APR.2017

SK INDUSTRY ANALYSIS

섬유/의복

중국 로컬 업체가 '왕홍경제'에 주목하는 이유

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

SK INDUSTRY Analysis

SK securities

2017-4-26

섬유/의복

중국 로컬 업체가 '왕홍경제'에 주목하는 이유

- 왕홍은 중국판 인플루언서로 게임, 뷰티, 패션영역에서의 영향력 확대 중
- 왕홍의 영향력 확대에 따라 전통 전자상거래 지형이 변화하고 있으며, 왕홍 기획사, 생방송 플랫폼 등 새로운 생태계가 형성
- 관심업체로 TBH 글로벌을 제시하고 커버리지를 개시

Analyst
조은애
goodkid@sk.com
02-3773-8826

왕홍이 이끄는 중국 전자상거래 제 2 의 전성기

왕홍은 온라인에서 활동하는 중국판 인플루언서이다. 왕홍은 주로 오픈마켓에서 수익을 창출하는데 시장성장율('16 년 +40% YoY)은 고성장 중인 중국 전체 온라인 소매시장 성장률('16 년 +26% YoY) 보다 빠르다. 특히, 오픈마켓에서 활동하는 왕홍은 패션/뷰티 영역에 특화되어 있다는 점에서 국내 소비재 업체가 주목할 만하다.

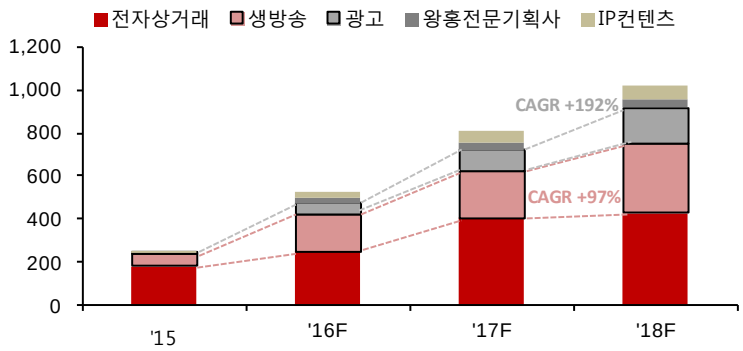
왕홍으로 인한 전통산업 지형변화와 새로운 생태계 형성

왕홍이 트레픽을 현금화할 수 있는 생방송 플랫폼, 브랜드 업체로부터의 광고 등 투자 사례가 늘어나면서 왕홍 기획사 등 새로운 생태계가 생성되고, 산업 내 여러 부문이 연결되면서 왕홍경제가 형성되었다. 알리바바는 Tmall 내 생방송 플랫폼 기능 추가로 왕홍을 매출 성장 동력으로 적극 활용하고 있으며, 왕홍 기획사에 지분을 투자하기도 했다. 브랜드 업체인 구찌와 프라다는 왕홍을 통해 신제품을 마케팅 하는 등 글로벌 자본은 이미 왕홍산업에 적극적으로 참여하고 있다.

국내 소비재 업체 중 중국 온라인 시장에서 성장하는 업체에 주목

왕홍은 빠르게 성장하는 온라인 시장에서 주도적인 역할을 하면서 주목 받고 있다. 따라서 중국 진출 업체 중에서는 ① 현재 온라인(왕홍) 사업에 주목하면서, ② 상품 소비자 타겟층이 적합한 연령대와 가격대를 형성하고 있는 업체에 주목할 필요가 있다. 관심업체로 TBH 글로벌을 제시하고 커버리지를 개시한다.

왕홍산업 구조: 전방위적으로 가파른 성장이 기대



자료: SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

Contents

Investment Summary	**3**
1. 왕홍이란	**4**
1) 왕홍은 중국판 인플루언서	**4**
2) 왕홍경제 성장배경	**6**
2) 왕홍경제 구조	**9**
2. 왕홍경제, 지속가능성 및 영향력	**10**
1) 왕홍경제 지속가능성	**11**
2) 자본의 왕홍경제 시장참여	**13**
3. 왕홍이 판매하는 소비재	**20**
4. 의류시장 내 왕홍경제 수혜 가능 업체	**22**
Appendix. 중국 의류산업 현황	**23**
5. 기업분석	**26**
TBH 글로벌(084870.KS)	**27**

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 (2017 년 4 월 25 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

Investment summary

중국 전통산업 판도를 바꾸고 있는 "왕홍경제"에 주목

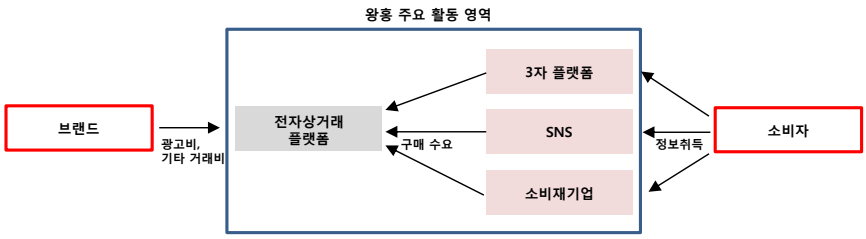
왕홍경제는 현재 중국 온라인 소비의 핵심 현상이다. 왕홍(网红, China Web Celebrity)은 온라인에서 유명한 스타를 가르키는 중국어로 이들은 각각 전문화된 영역(패션, 미용, 교육, 주식 등)에서 활동하며, 이들의 주 활동무대는 웨이보, 웨이신 등 SNS 와 생방송 플랫폼과 같은 온라인이다.

중국 로컬 및 글로벌 소비재 업체가 왕홍 경제에 주목하는 이유는 왕홍 시장이 보유한 잠재력 때문이다. '16 년 기준 중국 왕홍 시장규모는 9 조원으로 추산되며, 2018 년에는 그 규모가 16 조원에 달해 '15~'18 년 CAGR +63%의 성장률을 기록할 것으로 전망된다.

왕홍의 영향력 확대에 따라 자본시장의 직접투자 사례도 늘어나고 있다. 중국 대표 전자상거래 업체 알리바바는 왕홍이 활동하는 생방송 플랫폼, 왕홍을 관리하는 왕홍기획사 등에 지분을 투자하는 등 시장에 적극 참여하고 있다. 알리바바가 운영하는 Tmall 의 '16 년 여성복 매출액 상위 10 상점 중 6 개는 왕홍 브랜드로 왕홍이 온라인 시장의 새로운 성장 동력이 되고 있는 것은 사실이다.

특히, 우리가 주목해야할 부분은 중국 왕홍시장 내 패션/뷰티의 비중이 70%로 높다는 것이다. 국내 소비재업체 입장에서는 빠르게 성장하고 있는 온라인 시장에서 주도적인 역할을 하고있는 왕홍경제에 주목할 필요가 있다.

브랜드, 왕홍, 소비자간 관계도



자료: SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

1. 왕홍이란

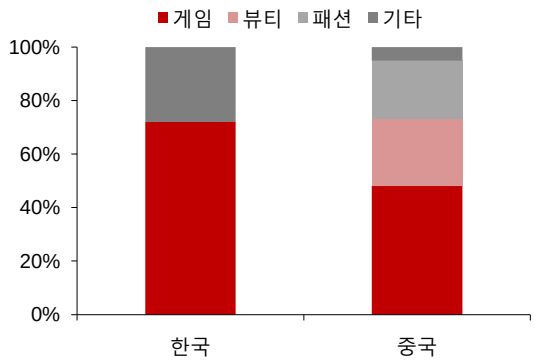
1) 왕홍은 중국판 인플루언서

우리말로 왕홍은 온라인 인플루언서, 인기 유투버, BJ, 파워블로거 등으로 설명이 가능하다. 중국에서는 통상 100 만명 이상의 팔로워를 보유한 온라인 인플루언서를 왕홍으로 분류하고 있다.

왕홍의 활동영역은 게임, 뷰티, 패션, 게임, 교육 등으로 다양하다. 우리나라의 경우, 인플루언서를 관리하는 기획사가 생겨날 정도로 어느정도 산업화된 부문은 게임영역에 불과하다. 그러나 중국은 뷰티와 패션영역이 70%로 상당 부분을 차지하고 있으며 이들을 전문적으로 관리하는 기획사도 존재한다.

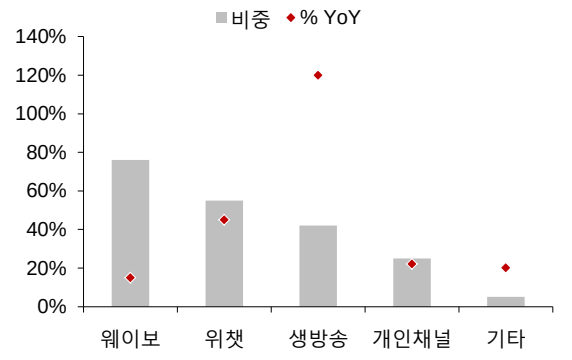
왕홍의 주 활동무대는 SNS, 생방송/전자상거래 플랫폼 등 온라인이다. 왕홍은 왕홍+제품+플랫폼의 마케팅 형식으로 팔로워들에게 컨텐츠를 제공한다. SNS 개인계정에서 자체제작 콘텐츠로 팔로워를 모으고, 팬덤의 트레픽을 이용해 전자상거래 플랫폼에서 수익을 창출하고 있는 것이다. 다음페이지의 표는 각 분야에서 활약하고 있는 왕홍의 사례를 정리한 것이다.

한국 VS. 중국 인플루언서 산업 구조 비교



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

'16 년 왕홍 주 활동영역: 생방송 채널이 가파르게 성장



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

각 분야 영향력 Top 10 왕홍

왕홍	팔로워 수(만명)	활동영역	기타
왕니마(王尼玛)	웨이보: 965, 요우쿠: 384	웹툰작가	- 영상 조회수 20억뷰 달성
파피장(papi酱)	웨이보: 1,834, 요우쿠: 242	스넥컬처 유머	- '16년 요오쿠 누적조회수 5,500만 뷰 - 매 방송 200~800만 뷰어 참여 - 기업으로부터 받은 투자금액 총 1.2억위안(한화 197억원) - '16년 알리바바 광군제 화장품(릴리 앤드 뷰티) 광고 40억원에 고용, 행사 매출 1,730억원 매출 기록
천재판다(天才小熊猫)	웨이보: 656	스넥컬처 유머	
아이커리리(艾克里里)	웨이보: 852	스넥컬처 유머	- 생방송 시청자 400만 명 - 미디어회사 페이보(飞博共创, 834617.OC)로 부터 30만위안(지분 30%) 투자
사오마지아(回忆专用小马甲)	웨이보: 2,624	생활, 애완동물	
자오수이사오싱(叫兽易小星)	웨이보: 2,624	스넥컬처 유머	
무야란(穆雅斓)	웨이보: 344	뷰티	- 미디어회사 페이보(飞博共创, 834617.OC)로 부터 30만위안(지분 30%) 투자
통다오다수(同道大叔)	웨이보: 1,094	생활 컨텐츠	- 페이지 일 방문객 수 300만 명
장다이(张大奕)	웨이보: 450	패션	- '14.5월 타오바오 쇼핑몰 오픈 - '15년 타오바오 패션 섹터 내 매출 2위(520억원) - '16년 수입 600억원 추정 - 왕홍 기획사 루한(832887.OC) 소속
Miss	웨이보: 383	게임	- LOL 유저 - LOL 관련 컨텐츠 누적 4.3뷰

자료 : SK 증권

주석: 웨이보는 중국판 페이스북(Facebook), 요우쿠는 중국판 유투브(Youtube)

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

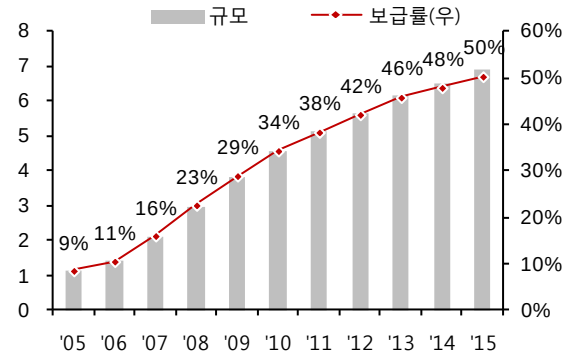
2) 왕홍경제 성장배경: 인터넷 인프라와 결제시스템

'14 년 4G LTE 서비스 개시로 본격적인 모바일 시장 성장 시작

왕홍경제 성장 배경에는 잘 갖춰진 PC 와 모바일 인터넷 인프라 환경이 있다. '13 년부터 시행된 BROADBAND CHINA 정책으로 3~4 선 도시에는 초고속인터넷망이 구축되었고, '14 년 4G LTE 서비스 개시 및 저가 스마트폰 확산은 모바일 인터넷 시장성장을 견인했다.

