

2017년 하반기 산업별 전망

섬유/의복



비중확대 (유지)

[Analyst]

박희진 ☎ 02-3772-1562
연구위원 ✉ hpark@shinhan.com

김규리 ☎ 02-3772-1549
연구위원 ✉ kimkyuri@shinhan.com

기대치가 낮다면 실망도 없다

‘비중확대’ 유지, Top Picks: 한섬, 관심 종목: 휠라코리아

하반기 전략은 ‘내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM’을 제시한다. 1) 실적 모멘텀, 2) 밸류에이션, 3) 하반기 업황 흐름을 감안했다. 내수 업체들의 경우 최소한의 실적 개선세 유지가 전망된다. 다만 상반기 내수 업체들의 주가는 연초대비 9.5% 상승했다. 단기 주가 상승으로 밸류에이션 점검이 필요하다. OEM 업체들의 경우 아직까지 업황 개선 조짐이 뚜렷하지 않다. 다만 기저 효과에 따른 실적 개선은 가능하다. 밸류에이션과 오더 추이를 감안한 투자 전략이 필요하다. 최선호 종목은 한섬, 관심 종목으로 휠라코리아를 제시한다.

하반기 전망: 점진적 업황 개선 기대

하반기에 의류 업종은 양호한 흐름이 예상된다. 주요 업체인 내수 의류 업체들의 하반기 영업이익은 21.5% 성장을 전망한다. OEM 업체 영업이익 역시 기저 효과로 22.6% 증가하겠다. 상반기 대비 각각 -2.0%p, 32.2%p 증가를 상승이 전망된다. OEM 업체의 경우 기대치 하향이 필요하다. 전방 산업 내 재고 축적 수요가 감소하기 때문이다. 기대치만 낮춘다면 하반기 긍정적 전망은 유효하다.

중장기 전망: 온라인 성장과 마진을 개선, 그리고 자회사 가치

중장기 관점에서 온라인, 모바일 등 신규 채널에서의 의류 매출 성장은 가속화되겠다. 최근 3년간 백화점 내 의류 매출액 성장률은 평균 2.3%에 그쳤다. 2010년 이전 3개년 대비 7.5%p 하락한 수치이다. 30% 중후반에 달하는 판매 수수료에 대한 부담 축소도 가능해 장기적으로 온라인 채널 이동에 따른 수익성 개선도 가능하다. 이슈로는 자회사 가치에 대한 점검을 제시한다. 휠라코리아의 경우 약 53% 지분을 보유한 Acushnet, TBH 글로벌의 경우 내년 상반기로 예정된 홍콩 법인 상장 관련 자회사 기업 가치에 대한 평가와 관심이 필요하다.

Top Pick 및 관심종목

종목명	투자의견	현재주가 (5월 8일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
한섬 (020000)	매수	32,250	40,000	24.0
휠라코리아 (081660)	매수	69,900	98,000	40.2

자료: 신한금융투자 추정

주: 상기 괴리율 기준 한섬대비 휠라코리아에 대한 매력도가 높음, 다만 휠라코리아의 경우 지분 가치에 대한 부분이 모두 반영된 괴리율로 단기 실적에 대한 모멘텀 고려해 한섬을 최선호주로 제시

Contents

03 I. Investment summary

04 II. Valuation

내수: 기대감과 실적 개선이 동반된 주가 반등

OEM: 매출 부진이 야기한 밸류에이션 하락

11 III. 하반기 전망: 점진적 업황 개선 기대

최소한의 성장세, 4월 기준 의류비 지출전망 CSI는 전월대비 2pt 상승

양호한 실적 전망: 2017년 내수 업체 영업이익은 +21.0% YoY

OEM: 재고 축적에 대한 불확실성 지속, 5월 이후 오더 확인 필요

유통 채널 폐점 → 재고 축적 시점에 대한 우려

밸류에이션 매력도 감안 시 OEM 업체 선호는 영원무역 > 한세실업

20 IV. 중장기 전망: 온라인 성장과 마진율 개선

유통 수수료 절감에 따른 마진율 개선

22 V. 이슈 분석: 해외 자회사 가치에 대한 고민

TBH글로벌: 2018년 상반기 홍콩 법인 상장 예정

휠라코리아: 지분 가치 8,300억원 가량에 달하는 Acushnet 연결 반영, 하방 경직성 확보

27 VII. Company analysis

한섬 (020000) - 매수 (유지), 목표주가: 40,000원 (상향)

휠라코리아 (081660) - 매수 (유지), 목표주가: 98,000원 (유지)

I. Investment summary

의류 업종 전략: '내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM'

- 1) 실적, 2) 밸류에이션,
3) 업황흐름 고려한 투자 전략:
'내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM'
제시

하반기 의류 업종에 대한 전략은 '내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM' 을 제시한다. 1) 실적 모멘텀과 2) 밸류에이션, 3) 하반기 이후에 대한 업황 전망을 감안했다. 2017년 추정 실적 기준 커버리지 내수 업체와 OEM 업체의 영업이익 증감률은 각각 전년동기대비 +21.0%, +7.4%으로 예상된다. 2016년 각각의 영업이익 증감률은 +25.8%, -14.0% 였다. OEM 업체의 경우 지난해 역성장에서 증가 전환이 예상되나 여전히 내수 업체 대비 부진한 흐름이다.

밸류에이션 매력도 역시 내수 업체들이 높다. 내수 업체 주가는 연초대비 평균 6.2% 상승했다. 업체 별로는 F&F +52.7%, LF +14.6%, 한섬 -10.8%, 대현 -20.3%의 흐름을 나타냈다. 상승세를 나타낸 업체들로만 분류한 내수 업체의 PER은 현재 주가 기준 F&F 7.6배, LF 9.6배 수준이다. OEM 평균 10.8배 대비 낮은 수준이다. 주가 상승에도 밸류에이션 부담은 없다.

- 최선호주: 한섬,
관심 종목: 휠라코리아 제시

하반기에도 계속될 실적 흐름과 밸류에이션 고려 시 내수 업체에 대한 상대적 매력도는 충분하다. 내수 업체의 경우 basket 매수 전략을 제시하고 업체 내 최선호주로는 목표가 대비 괴리율을 고려해 한섬을 제시한다. 관심 종목으로는 휠라코리아를 제시한다. 자회사 지분 가치에 대한 하방 경직성 확보와 국내 및 해외 법인 턴어라운드 시 주가 상승 여력이 크기 때문이다.

하반기 전망: 점진적 업황 개선 기대

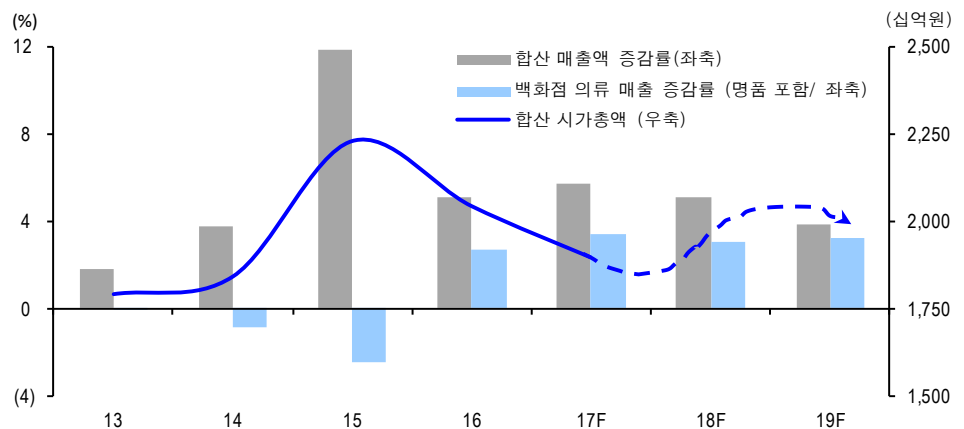
하반기 이후에도 내수 업체들의 반등세는 계속되겠다. 지난해 5.1% 성장에 그쳤던 주요 내수 업체들의 매출액(한섬의 SK네트웍스 연결 반영)은 2017년 21.9%, 2018년 7.9% 증가하겠다. 2013년 1.8% 이후 2014년 3.8%, 2015년 11.9%으로 증가 폭 확대가 진행되었던 구간과 유사한 흐름이다. 영업이익률 증가율 역시 2015년 -1.5%p 이후 2016년 +0.5%p, 2017년 +0.6%p 개선이 예상된다. 꾸준한 실적 개선으로 내수 업체들의 시가 총액 반등이 기대된다.

- OEM: 기저 효과로 하반기 실적
개선 전망, 전방 산업 재고 수요
부진으로 눈높이 하향 필요
판단

OEM 업체의 경우 눈높이 하향이 필요해 보인다. 하반기 기저 효과에 따른 실적 개선은 가능하다. 지난해 하반기 주요 OEM 업체의 매출액 성장률은 -9.3%으로 부진했다. 달러 기준 매출액 역시 평균 4.0% 감소했다. 기저 효과에 따른 실적 개선은 가능하다. 다만 계속되는 전방 산업 재고 수요 부진으로 눈높이 하향은 필요하다.

중장기적으로는 온라인 채널에 대한 방향성과 수익성 점검이 필요하다. 오프라인 업체의 성장률이 하락세이기 때문이다. 휠라코리아와 TBH글로벌의 해외 자회사 지분 가치에 대한 점검도 필요해 보인다. 각각 지분을 53% 보유, 2018년 3월 상장이라는 이슈가 있기 때문이다.

내수 업체 합산 매출액 증감률 & 시가총액 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 1) 상기 매출액 증감률은 한섬의 SK네트웍스 연결 미 반영

2) SK네트웍스 연결 반영 합산 시 매출액 증감률: 17F +21.9%, 18F +7.9%, 19F +3.9% (2014년과 2015년 합산 매출액 증감률이 백화점 의류 매출 성장률 대비 높은 이유는 한섬의 신규 브랜드 런칭 때문임)

II. Valuation

- ▶ '내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM' 전략 제시
- ▶ 내수 업태에 대한 바스켓 전략, 최선호주는 한섬 제시
- ▶ 관심 종목으로는 휠라코리아 제시, 자회사 지분 가치에 대한 하방 경직성

'내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM'
전략 제시, 최선호주는 한섬,
관심종목 휠라코리아 제시

업종 전략은 내수 업체에 대한 basket 전략을 제시한다. 전반적인 내수 업체들의 실적 흐름과 밸류에이션에 대한 매력도는 유사하다. 1) 실적, 2) 밸류에이션, 3) 업황 흐름을 고려해 '내수 > 해외 모멘텀 ≒ OEM' 전략을 제시한다. 최선호주는 한섬, 관심 종목은 휠라코리아를 제시한다.

최선호주인 한섬의 경우 목표주가 4만원을 제시한다. 최근 과거 3개년 평균 밸류에이션 15.9배에 15% 할인한 13.6배를 적용했다. 15% 할인 이유는 한섬 자체 실적에 대한 성장성 하락 때문이다. 한섬 별도 기준 2017년 연간 매출액 성장률은 9.8%으로 추산된다. 지난해 성장률 15.5% 대비 절반 가량에 불과하다. 약 2년간 계속된 고성장세가 수익성 위주로 안정화되겠다. 다만 SK네트웍스 연결 반영이 3월부터 진행되어 실질 연결 매출액 성장률은 양호하겠다.

휠라코리아의 경우 지분을 53.1%를 확보한 Acushnet 지분 가치로 하방 경직성을 보유 중이다. 국내 실적 부진 지속으로 당장의 주가 상승은 어려워 보인다. 다만 국내 법인과 미국 법인의 실적 개선 시 주가 상승에 대한 여력은 충분하다. 하반기 관심 종목으로 제시한다.

커버리지 의류 업체 요약

(원, 십억원, %, 배)			년도	실적			증감률			밸류에이션			
				매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA
한섬 (020000)	목표주가	40,000	2016	712.0	72.0	56.5	15.4	9.0	(22.5)	14.1	0.9	6.6	8.1
	시가총액	794.3	2017F	1,261.7	98.7	73.4	77.2	37.1	30.0	10.8	0.8	8.0	7.1
	상승여력	24.0	2018F	1,438.6	117.3	89.9	14.0	18.8	22.6	8.8	0.8	9.1	6.0
대현 (016090)	목표주가	4,000	2016	280.2	16.1	46.9	7.9	58.9	465.9	3.2	0.9	33.5	6.4
	시가총액	148.5	2017F	297.3	20.3	16.2	6.1	26.6	(65.4)	9.1	0.8	9.6	3.1
	상승여력	22.0	2018F	312.3	22.0	17.3	5.0	8.1	6.8	8.6	0.8	9.4	2.3
F&F (007700)	목표주가	34,000	2016	439.0	45.6	29.9	18.6	143.2	140.3	14.4	1.9	14.2	4.9
	시가총액	435.1	2017F	484.3	62.1	44.9	10.3	36.1	50.3	9.7	1.6	18.2	4.8
	상승여력	20.4	2018F	532.0	68.6	48.7	9.8	10.4	8.3	8.9	1.4	16.8	4.0
LF (093050)	목표주가	29,000	2016	1,529.3	79.0	51.2	(2.7)	6.6	1.2	14.8	0.7	5.0	3.1
	시가총액	763.2	2017F	1,565.9	90.4	63.9	2.4	14.4	24.8	11.6	0.7	6.1	3.3
	상승여력	11.1	2018F	1,611.6	94.3	70.5	2.9	4.3	10.4	10.3	0.7	6.5	2.8
휠라코리아 (081660)	목표주가	98,000	2016	963.1	12.8	309.0	18.1	(84.1)	흑전	2.5	0.9	48.4	71.3
	시가총액	854.4	2017F	2,516.1	217.4	131.1	161.2	1,597.5	(57.6)	6.3	0.9	14.5	4.1
	상승여력	40.2	2018F	2,587.8	246.7	154.1	2.8	13.5	17.5	5.6	0.8	14.4	4.4
TBH글로벌 (084870)	목표주가	10,000	2016	701.9	12.4	0.2	11.0	흑전	흑전	(58.0)	0.8	(1.3)	4.3
	시가총액	168.5	2017F	697.5	29.5	24.5	(0.6)	138.4	12,743.2	7.9	0.7	9.8	1.5
	상승여력	23.8	2018F	734.0	41.2	29.5	5.2	39.3	20.3	7.0	0.7	10.0	1.9
영원무역 (111770)	목표주가	39,000	2016	2,001.6	181.6	111.1	26.3	(7.7)	(23.2)	14.0	1.2	9.1	6.2
	시가총액	1,535.4	2017F	2,002.9	193.7	140.7	0.1	6.7	26.7	11.5	1.1	10.2	6.3
	상승여력	12.6	2018F	2,045.8	205.6	154.0	2.1	6.1	9.4	10.0	1.0	10.7	5.7
한세실업 (105630)	목표주가	28,000	2016	1,547.8	82.1	47.4	(2.4)	(42.3)	(54.2)	23.2	2.4	10.7	14.1
	시가총액	1,088.0	2017F	1,802.6	106.5	84.6	16.5	29.6	78.5	14.5	2.1	15.5	11.7
	상승여력	2.9	2018F	1,900.2	130.0	106.1	5.4	22.1	25.5	11.7	1.8	16.7	9.4

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 상기 구분은 내수, 해외 모멘텀, OEM 순, 상승 여력 및 밸류에이션은 5월 8일 종가 기준

2012년 이후 내수 업체
밸류에이션 상승은 실적 부진
때문, 2012년~2016년 유통
채널 내 의류 매출은 평균
2.8% 역성장

2016년 하반기 이후
실적 개선을 통해 밸류에이션
하락, 점진적 개선은 진행 중

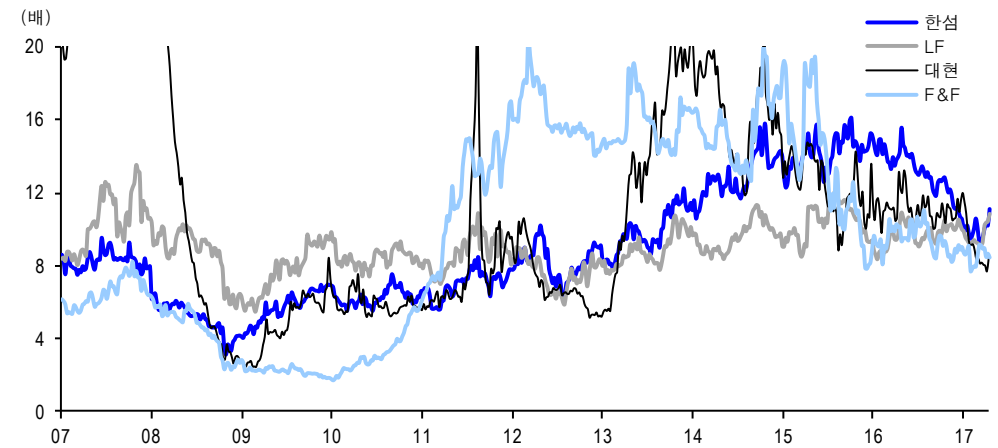
2008년 리먼브라더스 사태 이후 하락세를 나타냈던 주요 내수 의류 업체들의 밸류에이션은 2012년 이후 상승 전환되었다. 밸류에이션 상승이 1) 주가 상승과 반대되는 실적 흐름 혹은 2) 실적을 선행할 때 나타난다는 점을 고려하면 동 기간 밸류에이션 상승은 실적에 대한 기대감이었다.

하지만 실제 2012년 이후 주가 상승은 업체들의 실적 부진 때문이었다. 2012년 이후 주요 유통 채널 내 의류 품목에 대한 매출 성장률은 평균 2.8% 감소했다. 품목 군 별 평균 매출 성장률은 여성 정장 -2.6%, 여성 캐주얼 -1.2%, 남성 의류 -4.5% 를 기록했다. 명품 의류의 경우 동 기간 3.5% 매출 증가를 기록했다. 대형 마트내 의류 품목 매출은 5.3% 역성장했다.

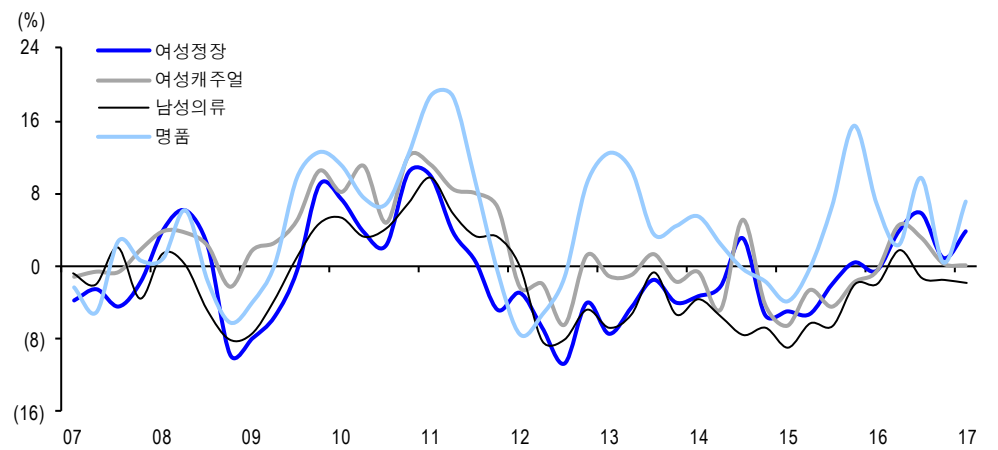
물론 F&F와 같이 실적을 동반한 주가 상승도 있었다. F&F의 2011년~2016년 연 평균 매출액 성장률은 21.6%으로 주요 유통 채널내 의류 매출액 성장률을 22.3%p 상회했다.

계속되던 밸류에이션 우상향 추세는 2016년 하반기 이후 하락 전환되었다. 내수 업체들의 주가 반등(2016년 연간 -12.8%, 2017년 YTD +6.7%) 흐름 고려 시 최근 밸류에이션 하락은 실적 개선이 반영된 결과이다. 실제 지난해 하반기 이후 주요 유통 채널 내 의류 매출 역시 반등세를 나타내고 있다. 지난 하반기 백화점 내 의류 매출액은 평균 1.2% 증가(명품 포함 시 +2.2%)했다. 남성 군 제외 시 상반기 성장률 대비 0.7%p 개선된 모습이다. 급격한 반등세는 아니지만 점진적 개선은 진행 중이다.

