

SK COMPANY Analysis



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

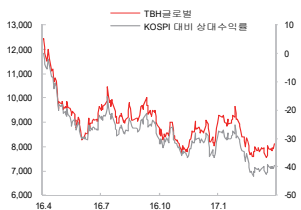
Company Data

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

Stock Data

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

주가 및 상대수익률



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

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

'17년 수익성 개선 지속

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

- 수익성 개선은 국내법인 구조조정과 중국법인 영업효율화에 기인
- ① 국내외 수익성 개선, ② 중국 내 독보적인 사업규모, ③ 밸류에이션 매력 보유
- 투자의견 매수 및 목표주가 11,000 원으로 커버리지 개시

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

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

동사 수익성 개선은 ① 국내 구조조정, ② 중국 영업효율화에 기인

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

투자의견 매수 및 목표주가 11,000 원으로 커버리지 개시

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

영업실적 및 투자지표

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

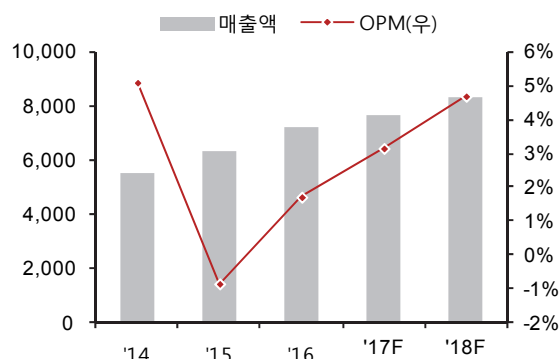
1. 기업개요

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

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

TBH 글로벌 매출액 및 영업이익률 추이

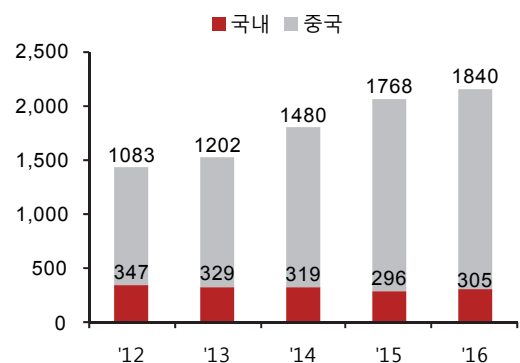
(단위: 억원)



자료: TBH 글로벌 SK 증권

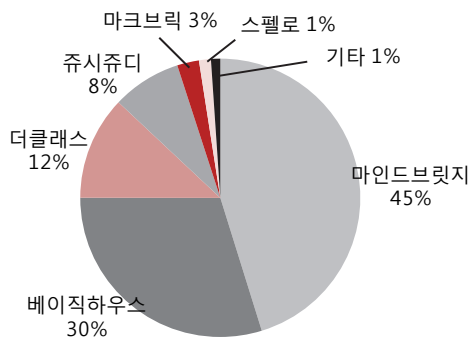
TBH 글로벌 국내외 매장수 추이

(단위: 개)



