2017/02/20

TBH글로벌(084870)

유통/패션/화장품

손효주(2122-9178) hjson@hi-ib.com

오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

2017년 이익 개선세는 지속 예상

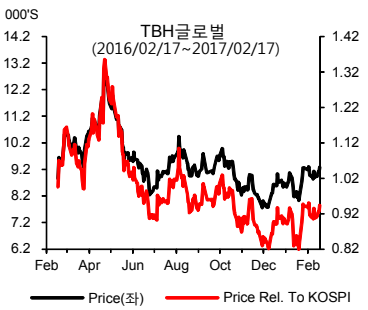
Buy(Maintain)

목표주가(6M)	11,500원
종가(2017/02/17)	9,290원

Stock Indicator

자본금	10십억원
발행주식수	2,086만주
시가총액	194십억원
외국인지분율	4.6%
배당금(2015)	0원
EPS(2016E)	-139원
BPS(2016E)	10,747원
ROE(2016E)	-1.3%
52주 주가	7,770~12,900원
60일평균거래량	116,139주
60일평균거래대금	1.0십억원

Price Trend



■ 4Q16 및 '16년 Review: 전년대비 개선되었으나 기대치는 하회

4Q16 연결기준 매출액 2,390억원(+3.1%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 168억원(+41.1%) 기록하였다. 전년동기대비 개선되었으나, 영업이익 시장 기대치 197억원에는 충족하지 못하는 실적이었다. 1)중국 법인 매출액 1,892억원(+3.0%), 영업이익 170억원(+8.2%) 기록하였다. 위안화 기준 매출액은 9%증가하였으나, 원위안환율 하락으로 원화기준 성장률은 둔화되었다. 분기평균 매장수 증가율이 +6.7%임을 고려 시 점당 효율성은 개선되었다. 그러나 영업이익 개선폭이 미미했던 이유는 재고축소를 위한 이월재고 판매 확대와 재고충당금을 보수적으로 적용시켜 원가율이 +4.8%p 상승하였다. 반면 판관비는 매장축소에 따라 전년동기대비 +0.5% 성장에 그쳤다. 2)국내 법인 매출액 520억원(+3.4%), 영업적자 -4억원(적자축소, 전년동기 적자 -41억원) 기록하였다. 매장수는 -5.9% 축소되었으나, 점평균 매출 증대 +7.7%로 매출 소폭 성장 기록하였고 원가율과 판관비 감소로 영업적자 축소되었다.

2016년 연간 매출액 6,922억원(+9.5%), 영업이익 124억원(흑자전환, 전년 영업적자 -53억원) 기록하였다. 1)중국 법인 매출액 5,700억원(+11.7%), 영업이익 243억원(+4.6%) 기록하였다. 2)국내 법인 매출액 1,589억원(+1.8%), 영업적자 -125억원(적자축소, 전년적자 -291억원) 기록하였다. 이익 개선폭이 기대치에는 못 미쳤으나, 효율성 개선 작업을 통해 전년대비 이익은 개선되었다

■ 2014년 홍콩법인 지분 매각 계약 관련 이슈 사항

동사는 2014년 PEF에게 홍콩법인 지분을 일부 매각하였는데 매각 당시 2018년 3월 홍콩 법인을 상장하지 않을 경우 동사가 해당 지분(약 1500억원 가치)을 사들여야 하는 풋옵션 조항이 있다. (당사 2014/09/22자 보고서 참조). 만약 2018년 풋옵션이 행사될 경우 동사는 다른 투자자를 모색하거나 추가 현금 마련(차입 및 배당 등)하여 직접 주식을 매수해야 한다. 후자로 해결될 경우 차입금이 증가될 수 있어 재무구조에는 부정적이다. 이에 동사는 올해 기업가치 증대시켜 홍콩법인을 상장시키든지, 아니면 기존 매각 가치 이상으로 끌어올리기 위해 노력할 것으로 예상한다.

이익 증대가 절실한 상황

동사의 2017년 영업이익 목표는 국내는 흑자전환, 중국은 440억원이다. 참고로 동사가 2014년 홍콩 지분 매각 시 산정한 홍콩법인 기업가치는 6,000억원으로 동사는 홍콩 법인의 기업가치를 적어도 이 이상으로 끌어올릴 필요성이 있다. 이 가치에 준하기 위해서는 중국 법인의 이익을 적어도 400억원 이상 기록되어야 한다. 반면 기업가치 증대가 기대치에 미달하여 풋옵션이 행사될 경우에는 동사 기업가치에 부정적이다.

