

유통/의류

Overweight
(Maintain)

2013. 5. 6

규제와 저성장 관점에서 종목 찾기

1. 의류 유통 분야

본 보고서에서는 저성장에 진입한 이후 미국과 일본의 의류 유통업은 서로 다르게 전개. 저성장에 진입하면 의류 소비는 합리적으로 전환. 그러나 이를 흡수한 업태가 서로 다름. 일본이 대형 소매점포에 대해 출점을 규제했던 것이 차별화의 원인. 한국은 의류 분야에서 규제가 없다는 점에서 일본보다는 미국과 유사하게 전개될 전망. 미국은 경쟁력 있는 의류 유통업체와 이를 기반으로 고성장한 의류 업체가 있다는 점이 투자 아이디어.



유통/의류

Analyst 손윤경, CFA

02) 3787-5223

ykson@kiwoom.com

RA 이소정 3787-4706

sojunglee@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 아울렛 소비 확산에 따른 수혜주 찾기	4
> 합리적 의류 소비를 흡수하기에는 아울렛이 중저가 SPA보다 우월	4
> 백화점 3사, 적극적으로 아울렛을 확장: 새로운 성장 기회	4
> 병행수입, 도심형 아울렛의 제품 라인업을 강화할 전망	4
> 아울렛의 활용으로 주요 의류 브랜드 업체의 성장성도 개선될 전망	4
> 아울렛이 단기 실적 개선에 기여할 종목	5
> 아울렛이 장기 실적 개선에 기여할 종목	7
> 아울렛의 확장이 위협이 될 종목	7
II. 저성장의 한국, 의류 유통은 SPA보다 아울렛이 주도할 전망	9
> 최근 증가한 중저가 SPA는 그 동안 사라졌던 오프라인 저가 의류구매 채널을 공급하며 성장한 것	9
> 저성장에 의해 확산된 합리적 의류 소비는 아울렛이 흡수	12
> 병행 수입 활성화: 도심형 아울렛의 제품 라인업을 확대할 것	16
> 아울렛의 활성화, 대형 국내 브랜드 업체의 성장성을 개선하는 요인	18
III. 일본 의류 유통: 규제로 경쟁력 미약	21
> 일본, 대형 점포에 대한 출점 규제: 가두점 중심의 의류 유통환경 조성	21
> 가두점 중심의 의류 유통, 일본인의 명품 의존도를 높임	22
> 경제성장률 둔화, 규모가 작은 일본 디자이너 브랜드의 점포 축소: 명품 의존도는 더욱 높아짐	23
> 대형점포 출점 규제 완화: 교외지역에 식품을 Key Tenant로 한 일본형 쇼핑센터 공급	24
> 교외 쇼핑센터: 중저가 브랜드 판로 제공, 최대 수혜는 Uniqlo	26
> 고소득층의 합리적 소비는 프리미엄 아울렛센터가 흡수: 해외 수입 브랜드의 일본내 점유율이 더욱 상승	27
> 대형 유통채널 부족: 의류 업체를 영세하게 유지시킴	28
IV. 미국 의류 유통, SPA보다는 아울렛 활성화	31
> 미국, 양질의 제품을 합리적인 가격에 제공하는 도심형 아울렛의 활성화	31
> 아울렛이 활성화되며 주요 의류 브랜드들도 성장	33
[참고1] 일본의 유통 규제와 업태의 변화	35
> 일본의 대형 유통업 규제: 작은 점포 포맷의 업태가 활성화	35
> 1930년~1973년, 백화점 업체를 규제: GMS가 고성장	35
> 1974년~1990년, 대형점포의 출점을 강력히 규제: 편의점 급성장	36
> 1990년대 유통업 규제 완화, 중소 상인 보호 포기: 강력한 중소상인 보호 정책에도 자영업자수는 지속적으로 감소	37
> 1990년대 유통업, 낮은 수준의 규제: 쇼핑센터 급증	38
> 1998년 대점법 폐지 이후, 프리미엄 아울렛도 급증	40
> 2000년 대형점포 입지법, 2007년 교외지역 투자 제한 시작	42
[참고2] 글로벌 유통/의류 업체 VALUATION	43
[참고3] 글로벌 유통/의류 업체 시가총액 추이	45
기업분석	57

- 당사는 5월 3일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

일본과 미국의 규제와 저성장을 통해 본 유통 업종 전망: 1. 의류 유통 분야

유통업은 일본과 미국에서 매우 다른 모습으로 전개되어 왔다. 당사는 일본과 미국의 유통업이 다르게 성장한 것이 정부 규제에서 차이가 있었기 때문이라 판단한다. 미국은 유통업에 대한 정부 규제가 거의 없었다. 그러나 일본은 1930년대 백화점 규제를 시작으로 1970년대부터는 백화점뿐만 아니라 GMS(General Merchandise Store, 종합소매점)와 슈퍼마켓도 포함한 모든 대형점포에 대해 출점과 영업시간을 규제하였다. 대형점포에 대한 정부규제로 일본의 유통업은 대형유통업체가 성장하기보다는 소형유통업체가 다수 존재하는 모습이다. 반면, 규제가 없었던 미국은 다양한 업체에서 대형 유통업체가 성장하였다.

우리나라에서도 유통업에 대한 정부규제가 강화되고 있다. 대체로 식품 유통과 관련한 분야이다. 식품을 유통하는 할인점과 SSM에 대해서는 유통산업발전법을 통해 출점 및 영업시간 규제를 강화하고 있으나 백화점과 같은 의류 분야는 규제가 미미하다. 따라서 규제관점에서 볼 때, 한국의 유통업체는 식품 분야에서는 일본과 같은 업체의 변화를 예상해볼 수 있는 반면, 의류 분야에서는 미국과 같은 변화를 예상할 수 있다.

>>> 출점규제가 없는 의류 유통, 미국과 같이 아울렛이 고성장 할 것

유통산업발전법에 의해 대규모 점포의 출점 및 영업시간이 규제되고 있는 식품 유통분야와 달리 의류 유통분야는 규제가 크지 않다. 공정거래위원회가 백화점에 입점한 중소기업체들에게 수수료를 과도하게 부과하는 것을 제한하는 수준이다. 백화점 및 기타 의류 유통 포맷의 점포를 출점하는 것을 제한하고 있지는 않은 것이다. 이는 미국의 의류 유통과 유사한 규제환경이다. 따라서 우리나라의 의류 유통분야는 미국과 유사한 모습으로 성장할 것으로 전망한다.

미국의 의류 유통은 1980년대까지 백화점이 주도하였으나 1990년대 본격화 된 저성장과 함께 SPA 및 아울렛 업체들이 주류로 성장하였다. 경제성장률이 둔화되었던 초기에는 GAP과 같은 중저가 SPA의 성장이 독보적이었으나 1990년대 중반 이후 TJX와 같은 도심형 아울렛 사업자들이 점포를 확대하면서 중저가 SPA의 점유율은 하락하고 도심형 아울렛 사업자들이 시장을 장악하였다. 저성장으로 의류 소비가 합리적으로 전환되었으나 높은 경제성장률을 누리며 높아졌던 눈높이가 현저히 하락하지는 않았던 것이다. 좋은 품질의 제품을 합리적인 가격에 구매할 수 있는 아울렛의 제품을 중저가 SPA 제품보다 선호했던 것이다. 한편, 고가 소비의 합리적 전환은 프리미엄 아울렛이 흡수하였다.

반면, 1930년대부터 1998년까지 대규모소매점포법(대점법)으로 대형 백화점의 출점을 제한했던 일본은 의류 유통 분야는 영세한 SPA들을 양산하였다. Uniqlo만이 대형업체로 성장하였는데, Uniqlo의 고성장은 1998년 대점법이 폐지된 이후 대규모로 공급되었던 쇼핑센터에 적극적으로 입점하여 효율성을 높인 것이 원인이다. 반면, 일본에는 고가의 자국 디자이너 브랜드가 없다. 효율적으로 점포를 확산시켜 대형 의류 업체를 육성할 수 있는 유통 채널이 존재하지 않았기 때문이다. 영세한 수준에 머무르던 디자이너 브랜드는 경기부진을 이기지 못하고 도퇴되었다. 일본 디자이너 브랜드가 폐점한 자리를 명품이 대체하며 일본의 고가 소비는 명품으로 집중되었다.

I. 아울렛 소비 확산에 따른 수혜주 찾기

>>> 합리적 의류 소비를 흡수하기에는 아울렛이 중저가 SPA보다 우월

경제성장률이 둔화되며 미국과 일본 모두에서 의류 소비는 합리적으로 전환되었다. 의류의 합리적인 소비를 흡수한 채널이 미국과 일본에서 다르다. 미국은 아울렛이 합리적 소비를 효과적으로 흡수한 반면, 일본은 중저가 SPA가 고성장하였다. 당사는 미국과 일본의 이러한 차이가 대형 유통업체의 출점을 제한했던 일본의 규제가 원인이다. 따라서 의류 관련한 분야에서 출점 규제가 존재하지 않는 우리나라는 일본보다는 미국과 유사한 의류 유통업체의 변화를 겪게될 전망이다. 중저가 SPA의 성장보다는 아울렛의 고성장을 예상한다. 아울렛이 공급하는 제품이 중저가 SPA가 공급하는 제품보다 높은 경제성장기에 높아진 눈높이를 충족시키면서 가격이 합리적이기 때문이다.

>>> 백화점 3사, 적극적으로 아울렛을 확장: 새로운 성장 기회

2007년 신세계가 여주에 프리미엄아울렛을 처음으로 오픈한 이후 대형 유통업체에 의해 아울렛은 지속적으로 공급되고 있다. 롯데쇼핑이 2008년에 프리미엄아울렛과 도심형아울렛을 동시에 시작하였고 최근 현대백화점이 김포와 송도에 프리미엄아울렛을 출점할 계획임을 밝혔다. 대형 유통업체가 공급하는 아울렛은 보다 다양한 제품을 제공한다는 점에서 소비자에게 매력적이다. 유통업체 입장에서는 백화점의 낮아진 출점 여력을 아울렛으로 높일 수 있다. 백화점이 입점하기에 부족한 상권에 아울렛으로 출점할 수 있기 때문이다. 아울렛이 유통업체에 새로운 성장 기회를 제공하는 것이다.

>>> 병행수입, 도심형 아울렛의 제품 라인업을 강화할 전망

2012년 5월 관세청이 병행수입 인증제를 실시하며 병행수입 제품에 대한 신뢰가 높아지고 있다. 병행수입은 유통채널에 있는 재고를 저렴한 가격에 구매하는 것을 의미한다. 유통업체들은 병행수입을 적극적으로 이용하여 아울렛에 제품을 공급할 수 있다. 도심형 아울렛에 필요한 대중적인 수입 제품은 유통채널에 재고가 많기 때문에 병행수입을 통해 저렴한 가격에 공급할 수 있다. 그러나 병행수입을 통해 초고가 럭셔리 브랜드의 공급은 쉽지 않을 것이다. 럭셔리 브랜드는 직접 재고관리를 하기 때문에 유통채널 내에 재고가 많지 않기 때문이다.

>>> 아울렛의 활용으로 주요 의류 브랜드 업체의 성장성도 개선될 전망

당사는 다음과 같은 이유로 의류 업체들도 아울렛을 적극적으로 활용할 경우, 추가 성장이 가능할 것으로 전망한다.

- 1) 풍부한 트래픽 확보가 가능한 대형 유통업체의 아울렛에 입점하면 이월상품을 효과적으로 판매할 수 있다. 따라서 재고처리 비용이 감소할 수 있다.
- 2) 재고처리에 대한 부담 완화로 보다 다양한 제품을 출시할 수 있을 전망이다. 다양한 제품의 공급은 소비자에게 소구하는 제품을 출시할 가능성을 높여 매출을 확대할 수 있다.
- 3) 도심형 아울렛은 백화점이 진입하기 어려운 지방 상권에 브랜드 업체의 진입을 용이하게 할 전망이다. 아울렛은 백화점과 같이 대형 상권이 필요하지 않으면서도 합리적인 가격에 고가 브랜드 제품을 소개할 수 있기 때문이다.

>>> 아울렛이 단기 실적 개선에 기여할 종목

롯데쇼핑(023530, BUY, TP 520,000원): 아울렛 사업을 가장 적극적으로 확대

롯데쇼핑에 대해 목표주가를 기존 500,000원에서 520,000원으로 상향하고 유통업종 Top-pick을 유지한다. 가장 적극적으로 아울렛 사업을 확장하며 장기 성장성을 개선시키고 있기 때문이다. 하반기 경기가 완만하게 회복될 경우, 아울렛으로의 소비 집중은 더욱 확산될 전망으로 할인점의 부진에도 불구하고 2013년 대형 유통업체 중 가장 견조한 실적을 시현할 것으로 전망한다. 아울렛뿐만 아니라 편의점/홈쇼핑 등 합리적 소비를 흡수할 수 있는 채널들을 보유하고 있다는 점도 긍정적인 요인이다.

신세계인터내셔널(031430, BUY, TP 110,000원): 신세계사이먼의 출점에 따른 수혜 기대

신세계인터내셔널을 목표주가 110,000원과 투자 의견 BUY로 분석을 시작한다. 신세계인터내셔널은 신세계사이먼프리미엄 아울렛 확장의 최대 수혜주이다. 프리미엄아울렛에 입점하여 실적 개선이 가능하고 신세계사이먼의 지분을 25% 보유하고 있어 투자자산의 증가도 동반되기 때문이다. 목표주가 110,000원은 시가총액 7,700억원에 해당하는 것으로 신세계인터내셔널의 사업가치를 6,000억원으로 평가하고 신세계사이먼의 지분가치를 1,700억원으로 평가한 것이다.

신세계사이먼은 2013년 4월 파주점의 영업면적을 20% 확장하였고 9월에는 부산점을 오픈할 예정이다. 2011년 신세계사이먼 파주점이 오픈했을 때, 신세계인터내셔널의 매출은 전년 대비 35% 증가한 바 있다. 2013년 신세계사이먼의 점포 확장은 동사 실적을 가파르게 개선시킬 수 있을 것으로 전망된다. 특히, 9월 오픈 예정인 부산점에 대한 기대가 크다. 부산 인근이라 할 수 있는 김해에서 롯데프리미엄 아울렛의 매출이 신세계사이먼 파주점을 상회하고 있기 때문이다.

당초 신세계사이먼은 한국내에서 프리미엄아울렛은 3~4개 정도가 운영되는 것이 적당하다고 밝힌 바 있었다. 그러나 최근 장기적으로 한국에서 8개의 프리미엄 아울렛을 운영할 계획임을 밝히고 있다. 동사의 지속적인 성장이 기대되는 부분이다.

참고로 2011년 기준으로 일본에는 프리미엄 아울렛센터가 36개가 운영되고 있으며 Simon(40%)와 Mitsubishi Eatate(60%)의 합작법인인 Chelsea Japan의 프리미엄아울렛이 8개 운영되고 있다.

신세계인터내셔널 Valuation (I) (단위: 억원)

	2012년	2013년E	2014년E	2015년E
별도기준 당기순이익	468	333	503	634
신세계인터내셔널 Target P/E Multiple	12.0	12.0	12.0	10.0
신세계인터내셔널 사업가치(1)	5,620	3,991	6,034	6,336
신세계사이먼 당기순이익	197	236	334	417
신세계사이먼 Target P/E Multiple	20.0	20.0	20.0	15.0
신세계사이먼 가치(2)	3,940	4,728	6,674	6,257
신세계인터내셔널이 보유한 신세계사이먼가치(지분율 25%)	985	1,182	1,668	1,564
신세계인터내셔널 시가총액=(1)+(2)*0.25	6,605	5,173	7,702	7,900
주식수(주)	7,140,000	7,140,000	7,140,000	7,140,000
목표주가(원)	92,507	72,444	107,878	110,647

자료: 키움증권 리서치센터

현대백화점(069960, BUY, TP 200,000원): 출점 전략 수정에 가치를 부여

현대백화점에 대해 목표주가를 기존 180,000원에서 200,000원으로 상향한다. 투자 의견도 Outperform에서 BUY로 상향한다. 백화점 위주로 출점한다는 기존의 성장 전략에 아울렛을 추가하며 성장성을 강화하는 것으로 전략을 수정한 것에 가치를 부여한 것이다. 2014년 김포와 2015년 송도에 프리미엄 아울렛을 오픈할 예정임을 발표하였고 도심형 아울렛 운영에 대해서도 적극적으로 검토하고 있다고 한다.

현대백화점은 롯데쇼핑과 비교하여 기존 사업의 규모가 상대적으로 작다. 따라서 1개의 아울렛이 성장성을 개선하는 폭은 현대백화점이 롯데쇼핑을 크게 상회하게 된다.

당사는 2014년 오픈 예정인 김포 프리미엄아울렛에 대한 기대가 매우 크다. 김포 프리미엄아울렛은 한강 아래벚길 김포터미널 지역에 테마파크가 함께 입점하여 강북의 소비자를 대상으로 영업하게 된다. 파주에서 영업하는 롯데프리미엄아울렛과 신세계사이먼프리미엄아울렛과 상권이 일부 겹치게 되는데, 김포가 도심에서의 접근성이 더 좋다. 따라서 파주 지역의 프리미엄아울렛보다 더 큰 매출을 창출할 수 있을 전망이다. 파주 지역에서 두 개의 프리미엄아울렛은 2012년 5,000억원 이상의 매출을 기록했고 2013년에도 30% 이상의 성장을 이어가고 있다. 현대백화점 킨텍스점의 매출이 2,500억원 수준인 점과 비교하면 현대백화점의 김포프리미엄아울렛은 신규 백화점 이상의 실적기여를 기대하게 한다.

프리미엄 아울렛 현황 및 출점 예정 사항

	점포명	개점일	위치	매장면적		브랜드 수/종류	
롯데 프리미엄 아울렛	김해점	2008년 12월 (2013년 6월 리뉴얼 오픈 예정)	김해시 장유면	+18,479㎡ (45,587㎡)	+5,590평 (13,790평)	130개	버버리, 듀폰, 아이그네 등
	파주점	2011년 12월	경기도 파주시 문발동	35,428㎡	10,717평	213개	폴스미스, 멀버리, 빈폴, 폴로, MCM 등
	부여점	2013년 8월 (예정)	충남 부여군 규암면 합정리	26,500㎡	8,016평		
	이천점	2013년 10월 (예정)	경기도 이천시 호법면 단천리	33,000㎡	9,983평		
	동부산점	2015년 (예정)	부산시 기장군	53,000㎡	16,060평		
신세계 첼시 프리미엄 아울렛	여주점	2007년 6월 (2014년 확장 예정)	경기도 여주군 여주읍	25,800㎡ 약 7,800평 (80% 확장 예정)		140개	아르마니, 코치, 구찌, 버버리, 페라가모, 펜디 등
	파주점	2011년 3월 (2013년 4월 증축)	경기도 파주시 탄현면 법흥리 1790-8	40,182㎡ 약 12,200평		220개	아르마니, 코치, 토리버치, 휴고보스 등
	부산점	2013년 9월 (예정)	부산 기장군 장안읍 좌동리 장안택지개발 예정지구	31,380㎡ 약 9,500평		180개	아르마니, 코치 등 (여성*남성 의류, 잡화, 생활용품)
현대 프리미엄 아울렛 (가칭)	한강 아래벚길점	2014년 (예정)	경기 김포시의 한강 아래벚길 김포터미널	39,600㎡ 약 12,000평		-	-
	송도점	개점 시기 미정	인천시 송도 경제자유구역	39,600㎡ 약 12,000평		-	-

자료: 언론보도, 각 사, 키움증권 리서치센터

>>> 아울렛이 장기 실적 개선에 기여할 중목

한섬(020000, BUY, TP 45,000원)/ LG패션(093050, BUY, TP 40,000원)

: 적극적인 아울렛 채널 활용은 브랜드 업체들의 체력을 강화시킬 전망

당사는 유통업체가 아울렛을 활성화시킬 경우, 경쟁력 있는 브랜드 업체들이 내수 시장에서도 의미있는 추가 성장이 가능할 것이라 전망한다. 이에 따라 한섬과 LG패션을 투자의견 BUY로 분석을 시작한다. 경쟁력 있는 브랜드를 보유한 한섬과 LG패션은 아울렛을 적극적으로 활용하여 수익성을 개선하고 성장성도 높일 수 있을 것으로 기대하기 때문이다.

경쟁력 있는 브랜드는 대규모 트래픽 확보가 가능한 대형 아울렛에 입점하면 보다 많은 이월상품을 판매할 수 있다. 따라서 기존보다 재고관련 비용이 감소할 수 있다. 특히, LG패션은 다수의 브랜드를 보유하고 있어 이월상품 역시 상대적으로 크다. 따라서 정가가 판매뿐만 아니라 이월상품의 효과적인 판매여부가 수익성을 결정한다. 기존에 운영하던 LG패션 단독 아울렛 점포가 확보하는 트래픽보다 유통업체가 확대하는 대형 아울렛이 확보해 주는 트래픽이 풍부하다. 따라서 대형 아울렛에 입점하는 것이 이월상품을 보다 효과적으로 판매하는 방법이다. 효과적인 이월상품 판매는 재고처리 비용의 감소로 이어져 수익성을 개선시키는 요인이다.

재고처리에 대한 부담이 낮아지면 보다 다양한 신제품을 선보일 수 있어 고객의 소비를 자극할 수도 있다. 이는 내수 시장에서 경쟁력 있는 브랜드들이 점유율을 확대할 수 있음을 의미하는 것이다.

아울렛을 적극적으로 활용한 랄프로렌(Ralph Lauren)이 미국에서 크게 성공한 것이 국내 주요 브랜드 업체들이 벤치마킹(benchmarking)할 만한 사례라 판단된다.

>>> 아울렛의 확장이 위험이 될 중목

호텔신라(008770, Marketperform, TP 55,000원): 프리미엄 아울렛과 관광객 유치 경쟁 시작

대형 유통업체들에 의해 프리미엄아울렛이 적극적으로 공급되는 것은 면세점 업체들에게는 다소 부정적이다. 여전히 면세점은 초고가 럭셔리 브랜드를 저렴하게 구매할 수 있는 유일한 유통채널임은 분명하다. 그러나 프리미엄아울렛이 공급하는 대중적인 수입 브랜드는 면세점을 방문하지 않아도 저렴하게 구매할 수 있다. 특히, 외국인관광객 입장에서는 프리미엄아울렛에서도 면세(Tax Refund)를 적용받을 수 있기 때문에 면세점을 이용하는 것과 차이가 크지 않다. 따라서 외국인 관광객을 대상으로 프리미엄아울렛의 적극적인 마케팅이 이어질 경우, 면세점은 고객유치를 위해 지불해야 할 비용이 증가할 가능성이 높다.

실제로 유통업체가 공급하고 있는 프리미엄아울렛은 교외지역에 위치해 있어 내국인은 주로 주말에 이용하게 된다. 따라서 프리미엄아울렛들은 주중 고객을 확보하기 위해 적극적으로 외국인 관광객을 유치하고자 한다. 신세계사이먼 프리미엄아울렛은 합작사인 Simon의 주요 전략중의 하나가 관광객 대상의 영업이다. 중국인 대상 마케팅을 증가시키고 있는 것으로 추정된다.

주요 유통 업체 수익추정 및 투자 의견, 목표주가

		매출액 (억원)	영업 이익 (억원)	EBITDA (억원)	세전 이익 (억원)	순이익 (억원)	자배 주주 순이익 (억원)	자배 주주 자본총계 (억원)	시가 총액 (억원)	PER (X)	PBR (X)	투자 의견	목표 주가 (원)	현재가 (원)
롯데쇼핑 (IFRS 연결)	2012	250,437	14,675	23,836	16,307	11,576	10,803	148,784	109,494	10.1	0.7	BUY	520,000	394,500
	2013E	298,869	16,989	25,418	15,728	11,922	11,088	159,581	124,232	11.2	0.8			
	2014E	318,076	18,264	27,491	17,600	13,341	12,407	171,542		10.0	0.7			
	2015E	337,447	20,043	29,251	19,341	14,661	13,634	184,730		9.1	0.7			
현대 백화점 (IFRS 연결)	2012	15,200	4,263	5,238	4,903	3,644	3,219	27,488	37,210	11.6	1.4	BUY	200,000	162,000
	2013E	15,877	4,454	5,403	5,063	3,826	3,399	30,758	37,912	11.2	1.2			
	2014E	16,684	4,647	5,611	5,201	3,942	3,504	34,133		10.8	1.1			
	2015E	17,181	4,649	5,695	5,221	3,957	3,516	37,519		10.8	1.0			
신세계 (IFRS 연결)	2012	22,967	2,365	3,851	2,712	1,937	1,616	22,072	21,512	13.3	1.0	Out perform	250,000	235,000
	2013E	24,292	2,263	3,698	2,518	1,909	1,549	23,551	23,136	14.9	1.0			
	2014E	25,219	2,279	3,763	2,734	2,072	1,682	25,162		13.8	0.9			
	2015E	26,597	2,348	3,878	3,149	2,387	1,937	27,028		11.9	0.9			
이마트 (IFRS 연결)	2012	126,850	7,359	10,954	6,159	4,358	4,247	60,234	66,344	15.6	1.1	Out perform	240,000	215,500
	2013E	118,526	6,770	10,206	6,420	4,867	4,696	63,291	60,072	12.8	0.9			
	2014E	125,178	7,150	10,730	6,800	5,155	4,967	67,660		12.1	0.9			
	2015E	132,061	7,643	11,229	7,293	5,528	5,325	72,372		11.3	0.8			
GS리테일 (IFRS 별도)	2012	44,997	1,405	2,932	1,618	1,235	1,235	15,245	23,062	18.7	1.5	BUY	47,000	30,250
	2013E	49,172	1,643	3,166	1,857	1,419	1,419	16,664	23,293	16.4	1.4			
	2014E	55,773	2,106	3,634	2,352	1,798	1,798	18,462		13.0	1.3			
	2015E	62,282	2,547	4,086	2,830	2,163	2,163	20,625		10.8	1.1			
호텔신라 (IFRS 별도)	2012	21,897	1,293	1,723	1,334	1,014	1,010	6,866	17,250	17.1	2.5	Market- perform	55,000	55,900
	2013E	23,009	1,004	1,396	587	440	440	7,188	21,940	49.9	3.1			
	2014E	26,352	1,574	1,961	1,481	1,123	1,123	8,192		19.5	2.7			
	2015E	28,571	1,838	2,222	1,746	1,323	1,323	9,397		16.6	2.3			
롯데 하이마트 (IFRS 연결)	2012	32,211	1,615	2,698	913	696	696	14,744	16,242	23.3	1.1	Out perform	88,000	78,000
	2013E	35,025	2,303	2,801	1,926	1,460	1,460	16,145	18,414	12.6	1.1			
	2014E	36,722	2,395	2,975	2,092	1,585	1,585	17,671		11.6	1.0			
	2015E	38,418	2,560	3,098	2,347	1,779	1,779	19,392		10.3	0.9			
GS 홈쇼핑 (IFRS 별도)	2012	10,196	1,357	1,444	1,485	1,107	1,066	6,880	10,008	9.4	1.5	Out perform	270,000	224,400
	2013E	10,172	1,605	1,683	1,719	1,298	1,258	8,138	14,726	11.7	1.8			
	2014E	10,882	1,668	1,750	1,788	1,356	1,316	9,454		11.2	1.6			
	2015E	11,511	1,730	1,815	1,856	1,407	1,367	10,821		10.8	1.4			
CJ 오쇼핑 (IFRS 별도)	2012	10,773	1,388	1,525	1,626	1,226	1,599	4,683	17,184	10.7	3.7	Out perform	330,000	322,000
	2013E	11,444	1,380	1,502	1,039	787	1,330	6,013	19,976	15.0	3.3			
	2014E	12,116	1,327	1,440	980	743	1,426	7,439		14.0	2.7			
	2015E	12,755	1,251	1,358	898	681	1,481	8,920		13.5	2.2			
현대 홈쇼핑 (IFRS 별도)	2012	7,605	1,528	1,619	1,502	1,040	1,040	9,747	14,520	14.0	1.5	Out perform	170,000	151,000
	2013E	7,895	1,522	1,604	2,490	2,035	2,035	11,650	18,120	8.9	1.6			
	2014E	8,364	1,623	1,703	2,064	1,565	1,565	13,083		11.6	1.4			
	2015E	8,779	1,659	1,737	2,109	1,599	1,599	14,549		11.3	1.2			
신세계 인터내셔널 (IFRS 별도)	2012	7,883	333	474	612	468	500	4,020	6,369	12.7	1.6	BUY	110,000	77,600
	2013E	8,040	334	681	439	333	378	4,310	5,541	14.7	1.3			
	2014E	9,247	528	838	663	503	558	4,770		9.9	1.2			
	2015E	10,196	674	928	836	634	699	5,361		7.9	1.0			
한성 (IFRS 별도)	2012	4,896	698	945	801	630	635	6,708	7,254	11.4	1.1	BUY	45,000	32,200
	2013E	5,056	877	1,144	992	752	757	7,394	7,931	10.5	1.1			
	2014E	5,634	1,075	1,286	1,203	912	916	8,240		8.7	1.0			
	2015E	6,194	1,217	1,381	1,356	1,028	1,032	9,202		7.7	0.9			
LG패션 (IFRS 별도)	2012	13,897	1,016	1,608	1,032	807	607	9,049	9,152	15.1	1.0	BUY	40,000	31,700
	2013E	14,441	1,204	1,931	1,220	925	725	9,857	9,269	12.8	0.9			
	2014E	15,885	1,527	2,219	1,542	1,169	969	10,909		9.6	0.8			
	2015E	17,315	1,813	2,503	1,829	1,386	1,186	12,178		7.8	0.8			

주: 1) 별도 기준의 경우, 자배주주순이익 및 자배주주 자본총계는 자본법순이익을 반영, 2) 2013년 5월 3일 종가 기준
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

II. 저성장의 한국, 의류 유통은 SPA보다 아울렛이 주도할 전망

한국은 의류 판매와 관련해서는 일본과 같은 과도한 규제가 있지 않다. 기존 백화점 업체들은 적극적으로 의류 유통 사업을 확장할 수 있다. 최근 한국에서 주목받고 있는 채널이 아울렛이다. 아울렛은 저성장 국면에 접어들면서 확대된 합리적 의류 소비를 양질의 제품과 합리적 가격으로 흡수할 수 있다. 따라서 대형 유통업체들이 합리적으로 전환된 의류 수요를 흡수하기 위해 적극적으로 아울렛을 확대하고 있다. 한편, 최근에 나타났던 증저가 SPA의 급성장은 합리적으로 전환된 수요를 흡수했다기보다는 오프라인에서 사라졌던 저가 의류 구매채널을 공급하며 이미 존재하고 있던 저가 의류 소비를 흡수한 것이라는 판단이다.

>>> 최근 증가한 증저가 SPA는

그 동안 사라졌던 오프라인 저가 의류구매 채널을 공급하며 성장한 것

2000년대 인터넷 의류 전문몰, 가격 경쟁력으로 증저가 의류 시장 장악

로드샵들을 중심으로 활성화되었던 증저가 의류 브랜드는 한국 경제의 고성장과 함께 수요가 감소하였다. 저가 의류 브랜드들은 임대료 부담이 있는 오프라인 점포를 축소하였다. 이후 저가 의류 시장은 인터넷으로 이동하였다. 저렴한 가격을 경쟁력으로 하는 온라인 의류 전문몰들이 증가하며 저가 의류 수요를 흡수한 것이다.

2000년대 중반 이후 홈쇼핑, 인터넷 전문몰 대비 높은 품질로 증저가 의류 시장 흡수

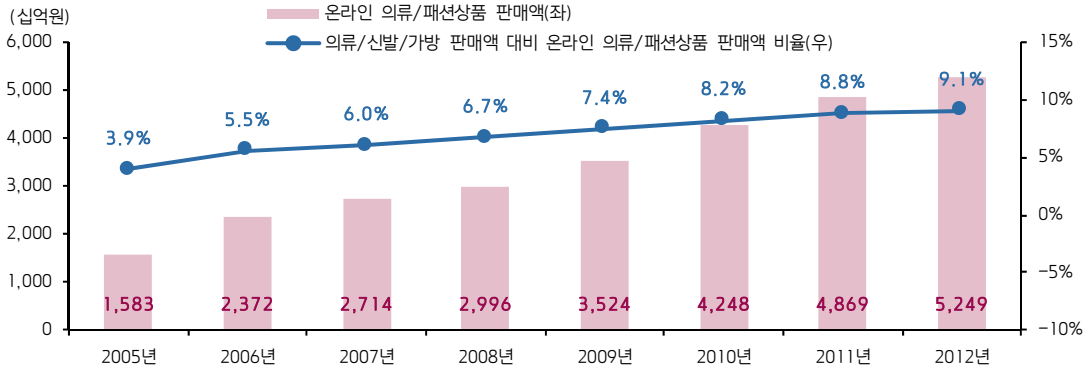
그러나 인터넷 전문몰들의 운영자 대부분이 영세한 사업자였고 이들이 제공하는 제품은 품질이 현저히 낮았다. 이에 따라 소비자는 인터넷 전문몰 이용에 주저하게 되었고 다소 가격이 비싸더라도 대형 유통업체들이 운영하는 온오프병행몰을 통해 의류를 구매하기 시작하였다. 특히, 2009년부터 온오프병행몰의 의류 매출이 한 단계 더 높아졌는데 홈쇼핑사들이 과거 로드샵을 운영했던 증저가 의류 브랜드를 입점시키며 증저가 의류 판매가 확대된 것이다. 인터넷 의류 전문몰이 제공하지 못한 적절한 품질을 홈쇼핑이 제공한 것이다.