금융위기 이후 내수 의류 업체 12개월 선행 PER 추이



백화점 내 의류 매출액 성장률 추이



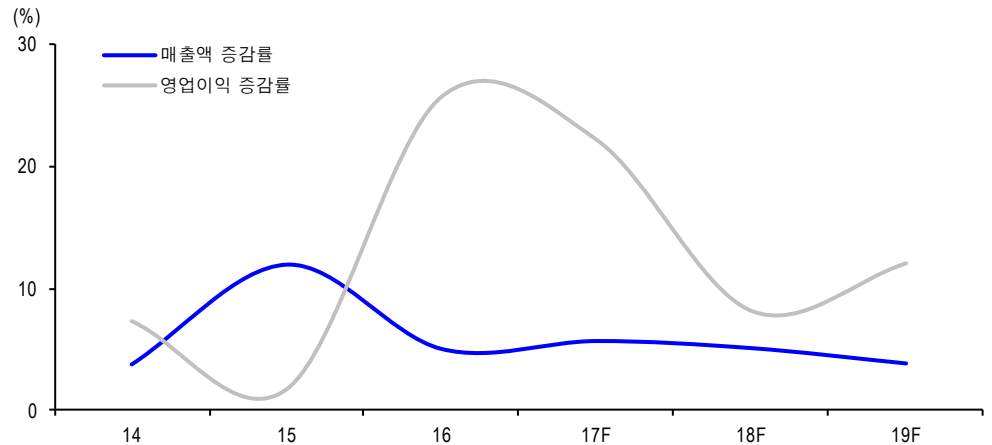
커버리지 4개 내수 업체 주가
YTD +6.7%, 업황 개선과 실적
개선 기대감이 동시에 반영

내수: 기대감과 실적 개선이 동반된 주가 반등

지난해 12.8% 하락했던 커버리지 4사 내수 의류 업체들의 주가는 2017년 연초 대비 평균 6.7% 상승했다. 정치적 안정과 대선 이후 기대감 반영으로 내수 회복 기대감이 확산된 3월 이후로만 시계열을 좁히더라도 내수 업체들의 주가는 9.4% 상승했다. 연초이후 50.4% 상승한 F&F를 제외해도 주가 상승률은 10.4% 으로 양호했다. 3월 이후 업체별 주가 흐름은 LF 17.2%, 한섬 5.2%, 대현 7.3%을 나타냈다.

최근 주가 반등은 기대감과 최소한의 실적 개선이 동시에 반영되고 있다. 3개월 연속 반등세를 나타낸 소비자심리지수(4월 기준 MoM +4.5pt)에 대한 기대감이다. 최소한의 실적 개선세도 진행 중이다. 2014년 이후 내수 업체들의 영업이익은 반등 중이다. 2014년~2016년 매출액 성장률은 연평균 6.9%에 그쳤으나 영업이익은 평균 11.6% 증가했다. 원가율 절감과 판매비 축소 등에 따른 결과이다. 최근 주가 상승에도 내수 업체들의 PER 밸류에이션은 평균 9.2배에 불과하다. 최근 3년 평균 15.7배 대비 41.4% 낮은 수준이다. 주가 반등에 대한 긍정적 전망을 제시한다.

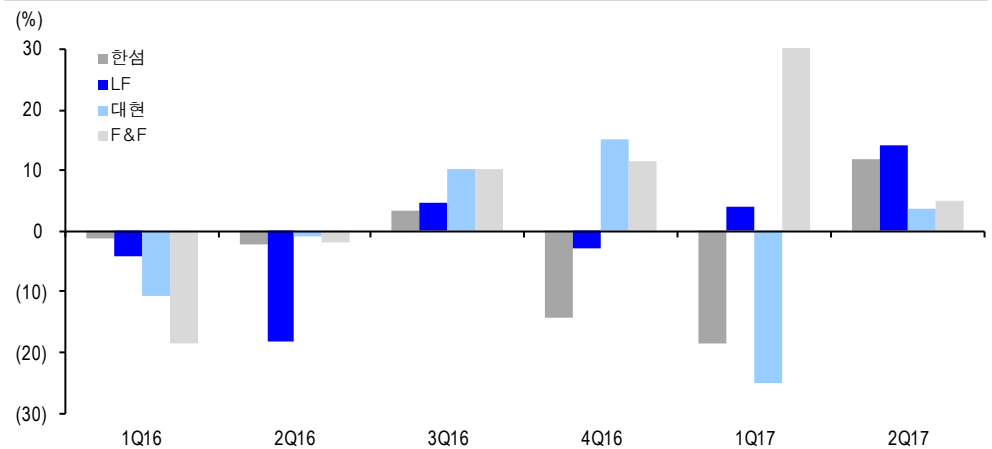
내수 의류 업체 영업이익 & 매출액 증감률 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 한섬의 SK네트웍스 패션부문 연결 미반영

내수 의류 업체 주가 추이



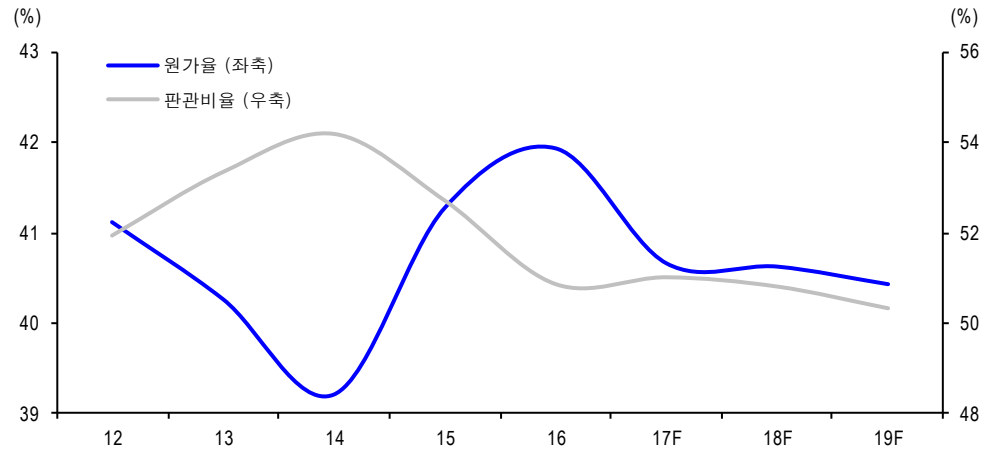
자료: QuantiWise, 신한금융투자

주: 1Q17 F&F 수익률은 52.1%

판관비율 하락(2014년 54% → 2016년 51%)과 원가율 개선(YoY 약 1.5%p개선)에 따른 이익률 개선

내수 의류 업체들의 판관비 비중(매출액 대비)은 2014년 54% 수준에서 2016년 51% 수준까지 하락했다. 원가율의 경우 큰 변동은 없지만 안정적인 흐름을 유지 중이다. 원가율 개선도 진행 중이다. 2016년 42% 수준이었던 커버리지 업체들의 원가율은 2017년 40.5% 수준까지 하락하겠다. 판관비 절감과 원가율 개선에 대한 긍정적 전망은 유효하다.

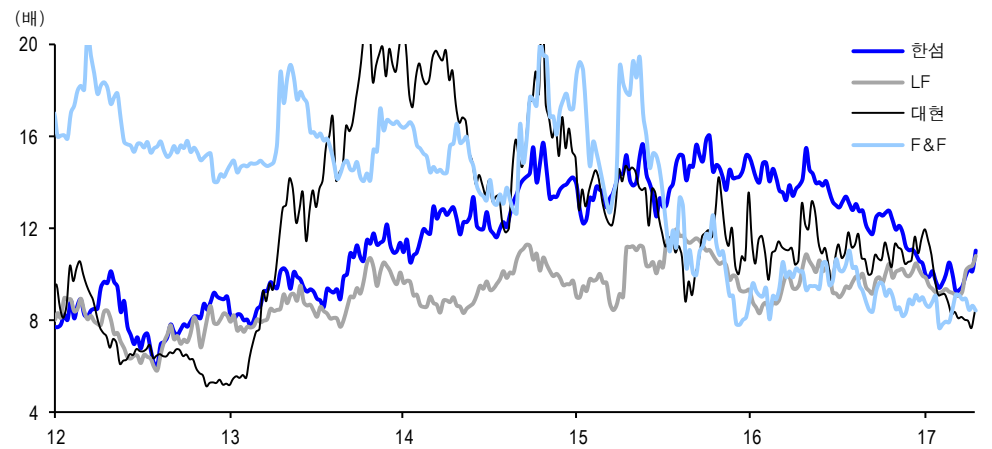
내수 의류 업체 원가율 & 판관비 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 한섬의 SK네트웍스 패션부문 연결 미반영

내수 의류 업체 12개월 선행 PER 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

내수 의류 업체 밸류에이션 추이 및 전망

	(배)	2014	2015	2016	2017F	2018F	과거 3년 평균
LF	PER_P (High)	12.8	20.0	14.3	11.6	10.3	15.7
	PER_P (Low)	9.1	14.1	10.9	8.8	7.8	11.4
	PER_P (Avg)	10.4	17.2	12.3	9.8	8.7	13.3
한섬	PER_P (High)	23.6	14.2	18.5	11.2	9.3	18.7
	PER_P (Low)	15.9	9.0	14.2	8.4	6.9	13.0
	PER_P (Avg)	19.1	11.8	16.3	9.7	8.0	15.8
대현	PER_P (High)	34.9	22.0	4.3	12.4	11.6	20.4
	PER_P (Low)	16.1	10.7	2.7	8.1	7.6	9.8
	PER_P (Avg)	21.7	15.2	3.4	9.5	8.9	13.4
F&F	PER_P (High)	39.1	32.5	8.9	9.9	9.1	26.8
	PER_P (Low)	16.0	15.4	5.8	5.4	5.0	12.4
	PER_P (Avg)	22.9	22.2	7.3	7.9	7.3	17.5

자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

주요 내수 의류 업체 밸류에이션 테이블

		LF	한섬	신세계인터내셔널	F&F	대현
시가총액 (십억원)		763.2	794.3	545.5	435.1	148.5
매출액 (십억원)	2015	1,571.0	616.8	1,005.2	370.0	259.6
	2016	1,529.3	712.0	1,021.1	439.0	280.2
	2017F	1,565.9	1,261.7	1,099.2	484.3	297.3
	2018F	1,611.6	1,438.6	1,181.7	532.0	312.3
영업이익 (십억원)	2015	74.1	66.1	20.0	18.8	10.1
	2016	79.0	72.0	27.0	45.6	16.1
	2017F	90.4	98.7	39.5	62.1	20.3
	2018F	94.3	117.3	48.5	68.6	22.0
순이익 (십억원)	2015	50.6	72.9	21.0	12.4	8.3
	2016	51.2	56.5	17.4	29.9	46.9
	2017F	63.9	73.4	44.4	44.9	16.2
	2018F	70.5	89.9	42.1	48.7	17.3
매출액증감률 (%)	2015	7.6	17.5	10.2	22.8	5.8
	2016	(2.7)	15.4	1.6	18.6	7.9
	2017F	2.4	77.2	7.6	10.3	6.1
	2018F	2.9	14.0	7.5	9.8	5.0
영업이익증감률 (%)	2015	(22.6)	44.7	25.8	55.4	36.2
	2016	6.6	9.0	35.4	143.2	58.9
	2017F	14.4	37.1	45.9	36.1	26.6
	2018F	4.3	18.8	22.8	10.4	8.1
순이익증감률 (%)	2015	(37.6)	100.4	9.0	(11.0)	77.0
	2016	1.2	(22.5)	(17.1)	140.3	465.9
	2017F	24.8	30.0	155.1	50.3	(65.4)
	2018F	10.4	22.6	(5.1)	8.3	6.8
영업이익률 (%)	2015	4.7	10.7	2.0	5.1	3.9
	2016	5.2	10.1	2.6	10.4	5.7
	2017F	5.8	7.8	3.6	12.8	6.8
	2018F	5.8	8.2	4.1	12.9	7.0
순이익률 (%)	2015	3.2	11.8	2.1	3.4	3.2
	2016	3.3	7.9	1.7	6.8	16.7
	2017F	4.1	5.8	4.0	9.3	5.5
	2018F	4.4	6.3	3.6	9.1	5.6
PER (x)	2015	9.1	11.8	18.7	21.5	20.9
	2016	14.8	14.1	25.1	14.4	3.2
	2017F	11.6	10.8	15.7	9.7	9.1
	2018F	10.3	8.8	12.9	8.9	8.6
PBR (x)	2015	0.6	1.0	0.9	1.3	1.5
	2016	0.7	0.9	1.1	1.9	0.9
	2017F	0.7	0.8	1.1	1.6	0.8
	2018F	0.7	0.8	1.0	1.4	0.8
EV/EBITDA (x)	2015	3.3	8.2	13.7	12.7	11.4
	2016	3.1	8.1	14.7	4.9	6.4
	2017F	3.3	7.1	12.0	4.8	3.1
	2018F	2.8	6.0	10.6	4.0	2.3
ROE (%)	2015	6.7	8.4	5.1	6.4	7.3
	2016	5.0	6.6	4.6	14.2	33.5
	2017F	6.1	8.0	7.1	18.2	9.6
	2018F	6.5	9.1	8.0	16.8	9.4

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

OEM 업체 밸류에이션

2015년 18~23배,

2017년 현재 10~13배, 동 기간

주가는 평균 50% 이상 하락

2016년 2분기 이후 하락세를
나타낸 OEM 매출 성장률,
2017년 하반기 이후 점진적
개선 전망. 하반기 한세와
영원 달러 매출액 성장률은
8.6%, 6.0% 전망

OEM: 매출 부진이 야기한 밸류에이션 하락

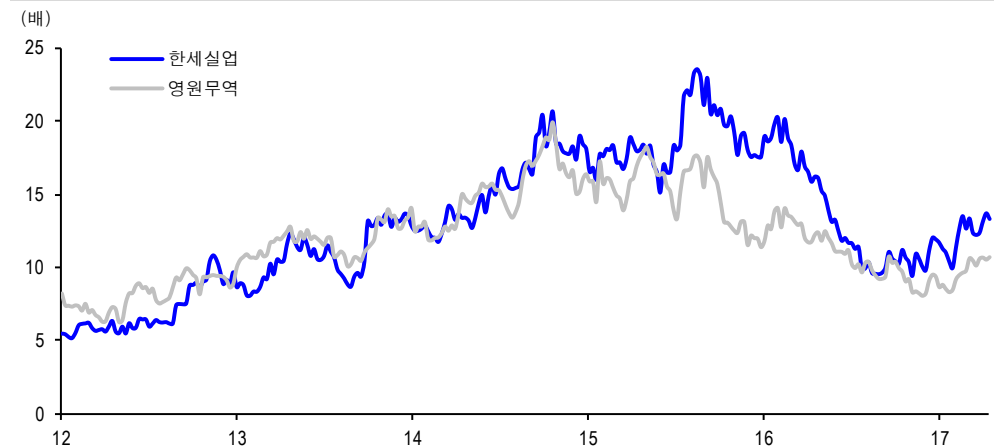
주요 OEM 업체들의 밸류에이션은 2015년 최고점 기준 PER 18~23배에서 2017년 현재 10~13배 수준으로 하락했다. 동 기간 주가는 평균 50% 이상 하락했다. 2015년 이후 고점 대비 현재 주가는 한세실업 58.3%(고점: 2016년 2월 18일 65,400원), 영원무역 51.8%(고점: 2015년 8월 18일 70,700원) 하락했다.

주가 하락의 주된 원인은 매출 부진 때문이다. 한세실업의 경우 OEM 부문의 달러 매출액 성장률이 2016년 2분기 이후 하락세를 나타냈다. 2015년 2분기 이후 두 자릿수 성장을 지속하던 오더(달러 매출액) 추이가 하락세를 나타내면서 주가 하락을 야기했다. 2016년 3분기부터는 역성장이 진행되며 고점 대비 50% 이상 주가 하락을 야기했다.

영원무역의 주가 하락은 상대적으로 일찍부터 시작되었다. 하지만 주가 하락 이유는 한세와 동일하다. OEM 부문의 실적 부진 때문이다. 영원무역의 경우 2015년 2분기 이후 달러 매출액 감소세가 진행되었다. 아웃도어 시장 부진에 따른 주력 바이어(VFC US) 오더 감소 때문이었다. 2016년 4% 수준의 달러 매출액 성장률 반등이 나타났으나 과거 수준의 밸류에이션 회귀에는 부족했다. 2013년과 2014년의 달러 기준 매출액 성장률은 평균 11% 수준이었기 때문이다.

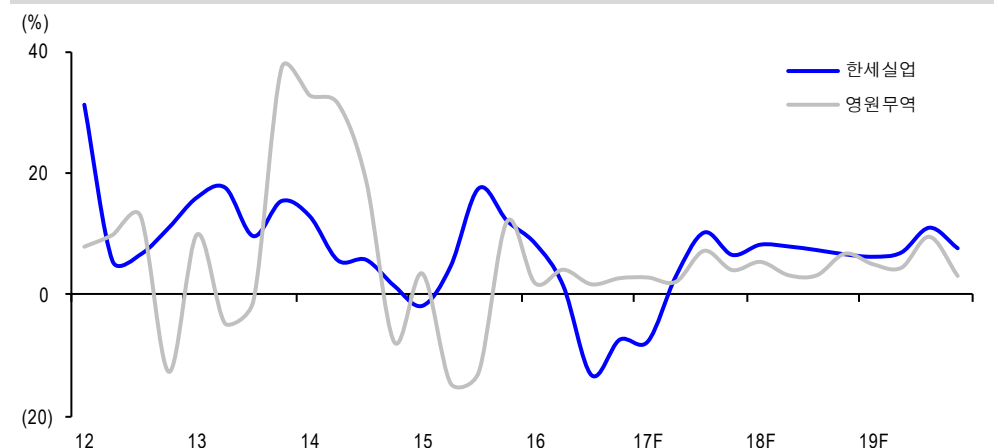
물론 기저 효과 등으로 하반기 주요 OEM 업체의 달러 매출액 성장률은 반등하겠다. 한세실업의 하반기 달러 매출액 성장률은 8.6% YoY로 추산된다. 영원무역의 경우 6% 수준의 매출 증가가 예상된다. 상반기 한세와 영원의 예상 달러 매출액 성장률은 각각 -2.2%, +2.4%이다.

2011년 이후 OEM 업체 밸류에이션 추이 (한세실업 & 영원무역)



자료: QuantiWise, 신한금융투자

주요 OEM 업체 달러 기준 매출액 성장률 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

점진적 개선과 더불어 하반기 OEM 업체에 대한 심리는 개선, 기 반영된 주가 상승과 밸류에이션 부담에 대한 고민은 필요

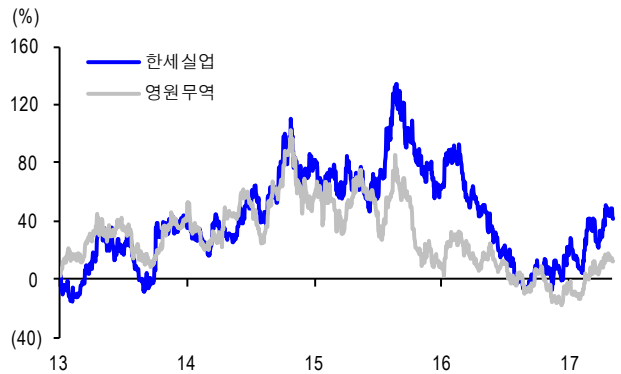
한세실업: 시장 대비 할증률은 대만 업체 비교 시 높은 편, 밸류에이션 매력도는 영원무역 > 한세실업

앞서 언급한 바와 같이 OEM 업체들의 주가는 매출 성장률 하락과 연동되었다. 하반기 점진적 개선이 예상되는 바 OEM 업체들의 주가 역시 점진적 반등이 예상된다. 하지만 최근 주가 상승에 대해서는 고민이 필요하다. 계속해서 낮아지는 향후 성장률 예상치와 하반기 기저 효과 반영에 따른 반등이 기 반영된 주가 수준 때문이다.

한세실업의 주가는 연초 대비 6.2% 상승했다. 연중 저점 대비로는 22.7% 상승했다. 단기 반등과 더불어 밸류에이션 부담도 높아졌다. 한세실업의 주가는 2017년 예상 실적 기준 PER 밸류에이션 13.4배 수준에서 거래 중이다. 동종 업체인 영원무역의 10.9배와 비교해 부담이다.

