

June, 2016



섬유/의복

# 정체된 시장의 Next Growth Point

조은애 | 3773-8826

- ① 고객 변화: 중국인 FITs 확대, 아울렛 채널 성장 예상
- ② 품목 변화: 라이프스타일 비중 확대 추세, 반면, 의류 매출 비중은 하락 지속
- ③ 유통트렌드 변화: 고객과 소비 품목의 변화에 따른 유통사 출점(아울렛, Mall) 변화



# 정체된 시장의 Next Growth Point

## 비중확대(유지)

Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

### SK Coverage

종목	투자의견	목표가	Top Picks
신세계인터내셔널	매수	91,000 원	○
한섬	매수	53,000 원	
LF	매수	29,000 원	

최근 4 년 의류시장은 정체(CAGR 2.3%)가 지속되었다. 그러나 의류산업 트렌드 변화에 제대로 대응한 개별기업은 실적 차별화가 진행되었다. 향후 국내 의류 시장의 새로운 성장 포인트는 ① 중국인, ② 라이프스타일, 이에 따른 ③ 유통트렌드 변화로 판단한다. 산업 성장 포인트에 대한 국내 대형 패션 3 사(한섬, LF, 신세계인터내셔널)의 수혜 정도를 분석하고, 성장의 최대 수혜주인 신세계인터내셔널을 Top pick 으로 제시한다.

### 정체된 국내 의류시장, 온고잉 플레이어가 없다

‘12~’15 년 평균 의류 소매판매액 성장률은 2.3%로 정체되어 있다. 시장 침체에 따라 기업의 성장 둔화도 불가피했다. 그러나 시장 성장을 아웃퍼폼 하는 개별 기업도 나타났다. 의류산업 트렌드 변화에 따른 수혜 기업이 존재했던 것이다. 그러나 트렌드는 재차 변화(아웃도어→SPA→Next?) 했고, 온고잉하는 플레이어는 부재했다.

### Next Growth Point 는 중국인 고객, 라이프스타일, 유통사 출점

향후 국내 의류시장에서 새로운 성장 포인트가 되어 줄 요인을 고객, 품목, 구매처에 따라 점검하고, 변화에 따른 국내 대형 패션사(한섬, LF, 신세계인터내셔널) 수혜 정도를 분석했다.

- ① 고객 변화: 중국인 FITs 확대, 아울렛 채널 성장 예상
- ② 품목 변화: 라이프스타일 비중 확대 추세, 반면, 의류 매출 비중은 하락 지속
- ③ 유통트렌드 변화: 고객과 소비 품목의 변화에 따른 유통사 출점(아울렛, Mall) 변화

### Top Pick: 신세계인터내셔널

대형 패션사 내 Top pick 은 신세계인터내셔널이다. 신세계인터내셔널은 ‘16 년 하반기를 기점으로 U 자형의 실적 턴어라운드 구간에 돌입할 전망이다.

신세계인터내셔널은 ① 경쟁업체와 달리 아울렛 입점 수혜 외 아울렛 플랫폼으로부터의 임대 수입이라는 투트랙 수익 인식이 가능하다. ② JAJU 사업부는 향후 라이프스타일 산업 성장이 기대되는 동시에 영업이익률 개선이 진행되면서 캐시카우로서의 역량이 강화될 전망이다. 마지막으로 ③ 살로몬 영업철수가 마무리 단계를 거치고 있어 이에 따른 수익성 개선이 플러스 알파 요인이 될 것이다.

### 패션 3 사 투자매력도(圖)

		신세계인터내셔널	한섬	LF
Top pick	신세계인터내셔널 ① 의류 산업 성장 포인트(아울렛, 라이프스타일, 계열사 출점) 보유 ② 살로몬(적자브랜드) 철수로 '16년 하반기부터 U자형 실적 턴어라운드 구간 돌입			
Gross Point	① FITs 확대	◎	◎	△
	② 라이프스타일	◎		○
	③ 유통사 출점	◎	◎	
3Y CAGR EPS Growth('15~'17)		31.5%	182%	1.9%
17F PER(x)		106	129	8.9

자료: 각 사, SK 증권

## Contents

1. 국내 의류시장 점검	3
2. 정체된 국내 의류 시장의 Next Growth Point	5
1) 고객 변화: 중국인 자유여행객	5
2) 품목 변화: 라이프스타일	17
3) 유통트렌드 변화: 아울렛 복합몰	28
3. 탐픽 및 밸류에이션	33
5. 기업분석:	
신세계인터내셔널(031430, BUY(initiate))	
한섬(020000, BUY(initiate))	
LF(093050, BUY(initiate))	

### 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 3 월 28 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 국내 의류 시장 점검

### 국내 의류시장 규모는 성장이 정체된 상황

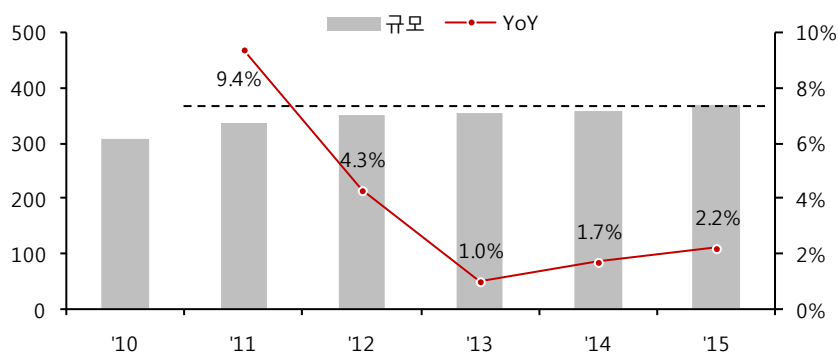
#### 의류 시장 성장률은 정체중

‘15 년 우리나라 의류 소매판매액은 37 조원으로 전년대비 2.2% 증가하는데 그쳤다. ‘12~’15 년 연평균 의류 소매판매액 성장률도 2.3%로 정체되어 있다. 이는 국내 의류시장이 포화상태라는 것을 의미한다.

향후에도 국내 의류시장은 저성장세를 벗어나기 어려울 전망이다. 향후 6 개월간 의류소비에 대한 소비자 동향을 보여주는 의류비지출전망 CSI 는 5 월 현재 98 로 5 개월 연속 기준점인 100 이하를 기록 중이다. 단기간 내 국내 의류시장 규모의 드라마틱한 성장은 기대하기 어려운 상황이다.

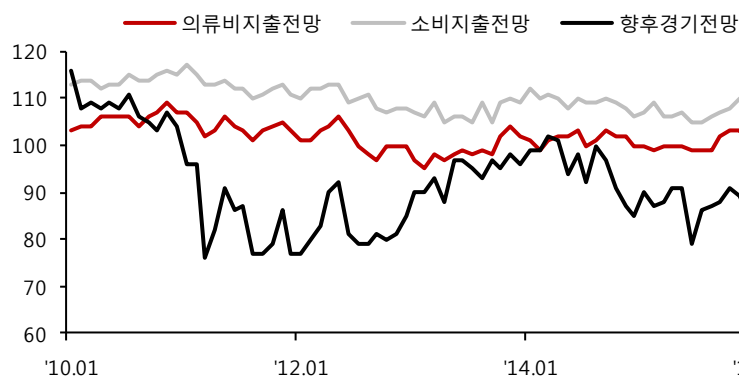
우리나라 의류 소매판매액 규모, 정체에 가까운 수준

(단위: 조원)



자료: 통계청, SK 증권

#### 소비지출 및 향후 경기전망



자료: 한국은행, SK 증권

## 의류시장 저성장, 동조화가 아닌 차별화가 진행

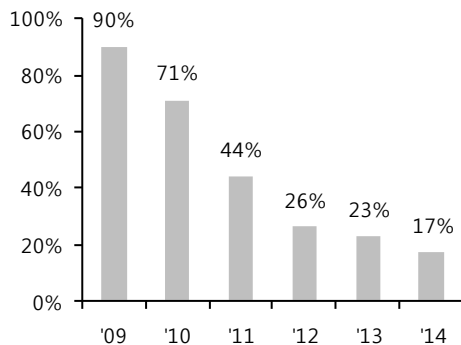
### 개별 기업별로 실적 차별화

전체 의류시장 정체는 지속되었지만 개별 기업별로는 실적 차별화가 나타났다. 의류산업 트렌드 변화에 제대로 대응한 성장 업체가 존재했기 때문이다. 2000년대 중후반에는 SPA 브랜드 업체의 매출액이 고성장했으며, 2010년대 초반에는 아웃도어 업체의 실적이 고성장했다.

### Growth Point를 보유한 Next 업체를 찾아라

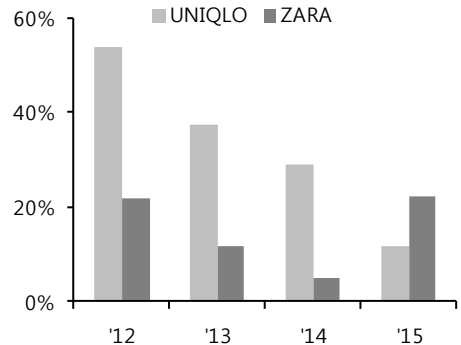
그러나 의류시장 포화상태에서 온고잉(On-going) 업체는 부재했다. 국내 의류시장 트렌드(SPA → 아웃도어) 변화에 따라 성장 후에는 실적 둔화가 불가피했기 때문이다. 따라서 투자자 입장에서는 정체된 국내 의류시장에서 향후 성장의 포인트가 될 수 있는 산업 트렌드에 선제 대응하고 있는 업체에 주목할 필요가 있다.

국내 SPA 시장 성장률, '09년을 피크로 둔화



자료: 금융감독원 전자공시, SK 증권

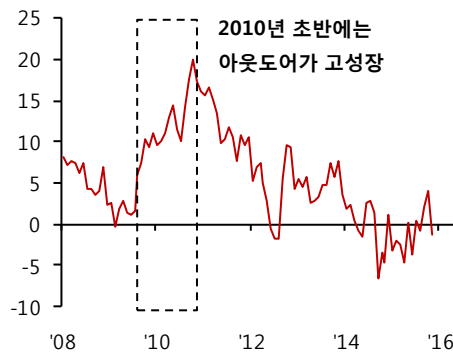
해외 SPA 브랜드 한국 매출액 성장률 추이



자료: 금융감독원 전자공시, SK 증권

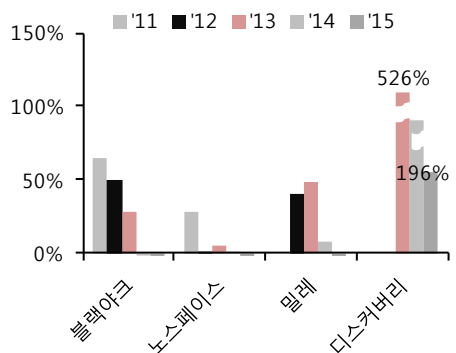
백화점 스포츠용품 매출액 동향

(단위: % YoY)



자료: 통계청, SK 증권

아웃도어 브랜드 매출액 성장률 추이



자료: 통계청, SK 증권

## 2. 정체된 국내 의류 시장의 Next Growth Point

국내 의류시장 성장이 정체에 가까운 상황에서 향후 시장의 새로운 성장 포인트(SPA → 아웃도어 → NEXT?)는 무엇일까? 향후 의류시장의 차별화 성장 포인트를 ① 고객, ② 품목, ③ 구매처에 따라 분석했다.

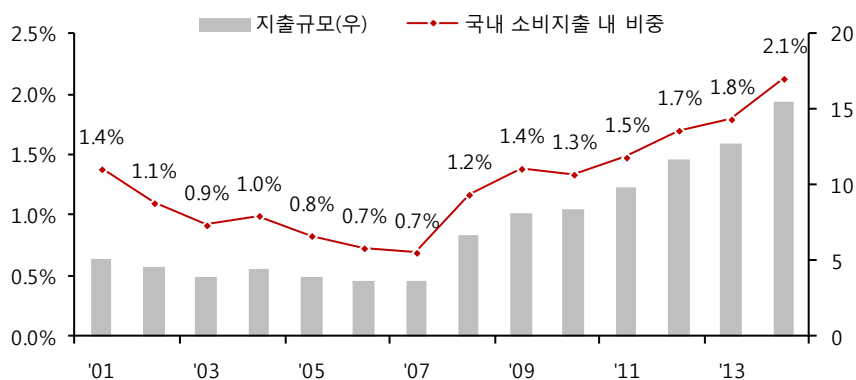
### 1) 고객의 변화: 중국인 자유여행객

#### ① 고객 변화에서 가장 중요한 건 중국인

‘14 년 기준 최종소비지출 내 외국인 지출 규모는 16 조원이었고, 비중(2.1%)은 처음으로 2%대를 돌파했다. 또한, 지출 규모 성장률은 외국인 소비가 22.4%(YoY)로 가계 최종소비지출 성장률(2.7% YoY)을 크게 웃돌았다. ‘10~’15 년 연평균 외국인 및 가계 최종소비지출 성장률은 각각 14.2%, 4.4%를 기록했다.

이처럼 국내 소비지출 중 상당 부분이 방한 외국인 지출에서 창출되고 있다. 특히, 방한 외국인 국가 중 압도적인 비중을 차지하는 국가는 중국이다. ‘15 년 기준 방한 중국인 비중은 전체의 45%이다. 지난 ‘15 년 메르스 사태에서도 확인되었듯이 중국인 여행객은 이제 한국 관광시장 수입 및 유관 산업 판도를 완전히 바꿔 놓을 수 있는 게임 체인저가 된 것이다.

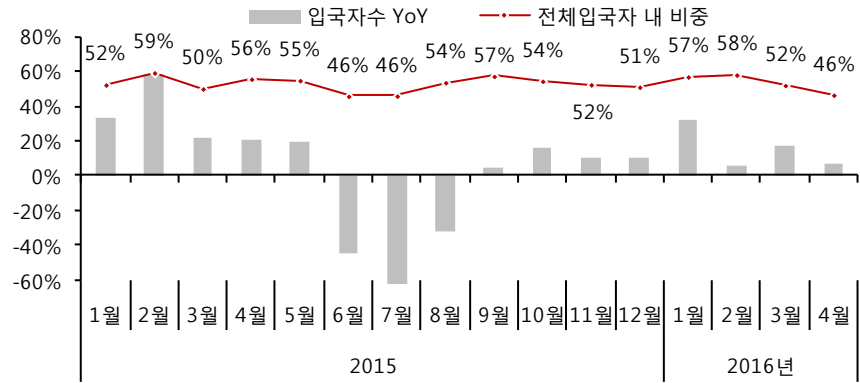
‘14 년 국내 소비지출 내 외국인 비중 2.1% 돌파



자료: 한국은행, SK 증권



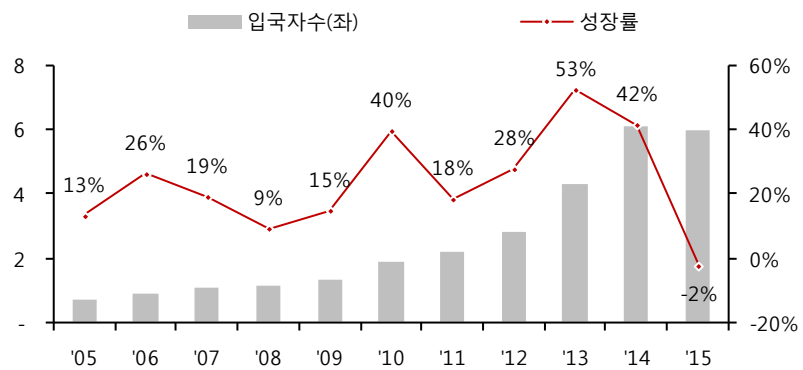
방한 중국인은 메르스 영향권에서 벗어나 다시 증가하는 모습



자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

'15 년 메르스 사태에 따른 중국인 관광객수 역성장으로 유관 산업 매출이 부진

(단위: 백만명)



자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

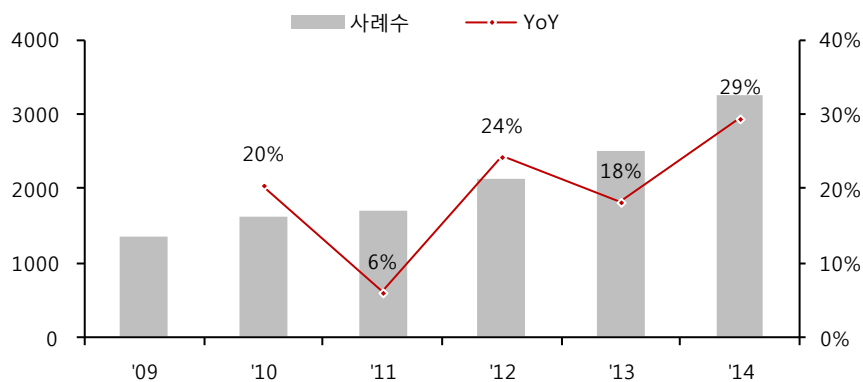
주: '15 년 메르스 사태로 전체 외국인 입국자수 성장률 -6.7%(YoY) 기록

## ② 중국인 관광객, 자유여행객이 늘어난다

그런데 방한 외국인 내 압도적 비중을 차지하는 중국인 관광객의 여행 형태가 변화하고 있다. FITs(Free and Independent Travelers), 즉 자유여행객의 유입 속도가 빠르게 늘어나고 있는 것이다. 중국인 관광객의 여행 형태 변화에 따라 소비 패턴이 변화되었고 이에 따른 수혜 영역을 조명할 필요가 있다.

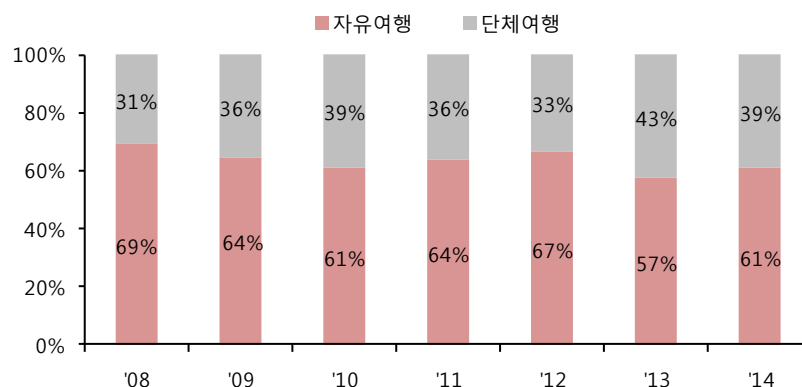
중국인 FITs 증가는 추세적 현상

(단위: 건)



자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

방한 중국인 자유여행 및 단체여행 비중 추이: 평균 63%로 높은 수준 유지 중



자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

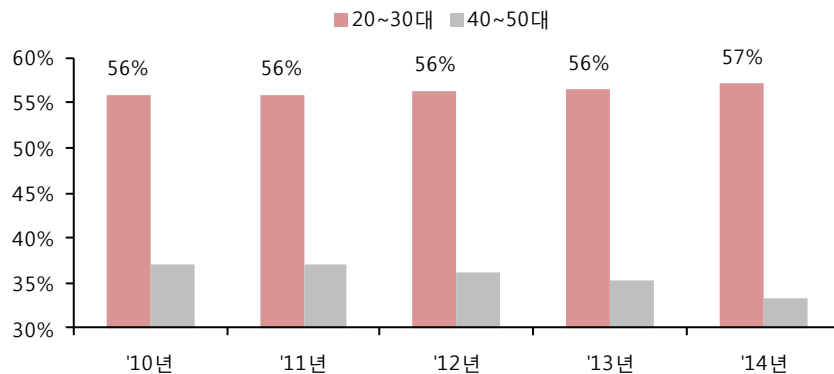


### ③ 중국인 자유여행객(FITs) 특징

#### 첫 번째, 젊다

연령대가 낮다. 한국을 찾는 유커의 연령대는 20~30 대 비중이 57%로 가장 높다. 단체관광은 여행 준비과정이 간편하지만 수수료 등 서비스 비용이 포함되어 있다는 특징이 있다. 젊은 연령층의 합리적 소비 행태를 고려할 때 이들이 선호하는 여행 형태는 자유여행인 것으로 추정된다.

