

섬유의복업

Mass market의 종말 : 일본을 통해 본 우리 의류산업



유정현

cindy101@daishin.com

투자의견

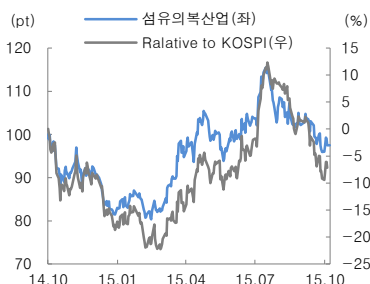
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
한섬	Buy	53,000원
신세계인터내셔널	Marketperform	110,000원
LF	Marketperform	34,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-11.4	-0.9	-1.0
상대수익률	-10.3	-11.6	3.5	-4.4



지난 20년간 일본인들의 의류 소비는...

- '80년대까지 고성장하던 일본 의류 시장은 경기의 거품 붕괴와 함께 가계 소비 보다 더 크게 감소. 지난 20년간 연간 가계 소비 감소율은 -0.3%, 의류 소비는 -3.4%. 대신 의료비와 문화/레저 항목 지출이 꾸준히 증가
- 우리나라의 가계 소비 패턴은 일본을 그대로 따라감. 2012년을 정점으로 국내 의류 시장은 꾸준히 감소 추세. 가계 소비 지출 보다 더 크게 감소

우리나라와 일본 의류산업의 공통점

- 의류 유통채널로서 백화점의 절대 지위 상실, 아울렛 창궐, 대형복합쇼핑몰 러시, 로컬 콘텐츠 부족
- 백화점을 대체할 수 있는 다양한 쇼핑 채널의 확대로 일본에서 의류 평균 구매 단가 하락 현상 나타남. 즉 증가의 mass market이 붕괴되고 일부 고가 브랜드와 SPA 시장만 남음
- 증가 시장의 축소로 성장의 기회를 잃은 기업들의 경우 수입 브랜드의 단순 유통 혹은 라이선스 도입만 크게 증가
- 우리나라도 고가와 저가 시장의 양극화 심화. 우리 기업들은 상대적으로 고가 브랜드 시장에서 기회요인이 더 많을 것으로 판단. 이는 저가 시장에서 글로벌 SPA 브랜드와 소싱 경쟁이 되지 않기 때문임

투자유망종목 한섬(020000)

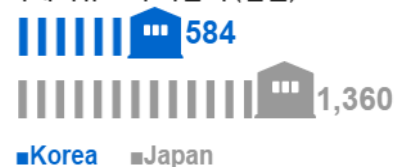
- 한섬(020000), 목표주가 53,000원, 투자의견 BUY 유지. 여러모로 독보적인 기업. 이제는 valuation의 점진적인 re-rating만 남은 상황
- 신세계인터내셔널(031430), 목표주가 110,000원, 투자의견 Marketperform 유지. 기대감만 오른 부족
- LF(093050), 목표주가 34,000원, 투자의견 Marketperform 유지. 다양한 시도, 그러나 변화는 아직 미미

한국 vs. 일본 의류 시장 비교

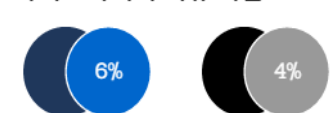
Apparel Market Size



가계의류소비 지출액 (천원)



가계소비대비 의류 지출



1인당 의류 소비액 (천원)



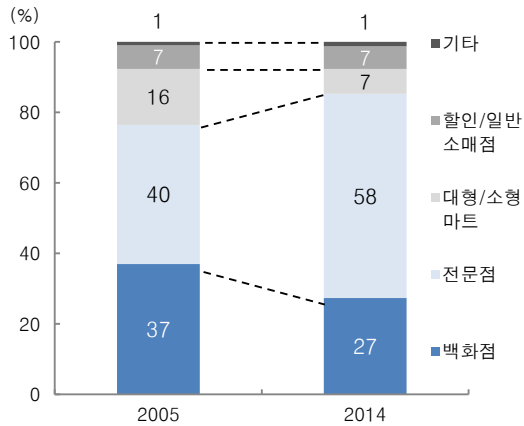
자료: 대신증권 리서치센터

Contents

일본 의류산업	4
국내 의류산업 향후 전망	8
일본 기업 사례	11
Valuation	14
기업분석	16

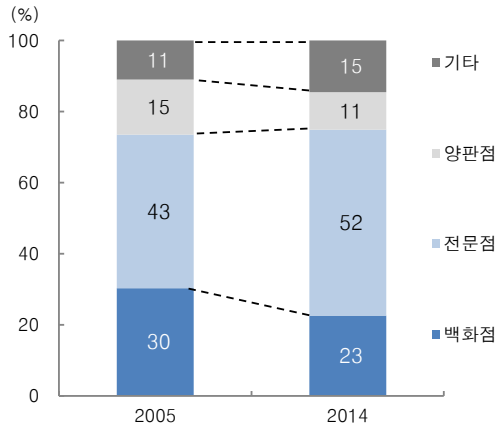
Key Charts

그림 1. 한국 의류 유통구조



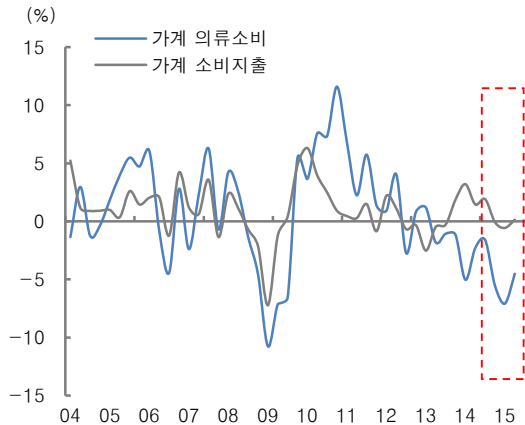
자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 2. 일본 의류 유통구조



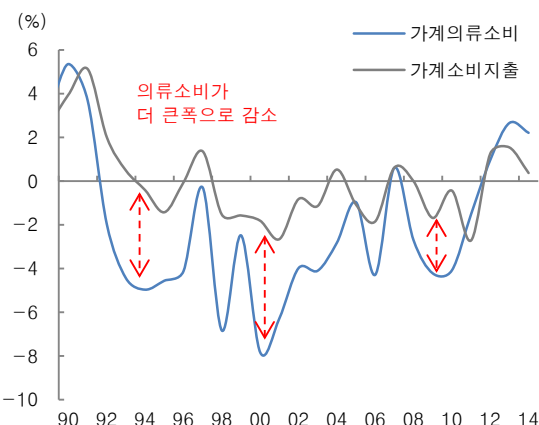
자료: 아노경제연구소, 대신증권 리서치센터

그림 3. 한국 가계 총 소비 vs. 의류 소비(증가율)



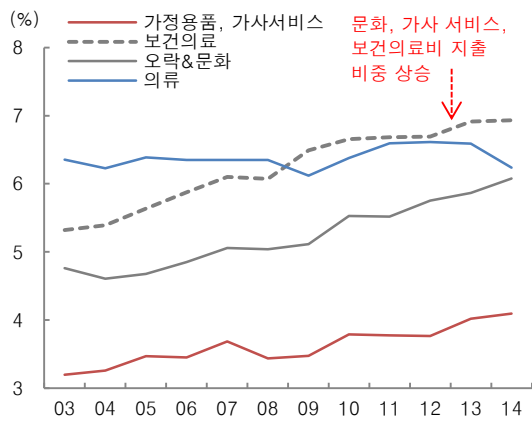
자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

그림 4. 일본 가계 총 소비 vs. 의류 소비(증가율)



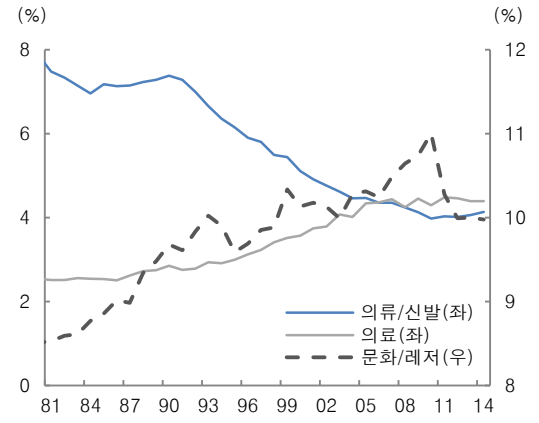
자료: 일본총무성, 대신증권 리서치센터

그림 5. 한국 가계 품목별 지출 비중 추이



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

그림 6. 일본 가계 품목별 지출 비중 추이



자료: 일본총무성, 대신증권 리서치센터

일본 의류시장 규모는 약 10조엔

일본 의류소비는 '90년대 거품 붕괴와 함께 급격히 감소

일본 의류 시장 규모는 약 10조엔에 이른다. 지난 10년간 매년 0.9% 역성장(CAGR)하며 대체로 부진한 양상이었으나 최근 5년은 매년 1% 수준의 안정적인 성장을 보이고 있다.

시장의 구성은 여성복이 전체 63%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 남성복이 27%, 기타 유아동복이 10%를 차지하고 있다.

일본의 의류 소비는 1960-1970년대 고도의 경제 성장과 함께 폭발적으로 증가하였으나 '80년대까지 이어지던 소비 증가는 '90년대 거품 붕괴를 시작으로 경기가 장기 침체를 겪으면서 가계 소비와 함께 큰 폭으로 줄기 시작한다.

일본의 가계 소비가 1990년부터 2010년까지 연간 0.3%씩 감소하는 동안 경기 민감 소비재로서 의류 소비는 매년 3.4% 감소했다. 동기간 주거비(CAGR +1.1%)와 의료비(CAGR +1.7%) 지출이 증가한 것 외에는 대부분의 항목이 감소했는데 그 중 의류 소비 감소 폭이 제일 컸다.

일본인들의 문화/레저 소비 증가로 의류비 지출 비중도 계속 하락

이런 상황에서 지난 20년간 일본 가계 소비의 지출 흐름에도 변화가 있었다. 의류 소비는 한때 가계 소비의 8%를 차지했으나 2000년대 들어 4%대로 낮아진데 반해, 인구 고령화로 의료비 지출 비중은 2%에서 4% 이상으로 상승했다. 사람들의 삶의 질에 대한 의식 변화로 1980년에 8% 수준에 불과했던 문화/레저 항목 지출 비중도 2010년 11%까지 꾸준히 상승했다.

지난 20년간 일본에서는 소비의 기본이 되는 의식주 항목 중 의생활의 비중이 낮아진 틈새를 제4의 라이프 스타일 소비라는 여가의 비중이 상대적으로 높아지는 흐름이 두드러졌다. 서구식 패턴으로 이전하는 사회적 현상 속에 일본 의류업계는 20년 동안 규모가 절반으로 줄어드는 급격한 축소 국면에 직면하게 된 것이다.

