

# 호전실업 (111110)

스포츠웨어 및 아웃웨어 OEM 의류 기업

2018년 10월 10일

스몰캡 Analyst 성현동

02-6114-2912 hdsung@kbfg.com

연구원 이동현

02-6114-2920 donghyunlee@kbfg.com

## 기업 개요:

스포츠웨어 및 아웃웨어 OEM 기업

호전실업은 스포츠웨어 및 특수기능성 아웃웨어를 OEM (Original Equipment Manufacturing, 주문자위탁생산) 방식으로 생산 판매하는 기업이다. 호전실업은 우븐 (Woven) 의류에 강점을 가지고 있다. 인도네시아에 5곳, 베트남에 1곳을 생산거점으로 확보하고 있다.

## 체크 포인트:

- 1) 오더믹스 개선
- 2) 생산 거점 확장 이전에 따른 Capa 증가 및 인건비 절감
- 3) 계절성 완화

체크 포인트는 크게 3가지로 요약된다. 1) 수익성이 낮은 나이키 (Nike)향 오더가 감소하고, 상대적으로 고마진의 노스페이스 (The North Face) 및 언더아머 (Under Armour)향 매출액이 증가하면서 수익성 개선이 나타나고 있다. 2) 인건비 절감 및 Capa 확대를 위하여 인도네시아 자카르타에서 중부 자바 지역으로 생산 거점 이전을 진행 중이다. 자카르타 지역의 최저임금이 365만 루피아 수준인데 비하여 중부 자바지역은 최저임금이 148만 루피아로 저렴하여 인건비 절감효과가 기대된다. 3) 계절성 완화를 위하여 교복사업 및 계절이 반대인 남반구 지역 오더 확보를 진행하고 있다. 아웃도어 의류 OEM 특성상 3분기가 최성수기이며, 1분기와 4분기가 비수기이다. 하반기 입찰, 신학기 시즌 공급이 가능한 국내 교복 사업과 남반구 지역 오더 확보를 통하여 계절성 완화를 추진하고 있다.

## 2Q18 영업이익 33억원으로 흑자전환

호전실업의 2Q18 실적은 매출액 681억원 (-6.9% YoY), 영업이익 33억원 (흑자전환 YoY)를 기록하였다. 달러 기준 매출은 전년도와 유사하였으나, 상반기 환율 하락 영향으로 매출액이 감소하였다. 그러나 고마진 바이어 중심으로 오더 믹스 개선이 나타나고, 해외 생산법인의 수율 안정화에 따른 손익 개선으로 영업이익은 턴어라운드하였다.

## 리스크 점검:

선진국 경기 둔화와 환율은 잠재적 리스크

선진국 경기 변동과 환율 변동은 잠재적 리스크 요인이다. 현재 선진국 경기가 양호한 편이고, 매출과 연동되는 원/달러 환율과 비용과 연동되는 루피아/달러 환율 모두 우호적인 상황이다. 그러나 향후 방향성의 변동 시에 매출액과 손익에 부정적으로 작용할 수 있다.

## Not Rated

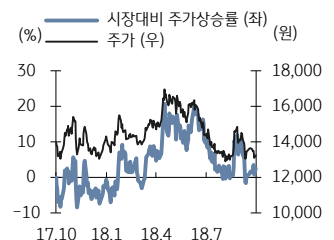
목표주가 (원)	NA
Upside / Downside (%)	NA
현재가 (10/8, 원)	13,250
Consensus Target Price (원)	20,000
시가총액 (억원)	1,060

Trading Data	
Free float (%)	41.8
거래대금 (3M, 십억원)	0.3
외국인 지분율 (%)	0.6
주요주주 지분율 (%)	박진호 외 1인 45.9
	국민연금 10.8

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	-8.0	-12.3	-5.0
시장대비 상대수익률	-4.9	-7.2	-5.4	0.9

## Forecast earnings & valuation

결산기말	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 (십억원)	254	297	317	328
영업이익 (십억원)	17	25	28	15
지배주주순이익 (십억원)	14	26	16	5
EPS (원)	23,071	43,235	24,546	5,477
증감률 (%)	52.8	87.4	-43.2	-77.7
PER (X)	0.0	0.0	0.0	2.4
EV/EBITDA (X)	1.2	3.2	2.1	7.8
PBR (X)	0.0	0.0	0.0	0.1
ROE (%)	25.6	43.3	21.5	4.3
배당수익률 (%)	NA	NA	NA	1.2