중국인 관광객 연령별 입국 비중, 합리적 소비 추구하는 20~30대가 절반 이상



자료: 법무부, 관광지식정보시스템, SK 증권

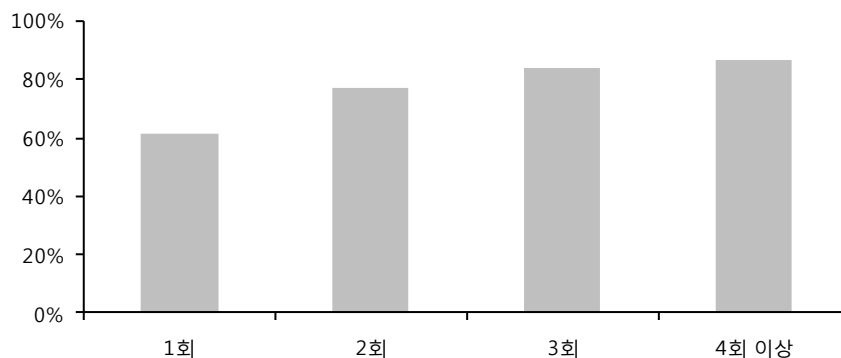
주: 1) 승무원 수취 제외 2) 20~30대는 20세 이하 수치가 포함

#### 두 번째, 방한 경험이 있다

방한 경험이 있다. 조사에 따르면 중국인 관광객은 한국이 첫 방문일 경우 62%가 개별여행을 택했다. 그러나 두 번째 방문에서의 개별여행 선택 비중은 77%로 높아졌고, 3회 이상은 84%, 4회 이상은 86%로 점차 높아졌다.

이는 우리나라 사람들이 가까운 일본 여행에서 자유여행을 택하는 비중이 점차 높아지는 것과 비슷하다. 방문 경험이 있기 때문에 익숙하고, 여행 중에는 합리적인 소비를 가능하게 한다. 단체여행 보다 상대적인 고품격 여행을 선호하게 되는 것이다.

방한 경험 많을수록 개별여행 선호



자료: 관광지식정보시스템 SK 증권

### 세 번째, VIP

마지막 중국인 FITs의 특징은 경제적 여유(VIP)가 있다는 것이다. VIP 그룹은 한국을 찾는 FITs 특징 중 방한 경험이 있다는 두 번째 특징도 동시에 갖추고 있다. 한국을 방문한 경험이 있기 때문에 자유여행을 선택하는 경우의 수가 많다.

또한, 자유여행 선호는 여행객들의 '차별화' 욕망이 나타나는 대표적인 흐름 중 하나이기도 하다. 뻔한 관광지(sightseeing) 보다는 비용이 들더라도 스스로 코스를 짜는 것을 더 선호하는 것이다.

## ④ 중국인 FITs 증가에 따른 수혜 영역은? 아울렛에 주목

재방문 중국인 여행객의 소비 패턴을 보면 ① 재방문시 지출 규모가 첫 방문시 지출 규모보다 커지고, ② 총 쇼핑 지출액 내 패션 제품 지출 비중도 높아진다. 이를 보면 한국을 재방문한 중국인 여행객의 경우 상대적으로 쇼핑 목적이 큰 것으로 판단할 수 있다.

전체 중국 관광객 주요 쇼핑 품목

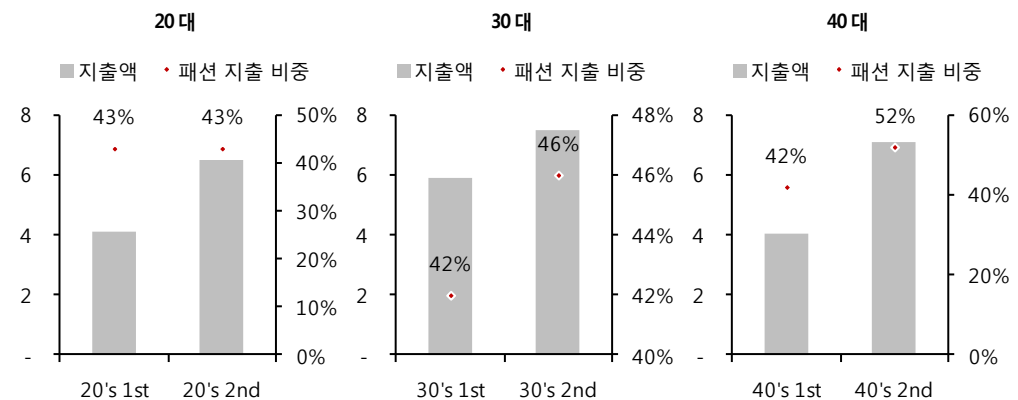
(단위: %)

향수/화장품	의류	식료품	피혁제품	인삼/한약재	신발류	김치	보석/액세서리	전자/전기제품	전통민예품
84.4	47.0	34.3	16.0	12.9	12.2	6.5	5.4	4.9	1.9

자료: 외래관광객실태조사(2015), SK 증권

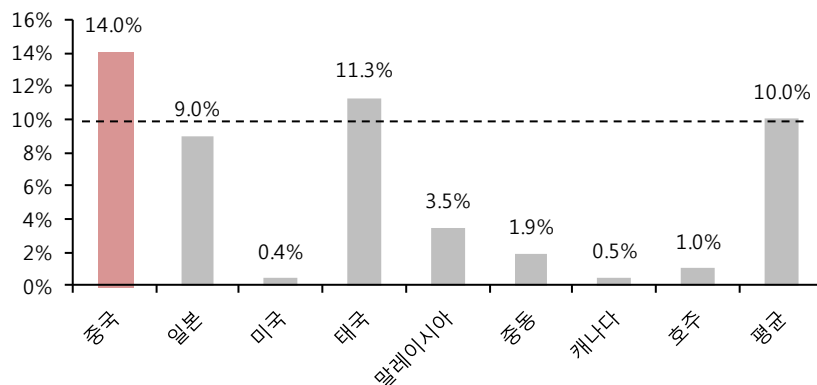
중국 관광객 ① 재방문 시 지출 &gt; 첫 방문 ② 전체 쇼핑액 대비 패션제품 지출↑

(단위: 천위안)



자료: 패션시장규모조사(2014), SK 증권

거주국별 쇼핑 목적 방한 비중, 중국이 상대적으로 높아



자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

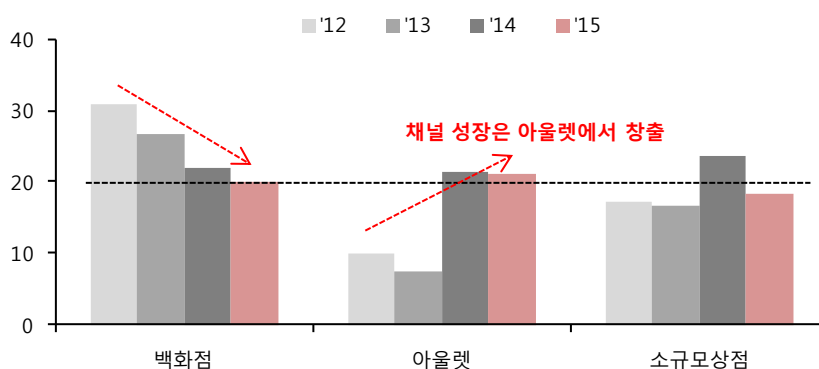
주석: 국가 나열 순서는 방한 외국인 비중이 높은 국가 순

쇼핑채널 별로 살펴보면 아울렛 방문 비중이 '14 년 처음으로 백화점 방문 비중을 추월했다. 2015 년 중 비중 확대가 정체되긴 했지만 이는 메르스 등의 영향이 컸던 탓으로 판단한다.

중국 바이두지수(Baidu Index, 중국 최대 검색엔진 바이두에서 특정 검색어에 대한 검색 빈도를 Index 로 나타낸 것)에서 '아울렛'의 검색 빈도는 '백화점'과 '면세점' 검색 빈도를 크게 상회하고 있다. 중국 내에서도 아울렛 문화가 확산되고 있고, 이러한 변화가 한국을 방문하는 중국 여행객에서도 나타나고 있는 것이다.

'14 년 중 중국 여행객 아울렛 방문 비중이 백화점 비중을 처음으로 추월

(단위: %)



자료: 문화체육관광부, SK 증권

바이두 인덱스 '아울렛' > '면세점' > '백화점' 순



자료: 바이두, SK 증권

## ④ 아울렛 성장에 따른 패션 3사 수혜 분석

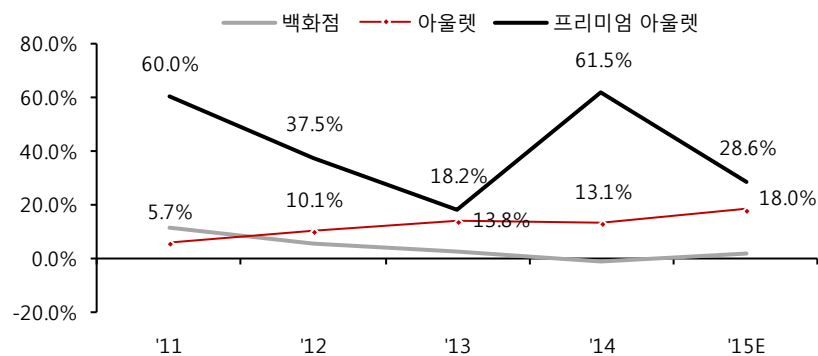
브랜드의 아울렛 입점  
→ 외형 성장

**아울렛 입점 수혜:** 아울렛 채널 성장에 따른 패션 기업 수혜의 첫 번째 영역은 브랜드 입점을 통한 매출액 증대이다.

소비자의 입장,  
유명브랜드 제품인데  
저렴하게 사니까 좋다

국내 경제의 저성장 국면이 장기화되면서 최고의 유통채널이었던 백화점의 성장률은 위축되었다. 반면, 유명 브랜드 제품을 비교적 저렴한 가격에 판매하는 아울렛이 고성장을 지속하고 있다. 소비자의 합리적 소비 행태 확산에 따라 같은 유명 브랜드 제품이지만 저렴한 가격에 판매하는 아울렛이 각광을 받고 있는 것이다.

채널별 매출 성장률, 정체된 국내 의류시장에서 아울렛 채널은 차별화된 성장이 가능한 영역



자료: 유통산업백서, 대한상공회의소, 삼성패션연구소, SK 증권  
주석: '14년 프리미엄 아울렛 성장률은 삼성패션연구소 전망치

기업의 입장,  
상대적으로 낮은 수수료 부담

동시에 '12년을 전후로 백화점이 소비진작을 위해 실시한 할인정책은 본격적인 ASP의 하락을 초래했다. 할인정책으로 인한 점당 매출 하락이 패션업체에게 수수료 부담으로 다가온 것이다. 기업 입장에서는 백화점보다 수수료가 상대적으로 낮은 아울렛 채널에 대한 매력도가 높아졌다.

## 프리미엄 아울렛

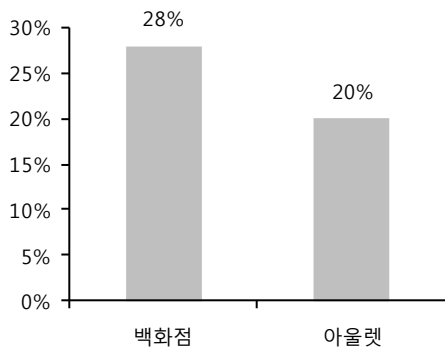
- ① 백화점 대비 크게 훼손  
되지 않는 마진 수준 유지와  
동시에
- ② 브랜드 이미지 훼손 없이  
재고 처리 가능

또한, 아울렛 채널 성장에 따라 기업 입장에서 아울렛 채널의 역할도 과거와는 크게 달라졌다.

기업입장에서 볼 때, 아울렛 채널은 프리미엄 아울렛 등장 이전에는 단순 재고 처리를 위한 채널에 불과했다. 의류 회사입장에서 P 하락의 마이너스 영향이 Q 증가의 플러스 영향보다 컸기 때문이다.

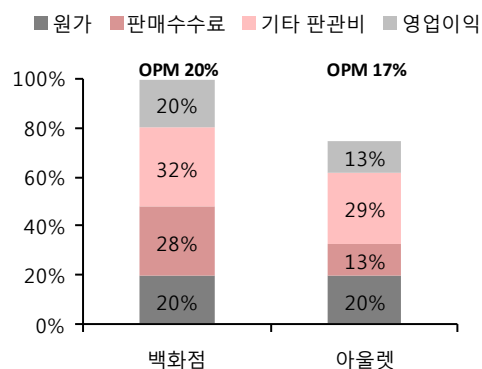
하지만, 고객 수요가 늘어나고 있는 명품 등 고가 브랜드를 입점시킨 프리미엄 아울렛의 등장으로 점당 매출이 증가했다. 점당 매출 증가(Q) 효과가 가격 하락(P) 효과를 상쇄하는 긍정적인 영향이 더 커진 것이다.

유통업체 수수료율



자료: 공정거래위원회, SK 증권

아울렛 OPM, 재고 처리 측면에서 긍정적



자료: SK 증권

아울렛 입점 수혜는,  
프리미엄에 입점 된 매장  
비중으로 산정

현재 수집 가능한 대형 패션사의 아울렛 매출액 데이터는 제한적이다. 따라서 아울렛 입점에 대한 패션 3사 수혜 정도는 프리미엄 아울렛을 기준으로 브랜드 노출도(‘프리미엄 아울렛 매장수/전체 매장 수’ 비율)를 산정해 살펴봤다.

프리미엄 아울렛을 기준으로 삼은 이유는 ① 일반 시티아울렛에 입점되지 않은 명품 등고가 브랜드를 백화점보다 싸게 구매할 수 있다는 이점이 있으며, ② 전통 있는 유명 브랜드를 선호하는 충성 고객의 비중이 높고, ③ 브랜드 수준이 높기 때문에 매출 규모 자체가 시티(City)형 대비 절대적으로 크기 때문이다.

브랜드 노출도를 기반으로 프리미엄 아울렛 입점에 기인한 영업이익을 추정했다.

#### 아울렛 영업이익=

개별기업의 전체 영업이익\*(아울렛 매장비중\*2.5 배)\*15% 디스카운트

① 2.5 배, 프리미엄 아울렛 S급 매장 매출 규모는 일반 S급 매장 최대 3배

② 15% 디스카운트, 일반 백화점 매장 대비 낮은 마진율로 디스카운트 적용

3사 수혜 정도는,  
한섬 > 신세계인터내셔널 >  
LF 순

SK 추정에 따르면 프리미엄 아울렛 입점 노출도는 한섬이 12%로 가장 높게 나타났다. 신세계인터내셔널, LF는 각각 8%, 6%이다.

노출도에 근거한 패션 3사(한섬, 신세계인터내셔널, LF)의 프리미엄 아울렛 창출 영업이익의 전체 이익 내 비중은 각각 26%, 17%, 13%로 추정된다.

‘15년 기준 패션 3사 프리미엄 아울렛 창출 영업이익 규모 추정

	한섬	신세계인터내셔널	LF
프리미엄 아울렛 매장 수(개)	74	68	83
전체 매장 수(개)	623	829	1350
프리미엄 아울렛 매장 비중	12%	8%	6%
프리미엄 아울렛에 기인한 영업이익 추정(억원)	210	34	102
전체 영업이익 내 프리미엄 아울렛 이익 비중	26%	17%	13%

자료: 각 사, SK 증권

주석: 1) 프리미엄 아울렛의 기준 및 입점브랜드는 유통 3사(롯데, 현대, 신세계) 홈페이지 공시 기준 2) 3사의 전체 아울렛 매출액 비중과 프리미엄 아울렛의 매장수 비중은 과리가 있을 수 있음

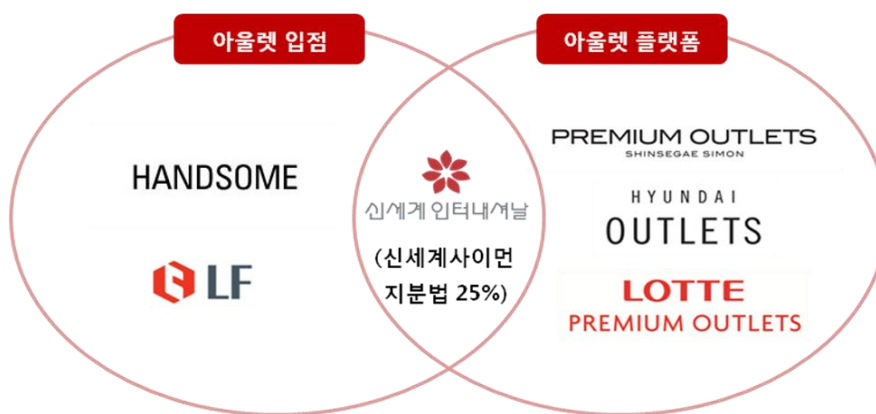


신세계인터내셔널  
아울렛 포맷 수혜가 가능한  
유일한 패션 업체

**아울렛 포맷 수혜:** 아울렛 채널 성장에 따른 패션업체의 수혜는 아울렛 입점을 통한 매출액 증대가 일반적이다. 그러나, 신세계인터내셔널은 아울렛 플랫폼 수혜가 가능하다.

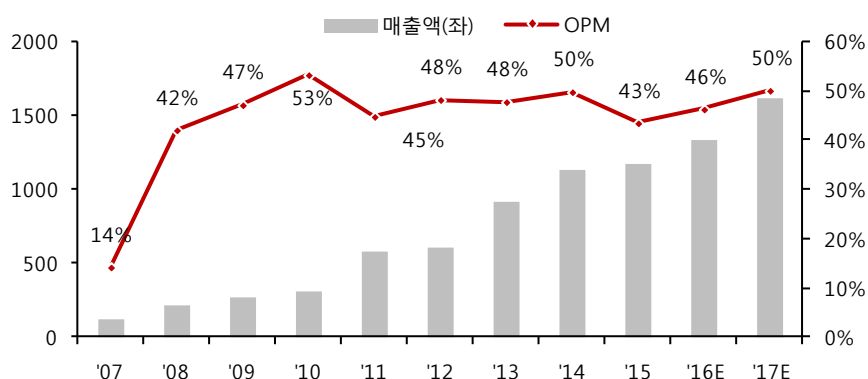
신세계인터내셔널은 신세계사이먼(신세계 프리미엄아울렛) 지분법 주식 25%를 보유하고 있다. 따라서 지분법을 통한 신세계사이먼 매출액(임대매출액) 수익 인식이 가능하다. 패션 3사 중 유일하게 아울렛 입점 및 아울렛 포맷의 투 트랙 수혜가 가능한 업체이다.

신세계인터내셔널, 아울렛 입점+아울렛 포맷의 투트랙 수혜가 가능한 유일한 패션업체



자료: SK 증권

신세계사이먼 매출액 추이



자료: 신세계사이먼, SK 증권

신세계인터내셔널의 세전이익 기준 신세계 사이먼 지분법 이익 기여도는 '15년 기준 34%에 달한다. 아울렛 채널이 산업 성장의 포인트가 될 것으로 예상 시점에서 주목할 만한 부분이다. 임대에 의한 매출 인식이기 때문에 마진율('15년 기준 43%)이 높은 것도 긍정적 요인이다.