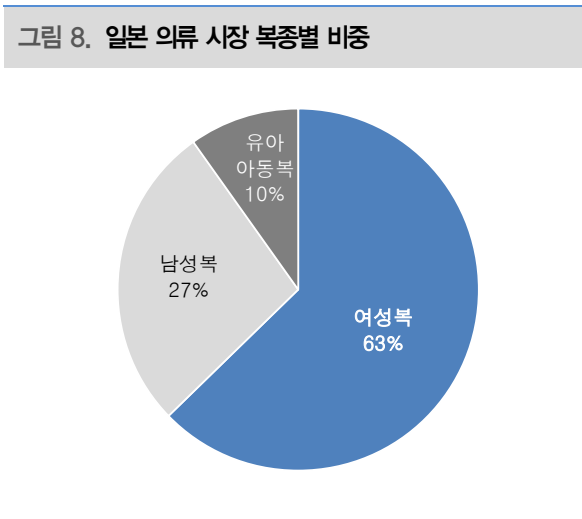
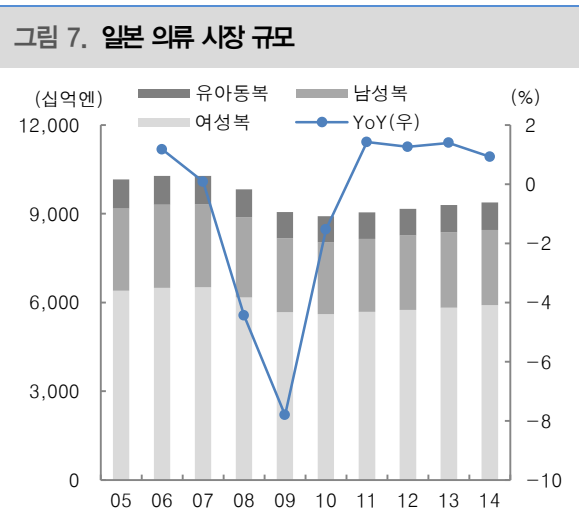
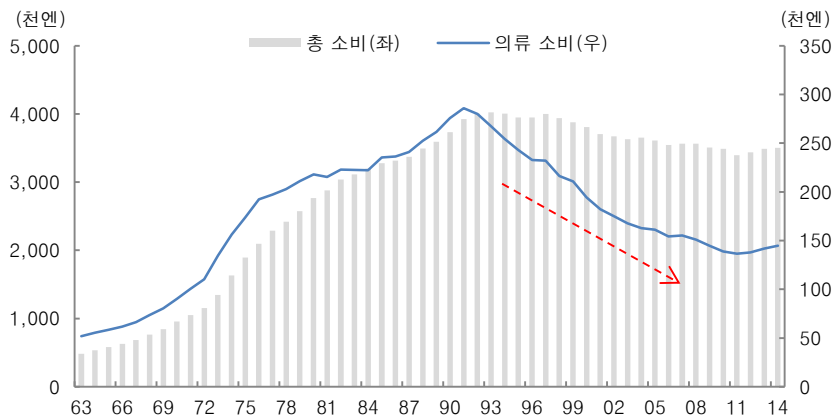
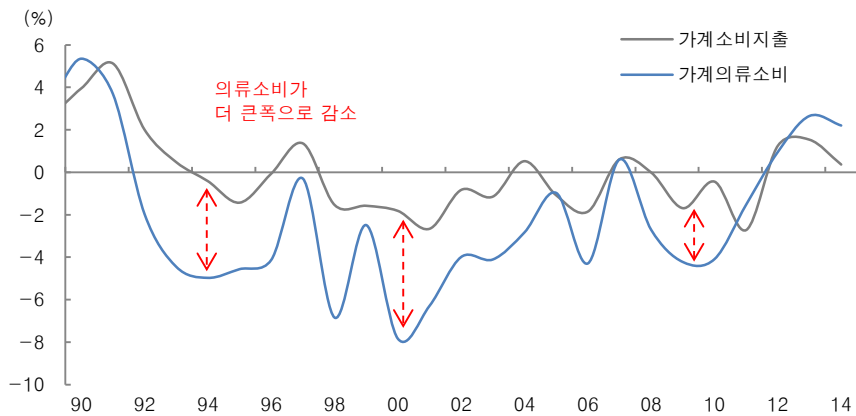


그림 9. 일본 가계 총 소비 vs. 의류 소비(절대 금액)



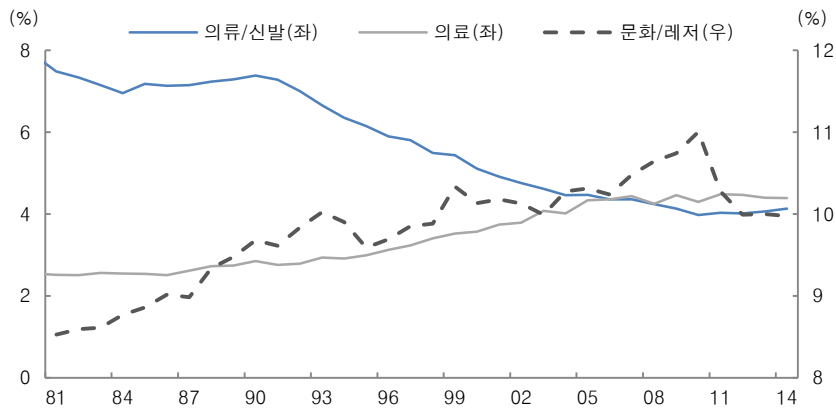
자료: 일본총무성 대산증권 리서치센터

그림 10. 일본 가계 총 소비 vs. 의류 소비(증가율)



자료: 일본총무성 대산증권 리서치센터

그림 11. 일본 가계 품목별 지출 비중 추이



자료: 일본총무성 대산증권 리서치센터

백화점 절대 지위 상실,
아울렛 창설,
대형 복합쇼핑몰 러시,
로컬 콘텐츠 부족,
그리고 구매단가 하락

뚝아가는 시장 축소 상황, 그리고 의류 구매 단가 하락 추세

한국의 의류 시장이 경제 성장과 함께 90년대 들어 비약적인 발전을 거듭했으나 2010년 이후 SPA의 공격적인 시장 진출, 합리적 소비 지향, 경기 부진 영향 등으로 침체를 면치 못하고 있다. 한마디로 우리나라의 현재 모습이 20년 전 일본과 너무 닮아있다.

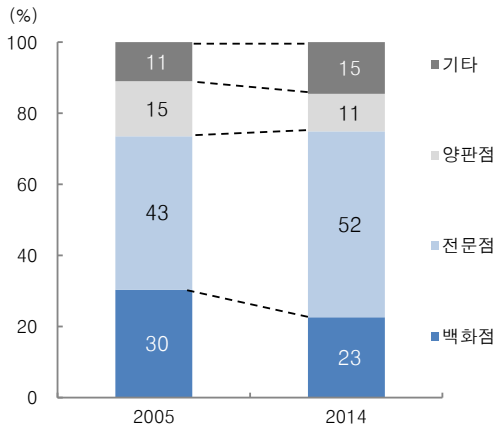
1990년대 일본은 ZARA, GPA, H&M 등 SPA 브랜드들이 대거 유입되었고 이들 브랜드는 경기 불황으로 소비가 위축된 소비자들에게 합리적인 소비의 대안으로 부상했다. 이에 따라 기존 의류 유통의 주요 구매 채널이었던 백화점이 절대 지위를 상실했고, 여기에 SPA 입점에 더 적합한 대형 복합쇼핑몰이 백화점의 대안으로 크게 늘면서 상대적으로 로컬 브랜드들의 설자리는 점점 줄게 되었다. 즉 소비 경기와 새로운 대안 채널이 의류 유통 시장의 변화를 가져온 셈인데, 이는 현재 우리 시장의 모습이기도 하다.

백화점 유통 비중은 1990년대 50%에 달했으나 2000년 들어 30%로 하락하였고 2010년에 25%까지 줄어들었다. 반면 SPA 브랜드들의 활약으로 전문점 비중은 2000년에 40%에서 2010년 50%로 확대되었다. 우리나라도 2000년대 초반 40% 수준이던 백화점 비중은 지난 해 27%까지 하락했으나 반대로 전문점 비중은 47%에서 58%까지 확대됐다.

이런 가운데 일본에서 의류 평균 구매 단가 하락 현상이 나타났는데, 1999년 평균 구입 가격이 남성정장 49,200엔, 여성정장이 34,700엔이었으나 2009년에 남성 38,100엔, 여성 24,200엔으로 각각 23%, 30% 하락했다. 이는 연평균 대략 3~4% 가격 하락을 의미하며 같은 기간 일본 전체 의류 시장의 시장 감소 폭과도 일치한다.

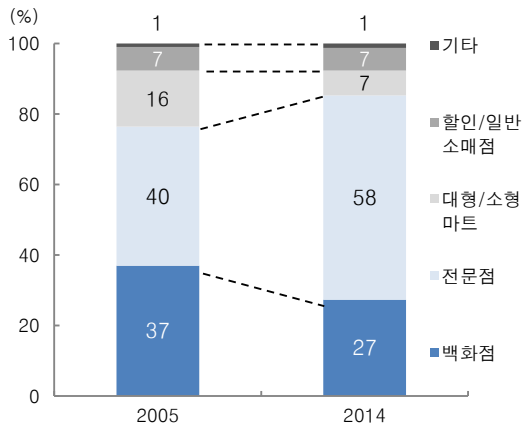
즉, 고도의 경제 성장기에 중고가 의류 품목을 주로 취급하며 성장했던 백화점 채널은 더 이상 양적 성장을 기대하기 어려운 채널이 되었다. 시장은 다양한 대안 채널의 등장으로 구매 가격 하락과 시장 축소 상황을 맞이한 것이다.

그림 12. 일본 의류 유통구조



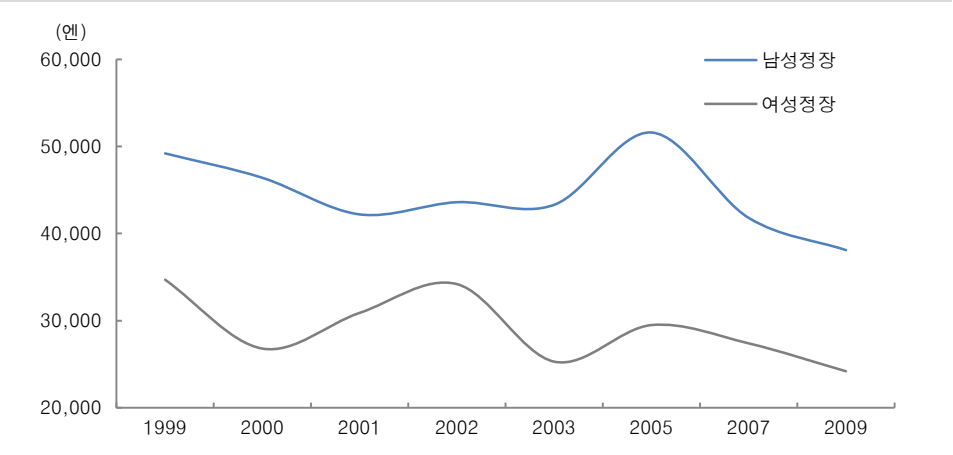
자료: 아노경제연구소, 대신증권 리서치센터

그림 13. 한국 의류 유통구조



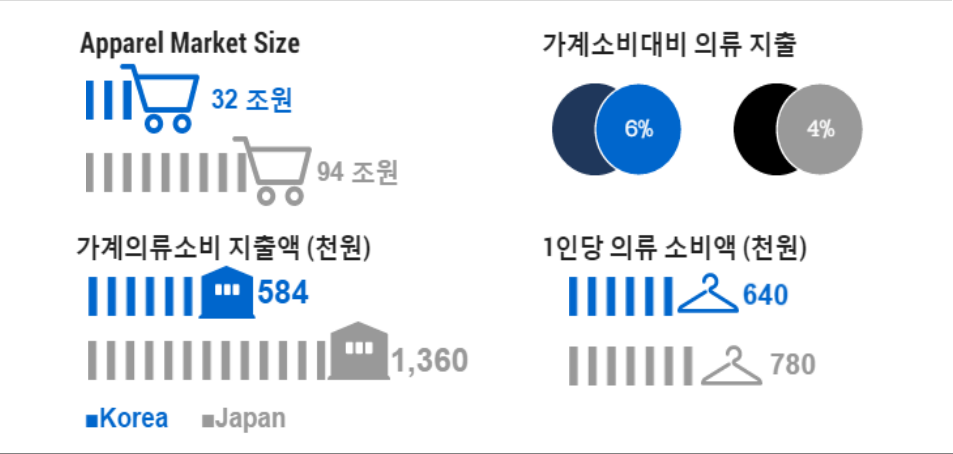
자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

그림 14. 일본 의류 구매 단가 추이 (남녀 정상 기준)



자료: 일본 의류 산업 연구회, 대신증권 리서치센터

그림 15. 한국 vs. 일본 의류 시장 비교



자료: 통계청, 일본총무성, 대신증권 리서치센터

국내 의류산업 향후 전망

국내 의류산업도 일본
의 전철을 밟을 것

일본 의류 시장 규모는 약 94조원으로 우리나라의 32조원에 비해 크지만 인구를 고려한 실질 구매력을 기준으로 비교할 경우 우리나라 대비 규모가 더 작다. 이는 앞서 언급한 대로 일본의 장기 불황 여파에 SPA 브랜드의 시장 도입이 우리나라에 비해 빨라 저가 의류 제품에 대한 소비자들의 기본 수요가 훨씬 폭넓게 형성돼있고, 우리나라의 의류 유통 비용이 일본에 비해 비싸 옷 값이 높은 수준이기 때문이다.

