

엠코르셋 (204020)

유정현 cindy.yu@daishin.com 이나연 nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **N/R**

6개월 목표주가 **N/R**

현재주가 **7,250**
(19.06.21)

섬유 업종

| | |
|-------------|------------------------------------|
| KOSDAQ | 722.64 |
| 시가총액 | 73십억원 |
| 시가총액비중 | 0.03% |
| 자본금(보통주) | 5십억원 |
| 52주 최고/최저 | 15,200원 / 6,520원 |
| 120일 평균거래대금 | 7억원 |
| 외국인지분율 | 0.84% |
| 주요주주 | 문영우 외 9인 44.24% 강우석 외 4인 13.90% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|------|-----|
| 절대수익률 | 5.5 | -12.4 | -0.7 | - |
| 상대수익률 | 2.8 | -9.9 | -7.4 | - |



언더웨어 전문기업

여성 언더웨어 전문기업

- 국내 내의시장 규모는 2조원대 초반 수준으로 상위 사업자의 시장지배력이 높지 않은 특징이 있음. 또한 대형 SPA 업체가 언더웨어 시장에 뛰어들면서 경쟁이 심화되고 있는 상황. 엠코르셋의 국내 내의시장 시장 점유율은 5% 내외로 2015년 7위, 2016년 6위에 이어 2017년 4위까지 상승하였음
- 동사는 2009년 미국 HBI와 처음 계약을 맺고 한국에 원더브라, 플레이텍스를 판매하기 시작하였으며 현재 HBI 브랜드 제품에 대한 한국 및 중국, 동남아시아 판권을 확보하고 있음. 계약은 3년마다 자동 갱신되는 구조
- 동사는 HBI 브랜드 외에도 라이선스 브랜드 3개, 자사 브랜드 4개를 보유하고 있음. 하지만 이들 브랜드가 전체 매출에서 차지하는 비중은 높지 않음. 지난 1분기 기준 브랜드별 매출 비중을 살펴보면 원더브라 46%, 플레이텍스 19%, 저스트마이사이즈 18%로 HBI 브랜드 세 개가 전체 매출의 84%를 차지하고 있음
- 채널별 판매 비중은 지난 1분기 기준 홈쇼핑 70%, 오프라인 12%, 온라인 17%이며 부진매장 축소에 따라 오프라인 채널 비중을 줄여나가는 추세

중국과 온라인을 통한 Valuation 확장 가능성 여부 점검

- 1분기 매출액과 영업이익은 278억원, 16억원으로 전년동기대비 각각 16.5%, 12.9% 증가. 저스트마이사이즈 매출이 50억원으로 전년동기대비 130% 큰 폭 성장한 것이 외형 성장에 크게 기여한 것으로 파악됨. 원더브라와 플레이텍스도 각각 매출액 128억원, 54억원 기록하며 전년동기대비 13.7%, 17.4% 신장. 과거 원더브라와 플레이텍스를 대체할 만한 브랜드가 없다는 리스크가 있었는데, 저스트마이사이즈가 견조한 성장세를 이어나가며 이러한 점을 일정 부분 해소하고 있음. 18년 1분기 저스트마이사이즈의 매출 비중은 9%에 불과하였으나 19년 1분기 18%까지 확대 됨
- 수익성 개선에는 온라인 매출이 46억원으로 전년동기대비 10% 가량 신장한 점이 주요했다고 판단. 참고로 동사는 현재 브라프라몰(2015), 원더브라몰(2016), 플레이텍스몰(2017), 저스트마이사이즈몰(2019) 등 총 4개의 자사몰을 보유하고 있으며 애플리케이션도 함께 운영하며 온라인 시장 환경 변화에 유연하게 대처하고 있음. 자사몰의 경우 따로 수수료가 없기 때문에 타 채널 대비 마진이 높아 앞으로 자사몰 판매 비중을 꾸준히 높여 나갈 계획
- 중국의 경우 HBI 온/오프라인 모든 채널에 대한 판권을 보유하고 있음에도 불구하고 현재로서는 온라인에만 집중하고 있음. 온라인은 capex 부담이 없어 오프라인 대비 리스크가 작기 때문. 현재 Tmall, 징둥닷컴, VIP.com 등 주요 온라인 몰에 입점해있음
- 온라인 채널과 중국에서 성장이 계획대로 나온다면, 수익성이 큰 폭으로 개선될 가능성 있음. 따라서 현재의 사업구조로만 봤을 때는 valuation 매력력이 아주 크다고 볼 수 없지만 온라인과 중국에서의 사업 성과에 따라 valuation 확장 가능성이 있다고 판단