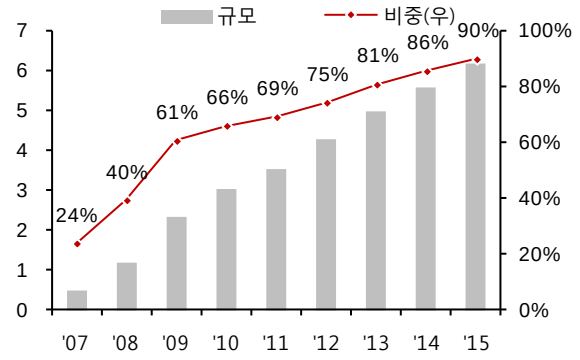
잘 갖춰진 모바일 인프라 환경에서 소비자의 활용도가 높아지는 분야는 결국 '소비' 관련 분야였다. '15 년 쇼핑(+44% YoY), 동영상(+30% YoY) 서비스 활용도의 높은 성장률은 최근 온라인 소비 및 광고 트렌드가 영상콘텐츠 이용이라는 것이 반영된 결과로 볼 수 있다.

중국 인터넷 사용인구 및 보급률 (단위: 억명)



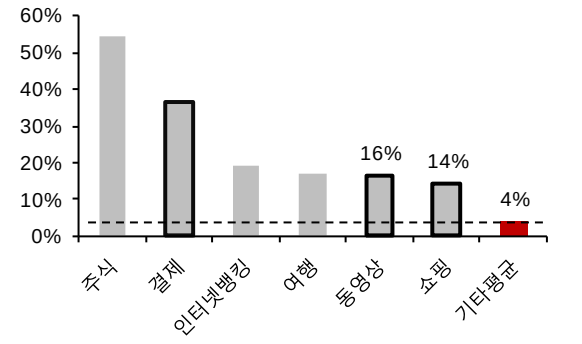
자료 : CNNIC, SK 증권

중국 스마트폰 사용인구 및 전체 휴대폰 사용인구 내 비중 (단위: 억명)



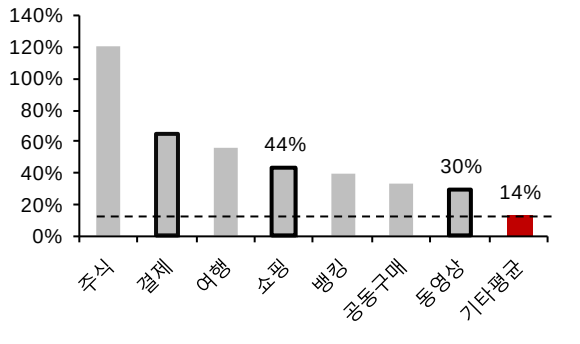
자료 : CNNIC, SK 증권

'15 년 인터넷 사용목적별 활용도(% YoY)



자료 : CNNIC, SK 증권

'15 년 모바일 사용목적별 활용도(% YoY)



자료 : CNNIC, SK 증권

중국의 간편결제시스템

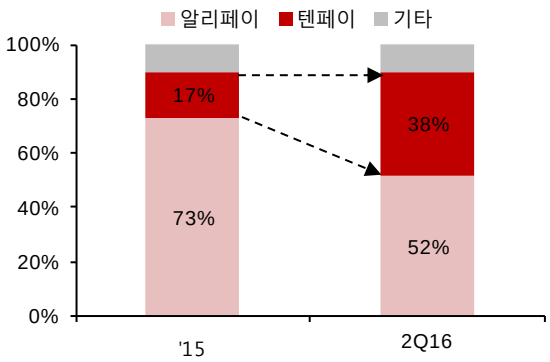
중국의 간편결제시스템도 동영상콘텐츠와 1 인미디어시장 성장에 기여했다. 중국의 경우 한국에 비해 일찍부터 결제 서비스에 대한 규제를 완화하고, 1 회용 비밀번호 인증 등의 간단한 인증으로 소비자가 유료콘텐츠 소비에 대한 거부감이 상대적으로 낮아지는 환경을 조성했다.

결제시스템도 PC 보다는 모바일의 성장세가 더 빠르다. 모바일에서의 콘텐츠 소비가 PC 보다 더 빠르게 증가하고 있는 것이다.

모바일 기반의 플랫폼 성장이 빠름

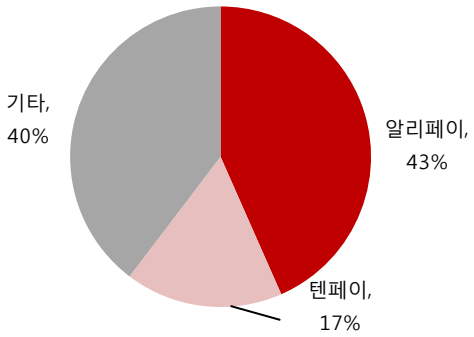
이에 따라 모바일 결제시장에서는 중국판 카카오톡인 위챗을 보유한 텐센트의 텐페이 점유율 확대 속도(2Q16 +123%)가 빠르게 진행되고 있다. PC 결제시장 점유율은 알리바바의 알리페이(43%)가 텐페이(17%)를 크게 상회하지만, 모바일에서는 격차가 빠르게 줄어들고 있다. 최근 알리바바가 모바일 사업에 집중하는 이유도 텐센트가 모바일 기반으로 온라인 결제시장까지 점유율 격차를 줄이고 있기 때문이다.

업체별 모바일 간편결제 시장 MS



자료 : iResearch, SK 증권

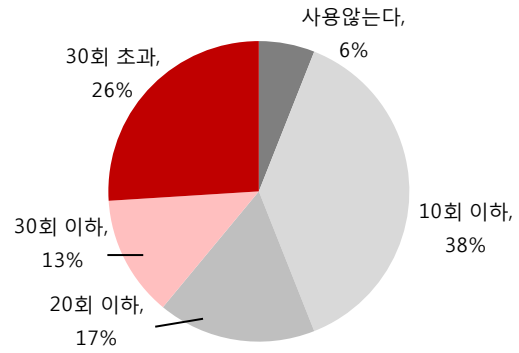
업체별 PC 결제시장 MS



자료 : iResearch, SK 증권

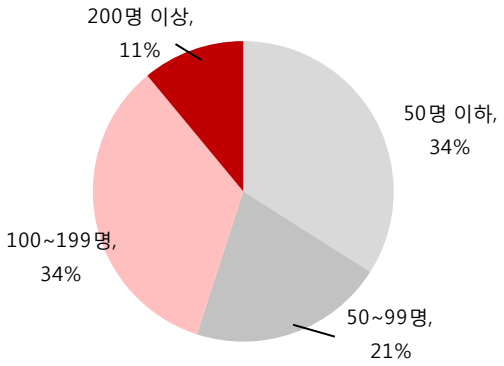
Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

일평균 Wechat 사용빈도 조사



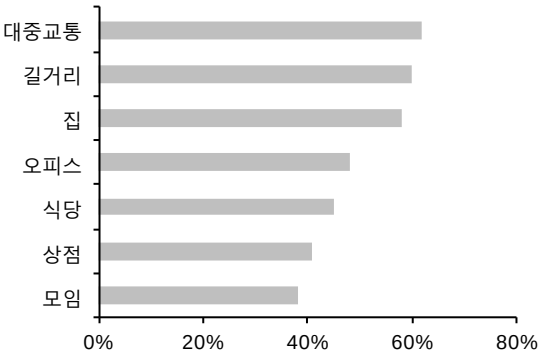
자료 : eMarket, SK 증권

Wechat 사용자 66% 이상이 50 명 이상 친구 보유



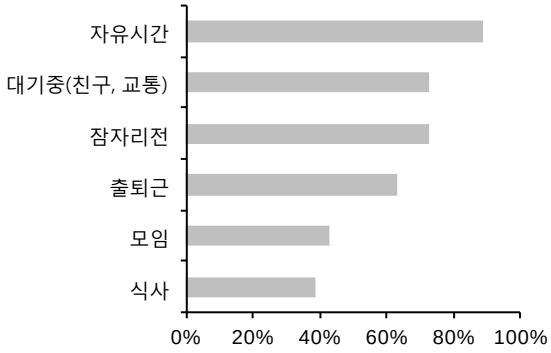
자료 : eMarket, SK 증권

'15 년 모바일쇼핑 사용장소 조사



자료 : iResearch, SK 증권

'15 년 모바일쇼핑 사용시간대 조사



자료 : iResearch, SK 증권

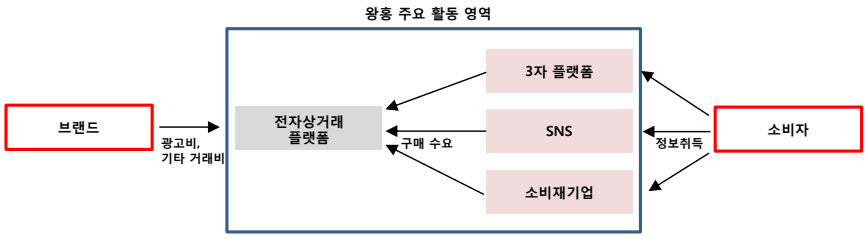
3) 왕홍산업 구조

왕홍산업 구조는 크게 세가지 부분으로 분류가 가능하다. ① 업스트림은 활동영역인 SNS/생방송/3 자 플랫폼, ② 미드스트림은 전통적인 연예인 매니지먼트와 같은 운영모델을 가지고 있는 왕홍기획사, ③ 다운스트림은 왕홍(소통능력)+전자상거래의 융합으로 현금화가 이루어지는 전자상거래 플랫폼이다.

'16 년 이전 초기 왕홍은 개인 계정에 컨텐츠를 올리고 팬덤을 형성하는데 그쳤거나 소규모 개인사업을 진행하는 수준이었다. 그러나 왕홍이 트레픽을 현금화할 수 있는 생방송 플랫폼, 기업으로부터의 광고 투자 등 사례가 늘어나면서 왕홍 기획사 등 새로운 생태계가 생성되었고 산업 내 여러 부문이 연결되면서 왕홍경제가 형성되었다.

오프라인 중심의 기존 전통 브랜드 업체로서는 왕홍+제품+플랫폼의 형식으로 제품의 마케팅이 가능할 것이다. 실제로 글로벌 소비재업체 중에서 럭셔리 브랜드 구찌와 프라다가 왕홍을 통해 신제품을 마케팅하고 있다.

왕홍산업 구조: 브랜드, 왕홍, 소비자간 관계도



자료: SK 증권

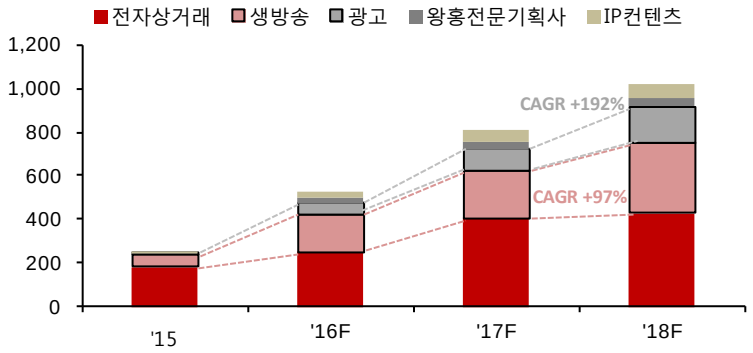
Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

2. 왕홍경제, 지속가능성 및 영향력

'18 년 중국 전체 왕홍산업 규모는 1,016 억위안(한화 16 조원)으로 CAGR +63%에 달할 전망이다. 왕홍산업은 전방위적으로 빠른 성장이 예상되지만 그 중 성장 속도가 특히 더 가파를 것으로 기대되는 영역 중 하나는 생방송과 광고 부문이다. 이는 왕홍의 주 활동무대 확장되고 왕홍을 이용해 광고하는 기업이 늘어난다는 것을 의미한다.

