2015 대신증권 하반기전망

대신증권
Daishin Securities

의류

쇼핑할 시간

• **유정현**, 769-3162 cindy101@daishin.com

summary

1. 2011년 국내 경기 위축과 글로벌 SPA 브랜드의 국내 시장 잠식으로 총 소비 보다
   의류 소비 감소가 더 크게 나타남 〉〉 경기 요인 외에 소비 패턴 변화 등 구조적 요인이 실적에 변수

2. 2Q15부터 경기 회복 기대, 의류산업의 구조적 부진 요인에도 불구하고 이연 소비 발생으로
   완만한 의류 소비 회복 전망, 4월부터 백화점 여성복 매출 YoY (+) 성장 전환

3. OEM 기업들 주가는 내수 브랜드 기업들의 매출 회복과 상반기 매출 성장률 둔화에 따른 투자매력 감소로
   하반기에 실적 모멘텀이 부각되기 전까지 당분간 기간 조정을 거칠 것으로 전망

4. Top pick
   – 한섬(020000): TP 44,000원, 소비를 주도하는 기업

의류 소비는 과연 회복되는가

구조적인 부진 요인에도 불구, 완만한 소비 회복 전망

- 2008년 미국발 금융위기 직후 경기 회복 시기(2009~2011년)에 내수 의류 소비가 총 소비 보다 더 큰 폭으로 회복

  〉〉 내수 브랜드 기업 주가 상승 견인

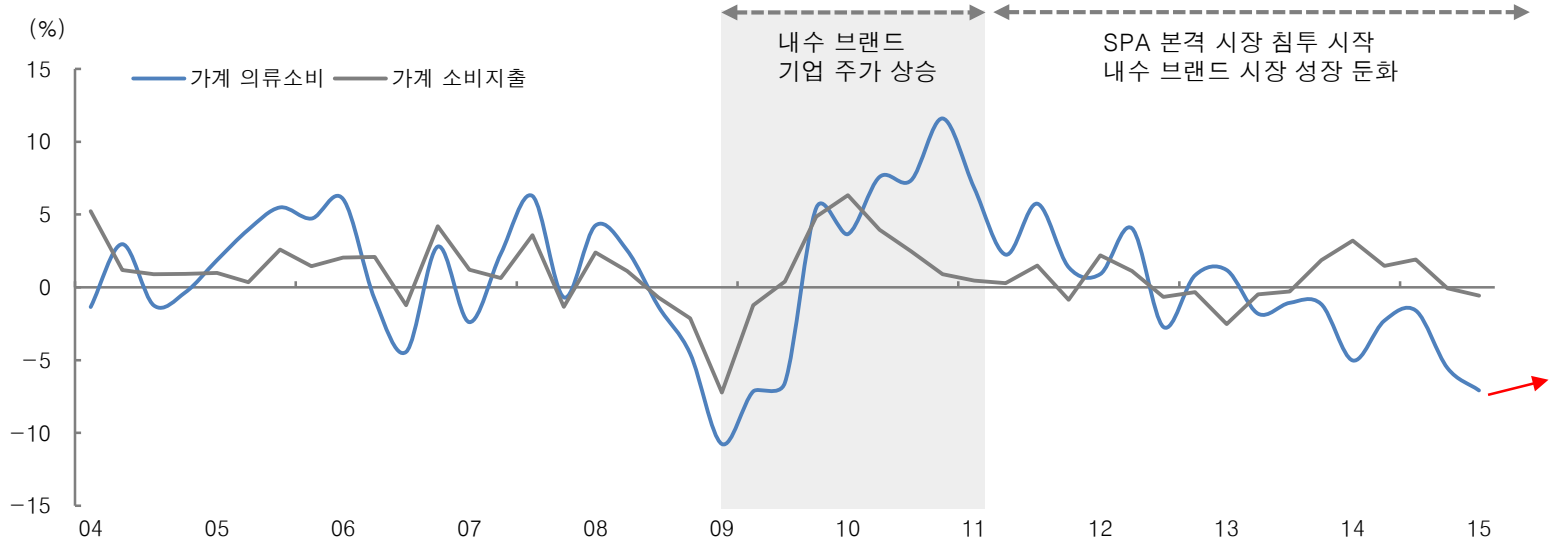
- 그러나 2011년 국내 경기 위축과 글로벌 SPA 브랜드의 국내 시장 잠식으로 총 소비 보다 의류 소비 감소가 더 크게 나타남