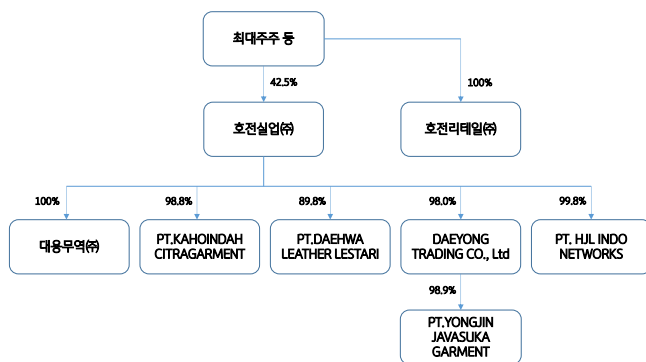
자료: 호전실업

## I. 기업개요

스포츠웨어 및 아웃웨어  
의류를 OEM 생산

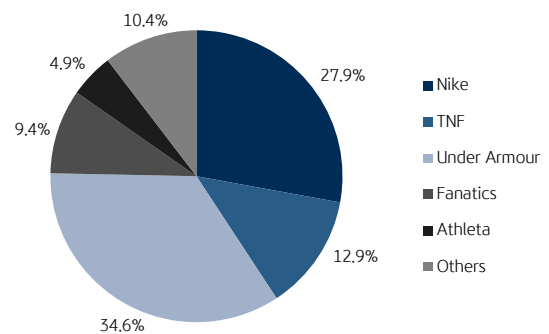
호전실업은 스포츠웨어 및 특수기능성 아웃웨어를 OEM (Original Equipment Manufacturing, 주문자위탁생산) 방식으로 생산 판매하는 기업이다. 일반적으로 의류는 원단의 종류에 따라 우븐 (Woven), 니트 (Knit), 가죽 (Leather), 모피 (Fur) 등으로 구분되는데, 호전실업은 우븐 의류에 강점을 가지고 있다. 인도네시아에 5곳, 베트남에 1곳을 생산거점으로 확보하고 있다.

그림 1. 호전실업의 지배구조



자료: 호전실업, KB증권 정리

그림 2. 바이어별 매출 구성 (2Q18)



자료: 호전실업, KB증권 정리

최대주주 및 특수관계인이 42.5% 보유

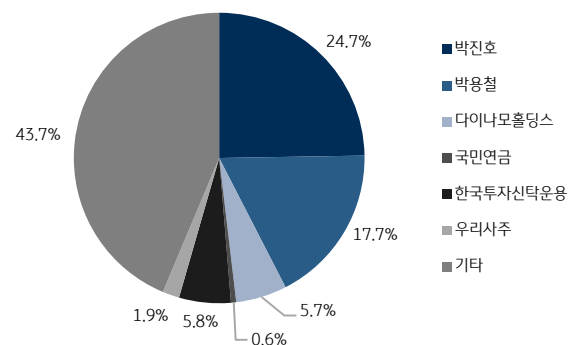
주요 주주는 최대주주 박진호 (24.7%) 및 특수관계인 박용철 (17.7%)이다. 이외에도 재무적 투자자인 다이나모홀딩스(유)가 11.2%를 보유하고 있다. 주요 기관 투자자로는 국민연금공단 (9.9%)와 한국투자신탁운용 (6.3%)이 있다.

### 그림 3. 바이어 포트폴리오



자료: 호전실업

그림 4. 주주구성 (2Q18 기준)



자료: 호전실업, KB증권 정리

## II. Business model

**의류 OEM 산업의 성격:**  
노동집약적 산업으로 낮은 인건비가 중요

의류 OEM 제조산업의 경우 노동집약적 산업특성상 낮은 인건비가 원가경쟁력을 확보하는데 있어 중요한 요소이다. 이에 따라 의류 OEM 업체는 상대적으로 인건비가 저렴한 개발도상국으로 생산거점을 이전함으로써 원가경쟁력 확보를 모색하고 있다.