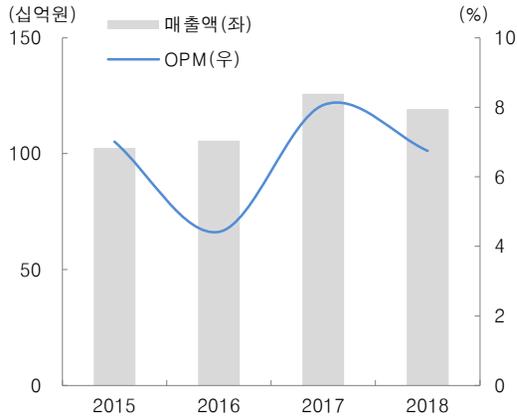
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 100 | 102 | 106 | 126 | 119 |
| 영업이익 | 11 | 7 | 5 | 10 | 8 |
| 세전순이익 | 10 | 8 | 5 | 10 | 8 |
| 총당기순이익 | 7 | 6 | 3 | 8 | 5 |
| 지배지분순이익 | 7 | 6 | 4 | 8 | 5 |
| EPS | - | - | - | - | - |
| PER | - | - | - | - | - |
| BPS | - | - | - | - | - |
| PBR | - | - | - | - | - |
| ROE | 34.6 | 13.5 | 7.5 | 15.2 | 7.9 |

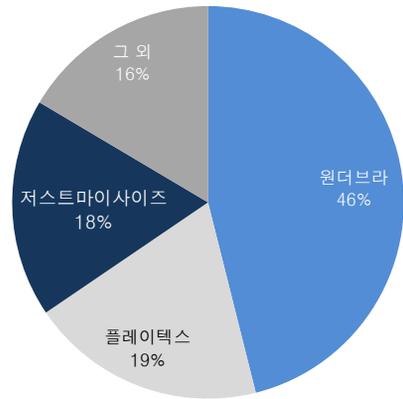
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 매출액 및 영업이익률 추이



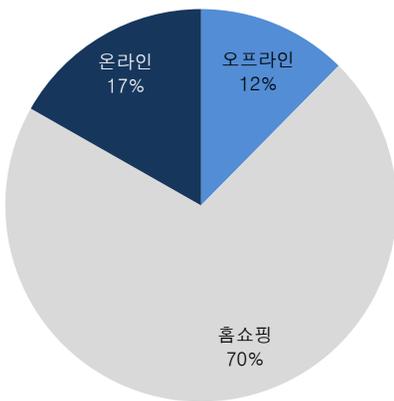
자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 브랜드별 매출 비중



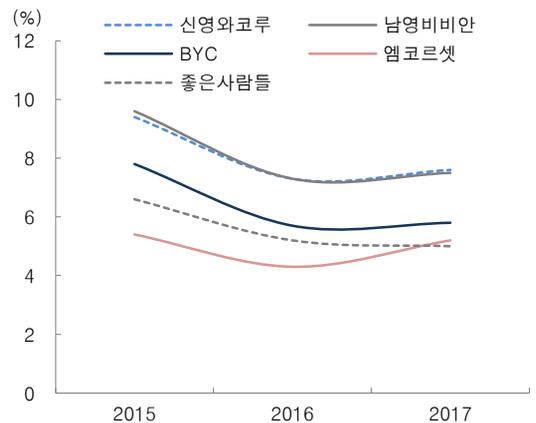
주: 2019년 1분기 기준
자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 채널별 매출 비중



