

패션

비중확대 (신규)

TOP PICKS

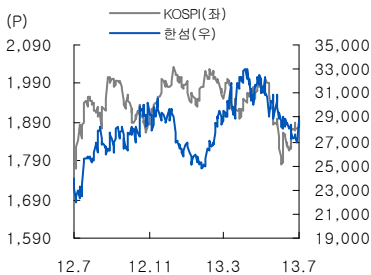
한섬 (020000)

투자의견	매수 (신규)
목표주가	37,000원
현재가 (7/23)	28,450원

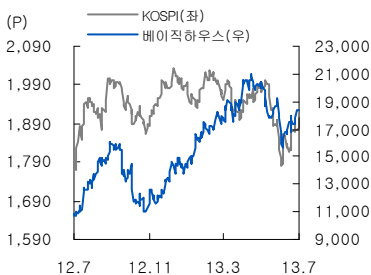
베이직하우스 (084870)

투자의견	매수 (신규)
목표주가	27,000원
현재가 (7/23)	18,450원

한섬 주가추이



베이직하우스 주가추이



손 주 리

02 6915 5717
sodomysh@ibks.com

내가 지금 옷을 사는 이유

패션업종 투자의견 비중 확대 신규 제시

패션업종 주가는 2013년 상반기 외적변수(경기악화, 날씨)로 인한 소비심리 약화로 업체들의 실적둔화가 이어졌다. 이에 따라 2012년 기저효과와 하반기 경기회복의 기대심리를 반영했던 연초 주가 상승분을 반환하고, 조정받은 상태이다. 그러나 ① 의복(패션)역할의 변화로 구매심리가 개선되며, ② 소득수준의 양극화로 합리적인 가치 소비를 야기시키고, ③ 매체가 다각화됨에 따라 구매력이 강화되고 있으며, ④ 해외시장 진출로 신규시장을 확보한 업체별로 차별적인 성장모멘텀을 확보할 것으로 전망한다.

2013년 국내 패션산업 시장은 38,6조원(+3.8%, YoY) 수준으로 안정적인 성숙기 시장에 도래하였다. 대내적인 경기둔화로 업종내センチ멘트가 약화된음 사실이나 하반기가 패션업종의 계절적 성수기임을 고려했을 때 부정적 요소는 주가에 대부분 반영되었으며, 트렌드 변화에 따른 차별성 성장이 지속되는바 주가상승 여력은 충분해 보인다.

탐픽은 한섬(매수, TP 37,000원) 차선후주 베이직하우스, 대현

패션업종 탐픽으로 한섬을 제시한다. 동사는 브랜드 경쟁력이 있는 제품매출과 해외 상품매출을 중심으로 사업모델을 구축해 왔다. 1) 의복의 역할이 확대됨에 따라 동사의 브랜드 경쟁력은 강화될 것이며, 2) 합리적인 소비자를 위한 컨템포러리 복종의 대응책을 마련하고 있고, 3) SK네트웍스와의 계약을 통해 중국 진출의 가능성을 유지하고 있기 때문이다. 이와 함께 중국 진출을 통해 해외 성장모멘텀을 구축한 베이직하우스와 신규 브랜드 론칭으로 실적회복이 기대되고 중국 진출로 추가적인 성장을 도모하는 대현을 차선후주로 매수 추천한다.

IBKS : 국내 패션산업 투자포인트 도식화

① 의류(패션)의 역할 확대, 복종별 경계 모호

복종별 차별화된 성장세 보임
▶ 유통채널 다양화, 브랜드 경쟁력 강화, 잇템(it item), PPL 광고효과

② 소득수준 양극화로 인한 합리적인 소비 증가

SPA 브랜드 활성화, 컨템포러리 조닝 니즈 증가
▶ 해외 SPA 브랜드 위주의 성장 주도 + 국내 SPA브랜드 전략적 변화로 재도전

③ 온라인·모바일 매체의 다각화

접근성, 가격 경쟁력 존재 ▶ 구매력 강화

④ 해외시장 진출

신규 성장 모멘텀 확보

자료: IBK투자증권

CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 밸류에이션 및 추천종목	4
1. 밸류에이션	4
2. 추천종목	5
III. 국내·외 패션산업 시장규모	8
1. 국내 패션산업 시장규모	8
2. 국내 패션산업(의류 복종별 · 패션잡화) 시장 이해	10
3. 해외 패션산업 시장규모	12
IV. 패션산업 투자포인트	14
투자포인트 1. 예뻐면 비싸도 사는 심리	14
투자포인트 2. 소득의 양극화가 소비를 부른다	16
투자포인트 3. 온라인·모바일 쇼핑의 확대	21
투자포인트 4. 해외시장 진출로 신규 성장모멘텀 확보	23
V. 맺음말	30
써머 바겐세일, 절호의 쇼핑 찬스!!!	30
기업분석	32
한섬 (020000): 한섬이기 때문에	32
베이직하우스 (084870): 중국을 논할수 있는 국내 유일 패션업체	38
대현 (016090): 보면 볼 수록 좋다	48
신세계인터내셔널 (031430): 유통과 패션의 오묘한 콜라보레이션	55
LG패션 (093050): 나를 잊지 말아요	61

I. Investment Summary

패션업종,
투자의견 비중확대

패션업종에 대한 투자의견을 비중확대로 신규 제시한다. 패션산업은 1) 준내구재적 성격에 따라 필수적인 구매를 요하지 않기 때문에 외적변수(경기, 날씨)에 민감하며, 2) 내적변수(트렌드변화)가 뚜렷하여 복종별 차별적인 성장을 유지해왔다.

패션산업은 업의 사이클상, 기존 패션이 쇠퇴하기 전에 뉴패션이 확대되기 때문에 기간별 성장을 반복해 왔다. 최근 대내적인 경기둔화와 이상기온 현상으로 패션업의 소비심리가 둔화된 것은 사실이나 하반기가 업종의 계절적 성수기임을 고려할 때 하방경직성을 가지며, 내적변수에 따른 복종별 차별화된 성장이 반복되는 특성상 현재 변화되는 네가지 긍정적인 요인 중심의 성장모멘텀이 확인된다. 변화되는 네가지 투자요인은 다음과 같다.

경계모호 + 역할 확대 →
구매력 개선, 복종별
차별화 성장 기대

첫째, 복종간의 경계가 모호해지고 의복(패션)의 역할이 확대됨에 따라 구매력이 개선되고 복종별 차별화된 성장이 전체 시장의 성장을 이끌 것으로 예상된다. 과거 국내 패션트렌드는 유행을 주도하던 기성복이 존재했으며, 복종별 역할이 뚜렷했다. 그러나 상대적 부가가치가 중요해지고 똑똑한 소비자들이 증가함에 따라 복종간의 경계가 모호해지고 역할이 확대되어 특정 업체들의 구매력이 확대되어, 차별화된 성장이 전망된다.

소득수준의 양극화 →
합리적인 가치소비
성향으로 전환

둘째, 소득수준의 양극화로 인한 소비패턴은 합리적인 가치소비를 확대시켜, 국내 SPA시장의 성장을 야기하는 원동력이 되었다. 의복(패션)은 필수소비재가 아니기 때문에 주기적인 구매를 요하지 않아 소득수준에 따른 지출규모 차이가 크다. 그러나 소득수준이 낮다고 해서 개인의 개성을 표현하고자 하는 욕구가 낮아지는 것은 아니다. 소득수준의 양극화로 인해 합리적인 가치소비를 지향하는 소비자들이 증가하였으며, 향후 심화될 것으로 판단된다. 2013년 국내 SPA 시장규모는 3조원 수준(+20%, YoY)으로, 전체 시장내 8.4%를 차지하고 있다.

매체의 다변화 →
온라인 · 모바일 쇼핑의
확대

셋째, 매체의 다변화로 온라인 · 모바일 소비가 확대됨에 따른 시장 성장이 전망된다. 2012년 의복(패션)부문 사이버쇼핑 거래액은 전년대비 5.3조원 수준으로 전체 소매판매액 중 10.6%를 차지했으며 연평균 98.6%의 높은 성장세를 기록했다. 이는 1) 오프라인 대비 저렴하고 접근성이 용이하며, 2) 신속한 피드백이 가능하고, 3) 다양한 제품믹스가 가능해 상대적으로 객단가를 높이기 유리하기 때문으로 판단된다.

해외 진출을 통해 신규
성장모멘텀 확보

넷째, 해외 진출을 통해 신규시장 확보는 추가적인 성장기회가 될 전망이다. 국내 내수시장은 SPA 시장, 복종별 차별화 성장을 제외하고는 저성장 국면에 도래하여 지속적인 불륨성장의 우려가 제기되고 있다. 외적변수의 민감도를 낮추고, 신규 성장 모멘텀을 확보하기 위해서는 해외시장의 진출이 필요하다.

탐픽은 한섬
(매수, TP 37,000원)

한섬은 의복의 역할이 확대됨에 따라 브랜드 경쟁력이 더욱 강화될 것이며, 합리적인 소비자를 위한 컨템포러리 조닝의 확대에 대응책을 마련하고 있고, SK네트웍스와의 계약을 통해 중국진출여부의 가능성을 유지하고 있다는 측면에서 당사 패션업종 탐픽으로 추천한다. 또한 중국진출을 통해 성장 모멘텀을 구축한 베이직하우스와 둔화되는 여성복 시장내 성장성을 확인하고, 중국진출로 추가적인 매출성장을 도모하는 대현을 차선후주로 매수 추천한다.

II. 밸류에이션 및 추천종목

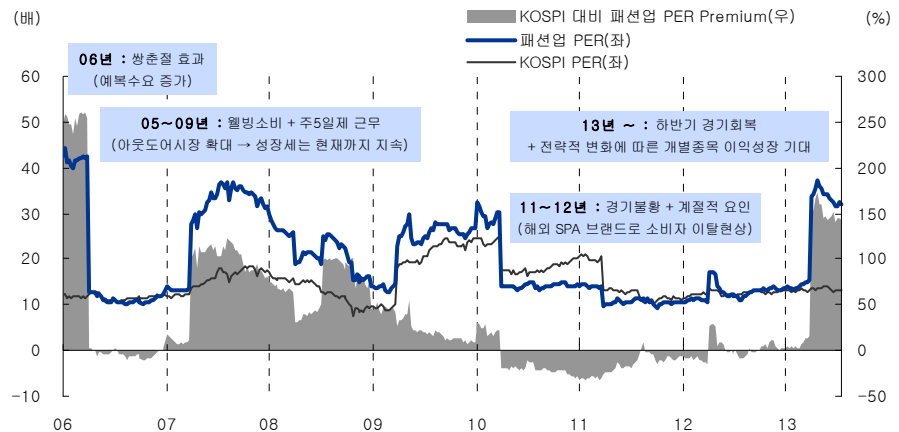
1. 밸류에이션

13년 하반기,
경기회복 기대감과
업체별 차별적 이익성장의
가시화로 밸류에이션 매력
높아질 것

국내 패션산업은 외적변수(경기, 날씨)에 민감하기 때문에 KOSPI와 유사한 수준의 밸류에이션을 받아왔으며, 내적변수(트렌드)의 변화에 따라 성장 모멘텀을 확인해 가며 프리미엄을 받아왔다. 동 업종의 2013년 예상 평균 PER은 12배 수준으로 2012년부터 이어진 패션업체들의 실적부진이 2013년 상반기 까지 지속되어, 밸류에이션이 높아진 상태이나 1) 계절적 성수기인 하반기의 경기회복 기대감과 2) 업체별 차별적인 이익성장이 가시화 됨에 따라 2014년은 PER이 9배로 떨어져 매력도가 부각될 것으로 판단된다.

경기둔화에 따른 소비심리 약화로 인해 2013년 상반기 부진한 실적에 따라, 연초대비 상승분은 해소된 상태이다. 그러나 하반기가 계절적으로 패션업종의 성수임을 고려했을 때 부정적인 요인은 주가에 대부분 반영되었다고 판단하며 1) 합리적인 가치 소비의 확산으로 인한 국내 SPA 시장 성장여부, 2) 해외시장의 전략적 진출여부에 따라 실적 모멘텀이 생기는 업체를 중심으로 프리미엄이 합리적인 시점에 도래하였다고 판단된다.

그림 1. KOSPI 대비 패션업종 FWD PER Premium



자료: Wisefn, IBK투자증권

2. 추천종목

탐픽은 한섬(TP 37,000원), 차선호주 베이직하우스, 대현 제시

당사의 패션업종 투자 아이디어는 ① 의복(패션)역할 확대에 따른 업체별 대응력 확보 여부, ② 소득수준의 양극화로 합리적인 가치 소비자 중심의 비즈니스 모델 적합 여부, ③ 매체의 다각화, ④ 해외시장 진출로 신규 성장 모멘텀 확보 여부로 요약된다.

탐픽 한섬 (매수, TP 37,000원)

한섬은 브랜드 경쟁력 있는 제품매출과 해외 상품매출을 중심으로 사업모델을 구축해왔다. 1) 의복의 역할 변화로 상대적 부가가치가 부각되는 만큼 동사의 브랜드 경쟁력이 두각을 나타낼 것으로 전망하며, 2) 합리적인 소비자를 대응하기 위한 컨템포러리 상품 브랜드를 확대시키고 있다. 또한 3) SK네트웍스를 통해 중국진출의 가능성을 유지하고 있다는 점이 긍정적이다. 한섬을 탐픽으로 추천하며 투자의견 매수, 목표주가 37,000원을 제시한다. 동사의 목표주가는 2013년 실적 추정치 영업가치와 비영업가치(자산가치)를 고려하여 산출하였다. 영업가치는 2013년 예상 EBITDA 957억원에 동사의 과거 3개년 평균 EV/EBITDA 멀티플 6.3배를 적용하였다.

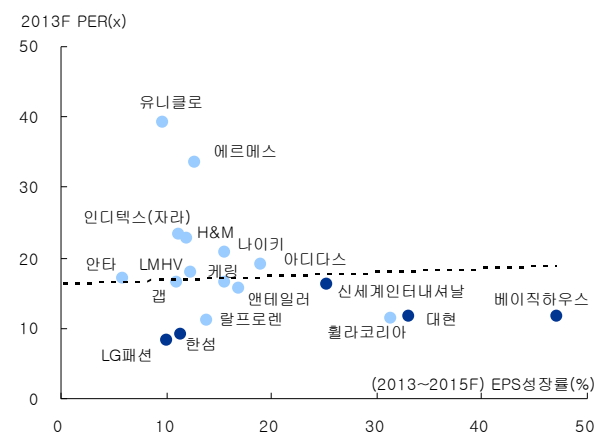
차선호주 베이직하우스 (매수, TP 27,000원)

베이직하우스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 27,000원을 제시한다. 동사의 목표주가는 연결기준 2013년 12개월 Fwd EPS 2,066원에 PER 13배를 적용하였다. 적용 PER은 2013년 중국 로컬 의류업체 평균 PER을 반영하였다. 동사는 국내 중저가 캐주얼브랜드를 주력으로, 1) 국내 법인의 효율성을 높이고 2) 브랜드 및 매장확대를 통한 중국법인의 외형성장이 기대되는바 본격적인 실적 모멘텀이 예상된다.

대현 (매수, TP 3,200원)

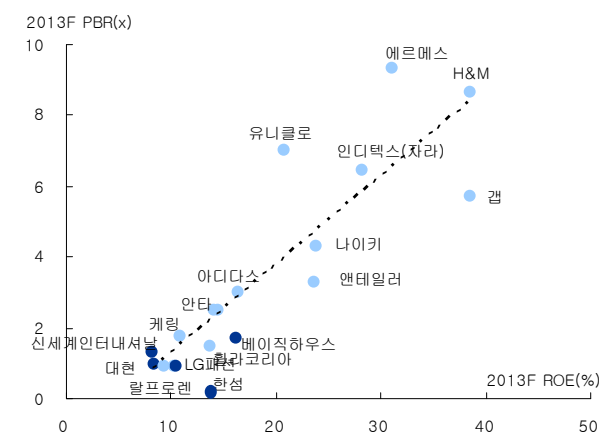
대현에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 3,200원을 제시한다. 동사의 목표주가는 2013년 실적 추정 영업가치와 이익안정성에 기여하는 부동산 가치를 합산하여 산출하였다. 영업가치는 2013년 예상 EBITDA 148억원에 동사의 과거 3개년 평균 EV/EBITDA 멀티플 4.8배를 적용하였다. 동사는 여성브랜드 업체로, 1) 성장성이 둔화된 여성복 시장내 경쟁력 있는 신규 브랜드로 매출성장을 꾀하고 있으며, 2) 임대수익을 통한 이익안정성을 유지하는바 2013년 12개월 Fwd EPS기준 PER 13.3배 수준으로 패션업종 평균 PER 보다 소폭 높은 수준이나 합리적이라 판단된다.

그림 2. 국내·외 패션업체 PER-EPS성장률(%) 그래프



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 국내·외 패션업체 PBR-ROE(%) 그래프



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 1. 국내 패션업체 투자전략 및 지표

(단위: 십억원, 원, %, 배)

구분		KS,02000 한섬	KS,084870 베이지하우스	KS,016090 대현	KS,031430 신세계인터내셔널	KS,093050 LG패션	KS,081660 힐라코리아
현재가	(7/23)	28,450	18,450	2,355	78,500	28,700	71,400
시가총액		701	385	107	560	844	709
매출액	2011	489	472	196	792	1,411	458
	2012	490	521	217	788	1,390	424
	2013F	503	562	248	817	1,419	684
	2014F	537	657	273	876	1,466	728
영업이익	2011	94	31	11	53	141	55
	2012	70	28	9	33	102	33
	2013F	85	53	12	44	132	92
	2014F	94	76	17	55	145	102
EBITDA	2011	102	54	15	66	182	59
	2012	77	57	14	48	147	38
	2013F	96	84	18	61	180	104
	2014F	112	112	25	73	197	111
순이익 (지배주주순이익)	2011	81	18	8	43	108	40
	2012	63	14	7	47	81	29
	2013F	73	33	9	34	100	62
	2014F	79	50	13	43	110	87
EPS	2011	3,269	847	184	7,025	3,697	4,321
	2012	2,559	693	151	6,559	2,759	2,920
	2013F	2,971	1,593	191	4,791	3,414	6,234
	2014F	3,222	2,404	276	5,963	3,766	8,803
BPS	2011	24,840	8,954	2,103	49,928	26,659	32,515
	2012	27,133	8,775	2,198	55,901	29,112	34,537
	2013F	29,838	10,657	2,369	60,114	32,247	48,385
	2014F	32,793	13,076	2,630	65,508	35,757	56,867
PER(x)	2011	9.1	20.1	8.3	16.2	10.9	18.0
	2012	11.5	21.1	7.5	13.6	11.3	21.9
	2013F	9.6	11.6	12.3	16.4	8.4	11.5
	2014F	8.8	7.7	8.5	13.2	7.6	8.1
PBR(x)	2011	1.2	1.9	0.7	2.3	1.5	2.4
	2012	1.1	1.7	0.5	1.6	1.1	1.9
	2013F	1.0	1.7	1.0	1.3	0.9	1.5
	2014F	0.9	1.4	0.9	1.2	0.8	1.3
EV/EBITDA(x)	2011	6.2	9.1	5.6	13.4	7.0	17.3
	2012	8.4	6.3	5.2	15.6	6.5	22.7
	2013F	6.1	4.8	7.2	11.0	4.4	9.0
	2014F	5.0	3.3	4.8	8.7	3.5	8.0
ROE(%)	2011	13.9	9.9	9.0	15.7	14.7	13.7
	2012	9.8	7.7	7.0	12.3	9.3	8.8
	2013F	10.4	16.2	8.3	8.2	10.5	13.7
	2014F	10.3	20.1	11.0	9.4	10.6	16.7

주: 2013년 7월 23일 종가기준, IBK추천종목은 당사 추정치에 근거함
 자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 2. 해외 패션업체 투자전략 및 지표

(단위: 백만달러, 달러, %, 배)

분류	해외 SPA 브랜드				명품브랜드				여성복	
티커	SM,ix	SS,hmb	JT, 9983	US,gps	FP,mc	FP,rms	FP,ker	US,pl	US,ann	
구분	인디텍스	H&M	페스트 리테일링	갭(GAP)	루이비통 (LVMH)	에르메스	PPR(케링)	랄프로렌 (폴로)	Ann Taylor	
국가	스페인	스웨덴	일본	미국	프랑스	프랑스	프랑스	미국	미국	
통화	EUR	SEK	JPY	USD	EUR	EUR	EUR	USD	USD	
타겟 복종	캐주얼(SPA)	캐주얼(SPA)	캐주얼(SPA)	캐주얼					여성캐주얼	
주력브랜드	자라(zara)	H&M	유니클로	GAP, Old navy 등					LOFT, ATS 등	
현재가(7/23) (각국 화폐단위)	97.8	235.5	36,450	45.1	131.6	262.4	168.9	43.7	33.4	
시가총액 (백만달러)	80,454	60,117	38,850	21,079	88,228	36,537	28,107	3,431	1,575	
매출액	2012	19,148	17,789	11,802	14,549	36,137	4,480	12,520	3,623	2,212
	2013F	20,816	19,196	11,108	15,656	39,463	4,981	13,257	3,610	2,374
	2014F	22,730	21,279	12,689	16,272	43,295	5,550	14,425	3,836	2,533
영업이익	2012	3,501	3,203	1,607	1,438	7,614	1,439	2,304	613	145
	2013F	4,095	3,292	1,447	1,925	8,234	1,604	2,483	473	163
	2014F	4,423	3,715	1,658	2,123	9,261	1,809	2,845	567	171
EBITDA	2012	4,463	3,749	1,915	1,944	9,022	1,626	2,667	n.a	240
	2013F	5,174	3,924	1,686	2,403	9,845	1,771	2,892	n.a	262
	2014F	5,576	4,422	1,913	2,615	10,974	1,982	3,272	n.a	276
순이익	2012	2,683	2,484	911	833	4,403	951	1,348	302	87
	2013F	3,114	2,571	936	1,124	4,927	1,063	1,709	318	99
	2014F	3,422	2,908	1,004	1,271	5,562	1,194	2,017	369	101
EPS	2012	4.3	1.5	8.9	1.6	8.8	9.1	10.7	3.7	1.7
	2013F	5.0	1.6	9.2	2.3	9.7	10.1	13.6	3.9	2.0
	2014F	5.5	1.8	9.8	2.7	11.0	11.4	15.9	4.7	2.2
BPS	2012	15.5	4.0	48.6	5.7	64.8	29.7	119.6	59.1	7.4
	2013F	17.8	4.1	51.8	6.5	70.6	36.4	127.5	48.7	7.5
	2014F	20.0	4.5	56.1	7.9	78.1	43.7	137.0	52.4	10.3
PER(x)	2012	21.5	21.2	26.0	12.1	20.2	31.8	13.4	7.6	14.3
	2013F	25.6	22.7	39.8	19.6	17.8	33.7	16.3	11.2	16.7
	2014F	23.3	20.1	37.1	16.5	15.7	30.0	14.0	9.4	15.5
PBR(x)	2012	5.6	8.2	4.8	3.3	2.8	10.0	1.6	0.5	3.3
	2013F	7.2	8.6	7.1	7.0	2.4	9.4	1.7	0.9	4.5
	2014F	6.4	7.9	6.6	5.7	2.2	7.8	1.6	0.8	3.3
EV/EBITDA(x)	2012	11.9	13.4	10.8	4.6	10.7	18.1	10.1	n.a	4.5
	2013F	14.5	14.6	21.6	8.6	9.6	19.9	11.1	n.a	5.8
	2014F	13.5	13.0	19.0	7.9	8.6	17.8	9.8	n.a	5.5
ROE(%)	2012	28.0	38.4	20.4	24.4	14.6	31.8	9.4	7.3	22.0
	2013F	29.5	38.5	20.8	38.7	14.2	31.1	10.9	9.3	26.4
	2014F	28.3	41.1	18.4	38.5	14.3	29.0	11.8	10.8	23.7

주: 2013년 7월 23일 종가기준, IBK추천종목은 당사 추정치에 근거함

주2: 현재가만 각국 화폐단위, 시가총액&투자지표는 달러기준

자료: Bloomberg, IBK투자증권

III. 국내·외 패션산업 시장규모

1. 국내 패션산업 시장규모

2013년
국내 패션산업 시장규모
38.6조원 (+3.8%, YoY)

2013년 국내 패션산업 시장규모는 38.6조원 수준으로 전년대비 3.8% 성장할 것으로 전망한다. 이중 의류시장은 29.4조원(+2.1%, YoY), 패션잡화 시장은 9.3조원(+%, YoY)을 차지할 것으로 예상된다.

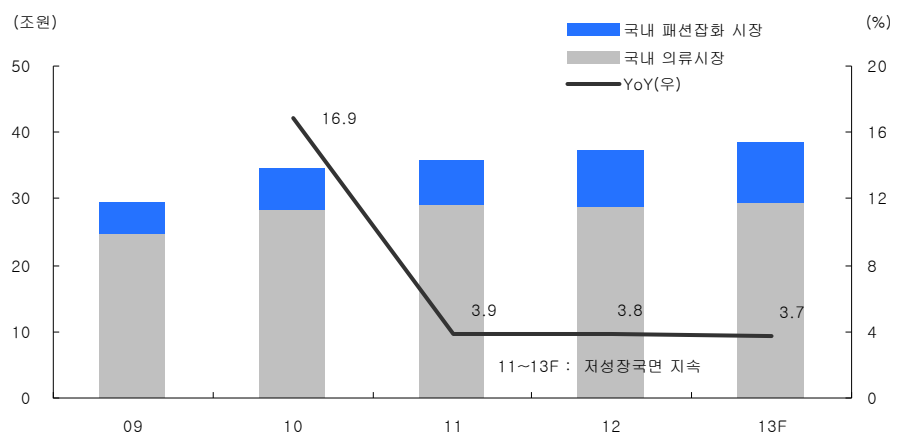
패션산업은 1) 준내구재적 성격에 따라 필수적인 구매를 요하지 않기 때문에 외적변수(경기, 날씨)에 민감하며, 2) 내적변수(트렌드 변화)가 뚜렷하여 복종별 차별적인 성장을 유지해왔다. 따라서 외적변수의 변동성이 낮고, 획기적인 내적변수(트렌드) 변화가 확인될 경우 고성장세를 보여왔다. 패션산업의 사이클상, 기존 패션이 쇠퇴하기 전에 뉴패션이 확대되는 경향을 보이기 때문에 의복부문 소비지출액은 내적변수에 근거한 기간별 성장을 반복해 온 것으로 판단된다.