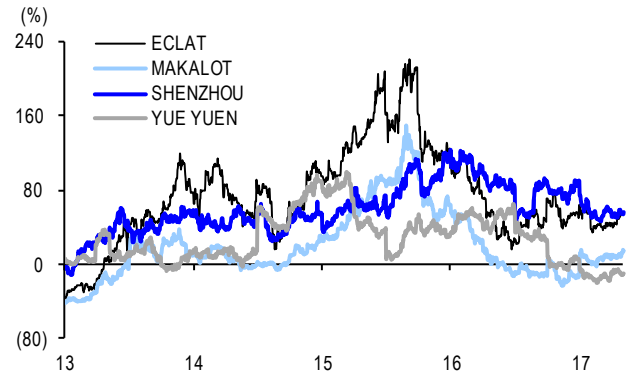
다만 동종 업체인 Makalot(1477 TT)의 경우 17년 추정 실적 기준 PER 밸류에이션 17.2배 수준에서 거래 중이다. 절대 수치 비교 시 한세실업의 추가 상승여력은 존재한다. 주당 순이익 증감률을 비교해도 한세실업에 대한 부담은 없어 보인다. 다만 시장 대비 할증률을 비교할 경우 한세실업의 밸류에이션 부담은 높아진다. Makalot의 시장 대비 할증률은 7.1%이다. 한세실업의 할증률은 46.5%이다. 하반기 실적 개선을 고려해 투자 전략을 세울 경우 밸류에이션 측면에서의 매력도는 한세실업보다 영원무역이 높다.

국내 OEM 업체 밸류에이션 할증 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

해외 OEM 업체 밸류에이션 할증 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

해외 OEM 업체 밸류에이션 요약 테이블

(배, %)	국가	회사명	시가총액 (십억원)	2017F						2018F					
				매출g.	EPSg.	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	매출g.	EPSg.	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
대만		FAR EASTERN	4,987.5	4.6	12.4	17.5	0.7	9.9	3.9	16.8	16.7	15.0	0.7	9.5	4.3
		Pou Chen	4,629.1	4.5	(0.9)	9.5	1.1	8.5	12.6	10.0	14.8	8.3	1.1	7.7	14.0
		ECLAT	3,223.8	9.3	14.7	20.3	5.2	13.7	27.0	13.9	19.8	17.0	4.7	11.4	29.5
		FENG TAY	2,898.4	4.7	9.2	15.9	4.7	9.6	31.0	10.6	14.6	13.8	4.1	8.2	31.9
		FORMOSA	1,962.1	22.9	25.6	11.9	0.9	9.5	8.6	6.6	19.2	10.0	0.9	8.9	9.3
		MAKALOT	978.7	6.4	(3.7)	17.7	2.8	11.3	16.8	8.4	18.5	14.9	2.8	9.7	19.2
홍콩		SHENZHO	10,957.1	17.2	15.6	19.6	4.0	13.0	22.2	14.9	16.8	16.7	3.5	11.3	23.3
		YUE YUEN	7,621.5	3.3	3.5	12.1	1.3	7.8	11.2	2.9	5.7	11.5	1.3	7.3	11.3
		LI & FUNG	3,981.6	(4.2)	4.9	14.9	1.1	10.3	7.6	1.4	10.7	13.5	1.1	9.7	8.2
		Best Pacific	1,026.4	19.5	15.2	13.4	3.1	9.6	25.1	19.7	19.8	11.2	2.7	8.1	25.8
		LUENTAI	266.5	27.2	66.7	7.6	0.6	0.3	7.4	-	-	-	-	-	-
한국		영원무역	1,535.4	0.1	26.7	11.5	1.1	6.3	10.2	2.1	9.4	10.0	1.0	5.7	10.7
		한세실업	1,088.0	16.5	78.5	14.5	2.1	11.7	15.5	5.4	25.5	11.7	1.8	9.4	16.7

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

III. 하반기 전망: 점진적 업황 개선 기대

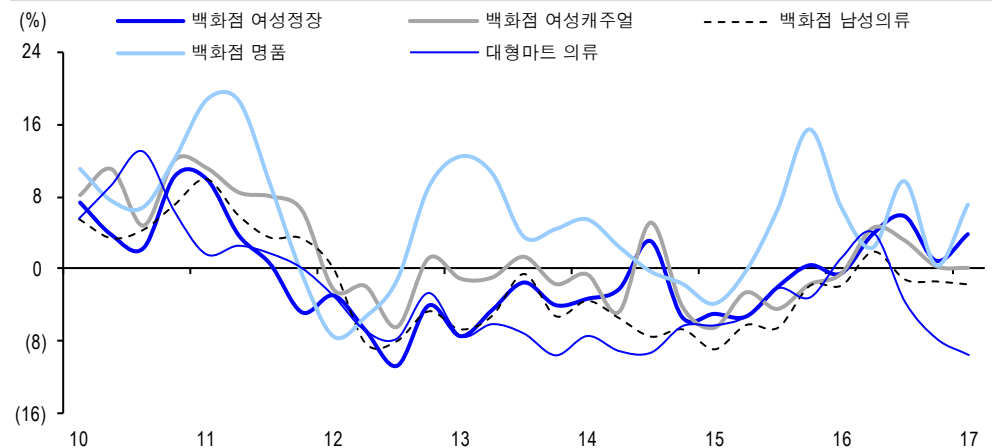
- 최소한의 성장세, 4월 기준 의류비 지출전망 CSI는 전월대비 2pt 상승
- 양호한 실적 전망: 2017년 내수 업체 영업이익은 +21.0% YoY
- OEM: 재고 축적에 대한 불확실성 지속, 5월 이후 오더 확인 필요

하반기 내수 업체 매출액
성장률 +7.6% 전망, YoY 1.4%p
하락이 예상되나 최소한의
성장세는 유지 예상

하반기 의류 업종은 최소한의 성장세 유지가 예상된다. 2010년 이후 하락세를 나타낸 주요 유통 채널 내 의류 매출액은 2015년 하반기 이후 점진적 개선세를 나타냈다. 약 3년 간의 정체기 이후의 반등세이다. 주요 유통 채널 기준점 성장률이 기저 효과 등으로 반등했기 때문이다. 2014년과 2015년 주요 유통 채널내 의류 매출액 성장률은 세월호 참사와 MERS 사태 등으로 각각 -3.1%, -2.5%에 그쳤다.

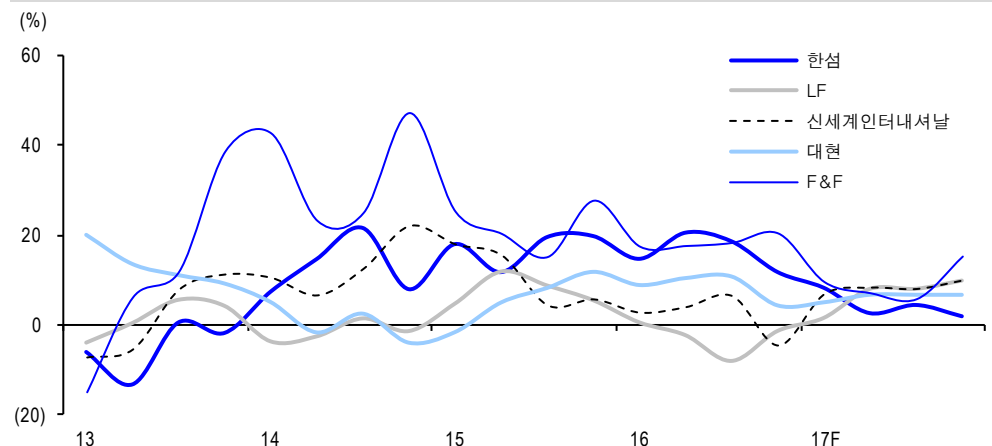
물론 지난해 하반기 이후 유통 채널 기준점 성장률 하락 반전과 함께 의류 매출액 성장률 역시 하락세를 나타내고 있다. 2016년 상, 하반기 백화점 내 의류 매출액 성장률은 각각 +2.2%, +0.6%을 기록했다. 중저가 위주 제품이 판매되는 대형마트내 의류 매출액 성장률은 상반기 2.6%, 하반기 -5.7%을 나타냈다. 2017년 연간 주요 내수 업체 매출액 성장률(한섬의 SK네트웍스 패션부문 연결 미반영)은 상, 하반기 각각 6.6%, 7.6%으로 예상된다. 지난해 상, 하반기 성장률 대비 4.1%p, 1.4%p 하락한 수치이다.

주요 유통 채널 내 복종 군 별 매출액 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자

주요 내수 의류 업체 매출액 성장률 추이



자료: 각 사, 신한금융투자 추정 / 주: 한섬의 SK네트웍스 패션부문 연결 미반영

4월 의류비 지출전망 CSI: 100pt으로 전월대비 1pt 개선

최소한의 성장세, 4월 기준 의류비 지출전망 CSI는 전월대비 2pt 상승

지난해 대비 다소 부진한 성장에도 하반기 의류 업황 흐름은 추가 하락보다는 최소한의 성장세 유지가 예상된다. 4월 기준 의류비 지출전망 CSI는 기준치 100을 기록했다. 전월대비로는 2pt 상승한 수치이다. 지난해 연 평균 지출전망 CSI가 99pt 에 머물렀다는 점을 고려할 때 최소한의 반등세는 가능해 보인다.

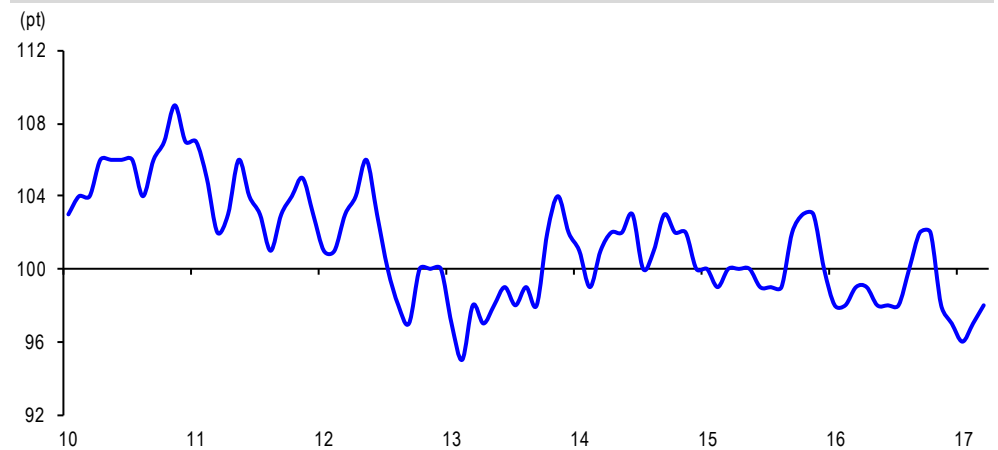
물론 하위 소득분위에서의 의류비 지출전망 CSI는 여전히 부진하다. 그러나 전반적으로 3월 대비 CSI 지표는 반등세이다. 4월 소득 분위별 의류비 지출전망 CSI는 100만원 미만 86pt (MoM +2pt), 200~300만원 98pt (MoM +3pt), 300만원~400만원 105pt (MoM +2pt), 500만원 이상 107pt (MoM +2pt)를 기록했다.

물론 지난 4분기까지 발표된 가계 형태별 최종소비지출에서 의류 품목 구매에의 방향성을 볼 수 있는 준 내구재 품목의 소비 지출은 전년동기대비 0.2% 감소했다. 전체 소비 지출 내 비중도 0.1%p 하락했다.

정치적 이벤트의 마무리, 4월 소비자심리지수 MoM +4.5pt 점진적 개선에의 긍정적 전망

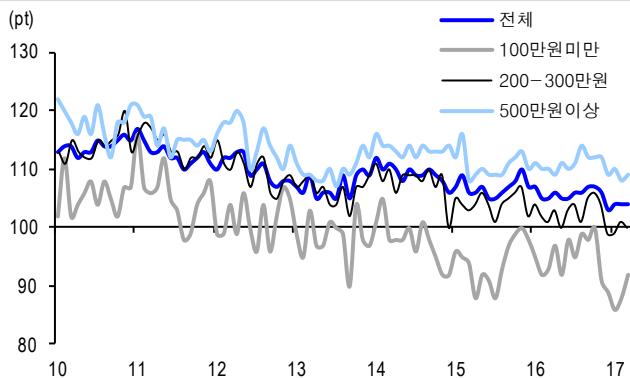
다만 지난 4분기의 경우 정치적 이벤트와 더불어 소비 심리가 위축되었던 시기이다. 작년 10월 이후 소비자 심리지수의 월별 변화는 11월 -6.3pt, 12월 -1.6pt, 2017년 1월 -0.8pt를 기록했으나 2월 이후 반등세이다. 2월 이후 소비자심리지수는 MoM으로 2월 +1.1pt, 3월 +2.3pt, 4월 +4.5pt를 기록했다. 4월 기준 소비자 심리지수는 101.2로 지난해 4분기 반락 이전 수준으로 회복했다. 점진적 개선에 대한 긍정적 전망을 제시한다.

의류비 지출전망 CSI



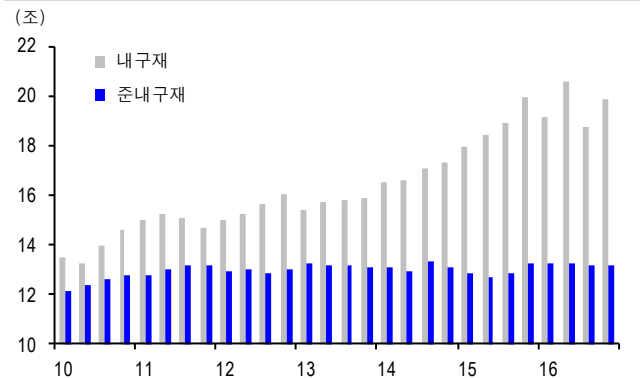
자료: 한국은행, 신한금융투자

소득 분위별 소비지출전망 CSI 추이



자료: 한국은행, 신한금융투자

가계 형태별 최종소비지출 (내구재/준내구재 관련)



자료: 한국은행, 신한금융투자

양호한 실적 전망

2017년 내수 업체 영업이익은
전년대비 21.0% 증가 예상

2018년과 2019년에도
영업이익은 전년대비 각각
9.3%, 12.1% 증가 전망,
양호한 이익 증가 추세 당분간
계속

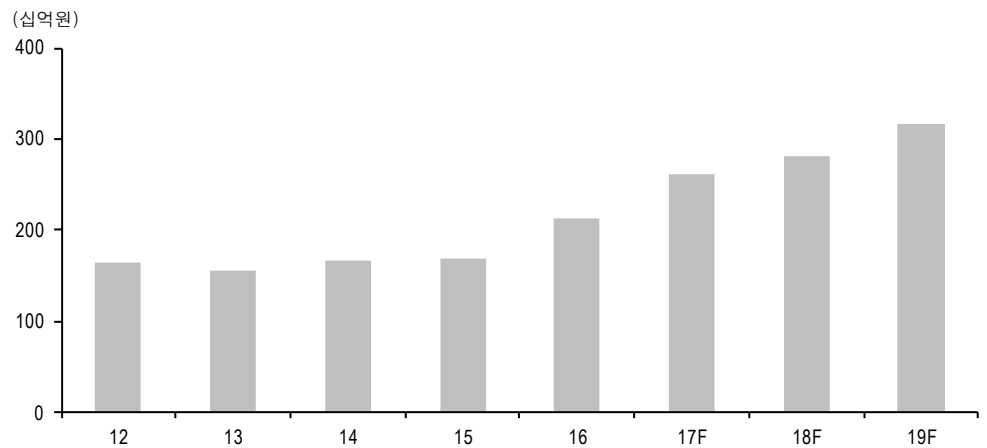
양호한 실적 전망: 2017년 내수 업체 영업이익은 +21.0% YoY

소비 관련 지표의 점진적 반등세와 더불어 내수 업체들에 대한 실적 전망 역시 양호하다. 2012년 이후 커버리지 내수 업체들의 영업이익은 정체된 모습을 나타냈다. 커버리지 업체 합산 기준 2012년 영업이익은 1,650억원이었다. 2013년 1,548억원으로 6.2% 감소했던 영업이익은 2014년과 2015년 각각 1,662억원 1,691억원으로 2012년 대비 유사한 흐름을 나타냈다.

그러나 2016년 이후 이익은 개선 중이다. 2016년 커버리지 업체 합산 영업이익은 2,127억원을 기록했다. 전년대비 25.8% 증가한 수치이다. 2017년에도 영업이익은 2,574억원으로 21.0% 증가가 예상된다.

2018년과 2019년에도 각각 9.3%, 12.1% 증가가 예상되어 양호한 이익 증가 추세는 당분간 계속되겠다. 계속된 업황 부진에 따른 재고 축소, 원가율 개선과 더불어 판관비 절감이 진행 중이다. 커버리지 업체 합산 기준 매출액 대비 판관비 비중은 2013년 53.3%에서 2016년 50.9%으로 하락했다. 2017년 판관비 비중은 51.1%으로 전년대비 소폭 상승이 예상된다. 하지만 2018년과 2019년 예상 판관비 비중은 각각 50.8%, 50.3%으로 과거 대비 평균 1~2%p 가량 낮은 수준의 판관비 비중이 전망된다. 하반기 내수 업체의 점진적 업황 개선과 판관비 부담 축소에 따른 마진을 개선이 기대된다.

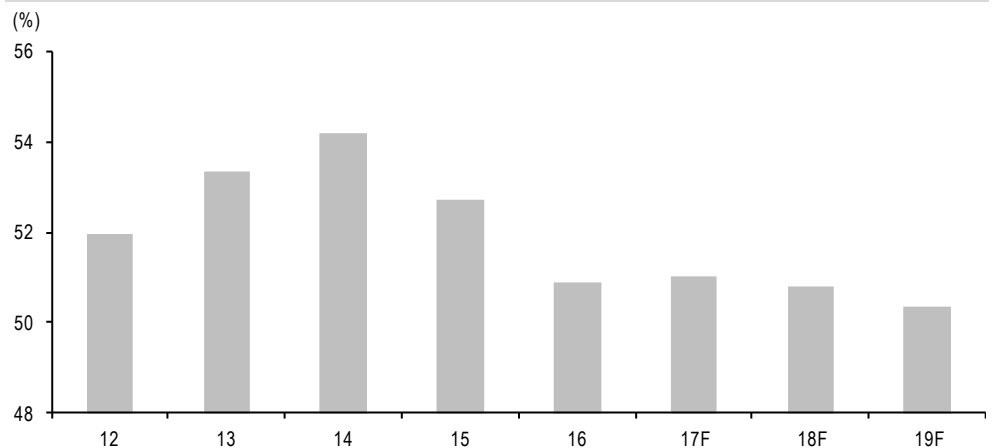
주요 내수 업체 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 한섬의 SK네트웍스 패션부문 연결 미반영

주요 내수 업체 판관비 비중 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 한섬의 SK네트웍스 패션부문 연결 미반영

