

## 매수

Initiate

목표주가(원)12M	2500		
현재주가(09/11/16, 원)	1,645		
상승여력(%)	52.0		
소속업종	섬유의복		
업종투자 의견	비중확대		
EPS 성장률(09F, %)	14.7		
MKT EPS 성장률(09F, %)	64.7		
P/E(x)	2.9		
MKT P/E(09F/11/16, x)	13.5		
시가총액(십억원)	104		
발행주식수(백만주)	63		
60D 일평균 거래량(천주)	486		
60D 일평균 거래대금(십억원)	1		
신용잔고(천주)	-		
배당수익률(09F, %)	3.0		
유동주식비율(%)	72.7		
52주 최저/최고(원)	860/1,950		
베타(12M, 일간수익률)	0.8		
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.4		
외국인 보유비중(%)	5.7		
주요주주 (주)티앤엠커뮤니케이션즈 (15%)			
김용희 (13.41%)			
신원우리스주조합 (9.84%)			
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	14.2	34.8
상대주가	0.8	-0.2	-11.5

## 2010년 내수 소비 회복이 성장 모멘텀에 박차를 가한다

투자의견 매수, 목표주가 2,500원 제시하며 커버리지 개시

신원에 대해 투자의견 매수, 목표주가 2,500원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2010년 EPS 492원에 P/E 5배를 적용하여 산출했으며, 추가 상승여력은 약 52%이다.

투자포인트: 내수/수출사업의 조화 + 원가경쟁력 증대 + 내수소비 회복

신원의 투자포인트는 다음과 같다.

① 내수와 수출 사업부문의 수익 기여도가 균형점을 찾아가고 있다. 편중되지 않은 수익구조로 안정적인 사업포트폴리오를 추구하는 동시에, **다양한 분야(내수/수출, 여성복/남성복, 자체/수입브랜드)에 아우르는 성장동력을 구축**하는 모습이 고무적이다.

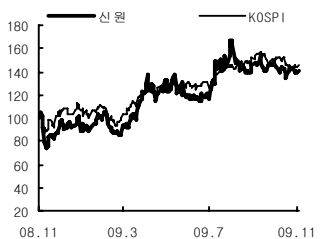
② 원가경쟁력이 높아지고 있다. 개성공단과 베트남법인의 증설로 내수, 수출부문의 생산능력과 원가경쟁력이 증진될 예정이다.

③ 내수경기가 회복되면서 **의류비지출이 증가하며 실적개선을 견인**할 전망이다. 신원은 경기침체에 valuation과 주가의 낙폭이 크지만 회복기에 상승폭 또한 확대되는 경향이 있어, 4Q를 지나면서 실적개선을 근거로 시장대비 valuation gap이 축소될 전망이다.

### 2010년에는 내수가 달린다

2009년 상반기에는 환율 급등으로 수출부문이 성장을 주도했다면, 4Q부터는 내수부문이 실적 개선을 이끌 전망이다. 2010년은 본격적인 소비회복으로 내수 매출과 영업이익이 각각 9.2%, 39.2% 급증할 전망이며, 개성공단 증설에 따른 내수부문 경쟁력 강화와 규모의 경제 효과로 여성복과 남성복의 영업이익률은 각각 1.1%p, 2.8%p 개선된 7.0%, 8.1%으로 추정된다.

올해 법인세 면제 적용시한 완료로 2010년부터 법인세(24.2%)를 납부하게 되어 순이익은 12.5% 감소할 전망이다. 그러나 이는 펀더멘탈과 무관한 사안이며, 이를 고려해도 현 주가는 2010년 EPS 기준 P/E 3배 수준으로 현저한 저평가 상태라고 판단된다.



결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBITDA (x)
12/07	330	22	6.6	25	400	23	34	29.9	6.4	1.7	6.8
12/08	401	24	6.0	31	489	26	15	28.5	2.2	0.6	2.4
<b>12/09F</b>	<b>439</b>	<b>27</b>	<b>6.1</b>	<b>36</b>	<b>561</b>	<b>29</b>	<b>7</b>	<b>25.6</b>	<b>2.9</b>	<b>0.7</b>	<b>3.1</b>
12/10F	453	32	7.1	31	492	34	9	18.4	3.3	0.6	2.4
12/11F	489	42	8.6	41	654	44	30	20.4	2.5	0.5	1.3

자료: 신원, 대우증권 리서치센터 예상

# Contents

---

I. Investment Summary .....	3
투자포인트: 내수/수출사업의 조화 + 원가경쟁력 증대 + 내수소비 회복 .....	3
II. Valuation 및 리스크 요인 .....	4
1. 투자의견 매수, 목표주가 2,500원 .....	4
2. 경기회복기에 실적개선 가속화, Valuation gap 축소 전망 .....	4
3. 개성공단 리스크 .....	5
III. 내수와 수출의 조화로운 사업 포트폴리오 .....	6
1. 자체 브랜드 사업과 OEM 수출 사업의 조화 .....	6
2. 내수: 2010년 성장엔진에 시동을 걸다 .....	7
3. 수출: OEM생산 업체로서 입지를 다지다 .....	10
IV. 업종 턴어라운드 신호탄 .....	12
의류소비의 본격적 턴어라운드는 내년 상반기 예상 .....	12
내수경기 회복으로 의류업종지수 상승 전망 .....	13
V. 영업실적전망 .....	14
1. 3Q09 Review: 바닥을 확인했던 시기 .....	14
2. 2010년, 이제 내수가 달린다 .....	15
VI. 양호한 재무구조 .....	16
외환위기를 겪으며 건설해진 기초체력 .....	16

## I. Investment Summary

### 투자포인트: 내수/수출사업의 조화 + 원가경쟁력 증대 + 내수소비 회복

#### 1) 내수와 수출의 균형점을 추구

수익성을 상호 보완하는  
조화로운 사업포트폴리오

신원의 사업부문은 크게 내수와 수출로 구분된다. **내수 사업부문**은 여성복과 남성복, 그리고 올해 8월 전개한 수입 정장 브랜드를 운영하고 있으며, **수출 사업부문**은 해외생산기지의 가격 경쟁력에 기반하여 해외 바이어의 니트, 스웨터, 핸드백 등을 OEM, ODM 방식으로 생산, 수출한다. 상반기 기준 내수와 수출 사업부문의 비중은 총 매출액 대비 각각 45%, 55%이며, 내수부문에서 여성복과 남성복이 각각 60%, 40%를 차지하고 있다.

동사의 **신규브랜드 정상화와 수출사업부 성장**이 외부 변수에 의한 수익성 변동을 완화시키며, **각 사업부문의 수익 기여도가 균형점을 찾아가고 있다**. 편중되지 않은 수익구조로 안정적인 사업 포트폴리오를 추구하는 동시에, 다양한 분야(내수/수출, 여성복/남성복, 자체/수입)에 아우르는 성장동력을 구축하는 모습이 고무적이다.

#### 2) 해외생산기지 확장에 따른 원가경쟁력 향상

개성/ 베트남에 공장 증설로  
원가경쟁력 증진

동사의 **핵심역량인 원가경쟁력이 높아지고 있다**. 현재 신원의 내수브랜드 생산량의 30%는 개성, 30%는 국내, 나머지 40%는 해외에서 생산되고 있다. 올해 10월에 개성공단 제2공장의 완공으로 기존 15개 라인에 신사복 15개/여성복 21개 라인이 추가되어 2011년에는 개성, 국내, 해외의 생산비중이 각각 40%, 30%, 30%로 조정될 예정이다. 한편, 내년에 베트남에 80개 라인을 갖춘 신규 공장을 설립할 계획으로 수출부문의 주력 상품인 니트 생산능력이 크게 증진되면서 수출부문의 성장이 예상된다.

#### 3) 내수경기 회복에 따른 Valuation 상승 기대

내수경기 회복  
→ 의류비지출 확대  
→ 실적 개선  
→ Valuation 상승

동사는 경기영향을 많이 받는 대리점 중심의 중가 의류 브랜드 운영 기업으로, 경기침체에 브랜드 파워나 이익 가치성이 다소 떨어지는 편이기 때문에 valuation과 주가의 낙폭이 크게 나타난다. 그러나 경기 회복기에는 상승폭 또한 확대되는 경향이 있다.

소비심리 개선 시, 백화점 의류 판매가 먼저 회복을 보인 후 대리점 매출이 호전되는 경향이 있는데, 이 때문에 백화점 판매 비중이 상대적으로 높은 대표업체들의 주가가 먼저 상승하는 모습을 보인다. 동사의 경우 전체 운영 매장의 2/3가 대리점으로, 실적 회복 속도가 백화점 운영 업체 대비 다소 더디게 나타나고 있다. 그러나 최근 소비심리의 지속적인 개선 등 경기 회복이 가속화되면서 동사 역시 4Q부터 본격적인 실적 개선이 예상되고 있어, **대표업체의 주가 상승 흐름을 이어갈 것으로 전망된다**.

표 1. 사업부문별 매출 및 영업이익률

(십억원, %)

	2009F				2010F				2009F	2010F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
전사매출	94.5	103.2	120.5	120.6	94.3	106.6	124.3	128.0	438.7	453.2
내수	44.1	43.0	35.0	58.6	48.9	47.1	37.8	58.6	180.7	192.3
수출	50.4	60.2	85.4	62.0	45.5	59.5	86.5	64.4	258.0	255.9
전사 영업이익률	8.4	8.2	2.6	6.0	3.8	8.5	7.5	7.9	6.1	7.1
내수	2.7	10.5	-4.7	11.0	4.4	10.7	-0.3	11.9	5.8	7.4
수출	13.5	6.6	5.6	1.3	3.0	6.8	10.9	4.1	6.3	6.8

자료: 신원, 대우증권 리서치센터

## II. Valuation 및 리스크 요인

### 1. 투자 의견 매수, 목표주가 2,500원

2010년 EPS 기준  
P/E 5배 적용  
목표주가 2,500원 제시

12개월 목표주가 2,500원(2010년 EPS 492원 기준 P/E 5배)과 매수의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 의류 산업은 경기 변동에 크게 영향을 받는데 특히 남성복과 대리점 중심의 유통채널을 확보한 업체일수록 그 민감도가 높다. 신원의 경우 내수와 수출부문, 남성복과 여성복간의 실적이 균형점을 찾아가고 있지만 경기에 민감한 대리점 유통에 집중돼 있다는 점과 의류업종 대표 기업에 비해 브랜드파워가 다소 열위에 있는 점을 고려하여 업종 대표주인 LG패션의 Target P/E 10배를 50% 할인한 Target P/E 5배를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

올해 동사에 대한 법인세 면제 적용시한이 완료됨과 동시에 내년부터 법인세 24.2%를 납부하게 되어 2010년 순이익은 12.5% 감소할 전망이다. 그러나 내수경기 회복과 맞물려 개성/ 베트남 법인의 증설로 가격경쟁력이 보다 강화될 전망이며, 현재 주가는 2010년 EPS 기준으로 P/E 3배 수준에 불과해 향후 실적 개선 모멘텀 부각으로 꾸준한 주가 상승이 예상되고 있다.

