LEADING

Company Report

신원 (009270 KS)

2014년 9월 1일

Key issues…

- ✓ **2014 년 큰 폭의 실적 개선 전망**
- ✓ **수출부문 턴어라운드가 실적개선을 견인, 3Q, 4Q 실적 모멘텀 예상**
- ✓ **상품공급 계약으로 중국 매출 증가 전망**
- ✓ **투자의견 매수, 목표주가 3,200 원으로 커버리지 개시**

중장기 성장의 시작 단계

2014년 큰 폭의 실적 개선 전망

신원은 남성복 및 여성복 브랜드 제조, 해외 의류 브랜드 OEM(Original Equipment Manufacturing) 사업을 영위하는 기업이다. 동사는 2014년 매출액 6,208억원(+5.3%YoY), 영업이익 188억원(+126.1%YoY), 당기순이익 93억원(흑자전환)으로 지난해 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. **동사의 실적 개선 요인이자 투자포인트는 1)수출부문의 턴어라운드, 2)중국 매출 확대, 3)내수 패션부문 매장 수 확대와 신규 브랜드 적자폭 축소** 등이다.

수출부문 턴어라운드가 실적개선을 견인

금융위기로 세계 경기가 위축되었던 2011년 신원은 니트 생산라인을 인도네시아와 베트남에 각각 26개, 80개 증설하며 오히려 과감한 투자를 결정했고 지난해부터 투자의 결실이 실적으로 나타나고 있다. **수출부문은 지난해 45억원의 영업이익을 기록하며 턴어라운드에 성공**했다. 수출부문 턴어라운드 이유는 1)현지 생산직들의 숙련도 향상, 2)수주 증가에 따른 규모의 경제효과로 판단된다. **수출부문은 2014년 매출액 3,775억원(+14.9%YoY), 영업이익 119억원(+168.2%YoY)으로 성장세가 지속될 전망이며 특히 수출부문의 성수기인 3Q, 4Q를 앞두고 있어 실적 모멘텀이 예상**된다.

상품공급 계약으로 중국 매출 증가 전망

신원은 중장기적으로 중국 매출 확대가 예상된다. 동사는 지난 2012~2013년에 걸쳐 VIKI 등 4개 브랜드에 대해 중국 대리상들과 상품공급계약을 체결했다. **미니멈 게런티가 있으며 매년 게런티 물량이 늘어나는 구조**이다. 또한 중국 현지 반응에 따라 추가적인 상품공급도 가능하기 때문에 리스크는 낮고 성장 잠재력은 높다고 판단된다. **중국 상품공급 매출은 2016년 5.8%, 영업이익은 17.7%로 비중이 확대될 전망**이다.

투자의견 매수, 목표주가 3,200원으로 커버리지 개시

신원에 대해 투자의견 매수, 목표주가 3,200원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 195원에 OEM사업을 영위하는 대표 기업들의 2014~2015년 평균 PER 19.1배와 자체 의류 브랜드 보유 기업들의 평균 PER 13.0배를 평균한 16.5배를 적용하여 산출했다. **신원 2014F 기준 PER 14.5배, PBR 0.8배, 2015F 기준 PER 8.2배, PBR 0.7배로 동종기업들 대비 밸류에이션 매력이 높다고 판단**된다.

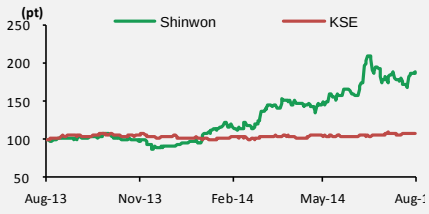
BUY(Initiate)

목표주가	**3,200 원**
현재주가	**2,270 원**
목표수익률	**41.0%**

Key Data	**2014 년 8 월 29 일**
산업분류	내구소비재 및 의류
시가총액 (십억원)	143.7
발행주식수 (백만주)	63.3
외국인 지분율 (%)	3.2
52 주 고가 (원)	2,530
저가 (원)	1,060
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.2
주요주주	**(%)**
티앤앰커뮤니케이션즈 외 3인	30.88
자사주	11.50
KOSPI	2068.54

주가상승률 (%)	**1M**	**6M**	**12M**
절대주가	5.1	64.5	60.0
상대주가	4.8	60.0	79.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst

조인욱

iwjo@leading.co.kr

+822-2009-7167

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2012	578.4	8.0	0.6	0.1	(10.1)	(160)	적전	(9.0)	23.2	(5.4)	0.5
2013	589.7	2.0	8.3	1.4	(7.1)	(114)	적전	(9.8)	12.8	(4.0)	0.4
2014F	620.8	5.3	18.9	3.0	9.3	157	흑전	14.5	11.4	5.6	0.8
2015F	688.3	10.9	28.1	4.1	16.0	279	78.2	8.1	8.8	9.3	0.7
2016F	746.6	8.5	36.5	4.9	20.5	358	28.1	6.3	7.2	10.8	0.7

Valuation

동종기업 대비 밸류에이션 매력 높다고 판단

신원에 대해 투자의견 매수, 목표주가 3,200원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 195원에 OEM 사업을 영위하는 대표 기업들의 2014~2015년 평균 PER 19.1배와 자체 의류 브랜드 보유 대표 기업들의 평균 PER 13.0배를 평균한 16.5배를 적용하여 산출했다. **신원 2014F 기준 PER 14.5배, PBR 0.8배, 2015F 기준 PER 8.1배, PBR 0.7배**로 동종기업들 대비 밸류에이션 매력이 높다고 판단된다.

Exhibit 1. 의류업체 Peer Valuation (단위: 억원)