  〉〉 내수 브랜드 기업 주가 부진

- 1Q15까지 의류 소비가 총 소비 대비 더 큰 폭으로 감소, 경기 요인 외에 소비 패턴 변화 등 구조적 요인이 실적에 변수

- 2Q15부터 경기 회복 기대, 의류산업의 구조적 부진 요인에도 불구하고 이연 소비 발생으로 완만한 의류 소비 회복 전망

가계 총소비 vs. 가계 의류 소비



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

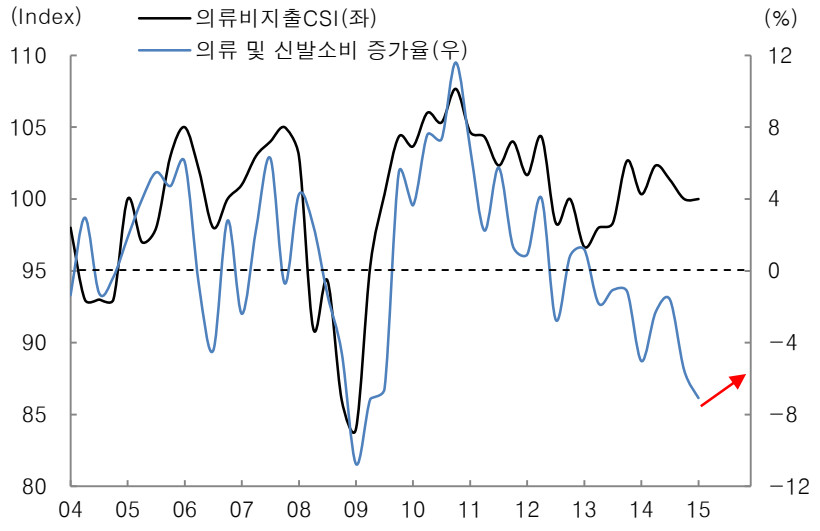
의류 소비 심리 vs. 실제 소비

심리와 소비간의 괴리 – 국내 시장의 공급 증가로 평균 구매 가격 하락 유발

- 의류비 지출 CSI는 비교적 견조한데 반해 실제 소비 금액은 감소, 이는 전반적으로 중 · 고가의 내수 시장에서 상대적으로 저렴한 가격대의 글로벌 SPA 브랜드의 약진과 해외 직구 증가 등의 공급 증가로 의류 품목의 평균 구입 단가가 하락했기 때문
- 백화점 의류 판매는 전 복종에 걸쳐 감소, 특히 아웃도어 마저 작년 4Q부터 매출이 역신장. 의류 판매 채널로서 백화점의 입지 축소
- 그러나 4월부터 백화점 기존점 성장률이 (+) 전환됨에 따라 백화점 매출의 약 절반을 차지하는 의류 매출도 증가한 것으로 파악