주: 2019년 1분기 기준
자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 상위 5개 경쟁업체별 시장점유율 현황



자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 엠코르셋 브랜드 포트폴리오

| 브랜드명 및 로고 | 국내 런칭시기 |
|------------------------|---------|
| HBI 브랜드 | |
| 원더브라(Wonderbra) | 2009.05 |
| 플레이텍스(Playtex) | 2010.07 |
| 저스트마이사이즈(Just My Size) | 2012.05 |
| 메이든폼(Maidenform) | 2016.05 |
| 라이선스 브랜드 | |
| 크로커다일(Crocodile) | 2014.12 |
| 메종르자비(MaisonLejaby) | 2017.06 |
| 히미코(Himico) | 2010.04 |
| 자사 브랜드 | |
| 미싱도로시(Missing Dorothy) | 2007.07 |
| 르페(LFEE) | 2003.05 |
| 펄리셸(Pearly Shell) | 2013.04 |
| 닥터미즈(Dr.Miz) | 2016.01 |

자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 100 | 102 | 106 | 126 | 119 |
| 매출원가 | 39 | 42 | 44 | 51 | 49 |
| 매출총이익 | 61 | 60 | 62 | 75 | 70 |
| 판매비외관리비 | 50 | 53 | 57 | 65 | 62 |
| 영업이익 | 11 | 7 | 5 | 10 | 8 |
| 영업이익률 | 10.9 | 7.0 | 4.4 | 8.1 | 6.7 |
| EBITDA | 11 | 8 | 5 | 11 | 9 |
| 영업외손익 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 외환관련이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융비용 | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 |
| 외환관련손실 | 1 | 1 | 2 | 2 | 1 |
| 기타 | -2 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| 법인세비용차감전순이익 | 10 | 8 | 5 | 10 | 8 |
| 법인세비용 | -2 | -2 | -1 | -2 | -3 |
| 계속사업순이익 | 7 | 6 | 3 | 8 | 5 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 7 | 6 | 3 | 8 | 5 |
| 당기순이익률 | 7.1 | 5.7 | 3.1 | 6.1 | 4.0 |
| 비재배분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재배분순이익 | 7 | 6 | 4 | 8 | 5 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 포괄순이익 | 7 | 6 | 3 | 8 | 5 |
| 비재배분포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재배분포괄이익 | 7 | 6 | 4 | 8 | 5 |

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | - | - | - | - | - |
| PER | - | - | - | - | - |
| BPS | - | - | - | - | - |
| PBR | - | - | - | - | - |
| EBITDAPS | 1,369 | 885 | 638 | 1,282 | 977 |
| EV/EBITDA | NA | NA | 10.3 | 5.8 | 5.0 |
| SPS | - | - | - | - | - |
| PSR | - | - | - | - | - |
| CFPS | - | - | - | - | - |
| DPS | - | - | - | - | - |

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | na | 26 | 30 | 19.1 | -5.2 |
| 영업이익 증가율 | na | -34.1 | -35.1 | 117.5 | -20.7 |
| 순이익 증가율 | na | -17.4 | -44.1 | 134.3 | -37.7 |
| 수익성 | | | | | |
| ROIC | 63.8 | 21.7 | 11.3 | 20.5 | 11.4 |
| ROA | 42.3 | 13.4 | 7.7 | 14.7 | 9.5 |
| ROE | 34.6 | 13.5 | 7.5 | 15.2 | 7.9 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 25.9 | 22.5 | 31.1 | 30.7 | 28.6 |
| 순차입금비율 | -36.6 | -40.8 | -35.0 | -16.8 | -39.7 |
| 이자보상배율 | 57.6 | 51.8 | 28.2 | 41.1 | 29.3 |