신세계인터내셔널의 '16년 예상 세전이익 기준 사이먼 이익 기여도는 23%이다. '15년 할인판매와 광고성 행사로 낮아진 정상이 판매율이 회복되면서 영업이익률 개선('15년 43%, '16년 46%)을 전망한다. '17년 상반기에는 4년만의 신규 프리미엄 아울렛 출점(시흥)도 예정되어 있다. 영업면적 3.7만㎡로 여주 다음으로 큰 규모이다.

여주 아울렛의 '14년 매출액은 3,000억 원으로 추정된다. 영업면적과 현재 각 아울렛 매출액을 기준으로 추산한 시흥의 연간 매출액은 4,000억 원이다. 따라서 시흥점 오픈으로 인해 추가로 창출될 수 있는 지분법 영업이익은 약 200억 원 수준으로 추정된다.

신세계 프리미엄아울렛 현황

위치	오픈 시기	영업면적	SK증권 추정 매출액
여주	2007년 6월	2.6만㎡ (162.53만㎡ 확장)	3,000억원 내외
파주	2011년 3월	3.1만㎡	3,500억원 내외
부산	2013년 8월	3.3만㎡	3,800억원 내외
시흥(예정)	17년 상반기	3.7만㎡	4,000억원 내외

자료: 신세계사이먼, 언론보도, SK증권

주식: 여주아울렛 추정 매출액은 영업장 확장전 수치

## 2) 품목의 변화: 라이프스타일

### Next 성장 품목은, 라이프스타일

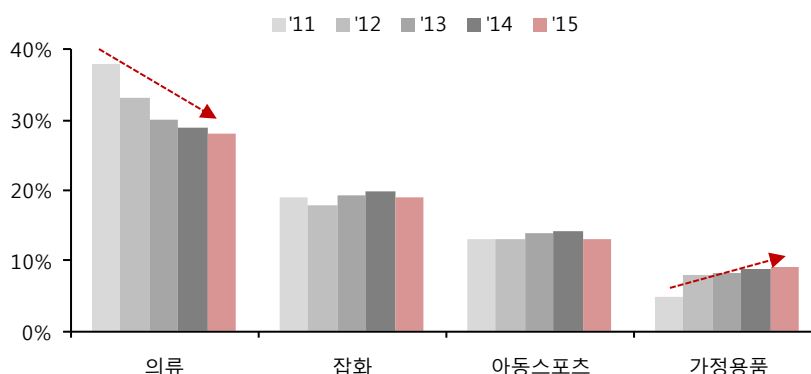
앞서 지적한 대로 최근 10년간 국내 의류 시장 점검에서 개별 기업 실적 차별화는 트렌드 변화(SPA → 아웃도어 → Next?)에 기인했다. 이러한 관점에서 볼 때, 최근 패션 카테고리 내 차별화된 성장을 기록중인 동시에 개별 기업의 신규 진입이 활발한 영역 중 하나는 ‘라이프스타일’이다.

라이프스타일이란 개인의 생활양식, 행동양식, 사고양식 등이 반영된 리빙(Living, 생활용품, 가구, 가전, 문구, 패션 등) 제품을 일컫는다. 최근 리빙 시장은 ‘홈 패션’이라는 개념으로 개인의 생활공간에서 자신의 개성을 표현하는 패션 영역의 또 다른 한 부분으로 통합되고 있다.

삼성패션연구소는 2014 년과 2015 년, 2 년 연속 유통업계 주요 키워드로 ‘라이프스타일 트렌드’를 선정했다. 업계에 따르면 향후 5 년에서 10 년 사이 각 산업분야의 기업 30~40%가 라이프스타일 시장에 진출할 것으로 전망하고 있다.

공신력 있는 기관에서 집계한 연속성 있는 국내 라이프스타일 시장규모 데이터는 아직 부재한 상황이다. 패션, 디자인, 가구, 생활잡화, 키친 등 시장이 분산되어 있기 때문이다. 다만, 저성장하고 있는 백화점 채널에서도 가정용품 관련 매출액 비중은 꾸준히 상승 중이라는 점을 감안하면 라이프스타일이 차별화된 카테고리인 것은 분명하다.

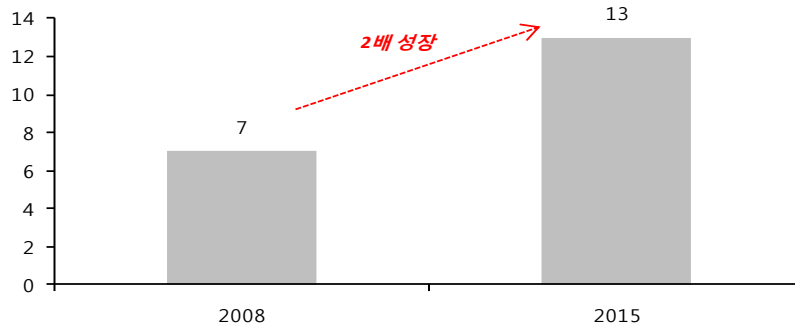
백화점 카테고리 별 매출 비중 추이



자료: 통계청, SK 증권

## 홈퍼니싱 시장 규모, 6년새 2배 성장

(단위: 조원)



자료: 통계청, SK 증권

주식: 홈퍼니싱이란 집 단장에 필요한 가구, 인테리어 제품 등을 포함

## 국내외 라이프스타일 브랜드 런칭 연도, '14년 이후 진출 활발



자료: 각 사, SK 증권

## 패션비즈가 추정한 라이프스타일의 영역과 규모



자료: 패션비즈, SK 증권

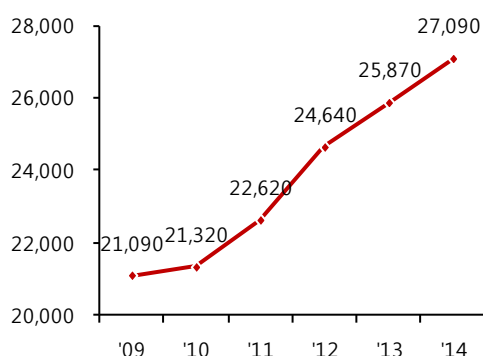
## ① 라이프스타일 성장요인

**1) 경제수준 향상:** 1인당 소득 3만달러 돌파는 높은 생활수준과 대외적으로 비중 있는 경제 규모를 동시에 갖춰 선진국 대열에 올라선다는 의미를 갖는다. 소비 여력 증대로 기본 생활 영위를 위한 의식주 소비 외에 개인의 여가/레저 등 소비에 대한 “휴(休)미(味)락(樂)” 니즈가 자연스럽게 발생하고 있다.

소득이 적고 많음을 떠나 작은 사치를 중시하는 경향도 높아졌다. 명품 백(Bag), 고급차 대신 디퓨저, 명품 향수, 고가 립스틱, 고급 디저트, 생활용품 등 ‘스몰 럭셔리’ 소비가 대세로 자리잡고 있다.

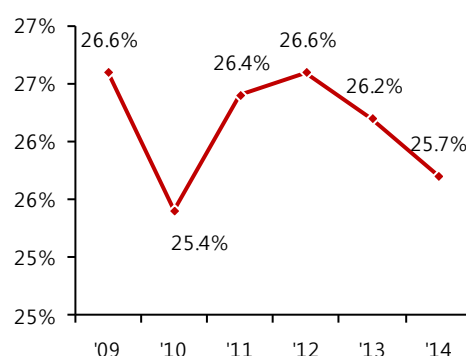
우리나라 1인당 국민소득 추이

(단위: 달러)



자료: World Bank, SK 증권

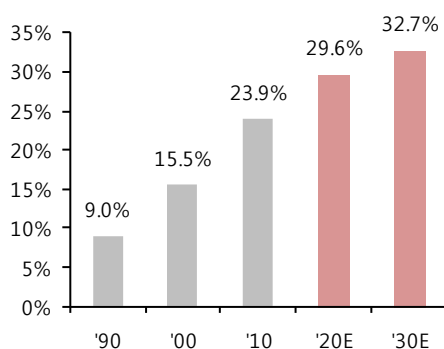
엔겔지수 추이



자료: 통계청, SK 증권

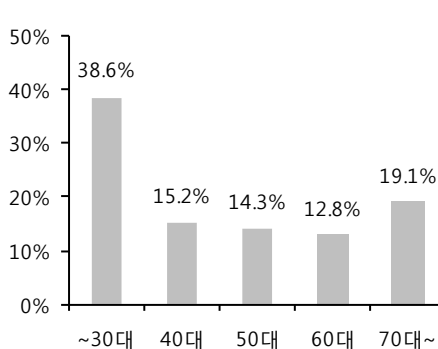
**2) 가구수 증가:** 우리나라 1인 가구 비중은 '90년 9.0%에서 '10년 23.9%로 OECD 국가 중 가장 빠른 증가세를 기록했다. 1인 가구의 증가는 전체 가구 수의 증가를 의미한다. 주거, 내구재 등 공유 가능한 소비재를 혼자 소비하기 때문에 홈패션 소비량을 늘리는 효과가 있다.

1인가구 증가



자료: 통계청, SK 증권

연령대별 1인 가구 비중



자료: 통계청, SK 증권

3) **교체수요 증가:** 인구고령화에 따라 ‘주택유지 및 수선’이 소비 증가가 가장 클 것으로 예상되는 품목으로 분석되었다. LG 경제연구소에 따르면 고령층은 젊은층 대비 상대적으로 자가 소유 경향이 높게 나타났으며 신규주택 구매보다는 노후 주택에 살며, 수리 관련 지출을 많이 하는 것으로 나타났다. ‘12 년 대비 ‘20 년 주택 관련 소비 증가 효과는 21%로 변화 영향이 가장 큰 품목이다.

2020년까지 인구구조 변화 영향이 큰 품목

(단위: %)

순위	품목	1인 가구화 효과	인구고령화 효과	전체 변화
1	주택유지 및 수선	2.2	124	20.8
2	곡물	12	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: LG 경제연구소 SK 증권

4) **소비형태의 변화:** SPA(Specialty store retailer of Private label Apparel Brand, 제조·유통 일괄형 의류 브랜드) 브랜드의 등장으로 패션시장의 판도가 크게 바뀌었다. 적은 돈으로도 충분히 stylish 한 최신 패션을 소비할 수 있게 되면서 합리적 소비에 대한 욕구가 자연스럽게 상승했다. 높아진 소비자들의 안목은 이제 패스트 패션에서 패스트 리빙 시장으로 이어지고 있다.

**5) 유통 스타일 변화:** 백화점 매출 하락과 SPA 브랜드 및 온라인 시장의 성장으로 백화점 내 단일브랜드의 상품 경쟁력(점당 매출이 하락)이 악화되었다. 이에 따라 유통사들은 대형, 복합 매장형태로의 스타일 전환을 진행 중이다.

이렇게 출점 스타일이 대형화되면서 넓어진 영업면적을 채울 수 있는 차별화된 MD의 필요성이 동시에 중요해지고 있다. 최근 신규 출점하는 쇼핑몰이나 아울렛 등에는 단순 패션(의류, 잡화 등) 브랜드의 입점 외 라이프스타일 매장, 아이들의 놀이공간, 휴식 공간 등이 일정 공간을 차지하고 있다. 유통사 채널이 단순 쇼핑 공간이 아닌 라이프스타일 공간으로 변화하고 있는 것이다.

이 과정에서 라이프스타일의 공급이 수요를 창출하고 있다. 대형 매장에 생활 공간 형식과 동일한 환경에 진열된 라이프스타일 제품을 간접 경험하면서 ‘나도 이런 공간을 소유하고 싶다’는 수요가 늘어나는 효과가 있다.

#### 브랜드 구성 다양화와 함께 대형화되는 쇼핑몰들

‘15.8 판교 현대



‘16.9 하남 신세계



자료: 각 사, SK 증권

#### 대형 매장을 활용해 생활공간을 간접 체험하도록한 라이프스타일 브랜드들

IKEA



JAJU



자료: 각 사, SK 증권



## ② 현황

## 국내 라이프스타일 업체 현황

유통망 수 기준 국내 기업 라이프스타일 사업 규모는 신세계인터내셔널의 JAJU 가 독보적으로 큰 상황이다. 하반기에는 패션업체 중 LF 가 라이프스타일 브랜드 ‘헤지스홈’을 런칭 할 예정이다. 헤지스홈의 상품 구성은 베딩이 60% 수준으로 홈패션 부문의 강점이 예상된다.

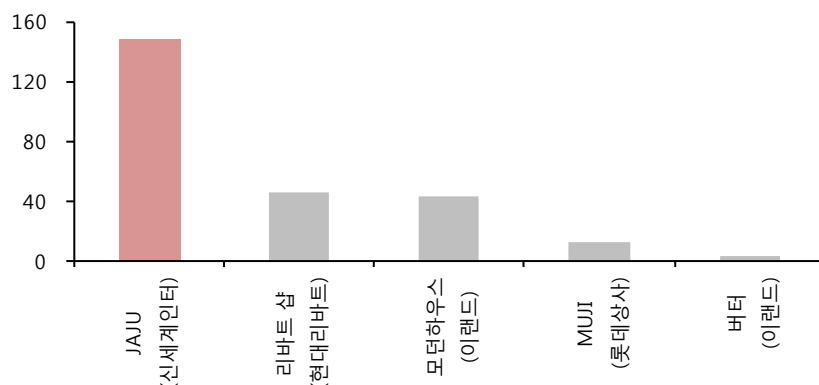
국내 기업 라이프스타일 진출 현황

기업명(해당섹터)	브랜드	런칭년도	주요품목	매장수(개)
신세계인터내셔널(의류)	JAJU	2010	생활용품, 패션	148
현대리바트(가구)	리바트스타일 샵	2010	가구, 인테리어 소품	46
롯데상사(유통)	MUJI	2003	생활용품, 패션, 음식료	13
이랜드(의류)	모던하우스	1996	생활용품	43
	버터	2013	생활용품, 문구	3
LF(의류)	헤지스홈	2016(예정)	생활용품, 문구, 홈패션	-
메트로시티(패션)	메트로시티 라운지	2016	핸드백, 생활용품, 문구	1

자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

라이프스타일 브랜드 출점 현황

(단위: 개)



자료: 각 사, 네이버 지도, SK 증권

## JAJU 채널 확보 능력(신세계) 우수

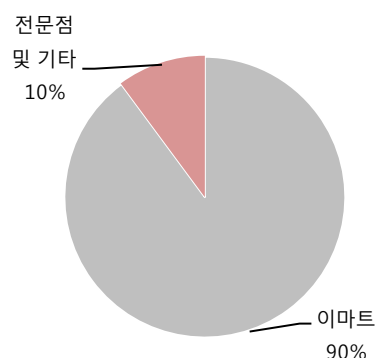
JAJU의 경쟁력은 유통채널 확보 능력이다. 자주의 유통망수가 기타 라이프스타일 브랜드 대비 독보적일 수 있는 이유는 유통 계열사인 신세계와의 시너지 때문이다.

JAJU는 이마트의 PB 브랜드로서 2000년 런칭 되었다가 2010년 계열사 내 MD 역할을 담당하는 신세계인터내셔널에 인수되어 2012년 단독브랜드로 재런칭 되었다. JAJU의 유통망 구성은 이마트 내 133개, 전문점, 백화점, 아울렛 등 기타 매장 15개이다.

## MUJI의 시작도 하이퍼마켓인 세이유가 전신

일본 내 라이프스타일 브랜드 강자 MUJI 역시 1980년 일본 대형 슈퍼마켓 체인인 세이유(西友)의 PB 브랜드로 시작되었다. 이후 일본 내 소득수준 향상과 라이프스타일 수요 확대에 따라 1989년 단독브랜드로 독립한 바 있다.

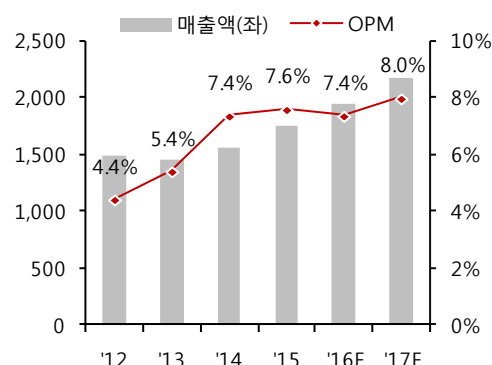
JAJU 유통망 구성



자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

JAJU 매출액 추이

(단위: 억원)



자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

## LF가 하반기 런칭 할 헤지스홈, 홈패션에 강점



자료: 패션비즈 SK 증권

## 글로벌 라이프스타일 업체, 자국 GNI 3 만불 돌파를 앞두고 런칭

우리나라에서 라이프스타일 사업을 영위하는 대표 글로벌 브랜드는 INDITEX의 ZARA Home 과 일본 MUJI 가 있다.

### ZARA Home 과 MUJI 의 국내 진출, 시장 성장 판단의 근거는?

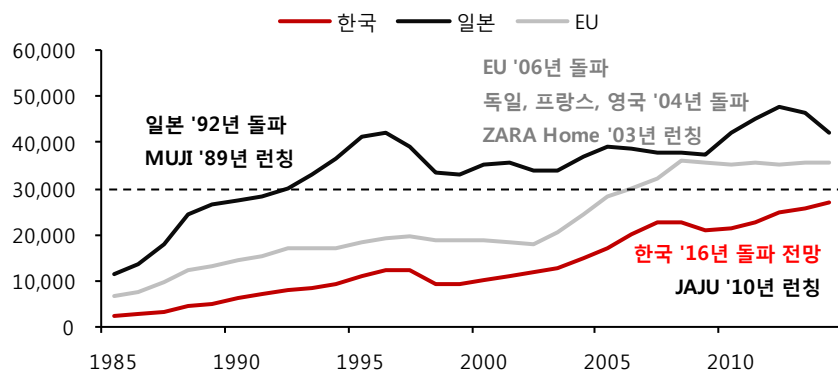
두 업체의 라이프스타일 시장 성장 판단의 근거는 무엇이였을까? 두 브랜드가 자국에서 브랜드를 런칭한 시기를 따져보니 모두 GNI 3 만 달러 돌파 직전인 것으로 나타났다.

독일, 프랑스, 영국은 모두 2004 년 1 인당 소득이 3 만 달러를 넘어섰다. 인디텍스(Inditex) 그룹은 그보다 1 년 앞선 2003 년 ZARA 홈(ZARA Home)을 런칭했다. ZARA 의 유럽 내 매출액 비중은 전체의 65%를 차지한다.

일본은 1992 년 1 인당 소득이 3 만 달러를 돌파했다. 일본 라이프스타일 브랜드 MUJI 는 이보다 3 년 앞선 1989 년에 세이유로부터 분리 독립해 본격적인 라이프스타일 사업을 시작했다.

스웨덴 이케아그룹의 이케아, 인디텍스의 ZARA 홈, H&M 그룹의 H&M Home 은 모두 '14 년 중 국내 시장에 진출했다. '14 년 당시 우리나라의 1 인당 국민 소득 3 만 달러 돌파 예상 시점은 '16 년으로 형성되어 있었다.

글로벌 라이프스타일 업체의 브랜드 런칭 시점은 1인당 국민소득 3만 달러 돌파 직전



자료: World Bank, SK 증권

주식: GNI(Gross National Income)는 한 나라의 국민이 일정 기간 생산활동에 참여한 대가로 벌어들인 소득의 합계로서, 실질적인 국민소득을 측정하기 위하여 교역조건의 변화를 반영한 소득지표

ZARA 홈과 MUJI 는 런칭 10 년이 넘는 브랜드임에도 불구하고 최근까지 높은 수준의 매출 성장을 지속 중이다. 두 기업의 매출액 성장은 유통망 확장에 기인했다.

