

# 섬유의복업

# Re-defining Values : 성장 edge를 찾아서



유정현  
769.3162  
cindy101@daishin.com

투자의견

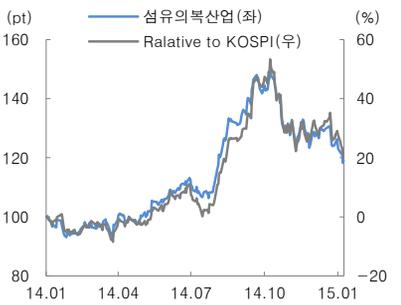
## Overweight

비중확대, 신규

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한섬	Buy	36,000원
영원무역	Buy	65,000원
한세실업	Buy	42,000원
할라코리아	Buy	146,000원
LF	Buy	36,000원
베이츠하우스	Buy	20,000원
신세계인터내셔널	Marketperform	104,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.0	-21.4	8.0	23.2
상대수익률	-5.9	-21.6	13.1	23.9



### 2015년 업종 투자의견 '비중확대' 제시

- 의류업종에 대해 '비중확대' 의견 제시
- 국내 기업들의 수익 기반이 해외 시장으로 확대됨에 따라 내수 중심의 저성장 한계 극복
- 글로벌 브랜드의 파트너로 해외 시장에서 투자와 성장의 선순환 구조 지속
- 대·내외 경기 불안 요소에도 불구하고, 커버리지 기업들의 연결 기준 영업이익은 전년동기대비 19.9% 증가 예상 올해도 여전히 이익 개선 모멘텀 이어질 전망

### OEM: Born global, 제조기술로 세계 경쟁력을 갖춘

- 소비자라는 관점에서 의류는 브랜드가 중요한 산업. 그러나 제조(OEM) 측면도 살펴 볼 있음
- OEM 의류 제조산업의 가장 큰 장점은 태생적으로 글로벌 시장이 수익 기반
- 글로벌 브랜드 기업과 유대관계를 잘 유지할 경우 내수 경기와 무관한 성장이 가능
- OEM 기업은 주요 바이어와 함께 성장을 향유함

### 내수 브랜드 시장: 유통이 중심, 모그룹의 유통채널에 브랜드를 더함

- 글로벌 기업의 성장과 온라인 기반의 market place 형성으로 전통적 국가 영토 개념의 내수 시장을 초월하는 소비 발생 그 어느 때보다 유통 전략이 중요해지는 상황
- 현대백화점과 신세계의 공격적인 아울렛 출점으로 한섬(020000)과 신세계인터내셔널(031430) 양사는 모그룹 유통채널의 소상처로 장기적인 시너지 효과 기대됨

### Top pick으로 한섬(020000), 영원무역(111770) 제시

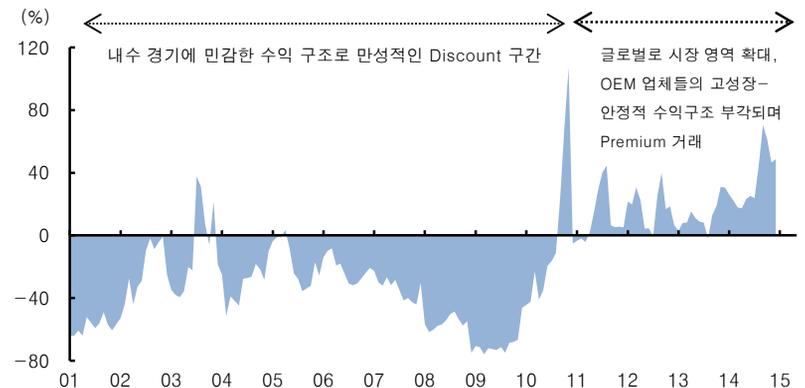
[한섬] 목표주가 36,000원(2015년 예상 EPS 기준 PER 18배)

- 강력한 브랜드파워라는 기본기에 현대백화점 그룹의 유통 플랫폼 추가, 궁극적으로 안정적인 성장 기틀을 확보한 점이 매력적임

[영원무역] 목표주가 65,000원(2015년 예상 EPS 기준 PER 20배)

- 글로벌 의류 시장에서 아웃도어 전문 OEM 업체로서 존재감이 더욱 드러나고 있는 상황 성장의 제약이 없는 세계 무대에서 적절한 시기에 설비 증설을 통해 기업 가치 증대 지속

### KOSPI 대비 커버리지 의류기업 PER premium/discount 추이



자료: 대신증권 리서치센터

## Contents

I . Investment Summary	3
II. 의류 섹터의 몇가지 성장 Key Driver	5
III. 국내 소비 경기 상황	11
IV. 4Q14 실적 Preview	13
V. Valuation	15
VI. 기업분석	17

# I . Investment Summary

## 의류업종 투자의견 ‘비중확대’ 제시

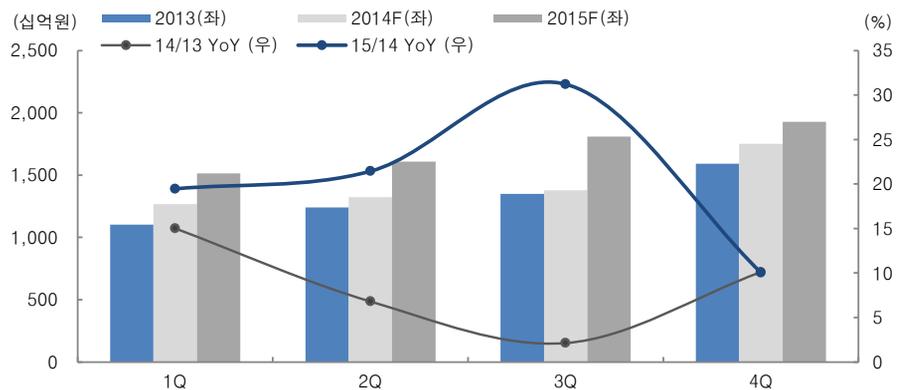
의류산업 기존의 내수 중심 저성장 한계 극복 해외 시장 성장 모멘텀 지속, 비중확대 제시

의류업종에 대해 ‘비중확대’ 투자의견을 제시한다. 이는 1) 국내 의류업체들이 수익 기반이 해외 시장으로 확대되면서 기존의 내수 중심의 저성장 한계를 극복하고, 2) 글로벌 의류 브랜드의 파트너로 해외 시장에서 투자와 성장의 선순환 구조가 이어지고 있으며, 3) 대·내외 경기 불안 요소에도 불구하고 커버리지 기업들의 연결 기준 영업이익이 YoY 19.9% 증가할 것으로 전망되는 등 올해도 여전히 이익 개선 모멘텀이 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

상기 요인들이 주가에 반영되면서 2014년 한 해동안 기업별로 valuation이 꾸준히 re-rating 되는 모습을 보였다. 지난 1년간의 주가 상승이 구조적 변화에 따른 만성적인 valuation 할인 해소 과정이었다면 향후 주가는 변화 속도를 확인하며 완만히 상승할 것으로 보인다.

한편 글로벌 SPA 브랜드의 공격적인 국내 시장 확장과 소비자들의 해외 브랜드 직구 증가에 따라 내수 브랜드 시장은 저성장 구조로 접어드는 변화를 겪고 있다. 이미 성장에 대한 기대치가 충분히 낮아진 상황에서 주가에 대한 부담도 적다. 이러한 상황에서 지난해 1Q 이상고온현상과, 2Q 세월호 사고에 따른 소비 위축이 올해 상반기에 기저효과로 작용하면서 내수 브랜드 기업들에겐 실적 개선의 기회 요인으로 작용할 것으로 전망된다. 장기적으로 내수 부문에도 관심을 기울일 필요가 있다.

그림 1. 커버리지 7개 의류기업 합산 분기별 영업이익 개선강도



주: K-FRS 연결기준  
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

Top pick 은 한섬(020000)과 영원무역(111770)

Top pick

한섬(020000)

브랜드파워 기본기와 그룹 유통 플랫폼 확보하여 안정 성장 기반 마련

당사는 Top pick으로 한섬(020000)과 영원무역(111770)을 제시한다. 한섬의 목표주가는 36,000원(2015년 예상 EPS 기준 P/E 18배), 영원무역의 목표주가는 65,000원(2015년 예상 EPS 기준 P/E 20배)이다.

한섬은 강력한 브랜드파워라는 기본기에 현대백화점 그룹의 유통 플랫폼 추가하여 궁극적으로 안정적인 성장 기틀을 확보했다는 점이 매우 매력적이다. 2011년부터 적극적인 신규 해외 브랜드 도입 및 자가 브랜드 런칭으로 인건비와 투자비용이 증가하면서 지난 3년간 감익 상황이 지속되었으나 지난 해 3Q부터 12개분기 만에 영업이익이 전년동기 대비 증가세로 전환되는 등 본격적인 투자 효과가 나타나기 시작했다. 비우호적인 국내 경기 여건에도 불구하고 강력한 브랜드파워를 근간으로 오히려 고가 의류 시장의 MS를 넓혀 나가고 있어 업종 내 Top pick으로 제시한다.

영원무역(111770)

글로벌 OEM 기업으로 존재감 부각, 설비효율 통해 기업 가치 증대 이어감

영원무역은 글로벌 의류 시장에서 OEM 업체로서 그 존재감이 더욱 드러나고 있는 상황이다. 성장의 제약이 없는 세계 무대에서 적절한 시기에 설비 증설을 통해 기업 가치 증대를 이어가고 있다. 최근 주가는 2015년 상반기 실적 개선추세가 지난해 동기 기고 효과로 다소 둔화될 것이라는 전망 때문에 조정을 거치고 있으나, 올해 연간 매출액과 영업이익이 각각 17.0%, 29.5% 증가할 것으로 예상되어 주가 조정은 단기에 그칠 것으로 전망된다. 국내 경기와 무관한 안정적 성장을 시현하고 하반기로 갈수록 이익 개선 모멘텀이 다시 부각될 것으로 예상되어 Top pick으로 제시한다.

표 1. 의류 커버리지 기업 Valuation 비교

		한섬 (020000)	영원무역 (111770)	한세실업 (105630)	할라코리아 (081660)	LF (093050)	베아지하우스 (084870)	신세계 인타내셔널 (031430)
주가 (15.1.23)		28,850원	47,450원	34,400원	116,000원	29,900원	16,000원	91,100원
시가총액(십억원)		711	2,103	1,376	1,253	874	334	650
PER(배)	14F	18.3	17.0	21.3	14.8	10.5	17.0	21.6
	15F	14.4	14.4	16.4	12.7	9.5	12.7	15.7
	16F	12.3	12.3	13.9	9.8	8.9	8.9	12.5
PBR(배)	14F	0.9	2.2	4.1	2.0	0.9	1.4	1.4
	15F	0.9	2.2	3.4	1.7	0.8	1.3	1.3
	16F	0.8	1.7	2.7	1.5	0.8	1.1	1.2
EV/EBITDA(배)	14F	13.9	9.5	14.4	13.1	4.5	6.4	18.2
	15F	11.6	8.3	11.1	12.0	4.0	5.2	12.9
	16F	9.9	7.1	9.4	10.6	3.9	3.8	10.1
ROE(%)	14F	5.2	13.8	21.5	14.4	8.8	8.6	6.7
	15F	6.2	14.4	22.6	14.5	8.9	10.5	8.6
	16F	6.9	15.1	21.7	16.3	8.8	13.4	10.0
ROA(%)	14F	4.5	14.2	12.4	10.4	7.7	7.1	3.1
	15F	5.7	15.5	15.1	10.7	8.2	8.9	4.4
	16F	6.5	16.9	16.3	11.3	8.4	11.3	5.4

주: K-FRS 연결기준  
 자료: 대신증권 리서치센터

## II. 의류 섹터의 몇가지 성장 key driver

### 1.OEM: Born global, 제조기술로 세계 경쟁력을 갖추

OEM : 태생이 글로벌, 성장의 시계가 다름

글로벌 기업의 성장과 온라인을 기반으로 한 market place 형성으로 소비재 산업에서 전통적인 국가 영토 기반의 내수 시장의 개념이 사라지고 있다. 국경을 넘나드는 브랜드 파워 영향력은 이른 바 고가의 high-end 시장에서 뚜렷했으나 이제는 합리적 소비욕구의 증대로 mid to low-end 시장에까지 그 파급력이 확대되고 있다. 이는 필수 소비재 영역보다 가격에 민감한 경기민감 소비재 영역에서 더 뚜렷하게 나타나며 대표적 경기민감 소비재인 의류 부문에서 이러한 현상이 심화되고 있다.

하지만 소비재라는 관점에서 의류도 “브랜드”와 “제조(OEM)” 두 가지 측면에서 분리해서 볼 필요가 있다. 일반적으로 의류 업체는 자가 생산 설비를 소유하지 않고 본사에서 브랜드와 기획만 담당하며 생산을 외주에 맡기는 구조다. 글로벌 브랜드 역시 기업 활동의 한축인 “제조”는 외부에 위존할 수 밖에 없으며 우리나라 의류 기업들의 글로벌 경쟁력은 바로 이 부문(OEM)에서 발생한다.

바이어의 경우, 우수한 vendor 확보가 매우 중요

OEM 형태의 의류 제조산업의 가장 큰 강점은 지리적 개념의 시장 제약이 없다는 점이다. 이른 바 해외 글로벌 브랜드의 경우 전세계적인 사업 포트폴리오 구조상 세계 각지에 여러 개의 소싱사를 두게 되며 OEM 기업은 바이어와 유대관계를 잘 유지할 경우, 내수 경기와 무관한 성장이 가능하다. 또한 글로벌 의류 소싱기업으로 좋은 레퍼런스가 구축이 되면 이를 바탕으로 신규 시장 개척, 즉 새로운 바이어로 고객사 확장도 가능하기 때문에 비교적 안정적이고 꾸준한 성장을 지속해 나갈 수 있다.

바이어 입장에서 우수한 소싱사, 즉 양질의 vendor를 확보하는 것은 매우 중요하다. 납기와 품질에 대한 vendor의 역량에 따라 최종 소비재로서의 브랜드 가치가 영향을 받을 수 있기 때문이다. 그렇기 때문에 오랜 기간에 걸쳐 형성된 바이어와 vendor 사이의 파트너십은 대부분 안정적으로 유지되며 vendor로서 OEM 기업의 성장은 주요 바이어의 성장과 함께 한다고 해도 과언이 아니다.

그림 2. 주요 OEM 기업과 바이어 브랜드 현황



자료: 대신증권 리서치센터

### 1.OEM: 글로벌 경기 충격이 성장에 큰 변수가 되지 못함

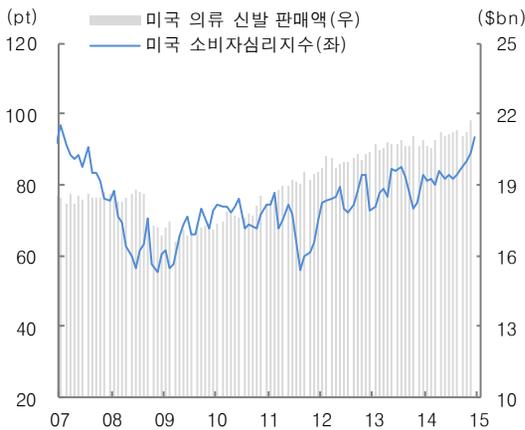
세계 경기 위축시에  
오히려 시장 MS 확대

글로벌 브랜드의 실적이 OEM 기업의 실적을 전망하는데 중요한 바로미터라는 관점에서 주요 바이어들의 실적 동향을 파악하는건 큰 의미가 있다. 지난 2014년 전반적인 글로벌 경기 침체 속에서도 세계 최대 의류 시장인 북미 지역의 경기 호조로 국내 대표 OEM 기업인 영원무역과 한세실업의 주요 고객사들의 실적 개선 추세는 지속된 것으로 파악된다.

당사는 미국 경제가 지난 해 경기선순환 구조 진입하여 2015년에도 견조한 성장 기조 유지할 것으로 전망하고 있다. 특히 상반기에는 고용여건 개선과 소비심리 개선으로 소비 증가세 이어지는 가운데, 하반기 금리 인상 등을 앞두고 설비투자 증가가 미국 경기를 뒷받침할 것으로 예상하고 있다.

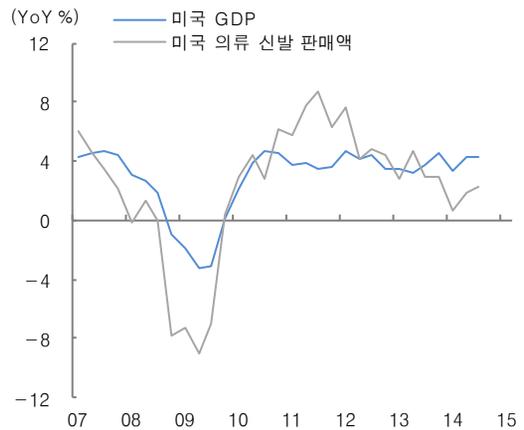
다만 하반기로 갈수록 미국 통화정책 정상화에 따른 경제주체들의 심리 위축 등의 영향으로 성장 속도가 둔화될 가능성이 있고, 향후 미국 경기가 확장국면을 마무리하고 수축국면으로 진입하게 될 경우 우리나라 OEM 기업들의 일시적인 성장 정체 가능성도 존재한다. 그러나 이 경우 지난 2008년과 2011년 글로벌 경기 충격 시기의 양사의 매출액이 평균 YoY 11%(2008년), 18%(2011년) 성장했고 지난 10년간 영원무역과 한세실업의 연평균 성장률이 각각 12.8%, 15.4%였다는 점을 고려하면 세계 경기 위축이 성장에 큰 변수가 되지 않음을 알 수 있다. 오히려 글로벌 경기 충격이 vendor consolidation을 가속화시킴에 따라 제조 경쟁력을 갖춘 국내 업체들에겐 시장 MS를 확대하는 좋은 기회로 작용할 것으로 보인다