내수 의류 업체 분기 영업실적 테이블

(십억원, % YoY, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
한섬	매출액	173.6	145.2	147.2	246.0	233.7	298.8	268.5	460.7	341.2	315.1	286.3	496.0	616.8	712.0	1,261.7	1,438.6
	- SKN 패션					39.0	140.9	109.4	190.2	138.1	146.2	115.1	204.3			479.5	603.7
	영업이익	24.0	8.1	13.3	26.7	26.0	13.3	16.5	42.9	33.7	13.8	18.5	51.2	66.1	72.0	98.7	117.3
	- SKN 패션					0.2	3.4	1.6	6.2	5.9	4.0	2.1	8.6			11.4	20.6
	순이익	19.2	8.8	11.0	17.5	18.9	11.2	12.7	30.5	25.5	12.0	14.5	37.9	72.9	56.5	73.4	89.9
	매출증감률	14.6	20.4	18.5	11.6	34.6	105.8	82.4	87.3	46.0	5.5	6.7	7.7	17.5	15.4	77.2	14.0
	영업이익증감률	35.2	102.5	10.4	(17.5)	8.5	65.0	24.0	60.8	29.4	3.6	12.3	19.5	44.7	9.0	37.1	18.8
	순이익증감률	20.4	(63.6)	17.8	(25.3)	(1.3)	27.5	15.7	74.2	35.0	6.5	14.0	24.2	100.4	(22.5)	30.0	22.6
	영업이익률	13.8	5.6	9.0	10.8	11.1	4.5	6.1	9.3	9.9	4.4	6.5	10.3	10.7	10.1	7.8	8.2
	순이익률	11.0	6.1	7.5	7.1	8.1	3.8	4.7	6.6	7.5	3.8	5.1	7.6	11.8	7.9	5.8	6.3
LF	매출액	380.8	386.0	311.0	451.5	386.6	395.5	324.3	459.5	398.8	406.4	339.5	466.9	1,571.0	1,529.3	1,565.9	1,611.6
	영업이익	11.8	28.4	4.8	34.0	17.4	30.6	5.9	36.5	18.2	30.7	6.8	38.5	74.1	79.0	90.4	94.3
	순이익	7.5	18.3	0.9	24.5	11.6	22.3	2.7	27.2	13.5	23.7	4.8	28.5	50.6	51.2	63.9	70.5
	매출증감률	0.5	(2.4)	(8.2)	(1.4)	1.5	2.5	4.3	1.8	3.2	2.8	4.7	1.6	7.6	(2.7)	2.4	2.9
	영업이익증감률	(25.5)	10.1	228.9	9.5	48.1	7.6	22.0	7.4	4.6	0.4	15.5	5.6	(22.6)	6.6	14.4	4.3
	순이익증감률	(49.1)	7.6	흑전	28.2	54.6	22.1	220.3	10.8	16.2	6.1	74.2	5.0	(37.6)	1.2	24.8	10.4
	영업이익률	3.1	7.4	1.5	7.5	4.5	7.7	1.8	7.9	4.6	7.6	2.0	8.3	4.7	5.2	5.8	5.8
	순이익률	2.0	4.7	0.3	5.4	3.0	5.6	0.8	5.9	3.4	5.8	1.4	6.1	3.2	3.3	4.1	4.4
F&F	매출액	91.7	84.8	91.9	170.6	100.3	90.7	97.0	196.3	112.3	100.2	106.0	213.4	370.0	439.0	484.3	532.0
	영업이익	4.6	5.3	6.1	29.6	9.8	7.8	8.6	35.9	11.0	8.8	9.5	39.3	18.8	45.6	62.1	68.6
	순이익	0.5	3.2	4.4	21.8	6.8	5.4	5.7	27.0	7.4	5.9	6.2	29.3	12.4	29.9	44.9	48.7
	매출증감률	17.3	17.5	18.1	20.2	9.4	6.9	5.6	15.1	12.0	10.5	9.3	8.7	22.8	18.6	10.3	9.8
	영업이익증감률	52.1	106.8	161.4	173.7	110.9	46.5	42.0	21.2	12.4	12.3	9.9	9.6	55.4	143.2	36.1	10.4
	순이익증감률	(79.3)	124.7	606.0	174.4	1,248.8	69.7	29.7	23.8	7.7	8.8	8.4	8.3	(11.0)	140.3	50.3	8.3
	영업이익률	5.1	6.3	6.6	17.3	9.8	8.6	8.9	18.3	9.8	8.7	8.9	18.4	5.1	10.4	12.8	12.9
	순이익률	0.6	3.8	4.8	12.8	6.8	6.0	5.9	13.8	6.6	5.9	5.8	13.7	3.4	6.8	9.3	9.1
대현	매출액	73.3	60.4	56.8	89.6	76.9	64.3	60.6	95.5	80.9	67.5	63.6	100.3	259.6	280.2	297.3	312.3
	영업이익	4.6	2.3	0.7	8.4	5.8	2.9	1.2	10.5	6.2	3.1	1.4	11.3	10.1	16.1	20.3	22.0
	순이익	39.4	1.0	0.7	5.8	4.3	2.0	1.1	8.8	4.7	2.0	1.3	9.2	8.3	46.9	16.2	17.3
	매출증감률	8.7	10.3	10.6	4.2	4.9	6.6	6.6	6.6	5.1	4.9	5.0	5.0	5.8	7.9	6.1	5.0
	영업이익증감률	51.4	522.3	흑전	4.3	25.6	23.7	66.4	24.6	7.6	6.8	16.9	7.8	36.2	58.9	26.6	8.1
	순이익증감률	1,856.3	10.7	흑전	(15.3)	(89.0)	106.1	59.0	51.2	9.8	2.6	21.0	4.6	77.0	465.9	(65.4)	6.8
	영업이익률	6.2	3.9	1.2	9.4	7.5	4.5	1.9	11.0	7.7	4.6	2.2	11.3	3.9	5.7	6.8	7.0
	순이익률	53.7	1.6	1.2	6.5	5.6	3.1	1.8	9.2	5.9	3.0	2.1	9.2	3.2	16.7	5.5	5.6

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

OEM: 미국 소매 의류 판매액
증가 전환은 긍정적,
2016년 8월 이후 플러스 전환

불확실성은 여전: 소매 판매액의
등락 지속과 재고 축적 지연
우려 여전

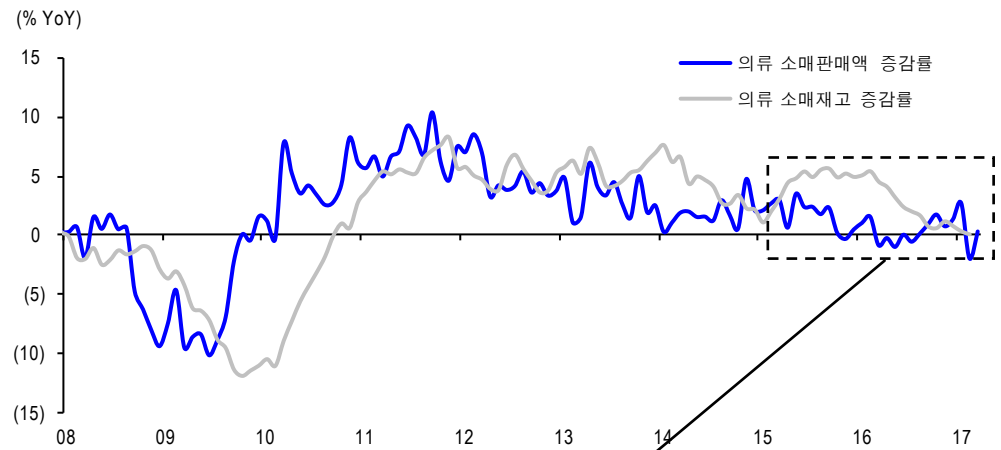
OEM: 재고 축적에 대한 불확실성 지속, 오더 확인 필요

OEM 업체의 경우 미국 내 의류 소매 판매액 증감률이 지난 8월 이후 플러스 전환되었다는 점은 긍정적이다. 재고자산 증감률 역시 지난 12월 이후 판매액 증감률 대비 하락 반전되었다. 악성 재고에 대한 우려가 사라졌다. 최악의 구간은 통과한 것으로 보인다(차트1, 붉은색 점선 내 구간).

거시지표 기준 의류 업황 턴어라운드의 조건은 판매액 증가가 선행된 재고 자산의 증가이다. 현재의 매출 증가와 향후 전망에 대한 긍정적 시각을 근거로 업체들이 재고 축적을 시도할 수 있기 때문이다. 실제 금융 위기 이후 소비 반등 시 미국 내 의류 지표는 판매액 증가가 재고 자산 증가에 선행했다.

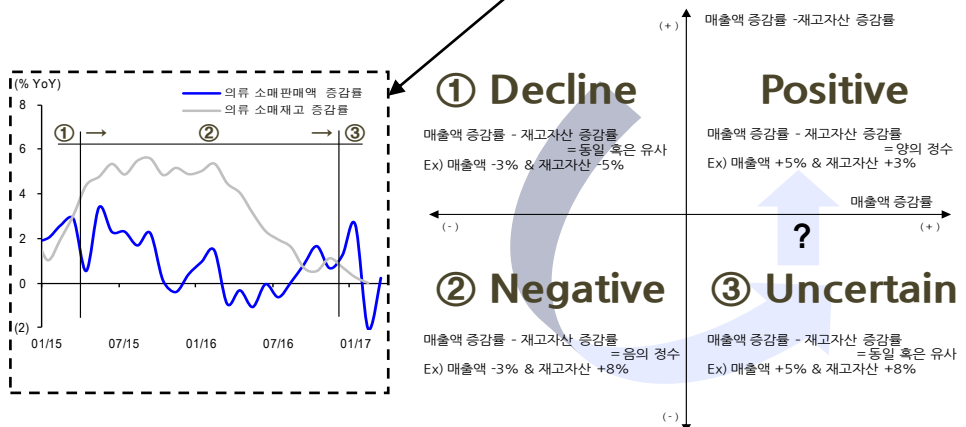
동일 지표를 근거할 때 업황 개선 시점에 대한 불확실성은 여전하다. 판매액 증가에도 재고 축적에 대한 조짐이 없기 때문이다. 전년도 하반기 이후로만 시계열을 zoom할 경우 재고 자산 증가율은 지속적인 하락세를 나타내고 있다. 판매액 증감률 역시 반등세는 유지되고 있으나 반복되는 등락으로 불확실성은 여전히 보인다. 3월 기준 의류 소매 판매액 증가율은 +0.1% YoY으로 전월대비 2.3%p 개선되었으나 부진한 흐름이다. 2월의 경우 잠정 대비 확정 수치가 3%p 가량 하락했었다. 잠정 의류 판매액 증감률은 +1.6%이었으나 확정치는 -2.2%로 발표되었다. 불확실성에 대한 우려는 여전하다. 판매 부진으로 재고 축적 시점이 지연된다면 OEM 업황 개선 시점도 지연된다. 기저 효과 고려 시 하반기 이후 턴어라운드가 가능하나 최근 실적 흐름 고려 시 5월 이후 오더 추이 확인이 필요하다.

미국 의류 소매 판매액 증감률 vs. 재고 증감률 추이 (차트 1)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

미국 소매 의류 판매액 vs. 재고자산 증감률 추이 및 시점 별 상황 분석



자료: 신한금융투자

1Q17 미국 내 유통 업체 폐점:
2,880개로 2008년 이후 최대,
폐점에 따른 판매 채널 축소
→ 업황 개선 시점 지연 우려

유통 채널 폐점 → 재고 축적 시점에 대한 우려

최근 CNBC는 1분기 미국 내 유통 업체의 폐점이 2,880개로 2008년 이후 최대 수준이라고 보도했다. 실제 최근 1년간 미국 내 유통 채널에 대한 폐점 뉴스는 계속되었다. 미국 내 대표 백화점 업체인 Sears(SHLD US)는 최근 실적 발표와 함께 K-Mart 포함 총 150개의 매장 철수를 발표했다. Macy's(M US)와 J.C Penny(JCP US) 역시 연내 70~100여개 매장 폐점 계획을 발표했다. 계속되는 실적 부진이 주된 요인이다.

OEM 업체가 생산하는 주요 상품인 의류 제품은 유통 채널을 통해 판매된다. 유통 채널 감소 시 판매 채널 감소와 더불어 오더 감소에 대한 불확실성이 확대된다. 브랜드 업체 입장에서 판매 채널 하락 시 재고 축소 전략을 취할 수 밖에 없기 때문이다. 실제 주요 의류 업체인 GAP(GPS US)의 경우 1월 기준점 성장률 플러스 전환에도 최근 분기 기준 재고자산 증가는 없다. 최근 분기 기준 GAP의 재고자산 증감률은 -2.3% YoY이다. 또 다른 캐주얼 업체인 A&F(ANF US)와 Ralph Lauren(RL US) 역시 최근 분기 기준 재고자산 증감률이 각각 -8.5%, -22.6% YoY로 실적 부진에 대한 사전 대응이 진행 중이다.

일부 업체의 경우 재고 증가가 존재한다. Nike(NKE US), Under Armour(UA US)와 같은 기능성 의류 및 스포츠 브랜드 업체와 Adidas(ADS GR)와 같은 신발 업체이다. 최근 분기 기준 Nike와 Under Armour, Adidas의 재고자산은 각각 7.5%, 17.2%, 17.3% YoY 증가했다.

그러나 기능성 의류/스포츠 브랜드 업체인 Under Armour와 Nike의 경우 최근 6개월 동안 실적 예상치(매출액 성장률 기준)가 각각 11.6%, 1.7% 하락했다. 향후 실적에 대한 방향성 확인이 필요해 보인다. 성장률 하락 시 재고 증가에 대한 부담이 커질 수 있기 때문이다.

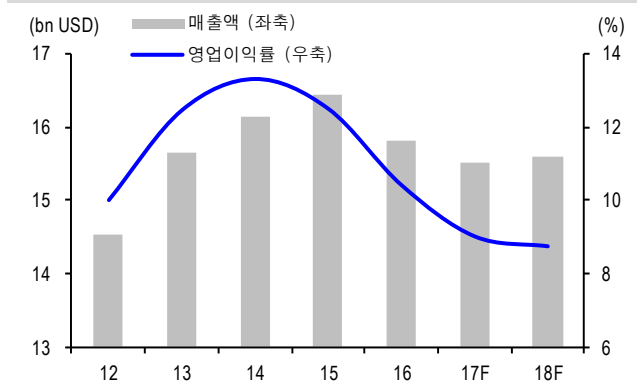
에슬레저 업체들의 하락세:
언더아머 실적 예상치는
최근 6개월 11.6% 하락,
성장률 하락에 따른 재고 증가
부담 우려

최근 1년간 미국 내 주요 유통/의류 업체 매장 폐점 관련 내용 정리

유통/의류 업체	주요 내용
공통	1분기 미국 내 유통 업체 폐점 수: 2008년 이후 최대 기록 2017년 1분기 2,880개, 2016년 동 기간 1,153개
GAP	2015년 175개(기준 미국 내 매장 수 기준 25% 감소) 폐점 2016년 65개 매장 철수 (기준 철수 예상 50개)
A&F	2016년 하반기 60개 점포 폐점 계획 (2016년 9월 발표) 2016년 11월 홍콩 플래그쉽 스토어 철수, 2016년 12월 한국 플래그쉽 스토어 철수
Foot locker	2017년 연내 90개 매장 폐점 계획
J.C Penny	연내 130~140개 매장 철수 계획
Macy's	2016년 40개 폐점에 이어 68개 폐점 계획 발표 (2016년까지 최근 6년간 90개 매장 폐점, 신규 출점은 13개)
Sears	연내 K-Mart 포함 150개 매장 철수 계획 발표 (2017년 1월)

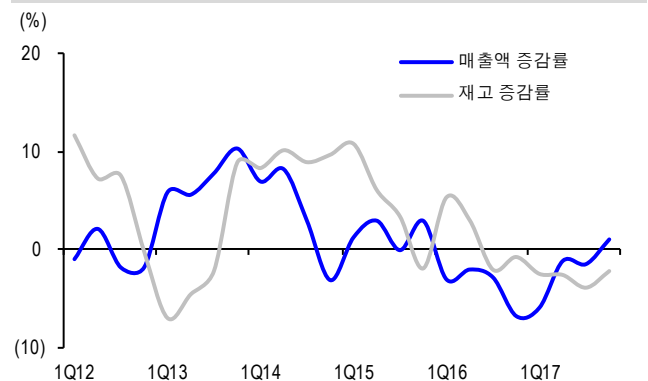
자료: 각종 언론 자료, 신한금융투자

GAP 영업실적 추이 및 전망



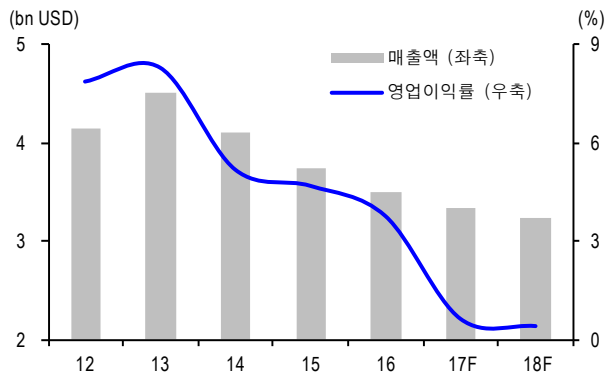
자료: Bloomberg, 신한금융투자

GAP 매출액 증감률 & 재고 증감률 추이



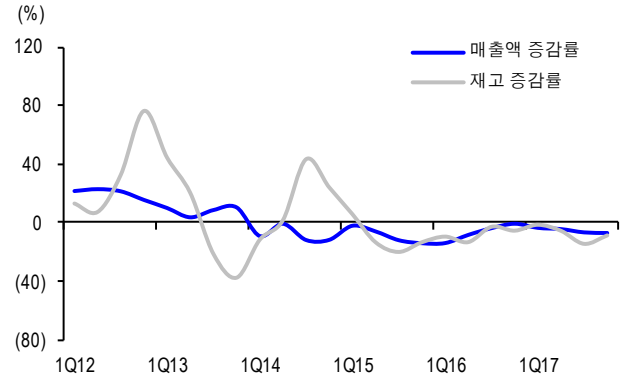
자료: Bloomberg, 신한금융투자

A&F 영업실적 추이 및 전망



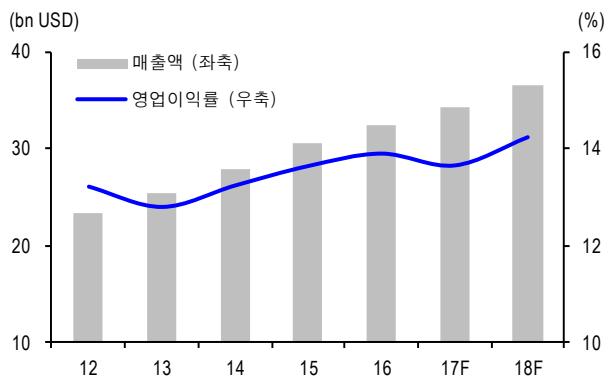
자료: Bloomberg, 신한금융투자

A&F 매출액 증감률 & 재고 증감률 추이



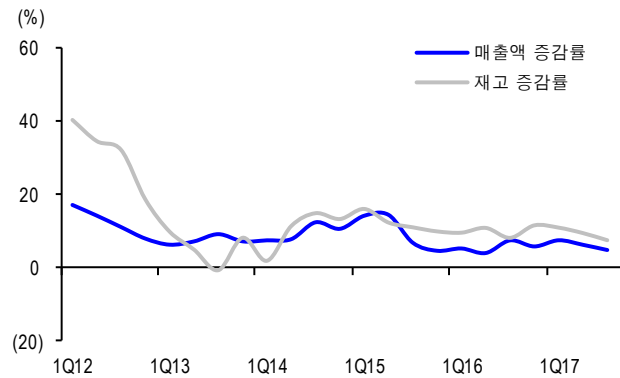
자료: Bloomberg, 신한금융투자

NIKE 영업실적 추이 및 전망



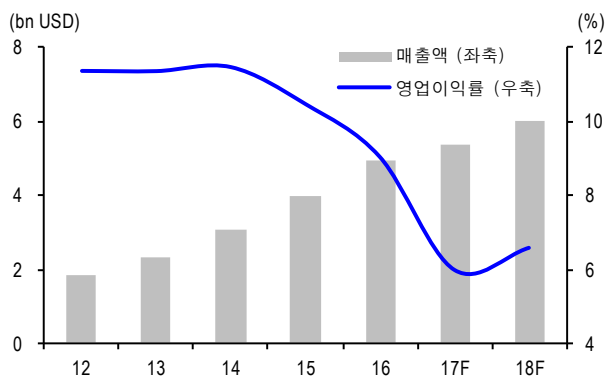
자료: Bloomberg, 신한금융투자

NIKE 매출액 증감률 & 재고 증감률 추이



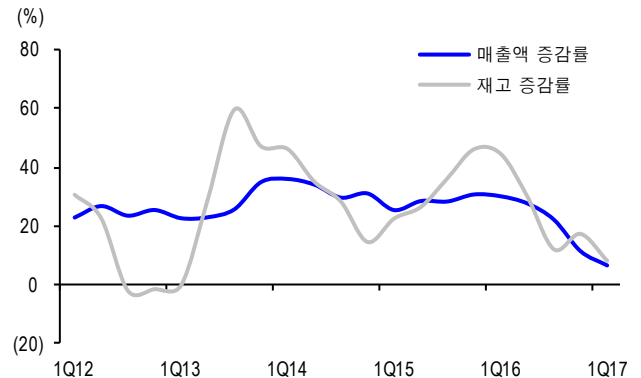
자료: Bloomberg, 신한금융투자

Under Armour 영업실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Under Armour 매출액 증감률 & 재고 증감률 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

밸류에이션 매력도 감안 시 OEM 업체 선호는 영원무역 > 한세실업

OEM 업체 가운데에서는
영원무역 > 한세실업, 밸류에이션

OEM 업체 가운데에서는 한세실업 대비 영원무역을 선호한다. 매출액 성장률(이하 OEM 부문)과 영업이익률 차이, 그리고 밸류에이션 3가지 변수에 따른 과거 경험치가 근거이다. 2012년 이후 한세실업의 PER 밸류에이션은 2가지 조건을 충족할 때 영원무역 대비 할증 거래되었다. 1) 상대적으로 높은 매출액 성장률, 2) 영업이익률 격차 축소가 해당 조건이다.

