



의류 Overweight(Initiate)

브랜드, Buy or Buy

의류 소비 양극화 속 잘팔리는 브랜드는 계속 잘팔린다.

2019년, ① 의류 소비 양극화에 따른 고가 브랜드 수요 지속,

② 온라인 매출 확대 사이클 도래,

③ 브랜드 리뉴얼 및 비효율 브랜드 정리 효과가 지속될 것으로 전망한다.

이에 따라 섬유/의복 업종 내 실적과 주가의 상승 방향성이 뚜렷한
브랜드 업체에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

기업분석팀 의류/화장품 Analyst 조경진

02-3787-4776, kjcho@kiwoom.com

Contents



Summary	3
---------	---

투자의견 및 Valuation	4
------------------	---

> 성장 방향성 뚜렷한 브랜드 업체 선호	4
------------------------	---

브랜드 의류 소비 양극화 지속	7
------------------	---

> 럭셔리가 되는 시대	7
--------------	---

명품 시장의 Driving force는

소셜미디어와 Z세대	9
------------	---

> 온라인 시장 성장성 여전히 높아	9
---------------------	---

> 국내 브랜드 업체 온라인 매출 확대 사이클 도래	12
------------------------------	----

> 소셜미디어의 메인 유저는 Z세대	17
---------------------	----

> 아동복 소비에서도 나타나는 양극화	20
----------------------	----

Appendix I	22
------------	----

> 글로벌 경기에 후행하는 의류 OEM/ODM, 거시적 변수는 우호적	22
-------------------------------------------	----

기업분석

> 신세계인터내셔널(031430) BUY(Initiate)/TP 220,000원 향기업은 신세계인터내셔널	24
------------------------------------------------------------------	----

> 휠라코리아 (081660) BUY(Initiate)/TP 65,000원 휠라코리아 이전 휠라글로벌	32
----------------------------------------------------------------	----

> 한섬 (020000) BUY(Reinitiate)/TP 47,000원 온라인 쇼핑의 계절	41
-----------------------------------------------------------	----

Compliance Notice

- 당사는 11월 20일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

추운 겨울, 따뜻하게 날 의류주

>>> 의류 소비 양극화, 결국 명품이 승부

국내 의류 산업의 성장률은 GDP 성장률과 민간소비 증가율을 하회할 것으로 예상하며, 저성장 기조 속 중견 패션 업체들의 고전과 의류 소비 양극화는 지속될 것으로 전망한다.

지난 2~3년간 대형 브랜드 업체들은 의류 산업의 저성장 기조 탈피를 위해 사업 다각화, 제품 믹스 다변화, 수출 확대 등의 전략을 펼치며 시장 성장을 대비 선전하는 모습을 보였다. 4분기 의류 판매 성수기 도래, 2019년 브랜드 리뉴얼 및 사업 다각화의 본격적인 투자 회수기로 접어들에 따라 추가적인 실적 개선 기대감이 유효하며, 브랜드 업체의 주가의 방향성은 뚜렷하다.

이에 따라 섬유/의복 업종에 대해 Overweight 의견을 제시한다. 성장 방향성이 뚜렷한 브랜드 업체를 선호하며 ① 의류 소비 양극화에 따른 고가 브랜드 수요 지속, ② 개별 업체들의 온라인 매출 확대 사이클 도래, ③ 브랜드 리뉴얼 및 비효율 브랜드 정리 효과가 향후 브랜드 업체의 관련 포인트가 될 것으로 전망한다.

>>> Coverage

- 신세계인터내셔널: 색조 화장품 브랜드 '비디비치'의 고성장세에 따라 화장품 부문의 매출 비중 증가, 하반기 프리미엄 한방 화장품 '연작' 론칭을 통해 본격적인 화장품 사업부 확장에 돌입했다. 화장품 브랜드의 성공적인 안착에 따라 추가적인 밸류에이션 상승이 가능할 것으로 전망한다.
- 휠라코리아: 국내의 성공적인 턴어라운드를 기반으로 중국 내 프리미엄 브랜드로 입지 확대, 미주 및 유럽 지역에서 FILA브랜드 재평가는 진행형이다. 브랜드의 판매 호조, 미국 법인과 로열티 수익 증가에 따른 실적 성장이 가능할 전망이다.
- 한섬: 브랜드 업체 중에서는 유일하게 본업만으로 꾸준히 성장하고 있다. 인수 및 합병을 통해 비효율 브랜드 정리를 진행했다. 이에 따른 외형 성장 둔화는 불가피할 것으로 보이나 불확실성 해소와 온라인 매출 상승으로 전사 수익성이 개선될 것으로 기대된다.

Summary

2019년에도 브랜드 리뉴얼 효과 및 사업 다각화 효과가 지속될 것으로 기대한다. ① 의류 소비 양극화에 따른 고가 브랜드 수요 지속, ② 개별 업체들의 온라인 매출 확대 사이클 도래, ③ 브랜드 리뉴얼 및 비효율 브랜드 정리 효과가 브랜드 업체 실적에 영향을 미칠 것으로 전망한다. 국내 브랜드 업체들은 의류 산업이 가진 성장성의 한계를 극복하기 위해 최근 2-3년간 브랜드 리뉴얼과 사업 다각화 등의 전략을 취해왔다. 일부 업체들은 이미 성과가 발생하고 있으며 대부분의 업체들이 지난 3분기 영업이익 기준 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 4분기는 의류 업체들의 계절적 성수기인 데다, 기저효과까지 존재해 큰 폭의 실적 상승이 예상된다.

국내 의류 산업은 대표적인 경기 소비재로 소비심리, 의류비 지출전망 등 국내 경기가 의류 소비에 영향을 미친다. 업체별로는 크게 OEM/ODM과 브랜드로 구분되는데 대형 브랜드 업체는 주요 판매 시장이 국내로 내수 경기의 영향을 받으며, OEM/ODM 업체의 경우 주요 바이어들이 속한 미국, 유럽 등 국가의 영향을 받으며 미국 경기 지표에 후행하는 모습을 보인다. 국내 대형 업체들의 보유 브랜드는 고가의 라인업을 형성하고 있으며, 주요 고객은 경기 민감도가 낮은 고소득층이 많은 편이다. 또한 브랜드 판매에 있어 소비자 반응과 소비트렌드가 실적 변동에 주요한 요소로 작용하고 있다. 이에 따라 브랜드력, 패션 트렌드(Ex.롱패딩, 어글리슈즈 등) 등 소비트렌드의 변화에 주시할 필요가 있다는 판단이다.

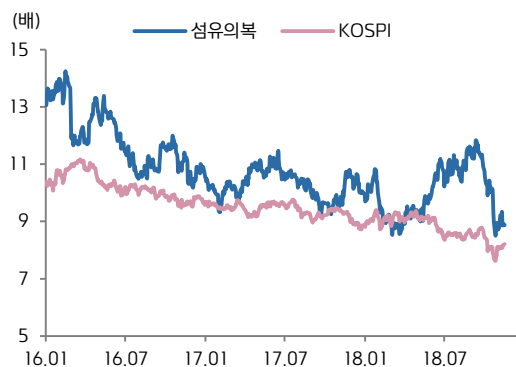
한편, OEM/ODM 업체들의 경우 실적에 변수로 작용하는 환율, 원재료, 인건비, 소비지표 등 지표들이 우호적인 상황으로 변화하고 있지만 통제가 어렵고, 전방 산업 수요의 불확실성도 동시에 존재하고 있다. 또한 울트라패스트패션(Ultra-Fast Fashion)*의 등장으로 리드타임은 더욱 감소하고 있으며, 이에 따른 업체 간 경쟁으로 마진을 개선이 어려운 구조이다. 그간 부진했던 전방산업이 회복되며 일정 수준의 실적 개선과 기저효과를 기대해 볼 수 있으나, 성장요소가 부재한 상황으로 중장기적 관점에서의 접근이 필요하다는 전망이다.

KOSPI대비 섬유/의복 상대수익률 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

섬유/의복 업종 12M FWD PER 추이



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치

투자의견 및 Valuation

>>> 성장 방향성 뚜렷한 브랜드 업체 선호

이익 상승세 지속, 밸류에이션 매력 충분

섬유·의복 업종에 대해 Overweight 의견을 제시한다. 신세계인터내셔널, 휠라코리아, 한섬의 19년 EPS 성장률은 각각 +48.6%, +30.8%, +62.3% 추정하며 브랜드 업체들의 실적 개선은 뚜렷할 것으로 전망한다. 또한 업체별 2019년 실적 기준 PER은 신세계인터내셔널 17.1배, 휠라코리아 14.8배, 한섬 8.6배로 각각 화장품 업종 PER 25-30배, 글로벌 스포츠 Peer 평균 30배, 의류 업종 평균 PER 11배 대비 밸류에이션 매력이 충분하다.

과거 의류 사업을 주로 영위하던 의류 업체들이 의류 산업의 저성장 기조 탈피를 위해 사업 다각화, 제품 믹스 다변화, 수출 확대 등의 전략을 펼쳤다. 일부 업체들의 경우 지난 2-3년간 진행해온 브랜드 리뉴얼과 사업 다각화 등에 대한 반응이 예상보다 빠르게 나타나면서 실적 기대감이 주가에 일부 반영됐지만, 4분기 성수기 도래, 온라인 채널의 구조적인 성장 시기 진입과 브랜드 리뉴얼 및 사업 다각화의 본격적인 투자 회수기로 접어들어 따라 추가적인 실적 개선 기대감이 유효한 것으로 전망한다.

업종 내 Top pick으로는 신세계인터내셔널을 제시한다. 신세계인터내셔널은 신규 론칭한 프리미엄 화장품 '연작'의 신규 채널 출점 효과와 고마진 니치 향수 수요 증가에 따른 수익성 개선이 기대된다. 중국인 관광객 회복에 따른 국내 화장품 수요 회복과 '연작'의 성공적인 시장 안착 시 추가적인 밸류에이션 상승이 가능할 전망이다. 휠라코리아는 국내 성공적인 턴어라운드를 배경으로 해외까지 브랜드 리바이벌이 확대되고 있으며 나이키, 아디다스 등의 글로벌 스포츠웨어 업체의 시장점유율을 감안하더라도 Peer 평균 PER 30배 수준 대비 밸류에이션 매력이 높다. 한섬은 브랜드 리뉴얼 효과 및 온라인 판매 비중 증가가 나타나면서 수익성 증가가 예상되며 탄탄한 브랜드력으로 본업에서 실적 차별화가 가능할 전망이다.

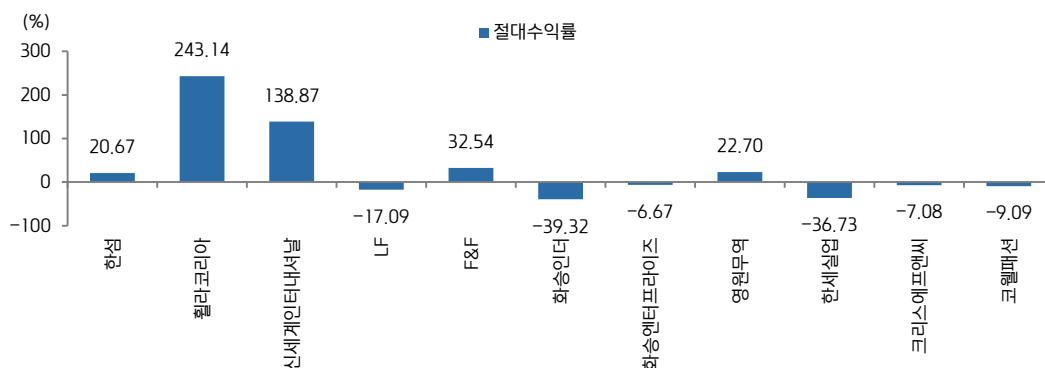
커버리지 요약 테이블

		신세계인터내셔널		힐라코리아		한섬	
투자의견		BUY(Initiate)		BUY(Initiate)		BUY(Reinitiate)	
목표주가		220,000 원		65,000 원		47,000 원	
Up Side		26.4%		20.2%		27.7%	
매출액	2018E	1 조 2,687 억원	+15.1%	2 조 9,469 억원	+16.5%	1 조 3,557 억원	+10.3%
	2019E	1 조 4,528 억원	+14.5%	3 조 5,099 억원	+19.1%	1 조 4,951 억원	+10.3%
영업이익	2018E	5,822 억원	+128.8%	3,543 억원	+62.9%	813 억원	+47.9%
	2019E	8,619 억원	+48%	4,408 억원	+24.4%	1,195 억원	+46.9%
순이익	2018E	4,943 억원	+104.8%	2,415 억원	+123.4%	593 억원	+10%
	2019E	7,406 억원	+49.8%	3,314 억원	+28.3%	962 억원	+62.3%
PER(배)	2018E	25.4		18.7		15.3	
	2019E	17.1		14.8		8.6	
PBR(배)	2018E	1.0		0.8		0.8	
	2019E	0.9		0.7		0.7	

주: Up Side는 11월 20일 종가 기준

자료: 키움증권 리서치

주요 기업 YTD 주가수익률 현황



주: 11월 19일 종가 기준

자료: DataGuide, 키움증권 리서치

국내 Peer Valuation table

		헬라코리아	신세계 인터내셔널	한성	LF	F&F	한세실업	영원무역	화승 엔터프라이즈
		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
통화		12	12	12	12	12	12	12	12
결산월									
추가		56,000	177,000	37,950	25,950	55,600	17,050	38,650	11,200
시가총액		34,224	12,638	9,347	7,588	8,562	6,820	17,126	6,780
2017A		2,530,324	1,102,545	1,228,676	1,602,060	560,518	1,711,333	2,009,311	768,224
매출액	2018E	2,877,294	1,261,560	1,317,903	1,697,508	721,848	1,721,006	2,101,893	933,072
	2019E	3,096,888	1,379,540	1,382,453	1,766,556	827,860	1,843,077	2,212,405	1,137,956
2017A		217,467	25,439	54,996	110,146	98,142	56,541	181,147	58,541
영업이익	2018E	348,695	62,200	98,349	127,615	115,952	39,182	208,226	46,601
	2019E	392,273	91,500	111,514	135,045	133,236	73,226	229,583	77,349
2017A		62,388	24,067	53,856	73,644	74,888	43,251	108,688	41,456
당기순이익	2018E	175,798	51,400	76,530	96,318	114,662	22,834	140,882	28,438
	2019E	202,720	73,200	87,424	111,142	104,445	58,104	163,035	55,269
2017A		1,030	3,371	2,451	2,519	4,863	1,100	2,477	747
EPS	2018E	2,875	7,181	3,069	3,298	7,435	578	3,182	469
	2019E	3,319	10,221	3,629	3,801	6,784	1,458	3,688	911
2017A		1,010,842	335,226	108,565	-165,786	-53,075	26,535	-142,853	141,334
순차입금	2018E	819,896	276,500	72,301	-185,184	-94,603	41,046	-142,826	137,438
	2019E	627,041	224,750	1,640	-255,641	-171,533	26,163	-188,500	108,978
2017A		283,581	62,742	85,403	153,709	105,946	81,091	240,687	83,973
EBITDA	2018E	393,496	97,800	130,794	168,435	125,979	65,415	275,911	81,047
	2019E	437,615	125,000	142,894	174,720	144,956	99,541	301,497	114,291
2017A		161.6	8.0	72.6	4.8	27.7	10.6	0.4	20.0
매출액성장률	2018E	13.7	14.4	7.3	6.0	28.8	0.6	4.6	21.5
	2019E	7.6	9.4	4.9	4.1	14.7	7.1	5.3	22.0
2017A		-81.9	38.6	-4.7	42.6	147.7	-6.4	-0.5	-4.3
EPS성장률	2018E	179.1	113.0	25.2	30.9	52.9	-47.4	28.5	-37.1
	2019E	15.4	42.3	18.2	15.3	-8.7	152.2	15.9	94.2
2017A		8.6	2.3	4.5	6.9	17.5	3.3	9.0	7.6
영업이익률	2018E	12.1	4.9	7.5	7.5	16.1	2.3	9.9	5.0
	2019E	12.7	6.6	8.1	7.6	16.1	4.0	10.4	6.8
2017A		2.5	2.2	4.4	4.6	13.4	2.5	5.4	5.4
순이익률	2018E	6.1	4.1	5.8	5.7	15.9	1.3	6.7	3.0
	2019E	6.5	5.3	6.3	6.3	12.6	3.2	7.4	4.9
2017A		17	9	7	7	40	2	7	7
ROE	2018E	19.1	9.9	8.0	8.5	33.0	4.8	10.5	10.2
	2019E	18.0	12.7	8.5	9.1	23.6	11.7	10.9	16.9
2017A		22	27	14	10	7	81	17	38
PER	2018E	19.5	24.6	12.4	7.9	7.5	29.5	12.1	23.9
	2019E	16.9	17.3	10.5	6.8	8.2	11.7	10.5	12.3
2017A		3	2	1	1	2	1	1	3
PBR	2018E	3.3	2.3	0.9	0.6	2.2	1.4	1.2	2.3
	2019E	2.8	2.1	0.9	0.6	1.8	1.3	1.1	1.9
2017A		10	22	8	3	11	18	6	14
EV	2018E	11.9	15.8	7.7	3.5	6.0	12.5	6.1	10.1
/EBITDA	2019E	10.2	11.9	6.6	2.9	4.7	8.1	5.4	6.9

주1: 추가, 시가총액, EPS 제외, 각국 통화 백만 단위

주2: 컨센서스 기준

주3: 추가는 2018년 11월 19일 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

브랜드 의류 소비 양극화 지속

>>> 럭셔리가 되는 시대

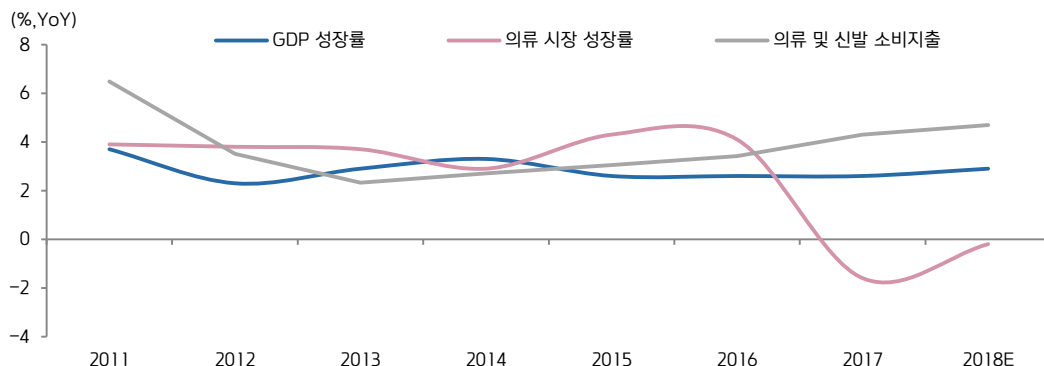
저성장 속 경기 민감도 낮은 명품(고가)브랜드 수요 지속될 것

향후 국내 의류 산업의 성장률은 GDP 성장률과 민간소비 증가율 하회할 것으로 전망한다. 의류 산업은 경기 민감도가 높고, 유행의 변화가 빠르기 때문에 수요 예측의 불안정성이 존재한다. 특히, 브랜드 업체의 경우 진입장벽이 낮아 경쟁강도가 높고, 수요 예측에 실패할 경우 재고 부담을 안고 가야 하는 산업이다. 또한 경기가 회복되더라도 총 소비 보다 의류 소비 감소 폭이 더 크게 나타나는 추세로 의류 소비 절대 금액의 상승은 제한적일 것으로 예상하며, 이에 따른 중견 패션 업체들의 고전과 의류 소비 양극화는 지속될 것으로 전망한다.

특히, 2012-2013년 의류 소비가 큰 폭으로 감소한 데는 SPA 브랜드의 본격적인 침투로 국내 중저가 브랜드의 시장 성장이 정체된 데 있었다. 반면, 명품(고가) 브랜드는 진입장벽이 높아 경기 민감도가 중저가 브랜드 대비 낮은 편이다. 2012년 본격적으로 시작된 저가의 글로벌 SPA 업체들의 시장 침투, 내수 침체와 국내 패션 시장의 성장이 정체된 시기에도 탄탄한 브랜드력과 견고한 수요로 안정적 성장을 이어가고 있다.

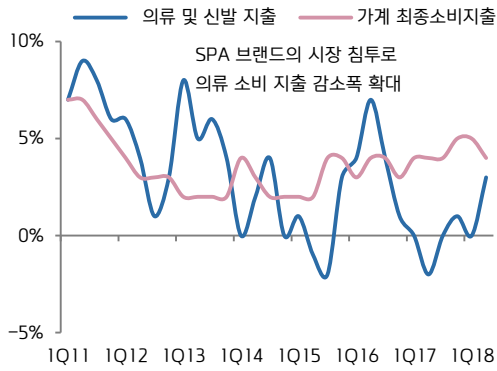
한편, 2017년 의류 시장은 9년 만에 역성장을 기록했는데 국내 의류 산업 전반에 성장 모멘텀이 부재했기 때문인 것으로 나타났다. 그러나 백화점 3사의 명품 매출액 성장률은 여성용 캐주얼 성장률을 상회, 백화점 구매단가는 구매건수를 상회하며 고가 브랜드에 대한 수요는 꾸준한 것으로 나타났다. 또한 2018년에는 신세계인터내셔널은 화장품 부문으로 사업 확장, 휠라코리아는 성공적인 브랜드 리뉴얼로 히트 아이템 등장, F&F는 스트리트 감성이라는 컨셉을 'MLB'에 입혀 차별화를 시도하는 등 새로운 성장 동력에 집중하며 선전하는 모습을 보였다. 이에 따라 높은 브랜드 로열티 보유, 온라인 판매 확대를 통한 마진 개선, 트렌드에 유연하게 대응할 수 있는 판매 전략을 보유한 업체의 경쟁력이 강화될 것으로 판단한다.

