

# 대현(016090/KS)

## 대현, 랑시그룹과 함께라면 “몽클레어” 대접

### 매수(신규편입)

T.P 5,000 원(신규편입)

#### Analyst

조은애

goodkid@sk.com

02-3773-8826

중국 대표 여성복업체 랑시그룹과 협력으로 모조에스핀에 이어 듀엘도 중국시장 진출이 시작되었다. 듀엘은 모조에스핀보다 유리한 계약조건으로 대현의 매출액 및 이익 성장에 기여할 전망이다. 한편, 개별 브랜드의 성공적인 중국진출로 2017년까지 동사의 중국 관련 매출액과 영업이익 기여도는 2015년 대비 두배 이상의 확대를 전망한다. 투자의견 매수, 목표주가 5,000 원으로 분석을 개시한다.

### 투자의견 “매수” 및 목표주가 5,000 원으로 신규편입

대현에 대해 투자의견 “매수”와 목표주가 5,000 원을 제시하고 신규 편입한다 (RIM, COE 8.5%,  $\beta$  0.98, Risk Premium 7.0%, Rf 1.6%). 목표주가 5,000 원은 2016년 연말 EPS 기준 PER 27.5 배에 해당한다. 이는 의류업 평균 PER 15.6 배 대비 57.5% 프리미엄 받은 것이며, 중국 인바운드 업체 평균 PER 32.2 배 대비 31% 할인된 수준이다.

### 중국 사업 확대가 투자포인트

동사의 투자포인트는 ① 중국 사업파트너인 랑시의 유통망을 이용해 중국 진출 브랜드인 듀엘의 매출액 성장이 기대되며, ② 2003년부터 중국에 진출한 모조에스핀 역시 중국 인바운드 인기가 지속되고 있고, ③ 2017년 중국 관련 매출액과 영업이익 기여도는 각각 15.1%, 29.4% 달성이 가능하다는 점이다.

### 2016년 매출액 8.8%, 영업이익 23.9% 증가 전망

2016년 동사의 매출액은 8.8% 증가를 전망한다. 매출액 증가는 모조에스핀과 듀엘의 단일 브랜드 매출 600억원 달성을 등에 기인한다. 씨씨콜렉트 리뉴얼 비용 마무리와 높은 마진 구조의 듀엘 중국 수출구조는 영업이익 확대 요인이다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	2,169	2,453	2,454	2,612	2,842	3,087
yoY	%	10.5	13.1	0.1	6.4	8.8	8.6
영업이익	억원	91	125	74	99	123	175
yoY	%	-17.7	37.2	-40.7	33.8	23.9	42.3
EBITDA	억원	144	194	149	170	182	221
세전이익	억원	81	105	54	96	109	164
순이익(지배주주)	억원	68	88	47	72	82	124
영업이익률%	%	4.2	5.1	3.0	3.8	4.3	5.7
EBITDA%	%	6.6	7.9	6.1	6.5	6.4	7.2
순이익률%	%	3.2	3.6	1.9	2.7	2.9	4.0
EPS	원	151	194	103	158	182	274
PER	배	7.5	12.0	27.7	23.5	16.0	10.6
PBR	배	0.5	1.0	1.2	1.5	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.1	7.7	12.1	13.1	10.2	8.3
ROE	%	7.0	8.5	4.3	6.4	7.0	9.8
순차입금	억원	239	288	329	351	321	293
부채비율	%	99.0	101.2	105.6	108.0	108.6	104.3

### Stock Data

주가(16/01/12) 2,895 원

KOSPI 1890.86 pt

52주 Beta 1.07

52주 최고가 3,880 원

52주 최저가 2,030 원

60일 평균 거래대금 63 억원

### 주가 및 상대수익률



### 주가 상승률

절대주가 74%

상대주가 10.7%

6개월 10.9%

19.2%

12개월 12.7%

14.4%

## 1. 투자포인트

동사의 투자포인트는 ① 중국 사업파트너인 랑시의 유통망을 이용해 중국 진출 브랜드인 듀엘의 매출액 성장이 기대되며, ② 2003년부터 중국에 진출한 모조에스핀 역시 중국 인바운드 인기가 지속되고 있어, ③ 2017년 중국인 매출액과 영업이익 기여도는 각각 15.1%, 29.4% 달성이 가능하다는 점이다.