온라인 시장에서 왕홍의 영향력은 지속 가능할 것으로 판단하는데, 그 이유는 ① 온라인에서는 TV 와 차별화된 콘텐츠의 생산과 소비가 지속 가능할 것이고, ② 무분별한 정보의 영역에서 왕홍의 조언 및 정보 필터링(filtering) 역할 중요성이 더욱 부각될 것으로 전망되기 때문이다.

왕홍산업 구조: 전방위적으로 가파른 성장이 기대 (단위: 억위안)



자료: iResearch, SK 증권

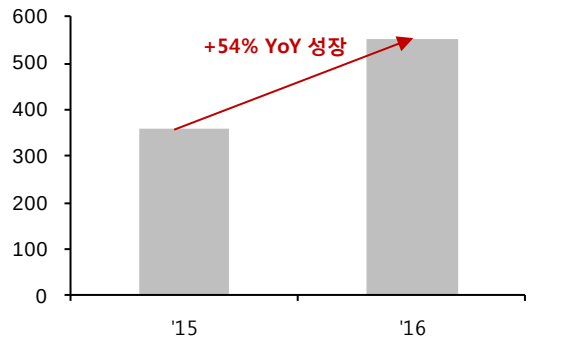
1) 왕홍경제 지속가능성

앞서 지적한대로 왕홍경제 성장이 지속가능할 것으로 판단하는 이유는 크게 두가지이다.

첫 번째, 온라인에서는 TV 와 차별화된 콘텐츠의 생산과 소비가 지속가능할 전망이다. '16 년 중국 온라인 광고시장 규모는 한화 9 조원(+54% YoY)으로 우리나라 전체 광고시장(10 조원) 규모와 비슷한 수준이다. 시장점유율은 온라인 광고시장이 이미 '14 년 TV 시장을 넘어섰다. 이는 그만큼 중국의 정보성 콘텐츠가 온라인에 집중되어 있다는 것을 의미한다. TV 광고 시장이 여전히 전체 광고 시장 내 절반 수준을 차지하는 우리나라와는 상반되는 모습이다.

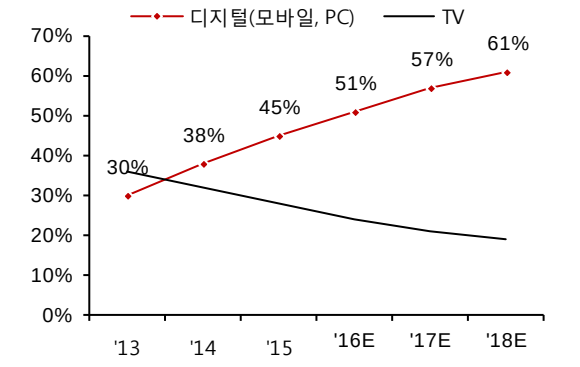
두 번째, 정보가 겉잡을 수 없이 늘어나는 상황에서 왕홍의 정보 필터링(filtering) 역할 중요성이 더욱 확대될 수 밖에 없다. 우리나라의 네이버와 비슷한 형태로 운영되는 중국의 대표적 포털인 바이두의 경우 검색어에 부합하는 웹페이지를 찾기란 쉽지 않으며 검색시에 엄청난 양의 페이지가 생성되게 된다. 이러한 환경에서 소비자는 자신에게 익숙한 커뮤니티나 친구 등 SNS 에 의지해 콘텐츠를 소비하는 것으로 나타났다.

'16 년 중국 온라인(모바일, PC) 동영상 광고시장 9 조원 (단위: 억위안)



자료 : eMarteter, SK 증권

중국 온라인 VS. TV 광고 시장 점유율 추이 (단위: 억위안)

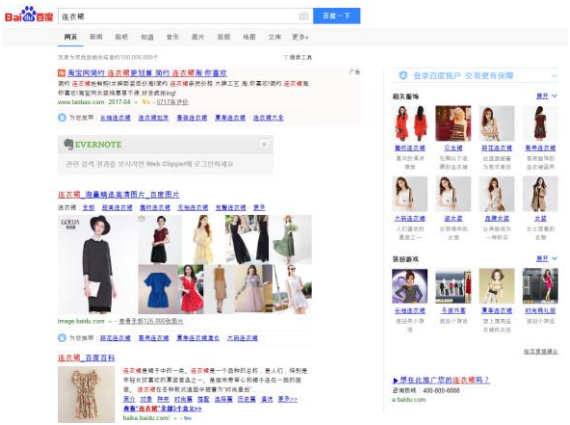


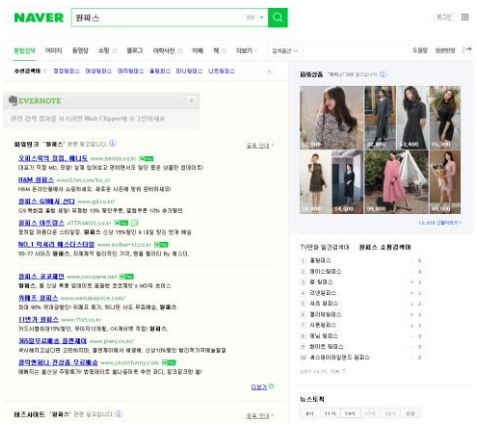
자료 : eMarteter, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

실제로 중국판 네이버인 바이두(Baidu.com)에서 여성의류 원피스를 검색해보면 섹션의 구분도 없이 총 76 페이지가 생성된다. 결과 상단에는 우리나라 지마켓(Gmarket.com) 격인 타오바오(Taobao.com)가 위치하며 타오바오 안에서는 수백 페이지 분량의 원피스 상품 관련 페이지가 생성된다. 타오바오 하단에는 검색어 관련 이미지가 무의미하게 나열되고, 원피스의 사전적 의미가 검색된다. 쇼핑/파워링크/TV 프로그램 등 섹션별로 구분되어 한페이지에 검색 내용이 정리되는 국내 사이트와는 상반되는 모습이다.

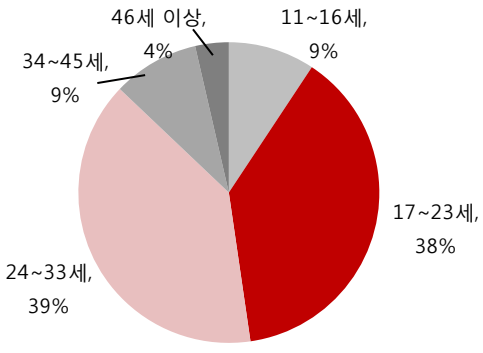
여성의류 원피스에 대한 바이두와 네이버 검색 결과 차이





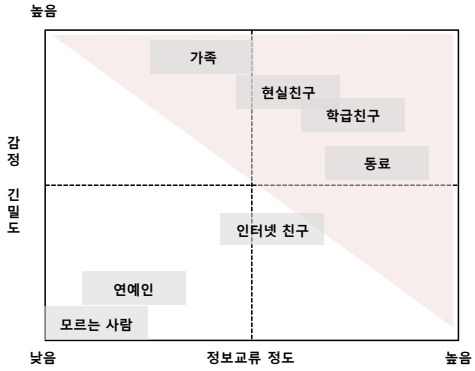
자료: 바이두, 네이버, SK 증권

왕홍 팔로워 연령대 구성



자료 : iResearchs, SK 증권

상대별 친밀감 관계도



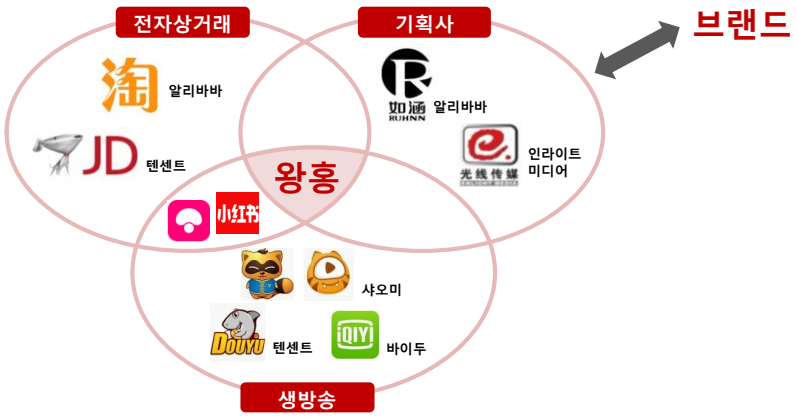
자료 : iResearchs, SK 증권

2) 자본의 왕홍경제 시장참여

왕홍산업 내에서 왕홍이 활동하는 주 영역은 ① 생방송 플랫폼, ② 전자상거래, 그리고 ③ 왕홍을 관리하는 기획사이다. 그 중에서도 산업 내 빠른 성장이 예상되는 영역은 생방과 왕홍을 관리하는 기획사 시장이다. 이는 왕홍 활동영역의 확대를 의미하며 이에 따라 왕홍을 광고 수단으로 사용하는 브랜드 업체도 늘어날 것으로 전망된다.

왕홍산업 각 영역에는 분야를 대표하는 업체들이 존재하는데 흥미로운 것은 이들 대부분에 주요 자본의 지분투자가 진행되어 있다는 것이다. 예로 알리바바는 ① 전자상거래 플랫폼 Tmall, ② 왕홍 기획사 루한, ③ 생방송 플랫폼 유쿠투도우를 직접 보유 또는 지분투자를 통해 운영하고 있다.

왕홍경제와 자본시장 관계도



자료: iResearch, SK 증권

'16 년 알리바바 Tmall 광군절(11.11) 매출액 상위 10 개 상점 중 6 개가 왕홍 의류 상점

	점포	왕홍	소속사
1	롱메이(戎美)	-	
2	장다이(张大奕)	O	루한
3	모구사오상(毛菇小象)	O	
4	CC皮草	O	
5	사오미총즈(小米虫子)	-	
6	다시(大喜)	O	
7	MOMO	O	티쑤
8	dimplehsu	-	
9	LIN	O	
10	MIUCO	-	

자료: 알리바바, SK 증권

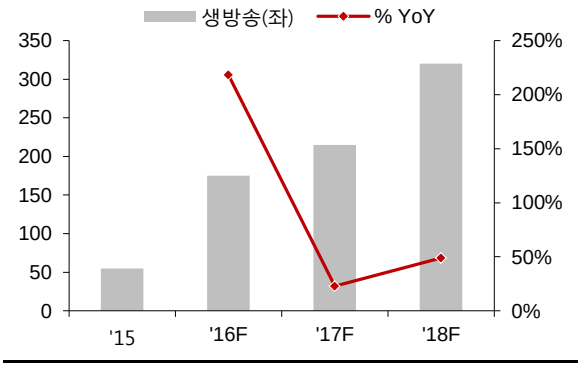
Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

① 생방송 플랫폼

최근 중국 1 인미디어 플랫폼에서 가장 주목해야할 부분은 생방송 시장이다. '16 년 왕홍 생방송 시장규모는 175 억위안(한화 3 조원, +218% YoY)이며, '18 년에는 320 억 위안('15~'20 CAGR +97%)까지 확대될 것으로 전망된다.

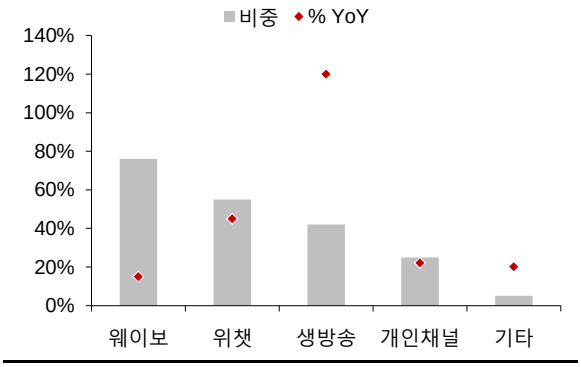
'16 년 기준 중국 생방송 플랫폼 수는 200 여개이다. 중국 내 SNS 기반 플랫폼 수가 1,000 여개라는 것을 감안할 때 생방송은 시장 내 약 20%의 비중을 차지하고 있다. 생방송 플랫폼 시장은 최근 1 인 미디어의 커뮤니케이션 방식이 실시간 중심으로 옮겨가면서 볼륨자체의 성장과 함께 선두권 중심의 시장 통합 조짐이 나타나고 있다.