가계소비지출과 의류비 지출 비교



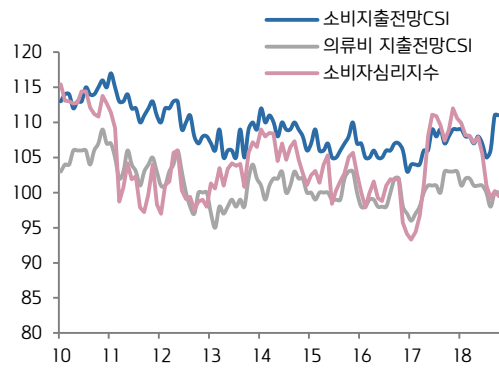
주: 2018년은 추정치
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

분기별 가계비와 의류 및 신발 지출 증감률



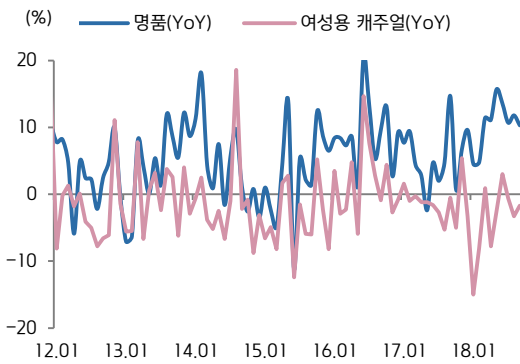
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

소비자심리지수와 지출전망 CSI



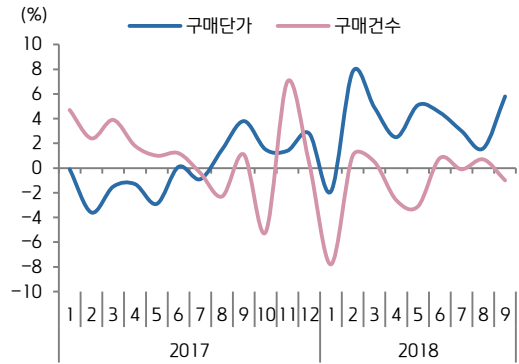
자료: 한국은행, 키움증권 리서치

백화점 명품과 여성복 소매판매 증감률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

백화점 구매 건수 및 구매단가 추이



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

명품 시장의 Driving force는 소셜미디어와 Z세대

>>> 온라인 시장 성장성 여전히 높아

중국과 미국은 E-Commerce의 핵심 시장

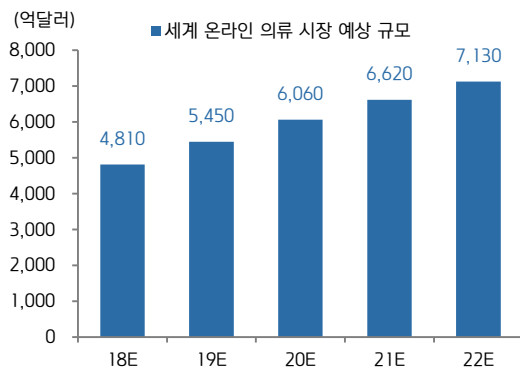
의류 소비의 양극화는 세계적인 트렌드로 나타나고 있다. 세계 최대 규모 브랜드컨설팅 회사 인터브랜드에 따르면 '2018년 글로벌 100대 브랜드 가치 조사'에서 명품 브랜드들이 약진을 돋보인 반면 패스트 패션이 추락세가 완연한 것으로 나타났다. 의류 소비 양극화 속 명품(고가)브랜드가 잘 팔리는 이유는 뭘까? 바로 온라인이다. 온라인 채널의 확대와 시장 성장은 새로운 일이 아니다. 그러나 여전히 성장성이 높다는 점에서 주목할 필요가 있다. 이커머스 시장에서 중국과 미국은 가장 큰 시장 규모를 차지하고 있다. 중국의 E-Commerce 시장은 2017년부터 2020까지 연평균 +14.1% 성장하며 가장 높은 성장률을 보일 것으로 예측되고 있다. 또한 중국은 2017년 기준 글로벌 사치품 소비의 44% 비중을 차지하는 핵심 소비 시장이다. 중국산업정보망에 따르면 중국의 명품 판매는 2015년부터 지속적으로 상승하여 매해 약 1%p 추가 성장하며 2021년에는 13% 상승할 것으로 전망했다. 이에 따라 글로벌 명품 업체들은 중국 시장에 주목하고 있으며 국내 업체들도 중국 진출을 시도하고 있다.

2018년 인터브랜드의 의류 브랜드 순위 변화

순위	브랜드	브랜드 가치 (백만 USD)	전년 대비 증감 (%)	100대 브랜드 순위	전년 순위
1	나이키	30,120	11	17	18
2	루이비통	28,152	23	18	19
3	샤넬	20,005	신규	23	신규
4	자라	17,712	-5	25	24
5	H&M	16,826	-18	30	23
6	에르메스	16,372	15	32	32
7	구찌	12,942	30	39	51
8	아디다스	10,772	17	50	55
9	까르띠에	7,646	1	67	65
10	티파니	5,642	5	83	81
11	디올	5,223	14	91	95
12	버버리	4,989	-2	94	86

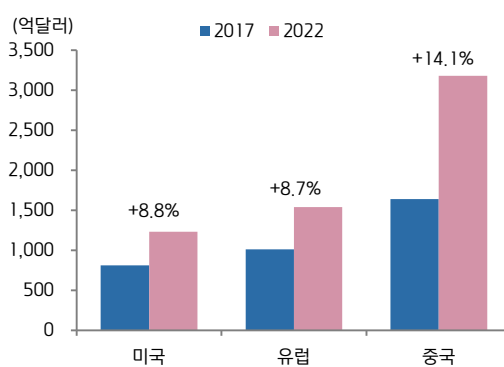
주: 인터브랜드는 세계 최대 규모의 브랜드 컨설팅 업체
자료: 인터브랜드, 키움증권 리서치

세계 온라인 의류 시장 규모 예상



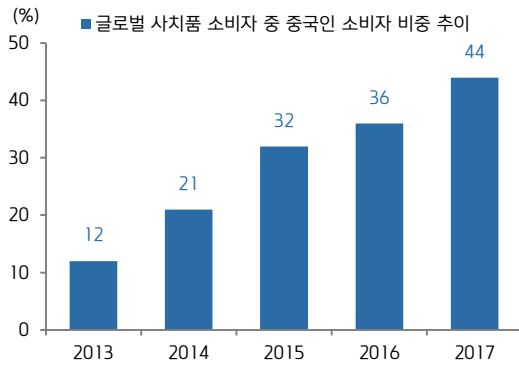
자료: Statista, Marketline, 키움증권 리서치

주요 E-commerce 시장 성장 전망



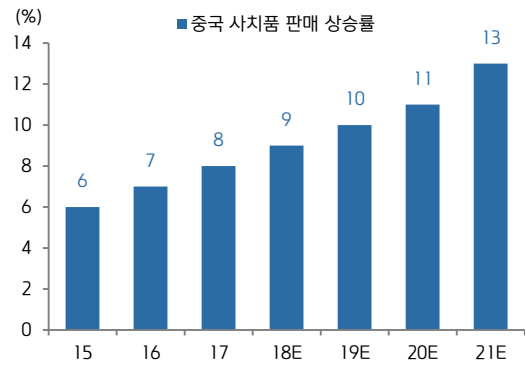
자료: eMarketer, 키움증권 리서치

글로벌 사치품 중국인 소비자 비중 추이



자료: 베인앤컴퍼니, 키움증권 리서치

중국 사치품 판매 상승률



자료: 중국산업정보, 키움증권 리서치

전세계 10대 E-commerce 시장규모



주: 단위는 십억달러

자료: Shpifyplus, 키움증권 리서치

2018년 온라인 점유율 Top 15 럭셔리 브랜드

순위	브랜드	검색 관심도	소셜미디어 잠재고객	소셜미디어 참여자
1	Gucci	22.34%	54,144,179	13,600,000
2	Chanel	11.79%	67,499,041	2,591,803
3	Louis Vuitton	9.67%	56,886,821	7,400,000
4	Hermes	9.29%	10,356,812	1,380,000
5	Rolex	8.03%	15,813,354	438,000
6	Tiffany	7.69%	20,874,200	801,000
7	Dior	5.62%	48,306,113	6,290,000
8	Armani	5.47%	24,685,216	974,000
9	Prada	4.97%	23,934,422	2,186,210
10	Balenciaga	4.39%	9,158,109	1,696,459
11	Cartier	3.63%	12,279,311	314,015
12	Burberry	3.62%	43,329,468	1,485,372
13	Lancome	1.90%	13,290,575	338,781
14	Yves Saint Laurent	0.89%	11,825,457	804,593
15	Bulgari	0.70%	11,277,114	696,071

자료: LUXE Digital, 키움증권 리서치

2018년 Top 15 럭셔리 브랜드

순위	2016년 순위 변동	2015년 순위	그룹명	보유 명품 브랜드
1	-	1	LVMH Moët Hennessy- Louis Vuitton SE	Louis Vuitton, Fendi, Bulgari, Loro Piana, Emilio Pucci, Acqua di Parma, Loewe, Marc Jacobs, TAG Heuer, Benefit Cosmetics
2	▲	3	The Estée Lauder Companies Inc.	Estée Lauder, M.A.C., Aramis, Clinique, Aveda, Jo Malone: Licensed fragrance brands
3	▼	2	Compagnie Financière Richemont SA	Cartier, Van Cleef & Arpels, Montblanc, Jaeger-LeCoultre, Vacheron Constantin, IWC, Piaget, Chloé, Officine Panerai
4	-	4	Luxottica Group SpA	Ray-Ban, Oakley, Vogue Eyewear, Persol, Oliver Peoples: Licensed eyewear brands
5	-	5	Kering SA	Gucci, Bottega Veneta, Saint Laurent, Balenciaga, Brioni, Sergio Rossi, Pomellato, Girard-Perregaux, Ulysse Nardin
6	▲	7	L'Oréal Luxe	Lancôme, Biotherm, Helena Rubinstein, Urban Decay, Kiehl's: Licensed brands
7	▼	6	The Swatch Group Ltd.	Omega, Longines, Breguet, Harry Winston, Rado, Blancpain: Licensed watch brands
8	-	8	Ralph Lauren Corporation	Ralph Lauren, Polo Ralph Lauren, Purple Label, Double RL, Club Monaco
9	▲	10	PVH Corp.	Calvin Klein, Tommy Hilfiger
10	▼	9	Chow Tai Fook Jewellery Group Limited	Chow Tai Fook, CHOW TAI FOOK T MARK, Hearts on Fire
11	▲	12	Hermès International SCA	Hermès, John Lobb
12	▼	11	Rolex SA	Rolex, Tudor
13	-	13	Lao Feng Xiang Co., Ltd.	Lao Feng Xiang
14	-	14	Michael Kors Holdings Limited	Michael Kors, MICHAEL Michael Kors
15	-	15	Coach, Inc. (now Tapestry, Inc.)	Coach, Stuart Weitzman
16	-	16	Tiffany & Co.	Tiffany & Co., Tiffany
17	▲	-	Shiseido Prestige & Fragrance	SHISEIDO, clé de peau BEAUTÉ, bareMinerals, NARS, IPSA, Laura Mercier: Licensed fragrance brands
18	-	18	Burberry Group plc	Burberry
19	▼	17	Prada Group	Prada, Miu Miu, Church's, Car Shoe
20	▲	24	Pandora A/S	Pandora
21	▼	19	Hugo Boss AG	BOSS, HUGO
22	▼	20	Fossil Group, Inc.	Fossil, Michele, Relic, Skagen, Zodiac, Misfit: Licensed brands
23	▼	22	Swarovski Crystal Business	Swarovski
24	▼	21	Giorgio Armani SpA	Giorgio Armani, Emporio Armani, Armani, A X Armani Exchange Philosophy, JOOP!, Lancaster, Calvin Klein fragrance: Licensed fragrance brands: Hugo Boss, Gucci etc
25	▼	23	Coty Luxury	
26	-	26	Christian Dior Couture SA	Christian Dior
27	-	27	Puig S.L.	Carolina Herrera, Nina Ricci, Paco Rabanne, Jean Paul Gaultier, Penhaligon's: Licensed fragrance brands
28	▲	31	Titan Company Limited	"Tanishq, Zoya, Nebula, Xylys, Titan"
29	▲	-	Onward Holdings Co., Ltd.	Niijyusanku, Joseph, Jil Sander, gotairiku
30	▼	25	Chow Sang Sang Holdings International Limited	Chow Sang Sang

자료: LUXE Digital, 키움증권 리서치

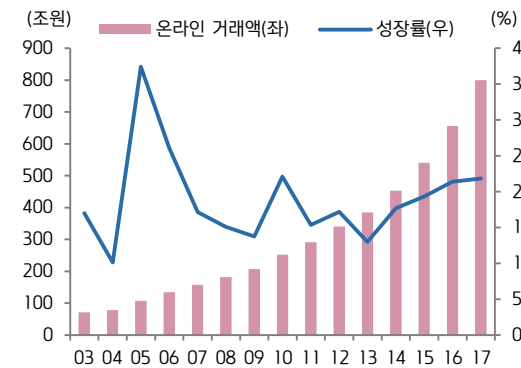
>>> 국내 브랜드 업체 온라인 매출 확대 사이클 도래

브랜드 업체, 온라인몰 론칭 3-4년차로 매출 확대 예상

국내도 상황은 마찬가지다. 국내의 소매판매 거래액 중 온라인(인터넷+모바일) 패션부분의 거래액은 10~17년 동안 연평균 +16.4% 성장을 기록했다. 온라인 거래액 내에서도 모바일 거래액 비중은 꾸준히 증가하고 있으며, 모바일 거래에서도 의류가 약 18%를 차지하며 높은 비중을 차지하고 있다. 한편, 국내 온라인 시장에서 오픈마켓, 소셜커머스 등의 규모와 비교했을 때 의류만 취급하는 온라인 쇼핑몰의 시장 지배력은 아직 미미한 수준이다. 그러나 국내 대형 브랜드 업체들의 경우 백화점, 아울렛, 대형마트 등 캡티브 마켓을 활용한 온라인 진출이 용이하기 때문에 중소기업대비 점유율 상승이 더욱 유리할 것으로 판단한다.

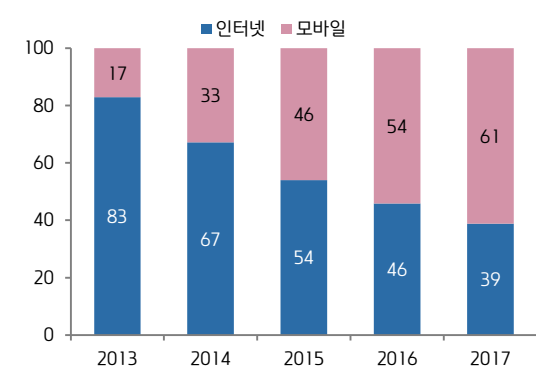
2014년 LF를 시작으로 한섬, 삼성물산, 코오롱인더스트리 등 자본력을 갖춘 업체들을 중심으로 온라인 몰을 오픈했다. LF는 매출액의 약 25%가 온라인 채널에서 발생하는 것으로 추정되며, 한섬의 경우 온라인 매출액이 16~18년까지 연평균 70% 성장 할 것으로 예상하고 있다. 향후 온라인 부문의 매출 규모는 더욱 확대될 것으로 예상된다. 패션 브랜드의 리뉴얼 효과는 약 2~3년째가 되는 해에 주로 나타나는데, 브랜드 업체들의 경우 2년차까지 정상 판매 후 아울렛 채널에서 재고를 소진한다. 이에 따라 백화점을 시작으로 아울렛 채널까지 전반적으로 유통 채널 리빌딩이 되는 시기까지 약 2년이 소요되는 것이다. 이후 브랜드에 대한 인지도 향상과 가격 정책이 안정화 되면 온라인 채널에서 매출이 발생하게 된다. 국내 브랜드 업체들의 경우 온라인 시장 확대에 따라 선제적으로 온라인 채널 인프라를 구축하였으며, 론칭 3~4년차로 매출 규모가 확대될 것으로 전망한다.

온라인 거래액과 성장률 추이



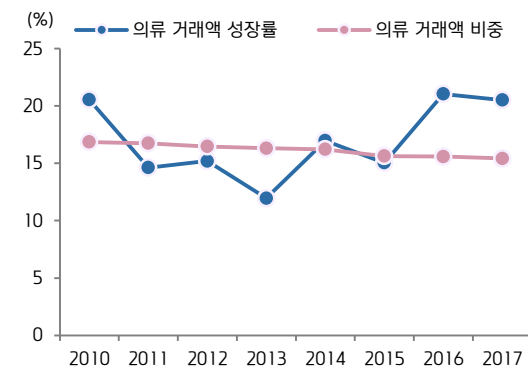
자료: 통계청, 키움증권 리서치

인터넷과 모바일 의류 거래액 비중 추이

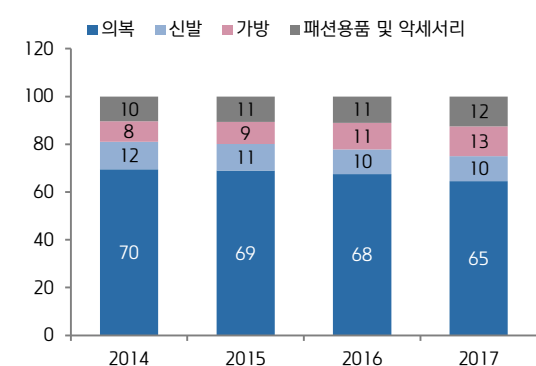


자료: 통계청, 키움증권 리서치

온라인 의류 거래액 비중 및 성장률



의류 및 패션 관련 상품별 비중

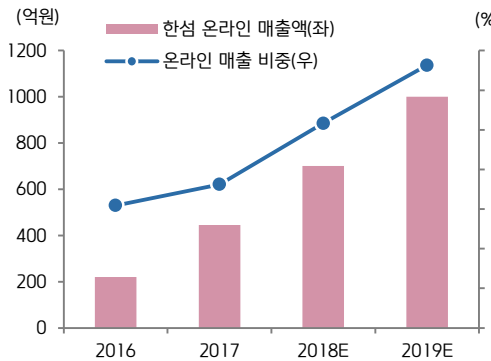


국내 대형 브랜드 업체들의 온라인몰 운영 현황

자사몰(운영몰)	LF몰	SSF샵	코오롱몰	더한섬닷컴	SI빌리지닷컴
론칭 시기	2014	2015	2016	2015	2016
주요 브랜드	<ul style="list-style-type: none"> 자사브랜드 포함 750여 개 브랜드 입점 패션, 뷰티, 리빙 등 카테고리 다양화 온라인 전용 PB 활성화 	<ul style="list-style-type: none"> 전국 50여 개 직영매장 중심 오픈채널 서비스 해외 역직구 가능 2030 밀레니얼 소비층 공략 	<ul style="list-style-type: none"> 코오롱몰 주문, 매장에서 픽업하는 '오피픽' 서비스 온오프 가격 동일 구매 전 입어볼 수 있는 홈피팅 서비스 '옛 홈' 자사 VIP 고객 당일 출고 → 일반고객 모두에 확대 예정 	<ul style="list-style-type: none"> 패션에서 라이프스타일까지 토털 온라인몰 내셔널에서 수입명품까지 취급해 프리미엄몰 입지 구축 	
특징	헤지스(온라인 전용 '피즈'라인), 질스튜어트(패션+잡화), 옛코너	빈폴아웃도어, 에이트세컨즈, 빈폴엔즈	코오롱스포츠, 럭키슈에뜨, 쿠론	시스템, 타임, 마인	스튜디오툼보이, 보브, 지컷

