

호전실업(11110.KS)

호전될 일만 남았다

유통/의류 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

2022.05.31

News Comment

투자의견: **BUY** (신규)목표주가: **12,000**원(신규)

현재주가: 9,430원(5/30)

시가총액: 919(십억원)

강력한 바이어 군단

호전실업은 2021년 기준 25개의 바이어를 보유 하고 있다. 주력 바이어인 노스페이스, 언더아머, 애슬레타에 더해 롤루레몬, 올버즈, 립컬, 맥팩이 추가되었다. 코로나 기간 소규모 의류 OEM 사는 수주 감소와 비용(물류, 원부자재) 증가를 견디지 못 해 도산했다. 벤더 콘솔리데이션이 진행되었고, 이는 호전실업에 기회이다. 또한, 작년 베트남 섯다운으로 인도네시아, 방글라데시 등 생산 국가 분산이 이루어졌다. 주력/신규 바이어의 연간 매출 가이드는 견조하다. 인도네시아 신규 공장 생산도 올해 안정화된다. 수주가 시작되면 생산이 받쳐준다.

2022년 영업이익은 247억원(+20.0%, 이하 yoy) 추정

2022년 전체 매출액은 3,918억원(+13.6%, 이하 yoy), 영업이익은 247억원(+20.0%)을 전망한다. 1) 신규 바이어 추가가 계속되고 있다. OEM 산업의 본질은 양질의 바이어 확보이다. 당사는 21년부터 롤루레몬, 올버즈, 립컬, 맥팩 등 신규 바이어가 증가하고 있다. 코로나 이후에도 고성장이 기대되는 아웃도어, 애슬레저 카테고리에 해당되어 있다. 또한 실내 의류(롤루레몬), 남반구(립컬, 맥팩) 바이어 추가로 3분기 매출에 집중되어 있는 계절성을 분산시키는 점은 긍정적이다. 2) 인도네시아 호가 제 1 공장 가동이 안정화 되고 있다. 신규 착공된 공장에서는 신규 추가된 바이어 물량이 생산될 예정이다. 추가로 호가2공장은 내년 완공, 내후년 가동을 목표로 하고 있다. 완공 후 호가2 공장 캐파는 1 공장 캐파보다 약 40% 높다.

목표주가 12,000 원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가는 12,000 원, 투자의견은 '매수'로 커버리지를 개시한다. 2022 12MF 실적 기준 회석 EPS 1,188 원에 Target PER 9.9배를 적용했다. EPS 추정에는 총발행주식수(9,749,984 주)에 회석가능주식수(2,708,198 주)를 포함했다. Target PER 은 글로벌 OEM 피어의 12 개월 Fwd PER에 25% 할인을 적용했다. 의류 산업 Re-stocking 시즌 도래와 본업 성장 여력은 높지만, 매출액 규모의 열위와 전환사채 물량을 고려했다.

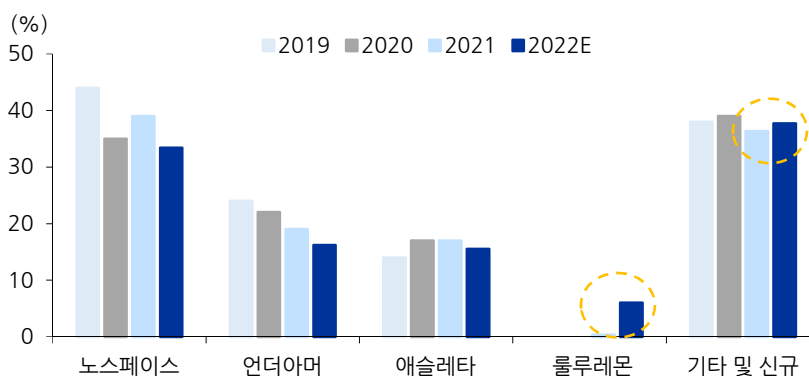
발행주식수	9,750천주
52주 최고가	17,200원
최저가	8,500원
52주 일간 Beta	2.12
60일 일평균거래대금	1,635억원
외국인 지분율	1.3%
배당수익률(2021A)	2.5%

주주구성	
박진호 (외 2인)	41.9
자사주 (외 1인)	5.1
한국투자밸류자산운용 (외 1인)	5.1

	1M	6M	12M
주가상승률	-13.5%	-4.2%	-33.6%
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	12,000	-	-
영업이익(21)	21	-	-
영업이익(22)	25	-	-