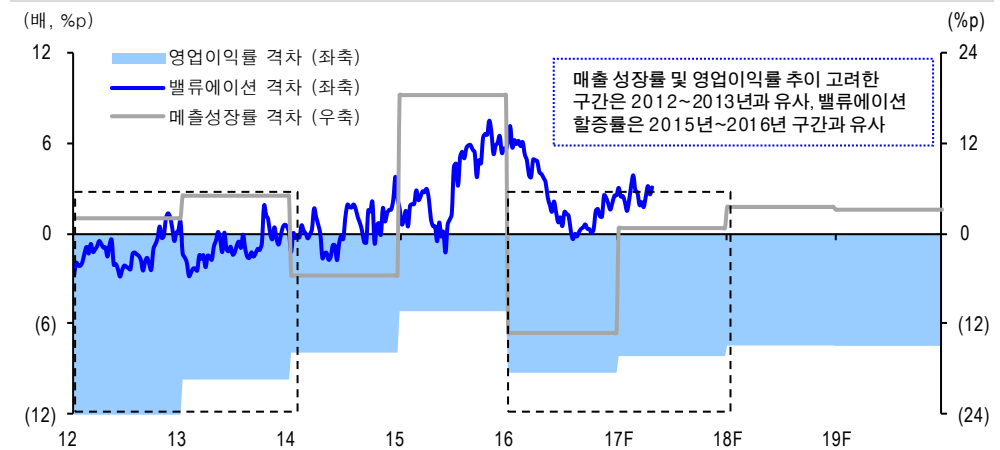
2017년 하반기 이후 매출액 성장률의 경우 한세실업이 상대적으로 영원무역 대비 양호하겠단다. 전년동기대비 상대적으로 부진했던 실적에의 기저 효과 때문이다. 하반기 한세실업과 영원무역의 예상 달러 매출액 성장률은 각각 +8.6%, +6.2% YoY 이다. 2018년의 경우에도 상대적 달러 매출액 성장률은 한세실업이 우세하겠단다. 2017년 상반기 기저 효과 덕분이다.

한세실업 vs. 영원무역:
매출액 성장률 & 마진율 격차를
고려한 구간은 2012년~2013년,
밸류에이션 할증률은 2015년
구간 → 밸류에이션 부담 ↑

다만 과거 흐름 상 매출액 성장률이 우세하더라도 한세실업의 영원무역 대비 밸류에이션 할증률 격차는 2~3% 수준에 불과했다. 영업이익률 격차 축소까지 동반 시의 할증이였다. 하지만 2017년 하반기와 2018년의 경우 양사간 영업이익률 격차는 과거 대비 축소되겠다. 달러 매출액 성장률이 부진한 흐름을 나타내며 과거 수준의 격차 축소가 나타나지 않고 있기 때문이다. 현 시점에서의 양 사간 밸류에이션 격차는 다소 과하다는 판단이다.

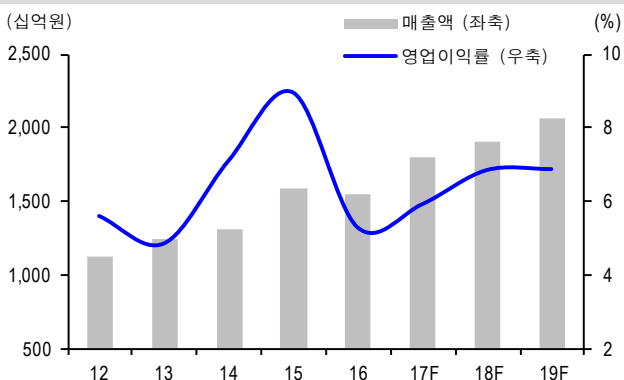
물론 하반기 실적 개선 여지는 충분하다. 기저 효과 덕분이다. 한세실업의 2017년 분기별 예상 매출액 성장률(이하 전년동기대비, 연결 기준)은 1분기 +11.7%, 2분기 +23.5%, 3분기 +25.3%, 4분기 +6.6%이다. 3분기까지 높은 매출액 성장률은 지난해 4분기부터 연결 반영된 엠케이트렌드 실적 반영 때문이다. 영원무역의 경우 1분기 -6.4%, 2분기 +0.2%, 3분기 +4.6%, 4분기 +0.6%의 매출액 성장이 예상된다. Scott 연결 기저 효과가 없기 때문에 상대적으로 성장률은 저조해 보인다.

한세실업 vs. 영원무역 밸류에이션 & 마진율 & 매출 성장률 격차 추이 및 전망



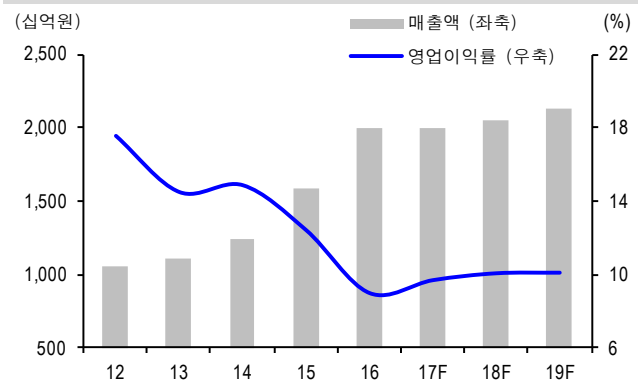
자료: 각 사, 신한금융투자 추정 / 주: 상기 격차 수식은 한세실업 - 영원무역

한세실업 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

영원무역 영업실적 추이 및 전망



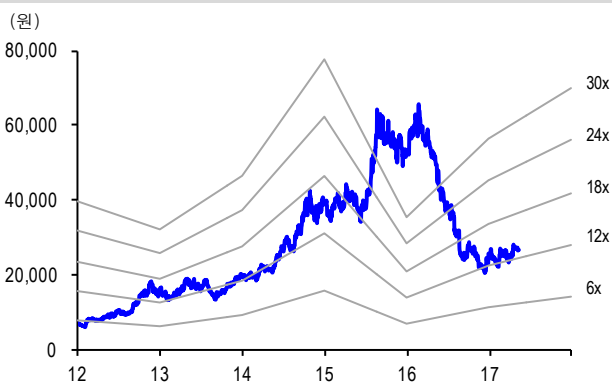
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

OEM 업체 분기 영업실적 테이블

(십억원, % YoY, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
한세 실업	매출액	359.3	330.1	417.6	440.8	401.5	407.8	523.3	470.0	421.8	436.4	557.0	485.0	1,586.5	1,547.8	1,802.6	1,900.2
	영업이익	21.2	19.0	27.1	14.8	15.1	22.1	37.4	31.9	22.6	21.4	49.0	37.0	142.4	82.1	106.5	130.0
	순이익	16.4	13.1	26.1	(8.1)	9.0	18.9	30.4	26.3	18.7	18.7	38.8	29.9	103.6	47.4	84.6	106.1
	매출증감률	11.8	(1.7)	(20.7)	9.4	11.7	23.5	25.3	6.6	5.0	7.0	6.4	3.2	20.8	(2.4)	16.5	5.4
	영업이익증감률	4.0	(18.4)	(54.6)	(62.0)	(28.7)	16.4	37.8	115.1	49.0	(2.8)	31.3	15.9	52.8	(42.3)	29.6	22.1
	순이익증감률	15.6	(12.8)	(35.3)	적전	(45.3)	45.0	16.4	흑전	108.7	(1.0)	27.5	13.7	68.1	(54.2)	78.5	25.5
	영업이익률	5.9	5.7	6.5	3.4	3.8	5.4	7.1	6.8	5.3	4.9	8.8	7.6	9.0	5.3	5.9	6.8
	순이익률	4.6	4.0	6.3	(1.8)	2.2	4.6	5.8	5.6	4.4	4.3	7.0	6.2	6.5	3.1	4.7	5.6
한세 실업 (OEM)	매출액	359.3	330.1	417.6	339.0	324.2	333.7	460.9	350.8	337.2	362.1	497.4	387.2	1,586.5	1,446.0	1,469.6	1,583.9
	영업이익	21.2	19.0	27.1	10.0	11.6	20.5	36.6	26.6	20.2	22.0	49.2	33.1	142.4	77.3	95.4	124.5
	매출증감률	11.8	(1.7)	(20.7)	(15.8)	(9.8)	1.1	10.4	3.5	4.0	8.5	7.9	10.4	20.8	(8.9)	1.6	7.8
	영업이익증감률	4.0	(18.4)	(54.6)	(74.4)	(45.4)	8.3	35.0	166.5	74.7	7.0	34.4	24.1	52.8	(45.7)	23.4	30.5
	영업이익률	5.9	5.7	6.5	2.9	3.6	6.2	7.9	7.6	6.0	6.1	9.9	8.5	9.0	5.3	6.5	7.9
영원 무역	매출액	431.6	551.3	547.6	471.0	403.9	552.7	572.7	473.6	408.3	561.4	581.7	494.4	1,584.9	2,001.6	2,002.9	2,045.8
	영업이익	38.0	69.4	52.9	21.4	32.6	72.2	61.8	27.2	35.3	73.3	68.3	28.6	196.8	181.6	193.7	205.6
	순이익	30.2	49.5	38.7	(7.4)	24.7	52.5	43.7	19.7	27.9	54.0	50.4	21.7	144.5	111.1	140.7	154.0
	매출증감률	72.8	21.9	10.6	21.5	(6.4)	0.2	4.6	0.6	1.1	1.6	1.6	4.4	27.2	26.3	0.1	2.1
	영업이익증감률	18.6	(0.5)	(18.6)	(29.1)	(14.1)	4.0	16.8	27.3	8.4	1.6	10.6	5.3	4.7	(7.7)	6.7	6.1
	순이익증감률	18.9	(3.5)	(21.2)	적전	(18.2)	6.1	13.1	흑전	12.6	2.8	15.2	10.0	0.8	(23.2)	26.7	9.4
	영업이익률	8.8	12.6	9.7	4.5	8.1	13.1	10.8	5.7	8.7	13.1	11.7	5.8	12.4	9.1	9.7	10.1
	순이익률	7.0	9.0	7.1	(1.6)	6.1	9.5	7.6	4.2	6.8	9.6	8.7	4.4	9.1	5.5	7.0	7.5
영원 무역 (OEM)	매출액	280.2	349.3	385.3	341.6	245.4	341.8	402.1	337.6	243.9	341.5	408.3	352.1	1,294.1	1,323.3	1,327.0	1,345.8
	영업이익	33.4	62.2	54.1	25.1	30.4	64.0	69.4	29.1	30.6	64.8	75.6	29.5	183.4	192.9	192.9	200.6
	매출증감률	12.2	10.3	(2.4)	2.6	(0.6)	(2.2)	4.4	(1.2)	(0.6)	(0.1)	1.5	4.3	3.8	2.3	0.3	1.4
	영업이익증감률	4.4	30.9	(27.9)	(13.1)	(6.5)	(3.5)	7.3	(0.8)	0.6	1.3	9.0	1.5	(2.4)	5.1	0.0	4.0
	영업이익률	11.9	17.8	14.0	7.4	12.4	18.7	17.3	8.6	12.6	19.0	18.5	8.4	14.2	14.6	14.5	14.9

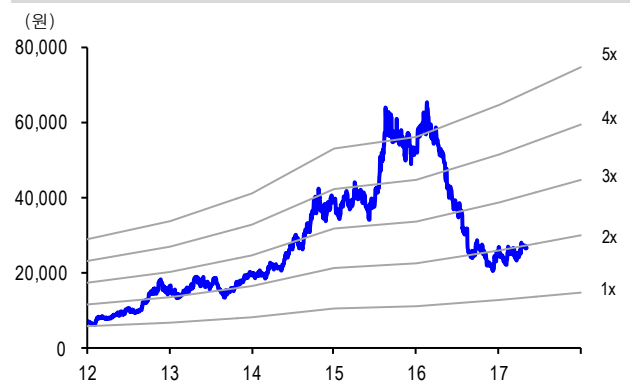
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

한세실업 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

한세실업 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

IV. 중장기 전망: 온라인 성장과 마진을 개선

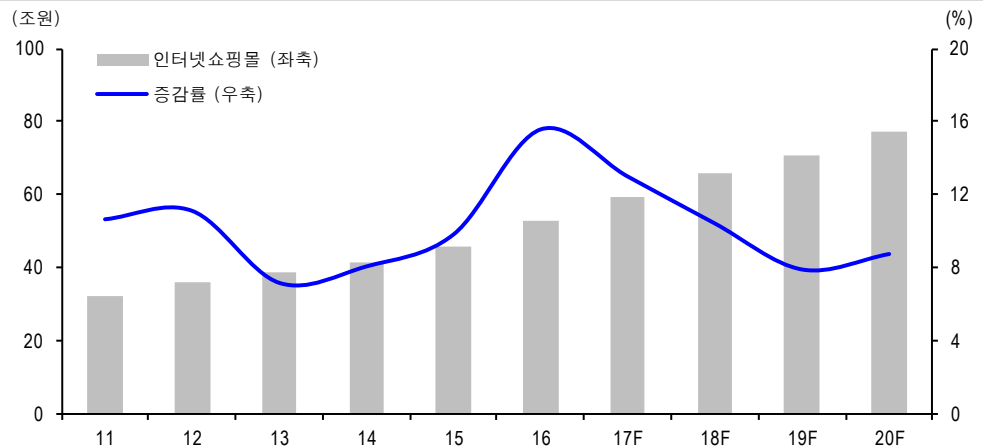
- 온라인 쇼핑물 판매액, 2010년 이후 연 평균 10.4% 성장
- 유통 판매 수수료율은 평균 31%, 온라인 성장에 따른 마진을 개선 가능성
- 아직까지는 전체 매출의 80% 가량이 오프라인, 중장기적 관점에서의 접근 필요

성장을 위한 먹거리 찾기,
온라인 쇼핑물 판매액 비중은
2010년 12.7% → 2017년 19.2%
전망

모바일, 온라인, 옴니채널, O2O 최근 몇 년 사이 유통 시장에서 많이 회자되는 단어 들이다. 성장을 위한 먹거리 찾기가 진행 중이다. 온라인 쇼핑물 시장규모는 2010년 이후(2010년~2016년) 연 평균 10.4% 성장해왔다. 2017년 인터넷 쇼핑물 시장 규모는 13.0% YoY 성장이 예상된다. 2017년~2020년까지 연 평균 성장률은 10%으로 추산된다. 전체 소매 시장 대비 비중은 2010년 12.7%에서 2017년 19.2%으로 확대되었다.

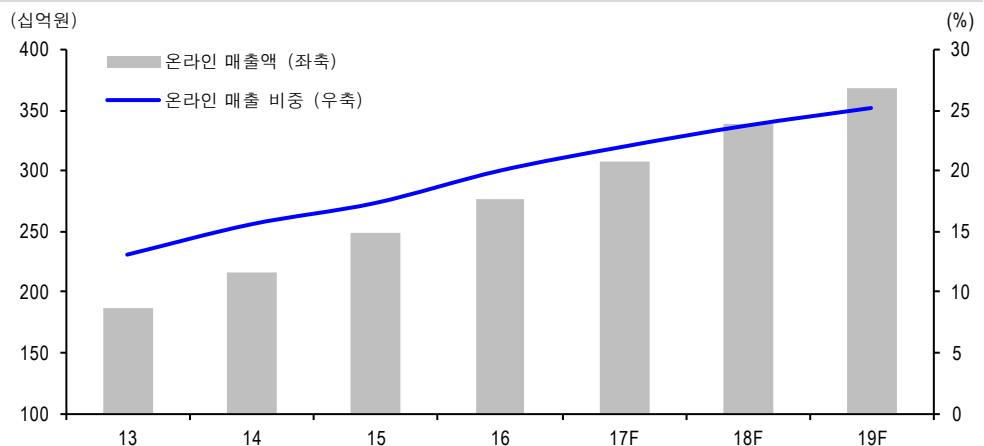
온라인 시장 규모 확대와 더불어 의류 업체들의 온라인 진출도 활발해지고 있다. 대표적인 업체는 LF(舊 LG패션)이다. 동사의 온라인 쇼핑물 매출 규모는 2016년 기준 2,760억원 규모로 추산된다. 전체 LF 연결 매출액 기준 20% 비중이다. 온라인 매출에 대한 구체적인 수치가 공개되지는 않으나 당사 추정 기준 2013년 LF 온라인 물 매출 비중은 13%에 불과했다. 부진한 업황 가운데 온라인 물 매출액은 연 평균(2013년~2016년) 14.1% 증가했다. 동 기간 전체 매출액은 연 평균 0.8% 감소했다. 온라인 물 제외 시 매출액 감소율은 연 평균 3.5%에 달한다.

유통 업종 내 무점포 판매액 증감률 추이 및 전망



자료: 통계청, 신한금융투자 추정

LF 온라인 (LF Mall) 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

평균 30% 수준의 유통 수수료,
온라인 비중 확대 시
중장기적으로 마진을 개선

아직까지는 오프라인 매출 비중이
절대적, LF 기준 오프라인
매출 비중 80%, 마진율 개선은
중장기적 관점에서의 접근 필요

유통 수수료 절감에 따른 마진율 개선

온라인 매출액 비중 확대와 성장은 마진율 개선에도 긍정적이다. 국내 의류 유통 구조는 대부분 주요 유통 업체들을 통해 판매된다. 대표적인 유통 채널은 백화점이다. 아울렛, 쇼핑몰 등 신규 유통 채널이 성장 중이나 대부분의 아울렛과 쇼핑몰 업체는 주요 백화점 업체들이 사업을 전개 중이다. 백화점을 제외한 의류 판매 채널은 제한적이다.

공정 거래위원회 발표 기준 국내 주요 백화점 업체들의 의류 품목 판매 수수료율은 평균 31.2%이다. 판매가액 100만원 의류 제품이 백화점에서 판매될 경우 의류 업체는 백화점에 31만 2천원의 판매수수료를 지급해야한다.

온라인 채널은 판매 수수료가 없다. 이론 상 31.2%의 마진율 개선이 가능하다. 물론 온라인 쇼핑몰의 경우 20~30% 수준의 할인이 진행된다. 하지만 자사 물 내 할인의 경우 전략적 수정이 가능하다. 장기적 관점에서 온라인 물 비중 확대 시 마진율 개선에 대한 기대는 충분하다.

물론 아직까지 온라인 매출 비중 증가에 따른 수익성 개선은 불확실하다. LF의 경우 2013년 이후 온라인 물 매출 비중이 꾸준히 증가했음에도 불구하고 이익률 개선은 크지 않았다. 업황 부진에 따른 오프라인 매장 폐점과 악성 재고 축적에 따른 원가율 상승 때문이었다.

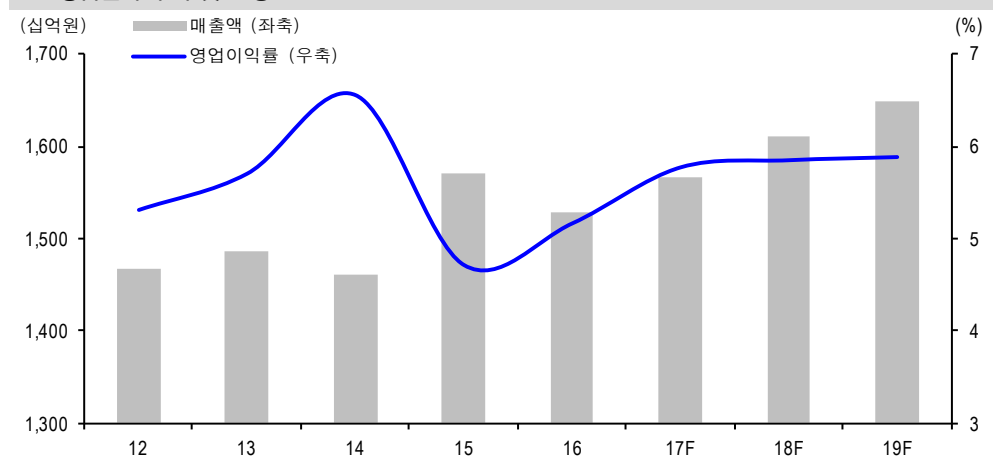
전체 매출의 80%가 여전히 오프라인에서 판매되고 있다는 점 또한 마진율 개선을 더디게 한다. 온라인 구매 고객의 경우 오프라인 정사가 구매 욕구가 하락해 정사가 판매율을 낮추기 때문이다. 정사가 판매율 하락은 원가율 상승을 야기한다. 그러나 지난해를 끝으로 오프라인 매장 구조조정이 일단락 되었고 온라인 매출은 꾸준한 흐름이다. 향후 오프라인과 온라인, 정사가 판매율 하락과 원가율 개선, 상반된 이슈에 대한 방향성 및 전략에 대한 관심이 필요해 보인다. 중장기 관점에서의 마진율 개선 기대감은 유효하다.

