

KOSDAQ | 내구소비재와의류

디케이앤디 (263020)

맛집이면 천객만래(千客萬來) 수준!

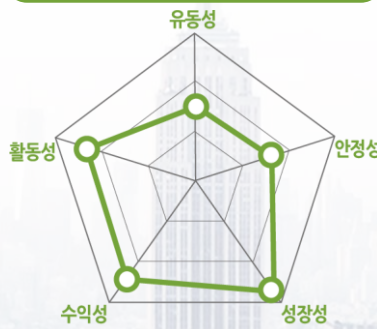
체크포인트

- 동사는 발렌티노, 몽클레어, 르노자동차, 그리고 소니까지 패션을 넘어 전 분야에 공급하는 글로벌 합성피혁 제조사. 2021년 다다씨앤씨를 인수하여 모자 OEM/ODM 제조업도 함께 영위
- 투자포인트는 1) 2022~2024년 모자 부문 매출액은 연평균 19% 고성장하고, 2) 부직포 부문 역시 동 기간 연평균 21% 고성장이 예상되며, 3) 합성피혁은 든든한 캐시카우 역할을 하면서 향후 친환경 소재 개발 등에서 성과를 낼 것으로 기대되는 점
- 2023년 매출액 1,150억원(+4%YoY), 영업이익 115억원(0%YoY) 전망. 2024년 매출액 1,403억원(+22%YoY), 영업이익 158억원(+38%YoY) 예상. 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 7.5배, 5.3배로 역사적 하단 수준
- 리스크 요인은 1) 경기불황에 의한 수요 감소, 2) 잠재적 오버행 요소인 미상환전환사채 68억원 보유하는 점

주가 및 주요이벤트



재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련 소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

디케이앤디 (263020)

Analyst 최민주 mjchoi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ
내구소비재와외류

2021년 다다씨앤씨 인수로 안정적 포트폴리오 구축

2000년에 설립된 디케이앤디의 사업부문은 1) 합성피혁(별도법인/ 2022년 매출 비중 32%/ 소재지: 한국), 2) 부직포(DK VINA/ 19%/ 소재지: 베트남), 3) 모자(주다다씨앤씨/ 28%/ 소재지: 방글라데시), 4) 상품(Shanghai DK&D/ 21%/ 소재지: 중국)임.

투자포인트 1) 모자 부문 2022~2024년 CAGR 19% 예상

디케이앤디의 모자 부문 매출액은 2023년 369억원(+1%YoY), 2024년 519억(+41%YoY) 전망. 성장 근거는 1) 방글라데시에 생산기지를 보유해 중장기적으로 가격경쟁력을 갖추었고, 2) 2021년 인수 이후 브랜드 고객사를 대상으로 적극적으로 영업해 2023년 하반기부터 성과가 나올 것으로 기대되며, 3) 이러한 레퍼런스를 통해 중장기적으로 신규바이어향 매출이 확대될 것으로 예상되기 때문임.

투자포인트 2) 부직포 부문 2022~2024년 CAGR 21% 예상

부직포 부문 매출액 2023년 300억원(+20%YoY), 2024년 365억원(+22%) 달성 예상. 고성장의 근거는 1) 신발 산업에서 중장기 호황이 예상되는 베트남에 생산기지를 확보 중이고, 2) 동사의 1위 고객사인 San Fang과 안정적인 거래 관계를 유지 중이며, 3) 향후 공장 증설이 예상되기 때문임.

투자포인트 3) 합성피혁은 든든한 캐시카우

합성피혁 부문 매출액은 2023년 401억원(-3%YoY), 2024년 421억원(+5%YoY) 전망. 2021년 하반기부터 자동차용 비중을 축소하고 의류 및 헤드셋 등으로 수요처를 다변화 중. 또한 동사는 다양한 친환경 제품을 개발해온 경험을 기반으로 향후 친환경 트렌드에 발맞춰 비건레더 등에서도 성과를 낼 것으로 기대됨.

Forecast earnings & Valuation

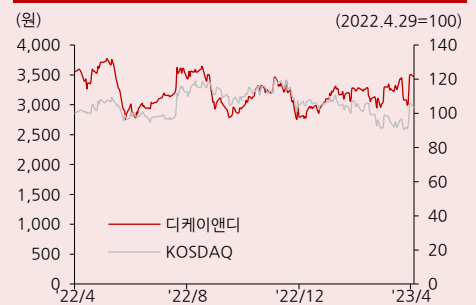
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	708	753	1,106	1,150	1,403
YoY(%)	18.3	6.4	46.9	4.0	22.0
영업이익(억원)	51	27	115	115	158
OP 마진(%)	7.2	3.5	10.4	10.0	11.3
지배주주순이익(억원)	36	-21	71	73	102
EPS(원)	230	-135	454	469	656
YoY(%)	26.0	적전	흑전	3.3	39.8
PER(배)	21.5	N/A	6.2	7.5	5.3
PSR(배)	1.1	0.9	0.4	0.5	0.4
EV/EBIDA(배)	9.8	18.1	3.2	3.3	2.1
PBR(배)	1.4	1.3	0.7	0.8	0.7
ROE(%)	6.8	-3.9	12.4	11.3	14.1
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.8	1.4	1.4

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/2)	3,470원
52주 최고가	3,770원
52주 최저가	2,755원
KOSDAQ (5/2)	855.61p
자본금	78억원
시가총액	539억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	13만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	2.90%
주요주주	최민석 외 2인 26.84%
	김근하 외 1인 9.35%

Price & Relative Performance



Stock Data

주기수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	14.0	-3.1
상대주가	4.5	-7.1	2.2

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

■ 기업 개요

1 사업부문

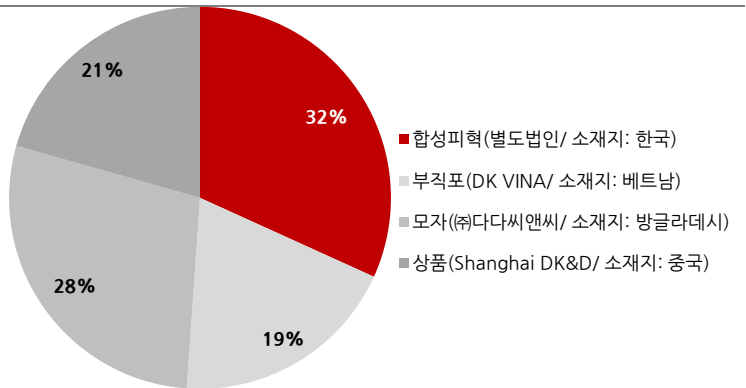
디케이앤디 사업부문

- 1) 합성피혁 (국내)
- 2) 부직포(베트남)
- 3) 모자(방글라데시)
- 4) 상품(중국)

2000년에 설립된 동사는 1) 합성피혁 제조(별도법인)를 주력 사업으로 영위하고 있다. 이와 더불어 자회사를 통해 2) 스포츠용 신발의 주요 원재료인 나들편칭용 부직포를 생산(회사명: DK VINA/ 소재지: 베트남), 3) 스포츠용 모자를 OEM/ODM 방식으로 생산(회사명: 쉐다다씨앤씨/ 소재지: 방글라데시), 4) 중국 내 부직포 및 합성피혁 관련 원부자재 유통(회사명: Shanghai DK&D/ 소재지: 중국) 사업을 영위하고 있다.

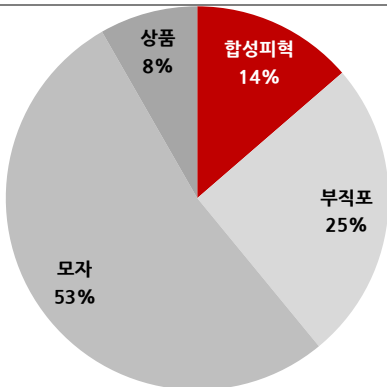
별도법인과 연결대상종속법인인 해외 자회사의 사업부문은 간략하게 표현하면 1) 합성피혁(별도), 2) 부직포(DK VINA), 3) 모자(쉐다다씨앤씨), 4) 상품(Shanghai DK&D)이다. 각 부문의 2022년 기준 매출 비중은 1) 합성피혁(32%), 2) 부직포(19%), 3) 모자(28%), 4) 상품(21%)이다. 영업이익 비중은 1) 합성피혁(14%), 2) 부직포(25%), 3) 모자(53%), 4) 상품(8%)이다. 이는 2022년 기준으로 합성피혁과 상품 부문의 영업이익률은 각각 4.3%, 4.0%로 낮았지만, 부직포와 모자 부문의 영업이익률은 13.0%, 18.5%로 양호한 수익성을 시현했기 때문이다.

디케이앤디의 사업부문별 매출 비중(2022년 기준)



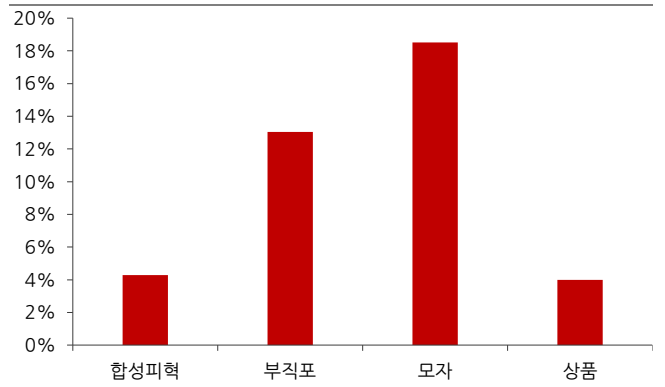
자료: 디케이앤디, 한국IR협회의 기업리서치센터

디케이앤디의 사업부문별 영업이익 비중(2022년 기준)



자료: 디케이앤디, 한국IR협회의 기업리서치센터

디케이앤디의 사업부문별 영업이익률(2022년 기준)



자료: 디케이앤디, 한국IR협회의 기업리서치센터

디케이앤디 사업부문 소개

DK&D (본사_안산) 합성피혁 및 원/부자재

- PU수지를 원단에 코팅한 제품
- 천연피혁 대비 경량성, 통기성, 방수성, 난연성, 방오성 등 우수한 기능 보유
- 다양한 분야에 적용
- 합성피혁 및 부직포 관련 원부자재 유통



Shanghai DK&D (중국법인_상해) 원/부자재

합성피혁

- 일반 및 친환경 합성피혁 기본 원재료 유통
- 일반 및 친환경 합성피혁 완제품 유통

부직포

- RECYCLE 부직포 개발 및 유통
- 마스크, 방호복, 청소용 등 위생자재용 원부자재 유통
- 기능성 화장품용 마스크시트 유통

첨가제 등

- TPU 필라멘트
- 수지, 안료, 첨가제, RP로 구성

원사

- 부직포 생산 주원료 유통



DK VINA (베트남법인_호치민) 부직포

- 니들펀칭 방식으로 제조한 원단
- 신발용 합성피혁 제조 시 원단으로 사용
- 일반부직포 / 고밀도부직포 / 스크림부직포 / 친환경부직포
- KF-94급 및 덴탈 마스크 제조



DADA C&C (방글라데시 및 서울법인) 스포츠용 모자

- 스포츠용 모자 생산
- OEM, ODM 방식 제조
- 인브랜딩 특허 보유



자료: 디케이앤디, 한국IR협회의 기업리서치센터

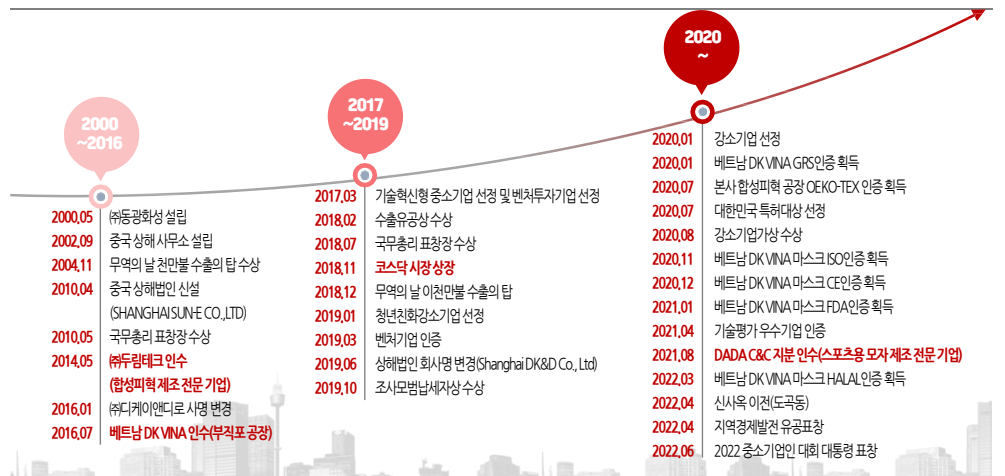
2 연혁 및 주주구성

연혁

디케이앤디는 2000년 5월, (주)동광화성이라는 상호로 최민석 대표이사에 의해 설립되었다. 이후 2016년에 상호를 (주)디케이앤디로 변경했다. 2018년 11월 코스닥시장에 상장되었다.