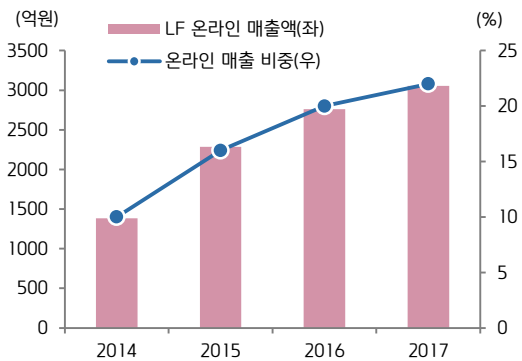
자료: 패션비즈, 키움증권 리서치

한섬의 온라인 매출액 및 비중 추이



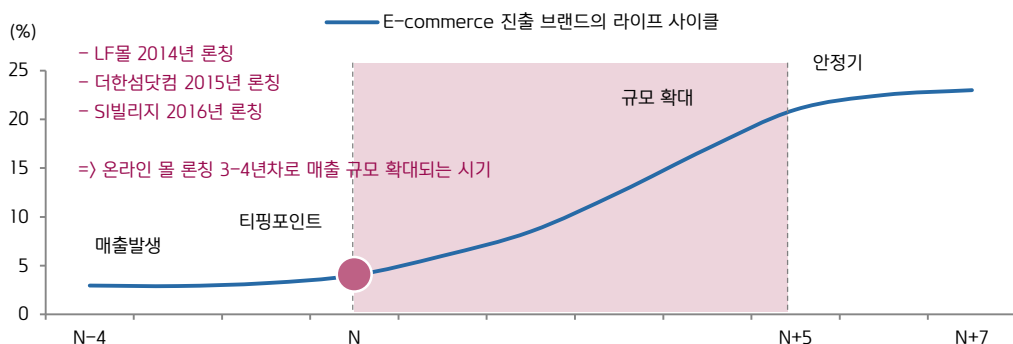
자료: 한섬, 키움증권 리서치

LF의 온라인 매출액 및 비중 추이



자료: LF, 키움증권 리서치

E-commerce 진출 라이프 사이클 변화에 따른 매출액 성장률

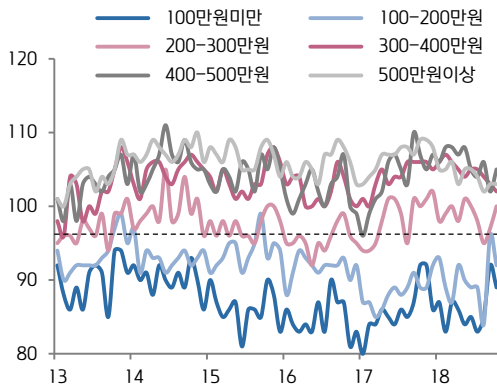


자료: Mckinsey&Company, 키움증권 리서치

국내 명품 브랜드의 부재, 컨템포러리 보유 여부가 경쟁력

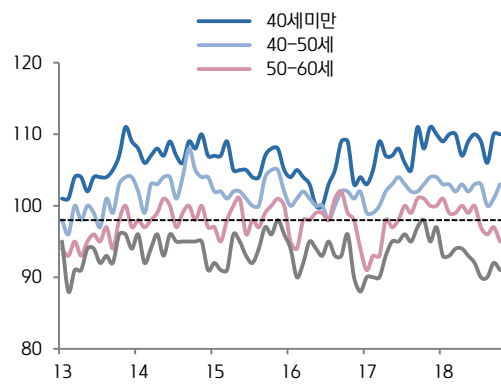
국내에는 그렇다 할 명품(고가) 브랜드가 존재하지 않는다. 이에 따라 명품(초고가) 브랜드를 유통하거나 대체할 수 있는 컨템포러리 혹은 고가 브랜드를 보유한 업체가 경쟁력이 있을 것으로 판단한다. 컨템포러리란? Con(함께)과 Tempus(시간)의 어원을 가지고 있으며, '동시대의, 현대의' 라는 의미로 현재 가장 새로운 패션 콘셉트를 표현하는 용어이다. 한섬의 TIME, MINE, SJSJ 신세계인터내셔널의 보브, 지컷, 스튜디오 오툰보이가 여기에 속한다. 대형 업체가 수입하여 유통하는 컨템포러리 패션과 내수 브랜드의 가격대는 중고-고가에 속하는 브랜드가 주를 이룬다. 신세계인터내셔널, 한섬 전개하는 컨템포러리 브랜드의 패딩 가격대를 살펴보면 롱패딩, 다운점퍼 기준으로 최저 50만원에서 165만원까지 타 브랜드 대비 가격대가 높고, 주 고객층 또한 경기 민감도가 낮은 고소득층으로 재구매율도 높은 편이다.

소득 계층별 의류비 지출 전망 CSI



자료: 통계청, 키움증권 리서치

연령별 의류비 지출 전망 CSI



자료: 통계청, 키움증권 리서치

국내 주요 브랜드 업체들의 제품 가격 비교

한섬	신세계인터내셔널	힐라코리아
TIME	G-CUT	FILA
		
125-165만원대	45-70만원대	22-26만원대

주: 롱패딩, 다운점퍼 기준

자료: 각 사, 키움증권 리서치

국내 대형 업체 브랜드의 가격대는 중고-고가에 속함

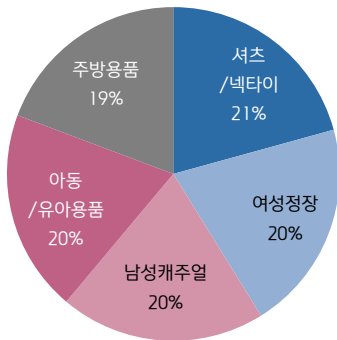
가격대	그레이드	가격	상품군	브랜드
Prestige	Prestige	초고	<ul style="list-style-type: none"> 수입 명품 브랜드의 초고가 제품 유명 디자이너 브랜드의 고가 제품 	샤넬, 에르메스 등
Masstige	Bridge	고	<ul style="list-style-type: none"> 명품의 세컨드 브랜드 고가 제품 내셔널 브랜드의 고가라인 제품 	DKNY, 구호, 타임 등
	Better	중고	<ul style="list-style-type: none"> 내셔널 브랜드의 중고가 상품 	미샤, 모그, 오브제, 빈폴 등
Mass	Volume Better	중	<ul style="list-style-type: none"> 내셔널 브랜드의 중저가 상품 캐릭터 강한 하이캐주얼 브랜드 	잇미샤, 빈폴진, 예고이스트 등
	Volume	중저	<ul style="list-style-type: none"> 캐주얼 브랜드의 대중적 중저가 상품 	지오다노, 후아유, 이랜드 등
	Budget	저	<ul style="list-style-type: none"> 저가 브랜드 상품 재래 시장의 저가 상품 	유니클로, 재래시장 상품 등

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

어제의 신상은 오늘의 이월상품

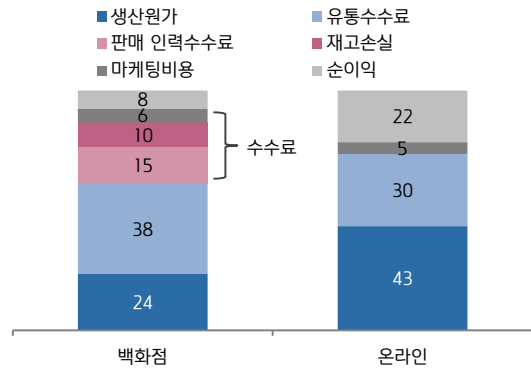
온라인 판매 비중 확대는 의류 업체들의 수익성 증가를 의미한다. 짧은 제품 수명 주기와 높은 할인율 때문에 재고부담과 유통망에 지불하는 유통 수수료가 높기 때문이다. 공정거래위원회에 따르면 백화점 상품군별 상위 5개의 실질 수수료율은 평균 26.3%로 집계됐다. 여성 정장과 캐주얼을 메인으로 하는 국내 주요 브랜드 업체들이 온라인 판매 비중을 확대할 경우 약 12%p대의 수수료를 절감할 수 있다. 이미 대형 브랜드 업체들의 경우 2-3년전부터 온라인(모바일) 쇼핑 환경 구축을 위한 인프라 투자를 진행해 왔다.

백화점 상품군별 상위 5개 실질 수수료율



자료: 공정거래위원회, 키움증권 리서치

채널별 옷의 가격 구조



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

백화점 3사와 주요 유통채널의 수수료 비교

중분류	소분류	백화점 수수료율 평균(A)	롯데	신세계	현대	TV홈쇼핑	대형마트	온라인(B)	(A)-(B)
여성의류	여성정장	26.9	27.3	26.6	27.6	30.6	23.2	14.2	12.7
	여성 캐주얼	25.2	25.6	27.4	24.9	30.8	21.9	13.3	11.9
	란제리/모피	24.5	25.6	23.7	24.5	31.4	31.6	16.4	8.1
	진/유니섹스	21.9	21.4	23.7	22	33.6	17.9	15.2	6.7
남성의류	남성정장	25.2	26.3	30.3	25.5	29.8	23.2	13	12.2
	남성캐주얼	26.3	28.2	26	27.8	31.1	22.4	14.3	12
	셔츠/넥타이	27.3	26.7	31.9	30.9	23.5	24.8	19.6	7.7
아동/유아	아동/유아용품	25.8	25.8	27.1	26.9	26.3	25.6	13.3	12.5
문화	문구/완구	14	-	21.3	12.7	26.1	22.7	11.3	2.7
	도서/음악/악기	9.6	9.7	10.8	8.2	34	19	14	-4.4
	여행상품					20.9		8.9	-8.9
스포츠/레저	스포츠용품	24.8	25.7	26.4	26.3	32.1	17.1	11.8	13
	레저용품	23.1	21.4	28.3	25.3	31.9	27.1	12.1	11
잡화	잡화	24.6	26.9	28.3	20.2	31.8	24.7	10.8	13.8
	보석/액세서리	20.1	22.6	25.3	17.1	31.1	23	16.2	3.9
이미용품	화장품	23.9	23.5	25.9	24.5	34	24.4	12.2	11.7

자료: 공정거래위원회, 키움증권 리서치

>>> 소셜미디어의 메인 유저는 Z세대

Z세대를 알아야 트렌드를 Follow 할 수 있다

명품(고가) 브랜드의 매출액 성장은 밀레니얼과 Z세대가 주도하고 있다. 이들의 주된 쇼핑은 손끝에서 이루어진다. 소셜미디어 = Mass market으로 광고와 홍보의 장이 아닌 소통의 공간으로 활용되고 있다. 과거에는 명품(고가) 브랜드가 대중에 많이 노출돼 희소성이 떨어지는 것에 대한 우려가 존재했다. 그러나 온라인 시장이 커지면서 이에 대한 대응이 필요해진 것이다. 이에 따라 명품 브랜드들이 낮은 가격의 세컨드 브랜드들을 출시하며 명품 시장이 확대되어 최고가에서 중저가 브랜드까지 다양한 가격대의 명품 시장이 형성되기도 했다. 디지털 경영 전략을 가장 먼저 시도한 명품 브랜드가 버버리(Burberry)다. 버버리는 제품 생산, 조직, 프로세스, 마케팅까지 디지털과 접목시켜 경영 전반에 'Fully Digital Burberry' 전략을 추진했다. 미국의 소셜미디어 뿐만 아니라 중국의 위챗(Wechat), 유쿠(Youku)등도 개설하여 전세계 소비자와 적극적으로 커뮤니케이션 했다. 버버리는 마케팅 비용의 약60%를 Facebook, Twitter, Tumblr, Pinterest, Instagram, YouTube 등 디지털 플랫폼에 사용하고 있으며 구찌(Gucci)는 2016년에서 2018년 초까지 Instagram의 팔로워가 두 배 이상 증가했다.

밀레니얼과 Z세대의 소비 특성

구분	밀레니얼 세대	Z세대(포스트 밀레니얼 또는 iGeneration)
출생 시기	1981년~1996년생	1997년~2003년생
성향	낙관적이며 현실에 집중	현실적이며 미래지향적
의류 구매 성향	옷을 살 때 브랜드 명성을 따진다(68%)	브랜드보다 내게 어울리는 옷을 선택한다(73%)
브랜드 로열티	주로 이용하는 의류 브랜드가 있다(31%)	주로 이용하는 의류 브랜드가 있다(16%)
온라인/오프라인 이용	오프라인 이용 선호 46% 온라인 제품에 모조품이 많아서 오프라인 이용	거의 대부분의 소비재 품목에서 온라인 쇼핑을 선호함 오프라인이용 선호 81% 오프라인 매장에서 제품을 직접 체험하기 위해 오프라인 이용
소통 방법	텍스트	이미지, 동영상
공유 방식	광범위한 공유와 협동	베타적 집단 내 공유 및 유대

자료: 업계자료, 출처기재

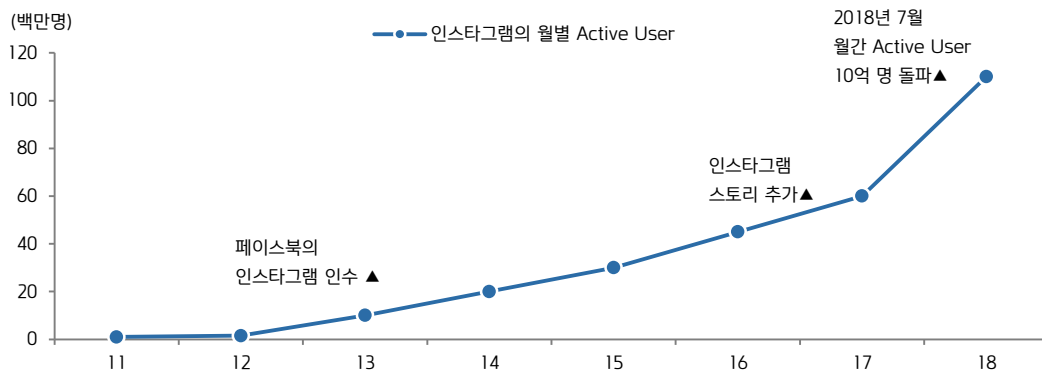
의류 구매 과정

소비자 여정	인지	제품과 브랜드 탐색	구매 선택	제품 경험 & 구매	브랜드 지지
상황과 주요 채널	<ul style="list-style-type: none"> SNS채널, 온라인 검색 중 브랜드 콘텐츠 보게 됨 친구나 주변인으로부터 브랜드에 관해 듣게 됨 SNS 채널에서 브랜드에 대한 대화를 접하게 됨 잡지나 신문, 이벤트 등에서 제품 관련 정보를 접하게 됨 	<ul style="list-style-type: none"> 브랜드 홈페이지나 SNS 채널 등을 방문해 정보 탐색 유통 채널, 가격 비교 사이트, 포털 쇼핑 섹션에서 정보 탐색 블로그나 커뮤니티에서 해당 제품과 브랜드 정보 탐색 	<ul style="list-style-type: none"> 온/오프라인 커뮤니티, 쇼핑물 등에서 구매 경험자 리뷰 수집 사용자 리뷰 검색 마음에 드는 제품의 기능과 혜택에 대해 주변인과 대화 쇼핑몰에서 다시 한 번 점검 및 확인 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 구매에 따른 즐거움, 기대감 충족 매 제품의 기능에 대한 궁금증으로 정보 검색 구매 확신을 위해 기존 사용자의 긍정적 피드백에 관심 소셜미디어 채널, 대면 접촉을 통해 주변인들께 제품에 대한 긍정적 평가 전달, 구매 설득 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 사용에 따른 즐거움, 긍정적 평가 확산 소셜미디어 채널, 대면 접촉을 통해 주변인들께 제품에 대한 평가 적극 전달 구매 설득 긍정적 사용 경험에 관한 연관 제품 구매에 관심
소비자 반응	<ul style="list-style-type: none"> 와우! 이런 게 있었네? 	<ul style="list-style-type: none"> 혁신적이군 이 정도 기능에 이 가격은 적당한가? 	<ul style="list-style-type: none"> 이번에 사야겠다 우리 집에 잘 어울릴 것 같아 	<ul style="list-style-type: none"> 역시 사실 잘 했어 주변에서도 알아주는군 주말에 사람들을 초대할까? 	<ul style="list-style-type: none"> 새로운 요리 해봐야지 이런 기능도 활용해보자 친구에게 알려줘야지
채널	SNS, 포털, 온라인 커뮤니티, 쇼핑 채널, 주변인, 잡지 등	브랜드 및 유통사 웹사이트, 온오프라인 쇼핑물, 가격 비교사이트, 블로그, 커뮤니티	온/오프라인 쇼핑물	온라인, SNS, 사용자 커뮤니티 및 포럼, 주변 사람	소셜미디어 채널, 사용자 커뮤니티 및 포럼, 주변 사람

온라인 중에서도 인스타그램, '인싸템'에 주목

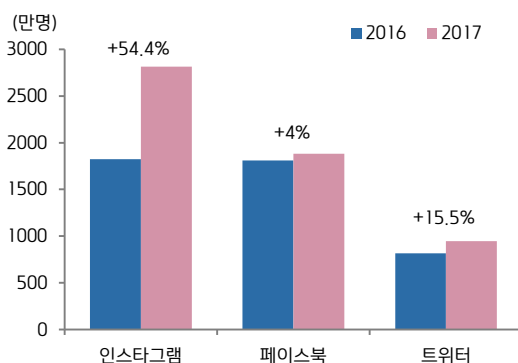
모바일에서 가장 영향력이 있는 소셜미디어는 인스타그램이다. 페이스북(Facebook)과 인스타그램(Instagram)의 평균 구매 금액은 각각 55달러, 65달러로 인스타그램이 10달러 높다. 인스타그램의 패션 파트너십 책임자 Eva Chen은 '패션과 인스타그램은 떼레야 뗄 수 없는 관계가 됐으며 패션이 없는 인스타그램, 인스타그램이 없는 패션은 이제는 상상하기조차 어렵다.'라고 언급했다. 인스타그램은 새로운 스타일을 발견하고 홍보하는 수단에서 그치는 것이 아니라 인스타그램을 통해 형성되는 커뮤니티와 브랜드 간의 소통을 통한 유대감을 형성하는 장으로써 활용되고 있다.

인스타그램의 월별 Active User



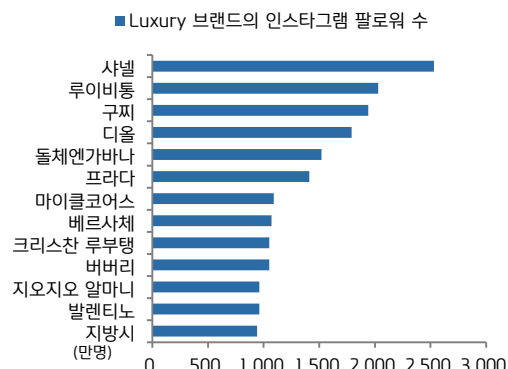
자료: 언론자료, 키움증권 리서치

SNS의 팔로워 수 변화



자료: BI Intelligence, 키움증권 리서치

인스타그램 팔로워 보유 순위(2017년 기준)

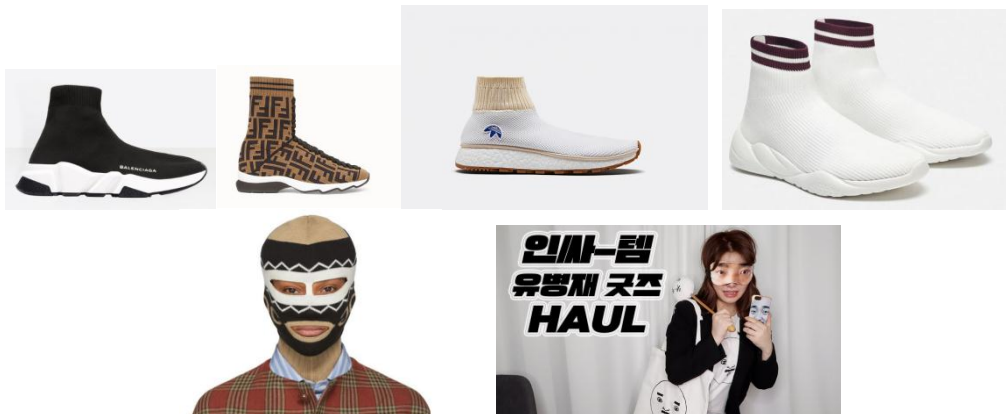


주: 2017년 12월 기준

자료: BI Intelligence, 키움증권 리서치

인싸템이란? 인싸+템으로 이루어진 합성어로 각종 행사나 모임에 적극적으로 참여하면서 사람들과 잘 어울려 지내는 사람을 일컫는 ‘인사이드(Insider)’와 ‘의류나 액세서리 등의 물품’을 뜻하는 ‘아이템(Item)’이 합쳐진 말이다. ‘인싸템’이라 하면 ‘인싸들이 사용하는 패션 아이템으로 옷, 가방, 신발 등’이 해당된다. 패션 카테고리에서 ‘인싸템’으로 떠오른 대표 제품으로는 발렌시아가(Balenciaga)의 삭스 스니커즈(Socks sneakers), 구찌(Gucci)의 니트 복면 등이 있다. 삭스 스니커즈의 경우 2017년 발렌시아가의 ‘스피드 러너’를 시작으로 유명 명품뿐만 아니라 나이키, 아디다스 등 스포츠 브랜드까지 삭스 스니커즈를 출시하고 있다.