1960~70년 OEM, ODM 중심의 공급시장에서 소비시장으로 변모한후, 1990년대는 해외 패션을 모방하는 수입국의 수준에서 2000~2004년 이지캐주얼 패션(동대문 중심)의 시장이, 2000년 중반에는 글로벌 명품위주의 시장 성장, 2010년~현재까지는 가치소비, 아웃도어 패션이 성장을 주도했다. 최근 불확실한 경기의 대내적인 상황과 이상기온 현상으로 인해 둔화된 소비심리는 하방경직성을 가지고 개선될 전망이며, 트렌드 변화에 따라 복종별 차별화가 지속될 것으로 판단된다.

과거의 경험치상 기간별 성장트렌드는 최소 2014년까지 유지될 것으로 예상된다. 다만 2013년 상반기 국내 패션업체 들의 실적이 기대이하의 퍼포먼스를 보여주었던 원인은, 1) 예측불가능한 외적변수의 악화, 2) 가치소비 트렌드 및 업태의 변화에 맞는 빠른 대응력을 갖추지 못했기 때문으로 판단된다.

11~13(F), 국내 패션시장
저성장국면 돌입

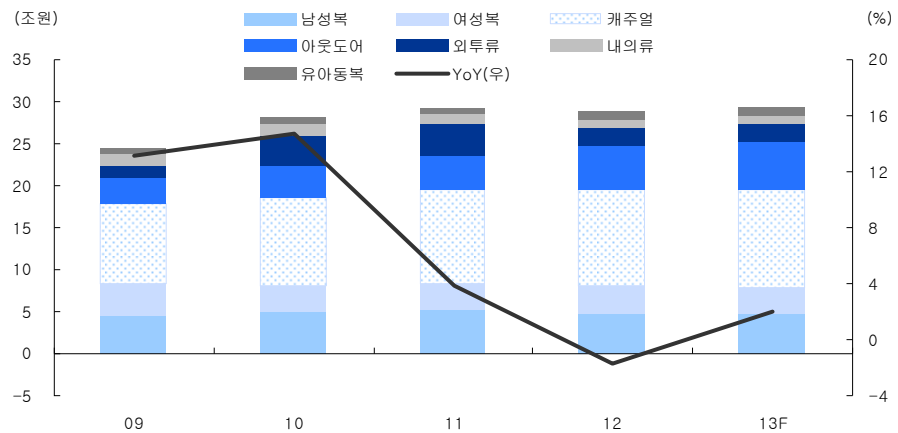
그림 4. 국내 패션시장 규모(의류+패션잡화)



자료: 한국섬유산업연합회, IBK투자증권

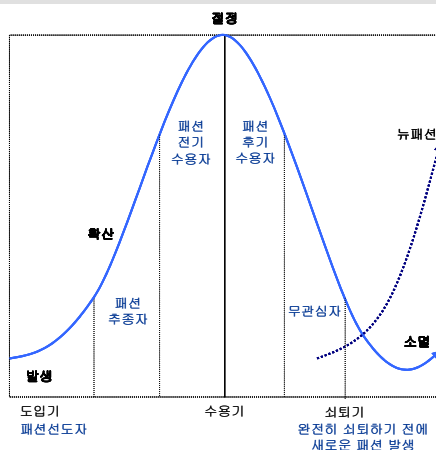
13(F)년 국내 의류시장은
복종별 차별화된 성장세
유지→ 11~12년 대비
소폭 긍정적

그림 5. 국내 의류시장 복종별 규모



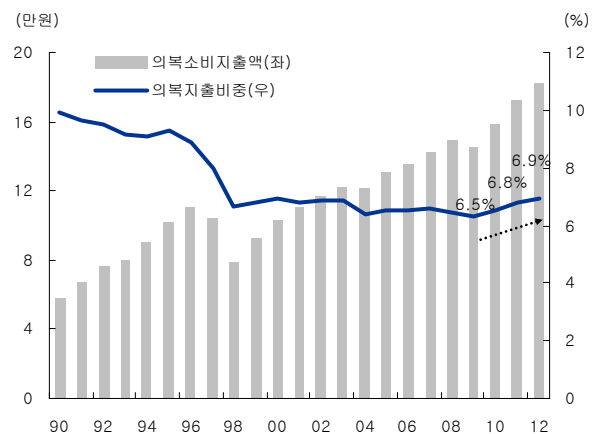
자료: 한국섬유산업연합회, IBK투자증권

그림 6. 패션산업의 성장 사이클



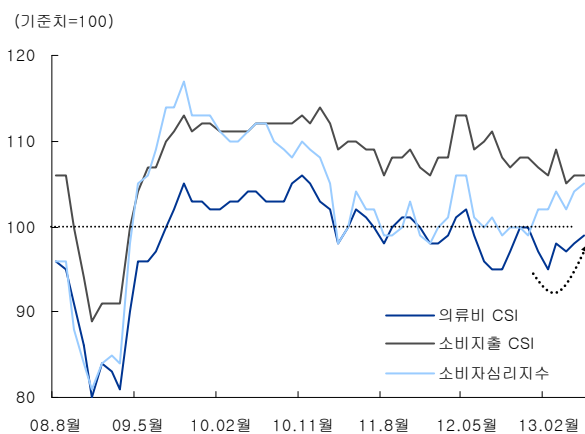
자료: IBK투자증권

그림 7. 가계당 월평균 의복소비 지출액 및 비중



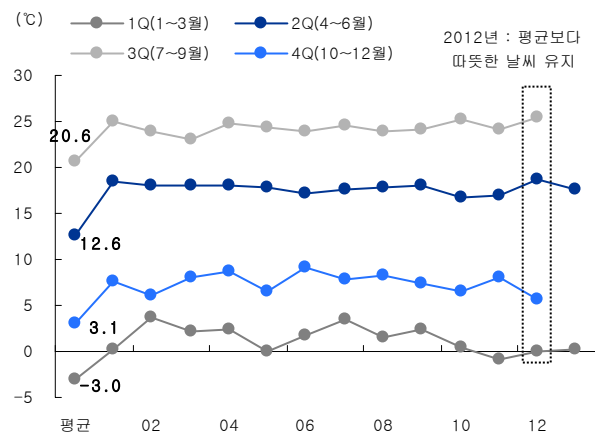
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 8. 소비지출 CSI 전망지수 추이 - 하방경직성 확보



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 9. 분기별(월평균) 평균기온



주: 서울지역 기준
자료: 기상청, IBK투자증권

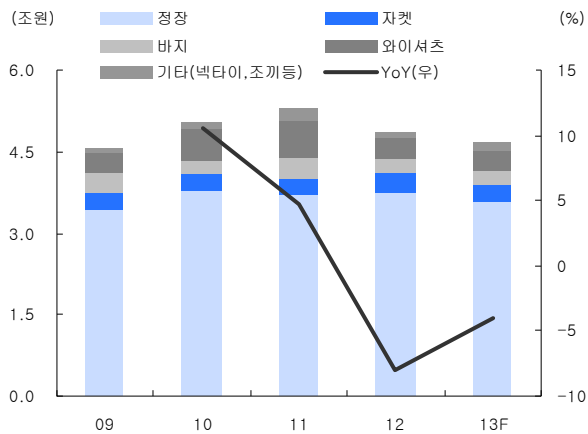
2. 국내 패션산업(의류 복종별·패션잡화) 시장 이해

복종간의 성장과 둔화 공존

국내 패션산업은 저성장국면에 진입하였으며, 내적변수(트렌드 변화)에 따라 복종간의 차별화된 성장이 진행될것으로 예상된다. 대부분의 복종들이 경기둔화와 날씨영향으로 성장세가 둔화된 가운데, 복종간의 경계가 모호해 지고 의복(패션)의 역할이 확대되면서 1) 기능성과 실용성을 겸비한 아웃도어 부문과 2) 믹스매치 패션에 유리한 패션잡화 부문의 성장이 기대되는 반면 캐주얼, 남성·여성복은 정체될 것으로 예상된다.

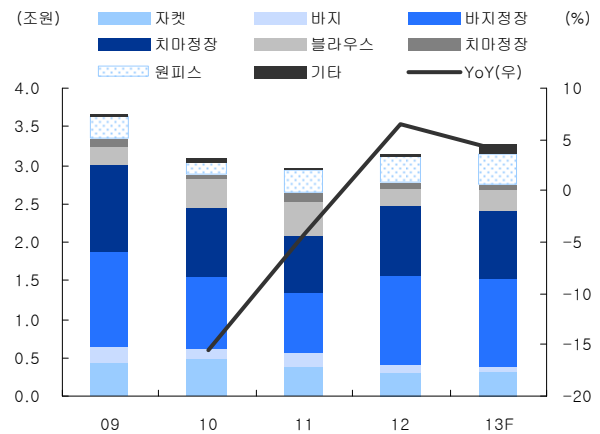
현재 국내 패션산업 시장내 성장하는 복종은 아웃도어, 유아동복, 패션잡화 시장으로 확인된다.

그림 10. 남성복 : 스포티즘 열풍으로 남성정장 시장 지배력 약화



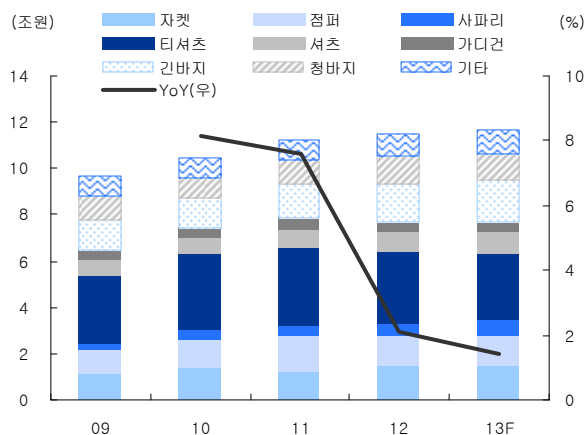
자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 11. 여성복 : 고객이탈 지속으로 하향 안정세 돌입



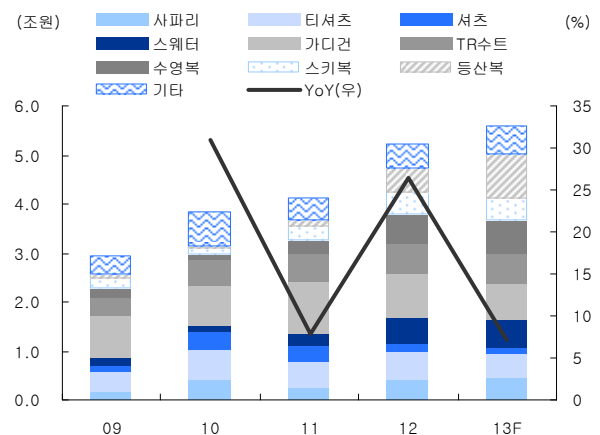
자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 12. 캐주얼 : 아웃도어에 밀리면서 경계모호로 정체지속



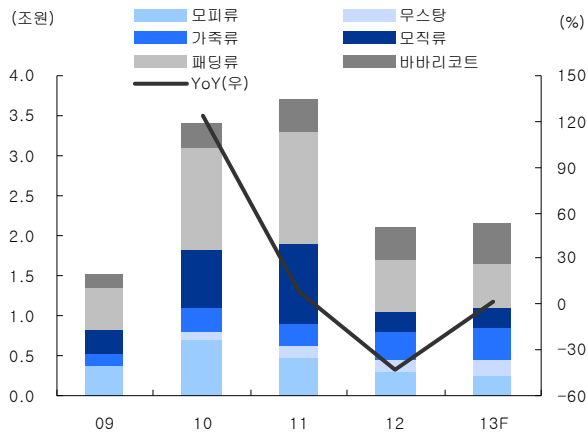
자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 13. 아웃도어 : 주5일 근무제, 생활패턴 변화로 안정적 성장



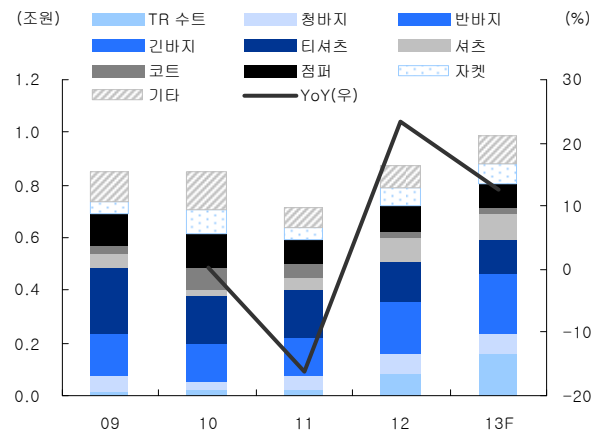
자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 14. 외투류 : 모피트렌드(09~11)이후 성숙기 없는 쇠퇴기



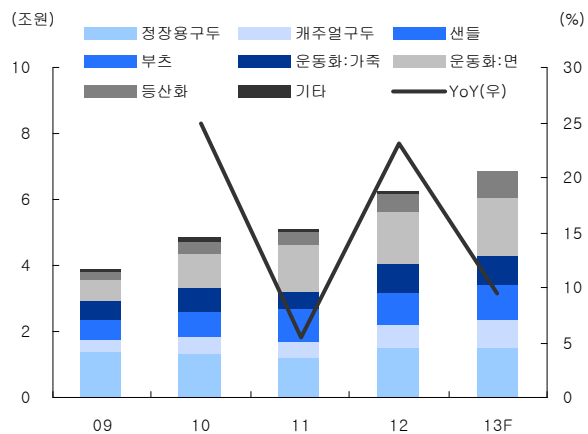
자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 15. 유아동복 : 경기침체, 출산율 정체→고급화, 출산장려정책



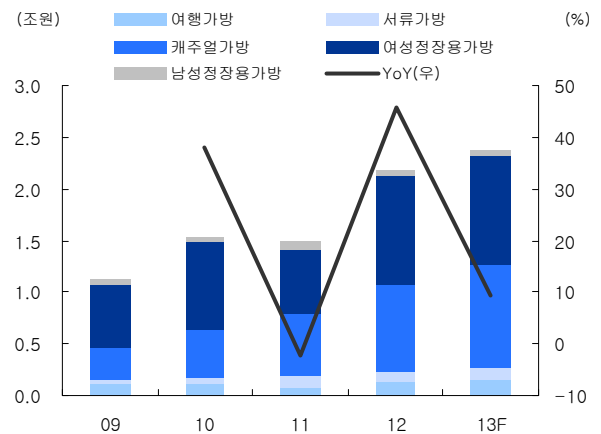
자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 16. 신발 : UGG/레인부츠 열풍으로 여성소비자 주도



자료: 한국패션협회, IBK투자증권

그림 17. 가방 : 명품위주 성장 → 국내 브랜드 영향력 발휘



자료: 한국패션협회, IBK투자증권

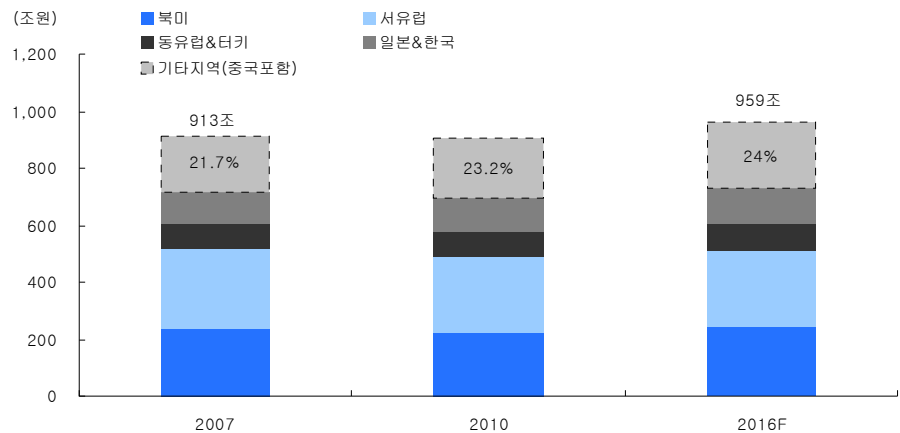
3. 해외 패션산업 시장규모

2016(F)년
전 세계 패션 시장규모
959조원(CAGR +0.5%)

2016년 전세계 패션 시장규모는 959조원(CAGR +0.5%)으로 전망하며 장기적인 저성장세를 유지할 것으로 전망된다. 이는 글로벌 경기 부진의 장기화로 인해 상위 1,2위 수입국인 유럽과 미국(전체 수입의 52%)의 소비량 감소분을 상쇄하지 못함에 따른 것으로 파악된다.

따라서 투자기회가 적은 저성장시대에서, 신흥국가의 소비시장 성장에 주목해야 하며 중산층 비중이 높은(소비주체가 많은)시장을 공략해야 한다. OECD는 2009년 19억명이던 전세계 중산층은 2020년 32억명, 2030년 49억명으로 급증할 것으로 발표했다. 20년간 증가하는 중산층 중 90%는 아시아·태평양 지역에서 나올 것으로 전망하며 이중 중국, 인도, 브라질과 같은 신흥국이 70%이상을 차지할 것으로 예상된다. 따라서 패션 소비시장의 흐름또한 선진국에서 신흥국으로 점진적인 이동이 있을것으로 판단된다.

그림 18. 전 세계 패션의류 시장의 지역별 시장 규모 추이



자료: 한국패션협회, Malcolm Newbery, 05, 2010, IBK투자증권

패션의류 주요 소비시장
점진적인 이동
(선진국 → 신흥국)

표 3. 전 세계 패션의류 시장의 지역별 시장규모 추이

시점	단위	북미	서유럽	동유럽&터키	일본&한국	기타지역 (중국포함)	전체
2007	조원	240	281	82	112	198	913
	십억달러	200	234	68	102	165	769
	점유율(%)	26.3%	30.8%	8.9%	12.3%	21.7%	
2010	조원	228	264	84	120	210	906
	십억달러	190	220	70	100	175	755
	점유율(%)	25.2%	29.1%	9.3%	13.2%	23.2%	
2016F	조원	242	270	90	126	230	959
	십억달러	202	225	75	105	192	799
	점유율(%)	25.3%	28.2%	9.4%	13.1%	24.0%	
CAGR(%)		0.1%	-0.4%	1.1%	1.3%	1.7%	0.5%

자료: 한국패션협회, Malcolm Newbery, 05, 2010, IBK투자증권

표 4. 세계 주요국별 섬유류 수출 현황(2011년 기준)

(단위: 억불)

구분	세계	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
		중국	EU	인도	터키	방글라 데시	미국	베트남	한국	파키스탄	인도
전체	7,060	2,842	1,928	294	247	215	190	169	142	136	128
비중(%)	100	40.2	27.3	4.2	3.5	3	2.7	2.4	2	1.9	1.8
섬유	2,935	1,057	765	150	108	16	138	38	124	91	48
비중(%)	100	36	26.1	5.1	3.7	0.5	4.7	1.3	4.2	3.1	1.6
의류	4,125	1,784	1,162	144	139	199	52	131	18	45	80
비중(%)	100	43.3	28.2	3.5	3.4	4.8	1.3	3.2	0.4	1.1	2

주: EU는 역내교역 포함, 중국은 홍콩·마카오 포함한 수치임
 자료: WTO International trade statistics 2012

중국,
 전세계 패션의류 소비 3위

표 5. 세계 주요국별 섬유류 수입 현황(2011년 기준)

(단위: 억불)

구분	세계	1	2	3	4	5	6	6	7	9	10
		EU	미국	중국	일본	캐나다	한국	러시아	터키	베트남	멕시코
전체	7,417	2,730	1,139	516	421	140	118	113	108	92	86
비중(%)	100	36.8	15.4	7	5.7	1.9	1.6	1.5	1.5	1.2	1.2
섬유	3,106	840	253	300	92	45	57	37	76	87	59
비중(%)	100	27	8.2	9.7	3	1.4	1.8	1.2	2.4	2.8	1.9
의류	4,311	1,890	886	216	329	95	61	76	33	5	27
비중(%)	100	43.8	20.5	5	7.6	2.2	1.4	1.8	0.8	0.1	0.6

주: EU는 역내교역 포함, 중국은 홍콩·마카오 포함한 수치임
 자료: WTO International trade statistics 2012

IV. 패션산업 투자포인트

투자포인트 1. 예쁘면 비싸도 사는 심리

의복(패션)의 역할 변화:

- ① 경계 모호
- ② 역할 확대

의복(패션)은 우리의 생활과 밀접하고, 소비자(우리)는 똑똑하다. 까다로워진 소비심리는 다양한 활용도를 생각하고 차별화된 개성을 표현하길 원한다. 이에 따라 의복(패션)의 1) 복종간의 경계는 모호해지고 2) 역할이 확대되어, 구매력은 개선되고 특정 복종의 차별화된 성장이 전체 시장의 성장을 도모할 것으로 전망한다.

과거 국내 패션트렌드는 유행을 주도하던 기성복이 존재했으며, 복종별 역할이 뚜렷했다. 그러나 개인의 가치가 중요해지며 웰빙, 힐링 등 삶의 방향이 윤곽하게 변하고 똑똑하고 합리적인 소비자들이 증가함에 따라, 복종별 경계가 모호해지고 역할이 확대되고 있다. 향후 복종간의 성장과 둔화가 공존하며 전체 시장의 성장을 야기할 것으로 판단된다.

2005년 이후 아웃도어 복종이 연평균 116.2%의 고성장을 유지하고 있는 이유 또한 주 5일제 근무, 웰빙시대로 인한 삶의 질 개선과 과거 스포츠웨어, 골프웨어, 등산복 등 의복(패션)의 역할에 따라 분리된 복종들의 경계가 모호해짐에 기인한다. 각각의 역할에 따라 한 벌씩 구매하는 것 보다, 아웃도어 제품을 2개 구매하는 것이 똑똑한 소비자에게 현명한 선택이다. 역설적으로, 이 같은 합리적인 소비는 “소비자에게 선택받은” 패션업체들의 구매력을 증진시킨다.

그림 19. 복종간 경계 모호 → 복종의 성장과 둔화 공존, 복종별 차별화된 성장 야기



자료: IBK투자증권

개인의 개성을 표현하는
역할의 확대

또한 의복(패션)의 역할은 획일화된 유행 트렌드를 공유하던 것에서 개인의 차별화된 개성을 추구하는 방향으로 확대되었다. 패션의 역할이 확대됨에 따라 1) 디자이너숍, 편집숍 등의 다양하고 차별화된 제품을 판매하는 유통채널이 등장하였으며, 2) 특정 브랜드의 충성도 높은 고객이 증가했고, 3) 믹스매치의 패션이 가능하게 되면서 가격이나 브랜드에 무관한 아이템(It item)의 구매니즈가 확대되었으며, 4) 스타를 통해 패션을 모방하는 것이 아닌 패션 아이템을 소유하고자 하는 니즈가 증가했다.

표 6. 의복(패션) 역할의 확대에 따른 소비자의 니즈변화

구분	방법	변화
유통채널	디자이너숍, 편집숍	획일화된 유행 제품 구매 욕구 → 다양하고 차별화된 제품 구매 욕구
브랜드 인지도	충성도 높은 고객 증가	개인의 가치와 맞는 특정 브랜드의 제품 구매 욕구
스타일링	믹스매치 패션	가격이나 브랜드에 무관한 제품 구매 가능, 특정 패션 아이템을 소유함에 따라 특별해 질수 있는 구매 욕구
광고방식	PPL광고 효과	스타의 패션을 모방하는 욕구 → 스타의 패션 아이템을 소유하는 욕구

자료: IBK투자증권

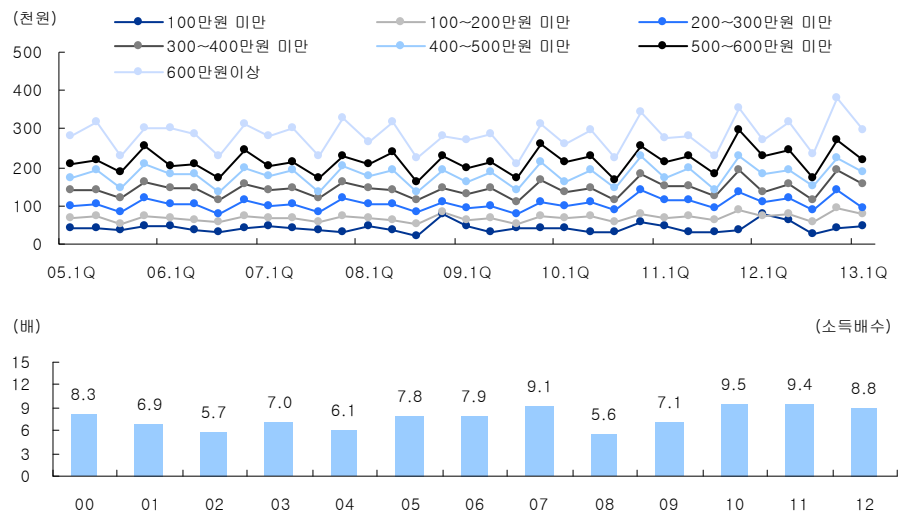
투자포인트 2. 소득의 양극화가 소비를 부른다

소득의 양극화 →
가치소비의 시장 확대 야기

최근 가계의 소득수준 양극화는 심화되고 있으며, 그 차이는 지속적으로 증가하고 있다. 특히 의복비는 필수소비재가 아니기 때문에, 5분위 소득배수가 10배 가까이 차이가 난다. 그러나 소득수준이 낮다고 해서 개인의 개성과 가치를 추구하는 욕구가 낮아지는 것은 아니다. 이에 따라 소득수준의 양극화로 인해 합리적인 가치소비를 추구하는 소비자들이 증가하였으며, 소비여력이 감소된 패션 소비시장에서 가격대비 좋은 품질과 유행을 제공하는 SPA 시장의 성장을 야기하는 원동력이 되었다.

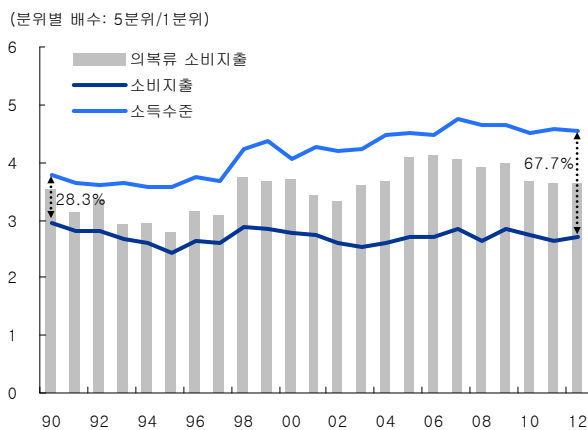
소득수준의 양극화로 인해 나타난 “합리적인 가치소비 지향” 트렌드는 향후 심화될 것으로 판단된다. 줄어드는 중산층 비중과 소득 불균등 현상이 확대되면서 소비심리를 저하시키고, 합리적인 소비로 전환되는 원인을 제공하였다. 월평균 가계 지출 의복비 총액은 지속적으로 증가하고 있으나, 본연의 브랜드 시장에서 SPA브랜드 현상으로의 이탈현상이 지속되고 있다고 판단된다.