**Business Model:**  
OEM 수탁업체는 저렴한 인건비와 생산능력에 대한 투자에 집중

호전실업은 소프트웨어 및 특수기능성 아웃웨어 분야에서 나이키, 언더아머, 노스페이스 등의 글로벌 브랜드에 OEM 방식으로 의류를 공급하고 있다. OEM 방식은 유통업체가 제조업체에게 자사 제품의 제조를 위탁한 후 주문자의 브랜드로 판매하는 방식을 의미한다. 이를 통해 수탁업체는 저렴한 인건비와 생산능력에 대한 투자에 집중하면서 생산에 전념하고, 위탁업체는 생산시설에 대한 투자 및 재고관리 비용을 절감하면서 브랜드 관리, 마케팅 및 유통에 집중한다.

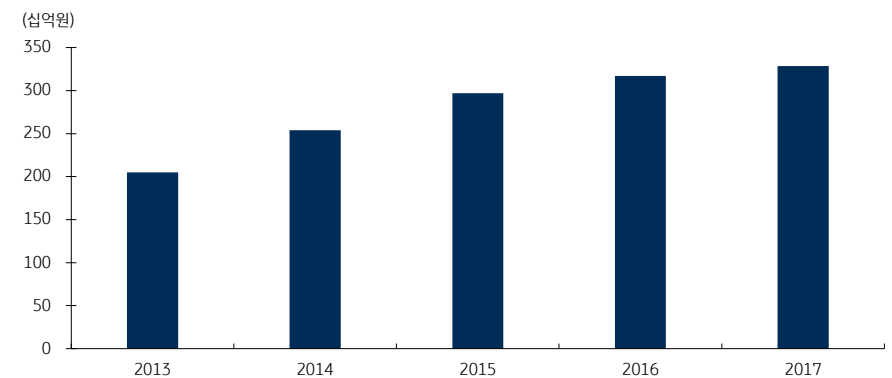
**고객 요구에 부합하는 생산량, 품질, 납기와 저렴한 인건비로 숙달된 인력 확보가 중요**

호전실업과 같은 OEM 업체의 경우 영업적인 측면에서는 주문자의 요구에 부합하는 생산량, 품질, 납기를 충족하는 것이 매우 중요하다. 최근에는 복지, 인권, 안전, 환경 등에 대한 바이어들의 요구가 증가하고 있어 이에 부합하는 컴플라이언스 충족 여부의 중요도 또한 증가하고 있다. 비용 측면에서는 인건비 수준을 낮게 유지하면서도 고객이 요구하는 수준의 품질에 부합하는 제품을 생산할 수 있는 숙련된 인력의 확보 혹은 육성이 필요하다.