인싸템으로 떠오른 삭스 스니커즈, 구찌의 겨울용 니트복면, 연예인 굿즈(좌부터)



자료: 언론자료, 키움증권 리서치

휠라코리아가 2~3년간 브랜드 리뉴얼을 진행한 후 유행을 주도하는 10~20대를 공략함으로써 ‘코트디렉스’, ‘디스럽터2’ 등의 히트아이템을 탄생시켰고 국내 실적 턴어라운드에 성공했다. 여기에는 인스타그램의 역할도 일부 있었다. #해시태그를 이용한 이벤트를 진행하거나, 헐리웃스타와 인플루언서들도 휠라코리아의 옷과 신발을 입은 사진을 게재 하는 등 홍보효과를 톡톡히 했다. 국내 턴어라운드를 성공으로 미주, 유럽까지 리뉴얼 효과가 확대되고 있으며 미국의 슈즈 전문 미디어인 풋웨어뉴스(Footwear News)에서는 휠라의 디스럽터2를 2018 올해의 신발로 선정했다.

휠라의 코트디렉스 인스타그램 이벤트



자료: 언론자료, 키움증권 리서치

헐리우드 스타들도 입는 휠라



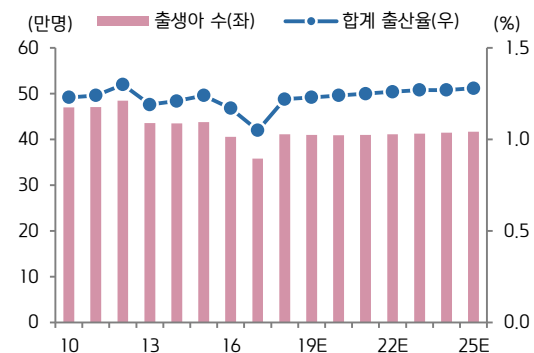
자료: 언론자료, 키움증권 리서치

>>> 아동복 소비에서도 나타나는 양극화

스포츠 키즈 브랜드는 선방

성인복과 마찬가지로 아동복에서도 소비 양극화가 뚜렷하게 나타나고 있다. 저가의 SPA 유아동복과 온라인 저가 브랜드, 해외 직구 등이 증가하면서 경쟁은 심화 됐으며 맞벌이로 부모의 경제력이 높아지고, 가구별 아이를 한 명만 낳다 보니 소비지출이 한 아이에 집중되고 있다. 골드키즈(Gold Kids, 외동아이로 태어나 귀하게 자란 어린이 세대) 시대가 도래한 것이다. 한 아이에 집중된 직계 가족의 소비력이 증가함에 따라 '에잇포켓', '텐포켓', 'VIB', '로키맘' 등의 신조어도 등장했다. 세계 최저 수준의 출산율에도 불구하고 우리나라의 유/아동 키즈 시장은 매년 성장하고 있다. 통계청에 따르면 국내 유아용품시장 규모는 2015년 2조 4000억원으로 6년 사이에 두 배 이상 성장했다. 해외 유명브랜드에 대한 선호도 증가와 부모의 경제력 증가로 인해 유아용품 수입규모는 계속해서 커지고 있다. 한편, 스포츠웨어, 아웃도어, 대형 마트의 PB 브랜드까지 아동복 시장에 침투하면서 기존 유아동복 사업을 영위하는 국내 브랜드 업체들은 고전하고 있다. 이에 따라 국내 유아동복 브랜드 업체들은 고정비 부담을 줄이기 위해 온라인으로 채널을 전환하거나 중국 아동복 시장을 겨냥하는 등의 전략을 펼치고 있다.

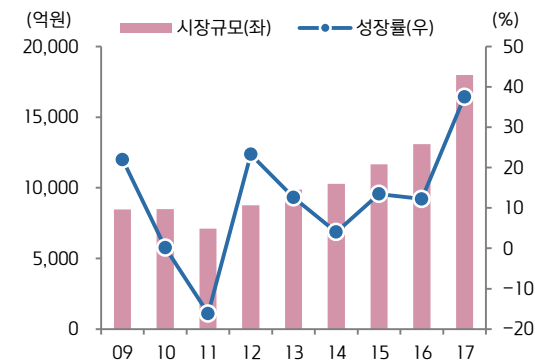
출생아 수 및 출산율 추이



주: 합계출산율은 여성 1명이 가임기간 (15세~49세) 동안 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수

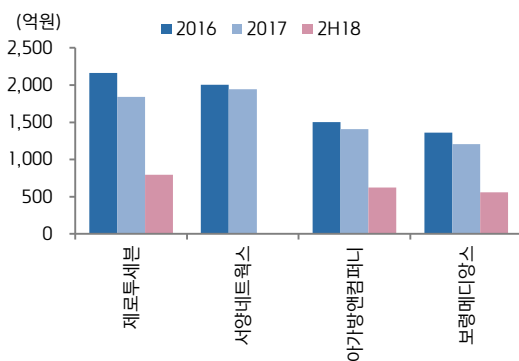
자료: 통계청, 키움증권 리서치

국내 아동복 시장 규모



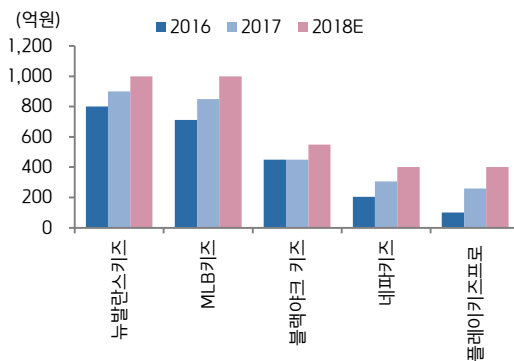
자료: 한국섬유산업연합회, 키움증권 리서치

주요 아동복 업체 매출 추이



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

주요 스포츠 키즈 브랜드 매출 추이



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

이러한 트렌드를 반영해 국내 유통 업체들도 키즈 시장 선점을 위해 움직이고 있다. 주요 백화점에서는 명품 키즈라인을 적극적으로 유치하고 있다. '아르마니 주니어', '펜디키즈', '구찌 칠드런', '몽글레르 키즈', '버버리 칠드런' 등 고가 브랜드 매장을 쉽게 찾아 볼 수 있다. 해외 명품 브랜드 편집숍인 '네타포르테(Net-a-porter)'도 아동복 카테고리를 새로 만들었다. 18년 7월 구찌 키즈와 협업하여 처음 아동복 시장에 뛰어들었고 10월에는 돌체앤가바나와 아동복 프로모션을 진행하기도 했다.

아동복 관련 용어

용어	영문	내용
에잇포켓	Eight Pocket	출산율이 점점 낮아지면서 아이 한 명을 위해 부모, 양가 조부모, 삼촌, 이모 또는 고모까지도 지갑을 연다는 의미의 신조어
로키맘	Royal Kid Mom	로얄키즈를 키우는 로키맘. 생필품 개념의 꼭 필요한 제품을 큰 값을 지불해서라도 구매하려는 경향이 강함
VIB	Very Important Baby	VIP 를 변형한 단어로 아주 중요한 아기라는 뜻

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

주요 백화점의 키즈시장 선점을 위한 키즈 전문관 및 편의시설

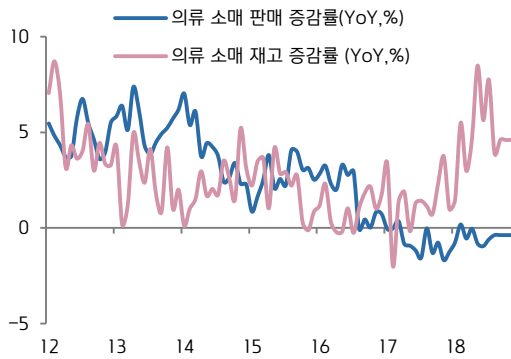
백화점	내용
신세계	강남점 9층, 리틀신세계 / 대구신세계, 9층 아쿠아리움 김해점, 뽀로로빌리지와 아동 중심 문화센터 / 경기점, 리틀란드
롯데	부산 본점, 프리미엄 키즈카페 '릴리펍' / 프리미엄아울렛 이천점, 패션&키즈몰
현대	판교점, 어린이책미술관 / 현대시티몰 가든파이프, 키즈카페 및 미술관

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

Appendix

>>> 글로벌 경기에 후행하는 의류 OEM/ODM, 거시적 변수는 우호적

미국의 의류 소매판매와 소매재고



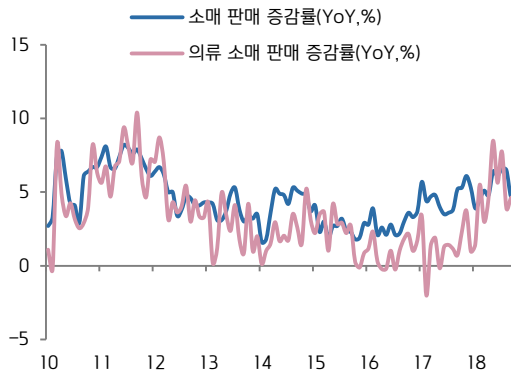
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미국의 의류 도매판매와 도매재고



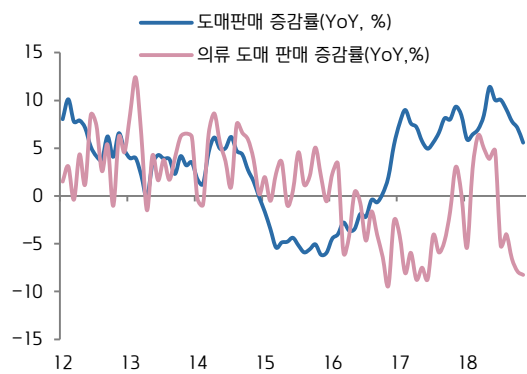
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소매판매와 의류 소매판매 증감률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

도매판매와 의류 도매판매 증감률

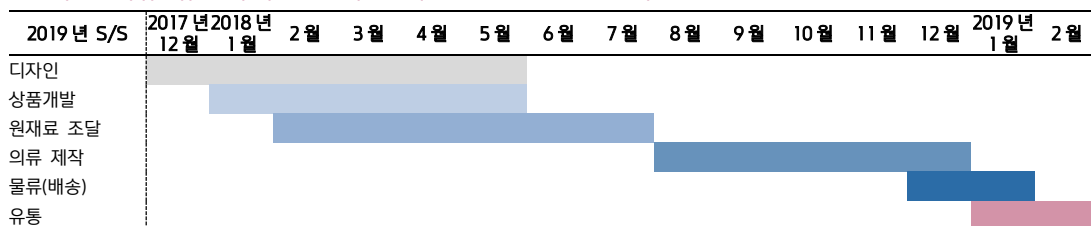


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

리드타임이 곧 경쟁력

기존 유통 소요 기간은 기획부터 유통까지 12~15개월이 소요됐다. 그러나 울트라 패스트패션(Ultra fast Fashion)이 등장하면서 최소 1주에서 8주까지 리드타임이 단축됐으며 봄, 여름, 가을, 겨울로 구분됐던 패션 산업의 시즌 구분이 세분화 됐다. 울트라 패스트패션(Ultra fast Fashion)이란 패스트패션(Fast Fashion)보다 빠른 생산주기로 의류를 제조, 판매하는 업체로 패스트패션을 위협하고 있다. 울트라 패스트패션의 대표 브랜드는 아소스(ASOS), 부후(Boohoo), 미스가이드드(Missguide) 등이 있다. 울트라 패스트패션의 등장은 소셜미디어를 통한 빠른 트렌드 파악과 인근 국가로의 생산기지 이전 등이 주요하게 작용했다. 유행의 주기가 짧고, 소비자의 기호가 다양화 됨에 따라 과거 규모의 경제 효과를 실현 할 수 있는 대량생산 체계에서 다품종 소량생산 방식에 신속하게 대응할 수 있는 운영 능력이 요구되고 있다. 이에 따라 납기 경쟁력(리드타임 축소)이 OEM 업체들의 실적 차별화 요소가 될 것으로 전망한다.

한 시즌 의류 유통까지 소요되는 기간은 통상 12~15개월



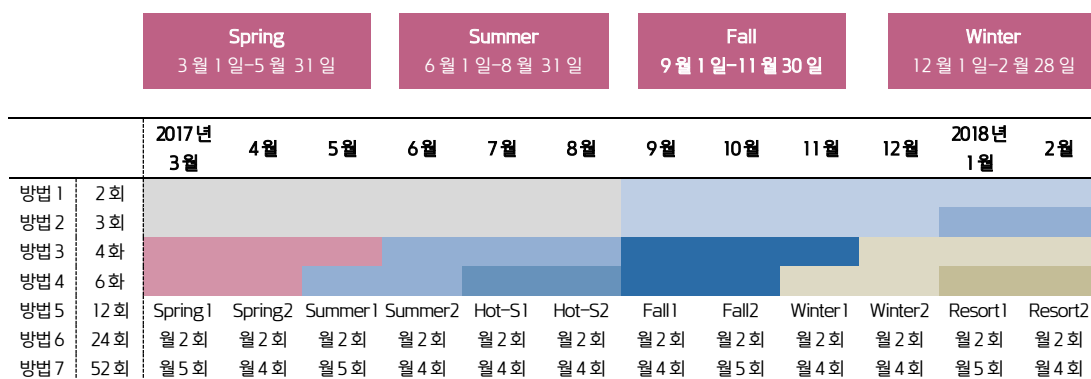
자료: 키움증권 리서치

최근 Ultra Fast Fashion, Fast Fashion 업체들의 유통 소요 기간

구분	브랜드	소요기간	출시 제품 수
Ultra Fast Fashion	asos	2~8 주	4500
	Boohoo	2 주	100
	Missguided	1 주	250
Fast Fashion	ZARA	5 주	
	H&M	수주~6 개월	

자료: Fung Business intelligence, 키움증권 리서치

유행주기 변화로 패션 산업의 시즌 구분이 점점 세분화 되고 있음



자료: 키움증권 리서치

신세계인터내셔널(03141)



BUY(Reinitiate)

주가(11/20) 174,000원

목표주가 220,000원

신규 론칭(18년 10월)한 프리미엄 화장품 '연작'의 백화점 및 면세점 출점과 고마진 프리미엄 향수 수요 증가에 따른 매출 증가와 수익성 개선이 예상된다. 뿐만 아니라 캐시카우 사업인 생활용품 브랜드 '자주'의 꾸준한 성장, 해외 브랜드 유통 경쟁력과 '보브', '지컷' 등의 시장 성장률을 상회하는 자사 브랜드를 보유하고 있다. 신세계인터내셔널에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 22만 원으로 커버리지를 개시한다.

StockData

KOSPI (11/20)	2,082.58pt	
시가총액	12,424억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	235,500원	66,600원
최고/최저가 대비 등락	-26.11%	161.26%
주가수익률	절대	상대
1M	-1.4%	2.1%
6M	12.6%	33.1%
1Y	160.5%	216.1%

Company Data

발행주식수	7,140천주
일평균 거래량(3M)	70천주
외국인 지분율	6.07%
배당수익률(18E)	0.81%
BP (18E)	75,478원
주요 주주	(주)신세계 외 3인 65.2%
	국민연금공단 5.02%

Price Trend



향기입은 신세계인터내셔널

>>> 코스메틱 사업부 이익 기여도 확대

2019년에도 코스메틱 사업부의 이익 기여도는 더욱 증가할 것으로 예상된다. 신사업 동력인 코스메틱 부분의 매출액 비중은 20%, 이익 기여도는 49%를 차지한다. 코스메틱 사업부는 세부적으로 향수, 색조, 프리미엄 기초, 수입 브랜드로 분류되며, 이 중 향수판매는 기초 및 색조 화장품 보다 영업 마진이 높아 매출 증가에 따른 이익 레버리지 효과가 기대된다. 고마진 니치 향수 시장 확대에 따른 향수 판매 고성장이 지속될 것으로 예상함에 따라 2019년 코스메틱 사업부의 매출액은 2,920억원(+44%, YoY), 영업 이익은 531억원(+53.9%, YoY)으로 예상된다

>>> '연작'의 성공적인 안착이 관건

프리미엄 한방 화장품 '연작' 2018년 10월 론칭, 수입 화장품 아워글래스의 국내 판권을 획득해 5월부터 판매에 들어갔다. 17년 색조 브랜드 '비디비치'의 면세점 출점 효과를 확인했으며, 19년 상반기에는 프리미엄 브랜드 '연작'의 면세점 출점, 화장품 사업 내 포트폴리오 다각화로 본격적인 외형 성장이 기대되는 한편, 2020년까지 '연작'의 매출액 1,000억원 달성을 목표로 하고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 22만 원으로 커버리지 개시

신세계인터내셔널에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 22만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation으로 산출하였으며, 향후 화장품 신규 브랜드 확장성에 따른 추가적인 밸류에이션 상승이 가능할 전망이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	10,211	11,025	12,690	14,530	16,463
보고영업이익(억원)	270	254	584	857	1,037
핵심영업이익(억원)	270	254	584	857	1,037
EBITDA(억원)	609	627	925	1,164	1,347
세전이익(억원)	255	318	633	1,033	1,238
순이익(억원)	175	241	494	740	888
지배주주지분순이익(억원)	174	241	488	726	873
EPS(원)	2,432	3,371	6,840	10,172	12,225
증감율(%YoY)	-17.8	38.6	102.9	48.7	20.2
PER(배)	27.2	22.0	25.4	17.1	14.2
PBR(배)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	13.3	13.8	9.3	7.8	6.9
보고영업이익률(%)	2.6	2.3	4.6	5.9	6.3
핵심영업이익률(%)	2.6	2.3	4.6	6.0	6.3
ROE(%)	3.7	5.0	9.5	12.8	13.6
순부채비율(%)	70.1	67.6	59.2	59.7	57.1

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 22만 원으로 커버리지 개시

Valuation

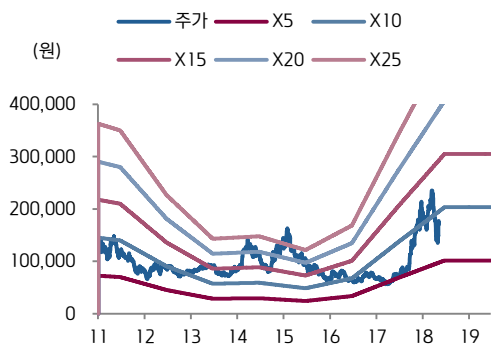
키움증권은 신세계인터내셔널에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 22만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 SOTP Valuation으로 산정했다. 영업가치는 화장품 사업부 28배, 패션 사업부 12배, 생활용품 15 배를 적용하였고, 투자자산 가치는 신세계사이먼과 몽클레어에 각각 10배, 11배 적용 후 지분율(25%, 49%) 반영, 셀린신세계와 인터코스코리아는 장부가를 반영하여 산출하였다.

