

기업분석

한국

KOSPI / 섬유 의복

유통/패션

오지인 02) 2009-7062

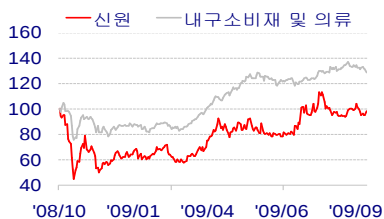
jioh@leading.co.kr

안정적 성장, 낮은 밸류에이션

2009년 10월 7일

적정주가	2,200 원
현재가(10/06)	1,700 원
투자의견	매수(Initiation)
상장주수	63,303 (천주)
자본금	317 (억원)
액면가	500 (원)
시가총액	1,076 (억원)
외국인지분	5.54 (%)
52주 최고가	1,950 (원)
52주 최저가	775 (원)
거래량(60일 평균)	1,432,010 (주)
거래대금(60일 평균)	25 (억원)
KOSPI	1,606.90 (pt)
주가수익률	
1개월	3.34 (%)
12개월	-5.56 (%)

산업 / 신원 상대주가 추이



□ 기업 개요

1973년 설립된 신원은 OEM 사업인 수출부분과 국내 의류 브랜드 판매의 내수 사업으로 구분된다. 1998년 Work-out 상태에 들어갔다 2003년 5월 종료되었다. 수출사업은 니트 생선이 주력 사업으로 과테말라, 베트남 등에 생산기지를 두고 있으며, 내수 사업은 Besti Belli, Si 등의 여성복 브랜드와 SIEG, SIEG Fahrenheit의 남성복 브랜드로 구성되어 있다.

□ 상반기 수출 호조, 하반기 내수 호조로 실적 성장 지속

동사는 상반기 수출부분에서 1,106억원(+25.1%, y/y), 내수부분에서 870억원(-1.5% y/y)의 매출액을 달성했다. 환율이 상반기 큰 폭으로 상승하며 수출 부분의 실적 성장세가 두드러졌다. 3분기 환율은 평균 1,240원으로 비교적 안정된 흐름을 보인 반면, 4분기 들어 환율이 급격히 하락세를 보이고 있어, 현재 헷지를 전혀 하고 있지 않은 동사의 실적에 가장 큰 리스크 요인이 되고 있다. 하지만 4분기에 40%가량의 매출이 집중되는 내수 부분이 소비심리 개선과 더불어 회복세를 보이고 있어 수출 부진을 상쇄시켜주어 09년 영업이익 304억원을 달성할 것으로 전망된다.

□ 투자의견 '매수', 목표주가 2,200원

09년 예상 순이익은 340억원(9.4%, y/y)으로 추산되는데, 2010년에는 환율 하락과 투자 확대 등으로 성장세가 둔화되고, 법인세가 정상적으로 적용되어 순이익은 09년도보다 감소한 286억원을 기록할 것으로 전망된다. 현재 주가는 09년 예상 순이익 기준 PER 3배에 지나지 않아 매우 저평가 되어 있다. 목표가는 과거 3년치 평균 PER 4.9배에서 환율 추가하락 리스크와 금리인상 시 소비 둔화 리스크를 감안해 15%를 할인한 4.2배를 적정 PER로 적용해 2,200원으로 산정했으며, 투자의견은 '매수'를 제시한다.

[도표] 신원 - 영업실적 및 투자지표 요약

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	세전계속이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
200612	3,393	199	138	110	1,753	10.7	7.4	1.6	16.5
200712	3,296	216	278	254	4,001	6.4	5.6	1.7	29.9
200812	4,014	241	281	310	489	2.2	3.0	0.6	28.5
200912F	4,284	304	370	340	536	3.2	2.7	0.7	24.6
201012F	4,498	313	371	286	451	3.8	2.4	0.6	17.3

