

Industry & Analysis



의류(비중확대) 선택과 집중이 필요한 때

■ Top picks. F&F (383220/KS), 감성코퍼레이션(O36620/KQ)

SK증권 의류. 형권훈, 3773-9997

의류

선택과 집중이 필요한 때

SK증권 리서치센터



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

국내 의류 소비 업황은 '침체' 구간

의류 업종 지수와 국내 의류 소매판매액 데이터 모두 현재 국내 의류 소비 업황이 침체 구간에 있음을 가리키고 있다. 침체의 가장 큰 원인은 고 물가와 고 금리로 인한 소비 위축이다. 또한 내국인의 해외 여행 수요가 빠르게 회복되고 있고, 의류 가격의 급등세가 지속되고 있다는 점도 사람들의 의류 소비에 대한 우선순위를 뒤로 미루는 요인으로 작용하고 있다.

안 좋지만 한 건 아닙니다

1) 경기선행지수 반등: 과거 국내 경기선행지수와, 국내 의류 소매판매액 간에는 10개월의 시차를 두고 강한 상관관계가 존재했다. 통계청에서 발표하는 국내 경기선행지수 순환변동치는 올해 4월에 저점을 형성 후 반등 중이다. 따라서 매크로 환경의 변수를 제외하면 의류 소비 업황의 저점은 1Q24 중에 나올 것으로 전망한다.

2) 중국 단체관광 재개: 중국인의 한국 단체 관광이 올해 8월부터 재개되었다. 중국인 관광객은 방한 외국인 여행객 수의 1/3에 해당하며, 쇼핑 지출규모가 타 국가 대비 훨씬 크다. 중국인 관광객이 '19년 수준으로 회복될 경우, 국내 의류, 신발, 가방 소매판매액의 3.1% 증가 효과를 가질 것으로 분석한다.

3) 의류 가격 증가세 둔화: '23년 9월 기준 의류 소비자물가지수는 +8.2% YoY 급등 중으로, 소비자의 가격 저항이 심한 상황이다. 원자재 가격이 의류 소비자 가격에 반영되기 까지 통상 12개월이 소요된다. 의류 원자재 가격은 '22년 9월 부로 빠르게 하향 안정화 되었다. 따라서 올해 말을 기점으로 의류 가격 증가세가 빠르게 둔화될 것으로 전망한다.

업종보다는 개별 종목에 대한 선별적인 투자 추천

내년 의류 소비 업황은 올해보다 개선될 여지가 크다고 보지만, 매크로 환경으로 업황의 불확실성이 높다. 또한 의류 업종은 금리에 대한 주가의 민감도가 매우 높은 업종이다. 정책금리의 'Higher for Longer' 가능성이 높아진 매크로 환경 속에서 의류 업종 지수의 시장 대비 아웃퍼폼을 기대하기 어려운 상황이다. 따라서 당사는 의류 업종 전체보다는, 개별 종목에 선별적으로 투자하는 전략이 유효하다고 판단한다. 개별 종목은 '업황 불확실성에도 성장할 수 있는 기업'을 추천한다. 대형주에서 'F&F', 중소형주에서 '감성코퍼레이션', 관심종목으로 '더네이처홀딩스'를 제시한다. 다만, 작년 기저 효과로 의류 소매판매액의 YoY 변화율이 4분기에 기술적으로 반등할 가능성이 높다. 단기적인 업종 Trading Buy 정도는 유효하다.

Contents

1. 국내 의류 업황은 '침체' 구간	3
2. 의류 소비는 왜 부진할까?	7
3. 의류 소비는 안 좋지만 할 것인가	13
4. 결론 및 투자전략	19
4. Appendix	20

[기업 분석]

삼성코퍼레이션 (036620/KQ) – 중소형주 Top-Pick	30
더네이처홀딩스 (298540KQ) – 중소형주 관심종목	57
F&F (383220/KS) – 대형주 Top-Pick	80
신세계인터내셔널 (031430/KS)	88
윌라홀딩스 (081660/KS)	94

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

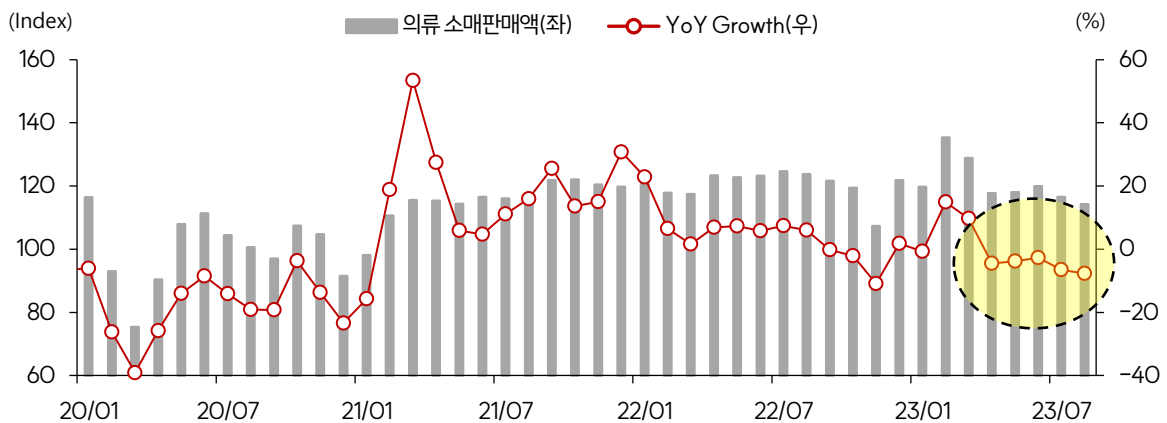
매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 국내 의류 업황은 '침체' 구간

국내 의류 소비 업황은 현재 명확한 '침체' 구간

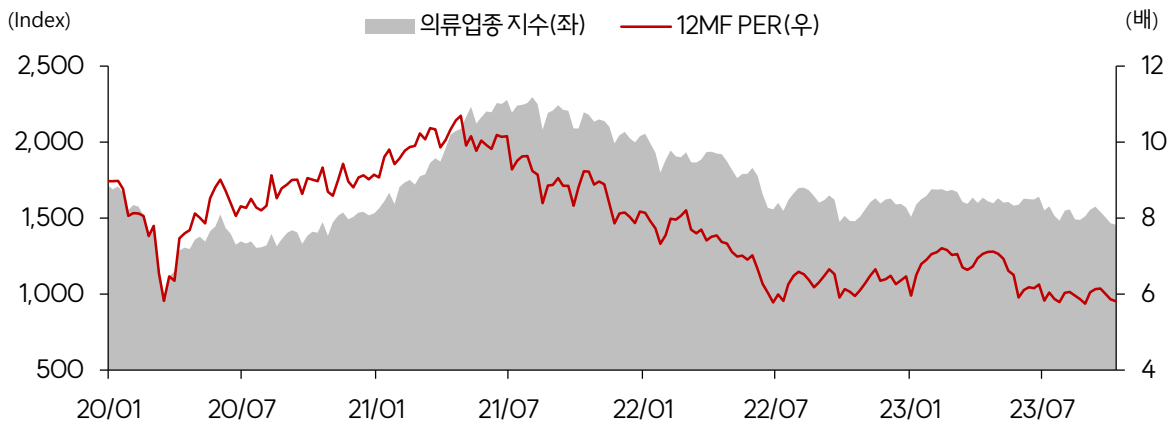
국내 의류 업황은 현재 침체 구간을 지나고 있다. 국내 의류업종 지수의 증가와 밸류에이션 멀티플은 코로나 19 팬데믹에 의한 증시 하락 이후 최저점을 기록 중이다. 또한 통계청에서 발표하는 의류 소매판매액 지수는 급격한 물가 상승과 금리 인상 문제가 대두되던 지난 3Q22 부터 YoY 역성장 구간에 머무르고 있어 국내 의류 소비 업황이 명백한 침체 구간임을 나타내고 있다(1Q23 에는 실내마스크 해제의 영향으로 일시적으로 회복).

국내 의류 소매판매액 지수 추이



자료: 통계청, SK 증권
 주: 계절성과 인플레이션이 조정된 수치임

국내 의류 업종 주가지수 및 12MF PER 추이

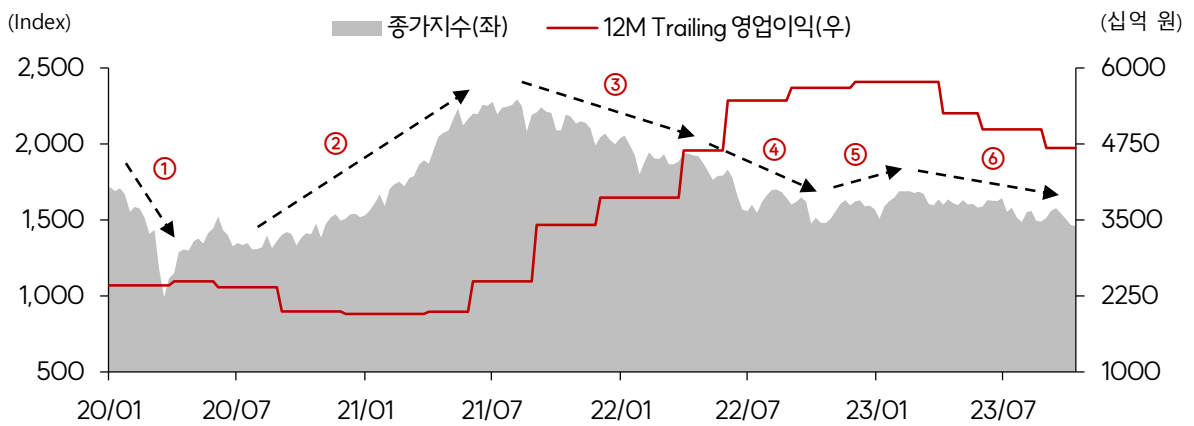


자료: Quantwise, SK 증권
 주: W126 분류 기준 국내 의류업종 지수

코로나 19 이후 의류업종 주가는
개별 기업 보다는 매크로
요인으로 변동

'20 년 코로나 19 팬데믹 이후 국내 의류업종 지수는 업종에 속한 개별 기업 단에서
의 이슈보다는 주로 물가와 금리, 의류 소비 등 매크로 지표의 변화에 따라 움직여
왔다. '23 년 10 월 현재까지 의류업종 지수의 흐름과 주요 분기점마다 있었던 이벤
트를 정리해보면 아래와 같다.

국내 의류 업종 종가지수 및 12개월 Trailing 영업이익



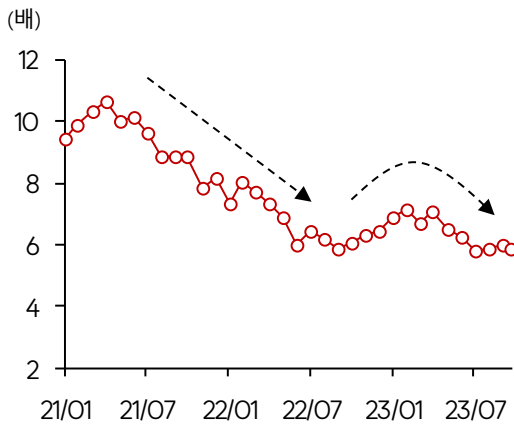
자료: Quantwise, SK 증권
주: W126 분류 기준 국내 의류업종 지수

- ① 코로나 19 팬데믹 국면 진입
- ② 글로벌 통화 완화 정책에 따른 유동성 및 실적 회복 기대감
- ③ CPI 급등, 시중금리 상승 시작, '21.11 거리두기 해제 뉴스 발표
- ④ 미국 기준금리 인상 속도 베이비스텝 → 빅스텝 → 자이언트 스텝 변화
- ⑤ 코스피 저점 형성 후 반등, 중국 제로 코로나 정책 해제 발표, 금리 일시적 하락
- ⑥ 의류 소비 침체 심화, 중국 경기 침체 우려 반영, 금리 다시 급등

실적과 밸류에이션 멀티플 모두 약세

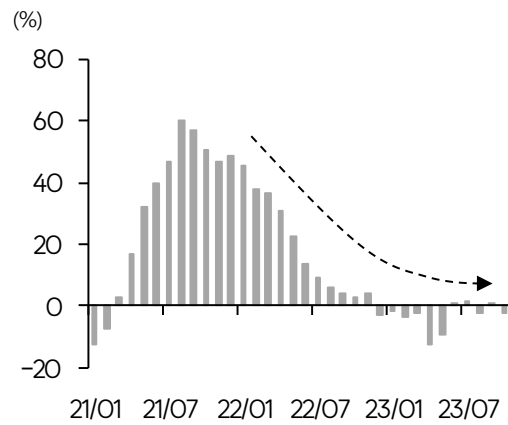
의류 업종 지수의 변동을 실적 요인과, 밸류에이션 멀티플 요인으로 구분해서 생각 해볼 수 있는데, 이번 업종 지수의 하락은 하단의 차트에서 확인할 수 있는 것처럼 실적과 밸류에이션 멀티플 모두 부진했기 때문이다.

국내 의류 업종 지수 12MF PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

국내 의류 업종 지수 12MF EPS YoY 변화율

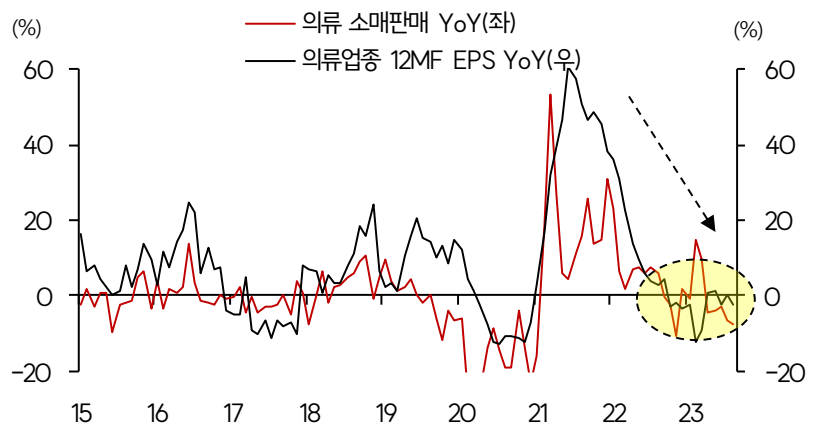


자료: Quantwise, SK 증권

의류 업종 실적은 국내 의류 소매판매액과 동행

먼저 의류 업종의 실적은 과거 국내 의류 소매판매 금액과 동행하는 모습을 보여왔다. 이는 해외 수출기업이 포함되어 있더라도, 내수 의류 사업의 실적 비중이 절대적으로 크기 때문이다. 따라서 최근 내수 의류 소비가 침체를 겪으면서 의류 업종 기업들의 실적도 부진할 수밖에 없었다.

국내 의류 소매판매 YoY 변화율 vs 의류 업종 12MF EPS YoY 변화율

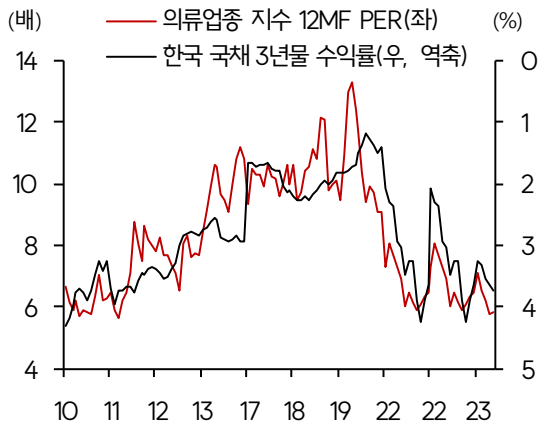


자료: Quantwise, 통계청, SK 증권

밸류에이션 멀티플 하락은 금리 상승의 영향

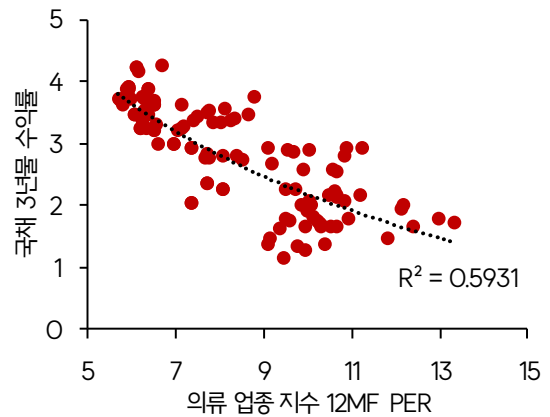
밸류에이션 멀티플의 경우 과거부터 금리와 상관계수가 매우 높았다. 최근 의류업종 지수의 12개월 선행 PER은 '21년 3분기에 고점을 형성한 뒤로 지속적으로 하락했는데, 이는 국고채 3년물 기준 시중금리가 물가 급등으로 인해 본격적으로 상승하기 시작한 시점과 일치한다.

의류업종 지수 12MF PER vs 시중금리



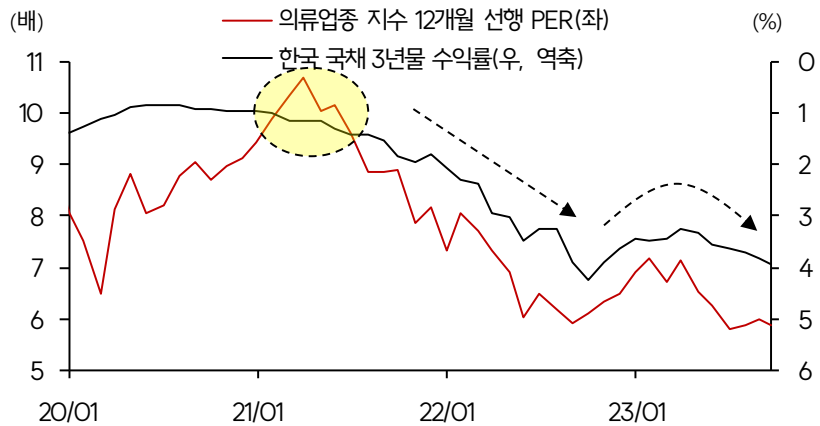
자료: Quantwise, 한국은행, SK증권

의류업종 지수 12MF PER vs 시중금리



자료: Quantwise, 한국은행, SK증권

의류업종 지수 12MF PER vs 한국 국채 3년물 수익률 비교 (2020~)



자료: Quantwise, 한국은행, SK증권

정리해보면 현재 의류업종 주가지수의 부진에는 1) 높아진 금리에 따른 밸류에이션 멀티플 하락과, 2) 의류 소비 침체에 따른 기업 실적에 대한 우려가 반영되어 있다. 금리는 매크로 환경의 영향이므로 차치하면, 의류 소비의 침체는 어떤 요인에 영향을 받고 있는 걸까? 의류 소비 침체를 야기한 요인을 분석해야 업황 반등 시점을 가늠해볼 수 있다.

2. 의류 소비는 왜 부진할까?

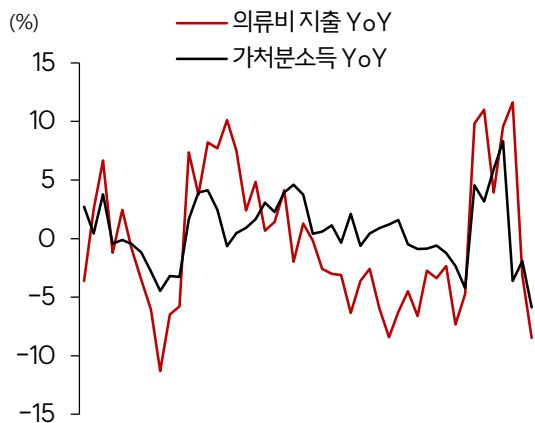
(1) 고 물가와 고 금리

[고 물가]

높은 물가로 인한 실질
가처분소득 감소

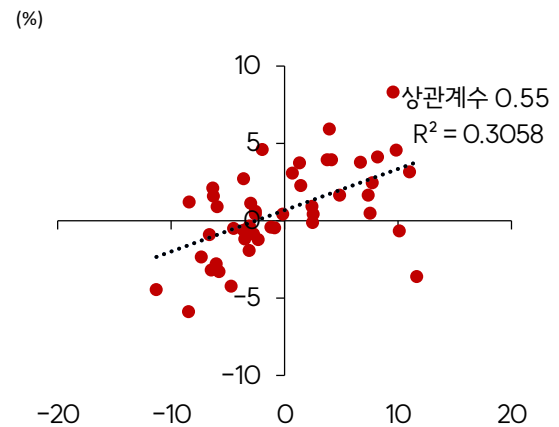
매 분기 통계청에서 발표하는 “가계동향조사”의 과거 통계에 따르면, 국내 가구당 의류와 신발에 지출하는 월 평균 실질 금액은 가구당 실질 가처분소득과 밀접한 관련이 있었다. 의류의 경우 소비를 미뤄도 당장 생활에 지장이 없는 비(非) 필수 소비재이다 보니 소득에 따라 의류 소비가 움직인다는 것을 짐작할 수 있다.

가구당 월평균 가처분소득 vs 의류비 지출



자료: 통계청, SK 증권
주 1: 코로나 19 시기의 데이터는 노이즈 필터링을 위해 제외
주 2: 1Q17 ~ 4Q19 시기는 데이터 부재로 제외

가구당 월평균 가처분소득 vs 의류비 지출 YoY Growth



자료: 통계청, SK 증권
주: 코로나 19 시기 데이터는 노이즈 필터링을 위해 제외
주 2: 1Q17 ~ 4Q19 시기는 데이터 부재로 제외

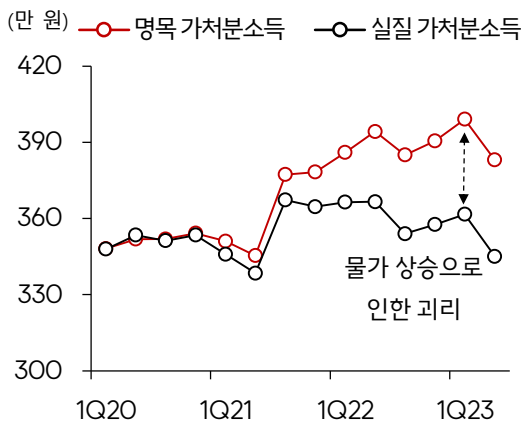
'21년에는 소득 증가 속도 > 물가
증가 속도

가구의 실질 가처분소득은 명목 가처분소득에서 물가 상승률을 차감한 수치이므로, 1) 명목 가처분소득과 2) 물가의 함수다. 우선 물가의 경우 국내 소비자물가지수는 '21년 말부터 3%를 넘어 지속해서 상승했으나 이 시기에는 정부의 경기부양책과 금융 완화적 통화정책이 경기 성장을 뒷받침했기 때문에 가구의 소득 증가 속도가 물가의 증가 속도를 추월할 수 있었다.

'22년 하반기 이후로 물가 급증, 소득 증가 속도를 추월

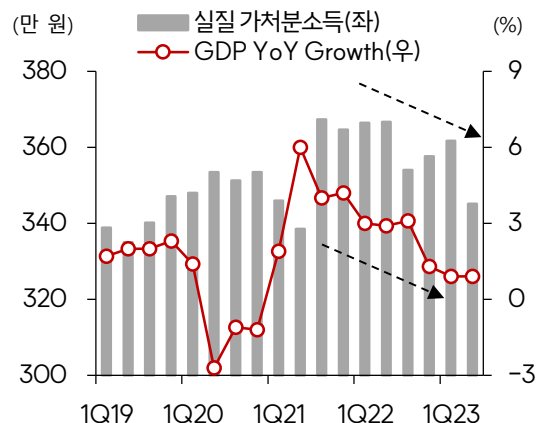
하지만 '22년 하반기에 소비자물가지수의 YoY 상승률이 6%를 초과한 동시에, 미 연준의 급격한 금리인상 기조로 경기가 급격하게 냉각되며 명목 소득의 증가율은 지지부진했다. 그 결과 3Q22를 기점으로 가구 당 월평균 실질 가처분소득은 YoY 역성장 구간에 접어들게 되었다.

가구당 월평균 가처분소득 명목 vs 실질



자료: 통계청, SK증권

가구당 월평균 실질 가처분소득 vs GDP 성장률



자료: 통계청, SK증권

[고 금리]

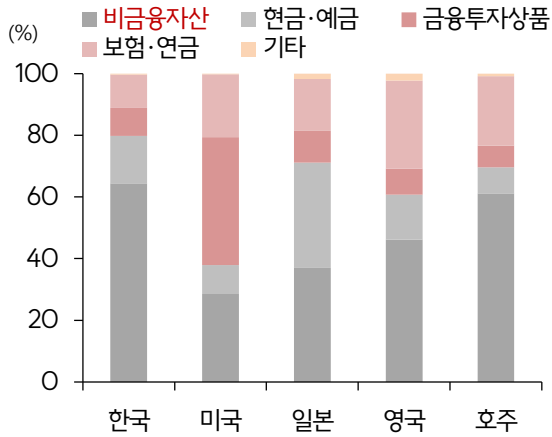
고 금리 기조로 인한 의류 소비 부진

금리가 의류 소비에 영향을 미친 경로는 1) '금리 인상 → 자산가치 하락 → 소비 감소'의 경로와, 2) '금리 인상 → 이자 부담 증가 → 소비 감소'로 분석한다. 첫 번째 경로는 한국 가계의 자산 중 대부분을 부동산이 차지한다는 특징에 기인한다. 금융투자협회에서 발표한 '주요국 가계금융자산 비교' 자료에 따르면, 한국 가계의 자산 중 부동산을 포함한 비금융자산의 비중은 2021년 기준 64.4%로, 타 국가 대비 훨씬 큰 비중을 차지했다.

자산가격 하락과 민간 소비는 역의 상관관계

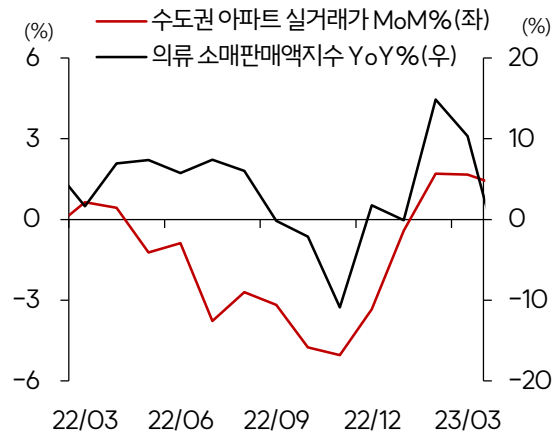
자산 가격과 소비와의 상관관계는 여러 연구를 통해 검증되어 왔으며, 특히 자산 가격이 상승할 때보다 하락할 때 민간 소비와의 역의 관계가 강해진다. 이는 실제로 '22년 4분기에 있었던 부동산 가격 하락 시기에 내수 소비 전체가 큰 침체를 겪었던 사례를 통해서도 알 수 있다.

주요국 가계 자산 별 비중 비교



자료: 금융투자협회, SK 증권

전국 아파트 거래가격 vs 의류 소매판매

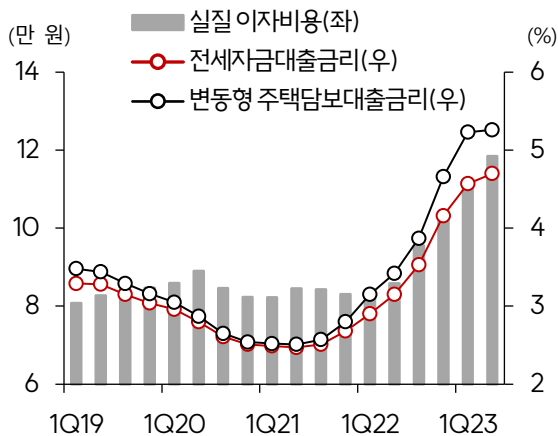


자료: 부동산통계정보시스템, 통계청, SK 증권

금리 인상으로 가계의 이자부담 급증

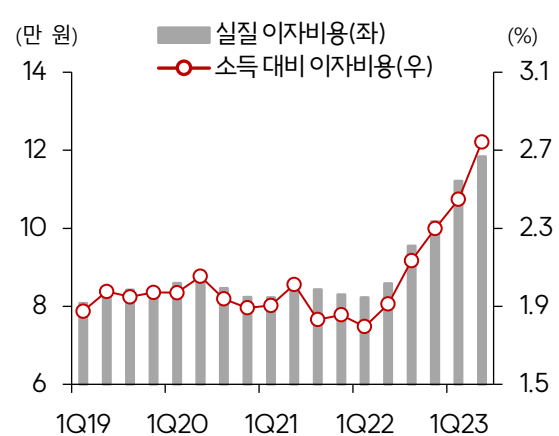
두 번째 경로는 기준금리 인상에 따른 시중금리 상승으로 가계의 이자부담이 커진 영향이다. 통계청의 '가계동향조사'에 따르면 전체 가구당 월평균 이자비용은 2Q22에 85,857 원이었으나 1년이 지난 2Q23에는 118,428 원으로 약 38% 상승했다. 같은 기간 가계 소득 대비 이자비용의 비중은 1.9%에서 2.7%까지 상승했다.

주요 시중금리 및 가구당 월평균 실질 이자비용 추이



자료: 통계청, 한국은행, SK 증권

가구당 월평균 실질 이자비용 및 소득 대비 이자비용



자료: 통계청, SK 증권

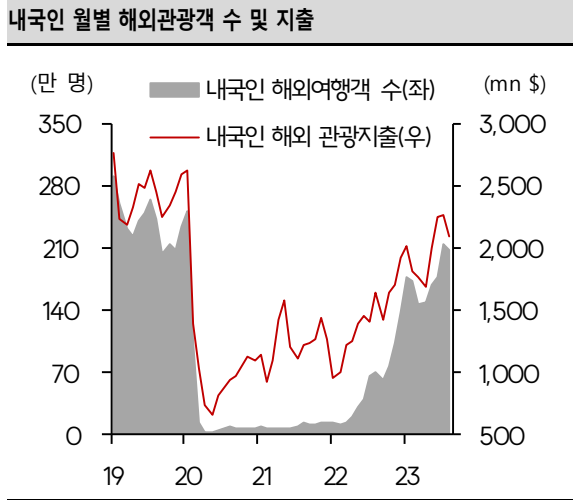
매크로 지표는 예측보다는 추세 변화의 확인에 포커싱

물가와 금리는 펀더멘탈에 영향을 미칠 뿐만 아니라 밸류에이션 멀티플에도 영향을 미치는 요소다. 반면 그 중요성에 비해서 변동성이 높고 불확실하다. 따라서 매크로 지표를 예측해서 대응하기 보다는, 향후 지표 개선 혹은 악화되는 추세에 따라 의류 소비 업황과 주가의 업사이드를 결정하는 요소 정도로 받아들이는 것이 타당하다고 생각한다.

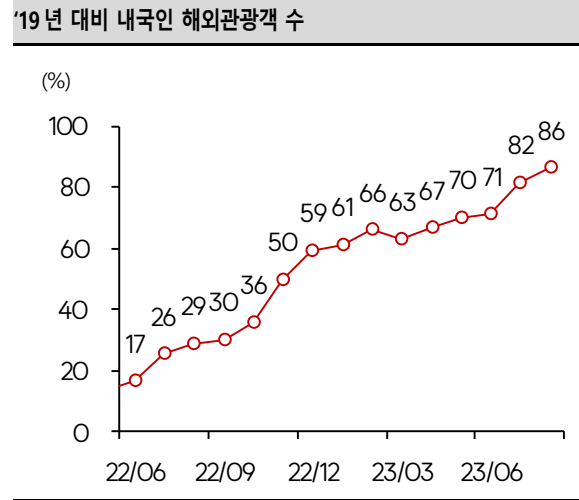
(2) 아웃바운드와 인바운드 여행수요의 미스 매칭

한국인의 해외 여행 수요 '22년
초부터 빠르게 회복

올해 국내 의류 소비 부진의 또 하나의 중요한 원인을 관광수지 적자로 분석한다. 내국인 해외 여행객 수는 작년보다 빠르게 회복되기 시작했다. 지난 '22년 중순부터 동남아시아와 일본을 비롯한 국가들이 외국인 관광객에 대한 코로나 19 검역 절차를 대폭 완화했기 때문이다. 한국관광공사의 데이터에 따르면, '23년 8월 기준 내국인 해외 여행객 수는 '19년 동월 대비 86% 수준까지 회복했다.



자료: 한국관광데이터랩, SK증권



자료: 한국관광데이터랩, SK증권

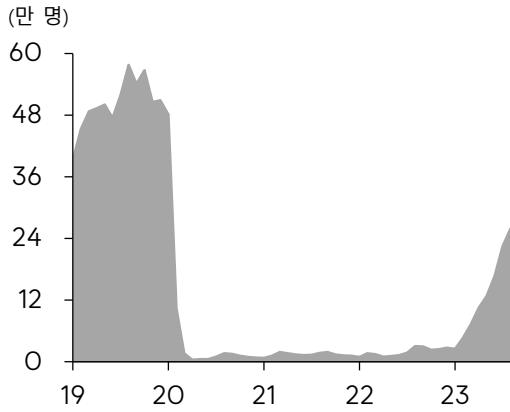
인바운드 여행객 수는 아웃바운드
대비 상대적으로 느리게 회복

반면에 '23년 8월 기준 방한 외국인 관광객 수는 '19년 동월 대비 66%까지 밖에 회복하지 못했다. 그 이유는 중국인 관광객이 전체 방한 외국인 관광객의 약 1/3을 차지할 정도로 비중이 큰 반면, 중국 현지의 코로나 19 엔데믹 전환 시점이 타 국가 대비 늦었기 때문이다. '23년 8월 기준 중국인 방한 여행객 수는 '19년 동월 대비 45%까지밖에 회복되지 못했다.

관광수지 적자가 확대되면서 국내
소비지출은 약할 수밖에 없다

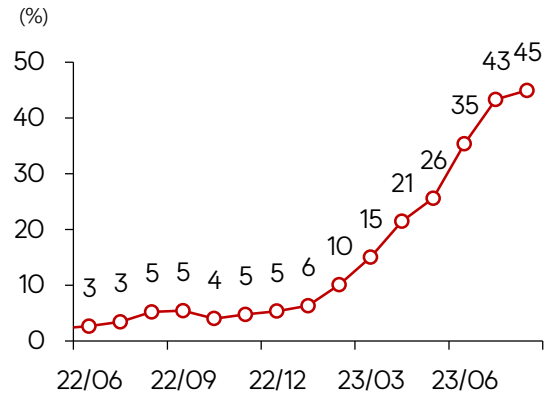
그 결과 내국인이 해외에서 소비하는 금액은 빠르게 증가한 반면, 한국에서 소비를 해줘야 할 외국인, 특히 중국인 관광객의 소비는 그에 비해 더디게 회복되고 있어 관광수지 적자가 크게 확대되었다. 올해 8월까지 누적 관광수지 적자는 약 66억 달러로 한화 약 9조원에 달한다. 관광수지 적자 추세가 연말까지 지속될 경우 올해 예상되는 관광수지 적자 규모는 약 13.5조 원이며, 이는 한국 가계 최종 소비지출 규모인 1,003조 원 대비 1.9%에 달하는 규모다. 한국 가계 최종 소비지출의 최근 5개년 평균 연간 성장률이 3.7%인 것에 비하면 절반 수준이다.

월별 방한 중국인 관광객 수



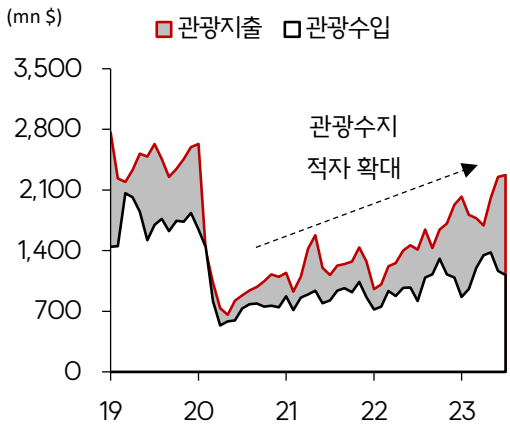
자료: 한국관광데이터랩, SK 증권

'19년 대비 방한 중국인 관광객 수



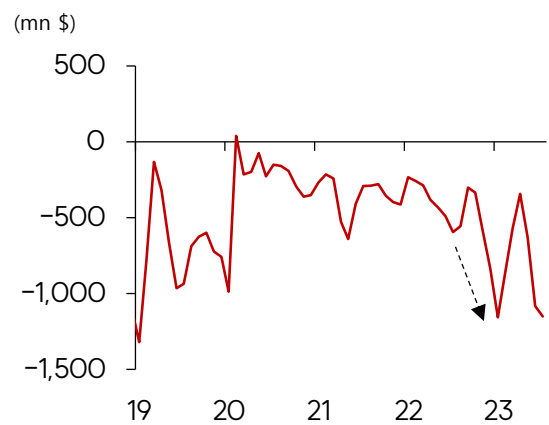
자료: 한국관광데이터랩, SK 증권

한국 월별 관광지출 및 관광수입



자료: 관광데이터랩, SK 증권

한국 월별 관광수지



자료: 관광데이터랩, SK 증권

(3) 의류 가격 급등

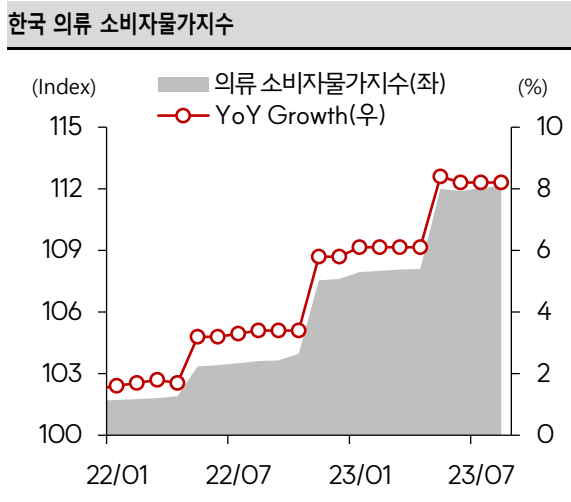
소비자 물가를 의류에 특정해서 살펴보면 여러 재화들 중에서 의류에 대한 소비 감소를 더 구체적으로 설명 가능하다.