왕홍산업 내 생방송플랫폼 시장 성장 전망 (단위: 억위안)



자료 : iResearch, SK 증권

'16 년 왕홍 주 활동영역: 생방송 채널의 가파른 성장



자료 : iResearch, SK 증권

중국 1 인 미디어 발전

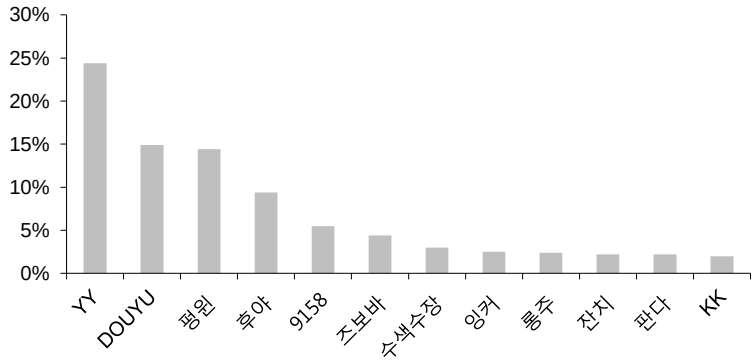
	1.0 세대	2.0 세대	3.0 세대	4.0 세대(왕홍)
활동영역	포털	블로그	웨이보+메신저	생방송 플랫폼
대표 플랫폼	sina, sohu	sina blog	weibo, wechat	douyu
콘텐츠	문자, 사진	문자, 사진	문자, 사진, 동영상	실시간 스트리밍
디바이스	PC	PC	스마트폰	스마트폰
커뮤니케이션 방식	자료제공	정보해석	즉각성	실시간 소통
수익처	배너(기업수입)	협찬, 판매	협찬, 광고, 판매	협찬, 선물, 광고, 판매

자료 : SK 증권

중국 생방송 플랫폼에 대한 자본투자는 '15 년 하반기 이후 본격적으로 시작되었다. 앞서 지적했듯이 텐센트(DOUYU), 알리바바(iQiyi), 360(HUAJIAO), 샤오미(YY)와 같은 IT 기업은 지분투자를 통해 생방송 플랫폼 시장에 참여한 상태이다.

다운로드 순위로는 YY 가 선두이며, DOUYU 가 빠르게 성장 중이다. YY 는 '12 년 나스닥에 상장한 업체로 '15 년에는 4 위업체 후야를 인수(인수금액 7 억위안, 한화 1,200 억원)하면서 업계 1 위 입지를 강화했다. 업계 2 위 DOUYU 는 '14 년 설립되었으며, '16 년 텐센트, 포닉스 등 으로부터 2,500 억원 투자 유치에 성공하면서 게임, 스포츠, 예능 등 콘텐츠로 사업영역을 확장 중이다.

'16 년 중국 모바일 생방송 플랫폼 다운로드 비중(순위)



자료: iResearch, SK 증권

중국 대표 SNS 플랫폼

이미지	新浪微博 weibo.com		
종류	사진/동영상/글	메신저	생방송 동영상
대표 플랫폼	웨이보(Weibo)	위챗(Wechat)	YY, DOUYU
가입자 수	4억명	8.6억명	2억 명
기타	- 중국판 트위터 - MAU 3억 명 - 공식계정 30만 개 - 기업계정 25만 개	- 중국판 카카오톡 - MAU 8억 명 - 텐센트사 개발 휴대폰 메신저 - 온라인 메신저로는 QQ가 있음	- 중국판 아프리카TV - MAU 1,500만 명 - YY Inc: 나스닥, 시가총액 2.6B USD, 샤오미 레이쥔이 대주주(18%) - DOUYU: '16년 텐센트 등으로부터 2,500억원 투자유치

자료 : SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

중국 대표 생방송 플랫폼 소개 (단위: 만명, 분)

분류	APP 명칭		MAU	DAU	투자자
엔터테인먼트		INKE	1,567	204	- KUNLUN(昆仑万维) - 웹, 소셜, 게임 개발/제작사 - 중국 선전거래소 상장 300418.SZ
		YY	1,146	379	- YY(欢聚时代) - 온라인게임 엔터테인먼트 - 미국 나스닥 상장 YY.O - **샤오미** 레이쥔 지분 18% - '16년 YY 라이브 매출액 1.3억원(+39% YoY), 순이익 2,513억원(+47.5% YoY
		HUAJIAO	654	34	- 치후360(奇虎360) - 보안 소프트웨어 개발, 브라우저, 포털 운영 업체
e-Sports, 게임		DOUYU	882	407	- **텐센트(腾讯)** - 텐센트, 포닉스 등으로 부터 20억 위안(한화 2,500억원) 투자 유치
		HUYA	675	206	- '15년 업계 1위 YY(欢聚时代)가 인수 - 인수금액은 7억위안(한화 1,200억원)
뷰티/패션 전문 (SNS+왕홍+전자상거래+생방송 형식)		샤오홍슈	-	200	- '14.1월 서비스 개시 - '16년도 거래대금 11억위안(한화 1,819억원) 추정
		모구지에	-	-	- '12년 서비스 개시 - '16년 메이리수어(전자상거래) 인수 합병 - '15년 기준 합병 법인 매출액 3조원
동영상		iQIYI	48000	-	- **바이두**가 '12년 인수 - **알리바바** 마윈 18%(매입 당시 12억달러) 지분 보유

자료 : SK 증권

② 전자상거래 + 생방송

중국 온라인에서는 플랫폼 간 생방송 경쟁이 치열하다. 기존에 있던 방송 플랫폼부터, SNS, 전자상거래 등 온라인 플랫폼 업체는 모두 생방송을 도입하는 추세다. 최근에는 전통 전자상거래와 SNS/생방송 플랫폼이 결합한 온라인 쇼핑몰이 대세로 자리잡고 있다.

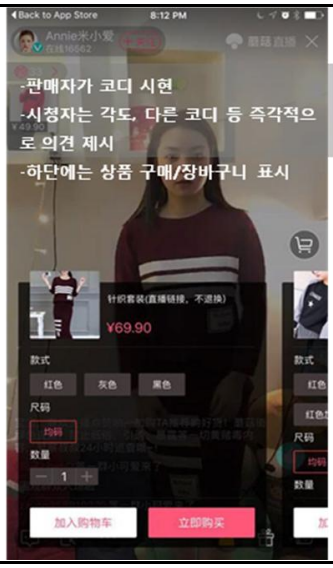
기존 온라인 쇼핑 플랫폼에 생방송을 결합한 경우는 알리바바가 운영하는 티엔마오즈보(天貓直播)와 타오바오즈보(淘寶直播)가 대표적이다. '16 년 5 월과 7 월 알리바바는 각각 타오바오와 티엔마오에 생방송 플랫폼을 오픈했다. 그리고 '16.11 월 광군절에 18 명의 유명 왕홍을 초청해 생방송 제품 판매를 진행했는데, 그 중 한명인 왕홍 Papi 장은 화장품(릴리 앤드 뷰티) 광고 댓가로 40 억원에 고용되어 행사 매출 1,730 억원 매출을 기록했다.

최근 중국에서 핫한 쇼핑몰은 생방송+SNS 형태가 결합해 탄생한 전자상거래 플랫폼이다. 대표 업체로는 샤오홍슈, 모구지에 등이 있다. 두 업체는 특히 패션과 뷰티영역에 특화되어 있으며 운영형태는 각각 SNS 와 생방송을 바탕으로 하는 차이가 있다. 채널로 왕홍을 직접 활용한 플랫폼으로 볼 수 있다.

'16 년 중국 모바일 생방송 플랫폼 다운로드 비중(순위)

샤오홍슈(SNS+전자상거래) 운영화면

모구지에(생방송+전자상거래) 운영화면



자료: iResearch, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

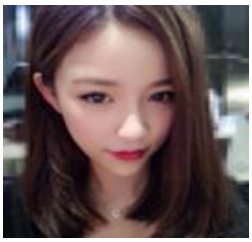
③ 왕홍 기획사

왕홍 기획사는 왕홍으로 인해 생겨난 새로운 생태계이다. 전통적인 연예인 매니지먼트와 같은 운영모델을 가지고 있으며, 왕홍이 팬덤 관리에만 집중할 수 있도록 콘텐츠 제작, 상품 판매, 매니저 역할 등을 수행한다.

왕홍 기획사가 생겨날 정도로 이 분야가 산업화되고 있는 이유는 결국 ① 대중에 대한 왕홍의 영향력과 ② 트렌드 리더로서의 위상, ③ 정보 홍수 속에서 왕홍의 필터 역할 때문이다. 팬덤은 왕홍을 연예인이 아닌 온라인 상 지인으로 이해하고 왕홍의 라이프스타일을 공유하고 공감하며 자연스럽게 전자상거래로 이어지는 제품 구매 연결고리를 형성하게 된다.

중국의 대표 왕홍 기획사는 루한(832887.OC)이다. 루한은 알리바바가 투자한 회사로 소속사의 대표 왕홍으로는 패션분야의 장따이가 있다. 장따이는 소속사 지원으로 타오바오 전문브랜드를 출시했으며, 해당 브랜드의 '16 년 기준 매출액은 600 억원 수준으로 추정된다.

중국 대표 패션 왕홍 소개

인물사진			
이름	장다이(Zhang DaYi)	슈에리(Xue Li)	자오다시(Zhao Daxi)
웨이보 팔로워 수	450만 명	240만 명	50만 명
설명	- '14.5월 타오바오 쇼핑몰 오픈 - '15년 타오바오 패션 섹터 내 매출 2위(520억원) - '16년 수입 600억원 추정 **- 소속사: 루한**	- '16년 매출 3억위안(한화 490억원) 추정 - 의류가격은 한화4~8만원 사이	- 대학 재학 중 타오바오 쇼핑몰 오픈 - 현재 직원 수 200여명 의류 업체 운영 중

자료 : SK 증권

왕홍 기획사 소개: 루한(832887.OC)

회사개요

회사명	루한(如涵, Hangzhou Ruhan Holding Co.,Ltd)
설립일	2001
거래코드	832887.OC
사업영역	전자상거래(의류, 신발, 화장품 등)
주요주주	冯敏(개인, 40%), 沈超(개인, 10%), 알리바바(10%)

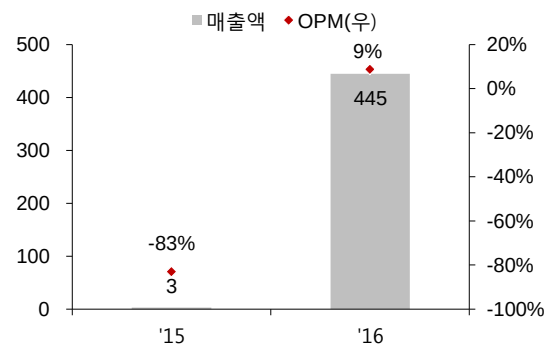
자료 : Bloomberg, SK 증권

중국의 대표 왕홍 기획사는 루한(832887.OC)이다. 2001 년 오프라인 도매상으로 설립되었으나 2016 년 전자상거래 사업을 본격적으로 시작하면서 사명을 커리아이에서 루한으로 변경하였다. 동사는 중국 장외거래시장인 심삼판(National Equities, Exchange and Quotations)에서 거래가 가능한 종목이다.

동사는 '16 년 온라인 사업을 본격적으로 시작하면서 왕홍 트렌드에 맞춰 유명 패션 왕홍 장다이 등을 영입했다. 동사 소속 왕홍이 직접 운영중인 타오바오 상점수는 50 여 개 이다. '17 년 동사 타오바오 월간 GMC 는 0.6 억위안(한화 100 억원) 수준을 기록 중이다.