2000년대 중반 이후 증저가 SPA도 고성장

홈쇼핑에서 증저가 의류 판매가 증가하는 동안 오프라인에서는 증저가 SPA의 성장도 높았다. 당사는 증저가 SPA의 고성장이 고가 소비가 저가 소비로 전환되었다기 보다는 오프라인에서 사라졌던 저가 의류 구매채널을 공급한 것이 원인이라고 판단한다. 앞서 언급한 바와 같이 국내에서 저가 의류를 구매하는 채널은 온라인 전문몰로 이동하였다가 품질에 실망한 소비자가 다시 오프라인으로 소비가 전환되고 있기 때문이다.

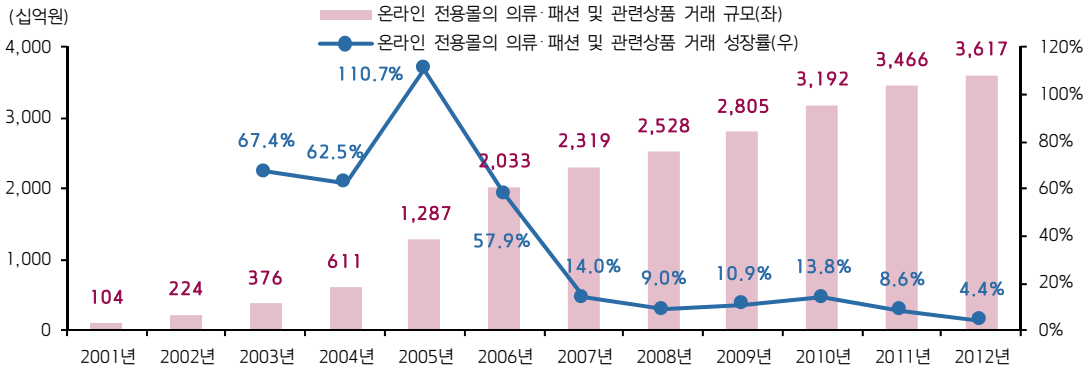
한국의 증저가 SPA가 처음으로 소개된 것은 한국에 유니클로가 2005년 첫 점포를 오픈 하면서이다. 2005년 첫 점포를 낸 이후 2006년부터 BEP를 넘는 등 유니클로는 백화점 경기가 호조를 보였던 2010년과 2011년에도 고성장을 지속하였다. 이는 증저가 SPA가 그 동안 한국 시장에서 사라진 증저가 오프라인 의류 구매채널을 공급하며 기존 저가 의류 소비를 흡수한 것임을 방증한다.

전체 의류 시장 규모에서 온라인 비중 추이



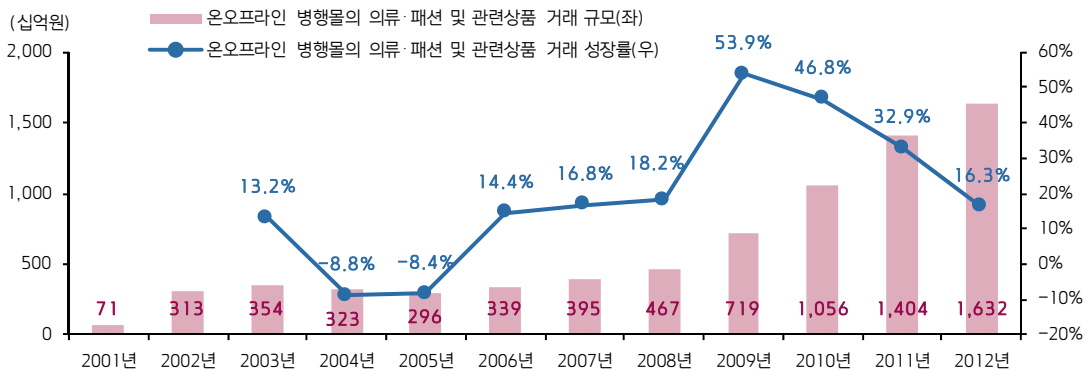
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터 전망

온라인 전용몰의 의류/패션 및 관련 상품 거래규모 및 성장률 추이: 절대 규모가 온오프라인 병행몰보다 크나, 성장률은 크게 둔화



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터 전망

온/오프라인 병행몰의 의류/패션 및 관련 상품 거래규모 및 성장률 추이: 가파르게 성장 중



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터 전망

국내 SPA 브랜드 실적

브랜드	기업		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ZARA	자라 리테일 코리아 (2월~1월) INDITEX 80% 롯데쇼핑 20%	매출액(억원)			343	799	1,338	1,673	N.A
		매출총이익(억원)			175	413	760	959	
		발표영업이익(억원)			27	43	53	48	
		영업이익률(%)			7.8%	5.4%	4.0%	2.9%	
		사전계속사업이익(억원)			20	48	61	57	
		당기순이익(억원)			13	37	46	43	
		점포수(개)			N.A	17	27	34	42
Uniqlo	에프알엘 코리아 (9월~8월) Fast Retailing 51%, 롯데쇼핑 49%	매출액(억원)	205	341	726	1,226	2,260	3,280	5,049
		매출총이익(억원)	105	187	428	660	1,304	1,883	2,841
		발표영업이익(억원)	-12	17	79	107	351	520	642
		영업이익률(%)	-5.9%	5.0%	10.8%	8.7%	15.5%	15.9%	12.7%
		사전계속사업이익(억원)	-11	19	68	92	359	544	680
		당기순이익(억원)	-11	19	52	67	272	413	516
		점포수(개)	10	14	18	33	51	64	80
H&M	에이치앤엠 헤네스앤 모리츠 (12월~11월) Hennes & Mauritz InternatioanlAB 100%	매출액(억원)				0	373	632	900
		매출총이익(억원)				0	268	434	601
		발표영업이익(억원)				-21	24	81	134
		영업이익률(%)				N.A	6.4%	12.8%	14.9%
		사전계속사업이익(억원)				-21	25	81	145
		당기순이익(억원)				-21	24	61	110
		점포수(개)					2	N.A	12

주 1) 자라 리테일 코리아는 2013년 5월 초에 2012년 실적이 발표 될 예정

2) 설립일은 자라 리테일 코리아가 2007년 10월 29일, FRL 코리아(Uniqlo)가 2004년 12월 16일, H&M이 2009년 9월 4일

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

>>> 저성장에 의해 확산된 합리적 의류 소비는 아울렛이 흡수

저성장으로 합리적 의류 수요 증가, 가격만이 고려 대상은 아님: 아울렛이 대안

일부에서는 중저가 SPA를 이용하는 수요가 저성장 국면에서 저가 지향으로 소비가 전환된 것이 주요 원인이라는 의견이 있다. 당사는 앞서 살펴본 바와 같이 중저가 SPA가 흡수한 수요는 이미 존재하고 있는 가격에 민감한 수요에 소구했을 뿐이라는 판단이다.

당사 역시 한국 경제가 저성장 국면에 접어들면서 의류 소비가 저가 지향으로 전환되고 있음을 인지하고 있다. 그러나 저성장으로 증가하고 있는 합리적 의류 수요는 이미 품질에 대한 눈높이가 높아져 있기 때문에 가격만이 구매를 결정하는 주요 요인은 아니다. 즉 높은 품질의 제품을 합리적인 가격에 구매하고자 하는 수요이다. 따라서 중저가 SPA에 의해 제공되는 제품은 이들 소비를 흡수하기에는 품질이 낮은 수준이다. 최근 대형 유통업체에 의해 적극적으로 확산되고 있는 아울렛이 합리적으로 전환된 의류 소비를 흡수하는 효과적인 대안이다.

가격뿐만 아니라 품질에도 수요가 이동하는 것은 중저가 시장에서도 나타나는 현상이다. 초기 인터넷 전문몰이 가격 경쟁력으로 수요를 확대하였으나 제품에 대한 실망으로 좀더 양질의 제품을 제공하는 홈쇼핑과 SPA로 수요가 이동한 것과 같다.

일본의 의류 시장이 중저가 SPA에 의해 주도된 것은 대형 유통점포에 대한 출점 규제 때문

투자자들이 저성장과 함께 SPA의 시장 잠식을 예상하는 가장 큰 이유는 일본의 사례 때문이라 판단된다. 저성장에 접어든 1990년대 이후 일본의 의류 유통이 중저가 SPA 중심으로 재편되었기 때문이다. 그러나 일본에서 중저가 SPA가 의류 유통을 지배하게 된 것은 일본 정부의 대형점포 출점 규제가 원인이다.

일본에서는 1998년까지 대형점포(6대 도시 3,000m²이상, 기타 지역 1,500 m²이상)와 준대형점포(500m²이상)의 출점을 규제하는 대점법이 유지되고 있었다. 따라서 대형 점포 포맷의 유통업체가 출점하기는 쉽지 않았다. 반면, 점포 규모가 100평(330 m²) 미만인 가두점들은 적극적으로 출점할 수 있었다. 일본 시장에서 점포를 확대할 수 있는 유통채널이 SPA 포맷뿐이었던 것이다.

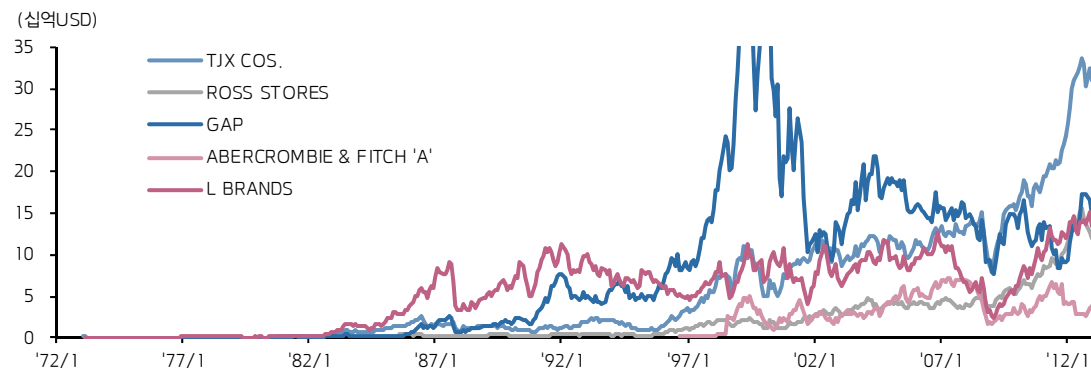
우리나라는 의류 유통업체에 대한 출점 규제는 없다. 따라서 우리나라에서는 일본과 같이 SPA 주도의 유통망 확대가 나타나지 않을 가능성이 높다. 실제로 대형 유통업체들이 여전히 적극적으로 출점을 이어나가고 있어 SPA가 확보할 수 있는 점유율은 한계가 있어 보인다.

유통 출점 규제가 없었던 미국, 아울렛이 합리적 소비를 주도적으로 흡수

유통업에 대한 출점 규제가 없었던 미국에서는 아울렛이 시장의 주요 채널로 성장하였다. 미국의 아울렛은 명품을 대상으로 하는 프리미엄 아울렛뿐만 아니라 도심형 아울렛의 고성장도 눈에 띈다. 이월 상품 유통 업체(Off price retailers)들에 의해 확산된 도심형 아울렛은 양질의 제품을 합리적인 가격에 공급하며 트래픽(traffic)을 확대하였다. 도심형 아울렛에서 공급하는 제품은 백화점 공급을 목적으로 제작된 것으로 소재와 디자인 측면에서 중저가 SPA와 비교하여 품질이 현저히 높다. 도심형 아울렛에서는 중저가 SPA 대비 다소 가격이 높은 수준이나 양질의 제품을 합리적인 가격에 구매할 수 있는 것이다. 눈높이가 높아진 소비자들의 합리적 소비를 흡수하는 데 효과적이다. 또한 단일 브랜드를 운영하는 SPA 점포보다 다양한 브랜드를 공급하기 때문에 선택의 폭이 넓다는 점에서도 아울렛이 SPA보다 경쟁력이 높다. 따라서 대형 점포에 대한 출점 규제가 없을 경우, 아울렛은 SPA 대비 소비자를 효과적으로 유치할 수 있는 유통채널로 성장할 수 있다.

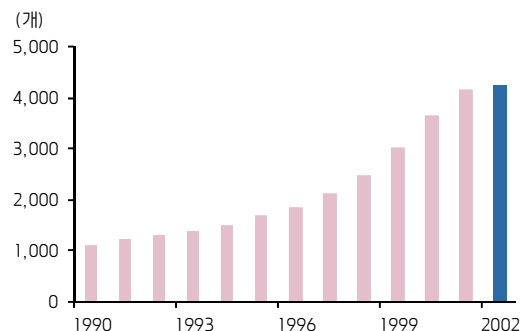
한편, 미국에서도 1990년대 중반까지 경제성장을 둔화가 나타난 초기 국면에서는 중저가 SPA 브랜드인 갭(GAP), 에버크롬비&피치(Abecronbie & Fitch), 리미티드 브랜드(Limited Brand) 등이 시장을 주도하였다. 이 기간에는 도심형 아울렛의 공급이 본격화되지 않았다. 1995년 이후 도심형 아울렛인 TJ맥스(TJ Maxx)가 본격적으로 출점을 시작하며 대형 SPA 브랜드는 이전의 성장을 지속하지 못하였다.

아울렛(TJX/Ross) 및 미국계 SPA GAP/Abercrombie & Fitch/Limited Brand 시가총액 추이



자료: DataStream, 키움증권 리서치센터

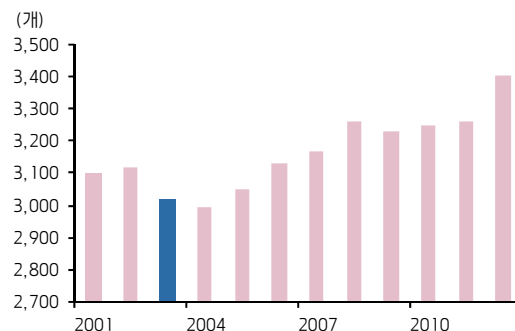
GAP 미국 점포수 추이(~2002년까지 컨셉기준 점포수)



주: 컨셉기준 점포수는 매장 한 곳에 Gap과 GAP kids가 동시에 입점해 있을 경우 2개로 점포로 집계

자료: 각 사 키움증권 리서치센터 정리

GAP 미국 점포수 추이(2000년~ 매장수 기준 점포수)

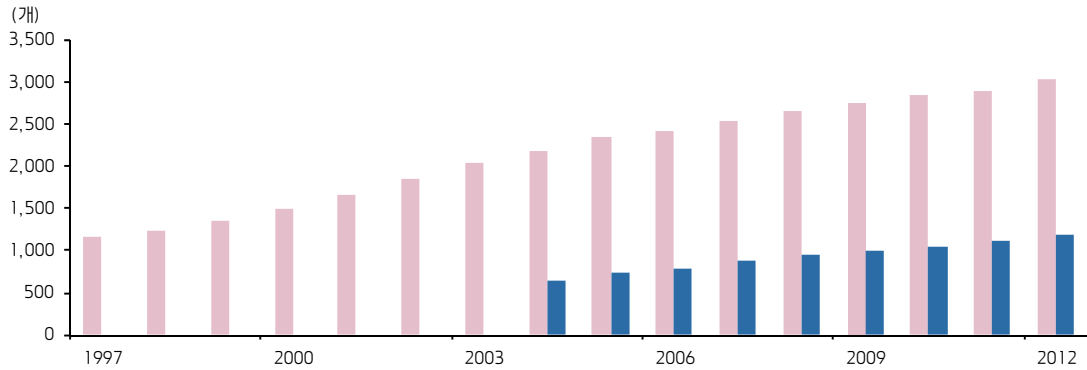


주: 매장수 기준 점포수는 매장 한 곳에 2개의 브랜드가

입점해 있다면 1개의 점포로 집계

자료: 각 사 키움증권 리서치센터 정리

TJX/Ross 점포수 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

한국 유통업체에 의한 아울렛 공급 증가

: 롯데쇼핑 주도, 그러나 현대백화점도 프리미엄과 도심형 모두 출점을 계획

최근 우리나라에서도 대형 유통업체들을 중심으로 아울렛 사업을 확장하는 모습이 전개되고 있다. 신세계와 롯데쇼핑이 프리미엄 아울렛을 2007년과 2008년부터 운영하기 시작하였고 현대백화점이 2014년부터 프리미엄 아울렛을 운영할 계획을 발표하였다. 고가 브랜드에 대한 합리적 소비를 자극할 수 있을 전망이다.

도심형 아울렛에 대해서도 롯데쇼핑이 적극적으로 출점하고 있다. 기존 도심형 아울렛 사업자라 할 수 있는 이랜드리테일은 자사 브랜드를 아울렛에 공급하는 비중이 높다. 따라서 풍부한 트래픽을 유지하는데 제한적이다. 롯데쇼핑이 제공하는 아울렛이 제품의 다양성 측면에서 이랜드리테일보다 우월하다. 최근 현대백화점도 도심형 아울렛 진출을 검토하고 있음을 밝히고 있다. 유통업체에 의한 도심형 아울렛 공급은 다양한 제품이 공급되며 향후 미국과 같이 아울렛 산업의 고성장을 가능하게 할 전망이다.

프리미엄 아울렛 현황 및 출점 예정 사항

	점포명	개점일	위치	매장면적		브랜드 수/종류	
롯데 프리미엄 아울렛	김해점	2008년 12월 (2013년 6월 리뉴얼 오픈 예정)	김해시 장유면	+18,479㎡ (45,587㎡)	+5,590평 (13,790평)	130개	버버리, 듀폰, 아이그네 등
	파주점	2011년 12월	경기도 파주시 문발동	35,428㎡	10,717평	213개	폴스미스, 멀버리, 빈폴, 폴로, MCM 등
	부여점	2013년 8월 (예정)	충남 부여군 규암면 합정리	26,500㎡	8,016평		
	이천점	2013년 10월 (예정)	경기도 이천시 호법면 단천리	33,000㎡	9,983평		
	동부산점	2015년 (예정)	부산시 기장군	53,000㎡	16,060평		
신세계채널 프리미엄 아울렛	여주점	2007년 6월 (2014년 확장 예정)	경기도 여주군 여주읍	25,800㎡ 약 7,800평 (80% 확장 예정)		140개	아르마니, 코치, 구찌, 버버리, 페라가모, 펜디 등
	파주점	2011년 3월 (2013년 4월 증축)	경기도 파주시 탄현면 법흥리 1790-8	40,182㎡ 약 12,200평		220개	아르마니, 코치, 토리버치, 휴고보스 등
	부산점	2013년 9월 (예정)	부산 기장군 장안읍 좌동리 장안택지개발 예정지구	31,380㎡ 약 9,500평		180개	아르마니, 코치 등 (여성*남성 의류, 잡화, 생활용품)
현대 프리미엄 아울렛 (가칭)	한강 아라뱃길점	2014년 (예정)	경기 김포시의 한강 아라뱃길 김포터미널	39,600㎡ 약 12,000평		-	-
	송도점	개점 시기 미정	인천시 송도 경제자유구역	39,600㎡ 약 12,000평		-	-

자료: 언론보도, 각 사, 키움증권 리서치센터

롯데쇼핑 아울렛 오픈 계획

	점포명	분류	출점일	영업면적(㎡)	
2012년 말 현황	광주월드컵점	도심형	2008년 10월	17,500㎡	5,294평
	김해	프리미엄아울렛	2008년 12월	27,107㎡	8,200평
	광주수완점	도심형	2009년 9월	74,778㎡	22,620평
	대구율하점	도심형	2010년 7월	30,500㎡	9,226평
	파주	프리미엄아울렛	2011년 12월	35,428㎡	10,717평
	대구이시아폴리스점	도심형	2011년 4월	26,400㎡	7,986평
	청주점	도심형	2012년 12월	15,560㎡	4,707평
	총 7개점 (도심형 5개점, 프리미엄아울렛 2개)			227,273㎡	68,750평
2013년 계획	서울역점	도심형	2013년 1월	12,000㎡	3,630평
	*김해점	프리미엄아울렛	2013년 6월 리뉴얼 오픈	+18,479㎡(45,587㎡)	+5,590평(13,790평)
	부여	프리미엄아울렛	2013년 8월	26,500㎡	8,016평
	이천	프리미엄아울렛	2013년 10월	33,000㎡	9,983평
2013년말 예상	총 10개점 (도심형 6개점, 프리미엄아울렛 4개점)			317,253㎡	95,969평
2014년 이후 계획	부산	프리미엄아울렛	2015년	53,000㎡	16,000평

자료: 롯데쇼핑, 키움증권 리서치센터

>>> 병행 수입 활성화: 도심형 아울렛의 제품 라인업을 확대할 것

2012년 5월부터 관세청은 병행수입 제품에 대한 ‘통관인증제’를 시행하였다. 병행수입의 활성화는 도심형 아울렛에 공급하는 브랜드를 확대할 수 있게 할 전망이다. 글로벌 유통 채널에 존재하는 재고를 저렴한 가격에 구매하여 공급할 수 있기 때문이다. 병행수입은 국내 유통 라이선스를 가지고 있지 않은 업체가 수입하는 것을 의미한다. 정품라이선스를 가지고 있지 않은 사업자가 수입하기 때문에 병행수입 제품에는 정품을 인증할 만한 장치가 없다. 따라서 저렴한 가격에도 불구하고 병행수입 제품에 대한 수요가 증가하지 못하였다. 이를 해결하기 위해 관세청이 병행수입 제품에 대해 적절한 수입절차를 거친 제품이라는 것을 인증해주는 것이다. 통관인증제로 병행수입 제품에 대한 불신은 이전보다 크게 완화될 수 있을 것으로 판단한다.

국내 병행수입은 1995년부터 가능해졌음. 그러나 활성화되지는 않았음

국내 병행수입은 1995년 11월, 리바이스 청바지 병행 수입을 허용하는 법원의 판결이 나오면서 본격적으로 가능해졌다. 그러나 그 동안 국내에서 병행수입이 활성화되지 않았던 것은 소비자가 고가지향적 소비 성향을 보였던 것이 가장 큰 이유이다. 병행수입은 주로 유통채널에 존재하는 재고가 대상이다. 그 동안 국내 시장은 재고에 대한 수요보다는 고가의 신제품에 대한 수요가 컸다. 따라서 대형 유통업체들이 병행수입을 통해 제품을 공급할 이유가 없었던 것이다.

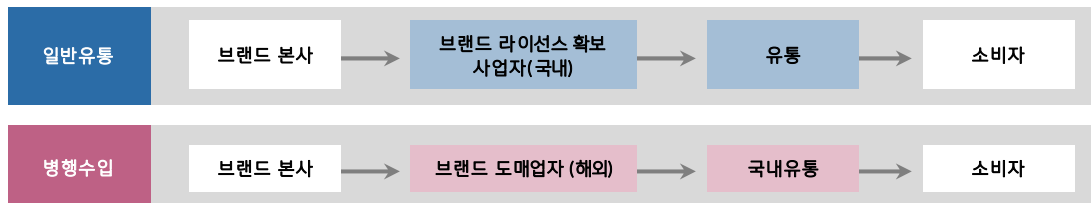
경제 성장률이 둔화되며 병행수입 제품에 대한 관심이 증가

그러나 경제성장률이 둔화되며 소비는 합리적으로 전환되었고 이에 따라 고가제품에 대해서도 신제품보다는 가격에 민감한 소비성향을 보이고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 유통업체들은 합리적으로 전환된 소비를 흡수하기 위한 유통 채널로 도심형 및 프리미엄 아울렛을 확장할 계획이다. 아울렛을 확대하려는 유통업체는 병행수입에 대한 관심이 높다. 병행수입을 통해 아울렛에 공급할 수 있는 제품이 증가할 수 있기 때문이다.

병행수입은 Off price retailer의 영업과 유사: 유통채널의 재고를 수입하는 것

병행수입의 가격이 저렴한 가장 큰 이유는 신제품이 아니라 재고이기 때문이다. 전세계적으로 유통채널에 있는 재고를 현저히 낮은 가격에 조달하는 것이다. 신제품을 병행수입으로 조달할 경우는 유통채널로 봤을 때, 국내에서 판매되는 가격과 큰 차이를 보이지 않을 것이다.

일반수입을 통한 유통과 병행수입을 통한 유통 단계 비교: 유통 단계의 차이는 없음

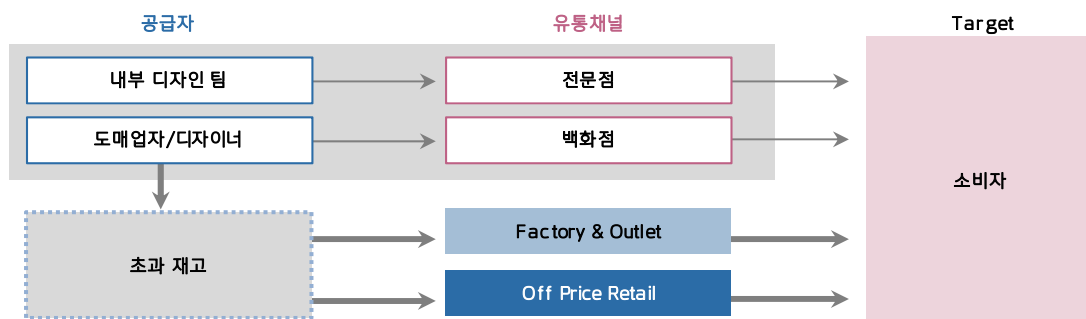


자료: 키움증권 리서치센터

대형 유통업체에 의한 병행수입 증가 예상: 아울렛의 제품 라인업 확대

그러나 유통채널에 존재하는 재고를 구매하면 가격은 현저히 낮아진다. 미국의 도심형 아울렛 사업자 인 TJX나 Ross가 제품을 조달하는 모델과 같다. 병행수입은 국내에 부족한 재고를 조달할 수 있는 방법으로 도심형 아울렛이 본격적으로 증가할 경우, 대형 유통업체의 재고 조달 채널로 이용될 가능성이 높다. 병행수입을 통해 아울렛의 제품 라인을 확대할 수 있는 것이다.

Off-Price Retailer의 상품 조달 및 판매 구조



자료: Jefferies & Company, 키움증권 리서치센터

주요 병행수입 제품은 도심형 아울렛에 적합한 Mass 브랜드

: 명품 브랜드들은 재고관리를 직접, 유통채널내의 재고가 많지 않음

병행수입이 도심형 아울렛의 재고를 조달하는 주요 채널로 이용될 것으로 예상하는 이유는 병행수입이 가능한 제품이 대중적인 브랜드로 제한될 것이기 때문이다. 앞서 언급한 바와 같이 병행수입의 가격이 저렴한 이유를 유통채널의 재고를 싼 가격에 구매하기 때문이다. 대중적인 고가 브랜드들은 직접 소매점포를 운영하기도 하지만 백화점이나 전문점들에 제품을 판매하여 재고관리를 직접하지 않는 경우가 많다. 따라서 시즌이 지나도 판매되지 않은 제품이 유통채널 내에 충분히 있게 된다. 이러한 재고를 구입하는 것이다.

반면, 초고가 럭셔리 브랜드들은 재고관리를 직접하기 때문에 유통 채널내에 재고가 많지 않다. 재고관리를 직접하는 럭셔리 브랜드들은 아울렛 및 면세점 공급 물량을 제한하고 있다. 따라서 초고가 럭셔리 브랜드 제품을 병행수입으로 조달하기는 쉽지 않다.

실제로 유통채널 재고를 구매하여 합리적인 가격에 재판매하면서 고성장한 Off Price Retailer 들이 제공했던 브랜드들도 대중적인 제품에 제한되었다. 최근 몇몇 럭셔리 브랜드 제품을 공급하고는 있으나 비중이 여전히 미미하다.

>>> 아울렛의 활성화, 대형 국내 브랜드 업체의 성장성을 개선하는 요인

경쟁력 있는 의류 브랜드의 재고 관리 효율성 증대

당사는 아울렛이 활성화될 경우, 국내의 주요 의류 브랜드들 역시 효율적인 성장을 보일 가능성이 높다고 판단한다. 지금까지 주요 의류 브랜드 업체들은 재고물량 처분을 위해 자사의 단독 아울렛을 운영해 왔다. 단독 아울렛 매장은 소비자들이 접근하기에 용이하지 않고 선택의 폭이 좁다는 측면에서 소비자의 적극적인 방문을 유도하지 못하고 있다. 업체들이 효과적으로 재고를 처리하고 있지 못하는 것이다.

다양한 브랜드가 입점되어 있는 아울렛이 공급되면 소비자들은 이전보다 적극적으로 아울렛을 방문하게 된다. 다양한 제품이 입점되어 있는 만큼 소비자들은 제품을 비교하여 구매한다. 제품 경쟁력이 뛰어난 주요 브랜드는 소비자의 선택을 받게 될 가능성이 높다. 따라서 경쟁력 있는 브랜드는 단독으로 점포를 운영할 때보다 대형 아울렛에 입점할 때, 효과적으로 이월 상품을 판매할 수 있다. 이는 재고처리 비용을 감소시켜 수익성을 개선시키는 요인이다.

시즌(season)별 다양한 신제품을 선보일 수 있어 의류 소비를 자극하는 것도 기대

아울렛 활성화되면 브랜드 업체는 이전보다 다양한 제품의 출시해 매출을 증가시킬 수 있을 것이다. 아울렛을 통해 효과적으로 재고를 판매할 수 있어 재고처리 부담이 낮아지기 때문이다. 다양한 제품 공급은 소비자의 의류 소비를 자극하는 할 수 있다. 증거가 SPA가 매출을 확대할 수 있었던 주요 이유 중의 하나가 다양한 제품 제공이었다.

구매력 약한 지방 상권의 의류 소비를 활성화

도심형 아울렛은 백화점이 진입하기 어려운 지방 상권을 흡수하는 주요 채널이 될 전망이다. 지금까지 고가 브랜드들은 백화점에 입점하여 대도시 중심의 영업에만 집중하였다. 그러나 대도시 중심의 영업은 영업할 수 있는 시장을 제한하게 된다. 따라서 추가 성장을 위해서는 한 단계 구매력이 낮은 지역의 수요를 흡수할 필요가 있다.

아울렛은 이러한 수요를 흡수할 수 있는 효과적인 채널이다. 백화점과 같이 대형 상권이 필요하지 않으면서도 합리적인 가격에 고가 브랜드 제품을 소개할 수 있기 때문이다. 아울렛이 활성화되면 경쟁력 있는 브랜드는 영업 지역 확대를 통한 추가 성장이 가능할 전망이다. 그러나 지방 역시 일정 수준으로 소득이 상승하며 브랜드 제품에 대한 로열티는 높아지고 있다. 아울렛은 브랜드 제품을 합리적인 가격에 구매할 수 있어 구매력이 다소 낮은 지역의 브랜드 소비를 흡수하기에 용이하다.

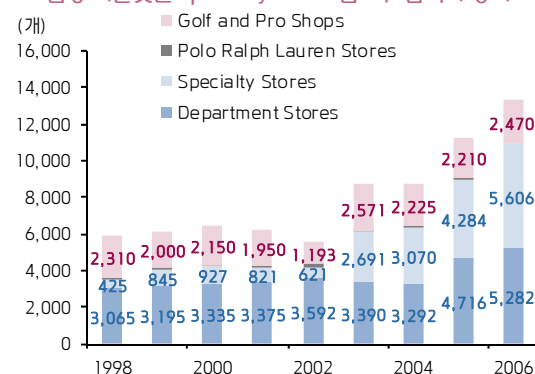
아울렛을 적극적으로 활용한 Ralph Lauren이 bench mark

실제로 아울렛이 발달한 미국에서는 고가의 신규 브랜드들이 대형 업체로 성장한 경우가 많다. 미국 역시 경제가 고성장 했던 1970년대까지 유럽에서 공급된 럭셔리 브랜드에 대한 로열티가 매우 높았다. 일본과 같이 럭셔리 브랜드에 대한 로열티가 높았음에도 불구하고 미국에서는 Ralph Lauren과 같은 고가의 자국 브랜드가 크게 성장하였다. 1980년대 경제성장률이 둔화되기 시작한 이후 아울렛을 이용해 적극적으로 수요를 확대했기 때문으로 판단된다.

1967년 미국에서 설립된 랄프로렌(Ralph Lauren)은 도심형 아울렛을 적극적으로 활용하며 고성장한 대표적인 업체이다. 1990년대 후반까지 백화점을 중심으로 점포를 확장하였으나 2000년대 적극적으로 아울렛 점포를 확장하며 고성장을 시현하였다. 2003년 랄프로렌의 여성복 브랜드인 블루라벨(Blue Label)을 런칭하며 도심형 아울렛에 적극적으로 입점한 것이 주요했다. 수요를 백화점에서 아울렛으로 확대한 것이다. 이후 랄프로렌의 Wholesale부문 매출과 영업이익이 크게 증가하였다.

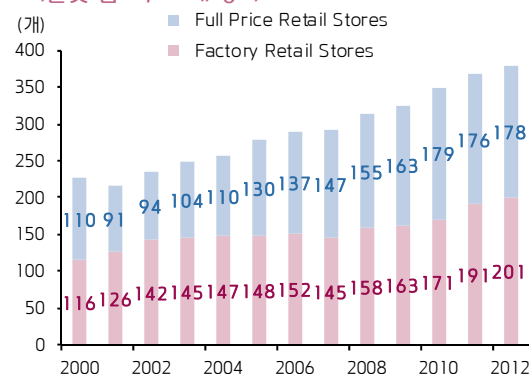
랄프로렌이 직접 운영하는 리테일 부문에서도 정상이 매장보다 아울렛 매장을 더 많이 운영하고 있다.

