

2017 OUTLOOK

# SK증권의 2017년 전망



섬유/의복  
시장 성장을 상회하는 기업에게는  
프리미엄이 타당

섬유/의복. 조은애 / 3773-8826, goodkid@sk.com



신세계 인터내셔널 DAEHYUN

## Contents

2016년 Review: 의류브랜드와 OEM 업체의 밸류에이션 역전	4
2017년 Preview: 브랜드 로열티 높고 시장에 선제 대응한 업체에 주목	7
결론: 시장 성장을 상회하는 기업에게는 프리미엄이 타당	23
종목분석:	24
대현	24
신세계인터내셔널	25

### Compliance Notice

- 작성자(조은애)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~-+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 10월 19일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

## 시장 성장을 상회하는 기업에게는 프리미엄이 타당

2017년 주목할 의류 업체는 브랜드 로열티가 높고 시장대응으로 실적 성장이 가능한 업체이다. 최근과 같은 장기 저성장 국면에서는 시장 내 도태기업이 있는 반면, 도태된 기업의 MS를 흡수해 구조적인 성장이 가능한 업체가 동시에 존재하기 때문이다. 불황기 시장점유율 확대가 가능한 업체는 브랜드 로열티 보유(소비자가 가격에 대해 비탄력적) 업체이며, 변화하는 시장 트렌드에 선제 대응한 투자 회수기 도래 업체이다.

### ● 2016년, 의류 브랜드와 OEM 업체의 밸류에이션 역전

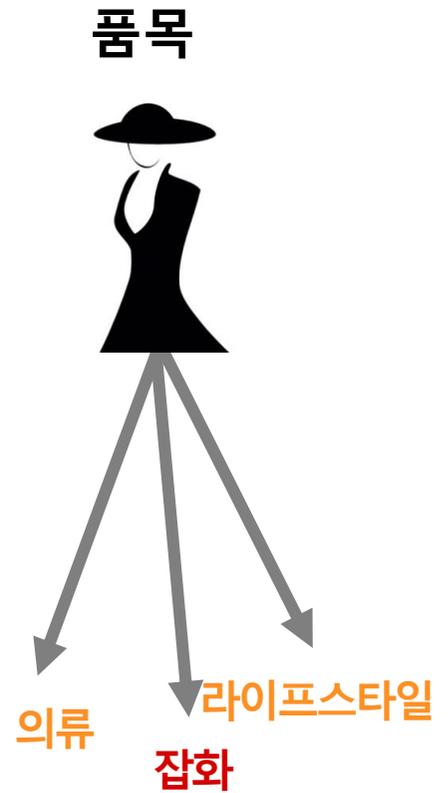
2016년에도 국내외 의류시장은 저성장 국면이 지속되면서 산업 전반적으로 반응생산의 중요도가 더욱 확대되었다. 의류 OEM 바이어는タイト한 재고관리를 위해 납기를 단축했고, 브랜드 의류업체는 초도물량을 줄이고 리오더 생산을 확대하는 추세이다. 2016년 하반기에는 이러한 추세가 반영되어 브랜드 업체 대비 원가 및 판가의 가격결정권이 크지 않은 OEM업체와 의류 브랜드 업체의 밸류에이션 역전이 진행되었다. 최근 OEM 업황이 Buyers' Market이라는 점 감안할 때 당분간 업종 내 브랜드 업체 선호 경향이 우세할 것으로 예상된다. 다만, 시장 전반적으로 급격한 턴어라운을 기대하기 어려운 상황에서 브랜드 업체간에도 성장률 차별화는 지속될 전망이다.

### ● 2017년, 시장 성장을 상회하는 기업에게는 프리미엄이 타당

2017년은 브랜드 로열티가 높고 시장대응으로 성장하는 업체에 주목해야 한다. 최근 국내 의류 시장은 저성장 국면이 지속되고 있는 동시에 내셔널브랜드의 MS가 축소되고 있다. 시장 MS 축소시기에는 시장 내 도태 기업(매출부진 → 채투자 여력 부족 → 고객이탈)이 있는 반면, 시장에서 탈락한 기업의 MS를 흡수해 구조적인 성장이 가능한 업체가 동시에 존재한다. 최근과 같은 장기 저성장 국면에서 MS 확대가 가능한 업체는 브랜드 로열티 보유(소비자가 가격에 대해 비탄력적) 업체이며, 변화하는 시장 트렌드에 선제 대응하여 투자에 대한 회수가 가능한 업체이다.

### ● Top Picks: 대현, 신세계인터내셔널

업종 내 최선호주로 대현(BUY, TP 6,000원)과 신세계인터내셔널(BUY, TP 79,000원)을 제시한다. 대현은 백화점 여성복 조닝 내 점유율 확대 및 ASP 상향에 기반한 견조한 실적 모멘텀이 지속될 전망이다. 신세계인터내셔널은 패션 및 라이프스타일 사업부의 투자 회수기 진입 및 내년도 출점에 따른 안정적인 지분법(아울렛) 가치 확대가 가능할 전망이다.



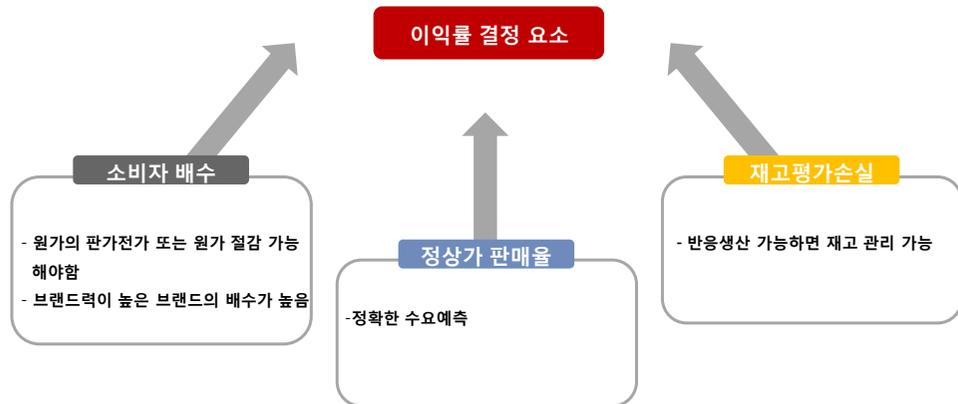
## ● 의류사 이익률 결정 요소는 배수, 정상가 판매율, 재고평가손실

- 배수( $X = \text{소비자가} / \text{원가}$ )를 높이려면 원가의 판가전가 가능 or 소싱으로 원가를 절감해야 함, 브랜드력이 높은 브랜드의 배수가 높음
- 정상가판매율을 높이고 재고평가손실을 낮추려면 수요예측이 정확해야 함. 반응생산을 통한 적절한 재고 관리의 중요성 확대

## ● 2016년 의류사 이익률 결정 요소 중 재고관리의 중요성 확대

- 2016년 의류소매판매는 +4% YoY로 소폭 회복이 예상됨
- 그러나 최근 5년간 지속된 판매부진은 수요예측 실패 가능성 확대 → 실적부진 → 반응생산의 중요성 확대로 이어짐

의류사 이익률 결정 요소



정상판매 및 재고평가 손실은 수요예측 및 재고관리가 관건



## ● 주가는 실적에 연동한다

- '16년 주식시장은 중·소형주(코스닥)가 시장(코스피) 대비 상대적 약세 모습을 보임
- 그럼에도 불구하고 의류 섹터 내에서는 중·소형주 주가 수익률이 가장 양호

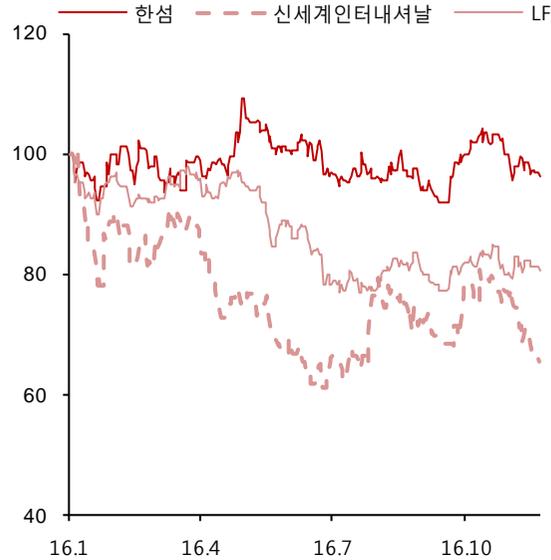
## ● '16년 SK증권 커버리지 중소형주 합산 매출액 +13% YoY, 합산 영업이익 +109% YoY 증가 전망