설립 초기에는 신발용 합성피혁의 기본 재료인 부직포를 주요 고객사로부터 주문받아 국내의 협력업체 등을 통해 생산한 후 수출하는 유통 사업을 영위했다. 2014년 합성피혁 제조법인인 (주)듀림테크를 인수하면서 제조업 분야로 사업을 확장했다. 2016년 베트남 DK VINA를 인수해 현재 신발용 합성피혁의 원재료로 사용되는 니들펀칭용 부직포 생산라인 4대를 보유하고 있다. 2019년 모회사 사명과의 일관성을 위해 자회사 Shanghai SUN-E의 사명을 Shanghai DK&D Co., Ltd.로 변경했다.

디케이앤디의 연혁

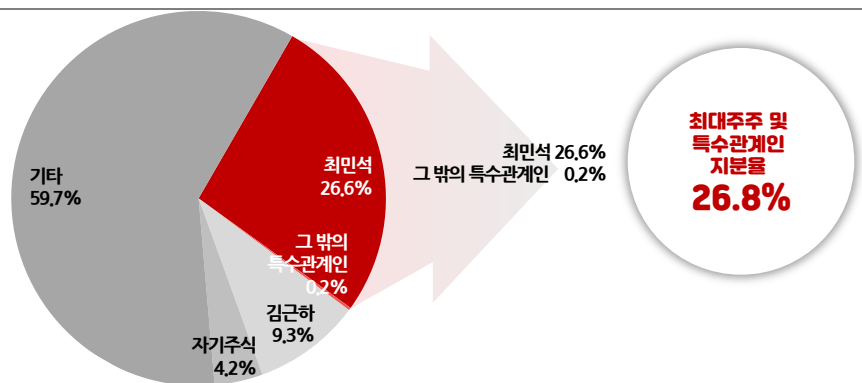


자료: 디케이앤디, 한국IR협회의 기업리서치센터

2020년 베트남 DK VINA는 GRS(GLOBAL RECYCLE STANDARD, 섬유 원료 및 의류 생산에 재활용 원료가 사용되었음을 증명하기 위한 인증)를 획득했고, 본사 합성피혁 공장은 OEKO-TEX 인증(유럽섬유제품품질인증)을 획득하며 친환경 관련 인증을 강화했다.

2021년 8월에 인수한 (주)다다씨앤씨는 방글라데시에 위치한 스포츠용 모자 생산 공장인 DADA(Dhaka) Ltd.를 자회사로 두고 있다. 동사는 종속회사들 간의 유기적 협력을 통해 제조에서 유통까지 아우르는 밸류체인을 확보해 시장경쟁력을 강화하고 있다.

디케이앤디의 주주구성



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 26.8% (대표이사 최민석 26.6%)

2022년말 기준, 디케이앤디의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 26.8%로 최대주주는 최민석 대표이사(지분율 26.6%)이다. 2022년말 기준 자기주식수는 646,573주로 전체 발행주식의 4.2%에 해당한다. 소액주주 비율은 50.7%이다.

산업 현황

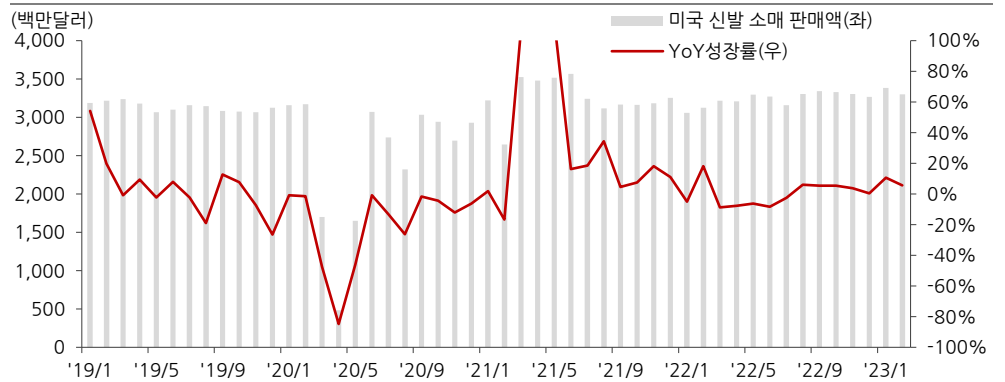
1 미국의 신발 및 모자 시장 현황

미국 신발 소매판매액
2018~2022년 CAGR +1%
2022년 389억달러(-1%YoY)

디케이앤디의 신발의 원재료로 쓰이는 부직포 부문과 모자 OEM/ODM 부문의 매출 비중은 각각 19%, 28%이다. 또한 부직포와 모자 OEM/ODM 부문의 영업이익 비중은 각각 25%, 53%로 전체 영업이익에서 78%를 차지하고 있다. 모자 OEM/ODM의 경우 95% 이상 미국으로 수출되고 있고, 신발 역시 동사의 고객사(San Fang 등)를 거쳐 NIKE와 ADIDAS 등에 납품되고 있기 때문에 미국 소비시장의 소매판매 흐름이 동사 실적에 큰 영향을 미치고 있다.

2018~2022년 동안 미국 신발 소매판매액은 연평균 1%로 낮은 성장률을 기록했다. 2020년 코로나 발발로 인해 소비가 급격히 위축되면서 신발판매액은 전년대비 20% 급감했다. 이듬해 이연수요에 의해 전년대비 31% 크게 증가했다. 2022년 미국 신발 소매판매액은 389억달러로 전년대비 1% 감소했다. 2023년 1월과 2월에는 전년동월 대비 각각 11%, 6% 성장하며 조금 회복되는 모습을 보여주고 있다.

미국의 신발 소매판매액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협회의 기업리서치센터

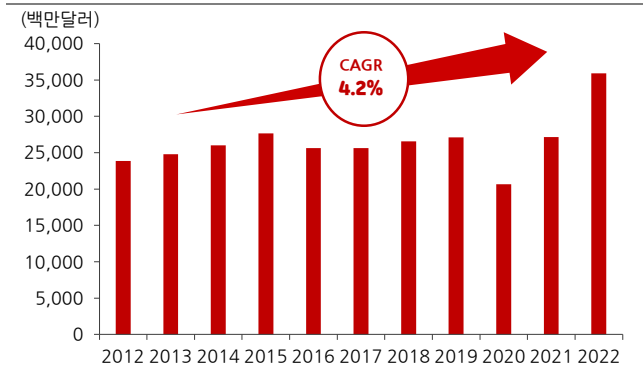
미국 의류, 신발, 모자 등
경기소비재 산업은 생산을
개발도상국에 의존 중
2012~2022년 CAGR 비교
미국 신발 수입액 4.2%
미국 모자 수입액 6.7%

미국의 의류를 비롯해 신발, 모자 등과 같은 경기소비재 산업은 자국내 생산보다는 인건비가 저렴한 개발도상국에서의 수입에 의존하고 있다. 또한 동 산업은 노동집약적 성격이 강하기 때문에, 중장기적인 관점에서 인건비가 저렴한 국가로 생산기지를 이동하는 흐름을 보여주고 있다.

2012~2022년 동안 미국의 신발 수입액 연평균 성장률은 4.2%로 미국의 신발 산업은 성숙산업이다. 최근 3년 동안 코로나 발발로 인해 이러한 흐름이 어그러졌는데, 2020년 수요감소에 대응하기 위해 미국의 신발 바이어들이 주문을 취소하면서 미국 신발 수입액이 전년대비 24% 급감했다. 하지만 정부의 즉각적인 유동성 공급정책과 소비자의 보복소비에 대응하면서, 미국 신발 수입액은 2021년 전년대비 31% 증가했고, 2022년 재차 32% 증가했다. 참고로 2022년 연간 미국의 신발 수입액은 359억달러이다.

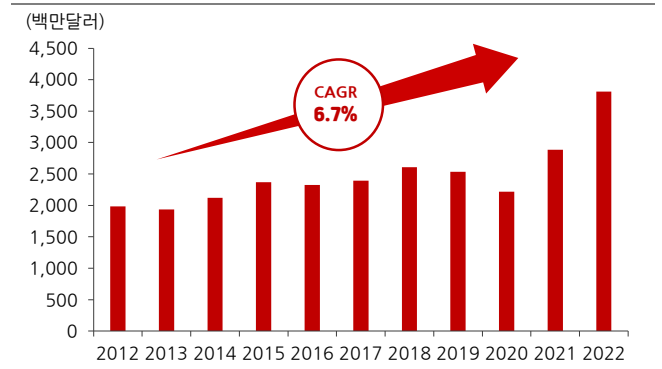
2012~2022년 미국의 모자 수입액 연평균 성장률은 6.7%로 신발보다 조금 더 높은 성장률을 보여주고 있다. 특히 모자 수입액은 최근 2년 동안 높은 성장률을 보여주고 있는데, 2021년, 2022년 전년대비 각각 30%, 32% 성장했다. 코로나가 발발했던 2020년에도 전년대비 12% 감소해 다른 산업(의류 -21%YoY, 신발 -24%YoY)에 비해 역성장 폭이 작았다. 참고로 2022년 연간 미국의 모자 수입 규모는 38억달러이다.

미국 신발 수입액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 모자 수입액 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 모자 OEM/ODM 사업 실적 영향 요소

모자 OEM/ODM 사업

실적 영향 요소

- 1) 규모의 경제
- 2) 생산 아이템(자수, 블랭크)
- 3) 바이어(브랜드, 마트)
- 4) 생산기지
- 5) 환율

경기변동과 같은 거시적인 경제 상황 이외의 개별 모자 OEM/ODM 사업의 실적에 영향을 미치는 요소는 크게 1) 규모의 경제, 2) 생산하는 아이템(자수 혹은 블랭크), 3) 바이어 구성(브랜드, 마트), 4) 생산기지, 5) 환율이다.

OEM/ODM 산업은 대표적인 노동집약적 산업으로 회사의 매출액 규모가 클수록 대체적으로 바이어에게 아이탬당 받는 생산수량이 많아 개별 생산인력의 생산성이 좋아지면서 이익률이 높아진다. 자수가 새겨진 모자는 블랭크모자(앞면 등에 브랜드 로고가 없는 모자)보다 생산 난이도가 높은 반면 수익성도 좋다.

