11.1	11.6
순차입금	억원	-1,514	-1,540	-1,288	-1,431	-3,813	-5,769
부채비율	%	34.4	37.7	63.0	85.3	80.7	73.1

## 1. 실적: 2017년 달러 매출액 +9% YoY 증가 전망

동사의 '17년 달러 매출액 증가율은 +9% YoY로 전망한다. 매출액 전망은 개별 바이어의 매출액 성장 전망을 기반으로 추산했다. 영원무역 Top 10 바이어는 The North Face, Patagonia, Lulu lemon, Engelbert, LL Bean, Ralph Lauren, Under Armour 등으로 이들 바이어의 매출 비중은 45% 수준으로 상기한 주요 바이어의 오더가 동사 실적에 가장 중요한 변수로 작용한다.

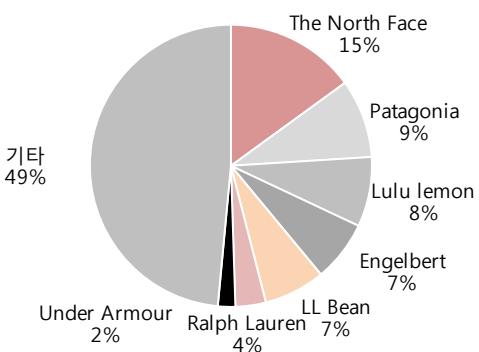
바이어별로는 상이한 성장률 및 기여도를 적용했다. 주문관계가 오래되고 발주규모가 큰 North Face, Patagonia, Engelbert 등은 전년대비 +6~9% 성장률을 적용했다. 최근 거래가 개시되어 주문규모는 작으나 글로벌 스포츠 의류 소비 트렌드 확산으로 인해 높은 실적이 전망되는 Under Armour와 같은 브랜드는 높은 주문증가율을 감안하여 40%의 높은 매출액 성장을 적용했다.

영원무역 달러 매출액 성장을 전망

	'16년 비중	2016년 매출액 성장을 가정	2017년 매출액 성장을 가정	'16년 성장 기여도	17년 성장 기여도
The North Face	15%	4%	8%	1%	1%
Patagonia	9%	2%	6%	0%	1%
Lulu lemon	8%	8%	9%	1%	1%
Engelbert	7%	25%	9%	2%	1%
LL Bean	7%	3%	6%	0%	0%
Ralph Lauren	4%	-9%	3%	0%	0%
Under Armour	3%	-	40%	-	1%
기타	47%	6%	8%	3%	4%
기준평균 성장률				5%	9%