결산기(12월)	2021A	2022E	2023E
매출액(십억원)	345	392	417
영업이익(십억원)	21	25	28
세전계속사업손익(십억원)	20	22	24
당기순이익(십억원)	12	13	16
EPS(원)	1,249	1,432	1,683
증감률(%)	흑전	14.7	17.6
PER(배)	8.1	6.6	5.6
ROE(%)	10.4	11.5	13.1
PBR(배)	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	6.6	5.9	5.2

도표 1. 바이어별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

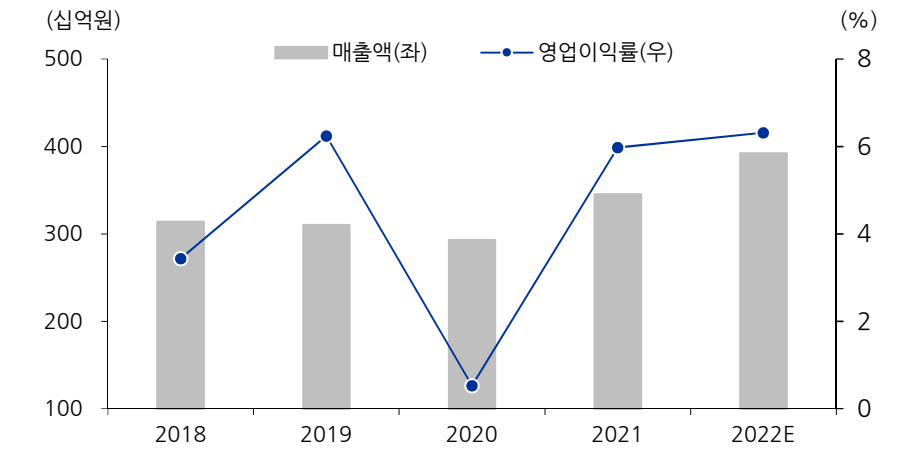


도표 2. 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021	2022E
매출액	55.6	53.3	129.5	106.5	86.8	54.8	137.7	112.4	309.8	292.5	344.9	391.8
매출총이익	7.5	8.7	32.4	17.6	16.9	11.5	33.9	14.1	63.5	43.7	66.1	76.3
GPM(%)	13.5	16.3	25.0	16.5	19.4	20.9	24.6	12.6	20.5	14.9	19.2	19.5
판매비	9.9	11.2	13.1	11.3	14.1	9.9	14.5	13.2	44.2	42.1	45.5	51.6
판매비율(%)	17.8	21.0	10.1	10.6	16.2	18.0	10.5	11.7	14.3	14.4	13.2	13.2
영업이익	(2.4)	(2.5)	19.2	6.2	2.8	1.6	19.4	1.0	19.3	1.5	20.6	24.7
OPM(%)	(4.3)	(4.7)	14.9	5.9	3.2	2.9	14.1	0.9	6.2	0.5	6.0	6.3
<% yoy>												
매출액	(16.5)	(3.3)	37.8	38.5	56.1	2.9	6.4	5.5	(1.1)	(5.6)	17.9	13.6
매출총이익	(11.3)	(20.8)	77.9	190.6	125.2	32.1	4.6	(19.7)	15.1	(31.2)	51.4	15.4
판매비	(14.1)	11.0	16.0	22.6	42.2	(11.6)	10.6	16.1	(0.6)	(4.7)	8.0	13.4
영업이익	적지	적전	179.5	흑전	흑전	흑전	0.6	(84.7)	79.7	(92.0)	1,239.8	20.0

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권



도표 4. Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	14.8	
회석 EPS(원)	1,188	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	12,000	
Target PER(X)	9.9	글로벌 OEM 피어 25% 할인
현재주가(원)	9,540	
현재주가 PER(X)	8.0	
Upside(%)	25.8	

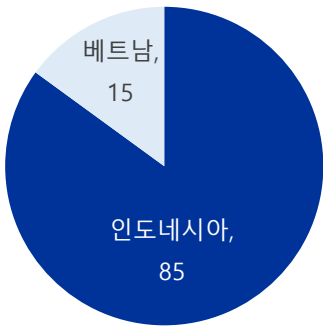
자료: 회사 자료, 유진투자증권/ 주: 총발행주식수(9,749,984 주)에 회석가능주식수(2,708,198 주) 포함

도표 5. 호전실업 CB(전환사채) 정리

구분	발행일	이자율(%)	잔여 금액	전환가액	전환 가능 주식수
제 11 회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채	2020-10-26	0.0%	350,000	7,800	44,872
제 12 회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채	2021-07-29	0.0%	9,000,000	9,889	910,102
제 13 회 무기명식 이권부 무보증 사모전환사채	2021-10-25	0.0%	22,500,000	10,850	2,073,733
전환 가능 주식수(주)					3,028,707
총 발행 주식수(주)					9,429,475
회석 가능 주식수(주)					12,458,182
회석 가능 지분율(%)					24.3