2017년 동사의 중국 관련 매출액 기여도는 15.1%로 2015년 113%, 영업이익 기여도는 29.4%로 2015년 대비 100% 증가할 전망이다. 중국 관련 매출액은 중국인 인바운드 매출과 중국 수출 매출로 나뉜다.

중국인의 인바운드 매출액 기여도는 13.7%로 수출(1.5%) 보다 크다. 그러나 영업이익은 수출 매출이 확대됨에 따라 수출의 영업이익 기여도가 더 가파르게 증가할 전망이다. 2017년 인바운드와 수출의 영업이익 기여도는 각각 18.2%, 11.1%이다.

중국 관련 실적 전망		(단위: 억원)		
		2015E	2016E	2017E
매출액		2,612	2,842	3,087
영업이익		99	123	175
중국인 인바운드 매출 ①		184.6	318.1	421.6
중국인 인바운드 매출 영업이익		13.9	24.0	31.9
OPM		8.0%	10.7%	11.4%
중국 수출 매출 ②		18	123	45.5
중국 수출 매출 영업이익		0.8	5.3	19.5
OPM		42.9%	42.9%	42.9%
중국 관련 매출액 ③=①+②		186.4	330.4	467.1
중국 관련 영업이익		14.6	29.3	51.4
중국 관련 OPM		7.8%	8.9%	11.0%
중국 매출액 기여도		7.1%	11.6%	15.1%
중국 영업이익 기여도		14.7%	23.8%	29.4%

자료 SK증권

## 듀엘의 중국시장 진출

최근 국내 의류산업의 트렌드는 해외 브랜드 수입/판매이다. 몽클레어 하나의 수입 브랜드 성공 사례가 캐나다구스, 파라점퍼스 등 수입으로 확장되고 있는 것이다. 최근 중국 역시 수입 브랜드 사업 전개가 활발하다. 바로 중국 랑시그룹과 대현이다.

듀엘은 국내에서 2012년 처음 런칭된 이후 2015년에 551억원의 매출액을 달성해 빠른 성장을 기록중이다. 빠른 매출액 성장에 힘입어 2015~2016년 7%의 영업이익률이 기대되는 스타브랜드로 인식되고 있다.

2015년 듀엘은 중국에 1호 매장을 오픈했다. 매장 위치는 난징시(南京市) 국제쇼핑 센터의 수입 명품관이다. 2014년 난징국제쇼핑센터 매출액은 35억위안(한화 6,255억원)으로 전국 쇼핑몰 매출액 순위 12위를 기록한 대형 쇼핑몰이다. 대표적인 중국 여성복 전문업체인 랑시가 듀엘의 중국 판매를 담당하고 있다.

듀엘이 입점한 중국 난징시 국제쇼핑센터



출처: 중국언론 SK증권

명품관에 위치한 고급스러운 느낌의 중국 듀엘 매장 전경



출처: 중국언론 SK증권

듀엘 중국사업은 수익을 투트랙 구조로 인식한다. ① 제품에 대한 수출금액과 ② 판매 로열티이다. 보수적 관점에서 중국 내 듀얼 매장수는 5년내 25개까지 오픈이 가능할 것으로 전망하며, 매장수 25개에 도달할 경우 중국사업 이익은 ① 수출 영업이익 30억원, ② 로열티 9억원 등으로 총 39억원을 예상한다.

#### 듀얼 중국 부문 이익 기여 가정

	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
매장수(개)	1	6	20	30	40
평균매장수(개)	1	4	13	25	35
수출액(억원)	1.8	12.3	45.5	87.5	122.5
증가율		600.0%	271.4%	92.3%	40.0%
영업이익(억원)	0.8	5.3	19.5	37.5	52.5
로열티수입(억원)	0.4	3.1	11.4	21.9	30.6

자료 SK증권

#### 모조에스핀의 중국인 인바운드 수요 기대

모조에스핀의 경쟁력은 캐릭터 정장브랜드로서 국내소비자의 수요를 충족시킬 뿐만 아니라 중국 인바운드 고객에게 어필할 수 있는 디자인과 가격 경쟁력도 갖췄다는 것이다. 모조에스핀은 이미 중국에서 67개의 매장을 보유하고 있고, 매장당 250만 위안(한화 4.6억) 이상의 매출액을 달성하는 성공적인 브랜드로 평가받고 있다. 이미 중국시장에서 검증받은 브랜드로서 국내 가격이 중국 판매가격의 70%~80%에 불과해 중국인 인바운드 매출 성장 요인도 크다.