그림 3. 미국 소비자심리지수 vs. 의류-신발 판매액



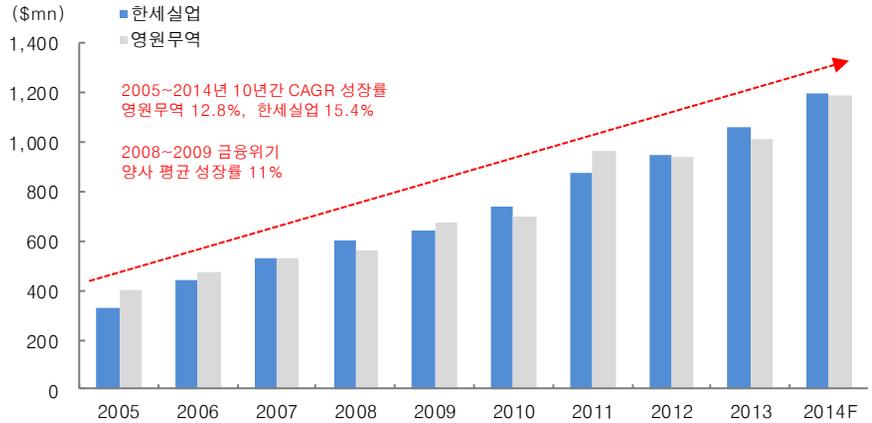
자료: US Census, 대신증권 리서치센터

그림 4. 미국 GDP 성장률 vs. 의류-신발 판매액 증가율



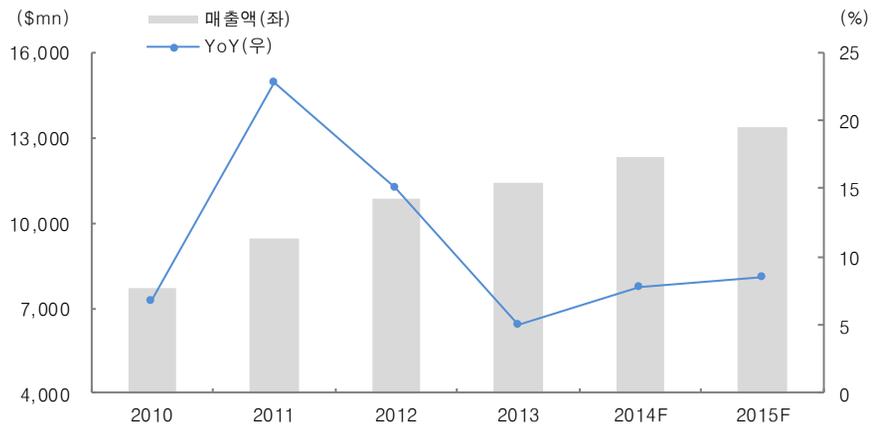
자료: US Census, 대신증권 리서치센터

그림 5. 영원무역 & 한세실업 매출액 추이



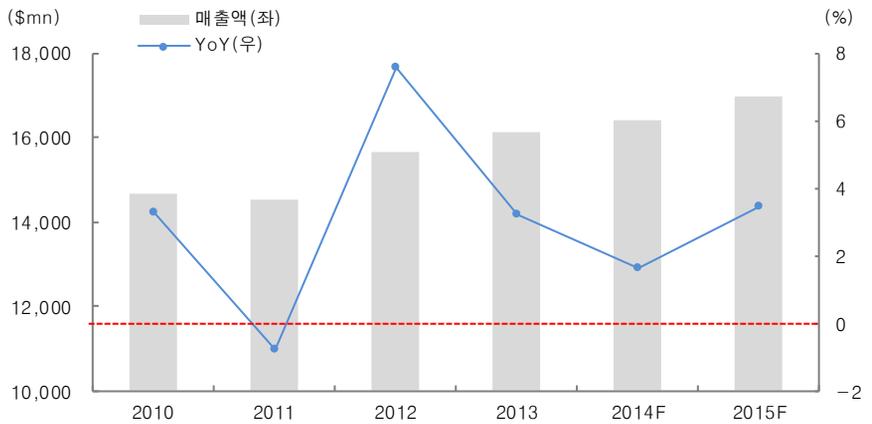
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 6. VFC 실적 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. GAP Inc. 실적 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

## 2. 내수 브랜드 시장: 해외 브랜드 점유 증가

국내 시장 경기 하강 우려로 브랜드 런칭 대신 해외 브랜드 도입 증가

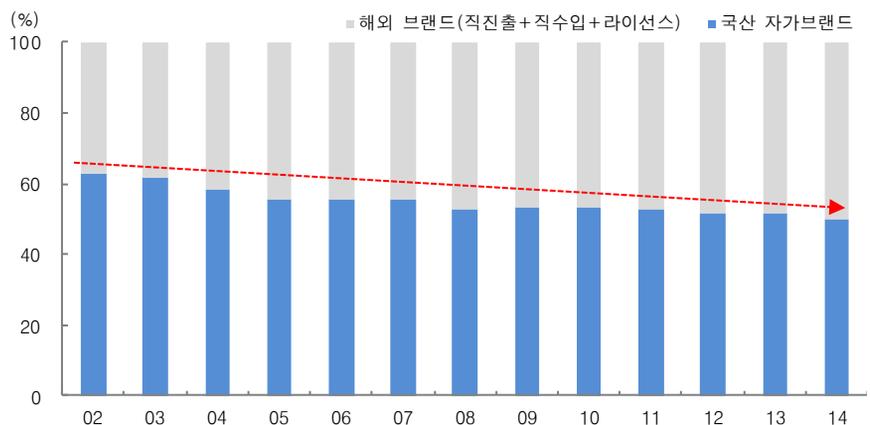
내수 시장의 성장 한계를 벗어나기 위한 국내 브랜드들의 해외 진출 시도에도 불구하고, 해외 시장 개척은 여전히 시작 단계에 불과하다. 이 때문에 국내 시장의 제한된 성장성을 극복하기 위해 역설적으로 우리 기업들은 인지도 높은 해외 브랜드를 라이선스 혹은 직수입 방식으로 국내 시장에 전개하고 있다.

국내 의류 시장에 도입된 해외 브랜드의 개수는 지난 십여 년간 꾸준히 늘어서 2002년에 670개였으나 2014년에는 863개로 집계됐다. 반면 동기간 국산 자가 브랜드 개수는 1,068개에서 911개로 감소했다. 이렇게 상이한 결과가 나타나는 이유는 소비자들의 눈높이가 높아지고 기업들이 대내·외 큰 경기 충격을 겪으면서 리스크가 큰 국내 브랜드 런칭 보다 상대적으로 고정 고객층을 확보한 수입 브랜드 런칭에 노력을 기울였기 때문이다.

해외 브랜드의 국내 유통은 의류업체 입장에서 긍정적인 측면이 있는데, 1) 국내 경기 상황이 불확실할 경우, 인지도 높은 브랜드를 전개함으로써 안정적으로 성장을 이어갈 수 있으며, 2) 자체 브랜드 런칭에 소요되는 투자비용과 실패 리스크를 줄일 수 있고, 3) 브랜드 노하우를 습득할 수 있다는 점 등을 꼽을 수 있다. 다만 계약을 갱신하지 못할 경우 브랜드 전개 단절에 따른 감익 영향이 생길 수 있고, 상품 유통이기 때문에 자체 브랜드 보다 마진이 적다는 단점이 있다.

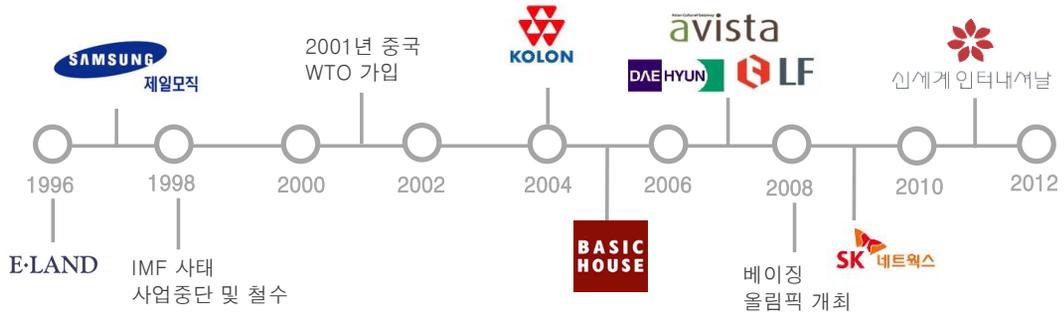
결론적으로 경기 침체기에는 해외 브랜드의 국내 도입, 전개가 하나의 안전장치가 될 수 있다고 판단된다. 그러나 경기 회복기에는 자가 브랜드의 영업레버리지가 더 크다는 점에서 경기 상황에 따른 전략적인 브랜드 전개가 필요하다.

그림 8. 국내 시장 브랜드 개수 점유율 추이



자료: 어패럴뉴스사, 대신증권 리서치센터

그림 9. 중국 진출 국내 의류기업



자료: 한국패션협회, 대신증권 리서치센터

그림 10. 중국 외 지역 해외 진출 의류기업



자료: 한국패션협회, 대신증권 리서치센터

## 2. 내수 브랜드 시장: 유통이 중심, 모기업 유통 채널에 브랜드를 더함

최근 SPA 브랜드의 급성장으로 유통이 더 중요해지고 있음

미국과 유럽을 중심으로 저가 캐주얼 시장에서 소매 유통을 기반으로 출범한 SPA (Specialty store retailer of Private label Apparel-자사의 오리지널 기획 브랜드를 직접 제조하여 유통 및 판매하는 제조 소매업) 브랜드들의 고성장으로 국내·외 의류업계는 과거 생산자 중심에서 현재 소비자 중심으로 산업 구조가 변하고 있다. 이에 따라 다음과 같은 현상이 나타나고 있다.

- 1) 새로운 업태의 탄생(업종보다 업태가 중요): 어떤 제품을 취급하는가 보다 어떤 방식으로 제품을 다루는 지가 더 중요해짐
- 2) 제조 중심의 사고에서 유통중심의 사고로 전환: 공급이 수요를 초과하면서 “무엇을” 만들 것인가보다 “어떻게” 팔 것인가에 더 집중
- 3) 글로벌 패션기업의 성장으로 국가 의미 퇴색: 글로벌 기업의 성장과 온라인을 기반으로 하는 market place 형성으로 전통적인 국가 영토 기반의 내수 시장 개념을 초월하는 소비 발생

결국 제조기반이 아닌 백화점과 같은 형태의 유통기업이라고 할 수 있는 글로벌 SPA 브랜드는 국내 의류 유통 시스템의 변화를 촉발시켰다. 그 어느 때보다 소비자와 가장 접점에 있는 유통채널에 대한 중요성이 강조되는 상황이다.

한섬(020000), 신세계인터내셔널(031430) 모그룹의 프리미엄 아울렛 확장 정책 수혜 전망

국내 의류기업 중 한섬(020000)과 신세계인터내셔널(031430), 양사는 모그룹의 유통 채널 확장 전략에 브랜드 소싱 역할을 담당함으로써 유통 중심으로 변하는 업계의 최근 추세를 자연스럽게 따라가고 있다. 소비패턴의 변화로 백화점-대리점 등 전통적인 유통 채널의 집객력이 과거에 비해 약해지고 아울렛이나 온라인 쇼핑몰의 영향력이 커짐에 따라 의류업체 입장에서는 유통기업과의 이른 바 collaboration이 더욱 중요해 질 수밖에 없는 상황이다.

현대백화점과 신세계의 공격적인 아울렛 출점 계획으로 양사는 당분간 매장 수가 평균 10% 수준으로 꾸준히 증가할 전망이다. 출점 초기 점포의 효율 개선을 고려하지 않더라도 매장 수 확대에 따른 단순 매출 성장 기여도는 연간 약 5~6% 수준이 될 것으로 보이며, 국내 소비자들의 의류 구매 채널이 다양해질수록 유통 플랫폼을 갖춘 한섬과 신세계인터내셔널의 모그룹과의 시너지는 더욱 증대될 것으로 전망된다.

표 2. 유통망 확충 계획

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
 신세계백화점	프리미엄 아울렛	부산 기장점	여주점 2배 확장	김해점	시흥점	나주점		의정부점
	백화점/복합 쇼핑몰			김해점	동대구점	인천 청라점	울산점	
					안성점	고양 삼송점		
					하남점			
					대전점			
	프리미엄 아울렛		가산점	김포점				
	백화점/복합 쇼핑몰			기동피어브점				
					판교점			
					인천 송도			
						충북 아산		

자료: 각사, 대신증권 리서치센터

### Ⅲ. 국내 소비 경기 상황

#### 명품 포함, 전 복종에 걸쳐 성장 부진

국내 경기 영향으로 의류 전복종에 걸쳐 부진

국내 의류 소비는 지난 2013년 2Q에 YoY 1.8% 감소하며 마이너스 성장세로 전환된 후 줄곧 역신장하고 있다. 의류비 지출 CSI는 아직 100 수준을 유지하고 있으나 그 추세가 불안하다. 의류 소비 전망의 중요한 척도가 되는 주요 거시지표가 13년 상반기를 정점으로 침체 양상을 보이고 있는 점은 의류 업체 실적에 부정적일 수 밖에 없다.

백화점 복종별 월별 매출 증가율을 살펴보면, 남성복이 지난 12개월 연속 전년동월비 역신장하며 가장 부진한 모습을 보이고 있다. 상반기 잠시 회복세를 보이던 여성 정장 및 캐주얼도 하반기에 다시 판매가 감소하기 시작했다. 그리고 아웃도어 시장의 포화로그동한 꾸준한 성장을 보여왔던 아동·스포츠 부문도 마이너스 성장세로 전환되었다. 지난 해 9월부터 전 복종에 걸쳐 매출이 감소하는 모습이다. 한편 지난 해 1~11월까지 평균 성장률이 5%를 기록했던 해외 유명 브랜드 부문도 12월 들어 성장률이 1% 미만으로 하락했다.

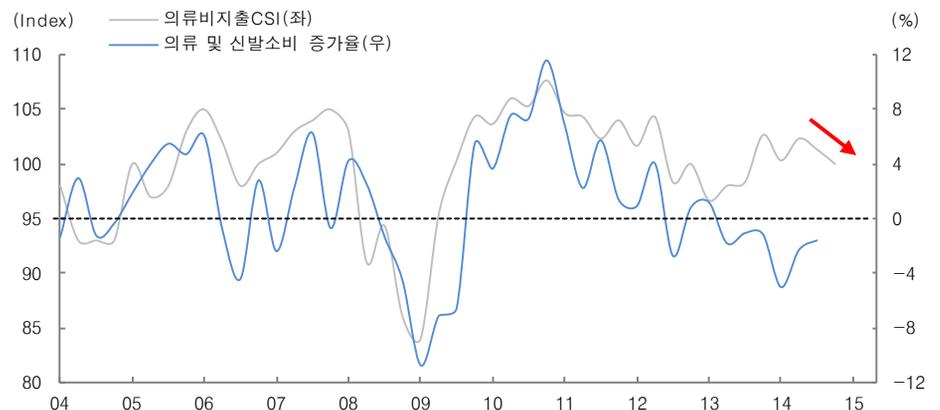
#### 총소비 보다 의류 소비 감소가 더 크게 나타나..

경기 상황 개선에도 소비패턴의 변화로 향후 국내 의류소비 절대 금액은 크게 증가하지 않을 전망

지난 IMF 외환위기였던 97-98년 가계 의류 소비는 평균 18% 감소하였으며 2008년 글로벌 금융 위기 때도 4.6% 감소했다. 그러나 명목상 대외적으로 큰 경기 충격이 없었던 2013년에 가계 의류 소비가 0.4% 감소했다는 점은 시사하는 바가 크다. 의류 소비 강도는 전반적으로 국내 경기 상황과 맥락을 같이 하나, 1) 소비 패턴이 매우 다양(ex. 해외 직구)해지고 2) 합리적인 소비가 늘면서(ex. 저가의 글로벌 SPA 브랜드 소비 증가) 전체 지출 금액이 크게 늘지 않는 구조로 바뀌고 있는 것으로 보여 경기 상황이 개선되더라도 국내 의류 브랜드들의 이익 개선 강도에 차이가 생길 것으로 보인다.

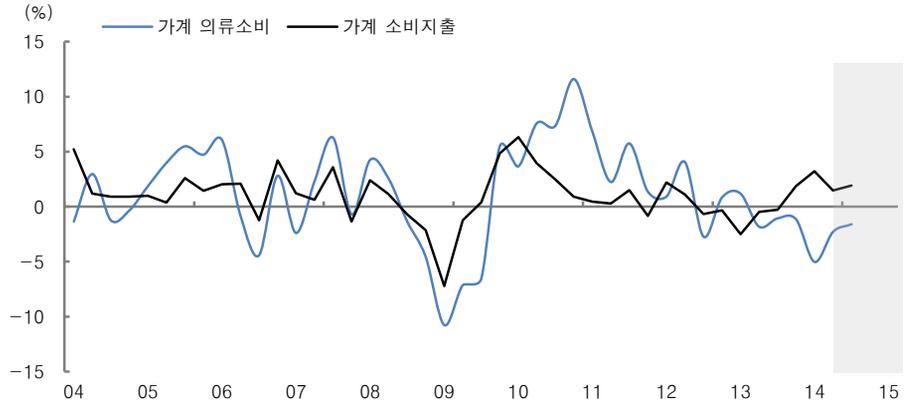
다만, 지금처럼 구조적 변화가 당분간 지속될 경우 경쟁력 없는 브랜드의 퇴출, 백화점 신규 입점 브랜드 및 신규 런칭 브랜드 수 감소로 궁극적으로 브랜드간 경쟁이 보다 완화될 가능성이 있어, 경쟁력을 갖춘 기업에겐 오히려 브랜드 M&A와 시장 확대의 기회 요인이 생길 것으로 보인다. 향후 현재 진행 중인 구조적 개혁기를 거치고 나면 살아남은 브랜드의 경쟁력은 더욱 강화될 것이기 때문에 이번 경기 둔화와 시장 구조 변화는 업체간 경쟁력을 판가름 할 수 있는 좋은 계기가 될 것으로 전망된다.

그림 11. 의류비지출 CSI vs. 의류비지출 증감율



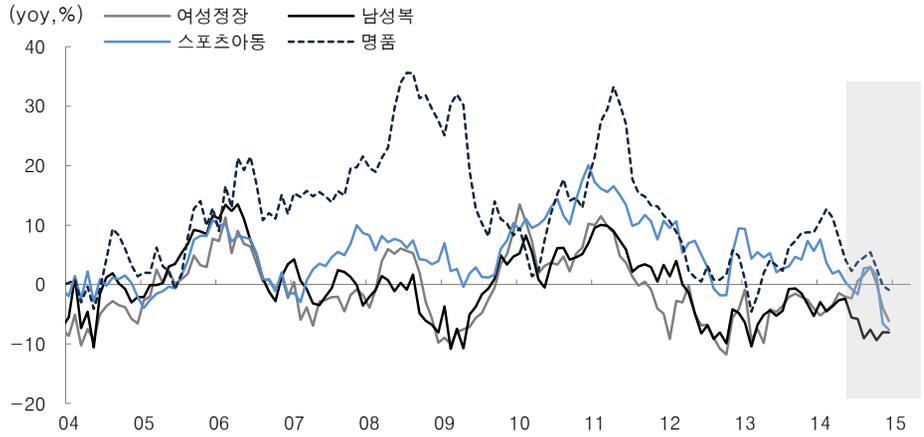
자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

그림 12. 가계 소비지출 vs. 가계 의류 소비 증감율



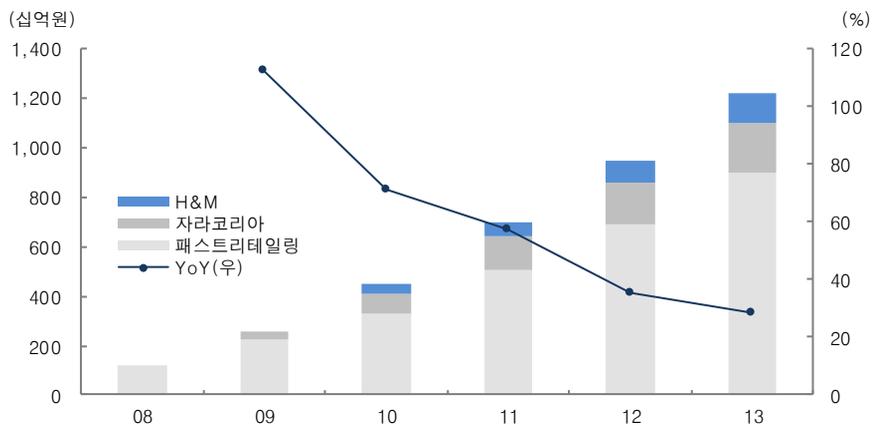
자료: 통계청 대신증권 리서치센터

그림 13. 백화점 복종별 매출 증감율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 리서치센터

그림 14. 국내 시장의 글로벌 SPA 3사 브랜드 매출 증감율



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

## IV. 4Q14 실적 Preview

### 업태간 실적 차별화

해외 부문 선전으로  
커버리지 영업이익  
10.4%(YoY) 증가  
전망

당사 커버리지 의류업체 7개사의 4Q14 실적은 전반적으로 전년동기대비 개선될 것으로 예상된다. 커버리지 합산 매출액과 영업이익은 각각 YoY 5.5%, 11.4% 증가할 것으로 전망되며 지난해 동안 지속된 OEM 업체들의 global market presence 강화에 따른 실적 개선 추세가 4Q에도 이어진 것으로 보인다. OEM 2개사 합산 매출액과 영업이익은 각각 YoY 2.2%, 25.4% 증가할 것으로 보여 외형 성장 보다 효율 개선이 더 크게 나타나고 있는 것으로 파악된다.