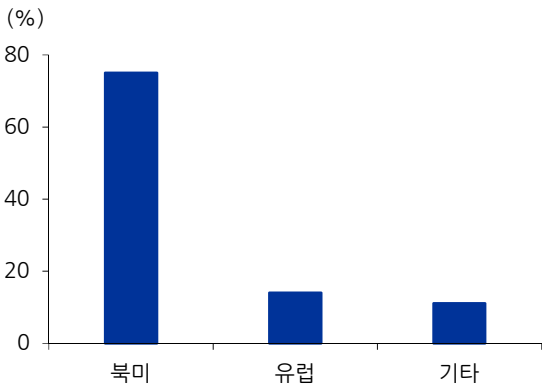
자료: 공시 자료, 유진투자증권

도표 6. 호전실업 국가별 생산 CAPA 비중



자료: 회사 자료, 유진투자증권

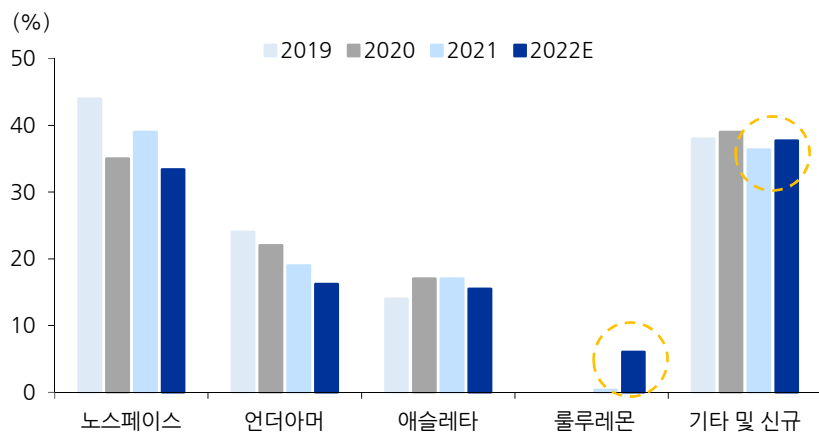
도표 7. 호전실업 국가별 매출 비중



자료: 회사 자료, 유진투자증권



도표 8. 바이어별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 9. 바이어 포트폴리오

구분	브랜드	신규 여부
기능성 스포츠	THE NORTH FACE	
	UNDER ARMOUR	
	ATHLETA	
	MOOSE KNUCKLES	
	KATHMANDU	○
	MACPAC	○
	RIPCURL	○
스포츠웨어	THE NORTH FACE	
	UNDER ARMOUR	
	BOGNER	
	KIUS	
애슬레저	ATHLETA	
	LULULEMON	○
	UNDER ARMOUR	
	ANDAR	○
	STANCE	○

자료: 회사 자료, 유진투자증권

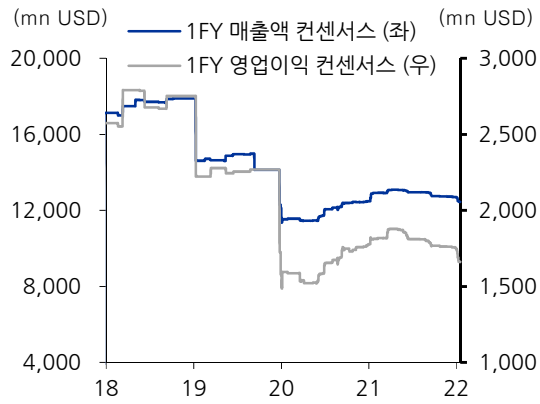
도표 10. 바이어 매출액 전망 가이드스

바이어	매출액 전망 가이드스
VF(THE NORTH FACE)	2022E 11.9 십억달러(+28% yoy)
UNDER ARMOUR	1Q22E +4~6% yoy
LULU LEMON	2022E 7,490~7,615 백만달러(+20~22% yoy), 1Q22E 1,525~1,550 백만달러