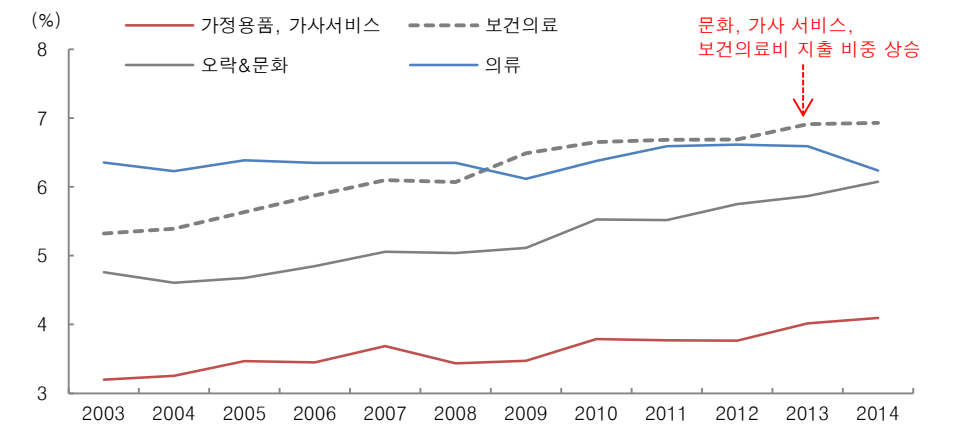
일본 의류업체의 지난 20년간 흥망성쇠 과정을 통해 우리나라 의류 산업의 향후 모습을 가늠해 볼 수 있다. 향후 국내 의류 시장은

- 1) 문화활동, 여가에 대한 지출 증가로 합리적 의류 소비 경향이 더욱 확산
- 2) 고가와 저가 SPA 시장 양극화로 평균 구매단가 하락
- 3) 이에 따라 증가 mass market의 축소
- 4) 저성장 타격을 위해 브랜드 개발 대신 라이선스, 혹은 단순 판권 유치 증가

등이 예상된다. 불황을 극복하기 노력의 일환으로 차별적인 MD를 갖춘 라이프스타일샵 (혹은 편집샵) 등의 틈새시장 진출도 지속적으로 확대될 전망이다.

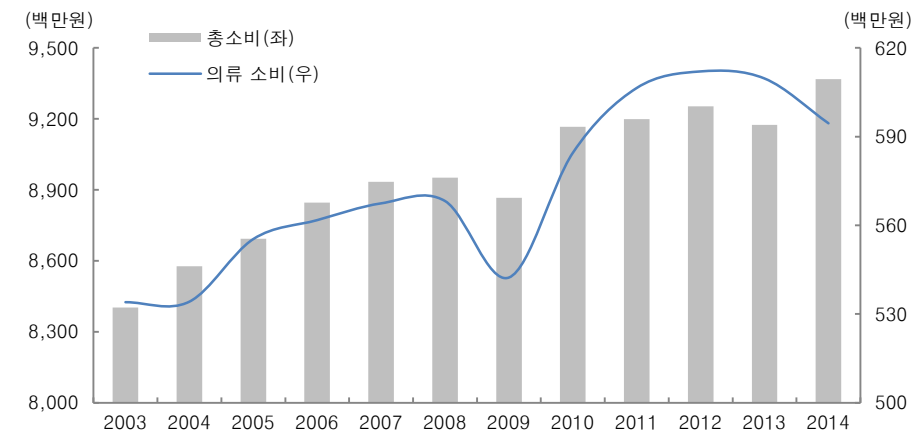
다만 국내 의류업체가 일본의 전철을 따라가더라도 일본에 비해 상황은 나쁘지 않을 것으로 전망되는데, 이는 국내 경기 침체 상황이 과거 일본식 불황과 달라 일본처럼 가계 의류 소비가 호황기 대비 절반까지 줄어드는 극단적인 상황은 맞이하지 않을 것으로 보이기 때문이다. 국내 의류 시장 성장률은 증가 시장의 감소에도 불구하고 SPA 시장의 확대, 일부 고가 브랜드의 성장으로 현 수준의 시장 규모는 유지할 것으로 전망된다.

그림 16. 한국 가계 품목별 지출 비중 추이



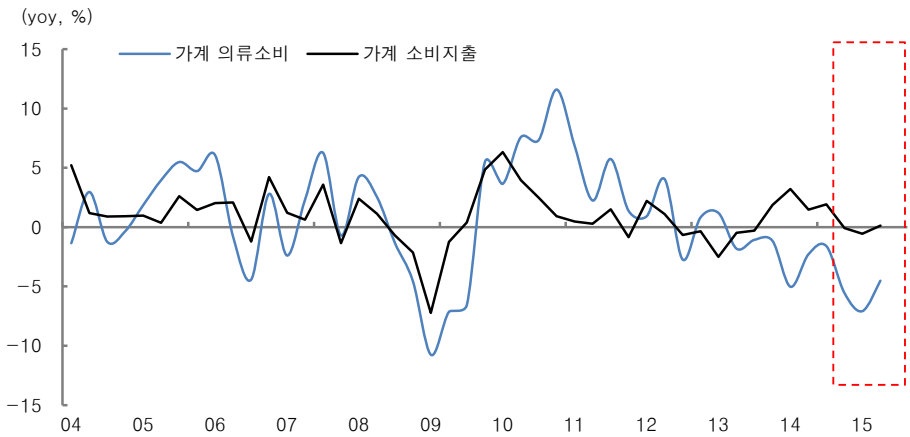
자료: 통계청 대선통권 리서치센터

그림 17. 한국 가계 총 소비 vs. 의류 소비(절대금액)



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

그림 18. 한국 가계 총 소비 vs. 의류 소비(증가율)



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

투자 아이디어 – 내수 시장은 고가 브랜드가 기회 요인 더 많아...

국내업체들은 저가 SPA 시장 보다 고가 시장에서 상대적으로 기회 요인이 많을 듯

내수 브랜드 기업 중 Top pick으로 한섬 (020000) 제시

신세계인터내셔널 (031430)과 LF(093050) 투자 의견 Marketperform 유지

고가-저가로 양분되는 국내 시장에서 우리 기업들은 상대적으로 고가 브랜드 시장에서 기회 요인이 더 많다고 판단한다. 저가 시장은 전세계 시장을 이미 확보한 SPA와 소싱 경쟁이 되지 않기 때문이다. 그러나 고가 브랜드의 경우 원가 경쟁이 필요 없어 상대적으로 제한적인 시장에서도 성공 가능성이 높다. 다만 이 경우도 브랜드 기획력이 기본적으로 전제되어야 한다.

이러한 맥락에서 당사는 국내 브랜드 기업 중 한섬(020000, BUY, TP 53,000원)을 top pick으로 제시한다. 동사는 고가 의류 기업으로 경기 등 외부 변수 요인과 무관하게 고성장-마진 개선 추세를 보이고 있다. 여기에 현대백화점 그룹의 captive market까지 갖추고 있어 향후 이를 활용한 다양한 사업 확장이 가능하다.

신세계인터내셔널(031430, Marketperform, TP 110,000원)의 경우 라이프스타일샵을 통해 유통의 변화 추세에 가장 잘 대응하고 있다. 다만 내수 사업부의 적자 지속으로 이익 개선 강도가 약해 오랜 기간 valuation 부담에서 벗어나지 못하고 있다는 점이 단점이다.

LF(093050, Maketperform, TP 34,000원)는 Sector내 대형 의류 기업 중 증가 의류 비중이 가장 높아 변화 흐름에 가장 취약한 상태다. 보유하고 있는 2,500억원의 순현금을 통해 저가 온라인 시장에서 진출하는 등 다양한 M&A를 시도하고 있으나 아직 유의미하지 않다. 현 추세가 유지될 경우 장기적으로 valuation trap에 갇힐 가능성이 크다.

표 2. 국내 주요 브랜드 기업

기업	브랜드 포지셔닝	브랜드 기획력	유통채널 경쟁력 (라이프스타일샵 확장성)	브랜드 M&A 등 신규 투자 여력 평가
한섬 (020000)	고가중심	상	중상	시총 대비 순현금 비중 15%
BUY TP 53,000원				시총 대비 보유 부동산 장부가치 30%
신세계인터내셔널 (031430)	증가	중	상	시총 대비 보유 부동산 장부가치 35%
Marketperform TP 110,000원	일부 고가			
LF (093050)	증가	중	하	시총 대비 순현금 비중 25%
Marketperform TP 34,000원	일부 고가			시총 대비 보유 부동산 장부가치 35%

주: 보유 부동산은 대부분 매장과 같은 영업용 설비이나 필요 시 즉시 현금화 가능 자산임
자료: 각사, 대신증권 리서치센터

일본 기업사례 1. Fast Retailing(9983 JP)

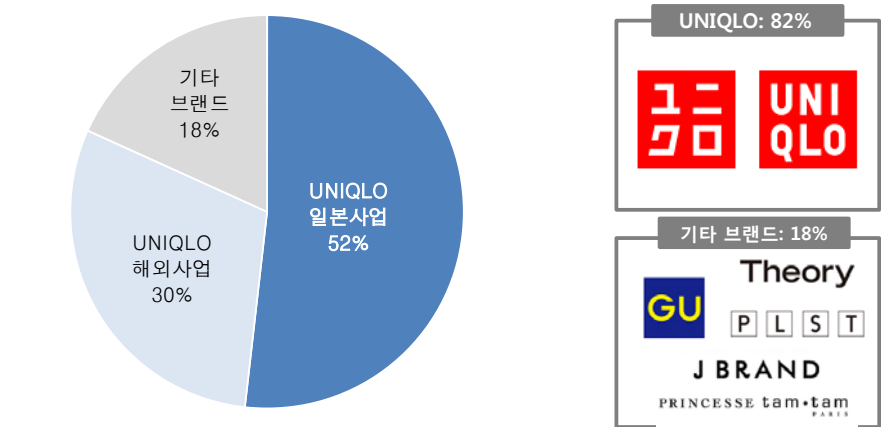
기본 스타일과 기능성에
초점, 글로벌 SPA 브랜드
로 성장

일본의 1위 의류업체인 패스트리테일링사는 지난 1949년에 설립되었으며 기본 스타일에 기능성을 더한 디자인으로 유명하다. 1997년 미국 GAP사의 SPA 사업전략을 도입하여 UNIQLO 브랜드를 런칭했다. 현재 UNIQLO는 ZARA, H&M, 그리고 GAP에 이어 글로벌 SPA 부문에서 4위를 차지하고 있다. 동사는 지난 2010년 발열 보온 의류 ‘히트텍’ 시리즈 출시로 전세계 9,000만점 이상 판매를 기록하였고 2011년에는 ‘울트라 라이트 다운’ 점퍼, 2012년 ‘후리스’ 등으로 대히트를 이어갔다.

동사 제품의 특징은 한마디로 1) 저렴한 가격, 2) 기본 스타일에 주력, 3) 다양한 기능성 제품으로 요약할 수 있는데, 저가품목임에도 불구하고 매 시즌마다 몇 개의 주력 품목이 전세계적으로 히트를 치면서 2007년 5,865억엔이었던 매출액은 2014년 1조 6,818억엔까지 급증했다. 영업이익률은 일본 중고가 브랜드 평균 영업이익률 3~5% 대비 높은 10%의 수준을 보이고 있다. 즉 의류 업계에서 글로벌 진출과 이에 따른 규모의 경제 효과가 얼마나 중요한지 입증한 셈이다.