**자라 홈, 지속성장의 이유**  
**해외로의 유통망 확대**

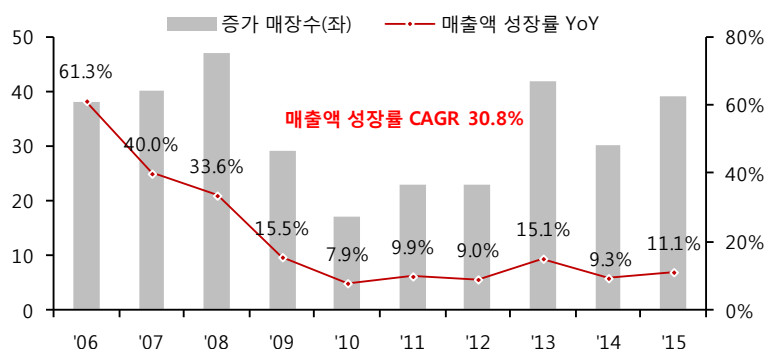
2016 년 기준 ZARA 홈은 런칭 14 년 차다. ZARA 홈의 최근 5 년 평균 매출액 성장률은 14%로 여전히 고성장 중이다. ZARA 의 경우 신규 출점 중에서도 해외로의 유통망 확장이 매출액 증대의 주요 요인으로 작용했다. ZARA 홈의 진출 지역수는 '06 년 25 개 유럽 국가에서 '15 년 45 개의 국가로 확대되었다.

**무지, 지속성장의 이유**  
**유통망 및 제품 라인업 확대**

2016 년 기준 MUJI 는 런칭 27 년 차다. MUJI 의 가정용품 카테고리 최근 5 년 평균 매출액 성장률은 9%이다. MUJI 의 외형성장은 카테고리 확장과 출점에 기인했다. MUJI 초기 제품은 가정용품 9 종, 식품 31 종 등 40 개 품목이었다. 그러나 마진율이 높은 가구 등 라인업 추가로 현재 취급 상품은 7,000 여 품목을 상회한다.

**ZARA Home 출점과 매출액 추이**

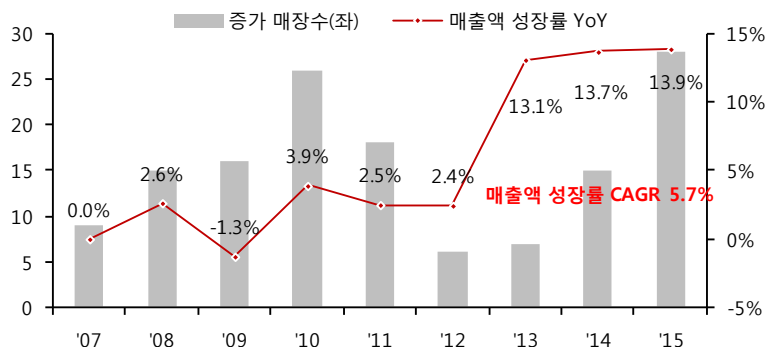
(단위: 백만 USD)



자료: INDITEX, SK 증권, 주식: 글로벌 기준

**MUJI 출점과 가정용품 카테고리 매출액 추이**

(단위: 억엔)



자료: Ryohin Keikaku, SK 증권, 주식: 매출액은 일본 국내 기준(글로벌 제외)

### 라이프스타일, 경쟁 심화에도 매출은 여전히 성장, 시장 성장 초기단계로 판단

국내 라이프스타일 시장은 도입기를 거쳐 성장 초기 단계에 진입한 것으로 판단한다. 산업의 성장 초기라고 판단하는 근거는 두 가지 이다.

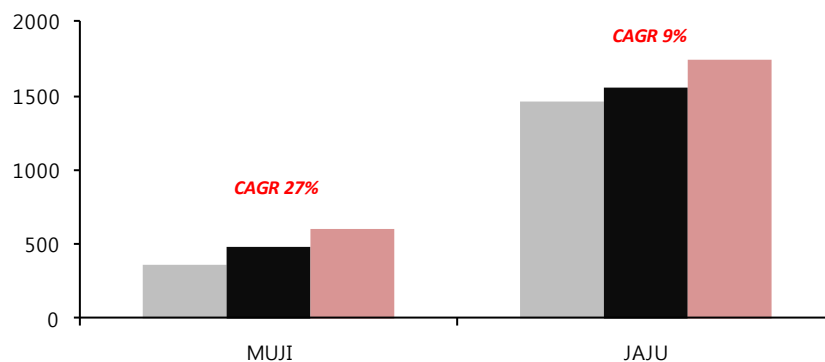
첫 번째, 기업의 진입이 활발하게 진행 중이다. '14 년은 이케아, ZARA Home, H&M Home 등 글로벌 라이프스타일 브랜드의 국내 진출이 활발한 시기였다. '16 년은 국내 라이프스타일 브랜드(LF의 헤지스홈, 메트로시티의 메트로시티 라운지 등)가 생겨나기 시작했다.

두 번째 근거는, 신규 브랜드 진입에도 기존 브랜드의 매출액 성장이 꺾이지 않았다는 것이다. 이는 공급대비 수요의 증가 효과가 더 크다는 것을 의미한다.

현재 라이프스타일 산업은 기업의 진입은 있으나 ① 경쟁 심화로 인한 매출액 역성장, ② 가격 경쟁과 ASP 하락에 따른 마진 훼손 등이 나타나지 않았다. 따라서 개별 브랜드의 경쟁은 과열단계 전(前)이며, 초기 시장 선점이 중요한 성장 초기 단계인 것으로 판단한다. 이는 뒤늦게 시장에 뛰어든 업체에게도 아직 기회가 있음을 의미한다.

신규 사업자 진입에도 꺾이지 않은 기존 브랜드의 매출액 성장률

(단위: 억원)



자료: 각 사 SK증권

## 변화가 예상되는 부분

### 제품 라인업 다양화

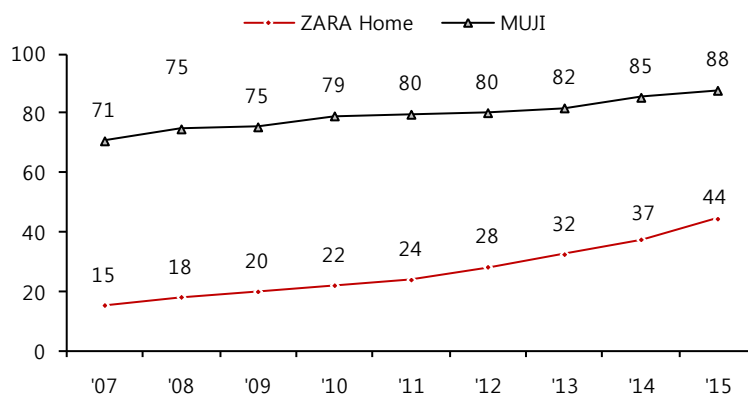
브랜드가 성숙할수록 제품의 카테고리는 가구 등 부피가 크고 마진이 좋은 제품으로 확대된다. MUJI의 상품별 매출액 구성은 생활용품 비중이 53%로 절반 이상인데, 그 중 가구 매출비중이 60%에 달한다.

### 대형화

상품 카테고리 내 대형 상품 비중이 높아지면 매장 내 할애 면적도 자연히 증가하게 된다. 가구 매출 비중이 높은 MUJI의 매당장 평균 면적은 '15년 기준 88 평이다. ZARA Home의 평균 매장 면적도 10년 사이 3배 가까이 증가했다. ZARA Home의 가구 카테고리는 아직 티테이블, 스톨과 같은 소형 제품에 국한되어 있는데도 그렇다.

ZARA Home, MUJI 매당장 평균 면적, 카테고리 다양화에 따라 매당장 면적도 확대

(단위: 평)



자료: Ryohin Keikaku, SK 증권

### 3) 유통 트렌드 변화

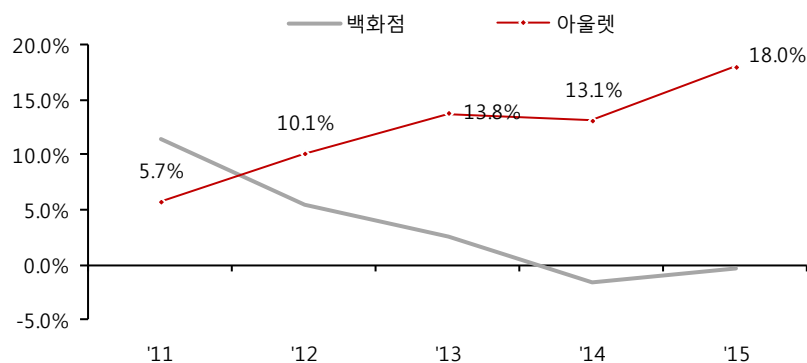
#### 유통 3 사 전략, 백화점 → 아울렛, 복합몰 채널 확대

유통사의 출점 스타일이 아울렛, 복합몰 등으로 다양해지고 있다. 백화점에서 창출할 수 있는 이익 규모에 대한 고민이 많아졌기 때문이다. 백화점은 지점 수 확대 및 수수료를 인상이 제한적이다. 동시에, 온라인 채널이 부상하고, 대형 면적을 차지하는 SPA 브랜드 등장으로 중고가 브랜드 입점 위주인 백화점 채널의 상대적인 매력도 역시 하락했다.

또한, 아울렛 및 대형 쇼핑몰의 부상은 앞서 언급한 패션 산업의 성장 포인트 ① 고객의 변화(중국인 → 아울렛), ② 카테고리의 변화(라이프스타일 → 대형화)와도 일맥 상통한다.

올해 대형 유통사들이 오픈한 신규 채널도 이러한 트렌드를 상당부분 반영하고 있다. 올해 상반기 현대에서 오픈한 신규 채널 3 곳은 프리미엄 아울렛이 1 곳, 시티 아울렛이 2 곳이다. 하반기 3 곳의 채널 오픈이 확정된 신세계도 복합쇼핑몰이 2 곳, 백화점이 1 곳이다.

채널별 매출액 성장률, 백화점 채널의 상대적 매력도 하락, 아울렛의 부상



자료: 유통산업백서, 대한상공회의소, SK 증권



## 의류사 Q 확대 기본 형태는 신규브랜드 런칭 or 출점

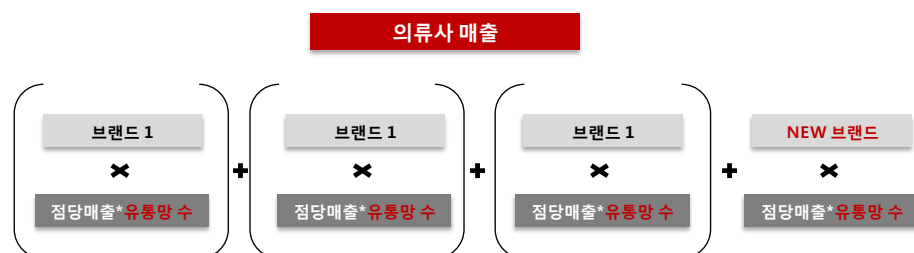
### 신규브랜드 런칭

의류기업 외형확대의 기본 형태 첫 번째는 신규브랜드 런칭이다. 브랜드 라인업 확대를 통해 외형 창출의 가짓수를 늘리는 것이 외형확대의 기본이다. 다만 신규브랜드 런칭은 통상 1~2 년의 브랜드 개발 준비기간, 브랜드 출시 이후 BEP 달성(평균 2~3 년)까지에도 일정 시간이 소요 된다.

### 출점

두 번째는 기존 보유 브랜드의 추가 출점 이다. 최근 유통사의 신규 채널 확대는 패션사의 기존 브랜드 추가 출점 수혜로 이어진다. 기존 브랜드라는 것은 이미 시장에서 검증 받은 브랜드라는 것을 의미하며, 새로운 상권으로의 출점은 일반적으로 외형확대로 이어진다.

의류사 매출 구조, 새로운 브랜드 런칭 또는 유통망 수 확대가 Q 확대 요인

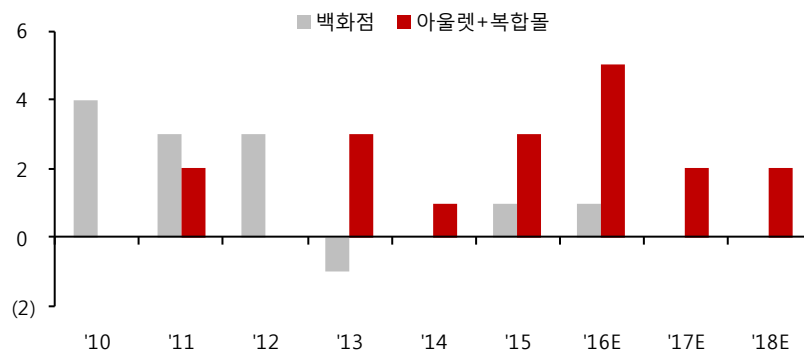


자료: SK 증권

최근 백화점 매출 부진으로 유통사의 백화점 채널 확대는 '13 년 이후 제한적이었다. 따라서 의류사의 백화점 출점 확대를 통한 외형성장도 제한적일 수 밖에 없었다. 최근 유통사의 아울렛, 복합몰로의 소매 채널 확대는 의류사의 출점을 통한 외형확대에 긍정적 요소로 작용할 전망이다.

백화점, 아울렛 출점 순증

(단위: 개)



자료: 각 사 통계청, SK증권

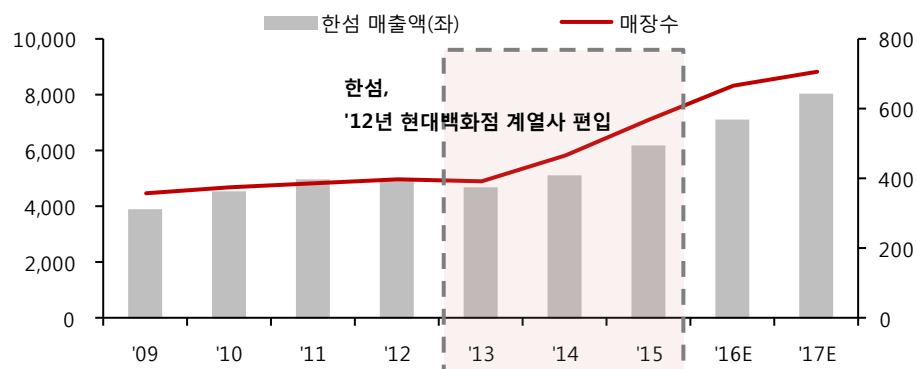
### 최근 유통사 출점, 상대적으로 captive 유통채널 있는 의류사에 수혜

유통사 입장에서 의류 MD에 일종의 수직계열화가 유리하다. 백화점 매출에서 40%로 절반 가까운 매출 비중을 차지하는 카테고리는 의류이기 때문이다. 따라서, 유통사 출점은 상대적으로 captive 유통채널이 있는 대형 패션사에게 유리하다.

특히, 대형 패션사(한섬, LF, 신세계인터내셔널) 중 한섬, 신세계인터내셔널은 유통사 출점에 대한 수혜가 큰 업체이다. 현대백화점, 신세계 등 유통계열사와 시너지가 가능하기 때문이다. 실제로 유통사(롯데, 신세계, 현대) 프리미엄 아울렛 기준, 같은 계열사의 패션사 의류 브랜드 입점수는 최대 18개였으며, 비계열사 패션 업체의 브랜드인 경우에는 입점수가 최저 3개였다.

현대백화점 계열사 편입 이후 한섬 매출액 및 매장수 증가

(단위: 억원, 개)



자료: World Bank, SK 증권

‘16 년 하반기 이후 유통사 출점으로 인해 가장 큰 수혜를 볼 업체는 신세계인터내셔널로 판단한다. ‘16 년 하반기~’18 년 까지 신세계의 출점이 지속될 것이기 때문이다. 6 월 오픈이 예정된 신세계 김해 백화점(신축) 기준 신세계인터내셔널의 입점 가능 브랜드 수는 15 개 내외로 추정된다.

신세계, '16 년부터 본격적인 출점 사이클 진입

	'14년	'15년	'16년	'17년	'18년
신세계		2월 여주 프리미엄 아울렛 (리뉴얼/증축)	2월 강남 백화점 (리뉴얼/증축)	시흥 프리미엄 아울렛	대전 복합쇼핑몰
			3월 부산 백화점 (리뉴얼/증축)	고양 복합쇼핑몰	청라 복합쇼핑몰
			5월 서울 시내면세점		본점 백화점(리뉴얼)
			6/23 김해 백화점		
			9월 하남 복합쇼핑몰		
			12월 동대구 복합쇼핑몰		
현대	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 각 사, SK 증권 정리

### 3. 탑픽 및 밸류에이션

신세계인터내셔널에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 91,000 원으로 분석을 개시하고, 대형 패션업체 중 최선호주로 제시한다. 목표주가 91,000 원은 SOTP 방식으로 산출했으며 '17 년 예상 EPS 기준 16 배 수준이다.

현재 주가수준은 '17, '18 년 PER 이 10.6 배, 9.0 배로 성장성 대비 저평가되어 있다고 판단한다. '17 년 연결 매출액 11,763 억원(+ 9.7% YoY), 영업이익 436 억원(+ 69.1% YoY)을 예상한다.

한섬에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 53,000 원을 제시하고, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '16~17 년 평균 EPS 기준 목표 PER 18 배를 적용했다.

현주가는 '16 년, '17 년 기준 PER 이 각각 15.3 배, 12.9 배다. 내수의류 대형 3 사 평균 PER 대비 약 7% 고평가 상태이다. 하지만 이는 부진한 국내 의류 시장 상황에도 동사 매출액 성장률이 최근 2 년 평균 15%를 기록했기 때문이다.

LF 에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 29,000 원을 제시하고, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '16~17 년 평균 EPS 기준 목표 PER 12 배를 적용했다.