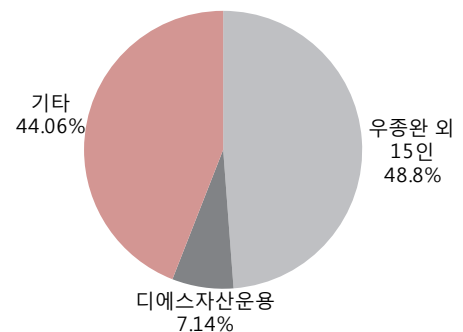
자료: TBH 글로벌 SK 증권

TBH 글로벌 국내법인 브랜드별 매출액 비중



자료: TBH 글로벌 SK 증권

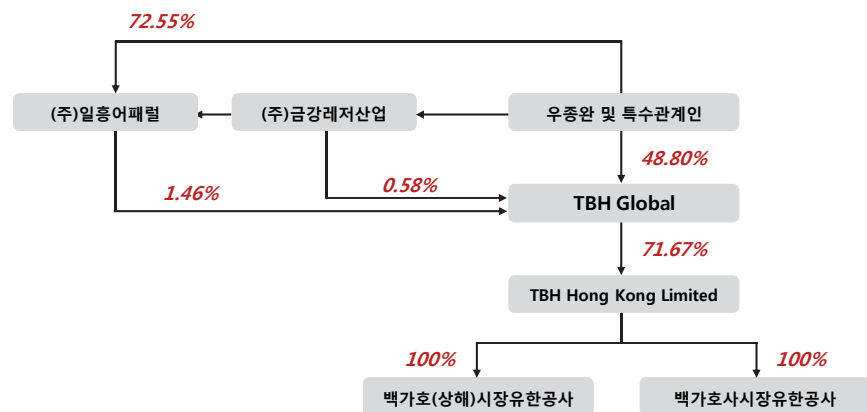
주주 현황



자료: TBH 글로벌 SK 증권

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

TBH 글로벌 지분 관계도



자료: TBH 글로벌, SK 증권

2. 투자포인트

(1) 중국 수익성 회복

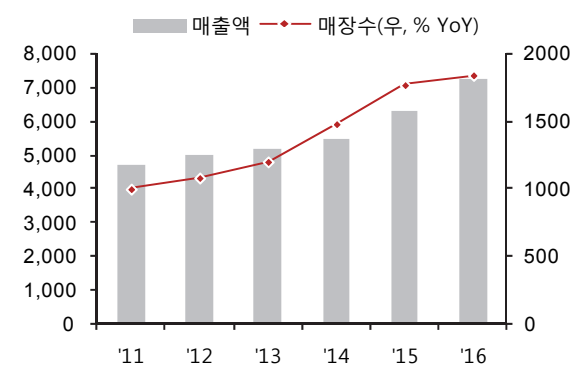
동사 중국 법인은 설립 이후 매년 두 자릿수 이상의 외형성장과 매장수 확대를 지속했다. 수익성은 '17 년을 기점으로 점진적인 회복을 전망한다. 수익성 회복의 근거는 ① '14~'15 년 신규 런칭 브랜드 안착에 따른 매출 정상화, ② 인테리어 등 초기투자 자산 정액상각 비용 축소, ③ 중국 내 매장운영방식을 중간관리제도로 전환함에 따른 고정비 부담 축소이다.

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

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

중국 법인 매출액 및 매장수 추이

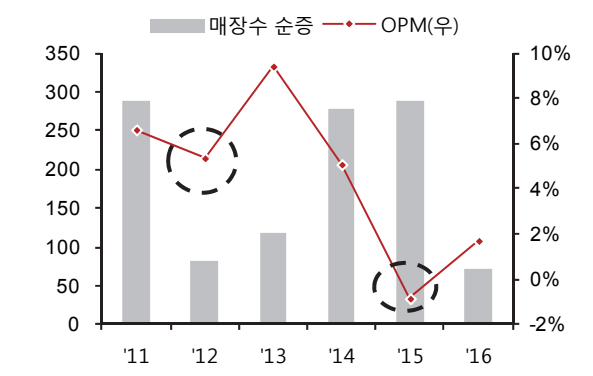
(단위: 억원)



자료: TBH 글로벌 SK 증권

중국 법인 매장수 순증 및 영업이익률 추이

(단위: 개)



자료: TBH 글로벌 SK 증권

(2) 국내 적자폭 축소

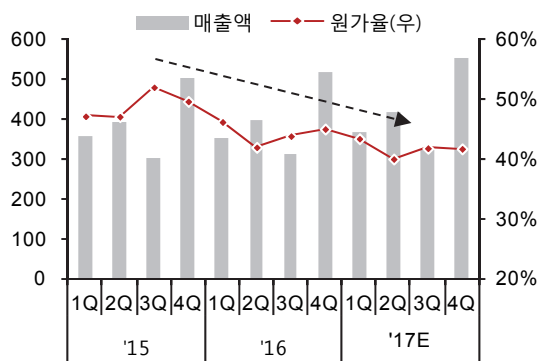
동사 국내 법인 매출액은 '12~'15 년 이어진 역성장을 마무리하고 '16 년을 기점으로 턴어라운드(+2% YoY)에 성공했다. '16 년 이전 매출액 역성장의 주요 원인은 SPA 브랜드 성장에 따른 Basic House 의 부진이었다. '17 년은 사업 구조조정으로 '16 년에 이어 적자폭 축소가 지속될 전망이다.

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

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

국내 법인 매출액 및 원가율 추이

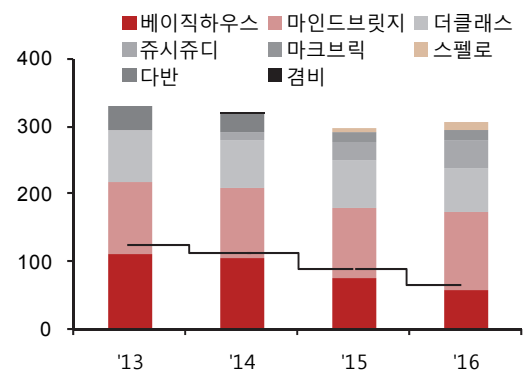
(단위: 억원)



자료: TBH 글로벌, SK 증권

국내 법인 브랜드별 매장수 추이

(단위: 개)