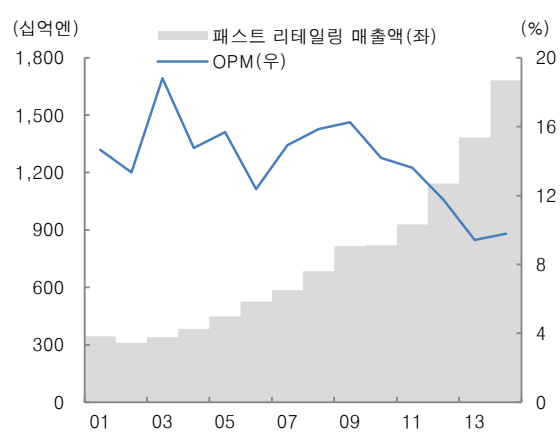
동사는 지난 2004년에 미국 컨템포러리 브랜드 ‘Theory’인수를 시작으로 중고가 시장도 진출하였다

그림 19. 패스트리테일링 주요 브랜드 및 비중



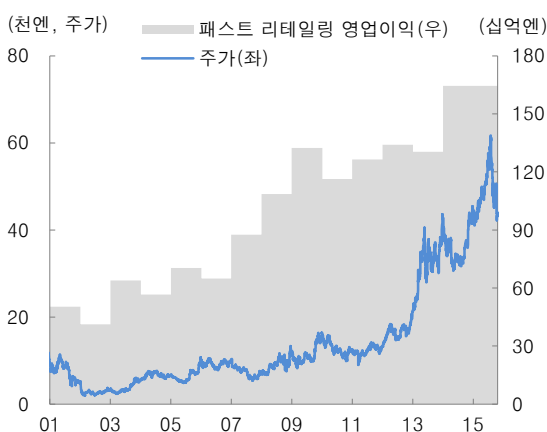
자료: 패스트리테일링 대신증권 리서치센터

그림 20. 패스트리테일링 실적 추이



자료: Bloomberg 대신증권 리서치센터

그림 21. 패스트리테일링 주가 흐름



자료: Bloomberg 대신증권 리서치센터

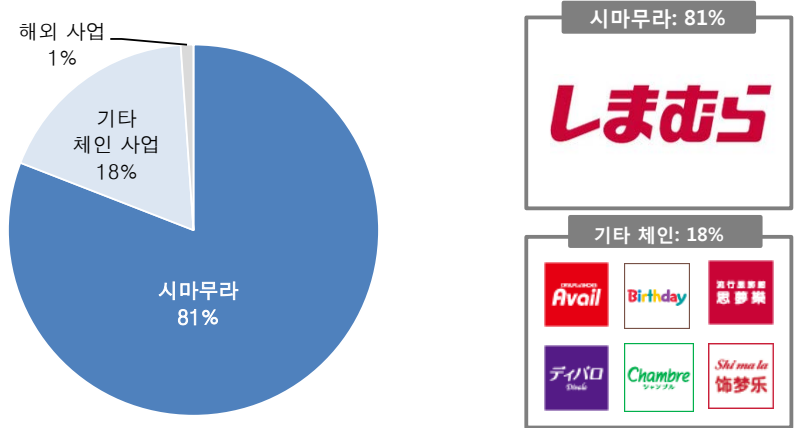
2. 시마무라 (8227 JP)

출발선은 UNIQLO와 동
일 지금은 전혀 다른
상태

일본 캐주얼 의류체인 2위 업체인 시마무라는 전 연령대를 타겟으로 하는 저가 캐주얼 의류 및 신발 기업이다. 지난 2007년 매출액이 4,110억엔으로 1위 기업인 패스트리테일링사의 5,865억엔과 비슷하였으나 단순 저가 브랜드로 자국 시장에 안주하면서 2014년 매출액은 패스트리테일링사의 1/4 수준까지 격차가 벌어졌다. 그러나 일본 내 시장에서 매출은 꾸준히 증가하였는데, 최근 10년간 연평균 매출 성장률은 4%를 기록했으며 특히 2007년부터 소비세 인상 직전인 2012년까지 5년간 연평균 성장률은 11%에 달해 평균 시장 성장률 보다 훨씬 높은 성장세를 보였다.

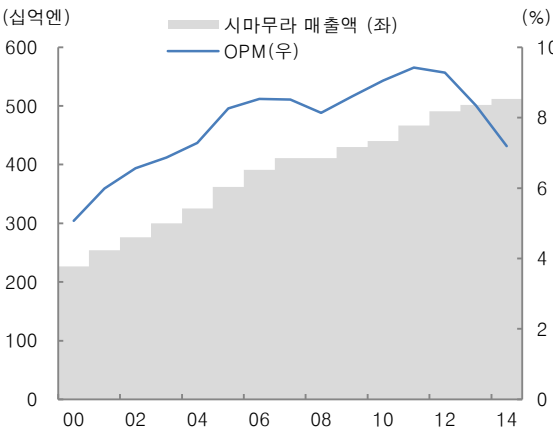
동사는 저가 캐주얼 시장에서 규모의 경제를 바탕으로 MS를 꾸준히 확대하는 동시에 기존의 주요 채널이었던 교외 쇼핑센터에서 최근에는 도심부 공략에 주력하며 성장을 꾀하고 있다. 영업이익률은 8~9% 수준으로 저가 의류임에도 불구하고 비교적 안정적인 마진을 유지하고 있는 것으로 보인다.

그림 22. 시마무라 주요 브랜드



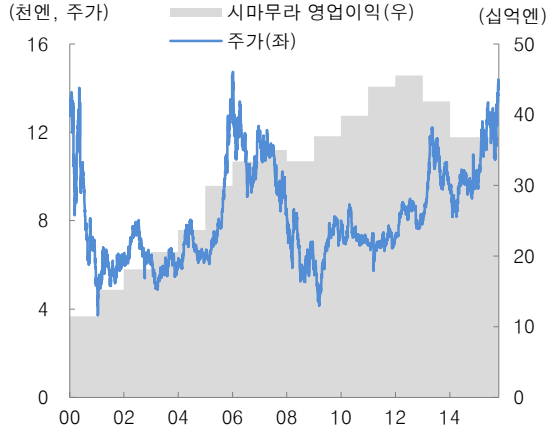
자료: 시마무라, 대신증권 리서치센터

그림 23. 시마무라 실적 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 24. 시마무라 주가 흐름



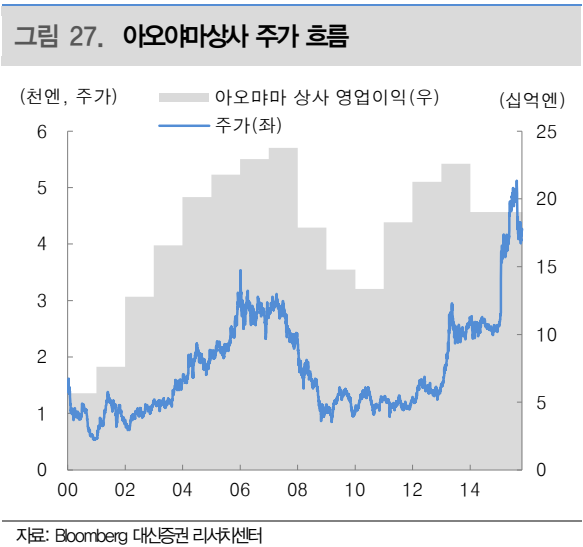
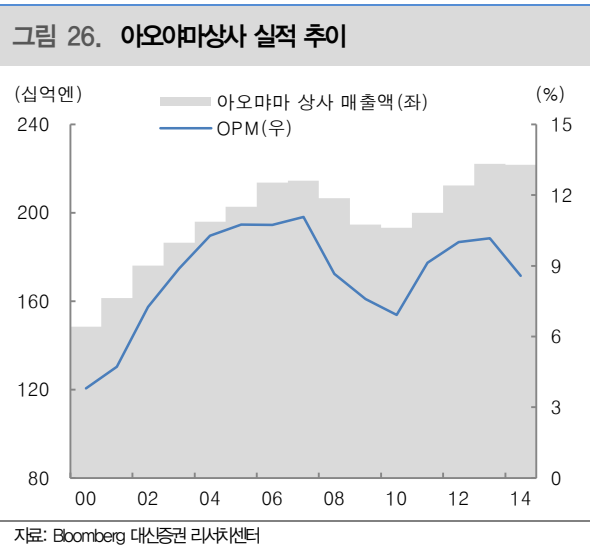
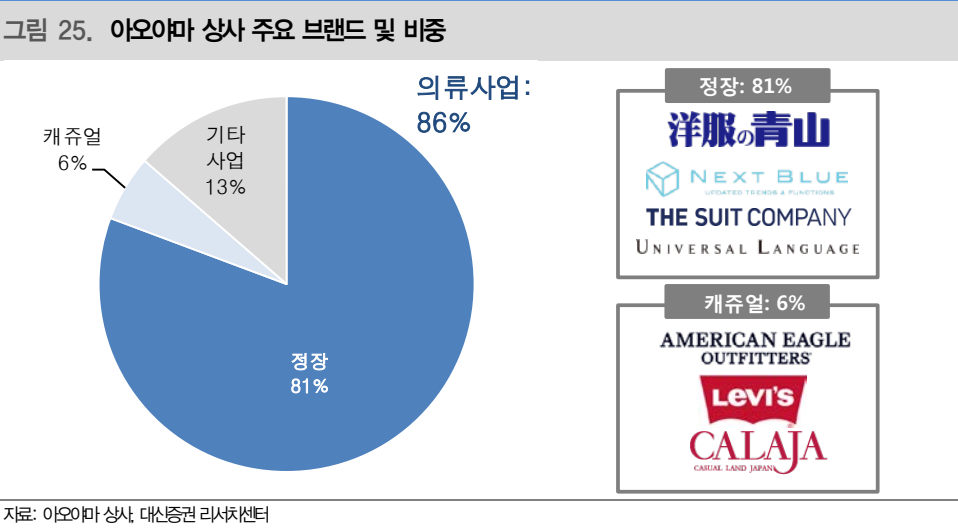
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

3. 아오야마 상사 (8219 JP)

일본 신사복 1위 업체로
연령대별 다른 가격대
전략

아오야마 상사는 일본 신사 복장복 1위 업체로 패스트리테일링과 시마무라에 이어 3위 규모를 기록 중이다. 동사는 고급 제품을 합리적인 가격에 제공한다는 취지 아래 젊은 층을 대상으로 1~3만엔대 저가 양복을 출시하는 반면, 중년층을 대상으로 3~10만엔대의 고가 양복을 출시하는 등 연령대별로 다른 브랜드 운영 전략을 펴하고 있다. 이 밖에도 캐주얼 브랜드인 CALAJA를 보유 중이며 글로벌 브랜드인 Levi's, American Eagle Outfitters 등에 대한 일본 내 라이선스 사업권도 갖고 있다. 주요 사업인 남성 정장부문은 지난해 기준 전체 매출의 76%를 차지하고 있는데 경기에 민감한 신사복 시장에서 비교적 꾸준한 실적을 시현 중이다.

동사는 소비세 인상 이후 감소한 의류 소비와 구조적 성장 한계에 직면한 남성 정장 시장에 대응하기 위해 여성정장과 캐주얼 사업에 집중하고 있으며 식음료 및 해외 사업 진출로 사업을 다각화하고 있다.



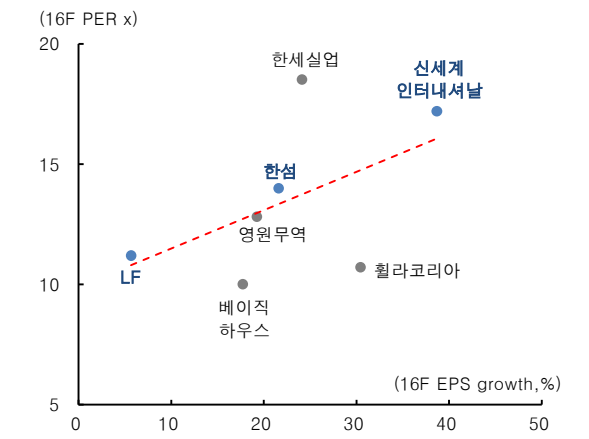
Valuation

표 3. 의류 커버리지 기업 Valuation 비교

		한섬 (020000)	한세실업 (105630)	영원무역 (111770)	휠라코리아 (081660)	베이직하우스 (084870)	신세계 인터내셔널 (031430)	LF (093050)
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Marketperform	Marketperform
목표주가		53,000원	70,000원	63,000원	137,000원	20,000원	110,000원	34,000원
주가 (15.11.02)		38,700원	53,800원	45,050원	98,800원	9,800원	107,500원	31,450원
시가총액(십억원)		953	2,152	1,996	1104	204	768	920
매출액 (십억원)	14A	525	1,313	1,246	797	550	912	1,460
	15F	596	1,589	1,671	865	610	1,019	1,577
	16F	681	1,944	2,058	965	659	1,120	1,645
영업이익 (십억원)	14A	46	93	186	94	28	16	96
	15F	64	128	212	101	7	26	95
	16F	79	162	252	105	35	38	102
PER(배)	14A	21.3	25.7	18.3	19.6	14.8	39.8	10.7
	15F	12.2	23.0	15.3	13.9	59.7	23.8	11.8
	16F	14.0	18.5	12.8	10.7	10.0	17.2	11.2
PBR(배)	14A	1.0	4.8	2.4	2.1	1.2	1.8	0.9
	15F	1.2	5.3	1.9	1.5	0.9	1.5	0.9
	16F	1.1	4.1	1.7	1.4	0.8	1.4	0.8
EV/EBITDA(배)	14A	13.6	15.9	10.2	13.5	5.8	26.8	4.9
	15F	11.8	16.1	8.5	11.7	7.1	18.1	5.1
	16F	9.8	12.8	7.3	11.6	4.2	13.4	5.1
ROE(%)	14A	5.0	20.5	14.1	11.0	8.8	4.6	8.6
	15F	9.8	25.3	13.6	11.4	1.5	6.6	7.9
	16F	7.9	24.8	14.0	13.3	8.3	8.5	7.8
ROA(%)	14A	4.5	12.7	14.2	9.3	5.8	1.9	7.1
	15F	5.8	15.5	14.5	9.4	1.4	2.9	6.7
	16F	6.7	17.7	15.5	9.1	6.7	4.1	6.9