CPI 헤드라인의 진정에도 의류 물가는 고공행진

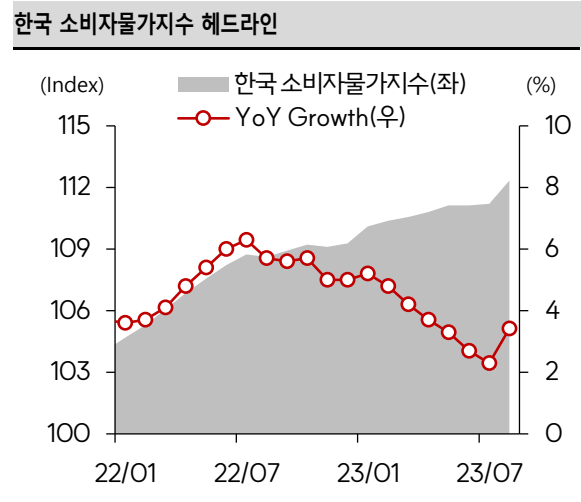
한국 소비자물가 헤드라인 지표의 전년 대비 증가율은 '22년 7월 6.3%로 고점을 형성한 이후로 '23년 9월 3.7%까지 안정되는 흐름을 보여왔다. 하지만 의류의 물가는 이와 정 반대로 움직이고 있다. 한국은행에서 발표하는 의류 소비자물가지수의 전년 대비 증가율은 같은 기간 '22년 7월 3.3%에서 '23년 9월 현재 8.2%까지 치솟았다.

의류 가격 급등으로 소비자의 가격 저항 존재

의류의 가격 상승세가 가속화된 반면에 가계의 실질 소득은 앞서 확인한 바와 같이 2Q22 부터 감소 추세를 지속하고 있기 때문에 소비자 입장에서는 옷 값에 상당한 부담을 느껴 의류 소비를 꺼릴 수밖에 없음을 짐작할 수 있다. 의류에 대한 소비자의 가격 저항이 극심할 수밖에 없는 상황이다.



자료: 한국은행, SK 증권



자료: 한국은행, SK 증권

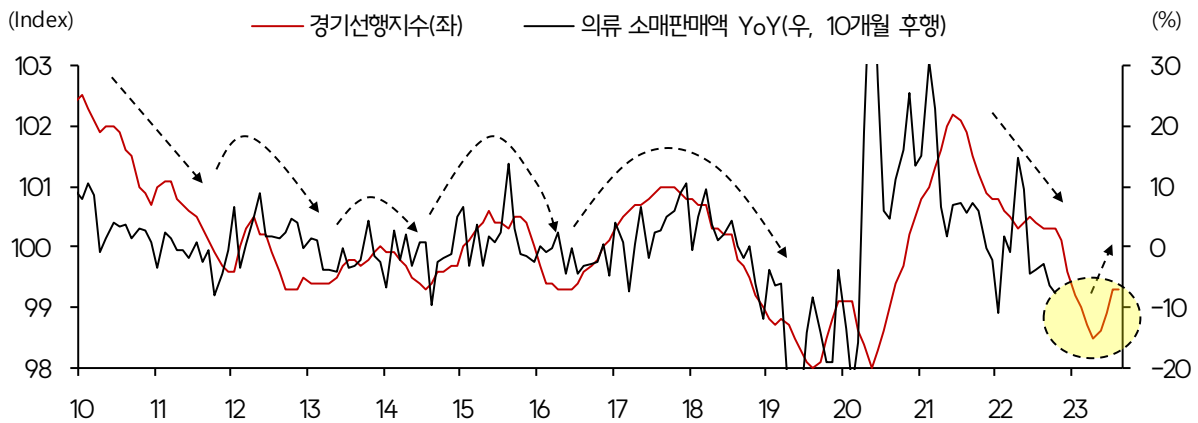
3. 의류 소비는 안 좋지만 할 것인가

(1) 경기선행 지수의 저점 통과

의류 소비 업황 4분기 기점으로
변곡점 지날 것

의류는 비 필수 경기 민감 소비재로, 경제 상황에 따라 소비가 영향을 많이 받는 재화다. 통계청에서는 재고순환, 경제심리, 수출입 등 여러 지표를 종합한 '경기선행지수'를 발표하는데, 과거 데이터를 분석해 본 결과, 경기선행지수가 국내 의류 소매판매액의 YoY 증가율에 약 10개월 선행하는 것으로 나타났다.

한국 경기선행지수 vs 한국 의류 소매판매액 YoY 변환율



자료: 통계청, SK증권

'24년 2분기에 의류 소비 업황
반등 가능성 제시

경기선행지수는 '22년 말부터 추세적으로 하락한 뒤 '23년 4월에 저점을 형성해 반등 중이다. 따라서 과거 사례를 적용할 경우 의류 소비 업황의 저점은 그로부터 약 10개월 뒤인 '24년 1분기 중에 나올 것으로 추정해볼 수 있다. 매크로 환경이 추가적으로 악화되지 않을 경우, 의류 소비 업황의 본격적인 회복 시점은 '24년 2분기가 될 것으로 전망한다.

(2) 중국 단체관광 재개

중국인 관광객의 쇼핑 지출규모
타 국가 대비 두 배 수준

올해 8월 11일 발표된 중국인의 단체관광 재개 소식은 국내 의류 업황에 있어 긍정적인 이벤트라고 판단한다. 중국인 관광객은 소비 규모에 있어 타 국가의 해외여행객과 차별화된다. 대한상공회의소가 2019년 외국인 관광객을 대상으로 조사한 자료에 따르면 국적별 평균 쇼핑 지출규모는 중국이 1,546달러(한화 약 206만원)로 가장 컸으며, 미국 844달러, 일본 796달러에 비해 약 두 배를 지출했다.

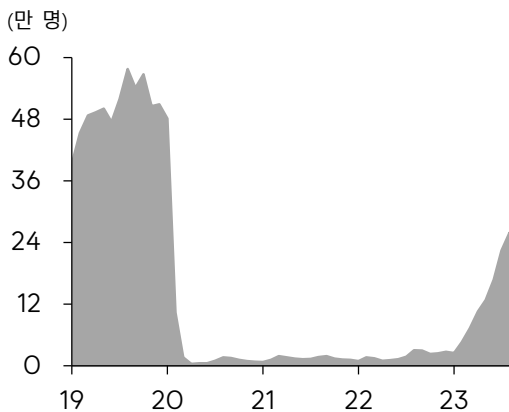
중국인 관광객 회복으로 기대할 수 있는 국내 의류 소비 금액은 2.4조원으로 추정

또한 방한 중국인의 쇼핑 지출금액 중 의류에 지출한 비중은 약 20% 수준으로, 1인당 평균 의류 소비지출 금액은 206만원의 20%인 약 41만원으로 추정해볼 수 있다. 코로나 19 팬데믹 직전인 2019년 방한 중국인 관광객 수가 6,023,021명이었고, 2022년 연간 방한 중국인 관광객 수가 227,358명이었으므로 향후 점진적으로 방한 중국인 관광객 수가 2019년 수준으로 회복된다고 가정하면 2022년 대비 중국인 단체관광 재개로 증가하는 국내 의류 소비 금액은 약 2.4조원으로 추정된다.

중국인 관광객 회복 시 국내 의류 소비지출 규모의 3.1% 증가 효과 전망

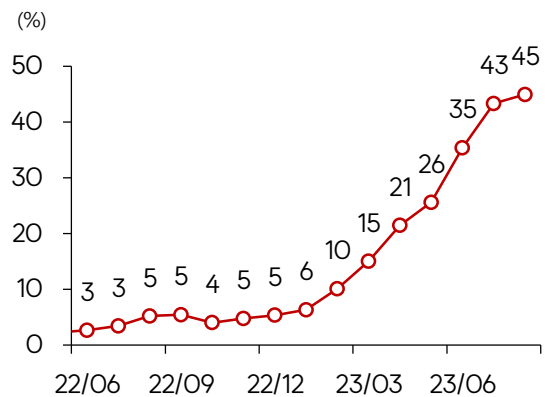
한국은행에서 발표하는 '국민계정' 데이터에 따르면 '22년 의류, 신발, 가방의 소매 판매액은 약 77.8조 원이었다. 이를 고려하면 중국인 관광객 증가에 의한 국내 의류 소비지출은 연간 기준 약 3.1%(2.4조원 ÷ 77.8조원) 증가하는 효과를 가질 것으로 본다.

월별 방한 중국인 관광객 수



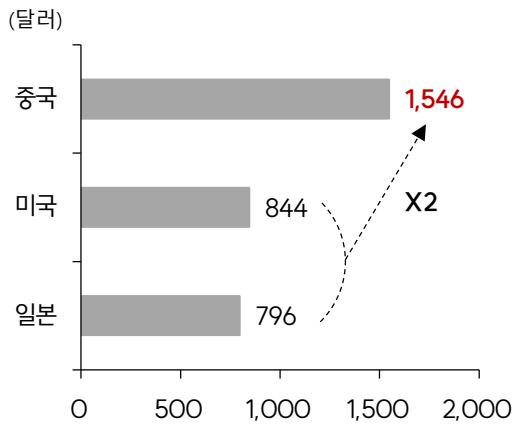
자료: 한국관광데이터랩, SK증권

'19년 대비 방한 중국인 관광객 수



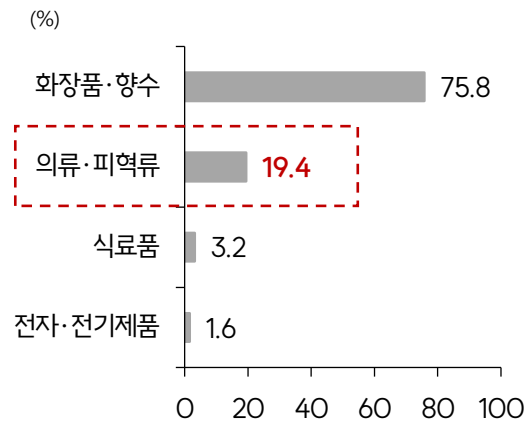
자료: 한국관광데이터랩, SK증권

방한 외국인 국적별 1인당 평균 쇼핑지출 금액



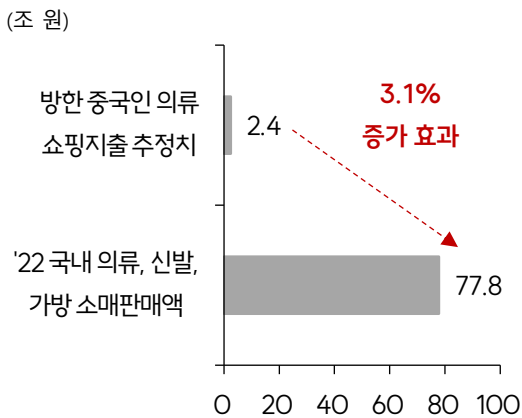
자료: 대한상공회의소(2019), SK 증권

중국인 품목별 쇼핑지출



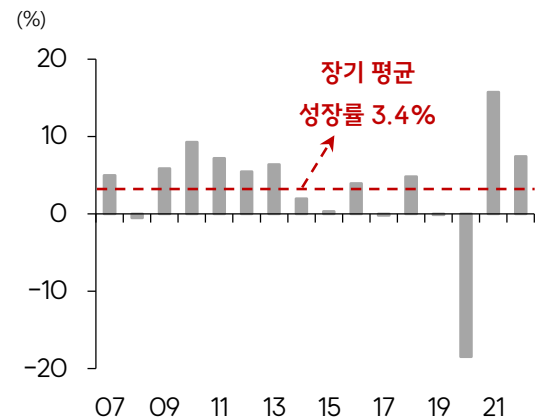
자료: 대한상공회의소(2023), SK 증권

방한 중국인 의류 쇼핑지출 추정치



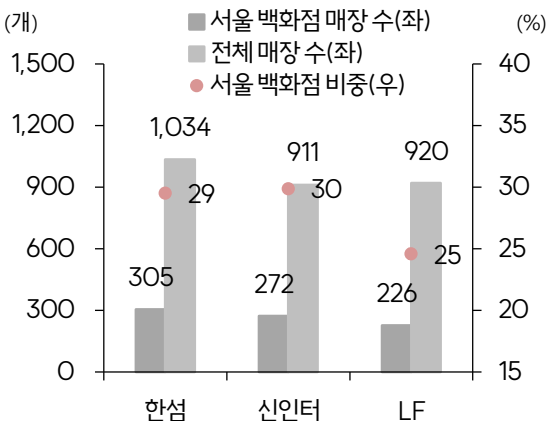
자료: 통계청, SK 증권 추정

국내 의류, 신발, 가방 소매판매액 연간 성장률



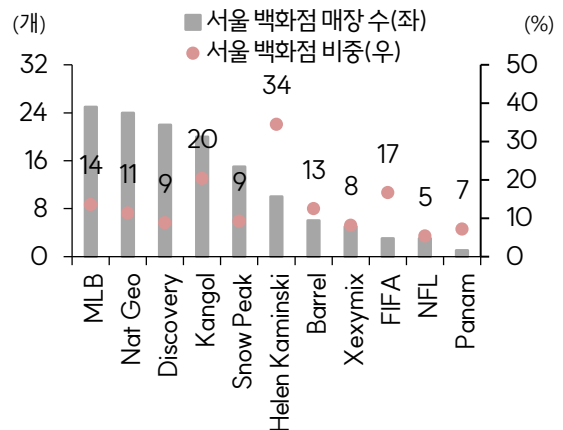
자료: 통계청, SK 증권

패션 유통 기업 서울 백화점 매장 통계



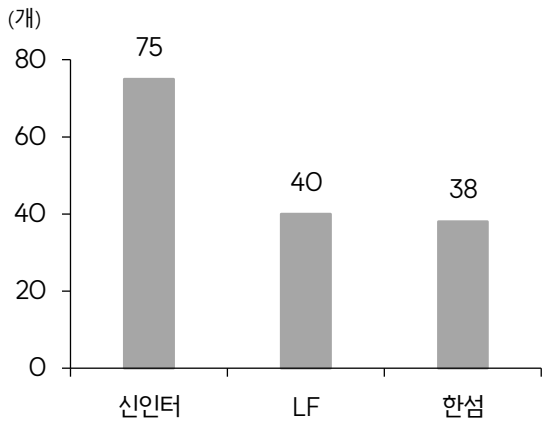
자료: 각 사 홈페이지, SK 증권 추정
주: 신세계인터내셔널의 경우 JAU 매장 제외

상장 주요 브랜드 기업 서울 백화점 매장 통계



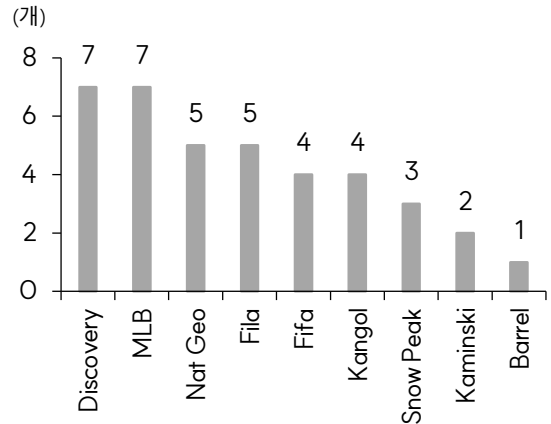
자료: 각 브랜드 홈페이지, SK 증권
주: 키즈 매장 제외

패션 유통 기업 별 서울 '중로구' 및 '중구' 매장 수



자료: 각 사 홈페이지, SK증권
 주: 신세계인터내셔널의 경우 JAU 매장 제외

상장 기업 주요 브랜드 별 '중로구' 및 '중구' 매장 수



자료: 각 브랜드 홈페이지, SK증권

(3) 의류 가격 상승률 하향 안정화 전망

원자재와 완제품 사이의 리드타임
12개월. 4Q23 의류 물가 증가세
둔화 전망

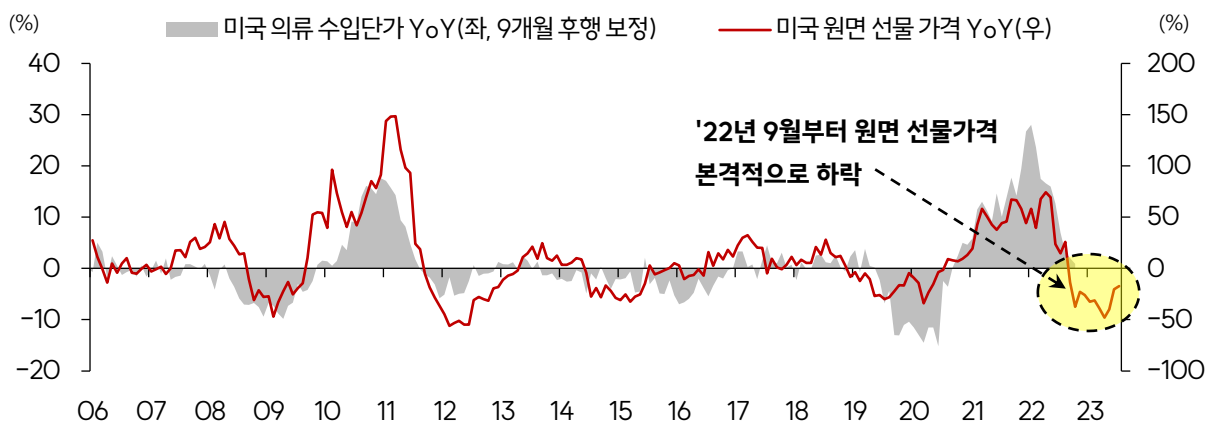
의류 물가의 YoY 증가율은 3Q23이 피크로, 4Q23부터는 하향 안정화 국면에 진입할 것으로 본다. 그 근거는 이번 의류 물가 상승의 결정적인 원인은 원자재 가격 상승이었는데, 의류 생산에 필요한 주요 원자재인 원면과 폴리에스터 등의 가이 하향 안정화되었기 때문이다. 의류 산업의 경우 통상적으로 원자재 가격 상승이 실제 옷 값에 반영되기까지 약 12개월 이상의 긴 시차가 존재한다.

원면가격과 의류 가격 사이에 약 12개월 시차 존재



자료: SK 증권

미국 의류 수입단가 vs 원면 선물 가격



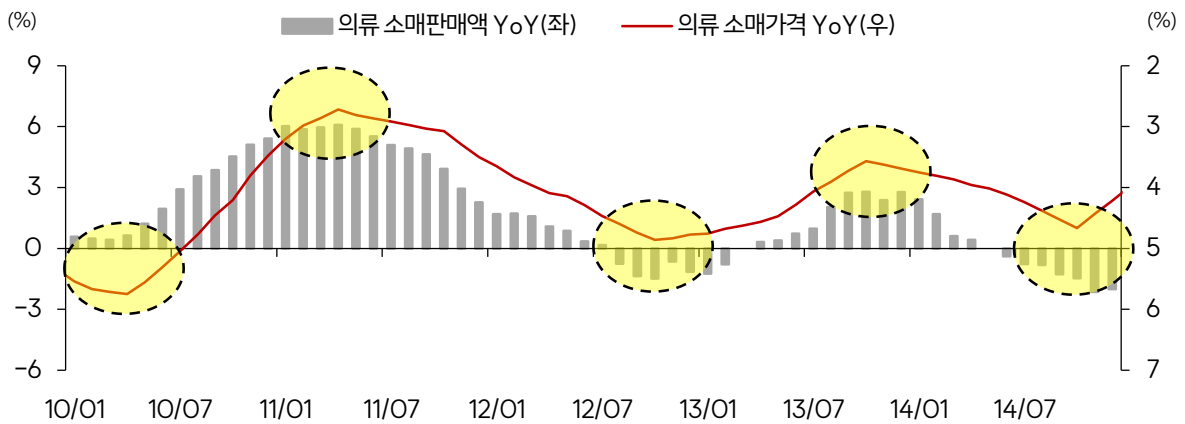
자료: OTEXA, Bloomberg, SK 증권

주: 의류 수입단가(\$/m²) = 의류 수입액 ÷ 의류 수입 면적

4Q23 의류 물가 증가세의 하향 안정화 전망

미국 원면 선물 가격은 '22 년 9 월을 기점으로 평년 수준까지 하향 안정화되었다. 따라서 원면 가격과 의류 소매가격 사이의 12 개월 시차를 고려하면 올해 9 월부터 의류 생산자 물가가 안정화 국면에 진입할 것으로 전망하며, 소비자물가지수에 반영되는 시점은 F/W 시즌이 본격적으로 소비되기 시작하는 11 월부터일 것으로 전망한다. 따라서 올해 4 분기부터는 의류 가격의 상승률이 둔화되기 시작할 것으로 전망한다.

'10 ~ '14 한국 의류 소매판매액 vs 의류 소매가격(역축)

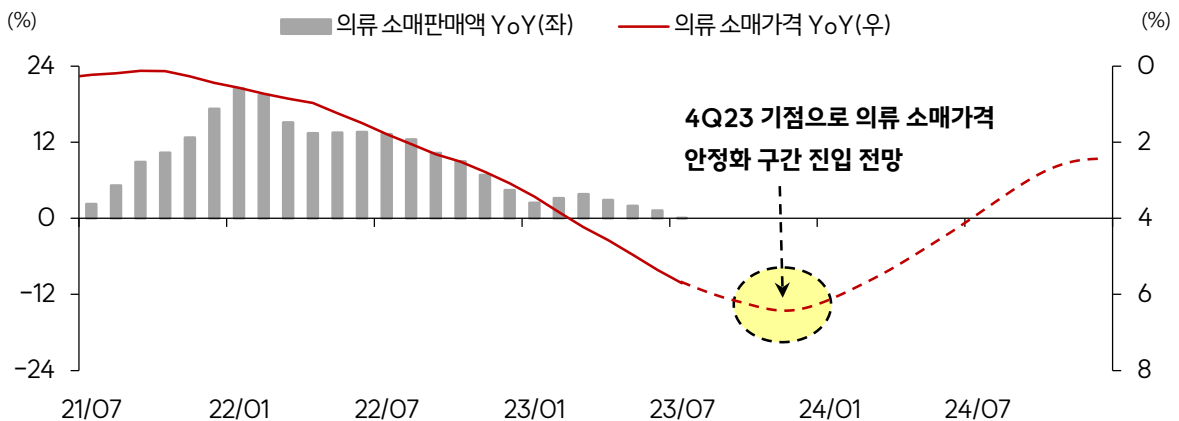


자료: 통계청, SK 증권

주 1: 의류 소매판매액과 소매가격 모두 시점 별 과거 12 개월 평균치

주 2: '15 ~ '20 년은 의류 소매가격 상승률이 장기간 헤드라인 CPI의 상승률을 하회해 의류 가격이 의류 소비에 미치는 영향력이 감소한 구간이므로 제외함

'21 ~ '23 한국 의류 소매판매액 vs 의류 소매가격(역축)



자료: 통계청, SK 증권

주: 의류 소매판매액과 소매가격 모두 시점 별 과거 12 개월 평균치

3. 결론 및 투자전략

■ 업종보다는 개별 종목 투자를 추천

의류 업종 금리 민감도 매우 높아 'Higher for Longer'의 기준금리 환경에서 시장 아웃퍼폼 어려운 환경

고 물가, 고 금리, 저 성장이 의류 업종에 불리하게 작용하고 있다. 매크로 변수이므로 예측에 기반한 투자 의사결정도 쉽지 않은 상황이다. 무엇보다 의류 업종 지수는 금리에 대한 민감도가 매우 높은 업종인데, 각 국의 중앙은행의 통화정책이 기준금리의 'Higher for Longer' 가능성을 제시하는 상황에서 의류 업종 주가 수익률이 시장을 아웃퍼폼 하기 어려운 환경이라고 판단한다.

의류 소비 침체 지속, 4Q23 기술적 반등은 가능

의류 소비도 침체의 골이 깊어지고 있다. 매크로 불확실성이 큰 상황이므로, 의류 소비 업황의 단기간 회복도 쉽지 않아 보인다. 다만 국내 의류 소매판매액은 4 분기에 역 성장 폭을 일시적으로 축소할 것으로 전망한다. '22년 4 분기에 부동산가격 급락으로 내수 소비 전체가 부진했던 탓에 기저가 크게 낮아지기 때문이다.

매크로 환경의 추가적인 악화가 없을 경우 의류 소비 반등 시점 1Q24 중에 나올 것

의류 소비 업황의 본격적인 반등은 매크로 환경이 추가적으로 악화되지 않는다면, 1Q24 중에 나올 것으로 전망한다. 과거에 국내 경기선행지수와 국내 의류 소매판매액 YoY 변화율 간에는 10 개월 시차를 두고 강한 상관관계가 있었는데, 국내 경기선행지수가 올해 4 월에 저점을 형성 후 반등하기 시작했기 때문이다.

의류 업종 Trading Buy 정도 유효

따라서 당사는 의류 업종 전체보다는 개별 종목에 대한 투자를 추천한다. 다만 4Q23 의류 소매판매액의 YoY 변화율이 기술적으로 반등할 것으로 전망하고, 중국 단체 관광 효과가 반영되기 시작하기 때문에, 단기 Trading Buy 전략 정도는 유효하다.

대형주 'F&F', 중소형주 '감성코퍼레이션' 탐픽 제시. '더네이처홀딩스' 관심종목 제시

개별 종목을 선정하는 기준으로 '수출이나 신규 브랜드 런칭 등 국내 의류 소비 업황 부진 속에서도 실적 성장이 가능한 종목'을 제시한다. 대형주 탐픽으로 'F&F', 중소형주 탐픽으로 '감성코퍼레이션', 관심종목으로 '더네이처홀딩스' 제시한다.

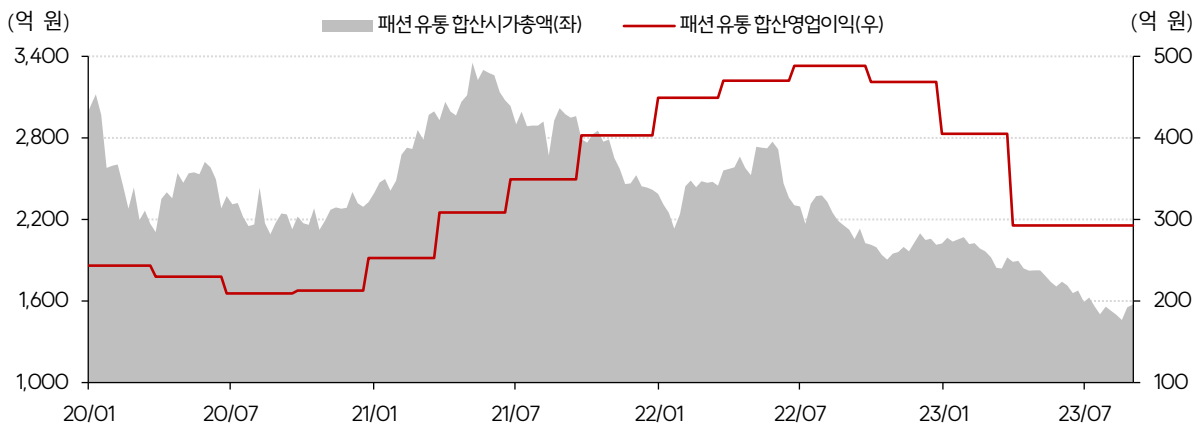
4. Appendix

(1) 의류 업종 내 산업 별 Overview

[패션 유통]

분류	패션 유통
종목	신세계인터내셔널, 한섬, LF
사업모델	1) 해외브랜드의 국내 수입 및 백화점, 면세점, 온라인 채널 등을 통한 판매 2) 자체적으로 런칭한 패션, 잡화, 뷰티 브랜드의 제품 디자인과 판매

내수 의류기업 합산 시가총액 및 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권
주: 신세계인터내셔널, 한섬, LF 합산

패션 유통업체 3사의 실적은 영업이익 기준으로 1Q22에 고점을 기록하고 하락 전환했다. 실적이 감소한 이유는 1) 물가와 금리 인상 등 매크로 요인으로 인한 내수 소비 침체, 2) 해외 패션 브랜드의 직진출로 분석한다. 특히 해외 브랜드의 직진출에 따른 브랜드 이탈은 패션 유통업이 지속가능한 OPM에 대한 시장의 의구심으로 이어졌고, 명품 소비 급증에 따라 실적이 크게 성장했음에도 불구하고 높아진 실적의 지속가능성에 대한 의심이 주가를 낮추는 요소로 작용했다고 본다.

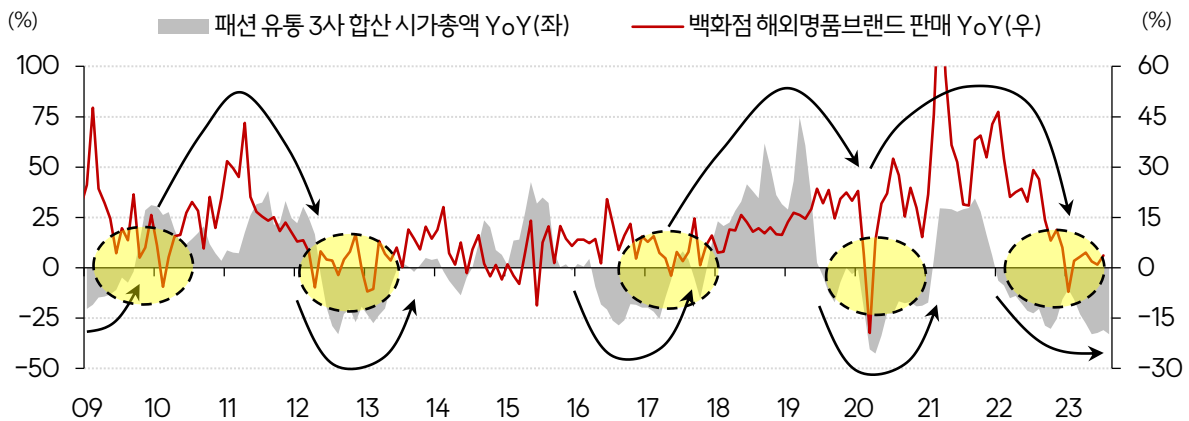
2020년 이후 해외 브랜드의 한국 직진출 사례

직진출 날짜	브랜드	모그룹	기존 유통사
'20년 3월	몽클레르(Moncler)	Moncler	신세계인터내셔널
'21년 1월	에트로(ETRO)	LVMH	듀오
'21년 7월	로이베(LOEWE)	LVMH	코오롱FnC
'22년 2월	질샌더(Jil Sander)	OTB	신세계인터내셔널
'22년 2월	디젤(Diesel)	OTB	신세계인터내셔널
'22년 2월	매종 마르지엘라(Masion Margiela)	OTB	신세계인터내셔널
'22년 2월	마르니(Marni)	OTB	신세계인터내셔널
'23년 1월	셀린느(Celine)	LVMH	신세계인터내셔널
'23년 1월	툼브라운(Thom Browne)	-	삼성물산
'23년 6월	캘빈클라인(CK)	PVH	한섬
'23년 7월	클로에(Chloe)	RICHEMONT	신세계인터내셔널

자료: 언론보도 종합, SK 증권

여기에 더해 산업통상자원부의 국내 유통업체 동향 자료를 기준으로 국내 백화점의 해외유명브랜드 매출액은 2H22 부터 뚜렷한 둔화가 시작되었으며, '23년 1월에는 역성장하기도 했다. 명품 브랜드들이 지속적으로 가격 인상을 해 P가 증가했음을 고려하면 명품 소비의 Q는 매출액보다 훨씬 크게 감소했음을 짐작할 수 있다.

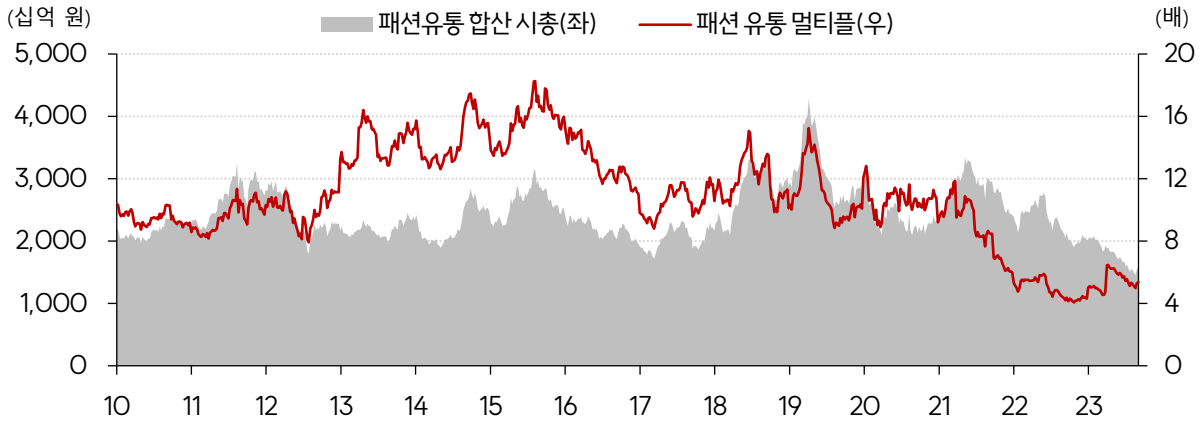
패션 유통 합산 시가총액 vs 백화점 해외명품브랜드 판매



자료: 산업통상자원부, Quantwise, SK 증권
 주: 신세계인터내셔널, 한섬, LF 합산

이에 따라 밸류에이션 멀티플도 역사적 저점까지 낮아진 상황이다. 3사의 합산 영업이익 대비 시가총액은 과거 코로나 팬데믹 이전 10~12 배 사이였으나 현재는 5 배 수준까지 감소했다. 앞서 말한 브랜드 이탈로 인한 미래 성장 여력에 대한 의문과, 백화점 채널을 포함한 전반적인 내수 소비의 부진의 결과로 분석한다.

패션 유통 합산 시가총액 vs 백화점 해외명품브랜드 판매

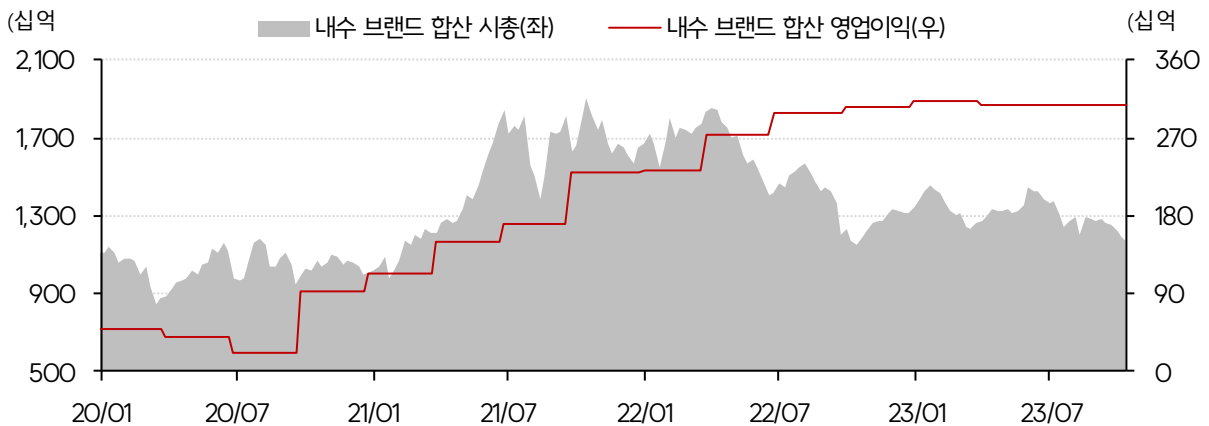


자료: 산업통상자원부, Quantwise, SK 증권
 주: 신세계인터내셔널, 한성, LF 합산

[내수 브랜드]

분류	내수 브랜드
종목	감성코퍼레이션, 더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 에스제이그룹, 배럴, 신성통상
사업모델	직접 보유하거나 라이선스한 브랜드를 국내에서 도소매 형식으로 판매

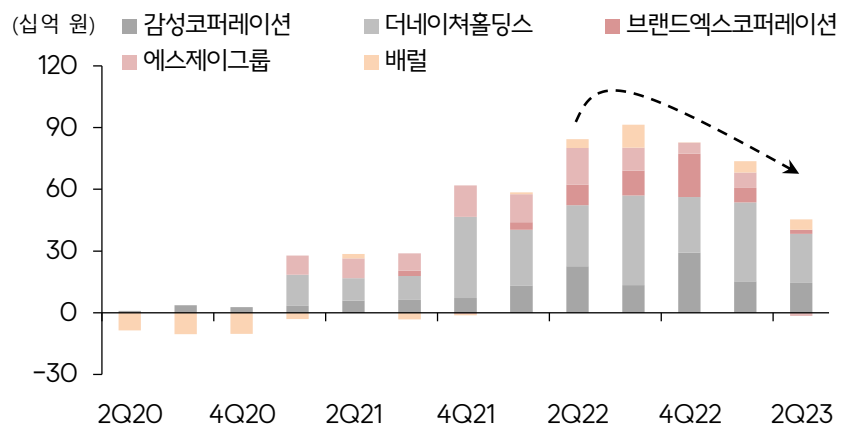
내수 브랜드 합산 시가총액 및 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권
 주: 감성코퍼레이션, 더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 에스제이그룹, 배럴, 신성통상 합산

내수 브랜드 기업의 주가는 '22년 4월을 기점으로 추세적으로 하락하기 시작했다. 주가 하락의 트리거는 1) 고 물가와 금리인상으로 인한 소비심리의 침체, 2) 상장기업이 보유한 브랜드의 국내 매출 포화로 분석한다. 특히 내수 브랜드 업체 중 더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 에스제이그룹은 각각 고 성장하는 주력 브랜드를 바탕으로 코로나 팬데믹 초기에 증시에 상장했는데, 상장 이후 지난 2년 간 매출액이 고성장해 왔으나 내수 브랜드의 특성 상 단일 브랜드의 매출 볼륨이 커지면서 성장률이 자연적으로 감소하는 한편 신규 브랜드나 기존 브랜드의 해외 진출 등 추가적인 성장 모멘텀을 뚜렷하게 보여주지 못했다.