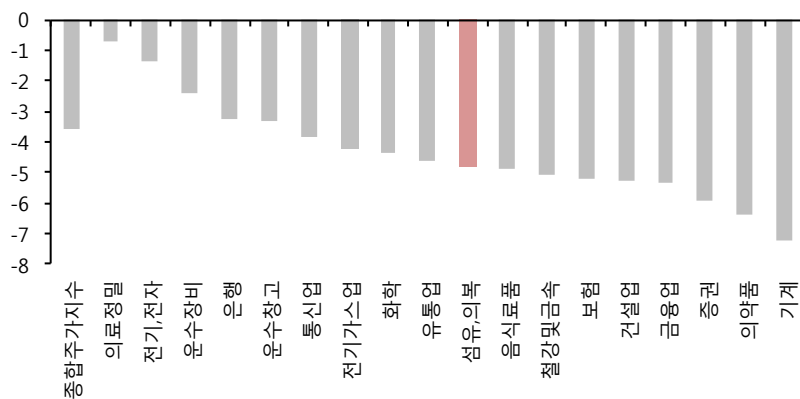
패션 3 사 투자매력도(圖)

		신세계인터내셔널	한섬	LF
<b>Top pick</b>	신세계인터내셔널 ① 의류 산업 성장 포인트(아울렛 라이프스타일 계열사 출점) 보유 ② 살로몬(적자브랜드) 철수로 '16년 하반기부터 U자형 실적 턴어라운드 구간 돌입			
<b>Gross Point</b>	① FITs 확대	◎	◎	△
	② 라이프스타일	◎		○
	③ 유통사 출점	◎	◎	
<b>3Y CAGR EPS Growth('15~'17)</b>		31.5%	18.2%	19%
<b>17F PER(x)</b>		10.6	12.9	8.9

자료 각 사, SK 증권

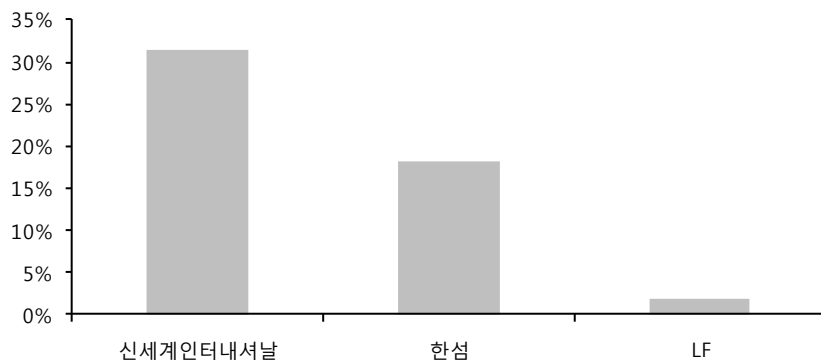
의류섹터, 연초대비 수익률 -5%

(단위: %)



자료: Quantwise, SK 증권

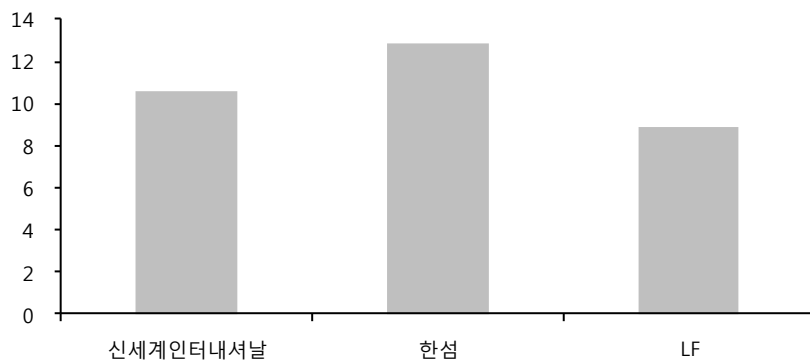
패션 3사 3Y CAGR EPS Growth



자료: World Bank, SK 증권

패션 3사 17F PER

(단위: 배)



자료: World Bank, SK 증권

# 신세계인터내셔널(031430/KS)

## 사 모을 시점

**매수(신규편입)**

**T.P 91,000 원(신규편입)**

**Analyst**

**조은애**

goodkid@sk.com

02-3773-8826

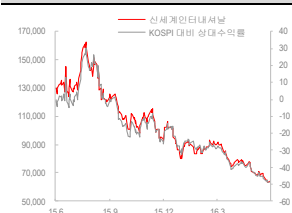
### Company Data

자본금	357 억원
발행주식수	714 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,527 억원
주요주주	
(주)신세계(외3)	67.98%
국민연금공단	9.79%
외국인지분율	1.70%
배당수익률	0.90%

### Stock Data

주가(16/06/20)	63,400 원
KOSPI	19534 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	163,000 원
52주 최저가	63,300 원
60일 평균 거래대금	18 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-17.7%	-17.0%
6개월	-33.5%	-32.7%
12개월	-48.0%	-45.9%

투자자의견 매수, 목표주가 91,000 원으로 커버리지를 개시하고, 내수 대형 패션업체 중 동사를 최선호주로 제시한다. 동사는 '17 년 본격적인 실적 성장 구간에 돌입한다. 실적 개선은 ① 신세계사이먼 외형 및 이익 증가, ② JAJU 출점 가속화 및 수익성 개선, ③ 살로몬 영업철수에 따른 기저효과에 기인한다.

### ‘17 년 기준 예상 매출액 1.2 조원, 영업이익 436 억원 전망

동사는 살로몬 영업철수가 마무리되고 영업이 정상화되는 '17 년을 주목해야 한다. '17 년 기준 매출액 1.2 조 원(+9.7% YoY), 영업이익 436 억 원(+69.1% YoY)을 전망한다. '17 년은 ① '16 년 기저효과와 ② 신세계그룹 유통채널 확대에 따른 강한 출점 수혜가 가능할 전망이다.

### 사이먼, JAJU, 국내브랜드 수익개선이 투자포인트

'15 년 기준 동사의 사이먼(아울렛)과 JAJU(라이프스타일) 사업부 이익 규모는 전체 이익규모의 68%를 차지한다. '15 년 실적 부진 주요 요인이었던 국내브랜드 사업부 실적도 살로몬 영업철수 마무리로 하반기 턴어라운드에 돌입할 전망이다. 해외브랜드 수익성 악화에 대한 우려보다도, 이익기여도가 높은 신세계사이먼과 라이프스타일 부문의 고성장에 주목할 시점이다.

### 투자자의견 “매수” 및 목표주가 91,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 목표주가 91,000 원, 투자자의견 “매수”로 커버리지를 개시한다. 목표주가 91,000 원은 SOTP 방식으로 산출했으며 '17 년 예상 순이익 기준 PER 16 배 수준이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,031	9,119	10,052	10,722	11,763	12,756
yoy	%	1.6	13.5	10.2	6.7	9.7	8.5
영업이익	억원	221	159	199	258	436	507
yoy	%	-28.4	-28.2	25.6	29.3	69.1	16.4
EBITDA	억원	399	419	513	626	805	888
세전이익	억원	391	258	255	348	591	691
순이익(지배주주)	억원	324	204	211	249	432	504
영업이익률%	%	2.8	1.7	2.0	2.4	3.7	4.0
EBITDA%	%	5.0	4.6	5.1	5.8	6.8	7.0
순이익률	%	3.9	2.1	2.1	2.3	3.7	4.0
EPS	원	4,537	2,863	2,958	3,490	6,045	7,061
PER	배	19.8	39.8	34.7	18.3	10.6	9.0
PBR	배	1.5	1.8	1.6	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	21.6	26.9	20.9	12.7	9.3	8.0
ROE	%	7.7	4.6	4.6	5.3	8.6	9.2
순차입금	억원	2,160	3,102	3,372	3,329	2,941	2,529
부채비율	%	73.2	97.4	96.7	92.7	83.8	77.7



## 1. 투자포인트

동사 투자포인트는 ① 신세계사이먼 지분가치 상승, ② 라이프스타일 사업부 성장, ③ 살로몬 영업철수에 따른 수익성 개선이다.

동사의 사이먼과 JAJU(라이프스타일) 사업부 이익 규모는 이미 동사 전체 이익규모의 2/3 가 넘는다. '15 년 실적 부진의 주요 요인이었던 국내브랜드 사업부 실적도 살로몬 영업철수 마무리로 하반기 턴어라운드에 돌입할 전망이다. 해외브랜드 수익성 악화에 대한 우려보다도, 이익 기여도가 높은 라이프스타일과 신세계사이먼 부문의 고성장에 주목할 시점이다.

JAJU 는 동사가 운영하는 라이프스타일 브랜드 사업이다. 중단기적으로 JAJU 는 출점 효과와 영업이익률 개선('16 년 7.4% → '17 년 7.9% → '18 년 8.1%)에 따른 캐시카우로서의 역량 강화가 투자포인트이다. 장기적으로는 라이프스타일 산업이 본격적인 성장 단계에 진입하면서 출점 효과를 넘어서는 외형 및 이익성장이 가능할 전망이다.

'15, '16F, '17F JAJU 영업이익은 133 억원(+ 15.2% YoY), 143 억원(+ 7.8% YoY), 173 억원(+ 21.4% YoY)이다.

신세계사이먼은 동사가 지분법(25%)으로 인식하는 프리미엄 아울렛 운영 사업이다. 프리미엄 아울렛은 백화점 채널의 역성장 구간에서도 최근 3 년 평균 36% 성장한 소매 유통 채널이다. 신세계사이먼은 내년 상반기 시흥점을 오픈하면서 총 4 개(여주, 파주, 부산, 시흥)의 프리미엄 아울렛 채널을 보유하게 된다.

'15, '16F, '17F 신세계사이먼 영업이익은 508 억원(-9.4% YoY), 585 억원(+ 15.4% YoY), 785 억원(+ 34.1% YoY)이다.

사업부별 영업이익률 및 이익기여도 정리, 높은 비중의 JAJU와 아울렛(신세계사이먼) 이익기여도

	'15	'16E	'17E	'17년 이익기여도	근거
<b>이익 규모(억원)</b>	<b>302</b>	<b>372</b>	<b>593</b>	<b>100%</b>	
영업이익(연결)	199	252	436	74%	
관계기업투자손익	103	119	157	26%	
<b>연결 영업이익률(%)</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.3%</b>		
해외브랜드	4%	2%	2%	17%	채널확대, 수입대행(면세점 등)
국내브랜드	-4%	-1%	2%	14%	살로먼 브랜드 중단
<b>라이프스타일</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>30%</b>	<b>꾸준한 캐시카우</b>
통보이	4%	5%	6%	13%	성장사업부
비디비치	-35%	-14%	6%	1%	BEP 달성
<b>관계기업 영업이익률(%)</b>					
<b>신세계사이먼</b>	<b>43%</b>	<b>45%</b>	<b>48%</b>	<b>21%</b>	<b>메르스 기저효과, 중국인 FITs은 +a</b>
몽클레르	15%	15%	15%	5%	

자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

## 1) 아울렛 채널 플랫폼 수혜가 가능한 유일한 패션업체

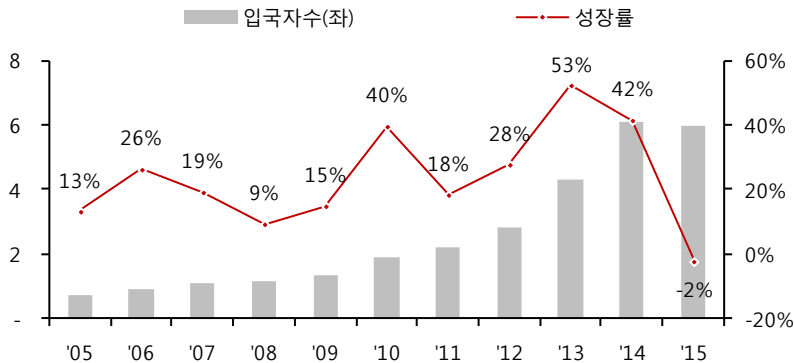
‘12~’15 년 연평균 국내 의류 소매판매액 성장률은 2.3%로 정체에 가깝다. 동기간 국내 가계 최종소비지출 성장률은 3.1%이다. 수요와 공급 측면에서 보았을 때 수요(소비자)가 정체된 상황이다.

반면, 국내 소비지출에서 꾸준히 비중이 확대되고 있는 영역이 있다. 바로 외국인의 국내 소비지출이다. ‘14 년 기준 최종소비지출 내 외국인 비중은 처음으로 2%를 돌파했으며 지출 규모 성장률은 22.4%를 기록했다.

특히, 방한 외국인 중에서 압도적인 비중을 차지하는 국가는 중국이다. 최근 중국인의 국내 입국 형태는 자유여행이 60%를 넘어 압도적이다. 따라서, 고객(수요) 측면에서 보았을 때, 향후 의류산업의 성장 포인트가 될 요인은 중국인 FITs(Free and Independent Travelers) 증가로 판단된다.

‘15 년 메르스 사태에서도 확인된 중국인 여행객의 소비시장 내 역할

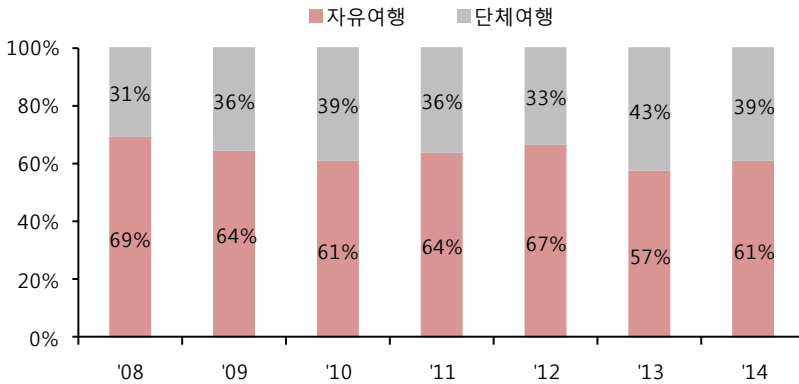
(단위: 백만명)



자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

주: '15 년 메르스 사태로 전체 외국인 입국자수 성장률 -6.7%(YoY) 기록

**방한 중국인 자유여행 및 단체여행 비중 추이: 평균 63%로 높은 수준 유지 중**



자료: 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 자유여행객의 특징은 젊은 연령층 비중이 높고, 방한경험이 있는 것으로 나타났다. 이들 소비패턴은 재방문 시 총 쇼핑 지출에서 47%를 의류소비에 지출했으며, 재방문시 지출규모가 첫 방문시보다 더 컸다.

**전체 중국 관광객 주요 쇼핑 품목**

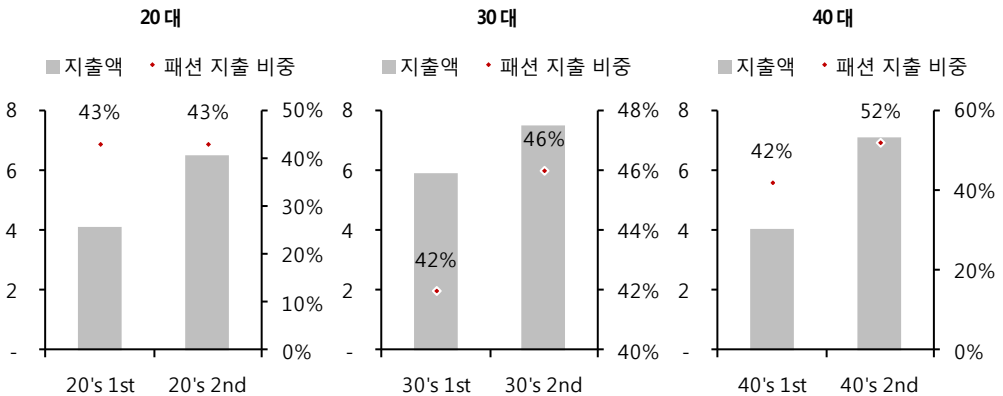
(단위: %)

향수/화장품	의류	식료품	피혁제품	인삼/한약재	신발류	김치	보석 /액세서리	전자 /전기제품	전통민예품
84.4	47.0	34.3	16.0	12.9	12.2	6.5	5.4	4.9	1.9

자료: 외래관광객실태조사(2015), SK 증권

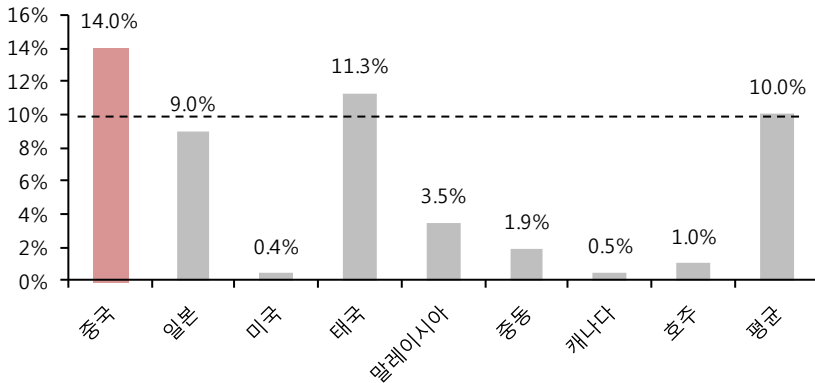
**중국 관광객 ① 재방문 시 지출 > 첫 방문, ② 전체 쇼핑액 대비 패션제품 지출 ↑**

(단위: 천위안)



자료: 패션시장규모조사(2014), SK 증권

거주국별 쇼핑 목적 방문 비중, 중국이 상대적으로 높아



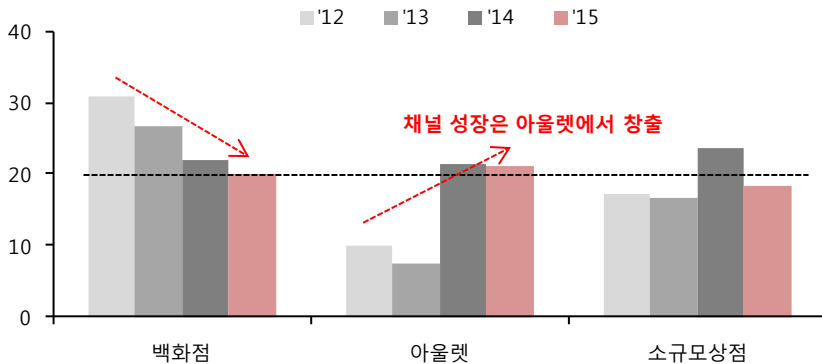
자료: 관광지식정보시스템, SK 증권

주석: 국가 나열 순서는 방문 외국인 비중이 높은 국가 순

쇼핑채널별로 살펴보면 아울렛 방문 비중이 '14 년에 처음으로 백화점 방문 비중을 추월했다. 중국 바이두지수에서도 '아울렛'의 검색 빈도는 '백화점'이나 '면세점' 검색 빈도를 크게 상회하고 있다. 중국 내에서도 아울렛 문화가 확산되고 있고, 이러한 변화가 방문 중국인 여행객에서도 나타나고 있는 것이다.

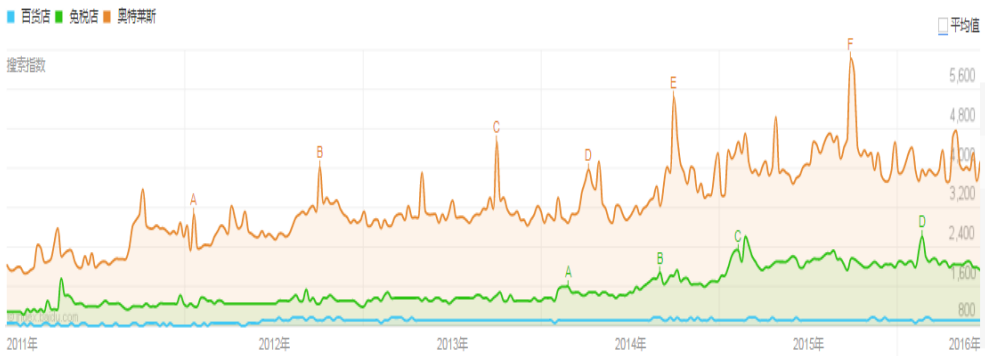
'14 년 중 중국 여행객 아울렛 방문 비중이 백화점 비중을 처음으로 추월

(단위: %)



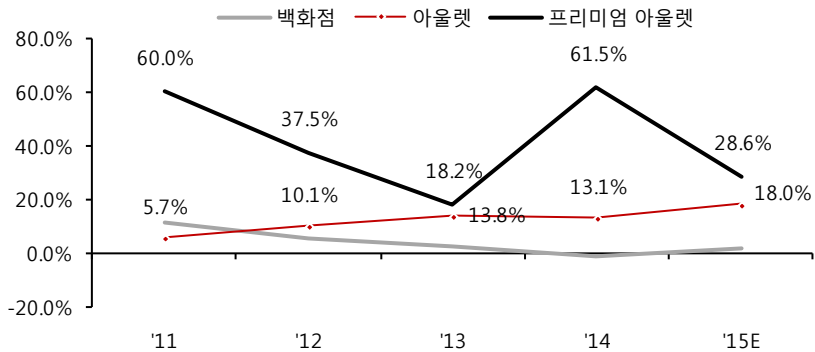
자료: 문화체육관광부, SK 증권

## 바이두 인덱스, '아울렛' > '면세점' > '백화점' 순



자료: 바이두, SK 증권

## 채널별 매출 성장률, 아울렛 채널은 정체된 국내 의류시장에서 차별화된 성장이 가능한 영역



자료: 유통산업백서, 대한상공회의소, 삼성패션연구소, SK 증권

주석: '14년 프리미엄 아울렛 성장률은 전망치

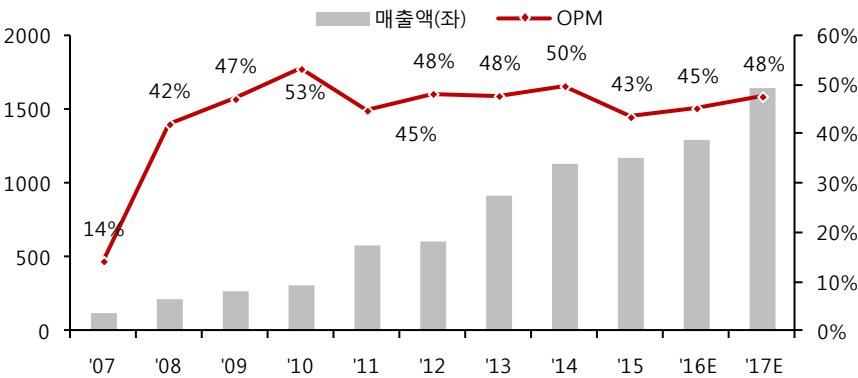
동사는 아울렛 채널 성장에 따른 플랫폼 수혜가 가능한 유일한 패션업체이다. 동사는 신세계사이먼 지분(25%)을 통해 신세계사이먼 매출액(임대수입)에 대한 수익을 인식한다. 패션 3사 중 유일하게 아울렛 입점 및 아울렛 플랫폼의 투트랙 수혜가 가능하다.