- 내수 3사 합산 매출액 +8% YoY, 영업이익 +26% YoY 전망
- OEM 합산 매출액 +13% YoY, 영업이익 -17% YoY 전망

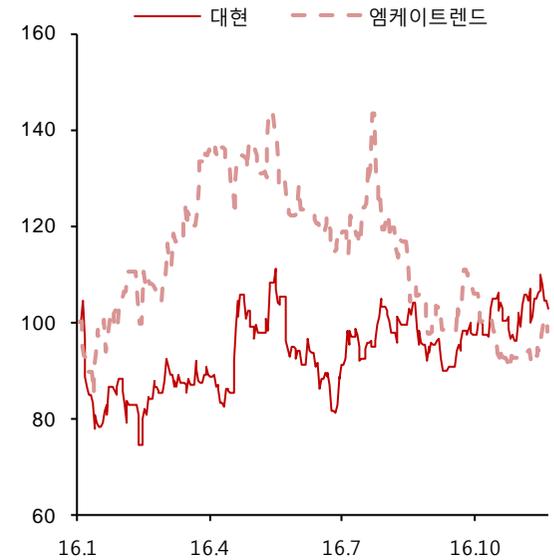
OEM (단위: 16.1.1=100)



내수 3사 (단위: 16.1.1=100)



중소형주 (단위: 16.1.1=100)



자료 : Data Guide, SK증권

자료 : Data Guide, SK증권

자료 : Data Guide, SK증권

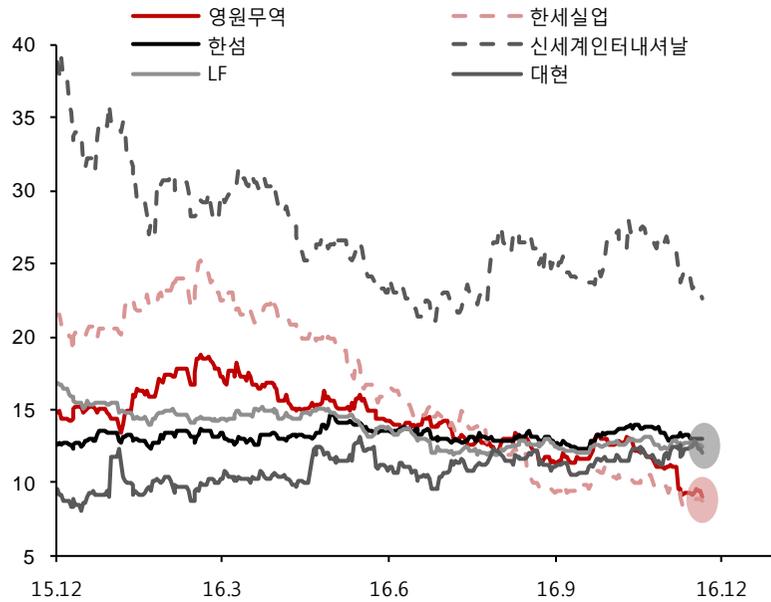
## ● '16년 업종 내 Valuation 역전, 내수 브랜드 의류 > 의류 OEM

- 섬유·의복 섹터내 대표 의류 OEM 업체 영원무역과 한세실업 시가총액은 연초 대비 9% 하락
- 전방업체 실적 부진, 원/달러 환율 하락 등 비우호적 업황에 Valuation 디레이팅이 진행
- 내수 브랜드 의류와 OEM 의류 업체 Valuation 역전(내수브랜드 > OEM)

## ● '16년 섬유·의복 주가(-16%)는 시장(코스피 +2%)대비 약세 기록

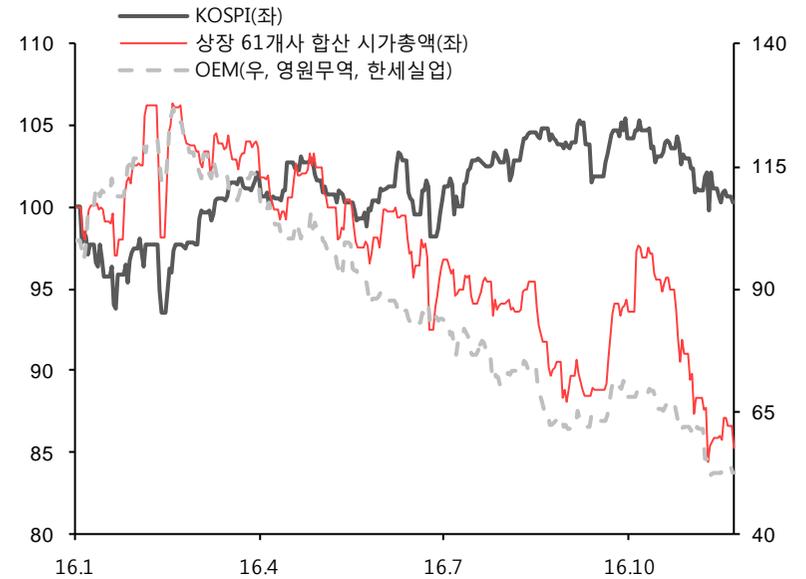
- 섬유의복 내 중소형주는 상대적으로 좋았으나
- 특히, 섹터 내 20% 비중 차지하는 OEM 주가 하락이 전체 지수 하락 견인

'16년 중 업종 내 Valuation 역전: 내수 의류 브랜드 > OEM 의류 (단위: 배)



자료 : Data Guide, SK증권

'16년 섬유·의복 섹터는 시장 대비 약세 기록 (단위: pt, '16.1.1=100)



자료 : Data Guide, SK증권

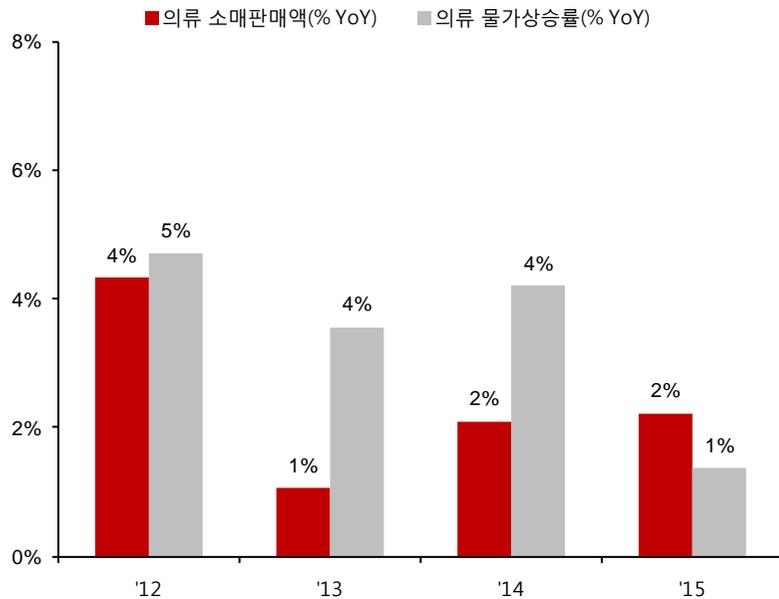
## ● '13~'16년 의류소매판매액 CAGR +2.7% 증가에 그칠 전망

- '15년 의류 소매판매액 52조원으로 전년대비 +2.2% 증가에 그침
- 같은 기간 의류물가상승률 감안하면 국내 의류시장 실질성장률은 정체에 가까운 상태

## ● '17년 의류 소비는 완만한 회복, 그러나 가파른 성장은 기대하기 어려움

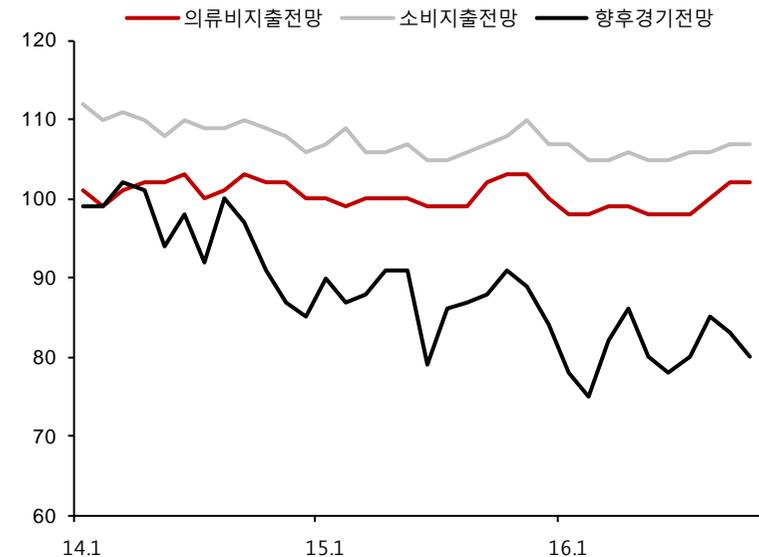
- 10월 기준 의류비지출 CSI(향후 6개월간 의류소비에 대한 소비자 동향을 보여주는 지수)는 102 기록
- '16년 상반기 98에서 하반기(7~10월) 평균 101을 기록하면서 완만한 회복세를 보이고 있으나, 급격한 턴어라운드 상황은 아님
- '16~'17년 의류 소매판매액은 전년대비 +3.6% YoY, +4.2% YoY 증가를 전망

국내 의류 소매판매 시장성장률: 정체에 가까운 수준



자료 : 통계청, SK증권

소비지출 및 향후 경기전망: 급격한 턴어라운드 기대하기 어려움 (단위: p)



자료 : 한국은행, SK증권

### 구조적 변화 ① 백화점 내 내셔널 브랜드의 입지가 좁아진다

- 백화점 내 SPA, 스트리트 패션 등 저가브랜드(가격경쟁) 입점 확대
- 수입 컨템포러리 확대로 넓어진 중고가(품질경쟁) 의류시장 선택권
- 브랜드 로열티 부족한 내셔널브랜드는 리뉴얼 투자여력 부족으로 고객이탈