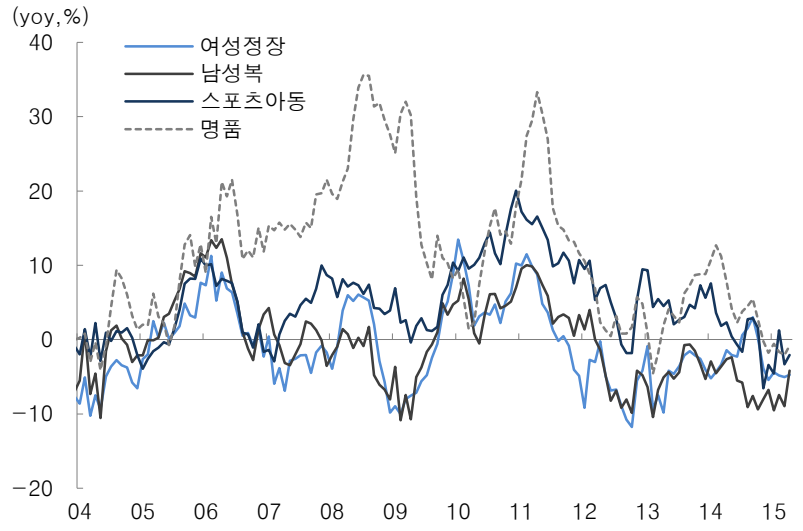
》 2Q15 실적 개선에 대한 긍정적 기대감 유효

의류 실물 소비 vs. 소비 심리



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

백화점 복종별 매출 증감률



자료: 산업통상자원부, 대신증권 리서치센터

OEM Value Chain

2015년 한국 OEM 기업의 실적 결정 변수

	Organic growth	+ α	1Q15 현재 상황 및 2015년 전망
Q – Order	Buyer의 매출 성장률 3~4%	Buyer의 추가 order	– 영원무역: 1~2월 기본 order외에 3월 추가 order 없음 – 한세실업: 선별 수주에 집중하면서 주목할 만한 물량 증가 없었던 것으로 파악
P – ASP	물가상승률(Buyer 국가의 GDP 성장률) 2~3%	고가 선별 수주로 ASP 상승	– 영원무역: 대체로 상승한 것으로 파악 – 한세실업: 선별 수주로 ASP 상승
15년 OEM 부문 매출 성장률 전망	– 영원무역 YoY +0.9% 예상(달러기준) – 한세실업 YoY +10.8% 예상(달러기준) – 환율 효과 +2% 〉〉 원화 기준 영원무역 YoY +3% 한세실업 YoY +13%		– 영원무역: 작년 말~올해 초 북미 지역에 한파가 없어 order가 예상보다 부진했음. 이에 따라 OEM 부문 성장 모멘텀은 당연히 둔화될 수 밖에 없음.다만 Scott corp. 실적이 2Q부터 연결로 반영되어 15년 총 매출액은 YoY 45.2% 증가 예상 – 한세실업: 1Q 선별 수주 영향으로 매출 증가 둔화, 2Q부터 성장성에 좀 더 집중할 것으로 전망 이에 따라 15년 매출액은 YoY 13.1% 증가 예상

자료: 대신증권 리서치센터

Valuation 1

Coverage 7개사 valuation 비교

		한섬 (020000)	영원무역 (111770)	한세실업 (105630)	휠라코리아 (081660)	LF (093050)	베이직하우스 (084870)	신세계 인터내셔날 (031430)
주가 (2015.05.29)		37,550	60,500	36,650	109,500	31,150	17,250	121,500
시가총액 (십억원)		924.9	2,680.8	1,466.0	1,222.4	910.8	359.8	8,675
매출액(십억원)	14A	524.9	1,246.3	1,313.2	797.5	1,460.2	549.8	911.9
	15F	609.2	1,809.2	1,485.1	838.4	1,526.2	628.7	1,014.5
	16F	677.5	2,172.4	1,757.5	905.0	1,583.4	684.3	1,082.8
영업이익(십억원)	14A	45.7	185.5	93.1	93.5	95.7	28.0	15.9
	15F	64.9	235.5	107.5	103.3	101.2	41.1	29.7
	16F	76.0	283.9	127.0	117.0	110.0	61.1	36.9
PER (X)	14A	18.9	16.5	18.2	16.7	10.6	21.8	33.3
	15F	14.5	15.2	17.9	12.6	11.0	13.0	22.3
	16F	12.5	12.6	15.5	9.8	10.3	8.8	17.7
PBR (X)	14A	0.9	2.2	3.4	1.8	0.9	1.8	1.5
	15F	1.0	2.1	3.8	1.7	0.9	1.3	1.4
	16F	0.9	1.8	3.1	1.5	0.8	1.1	1.3
EV/EBITDA (X)	14A	12.2	9.1	11.6	11.7	4.8	8.6	23.6
	15F	12.3	8.8	13.7	11.8	4.7	5.3	16.4
	16F	10.5	7.4	11.6	10.5	4.6	4.1	13.1
ROE (%)	14A	4.5	15.0	20.4	11.5	8.5	9.5	4.3
	15F	6.4	16.3	23.6	14.6	8.3	10.4	6.6
	16F	7.0	16.8	22.0	16.3	8.3	13.6	7.8
ROA (%)	14A	4.5	14.2	12.7	9.3	7.1	5.8	1.9
	15F	5.8	15.9	13.1	10.0	7.1	7.8	3.3
	16F	6.5	16.9	14.2	10.7	7.4	11.1	4.0