이에 동사는 당분간 외형성장보다는 이익 증대에 더욱 힘쓸 것으로 전망한다. 국내의 경우 인력감원과, 부진 브랜드와 매장 철수를 진행하였고, 중국의 경우 2016년 하반기 적자 매장을 120개 철수하였고, 중간관리제 도입을 통해 고정비용 성격의 인건비를 변동화 시켰으며, 불필요한 인력을 감소시켰다. 이익 증대에 대한 회사의 의지가 높은 상황이나, 사실 중국과 한국 모두 현재 의류 시장은 녹록치 않은 상황이다. 이에 당사는 보수적으로 중국 법인 영업이익 380억원, 국내 법인 영업적자 -71억원으로 추정하였다. 이 실적 기준으로 현재 기업가치는 12개월 FWD P/E 11배로 밸류에이션은 부담 없는 수준이다. 만약 회사 목표치에 이익 달성 시 기업가치는 추가적으로 상승할 가능성 있으나, 우선 보수적으로 이익을 추정, 이익 증대에 따른 단기 트레이딩 관점에서 매매 전략이 유효해 보인다.

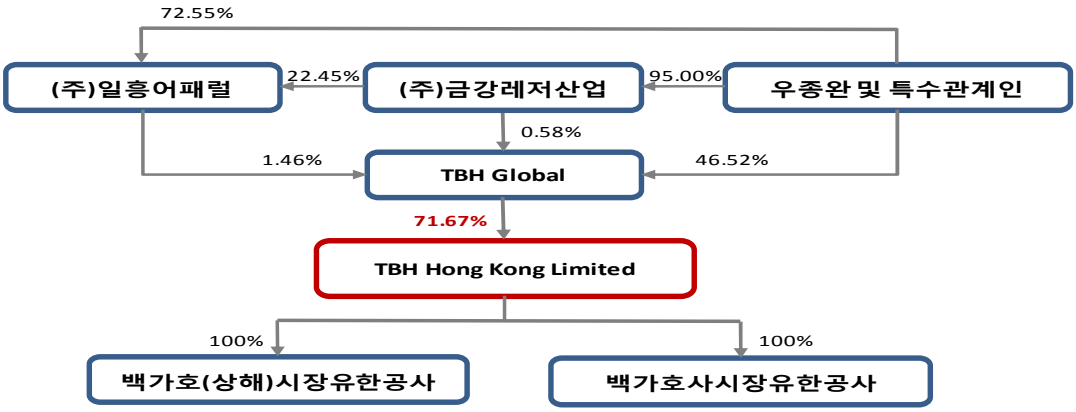
<표 1> TBH 글로벌 4Q16 실적 Review

(단위: 억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16(a)	y-y	q-q	하이추정치(b)	컨센서스	차이(a/b)
매출액	2,234	1,975	1,379	1,275	2,293	2.6	79.9	2,297	2,340	-0.1
영업이익	119	114	-56	-101	168	40.8	흑자전환	199	184	-15.8
세전이익	160	110	-52	-96	179	11.8	흑자전환	198	166	-9.5
순이익(지배주주)	69	55	-44	-66	25	-63.7	흑자전환	140	130	-82.1
영업이익률	5.3	5.8	-4.1	-8.0	7.3			8.7	7.9	
세전이익률	7.2	5.6	-3.8	-7.5	7.8			8.6	7.1	
순이익률	3.1	2.8	-3.2	-5.2	1.1			6.1	5.6	

자료: TBH글로벌, Fnguide, 하이투자증권

<그림 1> TBH 글로벌 지배구조도



자료: TBH글로벌, 하이투자증권

<표 2> TBH 글로벌 실적 추이

▶ 분기별 실적 추이, 국내 본사 기준 (단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016E	2017E
매출액(좌)	358	395	305	503	355	400	314	520	369	413	324	528	1,462	1,285	1,589	1,634
y-y	-21.2	-14.9	-10.4	-9.5	-0.8	1.4	2.9	3.4	-7.8	31.8	-37.8	1.6	-12.4	-12.1	1.8	2.8
영업이익(좌)	-78	-69	-103	-41	-53	-16	-52	-4	-36	-10	-29	4	-152	-290	-125	-71
y-y	834.3	적자확대	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	적자축소	흑자전환	적자전환	적자확대	적자축소	적자축소
margin	-21.7	-17.4	-33.9	-8.1	-15.0	-3.9	-16.4	-0.8	-9.6	-2.3	-9.1	0.7	-10.4	-22.6	-7.9	-4.3

