

KOSPI | 내구소비재와의류

호전실업 (111110)

제품은 작품인데, 주가는 사은품 수준

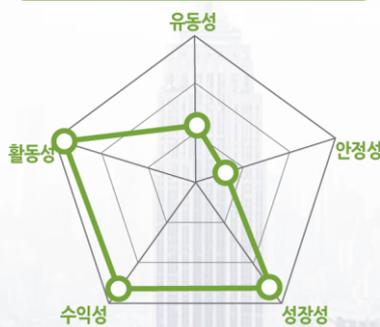
체크포인트

- 동사의 제품 품질은 롤루레몬, 노스페이스, 언더아머 등 유수의 바이어 납품 커리어를 통해 이미 검증되었다고 봐도 무방함. 그러나 주가는 2017년 상장 이후 계속 고전 중인데, 고질적인 리스크를 감안하더라도 현재 주가는 저평가 구간이라고 판단됨
- 투자포인트는 1) 2022년 수주가 본격화된 롤루레몬이 2023~2024년 매출 성장을 견인하고, 2) 인건비가 저렴한 인도네시아 HOGA 2공장 증설로 생산비가 절감될 것으로 예상되며, 3) 성비수기 격차 축소로 안정적인 실적의 기틀을 마련한 점
- 2023년 매출액 4,355억원(-9%YoY), 영업이익 321억원(-21%YoY), 2024년 매출액 4,871억원(+12%YoY), 영업이익 390억원(+21%YoY) 전망. 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 4.3배, 3.0배. 역사적 밸류에이션뿐 아니라, 상대 밸류에이션으로도 저평가
- 리스크 요인은 1) 경기불황에 의한 주문 감소, 2) 잠재적 오버행 요소인 미상환전환사채 315억원 보유하는 점

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

호전실업 (111110)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSPI
내구소비재와의류

고기능성 의류 및 애슬레저 4개 고객사 비중 76%

동사는 고기능성 액티브웨어, 스포츠 및 애슬레저 의류 OEM 회사. 주요 고객사는 더노스페이스, 언더아머, 룰루레몬, 애슬레타이고, 주력 생산기지는 인도네시아임

투자포인트 1) 룰루레몬이 매출 성장을 견인

2022년부터 의류 납품이 본격화된 룰루레몬향 달러매출액은 2023년, 2024년 각각 전년대비 90%, 50% 이상 증가할 것으로 전망됨. 의류OEM 내 매출 비중 역시 2022년 7%에서 2023년 15%, 2024년 20%로 확대될 것으로 예상됨

투자포인트 2) 인건비가 저렴한 인도네시아 HOGA 2공장 증설

동사는 인도네시아 내 인건비가 저렴한 지역에서 증설을 진행하면서, 고객의 캠퍼확장 니즈에 대응하고 생산비를 절감할 것으로 예측됨. 동사는 인도네시아 세 지역에 공장을 보유 중. 그 중 인건비가 가장 저렴한 HOGA 1공장 옆에 2공장 증설 중. 2023년 상반기 완공되어 향후 오토 상황에 따라 탄력적으로 가동할 예정

투자포인트 3) 성비수기 격차 축소로 분기별 안정적 실적 시현 중

호전실업은 4Q21부터 비수기인 4분기와 1분기에 흑자를 기록하면서, 성비수기 실적 차이를 축소시켜 안정적인 실적의 기틀을 마련함. 이익 체질 개선의 근본적인 배경은 1) 룰루레몬에 주력으로 납품되는 아이템(아우터, 남성용 운동복)이 계절성이 적고, 2) 2017년 진출한 국내 교복사업 역시 비수기 시즌 공백 축소에 기여하고 있기 때문임

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	2,925	3,449	4,800	4,355	4,871
YoY(%)	-5.6	17.9	39.2	-9.3	11.9
영업이익(억원)	15	206	406	321	390
OP 마진(%)	0.5	6.0	8.5	7.4	8.0
지배주주순이익(억원)	-173	118	270	186	262
EPS(원)	-2,020	1,336	2,790	2,040	2,874
YoY(%)	적전	흑전	108.8	-26.9	40.9
PER(배)	N/A	7.6	2.9	4.3	3.0
PSR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBIDA(배)	20.3	6.5	3.3	3.2	2.3
PBR(배)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	-15.0	10.4	21.2	13.1	16.2
배당수익률(%)	2.2	2.5	3.7	3.4	3.4

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (6/29)	8,720원
52주 최고가	9,340원
52주 최저가	6,630원
KOSPI (6/29)	2,550.02p
자본금	59억원
시가총액	850억원
액면가	500원
발행주식수	9백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	5억원
외국인지분율	2.34%
주요주주	박진호 외 1인 41.89%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	7.5	4.1
상대주가	10.8	-5.7	-3.0

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

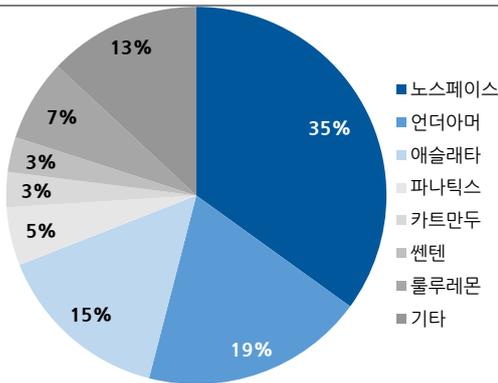
기업개요

1 사업부문 및 연혁

호전실업은
고기능성 액티브웨어,
스포츠 및 애슬레저 의류
OEM 사업을 영위

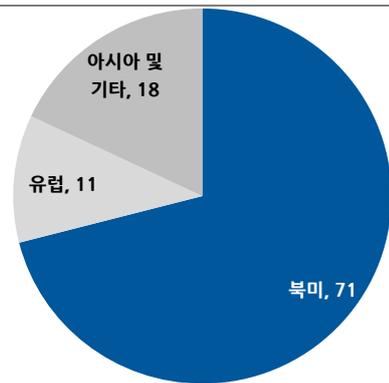
동사는 고기능성 액티브웨어, 스포츠 및 애슬레저 의류 분야에서 글로벌 브랜드에 대한 주문자상표부착생산(OEM)방식으로 의류를 공급하고 있다. OEM(Original Equipment Manufacturing)이란 주문자위탁생산 또는 주문자상표부착생산을 지칭하는 약어로, 유통업체가 제조업체에게 자사 상품의 제조를 위탁한 후 주문자의 브랜드로 판매하는 방식을 의미한다. 주요 고객사는 더노스페이스(The North Face), 언더아머(Under Armour), 룰루레몬(Lululemon), 애슬레타(Athleta), 파나틱스(Fanatics)이다. 인도네시아가 주력 생산기지로 전체 매출의 85% 이상을 생산 중이다. 2022년 기준 수출과 내수는 각각 97%, 3%이고, 수출 지역별 매출 비중은 북미(71%), 유럽(11%), 아시아 및 기타 지역(18%)이다.

주요 고객사별 비중(2022년 기준)



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

의류 수출 지역별 비중(2022년 기준)



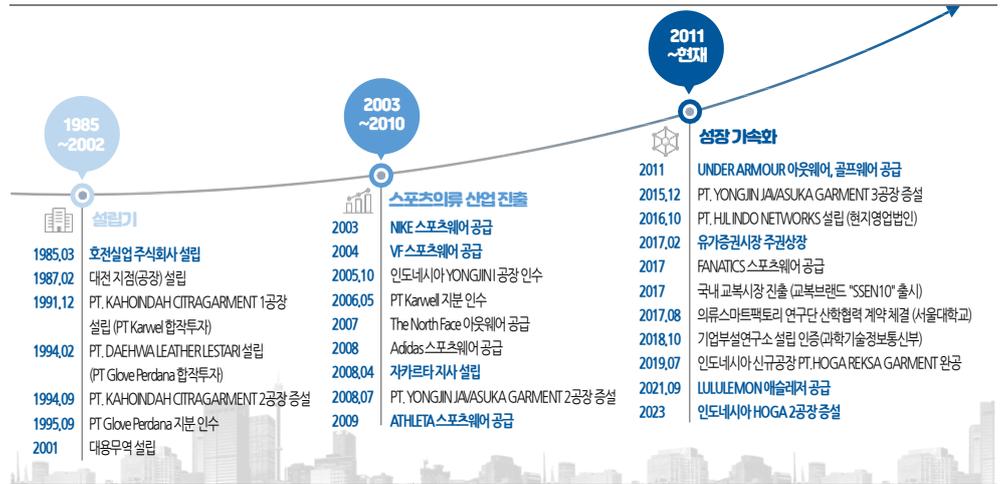
자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

호전실업 사업영역 및 주요 고객사 소개

Fables	특징	호전실업의 강점	주요 바이어
고기능성 액티브웨어	<ul style="list-style-type: none"> 방한/방풍/방습 등 고기능성 의류 복잡하고 고속연도를 요하는 생산기술 등반, 헌팅, 낚시, 요트 등 전문 레저 분야별 시장 존재 	<ul style="list-style-type: none"> 최대 300 공정 이상 고도화된 생산공정 커버 가능 고기능성 의류 생산 공정에 부합하는 전문 설비 및 engineering 인력 보유 	
스포츠 의류	<ul style="list-style-type: none"> 연평균 6~7% 수준의 높은 성장성 활동성에 맞는 디자인과 기능성 요구 골프, 런닝, 스키 등 스포츠 분야별 시장 존재 	<ul style="list-style-type: none"> Woven 중심 고기능성 의류 생산 노하우 장기간 축적 전문 설비 및 engineering 인력 보유 	
애슬레저	<ul style="list-style-type: none"> 스포츠의류 중 가장 높은 성장성 COVID-19 관련 판매량 확대 요가, 홈트레이닝, 일상복 등 생활 밀착형 애슬레저 시장 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 세계적인 브랜드에 애슬레저 공급을 통한 생산 노하우 축적 다양한 복종에 대한 넓은 생산범위 	

자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

호전실업의 연혁



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

연혁

1985년에 설립된 호전실업은 인도네시아를 중심으로 해외 생산기지를 구축했다. 1991년 인도네시아 KAHO 1공장을 시작으로 1993년 DAEHWA 공장을 설립, 이듬해 KAHO 2공장을 증설했다. 2001년에 섬유제품 등의 무역업을 영위하는 대용무역을 한국에 신설했다.

2003년부터는 본격적으로 글로벌 스포츠웨어 브랜드에 납품하기 시작했다. 2003년 나이키(NIKE), 2007년 더노스페이스(The North Face), 2008년 아디다스(ADIDAS), 2009년 애슬레타(Athleta)에 의류를 공급했다. 2011년에는 현재 두번째로 큰 매출을 발생시키고 있는 언더아머(Under Armour)에 스포츠의류를 공급하기 시작했다. 스포츠웨어 고객사 확대와 더불어 인도네시아 증설도 이어갔다. 2005년 인도네시아 YONGJIN I 공장을 인수한 뒤, 2008년 YONGJIN II 공장을 증설했다. 7년 뒤인 2015년 인도네시아 YONGJIN III 공장도 증설했다.

동사는 2017년 2월 유가증권 시장에 상장했다. 같은 해 미국의 4대 프로리그로부터 라이선스를 확보한 파나틱스(Fanatics)에 신규로 스포츠의류를 공급했다. 2017년 국내 교복시장에 진출하면서 교복브랜드 'SSEN10' 출시했고, 서울대학교와 산학협력 계약을 체결해 의류스마트팩토리 연구단을 설립했다.

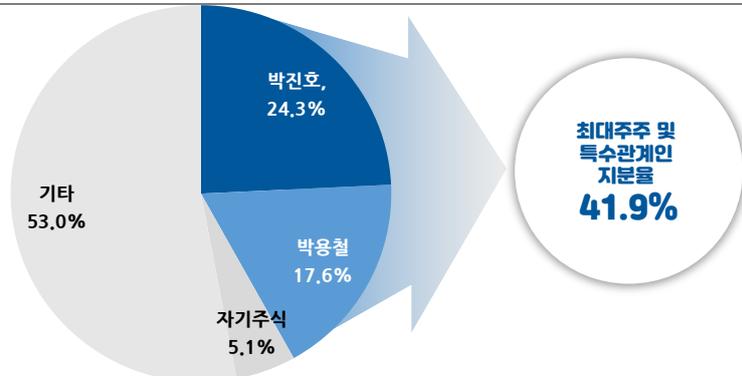
최근까지 인도네시아를 중심으로 공장증설을 진행하고 있는데 2019년 인도네시아 HOGA 공장을 설립했고, 4년 뒤인 2023년 HOGA 2공장을 준공했다. 동사는 지속적인 영업활동을 통해 스포츠 및 애슬레저 고객사 확대에도 힘을 쏟고 있는데 2021년말 lululemon을 신규고객사로 영입하며 성장동력을 마련하고 있다.

2 주주구성과 종속회사

최대주주 및 특수관계인의
지분 비율은 41.9%
(대표이사 박진호 24.3%)

2023년 1분기말 기준, 호전실업의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 41.9%로 최대주주는 박진호(각자대표, 지분율 24.3%)이다. 그 밖에 5% 이상 주주는 박용철(각자대표, 특수관계인)로 지분율은 17.6%이다. 자기주식은 497,472주로 전체 발행주식의 5.1%에 해당한다.