Name		영원무역	한세실업	태평양물산	신원	LF	한섬	베이직하우스
구분		OEM	OEM	OEM	패션+OEM	패션	패션	패션
시가총액		24,859	12,520	2,294	1,443	8,933	7,623	4,484
매출액	2012	10,591	11,296	5,933	**5,784**	14,665	4,964	5,211
	2013	10,807	12,257	7,997	**5,897**	14,861	4,708	5,552
	2014F	12,716	13,561	8,949	**6,208**	15,229	5,252	5,743
	2015F	14,436	15,324	10,016	**6,883**	16,142	5,995	6,380
영업이익	2012	1,863	631	81	**6**	779	710	280
	2013	1,619	576	226	**83**	848	504	524
	2014F	1,863	842	285	**189**	881	535	532
	2015F	2,246	998	450	**281**	997	658	627
순이익	2012	1,191	526	13	**(101)**	567	641	164
	2013	1,104	448	92	**(71)**	649	408	366
	2014F	1,268	655	183	**93**	716	438	368
	2015F	1,694	777	280	**160**	819	591	445
OPM(%)	2012	17.6	5.6	1.4	**0.1**	5.3	14.3	5.4
	2013	15.0	4.7	2.8	**1.4**	5.7	10.7	9.4
	2014F	14.6	6.2	3.2	**3.0**	5.8	10.2	9.3
	2015F	15.6	6.5	4.5	**4.1**	6.2	11.0	9.8
NPM(%)	2012	11.2	4.7	0.2	**(1.7)**	3.9	12.9	3.2
	2013	10.2	3.7	1.2	**(1.2)**	4.4	8.7	6.6
	2014F	10.0	4.8	2.0	**1.5**	4.7	8.3	6.4
	2015F	11.7	5.1	2.8	**2.3**	5.1	9.9	7.0
PER(X)	2012	20.5	32.9	17.3	**(9.0)**	15.1	11.4	21.2
	2013	35.9	30.0	9.0	**(9.8)**	14.5	17.7	14.9
	2014F	30.2	26.0	17.3	**14.5**	12.0	17.2	14.0
	2015F	15.9	16.4	9.0	**8.1**	10.7	12.5	11.5
PBR(X)	2012	4.8	11.4	1.3	**0.5**	1.1	1.0	1.7
	2013	6.1	10.4	1.1	**0.4**	1.1	1.0	2.2
	2014F	5.4	8.8	1.3	**0.8**	0.9	1.0	1.9
	2015F	2.2	3.1	1.1	**0.7**	0.9	0.9	1.6
ROE(%)	2012	25.7	24.9	1.1	**(5.4)**	7.2	9.5	7.7
	2013	21.6	16.8	1.6	**(4.0)**	7.7	6.1	16.3
	2014F	19.6	21.7	7.8	**5.6**	7.8	6.1	14.0
	2015F	15.1	20.5	13.5	**9.3**	8.2	7.8	15.2

Source: DataGuide, Leading Research Center

주: 8/28 종가 기준

Section 1: 기업 개요

의류 브랜드 제조 및 의류 OEM 기업

남성복 및 여성복 브랜드 제조 해외 의류 브랜드 OEM사업 영위

신원은 1973년 설립된 남성복 및 여성복 브랜드 제조, 해외 의류 브랜드 OEM(Original Equipment Manufacturing) 사업을 영위하는 기업으로써 1988년 거래소에 상장되었다. 동사는 IMF를 맞았던 1998년 워크아웃에 들어가 2003년 5월 워크아웃을 종료한 후 2005년 개성공장을 완공하며 인건비 절감 및 생산지 다변화에 성공했다.

지난해부터 수출부문 실적 개선되며 실적 턴어라운드

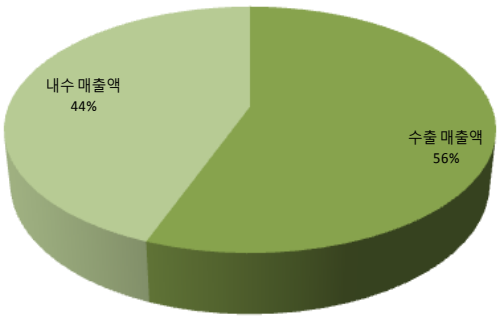
2011년에는 ISABEY, VANHART 등 신규 브랜드를 런칭하고 인도네시아, 베트남 공장에 라인을 증설하는 등 대대적인 투자를 단행하여 2011년~2012년 실적이 악화되었다. 그러나 지난해 하반기부터 해외공장에서 생산하는 수출부문 실적이 개선되며 **2013년 매출액 5,897억원(+2.0%YoY), 영업이익 83억원(+1.334.1% YoY)으로 턴어라운드에 성공**했다.

매출구성 내수 44%, 수출 56%

동사의 매출액은 2013년 기준 패션(내수)부문 44%, 수출부문 56%로 구성되어 있다. 패션부문은 BESTIBELLI, SIEG 등 7개 자체 의류 브랜드 사업을 전개하고 있으며, 수출부문은 바이어들로부터 KNIT, SWEATER, HANDBAG 등의 제품에 대한 오더를 받아 베트남, 과테말라 등 6개 해외공장에서 생산하여 수출하고 있다.

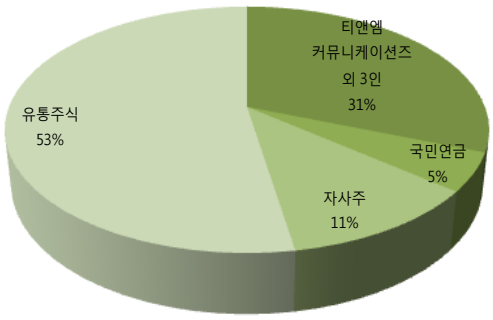
신원의 주주구성은 티앤엠 커뮤니케이션즈 외 3인이 30.84%를 보유하여 최대주주이며 이외에 자사주 11.5%, 국민연금 5.0% 등으로 구성되어있다.

Exhibit 2. 신원 부문별 매출액 비중



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 신원 주주구성



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. 신원 자체 브랜드 현황

브랜드	성격	타겟	런칭시기
베스티벨리(BESTIBELLI)	캐릭터 캐주얼 정장	20~29 세	1990 년
씨(SI)	캐릭터 캐주얼	20~35 세	1990 년
비키(VIKI)	여성 캐릭터 캐주얼	20~30 세	1995 년
이사베이(ISABEY)	여성 어덜트 볼륨 캐주얼	30~50 세	2011 년
지이크(SIEG)	남성 캐릭터 캐주얼	25~35 세	1995 년
지이크 파렌하이트(SIEG FAHRENHEIT)	남성 캐릭터 캐주얼	25~35 세	2008 년
반하트 (VANHART)	남성 컨템포러리 프리스티지	27~35 세	2011 년

Source: Company Data, Leading Research Center

Section 2: 실적전망

2014년 큰 폭의 실적 개선 전망

2014년 매출액 +5.3%YoY 영업이익 +127.0%YoY 전망

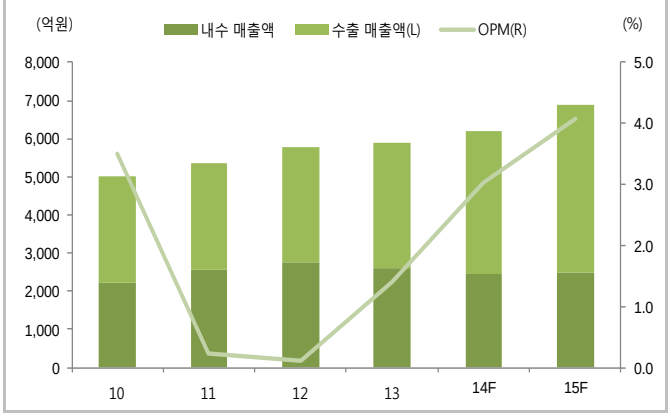
신원은 **2014년 매출액 6,208억원(+5.3%YoY), 영업이익 189억원(+127.0%YoY), 당기순이익 93억원(흑자전환)으로 지난해 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상**된다. 동사의 실적 개선 요인이자 투자포인트는 **1)수출부문의 턴어라운드, 2)중국 매출 확대, 3)내수 패션부문 매장수 확대와 신규 브랜드 적자폭 축소** 등이다.