내수 3사(LF, 한섬, 신세계인터내셔널)의 합산 매출액과 영업이익은 각각 YoY 8.2%, 18.6% 증가할 것으로 추정된다. 최근 경기 상황에 비해 이익 개선 강도가 크게 나타나는 것은 2013년 4Q 실적 부진의 기저효과가 크게 작용하였기 때문인 것으로 판단된다.

한편 헝가리와 베이직하우스는 주요 수익원인 미국(헝가리)과 중국(베이직하우스) 상황에 비해 공통적으로 내수 부문이 부진함에 따라 양사 합산 영업이익이 YoY 6.7% 감소한 것으로 파악된다. 이에 따라 해외 비즈니스의 수익에 전체 기업 가치가 크게 좌우되는 구조가 더욱 굳어지는 양상이다.

표 2. 4Q14 실적 Preview

(단위:십억원, %)

		4Q14	4Q13	YoY	3Q14	QoQ	Consensus	diff.
영원무역	매출액	291	296	-1.7	398	-26.9	305	-4.7
	영업이익	19	16	17.7	79	-76.0	18	7.2
	영업이익률	6.5	5.4		19.8			
한세실업	매출액	333	296	6.0	398	-16.2	345	-3.4
	영업이익	17	13	34.9	36	-51.2	19	-10.2
	영업이익률	5.2	4.4		9.0			
LF	매출액	462	441	4.9	311	48.5	465	-0.6
	영업이익	51	43	16.8	6	756.6	49	4.3
	영업이익률	10.9	9.8		1.9			
한섬	매출액	188	171	10.2	171	10.2	194	-2.9
	영업이익	23	20	15.4	7	239.0	24	-4.7
	영업이익률	12.4	11.8		4.0			
신세계인터내셔널	매출액	268	238	12.8	220	21.5	276	-2.9
	영업이익	18	14	29.3	0	흑전	18	-2.9
	영업이익률	6.6	5.7		-0.1			
홀리코리아	매출액	218	209	4.5	189	15.3	198	10.3
	영업이익	25	24	4.1	21	20.2	25	0.3
	영업이익률	11.5	11.5		11.0			
베아즈하우스	매출액	196	188	4.6	103	91.1	189	3.9
	영업이익	25	29	-15.7	-10	흑전	21	17.8
	영업이익률	12.5	15.5		-9.6			
OEM 2개사 합산	매출액	624	592	2.2	796	-21.5	650	-4.0
	영업이익	36	29	25.4	114	-68.3	37	-1.9
	영업이익률	5.8	4.9		14.4		5.7	
내수 업체 3개사 합산	매출액	918	849	8.2	703	30.7	935	-1.7
	영업이익	91	77	18.6	12	632.9	91	0.4
	영업이익률	10.0	9.1		1.8		9.7	
해외브랜드 직진출 2개사 합산	매출액	415	396	4.6	292	41.9	387	7.2
	영업이익	50	53	-6.7	11	352.4	46	8.3
	영업이익률	12.0	13.4		3.8		11.8	
커버리지 7개사 합산	매출액	1,957	1,837	5.5	1,790	9.3	1,972	-0.7
	영업이익	177	159	11.4	138	28.6	174	2.0
	영업이익률	9.1	8.7		7.7		8.8	

주: K-IFRS 연결기준  
 자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

## V. Valuation

성장성에 대한  
시장 기대 차이로  
내수 브랜드 기업과  
해외 진출 기업간의  
valuation gap은  
당분간 유지될 전망

### 해외 시장 성장성 부각으로 valuation premium 지속될 전망

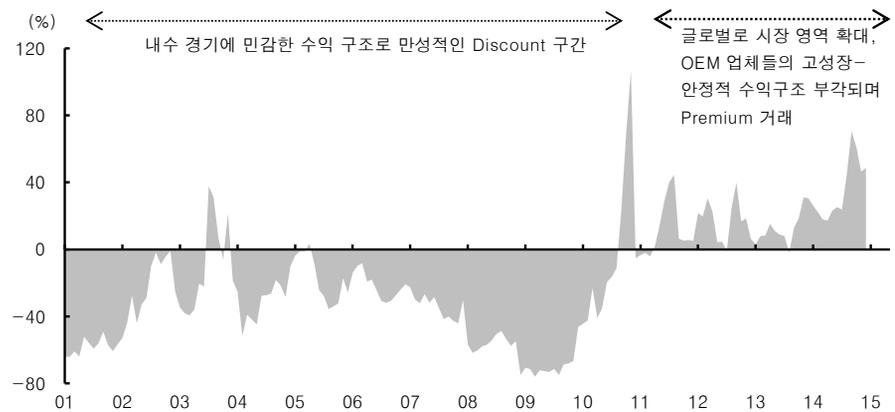
과거 국내 의류 업계는 경기에 민감한 산업 특성으로 이익의 변동성이 크고, 브랜드의 퇴출입이 비교적 용이한 완전 경쟁의 시장 구도 때문에 KOSPI 대비 평균 30~50%까지 할인 거래되었던 것이 일반적이었다.

그러나 2010년 하반기 칠라코리아의 상장으로 시작된 국내 의류 기업들의 글로벌 성장 모멘텀의 부각으로 만성적인 저평가 현상이 해소되었고, 지난 해부터 글로벌 의류 브랜드 시장에서 세계 최고 수준의 제조기업으로 평가받는 국내 OEM 업체들의 존재감이 드러나면서 본격적으로 valuation premium 구간으로 진입했다.

당사는 현재 국내 의류업체들의 valuation premium 상태가 당분간 지속될 것으로 전망한다. 이는 기업들이 1) 좁은 국내 시장에 국한되지 않고 계속해서 글로벌 시장으로 그 활동영역을 확대해 가고 있고, 2) 국내 소비 경기에 둔감한 이익 안정성을 확보했으며, 3) 국내 소비 침체와 낮은 GDP 성장률, 그리고 국내 기업들의 이익 증가 정체가 예상되는 2015년에도 여전히 커버리지의 의류 기업들의 2015-2016년 연평균 EPS 증가율이 19%(vs. KOSPI 평균 EPS 증가율 14.3%)에 달하는 등 높은 성장률이 예상되기 때문이다.

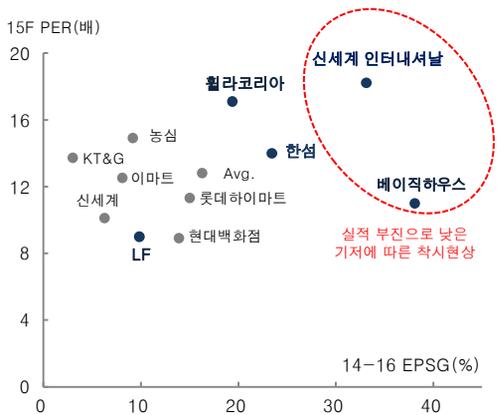
다만 국내 의류업계가 전반적으로 이익의 가시성이 개선됐음에도 불구하고 최근 계속된 주가 상승에 따른 부담으로 OEM 기업들의 주가 재평가 작업은 분기 실적의 개선 강도에 따라 점진적으로 진행될 것으로 보인다. 또한 내수 중심의 브랜드 사업을 영위하는 일부 기업의 경우 성장에 대한 낮은 기대감으로 섹터 내 고성장군 기업들과의 valuation gap이 당분간 유지될 것으로 전망된다.

그림 15. KOSPI 대비 커버리지 의류기업 PER premium/discount 추이



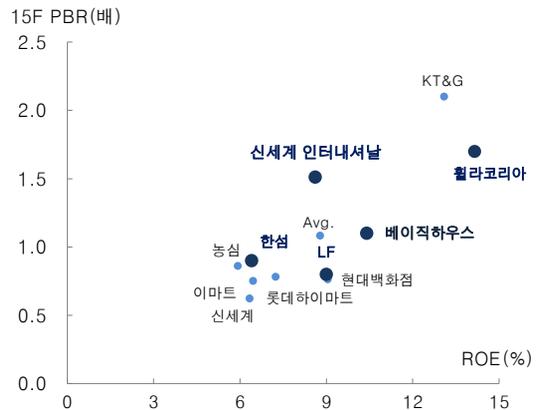
자료: 대신증권 리서치센터

그림 16. 주요 내수 소비재기업 EPSG-PER



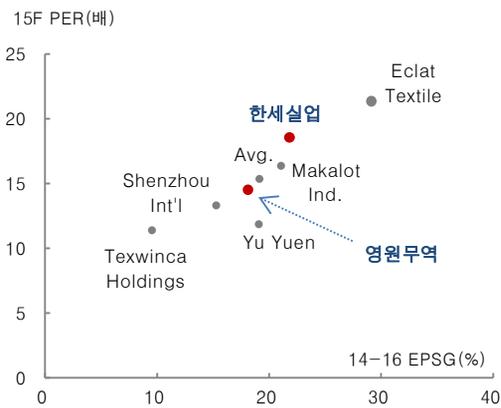
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 17. 주요 내수 소비재기업 ROE-PBR



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 18. 글로벌 OEM 기업 EPSG-PER



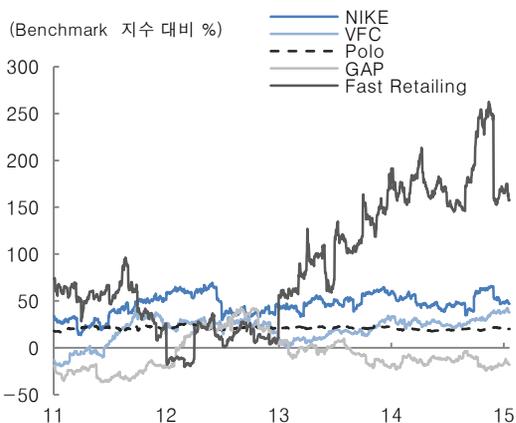
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 19. 글로벌 OEM 기업 ROE-PBR



자료: 각사, 대신증권 리서치센터

그림 20. 글로벌 브랜드 PER premium/discount 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 21. 글로벌 OEM PER premium/discount 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

# 기업분석

Initiation

# 한섬 (020000)

유정현  
02.769.3162  
cindy101@dshin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

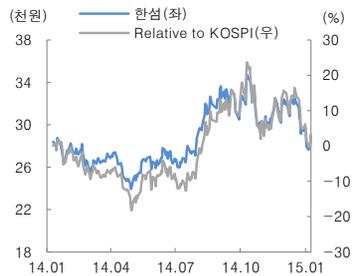
목표주가 **36,000**  
신규

현재주가 **28,850**  
(15.01.23)

섬유의복합종

KOSPI	1,936.09
시가총액	711십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	34,750원 / 23,950원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	15.20%
주요주주	현대홈쇼핑 34.64% 국민연금공단 12.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.3	-14.5	9.3	1.8
상대수익률	-6.2	-14.7	14.5	2.4



## 브랜드파워와 투자 결실 효과 맞물리는 시기

### 투자의견 매수, 목표주가 36,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 36,000원은 2015년 예상 EPS 기준 PER 18배를 적용하여 산출
- Target PER 18배는 역사적 PER 밴드 상단 수준임
- 강력한 브랜드파워라는 기본기에 현대백화점 그룹의 유통 플랫폼 추가, 궁극적으로 안정적인 성장 기틀 확보가 매우 매력적임 향후 3년간 연평균 매출액, EPS 성장률이 각각 13%, 21%로 예상되어 동사 valuation에 대한 시각도 달라져야 한다고 판단

### 4Q14 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 1,883억원(YoY +10.2%), 233억원(YoY +15.4%)으로 추정(IFRS 연결기준)
- 지난 3Q에 비해 매출 성장률이 다소 낮아졌지만 4Q에도 모든 브랜드가 고루 성장하였으며 특히 TIME과 수입 브랜드 등 고가 라인 매출이 호조를 보인 것으로 파악됨
- Top-line의 견조한 성장으로 해외 신규 브랜드 투자에 따른 판권비 부담 감소, 전년 보다 영업이익률이 개선된 것으로 추정(연결기준 4Q13 11.8% vs. 4Q14 12.4%)

### 투자회수 기간에 돌입, 경기 불확실성에도 불구하고, 고가 의류 시장에서 MS 확대

- 2011년 이후 적극적인 신규 해외 브랜드 도입 및 자가 브랜드 런칭으로 인건비와 투자 비용 증가, 수입 브랜드 전개 시 기본적으로 1년 6개월 이상 매출비용만 발생하는 구조로 지난 3년간 감익 상황이 지속되었으나 지난 해 3Q부터 본격적인 투자 효과가 나타나면서 판권비 비율 하락, 12개월기 만에 영업이익이 전년동기대비 증가세로 전환
- 지난 해 약 100개 신규 출점에 이어 2015~2016년에도 매년 60~70개 수준의 출점을 계획하고 있는데 이 중 절반 이상을 현대백화점 내에서 소화 가능할 것으로 보임
- SPA 브랜드의 국내 의류 시장 잠식으로 동사의 일부 브랜드가 영향을 받았으나 이 영향도 3Q14를 기점으로 대략 마무리 된 것으로 판단됨. 비우호적인 국내 경기 여건에도 불구하고 강력한 브랜드파워를 근간으로 오히려 고가 의류 시장의 MS를 넓혀 나가고 있어 업종 내 Top pick으로 선정

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	496	471	529	598	677
영업이익	71	50	46	60	72
세전순이익	83	55	52	67	78
총당기순이익	64	41	39	49	58
자배분순이익	63	44	39	49	58
EPS	2,576	1,782	1,576	2,010	2,354
PER	11.4	17.7	18.3	14.4	12.3
BPS	28,263	29,847	31,241	33,089	35,307
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
ROE	9.5	6.1	5.2	6.2	6.9

주: K-IFRS 연결기준, EPS와 BPS, ROE는 자배분 기준으로 산출  
자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

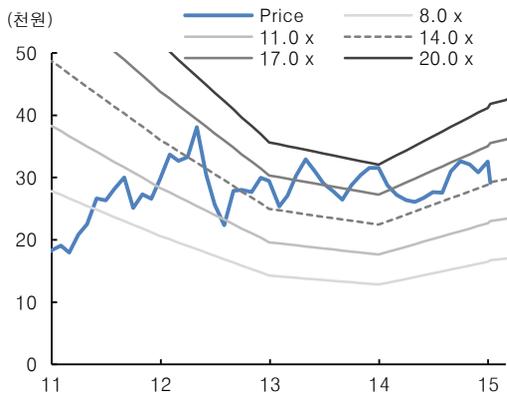
표 3. 한섬 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	129	108	104	188	144	125	119	209	471	529	598	677
별도	126	104	100	186	142	121	115	207	463	516	585	664
영업이익	15	1	7	23	17	7	10	26	50	46	60	72
별도	17	3	8	25	21	7	9	27	56	53	64	79
순이익	14	2	6	17	15	6	9	20	41	39	49	58
영업이익률	11.6	1.0	6.6	12.4	12.1	5.3	8.7	12.4	10.7	8.7	10.1	10.6
별도	13.4	2.7	7.7	13.5	14.8	5.8	7.2	13.0	11.9	10.1	10.8	11.7
순이익률	10.5	1.9	5.7	9.2	10.1	4.8	7.4	9.5	8.7	7.3	8.3	8.6
YoY												
매출액	7.2	14.5	21.4	10.2	12.3	15.5	14.6	11.2	-5.1	12.4	13.0	13.2
별도	6.6	12.0	27.5	7.5	12.5	16.0	15.1	11.3	-5.5	11.6	13.3	13.5
영업이익	-19.4	-82.5	29.7	15.4	16.9	491.2	52.0	11.6	10.7	-8.4	31.0	18.8
별도	-19.4	-82.5	29.7	15.4	16.9	491.2	52.0	11.6	-19.8	-4.6	20.4	22.8
순이익	-18.9	-68.6	61.0	23.6	8.4	195.6	49.3	15.2	-36.3	-5.0	27.5	17.1

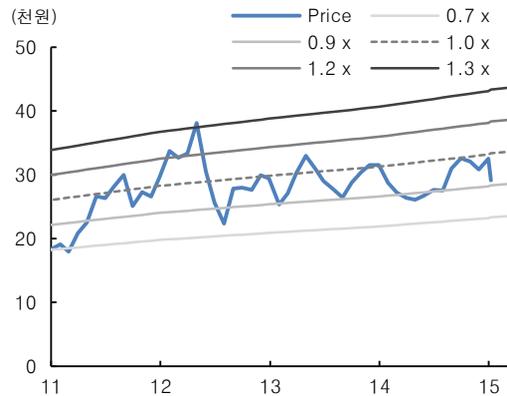
주: K-IFRS 연결기준  
 자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

그림 22. 한섬 PER 추이



자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

그림 23. 한섬 PBR 추이



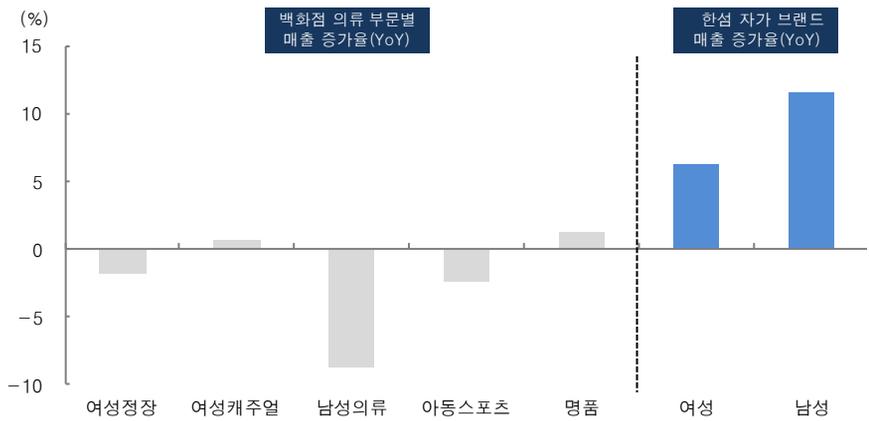
자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