Valuation Table (단위: 억원)

	2019E	비고
A. 영업가치	14,342	
a-1. 패션	1,870	
18E NOPLAT	156	
적용PER(배)	12	세후영업이익에 Target PER 12배 적용
a-2. 라이프스타일	2,383	
18E NOPLAT	159	
적용PER(배)	15	세후영업이익에 Target PER 15배 적용
a-3. 화장품	10,089	
18E NOPLAT	404	
적용PER(배)	28	세후영업이익에 Target PER 28배 적용
B. 지분가치	2,119	
b-1. 신세계사이먼	1,224	지분율 25%
순이익	489	
적용PER(배)	10	
b-2. 몽클레르	861	지분율 49%
순이익	160	
적용PER(배)	11	
b-3. 셀린신세계	2	장부가
b-4. 인터코스코리아	32	장부가
C. 투자부동산	657	장부가
D. 순차입금	2,958	2018년 3분기말 기준
A+B+C-D	14,160	
주식수(천주)	7,140	
적정주가(원)	220,000	
상승여력	26.4%	

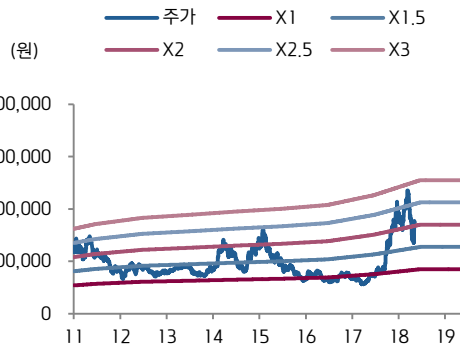
자료: 키움증권 리서치

신세계인터내셔널의 12개월 FWD P/E밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

신세계인터내셔널의 12개월 FWD P/B밴드



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

신세계인터내셔널 실적추이

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	3,043.9	2,833.7	3,117.7	3,692.1	3,456.3	3,162.9	3,650.2	4,258.7	11,025.4	12,687.3	14,528.1
growth %	11.8%	18.3%	16.0%	14.6%	13.5%	11.6%	17.1%	15.3%	8.0%	15.1%	14.5%
해외브랜드	912.0	888.8	890.1	1,091.0	942.0	951.2	971.9	1,199.8	3,806.2	3,781.9	4,064.8
국내브랜드	891.0	608.4	856.2	972.1	950.4	629.9	900.3	1,029.4	3,869.3	3,327.6	3,509.9
라이프스타일	450.6	548.1	523.7	541.7	487.4	598.3	569.8	583.8	1,931.0	2,064.2	2,239.3
코스메틱	399.0	548.1	567.6	513.2	645.9	659.5	853.2	762.2	-	2,027.9	2,920.7
영업이익	118.4	142.6	114.8	206.4	176.3	193.6	215.6	276.3	254.4	582.2	861.9
growth %	169.2%	222.1%	1158.4%	31.4%	48.9%	35.8%	87.9%	33.9%	-5.9%	48.0%	20.3%
Sales of %	3.9%	5.0%	3.7%	5.6%	5.1%	6.1%	5.9%	6.5%	4.6%	5.9%	6.3%
해외브랜드	25.6	28.8	11.5	36.5	28.3	32.8	14.5	42.6	60.4	102.5	118.2
국내브랜드	20.6 -	4.2 -	3.0	61.6	23.9 -	3.1 -	1.3	67.3	92.7	75.1	86.8
라이프스타일	13.5	41.4	34.6	40.3	15.6	92.6	56.3	44.6	136.9	129.8	209.0
코스메틱	72.0	78.0	99.4	93.1	117.4	119.9	155.0	138.8	-	342.5	531.0
지배주주순이익	90.3	106.7	93.3	198.2	164.2	137.9	173.6	250.3	240.7	488.5	726.1
growth %	39.8%	847.3%	-955.6%	12.8%	81.9%	29.2%	86.1%	26.3%	38.6%	103.0%	48.6%
Sales of %	99.3%	99.7%	96.5%	99.2%	99.4%	99.9%	93.9%	99.2%	98.8%	98.8%	98.0%

자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트

투자포인트 1: 화장품 사업부 매출의 반은 향수

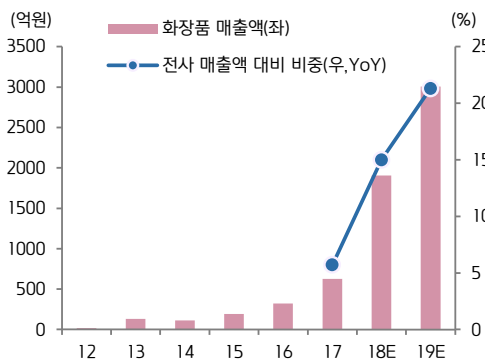
코스메틱 사업부 내 향수 부문의 매출 비중은 약31%, 이익기여도는 35%를 차지한다. 동사가 전개하고 있는 향수 브랜드로는 라페르바(화장품 편집숍), 산타마리아 노벨라, 바이레도, 딥티크 등으로 고마진 니치 향수를 수입해 판매하고 있다. 향수는 화장품 보다 영업 마진이 높아 매출 증대에 따른 수익성 개선효과를 기대할 수 있다. 니치 향수란? 이탈리아어로 ‘틈새(nicchia)’ 라는 단어에서 파생된 말로 천연향과 희소성을 강조한 향수, 소수를 위한 프리미엄 향수를 말한다. 동사의 프리미엄 향수는 명품 브랜드 라인의 향수 보다 최소 5만원~10만원 이상 높은 가격에 판매되고 있다. 산타마리아 노벨라, 딥티크, 수입 편집숍에서 판매되고 있는 라페르바는 1Q17부터 판매, 바이레도는 3Q17부터 판매를 개시했다. 비디비치를 제외한 향수 브랜드의 매장 수는 2017년 79개에서 2018년 3분기 기준 86개로 7개(라페르바1개, 산타마리아 노벨라 2개, 바이레도 1개, 딥티크 2개) 증가했으며 9월에는 에르메스 퍼퓸까지 판매를 시작했다. 백화점에서 일반 향수의 판매 성장률은 10~20% 수준인 반면, 니치 향수는 30~40% 이상의 높은 성장률을 보이며 니치 향수에 대한 높은 수요를 확인할 수 있다. 또한 신세계가 운영하는 화장품 편집숍 시코르에는 프리미엄 향수 수요 증가에 따라 딥티크를 포함, 에르메스퍼퓸, 아닉구팔 등 프리미엄 향수존을 따로 마련하기도 했다. 아직 시코르 입점을 통한 가시적인 효과를 기대하긴 어렵지만 1호점 출점 2년차로 9월말 기준 15호점을 운영하고 있으며 향후 공격적인 추가 출점이 예상됨에 따라 동사의 향수 판매 수혜가 기대된다.

신세계인터내셔널 전개 향수 브랜드

브랜드	라페르바 (LA PERVA)	산타마리아노벨라 (Santa Maria Novella)	바이레도 (BYREDO)	딥티크 (Diptyque)
사진				
전개 시점	1Q17	1Q17	1Q17	3Q17
용량 및 가격	100ml/29 만 원	100ml/21 만 8,000 원	100ml/18 만 5,000 원	75ml/19 만 8,000 원

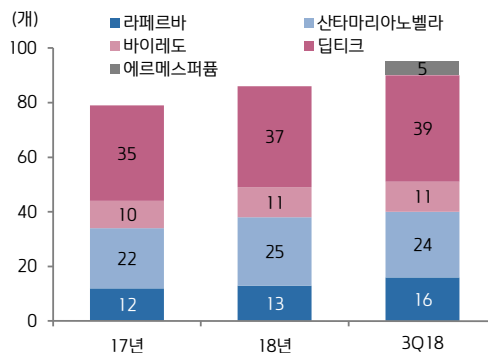
주: 라페르바(뷰티 편집샵)의 경우 독점 판매 중인 향수 브랜드 기준, 브랜드 내 제품 종류별로 가격 상이. 인기제품 또는 평균 가격 기재
자료: 각 홈페이지, 키움증권 리서치

화장품 사업부의 매출 비중



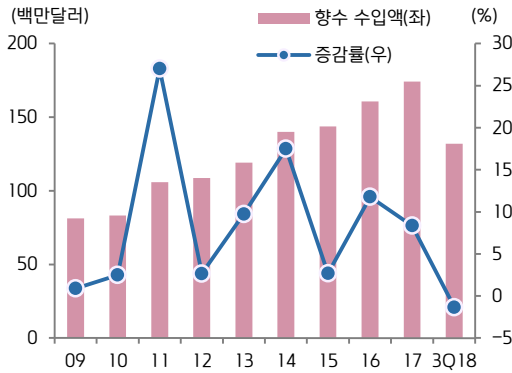
자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

화장품 브랜드별 매장 수 현황



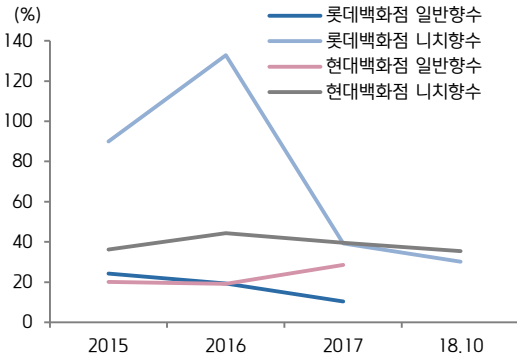
자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

국내 향수 수입액 규모



자료: 한국무역협회, 키움증권 리서치

니치 향수 시장



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

투자포인트 2: '연작' 면세점 출점을 통해 중국 수요 확인 가능할 것

동사는 2018년 10월 '자연이 만든 작품'을 뜻하는 한방을 원료로 한 고기능성 자연주의 화장품 '연작'을 론칭했다. '연작'은 기획부터 제조까지 이탈리아 기업 인터코스 그룹의 유럽 소재 연구소인 비타랩(Vitalab)과 기술제휴를 통해 만들어낸 브랜드이다. 2018년 말까지 3개의 백화점 매장(10월 23일 신세계백화점 본점에 1호점 오픈)입점을 시작으로 2019년에는 면세점 출점이 예정되어 있다. 럭셔리 화장품인 LG생활건강의 '후', 아모레퍼시픽의 '설화수'와 비교해 유명 모델을 내세우지 않은 마케팅 방식과 K-뷰티의 입지 변화 등으로 초기 단계에서 방향성을 파악하기 어렵다. 다만, 동사의 화장품 사업부는 면세점 출점을 통한 중국 내 '비디비치' 브랜드 인지도 상승과 면세점 채널의 매출 고성장이 화장품 사업부의 실적을 이끈 동력이었다. '비디비치'는 면세점 출점을 배경으로 국내보다 중국인들에게 먼저 브랜드를 알리기 시작한 브랜드다. 이에 따라 주요 상권의 백화점과 면세점 출점을 통해 '연작'의 중국 소비자 반응을 확인해 나가는 것이 관전포인트가 될 것으로 전망한다. 향후 코스메틱 사업부문은 ①니치향수 수요 증가에 따른 향수 판매 증가, ②신규 프리미엄 브랜드 '연작'의 성공적인 시장 안착, ③기존 색조 브랜드인 '비디비치'의 국내 인지도 확보, ④2018년 초 인수한 미국 화장품 브랜드인 '아워글라스'의 의미 있는 매출 발생이 화장품 사업부의 성장세를 가늠할 수 있는 요인이 될 것으로 전망한다.

신세계인터내셔널의 한방 화장품 '연작'



자료: 신세계인터내셔널, 출처기재

신세계인터내셔널의 화장품 사업 전개 현황

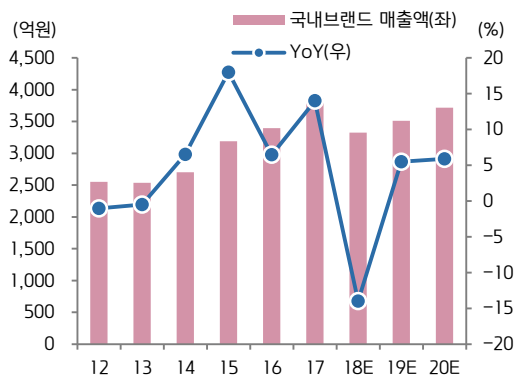
날짜	내용
2012.04	비디비치 코스메틱 인수
2014.09	바이레도,아이데스 데베누스타스 등 판권 인수
2015.01	산타마리아노벨라 판권 인수
2015.03	에르메스 향수 판권 인수(신세계)
2015.12	인터코스와 합작법인 설립
2016.12	시코르 오픈(신세계)
2017.09	딤티크 판권 인수
2018.06	아워글라스 판권 인수
2018.10	프리미엄 한방 화장품 연작 론칭

자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

투자포인트 3: 여성복 매가브랜드 VOV, G-Cut 보유명품브랜드 유치 경쟁력 보유

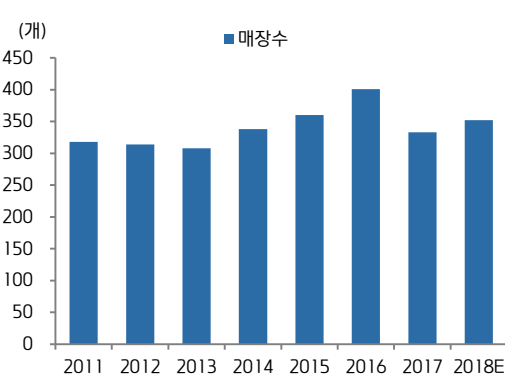
패션 시장의 소비양극화 진행이 지속되는 가운데 국내 명품 시장은 대기업 간 명품 브랜드 유치 및 해외 브랜드 보유 및 발굴 능력이 경쟁력으로 작용한다. 동사는 18년 3분기 말 기준 ARMANI, DIESEL, DOLCE & GABBANA 등 14개 이상의 유명 브랜드를 보유하고 있다. 동사가 중점으로 전개하고 있는 해외 브랜드의 경우 명품,고가 제품이 다수로 주 소비층이 경기에 민감하게 반응하지 않는 고소득층이다. 동사는 명품 브랜드 유치 경쟁력을 보유하고 있을 뿐만 아니라 국내 의류 시장 정체 속에서 '보브(VOV)', '지컷(G-Cut)'은 시장 성장을 상회하는 높은 한 자리 수 성장을 지속하고 있다. 한편, 이마트 PB브랜드인 디자인유 나이트드는 유통채널 변화에 따른 매장 수 감소가 매출액 감소로 이어지고 있는 것으로 파악되나 국내 브랜드 '보브', '지컷'과 해외 브랜드 판매 증가로 상쇄가 가능할 것으로 전망한다.

국내 브랜드 매출액 및 증감률 추이



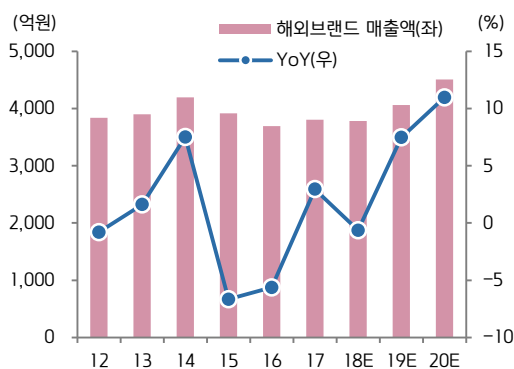
자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

국내 브랜드 매장 수 증감 추이



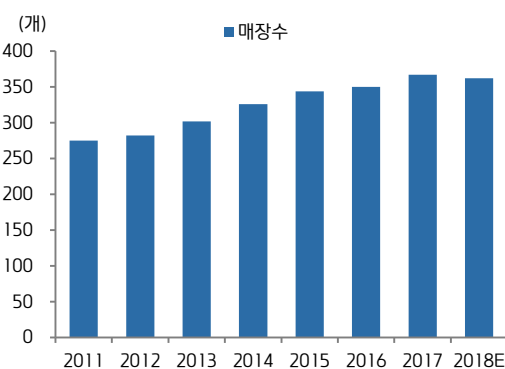
자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

해외 브랜드 매출액 및 증감률 추이



자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

해외 브랜드 매장 수 증감 추이

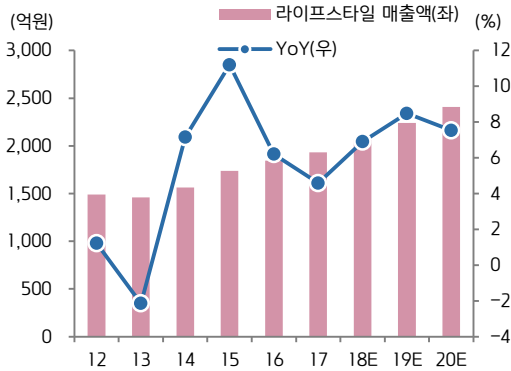


자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

투자포인트 4: 캐시카우 생활용품 브랜드 자주(JAJU)

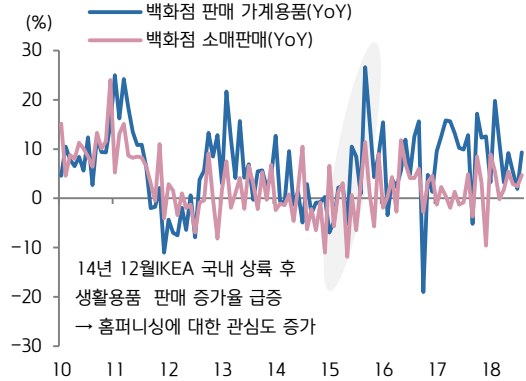
생활용품 판매 브랜드인 'JAJU'는 라이프 스타일 변화에 대응해 국내 홈퍼니싱 시장의 선점한 브랜드이다. 해외 홈퍼니싱 업체들이 국내에 상륙하며 일부 카테고리에서 경쟁강도가 높아지고 있지만 국내 홈퍼니싱 시장 규모는 2013년 10조원에서 2023년 18조원 이상으로 성장할 것으로 전망하고 있다. 이에 따라 꾸준한 기존점 성장률을 유지하며 동사의 캐시카우 역할을 지속할 것으로 예상하며 라이프스타일 부분 매출액은 2019년 2,198억 원(+7.3%, YoY)를 기록할 것으로 추정한다.

라이프스타일 매출액 및 증감률 추이



자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치

백화점 가계용품 판매 증감률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 기업개요

신세계인터내셔널은 신세계 그룹 내 패션, 화장품, 생활용품 전문기업으로서 해외 유명 패션, 코스메틱 브랜드를 국내에 직수입하여 우량 유통채널을 통해 판매하는 해외브랜드 사업과 국내 패션, 코스메틱, 라이프스타일 브랜드를 기획, 생산, 유통하는 국내브랜드 사업을 전개하고 있다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	10,211	11,025	12,690	14,530	16,463
매출원가	5,034	5,277	5,711	6,539	7,359
매출총이익	5,177	5,748	6,980	7,992	9,104
판매비및일반관리비	4,907	5,494	6,396	7,120	8,067
영업이익(보고)	270	254	584	857	1,037
영업이익(핵심)	270	254	584	857	1,037
영업외손익	-16	63	49	175	201
이자수익	10	5	6	7	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	93	243	100	100	100
이자비용	83	86	100	117	130
외환손실	94	34	34	34	34
관계기업지분법손익	85	86	125	219	257
투자및기타자산처분손익	-56	-47	-48	0	0
금융상품평가및기타금융이익	26	-160	0	0	0
기타	3	56	0	0	0
법인세차감전이익	255	318	633	1,033	1,238
법인세비용	80	76	139	292	350
유효법인세율 (%)	31.4%	24.0%	21.9%	28.3%	28.3%
당기순이익	175	241	494	740	888
지배주주지분순이익(억원)	174	241	488	726	873
EBITDA	609	627	925	1,164	1,347
현금순이익(Cash Earnings)	513	614	836	1,032	1,198
수정당기순이익	195	399	532	740	888
증감율(% YoY)					
매출액	1.6	8.0	15.1	14.5	13.3
영업이익(보고)	35.6	-5.9	129.5	46.9	21.0
영업이익(핵심)	35.6	-5.9	129.5	49.3	19.0
EBITDA	18.7	3.1	47.4	25.8	15.8
지배주주지분 당기순이익	-17.8	38.6	102.9	48.7	20.2
EPS	-17.8	38.6	102.9	48.7	20.2
수정순이익	-11.1	104.5	33.4	39.2	19.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	535	104	557	85	206
당기순이익	175	241	494	740	888
감가상각비	288	316	288	292	310
무형자산상각비	50	57	53	0	0
외환손익	34	-164	-66	-66	-66
자산처분손익	80	77	48	0	0
지분법손익	-85	-86	-125	-219	-257
영업활동자산부채 증감	-69	-616	-202	-728	-735
기타	62	278	66	66	66
투자활동현금흐름	-326	-278	-387	-513	-514
투자자산의 처분	-42	-79	-11	-13	-13
유형자산의 처분	1	115	0	0	0
유형자산의 취득	-376	-328	-327	-500	-500
무형자산의 처분	-48	11	0	0	0
기타	139	3	-48	0	0
재무활동현금흐름	-145	37	512	639	490
단기차입금의 증가	-3,326	-818	-150	200	50
장기차입금의 증가	3,220	903	693	470	470
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-43	-43	-43	-43	-43
기타	4	-5	12	12	13
현금및현금성자산의순증가	65	-136	682	211	182
기초현금및현금성자산	103	168	32	714	925
기말현금및현금성자산	168	32	714	925	1,107
Gross Cash Flow	604	720	759	813	941
Op Free Cash Flow	32	-366	268	-312	-182

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	3,641	3,683	4,955	5,781	6,609
현금및현금성자산	168	32	714	925	1,107
유동금융자산	17	72	83	95	108
매출채권및유동채권	1,215	1,396	1,530	1,752	1,985
재고자산	2,242	2,183	2,628	3,009	3,410
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,021	5,825	5,990	6,478	6,988
장기매출채권및비유동채권	322	354	407	466	528
투자자산	1,503	1,541	1,666	1,886	2,144
유형자산	3,514	3,320	3,359	3,567	3,757
무형자산	536	464	411	411	411
기타비유동자산	146	147	147	147	148
자산총계	9,662	9,509	10,946	12,259	13,597
유동부채	3,290	3,035	3,315	3,447	3,456
매입채무및기타유동채무	1,185	861	1,270	1,178	1,112
단기차입금	1,077	976	826	1,026	1,076
유동성장기차입금	950	1,056	1,056	1,056	1,056
기타유동부채	78	142	163	187	211
비유동부채	1,587	1,512	2,218	2,701	3,186
장기매입채무및비유동채무	9	8	10	11	13
사채및장기차입금	1,514	1,424	2,117	2,587	3,057
기타비유동부채	64	79	91	103	116
부채총계	4,877	4,547	5,532	6,148	6,641
자본금	357	357	357	357	357
주식발행초과금	1,236	1,236	1,236	1,236	1,236
이익잉여금	3,202	3,373	3,818	4,502	5,332
기타자본	-28	-23	-23	-23	-23
지배주주지분자본총계	4,767	4,943	5,389	6,073	6,903
비지배주주지분자본총계	18	18	24	38	53
자본총계	4,785	4,962	5,413	6,111	6,956
순차입금	3,355	3,352	3,203	3,650	3,975
총차입금	3,540	3,456	3,999	4,669	5,189

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,432	3,371	6,840	10,172	12,225
BPS	66,769	69,236	75,478	85,053	96,682
주당EBITDA	8,526	8,787	12,956	16,296	18,865
CFPS	7,183	8,605	11,704	14,455	16,775
DPS	600	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	27.2	22.0	25.4	17.1	14.2
PBR	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.3	13.8	9.3	7.8	6.9
PCFR	9.2	8.6	6.3	5.1	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.6	2.3	4.6	5.9	6.3
영업이익률(핵심)	2.6	2.3	4.6	6.0	6.3
EBITDA margin	6.0	5.7	7.3	8.0	8.2
순이익률	1.7	2.2	3.9	5.1	5.4
자기자본이익률(ROE)	3.7	5.0	9.5	12.8	13.6
투자자본이익률(ROIC)	2.8	3.0	6.8	8.6	9.1
안정성(%)					
부채비율	101.9	91.6	102.2	100.6	95.5
순차입금비율	70.1	67.6	59.2	59.7	57.1
이자보상배율(배)	3.3	2.9	5.8	7.3	8.0
활동성(배)					
매출채권회전율	8.6	8.4	8.7	8.9	8.8
재고자산회전율	4.8	5.0	5.3	5.2	5.1
매입채무회전율	9.6	10.8	11.9	11.9	14.4

힐라코리아 (081660)



BUY(Initiate)

주가(11/20) 54,400원

목표주가 65,000원

2019년에도 브랜드 리뉴얼 효과는 지속될 것으로 전망한다. 국내를 시작으로 미주, 유럽 지역까지 FILA의 재평가는 진행형이다. 중국 내 프리미엄 스포츠 브랜드로서 입지 강화, 미국 법인 매출액과 열티 수취 증가는 동사의 추가적인 주가 상승 요인으로 작용할 전망이다. 힐라코리아에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 65,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

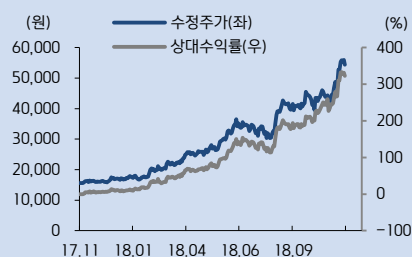
Stock Data

KOSPI (11/20)		2,082.58pt
시가총액		33,247억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	56,000원	15,600원
최고/최저가 대비 등락	-2.86%	248.72%
주가수익률	절대	상대
	1M	21.4% 25.7%
	6M	94.3% 129.6%
	1Y	248.3 322.7%

Company Data

발행주식수	61,115천주	
일평균 거래량(3M)	583천주	
외국인 자본율	44.00%	
배당수익률(18E)	0.31%	
BP (18E)	19,945원	
주요 주주	힐라홀딩스 외 2	20.11%
	KB자산운용	8.48%

Price Trend



힐라코리아 이젠 힐라글로벌

>>> 브랜드 리뉴얼 효과 글로벌로 확대

FILA 브랜드의 성공적인 리뉴얼 효과는 2019년에도 지속될 것으로 전망한다. 국내 턴어라운드를 시작으로 미주 및 유럽으로 확대되고 있다. 중국에서는 프리미엄 스포츠 브랜드로 입지를 다지고 있으며, 명품 브랜드 FENDI와 콜라보 진행, 해외 유명인 및 인플루언서들이 FILA를 착용하는 등 브랜드의 노출 빈도 증가에 따른 광고 효과가 발생하고 있는 것으로 파악된다.

