# 호전실업(111110.KS)

## 점진적 회복세

**매수(유지)**

현재주가(09/04) 14,850원
목표주가(12M) 20,000원

■ **실적 점진적 회복세**

호전실업의 2018년 매출액과 영업이익은 전년 동기대비 각각 1.9%, 27.1% 증가한 3,348억원, 192억원에 이를 전망임. 상장 이후 지난 해 수익성이 악화되며 부진한 모습이었으나 올해는 회복세를 보일 전망

■ **수익성 개선 위한 전략 구사 중**

동사 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 나이키 스포츠팀복의 물량이 올해 30% 이상 감소할 것으로 예상됨. 대신 노스페이스, 언더아머, 파나틱스 물량이 크게 증가하여 전사 달러 매출은 전년 수준을 유지 가능할 전망임. 또한 이는 저마진 물량이 감소하고 고마진 물량을 의도적으로 늘리는 전략이기도 해, 동사 마진 회복을 견인할 예정임

■ **인력 효율 높이기 위한 꾸준한 노력, 목표가 2만원 유지**

동사 실적은 사업의 특성상 분기별로 계절성이 큰 편인데, 이를 해소하기 위해 비수기에 교복 생산을 시작한 바 있음. 올해는 남반구 지역의 아웃도어 업체를 신규 바이어로 영입하며 내년부터 관련 매출이 발생할 것으로 예상됨. 인건비 효율화를 위해 인도네시아의 기존 공장을 자카르타에서 중부지역으로 이전하는 작업을 진행 중임. 이로 인해 올 3분기에는 일회성 비용이 일부 반영될 것으로 예상되나 그럼에도 불구하고 수익성 회복으로 인해 영업이익은 선방할 것으로 예상됨. 마진회복과 꾸준한 성장을 보이는 동사에 대한 매수 의견과 목표주가 2만원을 유지함

| 결산기(12월) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 317.0 | 328.4 | 334.8 | 382.2 | 439.5 |
| 영업이익(십억원) | 28.0 | 15.1 | 19.2 | 27.0 | 33.2 |
| 세전손익(십억원) | 25.0 | 6.9 | 15.4 | 19.0 | 25.2 |
| 지배순이익(십억원) | 15.9 | 4.5 | 11.7 | 14.1 | 18.7 |
| EPS(원) | 2,455 | 547 | 1,350 | 1,630 | 2,167 |
| 증감률(%) | -43.2 | -77.7 | 146.7 | 20.8 | 32.9 |
| ROE(%) | 21.5 | 4.3 | 9.4 | 10.9 | 13.5 |
| PER(배) | 0.0 | 23.9 | 11.0 | 9.1 | 6.9 |
| PBR(배) | 0.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA(배) | 0.0 | 7.7 | 6.1 | 4.5 | 4.1 |

| Key Data | (기준일: 2018. 09. 04) |
|---|---|
| KOSPI(pt) | 2382.56 |
| KOSDAQ(pt) | 665.89 |
| 액면가(원) | 500 |
| 시가총액(억원) | 1,680 |
| 발행주식수(천주) | 8,000 |
| 평균거래량(3M,주) | 51,233 |
| 평균거래대금(3M, 백만원) | 1,097 |
| 52주 최고/최저 | 25,200 / 19,150 |
| 52주 일간Beta | -0.4 |
| 배당수익률(18F,%) | 0.0 |
| 외국인지분율(%) | 0.1 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 박진호 외 1인 | 40.8 |

Company Performance

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 11.2 | -1.7 | 3.8 | -11.1 |
| KOSPI대비상대수익률 | 9.9 | 4.0 | 7.7 | -10.5 |

Company vs KOSPI composite

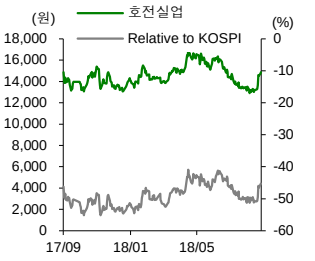

**도표 1. 호전실업 분기별 실적 전망** (단위: 억원)

| 구 분 | 2018 | | | | 2019F | | | | 연간 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q18A | 2Q18A | 3Q18F | 4Q18F | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 2017 | 2018 | 2019 |
| 매출액 | 597 | 681 | 1,196 | 875 | 691 | 784 | 1,350 | 997 | 3,284 | 3,348 | 3,822 |
| 증가율(YoY) | 4.9% | -6.9% | 4.9% | 3.5% | 15.8% | 15.2% | 12.9% | 13.9% | 3.6% | 1.9% | 14.2% |
| 매출총이익 | 79 | 131 | 311 | 157 | 90 | 155 | 358 | 184 | 600 | 678 | 787 |
| 매출총이익률 | 13.2% | 19.2% | 26.0% | 18.0% | 13.0% | 19.7% | 26.5% | 18.5% | 18.3% | 20.2% | 20.6% |
| 영업이익 | -31 | 32 | 173 | 17 | -21 | 53 | 223 | 15 | 151 | 192 | 270 |
| 증가율(YoY) | 적지 | 흑전 | 0.0% | 61.2% | 적지 | 62.8% | 28.5% | -14.5% | -46.1% | 27.1% | 40.6% |
| 영업이익률 | -5.3% | 4.8% | 14.5% | 2.0% | -3.0% | 6.7% | 16.5% | 1.5% | 4.6% | 5.7% | 7.1% |
| 지배순이익 | -32 | 38 | 113 | -2 | -30 | 25 | 149 | -4 | 45 | 117 | 141 |
| 증가율(YoY) | 적지 | 흑전 | -17.5% | 적지 | 적지 | -33.1% | 32.2% | 적지 | -71.7% | 158.8% | 20.8% |