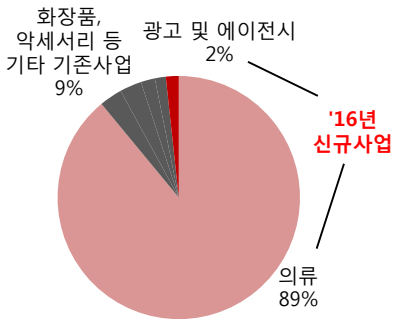
'16 년 동사 매출액은 4 억위안(+146% YoY), 영업이익은 0.4 억위안(흑전 YoY)을 기록했다. '16 년 시작한 의류, 광고/에이전시 사업부문이 전체 매출의 91%를 차지했다. '16 년에는 타오바오를 운영하는 알리바바 그룹으로 부터 지분 투자(10%, 492 억원)를 받은 바 있다.

루한 매출액과 영업이익 추이 (단위: 백만위안)



자료 : Bloomberg, SK 증권

'16 년 루한 매출액 구성



자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

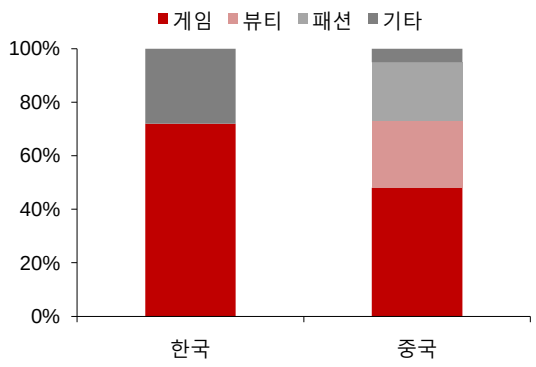
3. 왕홍이 판매하는 소비재

게임, 뷰티, 패션

왕홍은 게임, 뷰티, 패션 등 각자 전문화된 영역에서 활동하고 있다. 우리나라에도 다양한 영역의 인플루언서들이 존재하지만 인플루언서를 관리하는 기획사가 생겨날 정도로 어느정도 규모가 형성된 부문은 게임 영역에 불과하다. 반면, 중국 왕홍의 부문별 비중에서는 뷰티와 패션이 상당 부분을 차지한다. 특히, 왕홍 제품 소비 경험 품목에서는 패션이 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

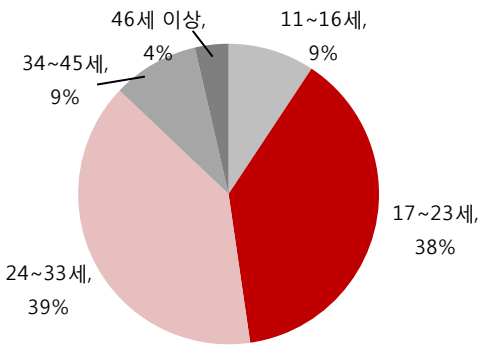
왕홍 팔로워의 연령대를 보면 80~90 년대 후반 출생자가 80% 가까이 차지하고 있다. 또한, 왕홍 팔로워 월 소득수준은 3,500~8,000 위안(한화 60~130 만원)이 절반의 비중을 차지하는 것으로 파악된다. 또한, 월 평균 의류 지출비로 1,000 위안(한화 16 만원) 이상을 지출하는 비중이 절반 이상으로 나타났다.

한국 VS. 중국 인플루언서 산업 구조 비교



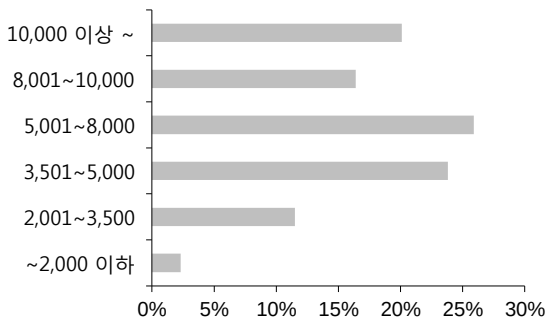
자료 : iResearchs, SK 증권

왕홍 팔로워 연령대 구성



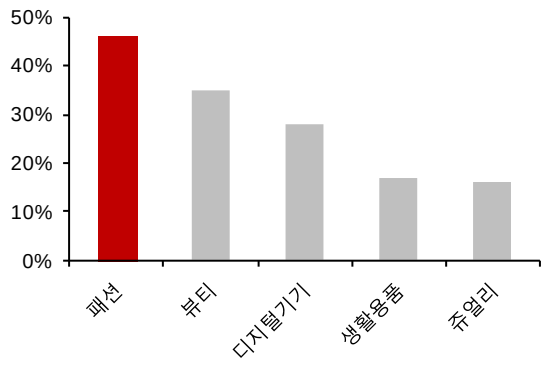
자료 : iResearchs, SK 증권

왕홍 팔로워 월 소득수준



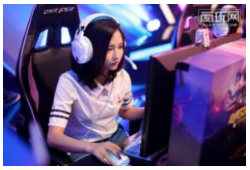
자료 : iResearchs, SK 증권

왕홍 제품 소비 경험 품목



자료 : iResearchs, SK 증권

각 소비재 영역별 대표 왕홍 소개

영역	이미지	대표 왕홍	설명
게임		한이잉(韩懿莹)	- 1998년생 - 활동명: MISS - 웨이보 팔로워 수: 482만 명 - LOL 기반 게임 전문 MC 및 플레이어 - 생방송 플랫폼: HUYA와 전속 계약 - 연봉: 50억원
뷰티		슈에리(雪梨)	- 1990년생 - 활동명: Cherie - 웨이보 팔로워 수: 200만 명 - ' 15년 왕홍기획사 첸푸런(钱夫人) 설립
패션		장다이(张大奕)	- 1998년생 - 활동명: 장다이(张大奕) - 웨이보 팔로워 수: 450만 명 - 왕홍기획사 루한 소속 - '14년 타오바오 상점 오픈 -' 15년 타오바오 상점 전체 매출 순위 2위(520억원) - '16년 매출 600억원 추정

자료 : SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

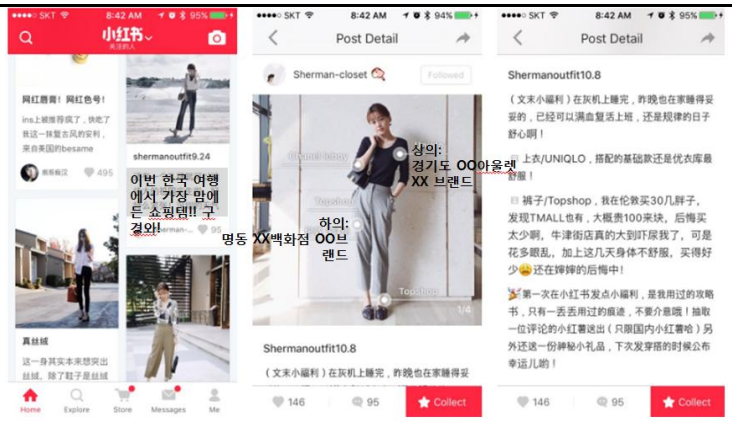
4. 의류시장 내 왕홍경제 수혜 가능 업체

온라인(왕홍)+연령대+가격대 3 박자가 맞는 기업에 주목

왕홍은 빠르게 성장하는 온라인 시장에서 주도적인 역할을 하면서 주목받고 있다. 따라서 중국 진출 업체 중에서는 ① 현재 온라인(왕홍) 사업에 주목하면서, ② 상품 타켓층이 적합한 연령대와 가격대를 형성하고 있는 업체에 주목할 필요가 있다.

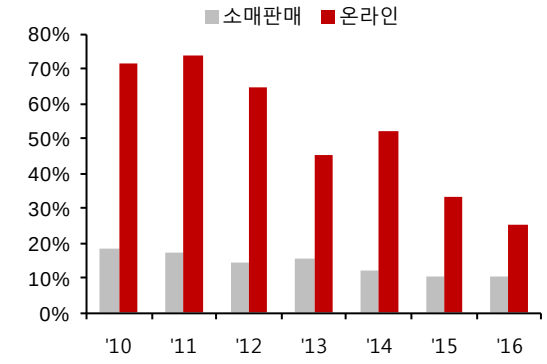
기업은 SNS/생방송+왕홍+전자상거래의 마케팅 모델을 이용하여 포털의 관련검색어에 노출이 가능하며, 해당 영상과 콘텐츠 자체가 광고가 되어 공유/전달을 통해 온라인상에 영구적으로 떠돌아 다니게 될 것이다. 단순히 '왕홍을 이용했다'가 아닌 '왕홍을 컨텐츠로 이해하고 투자하는 업체'가 중국 온라인 시장에서 주목받을 수 있을 것이다. 우리는 이러한 가능성이 있는 한국 기업으로 TBH 글로벌에 주목한다.

중국 생방송/전자상거래 플랫폼+왕홍+우리나라 소비재 브랜드가 만난다면?



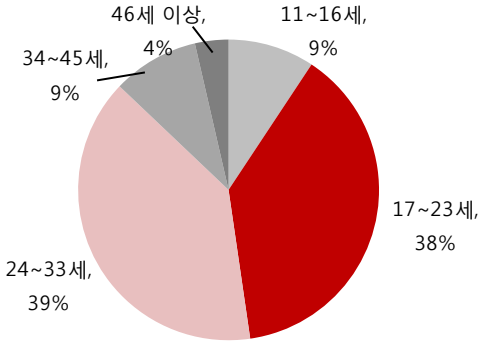
자료: 모구지에, 샤오홍슈, SK 증권

중국 온라인 VS. 소매판매 성장률 추이



자료 : iResearchs, SK 증권

왕홍 팔로워 주요 연령대



자료 : iResearchs, SK 증권

Appendix. 중국 의류/온라인(모바일) 쇼핑 시장 현황

1. 중국 의류 시장 현황과 특징

중국 의류시장 성장 지속 중

2016 년 중국 의류소매시장 규모는 233bn USD 로 +10.4% YoY 증가했다. 같은 기간 중국의 소매판매 증가율은 +10.4% YoY 로 전체 소비시장 성장과 비슷한 수준의 성장세를 기록했다. '13~'16 년 중국 의류시장 성장률은 CAGR +11.3%로 시장규모 확대가 지속중이다.

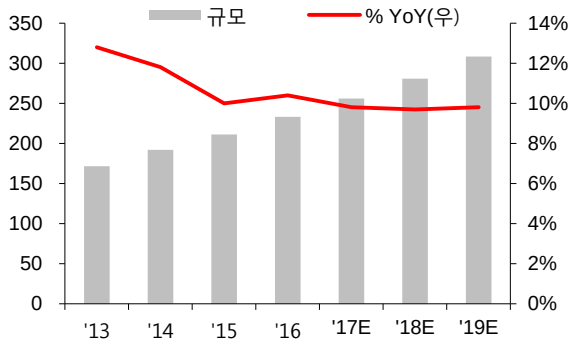
복종별 성장세는 아동복, 남성복, 여성복 순

'16 년 복종별 성장속도는 아동복이 가장 빨랐고, 시장 내 비중은 여성복이 52%로 우위를 차지했다. '16 년 복종별 성장률은 아동복 +12% YoY, 남성복 +11.1% YoY, 여성복 +8.8% YoY 를 기록했다. 절대규모는 여성복이 120bn USD(MS 52%)로 가장 컸지만 시장 내 비중은 선진국의 여성복:남성복 시장비율(1.8:1) 대비 해서는 낮은 수준을 기록중이다.

중국 의류시장, '19 년 세계 1 위 시장으로 부상할 전망

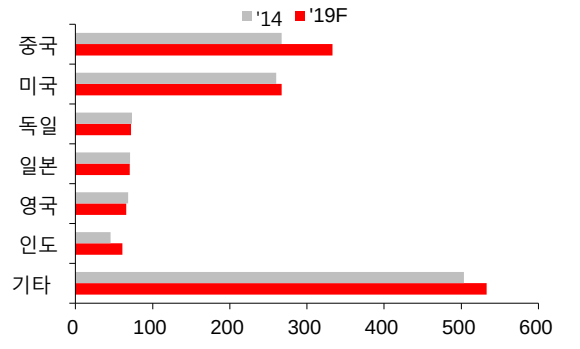
Euromonitor 는 최근 중국 경기둔화에도 2019 년 중국 패션시장이 308bn USD 로 성장하면서 미국을 넘어 세계 1 위 시장으로 부상할 것이라 전망했다. 중국 의류시장의 안정적인 성장은 로컬 내수시장 규모가 성장하는 동시에 해외 브랜드의 중국 사업 확장으로 지속될 수 있을 전망이다.

