

패션 [비중확대]

독한 것들만 살아남는 시대



>> Top-pick: 신세계인터내셔널

2013년 리뷰 : 국내 패션업종 삼중고(三重苦) 극복기

2013년은 경기둔화에 따른 소비심리 약화로 내수브랜드 업체들의 실적둔화가 지속된 반면, 역설적으로 가계당 의복비 지출액과 비중은 증가한 해였다. 이는 외적변수의 어려움에도 불구하고 내수 시장의 안정적인 성장세가 유지되었음을 의미한다. 다만 소비 패턴과 유통채널의 변화, 해외진출의 어려움이라는 난관속에 업체별, 복종별 차별적인 성장을 보였다.

2014년 전망 : 적자생존(適者生存), 독한 것들만 살아남는 시대

2014년의 패션업종은 상고하저의 흐름이 예상된다. 국내 경기가 2013년 대비 점진적으로 개선됨에 따라 2014년 상반기는 경기 기저효과와 소비 이연효과에 따른 실적 호조가 예상되며, 하반기는 계절적 성수기이지만 상반기 대비 개선폭은 상대적으로 낮은 수준이 될 전망이다. 어려운 난관을 버텨낸 만큼, 시장환경에 적합한 전략을 구사하고 해외시장의 성장 모멘텀을 확보한 업체 중심의 투자매력이 높아질 것이다.

2014년 국내 패션산업의 시장규모는 40.2조원으로 전년대비 4.1% 성장할 것으로 예상되며, 국내 의류시장이 30.2조원 (+2.8%, YoY), 패션잡화 시장이 9.9조원 (+8.0%, YoY) 규모를 차지할 것으로 전망된다.

투자의견 비중확대 유지, 탑픽은 신세계인터내셔널(TP 105,000원)

패션업종에 대한 투자의견 비중확대를 유지하며, 탑픽으로 신세계인터내셔널 (TP 105,000원)을 제시한다. 이는 1) 동사의 비즈니스 모델이 현재 시장환경에서 안정적인 실적을 시현하기에 유리한 구조이며 2) 브랜드 관리능력이 탁월하고 3) 백화점(계열사)와 아울렛(자회사)을 보유하고 있어 매출처 확보와 재고관리에 있어 강점이 있기 때문이다.

TOP PICKS

신세계인터내셔널 (031430)

투자의견	매수(유지)
목표주가	105,000원
현재가 (11/29)	93,600원

대현 (016090)

투자의견	매수(유지)
목표주가	4,300원
현재가 (11/29)	2,300원

	패션
	손 주 리
	02 6915 5717
	sodomys@ibks.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 밸류에이션 및 추천종목	4
1. 밸류에이션	4
2. 추천종목	5
III. 2013년 패션업종 리뷰	9
국내 패션업종 삼중고(三重苦), 독하게 버텼다	9
IV. 2014년 패션업종 전망	10
국내 패션산업 시장규모	10
투자포인트 1. 합리성과 감성의 이중적인 소비형태	11
투자포인트 2. 유통채널의 변화 이해하기	16
투자포인트 3. 준비가 된자는 중국을 잡는다	19
V. 맺음말	26
적자생존(適者生存), 독한 것들만 살아남는 시대	26
기업분석	29
신세계인터내셔널(031430): 밸류에이션 프리미엄은 타당하다 / 매수(유지) / TP 105,000원	30
대현(016090): 우리 요즘 잘나가요 / 매수(유지) / TP 4,300원	37
아비스타(090370): 무엇을 상상하든 그 이상을 볼 것이다 / 매수(신규) / TP 10,500원	42
한섬(020000): 한결같다, 그래서 과소평가 받고 있다 / 매수(유지) / TP 37,000원	49
베이직하우스(084870): 이제는 숫자를 신뢰할 때 / 매수(유지) / TP 30,000원	54
LG패션(093050): 위기가 기회가 된 지금 / 매수(유지) / TP 39,000원	60

I. Investment Summary

2013년 리뷰:
국내 패션업종
삼중고(三重苦)극복기

2012년~2013년은 경기둔화에 따른 소비심리 약화로 내수브랜드 업체들의 실적둔화가 지속된 반면, 역설적으로 가계당 의복비 지출액과 비중은 증가한 해였다. 이는 경기와 날씨의 외적변수의 어려움에도 불구하고 내수시장의 안정적인 성장세가 유지되었음을 의미한다. 다만 소비패턴과 유통채널의 변화, 해외진출의 어려움이라는 난관속에 업체별, 북종별 차별적인 성장을 보였다.

2014년 전망:
적자생존(適者生存),
독한 것들만 살아남는 시대

2014년 패션업종은 상고하저 흐름이 예상된다. 국내 경기가 2013년 대비 점진적으로 개선됨에 따라 2014년 상반기는 경기 지지효과와 소비 이연효과에 따른 실적 호조가 예상된다. 하반기는 계절적 성수기이지만 상반기 대비 개선폭은 낮은 수준이 될 전망이다. 다만, 경기 회복 기대감에도 불구하고 1) 소비심리가 온전히 회복되지 않아 합리적인 소비패턴이 지속될 전망이고 2) 유통채널은 오프라인에서 온라인, 홈쇼핑, 아울렛으로 이동되고 있으며 3) 해외진출(중국진출)의 성공 또한 녹록치 않는 어려움은 유지될 것으로 판단된다. 따라서 직면한 세가지 변화에 적합한 포지셔닝을 한 업체 중심의 실적이 개선될 전망이다.

국내 패션시장이 직면한 세가지 변화를 요약하면 다음과 같다.

소비패턴의 변화

첫째, 소비자는 합리적이고 감성적인 이중적 소비패턴을 보인다. 이는 경기둔화와 소비심리의 약화, 소득수준의 양극화로 인해 합리적인 가격에 구매하고 싶어하는 니즈가 포현된 것으로 파악된다. 이에 따라 제품가격은 양분화 되고, 중저가와 중고가 제품의 차별적 확대로 1) 글로벌 SPA 브랜드의 수요가 증가하고 2) 수입컨템포러리 조닝의 매출성장이 두드러지고 있다. 국내 패션업체 들은 변화되는 소비성향에 적합한 제품구성력을 보유해야 한다.

유통채널의 이동

둘째, 소비자의 소비성향에 따라 소비채널도 빠르게 이동하고 있다. 현재 소비자들은 오프라인 채널(백화점, 할인점)에서 아울렛, 홈쇼핑, 온라인 쇼핑몰로 소비채널을 옮기고 있다. 이는 상위 채널들이 합리적인 가격으로 소비자의 니즈를 충족 시켜주면서, 즐거움의 기능까지 가능케 하기 때문으로 판단된다. 국내 패션업체 들은 변화하는 채널군에 대응하기 위해 다각화된 채널 전략을 도모하거나 관계사를 통한 시너지를 창출 해야한다.

해외시장 진출 성공의
어려움

셋째, 해외시장 진출이 무조건적인 성공을 보장하기 어렵다. 국내 내수 시장이 불륨성장에 대한 우려가 제기되고 있어, 해외시장 진출의 필요성은 높아지고 있다. 국내 패션업체 들의 대부분은 문화적, 지리적 특수성으로 인해 중국진출을 준비하고 있으나, 성장할 수 있는 구체적인 전략이 필요하다.

탐픽
신세계인터내셔널
(매수, TP 105,000원)

이렇게 볼 때, 신세계인터내셔널은 현재 패션산업이 직면한 시장환경에 가장 적합한 포지셔닝을 구축하고 있는 것으로 평가되어 당사의 패션업종 탐픽으로 제시한다. 1) 동사의 비즈니스 모델은 현재 시장환경에서 안정적인 실적을 시현하기 유리한 구조이며 2) 브랜드 관리 능력이 탁월할 뿐만 아니라 3) 백화점(계열사)과 아울렛(자회사)을 보유하고 있어 매출처 확보와 재고관리에 있어 유리하기 때문이다.

또한 강력한 브랜드 파워로 본업의 안정적 성장을 유지하고 중국진출로 추가적인 매출성장이 기대되는 대현과 2013년을 저점으로 국내법인의 실적 턴어라운드와 중국법인의 강한 성장모멘텀이 확인되는 아비스타를 차선호주로 매수 추천한다.

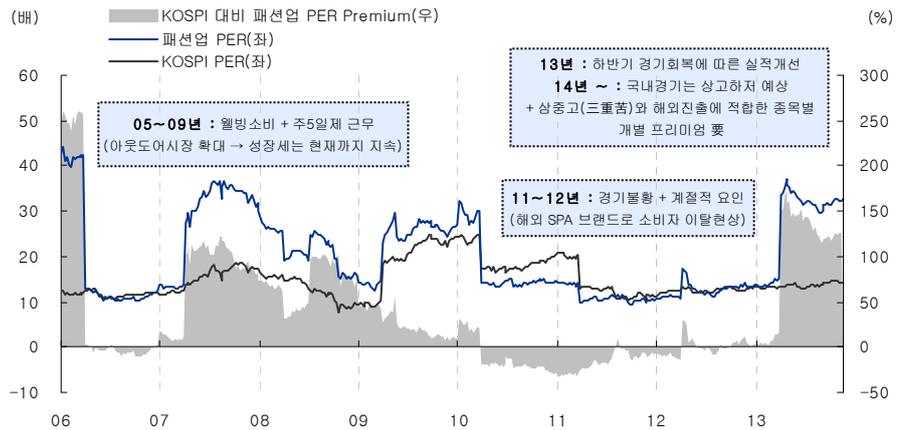
II. 밸류에이션 및 추천종목

1. 밸류에이션

국내 패션산업은 외적변수(경기, 날씨)에 민감하기 때문에 KOSPI와 유사한 수준의 밸류에이션을 받아왔으며, 내적변수(트렌드 변화)에 따라 성장모멘텀을 확인해 가며 개별 프리미엄을 받아왔다. 2013년 하반기, 패션업종은 PER 14.9배 수준으로 거래되고 있으며 2012년 기저효과와 경기개선 기대감에 의한 추가 상승으로 상반기 대비 밸류에이션이 높아진 상태이다. 그러나 2014년 점진적인 경기회복이 예상되고 개별 업체의 이익성장이 가시화 됨에 따라 밸류에이션은 11~12배 로 떨어져 매력도가 부각될 것으로 판단된다.

특히, 소비패턴과 유통채널의 변화, 해외진출의 어려움이라는 난관이 지속됨에 따라 1) 소비패턴의 변화에 적합한 제품구성력을 보유하고 있으며 2) 판매채널의 다각화로 유통채널 변화에 빠른 대응이 가능하고 3) 성공적인 해외진출을 위한 전략을 구축하여 강한 실적모멘텀이 확인되는 업체 중심의 프리미엄이 부여될 시점으로 판단된다.

그림 1. KOSPI 대비 패션업종 FWD PER Premium



자료: Wisefn, IBK투자증권

2. 추천종목

탐픽은 신세계인터내셔널(TP 105,000원), 차선호주 대현, 아비스타 제시

당사의 2014년 패션업종 투자 아이디어는 현재 패션시장이 직면한 세 가지 변화에 있다. ① 소비자는 합리적이고 감성적인 소비패턴으로 변화하였고 ② 유통채널은 오프라인에서 온라인, 홈쇼핑, 아울렛으로 이동되고 있으며 ③ 해외진출의 성공 또한 쉽지 않기 때문에 이 같은 변화에 적합한 전략이 필요한 시점으로 판단된다.

탐픽 신세계인터내셔널
(매수, TP 105,000원)

신세계인터내셔널(KS,031430)은 현재 패션산업이 직면한 시장환경에 적합한 포지셔닝을 구축하고 있다. 1) 동사의 비즈니스 모델은 현재 시장환경에서 안정적인 실적을 시현하기 유리한 구조이며 2) 브랜드 관리능력이 탁월하고 3) 백화점(계열사)와 아울렛(자회사)을 보유하고 있어 매출처 확보와 재고관리가 뛰어나다. 신세계인터내셔널을 탐픽으로 추천하며 투자 의견 매수와 목표주가 105,000원을 제시한다. 목표주가는 2014년 신세계인터내셔널 별도기준 기업가치와 자회사 신세계사이먼의 기업가치를 합하여 산출하였다. 이는 2014년 예상 EPS 기준 PER 21.8배로 국내 패션·유통업체 대비 높은 프리미엄이 반영된 수준이다. 그러나 현 시장환경에 최적화된 비즈니스 모델과 전략을 갖추고 있어 밸류에이션 프리미엄은 타당하다.

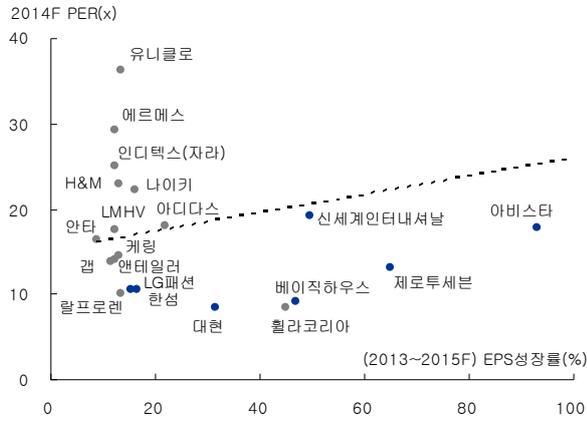
차선호주
대현 (매수, TP 4,300원)

대현(KS,016090)에 대한 투자 의견을 매수로 유지하고, 목표주가는 4,300원으로 상향 제시한다. 목표주가는 2014년 실적 추정치를 기준으로 한 영업가치와 동사가 소유한 부동산 가치를 합산하여 산출하였다. 동사는 1) 강력한 브랜드력으로 호실적을 지속하고 있으며 2) 신규 브랜드인 듀엘, 엣플레이의 유통망 확장으로 외형성장과 이익레버리지가 기대되고 3) 2014년 듀엘의 중국진출 성장 모멘텀을 감안하여 실적 추정치를 상향하였다. 동사의 현 주가는 PER 7.8배 수준으로 밸류에이션 부담 또한 낮은 편이다.

아비스타
(매수, TP 10,500원)

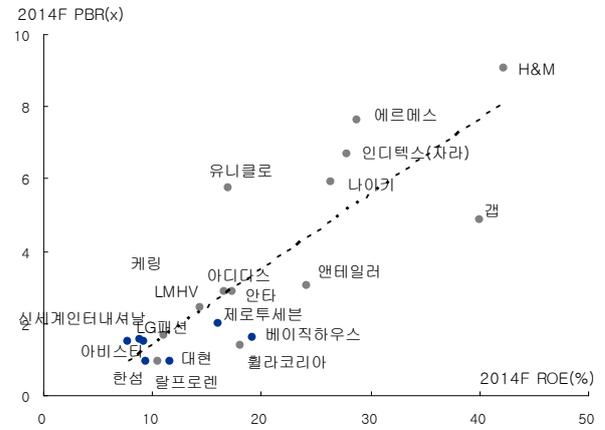
아비스타(KS,090370)에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 10,500원으로 신규 커버리지 개시한다. 목표주가는 2014년 아비스타의 연결기준 EPS 527원에 PER 20배를 적용해 산출되었다. 적용 PER은 베이직하우스 초기 성장모델의 밸류에이션을 반영하였다. 동사의 국내법인은 1) 2012~2013년 미국, 유럽법인과 적자브랜드(Eryn-brinie)사업부 철수와 함께 관련 비용 리스크는 모두 해소되었고 2) 기존브랜드의 유통망 확장을 통한 볼륨성장이 가능할 것으로 기대된다. 또한 3) 중국 디상과의 합작법인을 설립하여 2014년 2월 BNX 세컨브랜드를 출시할 예정이기 때문에 2014년 상반기 유통망 40개를 시작으로 적극적인 외형성장이 기대된다. 디상은 중국내 생산력과 유통영업력을 보유한 패션업체로 동사의 소싱개선과 수수료 절감에도 기여할 전망이다.

그림 2. 국내·외 패션업체 PER-EPS성장률(%)그래프



주: 2013년 11월 29일 종가기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 국내·외 패션업체 PBR-ROE(%)그래프



주: 2013년 11월 29일 종가기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 1. 국내 패션업체 투자전략 및 지표

(단위: 십억원, 원, %, 배)

구분	KS,031430 신세계 인터내셔널	KS,016090 대현	KS,090370 아비스타	KS,02000 한섬	KS,084870 베이직하우스	KS,093050 LG패션
IBK추정기준	연결	별도	연결	별도	연결	별도
현재가 (11/29)	93,600	2,300	6,720	31,550	23,200	34,350
시가총액	668	104	96	777	484	1,004
매출액						
2011	-	196	148	489	472	1,411
2012	790	217	146	490	521	1,390
2013F	811	252	158	472	562	1,417
2014F	883	281	195	502	651	1,473
영업이익						
2011	-	11	6	94	31	141
2012	31	9	-8	70	28	102
2013F	30	14	5	69	52	108
2014F	47	19	11	82	75	116
EBITDA						
2011	-	15	11	102	54	182
2012	46	14	-3	77	57	147
2013F	46	20	10	78	82	153
2014F	64	26	16	91	112	164
순이익 (지배주주순이익)						
2011	-	8	0.5	81	18	108
2012	50	7	-26	63	14	81
2013F	30	10	-5	63	32	87
2014F	35	13	8	72	49	95
EPS						
2011	-	188	48	3,269	847	3,697
2012	7,004	151	-2,610	2,559	693	2,759
2013F	4,216	231	-347	2,551	1,524	2,961
2014F	4,838	296	527	2,925	2,345	3,257
BPS						
2011	-	2,103	6,861	24,840	8,954	26,659
2012	55,801	2,198	4,274	27,133	8,775	29,112
2013F	59,361	2,416	3,675	29,433	10,903	31,664
2014F	62,540	2,697	4,172	32,090	13,262	34,683
PER(x)						
2011	-	8.3	144.4	9.1	20.1	10.9
2012	12.7	7.5	-2.3	11.5	21.1	11.3
2013F	22.2	10.0	-19.4	12.4	15.2	11.6
2014F	19.3	7.8	12.7	10.8	9.9	10.5
PBR(x)						
2011	-	0.7	1.0	1.2	1.9	1.5
2012	1.6	0.5	1.4	1.1	1.7	1.1
2013F	1.6	1.0	1.8	1.1	2.1	1.1
2014F	1.5	0.9	1.6	1.0	1.7	1.0
EV/EBITDA(x)						
2011	-	5.6	11.1	6.2	9.1	7.0
2012	16.3	5.2	-42.4	8.4	6.3	6.5
2013F	15.5	5.9	13.3	9.9	6.7	6.3
2014F	11.2	4.4	8.6	7.8	4.5	5.3
ROE(%)						
2011	-	9.0	0.7	13.9	9.9	14.7
2012	12.3	7.0	-41.3	9.8	7.7	9.3
2013F	7.2	10.0	-9.4	9.0	15.3	9.2
2014F	7.7	11.6	13.1	9.5	19.3	9.3

주: 2013년 11월 29일 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	
	ix sm	hmb ss	9983 jt	gps us	mc fp	rms fp	ker fp	pl us		
티커										
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(11/29) (각국 화폐단위)	117.0	278.3	38,950	40.8	140.7	254.0	165.1	48.0	36.0	
시가총액 (백만달러)	99,155	70,304	40,387	19,060	97,119	36,457	28,332	3,769	1,651	
매출액	2012	19,148	17,789	11,802	14,549	36,137	4,480	12,520	3,623	2,212
	2013F	20,816	19,372	11,530	15,656	39,925	5,075	13,236	3,670	2,374
	2014F	23,134	21,621	13,144	16,201	43,762	5,626	14,168	3,916	2,512
영업이익	2012	3,501	3,203	1,607	1,438	7,614	1,439	2,304	613	145
	2013F	4,095	3,373	1,479	1,925	8,173	1,641	2,437	479	163
	2014F	4,424	3,865	1,549	2,116	9,174	1,822	2,703	563	175
EBITDA	2012	4,463	3,749	1,915	1,944	9,022	1,626	2,667	Na	240
	2013F	5,174	4,011	1,726	2,403	9,778	1,811	2,843	Na	262
	2014F	5,586	4,577	1,848	2,606	10,894	2,016	3,124	Na	281
순이익	2012	2,683	2,484	911	833	4,403	951	1,348	302	87
	2013F	3,114	2,629	976	1,124	4,833	1,084	1,681	321	99
	2014F	3,460	3,018	928	1,258	5,483	1,206	1,897	376	104
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	9.6	2.3	9.6	10.4	13.8	4.0	2.0
	2014F	5.5	1.8	9.1	2.7	10.9	11.5	15.3	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	4.2	54.6	6.5	70.2	36.8	127.4	46.2	7.5
	2014F	20.6	4.6	59.4	7.1	77.0	44.1	136.1	49.8	10.0
PER(x)	2012	21.5	21.2	26.0	12.1	20.2	31.8	13.4	7.6	14.3
	2013F	30.7	26.6	41.8	17.7	19.7	33.3	16.2	12.1	18.0
	2014F	28.8	23.3	42.5	15.2	17.5	30.0	14.5	10.1	16.1
PBR(x)	2012	5.6	8.2	4.8	3.3	2.8	10.0	1.6	0.5	3.3
	2013F	8.6	10.0	7.3	6.3	2.7	9.3	1.8	1.0	4.8
	2014F	7.7	9.2	6.6	5.7	2.4	7.8	1.6	1.0	3.6
EV/EBITDA(x)	2012	11.9	13.4	10.8	4.6	10.7	18.1	10.1	Na	4.5
	2013F	17.3	16.8	22.4	8.1	10.7	19.2	11.8	Na	6.0
	2014F	16.6	14.7	20.6	7.5	9.6	17.2	10.7	Na	5.6
ROE(%)	2012	28.0	38.4	20.4	24.4	14.6	31.8	9.4	7.3	22.0
	2013F	29.5	39.0	21.2	38.7	13.8	31.0	10.7	9.5	26.4
	2014F	27.9	42.3	16.8	40.3	14.4	28.8	11.1	10.5	24.3

주: 2013년 11월 29일 종가기준

주2: 현재가만 각국 화폐단위, 시가총액 & 투자지표는 달러기준

자료: Bloomberg, IBK투자증권

III. 2013년 패션업종 리뷰

국내 패션업종 삼중고(三重苦), 독하게 버텼다

2013년
국내 패션산업 시장규모
38.6조원(+3.7%, YoY)

2013년 국내 패션산업 시장규모는 38.6조원 수준으로 전년대비 3.7% 성장하며 마무리 될 것으로 예상된다. 이 중 의류시장이 29.4조원(+2.1%, YoY), 패션잡화 시장은 9.3조원(+9.5%, YoY)을 차지할 것으로 전망된다.

패션업종의 삼중고(三重苦)
: 소비패턴과 유통채널의
변화, 해외진출(중국)의
어려움

2013년 국내 패션산업 시장은 경기둔화와 소비심리 약화에 따른 내수 브랜드업체들의 실적 둔화가 지속되었음에도 불구하고 역설적으로, 가계당 의복지출액과 소비지출내 비중은 증가하였다. 이는 경기둔화로 인해 소비체력이 약화되었음이 사실이나, 지출욕구는 증가하고 있음을 의미한다. 따라서, 합리적인 소비와 감성적인 소비가 공존하는 이중적인 소비형태가 야기되고 있다고 판단된다. 합리와 감성의 이중적인 소비성향은 단순히 “저렴하기만 한” 제품을 구매하는 것이 아니다. 자신의 가치와 개성을 만족시켜 주면서 이성적으로 합리적인 가격의 제품을 선호하는 것이다. 이 같은 소비성향의 확대가 글로벌 SPA 브랜드와 수입 컨템포러리 조닝의 고성장을 야기시켰다.

2013년 국내 패션산업은 소비センチメント가 약화된 상태에서 소비패턴과 유통채널의 변화, 해외진출의 어려움이라는 난관에 직면한 시점으로 판단되며, 2012년~2013년 상반기, 실적 부진을 견디며 변화에 적합한 전략을 고민했던 시기로 생각된다. 2014년의 패션업종은 상고하저를 예상하며 어려운 시기를 독하게 버틴 만큼, 적절한 전략을 구사한 업체가 합리적인 프리미엄과 차별적인 주가 상승세를 보여줄 것으로 판단한다.

IV. 2014년 패션업종 전망

국내 패션산업 시장규모

2014년
국내 패션산업 시장규모
40,2조원(+4.1%,YoY)

2014년 국내 패션산업 시장규모는 40,2조원으로 전년대비 4.1% 성장할 것으로 전망한다. 이중 의류시장은 30.2조원(+2.8%,YoY), 패션잡화 시장은 9.9조원(+8.0%,YoY)으로 예상된다. 복종별로는 아웃도어, 남녀 수입컨템포러리 조닝, 패션잡화 시장의 성장이 두드러질 것으로 보인다.

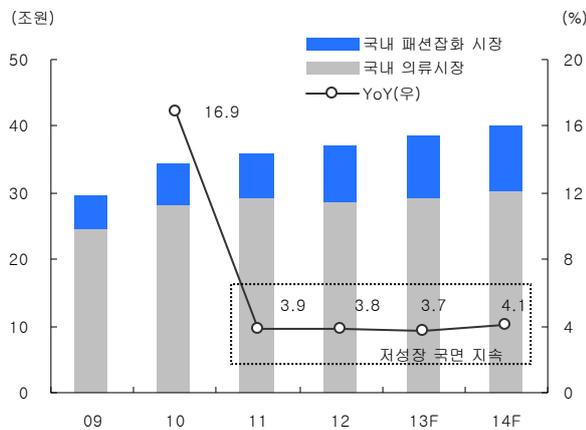
1) 외적 변수
경기는 기저효과 고려해서
긍정적

2014년 패션업종 경기전망은 상고하저 흐름이 예상된다. 국내 경기가 2013년 대비 점진적으로 개선됨에 따라 2014년 상반기 경기 기저효과와 소비 이연효과에 따른 실적호조가 예상된다. 반면 하반기는 계절적 성수기이지만 상반기 대비 개선폭은 낮아질 것으로 전망된다. 다행스러운 점은 월평균 기온은 전년대비 소폭 높으나, 기온 하락추세는 급변하고 있어 점진적으로 날씨에 따른 매출성장률 감소 영향력은 줄어들 것으로 예상되며 계절성은 더욱 양분화 되어 뚜렷해 질 전망이다.