### 구조적 변화② 의류 판매 채널은 온라인, 아울렛 등 저가채널로 확산 지속

- 백화점: 전통적인 의류 판매 채널인 백화점은 SPA, 온라인, 아울렛 시장 성장에 따라 집객 효과가 상대적으로 저하
- 아울렛: 백화점보다 낮은 수수료율, 제품가격할인(P 하락)을 상쇄하는 집객효과(Q 상승)로 매력도 상승
- 유통 3사: 백화점에서 아울렛, 복합몰 채널로 출점스타일 변화

### 구조적 변화 ③ 라이프스타일 시장 성장

- 라이프스타일 시장은 최근 패션 카테고리 내 차별화된 성장을 기록 중인 동시에 개별 기업의 신규 진입이 활발
- 라이프스타일 시장은 GNI 3만불 돌파의 경계에서 확대(한국 '17년 돌파 전망)
- 최근 대형화된 유통사 출점 스타일은, 공급이 라이프스타일 수요를 창출하는 효과를 나타냄

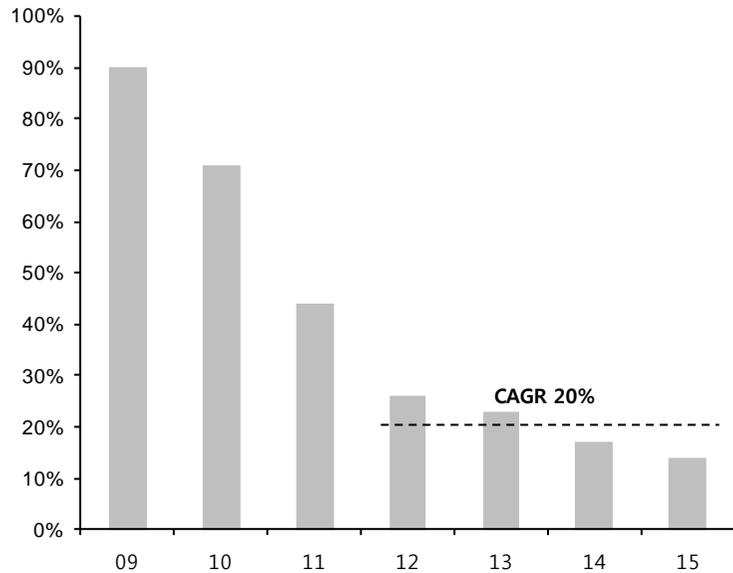
## ● 백화점 내 SPA, 스트리트 패션 등 저가(가격 경쟁)브랜드 입점 확대

- SPA 브랜드 시장 '12~'15년 CAGR +20% 고속성장, '12년 백화점의 SPA 위주 MD 개편 시작
- 백화점 내 스트리트 조닝(Street Zoning)이 신설, Nine, NanNing9, 임블리 등 온라인몰의 오프라인 매장 확대

## ● 수입 컨템포러리 확대로 넓어진 중고가(품질 경쟁) 의류시장 선택권

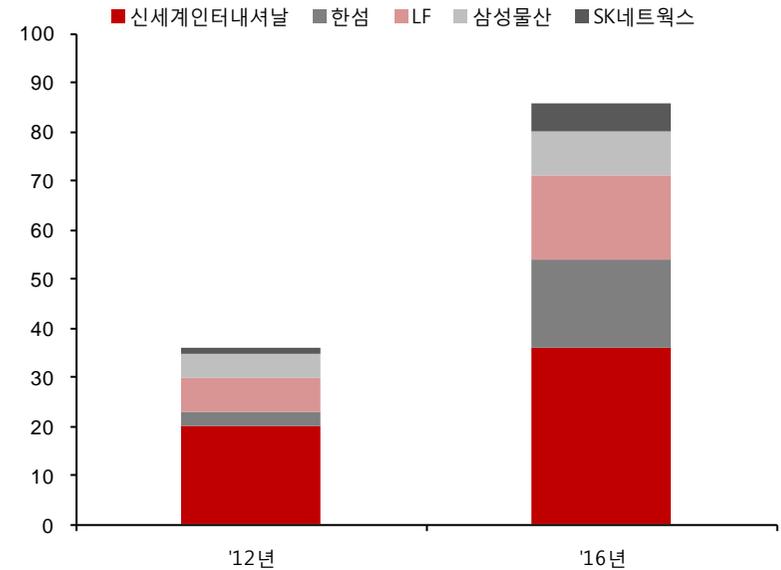
- '16년 신세계인터내셔널, 한섬의 해외브랜드 운영수는 각각 36개('12년 20개), 18개 ('12년 3개)로 점차 확대되는 추세
- 의류사는 국내 의류업황 부진한 상황에서 내셔널 브랜드 신규런칭 쉽지 않은 상황, 해외에서 검증된 브랜드 런칭을 통한 외형확대 전략이 지속될 것으로 전망

국내 SPA 브랜드 시장 성장률: '12~'15년 CAGR +20%



자료 : 유통산업백서, SK증권

국내 패션 대기업의 해외브랜드 전개는 늘어나는 추세 (단위: 개)



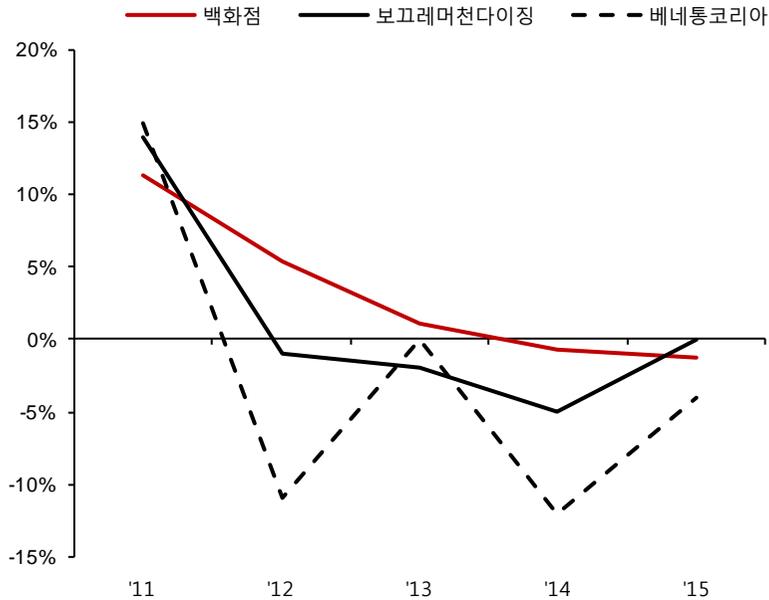
자료 : 각 사, SK증권

# 2017년 Preview (2) ① 백화점 내 내셔널 브랜드 입지가 좁아진다

## → 브랜드 로열티 부족한 내셔널 브랜드는 리뉴얼 투자여력 부족으로 고객이탈

- 전통 판매채널인 백화점에서의 의류판매가 SPA, 스트리트 패션 등 영향으로 둔화
- 의류사는 백화점 매출 부진으로 원가 및 비용 가중
- 디자인 및 원자재(고급원단 등)에 대한 재투자 여력 축소
- 고객 이탈 발생
- 의류 브랜드의 "탈(脫) 백화점화" 진행

백화점 집객효과 축소에 따른 비상장 내셔널 브랜드 의류사 매출성장 부진 지속



자료 : DART, SK증권  
 주식: 베네통코리아(베네통, 시슬리 브랜드 등 보유),  
 보그레머천다이징(온앤온, 올리브 데 올리브 등 브랜드 보유)

의류브랜드, 탈 백화점화 진행

업체	브랜드	복종	판매형태
삼성물산 패션부문	갤럭시	남성복	백화점
	로가디스	남성복	가두점
	BEAKER	편집샵	플래그십스토어
LF	IL CORSO	남성복	백화점 → 온라인
	JILL BY JILLSTUART	여성복	백화점 → 온라인

자료 : 각 사, SK증권

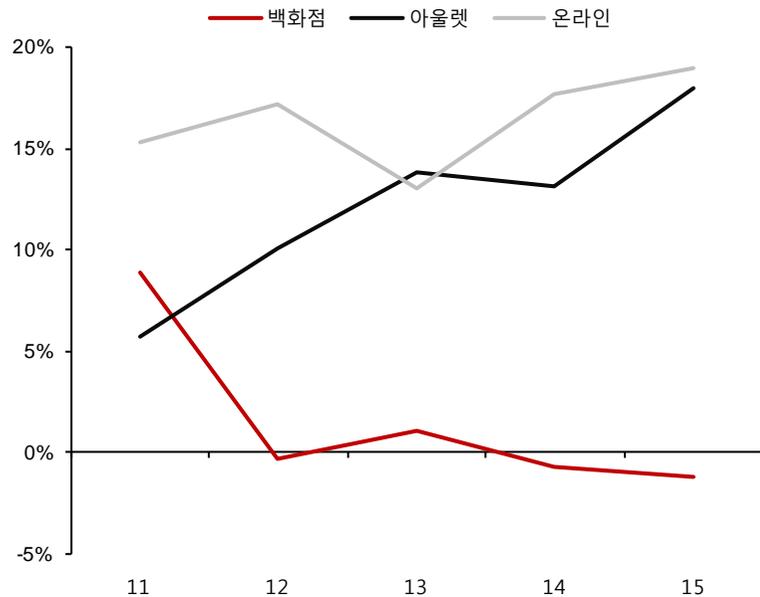
## ● 백화점: 3Q16 기준 매출성장률 +3.8% YoY로 여전히 낮은 수준