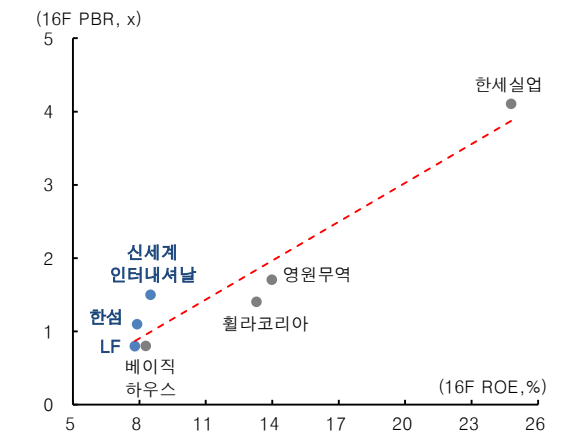
주: K-FRS 연결기준, 한섬의 2015년 PER은 일회성 이익 제외한 수정 PER 기준임.
자료: 대신증권 리서치센터

그림 28. Coverage 7개사 PER-EPG



자료: 대신증권 리서치센터

그림 29. Coverage 7개사 PBR-ROE



자료: 대신증권 리서치센터

표 4. 글로벌 브랜드 기업 Valuation 비교

		한샘 (020000 KS)	신세계 인터내셔널 (031430 KS)	LF (093050 KS)	VF Corp (MFC US)	Polo (RL US)	GAP (GPS US)	Nike (NIKE US)
매출액 (십억원 USDmn.)	14A	525	912	1,460	12,282	7,620	16,435	30,601
	15F	596	1,019	1,577	12,732	7,604	16,442	30,521
	16F	681	1,120	1,645	13,817	7,603	16,258	32,584
영업이익 (십억원 USDmn.)	14A	46	16	96	1,438	1,035	2,083	4,175
	15F	65	26	95	1,907	1,024	2,049	4,182
	16F	79	38	102	2,137	877	1,877	4,640
PER(X)	14A	21.3	39.8	10.7	24.3	19.0	13.9	25.9
	15F	16.8	23.8	11.8	22.5	14.2	11.7	31.7
	16F	14.0	17.2	11.2	19.7	16.0	12.0	27.0
PBR(X)	14A	1.0	1.8	0.9	5.8	3.5	5.5	6.2
	15F	1.1	1.5	0.9	5.6	2.4	5.8	7.7
	16F	1.1	1.4	0.8	5.0	2.5	4.8	6.5
EV/EBITDA(X)	14A	13.6	26.8	4.9	19.1	8.5	5.9	17.1
	15F	11.6	18.1	5.1	14.6	6.8	5.5	19.1
	16F	9.8	13.4	5.1	12.9	7.7	5.8	17.3
ROE (%)	14A	5.0	4.6	8.6	17.9	19.9	43.0	24.5
	15F	10.0	6.6	7.9	24.7	17.0	42.0	27.1
	16F	7.9	8.5	7.8	26.6	15.2	39.0	27.8
ROA(%)	14A	4.5	1.9	7.1	10.3	13.5	16.7	14.9
	15F	5.9	2.9	6.7	13.9	12.2	16.2	20.0
	16F	6.7	4.1	6.9	15.6	10.8	14.7	18.8

주: K-IFRS 연결기준, 한샘의 2015년 PER은 일회성 이익 제외한 수정 PER 기준임
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

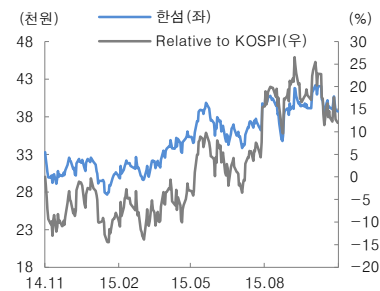
한섬
(020000)

유정현
cindy101@dshin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
목표주가 53,000
유지
현재주가 38,700
(15.11.02)
섬유의복업종

KOSPI	2,035.24
시가총액	953십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	42,200원 / 27,650원
120일 평균거래대금	34억원
외국인지분율	17.37%
주요주주	현대홈쇼핑 34.64% 국민연금 13.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.6	-2.6	9.6	20.6
상대수익률	-9.6	-2.9	14.6	16.4



여러모로 독보적이다

투자의견 매수, 목표주가 53,000원 유지

- 투자의견 '매수'와 목표주가 53,000원(12MF EPS 기준 P/E 20배)을 유지함. 최근 내수주 전반적으로 실적 부진이 예상되나 동사는 3Q 양호한 실적과 구조적인 성장 모멘텀을 바탕으로 향후 차별화된 주가 흐름 예상됨

올해 상반기 가계 의류 소비 5.8% 감소 vs. 동사 브랜드 매출 14.6% 증가

- 상반기 국내 의류 소비 부진에도 불구하고 동사의 기존 자사 브랜드는 15% 성장하며 시장과 상반된 흐름을 보임. 이를 단순 출점 효과에서 비롯된 것으로 시장에서 일부 오해

- 올해 늘어나는 85개 매장 중 기존 자사 브랜드 매장은 약 30개 내외로 추정(yoy +7~8%). 그러나 동 부문의 매출 증가율은 15%에 달함. 즉 출점 효과를 제외해도 점당 매출액이 7% 가량 증가한 것임

- 이 부분에서 동사의 경쟁력이 업계 최고 수준임을 알 수 있음. 동사의 주요 유통 채널인 백화점의 여성·남성 정장의 매출액이 지난 상반기 평균 각각 yoy 5.2%, 7.6% 감소한 점을 보면 동사의 브랜드 운영 능력에 대한 평가는 더욱 명확해짐

자신만의 영역 확고, 변하는 시류와 상관없이 프리미엄 소비재 기업으로 계속 upgrade 중

- 소비의 저성장 기조와 국내 의류 시장의 경기 취약성, 글로벌 SPA 브랜드들의 공략 등으로 국내 브랜드 업계의 성장을 확산하기 어려운 상황

- 그러나 동사는 올해부터 현대홈쇼핑 전용 브랜드 〈MOTHAN〉 런칭 등 성장에 대해 더욱 적극적인 행보를 보이고 있음

- 결론적으로 동사는 최고의 브랜드 기획력과 계열사 활용, 그리고 마진 개선까지 성장과 이익 개선 모두를 충족시키는 구조적 성장 구간에 접어들음

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	471	525	597	682	776
영업이익	50	46	65	79	92
세전순이익	55	54	106	92	105
총당순이익	41	36	80	69	79
지배지분순이익	44	38	80	69	79
EPS	1,782	1,527	3,235	2,798	3,200
PER	17.7	21.3	12.0	13.8	12.1
BPS	29,847	31,089	34,039	36,553	39,470
PBR	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
ROE	6.1	5.0	9.9	7.9	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

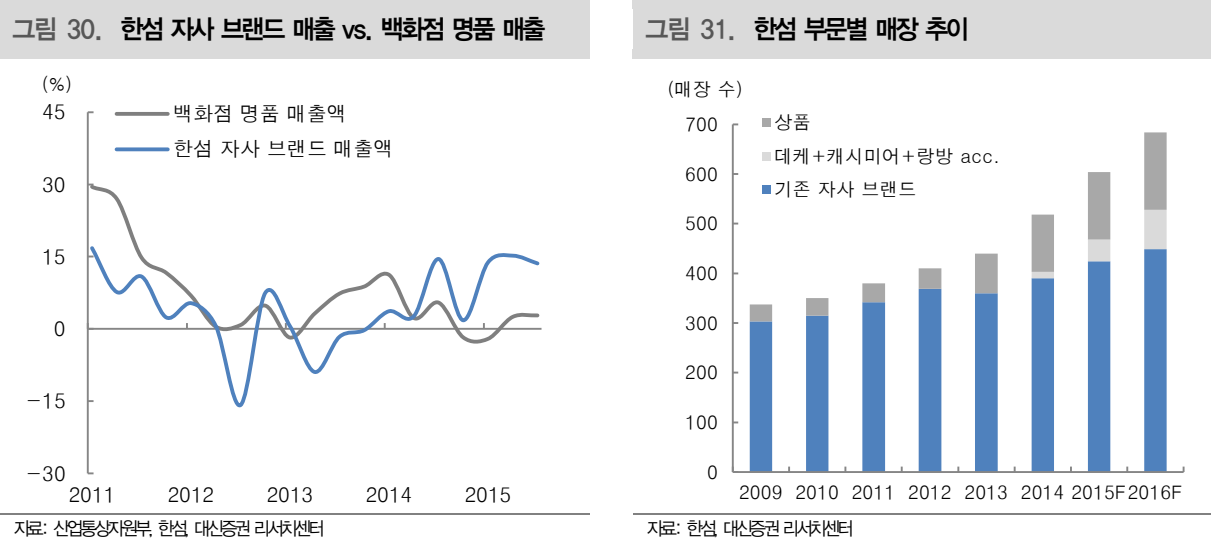
동사에 대한 시장의 오해 몇 가지

자사 브랜드 부문의
성장 요인은 출점이
아니라 높은 기존점
성장률

동사는 올해 약 85개 매장을 추가로 오픈할 계획이다. 이는 지난해 대비 16.5% 증가한 것으로 계획대로라면 연말까지 매장은 총 620개가 된다. 올해 상반기 동사의 자사 브랜드 부문은 15% 성장(그림 30번) 하였는데 이를 단순 출점 효과에서 비롯된 것으로 오해하는 경우가 많다. 올해 새로 오픈하는 약 100개 매장 중 자사 브랜드 매장은 약 30개 내외로 전년 대비 7-8% 증가에 불과하나 동 부문의 매출 증가율은 15%에 달했다. 즉 출점 효과(약 +8%)를 빼고 봐도 점당 매출액이 7% 가량 증가한 것이다.

바로 이 부분에서 동사의 경쟁력이 업계 최고 수준임을 알 수 있다. 동사의 주요 유통 채널인 백화점의 여성·남성 정장의 매출액이 지난 상반기에 평균 각각 yoy 5.2%, 7.6% 감소한 점을 보면 동사의 브랜드 운영 능력에 대한 평가는 더욱 명확해진다.

2011년 이후 국내 의류 시장이 고가와 저가 시장으로 양분되는 구조적 변화 속에서 일관적인 고가 가격 정책을 유지해 온 동사는 지난해 하반기부터 소비자 배수(mark-up)가 높은 자사 브랜드(제품)가 크게 성장하면서 전사 영업이익률이 개선되는 구조로 다시 복귀하였다. 영업이익률 개선에는 수입 브랜드(상품) 부문의 효율 상승도 크게 기여한 것으로 파악되나 기본적으로 수입 브랜드 대비 자사 브랜드의 mark-up이 30% 이상 높기 때문에 자사 브랜드 매출 증가는 그 기업의 경쟁력 및 수익성 향상에 가장 중요한 기본 요소라고 할 수 있다.



수입 브랜드 부문 수익성 개선이 전체 영업이익률 상승에 기여

수입브랜드 유통확대:
captive market 활용,
2016년부터 흑자전환
전망

현대백화점으로 편입된 후 수입 브랜드를 주축으로 신규 전개 브랜드가 증가함에 따라 이에 따른 인원 충원과 매장 확충이 그동안 비용 부담으로 작용했다. 현대백화점 그룹 편입 전 527명이었던 직원수는 지난해 744명으로 증가했는데 충원된 217명이 대부분 수입 브랜드 사업을 위해 채용된 고급 MD 인력과 디자이너 인력으로 매출액 대비 인건비 비중은 2012년 3.5%에서 지난해 5.7%까지 상승했다. 매장도 2013년 말 440개에서 2014년 514개, 올해 말까지 약 620개로 매년 약 20%씩 증가하고 있다.

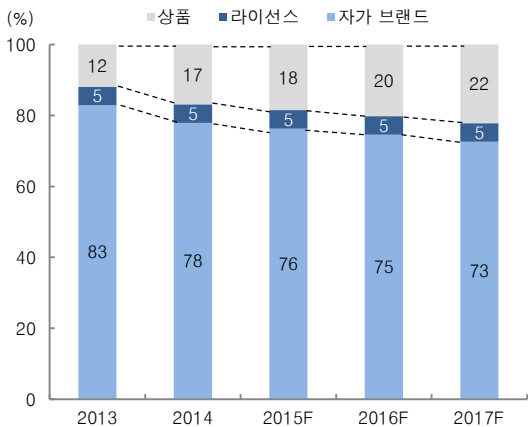
수입 브랜드 전개 시 기본적으로 1년 6개월 이상 매출비용만 발생하기 때문에 인건비 증가 부담이 크게 늘면서 지난 3년간 감익 상황이 지속되었으나 지난해 3Q부터 본격적으로 매출이 늘기 시작함에 따라 12개 분기 만에 영업이익이 전년 동기 대비 증가세로 전환되었다.