그림 20. 소득별 의복비 지출액 추이 및 최상위소득자의 최하위소득자 대비 소득배수



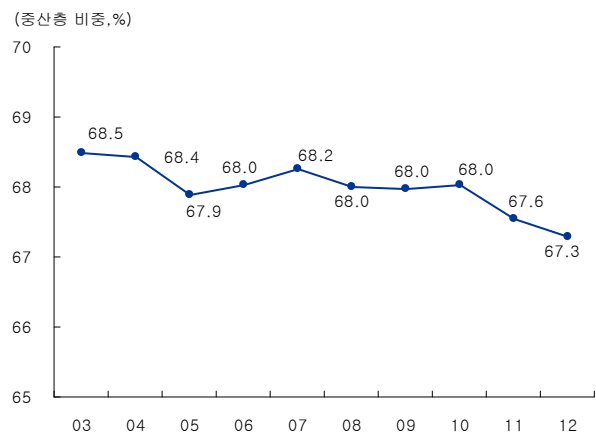
주: 가구주 연령별 가구당 월평균 가계수지(도시, 근로자가구, 2인이상) 자료: 통계청, IBK투자증권

그림 21. 소득배분율 5분위 배율추이 - 소득수준 양극화 심화



주: 가구주 연령별 가구당 월평균 가계수지(도시, 근로자가구, 2인이상)
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 22. 소득분배율 지표 추이 - 중산층 소폭 감소



주: 가처분소득 기준(전국, 전체인구, 2인이상)
자료: 통계청, IBK투자증권

2013년 국내 SPA시장규모
3조원(+20%,YoY)

해외 SPA브랜드 성공전략

- ① 확실한 타겟팅
- ② 최적의 매장구성
- ③ 합리적인 가격전략

2013년 국내 SPA(Speciality retailer of Private label Apparel) 시장규모는 3조원(+20%,YoY) 수준으로 국내 전체 패션시장 내 8.4% 비중을 차지하고 있다. SPA의 본질적인 뜻은 제조와 유통의 일원화를 통해 사업의 밸류체인을 수직계열화 시키는데 있다. 그 결과 각각의 밸류체인에서 발생하는 1) 마진을 최소화 시키고, 2) 의견결정은 단순화 시켜 저렴한 가격의 고품질 제품을 신속하게 반영하는 것이 가능하다. 소득수준의 양극화에 따라 합리적인 가치소비에 대한 소비자의 니즈를 충족시키는 비즈니스 모델이라고 판단된다.

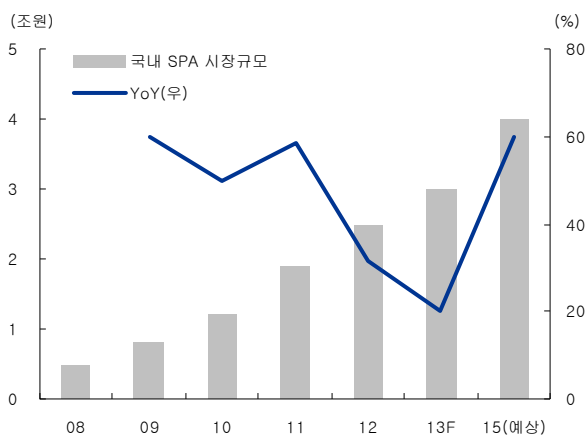
해외 SPA브랜드 비즈니스 모델의 성공전략은 명쾌하다.

우선 타겟팅이 확실하다. 해외 SPA브랜드는 유행을 선도할 만한 아이템을 만드는 것이 아니라, 고객의 니즈에 맞춘 다양하고 개성 넘치는 아이템을 제작하는 것에 목적이 있다. 따라서 다품종 소량생산으로 진행되기 때문에 쉽게 피드백이 가능하며 소비 트렌드를 확인하며 제품을 제작하게 된다. 대부분의 해외 SPA 브랜드의 리드타임은 3주~6개월 정도로 짧으며, 신상품 입고주기 또한 최대 2주 단위로 진행되고 있다.

둘째, 다양한 제품을 구매할만한 최적의 매장을 확보하였다는 점이다. 국내 의류 매장은 당점포의 MD의 구성력에 따라 제품이 진열되어 있어 같은 브랜드라도 지역별, 백화점별 다른 이미지의 제품 판매가 이루어 진다. 그러나, 해외 SPA 브랜드는 온라인 혹은 대형매장을 통해 다양한 색 및 디자인별 구성을 통해 제품을 선택하게 권유함으로써, 신속한 공급과 피드백이 가능하다.

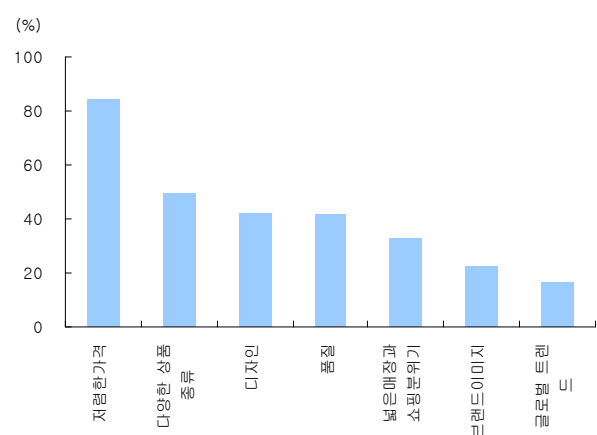
마지막으로 저렴한 가격전략이다. 합리적인 가치소비의 핵심은 “아끼더라도 자존심을 유지하는” 패션이다. 제조와 유통이 합치되어 사업의 밸류체인을 수직계열화 시킴에 따라, 중간 유통 마진을 절감할 수 있어 좋은 품질의 제품을 합리적인 가격대에 제공할 수 있다. 이는 곧 높은 판매력을 야기시켜, 가격 경쟁력을 높이는 선순환 구조를 일꾼다.

그림 23. SPA 시장규모 추이 및 전망



자료: 패션비즈, IBK투자증권

그림 24. SPA 구매요인(구매소비자 비중 79.4%)



주: 복수정답

자료: 한국패션협회, IBK투자증권

표 7. 글로벌 SPA 브랜드 현황 및 시스템

브랜드명	자라	갭	유니클로	H&M
설립시기	1975년(소재봉제)	1986년(상점유통)	1984년	1947년(상점유통)
탄생국	스페인	미국	일본	스웨덴
전개사	자라리테일코리아 (롯데쇼핑과합작)	신세계인터내셔널	에프알엘코리아 (롯데쇼핑과합작)	H&M코리아
국내 진출연도	2008년	2007년	2005년	2010년
기획&디자인	인하우스 (패브릭 50%, 200명 디자이너)	인하우스	인하우스	인하우스(150명 디자이너), 6개월 선기획(95%), 트렌드 & 이슈반응생산(5%)
	근접기획(2주별)			정기기획
생산&제조	자가생산&아웃소싱 (14개 자사직영공장에서도 50~65%이상공급, 25%인근 유럽, 기타 중국과 동남아 활용)	아웃소싱 (중국인도 등 세계 50여개국, 400개의 협력업체 거래)	아웃소싱 (중국에서 90%, 70여개 협력사, 소재 개발탁월)	아웃소싱 (중국 방글라데시 등 17개국 생산오피스 가동)
리드타임 (생산→배송까지 걸리는 시간)	3주	3개월	4~5개월	6개월 이상
신상품 입고주기	주 2회 (1,2개월단위로 100% 변경가능)	월 2회	주 2회	매일
유통&판매	대부분 직영 (중동지역 및 법적 기준이 다른 국가 제외)	미국, 캐나다는 직영/ 중동 및 아시아는 프랜차이즈	100% 직영	대부분 직영 (중동지역 및 법적 기준이 다른 국가 제외)
사이즈(매장평균규모), m ²	165~2,640	성인기준(397)+코보(628)	922	1,700~2,700
직원수	109,000명	136,000명	19,614(full-time)명	72,276명
매장수	5,527개	3,407개	2,222개	2,472개

자료: 패션비즈, 한국패션협회, IBK투자증권

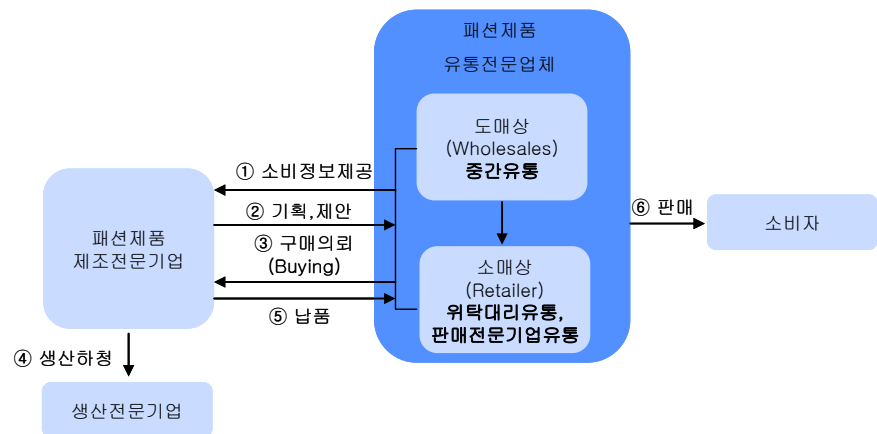
국내 SPA 브랜드는
없을까?

국내에도 SPA브랜드 업체들이 있었다. 그러나 해외 SPA브랜드 만큼의 영향력은 없었다. 이는 구조적인 사업모델의 차이에 원인이 있다고 판단된다. 앞서 언급한 바와 같이 SPA의 본질적인 뜻은 제조와 유통의 일원화에 있다. 여기서 1) 구매자의 니즈를 충족하는 제품이 빠르게 제공되며, 2) 중간유통 과정이 없어지면서 합리적인 가격으로 제품의 공급이 가능해졌다. 또한 3) 대형점포라는 유통시스템을 도입하여 구매의 근접성을 쉽게 만들었다.

그러나 국내 패션 브랜드의 경우, SPA브랜드 비즈니스 모델이 아니더라도 제조와 유통이 이미 합치된 모델로 발전해 왔다. 자체 제작하거나 외부 라이선스 계약의 상품들을, 백화점이나 대리점 등의 유통채널을 통해 공급되고 있기 때문에 1) 구매자의 니즈에 맞춘 제품이 빠르게 제작되기 어려우며(일반적으로 계절에 맞춘 신상품이 제공됨), 2) 유통채널에 중간 수수료를 지급하고 있기 때문에 중복되는 중간마진을 해소할 수 없어 합리적인 가격책정이 어렵다. 전략적인 비즈니스 모델의 개선이 선행되지 않고서는 성장하는 국내 SPA시장에서 돈을 벌기란 쉽지 않은 구조라고 판단된다.

해외 패션기업의
비즈니스 사업모델

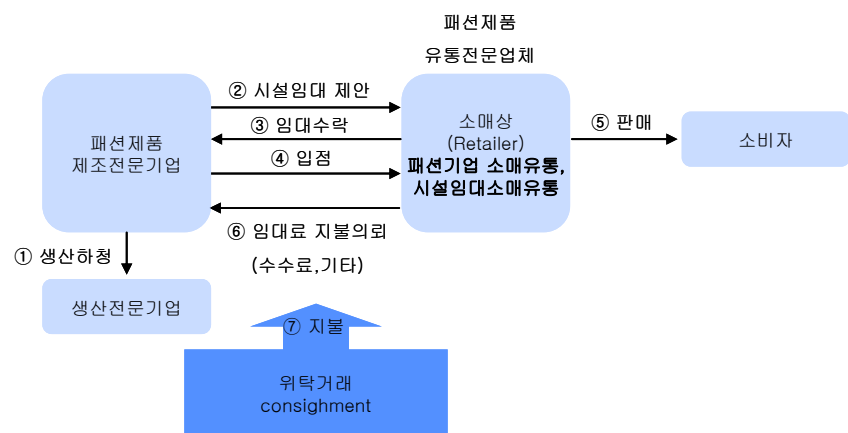
그림 25. 해외 패션기업의 제조, 판매가 분리된 사업모델



자료: 한국패션바잉시스템현황(이유순, 2003) 재인용, IBK투자증권

국내 패션기업의
비즈니스 사업모델

그림 26. 국내 패션기업의 제조, 판매가 합치된 사업모델



자료: 한국패션바잉시스템현황(이유순, 2003) 재인용, IBK투자증권

제 2세대
국내 SPA브랜드 시대 개막,
변화된 전략으로 재도전

1세대 국내 SPA브랜드의 대거 실패로 인해, 전략적 변화의 필요성을 인식한 업체들을 중심으로 제 2세대 SPA브랜드 제품이 나오기 시작했다. 아직까지 국내 SPA브랜드는 지켜보는 수준의 단계로 판단되며, 향후 업체들의 행보가 주시되는 시점이다.

이랜드는 스파오, MIXXO와 티니위니, 후아유 등의 총 10개 브랜드를 SPA 중심으로 재편하겠다고 발표하였고, 패션잡화(신발,아웃도어)등의 복종별 대표브랜드를 만들어 SPA영역을 확대시키고 적극적인 대응을 할 계획이다. 제일모직 또한 패션사업부 내 일부 브랜드를 철수하고 자회사로 관리하던 개미유통플러스(에잇세컨즈)를 2013년 6월 흡수합병하여 SPA 브랜드 시장의 중요성을 체감하고 있다.

요컨대, 소득수준의 양극화로 인해 소비패턴의 구매심리 또한 차별화 되고 있으나 구매 욕구까지 차별화 되는 것은 아니다. 따라서 합리적인 가치 소비지향에 대한 니즈는 꾸준히 늘어날 것으로 판단한다. 다만 아직까지는 비즈니스 모델의 전략적 부재로 해외 SPA브랜드 위주의 성장이 유지되어 왔으며, 국내 가계당 월평균 의복(패션) 소비총액이 꾸준히 증가했음에도 불구하고 국내 패션업체들의 실적이 부진했던 연유도 여기에 있다고 판단된다.

명품의 합리적인 소비 시장
→ 컨템포러리 조닝 확대

첨언하면, 최근 확대된 컨템포러리 조닝 또한 유사한 맥락에서 이해할 수 있다. 컨템포러리 조닝은 준명품 수준의 브랜드로 커리어, 캐주얼 복종과 명품군 사이에 위치하고 있다. 의복(패션)의 역할이 확대되고 복종간의 경계가 모호해 지는 가운데, 명품에 대한 구매욕구를 합리적으로 해소하고자 하는 소비심리가 관련시장의 성장을 야기하고 있다. 실제로 백화점 3사 기준 명품부문 기준점 성장률은 소비심리가 둔화된 2012년을 기점으로 소폭 감소된 추세이며,センチメント가 회복되지 않은 상태에서 무리한 구매를 원하지 않는 소비자들은 합리적인 가치추구를 위해 컨템포러리 영역으로 진입하고 있다.

투자포인트 3. 온라인·모바일 쇼핑의 확대

온라인·모바일 쇼핑은
선택이 아닌, 필수 조건

2012년 사이버쇼핑 거래액은 전년대비 17.2% 증가한 34조원 수준으로, 전체 소매판매액중 11%를 차지하며 빠르게 성장하고 있다. 비중별로 살펴보면 1위 여행(16.6%), 2위 의류·패션(16.2%), 3위 생활용품·가전(11%)으로 합리적인 가격 구성과 제품 믹스가 용이한 상품군 순위로 파악된다.

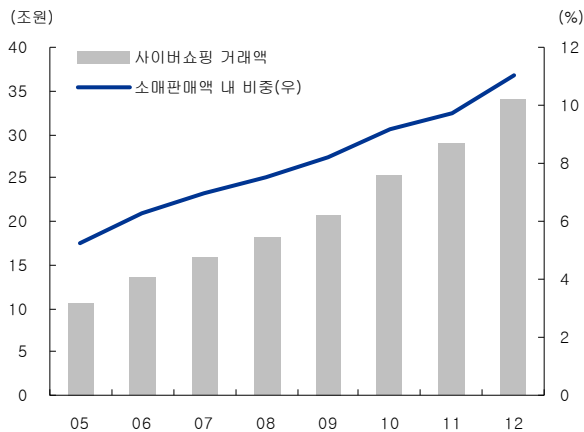
이러한 특성상 2012년 의류부문 사이버쇼핑 거래액은 전년대비 7.8% 증가한 5.2조원 수준으로, 이는 전체 소매판매액(의류+패션)의 10.6%를 차지하며 연평균 98.6%의 높은 성장세를 유지하고 있다.

합리적인 소비자는
온라인·모바일 매체를
선호한다

일반적으로 온라인·모바일 매체를 통한 쇼핑은 1) 오프라인 대비 가격이 저렴하고 2) 신속한 피드백이 가능하며 3) 접근성이 용이해 다양한 제품믹스를 통한 객단가 상승에 유리하다. 최근 소비심리를 회복시키기 위한 잦은 세일로 오프라인 매체의 객단가가 하락하는 반면 상품믹스가 용이한 온라인·모바일 부문 객단가는 증가하고 있어 영향력이 확대되고 있다. 업태별 의류 판매지수로 파악컨대, 하반기로 갈수록 개선폭은 타 업태 대비 성장성이 뚜렷해 질것으로 판단된다.

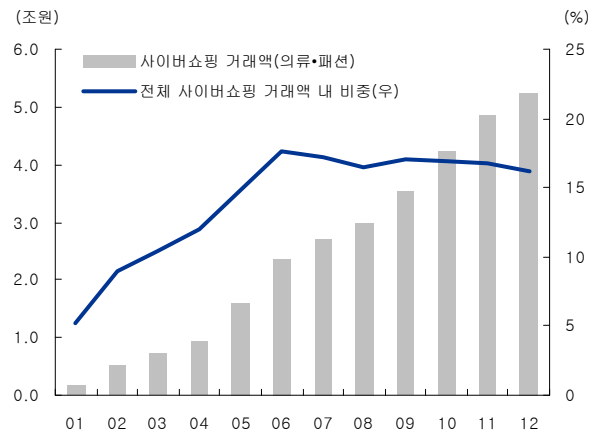
특히 통계청은 2012년 1분기부터 소셜커머스 관련 판매액도 사이버쇼핑 거래액에 포함하여 발표하고 있는바, 2013년 1분기 전체 소셜커머스(모바일쇼핑)의 판매기여도는 전년동기 대비 2.0%p 상승한 6.6%로 파악되며 의류부문은 전동기비 8.4%p 개선되었다. 매체의 다양화는 합리적인 소비자의 구매력을 개선시켜, 단기적인 시장의 성장을 꾀할 것으로 판단된다.

그림 27. 사이버쇼핑 거래액 및 소매판매액 내 비중 추이



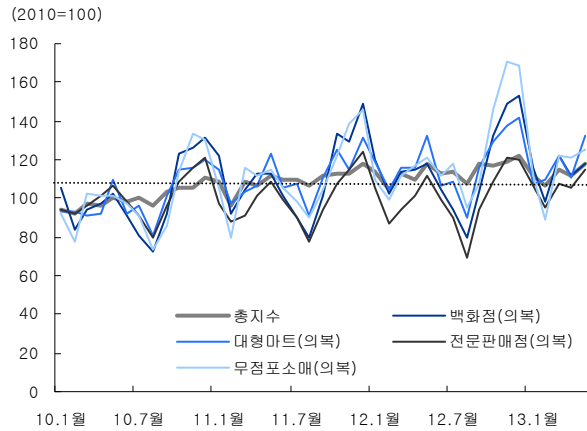
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 28. 사이버쇼핑 거래액(의류·패션) 및 사이버쇼핑 내 비중 추이



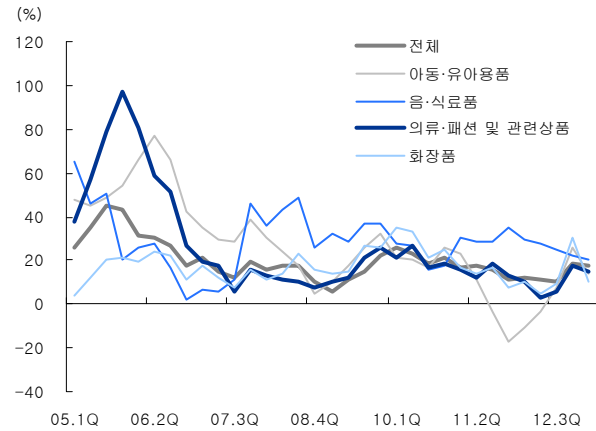
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 29. 업태별 의류 상품군 판매액지수



자료: 통계청, IBK투자증권

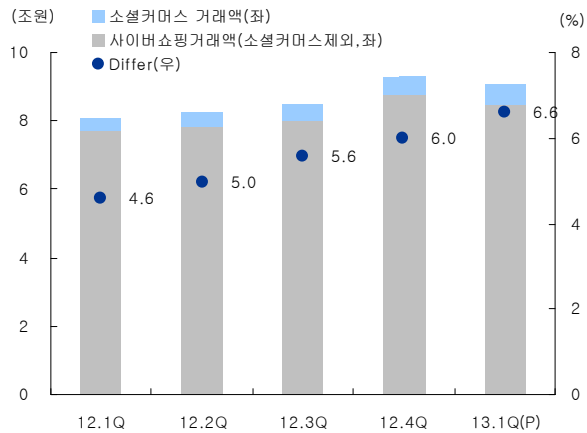
그림 30. 상품군별 사이버쇼핑 지출액 증감율



주: 내수 상품군 중심

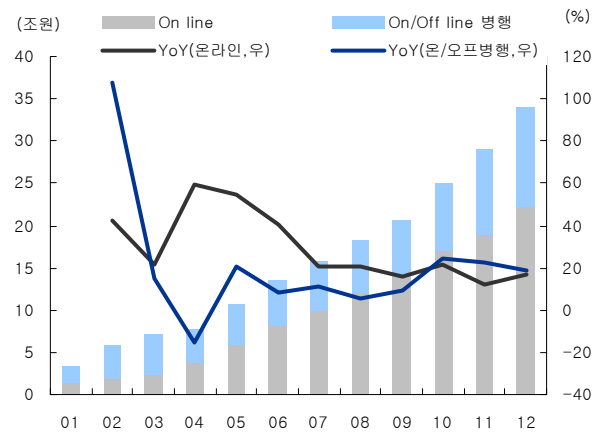
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 31. 모바일쇼핑(소셜커머스) 매출 비중 확대



자료: 대한상공회의소, IBK투자증권

그림 32. 운영형태별 사이버쇼핑 거래액



주: 12.1Q부터 소셜커머스 거래액 포함

자료: 대한상공회의소, IBK투자증권

투자포인트 4. 해외시장 진출로 신규 성장모멘텀 확보

반드시 혹은 어쩔수 없이
선택해야 하는 마지막 카드
→ 신규시장 확보

국내 내수시장은 SPA시장, 복종별 개별 성장을 중심으로 저성장 국면에 도래하여 볼륨성장의 우려가 제기되고 있다. 따라서 외적변수(경기, 날씨)와의 민감도를 낮추고 신규 성장모멘텀을 확보하기 위해서는 해외시장 진출이 요구되고 있다. 최근 섬유부문 수입국 1,2위인 유럽, 미국 시장 또한 외적변수에 따라 둔화되고 있음을 확인하였기 때문에, 신흥국가 위주의(러시아, 중국, 브라질, 이집트, 사우디아라비아) 신규 소비시장을 공략하는 전략을 세워야 것이다.

물음 1. 왜 중국인가?

해외시장 진출에 대한 중요성을 잘 알고 있기 때문에, 국내 주요 패션업체들의 대다수가 중국을 진출하거나 진출 계획 중에 있다. 기타 신흥국가 대비 중국 진출이 우선순위가 되는 이유는 1) 중국이 문화적·지리적 접근성이 용이해 우리나라 최대 수출대상국(24.5%)이며 2) 공급자에서 구매자로 시장의 역할이 변화됨에 따라 제 3의 소비국으로 부상하고 있기 때문이다. 도시와 농촌 주민의 1인당 가처분 소득은 전년대비 두자리 성장세를 유지하고 있으며, 도시화의 가속화에 따라 중산층의 비중 또한 늘어나고 있다.

표 8. 세계 총 수입에서 중국 수입액이 차지하는 비중

(단위 : 십억달러, %)

구분		2008	2010	2016F	2020F	2025F	2030F
세계수입		15,708	14,631	26,360	35,023	49,532	68,203
미국수입	금액	2,140	1,936	3,082	3,686	4,567	5,677
	비중	13.6%	13.2%	11.7%	10.5%	9.2%	8.3%
중국수입	금액	1,074	1,328	3,182	5,479	10,400	16,396
	비중	6.8%	9.1%	12.1%	15.6%	21.0%	24.0%

자료: Global Insight, IBK투자증권

중국내 수출과 제조업
경기는 부진하나,
소매판매 시장은 소폭
개선중

중국의 주요 정책의 방향성 또한 소비시장에 긍정적이라 할 수 있다.

2013년 새로운 지도부가 집권함에 따라 경기회복 기대가 높았으나, 새로운 지도부는 단기적인 경제성장보다는 중장기적인 성장을 중요시하며 제조업의 구조조정, 금융부문의 리스크 완화, 부정부채 척결, 환경보호 등에 중점을 두는 가운데 중국의 경제성장을 전망치가 하향조정 되고 있다.

이에 따라 중국내 수출과 제조업 경기는 다소 부진했으나, 1) 신흥도시화 정책으로 질적 성장을 강조하였고 2) 구조적인 감세 및 재정정책으로 내수경기 활성화를 야기했으며 3) 산업 구조조정과 고도화로 내수주도형 경제로 전환되고 4) 주민생활수준 증대를 위해 다양한 소득분배 개혁을 추진하여, 소매판매 시장은 완만하게 개선될 것으로 판단된다.

중국이 경제의 성장축을 수출 및 투자에서 소비로 전환하고 있는 가운데 소매판매 증가율은 주요 경제지표 중 유일하게 성장세를 유지하고 있다.

물음 2. 시장 리스크는 없는가?

경제성장률 둔화 우려에도 불구하고,

① 소비주체 비중확대(Q)

② 소비주체의 소비지출 의사 증가(P)

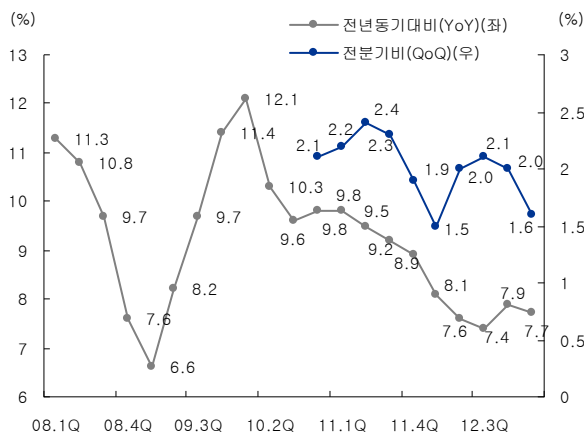
→ 완만한 성장세 기대

다만, 최근 대외수요의 불확실성으로 인해 제조업의 투자 및 생산위축으로 중국경제회복 지연 우려의 목소리가 크다. 게다가 시장 기대에 못미치는 경제성장률에도 불구하고, 중국 정부가 경기부양에 소극적인 가운데 중국의 소비경기에 대한 확신이 줄어든 것은 사실이다.