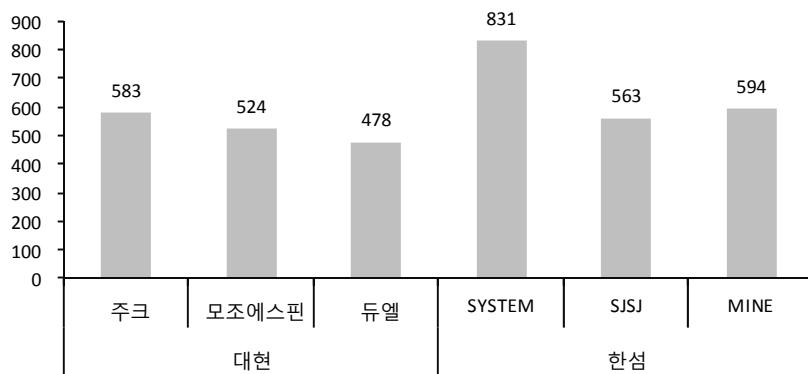
실제로 중국인 관광객의 모조에스핀 인바운드 수요는 명동에 위치한 주요 백화점 브랜드별 매출에서 확인이 가능하다. 모조에스핀은 2015년 롯데 본점(소공) 여성의류 부문에서 매출액 1위를 기록했다. 한석의 타임 보다도 높은 매출액 기록은 고무적인 현상이다. 모조에스핀은 신세계 본점(소공)에서도 매출액 5위를 기록했다. 신세계의 면세점 사업이 본격화 될 경우 이에 따른 중국인 모객 효과는 더욱 확대될 것으로 전망한다.

### 2015년 롯데, 신세계 본점 여성 캐릭터 의류 브랜드 매출액 순위

	순위	브랜드	매출(억원)
롯데(소공)	1	모조에스핀	48.0
	2	타임	43.9
	3	미샤	37.0
	4	지고트	32.3
	5	랑방	29.4
신세계(소공)	1	타임	18.8
	2	구호	10.1
	3	지고트	9.6
	4	마인	9.4
	5	모조에스핀	8.5

자료: 언론종합, SK증권

### 단일 브랜드 매출액 500억원 달성을 브랜드 인지도 제고를 의미(2014 기준)

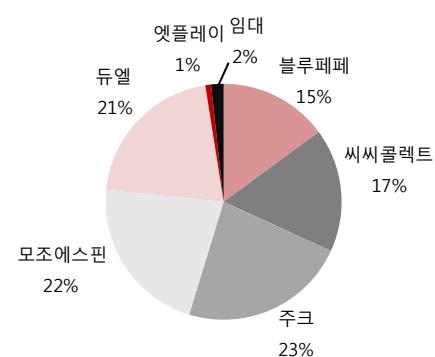


자료: 각사, SK증권

## 2. 회사개요

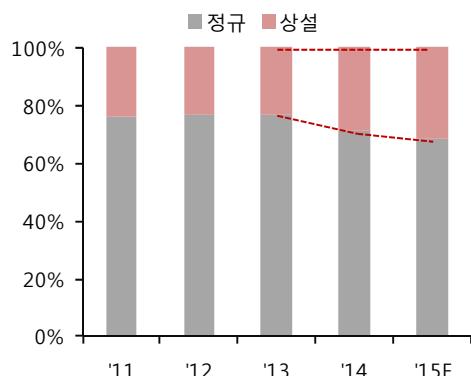
대현은 1977년 설립된 여성복 회사로 보유 브랜드는 블루페페, 씨씨콜렉트, 주크, 모조에스핀, 듀엘, 엣플레이 등 6개이다. 2015년 3분기 말 기준 동사의 국내 매장수는 457개이고, 유통채널 비중은 정규점:상설점=70:30이다.