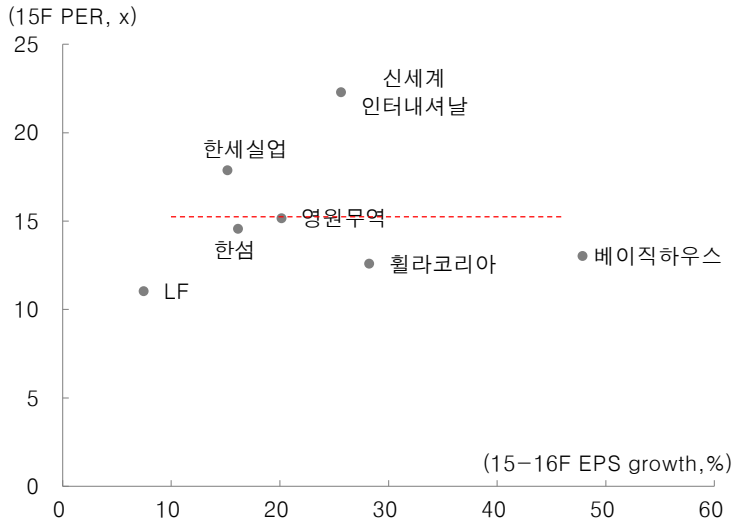
자료:대신증권 리서치센터

Valuation 2

Coverage 7개사 valuation 비교

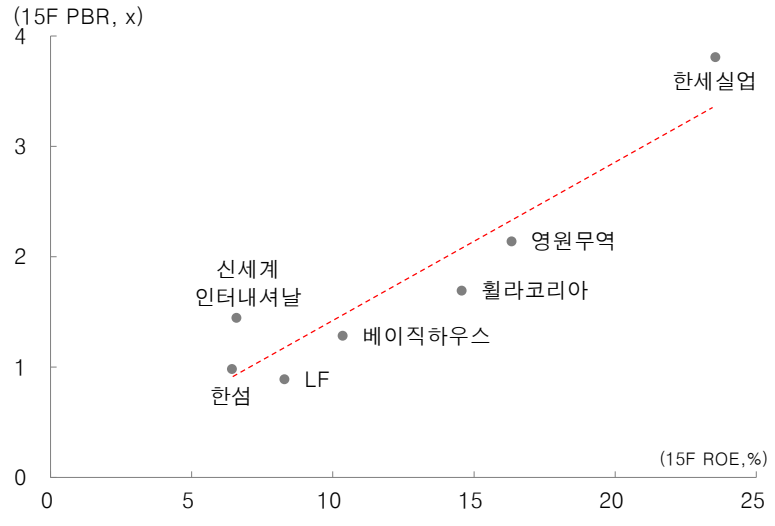
- 지난 2년간 소비 부진 영향으로 부진했던 내수 브랜드 의류주들의 실적이 올해는 정상화 되는 과정에 있음
- 반면 지난 2년간 글로벌 성장성 부각으로 valuation re-rating을 경험했던 OEM 기업들의 주가는 하반기 추가 성장성 확인 때까지 당분간 주가는 기간 조정을 거칠 가능성이 높음
- 브랜드 기업이면서 글로벌 성장 가능성이 열려있는 휠라코리아는 2016년 Acushnet company 상장 이벤트 기대감으로 연말에 주가 re-rating 예상, 반면 베이직하우스의 경우 중국 시장 성장성에도 불구하고 내수 부문 부진이 de-rating 요소로 작용