자료 : 호전실업, 신영증권 리서치센터

**도표 2. 호전실업 목표주가 산정내역** (단위:억원)

| 구분 | 19F NOPLAT | Target PER | 금액 |
|---|---|---|---|
| 영업가치 | 205 | 12.0 | 2,454 |
| 순차입금 | | | 600 |
| 적정가치 | | | 1,854 |
| 발행주식수㈜ | | | 8,470,175 |
| **주당적정가치** | | | **21,893** |

자료: 신영증권 리서치센터

## 호전실업(111110.KS) 추정 재무제표

### Income Statement

| 12월 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **317.0** | **328.4** | **334.8** | **382.2** | **439.5** |
| 증가율(%) | 6.8 | 3.6 | 1.9 | 14.2 | 15.0 |
| **매출원가** | **245.0** | **268.4** | **267.0** | **303.5** | **346.8** |
| 원가율(%) | 77.3 | 81.7 | 79.7 | 79.4 | 78.9 |
| **매출총이익** | **72.0** | **60.0** | **67.8** | **78.7** | **92.7** |
| 매출총이익률(%) | 22.7 | 18.3 | 20.3 | 20.6 | 21.1 |
| **판매비와 관리비 등** | **44.0** | **44.9** | **48.6** | **51.7** | **59.4** |
| 판관비율(%) | 13.9 | 13.7 | 14.5 | 13.5 | 13.5 |
| **영업이익** | **28.0** | **15.1** | **19.2** | **27.0** | **33.2** |
| 증가율(%) | 12.0 | -46.1 | 27.2 | 40.6 | 23.0 |
| 영업이익률(%) | 8.8 | 4.6 | 5.7 | 7.1 | 7.6 |
| **EBITDA** | **34.2** | **21.7** | **25.0** | **32.2** | **38.0** |
| EBITDA마진(%) | 10.8 | 6.6 | 7.5 | 8.4 | 8.6 |
| **순금융손익** | **-4.9** | **-4.1** | **-4.5** | **-4.0** | **-4.0** |
| 이자손익 | -4.9 | -4.1 | -3.9 | -4.1 | -4.2 |
| 외화관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **기타영업외손익** | **1.8** | **-4.1** | **0.8** | **-4.0** | **-4.0** |
| **종속및관계기업 관련손익** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **법인세차감전계속사업이익** | **25.0** | **6.9** | **15.4** | **19.0** | **25.2** |
| **계속사업손익법인세비용** | **8.9** | **2.5** | **3.6** | **4.6** | **6.1** |
| **세후중단사업손익** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **당기순이익** | **16.1** | **4.4** | **11.8** | **14.4** | **19.1** |
| 증가율(%) | -37.6 | -72.7 | 168.2 | 22.0 | 32.6 |
| 순이익률(%) | 5.1 | 1.3 | 3.5 | 3.8 | 4.3 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 15.9 | 4.5 | 11.7 | 14.1 | 18.7 |
| 증가율(%) | -38.4 | -71.7 | 160.0 | 20.5 | 32.6 |
| **기타포괄이익** | **1.1** | **-5.8** | **-5.8** | **-5.8** | **-5.8** |
| **총포괄이익** | **17.1** | **-1.4** | **6.1** | **8.6** | **13.3** |