호전실업의 주주구성



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

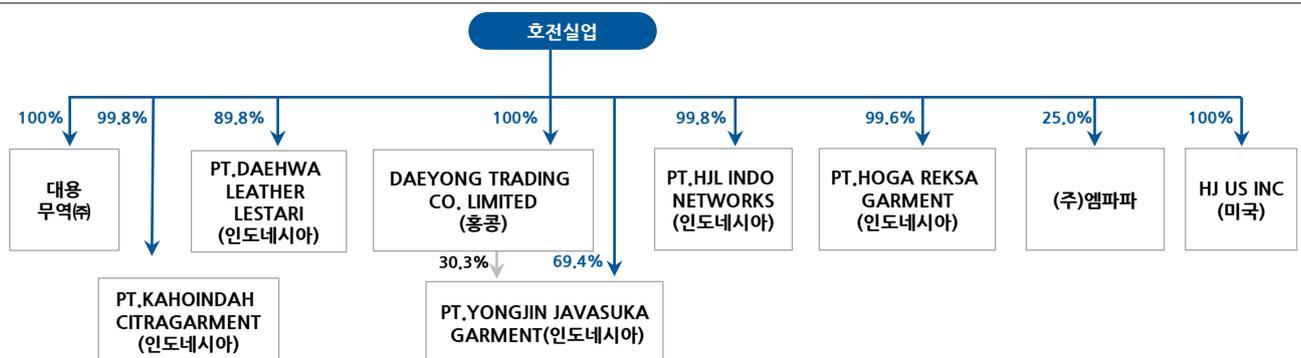
주요 연결대상 종속회사

- 1) 대용무역
- 2) PT.DAEHWA LEATHER LESTARI
- 3) PT.KAHOINDAH CITRAGARMENT
- 4) PT.YONGJIN JAVASUKA GARMENT
- 5) PT.HOGA REKSA GARMENT

동사는 연결대상 종속회사를 다수 보유하고 있지만, 동사 연결매출 대비 5% 이상 매출을 차지하는 의미있는 연결대상 종속회사는 1) 대용무역(소재지: 대한민국), 2) PT.DAEHWA LEATHER LESTARI(소재지: 인도네시아), 3) PT.KAHOINDAH CITRAGARMENT(소재지: 인도네시아), 4) PT.YONGJIN JAVASUKA GARMENT(소재지: 인도네시아), 5) PT.HOGA REKSA GARMENT(소재지: 인도네시아)이다.

먼저 대용무역은 인도네시아 주력공장인 PT.YONGJIN JAVASUKA GARMENT에 원부자재를 소싱하고 있다. PT.DAEHWA LEATHER LESTARI는 신발용 가죽을 가공해서 나이키와 아디다스 등에 공급하는 법인다. 높은 지분율로 투자하고 있지만, 사업적 관계는 없다. 그 밖의 KAHO, YONGJIN, HOGA 법인은 인도네시아에서 의류OEM을 담당하는 주력 봉제공장이다. 2022년 기준으로 인도네시아 세 공장의 합산 매출액을 100%로 놓고, 공장별 매출 비중을 산출하면 KAHO(19%), YONGJIN(67%), HOGA(14%) 이다. 설립한지 가장 오래된 KAHO 공장의 인건비가 가장 높고, 최근에 증설한 HOGA 공장의 인건비가 가장 낮다.

호전실업 지배구조



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

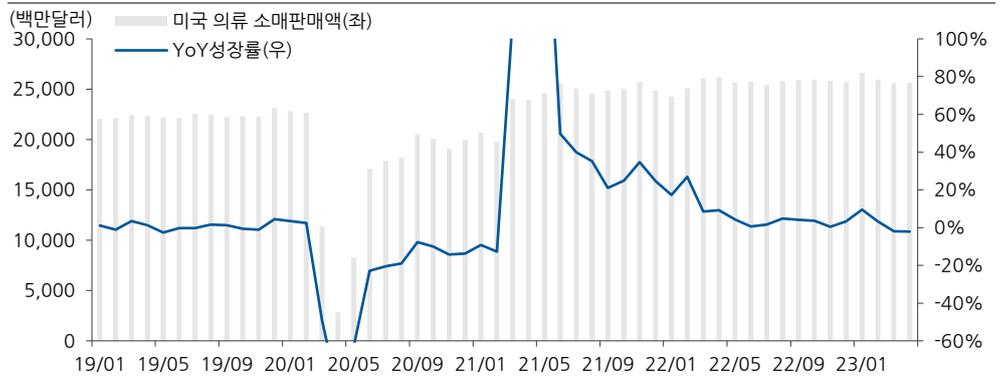
산업 현황

1 의류는 전통적인 경기민감 업종, 2H22부터 미국 소매판매 둔화

2022년 하반기부터 미국 의류
시장 판매 둔화 & 재고 확대
→ 한국 OEM업체 부정적 영향

의류 OEM 산업현황은 미국의 의류 업황에 크게 영향받는 구조이다. 미국 의류회사들은 2022년 상반기 예년보다 재고가 더 많은 상황에서 경기 둔화 상황을 맞이했고, 최근 이에 대응하기 위해 주문량을 감소시키는 모습을 보였다. 이에 대부분의 한국 OEM회사들은 2022년 상반기 바이어의 주문량이 증가했으나, 2022년 하반기부터 주문량 감소를 체감하고 있는 중이다.

미국 의류 소매판매액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

2018~2022년
미국 의류 소매판매액
연평균성장률 4%

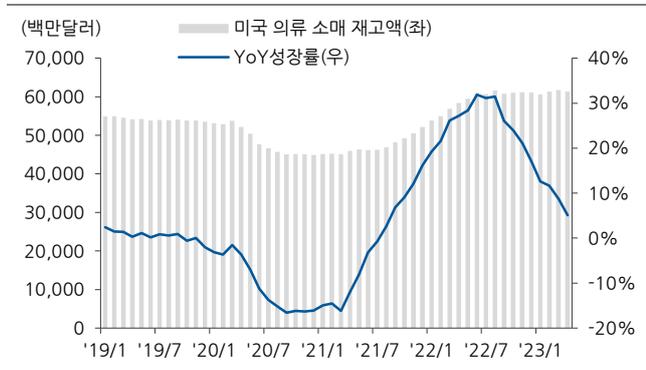
2022년 미국 의류 소매판매액은 3,119억달러로 전년대비 7% 증가했다. 조금 더 긴 호흡에서 살펴보면 2018~2022년 동안 의류 소매판매액은 연평균 4% 성장했다. 2020년 코로나 발발로 인해 소비가 급격히 위축되면서 의류판매액은 전년대비 25% 급감했다. 이듬해와 2022년 이연수요가 발생하면서 전년대비 각각 45%, 7% 증가했다.

미국 의류 소매판매는 2022년 4월까지만 해도 전년대비 평균 16% 성장하면서 양호했지만, 글로벌 유동성 급증 및 러시아의 우크라이나 침공에 의해 인플레이션 우려가 부각되었던 2022년 5월부터 급격히 둔화되기 시작했다. 2022년 5월~2023년 4월 소매판매액의 전년대비 평균 성장률은 3%로 내려왔다. 엇친 데 덮친 격으로 동 기간 (2022년 5월~2023년 4월) 의류의 도매재고와 소매재고의 전년대비 평균 성장률은 각각 48%, 21%로 급증했다. 즉 2022년 하반기 판매는 급격히 둔화되는 국면에서 채널 재고는 급증하는 상황이 발생했기에, 월마트, 깡과 같은 미국의 의류 바이어들이 재고축소에 주력하며 국내 OEM업체에 기존 주문을 취소하거나, 신규 주문을 축소하는 상황이 발생했다.

2023년 4월 미국 의류 도매재고와 소매재고가 전년동기대비 각각 +5%, +8% 증가해, 재고증가율이 둔화되면서 국내 OEM 회사의 주가도 최근 상승했다. 미국 소매재고는 2022년 6월 이후 높은 수준으로 유지되고 있는 상황이고, 도매재고는 2022년 11월말을 고점으로 약 9% 감소했다. 재고가 더 이상 늘지 않는 점은 의류 OEM 산업

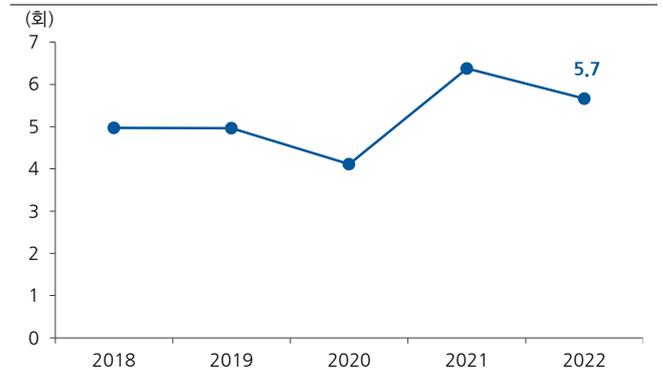
에 긍정적인 시그널이다. 다만 여전히 재고가 높은 수준을 유지하고 있기 때문에, 미국 의류 브랜드사가 재고를 확대하는 방향으로 전환할 지는 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다.

미국 의류 소매 재고액 추이



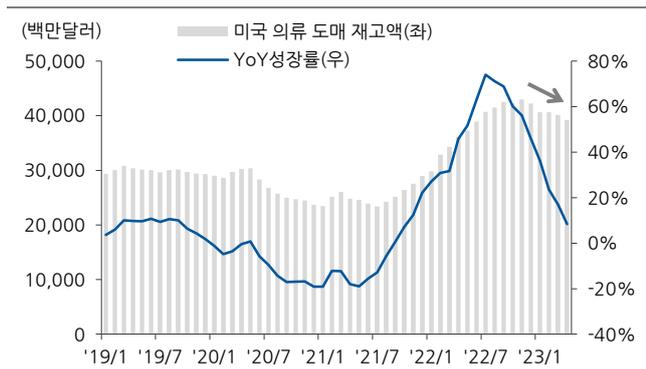
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

미국 의류 소매 재고자산 회전율



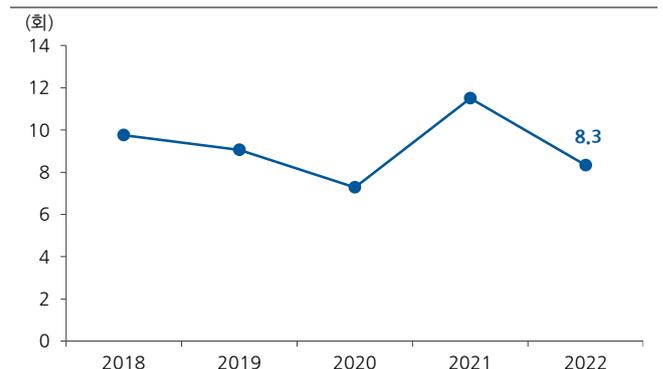
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

미국 의류 도매 재고액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

미국 의류 도매 재고자산 회전율



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

**미국 의류 시장
소매 재고자산 회전율 &
도매 재고자산 회전율
하락 추세**

미국의 의류재고 급증에는 코로나로 인해 수요와 공급의 엇박자가 발생했던 당시 배경설명이 필요하다. 2021년 코로나 위기가 완화되면서 의류 시장에서 이연수요가 발생했지만, 베트남을 중심으로한 동남아 생산기지의 섰다 운이 지속됨에 따라 공급 공백의 이슈가 있었다. 통상적으로 의류 바이어들은 북미지역 겨울시즌 도래에 따른 의류 아이템당 가격도 비싸고 블랙프라이데이, 크리스마스과 같은 쇼핑시즌이 몰려있는 4분기 성수기 시즌 대응을 위해 OEM 업체에 주문했던 의류를 3분기말까지 인도받는다. 하지만 많은 미국 의류회사들이 이때 동남아지역 섰다운과 미국 항구도시의 하역 지연으로 인해 제대로 공급받지 못해 2021년 4분기 성수기 시즌 수요에 대응하지 못했다.

2021년 성수기 판매기회를 놓친 실패사례를 경험삼아 대부분 미국 바이어는 2022년에는 발주시기를 예년보다 앞 당겼고, 제품 인도 시기 역시 더 빠르게 준비했을 것으로 판단된다. 게다가 2022년 상반기 면화와 같은 의류 원재료 가격이 매월 상승하며 최고가를 경신했던 시점이라 조금 더 빨리 발주함으로써 원재료를 조금 더싼 가격으로 선점하고자 하는 니즈도 있었다. 이렇듯 미국 의류회사들이 2022년 상반기 예년보다 재고를 더 많이 더 일찍 확

보해둔 상황에서, 고물가, 고금리, 경기불황에 대한 우려가 순차적으로 불거지면서 수요감소에 대응하기 위해 뒤늦게 2023년을 위한 주문량을 감소시키게 된 것이다. 이러한 흐름에 따라 대부분의 한국 OEM회사들은 2022년 상반기 바이어의 주문량이 증가했으나, 2022년 하반기부터 주문량 감소를 체감하게 되었다.

의류 소매 재고자산 회전율과 도매 재고자산 회전율을 살펴보면, 2020년 회전율이 하락했다가, 2021년 예년보다 상승했으며, 2022년 재차 하락하는 추이를 보여주고 있다. 재고자산 회전율은 재고가 연간 몇 번 회전하는가를 산정한 것으로 매출액에서 평균 재고액을 나누어 계산한다. 업황이 호조일 때는 준비한 재고가 빠르게 소진되면서 회전율 수치가 상승하고, 그 반대일 경우에는 느리게 소진되면서 회전율 수치가 하락한다. 2020년에는 코로나로 인해 매출액이 급격히 둔화되면서 회전율이 낮아졌고, 2021년에는 매출은 빠르게 회복되었지만 상기 언급한 생산 차질로 인해 재고가 갖춰지지 못하면서 회전율이 높게 형성되었다. 문제가 되기 시작한 2022년에는 재고는 높게 쌓아 둔 반면 판매가 둔화되면서 회전율이 낮아지게 된 것이다. 향후 판매는 점진적으로 회복되고 동시에 바이어가 오더를 감소시켜 재고가 정상화되면, 회전율이 다시 상승하면서 업황 호조가 도래할 것으로 사료된다.