신세계인터내셔널, 아울렛 입점+아울렛 포맷의 투트랙 수혜가 가능한 유일한 패션업체



자료: 각 사, SK 증권

신세계사이먼 지분법 매출액 추이, '16~'17년 신규 출점 및 기저효과에 따른 수익 개선이 전망 (단위: 억원)



자료: 신세계사이먼, SK 증권

### 신세계 프리미엄아울렛 현황

위치	오픈 시기	영업면적	SK증권 추정 매출액
여주	2007년 6월	2.6만㎡ (16.2 5.3만㎡ 확장)	2,500억원 내외
파주	2011년 3월	3.1만㎡	3,000억원 내외
부산	2013년 8월	3.3만㎡	3,200억원 내외
시흥(예정)	17년 상반기	3.7만㎡	3,600억원 내외

자료: 신세계사이먼, SK 증권

주석: 여주아울렛 추정 매출액은 영업장 확장전 수치



## 2) JAJU, 추가적인 이익 개선으로 캐시카우로서의 역량 강화

중단기적으로 JAJU 사업부는 추가 출점 및 영업이익률 개선('15 년 7.6% → '16 년 7.7% → '17 년 8.3%)에 따른 캐시카우로서의 역량 강화가 투자포인트이다. '16 년 중 JAJU 는 10 개 내외(이마트 및 복합몰)의 추가 출점이 이루어 질 것으로 예상된다.

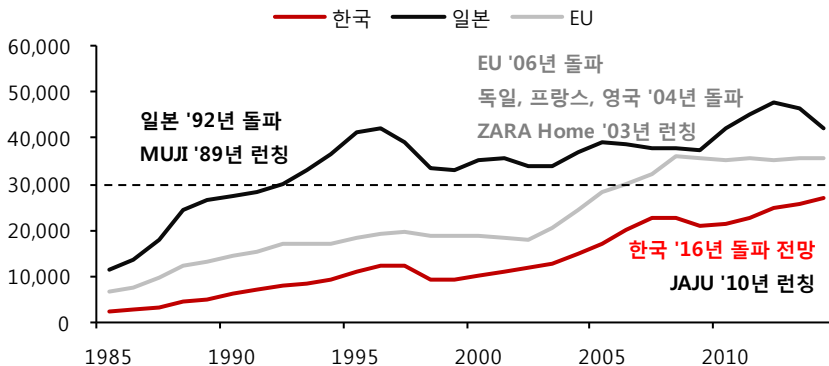
JAJU 사업부 실적 예상

	'12	'13	'14	'15	'16E	'17E
매출액(억원)	1,491	1,459	1,563	1,746	1,939	2,173
YoY(%)	-	-2%	7%	12%	11%	12%
영업이익	66	79	115	133	143	173
OPM	4.4%	5.4%	7.4%	7.6%	7.4%	8.0%
매장수(개)	128	134	138	148	158	170
점당 매출(억원)	11.6	10.9	11.3	11.8	12.3	12.8

자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

장기적으로는 라이프스타일 산업 자체가 성장에 돌입하는 것에 따른 수혜를 전망한다. 이는 글로벌 라이프스타일 업체의 브랜드 런칭 시기에 근거한다. 라이프스타일 대표 글로벌 브랜드(MUJI, ZARA Home) 모두 자국 GNI 3 만불 돌파를 앞두고 브랜드를 런칭했다. 우리나라는 '16 년 GNI 3 만 달러 돌파가 예상된다.

글로벌 라이프스타일 업체의 브랜드 런칭 시점은 1 인당 국민소득 3 만 달러 돌파 직전



자료: World Bank, SK 증권

주석: GNI(Gross National Income)는 한 나라의 국민이 일정 기간 생산활동에 참여한 대가로 벌어들인 소득의 합계로서, 실질적인 국민소득을 측정하기 위하여 교역조건의 변화를 반영한 소득지표

현재의 국내 라이프스타일 산업은 성장 초기단계이다. 신규브랜드의 산업 내 진출이 활발함에도 불구하고 기존 사업자의 매출액 역성장이나, 가격 경쟁 심화로 인한 ASP 하락, 마진을 악화가 나타나고 있지 않기 때문이다. 산업성장이 본격화 될 경우 JAJU 는 출점 효과를 상회하는 외형성장이 가능할 것으로 전망한다.

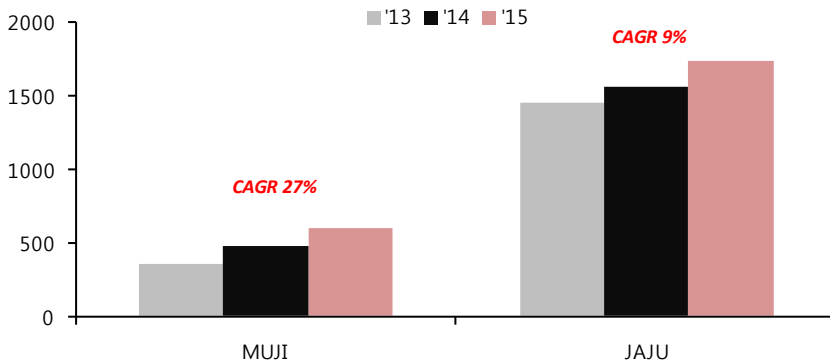
#### 국내외 라이프스타일 브랜드 런칭 연도, '14년 이후 진출 활발



자료: 각 사, SK 증권

#### 신규 사업자 진입에도 꺾이지 않은 기존 브랜드의 매출액 성장률

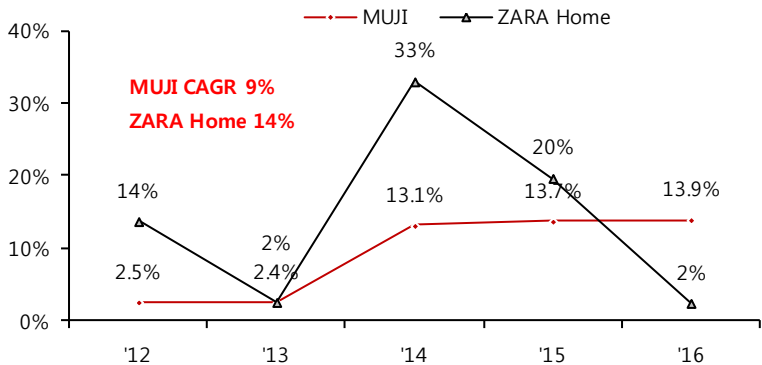
(단위: 억원)



자료: 각 사, SK 증권

런칭한지 각각 14 년, 27 년이 지난 ZARA Home 과 MUJI 의 최근 5 년('11~'15 년)  
평균 매출액 성장률도 14%와 9%로 여전히 고성장 중이다.

최근 5 년 평균 글로벌 라이프스타일 브랜드 매출액 성장률



자료 각 사 SK 증권

### 3) 국내브랜드, 살로몬 철수로 턴어라운드+신세계 출점 스토리

2016 년 상반기 중 적자 브랜드인 살로몬 사업 철수에 따른 1 회성 비용 반영이 마무리될 전망이다. 살로몬 철수로 '16 년 1 분기 중에만 약 90 억원의 영업중단 비용이 발생했다.

국내브랜드는 점진적인 실적 개선을 전망한다. 살로몬 비용 반영이 마무리 된 '16 년 하반기가 실적 개선의 기점이다. '17 년은 본격적인 실적 턴어라운드 구간 진입을 예상한다. '16 년과 '17 년 예상 국내브랜드 연간 영업이익은 각각 -27 억원, 84 억원으로 흑자 전환이 가능할 전망이다.

신세계 출점 스토리는 동사 전 사업부 탑라인 성장에 긍정적이다. 현재 예정된 신세계 그룹의 백화점 및 복합쇼핑몰 신축은 '16 년 하반기 3 개이다. 6 월 오픈을 앞둔 김해점(영업면적 1.3 만㎡) 기준 예상되는 동사 입점 브랜드 수는 15 개 이다.

또한, 내년 상반기에는 시흥 프리미엄 아울렛 신축이 예정되어 있다. 동사의 해외브랜드 및 국내브랜드 매출 성장과 수입대행 역할이 강화될 전망이다.

**'16~'18 년까지 이어지는 신세계 출점 스케줄, 신세계인터내셔널 브랜드의 강력한 수혜 예상**

위치	채널 형태	오픈 시기	영업면적(예상)
김해	백화점 신축	'16년 6월	1.3만㎡
하남	복합쇼핑몰 신축	'16년 9월	1.1만㎡
대구	복합쇼핑몰 신축	'16년 12월	3.1만㎡
고양	복합쇼핑몰 신축	'17년	36.9㎡(부지면적)
시흥	프리미엄 아울렛 신축	'17년	3.7만㎡
본점	백화점 리뉴얼	'18년	
청라	복합쇼핑몰 신축	'18년	2.5만㎡
대전	복합쇼핑몰 신축	'18년	

자료 신세계 SK 증권

신세계, '16년부터 본격적인 출점 사이클 진입

	'14년	'15년	'16년	'17년	'18년
신세계		2월 여주 프리미엄 아울렛 (리뉴얼/증축)	2월 강남 백화점 (리뉴얼/증축)	시흥 프리미엄 아울렛	대전 복합쇼핑몰
			3월 부산 백화점 (리뉴얼/증축)	고양 복합쇼핑몰	청라 복합쇼핑몰
			5월 서울 시내면세점		본점 백화점(리뉴얼)
			6/23 김해 백화점		
			9월 하남 복합쇼핑몰		
			12월 동대구 복합쇼핑몰		
현대	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)		

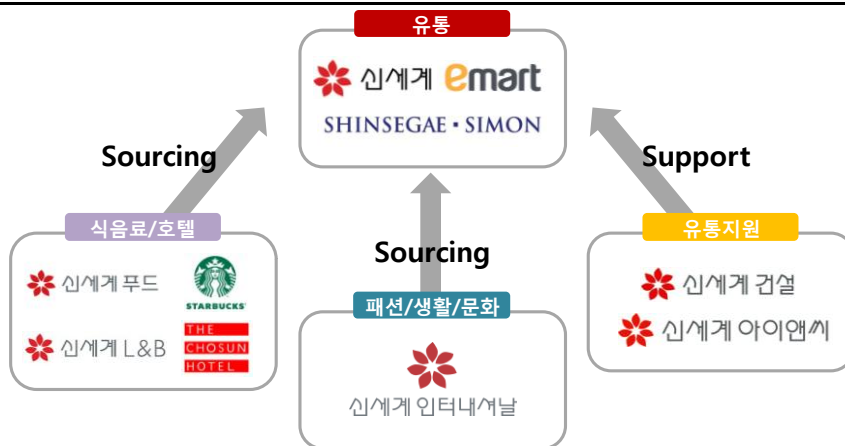
자료 각 사 SK 증권 정리

## 2. 기업개요

동사는 1990년 국내 최초로 해외 명품 브랜드 직수입과 독점판매를 시작했다. 이를 통해 브랜드 소싱(sourcing) 및 MD 노하우를 축적해 왔다. 이마트 브랜드 Design United 에서부터 DOLCE & GABBANA 등 명품 브랜드에 이르기까지 소비 양극화와 합리화 트렌드에 맞는 브랜드 포트폴리오 기반을 갖추고 있다.

신세계인터내셔널은 captive 유통채널에서 브랜드 소싱 역할을 소화하고 있다. 신세계인터내셔널 유통 계열사는 신세계(백화점), 이마트(하이퍼마켓), 신세계사이먼(아울렛), 그리고 최근 면세점까지 다양하다.

### 신세계그룹 관계도



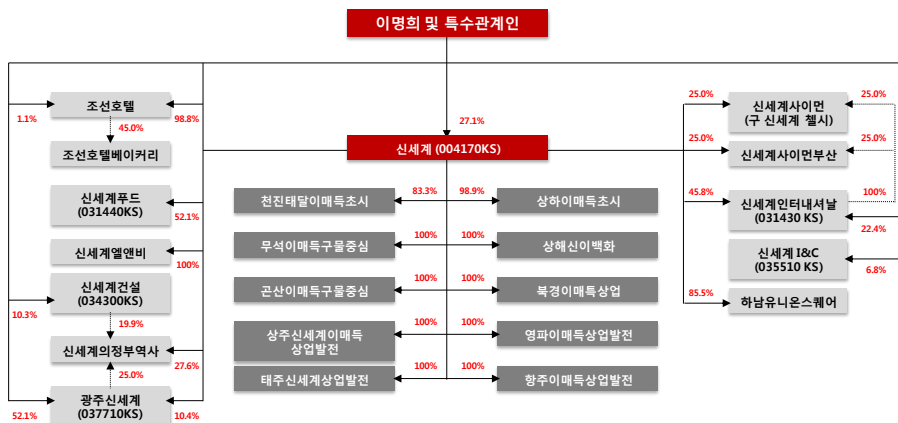
자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

### 신세계인터내셔널 유통망 현황(16.1Q 기준)

구 분	브랜드명	전문점	백화점	대리점	상설점	대형마트	기타	계
패션 1본부	ARMANI	2	114	-	5	-	1	122
	DIESEL	-	18	-	4	-	-	22
	ST. JOHN	-	11	-	-	-	-	11
	DOLCE & GABBANA	1	10	-	1	-	-	12
	J.LINDBERG	-	6	-	1	-	2	9
	UGG	1	6	-	1	-	-	8
	GIVENCHY	1	12	-	1	-	-	14
	Brunello Cucinelli	1	14	-	2	-	-	17
	GAP	1	35	-	5	1	1	43
	BANANA REPUBLIC	-	11	-	3	-	-	14
	기타	4	75	-	3	-	2	84
패션 2본부	VOV	-	74	4	35	-	-	113
	G-CUT	-	59	-	14	-	-	73
	Design United	-	-	1	13	108	1	123
	Salomon	1	21	27	7	-	-	56
라이프스타일	JAJU	1	4	-	8	132	2	147
	총 계	13	470	32	103	241	9	868

자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

### 신세계그룹 지배구조



자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

### 3. 실적전망

동사 실적은 살로몬 영업철수가 마무리되고 영업이 정상화되는 '17 년을 주목해야 한다. '17 년 기준 매출액 1.2 조 원(+9.7% YoY), 영업이익 436 억 원(+69.1% YoY) 을 전망한다.

'17 년은 해외브랜드 수익성 악화에 대한 우려보다도, 이익 기여도가 높은 라이프스타일(JAJU)과 신세계사이먼 부문의 고성장에 주목할 시점이다.

'15, '16F, '17F JAJU 영업이익은 133 억원(+15.2% YoY), 143 억원(+7.8% YoY), 173 억원(+21.4% YoY)이다.

'15, '16F, '17F 신세계사이먼 영업이익은 508 억원(-9.4% YoY), 585 억원(+15.4% YoY), 785 억원(+34.1% YoY)이다.

#### 신세계인터내셔널 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>2,482</b>	<b>2,379</b>	<b>2,421</b>	<b>3,441</b>	<b>2,710</b>	<b>2,629</b>	<b>2,694</b>	<b>3,729</b>	<b>10,052</b>	<b>10,722</b>	<b>11,763</b>
(% YoY)	2.7%	4.8%	5.2%	12.3%	9.2%	10.5%	11.3%	8.4%	10.2%	6.7%	9.7%
해외브랜드	895	903	887	1,381	941	958	976	1,424	4,009	4,067	4,298
국내브랜드	848	741	804	969	921	852	909	1,066	3,106	3,363	3,748
라이프스타일	425	468	472	573	493	529	524	626	1,746	1,939	2,173
통보이	309	247	237	496	339	268	263	588	1,159	1,290	1,459
<b>영업이익</b>	<b>35</b>	<b>34</b>	<b>21</b>	<b>168</b>	<b>73</b>	<b>78</b>	<b>60</b>	<b>225</b>	<b>199</b>	<b>258</b>	<b>436</b>
(yoy %)	-56.4%	-8.5%	흑전	68.6%	108.2%	130.1%	191.1%	33.8%	25.6%	29.3%	69.1%
OPM	14%	14%	0.9%	4.9%	2.7%	3.0%	2.2%	6.0%	2.0%	2.4%	3.7%
해외브랜드	23	9	4	55	23	10	9	60	152	92	101
국내브랜드	(18)	(19)	(4)	14	10	11	19	44	(116)	(27)	84
라이프스타일	24	37	28	53	33	48	35	59	133	143	173
통보이	14	7	(7)	47	17	9	(4)	53	51	61	75
<b>관계기업투자손익</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>58</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>32</b>	<b>74</b>	<b>103</b>	<b>115</b>	<b>157</b>
신세계사이먼매출	290	316	305	382	338	399	388	523	1169	1293	1648
(% YoY)	11%	10.0%	8.0%	13.3%	16.4%	26.0%	27.3%	37.0%	3.9%	10.6%	27.4%
몽클레르매출	110	42	99	310	116	49	105	337	476	561	607
(% YoY)	62%	10.0%	12.0%	10.0%	5.4%	16.0%	6.7%	8.8%	-	17.7%	8.3%

자료: 신세계인터내셔널, SK 증권



## 4. 밸류에이션

목표주가 91,000 원은 SOTP 방식으로 산출했다. 목표주가는 '17 년 예상 순이익 기준 PER 16 배 수준이다. 현 주가대비 43% 상승여력이 있다.