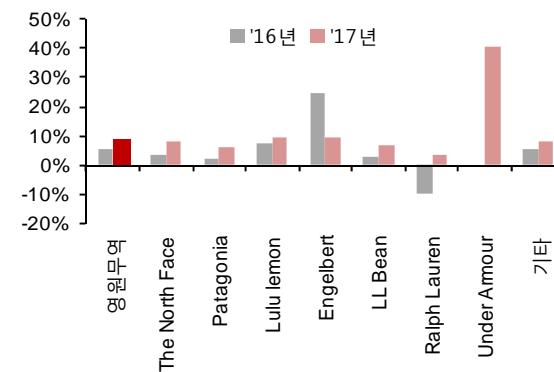
자료: 영원무역, SK 증권

영원무역 바이어 구성



자료: 영원무역, SK 증권

'16E~'17E 바이어 매출액 성장을 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

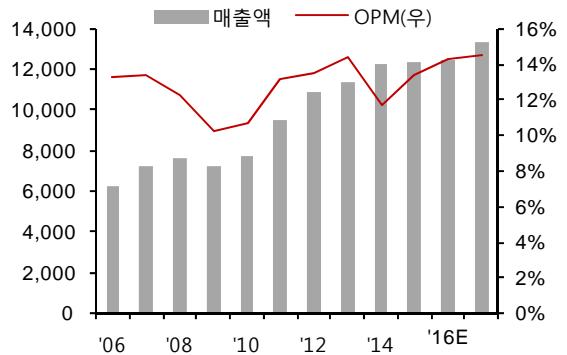
**VFC, 영원무역의 최대 바이어**

**VF Corporation:** 미국 의류업체 VF는 The North Face, Vans, Timberland 등의 브랜드를 보유한 영원무역의 No.1 바이어(매출비중 기준)다. VF 매출액 성장률은 최근 3년 CAGR +4% YoY를 기록했으며 TNF, Timberland 등 영원무역 주문 브랜드의 매출액 성장률은 CAGR +8~10% YoY로 높은 수준을 기록 중이다.

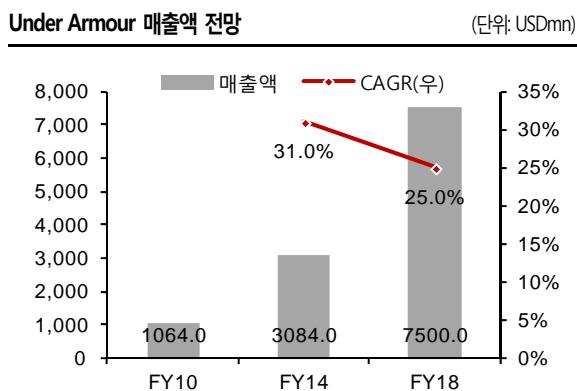
'17년 VFC 연간 매출액은 +7% YoY 증가가 전망된다. 매출 성장의 근거는 ① 글로벌 매출기여도 확대, ② 신규매장 출점, ③ 온라인 판매 확대이다. 또한, 과거 3년간 이어진 재고조정과 전년도 낮은 베이스 효과도 누릴 수 있을 전망이다.

**Under Armour, 주요 바이어 중 주문증가율 가장 높을 것으로 전망**

**Under Armour:** 미국 스포츠 전문 브랜드 Under Armour는 '16년 영원무역 신규바이어로 진입하자마자 Top 10 바이어로 등극했다. Under Armour는 아시아를 포함한 글로벌 애슬레저 트렌드 확산에 따라 '11~'15년 매출액이 CAGR +30% YoY 증가한 스포츠 브랜드 신흥강자이다. 영원무역 바이어 중에서는 거래를 시작한지 불과 1년 정도인 신규바이어인데, 주문증가율이 가장 높은 바이어 중 하나가 될 전망이다. 바이어 기여도는 3%로 가정했다. '16~'18년 예상 Under Armour의 매출액 성장률은 CAGR +25% YoY이다.