백화점 판매수수료 테이블

상품군	수수료율 (%)	상품군	수수료율 (%)	상품군	수수료율 (%)
셔츠/넥타이	33.9	스포츠용품	30.0	도서/음반/악기	24.2
레저용품	32.0	여성캐주얼	29.6	가방, 잡화, 시계	22.3
아동/유아용품	31.8	화장품	29.4	가공식품	21.8
잡화	31.8	주방용품	29.2	신선식품	20.8
여성정장	31.7	가구/인테리어	28.8	문구/완구	18.7
란제리/모피	31.1	건강식품	28.6	소형가전	18.6
진/유니섹스	31.0	보석/액세서리	27.2	대형가전	14.4
남성정장	30.7	육식/위생용품	26.8	디지털기기	11.0
남성캐주얼	30.7	생활용품	25.4		

자료: 공정거래위원회, 신한금융투자

LF 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

V. 이슈 분석: 해외 자회사 가치에 대한 고민

- TBH글로벌: 2018년 상반기 홍콩 법인 상장 예정
- 휠라코리아: 지분 가치 8,300억원 가량에 달하는 Acushnet 연결 반영, 하방 경직성 확보
- 본업에서의 턴어라운드 시점 고민, 자회사 가치는 플러스 효과

TBH글로벌:

2018년 상반기 홍콩 법인
상장 검토, 상장 요건
(기업 가치 6,000억원 이상)
달성 시 지분 가치는
현재 시가 총액의 2배 이상

하반기 뿐 아니라 2018년까지 계속될 의류 업종의 이슈는 해외 자회사에 대한 고민이다. 대표적인 업체로는 TBH 글로벌과 휠라코리아이다. TBH 글로벌의 경우 전체 연결 매출액의 67.8%, 영업이익의 115%가 중국 법인으로부터 발생된다. 실적 혹은 기업가치의 절대적인 비중이 중국 법인으로부터 발생되는 것이다.

TBH글로벌의 경우 홍콩 법인(TBH 홍콩)을 통해 중국 법인(백가호 유한공사)을 지배 중이다. 국내 법인의 홍콩 법인 지분율은 71.7%, 홍콩 법인의 중국 법인 지분율은 100%이다. 자회사 가운데 홍콩 법인의 경우 사모 펀드들과의 계약을 통해 2018년 상반기 상장이 예정되어 있다. 사모 펀드 보유 지분 가치 등을 고려한 상장 시 요구 기업 가치는 6,000억원 이상으로 추정된다. 홍콩 법인에 대한 사모 펀드 지분은 어피니티 파트너스 14.3%, 골드만 삭스 14%이다.

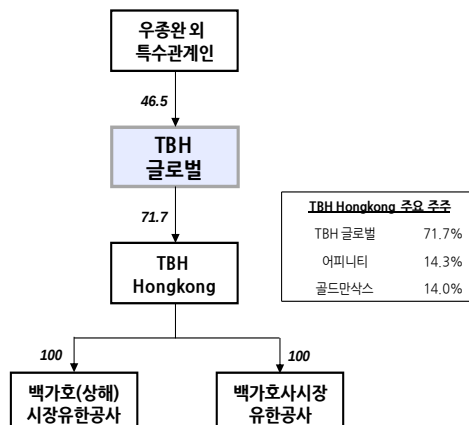
고민이 필요한 부분은 1) 요구 기업 가치 6,000억원 이상에 대한 실적 흐름과 2) 상장 차질 시 사모 펀드들과의 풋 옵션 계약이다. 물론 상장 성공 시 국내 법인 보유 지분율을 감안한 중국 법인 관련 지분 가치 재평가는 필수이다. 2017년 4월 28일 기준 TBH글로벌 시가총액은 1,675억원에 불과하다. 상장 성공 시 중국 법인을 소유한 홍콩 법인에 대한 지분 가치는 4,000억원 이상으로 추정된다. 현재 시점 기준 지분율과 사모 펀드 보유 분에 대한 기업 가치 평가를 적용한 수치이다.

상장 요건에 대한 고민은 필요.
중국 법인 2017년 예상 순이익
309.1억원, 상장 요건 400억원
미달

상장 시 기업 가치 상승 여력에 대한 여지는 충분해 보이나 상장과 관련한 고민은 필요하다. 1) 기업 가치에 대한 고민이다. 6,000억원 이상 기업 가치를 위해서는 실질 영업 법인인 중국 법인 순이익이 2017년 실적 기준 400억원 이상이 필요하다. 예상 적용 밸류에이션 PER 15배를 고려한 수치이다. 현 시점에서 당사의 2017년 추정 중국 법인 순이익은 309.1억원이다. 2016년 중국 법인의 순이익은 248.8억원이었다. 2018년 추정 순이익은 331.2억원이다.

2) 상장에 차질이 발생할 경우에 대한 사모 펀드의 풋 옵션 조건이다. 원금 보장 수준의 풋 옵션이라고 가정해도 풋 옵션 대상 금액은 약 2,000억원을 상회한다. 2016년 기말 기준 연결 기준 현금성 자산은 437.7억원, 장·단기 차입금은 580.2억원이다. 풋 옵션 조건 발생 시에 대한 현금 흐름에 대한 고민도 필요해 보인다.

TBH 글로벌 지분 구조도

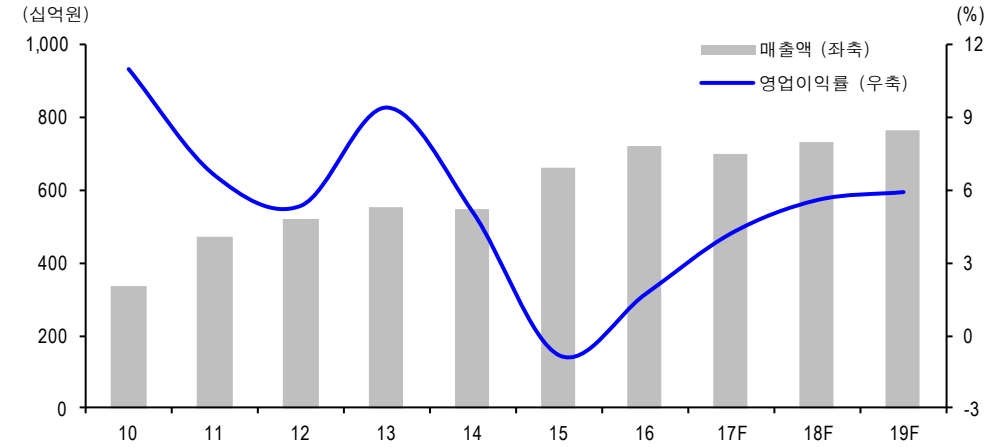


자료: 회사 자료, 신한금융투자

상장 시 예상 밸류에이션
(PER15배)에 대한 우려는 無,
현지 업체 평균 PER은 17.3배

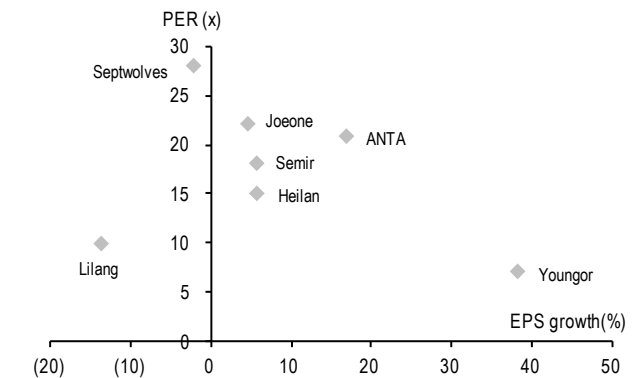
현재 시장에서 언급되는 홍콩 법인 상장 시 적용 밸류에이션은 PER 15배 수준이다. 적용 밸류에이션에 대한 명확한 기준은 없으나 상장된 현지 의류 업체들의 밸류에이션을 적용한 수치로 추정된다. 홍콩 상장 업체들을 포함한 현지 의류 업체들의 2017년 추정 실적 기준 PER 밸류에이션은 17.3배이다. 최근 중국 법인의 실적 흐름이 다소 부진하다는 점을 고려할 때 평균치에 대한 할인이 필요해 보이나 예상 적용 밸류에이션 15배에 대한 부담은 없어 보인다.

TBH글로벌 영업실적 추이 및 전망



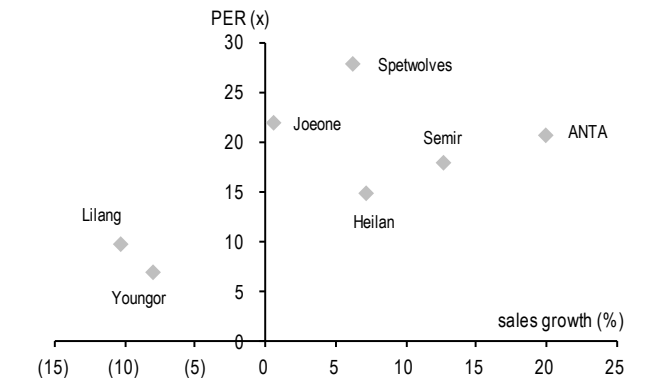
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

TBH글로벌 피어 이익 성장률 & 밸류에이션



자료: Bloomberg, 신한금융투자

TBH글로벌 피어 매출액 성장률 & 밸류에이션



자료: Bloomberg, 신한금융투자

TBH글로벌 피어 밸류에이션 요약 테이블

(십억원, %, 배)	시가총액	2017F						2018F					
		매출성장률	EPS성장률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	매출성장률	EPS성장률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
ANTA(HK)	8,478.0	20.0	16.9	20.2	5.1	11.6	26.3	15.8	15.5	15.2	3.8	10.0	27.2
LILANG(HK)	879.9	(10.3)	(14.5)	9.9	1.8	4.9	18.3	7.3	5.2	9.6	1.6	4.6	16.7
HEILAN	6,858.0	7.2	4.8	13.2	3.8	7.3	31.1	11.3	11.8	10.6	3.1	6.5	28.3
YOUNGOR	5,870.0	1.4	33.9	14.1	1.6	-	10.1	-	4.2	8.0	-	-	-
JOEONE	1,640.2	0.6	(4.5)	21.9	2.2	16.5	9.4	11.2	13.7	17.9	2.1	14.2	11.8
SEMIR	3,905.2	12.7	5.7	16.8	2.3	9.6	14.5	13.5	17.4	12.1	2.0	8.2	16.4
SEPTWOLVES	1,210.6	6.2	(2.1)	27.6	1.4	17.2	5.3	8.9	16.1	19.3	1.3	15.0	6.6
BAOXINAO	803.5	(10.4)	-	-	1.9	-	(14.6)	0.0	233.3	78.4	-	-	-
TBH글로벌	168.5	(0.6)	12,743.2	7.9	0.7	1.5	9.8	5.2	20.3	7.0	0.7	1.9	10.0

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

주: 1) HEILAN, YOUNGOR, JOEONE는 상해시장, SEMIR, SEPTWOLVES, BAOXINAO는 심천시장

2) 음영 처리 업체는 TBH글로벌 비교 대상 업체, 심천 시장 상장 업체는 지수 변동성 확대에 따라 비교 대상에서 제외

중국 법인 2017년 추정
매출액과 영업이익은
+1.3%, +15.4% 전망,
구조조정에 따른 마진을
개선 예상

기준점 성장을 하락으로
과거 대비 비용 절감 효과는
반감, 성장 필요 순이익 달성에
대한 추이 확인 필요

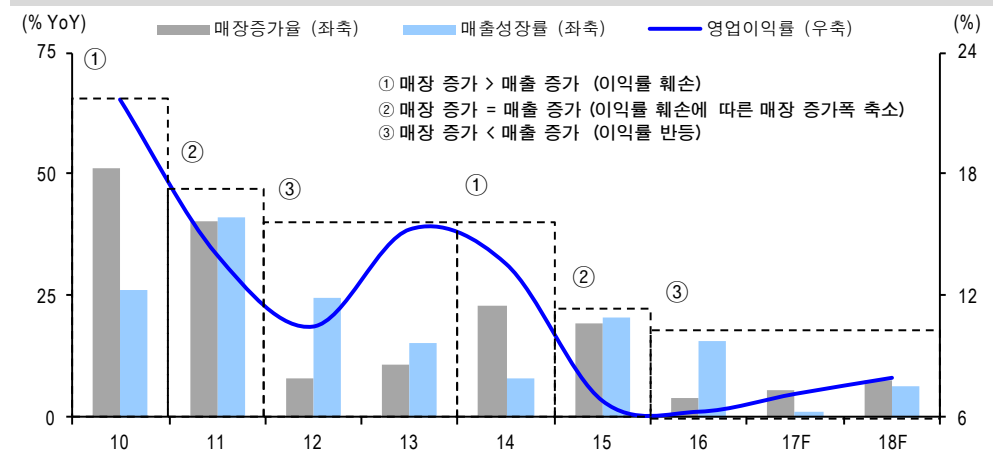
2017년 추정 기준 중국 법인의 매출액과 영업이익은 4,731억원, 340억원으로 추정된다. 순이익은 309억원으로 추산된다. 전년대비 매출액과 영업이익은 1.3%, 15.4% 증가가 전망된다. 영업이익률은 0.9%p 개선된 7.2%으로 전망된다. 매출액 성장률 둔화에도 이익률 개선이 가능한 이유는 비효율 매장 구조조정과 매장 판매 인력에 대한 변동비화가 진행 중이기 때문이다. 2018년에도 비용 절감에 대한 노력은 계속되겠다. 2018년 영업이익률은 8.0%으로 0.8%p YoY 개선이 예상된다.

다만 앞서 언급한 성장을 위한 조건인 순이익 400억원 수준에 대해서는 고민이 필요해 보인다. 매출액 성장률이 둔화된 상태에서 비용 절감 만을 통한 이익 개선이 쉽진 않다. 1분기 중국 법인의 매출액과 영업이익은 3.8%, 7.5% YoY 감소가 예상된다. 원/위안화 환율은 전년동기대비 8.1% 하락했다. 위안화 기준 1분기 매출액과 영업이익 증감률은 전년동기대비 각각 +4.7%, -0.5%으로 추산된다.

과거 대비 비용 절감에 따른 효과가 크지 않다는 점 역시 고민이다. 2010년 이후 동사는 2번의 마진을 축소기를 경험했다. 2010년~2012년과 2014년~2015년이다. 해당 기간의 이슈는 매장 증가에 따른 판촉비, 인건비, 감가상각비 증가에 따른 마진을 훼손이었다. 매장 증가 속도 조절 시 수정이 가능한 이슈였다. 그러나 2015년 이후 매장 증가 속도 조절에도 마진을 회복 속도는 더디다. 과거 수준의 기준점 성장률이 나오지 않기 때문이다.

2017년 중국 법인 매장 증가율은 5.4%으로 추산된다. 지난해 매장 증가율 4.1%와 유사한 수준이다. 앞서 언급한 고정비의 변동비화 등과 더불어 마진을 개선을 위한 노력은 진행 중이다. 다만 1분기에도 계속되는 매출 성장률 부진 감안 시 성장 요건을 위한 순이익 달성이 쉽지않은 않아 보인다. 향후 추이 확인이 필요해 보인다.

TBH글로벌 중국 법인(백가호 유한공사) 손익 관련 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

TBH글로벌 중국 법인(백가호 유한공사) 실적 추이 및 전망

(억원, % YoY, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
매장수 (개)	1,789	1,838	1,842	1,840	1,848	1,905	1,924	1,940	1,986	2,007	2,053	2,086	1,768	1,840	1,940	2,086
증감률	18.2	19.0	9.3	4.1	3.3	3.6	4.5	5.4	7.5	5.4	6.7	7.5	19.5	4.1	5.4	7.5
매출액	1,341.3	903.8	924.5	1,500.8	1,290.5	919.0	965.9	1,556.6	1,365.4	977.7	1,039.8	1,658.7	4,040.0	4,670.3	4,731.9	5,041.6
영업이익	162.2	(33.2)	(4.4)	170.2	150.1	5.5	(2.2)	186.8	183.0	7.4	(0.6)	212.3	276.4	294.8	340.2	402.1
당기순이익	122.4	(23.7)	(3.3)	153.4	145.8	3.4	(2.0)	161.9	151.6	4.0	(0.2)	175.8	241.8	248.8	309.1	331.2
매출증감률	20.5	22.8	16.8	7.2	(3.8)	1.7	4.5	3.7	5.8	6.4	7.7	6.6	20.4	15.6	1.3	6.5
영업이익증감률	(9.0)	적지	적지	5.4	(7.5)	흑전	적지	9.8	21.9	34.8	적지	13.7	(39.3)	6.6	15.4	18.2
순이익증감률	(7.9)	적지	적지	(2.6)	19.1	흑전	적지	5.5	3.9	16.6	적지	8.6	(36.5)	2.9	24.2	7.1
영업이익률	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	17.4	6.8	6.3	7.2	8.0
순이익률	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	6.0	5.3	6.5	6.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

휠라코리아:

Acushnet 지분 53.1% 보유,

지분 가치 8,278억원 vs.

현재 휠라 시가총액 8,483억원

→ 주가 하방 경직성 확보

또 다른 해외 모멘텀을 보유한 휠라코리아는 미국 상장 업체 지분을 53.1% 보유 중이다. 타이틀리스트 브랜드로 골프 용품 및 의류를 판매 중인 Acushnet (GOLF US)이다. Acushnet 관련한 이슈는 주가의 하방성 확보이다.

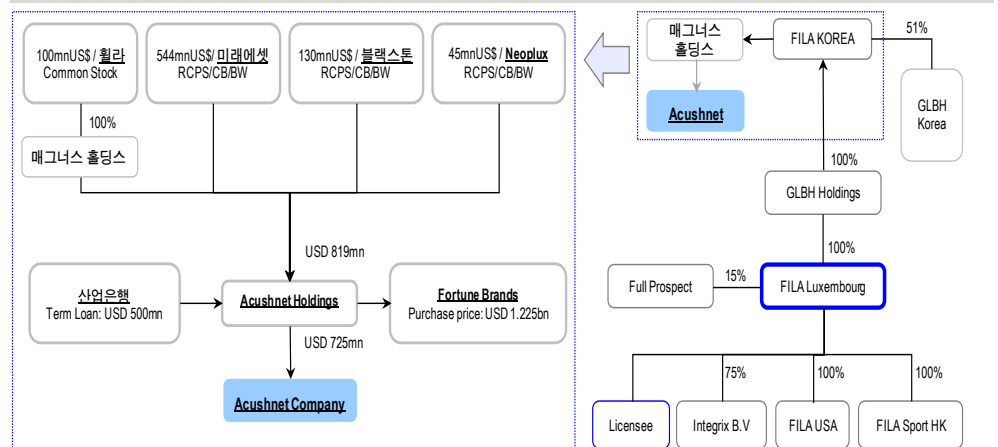
2017년 4월 28일 기준 휠라코리아의 시가 총액은 8,483억원이다. 동일 시점 기준 Acushnet 시가 총액은 13.7억 USD(원화 환산 기준 1조 5,589억원, 적용 환율 1,137.9원)이다. 지분을 53.1% 적용 시 휠라코리아 보유 Acushnet 지분 가치는 8,278억원이다. 전체 시가 총액의 97.6%가 지분 가치로 구성되어 있다.

실제 휠라코리아 영업 실적에 Acushnet가 연결 반영된 4분기 실적 발표 이후 동사의 주가는 Acushnet 지분 가치 이하로 내려가지 않고 있다. 물론 보유 차입금(2016년 기준 차입금: 단기 5,843억원, 장기 5,144억원)과 기존 휠라코리아 연결 실적 부진 고려시 단기 주가 반등은 쉽지 않아 보인다.