신세계인터내셔널 SOTP 밸류에이션

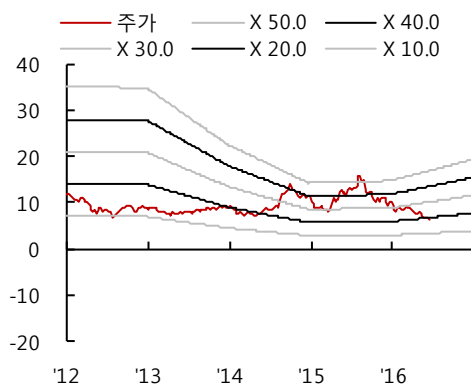
(단위: 억원 배)

항목	'17F	비고
<b>A 패션 부문 가치</b>	<b>3,726</b>	해외브랜드, 국내브랜드, 톰보이, 비디비치
NOPLAT	268	
적용 PER	13.9	의류업종 평균 PER
<b>B 라이프스타일</b>	<b>3,053</b>	
NOPLAT	139	
적용 PER	22	'17F 료한케이카쿠 PER 30% 할인
<b>C 신세계사이먼 지분가치</b>	<b>2,009</b>	
순이익	383	
적용 PER	21	유통업체 평균 PER
사업가치	8,037	
지분률(25%)	2,009	
<b>D 몽클레르 지분가치</b>	<b>425</b>	
순이익	61	
적용 PER	13.9	의류업종 평균 PER
지분률(50%)	425	
<b>E 기타 지분가치</b>	<b>57</b>	
신세계인터코스코리아(장부가)	55.3	
셀린신세계(장부가)	1.2	
<b>F 투자부동산</b>	<b>231</b>	
장부가	461	
할인률(50%)	231	
<b>G 순차입금</b>	<b>3,023</b>	
<b>총주주가치(A+B+C+D+E+F-G)</b>	<b>6,476</b>	
주식수	7,140,000	
<b>적정주가(원)</b>	<b>90,705</b>	'17F PER 16 배에 해당, 30% 상승여력

자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

신세계인터내셔널 PER 밴드 차트

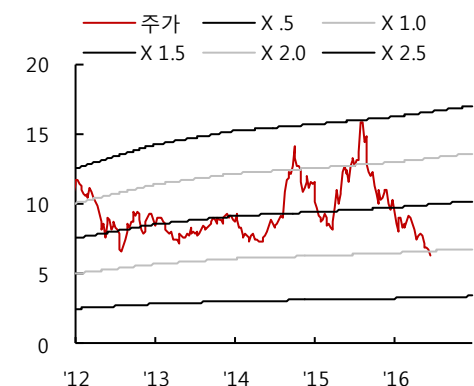
(단위:만원)



자료: Quantiverse, SK 증권

신세계인터내셔널 PBR 밴드 차트

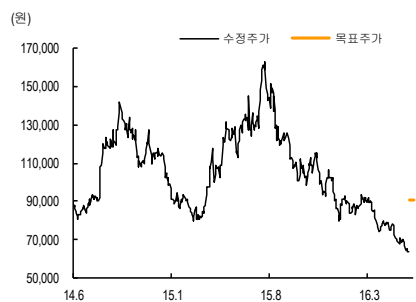
(단위:만원)



자료: Quantiverse, SK 증권

## 투자의견변경

일시 2016.06.21  
투자의견 매수  
목표주가 91,000원



## 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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 21일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	2,718	3,398	3,305	3,603	3,874
현금및현금성자산	2	89	103	39	236
매출채권및기타채권	839	1,075	1,116	1,252	1,357
재고자산	1,841	2,205	2,050	2,271	2,237
<b>비유동자산</b>	4,837	5,480	5,837	5,746	5,752
장기금융자산	421	6	42	6	6
유형자산	2,374	3,382	3,693	3,622	3,655
무형자산	141	490	530	577	614
<b>자산총계</b>	7,555	8,878	9,142	9,349	9,626
<b>유동부채</b>	2,642	3,484	3,222	2,926	2,794
단기금융부채	1,761	2,489	2,288	1,878	1,658
매입채무 및 기타채무	690	827	691	775	840
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	551	897	1,272	1,572	1,596
장기금융부채	401	704	1,187	1,490	1,519
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	2	2	3
<b>부채총계</b>	3,192	4,381	4,494	4,498	4,390
<b>지배주주지분</b>	4,356	4,492	4,641	4,844	5,229
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	1,232	1,227	1,213	1,213	1,213
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,769	2,914	3,079	3,285	3,674
비지배주주지분	6	5	7	7	7
<b>자본총계</b>	4,362	4,497	4,648	4,851	5,236
<b>부채와자본총계</b>	7,555	8,878	9,142	9,349	9,626

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	233	76	557	192	638
당기순이익(손실)	315	193	210	249	432
비현금성항목등	312	507	396	318	373
유형자산감가상각비	172	233	277	326	323
무형자산상각비	6	28	37	42	46
기타	146	220	47	-42	-24
운전자본감소(증가)	-274	-514	16	-297	-24
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-61	-158	-41	-132	-105
재고자산감소(증가)	-235	-305	184	-165	33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	82	100	-116	96	65
기타	-60	-151	-11	-95	-17
법인세납부	-120	-110	-65	-79	-143
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,158	-593	-654	-128	-149
금융자산감소(증가)	-95	5	0	0	0
유형자산감소(증가)	-890	-672	-589	-286	-355
무형자산감소(증가)	-57	-32	-70	-84	-84
기타	-116	106	5	242	289
<b>재무활동현금흐름</b>	890	605	122	-127	-292
단기금융부채증가(감소)	773	513	-201	-913	-220
장기금융부채증가(감소)	200	200	445	836	29
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-43	-43	-43
기타	-40	-65	-79	-50	-58
<b>현금의 증가(감소)</b>	-36	88	13	-63	196
기초현금	37	2	89	103	39
기말현금	2	89	103	39	236
FCF	-713	-867	-216	-45	233

자료 : 신세계인터내셔널, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	8,031	9,119	10,052	10,722	11,763
<b>매출원가</b>	4,208	4,769	5,179	5,493	5,994
<b>매출총이익</b>	3,823	4,350	4,874	5,229	5,769
매출총이익률 (%)	47.6	47.7	48.5	48.8	49.1
<b>판매비와관리비</b>	3,602	4,191	4,674	4,971	5,333
영업이익	221	159	199	258	436
영업이익률 (%)	2.8	1.7	2.0	2.4	3.7
비영업손익	170	99	55	90	156
<b>순금융비용</b>	11	40	60	34	39
외환관련손익	25	13	-19	14	14
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	72	89	104	115	157
세전계속사업이익	391	258	255	348	591
세전계속사업이익률 (%)	4.9	2.8	2.5	3.2	5.0
계속사업법인세	76	66	45	98	160
<b>계속사업이익</b>	315	193	210	249	432
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	315	193	210	249	432
<b>순이익률 (%)</b>	3.9	2.1	2.1	2.3	3.7
<b>지배주주</b>	324	204	211	249	432
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.03	2.24	2.1	2.32	3.67
<b>비지배주주</b>	-9	-12	-1	0	0
<b>총포괄이익</b>	315	171	205	246	428
<b>지배주주</b>	325	183	206	246	428
<b>비지배주주</b>	-9	-12	-1	0	0
<b>EBITDA</b>	399	419	513	626	805

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.6	13.5	10.2	6.7	9.7
영업이익	-28.4	-28.2	25.6	29.3	69.1
세전계속사업이익	-38.8	-34.0	-1.3	36.4	70.2
EBITDA	-14.0	4.9	22.3	22.1	28.6
EPS(계속사업)	-35.2	-36.9	3.3	18.0	73.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.7	4.6	4.6	5.3	8.6
ROA	4.6	2.3	2.3	2.7	4.6
EBITDA마진	5.0	4.6	5.1	5.8	6.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	102.9	97.5	102.6	123.1	138.7
부채비율	73.2	97.4	96.7	92.7	83.8
순차입금/자기자본	49.5	69.0	72.6	68.6	56.2
EBITDA/이자비용(배)	13.1	7.5	7.1	12.3	13.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,537	2,863	2,958	3,490	6,045
BPS	61,007	62,912	64,998	67,940	73,148
CFPS	7,035	6,509	7,346	8,648	11,217
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	20.8	49.4	55.1	29.4	17.0
PER(최저)	15.6	25.2	27.1	18.1	10.5
PBR(최고)	1.5	2.3	2.5	1.5	1.4
PBR(최저)	1.2	1.1	1.2	0.9	0.9
PCR	12.8	17.5	14.0	7.4	5.7
EV/EBITDA(최고)	22.3	31.6	29.4	17.1	12.8
EV/EBITDA(최저)	18.2	19.8	17.8	12.6	9.3

한섬(020000/KS)

## 외형성장에 따른 이익 성장 지속

매수(신규편입)

T.P 53,000 원(신규편입)

Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

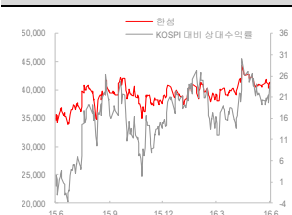
### Company Data

자본금	123 억원
발행주식수	2,463 만주
자사주	266 만주
액면가	500 원
시가총액	10,197 억원
주요주주	
현대홈쇼핑	34.64%
국민연금공단	13.48%
외국인지분율	20.10%
배당수익률	0.70%

### Stock Data

주가(16/06/15)	41,400 원
KOSPI	1968.83 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	44,350 원
52주 최저가	33,850 원
60일 평균 거래대금	31 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.8%	-1.9%
6개월	9.0%	7.0%
12개월	17.8%	22.2%

투자자의견 매수, 목표주가 53,000 원으로 커버리지를 개시한다. '16 년은 '15 년 실적에서도 확인되었듯 출점에 따른 외형 성장이 지속될 것으로 판단한다. '16 년 동사는 약 50 여개 이상의 추가 출점을 계획 중이다. '16 년 기준 매출액 7,103 억원(+15.2% YoY), 영업이익 856 억원(+25.0% YoY)을 전망한다.

‘16 년 기준 예상 매출액 7,103 억원, 영업이익 856 억원(OPM 11.6%)

‘16 년 기준 매출액 7,103 억 원(+ 15.2% YoY), 영업이익 856 억원(+ 25.0% YoY)을 전망한다. ‘15 년 실적을 통해서 확인된 출점 효과에 따른 외형성장은 ‘16 년에도 지속될 것으로 판단한다.

### 어려운 업황에도 차별화된 외형성장을 지속 중

동사는 출점에 따른 효과가 외형 성장으로 이어지고 있다. ‘15 년 말 기준 동사 전체 매장수는 전년대비 약 20%(100 여개) 증가했으며, ‘15 년 매출액 성장은 20.9%(YoY)를 기록했다. ‘15 년 백화점 채널의 저조한 성장(-0.3% YoY)을 감안하면 매우 고무적이다. ‘16 년 동사는 약 50 여개 이상의 추가 출점을 계획 중으로 외형성장에 따른 실적 성장이 지속될 전망이다.

### 투자자의견 “매수” 및 목표주가 53,000 원으로 커버리지 개시

목표주가 53,000 원, 투자자의견 “매수”로 커버리지를 개시한다. 목표주가 53,000 원은 ‘16~’17 년 평균 EPS 기준 PER 18 배를 적용하였다. 장기적으로 볼 때는 출점 효과 제거 후 실적 지속 여부와 ‘17 년 이후 중국사업 진출 구체화 이후에 주가 재평가가 가능할 것으로 판단한다..

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,708	5,100	6,168	7,103	8,083	9,010
yoy	%	-5.2	8.3	20.9	15.2	13.8	11.5
영업이익	억원	504	510	661	826	981	1,121
yoy	%	-29.1	1.3	29.6	25.0	18.7	14.3
EBITDA	억원	642	709	847	964	1,126	1,319
세전이익	억원	552	601	696	883	1,040	1,168
순이익(지배주주)	억원	439	376	744	665	789	885
영업이익률%	%	10.7	10.0	10.7	11.6	12.1	12.4
EBITDA%	%	13.6	13.9	13.7	13.6	13.9	14.6
순이익률	%	8.7	7.1	11.8	9.4	9.8	9.8
EPS	원	1,782	1,945	2,191	2,701	3,205	3,593
PER	배	17.7	16.7	18.5	15.3	12.9	11.5
PBR	배	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	13.6	12.7	9.9	8.8	7.3	6.0
ROE	%	6.1	5.0	9.3	7.7	8.5	8.9
순차입금	억원	314	313	-1,701	-1,709	-1,977	-2,215
부채비율	%	26.0	27.1	15.2	14.1	15.9	16.6

### 한섬 브랜드 라인업

국내브랜드(제품)	해외브랜드(상품)
TIME	CHLOE
MINE	SEE BY CHLOE
SYSTEM	BIRD by JUICYCOUTURE
SJSJ	THE KOOPLES
DECKE	EACHxOTHER
TIME HOMME	ELEVENTY
SYSTEM HOMME	TOM GREYHOUND
the CASHMERE	MM6
랑방컬렉션(라이선스)	BALLY
랑방스포츠(라이선스)	Belstaff
랑방컬렉션 악세서리(라이선스)	
모덴(홈쇼핑)	

자료: 한섬, SK 증권

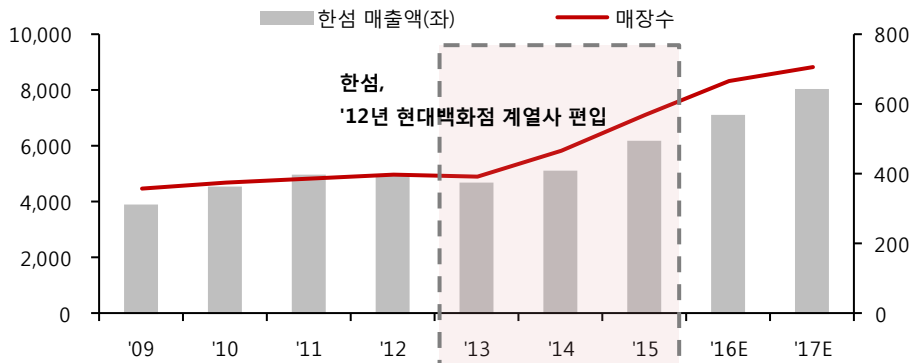
### 유통 3사 출점 현황

	'14년	'15년	'16년	'17년	'18년
롯데		광고(아울렛)	진주(쇼핑몰) 남약(아울렛)	양주(아울렛)	
현대	가산(아울렛)	김포(아울렛) 신도림(백화점) 판교(쇼핑몰)	동대문(아울렛) 송도(아울렛) 문정동(아울렛)		
신세계		여주 증축(아울렛)	강남 증축(백화점) 부산 증축(백화점) 중구(면세점) 김해(백화점) 하남(쇼핑몰) 동대구(쇼핑몰)	시흥(아울렛) 고양(쇼핑몰)	대전(쇼핑몰) 청라(쇼핑몰) 본점 리뉴얼(백화점)

자료: 한섬, SK 증권

### 한섬 출점과 매출액 증가 추이

(단위: 억원, 개)



자료: World Bank, SK 증권

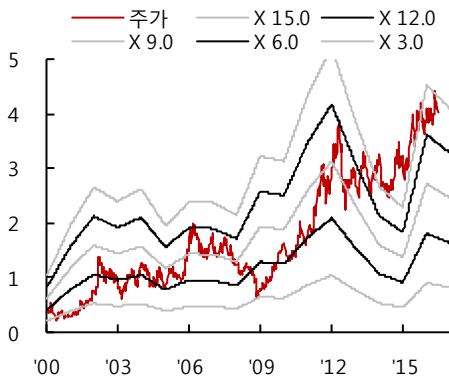
### 한성 연간실적 전망과 밸류에이션

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,100	6,168	7,103	8,083	9,010
(YoY %)	8.3%	20.9%	15.2%	13.8%	11.5%
영업이익	518	672	826	981	1,121
(YoY %)	-7.5%	29.8%	22.9%	18.7%	14.3%
OPM	10.2%	10.9%	11.6%	12.1%	12.4%
세전이익	601	696	883	1,040	1,168
순이익	364	729	665	789	885
EPS(원)	1,945	2,191	2,701	3,205	3,593
Target PER(x)	15	18	18	18	17
목표 시가총액(억원)	7,184	9,715	11,973	14,207	15,045
주식수(천주)	24,630	24,630	24,630	24,630	24,630
적정주가(원)	29,168	39,446	48,613	57,683	61,082

자료: 한성, SK 증권

### 한성 PER 밴드 차트

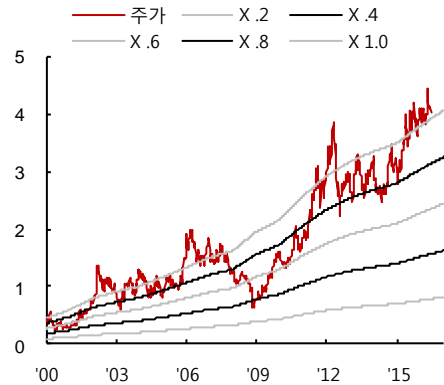
(단위:만원)



자료: Quantiwise, SK 증권

### 한성 PBR 밴드 차트

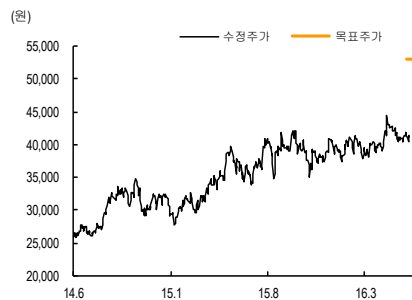
(단위:만원)



자료: Quantiwise, SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가  
2016.06.10      매수      53,000원



## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 10 일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	3,588	4,227	5,163	5,559	6,395
현금및현금성자산	305	112	178	270	516
매출채권및기타채권	553	618	663	769	894
재고자산	2,148	2,650	2,636	2,986	3,440
<b>비유동자산</b>	6,436	6,255	4,411	4,585	4,725
장기금융자산	220	233	166	166	166
유형자산	4,337	4,323	2,548	2,608	2,669
무형자산	25	13	34	44	58
<b>자산총계</b>	10,024	10,482	9,575	10,144	11,121
<b>유동부채</b>	1,879	2,076	1,203	1,246	1,520
단기금융부채	1,149	1,225	114	37	16
매입채무 및 기타채무	499	522	629	679	871
단기충당부채	4	5	6	7	8
<b>비유동부채</b>	192	160	58	4	3
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	75	74	46	29	11
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,071	2,236	1,261	1,250	1,523
<b>지배주주지분</b>	7,351	7,657	8,314	8,894	9,597
자본금	123	123	123	123	123
자본잉여금	1,222	1,222	1,222	1,222	1,222
기타자본구성요소	-222	-222	-222	-222	-222
자기주식	-222	-222	-222	-222	-222
이익잉여금	6,138	6,448	7,126	7,725	8,449
비지배주주지분	602	590	0	0	0
<b>자본총계</b>	7,953	8,247	8,314	8,893	9,597
<b>부채와자본총계</b>	10,024	10,482	9,575	10,144	11,121

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	319	86	449	168	516
당기순이익(손실)	552	539	971	734	789
비현금성항목등	277	308	-16	244	337
유형자산감가상각비	139	199	185	136	142
무형자산상각비	0	0	1	2	3
기타	151	106	131	-19	-28
운전자본감소(증가)	-384	-611	-277	-422	-235
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-8	-48	-44	-104	-124
재고자산감소(증가)	-448	-627	-371	-350	-454
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	38	30	153	193
기타	58	26	108	-121	151
법인세납부	-126	-149	-228	-388	-376
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,542	-249	-357	7	-164
금융자산감소(증가)	206	-281	-834	170	0
유형자산감소(증가)	-1,898	-212	-292	-223	-203
무형자산감소(증가)	0	3	-16	-17	-17
기타	151	241	786	77	56
<b>재무활동현금흐름</b>	694	-28	-26	-84	-105
단기금융부채증가(감소)	806	76	59	-78	-21
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-66	-66	-66	-66	-66
기타	-46	-38	-19	-7	-18
<b>현금의 증가(감소)</b>	-529	-193	67	91	247
기초현금	833	305	112	178	270
기말현금	305	112	178	270	516
FCF	-1,541	-73	543	186	440