**VF 매출액 전망**

자료 : VF, SK 증권

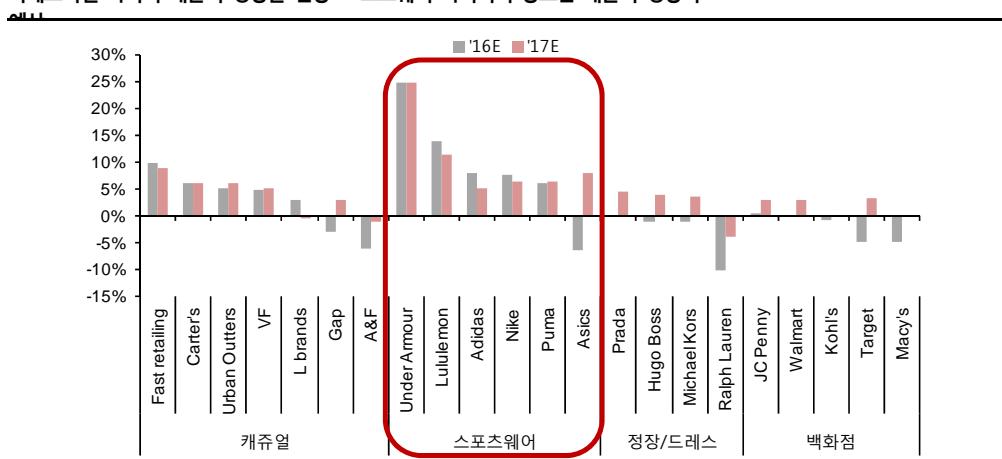
**Under Armour 매출액 전망**

자료 : UA, SK 증권

## 2. 글로벌 의류시장 카테고리별 성장성은 스포츠의류가 가장 높게 전망

영원무역은 고어텍스, 하이벤트 등 가능성 소재를 이용한 아웃도어/스포츠 브랜드가 주요 바이어이다. 국내 OEM 업체의 개별바이어 중 상장사를 중심으로 실적 예상을 종합해 본 결과 향후 매출액 성장성은 스포츠웨어 > 캐주얼웨어 > 유통채널 순으로 높게 나타났다. 영원무역의 높은 매출 증가가 전망되는 상황이다.

카테고리별 바이어 매출액 성장을 전망: 스포츠웨어 바이어의 양호한 매출액 성장이

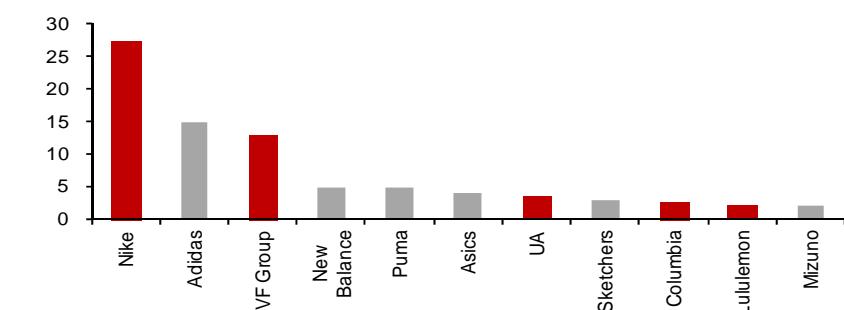


자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

‘14~19년 글로벌 스포츠의류 시장 성장속도는 CAGR +2.6% YoY(‘19E 2,957 억 달러 규모)로 전체 의류시장 성장을 상회할 전망이다. 특히, 같은 기간 아시아 지역 예상 성장률은 +4.3% YoY(중국기여 성장률 5.2%)로 높다. 실제로 영원무역의 중국향 직수출 오더(기존에는 바이어 오더 지역인 미국, 유럽으로 수출 → 중국으로 재수출)는 점차 늘어나고 있는 추세인 것으로 확인된다.

‘15년 글로벌 스포츠의류 브랜드 매출액 규모

(단위 : USD bn)

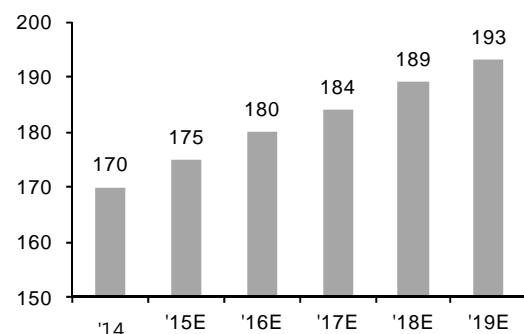


주석: 붉은색 음영은 영원무역 바이어

자료 : 각 사, Bloomberg, SK 증권

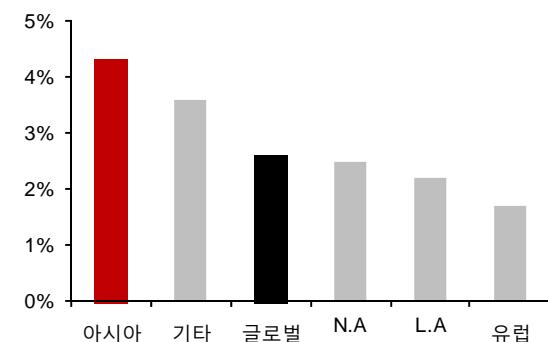
글로벌 스포츠웨어 시장 규모 전망

(단위 : USDbn)