자료 : 신원, 리딩투자증권 리서치센터

- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

기업개요

신원, 03년 워크아웃 종료 후 OEM 수출 사업과 국내 의류 브랜드의 내수 사업 안정적 성장

1973년 설립된 신원은 크게 OEM 사업인 수출부분과 국내 의류 브랜드 판매의 내수로 구분된다. IMF이후 재무 상황 악화로 1998년 Work-out 상태에 들어갔다 2003년 5월 종료되었는데, 08년까지 법인세가 감면되었고 올해는 일부분만 법인세가 적용(30억원)되며, 2010년부터 정상 법인세가 적용된다. 수출사업은 니트 생선이 주력 사업으로 과테말라, 베트남, 인도네시아 등에 생산기지를 두고 있으며, 내수 사업은 Besti Belli, Si, Viki의 여성복 브랜드와 SIEG, SIEG Fahrenheit의 남성복 브랜드로 구성되어 있다. 내수 산업은 개성공단의 공장에서 30%가량을 생산하고 있다. 09년 환율 상승으로 수출이 내수보다 호조를 보이며 상반기 수출부분이 총 매출의 56.6% 차지하고 있다.

상반기 수출 호조, 하반기 소비 개선으로 실적 증가 기대

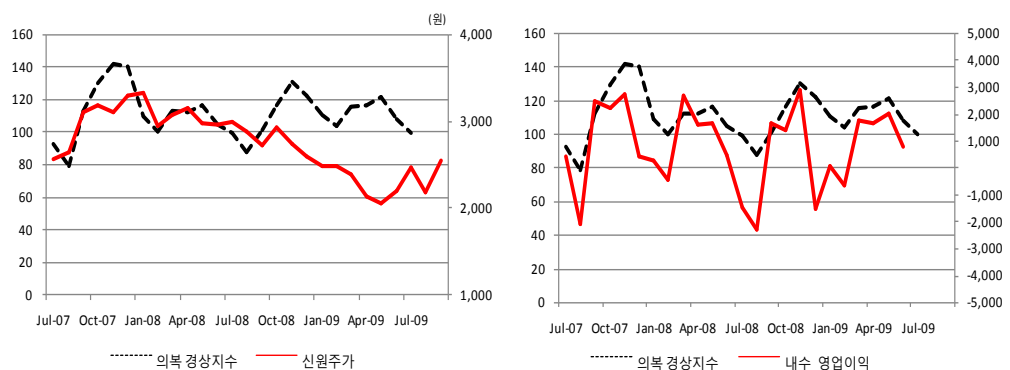
환율상승으로 상반기 수출 실적 견조, 하반기 환율 하락 부정적 요인

상반기 동사는 환율 상승과 마진을 높은 니트 부분의 비중 확대로 수출 부분 실적이 급증해, 수출부분에서 1,106억원(+25.1% y/y), 내수부분에서 870억원(-1.5% y/y)의 매출액을 달성했으며, 영업이익은 수출부분에서 107억원(+59.7% y/y), 내수부분에서 56억원(-10.7% y/y)을 시현했다. 동사는 연간 6천만 달러 정도가 환율 위험에 노출되어 있는데, 작년에는 15%가량만을 헷지해 올 상반기까지 큰 폭의 환차익 기록했다. 3분기 환율은 평균 1,240원으로 비교적 안정된 흐름을 보인 반면, 4분기 들어 환율이 급격한 하락세를 보이고 있다. 4분기 환율은 1,100원 정도로 예상되는데, 동사는 현재 환율 헷지를 전혀 하고 있지 않아 하반기 수출 실적에 부정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

하반기 소비 회복으로 내수 실적 개선 영업이익 140억원 전망

하지만 소비 심리 개선으로 내수 부분이 회복되기 시작해 하반기 수출부분의 부진을 상쇄 시켜 줄 것으로 예상된다. 내수 부분 매출은 상반기까지 전년 동기대비 -1.5% 역성장을 기록했지만, 3분기는 플러스 성장을 기록한 것으로 추정된다. 4분기는 보통 총 매출의 40%를 차지하는 성수기로 소비심리 회복과 더불어 매출과 마진도 개선되어, 하반기에 내수부분 영업이익 57억원, 전사 140억원의 영업 이익을 시현할 것으로 전망된다.