▶ 중국 IFRS 기준, 및 중국 실적 기여도 추이 (단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,365	881	1,019	1,836	1,704	1,070	1,034	1,892	1,770	1,132	1,153	2,122	4,087	5,102	5,700	6,176
growth %	*25.0%*	*24.1%*	*34.3%*	*20.4%*	*24.8%*	*21.5%*	*1.5%*	*3.1%*	*3.9%*	*5.8%*	*11.5%*	*12.2%*	*5.7%*	*24.8%*	*11.7%*	*8.4%*
매출 비중 %	*83.1%*	*74.3%*	*81.0%*	*82.2%*	*86.3%*	*77.6%*	*81.1%*	*82.5%*	*88.7%*	*80.1%*	*83.5%*	*85.4%*	*74.3%*	*80.7%*	*82.3%*	*84.9%*
영업이익	177	-64	-37	157	166	-42	-51	170	178	-9	-15	227	432	233	243	380
growth %	*18.0%*	적자전환	적자확대	*-42.9%*	*-6.2%*	적자축소	적자축소	*8.3%*	*7.2%*	적자축소	적자축소	*33.5%*	*104.8%*	*-46.1%*	*4.4%*	*56.4%*
margin %	*13.0%*	*-7.3%*	*-3.6%*	*8.6%*	*9.7%*	*-3.9%*	*-4.9%*	*9.0%*	*10.1%*	*-0.8%*	*-1.3%*	*10.7%*	*10.6%*	*4.6%*	*4.3%*	*6.2%*
이익 비중 %	*178.4%*	*48.8%*	*26.4%*	*132.3%*	*145.5%*	*74.6%*	*50.3%*	*101.5%*	*125.5%*	*46.0%*	*33.6%*	*99.6%*	*154.3%*	*-438.5%*	*196.0%*	*124.4%*
순이익	133	-42	-14	155	122	-21	-33	158	133	-7	-11	170	367	232	226	285
growth %	*13.7%*	적자전환	적자확대	*-34.0%*	*-8.3%*	적자축소	적자축소	*1.9%*	*9.0%*	적자축소	적자축소	*7.6%*	*-2.3%*	*-36.8%*	*-2.6%*	*26.1%*
margin %	*9.7%*	*-4.8%*	*-1.4%*	*8.4%*	*7.2%*	*-2.0%*	*-3.2%*	*8.4%*	*7.5%*	*-0.6%*	*-1.0%*	*8.0%*	*9.0%*	*4.5%*	*4.0%*	*4.6%*
이익 비중 %	*272.5%*	*36.6%*	*11.5%*	*223.3%*	*223.4%*	*47.9%*	*50.2%*	*631.2%*	*189.9%*	*55.8%*	*32.2%*	*130.8%*	*177.7%*	*-183.6%*	*-757.5%*	*185.9%*

▶ 분기별 실적 추이, 연결 기준 (단위: 억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016E	2017E
매출액(좌)	1,643	1,186	1,258	2,234	1,975	1,379	1,275	2,293	1,995	1,414	1,381	2,485	5,498	6,321	6,922	7,274
y-y	14.2	10.3	22.5	14.1	20.2	16.3	1.3	2.6	44.6	10.9	-39.8	8.4	-1.0	15.0	9.5	5.1
영업이익(좌)	99	-131	-140	119	114	-56	-101	168	142	-20	-45	228	280	-53	124	305
y-y	-29.8	적자전환	적자확대	-42.2	15.1	-57.0	-27.5	41.1	-351.8	-80.7	-126.6	36.0	-46.5	-119.0	-333.5	146.5
margin	6.0	-11.0	-11.1	5.3	5.8	-4.1	-8.0	7.3	7.1	-1.4	-3.2	9.2	5.1	-0.8	1.8	4.2
세전이익	99	-131	-139	160	110	-52	-96	179	142	-18	-48	233	323	-21	142	308
y-y	-27.4	적자전환	적자확대	-41.7	11.6	-60.3	-31.4	19.4	-372.7	-81.5	-126.9	30.0	-39.2	-106.6	-767.0	117.5
margin	6.0	-11.0	-11.1	7.2	5.6	-3.8	-7.5	7.8	7.1	-1.2	-3.5	9.4	5.9	-0.3	2.0	4.2
순이익	49	-115	-122	69	55	-44	-66	25	70	-13	-34	130	206	-126	-30	153
y-y	-45.3	적자전환	적자확대	-62.9	11.9	-61.9	-46.2	-59.4	-260.1	-80.9	-236.3	419.1	-43.7	-161.2	-76.4	-613.8
margin	3.0	-9.7	-9.7	3.1	2.8	-3.2	-5.2	1.1	3.5	-0.9	-2.5	5.2	3.8	-2.0	-0.4	2.1