그림 24. 한섬 브랜드 전개 형태 및 매출 비중



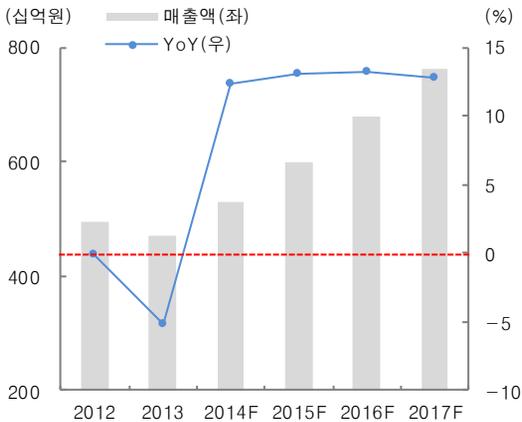
자료: 한섬 대산증권 리서치센터

그림 25. 4Q14 백화점 의류 부문별 매출액 증가율 vs. 한섬 브랜드 매출 증가율



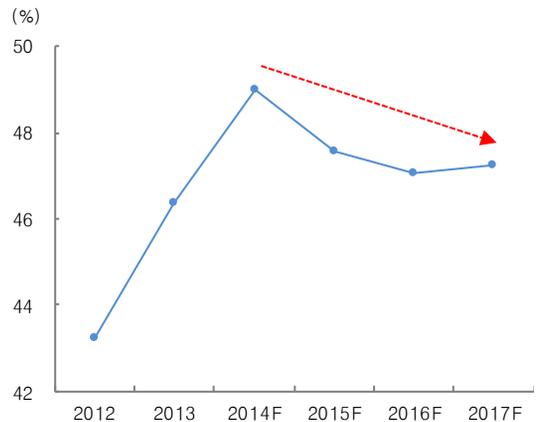
주: 백화점 자료는 10~11월 2개월 데이터의 단순 평균치이며 한섬 증가율은 추정치임  
 자료: 산업통상자원부, 한섬 대산증권 리서치센터

그림 26. 매출액(증가율) 추이



주: K-IFRS 연결 기준  
 자료: 한섬 대산증권 리서치센터

그림 27. 매출액 대비 판관비 비중 추이



주: K-IFRS 연결 기준  
 자료: 한섬 대산증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	496	471	529	598	677
매출원가	211	202	224	253	287
매출총이익	286	269	305	345	390
판매비와관리비	215	218	259	284	318
영업이익	71	50	46	60	72
영업외수익	14.3	10.7	8.7	10.1	10.6
EBITDA	79	64	58	69	80
영업외손익	12	5	6	6	7
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	5	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-3	-3	-3	-3
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	6	3	5	5	5
법인세비용차감전순이익	83	55	52	67	78
법인세비용	-19	-14	-14	-17	-20
계속사업순이익	64	41	39	49	58
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	64	41	39	49	58
당기순이익	12.9	8.7	7.3	8.3	8.6
비재계분순이익	1	-3	0	0	0
재계분순이익	63	44	39	49	58
매모태금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	66	43	40	50	59
비재계분포괄이익	1	-3	0	0	0
재계분포괄이익	65	46	40	50	59

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	2,576	1,782	1,576	2,010	2,354
PER	11.4	17.7	18.3	14.4	12.3
BPS	28,263	29,847	31,241	33,089	35,307
PBR	1.0	1.1	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	3,220	2,608	2,338	2,806	3,242
EV/EBITDA	8.4	13.5	13.9	11.6	9.9
SPS	20,152	19,115	21,478	24,270	27,482
PSR	1.5	1.7	1.5	1.2	1.0
CFPS	4,303	3,353	3,139	3,607	4,043
DPS	300	300	300	300	300

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증감률	-0.1	-5.1	12.4	13.0	13.2
영업이익 증감률	-27.8	-29.1	-8.4	31.0	18.8
순이익 증감률	-26.6	-36.3	-5.0	27.5	17.1
수익성					
ROC	13.4	6.7	5.0	6.2	7.0
ROA	8.5	5.4	4.5	5.7	6.5
ROE	9.5	6.1	5.2	6.2	6.9
안정성					
부채비율	15.1	26.0	23.7	22.1	20.7
순차입금비율	-16.3	4.0	3.5	2.8	1.2
이자보상비율	62.65	17.5	17.8	24.6	30.8

주: K-IFRS 연결기준 자료; 한섬 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	402	359	379	416	469
현금및현금성자산	83	30	32	27	40
매출채권 및 기타채권	67	59	63	70	77
재고자산	175	215	240	272	308
기타유동자산	77	55	44	48	44
비유동자산	471	644	651	661	667
유형자산	252	434	439	447	455
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	220	210	212	214	211
자산총계	874	1,002	1,030	1,077	1,135
유동부채	96	188	180	180	180
매입채무 및 기타채무	54	59	61	64	67
차입금	34	115	103	98	93
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	14	16	17	19
비유동부채	18	19	17	16	15
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	18	19	17	16	15
부채총계	114	207	198	195	194
자본계분	696	735	769	815	870
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	122	122	122	122	122
이익잉여금	577	614	646	689	740
기타채권변동	-15	-13	-11	-8	-5
비재계분	63	60	63	67	71
자본총계	759	795	832	882	941
순차입금	-124	31	29	25	11

한금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	67	32	40	44	47
당기순이익	64	41	39	49	58
비현금항목의가감	42	42	39	39	42
감가상각비	8	14	11	9	8
외환손익	0	0	0	0	0
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	34	28	27	31	34
자산부채의증감	-18	-38	-25	-29	-35
기타현금흐름	-22	-13	-12	-16	-18
투자활동 현금흐름	-115	-159	4	-11	2
투자자산	1	-1	-2	-2	2
유형자산	-72	-190	-17	-17	-17
기타	-44	32	23	8	17
재무활동 현금흐름	21	75	-17	-11	-11
단기차입금	31	81	-11	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-7	-7	-7	-7
기타	1	1	1	1	1
현금의증감	-27	-53	1	-5	13
기초 현금	110	83	30	32	27
기말 현금	83	30	32	27	40
NOPLAT	55	37	34	45	53
FCF	-11	-142	26	33	41

Initiation

# 영원무역 (111770)

유정현

02.769.3162  
cndy101@daiashin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 신규

목표주가

**65,000**

신규

현재주가

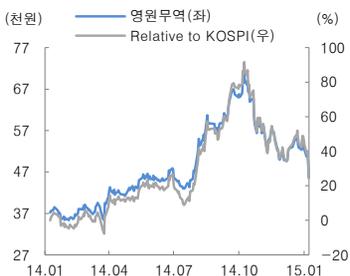
**47,450**

(15.01.23)

섬유의복업종

KOSPI	1,936.09
시가총액	2,103십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	70,900원 / 35,250원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	25.58%
주요주주	영원무역홀딩스 외 12인 50.89% Templeton Asset Management Ltd 외 8인 11.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.8	-33.1	5.7	27.7
상대수익률	-4.7	-33.2	10.7	28.5



## 성장하는 글로벌 OEM

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 65,000원은 2015년 예상 EPS 기준 PER 20배를 적용하여 산출
- Target PER 20배는 global top-tier peer group의 평균 수준임
- 2014년 국내 경기와 상관 없는 실적 개선으로 주가는 지난 1년간 절대수익률 19%, 상대수익률 22%를 기록함에 따라 주가는 단기적으로 기간 조정 구간에 진입 그러나 미국 경기 호조로 전방산업 전망이 밝고, 14~16년 CAGR 예상 EPS 성장률이 17.5%로 전망는 등 성장성에 대한 기대감이 유효하다고 판단되어 장기적으로 긍정적인 주가 흐름 예상됨

### 4Q14 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 2,908억원(YoY -1.7%), 189억원(YoY +17.7%) 추정
- 지난 해 상반기 오더 산반영 효과와 4Q13 매출 급증에 따른 기고 영향으로 매출액은 지난 해 4Q 대비 감소함. 반면 영업이익은 4Q13에 발생했던 일회성 비용(항공운송료와 재고자산 총당금)이 기저효과로 작용하면서 큰 폭의 증가세를 기록한 것으로 판단

### 고가의 패딩류에 특화된 OEM 기업으로 향후 KEPZ의 이익 기여 전망 밝음

- 동사는 의류 OEM 품목 중에서도 고난이도에 해당하는 아웃도어, 패딩을 전문적으로 제조하는 업체로 아웃도어 품목은 니트나 우븐에 비해 평균 수주단가가 높아 국내 여타 OEM 기업들에 비해 높은 수익성을 기록
- 2014년부터 방글라데시 KEPZ(한국수출산업공단)에서 기존의 신발과 백팩 외에 의류 생산도 시작. 지난 해 초 공단 내 8개에 불과했던 공장도 연말 기준 18개까지 확장. 추가 10개 등에 이직 라인 및 인력은 배치하지 않았으나 향후 바이어 오더 증가에 대해 선제적 대응
- KEPZ 공단 내 기존의 8개동에서 예상되는 매출액은 궁극적으로 약 1.5억불 수준(기준 매출액 대비 11%)이며 현재 KEPZ 공단 활용도는 20% 미만에 불과함. 방글라데시가 세계 최저 임금 국가임을 고려할 때 향후 KEPZ의 이익 기여는 매우 클 것으로 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,059	1,108	1,249	1,430	1,611
영업이익	186	161	181	212	250
세전순이익	179	163	183	215	253
총당기순이익	132	122	137	161	189
지배지분순이익	119	111	124	146	171
EPS	2,919	2,513	2,798	3,287	3,868
PER	11.3	16.9	17.0	14.4	12.3
BPS	15,724	19,215	21,451	24,085	27,185
PBR	2.1	2.2	2.2	2.0	1.7
ROE	20.0	14.8	13.8	14.4	15.1

주: K-IFRS 연결기준. EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

표 4. 영원무역 실적 추이 및 전망

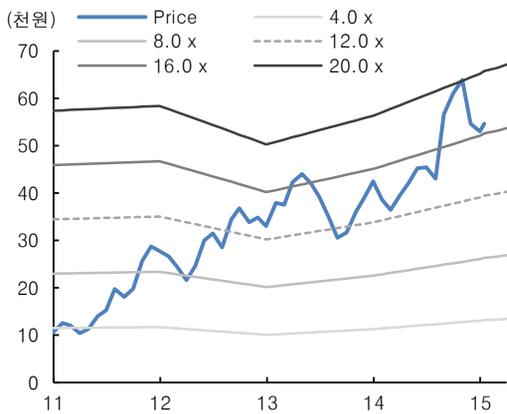
(단위: 십억원, %)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	210	351	398	291	247	406	455	322	1,108	1,249	1,430	1,611
영업이익	26	58	79	19	34	66	90	22	161	181	212	250
순이익	24	38	61	14	29	45	70	16	122	136	160	189
영업이익률	12.2	16.5	19.8	6.5	13.7	16.3	19.8	6.9	14.5	14.5	14.9	15.5
순이익률	11.3	10.9	15.4	4.6	11.8	11.1	15.4	4.9	11.0	10.9	11.2	11.7
YoY												
매출액	30.8	21.5	9.5	-1.7	17.6	15.7	14.3	10.7	4.6	12.7	14.4	12.7
영업이익	17.7	22.0	3.9	17.7	32.1	14.8	14.4	18.5	-13.7	12.5	17.4	17.9
순이익	35.7	2.0	14.0	0.6	23.1	18.8	14.2	17.5	-7.4	11.9	17.3	17.8

주: K-IFRS 연결기준

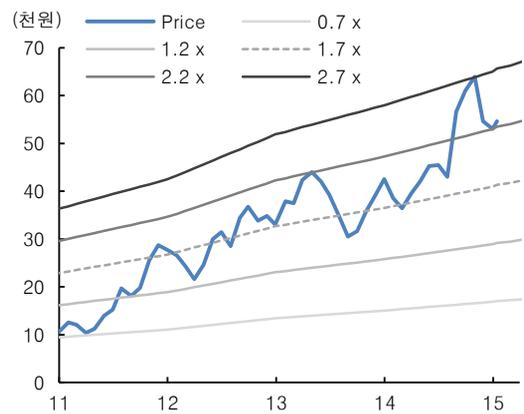
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

그림 29. 영원무역 PER 밴드



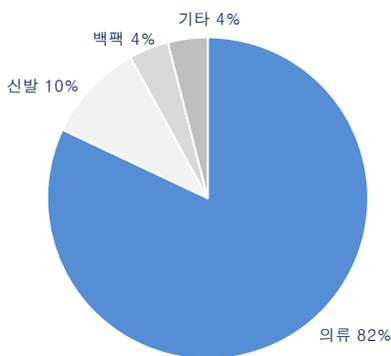
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

그림 30. 영원무역 PBR 밴드



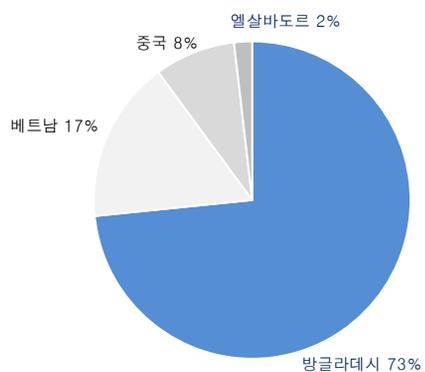
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

그림 31. 영원무역 부문별 매출액 비중



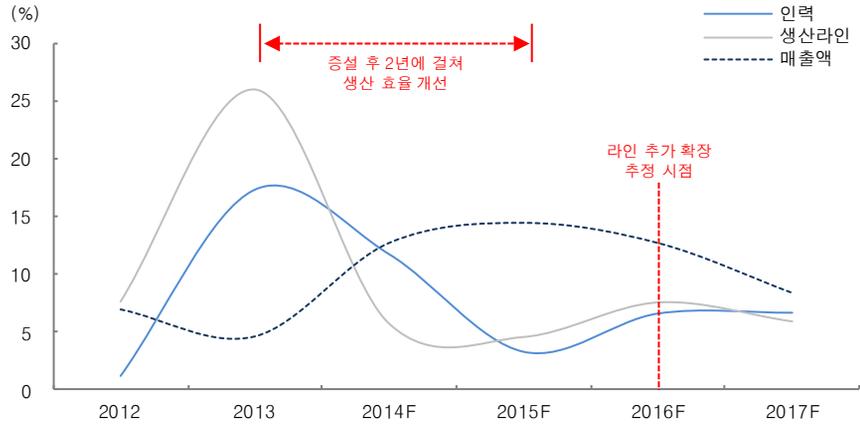
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

그림 32. 영원무역 생산 기지별 매출액 비중



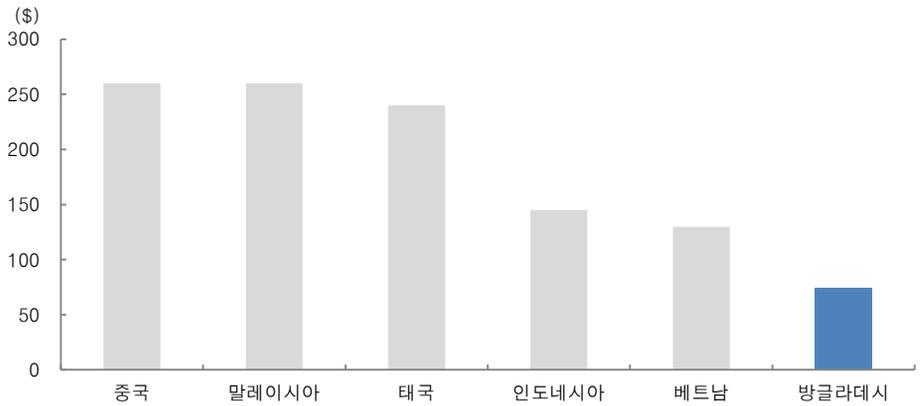
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

그림 33. 영원무역 생산인력 vs. 생산라인 vs. 매출액 증가



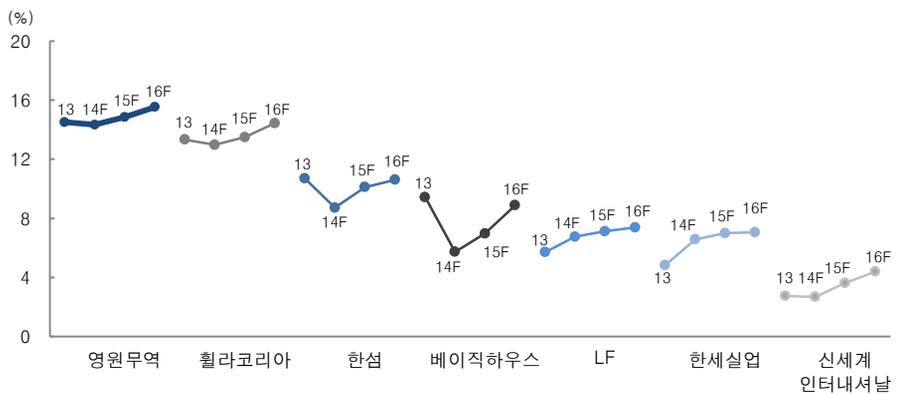
자료: 영원무역 대산증권 리서치센터

그림 34. 주요 생산국별 최저 임금 비교



자료: ILO, 대산증권 리서치센터

그림 35. 영원무역 vs. 커버리지 의류 기업 6 개사 영업이익률 비교



주: K-IFRS 연결기준  
 자료: 각사, 대산증권 리서치센터

재무제표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,059	1,108	1,249	1,430	1,611
매출원가	765	826	931	1,059	1,181
매출총이익	295	283	318	370	430
판매비와관리비	108	122	137	158	180
영업이익	186	161	181	212	250
영업외수익	17.6	14.5	14.5	14.9	15.5
EBITDA	217	190	211	244	283
영업외손익	-7	2	2	2	2
관계기업손익	0	2	2	2	2
금융수익	3	4	4	4	4
외환관련이익	17	24	20	20	20
금융비용	-4	-3	-3	-3	-3
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-6	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	179	163	183	215	253
법인세비용	-47	-41	-46	-54	-63
계속사업순이익	132	122	137	161	189
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	122	137	161	189
당기순이익	12.4	11.0	11.0	11.2	11.7
비재계분순이익	13	11	13	15	18
재계분순이익	119	111	124	146	171
매도가능금융자산평가	0	-1	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	2	0	0
포괄순이익	112	109	157	163	192
비재계분포괄이익	11	12	15	15	18
재계분포괄이익	101	98	142	147	174

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	2,919	2,513	2,798	3,287	3,868
PER	11.3	16.9	17.0	14.4	12.3
BPS	15,724	19,215	21,451	24,085	27,185
PBR	2.1	2.2	2.2	2.0	1.7
EBITDAPS	5,319	4,331	4,759	5,504	6,390
EV/EBITDA	5.9	9.4	9.5	8.3	7.1
SPS	25,952	25,206	28,190	32,262	36,361
PSR	1.3	1.7	1.9	1.5	1.3
CFPS	5,218	4,399	4,798	5,543	6,430
DPS	200	200	200	200	200

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증감률	7.0	4.6	12.7	14.4	12.7
영업이익 증감률	2.2	-13.7	12.5	17.4	17.9
순이익 증감률	2.5	-7.4	12.2	17.5	17.7
수익성					
ROC	25.8	19.0	18.8	20.5	22.4
ROA	20.2	14.5	14.2	15.5	16.9
ROE	20.0	14.8	13.8	14.4	15.1
안정성					
부채비율	46.7	34.4	31.8	25.3	21.8
순차입금비율	-13.9	-16.8	-15.9	-12.7	-12.9
이자보상배율	48.8	54.3	57.2	74.9	88.3