중국 의류 시장 규모 추이 (단위: bn USD)



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

'19 년 중국 의류시장 세계 1 위로 부상할 전망 (단위: bn USD)



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

2. 중국 온라인(모바일) 쇼핑 시장 현황

중국 로컬 전자상거래 업체의 모바일 사업 확장

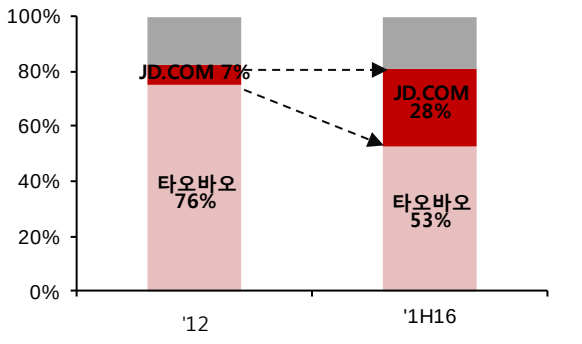
중국 전자상거래 업계 1 위 알리바바(Taobao, Tmall)는 모바일 서비스 확장에 총력을 다하고 있다. 경쟁사인 텐센트가 투자한 전자상거래 업계 2 위 플랫폼 징동(JD.com, 텐센트 지분률 21%)이 모바일 서비스를 기반으로 시장점유율 확대를 지속하고 있기 때문이다. 징동의 시장점유율은 '12 년 7%에서 '1H16 기준 28%로 급증했다.

위챗 보유한 텐센트의 간편결제 MS 확대 지속 전망

알리페이의 MAU 는 4.5 억명이며, 위챗은 8 억명이다. 사용자 규모면에서 위챗이 우위이며, SNS 기능을 기반으로한 범용성은 생활밀착형 어플리케이션이라는 면에서 그 이상이다.

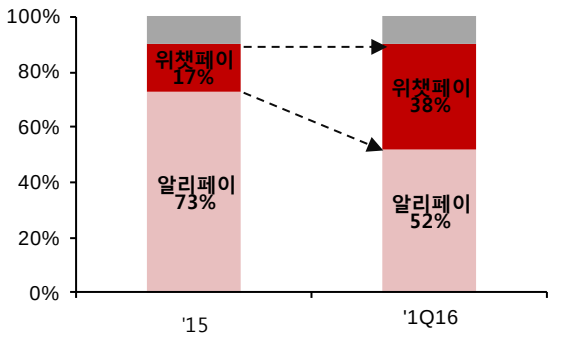
징동의 시장점유율은 모바일 서비스를 기반으로 추가 확대가 가능할 것이며 이에 따라 위챗페이 점유율 역시 확대가 전망된다. 과거 알리페이 점유율이 높았던 이유는 Tmall, Taobao 등 PC 인터넷 쇼핑 거래가 알리페이를 통해 발생했기 때문이다. '16 년 기준 중국 전자상거래 내 모바일 쇼핑 비중은 64%로 시장의 색이 완전히 바뀌었다.

중국 전자상거래업체별 시장 점유율



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

모바일 간편결제 시장 MS



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

'16~'18E 전자상거래 CAGR +26%

'16 년 중국 전자상거래 시장은 5 조위안(한화 837 조원, +32% YoY)이다. '18 년 예상 전자상거래 시장규모는 8 조위안(한화 1,339 조원)로 '16~'18E 시장 성장률은 CAGR +26% 이다.

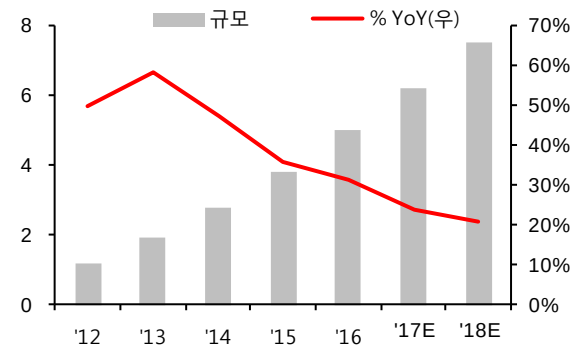
모바일시장 비중은 64%로 이미 PC 시장을 크게 역전

'15~'16 년 전자상거래 시장의 특징은 모바일쇼핑 시장 비중이 64%로 급증하면서 PC 시장을 역전했다는 것이다. '14 년을 기점으로 PC 중심의 전자상거래, 메신저, SNS 등 인터넷 플랫폼들이 모바일로 전환되면서 모바일 시장이 동반 성장한 것이다.

개별 업체의 전략도 모바일에 초점

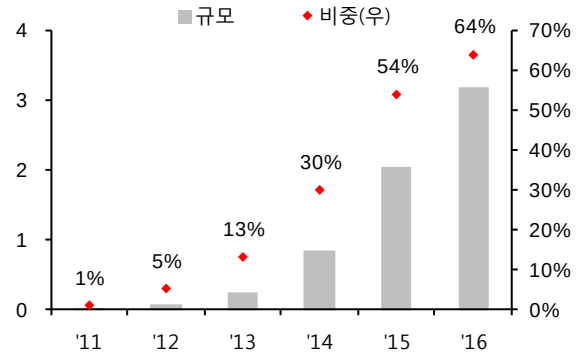
실제로 '15 년 알리바바의 PC 거래는 역성장을 시작했으며 반대로 모바일은 성장이 지속되었다. 텐센트가 쇼핑플랫폼인 징동(JD.com)에 지분투자를 시작한 시점도 '14 년이다.

중국 전자상거래 거래규모 추이 (단위: 조위안)



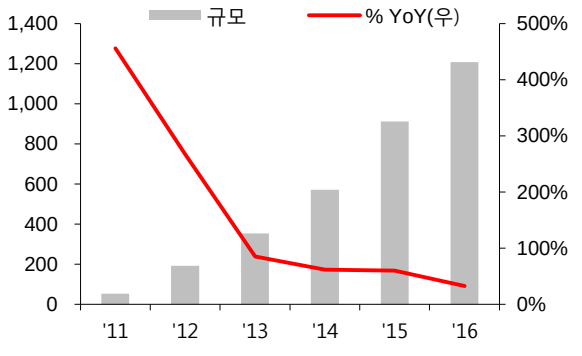
자료 : Thomson Reuters, SK 증권

중국 모바일쇼핑 거래규모와 전자상거래 내 비중 추이 (단위: 조위안)



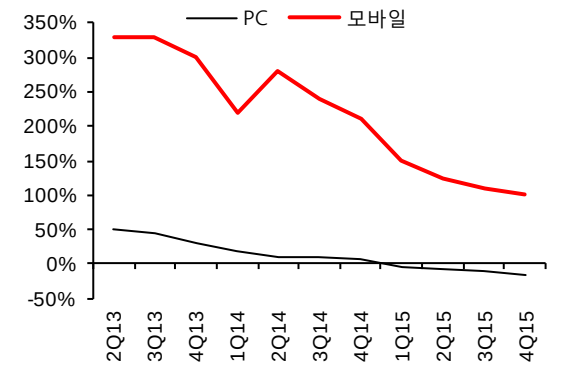
자료 : Thomson Reuters, SK 증권

타오바오 광군제(11.11) 거래액 추이 (단위: 억위안)



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

알리바바 모바일 VS. PC 의 GMV 추이



자료 : Thomson Reuters, SK 증권

Company Analysis

Happiness Partner SK securities

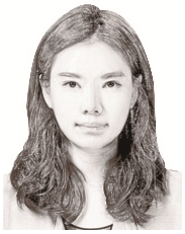
SK COMPANY Analysis

SK securities

TBH 글로벌 (084870/KS | 매수(신규편입) | T.P 11,000 원(신규편입))

'17 년 수익성 개선 지속

'17 년 매출액 7,616 억원(+6% YoY), 영업이익 240 억원(+94% YoY) 전망
- 수익성 개선은 국내법인 구조조정과 중국법인 영업효율화에 기인
- ① 국내외 수익성 개선, ② 중국 내 독보적인 사업규모, ③ 밸류에이션 매력 보유
- 투자의견 매수 및 목표주가 11,000 원으로 커버리지 개시

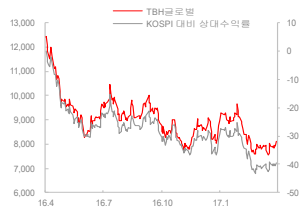


Analyst
조은애
goodkid@sk.com
02-3773-8826

Company Data	
자본금	104 억원
발행주식수	2,086 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,689 억원
주요주주	
우종완(외15)	48.80%
디에스자산운용	7.14%
외국인지분률	4.60%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(17/04/25)	8,100 원
KOSPI	2173.74 pt
52주 Beta	0.88
52주 최고가	12,450 원
52주 최저가	7,530 원
60일 평균 거래대금	8 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.4%	1.2%
6개월	-7.5%	-12.9%
12개월	-37.2%	-41.8%

'17 년 매출액 7,616 억원(+6% YoY), 영업이익 240 억원(+94% YoY) 전망

'17 년 동사 연결 매출액은 7,616 억원(+6% YoY), 영업이익은 240 억원(+94% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 1) '17 년 국내법인 예상 매출액은 1,664 억원(+5% YoY), 영업손실은 -56 억원(적지, +69 억원 YoY)이다. 2) '17 년 중국법인 예상 매출액은 5,952 억원(+6% YoY), 영업이익은 304 억원(+22% YoY)이다.

동사 수익성 개선은 ① 국내 구조조정, ② 중국 영업효율화에 기인

동사 영업이익은 '16 년 124 억원(흑전 YoY, OPM 1.7%) → '17 년 240 억원(+94% YoY, OPM 3.2%)으로 개선이 지속될 전망이다. 수익성 개선은 국내 구조조정과 중국 영업효율화에 기인한다. 1) 국내 적자폭 축소('16 년 OP -125 억원 → '17F OP -56 억원)는 원가율이 높은 베이직하우스 매출 비중 축소와 유통망 정리, 고마진의 마인드브릿지 매출 기여도 확대에 기인한다. 2) 중국 수익성 개선('16 년 OP 249 억원 → '17F OP 304 억원)은 ① 신규 런칭 브랜드의 매출 안정화, ② '14~'15 급증했던 매장의 정액상각 비용 축소 및 중간관리제 도입에 따른 고정비 부담 축소, ③ 수익성이 좋은 온라인 매출 확대에 기인한다.