2 의류 OEM/ODM 사업 실적 영향 요소

의류 OEM/ODM 사업

실적 영향 요소

1) 규모의 경제

2) 생산 아이템(우븐, 니트)

3) 바이어(고가, 중가, 저가)

4) 생산기지

5) 환율

경기변동과 같은 거시적인 경제 상황 이외의 개별 의류 OEM/ODM 사업의 실적에 영향을 미치는 요소는 크게 1) 규모의 경제, 2) 생산하는 아이템(우븐 혹은 니트 의류), 3) 바이어 구성, 4) 생산기지, 5) 환율이다.

OEM/ODM 산업은 대표적인 노동집약적 산업으로 회사의 매출액 규모가 클수록 대체적으로 바이어에게 아이템당 받는 생산수량이 많아 개별 생산인력의 생산성이 좋아지면서 이익률이 높아진다. 우븐의류는 니트의류보다 생산 난이도가 높은 반면 수익성도 좋다. 우븐의류 중에서도 기능성 원단 사용률이 높은 고기능성 액티브웨어의 수익성이 가장 양호하다. 그 다음으로 스포츠 및 애슬레저 의류의 이익률이 높고, 유니폼, 작업복 등의 이익률은 상대적으로 낮다.

브랜드력이 확고한 고가의류는 저가의류 대비 Markup(판매단가/생산단가 배수)이 5~10배로 높기 때문에, 생산단가 인하 압박이 적은 편이고 OEM/ODM 업체 입장에서는 수익성이 양호하다. 반면 저가의류 고객사의 경우 Markup이 2~3배로 낮아 매출에서 생산단가가 차지하는 비중이 높기 때문에 생산단가를 민감하게 관리한다. 따라서 저가의류를 주력으로 하는 OEM/ODM 업체의 이익률은 고가의류를 주력으로 하는 업체 대비 낮은 편이다.

2010년대 중국의 최저임금이 가파르게 오르면서 임금이 상대적으로 저렴한 베트남을 비롯한 동남아시아로의 생산기지 재편이 일어났다. 2020년대 들어서는 방글라데시, 캄보디아와 같이 동남아시아 중에서도 인건비가 더 저렴한 국가로 투자가 확대되고 있다.

국내 OEM/ODM 업체들이 대부분 미국 시장을 주력으로 생산하며 달러로 결제하기 때문에, 환율이 높을수록

매출과 영업이익에 긍정적인 영향을 미친다. 2022년 하반기 환율이 가장 높은 수준으로 유지되었기 때문에 매출 감소는 완화되었고, 영업이익에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 하지만 2023년 하반기 환율이 하향안정화된다면, 2022년 하반기의 고회율은 역기지효과라는 부담으로 다가올 수 있다.

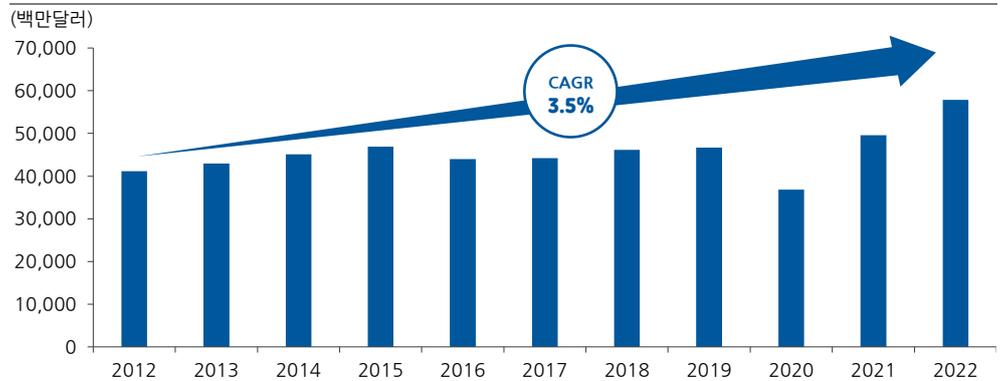
3 OEM 생산기지 현황

**의류는 노동집약적 산업으로
미국은 생산을 인건비가 저렴한
개발도상국에 의존 중
→ 2012~2022년
미국 니트 의류 수입액
연평균 성장률 3.5%**

미국 의류산업은 자국내 생산보다는 인건비가 저렴한 개발도상국에서의 수입에 의존하고 있다. 또한 의류제조산업은 노동집약적인 산업이기 때문에, 미국 수입의류의 수입국은 중장기적인 관점에서 인건비가 저렴한 국가로 비중의 변화를 보이고 있다. 한국 의류 OEM/ODM 업체도 이러한 흐름에서 맞춰 미국의 수요 대응 및 제조원가 관리 차원에서 생산기지를 변화/이동하고 있다.

미국의 의류산업은 성숙산업으로 미국의 니트 의류 수입액은 2012~2022년 동안 연평균 성장률 3.5%를 기록했다. 하지만 최근 3년 동안 코로나 발발로 인해 이러한 흐름이 어그러졌는데, 2020년 수요감소에 대응하기 위해 미국의 의류 바이어들이 주문을 취소하면서 미국 의류 수입액이 전년대비 21% 감소했다. 하지만 정부의 즉각적인 유동성 공급정책과 소비자의 보복소비에 대응하면서, 미국 의류 수입액은 2021년 전년대비 35% 증가했고, 2022년 재차 17% 증가했다.

미국 니트 의류 수입액 추이



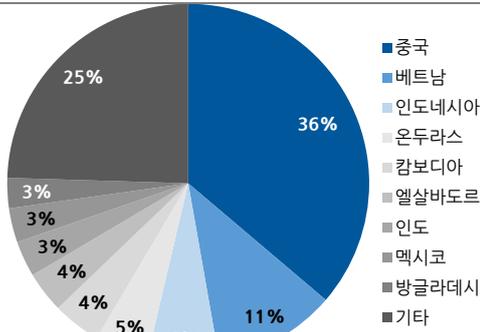
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

**미국 의류 수입국 비중
2013년: 중국(36%, 1위),
베트남(11%, 2위)
→ 2022년: 중국(22%, 1위),
베트남(18%, 2위)**

2022년 기준 미국의류의 수입국 비중은 중국(22%), 베트남(18%), 방글라데시(6%), 캄보디아(5%), 인도네시아(5%), 온두라스(5%), 인도(5%), 니카라과(4%), 엘살바도르(3%) 순서이다. 상위 9개국 점유율은 73%로 높은 편이다. 상위 9개국은 크게 중국(22%), 동남아시아 및 인도(39%), 중남미(12%)로 구성되어 있다.

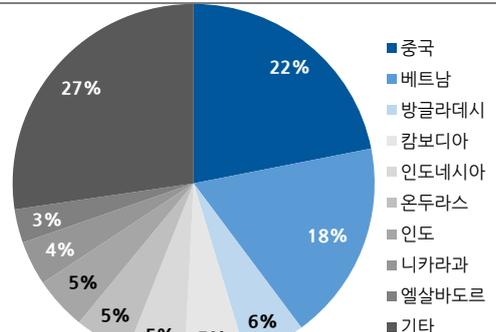
수입국 비중을 2013년과 비교할 때 특징적인 점은 1) 1위국인 중국의 비중이 2013년(36%)에서 2022년(22%)로 크게 축소된 점, 2) 2위국인 베트남의 비중이 2013년(11%)에서 2022년(18%)로 크게 확대된 점, 3) 2013년 9위국이었던 방글라데시가 2022년 3위국으로 올라오면서 비중이 확대된 점이다. 2013년 기준 상위 9개국 점유율은 75%로 2022년과 유사하고, 지역은 크게 중국(36%), 동남아시아 및 인도(28%), 중남미(12%)로 분배되어 있다.

미국 니트외류 주요 수입국 비중(2013년 기준)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

미국 니트외류 주요 수입국 비중(2022년 기준)



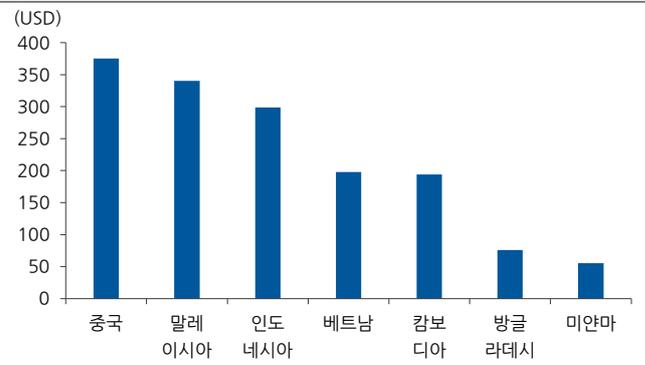
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국 및 동남아 주요 국가 최저임금 및 제조업 숙련공 평균임금 (단위: 달러)

국가 (GDP 순위)	생산			
	최저임금	제조업 숙련공 평균 임금	산업용 전기	산업용수 비용
중국	185~358	2,788	0.088	0.83
인도	150~224	606	0.100	0.29
인도네시아	116~298	357	0.072	0.83
태국	259~280	436	0.102	1.22
필리핀	129~253	422	0.113	0.45
말레이시아	253~317	881	0.082	0.24
베트남	131~188	465	0.073	0.33

주: 1) 지역별 최저임금에 편차가 있으며, 최저임금이 가장 높은 지역과 낮은 지역을 기입,
 2) 중국은 최저임금에 더해 유럽 복지국가 수준의 '사회보험료'를 기업에서 일경량 부담,
 3) 2021년 기준, 자료: KOTRA, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국 및 동남아 주요 국가 최저임금



주: 2022년 기준
 자료: tradingeconomics.com, 한국IR협회의 기업리서치센터

수입국 비중 변화 원인

- 1) 중국의 급격한 인건비 상승으로 동남아로 생산기지 이전
- 2) 미국과 중국의 무역분쟁
- 3) 단납기 발주를 위한 중남미 비중 유지

이러한 수입국 비중 변화는 1) 중국의 급격한 인건비 상승에 의한 동남아로의 생산기지 이전, 2) 미국과 중국의 무역분쟁, 3) 중남미의 인건비가 동남아에 비해 높음에도 불구하고 미국 바이어들의 단납기 발주를 위해 어느 정도 중남미 비중을 유지하려는 전략에 기인한다.

중국, 인도를 비롯한 동남아시아 국가들은 지역에 따라 최저임금에 편차가 있다. 이는 지역이 매우 광범위하거나, 개발도상국의 경우에는 수도권과 지방의 토지 가격, 인구밀도, 항만시설과의 지리적 접근성, 전력 및 용수와 같은 인프라 상황이 지역별로 큰 편차가 존재하기 때문이다.

2021년 코트라가 취합한 자료에 따르면 최저임금이 높은 국가(국가 내 최저임금이 가장 높은 지역 기준) 순서는 중국, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀, 인도, 베트남이다. tradingeconomics.com 자료까지 통합해서 살펴보면 베트남보다 최저임금이 저렴한 국가로는 캄보디아, 방글라데시, 미얀마가 있다.

당연히 최저임금이 개발도상국내 의류제조업의 인건비에 큰 영향을 미치지만, 실질적으로 제조업 숙련공의 평균임금이 더 중요한 수치고 이는 최저임금과 차이가 날 수 있다. 가령 베트남에서 의류 산업뿐 아니라 IT산업도

GDP에서 차지하는 비중이 크다. 통상적으로 IT업종에 종사하는 숙련공의 인건비가 의류업종에 종사하는 숙련공의 인건비보다 더 높다. 따라서 의류제조 회사는 타 산업에 인력을 빼앗기지 않기 위해 실질적으로 최저임금보다 더 높은 인건비를 숙련공에게 지급하고 있다.

이렇듯 제조업 숙련공의 평균임금과 최저임금과 격차가 발생하는데, 이러한 격차는 중국이 7.8배로 매우 높은 편이다. 사실상 중국에서의 의류제조업은 경쟁력이 많이 상실되었다고 판단된다. 베트남 역시 제조업 숙련공의 평균 임금(465달러)이 최저임금 대비 2.5배 높다. 따라서 베트남의 최저임금 기준 경쟁력은 타 국가대비 높아 보이지만, 실질적인 평균임금 기준 경쟁력은 인도네시아(357달러), 필리핀(422달러), 태국(436달러)에 비해 낮은 편이다.

2012~2022년 CAGR 비교

미국 니트 의류 수입액 3.5% vs.

미국향 수출액: 중국 -2%

베트남 +10%

방글라데시 +12%

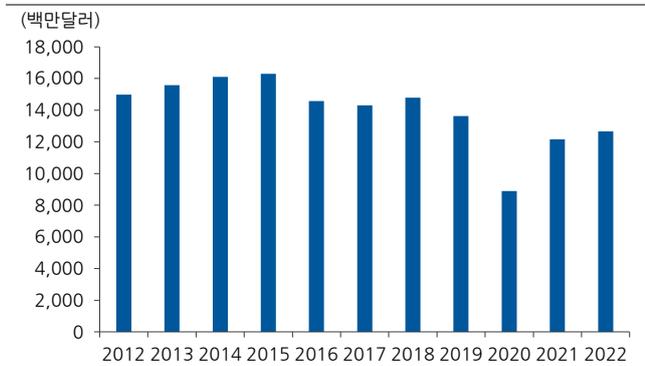
캄보디아 +6%

인도네시아 +1%

상기 언급한 내용들을 종합적으로 살펴보면, 미국의 수입국 비중의 변화를 더 잘 이해할 수 있다. 먼저 미국 니트 의류 수입국 중 중국이 차지하는 비중은 2012년 36%로 가장 높았지만, 2022년 22%까지 낮아졌다. 중국의 미국향 니트 의류 수출액은 2012~2022년 동안 연평균 -2% 감소했다. 미국 니트 의류 수입액이 동 기간 3.5% 성장한 것과 대조적이다.