Coverage 7개사 PER-EPSG



자료: 대신증권 리서치센터

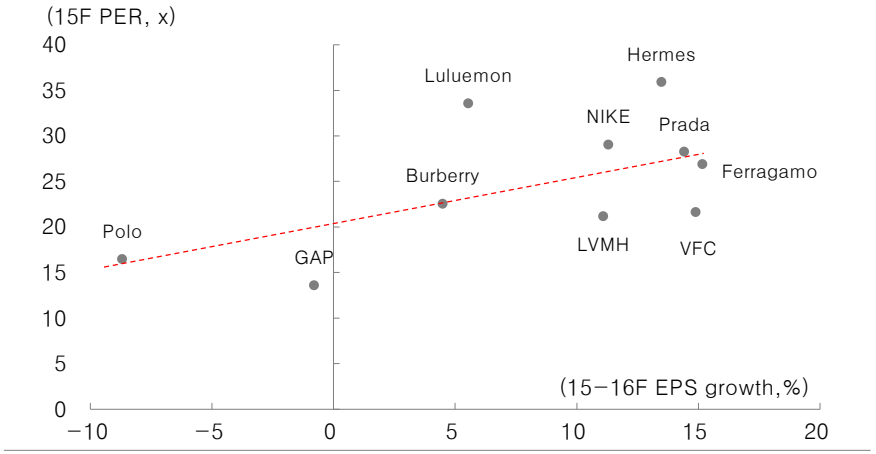
Coverage 7개사 PBR-ROE



자료: 대신증권 리서치센터

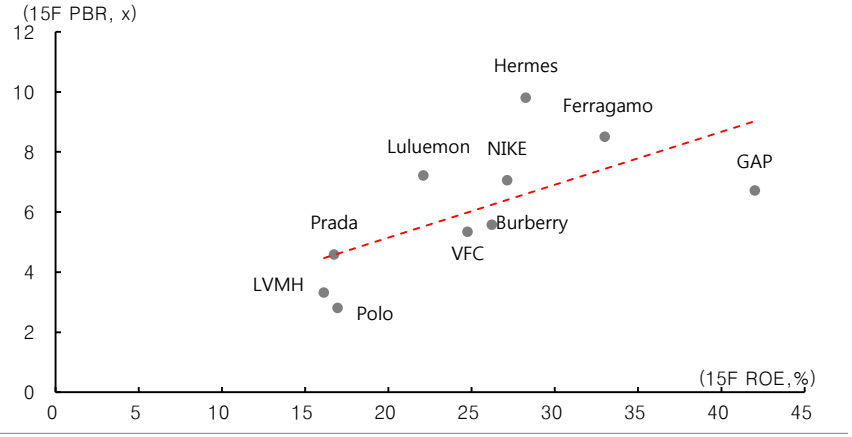
Valuation 3

Global 브랜드 기업 PER-EPGS



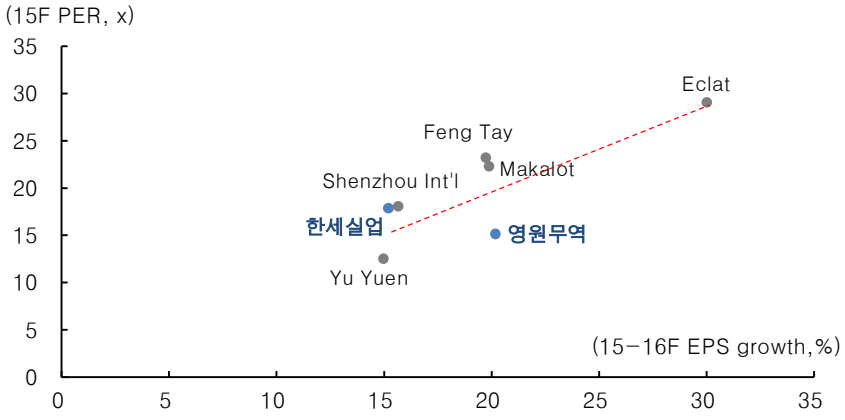
자료: 대신증권 리서치센터

Global 브랜드 기업 PBR-ROE



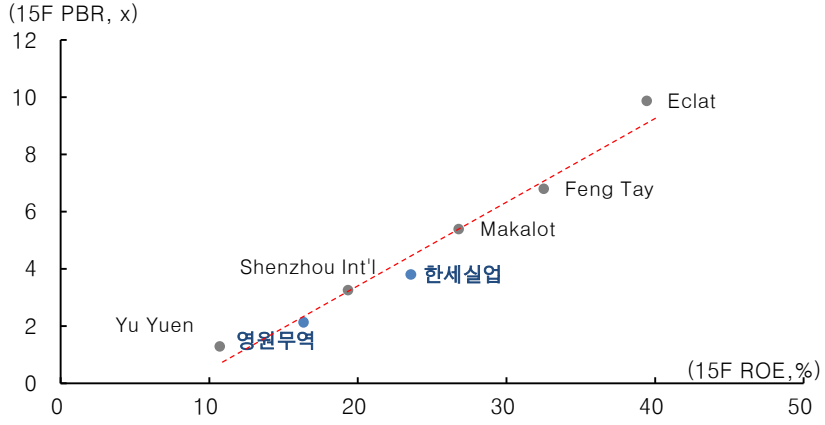
자료: 대신증권 리서치센터

Global OEM/ODM 기업 PER-EPGS



자료: 대신증권 리서치센터

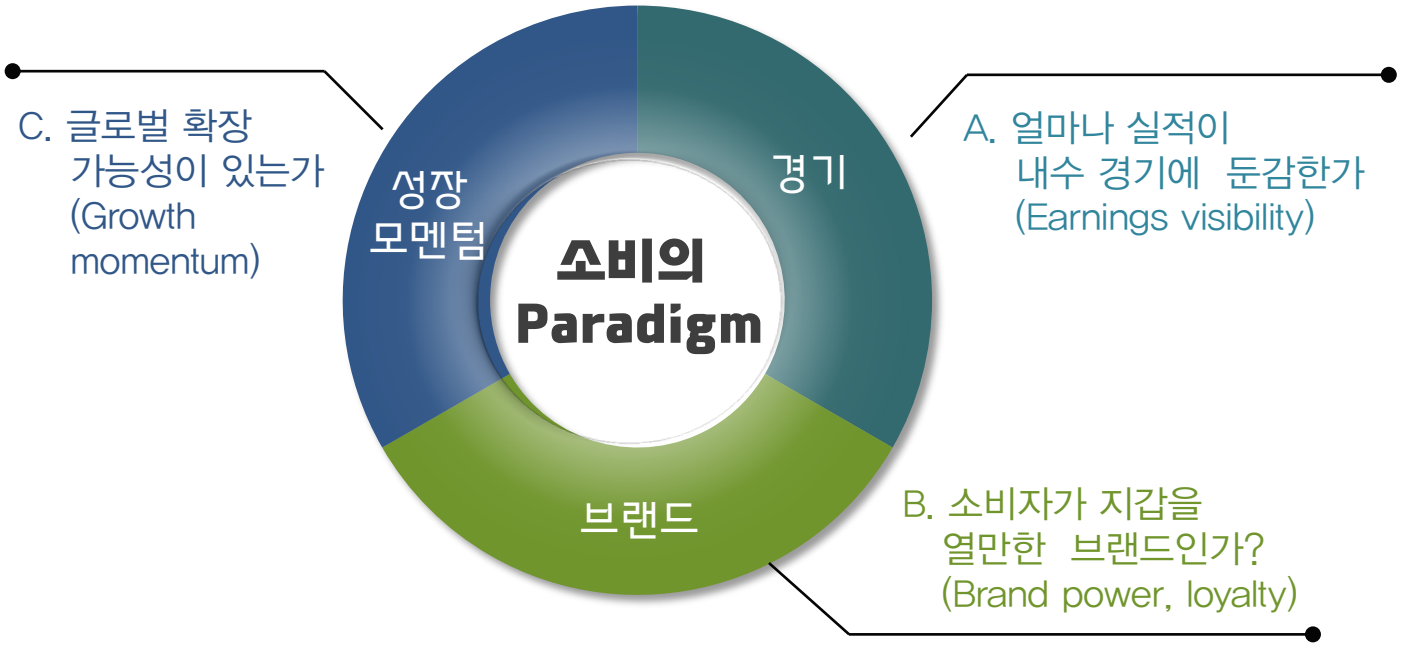
Global OEM/ODM 기업 PBR-ROE



자료: 대신증권 리서치센터

투자전략

국내 의류 시장의 성장 한계 상황에서 아래 3가지 항목이 valuation 논란을 불식시킬 수 있는 투자판단 요소



A. Earnings visibility

- 한섬
- 영원무역
- 한세실업

B. Brand power

- 한섬
- 신세계
- 인터내셔날

C. Global growth momentum

- 영원무역
- 한세실업
- 휠라코리아
- 베이직하우스

A&B&C 중 2가지 이상 해당하는 종목

- 한섬
- 영원무역
- 한세실업

한섬(020000)

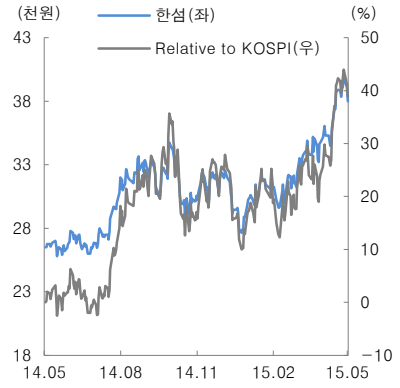
투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	44,000원 유지
현재주가 (15.05.29 현재)	37,550원

KOSPI	2,114.80
시가총액	925십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	39,850원 / 25,800원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	16.59%
주요주주	현대홈쇼핑 34.64%
	국민연금 12.33%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	4.2	20.2	21.7	41.7
상대수익률	5.5	12.8	14	34.8