2) 내적변수
합리적 가치소비는 지속

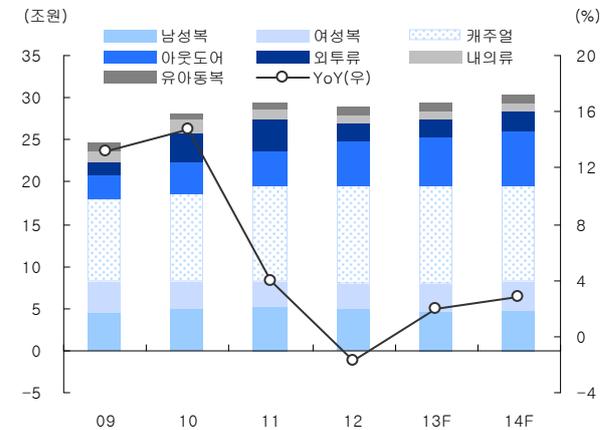
2014년은 2013년 대비 개선된 경기를 전망하나 현재 직면한 가치소비 트렌드는 유지될 것으로 판단된다. 1) 합리적이고 감성적인 소비패턴의 변화는 지속될 것으로 예상되며 2) 유통채널은 오프라인에서 온라인, 홈쇼핑, 아울렛으로 이동되고 있으며 3) 해외진출(중국진출)의 성공 또한 쉽지 않아 상위 트렌드에 적합한 전략을 구축한 기업의 차별화된 실적개선과 추가흐름이 전망된다.

그림 4. 국내 패션시장 규모(의류+패션잡화)



자료: 한국섬유산업협회, 패션비즈, IBK투자증권

그림 5. 국내 의류시장 복종별 규모



자료: 한국섬유산업협회, 패션비즈, IBK투자증권

투자포인트 1. 합리성과 감성의 이중적인 소비형태

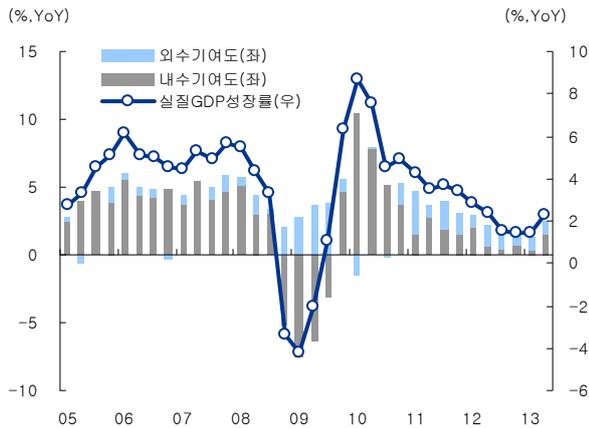
Difficult ①
소비자의 마음

소비자는 패션업체들이 당면한 가장 어려운 문제이다. 외적변수(경기, 날씨)도 예측하기 어렵는데, 내적변수(트렌드)까지 가늠하기 쉽지 않다. 2013년 경기는 전년대비 개선되는 추세였으나, 쉽지않은 환경이었다. 2013년 하반기는 계절적 성수기인 특성상, 2014년 상반기는 올초 기저효과를 고려하여 개선폭은 확대될 것으로 전망된다. 다만 2014년 하반기는 계절적인 성수기이지만 올해 경기 회복을 고려시 개선폭은 상대적으로 낮아질 전망이다.

경기 긍정,
소비심리지수 회복 국면

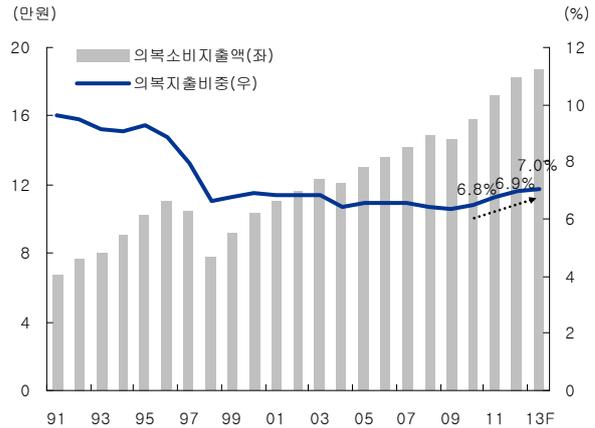
2013년 상반기, 경기둔화 지속과 소득수준 양분화에 따라 소비심리가 악화되었음에도 불구하고 역설적으로 가계당 의복지출액과 소비지출내 비중은 증가하였다. 하반기가 계절적 성수기임을 고려했을 때, 소비자의 패션관련 소비지출 욕구는 늘어났음을 의미한다. 다만 내수 브랜드업체들이 기대이상의 성장을 보이지 못하는 이유는 1) 하반기 평균 기온이 전년대비 소폭 높으며 2) 내적변수(트렌드변화)에 따른 “합리화 감성의 이중적 소비형태”로 가격대비 좋은 품질과 유행을 제공하는 SPA브랜드와 중고가 가격으로 높은 퀄리티와 아이덴티티를 보장하는 수입컨템포러리 조닝으로의 수요 이동 때문으로 판단된다.

그림 6. 국내 항목별 경기 방향성 전망 → 소폭 회복 기대



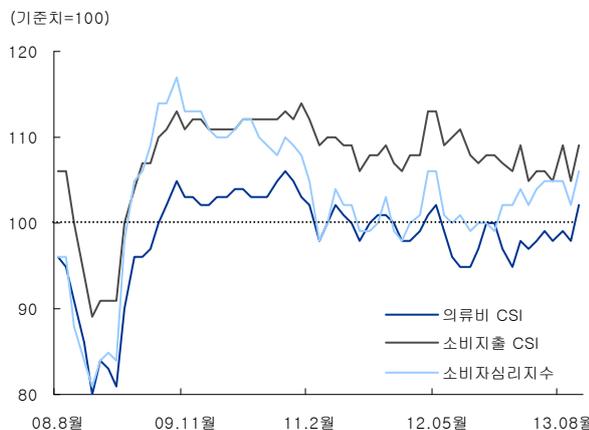
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 7. 가계당 월평균 의복소비 지출액 및 비중



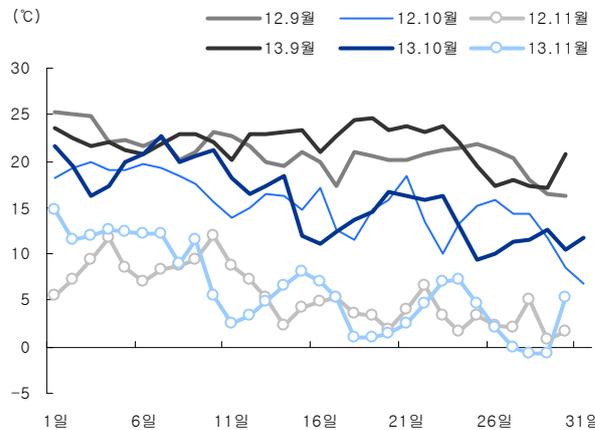
주: 2013F = 13, 1H 단순연산 수치
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 8. 소비지출 CSI 전망지수 추이 → 13.2H 회복세



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 9. 9~11월, 12년 대비 일별 기온 트렌드 추이



주: 서울지역 기준(2013년 11월 30일 업데이트)
자료: 기상청, IBK투자증권

전년대비 소폭 높은 날씨, 급변하게 추워지는 중

다행스러운 점은 월평균 기온은 전년대비 소폭 높으나, 기온 하락추세는 급변하고 있어 점진적으로 날씨에 따른 매출성장률 감소 영향력은 줄어들 것으로 예상된다.

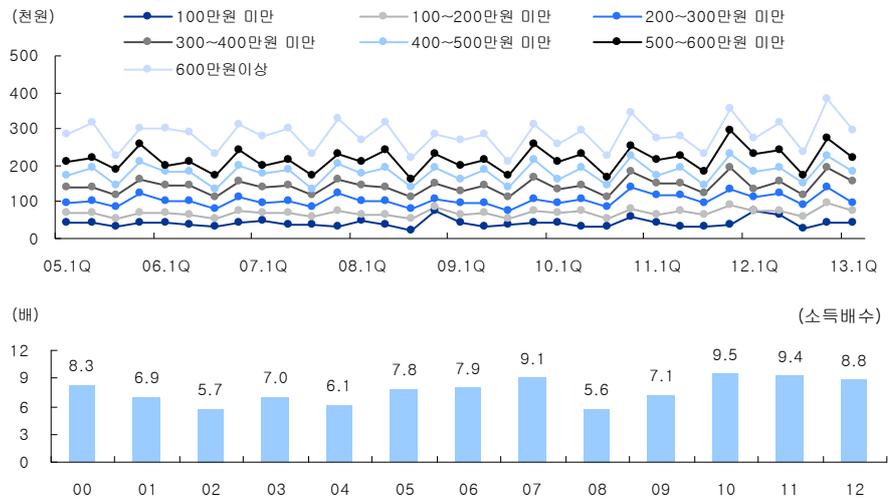
“합리와 감성의 이중적 소비형태”는 직관적인 행동의 결과이다. 최근 가계의 소득수준의 양극화는 심화되고 있으며, 그 차이는 지속적으로 증가하고 있다. 특히 의복비는 필수소비재가 아니기 때문에 5분위 소득배수가 10배까지 차이가 난다. 그러나, 소득수준이 낮아진다고 해서 개인의 욕구가 낮아지는 것은 아니다.

소득수준의 양극화 →

- 1) 제품가격의 양극화,
- 2) 중저가, 중고가로 차별적 구매패턴

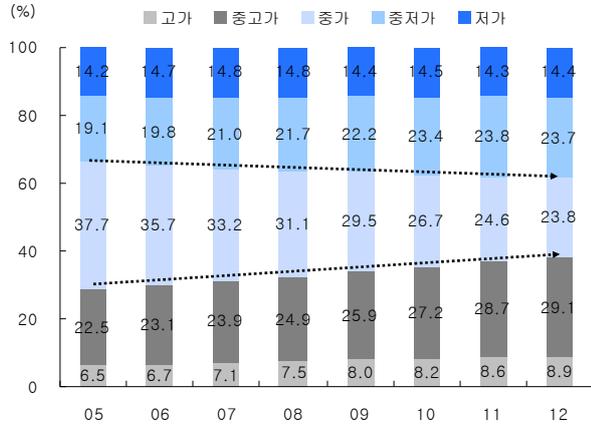
이에 따라 1) 제품 가격의 양극화 현상과 2) 증가제품의 소비여력이 중저가와 중고가 제품으로 이전하는 차별적 선택의 현상이 야기된다. 고소득 계층과 저소득 계층의 지출습관은 중산층 대비 경기나 트렌드 민감도가 낮다. 보편적으로 경기가 안좋을 경우, 구매진수를 줄이는 행위를 가장 먼저 하기 때문에 패션업체들은 제품가격을 올리거나 낮추면서 전체 매출규모를 유지하고자 한다. 한편, 중산층은 경기에 따라 변동성이 심한 실질적 소비주체로 현 시점과 같이 경기가 둔화되어 소비심리가 약화될 경우, 차별적인 구매 패턴을 보인다. 실제로 현재 글로벌 SPA 브랜드와 수입컨템포러리에 집중된 소비성향이 이를 증명한다. 가격대별 패션 의류시장 구성비 추이를 살펴보면, 고가,저가 제품의 시장은 유지되는 반면 중가 시장의 수요는 중저가와 중고가로 움직이는 추세를 볼 수 있다.

그림 10. 소득별 의복비 지출액 추이 및 최상위소득자의 최하위소득자 대비 소득배수



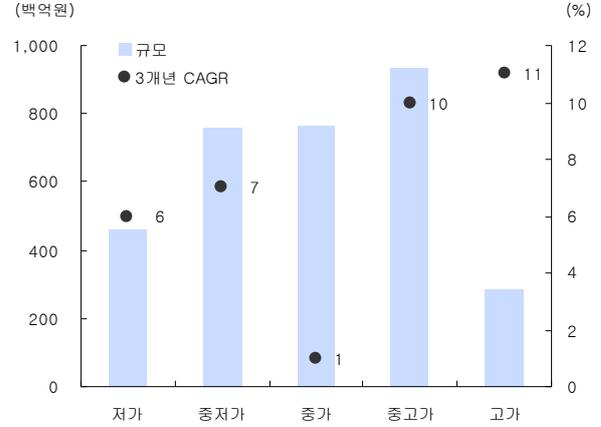
주: 가구주 연령별 가구당 월평균 가계수지(도시, 근로자가구, 2인이상)
 자료: 통계청, IBK투자증권

그림 11. 가격대별 패션의류시장 구성비 추이



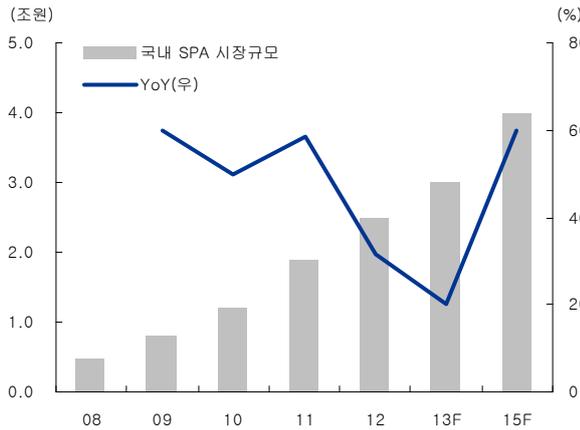
자료: 2013한국패션시장 규모조사, MPI, IBK투자증권

그림 12. 2012년 가격대별 패션의류시장 구성비 추이



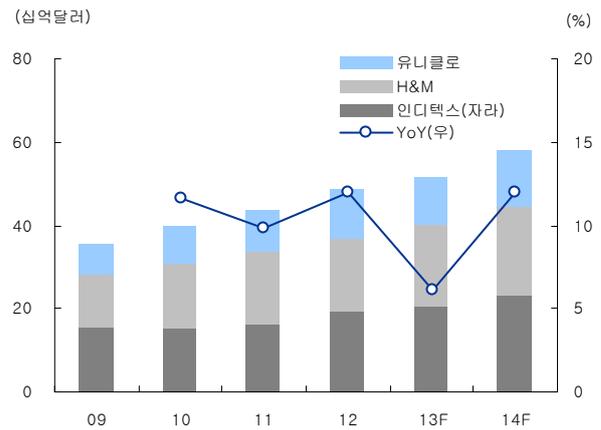
자료: 2013한국패션시장 규모조사, MPI, IBK투자증권

그림 13. SPA 시장규모 추이 및 전망



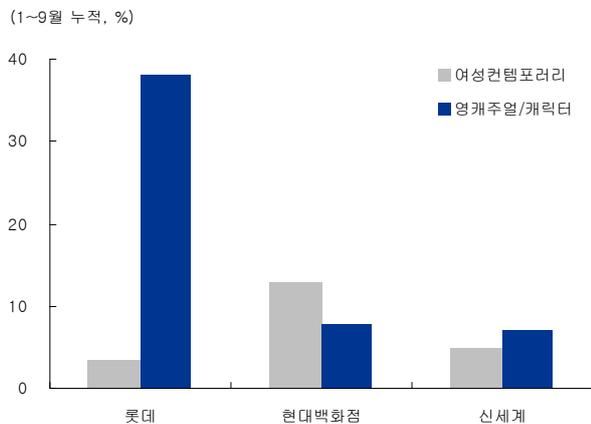
자료: 패션비즈, IBK투자증권

그림 14. 글로벌 SPA 브랜드 매출액 및 성장률 추이



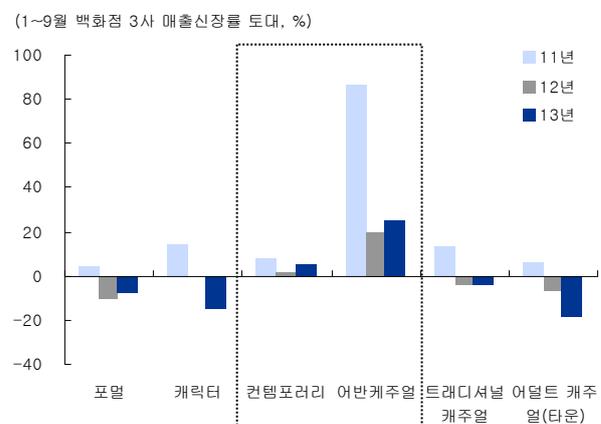
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 15. 2013년 1~9월(누적) 백화점 3사 성장조닝 부문



자료: 패션비즈, IBK투자증권

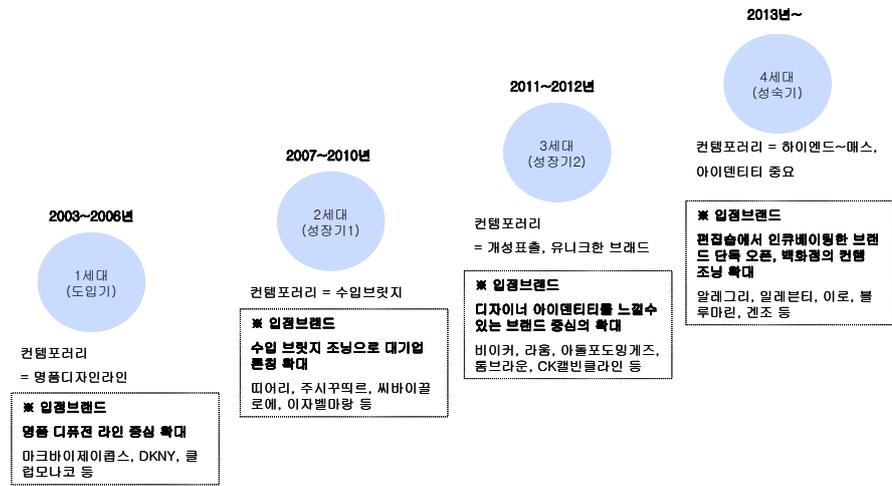
그림 16. 2013년 1~9월(누적) 백화점 3사 남성복 매출신장률



자료: 패션비즈, IBK투자증권

수입컨템포러리 조닝의
영역 확대 및 역할 강화

그림 17. 수입 컨템포러리 조닝 마켓 흐름



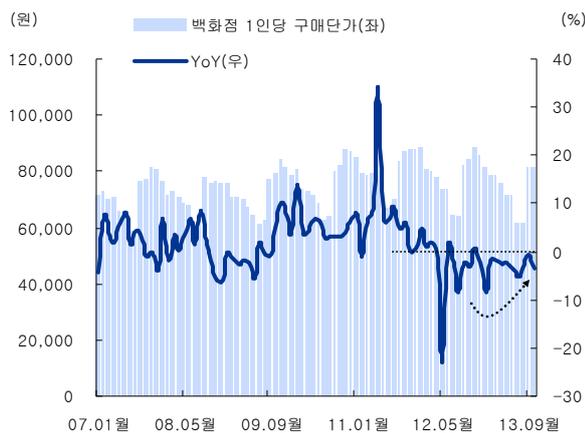
자료: 패션비즈, IBK투자증권

합리적이고 감성적인
소비패턴은
유통채널에서도 확인가능

소비자의 합리와 감성을 추구하는 이중적인 소비패턴은 유통채널 관련 지표에서도 확인된다. 2013년 8~9월, 백화점 의류부문 기존점 성장률이 소폭 개선되었다. 다만, 7월의 31일 중 26일이 장마였던 계절적 요인과 2012년 대비 개선된 기저효과임을 고려했을 때, 경기회복의 터닝포인트로 해석하기에는 어려움이 있었다. 실제로 10월 기존점 성장률은 전년 대비 다소 높은 날씨로 소폭 역신장 하였다. 구매건수는 지속적으로 증가하나, 실제 기존점 성장률 수치와 구매단가가 감소함으로 파악컨대 합리적인 가격에서 감성을 찾고자 하는 이중적 소비패턴이 확인된다.

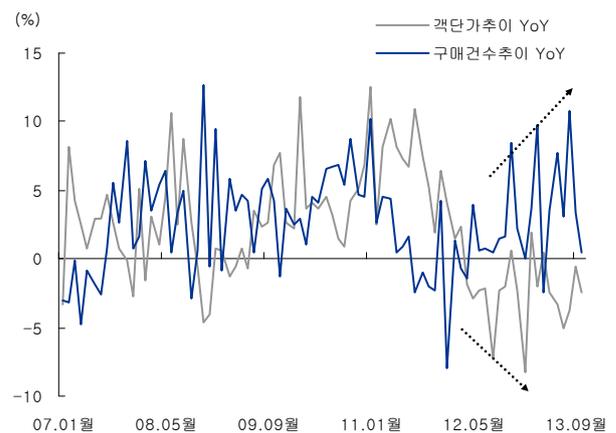
일반적으로 경기가 둔화되어 소비심리가 약화된다면, 구매건수를 줄이는 것이 보편적이다. 구매건수가 줄어들어 따라 1인당 객단가가 감소하게 된다. 그러나 2013년 이후에는 이질적으로 구매건수는 증가하는데 객단가는 줄어드는 트렌드가 보인다. 이는 1) 2012년 이연소비 효과로 인해 구매하고자 하는 욕구는 높으나 2) 경기에 따라 소득수준은 낮아지면서 지갑을 열수 없는 환경이 조성되었기 때문으로 판단된다. 또한 3) 경기둔화의 지속에 따라 유통채널의 할인판매 확대와 4) 매출둔화를 염려한 글로벌 SPA브랜드 입점유치(유니클로, 겐)와 온라인 판매를 강화한데 기인한다.

그림 18. 백화점 1인당 구매단가와 증감율 추이



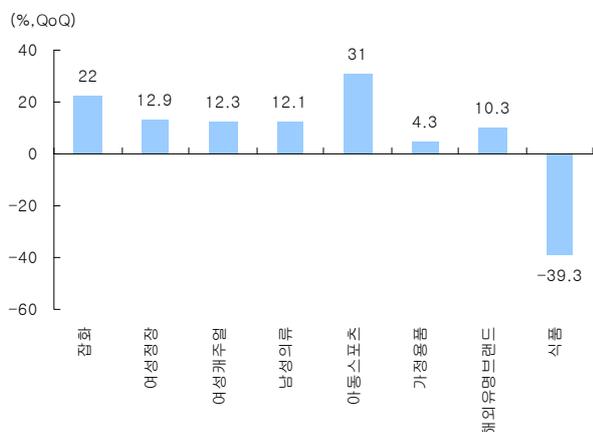
자료: 산업자원통상부, IBK투자증권

그림 19. 백화점 객단가와 구매건수 YoY 추이



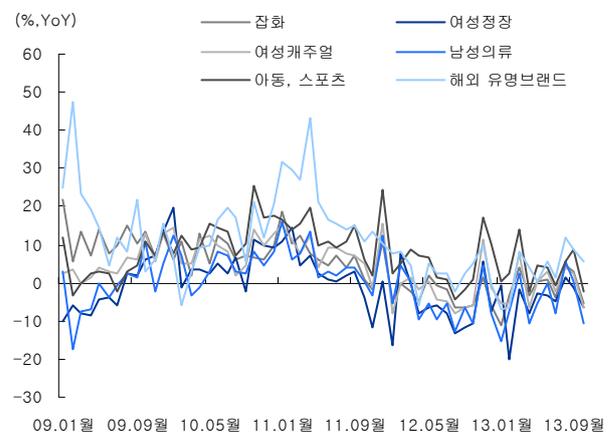
자료: 산업자원통상부, IBK투자증권

그림 20. 13.10월 백화점 매출동향 → 전동월비 성장세 유지



자료: 산업자원통상부, IBK투자증권

그림 21. 백화점 제품별(패션만) 월별 매출동향 성장률 추이



자료: 산업자원통상부, IBK투자증권

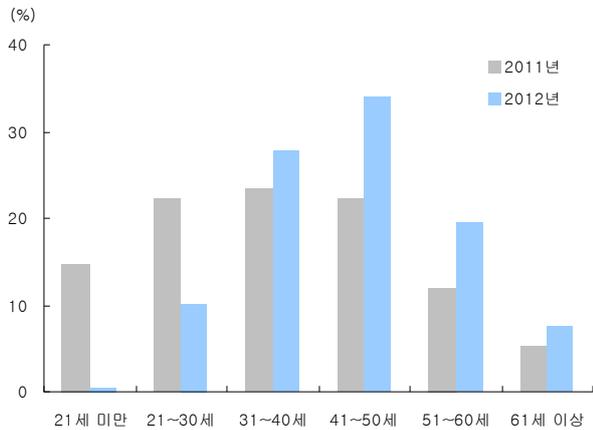
투자포인트 2. 유통채널의 변화 이해하기

Difficult ②
유통채널 변화

국내 패션업체들이 직면한 두번째 어려움은 유통채널의 변화이다. 유통채널 변화의 주된 요인은 제품 판매의 주도권이 “공급자(제조)→유통채널→소비자(리테일)”로 이동되었기 때문이다.

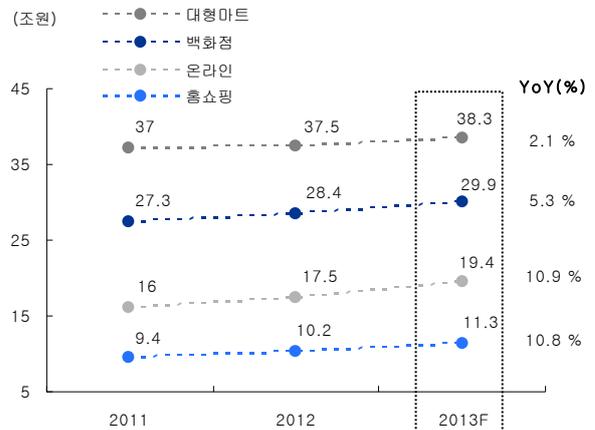
현재 소비자들은 과거의 오프라인 유통채널(백화점, 할인점)에서 아울렛과 홈쇼핑, 온라인 쇼핑몰로 채널을 옮기고 있다. 이는 1) 백화점이 주던 편리함(감성)과 2) 할인점이 주는 저렴함(합리적인 가격)을 동시에 충족하며 3) 즐거움의 기능까지 가능케 하기 때문으로 판단된다. 실제로 패션제품의 주요 소비계층인 20~30대 연령층은 합리적인 소비를 위해 저가 제품은 온라인 채널을, 중고가 제품은 홈쇼핑과 아울렛 채널을 이용하고 있다. 실제로 온라인, 홈쇼핑, 아울렛의 시장 성장률은 백화점과 할인점 대비 높다.