그러나 중국의 경제 성장률 둔화에도 불구하고 주요 소비 주체의 소비지출은 증가할 것이라는 생각이다. 경제 성장률 둔화 리스크에 따라 전반적인 소비심리는 둔화되었으나 1) 주요 소비 주체(18~34세)는 전년대비 7%p 증가한 71%가 소비를 늘릴생각을 가지고 있으며, 2) MGI의 발표에 따르면, 중국의 도시주민 가처분 소득 증가율은 연평균 8% 이상으로 GDP 성장률을 상회하여 2025년까지 도시가구의 76%로 중산층이 확대될 것을 전망하고 있기 때문이다.

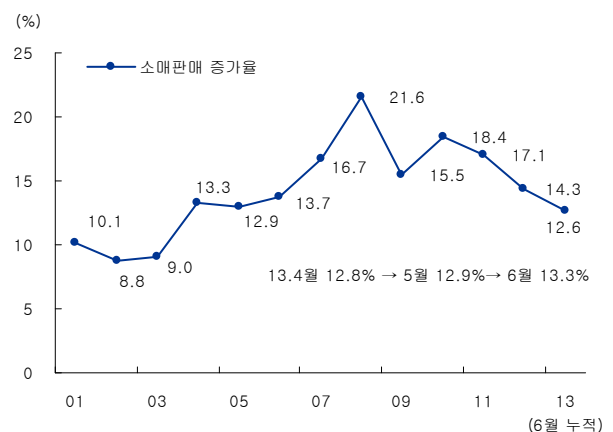
중국의 소비지출 의향에 우려점이 존재하지만 유럽, 미주, 브릭스 국가를 상회하는 수준이고 생산물 및 수출부문이 둔화된 수준에 반해 소비는 완만하게 개선되고 있으며, 국내 업체들의 중국진출이 “초입기”임을 감안할 때에 성장의 기대감이 더 높다고 판단된다.

그림 33. 중국 분기별 GDP성장률 - 경기성장률



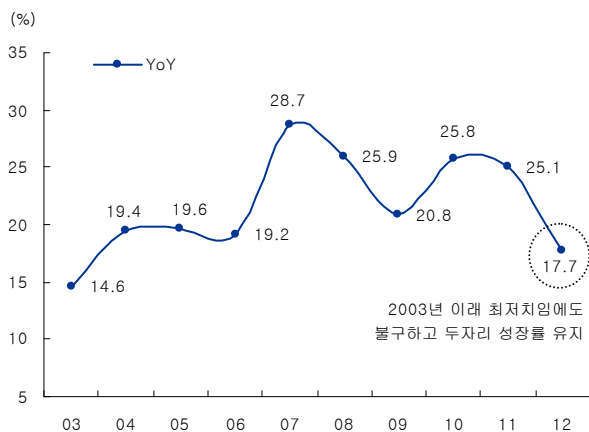
자료: 중국통계국, CEIC, IBK투자증권

그림 34. 중국 소매판매 증가율 - 완만한 회복 추세



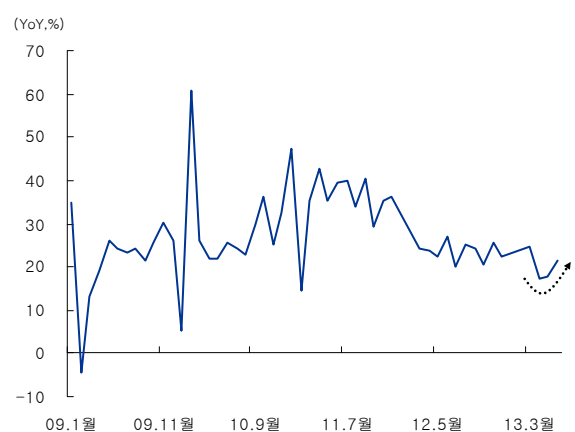
자료: 중국통계국, CEIC, Global Insight, IBK투자증권

그림 35. 2003~2012년 한액이상 패션업체 소매판매 총액 YoY



자료: 중국통계국, IBK투자증권

그림 36. 중국 월간 의류 소매판매액 증감률 추이



자료: CEIC, IBK투자증권

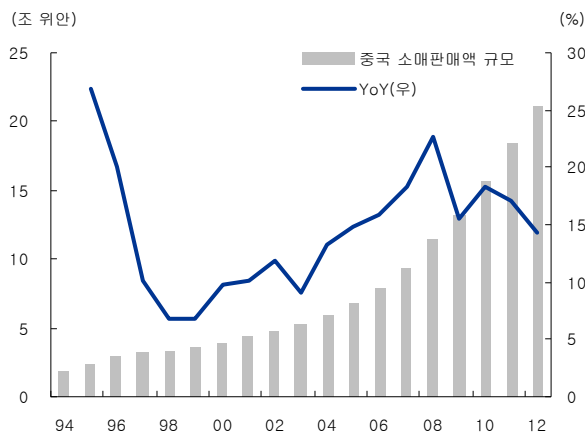
결론.

소비도 문화의 일부분,
전략적인 접근이 필요하다

(1) 누가 : 돈을 쓰는 소비 주체는 누구인가?

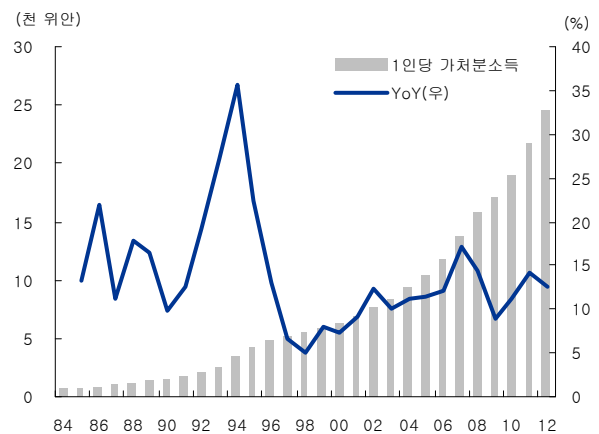
2012년 중국의 1인당 가처분소득(도시)은 2만 4500위안으로 전년대비 12.6% 증가하였으며, 2012년 중국 민간 소비 시장규모는 21조위안(+14.3%, YoY)를 시험하였다. 중국은 공급자의 시장에서 구매자의 소비시장으로 변화하고 있으며, 시장의 우려와 달리 완만한 성장세를 유지할 것으로 예상된다.

그림 37. 중국 소비시장 규모 추이 - 두자리수 성장세 유지



자료: CEIC, IBK투자증권

그림 38. (도시기준) 중국인 1인당 가처분 소득



자료: CEIC, IBK투자증권

(1) 주요 소비주체

① 연령별: 바링허우 세대

② 소득수준별:

고소득층 + 중산층

중국의 13억 인구 중 실질적인 소비를 하는 주체는 1) 1980년 이후 출생한 바링허우 세대와 2) 중국의 부호와 중산층에 해당하는 계층으로 파악된다. 바링허우 세대는 약 2.4억만명 정도로 추산되며 주요 구매력을 보유하고 있는 도시거주 소비층은 1억명 정도로 집계되고(이 중 부호는 4천만명 수준), 중국의 중산층은 2025년(F)까지 도시가구의 76%(2.6억만 가구, 6억명)으로 증가할 것으로 예상된다.

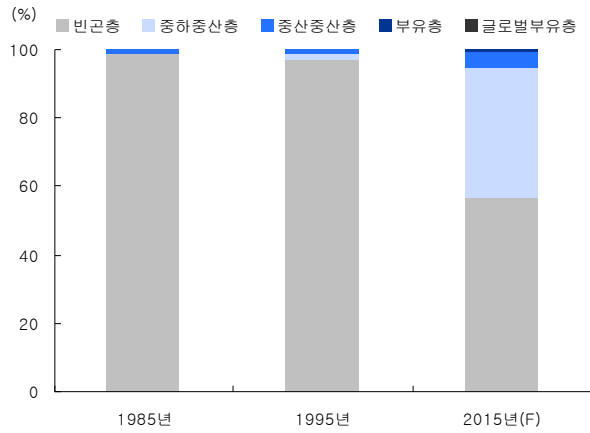
주요 소비주체는 일반적으로 교육수준이 높으며, 외국문화에 개방적이고 인터넷에 익숙하여 합리적인 소비를 지향한다. 따라서 단순히 고가의 사치품이 아닌 품질과 디자인을 중요시 하는 트렌드로 변화하였으며, 시장세분화에 따른 할인시즌 특수 및 제품의 다양화를 선호한다. 소득이 증가하고, 산업화 및 도시화가 가속화 됨에 따라 늘어난 소비지출은 새로운 구매력을 가진 소비시대로 진입하게 하는 원동력이 될 것으로 판단된다.

표 9. 중국 연령별 소비 특징

구분	차링허우 세대	바링허우 세대	지우링허우 세대
연령군	70년대생	80년대생	90년대생
특징	①현재 사회 중심역량 ②근검절약(비자주적) ③자연적 & 편안함 추구	①자리잡아 가고 있는 세대 ②개혁개방의 장점 ③성인으로 성장하던 시절 소비시장 개방시점 ④유명브랜드 상품에 대한 만족	①부모의 재력에 힘입은 새로운 소비군 ②인터넷과 긴밀(개성) ③명품보다는 트렌드
선호의복	편안함	브랜드	개성

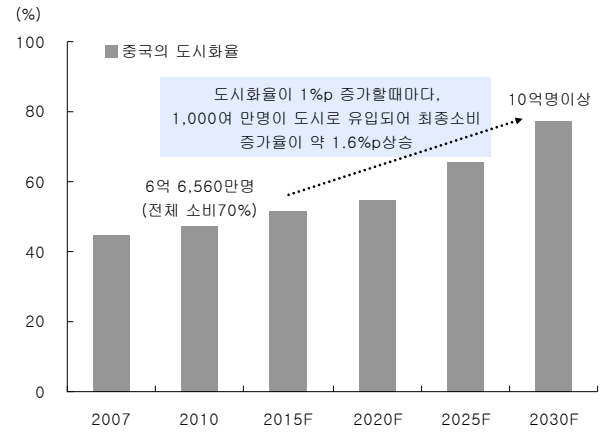
자료: KITA, IBK투자증권

그림 39. 중국의 소득계층 분화 추정



자료: MGI(KOTRA 재인용), IBK투자증권

그림 40. 중국 도시화율 추세



자료: 중국사회과학원, IBK투자증권

(2) 무엇을 : 돈을 쓰는 주체는 어떤 품목에 소비하는가?

(2) 소비하는 품목

① 연령별: 유아용품 & 여성관련 제품

주요 소비주체인 바링허우 세대는 대부분 외동자녀이기 때문에 육구 만족도가 높으며, 개혁 개방 & 소비시장과 함께 자라온 세대로 브랜드에 대한 로열티도 높다. 또한 최초의 하한주(哈韓族)세대로 한류열풍과의 밀접성도 높은 세대로 파악된다. 이들은 교육수준이 높으며 외국문화에 개방적이고, 인터넷에 익숙하여 합리적인 소비를 지향한다.

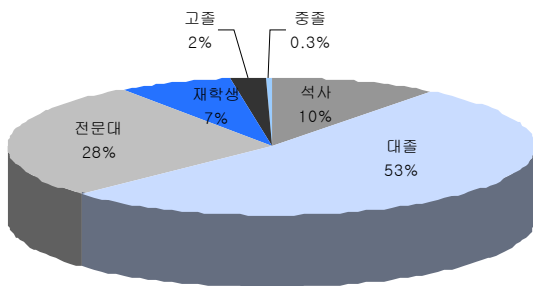
특히, 바링허우 세대의 여성의 사회적 지위가 높아지고, “결혼 → 임신 → 출산”으로 이어지는 세대에 놓여 있기 때문에 관련 소비시장(여성복, 유아용품, 교육)이 함께 증가하고 있다.

② 소득수준별:

고소득층의 고급소비 & 중산층의 착한소비

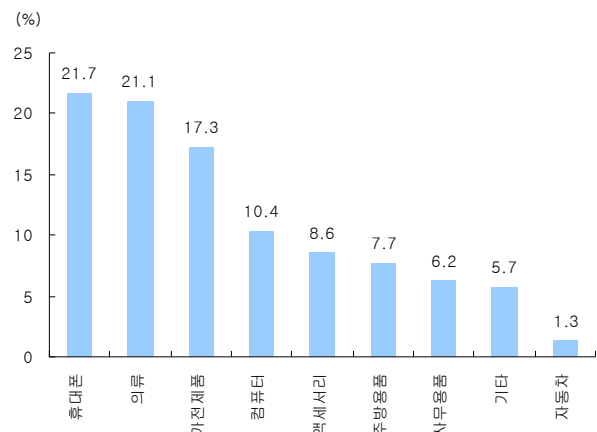
또 다른 주요 소비주체인 중국의 고소득층(부호)과 중산층은 양극화된 품목을 구매할 것으로 판단된다. 중국의 부호 소비자가격지수는 연 평균 4.9% 수준으로 증가하고 있으며 주요 품목은 여행, 교육비, 의료 부문으로 확인된다. 반면 중산층은 과거의 무조건적인 소비와 달리 실속형, 토종 브랜드 선호도 증가로 착한 소비를 지향하고 있다. 때문에 무조건적인 고가상품으로 접근하기 보다는 중국내 토종 브랜드와 유사한 가격경쟁력을 확보해야 할 것으로 판단된다.

그림 41. 바링허우 세대(80년 後) 학력 수준



주: 2012년 8월 조사
자료: KITA, IBK투자증권

그림 42. 바링허우 세대(80년 後)의 주요 한국제품 사용 품목



주: 2012년 8월 조사
자료: KITA, IBK투자증권

(3) 어떻게 : 돈쓰는 주체는 무엇을 어떤 방식으로 소비하는가?

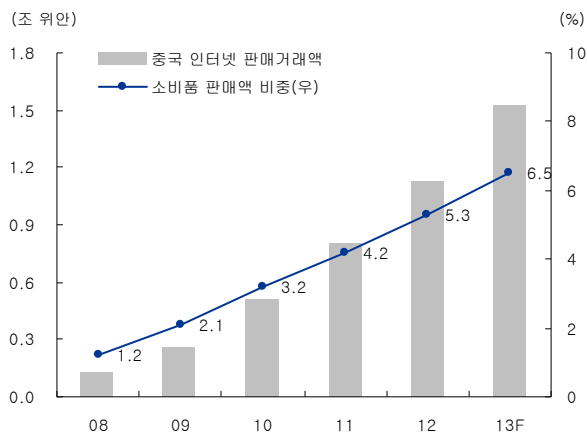
(3) 소비 방식

- ① 인터넷 사용의 용이
- ② 중국관광 인바운드 효과

우리가 쉽게 하는 착오가 1990년 초기 국내 패션시장이 일본의 지나간 트렌드를 받아 들였던 것 처럼 “한국에서 유행이 지난 제품이 뒤늦게 중국에서 유행할 것”이라는 생각이다. 현재 중국의 주요 소비주체는 1) 인터넷 사용이 용이하며, 2) 물건 및 품질, 가격 경쟁력에 민감한 합리적인 소비를 지향하고 있다. 한류의 주요 파급매체는 인터넷, 방송 등으로 실시간으로 패션 트렌드가 전파되고 있어 인터넷(온라인 쇼핑)이 중요한 매체로 부각되고 있다.

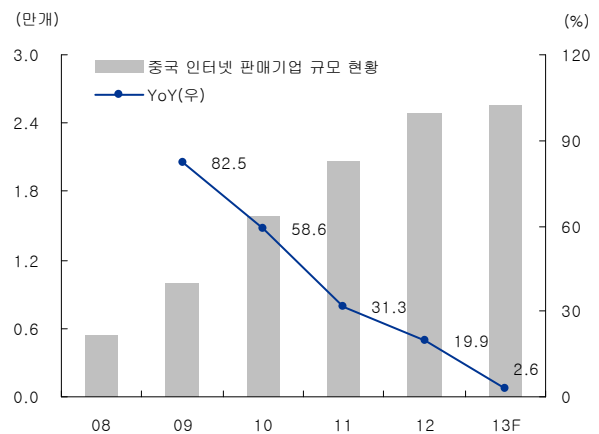
2013년 중국 인터넷 판매 거래액은 1.5조원(+34.8%, YoY) 수준으로 전망되며, 이중 소비품 판매액 비중은 6.5%로 소비자의 소비성향이 오프라인에서 온라인으로 영역을 확대하고 있음을 확인할 수 있다. 특히 패션제품 소비자 가격이 증가하고, 높은 관세(평균 관세율 9.7%)로 인해 제품 구매가격이 높아짐에 따라, 고가 브랜드의 인터넷 판매규모가 점진적으로 증가하고 있으며 중국인 관광객 인바운드 효과가 기대가능하다.

그림 43. 중국 인터넷 판매 거래 규모 현황



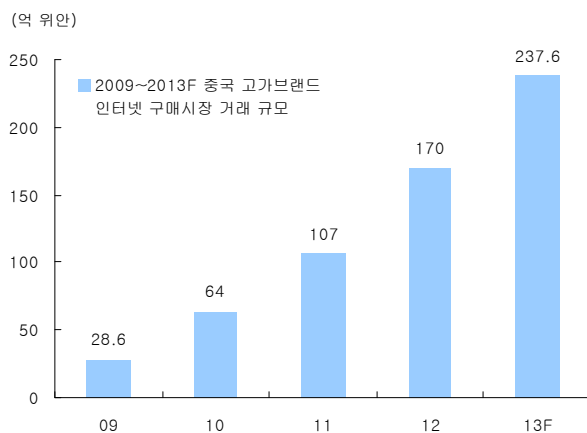
자료: 중국통계국, IBK투자증권

그림 44. 중국 인터넷 판매기업 규모 현황 (B2C, C2C)



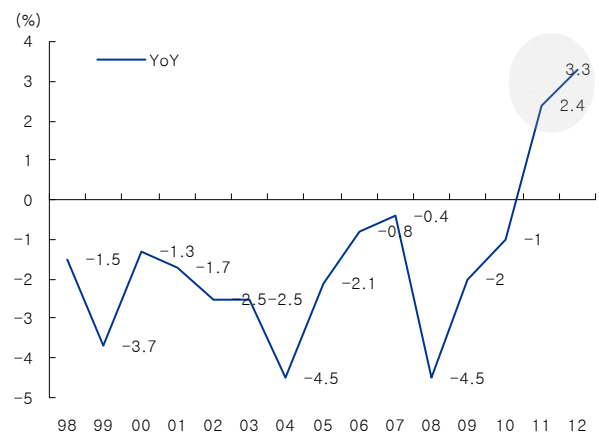
자료: 중국통계국, IBK투자증권

그림 45. 중국 고가브랜드 인터넷 구매시장 거래 규모



자료: 중국전자상무연구중심(KOTRA 재인용), IBK투자증권

그림 46. 1998~2012년 패션 상품 소비자 가격 YoY



자료: 중국통계국, IBK투자증권

일반적으로 중국에 진출한 외자업체들의 제품은 관세(평균 관세율 9.7%)와 역수출 우려를 고려해 높은 가격에 거래되고 있다. 최근 중국인 관광객이 증가하고 있으며(2012년 8,100만명, 전년대비 +15%) 관광보다 쇼핑을 선호하는 여행객이 증가하고 있기 때문에 인바운드 효과를 기대할 수 있다.

우리나라는 중국인 부자의 여행선호 순위 13위로, 한류와 함께 쇼핑 패키지관련 상품의 니즈가 높으며 쇼핑물품은 주로 의류, 핸드백, 화장품, 홍삼 제품군으로 파악된다.

표 10. 2013년 중국 부자선호국 순위

순위	국가	선호도(%)
1	프랑스	34
2	미국	33.8
3	싱가폴	26.5
4	스위스	23.1
5	영국	22
6	이탈리아	20.9
7	호주	19.4
8	두바이	17.1
9	독일	16.2
10	몰디브	13.9
13위	한국	12

자료: World Street Journal(KOTRA 재안용), IBK투자증권

V. 맺음말

써머 바겐세일, 절호의 쇼핑 찬스!!!

하반기, 계절적 성수기
→ 이익성장을 보여주는
업체별 밸류에이션 매력
높아질 것

경기둔화에 따른 소비심리 약화로 인해 2013년 상반기 부진한 실적이 이어짐에 따라, 연초 2012년 기저효과와 하반기 경기회복 기대감에 따른 주가 상승분은 대부분 해소된 상태이다. 그러나 하반기가 패션업종의 계절적 성수기임을 감안하며 소비심리 둔화 리스크는 주가에 대부분 반영되었다고 판단되며, ① 의복(패션)역할의 확대에 따른 업체별 대응력 확보, ② 합리적인 소비자 중심의 비즈니스 모델 구축, ③ 매체 다각화 전략, ④ 해외시장 진출로 신규 성장모멘텀 보유 등의 컨셉을 확보한 기업중심의 투자를 권고한다.

당사는 1) 의복역할의 확대에 따른 상대적 부가가치를 보유하고 2) 합리적인 소비자를 대응하기 위한 상품매출 구성력을 확보하며 3) SK네트웍스와의 계약을 통해 중국의 진출 여부에 대한 가능성을 유지하고 있는 한섬을 탑픽으로 추천한다.

표 11. IBK 패션업종 추천 종목 요약

(단위: 십억원, 원, %, 배)

구분	한섬	배이직하우스	대현	신세계인터내셔널	LG패션
현재가(원) (7/23)	28,450원	18,450원	2,355원	78,500원	28,700원
목표주가(원)	37,000원	27,000원	3,200원	87,000원	39,000원
상승여력	30.1%	46.3%	35.9%	10.8%	35.9%
1. 사업부 점검					
주력사업	패션 브랜드 업체 (주요 타겟층 : 20~30대 여성복)	중저가가격의 캐주얼 브랜드	20~30대 여성복 제품 브랜드	상품매출 중심의 패션컨텐츠 업체	패션 브랜드 업체 (주요 타겟층 : 20~30대 남성복)
2. 투자포인트 부합여부					
① 의복(패션)역할 확대에 따른 업체별 대응력	브랜드 경쟁력 확보		브랜드 경쟁력 확보, PPL 광고효과		
② 합리적인 소비자 중심의 비즈니스 모델	컨템포러리 조닝 확대 (신규 상품 브랜드 계약확대)			컨템포러리 조닝 확대 (신규 상품 브랜드 계약확대)	컨템포러리 조닝 보유
③ 매체의 다각화 전략		온라인 채널 확대			
④ 해외시장 진출	SK네트웍스에게 중국내 독점유통사업권 계약 (로열티 인식)	중국내 직진출, 의미있는 성장세 시현	라이선스 계약을 통해, 독점판매권 제공 (수수료+로열티 인식)		헤지스(라이선스 진출), 기타브랜드(직진출) → 실적측면에서 라이선스 진출이 유리
3. 2013F 실적	별도	연결	별도	별도	별도
매출액	503	562	248	817	1,419
영업이익	85	53	12	44	132
OPM(%)	16.9%	9.4%	4.9%	5.3%	9.3%
EPS(원)	2,971	1,593	191	4,791	3,414
12개월 Fwd EPS(원)	3,118	2,066	233	5,475	3,605
4. Valuation					
PER	9.6	11.6	12.3	16.4	8.4
PBR	1.0	1.7	1.0	1.3	0.9
ROE(%)	10.4	16.2	8.3	8.2	10.5
5. 비고	① 제품브랜드 : 남성복 위주의 외형성장 ② 상품브랜드 : 신규 상품브랜드 확보 ③ 수익성 개선 : 사육이전으로 인한 임차비용 절감	① 국내법인 효율성 강화 ② 중국법인 : 브랜드&점포확대로 외형성장	① 신규 제품 브랜드 론칭으로 실적 턴어라운드 ② 임대수익으로 인한 이익안정성 확보	① 국내브랜드 : 적자사업부 철수로 수익성 개선 ② 해외브랜드 : 경쟁력 있는 신규 상품브랜드 확보 ③ 계열사 시너지 효과	① 경기민감도에 취약, 다만 소비심리 회복시 빠르게 개선될 것 ② 현주가는 밸류에이션 최하단 위치, 하방경직성 확보

자료: IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
한섬 (020000)	매수(신규)	37,000원
베이직하우스(084870)	매수(신규)	27,000원
대현 (016090)	매수(신규)	3,200원
신세계인터내셔널 (031430)	매수(신규)	87,000원
LG패션 (093050)	매수(신규)	39,000원

매수 (신규)

목표주가 37,000원
현재가 (7/23) 28,450원

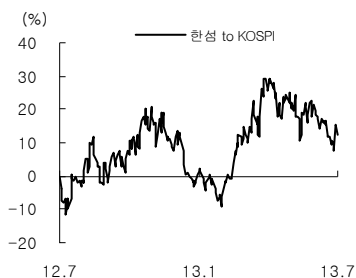
KOSPI (7/23) 1,904.15pt
시가총액 701십억원
발행주식수 24,630천주
액면가 500원
52주 최고가 33,000원
최저가 22,000원
60일 일평균거래대금 2십억원
외국인 지분율 22.3%
배당수익률 (12.12월) 1.1%

주주구성
현대홈쇼핑 34.64%
FID Low Priced Stock Fund 외 1인 9.89%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	6%	19%
절대기준	-7%	10%	12%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	-	-
목표주가	37,000	-	-
EPS(13)	2,971	-	-
EPS(14)	3,222	-	-

한성 상대주가 (%)



한성 (020000)

한성이기 때문에

브랜드가 구매 이유가 되는 업체

한성은 타임, 마인, 시스템, SJSJ, 타임옴므, 시스템 옴므 6개의 제품 브랜드와 상품 브랜드를 중심으로 성장해 왔다. 뛰어난 브랜드 경쟁력에도 불구하고 경기 둔화 지속으로 인한センチメント 약화와 2012년 하반기부터 일부 상품브랜드의 계약종료에 따른 매출공백의 영향으로, 동사도 실적 둔화에서 벗어나지 못했다.