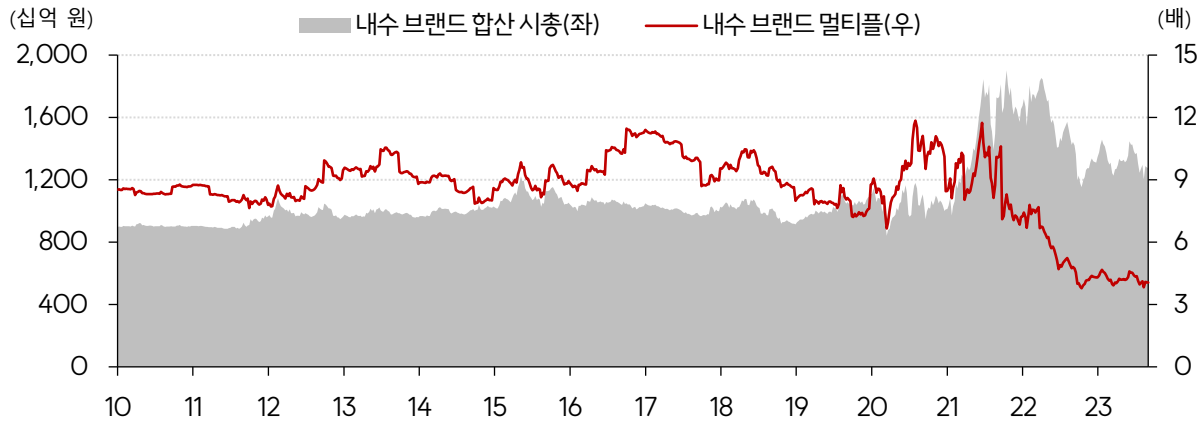
내수 브랜드 종목 분기별 매출액 YoY 증감액



자료: Quantisive, SK증권

실제로 내수 브랜드 업체의 실적은 영업이익 기준으로 2Q22부터 성장률이 크게 감소했다. 최근 'Snowpeak' 브랜드의 국내 흥행으로 실적이 고성장 중인 삼성코퍼레이션을 제외하면 나머지 기업의 영업이익은 2Q22를 기점으로 소폭 감소 중이다. 성장 모멘텀의 부재는 주가의 디레이팅으로 이어졌는데, 내수 브랜드 기업의 합산 영업이익 대비 시가총액의 비율은 과거 8~11 배 사이였으나 최근에는 4 배를 기록 중이다.

내수 브랜드 합산 시가총액 및 멀티플 추이

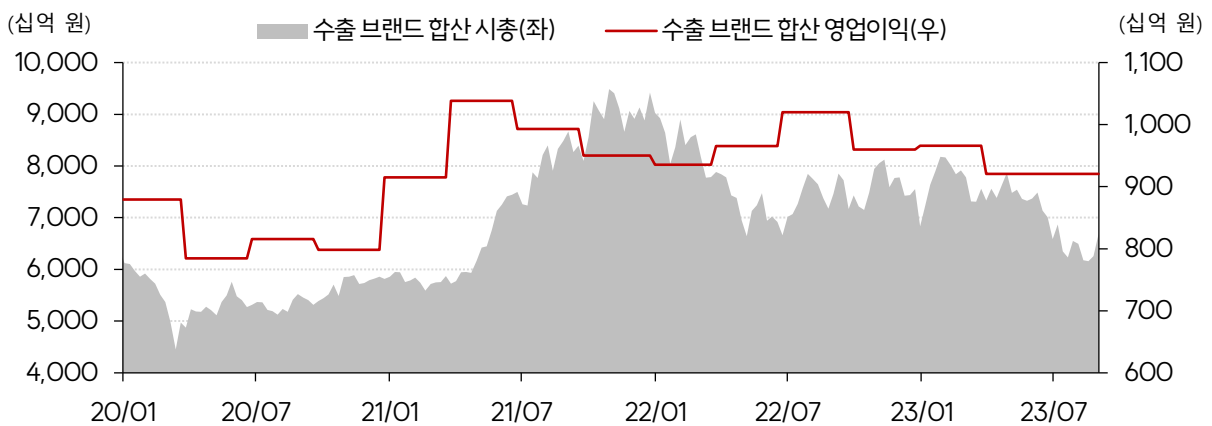


자료: Quantwise, SK 증권
 주: 감성코퍼레이션, 더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 에스제이그룹, 배럴, 신성통상 합산

[수출 브랜드]

분류	수출 브랜드
종목	F&F, 힐라홀딩스
사업모델	직접 보유하거나 라이선스한 브랜드를 국내외에서 도소매 형식으로 판매

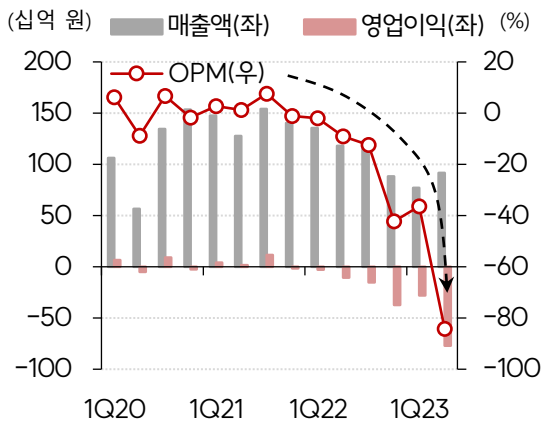
수출 브랜드 합산 시가총액 및 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권
 주: F&F, 힐라홀딩스 합산

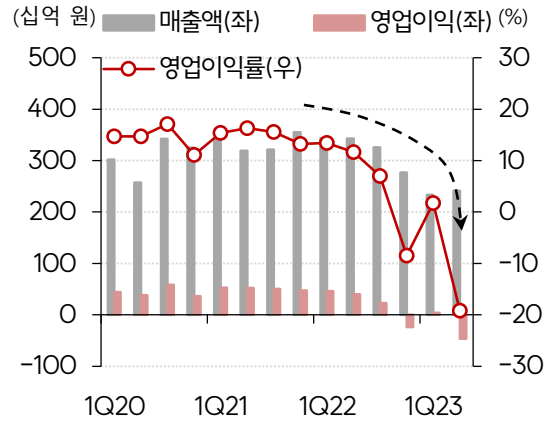
수출 브랜드의 주가 역시 '21년 말을 기점으로 지속 하락해 왔다. 우선 힐라홀딩스의 리브랜딩과 미국 과잉 재고 조정으로 실적 부진했고, 훼손된 브랜드 이미지의 회복 가능성과 시점에 대한 불확실성이 주가에 반영됐다. F&F의 경우 디스커버리, MLB 국내 부문은 타 내수 브랜드와 마찬가지로 국내에서 낼 수 있는데 매출 Capacity의 한계점에 근접했다는 것과, MLB 중국에서 '21년 초 본격적인 진출 당시와 비교했을 때 중국 매출 볼륨 자체가 커지고, 주요 도시의 주요 상권에 이미 매장이 들어가 있는 상황에서 매출의 성장률이 감소한 점도 주가에 반영됐다고 본다.

힐라홀딩스 힐라부문 실적 추이



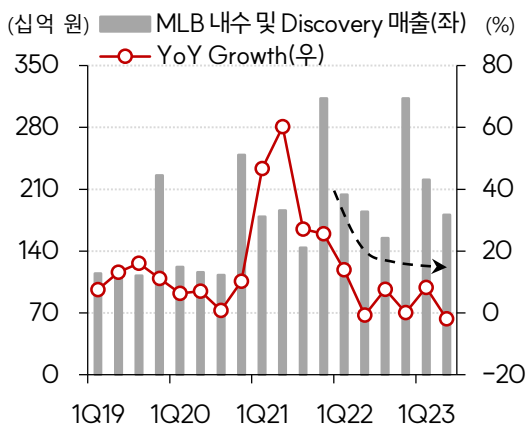
자료: 전자공시시스템, SK 증권

힐라USA 실적 추이



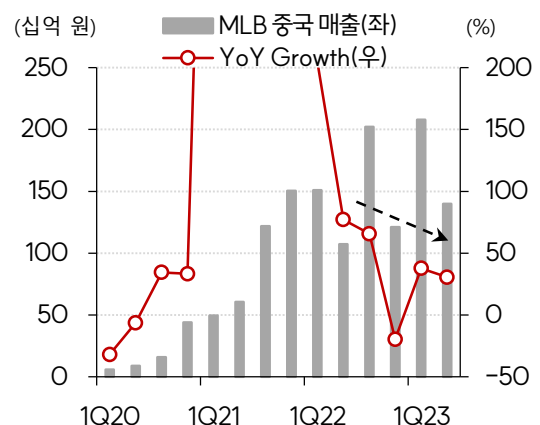
자료: 힐라홀딩스, SK 증권

F&F 내수 매출 추이



자료: F&F, SK 증권

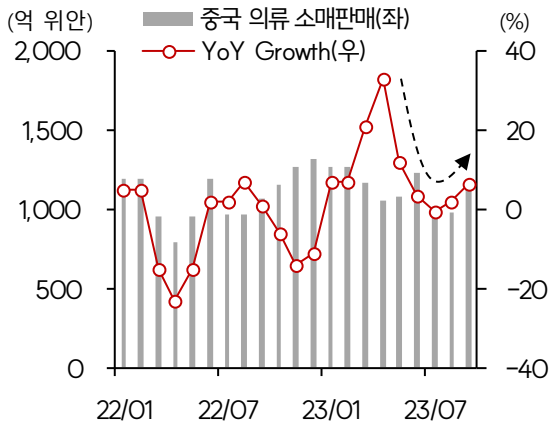
MLB 중국 매출 추이



자료: F&F, SK 증권

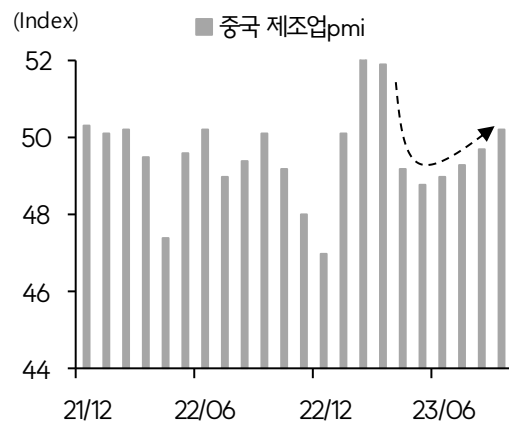
여기에 추가적으로 중국 정부가 '23 년 초 제로 코로나 정책을 해제하면서 중국 내수 소비에 대한 기대감이 형성되었으나 부동산 경기 침체에 따른 내수 경기 전반적인 침체에 대한 우려, 그리고 미온적인 중국 정부의 부양책 발표가 겹치며 '23 년 중반 주가는 한차례 더 하락했다.

중국 의류 소매판매액 월별 추이



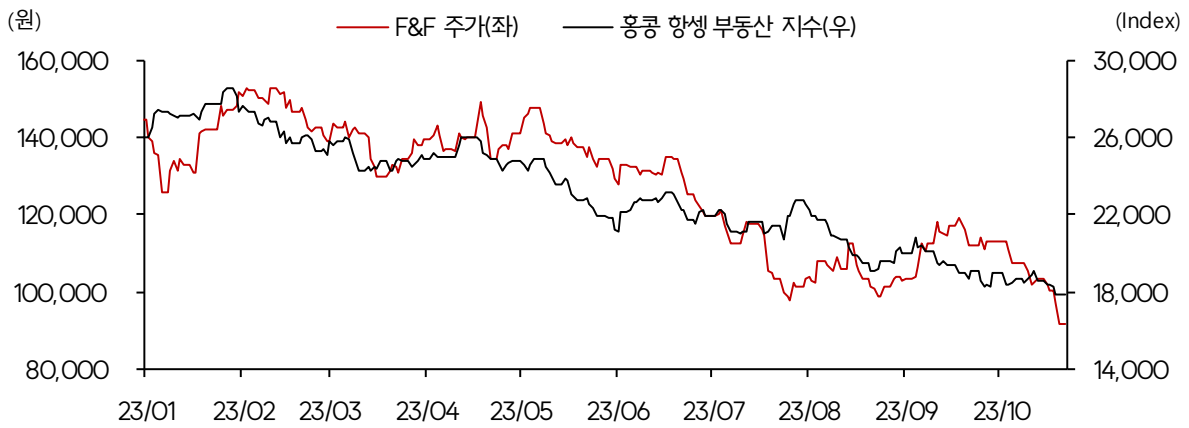
자료: 국가통계국, SK 증권
주: 물가 조정된 실질 금액

중국 ISM 제조업 PMI 추이



자료: 국가통계국, SK 증권

F&F 증가 vs 홍콩 항셱 부동산 지수 비교



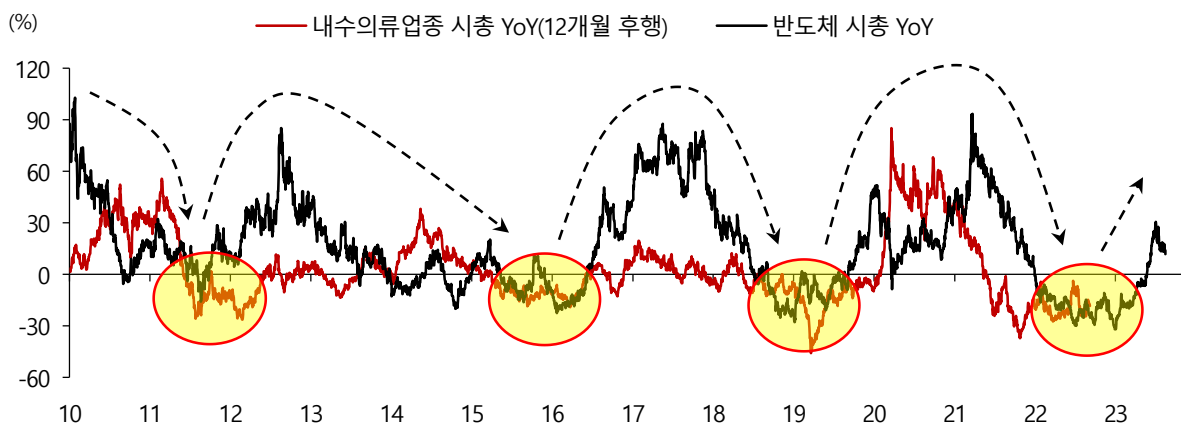
자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 반도체와 의류, 멀고도 가까운 사이

과거 반도체 업종 지수의 저점은 의류업종 지수 저점에 12개월 선형

과거 '10년부터 '20년 전까지 총 3번의 반도체 사이클 사례를 보면 내수 의류업종의 주기는 반도체 업종 주기에 약 1년 후행 했다. 특히 반도체 업종 지수가 저점을 형성한 12개월 후 시점은 내수 의류 업종의 주기가 바닥을 형성한 시점과 일치했다.

내수 의류업종 시가총액 vs 반도체 업종 지수



자료: Quantwise, SK 증권

주: 내수 의류업종에는 한성, 감성코퍼레이션, 더네이처홀딩스, 브랜드엑스코퍼레이션, 에스제이그룹, LF, 신성통상, 신세계인터내셔널 포함

반도체 산업의 높은 경제 비중으로 소비에도 영향

반도체 업종 지수와 의류 업종 지수와의 상관관계는 반도체 업종이 국내 경제에서 차지하는 비중이 크기 때문으로 분석한다. 실제로 '22년 기준 반도체 수출은 우리나라 전체 수출액의 18.9%를 차지하며, 전체 GDP의 7.6%를 담당하고 있다.

과거 사례 분석 결과 반도체 수출이 민간소비지출에 12개월 선형

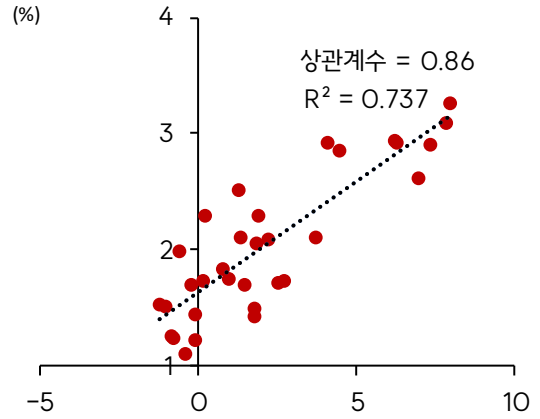
당사는 과거 '12년 부터 '19년까지 반도체 수출액의 YoY 변화율과 실질 민간소비 지출의 YoY 변화율을 분석한 결과 민간소비지출이 반도체 수출액에 4분기 후행 하는 것을 확인했으며 이는 의류업종 지수와 반도체 업종 지수 간의 12개월 시차와 일치한다. 두 지표 간 상관계수는 0.86이며, 결정계수는 0.73으로 밀접한 관련성을 나타냈다.

반도체 수출 vs 민간소비지출



자료: 한국은행, 통계청, SK증권
 주: 시점별 과거 4개 분기 평균치

반도체 수출 vs 민간소비지출 상관관계

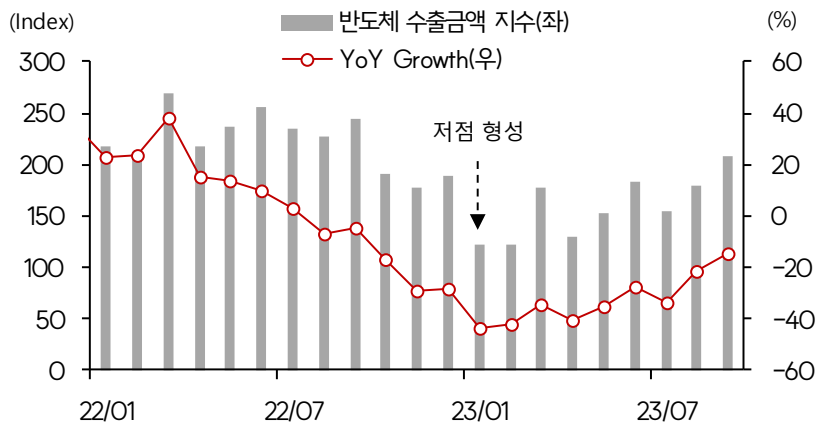


자료: 한국은행, 통계청, SK증권
 주: 시점별 과거 4개 분기 평균치, 민간소비지출은 4개 분기 후행

**이번 반도체 하락 사이클의
 저점을 통해 의류 업종의 저점
 전망**

따라서 반도체 업황의 반등 시점으로, 의류 소비 업황의 저점이 언제 나올지 추정해 볼 수 있다. 반도체 수출금액은 '23년 1월 저점을 형성한 후 반등 중이다. 따라서 과거 사례를 적용하면, 의류 소비 업황은 1Q24 중에 저점을 형성할 것으로 추정한다. 이는 앞서 본문에서 경기선행지수를 통해 추정한 의류 소비 업황의 저점 형성과 일치한다.

국내 반도체 수출금액지수 추이



자료: 한국은행, SK증권

Company Analysis

감성코퍼레이션 (036620/KQ)

돋보이는 성장성과 스토리

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 5,600 원(신규편입)

현재주가: 3,370 원

상승여력: 66.2%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

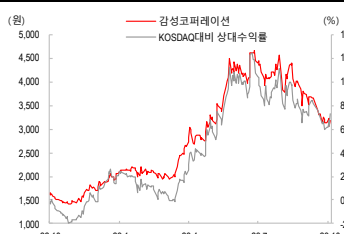
Company Data

발행주식수	9,039 만주
시가총액	288 십억원
주요주주	
김호선(외4)	29.86%
자사주	0.00%

Stock Data

주가(23/10/23)	3,370 원
KOSDAQ	769.25 pt
52주 최고가	4,665 원
52주 최저가	1,415 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



업황 침체 속에 돋보이는 성장력

동사가 전개 중인 캐주얼 아웃도어 의류 브랜드 'Snow Peak 어패럴'은 '20 년 초 런칭 이후 소비자들 사이에서 큰 인기를 얻으며 고 성장 중이다. 의류 소비 업황의 침체가 지속되는 환경에도 동사의 올해 매출액은 1,912 억 원(+63% YoY)를 달성할 것으로 전망한다. 올해 F/W 시즌부터는 고가의 헤비 아우터 제품군이 보강 돼 ASP 상승을 기대하며, 작년에 부족했던 여성 라인업을 대폭 보강해 매출과 이익률의 동반 상승을 전망한다. 국내 오프라인 매장 수도 '22년 138 개에서 '23년 말 170 개까지 증가할 것으로 전망한다.

구체화될 중국 진출 스토리

동사는 올해 초부터 스노우피크 어패럴의 중국 진출을 준비해 왔으며, 현지 파트너사 선정을 이미 완료해 올해 4 분기에 관련 매출 일부를 인식할 것으로 전망한다. 내년부터 본격적인 오프라인 매장 확대와 함께 중국 사업 매출이 성장해 나갈 것이다. 스노우피크 브랜드의 중국 내 인지도는 앞으로 빠르게 올라올 것으로 본다. 코로나 19 를 계기로 중국인들의 캠핑 수요가 급증했고, 스노우피크 본사가 올해 초부터 중국 사업 확장에 적극적으로 나서고 있기 때문이다. 중국 사업 관련 매출액은 보수적으로 추정해 '24년 299 억 원, '25년 884 억원으로 전망하며, 높은 ASP 와 홀세일이라는 사업 특성상 관련 영업이익률은 40%를 상회할 것으로 추정한다.

업종 내 중소형주 Top-Pick 으로 제시

동사에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 5,600 원 제시하며 업종 내 중소형주 Top-Pick 으로 제시한다. 국내 의류 소비 업황이 침체 국면인 와중에도 브랜드가 한창 성장기에 위치하고 있어 업황을 아웃퍼폼 할 수 있을 것으로 전망한다. 또한 이미 중국 진출을 위한 준비를 마쳤고, 내년부터 본격적인 매출 인식이 기대된다는 점을 고려했을 때 동사의 실적 성장 스토리는 당분간 유효할 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	16	49	117	191	275	370
영업이익	십억원	-5	1	16	35	57	86
순이익(지배주주)	십억원	-5	0	15	24	43	66
EPS	원	-73	4	168	267	477	730
PER	배	-9.8	613.8	11.1	12.0	6.7	4.4
PBR	배	2.1	5.9	3.3	3.7	2.4	1.5
EV/EBITDA	배	-12.3	59.1	8.8	7.3	4.6	2.7
ROE	%	-24.2	1.1	37.7	37.6	43.7	43.0

1. Summary

(1) 목표주가 산정 및 투자이견

투자이견 '매수', 목표주가
5,600 원 제시

감성코퍼레이션 목표주가 5,600 원, 투자이견 '매수' 제시하며 커버리지 개시한다. 동사의 목표주가는 12개월 선행 EPS 추정치인 459원에 Peer 그룹의 12개월 선행 PER 멀티플인 12.2배 적용해 산출했다.

(2) 기업 개요

의류와 모바일 사업으로 구성

동사의 사업은 의류 부문과 모바일 부문으로 나뉘는데, 의류 부문은 일본 캠핑장비 브랜드인 Snow Peak의 IP를 라이선스한 Snow Peak 어패럴 브랜드를 운영 중이다. 모바일 부문은 스마트폰 보조 배터리, 충전기 등 모바일 주변기기를 판매하는 Actimon이라는 브랜드를 운영 중이다.

의류 사업 매출이 고성장 하며
매출 비중 대부분을 차지

매출 비중은 의류가 약 83%, 모바일이 17%로 의류 부문이 대부분을 차지하고 있으며, 최근 Snow Peak 어패럴의 국내 매출이 고성장하면서 의류 부문 매출 비중이 크게 증가하는 추세다. 동사는 스노우피크 어패럴의 해외 진출을 준비 중인데, 1Q23 부터 대만 스노우피크 캠핑장비 매장에 일부 어패럴 제품을 수출하고 있으며, 4Q23 부터는 중국 파트너사를 통한 현지 진출이 예정되어 있다.

(3) 투자포인트: 중국 진출 가시화

4분기부터 중국 진출 본격화
전망

동사는 올해 스노우피크 어패럴의 중국 진출을 위한 준비를 지속해 왔으며, 현지 파트너사의 선정까지 완료된 것으로 파악하고 있다. 파트너사가 현지 유통과 마케팅을, 동사가 제품 디자인과 공급을 담당하게 되며, 4분기부터 오프라인 출점과 일부 홈세일 매출이 발생할 것으로 전망한다.

스노우피크의 중국 내 인지도
빠르게 올라올 것

동사는 스노우피크 어패럴의 중국 안착 가능성을 높다고 평가하는데, 앞으로 중국에서 스노우피크의 브랜드 인지도가 매우 빠르게 상승할 것으로 보기 때문이다. 먼저 중국에서 코로나 19를 기점으로 캠핑 인구와 캠핑산업 규모가 급성장했다. 과거 일본과 한국의 캠핑산업 성장 사례를 보면 개인의 소득 수준의 증가가 캠핑 산업의 성장 단계 돌입 시점과 밀접한 관련이 있었으나, 이번 중국에서의 캠핑산업 고 성장

사례에서는 코로나 19 팬데믹으로 캠핑 산업의 성장 단계 돌입 시점이 앞당겨졌다고 판단한다. 중국 캠핑산업 규모는 코로나 19 이전인 '19 년 54.5 억 위안에서 '22 년 164.4 억 위안으로 3년 사이에 3배 가까이 성장했다.

비어있는 중국 프리미엄 캠핑 시장 공략

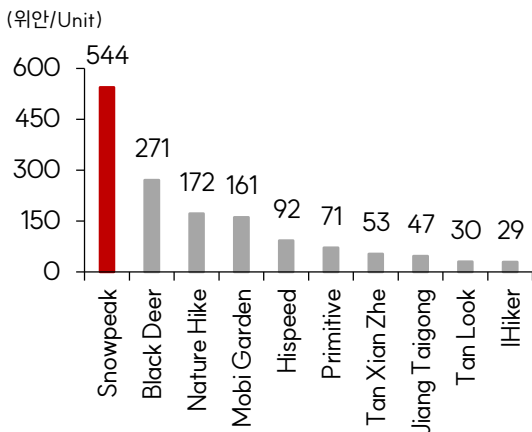
또한 스노우피크 캠핑장비는 하이엔드 프리미엄 시장에 포지셔닝한 브랜드인데, 현재 중국 내 캠핑장비 산업은 주로 저가 브랜드 중심으로 구성되어 있어 프리미엄 시장이 비어 있는 상태다. 따라서 스노우피크 오리지널 IP 의 중국 시장 침투가 매우 수월할 것으로 전망한다.

스노우피크 캠핑장비와 어패럴 간의 상승 효과 기대

추가적으로 스노우피크 오리지널 IP 의 중국 진출이 올해 초부터 본격화되면서 어패럴과의 상승 작용이 있을 것으로 전망한다. 스노우피크 본사는 올해 3 월 쯤저우 매장을 시작으로 10 월 현재 10 개 매장을 운영 중이다. 당사는 앞으로도 스노우피크 본사가 중국 진출에 매우 적극적으로 나설 것이라고 전망하는데, 스노우피크 본사의 주요 매출 국가인 일본, 미국, 유럽의 캠핑 산업이 이미 성숙기에 진입한 반면, 중국은 경제 규모와 성장성 측면에서 스노우피크 본사의 차기 성장 동력으로써 매력도가 높기 때문이다.

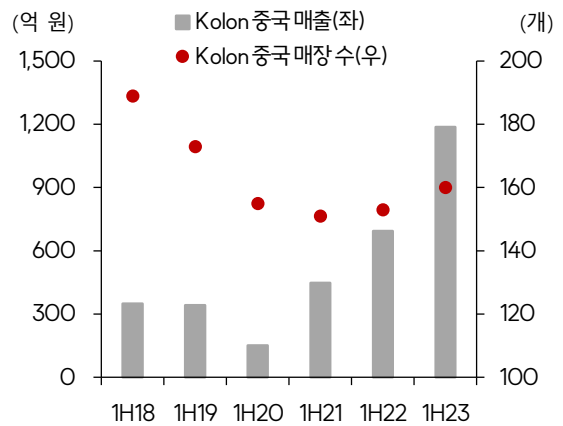
오리지널 IP 의 브랜드 가치 상승이 전망된다는 점은, 해당 IP 에서 파생된 어패럴 브랜드를 운영하는 동사 입장에서 중국 진출의 성공 가능성을 높이는 매우 중요한 요인이다. 또한 스노우피크 캠핑장비는 중국 내에서 캠핑 체험, 팝업 스토어 등 여러 행사를 진행하고 있는데, 여기서 스노우피크 어패럴의 제품을 홍보하는 등 오리지널 IP 와의 시너지도 기대할 수 있다.

중국 주요 캠핑장비 브랜드별 ASP



자료: Tmall, SK 증권 추정

코오롱스포츠 중국 법인 매출 및 매장 수



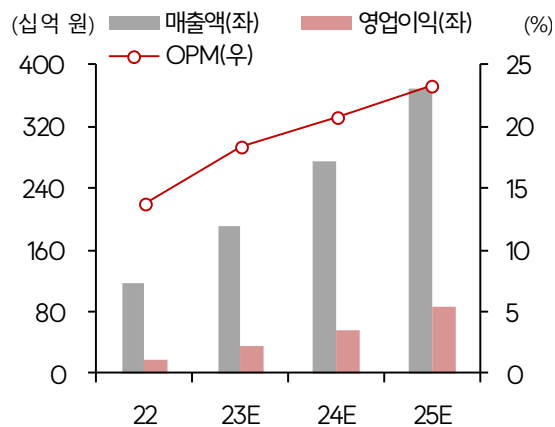
자료: 전자공시시스템, Anta Sports, SK 증권

1. 전사 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	15,904	25,576	23,707	52,214	31,117	40,065	31,388	88,600	117,401	191,170	274,862	370,162
의류	12,089	21,692	17,793	45,535	25,922	35,676	27,350	84,649	97,108	173,597	259,846	355,447
모바일	3,815	3,884	5,914	6,680	5,195	4,389	4,038	3,951	20,293	17,573	15,016	14,715
매출총이익	9,346	16,345	14,036	34,267	20,288	27,572	20,919	64,327	73,994	133,106	193,277	257,811
의류	8,682	15,684	12,896	33,931	19,032	26,540	20,142	63,589	71,192	129,303	190,677	255,345
모바일	664	661	1,616	1,959	1,256	1,032	777	738	4,900	3,803	2,600	2,467
영업이익	685	3,388	2,204	9,971	4,473	7,726	4,833	18,026	16,248	35,059	56,959	86,259
의류	339	3,083	1,249	8,710	3,518	7,143	4,360	17,580	13,382	32,601	55,396	84,777
모바일	345	305	955	1,260	955	583	473	447	2,866	2,458	1,563	1,481
영업이익률	4	13	9	19	14	19	15	20	14	18	21	23
의류	3	14	7	19	14	20	16	21	14	19	21	24
모바일	9	8	16	19	18	13	12	11	14	14	10	10
YoY Growth												
매출액	162	172	129	126	96	57	32	70	140	63	44	35
의류	258	236	151	141	114	64	54	86	171	79	50	37
모바일	42	32	82	58	36	13	-32	-41	55	-13	-15	-2
영업이익	흑전	흑전	흑전	228	553	128	119	81	1,301	116	62	51
의류	흑전	흑전	흑전	293	936	132	249	102	7,349	144	70	53
모바일	165	흑전	261	99	177	91	-50	-65	179	-14	-36	-5

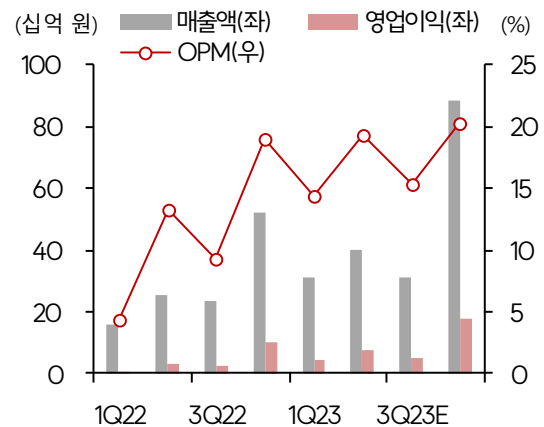
자료: 삼성코퍼레이션, SK 증권 추정

삼성코퍼레이션 연간 실적 추정치



자료: SK 증권 추정

삼성코퍼레이션 분기별 실적 추정치



자료: SK 증권 추정

(1) 3Q23 실적 전망

동사의 3Q23 실적은 매출액 314 억원(+32% YoY), 영업이익 48 억원(+119% YoY)으로 추정한다. 사업 부문별로 의류는 매출액 274 억원(+54% YoY), 영업이익 44 억원(+249% YoY), 모바일은 매출액 40 억원(-32% YoY), 영업이익 5 억원(-50% YoY)으로 추정한다.

스노우피크 어패럴의 성장세 지속
중

의류 부문 실적은 3 분기에 국내 의류 소비 업황이 부진했음에도 불구하고 오프라인 매장 증가와(2Q22 111개 → 2Q23 161개 추정), 스노우피크 어패럴 S/S 제품의 인기로 고성장을 이어갔을 것으로 본다. 실제로 스노우피크 어패럴과 경쟁 브랜드의 무신사 제품별 리뷰 추이를 보면 3Q23 스노우피크 어패럴의 상대적 강세를 확인할 수 있다.

모바일 부문 실적은 하향 안정화
전망

모바일 부문 실적은 작년 3 분기부터 인기를 얻었던 액티몬의 도킹형 보조배터리의 소비 추세가 작년 4 분기에 고점을 형성한 후 하향 안정화 추세에 있고, 후속 히트 상품의 부재로 전년 대비 다소 부진한 흐름 보일 것으로 추정한다.

(2) 4Q23 실적 전망

동사의 4Q23 실적은 매출액 886 억원(+70% YoY), 영업이익 180 억원(+81% YoY)으로 추정한다. 사업 부문별로 의류는 매출액 846 억원(+86% YoY), 영업이익 176 억원(+102% YoY), 모바일은 매출액 40 억원(-41% YoY), 영업이익 4 억원(-65% YoY)으로 추정한다.

헤비 아우터 제품 보강과
오프라인 출점 증가가 4분기
실적 성장 견인할 것

의류 부문 실적은 4분기가 의류 소비의 계절적 성수기임과 더불어 1) 스노우피크 어패럴이 이번 F/W 시즌부터 고가의 헤비 아우터 제품 라인업이 강화됐다는 점과, 2) 여성과 아동복 카테고리 제품 라인업이 보강됐다는 점과, 3) 오프라인 매장 출점이 지속될 것으로 전망(4Q22 138개 → 4Q23E 170개)된다는 점을 고려했을 때 매출액 고성장을 전망하며, ASP 증가 효과로 영업이익률도 상승할 것으로 전망한다.

모바일 부문 실적 하향 안정화
전망

모바일 부문 실적은 액티몬의 도킹형 보조배터리의 소비가 3 분기에 이어 안정화 흐름을 지속할 것으로 추정하며, 추가적인 히트 상품이 없다는 가정 하에 4 분기 매출액이 전년 대비 역 성장할 것으로 전망한다.

2. 중국 실적 전망

중국 사업이 추가 업사이드의
핵심

동사의 스노우피크 어패럴은 현재 대만의 스노우피크 캠핑 매장에 어패럴 제품을 소량 수출하고 있으며, 올해 4 분기를 시작으로 본격적인 중국 진출을 앞두고 있다. 스노우피크 어패럴의 해외 진출은 동사의 실적이 내수 의류 산업의 한계를 뛰어 넘어 지속적으로 성장하기 위한 아주 중요한 이벤트다. 향후 중국에서의 오프라인 매장 출점 속도와 현지 소비자들의 반응에 따라 주가 역시 크게 반응할 것으로 전망한다.