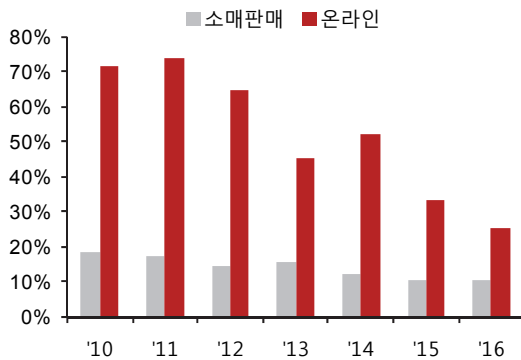
자료: TBH 글로벌, SK 증권

(3) 온라인 강화

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

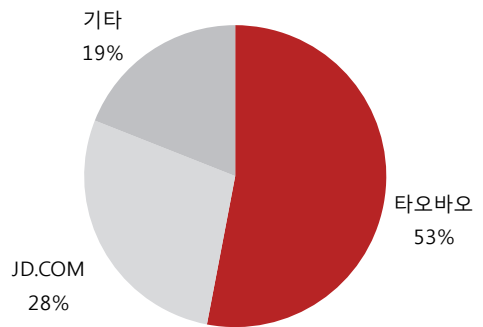
'17년 동사는 중국 온라인 매출액 300억 원 달성을 목표로 하고 있다. 동사는 올해 전자상거래 시장점유율 2위업체인 JD.COM과 브랜드 신규 입점 계약을 완료한 상태이다. 또한, 기존 매장 운영 사이트인 타오바오와는 에이전트를 제외하고 직접 계약을 추진하여 온라인 매출이 전사 수익성 개선에도 기여할 전망이다.

중국 소매판매 VS. 온라인 소매판매 성장률 추이



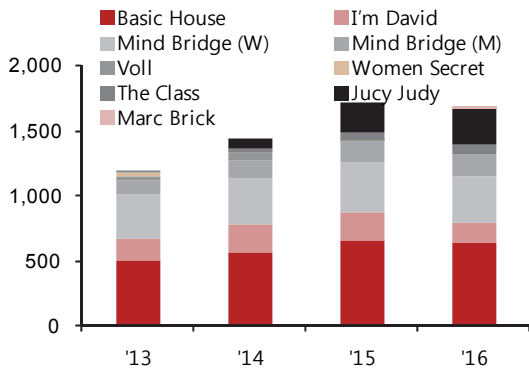
자료: CEIC, SK 증권

중국 전자상거래 업체 MS



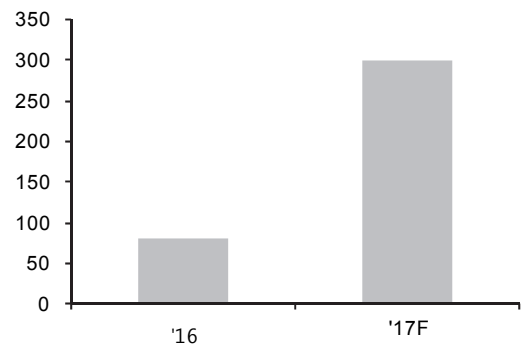
자료: iResearch, SK 증권

중국 법인 브랜드별 매장수 추이



자료: CEIC, SK 증권

'17년 중국 온라인 매출액 300억 원 전망



자료: TBH 글로벌, SK 증권

3. 밸류에이션

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

TBH 글로벌 실적 전망과 밸류에이션

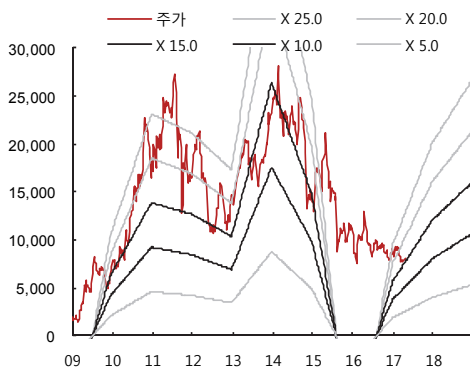
(단위: 억원)

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

자료: TBH 글로벌 SK 증권

TBH 글로벌 PER 밴드 차트

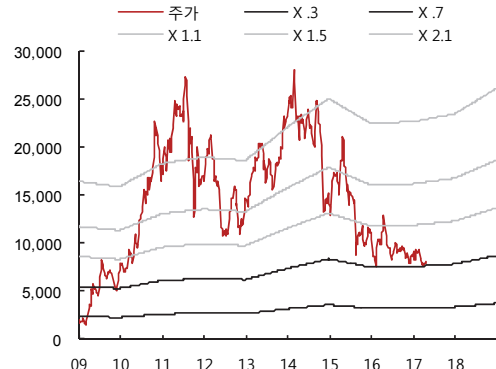
(단위: 원)



자료: Quantwise, SK 증권

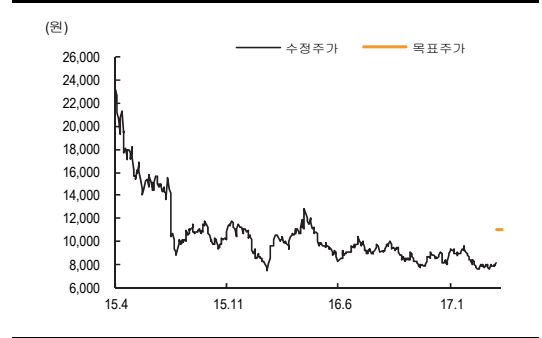
TBH 글로벌 PBR 밴드 차트

(단위: 원)



자료: Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.04.25	매수	11,000원



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 4월 25일 기준)

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

재무상태표

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

현금흐름표

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

자료 : TBH글로벌, SK증권 추정

포괄손익계산서

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

주요투자지표

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