>>> 제2의 Converse 기대해도 좋아

운동화 브랜드 Converse의 리바이벌 성공 사례는 힐라코리아와 유사하다. 60년대 이전 시장을 장악하던 컨버스는 나이키, 아디다스 등의 시장침투에서 시장 점유율을 잃은 뒤 90년대 'old school' 표방하며, 저렴한 가격, 소재와 색상 등 디자인에 변화를 주며 다시 한 번 인기몰이에 성공, 여전히 스테디셀러로 판매되고 있다. 힐라 또한 레트로 패션 트렌드, 어글리슈즈 열풍과 맞물려 '레이', '디스트럽터' 등의 히트 상품이 탄생했으며 2018년 미주지역에서 올해의 신발로 선정되기도 했다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시

힐라코리아에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 65,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP Valuation으로 산출했다. 글로벌 스포츠 Peer 30배 대비 낮은 밸류에이션을 받고 있어 브랜드 확장성과 실적 성장을 고려 시 밸류에이션 매력이 있다는 판단이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	9,671	25,303	29,478	35,109	41,077
보고영업이익(억원)	118	2,175	3,537	4,389	5,217
핵심영업이익(억원)	118	2,175	3,537	4,389	5,217
EBITDA(억원)	318	2,836	4,147	4,996	5,822
세전이익(억원)	4,311	1,818	3,384	4,235	5,073
순이익(억원)	3,111	1,081	2,572	3,210	3,845
지배주주지분순이익(억원)	3,233	624	1,774	2,247	2,696
EPS(원)	5,684	1,030	2,903	3,677	4,411
증감율(%YoY)	N/A	-81.9	181.9	26.6	20.0
PER(배)	2.5	15.8	18.7	14.8	12.3
PBR(배)	0.9	1.2	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	56.3	9.7	5.3	4.0	2.6
보고영업이익률(%)	1.2	8.6	12.0	12.5	12.7
핵심영업이익률(%)	1.2	8.6	12.0	12.5	12.7
ROE(%)	34.9	8.5	17.3	17.0	17.3
순부채비율(%)	78.0	81.8	42.5	28.7	2.8

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시

Valuation

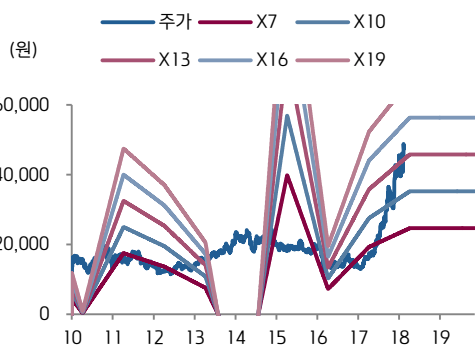
키움증권은 휠라코리아에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 65,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 SOTP Valuation으로 산정했다. 국내 및 글로벌에서 FILA 브랜드의 성공적인 재평가가 2019년에도 지속될 것으로 전망, 중국 내 프리미엄 스포츠 브랜드로서 입지 확대와 미주 및 로열티 부분의 실적 모멘텀이 동시에 존재한다. 글로벌 스포츠웨어 나이키, 아디다스 등의 높은 시장점유율을 감안하더라도 Peer 평균 PER 30배 수준 대비 밸류에이션 매력에 높다.

Valuation Table (단위:십억원)

	2019E	비고
A. 영업가치	1,075,487	
a-1. FILA KOREA	856	
18E NOPLAT	57	
적용PER(배)	12	세후영업이익에 Target PER 12배 적용
a-2. FILA USA	357	
18E NOPLAT	24	
적용PER(배)	15	세후영업이익에 Target PER 15배 적용
a-3. FILA 로열티	937	
18E NOPLAT	62	
적용PER(배)	15	세후영업이익에 Target PER 15배 적용
a-4. Full Prospect	609	지분율 15%
순이익	203	
적용PER(배)	20	
a-4. Acushenet	1,072,728	지분율 53%
시가총액	2,024,016	
B. 순차입금	6,000	
A-B	1,069,487	
주식수(천주)	61,115	
적정주가(원)	65,000	
상승여력	20.2%	2018년 11월 20일 종가 기준

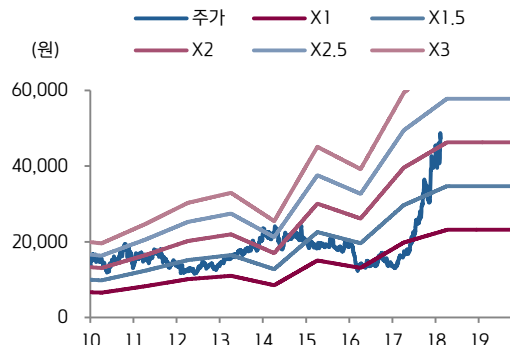
자료: 휠라코리아, 키움증권 리서치

휠라코리아의 12개월 FWD P/E밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

휠라코리아의 12개월 FWD P/B밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

힐라코리아 분기 및 연간 실적추이 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	676.9	790.2	725.9	754.0	808.5	924.0	875.3	902.1	2,530.3	2,946.9	3,509.9
growth %	3.6%	14.0%	27.5%	22.7%	19.4%	16.9%	20.6%	19.6%	161.6%	16.5%	19.1%
FILA KOREA	108.0	136.3	138.7	130.8	110.0	147.6	149.1	156.9	303.1	513.8	563.7
FILA USA	76.0	110.0	123.0	87.5	81.9	108.2	93.9	100.9	344.3	396.5	385.0
Loyalty	16.4	19.7	21.2	19.5	17.5	19.9	20.0	24.8	56.5	76.8	82.2
Achushnet	473.7	515.7	506.4	516.2	599.1	648.3	612.2	619.4	1,765.7	2,012.0	2,479.1
매출총이익	342.0	404.3	353.9	384.5	399.4	480.3	426.7	462.8	1,240.5	1,484.7	1,769.2
growth %	11.2%	15.0%	27.6%	26.5%	16.8%	18.8%	20.6%	20.3%	196.1%	19.7%	19.2%
Sales of %	50.5%	51.2%	48.7%	51.0%	49.4%	52.0%	48.7%	51.3%	49.0%	50.4%	50.4%
영업이익	84.9	115.7	73.9	79.8	113.7	137.8	83.8	105.6	217.5	354.3	440.8
growth %	73.8%	41.8%	107.8%	55.1%	33.9%	19.1%	13.3%	32.4%	1737.1%	62.9%	24.4%
Sales of %	12.5%	14.6%	10.2%	10.6%	14.1%	14.9%	9.6%	11.7%	8.6%	12.0%	12.6%
FILA KOREA	8.2	18.5	15.0	14.2	9.5	21.5	22.4	21.7	1.4	55.9	75.1
FILA USA	1.0	7.0	10.0	6.1	4.1	7.0	9.1	11.1	10.6	24.1	31.3
Loyalty	16.4	19.7	21.2	19.5	17.5	19.9	20.0	24.8	96.8	76.8	82.2
Achushnet	-	-	-	40.0	82.6	89.3	32.3	48.0	-	40.0	252.2
지배주주순이익	38.1	65.7	40.4	22.4	39.0	82.1	53.8	43.1	62.4	166.6	218.1
growth %	322.8%	125.1%	176.8%	133.7%	2.4%	24.9%	33.1%	92.7%	-80.7%	167.1%	30.9%
Sales of %	47.8%	81.0%	89.2%	63.3%	47.8%	81.0%	89.2%	63.3%	57.7%	69.0%	70.0%

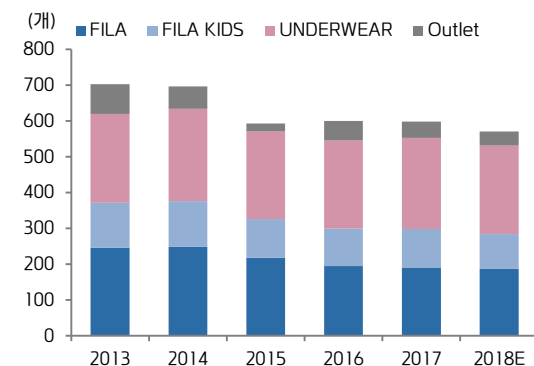
자료: 힐라코리아, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트

투자포인트 1: FILA, 리브랜딩, 성공적

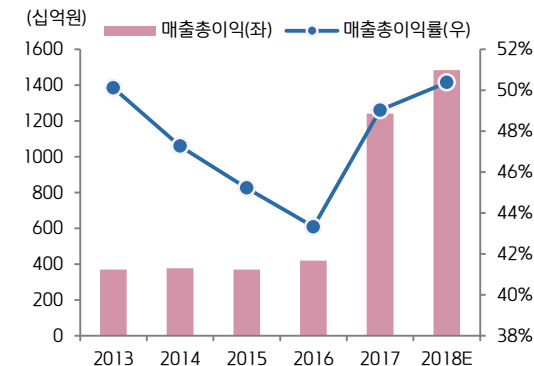
국내 턴어라운드의 성공 배경은 ① 브랜드 리뉴얼에 따른 운동화 판매 호조, ② 유통 채널 변경을 통한 비용 구조의 변화이다. 2015년 말부터 노후화된 브랜드 이미지 변화를 위해 10~20대를 겨냥한 제품 구성과 유통채널을 재편했다. 특히 힐라 국내 매출의 약 20%를 차지하고 있는 홀세일 사업은 ABC 마트, 레스모어, 슈마커 등 신발 편집 매장과 같은 도매 유통을 늘려 재고 부담을 줄여나갔다. 복고(레트로)의 유행과 맞물려 1970년대 힐라의 테니스화를 본뜬 '코트디렉스'와 '디스럽터 2'는 힐라코리아의 성공적 재기를 증명했다. 힐라와 게임스트리머 우왁굳 콜라보 에디션은 오프라인 매장에서 소비자들이 출시 전일부터 대기 줄을 섰고, 출시 당일 공식 홈페이지가 일시 마비됐으며 온라인 편집숍 무신사에서는 공개된 지 15분 만에 완판됐다.

힐라코리아의 매장 수 추이



자료: 힐라코리아, 키움증권 리서치

힐라코리아의 매출총이익



자료: 힐라코리아, 키움증권 리서치

美 2018 올해의 신발로 선정된 디스럽터2



자료: 힐라코리아, 키움증권 리서치

10-20대를 타겟으로 한 브랜드 리뉴얼

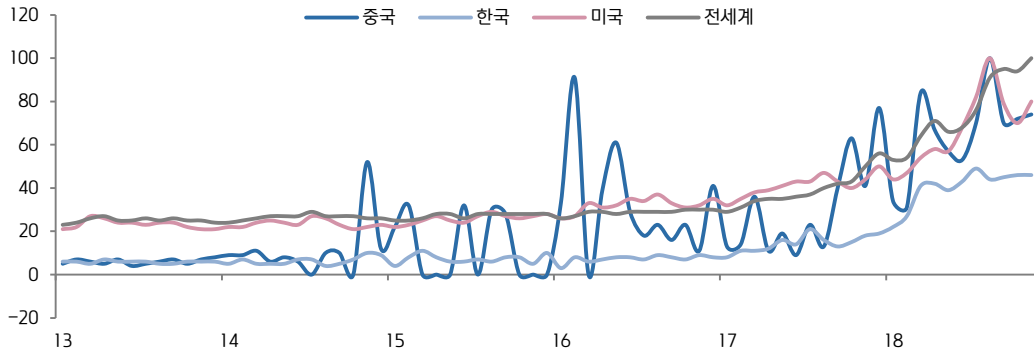


자료: 힐라코리아, 키움증권 리서치

투자포인트 2: 세계적으로 브랜드 재평가 진행 중

국내 성공을 바탕으로 해외에서도 명품 브랜드 FENDI, 미국 의류 편집숍 어반아웃피터스와 콜라보레이션 하는 등 입지를 새롭게 다지고 있으며 최근에는 미국에서 운동화 ‘디스럽터2’가 2018년 올해의 신발로 선정됐다. 휠라코리아 미국 법인의 매출액의 90%는 신발 판매에서 발생한다. 미국에서 휠라코리아의 브랜드 입지는 나이키, 아디다스 대비 시장점유율이나 매출액 규모에서 아직 낮다고 할 수 있다. 그러나 휠라의 헤리티지 미국을 중심으로 유럽에서 휠라의 브랜드 가치는 빠르게 상승하고 있다.

구글의 FILA 검색트렌드

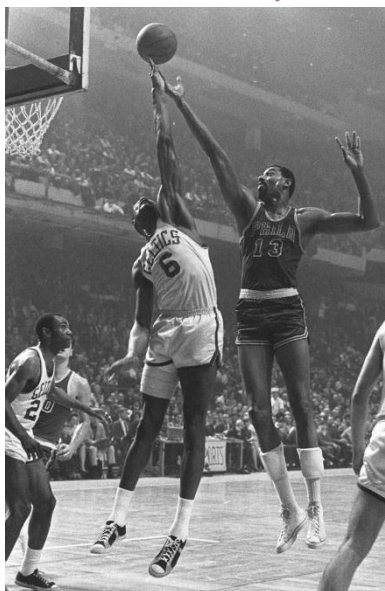


자료: 구글, 키움증권 리서치

브랜드 리뉴얼 성공사례: 컨버스화 (Converse)

운동화 브랜드의 성공적인 리뉴얼 사례로 Converse(1908 설립)가 있다. Converse의 All Star는 농구 선수, 올림픽 선수 등이 착용하기 시작해 예술가, 음악가 등도 착용하는 캐주얼 신발로 진화했다. 1946년 Chuck Taylor가 인기를 얻으면서 가장 유명한 스니커즈로 자리매김했다. 1960년대에는 미국 대학 생과 프로 농구 선수들이 All Star를 착용했으며 미국 운동화 시장의 약 80%를 점유했다. 그러나 1980년대 나이키, 아디다스, 리복, 푸마 등의 경쟁자들이 시장을 점령하면서 1990년대 Converse의 시장점유율은 2.3%에 그치며 쇠퇴했다. 이후 2003년, 나이키가 3억 5,000만 달러(3,865억)에 Converse를 인수 하면서 새로운 경영진은 Converse의 Old School 스타일을 수용했고, 디자이너 John Varvatos는 지금의 high-end line을 만들어냈다. 2007년 'Chuck it' 캠페인을 통해 시장을 다시 한 번 장악했으며 라이프 스타일 브랜드로 거듭났다. 휠라코리아와 컨버스의 공통점은 스포츠(농구)화에 뿌리가 있고, 저가 운동화(69,000원)라는 점, 복고 감성을 자극해 리바이벌에 성공했다는 공통점에서 휠라코리아의 해외 시장에서의 성공적인 브랜드 안착이 기대되는 바이다.

Converse의 All Star (Chuck Taylor)



자료: Converse, 키움증권 리서치

Chuck Taylor의 진화



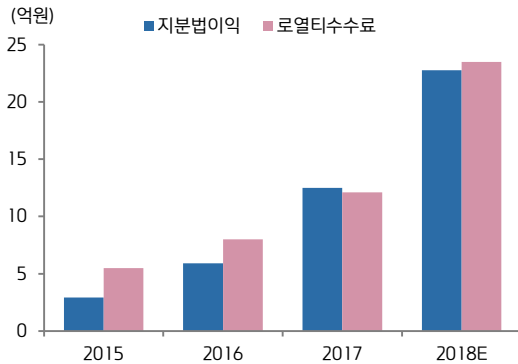
자료: Converse, 키움증권 리서치

* Converse(컨버스): 1908년에 설립, 2003년부터 나이키의 자회사로 편입됐으며, 오랜 브랜드 역사를 가진 스니커즈 브랜드. 대표 상품으로는 All Star 스니커즈가 있음

투자포인트 3: 중국과 미국 지역의 로열티 수취

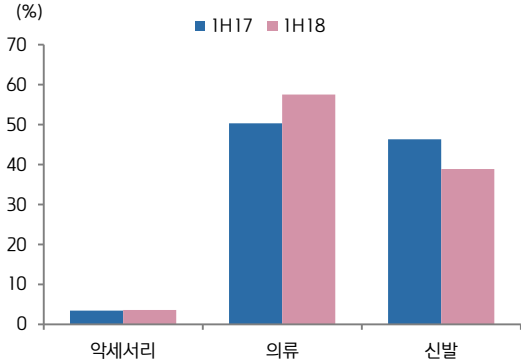
ANTA 안타스포츠는 중국 1위 스포츠 웨어 기업으로 나이키, 아디다스에 이어 시장점유율 3위를 차지하고 있으며, ANTA, ANTA KIDS, FILA, FILA KIDS, NBA, DESCENTE, KIGKOW, KOLON SPORT 등의 브랜드를 판매하고 있다. 휠라코리아는 ANTA 스포츠와 합작법인으로 설립한 Full Prospect의 매출액에 따른 로열티(Full Prospect 매출의 3%) 및 지분법 이익(지분율 15%)을 수취하고 있다. 2009년부터 중국, 홍콩, 마카오와 싱가포르에서 사업을 확대해 가고 있다. 중국 내 휠라 브랜드의 포지셔닝은 고급 스포츠 브랜드로 자리잡고 있으며 25-45세 사이의 고객의 타겟으로 하고 있다. 2018년 6월에는 어린 고객을 타겟으로 하는 FILA FUSION을 론칭 하기도 했다. 2018년 반기 기준 휠라는 1,248개의 매장(홍콩, 마카오, 싱가포르 포함)을 운영하고 있으며 주로 1선, 2선 도시에 위치해 있다. 중국 스포츠 의류 시장은 글로벌 2위의 규모이며 2022년 베이징 동계올림픽, 2025년까지 중국 정부가 스포츠 산업을 5조 위안 규모로 육성할 계획을 밝힘에 따라 중국 내 휠라코리아의 입지는 강화될 것으로 전망하며 2019년 ANTA의 매출액은 843억원(+30%, YoY)로 추정한다.