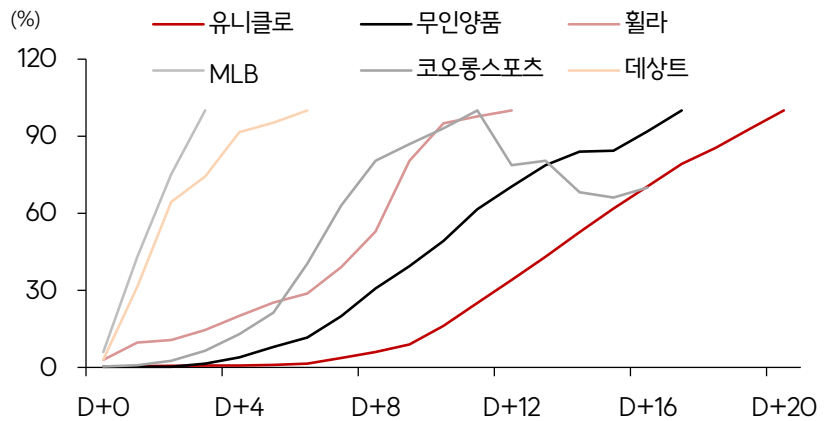
타 브랜드의 진출 사례를 참고 해
추정

아직 현지 매장 출점이 이루어지지 않았으므로, 스노우피크 어패럴의 중국 매출을 정교하게 추정하기에는 알려진 정보가 많지 않다. 따라서 당사는 중국 매출 추정을 위해 1) 스노우피크 본사의 브랜드 파워, 2) 유니클로, 무인양품, 휠라, 코오롱스포츠, 데상트의 중국 진출 사례, 3) 중국 내 캠핑 산업, 4) 중국 내 타 아웃도어 의류 브랜드 현황 등의 요소를 고려했으며, 오프라인 매장 수 추정치에 매장당 매출 추정치를 곱하는 방식으로 매출액을 추정했다.

(1) 매장 수 추정

스노우피크 어패럴의 중국 매장 출점 속도를 추정하기 위해 과거 중국에 진출한 타 브랜드의 출점 직후 연도별 매장 수를 비교해 보았다.

중국 진출 브랜드 진출 이후 연도별 매장 출점 추이



자료: 각 브랜드 및 언론보도 종합, SK증권

주: 중국 진출 이후부터 22년 사이의 브랜드별 최대 매장 수 대비 각 연도별 매장 수의 비율임

파트너사의 유무가 출점 속도에 중요한 요소

위 차트에서 확인할 수 있듯, 브랜드별로 중국 진출 초기 출점 속도에 큰 차이가 존재했다. 당사는 이 차이가 중국 진출 방식의 차이에 기인한다고 판단했으며, 현지 파트너사 없이 직접 중국에 진출한 '무인양품', '유니클로', '코오롱스포츠(~2017)'의 초기 출점 속도가 현지 파트너사나 대리상을 통해 진출한 '힐라', '데상트', 'MLB'에 비해 훨씬 느리다는 점이 그 근거다.

대리상의 유무도 출점 속도의 변수. 스노우피크는 직영으로 진출

파트너사 또는 대리상을 통해 진출한 브랜드 중에서도 대리상을 통해 진출한 MLB의 오프라인 출점 속도가 가장 빨랐다. 반면 대리상을 거치지 않고 파트너사가 직영 매장 위주로 운영하는 데상트와 힐라의 경우 그보다 속도가 느리다는 점을 확인할 수 있었다. 스노우피크 어패럴의 경우 현지 파트너사의 직영 매장을 통해 중국에 진출하기 때문에, 초기 출점 속도가 데상트, 힐라와 유사할 것으로 전망하며, 당사는 보수적인 가정 하에 24년 50개, 25년 100개 출점을 전망한다.

(2) 점포당 매출액 추정

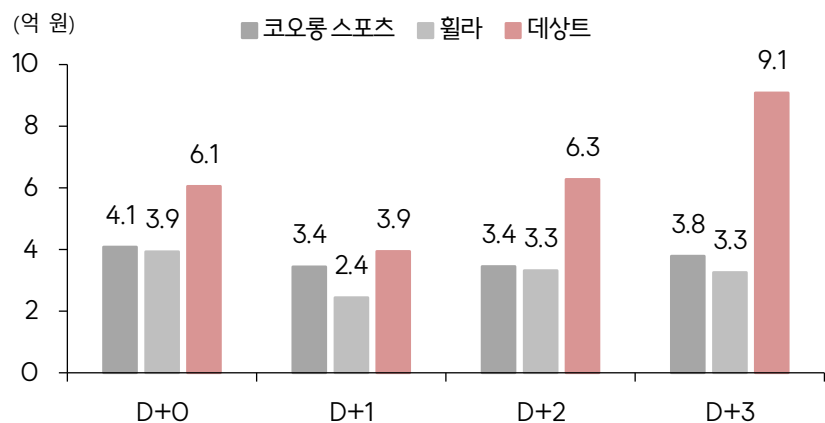
당사는 스노우피크 어패럴의 진출 초기 점포당 매출액 추정을 위해 타 브랜드의 중국 진출 사례를 참고했는데, 여기에 더해 1) '16 년 중국 정부의 스포츠산업 육성 정책을 기점으로 스포츠 관련 소비가 급증했다는 점과 2) 코로나 19 를 기점으로 아웃도어 시장이 급성장했다는 점을 추가로 고려했다.

기준으로 삼을 만한 타 브랜드의 사례를 보면, 소매가격 기준 진출 초기의 브랜드별 점포당 연간 매출액은 힐라의 경우 2~3 억 원, 데상트는 4~6 억 원 수준이었다. 파트너사 없이 직진출한 코오롱 스포츠가 오프라인 매장 50 개를 달성한 진출 5 년차 시점의 점포당 연간 매출액은 3~4 억원 수준이다.

스노우피크 점포당 매출액 '24 년 7 억 원, '25 년 10 억 원으로 추정

당사는 스노우피크 어패럴의 초기 매장 당 매출액이 힐라와 코오롱 스포츠보다는 데상트와 유사할 것으로 본다. 그 이유는 힐라와 코오롱 스포츠의 경우 2010 년대 초반 시점의 금액으로, 물가상승과 중국 아웃도어 인구 증가 요인이 반영되지 않은 수치이기 때문이다. 따라서 비교적 최근인 2017 년의 데상트 진출 사례를 적용하는 것이 타당하다고 판단하며, 당사는 스노우피크 어패럴의 점포당 연간 매출액을 '24 년 7 억원, '25 년 10 억원으로 추정했다.

브랜드별 시점별 중국 매장 당 연간 매출액 추이



자료: 각 브랜드 및 언론보도 종합, SK 증권

주1: 코오롱 스포츠의 경우 매장 수 50 개 초과하기 시작한 진출 5 년차 시점을 D+0 으로 설정함

주2: 힐라는 2009 년, 데상트는 2017 년에 중국 진출 시작해 이 때를 D+0 으로 설정함

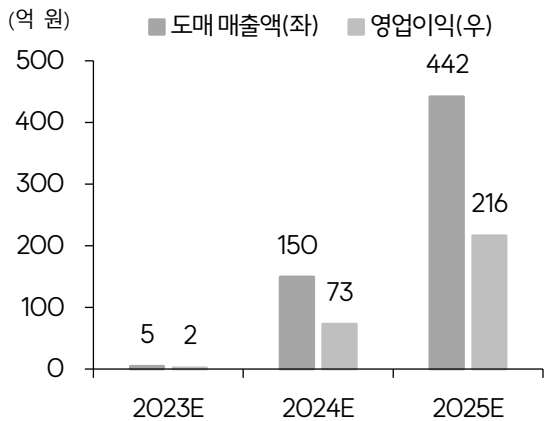
(3) 추정 결과

스노우피크 어패럴의 중국 매장 수를 '24년 50개, '25년 100개로 가정하고, 점포당 연간 매출액은 '24년 7억원, '25년 10억원을 가정했을 때 당사가 산출한 중국 소매기준 매출액은 '24년 299억원, '25년 884억원이다. 동사가 인식하는 매출액은 도매 기준 금액이므로, 타 브랜드의 소매가격 대비 도매가격의 평균적인 비율인 50%를 적용하면 동사가 인식할 매출액을 '24년 150억원, '25년 442억원으로 추정된다.

중국 관련 영업이익 '24년 73억 원, '25년 216억원으로 보수적으로 추정

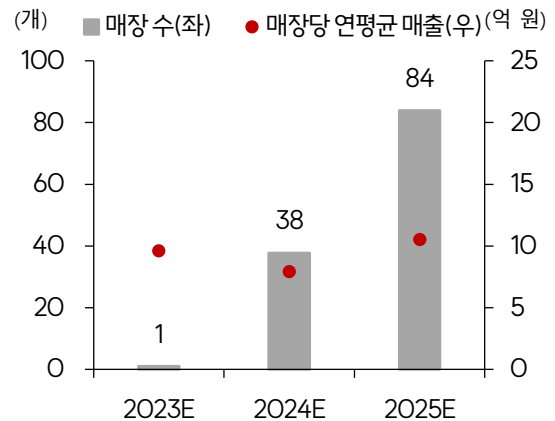
'23년 당사가 추정한 스노우피크 어패럴 국내 부문의 매출원가율은 25.5%다. 동사는 중국 내 제품가격을 국내보다 높게 가져가려고 하지만, 보수적으로 중국 내에서 판매된 제품 믹스와 제품가격이 국내와 유사하다고 가정할 경우 동사의 중국 관련 매출총이익률은 $(50 - 25.5) \div 50$ 인 49%로 추정한다. 중국 사업의 경우 홀세일 방식의 비즈니스 특성상 판매관리비가 크지 않아 매출총이익 중 상당부분이 영업이익으로 인식될 것으로 가정했을 때, 결과적으로 스노우피크 어패럴 중국 관련 영업이익을 '24년 73억원, '25년 216억원으로 추정한다.

스노우피크 어패럴 중국 실적 추정치



자료: SK증권 추정

스노우피크 어패럴 중국 오프라인 매장 추정치



자료: SK증권 추정

3. 목표주가 및 투자의견

투자의견 '매수', 목표주가
5,600 원 제시

삼성코퍼레이션 목표주가 5,600 원, 투자의견 '매수' 제시하며 커버리지 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 추정치인 459 원에 Target PER 12.2 배를 적용해 산출했다. '23년 10월 현재 의류업종의 12개월 선행 PER 이 6 배 수준인 것에 비해 동사의 Target PER 을 높게 부여한 이유는 1) 스노우피크 어패럴이 한창 브랜드 성장기에 위치하고 있어 타사 대비 실적 성장성이 높다는 점과 2) '24년부터 중국 진출이 본격화돼 수출 기업의 멀티플을 부여할 수 있다고 판단했기 때문이다.

과거 의류 업종 내에서 해외 수출 모멘텀이 존재했던 대표적인 종목으로는 F&F 와 힐라홀딩스가 있다. F&F의 경우 해외 진출 모멘텀이 '19년 초부터, 힐라홀딩스의 경우 '18년 초부터 본격적으로 주가에 반영되기 시작했다. 해당 시점의 F&F 의 평균 12개월 선행 PER 은 12.5 배였고, 힐라홀딩스는 11.9 배 수준이었다.

F&F '19년 영업이익 전년대비 성장률 65%, 힐라홀딩스 '18년 영업이익 성장률은 64%. 삼성코퍼레이션 '24E 영업이익 성장률 59%로 과거 두 기업의 성장률과 유사하므로 12.5 배와 11.9 배의 평균치인 12.2 배를 적용하는데 무리가 없다고 판단한다. 따라서 동사의 12개월 선행 EPS 추정치인 459 원에 Target PER 12.2 배를 적용한 5,600 원을 목표주가로 제시한다.

삼성코퍼레이션 목표주가 산정 테이블

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	41.5	
상장주식 수	주	(B)	90,393,576	
12MF EPS	원	(C)	459	(A)/(B)
Target PER	배	(D)	12	
목표주가	원	(E)	5,600	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	3,370	
주가 업사이드	%	(G)	66.2	(E)/(F)-1

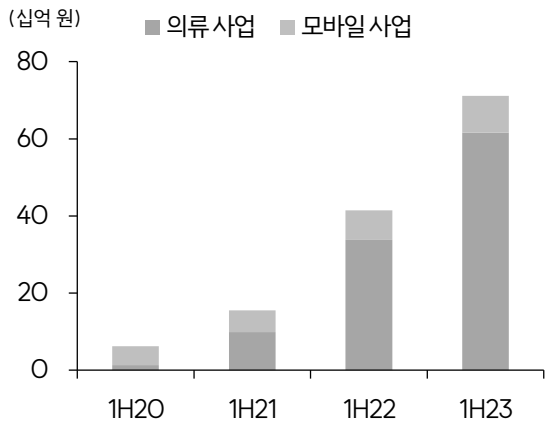
자료: SK증권 추정

2. 사업 현황

의류 사업과 모바일 사업으로 구성. 의류 사업이 전사 실적 성장을 견인 중

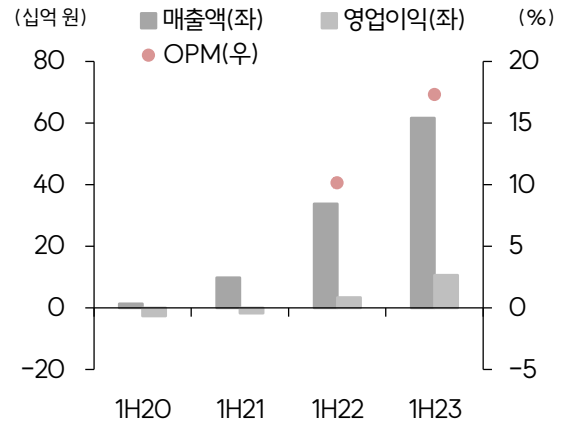
삼성코퍼레이션의 사업부는 크게 1) 의류 사업(브랜드명 '스노우피크 어패럴'), 2) 모바일 사업(브랜드명 '액티몬') 두 개로 구성되어 있으며 '22 년 기준 사업부별 매출 비중은 의류가 83%, 모바일이 17% 수준이다. 동사의 1H23 매출이 약 +72% YoY 성장했는데, 매출 비중이 상대적으로 큰 의류 사업의 매출이 같은 기간 82% 성장해 동사의 전체 실적 성장을 견인 중이다.

삼성코퍼레이션 사업별 반기 매출 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

삼성코퍼레이션 의류 사업 실적 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

(1) 의류 사업

스노우피크는 캠핑장비 계에서 매우 인지도가 높은 브랜드

동사는 일본의 프리미엄 캠핑장비 브랜드인 '스노우피크'의 IP를 라이선스한 '스노우피크 어패럴' 브랜드를 국내에서 전개하고 있다. 스노우피크는 이른바 '캠핑용품계의 에르메스'로 통하는 고가의 프리미엄 브랜드이다. 일본 특유의 장인정신이 반영된 듯, 제품의 품질과 고객의 경험을 극대화하는 데 우선순위를 두고 있으며, 따라서 별도의 마케팅도 잘 하지 않는 것으로 알려져 있다. 올해로 브랜드 탄생 65 주년을 맞이해 캠핑 장비 쪽에서는 오랜 역사와 이에 기반한 브랜드 헤리티지를 갖고 있으며, 오랜 역사만큼 캠핑족들 사이에서는 두터운 팬층이 존재하는 것으로 알려져 있다.

감성코퍼레이션이 스노우피크의
헤리티지를 디자인으로 잘
풀어냈다고 평가

스노우피크 어패럴은 라이선서인 스노우피크의 이런 헤리티지를 살린 고급스러운 원단과 색감을 의류 디자인에 적용하고 있다. 스노우피크 어패럴은 '20년 2월 런칭한 신생 브랜드임에도 불구하고 연간 매출액이 '20년 49억원 → '21년 358억원 → '22년 971억원 → '23E 1,773억원을 기록해 고성장이 오고 있다. 런칭한 지 얼마 지나지 않았음에도 브랜드가 빠르게 성장할 수 있었던 결정적인 요소는 스노우피크의 브랜드 헤리티지와, 이를 잘 녹여 디자인한 제품이라고 분석한다.

스노우피크 어패럴 베스트셀링 아이템

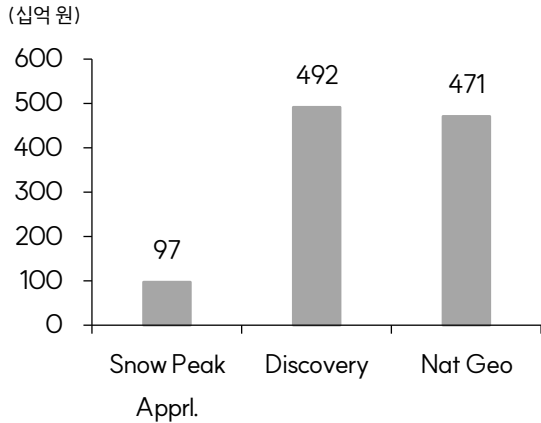


자료: 스노우피크 어패럴, SK증권
주: '23.09.22 현재 기준 베스트셀러 1~8위에 해당하는 제품

아직 한참 남은 국내 매출
업사이드

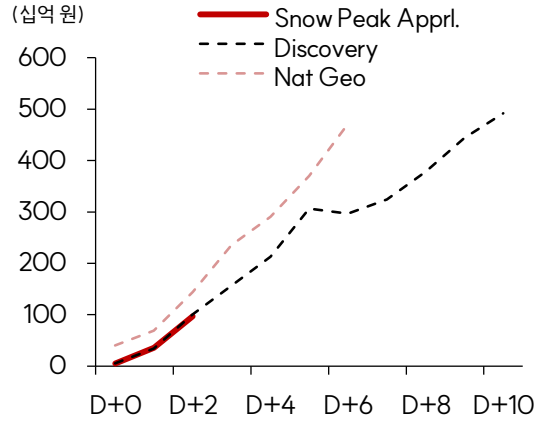
스노우피크 어패럴의 '23년 매출액은 1,773억원으로 추정하며, 국내 아웃도어 의류 경쟁 브랜드인 'Discovery'와 'National Geographic'의 국내 매출이 각각 4,920억원, 4,732억원인 것을 감안하면 앞으로 국내 매출의 업사이드 여력은 충분히 남아있다고 판단한다. 향후 스노우피크 어패럴의 내수 성장을 이끌 동력으로는 1) 오프라인 매장 증가 2) 제품 카테고리 추가 3) 마케팅 확대를 제시한다.

타 아웃도어 브랜드와 매출 비교(2022)



자료: 전자공시시스템, 언론보도, SK 증권

브랜드별 런칭 이후 시점 별 매출액

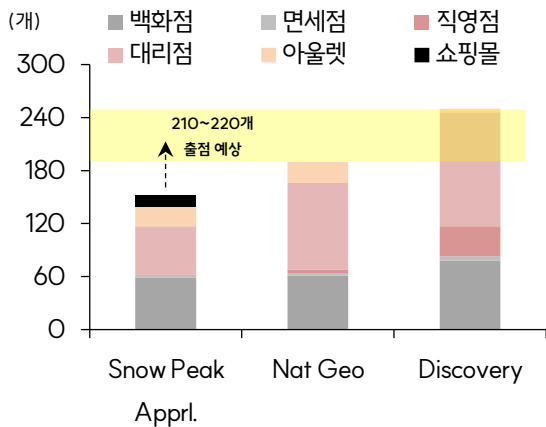


자료: 전자공시시스템, 언론보도, SK 증권

국내 오프라인 매장 수 한계치
210~220개로 제시

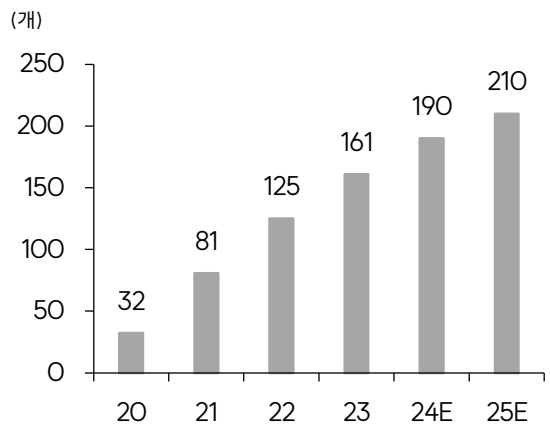
1) 오프라인 매장 증가: '23년 9월 21일 기준 스노우피크 어패럴의 오프라인 매장 수는 163개로, 브랜드 런칭 이후 꾸준히 증가 중이다. 동사는 국내 오프라인 매장 수 210~220개를 목표로 제시하고 있으며, 이는 Discovery와 Nat Geo 국내 매장 수가 각각 250개, 190개인 것을 고려하면 큰 무리 없이 달성 가능한 수치다. 백화점, 아울렛, 면세점의 매장 수는 타 브랜드와 유사한 수준까지 출점이 완료된 것으로 분석하며, 앞으로는 대리점 위주로 40~50개의 출점이 이어질 것으로 전망한다.

브랜드별 오프라인 채널별 매장 수



자료: 각 브랜드 홈페이지, SK 증권
주: 채널 구분 기준은 브랜드마다 상이함

스노우피크 어패럴 오프라인 매장 수

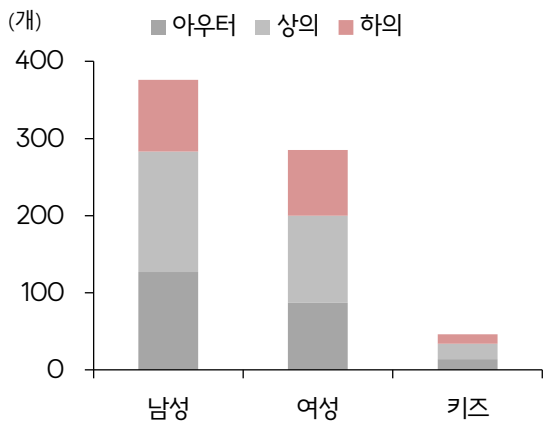


자료: 스노우피크 어패럴 홈페이지, SK 증권 추정

헤비 아우터와 여성 제품 대폭 보강

2) 제품 카테고리 추가: 제품 카테고리도 확장 중인데, 우선 작년에 비해 여성 제품 라인업이 대폭 추가되었다. '22 년 까지만 해도 동사 제품 중 남성 제품의 비중이 약 70~80%를 차지했으나 '23 년 9 월 기준 남성과 여성 제품의 비중이 각각 57%, 43%로 여성 제품 라인업의 비중이 크게 증가했다. 또한 아우터 제품의 경우 작년에는 경량 패딩, 아노락, 바람막이 등이 주력 제품이었으나 헤비 아우터 제품 라인업도 이번 23 F/W 시즌부터 보강하고 있다.

각 제품 카테고리별 품목 수



자료: 스노우피크 어패럴, SK 증권

스노우피크 어패럴 23F/W 주요 아우터 라인업



자료: 스노우피크 어패럴, SK 증권

마케팅에 의한 추가적인 매출 성장 여력도 남아있다

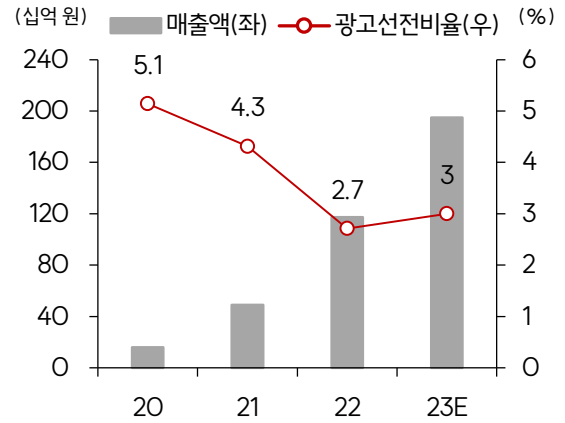
3) 마케팅 확대: 그 동안 스노우피크 어패럴 브랜드는 공격적인 마케팅 없이도 성장해왔으나, 올해 F/W 시즌부터 현빈을 모델로 사용하고 있고(기존 모델 류승범), 드라마 제작 지원(PPL), 버스 광고, 내년에 예정된 TV광고 등 마케팅 활동을 통한 추가적인 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 동사는 앞으로 매출액의 약 3%를 마케팅비용으로 지출할 계획이다.

23F/W 시즌부터 현빈으로 광고모델 변경



자료: 스노우피크 어패럴, SK 증권

삼성코퍼레이션 매출액 대비 광고선전비



자료: 전자공시시스템, SK 증권 추정

(2) 모바일 사업

모바일 사업은 히트 상품 부재
가정 시 실적 하향 안정화 전망

동사의 모바일 사업은 스마트폰 주변기기 브랜드인 '액티몬'을 전개하고 있으며, 주로 스마트폰 충전 어댑터, 무선 충전기, 보조배터리를 판매하고 있다. '22년 동사의 도킹형 보조배터리 제품이 히트를 치면서 '21년 100 억원대 매출에서 '22년 203 억원으로 급성장했다. 다만 네이버 스마트스토어의 리뷰 수를 근거로 올해 1분기부터 판매량이 하향 안정화되고 있는 것으로 추정한다. 향후 히트 상품이 다시 나오지 않는 이상은 스마트폰 산업이 이미 성숙기에 진입함에 따라 스마트폰 주변기기를 판매하는 동사의 모바일 사업 매출도 도킹형 보조배터리 출시 전인 '21년 수준으로 하향 안정화될 것으로 전망한다.

액티몬 도킹형 보조배터리

5000 PD 20W

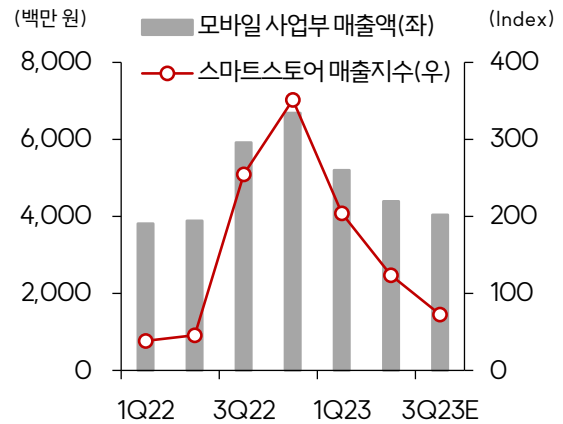
ACTIMON

일체형 C-TYPE



자료: 액티몬, SK 증권

모바일 사업부 매출액 vs 네이버스토어 매출지수



자료: 네이버스마트스토어, SK 증권 추정
 주: 매출지수는 액티몬 제품 일평균 리뷰 수에 가격을 곱한 값

2. 투자포인트

스노우피크 어패럴의 중국 사업 성공 가능성 긍정적으로 평가

삼성코퍼레이션의 투자 포인트는 “스노우피크 어패럴의 중국 진출에 따른 추가적인 실적 성장 모멘텀”이다. 삼성코퍼레이션은 올해 초부터 중국 현지의 유통 파트너사를 물색하는 등 스노우피크 어패럴의 중국 진출을 위한 준비를 해 오고 있다. 회사에 따르면 선정은 완료가 되었고, 4 분기부터는 중국에서 매출이 발생할 것으로 전망하고 있다. 현 시점에서 무엇보다 중요한 포인트는 “스노우피크 어패럴이 중국 소비자들의 선택을 받을 수 있을까”의 여부일 것이며, 당사는 그 가능성에 대해 긍정적인 관점을 제시한다.

‘라이선스의 인지도와 ‘인지도를 제품 소비로 연결’시키는 것이 핵심

스노우피크 어패럴의 비즈니스 모델은 “라이선스 브랜드 의류 사업”이므로, “라이선스한 브랜드의 인지도”와 “그 인지도를 이용해 의류 소비를 일으킬 수 있는지”가 핵심이다. 이를 중국에 적용시켜 보면 1) “스노우피크가 중국에서 얼마나 브랜드 인지도가 있는지”와 2) “브랜드 아이덴티티를 제품에 잘 녹여 브랜드의 인지도를 의류로 전이시키는데 성공할 지”가 중국에서의 성패를 가를 핵심 요소라고 생각하며, 당사는 스노우피크와 삼성코퍼레이션이 이 두 조건을 충족시킬 확률이 높다고 분석한다.

(1) 브랜드 인지도

스노우피크가 중국에서 인지도를 갖기 위한 필요조건으로 1) 스노우피크가 중국에서 사업을 전개하고 있어야 하고, 스노우피크가 “고급 캠핑용품” 브랜드라는 점에서 2) 중국인들이 캠핑에 관심이 있어야 하고 3) 고급 캠핑용품 시장에서 스노우피크가 경쟁력을 갖춰야 한다.

스노우피크의 중국 시장 공략
올해 초부터 본격화

1) 스노우피크의 중국 사업 전개: 스노우피크는 '22년 10월 'Renen International Business Management(仁恩国际商业管理有限公司)', 'CITC Juxin Capital Management(中信聚信资本管理有限公司)'와 JV 를 통해 중국 현지 법인 "Snow Peak Natural Cultural Development(雪诺必克自然文化发展有限公司)"를 설립해 중국에 진출하기 위한 준비를 마쳤고, 올해 3월부터 중국에 오프라인 체험 매장과 직영매장을 본격적으로 출점하기 시작했으며, 중국 최대 전자상거래 사이트인 Tmall 에도 입점해 온라인 판매도 진행하고 있다.

브랜드 인지도를 차곡차곡
쌓아가는 중

'23년 3월 중국 첫 정규매장인 쑤저우의 신규역점(翠湖寒店) 이후로 10월 현재까지 매달 평균 1~2 개의 매장을 신규로 내고 있다. 매장의 컨셉은 타 국가의 스노우피크 매장과 유사한데, 도시나 근교에 대형 카페나 캠핑 체험공간을 마련해 고객들이 편하게 공간에 머물면서 자연스럽게 매장 내부에 전시된 스노우피크의 제품을 직접 보고 체험할 수 있게 했다. 단순히 제품을 판매하는 것뿐만 아니라 고급 캠핑용품 브랜드로서의 이미지를 쌓아가고자 하는 스노우피크의 전략을 확인할 수 있다.

스노우피크 캠핑장비 매장 중국 출점 현황

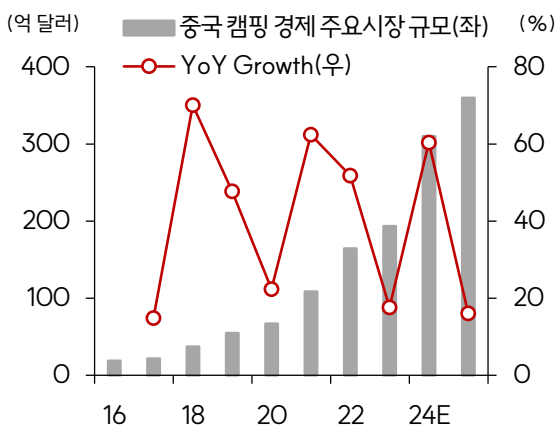
출점일	매장명	위치
2023-03-08	Snow Peak 美罗百货新区店	쑤저우
2023-03-27	Snow Peak 北京祥云店	베이징
2023-04-29	Snow Peak 北京南洋店	베이징
2023-06-08	Snow Peak 咖啡馆酒	청두
2023-06-12	Snow Peak 杭州天目里店	항저우
2023-06-18	Snow Peak 京西大悦城店	베이징
2023-07-10	Snow Peak 北京紫阳山庄店	베이징
2023-08-09	Snow Peak 289 艺术园区店	광저우
2023-08-26	Snow Peak 杭州世贸店	항저우
2023-10-14	Snow Peak 上海前滩店	상하이

자료: Baidu 언론보도, SK 증권

코로나 19로 중국인들의 캠핑 관심도 급증

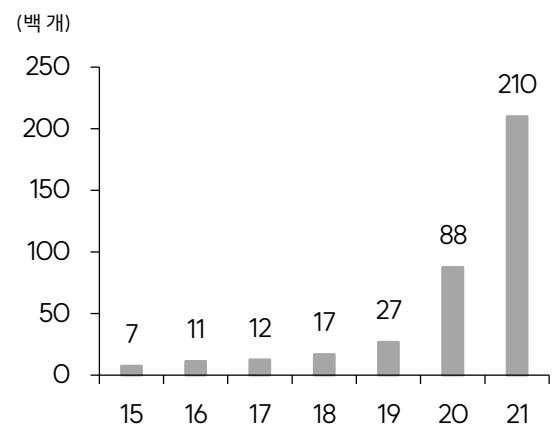
2) 중국인들의 캠핑 관심도: 우리나라 캠핑 산업이 코로나19를 기점으로 급 성장한 것처럼 중국도 마찬가지로 '21년과 '22년을 거치면서 크게 성장했다. 중국 상업산업 연구소의 통계에 따르면 중국 주요 캠핑시장 규모는 '19년 376억 위안(한화 6.8조 원)에서 '22년 1,135억 위안(한화 20.7조 원)으로 3년 만에 200% 이상 성장했으며, '23년에는 1,334억 위안(24.3조원)에 달할 것으로 전망된다.

중국 캠핑 경제 주요시장 규모



자료: 중국상업산업연구소, SK증권

중국 캠핑 관련 기업 신규 등록 수



자료: 화정산업연구원, SK증권

중국 캠핑산업의 꾸준한 성장 전망

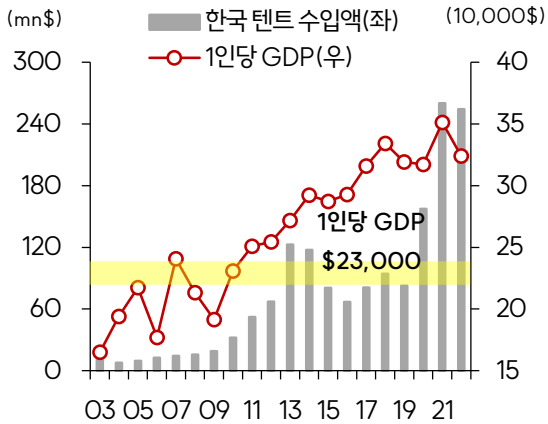
중국 캠핑 산업의 급성장을 코로나 19로 인한 일시적 유행으로 치부할 수 있겠으나 당사는 경제 규모와 캠핑 산업 규모 간의 관계를 근거로 향후 중국 캠핑 산업의 성장 곡선의 기울기가 단기적으로 완만해질 수는 있겠으나 장기적으로는 꾸준히 고 성장할 것으로 전망한다.

캠핑은 기본적으로 시간적, 금전적 여유를 요구한다. 최소한 하루에서 이틀 정도는 시간을 내서 차를 끌고 자연 속으로 간 다음 텐트를 포함한 각종 캠핑용품을 사용해 숙식을 해야 하기 때문이다. 개인의 소득과 생활의 수준이 일정 수준 이상 되어야 본격적으로 즐길 수 있는 활동으로, 타 아웃도어 활동에 비해 그 진입장벽이 높다.

소득 수준과 캠핑 대중화의 상관관계

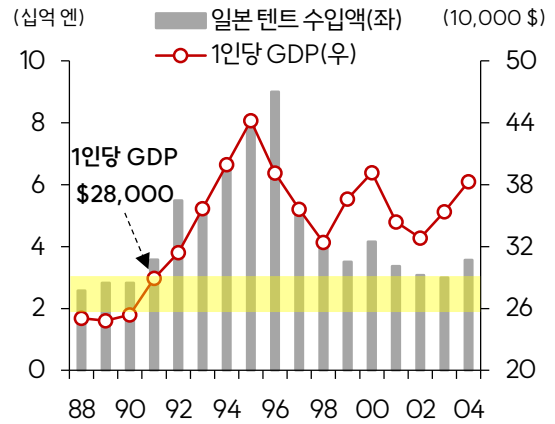
실제로 일본과 한국의 캠핑 산업의 성장 추이와 각국의 1인당 GDP의 성장 추이를 비교해 보면 두 나라 모두 1인당 GDP가 \$20,000~\$25,000을 안정적으로 상회하는 시점에 캠핑용 텐트의 수입액이 급성장하기 시작했다. 일본의 경우 1인당 GDP가 \$25,000을 넘어가기 시작한 1991년부터, 한국의 경우 1인당 GDP가 \$20,000를 추세적으로 넘어서기 시작한 2010년부터 캠핑용 텐트의 수입액이 급증하기 시작했다.

한국 텐트 수입액 vs 1인당 GDP



자료: Trass, SK 증권
주: HS 코드 6306

일본 텐트 수입액 vs 1인당 GDP



자료: 일본관세청, SK 증권
주: HS 코드 6306.22

소득 수준을 달성한 지역만
합산해도 인구 수가 1.3억 명

'22년 기준 중국의 1인당 GDP는 \$12,600로, 캠핑 대중화의 문턱 값인 \$20,000과 거리가 멀어 보일 수 있으나, 중국은 각 행정구역마다 경제 수준의 편차가 큰 나라로, 지역별로 따져볼 필요가 있다. '22년 기준 중국의 행정구역 중에서 1인당 GDP가 \$20,000이 넘는 지역은 베이징(\$28,294), 상하이(\$26,747), 장쑤성(\$21,467)이 있으며 이 3개 행정구역의 인구만 합산해도 1.3억 명이다.

나머지 지역에서도 물론 캠핑을 즐기는 인구가 다수 존재하겠지만 위 3개 지역만큼은 캠핑 산업의 성장에 필요한 생활수준 조건을 충족하고 있다고 분석한다. 위 3개 지역에서 본격적인 캠핑의 대중화를 전망하며, 나머지 지역에서도 향후 경제 성장에 따라 차례로 캠핑 대중화 단계로 진입할 것으로 전망한다.

SNS의 발달로 과거 한국과
일본보다 캠핑 대중화 빨라질
가능성 존재

또한 과거 우리나라와 일본과의 캠핑산업 성장 시기와는 다르게 지금은 SNS의 발달로 정보전달이 빨라져 트렌드의 전파 속도 역시 빨라졌다. 따라서 위 3개 지역에서의 캠핑 대중화는 나머지 지역의 캠핑 수요를 자극해 우리나라와 일본보다 캠핑 대중화의 시점이 앞당겨질 가능성도 충분히 있다고 본다.