### 2. 경기회복기에 실적개선 가속화, Valuation gap 축소 전망

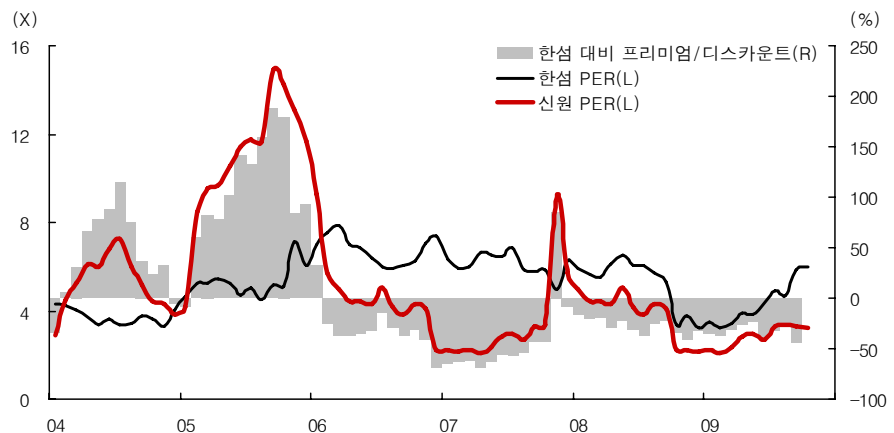
브랜드파워와 높은  
Earnings visibility는  
Valuation의 하방경직성 지지

브랜드파워와 높은 earnings visibility는 valuation의 하방경직성을 지지하는 역할을 한다. 때문에 브랜드 충성도가 높은 고객을 보유한 기업이나 여전히 고성장하고 있는 아웃도어/스포츠 의류업체는 valuation의 부침이 덜한 편이다. 대표적인 기업으로 한섬을 예로 들 수 있는데, 구매력 있는 고객층을 확보하고 있는 동사는 경기에 비탄력적인 실적을 시현하면서 업계 최고의 영업이익률을 유지하고 있다. 경기영향을 최소화하면서 높은 마진을 유지하는 한섬의 P/E는 평균 7배 내외에서 형성되었다.

신원은 이익 가시성이  
다소 낮아 Valuation과  
주가의 부침이 큰 편

이에 반해, 신원의 주가는 P/E 2~14배 범위에서 거래되어 변동성이 큰 편이다. 동사의 경우 외환위기를 겪으면서 수익성이 높은 대리점 유통망의 공격적 확장을 통해 성장했기 때문이다. 신원은 경기 영향을 많이 받는 대리점 중심 운영의 증가 의류 브랜드로서 경기침체에 브랜드파워나 이익 가시성이 다소 떨어지는 편이기 때문에 valuation과 주가의 낙폭이 크게 나타난다. 그러나 과거 경기회복기의 실적과 valuation 흐름을 봤을 때, 상승폭 또한 확대되는 경향이 있다. 지난 2004년에는 구조조정을 통한 수익성 개선으로 한섬 대비 outperform했으며, 경기회복과 해외 아웃소싱 비중 확대가 맞물리면서 2005년까지 P/E가 큰 폭으로 상승한 바 있다.

그림 1. 한섬 대비 신원의 Valuation 프리미엄/디스카운트



자료: 대우증권 리서치센터

올해 4Q 내수 경기 회복  
확산으로 실적이 빠르게  
개선되면서 주가 상승 기대

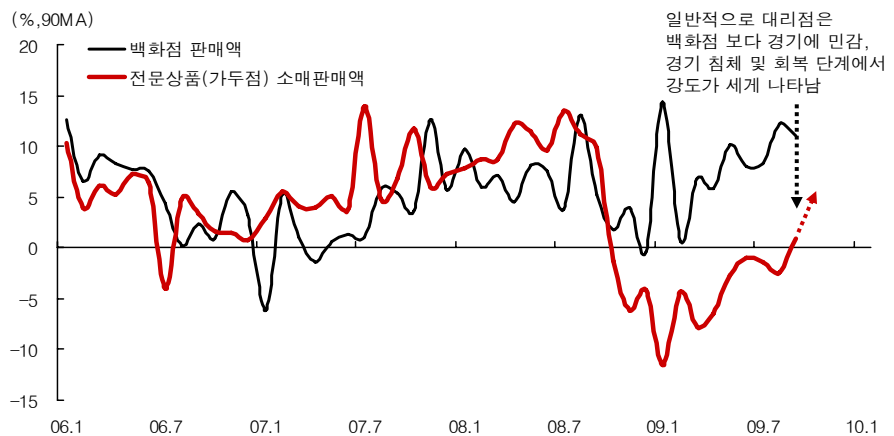
소비심리 개선 시, 백화점 의류 판매가 먼저 회복을 보인 후 대리점 매출이 호전되는 경향이 있는데, 이 때문에 백화점 판매 비중이 상대적으로 높은 대표업체들의 주가가 먼저 상승하는 모습을 보인다. 동사의 경우 전체 운영 매장의 2/3가 대리점으로, 실적 회복 속도가 백화점 운영 업체 대비 다소 더디게 나타나고 있다. 그러나 최근 소비심리의 지속적인 개선 등 경기 회복이 가속화되면서 동사 역시 4Q부터 본격적인 실적 개선이 예상되고 있어, **업종 대표주의 주가 상승 흐름을 이어갈 것으로 전망된다.**

**3. 개성공단 리스크**

개성공단 폐쇄 리스크  
가능성은 낮음

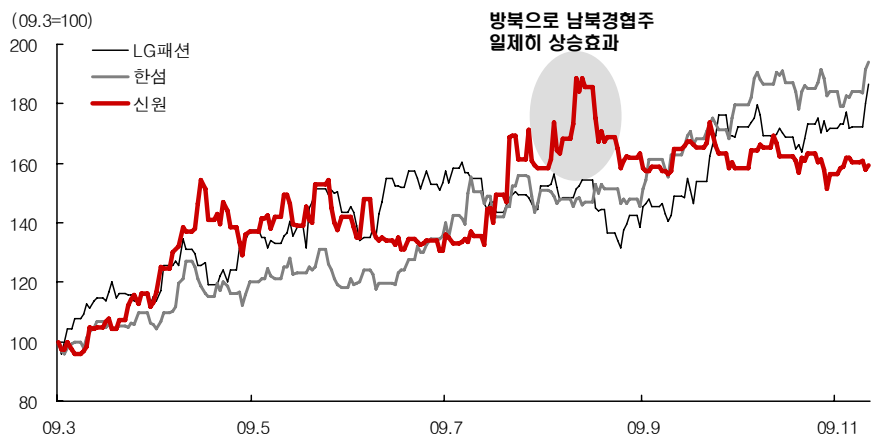
개성공단에 총 투자금액은 185억원으로 2008년에 60억 투자 이후 올해 121억원이 추가로 투입되면서 개성공단 제2공장이 완공됐다. 신원의 주가는 남북관계의 이슈가 대두될 때마다 크게 영향을 받는데, 상황이 악화되어 개성공단을 폐쇄하더라도 남북협력기금 보험(경협보험) 가입으로 140억원의 보험금이 지급된다. 최근 남북관계 상황으로 미루어 볼 때 개성공단 폐쇄 가능성은 희박하다고 판단되며, 당분간 개성공단 리스크가 동사 주가에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다.

**그림 2. 백화점 소매판매액 vs. 전문상품(가두점) 소매판매액 증감률**



자료: 통계청, 대우증권 리서치센터

**그림 3. 의류업종 대표주와 신원의 주가 추이**



자료: 대우증권 리서치센터

### III. 내수와 수출의 조화로운 사업 포트폴리오

#### 1. 자체 브랜드 사업과 OEM 수출 사업의 조화

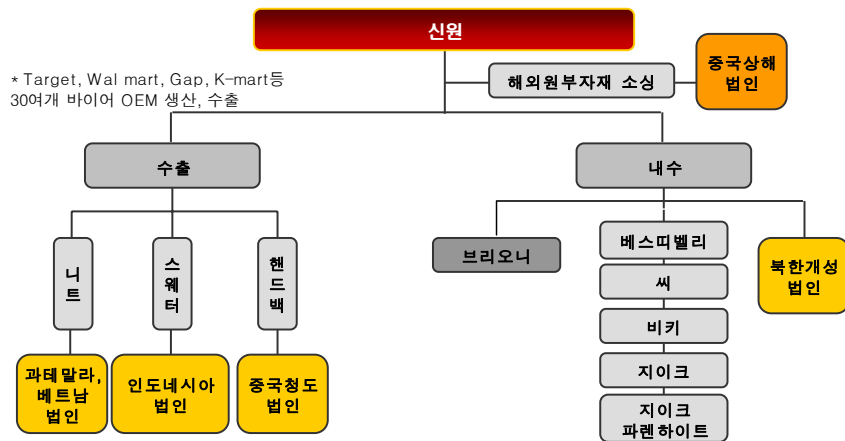
신원은 1973년 설립되어 90년대 말까지 나산(조이너스, 폼빠니아), 대현(씨씨클럽, 나이스클럽)과 더불어 여성복의 Big 3를 이루었던 중견 의류업체이다. 동사는 1997년까지 골프장, 건설, 전기, 유통 등의 타업종으로 확장을 추진하던 중, 외환위기에 직면해 워크아웃에 들어가게 됐고 그 후 구조조정을 통한 효율화 작업으로 2003년에 기업 정상화에 성공했다.