주: K-IFRS 연결 기준 자료; 영업부역 대신증권 리서치센터

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	509	609	659	685	760
현금및현금성자산	145	165	166	138	169
매출채권 및 기타채권	114	159	178	202	227
재고자산	159	172	194	222	250
기타유동자산	91	113	122	122	113
비유동자산	490	603	668	732	794
유형자산	352	407	425	440	454
관계기업투자지분	11	58	106	155	204
기타비유동자산	127	138	137	137	136
자산총계	999	1,212	1,327	1,417	1,554
유동부채	155	143	148	136	145
매입채무 및 기타채무	85	95	102	101	110
차입금	53	33	33	23	23
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	17	15	13	12	12
비유동부채	163	167	172	150	133
차입금	63	63	63	63	63
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	100	105	109	88	70
부채총계	318	310	321	286	278
자본지분	642	851	951	1,067	1,205
자본금	20	22	22	22	22
자본잉여금	334	452	452	452	452
이익잉여금	338	440	556	692	855
기타비준비	-51	-64	-80	-100	-125
비재계분	39	51	56	63	72
자본총계	681	902	1,007	1,131	1,276
순차입금	-95	-151	-160	-143	-165

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	179	102	133	149	179
당기순이익	132	122	137	161	189
비현금항목의 기입	81	71	76	85	96
감상상각비	31	30	30	32	33
외환손익	2	1	0	0	0
자본평가손익	0	-2	-2	-2	-2
기타	48	42	48	55	65
자산부채의 증감	-3	-59	-34	-44	-44
기타현금흐름	-31	-32	-45	-52	-62
투자활동 현금흐름	-234	-172	-103	-96	-86
투자자산	-38	-47	-49	-49	-49
유형자산	-152	-106	-47	-47	-47
기타	-45	-19	-8	-1	9
재무활동 현금흐름	27	92	-9	-19	-9
단기차입금	-27	-20	0	-10	0
사채	50	0	0	0	0
장기차입금	13	0	0	0	0
유상증자	0	120	0	0	0
현금배당	-8	-8	-9	-9	-9
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-30	20	1	-28	31
기초 현금	175	145	165	166	138
기말 현금	145	165	166	138	169
NOPLAT	137	120	135	159	187
FCF	5	40	115	141	170

Initiation

# 한세실업 (105630)

유정현  
02.769.3162  
cndy101@dshin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

목표주가 **42,000**  
신규

현재주가 **34,400**  
(15.01.23)

섬유의복합종

## 효율 개선은 올해도 이어진다

### 투자의견 매수, 목표주가 42,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 42,000원은 2015년 예상 EPS 기준 PER 20배를 적용하여 산출
- Target PER 20배는 global top-tier peer group의 평균 수준임
- 글로벌 의류 시장에서 OEM 업체로서 그 존재감이 더욱 드러나고 있는 상황. 성장의 제약이 없는 세계 무대에서 적절한 시기에 설비 증설을 통해 기업 가치 증대를 이어감
- 국내 경기와 무관한 안정적 성장을 시현한다는 점에서 동사의 비즈니스는 매우 매력적이라고 판단됨. 무엇보다 올해 TPP(Trans-Pacific Strategic Economic Partnership, 환태평양경제동반자 협정) 체결 시 베트남산 의류에 대한 미국의 관세(현재 17.5%) 철폐 가능성이 높아 베트남이 주요 생산거점인 동사에 대한 바이어들의 선호도는 더욱 상승할 것으로 전망

### 4Q14 실적 Preview

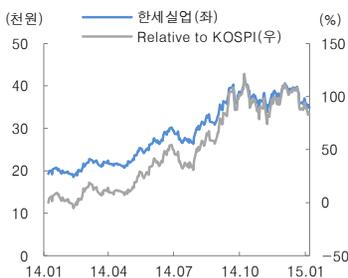
- 매출액과 영업이익은 각각 3,334억원(YoY +6.0%), 174억원(YoY +34.9%)으로 추정
- 매출액은 제품 선적이 일부 지연되어 소폭 성장에 그침. 그러나 3Q에 이어 면화가격 하락과 전반적인 생산 효율 개선으로 비교적 큰 폭의 영업이익 증가 기록한 것으로 추정

### 베트남 3공장 라인 효율 개선으로 성장 지속

- 동사 바이어는 크게 GAP, NIKE와 같은 패션 전문 브랜드(Specialty store), Target 등의 할인마트(Discount store), 그리고 Sears, Kohl's 등의 백화점(Dept. store)으로 구분
- 이 중 마진이 상대적으로 높은 Specialty store향 매출이 지난 2006년 37%에 불과하였는데 2014년에 67%까지 확대되며 전반적인 수익성 개선 견인
- 또한 지난 2010년까지 바이어가 모두 미국 기업이었으나 2011년부터 글로벌 SPA 브랜드가 새로운 고객으로 등장(매출비중 6%). 향후 이 시장에서 MS 확대가 예상됨
- 2013년 증설한 베트남 3공장의 총 110개 라인 중 2014년말 현재 약 52개만 가동 중. 향후 2016년까지 110개 라인 모두 가동 예정으로 신규 설비 효율 개선 지속 전망

KOSPI	1,936.09
시가총액	1,376십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	42,450원 / 18,550원
120일 평균거래대금	62억원
외국인지분율	9.57%
주요주주	한세메스24홀딩스 외 21인 56.73% 국민연금공단 12.16%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.9	-19.0	17.4	78.7
상대수익률	-11.8	-19.1	23.0	79.8



### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,130	1,238	1,322	1,547	1,821
영업이익	63	60	87	112	132
세전순이익	71	59	87	112	133
총당기순이익	53	42	65	84	99
지배지분순이익	53	43	65	84	99
EPS	1,316	1,065	1,621	2,099	2,483
PER	12.6	18.2	21.2	16.4	13.9
BPS	5,856	6,802	8,290	10,255	12,602
PBR	2.8	2.9	4.1	3.4	2.7
ROE	24.9	16.8	21.5	22.6	21.7

주: K-IFRS 연결기준. EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

표 5. 한세실업 실적 및 전망

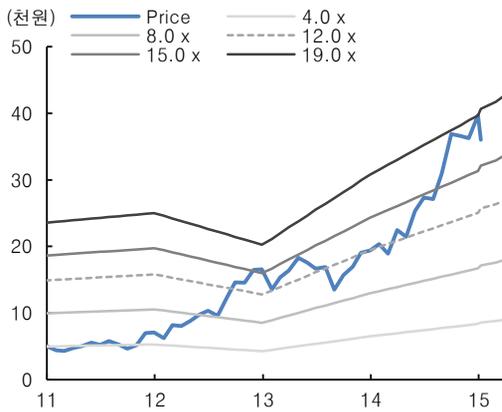
(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	313	292	384	333	378	342	453	374	1,238	1,322	1,547	1,821
영업이익	19	14	36	17	23	19	45	25	60	87	112	132
순이익	14	16	23	11	17	19	31	16	42	65	84	99
영업이익률	6.2	4.9	9.3	5.2	6.2	5.5	9.9	6.7	4.8	6.6	7.2	7.3
순이익률	4.5	5.6	6.0	3.4	4.6	5.7	6.8	4.3	3.4	4.9	5.4	5.4
YoY												
매출액	126	36	5.4	6.0	20.8	17.4	17.9	12.0	9.6	6.7	17.0	17.8
영업이익	58.3	103.8	29.2	34.9	20.4	31.0	25.5	43.6	560.8	45.1	28.9	18.2
순이익	100.7	1,522.8	-14.0	47.9	24.0	19.5	33.7	42.2	123.0	52.4	29.5	18.3

주: K-IFRS 연결기준

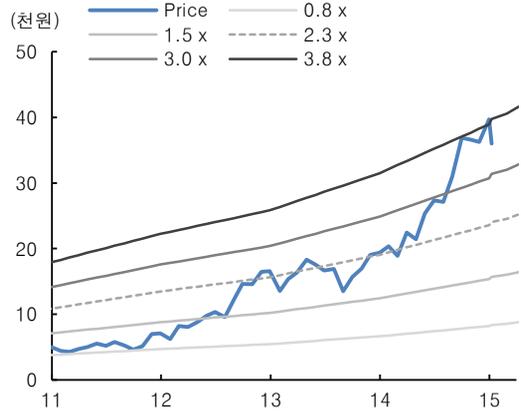
자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

그림 36. 한세실업 PER 추이



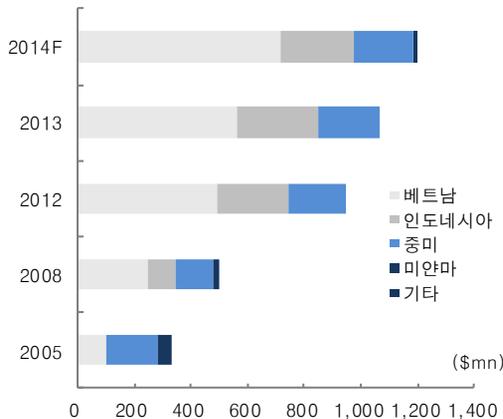
자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

그림 37. 한세실업 PBR 추이



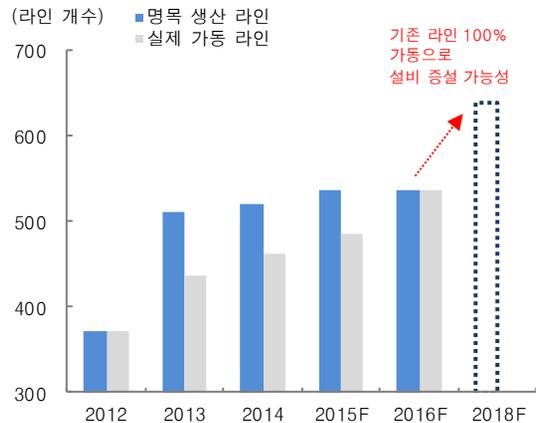
자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

그림 38. 한세실업 지역별 매출 비중



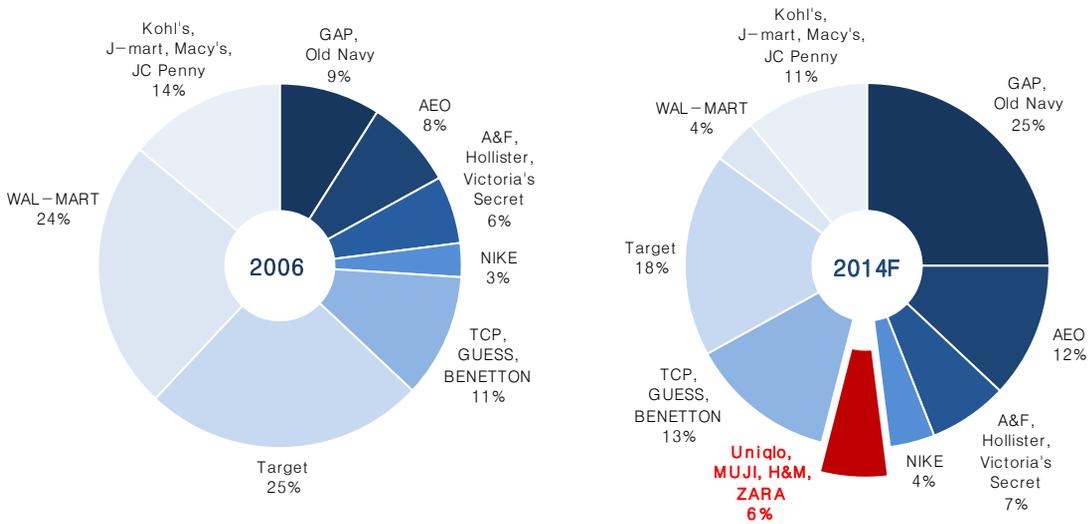
자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

그림 39. 한세실업 생산 설비 추이



자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

그림 40. 한세실업 바이어 비중 추이 변화



자료: 한세실업 대신증권 리서치센터

표 6. TPP (Trans-Pacific Strategic Economic Partnership, 환태평양경제동반자협정) 주요 내용 정리

발효시기	참여국	주요 내용	국내 업체에 미치는 영향
2016년 (예상)	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국</li> <li>캐나다</li> <li>멕시코</li> <li>일본</li> <li>베트남</li> <li>부르나이</li> <li>싱가포르</li> <li>말레이시아</li> <li>호주</li> <li>뉴질랜드</li> <li>칠레</li> <li>페루 등 12개국</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2015년까지 아시아, 태평양지역의 관세 철폐와 경제통합을 목표로 함</li> <li>- 농업을 포함 무역 자유화에 원칙적으로 예외를 두지 않으며 모든 무역상품에 대해 100% 관세 철폐를 목표하고 있음</li> <li>- 미국은 섬유 제품에 대해 원사 원산지 규정 (Yarn Forward Rule of Origin) 포함 요구</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한세실업, 영원무역 등 베트남에 진출한 의류 OEM 기업들에겐 미국향 수출 제품에 대해 현재 관세(17.5%)가 철폐될 가능성이 높아 바이어들의 선호도 상승의 긍정적 효과 기대</li> </ul>

자료: 언론보도, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,130	1,238	1,322	1,547	1,821
매출원가	906	1,010	1,068	1,256	1,489
매출총이익	223	228	264	291	332
판매비요원비용	160	168	177	179	200
영업이익	63	60	87	112	132
영업이윤	5.6	4.8	6.6	7.2	7.3
EBITDA	73	72	100	126	148
영업외손익	7	0	0	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	7	7	7	7	7
외환관련이익	23	22	16	16	16
금융비용	-6	-5	-5	-4	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	7	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	71	59	87	112	133
법인세비용	-18	-17	-22	-29	-34
계속사업순이익	53	42	65	84	99
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	42	65	84	99
당기순이윤	4.7	3.4	4.9	5.4	5.4
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	53	43	65	84	99
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	50	43	65	84	99
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	50	43	65	84	99

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	1,316	1,065	1,621	2,099	2,483
PER	12.6	18.2	21.2	16.4	13.9
BPS	5,856	6,802	8,290	10,255	12,602
PBR	2.8	2.9	4.1	3.4	2.7
EBITDAPS	1,831	1,793	2,502	3,158	3,705
EV/EBITDA	10.1	12.3	14.4	11.1	9.4
SPS	28,239	30,958	33,043	38,668	45,536
PSR	0.6	0.6	1.2	0.9	0.8
CFPS	2,031	1,846	2,581	3,237	3,784
DPS	120	150	150	150	150

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증감률	13.5	9.6	6.7	17.0	17.8
영업이익 증감률	-13.6	-5.2	45.1	28.9	18.2
순이익 증감률	6.0	-19.3	52.4	29.5	18.3
수익성					
ROC	20.4	16.1	22.1	25.6	26.0
ROA	11.5	9.4	12.4	15.1	16.3
ROE	24.9	16.8	21.5	22.6	21.7
안정성					
부채비율	149.9	150.8	115.4	87.1	69.0
순차입금비율	34.4	38.0	18.7	7.6	3.2
이자보상비율	10.0	11.1	17.3	24.9	30.6

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 한세실업 대신증권 리서치센터

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	398	450	475	525	586
현금및현금성자산	20	32	34	43	43
매출채권 및 기타채권	74	80	85	94	117
재고자산	145	163	174	204	240
기타유동자산	159	175	182	184	186
비유동자산	188	233	239	242	266
유형자산	77	95	104	111	119
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	111	138	135	131	147
자산총계	586	682	714	768	852
유동부채	302	338	329	306	306
매입채무 및 기타채무	54	56	59	67	74
차입금	222	248	228	208	204
유동상채무	1	3	3	4	3
기타유동부채	25	31	38	27	24
비유동부채	50	72	54	51	42
차입금	22	42	29	29	20
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	28	30	24	22	22
부채총계	351	410	383	357	348
자본계	234	272	332	410	504
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	48	48	48	48	48
이익잉여금	173	212	270	348	442
기타보통주	-7	-7	-6	-6	-5
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	234	272	332	410	504
순차입금	81	103	62	31	16

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	41	27	65	67	66
당기순이익	53	42	65	84	99
비현금항목의 가감	29	31	39	46	52
감상상각비	10	12	13	14	16
외환손익	-5	-2	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	24	21	24	30	35
자산부채의 증감	-19	-31	-18	-37	-55
기타현금흐름	-22	-16	-20	-26	-31
투자활동 현금흐름	-73	-60	-33	-28	-45
투자자산	-111	-70	4	2	-13
유형자산	-22	-22	-22	-21	-24
기타	60	33	-15	-9	-8
재무활동 현금흐름	27	45	-39	-25	-20
단기차입금	0	0	-20	-20	-4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	30	50	-13	0	-9
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-5	-6	-6	-6
기타	0	0	0	1	-1
현금의 증감	-7	12	2	10	0
기초 현금	27	20	32	34	43
기말 현금	20	32	34	43	43
NOPLAT	47	43	65	83	99
FCF	35	31	54	76	89

Initiation

# 힐라코리아 (081660)

유정현  
02.769.3162  
cindy101@dshin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 신묘

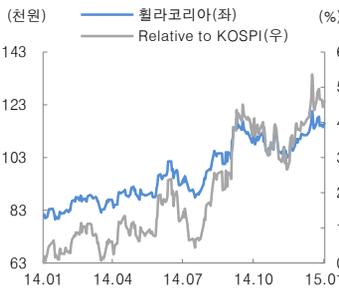
목표주가 **146,000**  
신묘

현재주가 **116,000**  
(15.01.23)

섬유의복업종

KOSPI	1,936.09
시가총액	1,253십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	50십억원
52주 최고/최저	120,500원 / 79,500원
120일 평균거래대금	32억원
외국인지분율	34.47%
주요주주	윤윤수 외 3인 13.01% 국민연금공단 12.79%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	3.1	22.1	42.5
상대수익률	3.7	2.9	27.9	43.4



## 갈수록 매력적

### 투자의견 매수, 목표주가 146,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 146,000원은 Sum-Of-The-Parts 방식을 이용하여 산출(p31, 표 8 참조)
- 현 주가는 2015년 예상 EPS 기준 PER 12.7배, EV/EBITDA 11.7배 수준으로 global 스포츠 브랜드 기업 중 가장 저렴(p32, 그래프 46 참조)
- 2016년 자회사 Acushnet company의 상장을 앞두고 있어 올해 연말로 갈수록 자회사 가치가 부각될 전망이다. IPO 목표 시가총액이 약 2,2조원으로 이 경우 동사의 지분가치(지분율 33.3%)는 7,000억원을 상회할. 중장기적 투자매력 큰 것으로 판단

### 4Q14 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 2,183억원(YoY +4.5%), 251억원(YoY +4.1%)으로 추정 (IFRS 연결기준)
- 내수 부문 매출은 경기 부진 영향으로 YoY 3.7% 감소하였으나 USA 법인 매출과 로열티 수입이 각각 YoY 18.0%, YoY 5.4%(달러화 기준) 증가하며 전체 성장을 견인한 것으로 파악
- 내수 부문의 영업이익률이 3Q14에 1.9%까지 하락하였으나 4Q에는 소폭 개선된 3.3% 수준으로 추정되며 전사 영업이익률은 전년동기 수준인 11.5%로 파악됨

### 잘 짜여진 비즈니스 포트폴리오 & Acushnet 상장 이벤트로 주가 전망 밝음

- 북미 중가 스포츠화 시장에서 FILA 브랜드가 경쟁사에 비해 빠르게 MS를 확대함에 따라 브랜드의 글로벌 인지도는 꾸준히 제고되고 있다고 판단
- 북미 시장에서 기존의 저가 유통 채널에서 벗어나 sports brand 전문 채널로 판매망 개선했을 계획. 최근 계속된 고성장 피로감으로 올해 미국 법인 연간 성장률은 8.8% 수준(달러화 기준)으로 전망됨
- 2015년에도 내수 부문의 실적 개선은 낙관하기 어려움. 그러나 잘 짜여진 글로벌 비즈니스 포트폴리오를 기반으로 14~16년 EPS CAGR 증가율이 16.8%에 이를 전망. 특히 2016년 Acushnet 상장 예정으로 다시 한번 글로벌 브랜드업체로서 기업 가치가 부각될 것으로 판단됨