- 호전실업은 Nike, The North Face, Under Armour 등을 고객으로 보유

- 주요 고객사의 주문 증가 등으로 매출액은 꾸준히 성장하고 있음

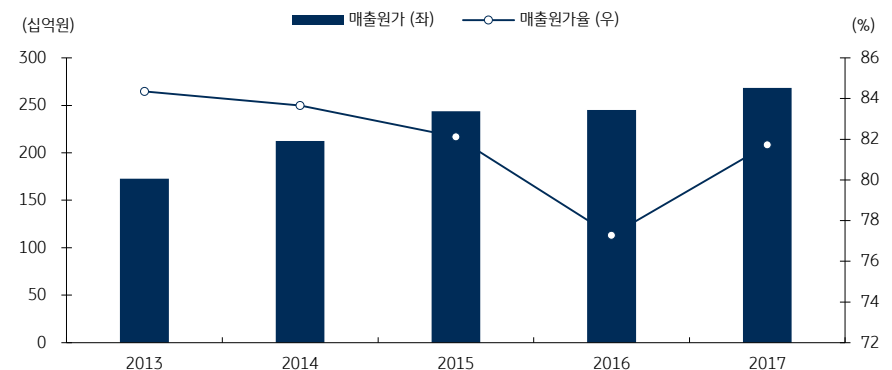
그림 5. 매출액 추이



자료: 호전실업, KB증권 정리

- 매출원가가 이례적으로 낮았던 2016년을 제외하면 매출원가율은 82~84% 수준

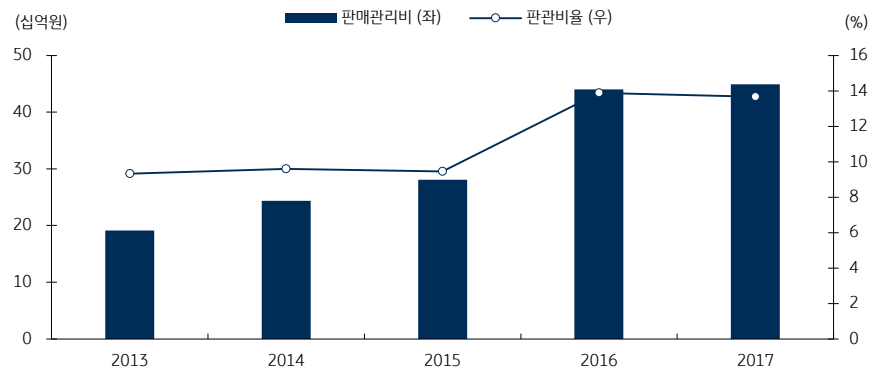
그림 6. 매출원가 및 매출원가율 추이 추이



자료: 호전실업, KB증권 정리

- 상장 준비 등에 따른 인원증가로 판매관리비는  
2016년부터 증가

그림 7. 판매관리비 및 판관비율 추이



자료: 호전실업, KB증권 정리

- 상장 이후 영업적자를 기록하면서 유사 기업인  
한세실업, 영원무역 및 의류 지수 대비 주가 부진하였음

그림 8. 호전실업 상장 이후 주가 추이



자료: QuantiWise, KB증권 정리

### III. 업데이트 및 체크 포인트

#### 체크 포인트

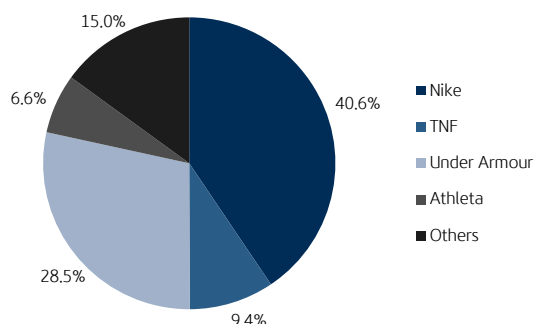
호전실업의 향후 체크 포인트는 다음과 같다.

#### 1) 오더 믹스의 변화

##### 수익성 높은 TNF와 언더아머 비중 증가

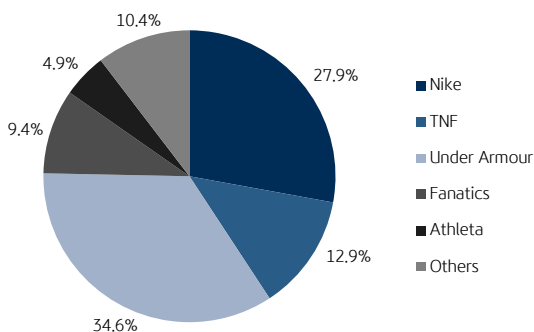
오더 믹스의 변화가 나타나고 있다. 수익성이 낮은 Nike향 매출 비중이 감소하였다. 그러나 Nike 매출 감소분이 수익성이 높은 The North Face와 Under Armour향 매출액 증가로 상쇄되면서 전반적인 수익성 개선이 나타나고 있는 상황이다. 오더 믹스 개선과 더불어 2017년부터 신규로 매출이 시작된 파나틱스 (Fanatics)향 물량이 고성장세를 보이고 있다.

그림 9. 바이어별 매출 비중 (2Q17)



자료: 호전실업, KB증권 정리

그림 10. 바이어별 매출 비중 (2Q18)