Ralph Lauren Wholesale 부문 포맷별 점포수 추이
: 도심형 아울렛인 Specialty Store 점포수 급격히 증가



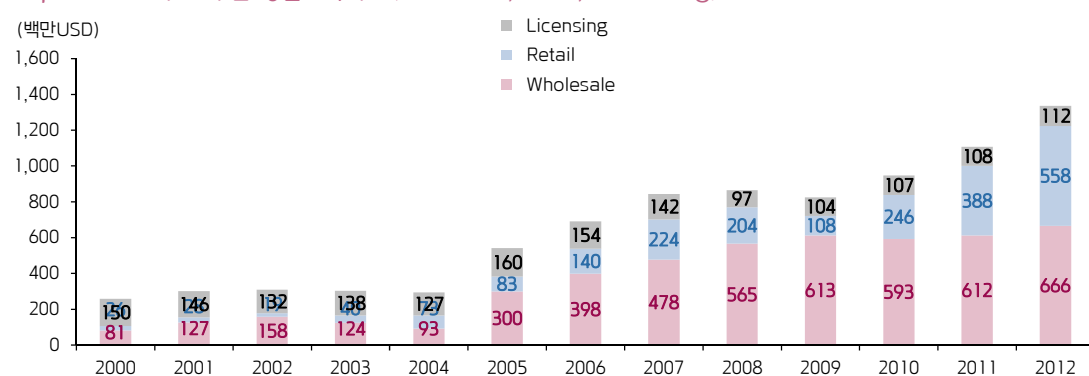
자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Ralph Lauren Retail 부문 포맷별 점포수 추이
: 아울렛 점포수 크게 증가



자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Ralph Lauren 주요 부문 영업이익 추이(Wholesale, Retail, & Licensing)

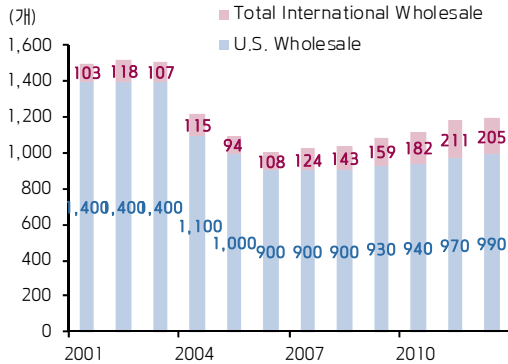


자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Coach도 아울렛을 확대하며 실적이 개선된 사례

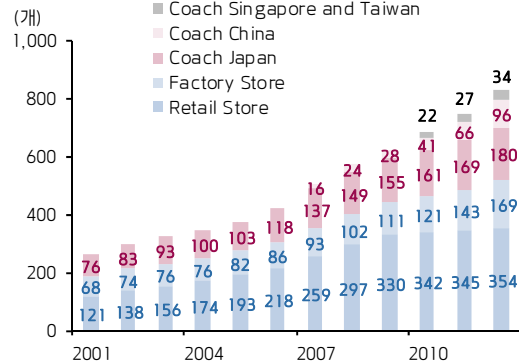
Coach도 아울렛을 확대하며 실적이 개선된 사례이다. 금융위기 이후 Coach는 정상가 판매 매장보다 아울렛 점포를 적극적으로 출점하였다. 2009년 정상가 판매 매장을 오픈하였음에도 불구하고 영업이익이 감소한 이후 신규 유통채널로 아울렛을 적극적으로 확대하였다. 이후 정상가 매장의 확대 없이 아울렛 점포만 확장하면서 매출과 영업이익은 다시 15% 성장을 회복하였다.

Coach In-Direct 부문 점포수 추이
: 직접 운영으로 점포 전환이 많아 짐



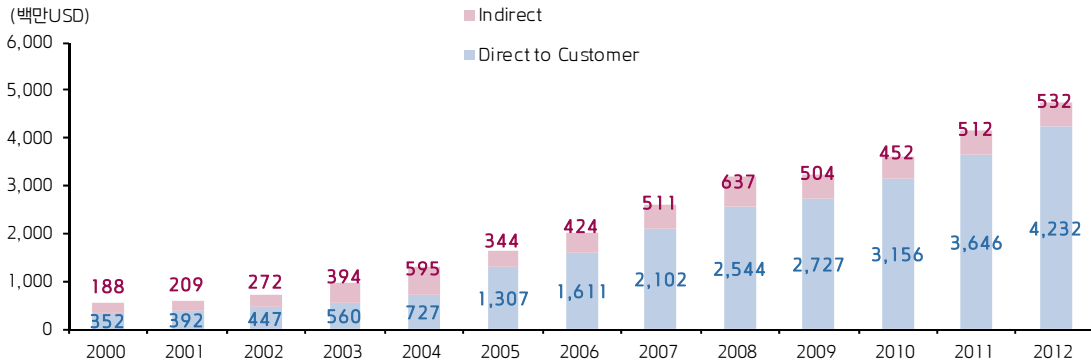
자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Coach 직영 부문 포맷별 점포수 추이
: 2009년 이후 정상가 매장보다 아울렛 매장이 크게 증가



자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Coach 포맷별 매출 추이: 2009년 이후의 매출 성장은 아울렛과 일본이 주도



자료: Coach, 키움증권 리서치센터

III. 일본 의류 유통: 규제로 경쟁력 미약

>>> 일본, 대형 점포에 대한 출점 규제: 가두점 중심의 의류 유통환경 조성

대형점포 출점 규제: 작은 점포로 출점하는 브랜드 가두점만이 출점이 가능

일본의 의류 유통은 중저가 SPA 업체들이 주도하고 있다. 특히, Fast Fashion을 표방한 유니클로가 적극적인 출점으로 저가 의류 소비 수요를 흡수하며 고성장 하였다. 유니클로는 국내에서도 점포를 확장하며 의류 유통시장을 장악하는 것이 아닌가 하는 우려를 낳고 있다. 그러나 당사는 의류 유통의 영업 환경이 다르다는 점에서 국내에서 SPA가 지배적인 사업자로 성장하기는 어려울 것으로 판단한다. 일본에서 SPA 브랜드들이 고성장할 수 있었던 이유는 대형 점포에 대한 출점 규제가 강력했기 때문이다. 작은 점포로 출점하는 브랜드샵 정도만이 출점이 용이했기 때문에 SPA가 의류 유통을 지배할 수 있었다.

경제 성장률이 높았던 시기, 대형점포 규제는 고가의 디자이너 브랜드 가두점을 활성화

경제 성장률이 높았던 1970년대와 1980년대까지 대형점포 규제는 고가의 디자이너 브랜드가 주요 상업지구에서 점포를 출점하는 계기를 마련하였다. 백화점들이 적극적으로 점포를 출점하지 못하는 동안 출점 여력이 있는 브랜드들이 가두점을 상업지구에서 적극적으로 오픈한 것이다. 이에 따라 일본은 우리나라가 대형 유통업체를 중심으로 상권이 형성되는 것과 달리 거리를 중심으로 상권이 형성되었다. 긴자가 대표적인 예라 할 수 있다. 1980년대까지 긴자는 디자이너 브랜드 가두점이 모여있는 거리였고 글로벌 명품에 대한 수요가 증가하며 긴자에는 글로벌 명품 가두점들이 모여 명품 거리를 형성하였다.

가두점 중심의 유통, 글로벌 명품 업체들이 직접 진출하기에 용이한 환경

가두점 중심의 고가 의류 유통은 글로벌 럭셔리 업체들이 직접 진출하기에 용이한 환경이다. 유통망이 형성되어 있지 않기 때문에 유통망을 장악하고 있는 업체도 없었다. 따라서 높은 브랜드 인지도와 자금력을 보유한 글로벌 럭셔리 브랜드가 주요 상권에 직접 점포를 오픈하여 영업할 수 있었다.

>>> 가두점 중심의 의류 유통, 일본인의 명품 의존도를 높임

가두점 중심의 유통, 양질의 일본 브랜드를 육성하지 못함

가두점 중심의 의류 유통은 대중적인 고가 브랜드를 육성하기 어렵게 한다. 고가 브랜드의 경우, 박리 다매 형식인 중저가 브랜드와 비교하여 점포 출점시 투자비가 높다. 또한 동일한 제품을 많이 생산하기보다는 다품종 소량의 제품을 판매하기 때문에 판매의 효율성도 다소 떨어진다. 따라서 이러한 제품이 대중적으로 확대되기 위해서는 풍부한 트래픽이 있는 유통망이 필요하다. 브랜드 업체가 직접 점포를 개발하기 위해서는 상대적으로 큰 투자가 필요한 반면, 대형 유통업체가 형성한 유통망을 이용해 브랜드를 확장하면 작은 투자비로 점포를 확장할 수 있기 때문이다. 대형 유통점포는 여러 개의 브랜드를 모아 놓기 때문에 더 많은 트래픽을 확보할 수 있다. 브랜드의 노출도가 높아지는 것이다.

그런데 일본에서는 대형점포 출점을 1998년까지 강력히 통제하여 이러한 브랜드를 소개시킬 의미있는 유통 채널이 없었던 것이다. 결국 일본에서는 고가의 신규 브랜드가 대중적으로 소개되는 것은 매우 어려운 일이었다.

양질의 일본 브랜드가 육성되지 못하면서 일본인의 해외 명품 브랜드에 대한 로열티는 더욱 높아짐

일본의 소비자들은 높은 경제 성장에도 불구하고 제한된 수준에서만 고가의 고품질 일본 브랜드 제품을 접할 수 있었다. 따라서 일본 소비자들은 이미 품질에 대한 평가가 명확한 글로벌 명품에 대한 로열티가 높아졌다. 명품 브랜드로 성장한 겐조, 이세이 미야케, 칸사이, 니나리치 역시 일본에서 알려졌던 것보다는 프랑스에서 성공한 이후 일본으로 다시 들어와서 성공한 사례이다.

저소득층을 대상으로 한 저가 SPA가 교외지역을 대상으로 영업

도심에 고가 디자이너 브랜드와 명품 브랜드는 출점하는 동안 저소득층을 대상으로 하는 중저가 브랜드는 교외 지역의 도로변에 점포를 오픈하여 영업하였다. 고가 소비에 도달하지 못하는 교외 지역의 소비를 작은 포맷의 가두점을 중심으로 흡수한 것이다. 교외 지역에도 대형 점포 출점은 제한되었기 때문에 교외의 소비를 모을 수 있는 역할을 하는 대형 유통업체는 없었다.

>>> 경제성장을 둔화, 규모가 작은 일본 디자이너 브랜드의 점포 축소 : 명품 의존도는 더욱 높아짐

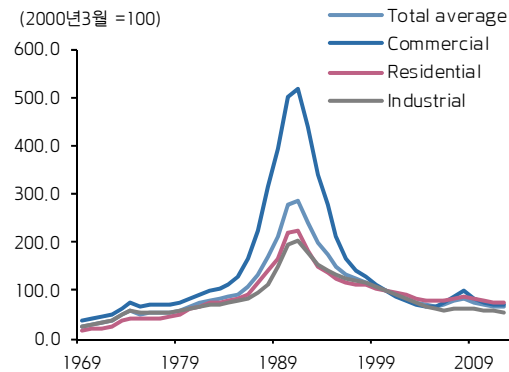
경제 성장을 둔화, 높은 임차료를 부담하기 어려워진 디자이너 브랜드 점포 축소

1990년대 경제성장률이 둔화되기 시작하며 도쿄를 중심으로 한 고가의 디자이너 브랜드들은 매출이 감소하기 시작하였다. 매출 감소는 그 동안 급격히 상승한 임차료 등으로 디자이너 브랜드들의 영업을 크게 위축시켰다. 대도시의 가두점 중심으로 확장하였던 디자이너 브랜드들은 가두점 영업을 축소하고 다시 백화점 영업에 집중하게 되었다.

디자이너 브랜드의 점포 축소, 글로벌 명품 업체에는 점유율을 확대하는 기회

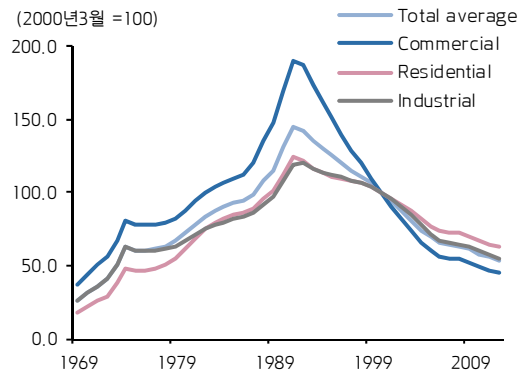
디자이너 브랜드들의 점포 축소는 글로벌 명품 업체들이 가두점을 출점을 통해 지배력을 강화하는 좋은 기회를 제공하였다. 고가 제품에 대한 수요는 성장률이 둔화되어도 일정 규모 이상으로 유지되는 경향이 강하다. 경쟁력이 약한 브랜드가 사라질 경우, 일정 기간 매출 부진을 버틸 수 있는 브랜드는 점유율을 확대하며 성장을 누릴 수 있다. 풍부한 자금력을 보유한 글로벌 럭셔리 브랜드들이 점포를 더욱 적극적으로 확장하는 계기가 된 것이다. 일본의 고소득층이 소비할 수 있는 브랜드가 명품으로 압축됨을 의미한다. 결국, 고소득 일본인들의 럭셔리 제품에 대한 로열티는 더욱 높아졌다.

일본 6대 도시 토지 지가 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

일본 6대 도시 제외 도시 지역 토지 지가 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

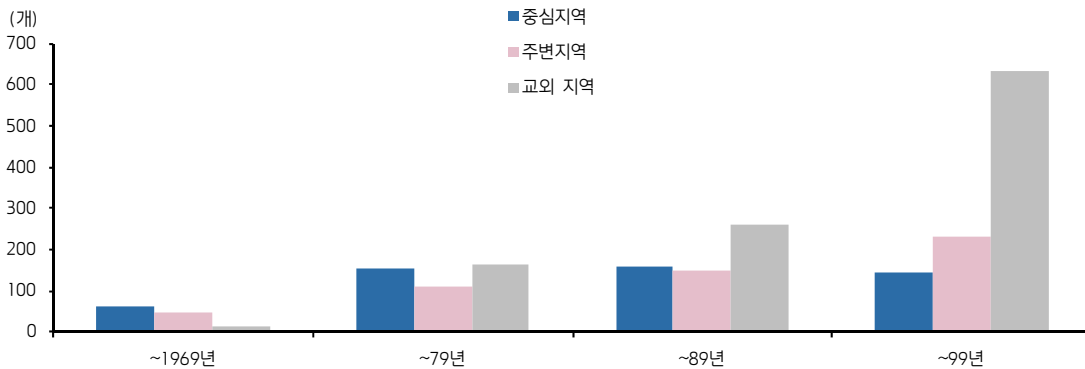
>>> 대형점포 출점 규제 완화

: 교외 지역에 식품을 Key Tenant로 한 일본형 쇼핑센터 공급

1998년 대형점포 출점 규제 완화, Reit's사 주도로 교외 쇼핑센터 개발이 활발

1990년대 대형점포 출점 규제가 다소 완화되었고 1998년에는 대형소매점포의 출점을 제한한 대점법이 폐지되었다. 소매점에 대한 출점 제한이 폐지되었으나 대형 점포를 출점할 수 있는 자금력을 보유한 유통업체는 이미 없었다. 또한 도심 역시 이미 개발이 완료된 지역이 많아 대형유통업체가 입점하기는 어려웠다. 따라서 투자 여력이 있는 Reit's사가 교외지역을 중심으로 대규모 쇼핑센터를 개발하였다.

일본 쇼핑센터 출점 추이: 1990년 대점법 완화 및 1997년 대점법 폐지까지 교외의 쇼핑센터 대규모 출점



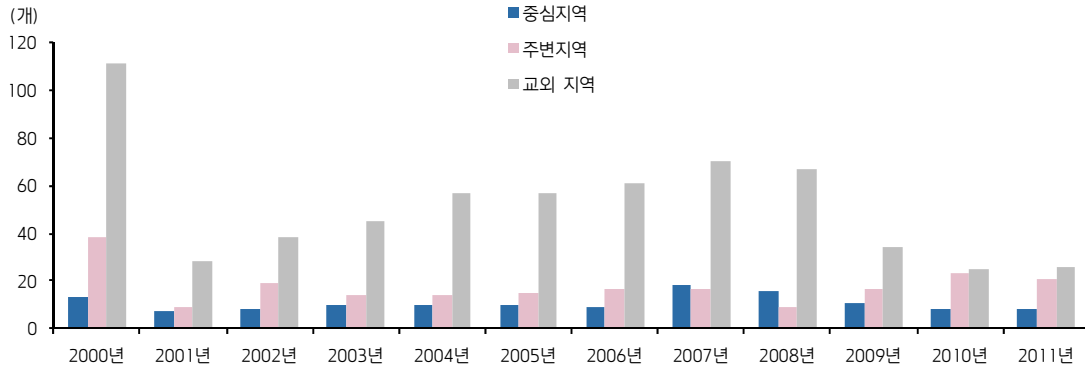
- 주: 1) 중심지역: 해당 상업 기능이 집적한 중심 시가지
 2) 주변지역: 중심지역에 인접한 상업·행정·비즈니스 등의 도시 기능이 적당히 존재하는 지역
 3) 교외 지역: 도시 교외에서 주택·농지 등이 전개되고 있는 지역
 자료: 일본쇼핑센터협회 카운트다운 리서치센터 정리

2000년대 이후 일본 쇼핑센터 출점 추이

: 2000년말 점포입지법 시행 이전에 계획되었던 쇼핑센터가 2001년까지 급증

: 점포 입지법의 규제가 강하지 않아 2008년까지 교외 쇼핑센터 지속적으로 증가

: 2007년 교외 지역 개발 제한을 강화하고 도심 지역 개발을 권장, 2009년부터 교외 지역보다 도심 지역의 쇼핑센터 개발이 활발



- 주: 1) 중심지역: 해당사·정촌의 상업 기능이 집적한 중심 시가지
 2) 주변지역: 중심지역에 인접한 상업·행정·비즈니스 등의 도시 기능이 적당히 존재하는 지역
 3) 교외 지역: 도시 교외에서 주택·농지 등이 전개되고 있는 지역
 자료: 일본쇼핑센터협회 카운트다운 리서치센터 정리

일본의 쇼핑센터는 식품을 핵심 Tenant로 가격에 민감한 수요에 적합한 유통으로 개발
교외에 개발되었던 쇼핑센터는 합리적 소비를 자극할 수 있는 업체들을 입점시켰다. 경제성장률이 둔
화된 이후에 쇼핑센터가 개발되며 입점한 테넌트는 가격에 민감해진 수요를 흡수할 수 있는 포맷이었
다. 국내의 할인점과 유사한 사업을 하고 있는 GMS가 교외형 쇼핑센터의 주요 테넌트로 입점하였고
식품 중심의 GMS를 보완할 수 있는 중저가의 캐주얼브랜드들이 쇼핑센터에 입점시켰다.

일본 쇼핑센터 주요 Tenant 구성 현황

			2011 쇼핑센터수(개)	2011년 구성비(%)
해없음			778	25.2
1핵	Dpt(백화점)		83	2.7
	GMS(종합소매점)		942	30.5
	SS(의료품 중심 슈퍼)		6	0.2
	SM(식품슈퍼)		765	24.8
	HC(홈 센터)		18	0.6
	DS(할인점)		38	1.2
	생협		36	1.2
	전문점		56	1.8
	그 외		6	0.2
	1핵계		1,950	63.1
2핵	백화점 + 종합소매점	(Dpt + GMS)	11	0.4
	백화점 + 식품슈퍼	(Dpt + SM)	5	0.2
	종합소매점 + 식품슈퍼	(GMS + SM)	15	0.5
	종합소매점 + 홈센터	(GMS + HC)	37	1.2
	종합소매점 + 전문점	(GMS + 전문점)	10	0.3
	의료품 슈퍼 + 식품슈퍼	(SS + SM)	57	1.8
	식품슈퍼 + 홈센터	(SM + HC)	76	2.5
	식품슈퍼 + 할인점	(SM + DS)	20	0.6
	식품슈퍼 + 드럭스토어	(SM + Drg)	9	0.3
	그 외	Others	71	2.3
2핵계			311	10.1
3핵			44	1.4
4핵			5	0.2
5핵			2	0.1
총계			3,090	100

자료: 일본쇼핑센터협회, 키움증권 리서치센터

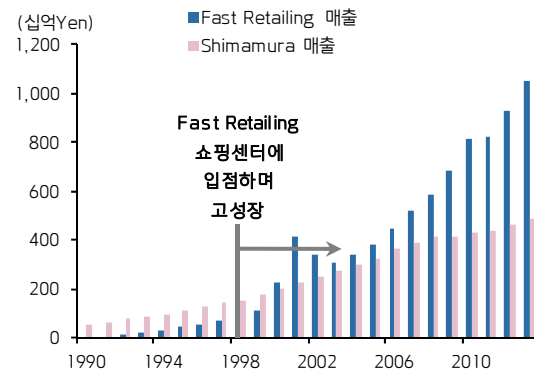
>>> 교외 쇼핑센터: 중저가 브랜드 판로 제공, 최대 수혜는 Uniqlo

교외의 쇼핑센터, GMS와 중저가 의류업체들이 Tenant로 입점: Uniqlo 고성장

교외에 개발된 쇼핑센터는 핵심 테넌트로 식품 비중이 높은 GMS와 슈퍼마켓을 입점시켰다. 그리고 교외지역의 저가 소비를 흡수하기에 적합한 의류 브랜드들을 입점시켰다. 교외지역의 쇼핑센터에 입점하며 고성장을 대표적인 업체가 유니클로이다.

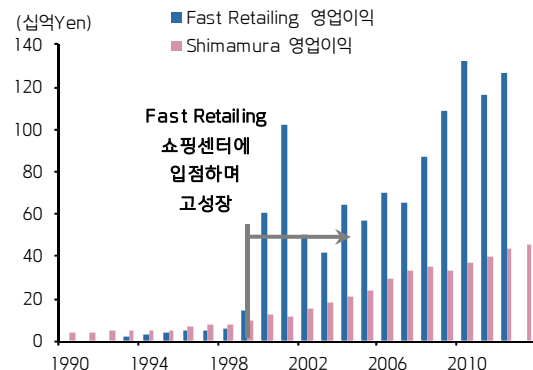
교외지역에 쇼핑센터가 확산되기 이전까지 유니클로(Uniqlo)는 시마무라(Shimamura)와 같은 중저가 의류 브랜드와 같이 저렴한 가격에 부담없는 캐주얼이라는 컨셉으로 교외지역의 도로변에서 점포를 전개하여 영업하였다. 쇼핑센터가 확대되기전에는 Shimamura가 Uniqlo보다 교외상권을 더욱 확고하게 장악하고 있었다. 그러나 교외지역에 쇼핑센터가 증가하면서 Uniqlo가 쇼핑센터에 적극적으로 진입하면서 Uniqlo는 전국을 대상으로 한 브랜드로 성장하였다. 반면, Shimamura는 여전히 교외의 가두점을 중심으로 한 전략을 유지하며 시장의 주도권을 Uniqlo에 내 주었다.

Fast Retailing vs. Shimamura 매출 추이



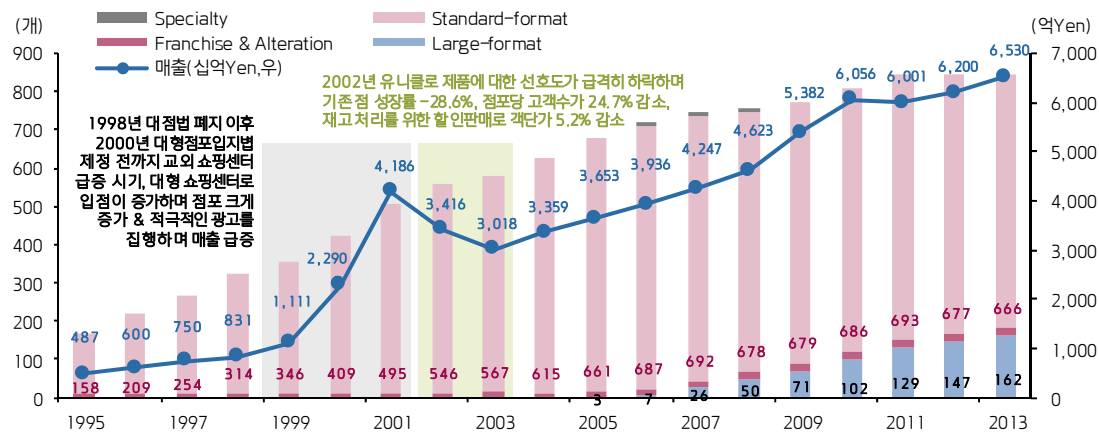
주: 결산월 Fast Retailing은 8월, Shimamura는 2월말
자료: 각 사 키움증권 리서치센터 정리

Fast Retailing vs. Shimamura 영업이익 추이



주: 결산월 Fast Retailing은 8월, Shimamura는 2월말
자료: 각 사 키움증권 리서치센터 정리

유니클로 재팬 매출 & 점포수 추이



자료: Fast Retailing, 키움증권 리서치센터 정리

>>> 고소득층의 합리적 소비는 프리미엄 아울렛센터가 흡수 : 해외 수입 브랜드의 일본내 점유율이 더욱 상승

쇼핑센터가 식품을 중심으로 한 저가의 합리적인 소비를 흡수하는 동안 교외에 공급된 프리미엄 아울렛이 고가의 합리적 소비를 흡수하였다. 40여개의 프리미엄 아울렛센터가 운영되고 있는데 대부분이 Reit's 사들이 개발한 것이다. 아울렛센터의 개발은 1998년 대점법이 폐지된 이후에 시작되었는데 당시 백화점 업체들은 심각한 경영부진으로 출점을 주도하기 어려웠던 반면, 자금조달이 용이했던 Reit's 사들이 적극적으로 쇼핑센터를 개발한 것이다.

1980년대와 1990년대를 거치면서 고가의 디자이너 브랜드들의 경쟁이 약화되며 프리미엄 아울렛센터에 입점할 만한 일본 자국 브랜드가 충분하지 않았다. 개발된 프리미엄 아울렛 센터에는 대부분 글로벌 명품 브랜드들이 입점하였다.

일본 아울렛센터 리스트 (2011년 기준)

	쇼핑센터 이름	개장	지역	관리 기업 (Management Company)
1	OUTLET MALL RISM	1993 11월	Saitama	Tansei Mall Management
2	MITSUMI OUTLET PARK OSAKA TSURUMI	1995 3월	Osaka	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
3	KARUIZAWA PRINCE SHOPPING PLAZA	1997 7월	Nagano	Karuizawa Prince Hotel, SEIBU PROPERTIES
4	MITSUMI OUTLET PARK YOKOHAMA BAYSIDE	1998 9월	Kanagawa	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
5	OSAKA NANKO ATC TOWN OUTLET MARE	1999 3월	Osaka	Asia and Pacific Trade Center
6	MITSUMI OUTLET PARK MARINE PIA KOBE	1999 7월	Hyogo	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
7	KISHIWADA CANCAN BAYSIDE MALL	1999 9월	Osaka	SUMISHO URBAN KAIHATSU
8	RIVERSIDE MALL	2000 3월	Gifu	Rio Yokoyama
9	GRANDBERRY MALL	2000 4월	Tokyo	TOKYU CORPORATION, TMD CORPORATION
10	GOTEMBA PREMIUM OUTLETS	2000 7월	Shizuoka	Chelsea Japan
11	MITSUMI OUTLET PARK TAMA MINAMI OSAWA	2000 9월	Tokyo	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
12	COOLS MALL	2000 10월	Ehime	Lespace Corporation
13	MARINOA CITY FUKUOKA	2000 10월	Fukuoka	FUKUOKA JISHO
14	MITSUMI OUTLET PARK MAKUHARI	2000 10월	Chiba	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
15	RINKU PREMIUM OUTLETS	2000 11월	Osaka	Chelsea Japan
16	WING BAY OTARU	2001 6월	Hokkaido	Otaru Bay City Kaihatsu
17	RESORT OUTLETS YATSUGATAKE	2001 7월	Yamanashi	YATSUGATAKE MALL MANAGEMENT
18	MITSUMI OUTLET PARK JAZZ DREAM NAGASHIMA	2002 3월	Mie	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
19	LAGUNA GAMAGORI FESTIVAL MARKET	2002 5월	Aichi	GAMAGORI MARINE DEVELOPMENT
20	HILLSIDE SHOPS&OUTLET	2002 8월	Miyagi	HILLSIDE MALL MANAGEMENT
21	OKINAWA OUTLET MALL ASHIBINAA	2002 12월	Okinawa	DAIWA INFORMATION SERVICE
22	SANO PREMIUM OUTLETS	2003 3월	Tochigi	Chelsea Japan
23	TOSU PREMIUM OUTLETS	2004 3월	Saga	Chelsea Japan
24	TOKI PREMIUM OUTLETS	2005 3월	Gifu	Chelsea Japan
25	HIROSHIMA FESTIVAL OUTLET MARINA HOP	2005 3월	Hiroshima	Marina Property, Tansei Mall Management
26	CHITOSE OUTLET MALL Rera	2005 4월	Hokkaido	Jones Lang LaSalle
27	REZORT OUTLETS OARAI	2006 3월	Ibaraki	YATSUGATAKE MALL MANAGEMENT
28	FASHION CRUISE	2006 7월	Ibaraki	Tsukuba Shogyo Toshi Kaihatsu, JOYFUL HONDA, La Place
29	KOBE-SANDA PREMIUM OUTLETS	2007 7월	Hyogo	Chelsea Japan
30	MITSUMI OUTLET PARK IRUMA	2008 4월	Saitama	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
31	NASU GARDEN OUTLET	2008 7월	Tochigi	SEIBU PROPERTIES
32	MITSUMI OUTLET PARK SENDAI PORT	2008 9월	Miyagi	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
33	SENDAI-IZUMI PREMIUM OUTLETS	2008 10월	Miyagi	Chelsea Japan
34	AMI PREMIUM OUTLETS	2009 7월	Ibaraki	Chelsea Japan
35	Venus OUTLET	2009 12월	Tokyo	Venus Fort
36	MITSUMI OUTLET PARK SAPPORO KITAHIROSHIMA	2010 4월	Hokkaido	Mitsui Fudosan, LaLaport Management

자료: 일본쇼핑센터협회, 키움증권 리서치센터

>>> 대형 유통채널 부족: 의류 업체를 영세하게 유지시킴

일본 의류 업체 중 규모가 가장 큰 것은 유니클로이다. 그러나 일본의 경제 규모를 고려했을 때, 충분히 존재할 것 같은 고가 시장에서 대중적으로 성공한 브랜드는 거의 없다. 고가의 브랜드를 대중적으로 확대시킬 유통망이 없었기 때문이다.

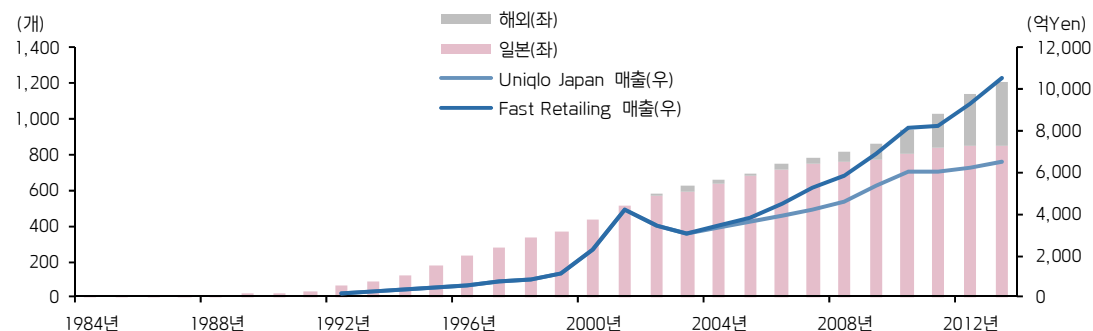
Uniqlo의 성공, 대형 쇼핑센터 입점이 결정적인 계기

가장 일본에서 Uniqlo가 성공할 수 있었던 것은 할인점 컨셉의 일본형 쇼핑센터가 대규모로 공급되었기 때문이다. 대규모 트래픽을 유치할 수 있는 쇼핑센터에 입점하면서 유니클로가 전국적인 브랜드로 성장하게 되었다. 쇼핑센터에 입점하면서 급증했던 유니클로의 점포수는 최근 일본 내에서 정체를 보이고 있다. 교외지역의 개발이 제한되기 시작하며 공급되는 유통채널이 제한되었기 때문이다.