그림 22. 백화점 연령대별 매출비중



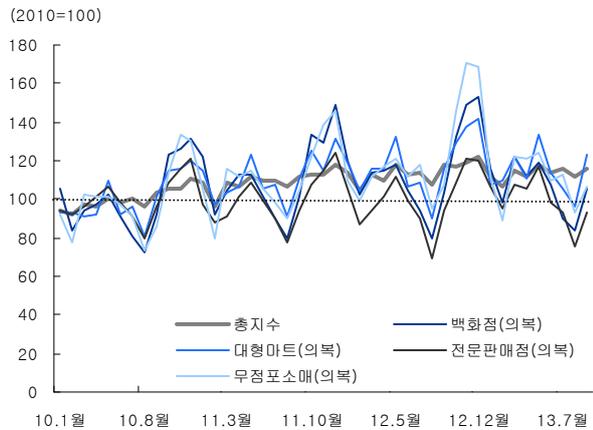
자료: 한국체인점스토어협회(언론사 재인용), IBK투자증권

그림 23. 유통채널별 시장규모 성장추이



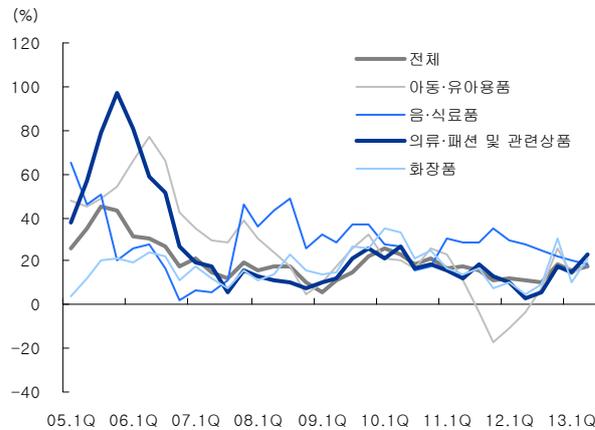
자료: 대한상공회의소(언론사 재인용), IBK투자증권

그림 24. 업태별 의류 상품군 판매역지수



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 25. 상품군별 사이버쇼핑 지출액 증감율



주: 내수상품군 중심
자료: 통계청, IBK투자증권

채널별로 살펴보면 다음과 같다.

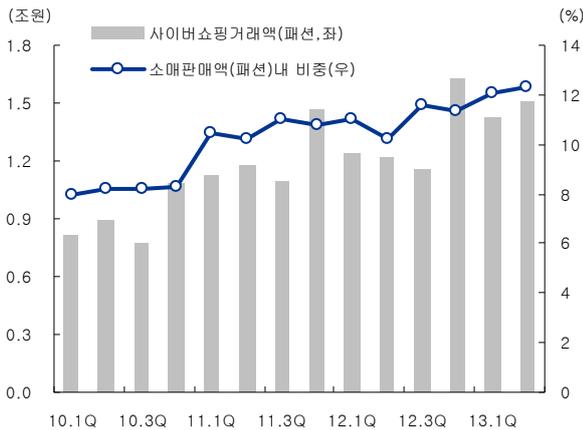
온라인 채널 확보 :
 베이직하우스, LG패션
 (재고물량 해소에도 용이)

온라인(저가) 유통채널의 경우, 인터넷 활용도가 높고 정보에 민감한 젊은 소비계층이 이동하는 추세가 높으며 저가제품에 대한 니즈를 해소하는 채널로 이용되고 있다. 2013년 2분기 기준, 의류 패션 부문 사이버 쇼핑거래액은 1.5조원(+23.3%, YoY)으로 전체 소매판매액(의류+패션)의 12.3%를 차지하며 높은 성장세를 지속하고 있다.

홈쇼핑 채널 확보 :
 한섬(현대 홈쇼핑과의
 중장기적 전략 모색)

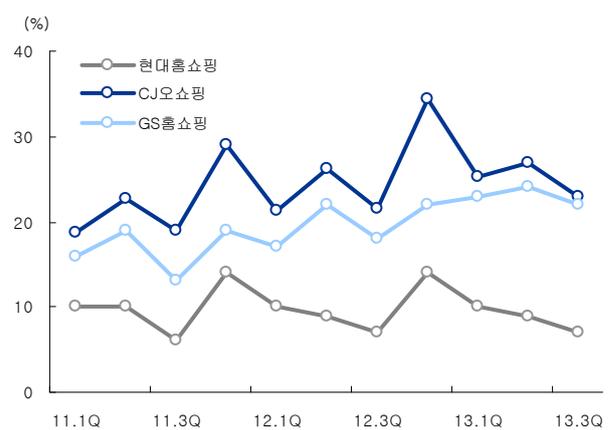
반면, 홈쇼핑과 아울렛 유통채널은 중고가 제품을 타겟팅 하고 있으나 성장 전략 방법은 다소 차별화 되어 있다. 홈쇼핑의 경우 1) 해외 브랜드 라이선스와 유명 디자이너들과의 협업을 통해 홈쇼핑용 브랜드를 론칭시켜 콘텐츠 고급화를 도모하며 2) TV방송을 주력으로 인터넷과 모바일까지 영역을 확대시켜 채널을 다각화 시키고 있다. 고급화 전략에 따라 고마진의 패션상품 매출비중은 꾸준히 증가하고 있으며, 중고가 제품임에도 불구하고 홈쇼핑 유통채널의 특성상 가격접근성이 유리하며 유명 디자이너들을 영입함에 따라 젊은 소비층 유치에 용이하다.

그림 26. 사이버쇼핑 거래액(의류·패션) 및 사이버쇼핑 내 비중



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 27. 홈쇼핑 3사 Product mix(의류 판매 비중)



자료: IBK유통파트(각사), IBK투자증권

아울렛 채널 확보:
 신세계인터내셔널, 한섬,
 LG패션
 (입점 브랜드를 확보한
 대형 패션업체들 유리)

아울렛의 경우, 2013년 이후 빅3 유통업체들을 중심으로 대형 아울렛 출점이 지속될 것으로 판단된다. 롯데쇼핑은 현재 라인업에서 추가적으로 2013년 연말 이천점(프리미엄 아울렛)과 2014년 하반기 동부산점(프리미엄 아울렛)을 오픈 예정에 있으며, 신세계사이먼은 2014년 여주 프리미엄 아울렛을 리뉴얼(영업면적 2배로 확대)에 이어 2015년 시흥점, 2016년 중부지역 지점 등 매년 1개씩 아울렛을 오픈할 계획이다. 현대백화점도 2014년 하반기 김포 프리미엄 아울렛을 오픈할 예정이며, 추가적으로 송도와 무산 지역을 검토중에 있다.

일반적으로 아울렛에 입점한 브랜드들은 대부분의 대형 패션업체들이 소유하고 있는 수입 컨템포러리, 고가의 제품브랜드로 온라인, 홈쇼핑, 아울렛 중 합리적인 감성소비에 가장 적합한 채널로 판단되며 향후 입점 브랜드를 확보한 대형 패션업체들의 실적개선 추세는 강화될 것으로 예상된다.

표 3. 롯데쇼핑 아울렛 지점 현황

점포명	오픈일	영업면적	브랜드수	비고
광주 월드컵점	2008.10.24	5,300평	190여개	도심형 아울렛
김해점	2008.12.17	1,4만평	300여개	프리미엄 아울렛 (13년 6월 증축)
광주 수완점	2009.9.24	6,000평	170여개	도심형 아울렛 (12년 2월 증축)
대구울하점대	2010.7.15	3,300평	120여개	도심형 아울렛
이시아폴리스점	2011.4.28	7,800평	120여개	교외형 아울렛
파주점	2011.12.2	1,1만평	230여개	프리미엄 아울렛
청주점	2012.11.9	4,700평	150여개	도심형 아울렛
서울역점	2013.1.18	3,400평	120여개	도심형 아울렛(舊, 콩코스 백화점)
부여점	2013.9.6	5,000평	120여개	교외형 아울렛

자료: 각사, 언론기사 취합, IBK투자증권

표 4. 신세계철시(신세계사이먼) 아울렛 지점 현황

점포명	오픈일	영업면적	브랜드수	비고
여주 프리미엄 아울렛	2007년 6월	8,000평	145개	프리미엄 브랜드 라인업
파주 프리미엄 아울렛	2011년 3월	1,2만평	220개	수도권 및 경기 서북부지역의 쇼핑 관광랜드 마크, 가족단위 쇼핑 특화공간으로 거듭
부산 프리미엄 아울렛	2013년 8월	1만평	184개	전국 광역도시 최초 진출

자료: 각사, 언론기사 취합, IBK투자증권

투자포인트 3. 준비가 된자는 중국을 잡는다

Difficult ③
해외진출 ≠ 성공

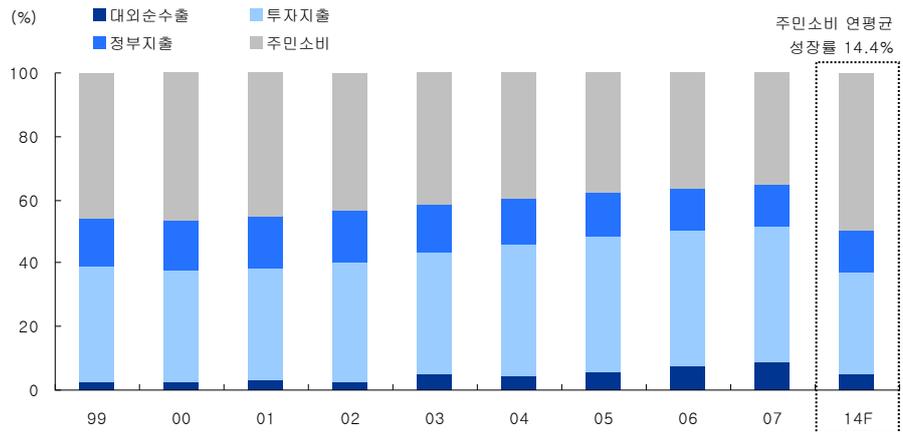
현재 국내 패션업체가 처한 마지막 어려움은 해외진출이다. 국내 패션산업 시장의 볼륨성장의 우려가 제기되는 만큼, 해외시장 진출은 국내 패션업체가 선택할 수 밖에 없는 필수불가결한 요소이다. 그러나 해외진출이 무조건적인 성공을 보장하지 않는다, 성공을 위한 적절한 전략이 필요한 시점이다.

경제성장률 목표치 둔화
우려에도 불구하고,
소매판매액 및
의류 소매판매액은 성장세
지속

시진핑 5세대 지도부의 정책목표가 수출 및 고정자본 투자를 통한 고성장 보다는, 내수 균형발전의 질적성장을 중요시 한바 중국 경제성장률의 정부 목표치가 낮아질(기준: 7.5%→가능성: 7.0%) 가능성이 존재한다. 그러나 2분기 이후, 1) 소비자 심리지수 둔화와 2) 경기 부양 조치 부재에도 불구하고 소매판매는 완만하지만 안정적인 개선흐름을 보여주고 있다.

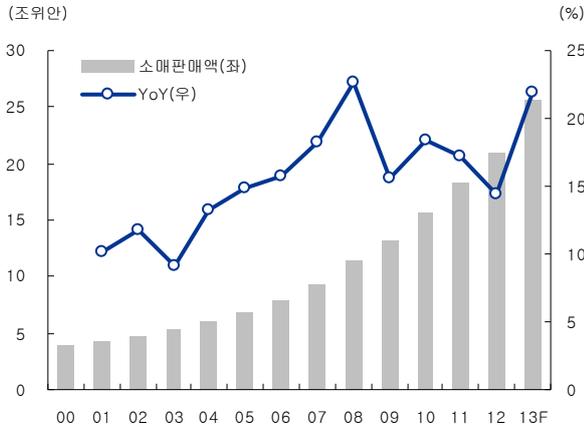
중국 월간 소매판매액은 10월 기준 전년대비 +17.9% 성장하였고(일정 기업이상 소매판매 +19.3%, YoY), 의류 소매판매액 또한 +14.1% 증가하였다. 중국 시장환경이 완만한 성장세를 유지하는 가운데 (도시기준) 중국 1인당 가처분 소득 증가율이 중국 경제성장률을 상회하는바, 소비주체의 구매력이 확대되고 있다고 판단된다.

그림 28. 2014년 중국 GDP 구성예측



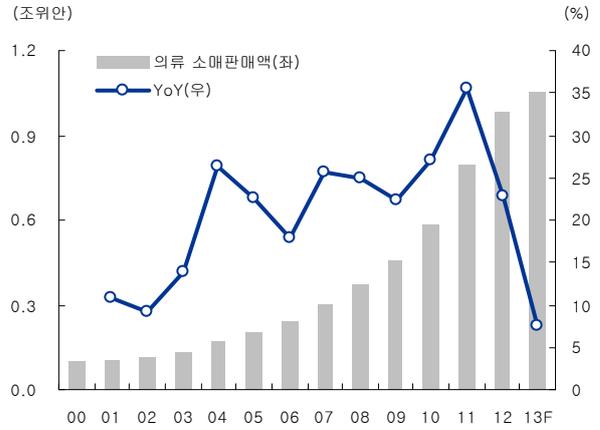
자료: 제 6회 글로벌 패션포럼(재인용), IBK투자증권

그림 29. 중국 소매판매액 규모 추이



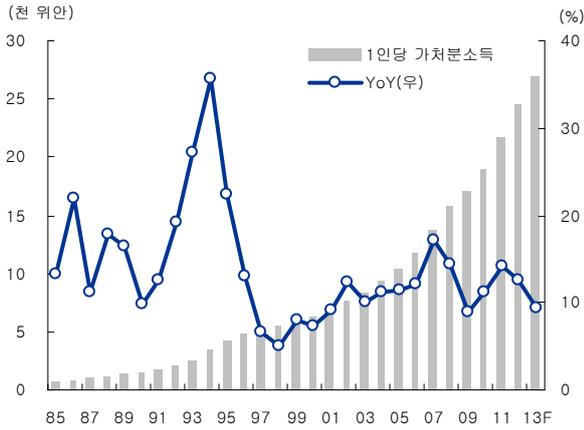
주: 2013F=13,3Q(누적) 단순 연산수치
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 30. 중국 의류 소매판매액 규모 추이



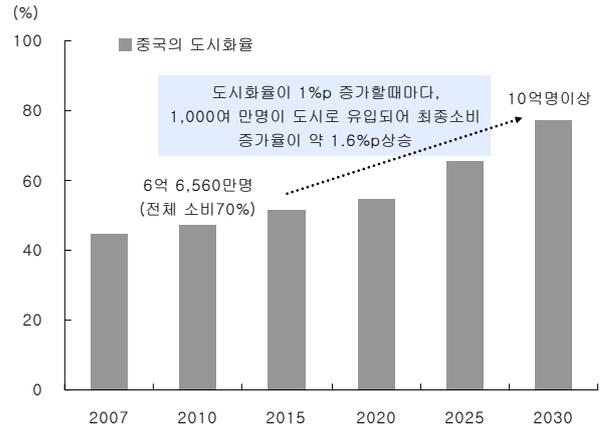
주: 2013F=13,3Q(누적) 단순 연산수치
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 31. (도시기준) 중국인 1인당 가처분 소득



주: 2013F=13,3Q(누적) 단순연산 수치
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 32. 중국 도시화율 추세



자료: 중국사회과학원, IBK투자증권

중국 진출이 무조건적인 성장 모멘텀이 될수 없다

중국 시장은 1) 성장 잠재력이 충분하며, 2) 소비하려는 주체의 구매력과 비중은 확대되고 있고 3) 한류 영향으로 인해 국내제품의 선호도가 높다. 시장은 준비되어 있는데, 중국진출의 성공이 어려운 이유는 무엇일까? 해결점을 네 가지 정도로 고민하고자 한다.

해결점 1.
우리 제품을 소비하는 주요 타겟층을 확인하자

중국은 분명히 성장 가능성이 높은 시장임은 분명하나, 선진국 대비 인당 구매력이 높지 않다. 이는 곧 특수한 일부 계층이 소비의 주요 주체임을 의미한다. 당사는 중국의 소비시장의 주요 주체는 1) 연령별로 구매력이 성장하는 바링허우 세대(80년대)와 자우링허우 세대(90년대)와 2) 2015년(F)까지 도시가구의 76% 수준으로 확대되는 중국의 중산계층이 될 것으로 판단한다. 이들은 일반적으로 교육수준이 높으며, 외국문화에 개방적이고 인터넷에 익숙하여 합리적인 소비를 지향한다.

표 5. 인당 패션관련 지출은 선진국 대비 낮음

구분		중국	미국	한국
백만명	인구수(2012)	1,329	314	50
USD	인당 GDP(2012)	6,290	51,743	22,590
USD	인당가처분 소득(2012)	2,691	39,000	12,530
개	1백명 이상 도시수(2010)	276	51	9
십억달러	패션시장(2012)	271	363	26
USD	인당 패션관련 지출(2012)	201	1,155	513

자료: 제 6회 글로벌 패션포럼 재인용(유로모니터, 맥쿼리), IBK투자증권

표 6. 중국 연령별 소비 특징

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

자료: KITA, IBK투자증권

표 7. 중국의 빠른 도시화 - GDP 9조원 이상의 도시수가 향후 5년내에 500개 이상 늘어날 것 예상

도시당 GDP	중국			도시의 예 (2013년 기준)	한국 도시의 예
	2008년	2013년F	2018년F		
87조원 이상	5	15	34	· 상하이 · 베이징 · 선전 · 톈진 · 청두 · 광저우	· 서울
35~87조원 이상	15	28	41	· 쑤저우 · 옌타이 · 쿤밍	· 부산 · 인천 · 대구
17~35조원 이상	24	35	77	· 타이저우 · 현단 · 이상	· 대전 · 광주
9~17조원 이상	34	85	161		
9조원 이상	861	776	626		

자료: 제 6회 글로벌 패션포럼(맥쿼리) 재인용, IBK투자증권

해결점 2.
차별화된 전략을 구상하자

중국은 다양한 클러스터로 구성되어 있고, 제 1~3선도시의 GDP 비중이 전체의 72.5%를 차지하고 있다. 때문에, 대도시 이외의 도시별 GDP 수준이 높은 지역을 개별적으로 접근해 공략해야 할 것으로 판단된다.

전략적 진출 방식은 세 가지 정도로 확인된다. 첫째, 1선도시 진입후 2선도시까지 확장하며 3,4선 도시로 브랜드를 뿌리는 방법이다(점선면 전략). 시간과 비용투자가 불가피 하지만, 일반적으로 기업들이 진출하는 방식이다. 둘째, 사전 조사를 통해 자사브랜드에 적합한 지역을 선정하고 그 지역에 유통망을 집중적으로 공략하는 방법이다(클러스터 전략). 복종별로 특성이 다른 브랜드의 경우에 최초 진입 도시가 다를 수 있다. 마지막으로 지역선정 없이 경쟁력 있는 1,2선 도시 중심으로 다수의 지역에 진출시키는 방법이다(스프레드전략). 좋은 지역은 집중하고 매출이 낮은 지역은 철수시키는 방법이나 지역마다 다른 의류에 대한 선호 트렌드로 많은 비용과 시간이 걸린다는 단점이 있다.

보편적으로 대부분의 국내 패션업종 기업들은 점선면 전략을 통해 진출을 하고 있다. 이는 진출후 기본적인 사업전개를 할 때 1) 접근하기 쉬운 클러스터를 확보하기 어려우며 2) 1,2선 도시 외의 지역들이 인프라나 세제혜택이 상대적으로 미흡하고 3) 인력이나 유통 채널의 확보가 어렵기 때문으로 판단된다. 그러나 패션업종이 라이프 스타일을 반영하는 소비재임에 따라, 클러스터 전략에 대한 고민이 병행되어야 한다고 생각한다.

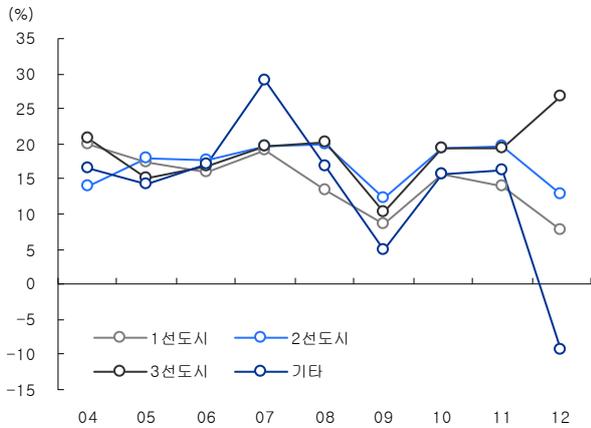
최근 1선도시의 경제성장의 둔화, 브랜드 경쟁 심화, 소비자 성숙 등으로 기타 지역에 대한 관심이 높아지고 있다. GDP성장률 및 비중으로 살펴보았을때도, 2~3선 도시의 중요도가 높아졌음을 확인할 수 있다. 2,3선 도시가 빠르게 경제성장을 실현하며 인당 GDP 수준이 1선도시를 능가하기 시작했으며, 클러스터 중심의 차별화 전략이 중요시되고 있다.

표 8. 도시등급별 도시수 및 리스트

도시등급	도시수	상세 리스트
1선도시	3	베이징·광저우·상하이
2선도시	17	충칭·톈진·선양·난징·우한(武漢)·청두·다롄(大連)·우시(無錫)·창저우(常州)·쑤저우(蘇州)·항저우(杭州)·닝보(寧波)·칭다오(靑島)·옌타이(煙臺)·창샤·선전·포산(佛山)
3선도시	98	다통(大同)·안청(鹽城)·푸톈(莆田)·자오징(棗莊)·타이안(泰安)·상탄(襄樊)·하이커우(海口)·구이양(貴陽)·린저우·우루무치(烏魯木齊)·시안·친황다오(秦皇島)·한단(邯鄲)·바오딩(保定)·청더(承德)·창저우(滄州)·후허하오터(呼和浩特)·통랴오(通遼)·푸순(撫順)·번시(本溪)·진저우(錦州)·잉커우(營口)·라오양(遼陽)·송위안(松原)·롄윈강(連雲港)·양저우(揚州)·전장(鎮江)·타이저우(泰州)·자싱(嘉興)·후저우(湖州)·소싱(紹興)·진화(金華)·저우산(舟山)·우후(蕪湖)·취안저우(泉州)·장저우(漳州)·쑤징(九江)·신위(新余)·지닝(濟寧)·르짜오(日照)·라이우(萊蕪)·더저우(德州)·빈저우(濱州)·핑딩(平頂)·푸양(濮陽)·황스(黃石)·스옌(石堰)·이칭(宜昌)·주저우(株洲)·상탄(湘潭)·웨이양(岳陽)·창더(常德)·주하이(珠海)·장먼(江門)·진강(湛江)·자오칭(肇慶)·후이저우(惠州)·칭위안(清遠)·중산(中山)·류저우(柳州)·구이린(貴林)·판즈화(攀枝花)·취징(曲靖)·스자장·탕산(唐山)·타이위안(太原)·칭춘(長春)·지린(吉林)·하얼빈(哈爾濱)·쑤저우(徐州)·타이저우(臺州)·허페이(合肥)·푸저우(福州)·샤먼(廈門)·난창(南昌)·지난(濟南)·쯔보(淄博)·웨이팡(濰坊)·린이(臨沂)·정저우·뤄양(洛陽)·둥관·난닝(南寧)·쿤밍(昆明)·얼얼뒤쓰(鄂爾多斯)·위시(玉溪)·진칭(金昌)·커라마이(克拉瑪依)·취저우(朔州)·바오터우(包頭)·안산(鞍山)·판진(盤錦)·다칭(大慶)·난통(南通)·원저우(溫州)·마안산(馬鞍山)·둥잉(東莞)·웨이하이(威海)
4선도시	169	수이화(綏化)·상뤄(商洛)·룽난(隴南)·류안(六安)·우린(烏蘭)·헤이허(黑河)·황강(黃岡)·허츠(河內)·충취(崇左)·다저우(達州)·아안(雅安)·리장(麗江)·쓰마오(思茅)·린창(臨滄)·라싸(拉薩)·핑펑(平涼)·쑤취안(酒泉)·칭양(慶陽)·우중(吳忠)·구위안·중웨이(中衛)·진중(晉中)·윈청(運城)·신저우(忻州) 등

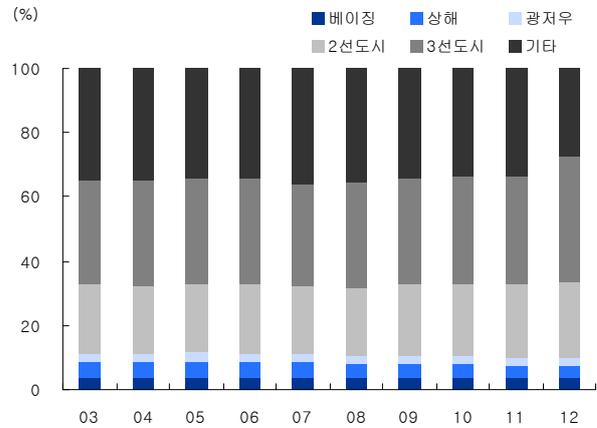
자료: Seri 삼성경제연구소, IBK투자증권

그림 33. 중국 지역별 주요도시 GDP성장률 비교



자료: CEIC, IBK투자증권

그림 34. 중국 지역별 GDP 규모 비중 → 1~3선 도시 72.5%



자료: CEIC, IBK투자증권

해결점 3. 적합한 유통방식을 확보하자

베이직하우스 - 직접진출의 모범케이스

대현 - 수출을 통한 중국진출, 국내에서는 인바운드 효과

국내 패션업체는 중국진출에 앞서 적합한 유통방식을 확보해야 한다. 일반적으로 1) 직영과 대리상을 이용하는 직접진출과 2) 라이선스 계약을 확보한 간접진출이 있다.

직접진출의 가장 큰 리스크 요인은 유통수수료, 인건비, 인력관리(관시), 수급 등의 부문으로 안정적인 정착이 어려울시 투자비용을 회수하기 어려운 결과를 초래할 수 있다는 점이다. 때문에 무차별적인 외형성장은 배제해야 한다. 중국의 Oshirly, GXG 등의 로컬 브랜드들은 중국내 1,000개 이상의 매장을 확보한 대표적인 기업인데, 이들도 단기간에 유통확장을 도모한 것은 아니었다. 론칭 5년차 이전에는 최소매장 100개 수준을 운영하다가 브랜드 인지도 확대후 유통채널 확대를 도모하였다. 베이직하우스 또한 기존점 성장률을 유지하는 수준에서 매장확대를 지속하였다.

직접진출이 어려운 기업들이 차선으로 선택하는 방법은 라이선스 계약을 통한 간접진출이다. 그러나 1) 중국시장에 대한 경험부족으로 디자인에 의존적으로 이행할 수밖에 없으며(마케팅, VMD 부족 등), 2) 문화적 차이로 인한 커뮤니케이션 오해로 실패하는 경우가 많다.

간접진출의 방식중, 향후 중요한 방법으로 논의되고 있는 부문은 “수출과 ODM, OEM” 방식이다. 현재 대현과 아비스타가 각각의 전략에 노출되어 있다. 우선 수출방식은 총판계약을 맺고, 완제품을 수출하는 방법이다. 이는 직접진출이 어려운 차선의 방법이기도 하지만 브랜드를 완성입해간 중국파트너를 통해 유통시장에 경쟁력을 키우는 인큐베이팅 역할을 한다. 통상적으로 완제품을 수출하는 비즈니스는 1) 국내 브랜드가 중국내 충분한 경쟁력이 있으며 2) 제반비용을 고려해서 마크업을 높이더라도 중국내 유통을 전개하는 중국기업이 최소 4배수는 확보해야 정상적인 유통이 가능하다.