자료 : 한전, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	4,708	5,100	6,168	7,103	8,083
<b>매출원가</b>	2,021	2,138	2,587	2,951	3,344
<b>매출총이익</b>	2,687	2,962	3,581	4,152	4,739
매출총이익률 (%)	57.1	58.1	58.1	58.5	58.6
<b>판매비와관리비</b>	2,184	2,452	2,920	3,326	3,758
영업이익	504	510	661	826	981
영업이익률 (%)	10.7	10.0	10.7	11.6	12.1
비영업손익	48	91	35	57	59
<b>순금융비용</b>	-5	-19	-25	-37	-41
외환관련손익	-1	9	2	2	2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	-4	-12	-12
세전계속사업이익	552	601	696	883	1,040
세전계속사업이익률 (%)	11.7	11.8	11.3	12.4	12.9
계속사업법인세	144	135	171	218	251
<b>계속사업이익</b>	408	467	525	665	789
중단사업이익	0	-103	204	0	0
*법인세효과	0	40	-7	0	0
당기순이익	408	364	729	665	789
<b>순이익률 (%)</b>	8.7	7.1	11.8	9.4	9.8
지배주주	439	376	744	665	789
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.32	7.37	12.06	9.37	9.76
비지배주주	-31	-12	-15	0	0
<b>총포괄이익</b>	425	359	707	646	770
지배주주	456	372	722	646	770
비지배주주	-31	-12	-15	0	0
EBITDA	642	709	847	964	1,126

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-5.2	8.3	20.9	15.2	13.8
영업이익	-29.1	1.3	29.6	25.0	18.7
세전계속사업이익	-33.3	9.0	15.8	26.9	17.7
EBITDA	-19.0	10.3	19.6	13.8	16.8
EPS(계속사업)	-30.8	9.1	12.7	23.2	18.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.1	5.0	9.3	7.7	8.5
ROA	4.4	3.6	7.3	6.8	7.4
EBITDA마진	13.6	13.9	13.7	13.6	13.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	191.0	203.6	429.3	446.1	420.7
부채비율	26.0	27.1	15.2	14.1	15.9
순차입금/자기자본	4.0	3.8	-20.5	-19.2	-20.6
EBITDA/이자비용(배)	17.3	100.7	84.8	392.4	1,530.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,782	1,945	2,191	2,701	3,205
BPS	29,847	31,089	33,754	36,713	40,040
CFPS	2,346	2,333	3,776	3,262	3,795
주당 현금배당금	300	300	300	300	300
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	18.5	17.9	19.3	16.4	13.8
PER(최저)	13.9	12.3	12.6	13.9	11.7
PBR(최고)	1.1	1.1	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.8	0.8	0.8	1.0	0.9
PCR	13.5	14.0	10.8	12.7	10.9
EV/EBITDA(최고)	14.2	13.5	10.3	9.6	8.0
EV/EBITDA(최저)	11.0	9.7	6.1	7.8	6.4

LF(093050/KS)

## 온라인 영업 강화를 통한 성장 기반 구축

**매수(신규편입)**

**T.P 29,000 원(신규편입)**

**Analyst**

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

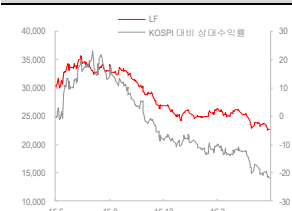
### Company Data

자본금	1,462 억원
발행주식수	2,924 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,623 억원
주요주주	
구본걸(외19)	40.11%
한국투자밸류자산	9.53%
운용	
외국인지분율	26.80%
배당수익률	2.20%

### Stock Data

주가(16/06/20)	22,650 원
KOSPI	1953.4 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	35,800 원
52주 최저가	22,500 원
60일 평균 거래대금	24 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.8%	-5.1%
6개월	-16.4%	-15.4%
12개월	-25.3%	-22.1%

투자의견 매수, 목표주가 29,000 원으로 커버리지를 개시한다. 현재 주가 수준은 '16F 년 기준 PER 10 배, PBR 은 역사적 저점인 0.6 배 수준에 머물러 있어 밸류에이션 매력에 있다. 성장동력 부재로 외형 성장은 제한적이지만 온라인 영업 강화를 통한 수익성 개선으로 밸류에이션 재평가가 가능할 전망이다. '16 년 기준 매출액 1.6 조원(+3.1% Yo Y), 영업이익 802 억원(+8.2% YoY)을 전망한다.

**‘16 년 기준 예상 매출액 1.6 조 원, 영업이익 802 억 원(OPM 5.0%)**

‘16 년 기준 매출액 1.6 조 원(+3.1% YoY), 영업이익 802 억 원(+8.2% YoY)을 전망한다. 추가 출점 및 신규브랜드 런칭에 따른 외형성장 보다는 온라인 매출증가에 따른 수익 개선을 전망한다.

### 온라인 영업 강화를 통한 장기 성장 기반 구축

2015 년 기준 동사 온라인 매출비중은 16%로 경쟁업체 대비 높다. 온라인 채널은 ASP 를 낮춰 가격 경쟁력을 확보하고 재고 및 유통수수료 비용 경감이 가능하다. 특히, 자사몰은 오프라인 대비 높은 마진율을 보유하고 있어 수익성 제고에도 긍정적이다.

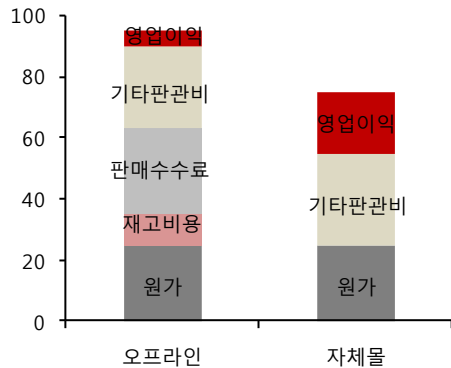
### 투자의견 “매수” 및 목표주가 29,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 목표주가 29,000 원, 투자의견 “매수”로 커버리지를 개시한다. 목표주가 29,000 원은 ‘16~17 년 평균 EPS 기준 PER 12 배를 적용하였다. 동사 현 주가수준은 PER 10 배이고, PBR 은 0.6 로 역사적 저점 수준이다. 현재로서는 성장동력 부재로 매출 성장은 제한적이지만 온라인 영업 강화를 통한 수익성 개선으로 밸류에이션 재평가가 가능할 전망이다.

### 영업실적 및 투자지표

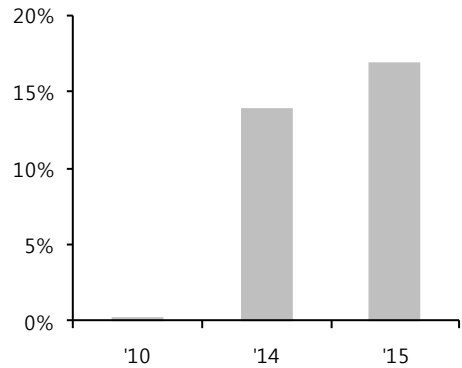
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	14,861	14,602	15,710	16,197	16,939	17,885
yoy	%	1.3	-1.7	7.6	3.1	4.6	5.6
영업이익	억원	848	957	741	802	918	1,052
yoy	%	8.8	12.9	-22.6	8.2	14.5	14.6
EBITDA	억원	1,356	1,383	1,151	1,187	1,243	1,328
세전이익	억원	899	1,036	734	861	984	1,129
순이익(지배주주)	억원	682	813	509	665	748	859
영업이익률%	%	5.7	6.6	4.7	5.0	5.4	5.9
EBITDA%	%	9.1	9.5	7.3	7.3	7.3	7.4
순이익률	%	4.4	5.6	3.2	4.1	4.4	4.8
EPS	원	2,332	2,782	1,742	2,275	2,560	2,937
PER	배	14.5	10.8	15.5	10.0	8.9	7.7
PBR	배	1.1	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.3	5.0	5.6	4.1	3.6	2.9
ROE	%	7.7	8.6	5.1	6.4	6.8	7.4
순차입금	억원	-1,380	-2,030	-1,641	-1,998	-2,376	-2,934
부채비율	%	41.2	42.7	44.9	43.4	41.4	37.5

## 오프라인과 자사몰 수익성 차이



자료: SK 증권

## LF 온라인 매출 비중 추정



자료: LF, SK 증권

## LF 보유 주요 브랜드 현황: 중저가~고가, 남성복~캐주얼, 악세서리까지 상품 구성 다양

MAN	WOMEN	SPORTS&OUTDOOR	ACCESSORY	LIFESTYLE
DAKS	DAKS	Lafuma	DAKS	RAUM
MAESTRO	HAZZYS	DAKS	HAZZYS	RAUM Edition
HAZZYS	MOGG	HAZZYS	JILLSTUART	around the corner
TNGT	JILLSTUART		BENSIMON	Jalla
TOWNGENT	JILLbyJILLSTUART		Pajar	
ILCORSO	MaxMara		K&S	
JILLSTUART	LEONARD		YOSI SAMRA	
allegri	ISABEL MARANT		Dot Drops	
	vanessabruo		COLE HAAN	
	vanessabruo athe		BIRKENSTOCK	
	VINCE			
	JOSEPH			
	CARVEN			

자료: LF, SK 증권

## LF 종속기업 중 전자상거래 관련 업체 인수 현황

종속기업명	소재지	주요 영업활동	결산월	연결실체 내 기업이 소유한 지분율 및 의결권비율 당기말	전기말
(주)동아티브이(*2)	한국	방송업	12월 31일	63.39%	63.39%
(주)트라이씨클(*2)	한국	전자상거래업	12월 31일	99.94%	99.94%
트라이씨클 상해 유한공사(*2)	중국	전자상거래업	12월 31일	100.00%	100.00%
(주)스타일렛(*2)	한국	전자상거래업	12월 31일	93.43%	93.43%
(주)아이이에이치(*2)	한국	전자상거래업	12월 31일	91.52%	91.52%
TRICYCLE OGAGE HK LTD.(*2)	홍콩	전자상거래업	12월 31일	60.00%	60.00%

자료: SK 증권

## 2016 년 해외자회사 손실 축소 전망

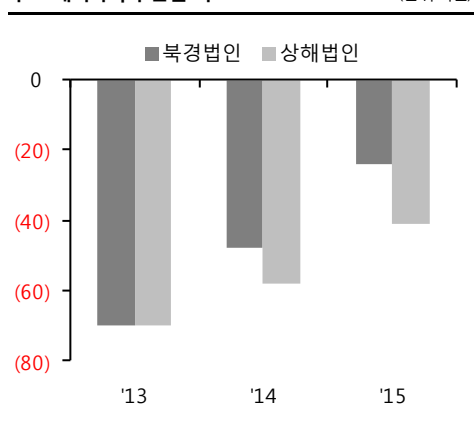
(단위: 억원)

	'12		'13		'14		'15		'16E	
	별도	연결	별도	연결	별도	연결	별도	연결	별도	연결
매출액	13,897	14,665	14,164	14,861	13,853	14,602	14,299	15,710	14,415	16,197
영업이익	1,016	779	1,091	848	1,116	957	906	741	890	802
해외자회사 영업손실		(237)		(243)		(159)		(165)		(88)

자료: LF, SK 증권

## 주요 해외자회사 손실 축소

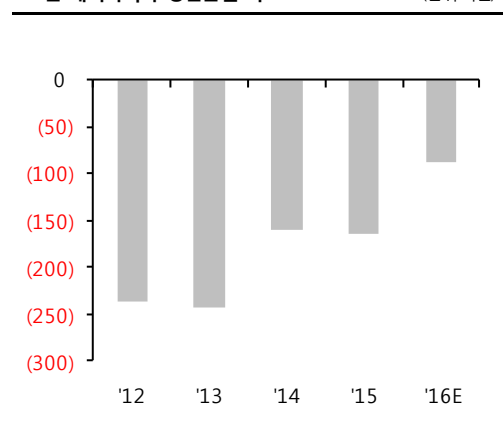
(단위: 억원)



자료: LF, SK 증권

## '16 년 해외자회사 영업손실 축소

(단위: 억원)



자료: LF, SK 증권

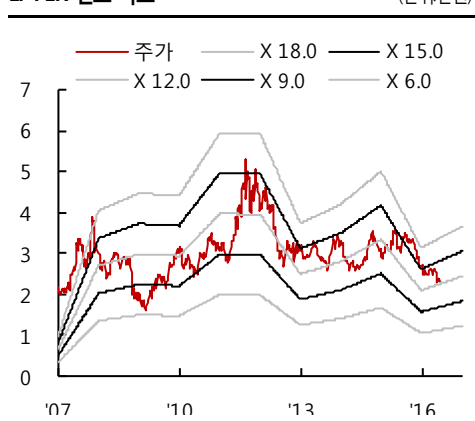
## LF 연간 실적 전망 및 밸류에이션

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,602	15,710	16,197	16,939	17,885
(YoY %)	-1.7%	7.6%	3.1%	4.6%	5.6%
영업이익	957	741	802	918	1,052
(YoY %)	12.9%	-22.6%	8.2%	14.5%	14.6%
OPM	6.6%	4.7%	5.0%	5.4%	5.9%
세전이익	1,036	734	861	984	1,129
순이익	811	506	662	746	856
EPS(원)	2,782	1,742	2,275	2,560	2,937
Target PER(x)	12	12	12	12	12
목표 시가총액(억원)	9,762	6,111	7,982	8,982	10,306
주식수(천주)	29,240	29,240	29,240	29,240	29,240
적정주가(원)	<b>33,384</b>	<b>20,900</b>	<b>27,298</b>	<b>30,717</b>	<b>35,245</b>

자료: LF, SK 증권

## LF PER 밴드 차트

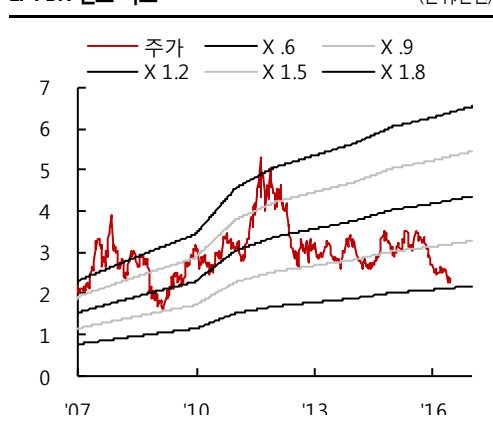
(단위:만원)



자료: Quantiwise, SK 증권

## LF PBR 밴드 차트

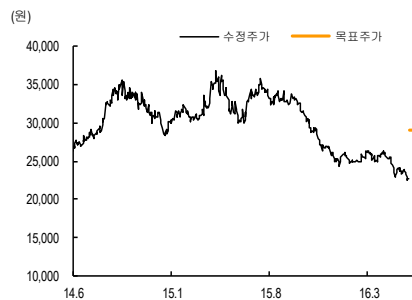
(단위:만원)



자료: Quantiwise, SK 증권

## 투자의견변경

일시 2016.06.21  
투자의견 매수  
목표주가 29,000원



## 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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 21 일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	7,325	8,688	9,460	10,086	10,770
현금및현금성자산	2,201	2,754	1,689	2,034	2,222
매출채권및기타채권	1,247	1,377	1,268	1,361	1,475
재고자산	2,683	3,045	3,575	3,836	4,157
<b>비유동자산</b>	5,591	5,342	5,289	5,249	5,212
장기금융자산	0	3	6	6	6
유형자산	3,484	3,404	3,301	3,052	2,828
무형자산	758	779	1,246	1,335	1,414
<b>자산총계</b>	12,916	14,030	14,749	15,336	15,982
<b>유동부채</b>	2,481	2,385	2,757	3,266	3,251
단기금융부채	828	472	810	1,176	986
매입채무 및 기타채무	1,337	1,588	1,531	1,642	1,780
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,286	1,816	1,816	1,372	1,428
장기금융부채	996	1,506	1,497	998	998
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,766	4,200	4,573	4,638	4,679
<b>지배주주지분</b>	9,144	9,824	10,173	10,698	11,307
자본금	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462
자본잉여금	2,132	2,132	2,131	2,131	2,131
기타자본구성요소	-114	-114	-114	-114	-114
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,690	6,379	6,738	7,257	7,859
비지배주주지분	5	5	3	0	-3
<b>자본총계</b>	9,149	9,830	10,176	10,698	11,303
<b>부채와자본총계</b>	12,916	14,030	14,749	15,336	15,982

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,698	992	512	624	672
당기순이익(손실)	649	811	506	662	746
비현금성항목등	513	354	810	660	498
유형자산감가상각비	434	357	326	293	224
무형자산상각비	74	70	84	93	101
기타	-218	-268	190	111	-21
운전자본감소(증가)	763	6	-534	-531	-333
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	-150	219	-126	-114
재고자산감소(증가)	966	-40	-464	-373	-321
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-172	266	-254	281	138
기타	-27	-71	-36	-314	-35
법인세납부	-227	-178	-270	-167	-238
<b>투자활동현금흐름</b>	-788	-411	-1,491	-63	-74
금융자산감소(증가)	-303	-243	-961	118	0
유형자산감소(증가)	-447	-340	-180	-86	0
무형자산감소(증가)	-98	-92	-206	-181	-181
기타	61	264	-144	86	107
<b>재무활동현금흐름</b>	384	-27	-94	-213	-410
단기금융부채증가(감소)	543	154	130	-137	-190
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-117	-117	-146	-146	-146
기타	-43	-64	-78	-77	-74
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,291	553	-1,065	345	188
기초현금	910	2,201	2,754	1,689	2,034
기말현금	2,201	2,754	1,689	2,034	2,222
FCF	1,244	619	208	443	481

자료 : LF, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	14,861	14,602	15,710	16,197	16,939
<b>매출원가</b>	5,794	5,442	6,290	6,445	6,692
<b>매출총이익</b>	9,067	9,159	9,421	9,752	10,247
매출총이익률 (%)	61.0	62.7	60.0	60.2	60.5
<b>판매비와관리비</b>	8,219	8,203	8,680	8,950	9,329
영업이익	848	957	741	802	918
영업이익률 (%)	5.7	6.6	4.7	5.0	5.4
비영업손익	51	79	-7	59	66
<b>순금융비용</b>	-58	-66	-26	-19	-33
외환관련손익	2	-5	-19	-15	-15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	29	30	22	31	26
세전계속사업이익	899	1,036	734	861	984
세전계속사업이익률 (%)	6.1	7.1	4.7	5.3	5.8
계속사업법인세	250	225	227	199	238
<b>계속사업이익</b>	649	811	506	662	746
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	649	811	506	662	746
<b>순이익률 (%)</b>	4.4	5.6	3.2	4.1	4.4
<b>지배주주</b>	682	813	509	665	748
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.59	5.57	3.24	4.11	4.42
<b>비지배주주</b>	-33	-3	-3	-3	-3
<b>총포괄이익</b>	639	794	492	669	752
<b>지배주주</b>	677	797	495	672	755
<b>비지배주주</b>	-38	-3	-3	-3	-3
EBITDA	1,356	1,383	1,151	1,187	1,243

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.3	-1.7	7.6	3.1	4.6
영업이익	8.8	12.9	-22.6	8.2	14.5
세전계속사업이익	12.3	15.3	-29.2	17.4	14.3
EBITDA	4.6	2.0	-16.8	3.1	4.7
EPS(계속사업)	12.3	19.3	-37.4	30.6	12.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.7	8.6	5.1	6.4	6.8
ROA	5.2	6.0	3.5	4.4	4.8
EBITDA마진	9.1	9.5	7.3	7.3	7.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	295.3	364.4	343.1	308.8	331.3
부채비율	41.2	42.7	44.9	43.4	41.4
순차입금/자기자본	-15.1	-20.7	-16.1	-18.7	-21.0
EBITDA/이자비용(배)	23.2	20.2	14.8	15.3	16.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,332	2,782	1,742	2,275	2,560
BPS	31,274	33,599	34,790	36,217	37,994
CFPS	4,071	4,241	3,145	3,594	3,672
주당 현금배당금	400	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	14.7	12.8	21.2	11.6	10.3
PER(최저)	11.1	9.3	15.1	9.9	8.8
PBR(최고)	1.1	1.1	1.1	0.7	0.7
PBR(최저)	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6
PCR	8.3	7.1	8.6	6.3	6.2
EV/EBITDA(최고)	6.5	6.2	8.1	5.0	4.5
EV/EBITDA(최저)	4.6	4.1	5.4	4.0	3.6