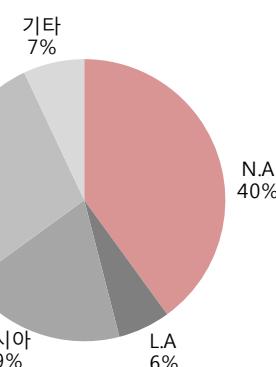
자료 : Bloomberg, SK증권

지역별 스포츠웨어 시장 성장을 전망



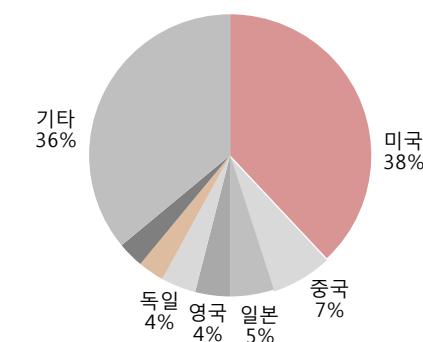
자료 : Bloomberg, SK 증권

'14년 지역별 스포츠웨어 시장점유율



자료 : Bloomberg, SK증권

'14 국가별 스포츠웨어 시장점유율



자료 : Bloomberg, SK 증권

글로벌 의류시장 내 스포츠웨어 MS 확대 추세 지속될 전망

(단위 : USD bn)



자료 : Bloomberg, SK증권

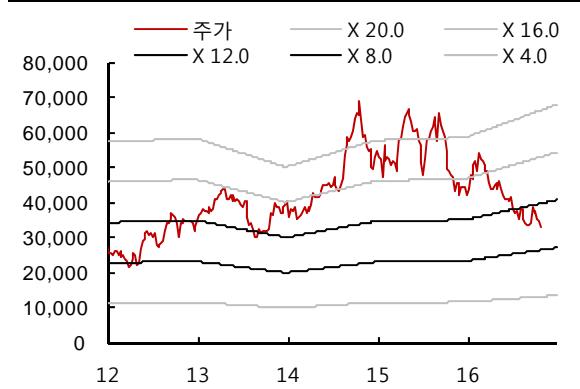
### 3. 밸류에이션

동사의 목표주가 56,000 원은 '17년 예상 EPS 기준 목표 PER 16 배를 적용하여 산출 했다. 동사의 Peer 는 생산기지나 매출액 규모, 제품소재 측면에서 정확히 일치하지는 않지만 같은 스포츠의류 OEM 기업인 Eclat, Shenzhou 를 글로벌 Peer 로 비교 가능하다. 현재 주가수준은 '17F PER 9 배 수준이며 글로벌 Peer 대비해서도 밸류에이션 매력이 있다.

영원무역 연간실적 전망과 밸류에이션					(단위: 억원)
	2014	2015	2016E	2017E	
매출액	12,463	15,849	20,266	21,204	
(% YoY)	12%	27%	28%	5%	
영업이익	1,855	1,968	2,121	2,255	
(% YoY)	15%	6%	8%	6%	
OPM	15%	12%	10%	11%	
세전이익	1,847	1,908	2,056	2,179	
당기순이익	1,433	1,445	1,567	1,652	
지배주주기속순이익	1,281	1,299	1,480	1,565	
EPS(원)	2,891	2,931	3,340	3,531	
Target PER(x)	16	16	16	16	
목표 시가총액	20,496	20,784	23,680	25,040	
주식수(천주)	44,311	44,311	44,311	44,311	
적정주가(원)	46,255	46,905	53,440	56,510	