표 9. 완제품이 성공할 수 있는 기본케이스

구분	국내 시입가 (tag가 기준)	추가비용	중국소매가	중국내 마크업
A브랜드	소비자가의 25%	관세, 물류비 등	한국가격의 1.4배	4배수
B브랜드	소비자가의 30%	관세 + 가격인상	한국가격의 1.6~1.7배	4배수

자료: RADI, IBK투자증권

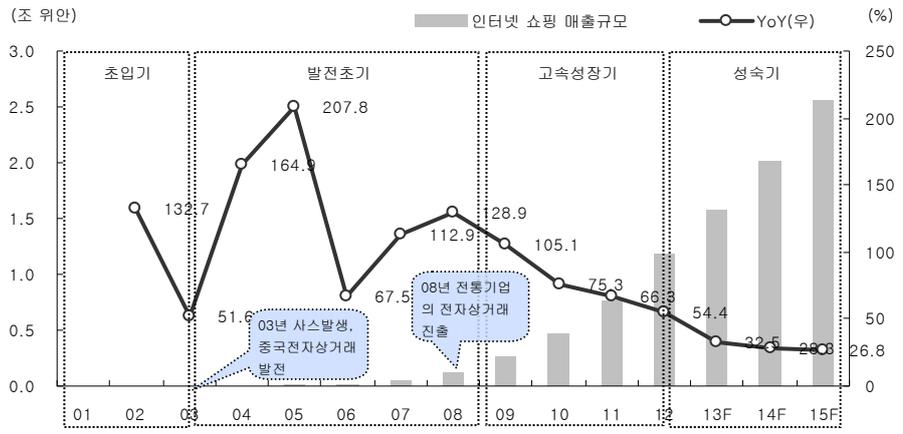
아비스타 - 디자인과 기획만 담당, 제품생산과 유통은 디상이 진행

한편, OEM,ODM 방식은 중국 패션업체의 특성을 최대한 살린 방식이라고 판단된다. 중국 패션업체는 국내와 다르게 외부 아웃소싱을 주고 일부 핵심역량을 통해서만 진행된다. 디자인 기획이나 OEM,ODM생산업체, 유통기업 등 각각의 역할에 맞게 의뢰하여 핵심 인원만으로 진행한다. 아비스타와 디상의 계약관계가 이러한 중국식 방식에 합치한다. 국내 패션업체가 상대적으로 경쟁력 있는 기획능력(제품력)을 바탕으로 중국기업에게 디자인을 제공하며 중국기업은 생산과 유통을 담당하게 된다. 이는 브랜드를 살릴수도 있고, 유통확대의 실수를 줄일수 있어 전략적으로 성공 경쟁력이 높은것으로 판단된다.

해결점 4. 중국의 유통채널도 변하고 있음을 명시하자

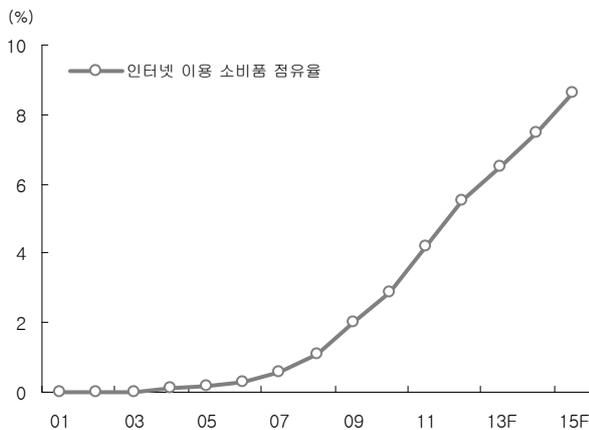
중국의 유통채널 성장속도가 국내시장과 유사함을 인지할 때, 제 2의 성장전략이 확보될 것이다. 국내 패션산업의 주요 유통채널이 오프라인에서 온라인, 홈쇼핑, 아울렛으로 이동하는 것 처럼 중국의 온라인 채널도 빠르게 영역을 확대하고 있다. 중국의 인터넷 판매거래가 발전하게 된 때는 2003년 시점으로, 사스(Sars)에 따른 심리적인 두려움으로 외부활동을 줄이게 되었기 때문으로 판단된다. 2014년 중국 인터넷 판매거래액 규모는 2.0조원(+28.3%,YoY)수준으로 전망되며, 이중 소비품 판매액 비중은 7.5%로 2013년 대비 1%p 증가하였다. 현 수준이 성숙기 시점인 점을 고려하더라도 연간 30%의 성장률은 고무적인 수치로 파악된다.

그림 35. 중국 인터넷 판매거래 규모 현황 트렌드



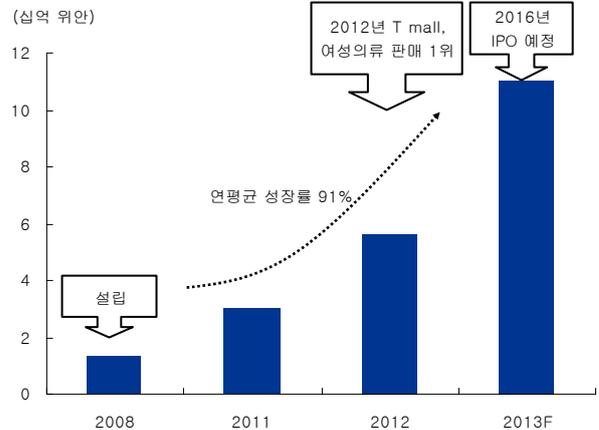
자료: 중국통계국, IBK투자증권

그림 36. 인터넷 이용한, 소비품 점유율 → 이용거래 비중 증가



자료: 중국통계국, IBK투자증권

그림 37. HSTYLE(한류 스타일 의류 전문판매 온라인쇼핑몰) 매출성장 추이



자료: 제 6회 글로벌 패션포럼(재인용), IBK투자증권

제로투세븐 - 독자적
유통채널 확보는
전략적으로 긍정적

HSTYLE은 중국 패션업체로, 한국의 길거리 패션 제품을 중국에 온라인으로 판매하는 쇼핑몰이다. 한류라는 적절한 코드를 온라인 채널을 통해 빠르게 중국의 젊은 계층에게 전파하면서 연평균 91%의 고성장을 이루고, 2016년 IPO 예정에 있다. 이러한 관점에서, 제로투세븐이 중국내 독자적인 온라인 유통채널을 확보하고자 하는 노력은 의미가 있다고 판단된다. 동사는 이미 중국 온라인 유통업체인 티몰의 브랜드관에 입점이 되어 있으며, 독자적인 유통채널 확보를 통해 제품판매를 도입할시 수익성 개선과 그룹사 시너지 효과가 기대된다.

결론. 하드웨어는 親중국 +
소프트웨어는 차별화 추구

요약하건대, 국내 패션업체들의 중국진출에 있어 하드웨어는 중국에 친화적인 방법으로 소프트웨어는 가격, 지역, 제품별 차별화를 추구해야 한다고 판단되며 전략적 접근을 도모한 업체별 투자를 권고한다.

국내 패션 업체들의 대부분은 20~40대 여성복 복종으로 진출해 있으나, 일부 기업들만이 안정적인 매출을 유지하고 있다. 베이직하우스와 아비스타의 월별 매출 신장률이 중국 의류 소매판매 신장률 보다 높은 수준이며, 대현이 완제품 수출방식(간접진출)을 통해 인큐베이팅이 성공하여 인바운드 효과까지 기대 가능한것은 업체들의 브랜드력이 차별화 되어 있고 신뢰도가 높음을 의미하고 판단된다. 각 사들의 진출방식은 안정적이고 친화적이기 때문에, 지속적인 성장경쟁력 또한 뛰어나다.

V. 맺음말

적자생존(適者生存), 독한 것들만 살아남는 시대

2013년 연초, 패션업종은 경기회복과 소비의 이연효과 기대감에 따라 내수 브랜드 업체들의 실적개선을 전망하며 주가 상승세를 보였다. 그러나 지속된 소비심리 둔화로 2013년 상반기 실적부진을 이어가자 상승분을 반납하고 조정받았다. 7월 장마기간 이후, 8~9월 백화점 의류부문 매출동향이 소폭 개선되었고 전년대비 따뜻한 날씨에도 불구하고 급격한 기온 하락을 거듭하자 1) 2012년 기저효과와 2) 하반기 계절적 성수기인점이 반영되어 다시금 주가는 연초 시점을 회복한 상태이다.

기대감에 대한 긍정적 요소들이 단기간에 주가에 반영되었기 때문에, 2013년 하반기 실적 안정성이 확보되고 현 시장환경에 적합한 포지셔닝을 구축한 업체의 차별적인 주가흐름이 예상된다. 2013년은 패션업종내 센터멘트가 약화된 상태에서 소비패턴과 유통채널의 변화, 해외진출의 성공 어려움에 직면한 시점이라고 판단되며, 2012년~2013년 상반기 실적부진을 견디며 삼중고(三重苦)에 적절한 전략을 고민했던 시기로 판단된다.

상기 직면한 어려움을 해소하는 관점에서 ① 합리성과 감성의 이중적 소비성향에 적합한 제품 구성력을 가지고 있으며 ② 판매채널의 다각화로 유통채널 변화에 빠른 대응이 가능하고 ③ 성공적인 해외진출을 위한 전략을 구축한 기업중심의 투자를 권고한다.

탐픽,
신세계인터내셔널
(TP 105,000원)제시

당사는 1) 현재 시장환경에 가장 적합한 비즈니스 모델을 구축하고 있어 안정적인 실적을 시현하기 유리하며 2) 브랜드 관리능력이 뛰어나고 3) 탐라인과 바텀라인으로 계열사 백화점과 아울렛을 보유하고 있어 안정적인 매출확보와 재고관리가 가능한 신세계인터내셔널 (TP 105,000원)을 탐픽으로 추천한다.

표 10. 내수브랜드 업체 변수에 따른 경쟁력(매력도)확인

구분		신세계 인터내셔널	대현	아비스타	한섬	베이직하우스	LG패션
외적변수	경기	▲	○	◎	○	◎	○
		▼	X	X	X	X	X
	날씨	▲	○	○	○	○	○
		▼	△	X	X	X	X
내적변수	합리적이고 감성적인 이중소비 (SPA or 수입브랜드)	○	-	-	△	-	△
	유통채널의 이동 (오프라인→온라인/아울렛/홈쇼핑)	◎	△	△	◎	△	○
	해외진출 성장동력 확보	X	◎	◎	-	◎	X

주: ◎(매우 좋음) / ○(좋음) / △(보통) / X(안 좋음) / -(영향력 미미)
자료: IBK투자증권

표 11. IBK 패션업종 추천종목 요약

(단위: 십억원, 원, %, 배)

구분	신세계인터내셔널	대현	아비스타	한섬	베이직하우스	LG패션
현재가(원)	93,600	2,300	6,720	31,550	23,200	34,350
목표주가(원)	105,000	4,300	10,500	37,000	30,000	39,000
상승여력	12.2%	87.0%	56.3%	17.3%	29.3%	13.5%
1. 사업부 점검						
주력사업	상품매출 중심의 패션 콘텐츠 업체	20~30대 여성복 제품 브랜드	20~30대 여성복(니치마켓군) 제품 브랜드	패션 브랜드업체 (주요 타겟층 : 20~30대 여성)	중저가 가격의 캐주얼 브랜드	패션 브랜드업체 (주요 타겟층 : 20~30대 남성)
2. 투자포인트 부합여부						
① 합리적이고 감성적인 소비자	주력사업부는 수입컨템포러리 조닝(신규 상품 브랜드 계약확대)			수입컨템포러리 조닝확대 (신규 상품 브랜드 계약확대)		
② 유통채널의 변화	탈라인(계열사 백화점), 바텀라인(아울렛) 모두 소유				독자적 온라인 채널 보유	독자적 온라인 채널 보유
③ 해외진출 (중국진출) 전략		간접진출 계약을 통해 독점판매권 제공(수수료 + 로열티 인식)	직접진출 및 합작법인(유통망확보 & 소싱력강화)을 통해 중국진출	SK네트웍스에게 중국내 독점유통사업권 계약(로열티 인식)	중국내 직접출, 의미있는 성장 지속	헤지스 (라이선스 진출), 기타브랜드(직진출)→ 실적측면에서 라이선스 진출 유리
3. 2014F 실적						
	연결	별도	연결	별도	연결	별도
매출액	882.9	281.3	194.6	501.9	651.0	1,473.4
영업이익	46.6	18.5	11.2	81.9	75.3	116.0
OPM(%)	5.3%	6.6%	5.7%	16.3%	11.6%	7.9%
EPS(원)	4,838	296	527	2,925	2,345	3,257
4. Valuation						
PER	19.3	7.8	12.7	10.8	9.9	10.5
PBR	1.5	0.9	1.6	1.0	1.7	1.0
ROE(%)	7.7	11.6	13.1	9.5	19.3	9.3
5. 비교	<p>① 국내브랜드 : 적자사업부 철수로 수익성 개선</p> <p>② 해외브랜드 : 경쟁력 있는 신규상품 브랜드 확보</p> <p>③ 유통채널 : 탈라인(백화점) & 바텀라인(아울렛) 확보 → 전략적으로 현 패션시장에 가장 적합한 포지셔닝 구성</p>	<p>① 국내법인 : 신규브랜드(듀엘, 앳플 레이)이익레버리지 확대</p> <p>② 중국법인 : 듀엘 중국진출(로열티 수익 & 인바운드효과 기대)</p>	<p>① 국내법인 : 효율성 강화 & 소폭 외형성장</p> <p>② 중국법인 : 신규브랜드 & 점포확대로 외형성장 및 이익개선</p>	<p>① 단기성장 : 상품매출 확대</p> <p>② 장기성장 : 량방아웃도어(제품), 액세서리(제품), 계열사(홈쇼핑) 시너지효과</p>	<p>① 국내법인 : 효율성 강화 + 신규브랜드 추가(논의중)</p> <p>② 중국법인 : 브랜드(2014년 2개브랜드)&신규점포 확대</p>	<p>재고물량 축소로 경기회복시 이익레버리지는 가장 높을 것</p>

주 : 2013년 11월 29일 종가기준
 자료: IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
신세계인터내셔널 (031430)	매수(유지)	105,000원
대현 (016090)	매수(유지)	4,300원
아비스타 (090370)	매수(신규)	10,500원
한섬 (020000)	매수(유지)	37,000원
베이직하우스 (084870)	매수(유지)	30,000원
LG패션 (093050)	매수(유지)	39,000원

매수 (유지)

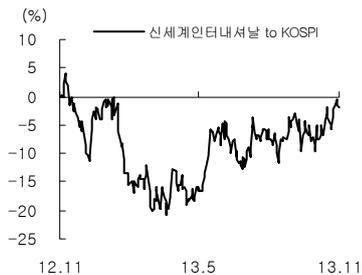
목표주가	105,000원
현재가 (11/29)	93,600원
KOSPI (11/29)	2,044.87pt
시가총액	668십억원
발행주식수	7,140천주
액면가	5,000원
52주 최고가	94,500원
최저가	70,900원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	2.8%
배당수익률 (12.12월)	0.7%

주주구성	
신세계 외 8인	68.13%
국민연금공단	10.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	8%	19%	4%
절대기준	8%	17%	-2%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	105,000	87,000	▲
EPS(13)	3,058	-	-
EPS(14)	4,810	-	-

신세계인터내셔널 상대주가 (%)



신세계인터내셔널 (031430)

밸류에이션의 프리미엄은 타당하다

적합한 포지셔닝, 확고한 캐릭터로 승부

2014년 국내 패션시장 규모는 전년 대비 4.1% 성장한 40.2조원을 전망한다. 1) 2012~2013년 상반기 경기둔화로 인한 소비심리 약화와 2) 소득수준 양극화로 “합리적인 감성소비”를 추구하는 소비자들이 증가함에 따라 글로벌 SPA, 수입컨템퍼러리 조닝에 대한 수요도 증가하였다. 최근 백화점 매출 동향이 2013년 8월을 기점으로 소폭 반전되었으나 객단가가 감소하고, 구매단가가 증가하는 트렌드가 유지되는바 온전한 경기회복으로 해석하기에는 무리가 있다고 판단된다.

신세계인터내셔널은 현 패션산업이 직면한 시장환경에 적절한 포지셔닝을 구축하고 있으며, 탁월한 브랜드 관리능력과 계열사 유통망 확보로 공격적인 점포확대가 가능하며 상품 브랜드 선별능력도 뛰어나다. 또한 탑라인과 바텀라인의 유통채널을 보유하여 안정적인 매출확보와 재고관리가 가능하다. 이를 반영한 동사의 2014년 연결기준 매출액은 8,829억원(+8.8%, YoY), 영업이익 466억원(+54.2%, YoY/ OPM 5.3%)을 전망한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 105,000원 상향

동사에 대한 투자의견은 매수를 유지하고, 목표주가는 105,000원으로 상향제시한다. 목표주가는 2014년 연결 실적 추정치를 반영하여 신세계인터내셔널 별도 기준 기업가치와 자회사 신세계사이먼의 기업가치를 개별 산출하였다. 동사의 목표주가는 2014년 예상 EPS 기준 PER 21.8배로 2014년 패션·유통업체 대비 80% 이상의 프리미엄이 반영된 수준이다. 그러나 1) 동사의 비즈니스 모델이 현 시장환경에서 안정적인 실적을 시현하기에 유리한 구조이며 2) 브랜드 관리능력이 탁월하고 3) 백화점(계열사)과 아울렛(자회사)로 보유하고 있어 매출처 확보와 재고관리 능력이 뛰어나기 때문에, 현 시장에 가장 적합한 포지셔닝을 구축하였다 판단되어 프리미엄은 타당하다.

(단위:십억원,배)	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	790	811	883	979
영업이익	31	30	47	68
세전이익	64	45	52	77
당기순이익	49	30	34	50
EPS(원)	7,004	4,216	4,838	6,865
증가율(%)	na	-39.8	14.7	41.9
영업이익률(%)	3.9	3.7	5.3	6.9
순이익률(%)	6.2	3.7	3.8	5.1
ROE(%)	12.3	7.2	7.7	10.1
PER	12.7	22.2	19.3	13.6
PBR	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.3	15.5	11.2	8.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수 유지, 목표주가 105,000원 상향 제시

투자의견 매수 유지,
목표주가 105,000원으로
상향

신세계인터내셔널에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 105,000원으로 상향제시한다. 동사의 목표주가는 2014년 연결 실적 추정치를 반영하여 신세계인터내셔널 별도기준 기업가치와 자회사 신세계사이먼의 기업가치를 합하여 산출하였다. 동사의 목표주가는 2014년 예상 EPS 기준 PER 21.8배로 2014년 패션·유통업체 대비 80%이상의 프리미엄이 반영된 수준이다.

- 1) 동사의 비즈니스 모델은 소비패턴과 유통채널의 변화, 해외진출 성공의 어려움이 지속되는 현 시장환경에 대응하기 유리한 구조이며, 해외 브랜드(상품매출) 비중이 높아 계절적 민감도가 낮다.
- 2) 또한 브랜드 관리능력과 상품 선별능력이 뛰어나며
- 3) 백화점(계열사)와 아울렛(자회사)로 보유하고 있어 안정적인 매출처 확보와 재고 관리가 가능하다.

동사는 현재 시장환경에 가장 적합한 포니셔닝을 구축하고 있기 때문에 밸류에이션 프리미엄은 타당하다고 판단된다.

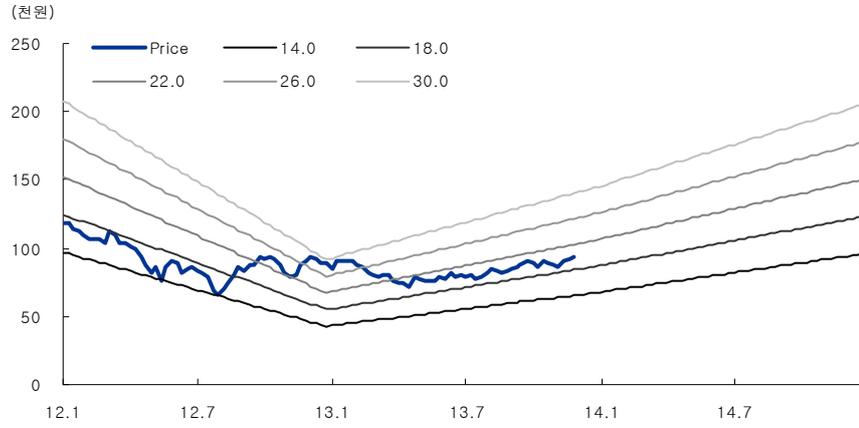
표 12. 신세계인터내셔널 목표주가 산출

(단위: 억원, 천주, 배, 원, %)

구분	적정가치	비고
1. 신세계인터내셔널 기업가치	6,394	①*②=③
신세계인터내셔널 순이익	371	①, 2014년 예상 별도기준
Target PER	17.3	②, 2014년 패션업종 평균 PER * 프리미엄 50%
2. 신세계사이먼 기업가치	1,094	④*⑤=⑥
신세계사이먼 지분법이익	94	④, 2014년 별도기준
Target PER	11.7	⑤, 2014년 유통업종 평균 PER
총기업가치	7,488	⑦, ③+⑥
유통주식수(천주)	7,140	⑧
목표주가	105,000	⑦/⑧
현재주가	93,600	2013년 11월 29일 기준
상승여력	12.2%	투자의견 매수(유지)

자료: IBK투자증권

그림 38. 신세계인터내셔널 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

투자포인트

현 시장환경에 가장 적합한 비즈니스 모델 구축

신세계인터내셔널의 가장 큰 이점은 현재 국내 패션업체가 처한 시장환경에 가장 적합한 비즈니스 모델을 구축하고 있다는 것이다. 때문에 2013년 3분기를 기점으로 코치(2012년 7월 계약해지)와 분더샵(2012년 5월 신세계에 양도)의 이탈효과에 따른 매출둔화 부분은 빠르게 해소한 상태이다. 오히려 2013년 5개의 상품매출 브랜드 라인업과 지방시, 셀린스의 매출안정권 진입, 계절적 특수가 반영된 UGG, 몽클레어 등의 매출확대로 2013년 하반기 매출액 + 10%, 영업이익 66.2%의 개선세를 보여줄 것으로 예상된다. 동사는 지난 9월 이후 안정적인 매출 신장세가 지속되고 있으며, 2013년 3분기 부산 기장점 아울렛 오픈과 함께 이익개선은 더욱 확대될 것으로 예상된다.

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

① 적절한 포지셔닝

우선, 동사는 현재 패션산업이 직면한 문제에 가장 적절한 포지셔닝을 구축하고 있다. 국내 패션산업 시장규모는 40.2조원으로 전년대비 4.1% 성장할 것으로 전망되며, 이는 1) 경기 둔화로 인한 소비심리 약화와 2) 소득수준의 양극화로 “합리적인 감성소비”를 추구하는 소비성향이 확대된데 기인한다. 동사는 해외브랜드(수입컨템포러리 조닝)의 매출비중이 48.7%(2012년 기준)으로 현 시점에 가장 적합한 비즈니스 모델을 소유하고 있다고 판단된다. 2013년 추가된 신규 브랜드 6개(살로몬, 맥큐, 아크네, 로에베, 프로엔지술로, VI)는 안정적인 브랜드 정착이 예상되며, 2014년에도 최소 4~5개의 브랜드를 확장할 계획임에 따라 양호한 호실적이 기대된다. 해외 브랜드의 경우, 잡화위주의 상품매출로 계절적인 민감성에도 상대적으로 둔감하다.

② 탁월한 브랜드 관리능력

또한 동사는 탁월한 브랜드 관리능력을 보유하고 있다. 2012년 7월 동사는 지방시, 셀린스와의 계약 체결 이후 연 200억원 규모의 매출을 500억까지 확대 시켰다. 주된 요인은 1) 계열사 유통망과 자체적인 부동산 인프라를 통해 공격적인 점포확대(계약전 4~5개→계약 후 15개)가 가능하고 2) MD의 상품선별 능력이 뛰어나기 때문으로 파악된다.

③ 안정적인 유통채널 확보

마지막으로 신세계인터내셔널은 탑라인으로 계열사 백화점, 바텀라인으로 자회사 아울렛을 보유하고 있어 든든한 매출처 확보 재고관리가 가능하여 실적 안정성이 보장된다. 특히 동사의 자회사인 신세계사이먼의 경우, 매년 1개씩 아울렛을 확대할 계획(2014F 여주점 리뉴얼→2015F 시흥점→2016F 중부지역)으로 지분법이익으로 반영되는 수익을 통해 이익개선에도 직접적으로 기여한다. 아울렛이 백화점 대비 상대적으로 유통수수료가 저렴하기 때문에, 할인 판매율을 감안하더라도 유사한 마진율을 확보할 수 있어 백화점 매출동향 둔화분을 일정부분 해소할 수 있어 유익하다.

주요 리스크 요인

다만, 한가지 리스크 요인이 있다면 경기가 온전히 회복되었을 경우 동사의 특화된 경쟁력은 약화될 가능성이 높다는 점이다. 동사는 현 시점이 1) 내·외적인 변수와 2) 소비자, 유통채널, 해외진출의 기록치 않은 어려움이 존재하고 있기 때문에 적합한 시장 포지셔닝과 확고한 캐릭터를 통해 실적 개선을 이루어 왔다고 판단된다. 역으로 생각하면, 신세계인터내셔널은 패션업체라고 하기에는 자체 브랜드력이나 제품 스펙트럼은 굉장히 좁은 편이다. 동사는 이러한 리스크 요인을 SPA브랜드 확대(검토단계, 방법론은 미정)와 톰보이 브랜드 인수를 통해 해소하고자 한다.

또한 전체 유통시장이 성숙기 국면에 진입한바, 현재 아울렛 채널의 고성장세도 타 채널의 MS를 일부 뺏어오는 과정이라고 판단된다. 내적변수인 트렌드 변화 사이클을 고려할 때 향후 본질적인 경기회복 시점을 위한 전략을 고민해야 할 것이다.