동사의 자사 브랜드 부문과 라이선스 부문의 평균 영업이익률이 각각 15%, 10% 수준임을 고려하면 현재 수입 브랜드 부문은 여전히 적자 상태인 것으로 추정된다. 일반적으로 수입 브랜드 유통 사업이 흑자 전환하는데 2.5년 정도 걸리기 때문에 수입 브랜드 사업은 올해 연중에 BEP를 넘어설 것으로 예상되며 내년부터는 연간 흑자 전환이 가능할 것으로 보인다.

수입 브랜드 전개는 상품 매출 원가에 일정 마진을 붙여 유통하는 사업으로 매출이 일정 궤도에 올라서면 평균 4~5% 수준의 영업이익률이 확보되는 사업이기 때문에 동 사업의 수익성 개선은 시간이 해결해 줄 문제라고 판단된다. 동사는 수입 브랜드 매출 비중을 30%까지 확대할 계획이며 포트폴리오 다양화 측면에서 액세서리와 남성복 신규 브랜드 발굴에 집중할 것으로 보인다.

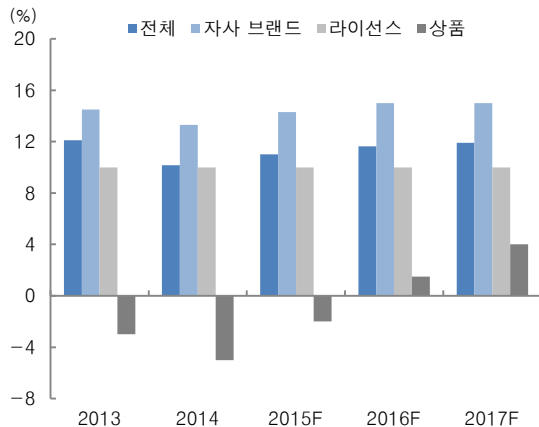
수입 브랜드(상품) 부문 매출 증가에 따른 레버리지 효과로 전사 영업이익률은 올해, 내년에 연간 약 0.5~1%p씩 개선될 것으로 전망되며 수입 사업부문의 효율이 최대치에 이를 것으로 예상되는 2017년부터는 영업이익률 개선 속도가 다소 둔화될 것으로 보인다.

그림 32. 매출구성 변화율



자료: 한성 대산증권 리서치센터

그림 33. 부문별 영업이익률



주: 부문별 영업이익률은 회사측 실적에 근거하여 당사가 추정한 수치임
자료: 한성 대산증권 리서치센터

3Q15 실적 Preview & 4Q 전망

전 부문 고른 성장으로
3Q 매출액 20% 이상
성장 전망

지난 상반기 일반 총 의류 소비 부진과 MERS 영향에도 별도 기준 동사 총 매출액은 yoy 16.6% 성장(자사 브랜드 yoy +14.4%, 수입 브랜드 yoy +32.7%)했다. 이는 앞서 언급한 대로, 출점 효과 외에도 기존의 동사 브랜드 매출이 yoy +7% 이상 증가했기 때문이다. 주요 유통채널인 백화점의 동기간 성장률이 yoy -2.2%였고 경쟁 브랜드들의 부진했던 점을 고려하면 매우 양호한 실적이다.

3Q 매출액은 기존 브랜드의 매출 호조가 이어지는 가운데 신규 브랜드의 가파른 매출 성장세가 더해지며 yoy 20% 이상 증가한 것으로 추정된다. 산·구 브랜드의 조화로 영업 이익률도 yoy 2.1%p 개선되며 높은 이익 증가율이 예상되고 있다.

3Q까지 실적을 통해 경기 여건과 상관없이 성장을 보여줬다는 점에서 향후 실적 전망도 긍정적이다. 점당 매출 증가와 점포 확대로 하반기 총매출액은 yoy 17.2% 증가할 것으로 예상되며 영업이익률은 신규 수입 브랜드의 본격적인 매출 증가로 효율이 개선되며 지난해 10.2%에서 올해 10.6%, 내년 11.6%로 상승할 전망이다. 이에 따라 올해와 내년 별도 기준 영업이익은 각각 yoy 41.7%, 22.3% 증가하며 매출액 보다 더 큰 폭으로 개선될 전망이다.

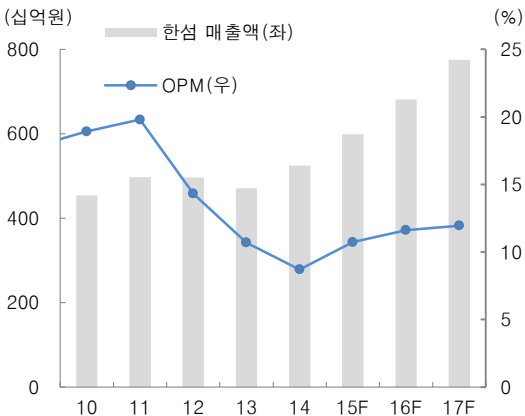
표 5. 한섬 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	129	108	104	184	152	120	121	213	525	605	691
영업이익	15	1	7	23	18	4	11	31	46	64	80
영업이익률 (%)	11.6	1.0	6.6	12.4	11.7	3.5	8.7	14.8	8.7	10.6	11.6
YoY (%)											
매출액	7.2	14.5	21.4	7.8	17.8	11.6	21.1	15.4	11.5	15.3	14.2
영업이익	-19.4	-70.3	3.3	6.4	19.1	254.8	53.2	37.6	-9.3	43.1	25.7

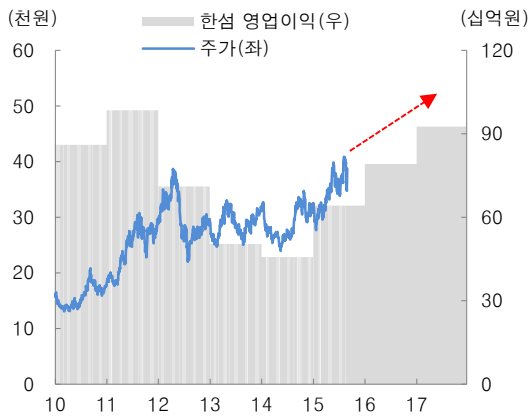
자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

그림 34. 한섬 실적 추이



자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

그림 35. 한섬 주가 vs. 영업이익



자료: 한섬, 대신증권 리서치센터

Valuation: 해외 사례를 통해 본 valuation re-rating 가능성

투자의견 매수, 목표주가 53,000원 유지

동사에 대해 투자의견 ‘매수’와 53,000원(12MF EPS 기준 P/E 20배)을 유지한다. 동사 주가는 연초 대비 절대 수익률 22%, KOSPI 상대수익률 16%를 기록하며 valuation re-rating이 진행되고 있다. 이는 브랜드 경쟁력 제고와 모그룹과의 전략적인 출점 전략으로 양호한 실적이 이어지고 있기 때문이다.

동사의 valuation re-rating 근거는 해외 사례에서 찾아볼 수 있다. 우리보다 앞서 저성장을 경험한 일본의 경우 내수 소비 부진으로 의류 시장이 지난 2005년~2014년 10년간 CAGR 기준 -0.9% 성장에 그쳤으나, 같은 기간 <UNIQLO> 제조사인 패스트리테일링은 매출이 연평균 16% 성장했으며 영업이익은 10%씩 증가했다. 이 시기에 동사의 주가는 절대 수익률 280%, 상대 수익률 51%를 기록하며 크게 상승했다.

한섬 브랜드의 글로벌 경쟁력이 아직 미미하다는 점에서 패스트리테일링사와 직접 비교하는데 이견이 있을 수 있다. 그러나 경기 요인과 무관하게 브랜드 전략만으로 성장하는 기업은 그 가치가 재평가된다는 점에서 같은 맥락으로 접근이 가능하다고 판단된다.

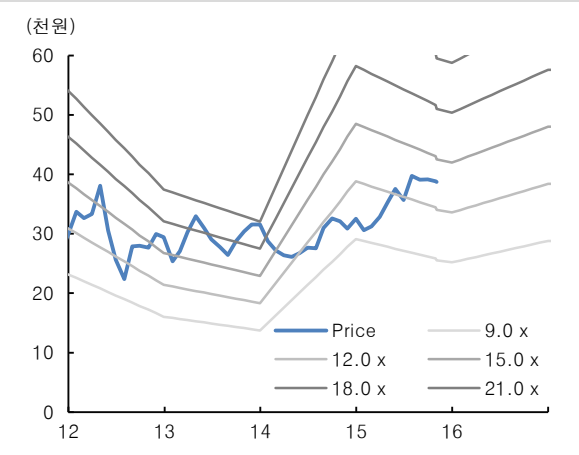
불리한 환경에서 성장의 자생력 확보한 기업으로 본격적 재평가 예상

우리나라도 본격적으로 저성장 국면에 접어들면서 소비 패턴이 가치 지향형으로 변하고 있다. 그러나 자신이 가치를 두는 품목에 과감히 소비를 하는 경향이 더 뚜렷해짐에 따라 브랜드 정체성이 모호한 중가대 의류 시장은 빠르게 줄어드는 반면 브랜드파워 면에서 최고로 꼽히는 동사의 제품들은 고가임에도 불구하고 지속적으로 성장하고 있다.

국내 브랜드 의류 시장이 소비 경기에 취약하고 글로벌 SPA 브랜드들의 공략으로 성장을 확신하기 어려운 상황에서 업계 최고의 브랜드 기획력에 의한 자사 브랜드 매출 증가, 그리고 수입 브랜드 사업부의 수익성 개선까지 동사는 올해부터 성장과 수익성 개선 모두를 충족시키는 구조에 접어들었다.

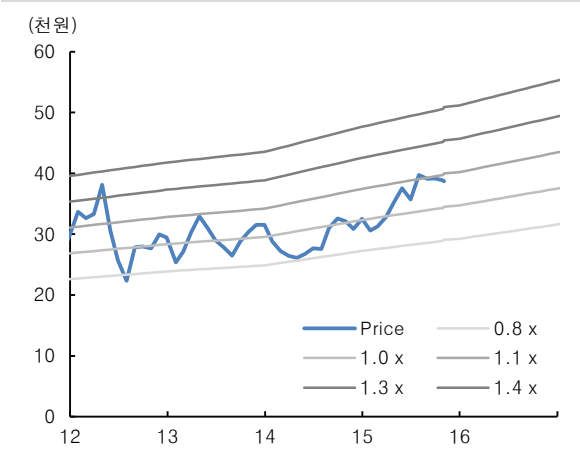
동사에 대해 단순히 출점 효과에 따른 성장의 논리는 적절치 않다. 신규 백화점이 개장할 경우 경쟁사도 출점 기회가 생기므로 그 수혜는 마찬가지로 때문이다. 결국 자사 브랜드가 외부 변수와 상관없이 얼마나 지속 성장이 가능한 지 그 여부가 주가의 key driver가 될 것이며 그런 점에서 동사의 valuation re-rating은 이제부터 본격적으로 진행 될 것으로 예상된다.