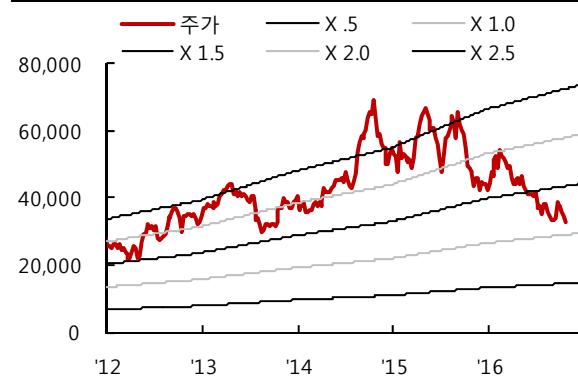
자료: 영원무역, SK증권

영원무역 PER 밴드 차트



자료 : Quantwise, SK 증권

영원무역 PBR 밴드 차트



자료 : Quantwise, SK 증권

## 영원무역 부문별 수익 추정

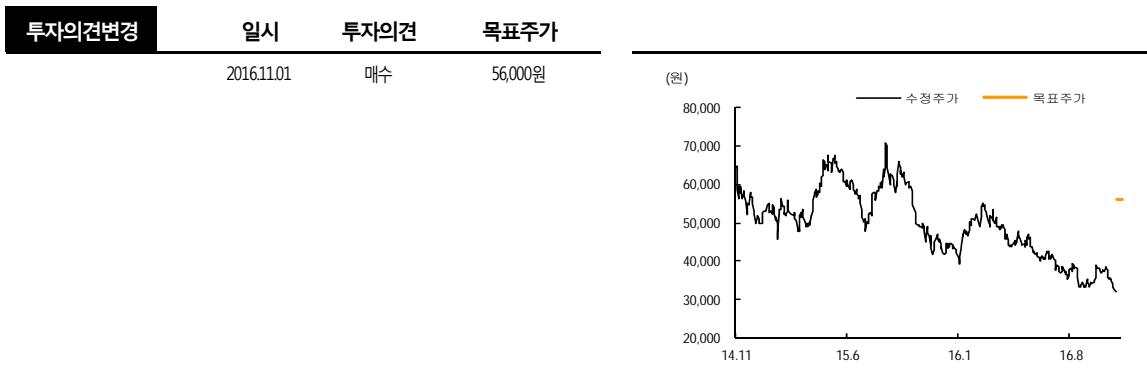
	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2015	2016	2017
매출액	2,497	4,523	4,953	3,876	4,316	5,513	5,698	4,738	15,849	20,266	21,204
OEM	2,335	3,047	3,740	3,091	2,563	3,370	3,812	3,171	12,213	12,915	13,457
Scott	N/A	1,355	1,005	548	1,514	2,020	1,669	1,315	2,908	6,519	6,866
OR	163	121	207	237	240	123	218	251	728	831	881
영업이익	320	697	650	301	380	694	720	328	1,968	2,121	2,255
OEM	322	509	729	260	346	583	755	276	1,820	1,960	2,048
Scott	N/A	201	(101)	20	11	125	(35)	34	120	134	170
OR	N/A	(6)	11	17	24	(15)	0	19	23	28	32
매출액(% YoY)	18%	30%	25%	35%	73%	22%	15%	22%	27%	28%	5%
OEM	10%	-10%	-6%	7%	10%	11%	2%	3%	-2%	6%	4%
Scott					0%	49%	66%	140%	0%	124%	5%
OR					47%	2%	5%	6%	3%	14%	6%
영업이익(% YoY)	15%	26%	-17%	28%	19%	0%	11%	9%	6%	8%	6%
OEM	13%	-9%	-7%	9%	18%	-1%	12%	11%	-3%	8%	5%
Scott	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-38%	적지	71%	N/A	12%	27%
OR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	159%	-97%	7%	N/A	22%	14%
OPM	13%	15%	13%	8%	9%	13%	13%	7%	12%	10%	11%
OEM	14%	17%	20%	8%	14%	17%	20%	9%	15%	15%	15%
Scott	N/A	15%	-10%	4%	1%	6%	-2%	3%	5%	2%	2%
OR	0%	-5%	6%	7%	10%	-12%	0%	7%	1%	3%	4%