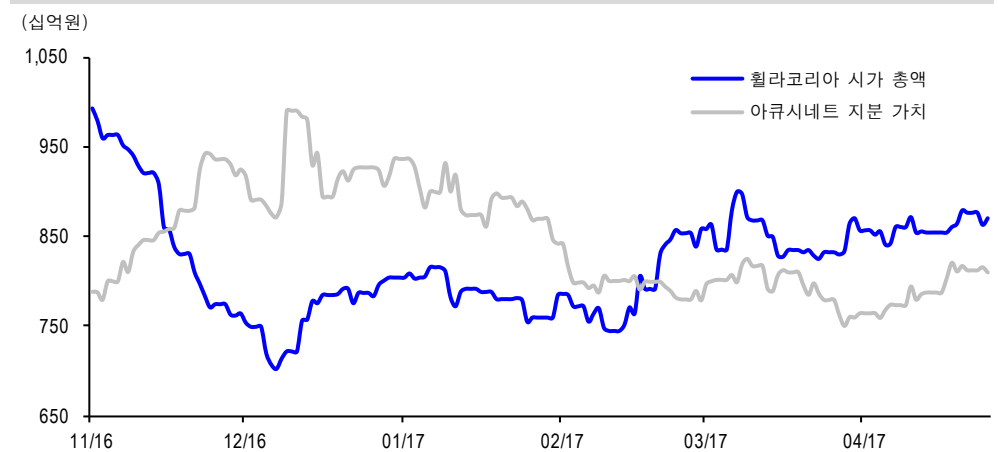
Acushnet 제외 시 실적은 부진,

매출액 1.7% YoY 감소 전망

Acushnet를 제외한 올해 예상 휠라 연결 매출액은 7,318억원으로 전년대비 1.7% 감소가 예상된다. 국내 법인 매출액은 2,955억원으로 전년대비 1.2% 감소하겠다. 계속되는 미국 내 유통 채널의 폐점 등으로 미국 법인 실적에 대한 우려도 존재한다. 원/달러 환율(연 평균 환율 기준 -9.0% YoY)을 고려한 미국 법인 매출액(원화 환산 기준)은 6.0% YoY 감소가 전망된다. 다만 점진적 개선에 대한 가능성은 존재해 자체 실적 반등 시 주가 상승 여력은 충분하다. 주가 하단이 지지되어 있다는 점에 대한 긍정적 전망을 제시한다.

휠라코리아 지분 구조도

자료: 회사 자료, 신한금융투자

Acushnet 지분가치 및 휠라코리아 시가총액 추이

자료: Bloomberg, 신한금융투자

**Acushnet 제외 시 1분기
매출액과 영업이익은 5.8%,
8.0% YoY 감소 예상**

1분기 휠라코리아 연결 매출액과 영업이익은 각각 6,480억원, 679억원으로 추산된다. 전년동기 대비 증감률은 매출액 +285.2%, 영업이익 +677.3%이다. Acushnet 영업실적이 지난해 4분기(11월 이후)부터 연결 반영된 결과이다. Acushnet을 제외한 연결 매출액과 영업이익은 1,585억원(-5.8% YoY)과 58억원(-8.0% YoY)으로 전망된다.

Acushnet 효과는 연중 계속되겠다. 기존 7~8천억원 수준의 매출액을 나타내던 휠라코리아의 연결 매출액은 2017년 2조 5,161억원으로 추산된다. 전년대비 증감률은 +160.2%이다. 영업이익은 기존 800~900억원 수준에서 2천억원대로 증가하겠다. 2017년 연간 영업이익은 2,174억원으로 추산된다. 영업이익률은 8.6%으로 전년대비 7.4%p 개선이 전망된다.

**Acushnet 매출액과 영업이익은
2.1%, 18.3% YoY 증가 예상,
주가 하단 지지는 가능 →
주가 안정성은 확보**

Acushnet 연간 매출액과 영업이익은 1조 7,843억원, 1,665억원으로 추산된다. 달러 기준 예상 매출액과 영업이익은 1.58bn, 159.9mn 으로 추정한다. 전년대비 매출액은 2.1%, 영업이익은 18.3% 증가가 전망된다. 상대적으로 매출액 성장률이 낮아 보이지만 휠라코리아 입장에서는 최소한의 성장도 좋다. 연간 3,800만 USD 수준의 배당(지분을 감안 시 휠라코리아 수취 배당금 약 200억원)도 예정되어 있어 안정적 주가 흐름 시 지분 가치에 대한 하방 확보가 가능하기 때문이다. 주가 하단 지지를 통한 주가 안정성이 기대된다.

휠라코리아 분기별 영업실적 추이 및 전망 (IFRS 연결 기준)

(십억원, % YoY, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	168.2	209.2	175.5	414.2	648.0	723.0	578.9	566.2	673.7	739.8	589.2	585.1	967.1	2,516.1	2,587.8	2,659.9
영업이익	6.3	24.8	6.2	(25.5)	67.9	99.0	28.4	22.1	78.4	104.7	34.7	28.9	11.8	217.4	246.7	261.9
순이익	7.3	16.0	(69.5)	357.3	39.5	59.1	18.5	14.0	48.4	63.5	23.4	18.9	311.1	131.1	154.1	160.9
매출증감률	(21.8)	4.3	(10.6)	103.5	285.2	245.5	229.8	36.7	4.0	2.3	1.8	3.3	18.6	160.2	2.8	2.8
영업이익증감률	(77.2)	(1.6)	(67.5)	적전	977.3	299.1	355.9	흑전	15.4	5.8	22.2	30.8	(85.3)	1,736.8	13.5	6.2
순이익증감률	흑전	흑전	적지	흑전	437.6	269.5	흑전	(96.1)	22.6	7.3	26.2	34.8	적전	흑전	17.5	4.4
영업이익률	3.7	11.9	3.5	(6.2)	10.5	13.7	4.9	3.9	11.6	14.2	5.9	4.9	1.2	8.6	9.5	9.8
순이익률	4.4	7.7	(39.6)	86.3	6.1	8.2	3.2	2.5	7.2	8.6	4.0	3.2	32.2	5.2	6.0	6.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2016년 11월 이후 Acushnet 연결 반영

Acushnet 분기별 영업실적 추이 및 전망 (IFRS 연결 기준)

(십억원, % YoY, %)	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017F	2018F	2019F
매출액	372.4	382.4	489.4	530.1	385.3	379.5	505.3	536.5	396.0	393.7	518.7	551.0	403.8	402.7	1,784.3	1,831.5	1,876.1
영업이익	9.7	8.8	62.1	78.9	13.3	12.1	66.7	81.3	18.9	16.3	70.1	85.2	20.6	20.0	166.5	183.2	195.8
순이익	(6.9)	(0.2)	34.7	47.2	8.9	5.7	39.3	48.2	13.2	9.3	41.9	51.1	14.6	10.9	96.4	109.9	118.6
매출증감률					3.5	(0.7)	3.2	1.2	2.8	3.8	2.6	2.7	2.0	2.3		2.6	2.4
영업이익증감률					37.5	37.7	7.4	3.0	42.1	34.1	5.0	4.8	8.9	22.5		10.0	6.9
순이익증감률					흑전	흑전	13.2	2.2	48.4	61.9	6.8	6.0	11.0	17.4		14.0	7.9
영업이익률	2.6	2.3	12.7	14.9	3.4	3.2	13.2	15.2	4.8	4.1	13.5	15.5	5.1	5.0	9.3	10.0	10.4
순이익률	(1.9)	(0.1)	7.1	8.9	2.3	1.5	7.8	9.0	3.3	2.4	8.1	9.3	3.6	2.7	5.4	6.0	6.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 상장 이후 실적 기재

Company Analysis

한섬

힐라코리아

한섬 (020000)

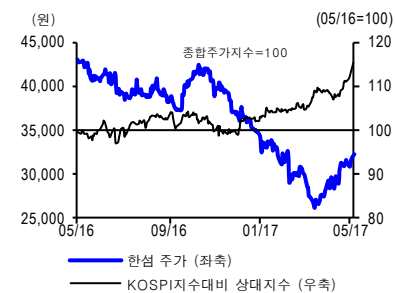
매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) **32,250 원**
 목표주가 **40,000 원 (상향)**
 상승여력 **24.0%**

박희진 김규리
 (02) 3772-1562 (02) 3772-1549
 hpark@shinhan.com kimkyuri@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	794.3십억원
액면가	500 원
발행주식수	24.6백만주
유동주식수	13.4백만주(54.6%)
52 주 최고가/최저가	42,850 원/26,200 원
일평균 거래량 (60 일)	107,875 주
일평균 거래액 (60 일)	3,156 백만원
외국인 지분율	17.17%
주요주주	현대홈쇼핑 34.64%
	국민연금 12.30%
절대수익률	3개월 -1.1%
	6개월 -20.1%
	12개월 -24.4%
KOSPI 대비	3개월 -10.9%
상대수익률	6개월 -30.2%
	12개월 -34.8%

주가차트



해소된 우려, 한껏 가벼워진 주가

SK네트웍스 관련 이슈, Worst Case Scenario에 대한 우려는 해소

지난 2월 인수가 종료된 SK네트웍스 패션 부문(이하 'SK')의 경우 우려했던 최악의 사태는 발생하지 않을 것으로 전망된다. 부실 점포에 대한 구조정과 현대백화점 내 매장 위치 이동 등 매출 증가 노력이 빠르게 진행 중이기 때문이다. 지난해 3분기 누계 순적자 259억원을 기록했던 SK의 1분기 영업이익은 3억원으로 흑자를 기록하겠다. 재고 관련 불확실성 지속에도 연간 영업이익은 114억원으로 추산된다. 연간 재고 평가 손실 총담금은 약 150억원으로 추산된다.

SK 부문의 연간 매출액은 5,732억원(3월 이후 반영 기준 4,795억원)으로 추정된다. 1분기 실적에 반영될 3월 한달치 매출액은 400억원 수준으로 추산된다. 기존 한섬 연결 매출액이 연간 7천억원대라는 점을 고려하면 매출 증가 효과는 충분하다. 연간 한섬 연결(SK 포함) 매출액은 1조 2,617억원으로 예상된다. 영업이익은 987억원으로 전년대비 37.1% 증가하겠다. 이익률은 SK부문 연결로 2.3%p 하락한 7.8%가 예상된다. 2018년 이후 점진적 마진을 개선을 전망한다.

1분기 연결 영업이익 260억원(+8.5% YoY) 전망

SK부문 합산 1분기 영업이익은 260억원으로 추산된다. 전년동기대비 8.5% 증가하겠다. 별도 영업이익은 261억원으로 추산된다. 예상되는 부가세 환급 관련 40억원 가량을 반영한 수치이다. 일회성 이익 제거 시 영업이익은 217억원으로 전년동기대비 10.8% 감소하겠다. 일회성 미 반영 매출액은 8.1% YoY 증가한 1,878억원으로 추산된다.

목표주가 4만원으로 5.3% 상향, 투자의견 '매수' 유지

해소된 우려와 2분기 이후 점진적 실적 개선 가능성을 고려해 목표주가는 기존 38,000원에서 5.3% 상향한 4만원으로 조정한다. 투자 포인트는 1) 연 900억원 내외의 EBITDA를 통한 안정적 현금 흐름과 2) 부담 없는 밸류에이션 (PER 10.5배, 동종 내수 업체 평균 11.1배), 3) SK부문에 대한 우려 해소이다. 재고 관련 확인 필요성을 감안해도 브랜드 안정기(약 1년) 이후를 바라본 투자 전략은 유효하다. 투자의견 '매수'를 유지하고 업종 내 최선호주로 제시한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	616.8	66.1	69.6	74.4	3,020	97.8	33,754	13.4	9.8	1.2	9.3	(20.5)
2016	712.0	72.0	77.4	56.5	2,293	(24.1)	35,743	15.2	8.1	1.0	6.6	(15.4)
2017F	1,261.7	98.7	99.6	73.4	2,979	29.9	38,454	10.5	7.1	0.8	8.0	10.9
2018F	1,438.6	117.3	125.8	89.9	3,651	22.6	41,837	8.6	6.0	0.7	9.1	6.2
2019F	1,513.3	131.6	138.7	102.1	4,144	13.5	45,714	7.5	5.1	0.7	9.5	0.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한섬 밸류에이션 테이블

내용	단위	비고
EPS (원)	2,979	A. 2017년 추정 실적
Target P/E (배)	13.6	B. Target PER (3개년 평균 대비 15% 할인)
주당가치 (원)	40,438	C = A*B
목표주가 (원)	40,000	기존 목표주가: 38,000원
현재 주가 (원)	32,250	5월 8일 종가 기준
상승여력 (%)	24.0	

자료: 신한금융투자 추정

주: SK네트웍스 연결 등을 반영한 실적 추정치 변경과 목표주가 상향

적용 밸류에이션 근거: 최근 3개년간 매출액 성장률과 이익 증가율을 2017년 추정 실적과 비교한 밸류에이션(한섬 자체 실적 기준)

한섬 자체 실적 기준 최근 3개년간 매출액 성장률 14.9% vs. 2017년 10.5%(매출 성장률 둔화)

그러나 이익은 기존 브랜드가 견조한 성장률 유지 등으로 과거 3개년 평균 이익 증가율 13.3% 대비 2배 가량(27.5%)의 성장 전망

매출 성장률이 다소 정체 및 둔화되는 구간임에도 불구하고 이익 개선이 진행 중.

매출 성장률 둔화(3개년 평균 대비 70% 수준) 및 이익 개선 폭 확대 폭(고점기인 2015년 수준의 이익 개선)을 반영해 15% 할인

SK패션 실적이 2017년 3월부터 연결 반영된다는 점을 고려해 향후 SK네트웍스 실적 확인 후 밸류에이션 조정(상향) 가능성 존재

한섬 Valuation Multiple 추이

(배)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	과거 3년 평균
PER_P (End)	8.9	11.4	17.9	21.6	13.3	14.4	16.4
PER_P (High)	9.7	15.2	18.9	23.6	14.2	18.5	18.7
PER_P (Low)	5.2	8.4	13.8	15.9	9.0	14.2	13.0
PER_P (Avg)	7.4	11.6	16.3	19.1	11.8	16.3	15.8
할인을 (%)							15.0
Target PER							13.6

자료: 신한금융투자

한섬 분기별 영업실적 추이 및 전망 (IFRS 연결 기준)

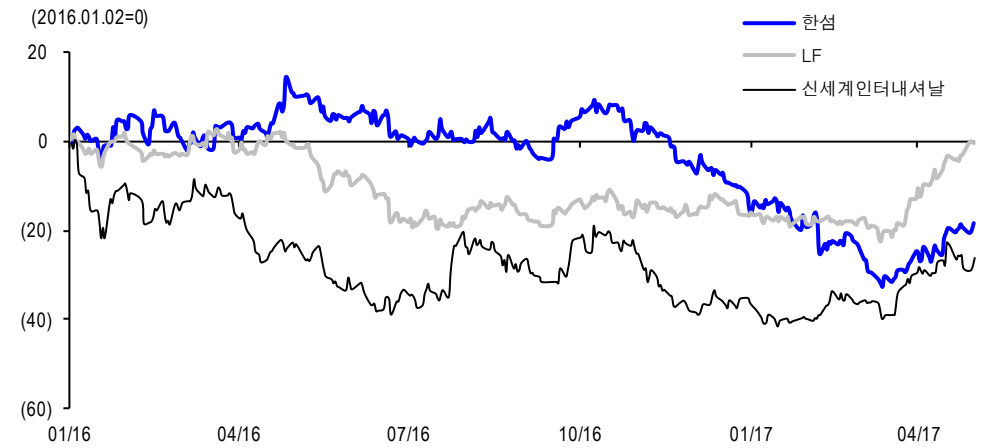
(십억원, % YoY, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	173.6	145.2	147.2	246.0	233.7	298.8	268.5	460.7	341.2	315.1	286.3	496.0	616.8	712.0	1,261.7	1,438.6
- SK네트웍스 패션					39.0	140.9	109.4	190.2	138.1	146.2	115.1	204.3			479.5	603.7
영업이익	24.0	8.1	13.3	26.7	26.0	13.3	16.5	42.9	33.7	13.8	18.5	51.2	66.1	72.0	98.7	117.3
- SK네트웍스 패션					0.2	3.4	1.6	6.2	5.9	4.0	2.1	8.6			11.4	20.6
순이익	19.2	8.8	11.0	17.5	18.9	11.2	12.7	30.5	25.5	12.0	14.5	37.9	72.9	56.5	73.4	89.9
매출성장률	14.6	20.4	18.5	11.6	34.6	105.8	82.4	87.3	46.0	5.5	6.7	7.7	18.4	15.4	77.2	14.0
영업이익성장률	35.2	102.5	10.4	(17.5)	8.5	65.0	24.0	60.8	29.4	3.6	12.3	19.5	39.5	9.0	37.1	18.8
순이익성장률	20.4	(63.6)	17.8	(25.3)	(1.3)	27.5	15.7	74.2	35.0	6.5	14.0	24.2	100.4	(22.5)	30.0	22.6
영업이익률	13.8	5.6	9.0	10.8	11.1	4.5	6.1	9.3	9.9	4.4	6.5	10.3	10.7	10.1	7.8	8.2
순이익률	11.0	6.1	7.5	7.1	8.1	3.8	4.7	6.6	7.5	3.8	5.1	7.6	11.8	7.9	5.8	6.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 1) 2015년 2분기 순이익에는 한섬피앤디 지분 매각으로 인한 일회성 중단영업손익 224억원 반영

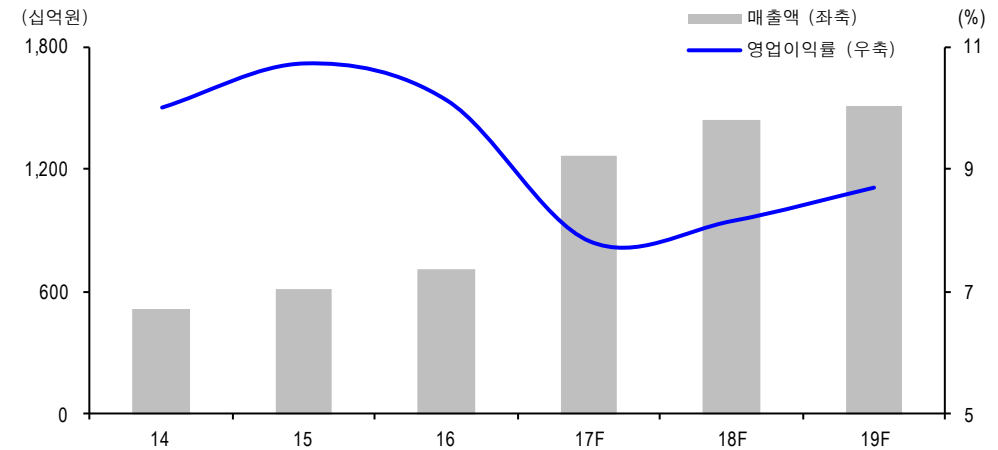
2) 2017년 1분기부터 SK네트웍스 패션 부문 연결 반영

주요 내수 의류 업체 상대주가 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

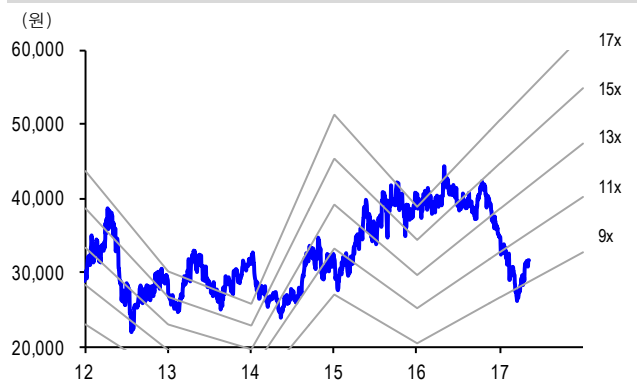
한섬 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