[Summary]

- 1Q 백화점 국내 의류 브랜드 매출액은 평균 6% 감소, 그러나 동사의 경우 자가 브랜드 매출 증가율이 14%에 이르며 다시 한번 경기와 상관 없는 브랜드파워를 입증
- 2Q 본격적으로 의류 소비가 회복되면 소비 경기에 민감한 marginal customer들의 구매도 증가할 것으로 보여 기저효과까지 기대됨
- 전체 매출의 20%를 차지하고 있는 수입 브랜드 부문의 영업이익은 아직 적자를 기록 중 그러나 매출이 빠르게 늘고 있어 전사 영업이익률 0.2%p~1%p 개선 효과 예상
- 자회사 한섬피앤디 지분 매각으로 본업과 무관한 적자 사업부에 대한 부담도 경감



(십억원, 원 , %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	471	525	609	678	762
영업이익	50	46	65	76	89
세전순이익	55	54	106	87	101
총당기순이익	41	36	79	64	74
지배지분순이익	44	38	79	65	75
EPS	1,782	1,527	3,195	2,622	3,025
PER	17.7	21.3	11.1	13.5	11.7
BPS	29,847	31,089	33,999	36,337	39,079
PBR	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	6.1	5.0	9.8	7.5	8.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준,
자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

영원무역(111770)

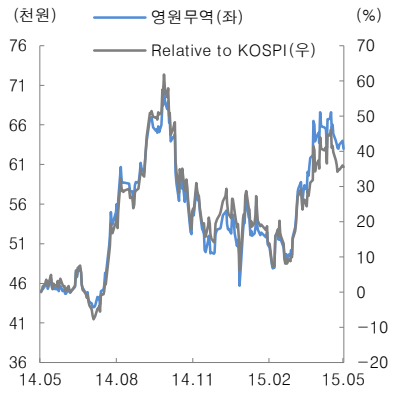
투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	78,000원 유지
현재주가 (15.05.29 현재)	60,500원

[Summary]

- 연초 북미지역에 큰 한파 없이 겨울이 지나가면서 바이어들의 추가 order가 사실상 없었음
- 이로써 올해 OEM 부문 매출은 지난 해 대비 0.9% 성장에 그칠 전망
- 그러나 2Q15부터 Scott Corp. 실적 편입(15년 반영치:매출 4,398억원, 영업이익 220억원)으로 2015~2016년 매출액 증가율은 각각 YoY 45.2%, 20.1%에 이를 전망
- 하반기 미국 금리 인상, 경기 위축 등으로 바이어들의 실적 부진이 예상보다 심해질 경우, 오히려 동사처럼 경쟁력 있는 상위 업체들의 MS는 더욱 확대될 가능성 높음

KOSPI	2,114.80
시가총액	2,681십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	70,900원 / 43,000원
120일 평균거래대금	73억원
외국인지분율	25.77%
주요주주	영원무역홀딩스 외 11인 50.85%
	Templeton Asset Management Ltd 외 8 인 10.52%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-10.5	19.8	10.8	33.8
상대수익률	-9.3	12.5	3.8	27.4



(십억원, 원 , %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,108	1,246	1,809	2,172	2,328
영업이익	161	186	235	284	303
세전순이익	163	185	239	288	307
총당기순이익	122	143	179	216	230
지배지분순이익	111	128	160	193	206
EPS	2,513	2,891	3,621	4,352	4,641
PER	16.9	18.3	17.4	14.5	13.6
BPS	19,215	21,940	25,689	30,053	34,631
PBR	2.2	2.4	2.5	2.1	1.8
ROE	14.8	14.1	15.2	15.6	14.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준,
자료: 영원무역, 대신증권 리서치센터

한세실업(105630)

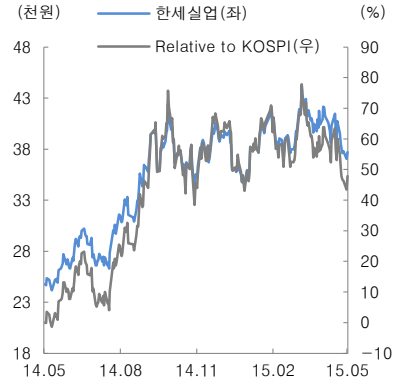
투자의견	BUY 매수,유지
목표주가	42,000원 유지
현재주가 (15.05.29 현재)	36,650원