Fast Retailing은 Uniqlo뿐만 아니라 꼼드와 데 꼬뜨니에 (Comptoir des cotonniers) 브랜드로 해외 사업 확장 중

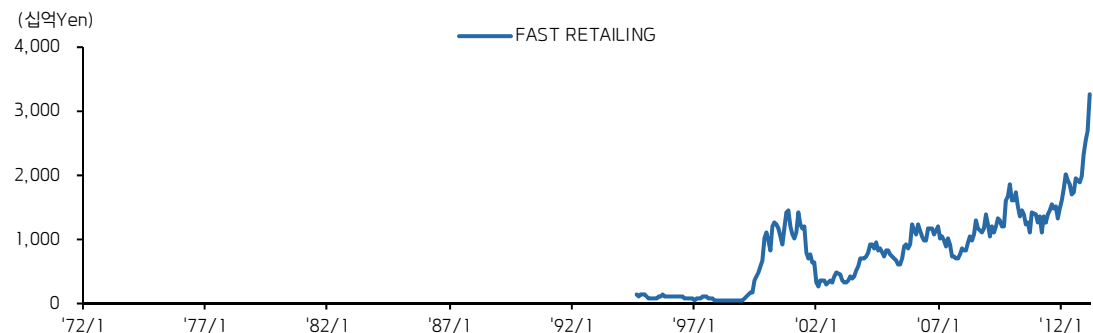
Fast Retailing이 일본내 성장이 둔화되었음에도 불구하고 견조한 성장을 지속하는 것은 견조한 해외 사업 때문이다. 2000년대초 일본에서 확고한 점유율을 확보하며 강해진 체력을 기화로 해외 진출에 성공하였다. Uniqlo의 해외 진출뿐만 아니라 2005년 인수한 넬슨(Nelson S.A.S)와 페티트 베히쿨(Petit Vehicule S.A.S)을 통한 유럽 사업이 호조를 지속하고 있다.

Fast Retailing 일본/해외 점포수 및 유니클로 재팬 /Fast Retailing 전체 매출 추이



자료: Fast Retailing, 키움증권 리서치센터

유니클로 시가총액 추이



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

상장되어 있는 일본 의류 업체 대부분 규모가 작음: 점포 출점이 성장성을 결정

상장되어 있는 일본 의류 업체 대부분은 규모가 작다. 특히, 고가 브랜드 업체들은 영세한 수준을 면하지 못하고 있다. 백화점 성장기에 함께 성장하였던 Onward Holdings는 백화점 매출의 부진과 실적 부진이 지속되었다. 주가 추세적인 상승보다는 백화점 업황과 유사한 모습을 보였다. 2009년 수익성이 좋지 않은 브랜드에 대한 구조조정을 단행하였으나 높은 백화점 의존도가 완화되지 않으며 최근까지도 시가총액은 회복되지 못하고 있다.

반면, 유나이티드 에로우(United Arrow)는 작은 규모였으나 다양한 유통채널을 통해 점포를 확장하면서 꾸준히 성장하고 있다. 기존 유통채널인 백화점 및 쇼핑센터뿐만 아니라 아울렛(매출 비중 13%)이나 온라인(매출 비중 11%)으로 유통채널을 확대하고 있다.

중고가 제품을 공급하는 일본 의류업체 시가총액 추이(1)

: 신사복 SPA Aoyama, Aoki와 백화점 납품 의류 업체인 Onward Holdings는 경기 영향을 지속적으로 받음
: 반면, 기존 쇼핑센터/백화점뿐만 아니라 온라인/아울렛 등 신규 유통채널로 점포를 확대하는 United Arrows의 주가가 상대적으로 양호



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

상대적으로 견조한 업체는 중저가 가두점 출점: Shimamura

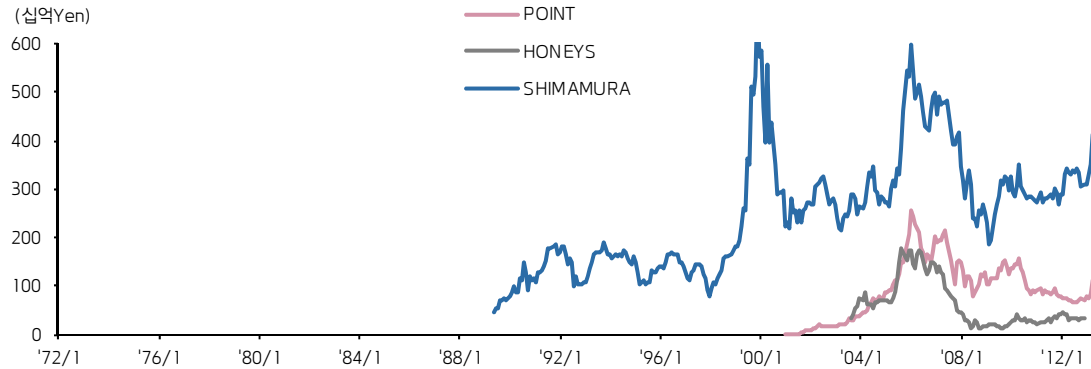
일본의 의류 업체는 정형화된 포맷으로 대량 생산하여 효율성을 높이는 저가 시장에 집중되어 있다. 상대적으로 견조한 실적을 이어가고 있는 Uniqlo와 Shimamura, Point 등은 대부분 중저가 제품을 공급하는 업체들이다. 대도시 중심에서 경쟁했던 업체들이 아니라 교외지역에서 가두점을 중심으로 성장했던 업체들이다.

최근 이들 업체들은 도심으로 진출하며 꾸준한 성장을 하고 있다. 1998년 대점법이 폐지된 이후 교외 지역의 쇼핑센터가 공급되며 도심 상권은 공동화가 나타났다. 경쟁이 약화된 도심으로 진출하여 매출을 확대하는 전략이다. 대표적으로 Shimamura를 예로 들 수 있다. Shimamura의 영업기반은 교외지역의 가두점이었다. 특히, Shimamura는 교외지역의 쇼핑센터가 크게 증가하던 시점에도 쇼핑센터에 입점하기보다는 쇼핑센터가 미치지 못하는 상권에서 가두점을 오픈하여 현지의 소비를 흡수하는 전략을 수립하였다. 최근에 나타난 도심 공동화현상은 Shimamura의 전략에 부합한 지역으로 도심이 부각된 것이다.

그러나 저가 시장은 브랜드 차별화를 통한 소비자의 로열티를 높이는 시장이 아닌 만큼, 신규 경쟁자의 진입이 용이하다. 따라서 현재 출점을 지속하며 꾸준히 성장하고 있음에도 불구하고 향후 성장 전망을 긍정적으로만 볼 수 없게 한다.

저가 수요를 대상으로 영업하는 일본 의류업체 시가총액 추이(2)

- Shimamura: 교외의 로드샵에서 도심의 로드샵으로 확장 영역을 확대, 시가총액 회복세
- Honeys: 쇼핑센터에 입점하며 점포를 확장하였으나 제품 경쟁력 약화로 출점 제한, 시가총액 횡보



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

IV. 미국 의류 유통, SPA보다는 아울렛 활성화

>>> 미국, 양질의 제품을 합리적인 가격에 제공하는 도심형 아울렛의 활성화

규제가 심했던 일본과 달리 미국의 유통 규제는 제한적인 수준이었다. 대형점포의 출점이 제한되지 않은 미국에서는 저성장 국면에 진입하며 양질의 제품을 합리적인 가격에 제공하는 도심형 아울렛이 활성화되었다. 도심형 아울렛 시장은 Off price retailer에 의해 성장이 주도되었고 현재는 각 백화점 업체들도 적극적으로 아울렛을 확대하며 시장은 더욱 활성화되고 있다. 도심형 아울렛이 또 하나의 양질의 의류를 구매하는 채널로 성장한 것이다. 반면, 일본에서 지배적인 위치를 누리고 있는 중저가 SPA 시장이 미국에서는 일본과 같이 지배적인 시장을 형성하지 못하고 있다.

아울렛이 중저가 SPA 브랜드 대비 다음과 같은 강점을 보유하고 있기 때문이다. 아울렛은 높은 품질의 제품을 싸게 판매한다는 점에서 저품질의 제품을 낮은 가격에 판매하는 중저가 SPA 브랜드와 차이가 있다. 아울렛에서 판매되는 의류는 백화점 판매를 목적으로 생산된 높은 품질의 의류이다. 다만, 시점이 지나면서 가격을 할인판매하기 때문에 가격이 낮은 것이다. 그러나 Fast Fashion을 표방하고 있는 중저가 SPA 브랜드의 제품은 박리다매가 목적으로 품질이 높지는 않다.

또한 아울렛은 SPA의 점포와 비교하여 현저히 큰 면적에서 많은 제품을 제공한다. 다양한 양질의 제품을 한 자리에서 구매할 수 있다는 백화점의 매력에 가격 경쟁력까지 갖춘 것이다. 따라서 도심형 아울렛은 도심지역에 대형매장의 출점을 제한한 일본에서는 활성화될 수 없는 포맷이었다. 미국은 주요 도심 상권에 아울렛이 크게 성장하면서 SPA 업체들이 적극적으로 점포를 출점할 수 있는 지역이 많지 않았던 것으로 판단된다. 미국 역시 중저가 글로벌 SPA 브랜드들이 경쟁을 하고 있으나 일본과 같이 순수 유통업체 이상으로 성장한 브랜드는 없다. 미국의 대표적인 중저가 SPA 브랜드로는 GAP, Abercrombie & Fitch, Limited Brand 등이 있다. 글로벌 업체로 성장하였음에도 불구하고 이들의 시가총액은 아울렛 업체들 대비 낮은 수준이다.

아울렛(TJX/Ross) 및 미국계 SPA GAP/Abercrombie & Fitch/Limited Brand 시가총액 추이

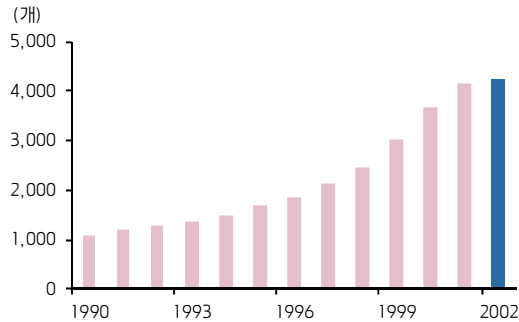


자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

경제성장을 둔화 초기 미국에서도 중저가 SPA 활성화 → 아울렛이 확산되며 규모 축소

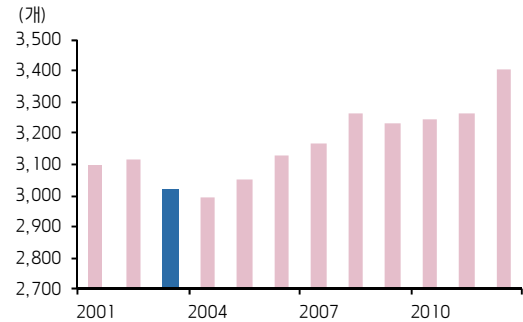
미국 역시 경제성장이 둔화되었던 초기에는 중저가 SPA인 GAP에 대한 수요가 확산되었다. 대형 유통업체들이 저가 지향이 된 소비를 흡수할 수 있는 채널을 공급하지 못하였기 때문이다. 그러나 이후 Off Price Retailer라고 하는 아울렛 업체들이 적극적으로 점포를 출점하며 GAP의 매출 성장은 둔화되기 시작하였다. 양질의 제품을 다양하게 공급하는 TJX가 GAP보다 합리적인 소비를 자극하는데 효과적이었던 것이다.

GAP 미국 점포수 추이(~2002년까지 컨셉기준 점포수)



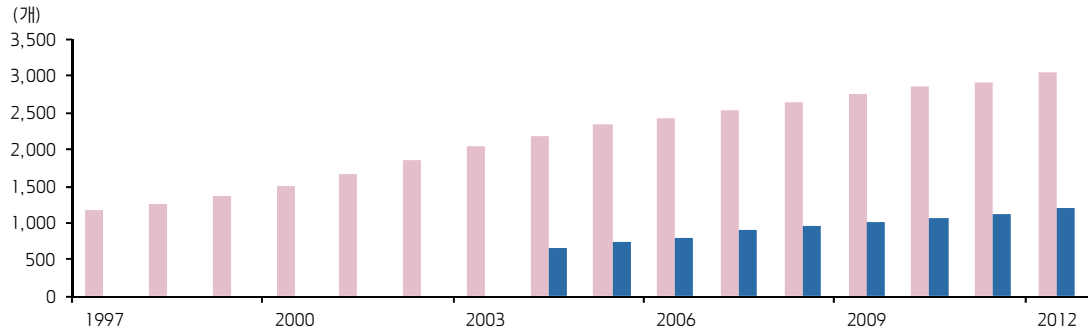
주 컨셉기준 점포수는 매장 한 곳에 Gap과 GAP kids가 동시에 입점해 있을 경우 2개로 점포로 집계
자료: 각 사 키움증권 리서치센터 정리

GAP 미국 점포수 추이(2000년~ 매장수 기준 점포수)



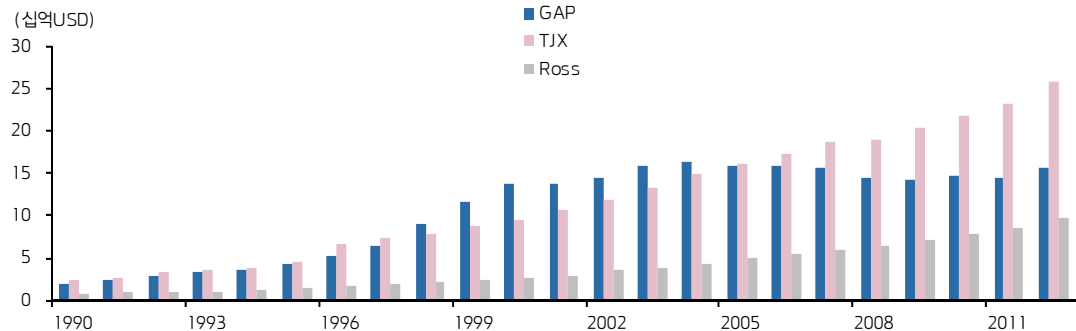
주 매장수 기준 점포수는 매장 한 곳에 2개의 브랜드가 입점해 있다라도 1개의 점포로 집계
자료: 각 사 키움증권 리서치센터 정리

TJX/Ross 점포수 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

GAP/TJX/Ross 매출 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

>>> 아울렛이 활성화되며 주요 의류 브랜드들도 성장

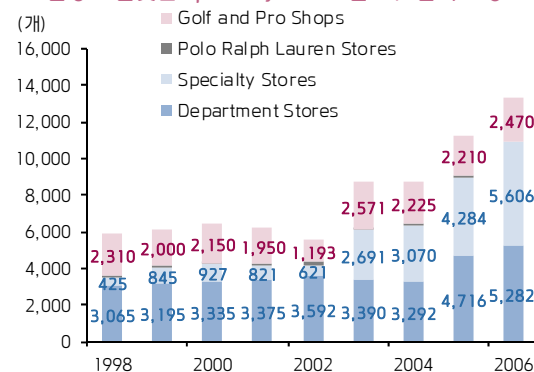
아울렛 점포가 확산되기 시작하며 주요 중고가 의류 브랜드 업체들의 실적도 개선되기 시작하였다. 1967년 설립되어 전통적인 명품 브랜드라 할 수 없었던 랄프로렌과 같은 의류 업체는 아울렛을 적극적으로 이용하며 고성장에 성공한 사례이다. 또한 성장의 정체를 보였던 시기 Coach 역시 아울렛 매장을 적극적으로 오픈하면서 성장을 재개하였다.

Ralph Lauren의 성장이 대표적인 예

랄프로렌은 도심형 아울렛을 적극적으로 활용하며 고성장한 대표적인 업체이다. 1990년대 후반까지 백화점을 중심으로 점포를 확장하였으나 2000년대 적극적으로 아울렛 점포를 확장하며 성장을 이어갔다. 2003년 랄프로렌의 여성복 브랜드인 블루라벨을 런칭하며 도심형 아울렛에 적극적으로 입점한 것이 주요했다. 수요를 백화점에서 아울렛으로 확대한 것이다. 이후 랄프로렌의 Wholesale부문 매출과 영업 이익이 크게 증가하였다.

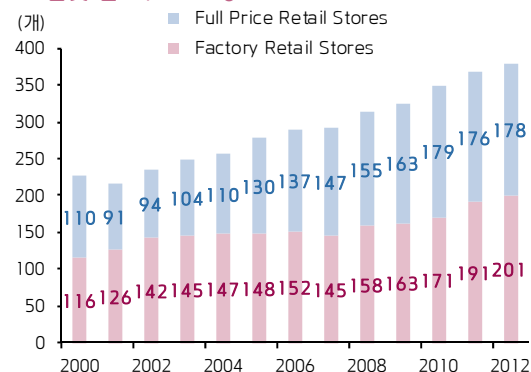
랄프로렌이 직접운영하는 리테일 부문에서도 정사가 매장보다 아울렛 매장을 더 많이 운영하고 있다.

Ralph Lauren Wholesale 부문 포맷별 점포수 추이
: 도심형 아울렛인 Specialty Store 점포수 급격히 증가



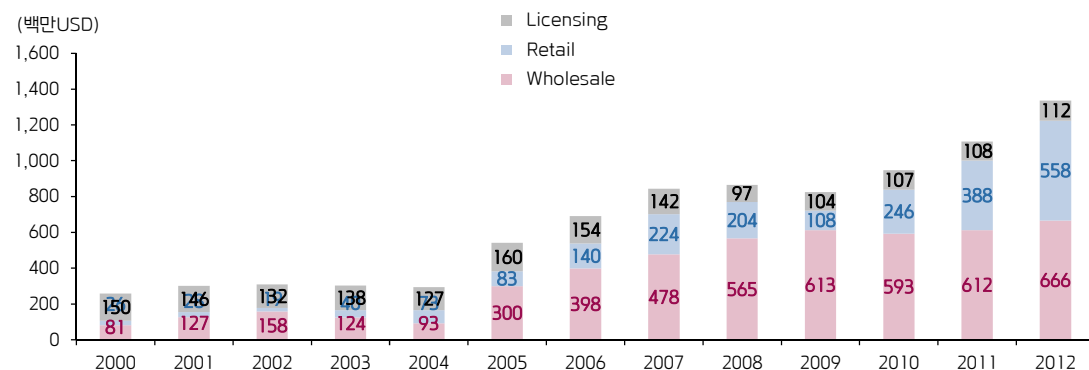
자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Ralph Lauren Retail 부문 포맷별 점포수 추이
: 아울렛 점포수 크게 증가



자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Ralph Lauren 주요 부문 영업이익 추이(Wholesale, Retail, & Licensing)

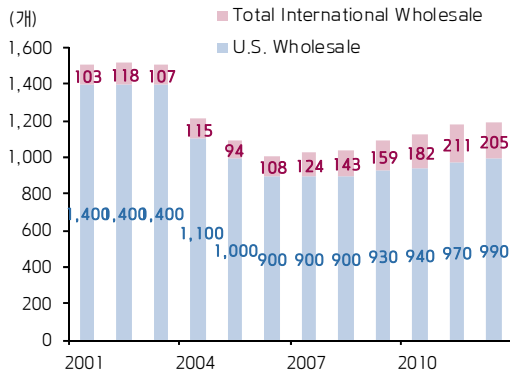


자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Coach도 아울렛을 확대하며 실적이 개선된 사례

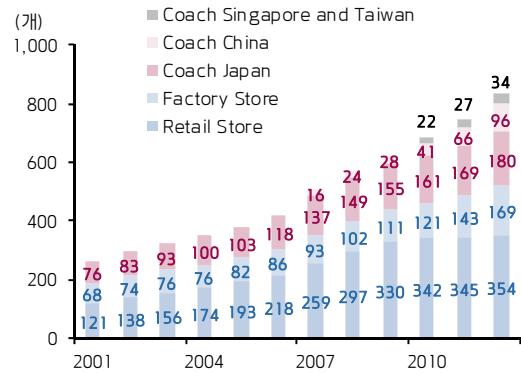
Coach도 아울렛을 확대하며 실적이 개선된 사례이다. 금융위기 이후 Coach는 정상이 판매 매장보다 아울렛 점포를 적극적으로 출점하였다. 2009년 정상이 판매 매장을 오픈하였음에도 불구하고 영업이익이 감소한 이후 신규 유통채널로 아울렛을 적극적으로 확대하였다. 이후 정상이 매장은 확장하지 않았고 아울렛 매장만 확장하였다. 2010년 이후 Coach는 매출과 영업이익 모두 연평균 15% 수준의 성장을 회복하였다.

Coach In-Direct 부문 점포수 추이
: 직접 운영으로 점포 전환이 많아 짐



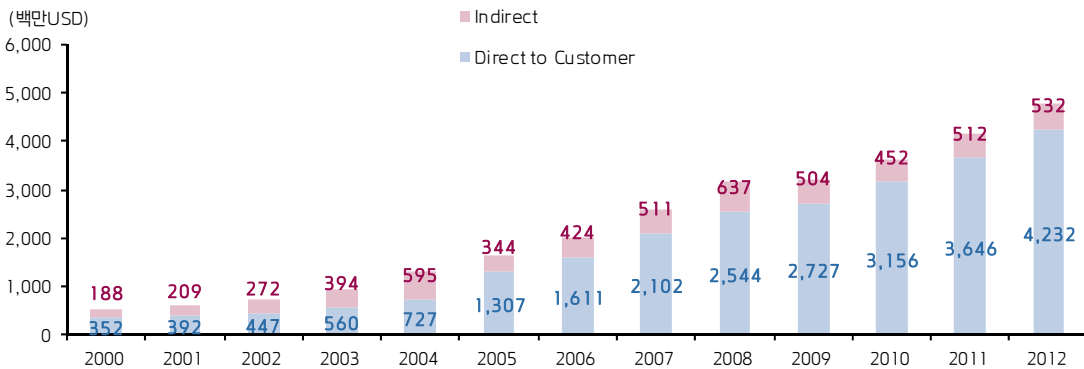
자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Coach 직영 부문 포맷별 점포수 추이
: 2009년 이후 정상이 매장보다 아울렛 매장이 크게 증가



자료: Ralph Lauren 키움증권 리서치센터

Coach 포맷별 매출 추이: 2009년 이후의 매출 성장은 아울렛과 일본이 주도



자료: Coach, 키움증권 리서치센터

[참고1] 일본의 유통 규제와 업태의 변화

>>> 일본의 대형 유통업 규제: 작은 점포 포맷의 업태가 활성화

일본은 1930년대부터 대형 유통 업체들의 영업을 제한하였다. 지역 기반의 기존 중소 상인들을 보호하고자 하는 목적이었다. 그러나 이는 일본 유통의 비효율을 야기하였고 결국 중소상인들 또한 보호하지 못하게 되었다. 대형 유통업체를 규제하는 동안 신규로 성장한 업태는 작은 점포 포맷의 편의점과 SPA였다.

대형 유통업체를 규제함으로써 보호받았던 중소 상인들은 경제성장률이 둔화되면서 변화한 소비자들의 소비 패턴에 대응하지 못하고 경영에 어려움을 겪다. 대형 유통업체들은 강력한 규제로 경쟁력을 키우지 못해 규제가 완화된 시점에서도 성장 전략을 수립하기 어려웠다. 이러한 유통의 공백을 편의점과 SPA 등이 점포를 확대하며 고성장한 것이다.

>>> 1930년~1973년, 백화점 업체를 규제: GMS가 고성장

1930년대부터 중소 상인을 보호하기 위해 백화점을 규제

일본은 고성장을 지속하며 글로벌 경쟁이 가능한 제조업을 육성하였다. 그러나 유통업에 있어서는 대형 유통 업체들의 성장을 철저히 규제하였다. 중소 상인들을 보호하기 위한 것이었다.

1937년 백화점법을 통해 백화점 업체들의 출점 및 영업 일수, 영업 시간을 규제하였다. 기존 중소 지역 상인을 보호하기 위한 조치였다. 이후 1947년에 백화점법의 규제가 독점법에서 규제하는 반독점 규제를 크게 상회하는 수준이라는 점에서 백화점법은 폐지되고 유통업체 역시 독점법의 규제만을 받게 되었다. 2차 세계대전 이후 일본의 경기가 빠르게 회복되었고 백화점 업체들 역시 적극적인 출점을 통해 고성장을 누렸다. 백화점의 적극적인 출점은 또 다시 중소상인들에 위협적으로 다가왔고 이에 따라 백화점법은 1956년 다시 부활하였다.

백화점 규제가 있는 동안 GMS와 슈퍼마켓이 크게 성장: 대형 GMS가 백화점을 대체

당시의 백화점 규제는 규제의 대상을 6대 도시에 3,000 m²이상, 6대 도시 이외의 지역에 1,500 m² 이상의 백화점의 출점 및 영업 시간을 규제한 것이다. 따라서 백화점이 아닌 GMS와 슈퍼마켓의 출점은 가능했다. 특히, 양판점이라고 하는 GMS는 백화점의 출점 규제를 틈타 유사 백화점 업태로 성장하였다. 당시 경제성장으로 소비는 고가 지향으로 전환되었으나 이를 뒷받침해줄 백화점 공급이 부족했다. GMS는 백화점과 동일한 고가 제품들을 제공하나 판매원이 많지 않은 미국의 Kohl's와 유사한 컨셉으로 점포를 운영하며 백화점법의 규제를 피해갔다. GMS는 백화점이 출점하지 못하는 동안 고가 소비를 적극적으로 흡수한 것이다. 1972년에는 대표 GMS였던 Daiei의 매출이 미츠코시 백화점의 매출을 처음으로 넘었다. 결국, 중소 상인들을 보호하고자 했던 취지의 백화점 규제는 유사 백화점 업태를 성장시키게 되었다.

>>> 1974년~1990년, 대형점포의 출점을 강력히 규제: 편의점 급성장

1974년부터는 대형 점포는 모두 규제, 슈퍼마켓/GMS도 규제의 대상

GMS가 대형 업체로 성장하면서 백화점은 백화점법의 규제가 GMS와 차별적인 규제라는 불만을 제기하였다. 중소상인들 역시 GMS의 고성장으로 영업이 어려워지며 불만을 제기하였다. 이에 따라 1974년 규제의 대상을 '6대 도시 3,000 m²이상, 6대 도시 이외의 지역 1,500 m²이상의 백화점'에서 '6대 도시 3,000 m²이상, 6대 도시 이외의 지역 1,500 m²이상의 모든 점포'로 확대하는 대규모소매점포법(대점법)이 발효되었다. 1960년대 크게 증가했던 GMS와 슈퍼마켓이 규제의 대상에 포함된 것이다.

중소 상인들의 불만이 대점법 발효 이후에도 이어지면서 1979년에는 중형 점포도 규제의 대상에 포함되었다. 기존 규제의 대상이었던 6대 도시의 3,000 m²이상, 6대 도시 이외의 지역에 1,500 m²이상의 점포는 대형점 포로 제1종 점포로 분류되었고 6대도시의 1,500 m²이상 3,000 m²미만의 점포와 6대도시 이외의 지역에서 영업하는 500 m²이상 1,500 m²미만의 점포가 제2종 중형 점포로 분류되었다.

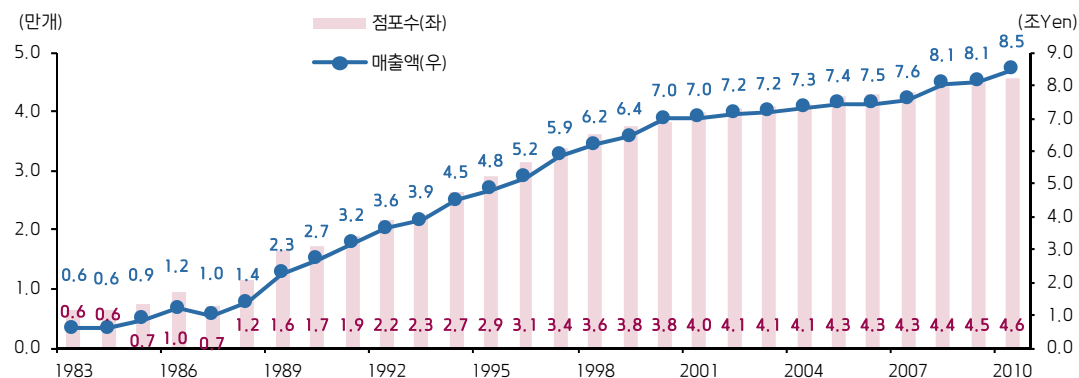
대규모 소매점포법(대점법)의 주요 내용은 대형점포를 출점하기 위해서는 자세한 계획을 일본경제산업성에 제출하여 지역의 대규모 소매점위원회에 의견을 묻고, 대형소매점이 중소 상인들에게 중대한 영향을 줄 수 있다고 판단되면 점포의 규모나 영업 시간 및 휴점일 등을 조정하도록 한 것이다. 이 법안에서는 신고된 이후 조정의 절차를 8개월을 넘지 못하도록 하였다.

그러나 실제로는 신고와 개점 사이에 수년이 걸렸고 심하게는 10년이 소요되는 경우도 있었다. 지역 상인들의 불만이 이어지자 일본경제산업성이 지역상인들의 개점 동의조건을 첨부하지 않으면 처음부터 출점 신고를 거절한 것이다.

편의점을 대표로 하는 소형 점포 포맷의 체인점이 발달

1970년대의 강력한 대형점포 규제는 소형 점포 포맷을 크게 성장시키는 계기가 되었다. 특히, 1979년 중형 점포에 대해서도 출점을 규제하면서 소형 점포의 출점은 가파르게 증가하였다. 소형 점포의 대표라 할 수 있는 편의점이 일본에 처음 소개된 것이 1970년대였다. 대형점포가 출점하지 못하였던 1990년대까지 편의점의 점포수는 가파르게 증가하였다.

일본 소형 점포 포맷인 편의점, 1970년대 도입되어 1990년대까지 고성장



자료: 일본편의점협회, 키움증권 리서치센터 정리

>>> 1990년대 유통업 규제 완화, 중소 상인 보호 포기 : 강력한 중소상인 보호 정책에도 자영업자수는 지속적으로 감소

1990년대 대점법 규제 완화 시작, 1998년 대점법 폐지

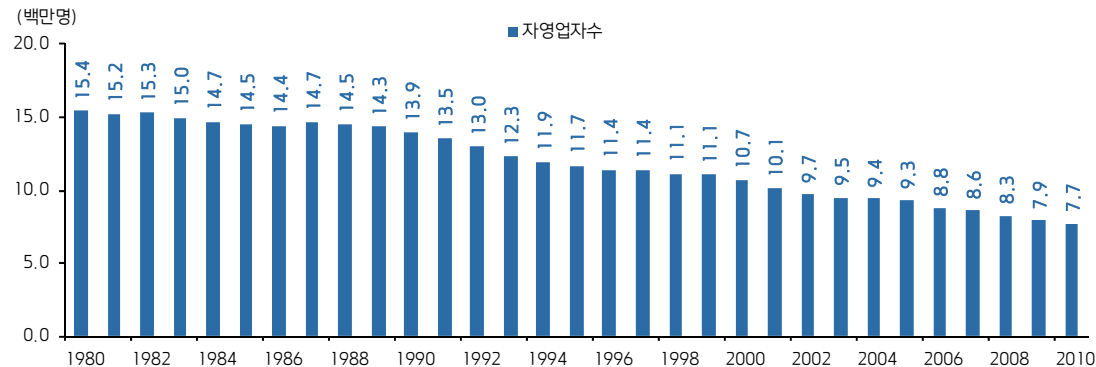
1980년대 중반 이후 미국 등이 본격적으로 일본의 유통 규제 시스템이 무역장벽이라고 불만을 제기하기 시작하였고 1990년대 유통업 경기가 크게 둔화되며, 일본 정부는 유통업에 대한 규제를 완화하기 시작하였다.

1990년 출점조정의 최장기간을 1년 이내로 축소하고 1991년에는 사전협조 규정을 폐지하였다. 지역 중소소매점들에 의해 일방적으로 운영되어 온 상업조정위원회를 폐지하기로 한 것이다. 1992년에는 1종 대형점의 기준으로 6대 도시 이외의 지역을 1,500 m²에서 3,000m²로 규제의 대상을 축소하였다. 이후 미국의 지속적인 대점법 폐지 요구로 일본은 1998년 대점법을 폐지하였다.

중소상인 보호정책에도 불구하고, 자영업자 수는 지속적으로 감소

대점법의 폐지가 미국의 지속적인 요구에 의해서 결정된 것이기는 하나 일본 정부의 중소상인 보호 정책이 실효성이 없었던 것도 법안 포기의 하나인 것으로 추정된다. 일본 정부가 수십년간 중소상인을 보호하기 위해 대형 유통업체의 영업을 규제했음에도 불구하고 일본의 중소상인이라 할 수 있는 자영업자들은 1980년대부터 대점법이 폐지되었던 1998년까지 지속적으로 감소하였다.