‘22년 중국 행정구역별 1인당 GDP 및 인구 수

지역명	1인당 GDP(\$)	인구 수(만 명)
베이징시	28,294	2,189
상하이시	26,747	2,489
장쑤성	21,467	8,505
푸젠성	18,856	4,187
텐진시	17,727	1,373
저장성	17,617	6,540
광둥성	15,151	12,684

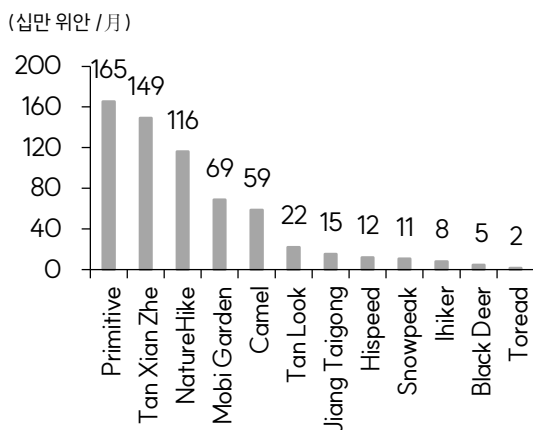
자료: 국가통계국, SK증권

주: 빨간색 글씨로 처리된 지역은 스노우피크 매장이 출점된 5개 지역

프리미엄 캠핑 시장 내에서 스노우피크의 경쟁자 부재

3) 스노우피크 경쟁력: 당사가 파악한 바에 따르면 중국 내에서 스노우피크의 경쟁자라고 할 만한 브랜드는 찾지 못했다. 중국 전자상거래 사이트인 Tmall 에서 판매량이 많은 캠핑용품 브랜드와 스노우피크의 평균 판매단가를 비교해보면 스노우피크의 1/5 수준인 저가 브랜드가 다수였고 ‘Black Deer’ 정도가 스노우피크의 절반 수준이었다.

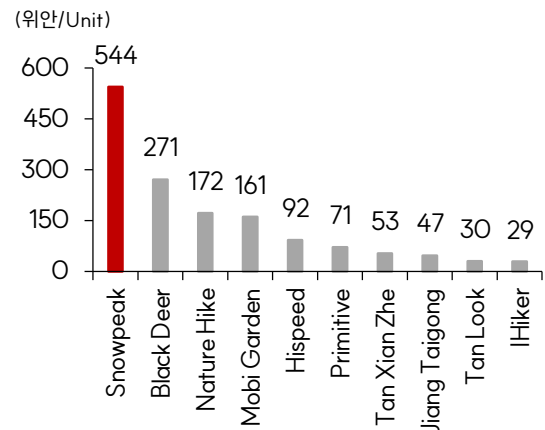
Tmall 주요 캠핑 브랜드 월 매출 추정치



자료: Tmall, SK증권 추정

주: 쿠폰 할인에 의한 가격 추가 할인은 미적용 (23.09.21 기준)

Tmall 주요 캠핑 브랜드 ASP 추정치



자료: Tmall, SK증권 추정

주: 브랜드별 월 매출액을 월 판매량으로 나눈 값 (23.09.21 기준)

향후 해외 브랜드 중에서 중국에 진출하는 브랜드가 나올 수 있겠지만 스노우피크는 이미 올해 초부터 중국에 매장을 내고 프리미엄 브랜드로서 입지를 구축해 나가고 있다. 그 선점 효과로 스노우피크의 입지는 중국에서 굳건하게 유지될 것으로 전망한다.

(2) 의류로의 브랜드 이미지 전이

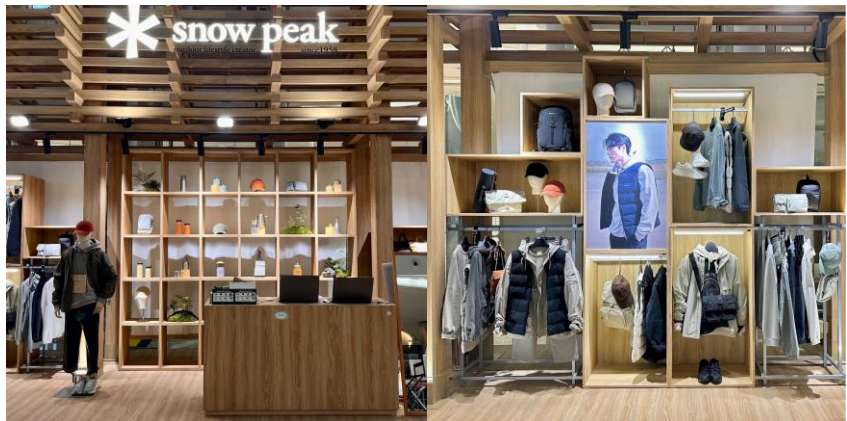
브랜드 인지도가 어패럴로 전이될
가능성은 반반으로 판단

스노우피크 어패럴의 비즈니스 모델이 “라이선스 브랜드 의류 사업”임을 상기해보면, 지금까지는 스노우피크가 중국에서 브랜드 입지를 가져갈 가능성이 높은 이유에 대해 설명했다. 중국에서 스노우피크 어패럴의 성공을 위한 나머지 한 부분은 “스노우피크의 인지도를 어패럴로 전이시키는 것”이다. 당사는 그 가능성에 대해서 반반 정도라는 의견을 제시한다. 그 근거는 1) 한국에서 이미 스노우피크 어패럴 브랜드를 성공적으로 런칭시킨 경험이 있는 한편 2) 중국에서의 마케팅과 세일즈는 현지 파트너사가 주도하게 될 것인데, 아직 파트너사에 대한 정보가 명확하지 않기 때문이다.

캠핑을 마케팅과 세일즈에 적극
활용한 한국의 사례

먼저 감성코퍼레이션은 한국에서 이미 스노우피크의 브랜드 이미지를 성공적으로 의류로 전이시킨 경험이 있다. 그리고 그게 가능했던 것은 당연히 스노우피크와 브랜드 로고를 공유한다는 점이 가장 크게 작용했겠지만, 캠핑을 즐기지 않는 일반 대중들까지 브랜드를 소비하게 된 배경에는 애초에 전문적인 아웃도어 의류보다는 일상 캐주얼을 타겟팅한 디자인과 색감을 사용했다는 점과, 스노우피크가 캠핑용품에서 갖는 감성을 마케팅 도구로 적극 활용했다는 점도 크다고 본다.

스노우피크 매장 전경



자료: 언론보도, SK증권

캠핑 감성을 이용한 마케팅 사례 1



자료: 스노우피크 어패럴 인스타그램, SK 증권

캠핑 감성을 이용한 마케팅 사례 2



자료: 스노우피크 어패럴 인스타그램, SK 증권

중국의 경우 파트너사의 역량이
중요

다만 감성코퍼레이션이 아무리 스노우피크 어패럴의 제품 기획과 디자인을 잘 해도 중국 현지에서의 마케팅과 유통 등 실제 고객과의 접점이 존재하는 사업 영역은 주로 현지 파트너사가 담당할 것이기 때문에 따로 고민해볼 문제다. 월라가 중국에서 나이키에 준하는 인지도와 매출을 달성할 수 있었던 것도 중국 1등 스포츠 브랜드인 "Anta Sports"를 파트너사로 두고 있었기 때문이라고 해도 과언이 아닐 만큼 파트너사는 중국 사업 성패의 중요한 요소로 작용한다.

중국 파트너사를 선정함에 있어서는 1) 직접 브랜드를 성공시킨 경험이 있는지, 2) 중국 내 유통 네트워크를 보유하고 있는지, 3) 브랜드 마케팅과 제품 판매에 있어서 감성코퍼레이션이 충분히 통제 가능한 지가 중요하다고 본다.

동사가 밝힌 파트너사 선정 기준

감성코퍼레이션은 아직 현지 파트너사를 밝히지 않았으나 동사가 밝힌 파트너사 선정 기준은 1) 브랜드 성공 경험 보유, 2) 애국소비 이미지 보유, 3) 스노우피크 어패럴을 좋은 유통 채널에 출점할 수 있도록 유통망을 보유한 기업이다. 기업에서 밝힌 대로라면, 감성코퍼레이션이 선정한 파트너사는 동사가 제시한 기준을 대부분 충족하기에 파트너사로 인한 리스크는 높지 않다고 판단한다.

다만 현지 브랜드 전개의 속도와 방향성은 현 시점에서 여전히 불확실성이 남아있는 상황으로, 향후 브랜드가 전개됨에 따라 매장 수나 현지 반응은 꾸준히 모니터링할 필요가 있다.

3. Appendix

스노우피크 어패럴 중국 매출 업사이드

스노우피크 어패럴이 캠핑에 헤리티지를 가진 브랜드임을 감안했을 때, 중국의 캠핑 산업 규모와, 캠핑 산업 대비 스노우피크 어패럴의 매출액 비율을 가지고 중국 내 스노우피크 어패럴의 매출액 업사이드를 산정해볼 수 있다. 그 산정식은 다음과 같으며, 여기에는 1) 경제수준이 캠핑산업 규모와 관련성이 있고, 2) 캠핑 산업의 규모와 스노우피크 어패럴의 매출 간에 관련성이 있다는 가정이 깔려 있다.

$$\begin{aligned}
 & \text{중국 명목 GDP} \\
 & \times \text{GDP 대비 캠핑산업 규모} \\
 & \times \text{캠핑 산업 대비 스노우피크 어패럴 매출} \\
 \hline
 & = \text{중국 스노우피크 매출액}
 \end{aligned}$$

Base 시나리오 가정 시 GDP 대비 캠핑산업 규모는 '22년 기준 중국 명목 GDP 인 약 20조 달러 대비 캠핑산업 규모인 164.4억 달러인 0.08%를 사용했으며, 캠핑산업 규모 대비 스노우피크 어패럴 매출액의 비율은 '21년 한국 캠핑산업 규모인 6.3조원 대비, 브랜드 성숙기 진입이 예상되는 '25년 스노우피크 어패럴 내수 매출액 추정치인 약 3,000억원을 적용한 4.76%를 사용했다.

'22년 기준 1인당 GDP가 \$20,000 이상인 베이징, 상하이, 장쑤성에 대해 위 산식을 토대로 스노우피크 어패럴의 매출액 업사이드를 계산해보면 약 1,500억원으로 산출된다. 중국 전체 GDP를 토대로 계산하면 약 9,500억원 수준이다. 9,500억원의 매출액을 점포 수와 점포당 매출로 나눠서 역산해볼 수도 있다. 감성코퍼레이션은 중국 출점 목표치에 대해 제시하지 않았으나 단순 추정으로 약 600개 정도의 매장을 중국에 출점할 경우 9,500억원의 매출액을 달성하기 위해서는 점포당 약 15.8억원의 매출을 내야 한다.

3개 도시 GDP 대비 캠핑산업 규모(가로축) vs 캠핑산업 규모 대비 스노우피크 어패럴 매출액(세로축)

	0.02%	0.04%	0.06%	0.08%	0.10%	0.12%	0.14%	0.16%
2.8%	226	452	678	904	1,129	1,355	1,581	1,807
3.3%	267	534	800	1,067	1,334	1,601	1,868	2,134
3.8%	308	615	923	1,231	1,539	1,846	2,154	2,462
4.3%	349	697	1,046	1,395	1,743	2,092	2,440	2,789
4.8%	390	779	1,169	1,558	1,948	2,337	2,727	3,116
5.3%	430	861	1,291	1,722	2,152	2,583	3,013	3,444
5.8%	471	943	1,414	1,886	2,357	2,828	3,300	3,771
6.3%	512	1,025	1,537	2,049	2,562	3,074	3,586	4,099

자료: SK 증권 추정

주: '22년 중국 GDP를 기준으로 추정 / 베이징, 상하이, 장쑤성 3개 도시에 대한 값

GDP 대비 캠핑산업 규모(가로축) vs 캠핑산업 규모 대비 스노우피크 어패럴 매출액(세로축)

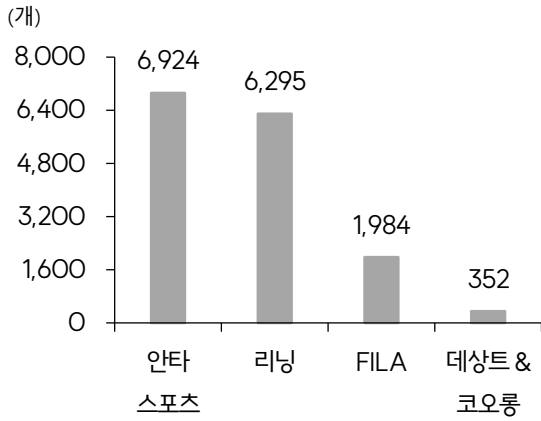
	0.02%	0.04%	0.06%	0.08%	0.10%	0.12%	0.14%	0.16%
2.8%	1,384	2,769	4,153	5,538	6,922	8,306	9,691	11,075
3.3%	1,635	3,270	4,906	6,541	8,176	9,811	11,447	13,082
3.8%	1,886	3,772	5,658	7,544	9,430	11,316	13,202	15,088
4.3%	2,137	4,274	6,410	8,547	10,684	12,821	14,958	17,095
4.8%	2,388	4,775	7,163	9,550	11,938	14,326	16,713	19,101
5.3%	2,638	5,277	7,915	10,554	13,192	15,830	18,469	21,107
5.8%	2,889	5,778	8,668	11,557	14,446	17,335	20,225	23,114
6.3%	3,140	6,280	9,420	12,560	15,700	18,840	21,980	25,120

자료: SK 증권 추정

주: '22년 중국 전체 GDP를 기준으로 산출

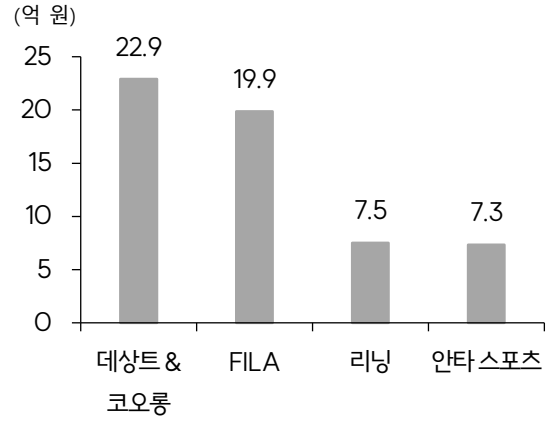
중국 내 브랜드별 점포당 매출을 비교해 보면 중저가 포지션의 현지 1 위, 2 위 스포츠웨어 브랜드인 Anta Sports와 Li Ning의 점포당 매출은 각각 7.3억원, 7.5억원 수준이다. 한편 FILA의 경우 점포 당 매출액이 20억원에 달하며, 데상트와 코오롱 스포츠를 합산한 점포 당 매출액은 약 16.5억원이다. 브랜드별로 점포당 매출에 차이가 큰 이유는 1) 중저가와 고가 브랜드 간의 ASP 차이 2) 점포 수가 늘어날수록 점포당 매출액이 줄어드는 효과로 설명 가능하다.

주요 브랜드별 중국 내 오프라인 매장 수



자료: Anta Sports, Li Ning, SK 증권

주요 브랜드별 중국 점포당 매출



자료: Anta Sports, Li Ning, SK 증권

스노우피크 어패럴이 1) 고가 브랜드를 지향하고 2) 점포 수 600 개를 가정한다면 Anta Sports와 Li Ning 보다는 FILA나 데상트, 코오롱 스포츠의 점포당 매출과 유사할 것으로 추정할 수 있다. 따라서 점포 수 600개로 매출액 9,500억을 내기 위한 점포 당 매출액 15.8억원은 큰 무리가 없는 수준이라고 판단한다.

스노우피크 어패럴 중국 점포 수(가로축) vs 점포 당 매출액(세로축)

	300	400	500	600	700	800	900	1,000
8	2,400	3,200	4,000	4,800	5,600	6,400	7,200	8,000
10	3,000	4,000	5,000	6,000	7,000	8,000	9,000	10,000
12	3,600	4,800	6,000	7,200	8,400	9,600	10,800	12,000
14	4,200	5,600	7,000	8,400	9,800	11,200	12,600	14,000
16	4,800	6,400	8,000	9,600	11,200	12,800	14,400	16,000
18	5,400	7,200	9,000	10,800	12,600	14,400	16,200	18,000
20	6,000	8,000	10,000	12,000	14,000	16,000	18,000	20,000
22	6,600	8,800	11,000	13,200	15,400	17,600	19,800	22,000

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	30	66	102	158	241
현금및현금성자산	6	9	9	25	63
매출채권 및 기타채권	8	18	31	44	60
재고자산	10	33	56	80	108
비유동자산	14	18	18	17	17
장기금융자산	4	3	4	5	7
유형자산	4	6	5	3	1
무형자산	4	4	4	4	4
자산총계	45	84	120	174	258
유동부채	12	22	37	52	69
단기금융부채	7	4	6	9	12
매입채무 및 기타채무	4	12	24	34	46
단기충당부채	1	2	3	5	6
비유동부채	3	11	6	2	3
장기금융부채	1	8	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	2	3	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	16	33	42	54	72
지배주주지분	29	51	77	120	186
자본금	39	45	45	45	45
자본잉여금	26	27	29	29	29
기타자본구성요소	-1	-0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	-18	-3	21	64	130
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	29	51	77	120	186
부채외자본총계	45	84	120	174	258

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	-1	-0	9	20	39
당기순이익(손실)	0	15	24	43	66
비현금성항목등	3	6	15	16	22
유형자산감가상각비	2	3	4	2	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1	3	11	14	20
운전자본감소(증가)	-4	-21	-23	-25	-29
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-10	-13	-13	-15
재고자산의감소(증가)	-4	-23	-23	-24	-28
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	8	10	10	12
기타	1	4	2	2	3
법인세납부	-0	0	-7	-13	-20
투자활동현금흐름	4	-3	-4	-3	-4
금융자산의감소(증가)	-1	0	-2	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-2	-3	-2	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	7	-0	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	0	6	-7	3	3
단기금융부채의증가(감소)	-1	2	-5	3	3
장기금융부채의증가(감소)	1	5	-1	0	0
자본의증가(감소)	5	7	2	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-7	-2	0	0
현금의 증가(감소)	3	3	0	16	38
기초현금	3	6	9	9	25
기말현금	6	9	9	25	63
FCF	-3	-3	8	20	39

자료 : 삼성코퍼레이션, SK증권

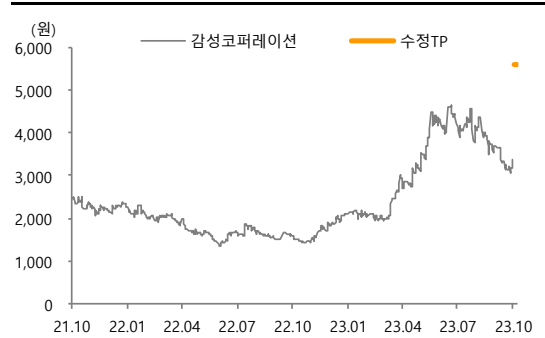
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	49	117	191	275	370
매출원가	22	43	83	82	112
매출총이익	27	74	108	193	258
매출총이익률(%)	56.0	63.0	56.6	70.3	69.6
판매비와 관리비	26	58	73	136	172
영업이익	1	16	35	57	86
영업이익률(%)	2.4	13.8	18.3	20.7	23.3
비영업손익	-1	-1	-4	-1	0
순금융손익	-1	-1	-0	-1	0
외환관련손익	-0	0	-0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	0	16	31	56	86
세전계속사업이익률(%)	0.6	13.3	16.1	20.5	23.4
계속사업법인세	0	0	7	13	20
계속사업이익	0	15	24	43	66
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	15	24	43	66
순이익률(%)	0.6	12.8	12.6	15.7	17.8
지배주주	0	15	24	43	66
지배주주귀속 순이익률(%)	0.6	12.8	12.6	15.7	17.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-0	14	24	43	66
지배주주	-0	14	24	43	66
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	3	19	39	59	87

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	197.6	139.9	62.8	43.8	34.7
영업이익	흑전	1,300.5	115.8	62.5	51.4
세전계속사업이익	흑전	5,433.1	97.6	83.1	53.5
EBITDA	흑전	554.0	108.0	50.9	47.8
EPS	흑전	4,576.0	58.3	79.0	53.0
수익성 (%)					
ROA	0.7	23.5	23.7	29.3	30.5
ROE	1.1	37.7	37.6	43.7	43.0
EBITDA마진	5.9	16.1	20.5	21.5	23.6
안정성 (%)					
유동비율	247.6	304.5	277.3	305.0	350.6
부채비율	53.3	64.9	55.0	45.0	38.6
순차입금/자기자본	-8.2	-3.9	-10.2	-19.1	-32.3
EBITDA/이자비용(배)	1.5	12.5	45.1	31.6	34.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4	168	267	477	730
BPS	373	568	854	1,331	2,061
CFPS	26	198	313	502	743
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	613.8	11.1	12.0	6.7	4.4
PBR	5.9	3.3	3.7	2.4	1.5
PCR	86.1	9.5	10.2	6.4	4.3
EV/EBITDA	59.1	8.8	7.3	4.6	2.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.24	매수	5,600원	6개월		



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

더네이처홀딩스 (298540/KQ)

이번엔 해외 진짜로 나갑니다

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 30,000 원(신규편입)

현재주가: 21,000 원

상승여력: 42.9%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	1,471 만주
시가총액	326 십억원
주요주주	
박영준(외8)	38.81%
자사주	

Stock Data

주가(23/10/23)	21,000 원
KOSDAQ	763.69 pt
52주 최고가	33,800 원
52주 최저가	20,000 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



어려워진 업황, 해외에서 찾는 돌파구

내수 의류 소비가 부진함에 따라 내수 사업 비중이 큰 동사의 실적도 부진한 흐름을 보이고 있다. 신규 브랜드와 해외 사업 확장에 따른 고정비 부담으로 영업이익률이 예년 보다 낮아졌다. 돌파구는 Nat Geo 의 해외 진출에서 찾을 수 있을 것으로 기대한다. 동사는 올해 하반기부터 대만, 호주, 중국에 오프라인 매장을 오픈하기 시작했으며, 특히 산업의 규모 측면에서 중국 사업의 성장성이 높을 것으로 전망한다. 당사는 Nat Geo 해외 매출액을 '24년 547억 원, '25년 1,147억원으로 추정한다.

중국 성공 가능성을 높게 보는 이유

당사는 Nat Geo의 중국 안착 가능성을 높게 본다. 그 이유는 1) Nat Geo의 오리지널 IP 의 인지도가 중국에서 높고, 2) 파트너사의 역량이 충분하기 때문이다. 먼저 중국 SNS 플랫폼인 더우인과 웨이보에서 Nat Geo 계정의 합산 팔로워 수는 1,567 만 명으로 중국 1위 스포츠웨어 브랜드인 Anta Sports 의 916 만 명을 상회할 정도로 높은 인지도를 갖고 있다. 또한 파트너사인 'Bestseller'는 중국에서 30년 가까이 의류 브랜드를 전개 중인 기업으로, 중국 내 약 5,000 개의 매장을 보유하고 있어 전국 단위의 유통 채널 네트워크로 Nat Geo 어패럴의 중국 진출에 힘을 실어줄 것으로 전망한다.

업종 내 중소형주 관심종목으로 제시

동사에 대해 투자이견 '매수', 목표주가 30,000 원 제시하며 업종 내 중소형주 관심종목으로 제시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 추정치에 타겟 멀티플 6.1배를 적용해 산출했다. 현재 주가에서 12개월 선행 PER 은 4.1 배 수준으로 의류 업종 평균 밸류에이션 멀티플인 5.7 배와 비교했을 때도 현저히 낮다. Nat Geo 가 내수시장에서 성숙기에 돌입한 것과, 사업 확장으로 인한 비용 증가에 비해 해외 진출 속도가 다소 더딘 것이 원인이라고 분석한다. 하지만 올해는 해외 진출을 위한 준비 기간에 불과하다. 본격적인 해외 진출, 특히 중국에서의 오프라인 출점은 내년부터 시작이다. 동사의 해외 비즈니스에도 관심을 가져볼 만한 시점이라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	293	370	498	596	660	714
영업이익	십억원	54	69	91	91	105	119
순이익(지배주주)	십억원	38	58	69	64	75	85
EPS	원	2,635	4,009	4,541	4,205	4,937	5,533
PER	배	7.5	7.4	7.0	5.0	4.3	3.8
PBR	배	1.8	2.0	1.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	4.1	5.8	6.0	4.2	3.3	2.5
ROE	%	32.1	30.4	27.1	20.4	20.0	18.8

1. Summary

(1) 목표주가 산정 및 투자의견

투자의견 '매수', 목표주가
32,000 원 제시

더네이처홀딩스 목표주가 30,000 원, 투자의견 '매수' 제시하며 커버리지 개시한다. 동사의 목표주가는 12 개월 선행 EPS 추정치인 4,887 원에 Peer 그룹의 12 개월 선행 PER 멀티플인 12.2 배에서 50% 할인한 6.1배를 적용해 산출했다.

(2) 기업 개요

동사 주력 브랜드: Nat Geo, Mark
Gonzales, NFL, Barrel, Brompton

동사는 해외 유명 IP 를 라이선스해 디자인한 의류 브랜드를 국내와 해외에서 운영하고 있으며 주요 브랜드로는 National Geographic (아웃도어 캐주얼, 여행용 가방), Mark Gonzales (스트릿 캐주얼), NFL (스트릿 캐주얼), Brompton (컨템포러리) 이 있다. 또한 동사는 '22 년 7 월에 래쉬가드로 잘 알려진 Barrel 브랜드를 운영하는 배럴을 760 억원에 인수해 자회사로 두고 있다.

Nat Geo 가 매출액 대부분 차지,
'23 년 하반기부터 해외 진출
본격화

브랜드별 매출 비중은 '22 년 기준 Nat Geo 가 90%로 대부분을 차지하고 있으며, 동사는 Nat Geo 가 국내에서 브랜드 성숙기에 진입함에 따라 '19 년 8 월 홍콩 진출을 시작으로 '23 년 하반기부터 대만, 중국, 호주 등 해외 시장 진출에 본격적으로 나서고 있다.

(3) 투자포인트: 해외 시장 진출 본격화(feat. 중국)

동사의 해외 사업에 다시 관심을
가져볼 만한 때

동사의 주가는 상장 이후 해외 시장 진출이 예상보다 늦어진 데 따른 실망감에 지속적으로 하락해 오고 있다. 하지만 최근 Nat Geo 의 해외 진출이 가시화되었으며, 특히 올해 하반기를 시작으로 내년부터는 중국에서 본격적인 브랜드 확장에 나설 것으로 전망한다. 이에 따라 Nat Geo 의 해외 매출이 '23 년 237 억 원에서 '24 년 547 억 원까지 고성장 할 것으로 전망하며, 동사에 대해 관심을 가져볼 만한 시기라고 판단한다.

홍콩, 대만, 중국, 호주가 주요 진출 국가

현재 진출 중인 해외 주요 국가는 홍콩, 대만, 중국, 호주로 그 중에서 매출액 업사이드가 가장 큰 것은 단연 중국이다. 동사는 덴마크 패션 그룹인 'Bestseller'와 JV 를 맺어 중국 시장을 공략하고 있으며, 제품 디자인과 공급을 더네이처홀딩스가, 현지 마케팅과 유통을 Bestseller 가 담당하고 있다.

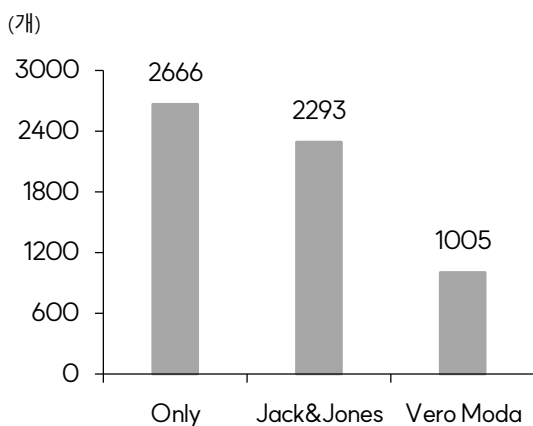
중국 파트너사 'Bestseller'의 중국 사업 경험 높게 평가

당사는 Nat Geo 의 중국 안착 가능성이 높다고 판단한다. 그 근거는 우선 Bestseller 가 파트너로서 갖는 가치가 크기 때문이다. Bestseller 는 1995 년부터 자사 브랜드인 'Vero Moda'를 중국에 진출시켜 '23 년 현재 오프라인 매장 수 약 1,000 개를 보유하고 있으며, 추가로 'Only'와 'Jack&Jones' 브랜드를 포함해 5,000 개 이상의 매장을 중국에서 운영하고 있다. 중국 시장에서 '관시'와 현지화된 마케팅이 중요한 만큼, 30 년 가까이 중국 패션 시장에서 살아남으며 쌓아 온 Bestseller 의 유통과 마케팅 경험의 무형의 가치가 크다고 판단한다.

Nat Geo 오리지널 IP 의 중국에서의 높은 인지도

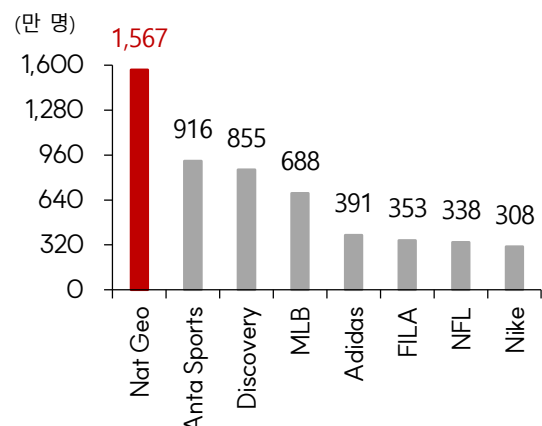
또한 Nat Geo 어패럴의 오리지널 IP 가 중국에서 높은 인지도를 갖고 있다. 중국인 SNS 플랫폼인 '더우인(Douyin)'과 '웨이보(Weibo)'에서 Nat Geo 공식 계정의 합산 팔로워 수는 1,567 만 명으로 중국 1 위 스포츠 브랜드인 Anta Sports 의 916 만 명보다 높다. 라이선스 의류 브랜드의 비즈니스 모델 특성 상 오리지널 IP 의 인지도는 어패럴 브랜드로서의 성공 여부와 밀접한 관련이 있다. 따라서 이는 Nat Geo 어패럴의 중국 패션 시장 안착 가능성을 높이는 요인이다.

Bestseller 주요 브랜드별 중국 매장 수



자료: Baidu Map, SK 증권

브랜드별 더우인, 웨이보 합산 팔로워 수

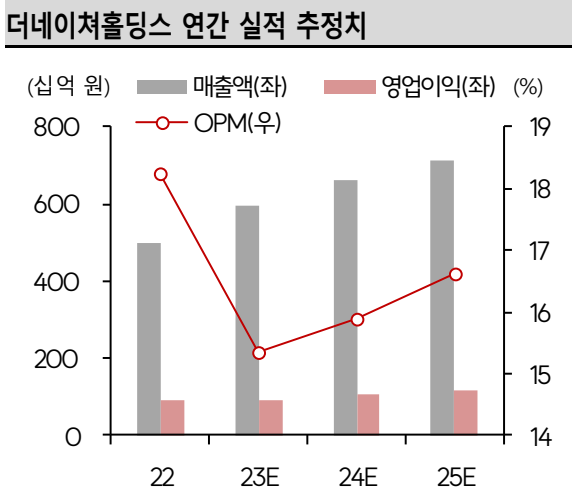


자료: Douyin, Weibo, SK 증권
주. 공식 계정 팔로워 수만 집계했으며 스토어 계정은 제외함

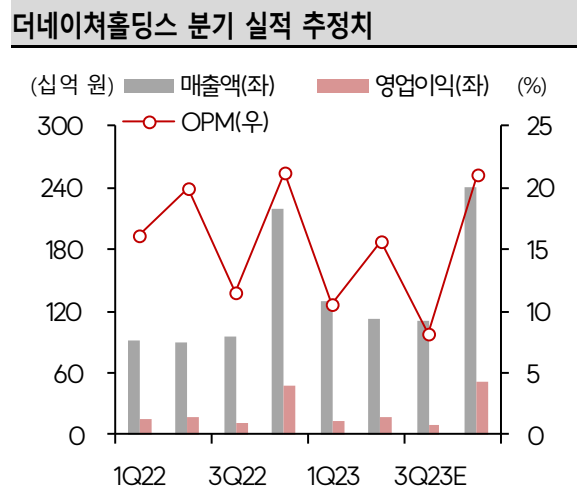
1. 전사 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	92	89	96	221	131	113	111	241	498	596	660	714
/YoY	42	50	84	14	42	27	16	9	34	20	11	8
Nat Geo	88	83	73	206	117	91	78	223	450	509	567	619
Nat Geo 내수	86	82	71	203	110	88	72	215	443	485	513	505
Nat Geo 해외	2	1	2	3	7	3	6	8	7	24	55	115
NFL	4	5	4	6	4	5	3	5	19	17	14	0
마크곤잘레스						1	2	3		5	15	30
BARREL			18	6	8	16	27	8	24	60	58	59
매출총이익	62	63	65	148	84	81	76	165	338	407	458	496
/GPM	68	70	68	67	64	72	68	69	68	68	69	69
영업이익	15	18	11	47	14	18	9	51	91	91	105	119
/OPM	16	20	12	21	11	16	8	21	18	15	16	17

자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

(1) 3Q23 실적 전망

매출액은 증가, 영업이익은 감소 전망	동사의 3Q23 실적은 매출액 1,111억 원(+15.9% YoY), 영업이익 91억 원(-18.3% YoY, OPM 8.2%)으로 추정한다. 브랜드별 매출은 Nat Geo 783억 원(+7.5% YoY), NFL 28억 원(-23.0% YoY), 마크곤잘레스 15억 원, 배럴 273억 원(+50.0% YoY)으로 추정한다.
내수 의류 부진에 의한 실적 부진	3분기에는 경기 침체, 고물가, 해외여행객 증가 등의 영향으로 내수 의류 소비가 부진했으며, 추가적으로 9월달 날씨가 예년보다 더워 간 절기 제품에 대한 소비가 10월로 미뤄지는 효과도 있었다. 동사의 매출 비중이 가장 큰 Nat Geo의 경우 브랜드 성숙기를 지나고 있기 때문에 의류 소비 부진의 영향을 받아 여행용 가방 제품을 제외한 매출액은 556억원으로 전년 동기 대비 약 6% 감소했을 것으로 추정한다. 한편 여행용 가방의 매출액은 해외여행 수요 강세가 지속되고 있어 전년 동기대비 약 40% 증가한 167억원으로 추정한다.
고정비 증가 효과로 인한 영업이익률 하락	3분기 영업이익률은 상반기부터 발생한 비용 증가의 영향으로 전년 동기 대비 하락한 8.2%로 추정한다. 비용 상승의 주요 요인으로는 1) 마크 곤잘레스, 브롬톤, 중국 사업 관련 인력 채용과 2) 물류창고 증설에 따른 감가상각비 증가와 3) Nat Geo의 '컨투어' 신발 제품에 대한 광고비 증가 효과로 분석한다. 또한 홈쇼핑 채널을 주된 유통채널로 하는 여행용 가방 제품의 매출 비중이 증가함에 따른 ASP 하락과 홈쇼핑 지급수수료 증가 효과도 영업이익률 하락에 기여한 것으로 추정한다.

(2) 4Q23 실적 전망

4분기에는 실적 소폭 회복 전망	동사의 4Q23 실적은 매출액 2,407 억 원(+9.1% YoY), 영업이익 507 억 원(+7.9% YoY, OPM21.1%)으로 전망한다. 브랜드별 매출은 Nat Geo 2,227억 원(+8.1% YoY), NFL 48 억 원(-23.7% YoY), 마크 곤잘레스 31억 원, 배럴 81억 원(+30.0% YoY)으로 전망한다.
4분기 의류 소비 업황 반등 전망	4 분기 의류 소비 업황은 1) 반도체 업황 개선, 2) 중국 단체관광 재개, 3) 작년 4 분기 부동산 가격 급락으로 인한 소비 부진의 기저 영향으로 턴어라운드 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 동사의 Nat Geo 국내 매출액은 전년 동기 대비 5.5% 증가한 2,146 억원으로 전망한다.
해외 매출도 작지만 81 억원 인식 전망	또한 하반기에 Nat Geo의 신규매장 출점이 홍콩 1개, 대만 2개, 중국 7개, 호주 4 개가 예정되어 있어 4 분기부터 신규 매장 출점에 따른 해외 매출 증가를 전망하며, 4분기 Nat Geo 해외 매출(직영과 홀세일 합산)을 전년 동기 26 억원 대비 55 억원 증가한 81 억원으로 전망한다.

3. 목표주가 산정 및 투자 의견

더네이쳐홀딩스 목표주가 30,000 원, 투자 의견 '매수' 제시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 추정치인 4,887 원에 Target PER 6.1 배를 적용해 산출했다.