2Q14 실적 턴어라운드 추세 유지

2Q14 실적 매출액 -0.2%YoY 영업이익 흑자전환

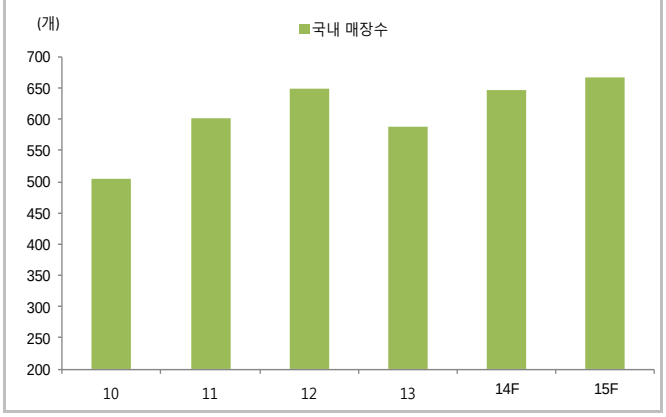
8/26 발표된 **2Q14 실적은 매출액 1,334억원(-0.2%YoY), 영업이익 20억원(흑자전환)으로 턴어라운드 추세가 유지**되었다고 판단된다. **내수부문**은 지난해 약 60개 매장을 정리한 영향으로 매출액이 -8.0%YoY 로 감소했으나 2011년 런칭한 신규브랜드 안정화로 영업이익 7억원을 기록하며 흑자전환했다. 1H14 현재 지난해 대비 약 20개 매장이 재차 증가한 상황이고 **연말까지 약 40개 매장 추가 개설을 통해 매장 구조조정 이전인 2012년 수준의 매장수로 회복될 전망**이다. **수출부문**은 비수기임에도 불구하고 KNIT 수주 증가로 매출액이 +7.3%YoY 증가했고 가동률 상승과 생산 안정화에 따른 비용감소로 영업이익 13억원을 시현하며 흑자전환 했다.

Exhibit 5. 신원 연간 실적 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. 신원 국내 매장수 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 신원 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

분기	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014F	2015F
매출액	**1,409**	**1,334**	**1,713**	**1,751**	**1,543**	**1,499**	**1,916**	**1,925**	**5,897**	**6,208**	**6,883**
%YoY	*4.2*	*(0.2)*	*9.5*	*6.6*	*9.5*	*12.4*	*11.8*	*9.9*	*2.0*	*5.3*	*10.9*
수출 매출액	**767**	**739**	**1,257**	**1,013**	**882**	**887**	**1,445**	**1,164**	**3,286**	**3,775**	**4,378**
내수 매출액	**642**	**594**	**457**	**739**	**661**	**612**	**471**	**761**	**2,607**	**2,432**	**2,505**
기타	1	1	-	-	-	-	-	-	3	1	**0**
영업이익	**12**	**20**	**35**	**121**	**27**	**38**	**73**	**144**	**83**	**189**	**281**
%YoY	*흑전*	*흑전*	*205.6*	*12.8*	*115.4*	*91.0*	*105.9*	*19.3*	*1,334.1*	*127.0*	*49.4*
%OPM	*0.9*	*1.5*	*2.1*	*6.9*	*1.7*	*2.5*	*3.8*	*7.5*	*1.4*	*3.0*	*4.1*
수출 영업이익	**(5)**	**13**	**63**	**51**	**4**	**28**	**101**	**76**	**45**	**121**	**209**
내수 영업이익	**17**	**7**	**(27)**	**70**	**23**	**9**	**(28)**	**68**	**40**	**67**	**73**
수출 %OPM	(0.6)	1.7	*5.0*	*5.0*	*0.4*	*3.2*	*7.0*	*6.5*	1.4	3.2	4.8
내수 %OPM	3	1.2	*(6.0)*	*9.5*	*3.5*	*1.5*	*(6.0)*	*9.0*	1.5	2.8	2.9
당기순이익	**31**	**(22)**	**6**	**78**	**36**	**(8)**	**36**	**97**	**(71)**	**93**	**160**
%YoY	*흑전*	*적지*	*흑전*	*71.2*	*13.7*	*적지*	*485.0*	*24.0*	*적지*	*흑전*	*72.0*
%NPM	*2.2*	*(1.7)*	*0.4*	*4.4*	*2.3*	*(0.5)*	*1.9*	*5.0*	*(1.2)*	*1.5*	*2.3*

Source: Company data, Leading Research Center

Section 3: 투자포인트

수출부문 턴어라운드가 실적개선을 견인

GAP, TATGET, WAL MART 등 해외 유명바이어 제품 생산

신원은 현재 인도네시아, 베트남, 과테말라에 생산공장을 보유하고 GAP, TARGET, WALMART 등 해외 유명 바이어들에게 니트, 스웨터, 핸드백 등의 제품을 생산하여 공급하고 있다.

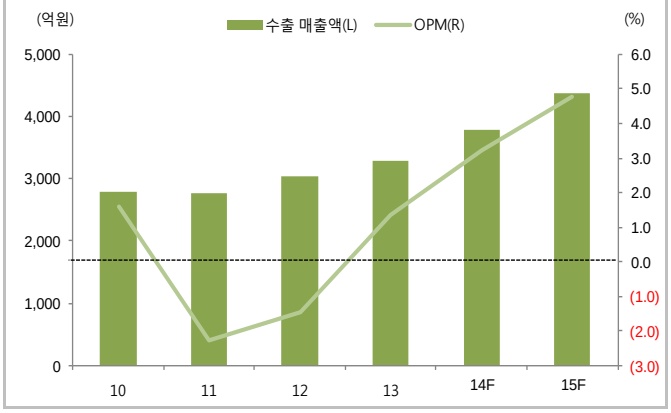
2011년 투자가 지난해부터 결실 수출부문 턴어라운드

금융위기로 세계 경기가 위축되었던 **2011년 신원은 니트 생산라인을 인도네시아와 베트남에 각각 26개, 80개 증설하며 오히려 과감한 투자를 결정**했다. 수출부문을 향후 회사의 성장동력으로 육성하기 위한 의사결정이었고, 지난해부터 투자의 결실이 실적으로 나타나고 있다. **지난 2011년 63억원, 2012년 44억원의 영업손실을 기록했던 수출부문은 지난해 45억원의 영업이익을 기록하며 턴어라운드에 성공**했다.