NIKE, MLB와 같이 인지도가 높은 브랜드 모자는 마트에서 판매하는 PB 모자 대비 고가이다. 이는 브랜드모자의 원가가 비쌌음에도 불구하고 Markup(판매단가/생산단가 배수)이 마트모자 대비 높기 때문이다. 이처럼 브랜드 회사는 높은 브랜드력에 의해 판매단가를 비싸게 받을 수 있기 때문에 OEM업체에 생산단가 인하 압박이 적은 편이고, OEM/ODM 업체 입장에서는 수익성이 양호하다. 반면 마트 고객사의 경우 Markup이 낮아 매출에서 생산단가가 차지하는 비중이 높기 때문에 생산단가를 민감하게 관리한다. 따라서 마트 바이어를 주력으로 하는 OEM/ODM 업체의 이익률은 브랜드 바이어를 주력으로 하는 업체 대비 낮은 편이다.

2010년대 중국의 최저임금이 가파르게 오르면서 임금이 상대적으로 저렴한 베트남을 비롯한 동남아시아로의 생산기지 재편이 일어났다. 2020년대 들어서는 방글라데시, 캄보디아와 같이 동남아시아 중에서도 인건비가 더 저렴한 국가로 투자가 확대되고 있다.

국내 OEM/ODM 업체들이 대부분 미국 시장을 주력으로 생산하며 달러로 결제하기 때문에, 환율이 높을수록 매출과 영업이익에 긍정적인 영향을 미친다. 2022년 하반기 환율이 가장 높은 수준으로 유지되었기 때문에 매출 감소는 완화되었고, 영업이익에도 긍정적인 영향을 미쳤다. 하지만 2023년 하반기 환율이 하향안정화된다면, 2022년 하반기의 고회율은 역기지효과라는 부담으로 다가올 수 있다.

3 모자 OEM 생산기지 현황

미국 모자 수입국 비중

2012년: 중국(69%, 1위),

베트남(6%, 2위)

→ 2022년: 중국(45%, 1위),

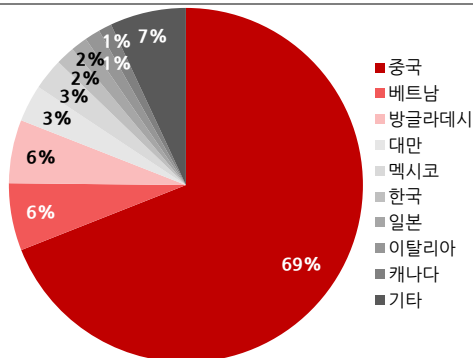
베트남(14%, 2위)

2022년 기준 미국의 모자 수입국 비중은 중국(45%), 베트남(14%), 방글라데시(12%), 멕시코(9%), 대만(3%), 이탈리아(3%), 일본(1%), 미얀마(1%), 한국(1%) 순서이다. 상위 3개국 점유율은 71%로 매우 높은 편이다. 상위 9개국은 크게 중국(45%), 동남아시아(28%), 중남미(9%), 선진국(8%)로 구성되어 있다.

모자 수입국은 일반적으로 잘 알려져 있는 의류 수입국과 몇 가지 차이점이 있는데, 이는 1) 중국 비중이 여전히 높은 점(2022년 모자 45% Vs. 의류 22%), 2) 수입국의 집중도가 더 높은 점(상위 3개국 점유율 모자 71% Vs. 의류 46%), 3) 상위 9위국 중 선진국이 포함된 점(모자 대만, 이탈리아, 일본, 한국 등 4개국/비중 8% Vs. 의류 없음)이다.

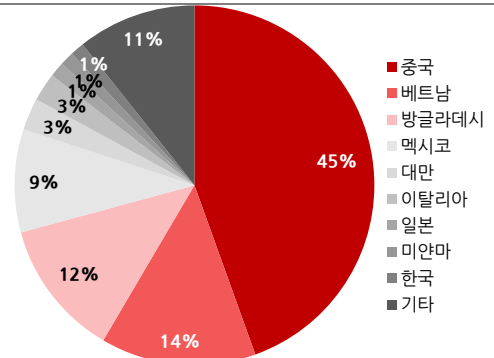
한편 수입국 비중을 2012년과 비교할 때 특징적인 점은 1) 1위국인 중국의 비중이 2012년(69%)에서 2022년(45%)로 크게 축소된 점, 2) 2위국인 베트남의 비중이 2012년(6%)에서 2022년(14%)로 두 배 이상 확대된 점, 3) 3위국인 방글라데시 역시 2012년 비중이 6%에서 2022년 12%까지 확대된 점이다. 2012년 지역별 비중은 크게 중국(69%), 동남아시아(12%), 선진국(9%), 중남미(3%)로 분배되어 있다.

미국 모자 주요 수입국 비중(2012년 기준)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 모자 주요 수입국 비중(2022년 기준)



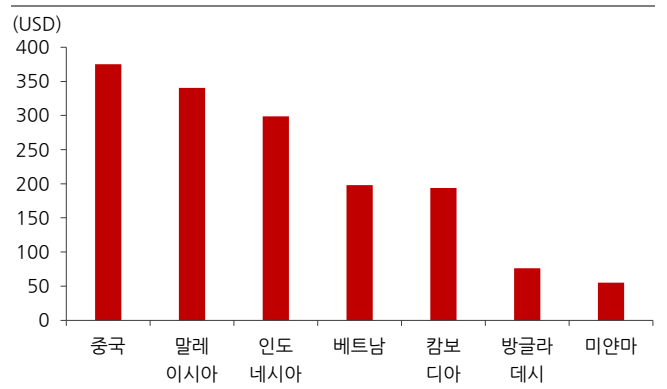
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

중국 및 동남아 주요 국가 최저임금 및 제조업 숙련공 평균임금 (단위: 달러)

국가 (GDP 순위)	생산			
	최저임금	제조업 숙련공 평균 임금	산업용 전기	산업용수 비용
중국	185~358	2,788	0.088	0.83
인도	150~224	606	0.100	0.29
인도네시아	116~298	357	0.072	0.83
태국	259~280	436	0.102	1.22
필리핀	129~253	422	0.113	0.45
말레이시아	253~317	881	0.082	0.24
베트남	131~188	465	0.073	0.33

주: 1) 지역별 최저임금에 편차가 있으며, 최저임금이 가장 높은 지역과 낮은 지역을 기입,
 2) 중국은 최저임금에 더해 유럽 복지국가 수준의 '사회보험료'를 기업에서 일경량 부담,
 3) 2021년 기준, 자료: KOTRA, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국 및 동남아 주요 국가 최저임금



주: 2022년 기준
 자료: tradingeconomics.com, 한국IR협회의 기업리서치센터

수입국 비중 변화 원인

- 1) 중국의 급격한 인건비 상승으로 동남아로 생산기지 이전
- 2) 미국과 중국의 무역분쟁
- 3) 다양한 수요에 대응하기 위해 선진국 비중 유지

이러한 수입국 비중 변화는 1) 중국의 급격한 인건비 상승에 의한 동남아로의 생산기지 이전, 2) 미국과 중국의 무역분쟁, 3) 고급스러운 마감을 위한 손재주를 필요로 하거나 미국 소비자의 다양한 모자 수요에 대응하기 위해 선진국 비중을 유지하려는 전략에 기인한다.

중국, 인도를 비롯한 동남아시아 국가들은 지역에 따라 최저임금에 편차가 있다. 이는 지역이 매우 광범위하거나, 개발도상국의 경우에는 수도권과 지방의 토지 가격, 인구밀도, 항만시설과의 지리적 접근성, 전력 및 용수와 같은 인프라 상황이 지역별로 큰 편차가 존재하기 때문이다.

2021년 코트라가 취합한 자료에 따르면 최저임금이 높은 국가(국가 내 최저임금이 가장 높은 지역 기준) 순서는 중국, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀, 인도, 베트남이다. tradingeconomics.com 자료까지 통합해서 살펴보면 베트남보다 최저임금이 저렴한 국가로는 캄보디아, 방글라데시, 미얀마가 있다.

당연히 최저임금이 개발도상국내 모자 등 경소비재 제조업의 인건비에 큰 영향을 미치지만, 실질적으로 제조업 숙련공의 평균임금이 더 중요한 수치이고 이는 최저임금과 차이가 날 수 있다. 가령, 베트남에서 의류, 신발, 모자와 같은 산업뿐 아니라 IT산업도 GDP에서 차지하는 비중이 크다. 통상적으로 IT업종에 종사하는 숙련공의 인건비가 경소비재 업종에 종사하는 숙련공의 인건비보다 더 높다. 따라서 경소비재 제조 회사는 타 산업에 인력을 빼앗기지 않기 위해 실질적으로 최저임금보다 더 높은 인건비를 숙련공에게 지급하고 있다.

이렇듯, 제조업 숙련공의 평균임금과 최저임금과 격차가 발생하는데, 이러한 격차는 중국이 7.8배로 매우 높은 편이다. 사실상 중국에서의 의류제조업은 경쟁력이 많이 상실되었다고 판단된다. 베트남 역시 제조업 숙련공의 평균임금(465달러)이 최저임금 대비 2.5배 높다. 따라서 베트남의 최저임금 기준 경쟁력은 타 국가대비 높아 보이지만, 실질적인 평균임금 기준 경쟁력은 인도네시아(357달러), 필리핀(422달러), 태국(436달러)에 비해 낮은 편이다.

2012~2022년 CAGR 비교

미국 신발 수입액 6.7% vs.

미국향 수출액: 중국 +2%

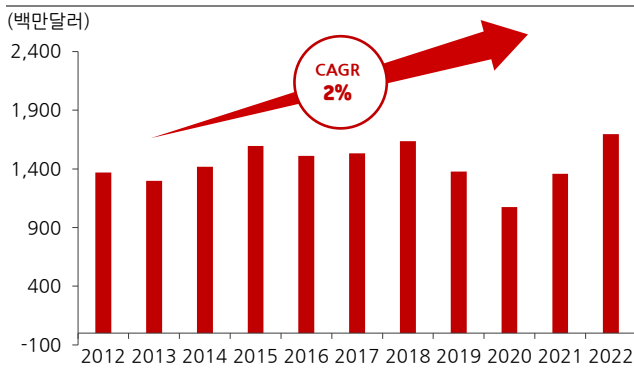
베트남 +16%

방글라데시 +15%

세부적으로 미국 모자 수입국 중 중국이 차지하는 비중은 2012년 69%로 매우 높았지만, 2022년 45%까지 낮아졌다. 중국의 미국향 모자 수출액은 2012~2022년 동안 연평균 2% 증가했다. 미국의 전체 모자 수입액이 동 기간 6.7% 성장한 것과 대조적이다.

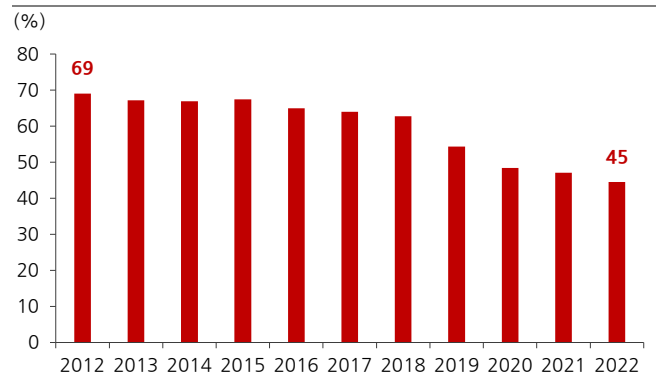
미국 모자 수입국 중 베트남이 차지하는 비중은 2012년 6%에서 2022년 14%로 상승했다. 또 방글라데시가 차지하는 비중은 2012년 6%에서 2022년 12%로 상승했다. 지난 10년 동안 중국의 비중 축소 분(24%p)을 베트남과 방글라데시 양국이 14%p 정도 채운 셈이다. 베트남과 방글라데시의 미국향 모자 수출액은 2012~2022년 동안 연평균 각각 16%, 15%로 고성장했다. 베트남과 방글라데시가 중국과 미국의 무역분쟁, 중국의 인건비 상승에 의한 경쟁력 상실의 수혜를 가장 많이 받았다고 분석되는 대목이다.