대현 매출 구성



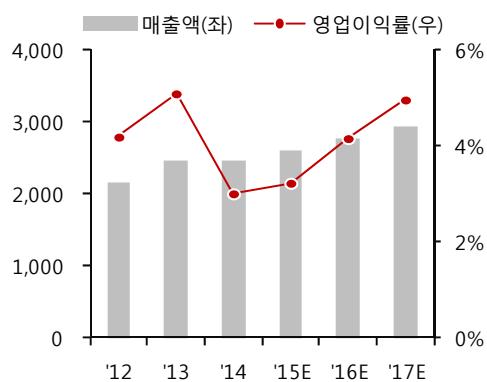
출처: 대현, SK증권

대현 국내 유통채널 현황



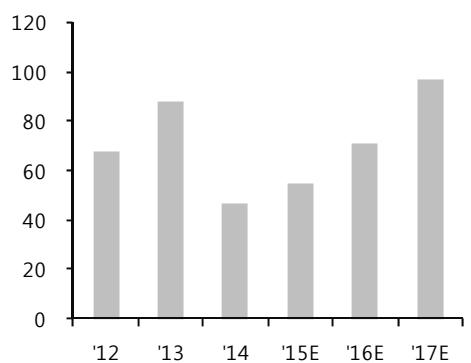
출처: 대현, SK증권

매출액과 영업이익률 추이



출처: 대현, SK증권

연간 순이익 추이



출처: 대현, SK증권

### 3. 실적전망

동사의 2016년 매출액은 8.8% 증가한 2,842 억원, 영업이익은 23.9% 증가한 123억원을 전망한다. 영업이익률은 전년대비 0.5%p 개선이 가능할 전망이다. 그 이유는 ① 유통채널에 따른 전략 차별화, ② 씨씨콜렉트의 매몰비용 마무리, ③ 높은 마진 구조의 듀얼 중국 진출 때문이다.

최근 3년 사이 유통채널의 큰 트렌드는 상설매장(아울렛) 비중 확대이다. 상설매장 확대 초기 단계에서는 정규매장에서 판매한 후 남은 재고가 상설매장으로 넘어가면서 원가율 훼손 수준이 높았다. 그러나 상설매장용 제품을 따로 생산하는 전략을 채택하면서 마진은 점차 개선되고 있는 상황이다. 향후에는 상설 매장 확대에 따른 외형성장도 영업이익 확대로 이어질 전망이다.

한편, 2014년 중 리뉴얼을 계획하였다가 적자를 기록한 씨씨콜렉트의 비용은 2016년 중 마무리를 예상한다.

연간 실적 전망	(단위: 억원, %, 개)				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,453	2,454	2,612	2,842	3,087
블루페페	371	358	347	353	363
씨씨콜렉트	479	407	445	500	544
주크	578	583	617	663	717
모조에스핀	519	524	579	639	698
듀얼	421	478	551	629	713
앤플레이	39	58	33	29	25
기타(임대 등)	46	46	40	28	28
영업이익	125	74	99	123	175
순이익	88	47	72	82	124
매장수	448	486	468	-	-
상설	105	140	148	-	-
정규	343	346	320	-	-

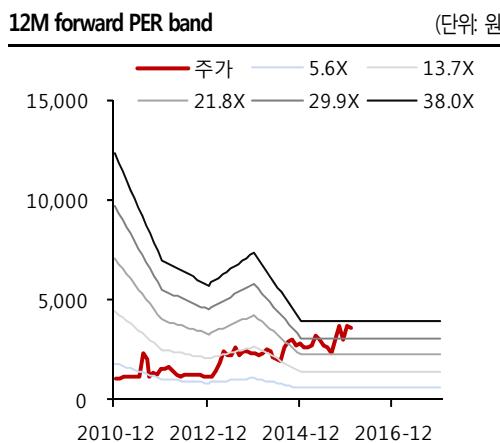
자료 대현 SK증권

## 4. 밸류에이션

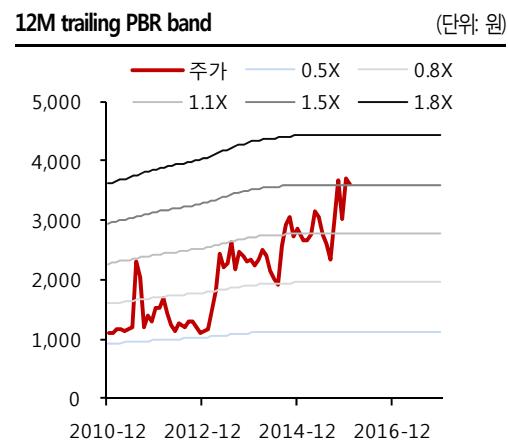
대현에 대해 투자의견 매수와 목표주가 5,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정에는 RIM(Residual Income Model)을 사용했다. 자기자본비용(COE, Cost of Equity) 8.5%는 베타 0.98(2Yrs, Weekly), 무위험수익률(Rf) 3년 만기 국고채수익률, 시장위험프리미엄 시장평균값 7.0%를 적용했다.