그림 36. 한섬 PER band



자료: 한섬 대산증권 리서치센터

그림 37. 한섬 PBR band



자료: 한섬 대산증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	471	525	597	682	776
매출원가	202	229	250	282	320
매출총이익	269	296	347	400	456
판매비와관리비	218	250	282	321	364
영업이익	50	46	65	79	92
영업외수익	10.7	8.7	10.9	11.6	11.9
EBITDA	64	66	85	99	113
영업외손익	5	8	41	13	13
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	5	4	7	7	7
외환관련이익	0	1	0	0	0
금융비용	-3	-4	-4	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	3	8	38	8	8
법인세비용차감전순이익	55	54	106	92	105
법인세비용	-14	-18	-27	-23	-26
계속사업순이익	41	36	80	69	79
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	36	80	69	79
당기순이익률	8.7	6.9	13.3	10.1	10.1
비재계분순이익	-3	-1	0	0	0
재계분순이익	44	38	80	69	79
매도금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	43	36	79	68	78
비재계분포괄이익	-3	-1	0	0	0
재계분포괄이익	46	37	79	68	78

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,782	1,527	3,235	2,798	3,200
PER	17.7	21.3	12.0	13.8	12.1
BPS	29,847	31,089	34,039	36,553	39,470
PBR	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0
EBITDAPS	2,608	2,662	3,437	4,029	4,569
EV/EBITDA	135	136	11.5	9.7	8.4
SPS	19,115	21,311	24,227	27,675	31,497
PSR	1.7	1.5	1.6	1.4	1.2
CFPS	3,364	3,437	5,554	4,927	5,467
DPS	300	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	-5.1	11.5	13.7	14.2	13.8
영업이익증가율	-29.1	-9.3	41.7	22.3	16.7
순이익증가율	-36.3	-10.9	118.8	-13.5	14.4
수익성					
ROC	6.7	4.5	6.9	8.1	8.9
ROA	5.4	4.5	5.9	6.7	7.4
ROE	6.1	5.0	9.9	7.9	8.4
안정성					
부채비율	26.0	27.1	27.1	25.9	22.7
순차입금비율	4.0	3.8	-4.9	-6.5	-8.0
이자보상비율	17.5	12.2	20.1	39.6	46.2

자료: 한성 대신증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	359	423	517	588	647
현금및현금성자산	30	11	85	96	94
매출채권및기타채권	59	65	71	78	87
재고자산	215	265	271	310	353
기타유동자산	55	82	90	103	113
비유동자산	644	626	631	633	638
유형자산	434	432	434	435	436
관계기업투자지분	0	0	0	0	0
기타비유동자산	210	193	197	198	202
자산총계	1,002	1,048	1,148	1,220	1,285
유동부채	188	208	227	234	222
매입채무및기타채무	59	64	67	71	75
차입금	115	122	129	135	122
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	14	21	31	28	25
비유동부채	19	16	18	17	16
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	16	18	17	16
부채총계	207	224	245	251	238
자본계분	735	766	838	900	972
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	122	122	122	122	122
이익잉여금	614	645	718	780	852
기타자본변동	-13	-14	-14	-14	-15
비재계분	60	59	65	69	75
자본총계	795	825	903	970	1,047
순차입금	31	31	-44	-63	-84

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	32	7	106	62	67
당기순이익	41	36	80	69	79
비현금항목의가감	42	48	57	53	56
감가상각비	14	20	20	20	20
외환손익	0	-1	0	0	0
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	28	29	38	33	36
자산처분의증감	-38	-61	-7	-40	-45
기타현금흐름	-13	-16	-24	-19	-22
투자활동 현금흐름	-159	-28	-31	-32	-33
투자자산	-1	-1	-3	1	-3
유형자산	-190	-21	-21	-21	-21
기타	32	-6	-6	-12	-9
재무활동 현금흐름	75	2	0	1	-19
단기차입금	81	8	6	6	-14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-7	-7	-7	-7	-7
기타	1	1	1	1	1
현금의증감	-53	-19	73	12	-2
기초 현금	83	30	11	85	96
기말 현금	30	11	85	96	94
NOPLAT	37	31	49	59	69
FCF	-142	26	44	55	65

신세계
인터내셔널
(031430)

유정현
cindy101@dashin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

목표주가

110,000

유지

현재주가
(15.11.02)

107,500

섬유의복업종

KOSPI	2,035.24
시가총액	768십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	36십억원
52주 최고/최저	163,000원 / 80,100원
120일 평균거래대금	37억원
외국인지분율	1.44%
주요주주	신세계 외 8 인 68.07% 국민연금 9.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.6	-21.5	0.5	-14.0
상대수익률	-15.4	-21.7	5.0	-17.0

Company Report

기대감만으로 부족

목표주가 110,000원 및 투자의견 Marketperform 유지

- 목표주가 110,000원(12개월 Forward EPS 기준 PER 20배)과 투자의견 Marketperform 유지. 매력적인 장기 성장 스토리를 보유한 기업으로 이에 대한 성장 프리미엄 적용은 타당. 그러나 내수 의류 사업부 실적 개선이 지연되고 있어 valuation 고평가 부담이 여전하다고 판단되어 투자의견 Marketperform 유지

3Q15 실적 부진 전망

- 지난 9월 30일자 Preview 자료 이후 회사의 3Q 실적 가이던스가 좀 더 하향된 것으로 파악됨. 이는 그만큼 해외 수입 부문과 내수 부문의 기초 체력이 견고하지 못해 외부 변수에 따라 이익 변동성이 크다는 뜻을 의미함
- 현재 동사의 가장 취약한 부분은 내수 부문임. 아웃도어 브랜드 <Salomon>의 적자가 지난해에 이어 올해도 100억원 수준에서 개선되지 않고 있는데 연간 전체 영업이익이 300억원 내외인 점을 고려하면 매우 아쉬운 부분임
- 다만 JAU가 꾸준히 성장하고 수익성이 매년 향상되고 있어 긍정적인 해외 부문의 마진 하락 현상도 일단락된 것으로 보여 우려 사항은 아니라고 판단됨

주가 상승을 위해 내수 부진 개선과 JAU 비중 더 커져야...

- 지난해 JAU 매장은 145개이며 연말까지 155개를 계획 중임. JAU의 점포 수는 올해 7% 증가, 매출액은 상반기 기준 yoy 14% 증가한 점을 고려할 때 JAU의 기존점 성장률이 대략 7%에 달함. 라이프스타일샵으로서 빠르게 성장하는 모습은 긍정적으로 평가됨. JAU의 점당 효율성은 동사의 타 사업부에 비해 매우 높아 향후 전사 수익성 향상에 기여도는 더욱 커질 것으로 판단됨. 현재 JAU의 매출 비중은 20% 수준인데 향후 50%까지 확대되고 <Salomon>의 적자가 개선될 경우 valuation re-rating이 다시 진행될 수 있다고 판단됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	803	912	1,019	1,120	1,212
영업이익	22	16	26	37	46
세전순이익	39	26	32	48	56
총당기순이익	31	19	24	36	42
지배지분순이익	32	20	24	36	42
EPS	4,537	2,863	3,425	5,030	5,905
PER	19.8	39.8	31.4	21.4	18.2
BPS	61,007	62,912	65,827	70,256	75,562
PBR	1.5	1.8	1.6	1.5	1.4
ROE	7.7	4.6	5.3	7.4	8.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 신세계인터내셔널, 대산증권 리서치센터

22

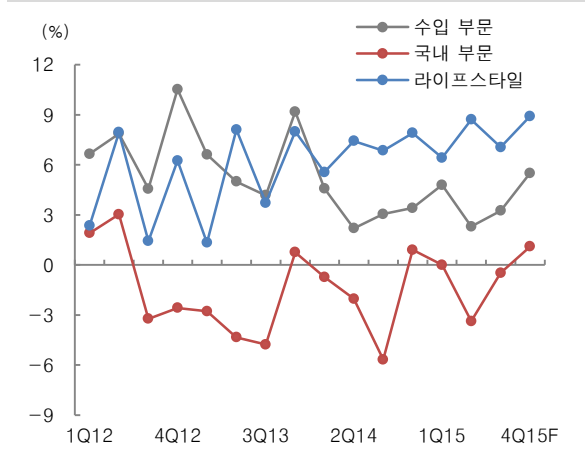
표 6. 신세계인터내셔널 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	205	197	220	290	242	227	235	315	912	1,019	1,120
영업이익	5	2	0	10	8	4	1	13	16	26	37
영업이익률 (%)	2.3	1.0	-0.1	3.3	3.3	1.6	0.5	4.2	1.7	2.6	3.3
YoY (%)											
매출액	10.5	6.6	12.6	22.1	18.0	15.5	6.4	8.7	13.5	11.7	9.9
영업이익	49.6	-51.3	작전	-30.8	72.1	88.7	흑전	39.9	-28.2	65.1	41.5

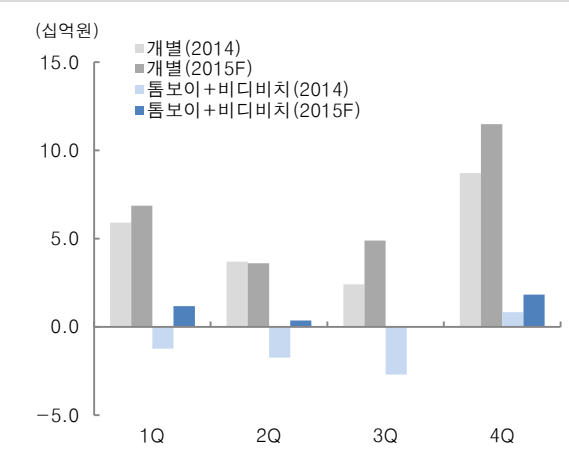
주: K-IFRS 연결기준
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 38. 신세계인터내셔널 사업부문 영업이익률(개별)



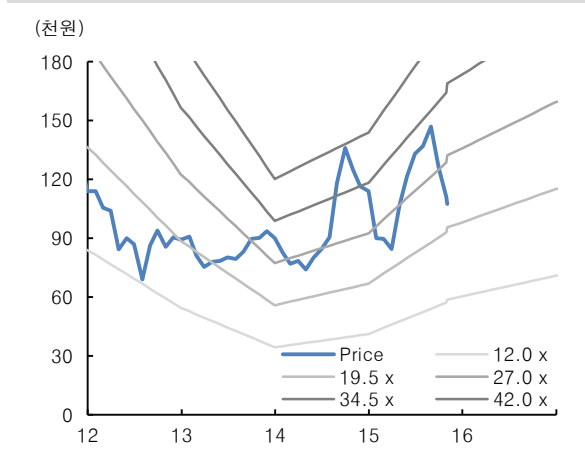
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 39. 부문별 영업이익 기여도



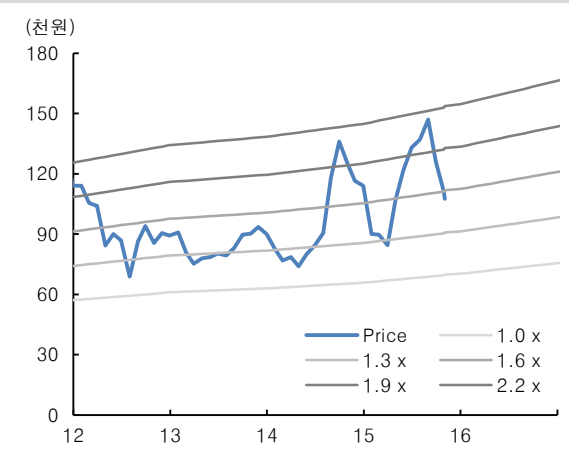
자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 40. 신세계인터내셔널 PER band



자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

그림 41. 신세계인터내셔널 PBR band



자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	803	912	1,019	1,120	1,212
매출원가	421	477	519	570	615
매출총이익	382	435	500	550	598
판매비와관리비	360	419	474	512	552
영업이익	22	16	26	37	46
영업비용	28	1.7	2.6	3.3	3.8
EBITDA	40	42	56	73	86
영업외손익	17	10	6	11	10
관계기업손익	7	9	5	9	9
금융수익	10	12	6	6	6
오환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-8	-14	-11	-11	-11
오환관련손실	5	7	4	4	4
기타	8	3	6	6	6
법인세비용차감전순이익	39	26	32	48	56
법인세비용	-8	-7	-8	-12	-14
계속사업순이익	31	19	24	36	42
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	19	24	36	42
당기순이익	3.9	2.1	2.4	3.2	3.4
비재배분순이익	-1	-1	0	0	0
재배분순이익	32	20	24	36	42
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	32	17	23	35	41
비재배분포괄이익	-1	-1	0	0	0
재배분포괄이익	32	18	23	35	41

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	4,537	2,863	3,425	5,030	5,906
PER	19.8	39.8	31.4	21.4	18.2
BPS	61,007	62,912	65,827	70,256	75,562
PBR	1.5	1.8	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	5,594	5,870	7,894	10,236	12,091
EV/EBITDA	21.5	26.8	18.8	14.2	11.9
SPS	112,483	127,716	142,675	156,813	169,796
PSR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
CFPS	8,777	9,793	11,070	13,412	15,268
DPS	600	600	600	600	600

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액 증/감	1.6	13.5	11.7	9.9	8.3
영업이익 증/감	-28.4	-28.2	65.1	41.5	23.2
순이익 증/감	-36.2	-38.9	25.8	46.8	17.4
수익성					
ROC	4.3	2.2	3.0	4.0	4.7
ROA	3.2	1.9	2.9	4.0	4.7
ROE	7.7	4.6	5.3	7.4	8.1
안정성					
부채비율	73.2	97.4	95.9	84.8	85.3
순차입금비율	49.5	68.7	62.3	54.0	48.3
이자보상비율	7.3	2.8	5.8	8.8	10.1