(1위) 중국의 미국향 모자 수출액 추이(2012~2022년)



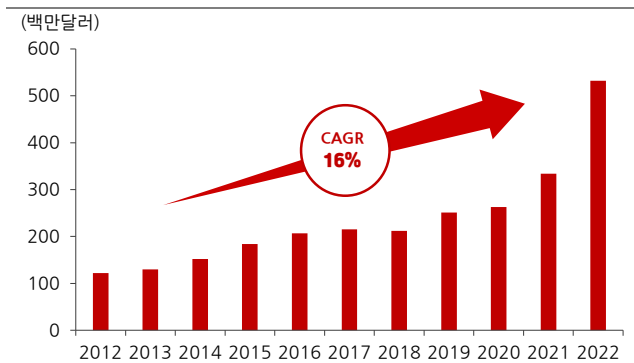
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 모자 수입 중 중국이 차지하는 비중 추이(2012~2022년)



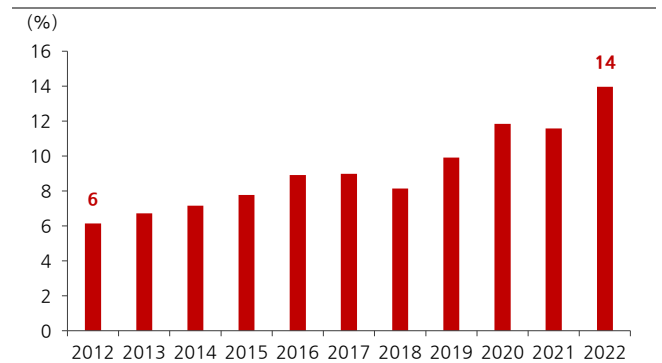
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

(2위) 베트남의 미국향 모자 수출액 추이(2012~2022년)



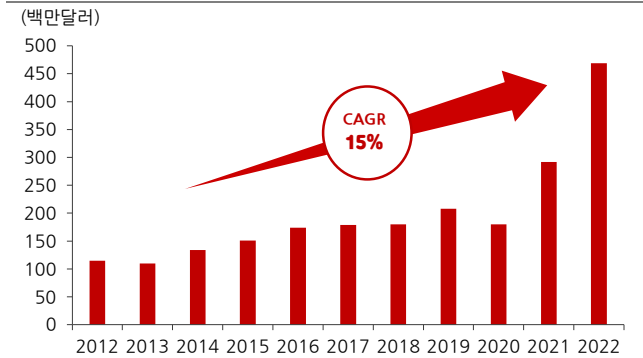
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 모자 수입 중 베트남이 차지하는 비중 추이(2012~2022년)



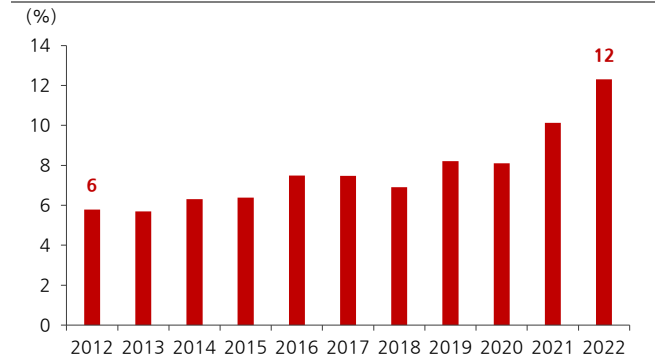
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

(3위) 방글라데시의 미국향 모자 수출액 추이(2012~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 모자 수입 중 방글라데시가 차지하는 비중 추이(2012~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

4 신발 OEM 생산기지 현황

미국 신발 수입국 비중

2012년: 중국(72%, 1위),

베트남(10%, 2위)

→ 2022년: 중국(38%, 1위),

베트남(30%, 2위)

2022년 기준 미국의 신발 수입국 비중은 중국(38%), 베트남(30%), 인도네시아(9%), 이탈리아(7%), 캄보디아(3%), 멕시코(2%), 인도(2%), 독일(1%), 방글라데시(1%) 순서이다. 상위 3개국 점유율은 77%로 매우 높은 편이다. 상위 9개국은 크게 중국(38%), 동남아시아 및 인도(45%), 선진국(8%), 중남미(2%)로 구성되어 있다.

신발 수입국은 의류 수입국과 몇 가지 차이점이 있다. 구체적으로 1) 중국 비중이 여전히 높은 점(2022년 신발 38% Vs. 의류 22%), 2) 수입국의 집중도가 더 높은 점(상위 3개국 점유율 신발 77% Vs. 의류 46%), 3) 상위 9위 국 중 선진국이 포함된 점(신발 이탈리아, 독일 등 2개국/비중 8% Vs. 의류 없음)이다. 참고로 2022년 상위 9개국이 미국 신발 수입의 94%를 차지할 정도로 집중도가 높은 산업이다.

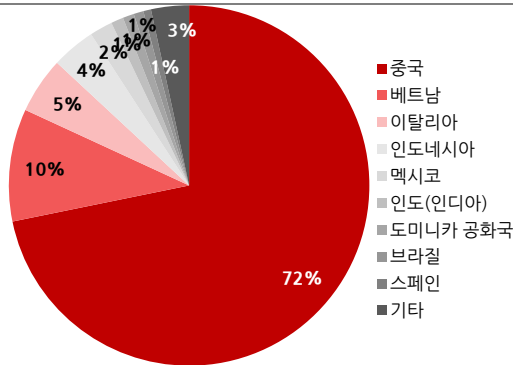
한편 수입국 비중을 2012년과 비교할 때 특징적인 점은 1) 1위국인 중국의 비중이 2012년(72%)에서 2022년(38%)로 크게 축소된 점, 2) 2위국인 베트남의 비중이 2012년(10%)에서 2022년(30%)로 세 배 가까이 확대된 점, 3) 인도네시아(2012년 4위국 & 2022년 3위국) 역시 2012년 비중이 4%에서 2022년 9%까지 확대된 점이다. 2012년 지역별 비중은 크게 중국(72%), 동남아시아 및 인도(15%), 선진국(6%), 중남미(4%)로 분배되어 있다.

결론적으로 미국의 신발 수입국의 특징은 모자 수입국의 특징과 유사하고, 이는 일반적으로 잘 알려진 의류 수입국과는 차이가 있다. 미국의 의류산업은 저가의류 중심으로 경쟁이 매우 치열해 원가경쟁력이 중요하다. 2010년부터 중국의 최저임금 등이 가파르게 오르면서 미국은 빠르게 중국에 대한 의존도를 낮추기 시작했다. 그리고 큰 시장규모에 걸맞게 다양한 국가에서 소싱하면서 상위 국가의 집중도 역시 낮다. 하지만 모자 시장은 절대 시장 규모가 작아 가격 경쟁이 상대적으로 덜 치열하다고 판단된다.

신발의 경우 노동집약적인 성격도 있지만, 아웃솔(outsole, 신발 바닥 밑에 붙어 있는 창) 제조 등 장치산업적인 성격이 있다. 이로 인해 낮은 인건비도 중요하지만, 전기, 수자원, 교통 등의 인프라 역시 매우 중요하다. 또한 신발 제조산업에서도 바이어가 반응생산에 기반해 재고를 타이트하게 관리하고자 해서 빠른 납기가 굉장히 중요해지고 있다. 이에 따라 필수 원부자재 소싱을 동양국 내에서 빠르게 해결하려는 니즈가 있어 추가증설 역시 기준

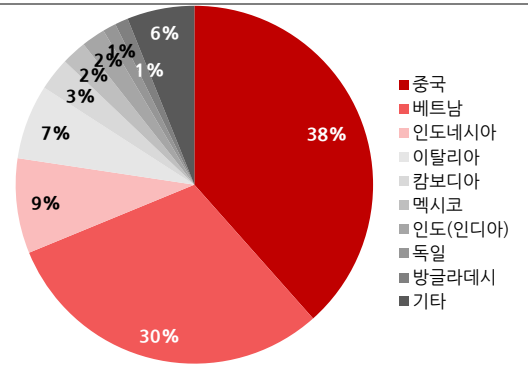
생산설비 근처에서 진행되는 경우가 많다. 다시 말하면 한번 구축된 생산기지 및 밸류체인이 쉽게 이동하지 못한다. 이러한 점 때문에 미국의 수입국 변화가 의류산업 대비 크지 않았다고 판단된다. 예를 들어 방글라데시는 동남아시아 국가 중 인건비가 가장 저렴한 국가 중 하나이다. 2022년 미국의 수입국 중에서 방글라데시의 순위는 의류와 모자에서는 중국, 베트남에 이어 3위까지 올라왔지만, 신발에서만 9위를 차지하고 있다.

미국 신발 주요 수입국 비중(2012년 기준)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 신발 주요 수입국 비중(2022년 기준)



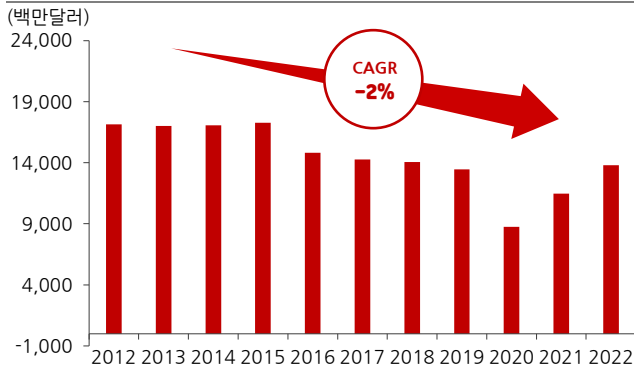
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

2012~2022년 CAGR 비교
미국 신발 수입액 4.2% vs.
미국향 수출액: 중국 -2%
베트남 +16%
인도네시아 +13%

국가별로 살펴보면 미국 신발 수입국 중 중국이 차지하는 비중은 2012년 72%로 매우 높았지만, 2022년 38%로 축소되었다. 미국의 전체 신발 수입액이 최근 10년(2012~2022년) 동안 4.2% 성장한 반면, 중국의 미국향 신발 수출액은 연평균 2% 감소했다.

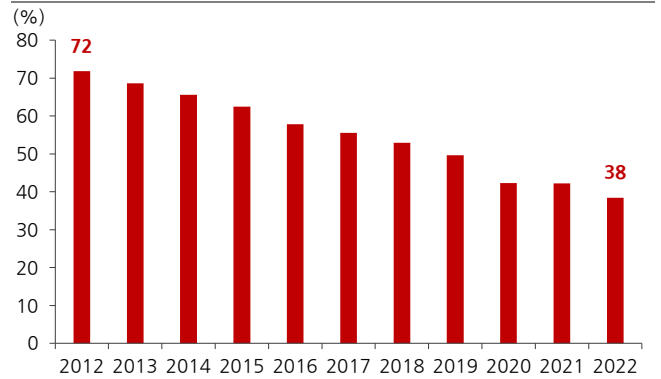
미국 신발 수입국 중 베트남이 차지하는 비중은 2012년 10%에서 2022년 30%로 대폭 상승했다. 인도네시아는 2012년 4위국(비중 4%)에서 2022년 3위국(비중 9%)으로 순위가 올랐다. 지난 10년 동안 중국의 비중 축소 분(34%p)을 베트남과 인도네시아 양국이 약 25%p 채웠다. 베트남과 인도네시아의 미국향 신발 수출액은 2012~2022년 동안 연평균 각각 16%, 13%로 고성장했다. 앞서 언급한대로 신발의 생산기지 이전은 의류나 모자에 비해 어려운 측면이 있는데, 중국과 미국의 무역분쟁과 중국의 인건비 급증에 의해 베트남이 가장 큰 수혜를 보았다고 판단된다. 또 생산기지를 이미 갖추고 있는 인도네시아가 방글라데시나 캄보디아보다 경쟁력을 보유하고 있다.