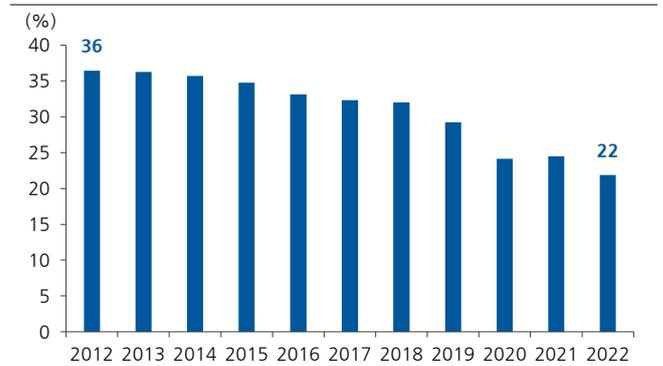
미국 니트 의류 수입국 중 베트남이 차지하는 비중은 2012년 10%에서 2022년 18%로 상승해 중국을 턱밑까지 따라왔다. 2012~2022년 베트남의 미국향 니트 의류 수출액 연평균성장률은 +10%로 높다. 베트남이 중국과 미국의 무역분쟁, 중국의 인건비 상승에 의한 경쟁력 상실의 수혜를 가장 많이 받았다고 분석되는 대목이다.

(1위) 중국의 미국향 니트 의류 수출액 추이(2013~2022년)



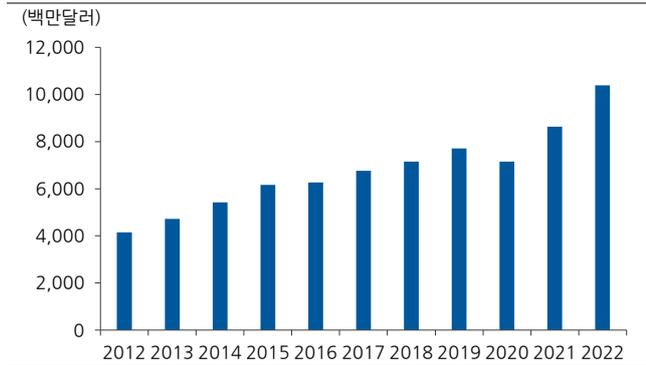
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

미국 니트 의류 수입 중 중국이 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



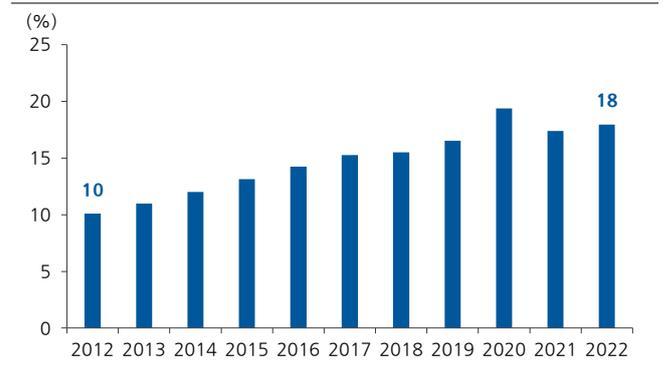
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

(2위) 베트남의 미국향 니트외류 수출액 추이(2013~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트외류 수입 중 베트남이 차지하는 비중 추이(2013~2022년)

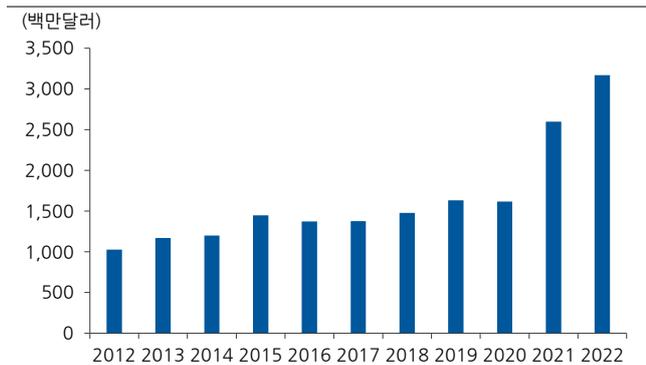


자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

또한 방글라데시의 성장이 눈에 띄는데, 방글라데시의 미국향 니트외류 수출액은 2012~2022년 연평균 12%로 매우 가파르게 성장해오고 있다. 낮은 인건비를 무기로 현재 미국 수입국 3위 지위를 차지하고 있다. 최근 10년 동안 비중은 2%에서 5%까지 상승했다. 주목할 점은 2021년, 2022년 각각 전년대비 60%, 22% 미국향 수출액이 급증했는데 2021년 베트남의 코로나 확산으로 인한 생산 차질이 발생했을 때 대안국가로 떠오른 것으로 파악된다.

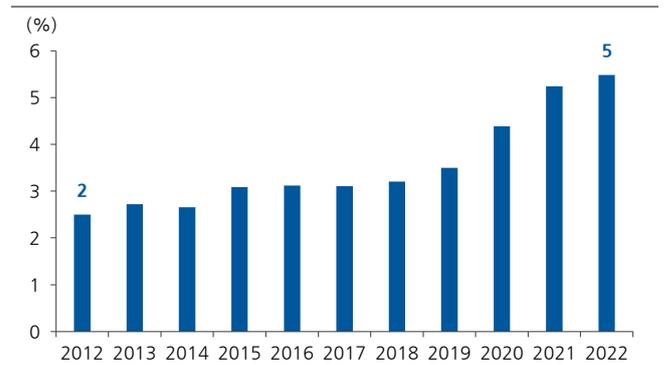
캄보디아 역시 최근 10년 동안 미국에 니트외류를 연평균성장률 +6%로 수출하고 있다. 방글라데시와 함께 향후에도 비중이 지속적으로 높아질 것으로 전망된다. 최근 10년 동안 비중은 4%에서 5%로 상승했다.

(3위) 방글라데시의 미국향 니트외류 수출액 추이(2013~2022년)



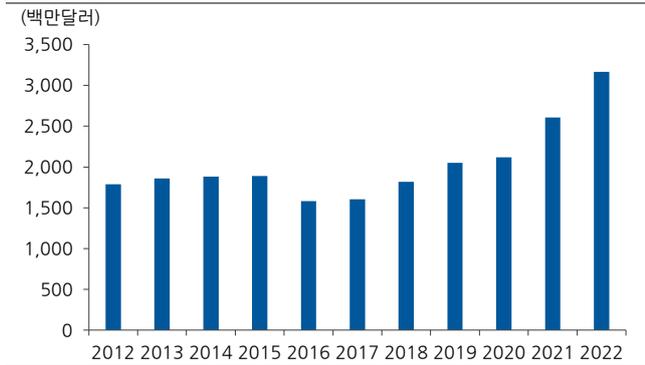
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트외류 수입 중 방글라데시가 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



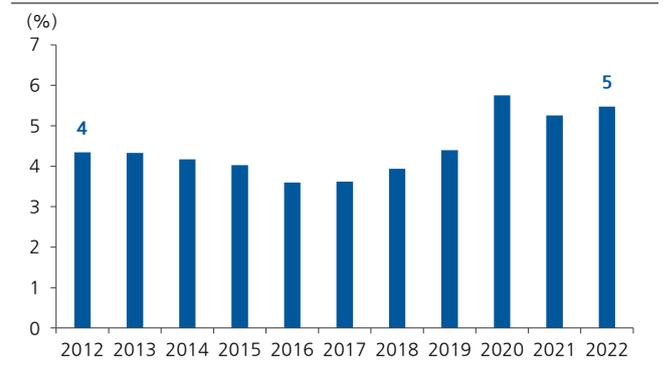
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

(4위) 캄보디아의 미국향 니트 의류 수출액 추이(2013~2022년)



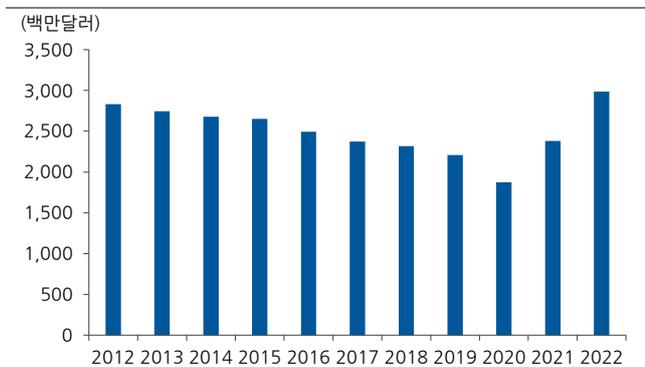
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트 의류 수입 중 캄보디아가 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



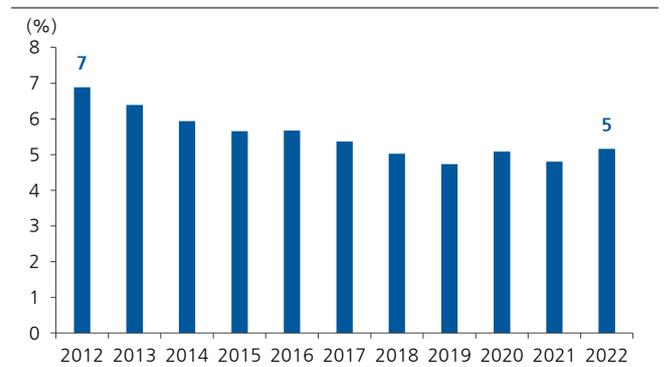
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

(5위) 인도네시아의 미국향 니트 의류 수출액 추이(2013~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 니트 의류 수입 중 인도네시아가 차지하는 비중 추이(2013~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

인도네시아는 2012년부터 2020년까지는 미국향 니트 의류 수출액이 감소 추세(연평균 -5%)를 보이다가, 2021년과 2022년에 전년대비 각각 27%, 25% 급증했다. 참고로 2012~2022년 연평균 성장률은 +1%이다. 인도네시아는 낮은 인건비를 강점으로 보유한 주요 의류 생산국(2013년 기준 중국, 베트남에 이어 3위)이다. 하지만 최저임금, 인프라 등에 있어서 베트남 대비 경쟁력이 낮다고 평가받아 투자가 제한적으로 일어났다. 그런데 최근 베트남의 인력 수급이 어려워지고 실질적인 임금이 상승하면서 인도네시아의 상대 매력력이 상승한 것으로 보인다. 또한 자바섬 자카르타 지역이 아닌 외곽(내륙)지역의 인프라가 개선되고 인력수급도 용이해, 베트남 대비 저렴한 실질 임금을 바탕으로 투자가 활발하게 진행되는 것으로 판단된다.

미국의 생산기지 전략

- 1) 베트남의 매력도 점검 필요
- 2) 방글라데시 & 캄보디아 부상
- 3) 인도네시아 외곽지역 투자 ↑
- 4) 중남미지역 투자 ↑

종합하자면 미국의 생산기지 전략에서 향후 주시해야 할 점은 1) 베트남의 인력수급 경쟁 및 실질임금 상승에 따른 매력도 점검 필요, 2) 방글라데시와 캄보디아의 부상, 3) 인도네시아 외곽(내륙)지역 투자 확대, 4) 단납기 오더 대응이 가능한 중남미지역 투자 확대이다.

미국의 생산기지 선정에 있어서 최근 10년 동안 매해 비중을 확대하며 존재감을 과시한 베트남의 2021년 공급 차질은 미국 의류 바이어의 전략적 의사결정에 큰 영향을 미친 것으로 사료된다. 또한 2022년 하반기 과잉재고를 겪으면서 수요둔화에 기민하게 대응할 수 있도록, 단납기 생산이 가능한 중남미 인접국가에 대한 중요성 역시 한

층 높아졌다. 베트남은 여전히 낮은 인건비와 갖춰진 인프라를 기반으로 향후에도 성장을 유지할 것으로 전망된다. 하지만 큰 흐름에서는 동남아시아 내에서 방글라데시, 캄보디아, 인도네시아로의 분산과 중남미 지역의 투자 확대가 예상된다. 인도네시아에 자리잡은 호전실업 역시 최근 미국 바이어들의 동남아시아 지역 내 베트남 외 생산기지 다변화 니즈에 수혜를 보고 있고, 최근 인건비가 저렴한 인도네시아 내륙지역에 공장 증설을 단행했다.