자료: 영원무역, SK 증권

## Peer 그룹 밸류에이션

	시가총액 (USDmn)	PER(x)			EPS Growth(%)			ROE(%)		
		'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E	'15	'16E	'17E
<b>OEM 업체</b>										
영원무역	1,367	14	10	9	1%	14%	6%	12%	12%	12%
한세실업	908	21	13	12	67%	-26%	16%	27%	17%	17%
Eclat	3,046	23	26	21	39%	-11%	20%	35%	25%	26%
Makalot	917	14	19	19	20%	-29%	2%	24%	18%	18%
Li&Fung	4,143	-	14	13	-	-	6%	-	11%	11%
Shenzhou	9,105	-	21	18	-	-	18%	-	21%	23%
<b>브랜드 업체</b>										
Nike	85,970	28	24	22	25%	17%	10%	28%	30%	32%
Lululemon	7,760	30	27	23	14%	13%	18%	25%	27%	28%
Adidas	36,237	50	32	28	34%	55%	15%	11%	17%	17%
Under Armour	15,679	73	65	50	11%	13%	31%	15%	14%	15%
GAP	10,540	12	14	13	-22%	-14%	7%	33%	26%	29%
VF Corp	22,645	19	17	15	20%	12%	12%	22%	25%	29%
Fast Retailing	34,862	32	73	33	48%	-56%	119%	-	7%	16%
Inditex	110,533	35	31	28	15%	13%	13%	26%	26%	27%
H&M	47,957	20	23	20	5%	-12%	15%	38%	31%	34%

자료: Bloomberg, SK 증권



### 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.
- 증목별 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 (2016년 11월 1일 기준)

매수	94.94%	중립	5.06%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	6,866	12,608	17,061	19,799	22,348
현금및현금성자산	2,018	4,534	7,361	9,743	11,699
매출채권및기타채권	1,731	3,232	3,950	4,104	4,359
재고자산	2,151	3,899	4,765	4,951	5,259
<b>비유동자산</b>	7,075	9,602	9,955	9,666	9,334
장기금융자산	518	1,060	922	922	922
유형자산	5,139	5,618	5,343	4,814	4,337
무형자산	181	1,983	2,171	2,122	2,076
<b>자산총계</b>	13,941	22,210	27,017	29,466	31,682
<b>유동부채</b>	1,892	4,397	8,337	8,465	8,679
단기금융부채	443	1,702	5,043	5,043	5,043
매입채무 및 기타채무	926	1,819	2,223	2,310	2,454
단기충당부채	47	142	173	180	191
<b>비유동부채</b>	1,926	4,189	4,099	4,698	4,697
장기금융부채	664	2,123	1,425	1,425	1,425
장기매입채무 및 기타채무	0	179	407	634	634
장기충당부채	0	16	19	20	20
<b>부채총계</b>	3,818	8,586	12,436	13,163	13,375
<b>지배주주지분</b>	9,722	11,767	13,200	14,916	16,913
자본금	222	222	222	222	222
자본잉여금	4,314	4,314	4,314	4,314	4,314
기타자본구성요소	0	0	-198	-198	-198
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,597	6,807	8,198	9,675	11,433
<b>비자매주주지분</b>	401	1,858	1,381	1,387	1,394
<b>자본총계</b>	10,123	13,624	14,580	16,303	18,307
<b>부채와자본총계</b>	13,941	22,210	27,017	29,466	31,682