목표주가 5,000 원은 2016년 연말 EPS 기준 PER 27.5 배 수준이며, 2017년 기준은 PER 18.2 배로 의류업 평균 멀티플 15.6 배(한섬, LF, 베이직하우스 PER 적용) 대비 높은 수준이다.

동사에 대해 의류업 평균 멀티플 대비 높은 프리미엄이 가능한 이유는 모조에스핀, 듀엘 등 2개 브랜드의 중국인 인바운드 및 내수 수혜를 예상하기 때문이다. 2016년 기준 동사의 중국 관련 영업이익 기여도는 23.8%로 전년대비 61.9% 증가가 예상된다. 아모레퍼시픽의 중국 관련 영업이익 기여도 확장기(2013~2014년)에 적용된 PER 40 배를 감안하면 프리미엄 부여가 과도하지 않다고 판단한다.



출처: Dateguide Pro, SK증권



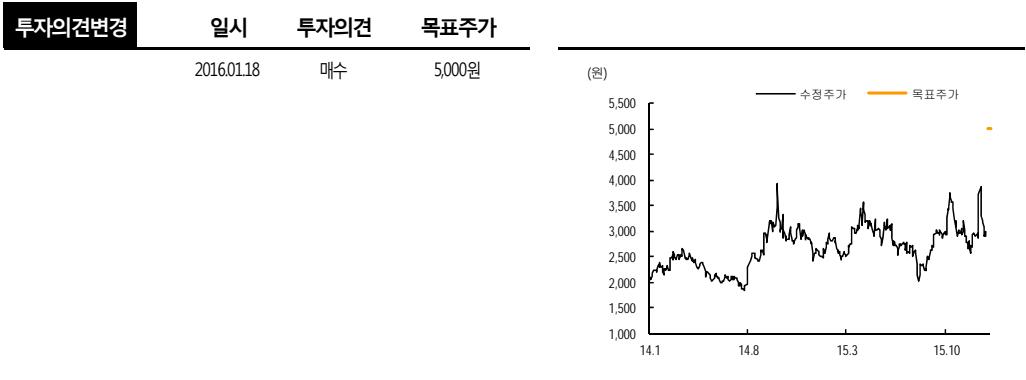
출처: Dateguide Pro, SK증권

**대현 Valuation Model : RIM 모형**

(단위: 억원, 배)

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
당기순이익	82	124	149	179	205	236	272	312	359	413	475	546
자기자본	1,218	1,323	1,457	1,619	1,806	2,022	2,271	2,557	2,887	3,267	3,705	4,208
자기자본이익률 (ROE)	7%	9%	10%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	13%
Cost of Equity (COE)	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
ROE-COE	-1.7%	0.9%	1.8%	2.6%	2.9%	3.2%	3.5%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.5%
초과이익 (RI, Residual Income)	11	23	37	47	58	71	85	102	121	142	167	
잔여가치 (CV, Continuing Value)												1,954
현가계수	1.0000	0.9253	0.8531	0.7866	0.7252	0.6686	0.6165	0.5684	0.5241	0.4832	0.4455	0.4108
초과이익의 현재가치 (PV of RI)		10	20	29	34	39	44	48	53	58	63	69
Cost of Equity (COE)		8.5%										
베타		0.98										
시장기대수익률 (Rm)		7.0%										
무위험수익률 (Rf)		1.6%										
초기 자기자본		1,218										
잔여이익의 현재가치 합계 (NPV of RI)		468										
잔존가치의 현재가치 합계 (NPV of CV)		803										
기업가치		2,489										
상장주식수 (백만주)		45										
<b>목표가</b>		5,497										
현재가		2,905										
상승여력		89%										

자료 Dataguide, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(조사인)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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 18일 기준)

매수	94.67%		중립	5.33%		매도	0%
----	--------	--	----	-------	--	----	----

### 대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	812	966	1,066	1,222	1,382
현금및현금성자산	18	10	12	23	53
매출채권및기타채권	272	297	287	326	356
재고자산	523	658	767	872	973
<b>비유동자산</b>	1,176	1,196	1,192	1,177	1,160
장기금융자산	6	6	6	2	2
유형자산	291	316	300	271	232
무형자산	4	4	5	20	35
<b>자산총계</b>	1,988	2,162	2,257	2,399	2,541
<b>유동부채</b>	766	845	888	941	968
단기금융부채	257	298	341	374	369
매입채무 및 기타채무	454	475	491	503	526
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	223	242	271	305	355
장기금융부채	0	0	0	0	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	989	1,087	1,159	1,246	1,323
<b>지배주주지분</b>	999	1,075	1,098	1,153	1,218
자본금	269	269	269	269	269
자본잉여금	52	52	52	52	52
기타자본구성요소	-11	-11	-11	-11	-11
자기주식	-11	-11	-11	-11	-11
이익잉여금	689	765	788	850	924
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	999	1,075	1,098	1,153	1,218
<b>부채와자본총계</b>	1,988	2,162	2,257	2,399	2,541