내수: 다섯 개의 중저가 자체 브랜드 + 초고가 수입 브랜드

수출: 해외 생산기지에서 OEM, ODM 방식으로 생산

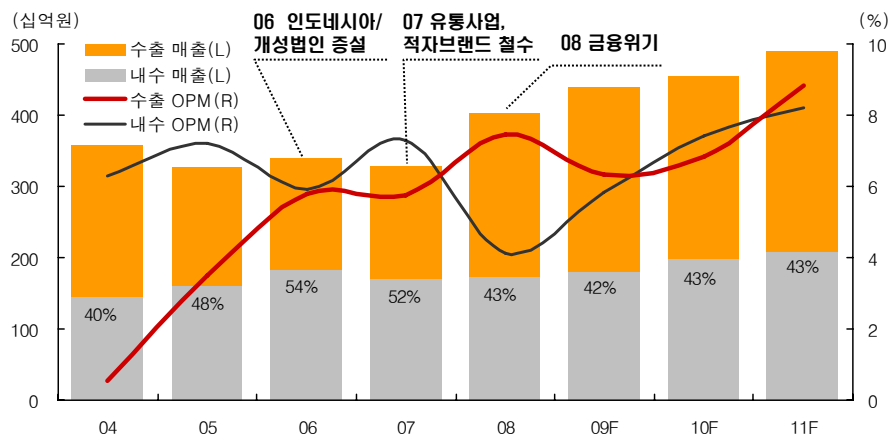
동사의 사업부문은 크게 내수와 수출로 구분된다. **내수 사업부문**은 자체브랜드인 베스피벨리, 씨, 비키(이상 여성복)와 지이크, 지이크 파렌하이트(이상 남성복), 그리고 올해 8월 전개한 수입 정장 브랜드(브리오니)로 구성되어 있다. **수출 사업부문**은 해외생산기지의 가격 경쟁력에 기반하여 해외 바이어의 니트, 스웨터, 핸드백 등을 OEM, ODM 방식으로 생산, 수출한다. 2009년 상반기 기준 총 매출액 대비 내수와 수출 사업부문의 비중은 약 45%, 55%이며, 내수부문의 여성복과 남성복 매출 비중은 각각 60%, 40%로 안정적인 사업 포트폴리오를 구성하고 있다.

그림 4. 신원 사업부문



자료: 신원, 대우증권 리서치센터 정리

그림 5. 내수와 수출사업의 매출 비중, 영업이익률 추이



자료: 신원, 대우증권 리서치센터

2. 내수: 2010년 성장엔진에 시동을 걸다

여성복 매출 의존도  
하향 추세

동사의 **여성복** 브랜드는 베스띠벨리, 씨, 비키가 있으며, **남성복** 브랜드는 지이크와 지이크 파렌하이트가 있다. 여성복에 대한 내수부문의 매출 의존도가 2006년 71%에서 올해 60%로 하락할 전망이다. 2008년 전개한 지이크 파렌하이트의 매장 증가로 남성복 매출이 증대되었고, 2009년에 수익성이 부진한 여성복 매장 일부를 정리했기 때문이다. 남성복은 지이크 브랜드의 대리점 부분을 지이크 파렌하이트로 재런칭하고 캐주얼/액세서리 비중을 높이는 대신, 기존의 지이크 브랜드는 백화점 전용 브랜드로 격상시켜 브랜드 이미지를 고급화하는 등 브랜드 이원화 전략을 도입했다.

2009~2010년  
고가 남성복 중심의  
브랜드 확장

신원은 지속적으로 남성복 부문에서 확장정책을 전개하고 있는데, 올해 2월 지이크 파렌하이트의 골프웨어 라인 확장에 이어 8월에는 이탈리아 초고가 정장 브랜드 브리오니를 런칭했다. 브리오니는 VVIP 대상 수입 브랜드로 지난해 5개 매장에서 약 60억원의 매출을 기록했다.

동사는 올해 국내 독점 판매권 인수를 계기로, 2년 후에는 중국 독점 판매권도 획득할 계획이다. 브리오니의 영업이익률은 10%대로 추정되는데, 기존의 남성복 브랜드에 비해 수익성이 좋아 브리오니의 매출이 증대되면서 남성복 부문의 수익성 개선 효과도 기대된다. 한편, 내년 F/W시즌에는 지이크 파렌하이트 옴므까지 런칭할 계획을 갖고 있어 **남성캐릭터 캐주얼 복종에서의 동사의 입지와 브랜드 파워가 강화될 전망이다.**

남성복 매출 비중  
09년 38% → 10년 43%까지  
확대 예상

올해 상반기까지 여성복 매장은 작년 말 대비 총 26개 감소했으나, 지이크 매장과 지이크 파렌하이트 매장이 각각 1개, 7개 증가하면서 1H09 내수 매출액은 1.5% 감소하는데 그쳤다. **하반기에는 여성복, 남성복 매장이 각각 14개, 8개 확장되면서, 내수부문 매출이 약 9% 성장할 전망이다.** 남성복 매장 수 증가, 브리오니 브랜드의 영업 강화, 내년에 런칭을 준비중인 지이크 파렌하이트 옴므의 매출 기여로 인해 **남성복 매출 비중은 1H09 기준 38%에서 10년에는 약 43%까지 확대될 것으로 예상한다.**

표 2. 국내 브랜드 개요 - 자체 브랜드

브랜드	베스띠 벨리 (Besti Belli)	씨 (SI)	비키 (VIK)	지이크 (SIEG)	지이크 파렌하이트 (SIEG FAHRENHEIT)
복종	캐릭터 캐주얼 정장	여성 영캐주얼	여성 캐릭터 캐주얼	남성 캐릭터 캐주얼	남성 캐릭터 캐주얼
타겟 - main	25~29세	25세	23세	28세	28세
sub	20~35세	20~30세	20~30세	25~35세	20~35세
런칭	1990년	1990년	1995년	1995년	2008년
브랜드 컨셉	도시적 이미지의 커리어 우먼	합리적인 품질과 가격	트렌디, 개성 강조	대학생, 감각파 직장인 대상 남성복	지이크 보다 캐주얼/액세서리 비중 확대
유통망 현황 (09년 9월 기준, 개)	직영점: 0 백화점: 26 대리점: 73	직영점: 1 백화점: 29 대리점: 66	직영점: 1 백화점: 20 대리점: 53	직영점: 0 백화점: 58 대리점: 0	직영점: 0 쇼핑몰: 12 대리점: 63

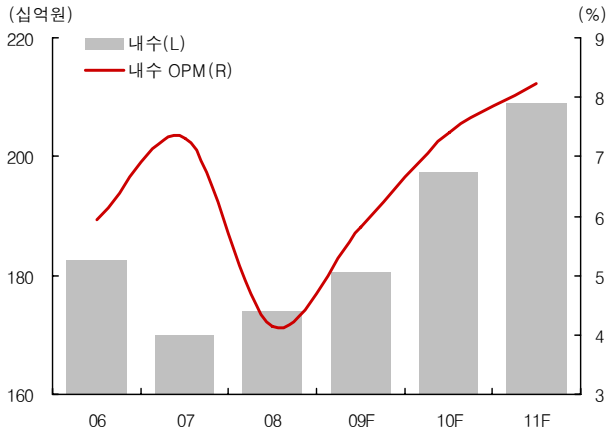
자료: 신원, 대우증권 리서치

표 3. 수입 브랜드 전개 현황

브랜드	브리오니 (Brioni)
복종	남성 정장 MTM (Made to Measure)
타겟	상위 1% VIP
런칭	2009년 8월
브랜드 컨셉	초고가 명품 (수트 한벌에 400~2,000만원 상당의 수작업 맞춤 정장)
유통망 현황 (점)	5개점 (갤러리아, 신세계 본점, 신세계 강남점, 호텔신라, 하얏트) 향후 부산 센텀시티, 현대 본점 등에 입점 계획이며, 1~2년 내에 중국 시장 진출 계획
비고	JMT&FC로부터 인수, 이탈리아 브리오니 본사와 국내 독점 판매권 계약 체결; 투자비용은 약 80억원 예상 (재고 인수, F/W 물량 수입 비용, 인테리어, 보증금, 호텔 직영 매장 임대료 등)