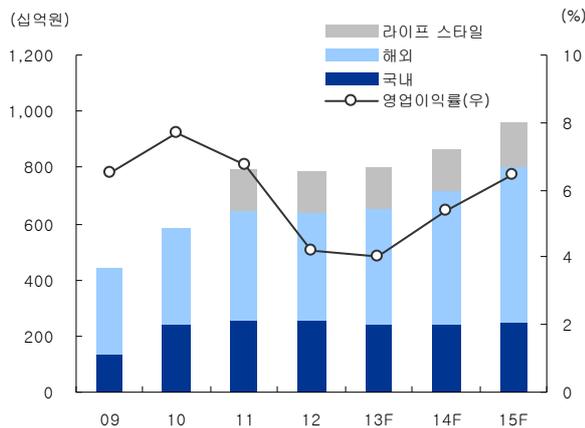
표 13. 신세계인터내셔널 브랜드 라인업

(단위: 십억원)

해외사업부		반영시점	매출규모	비고
계약해지	코치	2012.7월	75	2011년기준
	분더샵	2012.5월	25	2011년기준
기존브랜드	지방시		30	2013F 추정
	셀린느		20	
	몽골레어		50	
	Armani		100	
	Diesel		25	
	Marni		10	
	ST.JOHN		20	
	Dolche&Gabbana		25	
	UGG		20	
	GAP		95	
2013F 신규	살로몬	13.6월	15	2013F 추정
	맥큐	13.2Q	10	
	아크네	13.3Q	9	
	로에베	13.9~10월	9	
	프로엔자술로	13.4Q	9	

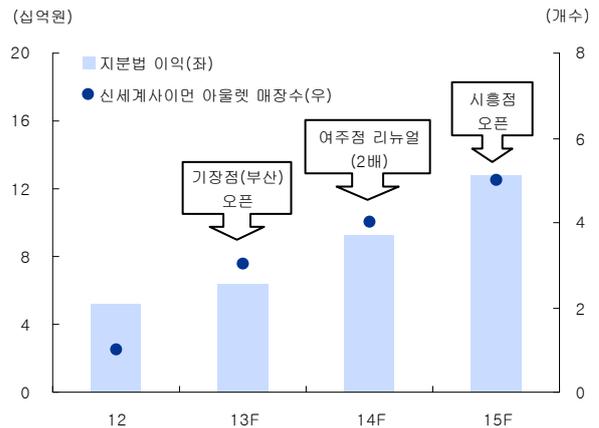
주: VL은 보브(제품) 세컨라인으로 국내 제품매출로 반영됨/ 주2: 매출규모는 계약적인 수치
 자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

그림 39. 신세계인터내셔널 사업부별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

그림 40. 신세계사이먼 출점계획 및 지분법이익 반영 기여도



자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

영업실적 전망

역기저효과 해소와 신규 상품브랜드 성장으로 안정적인 실적 개선

2014년 연결기준,
매출액 8,829억원
영업이익 466억원
(OPM 5.3%)전망

신세계인터내셔널의 2014년 연결기준 매출액은 8,829억원(+8.8%, YoY), 영업이익 466억원(+54.2%, YoY/ OPM 5.3%)을 시현할 전망이다.

1) 2012년 하반기 코치, 분더샵의 매출공백은 2013년 5개의 상품매출 브랜드 라인업과 지방시, 셀린느의 매출 안정권 진입, 계절적 특수가 반영된 UGG, 몽클레어 등의 매출확대로 충분히 해소 가능한 수준이며, 2) 2014년에 최소 4~5개의 상품매출 확대로 추가 매출 성장동력이 확보 가능하다. 또한 3) 2013년 2분기 국내 브랜드인 SPA 편집숍인 30데이즈 마켓과 진캐주얼인 제이홀릭을 철수함에 따라 적자사업부 해소를 통해 분기별 20~30억원 적자가 해소될 것으로 기대되며, 4) 지분법 이익을 통해 신세계사이먼의 안정적인 수익이 반영됨에 따라 전년대비 개선된 이익성장도 기대된다.

표 14. 2014년 연결기준 신세계인터내셔널 실적 추정

(단위: 십억원)

구분	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013F	2014F	YoY(%)
매출액	185	184	196	246	207	199	207	270	811	883	8.8%
국내	63	53	65	73	59	52	57	75	240	243	1.2%
해외	88	90	90	126	111	105	110	146	411	473	15.0%
라이프스타일	33	37	36	46	34	38	37	44	151	153	1.3%
비디비치	0.9	4.2	5.8	-0.8	3.0	3.5	4.3	4.2	10	15	50.0%
영업이익	3.1	4.4	1.0	21.7	6.0	5.3	9.3	26.1	30.3	46.6	54.2%
영업이익률(%)	1.7%	2.4%	0.5%	8.8%	2.9%	2.7%	4.5%	9.7%	3.7%	5.3%	1.6%
지배주주순이익	2.9	2.2	10.8	16.1	5.3	4.9	7.0	17.2	30.4	34.4	7.2%
지배주주순이익률(%)	1.6%	1.2%	5.5%	6.6%	2.6%	2.5%	3.4%	6.4%	3.7%	3.9%	0.1%

자료: 신세계인터내셔널, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	790	811	883	979
증가율(%)	na	2.7	8.8	10.8
매출원가	414	422	446	486
매출총이익	376	389	437	492
매출총이익률 (%)	47.6	47.9	49.5	50.3
판매비	345	359	390	425
판매비율(%)	43.7	44.2	44.2	43.4
영업이익	31	30	47	68
증가율(%)	na	-2.0	54.1	45.3
영업이익률(%)	3.9	3.7	5.3	6.9
순금융손익	7	1	-5	-5
이자손익	0	-1	0	0
기타	7	2	-4	-5
기타영업외손익	21	7	1	1
중속/관계기업손익	5	6	9	13
세전이익	64	45	52	77
법인세	15	15	18	27
법인세율	22.8	33.9	35.0	35.0
계속사업이익	49	30	34	50
중단사업손익	0	0	0	0
당기순이익	49	30	34	50
증가율(%)	na	-40.0	14.3	47.7
당기순이익률 (%)	6.2	3.7	3.8	5.1
자배주주당기순이익	50	30	35	49
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	49	30	34	50
EBITDA	46	46	64	88
증가율(%)	na	0.0	38.7	36.4
EBITDA마진율(%)	5.9	5.7	7.3	9.0

투자지표

(12월 결산)	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)				
EPS	7,004	4,216	4,838	6,865
BPS	55,801	59,361	63,540	69,749
DPS	600	600	600	600
밸류에이션(배)				
PER	12.7	22.2	19.3	13.6
PBR	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.3	15.5	11.2	8.2
성장성지표(%)				
매출증가율	na	2.7	8.8	10.8
EPS증가율	na	-39.8	14.7	41.9
수익성지표(%)				
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	12.3	7.2	7.7	10.1
ROA	7.9	4.5	4.6	6.2
ROIC	14.0	8.2	9.0	12.4
안정성지표(%)				
부채비율(%)	51.9	63.0	64.4	64.6
순차입금 비율(%)	28.8	11.8	11.1	9.0
이자보상배율(배)	14.3	9.0	10.1	13.8
활동성지표(배)				
매출채권회전율	0.0	12.7	13.2	13.2
재고자산회전율	0.0	4.8	5.0	5.1
총자산회전율	0.0	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 자배주주순의 및 자배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	250	370	407	460
현금및현금성자산	4	117	132	155
유가증권	0	0	0	0
매출채권	64	64	70	78
재고자산	166	169	183	203
비유동자산	371	338	356	379
유형자산	176	190	197	208
무형자산	9	9	10	10
투자자산	85	111	118	127
자산총계	621	708	763	839
유동부채	180	234	257	285
매입채무및기타채무	39	39	42	47
단기차입금	102	148	163	181
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	33	39	42	44
사채	0	0	0	0
장기차입금	20	20	20	20
부채총계	212	274	299	329
자배주주지분	407	433	464	508
자본금	36	36	36	36
자본잉여금	123	123	123	123
자본조정등	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0
이익잉여금	249	275	305	349
비자배주주지분	2	1	0	1
자본총계	409	434	464	510
비이자부채	91	105	116	128
총차입금	122	168	183	201
순차입금	118	51	51	46

현금흐름표

(십억원)	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	62	8	29	39
당기순이익	49	30	34	50
비현금성 비용 및 수익	37	11	12	11
유형자산감가상각비	15	16	17	20
무형자산상각비	1	0	0	0
운전자본변동	-9	-20	-16	-22
매출채권등감소	1	0	-6	-8
재고자산감소	-20	-6	-14	-20
매입채무등증가	9	1	3	5
기타 영업현금흐름	-15	-12	0	0
투자활동 현금흐름	-106	-25	-37	-45
유형자산의 증가(CAPEX)	-110	-36	-25	-30
유형자산의 감소	8	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-3	75	-7	-9
기타	-1	-63	-5	-6
재무활동 현금흐름	33	73	23	30
차입금의증가(감소)	20	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0
기타	13	73	23	30
기타 및 조정	0	57	0	0
현금의 증가	-11	113	15	23
기초현금	15	4	117	132
기말현금	4	117	132	155

매수 (유지)

목표주가 4,300원
현재가 (11/29) 2,300원

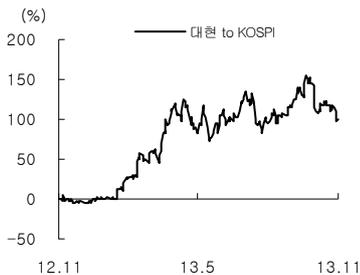
KOSPI (11/29)	2,044.87pt
시가총액	104십억원
발행주식수	45,282천주
액면가	500원
52주 최고가	2,930원
최저가	1,095원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 자본율	3.4%
배당수익률 (12.12월)	1.3%

주주구성	
신현균 외 3인	46.56%
컨서스자산운용	5.08%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	9%	104%
절대기준	-13%	7%	93%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	4,300	3,200	▲
EPS(13)	231	191	▲
EPS(14)	297	276	▲

대현 상대주가 (%)



대현 (016090)

우리 요즘 잘나가요

옛 플레이, 듀얼 셋팅 완료!!!

2013년 11월, 듀얼은 64개(백화점 54개 + 아울렛 10개), 옛플레이는 70개(샵인샵 51개 + 팝업스토어 19개)로 유통망을 확대하며 겨울맞이 준비를 완료하였다. 옛플레이는 듀얼의 세컨브랜드로 1) 겨울 슈즈와 다운패딩류의 아우터를 주력 판매 제품군으로 2) 가격은 듀얼대비 30% 정도 저렴하기 때문에 빠른 성장세를 보여주고 있다. 기존 브랜드(블루페페, 씨씨컬렉트, 주크)의 소폭 역성장세를 반영 하더라도, 신규 브랜드의 고성장으로 인해 안정적인 호실적을 시현할 것으로 전망된다. 대현은 2013년 4분기 별도기준 매출액 870억원(+18.1%, YoY), 영업이익 76억원(+5.0%, YoY/ OPM 8.7%)을 기록할 것으로 예상된다.

2014년(F) 듀얼의 제 2라운드 중국 진출 진행

동사는 2012년 5월 듀얼 브랜드 론칭이후 공격적인 유통망 확장으로 빠른 외형 성장을 지속해 왔다. 2013년 11월, 듀얼은 대부분의 유통망에 입점되어 있어 유통망 확장을 통한 외형성장은 한계 시점에 진입했다고 판단되나 2014년 중국진출을 통해 성장 모멘텀을 확보할 것으로 예상된다. 긍정적인 점은 기존 중국진출 보다는 공격적인 매출인식 방식을 선택할 것으로 파악되어 동사의 실적향상 기대감은 높아질 것이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 4,300원 상향

동사에 대한 투자의견은 매수를 유지하며, 목표주가는 4,300원으로 상향 제시한다. 동사의 목표주가는 2014년 실적 추정치를 반영하였으며, 영업가치와 동사가 소유한 부동산 자산가치를 합산하여 산출하였다. 1) 2013년 동사는 강력한 브랜드력으로 호실적을 지속하였으며 2) 신규 브랜드인 듀얼, 옛플레이의 유통망 확장을 통한 외형성장이 기대되고 3) 2014년 듀얼의 중국진출로 인한 신규 모멘텀 확보 실적 추정치를 상향함을 반영하였다. 현 주가는 2014년(F) 예상 PER 7.8 배, 2015년(F) 5.8배로 밸류에이션 매력 또한 높다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	196	217	252	281	309
영업이익	11	9	14	19	25
세전이익	11	8	13	17	24
당기순이익	8	7	10	13	18
EPS(원)	184	151	231	296	399
증가율(%)	-40.3	-18.2	53.0	28.5	34.5
영업이익률(%)	5.6	4.2	5.7	6.6	8.0
순이익률(%)	4.2	3.1	4.1	4.8	5.8
ROE(%)	9.0	7.0	10.0	11.6	13.9
PER	8.3	7.5	10.0	7.8	5.8
PBR	0.7	0.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.2	5.9	4.4	3.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수 유지, 목표주가 4,300원 상향 제시

투자의견 매수,
목표주가 4,300원 상향

대현에 대한 투자의견을 매수, 목표주가를 4,300원으로 상향한다. 동사의 목표주가는 2014년 실적 추정치를 반영하였으며, 영업가치와 동사가 소유한 부동산 자산가치를 합산하여 산출하였다.

- 1) 2013년 동사는 신규 브랜드(듀얼, 엣플레이)의 공격적인 유통망 확장과 강한 브랜드력으로 호실적을 지속하였으며
- 2) 중국인 관광객 인바운드 효과로 인한 주력 브랜드의 매출 성장세가 유지되고
- 3) 2014년 듀얼의 중국진출로 인한 신규 성장 모멘텀을 확보함에 따라 실적 추정치를 조정함을 반영하여 목표주가를 상향제시 한다.

동사의 목표주가는 2014년(F) 예상 EPS기준 14.5배 수준으로 업종 평균 대비 높은 수준이나 경기둔화에 따른 소비심리 약화에도 불구하고 신규브랜드 확대로 안정적인 호실적을 지속하였으며 해외진출을 통한 신규모멘텀을 확보한 점을 고려할 때, 무리하지 않다고 판단된다.

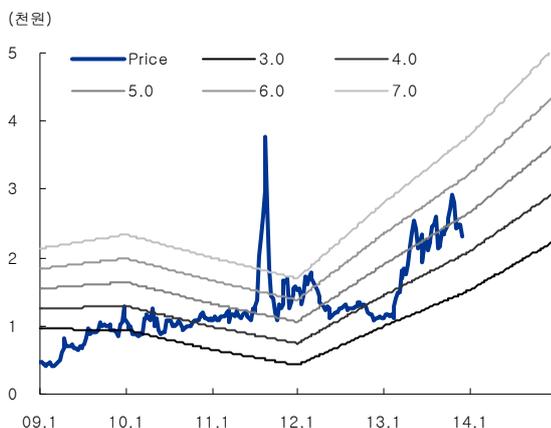
표 15. 대현 목표주가 산출

(단위: 억원, 천주, 배, 원 %)

구분	적정가치	비고
1. 영업가치	1,039	③=①*②
2014년 예상 EBITDA	217	①
Target EV/EBITDA	4.8	②, 대현 3개년 평균 EV/EBITDA
2. 비영업가치	865	⑥=④-⑤
부동산	955	④, 2013.3Q 장부가 기준
순차입금	90	⑤, 2014년 IBK 애널리스트 개별 추정치 기준
총기업가치	1,904	⑦=③+⑥
유통주식수(천주)	44,282	⑧ = 상장주식수 - 자사주
목표주가	4,300	⑦/⑧
현재가	2,300	2013년 11월 29일 기준
상승여력	87.0%	투자의견 매수(유지)

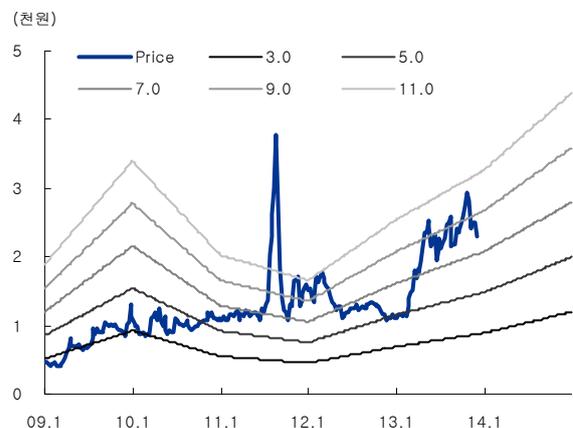
주: 순차입금은 한섬에서 산정하는 현금성자산 기준을 반영하여 IBK 애널리스트 개별 추정치를 적용하였음. 자료: IBK투자증권

그림 41. 대현 EV/EBITDA Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

그림 42. 대현 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

영업실적 전망

성장 스토리 제 2막 전개

2013년 별도기준,
매출액 870억원
영업이익 76억원
(OPM 8.7%)전망

대현은 기존 브랜드(블루페페, 씨씨클럽, 주크)의 소폭 역신장세에도 불구하고 듀엘과 모조에스핀의 실적호조로 인해 4분기에도 양호한 실적이 기대된다. 동사의 2013년 4분기 별도기준 매출액은 870억원(+18.1%, YoY), 영업이익 76억원(+5.0%, YoY/ OPM 8.7%)을 시현할 전망이다. 경기둔화로 인한 소비심리 약화에도 불구하고 긍정적인 실적을 시현한 주된 요인은 1) 신규브랜드 듀엘의 유통망 확장으로 인한 고성장세 지속과 2) 모조에스핀의 중국인 관광객 인바운드 효과 3) 2013년부터 인식되는 전체 임대수익으로 이익안정성이 유지되는데 기인한다.

2014년 별도기준,
매출액 2,813억원
영업이익 185억원
(OPM 6.6%)전망

2013년 11월, 듀엘의 세컨브랜드인 옛플레이의 공격적인 확장과 2014년 듀엘의 중국 진출로 인해 동사의 성장 모멘텀은 강화될 것으로 예상된다. 특히 듀엘은 모조에스핀 대비 1) PPL광고효과 덕분에 한류와 밀접하며 2) 중국진출 후발 브랜드인 점을 고려할 때 모조에스핀 대비 마크업(mark up)이 유지된 상태로 진출 될 가능성이 높다. 3) 또한 기존 중국진출과 다르게 홀세일이나 러닝로열티를 인식하는 방식으로 진행될 예정임에 따라 실적 기여도는 높아질 것으로 파악된다. 이를 반영한 동사의 2014년 별도기준 매출액은 2,813억원(+11.7%, YoY), 영업이익 185억원(+27.9%, YoY/ OPM 6.6%)을 기록할 것으로 전망한다.

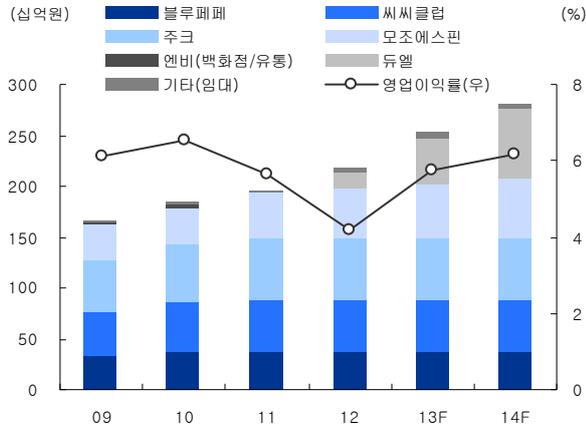
표 16. 2014년 별도기준 대현 실적 추정

(단위:억원)

구분	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013F	2014F	YoY(%)
매출액	654	532	464	870	717	591	520	985	2,520	2,813	11.7%
블루페페	104	86	77	103	108	85	75	106	373	375	0.5%
씨씨클럽	138	111	94	176	139	101	88	181	508	509	0.2%
주크	164	130	109	206	165	120	106	210	600	605	0.8%
모조에스핀	120	107	95	157	131	125	103	170	529	583	10.2%
듀엘	11	26	35	83	101	91	81	191	464	696	50.0%
기타(임대)	9	9	9	12	11	11	12	11	46	46	0.0%
영업이익	56	26	-14	76	57	36	10	81	145	185	27.9%
영업이익률(%)	8.6%	4.9%	-2.9%	8.7%	8.0%	6.1%	2.0%	8.3%	5.7%	6.6%	0.8%p
순이익	40	17	-14	62	40	27	7	60	105	134	27.7%
순이익률(%)	6.1%	3.3%	-3.0%	7.1%	5.6%	4.5%	1.4%	6.1%	4.2%	4.8%	0.6%p

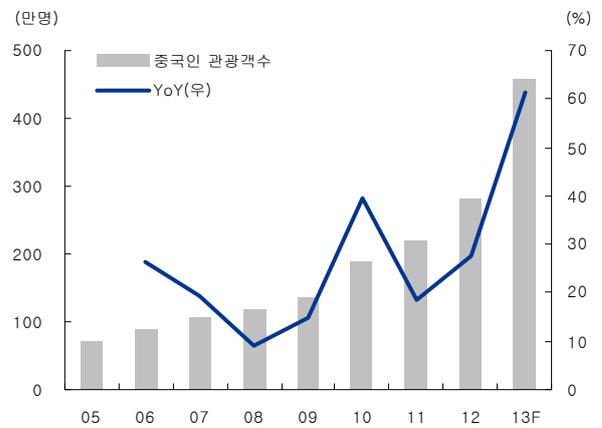
자료: 대현, IBK투자증권

그림 43. 대현 브랜드별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 대현, IBK투자증권

그림 44. 중국인 인바운드 관광객 수



주: 2013년(F)은 단순연산 수치
자료: 한국관광공사, IBK투자증권

표 17. 대현 실적 추정 변경

(단위: 억원)

구분	기존추정치		변경추정치		변경률(%)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	2,482	2,734	2,520	2,813	1.5%	2.9%
블루페페	373	375	373	375	0.0%	0.0%
씨씨클럽	529	537	508	509	-3.9%	-5.2%
주크	622	634	600	605	-3.4%	-4.6%
모조에스핀	527	564	529	583	0.5%	3.5%
듀얼	387	580	464	696	20.0%	20.0%
기타(임대)	46	46	46	46	0.0%	0.0%
영업이익	123	174	145	185	17.9%	6.3%
영업이익률(%)	4.9%	6.4%	5.7%	6.6%	0.8%p	0.2%p
순이익	88	126	105	134	19.9%	6.9%
순이익률(%)	3.5%	4.6%	4.2%	4.8%	0.6%p	0.2%p

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	196	217	252	281	309
증가율(%)	6.0	10.5	16.2	11.7	10.0
매출원가	83	93	110	122	130
매출총이익	113	124	142	160	179
매출총이익률 (%)	57.5	57.2	56.2	56.8	57.9
판매비	102	115	127	141	154
판매비율(%)	51.9	53.0	50.5	50.2	49.9
영업이익	11	9	14	19	25
증가율(%)	-8.9	-17.7	58.9	27.8	34.0
영업이익률(%)	5.6	4.2	5.7	6.6	8.0
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	13	17	24
법인세	3	1	3	4	6
법인세율	25.1	15.9	22.3	23.0	24.0
계속사업이익	8	7	10	13	18
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	7	10	13	18
증가율(%)	-40.3	-18.2	53.0	28.5	34.5
당기순이익률 (%)	4.2	3.1	4.1	4.8	5.8
자배주주당기순이익	8	7	10	13	18
기타포괄이익	0	-2	0	0	0
총포괄이익	8	5	11	13	18
EBITDA	15	14	20	26	32
증가율(%)	-3.1	-5.7	42.0	25.4	25.3
EBITDA마진율(%)	7.8	6.6	8.1	9.1	10.4

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	184	151	231	296	399
BPS	2,103	2,198	2,416	2,681	3,040
DPS	22	16	32	41	55
밸류에이션(배)					
PER	8.3	7.5	10.0	7.8	5.8
PBR	0.7	0.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	5.6	5.2	5.9	4.4	3.1
성장성지표(%)					
매출증강율	6.0	10.5	16.2	11.7	10.0
EPS증가율	-40.3	-18.2	53.0	28.5	34.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.4	1.3	1.6	2.2
ROE	9.0	7.0	10.0	11.6	13.9
ROA	4.9	3.7	4.8	5.4	6.5
ROIC	9.1	10.1	17.1	20.3	25.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	81.7	99.0	113.7	114.7	110.3
순차입금 비율(%)	17.1	23.9	15.1	6.8	-3.7
이자보상배율(배)	15.0	9.7	13.9	15.1	18.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.8	10.5	10.3	10.1	10.0
재고자산회전율	5.0	4.6	4.5	4.4	4.3
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 자배주주순이익 및 자배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	67	81	109	133	159
현금및현금성자산	3	2	16	28	44
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	19	23	26	29	32
재고자산	42	52	61	68	75
비유동자산	106	118	125	129	131
유형자산	54	29	31	32	33
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	174	199	235	262	290
유동부채	61	77	94	105	114
매입채무및기타채무	28	36	42	47	52
단기차입금	20	26	32	36	39
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	17	22	31	34	38
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	78	99	125	140	152
자배주주지분	96	100	110	122	138
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	79	91	107
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	96	100	110	122	138
비이자부채	58	73	93	103	114
총차입금	20	26	32	36	39
순차입금	16	24	17	8	-5

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-3	8	10	16	22
당기순이익	8	7	10	13	18
비현금성 비용 및 수익	10	10	10	8	8
유형자산감가상각비	4	5	6	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-15	-5	-7	-4	-4
매출채권등의감소	-1	-4	-3	-3	-3
재고자산의감소	-5	-11	-9	-7	-7
매입채무등의증가	-7	8	6	5	5
기타 영업현금흐름	-6	-4	-3	-1	-1
투자활동 현금흐름	-8	-15	-27	-11	-11
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	-1	0	0
기타	0	0	-19	-3	-3
재무활동 현금흐름	9	5	22	8	4
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	9	5	22	8	4
기타 및 조정	0	0	9	0	0
현금의 증가	-1	-2	14	13	16
기초현금	5	3	2	16	28
기말현금	3	2	16	28	44

매수 (신규)

목표주가 10,500원
현재가 (11/29) 6,720원

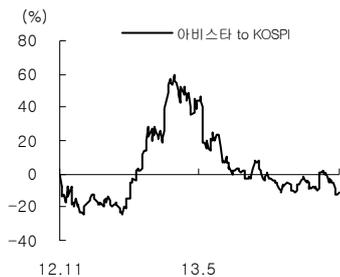
KOSPI (11/29)	2,044.87pt
시가총액	96십억원
발행주식수	14,251천주
액면가	500원
52주 최고가	11,250원
최저가	5,550원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	37.1%
배당수익률 (12.12월)	0.4%

주주구성
위해방지집단대출입유한책임
공사 외 3인 54.43%
코스톤아시아 7.70%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-35%	9%
절대기준	-3%	-36%	3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	9,000	-	-
EPS(13)	-347	-	-
EPS(14)	527	-	-

아비스타 상대주가 (%)



아비스타 (090370)

무엇을 상상하든 그 이상을 볼 것이다

국내법인, 2013년을 저점으로 실적 안정화 도래

아비스타의 2013년 연결기준 매출액은 1,579억원(+8.4%, YoY), 영업이익 54억원(흑자전환/ OPM 3.4%)을 예상하고, 2014년 매출액 1,946억원(+23.2%, YoY), 영업이익 112억원(+106%, YoY/ OPM 5.7%)을 시현할 전망이다. 2013년 실적 부진의 주된 요인은 1) BNX, TANKUS의 기존 브랜드 성장률 둔화와 2) 에린브리니에(Eryn-Brinie) 브랜드 사업 철수에 따른 비용리스크 때문으로 확인된다. 그러나 2013년을 기점으로 비용리스크는 해소되었으며, 에린브리니에에게 이전된 기존브랜드 매장이 소멸됨에 따라 유통망 확대를 통한 볼륨성장의 틈이 아직 남아 있다고 확인된다. 동사의 국내법인은 2013년을 저점으로 본격적인 실적 턴어라운드가 예상된다.