일본 자영업자 수 추이: 중소상인 보호 정책에도 자영업자 수 지속적으로 감소



주: 5명이하의 도소매/서비스/외식업종을 영위하는 영세 자영업자를 소상공인으로 분류

자료: World Bank, 키움증권 리서치센터 정리

>>> 1990년대 유통업, 낮은 수준의 규제: 쇼핑센터 급증

출점 규제 완화, 자금 여력이 있었던 Reit's가 교외에 쇼핑센터 개발 시작

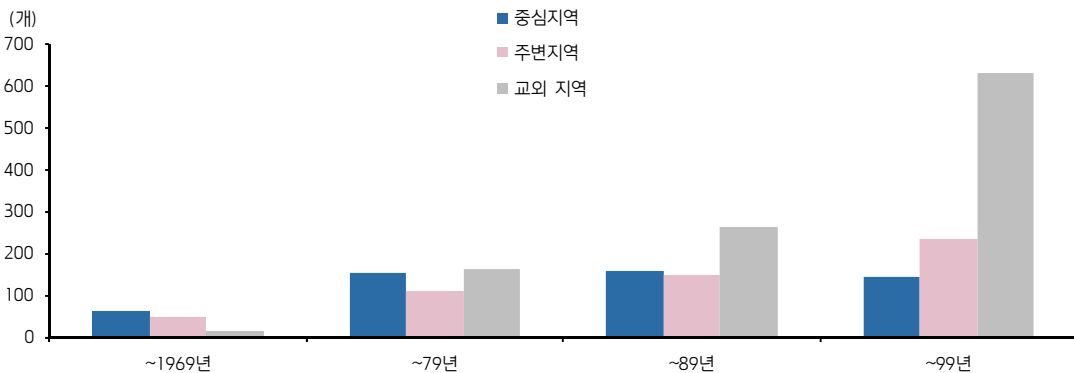
1991년 대점법의 사전협조 규정을 폐지함에 따라 도심의 대형점포 개발이 이전보다 용이해졌다. 그러나 도시 중심에 대형점을 출점하기는 쉽지 않았다. 도시중심은 이미 상당부분 개발이 완료되었기 때문이다. 출점할 지역이 많지 않았을 뿐만 아니라 토지가격이 여전히 높았다. 따라서 규제가 완화된 1990년대 대형 유통업체들은 교외지역에 출점을 집중하였다. 대형 쇼핑센터가 교외지역을 중심으로 크게 확산되었다.

일본에서 쇼핑센터를 개발한 주체는 자금여력이 풍부한 Reit's사들이었다. 일본 경제가 고성장이었던 1970년대와 1980년대에 백화점들은 출점 규제로 경쟁력을 강화하지 못 했다. 규제가 완화된 이후에도 취약한 재무상태로 투자여력이 없었다. 반면, 자금 조달이 용이했던 Reit's사가 적극적으로 쇼핑센터를 개발하고 유통업체들을 입점시켰다.

일본의 쇼핑센터는 GMS가 핵심 Tenant: 가격에 민감한 수요에 적합한 유통으로 개발

Reit's사들이 개발한 교외의 쇼핑센터는 합리적 소비를 자극할 수 있는 업체들이 주요 테넌트가 되었다. 경제성장률이 둔화된 이후에 쇼핑센터가 개발되었기 때문이다. 경제성장률 둔화로 가격에 민감해진 수요를 흡수할 수 있는 포맷으로 입점업체가 구성된 것이다. 경제성장률 둔화와 함께 슈퍼마켓 기능을 강화한 GMS가 교외형 쇼핑센터의 주요 테넌트로 입점하였고 식품 중심의 GMS를 보완할 수 있는 중저가의 캐주얼브랜드들이 쇼핑센터에 입점하였다.

일본 쇼핑센터 출점 추이: 1990년 대점법 완화 및 1997년 대점법 폐지까지 교외의 쇼핑센터 대규모 출점



주 1) 중심지역: 해당시·정·촌의 상업 기능이 집적한 중심 시가지
 2) 주변지역: 중심지역에 인접한 상업·행정·비즈니스등의 도시 기능이 적당히 존재하는 지역
 3) 교외지역: 도시 교외에서 주택·농지등이 전개되고 있는 지역
 자료: 일본쇼핑센터협회 키움증권 리서치센터 정리

일본 쇼핑센터 주요 Tenant 구성 현황

			2011 쇼핑센터수(개)	2011년 구성비(%)
해없음			778	25.2
1핵	Dpt(백화점)		83	2.7
	GMS(종합소매점)		942	30.5
	SS(의료품 중심 슈퍼)		6	0.2
	SM(식품슈퍼)		765	24.8
	HC(홈 센터)		18	0.6
	DS(할인점)		38	1.2
	생협		36	1.2
	전문점		56	1.8
	그 외		6	0.2
1핵계			1,950	63.1
2핵	백화점 + 종합소매점	(Dpt + GMS)	11	0.4
	백화점 + 식품슈퍼	(Dpt + SM)	5	0.2
	종합소매점 + 식품슈퍼	(GMS + SM)	15	0.5
	종합소매점 + 홈센터	(GMS + HC)	37	1.2
	종합소매점 + 전문점	(GMS + 전문점)	10	0.3
	의료품 슈퍼 + 식품슈퍼	(SS + SM)	57	1.8
	식품슈퍼 + 홈센터	(SM + HC)	76	2.5
	식품슈퍼 + 할인점	(SM + DS)	20	0.6
	식품슈퍼 + 드럭스토어	(SM + Drg)	9	0.3
2핵계			311	10.1
3핵			44	1.4
4핵			5	0.2
5핵			2	0.1
총계			3,090	100

자료: 일본쇼핑센터협회, 키움증권 리서치센터

>>> 1998년 대점법 폐지 이후, 프리미엄 아울렛도 급증

프리미엄 아울렛센터, 일본 고소득층의 합리적 소비를 흡수

1998년 대점법이 폐지된 이후에는 더욱 많은 쇼핑센터가 공급되었는데, 프리미엄 아울렛센터도 급증하였다. 프리미엄 아울렛센터는 일본의 고소득층은 명품에 대한 로열티가 매우 높는데, 고소득층의 합리적인 소비를 효과적으로 흡수하였다.

일본 고소득층의 높은 명품 로열티, 경쟁력 있는 유통업체가 없었기 때문

한편, 일본 고소득층의 높은 명품에 대한 로열티는 경쟁력 있는 유통업체가 없어 고가의 자국 의류브랜드를 육성하지 못한 것이 원인이라 판단한다. 백화점 규제가 있는 동안 가두점 중심으로 확산되었던 자국의 의류브랜드 업체들은 대체로 영세하였다. 전국적인 브랜드로 성장하기에 점포 확장 여력이 없었기 때문이다. 경제성장을 둔화와 함께 이들의 경영은 어려워졌고 도심의 가두점을 축소하였다. 이들이 나간 점포에 자금력이 있는 글로벌 명품업체들이 직접 점포를 출점한 것이다. 결국 일본에는 고소득층이 소비할 수 있는 제품이 명품으로 제한되게 된 것으로 판단한다.

프리미엄 아울렛센터 개발 역시 Reit's사 주도

2011년 기준으로 일본에는 36개의 아울렛 센터가 운영되고 있는데, 아울렛 센터 역시 일반 쇼핑센터와 마찬가지로 Reit's사들에 의해 개발되었다. 대표적인 쇼핑센터 개발 Reit's사인 미즈이 부동산(Mitsui Fudosan)이 2013년 현재 Outlet Park라고 하는 프리미엄 아울렛센터를 12개 운영하고 있다. Mitsui Fudosan이 유통 쇼핑센터 및 유통관련 빌딩을 적극적으로 개발한 것은 1998년 대점법이 폐지된 이후였고 적극적으로 쇼핑센터를 개발하면서 Mitsui Fudosan의 실적도 개선되었다.

미즈비시 이스테이트(Mitsubishi Estate)도 글로벌 프리미엄 아울렛 업체인 사이먼(Simon)과 제휴를 통해 8개의 Chelsea Japan을 운영하고 있다. 일본 첼시(Chelsea Japan)에 대한 지분율은 Simon이 40%, Mitsubishi Estate가 60%이다.

일본 아울렛센터 리스트 (2011년 기준)

	쇼핑센터 이름	개장	지역	관리 기업 (Management Company)
1	OUTLET MALL RISM	1993 11월	Saitama	Tansei Mall Management
2	mitsui OUTLET PARK OSAKA TSURUMI	1995 3월	Osaka	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
3	KARUIZAWA PRINCE SHOPPING PLAZA	1997 7월	Nagano	Karuizawa Prince Hotel, SEIBU PROPERTIES
4	mitsui OUTLET PARK YOKOHAMA BAYSIDE	1998 9월	Kanagawa	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
5	OSAKA NANKO ATC TOWN OUTLET MARE	1999 3월	Osaka	Asia and Pacific Trade Center
6	mitsui OUTLET PARK MARINE PIA KOBE	1999 7월	Hyogo	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
7	KISHIWADA CANCAN BAYSIDE MALL	1999 9월	Osaka	SUMISHO URBAN KAIHATSU
8	RIVERSIDE MALL	2000 3월	Gifu	Rio Yokoyama
9	GRANDBERRY MALL	2000 4월	Tokyo	TOKYU CORPORATION, TMD CORPORATION
10	GOTEMBA PREMIUM OUTLETS	2000 7월	Shizuoka	Chelsea Japan
11	mitsui OUTLET PARK TAMA MINAMI OSAWA	2000 9월	Tokyo	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
12	COOLS MALL	2000 10월	Ehime	Lespace Corporation
13	MARINOA CITY FUKUOKA	2000 10월	Fukuoka	FUKUOKA JISHO
14	mitsui OUTLET PARK MAKUHARI	2000 10월	Chiba	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
15	RINKU PREMIUM OUTLETS	2000 11월	Osaka	Chelsea Japan
16	WING BAY OTARU	2001 6월	Hokkaido	Otaru Bay City Kaihatsu
17	RESORT OUTLETS YATSUGATAKE	2001 7월	Yamanashi	YATSUGATAKE MALL MANAGEMENT
18	mitsui OUTLET PARK JAZZ DREAM NAGASHIMA	2002 3월	Mie	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
19	LAGUNA GAMAGORI FESTIVAL MARKET	2002 5월	Aichi	GAMAGORI MARINE DEVELOPMENT
20	HILLSIDE SHOPS&OUTLET	2002 8월	Miyagi	HILLSIDE MALL MANAGEMENT
21	OKINAWA OUTLET MALL ASHIBINAA	2002 12월	Okinawa	DAIWA INFORMATION SERVICE
22	SANO PREMIUM OUTLETS	2003 3월	Tochigi	Chelsea Japan
23	TOSU PREMIUM OUTLETS	2004 3월	Saga	Chelsea Japan
24	TOKI PREMIUM OUTLETS	2005 3월	Gifu	Chelsea Japan
25	HIROSHIMA FESTIVAL OUTLET MARINA HOP	2005 3월	Hiroshima	Marina Property, Tansei Mall Management
26	CHITOSE OUTLET MALL Rera	2005 4월	Hokkaido	Jones Lang LaSalle
27	REZORT OUTLETS OARAI	2006 3월	Ibaraki	YATSUGATAKE MALL MANAGEMENT
28	FASHION CRUISE	2006 7월	Ibaraki	Tsukuba Shogyo Toshi Kaihatsu, JOYFUL HONDA, La Place
29	KOBE-SANDA PREMIUM OUTLETS	2007 7월	Hyogo	Chelsea Japan
30	mitsui OUTLET PARK IRUMA	2008 4월	Saitama	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
31	NASU GARDEN OUTLET	2008 7월	Tochigi	SEIBU PROPERTIES
32	mitsui OUTLET PARK SENDAI PORT	2008 9월	Miyagi	Mitsui Fudosan, LaLaport Management
33	SENDAI-IZUMI PREMIUM OUTLETS	2008 10월	Miyagi	Chelsea Japan
34	AMI PREMIUM OUTLETS	2009 7월	Ibaraki	Chelsea Japan
35	Venus OUTLET	2009 12월	Tokyo	Venus Fort
36	mitsui OUTLET PARK SAPPORO KITAHIROSHIMA	2010 4월	Hokkaido	Mitsui Fudosan, LaLaport Management

자료: 일본소유평센터협회, 키움증권 리서치센터

>>> 2000년 대형점포 입지법, 2007년 교외지역 투자 제한 시작

2000년 대형점포입지법 등 3법 시행, 사실상 규제는 아니었음

일본 국회는 1998년 대점법을 폐지하는 대신 이것을 대체할 세 개의 법안을 마련하였다. 대점입지법과 개정도시계획법, 중심시가지 활성화법이었다. 대형점포가 출점할 때 주변환경을 고려해야 한다는 취지이다. 주차, 교통, 소음, 오물처리 등 4개의 기준을 통해 신규 입점의 타당성 여부를 평가하도록 한 것이다.

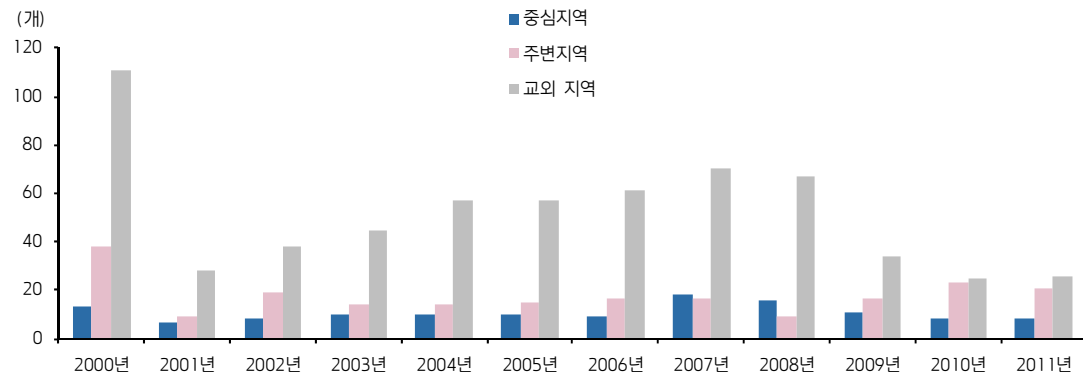
입지법이 확정되기 전에 쇼핑센터를 충분히 출점하고자한 수요로 인해 2000년까지 교외의 쇼핑센터는 급격히 증가하였다. 그러나 입지법이 이전의 대점법과는 달리 출점을 심각히 제한하는 규제는 아니었다. 이후 2007년 교외지역의 개발이 제한되기 전까지 교외지역의 쇼핑센터는 지속적으로 증가하였다.

2000년대 이후 일본 쇼핑센터 출점 추이

: 2000년말 점포입지법 시행 이전에 계획되었던 쇼핑센터가 2001년까지 급증

: 점포 입지법의 규제가 강하지 않아 2008년까지 교외 쇼핑센터 지속적으로 증가

: 2007년 교외지역 개발 제한을 강화하고 도심 지역 개발을 권장, 2009년부터 교외지역보다 도심 지역의 쇼핑센터 개발이 활발



주 1) 중심지역: 해당시·정촌의 상업 기능이 집적한 중심 시가지

2) 주변지역: 중심지역에 인접한 상업·행정 비즈니스등의 도시 기능이 적당히 존재하는 지역

3) 교외지역: 도시 교외에서 주택자·농지등이 전개되고 있는 지역

자료: 일본쇼핑센터협회 카운트권 리서치센터 정리

교외지역의 공격적인 쇼핑센터 확산 → 도심의 공동화 → 2007년 교외 개발 제한

교외지역에 쇼핑센터 및 아울렛센터가 크게 증가하며 소비가 중심지역보다는 교외로 이동하게 되었다. 결국, 도심에서 영업하는 영세업체들은 매출 감소와 함께 영업을 어려워졌다. 도심의 공동화 현상에 대한 대책으로 일본 정부는 다시 교외지역의 개발을 제한하는 정책을 실시하였다. 이에 따라 정책이 실시된 2008년 이후에는 교외지역의 쇼핑센터 개발은 크게 감소하였고 반면 중심지역의 쇼핑센터 개발은 이전보다 활발해졌다.

[참고2] 글로벌 유통/의류 업체 Valuation

업체별 유통회사 주가 및 투자지표 현황 (1) (단위: 각국통화 백만USD, 배, %)

업종 분류	회사명	국가	통화 단위	시가총 액 (백만 USD)	주가 (각국 통화)	12 Forwar d PE	12 Forwar d Market PE	Valuation Premium	PE1	PE2
Multi-format	LOTTE SHOPPING	한국	원(KRW)	11,564	404,500	10.7	7.9	35.3%	11.2	9.9
	SEVEN & I HDG.	일본	엔(JPY)	33,325	3,685	18.9	15.1	25.0%	18.8	17.4
	AEON	일본	엔(JPY)	11,090	1,358	14.5	15.1	-3.6%	14.5	13.7
	IZUMI	일본	엔(JPY)	2,221	2,761	11.8	15.1	N/A	12.3	11.4
	UNY GROUP HOLDINGS	일본	엔(JPY)	1,660	695	10.4	15.1	-30.8%	10.6	10.5
	HEIWADO	일본	엔(JPY)	1,045	1,750	13.2	15.1	-12.3%	13.1	12.6
백화점	HYUNDAI DEPARTMENT STORE	한국	원(KRW)	3,335	157,000	9.4	7.9	18.3%	9.6	8.9
	SHINSEGAE	한국	원(KRW)	2,074	232,000	12.1	7.9	52.1%	12.7	11.0
	ISETAN MITSUKOSHI HDG.	일본	엔(JPY)	6,138	1,524	34.4	15.1	128.2%	25.2	34.4
	J FRONT RETAILING	일본	엔(JPY)	4,360	797	N/A	15.1	N/A	16.0	20.6
	TAKASHIMAYA	일본	엔(JPY)	3,773	1,118	21.6	15.1	43.2%	21.2	20.9
	H2O RETAILING	일본	엔(JPY)	2,246	1,065	16.5	15.1	9.1%	33.7	16.2
	NORDSTROM	미국	달러(USD)	11,163	57.03	14.2	14.0	1.7%	15.0	13.5
	MACY'S	미국	달러(USD)	17,530	44.78	11.1	14.0	-20.9%	11.4	10.1
	PENNEY JC	미국	달러(USD)	3,692	16.80	N/A	14.0	N/A	N/A	N/A
아울렛	SIMON PR.GP.	미국	달러(USD)	55,214	178.03	45.0	14.0	221.4%	47.4	41.9
	TX COS.	미국	달러(USD)	35,221	48.87	16.8	14.0	20.4%	17.4	15.4
	ROSS STORES	미국	달러(USD)	14,213	64.66	16.1	14.0	15.2%	16.7	14.9
SPA	FAST RETAILING	일본	엔(JPY)	38,254	35,350	36.8	15.1	144.0%	39.5	35.6
	INDITEX	스페인	유로(EUR)	81,977	100.60	23.1	10.9	112.5%	23.5	20.9
	HENNES & MAURITZ 'B'	스웨덴	크로나(SEK)	50,864	227.20	18.3	14.0	30.9%	21.2	18.9
의류도매	LUXOTTICA	이탈리아	유로(EUR)	24,252	38.97	25.7	10.1	154.7%	26.6	23.3
미국 의류 업체	GAP	미국	달러(USD)	17,667	37.97	14.0	14.0	0.2%	14.4	13.0
	GUESS	미국	달러(USD)	2,331	27.32	14.5	14.0	3.7%	15.3	12.9
	ABERCROMBIE & FITCH 'A'	미국	달러(USD)	3,830	49.00	13.5	14.0	-3.6%	14.0	12.0
	V F	미국	달러(USD)	19,460	175.35	15.4	14.0	10.0%	16.1	14.4
	L BRANDS	미국	달러(USD)	14,560	50.35	13.7	14.0	-2.4%	16.0	14.3
	RALPH LAUREN CL.A	미국	달러(USD)	10,801	177.54	18.8	14.0	34.3%	22.1	19.0
	PVH	미국	달러(USD)	9,264	114.51	15.6	14.0	11.7%	16.3	13.9
	COACH	미국	달러(USD)	16,336	58.18	14.2	14.0	1.7%	15.6	14.1
	MICHAEL KORS HOLDINGS	미국	달러(USD)	11,445	57.05	22.7	14.0	62.2%	30.6	23.3
	SHIMAMURA	일본	엔(JPY)	4,655	12,360	14.4	14.0	3.2%	15.1	14.2
일본 의류 업체	UNITED ARROWS	일본	엔(JPY)	1,494	3,875	15.2	14.0	9.0%	17.2	15.4
	POINT	일본	엔(JPY)	1,195	4,800	16.9	14.0	20.8%	17.4	15.9
	PAL	일본	엔(JPY)	830	3,515	14.0	14.0	0.3%	15.7	14.3
	HONEYS	일본	엔(JPY)	361	1,270	13.7	14.0	-2.1%	14.0	13.6
	RIGHT ON	일본	엔(JPY)	297	984	13.7	14.2	-3.8%	13.9	13.6
	AOYAMA TRADING	일본	엔(JPY)	2,006	2,917	19.0	15.1	25.8%	16.3	18.5
	ONWARD HOLDINGS	일본	엔(JPY)	1,612	914	28.0	15.1	85.5%	28.5	24.3
	AOKI HOLDINGS	일본	엔(JPY)	1,487	3,195	13.2	15.1	-12.2%	15.2	13.8
	SANYO SHOKAI	일본	엔(JPY)	384	298	16.8	15.1	11.4%	18.7	13.4
	KONAKA	일본	엔(JPY)	419	1,319	36.4	15.1	141.3%	N/A	N/A
	PALEMO	일본	엔(JPY)	41	335	N/A	15.1	N/A	N/A	N/A

주 1) 10월 12일 종가 기준, 2) GS리테일은 2011년 12월 23일 코스닥 상장, 3) Rite Aid의 순이익은 2009년부터 계속 역성장
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

업체별 유통회사 주가 및 투자지표 현황 (2) (단위: 각국통화 백만USD, 배, %)

업종 분류	회사명	국가	통화 단위	시가총 액 (백만 USD)	주가 (각국 통화)	12 Forward PE	12 Forward Market PE	Valuation Premium	PE1	PE2
한국 의류	SHINSEGAE INTERNATIONAL	한국	원(KRW)	495	76,300	10.9	7.9	N/A	11.5	9.4
	LG FASHION	한국	원(KRW)	822	30,950	8.4	7.9	5.3%	8.8	7.5
	HANDSOME	한국	원(KRW)	710	31,750	10.2	7.9	27.9%	10.3	9.1
	YOUNGONE HOLDINGS	한국	원(KRW)	952	76,900	7.5	7.9	-6.0%	7.7	6.7
	HANSAE	한국	원(KRW)	634	17,450	11.4	7.9	43.1%	11.4	9.9
	FILA KOREA	한국	원(KRW)	656	72,700	7.9	7.9	-0.7%	8.6	7.3
	THE BASIC HOUSE	한국	원(KRW)	376	19,850	12.9	7.9	62.6%	14.4	10.7
	DAE HYUN	한국	원(KRW)	95	2,320	10.3	7.9	29.4%	10.5	8.9
명품	LVMH	프랑스	유로(EUR)	87,626	132.00	16.7	11.5	44.9%	17.6	15.7
	HERMES INTL.	프랑스	유로(EUR)	35,993	260.80	28.7	11.5	149.9%	34.1	30.2
	CHRISTIAN DIOR	프랑스	유로(EUR)	31,787	133.80	12.0	11.5	N/A	14.3	12.3
	PPR	프랑스	유로(EUR)	27,789	168.55	14.8	11.5	29.1%	16.1	13.7
	PRADA	영국	파운드(GBP)	22,704	68.85	17.4	14.9	16.8%	21.7	18.3
	BURBERRY GROUP	홍콩	홍콩달러(HKD)	9,048	1,319	16.8	11.4	47.3%	19.3	17.0
	SALVATORE FERRAGAMO	유로(EUR)	유로(EUR)	5,044	22.91	22.4	10.1	121.1%	28.2	23.8
	THE SWATCH GROUP 'B'	스위스	프랑(SFR)	17,800	539.00	15.6	14.8	5.2%	16.4	14.7
	TIFFANY & CO	미국	달러(USD)	9,456	74.39	20.4	14.0	45.5%	21.3	18.7
온라인	AMAZON.COM	미국	달러(USD)	114,971	252.55	126.1	14.0	801.5%	190.7	77.5
	EBAY	미국	달러(USD)	69,497	53.55	18.1	14.0	29.3%	19.5	16.6
	RAKUTEN	일본	엔(JPY)	14,827	1,100	24.4	15.1	61.5%	26.0	22.4
홈쇼핑	CJ O SHOPPING	한국	원(KRW)	1,825	324,000	15.0	7.9	88.5%	15.9	13.8
	HYUNDAI HOME SHOP.NET.	한국	원(KRW)	1,612	148,000	9.8	7.9	23.8%	9.9	9.7
	GS HOME SHOPPING	한국	원(KRW)	1,314	220,500	10.4	7.9	N/A	10.9	9.8

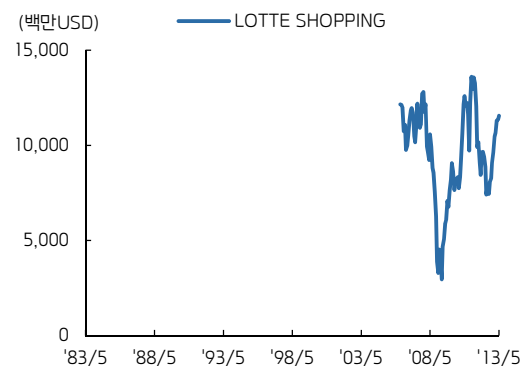
주 5월 2일 종가 기준

자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

[참고3] 글로벌 유통/의류 업체 시가총액 추이

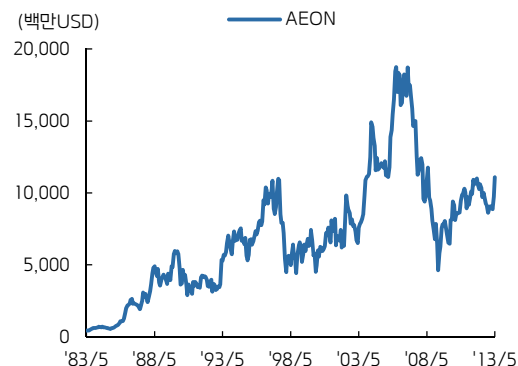
>>> 멀티포맷(Multi-Format) 시가총액 추이

롯데쇼핑 (한국)



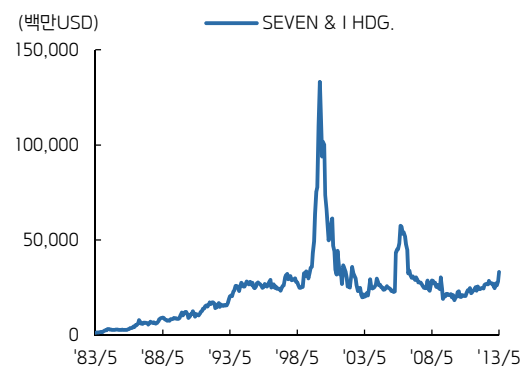
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

이온 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (일본)



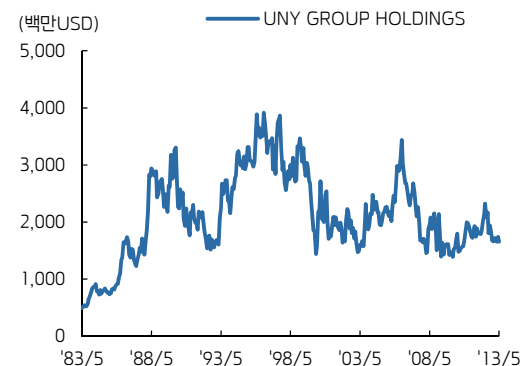
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

이즈미 (일본)



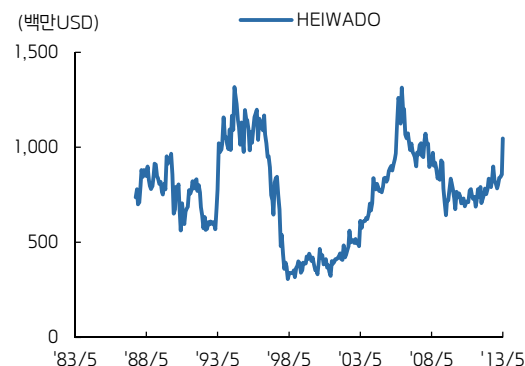
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

유니 그룹 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

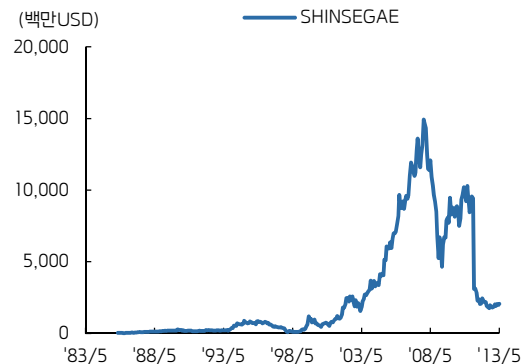
헤이와도 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

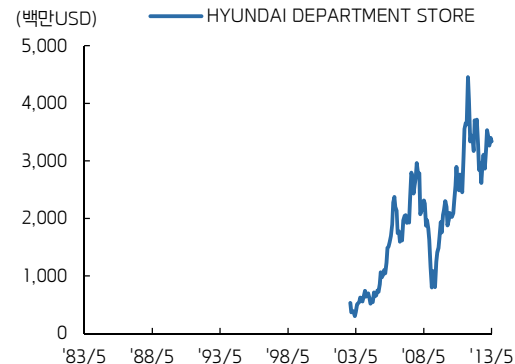
>>> 백화점 시가총액 추이

신세계 (한국)



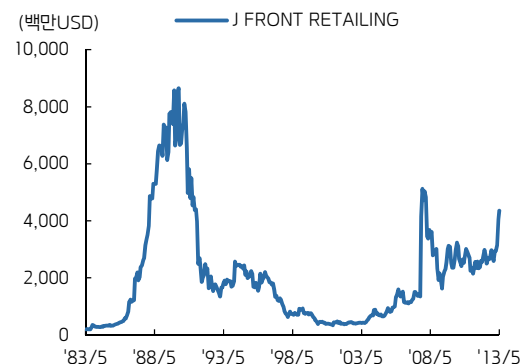
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

현대백화점 (한국)



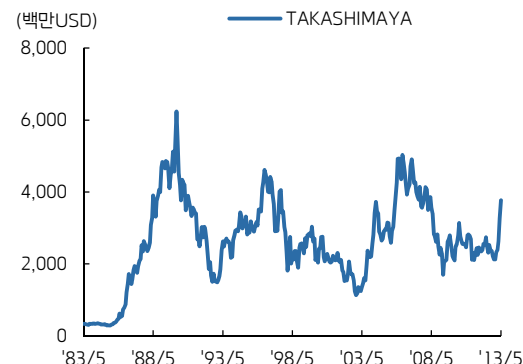
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

제이 프론트 리테일링 (일본)



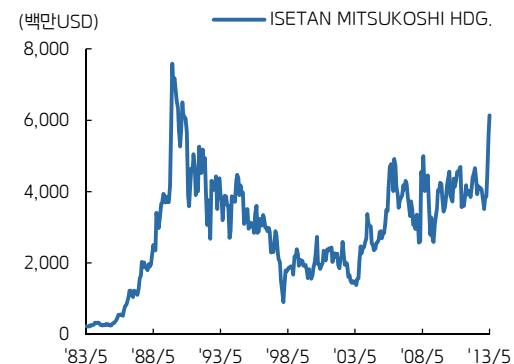
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

다카시마야 (일본)



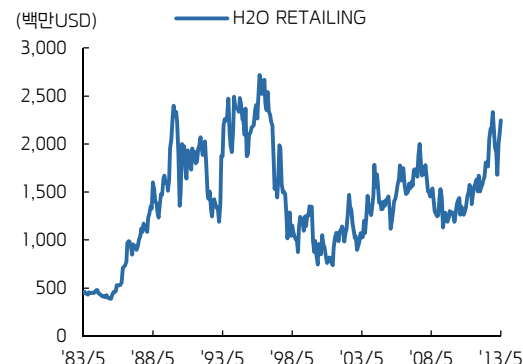
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

이세탄 미츠크시 홀딩스 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

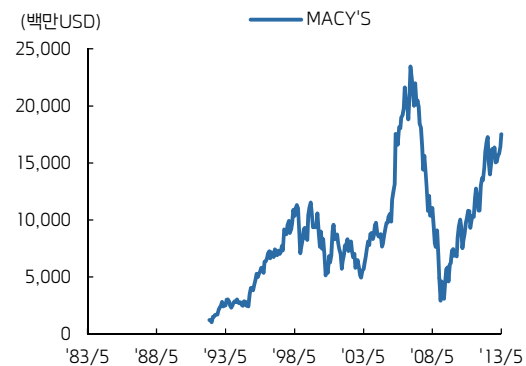
에이치투오 리테일링 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

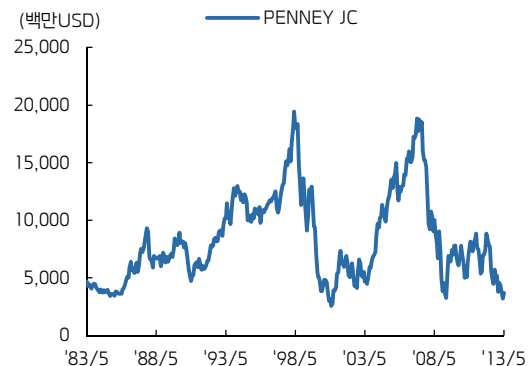
>>> 백화점 및 아울렛 시가총액 추이

메이시스 (미국)



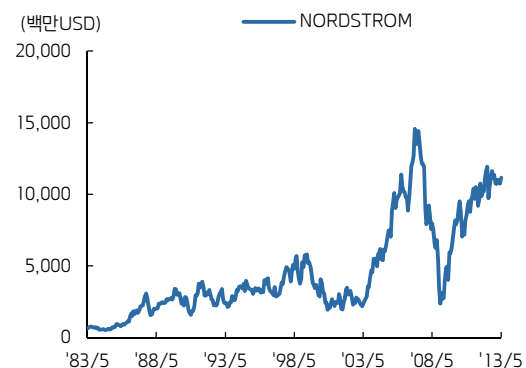
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