2014년 수출부문 매출액 +14.9%YoY 영업이익 +172.7%YoY 전망

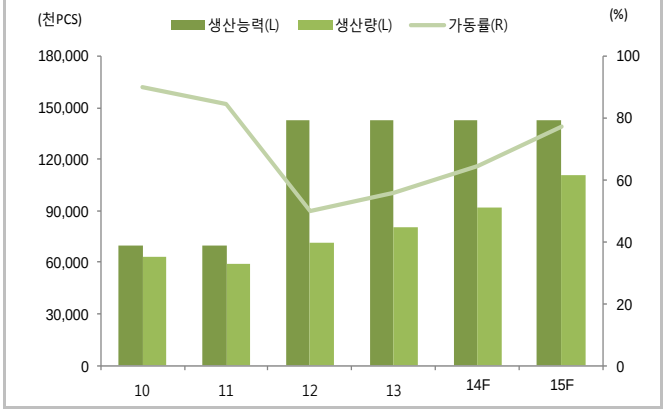
수출부문이 턴어라운드 할 수 있었던 이유는 2011년 라인증설로 인해 신규 고용된 베트남과 인도네시아의 **현지 생산직들의 숙련도가 지난 2년간 향상**되었고 GAP, TARGET 등 주요 바이어들로부터 수주가 증가하며 **규모의 경제효과**가 시현되었기 때문이다. **수출부문은 2014년 매출액 3,775억원(+14.9%YoY), 영업이익 121억원(+172.7%YoY)으로 성장세가 지속될 전망**이며 **특히 수출부문의 성수기인 3Q, 4Q를 앞두고 있어 실적 모멘텀이 예상**된다.

Exhibit 8. 신원 수출부문 실적 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 9. 신원 해외 KNIT 공장 가동률 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 신원 생산법인 현황

법인명	기존라인	증설라인	증설후라인	증설시기	생산품목
과테말라법인	20		20		니트의류
베트남 1 법인	60		60		니트의류
베트남 2 법인		**80**	**80**	**11 년 6 월말**	니트의류
인도네시아 니트법인		**26**	**26**	**11 년 6 월말**	니트의류
인도네시아 스웨터 법인					스웨터
중국청도법인	9		9		핸드백
북한개성법인	25		25		내수 자사 브랜드
합계	**114**	**106**	**220**		

Source: Company Data, Leading Research Center

바이어들과의 오랜 관계, 충분한 CAPA 보유하여 지속적인 수주 증가 전망

신원의 수출부문은 주요 바이어인 GAP, TARGET, WALMART 등의 매출비중이 50%가 넘는데 2011년 금융위기로 실적 부진을 겪었던 주요 3개 바이어들의 매출이 회복되며 수주가 증가하는 모습이다. 신원은 바이어들로부터 지난 수년간 납기와 품질에 대한 신뢰를 쌓아왔고, 2011년 KNIT 공장 증설로 바이어들의 요구 물량을 납품하기 위한 충분한 CAPA를 보유하고 있어 지속적인 수주 증가가 예상된다. 또한 향후 최소 3년간은 증설이 필요 없다는 점도 비용 측면에서 매력적이다.

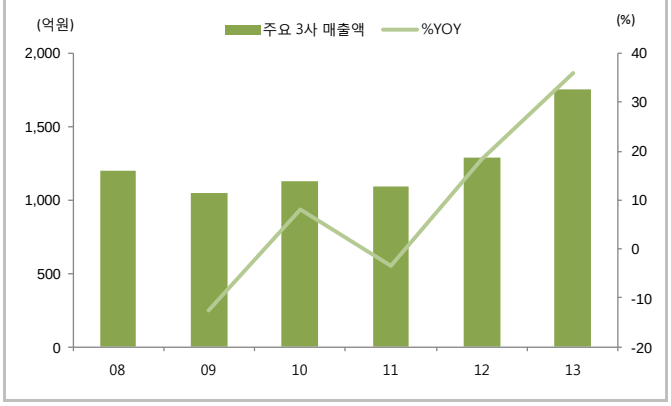
Exhibit 11. 신원 수출 부문 수주 추이

(단위: 천 pcs, 천 usd)

구분	'12 수주총액		'13 수주총액		'1H14 수주총액		'1H14 기납품액		'1H14 수주잔고	
	수량	금액	수량	금액	수량	금액	수량	금액	수량	금액
스웨터	7,221	36,867	5,882	33,148	5,999	32,524	1,530	7,290	4,469	25,234
니트	71,684	198,045	80,033	220,120	74,307	221,680	44,244	120,056	30,063	101,624
핸드백	2,277	31,401	2,620	42,921	1,141	24,885	749	16,288	392	8,597
합계	**81,182**	**266,313**	**88,535**	**296,189**	**81,447**	**279,089**	**46,523**	**143,634**	**34,924**	**135,455**

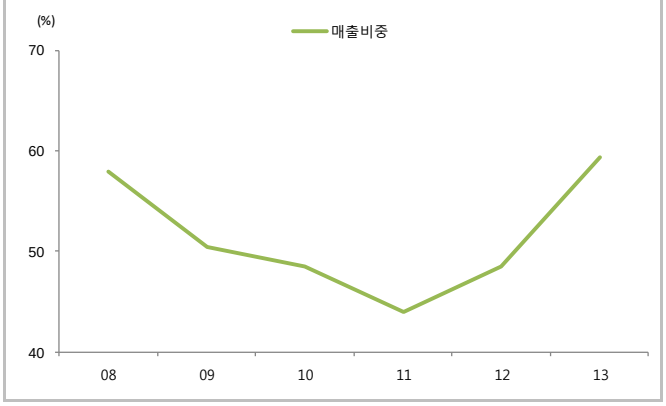
Source: Company Data, Leading Research Center
주: 1H14 수주잔고는 반기기준이며 추가적인 수주 가능