그러나, 동사의 브랜드 경쟁력은 의복(패션)의 역할이 확대됨에 따라 상대적 부가가치가 더욱 부각될 것으로 판단되며 1) 매장확대의 룬이 남아 있는 남성 브랜드 제품매출의 볼륨확대와 2) 하반기 본격적인 상품매출 확대에 따른 매출 회복이 기대된다. 특히 동사의 상품 매출은 합리적인 가치 소비자를 지향한 컨템포러리 조닝을 타겟으로 하고 있어 긍정적이다. 또한 동사는 3) 사옥이전으로 연간 70~80억원의 임차비용을 절감하며 수익성 개선도 꾀하고 있다. 하반기 패션산업이 계절적 성수기임을 고려했을 때, 경기회복시 높은 브랜드 경쟁력을 소유한 동사의 빠른 실적 개선이 기대된다.

투자 의견 매수, 목표주가 37,000원 신규 제시

한성에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 37,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 2013년 실적 추정치를 반영한 영업가치와 동사가 소유한 부동산 자산가치를 합산하여 산출하였다. 동사는 하반기 경기회복과 실적 턴어라운드 모멘텀에 따라 연초 기대감과 함께 올랐던 주가가 고점대비 20% 정도 조정받은 상태이다. 한성의 브랜드 경쟁력에는 여전히 신뢰감이 있으며, 상품매출을 통해 성장동력을 확보하였고 현 주가는 2013년 12개월 Fwd EPS 기준 9배로 밸류에이션 매력도 충분하다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	489	490	503	537	579
영업이익	94	70	85	94	109
세전이익	109	80	96	104	119
지배주주순이익	81	63	73	79	91
EPS(원)	3,269	2,559	2,971	3,222	3,691
증가율(%)	11.9	-21.7	16.1	8.5	14.5
영업이익률(%)	19.3	14.3	16.9	17.4	18.9
순이익률(%)	16.5	12.9	14.5	14.8	15.7
ROE(%)	13.9	9.8	10.4	10.3	10.7
PER	9.1	11.5	9.6	8.8	7.7
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.2	8.4	6.1	5.0	3.8

주: K-IFRS 별도기준 / 자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 37,000원 신규 제시

투자 의견 매수,
목표주가 37,000원
신규 제시

한섬에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 37,000원을 신규 제시한다. 동사가 소유한 자산가치를 고려하여 SOTP Valuation을 적용하였으며, Target Multiple은 동사의 과거 3개년 평균인 6.3배를 적용하였다.

동사의 현 주가는 2013년 12개월 Fwd EPS 기준 PER 9배 밸류에이션상 매력적인 위치에 있어 주가 상승여력이 충분하다. 오히려 1) 아직 매장 확대 몫이 남아 있는 남성복 브랜드의 볼륨확대와 2) 하반기 상품매출의 확대에 따른 매출회복이 기대되며 3) 사옥이전으로 연간 70~80억원의 임차비용을 절감하며 수익성 개선도 꾀하고 있다. 하반기 경기회복시 높은 브랜드 경쟁력으로 동사의 빠른 실적 개선과 주가 모멘텀이 기대된다.

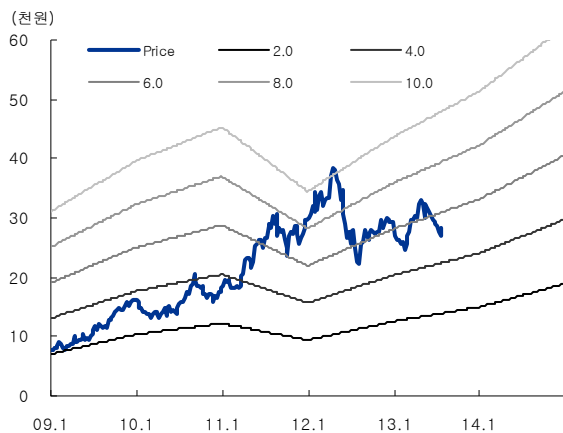
표 12. 한섬 목표주가 산출

(단위: 억원, 천주, 배, 원%)

구분	적정가치	비고
1. 영업가치	6,028	③=①*②
2013년 예상 EBITDA	957	①
Target EV/EBITDA	6.3	②, 과거 3년 평균
2. 비영업가치	2,185	⑥=④-⑤
부동산(한섬피앤디)	1,003	④, 2013.1Q 장부가 기준
순차입금	-1,182	⑤, 2013년 예상기준
총기업가치	8,213	⑦=③+⑥
유통주식수(천주)	21,970	⑧ = 상장주식수 - 자사주
목표주가	37,000	⑦/⑧
현주가	28,450	2013년 7월 23일 종가
상승여력	30.1%	

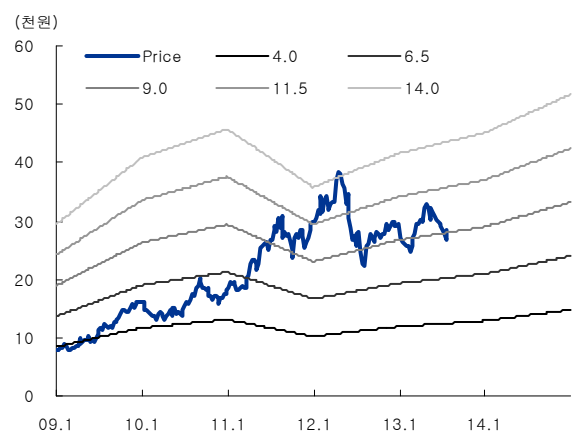
자료: IBK투자증권

그림 47. 한섬 EV/EBITDA Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

그림 48. 한섬 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

투자포인트 1. 제품매출, 브랜드 경쟁력은 아직 양호

하반기 경기회복 기대감으로 소폭 회복 기대

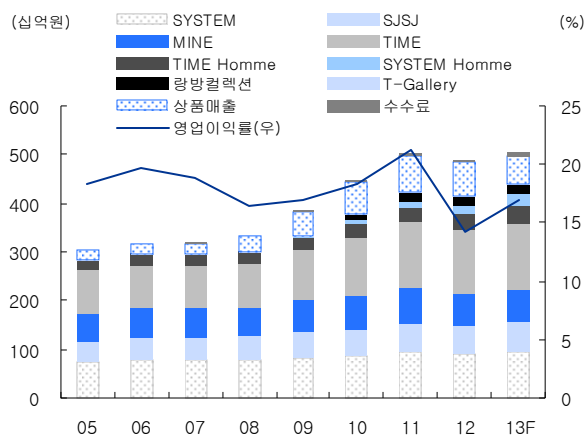
한섬을 입고 싶다

한섬은 타임, 마인, 시스템, SJSJ, 타임옴므, 시스템옴므의 6개 제품 브랜드와 상품 브랜드를 중심으로 성장해 왔다. 동사의 브랜드는 20~30대의 여성층 대상의 고가 포지션에 위치했음에도 뛰어난 브랜드 인지도로 충성도 높은 고객층을 확보하고 있다. 이에 따라 상대적으로 경기민감도에 강하며 2012년을 제외하고 전 브랜드 꾸준한 성장세(YoY)를 유지해 왔다. 동사의 브랜드 경쟁력은 의복(패션)의 역할이 확대됨에 따라 상대적인 부가가치가 부각되어 더욱 뛰어난 경쟁력을 가지게 될것으로 판단된다.

동사는 2013년 상반기, 작년 7월에 계약이 종료된 상품브랜드 매출공백과 경기둔화로 인한 센터먼트 약화로 전년부터 이어지는 실적 부진을 면치 못했다. 이에 1) 매장확대의 룬이 남아 있는 남성복 브랜드를 통해 제품매출 외형확대를 꾀하고 있으며, 2) 랑방 브랜드를 통해 다양한 복종의 진출도 모색하고 있다. 상반기 시스템 옴므, 랑방의 매장을 각각 5개씩 확대하였으며 하반기에도 유사한 점포수 확대가 계획되어 있다.

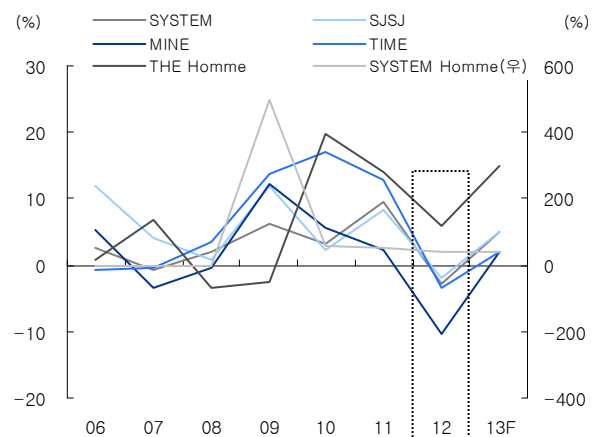
하반기 패션산업이 계절성 성수기 임을 고려했을 때, 높은 브랜드 경쟁력을 가진 동사의 가파른 실적 개선이 기대된다.

그림 49. (별도기준)한섬 브랜드별 매출 및 영업이익률 추이



자료: 한섬, IBK투자증권

그림 50. 브랜드별 매출액 성장률 추이 - 꾸준한 성장세 지속



자료: 한섬, IBK투자증권

투자포인트 2. 상품매출, 구성력 증대로 매출회복 도모

본 게임은 지금부터 시작

한섬의 매출은 제품 브랜드 85%, 상품 브랜드 15%로 구성되어 있다. 2012년 7월, 한섬의 최대주주 변경에 따라 지방시, 셀린느와의 계약이 종료되었으며 발렌시아가가 직진출 진행을 위해 2013년 1월 계약을 종료하였다. 주요 상품브랜드의 매출이탈 현상은 올해 상반기까지 이어져, 2013년 상반기 상품매출은 전년대비 43% 감소한 244억원을 시현할 것으로 전망한다.

이에 따라 동사는 공격적인 상품 브랜드 계약을 위한 작업을 진행중에 있으며, 현재 라이선스 계약이 완료된 업체는 엘리자베스앤제임스(2013년 3월), 히스테릭글래머(2013년 5월), 일레븐티(2013년 5월), 이로(2013년 하반기), 발리(2014년 초)이며 하반기 추가적으로 2~3개의 상품 구성력을 확보할 계획이다.

의복(패션)의 역할이 확대됨에 따라 복종간의 경계가 모호해지고, 소득수준의 양극화는 합리적인 가치소비를 지향한다. 한섬은 수입 상품브랜드의 확대를 통해 1) 커리어,캐릭터 조닝과 명품 브랜드를 포괄적으로 수용하는 것이 가능하고 2) 상대적으로 합리적인 가격으로 고가제품을 제공하여 소비자를 대응하고 있다.

한섬은 2017년까지 전체 매출의 30%를 상품매출로 구성할 계획을 세우고 있다. 이는 상품매출이 제품매출 대비 수익성이 부진함에도 불구하고, 세계적인 브랜드가치를 소유하고 라이선스 계약을 통해 부가수익을 창출하며 불륨성장에 유리한 모델이기 때문이다. 유사한 비즈니스 모델을 소유한 타사대비, 동사는 상품의 라인이 적고 제품브랜드 인지도에 따른 고객확보가 가능하다는 점에서 신규상품의 공격적인 입점이 기대된다.

표 13. 한섬 상품매출 라이선스 계약 진행 동향

브랜드	반영시점	비고
셀린느(Celine)	2012년 7월 중단	
발렌시아가(Balenciaga)	2013년 1월 중단	
지방시(Givenchy)	2012년 7월 중단	
Ann Demeulemeester	2013년 1월 중단	
Lanvin(상품)	2009년 7월~2019년 6월	
Orla Kiely	2012년 7월~2014년 8월	원 계약자 현대백화점으로 부터 양수
Juicy Couture	2012년 7월~2016년 12월	원 계약자 현대백화점으로 부터 양수
Chloe	2004년 도입	
Elizabeth&James	2013년 3월도입	
Hysteric Glamour	2013년 5월도입	
Eleventy	2013년 5월도입	
IRO	2013년 하반기	
Bally	2014년 초	

자료: 한섬, IBK투자증권

영업 실적 전망

하반기, 상반기 기대감을 현실화 시키자

2013년 별도기준,
매출액 5,035억원
영업이익 850억원
(OPM 16.9%)시현 전망

한섬은 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액 5,035억원(+2.8%, YoY), 영업이익 850억원(+21.8%, YoY), 영업이익률 16.9%를 시현할 전망이다. 동사는 2013년 1분기를 기점으로 지방시, 셀린느, 발렌시아가 등의 주요 상품매출 실적의 이탈에도 불구하고, 1) 충성도 높은 브랜드 경쟁력과 남성복 중심의 매장확장에 따른 볼륨확대, 2) 하반기 본격적인 상품매출 계약을 통한 매출 회복이 기대된다. 또한 동사는 3) 사옥이전으로 연간 70~80억원의 임차 비용을 절감할 수 있어 수익성 개선도 기대 가능하다. 하반기 패션산업이 계절적 성수기 인 점을 고려했을 때 경기회복시 높은 브랜드 경쟁력을 소유한 동사의 빠른 실적 개선이 전망 된다.

2013년 2분기 별도기준 매출액은 1,057억원(-7.5%, YoY), 영업이익 137억원(-33.6%, YoY)을 시현할 전망이다. 주요 매출 감소원인은 캐시카우 역할의 여성복 브랜드의 매출이 전년 동기대비 5~10%수준의 실적부진이 지속되며, 일부 상품매출 이탈현상에 기인 한다. 그러나 1) 남성브랜드 매장확대로 인한 제품 브랜드의 볼륨성장이 기대되며, 2) 동사의 신규 상품브랜드들의 보수적인 매출(BEP)수준의 실현을 가정하더라도 2012년 하반기 대비 19.6% 증가한 긍정적인 매출을 시현할 것으로 판단됨에 따라 하반기로 갈수록 실적 개선폭은 증가할 것이다.

표 14. 2013년 별도기준 한섬 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

구분	13.1Q	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2012	2013F	YoY(%)
매출액	118	106	98	181	490	503	2.8%
SYSTEM	23	20	19	34	91	96	5.0%
SJSJ	15	13	12	22	59	62	5.0%
MINE	16	14	13	24	64	65	2.0%
TIME	32	28	26	48	130	133	2.0%
TIME Homme	8	8	7	14	33	38	15.0%
SYSTEM Homme	4	5	5	9	17	24	40.0%
량방컬렉션	5	5	5	9	21	24	15.0%
상품매출	12	12	11	20	69	57	-18.0%
수수료	1	1	1	2	5	5	3.0%
영업이익	18	14	13	40	70	85	21.8%
영업이익률(%)	15.4%	13.0%	13.4%	22.1%	14.3%	16.9%	2.6%p
순이익	16	13	11	33	63	73	16.1%
순이익률(%)	13.9%	12.1%	11.4%	18.0%	12.9%	14.5%	1.7%p

자료: 한섬, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	489	490	503	537	579
증가율(%)	9.3	0.1	2.8	6.6	7.8
매출원가	182	205	206	219	230
매출총이익	307	285	297	318	349
매출총이익률 (%)	62.7	58.1	59.0	59.3	60.3
판매비	213	215	212	225	240
판매비율(%)	43.5	43.9	42.1	41.8	41.4
영업이익	94	70	85	94	109
증가율(%)	14.5	-25.9	21.8	10.2	16.8
영업이익률(%)	19.3	14.3	16.9	17.4	18.9
순금융손익	2	5	5	4	3
이자손익	3	4	4	3	2
기타	0	1	1	1	1
기타영업외손익	14	5	6	6	6
중속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	109	80	96	104	119
법인세	29	17	22	24	28
법인세율	26.4	21.4	23.5	23.5	23.5
계속사업이익	81	63	73	79	91
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	63	73	79	91
증가율(%)	11.9	-21.7	16.1	8.5	14.5
당기순이익률 (%)	16.5	12.9	14.5	14.8	15.7
자배주당당기순이익	81	63	73	79	91
기타포괄이익	2	2	0	0	0
총포괄이익	83	65	73	79	91
EBITDA	102	77	96	112	133
증가율(%)	13.2	-24.3	24.1	17.1	19.1
EBITDA마진율(%)	20.8	15.8	19.0	20.9	23.0

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	358	396	468	522	597
현금및현금성자산	101	80	120	147	202
유가증권	2	0	0	0	0
매출채권	47	44	45	48	52
재고자산	176	175	179	180	185
비유동자산	338	346	361	386	407
유형자산	77	98	217	239	255
무형자산	3	3	3	3	3
투자자산	136	120	128	129	131
자산총계	696	742	829	908	1,004
유동부채	71	57	70	72	77
매입채무및기타채무	20	18	19	20	21
단기차입금	3	2	2	2	2
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11	14	22	26	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	82	71	92	98	109
자배주주지분	614	671	737	810	895
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	114	116	116	116	116
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	6	7	7	7	7
이익잉여금	505	558	624	697	781
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	614	671	737	810	895
비이자부채	78	69	90	96	107
총차입금	4	2	2	2	2
순차입금	-97	-78	-118	-145	-199

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	3,269	2,559	2,971	3,222	3,691
BPS	24,840	27,133	29,838	32,793	36,216
DPS	470	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	9.1	11.5	9.6	8.8	7.7
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.2	8.4	6.1	5.0	3.8
성장성지표(%)					
매출증가율	9.3	0.1	2.8	6.6	7.8
EPS증가율	11.9	-21.7	16.1	8.5	14.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	1.0	1.1	1.1	1.1
ROE	13.9	9.8	10.4	10.3	10.7
ROA	12.2	8.8	9.3	9.1	9.5
ROIC	29.9	23.5	21.0	18.8	20.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	13.3	10.6	12.4	12.1	12.2
순차입금 비율(%)	-15.8	-11.6	-16.0	-17.9	-22.3
이자보상배율(배)	704.7	615.9	980.1	1,026.2	1,182.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.5	10.8	11.3	11.5	11.6
재고자산회전율	3.1	2.8	2.8	3.0	3.2
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	50	63	69	88	100
당기순이익	81	63	73	79	91
비현금성 비용 및 수익	8	24	1	8	15
유형자산감가상각비	8	7	11	18	24
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-47	-19	-11	-3	-7
매출채권등의감소	-8	3	-1	-3	-4
재고자산의감소	-42	-21	-4	-1	-5
매입채무등의증가	1	-2	1	1	2
기타 영업현금흐름	9	-5	6	3	2
투자활동 현금흐름	-22	-72	-100	-67	-56
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-7	-130	-40	-40
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7	-19	109	-1	-2
기타	0	-47	-79	-26	-14
재무활동 현금흐름	-9	-11	20	6	10
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-9	-11	20	6	10
기타 및 조정	0	0	51	0	0
현금의 증가	20	-20	40	27	54
기초현금	81	101	80	120	147
기말현금	101	80	120	147	202

매수 (신규)

목표주가 27,000원
현재가 (7/23) 18,450원

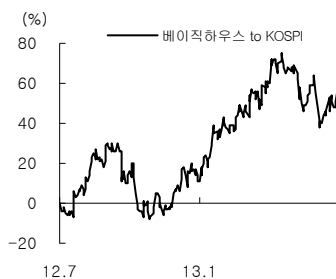
KOSPI (7/23)	1,904.15pt
시가총액	385십억원
발행주식수	20,857천주
액면가	500원
52주 최고가	21,000원
최저가	10,700원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	31.9%
배당수익률 (12.12월)	0.0%

주주구성	
우종원 외 13인	46.54%
Triumph II Investments (Ireland) Limited	20.04%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	4%	28%	70%
절대기준	-1%	33%	60%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	27,000	-	-
EPS(13)	1,593	-	-
EPS(14)	2,404	-	-

베이직하우스 상대주가 (%)



베이직하우스 (084870)

중국을 논할수 있는 국내 유일 패션업체

중국의 색(色)을 입다

베이직하우스는 중국내 강한 브랜드 인지도로 외형성장성을 확인하고, 저성장 국면에 돌입한 국내법인의 수익성을 개선시켜 실적모멘텀을 확보할 전망이다. 국내 법인은 복종간의 경쟁이 심화되고, SPA브랜드 확대에 의해 중저가 타겟층의 가격경쟁력을 상실하였다. 이에따라 동사는 실적이 부진한 사업부를 철수하고, 매장 효율성을 높이며, 채널의 다변화를 통해 탑라인 성장둔화를 보완하고 수익성을 개선시키는 전략을 구사하고 있다.

한편, 중국법인의 경우 1) 중국인 MD를 구성하여 제품의 현지화를 통해 경쟁력을 확보하고, 2) 직영점의 비중을 높게 가져감에 따라 유용한 재고관리를 도모하고 있다. 또한 3) 2009~2011년 급격하게 확대했던 매장의 감가상각비가 해소되는 시점에서 기존점 성장률을 확보할수 있는바, 안정적인 외형성장과 이익확보가 기대 가능하다.

동사의 2013년 K-IFRS기준 연결 매출액은 5,622억원(+7.9%, YoY), 영업이익 527억원(+88.9%, YoY), 영업이익률 9.4%를 실현할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 27,000원 신규 제시

베이직하우스에 대해 투자의견 매수와 목표주가 27,000원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2013년 12개월 Fwd EPS 2,066원에 중국내 유사 의류업체의 2013년 평균 PER 13배를 적용하였다. 동사의 적용 PER은 국내 업종 PER 대비 소폭 높은 수준이나, 1) 국내 내수시장이 저성장 국면으로 돌입한 시점에서 중국시장의 모멘텀을 확보하고 있으며 2) 2014년 홍콩시장내 상장을 앞두고 있다는 점을 감안하였다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	472	521	562	657	803
영업이익	31	28	53	76	107
세전이익	27	21	49	75	108
지배주주순이익	19	16	38	57	82
EPS(원)	847	693	1,593	2,404	3,452
증가율(%)	238.3	-18.2	130.0	50.9	43.6
영업이익률(%)	6.6	5.4	9.4	11.6	13.3
순이익률(%)	4.0	3.2	6.7	8.7	10.2
ROE(%)	9.9	7.7	16.2	20.1	23.2
PER	20.1	21.1	11.6	7.7	5.3
PBR	1.9	1.7	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	9.1	6.3	4.8	3.3	2.3

주: K-IFRS 연결기준/ 자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 27,000원 신규 커버리지 개시

투자의견 매수,
목표주가 27,000원
신규 제시

베이직하우스에 대한 투자의견 매수, 목표주가 27,000원을 제시한다. 동사의 목표주가는 2013년 12개월 Fwd EPS 2,066원에 Target Multiple은 PER 13배를 적용하였다. 적용 PER은 중국내 유사 의류업체의 2013년 예상 평균 PER을 반영하였다. 이는 국내 패션업종 평균 PER 대비 소폭 높은 수준이나, 1) 국내 내수시장이 저성장국면으로 돌입한 시점에서 중국시장의 성장모멘텀을 확보하고 있으며 2) 2014년 홍콩시장내 상장을 앞두고 있다는 점을 감안하였다.

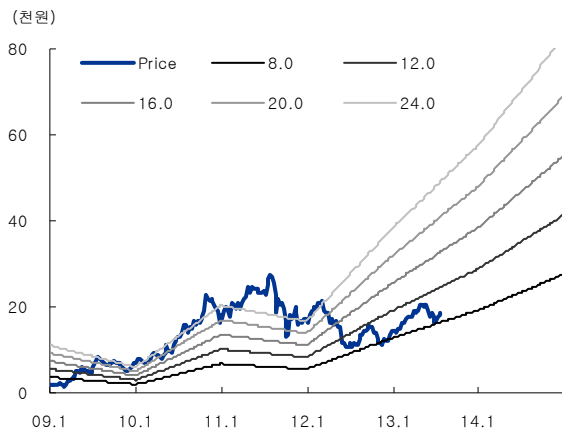
표 15. 베이직하우스 목표주가 산출

(단위: 원배)

구분	적정가치	비고
베이직하우스 연결 EPS	2,066	①, 2013년 12개월 Fwd 기준
Target PER	13	②, 중국 의류업체 평균 PER
목표주가	27,000	①*②=③
현재주가	18,450	2013년 7월 23일 기준
상승여력	46.3%	투자의견 매수(신규)제시

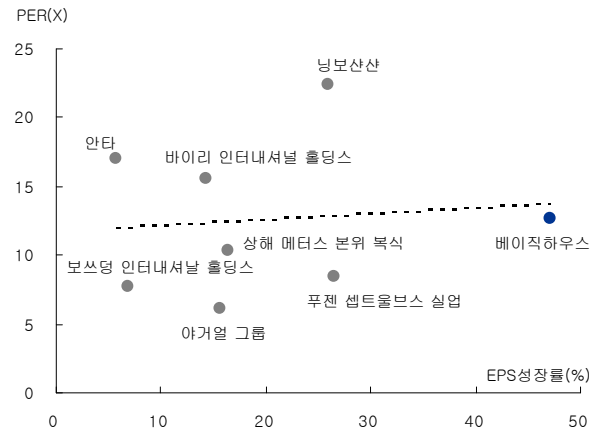
자료: IBK투자증권

그림 51. 베이직하우스 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

그림 52. 중국내 유사 패션업종 PER-EPS성장률(%) 그래프



주: 2013년 7월 23일 종가기준, IBK추천종목은 당사 추정치에 근거함
자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 16. 해외 패션업체 투자전략 및 지표

(단위: 십억원, 원, 백만 위안, 위안, %, 배)