- 백화점은 SPA, 온라인, 아울렛 시장 성장으로 집객 효과가 상대적으로 저하
- 이는 합리적 소비 추구하는 소비자의 욕구가 확산되었기 때문

## ● 프리미엄 아울렛 등장으로 저가채널에 대한 인식이 긍정적으로 전환

- 소비자 입장: 합리적 소비 욕구 높아짐에 따라 아울렛은 상대적으로 각광, 유명 브랜드 제품을 저렴한 가격에 소비 가능하기 때문
- 기업 입장: ① 백화점 대비 낮은 수수료율, ② 가격할인(P) 효과를 상쇄하는 집객(Q) 효과

정체된 백화점 시장, 아울렛은 차별화된 성장이 가능한 영역 (단위: % YoY)



자료 : 유통산업백서, 대한상공회의소, SK증권

프리미엄 아울렛 등장: 단순 재고처리 채널에서 주요 판매채널로 격상

시기	형태	아울렛
1990년대 초반	스트리트 형	- 서울 문정동 - 서울 목동 - 일산 덕이동 등
1990년대 후반	백화점/팩토리 형	- 2001 아울렛 - 세이브존 - 뉴코아아울렛 - 한섬 팩토리 아울렛 - 오렌지 팩토리 아울렛
2000년대	Mall 형	- 마리오아울렛 - 패션아일랜드 - W몰
2007년~	교외 프리미엄	- 여주 신세계 프리미엄 - 김해 롯데 프리미엄
현재	아울렛의 복합쇼핑몰화	도심몰 형태와 교외 프리미엄 아울렛 형태로 나뉨

자료 : SK증권

## 아울렛 성장에 따른 수혜

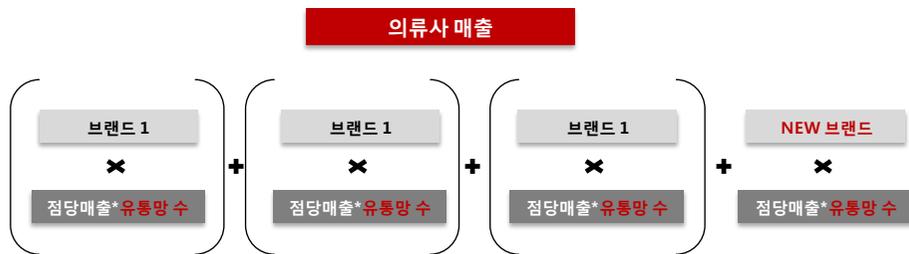
### ① 소비자:

- 합리적 소비 욕구 높아짐에 따라 아울렛은 상대적으로 각광, 유명 브랜드 제품을 저렴한 가격에 소비 가능하기 때문

### ② 기업:

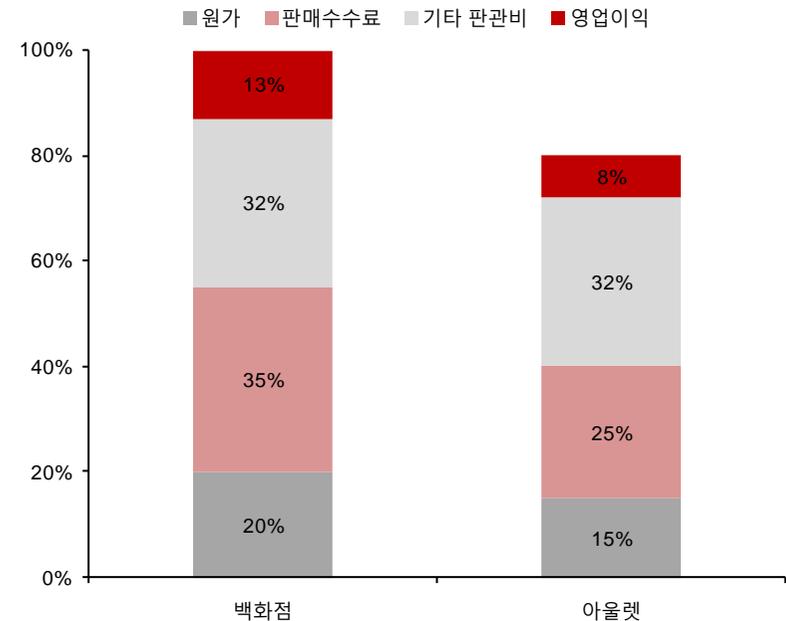
- 브랜드 매출 = 점당매출(P) \* 매장수(Q), 검증된 브랜드의 매장수(Q) 증가 효과
- 프리미엄 아울렛 개념 등장 이후 브랜드 이미지 훼손 없이 재고 처리 가능
- 낮은 수수료, 집객효과

아울렛 성장 수혜① 검증된 브랜드의 유통망수 확대



자료 : SK증권

아울렛 성장 수혜② 아울렛 포맷 수혜: 신세계인터내셔널



자료 : SK증권

- **유통 3사 전략, 백화점에서 아울렛, 복합몰 채널로 출점스타일 변화**
  - 백화점은 이익 창출 규모에 대한 고민 확대: 지점수 확대 및 수수료율 인상이 제한적
  - 동시에, 온라인 채널 부상과 대형 면적 차지하는 SPA 브랜드 부상으로 중고가 브랜드 위주의 백화점 상대적 매력도 하락
- **최근 부진한 의류시장 감안할 때 출점 이슈 있는 Captive 유통사 보유 의류사의 안정적인 실적 증가를 전망**
  - 최근 부진한 의류시장 감안할 때, 내셔널브랜드의 신규런칭은 쉽지 않은 상황
  - 그러나 유통사의 신규출점 이슈가 지속되고 있어 기존 브랜드의 추가 출점 수혜는 가능

신세계로 넘어오는 출점스토리

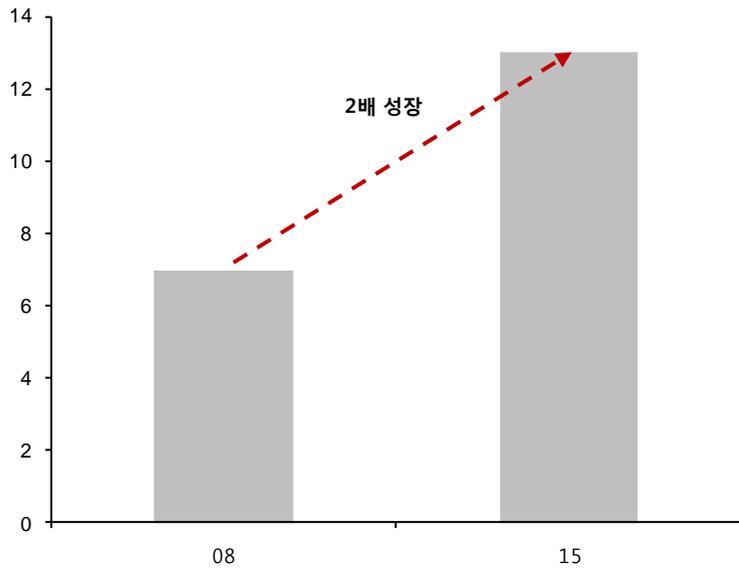
유통사 (계열사)	'14년	'15년	'16년	'17년	'18년
신세계 (신세계인터내셔널)		2월 여주 프리미엄 아울렛(증축)	2월 강남 백화점(리뉴얼/증축)	시흥 프리미엄 아울렛(예정)	대전 복합쇼핑몰(예정)
			3월 부산 백화점(리뉴얼/증축)	고양 복합쇼핑몰(예정)	청라 복합쇼핑몰(예정)
			5월 서울 시내면세점 오픈		본점 리뉴얼(예정)
			6월 김해 백화점 오픈		
			9월 하남 복합쇼핑몰		
				12월 동대구 복합쇼핑몰(예정)	
현대 (한섬)	5월 가산 시티아울렛	2월 김포 프리미엄아울렛	3월 동대문 시티아울렛(임차)		
		5월 신도림 현대백화점(임차)	4월 송도 프리미엄 아울렛		
		8월 판교 쇼핑몰	8월 문정동 시티아울렛(임차)		

자료 :