지분법이익 및 로열티수수료 추이



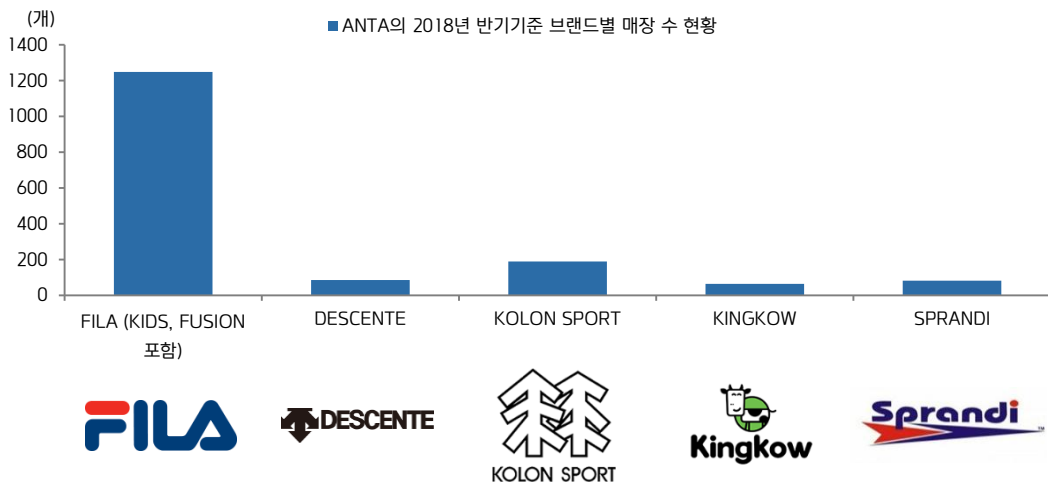
자료: ANTA, 키움증권 리서치

17-18년 ANTA의 제품별 매출 비중



자료: ANTA, 키움증권 리서치

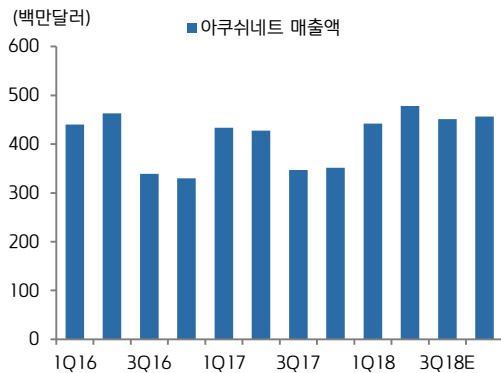
ANTA의 2018년 반반기준 브랜드 별 매장 수 현황



자료: ANTA, 키움증권 리서치

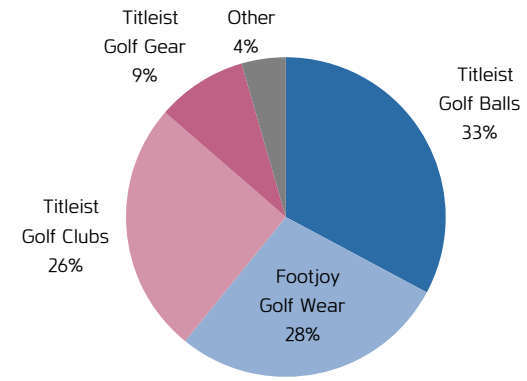
아쿠쉬네트(Acushnet)는 전 세계 골프용품 1위 기업으로 '타이틀리스트', '풋조이' 등의 브랜드를 보유한 업체이다. 휠라코리아가 53% 지분을 보유하고 있으며 2016년 10월 말 미국 증시에 상장했다. 아쿠쉬네트는 연간 매출액 가이드를 16억 2,000~3,000만 원(한화 1조 8913~8305억 원)으로 제시했다. 미국 골프산업이 회복세에 접어들고 있으며, 아쿠쉬네트의 실적개선에 따른 동사의 지분가치 상승이 예상된다.

아쿠쉬네트의 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권

아쿠쉬네트의 부문별 매출액 비중



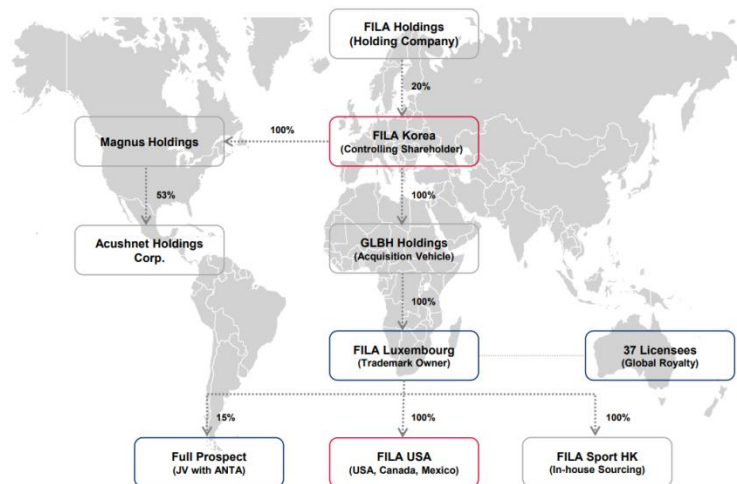
주: 2017년 매출액 기준, %

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 기업개요

휠라코리아는 가정용 섬유제품, 의복, 신발, 가죽제품, 시계, 화장품 및 골프장비 등의 제조, 도소매 및 수출입을 목적으로 1991년 7월 11일에 설립됐다. 2005년 MBO(Management Buyout)방식을 통해 FILA Global Group으로부터 독립하였으며, 2007년 LBO(Leverage Buyout)방식으로 FILA Global 상표권 및 사업권을 인수하여 전세계 라이선스를 통한 영업을 영위하고 Royalty를 수취하고 있다. 'FILA', 'FILA GOLF', 'FILA KIDS', 'FILA INTIMO', 'FILA ITVA'의 5개 브랜드 및 기타 사업부문을 보유하고 사업을 영위하고 있다.

휠라코리아의 지배구조



자료: 휠라코리아, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,671	25,303	29,478	35,109	41,077
매출원가	5,482	12,898	14,621	17,414	19,922
매출총이익	4,190	12,405	14,857	17,695	21,155
판매비및일반관리비	4,071	10,231	11,320	13,306	15,938
영업이익(보고)	118	2,175	3,537	4,389	5,217
영업이익(핵심)	118	2,175	3,537	4,389	5,217
영업외손익	4,192	-357	-154	-154	-144
이자수익	10	17	20	23	27
배당금수익	7	7	9	10	12
외환이익	524	398	440	420	430
이자비용	188	529	465	456	447
외환손실	202	292	310	300	310
관계기업지분법손익	4,110	125	178	178	178
투자및기타자산처분손익	-8	-24	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-10	-38	0	0	0
기타	-51	-21	-25	-30	-35
법인세차감전이익	4,311	1,818	3,384	4,235	5,073
법인세비용	1,199	737	812	1,025	1,228
유효법인세율 (%)	27.8%	40.5%	24.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	3,111	1,081	2,572	3,210	3,845
지배주주지분순이익(억원)	3,233	624	1,774	2,247	2,696
EBITDA	318	2,836	4,147	4,996	5,822
현금순이익(Cash Earnings)	3,311	1,742	3,182	3,818	4,450
수정당기순이익	3,124	1,118	2,572	3,210	3,845
증감율(% YoY)					
매출액	18.6	161.6	16.5	19.1	17.0
영업이익(보고)	-85.3	1,737.1	62.7	24.1	18.9
영업이익(핵심)	-85.3	1,737.1	62.7	24.1	18.9
EBITDA	-64.8	792.2	46.2	20.5	16.5
지배주주지분 당기순이익	N/A	-80.7	184.4	26.6	20.0
EPS	N/A	-81.9	181.9	26.6	20.0
수정순이익	N/A	-64.2	130.1	24.8	19.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-35	300	2,661	867	2,729
당기순이익	4,311	1,818	2,572	3,210	3,845
감가상각비	149	405	360	364	367
무형자산상각비	51	256	250	244	238
외환손익	47	-76	-130	-120	-120
자산처분손익	7	24	0	0	0
지분법손익	618	-125	-178	-178	-178
영업활동자산부채 증감	-397	-2,032	-2,780	-2,764	-1,533
기타	-4,820	31	2,567	111	110
투자활동현금흐름	-2,691	-516	-329	-381	-408
투자자산의 처분	-2,378	-71	-83	-112	-119
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
무형자산의 취득	-233	-393	-393	-393	-393
무형자산의 처분	-83	-24	0	0	0
기타	2	-28	148	124	104
재무활동현금흐름	3,701	222	-1,040	766	2,572
단기차입금의 증가	-30	-41	-590	0	0
장기차입금의 증가	3,739	318	-800	-200	-200
자본의 증가	20	163	0	0	0
배당금지급	-28	-218	-31	-153	-153
기타	0	0	380	1,119	2,925
현금및현금성자산의순증가	1,025	-417	1,292	1,251	4,893
기초현금및현금성자산	469	1,494	1,077	2,369	3,621
기말현금및현금성자산	1,494	1,077	2,369	3,621	8,513
Gross Cash Flow	362	2,332	5,441	3,631	4,262
Op Free Cash Flow	-428	-495	126	777	2,633

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	12,410	11,541	14,507	17,885	23,961
현금및현금성자산	1,494	1,077	2,369	3,621	8,513
유동금융자산	259	296	345	411	480
매출채권및유동채권	4,568	4,384	5,055	5,828	6,621
재고자산	6,089	5,784	6,738	8,025	8,346
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	21,439	19,248	19,138	19,079	19,049
장기매출채권및비유동채권	221	208	242	289	338
투자자산	402	475	694	928	1,165
유형자산	3,445	3,235	3,268	3,298	3,324
무형자산	16,269	14,404	14,154	13,910	13,672
기타비유동자산	1,102	926	779	654	550
자산총계	33,849	30,789	33,645	36,964	43,010
유동부채	11,930	6,946	5,175	4,437	3,980
매입채무및기타유동채무	5,423	3,542	2,314	1,511	987
단기차입금	5,884	2,156	1,566	1,566	1,566
유동성장기차입금	0	696	696	696	696
기타유동부채	624	553	601	664	732
비유동부채	8,897	11,500	11,141	12,141	14,951
장기매입채무및비유동채무	436	365	426	507	593
사채및장기차입금	6,024	8,615	7,815	7,615	7,415
기타비유동부채	2,437	2,520	2,900	4,019	6,943
부채총계	20,828	18,446	16,316	16,577	18,931
자본금	570	611	3,056	3,056	3,056
주식발행초과금	1,056	1,178	1,178	1,178	1,178
이익잉여금	6,651	6,797	8,551	10,691	13,279
기타자본	299	-596	-596	-596	-596
지배주주지분자본총계	8,576	7,990	12,189	14,329	16,917
비지배주주지분자본총계	4,446	4,353	5,140	6,058	7,162
자본총계	13,022	12,343	17,329	20,386	24,079
순차입금	10,155	10,093	7,362	5,845	682
총차입금	11,908	11,466	10,076	9,876	9,676

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	5,684	1,030	2,903	3,677	4,411
BPS	15,035	13,074	19,945	23,446	27,680
주당EBITDA	559	4,682	6,786	8,175	9,526
CFPS	5,820	2,876	5,206	6,247	7,282
DPS	250	250	250	250	250
주가배수(배)					
PER	2.5	15.8	18.7	14.8	12.3
PBR	0.9	1.2	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	56.3	9.7	5.3	4.0	2.6
PCFR	2.4	5.7	3.1	2.6	2.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	8.6	12.0	12.5	12.7
영업이익률(핵심)	1.2	8.6	12.0	12.5	12.7
EBITDA margin	3.3	11.2	14.1	14.2	14.2
순이익률	32.2	4.3	8.7	9.1	9.4
자기자본이익률(ROE)	34.9	8.5	17.3	17.0	17.3
투자자본이익률(ROIC)	0.7	6.6	12.9	14.2	15.6
안정성(%)					
부채비율	159.9	149.4	94.2	81.3	78.6
순차입금비율	78.0	81.8	42.5	28.7	2.8
이자보상배율(배)	0.6	4.1	7.6	9.6	11.7
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	5.7	6.2	6.5	6.6
재고자산회전율	2.3	4.3	4.7	4.8	5.0
매입채무회전율	2.9	5.6	10.1	18.4	32.9

한섬 (020000)



온라인 쇼핑의 계절

BUY(Reinitiate)

주가(11/20) 36,800원

목표주가 47,000원

온/오프라인 동일 가격정책을 펴고 있는 동사 온라인몰(더한섬닷컴)의 매출확대, SK네트웍스 패션사업부 인수 브랜드의 불확실성 해소와 적자 라이선스 브랜드 정리는 동사의 수익성 개선 요인으로 작용할 전망이다. 최근 주가는 2019년 EPS 기준 8.5배 수준으로 의류 업종 평균 PER 11배 대비 밸류에이션 매력이 충분한 것으로 판단하며, 투자의견 Buy와 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다.

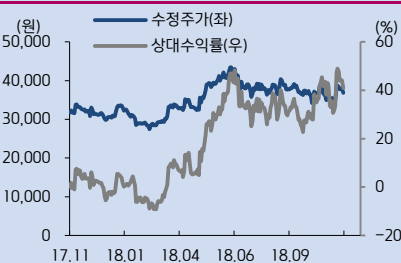
StockData

KOSPI (11/20)		2,082.58pt
시가총액		9,064억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	43,450원	27,450원
최고/최저가 대비 등락	-15.30%	34.06%
주가수익률	절대	상대
	1M	-1.4% 3.1%
	6M	-1.9% 15.9%
	1Y	16.1% 40.9%

Company Data

발행주식수	24,630천주
일평균 거래량(3M)	64천주
외국인 지분율	25.89%
배당수익률(18E)	1.11%
BP (18E)	39,669원
주요 주주	현대홈쇼핑 34.64%
	국민연금공단 11.67%

Price Trend



>>> 소비 양극화에 최적화된 브랜드

동사는 TIME, MINE, SJSJ 등 고가의 브랜드를 보유하고 있으며 주요 고객은 30-50대, 경제활동을 하는 고소득층 여성이다. 브랜드 로열티가 높은 고객층으로 의류 소비 양극화와 SPA 브랜드의 시장 침투 시기(2012년 이후)에도 양호한 성장을 이어가고 있다. 최근 2-3년간 SK네트웍스 패션사업부 인수 브랜드 5개를 리뉴얼과 적자를 내던 라이선스 브랜드를 정리했다. 이에 따른 상품 매출원가를 개선과 관련 비용이 축소됨에 따라 영업이익 개선이 지속될 것으로 전망한다.

>>> 온라인은 거스를 수 없는 대세

2015년 더한섬닷컴을 론칭, 온라인과 오프라인의 가격 정책을 동일하게 하고 있다. 온라인 매출의 증가는 백화점 수수료(약25%)와 매니저 수수료 비용 절감 효과로 동사의 수익성 개선 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 온라인 내에서도 모바일 판매 비중이 높은 편이며 온라인 매출액은 16년 220억, 17년 445억을 기록했다. 18-19년에는 온라인 매출 각각 700억과 1,000억 달성이 가능할 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원

한섬에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 EPS 3,905원에 Target PER 12.1배(내수 브랜드 3개 업체 평균 PER 대비 10% 할증)를 적용하여 산출했다. 온라인 매출 확대, 인수합병 브랜드 및 라이선스 브랜드의 불확실성이 제거됨으로써 2019년 큰 폭의 이익 개선이 가능할 전망이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	7,120	12,287	13,552	14,948	16,518
보고영업이익(억원)	720	550	813	1,196	1,668
핵심영업이익(억원)	720	550	813	1,196	1,668
EBITDA(억원)	888	858	1,058	1,479	1,965
세전이익(억원)	774	671	814	1,449	1,934
순이익(억원)	565	539	593	1,052	1,423
지배주주지분순이익(억원)	565	539	593	1,052	1,423
EPS(원)	2,293	2,187	2,406	4,271	5,779
증감율(%YoY)	-24.1	-4.6	10.0	77.5	35.3
PER(배)	15.2	14.4	15.3	8.6	6.4
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	8.1	10.4	8.4	5.8	4.1
보고영업이익률(%)	10.1	4.5	6.0	8.0	10.1
핵심영업이익률(%)	10.1	4.5	5.7	8.0	10.1
ROE(%)	6.6	6.0	6.2	10.3	12.5
순부채비율(%)	-15.5	12.6	11.2	7.8	3.3

투자의견 BUY, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

Valuation

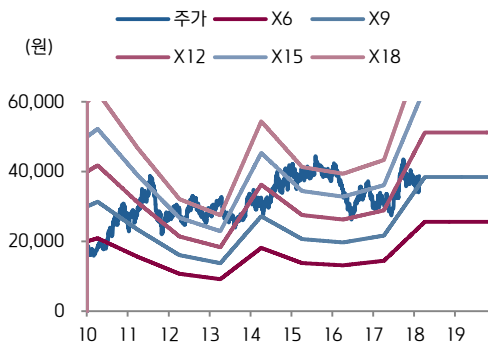
키움증권은 한섬에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 EPS 3,905원에 Target PER 12.1배를 적용하여 산출했다. 온라인 확장성과 비효율(적자) 브랜드 정리 및 리뉴얼에 따른 이익 개선 폭 확대를 반영해 내수 브랜드 3개 업체 평균 PER 11배 대비 10% 할증 적용하여 Target PER을 산정했다. 브랜드 축소에 따른 전사 매출액 성장을 둔화는 불가피하나 향후 수익성 개선에는 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. 그러나 온라인 매출 확대에 인한 수수료 절감, SK네트웍스 패션사업 인수 브랜드 리뉴얼 및 기저효과로 19년 예상 EPS는 18년대비 62.3% 증가할 것으로 전망한다. 현재 주가는 2019년 EPS 기준 PER 8.5배 수준으로 밸류에이션 매력에 충분하다는 판단이다.

Valuation Table

	2019E	비고
①순이익(억원)	962	2019년 예상 지배주주순이익
②Target PER(배)	12.1	내수 브랜드 3개 업체 평균 PER 대비 10% 할증
③주식수(천주)	24,630	
④EPS(원)	3,905	① / ③
⑤적정주가(원)	52,000	② x ④
종가(원)	36,800	2018년 11월 20일 종가
상승여력(%)	27.7	

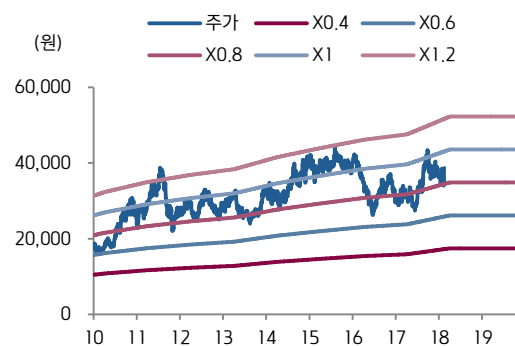
자료: 키움증권 리서치

한섬의 12개월 FWD P/E밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

한섬의 12개월 FWD P/B밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

한섬 분기 및 연간 실적추이 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	330.5	292.3	282.8	450.1	356.4	325.2	318.3	495.2	1,228.7	1,355.7	1,495.1
growth %	35.2%	-2.8%	0.1%	12.2%	7.9%	11.2%	12.6%	10.0%	72.6%	10.3%	10.3%
영업이익	29.1	14.0	18.6	19.6	41.0	16.8	28.9	32.7	55.0	81.3	119.5
growth %	5.7%	19.4%	92.6%	223.7%	41.0%	20.0%	55.5%	66.8%	-23.6%	47.9%	46.9%
Sales of %	8.8%	4.8%	6.6%	4.4%	11.5%	5.2%	9.1%	6.6%	4.5%	6.0%	8.0%
순이익	23.1	11.0	12.6	12.6	33.3	14.0	21.8	27.2	53.9	59.3	96.2
growth %	-7.0%	14.2%	87.4%	-0.6%	44.1%	27.4%	73.1%	115.0%	-4.6%	10.0%	62.3%
Sales of %	7.0%	3.8%	4.4%	2.8%	9.3%	4.3%	6.8%	5.5%	4.4%	4.4%	6.4%

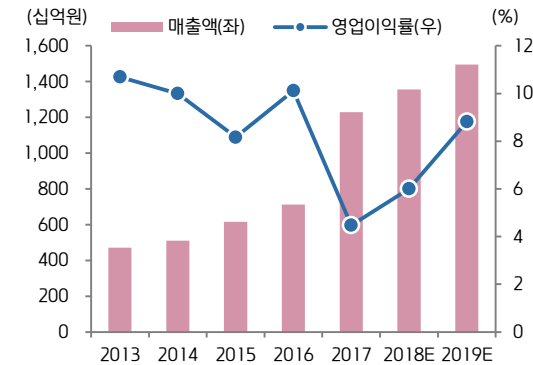
자료: 한섬, 키움증권 리서치

>>> 한섬 투자포인트

투자포인트 1: 의류 소비 양극화 속 최적화된 브랜드 보유

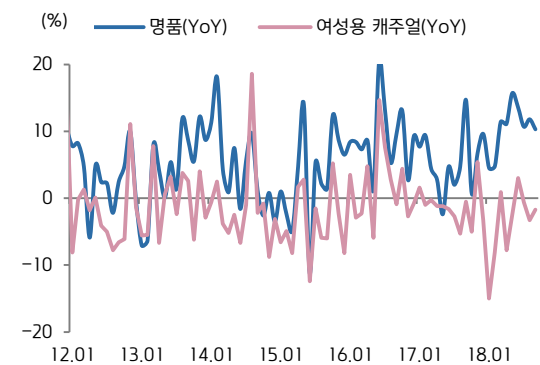
동사의 타임, 마인, SJSJ 등의 기존 브랜드는 백화점, 아울렛의 추가 출점이 부재한 상황에서도 기존 브랜드들이 한 자리 수 중반의 성장을 이어가고 있다. 이는 국내에서 프리미엄 브랜드로서의 우위를 차지하고 있으며, 경기 변동에 민감하지 않은 고소득층의 브랜드 충성도가 높기 때문이다. 동사가 전개하는 TIME 브랜드 기준, 저가는 20만원 대에서 고가는 420만 원까지 고가 제품 판매 위주에도 불구하고 재구매율이 높다. 1회 구매 시 2,000만원 이상 구매하는 고객을 VIP로 분류했을 때 동사는 약 3000명 정도의 VIP 고객을 보유하고 있으며, 이 중 브랜드 로열티(재구매율)를 가진 고객이 약 70%이상으로 높은 비중을 차지한다. 소득별, 연령별 의류비 지출전망에서 300만 원 이상, 50대 미만은 의류 구입에 대한 긍정적인 지출전망(100이상)을 나타내고 있다. 월별 백화점 3사의 명품과 여성복 소매판매 증감률을 보더라도 명품 성장률은 여성용 캐주얼 성장률을 지속해서 상회하고 있다. 주요 고객층의 소비지출전망 추이와 고가 제품의 판매 증감률을 미루어 봤을 때 의류 소비 양극화가 심화되더라도 동사가 보유한 고가 브랜드의 수요는 지속될 것으로 전망한다.