JC 페니 (미국)



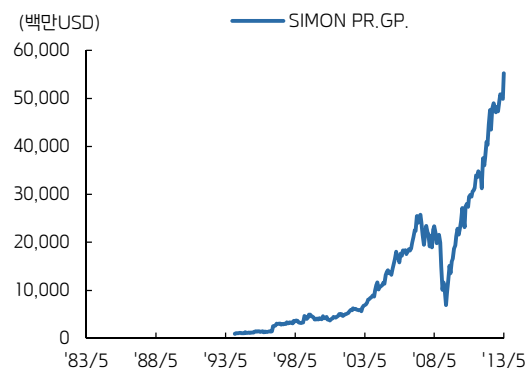
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

노드스트롬 (미국)



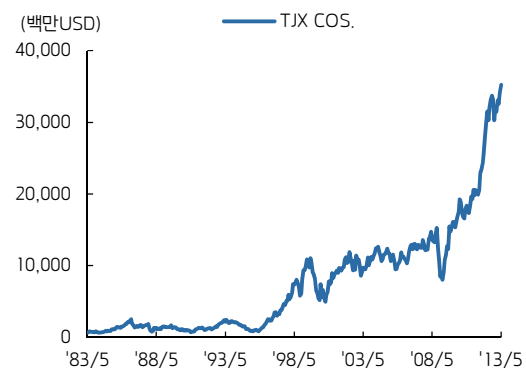
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

사이먼 프로퍼티 그룹 (미국)



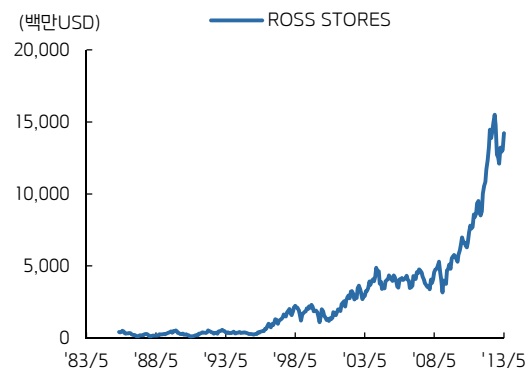
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

TJX (미국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

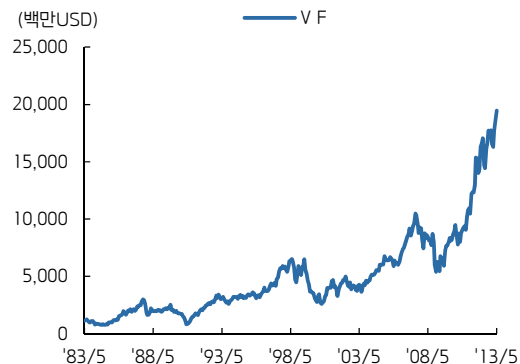
로스 (미국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

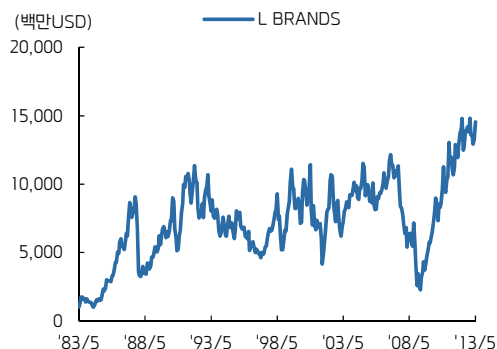
>>> 미국 의류업체 시가총액 추이

V F (미국)



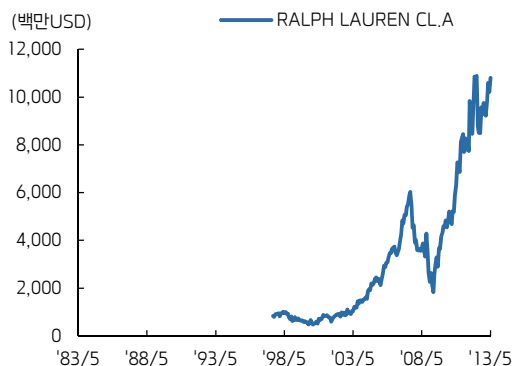
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

리미티드 브랜즈 (미국)



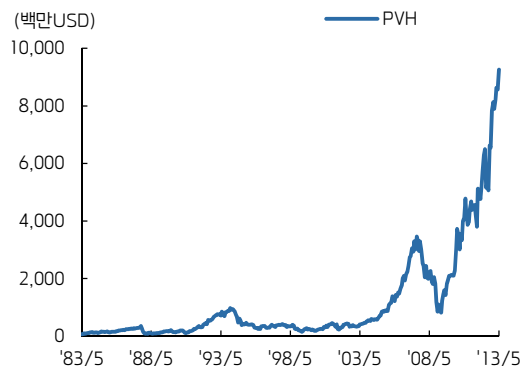
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

랄프 로렌 (미국)



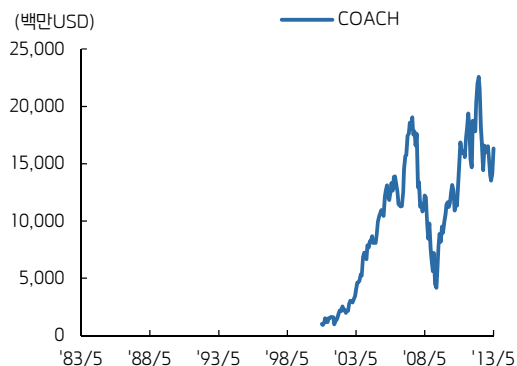
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

PVH (미국)



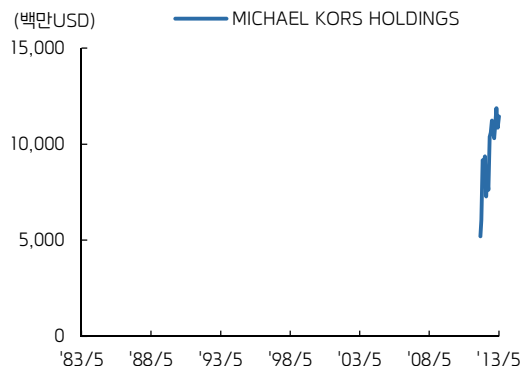
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

코치 (미국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

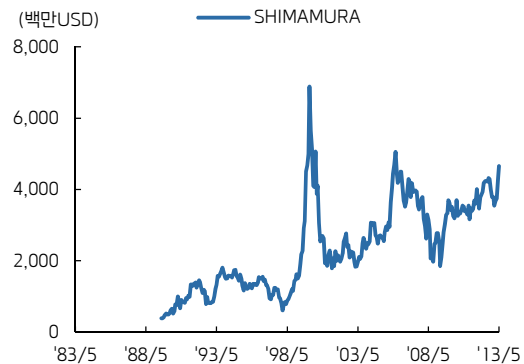
마이클 콜스 (미국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

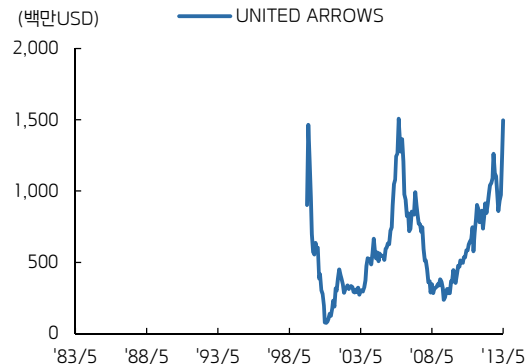
>>> 일본 의류업체 시가총액 추이 (1)

시마무라 (일본)



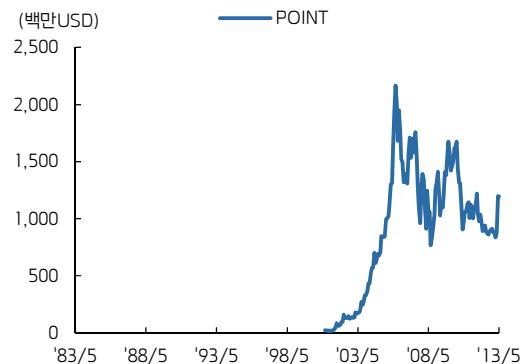
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

유나이티드 에로우 (일본)



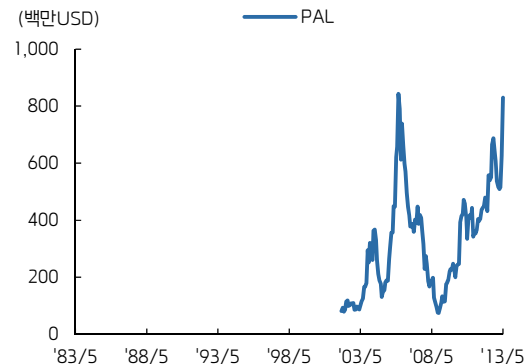
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

포인트 (일본)



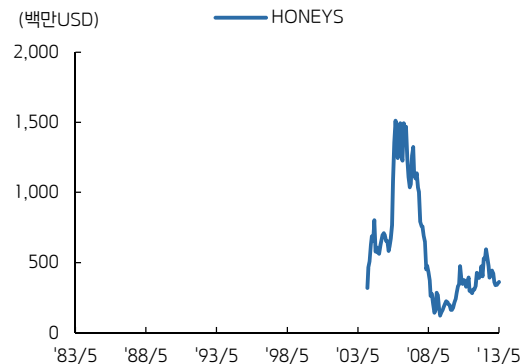
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

팔 (일본)



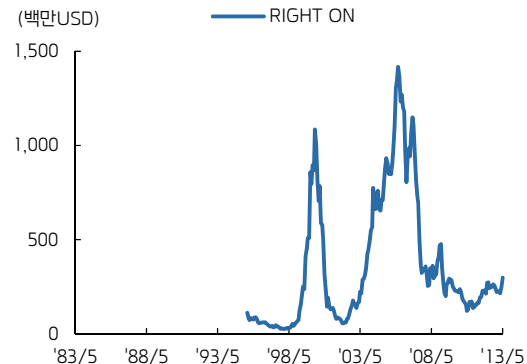
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

허니스 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

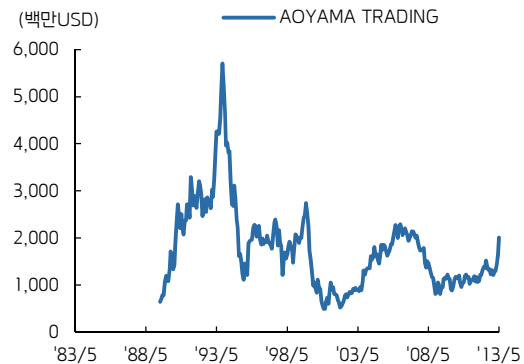
라이트 온 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

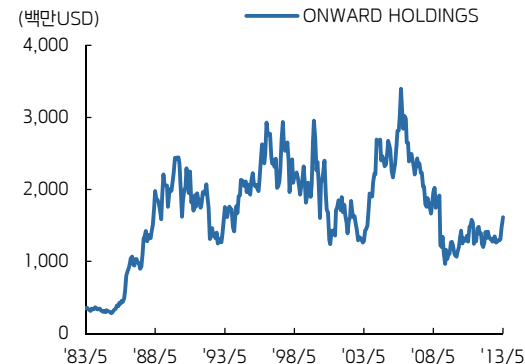
>>> 일본 의류업체 시가총액 추이 (2)

아오야마 트레이딩 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

온워드 홀딩스 (일본)



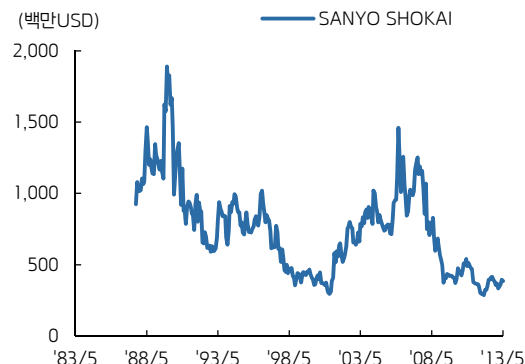
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

아오키 홀딩스 (일본)



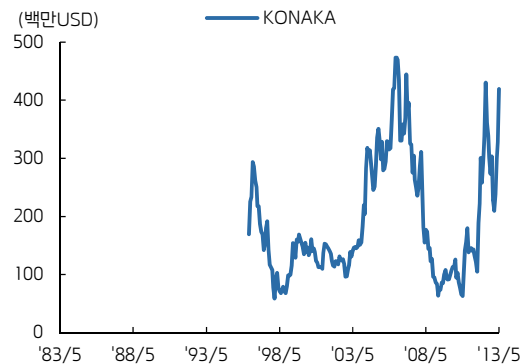
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

산요 쇼카이 (일본)



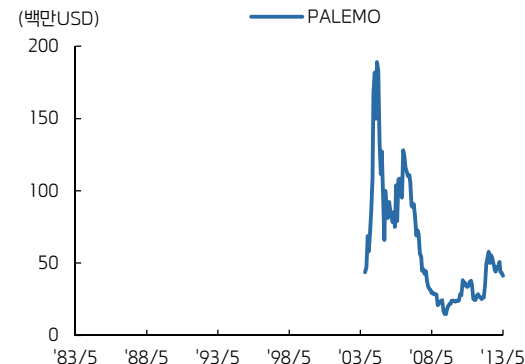
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

코나카 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

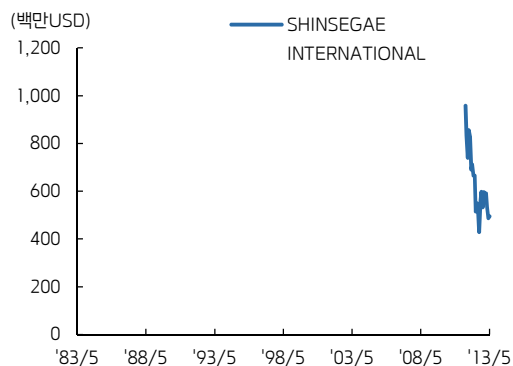
파레모 (일본)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

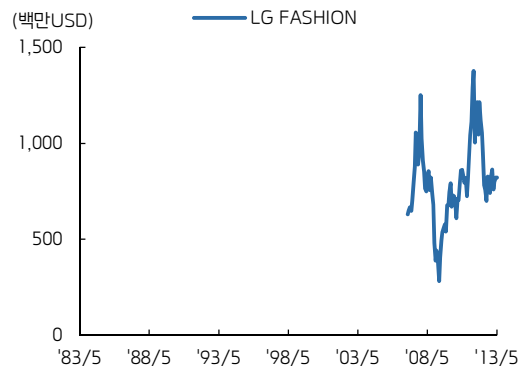
>>> 한국 의류업체 시가총액 추이 (1)

신세계 인터내셔널 (한국)



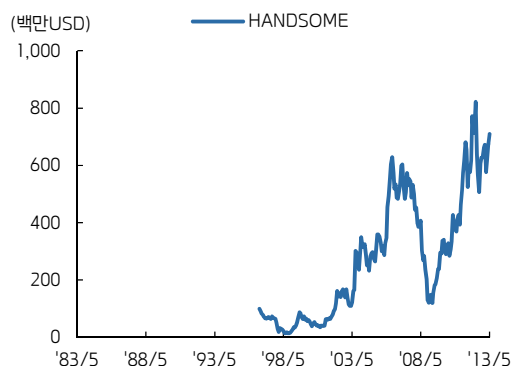
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

LG패션 (한국)



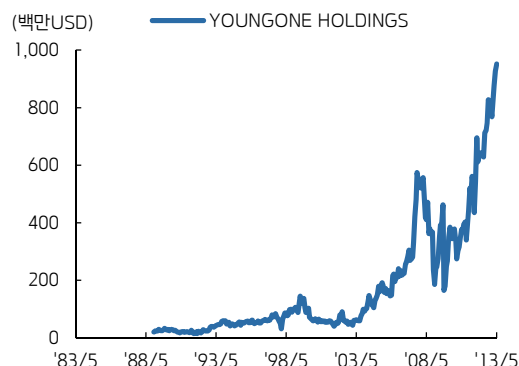
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

한섬 (한국)



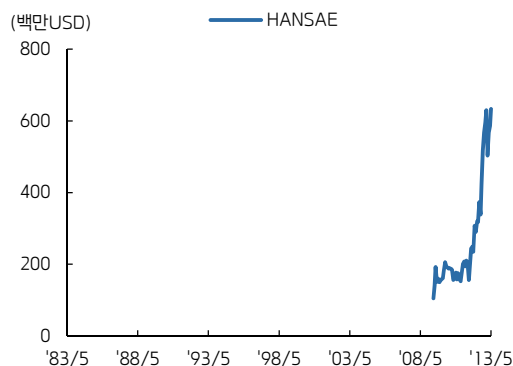
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

영원무역 홀딩스 (한국)



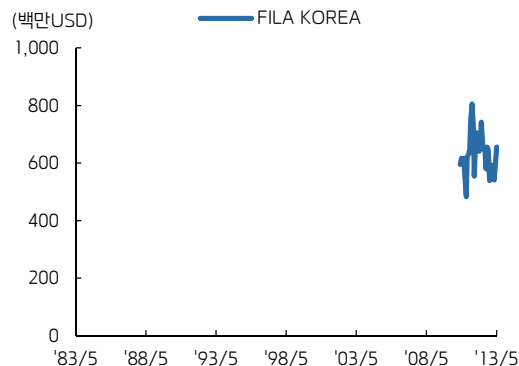
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

한세실업 (한국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

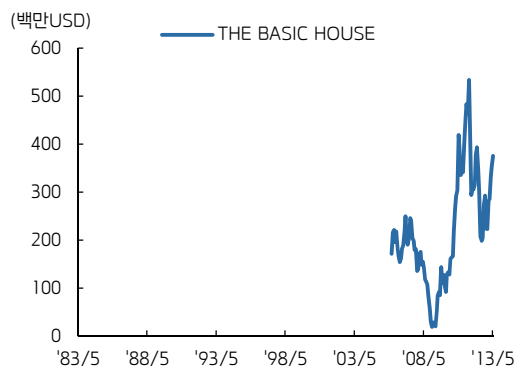
필라코리아 (한국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

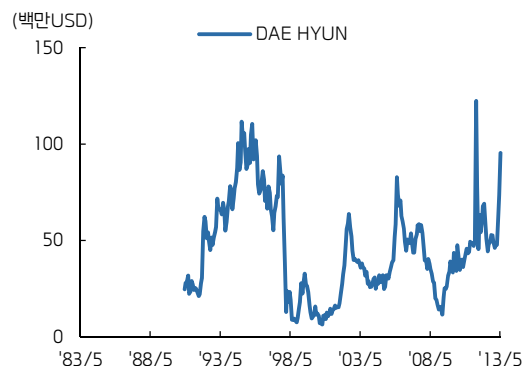
>>> 한국 및 명품 의류업체 시가총액 추이

베이직하우스 (한국)



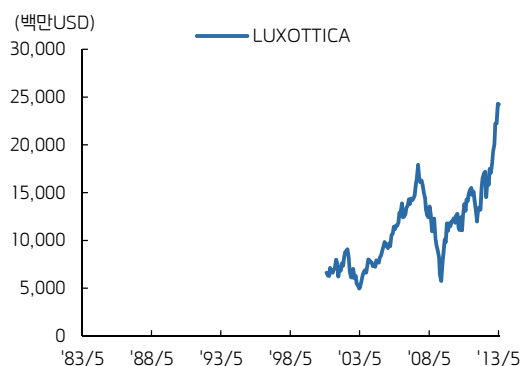
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

대현 (한국)



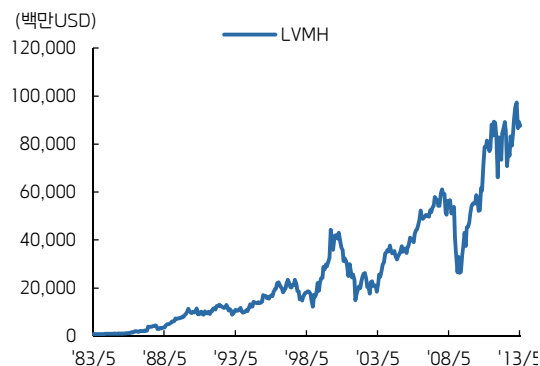
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

룩소티카 (이탈리아)



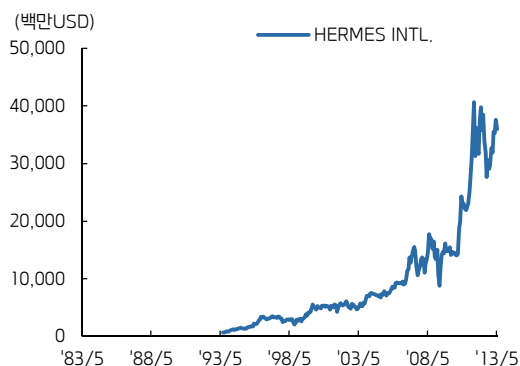
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

루이비통 모엣 헤네시 (프랑스)



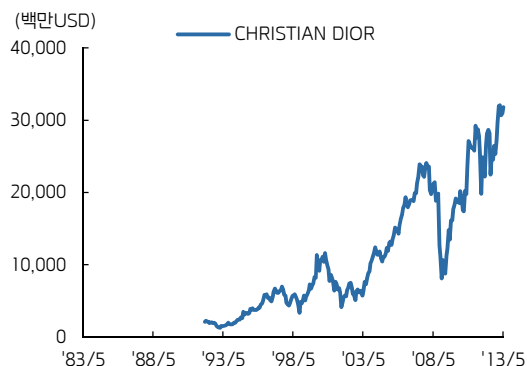
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

에르메스 인터내셔널 (이탈리아)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

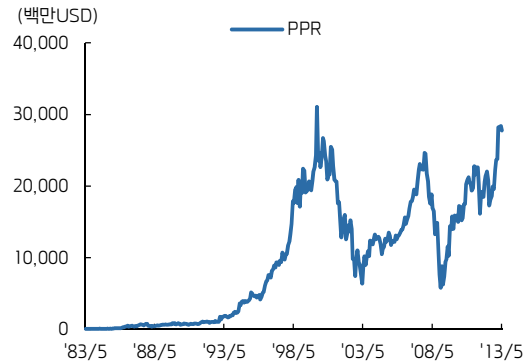
크리스찬 디올 (프랑스)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

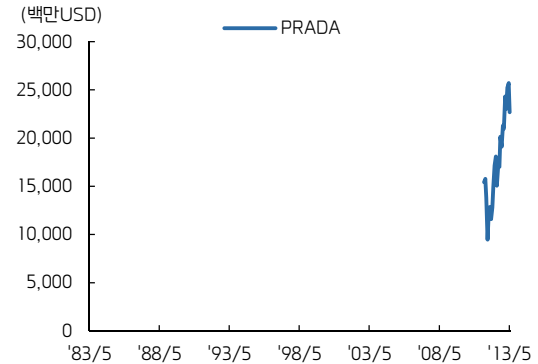
>>> 명품의류/가방 및 시계/보석 시가총액 추이

PPR/프랑켄 (프랑스)



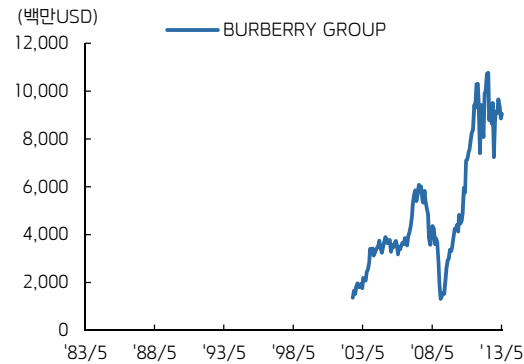
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

프라다 (홍콩)



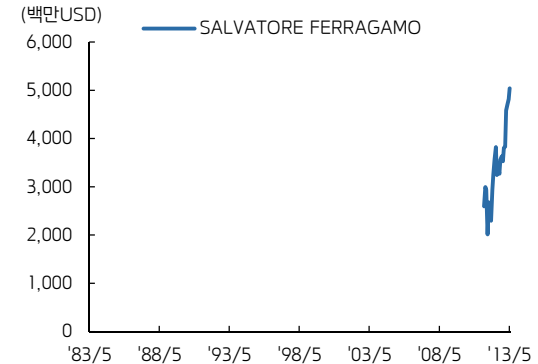
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

버버리 그룹 (영국)



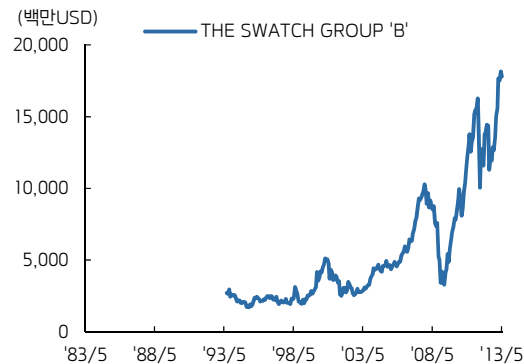
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

살바토레 페레가모 (이탈리아)



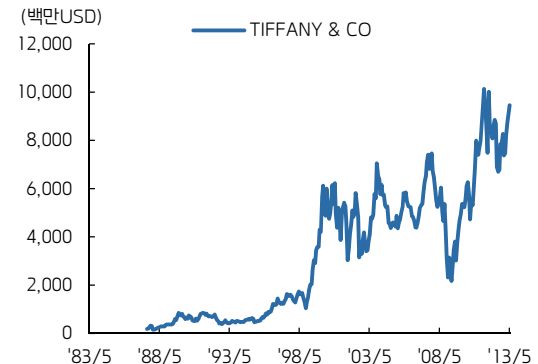
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

스왑치 그룹 (스위스)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

타파니 (미국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

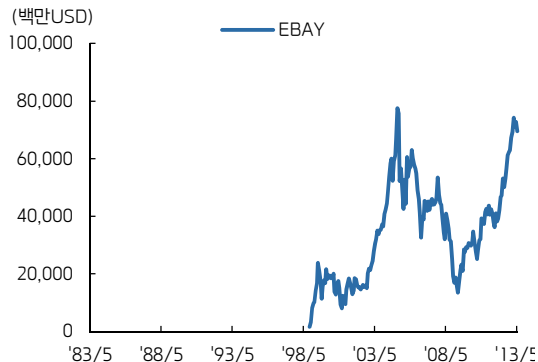
>>> 온라인/홈쇼핑 시가총액 추이

아마존 (미국)



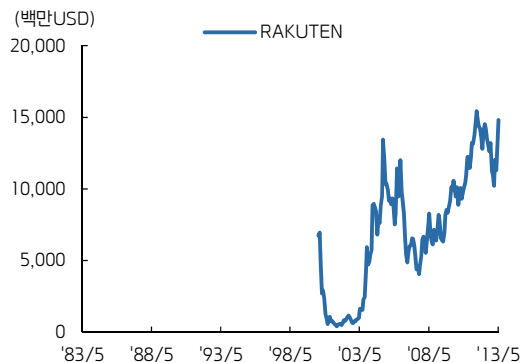
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

이베이 (미국)



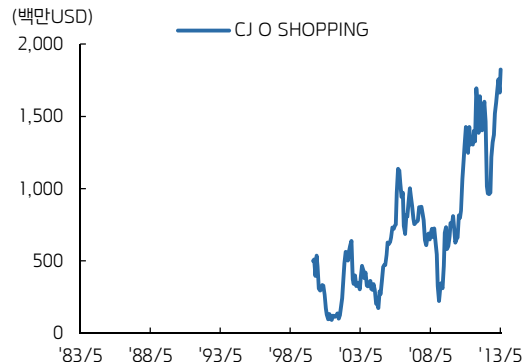
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

라쿠텐 (일본)



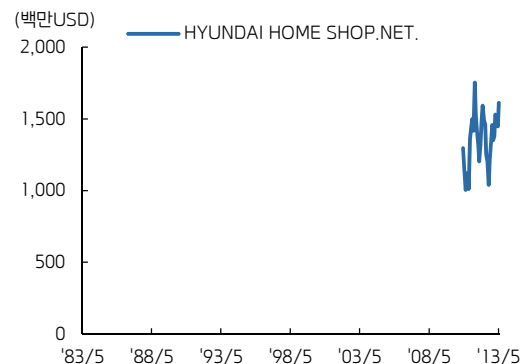
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

CJ오쇼핑 (한국)



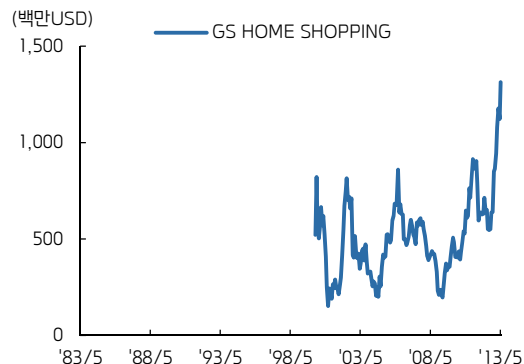
자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

현대홈쇼핑 (한국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

GS홈쇼핑 (한국)



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

롯데쇼핑 BUY(Maintain)/목표주가 520,000원(상향)
(023530) 아울렛을 가장 잘 하는 회사

신세계인터내셔널 BUY(Initiate)/목표주가 110,000원
(031430) 신세계사이먼 확장의 수혜

현대백화점 BUY(Upgrade)/목표주가 200,000원(상향)
(069960) 신사업으로 아울렛을 선정

한섬 BUY(Initiate)/목표주가 45,000원
(020000) 현대백화점과의 시너지 기대

LG패션 BUY(Initiate)/목표주가 40,000원
(093050) 대형 아울렛의 공급,
재고처리의 효율성을 높일 전망

롯데쇼핑 (023530)



BUY(Maintain)

주가(5/3) 394,500원

목표주가 520,000원(상향)

2013년 대형 유통업체 중 가장 견조한 주가 흐름을 보이고 있음. 아울렛을 적극적으로 확장하며 백화점 부진을 만회하고 있기 때문. 2013년 하반기 가파른 경기회복보다는 완만한 경기회복이 예상. 아울렛뿐만 아니라 편의점/홈쇼핑 등 합리적 소비를 흡수할 수 있는 채널들을 보유하고 있어 하반기에도 우월한 실적 추이는 지속될 전망이다.

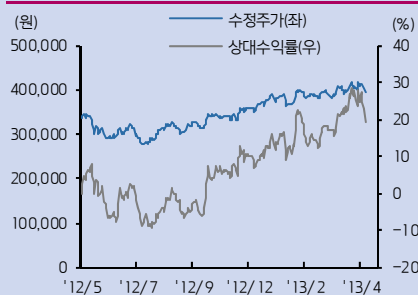
Stock Data

KOSPI (5/3)		1,965.71pt
시가총액		124,232억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	415,000원	276,500원
최고/최저가 대비 등락	-4.94%	42.68%
주가수익률	절대	상대
	1M	-3.1%
	6M	15.7%
	1Y	17.8%
		-2.2%
		12.9%
		19.5%

Company Data

발행주식수	31,491천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	14.64%
배당수익률(13.E)	0.38%
BPS (13.E)	506,654원
주요 주주	신동빈 14.6%
	신동주 14.6%

Price Trend



아울렛을 가장 잘 하는 회사

>>> 유통업종 Top-pick으로 추천

롯데쇼핑을 유통업종 Top-pick으로 추천. 목표주가를 기존 500,000원에서 520,000원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지. 가장 적극적으로 아울렛 사업을 확장하며 장기 성장성을 개선시키고 있다는 점이 긍정적. 하반기 경기가 완만하게 회복될 경우, 아울렛으로의 소비 집중은 더욱 확산될 전망이다. 할인점의 부진에도 불구하고 2013년 대형 유통업체 중 가장 견조한 실적을 시현할 전망이다.

>>> 인도네시아/베트남 법인을 통한

장기 성장성 확보도 기대

롯데쇼핑에 대해 많은 투자자들은 장기적으로 해외에서의 성과를 기대. 특히, 중국 시장에서의 성과를 기대하는 의견들이 많음. 당사는 중국보다 인도네시아/베트남에서의 성과에 주목. 인도네시아와 베트남 법인의 2012년 매출 규모는 1조 1,000억원 규모로 1조 5,000억원의 규모인 중국법인에 뒤지지 않음. 매출 성장 또한 높은 수준을 유지하고 있어 향후 중국 법인을 상회하는 매출도 기대. 중국법인과 달리 이미 영업이익을 창출하고 있다는 점도 긍정적. 높은 매출 성장과 함께 의미있는 영업이익 창출이 기대됨. 중국법인의 손실폭이 확대되지만 않아도 인도네시아/베트남 법인의 이익 증가가 부각될 수 있을 전망이다.