## ● 라이프스타일 시장 성장

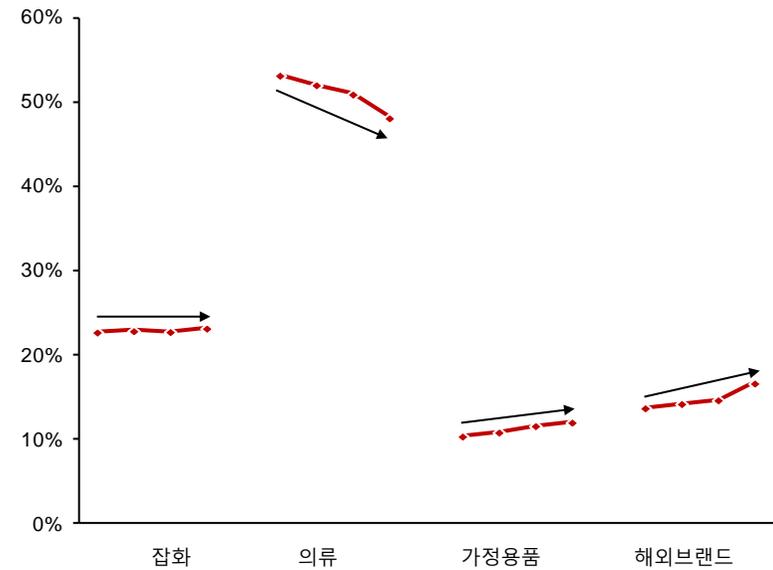
- 패션비즈 추산 라이프스타일 시장 규모는 약 72조원
- 라이프스타일이란 개인의 생활양식, 행동양식, 사고양식 등이 반영된 리빙(생활용품, 가구, 가전, 문구, 패션 등) 제품
- 삼성패션연구소는 2014년과 2015년 2년 연속 유통업계 주요 키워드로 '라이프스타일 트렌드'를 선정
- 업계는 향후 5~10년 사이 각 산업분야의 기업 30~40%가 라이프스타일 시장에 진출할 것으로 전망
- 저성장하고 있는 백화점 채널에서도 가정용품 관련 매출액 비중은 지속 상승하면서 차별화

홈퍼니싱 시장 규모, 6년새 2배 성장



자료 : 통계청, SK증권

'13~'16년 백화점 카테고리 매출 비중 추이: 가정용품 매출비중 증가 추세

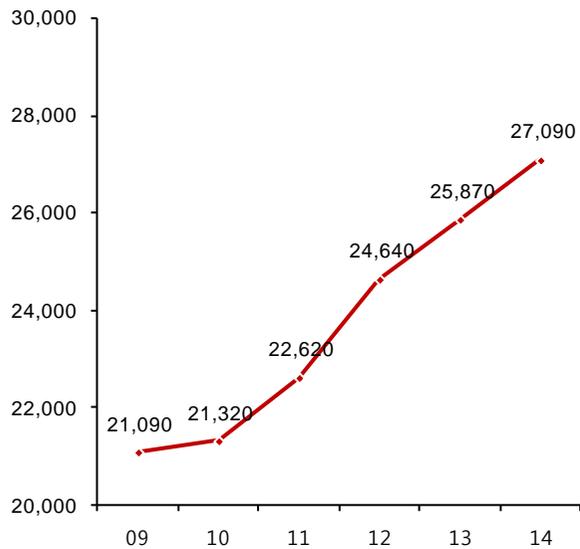


자료 : 산업통상자원부, SK증권

## ● 라이프스타일 산업 성장 요인

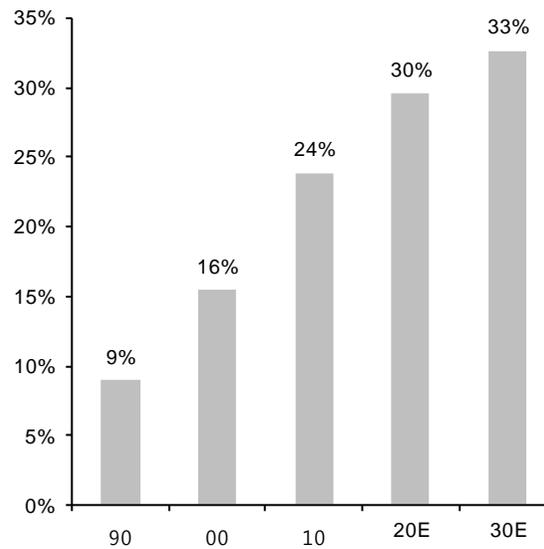
- 경제수준 향상: 1인당 소득 3만달러 돌파는 선진국 대열에 올라선다는 의미. 디퓨저, 스몰 인테리어 소품 등 홈패션에 자연스럽게 관심 고조
- 가구수 증가: '10년 기준 국내 1인 가구 비중 24%로 '90년 대비 +14%p 확대. 주거, 내구재 등 공유 가능 소비재를 혼자 소비함으로써 소비량(Q) 증가
- 교체수요 증가: 인구고령화에 따라 소비가 가장 클 것으로 예상되는 품목은 '주택유지 및 수선'. 2020년 주택 관련 소비 증가 효과는 기타(식품, 의약품, 병원서비스, 가전 등) 품목 대비 소비 증가 효과가 가장 클 것으로 전망

우리나라 1인당 국민소득 추이 (단위: 달러)



자료 : World Bank, SK증권

1인 가구 증가



자료 : 통계청, SK증권

2020년까지 인구구조 변화 영향이 큰 품목 (단위: %)

순위	품목	1인 가구화	인구고령화	전체 변화
1	주택유지 및 수선	2.2	12.4	20.8
2	곡물	1.2	9.9	15.0
3	신선식품	0.9	8.4	13.8
4	의약품	2.0	5.3	12.3
5	화훼 및 애완동물	3.7	1.5	11.0
6	병원서비스	0.9	4.0	9.6
7	육상운송	4.4	1.3	9.4
8	주거비	9.1	-4.3	9.1
9	백색가전	2.2	1.6	9.0
10	TV	3.0	0.6	7.7

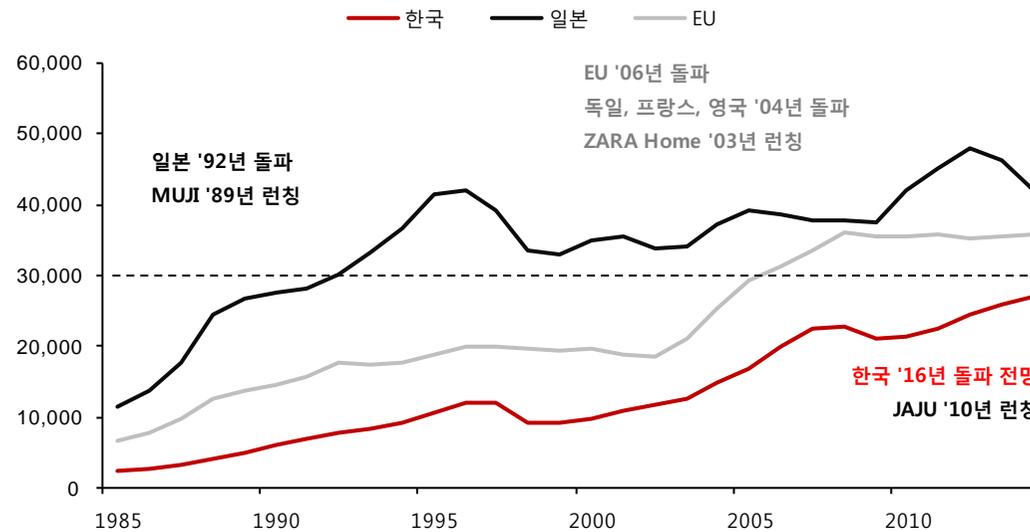
자료 : LG경제연구소, SK증권

## ● 라이프스타일 시장은 GNI 3만불 돌파의 경계에서 확대

- 유럽: EU '06년 GNI 3만불 돌파 → ZARA Home '03년 런칭
- 일본: '92년 GNI 3만불 돌파 → MUJI '89년 런칭
- 우리나라: '17년 GNI 3만불 돌파 전망 → '10년 JAJU 런칭, '14년 이케아 코리아, ZARA Home, H&M Home 국내 진출

각 국 GNI 추이와 라이프스타일 브랜드 런칭 시점

(단위: USD)



자료 : World Bank, SK증권

## ● 유통사 출점 스타일 변화로 공급이 라이프스타일 수요를 창출

- 유통사 출점 스타일 대형, 복합몰로의 스타일 전환이 진행
- 넓어진 영업면적을 채울 수 있는 차별화된 MD의 필요성 두각
- 최근 신규 출점하는 쇼핑몰, 아울렛에는 단순 패션(의류, 잡화 등) 브랜드 외 라이프스타일, 놀이공간, 레저 공간 등의 입점이 필수
- 경험을 제공(공급)하면서 수요를 창출시키는 효과