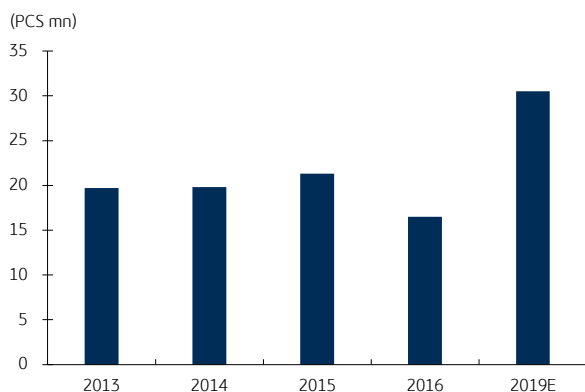
자료: 호전실업, KB증권 정리

#### 2) 생산거점 확장 이전에 따른

##### Capa 증가와 인건비 절감

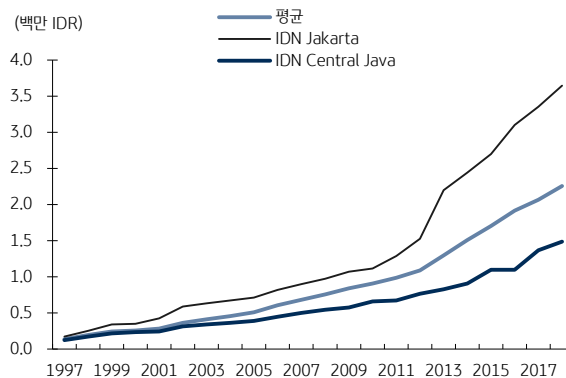
인건비 절감 및 Capa 확대를 위한 생산 거점 이전이 진행되고 있다. 인도네시아 자카르타 Bekasi 지역에 위치한 PT. Kahoindah 2공장을 중부 자바 Gurut 지역으로 이전하는 작업이 진행 중이다. 2015년 연간 21.3백만 pcs 수준이었던 생산능력을 2019년 30.5백만 pcs수준으로 증가시킬 계획이다. 또한 자카르타 지역의 최저임금이 365만 루피아 수준인데 반해, 중부자바 지역의 최저임금은 148만 루피아에 불과하여 인건비 절감효과가 기대된다.

그림 11. 생산 Capa 추이



자료: 호전실업, KB증권 정리

그림 12. 인도네시아 지역별 최저임금 추이



자료: 호전실업, KB증권 정리

## 3) 계절성 완화

## 교복 사업, 남반구 지역 오더 확보

계절성 완화를 위한 교복사업과 남반구 지역 오더 수주를 추진하고 있다. 아웃도어 위주의 의류 OEM 사업 특성상 3분기가 최성수기이며, 1분기와 4분기는 비수기의 특성을 가진다. 비수기 가동률을 높이기 위하여 하반기 입찰, 1분기 신학기 시즌 공급이 가능한 국내 교복 사업과 우리나라와 계절이 반대인 남반구 지역 (호주, 뉴질랜드 등)의 아웃도어 의류업체와의 거래를 추진하고 있다.

## 2Q18 영업이익 33억원으로 흑자전환

호전실업의 2Q18 실적은 매출액 681억원 (-6.9% YoY), 영업이익 33억원 (흑자전환 YoY)를 기록하였다. 달러 기준 매출은 전년도와 유사하였으나, 상반기 환율 하락 영향으로 매출액이 감소하였다. 그러나 고마진 바이어 중심으로 오더 믹스 개선이 나타나고, 해외 생산법인의 수출 안정화에 따른 손익 개선으로 영업이익은 턴어라운드하였다.

표 1. 실적 추이

(십억원, %)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	NA	NA	70.2	56.9	73.1	114.0	84.5	59.7	68.1	296.9	317.0	328.5
(YoY %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	20.3	4.9	-6.9	17.0	6.8	3.6
<b>매출총이익</b>	NA	NA	10.9	7.1	10.1	28.3	14.6	7.9	13.1	53.1	72.0	60.0
(YoY %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	33.2	10.4	29.7	27.9	35.7	-16.7
매출총이익률	NA	NA	15.5	12.5	13.8	24.8	17.2	13.2	19.2	17.9	22.7	18.3
<b>영업이익</b>	NA	NA	-1.6	-2.7	-0.6	17.3	1.1	-3.1	3.3	25.0	28.0	15.1
(YoY %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	흑전	적지	흑전	45.8	12.1	-46.1
영업이익률	NA	NA	-2.2	-4.8	-0.8	15.2	1.3	-5.3	4.8	8.4	8.8	4.6
<b>순이익</b>	NA	NA	3.0	-4.6	-2.5	14.1	-2.6	-3.3	3.7	25.8	16.1	4.4
(YoY %)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	-186.5	적지	흑전	87.6	-37.7	-72.5
순이익률	NA	NA	4.3	-8.0	-3.4	12.4	-3.1	-5.6	5.5	8.7	5.1	1.3