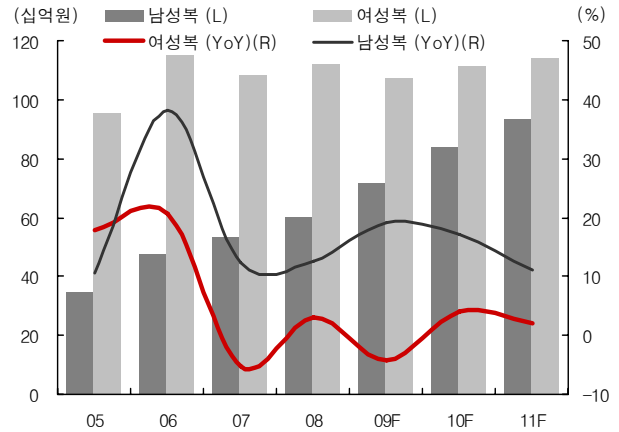
자료: 신원, 대우증권 리서치 센터

그림 6. 내수부문 매출액과 영업이익률 추이



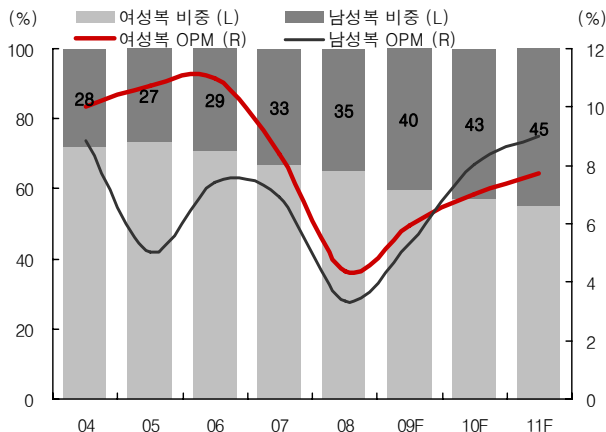
자료: 신원, 대우증권 리서치센터

그림 7. 여성복 vs. 남성복 매출(증가율) 추이



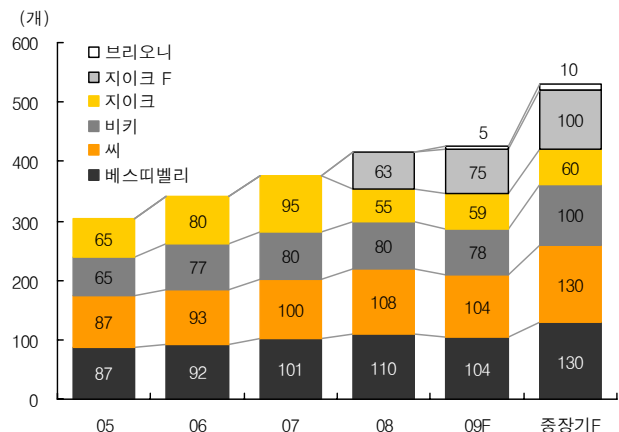
자료: 신원, 대우증권 리서치센터

그림 8. 여성복 vs. 남성복 매출 비중과 영업이익률 추이



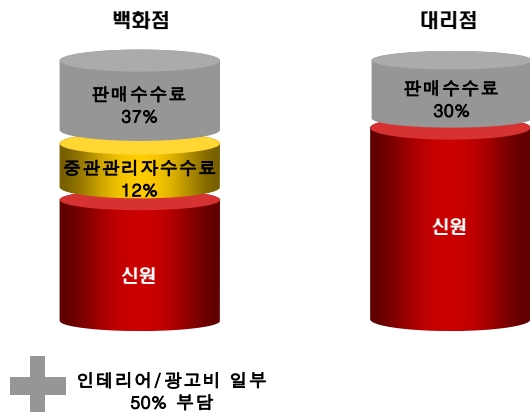
자료: 신원, 대우증권 리서치센터

그림 9. 브랜드별 유통망



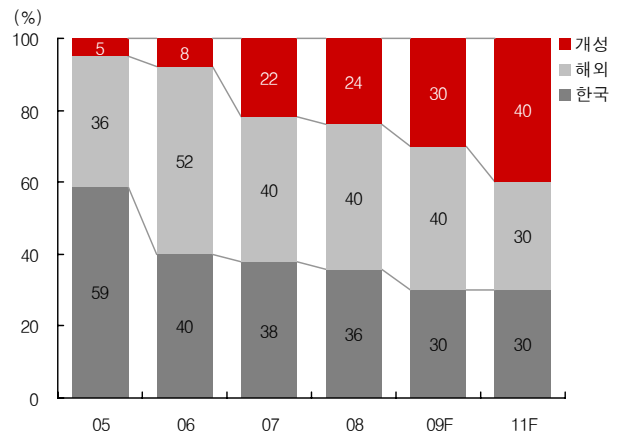
자료: 신원

그림 10. 백화점 vs. 대리점 수수료 체계(매출 기준)



주: 백화점은 대리점에 비해 마진은 낮지만 볼륨확대, 브랜드 인지도 제고, 재고소진 등의 강점이 있음  
자료: 신원, 대우증권 리서치센터

그림 11. 내수 제품의 지역별 생산현황



자료: 신원, 대우증권 리서치센터



내수 제품의 개성공장  
생산비중 확대는 생산  
경쟁력을 배가시키는 효과

현재 신원의 내수브랜드 생산량의 30%는 개성, 30%는 국내, 나머지 40%는 해외에서 생산되고 있다. 10월에 개성공단 제2공장의 완공으로, 기존 15개 라인에 신사복 15개/여성복 21개 라인이 추가되어 2011년에는 개성, 국내, 해외의 생산비중이 각각 40%, 30%, 30%로 조정될 예정이다. 중국의 월 인건비가 \$250, 물류소요시간이 7~8일(물류비 900원/pcs) 소요되는데 비해, 개성은 월 인건비 \$76, 물류소요 2시간(물류비 150원/pcs)으로 판매 적중률에 따라 생산하는 Quick Response방식이 가능하다.

신원은 2004년 말에 개성공단에 처음 입주한 15개 업체들 중 하나로서 원가 경쟁력이 핵심역량이다. 위안화 절상, 인건비 상승으로 원가부담이 가중되고 있는 중국 생산기지의 물량을 점차 개성으로 전가하면서 경쟁력은 배가 될 것으로 예상된다.

개성공단 인건비 인상의  
부정적 영향은 제한적

최근 개성공단의 최저임금을 현재 \$55.1에서 \$57.8로 약 5% 인상하기로 합의됨에 따라 임금 상승 관련 리스크는 상당 부분 해소됐다고 볼 수 있다. 개성공단의 근로자는 약 936명으로 향후 임금이 약 \$100 인상된다고 가정해도, 월 \$93,600 또는 연간 12.3억원 정도의 추가비용이 발생한다. 국내외 생산지의 인건비와 생산성을 고려할 때 생산 경쟁력은 유효하다는 판단이다.

표 4. 개성공단 vs. 중국

구분	개성	중국	비고
물류비	150원/pcs	900원/pcs	임기공비 기준 (중국은 상해 기준)
물류시간	2시간	7~8일	
기본공임	국내대비 40%	국내대비 65%	
관세	무관세	13%	
인건비(월)	\$76	\$250	

자료: 신원

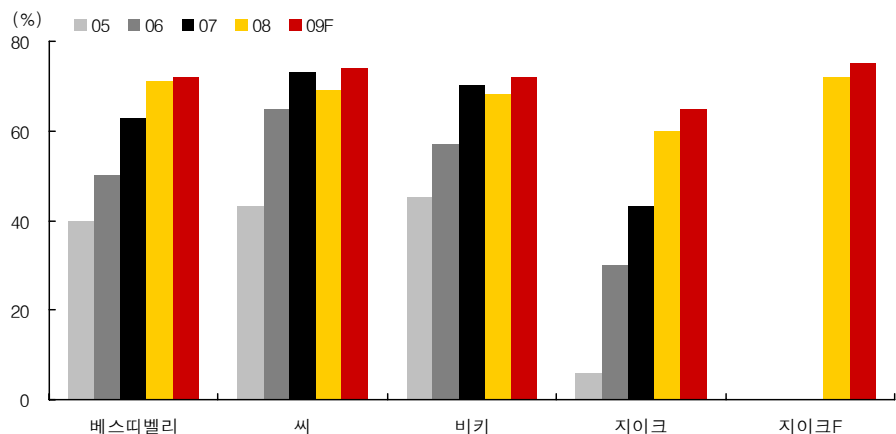
표 5. 개성공단의 중국/ 국내 대비 생산성과 품질력

(%)

	중국 대비		국내 대비	
	생산성	품질력	생산성	품질력
06	90	110	80	90
07	100	120	90	100
08	110	120	100	100
09F	110	120	100	100

자료: 신원

그림 12. 브랜드별 해외 소싱 비중 추이



자료: 신원, 대우증권 리서치센터

3. 수출: OEM생산 업체로서 입지를 다지다

수출 부문에서 상위 4개사 주요 고객의 매출 비중은 61% 차지

수출 사업부문은 과테말라, 베트남, 인도네시아, 중국에 해외 생산기지를 두고 해외 바이어로부터 주문을 받아 니트, 스웨터, 핸드백 등을 OEM, ODM 방식으로 생산하여 수출한다. 주요 고객인 TARGET, WALMART, GAP, K-MART를 포함하여 30여개 고정 바이어를 확보하고 있으며, 이들 주요 고객의 매출은 2009년 상반기 기준으로 수출 사업부문 매출의 61%를 차지한다.

품목별 해외생산기지: 니트 - 과테말라, 베트남 스웨터 - 인도네시아 핸드백 - 중국 청도

품목별 해외생산기지는 ① 니트(티셔츠): 과테말라, 베트남법인, ② 스웨터: 인도네시아 법인, ③ 핸드백: 중국 청도법인으로 구분된다. 주력사업인 니트본부의 수출부문 매출 기여도는 09년 상반기 기준으로 80%인데, 환율 급등으로 수출부문의 성장과 이익 향상을 주도했다.

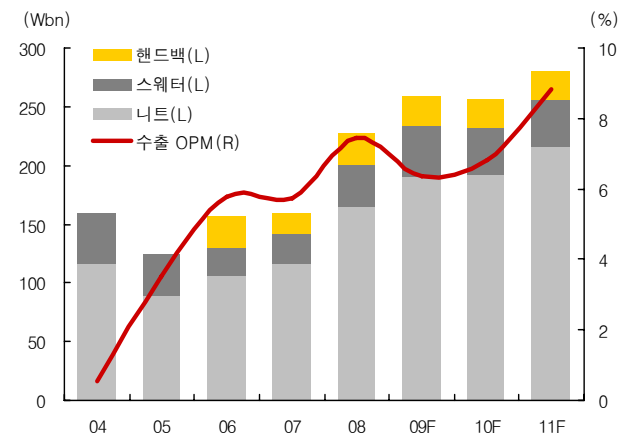
수주 물량을 소화하기 위해 작년에 주야 2교대로 42개 라인을 가동하던 베트남 공장에 올해 5월 20개 라인 증설이 완료되었고 현재 1교대 정상 가동 중이다. 내년 베트남에 신규 공장을 설립하여 상반기/하반기에 각각 40개 라인이 증설될 예정이다. 총 80개 신규 라인 중 40개는 하반기에, 나머지 40개는 2011년 초에 가동할 계획으로 니트 생산능력이 증진되어 2012년에는 2008년 니트 수출 금액의 두 배인 \$3억 매출을 목표로 하고 있다.

일반적으로 바이어에게 수주를 받아 원부재료를 구입, 제품을 생산하여 매출로 인식하기까지 3개월이 소요되어, 투입 원부재료가격에 3개월 전 환율이 적용된다. 지난해 평균 환율이 18.5% 상승한 1,101원을 기록하면서 수출부문의 영업이익률이 1.7p% 개선된 7.4%를 기록했다. 올해 분기별 평균 환율은 1Q 1,415원, 2Q 1,285원, 3Q 1,239원으로 환율 하락 추세가 지속되면서 4Q까지 부정적 영향은 불가피할 전망이다. 그러나 수출부문의 수주가 회복되면서 환율하락 효과는 일정 부분 상쇄될 것으로 판단된다.