대형화되는 유통사 출점 스타일: 하남 신세계



자료 : 각 사, SK증권

대형 매장 활용 적합한 라이프스타일 브랜드: JAJU



자료 : 각 사, SK증권

대형화되는 유통사 출점 스타일: 송도 현대



자료 : 각 사, SK증권

대형 매장 활용 적합한 라이프스타일 브랜드: IKEA



자료 : 각 사, SK증권

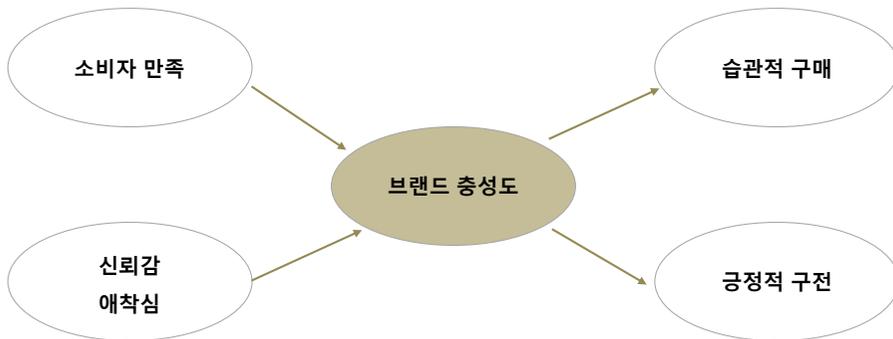
## ● 불황기에 주목할, 브랜드 로열티 보유 업체

- 소비자는 브랜드 로열티가 있는 상품의 가격에 대해 비탄력적. 즉, 불황기의 가격경쟁에서도 유리
- 또한, 로열티가 높은 브랜드는 기존고객의 재구매까지 이루어지는 마케팅 비용이 신규고객 확보를 위한 광고 판촉비의 1/5 수준

## ● 백화점 매출 부진 구간에도 VIP 매출은 꾸준히 증가했다

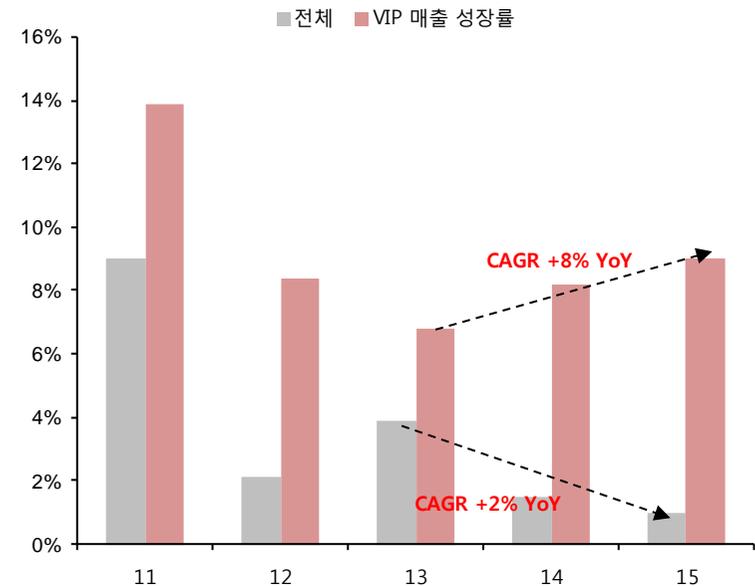
- '12~'15년 백화점 매출성장률 CAGR +2% YoY
- 반면 VIP 매출성장률 CAGR +8% YoY로 안정적인 성장률 기록
- 소비 침체에도 경기를 타지 않고 안정적인 소비 성향 나타나는 VIP 매출 브랜드(해외 컨템포러리와 경쟁 가능한)에 주목

브랜드 로열티의 결정요인과 결과



자료 : SK증권

백화점 저성장 구간에도 VIP 매출은 안정적으로 증가



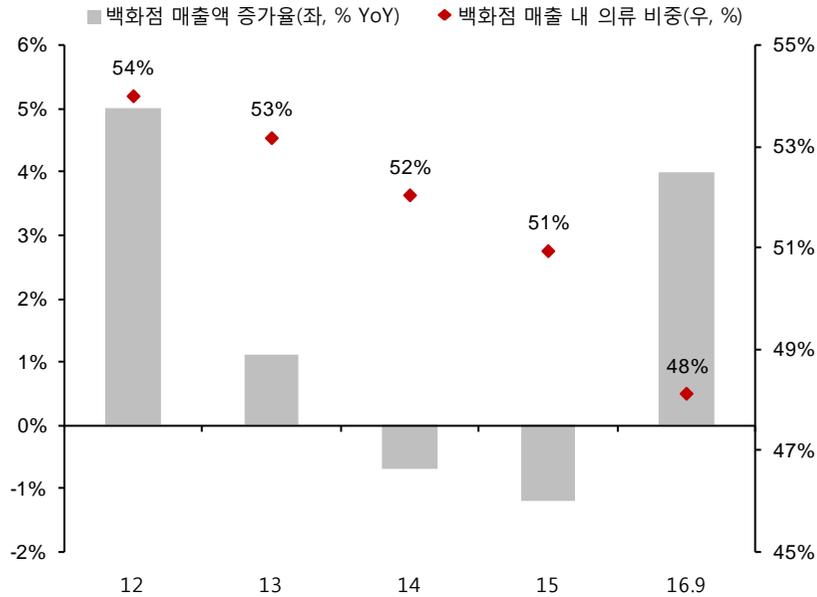
자료 : 롯데백화점, SK증권  
주석: VIP 고객 기준은 연간 1,500만원 이상 구매 고객

## ● 불황기, MS 감소/확대 업체는 모두 존재, MS 확대 업체에 주목

- VIP 매출은 명품잡화, 해외컨템포러리 순으로 높게 나타남. 즉, 기본적인 가격대(P)가 높은 브랜드
- 명품잡화 제외하면 국내 내셔널브랜드가 경쟁할 카테고리인 해외컨템포러리(품질경쟁)
- MS 축소 업체: '12~'15년 백화점 매출 부진 구간(내셔널브랜드 MS 축소 구간)에서 매출액 부진한 업체
- **MS 확대 업체: '12~'15년 VIP 매출 성장 구간(해외브랜드 MS 확대 구간)에서 지속 성장한 업체.**

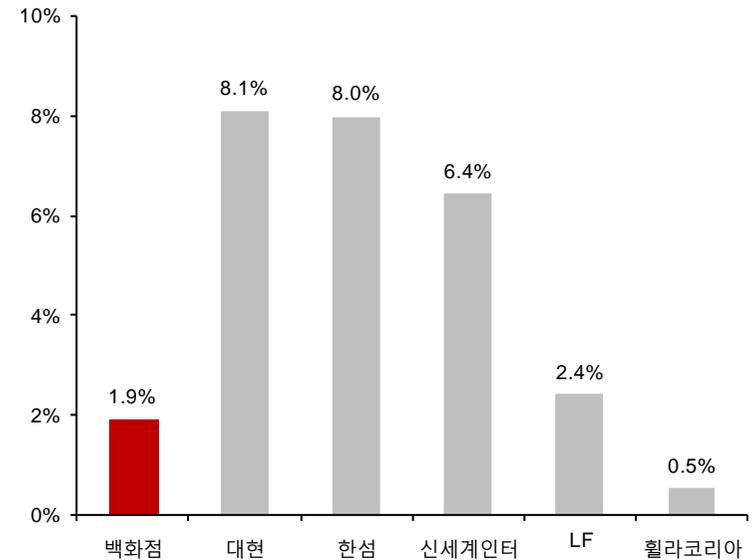
즉, 해외 컨템포러리 브랜드와 품질경쟁 가능한 업체

'12~'3Q16 백화점 매출 둔화, 의류 매출 비중 축소



자료 : 산업통상자원부, SK증권

'12~'16년 백화점과 의류업체 매출액 CAGR



자료 : 각 사, SK증권  
주석 : 16년은 SK 추정치

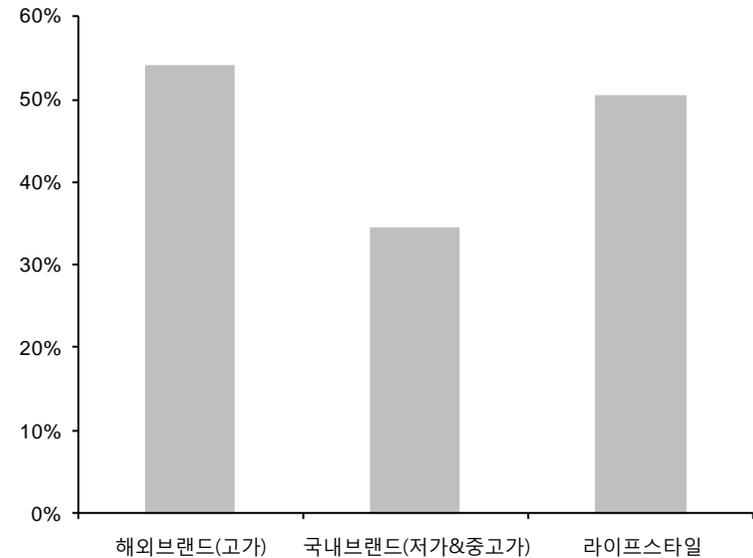
## ● 트렌드 변화 대응업체에 주목: 확대되는 수입브랜드 시장

- 2015년 기준 수입브랜드 시장 비중 45%로 2010년 대비 2%p 확대
- 패션, 유통 대기업들 10~30개 가량 해외패션브랜드 판권 보유
- 현재 국내에서 가장 많은 해외브랜드 판권 보유 회사는 신세계인터내셔널(36개)
- 장기 불황으로 패션시장 여건 좋지 않은 가운데 위험부담 큰 자체 브랜드 개발보다 검증된 해외 브랜드 사업이 안정적
- 상대적으로 안정적인 수입 브랜드 확보 경쟁이 치열