(1위) 중국의 미국향 신발 수출액 추이(2012~2022년)



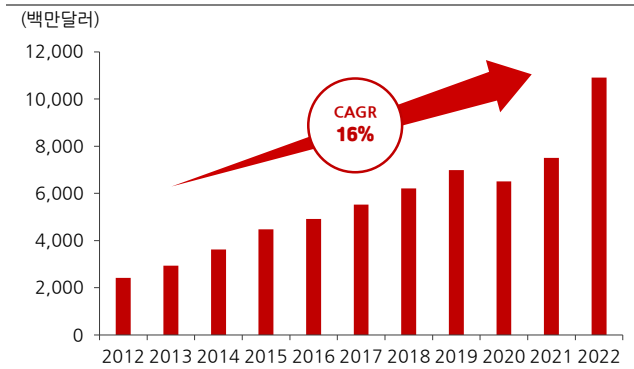
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 신발 수입 중 중국이 차지하는 비중 추이(2012~2022년)



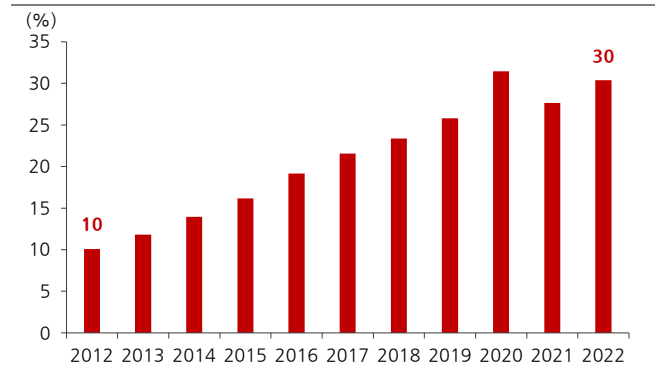
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

(2위) 베트남의 미국향 신발 수출액 추이(2012~2022년)



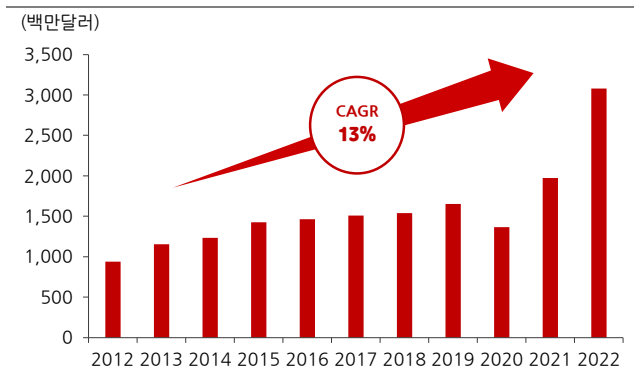
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 신발 수입 중 베트남이 차지하는 비중 추이(2012~2022년)



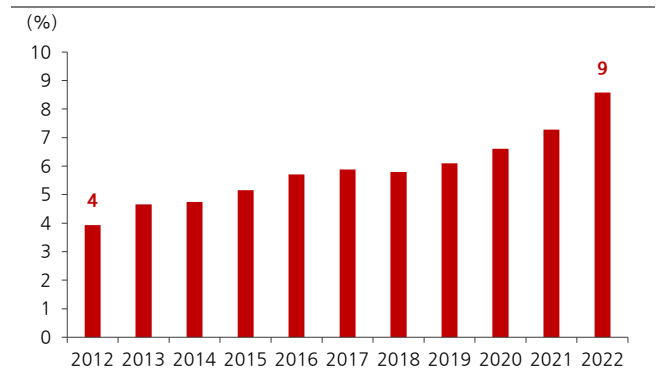
자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

(3위) 인도네시아의 미국향 신발 수출액 추이(2012~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 신발 수입 중 인도네시아가 차지하는 비중 추이(2012~2022년)



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

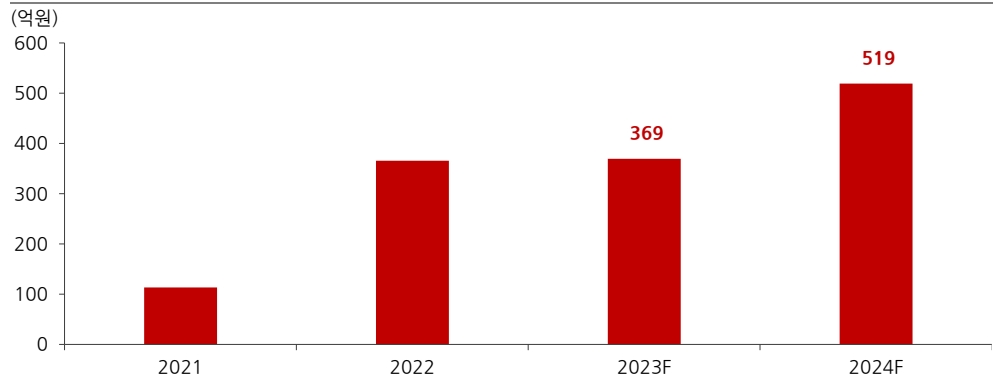
투자포인트

1 모자 부문 2022~2024년 CAGR 19% 예상

모자 부문 매출액 전망치
 2023년 369억원(+1%YoY)
 2024년 519억원(+41%YoY)

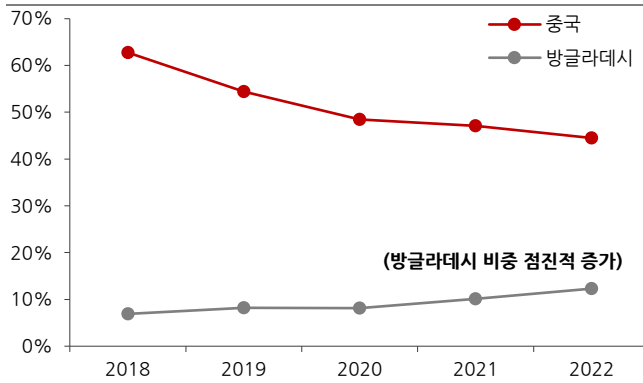
2023년 디케이앤디의 모자 부문 매출액은 전년대비 소폭 증가(+1%YoY)해 369억원을 전망하지만, 2024년에는 전년대비 41% 증가해 다시 고성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 고성장의 근거는 동사는 1) 방글라데시에 생산 기지를 보유해 중장기적으로 가격경쟁력을 갖추었고, 2) 2021년 인수 이후 브랜드 고객사를 대상으로 적극적으로 영업해 2023년 하반기부터 성과가 나올 것으로 예상되며, 3) 이러한 레퍼런스를 기반으로 중장기적으로 신규바이어향 매출이 확대될 것으로 기대되기 때문이다.

방글라데시 모자 부문 매출액 전망



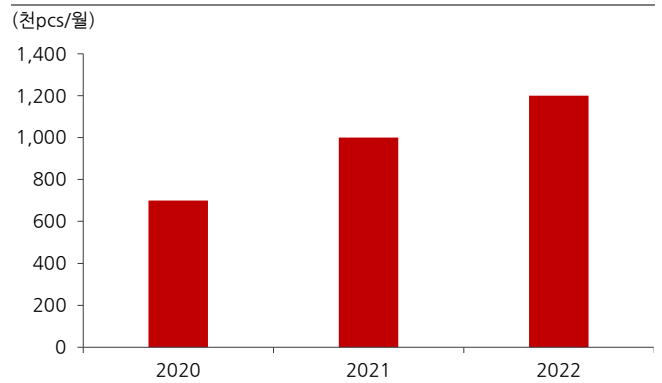
자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국의 모자수입국; 중국은 하락 추세 vs 방글라데시는 상승 추세



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

다다씨앤씨 생산개파 현황



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

앞서 산업현황에서 설명했듯이, 방글라데시는 저렴한 인건비를 바탕으로 미국 모자 수입액 중 중국 OEM/ODM 비중 축소분을 빠르게 가져오는 중이다. 2018년에는 양국의 비중 차이가 56%p로 컸지만, 매년 조금씩 좁혀져 2022년에는 32%p로 축소되었다.

미국은 반도체 및 전기차용 이차전지와 같은 핵심적인 전략물자는 물론, 소비재 산업에서 역시 중장기적으로 중국의 의존도를 낮추려고 하기 때문에 이러한 현상은 지속될 것으로 전망한다. 모자 제조업은 노동집약적인 산업으로 낮은 인건비가 핵심경쟁력이기 때문에, 방글라데시가 중장기 수혜를 받을 가능성이 높다. 참고로 방글라데시는 인구 기준 전세계 8위(1.7억명)로 풍부한 인력자원을 확보하고 있다. EU, 캐나다, 호주 등 선진국에서 일반특혜관세제도(GSP, Generalised Scheme of Preferences, 개발도상국으로부터의 수입품에 대해 선진국에서 일반특혜관세(General Preferential Duties)를 적용시키는 제도) 혜택이 있어, 방글라데시 정부의 지속적인 섬유산업 육성 정책에 의해 봉제공장에 대한 투자가 증가 중이다. 동사는 2021년 8월 다다씨앤씨를 인수한 이후 꾸준한 생산캐파를 확대하고 있다. 인수전 월 생산가능 수량이 70만피스였는데, 2021년말 100만피스로 확대되었다. 2022년말 120만피스로 다시 한번 증가되었다.

다다씨앤씨 공장 소개



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

다다씨앤씨 고객사



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사 모자 OEM/ODM 부문은 자수 모자, 그리고 브랜드 고객사 비중 확대와 함께 매출액과 영업이익이 증가할 전망이다. 모자는 크게 1) 블랭크 모자(앞면 등에 브랜드 로고가 없는 모자)와 2) 자수 모자로 나뉜다. 또 미국의 모자 고객사는 1) 블랭크 모자를 주로 취급하는 마트 고객사와 2) 자사 브랜드 혹은 로고를 자수한 모자를 취급하는 브랜드 고객사로 나뉜다. OEM/ODM 제조사 입장에서 영업이익률이 높은 것은 브랜드 고객사향 자수 모자이다.

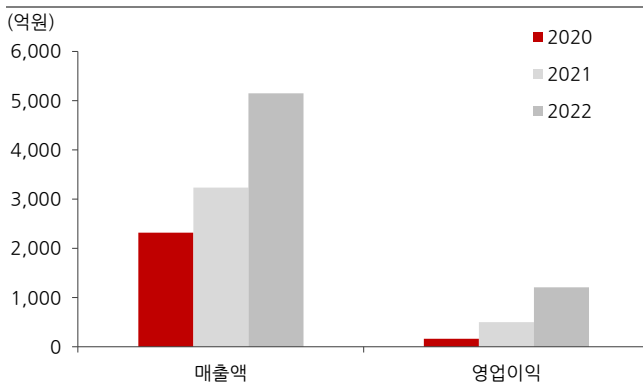
동사는 15여개의 고객사를 보유하고 있고, 2022년 기준 블랭크 및 자수모자 비중은 7:3이다. 2023년에는 동 비중이 5:5로 자수 모자 비중이 확대될 것으로 전망된다. 이는 1) 가격탄력성이 높은 자가 모자를 취급하는 마트 고객사들은 경기둔화 및 재고확대에 의해 주문을 축소할 것으로 예상되는 반면, 2) 2021년 인수 당시부터 동사가 적극적으로 영업해온 결과 신규 브랜드 고객사향 매출액이 2023년 하반기부터 증가할 것으로 기대되기 때문이다.