자료: 회사 자료, 유진투자증권

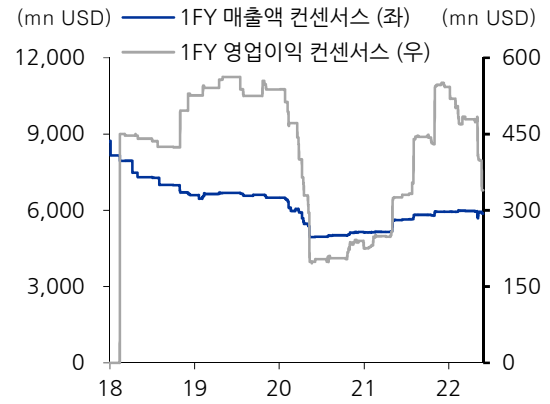


도표 11. VF(노스페이스) 컨센서스 추이



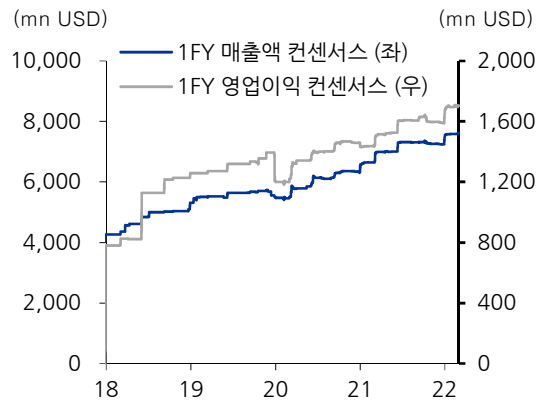
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 12. Under Armour 컨센서스 추이



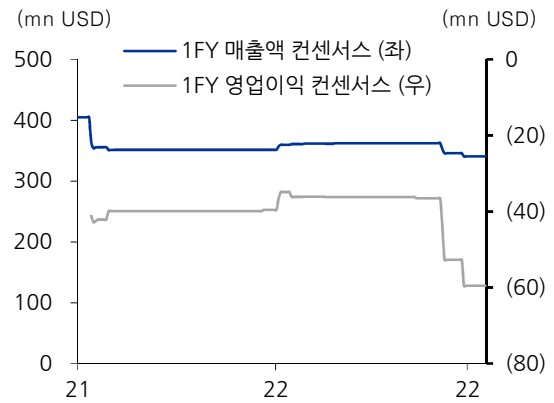
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 13. Lulu Lemon 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14. Allbirds 컨센서스 추이



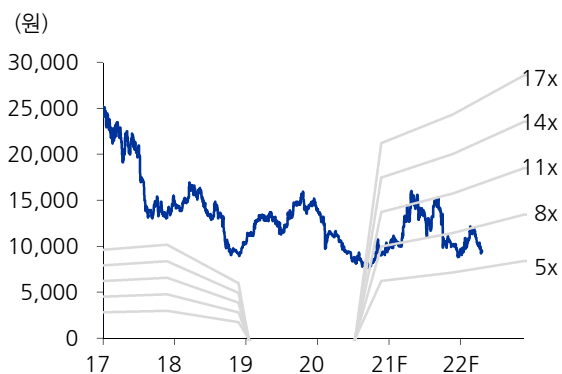
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 15. Global peer valuation

(십억원)	Market cap.	2022E						2023E					
		Sales growth	EPS growth	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	Sales growth	EPS growth	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
호전실업	91.9	12.5	n.a.	5.7	n.a.	n.a.	12.7	10.7	5.0	5.4	n.a.	n.a.	11.9
영원무역	2,078.2	14.6	18.1	5.8	0.8	3.1	15.0	5.7	1.0	5.8	0.7	3.1	13.3
한세실업	896.0	24.5	56.5	8.3	1.6	7.4	21.2	5.3	6.3	7.8	1.4	7.1	19.2
Feng tay	6,894.5	30.6	74.2	20.4	7.3	11.9	37.9	10.5	14.5	17.8	6.5	10.5	37.4
Pouchen	3,821.6	14.1	(6.3)	6.6	0.6	5.3	7.9	15.0	7.2	6.2	n.a.	5.0	8.8
Yueyuen	2,862.1	6.5	124.1	9.0	0.5	5.1	6.0	10.2	23.8	7.2	0.5	4.3	7.3
Shenzhou	24,932.3	16.9	49.1	26.9	4.3	19.6	16.8	17.5	29.9	20.7	3.9	15.6	19.8
Eclat	5,715.4	17.1	29.5	20.1	5.5	14.9	29.3	9.2	11.3	18.0	4.9	13.1	28.8
Makalot	1,658.7	11.3	11.8	12.8	2.8	7.6	22.1	8.1	7.5	11.9	2.6	7.1	22.7