국내 패션 대기업 주요 해외 브랜드 판권 보유 현황

업체명	신세계인터내셔널	한성	LF	삼성물산 (패션부문)	SK네트웍스
Captive 유통사	신세계	현대백화점	-	-	-
해외브랜드 수	36	18	17	9	6
주요 브랜드	아르마니, 돌체앤가바나, 알렉산더왕, 알렉산더맥퀸, 메종마르지엘라, 지방시, 셀린느, 아크네스튜디오, 크리스찬루부탱 등	쥘시꾸뒤르, <b>골로에</b> , <b>씨바이골로에</b> , MM6, 지미추, 발리, 랑방 등	이자벨마랑, 바네사브루노, 질스튜어트, 알레그리, 벤시몽 등	폼데가르송, 띠에리, 토리버치, 이세이미야케, 톰브라운 등	DKNY, 타미힐피거, <b>클럽모나코</b> , 캘빈클라인, 플래티눔 등

신세계인터내셔널 사업부별 GPM: 해외브랜드 > 라이프스타일 > 국내브랜드



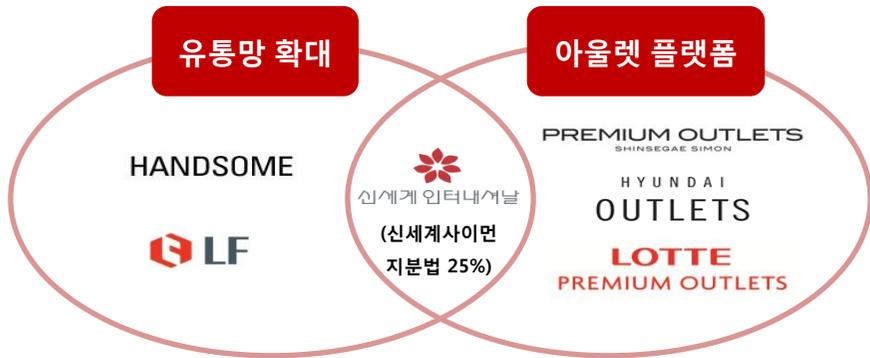
자료 : 각 사, SK증권  
 주석: 붉은글씨체는 판권계약 종료 임박한 해외브랜드

자료 : 신세계인터내셔널, SK증권

## ● 트렌드 변화 대응업체에 주목: 프리미엄 아울렛

- 아울렛 채널 확대에 따른 의류 브랜드 수혜는 ① 유통망 확대, ② 아울렛 플랫폼 수혜
- 신세계인터내셔널은 신세계사이먼 아울렛 지분법(25%) 소유, 유통망 확대+플랫폼 성장의 투트랙 수혜 가능
- 2017년 예정된 시흥점 출점으로 안정적인 지분법 확대 가능할 전망

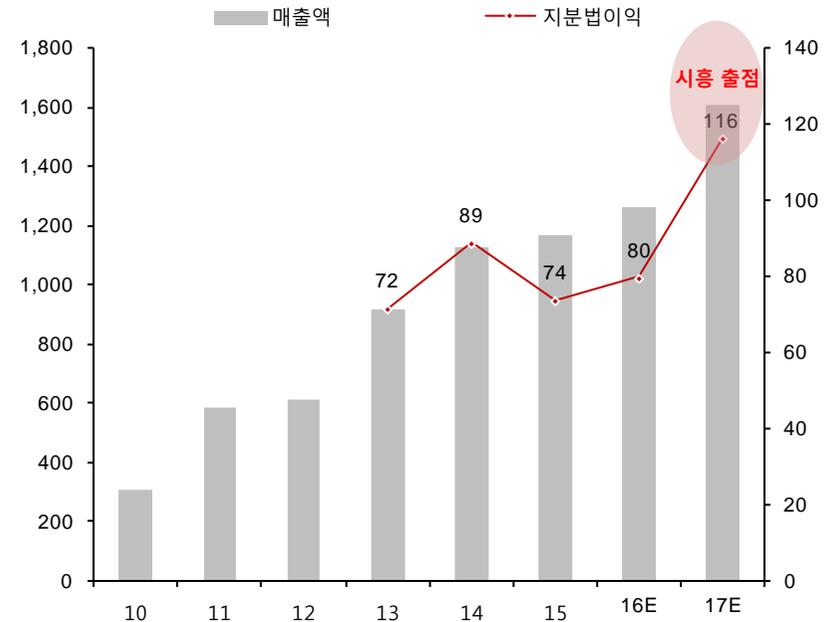
신세계인터: 아울렛 투트랙 수혜 & 출점 효과



유통사	위치	오픈 시기	영업면적	SK증권 추정 매출액
신세계	여주	2007년 6월	2.6만㎡ (*16.2 5.3만㎡ 확장)	3,000억원 내외
	파주	2011년 3월	3.1만㎡	3,500억원 내외
	부산	2013년 8월	3.3만㎡	3,800억원 내외
	시흥(예정)	2017년 상반기	3.7만㎡	4,000억원 내외

자료 : 언론보도, SK증권

신세계사이먼 매출액과 지분법(25%) 이익 추이 (단위: 억원)



자료 : 신세계인터내셔널, SK증권

## ● 트렌드 변화 대응업체에 주목: 라이프스타일 시장 성장

- 우리나라 GNI 3만불 돌파 시점은 2017년으로 예상
- 국내 라이프스타일 진출 기업은 2014~2016년 가장 활발
- 패션 기업 중 라이프스타일 영위 사업자는 신세계인터내셔널, LF 등

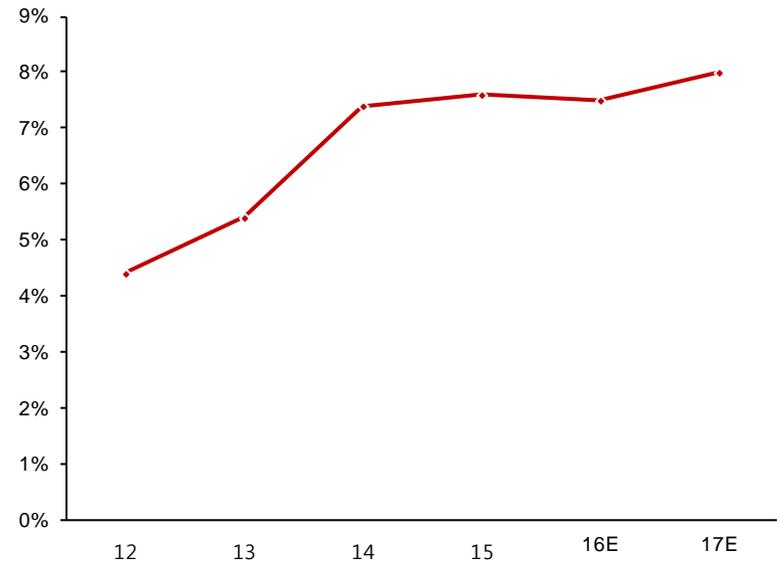
국내 라이프스타일 진출 기업 현황



기업명	브랜드	런칭년도	주요품목	매장수(개)
신세계인터내셔널	JAJU	2010	생활용품, 패션	152
현대백화점	리바트스타일 샵	2010	가구, 인테리어 소품	46
롯데쇼핑	MUJI	2003	생활용품, 패션, 음식료	13
이랜드	모던하우스	1996	생활용품	43
	버터	2013	생활용품, 문구	3
LF	헤지스홈	2016	생활용품, 홈패션	1

자료 : 각 사, SK증권

신세계인터내셔널 JAJU 영업이익률 추이



자료 : 신세계인터내셔널, SK증권

## ● '17년에도 의류시장 저성장 국면은 벗어나기 어려울 전망

- '13~'15년 의류소매판매 시장은 인플레이션 감안하면 사실상 역성장 상태
- '16~'17년 플러스 성장으로 회복이 예상되나, 급격한 턴어라운드는 기대하기 어려움

## ● 높은 브랜드 로열티와 시장대응으로 성장하는 업체에 주목

- '17년 의류산업 내 구조적인 변화는
  - (1) 내셔널브랜드 MS 축소: 불황기에도 MS 감소/확대 업체는 동시에 존재한다. MS 확대 업체에 주목
  - (2) 의류판매채널은 아울렛 등 저가채널로 확산: 아울렛 채널 확대에 따른 의류 브랜드 수혜는 ① 유통망 확대, ② 아울렛 플랫폼 수혜
  - (3) 라이프스타일 성장: 라이프스타일 시장은 GNI 3만불 돌파 시기에 빠르게 확대, 우리나라 2017년 돌파 전망

## ● 결론: 국내 시장 성장을 상회하는 기업에는 프리미엄 부여가 타당

- **Top Picks: 대현, 신세계인터내셔널**
- **대현(BUY, TP 6,000원)**의 '16년 예상 연간 매출액은 2,881억원(+11% YoY), 영업이익은 196억원(+94% YoY)이다. 동사는 국내 의류시장 저성장 구간('12~'15년)에도 고객 충성도가 높은 브랜드 라인업을 보유함으로써 높은 매출액 성장을 지속했다. 이는 동사가 내셔널브랜드 MS 축소 구간에도 오히려 기타 브랜드가 잃는 MS를 흡수하며 시장영역을 확대했다는 것을 의미한다. 높아진 브랜드 로열티는 최근 동사 제품 ASP 상향에 반영되고 있어 견고한 실적성장이 가능할 전망이다. '17년 예상 동사 매출액은 3,159억원(+10% YoY), 영업이익 225억원(+15% YoY)이다.
- **신세계인터내셔널(BUY, TP 91,000원)**의 '16년 예상 연간 매출액은 11,767억원(+7.1% YoY), 영업이익은 286억원(+43% YoY)이다. 동사는 '16년 적자사업부 철수로 실적 턴어라운드 구간에 진입했다. '17년은 동사가 보유한 JAJU(라이프스타일)와 신세계사이먼(아울렛) 사업부가 최근 변화하는 의류 산업 트렌드와 맞물려 본격적인 투자회수기에 돌입할 것으로 전망한다.