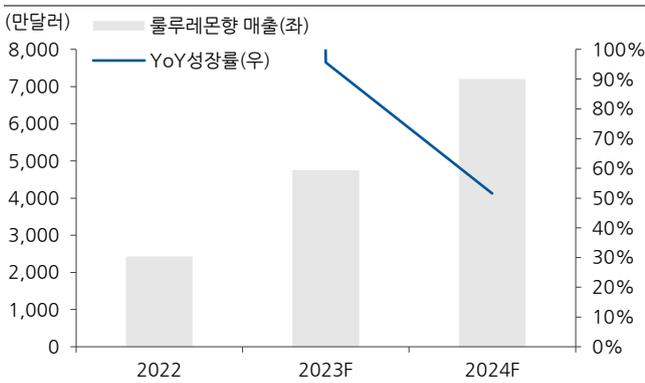
투자포인트

1 블루레몬이 견인하는 매출 성장

블루레몬향 달러매출액
2023년, 2024년 각각 전년대비
90%, 50% 이상 성장 전망

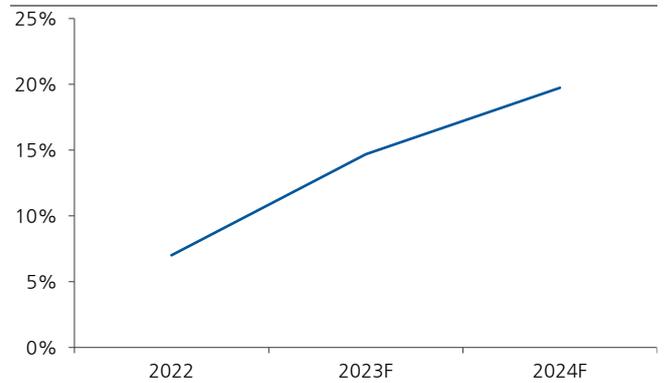
2022년부터 의류 납품이 본격화된 블루레몬향 달러매출액은 2023년, 2024년 각각 전년대비 90%, 50% 이상 증가하면서 전사 성장을 견인할 전망이다. 블루레몬은 의류OEM 매출 중 2022년 7%를 차지했지만, 2023년 15%, 2024년 20% 비중을 차지하면서 동사의 주요 바이어로 자리매김할 것으로 예측된다. 앞서 산업현황에서 소개했듯이 2022년 상반기까지 미국 의류 브랜드들은 오더를 확대하며 재고를 축적한 상황에서 경기 둔화 상황을 맞이했다. 이에 따라 OEM사의 2023년 달러 매출감소는 피하기 어려운 상황인데, 동사는 블루레몬향 주문 확대로 2023년 매출감소의 최소화 및 2024년 실적 반등의 가시성이 높다.

블루레몬 달러매출액 전망



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

의류OEM 매출 중 블루레몬 비중 전망

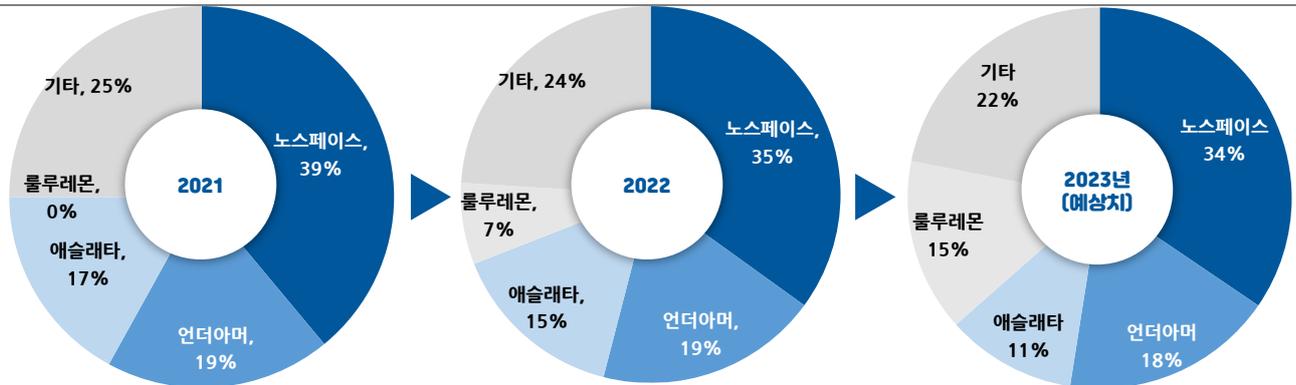


자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

호전실업이 블루레몬을 신규바이어로 영입하고, 퀄리티를 인정받아 외형 성장동력으로 삼게 된 데에는, 1) 동사가 오랜 업력을 바탕으로 고기능성 액티브웨어 및 우븐의류 제조에 강점을 보유하고 있고, 2) 2021년 전후 글로벌 의류회사들의 동남아시아 내 지역분산에 대한 니즈가 높아지면서 동사가 수혜를 입었기 때문이다.

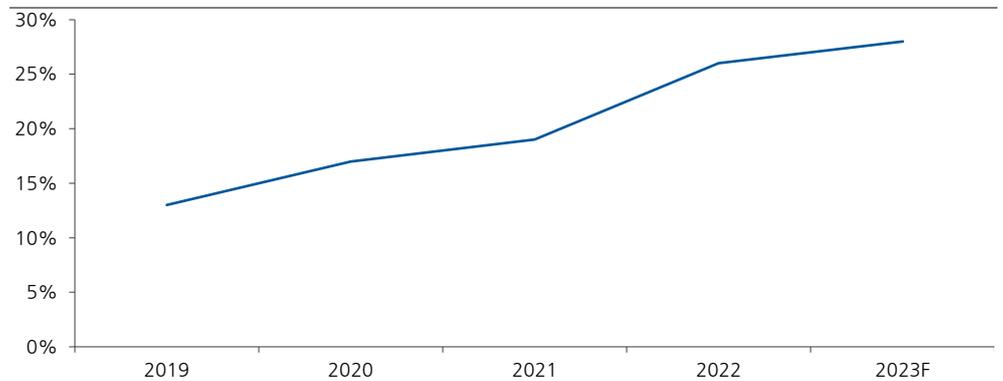
구체적으로 설명하자면 중국의 인건비 급증으로 베트남은 미국의 의류 수입국 중 2위 국가로 올라섰고, 중국과의 비중도 많이 축소되었다. 그 과정에서 미국 의류 브랜드의 제조기반 역시 중국에서 베트남으로 재편되었다. 하지만 최근 두 가지 이슈로 베트남이 봉제 생산기지로써 매력에 감소했다. 먼저 베트남 내 IT 등 고도화된 제조업의 인력 수요 증가로 제조업 숙련공의 실질인건비가 급증했다. 또한 코로나 시기에 공장 봉쇄 및 정부 규제 등을 겪었다. 이에 따라 미국 의류 브랜드의 중국과 베트남에 집중된 제조시설을 '중남미와 동남아시아 내 베트남 이외의 국가'로 분산시키려는 움직임이 최근 1~2년 동안 포착되고 있다. 블루레몬 역시 베트남에 생산기지를 집중하기 보다는 방글라데시, 인도네시아와 같은 동남아시아 내 다른 국가로 분산하려는 니즈가 있었을 것으로 추정되고, 호전실업이 인도네시아에서 고기능성 액티브웨어 및 애슬레저 의류 제조에 강점을 보유해 채택되었다고 판단된다.

롤루레몬 비중변화 2021년(0%) ▶ 2022년(7%) ▶ 2023년 전망치(15%)



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

애슬레저 비중 지속적으로 확대 중



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 상위 4개 고객사

매출 비중 76%

더노스페이스(35%)

언더아머(19%)

애슬레타(15%)

롤루레몬(7%)

동사는 고기능성 액티브웨어, 스포츠 및 애슬레저 의류 생산을 주력으로 하고 있다. 주요 브랜드의 2022년 기준 매출 비중은 더노스페이스(35%), 언더아머(19%), 애슬레타(15%), 롤루레몬(7%)으로 상위 4개사 매출 비중이 76%이다. 롤루레몬과 애슬레타와 같은 고객사에 납품하는 애슬레저 의류 매출 비중은 2019년 13%에서 2022년 26%까지 확대되는 추세이다.

동사의 주요 고객사의 최근 실적과 재고흐름은 의류경기 업황과 매우 유사한 추이를 보여주고 있는데, 그 특징은 다음과 같다. 즉 1) 판매부진으로 인해 매출액 감소, 영업이익률 하락을 겪고 있다. 또한 2) 재고 수준은 예년보다 높아졌고, 재고자산회전율은 낮아지고 있는 추세이다. 롤루레몬은 다른 회사들과 달리 매출액과 영업이익이 성장 혹은 유지되면서 상대적으로 견조한 흐름이다.

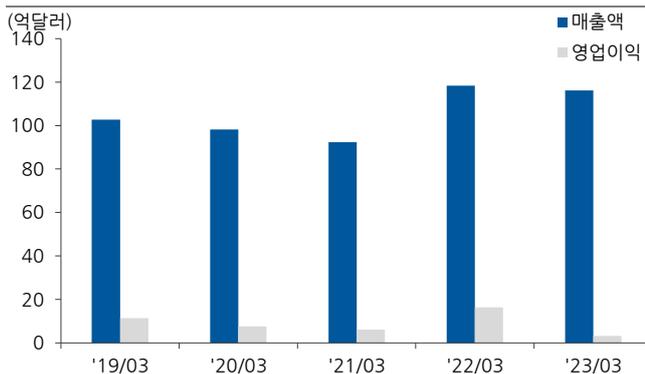
먼저 동사의 1위 고객사인 더노스페이스 브랜드를 보유하고 있는 VFC는 TTM기준 매출액이 정체되었고, 영업이익률이 전년대비 10%p 이상 하락하면서 낮은 한 자리 수 영업이익률을 기록해 최근 실적이 부진했다. 최근에 발표한 2023년 3월말 재고는 23억달러로 전년동기대비 60% 이상 증가해 2023년 신규발주에 소극적일 것으로 전망한다. 재고자산회전율도 전년 10회에서 6회로 크게 둔화되었다.

동사의 2위 고객사인 언더아머는 TTM기준 매출액이 전년대비 소폭 성장했고, 영업이익률은 미드상글을 기록하며 전년대비 소폭(1%p) 하락해 선방했다. 2023년 3월말 기준 재고는 12억달러로 전년동기대비 40% 이상 증가했다. 재고자산회전율은 전년 7회에서 6회로 소폭 하락하는 추세를 보여주고 있다. 최근 12개월 동안 실적은 상대적으로 양호하지만, 동사는 2018년 4월부터 2021년 3월까지 3개년 영업이익률이 1%, -7%, 1%일 정도로 어려웠던 시기를 겪었다. 이를 극복한지 얼마되지 않았기에 선불리 재고확대와 같은 공격적인 영업행보를 보이지 못 할 것으로 예상된다.

동사의 3위 고객사인 애슬레타 브랜드를 보유하는 GAP의 업황이 가장 어두운 상황이다. GAP은 최근 5년 동안 매출이 정체되었고, 최근 2년 동안 영업이익률이 BEP 수준에 머무르고 있다. GAP은 재고 문제가 다른 의류 회사들보다 한 해 먼저 발생했는데, 2022년 4월말 기준 재고자산은 32억달러로 전년동기대비 34% 급증했다. 그해 재고자산회전율은 6회로 전년(7회) 대비 소폭 둔화되었다. 2022년부터 그룹사 전체적으로 공격적으로 재고 축소하는 정책을 세워 2023년 4월말 재고자산을 23억달러까지 27% 감소시켰다. 이는 긍정적인 신호이지만, 재고조정이 오프라인 매장 철수 등과 함께 발생했기 때문에 다시 재고축적으로 방향을 급격히 선화하는 것에 있어서 매우 신중한 입장일 것으로 유추해 본다.

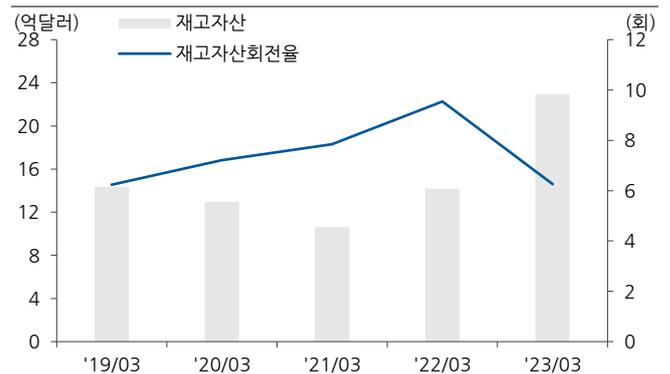
동사의 4위 고객사인 물루레몬의 실적은 최근까지도 매우 양호했다. TTM기준 매출성장률은 28%YoY이고 영업이익률도 17%로 전년동기(21%) 대비 소폭 하락했지만 여전히 탁월했다. 물루레몬의 2023년 4월말 재고자산은 16억달러로 전년동기 대비 24% 증가했다. 재고자산회전율도 6회로 전년(7회) 대비 소폭 둔화되었다. 그럼에도 불구하고 재고가 늘어난 수준 이상으로 매출이 증가하고 있기 때문에 우려할 만한 수준은 아니라고 사료된다.