구분	KS,084870	HK,3998	CH,002029	CH,600177	CH,002269	CH,600884	HK,2331	HK,2020	HK,1880
	베이직하우스	보쓰딩 인터내셔널 홀딩스	푸젠 셴트올브스 실업	야거얼 그룹	상해 메터스 본위 복식	닝보산산	리닝	안타	바이리 인터내셔널 홀딩스
주력사업	국내 캐주얼 브랜드	중고가 다운의류 브랜드	의류, 액세서리 디자인 및 제조 업체 (주요 상품은 남성복 위주)				스포츠웨어	스포츠웨어	여성신발 판매업체
현재가 (7/23)	18,450	1.6	7.1	5.8	8.6	11.7	4.3	8.4	11.2
시가총액	385	12,812	5,327	12,892	8,653	4,815	5,846	20,851	94,463
매출액	2011	472	7,038	2,896	11,180	9,890	2,986	8,929	28,945
	2012	521	8,376	3,446	10,166	9,447	3,738	6,739	32,859
	2013F	562	9,323	3,530	12,860	9,483	4,428	5,987	37,341
	2014F	657	9,949	4,019	14,671	10,383	5,590	6,421	42,156
영업이익	2011	31	1,372	494	1,744	1,661	139	631	1,863
	2012	28	1,618	727	2,384	1,073	147	-1,527	1,395
	2013F	53	1,703	791	2,962	1,033	224	-227	1,204
	2014F	76	1,718	934	3,407	1,270	308	150	1,249
EBITDA	2011	54	1,433	569	2,194	1,976	261	892	1,953
	2012	57	1,726	850	2,851	1,454	271	-1,300	1,505
	2013F	84	1,875	805	5,301	1,434	NA	56	1,283
	2014F	112	1,997	909	5,554	1,571	NA	381	1,345
순이익	2011	18	1,276	412	1,763	1,206	153	386	1,730
	2012	14	1,437	561	1,599	850	159	-1,979	1,359
	2013F	33	1,329	597	1,985	826	199	-332	1,007
	2014F	50	1,295	697	2,353	978	252	32	1,030
EPS	2011	847	0.2	0.6	0.8	1.2	0.4	0.4	0.7
	2012	693	0.2	0.8	0.7	0.9	0.4	-1.9	0.5
	2013F	1,593	0.2	0.8	0.9	0.8	0.5	-0.2	0.4
	2014F	2,404	0.2	0.9	1.1	1.0	0.7	0.0	0.4
BPS	2011	8,954	0.9	3.1	5.4	4.1	7.1	3.3	2.6
	2012	8,775	0.9	5.6	6.3	4.1	7.9	1.5	2.7
	2013F	10,657	0.9	6.4	7.0	4.2	8.3	2.0	2.8
	2014F	13,076	1.0	7.2	7.7	4.6	9.0	1.8	2.9
PER(x)	2011	20.1	11.8	24.2	11.9	21.6	33.2	13.6	10.8
	2012	21.1	10.8	15.6	11.0	15.4	26.5	NA	10.1
	2013F	11.6	7.8	8.8	6.3	10.7	23.0	NA	16.3
	2014F	7.7	8.1	7.8	5.3	9.1	17.5	82.3	15.8
PBR(x)	2011	1.9	2.2	5.1	1.7	6.3	1.7	1.5	2.9
	2012	1.7	2.2	2.2	1.3	3.2	1.3	2.6	2.0
	2013F	1.7	1.4	1.1	0.8	2.1	1.4	1.8	2.4
	2014F	1.4	1.4	1.0	0.8	1.9	1.3	1.9	2.3
EV/EBITDA(x)	2011	9.1	8.1	17.7	17.1	13.9	25.8	5.7	7.3
	2012	6.3	7.6	9.1	11.8	9.2	23.2	NA	6.1
	2013F	4.8	4.8	4.3	5.4	5.8	NA	102.8	9.3
	2014F	3.3	4.5	3.9	5.1	5.3	NA	15.2	8.9
ROE(%)	2011	9.9	18.7	23.1	13.5	32.3	5.0	11.3	28.7
	2012	7.7	20.5	18.0	12.3	20.6	5.2	-77.8	20.7
	2013F	16.2	18.0	14.8	14.4	19.8	6.2	-16.2	14.5
	2014F	20.1	17.6	15.9	15.6	21.4	7.6	-0.4	13.9

주: 2013년 7월 23일 종가기준, IBK추천종목은 당사 추정치에 근거함

주2: 베이직하우스(연결기준), 중국 의류 업체 (연결기준)

자료: Bloomberg, IBK투자증권

투자포인트 1. 본업은 중간만 해도 괜찮아

국내 사업브랜드 효율적인 경영전략으로 수익성 개선

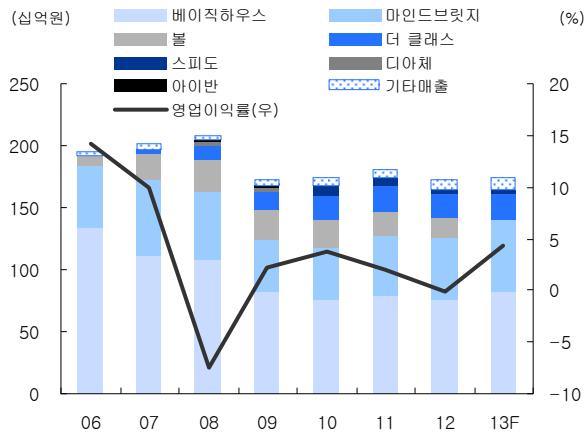
국내법인
→ 효율성 증대, 수익성
개선

동사는 2000년 초입 이지캐주얼 복종 중심의 국내 패션시장의 성장으로 초고속 성장세를 유지하였으나, 2007~2008년 관련복종의 경쟁이 심화되고 최근 SPA브랜드의 등장으로 가격경쟁력을 상실하여 저성장국면에 진입하였다. 이에 동사는 1) 실적이 부진한 사업부(VOLL, 볼)를 철수하고, 2) 매장당 효율성을 높이고 있으며, 3) 채널을 다변화시켜 탑라인 성장둔화를 보완하고 수익성 개선을 계획하고 있다.

2013년 1월말 기준, 적자사업부인 브랜드 볼(VOLL)의 철수가 완료되었으며 이로 인해 매출액 140억원, 영업적자 60억원 수준이 해소될 것으로 판단된다. 동 브랜드의 매출공백은 채널의 다변화(홈쇼핑, 온라인쇼핑몰)와 자회사 흡수합병(FAB INC)을 통해 보완 가능할 것으로 보이며, 2012년 영업손실분은 해소되고 재고물량처분손실 5억원 만이 남아 한자릿수 마진을 실현이 가능할 것으로 판단된다. 브랜드 볼(VOLL)의 철수로 인해 매장수는 43개 감소되었으나, 상설매장을 포함해 350개 매장의 매장당 효율성은 개선될 전망이다.

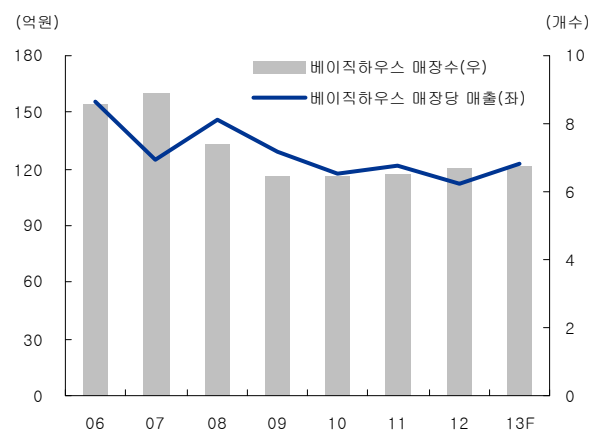
2013년 베이직하우스의 국내법인 매출액은 1,749억원(+0.9%, YoY), 영업이익 75억원(흑자 전환), 영업이익률 4.3%를 실현할 전망이다. 동사의 브랜드는 중저가정책의 캐주얼 복종에 타겟팅 되어 있어 경기방어력에 취약하다. 때문에 채널다양화를 통해 탑라인을 유지하고, 매장당 효율성 증대와 아웃소싱개선으로 수익성을 개선하는데 집중할 예정이다.

그림 53. (별도기준) 베이직하우스 매출액 및 영업이익률 추이



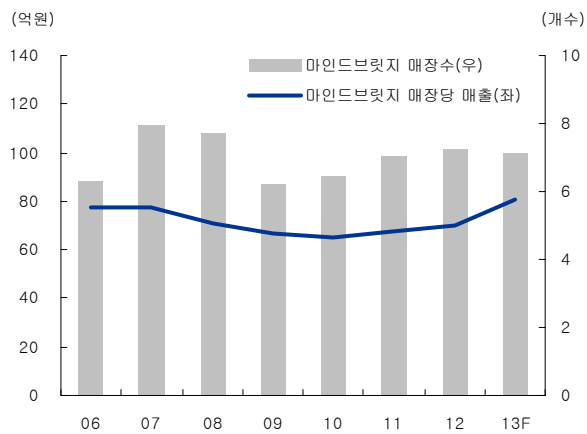
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 54. 베이직하우스 매장수 및 매장당 매출



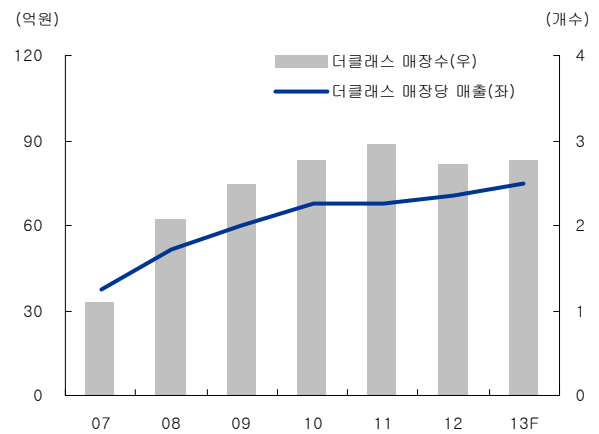
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 55. 마인드브릿지 매장수 및 매장당 매출



자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 56. 더클래스 매장수 및 매장당 매출



자료: 베이직하우스, IBK투자증권

투자포인트 2. 중국 모멘텀이 합리적인 기업

현지화를 통해 이루어 낸 강한 브랜드 인지도

중국법인
→ 외형성장, 비용개선으로
수익성 소폭 회복

2013년 베이직하우스 중국법인 매출액은 3,213억원(+19.9%, YoY), 영업이익 422억원(+49.8%, YoY), 영업이익률 13.1%를 시현할 전망이다. 동사의 중국법인은 1) 브랜드와 매장확대로 외형성장을 도모할 계획이며, 2) 소싱협상력이 개선됨에 따라 원가율을 절감시키고 2009~2011년 600개 이상의 공격적인 매장확대로 인해 지불되었던 감가비(2년상각)가 마무리 되어 수익성이 소폭 회복될 것으로 전망된다. 다만, 2009~2011년 기간의 감가비가 해소되었음에도 불구하고 인테리어의 기본적인 비용이 인상되고, 인건비 부담이 가중됨에 따라 이익개선 속도감은 다소 약할 것으로 보인다.

동사의 중국법인은 1) 중국인 MD를 구성하여 제품의 현지화를 통해 브랜드 인지도를 구축하고, 2) 직영점의 비중을 높게 가져감에 따라 유용한 재고관리를 도모하고 있다.

중국에 진출한 베이직하우스 제품은 국내제품과 달리 20~30대 직장인 여성을 타겟층으로 하고 있으며, 국내 제품대비 높은 가격대를 구성하고 있다. (ex. 베이직하우스 바지 700위안, 마인드브릿지 바지 900위안) 또한 대리상(FC) 방식으로 진행할 경우 매장확대에 유리하나 지속성이 어려우며 재고와 반품물품을 처리하기 어렵다. 직영점으로 통제를 가능하게 하는 것이 고정비를 감내하더라도 효율적으로 브랜드를 관리하는 방법으로 파악된다. 현재 중국 내 백화점 수는 2,700~2,800개, 쇼핑몰은 1,700~1,800개 수준으로 확인되며 베이직 하우스 출점매장은 현재까지 못미치는 1,100여개 수준이다. 아직 진출할 성장의 룬이 충분하다 판단된다.

특히 동사는 2012년을 제외하고 기존점(2년이상 된 매장)성장률이 눈에 띄는 성장세를 보여주고 있어(09년:4%→10년:8.5%→11년:11.1%→12년:2.6%) 향후 경기회복과 공격적으로 확대된 점포들이 기존점 수준으로 올라올 경우, 동사의 성장가능성은 더욱 높아질 전망이다.

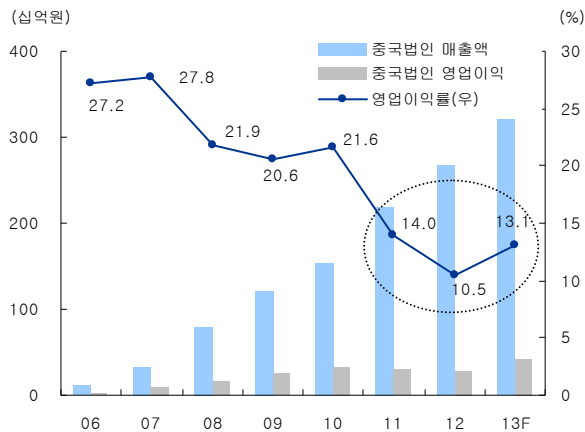
한편 중국법인의 경우 경기 둔화에 따른 할인경쟁으로 선공제 수수료 이슈가 우려점으로 존재하긴 하지만, 2013년 2분기의 경우 전년과 유사하게 진행될 예정으로 제한것일 것으로 파악된다.

그림 57. 베이직하우스의 중국과 국내 제품구성의 차별화



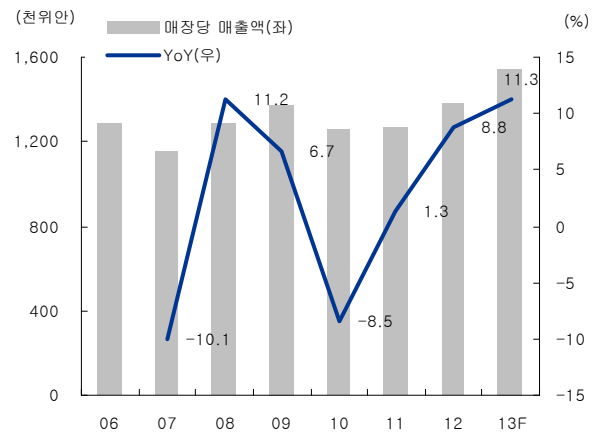
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 58. 베이직하우스 중국 법인 매출액 및 영업이익률 전망



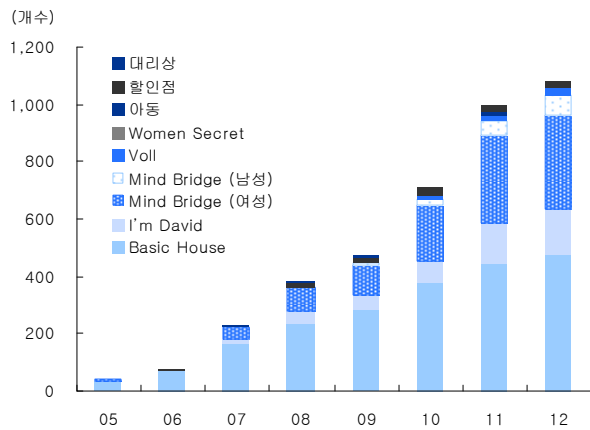
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 59. 중국법인 매장당 매출액(09~11년 공격적 확장의 안정화)



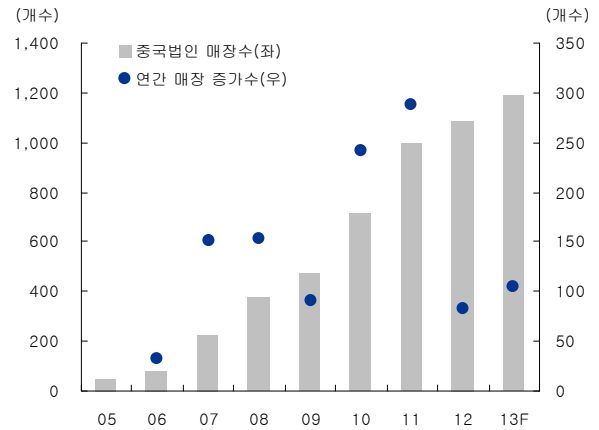
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 60. 중국법인 브랜드별 매장수



자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 61. 중국법인 매장수 및 연간 매장 확대 수

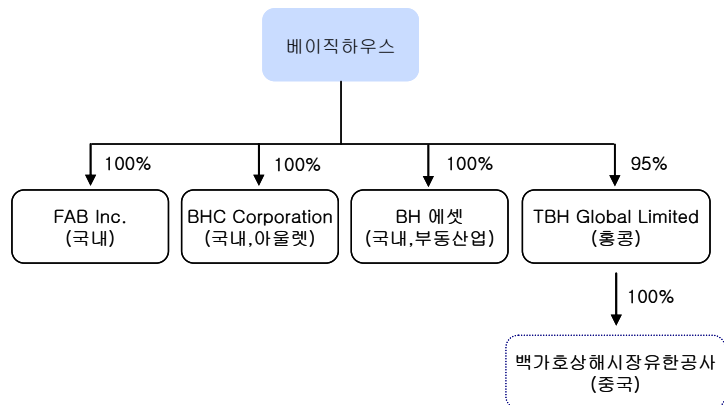


자료: 베이직하우스, IBK투자증권

올해 하반기~내년 상반기
: 중국법인의 홍콩시장 내
상장, 재투자의 의미에서
긍정적

동사는 2015년 2월까지, 현 중국 법인을 홍콩시장내에 상장할 계획이다. 현지화에 적응된 브랜드력과 비용절감에 따른 이익성장성의 긍정적인 추세가 이어질것으로 판단되어, 상장 시점은 올해 하반기에서 내년 상반기 쯤으로 예상된다. 상장을 통한 자금유입은 향후 경기 개선시 동사의 국내 신규 브랜드 쪽으로 투자될 예정이다. 결국에는 국내 신규 브랜드의 확대가 중국시장 내 재투자 기회로 이어질 전망이다.

그림 62. 베이직하우스 지분구조



자료: 베이직하우스, IBK투자증권

영업 실적 전망

숫자는 점점 더 좋아질 것

2013년 연결기준,
매출액 5,622억원
영업이익 527억원
(OPM 9.4%)시현 전망

베이직하우스의 2013년 K-IFRS 연결기준, 매출액은 5,622억원(+7.9%, YoY), 영업이익 527억원(+88.9%, YoY), 영업이익률 9.4%를 시현할 것으로 전망한다. 연결기준 매출액의 중국법인 기여도는 매출액 70%, 영업이익 85%로 파악되어 성장성의 대부분은 중국에서 확인할 것이다. 동사는 1) 국내법인의 효율성 강화를 통한 이익증대와 2) 중국법인의 양호한 성장세를 통해 단기적으로 실적개선을 실현할 것이며, 3) 향후 홍콩 상장을 통해 상장 금액을 국내 브랜드에 재투자 함으로써 장기 성장전략을 모색하고 있다.

동사의 주가는 1분기 호실적 시현과 함께 점진적인 상승세를 유지했으나, 중국의 경제성장을 둔화 리스크로 고점대비 15% 하락하였다. 그러나, 중국내 소비시장은 완만하게 개선세를 보여줄 것이며 동사의 실적 또한 전년대비 꾸준한 호실적을 시현하는 것이 확인되기 때문에 상기 우려는 제한적으로 판단된다.

표 17. (연결기준) 2013년 더베이직하우스 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

구분	13.1Q	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2012	2013F	YoY(%)
매출액	139	130	116	178	521	562	7.9%
더베이직하우스	35	44	38	58	173	175	0.9%
TBH GLOBAL	102	88	80	124	330	393	19.0%
영업이익	13	11	2	27	28	53	88.9%
영업이익률(%)	9.3%	8.2%	1.9%	15.2%	5.4%	9.4%	4.0%p
순이익	8	9	2	18	16	38	132.5%
지배주주순이익	7	7	7	7	14	33	133.1%
지배주주순이익률(%)	5.4%	5.7%	6.4%	4.2%	2.8%	6.0%	3.2%p

자료: 베이직하우스, IBK투자증권

표 18. (별도기준) 더베이직하우스 연간 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)

구분	08	09	10	11	12	13F	YoY(%)
매출액	209	173	175	181	173	175	0.9%
A. 제품매출	205	167	168	174	164	165	0.0%
베이직하우스	108	83	76	80	75	83	10.0%
마인드브릿지	55	41	42	47	50	58	15.0%
볼	26	24	22	20	17	-	첼수
더 클래스	11	15	19	20	19	21	8.0%
스피도	-	-	9	6	3	3	8.0%
디아체	5	3	0	0	-	-	첼수
아이반	1	0	0	0	-	-	첼수
B. 기타매출	4	6	7	8	9	10	17.4%
영업이익	-16	4	6	4	-0.4	7	-2013.2%
영업이익률(%)	적자시현	2.3%	3.7%	2.0%	적자시현	4.3%	흑자전환
순이익	-10.3	8.9	19.3	-1.6	-5.0	2.8	-156.8%
순이익률(%)	적자시현	5.2%	11.1%	적자시현	적자시현	1.6%	흑자전환

자료: 베이직하우스, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	472	521	562	657	803
증가율(%)	39.8	10.5	7.9	16.8	22.3
매출원가	193	210	208	241	288
매출총이익	279	311	354	416	515
매출총이익률 (%)	59.1	59.7	63.0	63.3	64.1
판매비	248	283	301	339	408
판매비율(%)	52.5	54.4	53.6	51.7	50.8
영업이익	31	28	53	76	107
증가율(%)	-15.9	-10.5	88.2	45.0	39.6
영업이익률(%)	6.6	5.4	9.4	11.6	13.3
순금융손익	-6	-7	-3	-1	1
이자손익	-6	-8	-4	-2	0
기타	0	0	0	1	1
기타영업외손익	2	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	27	21	49	75	108
법인세	8	4	12	18	26
법인세율	31.2	20.3	23.5	24.0	24.0
계속사업이익	19	16	38	57	82
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	16	38	57	82
증가율(%)	210.6	-12.1	129.9	51.0	43.6
당기순이익률 (%)	4.0	3.2	6.7	8.7	10.2
자배주당당기순이익	18	14	33	50	72
기타포괄이익	6	-8	6	0	0
총포괄이익	25	8	44	57	82
EBITDA	54	57	84	112	144
증가율(%)	1.4	6.0	47.8	32.7	28.4
EBITDA마진율(%)	11.4	11.0	15.0	17.1	17.9

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	277	281	336	416	519
현금및현금성자산	17	35	67	111	162
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	80	81	89	94	100
재고자산	160	138	149	174	213
비유동자산	160	149	152	158	166
유형자산	123	110	115	120	129
무형자산	2	2	2	2	1
투자자산	10	1	3	4	4
자산총계	437	430	487	573	685
유동부채	208	136	129	147	169
매입채무및기타채무	31	22	31	40	52
단기차입금	115	61	44	48	52
유동성장기부채	24	6	3	3	3
비유동부채	36	95	115	126	134
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	10	19	19	19
부채총계	243	230	244	273	303
자배주주지분	189	185	224	274	346
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	75	75	75	75	75
자본조정등	-9	-20	-20	-20	-20
기타포괄이익누계액	6	-1	4	4	4
이익잉여금	106	121	154	204	276
비자배주주지분	5	14	20	26	36
자본총계	194	200	244	301	382
비이자부채	97	153	177	202	228
총차입금	146	77	67	71	75
순차입금	129	42	0	-41	-87

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	847	693	1,593	2,404	3,452
BPS	8,954	8,775	10,657	13,076	16,539
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션배					
PER	20.1	21.1	11.6	7.7	5.3
PBR	1.9	1.7	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	9.1	6.3	4.8	3.3	2.3
성장성지표(%)					
매출증가율	39.8	10.5	7.9	16.8	22.3
EPS증가율	238.3	-18.2	130.0	50.9	43.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.9	7.7	16.2	20.1	23.2
ROA	4.8	3.8	8.2	10.7	13.0
ROIC	6.7	5.5	13.2	18.7	24.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	125.5	115.3	100.1	90.7	79.1
순차입금 비율(%)	66.5	21.2	0.0	-13.5	-22.8
이자보상배율(배)	4.1	3.0	8.0	10.6	13.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.8	6.4	6.6	7.2	8.2
재고자산회전율	3.5	3.5	3.9	4.1	4.1
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-13	47	62	70	87
당기순이익	19	16	38	57	82
비현금성 비용 및 수익	38	54	37	37	36
유형자산감가상각비	22	29	31	35	37
무형자산상각비	1	0	0	0	0
운전자본변동	-53	-10	-4	-22	-32
매출채권등의감소	-22	-5	-5	-5	-6
재고자산의감소	-37	7	-7	-25	-39
매입채무등의증가	11	-8	8	8	13
기타 영업현금흐름	-16	-14	-9	-2	0
투자활동 현금흐름	-30	-20	-51	-46	-54
유형자산의 증가(CAPEX)	-30	-23	-36	-41	-46
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	8	22	-1	0
기타	0	-4	-38	-5	-8
재무활동 현금흐름	51	-7	10	20	17
차입금의증가(감소)	0	11	10	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	51	-18	0	20	17
기타 및 조정	1	-2	12	0	0
현금의 증가	9	18	32	44	50
기초현금	8	17	35	67	111
기말현금	17	35	67	111	162

매수 (신규)

목표주가 3,200원
현재가 (7/23) 2,355원

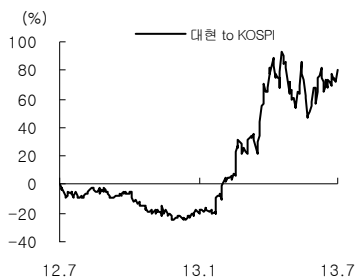
KOSPI (7/23)	1,904.15pt
시가총액	107십억원
발행주식수	45,282천주
액면가	500원
52주 최고가	2,535원
최저가	1,070원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	1.7%
배당수익률 (12.12월)	0.7%

주주구성
신현균 외 3인 48.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	11%	100%	87%
절대기준	6%	108%	76%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	3,200	-	-
EPS(13)	191	-	-
EPS(14)	276	-	-

대현 상대주가 (%)



대현 (016090)

보면 볼 수록 좋다

국내 여성 패션업체 중 유일하게 점포수 확대 중

대현은 1977년 블루페페(Pepe)를 시작으로 씨씨클럽, 주크, 모조에스핀, 듀엘 등 여성복 브랜드를 주력으로 하는 패션업체이다. 국내 경기둔화와 기상이온 현상으로 인한 소비심리 약화 우려에도 불구하고, 2012년 5월 신규브랜드 듀엘의 론칭과 함께 유일하게 유통점포수를 확장하며(2013년 예상 69개/+29개, YoY) 실적 턴어라운드 시점에 있다.

2013년 별도기준 동사의 매출액은 2,482억원(+14.4%, YoY), 영업이익 123억원(+34.5%, YoY), 영업이익률 4.9%를 시현할 것으로 전망된다. 저성장 국면에 진입한 국내 내수시장에서 긍정적인 실적시현이 가능한 요인은 1) 브랜드 인지도에 따른 주요 사업부의 성장이 유지되고, 2) 신규 브랜드의 매출성장과 이익성장이 기대되며, 3) 2012년 8월 부동산의 준공완료로 전체 임대수익이 반영되기 때문이다. 또한 동사는 북경현지법인과 라이선스 계약을 통해 해외시장 진출에 대한 가능성도 열어두고 있어 장기적인 관점에서도 긍정적이다.