동사와 같이 모자 OEM/ODM 사업을 영위하는 한국 회사로는 유풍과 영안모자가 있다. 1974년에 설립된 유풍은 모자제조 판매업 및 모자재료 제조판매업을 영위하고 있는 비상장사이다. 주요 생산기지는 방글라데시와 베트남이다. 포브스코리아 인터뷰에 따르면 유풍은 설립 이래 모자 한 걸만 걸어와 현재 세계 모자 시장에서 생산량(1.2억개), 매출액(2022년 5,149억원) 기준 1위 기업으로 성장했으며 고객사는 글로벌 브랜드 500여 곳이다. '플렉스핏(FLEXFIT)'이라는 이름 아래 모자 뒷고리를 없애고 탄성 있는 원단을 사용해 누구나 머리 크기에 상관없이 모자를 편안하게 착용할 수 있는 기술을 선보여 모자 시장의 트렌드를 선도하고 있다. 유풍의 영업이익률은 2020년 7.1%, 2021년 15.5%, 2022년 23.6%로 레벨업하고 있다. 이와 같이 높은 영업이익률의 배경은 1) 방글라데시에 주력 생산기지를 두어 최근 2년 동안 매출이 두 배 이상 증가하면서 영업레버리지 효과 발생, 2) 브랜드 고객사향 자수 모자 비중 확대, 3) 2022년 하반기 고환율 수혜 등으로 추정된다.

영안모자 역시 모자의 제조, 판매업을 영위하고 있다. 주력생산기지는 방글라데시이다. 영안모자는 유풍과 디케이앤디 대비 매출액 규모가 작은 편이다. 동사 역시 매출액이 확대되면서 영업적자에서 최근 영업흑자 기조로 돌아섰다.

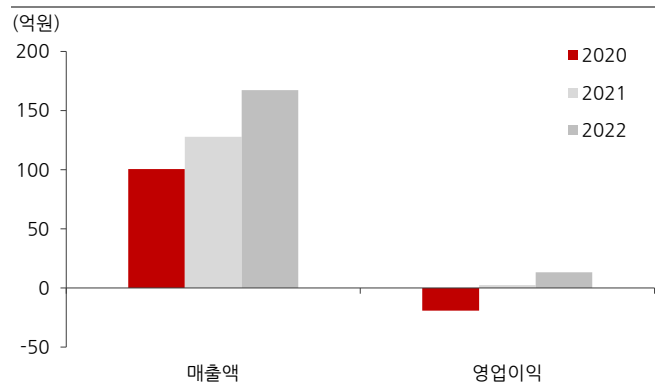
종합하자면 다다씨앤씨는 디케이앤디에 인수되기 전 매출액 약 1,500억원을 성취한 이력이 있고, 2022년 매출액 366억원을 기록하면서 이미 18.5%라는 높은 영업이익률을 달성했다. 향후 브랜드 고객사 확대에 따라 매출 규모가 성장하면서 이익률이 추가적으로 상승하는 등 기대되는 바가 크다.

유풍 매출액 & 영업이익



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

영안모자 매출액 & 영업이익



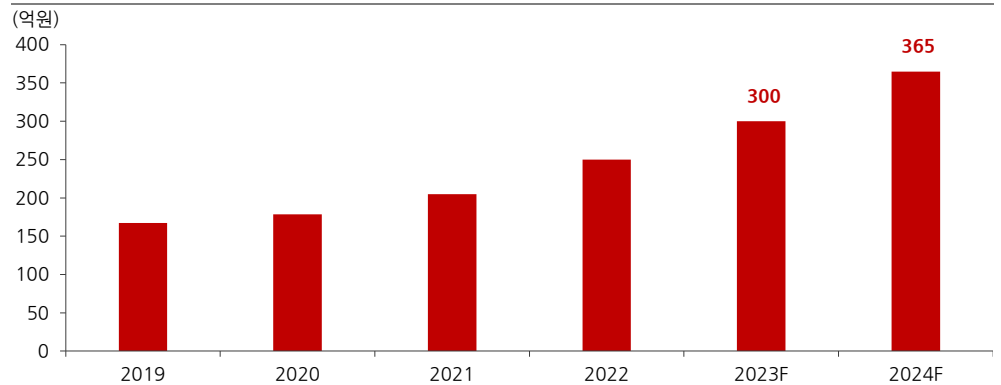
자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

부직포 부문 2022~2024년 CAGR 21% 예상

부직포 부문 매출액 전망치
2023년 300억원(+20%YoY)
2024년 365억원(+22%YoY)

2023년 디케이앤디의 부직포 부문 매출액은 300억원(+20%YoY)으로 전년에 이어 고성장을 지속할 것으로 전망한다. 2024년에는 전년 대비 22% 증가한 365억원을 달성할 것으로 예상된다. 고성장의 근거는 동사는 1) 신발 산업에서 중장기적으로 호황이 예상되는 베트남에 생산기지를 확보 중이고, 2) 동사의 1위 고객사인 San Fang과 안정적인 거래 관계를 유지 중이며, 3) 중장기적으로 베트남에 공장 증설이 예상되기 때문이다.

베트남 부직포 부문 매출액 전망



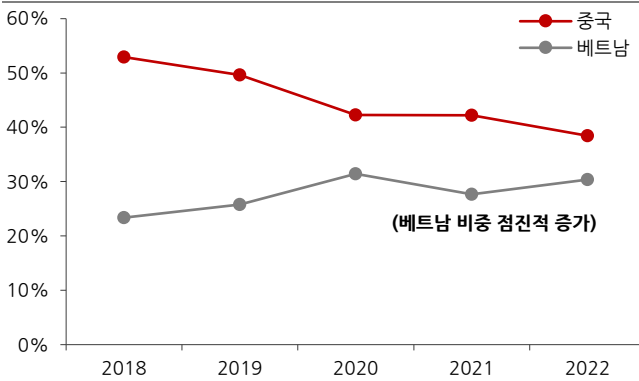
자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사는 신발 앞부분에 들어가는 합성피혁의 원재료인 부직포를 생산하고 있다. 디케이앤디의 주요 고객사는 대만의 상장사 San Fang Chemical Industry Co., Ltd(1307.TW)로 신발에 들어가는 합성피혁을 제조해 관계회사인 Pou Chen Corporation(9904.TW, 신발 OEM/ODM 업체)에 납품하고 있다. Pou Chen Corporation은 나이키, 아디다스, 아식스, 뉴발란스, 팀버랜드, 살로몬과 같은 세계적인 신발 브랜드를 고객사로 두고 있다.

2010년대초 중국의 인건비 급증으로 글로벌 신발 OEM/ODM업체들이 생산기지 이전을 결정할 때, 인프라가 확충되어 있으면서도 저렴한 인건비를 활용할 수 있는 베트남이 대안국가로 떠올랐다. 2018년에는 미국 신발 수입액에서 중국과 베트남의 비중 차이가 30%p로 컸지만, 매년 조금씩 좁혀져 2022년에는 8%p로 급격히 축소되었다. 미국의 중국 의존도를 낮추려는 정책 하에 이러한 흐름은 향후에도 지속될 것으로 예상돼 베트남의 신발 제조산업은 한 동안 굳건한 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 뿐만 아니라 코로나를 겪으면서 나이키, 아디다스와 같은 글로벌 바이어는 재고를 수요에 맞춰 타이트하게 가져가는 정책을 취하고 있다. 이에 따라 신발 OEM/ODM 업체는 고객사의 니즈에 맞춰 빠르게 생산해 납품하는 것이 중요한 경쟁력이 되고 있다.

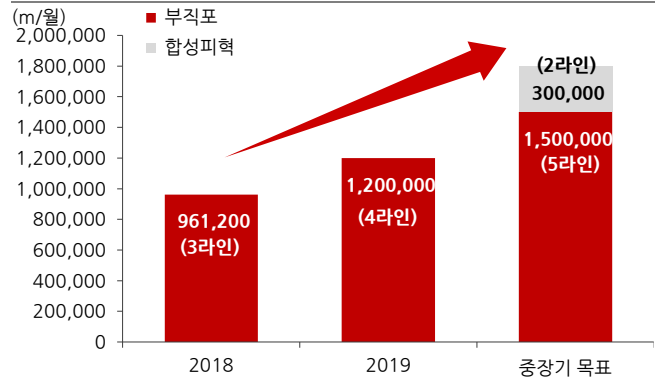
납기를 단축하기 위해 기존에 중국 등에서 원부자재를 소싱하고 있는 베트남 신발 OEM업체는 향후 동일국내에서 원부자재를 소싱할 가능성이 높아져, 베트남에 원부자재 생산기지를 보유한 동사에 수혜가 예상된다. 동사의 가동률은 2022년 기준 140%로 매우 높은 편이어서, 중장기적으로 증설이 예상된다. 참고로 현재 생산캐파 4개 라인을 통해 월 1,200,000m의 부직포를 제조할 수 있다.

미국의 신발수입국; 중국은 하락 추세 vs 베트남은 상승 추세



자료: U.S. Census Bureau, 한국IR협의회 기업리서치센터

DK VINA 생산캐파 현황 및 전망



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

DK VINA 공장소개



DK VINA (베트남 호치민)

- 임직원: 주재원 6명, 현지인 108명
- 제품: 합성피혁용 니들편칭 부직포 및 마스크 생산
- 생산 CAPA
 - 일반/고밀도/스크림/친환경(총 4 Line): 1,200,000m/월
 - KF-94급, 덴탈용(총 2 Line): 370만장/월

자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

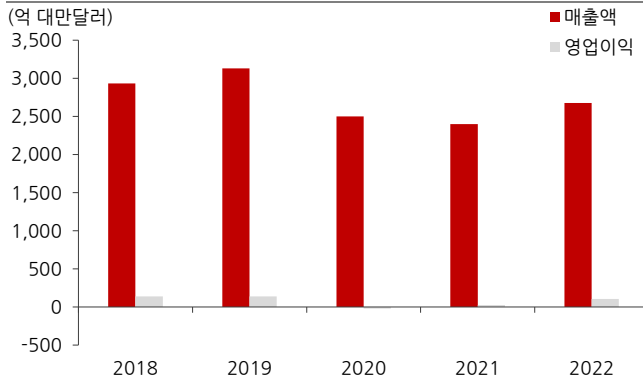
DK VINA 공장소개



- ① 세계 최대 니들 편칭용 부직포 CAPA 보유
- ② 현지화를 통한 Buyer와의 지리적 이점 활용, 빠른 납기 및 개발 대응력
- ③ 물류, 인건비 등 비용절감으로 높은 이익률 확보

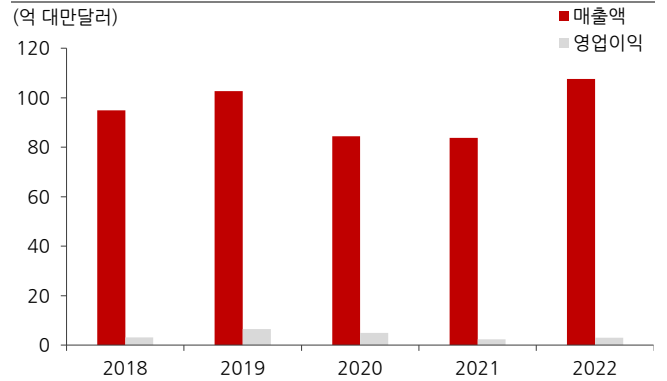
자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