주가 부진의 원인은 1) 해외사업 전개 속도와, 2) 비용 증가

동사의 12 개월 선행 PER 은 당사 추정치 기준 4.1 배로, 국내 의류 업종 지수의 멀티플인 5.7 배에 한참 못 미친다. 멀티플이 절대적으로나 상대적으로나 낮은 이유는 1) 국내 의류 업황이 부진한 가운데 해외 진출 속도가 시장이 기대한 바에 미치지 못했다는 점과, 2) 상반기 실적을 통해 신사업 추진을 위한 비용 증가가 확인돼 수익성에 대한 우려가 주가에 반영되었기 때문으로 분석한다. 하지만 동사의 해외시장, 특히 중국 진출이 올해 하반기부터 본격화 되었다는 점에서 현재 주가는 저평가 상태라고 판단한다.

당사는 F&F 의 주가에 중국 진출 모멘텀이 반영되던 '19~'20 년 평균 12 개월 선행 PER 인 12.5 배와, 힐라홀딩스의 주가에 미국 수출 모멘텀이 반영되던 '18~'19 년의 11.9 배의 평균인 12.2 배를 동사의 Target PER 의 기준점으로 삼았다. 다만 1) 국고채 3 년물을 기준으로 당시 금리가 평균 1.5% 수준이었던 것에 비해 현재는 4.1%로, 이는 자기자본비용 증가에 따른 멀티플 할인 요소라는 점과, 2) 신사업을 위한 인건비 등 고정비 증가에 따른 단기 실적 부담, 3) 중국의 매장 운영 방식이 직영 운영이므로 대리상이나 파트너사를 통한 홀세일 방식을 선택했던 F&F 와 힐라홀딩스에 비해 사업리스크가 더 크다는 점을 근거로 밸류에이션 멀티플을 50% 할인해 6.1 배를 적용했다.

더네이쳐홀딩스 목표주가 산정 테이블

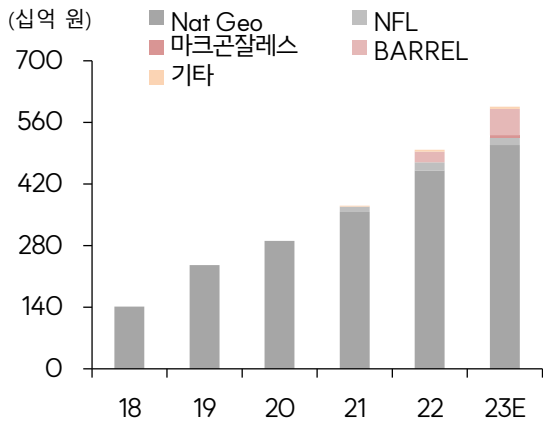
항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	74.5	
상장주식 수	주	(B)	15,237,270	
12MF EPS	원	(C)	4,887	(A)/(B)
Target PER	배	(D)	6.1	
목표주가	원	(E)	30,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	21,000	
업사이드	%	(G)	42.9	(E)/(F)-1

자료: SK 증권 추정

4. 사업 현황

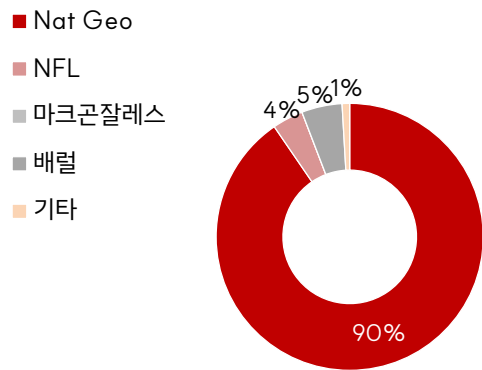
더네이처홀딩스는 해외 유명 IP 를 라이선스한 의류 브랜드의 국내외 운영을 주된 사업으로 영위하고 있으며, National Geographic(캐주얼 아웃도어 및 여행용가방), Mark Gonzales(스트릿 캐주얼), NFL(스트릿 캐주얼)을 주요 브랜드로 전개 중이다. 추가로 '22 년 7 월에 인수한 Barrel(스вим웨어 및 용품)의 사업도 운영하고 있으며, '23년 7월부서는 Brompton(컨템포러리)을 런칭해 운영 중이다.

더네이처홀딩스 브랜드별 매출 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

더네이처홀딩스 브랜드별 매출 비중('22)



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

National Geographic 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

Mark Gonzales 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

Brompton 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

NFL 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

(1) 내셔널지오그래픽 어패럴 국내

Nat Geo '13년 런칭, '15년부터 어패럴 시작

동사는 미국의 월트 디즈니가 보유한 "National Geographic"(이하 Nat Geo)의 IP를 라이선스 해 2013년 한국에 브랜드를 런칭했다. 사업 초기에는 여행용 캐리어와 가방 제품만 판매하다가 2015년부터 어패럴 제품까지 확장했으며, 이 때를 기점으로 내셔널지오그래픽의 국내 매출이 폭발적으로 성장해왔다.

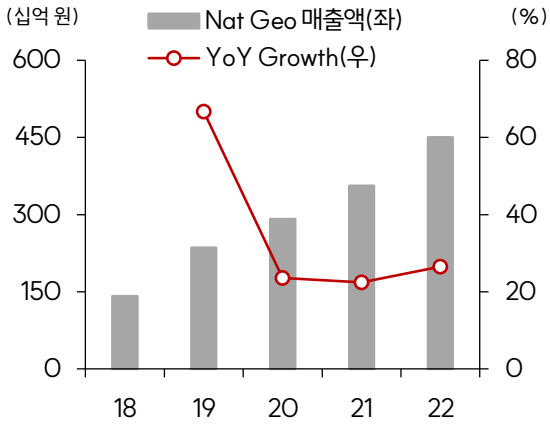
오리지널 IP의 정체성을 담은 디자인

Nat Geo는 자연을 주제로 한 다큐멘터리로 대중에게 익숙한 IP를 활용해 바람막이, 패딩 등 아웃도어 의류 제품을 주력으로 판매하고 있다. 다만 정통 아웃도어 브랜드와는 다르게 '기능성'이라는 아웃도어 의류의 장점은 취하면서도 일상 영역에서 입을 수 있을 만한 캐주얼한 디자인을 적용한 것이 차별점이다.

추가적인 성장보다는 브랜드력 유지에 집중할 것

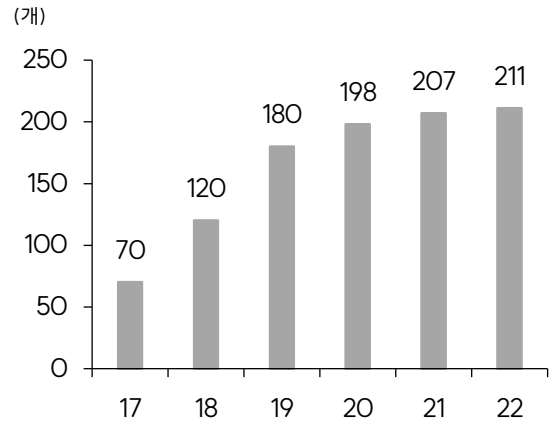
Nat Geo 매장은 '18년 10월 100개에서 '20년 말 200개로 증가했으며, '23년 10월 현재 기준 국내 매장 수는 211개로 이제는 브랜드 성숙기에 진입한 것으로 판단한다. 따라서 향후 Nat Geo의 내수 매출은 현재의 매출액 규모에서 안정적인 수준으로 유지될 것으로 전망하며, 추가적인 브랜드 확장보다는 브랜드력 유지를 위해서 꾸준한 제품 개발과 마케팅에 집중할 것으로 본다.

연도별 Nat Geo 매출 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

연도별 Nat Geo 성인 국내 매장 수 추이



자료: 언론보도, 전자공시시스템, SK 증권

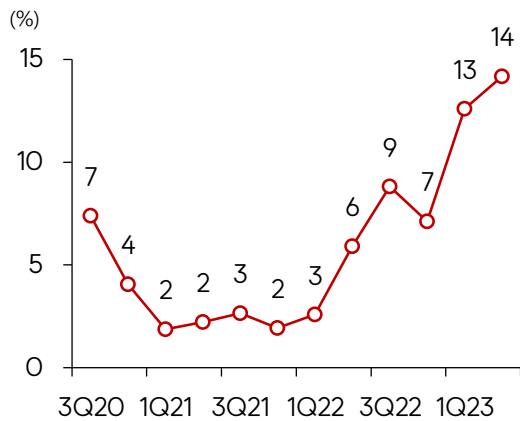
해외여행 수요 회복으로 여행용 가방 매출 증가

여행용 가방도 Nat Geo 국내 부문의 주력 제품이다('19년 매출 비중 20%). 코로나 19 팬데믹 이후로 해외여행이 제한되면서 Nat Geo의 여행용 가방 매출도 '19년 471억 원에서 '21년 71억 원으로 감소했으나, 해외여행 수요가 다시 회복되기 시작하면서 여행용 가방 매출은 2Q22부터 본격적으로 회복되기 시작했다. 당사는 올해 동사의 여행용 가방 제품 매출액을 646억 원으로 전망('22년 336억 원)하는데, 올해 연말까지 해외여행 수요가 코로나 19 이전 수준으로 완전히 회복할 것으로 보며, 따라서 내년부터는 매출액이 평년 수준으로 감소할 것이다.

1Q23, 2Q23 이익률 부진의 원인

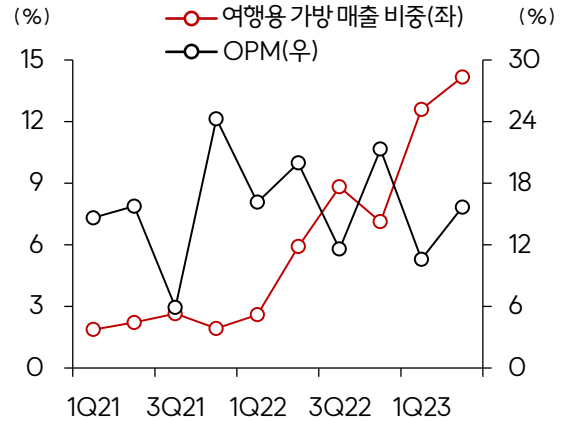
동사의 영업이익률은 올해 들어 1분기(1Q22 16.1% → 1Q23 10.6%)와 2분기(2Q22 20.0% → 2Q23 15.7%) 모두 전년 동기 대비 부진했는데 이는 환율과 제품 믹스 효과 때문이다. 작년에 비해 올해는 내국인의 해외여행 수요가 급격히 회복되면서 Nat Geo의 여행용 캐리어 제품 매출 비중이 크게 증가했다(1Q22 2.6% → 2Q22 12.6% / 2Q22 5.9% → 2Q23 14.2%). 캐리어 제품의 경우 위탁생산 대금을 달러로 지급하는데, 4Q22 강 달러 시점에 매입한 제품 원가가 1Q23에 매출을 인식하면서 반영되었으며, 캐리어 제품은 주요 판매채널이 홈쇼핑인데, 홈쇼핑의 경우 납품 단가가 타 채널 대비 낮고, 위탁판매 수수료가 높아 영업이익률의 감소 효과가 있었기 때문이다.

분기별 여행용캐리어 매출 비중



자료: 전자공시시스템, SK 증권

여행용 가방 매출 비중 증가에 따른 OPM 변화



자료: 언론보도, 전자공시시스템, SK 증권

(2) 내셔널지오그래픽 어패럴 해외

그 동안 예상보다 더뎠던 해외 진출 속도

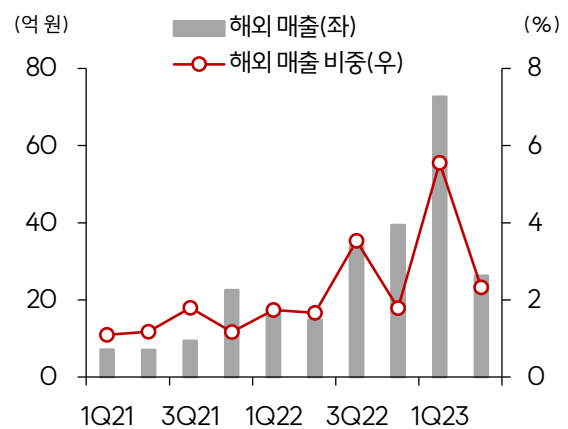
'23년 현재 Nat Geo 가 진출한 해외 국가는 홍콩, 대만, 중국, 호주이며, 향후 진출 예정인 국가는 일본, 싱가포르, 말레이시아, 태국이 있다. '19년 8월 처음 진출한 홍콩을 제외하면 다른 국가에서의 브랜드 전개는 코로나 19 팬데믹으로 인해 다소 더뎠으며, 동사의 수출과 해외 합산 매출액은 '21년 약 46억원, '22년 90억원으로 전체 실적에서 차지하는 비중도 미미했다.

국가별 더네이처홀딩스 진출 현황

국가	진출시기	진출방식	파트너사
홍콩	'19.08	직진출	-
대만	'23.04	직진출	-
호주	'23.05	홀세일	Alquemie
중국	'23.04	JV	Bestseller

자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

더네이처홀딩스 해외매출 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

<p>이제부터 본격화될 해외 진출</p>	<p>코로나 19 팬데믹이 진정된 '23년부터 동사는 다시 본격적으로 해외 진출에 시동을 걸고 있다. 인구 수와 소비자의 구매력을 고려했을 때 가장 주목할 만한 국가는 단연 중국으로, 동사는 올해 5월 덴마크의 "Bestseller"사와 JV를 맺어 더네이처홀딩스는 제품 공급을, Bestseller는 중국 현지 유통과 마케팅을 담당하게 되었다.</p>
<p>중국 최대 매출 가능 금액 6,300억 원으로 추정</p>	<p>8월에 중국 현지 JV 설립과 관련된 행정절차가 마무리되었으며 동사는 올해 연말까지 중국에 7개 매장을 출점할 계획이다. 중국 내 목표 매장 수는 600개(직영 150개, 대리점 450개)로 제시했으며, 매장 당 매출액 15억 원을 가장하면 연간 약 9,000억 원의 소매 매출 효과가 있을 것으로 추정한다. 대리점의 경우 도매 매출로 인식된다는 점을 고려하면 동사가 최대로 인식 가능한 연간 매출액은 6,300억 원으로 가능해볼 수 있다.</p>
<p>홍콩 최대 매출 가능 금액 156억 원으로 추정</p>	<p>홍콩의 경우 동사의 해외법인인 The Nature APAC을 통해 직접 매장을 운영하고 있으며 '19년 8월에 1호점 출점을 시작으로 '23년 9월 말 기준 9개의 매장을 운영하고 있다. 동사는 홍콩 내 최종 매장 목표치를 12개로 제시하고 있으며, 내년 2~3개의 매장 출점이 예정되어 있어 내년 말까지 목표치에 도달할 것으로 전망한다. 점포당 연간 매출액을 현재 수준인 13억 원으로 가정하면 최종적으로 연간 156억 원의 매출 효과가 있을 것으로 추정한다.</p>
<p>대만 최대 매출 가능 금액 325억 원으로 추정</p>	<p>대만의 경우 기존에 현지 유통 파트너사에 홀세일 방식으로 제품을 납품하는 사업을 전개하고 있었으나, 4월부터는 동사의 대만 현지법인인 'The Nature Taiwan'을 통해 브랜드를 직접 전개하는 방식으로 전환했다. 올해 4월에 첫 대만 직영 매장을 오픈했으며 '23년 9월 말 기준 타이중, 타이페이, 가오슝 지역에 총 3개 매장을 운영 중이다. 동사는 대만 최종 매장 목표치를 25개로 제시하고 있으며, 내년부터 공격적으로 매장을 늘려갈 계획이다. 점포당 연간 매출액을 홍콩과 동일한 13억 원으로 가정하면 연간 325억 원의 매출 효과가 있을 것으로 추정한다.</p>
<p>호주 최대 매출 가능 금액 240~360억 원으로 추정</p>	<p>호주의 경우 '22년 5월에 소매업 전문 사모 투자회사인 'ACTA Capital'에 소속된 'Alquemi'와 파트너십을 체결해 현지에 홀세일 형식으로 제품을 납품하고 있다. '23년 9월 말 현재 호주 내 Nat Geo 매장 수는 4개로, ACTA Capital의 CEO인 Richard Facioni는 언론과의 인터뷰에서 향후 Nat Geo 최종 매장 목표치를 약 20~30개로 제시했다. 점포당 연간 매출액을 20억 원으로 가정하면 향후 연간 400~600억 원의 소매 매출이 예상되며 동사가 인식할 도매 매출은 소매업체의 마진을 감안해 약 240~360억 원 수준으로 추정한다.</p>

Nat Geo 국가별 목표 매장 수 및 매출 전망치 정리

국가	목표 매장 수	점포당 매출 추정치	목표 연간 소매 매출 추정치
홍콩	12	13억 원	156억 원
대만	25	13억 원	325억 원
호주	30	20억 원	600억 원
중국	600	15억 원	9,000조 원

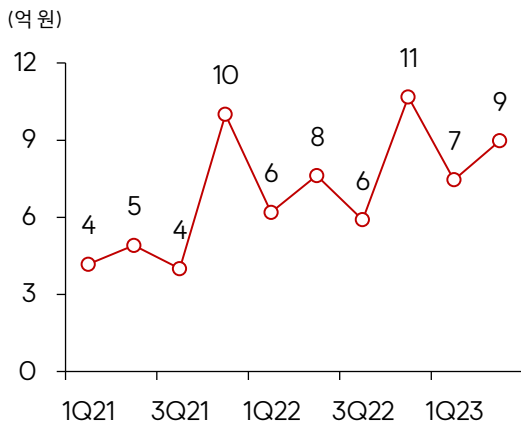
자료: 더네이처홀딩스, 언론 보도, SK증권 추정

(3) NFL

NFL은 다소 부진한 흐름 이어지고 있음

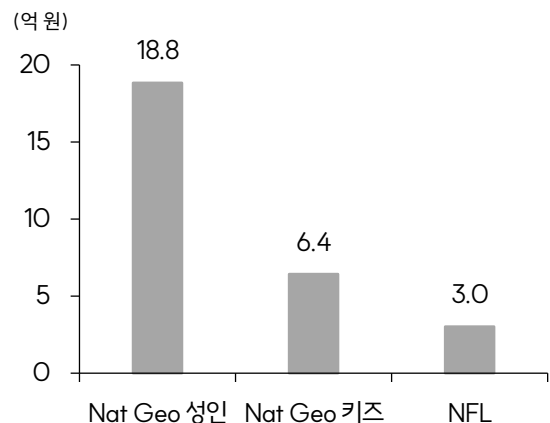
NFL은 미국의 프로 미식축구 협회인 'National Football League'의 IP를 라이선스한 의류 브랜드로, 스트리트 캐주얼 디자인의 의류를 주로 판매하고 있다. '22년 기준 브랜드 매출액은 186억 원(+51.2% YoY)을 기록했고, '23년 10월 현재 국내 매장수는 47개다. 2OS/S 시즌에 런칭해 올해로 4년차인 NFL은 아직까지 다소 아쉬운 성과를 보이고 있다. NFL의 '22년 기준 점포당 매출액은 3억 원으로, 18.8억 원인 Nat Geo 성인 매장에 한참 못 미치며, 6.4억 원인 Nat Geo 키즈 매장보다도 낮다.

NFL 점포당 매출 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK증권

더네이처홀딩스 브랜드별 점포당 매출 비교

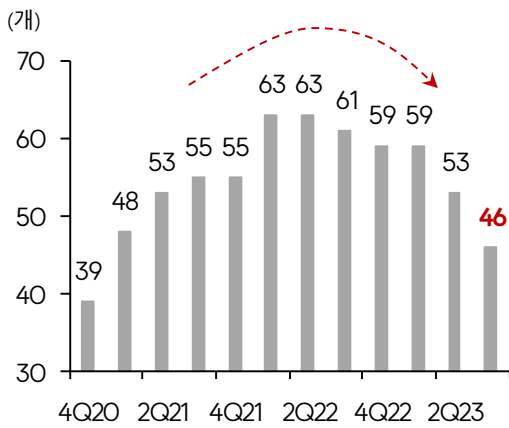


자료: 더네이처홀딩스, 전자공시시스템, SK증권

브랜드 확장보다는 정리 중인 것으로 추정

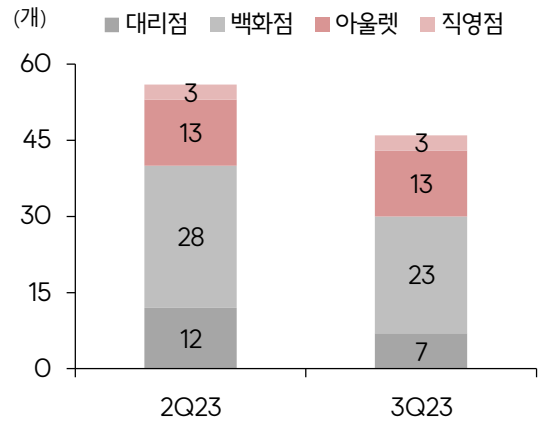
따라서 동사가 NFL 의 브랜드 확장보다는 수익성 중심으로 사업을 운영 중인 것으로 분석한다. 실제로 동사는 3Q22에 63개였던 매장 수를 '23년 10월 현재 46개로 축소해 매출이 부진한 대리점과 백화점을 중심으로 매장을 정리했다. 앞으로도 수익성 중심의 브랜드 운영을 지속할 것으로 전망하며, 브랜드에 대한 소비자의 반응이 개선되지 않을 경우, 라이선스 계약 만료 시점인 2025년 3월에 재계약을 하지 않고 브랜드를 정리할 가능성도 있다고 판단한다.

NFL 국내 매장 수 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

NFL 유통채널별 매장 수 추이('23.10.17 기준)



자료: NFL, SK 증권

(4) 마크 곤잘레스

마크 곤잘레스, 아직 오프라인
출점은 미진

마크 곤잘레스는 미국의 스케이트보드디자이너 아트 디렉터의 이름이며, 동사는 그의 서명과 로고를 라이선스해 국내에서 스트릿 캐주얼 의류 브랜드를 전개 중이다. '22년 1월 미국 본사와 라이선스 계약을 체결했으며, 그로부터 약 1년이 지난 23S/S 시즌에 브랜드를 런칭했다. '23년 10월 현재 기준 성수동 팝업매장을 운영 중이며, 아직 오프라인 매장 출점은 미진한 상황이다.

출점이 더딘 이유는 상표권 분쟁
때문

당사는 브랜드 전개 속도가 다소 더딘 이유는 마크 곤잘레스의 상표권 분쟁 때문으로 본다. '11년부터 '21년까지는 일본의 '사쿠라' 그룹이 마크 곤잘레스로부터 라이선스해 아시아지역 판권을 보유하고 있었다. 그리고 국내 의류 업체인 '비케이브'가 사쿠라 그룹으로부터 한국 판권을 다시 라이선스해 '17년부터 국내에서 브랜드를 전개해왔다. 하지만 '21년에 라이선스 계약이 만료되었음에도 사쿠라 그룹은 별도의 마크 곤잘레스 마크와 로고를 상표등록해 비케이브에 한국 지역 판권을 라이선스했고, 비케이브는 '22년부터 브랜드명을 '와릿이즌'으로 바꿨으나 마크 곤잘레스의 시그니처 로고를 여전히 사용 중이다.

11월 중으로 소송 결과가 나올 것

이에 마크 곤잘레스 미국 본사는 '21년 11월 일본 사쿠라 인터내셔널을 상대로 상표등록 무효 소송을 제기했고, 특허심판원은 '22년 6월과 8월 각각 마크 곤잘레스의 서명과 로고에 대한 사쿠라의 상표 등록 무효 판결을 내렸다. 이를 바탕으로 올해 11월에는 저작권 침해 금지 소송 1심이 예정되어 있다. 저작권 침해 금지 소송에서도 승소할 경우 비케이브는 더 이상 마크 곤잘레스의 로고를 사용할 수 없게 된다.

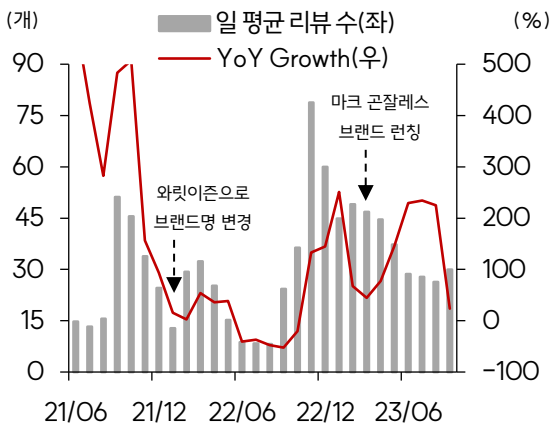
와릿이즌의 오프라인 선점으로
상표권 분쟁 마무리 전까지
오프라인 출점은 더딜 것

소송이 마무리될 때까지 동사는 서로 다른 브랜드임에도 비케이브의 '와릿이즌'과 브랜드 로고를 공유하는 불편한 동거를 해야 한다. 와릿이즌이 마크 곤잘레스의 로고를 사용하는 한, 와릿이즌으로 인해 소비자의 소비가 분산되는 효과가 불가피할 것으로 보인다. 또한 가장 큰 문제는 와릿이즌이 이미 주요 유통 채널에 매장을 운영 중이라는 점이다. 와릿이즌은 '17년부터 브랜드를 운영해 왔던 만큼, 전국 34개 백화점에 입점해 있으며, 이 중 19개가 서울과 경기도에 위치하고 있다. 서울과 경기도의 백화점 수가 50개인 점과, 통상적으로 "백화점 → 복합쇼핑몰과 아울렛 → 대리점" 순으로 매장이 늘려가는 것이 정석적인 유통채널 확장 방식인 점을 고려하면, 동사의 마크 곤잘레스는 소송이 마무리되기 전까지 공격적인 오프라인 출점이 어려울 것으로 분석한다.

마크 곤잘레스 런칭에도
와릿이즌의 매출 호조 지속

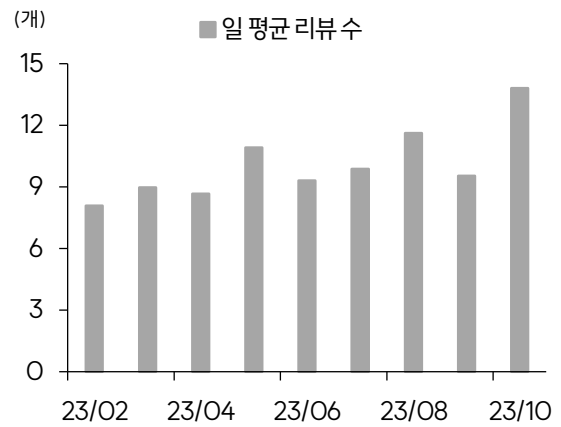
와릿이즌은 '17년부터 마크 곤잘레스의 마크와 로고를 사용해 브랜드를 전개했다. 이미 6년 가까이 브랜드를 운영해 왔기 때문에 소비자들의 수요를 선점하고 있으며, 마크 곤잘레스의 로고를 그대로 사용하고 있기 때문에 브랜드명을 바꿨음에도 그 선점 효과가 지속되고 있는 것으로 파악한다. 무신사의 제품별 리뷰 수를 종합해본 결과 브랜드명을 바꾸기 전과 후를 비교해 봤을 때 브랜드명 변경으로 인한 소비자 이탈 효과는 단기간에 그쳤던 것으로 보인다.

'와릿이즌' 무신사 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK증권

'마크 곤잘레스' 무신사 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK증권

앞으로 소송이 마무리될 때까지 마크 곤잘레스와 와릿이즌 모두 공격적으로 사업을 전개하기보다는 현 수준에서 지지부진할 가능성이 높다고 본다. 비케이브 입장에서는 저작권 침해 소송에서 패소할 경우 더 이상 브랜드를 전개할 수 없는 리스크에 노출되어 있고, 그런 리스크를 떠안고 비케이브가 브랜드 확장에 과감한 투자를 하기 어렵다고 판단하기 때문이다. 또한 더네이쳐홀딩스의 입장에서도, 와릿이즌과 굳이 경쟁하면서 브랜드를 공격적으로 전개하기 보다는, 상표권 문제가 깨끗하게 정리된 이후에 브랜드를 전개하고 싶을 것이라고 판단한다.

5. 투자 포인트: 해외 진출 모멘텀(feat. 중국)

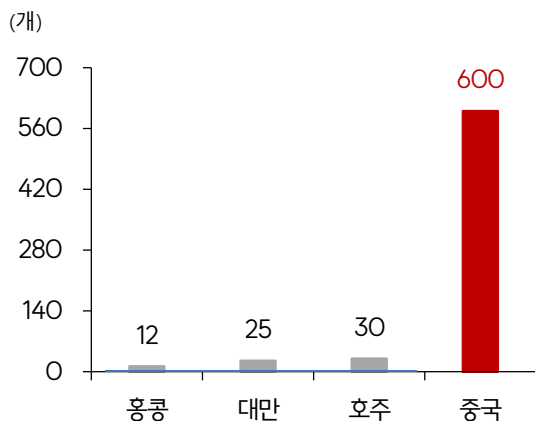
당사는 더네이처홀딩스의 투자포인트가 Nat Geo의 중국 진출 모멘텀에 있다고 판단하며, 그 이유는 1) 중국이 동사 주가 업사이드에 있어 중요하고, 2) 중국 브랜드 전개의 성공 가능성을 높게 보기 때문이다.

1) 중국이 중요한 이유: Nat Geo는 현재 중국 뿐만 아니라 대만, 홍콩, 호주에서도 브랜드를 전개 중이다. 하지만 중국을 가장 중요하게 보는 이유는 매출의 업사이드가 타 국가보다 훨씬 높기 때문이다. 동사가 목표로 하고 있는 국가별 매장 수는 대만 25개, 홍콩 12개, 호주 30개다. 국가별 점포당 매출액을 현재 해외 법인 매출액을 이용해 추정한 홍콩 13억, 대만 13억, 호주 20억원으로 가정하면 세 국가 합산 연간 매출액은 업사이드는 연간 약 841억원으로 추정된다(호주는 홀세일 매출로, 소매 매출액의 60%로 가정).

해외 국가 중 중국이 매출액 업사이드 측면에서 가장 중요

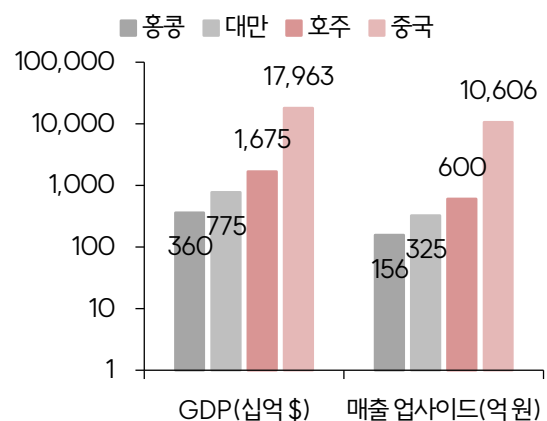
반면 중국의 경우 인구와 경제 규모 측면에서 타 국가와 체급이 다르다. 홍콩, 대만, 호주의 매출액 업사이드와 각 국가의 GDP 규모를 토대로 중국에서의 소매 매출액 업사이드를 추정하면 약 1조원 이상이 될 것으로 본다. 도매가격 기준으로는 약 6천억원 수준이 될 것이며, 그 금액은 현재 더네이처홀딩스의 연간 매출액을 상회한다. 따라서 중국 진출 성공 여부가 앞으로 더네이처홀딩스의 실적과 주가의 업사이드를 결정하는 가장 중요한 요소가 될 것이다.

Nat Geo 국가별 최대 매장 수 추정치



자료: 더네이처홀딩스, 언론보도, SK증권 추정

국가별 GDP로 추정한 Nat Geo 매출 업사이드



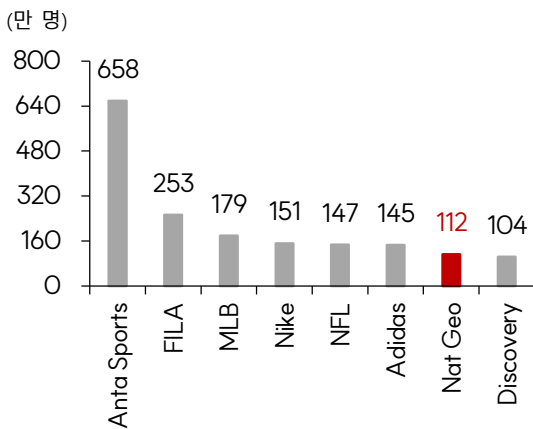
자료: World Bank, SK증권 추정

2) Nat Geo 중국 사업을 좋게 보는 이유: 당사는 Nat Geo 의 중국 진출 성공 가능성을 높게 보고 있으며, 가장 큰 근거는 의류 브랜드 사업에서 중요한 팩터인 1) 브랜드와 제품, 2) 마케팅과 유통 측면에서 Nat Geo 가 유리한 포지션에 있다고 판단하기 때문이다.

Nat Geo 의 중국에서의 인지도는 높은 것으로 분석

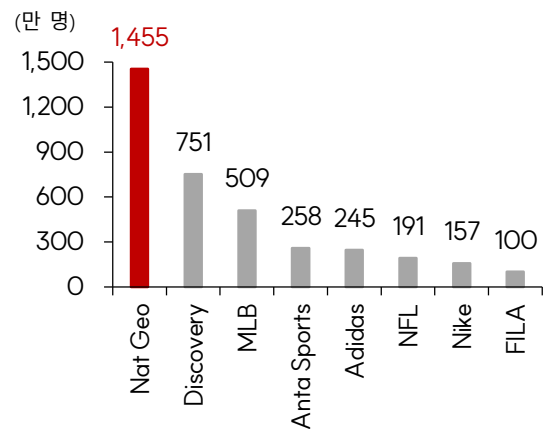
① 브랜드와 제품: Nat Geo 가 브랜드로서 가진 장점은 대중성과 인지도다. 주로 자연을 소재로 다큐멘터리를 제작하고 방송하는 Nat Geo 의 브랜드명과, 노란색 테두리를 가진 네모난 로고는 평소에 다큐멘터리에 관심이 없는 사람이라도 한 번쯤 보고, 들어봤을 것이다. 실제로 Nat Geo 의 인스타그램 팔로워 수는 2.8 억 명으로 나이키의 3 억 명에 근접할 정도로 글로벌 인지도가 높다. 중국 내 인지도로 한정해 보면, Nat Geo 의 더우인과 웨이보 합산 팔로워 수는 1,566 만 명으로, 의류 브랜드와 단순 비교는 어려우나 중국 1 위 스포츠웨어 브랜드인 Anta Sports 가 916 만 명, FILA 가 352 만 명인 것에 비하면 훨씬 높은 수준이다.

Douyin 주요 패션 및 스포츠 계정 팔로워 수



자료: Douyin, SK 증권
주) 플래그십 스토어 계정 제외 / MLB 는 의류가 아닌 스포츠 채널

Weibo 주요 패션 및 스포츠 계정 팔로워 수



자료: Weibo, SK 증권
주) 플래그십 스토어 계정 제외 / MLB 는 의류가 아닌 스포츠 채널

따라서 더네이처홀딩스는 이미 중국 대중의 인식 속에 자리잡은 Nat Geo 의 “자연”, “탐험”, “아웃도어”, “여행” 등의 이미지를 제품에 녹여 내기만 하면 된다. 브랜드 이미지 구축을 위해 투자해야 하는 수많은 돈과 시간을 절약할 수 있는 셈이며, 이는 라이선스 브랜드 의류 사업이 지닌 가장 큰 장점이다. 이미 한국에서의 브랜드 성공 사례가 있기 때문에 Nat Geo 브랜드 이미지의 의류로의 전이는 어렵지 않을 것으로 판단한다.

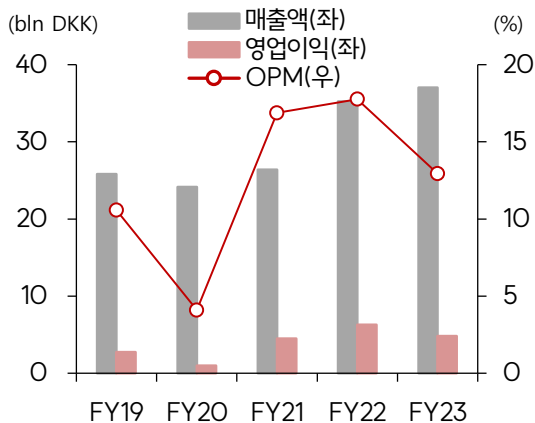
중국 파트너사인 'Bestseller'의
가치 높게 평가

② **마케팅과 유통:** 동사의 중국 사업에서 마케팅과 유통을 담당하는 건 현지 파트너사인 Bestseller 다. Bestseller 는 덴마크에 본사를 둔 패션 브랜드 기업이며, 회계연도 23 년 연간 매출액 370 억 덴마크 크로네(한화 약 7 조 원)의 대형 패션 기업이다. 중국 현지 업체가 아닌, 덴마크 업체를 파트너로 선정한 것에 다소 의문이 들 수 있겠으나, 당사는 Bestseller 가 아주 오래 전부터 중국에서 브랜드를 성공적으로 운영한 경험이 있어, 중국 현지 업체 못지 않은 경험과 노하우를 가진 기업이라고 평가한다.