투자의견 매수, 목표주가 3,200원 신규 제시

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 3,200원을 제시한다. 목표주가는 2013년 실적 추정치를 반영한 영업가치와 동사가 소유한 부동산 자산가치를 합산하여 산출하였다. 이는 2013년 12개월 Fwd EPS 기준 PER 13.3배 수준으로, 업종 평균 PER 대비 소폭 높은 수준이나 경기불황에 따른 소비심리 둔화에도 불구하고 1) 신규 브랜드 론칭으로 외형성장이 기대되고 2) 임대수익을 통해 이익안정성을 고려할 때 적절한 수준이라고 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	196	217	248	273	296
영업이익	11	9	12	17	21
세전이익	11	8	11	16	20
지배주주순이익	8	7	9	13	15
EPS(원)	184	151	191	276	339
증가율(%)	-40.3	-18.2	27.0	44.3	22.7
영업이익률(%)	5.6	4.2	4.9	6.4	7.1
순이익률(%)	4.2	3.1	3.5	4.6	5.2
ROE(%)	9.0	7.0	8.3	11.0	12.1
PER	8.3	7.5	12.3	8.5	6.9
PBR	0.7	0.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.2	7.2	4.8	3.6

주: K-IFRS 별도기준/ 자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 3,200원 신규 제시

투자의견 매수,
목표주가 3,200원 신규

대현에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 3,200원으로 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 동사가 소유한 부동산의 자산가치를 고려하였으며, Target Multiple은 동사의 과거 3개년 평균인 4.8배를 적용하였다. 동사의 목표주가는 2013년 Fwd 기준 PER 13.3배로, 업종 평균 PER 보다 소폭 높은 수준이나 1) 성장성이 둔화된 여성복 시장 내 경쟁력 있는 신규 브랜드로 매출성장을 꾀하고 있으며, 2) 임대수익을 통한 이익안정성을 고려할 때 적절한 수준으로 판단된다.

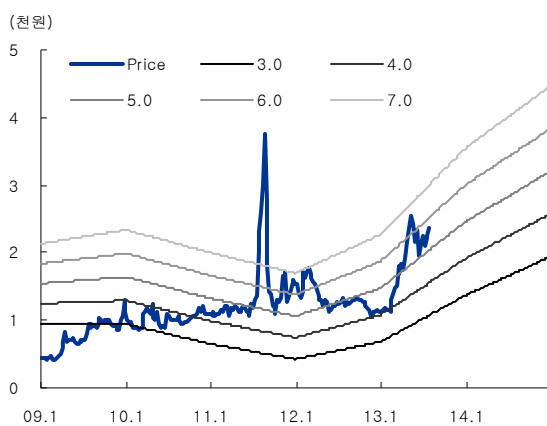
표 19. 대현 목표주가 산출

(단위: 억원, 천주, 배, 원%)

구분	적정가치	비고
1. 영업가치	710	③=①*②
2013년 예상 EBITDA	148	①, 부동산관련 영업이익 제거
Target EV/EBITDA	4.8	②, 과거 3개년 평균
2. 비영업가치	725	⑥=④-⑤
부동산	955	④, 2013.1Q 장부가 기준
순차입금	230	⑤, 2013년 예상기준
총기업가치	1,435	⑦=③+⑥
유통주식수(천주)	44,282	⑧ = 상장주식수 - 자사주
목표주가	3,200	⑦/⑧
현주가	2,355	2013년 7월 23일 종가
상승여력	35.9%	

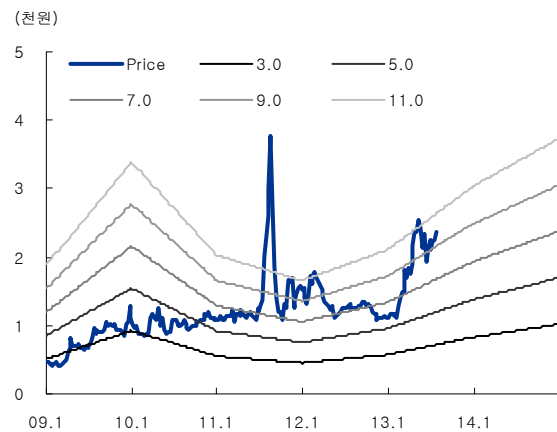
자료: IBK투자증권

그림 63. 대현 EV/EBITDA Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

그림 64. 대현 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

투자포인트 1. 신규브랜드 론칭으로 실적 터닝포인트 마련

① 언니, 연예인 A양이 입었던 그 원피스를 입고 싶어요

신규브랜드 론칭으로
실적 턴어라운드 기대

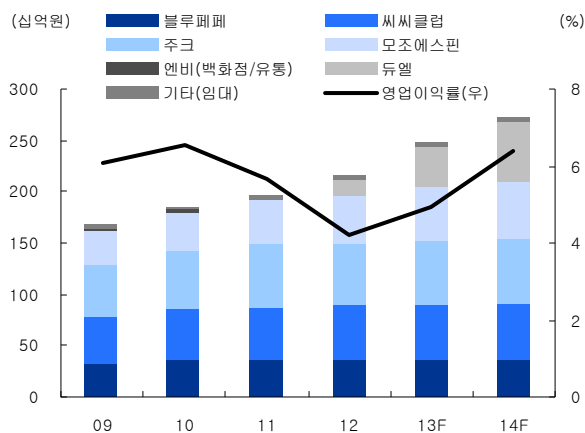
대현은 1977년 블루페페(Pepe) 브랜드를 시작으로, 현재 씨씨클럽, 주크, 모조에스핀, 듀엘의 여성복 브랜드가 주력인 패션업체이다. 1997년 IMF이후 워크아웃을 통해 어려운 시기를 극복하고, 2012년 2월 대현의 신규브랜드 듀엘을 론칭하여 실적 턴어라운드 시점에 있다.

듀엘은 20대 대상의 여성캐주얼로 기존 영브랜드 대비 상대적인 가격 경쟁력이 있으며, PPL광고를 통해 브랜드를 지속적으로 노출시켰다. 한섬의 전략이 “한섬이 입고싶다” 였다면, 동사의 전략은 “연예인 A양이 입은 그옷을 입고 싶게” 만드는데 목적이 있다. 최근 청담동 엘리스(소이현), 7급공무원(최강희), 최고다 이순신(유인나), 출생의 비밀(성유리)등 다양한 톱배우들의 간접광고는 동사의 빠른 성장동력이 되었다.

2013년 듀엘의 매출액은 387억원, 영업이익 4.6억원으로(OPM 1.2%) 빠르게 외형성장과 수익성을 확보할 것으로 전망된다. 2013년 6월말 기준, 백화점 51개와 상설매장 7개에 입점해 있으며 연말까지 68개로 확대될 예정이다.

대현은 듀엘의 성장여력을 바탕으로, 올해 10월 듀엘의 세컨브랜드인 엣플레이(At Play)를 론칭할 계획이다. 동 브랜드는 듀엘의 브랜드력을 살려 1) 악세사리, 2) 슈즈(원피스용), 3) 아우터 전문브랜드로 특화시킬 예정이다. 엣플레이는 최근 양분화되는 계절성과 스페셜라이즈된 제품(ex. 몽클레어, 캐나다 구스)을 타겟팅하였으며 듀엘의 세컨브랜드로 진행되는 만큼 상대적인 가격경쟁력이 확보될 것으로 전망된다. 이는 2013년 연말까지 듀엘의 매장에 샵인샵, 팝업형태로 입점될 계획으로 추가적인 매출 성장동력을 확보할 것으로 파악된다.

그림 65. 대현 브랜드별 매출액 및 영업이익률 추이



주: 2011년부터 대전엔비백화점은 GS리테일에게 10년간 임대(임대수익으로 반영)
자료: 대현, IBK투자증권

그림 66. 신규브랜드 듀엘(DEWL)의 PPL 효과



자료: 각 언론사, IBK투자증권

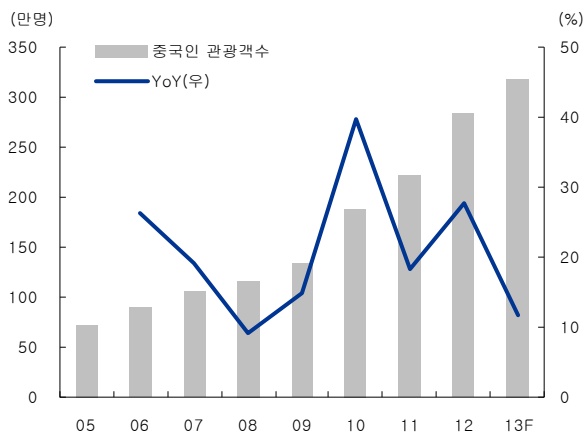
② 중국진출, 중국인 관광객 인바운드 효과를 부른다

라이선스 계약을 통해
중국진출 유지

동사는 2005년부터 중국사업에 진출하기 시작하였으며, 2010년 직진출을 준비하였으나 수익인식 방법의 어려움으로 인해 2년만에 현지법인을 철수하고 2010년에 라이선스 재계약을 진행하였다. 계약내용은 모조에스핀, 주크의 독점판매권을 10년간 550만불의 수수료와 수출판매 제품의 로열티를 지급받는 구조이다.

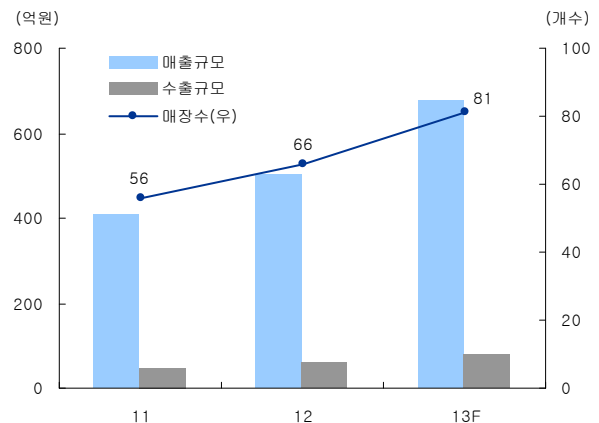
비록 대현의 중국진출이 단기적으로 실적에 기여하는 부분은 전체 매출의 3% 수준으로 미미하다. 그러나 북경현지법인이 대현의 제품과 자체 제작제품을 함께 판매함에 따라 1) 동사의 브랜드 인지도 전파와 현지화의 특색을 유지할 수 있으며, 2) 대현의 제품이 한국에서의 구매가격 대비 4배 이상 높은 가격으로 판매되기 때문에 중국인 관광객의 인바운드 효과를 가져올 수 있어 긍정적이다. 현재 중국에서는 주크, 모조에스핀의 국내 제품이 모두 모조에스핀 브랜드로 판매되고 있어 중국인 인바운드 효과는 모조에스핀 브랜드를 중심으로 확인할 수 있다. 모조에스핀은 고가 여성정장 브랜드로, 국내 백화점 유통망 전부 입점되어 있음에도 불구하고 연간 10%대 성장률을 시현할 것으로 예상된다.

그림 67. 중국인 관광객수



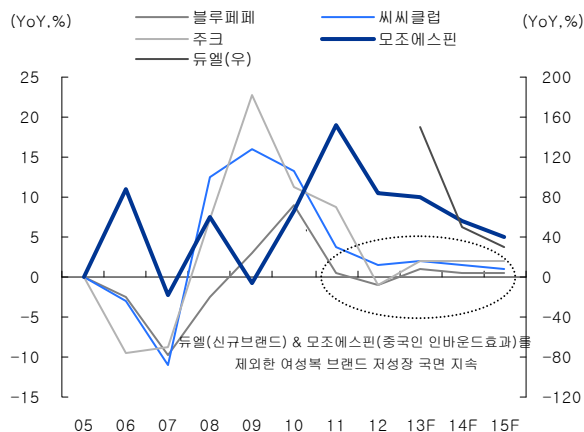
자료: 한국관광공사, IBK투자증권

그림 68. 중국법인 매장수와 매출규모



주: 2013F는 대현 가이던스
자료: 대현, IBK투자증권

그림 69. 대현 브랜드별 매출 성장률



자료: 대현, IBK투자증권

그림 70. 대현 중국진출 - 고가 정책 유지(국내 판매가 4배수준)



자료: IBK투자증권

투자포인트 2. 임대수익은 든든한 수익 창출원

꽤 높은 임대수익으로 이익안정성 확보

대현은 IMF이후 워크아웃을 진행하며 소유하고 있던 부동산을 전부 처분하였으나, 사업의 안정성을 되찾은 후 사옥 2개와 물류센터, 대전 엔비백화점 등의 부동산을 영위하며 임대 수익을 창출하고 있다.

2012년 8월, 그린타워(논현동 사옥)의 준공을 완료하며 2013년 부터는 임대수익의 100%가 매출과 이익에 기여할 것이다. 동사가 부동산(4개)를 통해 실현 가능한 임대수익은 연간 매출 45.6억원, 영업이익 31억원(감가상각비 제외)수준으로 전망되며, 계약기간이 장기간임을 고려했을때 향후 안정적인 수익성 확보가 가능하다.

표 20. 대현 부동산 현황

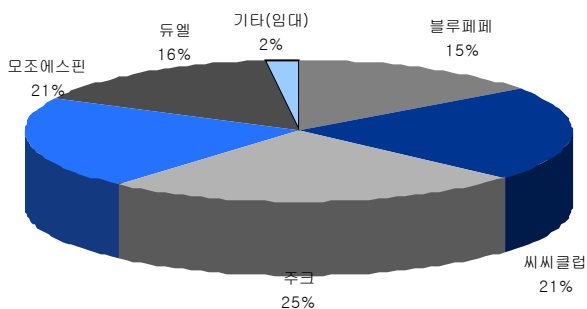
(단위:억원)

구분	취득가	장부가	감정가	비고	임대수익
서초동 사옥(블루타워)	290	269	654	2007년 1월에 준공(8개층 사용/10개층임대)	9
논현동 사옥(그린타워)	361	360	324	2012년 8월 준공(아이몰리, LAP 5년간 임대)	13
경기도 광주 물류센터	91	79	181		-
대전 엔비백화점	321	247	241	GS리테일 10년임대	23
합계					45.6

자료: 대현, IBK투자증권

그림 71. 대현 브랜드별 매출 세분화

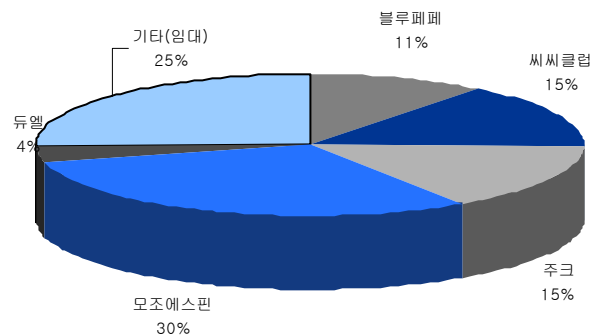
2013F 기준



자료: 대현, IBK투자증권

그림 72. 대현 브랜드별 매출 세분화 - 이익기여도 높음

2013F 기준



자료: 대현, IBK투자증권

영업 실적 전망

매출성장성 + 이익안정성 확보로 프리미엄 합리화

2013년 별도기준,
매출액 2,482억원
영업이익 123억원
(OPM 4.9%)시현 전망

대현의 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액은 2,482억원(+14.4%, YoY), 영업이익 123억원(+34.5%, YoY), 영업이익률 4.9%를 시현할 것으로 전망된다. 동사의 주된 실적 개선요인은 1) 신규브랜드의 볼륨확대와 중국인 관광객 인바운드 효과에 따라 외형성장이 기대되고, 2) 2012년 8월 그린타워(논현동 사옥) 준공이 완료되면서 올해부터는 온전한 임대수익이 인식되어 이익안정성에 유리하다는 점이다.

동사의 2013년 2분기 실적은 매출액 536억원(+14.4%, YoY), 영업이익 11억원(+18.4%, YoY), 영업이익률 2.1%를 시현할 것으로 전망한다. 계절적으로 2,3분기가 비수기이며 상대적으로 타사 업체들의 실적이 부진한 가운데 신규 브랜드의 긍정적인 성장행보와, 안정적인 임대수익으로 동사는 양호한 실적을 달성할 것으로 예상한다. 특히 2013년 10월부터는 듀엘의 세컨브랜드인 엡플레이가 론칭될 예정으로 악세사리, 슈즈, 아우터에 특화된 브랜드임을 고려할때 하반기로 갈수록 외형신장과 수익성 개선 여력은 높을 것으로 판단된다.

표 21. (별도기준) 2013년 대현 실적 추정

(단위: 십억원, %, %p)

구분	13.1Q	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2012	2013F	YoY(%)
매출액	65	54	48	81	217	248	14.4%
블루페퍼	11	8	7	11	37	37	1.0%
씨씨클럽	14	11	10	17	52	53	2.0%
주크	16	13	12	20	61	62	2.0%
모조에스핀	13	11	10	18	48	53	10.0%
듀엘	10	8	8	13	15	39	150.0%
기타(임대)	1	1	1	2	4	5	18.5%
영업이익	5.6	1.1	0.4	5.1	9.1	12.3	34.5%
영업이익률(%)	8.6%	2.1%	0.8%	6.3%	4.2%	4.9%	0.7%p
순이익	4.0	1.0	0.4	3.3	6.8	8.7	27.7%
순이익률(%)	6.1%	1.9%	0.8%	4.1%	3.2%	3.5%	0.4%p

자료: 대현, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	196	217	248	273	296
증가율(%)	6.0	10.5	14.4	10.2	8.1
매출원가	83	93	110	118	126
매출총이익	113	124	138	155	170
매출총이익률 (%)	57.5	57.2	55.6	56.8	57.4
판매비	102	115	126	138	149
판매비율(%)	51.9	53.0	50.6	50.4	50.3
영업이익	11	9	12	17	21
증가율(%)	-8.9	-17.7	34.7	41.8	21.3
영업이익률(%)	5.6	4.2	4.9	6.4	7.1
순금융손익	-1	-1	-1	-1	-1
이자손익	-1	-1	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	11	8	11	16	20
법인세	3	1	2	4	5
법인세율	25.1	15.9	22.1	23.0	24.0
계속사업이익	8	7	9	13	15
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	7	9	13	15
증가율(%)	-40.3	-18.2	27.0	44.3	22.7
당기순이익률 (%)	4.2	3.1	3.5	4.6	5.2
지배주주당기순이익	8	7	9	13	15
기타포괄이익	0	-2	0	0	0
총포괄이익	8	5	8	13	15
EBITDA	15	14	18	25	29
증가율(%)	-3.1	-5.7	24.6	37.8	15.7
EBITDA마진율(%)	7.8	6.6	7.2	9.0	9.7

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	184	151	191	276	339
BPS	2,103	2,198	2,369	2,630	2,953
DPS	22	16	16	16	16
밸류에이션(배)					
PER	8.3	7.5	12.3	8.5	6.9
PBR	0.7	0.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.2	7.2	4.8	3.6
성장성지표(%)					
매출증가율	6.0	10.5	14.4	10.2	8.1
EPS증가율	-40.3	-18.2	27.0	44.3	22.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.4	0.7	0.7	0.7
ROE	9.0	7.0	8.3	11.0	12.1
ROA	4.9	3.7	4.1	5.5	6.1
ROIC	9.1	10.1	14.1	19.3	23.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	81.7	99.0	103.2	99.9	94.9
순차입금 비율(%)	17.1	23.9	21.3	10.0	-1.8
이자보상배율(배)	15.0	9.7	11.3	15.6	23.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.8	10.5	9.7	9.6	9.9
재고자산회전율	5.0	4.6	4.4	4.3	4.3
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	67	81	96	114	135
현금및현금성자산	3	2	3	13	26
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	19	23	28	29	31
재고자산	42	52	60	66	72
비유동자산	106	118	122	125	127
유형자산	54	29	32	32	33
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	174	199	219	239	261
유동부채	61	77	87	94	100
매입채무및기타채무	28	36	42	46	50
단기차입금	20	26	26	25	24
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	17	22	24	25	27
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	78	99	111	119	127
지배주주지분	96	100	108	119	134
자본금	27	27	27	27	27
자본잉여금	5	5	5	5	5
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	65	69	77	88	103
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	96	100	108	119	134
비이자부채	58	73	85	94	104
총차입금	20	26	26	25	24
순차입금	16	24	23	12	-2

현금흐름표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-3	8	7	18	20
당기순이익	8	7	9	13	15
비현금성 비용 및 수익	10	10	8	8	8
유형자산감가상각비	4	5	6	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-15	-5	-9	-2	-3
매출채권등의감소	-1	-4	-6	0	-2
재고자산의감소	-5	-11	-8	-6	-5
매입채무등의증가	-7	8	5	4	4
기타 영업현금흐름	-6	-4	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-8	-15	-19	-10	-10
유형자산의 증가(CAPEX)	-8	-14	-8	-8	-8
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	-10	-2	-2
재무활동 현금흐름	9	5	6	3	2
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	9	5	6	3	2
기타 및 조정	0	0	7	0	0
현금의 증가	-1	-2	1	11	13
기초현금	5	3	2	3	13
기말현금	3	2	3	13	26

매수 (신규)

목표주가 87,000원
현재가 (7/23) 78,500원

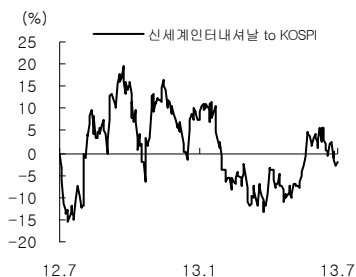
KOSPI (7/23)	1,904.15pt
시가총액	560십억원
발행주식수	7,140천주
액면가	5,000원
52주 최고가	96,700원
최저가	66,200원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	2.2%
배당수익률 (12.12월)	0.8%

주주구성	
신세계 외 8인	68.15%
국민연금공단	9.31%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-12%	4%
절대기준	-5%	-8%	-2%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	87,000	-	-
EPS(13)	4,791	-	-
EPS(14)	5,963	-	-

신세계인터내셔널 상대주가 (%)



신세계인터내셔널 (031430)

유통과 패션의 오묘한 콜라보레이션

될 성 부른 브랜드를 담아가자

신세계인터내셔널은 1) 적자가 지속되는 국내브랜드와 편집숍의 철수와 2) 경쟁력 있는 신규 브랜드의 론칭이 계획되어 있어 효율적인 브랜드 관리를 이어갈 것으로 판단된다. 동사는 2013년 상반기, 작년 하반기부터 종료된 코치와 분더샵의 매출공백으로 실적 부진이 지속되었다. 그러나 하반기에는 1) 2012년에 론칭한 어그, 지방시, 셀린느의 매출이 안정권에 진입하였고 2) 이상기온 현상으로 몽클레어(패딩)의 강한 매출 신장력이 지속될 것이며 3) VL(보브 세컨브랜드), 살론몬(아웃도어) 등의 신규 상품 브랜드 론칭이 계획되어 있는바, 안정적인 실적 회복이 기대된다.

신세계인터내셔널은 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액 8,174억원(+3.7%, YoY), 영업이익 435억원(+30.8%, YoY), 영업이익률 5.3%를 시현할 전망이다. 동사는 2013년 상반기 코치와 분더샵 매출이탈에 따른 역기저효과로 인해 부진한 실적을 이어왔으나, 하반기 해외브랜드의 외형성장세가 지속되고 국내 브랜드의 수익성 개선으로 강한 실적 모멘텀을 확보할 것으로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 87,000원 신규 제시

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 87,000원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2013년 12개월 Fwd EPS 5,475원에 PER 16배를 적용하였다. 적용 PER은 2013년 업종 평균 PER 12.1배에 30%를 할증하였다. 이는 동사의 비즈니스 모델 특성상, 해외 상품매출의 비중이 높으며 계열사 시너지 효과로 인해 유통업체 입점 경쟁력을 확보하였다는 점을 고려하였다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	792	788	817	876	952
영업이익	53	33	44	55	69
세전이익	56	61	45	56	71
지배주주순이익	43	47	34	43	54
EPS(원)	7,025	6,559	4,791	5,963	7,518
증가율(%)	-9.6	-6.6	-27.0	24.5	26.1
영업이익률(%)	6.7	4.2	5.3	6.3	7.2
순이익률(%)	5.4	5.9	4.2	4.9	5.6
ROE(%)	15.7	12.3	8.2	9.4	10.8
PER	16.2	13.6	16.4	13.2	10.4
PBR	2.3	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.4	15.6	11.0	8.7	6.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자 의견 매수, 목표주가 87,000원 신규 제시

투자 의견 매수,
목표주가 87,000원
신규 제시

신세계인터내셔널에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 87,000원을 신규 제시한다. 동사의 목표 주가는 2013년 12개월 Fwd EPS 5,475원에 Target Multiple 16배를 적용하였다. 동사의 적용 PER은 2013년 업종 평균 PER 12.1배에 30% 할증하였다. 이는 동사의 비즈니스 모델 특성상, 해외 상품매출(라이선스 계약)의 비중이 높으며 계열사 시너지 효과로 인해 유통업체 입점 경쟁력을 확보하였다는 점을 고려하였다.

동사는 2013년 상반기 일부 상품매출의 계약종료에 따른 매출공백으로 부진한 주가 흐름을 이어왔다. 그러나 1) 신규 상품매출의 안정적인 매출성장과 2) 계열사 시너지 효과로 입점 확대의 유리한 경쟁력을 확보하고 있고, 3) 최근 국내브랜드의 실적 부진 사업부를 철수하며 수익성이 개선됨에 따라 하반기 강력한 실적 모멘텀이 예상된다.

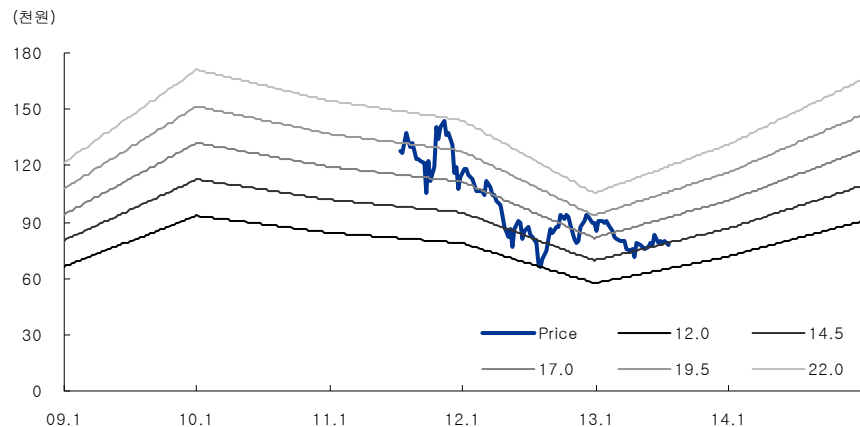
표 22. 신세계인터내셔널 목표주가 산출방법

(단위: 원, 배)

구분	적정가치	비고
신세계인터내셔널 별도 EPS	5,475	①, 2013년 12개월 Fwd EPS기준
Target PER	16	②, 2013년 의류 PER 12.1배에 30% 할증
목표주가	87,000	①*②=③
현재주가	78,500	2013년 7월 23일 기준
상승여력	10.8%	

주: 동사의 연결법인(바디비치)이 순이익에 미치는 기여도가 미미함에 따라 별도기준 EPS를 반영하였음
자료: IBK투자증권

그림 73. 신세계인터내셔널 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

브랜드 재정비 + 계열사 입점 확대 = 하반기 실적개선

역기저효과 해소와 신규 상품 브랜드 성장으로 외형성장 및 이익개선 기대

신세계인터내셔널은 2013년 하반기 1) 해외 브랜드 외형성장세 지속, 2) 국내 브랜드의 이익개선으로 강한 실적 모멘텀을 확보할 것으로 판단된다.