한섬의 실적추이



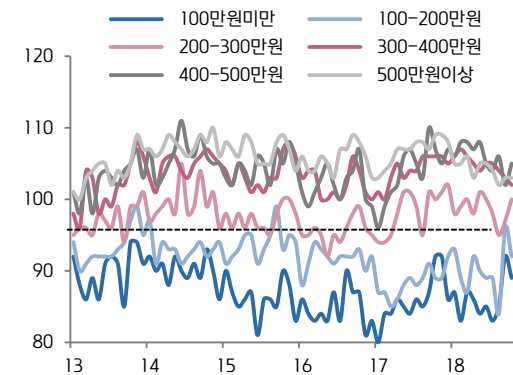
자료: 한섬, 키움증권 리서치

백화점 명품과 여성복 소매판매 증감률



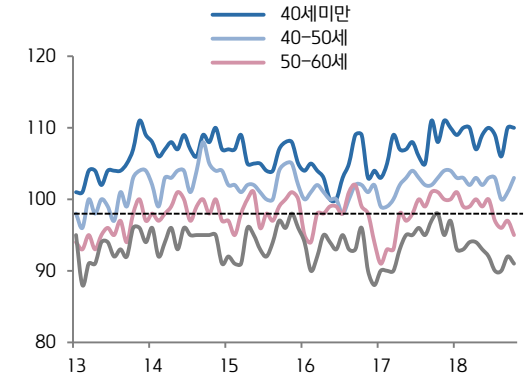
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소득별 의류비 지출전망CSI



자료: 통계청, 키움증권 리서치

연령별 의류비 지출전망CSI



자료: 통계청, 키움증권 리서치

투자포인트 2: SK네트웍스 패션사업부 인수 후 2년차 리브랜딩 효과 기대

2017년 3월, 현대백화점 그룹은 한섬의 SK네트웍스 패션 사업부 인수를 통해 패션 부문을 강화했다. (주)한섬글로벌은 2016년 12월 1일자로 한섬이 100% 출자하여 설립됐으며, 2017년 2월 28일 SK네트웍스의 패션부문을 (주)현대지앤에프 양분하여 영업을 양수했다. (주)한섬글로벌은 ‘오브제’, ‘오즈세컨’, ‘세컨플로어’, ‘클럽모나코’ 등을 운영해오다 2018년 10월 19일 한섬이 (주)한섬글로벌을 흡수합병한 후 한섬이 (주)한섬글로벌의 발행주식을 100% 소유하게 됐다. 기대효과는 모기업 유통망 이용에 대한 협상력 증가와 부서간 원활한 인력 이동을 통해 여성복 시장 내 입지 확대이다. 한편, (주)한섬지앤에프가 운영하는 브랜드는 타미 힐피거, DKNY, CK, 아메리칸이글, 까날리 5개의 수입 브랜드와 루즈앤라운지 등 국내 브랜드 3개를 운영하고 있으며 글로벌 수입 브랜드를 집중적으로 운영할 것으로 예상된다.

SK네트웍스의 패션 사업부 인수 이후 ‘오브제’, ‘오즈세컨’, ‘세컨플로어’는 인수 후 리브랜딩을 진행해 18년 F/W부터 선보일 예정이다. 패션 브랜드의 리뉴얼 효과는 약 2~3년째가 되는 해에 주로 나타나는데, 동사의 경우 2년차까지 정상 판매 후 아울렛 채널에서 재고를 소진한다. 이에 따라 백화점을 시작으로 아울렛 채널까지 전반적으로 리브랜딩이 되는 시기까지 약 2년이 소요되는 것이다. SK네트웍스의 패션 사업부 인수 당시에는 18년 S/S 시즌을 타깃으로 리뉴얼을 진행해(상품기획에 약 10개월 정도 소요) 왔으며 신규 고객이 고정 고객화 되고, 재구매가 발생까지 일정 기간이 소요되는 점을 감안했을 때, 2019년 F/W 시즌부터 리뉴얼 효과가 본격화 될 것으로 전망한다.

한섬의 주요 브랜드 특징

전개 브랜드	론칭 시기	주요 고객층 및 브랜드 특징
TIME	1993.02	20~30 대의 전문직을 가진 고소득층 여성
MINE	1988.02	20 대 대학생 및 Feminine Romanticism 을 추구하는 Career Woman
랑방컬렉션	2009.08	20 대 중반~30 대 중반의 패션 열리 어답터
SYSTEM	1990.02	20 대 대학생 혹은 영마인드의 자유직 여성
SJSJ	1997.02	21~23 세 대학생을 핵심 타깃으로 귀엽고 사랑스런 이미지를 추구하는 여성
TIME HOMME	2000.02	25~35 세의 남성으로 전문직, 예술, 문화, 패션업계 종사자
SYSTEM HOMME	2008.08	Fashion 에 관심 많은 대학생, 자유분방한 Life Style 의 전문직 종사자, 사회 초년생 등
DECKE	2014.02	20 대 중반~40 대 컨템포러리 감성을 즐기는 여성과 남성
the CASHMERE	2015.09	자유로운 Lifestyle 을 추구하는 합리적인 소비자, 드러내지 않는 멋스러움을 추구하는 남녀
LATT BY T	2016.09	나이에 구애 받지 않는 동시대적인 감각을 공유하는 젊은 마인드의 여성

자료: 한섬, 키움증권 리서치

한섬 운영 브랜드 및 정리 브랜드

론칭 시기	1988.02	1990.02	1993.02	1997.02	2000.02	2004.05	2004.07	2007.07	2007.08
제품	마인	시스템	타임	SJSJ	타임 옴므	무이			씨바이칼로에
상품							칼로에	랑방	
	2008.05	2008.08	2009.08	2012.07	2013.05	2013.08	2014.02	2014.02	2014.03
제품	툼그라이하운드	시스템 옴므	랑방 컬렉션					덱케	
상품				쥬시 꾸뛰르	일레본티	이로	발리		더쿠플스
	2014.04	2014.09	2014.09	2015.04	2015.06	2015.08	2015.09	2015.09	2015.09
제품			랑방 스포츠		버드 바이 쥬시 꾸뛰르		더 캐시미어	모덴	랑방 컬렉션 액세서리
상품	지미추	MM6		벨스타프		이치아더	한섬글로벌: 오브제, 오즈세컨, 세컨플로어, 클럽모나코		
	2016.09	2016.09	2017.03	2017.03	2017.10	2018.03			
제품	래트 바이티	FOURM					현대지엔에프: SJYP, 루즈앤라운지, TOMMY HILFIGER, DKNY, CALVIN KLEIN, AMERICAN EAGLE, CANALI		
상품			미리엄 셰퍼	로샤스	포츠 1961	필립립			

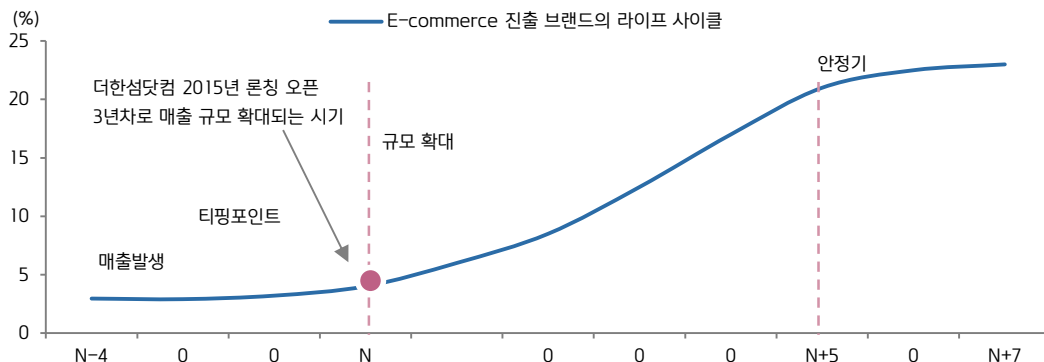
주: 운영처리 부분은 정리 브랜드

자료: 한섬, 키움증권 리서치

투자포인트 3: 온라인은 거스를 수 없는 대세

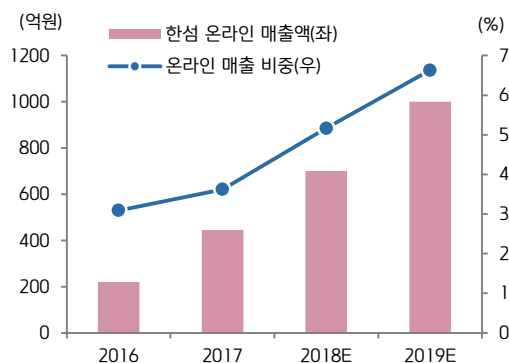
한섬은 2015년 더한섬닷컴을 론칭하여 온라인 매장을 운영하고 있으며 오프라인의 가격 정책을 동일하게 하고 있다. 이에 따라 백화점 수수료(약25%)와 매니저 수수료 비용이 절감되는 효과로 온라인 채널의 매출액 확대는 수익성 개선 요인이다. H패션몰의 영업이익률은 20% 내외, 한섬몰의 17년 영업이익률은 40% 내외를 시현하고 있다. 오프라인과 온라인의 이원화 정책이 아닌 온라인을 유통채널로써 활용하는 정책을 가져가 수익성 위주의 영업 전략을 펼치고 있다. 특히, 온라인에서도 모바일을 통한 구매가 약 70% 수준으로 모바일 구매가 증가하는 추세인데다 전문직 여성과 맞벌이 부부의 증가로 고객들의 소비패턴도 모바일 친화적으로 변화하고 있다. 또한, 간편결제 등과 같은 모바일 쇼핑 환경이 편리해짐에 따라 100만 원 이상의 고가 제품을 구매할 때에도 모바일을 통한 구매가 일어나고 있어, 고가 브랜드를 다수 보유하고 있는 동사의 측면에서는 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다. 2019년 온라인 채널 매출액은 1,000억 이상 달성할 것으로 예상된다.

E-commerce 진출 브랜드의 라이프사이클



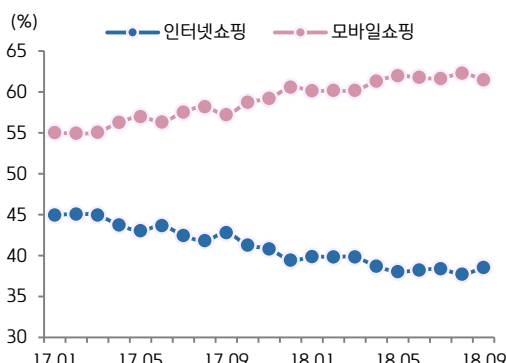
자료: Mckinsey&Company, 키움증권 리서치

한섬의 온라인 매출 추이



자료: 한섬, 키움증권 리서치

인터넷쇼핑과 모바일쇼핑 거래액 비중 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

>>> 기업개요

한섬은 1987년 5월 25일에 설립되어 여성의류를 제조 및 판매하고 있다. 주요 브랜드로는 'TIME', 'MINE', 'SYSTEM', 'SJSJ' 등이 있으며, 현대백화점, 현대홈쇼핑, 현대H몰 등 그룹사 유통망과 온라인을 통해 판매하고 있다. 2016년 12월 1일자로 투자지분 100% 출자하여 주식회사 한섬글로벌과 주식회사 현대지앤에프를 설립해 SK네트웍스의 패션사업부를 양분하여 운영하고 있다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,120	12,287	13,552	14,948	16,518
매출원가	3,096	5,446	5,990	6,428	7,037
매출총이익	4,024	6,841	7,562	8,520	9,481
판매비및일반관리비	3,304	6,291	6,790	7,325	7,813
영업이익(보고)	720	550	813	1,196	1,668
영업이익(핵심)	720	550	813	1,196	1,668
영업외손익	54	121	31	51	57
이자수익	28	21	21	23	26
배당금수익	5	3	3	3	3
외환이익	11	18	0	0	0
이자비용	7	31	5	5	5
외환손실	11	15	0	0	0
관계기업지분법손익	-22	10	5	0	0
투자및기타자산처분손익	-11	-44	-20	0	0
금융상품평가및기타금융이익	11	-2	0	0	0
기타	50	162	27	30	33
법인세차감전이익	774	671	814	1,449	1,934
법인세비용	209	132	221	397	511
유효법인세율 (%)	27.0%	19.7%	27.2%	27.4%	26.4%
당기순이익	565	539	593	1,052	1,423
지배주주지분순이익(억원)	565	539	593	1,052	1,423
EBITDA	888	858	1,058	1,479	1,965
현금순이익(Cash Earnings)	732	847	878	1,335	1,720
수정당기순이익	565	576	607	1,052	1,423
증감율(% YoY)					
매출액	15.4	72.6	10.3	10.3	10.5
영업이익(보고)	9.0	-23.6	47.9	47.1	39.5
영업이익(핵심)	9.0	-23.6	40.5	54.8	39.5
EBITDA	4.8	-3.3	23.2	39.8	32.8
지배주주지분 당기순이익	-24.1	-4.6	10.0	77.5	35.3
EPS	-24.1	-4.6	10.0	77.5	35.3
수정순이익	-22.8	1.9	5.5	73.3	35.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	180	728	431	793	1,144
당기순이익	774	671	593	1,052	1,423
감가상각비	164	287	265	264	278
무형자산상각비	3	22	21	19	18
외환손익	4	0	0	0	0
자산처분손익	24	68	20	0	0
지분법손익	22	-10	-5	0	0
영업활동자산부채 증감	-623	-119	-459	-539	-572
기타	-188	-191	-3	-3	-3
투자활동현금흐름	-443	-1,687	-303	-487	-641
투자자산의 처분	44	1,425	-33	-37	-41
유형자산의 처분	0	16	0	0	0
유형자산의 취득	-475	-229	-250	-450	-600
무형자산의 처분	-5	-2	0	0	0
기타	-6	-2,898	-20	0	0
재무활동현금흐름	219	971	-123	-124	-85
단기차입금의 증가	269	1,009	-50	-50	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-66	-66	-77	-77	-88
기타	16	28	4	3	3
현금및현금성자산의순증가	-45	8	6	182	418
기초현금및현금성자산	178	133	141	147	329
기말현금및현금성자산	133	141	147	329	747
Gross Cash Flow	803	847	890	1,332	1,717
Op Free Cash Flow	-411	400	139	162	352

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,690	6,395	7,044	7,970	9,191
현금및현금성자산	133	141	147	329	747
유동금융자산	1,614	191	210	232	256
매출채권및유동채권	1,110	1,565	1,727	1,913	2,114
재고자산	2,833	4,497	4,960	5,496	6,073
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,690	6,128	6,127	6,325	6,664
장기매출채권및비유동채권	59	120	132	146	161
투자자산	1,690	1,786	1,807	1,825	1,845
유형자산	2,770	3,475	3,460	3,647	3,969
무형자산	31	364	343	324	306
기타비유동자산	140	383	383	383	383
자산총계	10,380	12,523	13,171	14,295	15,855
유동부채	1,531	3,222	3,348	3,493	3,711
매입채무및기타유동채무	919	1,300	1,434	1,582	1,748
단기차입금	384	1,500	1,450	1,400	1,400
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	227	421	464	510	563
비유동부채	46	46	52	57	62
장기매입채무및비유동채무	45	19	21	23	25
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	27	31	34	37
부채총계	1,577	3,268	3,400	3,550	3,774
자본금	123	123	123	123	123
주식발행초과금	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087
이익잉여금	7,625	8,098	8,613	9,588	10,924
기타자본	-32	-54	-54	-54	-54
지배주주지분자본총계	8,803	9,255	9,770	10,745	12,081
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	8,803	9,255	9,770	10,745	12,081
순차입금	-1,363	1,169	1,093	840	397
총차입금	384	1,500	1,450	1,400	1,400

투자지표

(단위: 원, 배, %)

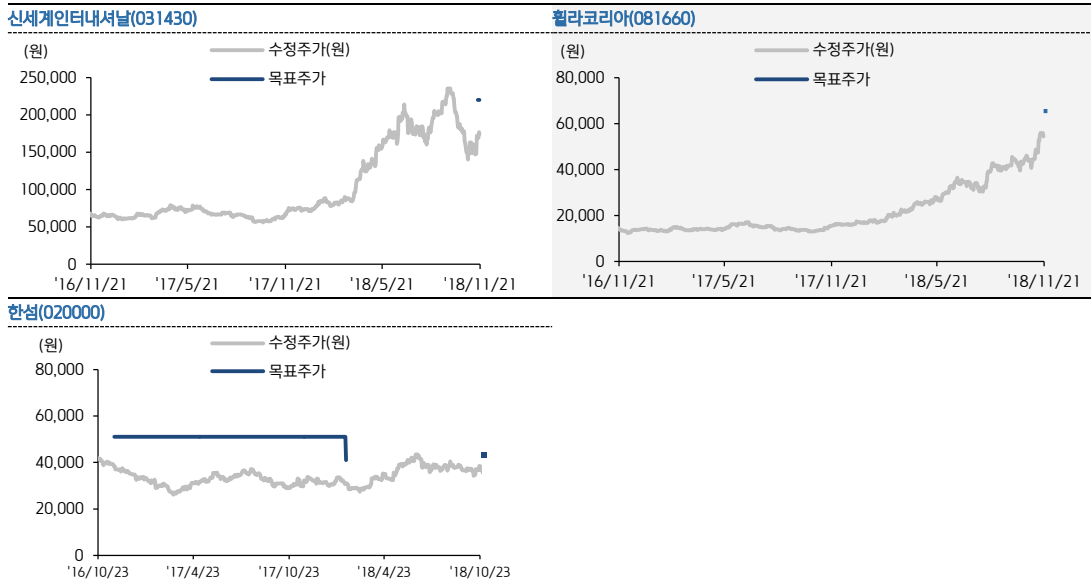
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	2,293	2,187	2,406	4,271	5,779
BPS	35,743	37,575	39,669	43,628	49,050
주당EBITDA	3,603	3,486	4,295	6,005	7,976
CFPS	2,972	3,439	3,565	5,421	6,982
DPS	300	350	350	400	450
주가배수(배)					
PER	15.2	14.4	15.3	8.6	6.4
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	10.4	8.4	5.8	4.1
PCFR	11.7	9.1	8.8	5.8	4.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.1	4.5	6.0	8.0	10.1
영업이익률(핵심)	10.1	4.5	5.7	8.0	10.1
EBITDA margin	12.5	7.0	7.8	9.9	11.9
순이익률	7.9	4.4	4.4	7.0	8.6
자기자본이익률(ROE)	6.6	6.0	6.2	10.3	12.5
투자자본이익률(ROIC)	10.0	6.4	6.6	9.6	12.5
안정성(%)					
부채비율	17.9	35.3	34.8	33.0	31.2
순차입금비율	-15.5	12.6	11.2	7.8	3.3
이자보상배율(배)	105.3	17.7	151.5	230.8	322.0
활동성(배)					
매출채권회전율	7.8	9.2	8.2	8.2	8.2
재고자산회전율	2.6	3.4	2.9	2.9	2.9
매입채무회전율	8.1	11.1	9.9	9.9	9.9

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비					가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
신세계 인터내셔널 (031430)	2018/11/21	Buy(Initiate)	220,000원	6개월			힐라코리아 (081660)	2018/11/21	Buy(Initiate)	65,000원	6개월		
								2016/11/23	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-36.72	-24.80
								2018/02/09	Buy(Reinitiate)	41,000원	6개월	-14.41	5.98
							담당자 변경	2018/11/21	Buy(Reinitiate)	47,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%