중국법인, 중장기 성장 모멘텀 확인

동사는 100% 자회사 상해법인과 디상과의 합작법인을 통해, 중국 진출을 하였다. 2013년 상해법인은 매출액 350억원, 영업이익 40억원(OPM 11.4%)의 안정적인 실적 시현이 예상된다. 한편 디상과의 합작법인은, 2014년(F) 2월 BNX 세컨브랜드를 출시할 예정이다. 현재 디자인 개발을 모두 마친 상태이며 1) BNX 보다 30% 저렴한 가격으로 제공되고, 2) 연간 100개의 수준의 매장확대 계획이 있어 중국내 강한 성장 모멘텀이 기대된다. (2014년 상반기 40개 계획)

투자의견 매수, 목표주가 10,500원으로 신규 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 10,500원으로 신규 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 아비스타의 연결기준 EPS 527원에 PER 20배를 적용하였다. 적용 PER 20배는 베이직하우스 초기 성장모델 밸류에이션을 반영하였다. 적용 PER은 업종평균 대비 80%의 밸류에이션 프리미엄이 부여된 수준이나 1) 동사의 자회사 상해법인의 외형성장 포텐셜은 충분하며, 연평균 40%의 고성장을 유지하고 있고 2) 2014년 2월부터 디상과의 합작법인을 통해 중국내 추가 성장모멘텀을 확보하였기 때문에 무리하지 않다고 판단된다.

(단위: 십억원, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	148	146	158	195	284
영업이익	6	-8	5	11	21
세전이익	2	-20	3	10	20
당기순이익	0	-26	-5	8	16
EPS(원)	48	-2,610	-347	527	854
증가율(%)	na	적전	적지	흑전	61.9
영업이익률(%)	4.0	-5.6	3.4	5.7	7.3
순이익률(%)	0.3	-18.1	-3.4	4.3	5.7
ROE(%)	0.7	-41.3	-9.4	13.1	18.3
PER	144.4	-2.3	-19.4	12.7	7.9
PBR	1.0	1.4	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	11.1	-42.4	13.3	8.6	5.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 10,500원 신규 커버리지 개시

투자의견 매수,
목표주가 10,500원으로
신규 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 10,500원으로 신규 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 아비스타의 연결기준 EPS 527원에 PER 20배를 적용하였다. 적용 PER 20배는 2009~2011년 베이직하우스 초기 성장모델 밸류에이션을 반영하였다. 이는 2014년 패션업종 PER 대비 80%의 프리미엄이 부여된 수준이나,

- 1) 동사는 자회사 상해법인(BNX)의 매장수가 2013년 3분기 기준 78개 수준으로 외형성장 잠재력이 충분하며, 연결기준 실적 이익기여도가 50%수준으로 연평균 40%의 고성장세를 유지하고 있고
- 2) 2014년 2월부터 디상과의 합작법인을 통해 중국내 추가 성장 모멘텀을 확보하였기 때문에 밸류에이션 프리미엄은 타당하다고 판단된다.

2014년(F) 기준, 디상과의 합작법인에 대한 아비스타의 지분율은 19%로 러닝로열티 개념으로 본사 매출에 이미 반영되었기 때문에 디상과의 합작법인 기업가치를 목표주가 산출시 반영하지 않았다. 다만 중국법인을 통해 강항 성장 모멘텀이 확인되고 계약조건에 따라 2년내에 지분율을 50%로 확대할 시, 동사의 주가 레벨업의 가능성은 열려있다.

표 18. 아비스타 목표주가 산출

(단위: 억원배,원%)

구분	적정가치	비고
아비스타 연결기준 EPS	527	①, 2014년 예상 기준
Target PER	20	②, 베이직하우스 초기 성장모델 밸류에이션
목표주가	10,500	①*②=③
현재주가	6,720	2013년 11월 29일 기준
상승여력(%)	56.3%	투자의견 매수(신규)

주: 미상환 신주인수권부사채 행사가능주식수 희석을 반영한 EPS기준
자료: IBK투자증권

투자포인트

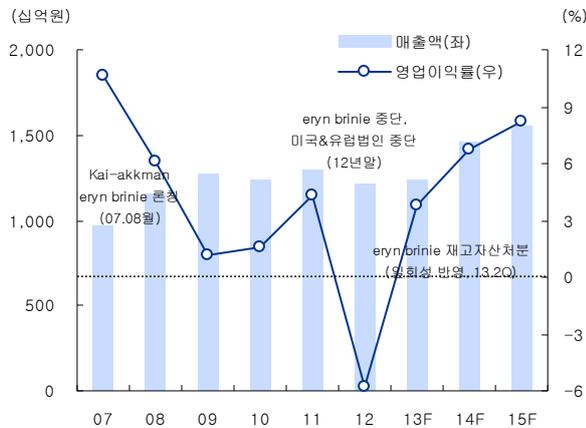
1. 국내법인 : 2013년을 저점으로 실적 턴어라운드 원년

적자사업부 관련
리스크 해소

아비스타의 2013년 국내법인 매출액은 1,240억원(+1.7%, YoY), 영업이익의 47억원(흑자전환 /OPM 3.8%)을 시현할 것으로 전망된다. 연이은 실적부진의 원인은 1) BNX, TANKUS의 기존 브랜드의 성장률 둔화와 2) 에린브리니에 브랜드 사업 철수에 따른 비용리스크 때문으로 확인된다. 2007년에 신규 론칭한 에린브리니에는 연 30~40억원 수준의 적자를 지속하였으며, 공격적인 유통망 확대로 기존 브랜드의 유통망을 일부를 이전하였음에도 불구하고 실적부진을 면치 못했다. 이에 2012년 미국, 유럽법인과 함께 관련 사업부를 철수하기로 확정하였으며 2013년 2분기 에린브리니에 재고자산 처분손실로 -63억원이 반영되어 큰폭의 적자를 기록하였다.

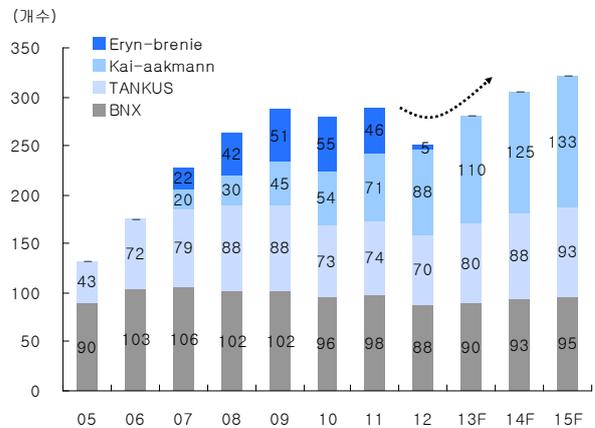
그러나 1) 2012~2013년 미국, 유럽법인과 에린브리니에 브랜드 철수와 함께 관련 비용리스크는 해소되었으며 2) 에린브리니에에게 이전된 기존 브랜드의 매장이 소멸됨에 따라 유통망 확대를 통한 볼륨성장이 가능할 것으로 기대된다. 3) 또한, 연간 40~50억원 수준의 적자가 해소되어 수익성 개선에도 기여할 전망이다. 이를 반영해 동사의 국내법인은 2013년을 저점으로 본격적인 실적 턴어라운드가 예상되며 2014년 국내법인 매출액은 1,458억원(+17.6%, YoY), 영업이익의 98억원(+107.5%, YoY / OPM 6.8%)을 기록할 것으로 판단된다.

그림 45. (국내법인) 아비스타 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 아비스타, IBK투자증권

그림 46. (국내법인) 아비스타 유통망 추이



자료: 아비스타, IBK투자증권

2. 중국법인 : 성장 스토리는 이제부터 시작 !!!

아비스타는 2007년 7월 상해법인을 설립하여, 중국시장에 직접진출 하였다. 2012년 기준 전체 매출의 18%를 차지하고 있으며, 현재 BNX만 진출되어 있는 상황이다.(2013년 3분기 기준 매장수 78개) 2015년(F) TANKUS 진출을 목적으로 현재 파일럿 지점을 만들어 테스트 시범 중에 있다.

현재 동사는 100% 자회사로 연결 반영되는 상해법인을 제외하고, 중국의 디상과 지난 6월 합작법인을 설립하였다. 합작법인은 오는 2014년 2월, BNX 세컨브랜드(가칭: BNX Plus)를 출시할 예정이다. 현재 디자인 개발을 모두 마친 상태이며, 1) BNX보다 30% 저렴한 가격으로 제공되고 2) 2014년 1분기 유통망 40개를 시작으로 연간 100개 수준의 매장확대 계획이 있다. 디상그룹은 중국의 증가시장내 유통망이 탁월한 네트워크 및 영업력(유통채널 지분확보)과 생산력(OEM, ODM)을 보유하고 있는 중국 패션업체로 2012년 아비스타의 지분을 36.9% 확보한 최대주주이다.

디상은 아비스타와의 관계를 통해 독자적인 브랜드 디자인력을 보강하고자 하며, 다음과 같은 장점을 고려할 때 2014년을 기점으로 강한 중국 성장 모멘텀이 예상된다.

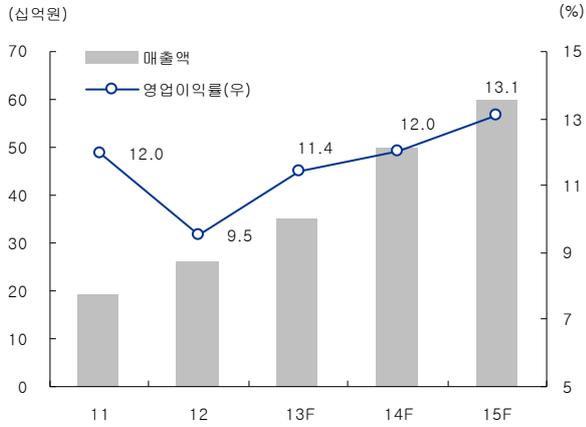
- 1) 아비스타는 디상과의 계약을 통해 기존브랜드 소싱개선에 따른 원가율 절감과 중국내 유통채널 수수료 개선이 가능하고
- 2) 또한 100% 직영운영, 브랜드당 최대 500개의 매장을 확대 계획인바 안정적인 인력관리와 매장운영에 유리하며
- 3) 합작법인 설립시 19%수준의 지분참여로 초기 비용리스크의 책임에서는 해소되는 반면, 전체 매출의 3.8% 수준의 로열티 수익이 인식되어 이익은 선반영될 예정이다. 합작법인은 자본금 1,000만불(디상 810만불 + 아비스타 190만불)이 출자되었으며 아비스타는 2년내 지분의 50%까지 확보하겠다는 계획으로 향후 이익안정성이 확보되면 동사의 사업실적에 긍정적으로 반영될 것으로 예상된다.
- 4) 향후 2015년(F)은 Kai-aakmann, 2016년(F)은 BNX kids 등 순차적인 브랜드 확대를 통해 추가 성장 모멘텀도 확보 가능하다.

표 19. 아비스타 중국 진출 프로세스

아비스타 중국 상해 법인 100% 아비스타 자회사	디상-아비스타 합자회사 아비스타 지분 19%(2년내 50%)
① 고가브랜드의 중국내 사업담당 ② 기존 BNX의 중국사업 계속 운영 ③ 향후 TANKUS 진출 예정	① 중가브랜드의 중국내 사업담당 ② BNX 2nd 브랜드, Kai-aakmann, BNX kids

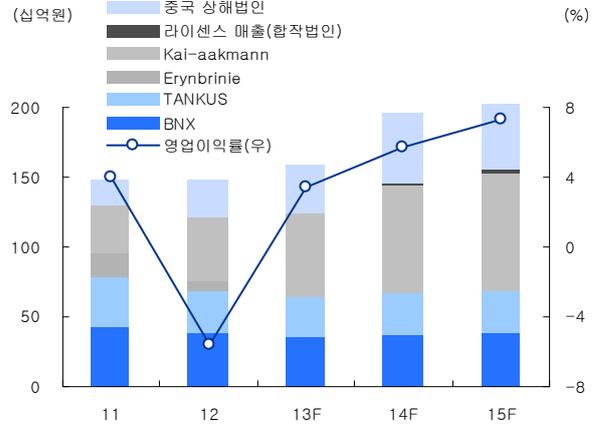
자료: 아비스타, IBK투자증권

그림 47. 아비스타 상해법인 매출액 및 영업이익 추이



자료: 아비스타, IBK투자증권

그림 48. (연결기준) 아비스타 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 아비스타, IBK투자증권

영업실적 전망

비용 리스크는 최소, 이익 반영분은 최대

2014년 연결기준,
매출액 1,946억원
영업이익 112억원
(OPM 5.7%)전망

아비스타는 2014년 연결기준 매출액 1,946억원(+23.2YoY), 영업이익 112억원(+106%, YoY/ OPM 5.7%)이 예상되며, 2015년은 매출액 2,836억원(+45.8%, YoY), 영업이익 208억원(+86.4%, YoY/ OPM 7.3%)을 시현할 전망이다. 동사의 국내법인은 2013년을 저점으로 실적 턴어라운드 기대되며, 2014년부터 중국법인의 강한 성장 모멘텀이 확인되는바 매력적인 외형성장과 이익향상이 기대된다.

동사의 국내법인은 2012~2013년 미국, 유럽법인과 에린브리니에(적자브랜드) 철수와 함께 연결기준 영업 손실을 각각 -56억원, -63억원 반영하였다. 2013년을 기점으로 브랜드 철수관련 비용리스크는 해소되었으며, 에린브리니에로 이전된 기존 브랜드 매장이 소멸됨에 따라 유통망 확대를 통한 볼륨성장이 가능할 것으로 판단된다. 또한 적자사업부 철수로 인해 연간 40~50억원 수준의 적자가 해소되어 수익성 개선에도 기여할 전망이다.

한편 동사의 중국법인은 100% 자회사인 상해법인과 중국 패션업체인 디상과의 합작법인으로 나뉜다. 1) 상해법인은 2013년 기준 매출액 350억원, 영업이익 40억원(OPM 11.5%)의 호실적이 예상되며 2) 합작법인은 2014년을 시작으로 순차적으로 브랜드 진출과 유통망 확대가 계획되어 있는바, 2014년부터 강한 중국 성장 모멘텀이 확인될 것이다. 긍정적인 점은, 합작법인 설립시 동사는 19%의 지분참여로 초기 비용리스크의 책임에서는 해소되는 반면 전체 매출의 3.8% 수준의 로열티 수익이 인식되어 이익은 선반영된다는 점이다. 향후 2015년(F)은 Kai-aakmann, 2016년(F)은 BNX kids 등 순차적인 브랜드 확대를 통해 추가 성장 모멘텀도 확보 가능하다.

표 20. (별도기준) 아비스타 사업부별 실적 추정

(단위:억원)

구분	09	10	11	12	13F	14F	15F
매출액	1,270	1,244	1,301	1,219	1,240	1,458	1,556
BNX	446	415	431	385	354	371	382
TANKUS	408	371	349	302	284	297	303
Erynbrinie	225	205	172	74	-	-	-
Kai-aakman	192	253	349	457	601	782	844
라이선스 매출 (합작법인)	-	-	-	-	-	8	27
영업이익	14	20	56	-70	47	98	128
영업이익률	1.1%	1.6%	4.3%	적자전환	3.8%	6.8%	8.2%
순이익	-9	8	7	-173	-81	65	90
순이익률	-0.7%	0.7%	0.5%	적자전환	적자축소	4.4%	5.8%

자료: 아비스타, IBK투자증권

표 21. (연결기준) 아비스타 실적 추정

(단위: 억원)

구분	11	12	13F	14F	15F
연결매출액	1,477	1,456	1,579	1,946	2,836
아비스타	1,301	1,219	1,240	1,458	1,556
상해법인	192	263	350	500	600
디상 합자법인	-	-	-	200	700
영업이익	60	-82	54	112	208
영업이익률	4.0%	적자전환	3.4%	5.7%	7.3%
순이익	5	-264	-55	83	162
순이익률	0.3%	적자전환	적자축소	4.3%	5.7%

주: 디상 합자법인은 아비스타 지분율(19%)로 실적추정에 미반영, 향후 지분율 확대에 따라 반영예정

주2: 2015년 지배주주순이익(지분율 50% 가정시) 102억원(순이익률 3.8%)추정

자료: 아비스타, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	148	146	158	195	284
증가율(%)	na	-1.4	8.4	23.2	45.8
매출원가	53	56	56	68	87
매출총이익	94	90	102	127	197
매출총이익률 (%)	63.9	61.7	64.6	65.3	69.4
판매비	88	98	97	116	176
판매비율(%)	59.8	67.3	61.1	59.5	62.1
영업이익	6	-8	5	11	21
증가율(%)	na	적전	흑전	105.6	86.4
영업이익률(%)	4.0	-5.6	3.4	5.7	7.3
순금융손익	-3	-4	-3	-2	-2
이자손익	-3	-4	-1	-2	-2
기타	0	0	-2	0	0
기타영업외손익	-1	-8	0	1	2
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	2	-20	3	10	20
법인세	1	1	2	2	4
법인세율	72.7	-2.8	68.0	20.0	20.0
계속사업이익	1	-21	1	8	16
중단사업손익	0	-6	-6	0	0
당기순이익	0	-26	-5	8	16
증가율(%)	na	적전	적지	흑전	95.8
당기순이익률 (%)	0.3	-18.1	-3.4	4.3	5.7
자배주주당기순이익	0	-26	-5	8	13
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	-27	-5	8	16
EBITDA	11	-3	10	16	25
증가율(%)	na	적전	흑전	57.8	60.9
EBITDA마진율(%)	7.3	-2.0	6.3	8.1	8.9

투자지표

(월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	48	-2,610	-347	527	854
BPS	6,861	4,274	3,675	4,172	4,997
DPS	40	30	30	30	30
밸류에이션(배)					
PER	144.4	-2.3	-19.4	12.7	7.9
PBR	1.0	1.4	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	11.1	-42.4	13.3	8.6	5.0
성장성지표(%)					
매출증강율	na	-1.4	8.4	23.2	45.8
EPS증가율	na	적전	적지	흑전	61.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	0.7	-41.3	-9.4	13.1	18.3
ROA	0.3	-16.1	-3.4	4.5	7.2
ROIC	0.5	-28.0	-6.6	10.4	19.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	143.1	172.3	185.2	199.0	201.5
순차입금 비율(%)	72.3	80.1	63.2	59.5	34.2
이자보상배율(배)	1.7	-1.8	2.4	4.0	8.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	5.9	7.2	7.4	7.8
재고자산회전율	0.0	2.2	2.3	2.4	2.8
총자산회전율	0.0	0.9	1.0	1.1	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	124	115	127	155	201
현금및현금성자산	2	13	13	9	15
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	28	21	23	30	43
재고자산	70	65	71	92	113
비유동자산	48	40	41	45	48
유형자산	35	31	28	27	26
무형자산	2	2	1	1	1
투자자산	1	1	4	4	5
자산총계	172	155	168	200	249
유동부채	96	81	105	127	158
매입채무및기타채무	30	22	25	32	46
단기차입금	41	34	33	31	26
유동성장기부채	9	10	17	17	17
비유동부채	5	18	4	6	8
사채	0	13	0	0	0
장기차입금	3	2	0	0	0
부채총계	101	98	109	133	166
지배주주지분	71	57	59	67	80
자본금	5	7	8	8	8
자본잉여금	33	44	50	50	50
자본조정등	-1	-1	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	34	8	2	9	22
비지배주주지분	0	0	0	0	3
자본총계	71	57	59	67	83
비이자부채	49	39	59	85	123
총차입금	53	59	51	48	43
순차입금	51	46	37	40	28

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-4	-9	-2	-7	2
당기순이익	0	-26	-5	8	16
비현금성 비용 및 수익	13	29	17	5	5
유형자산감가상각비	5	5	5	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-14	-7	-10	-19	-17
매출채권등의감소	-10	3	-10	-7	-14
재고자산의감소	-11	-1	-11	-21	-21
매입채무등의증가	7	-7	9	7	15
기타 영업현금흐름	-3	-4	-3	-2	-2
투자활동 현금흐름	-9	2	-18	-13	-13
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-3	-4	-4	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	1	-3	0	-1
기타	-5	4	-11	-9	-8
재무활동 현금흐름	11	19	16	16	17
차입금의증가(감소)	5	4	0	0	0
자본의 증가	0	13	1	0	0
기타	6	3	15	16	17
기타 및 조정	0	0	4	0	0
현금의 증가	-2	12	0	-5	6
기초현금	4	2	13	13	9
기말현금	2	13	13	9	15

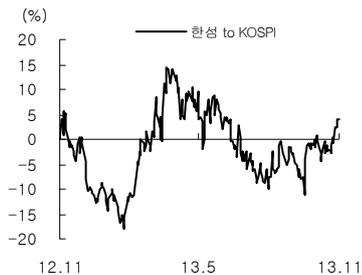
매수 (유지)

목표주가	37,000원
현재가 (11/29)	31,550원
KOSPI (11/29)	2,044.87pt
시가총액	777십억원
발행주식수	24,630천주
액면가	500원
52주 최고가	33,000원
최저가	24,700원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	20.0%
배당수익률 (12.12월)	1.0%
주주구성	
현대홈쇼핑	34.64%
트러스트자산운용	10.17%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	1%	10%
절대기준	4%	-1%	4%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	37,000	37,000	-
EPS(13)	2,551	2,901	▼
EPS(14)	2,925	3,161	▼

한성 상대주가 (%)



한성 (020000)

한결같다, 그래서 과소평가 받고 있다

상품매출 이탈효과 종료, 본격적인 실적개선 기대

한성은 2013년 3분기 별도기준 매출액 830억원(-1.0%, YoY) 영업이익 75억원(-12.1%, YoY/ OPM 10%)을 기록하였다. 2012년 7월 지방시와 셀린드, 2013년 1월 발렌시아가와의 계약종료로 상품매출 이탈은 불가피 했으나 1) 전년 대비 신규상품 매출군 확대에 따른 정상이 판매율 증가와 2) 계약중단으로 인한 원가 부담해소로 우려대비 양호한 실적을 시현할 것으로 전망된다. 다만 이익단 부진은 신규사업의 인원확충에 의한 인건비 증가와 사옥 이사비용이 일회성 반영된 데 기인한다. 11월 중순, 량방콜렉션과 여성복 타임 위주의 성장세가 유지되고 있으며 상품매출 또한 매장당 효율성을 높이고 있어 본격적인 실적개선 시점에 도래하였다고 판단된다.

계열사와의 전략적 시너지는 장기 모멘텀으로 이해

동사는 안정적인 중장기 성장전략으로 하반기 이후 실적개선과 성장 모멘텀이 강화될 것으로 예상된다. 2013년 신규 상품브랜드 확대를 통한 역기지 효과 해소와 함께 1) 2014년 하반기 량방스포츠(제품매출)와 액세서리 사업부 론칭계획을 진행하고 있으며 2) 중장기적으로 현대홈쇼핑과 전략적 시너지 효과도 기대 가능하다. 최근 확대되고 있는 아울렛 채널과 2014년말 계열사 유통망 확대 계획도 긍정적이다. 동사의 중장기 사업계획은 오는 2014년 하반기부터 구체화 될 것으로 파악된다.

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

한성에 대한 투자의견 매수와 목표주가 37,000원을 유지한다. 목표주가는 2014년 실적 추정치를 반영한 영업가치와 동사가 소유한 부동산 자산가치를 합산하여 산출하였다. 동사는 내·외적인 변수에 따른 현재 소비성향과 유통채널의 변화에 빠르게 적응하지 못하고 있어, 상대적으로 실적개선 속도가 약화된 것 처럼 보였다. 그러나 패션관련 소비가 합리적으로 변화하는 동시에 “감성적”인 부문을 충족해 주는 역할을 유지하는바, 시장환경이 우호적으로 변화될시 턴어라운드 속도는 가장 빠를것으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	489	490	472	502	543
영업이익	94	70	69	82	93
세전이익	109	80	80	95	108
당기순이익	81	63	63	72	82
EPS(원)	3,269	2,559	2,551	2,925	3,330
증가율(%)	11.9	-21.7	-0.3	14.6	13.9
영업이익률(%)	19.3	14.3	14.6	16.3	17.0
순이익률(%)	16.5	12.9	13.3	14.4	15.1
ROE(%)	13.9	9.8	9.0	9.5	9.9
PER	9.1	11.5	12.4	10.8	9.5
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	8.4	9.9	7.8	6.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

투자의견 매수,
목표주가 37,000원 유지

한섬에 대한 투자의견은 매수, 목표주가 37,000원을 유지 제시한다. 동사의 목표주가는 2014년 실적 추정치를 반영한 값이며 이는 동사가 소유한 자산가치를 고려한 SOTP Valuation을 통해 영업가치 5,680억원과 자산가치 2,097억원을 반영한 값이다.

동사의 현 주가는 2014년 예상 EPS 기준 PER 10.8배 수준으로, 1) 하반기 경기회복 기대감과 2) 상품브랜드 확대를 통한 실적 개선세를 고려할 때 주가 상승여력은 여전히 충분하다고 판단된다. 2013년 동사는 내·외적인 변수에 따른 현재 소비성향과 유통채널의 변화에 빠르게 적응하지 못하고, 상품매출 확대를 위한 비용을 지급함에 따라 실적개선 속도가 약화된 것 처럼 보였다. 그러나 현재 패션소비는 합리적이면서 “감성적”인 부분을 충족해주는 역할이 유지되는바, 시장환경이 우호적으로 변화될시 턴어라운드 속도는 가장 빠를 것으로 전망된다.