KOSPI	2,114.80
시가총액	1,466십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	20십억원
52주 최고/최저	44,150원 / 24,150원
120일 평균거래대금	51억원
외국인지분율	9.38%
주요주주	한세예스24홀딩스 외 20인 56.72% 국민연금 12.45%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-12.9	-10.5	1.1	48.7
상대수익률	-11.8	-16.0	-5.3	41.5

[Summary]

- 선별 수주, pricing power 확장, 다만 1Q에 수익성이 치중하면서 성장에 대한 시장 기대치 하회
- 1Q 실적 부진에도 불구하고 성장의 제약이 없는 글로벌 시장에서 투자와 성장 선순환 구조 지속 전망
- SPA 브랜드 바이어가 새로운 시장으로 등장(매출 비중 6%), 신규 시장 형성
- 니트, 우븐 OEM업계에서 세계적으로 경쟁력 확보, 향후 미국 경기 위축을 고려하더라도 동사처럼 경쟁력 있는 상위 업체들의 MS는 과거 사례처럼 더욱 확대될 가능성 높음
- TPP 체결 시 베트남이 주요 생산 거점인 동사에 대한 바이어들의 선호도 상승 전망



(십억원, 원 , %)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,238	1,313	1,485	1,757	1,871
영업이익	60	93	107	127	143
세전순이익	59	84	117	134	151
총당기순이익	42	62	87	101	113
지배지분순이익	43	62	88	101	113
EPS	1,065	1,544	2,192	2,525	2,831
PER	18.2	25.7	17.2	14.9	13.3
BPS	6,802	8,273	10,291	12,621	15,253
PBR	2.9	4.8	3.7	3.0	2.5
ROE	16.8	20.5	23.6	22.0	20.3

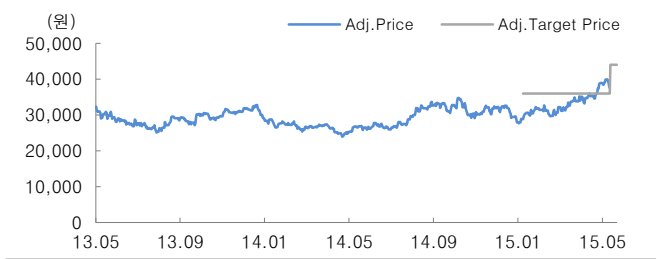
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준,
자료: 한세실업, 대신증권 리서치센터

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 리서치센터)
- 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.

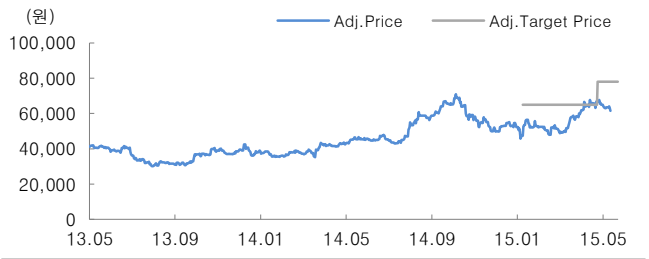
의류

한섬(020000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



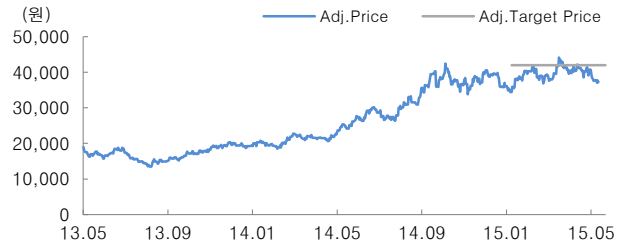
제시일자	15.06.08	15.06.03	15.01.25
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	36,000
제시일자			
투자의견			
목표주가			
제시일자			
투자의견			
목표주가			
제시일자			
투자의견			
목표주가			

영원무역(111770) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.06.08	15.05.10	15.03.06	15.01.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	78,000	78,000	65,000	65,000
제시일자				
투자의견				
목표주가				
제시일자				
투자의견				
목표주가				
제시일자				
투자의견				
목표주가				

한세실업(105630) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	15.06.08	15.01.25
투자의견	Buy	Buy
목표주가	42,000	42,000
제시일자		
투자의견		
목표주가		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
제시일자		
투자의견		
목표주가		