Pou Chen Corporation 매출액 & 영업이익 추이



자료: Pou Chen Corporation, 한국IR협회의 기업리서치센터

San Fang Chemical Industry 매출액 & 영업이익 추이



자료: San Fang Chemical Industry, 한국IR협회의 기업리서치센터

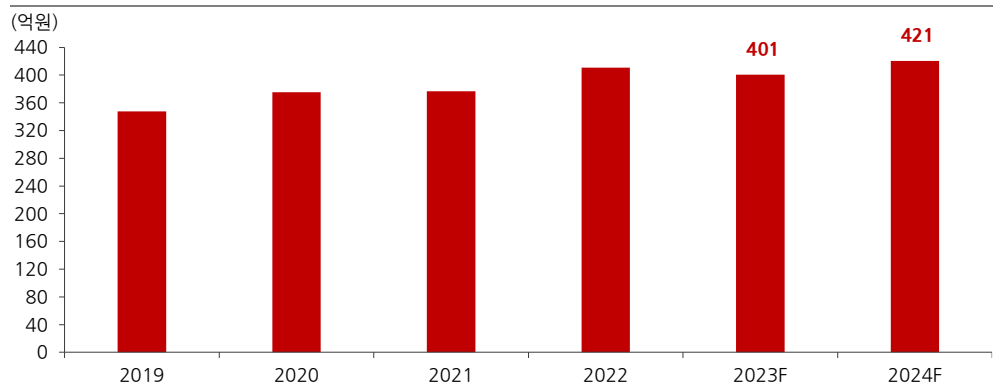
합성피혁은 든든한 캐시카우

합성피혁 부문 매출액 전망치
2023년 401억원(-3%YoY)
2024년 421억원(+5%YoY)

2023년 디케이앤디의 합성피혁 부문 매출액은 401억원(-3%YoY)으로 전년 대비 소폭 역성장할 것으로 전망한다. 2024년에는 전년 대비 5% 증가한 421억원을 달성할 것으로 예상된다. 2023년에는 전반적인 경기 둔화로 매출이 역성장할 것으로 예상되지만, 2024년부터 점진적인 성장을 보여주면서 캐시카우 역할을 할 것으로 전망한다.

동사는 PU 기반의 합성피혁 제품을 다품종 소량생산 방식으로 제조하여 국내외 바이어에게 납품한다. 동사의 합성피혁은 의류, 헤드셋, IT소재, 가구용, 차량용, 항공기용까지 다양한 산업분야의 제품에 적용되고 있다. 2021년 하반기부터 영업이익률이 낮은 자동차용 비중을 축소하고 의류 및 헤드셋 등으로 수요처를 다변화했다. 특히 지속적인 투자를 통해 신규 제품을 개발한 결과, 글로벌 의류 브랜드의 공급 벤더 등록과 독점 공급 협약을 체결하는 등의 성과를 달성했다. 현재 수요처는 자동차(40%), 의류(30%), 헤드셋(20%), 기타(10%)로 안정적으로 구축되어 있다. 대표바이어는 발렌티노, 발망, 마쥬, 몽클레어, 슈프림, 월포드, 소니, 보스, 르노자동차 등이다.

국내 합성피혁 부문 매출액 전망



자료: 디케이앤디, 한국IR협회의 기업리서치센터

디케이앤디의 합성피혁은 핵심기술을 기반으로 다양한 제품군에 적용 중



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

천연피혁 공급의 감소로 인해 합성피혁의 수요가 증가하는 가운데, 저탄소, 생분해성 등 친환경 및 리사이클 제품에 대한 소비자의 관심이 확대되고 있다. 2021년 프랑스 명품 회사 에르메스는 미국 생화학 전문 스타트업 마이코웍스(MycoWorks)와 손을 잡고 버섯 가죽을 이용한 비건 핸드백을 출시해 화제가 되기도 했다. 마이코웍스는 버섯 뿌리의 균사체를 기존 가죽과 비슷한 재료로 바꾸는 특허 기술을 개발한 기업이다. 균사체 가죽은 기존 가죽 생산을 위한 동물 사육 과정에서 수반되었던 환경 오염, 탄소 배출 등을 획기적으로 줄인 친환경 가죽으로, 유엔 공업개발기구(UNIDO)에 따르면 동물 가죽에 비해 탄소 배출 및 물 사용량이 90% 이상 감축된다.

동사 역시 이러한 시장의 수요에 맞춰 최근 베트남 DK VINA에서 GRS(GLOBAL RECYCLE STANDARD, 섬유 원료 및 의류 생산에 재활용 원료가 사용되었음을 증명하기 위한 인증)를 획득했고, 본사 합성피혁 공장은 OEK-TEX(유럽섬유제품품질인증)라는 친환경 섬유원단 인증 1등급도 취득했다. 참고로 오코텍스 1등급은 3세 이하 영유아 피부에 닿아도 무해하다는 인증이다. 또한 동사는 친환경 트렌드에 발맞춰 천연피혁의 성능을 뛰어넘는 합성피혁 연구 개발에 몰두해 차세대 합성피혁 시장을 이끌어 나갈 계획이다. 디케이앤디는 수성이나 무용제 PU를 이용한 제품, 리사이클 원단을 사용한 제품, 바이오메스 제품 등 다양한 친환경 제품을 개발해온 경험이 있다. 이를 바탕으로 합성가죽에 쓰이는 폴리우레탄 등 화학물질을 식물성으로 바꾸는 연구를 진행 중이고, 비건 레더(식물성 인조가죽) 부문에서도 성과를 낼 것으로 기대된다.

실적 추이 및 전망

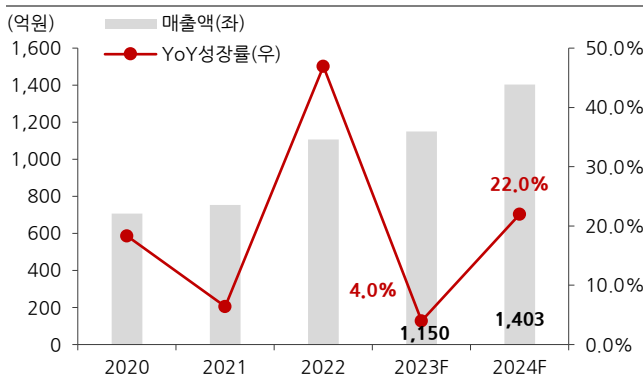
1 2022년 매출 1,106억원(+47%YoY), 영업이익 115억원(+329%YoY)

2022년 매출액
1,106억원(+47%YoY),
영업이익 115억원
(+329%YoY) 기록

2022년 매출액은 전년대비 47% 증가한 1,106억원을 기록했다. 세부적으로 의류, 헤드셋, 자동차항으로 납품하는 합성피혁 부문이 전년대비 9% 견조하게 성장했고, 신발용 부직포 부문의 매출액이 전년대비 22% 증가했다. 또 2021년 8월에 인수한 다다씨앤씨(모자 부문)는 2022년 온기 실적이 반영되면서 전년대비 222% 큰 폭의 성장률을 시현했다. 중국 부문은 전 사업부에서 필요한 원부자재를 소싱하고 있기 때문에 전사 성장률과 발맞추어 전년대비 29%라는 매출액 고성장을 달성했다.

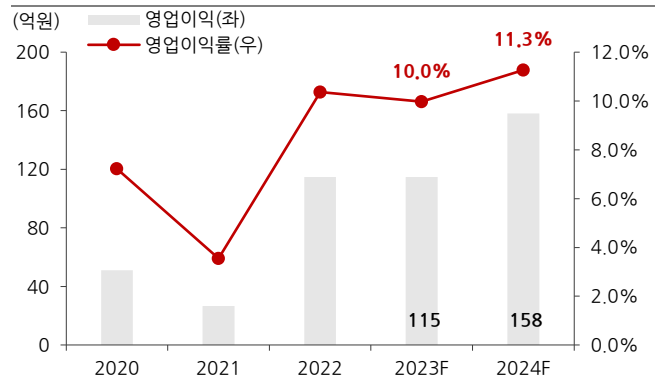
2022년 영업이익은 전년대비 329% 증가한 115억원(영업이익률 10.4%, +6.8%pYoY)을 기록했다. 2022년에는 전 사업부의 영업이익 절대금액이 증가했는데, 모자 부문이 가장 큰 기여를 했다. 다다씨앤씨의 영업이익은 2021년 6억원에서 2022년 68억으로 크게 증가했다. 영업이익률 역시 전년 4.9%에서 2022년 18.5%로 큰 폭(+13.6%p)으로 상승했다. 성장 배경은 미국의 모자 생산기지가 중국 및 베트남에서 방글라데시로 이전되는 매크로적인 흐름, 2022년 하반기 고환율 수혜, 동사의 매출 성장 및 가동률 상승에 의한 레버리지 효과 등으로 판단한다. 합성피혁 부문은 영업이익이 2021년 적자(-1억원)에서 2022년 18억으로, 전사 증익에 두번째로 기여했다. 이는 2021년 안산공장에서 코로나로 인한 셋다운이 빈발했는데 2022년 가동이 정상화되었고, 2021년 하반기부터 사용처를 저마진의 자동차항에서 고마진의 의류 및 헤드셋 등으로 다변화하는 노력을 기울인 결과이다. 신발용 부직포 부문 역시 영업이익률이 전년대비 2.5%p 상승했는데, 증익의 이유는 매출 성장에 의한 고정비 감소 효과, 전년 베트남 코로나 관련 비용 발생, 2022년 하반기 환율 상승 영향이다.

디케이앤디의 연간 매출 전망



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

디케이앤디의 연간 영업이익 전망



자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년 연간 실적 전망

2023년 매출액 1,150억원 (+4%YoY), 영업이익 115억원 (0%YoY) 전망

2023년 매출액 1,150억원(+4%YoY), 영업이익 115억원(0%YoY), 영업이익률 10.0%(-0.4%pYoY)를 전망한다. 구체적으로 합성피혁(-3%YoY)과 모자(+1%YoY) 및 상품(+3%YoY) 부문은 경기 둔화 영향으로 전년 대비 소폭 감소하거나 소폭 증가한 매출액을 시현할 것으로 전망된다. 반면 부직포 부문은 꾸준히 가동률이 상승하면서 전년대비 20% 고성장할 것으로 전망된다.

영업이익은 115억원으로 전년과 유사할 것으로 전망한다. 먼저 영업이익 기여도가 가장 컸던 모자 부문은 영업이익률이 소폭 하락할 것으로 전망한다. 모자 부문은 올해 마트 바이어 비중이 축소되고 브랜드 바이어 비중이 확대되면서 믹스변화에 의한 영업이익률 상승이 기대되지만, 2022년 하반기 환율이 높았던 점을 감안하여 보수적으로 추정했다. 부직포 부문은 2023년에도 매출성장과 가동률 상승에 의한 영업레버리지 효과를 기대할 수 있어, 2023년 영업이익률 14.0%(+1.0%pYoY)를 전망한다.