투자의견 매수 및 목표주가 11,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 11,000 으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 11,000 원은 12MF EPS 기준 PER 10 배를 적용하였다. 동사는 ① 국내외 수익성 개선에 따른 실적 개선 및 ② 패션 회사 중 중국 내 독보적인 사업 규모, ③ PEER 대비(12MF PER 12 배) 밸류에이션(12MF PER 9 배) 매력을 보유하고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	5,498	6,597	7,223	7,616	8,287	8,962
yoy	%	-1.0	20.0	9.5	5.5	8.8	8.1
영업이익	억원	280	-53	124	240	389	460
yoy	%	-46.5	적전	흑전	93.8	61.9	18.3
EBITDA	억원	524	340	547	581	558	544
세전이익	억원	323	-21	142	275	430	505
순이익(지배주주)	억원	207	-126	-29	177	295	351
영업이익률%	%	5.1	-0.8	1.7	3.2	4.7	5.1
EBITDA%	%	9.5	5.2	7.6	7.6	6.7	6.1
순이익률	%	4.4	-1.5	0.0	2.7	3.9	4.3
EPS	원	990	-606	-139	847	1,412	1,685
PER	배	14.8	N/A	N/A	9.6	5.7	4.8
PBR	배	1.2	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	8.0	12.2	7.0	5.7	5.6	5.5
ROE	%	8.8	-5.3	-1.4	8.4	13.1	14.1
순차입금	억원	-237	24	138	-253	-471	-622
부채비율	%	92.7	122.5	125.3	125.4	121.6	115.2

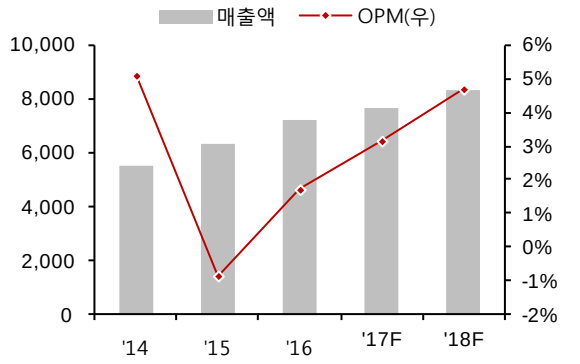
Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

1. 기업개요

TBH 글로벌은 2000 년 설립된 패션회사로 보유브랜드는 Basic House, Mind Bridge, The Class, Jucy Judy, Marc Brick, Spello 등 6 개 자체 브랜드를 보유하고 있다. '16 년 말 기준 동사의 국내 매장수는 305 개이다. '04 년에는 중국 상하이에 백가호패션유한공사 현지 법인을 설립하면서 중국에 진출했다. '16 년말 기준 중국내 매장수는 6 개 브랜드 1,840 개이다.

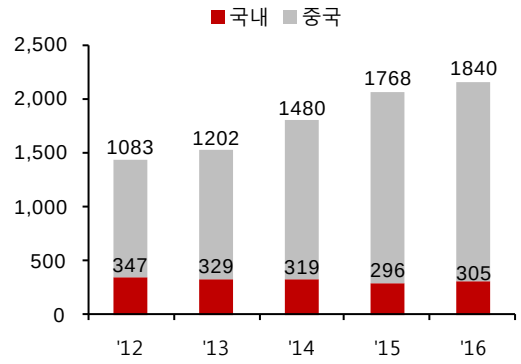
'16 년 기준 동사 국내와 중국법인 매출액 비중은 2:8 수준으로 중국법인이 동사 매출의 대부분을 차지하고 있다. 중국법인의 대표브랜드는 Basic House, Mind Bridge, Jucy Judy 등이 있다. 특히, Jucy Judy 는 '15 년 신규 런칭한 브랜드로 신규 오픈한 매장의 매출이 정상화되면서 '17 년 매출액 증가 속도가 가파를 것으로 전망되는 브랜드이다.

TBH 글로벌 매출액 및 영업이익률 추이 (단위 : 억원)



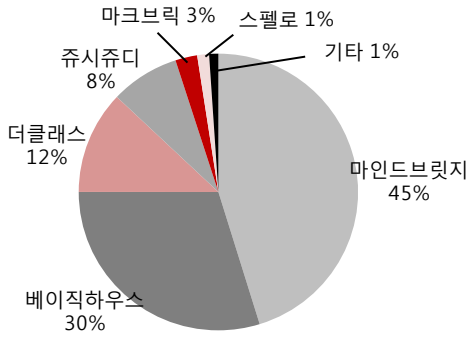
자료: TBH 글로벌, SK 증권

TBH 글로벌 국내외 매장수 추이 (단위 : 개)



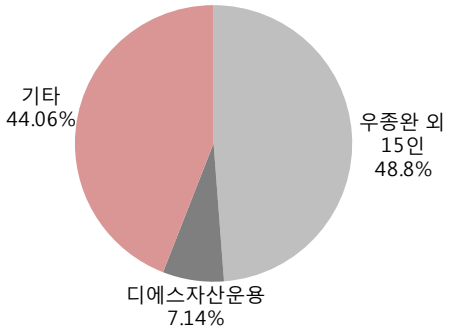
자료: TBH 글로벌, SK 증권

TBH 글로벌 국내법인 브랜드별 매출액 비중



자료: TBH 글로벌, SK 증권

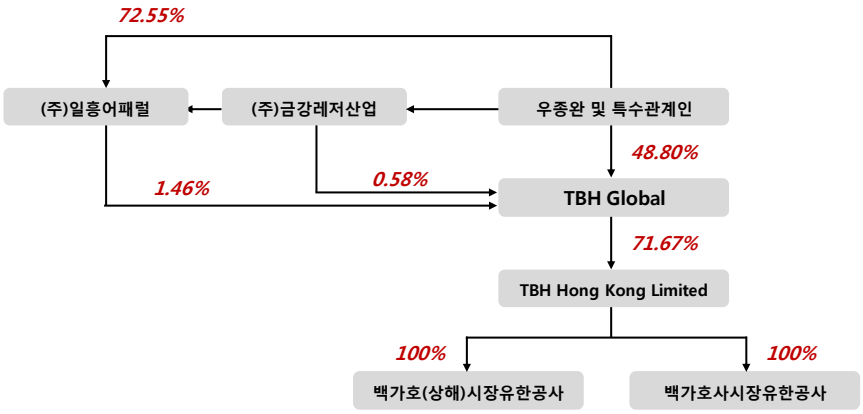
주주 현황



자료: TBH 글로벌, SK 증권

중국 상하이 현지법인 백가호시장유한공사는 TBH 글로벌의 손자회사이다. TBH 글로벌의 홍콩법인 지분율은 71.7%이며, 홍콩법인 TBH Hong Kong Limited 가 상하이 현지법인의 지분 100%를 보유하고 있다.

TBH 글로벌 지분 관계도



자료: TBH 글로벌, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

2. 투자포인트

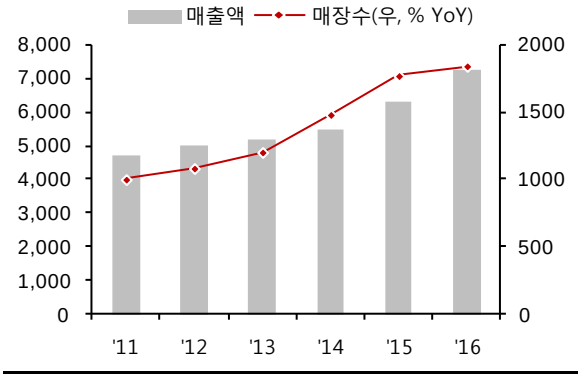
(1) 중국 수익성 회복

동사 중국 법인은 설립 이후 매년 두 자릿수 이상의 외형성장과 매장수 확대를 지속했다. 수익성은 '17 년을 기점으로 점진적인 회복을 전망한다. 수익성 회복의 근거는 ① '14~'15 년 신규 런칭 브랜드 안착에 따른 매출 정상화, ② 인테리어 등 초기투자 자산 정액상각 비용 축소, ③ 중국 내 매장운영방식을 중간관리제도로 전환함에 따른 고정비 부담 축소이다.

동사 중국법인은 '14~'15 년 신규브랜드(The Class, Jucy Judy)를 런칭하면서 매장수가 급격히 확대되었다. '14 년과 '15 년 중국법인 매장수는 각각 1,480 개(+23% YoY), 1,768 개(+20% YoY)이다. 당시 신규 점포는 신규브랜드가 대부분으로 매출액 증가대비 비용부담이 높아지면서 수익성은 악화되었다.

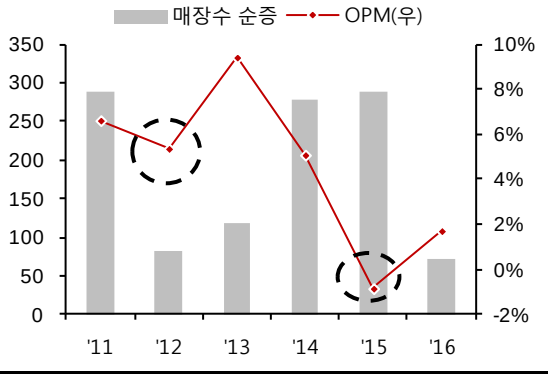
'17 년은 신규브랜드 매장의 브랜드 안착에 따른 매출 안정화와 상각비용 마무리에 따라 수익성 회복이 가능할 전망이다. 또한, 중국 매장 운영방식에 중간관리제 제도(인건비를 매출에 연동되는 변동비 구조로 변경)를 도입하면서 추가적인 고정비 부담 완화가 가능할 전망이다.

중국 법인 매출액 및 매장수 추이 (단위: 억원)



자료: TBH 글로벌, SK 증권

중국 법인 매장수 순증 및 영업이익률 추이 (단위: 개)



자료: TBH 글로벌, SK 증권

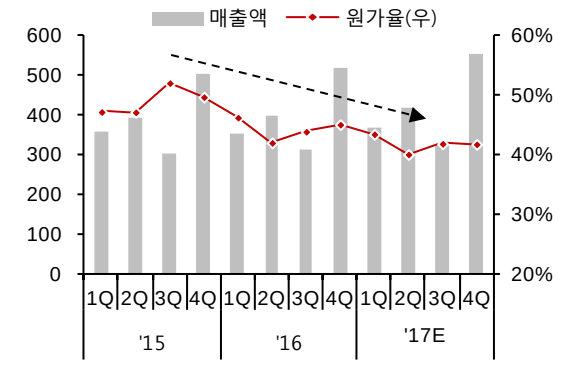
(2) 국내 적자폭 축소

동사 국내 법인 매출액은 '12~'15 년 이어진 역성장을 마무리하고 '16 년을 기점으로 턴어라운드(+2% YoY)에 성공했다. '16 년 이전 매출액 역성장의 주요 원인은 SPA 브랜드 성장에 따른 Basic House 의 부진이었다. '17 년은 사업 구조조정으로 '16 년에 이어 적자폭 축소가 지속될 전망이다.

국내법인의 구조조정 방식은 크게 3 가지이다. ① 적자브랜드 철수: 실적 부진 브랜드(D'urban, 겸비) 철수 비용 마무리, ② 유통망 구조조정: Basic House 실적 부진 매장 정리, ③ 비용구조 개편: '15 년 400 명 수준의 직원을 '16 년 말 345 명으로 축소, '1Q17 에도 인원 구조조정 지속.

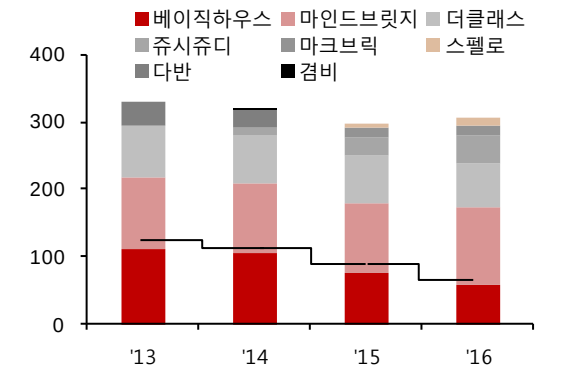
실제로 구조조정의 효과로 '16 년 영업적자는 -125 억원(+165 억원 YoY)으로 개선되었다. 1Q17 영업손실은 -31 억원(+22 억원 YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 손실폭 축소는 원가율이 높은 Basic House 유통망 구조조정에 따른 비용 절감 효과에 기인한다.

국내 법인 매출액 및 원가율 추이 (단위 : 억원)



자료: TBH 글로벌, SK 증권

국내 법인 브랜드별 매장수 추이 (단위 :개)



자료: TBH 글로벌, SK 증권

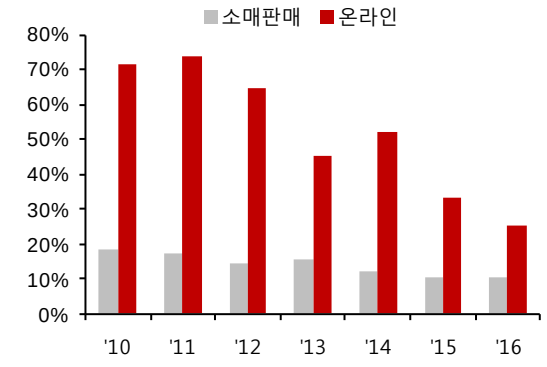
Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

(3) 온라인 강화

동사는 '04 년 오프라인을 기반으로 중국에 진출했다. '15 년부터는 중국 온라인 시장에도 본격적으로 진출하였는데, 현재 전자상거래 시장 내 점유율 1 위인 타오바오에 입점해 매장을 운영 중이다.