그림1. 의복 경장지수와 신원 주가 및 내수 영업이익 추이



자료 : 신원, 리딩투자증권 리서치센터

꾸준한 확장을 통한 성장 지속

2010년 영업점 확대,
개성공장 2공장 신설,
베트남 공장 증설

향후 환율 하락과 소비 둔화에 대한 우려가 있지만, 동사는 꾸준한 확장을 통해 성장세를 지속해 나갈 것으로 전망된다. 경기 침체에 대비해 비효율적인 점포를 폐쇄해 2008년 416개 영업점에서 2009년 상반기까지 398개 점포로 축소되지만, 2010년에는 지속해서 영업점을 확대해 나갈 계획이다. 2011년까지 남성복 매출 천억원 달성 등 내수 확대를 위해 개성공단에 185억원을 투자하여 신규 공장을 개설해 내년 초부터 생산에 들어갈 예정이다. 뿐만 아니라 향후 3-5년 내에 니트 매출 3억 달러를 목표로 베트남에 360만 달러를 투자해 20개 생산 라인(총 62개라인, 연간 생산능력 3600만 PCS)을 증설하고 있다.

브리온 명품 브랜드 수
입 판매 시작

기존 사업 확대 이외에도 자회사 신원글로벌을 통해 명품 신사복 브랜드 브리온을 수입 판매할 계획인데, 경기예 비교적 둔감한 초고가 High-end 브랜드 판매를 통해 수입원 다각화도 꾀하고 있다.

실적 추정과 Valuation

09년 영업이익 304억
원, 순이익 340억원 전
망

09년 예상 영업이익은 304억원(26.1%, y/y), 순이익은 340억원(9.4%, y/y)으로 추정된다. 3분기에는 안정적인 환율과 계절적인 요인으로 수출부분에서 840억원의 매출을 달성할 것으로 전망되며, 4분기에는 환율하락으로 수출 부분이 부진하겠지만, 계절적 요인과 소비경기 개선으로 내수부분 매출이 541억원에 달할 것으로 예상된다.

도표2. 신원 실적 전망 요약 (단위 : 억원, %)

	09/1Q	YoY(%)	09/2Q	YoY(%)	E09/3Q	YoY(%)	E09/4Q	YoY(%)
매출액	945	14.3	1,032	9.7	1,177	11.8	1,130	-5.3
내수	441	-1.3	430	-1.6	335	2.1	542	2.7
수출	504	32.6	602	19.4	842	16.1	588	-11.6
영업이익	80	110.5	85	-9.6	58	31.8	82	22.4
영업이익률(%)	8.5		8.2		4.9		7.3	

자료 : 신원, 리딩투자증권 리서치센터

적정 PER 4.2배 적용
목표주가 2,200 원, 투
자의견 매수

2010년에는 환율 하락과 투자 확대 등으로 다소 성장세가 둔화되고, 법인세가 정상적으로 적용되어 순이익은 09년도보다 감소한 286억원을 기록할 것으로 전망된다. 현재 주가는 09년 예상 순이익 기준 PER 3배에 지나지 않아 저평가 국면이라는 판단이다. 목표가는 1)과거 3년치 평균 PER 4.9배에서 2) 내년 경기 회복 속도 조절을 위해 금리인상 단행시, 소비가 둔화될 수 있는 리스크 및 환율 추가 하락 리스크를 감안해 15%를 할인한 3) 4.2배를 적정 PER로 적용해 2,200원으로 산정했으며, 투자의견은 '매수'를 제시한다.

재무제표 및 투자지표

Balance Sheet	200712	200812	200912F	201012F	Income Statement	200712	200812	200912F	201012F
유동자산	845	1,008	1,346	1,567	매출액	3,296	4,014	4,284	4,498
현금 및 단기예금	83	110	179	301	매출원가	2,028	2,560	2,821	2,969
단기매매증권	0	0	0	0	매출총이익	1,269	1,454	1,463	1,529
매출채권	232	298	301	355	판매비와관리비	1,053	1,213	1,159	1,217
재고자산	477	528	656	690	인건비	218	263	238	250
기타	53	72	210	220	감가상각비	14	15	16	15
비유동자산	734	861	1,059	1,132	무형자산상각비	2	2	6	6
장기투자증권	1	40	44	46	연구개발관련비용	1	1	2	0
지분법적용투자주식	75	98	103	108	기타	818	931	897	946
감가상각자산	254	245	239	245	영업이익	216	241	304	313
기타	404	478	673	734	영업외손익	62	39	65	45
자산총계	1,579	1,869	2,404	2,699	이자수익	5	8	15	18
유동부채	376	385	597	625	이자비용	21	7	16	21
매입채무	268	231	392	416	배당금수익	0	0	0	0
단기차입금, 유동성장기부채	10	10	105	105	유가증권관련손익	0	0	0	0
기타	98	144	100	105	외환차손익	-2	20	7	-8
비유동부채 등	249	258	277	290	외화환산손익	3	76	6	0
사채, 장기차입금	26	18	13	13	지분법손익	26	17	17	20
기타	222	240	263	277	기타	50	-75	35	37
부채총계	624	643	873	915	세전계속사업이익	254	281	370	358
자본금	317	317	317	317	계속사업법인세비용	0	-30	30	72
자본잉여금	174	174	174	174	계속사업이익	278	310	340	286
자본조정	-74	-78	-30	-30	중단사업이익	-25	0	0	0
기타포괄손익누계액	15	18	18	18	법인세효과	0	0	0	0
이익잉여금	523	796	1,053	1,305	당기순이익	254	310	340	286
자본총계	955	1,226	1,531	1,784	주당순이익	4,001	489	536	451