자료: 호전실업, KB증권 정리

## IV. 리스크

### 리스크 요인 점검

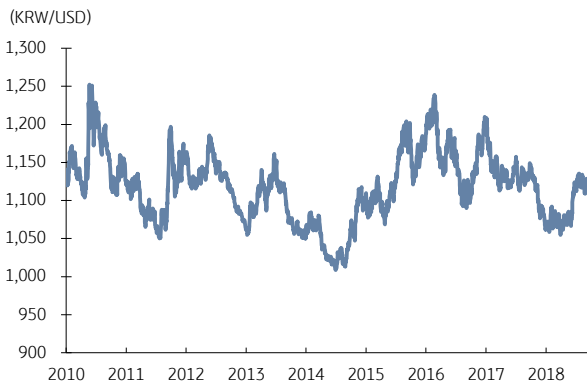
#### 1) 미국 유럽 등 선진국 경기 둔화 시 매출 감소 가능성

잠재적인 리스크 요인은 경기 변동과 환율이다. 의류 산업은 대체로 경기변동에 민감하다. 스포츠웨어 및 특수기능성 아웃웨어는 GDP 규모가 큰 선진국 시장 중심으로 매출이 이루어진다. 호전실업 역시 수출 비중이 높고, 미국과 유럽 경제의 변화에 영향을 많이 받는다. 다만, 시장을 과점하고 있는 상위 스포츠웨어 브랜드 위주로 판매가 이루어지고 있어 타 의류업체 대비 경기 변동에 대한 노출도는 낮을 것으로 판단된다.

#### 2) 원/달러, 달러/루피아화 환율 변동

환율변동에 대한 노출에도 주의할 필요가 있다. 매출 및 원단 등의 원부자재 매입은 주로 달러로 이루어지고, 생산거점에서의 인건비 지급은 현지통화인 인도네시아 루피아화로 이루어진다. 호전실업의 경우 원/달러, 루피아/달러에 대해 별도의 헤지를 하고 있지 않기 때문에 환율의 방향성이 중요하다. 현재는 원/달러 및 루피아/달러의 흐름이 호전실업에 유리하게 작용하는 구간이나, 방향성이 바뀔 경우 매출액과 손익에 부정적 영향으로 작용할 수 있다.

그림 13. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, KB증권 정리

그림 14. 루피아/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, KB증권 정리

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2013A (GAAP-)	2014A (GAAP-)	2015A (IFRS-)	2016A (IFRS-)	2017A (IFRS-)
매출액	205	254	297	317	328
매출원가	173	212	244	245	268
매출총이익	32	41	53	72	60
판매비와관리비	19	24	28	44	45
영업이익	13	17	25	28	15
EBITDA	13	17	25	34	22
영업외손익	-3	1	9	-3	-8
이자수익	0	1	1	1	1
이자비용	2	3	5	5	5
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	4	14	2	-4
세전이익	10	18	34	25	7
법인세비용	2	4	9	9	2
당기순이익	8	14	26	16	4
지배주주순이익	8	14	26	16	5
수정순이익	8	14	26	16	5

성장성 및 수익성 비율 (%)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 성장률	NA	23.9	17.0	6.8	3.6
영업이익 성장률	NA	32.4	45.9	12.0	-46.1
EBITDA 성장률	NA	31.9	46.4	34.9	-36.7
지배기업순이익 성장률	NA	76.3	87.6	-38.4	-71.7
매출총이익률	15.6	16.3	17.9	22.7	18.3
영업이익률	6.3	6.8	8.4	8.8	4.6
EBITDA이익률	6.4	6.8	8.5	10.8	6.6
세전이익률	4.9	7.1	11.6	7.9	2.1
당기순이익률	3.8	5.4	8.7	5.1	1.4