자료: 엠코르셋, 대신증권 Research&Strategy 본부

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 46 | 50 | 57 | 65 | 89 |
| 현금및현금성자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 매출채권 및 기타채권 | 9 | 6 | 7 | 11 | 8 |
| 재고자산 | 18 | 20 | 25 | 37 | 40 |
| 기타유동자산 | 18 | 22 | 23 | 16 | 40 |
| 비유동자산 | 5 | 6 | 8 | 8 | 7 |
| 유형자산 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 관계기업투자금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동자산 | 4 | 5 | 6 | 7 | 6 |
| 자산총계 | 52 | 56 | 65 | 73 | 96 |
| 유동부채 | 11 | 10 | 15 | 17 | 18 |
| 매입채무 및 기타채무 | 6 | 6 | 10 | 9 | 10 |
| 차입금 | 3 | 3 | 5 | 6 | 6 |
| 유동성채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 비유동부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 기타비유동부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 11 | 10 | 15 | 17 | 21 |
| 자배지분 | 41 | 46 | 49 | 56 | 74 |
| 자본금 | 2 | 2 | 4 | 4 | 5 |
| 자본잉여금 | 8 | 8 | 6 | 6 | 28 |
| 이익잉여금 | 30 | 35 | 37 | 44 | 40 |
| 기타지분변동 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 비재배지분 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 41 | 46 | 49 | 56 | 74 |
| 순차입금 | -15 | -19 | -17 | -9 | -30 |

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 5 | 6 | 1 | -6 | 5 |
| 당기순이익 | 7 | 6 | 3 | 8 | 5 |
| 비현금항목의 가감 | 3 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 감가상각비 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 3 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| 자산부채의 증감 | -2 | 0 | -4 | -15 | -1 |
| 기타현금흐름 | -3 | -1 | -1 | -2 | -3 |
| 투자활동 현금흐름 | -10 | -4 | -4 | 5 | -24 |
| 투자자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 기타 | -10 | -4 | -3 | 5 | -23 |
| 재무활동 현금흐름 | 4 | -2 | 2 | 1 | 18 |
| 단기차입금 | -1 | -1 | 2 | 2 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유상증자 | 8 | 0 | 0 | 0 | 23 |
| 현금배당 | -3 | -1 | -1 | -1 | -2 |
| 기타 | 0 | 0 | 2 | 0 | -8 |
| 현금의 증감 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 기초 현금 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기말 현금 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| NOPLAT | 8 | 6 | 3 | 8 | 5 |
| FCF | 7 | 5 | 2 | 8 | 5 |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

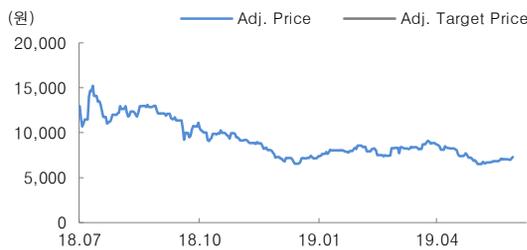
(담당자:유정현)

본 자료는 엠코르셋 기업공개에 당사가 대표 주관회사로 선정되어 작성한 의무공표 자료 중 두 번째 자료임을 알려드립니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

엠코르셋(204020) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



| | |
|--------------|----------|
| 제시일자 | 19.06.24 |
| 투자의견 | N/R |
| 목표주가 | |
| 과리율(평균.%) | |
| 과리율(최대/최소.%) | |
| 제시일자 | |
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 과리율(평균.%) | |
| 과리율(최대/최소.%) | |
| 제시일자 | |
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 과리율(평균.%) | |
| 과리율(최대/최소.%) | |
| 제시일자 | |
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 과리율(평균.%) | |
| 과리율(최대/최소.%) | |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190622)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 87.6% | 11.4% | 0.0% |

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상