하반기 환율 하락에 따른 수출 사업부문의 수익성 저하 예상

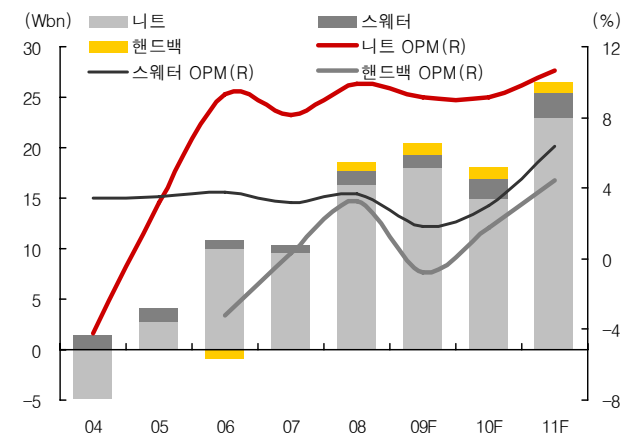
한편, 내년에 베트남에 40개 라인을 갖춘 신규 공장을 설립하여, 2011년부터 가동을 계획하고 있다. 수출부문의 주력 상품인 니트 생산능력이 크게 향상되면서, 증대되는 수주 물량을 소화하는데 무리가 없을 것으로 예상된다. 미국 수주 강화를 위해 뉴욕에 사무소를 설립하는 등 바이어와 지속적인 관계 유지를 위한 노력도 긍정적이다.

그림 13. 품목별 매출액 추이



자료: 신원, 대우증권 리서치센터

그림 14. 품목별 영업이익(률) 추이



자료: 신원, 대우증권 리서치센터

**의류 OEM 수출 경쟁 업체**  
**: 세아상역 & 한세실업**

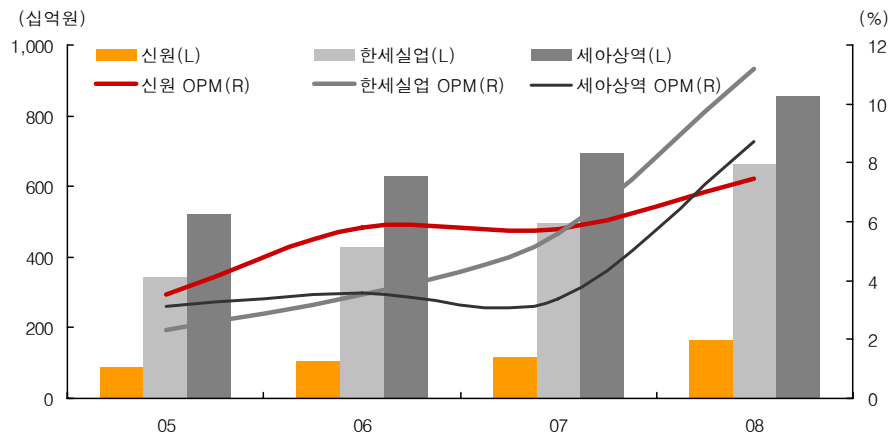
의류 수출 경쟁업체인 **세아상역**은 1988년 설립되어 1994년 중국청도 진출, 1995년 사이판, 1998년 멕시코, 과테말라, 그리고 2000년 니카라과, 2002년 중국 증설 등을 통해 수출 증대를 도모해왔다. **한세실업**은 1982년에 설립되어 국내 생산기지에서 완성된 제품을 해외에 수출하다가 1987년에 사이판 진출을 시작으로 1998년에 니카라과, 2001년에 베트남 진출에 이어, 과테말라, 인도네시아, 캄보디아로 이어지는 생산기지를 설립했다.

**경쟁력 있는 Vendor 중심으로 Consolidation 현상 가속화**

**신원**은 1973년 의류수출 업체로 설립되어 1990년에 내수의류 시장에 진입했다. 1991년 인도네시아, 1993년 중국, 1997년 과테말라, 2002년 베트남에 차례로 진출했고 증설을 거듭하면서 수출 역량을 키우고 있다. 대표 의류 OEM업체인 세아상역과 한세실업은 생산기지 확장에 발맞춰 빠르게 성장했다. **경기침체에 따라 이들 업체와 같이 경쟁력 있는 vendor 중심으로 시장의 consolidation 현상이 가속화되고 있어, 향후 증설에 따른 추가 수요 흡수에 무리가 없을 것으로 보인다.**

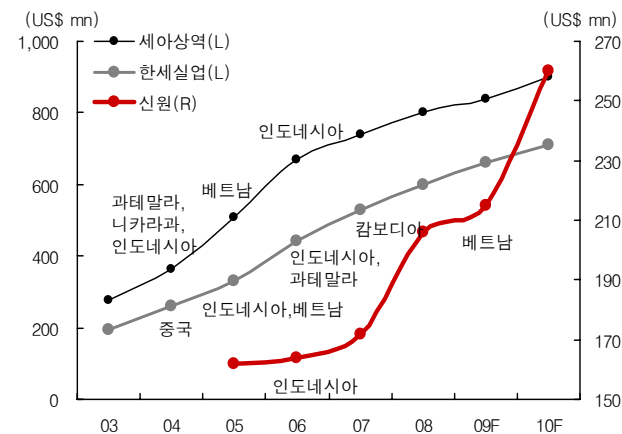
세 업체 모두 TARGET, WALMART, GAP 등이 주요 고객으로 베트남, 과테말라, 인도네시아, 중국에 생산거점을 두고 있다. 세아상역과 한세실업의 주요 수출 품목인 니트 매출이 작년도에 각각 \$7.8억, \$6억을 기록했는데, 신원의 생산기반 확대를 고려했을 때 2008년 니트수출액 \$1.5억이 2012년에 두 배로 신장하는데 어려움이 없을 것이라는 판단이다.

**그림 15. 의류 OEM 경쟁 업체의 니트 매출과 영업이익률**



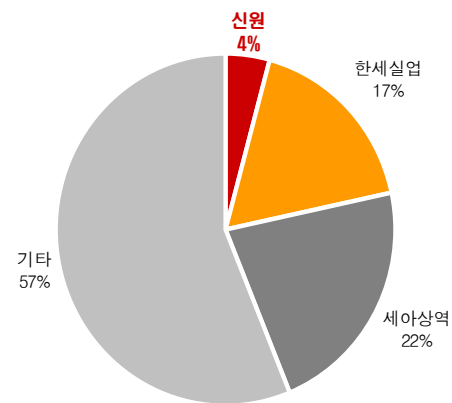
자료: 각사, 대우증권 리서치센터

**그림 16. 의류 OEM 경쟁 업체의 매출과 해외생산기지 진출/증설**



자료: 각사, 대우증권 리서치센터

**그림 17. 니트 OEM 업체별 MS(2008년 기준)**



주: 기타 MS (영원무역, 신성통상, 한술섬유 등 8개 업체 포함)

자료: 각사, 대우증권 리서치센터

## IV. 업종 턴어라운드 신호탄

### 의류소비의 본격적 턴어라운드는 내년 상반기 예상

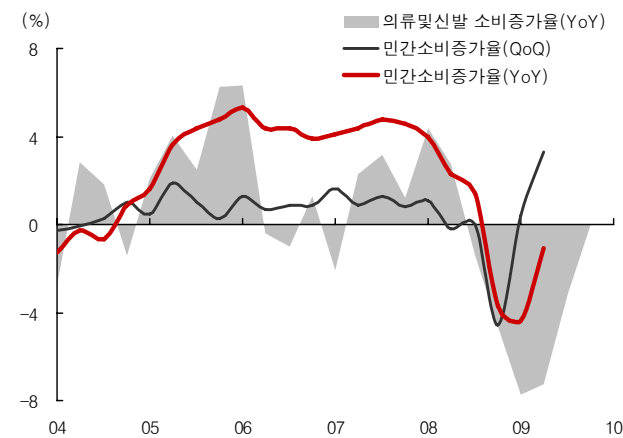
의류업종지수의  
선행지수 상승세 지속

경기선행종합지수가 작년 12월 110에서 9개월 연속 상승하면서 지난 9월에 123을 기록했다. 의류비지출 CSI도 12월에 80을 기록 후, 10월에 105까지 회복하면서, 경기회복에 대한 기대감과 소비심리 개선을 확인했다. 이들 선행지표가 지속적인 상승세를 보이고 있으며 주요 의류업체들의 최근 3Q 실적에서 확인되듯이 경기회복은 이미 안정적인 성장단계로 접어들었다는 판단이다.

3Q09부터 의류 소비  
점진적 회복세,  
2010년 본격적 턴어라운드  
전망

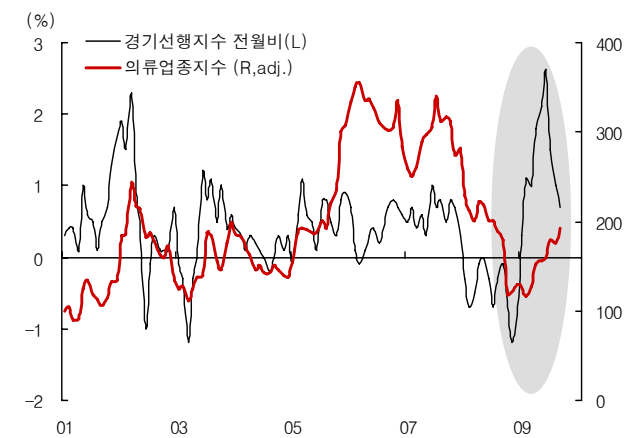
3Q에 소비자들의 자산가치의 상승, 의류업체의 프로모션 등으로 의류 및 신발 소비의 역신장이 둔화되었다. 백화점 판매액은 3Q에 이미 (+) 성장 전환 하였으며 4Q부터 의류업체들의 이익 개선 모멘텀이 기대된다. 10월 실업률이 3.2%로 올해 3월 4.0%에서 금융위기 전 수준(3.0%)으로 회복되었고, 최근 환율 하락으로 내수주에 대한 관심도 높아지고 있다. 소비심리 호전과 거저효과로 인해 **의류소비**가 비수기인 3Q부터 **점진적 회복세**로 돌아섰는데, **의류업체들의 본격적인 영업이익 증가**는 내년부터 가능할 것으로 예상된다.