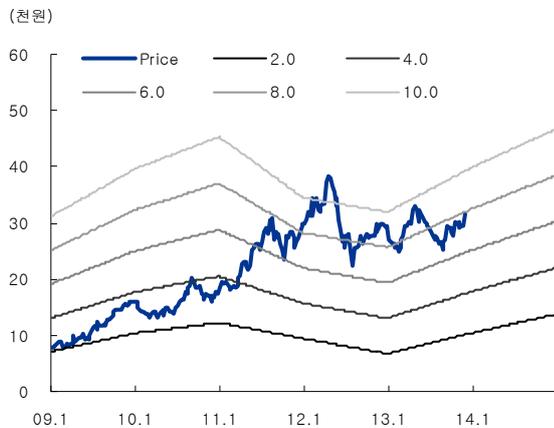
표 22. 한섬 목표주가 산출

(단위: 억원,천주,배,원%)

구분	적정가치	비고
1. 영업가치	5,680	③=①*②
2014년 예상 EBITDA	907	①
Target EV/EBITDA	6.3	②. 한섬 3개년 평균 EV/EBITDA
2. 비영업가치	2,097	⑥=④-⑤
부동산(한섬피앤디)	1,003	④, 2013.3Q 장부가 기준
순차입금	-1,094	⑤, 2014년 IBK 애널리스트 개별추정치 기준
총기업가치	7,777	⑦=③+⑥
유통주식수(천주)	21,970	⑧ = 상장주식수-자사주
목표주가	37,000	⑦/⑧
현주가	31,550	2013년 11월 29일 기준
상승여력	17.3%	투자의견 매수(유지)

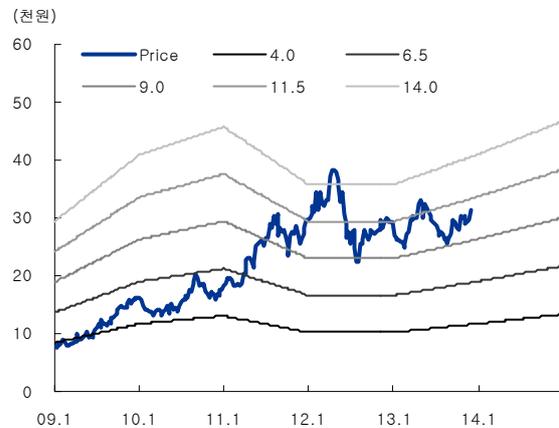
주: 순차입금은 한섬에서 산정하는 현금성자산 기준을 반영하여 IBK 애널리스트 개별 추정치를 적용하였음
자료: IBK투자증권

그림 49. 한섬 EV/EBITDA Band



자료: Valuwis, IBK투자증권

그림 50. 한섬 PER Band



자료: Valuwis, IBK투자증권

영업실적 전망

잠재력은 1등급

2014년 별도기준
매출액 5,019억원
영업이익 819억원
(OPM 16.3%)전망

한섬은 2013년 4분기 별도기준 매출액 1,774억원(+2.9%, YoY), 영업이익 358억원(+20.2%, YoY/ OPM 20.2%)의 양호한 실적이 기대되며, 2014년 별도기준 매출액 5,019억원(+6.4%, YoY), 영업이익 819억원(+18.9%, YoY/OPM 16.3%)을 시현할 전망이다. 안정적인 실적개선의 주된 요인은 1) 일반적으로 4분기가 계절적인 성수기로 이연소비 효과가 기대 가능하고 2) 전년도 과도하게 지급되었던 원재료 원가 부담과 올해 사옥이전을 통한 70~80억원 수준의 임차료가 해소되었고 3) 3분기 이후 상품매출 이탈효과가 희석되는 시점에 도래하였기 때문이다.

다만, 안정적인 실적개선 추이에도 불구하고 주요 매출처인 여성복 브랜드의 역신장세 지속과 2013년 공격적인 상품 매출확대에도 이탈분을 해소하는 수준의 실적을 시현하여 기대대비 아쉬웠던 점을 감안해 실적 추정을 소폭 변경하였다.

그러나 동사는 중장기 성장전략이 뚜렷하고 강력한 브랜드력을 소유한 제품매출과 현 패션 시장에 적합한 상품매출을 적절히 보유하고 있어, 본질적인 외적변수(경기, 날씨)가 우호적으로 개선될시 내수브랜드 업체 중 턴어라운드 속도는 가장 빠를것으로 예상된다.

표 23. 2014년 별도기준 한섬 실적 추정

(단위: 십억원)

구분	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013F	2014F	YoY(%)
매출액	118	93	83	177	124	99	85	193	472	502	6.4%
SYSTEM	23	17	14	34	22	18	15	34	88	89	1.0%
SJSJ	15	11	9	23	15	12	10	23	58	59	1.5%
MINE	16	12	10	23	15	12	10	23	61	60	-2.0%
TIME	32	25	23	52	34	27	23	52	132	136	3.0%
TIME Homme	8	6	5	15	9	7	6	14	35	36	5.0%
SYSTEM Homme	4	3	3	10	6	5	4	10	21	25	20.0%
량방컬렉션	5	5	5	8	7	5	5	10	24	27	15.0%
상품매출	12	13	13	10	16	13	11	25	49	65	33.0%
수수료	1	1	1	1	1	1	1	2	4	4	3.0%
영업이익	18	7	8	36	19	8	12	42	69	82	18.9%
영업이익률(%)	15.4%	7.9%	9.0%	20.2%	15.6%	8.2%	14.4%	21.7%	14.6%	16.3%	1.7%p
순이익	16	8	7	31	17	8	11	36	63	71	14.5%
순이익률(%)	13.9%	8.7%	8.5%	17.3%	13.3%	7.6%	12.9%	18.8%	13.2%	14.2%	1.0%p

자료: 한섬, IBK투자증권

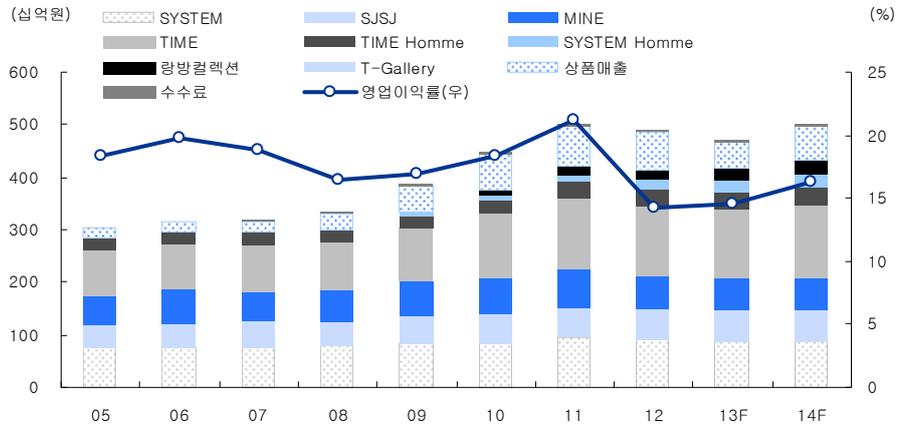
표 24. 한섬 실적 추정치 변경

(단위: 십억원)

구분	기존추정치		변경추정치		변경률(%)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	492	522	472	502	-4.1%	-3.8%
SYSTEM	93	95	88	89	-4.7%	-5.6%
SJSJ	60	61	58	59	-2.5%	-3.4%
MINE	65	66	61	60	-6.1%	-8.9%
TIME	134	137	132	136	-1.9%	-1.0%
TIME Homme	33	34	35	36	4.2%	6.2%
SYSTEM Homme	23	31	21	25	-7.4%	-17.7%
량방컬렉션	24	26	24	27	0.0%	2.7%
상품매출	56	67	49	65	-12.5%	-3.0%
수수료	5	5	4	4	-13.5%	-12.6%
영업이익	82	92	69	82	-16.2%	-11.4%
영업이익률(%)	16.7%	17.7%	14.6%	16.3%	-2.1%p	-1.4%p
순이익	72	78	63	72	-13.5%	-8.1%
순이익률(%)	14.6%	14.9%	13.2%	14.2%	-1.4%p	-0.7%p

자료: IBK투자증권

그림 51. (별도기준) 한섬 브랜드별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 한섬, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	489	490	472	502	543
증가율(%)	9.3	0.1	-3.6	6.4	8.3
매출원가	182	205	200	211	227
매출총이익	307	285	272	291	316
매출총이익률 (%)	62.7	58.1	57.6	57.9	58.2
판매비	213	215	203	209	224
판매비율(%)	43.5	43.9	43.0	41.6	41.1
영업이익	94	70	69	82	93
증가율(%)	14.5	-25.9	-1.4	18.9	13.2
영업이익률(%)	19.3	14.3	14.6	16.3	17.0
순금융손익	2	5	6	7	9
이자손익	3	4	5	6	8
기타	0	1	0	1	1
기타영업외손익	14	5	5	6	6
중속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	109	80	80	95	108
법인세	29	17	17	23	26
법인세율	26.4	21.4	21.5	24.0	24.0
계속사업이익	81	63	63	72	82
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	81	63	63	72	82
증가율(%)	11.9	-21.7	-0.3	14.6	13.9
당기순이익률 (%)	16.5	12.9	13.3	14.4	15.1
자배주주당기순이익	81	63	63	72	82
기타포괄이익	2	2	0	0	0
총포괄이익	83	65	63	72	82
EBITDA	102	77	78	91	102
증가율(%)	13.2	-24.3	0.7	16.8	11.9
EBITDA마진율(%)	20.8	15.8	16.5	18.1	18.7

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	3,269	2,559	2,551	2,925	3,330
BPS	24,840	27,133	29,433	32,090	35,153
DPS	470	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	9.1	11.5	12.4	10.8	9.5
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.2	8.4	9.9	7.8	6.4
성장성지표(%)					
매출증강율	9.3	0.1	-3.6	6.4	8.3
EPS증가율	11.9	-21.7	-0.3	14.6	13.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE	13.9	9.8	9.0	9.5	9.9
ROA	12.2	8.8	8.0	8.3	8.6
ROIC	29.9	23.5	18.9	19.3	22.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	13.3	10.6	13.3	14.8	14.8
순차입금 비율(%)	-15.8	-11.6	-1.4	-9.4	-15.5
이자보상배율(배)	704.7	615.9	121.0	127.9	146.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.5	10.8	11.7	13.3	13.4
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 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	358	396	346	424	506
현금및현금성자산	101	80	18	80	140
유가증권	2	0	0	0	0
매출채권	47	44	37	39	42
재고자산	176	175	164	168	174
비유동자산	338	346	478	485	491
유형자산	77	98	208	209	210
무형자산	3	3	3	3	3
투자자산	136	120	138	141	144
자산총계	696	742	824	910	997
유동부채	71	57	78	97	107
매입채무및기타채무	20	18	17	19	20
단기차입금	3	2	7	5	5
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11	14	19	20	22
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	82	71	97	117	129
지배주주지분	614	671	727	793	868
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	114	116	116	116	116
자본조정등	-22	-22	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	6	7	8	8	8
이익잉여금	505	558	614	679	755
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	614	671	727	793	868
비이자부채	78	69	89	112	124
총차입금	4	2	7	5	5
순차입금	-97	-78	-10	-75	-135

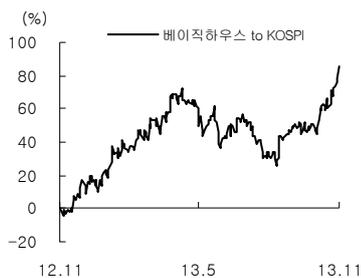
현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	50	63	76	70	76
당기순이익	81	63	63	72	82
비현금성 비용 및 수익	8	24	4	-4	-6
유형자산감가상각비	8	7	9	9	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-47	-19	7	-5	-8
매출채권등의감소	-8	3	7	-2	-3
재고자산의감소	-42	-21	7	-4	-6
매입채무등의증가	1	-2	-1	1	2
기타 영업현금흐름	9	-5	3	6	8
투자활동 현금흐름	-22	-72	-400	-27	-27
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-7	-117	-10	-10
유형자산의 감소	0	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7	-19	-18	-3	-3
기타	0	-47	-265	-14	-13
재무활동 현금흐름	-9	-11	28	19	11
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-9	-11	28	19	11
기타 및 조정	0	0	233	0	0
현금의 증가	20	-20	-63	62	60
기초현금	81	101	80	18	80
기말현금	101	80	18	80	140

매수 (유지)

목표주가	30,000원		
현재가 (11/29)	23,200원		
KOSPI (11/29)	2,044.87pt		
시가총액	484십억원		
발행주식수	20,857천주		
액면가	500원		
52주 최고가	23,200원		
최저가	11,600원		
60일 일평균거래대금	2십억원		
외국인 지분율	33.9%		
배당수익률 (12.12월)	0.0%		
주주구성			
우종원 외 13인	46.59%		
Triumph II Investments (Ireland) Limited	20.04%		
추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	23%	17%	91%
절대기준	24%	15%	81%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	27,000	27,000	-
EPS(13)	1,524	1,490	▲
EPS(14)	2,345	2,317	▲

베이직하우스 상대주가 (%)



베이직하우스 (084870)

이제는 숫자를 신뢰할 때

4분기도 안정적인 실적 시현 기대

2013년 4분기 기준(누적), 베이직하우스는 국내법인 매출신장률 -6%(YoY), 중국법인 + 17%(YoY)를 시현한 것으로 파악된다. 10월달, 각각 -7%, +16%를 기록한바 11월달 매출동향은 안정적인 성장 추세가 유지되고 있다고 판단된다. 특히 2012년 11월 중국법인의 실적이 양호하여, 전년 고베이스 효과를 고려하더라도 호실적이 지속된다는 점으로 판단컨대 오는 4분기 실적 또한 양호할 것으로 예상된다. 동사는 2013년 4분기 연결기준 매출액은 1,948억원(+15%, YoY), 영업이익 290억원(+20%, YoY/ OPM 14.9%)을 시현할 전망이다.

2014년(F) 국내·외 추가 브랜드 확대로 외형성장 가능

동사는 2014년 국내 1개, 중국 2개의 추가 브랜드를 확장시키며 추가적인 성장 모멘텀을 확보할 것이다. 국내는 베이직하우스의 프리미엄 라인 브랜드(Rigg, 리그), 중국은 디자이너 슈즈 브랜드(겸비)와 여성 영캐주얼 조닝(Judy Jucy, 주디주시)를 론칭할 계획에 있다. 동사는 국내·외 추가 브랜드 확대를 통해 단기적으로는 국내법인의 매출둔화를 보완하고, 장기적으로는 신규 성장 모멘텀을 확보하고자 함에 따라 긍정적인 행보로 판단된다.

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 상향

동사에 대한 투자의견은 매수를 유지하고, 목표주가는 30,000원으로 상향 제시한다. 동사의 목표주가는 2014년 예상 EPS 2,345원에 중국내 유사 의류업체의 2014년 평균 PER 12.7배를 적용하였다. 동사의 적용 PER은 국내 패션업종 PER 대비 소폭 높은 수준이나, 1) 안정적인 중국 성장 모멘텀을 확보하고 있으며 2) 2014년 국내·외 신규 브랜드 출시와 홍콩시장내 상장을 앞두고 있어, 장기전망 또한 유효하다는 점을 고려하면 합리적인 수준으로 판단된다. 동사는 3분기 누적 실적이 양호함이 확인됨에 따라 지속적인 추가상승세를 보여왔으나 현 주가는 2014년(F) 예상 기준 PER 9.9배로 여전히 매력적인 위치에 있다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	472	521	562	651	783
영업이익	31	28	52	75	104
세전이익	27	21	47	73	102
순이익	19	16	36	55	78
EPS(원)	847	693	1,524	2,345	3,289
증가율(%)	238.3	-18.2	120.0	53.9	40.2
영업이익률(%)	6.6	5.4	9.3	11.6	13.3
순이익률(%)	4.0	3.2	6.4	8.5	9.9
ROE(%)	9.9	7.7	15.3	19.3	21.9
PER	20.1	21.1	15.2	9.9	7.1
PBR	1.9	1.7	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.1	6.3	6.7	4.5	3.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 30,000원 상향 제시

투자의견 매수,
목표주가 30,000원 상향

베이직하우스에 대한 투자의견은 매수를 유지하고, 목표주가는 30,000원으로 상향 제시한다. 목표주가 상향은 2014년 실적 추정치를 반영하였음에 기인하며, 동사의 목표주가는 2014년 예상 EPS 2,345원에 PER 12.7배를 적용하였다. 적용 PER은 중국내 유사 의류업체 2014년 예상 평균 PER을 반영하였다.

- 1) 안정적인 중국시장의 성장 모멘텀을 확보하고 있으며
- 2) 2014년 국내·외 신규 브랜드 출시와 홍콩 시장내 상장을 앞두고 있어, 장기전략 또한 유효하다는 점을 고려하였다.

동사는 3분기 누적 실적이 양호함이 확인됨에 따라 지속적인 주가 상승세를 보여왔다. 현재 주가는 2014년(F) 예상 기준 PER 9.9배로 여전히 매력적인 위치에 있어 주가 상승여력은 충분하다.

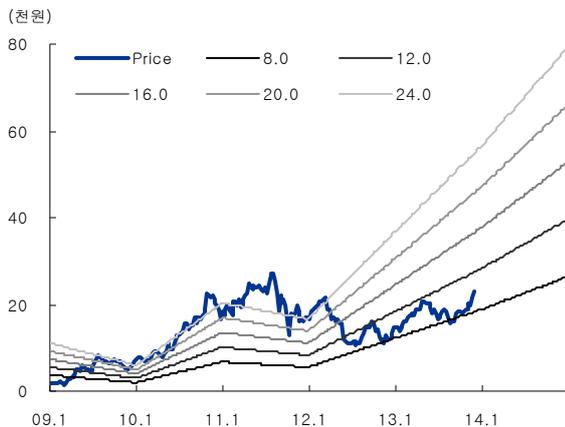
표 25. 베이직하우스 목표주가 산출

(단위: 원 배)

구분	적정가치	비고
베이직하우스 연결 EPS	2,345	①, 2014년 예상기준
Target PER	12.7	②, 중국 의류업체 평균 PER
목표주가	30,000	①*②=③
현재주가	23,200	2013년 11월 29일 기준
상승여력	29.3%	투자의견 매수(유지)

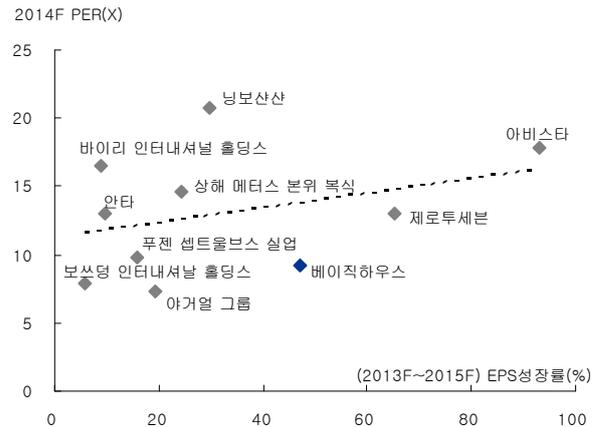
자료: IBK투자증권

그림 52. 베이직하우스 PER Band



자료: Valuwis, IBK투자증권

그림 53. 중국내 유사 패션업종 PER-EPS성장률(%) 그래프



주: 2013년 11월 29일 기준
자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 26. 해외(중국) 패션업체 투자전략 및 지표

(단위: 십억원, 원, 백만원, 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 셉트올브스 실업	야거얼 그룹	상해 메터스 본위 복식	닝보산산	리닝	안타	바이리 인터내셔널 홀딩스	
주력사업	국내 캐주얼 브랜드	중고가 다운의류 브랜드	의류, 약세서리 디자인 및 제조업체 (주요 상품은 남성복 위주)				스포츠웨어	스포츠웨어	여성 신발 판매업체	
현재가 (11/29)	23,200	1.6	8.2	7.9	13.7	12.7	7.0	10.9	9.5	
시가총액	484	13,052	6,196	17,613	13,728	5,230	9,540	27,199	80,041	
매출액	2011	472	7,038	2,896	11,180	9,890	2,986	8,929	8,905	28,945
	2012	521	8,376	3,446	10,166	9,447	3,738	6,739	7,623	32,859
	2013F	562	9,323	3,257	15,512	8,422	3,908	5,828	6,756	36,458
	2014F	651	9,550	3,468	18,890	9,407	4,427	6,300	7,321	40,280
영업이익	2011	31	1,372	494	1,744	1,661	139	631	1,863	5,271
	2012	28	1,618	727	2,384	1,073	147	-1,527	1,395	5,397
	2013F	52	1,703	725	3,000	653	188	-246	1,413	5,524
	2014F	75	1,420	790	3,439	1,050	236	173	1,547	6,007
EBITDA	2011	54	1,433	569	2,194	1,976	261	892	1,953	6,035
	2012	57	1,726	850	2,851	1,454	271	-1,300	1,505	6,303
	2013F	82	1,875	731	NA	1,176	364	20	1,527	6,482
	2014F	112	1,561	759	NA	1,336	453	394	1,665	7,031
지배주주순이익	2011	18	1,276	412	1,763	1,206	153	386	1,730	4,255
	2012	14	1,437	561	1,599	850	159	-1,979	1,359	4,352
	2013F	32	1,329	535	1,891	621	195	-357	1,219	4,391
	2014F	49	1,140	577	2,549	854	246	41	1,307	4,774
EPS	2011	847	0.2	0.6	0.8	1.2	0.4	0.4	0.7	0.5
	2012	693	0.2	0.8	0.7	0.9	0.4	-1.9	0.5	0.5
	2013F	1,524	0.2	0.7	0.9	0.6	0.5	-0.2	0.5	0.5
	2014F	2,345	0.1	0.8	1.1	0.9	0.6	0.0	0.5	0.6
BPS	2011	8,954	0.9	3.1	5.4	4.1	7.1	3.3	2.6	2.3
	2012	8,775	0.9	5.6	6.3	4.1	7.9	1.5	2.7	2.7
	2013F	10,903	0.9	6.3	6.8	4.2	8.7	2.0	2.9	3.0
	2014F	13,262	0.9	7.0	7.4	4.9	9.3	1.9	3.1	3.4
PER(x)	2011	20.1	11.8	24.2	11.9	21.6	33.2	13.6	10.8	21.8
	2012	21.1	10.8	15.6	11.0	15.4	26.5	NA	10.1	26.2
	2013F	15.2	7.6	11.6	8.9	22.2	26.7	NA	17.4	14.4
	2014F	9.9	9.0	10.2	7.2	16.1	21.2	116.7	16.2	13.1
PBR(x)	2011	1.9	2.2	5.1	1.7	6.3	1.7	1.5	2.9	4.8
	2012	1.7	2.2	2.2	1.3	3.2	1.3	2.6	2.0	5.1
	2013F	2.1	1.4	1.3	1.2	3.2	1.5	2.7	3.0	2.5
	2014F	1.7	1.4	1.2	1.1	2.8	1.4	2.8	2.8	2.2
EV/EBITDA(x)	2011	9.1	8.1	17.7	17.1	13.9	25.8	5.7	7.3	14.6
	2012	6.3	7.6	9.1	11.8	9.2	23.2	NA	6.1	17.1
	2013F	6.7	4.7	5.1	NA	12.1	19.9	367.8	10.9	8.6
	2014F	4.5	5.7	4.9	NA	10.6	16.0	18.7	10.0	8.0
ROE(%)	2011	9.9	18.7	23.1	13.5	32.3	5.0	11.3	28.7	23.3
	2012	7.7	20.5	18.0	12.3	20.6	5.2	-77.8	20.7	20.8
	2013F	15.3	18.0	12.6	13.0	12.8	5.4	-16.6	17.1	18.3
	2014F	19.3	15.2	12.5	17.0	17.1	6.3	0.6	17.4	17.8

주: 2013년 11월 29일 종가기준, IBK추천종목은 당사 추정치에 근거함

주2: 베이직하우스(연결기준), 중국리뷰업체(연결기준)

자료: Bloomberg, IBK투자증권

영업실적 전망

국내·외 법인의 안정적인 실적 시현 구간 돌입

국내·외 호실적 지속, 모멘텀 확보는 충분

베이직하우스는 2014년 연결기준 매출액 6,510억원(+15.7%, YoY), 영업이익 753억원(+44.1%, YoY/ OPM 11.6%)을 시현할 것으로 전망된다. 호실적의 주된 요인은 1) 2012년 진행된 국내법인의 자회사 흡수합병과 볼(Voll)브랜드 철수에 따른 원가부담과 적자분이 대부분 해소되어 안정적인 실적 시현이 가능하며, 2) 중국법인의 신규브랜드 확대와 2009~2011년 공격적으로 확장한 유통망의 감가비 해소에 외형성장과 수익성 개선의 성장 모멘텀이 확보되었기 때문이다.

국내법인 마지막 과제 → 베이직하우스 브랜드력 강화

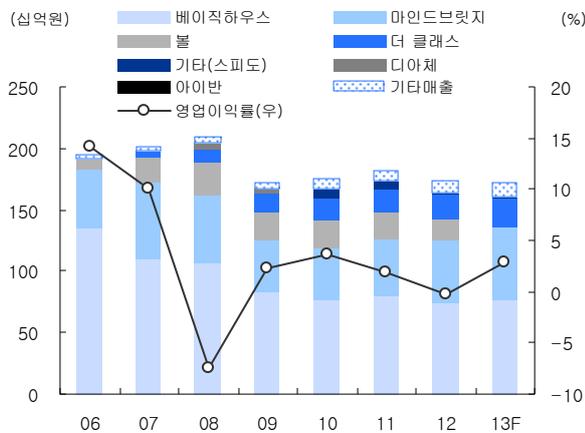
2013년 국내법인의 경우, 매출비중이 가장 큰 베이직하우스의 역신장이 지속된 반면 더클래스, 마인드브릿지의 두지리수 성장세가 유지되었다. 볼(Voll)브랜드의 매출공백과 국내법인의 성장 모멘텀 부재에도 불구하고 연초 가이드언스를 충족할 만큼의 영업력을 보여주었다고 판단된다. 2014년 1) 베이직하우스의 리뉴얼과 프리미엄 브랜드(Rigg, 리그) 론칭이 계획되어 있으며 2) 매장당 효율성을 증대해 내실강화를 도모하겠다는 전략을 유지하는 바 안정적인 실적 시현은 지속될 것으로 전망된다.

중국법인 안정적인 외형성장 지속 + 수익성 개선 가능

2013년 중국법인의 경우, 1) 분기별 전년 동기대비 +9~10%의 꾸준한 매장확대를 유지하며 기존점 성장률을 개선시켜 왔다.(2012년 2.6%→13년 1분기 6.6%→13년 2분기 3.0%→13년 3분기 4.6%) 2) 또한 2009~2011년 공격적으로 확장한 유통망의 감가비가 해소됨에 따라 이익개선이 가능할 것으로 예상된다. 연초 중국 경제성장률 예상치 둔화로 인해, 내수 소비에 대한 우려가 존재했음에도 불구하고 3분기 누적 가이드언스를 초과 달성한 상태이다. 2014년 신발 브랜드와 여성 영캐주얼 브랜드 확대에 동사의 성장 모멘텀은 강화될 것이다.