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	670	736	802	855	923
영업이익	91	98	104	115	133
세전순이익	148	74	99	116	151
총당기순이익	122	96	79	93	121
자배지분순이익	122	97	78	91	118
EPS	12,485	9,730	7,836	9,123	11,893
PER	5.1	8.1	14.8	12.7	9.8
BPS	41,006	50,489	58,332	67,205	78,848
PBR	1.6	1.6	2.0	1.7	1.5
ROE	34.1	21.3	14.4	14.5	16.3

주: K-IFRS 연결기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 힐라코리아, 대신증권 리서치센터

표 7. 헐라코리아 실적 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	199	195	189	218	216	208	200	231	736	802	855	923
국내	89	109	88	124	92	116	93	132	415	410	433	468
USA	83	66	73	68	95	74	81	72	237	290	322	350
Royalty	10	10	10	11	11	11	11	11	38	41	44	48
영업이익	30	29	21	25	33	30	24	28	98	104	115	133
국내	3	9	2	4	4	10	3	6	25	17	23	33
USA	9	4	4	3	9	5	6	3	17	20	24	27
Royalty	10	10	10	11	11	11	11	11	38	41	44	48
영업이익률	14.9	14.6	11.0	11.5	15.1	14.6	12.1	12.2	13.3	13.0	13.5	14.4
국내	3.3	7.9	1.9	3.3	4.0	9.0	3.1	4.6	5.9	4.2	5.3	7.1
USA	10.9	5.9	5.9	4.2	9.8	6.8	7.6	4.8	7.4	7.0	7.5	7.6
Royalty	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
YoY												
매출액	16.8	10.1	5.6	4.5	8.3	6.5	5.5	5.9	9.8	9.0	6.5	8.0
국내	0.0	0.9	-2.0	-3.7	3.0	7.0	6.0	6.5	-2.1	-1.4	5.8	8.1
USA	33.7	26.0	8.7	23.3	14.2	12.2	11.6	6.1	32.2	22.5	11.2	8.6
Royalty	4.7	-5.0	21.4	11.3	11.1	10.1	9.5	4.1	0.3	7.2	8.6	7.3
영업이익	36.4	-3.1	-8.7	4.1	9.9	6.4	15.8	12.5	7.3	6.1	10.8	15.5
국내	-22.1	-11.1	-67.9	-29.0	26.6	21.5	67.2	45.8	57.7	-24.9	-29.3	32.6
USA	74.2	-27.9	-17.7	79.0	1.9	29.3	44.4	21.1	9.4	73.7	15.6	18.9
Royalty	4.7	-5.0	21.4	11.3	11.1	10.1	9.5	4.1	0.3	7.2	8.6	7.3

주: K-IFRS 연결기준

자료: 헐라코리아, 대신증권 리서치센터

표 8. 헐라코리아 Valuation

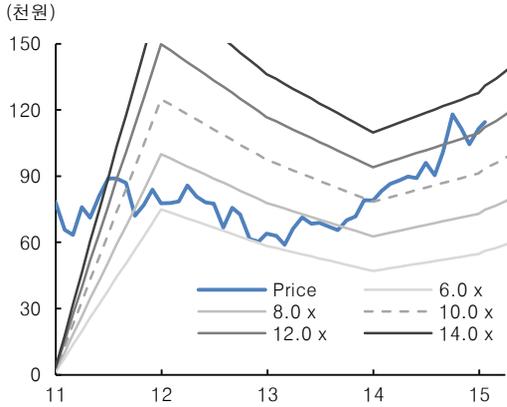
(단위: 십억원, 배)

		2015F	2016F
국내	EBITDA	32	42
	EBITDA Multiple	8.0	8.0
	국내 부문 가치	252	334
해외(USA&로열티)	EBITDA	92	100
	EBITDA Multiple	11.0	11.0
	해외 부문 가치	1,013	1,098
Acushnet	EBITDA	211	215
	EBITDA Multiple	11.0	11.0
	Acushnet 총 가치	2,320	2,369
	동사 지분율(%)	33.3	33.3
	동사 지분 가치	773	789
순차입금		251	258
기업가치 합계		1,788	1,963
주식수(천주) <sup>주</sup>		12,223	12,223
<b>주당가치(원)</b>		<b>146,254</b>	<b>160,577</b>

주: BW 완전 희석

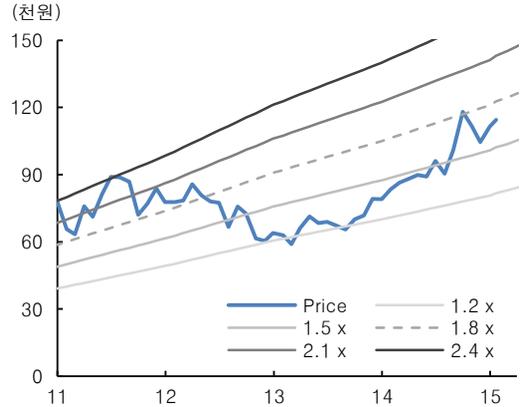
자료: 헐라코리아, 대신증권 리서치센터

그림 41. 힐라코리아 PER 밴드



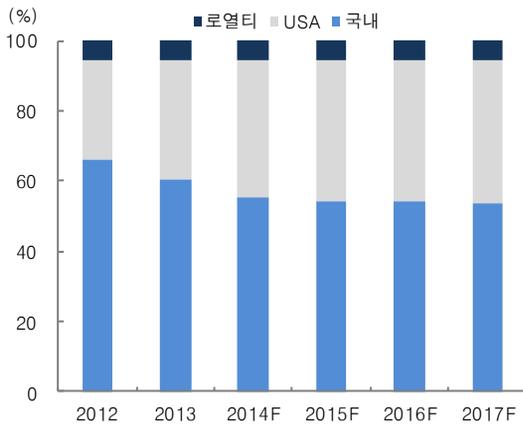
자료: 힐라코리아, 대신증권 리서치센터

그림 42. 힐라코리아 PBR 밴드



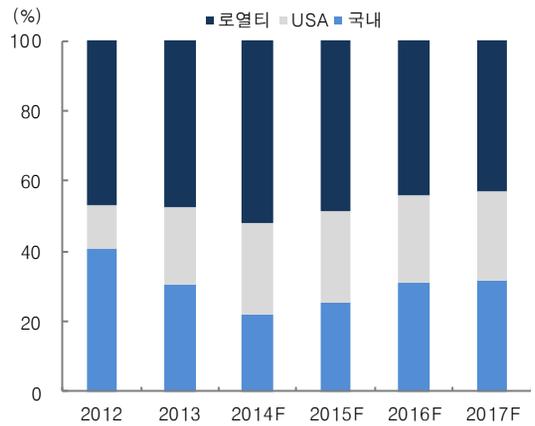
자료: 힐라코리아, 대신증권 리서치센터

그림 43. 힐라코리아 부문별 매출 기여도 추이



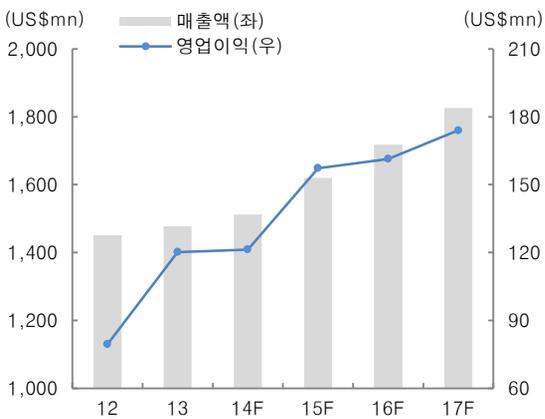
자료: 힐라코리아, 대신증권 리서치센터

그림 44. 힐라코리아 부문별 영업이익의 기여도 추이



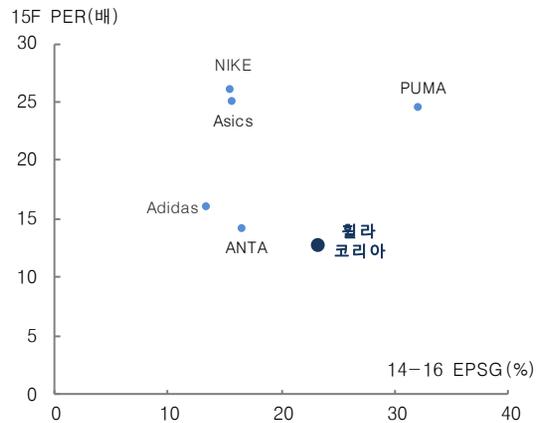
자료: 힐라코리아, 대신증권 리서치센터

그림 45. Acushnet 실적 추이 및 전망



자료: 힐라코리아, 대신증권 리서치센터

그림 46. 글로벌 스포츠 브랜드 EPSG-PER 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	670	736	802	855	923
매출원가	322	367	414	440	475
매출총이익	348	369	388	415	448
판매비와관리비	257	271	284	300	315
영업이익	91	98	104	115	133
영업외수익	136	13.3	13.0	13.5	14.4
EBITDA	101	108	113	124	142
영업외손익	56	-24	-5	0	18
관계기업손익	62	-7	15	20	37
금융수익	42	13	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-47	-22	-16	-16	-16
외환관련손실	30	9	3	3	3
기타	-1	-8	-8	-8	-8
법인세비용차감전순이익	148	74	99	116	151
법인세비용	-26	22	-20	-23	-30
계속사업순이익	122	96	79	93	121
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	122	96	79	93	121
당기순이익	182	13.1	9.9	10.8	13.1
비재계분순이익	0	-1	2	2	2
재계분순이익	122	97	78	91	118
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	0	0	0	0
포괄순이익	102	95	79	93	121
비재계분포괄이익	0	-2	2	2	2
재계분포괄이익	101	97	78	91	118

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	12,485	9,730	7,836	9,123	11,893
PER	5.1	8.1	14.8	12.7	9.8
BPS	41,006	50,489	58,332	67,205	78,848
PBR	1.6	1.6	2.0	1.7	1.5
EBITDAPS	10,295	10,871	11,347	12,465	14,262
EV/EBITDA	8.6	9.2	13.1	12.0	10.6
SPS	68,592	74,073	80,729	86,004	92,860
PSR	0.9	1.1	1.4	1.3	1.2
CFPS	10,260	10,743	11,187	12,317	14,123
DPS	250	250	250	250	250

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증감률	-12.3	9.8	9.0	6.5	8.0
영업이익 증감률	-16.3	7.3	6.1	10.8	15.5
순이익 증감률	17,968.6	-21.4	-17.4	16.4	30.4
수익성					
ROC	12.2	21.1	13.4	14.3	15.4
ROA	10.7	10.7	10.4	10.7	11.3
ROE	34.1	21.3	14.4	14.5	16.3
안정성					
부채비율	115.9	97.4	81.4	70.4	61.1
순차입금비율	58.3	44.7	42.2	38.3	33.5
이자보상비율	5.7	7.4	8.4	9.3	10.7

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	292	342	345	369	454
현금및현금성자산	36	61	42	41	47
매출채권 및 기타채권	93	87	95	107	154
재고자산	138	171	186	198	231
기타유동자산	24	23	23	22	22
비유동자산	570	629	686	747	784
유형자산	45	42	42	41	41
관계기업투자금	107	146	203	264	301
기타비유동자산	418	441	442	442	441
자산총계	862	971	1,031	1,116	1,238
유동부채	244	210	223	225	240
매입채무 및 기타채무	83	101	108	113	120
차입금	86	92	92	92	92
유동상채무	53	0	10	10	20
기타유동부채	22	17	13	10	8
비유동부채	218	270	240	236	230
차입금	136	190	180	190	193
잔액증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	82	80	60	46	37
부채총계	463	479	462	461	469
자본계분	408	502	580	688	784
자본금	50	50	50	50	50
자본잉여금	84	84	84	84	84
이익잉여금	277	371	446	535	650
기타자본변동	-2	-3	0	0	0
비재계분	-8	-10	-11	-13	-15
자본총계	399	492	568	655	768
순차입금	233	220	240	251	258

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	84	66	59	63	21
당기순이익	122	96	79	93	121
비현금항목의 가감	-22	11	32	30	20
감가상각비	9	10	9	9	9
외환손익	-13	-4	0	0	0
자본법령가산익	-62	7	-15	-20	-37
기타	43	-2	38	41	48
자산부채의 증감	22	-14	-21	-24	-77
기타현금흐름	-38	-27	-32	-35	-42
투자활동 현금흐름	-48	-43	-64	-69	-44
투자자산	-38	-36	-58	-62	-37
유형자산	-11	-8	-8	-8	-8
기타	0	0	1	1	1
재무활동 현금흐름	-49	3	-5	5	8
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-54	0	0	0
장기차입금	-52	61	-10	10	3
유상증자	9	0	0	0	0
현금배당	-2	-2	-2	-2	-2
기타	-4	-2	8	-2	8
현금의 증감	-12	25	-19	-1	6
기초 현금	48	36	61	42	41
기말 현금	36	61	42	41	47
NOPLAT	76	128	83	92	107
FCF	74	129	84	93	107

주: K-IFRS 연결기준 자료, 할리코리아 대손증권리서치센터

Initiation

LF  
(093050)

유정현  
02.769.3162  
cindy101@dshin.com

투자 의견 BUY  
매수, 신묘

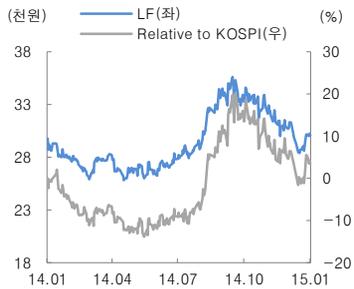
목표주가 36,000  
신묘

현재주가 29,900  
(15.01.23)

섬유의복업종

KOSPI	1,936.09
시가총액	874십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	146십억원
52주 최고/최저	35,600원 / 25,800원
120일 평균거래대금	36억원
외국인지분율	38.22%
주요주주	구본걸 외 19인 39.69% 국민연금공단 8.45%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-11.0	6.0	4.2
상대수익률	-2.6	-11.2	11.1	4.8



# 비용통제 능력 돋보임

## 투자의견 매수, 목표주가 36,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가는 15년 예상 EPS에 KOSPI PER 12배를 적용하여 산출
- Target PER 12배는 국내 주요 소비재 기업 평균 수치임
- 동사와 마찬가지로 해외 비즈니스 노출이 크지 않은 내수 소비재 업체들과 비교 시에도 valuation은 매력적인 수준. 다만 국내 경기 회복 외에는 뚜렷한 실적 개선 요인이 없어 valuation 매력에도 불구하고 주가는 다소 완만한 흐름이 예상

## 4Q14 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 4,621억원(YoY +4.9%), 506억원(YoY +16.8%)으로 추정 (IFRS 연결기준)
- 지난 10~11월에 전년 수준의 외형 성장을 보이다가 12월 초·중순 한파에 따라 패딩류 등 방한복 매출 판매가 호조를 보인 것으로 파악됨
- 여전히 내수 경기 침체 영향을 받고 있으나 할인 행사가 전년보다 줄어들면서 별도법인 영업이익은 536억원(YoY +7.5%)을 기록한 것으로 추정됨. 해외 법인 손실도 다소 감소한 것으로 보여 연결기준 영업이익률은 YoY 1.1%p 개선된 10.9%로 추정됨

## 2015년 소비경기 침체 속에서도 완만한 이익 증가 가능

- 2015년 국내 경기 여건이 지난 해와 다르지 않을 것으로 예상되고, 회사 전체의 사업들이 크게 변하지 않을 것으로 보이나 연간 완만한 이익 성장은 가능할 전망
- 이는 1) 통합 소싱처 마련으로 재고 부담 감소 및 비용 통제 효과 2) 중국과 이탈리아 등 해외 자회사 손실 감소 3) 지난 해 부실 브랜드 3개 철수 등 당분간 외형 보다는 수익성 개선에 치중할 것으로 예상되기 때문
- 국내 의류 부문만 고려할 경우 매우 안정적인 영업이익률 시현 중. 또한 지난 해 말 기준 2,000억원 이상의 현금성 자산을 보유한 대형 의류 기업으로 적절한 투자 선행 시 향후 라이프 스타일 전환에 걸친 Branding company로서의 발전 가능성 보유
- 그러나 사업 확장성에 대한 긍정적 기대감에도 불구하고, 아직은 국내 경기에 민감한 내수 기업으로서의 기존의 틀을 벗어나지 못하고 있어 장기 성장 전략 필요한 상황

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,466	1,486	1,488	1,560	1,620
영업이익	78	85	100	111	120
세전순이익	80	90	110	121	129
총당기순이익	57	65	79	87	93
자배지분순이익	61	68	83	92	98
EPS	2,076	2,332	2,850	3,136	3,345
PER	15.1	14.5	10.5	9.5	8.9
BPS	29,701	31,274	33,810	36,546	39,491
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
ROE	7.2	7.6	8.8	8.9	8.8

주: K-IFRS 연결기준. EPS와 BPS, ROE는 자배지분 기준으로 산출  
자료: LF, 대신증권 리서치센터

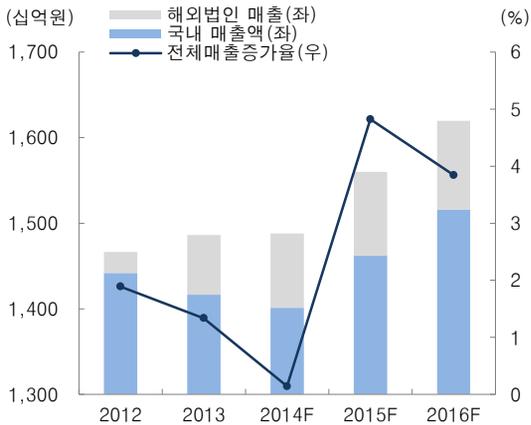
표 9. LF 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	362	353	311	462	382	370	327	480	1,486	1,488	1,560	1,620
별도	342	333	288	438	360	349	300	452	1,416	1,401	1,462	1,516
영업이익	19	25	6	51	24	28	8	51	85	100	111	120
별도	24	31	9	53	25	33	9	54	109	117	120	127
순이익	15	21	6	38	19	22	8	39	65	79	87	93
영업이익률	5.1	7.2	1.9	10.9	6.2	7.6	2.5	10.7	5.7	6.8	7.1	7.4
별도	7.1	9.3	3.1	12.1	6.9	9.4	3.1	11.8	7.7	8.4	8.2	8.3
순이익률	4.0	6.0	1.8	8.2	5.0	5.9	2.3	8.1	4.4	5.3	5.6	5.8
YoY												
매출액	-3.8	-2.7	1.4	4.9	5.7	4.9	5.1	3.9	1.3	0.1	4.8	3.8
별도	-5.3	-4.1	0.3	4.2	5.5	4.6	4.3	3.3	-1.8	-1.1	4.3	3.7
영업이익	-7.4	18.2	흑전	16.8	28.3	10.1	37.7	1.2	8.8	18.6	10.5	7.7
별도	-1.3	9.9	38.0	6.3	1.9	5.3	4.3	1.0	7.4	7.4	2.5	5.3
순이익	5.5	23.6	913.6	13.3	30.2	4.3	35.8	2.3	14.4	22.1	10.2	6.5