그림 18. 의류및신발 소비증가율 vs. 민간소비증가율



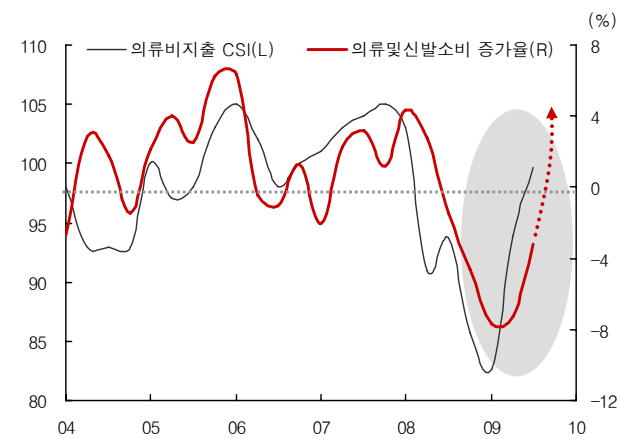
자료: 통계청, 대우증권 리서치센터

그림 19. 경기선행지수 vs. 의류업종지수



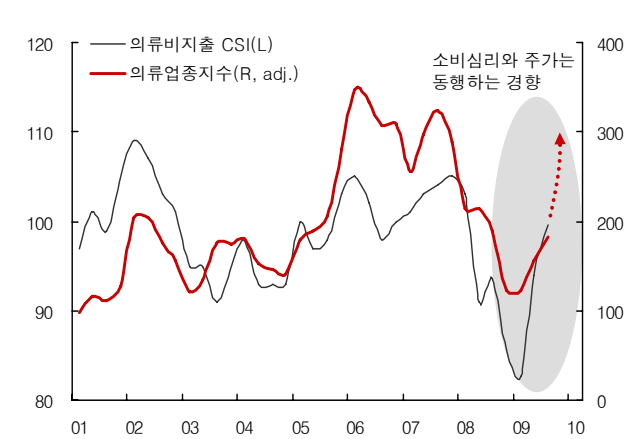
자료: 통계청, 대우증권 리서치센터

그림 20. 의류비지출 CSI vs. 의류비지출



자료: 통계청, 대우증권 리서치센터

그림 21. 의류비지출 CSI vs. 의류업종지수



자료: 통계청, 대우증권 리서치센터

**내수경기 회복으로 의류업종지수 상승 전망**

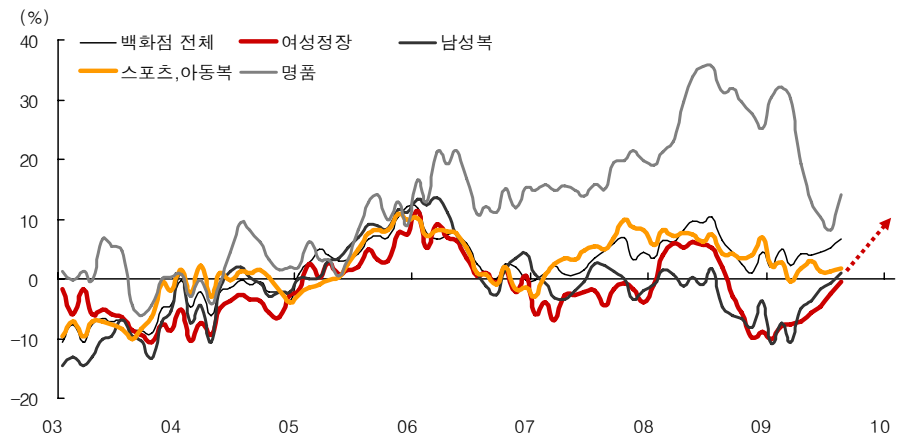
백화점 매출 정상화 진행 중,  
4Q 안정적 성장 전망

백화점의 의류매출은 작년 9월부터 급격히 위축되기 시작하여, 12월에 여성정장과 남성의류 월별 매출이 각각 14.3%, 17.8% 감소했다. 올해 8월말에는 여성정장과 남성의류 매출이 2.3%, 2.5% 상승하였고 백화점 매출이 전 상품군에 걸쳐 (+) 성장으로 전환됐다. 9월에도 백화점 의류 매출이 3.5% 증가하면서 매출 증대가 이어졌다. 9월 백화점 소비자의 구매패턴은 구매건수가 5.8% 증가했고, 1인당 구매단가는 2.6% 상승한 77,565원을 기록했다. **지난해 3~4Q의 매출 부진이 기저효과로 작용하여 백화점 월별 매출은 향후 안정적인 회복세를 이어갈 전망이다.**

경기 회복 시, 의류업체는  
저평가 매력 부각으로  
Valuation이 빠르게 상승

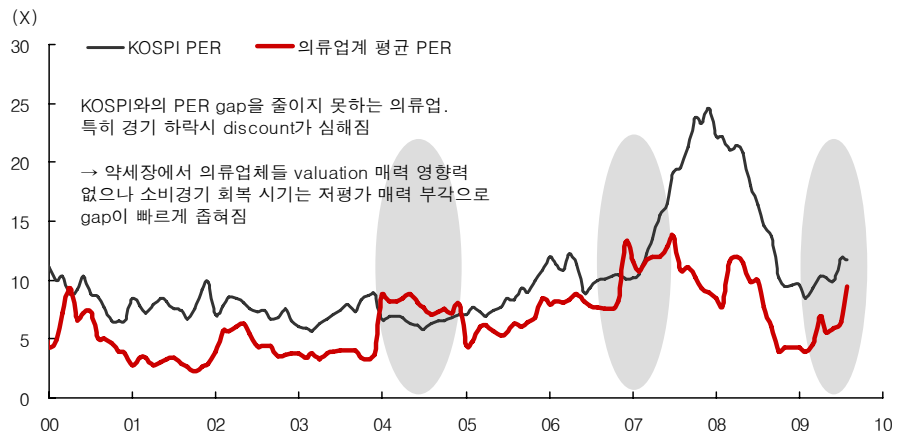
경기민감도와 이익변동성이 큰 의류업종지수는 내수경기 침체 시에는 시장대비 크게 할인 받고, 경기 회복 시에는 저평가 매력이 부각되어 valuation이 빠르게 상승하는 경향이 있다<그림 23>. 올해 GDP는 1~2Q에 각각 전분기 대비 0.1%, 2.6% 성장했는데, 의류비 지출 증가세는 이미 경기에 민감한 소비층까지 확산되고 있는 것으로 파악된다. 경기회복이 가속화 되면서 **내수경기 회복에 따른 의류비 지출 확대와 의류업황 턴어라운드를 반영한 주가상승이 예상된다.**

그림 22. 백화점 품목별 월별 매출 증기율(90MA)



자료: 지식경제부, 대우증권 리서치센터

그림 23. KOSPI vs. 의류업종 평균 PER



자료: 대우증권 리서치센터

## V. 영업실적전망

### 1. 3Q09 Review: 바닥을 확인했던 시기

남성복 고성장과 환율 상승,  
달러 기준 수주 증가로  
3Q09 매출 +14.4%

3Q 매출은 14.4% 증가한 1,205억원을 기록했다. 경기 침체 여파에도 불구하고 남성복 부문에서 고 성장이 유지되면서 내수부문의 매출이 6.8% 증가한 350억원으로 집계됐다. 여성복 매출이 2.7% 감 소한 반면 지이크 파렌하이트 매장 수 증가로 남성복 매출이 27.4% 증가하면서 내수부문의 매출 성 장을 주도했다. 수출 부문 매출은 환율 상승(3Q09 1,239원/\$ vs. 3Q08 1,066원/\$) 효과로 17.8% 증 가했다.

내수부문 영업적자와  
환율 하락에 따른  
수출부문 수익성 부진으로  
3Q09 영업이익 -26.9%

영업이익은 26.9% 감소한 32억원을 기록했다. 내수부문의 영업이익은 -16억원으로 전년동기 영업 적자 20억원에 비해 소폭 축소됐다. 내수부문의 영업이익 적자는 전년도에 런칭한 지이크 파렌하이 트 매장 수가 증가하면서 비용이 크게 늘어난 반면 경기 침체 영향으로 신규 매장의 매출 정상화가 예상보다 다소 더디게 나타났기 때문이다. 동사는 3Q에 내수 부문의 수익성이 다소 취약한 단점이 있으나 경기가 회복되면서 기존 매장의 매출액이 빠르게 증가하고 있는 것으로 파악되어 우려되는 상황은 아니라고 판단된다.

수출부문의 영업이익은 24.5% 감소하면서 48억원을 기록했다. 이는 전 분기에 높은 환율(1,285원) 로 조달한 원부재료가 투입되면서 나타난 현상으로 최근 환율 하락 추세를 고려하면 올해 4Q까지는 이러한 현상이 다소 지속될 것으로 보이나 4Q에 달러 수주가 두 자리 수 증가할 것으로 예상되어 환 율 하락 효과는 3Q 대비 제한적일 것으로 전망된다. 한편 해외 생산법인의 실적이 개선되면서 지분 법손익을 포함한 수출부문의 연계영업이익률은 10.6%로 0.2%p 하락에 그친 점은 긍정적이다.

앞서 언급한대로, 4Q까지 환율 효과로 수출 부문의 실적 둔화는 불가피 할 전망이나, 달러 수주 증가 와 내수부문의 빠른 실적 개선으로 매출액과 영업이익은 각각 1.1%, 8.8% 증가할 것으로 전망된다. 영업이익률은 수출 부문의 수익성 저하에도 불구하고 내수 부문의 이익률 향상으로 6.0%까지 회복 될 것으로 예상된다.