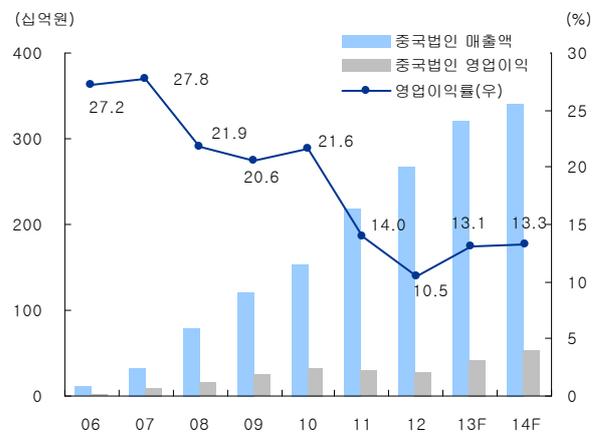
동사의 2014년기준 국내법인 매출액은 1,786억원(+3.9%, YoY), 영업이익 83억원(+74.7%, YoY/ OPM 4.7%)을 기록할 것으로 전망하며, 중국법인은 3,934억원(+22.4%, YoY), 영업이익 525억원(+24.4%, YoY/ OPM 13.3%)을 시현할 것으로 예상된다.

그림 54. (별도기준) 베이직하우스 매출액 및 영업이익률 추이



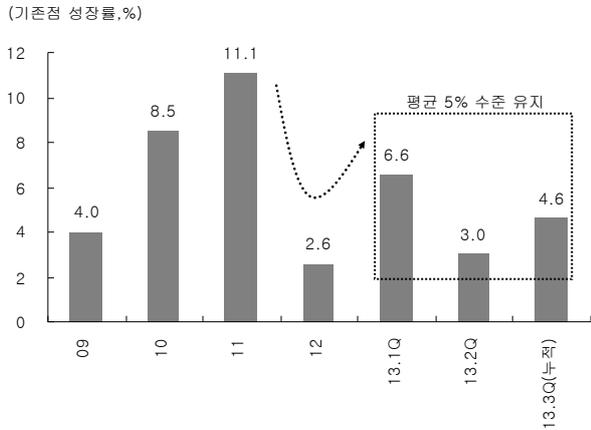
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 55. 베이직하우스 중국법인 매출액 및 영업이익률 전망



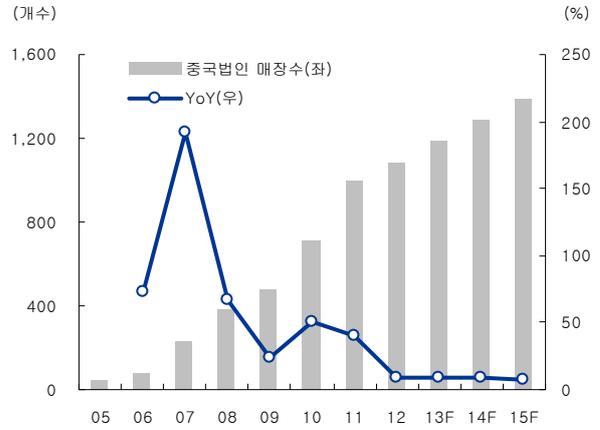
자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 56. 베이직하우스 중국법인 기준점(2년이상된 매장) 성장률



자료: 베이직하우스, IBK투자증권

그림 57. 중국법인 매장수와 증감율 → 연간 9~10%, YoY 유지



자료: 베이직하우스, IBK투자증권

표 27. 2014년 연결기준 베이직하우스 실적 추정

(단위: 십억원)

구분	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q(F)	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013F	2014F	YoY(%)
매출액	139	120	109	195	161	150	125	215	562	651	15.7%
더베이직하우스	35	43	34	59	38	43	35	63	172	179	3.9%
TBH GLOBAL	102	75	75	142	125	108	93	155	393	481	22.4%
영업이익	13	8	3	29	15	11	6	44	52	75	44.1%
영업이익률(%)	9.3%	6.5%	2.4%	14.9%	9.6%	7.0%	4.7%	20.2%	9.3%	11.6%	2.3%p
순이익	8	3	4	21	11	9	5	30	36	55	49.7%
지배주주순이익	7	3	4	18	10	8	4	27	32	49	49.4%
지배주주순이익률(%)	5.4%	2.3%	3.5%	9.5%	5.9%	5.2%	3.4%	12.5%	5.8%	7.4%	1.7%p

자료: 베이직하우스, IBK투자증권

표 28. 베이직하우스 별도기준 연간 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	08	09	10	11	12	13F	14F	YoY(%)
매출액	209	173	175	181	173	172	179	3.9%
A. 제품매출	205	167	168	174	164	161	166	3.0%
베이직하우스	108	83	76	80	75	76	77	1.0%
마인드브릿지	55	41	42	47	50	60	63	5.0%
볼	26	24	22	20	17	-	-	철수
더 클래스	11	15	19	20	19	22	23	5.0%
기타(스피도)	-	-	9	6	3	3	3	0.0%
디아체	5	3	0	0	-	-	-	철수
아이반	1	0	0	0	-	-	-	철수
B. 기타매출	4	6	7	8	9	10	12	18.0%
영업이익	-16	4	6	4	-0.4	4.8	8.3	74.7%
영업이익률(%)	적자시현	2.3%	3.7%	2.0%	적자시현	2.8%	4.7%	1.9%
순이익	-10.3	8.9	19.3	-1.6	-5.0	2.3	4.2	85.3%
순이익률(%)	적자시현	5.2%	11.1%	적자시현	적자시현	1.3%	2.3%	1.0%

자료: 베이직하우스, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	472	521	562	651	783
증가율(%)	39.8	10.5	7.9	15.7	20.2
매출원가	193	210	210	238	277
매출총이익	279	311	353	413	506
매출총이익률 (%)	59.1	59.7	62.7	63.5	64.6
판매비	248	283	301	338	402
판매비율(%)	52.5	54.4	53.4	51.9	51.3
영업이익	31	28	52	75	104
증가율(%)	-15.9	-10.5	86.6	44.1	38.6
영업이익률(%)	6.6	5.4	9.3	11.6	13.3
순금융손익	-6	-7	-5	-2	-2
이자손익	-6	-8	-5	-3	-3
기타	0	0	0	1	1
기타영업외손익	2	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	27	21	47	73	102
법인세	8	4	11	17	24
법인세율	31.2	20.3	24.2	24.0	24.0
계속사업이익	19	16	36	55	78
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	16	36	55	78
증가율(%)	210.6	-12.1	118.8	53.8	40.2
당기순이익률 (%)	4.0	3.2	6.4	8.5	9.9
자배주주당기순이익	18	14	32	49	69
기타포괄이익	6	-8	14	0	0
총포괄이익	25	8	50	55	78
EBITDA	54	57	82	112	142
증가율(%)	1.4	6.0	44.2	35.7	27.0
EBITDA마진율(%)	11.4	11.0	14.7	17.2	18.1

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	847	693	1,524	2,345	3,289
BPS	8,954	8,775	10,903	13,262	16,563
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	20.1	21.1	15.2	9.9	7.1
PBR	1.9	1.7	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.1	6.3	6.7	4.5	3.4
성장성지표(%)					
매출증가율	39.8	10.5	7.9	15.7	20.2
EPS증가율	238.3	-18.2	120.0	53.9	40.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	9.9	7.7	15.3	19.3	21.9
ROA	4.8	3.8	7.5	9.9	12.3
ROIC	6.7	5.5	11.9	17.2	22.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	125.5	115.3	113.4	91.7	77.3
순차입금 비율(%)	66.5	21.2	19.4	-0.7	-9.3
이자보상배율(배)	4.1	3.0	6.8	9.0	11.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.8	6.4	6.3	6.7	8.0
재고자산회전율	3.5	3.5	3.7	3.8	4.0
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 자배주주순이익 및 자배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	277	281	344	387	467
현금및현금성자산	17	35	40	73	108
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	80	81	97	97	98
재고자산	160	138	163	179	215
비유동자산	160	149	188	196	211
유형자산	123	110	117	122	130
무형자산	2	2	2	2	1
투자자산	10	1	33	40	48
자산총계	437	430	532	584	677
유동부채	208	136	158	150	164
매입채무및기타채무	31	22	34	41	51
단기차입금	115	61	67	50	51
유동성장기부채	24	6	3	3	3
비유동부채	36	95	124	129	131
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	6	10	19	19	19
부채총계	243	230	283	279	295
자배주주지분	189	185	229	278	347
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	75	75	75	75	75
자본조정등	-9	-20	-20	-20	-20
기타포괄이익누계액	6	-1	11	11	11
이익잉여금	106	121	152	201	270
비자배주주지분	5	14	20	26	35
자본총계	194	200	249	305	382
비이자부채	97	153	194	208	223
총차입금	146	77	88	71	72
순차입금	129	42	48	-2	-35

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-13	47	32	83	88
당기순이익	19	16	36	55	78
비현금성 비용 및 수익	38	54	36	39	40
유형자산감가상각비	22	29	30	36	37
무형자산상각비	1	0	0	0	0
운전자본변동	-53	-10	-22	-9	-26
매출채권등의감소	-22	-5	-12	0	-1
재고자산의감소	-37	7	-15	-16	-36
매입채무등의증가	11	-8	11	7	10
기타 영업현금흐름	-16	-14	-18	-3	-3
투자활동 현금흐름	-30	-20	-100	-39	-60
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	-8	-7	-8
기타	0	-4	-56	8	-6
재무활동 현금흐름	51	-7	56	-10	6
차입금의증가(감소)	0	11	10	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	51	-18	46	-10	6
기타 및 조정	1	-2	18	0	0
현금의 증가	9	18	5	33	34
기초현금	8	17	35	40	73
기말현금	17	35	40	73	108

매수 (유지)

목표주가 39,000원
현재가 (11/29) 34,350원

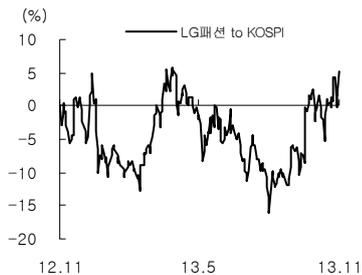
KOSPI (11/29)	2,044.87pt
시가총액	1,004십억원
발행주식수	29,240천주
액면가	5,000원
52주 최고가	34,350원
최저가	25,850원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	27.8%
배당수익률 (12.12월)	1.3%

주주구성
구분별 외 20인 39.65%
국민연금공단 9.95%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	9%	11%
절대기준	7%	7%	5%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	39,000	39,000	-
EPS(13)	2,961	2,729	▲
EPS(14)	3,257	3,219	▲

LG패션 상대주가 (%)



LG패션 (093050)

위기가 기회가 된 지금

탁월한 관리능력, 이익개선 시점을 목전에 두고

LG패션은 2013년 연초 외형성장 보다는 내실강화에 집중하며 1) 재고자산을 축소하고 2) 신규출점과 비효율 매장철수를 병행하여 매장당 효율을 높이기 위한 노력을 지속하였다. 신규 생산물량을 축소함에 따라 2013년 상반기 정상가 판매율은 감소되었으나, 3분기 소폭 개선된것으로 파악된다. 동사는 2013년 3분기 별도기준 매출액 2,871억원(+6.7%, YoY), 영업이익 64억원(흑자전환/ OPM 2.2%)의 호실적을 시현하였다. 양호한 실적의 주된요인은 1) 수입브랜드 중심의 여성복(+12%, YoY)과 고마진의 액세서리 사업부(+21.2%, YoY) 판매호조와 2) 3분기말 기준, 재고자산을 2,900억원까지 축소시킴에 따라 원가율과 비용개선에 기인한다. 동사의 연결기준 매출액은 3,069억원(+5.6%, YoY), 영업적자 1억원을 기록하며 전년대비 큰폭의 이익개선세를 보였다. 이는 1) 중국법인의 신규 출점으로 인한 매출호조와 원가율이 개선되었으며 2) 매장효율화 작업을 통해 수익성을 개선시켰기 때문이다.

4분기에도 액세서리와 수입브랜드 중심의 여성복종 성장세가 지속되는 가운데, 캐주얼 부문이 성장세로 전환될것으로 예상된다. 11월 말(누적) 기준, 전체 매출은 소폭 성장세를 유지하고 있어 안정적인 실적개선과 이익레버리지 효과가 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 39,000원 유지

동사에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 39,000원을 유지 제시한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS 3,257원에 PER 11.5배를 적용하였다. 적용 PER은 2014년 패션업종 예상 PER로 2011년 과도하게 집행된 재고자산이 해소되었으며, 하반기 계절적인 성수기인점을 반영하여 동사의 실적안정성이 연초대비 개선되었음을 반영하였다. 동사의 현 주가는 기대대비 양호한 실적시현으로 저점대비 30%상승한 수준이나, 2014년 상반기 기저효과와 이익 레버리지를 고려했을 때 상승여력은 유효하다고 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,411	1,390	1,417	1,473	1,557
영업이익	141	102	108	116	128
세전이익	147	103	112	125	140
당기순이익	108	81	87	95	106
EPS(원)	3,697	2,759	2,961	3,257	3,629
증가율(%)	17.2	-25.4	7.3	10.0	11.4
영업이익률(%)	10.0	7.3	7.6	7.9	8.2
순이익률(%)	7.7	5.8	6.1	6.5	6.8
ROE(%)	14.7	9.3	9.2	9.3	9.6
PER	10.9	11.3	11.6	10.5	9.5
PBR	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.0	6.5	6.3	5.3	4.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 39,000원 유지

투자의견 매수,
목표주가 39,000원 유지

LG패션에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 39,000원으로 유지한다. 동사의 목표주가는 2014년 별도기준 예상 EPS 3,257원에 PER 11.5배를 적용하였다. 적용 PER은 동사의 3개년 평균 PER 10.7배에서 2014년 패션업종 예상 PER 11.5배로 상향조정한다.

- 1) 이는 2011년 과도하게 집행된 동사의 재고자산 규모가 축소되어, 원가부담 리스크가 완화되었으며
- 2) 하반기가 패션업체들의 계절적인 성수기임을 고려해 동사의 실적 안정성이 연초 대비 개선되었음을 반영하였다.

동사의 현 주가는 기대대비 양호한 실적시현으로 저점대비 30%상승한 수준이나, 여전히 PER 10.5배 수준에 위치하고 있다. 2014년 상반기 기저효과와 이익 레버리지를 고려했을 때 상승여력은 유효하다고 판단된다.

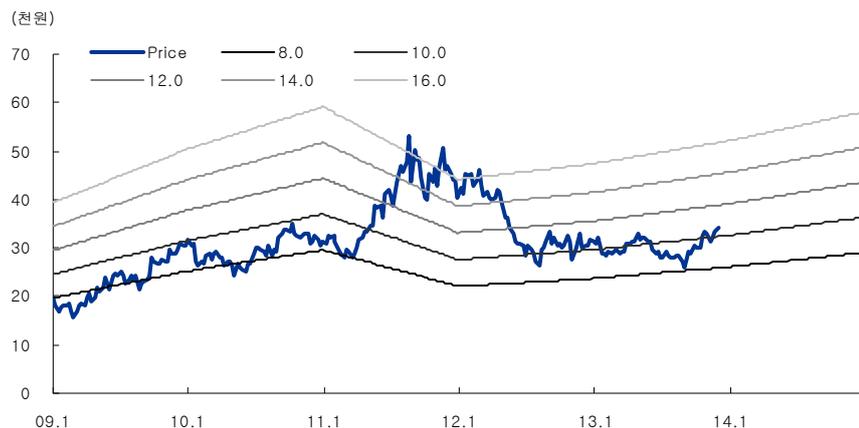
표 29. LG패션 목표주가 산출방법

(단위: 원, 배)

구분	적정가치	비고
LG패션 별도기준 EPS	3,257	①, 2014년 예상기준
Target PER	11.5	②, 2014년 패션업종 평균 PER
목표주가	39,000	①*②=③
현재주가	34,350	2013년 11월 29일 기준
상승여력	13.5%	투자의견 매수(유지)

주: K-IFRS 별도기준
자료: IBK투자증권

그림 58. LG패션 PER Band



자료: Valuewise, IBK투자증권

영업실적 전망

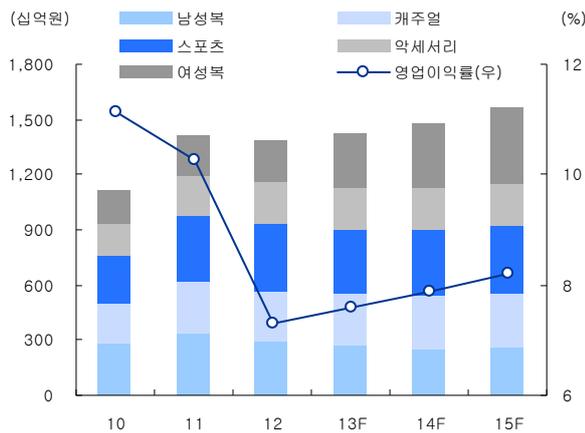
효율성 강화 전략이 효과를 보일 때

2014년 별도기준,
매출액 1,47조원
영업이익 1,160억원
(OPM 7.9%)전망

LG패션은 2014년 별도기준, 1,47조원(+4.0%,YoY), 영업이익 1,160억원(+7.7%,YoY/OPM 7.9%)을 시현할 전망이다. 사업부별로 여성복 수입브랜드 부문과 액세서리 사업부의 두드러진 성장세는 지속되고, 기타사업부의 역신장세는 감소폭이 축소될 것으로 예상된다.

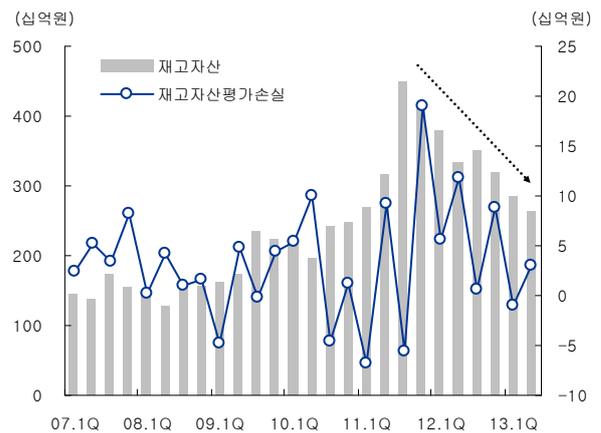
동사는 2013년 연초 외형성장 보다는 내실강화에 집중하겠다는 계획에 충실하여, 1) 2013년 상반기 공격적으로 재고자산 규모를 축소하고 2) 신규출점과 비효율 매장철수를 병행하여 매장당 효율을 높이기 위한 노력을 지속하였다. 동사의 별도기준 3분기 매출액은 2,871억원(+6.7%,YoY), 영업이익 64억원(흑자전환/OPM 2.2%)을 시현하였으며, 11월 말(누적) 전체 매출은 소폭 성장세를 유지하고 있어 오는 4분기 체질개선에 따른 안정적인 호실적 시현이 지속될 것이다.

그림 59. LG패션 사업부별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: LG패션, IBK투자증권

그림 60. LG패션 분기별 재고자산 및 재고자산평가손실 추이



자료: 사업보고서, IBK투자증권

표 30. 2014년 별도기준 LG패션 실적 추정

(단위:십억원)

구분	13.1Q	13.2Q	13.3Q(P)	13.4Q(F)	14.1Q(F)	14.2Q(F)	14.3Q(F)	14.4Q(F)	2013F	2014F	YoY(%)
매출액	361	348	287	421	383	361	289	441	1,417	1,473	4.0%
남성복	69	70	43	85	67	69	38	80	266	253	-5.0%
여성복	72	59	60	94	75	60	56	100	286	290	1.5%
스포츠(아웃도어)	79	90	66	116	82	94	65	118	352	359	2.0%
캐주얼	69	56	46	54	71	56	45	51	225	223	-0.8%
액세서리	69	73	72	75	88	83	85	92	288	349	21.0%
영업이익	25	28	6	48	30	29	7	50	108	116	7.7%
영업이익률(%)	6.8%	8.1%	2.2%	11.5%	7.9%	8.0%	2.3%	11.4%	7.6%	7.9%	0.3%p
순이익	18	24	6	39	24	24	6	41	87	95	9.9%
순이익률(%)	4.9%	6.9%	1.9%	9.3%	6.3%	6.7%	2.0%	9.3%	6.1%	6.4%	0.3%p

자료: LG패션, IBK투자증권

당사는 계절적 효과와 11월 중순이후 급격히 추워지는 날씨 영향, 동사의 자체적인 내실강화 전략으로 4분기 실적 개선폭이 3분기 대비 높다는 점으로 판단컨대 3분기가 호실적인 점을 감안하여 실적추정치를 소폭 변경하였다.

표 31. LG패션 실적 추정치 변경

(단위:십억원)

구분	기존추정치		변경추정치		변경률(%)	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	1,409	1,466	1,417	1,473	0.6%	0.5%
남성복	258	245	266	253	3.4%	3.4%
여성복	278	283	286	290	2.8%	2.8%
스포츠(아웃도어)	358	365	352	359	-1.7%	-1.7%
캐주얼	225	223	225	223	0.0%	0.0%
액세서리	290	351	288	349	-0.8%	-0.8%
영업이익	99	115	108	116	8.3%	0.9%
영업이익률(%)	7.1%	7.8%	7.6%	7.9%	0.5%p	0.04%p
순이익	80	94	87	95	8.6%	1.0%
순이익률(%)	5.6%	6.4%	6.1%	6.4%	0.5%p	0.03%p

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,411	1,390	1,417	1,473	1,557
증가율(%)	25.8	-1.5	1.9	4.0	5.7
매출원가	538	542	550	567	597
매출총이익	873	847	867	906	961
매출총이익률 (%)	61.9	61.0	61.2	61.5	61.7
판매비	732	746	759	790	833
판매비율(%)	51.9	53.7	53.6	53.6	53.5
영업이익	141	102	108	116	128
증가율(%)	17.3	-28.1	5.9	7.7	10.2
영업이익률(%)	10.0	7.3	7.6	7.9	8.2
순금융손익	4	2	6	10	13
이자손익	3	1	4	9	11
기타	1	0	2	2	2
기타영업외손익	2	0	-1	-1	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	147	103	112	125	140
법인세	39	22	26	30	34
법인세율	26.5	21.8	23.0	24.0	24.0
계속사업이익	108	81	87	95	106
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	81	87	95	106
증가율(%)	17.2	-25.4	7.3	10.0	11.4
당기순이익률 (%)	7.7	5.8	6.1	6.5	6.8
지배주주당순이익	108	81	87	95	106
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
총포괄이익	106	80	87	95	106
EBITDA	182	147	153	164	176
증가율(%)	11.1	-19.3	4.5	7.1	7.5
EBITDA마진율(%)	12.9	10.6	10.8	11.1	11.3

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	3,697	2,759	2,961	3,257	3,629
BPS	26,659	29,112	31,664	34,683	38,061
DPS	400	400	400	400	400
밸류에이션(배)					
PER	10.9	11.3	11.6	10.5	9.5
PBR	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.0	6.5	6.3	5.3	4.5
성장성지표(%)					
매출증가율	25.8	-1.5	1.9	4.0	5.7
EPS증가율	17.2	-25.4	7.3	10.0	11.4
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	14.7	9.3	9.2	9.3	9.6
ROA	10.7	6.9	6.9	7.0	7.3
ROIC	18.0	11.2	12.8	14.4	16.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	37.8	32.9	33.8	31.7	31.0
순차입금 비율(%)	10.2	3.6	-4.1	-12.2	-18.8
이자보상배율(배)	33.1	22.2	28.5	32.6	47.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.8	11.7	11.4	11.6	13.0
재고자산회전율	4.3	3.8	4.5	4.6	4.7
총자산회전율	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	570	601	687	770	878
현금및현금성자산	7	77	140	230	317
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	127	111	138	117	123
재고자산	413	321	316	326	335
비유동자산	582	601	624	630	639
유형자산	342	338	338	342	346
무형자산	57	54	54	49	45
투자자산	52	75	87	87	87
자산총계	1,152	1,202	1,311	1,400	1,517
유동부채	235	168	247	253	321
매입채무및기타채무	88	76	92	79	84
단기차입금	2	0	0	0	0
유동성장기부채	30	0	50	50	100
비유동부채	81	130	84	84	38
사채	50	100	50	50	0
장기차입금	10	10	0	0	0
부채총계	316	298	331	337	359
지배주주지분	836	905	980	1,063	1,158
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	620	704	798
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	836	905	980	1,063	1,158
비이자부채	224	188	231	237	259
총차입금	92	110	100	100	100
순차입금	85	33	-40	-130	-217

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-38	200	124	142	144
당기순이익	108	81	87	95	106
비현금성 비용 및 수익	89	94	55	39	37
유형자산감가상각비	36	40	40	43	44
무형자산상각비	4	5	5	5	4
운전자본변동	-201	60	-3	-1	-10
매출채권등의감소	-48	16	-27	21	-7
재고자산의감소	-170	71	7	-10	-9
매입채무등의증가	8	-12	16	-13	5
기타 영업현금흐름	-34	-35	-14	9	11
투자활동 현금흐름	-38	-136	-122	-58	-63
유형자산의 증가(CAPEX)	-60	-41	-46	-47	-49
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	0	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	39	-93	-37	0	0
기타	-14	-3	-36	-11	-14
재무활동 현금흐름	51	6	17	7	6
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	51	6	17	7	6
기타 및 조정	0	0	45	0	0
현금의 증가	-25	70	63	90	87
기초현금	32	7	77	140	230
기말현금	7	77	140	230	317

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.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

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

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

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

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

신세계인터내셔널 주가 및 목표주가 추이	과거 투자이건 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자이건	목표주가	추천일자	투자이건	목표주가
	2013.07.24	매수	87,000원			
	2013.12.01	매수	105,000원			
대현 주가 및 목표주가 추이	과거 투자이건 및 목표주가 변동내역					
	2013.07.24	매수	3,200원			
	2013.12.01	매수	4,300원			
아비스타 주가 및 목표주가 추이	과거 투자이건 및 목표주가 변동내역					
	2013.12.01	매수	10,500원			

한섬 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.05.09	매수	27,000원			
	2013.07.24	매수	37,000원			
	2013.12.01	매수	37,000원			
베이지하우스 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	2013.07.24	매수	27,000원			
	2013.12.01	매수	30,000원			
LG패션 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	2011.07.29	매수	52,000원			
	2013.07.24	매수	39,000원			
	2013.12.01	매수	39,000원			