자료: TBH글로벌, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	401	373	369	407
현금 및 현금성자산	32	32	18	43
단기금융자산	34	34	34	34
매출채권	116	115	117	119
재고자산	197	173	182	193
비유동자산	186	216	252	295
유형자산	126	151	187	230
무형자산	4	4	4	4
자산총계	587	589	621	702
유동부채	157	155	160	186
매입채무	94	92	97	103
단기차입금	49	49	49	49
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	166	166	166	166
사채	-	-	-	-
장기차입금	20	20	20	20
부채총계	323	321	326	352
지배주주지분	224	224	246	288
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	75	75	75	75
이익잉여금	167	167	189	231
기타자본항목	-35	-35	-35	-35
비지배주주지분	40	43	49	62
자본총계	264	267	295	350

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	632	692	727	773
증가율(%)	15.0	9.5	5.1	6.2
매출원가	218	243	260	269
매출총이익	414	449	467	504
판매비와관리비	419	437	437	445
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-5	12	31	59
증가율(%)	-119.0	-333.5	146.5	92.0
영업이익률(%)	-0.8	1.8	4.2	7.6
이자수익	2	2	2	2
이자비용	1	2	2	2
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	1	-	-	-
세전계속사업이익	-2	14	31	59
법인세비용	8	14	9	17
세전계속이익률(%)	-0.3	2.0	4.2	7.6
당기순이익	-10	0	22	42
순이익률(%)	-1.5	0.0	3.0	5.5
지배주주귀속 순이익	-13	-3	15	30
기타포괄이익	3	3	3	3
총포괄이익	-7	3	25	45
지배주주귀속총포괄이익	5	14	18	22

현금흐름표 (단위:십억원)

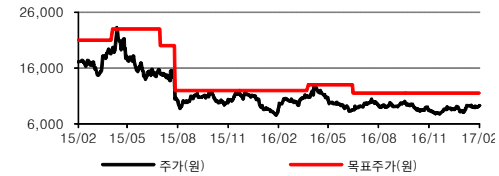
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-20	73	60	88
당기순이익	-10	0	22	42
유형자산감가상각비	39	33	34	36
무형자산상각비	0	0	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-46	-30	-37	-43
유형자산의 처분(취득)	4	4	4	4
무형자산의 처분(취득)	0	0	-1	-1
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	62	3	6	32
단기금융부채의증감	27	-	-	20
장기금융부채의증감	15	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-2	0	-14	25
기초현금및현금성자산	34	32	32	18
기말현금및현금성자산	32	32	18	43

주요투자지표

	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	-606	-139	735	1,445
BPS	10,737	10,747	11,779	13,808
CFPS	1,280	1,445	2,404	3,196
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER			12.6	6.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	8.7	6.4	3.9	2.9
EV/EBITDA	6.9	4.3	3.2	1.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-5.3	-1.3	6.5	11.3
EBITDA 이익률	5.4	6.6	9.0	12.3
부채비율	122.5	120.3	110.6	100.8
순부채비율	0.9	1.0	5.6	-2.5
매출채권회전율(x)	5.5	6.0	6.3	6.5
재고자산회전율(x)	3.6	3.7	4.1	4.1

자료 : TBH 글로벌, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-07-01	Buy	11,500
2016-04-11	Buy	13,000
2015-08-12	Hold	12,000
2015-07-16	Buy	20,000
2015-04-20	Buy	23,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 손효주,오대식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-