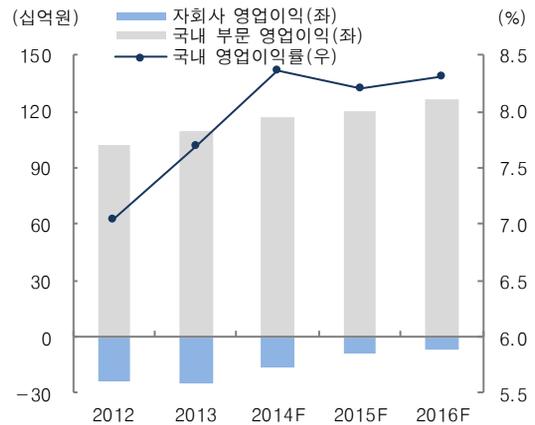
주: K-IFRS 연결기준  
 자료: LF, 대신증권 리서치센터

그림 47. LF 매출



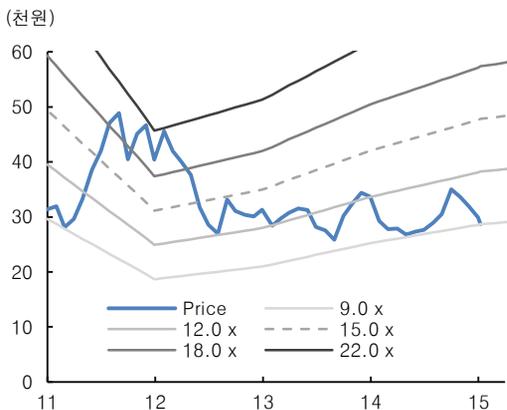
자료: LF, 대신증권 리서치센터

그림 48. LF 영업이익 & 영업이익률



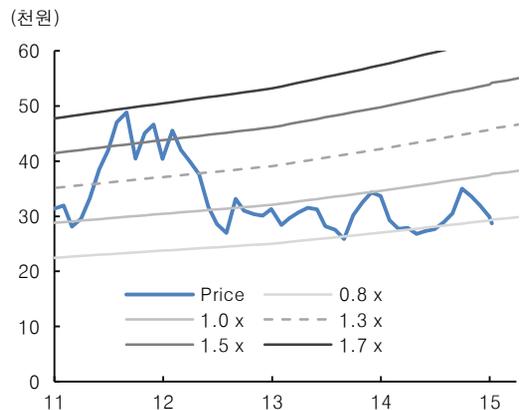
자료: LF, 대신증권 리서치센터

그림 49. LF PER 밴드



자료: LF, 대신증권 리서치센터

그림 50. LF PER 밴드



자료: LF, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,466	1,486	1,488	1,560	1,620
매출원가	589	579	554	578	607
매출총이익	878	907	934	982	1,013
판매비와관리비	800	822	834	871	893
영업이익	78	85	100	111	120
영업외수익	5.3	5.7	6.8	7.1	7.4
EBITDA	130	136	150	160	169
영업외손익	2	5	9	10	9
관계기업손익	2	3	3	3	3
금융수익	6	12	11	12	12
오환관련이익	3	4	4	4	4
금융비용	-6	-6	-7	-5	-5
오환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-3	2	0	0
법인세비용차감전순이익	80	90	110	121	129
법인세비용	-23	-25	-30	-34	-36
계속사업순이익	57	65	79	87	93
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	65	79	87	93
당기순이익	39	44	53	56	57
비재배분순이익	-4	-3	-4	-4	-5
재배분순이익	61	68	83	92	98
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	55	64	79	87	93
비재배분포괄이익	-4	-4	-1	-1	-1
재배분포괄이익	59	68	79	88	94

Valuation 지표	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	2,076	2,332	2,850	3,136	3,345
PER	15.1	14.5	10.5	9.5	8.9
BPS	29,701	31,274	33,810	36,546	39,491
PBR	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	4,432	4,638	5,128	5,482	5,769
EV/EBITDA	6.8	6.3	4.5	4.0	3.9
SPS	50,154	50,823	50,894	53,348	55,399
PSR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
CFPS	5,516	3,973	4,171	4,446	4,736
DPS	400	400	400	400	400

재무비율	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
상장성					
매출액증가율	1.9	1.3	0.1	4.8	3.8
영업이익증가율	-38.8	8.8	18.6	10.5	7.7
순이익증가율	-39.4	14.4	22.1	10.2	6.5
수익성					
ROC	6.7	8.1	10.0	10.7	10.9
ROA	6.5	6.8	7.7	8.2	8.4
ROE	7.2	7.6	8.8	8.9	8.8
안정성					
부채비율	38.1	41.2	34.2	29.6	26.5
순차입금비율	-3.9	-15.1	-20.2	-21.1	-19.2
이자보상비율	14.7	14.5	16.3	26.7	24.1

주: K-IFRS 연결 준 자료; LF, 대신증권 리서치센터

재무상태표	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	640	732	758	817	858
현금및현금성자산	91	220	242	245	219
매출채권 및 기타채권	124	125	125	131	135
재고자산	334	268	269	312	360
기타유동자산	91	119	122	129	144
비유동자산	568	559	569	569	604
유형자산	351	348	350	351	352
관계기업투자지분	10	11	14	17	20
기타비유동자산	208	200	205	201	232
자산총계	1,208	1,292	1,327	1,386	1,461
유동부채	198	248	212	196	190
매입채무 및 기타채무	153	139	141	145	148
차입금	17	33	23	18	13
유동상채무	0	50	25	12	6
기타유동부채	29	26	23	21	23
비유동부채	135	129	126	120	116
차입금	110	100	100	100	100
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	26	29	26	21	17
부채총계	333	377	338	316	306
자본부분	868	914	989	1,069	1,155
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	512	569	641	721	807
기타자본변동	-3	-14	-11	-11	-11
비재배분	6	1	1	1	1
자본총계	875	915	989	1,069	1,155
순차입금	-35	-138	-200	-226	-222

현금흐름표	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	179	172	95	56	57
당기순이익	57	65	79	87	93
비현금항목의 가감	105	51	43	43	45
감상상각비	52	51	49	49	49
오환손익	0	0	0	0	0
자본변동이익손익	-2	-3	-3	-3	-3
기타	55	3	-4	-4	-1
자산부채의 증감	53	76	-1	-48	-52
기타현금흐름	-35	-20	-26	-26	-29
투자활동 현금흐름	-122	-85	-52	-52	-58
투자자산	-69	-31	-3	-3	-3
유형자산	-46	-45	-45	-45	-45
기타	-8	-10	-5	-5	-11
재무활동 현금흐름	18	43	8	25	31
단기차입금	0	0	-10	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-12	-12	-12	-12
기타	30	54	29	42	48
현금의 증감	75	129	22	3	-27
기초 현금	16	91	220	242	245
기말 현금	91	220	242	245	219
NOPLAT	55	61	73	80	86
FCF	54	56	77	84	90

Initiation

# 베이직 하우스 (084870)

유정현  
02,769,3162  
cindy101@dshin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 신규

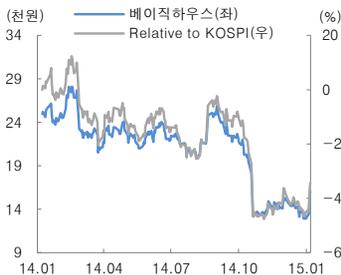
목표주가 **20,000**  
신규

현재주가 **16,000**  
(15.01.23)

상유의복업종

KOSPI	1,936.09
시가총액	334십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	10십억원
52주 최고/최저	28,100원 / 12,900원
120일 평균거래대금	44억원
외국인지분율	26.58%
주요주주	우종완 외 13인 45.66% Triumph II Investments (Ireland) Limited 20.04%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.8	-24.9	-29.5	-35.9
상대수익률	9.0	-25.1	-26.2	-35.5



## 국내외 브랜드 재정비 필요한 시기

투자 의견 매수, 목표주가 20,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가는 15년 예상 EPS에 PER 15배를 적용하여 산출
- Target PER 15배는 중국의 peer group 평균 PER 수치임
- 경기 침체 영향과 글로벌 SPA 브랜드와 경쟁에서 국내 브랜드의 가치 하락이 커짐에 따라 내수 부문이 매년 소폭의 적자-흑자를 반복적으로 기록하고 있으나 중국 시장에서의 성장성에 대한 기대감이 여전한. 다만 국내 뿐 아니라 중국 시장에서도 브랜드 재정비를 위한 시간이 필요한 시점이기에 때문에 중국에 진출한 국내 대표 소비재 기업들의 수준까지 valuation이 상승(PER 25~33X)하는데는 다소 시간이 걸릴 것으로 판단

### 4Q14 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 1,963억원(YoY +4.6%), 245억원(YoY -15.7%)으로 추정(IFRS 연결기준)
- 국내 법인 매출액은 경기 부진에 따른 전반적인 매출 부진에 브랜드 Durban 철수 영향으로 YoY 17.0% 감소한 것으로 파악됨. 중국 법인은 기존 점포 매출이 YoY 1~2% 감소하였으나 매장 수가 YoY 19% 가량 증가함에 따라 위안화 기준 매출액이 YoY 12.5% 성장한 것으로 파악
- 영업이익의 경우 국내 법인은 여전히 적자를 기록한 것으로 판단. 한편 중국 법인은 신규 브랜드 출점에 따른 비용 증가와 기존 점포의 마이너스 성장으로 원화 기준 영업이익이 지난 해 수준에 머문 것으로 추정(예상 영업이익률 16.5%)

### 내수 부문의 이익의 안정성이 떨어지는 단점 불구, 중국 가치는 여전히

- 회사측은 지난 해 남성복 Durban 브랜드 철수 이후 올해도 국내 및 중국 시장에서 일부 부진한 브랜드는 보수적으로 운영할 계획으로 비용 추가 발생할 가능성 존재
- 중국 시장에서 제일 경쟁력 있는 브랜드, 베이직하우스의 volume 확대와 새롭게 런칭한 JUCY JUDY 브랜드의 판매 호조로 2015년 중국 법인 매출액은 YoY 17.7%(위안화 기준) 증가할 것으로 전망되나, 전술한대로 내수 시장에서의 브랜드 파워 후퇴 및 국내 및 중국 법인의 브랜드 재정비에 따른 이익의 안정성이 떨어지는 점은 아쉬움

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	521	555	550	622	685
영업이익	28	52	32	43	61
세전순이익	21	48	28	38	54
총당기순이익	16	37	21	29	41
지배지분순이익	14	33	20	26	38
EPS	693	1,580	943	1,263	1,807
PER	21.1	14.9	17.0	12.7	8.9
BPS	8,876	10,511	11,417	12,634	14,392
PBR	1.7	2.2	1.4	1.3	1.1
ROE	7.7	16.3	8.6	10.5	13.4

주: K-IFRS 연결기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

표 10. 베이직하우스 실적 추이 및 전망

(단위:십억원,%)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	144	108	103	196	162	121	120	219	555	550	622	685
영업이익	14	3	-10	25	14	7	-1	24	52	32	43	61
순이익	10	2	-8	18	9	4	-2	17	37	21	29	41
영업이익률	9.8	3.0	-9.6	12.5	8.6	5.8	-1.0	10.8	9.4	5.8	7.0	8.9
순이익률	7.0	1.5	-8.2	9.3	5.9	3.5	-1.6	7.7	6.6	3.9	4.6	6.0
YoY												
매출액	3.8	-10.6	-5.6	4.6	12.6	12.8	16.5	11.4	6.6	-0.9	12.9	10.2
영업이익	9.5	-58.4	작전	-15.7	-1.9	115.8	작지	-3.6	87.0	-38.9	35.5	40.2
순이익	-18.9	-68.6	61.0	28.3	3.3	253.0	30.0	21.4	123.0	-41.4	34.0	43.0

주: K-FRS 연결기준  
 자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

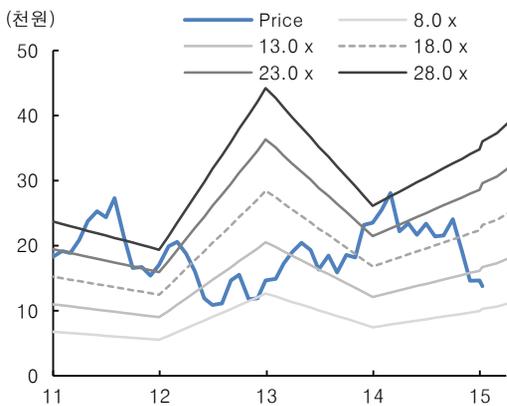
표 11. 중국법인(백가호 상해유한공사) 실적 추이 및 전망

(단위:십억원,백만원,%)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
(KRW 기준)												
매출액	109	71	76	153	129	86	92	174	387	409	480	539
영업이익	15	4	-2	25	13	5	3	23	47	42	44	60
영업이익률	13.7	5.0	-2.8	16.5	10.0	6.0	3.0	13.2	12.1	10.2	9.1	11.1
YoY												
매출액	7.3	-4.8	0.8	13.1	17.7	20.7	20.7	14.0	17.0	5.7	17.4	12.2
영업이익	17.3	-46.7	작전	1.0	-14.1	44.3	흑전	-8.8	59.2	-11.1	5.2	36.9
CNY/KRW	169	169	169	179	170	170	170	170	178	171	170	170
(RMB 기준)												
매출액	646	420	449	852	756	504	539	1023	2,171	2,368	2,822	3,168
영업이익	88	25	-11	140	76	30	16	135	266	242	257	352
YoY												
매출액	13.1	0.4	6.2	12.5	17.0	20.0	20.0	20.0	17.3	9.1	19.2	12.2
영업이익	18.8	-31.1	작전	-1.1	-13.7	21.2	흑전	-4.0	68.5	-9.1	6.3	36.9

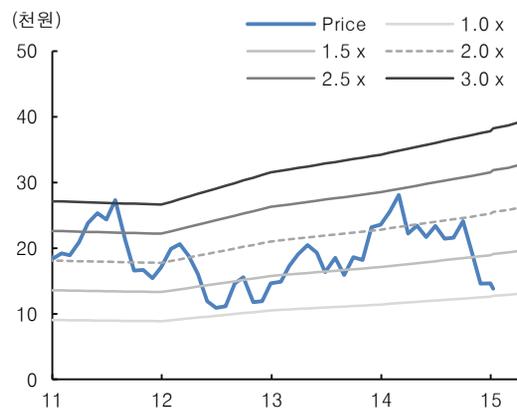
자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

그림 51. 베이직하우스 PER 밴드



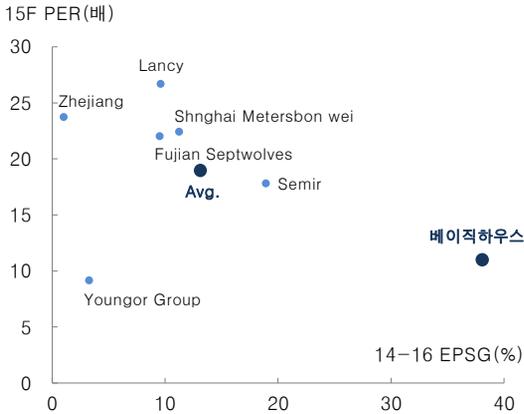
자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

그림 52. 베이직하우스 PBR 밴드



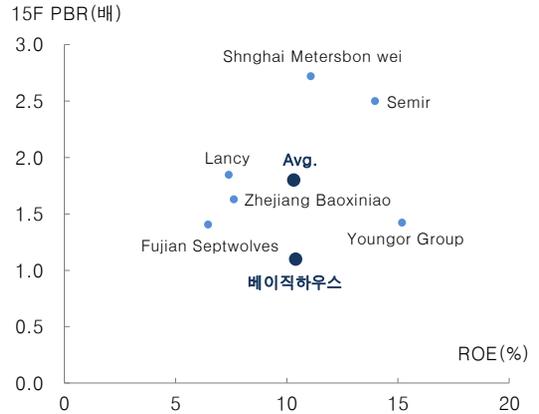
자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

그림 53. 중국 의류기업 EPSG-PER 비교



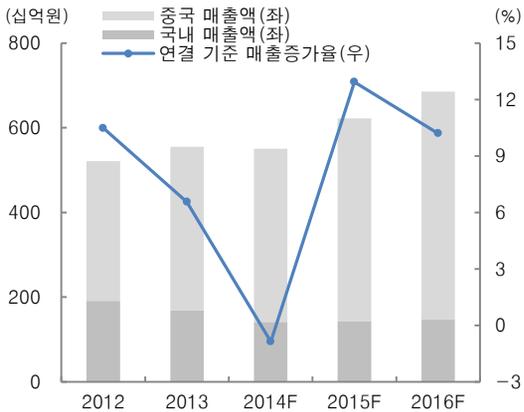
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 54. 중국 의류기업 ROE-PBR 비교



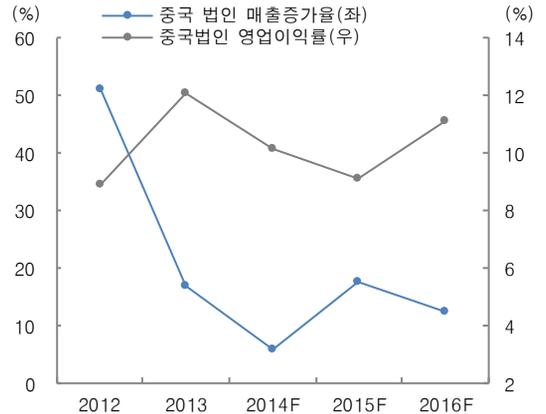
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 55. 베이직하우스 부문별 매출액(증가율)



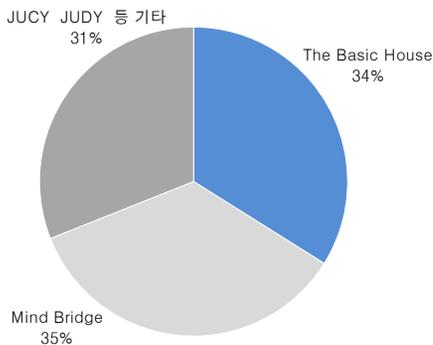
자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

그림 56. 중국법인 매출증가율 및 영업이익률



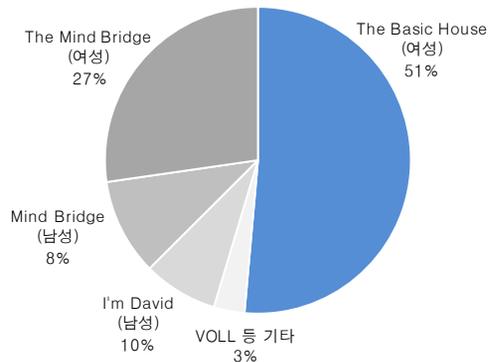
자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

그림 57. 베이직하우스 국내 부문 브랜드 매출 비중



자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

그림 58. 중국 법인 브랜드 매출비중



자료: 베이직하우스, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	521	555	550	622	685
매출원가	210	201	223	244	265
매출총이익	311	354	327	378	420
판매비와관리비	283	302	295	334	359
영업이익	28	52	32	43	61
영업외수익	5.4	9.4	5.8	7.0	8.9
EBITDA	57	78	51	63	80
영업외손익	-7	-4	-4	-5	-7
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	3	2	2	2
오환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10	-8	-7	-7	-9
오환관련손실	1	1	1	1	1
기타	0	2	1	0	0
법인세비용차감전순이익	21	48	28	38	54
법인세비용	-4	-12	-7	-9	-13
계속사업순이익	16	37	21	29	41
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	37	21	29	41
당기순이익	32	66	39	46	60
비재배분순이익	2	4	2	2	3
재배분순이익	14	33	20	26	38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	8	38	23	30	42
비재배분포괄이익	1	4	2	3	4
재배분포괄이익	7	34	21	28	39