해외브랜드
→ 신규 브랜드 확보로
매출신장 도모

동사는 올해 상반기 2012년 5월 신세계에게 양도한 분더샵, 당해 7월 계약이 종료된 코치 (Coach)의 매출공백에 따른 실적부진이 지속되었다. 그러나 2013년 하반기 1) 작년 7월에 론칭한 지방시, 셀린느의 매출이 안정권에 진입하였고, 2) 이상기온 현상에 따라 추워진 겨울 때문에 몽클레어의 매출이 연간 200% 성장을 이어갈 전망이다(10개매장, +5개, YoY), 3) 2013년 하반기 VL(보브 세컨브랜드), 살로만(아웃도어) 등의 신규 상품브랜드의 론칭이 계획되어 있는바 하반기 역기저효과 해소에 따라 실적 회복이 기대된다.

국내브랜드+라이프스타일
→ 수익성 개선

한편 국내 브랜드는 SPA 편집숍인 30데이즈 마켓과 진캐주얼인 제이홀릭을 철수할 계획이다. 관련 매출은 2분기 까지 인식되나, 철수비용이 3분기 까지 반영됨에 따라 감익은 금번 분기 까지 영향력을 미칠것으로 판단된다. 적자사업부를 해소하여 전체 실적의 이익훼손 리스크를 해소시켰다는 점에서 의미가 있다.

라이프스타일 사업부내 자주(Jaju)는 리뉴얼이 진행되어 유통채널(할인점→가두점)을 전환하고, 고가라인을 특화 시켜 수익성 개선을 도모할 것이다.

계열사 시너지 효과,
무시할 수 없는 경쟁력

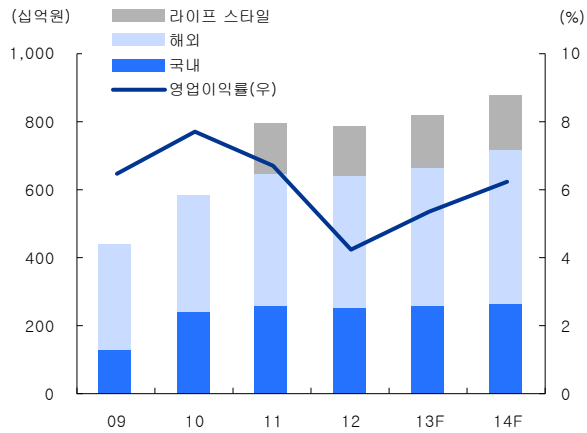
동사의 브랜드는 백화점 65%, 이마트 22~23%를 차지하고 있다. 백화점과 이마트를 합쳐서 신세계 계열사 라인에는 40~50% 정도 입점되어 있기 때문에, 입점할 수 있는 림은 아직 충분하며 타사 대비 유리한 경쟁력을 가지고 있다고 판단한다. 동사의 중장기적 전략이 소프트웨어 중심의 패션 콘텐츠 업체임을 고려했을 때, 향후 센텀 부산점 리뉴얼을 비롯하여 지속적인 유통망 확대가 계획되어 있는바 동사는 입점기회 등 계열사 시너지 효과에 대한 수혜를 무시할 수 없을 것으로 판단된다.

표 23. 신세계인터내셔널 상품매출 라이선스 계약 진행 동향

브랜드	반영시점
코치	2012년 7월 해지
분더샵	2012년 5월 해지
어그	2012년 2월
디젤언더웨어	2012년 4월
셀린느	2012년 7월
지방시	2012년 7월
자주	2013년 5월
살로만(아웃도어)	2013년 하반기
VL(보브 세컨브랜드)	2013년 하반기

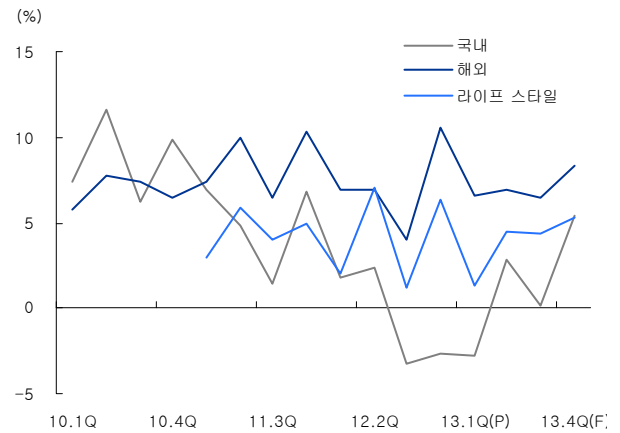
자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

그림 74. 신세계인터내셔널 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

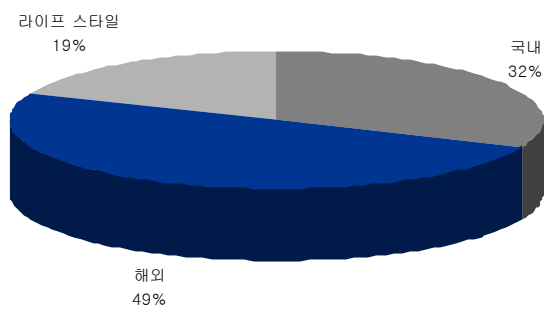
그림 75. 신세계인터내셔널 사업부별 영업이익률 추이



자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

그림 76. 신세계인터내셔널 사업부별 매출 세분화

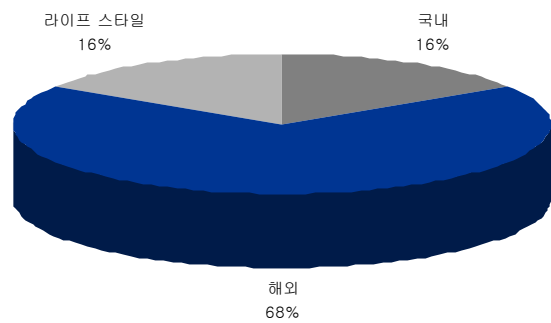
(2013F 기준)



자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

그림 77. 신세계인터내셔널 사업부별 이익 세분화

(2013F 기준)



자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

하반기, 강력한 한방을 기대해도 좋다

2013년 별도기준,
매출액 8,174억원
영업이익 435억원
(OPM 5.3%)시현 전망

신세계인터내셔널 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액은 8,174억원(+3.7%, YoY), 영업이익 435억원(+30.8%, YoY), 영업이익률 5.3%를 시현할 것으로 전망된다.

동사의 2013년 상반기 상품매출은 1,860억원(-5.8%, YoY)로 추정한다. 2012년 5월 계열사 신세계에게 양도한 분더샵과 당해 7월 계약이 종료된 코치의 매출 이탈현상이 있었으나, 1) 전년대비 두배 이상의 실적 호조세를 보여준 몽클레어와 2) 2012년 7월 론칭한 지방시, 셀 린드 등의 매출이 안정권에 진입함에 따라 일부 이탈분을 회수할 것으로 전망한다.

다만 국내브랜드의 캐주얼 부문의 실적 부진과 적자지속에 따른 수익성 악화는 동사의 전체 이익을 훼손하는 수준으로 올해 7월 관련사업이 철수될 계획이다. SPA편집숍인 30데이즈마켓과 진캐주얼인 제이홀릭의 매출은 2분기까지 반영되나, 철수 비용은 3분기까지 집행될 예정이다. 이에 따라 사업부의 감익은 다음 분기에도 영향력을 미칠 것으로 판단되나 전반적인 이익훼손에 대한 리스크를 해소시켜 수익성을 확보하였다는 점에서 긍정적이다.

표 24. (별도기준) 신세계인터내셔널 2013년 실적 추정

(단위:십억원,%,p)

구분	13.1Q	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2012	2013F	YoY(%)
매출액	184	196	204	232	788	817	3.7%
국내	63	62	64	73	255	258	1.0%
해외	88	98	102	116	384	407	6.0%
라이프스타일	33	37	38	43	149	153	2.3%
영업이익	4	10	8	21	33	44	30.8%
영업이익률(%)	2.4%	5.2%	4.1%	8.8%	4.2%	5.3%	1.1%p
순이익	4	7	7	18	47	34	-24.5%
순이익률(%)	2.0%	3.6%	3.3%	7.6%	5.9%	4.3%	-1.6%p

자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	792	788	817	876	952
증가율(%)	35.9	-0.5	3.7	7.1	8.7
매출원가	411	414	425	450	483
매출총이익	381	374	392	426	469
매출총이익률 (%)	48.1	47.5	48.0	48.6	49.3
판매비	328	341	349	371	400
판매비율(%)	41.4	43.3	42.7	42.4	42.1
영업이익	53	33	44	55	69
증가율(%)	18.7	-37.5	30.8	25.8	25.1
영업이익률(%)	6.7	4.2	5.3	6.3	7.2
순금융손익	0	7	2	2	3
이자손익	-1	0	-4	-5	-5
기타	1	7	6	7	8
기타영업외손익	3	21	-1	-1	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	56	61	45	56	71
법인세	13	14	10	13	17
법인세율	23.4	23.5	23.4	24.0	24.0
계속사업이익	43	47	34	43	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	47	34	43	54
증가율(%)	12.9	8.8	-27.0	24.5	26.1
당기순이익률 (%)	5.4	5.9	4.2	4.9	5.6
지배주주당기순이익	43	47	34	43	54
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
총포괄이익	42	47	34	43	54
EBITDA	66	48	61	73	89
증가율(%)	19.3	-26.6	25.4	20.8	21.4
EBITDA마진율(%)	8.3	6.2	7.4	8.4	9.4

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	7,025	6,559	4,791	5,963	7,518
BPS	49,928	55,901	60,114	65,508	72,455
DPS	500	600	600	600	600
밸류에이션(배)					
PER	16.2	13.6	16.4	13.2	10.4
PBR	2.3	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	13.4	15.6	11.0	8.7	6.9
성장성지표(%)					
매출증가율	35.9	-0.5	3.7	7.1	8.7
EPS증가율	-9.6	-6.6	-27.0	24.5	26.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	15.7	12.3	8.2	9.4	10.8
ROA	9.5	8.2	5.3	6.0	7.0
ROIC	15.6	14.6	8.9	10.0	12.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	48.2	52.5	57.7	56.0	55.2
순차입금 비율(%)	19.2	30.2	24.8	17.0	10.2
이자보상배율(배)	17.1	16.1	10.0	10.8	14.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.0	12.4	12.7	12.9	13.1
재고자산회전율	6.0	5.0	4.8	4.9	5.0
총자산회전율	1.8	1.4	1.3	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	251	245	285	317	362
현금및현금성자산	15	0	25	41	62
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	64	63	66	70	76
재고자산	149	166	173	184	200
비유동자산	281	368	396	416	445
유형자산	134	176	258	275	295
무형자산	3	3	3	2	2
투자자산	78	86	104	106	113
자산총계	532	613	681	733	807
유동부채	161	179	201	214	236
매입채무및기타채무	30	38	40	43	47
단기차입금	84	102	102	92	85
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	32	49	49	51
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	20	30	30	30
부채총계	173	211	249	263	287
지배주주지분	359	402	432	470	520
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	124	124	124	124	124
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	200	243	273	311	360
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	359	402	432	470	520
비이자부채	89	90	117	142	172
총차입금	84	122	132	122	115
순차입금	69	121	107	80	53

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	29	64	48	43	50
당기순이익	43	47	34	43	54
비현금성 비용 및 수익	30	41	21	17	18
유형자산감가상각비	13	15	17	18	20
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-27	-8	-3	-12	-18
매출채권등의감소	-6	1	-2	-4	-6
재고자산의감소	-31	-20	-10	-11	-16
매입채무등의증가	6	9	2	3	4
기타 영업현금흐름	-17	-15	-4	-5	-5
투자활동 현금흐름	-119	-116	-87	-40	-51
유형자산의 증가(CAPEX)	-94	-110	-100	-35	-40
유형자산의 감소	7	8	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-33	-13	64	-3	-7
기타	0	-1	-51	-2	-5
재무활동 현금흐름	104	37	24	13	22
차입금의증가(감소)	0	20	10	0	0
자본의 증가	128	0	0	0	0
기타	-24	17	14	13	22
기타 및 조정	0	0	41	0	0
현금의 증가	15	-15	25	16	20
기초현금	0	15	0	25	41
기말현금	15	0	25	41	62

매수 (신규)

목표주가 39,000원
현재가 (7/23) 28,700원

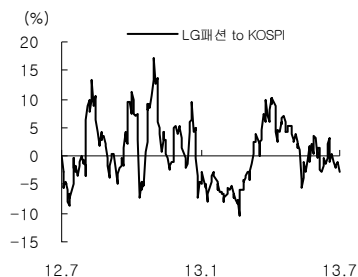
KOSPI (7/23)	1,904.15pt
시가총액	839십억원
발행주식수	29,240천주
액면가	5,000원
52주 최고가	33,900원
최저가	25,850원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	24.8%
배당수익률 (12.12월)	1.3%

주주구성	
구분별 외 20인	38.85%
국민연금공단	9.91%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-4%	4%
절대기준	-6%	0%	-3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	39,000	-	-
EPS(13)	3,414	-	-
EPS(14)	3,766	-	-

LG패션 상대주가 (%)



LG패션 (093050)

나를 잊지 말아요

외형성장 보다는 내실강화에 집중

2013년 상반기 외적변수로 인한 소비심리 둔화는 주가에 모두 반영되었다 판단되나, 동사는 단기적인 성장모멘텀 확보가 어려운바 액세서리 사업부를 제외한 전 브랜드의 실적은 시장 성장률을 충족하는 수준으로 전망된다. 이에 따라 동사는 2013년 외형성장보다는 내실강화에 주력할 계획이다.

LG패션의 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액은 1,430원(+2.1%, YoY), 영업이익 1,321억원(+30%, YoY), 영업이익률 9.3%를 시현할 전망이다. 동사는 1) 신규 생산을 줄이며 안정적인 재고관리를 통해 원가율을 개선시키고, 2) 신규출점과 비효율 매장의 철수를 병행하여 매당장 효율성(2013F 점포수 1,450~1,500개 수준 유지)을 높일 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 39,000원 신규 제시

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 39,000원을 신규 제시한다. 목표주가는 2013년 예상 12개월 Fwd EPS 3,605원에 PER 10.7배를 적용하였다. 적용 PER은 동사의 과거 3개년 평균으로, 업종 평균 PER 대비 할인된 수준이나 1) 소비심리 회복이 선행되지 않는한 단기적인 성장 모멘텀을 확보하기 어려우며, 2) 연결로 반영되는 해외 법인의 성장속도가 다소 느린점을 고려하였다.

2013년 상반기, 하반기의 패션업 경기회복 기대감으로 패션업종 종목들의 단기적인 주가 상승세를 보여주었던 시점에도 동사는 상대적으로 부진한 주가 흐름을 보였다. 그러나 현 주가는 PER 8배 수준으로 밸류에이션 최 하단에 위치하고 있어 밸류에이션 매력이 높다고 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,411	1,390	1,419	1,466	1,521
영업이익	141	102	132	145	158
세전이익	147	103	131	145	159
지배주주순이익	108	81	100	110	121
EPS(원)	3,697	2,759	3,414	3,766	4,131
증가율(%)	17.2	-25.4	23.7	10.3	9.7
영업이익률(%)	10.0	7.3	9.3	9.9	10.4
순이익률(%)	7.7	5.8	7.0	7.5	7.9
ROE(%)	14.7	9.3	10.5	10.6	10.5
PER	10.9	11.3	8.4	7.6	6.9
PBR	1.5	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.0	6.5	4.4	3.5	2.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 39,000원 신규 제시

투자의견 매수,
목표주가 39,000원
신규제시

LG패션에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 39,000원을 제시한다. 동사의 목표주가는 2013년 예상 12개월 Fwd EPS 3,605원에 Target Multiple은 PER 10.7배를 적용하였다. 적용 PER은 동사의 과거 3개년 평균으로 패션업종 평균 PER 대비 할인된 수준이나, 1) 소비심리 회복이 선행되지 않는한 단기적인 성장모멘텀을 확보하기 어려우며 2) 연결로 반영되는 해외법인의 성장속도가 다소 느린점을 고려했기 때문이다.

2013년 상반기, 하반기의 패션업 경기회복 기대감으로 패션업종 종목들의 단기적인 주가 상승세를 보여주었던 시점에도 동사는 상대적으로 부진한 주가 흐름을 보였으나, 현 주가는 PER 8배 수준으로 밸류에이션 최 하단에 위치하고 있어 밸류에이션 매력이 높다고 판단된다.

표 25. LG패션 목표주가 산출방법

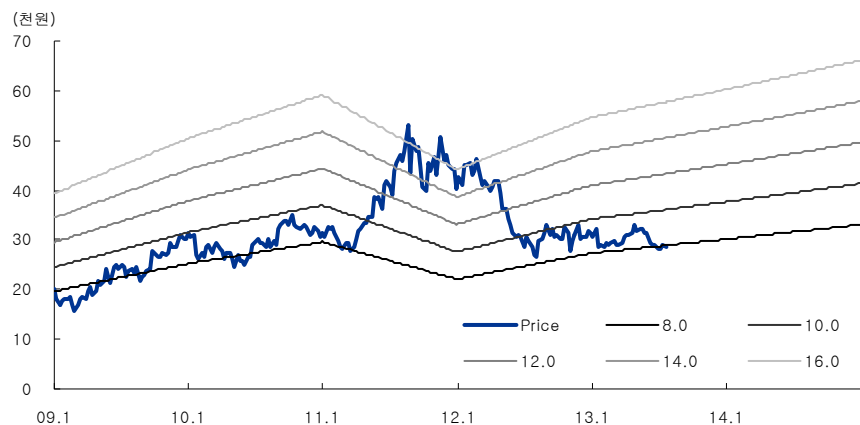
(단위: 원배)

구분	적정가치	비고
LG패션 별도기준 EPS	3,590	①, 2013년 예상 12Fwd EPS기준
Target PER	10.7	②, 과거 3개년 평균
목표주가	39,000	①*②=③
현재주가	28,700	2013년 7월 23일 기준
상승여력	35.9%	

주: 동사의 연결법인이 순이익에 미치는 기여도가 미미함에 따라 별도 기준 EPS를 반영하였음
자료: IBK투자증권

현 주가는 밸류에이션
최하단 수준
→ 하방경직성 존재

그림 78. LG패션 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

성장 모멘텀은 부재, 그러나 밸류에이션상 매력적인 위치

현 상황에서 최선의 선택, 관리의 효율성 단계 진입

2013년,
외형성장 보다는
내실강화에 집중

LG패션은 TNGT, 헤시스 등의 남성복 제품 브랜드를 중심으로 성장해왔으며, 현재 7개의 제품 브랜드와 17개의 상품 브랜드를 소유하고 있다. 동사는 다양한 브랜드와 가두점 확대로 2011년까지 꾸준한 성장세를 유지해 왔으나, 과대성장에 기인한 재고관리 문제와 2012년 경기둔화 리스크에 따라 실적부진을 면치 못했다. 동사는 단기적인 성장 모멘텀 부재로 인해 액세서리 사업부를 제외한 브랜드 사업부 실적은 시장 성장률을 충족하는 수준으로 전망된다. 이에 따라 동사는 2013년 외형성장 보다는 내실강화에 주력할 계획이다.

2013년 별도기준,
매출액 1.4조원
영업이익 1,321억원
(OPM 9.3%) 시현 전망

LG패션의 2013년 K-IFRS 별도기준 매출액은 1.4조원(+2.1%, YoY), 영업이익 1,321억원(+30%, YoY), 영업이익률 9.3%를 시현할 전망이다. 동사는 1) 신규 생산을 줄이고 재고관리를 타이트 하게 진행하여 원가율을 개선시키며, 2) 신규출점과 비효율 매장철수를 병행하여 매장당 효율성을 높일 예정이다. 신규 생산을 줄임에 따라 상반기 정상이 판매비율은 축소될 것으로 보이나 수익성 회복에는 긍정적인 것으로 판단된다. 하반기 소비심리가 개선될 경우, 동사의 실적은 과거의 안정적인 수준을 회복할 것으로 기대한다.

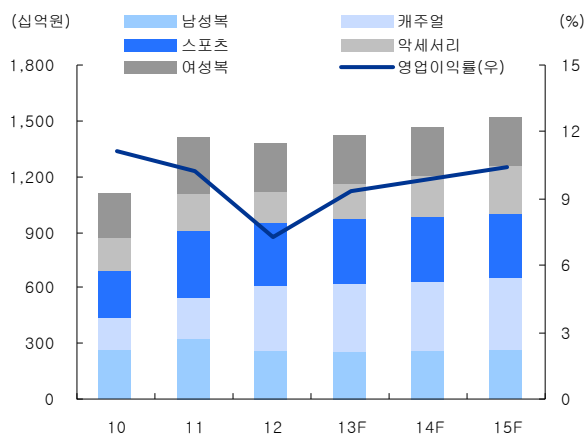
표 26. (별도기준) 2013년 LG패션 실적 추정

(단위:십억원, %, %p)

구분	13.1Q	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2012	2013F	YoY(%)
매출액	361	343	284	431	1,390	1,419	2.1%
남성복	75	63	52	79	264	261	-1.0%
캐주얼	60	88	73	111	347	365	5.0%
스포츠	87	82	68	103	334	339	1.5%
악세서리	56	48	40	60	181	199	10.0%
여성복	83	62	51	77	250	255	2.0%
영업이익	25	38	19	50	102	132	30.0%
영업이익률(%)	6.8%	11.2%	6.6%	11.7%	7.3%	9.3%	2.0%p
순이익	18	29	14	38	81	100	23.8%
순이익률(%)	4.9%	8.6%	5.1%	8.9%	5.8%	7.0%	1.2%p

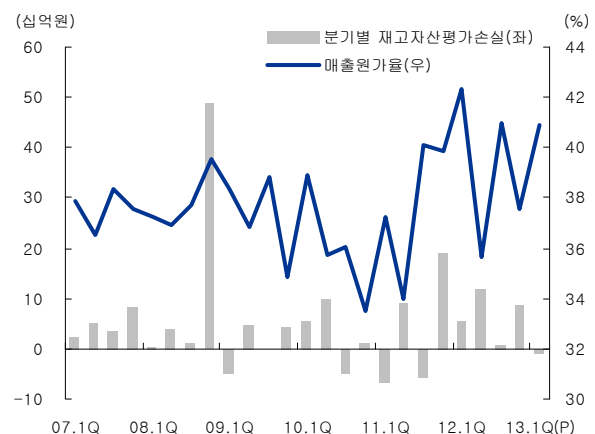
자료: LG패션, IBK투자증권

그림 79. LG패션 매출세분화 및 영업이익률 추이



자료: LG패션, IBK투자증권

그림 80. LG패션 분기별 재고자산평가손실 및 매출원가율 추이



자료: LG패션, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,411	1,390	1,419	1,466	1,521
증가율(%)	25.8	-1.5	2.1	3.4	3.8
매출원가	538	542	550	557	563
매출총이익	873	847	868	909	958
매출총이익률 (%)	61.9	61.0	61.2	62.0	63.0
판매비	732	746	736	764	800
판매비율(%)	51.9	53.7	51.9	52.1	52.6
영업이익	141	102	132	145	158
증가율(%)	17.3	-28.1	30.0	9.8	8.9
영업이익률(%)	10.0	7.3	9.3	9.9	10.4
순금융손익	4	2	-1	0	1
이자손익	3	1	-1	0	1
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	2	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	147	103	131	145	159
법인세	39	22	31	35	38
법인세율	26.5	21.8	23.9	24.0	24.0
계속사업이익	108	81	100	110	121
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	81	100	110	121
증가율(%)	17.2	-25.4	23.7	10.3	9.7
당기순이익률 (%)	7.7	5.8	7.0	7.5	7.9
지배주주당기순이익	108	81	100	110	121
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
총포괄이익	106	80	100	110	121
EBITDA	182	147	180	197	212
증가율(%)	11.1	-19.3	22.4	9.6	7.9
EBITDA마진율(%)	12.9	10.6	12.7	13.4	14.0

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	3,697	2,759	3,414	3,766	4,131
BPS	26,659	29,112	32,247	35,757	39,619
DPS	400	400	400	400	400
밸류에이션(배)					
PER	10.9	11.3	8.4	7.6	6.9
PBR	1.5	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.0	6.5	4.4	3.5	2.7
성장성지표(%)					
매출증가율	25.8	-1.5	2.1	3.4	3.8
EPS증가율	17.2	-25.4	23.7	10.3	9.7
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	14.7	9.3	10.5	10.6	10.5
ROA	10.7	6.9	8.0	8.1	8.1
ROIC	18.0	11.2	14.8	16.5	18.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.8	32.9	31.4	30.6	29.3
순차입금 비율(%)	10.2	3.6	-5.1	-13.9	-21.3
이자보상배율(배)	33.1	22.2	35.2	40.8	58.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.8	11.7	12.9	13.0	12.8
재고자산회전율	4.3	3.8	4.4	4.5	4.7
총자산회전율	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	570	601	679	791	906
현금및현금성자산	7	77	150	252	356
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	127	111	110	116	121
재고자산	413	321	323	325	327
비유동자산	582	601	625	634	646
유형자산	342	338	346	357	367
무형자산	57	54	50	46	42
투자자산	52	75	78	78	78
자산총계	1,152	1,202	1,304	1,425	1,552
유동부채	235	168	182	202	266
매입채무및기타채무	88	76	74	79	82
단기차입금	2	0	0	0	0
유동성장기부채	30	0	0	0	50
비유동부채	81	130	129	132	86
사채	50	100	100	100	50
장기차입금	10	10	0	0	0
부채총계	316	298	311	334	351
자배주주지분	836	905	993	1,091	1,201
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	477	545	634	732	841
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	836	905	993	1,091	1,201
비이자부채	224	188	211	234	251
총차입금	92	110	100	100	100
순차입금	85	33	-50	-152	-256

현금흐름표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-38	200	148	158	172
당기순이익	108	81	100	110	121
비현금성 비용 및 수익	89	94	53	52	53
유형자산감가상각비	36	40	43	47	51
무형자산상각비	4	5	5	4	4
운전자본변동	-201	60	-2	-4	-3
매출채권등의감소	-48	16	1	-7	-4
재고자산의감소	-170	71	0	-2	-2
매입채무등의증가	8	-12	-1	5	3
기타 영업현금흐름	-34	-35	-2	0	1
투자활동 현금흐름	-38	-136	-104	-63	-70
유형자산의 증가(CAPEX)	-60	-41	-55	-58	-61
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	39	-93	3	0	0
기타	-14	-3	-52	-5	-9
재무활동 현금흐름	51	6	6	6	2
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	51	6	6	6	2
기타 및 조정	0	0	24	0	0
현금의 증가	-25	70	74	102	104
기초현금	32	7	77	150	252
기말현금	7	77	150	252	356

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