오랜 중국 사업 경험과, 전국 유통
네트워크 보유

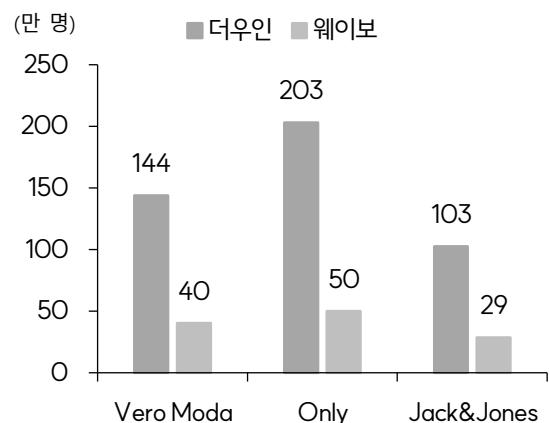
Bestseller 는 1995 년 자사 브랜드인 "Vero Moda"의 중국 진출 이후 약 30 년 가까이 브랜드를 유지하고 있으며, 현재는 자사 브랜드인 "Vero Moda", "Only", "Jack&Jones"와 함께 수탁 운영 브랜드인 "J.Lindeberg"를 포함해 총 4 개 브랜드를 중국에서 운영하고 있다. 오랜 시간 중국에서 브랜드를 운영해 온 노하우를 갖고 있고, 중국 내에 5,000 개가 넘는 매장을 운영하고 있어 현지 유통망도 충분히 확보하고 있다는 점에서 Nat Geo 의 중국 진출에 힘을 실어줄 것이라고 판단한다.

Bestseller 연간 실적 추이



자료: Bestseller, SK 증권

Bestseller 주요 브랜드 중국 SNS 팔로워 수

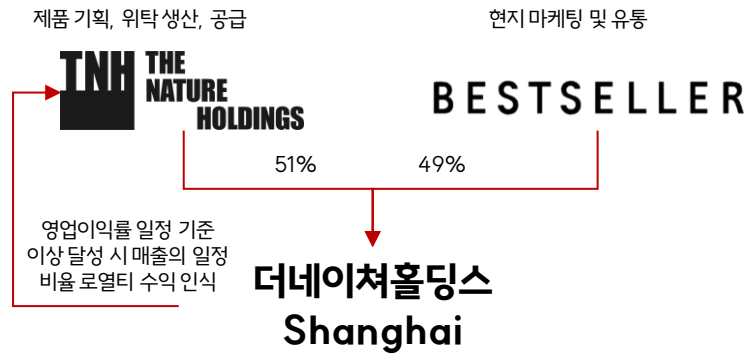


자료: Douyin, Weibo, SK 증권

Bestseller와의 JV 계약 구조

Bestseller 와 동사가 설립한 합작법인 “The Nature Shanghai”의 지분은 더네이처홀딩스가 51%, Bestseller 가 49%를 출자했으며, 합작법인의 실적은 동사의 연결기준 실적에 반영된다. 또한 동사는 제품 디자인을 제공하는 대가로 Bestseller 로부터 합작법인 매출액의 일정 비율을 수수료로 수취한다. 합작법인 실적이 연결로 인식된다는 점을 제외하면 FILA 가 중국 안타 스포츠와 합작해 중국에 진출한 방식과 매우 유사한 구조다.

더네이처홀딩스와 Bestseller의 JV 계약 구조



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

중국 진출 초반에는 직영 위주로 출점, 매장 증가 속도가 대리상 보다 느릴 것

Nat Geo 보다 일찍이 중국에 진출한 한국의 타 브랜드의 경우 중국 직진출과 동시에 대리상을 통해서 매장을 빠르게 늘려가며 브랜드가 급속도로 성장했다. 따라서 동사의 중국 진출과 관련해서도 과거 사례와 유사한 브랜드 전개 속도를 기대하는 투자자도 있을 것이다. 하지만 동사가 중국에서 빠르게 매장을 늘리며 공격적으로 브랜드를 전개하지 않고, 보수적으로 천천히 전개할 계획을 갖고 있음을 고려해야 할 필요가 있다.

매장이 빠르게 늘어나지 않을 것이라고 생각하는 이유는 1) Nat Geo 가 어떠한 브랜드로서는 아직 중국 소비자들에게 검증받지 않았고, 2) Nat Geo 가 중국 내에서 오랜 기간 살아남을 수 있는 브랜드가 되기 위해, 브랜드 이미지가 빠르게 소모되지 않기를 동사가 원하기 때문이라고 분석한다.

중국 내 매장 수 600개 목표치 제시, 이 중에서 150개가 직영점

이에 따라 대리상을 통해 매장을 빠르게 늘려갔던 타 브랜드의 사례와 달리, 동사는 사업 초기에는 직영점 위주로 매장을 오픈할 계획이며, 빠르면 '24년 말에 대리상을 통한 홀세일 사업에 나설 계획이다. 동사는 중국 내 매장 목표치를 600개로 제시했으며, 이 중 직영점이 150개, 대리상의 매장을 450개로 제시했다. '23년 9월에 난징, 베이징, 상하이에 총 3개 매장을 오픈했으며, 연말까지 총 7개 매장 오픈을 계획 중이다.

Nat Geo 중국 매장 오픈 현황 및 계획

현황	날짜	지역	쇼핑몰
출점 완료	2023-09-29	베이징	Hopson
출점 완료	2023-09-28	상하이	Grand Gateway 66
출점 완료	2023-09-09	난징	Deji Plaza
출점 예정	2023년 10월	베이징	Sanlitun Taikoo Li
출점 예정	2023년 10월	베이징	Xidan Joycity
출점 예정	2023년 11월	상하이	MixC
출점 예정	2023년 12월	베이징	Chaoyang Joycity

자료: 더네이처홀딩스, SK증권

Nat Geo의 중국 내에서의 성장성 긍정적으로 평가

아직은 브랜드 진출 초기 단계로, 이제 막 직영 매장을 본격적으로 늘려가고 있기 때문에 중국 사업이 당장 다음 분기부터 유의미한 실적으로 나타나기는 어려울 것이라고 판단한다. 다만 1) Bestseller가 파트너사로서 중국 사업과 관련한 충분한 역량을 갖고 있다는 점과, 2) 디즈니가 Nat Geo 어패럴의 성장에 도움을 주고 있다는 점과, 3) 오리지널 IP인 Nat Geo의 인지도가 중국 내에서 높다는 점을 근거로 향후 중국 내에서의 성장성을 긍정적으로 평가한다.

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	200	247	310	397	491
현금및현금성자산	58	29	78	140	213
매출채권 및 기타채권	32	54	59	65	71
재고자산	82	137	150	166	179
비유동자산	178	320	335	348	360
장기금융자산	5	6	7	7	7
유형자산	162	190	207	217	226
무형자산	2	80	80	79	79
자산총계	378	567	645	745	850
유동부채	116	223	241	266	286
단기금융부채	53	146	160	177	191
매입채무 및 기타채무	40	46	65	72	78
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	24	21	22	24
장기금융부채	41	13	9	9	9
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	2
부채총계	158	248	262	288	310
지배주주지분	220	287	342	411	490
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	89	89	91	91	91
기타자본구성요소	2	4	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	122	187	246	315	394
비지배주주지분	0	33	41	46	51
자본총계	220	320	383	457	541
부채외자본총계	378	567	645	745	850

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	41	37	63	81	95
당기순이익(손실)	58	69	68	80	90
비현금성항목등	23	33	37	39	44
유형자산감가상각비	7	10	13	15	16
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타	16	23	23	24	28
운전자본감소(증가)	-22	-53	-12	-14	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-18	-5	-6	-5
재고자산의감소(증가)	-23	-38	-11	-16	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	13	4	7	7	6
기타	-4	-1	-3	2	1
법인세납부	-18	-13	-27	-22	-27
투자활동현금흐름	-115	-104	-30	-31	-30
금융자산의감소(증가)	-29	4	-2	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-86	-20	-30	-25	-25
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-1	0	0
기타	0	-85	3	-3	-3
재무활동현금흐름	47	24	-2	11	8
단기금융부채의증가(감소)	47	43	8	17	14
장기금융부채의증가(감소)	3	-14	-2	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	2	0	0
배당금지급	-3	-3	-6	-6	-6
기타	-1	-3	-5	0	-0
현금의 증가(감소)	-27	-29	50	61	73
기초현금	85	58	29	78	140
기말현금	58	29	78	140	213
FCF	-44	16	33	56	70

자료 : 더네이처홀딩스, SK증권

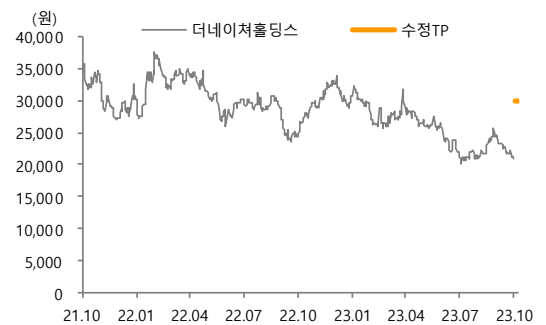
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	370	498	596	660	714
매출원가	114	159	189	202	218
매출총이익	257	338	407	458	496
매출총이익률(%)	69.3	68.0	68.3	69.3	69.5
판매비와 관리비	188	248	315	353	377
영업이익	69	91	91	105	119
영업이익률(%)	18.6	18.2	15.3	15.9	16.6
비영업손익	3	-3	-0	-2	-2
순금융손익	-1	-2	-5	-2	-2
외환관련손익	0	1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	-1	1	0	0
세전계속사업이익	72	88	91	103	116
세전계속사업이익률(%)	19.5	17.7	15.3	15.5	16.3
계속사업법인세	14	19	23	22	27
계속사업이익	58	69	68	80	90
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	58	69	68	80	90
순이익률(%)	15.7	13.9	11.5	12.1	12.6
지배주주	58	69	64	75	85
지배주주귀속 순이익률(%)	15.7	13.8	10.8	11.4	11.8
비지배주주	-0	1	4	5	5
총포괄이익	58	69	68	80	90
지배주주	58	68	64	75	84
비지배주주	-0	1	4	5	5
EBITDA	76	102	105	120	135

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	26.3	34.4	19.6	10.9	8.1
영업이익	26.5	31.8	0.6	15.0	13.0
세전계속사업이익	33.9	22.3	3.1	12.7	13.4
EBITDA	27.4	33.6	3.6	14.3	12.4
EPS	52.1	13.3	-7.4	17.4	12.1
수익성 (%)					
ROA	18.4	14.7	11.3	11.5	11.3
ROE	30.4	27.1	20.4	20.0	18.8
EBITDA마진	20.5	20.4	17.7	18.2	18.9
안정성 (%)					
유동비율	172.1	110.5	128.6	149.3	171.5
부채비율	71.8	77.5	68.5	63.1	57.3
순차입금/자기자본	5.3	34.7	18.9	5.7	-6.5
EBITDA/이자비용(배)	70.1	35.4	16.3	40.6	42.0
배당성향	5.0	8.5	9.2	7.8	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,009	4,541	4,205	4,937	5,533
BPS	15,132	18,989	22,365	26,917	32,065
CFPS	4,494	5,251	5,111	5,937	6,614
주당 현금배당금	200	400	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER	7.4	7.0	5.0	4.3	3.8
PBR	2.0	1.7	0.9	0.8	0.7
PCR	6.6	6.1	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	5.8	6.0	4.2	3.3	2.5
배당수익률	0.7	1.3	1.8	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.10.24	매수	30,000원	6개월	



Compliance Notice

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

F&F (383220/KS)

그래도 믿을 건 중국이다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 150,000 원(하향)
 현재주가: 92,300 원
 상승여력: 62.5%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
 3773-9997

Company Data

발행주식수	3,831 만주
시가총액	3,520 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외9)	60.51%
국민연금공단	7.33%

Stock Data

주가(23/10/23)	92,300 원
KOSPI	2,375.00 pt
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	91,900 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 부문별 실적 추정

F&F 의 3 분기 실적은 매출액 5,233 억 원(+18.5% YoY), 영업이익 1,575 억 원(+13.8% YoY, OPM 30.1%)으로 추정하며, 영업이익은 시장 컨센서스인 1,625 억원을 소폭 하회할 것으로 본다.

1) **MLB 한국** 매출액 1,148 억 원(-9.0% YoY) 추정한다. 면세 매출은 면세점 업체의 다이깡 의존도 축소 기조가 3 분기에도 지속되어 398 억 원(-22.0% YoY)으로 추정한다. 면세를 제외한 내수 매출은 의류 소비 업황 부진의 영향으로 전년 동기 대비 소폭 감소한 750 억 원(-0.9% YoY)으로 추정한다.

2) **MLB 중화권** 매출액 2,904 억 원(+36.1% YoY)으로 추정한다. 중국 오프라인 매장 수는 순조로운 흐름 이어갔으며, 9 월 말 기준 1,052 개(+283 개 YoY)로 추정한다. 다만 전년 동기 대비 위안화 약세(1 위안 당 190 원 → 181 원)의 영향을 받았을 것으로 본다.

3) **Discovery** 매출액 756 억 원(-4.3% YoY)으로 추정한다. 3 분기 내수 의류 소비 부진과, 9 월 날씨가 예년보다 더운 탓에 계절기 제품에 대한 소비가 10 월로 미뤄진 영향으로 다소 부진한 흐름 보일 것으로 추정한다.

믿을 건 중국,センチ먼트는 약해도 펀더멘탈은 강하다

내수 의류 소비 업황 부진에 더해 중국 부동산 경기 악화로 동사에 대한 투자심리가 위축되었다. 그럼에도 여전히 MLB 는 중국에서 강하다. 중국 경기 우려에도 불구하고 오프라인 매장 출점은 견조한 흐름을 이어가고 있다. 듀베티카와 수프라도 중국 진출을 본격화하고 있다. 내수 의류 업황의 침체가 지속되고 있는 상황에서 중국 사업을 통한 동사의 실적 성장성이 돋보인다. 동사의 목표주가는 최근 금리 상승을 반영해 150,000 원으로 하향하나, 업종 내 투자 매력도 높다고 판단해 '매수' 추천하며, 의류 업종 내 대형주 탐픽으로 제시한다.

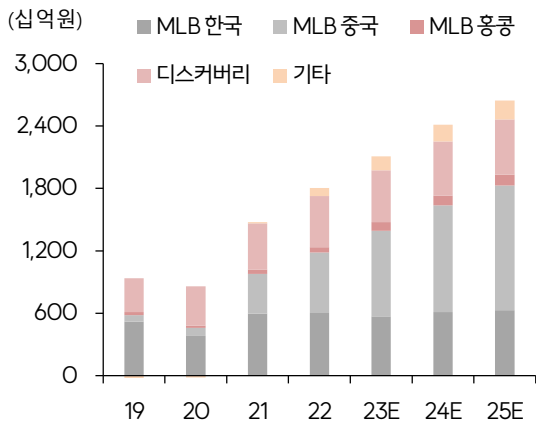
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	0	1,089	1,809	2,106	2,381	2,610
영업이익	십억원	0	323	525	618	710	783
순이익(지배주주)	십억원	0	226	442	473	546	603
EPS	원	0	5,893	11,532	12,360	14,258	15,733
PER	배	0.0	32.1	12.5	7.4	6.4	5.8
PBR	배	0.0	13.3	5.9	2.6	1.9	1.5
EV/EBITDA	배	0.0	21.3	9.4	5.7	4.9	4.4
ROE	%	0.0	41.7	60.4	42.0	34.7	29.0

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	437	371	442	559	497	405	522	681	1,809	2,106	2,381	2,610
YoY (%)	57	19	34	-1	14	9	18	22	22	16	13	10
QoQ (%)	-22	-15	19	27	-11	-18	29	30	-	-	-	-
MLB 한국	161	146	126	170	152	132	115	171	603	569	611	629
성인	138	126	113	138	122	109	101	135	515	467	500	515
성인 면세	68	58	51	61	42	39	40	52	238	173	190	200
성인 비면세	70	68	63	76	80	70	61	84	276	294	309	315
아동	23	20	13	32	30	23	14	35	88	102	112	114
MLB 중국	151	107	202	121	208	140	271	203	581	822	995	1,164
MLB 홍콩	10	12	11	17	19	19	19	28	51	85	94	103
디스커버리	111	97	79	205	111	88	76	221	492	497	522	532
기타	2	8	22	44	7	26	42	58	76	133	160	180
매출총이익	316	256	312	391	358	284	368	489	1,276	1,499	1,704	1,872
GPM (%)	72	69	71	70	72	70	71	72	71	71	72	72
영업이익	137	95	138	155	149	110	157	201	525	617	710	783
OPM (%)	31	26	31	28	30	27	30	30	29	29	30	30
YoY (%)	97	26	44	-16	9	16	14	30	63	18	15	10
QoQ (%)	-26	-30	46	12	-4	-26	43	28	-	-	-	-

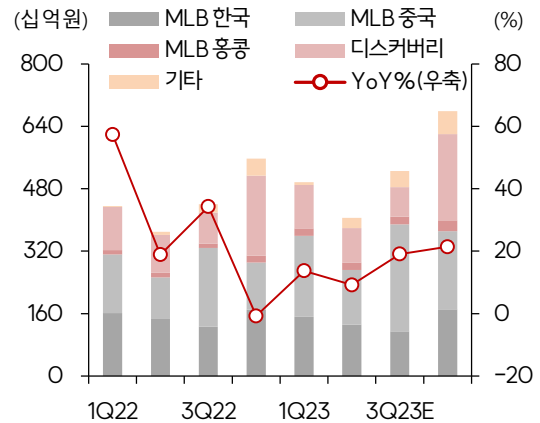
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 연도별 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 분기별 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 실적 추정치 변경 테이블 (단위: 십억 원, %)

(십억 원, %)	3Q23E	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	vs. 컨센서스	직전 추정치	vs. 직전 추정치
매출액	522.4	441.7	18.3	405.5	28.8	538.6	-3.0	531.0	-1.6
영업이익	157.2	138.3	13.6	110.1	42.8	160.8	-2.2	159.4	-1.4
영업이익률	30.1	31.3		27.1		29.9		30.0	

자료: SK 증권 추정

F&F 목표주가 산정 테이블				
항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	540.1	
상장주식 수	주	(B)	38,307,075	
12MF EPS	원	(C)	14,100	(A)/(B)
Peer Group 12MF PER	배	(D)	17.7	Anta, Li Ning 평균
멀티플 할인율	%	(E)	40	
Target PER	배	(F)	10.6	
목표주가	원	(G)	150,000	(C)*(F)
현재 주가	원	(H)	92,300	
주가 업사이드	%	(I)	62.5	(E)/(F)-1

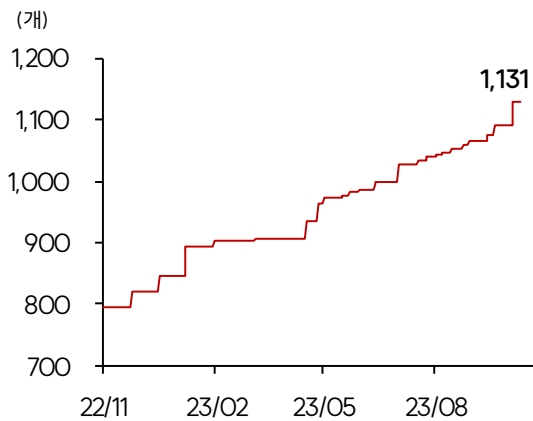
자료: SK증권 추정

[투자포인트]

F&F 는 중국에서의 본업이 견조한 흐름을 이어가고 있다. 당사가 F&F 차이나 홈페이지를 통해 10 월 중순까지 직접 집계한 데이터를 기준으로, 현재 중국 내 MLB 매장 수는 성인과 키즈 합산 1,131 개를 기록했다(오픈 예정 매장도 포함되어 있으며, 실제 매장 수와 다를 수 있음). 신규 매장 오픈 추세가 대리상들의 MLB 브랜드 출점 수요를 가늠할 수 있는 데이터라는 점에서 MLB 의 중국 내 입지는 굳건한 것으로 분석한다.

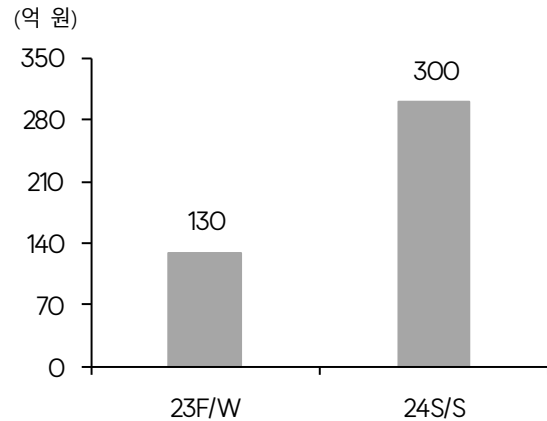
신규 브랜드 Duvetica와 Supra도 10월 중순 기준 중국에 각각 10개, 5개의 매장을 출점해 본격적인 중국 진출에 나서고 있다. 특히 Supra 는 현지 대리상으로부터 수주 받은 금액이 23F/W 시즌 130 억 원에서 24S/S 시즌 300 억으로 증가했다. MLB 브랜드를 전개하며 현지 대리상과의 네트워크와 마케팅 경험을 축적해왔다는 점은 신규 브랜드의 중국 안착 가능성을 높이는 요인이다.

MLB 중국 오프라인 매장 수 추이



자료: F&F China 홈페이지, SK 증권 가공
 주: 팝업 매장 등을 제외한 단독 매장 기준이며, 출점 예정 매장이 포함된 수치로 실제 매장 수와 다를 수 있음

SUPRA 시즌별 중국 수주 금액



자료: F&F, SK 증권
 주: 소매가격 기준임

DUVETICA, SUPRA 중국 오프라인 매장 현황

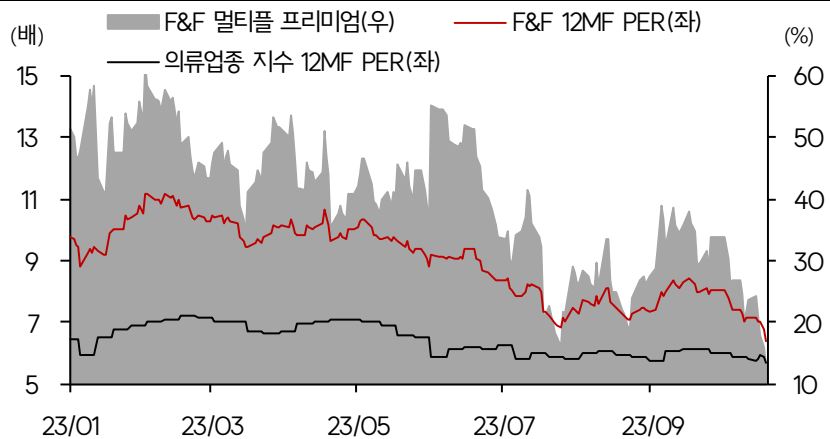
브랜드	매장 명	지역
SUPRA	SP 厦门万象城店	샤먼
SUPRA	SP 哈尔滨远大店	하얼빈
SUPRA	SP 大连罗斯福店	다롄
SUPRA	SP 上海世茂广场	상하이
SUPRA	SP 重庆时代天街C馆店	충칭
DUVETICA	DV 上海环球港店	상하이
DUVETICA	DV 杭州IN77店	항저우
DUVETICA	DV 太原茂业天地店	타이위안
DUVETICA	DV 哈尔滨远大南岗店	하얼빈
DUVETICA	DV 南京德基店	난징
DUVETICA	DV 上海浦东嘉里城店	상하이
DUVETICA	DV 长春万象城店	창춘
DUVETICA	DV 杭州武林银泰店	항저우
DUVETICA	DV 青岛万象城店	칭다오
DUVETICA	DV 西安赛格国际购物中心店	시안

자료: F&F China 홈페이지, SK 증권

최근 주가 하락의 원인이 되었던 중국의 부동산 시장과 관련된 문제는 정부 정책의 영역이므로 중국 정부의 스탠스 변화가 없다면 단시간에 해결되기는 어려울 것이다. 다만 중국 경기 선행 지수인 ISM 제조업 PMI는 지난 5월 저점을 형성한 후 4개월째 반등해 9월에는 기준치인 50을 상회해 제조업 경기의 회복 가능성에 무게를 실고 있는 점은 긍정적이다

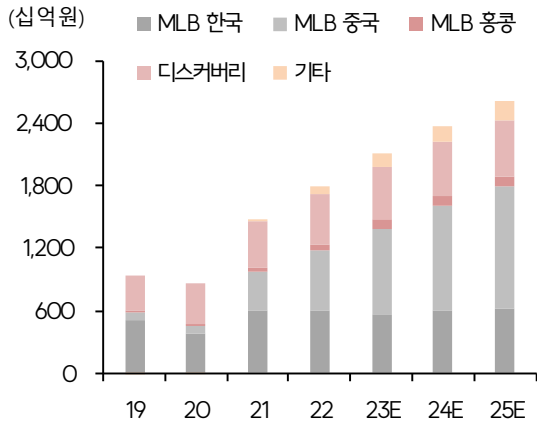
현재 동사의 12개월 선행 PER은 6.4배 수준으로 국내 의류 업종 지수의 5.7배와 13%밖에 차이가 나지 않는다. 1) 수출 기업이므로 내수 기업에 비해 매출 성장의 업사이드가 존재한다는 점과, 2) 내수 의류 업황이 부진함에도 중국 사업을 통해 실적 이 성장을 지속하고 있다는 점을 고려했을 때 현 주가는 저평가 상태라고 판단한다.

F&F vs 의류 업종 지수 12개월 선행 PER



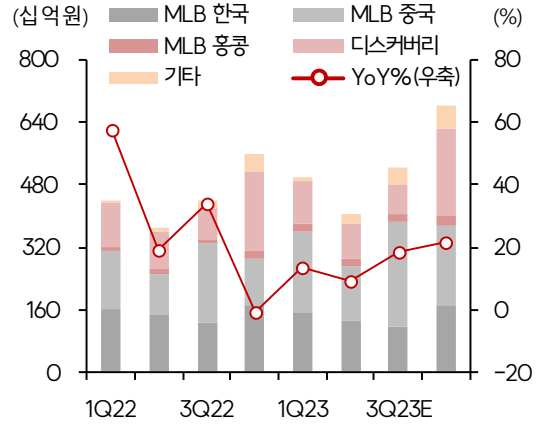
자료 : Quantwise, SK 증권

F&F 부문별 매출액 추정치 연도별 추이



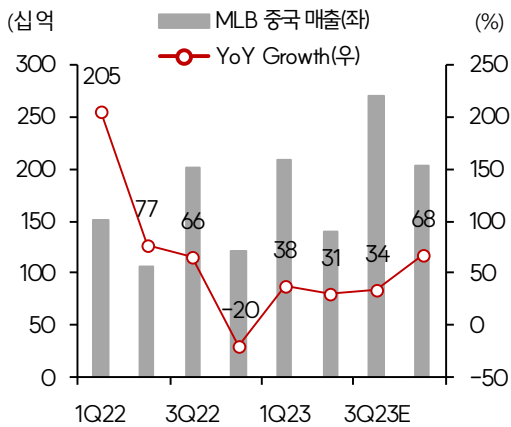
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 분기별 추이



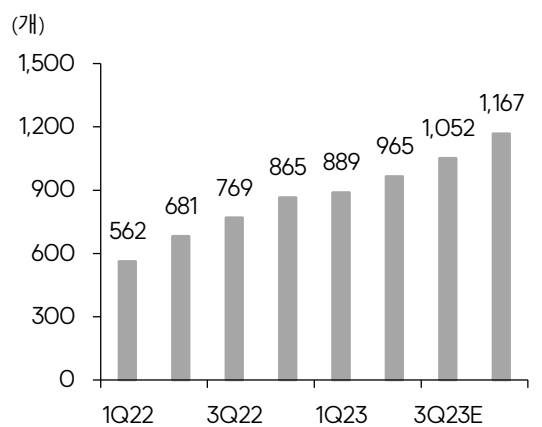
자료: F&F, SK 증권 추정

F&F 부문별 매출액 추정치 연도별 추이



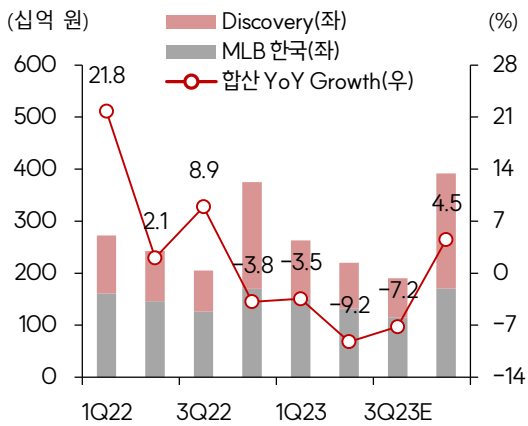
자료: F&F, SK 증권 추정

MLB 중국 오프라인 매장 수 추정치 추이



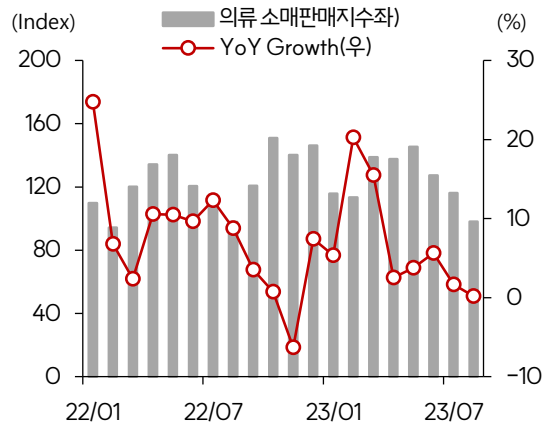
자료: SK 증권 추정

Discovery, MLB 내수 매출 추정치 추이



자료: F&F, SK 증권 추정

국내 의류 소매판매 추이



자료: 통계청, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	388	601	751	945	1,144
현금및현금성자산	15	102	129	175	221
매출채권 및 기타채권	118	161	196	231	277
재고자산	242	297	362	417	465
비유동자산	752	969	1,210	1,491	1,793
장기금융자산	19	9	68	97	143
유형자산	72	77	88	105	107
무형자산	17	133	139	138	138
자산총계	1,140	1,570	1,961	2,436	2,937
유동부채	564	576	535	528	486
단기금융부채	241	234	245	221	188
매입채무 및 기타채무	156	150	168	182	187
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	35	51	63	60	60
장기금융부채	30	27	35	33	30
장기매입채무 및 기타채무	5	4	4	4	4
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	599	627	599	588	545
지배주주지분	541	921	1,333	1,811	2,345
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	314	314	314	314	314
기타자본구성요소	-4	-19	-19	-19	-19
자기주식	-4	-19	-19	-19	-19
이익잉여금	226	625	1,036	1,514	2,048
비지배주주지분	0	22	29	37	46
자본총계	541	943	1,363	1,848	2,391
부채외자본총계	1,140	1,570	1,961	2,436	2,937

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	296	342	399	575	591
당기순이익(손실)	226	443	480	554	612
비현금성항목등	137	171	213	252	270
유형자산감가상각비	27	49	68	87	89
무형자산상각비	1	32	25	9	9
기타	109	90	120	156	172
운전자본감소(증가)	-39	-139	-120	-75	-122
매출채권및기타채권의감소(증가)	-40	-23	-32	-35	-46
재고자산의감소(증가)	-98	-57	-74	-55	-48
매입채무및기타채무의증가(감소)	74	-20	-26	15	5
기타	24	-39	12	0	-33
법인세납부	-29	-132	-170	-163	-181
투자활동현금흐름	-567	-133	-310	-408	-462
금융자산의감소(증가)	21	-10	-56	-32	-58
유형자산의감소(증가)	-12	-18	-55	-104	-91
무형자산의감소(증가)	-5	-11	-32	-7	-10
기타	-571	-95	-167	-265	-302
재무활동현금흐름	157	-104	-97	-95	-105
단기금융부채의증가(감소)	185	-15	10	-25	-33
장기금융부채의증가(감소)	-23	-36	-39	-2	-3
자본의증가(감소)	318	0	0	0	0
배당금지급	0	-42	-61	-69	-69
기타	-322	-10	-6	0	0
현금의 증가(감소)	-115	87	27	46	46
기초현금	129	15	102	129	175
기말현금	15	102	129	175	221
FCF	284	324	345	471	500

자료 : F&F, SK증권 추경

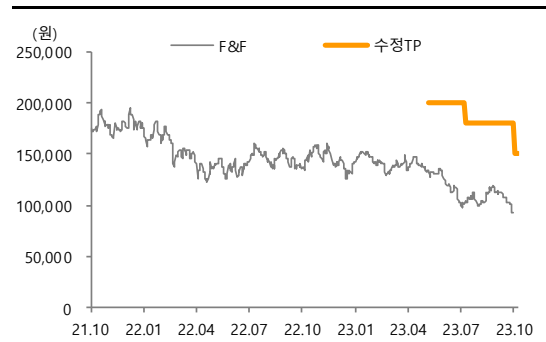
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,089	1,809	2,106	2,381	2,610
매출원가	293	533	621	687	748
매출총이익	796	1,276	1,485	1,695	1,862
매출총이익률(%)	73.1	70.6	70.5	71.2	71.4
판매비와 관리비	474	751	868	985	1,079
영업이익	323	525	618	710	783
영업이익률(%)	29.6	29.0	29.3	29.8	30.0
비영업손익	-8	80	-4	7	9
순금융손익	-3	-8	-7	6	12
외환관련손익	4	-3	5	3	3
관계기업등 투자손익	-9	89	-2	-3	-6
세전계속사업이익	314	605	614	717	792
세전계속사업이익률(%)	28.9	33.5	29.2	30.1	30.4
계속사업법인세	89	163	134	163	181
계속사업이익	226	443	480	554	612
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	226	443	480	554	612
순이익률(%)	20.7	24.5	22.8	23.3	23.4
지배주주	226	442	473	546	603
지배주주귀속 순이익률(%)	20.7	24.4	22.5	22.9	23.1
비지배주주	0	1	7	8	9
총포괄이익	227	439	480	554	612
지배주주	227	438	472	544	600
비지배주주	0	1	9	10	11
EBITDA	351	605	711	806	882

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	-	66.1	16.4	13.1	9.6
영업이익	N/A	62.7	17.7	15.0	10.3
세전계속사업이익	N/A	92.5	1.5	16.7	10.5
EBITDA	N/A	72.4	17.5	13.3	9.4
EPS	N/A	95.7	7.2	15.4	10.3
수익성 (%)					
ROA	19.8	32.7	27.2	25.2	22.8
ROE	41.7	60.4	42.0	34.7	29.0
EBITDA마진	32.2	33.5	33.8	33.8	33.8
안정성 (%)					
유동비율	68.9	104.4	140.3	179.2	235.5
부채비율	110.7	66.5	43.9	31.8	22.8
순차입금/자기자본	46.1	14.5	9.2	2.7	-1.9
EBITDA/이자비용(배)	74.1	57.8	49.6	100.6	124.7
배당성향	18.6	13.8	14.5	12.6	11.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,893	11,532	12,360	14,258	15,733
BPS	14,224	24,554	35,304	47,770	61,711
CFPS	6,633	13,629	14,797	16,757	18,306
주당 현금배당금	1,100	1,600	1,800	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER	32.1	12.5	7.4	6.4	5.8
PBR	13.3	5.9	2.6	1.9	1.5
PCR	28.5	10.6	6.2	5.5	5.0
EV/EBITDA	21.3	9.4	5.7	4.9	4.4
배당수익률	0.6	1.1	1.8	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.10.24	매수	150,000원	6개월		
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	-40.58%	-33.89%
2023.05.30	매수	200,000원	6개월	-39.92%	-32.40%



Compliance Notice

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

신세계인터내셔널 (031430/KS)

쉽지 않은 업황 지속

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 22,000 원(하향)

현재주가: 16,570 원

상승여력: 32.8%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com
3773-9997

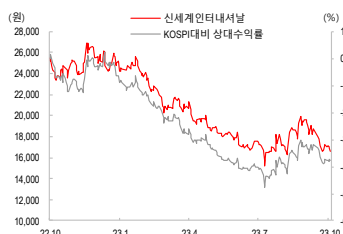
Company Data

발행주식수	3,570 만주
시가총액	592 십억원
주요주주	
신세계(외)	54.05%
국민연금공단	7.08%

Stock Data

주가(23/10/23)	16,570 원
KOSPI	2,375.00 pt
52주 최고가	26,900 원
52주 최저가	15,160 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 부문별 실적 추정

신세계인터내셔널의 3 분기 실적은 매출액 3,209 억 원(-17.2% YoY), 영업이익 96 억 원(-60.4% YoY, OPM 3.0%)으로 추정하며, 시장 컨센서스인 매출액 3,383 억 원과 영업이익 149 억 원을 하회할 것으로 본다.

1) **패션 부문:** 하위 부문별 매출액은 해외 패션 1,035 억 원(-27.3% YoY), 국내 패션 386 억 원(-32.4% YoY), 스튜디오 톰보이 189 억 원(-7.4% YoY)으로 추정한다. 해외 패션 부문은 1 분기 브랜드 이탈의 영향이 지속되었다. 국내 패션과 스튜디오 톰보이는 3 분기 내수 의류 업황 부진과 9 월 예년보다 따뜻한 날씨의 영향으로 간절기 제품의 판매가 저조했던 영향을 받았을 것으로 본다. 또한 국내 패션 브랜드에서 계열 사향 매출이 작년 4 분기부터 감소한(3Q23에 -130 억 원 YoY 추정) 영향이 있었다.