현금흐름표 (십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	1	-3	15	13	-18
당기순이익	8	14	26	16	4
유형자산상각비	0	0	0	6	7
기타비현금손익 조정	2	3	17	15	11
운전자본증감	-8	-20	-16	-8	-29
매출채권감소 (증가)	-13	-29	1	22	-8
재고자산감소 (증가)	-1	1	-7	-26	-15
매입채무증가 (감소)	1	1	3	-8	1
기타영업현금흐름	0	0	-12	-16	-11
투자활동 현금흐름	2	-15	-20	1	-25
유형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-8	-12
무형자산투자감소 (증가)	0	0	-1	-1	0
투자자산감소 (증가)	-1	-2	-1	1	0
기타투자현금흐름	0	-7	-14	0	0
재무활동 현금흐름	17	6	1	-10	49
금융부채 증감	11	6	-3	-10	15
자본의 증감	6	0	4	0	33
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	1
현금의 증가(감소)	20	-13	-4	4	6
기말현금	21	9	5	9	15
잉여현금흐름 (FCF)	1	-3	14	5	-30
순현금흐름	-10	-11	-61	10	9
순현금 (순차입금)	-10	-21	-82	-72	-63

자료: 호전실업, KB증권 추정

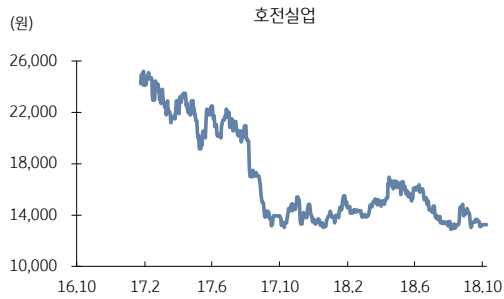
재무상태표 (십억원) (적용기준)	2013A (GAAP-)	2014A (GAAP-)	2015A (IFRS-)	2016A (IFRS-)	2017A (IFRS-)
자산총계	105	140	228	243	285
유동자산	96	126	150	156	201
현금 및 현금성자산	21	9	5	9	15
단기금융자산	22	36	42	35	46
매출채권	25	43	44	32	40
재고자산	2	1	45	70	86
기타유동자산	26	38	14	10	14
비유동자산	9	14	78	86	84
투자자산	2	5	7	6	6
유형자산	5	5	59	67	64
무형자산	0	0	10	11	10
기타비유동자산	2	2	0	0	0
부채총계	59	79	169	153	164
유동부채	46	73	155	136	146
매입채무	1	0	8	7	8
단기금융부채	41	59	127	114	122
기타유동부채	5	13	20	15	16
비유동부채	12	7	15	17	17
장기금융부채	12	6	2	2	2
기타비유동부채	0	0	0	0	0
자본총계	47	61	59	90	122
자본금	2	2	3	4	5
자본잉여금	6	6	6	18	58
기타자본항목	0	0	-26	-26	-33
기타포괄손익누계액	0	0	0	2	-1
이익잉여금	39	53	75	91	92
지배자본 계	47	61	59	89	121
비지배자본	0	0	0	1	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
Multiples					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
PSR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.8	1.2	3.2	2.1	7.8
EV/EBIT	0.8	1.2	3.3	2.6	11.1
배당수익률	NA	NA	NA	NA	1.2
EPS	15,098	23,071	43,235	24,546	5,477
BPS	78,479	101,550	94,773	129,613	140,165
SPS (주당매출액)	396,009	425,286	497,012	488,804	398,848
DPS (주당배당금)	0	0	0	0	150
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	27.3
수익성지표					
ROE	33.4	25.6	43.3	21.5	4.3
ROA	19.3	13.8	17.0	9.1	3.5
ROIC	39.2	16.8	17.6	11.7	6.1
안정성지표					
부채비율	125.2	130.4	286.4	170.8	134.8
순차입비율	21.1	34.0	138.7	80.4	51.7
유동비율	2.1	1.7	1.0	1.2	1.4
이자보상배율 (배)	5.5	5.5	4.7	6.4	4.5
활동성지표					
총자산회전율	3.9	2.1	1.6	1.4	1.2
매출채권회전율	16.1	7.5	6.9	8.3	9.1
재고자산회전율	214.5	196.0	13.1	5.5	4.2



## 투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

## 호전실업 (111110)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-10-10	Not Rated			

## 투자등급 비율 (2018. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
75.2	24.8	-

## 투자의견 분류 및 기준

## 종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

## 산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.