VFC 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



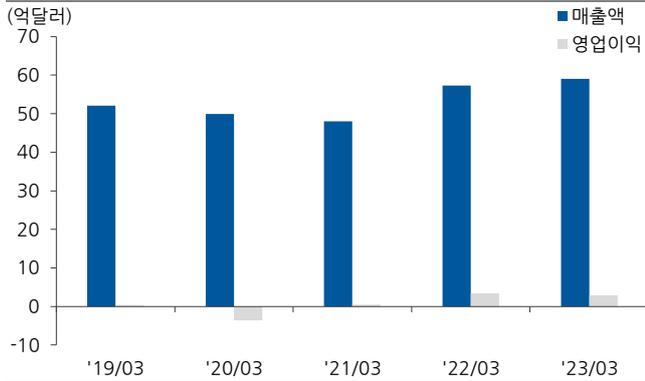
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/03=2022년 4월~2023년 3월), 2) VFC는 더노스페이스 브랜드를 보유한 회사
 자료: REFINITV, 한국IR협의회 기업리서치센터

VFC 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



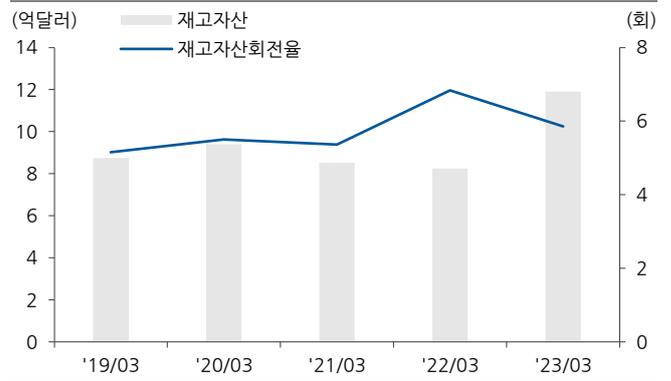
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/03=2022년 4월~2023년 3월), 2) VFC는 더노스페이스 브랜드를 보유한 회사
 자료: REFINITV, 한국IR협의회 기업리서치센터

언더아머 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



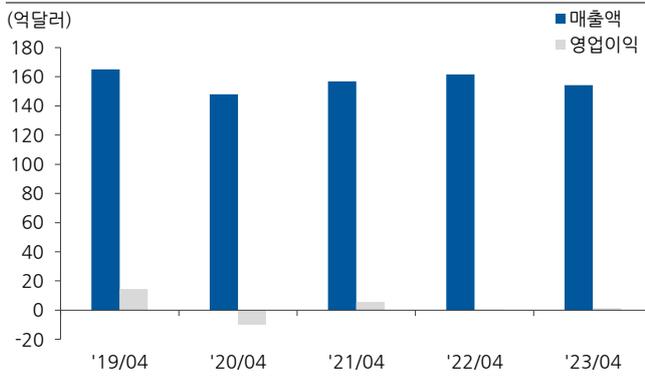
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/03 = 2022년 4월~2023년 3월)
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

언더아머 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



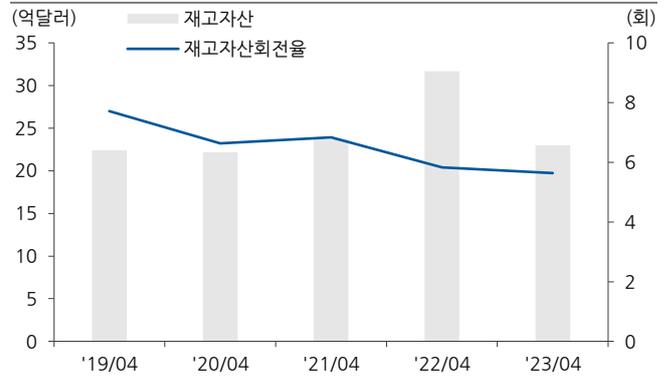
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/03 = 2022년 4월~2023년 3월)
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

GAP 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



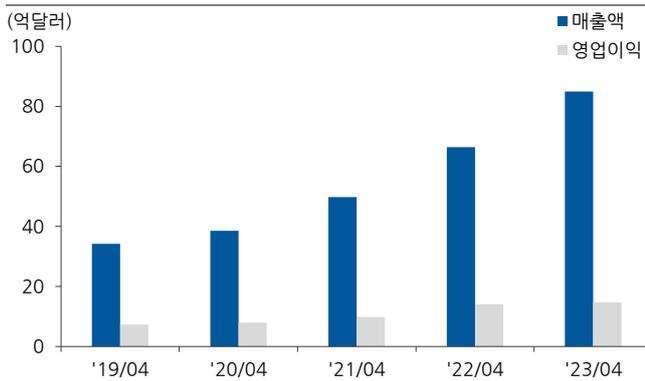
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/04 = 2022년 5월~2023년 4월), 2) GAP은 애슬레타 브랜드를 보유한 회사
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

GAP 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



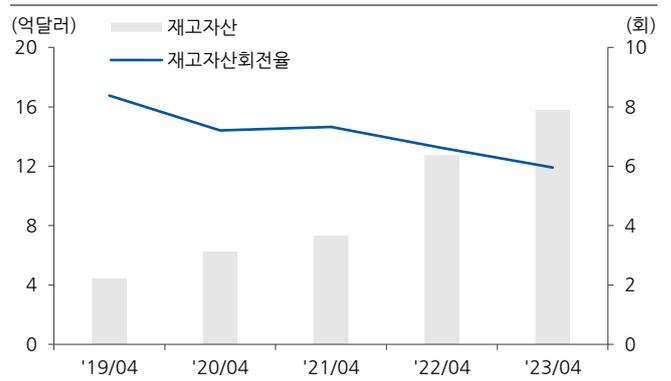
주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/04 = 2022년 5월~2023년 4월), 2) GAP은 애슬레타 브랜드를 보유한 회사
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

룰루레몬 최근 5년 동안 매출액 및 영업이익 추이



주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/04 = 2022년 5월~2023년 4월)
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

룰루레몬 최근 5년 동안 재고 및 재고자산 회전을 추이



주: 1) 시계열 표시는 결산기말 기준('23/04 = 2022년 5월~2023년 4월)
자료: REFINITIV, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 인건비가 저렴한 인도네시아 HOGA 2공장 증설

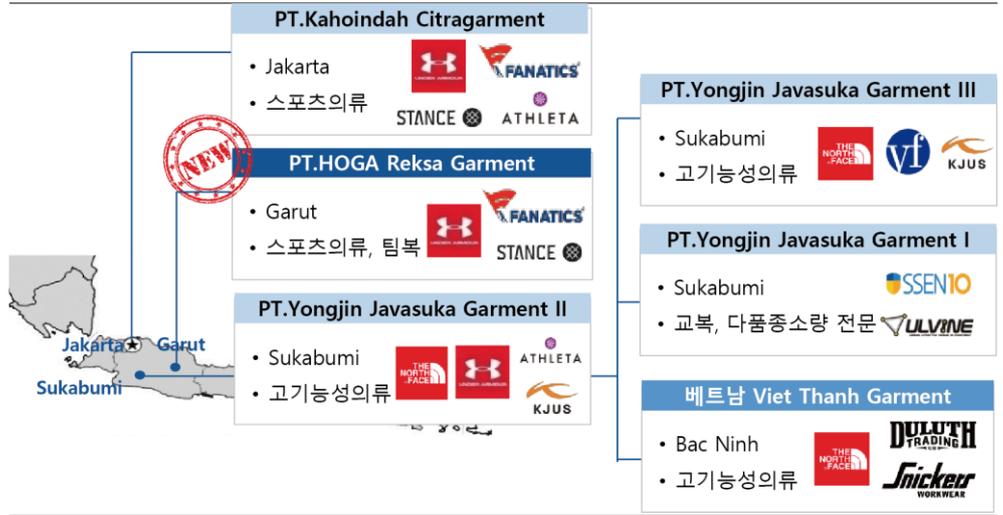
인건비가 저렴한
인도네시아 HOGA 2공장 증설
2023년 상반기 완공
오더상황에 따라 탄력적 가동

동사는 인도네시아 내 인건비가 저렴한 지역에서 증설을 진행하면서, 고객의 캐파확장 니즈에 대응하고 생산비를 절감할 것으로 예상된다. 인도네시아의 인구는 2억 7천만명으로 인도, 중국, 미국에 이어 전세계에서 4번째로 인구가 많은 국가이다. 코트라에 따르면 인도네시아는 전국 34개주 가운데 33개 주단위(UMP)와 시군단위(UMK) 최저임금을 매년 발표하고 있고, 인프라(전기료, 수도료, 도로여건에 따른 물류비 등) 수준에 따라 지역별 최저임금이 상이하다. 즉 자바섬의 자카르타 인근은 유틸리티 및 물류 인프라가 가장 발달되어 있는 만큼 숙련제조공의 인건비 역시 가장 높게 형성되어 있다. 내륙으로 들어갈수록 인프라가 덜 조성되어 있으면서 인건비는 상대적으로 저렴하다.

동사는 인도네시아의 자카르타 지역에 KAHO 공장을 설립하면서 첫 진출(1991년)을 했고, 2005년 수카부미 지역에 생산기지(YONGJIN 공장)를 추가했으며, 가장 최근 2019년에 가루트 지역(HOGA 공장)에 증설을 결정했다. 의류 OEM은 노동집약적 산업이기 때문에, 증설이 필요한 시기별로 더욱 저렴한 인건비를 찾아가는 것이 당연지사이다. 현재 KAHO 공장의 인건비가 가장 높고, 최근에 증설한 HOGA공장의 인건비가 가장 낮다. 참고로 HOGA 공장은 인도네시아 자바섬 내륙에 위치해 있고, 지역 인구는 약 270만명이다. 호전실업은 인력을 구하기 쉬워 임금이 낮게 형성되어 있는 이점이 있으면서도, 방글라데시나 미얀마와 같은 국가 대비 인프라 여건이 양호하다고 판단돼 동 지역에 투자했다.

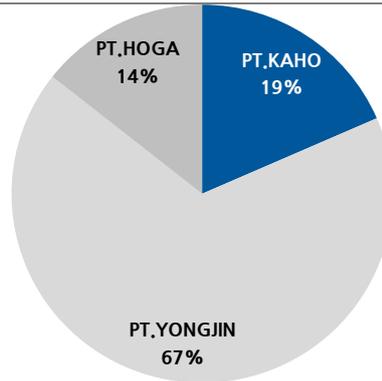
2022년 기준으로 인도네시아 세 공장의 합산 매출액을 100%로 놓고, 공장별 매출 비중을 산출하면 KAHO(19%), YONGJIN(67%), HOGA(14%) 이다. 2022년 매출액 4,800억원을 달성하면서 증설 니즈가 발생했고, HOGA 1공장 바로 옆 HOGA 2공장 부지를 확보하고 있었기에 2022년 하반기부터 증설 작업을 시작해 2023년 상반기 준공했다. 다만 2023년 하반기 오더가 전년 대비 감소할 것으로 전망되어, 봉제기계 도입과 생산직 채용은 2024년까지 시간을 두고 상황에 맞춰 탄력적으로 진행할 것으로 사료된다. HOGA 2공장 증설로 중장기적으로 HOGA 공장 매출 비중은 확대됨과 동시에, KAHO 공장 비중은 점차 축소될 전망이다. 인도네시아 내에서 이러한 점진적인 생산기지 변화가 진행되면서 동사의 매출원가율은 지속적으로 하락할 것으로 예상된다.

호전실업 인도네시아 의류공장 소개



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

인도네시아 공장별 매출 비중



주: 인도네시아 세 의류공장(KAHO, YONGJIN, HOGA) 합산 매출액을 100% 놓고 산출
 자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

인도네시아 호가(HOGA) 공장 개요

공장명	PT.HOGA REKSA GARMENT
공장 위치	Central JAVA, Garut 지역 자카르타 공항 기준 226km, 반동 도심 기준 50km
지역정보	인구: 약 270만명
건설 현황	연면적: 150,000 m ² (약 4만 5천평) '19.07 총 2개동 중 1개동 완공 2023년 상반기 PT.HOGA 2공장 완공 바이어 오더 상황에 따라 탄력적 가동 예정

자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

인도네시아 호가(HOGA) 공장 전경



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

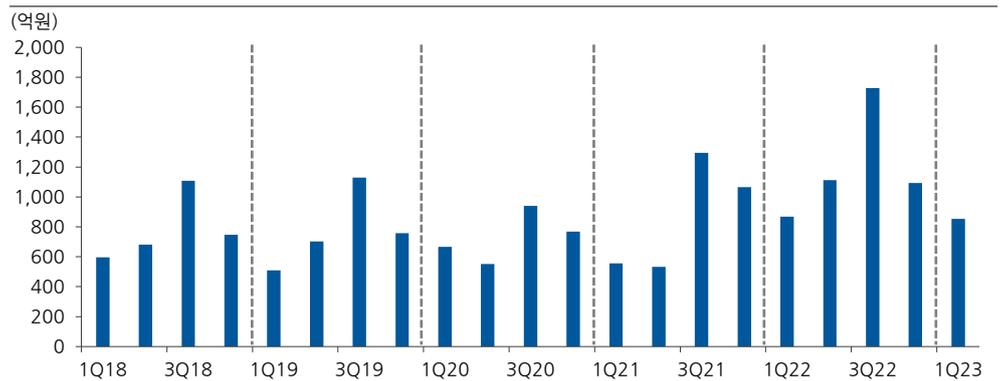
**호전실업은 4Q21부터
의류OEM 산업 비수기인
4분기와 1분기에
흑자 기록 중**

3 성비수기 격차 축소로 분기별 안정적 실적 시현 중

호전실업은 4Q21부터 비수기인 4분기와 1분기에 흑자를 기록하면서, 성비수기 실적 차이를 축소해 안정적인 실적의 기틀을 마련했다. 의류산업은 전통적으로 아이템당 단가가 비싼 겨울옷의 매출 비중이 높고, 겨울옷 판매가 본격적으로 일어나는 4분기가 성수기이다. 동사 수출의 높은 비중을 차지하는 북미지역의 경우 블랙프라이데이, 크리스마스과 같은 쇼핑시즌 역시 4분기에 집중되어 있다. 의류 브랜드 회사는 4분기 성수기 시즌 대응을 위해 OEM 회사에 주문했던 의류를 3분기말까지 인도받기 때문에, 의류 OEM 회사의 성수기는 3분기이다. OEM 회사는 비수기인 4분기와 1분기에 3분기 성수기 시즌에 맞춰 캐파 및 생산직 인력을 확보해야 하기 때문에, 절대 매출액 규모가 작은 비수기에 고정비 부담이 크다. 이에 따라 중소형 의류 OEM 회사들이 4분기와 1분기에 대체로 영업적자를 기록한다. 이러한 성비수기의 극심한 차이는 주가 변동성을 키우면서 의류 OEM 주식을 장기투자 하는데 걸림돌로 작용해 의류 OEM 산업의 고질적인 약점으로 자리잡았다.