Exhibit 12. 주요 3개 바이어 向 신원 매출액 추이



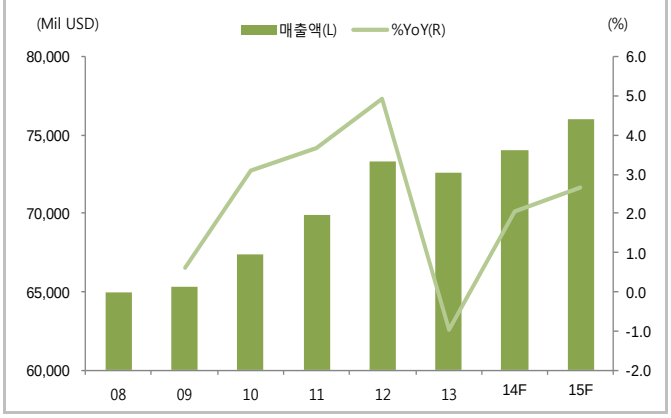
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 주요 3개 바이어 向 매출 비중



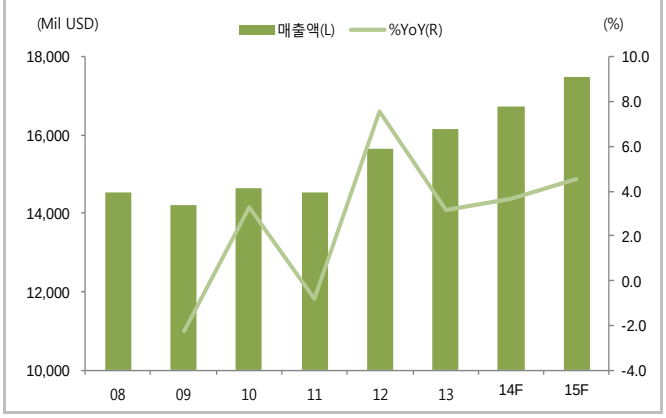
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 14. TARGET 매출액 추이 및 전망



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 15. GAP 매출액 추이 및 전망



Source: Bloomberg, Leading Research Center

상품공급 계약으로 중국 매출 증가 전망

중국 대리상과 VIKI 등 4개 브랜드에 대한 상품공급 계약 체결

신원은 중장기적으로 중국 매출 확대가 예상된다. 신원은 지난 2012년 12월 중국의 광주카누딜로복식고분유한공사(Guangzhou Canudilo Fashion & Accessories Co.,Ltd)와 남성복 브랜드인 SIEG, SIEG FAHRENHEIT 의 상품공급 계약을 했고, 2013년 1월에는 중국의 정영복장유한공사 (Zheng Yong Clothing Trading Co., Ltd) 와 여성복 브랜드인 VIKI 의 상품공급계약, 2013년 12월에는 북경라씨항달과기유한공사 (Beijing Luoshi Hengda Technology Co. Ltd) 와 여성복 브랜드 ISABEY 에 대한 상품공급 계약을 체결했다.

미니멈 게런티 계약으로 리스크는 낮고 성장잠재력은 높다고 판단

'12~'13년에 걸쳐 중국 대리상들과 체결한 상기 계약은 모두 미니멈 게런티가 있으며 **매년 미니멈 게런티 물량이 늘어나는 구조**이다. 또한 중국 현지 반응에 따라 **추가적인 상품공급도 가능**하기 때문에 **리스크는 낮고 성장 잠재력은 높다고 판단**된다. 향후 기계약된 브랜드 외에 **SI, BESTIBELLI, VANHART 등의 자체 브랜드에 대한 추가적인 상품공급 계약 가능성**도 높을 전망이다.

2016년 중국 매출비중 5.8%, 영업이익 비중 17.7%로 확대 전망

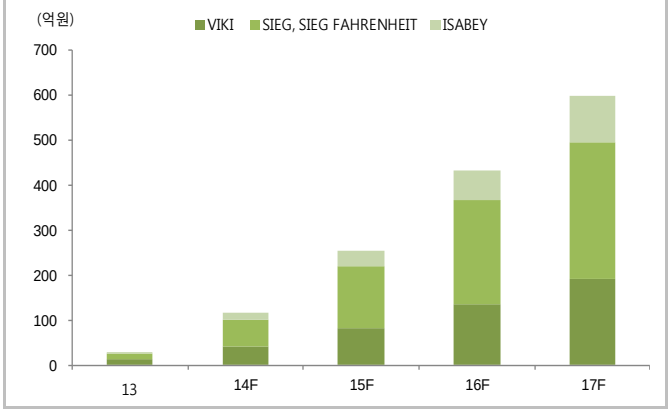
중국 상품공급 매출은 2014년 전체 매출의 1.9%에 불과할 전망이나 2016년에는 5.8%로 비중이 확대될 전망이며, **영업이익 측면**에서는 전사 판관비의 약 50%를 차지하는 판매수수료 부담이 없기 때문에 **2014년 9.2%에서 2016년 17.7%로 매출액 대비 실적 기여도가 높을 전망**이다.

Exhibit 16. 신원 중국 상품공급계약 년도별 금액 (단위: 억원)

계약대상	정영복장	광주카누딜로복식고분	북경라씨항달과기			
브랜드	VIKI	SIEG, SIEG FAHRENHEIT	ISABEY	합계	영업이익률	영업이익
2013	14	13	3	30	15	4
2014F	41	59	16	116	15	17
2015F	82	137	36	254	15	38
2016F	136	231	65	432	15	65
2017F	190	305	104	598	15	90
2018F	245	234	89	568	15	85
2019F	306	-	-	306	15	46
합계	**1,013**	**979**	**312**	**2,304**	**20**	**461**

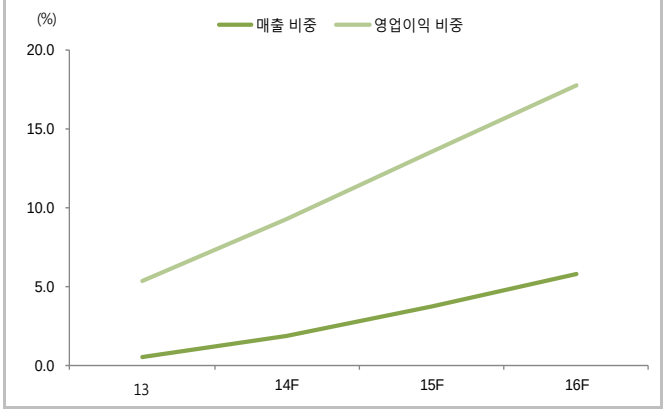
Source: Company Data, Leading Research Center
주1: 광주카누딜로복식고분과 북경라씨항달과기와의 계약은 연환산, 계약 당시 환율로 계산
주2. 장영복장과의 계약은 최장 2027 년까지 연장 가능, 기타 계약은 5 년 연장 계약 가능