## 본격적인 이익증가 사이클 진입

### ● 2017년 매출액 +10% YoY, 영업이익 +15% YoY 전망

2017년 매출액은 3,159억원(+10% YoY), 영업이익 225억원(+15% YoY)을 전망한다. 외형성장은 시장 내 점유율 확대와 제품 ASP 향상에 기인한다. 영업이익률은 '16년부터 나타난 P, Q, C 구조적 개선세가 지속되면서 7.1%('15년 3.9% → '16년 6.8%) 달성이 가능할 전망이다.

### ● P, Q, C 개선에 따른 이익증가 사이클 진입

- '16년 동사의 매출증가율(+11% YoY)이 백화점 매출증가율(+4% YoY)를 상회할 것으로 전망되는 이유는 주력브랜드의 브랜드파워 상승에 따른 판매가격(P), 판매량(Q), 점포수, 정상가판매율 수준이 동시에 상승하고 있기 때문
- 모조에스핀과 주크의 제품 ASP는 매 분기 상승이 지속되고 있으며, 리뉴얼 작업이 완료되고 매장확대 사이클에 진입한 씨씨컬렉트는 '15년 하반기 부터 ASP 상승 및 OPM 개선세가 이어지고 있다.
- 동사는 제품가격(P)과 판매량(Q) 상승 외에도 유통믹스 개선에 따른 원가율 개선 및 판관비율 축소 추세가 지속되고 있다. '16년 동사의 원가율은 -1.2%p YoY, 판관비율은 -1.5%p YoY 개선될 것으로 전망된다.

### ● '17년에도 업종 내 Top pick으로 추천

동사 '17년 예상 연간 매출액은 3,159억원(+10% YoY), 영업이익은 225억원(+15% YoY)이다. '17년은 동사 브랜드 파워 상승에 따른 전 브랜드 매출증가세가 유지되는 가운데 듀엘이 본격적인 중국 매장 확대 사이클에 진입함에 따라 견고한 실적 개선이 가능할 전망이다. 현재 주가는 '16F PER 11배(부동산 매각차익에 대한 일회성 요소 제외), '17F PER 9배로 저평가된 상황이다.

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률		
자본금	269 억원	주가(16/11/27)	3,685 원			
발행주식수	4,528 만주	KOSPI	1974.46 pt			
자사주	100 만주	52주 Beta	1.41			
액면가	500 원	52주 최고가	4,130 원			
시가총액	1,669 억원	52주 최저가	2,560 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	20 억원			
신현균(외3)	46.39%					
유리치자산운용	5.57%					
외국인지분률	5.30%					
배당수익률	0.90%					
				주가상승률	절대주가	상대주가
				1개월	0.4%	3.6%
				6개월	5.1%	4.4%
				12개월	25.3%	27.6%

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,453	2,454	2,596	2,881	3,159	3,416
yoy	%	13.1	0.1	5.8	11.0	9.6	8.1
영업이익	억원	125	74	101	196	225	294
yoy	%	37.2	-40.7	36.2	94.3	14.6	30.4
EBITDA	억원	194	149	171	250	278	345
세전이익	억원	105	54	99	659	230	296
순이익(지배주주)	억원	88	47	83	503	175	225
영업이익률%	%	5.1	3.0	3.9	6.8	7.1	8.6
EBITDA%	%	7.9	6.1	6.6	8.7	8.8	10.1
순이익률	%	3.6	1.9	3.2	17.5	5.5	6.6
EPS	원	194	103	183	1,112	387	497
PER	배	12.0	27.7	20.3	3.3	9.5	7.4
PBR	배	1.0	1.2	1.4	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	7.7	12.1	12.5	5.8	4.9	3.4
ROE	%	8.5	4.3	7.3	35.6	10.1	11.8
순차입금	억원	288	329	267	-398	-491	-646
부채비율	%	101.2	105.6	92.5	50.3	47.0	45.0

## 핵심사업부 성장에 따른 실적 개선 지속

### ● 2017년 매출액 +10% YoY, 영업이익 +51% YoY 전망

2017년 매출액은 1조 2,790억원(+10% YoY), 영업이익 432억원(+51% YoY)을 전망한다. 외형성장은 Captive 유통사(신세계) 출점에 따른 점포수 확대와 신규브랜드 론칭에 기인한다. 수익성 개선은 ①적자브랜드 철수, ② 캐시카우 사업부(JAJU) 외형성장에 따른 수익 확대, ③국내브랜드 리뉴얼 효과에 기인한다.

### ● 투자포인트는 JAJU(라이프스타일), 사이먼(아울렛)

- '17년 JAJU(라이프스타일), 사이먼(아울렛) 두 사업부의 이익기여도(영업이익+지분법 이익)는 50%('16년 예상 59%)로 향후 동사 이익 방향성 확인의 핵심사업부 역할이 지속될 전망이다.

- JAJU 사업부는 최근 이마트(평균 매장면적 70~100평)를 벗어난 대형 가두점 형태(평균 매장면적 200평 이상)로의 출점으로 점당 매출의 견조한 증가세가 이어지고 있는 것으로 추정된다.

- 신세계사이먼(아울렛)은 기타 유통채널 대비 양호한 집객 효과와 내년도 출점(시흥)으로 안정적인 지분가치 확대가 가능할 전망이다.

### ● 투자의견 “매수”, 목표주가 91,000원 유지

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 91,000원을 유지한다. '16~'18년은 동사 핵심 사업부 성장과 Captive(유통사) 신세계 출점에 따른 실적 모멘텀이 지속될 전망이다. 현재 주가는 '16F PER 28배, '17F PER 10배로 저평가 되어 있다.

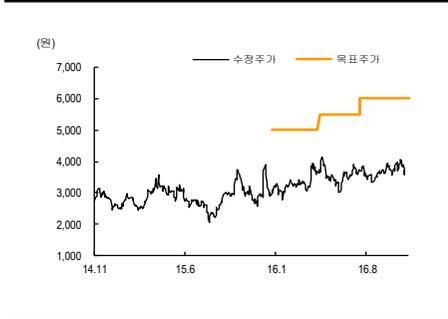
Company Data		StockData		주가 및 상대수익률		
자본금	357 억원	주가(16/11/27)	64,700 원			
발행주식수	714 만주	KOSPI	1974.46 pt			
자사주	0 만주	52주 Beta	0.69			
액면가	5,000 원	52주 최고가	115,500 원			
시가총액	4,620 억원	52주 최저가	62,500 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	201억원			
(주)신세계(외3)	67.98%					
국민연금공단	7.27%					
외국인지분률	3.50%					
배당수익률	0.90%					
				주가상승률	절대주가	상대주가
				1개월	-16.7%	-14.1%
				6개월	-7.7%	-8.4%
				12개월	-40.9%	-39.9%

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,031	9,119	10,052	10,767	11,790	12,870
yoy	%	1.6	13.5	10.2	7.1	9.5	9.2
영업이익	억원	221	159	199	286	432	510
yoy	%	-28.4	-28.2	25.6	43.3	51.1	18.3
EBITDA	억원	399	419	513	618	772	865
세전이익	억원	391	258	255	252	607	696
순이익(지배주주)	억원	324	204	211	163	460	527
영업이익률%	%	2.8	1.7	2.0	2.7	3.7	4.0
EBITDA%	%	5.0	4.6	5.1	5.7	6.5	6.7
순이익률	%	3.9	2.1	2.1	1.5	3.9	4.1
EPS	원	4,537	2,863	2,958	2,280	6,439	7,381
PER	배	19.8	39.8	34.7	28.4	10.1	8.8
PBR	배	1.5	1.8	1.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	21.6	26.9	20.9	13.5	10.7	9.4
ROE	%	7.7	4.6	4.6	3.5	9.3	9.7
순차입금	억원	2,160	3,102	3,372	3,629	3,514	3,380
부채비율	%	73.2	97.4	96.7	103.0	96.1	90.4

## 대현(016090/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.27	매수	6,000원
	2016.11.01	매수	6,000원
	2016.10.27	매수	6,000원
	2016.08.12	매수	6,000원
	2016.07.29	매수	5,500원
	2016.05.09	매수	5,500원
	2016.04.22	매수	5,000원
	2016.03.02	매수	5,000원
	2016.01.28	매수	5,000원
	2016.01.18	매수	5,000원



## 신세계인터내셔널(031430/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.27	매수	91,000원
	2016.11.15	매수	91,000원
	2016.10.28	매수	91,000원
	2016.08.17	매수	91,000원
	2016.07.27	매수	91,000원
	2016.06.20	매수	91,000원