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

### Balance Sheet

| 12월 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **156.3** | **201.3** | **214.6** | **242.2** | **265.0** |
| 현금및현금성자산 | 9.1 | 15.3 | 27.5 | 38.9 | 25.5 |
| 매출채권 및 기타채권 | 37.2 | 46.1 | 44.9 | 52.5 | 62.0 |
| 재고자산 | 69.9 | 85.8 | 79.4 | 76.4 | 87.9 |
| **비유동자산** | **86.4** | **83.9** | **78.1** | **72.9** | **68.1** |
| 유형자산 | 66.5 | 64.5 | 58.9 | 53.9 | 49.4 |
| 무형자산 | 11.2 | 10.1 | 9.9 | 9.7 | 9.4 |
| 투자자산 | 5.1 | 4.6 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| **기타 금융업자산** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **자산총계** | **242.7** | **285.3** | **292.7** | **315.0** | **333.1** |
| **유동부채** | **135.8** | **146.3** | **148.9** | **153.7** | **159.5** |
| 단기차입금 | 112.1 | 120.0 | 120.0 | 120.0 | 120.0 |
| 매입채무및기타채무 | 18.5 | 22.4 | 25.0 | 29.8 | 35.7 |
| 유동성장기부채 | 2.0 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| **비유동부채** | **17.3** | **17.4** | **17.4** | **27.4** | **27.4** |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 10.0 | 10.0 |
| 장기차입금 | 0.0 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| **기타 금융업부채** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** | **0.0** |
| **부채총계** | **153.1** | **163.7** | **166.3** | **181.1** | **187.0** |
| **지배주주지분** | **89.1** | **121.1** | **125.9** | **133.1** | **144.9** |
| 자본금 | 4.1 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 |
| 자본잉여금 | 18.3 | 57.7 | 57.7 | 57.7 | 57.7 |
| 기타포괄이익누계액 | 1.9 | -1.0 | -6.8 | -12.6 | -18.4 |
| 이익잉여금 | 90.5 | 92.4 | 102.9 | 115.9 | 133.5 |
| **비지배주주지분** | **0.5** | **0.4** | **0.6** | **0.9** | **1.3** |
| **자본총계** | **89.6** | **121.5** | **126.4** | **133.9** | **146.1** |
| **총차입금** | **116.2** | **124.5** | **124.5** | **134.5** | **134.5** |
| **순차입금** | **72.1** | **62.8** | **46.0** | **39.5** | **47.3** |

### Cashflow Statement

| 12월 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동으로인한현금흐름** | **13.4** | **-18.0** | **23.8** | **13.5** | **-0.9** |
| **당기순이익** | **16.1** | **4.4** | **11.8** | **14.4** | **19.1** |
| **현금유출이없는비용및수익** | **21.3** | **17.9** | **13.3** | **13.9** | **15.1** |
| 유형자산감가상각비 | 6.1 | 6.3 | 5.6 | 5.0 | 4.5 |
| 무형자산상각비 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **영업활동관련자산부채변동** | **-8.4** | **-29.2** | **6.1** | **-6.2** | **-24.7** |
| 매출채권의감소(증가) | 22.4 | -8.3 | 1.1 | -7.6 | -9.4 |
| 재고자산의감소(증가) | -25.6 | -14.5 | 6.4 | 2.9 | -11.5 |
| 매입채무의증가(감소) | -8.0 | 1.4 | 2.5 | 4.8 | 5.8 |
| **투자활동으로인한현금흐름** | **0.9** | **-25.0** | **-7.8** | **-8.3** | **-8.8** |
| 투자자산의 감소(증가) | 0.2 | 0.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산의 감소 | 3.4 | 3.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| CAPEX | -11.4 | -15.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 7.4 | -11.3 | -4.6 | -5.1 | -5.6 |
| **재무활동으로인한현금흐름** | **-10.2** | **48.6** | **-3.1** | **7.0** | **-3.0** |
| 장기차입금의증가(감소) | 0.0 | 2.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 사채의증가(감소) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 10.0 | 0.0 |
| 자본의 증가(감소) | 0.0 | 40.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **기타현금흐름** | **0.1** | **0.6** | **-0.7** | **-0.7** | **-0.7** |
| **현금의 증가** | **4.3** | **6.3** | **12.1** | **11.5** | **-13.4** |
| 기초현금 | 4.8 | 9.1 | 15.3 | 27.5 | 38.9 |
| 기말현금 | 9.1 | 15.3 | 27.5 | 38.9 | 25.5 |

### Valuation Indicator

| 12월 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per Share (원)** | | | | | |
| EPS | 2,455 | 547 | 1,350 | 1,630 | 2,167 |
| BPS | 12,961 | 14,825 | 15,375 | 16,206 | 17,573 |
| DPS | 0 | 150 | 150 | 150 | 150 |
| **Multiples (배)** | | | | | |
| PER | 0.0 | 23.9 | 11.0 | 9.1 | 6.9 |
| PBR | 0.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 0.0 | 7.7 | 6.1 | 4.5 | 4.1 |

### Financial Ratio

| 12월 결산(십억원) | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성(%)** | | | | | |
| EPS(지배순이익) 증가율 | -43.2% | -77.7% | 146.7% | 20.8% | 32.9% |
| EBITDA(발표기준) 증가율 | 34.6% | -36.5% | 15.2% | 28.8% | 18.0% |
| **수익성(%)** | | | | | |
| ROE(순이익 기준) | 21.6% | 4.2% | 9.6% | 11.1% | 13.7% |
| ROE(지배순이익 기준) | 21.5% | 4.3% | 9.4% | 10.9% | 13.5% |
| ROIC | 10.9% | 4.4% | 8.0% | 11.4% | 13.3% |
| WACC | 3.0% | 3.8% | 4.1% | 4.0% | 4.0% |
| **안전성(%)** | | | | | |
| 부채비율 | 170.8% | 134.8% | 131.5% | 135.2% | 127.9% |
| 순차입금비율 | 80.5% | 51.7% | 36.4% | 29.5% | 32.4% |
| 이자보상배율 | 5.2 | 3.1 | 3.9 | 5.1 | 6.3 |