Exhibit 17. 신원 중국 매출 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 18. 신원 중국 실적 기여도 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Section 4: Risk 요인 차입금과 실적의 환율 변동성

이자비용 부담 완화될 전망

영업이익 증가로 이자비용 커버 내년부터 영업현금을 통해 상환가능

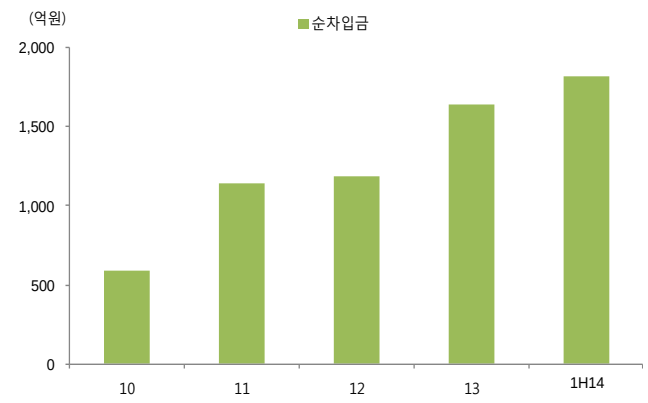
신원은 2011년 투자로 인한 차입금 증가로 순차입금 약1,800억원('14년 반기보고서 기준)을 보유하여 이자비용으로 70~75억원의 비용이 예상된다. 지난해까지 당기순손실을 기록한 이유도 이자비용을 상쇄할 정도의 영업이익을 시현하지 못했기 때문이다. 그러나 **2014년 예상 영업이익 189억원, 2015년 281억원을 고려할 때 이자비용을 납부하더라도 순이익 흑자전환이 예상**된다. 또한 과거 고금리로 차입한 자금에 대해 사채 등 저금리 자금으로의 대체를 통해 이자비용 부담은 완화될 전망이며 내년부터는 영업현금을 통해 차입금 일부 상환도 가능할 것으로 판단된다.

환율 변동에 따른 실적 변동성 축소

외화자산-부채간 괴리 축소로 환율 변동에 따른 실적 변동성 축소

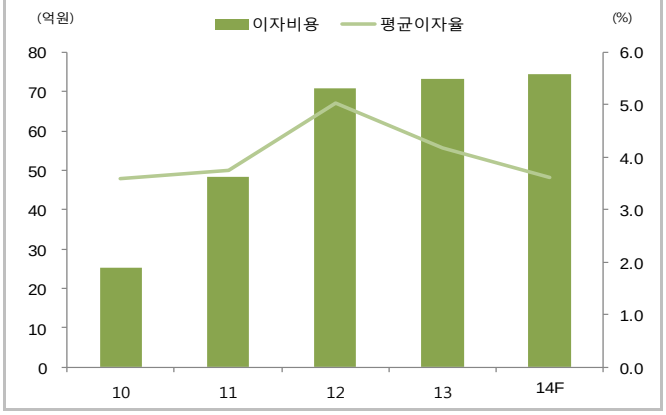
수출부문의 사업 특성상 외환에 따른 실적 변동성이 큰 점도 리스크 요인이다. 미국 달러 결제로 대부분의 거래가 이루어지기 때문에 원화 강세시 원환산 실적이 감소할 우려가 있다. 또한 보유 외화가 순부채 상황이기 때문에 원화 약세시에는 외화환산손실이 증가할 가능성이 있다. 다만, **지난 '11년 이후 외화자산-부채간 차이가 지속적으로 감소하여 환율변동에 따른 영업외이익 변동 폭은 축소될 전망**이다.

Exhibit 19. 신원 순차입금 추이



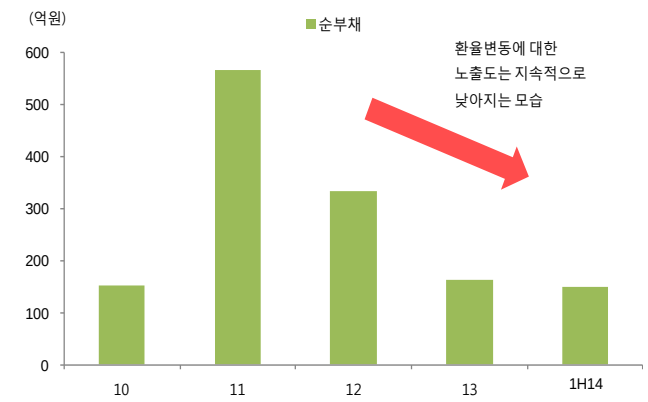
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 20. 신원 이자비용 및 평균이자율 추이



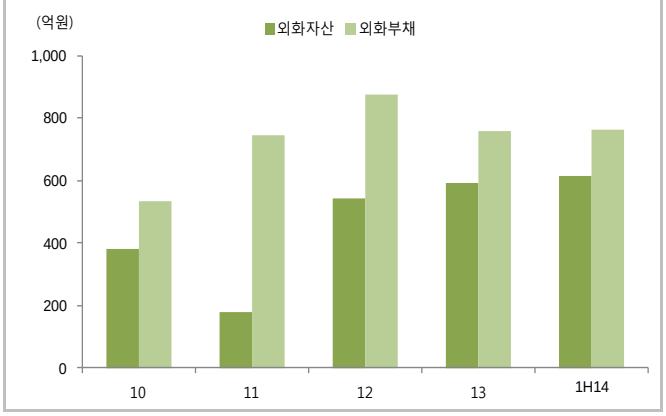
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 21. 신원 외화 순부채 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

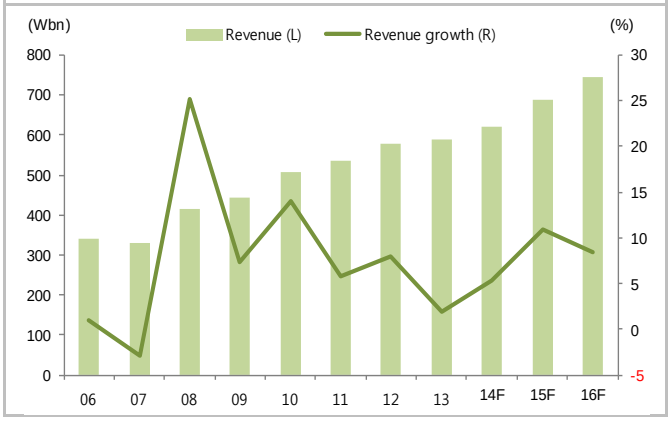
Exhibit 22. 신원 외화 자산 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