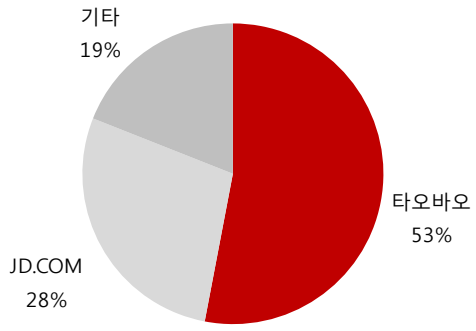
'17 년 동사는 중국 온라인 매출액 300 억원 달성을 목표로 하고 있다. 동사는 올해 전자상거래 시장점유율 2 위업체인 JD.COM 과 브랜드 신규 입점 계약을 완료한 상태이다. 또한, 기존 매장 운영 사이트인 타오바오와는 에이전트를 제외하고 직접 계약을 추진하여 온라인 매출이 전사 수익성 개선에도 기여할 전망이다.

중국 소매판매 VS. 온라인 소매판매 성장률 추이



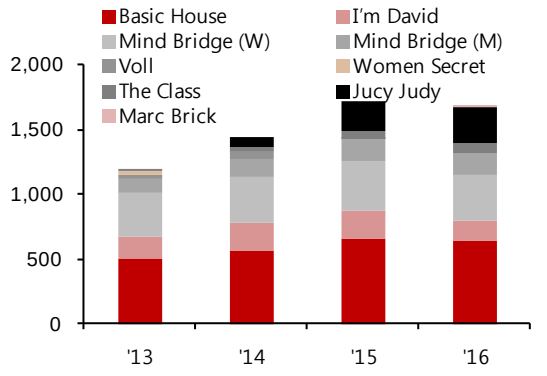
자료: CEIC, SK 증권

중국 전자상거래 업체 MS



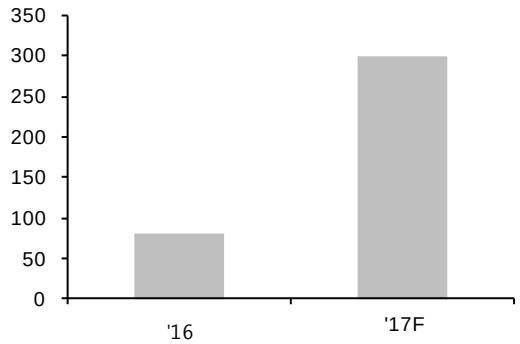
자료: iResearch, SK 증권

중국 법인 브랜드별 매장수 추이



자료: CEIC, SK 증권

'17 년 중국 온라인 매출액 300 억원 전망



자료: TBH 글로벌, SK 증권

3. 밸류에이션

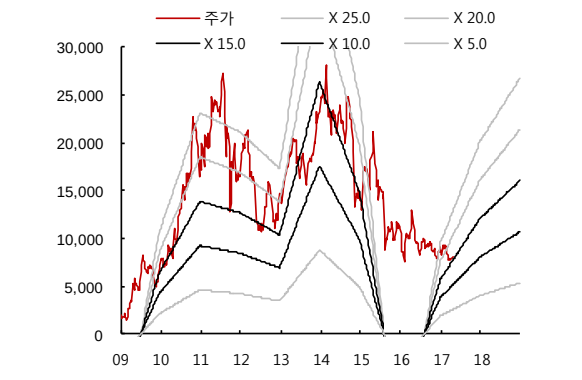
TBH 글로벌에 대해 투자의견 매수와 목표주가 11,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 에 PER 10 배를 적용해 산출하였다. 현재 주가 수준은 12MF PER 9 배로 국내 PEER 업체 대비(12 배) 밸류에이션 매력을 보유하고 있다.

TBH 글로벌 실적 전망과 밸류에이션 (단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	**1,975**	**1,379**	**1,275**	**2,593**	**1,997**	**1,426**	**1,401**	**2,792**	**7,223**	**7,616**	**8,287**
국내	355	400	313	520	369	418	324	553	1,589	1,664	1,741
중국	1,620	979	961	2,073	1,628	1,008	1,077	2,239	5,634	5,952	6,546
매출액(% YoY)	**20%**	**16%**	**1%**	**16%**	**1%**	**3%**	**10%**	**8%**	**10%**	**6%**	**9%**
국내	-1%	1%	3%	3%	4%	4%	3%	6%	2%	5%	5%
중국	26%	24%	1%	20%	1%	3%	12%	8%	18%	6%	10%
영업이익	**114**	**(56)**	**(101)**	**168**	**127**	**(13)**	**(61)**	**186**	**124**	**240**	**389**
국내	(53)	(16)	(52)	(4)	(31)	(1)	(48)	25	(125)	(56)	12
중국	168	(41)	(50)	172	138	(34)	(41)	240	249	304	399
영업이익(% YoY)	**15%**	**-57%**	**-28%**	**41%**	**12%**	**-77%**	**-40%**	**11%**	**흑전**	**94%**	**62%**
국내	-31%	-77%	-50%	-89%	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
중국	-5%	-35%	36%	8%	-17%	적지	적지	40%	5%	22%	31%
순이익	78	(6)	(41)	146	203	100	46	(54)	(29)	177	294
주식수(만주)	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174	2,174
EPS(원)	375	(30)	(197)	699	972	478	220	(258)	(139)	847	1,412
적용PER(배)									10	10	10
적정주가(원)									**(1,394)**	**8,470**	**14,120**

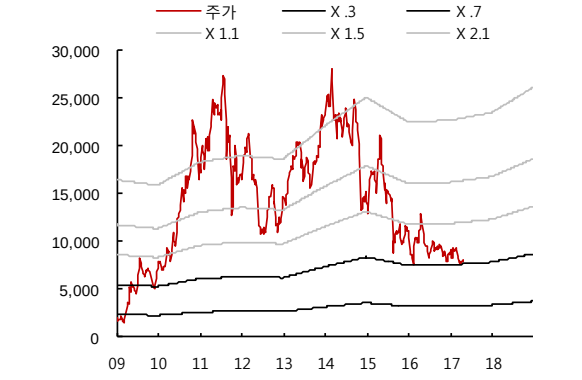
자료: TBH 글로벌, SK 증권

TBH 글로벌 PER 밴드 차트 (단위 : 원)



자료: Quantiwise, SK 증권

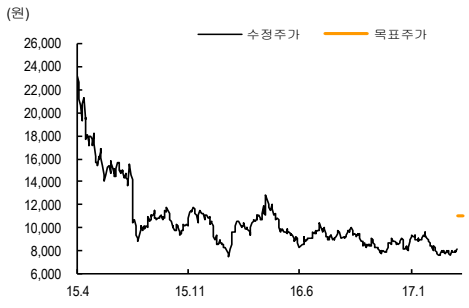
TBH 글로벌 PBR 밴드 차트 (단위 :원)



자료: Quantiwise, SK 증권

Analyst 조은애 goodkid@sk.com / 02-3773-8826

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.25	매수	11,000원



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 (2017 년 4 월 25 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,014	3,934	4,449	4,982	5,460
현금및현금성자산	322	438	829	1,046	1,197
매출채권및기타채권	1,043	1,159	1,156	1,258	1,370
재고자산	1,971	1,992	2,101	2,286	2,472
비유동자산	1,859	1,675	1,383	1,227	1,157
장기금융자산	3	3	3	3	3
유형자산	1,258	1,175	837	670	588
무형자산	38	38	35	32	29
자산총계	5,873	5,609	5,831	6,209	6,616
유동부채	1,572	1,550	1,606	1,702	1,771
단기금융부채	486	515	515	515	515
매입채무 및 기타채무	829	624	658	716	747
단기충당부채	0	1	1	1	2
비유동부채	1,661	1,570	1,638	1,704	1,770
장기금융부채	200	65	65	65	65
장기매입채무 및 기타채무	1,380	1,432	1,432	1,432	1,432
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,233	3,120	3,244	3,407	3,542
지배주주지분	2,239	2,074	2,156	2,356	2,613
자본금	104	104	104	104	104
자본잉여금	751	751	751	751	751
기타자본구성요소	-354	-397	-397	-397	-397
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,671	1,648	1,825	2,119	2,470
비지배주주지분	400	416	431	447	462
자본총계	2,640	2,489	2,587	2,802	3,075
부채와자본총계	5,873	5,609	5,831	6,209	6,616

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,597	7,223	7,616	8,287	8,962
매출원가	2,183	2,430	2,517	2,715	2,929
매출총이익	4,414	4,792	5,100	5,573	6,033
매출총이익률 (%)	66.9	66.4	67.0	67.3	67.3
판매비와관리비	4,467	4,668	4,859	5,184	5,573
영업이익	-53	124	240	389	460
영업이익률 (%)	-0.8	1.7	3.2	4.7	5.1
비영업손익	32	18	35	41	45
순금융비용	-4	11	11	4	0
외환관련손익	18	9	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-21	142	275	430	505
세전계속사업이익률 (%)	-0.3	2.0	3.6	5.2	5.6
계속사업법인세	76	139	67	104	122
계속사업이익	-98	3	208	326	383
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-98	3	208	326	383
순이익률 (%)	-1.5	0.0	2.7	3.9	4.3
지배주주	-126	-29	177	295	351
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.92	-0.4	2.32	3.55	3.92
비지배주주	29	32	32	32	32
총포괄이익	-67	-108	98	215	272
지배주주	-98	-124	82	200	257
비지배주주	31	15	15	15	15
EBITDA	340	547	581	558	544

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-203	293	402	221	151
당기순이익(손실)	-98	3	208	326	383
비현금성항목등	478	645	373	231	161
유형자산감가상각비	390	420	339	167	82
무형자산상각비	4	3	3	2	2
기타	37	78	-42	-42	-42
운전자본감소(증가)	-394	-304	-113	-233	-271
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-157	3	-102	-111
재고자산감소(증가)	-369	-113	-109	-185	-186
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	55	-226	34	58	31
기타	-82	192	-41	-4	-4
법인세납부	-189	-51	-67	-104	-122
투자활동현금흐름	-449	-44	8	15	19
금융자산감소(증가)	-76	312	0	0	0
유형자산감소(증가)	-388	-363	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	1	1	1	1
기타	13	6	8	14	18
재무활동현금흐름	611	-128	-19	-19	-19
단기금융부채증가(감소)	286	-129	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	50	20	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	275	-19	-19	-19	-19
현금의 증가(감소)	-19	116	391	217	151
기초현금	341	322	438	829	1,046
기말현금	322	438	829	1,046	1,197
FCF	-568	-43	411	232	162

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	20.0	9.5	5.5	8.8	8.1
영업이익	적전	흑전	93.8	61.9	18.3
세전계속사업이익	적전	흑전	94.0	56.6	17.4
EBITDA	-35.1	60.7	6.3	-4.1	-2.4
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	66.7	19.3
수익성 (%)					
ROE	-5.3	-1.4	8.4	13.1	14.1
ROA	-1.8	0.1	3.6	5.4	6.0
EBITDA마진	5.2	7.6	7.6	6.7	6.1
안정성 (%)					
유동비율	255.3	253.9	277.0	292.7	308.2
부채비율	122.5	125.3	125.4	121.6	115.2
순차입금/자기자본	0.9	5.5	-9.8	-16.8	-20.2
EBITDA/이자비용(배)	26.2	26.8	31.1	29.8	29.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-606	-139	847	1,412	1,685
BPS	10,737	9,942	10,336	11,295	12,527
CFPS	1,280	1,888	2,482	2,221	2,087
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	11.4	6.8	5.7
PER(최저)	N/A	N/A	8.9	5.3	4.5
PBR(최고)	2.2	1.3	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
PCR	8.7	4.6	3.3	3.7	3.9
EV/EBITDA(최고)	19.6	8.6	6.3	6.2	6.1
EV/EBITDA(최저)	10.8	6.5	5.5	5.4	5.3

자료 : TBH글로벌, SK증권 추정

memo