Cash Flow Statement	200712	200812	200912F	201012F	Financial Ratio (%)	200712	200812	200912F	201012F
영업활동현금흐름	228	161	163	236	성장성 (%)				
당기순이익(손실)	254	310	340	286	매출액증가율	-2.8%	21.8%	6.7%	5.0%
비현금수익비용가감	-15	99	-37	7	영업이익증가율	8.5%	11.8%	26.1%	2.7%
감가상각비, 무형자산상각비	16	18	24	26	EBIT증가율	38.6%	-29.5%	85.8%	-1.4%
기타	-31	81	-60	-19	EBITDA증가율	34.1%	-27.2%	81.4%	-0.6%
운전자본증감	-11	-248	-140	-57	순이익증가율	130.2%	22.3%	9.4%	-15.7%
매출채권증가(감소)	44	-81	-8	-54	안정성 (%)				
재고자산증가(감소)	-26	-92	-102	-34	유동비율	224.9%	261.8%	225.5%	250.5%
매입채무증가(감소)	10	-35	158	24	순차입금비율	-4.9%	-6.7%	-4.0%	-10.3%
기타	-39	-40	-187	8	부채비율	65.4%	52.5%	57.0%	51.3%
투자활동현금흐름	222	-85	-155	-80	이자보상배율 (배)	10.4	36.9	19.4	14.7
유형자산처분(취득)	111	-6	9	-20	수익성 (%)				
무형자산감소(증가)	2	-13	-8	-15	Operating Income Margin	6.5%	6.0%	7.1%	7.0%
투자자산감소(증가)	102	-58	-168	-45	EBIT Margin	8.0%	4.6%	8.1%	7.6%
기타	8	-8	12	0	EBITDA Margin	8.5%	5.1%	8.6%	8.2%
재무활동현금흐름	-448	-49	61	-34	ROA	15.2%	18.0%	15.9%	11.2%
차입금증가(감소)	-417	-9	92	0	ROE	29.9%	28.5%	24.6%	17.3%
사채증가(감소)	0	0	0	0	ROIC	28.0%	22.5%	27.3%	19.8%
자본증가(감소)	-31	-40	-31	-33	활동성 (회)				
배당금지급	-31	-37	-31	-34	매출채권회전율	12.4	15.1	14.3	13.7
자본조정, 포괄손익증가(감소)	0	-3	0	1	재고자산회전율	4.4	5.1	4.8	4.4
기타	0	0	0	0	매입채무회전율	7.7	10.3	9.1	7.4
순현금흐름	2	27	69	122	총자산회전율	2.0	2.3	1.8	2.1
기초현금	81	83	110	179	자기자본회전율	3.9	3.7	2.8	2.7
기말현금	83	110	179	301	투자자본회전율	3.5	4.4	3.2	4.1

투자 의견 및 목표주가 변경

일자	의견	적정주가	일자	의견	적정주가
09.10.07	매수	2,200원			

(원)

- 기업 분석 투자등급(향후 6개월 기준)
 STRONG BUY (적극매수): 시장지수대비 +20% 이상 수익률 기대
 BUY (매수): 시장지수대비 +10% ~ +20% 수익률 기대
 HOLD (보유): 시장지수대비 -10% ~ +10% 수익률 기대
 SELL (매도): 시장지수대비 -10% 이하 수익률 기대
- 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 오지인)
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다