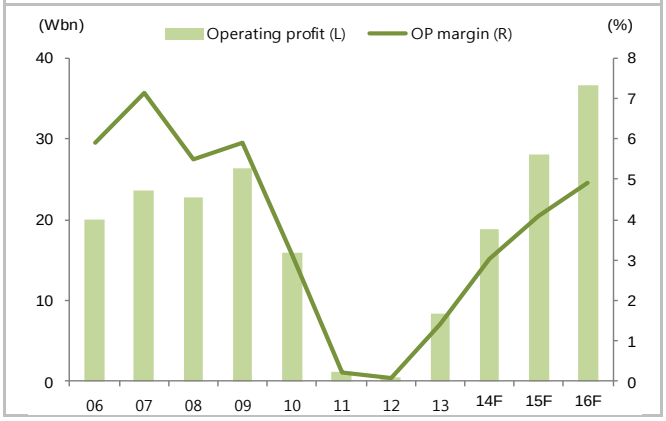
Appendix

Exhibit 23. 매출액 및 매출증가율 추이



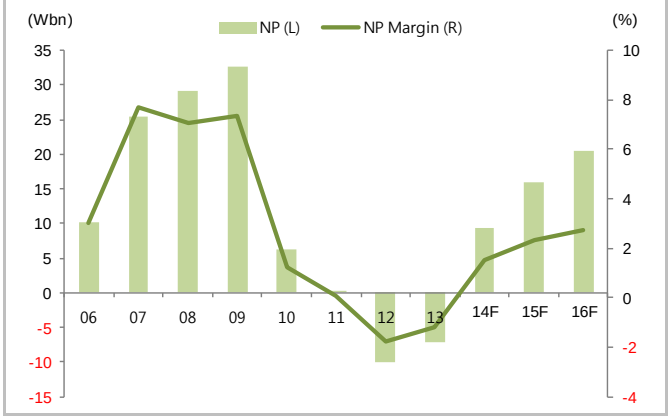
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 24. 영업이익 및 영업이익률 추이



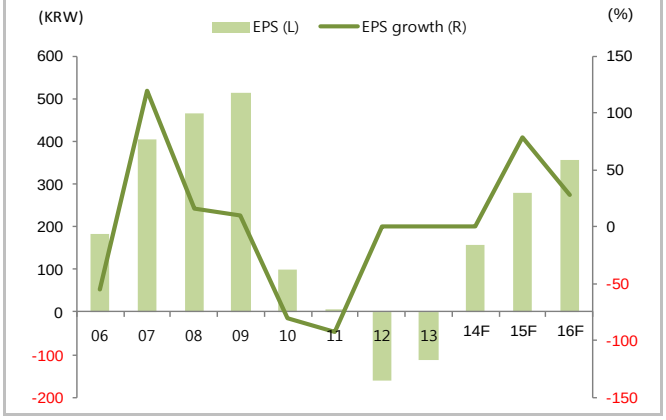
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 25. 순이익 및 순이익률 추이



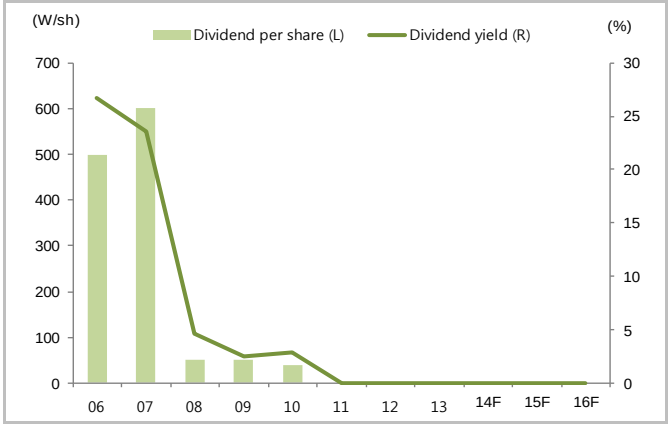
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 26. EPS 및 EPS 성장률 추이



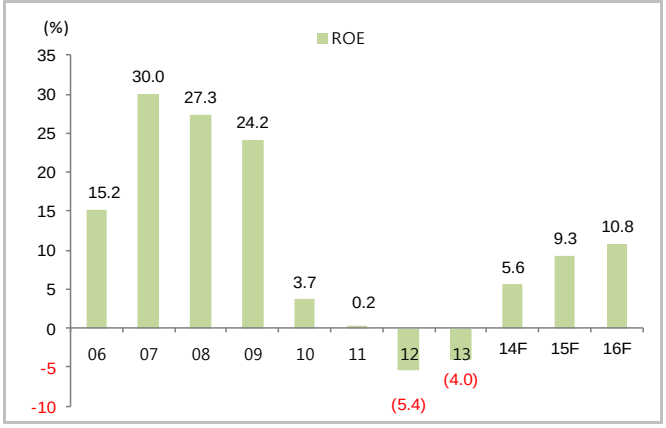
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 27. 주당배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 28. ROE 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Financial Statement

대차대조표

결산기(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	241.2	249.2	282.1	313.2	357.6
현금성자산	22.1	11.1	22.2	27.9	48.6
매출채권	74.4	78.2	94.5	103.9	112.7
재고자산	126.3	144.1	157.4	173.0	187.6
비유동자산	189.0	179.8	181.8	182.7	184.5
투자자산	39.6	37.6	41.8	43.5	45.2
유형자산	140.9	134.1	132.4	132.2	132.8
무형자산	8.5	8.2	7.6	7.0	6.5
자산총계	**430.2**	**429.0**	**464.0**	**495.9**	**542.1**
유동부채	166.1	181.3	205.9	221.1	245.9
매입채무	41.6	45.4	49.3	54.2	58.8
유동성이자부채	107.0	120.4	150.9	160.9	180.9
비유동부채	81.4	74.0	75.0	75.8	76.7
비유동이자부채	64.2	55.1	55.1	55.1	55.1
부채총계	**247.5**	**255.3**	**280.9**	**296.9**	**322.5**
자본금	31.7	31.7	31.7	31.7	31.7
자본잉여금	17.6	17.6	17.6	17.6	17.6
이익잉여금	142.2	133.3	142.6	158.6	179.2
자본조정	(8.8)	(9.2)	(9.1)	(9.1)	(9.1)
자기주식	(10.0)	(10.0)	(9.9)	(9.9)	(9.9)
자본총계	**182.7**	**173.7**	**183.0**	**199.0**	**219.6**
투하자본	330.1	336.3	365.0	385.3	405.0
순차입금	149.2	164.4	183.8	188.2	187.5
ROA	(2.4)	(1.7)	2.2	3.7	4.4
ROE	(5.4)	(4.0)	5.6	9.3	10.8
ROIC	0.1	1.8	4.4	6.3	7.0