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,952	2,627	1,865	2,444	2,161
당기순이익(순실)	1,433	1,445	1,567	1,652	1,933
비현금성항목등	795	1,116	1,151	1,204	1,224
유형자산감가상각비	334	486	526	529	477
무형자산상각비	9	34	67	72	70
기타	63	59	9	-15	-15
운전자본감소(증가)	-50	293	-658	-154	-379
매출채권및기타채권의 감소증가)	67	376	-586	-154	-256
재고자산감소(증가)	-255	-110	-680	-185	-308
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	261	116	330	86	144
기타	-123	-89	278	98	42
법인세납부	-226	-227	-195	-258	-617
<b>투자활동현금흐름</b>	-895	-1,627	-531	-41	43
금융자산감소(증가)	199	93	33	0	0
유형자산감소(증가)	-1,040	-449	-262	0	0
무형자산감소(증가)	-6	-23	-23	-23	-23
기타	-49	-1,248	-279	-18	67
<b>재무활동현금흐름</b>	-720	1,476	1,547	-21	-249
단기금융부채증가(감소)	-149	326	2,655	0	0
장기금융부채증가(감소)	70	1,326	-191	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-89	-89	-89	-88	-88
기타	-552	-88	-828	67	-161
<b>현금의 증가(감소)</b>	364	2,516	2,828	2,382	1,956
<b>기초현금</b>	1,654	2,018	4,534	7,361	9,743
<b>기말현금</b>	2,018	4,534	7,361	9,743	11,699
<b>FCF</b>	472	-447	834	2,056	2,123

자료 : 영원무역 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	12,463	15,849	20,266	21,204	22,525
<b>매출원가</b>	9,089	11,357	14,686	15,391	16,216
<b>매출총이익</b>	3,375	4,493	5,579	5,813	6,309
매출총이익률 (%)	27.1	28.4	27.5	27.4	28.0
<b>판매비와관리비</b>	1,520	2,524	3,459	3,558	3,699
영업이익	1,855	1,968	2,121	2,255	2,611
영업이익률 (%)	14.9	12.4	10.5	10.6	11.6
비영업손익	-8	-60	-65	-76	-60
<b>순금융비용</b>	14	66	113	109	94
외환관련손익	50	17	26	26	26
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	31	-7	-5	-7	-7
세전계속사업이익	1,847	1,908	2,056	2,179	2,550
세전계속사업이익률 (%)	14.8	12.0	10.2	10.3	11.3
계속사업법인세	414	463	489	527	617
<b>계속사업이익</b>	1,433	1,445	1,567	1,652	1,933
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,433	1,445	1,567	1,652	1,933
<b>순이익률 (%)</b>	11.5	9.1	7.7	7.8	8.6
<b>지배주주</b>	1,281	1,299	1,480	1,565	1,846
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	10.28	8.2	7.3	7.38	8.2
<b>비지배주주</b>	152	146	87	87	87
<b>총포괄이익</b>	1,680	2,312	1,726	1,811	2,092
<b>지배주주</b>	1,507	2,133	1,719	1,804	2,086
<b>비지배주주</b>	173	178	6	6	6
<b>EBITDA</b>	2,198	2,488	2,714	2,856	3,157

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.5	27.2	27.9	4.6	6.2
영업이익	154	61	7.8	6.3	15.8
세전계속사업이익	13.4	3.3	7.8	6.0	17.0
EBITDA	15.4	13.2	9.1	5.2	10.6
EPS(계속사업)	15.0	1.4	13.9	5.7	18.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.1	12.1	11.9	11.1	11.6
ROA	11.0	8.0	6.4	5.9	6.3
EBITDA/마진	17.6	15.7	13.4	13.5	14.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	362.9	286.8	204.6	233.9	257.5
부채비율	37.7	63.0	85.3	80.7	73.1
순자금/자기자본	-15.2	-9.5	-9.8	-23.4	-31.5
EBITDA/이자비용(배)	54.7	28.0	18.6	17.8	19.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,891	2,931	3,340	3,531	4,166
BPS	21,940	26,554	29,788	33,835	38,517
CFPS	3,666	4,103	4,679	4,887	5,399
주당 현금배당금	200	200	200	200	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	24.5	24.1	16.5	15.6	13.2
PER(최저)	12.2	14.2	9.6	9.1	7.7
PBR(최고)	3.2	2.7	1.9	1.6	1.4
PBR(최저)	1.6	1.6	1.1	1.0	0.8
PCR	14.5	10.3	6.9	6.6	6.0
EV/EBITDA(최고)	13.8	12.9	9.2	8.0	6.6
EV/EBITDA(최저)	6.6	7.8	5.5	4.5	3.4