자료: Bloomberg Consensus, 유진투자증권

도표 16. PER BAND



자료: QuantWise, 유진투자증권

도표 17. PBR BAND



자료: QuantWise, 유진투자증권



호전실업(11110.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	272	303	297	313	325
유동자산	167	194	189	206	219
현금성자산	38	43	31	37	47
매출채권	38	43	46	49	50
재고자산	88	104	109	116	118
비유동자산	105	108	108	107	106
투자자산	16	14	15	16	16
유형자산	72	77	75	73	72
기타	17	18	18	18	17
부채총계	165	183	182	184	185
유동부채	123	133	133	134	135
매입채무	21	28	28	30	31
유동성이자부채	97	91	91	91	91
기타	5	13	13	13	13
비유동부채	42	50	50	50	50
비유동이자부채	28	35	35	35	35
기타	14	15	15	15	16
자본총계	107	120	115	128	140
자배지분	107	120	114	128	140
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	60	75	75	75	75
이익잉여금	78	89	100	113	125
기타	(36)	(49)	(66)	(66)	(66)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	107	120	115	128	140
총차입금	124	126	126	126	126
순차입금	87	83	95	89	79

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	8	14	(5)	14	19
당기순이익	(18)	12	13	16	15
자산상각비	6	6	7	7	7
기타비현금성손익	10	11	(17)	(0)	(0)
운전자본증감	10	(17)	(8)	(8)	(3)
매출채권감소(증가)	(8)	(6)	(3)	(3)	(1)
재고자산감소(증가)	12	(19)	(5)	(7)	(2)
매입채무증가(감소)	(0)	5	(0)	2	1
기타	6	3	0	0	0
투자현금	(10)	(6)	(5)	(5)	(5)
단기투자자산감소	3	0	(0)	(0)	0
장기투자증권감소	0	(0)	(0)	(0)	0
설비투자	5	4	5	5	5
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	0	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	4	(2)	(2)	(3)	(3)
차입금증가	4	12	0	0	0
자본증가	(2)	(15)	(2)	(3)	(3)
배당금지급	2	2	2	3	3
현금 증감	1	5	(13)	6	10
기초현금	11	13	18	5	11
기말현금	13	18	5	11	22
Gross Cash flow	8	37	3	22	21
Gross Investment	3	24	13	13	8
Free Cash Flow	5	13	(10)	9	13

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	293	345	392	417	426
증가율(%)	(5.6)	17.9	13.6	6.5	2.0
매출원가	249	279	315	335	342
매출총이익	44	66	76	82	84
판매 및 일반관리비	42	45	52	54	55
기타영업손익	(5)	8	13	5	2
영업이익	2	21	25	28	29
증가율(%)	(92.0)	1,239.8	20.0	14.3	2.0
EBITDA	8	27	32	35	36
증가율(%)	(69.0)	241.4	17.4	10.7	1.3
영업외손익	(13)	(1)	(3)	(4)	(4)
이자수익	1	0	1	0	0
이자비용	6	7	6	6	6
지분법손익	0	(0)	(0)	(0)	0
기타영업손익	(8)	6	3	2	2
세전순이익	(11)	20	22	24	25
증가율(%)	적전	흑전	10.0	10.8	2.3
법인세비용	6	8	8	8	10
당기순이익	(18)	12	13	16	15
증가율(%)	적전	흑전	14.0	17.4	(6.9)
지배주주지분	(17)	12	13	16	15
증가율(%)	적전	흑전	14.7	17.6	(6.9)
비지배지분	(216)	9	(62)	(100)	(93)
EPS(원)	(2,166)	1,249	1,432	1,683	1,567
증가율(%)	적전	흑전	14.7	17.6	(6.9)
수정EPS(원)	(2,166)	1,249	1,415	1,663	1,548
증가율(%)	적전	흑전	13.3	17.5	(6.9)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(2,166)	1,249	1,432	1,683	1,567
BPS	12,387	11,891	11,364	12,690	13,857
DPS	200	250	250	300	280
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	8.1	6.6	5.6	6.0
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	20.3	6.6	5.9	5.2	4.8
배당수익률	2.2	2.5	2.7	3.2	3.0
PCR	10.1	2.7	33.7	4.3	4.5
수익성(%)					
영업이익률	0.5	6.0	6.3	6.8	6.8
EBITDA이익률	2.7	7.8	8.1	8.4	8.3
순이익률	(6.0)	3.4	3.4	3.8	3.4
ROE	(15.0)	10.4	11.5	13.1	11.1
ROIC	0.6	6.3	7.5	8.7	7.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	81.0	68.7	82.9	69.5	56.2
유동비율	136.7	146.3	143.0	153.1	162.5
이자보상배율	0.3	3.1	3.9	4.6	4.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	1.2	1.3	1.4	1.3
매출채권회전율	8.0	8.6	8.8	8.8	8.6
재고자산회전율	3.1	3.6	3.7	3.7	3.6
매입채무회전율	12.9	13.9	13.8	14.4	14.1