투자지표(IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	222,531	250,437	296,344	315,596	335,120
보고영업이익(억원)	16,949	14,675	16,852	18,128	19,913
핵심영업이익(억원)	16,949	14,675	16,852	18,128	19,913
EBITDA(억원)	22,548	21,917	23,699	25,282	27,362
세전이익(억원)	15,552	16,307	15,684	17,573	19,201
순이익(억원)	10,126	11,576	11,888	13,320	14,554
지배기업주주순이익(억원)	9,318	10,803	11,056	12,388	13,536
EPS(원)	32,084	37,195	35,124	39,337	42,983
증감율(%YoY)	-9.9	15.9	-5.6	12.0	9.3
PER(배)	10.6	10.1	11.2	10.0	9.2
PBR(배)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	5.0	6.9	6.8	6.2	5.5
보고영업이익률(%)	7.6	5.9	5.7	5.7	5.9
핵심영업이익률(%)	7.6	5.9	5.7	5.7	5.9
ROE(%)	7.2	7.6	7.3	7.6	7.7
순부채비율(%)	4.3	21.1	15.8	12.1	8.4

롯데쇼핑 Valuation (I) (단위: 억원)

	2012년	2013년E	2014년E	2014년 추정 순이익 대비 적용 P/E Multiple(X)	각 사업부문 가치	롯데쇼핑 지분	롯데쇼핑 귀속 사업가치
백화점	3,879	4,060	4,459			100%	
백화점 단독	3,510	3,866	3,957	12.0	47,480	100%	47,480
아울렛	369	616	1,002	25.0	25,043	100%	25,043
각 사업부문별							
할인점	1,992	1,805	1,679	10.0	16,785	100%	16,785
슈퍼	286	333	368	25.0	9,204	100%	9,204
순이익							
하이마트	714	1,471	1,597	12.0	19,163	65%	12,475
규모							
홈쇼핑	628	783	863	12.0	10,360	53%	5,494
추정							
코리아세븐	496	602	712	25.0	17,804	51%	9,098
롯데카드	1,796	1,583	1,427	12.0	17,119	93%	15,842
유니클로	750	863	1,035	20.0	20,700	49%	10,143
기타 지분법(자라 등)	524	833	1,000	12.0	11,996	100%	11,996
롯데쇼핑 적정 시가총액(억원)							163,561
롯데쇼핑 주식수(주)							31,490,892
목표주가(원)							519,392

자료: 키움증권 리서치센터

롯데쇼핑 Valuation (II) (단위: 억원)

	2011년	2012년E	2013년E	2014년E	2015년E
연결기준 지배주주 당기순이익	9,318	9,857	11,308	12,552	13,727
Target P/E Multiple	12.5	12.5	13.0	13.0	13.0
목표 시가총액	116,477	123,218	147,003	163,173	178,449
주식수(주)	29,043,374	29,043,374	31,490,892	31,490,892	31,490,892
목표주가(원)	402,715	424,256	466,810	518,160	566,669

자료: 키움증권 리서치센터

손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	222,531	250,437	296,344	315,596	335,120
매출원가	153,774	174,155	211,722	225,791	240,098
매출총이익	68,757	76,282	84,621	89,805	95,022
판매비및일반관리비	51,808	61,607	67,770	71,677	75,109
영업이익(보고)	16,949	14,675	16,852	18,128	19,913
영업이익(핵심)	16,949	14,675	16,852	18,128	19,913
영업외손익	-1,397	1,632	-1,168	-556	-712
이자수익	1,057	1,146	1,305	1,332	1,333
배당금수익	64	89	101	107	105
외환이익	356	2,185	400	200	200
이자비용	1,913	2,060	2,556	2,633	2,707
외환손실	1,156	52	440	240	240
관계기업지분법손익	619	688	722	758	796
투자및기타자산처분손익	498	-114	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1,410	1,929	0	0	0
기타	-2,333	-2,179	-700	-80	-200
법인세차감전이익	15,552	16,307	15,684	17,573	19,201
법인세비용	5,426	4,730	3,795	4,253	4,647
유효법인세율 (%)	34.9%	29.0%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	10,126	11,576	11,888	13,320	14,554
지배주주지분 당기순이익	9,318	10,803	11,056	12,388	13,536
EBITDA	22,548	21,917	23,699	25,282	27,362
현금순이익(Cash Earnings)	15,725	18,819	18,736	20,473	22,003
수정당기순이익	8,883	10,288	11,888	13,320	14,554
증감율(% YoY)					
매출액	17.0	12.5	18.3	6.5	6.2
영업이익(보고)	6.1	-13.4	14.8	7.6	9.8
영업이익(핵심)	2.2	-13.4	14.8	7.6	9.8
EBITDA	7.1	-2.8	8.1	6.7	8.2
지배주주지분 당기순이익	-9.9	15.9	2.3	12.0	9.3
EPS	-9.9	15.9	-5.6	12.0	9.3
수정순이익	-17.2	15.8	15.6	12.0	9.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	19,260	15,174	21,744	20,278	21,772
당기순이익	10,126	11,576	11,888	13,320	14,554
감가상각비	4,820	5,910	5,684	5,964	6,234
무형자산상각비	779	1,333	1,164	1,189	1,215
외환손익	832	-2,078	40	40	40
자산처분손익	544	174	0	0	0
지분법손익	-617	-699	-722	-758	-796
영업활동자산부채 증감	-978	-6,153	3,698	663	672
기타	3,755	5,110	-7	-141	-147
투자활동현금흐름	-28,698	-36,956	-27,863	-12,660	-18,899
투자자산의 처분	-14,034	-6,618	-13,413	1,765	-4,448
유형자산의 처분	1,411	582	0	0	0
유형자산의 취득	-15,921	-17,785	-13,000	-13,000	-13,000
무형자산의 처분	-810	-588	-1,364	-1,389	-1,415
기타	717	-12,705	-86	-36	-37
재무활동현금흐름	16,537	11,702	7,544	3,731	4,795
단기차입금의 증가	-37,347	6,559	0	0	0
장기차입금의 증가	55,416	6,902	5,000	3,000	4,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-536	-541	-436	-443	-443
기타	-996	-1,219	2,980	1,174	1,238
현금및현금성자산의순증가	7,158	-10,242	1,425	11,348	7,668
기초현금및현금성자산	12,424	19,582	9,340	10,765	22,113
기말현금및현금성자산	19,582	9,340	10,765	22,113	29,781
Gross Cash Flow	20,238	21,327	18,046	19,614	21,100
Op Free Cash Flow	-1,075	-6,867	8,955	7,168	8,801

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	127,282	130,706	136,220	146,221	158,189
현금및현금성자산	19,582	9,340	10,765	22,084	29,723
유동금융자산	75,927	78,711	88,903	85,211	87,131
매출채권및유동채권	11,349	15,149	11,854	12,624	13,405
재고자산	20,423	27,503	24,695	26,300	27,927
기타유동비금융자산	0	3	3	3	3
비유동자산	203,330	237,864	249,116	260,619	272,516
장기매출채권및기타비유동채권	21,068	22,609	22,226	23,670	25,134
투자자산	21,719	22,440	26,473	29,259	32,689
유형자산	132,850	148,259	155,576	162,612	169,378
무형자산	27,070	44,084	44,284	44,484	44,684
기타비유동자산	622	472	558	594	631
자산총계	330,611	368,570	385,337	406,840	430,705
유동부채	99,110	110,890	106,737	110,065	113,454
매입채무및기타유동채무	62,253	66,759	63,052	67,148	71,302
단기차입금	11,769	21,716	21,716	21,716	21,716
유동성장기차입금	22,704	19,396	18,396	17,396	16,396
기타유동부채	2,384	3,020	3,573	3,806	4,041
비유동부채	84,711	100,497	109,842	115,169	121,562
장기매입채무및비유동채무	1,738	1,992	2,357	2,510	2,665
사채및장기차입금	67,388	80,143	86,143	90,143	95,143
기타비유동부채	15,586	18,363	21,342	22,516	23,754
부채총계	183,821	211,387	216,578	225,234	235,017
자본금	1,452	1,452	1,575	1,575	1,575
주식발행초과금	36,051	36,051	36,051	36,051	36,051
이익잉여금	100,919	110,927	121,571	133,540	146,657
기타자본	1,240	353	353	353	353
지배주주지분자본총계	139,662	148,784	159,550	171,519	184,636
비지배지분자본총계	7,128	8,399	9,208	10,117	11,111
자본총계	146,790	157,183	168,758	181,635	195,746
순차입금	6,351	33,203	26,586	21,960	16,400
총차입금	101,861	121,254	126,254	129,254	133,254

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	32,084	37,195	35,124	39,337	42,983
BPS	480,875	512,281	506,654	544,661	586,314
주당EBITDA	77,636	75,464	75,290	80,282	86,887
CFPS	54,143	64,796	59,521	65,014	69,870
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	10.6	10.1	11.2	10.0	9.2
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.0	6.9	6.8	6.2	5.5
PCFR	6.3	5.8	6.6	6.1	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	5.9	5.7	5.7	5.9
영업이익률(핵심)	7.6	5.9	5.7	5.7	5.9
EBITDA margin	10.1	8.8	8.0	8.0	8.2
순이익률	4.6	4.6	4.0	4.2	4.3
자기자본이익률(ROE)	7.2	7.6	7.3	7.6	7.7
투하자본이익률(ROIC)	9.2	7.5	8.4	8.7	9.2
안정성(%)					
부채비율	125.2	134.5	128.3	124.0	120.1
순차입금비율	4.3	21.1	15.8	12.1	8.4
이자보상배율(배)	8.9	7.1	6.6	6.9	7.4
활동성(배)					
매출채권회전율	23.7	18.9	21.9	25.8	25.8
재고자산회전율	12.0	10.5	11.4	12.4	12.4
매입채무회전율	3.9	3.9	4.6	4.8	4.8



이 페이지는 편집상 공백입니다

신세계인터내셔널(031430)



BUY(Initiate)

주가(5/3) 77,600원

목표주가 110,000원

2011년 상장 이후 주가는 지속적으로 하락. 명품 소비 증가가 둔화되었고 Coach와의 계약이 종료되었던 것이 주요 요인. 현시점은 신세계인터내셔널을 다시 매수할 시점. 신세계사이먼 프리미엄 아울렛의 점포 확장이 본격화됨에 따라 동사의 실적 개선이 예상되기 때문.

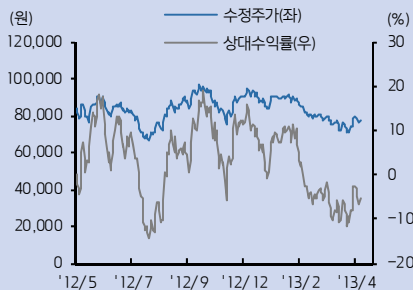
Stock Data

KOSPI (5/3)		1,965.71pt
시가총액		5,541억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	96,700원	66,200원
최고/최저가 대비 등락	-19.75%	17.22%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.2%
	6M	-4.6%
	1Y	-7.0%
		3.2%
		-6.8%
		-5.6%

Company Data

발행주식수	7,140천주
일평균 거래량(3M)	14천주
외국인 지분율	1.45%
배당수익률(13.E)	0.77%
BPS(13.E)	60,366원
주요 주주	(주) 신세계 45.8%
	정재은 21.7%

Price Trend



신세계사이먼 확장의 수혜

>>> 목표주가 110,000원 & 투자의견 BUY

신세계인터내셔널을 목표주가 110,000원과 투자의견 BUY로 분석 시작. 신세계인터내셔널은 신세계사이먼 프리미엄 아울렛 확장의 최대 수혜주. 프리미엄아울렛에 입점하여 실적 개선이 가능하고 신세계사이먼의 지분을 25% 보유하고 있어 투자자산의 증가도 동반되기 때문. 목표주가 110,000원은 시가총액 7,700억원에 해당하는 것으로 신세계인터내셔널의 사업가치를 6,000억원으로 평가하고 신세계사이먼의 지분가치를 1,700억원으로 평가한 것.

>>> 신세계사이먼 4월 파주점 영업면적

20% 확장 & 9월 부산점 오픈

신세계사이먼은 2013년 4월 파주점의 영업면적을 20% 확장하였고 9월에는 부산점을 오픈할 예정. 2011년 신세계사이먼 파주점이 오픈했을 때, 신세계인터내셔널의 매출은 전년 대비 35% 증가한 바 있음. 2013년 신세계사이먼의 점포 확장은 동사 실적을 가파르게 개선시킬 전망. 특히, 9월 오픈 예정인 부산점에 대한 기대가 큼. 부산 인근이라 할 수 있는 김해에서 롯데프리미엄아울렛의 매출이 신세계사이먼 파주점을 상회하고 있기 때문.

장기적으로 신세계사이먼은 국내에서 8개의 프리미엄 아울렛을 운영할 계획임을 밝힌 바 있음. 동사의 지속적인 성장이 기대되는 부분

투자지표(IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	7,923	7,883	8,040	9,247	10,196
보고영업이익(억원)	532	333	334	528	674
핵심영업이익(억원)	532	333	334	528	674
EBITDA(억원)	661	485	474	681	838
세전이익(억원)	562	612	439	663	836
순이익(억원)	430	468	333	503	634
지분법반영순이익(억원)	462	500	378	558	699
EPS(원)	7,542	7,004	5,297	7,810	9,794
증감율(%YoY)	10.4	-7.1	-24.4	47.4	25.4
PER(배)	15.1	12.7	14.7	9.9	7.9
PBR(배)	2.3	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	13.4	15.6	14.1	9.7	7.5
보고영업이익률(%)	6.7	4.2	4.2	5.7	6.6
핵심영업이익률(%)	6.7	4.2	4.2	5.7	6.6
ROE(%)	15.7	12.3	8.0	11.1	12.5
순부채비율(%)	19.2	30.2	26.3	22.3	14.5

신세계인터넷내셔널 Valuation (I) (단위: 억원)

	2012년E	2013년E	2014년E	2015년E
별도기준 당기순이익	468	333	503	634
신세계인터넷내셔널 Target P/E Multiple	12.0	12.0	12.0	10.0
신세계인터넷내셔널 사업가치(1)	5,620	3,991	6,034	6,336
신세계사이먼 당기순이익	197	236	334	417
신세계사이먼 Target P/E Multiple	20.0	20.0	20.0	15.0
신세계사이먼 가치(2)	3,940	4,728	6,674	6,257
신세계인터넷내셔널이 보유한 신세계사이먼가치(자분율 25%)	985	1,182	1,668	1,564
신세계인터넷내셔널 시가총액=(1)+(2)*0.25	6,605	5,173	7,702	7,900
주식수(주)	7,140,000	7,140,000	7,140,000	7,140,000
목표주가(원)	92,507	72,444	107,878	110,647

자료: 키움증권 리서치센터

신세계사이먼프리미엄 아울렛 실적 추이

점포	기업	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	
신세계셀시 프리미엄 아울렛	(주) 신세	총매출액(억원)	-	-	-	2,144	2,531	4,700	4,800
	사	매출액(억원)	0	120	207	261	308	583	610
	이	매출총이익(억원)	0	120	207	261	308	583	610
	면	발표영업이익(억원)	-42	17	87	123	163	261	294
		영업이익률(%)	-	-	-	5.7%	6.4%	5.6%	6.1%
		세전계속사업이익(억원)	-49	4	79	118	152	221	254
		당기순이익(억원)	-49	4	70	90	116	167	197

자료: 신세계사이먼, 키움증권 리서치센터

프리미엄 아울렛 현황 및 출점 예정 사항

	점포명	개점일	위치	매장면적		브랜드 수/종류	
롯데 프리미엄 아울렛	김해점	2008년 12월 (2013년 6월 리뉴얼 오픈 예정)	김해시 장유면	+18,479㎡ (45,587㎡)	+5,590평 (13,790평)	130개	버버리, 듀폰, 아이그네 등
	파주점	2011년 12월	경기도 파주시 문발동	35,428㎡	10,717평	213개	폴스미스, 멀버리, 빈폴, 폴로, MCM등
	부여점	2013년 8월 (예정)	충남 부여군 규암면 합정리	26,500㎡	8,016평		
	이천점	2013년 10월 (예정)	경기도 이천시 호법면 단천리	33,000㎡	9,983평		
	동부산점	2015년 (예정)	부산시 기장군	53,000㎡	16,060평		
신세계셀시 프리미엄 아울렛	여주점	2007년 6월 (2014년 확장 예정)	경기도 여주군 여주읍	25,800㎡	약 7,800평 (80% 확장 예정)	140개	아르마니, 코치, 구찌, 버버리, 페라가모, 펜디 등
	파주점	2011년 3월 (2013년 4월 증축)	경기도 파주시 탄현면 법흥리 1790-8	40,182㎡	약 12,200평	220개	아르마니, 코치, 토리버치, 휴고보스 등
	부산점	2013년 9월 (예정)	부산 기장군 장안읍 좌동리 장안택지개발 예정지구	31,380㎡	약 9,500평	180개	아르마니, 코치 등 (여성*남성 의류, 잡화, 생활용품)
현대 프리미엄 아울렛 (가칭)	한강 아라뱃길점	2014년 (예정)	경기 김포시의 한강 아라뱃길 김포터미널	39,600㎡	약 12,000평	-	-
	송도점	개점 시기 미정	인천시 송도 경제자유구역	39,600㎡	약 12,000평	-	-

자료: 언론보도, 각 사, 키움증권 리서치센터

손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,923	7,883	8,040	9,247	10,196
매출원가	4,109	4,140	4,207	4,820	5,296
매출총이익	3,814	3,743	3,833	4,427	4,900
판매비및일반관리비	3,282	3,411	3,500	3,899	4,226
영업이익(보고)	532	333	334	528	674
영업이익(핵심)	532	333	334	528	674
영업외손익	29	280	105	135	162
이자수익	20	22	19	21	24
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	59	85	0	0	0
이자비용	31	21	20	20	20
외환손실	51	10	0	0	0
관계기업자본손익	0	2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-24	-50	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	1	-9	0	0	0
기타	54	259	105	133	158
법인세차감전이익	562	612	439	663	836
법인세비용	131	144	106	161	202
유효법인세율 (%)	23.4%	23.5%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	430	468	333	503	634
지분변환영 당기순이익	462	500	378	558	699
EBITDA	661	485	474	681	838
현금순이익(Cash Earnings)	558	621	473	656	798
수정당기순이익	448	513	333	503	634
증감율(% YoY)					
매출액	36.4	-0.5	2.0	15.0	10.3
영업이익(보고)	34.3	-37.5	0.3	58.3	27.5
영업이익(핵심)	35.7	-37.5	0.3	58.3	27.5
EBITDA	33.3	-26.6	-2.2	43.7	23.1
지배주주지분 당기순이익	28.5	8.8	-29.0	51.2	26.0
EPS	10.4	-7.1	-24.4	47.4	25.4
수정순이익	28.8	14.7	-35.2	51.2	26.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	294	643	436	463	661
당기순이익	430	468	333	503	634
감가상각비	126	150	138	151	162
무형자산상각비	2	3	2	2	2
외환손익	-3	-27	0	0	0
자산처분손익	24	52	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-268	-82	-37	-192	-137
기타	-17	79	0	0	0
투자활동현금흐름	-1,190	-1,156	-310	-353	-343
투자자산의 처분	-325	-129	-6	-50	-39
유형자산의 처분	70	84	0	0	0
유형자산의 취득	-935	-1,099	-300	-300	-300
무형자산의 처분	-2	-6	0	0	0
기타	1	-6	-3	-3	-3
재무활동현금흐름	1,044	365	-45	-39	-35
단기차입금의 증가	-237	201	0	0	0
장기차입금의 증가	0	200	0	0	0
자본의 증가	1,282	0	0	0	0
배당금지급	-1	-36	-43	-43	-43
기타	0	0	-2	4	8
현금및현금성자산의순증가	148	-148	81	71	284
기초현금및현금성자산	0	148	0	81	152
기말현금및현금성자산	148	0	81	152	436
Gross Cash Flow	562	724	473	656	798
Op Free Cash Flow	-669	-780	56	61	239

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	2,510	2,453	2,583	2,937	3,428
현금및현금성자산	148	0	81	152	436
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	871	796	812	933	1,029
재고자산	1,491	1,656	1,689	1,849	1,961
기타유동비금융자산	1	1	1	1	2
비유동자산	2,811	3,680	3,854	4,096	4,307
장기매출채권및기타비유동채권	351	269	274	316	348
투자자산	892	1,421	1,427	1,477	1,517
유형자산	1,344	1,760	1,922	2,071	2,209
무형자산	26	29	27	24	22
기타비유동자산	197	201	204	207	211
자산총계	5,321	6,133	6,437	7,033	7,735
유동부채	1,606	1,788	1,804	1,922	2,015
매입채무및기타유동채무	670	672	686	789	869
단기차입금	837	1,015	1,015	1,015	1,015
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	99	101	103	118	131
비유동부채	124	324	323	341	359
장기매입채무및비유동채무	69	84	86	99	109
사채및장기차입금	0	200	200	200	200
기타비유동부채	55	40	37	41	50
부채총계	1,730	2,112	2,127	2,262	2,374
자본금	357	357	357	357	357
주식발행초과금	1,236	1,236	1,236	1,236	1,236
이익잉여금	1,998	2,428	2,717	3,177	3,768
기타자본	0	0	0	0	0
지배주주지분자본총계	3,591	4,020	4,310	4,770	5,361
비지배주주지분자본총계	3,591	4,020	4,310	4,770	5,361
자본총계	3,591	4,020	4,310	4,770	5,361
순차입금	690	1,215	1,134	1,063	779
총차입금	837	1,215	1,215	1,215	1,215

투자지표

(단위: 원 배. %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	7,542	7,004	5,297	7,810	9,794
BPS	50,292	56,309	60,366	66,809	75,083
주당EBITDA	10,793	6,792	6,640	9,540	11,740
CFPS	9,125	8,691	6,622	9,183	11,176
DPS	500	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	15.1	12.7	14.7	9.9	7.9
PBR	2.3	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	13.4	15.6	14.1	9.7	7.5
PCFR	12.5	10.3	11.7	8.5	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.7	4.2	4.2	5.7	6.6
영업이익률(핵심)	6.7	4.2	4.2	5.7	6.6
EBITDA margin	8.3	6.2	5.9	7.4	8.2
순이익률	5.4	5.9	4.1	5.4	6.2
자기자본이익률(ROE)	15.7	12.3	8.0	11.1	12.5
투자자본이익률(ROIC)	14.4	7.4	6.7	10.0	11.8
안정성(%)					
부채비율	48.2	52.5	49.4	47.4	44.3
순차입금비율	19.2	30.2	26.3	22.3	14.5
이자보상배율(배)	17.1	16.1	16.8	26.6	33.9
활동성(배)					
매출채권회전율	9.3	9.5	10.0	10.6	10.4
재고자산회전율	6.0	5.0	4.8	5.2	5.4
매입채무회전율	13.2	11.7	11.8	12.5	12.3

KIWOOM



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

현대백화점 (069960)



BUY(Upgrade)

주가(5/3) 162,000원

목표주가 200,000원(상향)

백화점 업황이 의미있게 회복되지 못하며 동사의 주가는 등락을 반복하고 있음. 당사는 현시점은 매수관점으로 시각을 전환할 필요가 있는 것으로 판단. 백화점 업황이 완만한 개선이 예상되는 가운데, 8월부터 증축한 COEX점이 본격적으로 영업을 시작, 실적 개선이 기대감이 부각될 수 있고 2014년에는 김포 프리미엄아울렛이 성장을 이어갈 것이기 때문.

Stock Data

KOSPI (5/3)		1,965.71pt	
시가총액		37,912억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		172,000원	119,000원
최고/최저가 대비 등락		-5.81%	36.13%
주가수익률		절대	상대
	1M	-4.1%	-3.3%
	6M	21.3%	18.4%
	1Y	2.2%	3.7%

Company Data

발행주식수	23,402천주
일평균 거래량(3M)	80천주
외국인 지분율	40.98%
배당수익률(13.E)	0.40%
BPS (13.E)	131,961원
주요 주주	정지선 17.1%
	현대그린푸드 12.1%

Price Trend



신사업으로 아울렛을 선정

>>> 투자의견 BUY로 상향

현대백화점에 대해 목표주가를 기존 180,000원에서 200,000원으로 상향하고 투자의견도 Outperform에서 BUY로 상향. 백화점 위주로 출점한다는 기존의 성장 전략에 아울렛을 추가하며 성장성을 강화하는 것으로 전략을 수정한 것에 가치를 부여. 2014년 김포와 2015년 송도에 프리미엄아울렛을 오픈할 예정임을 밝힘. 도심형 아울렛에 대해서도 적극적으로 검토하고 있다고 함.

현대백화점은 롯데쇼핑과 비교하여 기존 사업의 규모가 상대적으로 작음. 따라서 1개의 아울렛이 성장성을 개선하는 폭은 현대백화점이 롯데쇼핑을 크게 상회.

>>> 김포 프리미엄아울렛,

신규 백화점 이상의 성장을 기여할 것

2014년 김포 프리미엄아울렛의 매출 기여는 매우 클 것으로 기대. 김포 프리미엄아울렛이 파주에서 영업하는 롯데프리미엄아울렛과 신세계사이먼프리미엄아울렛보다 접근성이 좋음. 파주 지역에서 두 개의 프리미엄아울렛은 2012년 5,000억원 이상의 매출을 기록했고 2013년 30% 이상의 성장을 이어가고 있는 것으로 파악. 현대백화점 킨텍스점의 매출이 2,500억원 수준인 점과 비교하면 프리미엄아울렛의 실적 기여는 신규 백화점을 상회하는 수준.

투자지표(IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	14,391	15,200	15,877	17,220	18,942
보고영업이익(억원)	4,366	4,263	4,571	5,199	5,836
핵심영업이익(억원)	4,366	4,263	4,571	5,199	5,836
EBITDA(억원)	5,142	5,238	5,520	6,163	6,882
세전이익(억원)	5,606	4,903	5,181	5,699	6,391
순이익(억원)	3,945	3,644	3,915	4,320	4,845
지배기업주주순이익(억원)	3,464	3,219	3,523	3,888	4,360
EPS(원)	15,027	13,755	15,056	16,612	18,632
증감율(%YoY)	1.6	-8.5	9.5	10.3	12.2
PER(배)	10.8	11.6	10.8	9.8	8.7
PBR(배)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	9.1	8.5	8.0	6.9	6.0
보고영업이익률(%)	30.3	28.0	28.8	30.2	30.8
핵심영업이익률(%)	30.3	28.0	28.8	30.2	30.8
ROE(%)	14.8	11.9	11.4	11.3	11.4
순부채비율(%)	12.3	8.0	5.0	1.5	-1.4

프리미엄 아울렛 현황 및 출점 예정 사항

	점포명	개점일	위치	매장면적		브랜드 수/종류	
롯데 프리미엄 아울렛	김해점	2008년 12월 (2013년 6월 리뉴얼 오픈 예정)	김해시 장유면	+18,479㎡ (45,587㎡)	+5,590평 (13,790평)	130개	버버리, 듀폰, 아이그네 등
	파주점	2011년 12월	경기도 파주시 문발동	35,428㎡	10,717평	213개	폴스미스, 멀버리, 빈폴, 폴로, MCM 등
	부여점	2013년 8월 (예정)	충남 부여군 규암면 합정리	26,500㎡	8,016평		
	이천점	2013년 10월 (예정)	경기도 이천시 호법면 단천리	33,000㎡	9,983평		
	동부산점	2015년 (예정)	부산시 기장군	53,000㎡	16,060평		
신세계 첼시 프리미엄 아울렛	여주점	2007년 6월 (2014년 확장 오픈 예정)	경기도 여주군 여주읍	25,800㎡	약 7,800평	140개	아르마니, 코치, 구찌, 버버리, 페라가모, 펜디 등
	파주점	2011년 3월 (2013년 4월 증축)	경기도 파주시 탄현면 법흥리 1790-8	40,182㎡	약 12,200평	220개	아르마니, 코치, 토리버치, 휴고보스 등
	부산점	2013년 9월 (예정)	부산 기장군 장안읍 좌동리 장안택지개발 예정지구	31,380㎡	약 9,500평	180개	아르마니, 코치 등 (여성*남성 의류, 잡화, 생활용품)
현대 프리미엄 아울렛 (가칭)	한강 아라뱃길점	2014년 (예정)	경기 김포시의 한강 아라뱃길 김포터미널	39,600㎡	약 12,000평	-	-
	송도점	개점 시기 미정	인천시 송도 경제자유구역	39,600㎡	약 12,000평	-	-

자료: 언론보도, 각 사, 키움증권 리서치센터

손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	14,391	15,200	15,877	17,220	18,942
매출원가	2,475	2,513	2,546	2,758	3,034
매출총이익	11,916	12,686	13,331	14,461	15,907
판매비및일반관리비	7,550	8,424	8,760	9,262	10,072
영업이익(보고)	4,366	4,263	4,571	5,199	5,836
영업이익(핵심)	4,366	4,263	4,571	5,199	5,836
영업외손익	1,240	640	610	500	556
이자수익	70	180	208	222	243
배당금수익	22	24	0	0	0
외환이익	64	0	0	0	0
이자비용	138	134	124	118	118
외환손실	2	1	0	0	0
관계기업지분법손익	441	415	584	560	616
투자및기타자산처분손익	113	-48	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	65	0	0	0	0
기타	605	203	-58	-164	-185
법인세차감전이익	5,606	4,903	5,181	5,699	6,391
법인세비용	1,661	1,259	1,266	1,379	1,547
유효법인세율 (%)	29.6%	25.7%	24.4%	24.2%	24.2%
당기순이익	3,945	3,644	3,915	4,320	4,845
지배주주지분 당기순이익	3,464	3,219	3,523	3,888	4,360
EBITDA	5,142	5,238	5,520	6,163	6,882
현금순이익(Cash Earnings)	4,721	4,620	4,864	5,283	5,891
수정당기순이익	3,820	3,679	3,915	4,320	4,845
증감율(% YoY)					
매출액	13.3	5.6	4.5	8.5	10.0
영업이익(보고)	11.3	-2.4	7.2	13.7	12.2
영업이익(핵심)	14.1	-2.4	7.2	13.7	12.2
EBITDA	15.8	1.9	5.4	11.6	11.7
지배주주지분 당기순이익	3.1	-7.1	9.5	10.3	12.2
EPS	1.6	-8.5	9.5	10.3	12.2
수정순이익	7.4	-3.7	6.4	10.3	12.2

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	8,487	12,672	12,752	13,817	14,985
현금및현금성자산	89	745	294	1,038	1,655
유동금융자산	1,501	5,251	5,484	5,948	6,543
매출채권및유동채권	6,486	6,282	6,561	6,378	6,314
재고자산	411	395	413	453	474
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	38,714	41,329	42,512	46,256	50,015
장기매출채권및기타비유동채권	264	223	232	252	277
투자자산	5,477	6,028	6,700	7,389	8,169
유형자산	32,578	34,679	35,239	38,283	41,245
무형자산	394	399	341	332	324
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	47,201	54,001	55,264	60,073	65,001
유동부채	11,323	12,451	10,780	11,100	10,917
매입채무및기타유동채무	9,420	9,257	7,560	7,827	7,577
단기차입금	1,148	1,595	1,595	1,595	1,595
유동성장기차입금	0	999	999	999	999
기타유동부채	756	599	625	678	746
비유동부채	6,953	9,185	8,355	8,676	9,093
장기매입채무및비유동채무	397	363	379	412	453
사채및장기차입금	3,986	5,982	4,982	4,982	4,982
기타비유동부채	2,570	2,839	2,993	3,282	3,658
부채총계	18,277	21,635	19,135	19,776	20,010
자본금	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
주식발행초과금	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121
이익잉여금	17,076	20,144	23,539	27,297	31,527
기타자본	68	52	52	52	52
지배주주지분자본총계	24,435	27,488	30,882	34,640	38,870
비지배지분자본총계	4,489	4,878	5,247	5,657	6,120
자본총계	28,924	32,365	36,129	40,297	44,990
순차입금	3,543	2,581	1,799	591	-621
총차입금	5,134	8,577	7,577	7,577	7,577

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	3,098	4,318	2,345	5,199	5,152
당기순이익	3,945	3,644	3,915	4,320	4,845
감가상각비	766	966	940	955	1,038
무형자산상각비	10	9	9	8	8
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	101	71	0	0	0
지분법손익	0	0	-584	-560	-616
영업활동자산부채 증감	-1,207	-239	-1,962	476	-123
기타	-518	-134	26	0	0
투자활동현금흐름	-6,346	-6,920	-1,799	-4,592	-4,760
투자자산의 처분	236	-3,826	-299	-592	-760
유형자산의 처분	702	12	0	0	0
유형자산의 취득	-7,326	-3,126	-1,500	-4,000	-4,000
무형자산의 처분	1	-15	0	0	0
기타	41	34	0	0	0
재무활동현금흐름	2,486	3,258	-998	137	225
단기차입금의 증가	-921	451	0	0	0
장기차입금의 증가	2,987	2,987	-1,000	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-166	-180	-152	-152	-152
기타	587	0	154	289	376
현금및현금성자산의순증가	-762	656	-451	744	617
기초현금및현금성자산	851	89	745	294	1,038
기말현금및현금성자산	89	745	294	1,038	1,655
Gross Cash Flow	4,304	4,557	4,307	4,724	5,275
Op Free Cash Flow	-4,683	764	953	1,380	1,346

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	15,027	13,755	15,056	16,612	18,632
BPS	104,412	117,456	131,961	148,020	166,094
주당EBITDA	22,307	22,384	23,589	26,334	29,406
CFPS	20,480	19,740	20,786	22,576	25,171
DPS	650	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	10.8	11.6	10.8	9.8	8.7
PBR	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.1	8.5	8.0	6.9	6.0
PCFR	8.0	8.1	7.8	7.2	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	30.3	28.0	28.8	30.2	30.8
영업이익률(핵심)	30.3	28.0	28.8	30.2	30.8
EBITDA margin	35.7	34.5	34.8	35.8	36.3
순이익률	27.4	24.0	24.7	25.1	25.6
자기자본이익률(ROE)	14.8	11.9	11.4	11.3	11.4
투자자본이익률(ROIC)	12.1	10.4	10.6	11.1	11.6
안정성(%)					
부채비율	63.2	66.8	53.0	49.1	44.5
순차입금비율	12.3	8.0	5.0	1.5	-1.4
이자보상배율(배)	31.6	31.9	36.9	44.1	49.5
활동성(배)					
매출채권회전율	2.6	2.4	2.5	2.7	3.0
재고자산회전율	42.5	37.7	39.3	39.8	40.9
매입채무회전율	1.6	1.6	1.9	2.2	2.5



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

한섬 (020000)



BUY(Initiate)

주가(5/3) 32,200원

목표주가 45,000원

현대백화점 그룹에 인수된 이후 해외 브랜드를 적극적으로 국내에 런칭하는 것으로 사업전략이 수립됨. 강력한 유통채널을 확보한 동사가 하기에 가장 적절한 사업인 것으로 판단. 장기적으로 현대백화점 그룹의 유통채널을 이용한 고성장이 가능할 것으로 기대.