2) **화장품 부문:** 하위 부문별 매출액은 수입 화장품 704 억 원(-2.0% YoY), 국내 브랜드 175 억 원(-29.8% YoY), 스위스퍼펙션 37 억 원(+16.3% YoY)으로 추정한다. 국내 브랜드는 매출비중이 큰 비디비치의 부진을 연착, 보아레, 로이비의 매출 성장이 일부 만회한 것으로 본다. 스위스퍼펙션은 3Q22 부터 있었던 제품 라인업 재정비가 2Q23 부터 완료되어 3 분기에도 매출 호조세 지속됐을 것으로 추정한다.

업황이 탄하거나 브랜드가 잘되거나

3분기는 탑 다운과 바텀 업 두 관점에서 모두 쉽지 않은 상황이었다. 내수 소비는 예상보다 더 부진했고, 실적을 캐리할 만한 브랜드의 성장은 부재했다. 동사에 대한 투자는 1) 내수 소비 업황의 반등 또는 2) 신규 브랜드의 성장의 관점에서 바라봐야 할 것이다. 한국 경기선행지수가 4 월 저점을 형성해 반등 중이고, 중국인 단체 관광 재개 효과가 4 분기부터 본격적으로 반영되기 시작하면서 내수 소비의 부진을 일부 만회할 것으로 전망한다. 내수 소비 업황이 최악을 지나고 있다는 점에서 주가 하락 시 매수 유효하다. 신세계인터내셔널 목표주가는 금리 상승을 반영해 22,000 원으로 하향하며, 투자자의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,325	1,451	1,554	1,372	1,407	1,455
영업이익	십억원	34	92	115	60	77	89
순이익(지배주주)	십억원	51	82	118	61	75	83
EPS	원	1,426	2,300	3,313	1,695	2,112	2,321
PER	배	22.6	12.7	7.5	9.8	7.8	7.1
PBR	배	1.8	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	15.4	8.1	6.2	6.7	6.2	5.4
ROE	%	8.2	12.1	15.3	7.1	8.3	8.5

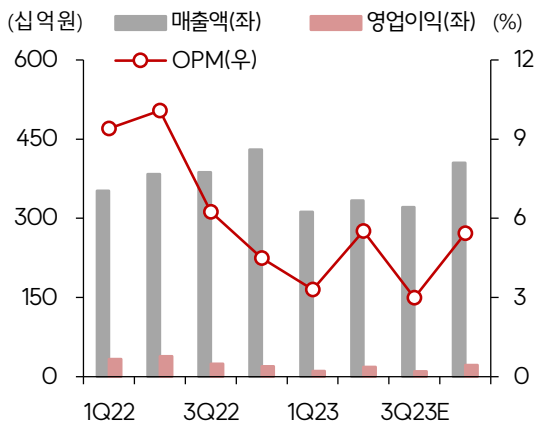
신세계인터내셔널 부문별 실적추정 테이블

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	352	384	388	430	312	334	321	405	1,554	1,372	1,407	1,455
/YoY	3	13	11	3	-11	-13	-17	-6	7	-12	3	3
패션	217	219	220	270	163	165	161	237	926	726	747	782
화장품	79	95	98	87	92	97	92	96	358	376	386	406
생활용품	57	70	70	71	57	72	68	72	267	270	274	268
매출총이익	213	243	230	260	196	209	170	241	946	817	820	861
/YoY	4	18	17	4	-8	-14	-26	-7	10	-14	0	5
/GPM	60	63	59	61	63	63	53	60	61	60	58	59
영업이익	33	39	24	19	10	18	10	22	115	60	77	89
/YoY	55	46	72	-36	-69	-52	-60	14	25	-48	28	16
/OPM	9	10	6	4	3	6	3	5	7	4	5	6

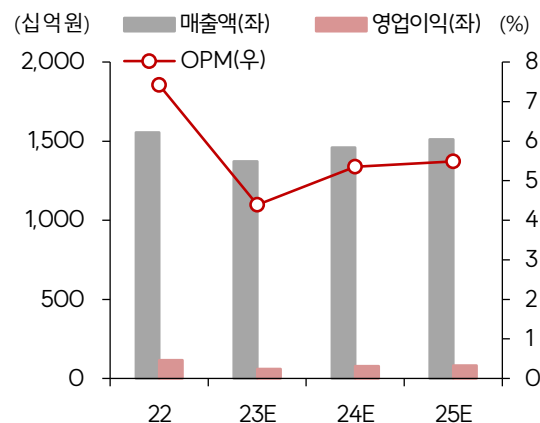
자료: 신세계인터내셔널, SK 증권 추정

신세계인터내셔널 분기별 실적 추정치



자료: 신세계인터내셔널, SK 증권 추정

신세계인터내셔널 연도별 실적 추정치



자료: 신세계인터내셔널, SK 증권 추정

신세계인터내셔널 실적추정치 변경 테이블

(단위: 십억 원, %)

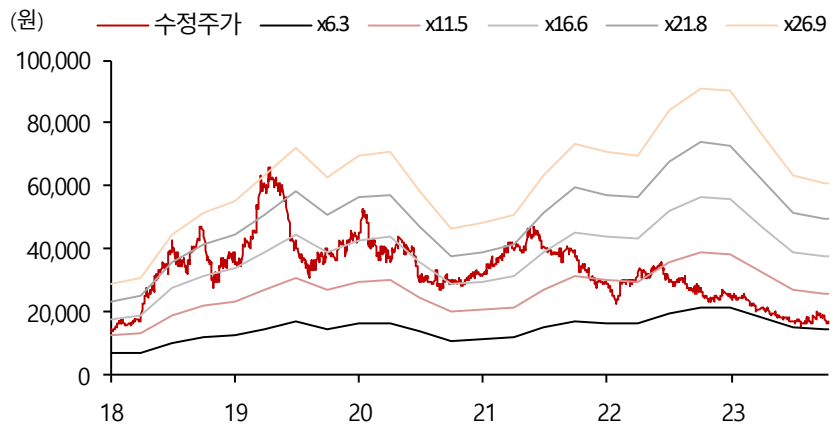
	3Q23E	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	컨센서스	vs. 컨센서스	직전 추정치	vs. 직전 추정치
매출액	320.9	387.5	-17.2	333.8	-3.9	335.9	-4.5	340.4	-5.7
영업이익	9.6	24.2	-60.4	18.4	-47.9	14.2	-32.6	18.6	-48.5
영업이익률	3.0	6.2		5.5		4.2		5.5	

자료: SK 증권 추정

신세계인터내셔널 목표주가 산정 테이블				
항목	단위	구분	내용	비고
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	74.2	
기준시점 12MF PER	배	(B)	13.4	'17년 소비자심리지수 저점 당시 평균 12MF PER 기준시점과 현재 기준 과거 6개월 평균 국채 10년물 금리 차이 반영
멀티플 할인율	%	(C)	20.0	
적용 PER	배	(D)	10.7	(B) * (1 - (C))
목표 시가총액	십억 원	(E)	792.0	(A) * (D)
상장주식 수	주	(F)	35,700,000	
목표주가	원	(G)	22,000	(E) / (F)
현재주가	원	(H)	16,510	
상승 여력	%	(I)	33.3	(G) / (H) - 1

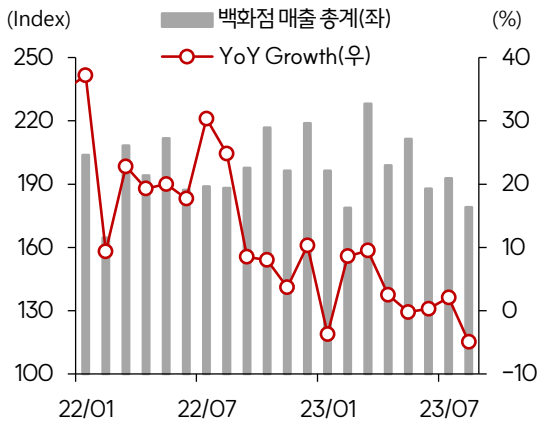
자료: SK 증권 추정

신세계인터내셔널 12MF PER 밴드차트



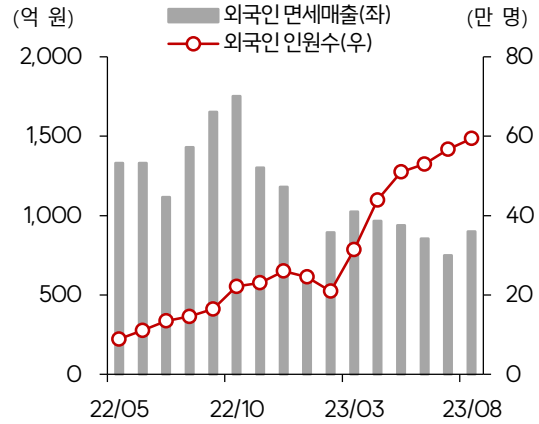
자료 : Quantwise, SK 증권

백화점 월별 매출 추이



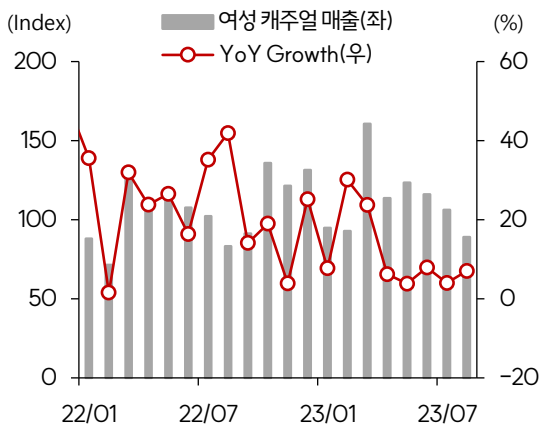
자료: 산업통상자원부, SK 증권

면세점 외국인 매출 및 인원 수 추이



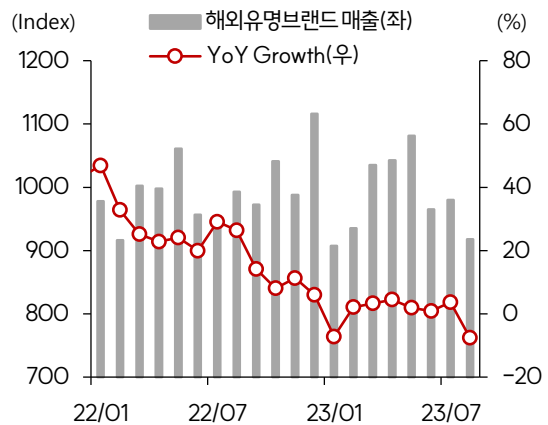
자료: 한국면세점협회, SK 증권

백화점 여성 캐주얼 매출 추이



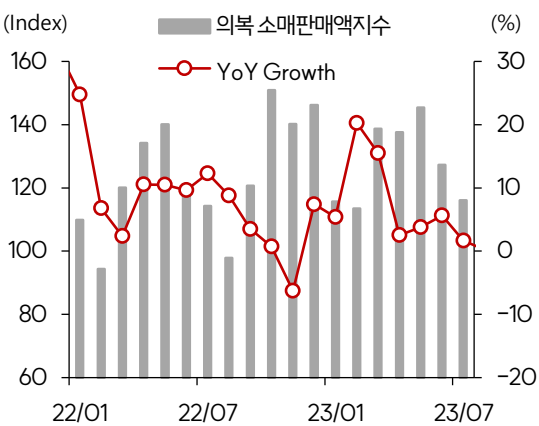
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 해외유명브랜드 매출 추이



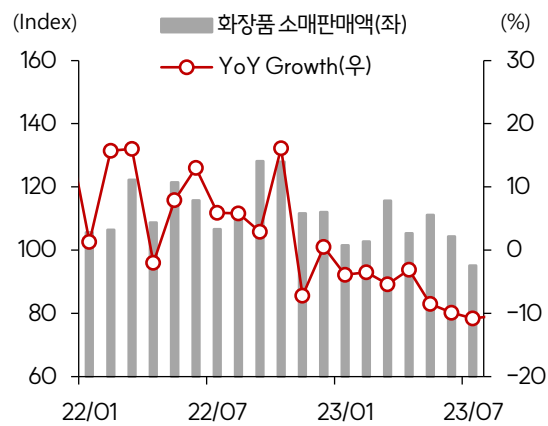
자료: 산업통상자원부, SK 증권

국내 의류 소매판매 추이



자료: 통계청, SK 증권

국내 화장품 소매판매 추이



자료: 통계청, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	460	547	513	575	603
현금및현금성자산	48	49	40	61	71
매출채권 및 기타채권	136	149	140	143	148
재고자산	251	289	272	279	289
비유동자산	699	732	745	756	784
장기금융자산	67	103	97	99	103
유형자산	287	281	286	287	302
무형자산	71	70	70	71	73
자산총계	1,159	1,279	1,258	1,331	1,387
유동부채	204	282	205	210	201
단기금융부채	66	133	102	105	93
매입채무 및 기타채무	78	84	83	85	88
단기충당부채	2	3	3	3	3
비유동부채	236	163	176	177	168
장기금융부채	217	152	161	169	160
장기매입채무 및 기타채무	4	4	8	8	8
장기충당부채	3	3	4	4	4
부채총계	439	445	381	386	369
지배주주지분	717	831	874	941	1,013
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	120	120	120	120	120
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	561	674	716	783	855
비지배주주지분	3	3	3	4	4
자본총계	720	834	878	944	1,017
부채외자본총계	1,159	1,279	1,258	1,331	1,387

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	152	100	97	107	116
당기순이익(손실)	83	119	61	76	83
비현금성항목등	82	67	72	55	61
유형자산감가상각비	56	47	48	38	38
무형자산상각비	7	10	10	10	11
기타	19	10	14	7	12
운전자본감소(증가)	-7	-59	-6	-9	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	-16	-7	8	-4	-5
재고자산의감소(증가)	7	-39	20	-7	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	5	6	-33	2	3
기타	-3	-20	-2	-0	-0
법인세납부	-5	-27	-28	-19	-21
투자활동현금흐름	-30	-81	-42	-53	-75
금융자산의감소(증가)	-18	-38	28	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-33	-34	-43	-38	-53
무형자산의감소(증가)	-11	-9	-10	-12	-12
기타	32	-0	-16	-1	-7
재무활동현금흐름	-102	-31	-47	2	-31
단기금융부채의증가(감소)	-22	3	-115	3	-12
장기금융부채의증가(감소)	-65	-18	88	8	-8
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-8	-11	-18	-9	-11
기타	-7	-5	-2	0	-0
현금의 증가(감소)	21	1	-8	21	10
기초현금	27	48	49	40	61
기말현금	48	49	40	61	71
FCF	119	65	54	69	63

자료 : 신세계인터넷내셔널, SK증권

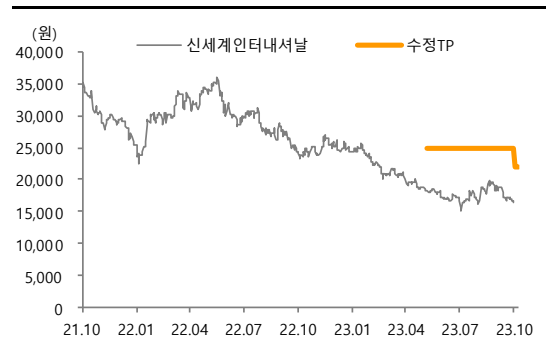
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,451	1,554	1,372	1,407	1,455
매출원가	593	608	555	587	594
매출총이익	857	946	817	820	861
매출총이익률(%)	59.1	60.9	59.6	58.3	59.2
판매비와 관리비	765	831	757	743	772
영업이익	92	115	60	77	89
영업이익률(%)	6.3	7.4	4.4	5.5	6.1
비영업손익	13	21	16	18	15
순금융손익	-6	-3	-3	-4	-3
외환관련손익	-4	-5	-4	2	-3
관계기업등 투자손익	16	16	15	6	7
세전계속사업이익	105	137	76	95	104
세전계속사업이익률(%)	7.3	8.8	5.6	6.8	7.2
계속사업법인세	23	18	15	19	21
계속사업이익	83	119	61	76	83
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	83	119	61	76	83
순이익률(%)	5.7	7.6	4.4	5.4	5.7
지배주주	82	118	61	75	83
지배주주귀속 순이익률(%)	5.7	7.6	4.4	5.4	5.7
비지배주주	1	1	0	0	0
총포괄이익	86	125	62	76	83
지배주주	86	125	61	75	83
비지배주주	1	1	0	0	0
EBITDA	155	173	118	125	138

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	95	7.1	-11.7	2.5	3.5
영업이익	172.4	25.3	-47.7	27.7	16.1
세전계속사업이익	98.9	29.7	-44.2	24.5	9.9
EBITDA	58.4	11.4	-31.5	5.8	10.2
EPS	61.2	44.1	-48.8	24.6	9.9
수익성 (%)					
ROA	7.2	9.7	4.8	5.9	6.1
ROE	12.1	15.3	7.1	8.3	8.5
EBITDA마진	10.7	11.1	8.6	8.9	9.5
안정성 (%)					
유동비율	225.6	193.8	250.6	274.1	299.7
부채비율	61.1	53.4	43.4	40.9	36.3
순차입금/자기자본	30.1	22.2	21.6	18.9	14.5
EBITDA/이자비용(배)	23.2	30.7	17.9	23.1	25.9
배당성향	13.0	15.1	14.8	14.2	14.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,300	3,313	1,695	2,112	2,321
BPS	20,084	23,264	24,487	26,348	28,369
CFPS	4,064	4,919	3,319	3,458	3,677
주당 현금배당금	300	500	250	300	330
Valuation지표 (배)					
PER	12.7	7.5	9.8	7.8	7.1
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
PCR	7.2	5.0	5.0	4.8	4.5
EV/EBITDA	8.1	6.2	6.7	6.2	5.4
배당수익률	1.0	2.0	1.5	1.8	2.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.24	매수	22,000원	6개월		
2023.05.30	매수	25,000원	6개월	-29.59%	-20.36%



Compliance Notice

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

힐라홀딩스 (081660/KS)

본업의 회복에는 시간이 필요

SK증권 리서치센터

중립(유지)

목표주가: 41,000 원(유지)

현재주가: 37,000 원

상승여력: 10.8%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	6,075 만주
시가총액	2,272 십억원
주요주주	
피에몬테(외5)	34.42%
국민연금공단	6.71%

Stock Data

주가(23/10/23)	37,000 원
KOSPI	2,375.00 pt
52주 최고가	40,800 원
52주 최저가	30,900 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 부문별 실적 추정

힐라홀딩스의 3분기 실적은 매출액 9,473 억 원(-12.2% YoY), 영업이익 456 억 원(-62.5% YoY, OPM 4.8%)으로 추정하며, 영업이익은 시장 컨센서스인 755 억원을 하회할 것으로 본다.

1) **힐라 코리아**: 힐라 국내 부문 매출액 742 억 원(-28% YoY), 중국 DSF 매출 169 억 원(+10% YoY) 추정한다. 국내 부문은 리브랜딩을 위한 홀세일 채널 비중과 오프라인 리테일 점포 축소 영향에 따른 탑라인 감소 효과가 지속될 것으로 본다. 중국 DSF 매출은 중국에서의 견고한 브랜드 입지를 바탕으로 안정적인 성장 지속 중이다.

2) **힐라 USA**: 과잉 재고 조정을 위한 할인 판매 기조가 3 분기에도 지속되며 매출액 600 억 원(-51% YoY), 영업적자 347 억 원(적자지속)으로 추정한다.

3) **아쿠슈네트**: 매출액 7,418 억 원(-1.6% YoY), 영업이익 779 억 원(-21.4% YoY)으로 추정한다. 3분기 북미 골프 라운드 수는 2 분기에 이어 견조한 흐름 이어가고 있으나, 작년 3 분기와 올해 1 분기에 있었던 클럽과 볼의 신제품 출시 효과의 영향이 약해지며 실적 감소한 것으로 추정한다.

본업의 회복에는 아직 시간이 필요하다

힐라 본업이 부진한 상황에서 동사의 주가의 하단은 로열티 수익과 아쿠슈네트로부터 받는 배당금을 재원으로 한 배당금에 의해 지지되고 있다. 주가의 업사이드를 위해선 힐라코리아와 힐라 USA 의 턴어라운드 필요하며, 아직은 시간이 필요하다. 최근 힐라코리아는 배우 한소희를 글로벌 앰버서더로 선정했고, 올해 S/S 시즌부터 기존 힐라 제품과 명확히 달라진 레트로 무드의 신제품들을 출시하고 있다. 힐라 USA 는 올해 재고조정을 끝내고 내년부터 글로벌 디자인팀의 새로운 디자인이 적용된 제품들을 출시할 예정이다. 방향성은 맞게 가고 있다, 남은 건 소비자들의 인식 변화이며 아직은 시간이 필요하다. 힐라홀딩스의 목표주가 41,000 원, 투자 의견 '중립' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	3,129	3,794	4,222	4,018	4,175	4,546
영업이익	십억원	341	493	435	282	452	543
순이익(지배주주)	십억원	139	235	344	83	273	328
EPS	원	2,288	3,872	5,658	1,369	4,500	5,403
PER	배	19.1	9.3	5.9	27.3	8.3	6.9
PBR	배	2.0	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	8.5	5.0	6.6	9.6	6.7	5.6
ROE	%	10.9	16.2	19.7	4.3	13.5	14.8

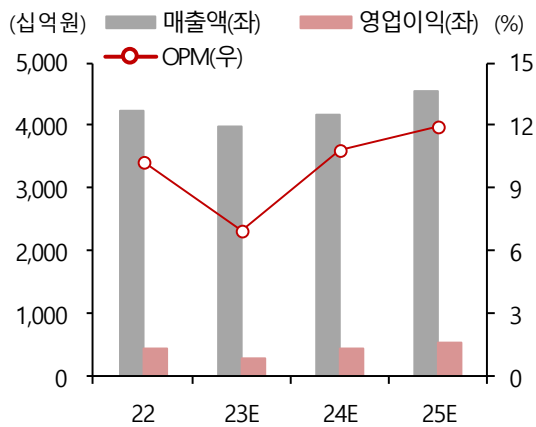
휠라홀딩스 부문별 실적추정 테이블

(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,074	1,172	1,080	897	1,109	1,147	947	815	4,222	4,018	4,175	4,546
(YoY)	9	15	16	4	3	-2	-12	-9	11	-5	4	9
FILA	343	343	326	277	233	241	206	236	1,289	916	1,055	1,223
FILA Korea	133	126	118	119	97	95	91	110	496	393	436	497
FILA Domestic	117	110	103	99	80	77	74	89	430	321	365	423
DSF	16	16	15	20	17	17	17	21	67	72	71	74
FILA USA	135	118	122	88	77	92	60	67	464	295	365	438
FILA Royalty	17	20	21	21	19	20	20	20	79	79	78	84
아쿠슈네트	730	829	754	620	875	906	742	579	2,933	3,102	2,944	3,119
영업이익	169	152	122	-8	160	92	46	-16	435	282	452	543
(YoY)	-8	-12	10	-131	-5	-40	-63	104	-12	-35	60	20
FILA	46	40	23	-23	4	-46	-32	-16	85	-91	83	138
FILA Korea	26	26	20	15	17	14	9	15	86	56	89	108
FILA Domestic	10	10	5	-5	0	-3	-8	-5	19	-16	18	34
DSF	16	16	15	20	17	17	17	21	67	72	71	74
FILA USA	-3	-11	-15	-37	-28	-77	-35	-24	-66	-164	-17	19
FILA Royalty	17	20	21	21	19	20	20	20	79	79	78	84
아쿠슈네트	123	112	99	16	156	138	78	0	350	372	369	406

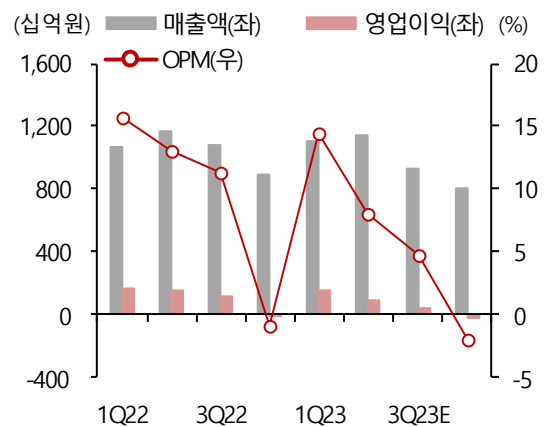
자료: 휠라홀딩스, SK 증권 추정

휠라홀딩스 연간 실적 추정치



자료: 휠라홀딩스, SK 증권 추정

휠라홀딩스 분기 실적 추정치



자료: 휠라홀딩스, SK 증권 추정

휠라홀딩스 실적추정치 변경 테이블

(단위: 십억 원, %)

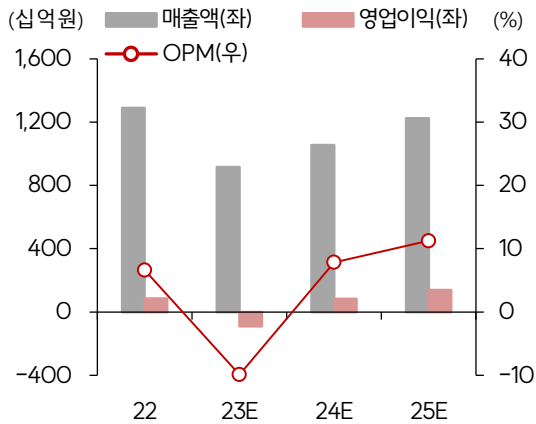
	3Q23E	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	직전 추정치	vs. 직전 추정치
매출액	947.3	1,079.5	-12.2	1,147.0	-17.4	976.4	-3.0	934.0	1.4
영업이익	45.6	121.8	-62.5	91.9	-50.4	75.3	-39.4	63.0	-27.6
영업이익률	4.8	11.3		8.0		7.7		6.7	

자료: FnGuide, SK 증권 추정

힐라홀딩스 목표주가 산정 테이블				
항목	단위	구분	내용	비고
힐라 부문 24년 지배주주순이익 추정치	십억원	(A)	118	
글로벌 피어그룹 '24E 실적 기준 PER 평균	배	(B)	15.8	Anta, Li Ning, UA, Puma 평균
멀티플 할인율	%	(C)	20	
적용 목표 멀티플	배	(D)	12.6	(B) * (1 - (C))
힐라 목표 시가총액	십억원	(E)	1,494	(A) * (D)
아쿠쉬네트 시가총액	십억원	(F)	4,667	아쿠쉬네트 6개월 평균 시가총액
아쿠쉬네트 지분율	%	(G)	52	
아쿠쉬네트 지분가치	십억원	(H)	2,427	(F) * (G)
아쿠쉬네트 지분가치 할인율	%	(I)	50	
할인율 적용 후 아쿠쉬네트 지분가치	십억원	(J)	1,213	(H) * (1 - (I))
힐라홀딩스 자회사 지분가치 합산 총액	십억원	(K)	2,707	(E) + (J)
힐라홀딩스 별도기준 순차입금	십억원	(L)	193	
힐라홀딩스 목표 시가총액	십억원	(M)	2,515	(K) - (L)
총 발행주식수	주	(N)	60,095,839	
목표주가	원	(O)	41,000	(M) / (N)
현재주가	원	(P)	37,000	
주가 상승여력	%	(Q)	10.8	

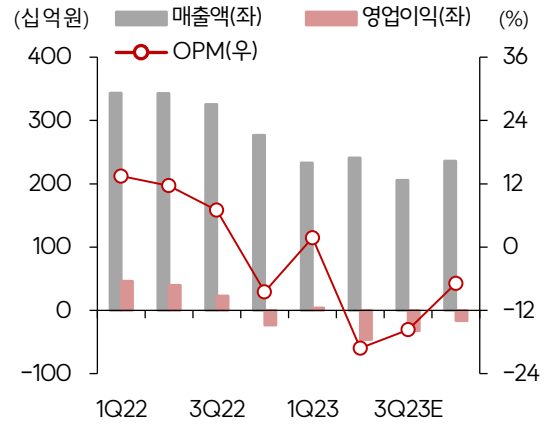
자료: SK증권 추정

FILA 부문 연간 실적 추정치



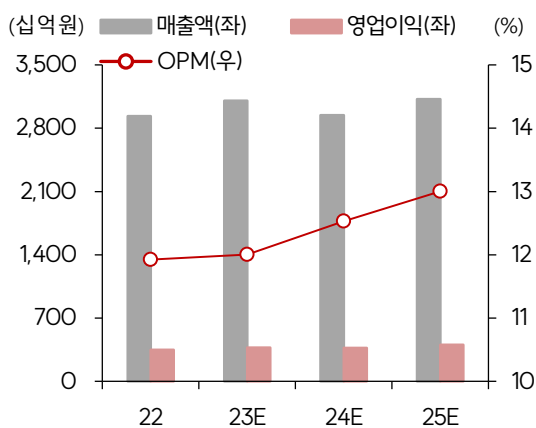
자료: 힐라홀딩스, SK 증권 추정

FILA 부문 분기 실적 추정치



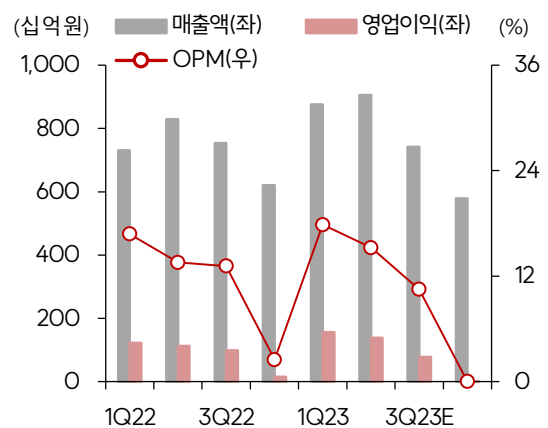
자료: 힐라홀딩스, SK 증권 추정

아쿠쉬네트 연간 실적 추정치



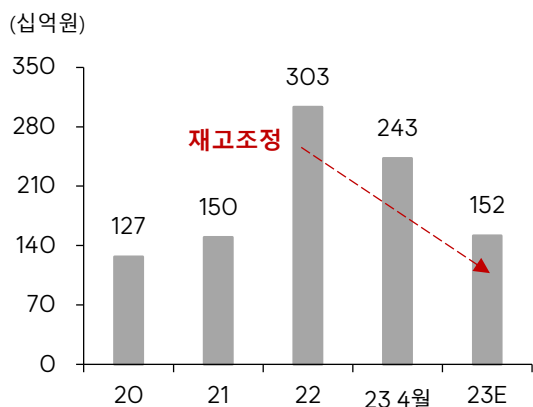
자료: Bloomberg, SK 증권

아쿠쉬네트 분기 실적 추정치



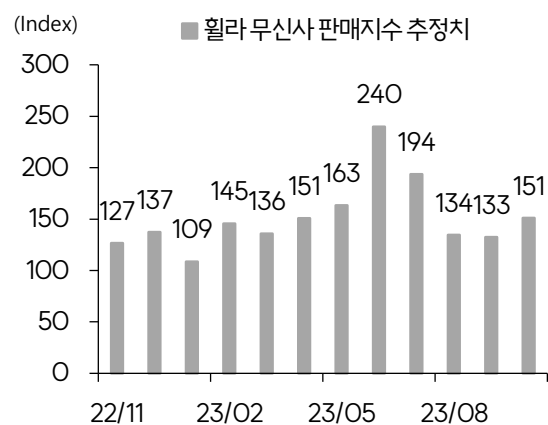
자료: Bloomberg, SK 증권

힐라 USA 재고 추정치 추이



자료: 힐라홀딩스, SK 증권 추정

힐라 브랜드 무신사 판매지수 추정치



자료: 무신사, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,041	2,293	1,923	2,095	2,275
현금및현금성자산	699	407	374	491	531
매출채권 및 기타채권	471	481	542	563	613
재고자산	758	1,291	931	968	1,054
비유동자산	2,248	2,528	2,906	2,929	2,953
장기금융자산	28	26	24	25	26
유형자산	418	500	608	649	679
무형자산	1,553	1,741	2,000	1,976	1,952
자산총계	4,289	4,822	4,829	5,024	5,228
유동부채	1,051	1,093	866	779	839
단기금융부채	318	419	395	324	353
매입채무 및 기타채무	323	318	329	309	333
단기충당부채	4	4	3	3	3
비유동부채	931	1,155	1,237	1,292	1,114
장기금융부채	506	876	995	1,052	854
장기매입채무 및 기타채무	13	15	11	11	11
장기충당부채	3	3	3	3	3
부채총계	1,982	2,247	2,103	2,071	1,953
지배주주지분	1,611	1,877	1,961	2,102	2,320
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	108	53	62	62	62
기타자본구성요소	-29	-29	-29	-29	-29
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	1,406	1,650	1,688	1,871	2,109
비지배주주지분	696	698	765	851	955
자본총계	2,306	2,575	2,726	2,953	3,275
부채외자본총계	4,289	4,822	4,829	5,024	5,228

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	24	-582	175	378	435
당기순이익(손실)	338	468	195	360	432
비현금성항목등	125	144	193	218	239
유형자산감가상각비	72	80	94	102	108
무형자산상각비	27	32	40	39	38
기타	25	32	59	77	93
운전자본감소(증가)	4	-603	29	-65	-84
매출채권및기타채권의감소(증가)	53	-25	-51	-21	-50
재고자산의감소(증가)	-115	-524	385	-36	-86
매입채무및기타채무의증가(감소)	74	5	-197	-20	24
기타	-8	-58	-109	12	28
법인세납부	-105	-123	-75	-101	-121
투자활동현금흐름	-30	-182	-386	-151	-135
금융자산의감소(증가)	0	0	19	-2	-4
유형자산의감소(증가)	-50	-79	-162	-142	-138
무형자산의감소(증가)	-6	-123	-299	-15	-15
기타	26	20	56	8	22
재무활동현금흐름	268	1,887	848	-104	-259
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-161	-71	29
장기금융부채의증가(감소)	358	2,268	1,175	57	-198
자본의증가(감소)	1	-55	9	0	0
배당금지급	-42	-146	-62	-90	-90
기타	-49	-180	-112	0	0
현금의 증가(감소)	229	-292	-34	117	40
기초현금	471	699	407	374	491
기말현금	699	407	374	491	531
FCF	-26	-661	14	236	297

자료 : 윌라홀딩스, SK증권 추정

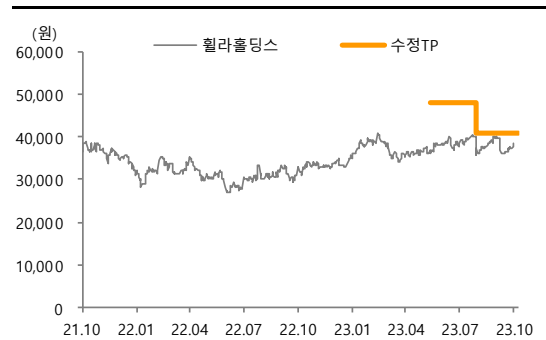
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,794	4,222	4,018	4,175	4,546
매출원가	1,914	2,192	2,225	2,150	2,283
매출총이익	1,880	2,029	1,792	2,024	2,263
매출총이익률(%)	49.6	48.1	44.6	48.5	49.8
판매비와 관리비	1,387	1,594	1,511	1,573	1,720
영업이익	493	435	282	452	543
영업이익률(%)	13.0	10.3	7.0	10.8	11.9
비영업손익	20	18	8	9	10
순금융손익	-21	-29	-50	-33	-30
외환관련손익	-7	-19	1	-6	-7
관계기업등 투자손익	49	46	57	63	66
세전계속사업이익	513	453	290	461	553
세전계속사업이익률(%)	13.5	10.7	7.2	11.0	12.2
계속사업법인세	175	-14	95	101	121
계속사업이익	338	468	195	360	432
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	338	468	195	360	432
순이익률(%)	8.9	11.1	4.8	8.6	9.5
지배주주	235	344	83	273	328
지배주주귀속 순이익률(%)	6.2	8.1	2.1	6.5	7.2
비지배주주	103	124	112	86	104
총포괄이익	493	592	261	318	412
지배주주	329	430	119	145	188
비지배주주	163	162	142	173	224
EBITDA	592	548	416	592	689

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	21.3	11.3	-4.8	3.9	8.9
영업이익	44.5	-11.7	-35.2	60.2	20.3
세전계속사업이익	50.9	-11.6	-36.0	58.8	20.1
EBITDA	34.1	-7.5	-24.0	42.4	16.3
EPS	69.2	46.1	-75.8	228.8	20.1
수익성 (%)					
ROA	8.4	10.3	4.0	7.3	8.4
ROE	16.2	19.7	4.3	13.5	14.8
EBITDA마진	15.6	13.0	10.4	14.2	15.2
안정성 (%)					
유동비율	194.1	209.9	222.1	269.0	271.1
부채비율	85.9	87.3	77.2	70.1	59.6
순차입금/자기자본	5.0	34.0	36.0	28.7	19.4
EBITDA/이자비용(배)	25.7	15.7	6.7	17.0	21.1
배당성향	25.5	27.6	108.4	33.0	31.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,872	5,658	1,369	4,500	5,403
BPS	26,845	31,217	32,605	34,930	38,519
CFPS	5,505	7,509	3,577	6,820	7,804
주당 현금배당금	1,000	1,580	1,500	1,500	1,700
Valuation지표 (배)					
PER	9.3	5.9	27.3	8.3	6.9
PBR	1.3	1.1	1.1	1.1	1.0
PCR	6.5	4.4	10.5	5.5	4.8
EV/EBITDA	5.0	6.6	9.6	6.7	5.6
배당수익률	2.8	4.8	4.1	4.1	4.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.08.16	중립	41,000원	6개월		
2023.05.30	매수	48,000원	6개월	-19.65%	-15.52%



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------