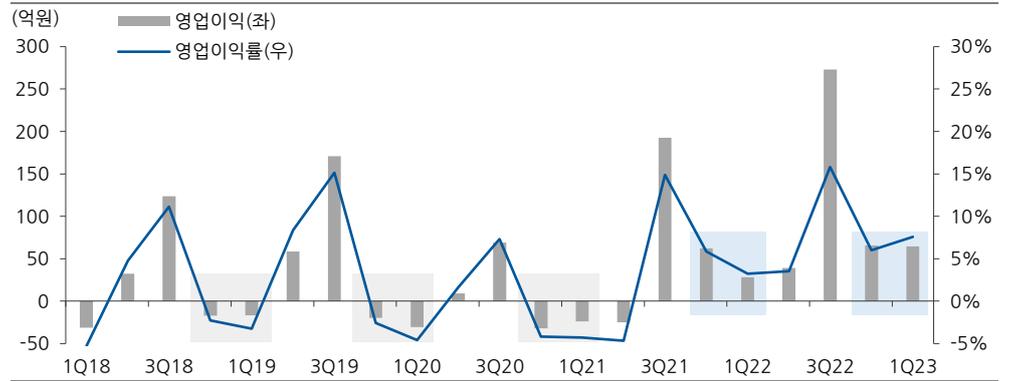
동사 역시 2021년 1분기까지 비수기 시즌(4분기, 1분기)에 영업적자를 기록했다. 하지만 4Q21, 1Q22, 4Q22, 1Q23에 각각 영업이익 62억원, 28억원, 65억원, 65억원을 달성하면서 개선된 이익체력을 보여줬다. 각 분기 영업이익률 역시 5.9%, 3.2%, 6.0%, 7.6%로 비수기 시즌임을 감안하면 탁월했다. 물론 최근 고환율 환경도 실적에 긍정적인 영향을 미쳤지만, 이러한 이익 체질 개선의 근본적인 배경은 1) 룰루레몬에 주력으로 납품되는 아이템이 비수기 시즌에도 꾸준히 생산되며, 2) 2017년에 진출한 국내 교복사업 역시 비수기 시즌 공백 축소에 기여하고 있기 때문으로 이러한 변화는 괄목할 만하다. 먼저 룰루레몬향 주력아이템은 아우터와 남성용 운동복(조거팬츠) 등 계절성이 적은 아이템으로 비수기 시즌에도 꾸준한 생산 수요가 있다. 또한 국내 교복산업은 학령인구 감소로 지속적으로 축소되고 있지만, 동사의 점유율은 상승하는 추세이다. 이는 대부분의 교복 브랜드가 국내 생산을 하고 있는 반면, 동사는 인도네시아에서 생산해 가격경쟁력을 확보하고 있기 때문이다.

호전실업 분기별 매출액 추이



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

호전실업 분기별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

1 2022년 매출 4,800억원(+39%YoY), 영업이익 406억원(+97%YoY)

2022년
매출액 4,800억원(+39%YoY),
영업이익 406억원(+97%YoY)
기록

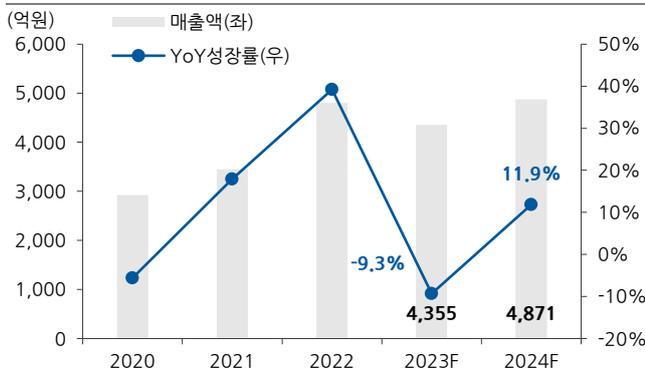
2022년 매출액 4,800억원(+39%YoY), 영업이익 406억원(+97%YoY), 영업이익률 8.5%(+2.5%pYoY)를 기록했다. 전년 매출 고성장의 일등공신은 톨루레몬이다. 톨루레몬은 2021년말 신규바이어로 거래를 시작할 때 비중이 미미했지만, 2022년 수주가 크게 확대되어 전사 의류 매출의 7%를 차지하는 주요고객사로 급성장했다. 의류 OEM 산업에서 신규로 거래를 시작한 뒤 의미있는 규모의 수주를 받는 데까지 통상적으로 2~3년 정도가 걸리는 점을 고려하면, 톨루레몬의 동사 제품에 대한 만족도가 상당히 높았다는 것이 방증되었다. 1~3위 고객사인 더노스페이스, 언더아머, 애슬레타향 원화매출 역시 전년대비 20~40% 고성장이면서 외형확대에 기여했다. 또한 2022년 평균환율이 전년대비 12.9% 상승한 점도 우호적으로 작용했다. 특히 OEM 산업의 성수기인 3분기 평균환율이 전년동기대비 15.6% 상승했다. 영업이익 증가는 1) 매출성장 따른 고정비 감소 효과, 2) 계절성이 적은 톨루레몬 수주 확대에 따라 비수기 수익성 개선, 3) 환율 상승 수혜에 기인했다.

2 2023년 1분기 리뷰

2023년 1분기
매출액 854억원(-2%YoY),
영업이익 65억원(+130%YoY)
기록

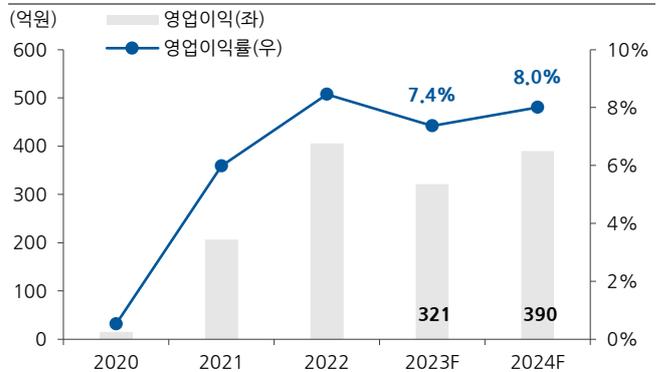
2023년 1분기 매출액 854억원(-2%YoY), 영업이익 65억원(+130%YoY), 영업이익률 7.6%(+4.3%pYoY)를 기록했다. 1분기 역시 톨루레몬향 매출액이 전년동기대비 100% 이상 증가하면서 긍정적인 영향을 미쳤다. 이와 더불어 주요 바이어인 더노스페이스와 언더아머의 매출액도 증가했다. 하지만 3위 고객사인 애슬레타는 갭 그룹의 공격적인 재고 축소 정책에 따라 전년동기대비 오더량이 크게 감소해, 전사 1분기 매출액은 전년동기대비 소폭 감소했다. 1분기 영업이익은 65억원을 기록하면서 비수기임에도 매우 견조한 이익을 시현했다. 매출액이 감소했음에도 양호한 이익을 달성한 배경으로는 1) 1Q23 평균환율이 전년동기대비 5.9% 상승하면서 환율 상승 수혜를 보았고, 2) 톨루레몬 오더확대로 비수기 공급 공백이 적었다. 참고로 의류OEM산업은 3분기가 매출과 영업이익을 크게 좌우하기 때문에 1분기 실적은 상대적으로 영향력이 작다.

호전실업의 연간 매출 전망



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

호전실업의 연간 영업이익 전망



자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,925	3,449	4,800	4,355	4,871
영업이익	15	206	406	321	390
지배주주순이익	-173	118	270	186	262
전년대비 증감률					
매출액	-5.6	17.9	39.2	-9.3	11.9
영업이익	-92.0	1,239.8	96.8	-20.9	21.4
지배주주순이익	적전	흑전	129.2	-31.1	40.9
영업이익률	0.5	6.0	8.5	7.4	8.0
지배주주순이익률	-5.9	3.4	5.6	4.3	5.4

자료: 호전실업, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 2023년 연간 실적 전망

2023년

**매출액 4,355억원(-9%YoY),
영업이익 321억원(-21%YoY)
전망**

2023년 매출액 4,355억원(-9%YoY), 영업이익 321억원(-21%YoY), 영업이익률 7.4%(-1.1%pYoY)를 예측한다. 먼저 올해 톨루레몬향 달러매출액은 전년대비 90% 이상 고성장할 전망이다. 하지만 톨루레몬의 선방에도 불구하고, 동사 역시 2022년 하반기부터 이어진 미국의 경기둔화 및 재고축소의 큰 흐름에서 비껴가지 못할 것으로 예상된다. 동사의 1, 2위 고객사인 더노스페이스, 언더아머의 오더가 전년대비 축소될 전망이다. 특히 애슬레타의 경우 깎 그룹의 공격적인 재고 축소 정책에 따라 올해 오더 감소 폭이 클 것으로 예상된다.

2023년 매출 역성장에 의한 감익은 불가피하다. 하지만 경기둔화 영향에 의한 아쉬운 외형 축소에도 불구하고, 영업이익률은 7.4%로 선방(Vs. 2017~2021년 평균 영업이익률 4.2%)할 것으로 예상된다. 이는 1) 매출액이 예년의 3,000억원대에서 레벨업해 4,000억원대를 유지할 것으로 전망되고, 2) 톨루레몬과 국내 교복 매출로 비수기 수익성이 개선되며, 3) 상반기 평균환율이 전년동기대비 상승해 환수혜 효과가 발생했기 때문이다.

4 2024년 연간 실적 전망

2024년

**매출액 4,871억원(+12%YoY),
영업이익 390억원(+21%YoY)
전망**

2024년 매출액 4,871억원(+12%YoY), 영업이익 390억원(+21%YoY), 영업이익률 8.0%(+0.6%pYoY)를 전망한다. 2024년 톨루레몬향 달러매출액은 전년대비 약 50% 성장하면서 동사 의류 매출의 약 20%를 차지할 것으로 예측된다. 더노스페이스와 언더아머 역시 전년의 부진을 털고, 점진적인 경기 회복과 함께 성장 전환할 전망이다. 2024년 매출액 규모가 2022년 수준으로 회복되며, 영업이익률 역시 2023년 대비 개선될 것으로 사료된다. 다만 2022년 고환율의 우호적 상황을 감안해 2024년 영업이익률(8.0%)은 2022년(8.5%) 대비 소폭 낮게 추정한다.



Valuation

2023년, 2024년 예상 PER은 각각 4.3배, 3.0배

현주가는 저평가로 판단

1) 역사적으로 하단 수준

2) 경쟁사 대비 저평가

현재 동사는 2023년, 2024년 예상EPS 기준 PER 각각 4.3배, 3.0배에 거래되고 있다. 2021년 롤루레몬을 신규바이어로 영입한 후 최근 3개년(2021~2023년) 동안 동사는 PER밴드 3~10배 범위에서 거래되었다. 현 주가는 동사의 역사적 밸류에이션 밴드 상에서 하단 수준으로 저평가라고 판단된다.

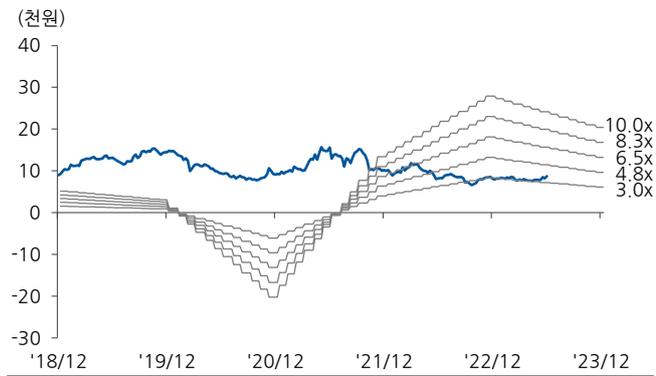
또한 동사의 2023년, 2024년 예상 PBR은 각각 0.5배, 0.5배로 최근 5개년(2019~2023년) PBR밴드 0.5~1.2배 범위 감안 시, PBR 밸류에이션 역시 역사적 하단 수준이다. PBR 밸류에이션을 추가 지표로서 활용하면 동사의 밸류에이션 부담이 더욱 완화된다.

국내 상장된 의류 OEM 회사는 영원무역, 한세실업, 제이에스코퍼레이션(의류OEM 비중 68%), 태평양물산이 있다. 호전실업은 북종면에서는 패딩을 비롯한 우븐의류 OEM 사업을 주력으로 하는 영원무역과 유사성을 띤다. 참고로 한세실업, 제이에스코퍼레이션, 태평양물산은 마진율이 낮은 니트의류 OEM 회사이다. 매출규모 면에서 위 4개사는 약 1~4조원으로 큰 반면, 동사는 5,000억원 수준으로 작다.

먼저 미래 추정치 컨센서스가 존재하는 영원무역, 한세실업, 제이에스코퍼레이션과 상대밸류에이션을 비교하면, 2023년 PER이 동사는 4.5배로, 경쟁 3사 평균(6.6배) 대비 35% 할인되어 거래되고 있다. 2024년 PER 역시 동사는 3.0배로, 경쟁 3사 평균(6.0배) 대비 50% 할인되어 거래되고 있다. 컨센서스가 부재한 태평양물산을 포함하기 위해 2022년 PER 밸류에이션을 비교해보면, 동사는 2.9배로 경쟁 4사 평균(4.5배) 대비 36% 할인되어 거래되었다. 동사는 경쟁 4사 대비 절대매출액 규모는 작지만, 우븐의류 OEM 사업을 주력으로 하고 있어 수익성 측면(2022년 ROE 동사 21.2% Vs. 경쟁 4사 평균 18.8%)에서 우수하다. 이러한 점을 종합적으로 고려하면 위와 같은 할인율은 과도하다고 사료되어, 호전실업은 경쟁사 대비 저평가되어 있다고 판단된다.