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>영업활동현금흐름</b>	93	46	41	32	80
당기순이익(손실)	68	88	47	72	82
비현금성형모동	103	134	132	118	100
유형자산감가상각비	53	69	74	71	58
무형자산상각비	0	0	0	0	1
기타	37	49	50	15	3
운전자본감소(증가)	-53	-147	-101	-104	-64
매출채권및기타채권의감소증가	-40	-16	11	-39	-29
재고자산감소(증가)	-108	-138	-113	-108	-101
매입채무 및 기타채무의증가(감소)	90	21	16	12	22
기타	5	-14	-16	31	44
법인세납부	-25	-29	-37	-53	-38
<b>투자활동현금흐름</b>	-148	-75	-59	-30	-30
금융자산감소(증가)	0	0	0	19	0
유형자산감소(증가)	-144	-74	-54	-36	-22
무형자산감소(증가)	0	-1	-2	-15	-15
기타	-4	0	-3	3	8
<b>재무활동현금흐름</b>	40	22	20	9	-20
단기금융부채증가(감소)	61	41	43	33	-5
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	5
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의지급	-10	-7	-10	-8	-8
기타	-11	-12	-13	-16	-13
현금의증가(감소)	-15	-7	1	11	30
기초현금	33	18	10	12	23
기말현금	18	10	12	23	53
FCF	-63	-34	-29	-18	33

자료 : 대현 SK증권 추정

### 손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	2,169	2,453	2,454	2,612	2,842
<b>매출원가</b>	927	1,044	1,090	1,191	1,270
<b>매출총이익</b>	1,241	1,409	1,364	1,421	1,572
매출총이익률 (%)	57.2	57.5	55.6	54.4	55.3
<b>판매비와관리비</b>	1,150	1,284	1,289	1,321	1,449
영업이익	91	125	74	99	123
영업이익률 (%)	4.2	5.1	3.0	3.8	4.3
비영업손익	-10	-20	-20	-3	-14
<b>순금융비용</b>	9	12	13	-2	12
외환관련손익	-1	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	81	105	54	96	109
세전계속사업이익률 (%)	3.7	4.3	2.2	3.7	3.8
계속사업법인세	13	17	8	25	26
<b>계속사업이익</b>	68	88	47	72	82
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	68	88	47	72	82
<b>순이익률 (%)</b>	3.2	3.6	1.9	2.7	2.9
<b>지배주주</b>	68	88	47	72	82
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	3.15	3.58	1.91	2.74	2.9
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	53	83	33	62	73
<b>지배주주</b>	53	83	33	62	73
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	144	194	149	170	182

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.5	13.1	0.1	6.4	8.8
영업이익	-17.7	37.2	-40.7	33.8	23.9
세전계속사업이익	-27.1	29.1	-48.0	76.6	13.0
EBITDA	-5.7	34.4	-23.3	14.7	6.8
EPS(계속사업)	-18.2	28.8	-46.8	53.0	15.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.0	8.5	4.3	6.4	7.0
ROA	3.7	4.2	2.1	3.1	3.3
EBITDA마진	6.6	7.9	6.1	6.5	6.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	106.0	114.3	120.0	129.9	142.7
부채비율	99.0	101.2	105.6	108.0	108.6
순차입금/자기자본	23.9	26.8	30.0	30.4	26.4
EBITDA/이자비용(배)	15.3	15.8	11.3	13.4	14.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	151	194	103	158	182
BPS	2,207	2,374	2,425	2,546	2,691
CFPS	268	346	268	315	312
주당 현금배당금	16	23	17	18	22
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.8	15.1	38.0	23.7	21.3
PER(최저)	7.1	5.7	18.0	12.8	15.9
PBR(최고)	0.8	1.2	1.6	1.5	1.4
PBR(최저)	0.5	0.5	0.8	0.8	1.1
PCR	4.2	6.8	10.7	11.8	9.3
EV/EBITDA(최고)	8.1	9.1	15.4	13.2	12.6
EV/EBITDA(최저)	5.9	4.8	9.0	8.6	10.1