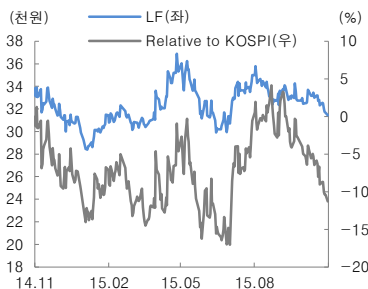
자료: 신세계인터내셔날 대손충당금리서센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	272	340	368	377	431
현금및현금성자산	0	9	32	30	62
매출채권및기타채권	84	107	102	100	103
재고자산	184	221	232	243	264
기타유동자산	3	3	3	3	3
비유동자산	484	548	554	551	570
유형자산	237	338	365	389	409
관계기업투자지급	35	53	37	16	20
기타비유동자산	211	157	151	146	141
자산총계	755	888	922	928	1,001
유동부채	264	348	344	324	351
매입채무및기타채무	78	93	98	104	109
차입금	176	228	235	212	233
유동상채무	0	20	0	0	0
기타유동부채	10	8	10	8	10
비유동부채	55	90	107	102	109
차입금	40	70	90	90	90
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15	20	17	12	19
부채총계	319	438	451	426	461
자본자본	436	449	470	502	540
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	123	123	123	123	123
이익잉여금	277	291	312	343	381
기타자본변동	0	-1	0	0	0
비재배분	1	0	1	1	1
자본총계	436	450	471	502	540
순차입금	216	309	293	271	261

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	20	2	52	51	54
당기순이익	31	19	24	36	42
비현금항목의가감	31	51	55	60	67
감가상각비	18	26	30	36	41
오환손익	-3	1	2	2	2
자본변동이익	-7	-9	-5	-9	-9
기타	23	33	27	31	33
자산부채의증감	-27	-51	-16	-30	-38
기타현금흐름	-15	-17	-11	-15	-17
투자활동 현금흐름	-117	-60	4	-34	-59
투자자산	-10	-8	19	24	-1
유형자산	-89	-67	-55	-58	-58
기타	-18	15	40	0	0
재무활동 현금흐름	93	67	11	11	17
단기차입금	77	51	15	15	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	20	20	20	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-4	-4	-4	-4
기타	0	0	-20	0	0
현금의증감	-4	9	23	-1	32
기초 현금	4	0	9	32	30
기말 현금	0	9	32	30	62
NOPLAT	18	12	20	28	34
FCF	-59	-33	-5	6	17

LF
(093050)

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-10.1	-10.9	-6.5
상대수익률	-6.2	-10.4	-6.9	-9.8



다양한 시도,
그러나 변화는 아직 미미

- 목표주가 34,000원(12MF EPS 기준 PER 12배)과 투자이견 Marketperform유지
- 동사의 경우 오랜 업력과 2,500억원 이상의 풍부한 현금성 자산을 보유하고 있어 향후 성장을 위해 본격적인 투자를 기대해 볼 수 있음. 그러나 의류 총 소비가 감소하는 상황에서 경기 회복 외에는 뚜렷한 실적 개선 요인이 없다고 판단. 주가는 향후 박스권 흐름이 지속될 것으로 예상됨

- 매출액과 영업이익은 각각 2,926억원(YoY +2.2%), 68억원(YoY -22.1%)으로 추정 (IFRS 별도기준)
- 3월부터 국내 독점 유통을 시작한 신발 브랜드 <버켄스탁> 매출 효과와 기방 등 매출 호조로 액세서리 부문은 상반기에 이어 성장 그러나 동 부문을 제외한 남성 여성복 부문 그리고 캐주얼, 스포츠 부문 모두 매출 정체된 가운데 지난해 3Q에 반영되었던 재고자산평가 총당금 환입 32억원이 역가차효과로 작용하며 이익이 비교적 큰 폭으로 감소한 것으로 판단됨

- 상반기 신발 브랜드 <버겐스트>과 침구 브랜드 <Jalla>의 국내 판권 유치와 중저가 의류판매 온라인몰 <트라이씨클>, 그리고 여성 뷰티&패션 케이블 채널 <동아TV> 인수 등 성장을 위해 유관 사업에 활발한 투자를 단행
- 이 중 온라인몰 투자는 국내 중고가 의류 시장이 축소됨에 따라 저가 시장 공략을 위해 SPA 대신 선택한 전략이며 침구 브랜드 판권 유치도 궁극적으로 라이프 스타일샵으로의 변화를 꾀하기 위한 것이라 아직 그 규모가 미미하고 국내 경기에 민감한 기존 수익구조의 틀을 벗어나지 못하고 있다고 판단
- 다만 valuation이 부담스럽지 않아 성장을 위한 과감한 변화가 나타난다면 주가 측면에서 upside potential이 가장 큰 상황임 반대의 경우가 지속될 경우 valuation trap에 갇힐 가능성이 큼

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,486	1,460	1,552	1,619	1,713
영업이익	85	96	95	101	105
세전순이익	90	104	106	112	102
총당기순이익	65	81	79	84	76
지배자순이익	68	81	79	84	80
EPS	2,332	2,782	2,718	2,868	2,742
PER	14.5	10.7	11.6	11.0	11.5
BPS	31,274	33,599	35,774	38,083	40,246
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	7.6	8.6	7.8	7.8	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: LF, 대신증권 리서치센터

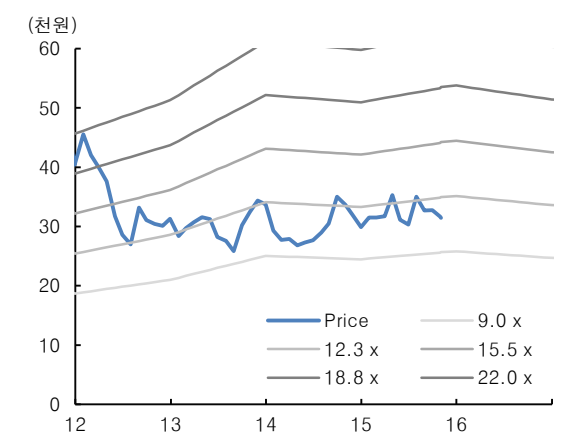
표 7. LF 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	342	333	288	422	355	366	293	446	1,385	1,460	1,521
영업이익	24	31	9	47	19	31	7	49	112	106	106
영업이익률 (%)	7.1	9.3	3.1	11.2	5.2	8.6	2.3	10.9	8.1	7.2	7.0
YoY (%)											
매출액	-5.3	-4.1	0.3	0.4	3.9	9.7	1.7	5.7	-2.2	5.4	4.2
영업이익	-1.3	9.9	38.0	-4.8	-23.7	1.5	-22.1	2.7	2.3	-5.3	0.4

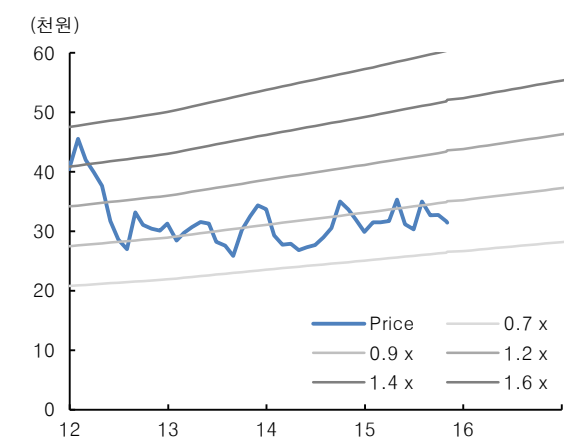
주: K-IFRS 별도기준
자료: LF, 대신증권 리서치센터

그림 38. LF PER band



자료: LF, 대신증권 리서치센터

그림 39. LF PBR band



자료: LF, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,486	1,460	1,552	1,619	1,713
매출원가	579	544	601	620	660
매출총이익	907	916	952	999	1,053
판매비와관리비	822	820	857	898	948
영업이익	85	96	95	101	105
영업외수익	5.7	6.6	6.1	6.2	6.1
EBITDA	136	138	131	138	142
영업외손익	5	8	11	11	-3
관계기업손익	3	3	3	3	3
금융수익	12	14	16	16	1
외환관련이익	4	4	3	3	3
금융비용	-6	-8	-7	-7	-7
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-2	0	-1	0
법인세비용차감전순이익	90	104	106	112	102
법인세비용	-25	-23	-26	-28	-25
계속사업순이익	65	81	79	84	76
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	81	79	84	76
당기순이익률	4.4	5.6	5.1	5.2	4.5
비재계분순이익	-3	0	0	0	-4
재계분순이익	68	81	79	84	80
매도금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	64	79	78	83	75
비재계분포괄이익	-4	0	0	-1	-1
재계분포괄이익	68	80	78	84	76

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	2,332	2,782	2,718	2,868	2,742
PER	14.5	10.7	11.6	11.0	11.5
BPS	31,274	33,599	35,774	38,083	40,246
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	4,638	4,731	4,493	4,713	4,852
EV/EBITDA	6.3	4.9	4.9	4.9	4.9
SPS	50,823	49,937	53,095	55,375	58,582
PSR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
CFPS	3,973	3,982	3,428	3,646	3,801
DPS	400	500	500	500	500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	1.3	-1.7	6.3	4.3	5.8
영업이익증가율	8.8	12.9	-1.1	6.6	4.0
순이익증가율	14.4	24.9	-2.0	5.5	-9.1
수익성					
ROC	8.1	9.9	9.2	9.5	9.4
ROA	6.8	7.1	6.6	6.8	6.8
ROE	7.6	8.6	7.8	7.8	7.0
안정성					
부채비율	41.2	42.7	39.5	34.9	32.4
순차입금비율	-15.1	-20.7	-26.0	-21.5	-19.4
이자보상배율	14.5	13.9	15.4	15.5	17.5

자료: LF, 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	732	869	930	952	970
현금및현금성자산	220	275	307	254	226
매출채권및기타채권	125	138	128	132	139
재고자산	268	304	310	360	381
기타유동자산	119	151	185	206	225
비유동자산	559	534	530	551	588
유형자산	348	340	344	346	348
관계기업투자지급	11	13	13	13	13
기타비유동자산	200	181	173	192	227
자산총계	1,292	1,403	1,460	1,503	1,559
유동부채	248	238	238	219	217
매입채무및기타채무	139	166	170	154	149
차입금	33	47	42	37	37
유동상채무	50	1	0	0	0
기타유동부채	26	26	26	28	31
비유동부채	129	182	175	170	164
차입금	100	151	151	151	151
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	31	25	20	14
부채총계	377	420	413	389	381
자계분	914	982	1,046	1,114	1,177
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	569	638	703	772	838
기타자본변동	-14	-15	-16	-18	-20
비재계분	1	1	1	1	1
자본총계	915	983	1,047	1,114	1,177
순차입금	-138	-203	-272	-239	-228

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	172	103	84	29	40
당기순이익	65	81	79	84	76
비현금항목의가감	51	35	21	23	35
감가상각비	51	43	37	37	37
외환손익	0	0	1	1	1
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	-7	-17	-15	-3
자산취득의증감	76	1	1	-58	-40
기타현금흐름	-20	-14	-18	-19	-31
투자활동 현금흐름	-85	-47	-45	-29	-31
투자자산	-31	-25	0	0	0
유형자산	-45	-34	-34	-34	-34
기타	-10	11	-11	5	3
재무활동 현금흐름	43	0	-8	-8	-3
단기차입금	0	0	-5	-5	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-12	-15	-15	-15
기타	54	12	11	12	12
현금의증감	129	55	32	-53	-28
기초 현금	91	220	275	307	254
기말 현금	220	275	307	254	226
NOPLAT	61	75	71	76	79
FCF	56	74	73	78	81

[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 투자의견	기업 투자의견
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 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.8%	13.0%	1.2%

(기준일자: 20151031)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한섬(020000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	15.11.03	15.09.30	15.09.01	15.07.17	15.06.05	15.06.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	53,000	53,000	53,000	44,000	44,000	44,000

제시일자	15.01.25
투자의견	Buy
목표주가	36,000

제시일자	투자의견	목표주가
제시일자	투자의견	목표주가
제시일자	투자의견	목표주가

신세계인테리어세널(031430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	15.11.03	15.09.30	15.07.17	15.01.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	110,000	110,000	110,000	104,000

제시일자	투자의견	목표주가
제시일자	투자의견	목표주가
제시일자	투자의견	목표주가

LF(093050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