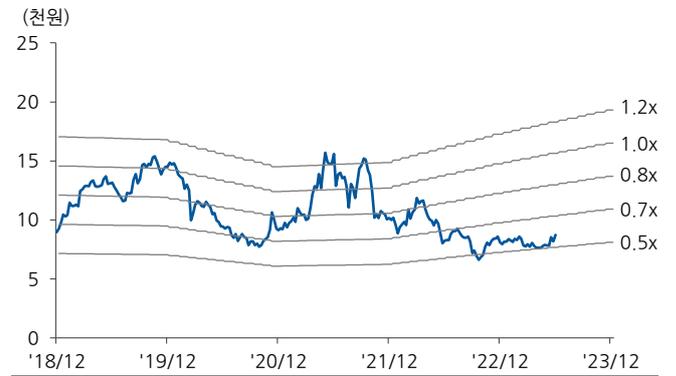
또한 향후 경기회복 시기에 동사의 성장성 및 안정적으로 높은 이익률을 달성하는 이익 체력이 확인된다면, 밸류에이션이 추가적으로 확장될 가능성도 열려 있다고 판단된다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

호전실업과 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원)

		호전실업	영원무역	한세실업	제이에스코퍼레이션	태평양물산
시장 구분		KS	KS	KS	KS	KS
주가(원)		8,720	62,400	21,000	13,750	1,707
시가총액		850	27,650	8,400	1,834	830
자산총계	2020	2,721	30,383	10,211	5,044	6,760
	2021	3,027	35,476	12,162	5,523	7,650
	2022	3,161	45,136	12,392	5,338	7,212
자본총계(지배)	2020	1,072	18,348	4,214	1,507	1,679
	2021	1,201	22,189	4,644	2,019	1,642
	2022	1,355	28,145	5,371	2,555	2,009
매출액	2020	2,925	24,664	16,983	4,028	7,850
	2021	3,449	27,925	16,720	9,870	8,929
	2022	4,800	39,110	22,048	9,751	10,846
	2023F	4,355	38,590	19,712	8,462	N/A
	2024F	4,871	39,862	20,571	9,701	N/A
영업이익	2020	15	2,597	649	79	-20
	2021	206	4,425	1,067	610	14
	2022	406	8,230	1,796	815	684
	2023F	321	7,420	1,565	515	N/A
	2024F	390	7,674	1,707	673	N/A
영업이익률(%)	2020	0.5	10.5	3.8	2.0	-0.3
	2021	6.0	15.8	6.4	6.2	0.2
	2022	8.5	21.0	8.1	8.4	6.3
	2023F	7.4	19.2	7.9	6.1	N/A
	2024F	8.0	19.3	8.3	6.9	N/A
당기순이익(지배)	2020	-173	1,477	351	24	-121
	2021	118	2,981	673	483	-138
	2022	270	6,745	856	646	251
	2023F	186	5,425	1,034	367	N/A
	2024F	262	5,627	1,198	515	N/A
ROE(%)	2020	-15.0	8.0	8.6	1.5	-7.1
	2021	10.4	14.7	15.2	27.4	-8.3
	2022	21.2	26.8	17.1	28.3	12.5
	2023F	13.1	17.8	17.9	13.7	N/A
	2024F	16.2	15.9	17.9	17.1	N/A
PER(배)	2020	N/A	9.5	20.0	42.4	N/A
	2021	7.6	6.5	13.0	5.9	N/A
	2022	2.9	3.1	7.2	2.8	3.3
	2023F	4.3	5.1	8.1	5.0	N/A
	2024F	3.0	4.9	7.0	3.6	N/A
PBR(배)	2020	0.7	0.8	1.6	0.7	0.5
	2021	0.8	0.9	1.9	1.4	0.6
	2022	0.6	0.7	1.1	0.7	0.4
	2023F	0.5	0.8	1.3	0.7	N/A
	2024F	0.5	0.7	1.2	0.6	N/A
PSR(배)	2020	0.3	0.6	0.4	0.2	0.1
	2021	0.3	0.7	0.5	0.3	0.1
	2022	0.2	0.5	0.3	0.2	0.1
	2023F	0.2	0.7	0.4	0.2	N/A
	2024F	0.2	0.7	0.4	0.2	N/A
배당수익률(%)	2020	2.2	1.6	2.9	6.0	0.0
	2021	2.5	2.3	2.3	2.8	0.0
	2022	3.7	3.3	3.3	6.3	1.8

주: 1) 호전실업과 제이에스코퍼레이션 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 6월 29일 종가 기준
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

1 경기불황에 의한 주문 감소

리스크요인 1)

경기불황에 의한 주문 감소

전술한 바와 같이 2022년 하반기부터 대두된 글로벌 불황 및 의류 재고조정은 2023년 동사의 실적에 부정적인 영향을 줄 것으로 전망된다. 통상적으로 경기 둔화 시기에는 바이어의 원가절감 니즈로 인해 주문량 감소와 함께 납품단가 인하 압력도 동반된다. 다만 이러한 글로벌 경기 침체 우려는 동사에만 적용되는 리스크는 아니다. 동사는 고기능성 액티브웨어에 강점을 보유하고 인도네시아에서 지역이동을 통해 생산단가 절감 노력을 기울이고 있기 때문에, 어려운 시기를 잘 극복해 낼 것으로 예상된다. 또한 호전실업의 주가는 2021년 6월 고점(17,200원) 대비 약 50% 하락했기 때문에, 이러한 경기 둔화 우려가 주가에 반영되어 있다고 판단된다.

2 미상환 전환사채는 잠재적 오버행 요소

리스크요인 2)

미상환 전환사채 315억원 보유

동사는 2023년 1분기말 기준, 미상환 전환사채 315억원을 보유하고 있다. 12회차 90억원, 13회차 225억원이다. 먼저 12회차 전환사채는 2021년 7월 29일에 총 150억원 발행되었으나, 2021년 11월 18일 60억원에 해당하는 사채를 상환 및 취득했다. 미상환 전환사채(권면총액 90억원)의 만기일은 2026년 7월 29일, 전환청구기간은 2022년 7월 29일부터 2026년 6월 29일까지이다. 현재 전환가액은 9,889원이다. 참고로 12회차 사채의 사채권자는 사채의 발행일로부터 2년이 경과한 날인 2023년 07월 29일 및 이후 매 3개월이 경과한 날(조기상환일)에 사채 전자등록 금액의 전부 또는 일부에 대하여 만기 전 조기상환을 청구할 수 있다.

13회차 전환사채(권면총액 225억원)는 2021년 10월 25일에 발행했고, 만기일은 2026년 10월 25일, 전환청구기간은 2022년 10월 25일부터 2026년 9월 25일까지이다. 현재 전환가액은 10,850원이다. 13회차 사채의 조기상환일은 2023년 10월 25일 및 이후 매 3개월이 경과한 날이다.

미상환 전환사채는 주가가 전환가액 이상으로 상승 시 투자자가 주식으로 전환하여 매도할 수 있기 때문에, 투자시 반드시 고려해야 하는 오버행(주식 시장에서 언제든지 매물로 쏟아질 수 있는 잠재적인 과잉 물량 주식을 의미하는 용어) 리스크이다. 전환권이 행사된다면 이는 전체 발행 주식수의 약 31%에 해당되어 부담이 되는 수준이다. 또한 최저 조정가액과 주가와 괴리감이 발생해 사채권자로부터 조기상환청구권(Put option)이 행사될 가능성도 배제할 수 없다. 동사는 2021~2022년 양호한 실적 달성 및 현금 창출을 기반으로 풋옵션 행사에 대한 대비가 되어 있다고 판단되어, 조기상환으로 오버행 리스크가 일부라도 해소된다면 주가에 오히려 긍정적일 수 있다고 판단된다.

미상환 전환사채 보유 내역

구분	제 12 회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채
미상환 사채의 권면총액(억원)	90
발행일	2021년 7월 29일
만기일	2026년 7월 29일
전환청구가능 기간	2022년 7월 29일 ~ 2026년 6월 29일
전환가액(원)	1주당 9,889원

자료: 호전실업, 한국IR협회의 기업리서치센터

미상환 전환사채 보유 내역

구분	제 13 회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채
미상환 사채의 권면총액(억원)	225
발행일	2021년 10월 25일
만기일	2026년 10월 25일
전환청구가능 기간	2022년 10월 25일 ~ 2026년 9월 25일
전환가액(원)	1주당 10,850원

자료: 호전실업, 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,925	3,449	4,800	4,355	4,871
증가율(%)	-5.6	17.9	39.2	-9.3	11.9
매출원가	2,489	2,787	3,845	3,615	4,019
매출원가율(%)	85.1	80.8	80.1	83.0	82.5
매출총이익	437	661	955	740	853
매출이익률(%)	14.9	19.2	19.9	17.0	17.5
판매관리비	421	455	549	419	463
판매비율(%)	14.4	13.2	11.4	9.6	9.5
EBITDA	79	270	481	403	464
EBITDA 이익률(%)	2.7	7.8	10.0	9.3	9.5
증가율(%)	-69.0	241.4	78.4	-16.1	15.0
영업이익	15	206	406	321	390
영업이익률(%)	0.5	6.0	8.5	7.4	8.0
증가율(%)	-92.0	1,239.8	96.8	-20.9	21.4
영업외손익	-127	-7	-17	-85	-55
금융수익	6	2	7	15	25
금융비용	56	66	93	114	95
기타영업외손익	-77	57	69	15	15
중속/관계기업관련손익	0	-0	-1	0	0
세전계속사업이익	-111	199	388	236	334
증가율(%)	적전	흑전	94.8	-39.1	41.4
법인세비용	64	81	120	52	74
계속사업이익	-175	118	268	184	261
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-175	118	268	184	261
당기순이익률(%)	-6.0	3.4	5.6	4.2	5.4
증가율(%)	적전	흑전	127.2	-31.1	41.5
지배주주지분 순이익	-173	118	270	186	262

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	79	138	348	236	121
당기순이익	-175	118	268	184	261
유형자산 상각비	61	61	73	80	72
무형자산 상각비	3	2	2	2	2
외환손익	60	11	74	0	0
운전자본의감소(증가)	101	-174	-231	-31	-214
기타	29	120	162	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-99	-64	-224	34	-40
투자자산의 감소(증가)	12	-1	9	4	-5
유형자산의 감소	3	0	18	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-49	-42	-154	0	0
기타	-65	-21	-97	30	-35
재무활동으로인한현금흐름	39	-21	-69	-46	-22
차입금의 증가(감소)	-150	-244	-11	-18	4
사채의증가(감소)	198	373	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-20	-16	-22	-28	-26
기타	11	-134	-36	0	0
기타현금흐름	-5	1	-45	116	116
현금의증가(감소)	14	53	10	341	175
기초현금	113	127	179	189	530
기말현금	127	179	189	530	705

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	1,675	1,944	1,948	2,126	2,491
현금성자산	127	179	189	530	705
단기투자자산	249	256	324	294	328
매출채권	339	397	385	349	391
재고자산	877	1,038	951	863	966
기타유동자산	82	74	99	90	101
비유동자산	1,046	1,083	1,213	1,126	1,057
유형자산	723	767	896	816	744
무형자산	167	180	191	189	187
투자자산	114	92	73	68	73
기타비유동자산	42	44	53	53	53
자산총계	2,721	3,027	3,161	3,252	3,548
유동부채	1,225	1,328	1,481	1,125	1,173
단기차입금	739	792	714	714	714
매입채무	120	172	174	158	177
기타유동부채	366	364	593	253	282
비유동부채	424	498	325	613	627
사채	171	261	0	0	0
장기차입금	87	61	181	481	481
기타비유동부채	166	176	144	132	146
부채총계	1,649	1,826	1,806	1,738	1,799
지배주주지분	1,071	1,198	1,343	1,502	1,738
자본금	50	57	59	59	59
자본잉여금	601	746	763	763	763
자본조정 등	-330	-456	-335	-335	-335
기타포괄이익누계액	-27	-34	-153	-153	-153
이익잉여금	778	885	1,009	1,169	1,405
자본총계	1,072	1,201	1,355	1,514	1,749

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	N/A	7.6	2.9	4.3	3.0
P/B(배)	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
P/S(배)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	20.3	6.5	3.3	3.2	2.3
배당수익률(%)	2.2	2.5	3.7	3.4	3.4
EPS(원)	-2,020	1,336	2,790	2,040	2,874
BPS(원)	12,387	12,701	14,740	16,496	19,087
SPS(원)	33,850	39,138	49,632	47,815	53,486
DPS(원)	200	250	300	300	300
수익성(%)					
ROE	-15.0	10.4	21.2	13.1	16.2
ROA	-6.2	4.1	8.7	5.7	7.7
ROIC	2.8	5.8	13.8	12.3	15.6
안정성(%)					
유동비율	136.7	146.3	131.6	188.9	212.4
부채비율	153.8	152.1	133.3	114.9	102.9
순차입금비율	81.0	67.0	56.2	28.5	12.9
이자보상배율	0.3	3.1	4.4	2.8	4.1
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	1.2	1.6	1.4	1.4
매출채권회전율	9.2	9.4	12.3	11.9	13.2
재고자산회전율	3.1	3.6	4.8	4.8	5.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.