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

구분	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	708	753	1,106	1,150	1,403
합성피혁	375	377	411	401	421
부직포	178	205	250	300	365
모자	-	114	366	369	519
상품	258	206	266	274	335
영업이익	51	27	115	115	158
지배주주순이익	36	-21	71	73	102
전년대비 증감률					
매출액	18.3	6.4	46.9	4.0	22.0
영업이익	73.0	-47.7	329.2	0.0	37.9
지배주주순이익	26.2	적전	흑전	3.3	39.8
영업이익률	7.2	3.5	10.4	10.0	11.3
지배주주순이익률	5.0	-2.8	6.4	6.3	7.3

자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 2024년 연간 실적 전망

2024년 매출액 1,403억원(+22%YoY), 영업이익 158억원(+38%YoY) 전망

2024년 매출액 1,403억원(+22%YoY), 영업이익 158억원(+38%YoY), 영업이익률 11.3%(+1.3%pYoY)를 전망한다. 2024년 모자와 부직포 부문 매출액은 각각 41%, 22% 성장을 전망한다. 동사의 모자 사업은 가격경쟁력이 매우 높은 방글라데시, 신발 원부자재 사업은 인건비 및 인프라 측면에서 가장 경쟁력이 있는 베트남에 생산기지를 구축했기 때문에 경기회복 시에 매출이 탄력적으로 성장할 것으로 전망한다. 모자 부문은 2023년 신규 브랜드 바이어에게 의미 있는 수주를 받아 납품을 준비 중에 있는데, 바이어의 퀄리티를 만족시키면 2024년 동 바이어로의 매출 확대, 신규바이어 영입 등에서 성과가 나올 것으로 예상된다. 신발 부문은 현재 가동률이 높은 상태이기 때문에 중장기적으로 증설에 의한 성장이 예상된다.

Valuation

2023년, 2024년 예상 PER은 각각 7.5배, 5.3배

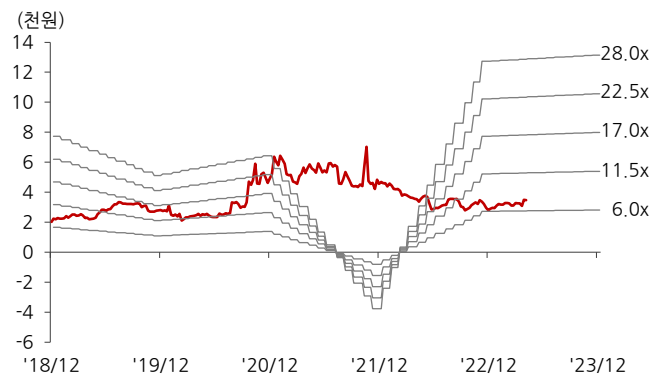
**2023년, 2024년
예상 PER은 각각 7.5배, 5.3배
역사적 하단 수준**

현재 동사는 2023년, 2024년 예상EPS 기준 PER 각각 7.5배, 5.3배에 거래되고 있다. 최근 5개년(2019~2023년) 동안 동사의 주가가 PER밴드 6~28배 범위에서 거래되고 있는 점을 감안하면, 현 주가는 역사적 밸류에이션의 하단 수준이다.

또한 동사는 2023년 PBR 0.8배로 최근 5개년(2019~2023년) PBR밴드 0.7~1.8배 범위에서 거래된 점을 감안하면, PBR 밸류에이션 역시 역사적 하단 수준이다. PBR 밸류에이션을 추가 지표로서 활용하면 동사의 밸류에이션 부담이 더욱 완화된다.

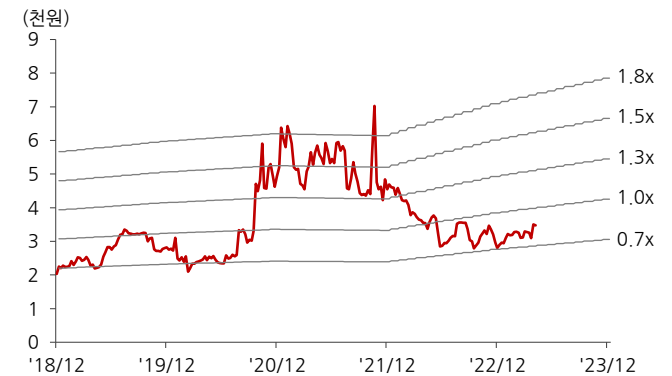
동사는 시너지를 낼 수 있는 관련 사업을 꾸준히 M&A하면서 회사의 포트폴리오를 안정적으로 구축하고 성장을 이끌어왔다. 최근 몇 년 동안 진행 중인 친환경 소재 개발 및 제품화 등에서 가시적인 성과를 보여준다면 추가적인 밸류에이션 확장이 가능할 것으로 판단된다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

1 경기불황에 의한 수요 감소

경기불황에 의한 수요 감소

의류와 신발 및 모자와 같은 소비재 산업은 대표적인 경기 민감 업종으로 2022년 5월부터 미국 유통업체를 중심으로 경기침체 및 재고확대 우려가 이슈화되었다. 2022년 ‘고물가, 고금리, 경기침체’라는 거시 경제 환경에 순차적으로 직면하게 됨으로써 소비자의 가치분소독이 감소하고 있고, 이는 의류/신발/모자 등의 소매판매에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 결과적으로 경기침체로 인한 소비 위축은 디케이앤디의 단기 실적에도 부정적인 영향을 줄 수 있다고 전망된다.

다만 이러한 글로벌 경기 침체 우려는 동사에만 적용되는 리스크는 아니다. 동사는 동남아 지역의 저렴한 인건비를 바탕으로 가격경쟁력을 확보하고 있기 때문에, 어려운 시기를 잘 버텨내면 업황회복 시에 더욱 탄력적으로 반등에 성공할 것으로 예상된다. 또한 디케이앤디 주가는 2022년 실적 고성장에도 불구하고 2021년 11월 고점(종가 7,025원) 대비 약 51% 하락했기 때문에, 이러한 경기 둔화 우려가 주가에 반영되어 있다고 판단된다.

2 미상환전환사채는 잠재적 오버행 요소

미상환전환사채 68억원 보유

동사는 현재 미상환전환사채 68억원을 보유하고 있다. 동 전환사채는 2021년 4월 22일에 총 200억원 발행되었으나, 2023년 4월 24일 132억원 규모의 사채는 동사가 만기전 취득한 것으로 공시되었다. 이는 사채권자의 조기상환 청구 행사에 따른 것으로 상환 및 소각된다. 미상환전환사채의 만기일은 2026년 04월 22일, 전환청구기간은 2022년 4월 22일부터 2026년 3월 22일까지이다. 현재 전환가액은 4,176원이다.

미상환전환사채는 주가가 전환가액 이상으로 상승 시 투자자가 주식으로 전환하여 매도할 수 있기 때문에, 투자시 반드시 고려해야하는 오버행(주식 시장에서 언제든지 매물로 쏟아질 수 있는 잠재적인 과잉 물량 주식을 의미하는 용어) 리스크이다. 잔존물량의 전환가능주식수는 동사의 총주식수의 약 10%로 적지 않은 물량이다. 다만 132억원 취득이 결정되기 전, 200억원이라는 전환사채 규모는 총주식수의 약 31%로 오버행 리스크가 너무 컸는데, 상당 부분 해소된 것은 긍정적이라고 판단된다.

미상환전환사채 보유 내역

구분	제 2 회 무기명식 이권부 무보증 사모 전환사채(해외전환사채 포함)
미상환 사채의 권면총액(억원)	68
발행일	2021-04-22
만기일	2026-04-22
전환청구가능 기간	2022년 04월 22일 부터 2026년 03월 22일 까지
전환가액(원)	4,176 원

자료: 디케이앤디, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	708	753	1,106	1,150	1,403
증가율(%)	18.3	6.4	46.9	4.0	22.0
매출원가	564	614	821	857	1,034
매출원가율(%)	79.7	81.5	74.2	74.5	73.7
매출총이익	144	139	285	293	369
매출이익률(%)	20.4	18.5	25.8	25.5	26.3
판매관리비	93	112	170	179	211
판매비율(%)	13.1	14.9	15.4	15.6	15.0
EBITDA	65	43	137	140	181
EBITDA 이익률(%)	9.1	5.7	12.4	12.2	12.9
증가율(%)	55.0	-34.1	222.1	2.1	28.8
영업이익	51	27	115	115	158
영업이익률(%)	7.2	3.5	10.4	10.0	11.3
증가율(%)	73.0	-47.7	329.2	-0.0	37.9
영업외손익	-7	-46	-29	-24	-20
금융수익	17	41	88	3	4
금융비용	26	35	119	27	23
기타영업외손익	1	-51	2	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	44	-19	86	91	138
증가율(%)	29.1	적전	흑전	5.8	52.6
법인세비용	8	1	11	14	28
계속사업이익	36	-20	75	77	111
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	36	-20	75	77	111
당기순이익률(%)	5.0	-2.6	6.7	6.7	7.9
증가율(%)	26.2	적전	흑전	3.3	43.7
지배주주지분 순이익	36	-21	71	73	102

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	61	-15	105	99	108
당기순이익	36	-20	75	77	111
유형자산 상각비	12	14	21	24	22
무형자산 상각비	2	2	1	1	1
외환손익	9	4	40	0	0
운전자본의감소(증가)	5	-67	-29	-4	-26
기타	-3	52	-3	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-39	-199	101	-0	-0
투자자산의 감소(증가)	-9	-52	25	-0	-0
유형자산의 감소	0	0	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-123	-29	0	0
기타	-26	-24	103	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-5	257	-34	-94	4
차입금의 증가(감소)	6	59	-8	22	11
사채의증가(감소)	0	198	0	-109	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	-8	-7	-7
기타	-11	0	-18	0	0
기타현금흐름	-8	3	6	-0	-0
현금의증가(감소)	10	46	178	4	111
기초현금	82	92	138	316	320
기말현금	92	138	316	320	431

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	314	547	610	625	802
현금성자산	92	138	316	320	431
단기투자자산	69	120	4	4	4
매출채권	88	130	122	127	155
재고자산	51	136	144	149	182
기타유동자산	13	23	24	25	31
비유동자산	337	518	503	477	455
유형자산	195	379	380	355	334
무형자산	54	6	5	4	3
투자자산	72	116	100	100	100
기타비유동자산	16	17	18	18	18
자산총계	650	1,065	1,113	1,103	1,257
유동부채	103	421	435	353	393
단기차입금	22	60	69	119	119
매입채무	52	121	91	94	115
기타유동부채	29	240	275	140	159
비유동부채	13	107	51	52	63
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	53	2	2	2
기타비유동부채	13	54	49	50	61
부채총계	116	527	485	405	456
지배주주지분	534	529	612	677	772
자본금	39	78	78	78	78
자본잉여금	236	203	203	203	203
자본조정 등	12	7	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	-12	1	19	19	19
이익잉여금	260	241	321	386	480
자본총계	534	537	628	697	801

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	21.5	N/A	6.2	7.5	5.3
P/B(배)	1.4	1.3	0.7	0.8	0.7
P/S(배)	1.1	0.9	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	9.8	18.1	3.2	3.3	2.1
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.8	1.4	1.4
EPS(원)	230	-135	454	469	656
BPS(원)	3,442	3,410	3,941	4,362	4,971
SPS(원)	4,558	4,850	7,125	7,408	9,036
DPS(원)	0	50	50	50	50
수익성(%)					
ROE	6.8	-3.9	12.4	11.3	14.1
ROA	5.6	-2.3	6.9	7.0	9.4
ROIC	11.7	6.4	19.3	18.2	23.8
안정성(%)					
유동비율	304.4	130.0	140.4	177.2	204.1
부채비율	21.7	98.1	77.3	58.1	57.0
순차입금비율	-25.2	11.1	-1.7	-14.5	-25.1
이자보상배율	45.3	2.0	4.9	4.3	6.9
활동성(%)					
총자산회전율	1.1	0.9	1.0	1.0	1.2
매출채권회전율	8.5	6.9	8.8	9.3	10.0
재고자산회전율	12.3	8.1	7.9	7.8	8.5

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.