Stock Data

KOSPI (5/3)		1,965.71pt
시가총액		7,931억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	36,700원	22,000원
최고/최저가 대비 등락	-12.26%	46.36%
주가수익률	절대	상대
	1M	1.1%
	6M	15.8%
	1Y	-14.6%
		2.0%
		13.1%
		-13.3%

Company Data

발행주식수	24,630천주
일평균 거래량(3M)	100천주
외국인 지분율	23.07%
배당수익률(13.E)	0.93%
BPS (13.E)	30,021원
주요 주주	현대백화점 15.8%
	현대그린푸드 15.5%
	정교선 9.5%

Price Trend



현대백화점과의 시너지 기대

>>> 투자의견 BUY로 분석 시작

한섬에 대해 목표주가 45,000원과 투자의견 BUY로 분석 시작. 현대백화점 그룹으로 편입된 이후 적극적인 브랜드 확장 노력이 이어지고 있다는 점이 기대. 현대백화점이 확장하려고 하는 아울렛 사업과 함께 시너지 창출이 가능할 것으로 판단되기 때문.

다양한 글로벌 브랜드를 국내에 런칭할 경우, 재고에 대한 부담이 상당함. 이러한 부담을 완화시킬 수 있는 채널이 아울렛. 또한 아울렛 사업을 처음하는 현대백화점 입장에서 아울렛에 공급할 제품을 확보할 수 있다는 점에서 한섬의 적극적인 글로벌 브랜드 런칭은 긍정적.

>>> 아울렛, 한섬의 체력을 강화할 것

경쟁력 있는 브랜드를 보유한 한섬은 아울렛을 적극적으로 활용할 경우, 국내에서 더욱 확고한 성장을 할 수 있을 것으로 예상. 이월재품을 대형 아울렛을 통해 적극적으로 판매하면 수익성을 개선하게 됨. 재고처리 비용이 감소하기 때문. 또한 재고처리에 대한 부담이 낮아지면서 보다 다양한 신제품을 선보일 수 있어 고객의 소비를 자극할 수도 있을 것으로 판단되기 때문.

아울렛을 적극적으로 활용한 Ralph Lauren이 미국에서 크게 성공한 것이 한섬이 Benchmarking할 만한 사례라 판단.

투자지표(IFRS 별도)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	4,892	4,896	5,056	5,634	6,194
보고영업이익(억원)	942	698	877	1,075	1,217
핵심영업이익(억원)	942	698	877	1,075	1,217
EBITDA(억원)	1,019	771	945	1,144	1,286
세전이익(억원)	1,094	801	992	1,203	1,356
순이익(억원)	805	630	752	912	1,028
지분법반영순이익(억원)	857	635	757	916	1,032
EPS(원)	3,480	2,576	3,072	3,719	4,192
증감율(%YoY)	26.4	-26.0	19.2	21.1	12.7
PER(배)	8.5	11.4	10.5	8.7	7.7
PBR(배)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.0	7.4	6.1	4.5	3.5
보고영업이익률(%)	19.3	14.3	17.3	19.1	19.7
핵심영업이익률(%)	19.3	14.3	17.3	19.1	19.7
ROE(%)	14.0	9.8	10.7	11.7	11.8
순부채비율(%)	-19.4	-22.5	-28.7	-33.1	-37.6

손익계산서(IFRS 별도)

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	4,892	4,896	5,056	5,634	6,194
매출원가	1,823	2,050	1,997	2,191	2,395
매출총이익	3,069	2,845	3,059	3,443	3,799
판매비및일반관리비	2,127	2,147	2,182	2,368	2,581
영업이익(보고)	942	698	877	1,075	1,217
영업이익(핵심)	942	698	877	1,075	1,217
영업외손익	151	103	115	127	139
이자수익	26	41	36	39	44
배당금수익	3	4	0	0	0
외환이익	9	13	0	0	0
이자비용	1	1	-11	-11	-11
외환손실	11	6	0	0	0
관계기업지분법손익	-9	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	40	-8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-6	0	0	0
기타	94	66	68	77	85
법인세차감전이익	1,094	801	992	1,203	1,356
법인세비용	288	171	240	291	328
유효법인세율 (%)	26.4%	21.4%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	805	630	752	912	1,028
지배주주지분 당기순이익	857	635	757	916	1,032
EBITDA	1,019	771	945	1,144	1,286
현금순이익(Cash Earnings)	882	703	820	980	1,097
수정당기순이익	776	641	752	912	1,028
증감율(% YoY)					
매출액	9.5	0.1	3.3	11.4	9.9
영업이익(보고)	17.7	-25.9	25.6	22.6	13.2
영업이익(핵심)	15.6	-25.9	25.6	22.6	13.2
EBITDA	14.6	-24.3	22.5	21.0	12.4
지배주주지분 당기순이익	18.7	-21.7	19.4	21.2	12.8
EPS	26.4	-26.0	19.2	21.1	12.7
수정순이익	12.3	-17.4	17.4	21.2	12.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	505	627	753	756	879
당기순이익	1,094	801	752	912	1,028
감가상각비	77	73	68	68	69
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-2	-3	0	0	0
자산처분손익	4	9	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-471	-191	-62	-224	-217
기타	-197	-61	-4	0	0
투자활동현금흐름	-216	-724	-103	-179	-176
투자자산의 처분	-70	-667	-29	-105	-102
유형자산의 처분	0	6	0	0	0
유형자산의 취득	-142	-74	-74	-74	-74
무형자산의 처분	-4	0	0	0	0
기타	0	11	0	0	0
재무활동현금흐름	-87	-107	-63	-57	-57
단기차입금의 증가	-11	-12	0	0	0
장기차입금의 증가	0	-1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-83	-103	-66	-66	-66
기타	7	9	2	9	9
현금및현금성자산의순증가	202	-204	587	520	647
기초현금및현금성자산	806	1,008	804	1,391	1,911
기말현금및현금성자산	1,008	804	1,391	1,911	2,557
Gross Cash Flow	976	819	815	980	1,097
Op Free Cash Flow	154	357	597	586	700

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	3,582	3,956	4,646	5,538	6,545
현금및현금성자산	1,008	804	1,391	1,911	2,557
유동금융자산	220	731	754	841	924
매출채권및유동채권	595	673	695	774	851
재고자산	1,759	1,749	1,806	2,012	2,212
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,379	3,464	3,483	3,518	3,551
장기매출채권및기타비유동채권	189	87	90	100	110
투자자산	2,391	2,374	2,384	2,402	2,421
유형자산	774	978	984	990	995
무형자산	25	25	25	25	25
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,961	7,421	8,129	9,056	10,096
유동부채	710	574	592	656	719
매입채무및기타유동채무	515	501	517	576	633
단기차입금	35	23	23	23	23
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	160	50	52	57	62
비유동부채	108	139	143	160	176
장기매입채무및비유동채무	56	64	66	73	81
사채및장기차입금	1	0	0	0	0
기타비유동부채	51	75	77	86	95
부채총계	818	713	735	816	894
자본금	123	123	123	123	123
주식발행초과금	1,087	1,087	1,087	1,087	1,087
이익잉여금	5,051	5,578	6,264	7,110	8,072
기타자본	-118	-81	-81	-81	-81
지배주주지분자본총계	6,143	6,708	7,394	8,240	9,202
비지배지분자본총계	6,143	6,708	7,394	8,240	9,202
자본총계	6,143	6,708	7,394	8,240	9,202
순차입금	-1,192	-1,512	-2,122	-2,728	-3,458
총차입금	36	23	23	23	23

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	3,480	2,576	3,072	3,719	4,192
BPS	24,942	27,235	30,021	33,455	37,361
주당EBITDA	4,138	3,131	3,836	4,643	5,220
CFPS	3,582	2,854	3,329	3,978	4,452
DPS	470	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	8.5	11.4	10.5	8.7	7.7
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.0	7.4	6.1	4.5	3.5
PCFR	8.3	10.3	9.7	8.1	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	19.3	14.3	17.3	19.1	19.7
영업이익률(핵심)	19.3	14.3	17.3	19.1	19.7
EBITDA margin	20.8	15.8	18.7	20.3	20.8
순이익률	16.5	12.9	14.9	16.2	16.6
자기자본이익률(ROE)	14.0	9.8	10.7	11.7	11.8
투자자본이익률(ROIC)	28.8	19.9	22.7	26.5	27.9
안정성(%)					
부채비율	13.3	10.6	9.9	9.9	9.7
순차입금비율	-19.4	-22.5	-28.7	-33.1	-37.6
이자보상배율(배)	704.7	615.9	-80.8	-99.1	-112.2
활동성(배)					
매출채권회전율	8.1	7.7	7.4	7.7	7.6
재고자산회전율	3.1	2.8	2.8	3.0	2.9
매입채무회전율	9.7	9.6	9.9	10.3	10.2

LG패션 (093050)



BUY(Initiate)

주가(5/3) 31,700원

목표주가 40,000원

의류 소비가 회복되지 못하며 동사의 주가는 의미있는 반등을 보이고 있지 못하고 있음. 당사는 단기적으로 의류 소비가 가파르게 회복될 가능성이 높지 않으나 유통 업체들의 적극적인 아울렛 공급으로 동사의 펀더멘털이 강화되고 있다는 점에 주목. 현주가 수준에서는 매수 관점의 접근이 필요

Stock Data

KOSPI (5/3)	1,965.71pt	
시가총액	9,269억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	37,550원	25,850원
최고/최저가 대비 등락	-15.58%	22.63%
주가수익률	절대	상대
	1M	1.0%
	6M	14.6%
	1Y	-13.7%
		-12.5%

Company Data

발행주식수	29,240천주
일평균 거래량(3M)	196천주
외국인 지분율	20.57%
배당수익률(13.E)	1.26%
BPS (13.E)	33,709원
주요 주주	구분별
	구분순, 구분진
	국민연금
	17.1%
	15.4%
	9.9%

Price Trend



대형 아울렛의 공급, 재고처리의 효율성을 높일 전망

>>> 투자의견 BUY로 분석 시작

LG패션에 대해 목표주가 40,000원과 투자의견 BUY로 분석 시작. 대형 의류업체 중 재고관리 리스크가 가장 큰 업체로 판단. 아울렛의 활성화는 동사에게 우호적인 사업환경을 조성할 것으로 판단.

>>> 적극적으로 아울렛을 활용, 성장성과 수익성을 개선시킬 전망

LG패션은 다수의 브랜드를 보유하고 있어 이월상품도 많음. 효과적인 이월상품 판매 여부가 수익성을 결정. 경쟁력 있는 LG패션의 제품은 대형 아울렛에 입점하면 보다 많은 이월상품을 판매할 수 있음. 기존에 운영하던 LG패션 단독 아울렛 점포가 확보하는 트래픽보다 유통 업체가 확대하는 대형 아울렛이 확보해 주는 트래픽이 풍부하기 때문. 효과적인 이월상품 판매는 재고처리 비용의 감소로 이어져 수익성을 개선시키는 요인이다.

재고처리에 대한 부담이 낮아지면 보다 다양한 신제품을 선보일 수 있어 고객의 소비를 자극할 수도 있음. 내수 시장에서 경쟁력 있는 브랜드들의 점유율을 확대가 기대 되는 부분.

아울렛을 적극적으로 활용한 Ralph Lauren이 미국에서 크게 성공한 것이 국내 주요 브랜드 업체들이 Benchmarking할 만한 사례.

투자지표(IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	14,109	13,897	14,441	15,885	17,315
보고영업이익(억원)	1,413	1,016	1,204	1,527	1,813
핵심영업이익(억원)	1,413	1,016	1,204	1,527	1,813
EBITDA(억원)	1,816	1,466	1,608	1,931	2,219
세전이익(억원)	1,470	1,032	1,220	1,542	1,829
순이익(억원)	1,081	807	925	1,169	1,386
지배기업주주순이익(억원)	963	607	725	969	1,186
EPS(원)	3,293	2,076	2,479	3,315	4,057
증감율(%YoY)	-3.0	-37.0	19.4	33.7	22.4
PER(배)	12.3	15.1	12.8	9.6	7.8
PBR(배)	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.0	6.0	5.1	3.9	3.0
보고영업이익률(%)	10.0	7.3	8.3	9.6	10.5
핵심영업이익률(%)	10.0	7.3	8.3	9.6	10.5
ROE(%)	13.7	9.3	9.8	11.3	12.0
순부채비율(%)	10.2	-4.1	-10.5	-15.6	-21.4

손익계산서(IFRS 연결)

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	14,109	13,897	14,441	15,885	17,315
매출원가	5,378	5,425	5,475	5,905	6,350
매출총이익	8,731	8,472	8,966	9,980	10,965
판매비및일반관리비	7,318	7,456	7,762	8,453	9,152
영업이익(보고)	1,413	1,016	1,204	1,527	1,813
영업이익(핵심)	1,413	1,016	1,204	1,527	1,813
영업외손익	58	16	16	16	16
이자수익	71	57	74	80	88
배당금수익	15	3	0	0	0
외환이익	61	34	0	0	0
이자비용	43	46	45	45	45
외환손실	55	28	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-44	-37	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-1	0	0	0	0
기타	55	31	-13	-19	-26
법인세차감전이익	1,470	1,032	1,220	1,542	1,829
법인세비용	389	225	295	373	443
유효법인세율 (%)	26.5%	21.8%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,081	807	925	1,169	1,386
지배주주지분 당기순이익	963	607	725	969	1,186
EBITDA	1,816	1,466	1,608	1,931	2,219
현금순이익(Cash Earnings)	1,484	1,257	1,328	1,574	1,792
수정당기순이익	1,115	835	925	1,169	1,386
증감율(% YoY)					
매출액	27.3	-1.5	3.9	10.0	9.0
영업이익(보고)	11.0	-28.1	18.5	26.8	18.8
영업이익(핵심)	14.6	-28.1	18.5	26.8	18.8
EBITDA	15.2	-19.3	9.7	20.1	14.9
지배주주지분 당기순이익	8.9	-25.4	14.6	26.4	18.6
EPS	-3.0	-37.0	19.4	33.7	22.4
수정순이익	10.8	-25.1	10.7	26.4	18.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동현금흐름	-379	2,002	1,166	1,152	1,375
당기순이익	1,081	807	925	1,169	1,386
감가상각비	361	400	358	363	367
무형자산상각비	42	50	46	42	38
외환손익	-7	-3	0	0	0
자산처분손익	46	38	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-2,013	601	-159	-421	-417
기타	111	109	-3	0	0
투자활동현금흐름	-381	-1,364	-433	-479	-478
투자자산의 처분	392	-931	-28	-73	-73
유형자산의 처분	2	3	0	0	0
유형자산의 취득	-603	-406	-406	-406	-406
무형자산의 처분	-35	3	0	0	0
기타	-138	-34	0	0	0
재무활동현금흐름	513	61	-95	-80	-63
단기차입금의 증가	622	179	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-117	-117	-117	-117
기타	8	-1	22	37	54
현금및현금성자산의순증가	-247	698	638	593	833
기초현금및현금성자산	319	72	769	1,407	2,000
기말현금및현금성자산	72	769	1,407	2,000	2,833
Gross Cash Flow	1,634	1,400	1,325	1,574	1,792
Op Free Cash Flow	-1,209	1,444	752	735	957

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	5,699	6,010	6,853	7,991	9,363
현금및현금성자산	72	769	1,407	2,000	2,833
유동금융자산	0	700	727	800	872
매출채권및유동채권	1,343	1,184	1,231	1,354	1,476
재고자산	4,126	3,210	3,336	3,670	4,000
기타유동비금융자산	159	146	152	167	182
비유동자산	5,824	6,015	6,070	6,206	6,339
장기매출채권및기타비유동채권	1,255	1,287	1,338	1,471	1,604
투자자산	578	810	813	814	815
유형자산	3,425	3,381	3,429	3,472	3,511
무형자산	566	536	490	448	410
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,523	12,025	12,924	14,197	15,702
유동부채	2,352	1,676	1,741	1,916	2,088
매입채무및기타유동채무	1,687	1,417	1,473	1,620	1,766
단기차입금	19	0	0	0	0
유동성장기차입금	300	0	0	0	0
기타유동부채	346	258	268	295	322
비유동부채	810	1,300	1,326	1,372	1,436
장기매입채무및비유동채무	97	96	100	110	120
사채및장기차입금	603	1,096	1,096	1,096	1,096
기타비유동부채	110	108	130	166	221
부채총계	3,162	2,976	3,067	3,288	3,524
자본금	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462
주식발행초과금	2,132	2,132	2,132	2,132	2,132
이익잉여금	4,768	5,455	6,263	7,315	8,584
기타자본	0	0	0	0	0
지배주주지분자본총계	8,361	9,049	9,857	10,909	12,178
비지배지분자본총계	8,361	9,049	9,857	10,909	12,178
자본총계	8,361	9,049	9,857	10,909	12,178
순차입금	850	-373	-1,039	-1,704	-2,610
총차입금	921	1,096	1,096	1,096	1,096

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
주당지표(원)					
EPS	3,293	2,076	2,479	3,315	4,057
BPS	28,596	30,947	33,709	37,307	41,648
주당EBITDA	6,210	5,015	5,500	6,606	7,588
CFPS	5,075	4,299	4,543	5,382	6,128
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	12.3	15.1	12.8	9.6	7.8
PBR	1.4	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	7.0	6.0	5.1	3.9	3.0
PCFR	8.0	7.3	7.0	5.9	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.0	7.3	8.3	9.6	10.5
영업이익률(핵심)	10.0	7.3	8.3	9.6	10.5
EBITDA margin	12.9	10.6	11.1	12.2	12.8
순이익률	7.7	5.8	6.4	7.4	8.0
자기자본이익률(ROE)	13.7	9.3	9.8	11.3	12.0
투자자본이익률(ROIC)	13.7	9.5	11.3	13.9	15.7
안정성(%)					
부채비율	37.8	32.9	31.1	30.1	28.9
순차입금비율	10.2	-4.1	-10.5	-15.6	-21.4
이자보상배율(배)	33.1	22.2	26.5	33.6	39.8
활동성(배)					
매출채권회전율	12.8	11.0	12.0	12.3	12.2
재고자산회전율	4.3	3.8	4.4	4.5	4.5
매입채무회전율	8.8	9.0	10.0	10.3	10.2

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
롯데쇼핑 (023530)	2011/05/03	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/05/11	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/05/19	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/05/25	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/05/31	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/06/17	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/07/05	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/09/19	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/09/28	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	660,000원
	2011/11/17	BUY(Maintain)	660,000원
	2012/02/22	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/03/07	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/03/26	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/04/03	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/05/02	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/05/30	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	500,000원
	2012/06/26	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/08/22	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/09/06	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/10/17	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	440,000원
	2013/01/09	BUY(Maintain)	470,000원
	2013/02/04	BUY(Maintain)	470,000원
	2013/02/19	BUY(Maintain)	470,000원
	2013/03/19	BUY(Maintain)	470,000원
	2013/04/02	BUY(Maintain)	500,000원
	2013/04/11	BUY(Maintain)	500,000원
	2013/05/06	BUY(Maintain)	520,000원
이마트 (139480)	2011/07/18	Outperform(Initiate)	310,000원
	2011/09/16	Marketperform(Downgrade)	330,000원
	2011/10/13	Outperform(Upgrade)	330,000원
	2012/01/18	Buy(Upgrade)	330,000원
	2012/03/07	Outperform(Downgrade)	330,000원
	2012/04/03	BUY(Upgrade)	330,000원
	2012/04/16	BUY(Maintain)	330,000원
	2012/05/02	BUY(Maintain)	330,000원
	2012/05/30	BUY(Maintain)	330,000원
	2012/07/26	Marketperform(Downgrade)	240,000원
	2012/09/06	Marketperform(Maintain)	240,000원
	2012/10/17	Marketperform(Maintain)	240,000원
롯데하이마트 (071840)	2012/11/06	Marketperform(Maintain)	240,000원
	2013/04/11	Outperform(Upgrade)	240,000원
	2013/05/06	Outperform(Maintain)	240,000원
	2012/09/05	BUY(Initiate)	76,000원
	2012/10/17	Marketperform(Downgrade)	79,000원
	2012/11/26	BUY(Upgrade)	88,000원
	2013/04/05	Outperform(Downgrade)	88,000원
	2013/04/11	Outperform(Maintain)	88,000원
	2013/05/06	Outperform(Maintain)	88,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
신세계 (004170)	2011/01/21	BUY(Maintain)	750,000원
	2011/06/07	BUY(Reinitiate)	360,000원
	2011/07/18	Outperform(Downgrade)	420,000원
	2012/01/16	Outperform(Maintain)	310,000원
	2012/03/07	Outperform(Maintain)	310,000원
	2012/03/15	Outperform(Maintain)	310,000원
	2012/04/03	BUY(Upgrade)	310,000원
	2012/04/16	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/05/02	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/05/30	BUY(Maintain)	320,000원
	2012/07/10	Outperform(Downgrade)	240,000원
	2012/09/06	Marketperform(Downgrade)	240,000원
	2012/10/17	Outperform(Upgrade)	250,000원
현대백화점 (069960)	2013/04/02	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/04/11	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/05/06	Outperform(Maintain)	250,000원
	2011/05/25	BUY(Maintain)	210,000원
	2011/05/30	BUY(Maintain)	210,000원
	2011/05/31	BUY(Maintain)	220,000원
	2011/07/18	BUY(Maintain)	220,000원
	2011/07/26	BUY(Maintain)	220,000원
	2011/09/28	BUY(Maintain)	220,000원
	2011/10/25	BUY(Maintain)	220,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	220,000원
	2012/01/31	Outperform(Downgrade)	220,000원
	2012/03/07	Outperform(Maintain)	220,000원
GS리테일 (007070)	2012/04/03	Outperform(Maintain)	220,000원
	2012/05/02	BUY(Upgrade)	200,000원
	2012/05/30	BUY(Maintain)	200,000원
	2012/07/17	BUY(Maintain)	170,000원
	2012/08/01	BUY(Maintain)	170,000원
	2012/08/22	BUY(Maintain)	170,000원
	2012/09/06	BUY(Maintain)	170,000원
	2012/10/17	BUY(Maintain)	180,000원
	2012/10/29	BUY(Maintain)	180,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	180,000원
	2012/11/06	BUY(Maintain)	180,000원
	2013/01/09	Outperform(Downgrade)	190,000원
	2013/02/05	Outperform(Maintain)	180,000원
	2013/04/02	Outperform(Maintain)	180,000원
	2013/04/11	Outperform(Maintain)	180,000원
	2013/05/06	BUY(Upgrade)	200,000원
	2012/09/06	BUY(Initiate)	39,000원
	2012/10/12	BUY(Maintain)	39,000원
	2012/10/17	BUY(Maintain)	39,000원
	2012/10/29	BUY(Maintain)	52,000원
	2012/12/11	BUY(Maintain)	52,000원
	2013/02/01	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/04/11	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/05/06	BUY(Maintain)	47,000원

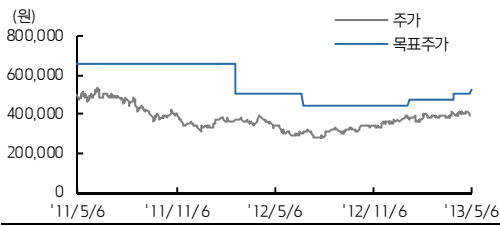
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ오쇼핑 (035760)	2011/05/02	BUY(Maintain)	310,000원
	2011/05/16	BUY(Maintain)	310,000원
	2011/07/11	BUY(Maintain)	310,000원
	2011/08/08	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/08/23	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/09/01	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/09/15	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/09/19	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/10/10	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/10/28	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/11/07	BUY(Maintain)	440,000원
	2011/11/28	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/01/09	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/02/02	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/03/07	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/03/21	BUY(Maintain)	440,000원
	2012/04/16	BUY(Maintain)	310,000원
	2012/07/04	BUY(Maintain)	250,000원
	2012/08/01	BUY(Maintain)	250,000원
	2012/09/06	Outperform(Downgrade)	250,000원
	2012/10/17	BUY(Upgrade)	310,000원
	2012/12/12	Outperform(Downgrade)	310,000원
	2013/03/05	Marketperform(Downgrade)	330,000원
	2013/04/11	Outperform(Upgrade)	330,000원
	2013/05/06	Outperform(Maintain)	330,000원
현대홈쇼핑 (057050)	2011/04/29	BUY(Maintain)	170,000원
	2011/07/11	BUY(Maintain)	170,000원
	2011/07/26	BUY(Maintain)	170,000원
	2011/10/10	BUY(Maintain)	170,000원
	2012/02/01	BUY(Maintain)	170,000원
	2012/03/07	Outperform(Downgrade)	170,000원
	2012/03/21	Outperform(Maintain)	170,000원
	2012/05/30	Outperform(Maintain)	170,000원
	2012/06/22	BUY(Upgrade)	140,000원
	2012/08/01	BUY(Maintain)	140,000원
	2012/09/06	BUY(Maintain)	140,000원
	2012/10/17	Marketperform(Downgrade)	140,000원
	2012/12/12	Marketperform(Maintain)	140,000원
	2013/02/05	Outperform(Upgrade)	160,000원
	2013/03/05	Outperform(Maintain)	160,000원
	2013/04/11	Outperform(Maintain)	160,000원
	2013/04/30	Outperform(Maintain)	170,000원
	2013/05/06	Outperform(Maintain)	170,000원
한성(020000)	2013/05/06	BUY(Initiate)	45,000원
LG패션 (093050)	2013/05/06	BUY(Initiate)	40,000원
신세계 인터넷 내셔널 (031430)	2013/05/06	BUY(Initiate)	110,000원

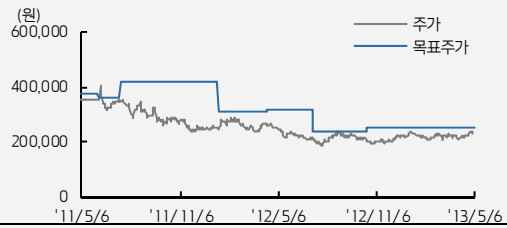
종목명	일자	투자의견	목표주가
GS홈쇼핑 (028150)	2011/03/28	BUY(Maintain)	200,000원
	2011/07/11	BUY(Maintain)	180,000원
	2011/07/28	Outperform(Downgrade)	180,000원
	2011/10/10	Outperform(Maintain)	140,000원
	2011/10/27	Outperform(Maintain)	140,000원
	2012/01/30	Outperform(Maintain)	130,000원
	2012/03/07	Marketperform(Downgrade)	130,000원
	2012/03/21	Marketperform(Maintain)	130,000원
	2012/05/30	Marketperform(Maintain)	130,000원
	2012/07/06	Outperform(Upgrade)	110,000원
	2012/08/01	Outperform(Maintain)	110,000원
	2012/09/06	Marketperform(Downgrade)	110,000원
	2012/10/17	Marketperform(Maintain)	130,000원
	2012/11/01	BUY(Upgrade)	190,000원
	2012/12/12	BUY(Maintain)	190,000원
	2012/12/12	BUY(Maintain)	190,000원
	2013/01/31	BUY(Maintain)	210,000원
	2013/03/05	BUY(Maintain)	240,000원
	2013/04/11	BUY(Maintain)	240,000원
	2013/04/30	Outperform(Downgrade)	270,000원
	2013/05/06	Outperform(Maintain)	270,000원
호텔신라 (008770)	2011/05/02	BUY(Maintain)	40,000원
	2011/08/01	BUY(Maintain)	40,000원
	2011/09/14	BUY(Maintain)	40,000원
	2011/09/28	BUY(Maintain)	40,000원
	2011/10/31	BUY(Maintain)	50,000원
	2011/12/13	BUY(Maintain)	50,000원
	2011/12/21	BUY(Maintain)	50,000원
	2012/01/09	BUY(Maintain)	50,000원
	2012/01/30	BUY(Maintain)	58,000원
	2012/03/07	BUY(Maintain)	58,000원
	2012/03/19	BUY(Maintain)	58,000원
	2012/04/09	BUY(Maintain)	65,000원
	2012/05/30	BUY(Maintain)	65,000원
	2012/07/10	BUY(Maintain)	65,000원
	2012/07/17	BUY(Maintain)	65,000원
	2012/07/30	BUY(Maintain)	65,000원
	2012/09/06	BUY(Maintain)	65,000원
	2012/09/25	Outperform(Downgrade)	65,000원
	2012/10/17	Outperform(Maintain)	65,000원
	2012/10/29	Outperform(Maintain)	60,000원
	2012/11/26	Outperform(Maintain)	55,000원
	2013/01/28	Outperform(Maintain)	50,000원
	2013/03/28	Marketperform(Downgrade)	50,000원
	2013/04/11	Marketperform(Maintain)	50,000원
	2013/04/29	Marketperform(Maintain)	55,000원
	2013/05/06	Marketperform(Maintain)	55,000원

목표주가 추이 (2개년)

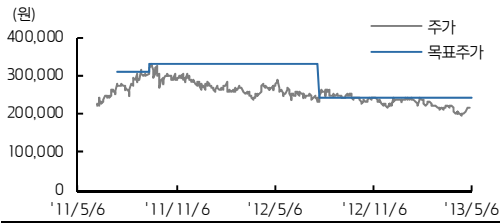
롯데쇼핑



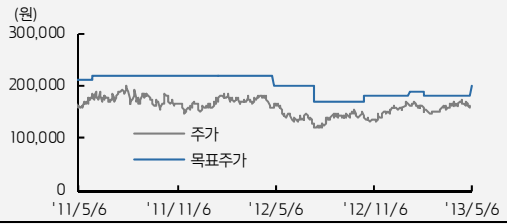
신세계



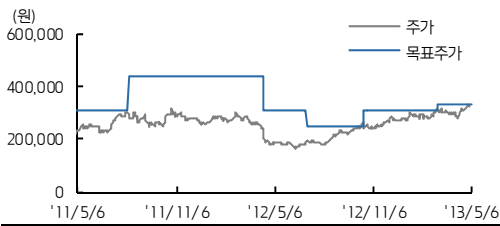
이마트



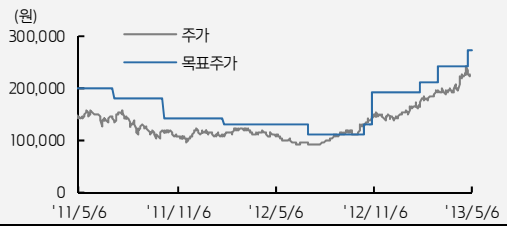
현대백화점



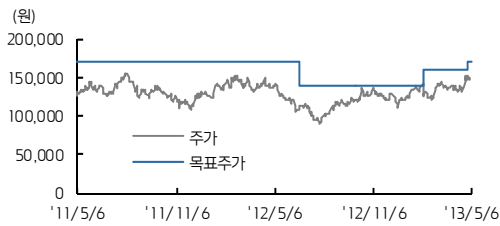
CI오쇼핑



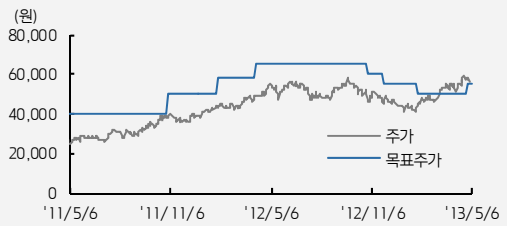
GS홈쇼핑



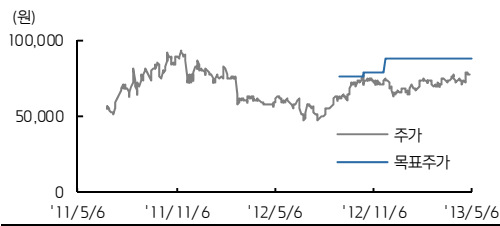
현대홈쇼핑



호텔신라



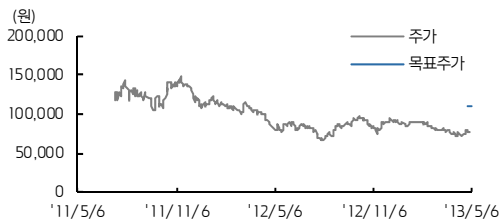
하이마트



GS리테일

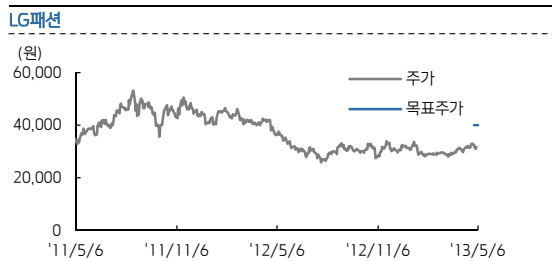


신세계인터내셔널



한성





투자이견 및 적용기준

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