표 6. 신원 분기별 영업실적

(십억원, %)

	2008				2009F				2008	2009F	2010F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	82.7	94.1	105.3	119.3	94.5	103.2	120.5	120.6	401.4	438.7	453.2
영업이익	3.8	9.4	4.4	6.7	8.0	8.5	3.2	7.3	24.1	26.9	32.1
세전이익	4.8	10.3	10.0	3.0	10.5	9.8	6.8	8.5	28.1	35.6	41.1
영업이익률	4.5	9.9	4.1	5.6	8.4	8.2	2.6	6.0	6.0	6.1	7.1
세전이익률	5.8	11.0	9.5	2.5	11.1	9.5	5.7	7.1	7.0	8.1	9.1
YoY											
매출액	5.3	25.9	16.4	39.0	14.2	9.7	14.4	1.0	21.8	9.3	3.3
영업이익	-37.1	80.2	-17.6	29.9	112.1	-9.4	-26.9	8.8	11.8	11.4	19.4

자료: 신원, 대우증권 리서치센터

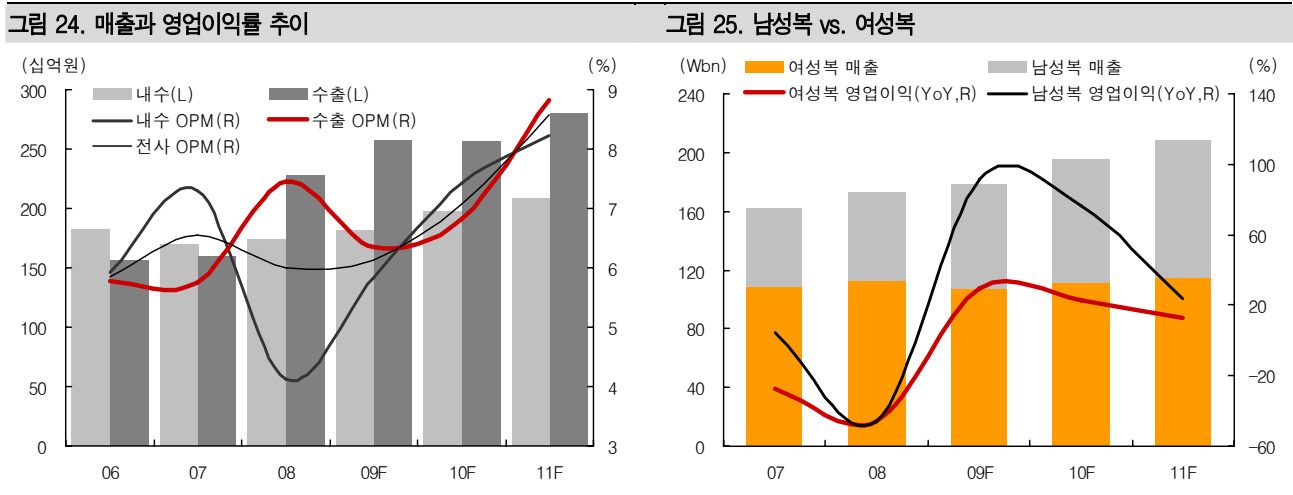
2. 2010년, 이제 내수가 달린다

2010년 전망  
: 내수 소비 본격 턴어라운드  
+ 수출 수주 증대로  
환율 하락 효과 상쇄

소비가 본격적으로 회복되면서 2010년 내수 매출과 영업이익은 각각 9.2%, 39.2% 급증할 것으로 예상된다. 이는 경기회복을 바탕으로 개성공단 증설에 따른 내수부문 경쟁력 강화와 규모의 경제 효과가 진전되기 때문이다. 내년엔 지이크 파렌하이트(대리점)와 지이크 파렌하이트 옴므 라인(백화점)의 외형확대, 브리오니의 매출 정상화가 진행되면서, 남성복 부문의 매출 기여도가 2009년 40%에서 43%까지 증대될 전망이다.

수출부문의 수주가 증대 예상되지만 올해 초 환율 급등이 역기저효과로 작용하여 0.8%의 매출 감소를 나타낼 것으로 전망되며 스웨터와 핸드백 생산법인의 구조조정 작업이 마무리 되면서 영업이익률은 0.5%p 개선된 6.8%에 달할 전망이다.

올해 법인세 면제 적용시한이 완료와 동시에 내년부터 법인세 24.2%를 납부하게 되어 2010년 순이익은 12.5% 감소할 전망이다. 그러나 이는 펀더멘탈과 무관한 사안이며, 법인세효과를 감안해도 현재 주가는 2010년 실적 기준 P/E 3배 수준으로 현저한 저평가 상태이다.



자료: 신원, 대우증권 리서치센터

자료: 신원, 대우증권 리서치센터

## VI. 양호한 재무구조

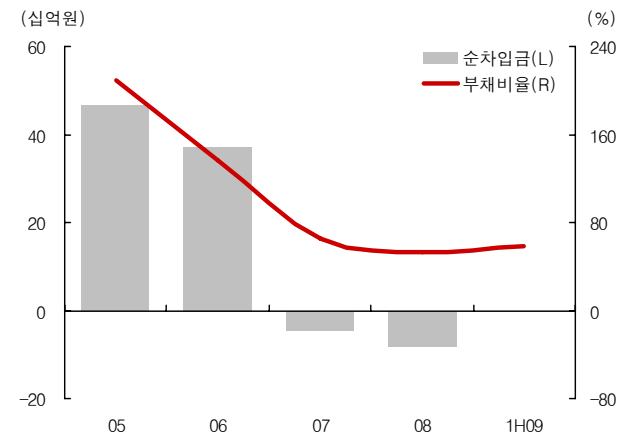
### 외환위기를 겪으며 견실해진 기초체력

위크아웃 (98~03년) 졸업  
이후, 꺾목할 만한  
재무구조 개선

IMF 외환위기를 겪은 동사는 위기에 대응하는 관리 능력을 갖춰 안정적인 재무구조를 유지하고 있다. 99년도에 505%에 달했던 부채비율이 09년 상반기 말 기준 59%로 대폭 개선되었고, 순차입금도 꾸준히 감소되어 경쟁업체보다 건전한 재무상태를 유지하고 있다. 향후 해외공장 증설, 내수 사업부문의 신장에 따른 규모의 경제 효과가 기대되는데, 실적이 개선되면서 무차입경영 지속이 가능할 것으로 예상된다.

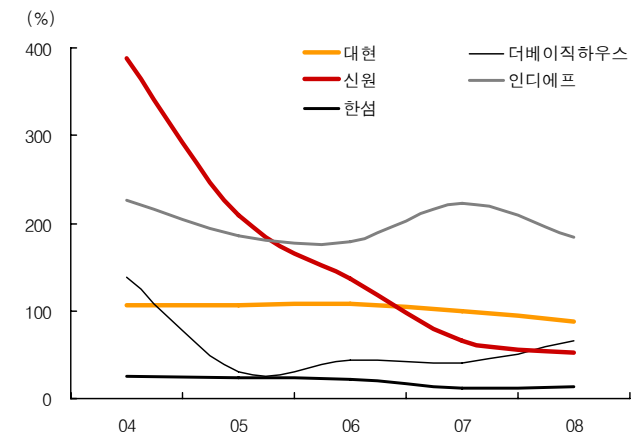
동사의 재고자산회전을 또한 경쟁업체 대비 매우 양호하다. 내수부문의 개성법인 생산 확대로 시장반응에 맞춘 생산을 통해 재고회전을 높이는 효과를 가져온다. 내수부문과 수출부문의 매출총이익률은 약 60%, 20%이다. 수출부문의 매출 비중이 높아 타 의류업체 평균 매출총이익률 대비 전사 매출총이익률은 상대적으로 낮은 편(신원 평균 약 40% vs. 타사 평균 55%)이나, 내수부문의 매출총이익만 비교했을 경우 양호한 수준이다.