손익계산서

결산기(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	**578.4**	**589.7**	**620.8**	**688.3**	**746.6**
증가율 (Y-Y,%)	8.0	2.0	5.3	10.9	8.5
영업이익	**0.6**	**8.3**	**18.9**	**28.1**	**36.5**
증가율 (Y-Y,%)	(52.7)	1,334.	127.0	48.8	29.9
EBITDA	10.4	18.4	28.8	37.9	46.2
영업외손익	**(10.9)**	**(16.8)**	**(7.5)**	**(9.0)**	**(9.5)**
순이자수익	(6.3)	(6.9)	(7.3)	(8.1)	(8.5)
외화관련손익	(3.2)	(5.9)	1.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	**(10.3)**	**(8.5)**	**11.4**	**19.1**	**27.1**
당기순이익	**(10.1)**	**(7.1)**	**9.3**	**16.0**	**20.5**
지배기업순이익	(10.1)	(7.2)	9.9	17.7	22.6
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	72.0	28.1
NOPLAT	**0.4**	**6.0**	**15.5**	**23.6**	**27.7**
(+) Dep	9.8	10.0	9.9	9.7	9.7
(-) 운전자본투자	26.0	17.1	27.8	20.2	18.9
(-) Capex	8.5	7.4	6.8	8.6	9.3
OpFCF	(24.3)	(8.4)	(9.2)	4.5	9.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.2	5.2	5.0	6.0	8.2
영업이익증가율(3Yr)	(72.0)	(19.5)	148.8	264.5	63.7
EBITDA 증가율(3Yr)	(29.6)	(4.3)	47.5	54.0	36.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	202.0	n/a	n/a
영업이익률(%)	0.1	1.4	3.0	4.1	4.9
EBITDA 마진(%)	1.8	3.1	4.6	5.5	6.2
순이익률 (%)	(1.7)	(1.2)	1.5	2.3	2.7

현금흐름표

결산기(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업현금	**(23.0)**	**(0.0)**	**(10.0)**	**6.3**	**12.2**
당기순이익	(10.1)	(7.1)	9.3	16.0	20.5
자산상각비	9.8	10.0	9.9	9.7	9.7
운전자본증감	(37.4)	(16.2)	(29.3)	(20.2)	(18.9)
매출채권감소	(16.4)	(7.6)	(17.5)	(9.4)	(8.8)
재고자산감소	(1.7)	(16.0)	(13.7)	(15.6)	(14.6)
매입채무증가	(12.0)	3.5	9.1	4.9	4.6
투자현금	**(11.8)**	**(7.5)**	**(8.1)**	**(10.7)**	**(11.5)**
단기투자자산감소	(4.8)	3.9	0.0	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(8.5)	(7.4)	(6.8)	(8.6)	(9.3)
유무형자산감소	(5.2)	0.7	(0.3)	(0.4)	(0.4)
재무현금	**36.8**	**0.5**	**29.0**	**10.0**	**20.0**
차입금증가	44.7	7.5	30.5	10.0	20.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	3.2	(7.1)	11.1	5.6	20.6
총현금흐름(Gross CF)	**15.8**	**17.8**	**19.4**	**26.6**	**31.1**
(-) 운전자본증가	26.0	17.1	27.8	20.2	18.9
(-) 설비투자	8.5	7.4	6.8	8.6	9.3
(+) 자산매각	(5.2)	0.7	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Free Cash Flow	(23.9)	(5.9)	(15.4)	(2.6)	2.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
잉여현금	(23.9)	(5.9)	(15.5)	(2.7)	2.4

주요투자지표

결산기	2012	2013	2014F	2015F	2016F
Per share Data					
EPS	(160)	(114)	157	279	358
BPS	2,881	2,736	2,883	3,136	3,460
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	(9.0)	(9.8)	14.5	8.1	6.3
PBR	0.5	0.4	0.8	0.7	0.7
EV/ EBITDA	23.2	12.8	11.4	8.8	7.2
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	5.7	4.0	7.4	5.4	4.6
PSR	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	135.5	147.0	153.5	149.1	146.9
Net debt/Equity	81.6	94.6	100.4	94.5	85.4
Net debt/EBITDA	1,438.	894.7	638.2	496.8	405.6
유동비율	145.2	137.4	137.0	141.7	145.4
이자보상배율	0.1	1.2	2.6	3.5	4.3
이자비용/매출액	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
자산구조					
투하자본(%)	84.3	87.4	85.1	84.4	81.2
현금+투자자산(%)	15.7	12.6	14.9	15.6	18.8
자본구조					
차입금(%)	48.4	50.3	53.0	52.0	51.8
자기자본(%)	51.6	49.7	47.0	48.0	48.2

▶ Compliance Notice

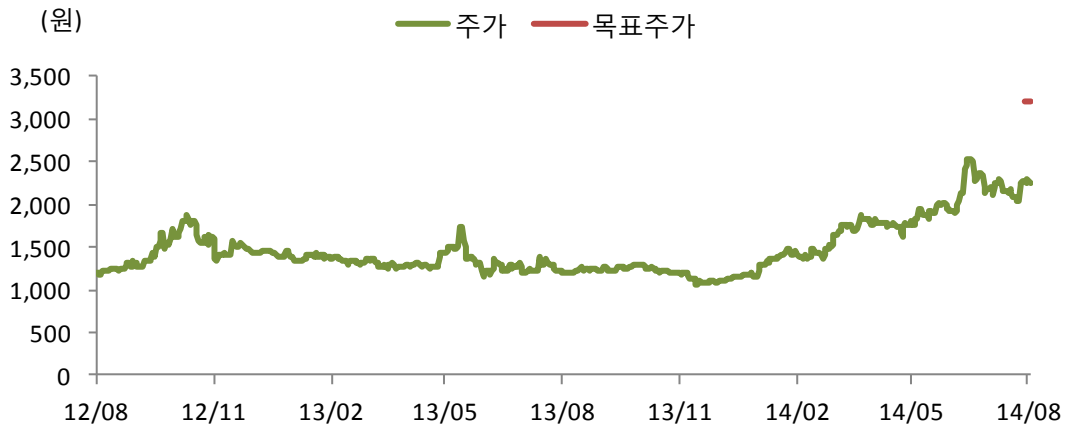
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *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.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

신원(009270 KS)	
일자	2014-9-1
투자의견	BUY(신규)
목표주가	3,200

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2014**Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*