Valuation 지표	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	693	1,580	943	1,263	1,807
PER	21.1	14.9	17.0	12.7	8.9
BPS	8,876	10,511	11,417	12,634	14,392
PBR	1.7	2.2	1.4	1.3	1.1
EBITDAPS	2,741	3,745	2,445	3,009	3,859
EV/EBITDA	6.2	6.4	6.4	5.2	3.8
SPS	24,983	26,620	26,388	29,801	32,840
PSR	0.6	0.9	0.6	0.5	0.5
CFPS	3,371	3,926	2,502	3,019	3,868
DPS	0	50	50	50	50

재무비율	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
상장성					
매출액 증감률	10.5	6.6	-0.9	12.9	10.2
영업이익 증감률	-10.5	87.0	-38.9	35.5	40.2
순이익 증감률	-12.1	123.0	-41.4	34.0	43.0
수익성					
ROC	6.9	13.0	8.0	10.4	13.6
ROA	6.5	12.0	7.1	8.9	11.3
ROE	7.7	16.3	8.6	10.5	13.4
안정성					
부채비율	115.3	87.7	78.8	78.5	72.7
순차입금비율	17.3	-3.0	-11.1	-11.1	-15.5
이자보상비율	3.0	7.0	5.5	6.7	8.0

주: K-IFRS 연결 준 자료: 베이저하우스 대산증권 리서치센터

재무상태표	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	281	300	314	361	413
현금및현금성자산	35	56	73	96	126
매출채권 및 기타채권	88	101	101	113	123
재고자산	138	131	128	141	152
기타유동자산	19	11	11	11	11
비유동자산	149	146	147	148	149
유형자산	110	104	106	107	108
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	39	42	41	41	41
자산총계	430	446	461	509	561
유동부채	136	106	101	123	133
매입채무 및 기타채무	54	59	59	62	65
차입금	61	30	27	47	57
유동상채무	6	2	1	1	0
기타유동부채	14	15	14	12	11
비유동부채	95	102	102	102	103
차입금	10	18	17	17	19
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	85	85	85	85	85
부채총계	230	208	203	224	236
자본	185	219	238	264	300
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	75	75	75	75	75
이익잉여금	121	154	172	198	234
기타자본변동	-21	-20	-20	-20	-20
비재배분	14	18	20	22	25
재분	200	237	258	285	325
순차입금	35	-7	-29	-32	-50

현금흐름표	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	47	63	52	32	48
당기순이익	16	37	21	29	41
비현금항목의 가감	54	45	31	34	40
감가상각비	29	26	19	19	20
오환손익	0	0	0	0	0
자본변동이익	0	0	0	0	0
기타	25	20	11	14	19
자산부채의 증감	-10	1	10	-17	-13
기타현금흐름	-14	-20	-11	-14	-19
투자활동 현금흐름	-20	-13	-20	-20	-20
투자자산	8	0	0	0	0
유형자산	-23	-21	-21	-21	-21
기타	-5	7	0	0	0
재무활동 현금흐름	-7	-28	-5	19	10
단기차입금	-72	-31	-3	20	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	11	10	0	0	2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-1	-1	-1
기타	54	-6	-1	0	-1
현금의 증감	18	21	17	23	30
기초 현금	17	35	56	73	96
기말 현금	35	56	73	96	126
NOPLAT	22	40	24	33	46
FCF	28	44	22	31	45

Initiation

# 신세계 인터내셔널 (031430)

유정현  
02.769.3162  
cndy101@dshin.com

투자 의견 **Marketperform**  
시장수익률, 신규

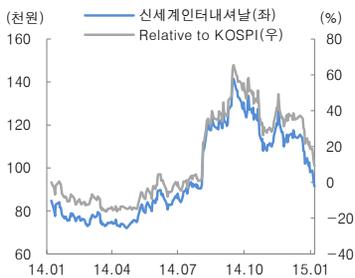
목표주가 **104,000**  
신규

현재주가 **91,100**  
(15.01.23)

삼유의복업종

KOSPI	1,936.09
시가총액	650십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	36십억원
52주 최고/최저	141,500원 / 72,000원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	1.64%
주요주주	신세계 외 7인 68.10% 국민연금공단 10.81%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.1	-31.8	6.1	7.4
상대수익률	-20.0	-31.9	11.1	8.1



## 방향은 맞게 간다

투자이견 Marketperform, 목표주가 104,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주는 15년 예상 EPS에 PER 18배를 적용하여 산출
- 해외 주요 럭셔리 브랜드 peer group의 PER 밴드는 18배~24배 수준으로 현재 동사의 부진한 실적 상황을 고려해 하단 수치를 적용
- 현 주가 수준은 2015년 예상 실적 기준 PER 17배, EV/EBITDA 13.7배로 아직 뚜렷한 실적 개선 모멘텀이 없는 상태인 점을 고려하면 valuation은 다소 부담스런 수준
- 그러나 그룹 내 해외 브랜드 소싱 창구 역할로 모그룹의 유통채널 확장 전략에 직접적인 수혜가 예상되는 등 향후 성장 비전이 뚜렷하다는 점에서 장기적 관점 접근은 유효

### 4Q14 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 2,680억원(YoY +12.8%), 176억원(YoY +29.3%)으로 추정 (IFRS 연결기준)
- 별도 법인 기준으로 지난 10~11월 매출은 정체를 보였으나 12월 추위로 외형은 소폭 성장한 것으로 추정. 또한 3Q14부터 연결 기준에 포함된 신세계 톰보이 매출 기여로 IFRS 연결 기준 매출액은 두 자리 수 성장률을 기록한 것으로 파악됨
- 중가 SPA 브랜드 매출 비중 증가에 따른 마진 하락, 소비 부진에 의한 할인율 상승으로 신세계 톰보이 영업이익 기여에도 불구하고, 영업이익률은 6.6% 수준으로 추정됨

### 경기 회복 시, 그룹의 유통 채널 확장에 따른 영업레버리지 크게 나타날 전망

- 신세계 그룹이 올해부터 프리미엄 아울렛과 복합쇼핑몰을 중심으로 매년 1개씩 출점할 계획으로 그룹 내 의류 브랜드 소싱 역할을 담당하는 동사의 동반 성장 예상
- 올해 상반기에 여주 아울렛을 기존 면적 대비 2배로 확장하는 것을 시작, 시흥, 의정부, 나주 등에 매년 1개씩 우선 출점이 확정된 상태
- 신규 점포 출점 시 동사의 운영 브랜드 20개 안팎이 새롭게 진입할 것으로 보여 동 채널에서 매출이 정상 궤도에 오를 경우 점포당 연간 200억원 수준의 매출 증대 전망
- 따라서 그룹의 유통 채널을 관리하는 신세계 사이먼의 자본법 기여(지분율 25%)도 지난 해 100억원에서 올해 120억원 이상으로 꾸준히 증가할 것으로 전망

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	790	803	890	1,003	1,083
영업이익	31	22	24	36	48
세전순이익	64	39	39	54	68
총당기순이익	49	31	29	41	52
자배분순이익	50	32	30	41	52
EPS	7,004	4,537	4,208	5,788	7,312
PER	12.7	19.8	21.6	15.7	12.5
BPS	57,062	61,007	64,604	69,776	76,464
PBR	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE	13.0	7.7	6.7	8.6	10.0

주: K-IFRS 연결기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

표 12. 신세계 인터내셔널 실적 추이 및 전망

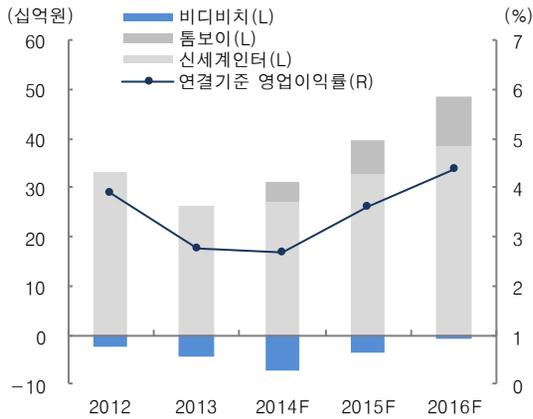
(단위: 십억원, %)

	2014F				2015F				2013	2014F	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
매출액	205	197	220	268.0	236	225	246	296	803	890	1,003	1,083
별도	201	189	201	245.4	215	201	220	266	790	836	902	975
영업이익	5	2	0	17.6	7	7	4	18	22	24	36	48
별도	6	4	2	15.2	7	6	4	16	26	27	33	38
순이익	5	5	3	16.2	9	9	7	17	31	29	41	52
영업이익률	2.3	1.0	-0.1	6.6	3.0	3.1	1.8	6.1	2.8	2.7	3.6	4.4
별도	2.9	2.0	1.2	6.2	3.1	3.2	1.6	6.1	3.4	3.3	3.6	3.9
순이익률	2.6	2.6	1.2	6.0	3.7	3.8	2.7	5.7	3.9	3.3	4.1	4.8
YoY												
매출액	10.5	6.6	12.6	12.8	15.4	14.4	11.7	10.3	1.6	10.8	12.7	8.0
별도	9.1	4.7	5.3	4.7	6.7	6.6	9.1	8.5	0.2	5.9	7.8	8.2
영업이익	49.6	-55.6	적전	29.3	50.7	254.4	흑전	2.4	-28.4	8.1	52.1	30.7
별도	32.0	-28.5	30.3	1.6	11.8	74.6	50.0	6.0	-20.4	2.8	20.4	17.0
순이익	100.6	150.6	-75.3	-0.2	64.6	68.1	154.6	4.9	-36.2	-7.4	40.3	26.3

주: K-IFRS 연결기준

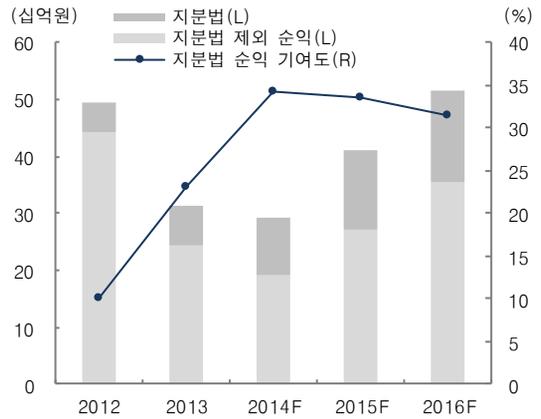
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 59. 계열사별 영업이익 VS 영업이익률



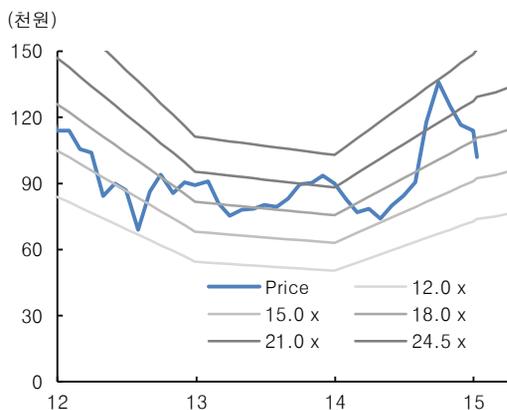
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 60. 신세계 사이먼 지분법 & 순익 기여도



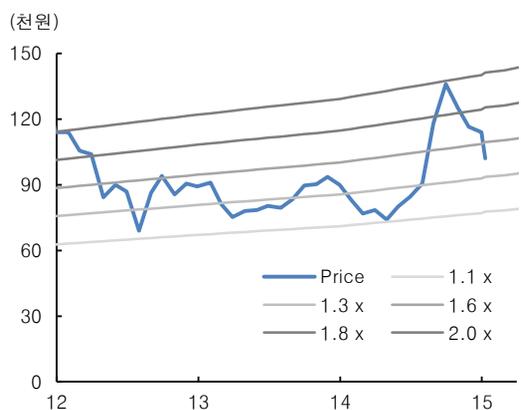
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 61. 신세계인터내셔널 PER 밴드



자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 62. 신세계인터내셔널 PBR 밴드



자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	790	803	890	1,003	1,083
매출원가	414	421	448	495	536
매출총이익	376	382	442	508	547
판매비와관리비	345	360	418	472	500
영업이익	31	22	24	36	48
영업이익률	3.9	2.8	2.7	3.6	4.4
EBITDA	46	40	48	69	86
영업외손익	33	17	15	18	21
관계기업손익	5	7	12	15	18
금융수익	11	10	5	4	4
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-8	-4	-4	-4
외환관련손실	1	5	0	0	0
기타	21	8	2	3	3
법인세비용차감전순이익	64	39	39	54	68
법인세비용	-15	-8	-9	-13	-17
계속사업순이익	49	31	29	41	52
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	31	29	41	52
당기순이익률	6.2	3.9	3.3	4.1	4.8
비재계분순이익	-1	-1	-1	0	-1
재계분순이익	50	32	30	41	52
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	49	32	29	41	52
비재계분포괄이익	-1	-1	-1	0	-1
재계분포괄이익	50	32	30	41	52

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	7,004	4,537	4,208	5,788	7,312
PER	12.7	19.8	21.6	15.7	12.5
BPS	57,062	61,007	64,604	69,776	76,464
PBR	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	6,503	5,594	6,780	9,604	12,083
EV/EBITDA	16.3	21.5	18.2	12.9	10.1
SPS	110,679	112,483	124,617	140,490	151,669
PSR	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6
CFPS	12,024	8,777	8,319	11,284	13,762
DPS	600	600	600	600	600

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증감률	-0.3	1.6	10.8	12.7	8.0
영업이익 증감률	-42.0	-28.4	8.1	52.1	30.7
순이익 증감률	6.9	-36.2	-7.4	40.3	26.3
수익성					
ROC	7.0	4.3	3.9	5.4	6.6
ROA	5.3	3.2	3.1	4.4	5.4
ROE	13.0	7.7	6.7	8.6	10.0
안정성					
부채비율	51.9	73.2	73.8	71.0	63.6
순차입금비율	28.8	49.5	49.3	46.3	40.5
이자보상비율	14.4	7.3	7.3	11.0	14.9

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	250	272	301	334	341
현금및현금성자산	4	0	6	5	7
매출채권 및 기타채권	78	84	89	97	96
재고자산	166	184	202	228	235
기타유동자산	2	3	3	3	3
비유동자산	371	484	502	519	554
유형자산	176	237	245	268	288
관계기업투자지분	28	35	45	58	74
기타비유동자산	167	211	212	193	192
자산총계	621	755	803	853	895
유동부채	180	264	268	277	271
매입채무 및 기타채무	66	78	83	89	93
차입금	102	176	176	176	168
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	12	10	9	12	10
비유동부채	33	55	73	77	77
차입금	20	40	58	60	60
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	15	15	17	17
부채총계	212	319	341	354	348
자본계	407	436	461	498	546
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	123	123	123	123	123
이익잉여금	249	277	303	340	388
기타자본변동	0	0	0	0	-1
비재계분	2	1	1	1	1
자본총계	409	436	462	499	547
순차입금	118	216	228	231	221

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	62	20	23	31	65
당기순이익	49	31	29	41	52
비현금항목의 기감	37	31	30	40	47
감상상각비	16	18	25	32	39
외환손익	-3	-3	2	3	3
자본법정이익	0	0	-10	-13	-16
기타	24	16	14	17	21
자산부채의 증감	-9	-27	-25	-35	-16
기타현금흐름	-15	-15	-11	-15	-18
투자활동 현금흐름	-106	-117	-36	-10	-73
투자자산	-3	-10	-11	5	-15
유형자산	-102	-89	-45	-55	-58
기타	-1	-18	20	40	0
재무활동 현금흐름	33	93	44	13	11
단기차입금	17	77	30	15	15
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	20	20	18	2	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-4	-4	-4	-4
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-11	-4	6	-1	2
기초 현금	15	4	0	6	5
기말 현금	4	0	6	5	7
NOPLAT	24	18	18	27	36
FCF	-72	-59	-2	5	17

주: K-IFRS 연결 기준 자료: 신세계엔터테인먼트, 대산증권 리서치센터

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자이견	기업 투자이견
Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

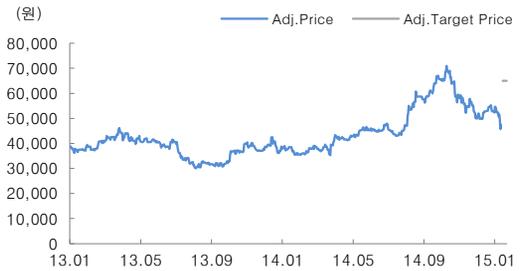
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한섬(020000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



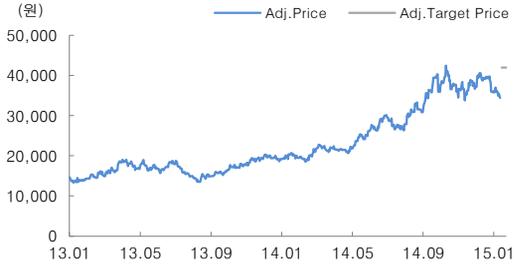
제시일자	15.01.26
투자의견	Buy
목표주가	36,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

영원무역(111770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



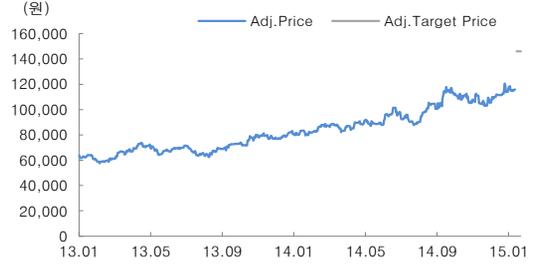
제시일자	15.01.26
투자의견	Buy
목표주가	65,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

한세실업(105630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.01.26
투자의견	Buy
목표주가	42,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

힐라코리아(081660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



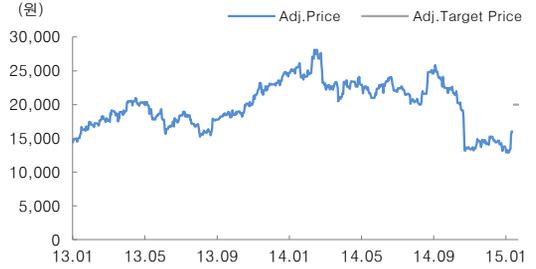
제시일자	15.01.26
투자의견	Buy
목표주가	146,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

LF(093050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



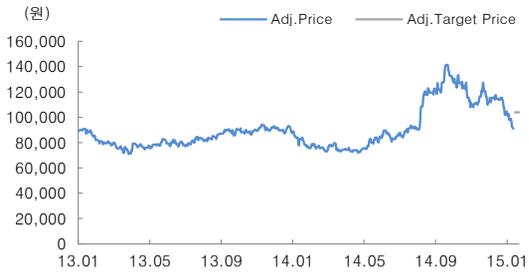
제시일자	15.01.26
투자의견	Buy
목표주가	36,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

베이직하우스(084870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.01.26
투자의견	Marketperform
목표주가	20,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	

신세계인터내셔널(031430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.01.26
투자의견	Marketperform
목표주가	104,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	