그림 26. 순차입금 & 부채비율 추이



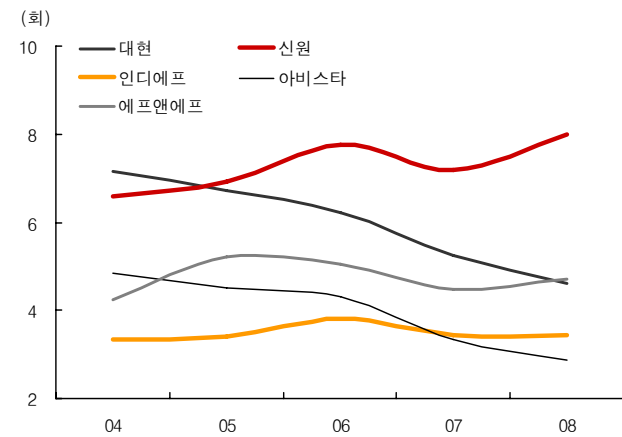
자료: 대우증권 리서치센터

그림 27. 국내 의류업체 부채비율



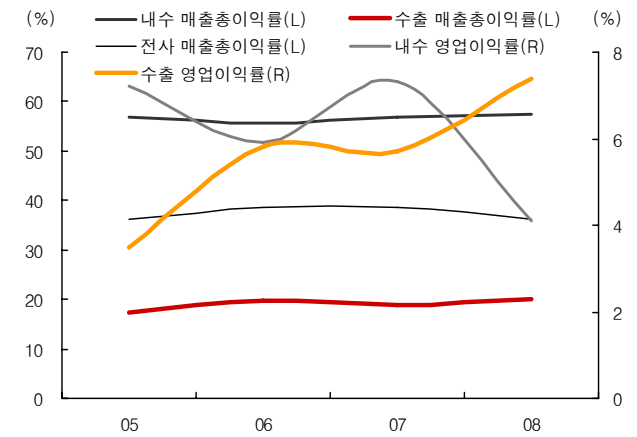
자료: 각사, 대우증권 리서치센터

그림 28. 의류업체 재고자산회전을



자료: 각사, 대우증권 리서치센터

그림 29. 사업부문별 매출총이익률 & 영업이익률



자료: 신원



**신원 [009270] 예상 손익계산서**

(십억원)	12/06	12/07	12/08	12/09F	12/10F	12/11F	3Q2009	4Q2009F	1Q2010F	2Q2010F
<b>매출액</b>	<b>339</b>	<b>330</b>	<b>401</b>	<b>439</b>	<b>453</b>	<b>489</b>	<b>120</b>	<b>121</b>	<b>94</b>	<b>107</b>
내수	183	170	174	439	453	489	120	121	94	107
수출	157	160	227	258	256	280	0	62	45	60
<b>매출원가</b>	<b>207</b>	<b>203</b>	<b>256</b>	<b>289</b>	<b>296</b>	<b>313</b>	<b>90</b>	<b>73</b>	<b>61</b>	<b>69</b>
<b>매출총이익</b>	<b>133</b>	<b>127</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>157</b>	<b>176</b>	<b>30</b>	<b>48</b>	<b>33</b>	<b>38</b>
<b>판매비와 관리비</b>	<b>113</b>	<b>105</b>	<b>121</b>	<b>123</b>	<b>125</b>	<b>134</b>	<b>27</b>	<b>41</b>	<b>30</b>	<b>29</b>
<b>영업이익</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>9</b>
<b>영업외 손익</b>	<b>-6</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
이자수익	1	1	1	1	1	2	1	0	0	0
이자비용	5	2	1	0	1	1	0	0	0	0
외화관련이익	3	2	21	11	4	2	1	1	1	1
외화관련손실	5	2	11	9	4	2	5	0	1	1
지분법이익	1	3	4	10	12	12	2	3	3	3
지분법손실	0	0	2	4	2	0	-2	1	1	1
자산처분손익	0	3	0	2	0	2	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	2	-8	-1	-2	-2	2	-2	0	-1
<b>세전계속사업손익</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>55</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>11</b>
계속사업법인세비용	0	0	-3	0	10	13	0	0	1	3
계속사업이익	14	28	31	36	31	41	6	9	5	8
중단사업이익	-3	-2	0	0	0	0	0	0	0	0
*법인세 효과	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
EPS(원)	175	400	489	561	492	654	97	134	72	129
EBITDA	22	23	26	29	34	44	4	8	4	10
유형자산감가상각비	2	1	2	2	1	1	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>이익률</b>										
매출총이익(%)	39.1	38.5	36.2	34.1	34.6	36.1	25.1	39.7	35.5	35.4
영업이익(%)	5.9	6.6	6.0	6.1	7.1	8.6	2.6	6.0	3.8	8.5
EBITDA(%)	6.4	7.0	6.5	6.6	7.5	8.9	3.1	6.4	4.3	9.0
순이익(%)	3.3	7.7	7.7	8.1	6.9	8.5	5.1	7.1	4.8	7.7
<b>증가율(YoY)</b>										
매출액(%)	1.0	-2.8	21.8	9.3	3.3	7.9	14.4	1.0	-0.2	3.3
영업이익(%)	17.5	8.5	11.8	11.4	19.4	30.5	-26.9	8.8	-55.6	7.2
EBITDA(%)	15.4	6.7	11.8	11.2	18.0	28.8	-21.9	7.4	-53.1	6.8
순이익(%)	-48.5	130.2	22.3	14.7	-12.5	33.0	-38.0	245.9	-29.7	-40.6
주당순이익(%)	-57.8	128.2	22.3	14.7	-12.5	33.0	-38.0	245.9	-29.7	-40.6
<b>기타비율</b>										
수출비중(%)	46.2	48.5	56.7	58.8	56.5	57.3	-	-	-	-
판매비/매출액(%)	33.2	31.9	30.2	28.0	27.5	27.5	22.4	33.7	31.7	26.9
법인세율(%)	27.5	27.5	27.5	22.0	20.0	20.0	27.5	22.0	20.0	20.0
영업이익/금융비용(x)	4.3	10.4	36.9	61.0	42.7	53.3	23.3	45.8	18.9	48.3

자료: 신원, 대우증권 리서치센터 예상

**신원 [009270] 예상 대차대조표**

(십억원)	12/06	12/07	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
<b>유동자산</b>	<b>86</b>	<b>84</b>	<b>101</b>	<b>150</b>	<b>177</b>	<b>204</b>
현금 및 현금등가물	8	8	11	30	39	66
매출채권	30	23	30	34	37	40
재고자산	44	48	53	68	79	73
기타유동자산	4	5	7	19	23	24
<b>비유동자산</b>	<b>90</b>	<b>73</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>133</b>
투자자산	45	38	51	65	77	94
유형자산	44	35	34	33	36	37
무형자산	1	0	2	2	2	2
<b>자산총계</b>	<b>176</b>	<b>158</b>	<b>187</b>	<b>250</b>	<b>292</b>	<b>337</b>
<b>유동부채</b>	<b>52</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>64</b>	<b>73</b>	<b>77</b>
매입채무	26	27	23	36	42	44
단기차입금	15	0	0	13	13	13
유동성장기부채	1	1	1	1	1	2
기타유동부채	10	10	14	14	17	18
<b>비유동부채</b>	<b>50</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>38</b>
사채	0	0	0	0	0	0
장기차입금	29	3	2	2	2	2
기타비유동부채	21	22	24	28	33	35
<b>부채총계</b>	<b>102</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>95</b>	<b>108</b>	<b>115</b>
자본금	31	32	32	32	32	32
자본잉여금	7	17	17	17	17	17
자본조정	5	-7	-8	-3	-3	-3
이익잉여금	32	52	80	107	135	173
<b>자본총계</b>	<b>74</b>	<b>95</b>	<b>123</b>	<b>156</b>	<b>184</b>	<b>222</b>
평균발행주식수(천주)	6,286	6,339	63,394	63,394	63,394	63,394
<b>활동성 지표</b>						
매출채권 회전율(회)	11.7	12.4	15.2	13.8	12.8	12.8
재고자산 회전율(회)	7.6	7.2	8.0	7.3	6.2	6.4
매입채무 회전율(회)	11.5	12.6	16.1	14.8	11.6	11.3
운전자본회전율(회)	8.8	8.0	8.7	7.2	6.1	6.3
총자산회전율(회)	1.9	2.0	2.3	2.0	1.7	1.6
<b>안전성 지표</b>						
현금성자산/자산총계(%)	4.6	5.3	5.9	11.9	13.2	19.6
당좌비율(%)	81.3	98.1	124.7	129.2	134.8	168.7
유동비율(%)	166.7	224.9	261.8	234.5	243.3	263.8
부채비율(%)	136.8	65.4	52.5	60.7	58.6	51.7
순차입금/자기자본(%)	50.1	-4.9	-6.7	-9.0	-12.3	-22.0
<b>수익성 지표</b>						
ROA(%)	6.2	15.2	18.0	16.3	11.5	13.2
ROE(%)	16.5	29.9	28.5	25.6	18.4	20.4
ROIC(%)	18.6	22.6	26.8	26.2	27.9	35.7

자료: 신원, 대우증권 리서치센터 예상

**신원 [009270] 예상 현금흐름표**

(십억원)	12/06	12/07	12/08	12/09F	12/10F	12/11F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>12</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>33</b>
당기순이익	11	25	31	36	31	41
비현금수익비용가감	15	-2	10	-9	-8	-12
유형자산감가상각비	2	1	2	2	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0	0
기타	12	3	16	-4	0	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-14	-1	-25	-19	-10	3
매출채권 감소(증가)	-2	4	-8	-5	-4	-4
재고자산 감소(증가)	-5	-3	-9	-12	-11	5
매입채무 감소(증가)	-8	1	-4	13	6	2
기타자산, 부채변동	1	-4	-4	-15	-1	0
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-4</b>	<b>22</b>	<b>-8</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>
유형자산처분(취득)	-2	11	-1	1	-4	-1
무형자산감소(증가)	0	0	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-4	10	-6	-7	-3	-5
단기예금 감소(증가)	2	0	0	0	0	0
기타투자활동	0	1	-1	2	1	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-12</b>	<b>-45</b>	<b>-5</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
사채및차입금의 증가(감소)	-9	-42	-1	17	5	4
자본의 증가(감소)	-2	-3	-4	-2	-3	-3
배당금의 지급	0	-3	4	-3	-3	-3
기타재무활동	0	0	0	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>28</b>
기초현금	11	8	8	11	30	39
기말현금	8	8	11	30	39	66
<b>EBITDA</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>44</b>
(-)CAPEX	2	-11	1	1	4	3
(-)법인세	0	0	-3	0	10	13
(-)순이자비용	4	2	0	-1	-1	-1
(-)운전자본증감	8	-3	13	18	9	-4
* (=)CADRNI	10	34	15	7	9	30
설비투자/영업활동 현금흐름(%)	-3.0	-34.4	3.6	11.9	30.2	9.1
<b>Per Share Data</b>						
EPS(원)	175	400	489	561	492	654
BPS(원)	1,174	1,498	1,909	2,428	2,873	3,479
CFPS(원)	201	422	513	585	515	677
DPS(원)	500	600	50	50	50	50
<b>Valuation</b>						
P/E(x)	10.7	6.4	2.2	2.9	3.3	2.5
P/B(x)	1.6	1.7	0.6	0.7	0.6	0.5
P/CF(x)	9.3	6.0	2.1	2.8	3.2	2.4
EV/EBITDA(x)	7.1	6.8	2.4	3.1	2.4	1.3
배당수익률(%)	2.7	2.4	4.6	3.0	3.0	3.0
배당성장률(%)	27.9	14.7	10.0	8.7	9.9	7.5

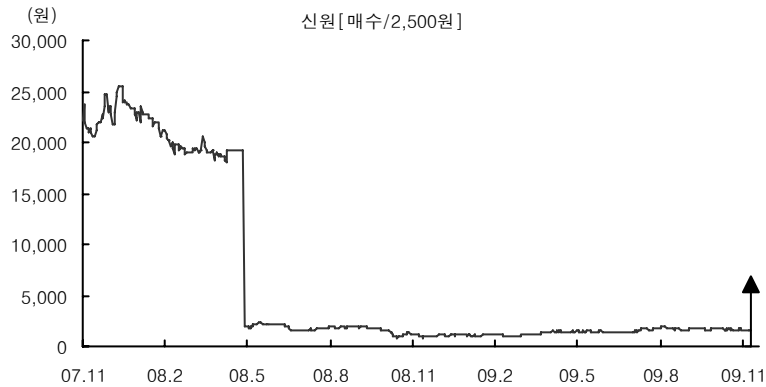
주: \* Cash Available for Debt Redemption and New Investment (부채 사환 및 신규 투자를 위한 여유 현금 흐름)

자료: 신원, 대우증권 리서치센터 예상

■ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계는 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 또한 동 자료를 작성함에 있어 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 투자의견 분류 및 적용기준(2008년 3월 31일부터 변경, 기간은 12개월, 상대수익 기준)  
 매수(시장대비 20% 이상의 초과 수익 예상), Trading Buy(시장대비 10% 이상의 초과 수익이 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우),  
 중립(시장대비 -10~10% 이내의 등락이 예상), 비중축소(시장대비 10% 이상의 주가하락 예상)
- 투자의견 및 목표가 등 추이(투자의견 제시일이 비영업일인 경우 익일 영업일로 표시함)

주가(—), 목표주가(---), Not covered(■), 매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆)



이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.