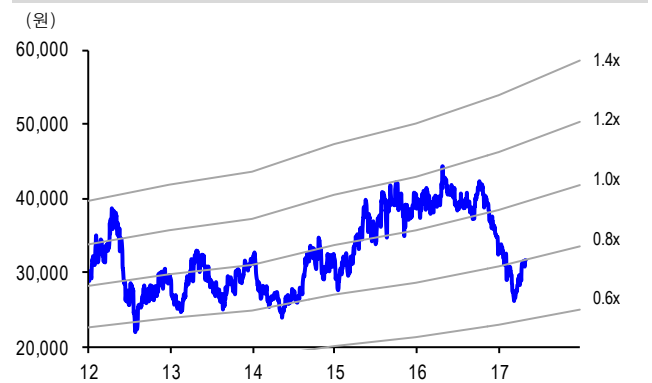
주: 2017년 1분기부터 SK네트웍스 패션 부문 연결 반영

한섬 12M FWD PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

한섬 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	957.5	1,038.0	1,308.9	1,409.4	1,519.4
유동자산	516.3	569.0	776.2	872.0	976.4
현금및현금성자산	17.8	13.3	(264.6)	(248.4)	(212.2)
매출채권	53.1	56.5	105.8	114.0	120.9
재고자산	263.6	283.3	530.7	571.3	606.1
비유동자산	441.1	469.0	532.8	537.3	543.1
유형자산	254.8	277.0	273.7	267.5	264.0
무형자산	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
투자자산	80.8	77.2	144.6	155.7	165.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	126.1	157.7	361.8	378.9	393.5
유동부채	120.3	153.1	353.2	369.6	383.7
단기차입금	11.4	38.4	138.4	138.4	138.4
매입채무	26.3	25.7	48.1	51.8	54.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	5.8	4.6	8.6	9.3	9.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	831.4	880.3	947.1	1,030.5	1,125.9
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타자본	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
기타포괄이익누계액	6.4	5.5	5.5	5.5	5.5
이익잉여금	712.6	762.5	829.3	912.6	1,008.1
지배주주지분	831.4	880.3	947.1	1,030.5	1,125.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	11.4	38.4	138.4	138.4	138.4
*순차입금(순현금)	(170.1)	(135.2)	102.8	63.7	7.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	45.8	18.0	(143.1)	72.9	88.0
당기순이익	72.9	56.5	73.4	89.9	102.1
유형자산상각비	18.5	16.4	24.3	22.3	19.4
무형자산상각비	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
외화환산손실(이익)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.2	2.1	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(31.7)	2.2	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(27.7)	(62.9)	(241.1)	(39.6)	(33.8)
(법인세납부)	(22.8)	(29.8)	(26.2)	(31.7)	(34.9)
기타	36.3	32.8	26.2	31.7	34.9
투자활동으로인한현금흐름	(38.9)	(44.3)	(228.3)	(50.1)	(45.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(29.5)	(47.5)	(29.0)	(18.0)	(16.0)
유형자산의감소	0.3	0.0	8.0	2.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.6)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.1	1.6	(67.4)	(11.1)	(9.5)
기타	(8.2)	2.1	(139.9)	(23.0)	(19.6)
FCF	59.2	(33.0)	(177.2)	50.9	67.3
재무활동으로인한현금흐름	(0.3)	21.9	93.4	(6.6)	(6.6)
차입금의증가(감소)	5.9	27.0	100.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
기타	0.4	1.5	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.7	(4.5)	(278.0)	16.2	36.3
기초현금	11.2	17.8	13.3	(264.6)	(248.4)
기말현금	17.8	13.3	(264.6)	(248.4)	(212.2)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	616.8	712.0	1,261.7	1,438.6	1,513.3
증가율 (%)	20.9	15.4	77.2	14.0	5.2
매출원가	258.7	309.6	560.7	633.6	665.7
매출총이익	358.1	402.4	700.9	805.0	847.7
매출총이익률 (%)	58.1	56.5	55.6	56.0	56.0
판매관리비	292.0	330.4	602.2	687.7	716.0
영업이익	66.1	72.0	98.7	117.3	131.6
증가율 (%)	29.6	9.0	37.1	18.8	12.3
영업이익률 (%)	10.7	10.1	7.8	8.2	8.7
영업외손익	3.5	5.4	0.8	8.5	7.1
금융손익	3.6	3.9	(0.5)	(0.8)	0.1
기타영업외손익	0.4	3.7	4.8	12.4	8.3
종속 및 관계기업관련손익	(0.4)	(2.2)	(3.4)	(3.1)	(1.3)
세전계속사업이익	69.6	77.4	99.6	125.8	138.7
법인세비용	17.1	20.9	26.2	31.7	34.9
계속사업이익	52.5	56.5	73.4	93.0	103.3
중단사업이익	20.4	0.0	0.0	(4.1)	(1.7)
당기순이익	72.9	56.5	73.4	89.9	102.1
증가율 (%)	100.4	(22.5)	29.9	22.6	13.5
순이익률 (%)	11.8	7.9	5.8	6.3	6.7
(지배주주)당기순이익	74.4	56.5	73.4	89.9	102.1
(비지배주주)당기순이익	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	70.7	55.6	73.4	89.9	102.1
(지배주주)총포괄이익	72.2	55.6	73.4	89.9	102.1
(비지배주주)총포괄이익	(1.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	84.7	88.8	123.4	139.8	151.3
증가율 (%)	19.6	4.8	39.0	13.3	8.2
EBITDA 이익률 (%)	13.7	12.5	9.8	9.7	10.0

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	2,959	2,293	2,979	3,651	4,144
EPS (지배순이익, 원)	3,020	2,293	2,979	3,651	4,144
BPS (자본총계, 원)	33,754	35,743	38,454	41,837	45,714
BPS (지배지분, 원)	33,754	35,743	38,454	41,837	45,714
DPS (원)	300	300	300	300	300
PER (당기순이익, 배)	13.7	15.2	10.5	8.6	7.5
PER (지배순이익, 배)	13.4	15.2	10.5	8.6	7.5
PBR (자본총계, 배)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	9.8	8.1	7.1	6.0	5.1
배당성향 (%)	8.9	11.7	9.0	7.3	6.5
배당수익률 (%)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.7	12.5	9.8	9.7	10.0
영업이익률 (%)	10.7	10.1	7.8	8.2	8.7
순이익률 (%)	11.8	7.9	5.8	6.3	6.7
ROA (%)	7.3	5.7	6.3	6.6	7.0
ROE (지배순이익, %)	9.3	6.6	8.0	9.1	9.5
ROIC (%)	6.6	8.9	10.7	10.6	11.5
안정성					
부채비율 (%)	15.2	17.9	38.2	36.8	34.9
순차입금비율 (%)	(20.5)	(15.4)	10.9	6.2	0.7
현금비율 (%)	14.8	8.7	(74.9)	(67.2)	(55.3)
이자보상배율 (배)	118.4	210.7	53.2	57.5	64.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.6	2.8	3.1	2.6	2.6
재고자산회수기간 (일)	156.4	140.2	117.7	139.8	142.0
매출채권회수기간 (일)	30.3	28.1	23.5	27.9	28.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

힐라코리아 (081660)

매수 (유지)

현재주가 (5월 8일) **69,900 원**

목표주가 **98,000 원 (유지)**

상승여력 **40.2%**

박희진 김규리
(02) 3772-1562 (02) 3772-1549
hpark@shinhan.com kimkyuri@shinhan.com

KOSPI	2,292.76p
KOSDAQ	643.39p
시가총액	854.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	12.2 백만주
유통주식수	9.8 백만주 (79.9%)
52 주 최고가/최저가	103,500 원/61,600 원
일평균 거래량 (60 일)	27,749 주
일평균 거래액 (60 일)	1,941 백만원
외국인 지분율	25.75%
주요주주	에이치엠앤디홀딩스 외 1 인 20.11%
	KB 자산운용 18.13%
절대수익률	3 개월 3.6%
	6 개월 -15.8%
	12 개월 -32.5%
KOSPI 대비	3 개월 -6.7%
상대수익률	6 개월 -26.4%
	12 개월 -41.8%

주가차트



하방 경직성 확보 후 상승 시점 노리기

Acushnet, 주가 하방 경직성 마련

지난 4월 기준 Acushnet 주가는 18.26USD에 거래 중이다. 시가 총액은 달러 기준 13억 7천만 USD로 원화 환산 기준 1조 5,589억원이다. 힐라코리아가 보유한 53.1% 계산 시 힐라코리아의 Acushnet 지분 가치는 8,278억원이다. 동 시점 기준 힐라코리아의 시가 총액은 8,483억원이다. 전체 시가 총액의 97.6%가 지분 가치이다.

연결 실적에 Acushnet가 반영, 발표된 지난 2월 이후 동사의 주가는 Acushnet 지분 가치 이하로 떨어진 적이 없다. 지분 가치에 대한 하방 경직성은 확보되었다. Acushnet 연간 예상 매출액과 영업이익은 1조 7,843억원, 1,665억원이다. 달러 기준 매출액과 영업이익은 1.58bn, 159.9mn이다. 전년대비 매출액은 2.1%, 영업이익은 18.3% 증가가 전망된다. 고성장 기업은 아니지만 안정적 흐름이 예상된다. 지분 가치에 대한 하방 경직성과 하단 지지를 통한 주가 안정성이 기대된다.

1분기 연결 매출액과 영업이익은 +285.2%, +677.3% YoY 전망

1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 6,480억원과 679억원으로 전년동기대비 285.2%, 677.3% 증가가 전망된다. Acushnet 연결 반영 때문이다. Acushnet 제외 시 연결 매출액과 영업이익은 5.8%, 8.0% 감소한 1,585억원 58억원으로 추산된다. 국내 법인 매출액은 1.2% YoY 감소가 예상된다. 자체 실적 부진은 아쉽다.

Acushnet 연결 효과는 연중 계속된다. 기존 7~8천억원대의 매출액을 나타내던 힐라코리아 연결 매출액은 2017년 2조 5,161억원으로 예상된다. 전년대비 증감률은 +160.2%이다. 영업이익은 기존 800~900억원 수준에서 2천억원대로 증가하겠다. 2017년 연간 영업이익은 2,174억원으로 추산된다.

투자의견 '매수', 목표주가 98,000원 유지

자체 실적 부진은 아쉽다. 하지만 하방 경직성은 확보했다. 본사 실적 개선만 확인되면 주가 상승 여력은 충분하다. 투자 포인트는 1) Acushnet 지분 가치에 대한 하방 경직성과 2) 연결 실적 반영에 따른 성장성이다. 투자의견 '매수', 목표주가 98,000원을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	815.7	80.6	(175.6)	(132.8)	(11,996)	적전	42,440	(7.9)	14.9	2.2	(25.2)	58.5
2016	967.1	11.8	431.1	323.3	28,420	흑전	75,175	2.5	71.3	0.9	48.4	78.1
2017F	2,516.1	217.4	201.5	133.6	11,033	(61.2)	80,846	6.3	4.1	0.9	14.5	42.7
2018F	2,587.8	246.7	229.0	152.8	12,505	13.3	93,101	5.5	4.4	0.7	14.4	22.2
2019F	2,659.9	261.9	239.3	157.5	12,886	3.0	105,737	5.4	4.1	0.7	13.0	6.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

휠라코리아 밸류에이션 테이블

내용	비고
순이익 (억원)	34.7 A. 2017년 추정 휠라코리아 기존 연결 법인 순이익
Target P/E (배)	8.5 B. 국내 의류 업체 평균 per 대비 25% 할인
휠라코리아의 기업 가치 (억원)	294.8 C. A * B
ACUSHNET 순이익 (십억원)	96.4 D.
TARGET PER	16.0 E
ACUSHNET 기업 가치	1,543.1 F = D * E
휠라코리아 지분율	53.1 G
휠라코리아 보유 ACUSHNET 기업 가치	819.4 H = F * G(시가 총액 기준 Acushnet 지분 가치는 8,278억원)
합산 기업 가치	1,114.2 I = H + C
주당가치 (원)	98,530.0
목표주가 (원)	98,000
현재 주가 (원)	69,900 5월 8일 종가 기준
상승여력 (%)	40.2

자료: 신한금융투자 추정

주: Acushnet 기업 가치에 대한 적용 밸류에이션은 글로벌 스포츠 업체 평균 대비 20% 할인 (보수적 반영), 기존 연결 휠라 부문에 대한 기업 가치 적용 밸류에이션은 국내 법인 적자 지속에 대한 불확실성 감안해 국내 평균 대비 25% 할인

휠라코리아 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, % YoY, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	168.2	209.2	175.5	414.2	648.0	723.0	578.9	566.2	673.7	739.8	589.2	585.1	967.1	2,516.1	2,587.8	2,659.9
영업이익	6.3	24.8	6.2	(25.5)	67.9	99.0	28.4	22.1	78.4	104.7	34.7	28.9	11.8	217.4	246.7	261.9
순이익	7.3	16.0	(69.5)	357.3	39.5	59.1	18.5	14.0	48.4	63.5	23.4	18.9	311.1	131.1	154.1	160.9
매출증감률	(21.8)	4.3	(10.6)	103.5	285.2	245.5	229.8	36.7	4.0	2.3	1.8	3.3	18.6	160.2	2.8	2.8
영업이익증감률	(77.2)	(1.6)	(67.5)	적전	977.3	299.1	355.9	흑전	15.4	5.8	22.2	30.8	(85.3)	1,736.8	13.5	6.2
순이익증감률	흑전	흑전	적지	흑전	437.6	269.5	흑전	(96.1)	22.6	7.3	26.2	34.8	적전	흑전	17.5	4.4
영업이익률	3.7	11.9	3.5	(6.2)	10.5	13.7	4.9	3.9	11.6	14.2	5.9	4.9	1.2	8.6	9.5	9.8
순이익률	4.4	7.7	(39.6)	86.3	6.1	8.2	3.2	2.5	7.2	8.6	4.0	3.2	32.2	5.2	6.0	6.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 2016년 11월 이후 Acushnet 연결 반영

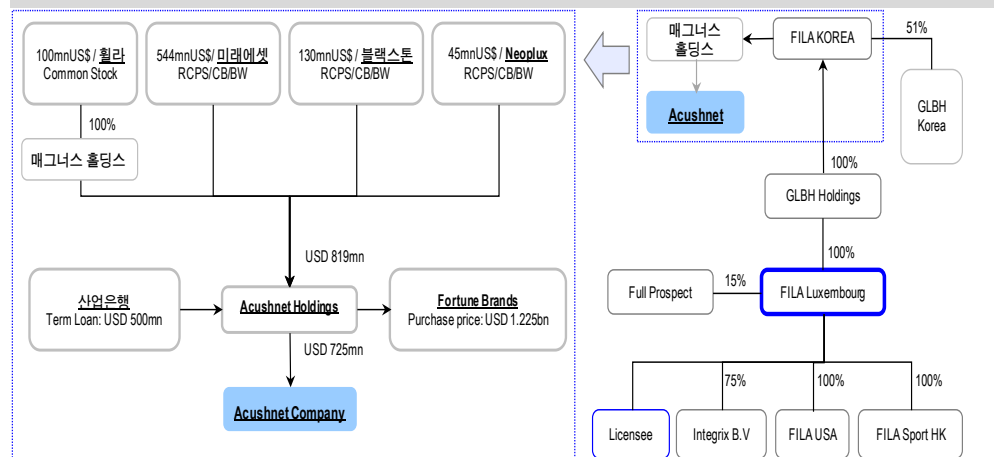
Acushnet 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, % YoY, %)	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017F	2018F	2019F
매출액	372.4	382.4	489.4	530.1	385.3	379.5	505.3	536.5	396.0	393.7	518.7	551.0	403.8	402.7	1,784.3	1,831.5	1,876.1
영업이익	9.7	8.8	62.1	78.9	13.3	12.1	66.7	81.3	18.9	16.3	70.1	85.2	20.6	20.0	166.5	183.2	195.8
순이익	(6.9)	(0.2)	34.7	47.2	8.9	5.7	39.3	48.2	13.2	9.3	41.9	51.1	14.6	10.9	96.4	109.9	118.6
매출증감률					3.5	(0.7)	3.2	1.2	2.8	3.8	2.6	2.7	2.0	2.3		2.6	2.4
영업이익증감률					37.5	37.7	7.4	3.0	42.1	34.1	5.0	4.8	8.9	22.5		10.0	6.9
순이익증감률					흑전	흑전	13.2	2.2	48.4	61.9	6.8	6.0	11.0	17.4		14.0	7.9
영업이익률	2.6	2.3	12.7	14.9	3.4	3.2	13.2	15.2	4.8	4.1	13.5	15.5	5.1	5.0	9.3	10.0	10.4
순이익률	(1.9)	(0.1)	7.1	8.9	2.3	1.5	7.8	9.0	3.3	2.4	8.1	9.3	3.6	2.7	5.4	6.0	6.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

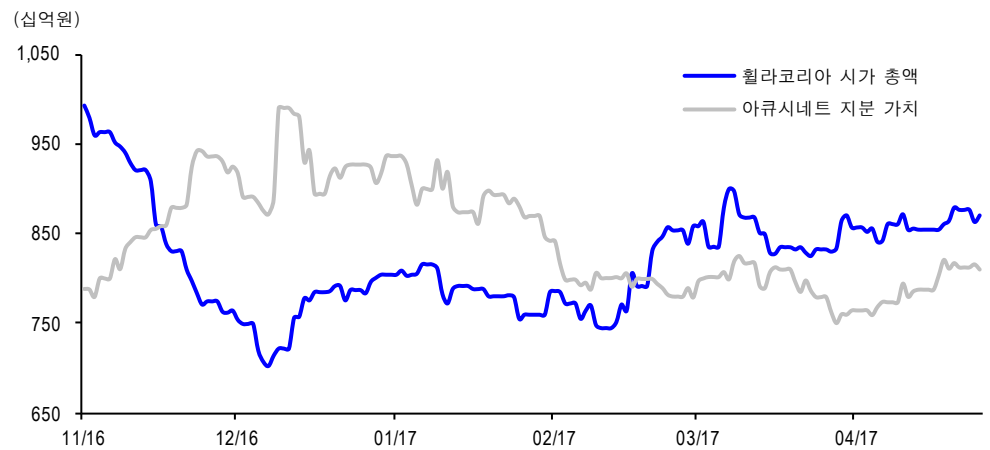
주: 상장 이후 실적 기재

휠라코리아 지분 구조도



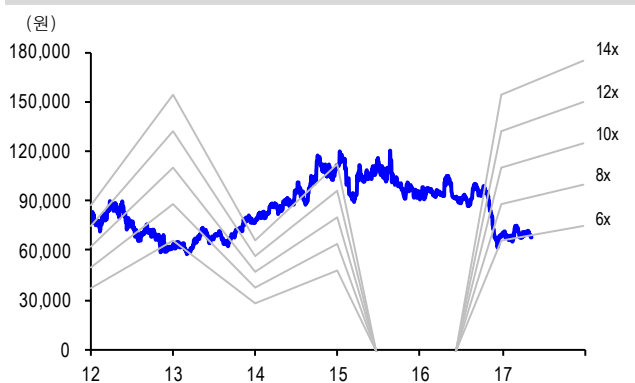
자료: 회사 자료, 신한금융투자

Acushnet 지분가치 및 휠라코리아 주가 추이



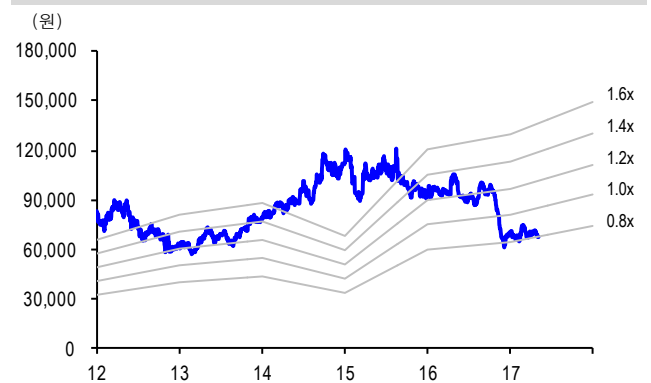
자료: Bloomberg, 신한금융투자

휠라코리아 PER 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

휠라코리아 PBR 밴드 차트



자료: QuantiWise, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	978.9	3,384.9	3,831.9	4,023.8	4,221.7
유동자산	413.8	1,241.0	1,906.8	2,211.6	2,486.6
현금및현금성자산	46.9	149.4	538.1	797.2	1,027.5
매출채권	127.1	385.9	527.6	545.3	562.5
재고자산	222.2	608.9	708.8	732.4	755.6
비유동자산	565.1	2,143.9	1,925.1	1,812.2	1,735.1
유형자산	44.5	344.5	167.6	113.2	91.4
무형자산	396.6	1,626.9	1,570.2	1,509.8	1,452.7
투자자산	15.9	40.2	55.0	56.8	58.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	499.8	2,082.8	2,401.7	2,442.6	2,482.7
유동부채	271.6	1,193.0	1,416.5	1,444.3	1,471.5
단기차입금	146.0	584.3	584.3	584.3	584.3
매입채무	73.6	149.4	204.3	211.1	217.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	228.2	889.7	985.2	998.3	1,011.1
사채	75.4	78.1	78.1	78.1	78.1
장기차입금(장기금융부채 포함)	103.5	524.4	514.4	514.4	514.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	479.1	1,302.2	1,430.2	1,581.2	1,739.0
자본금	56.5	57.0	57.0	57.0	57.0
자본잉여금	104.1	105.6	105.6	105.6	105.6
기타자본	(8.7)	(8.7)	(8.7)	(8.7)	(8.7)
기타포괄이익누계액	31.8	38.5	38.5	38.5	38.5
이익잉여금	296.2	665.1	795.7	945.5	1,099.9
지배주주지분	479.9	857.6	988.2	1,138.0	1,292.4
비지배주주지분	(0.8)	444.6	442.0	443.2	446.6
*총차입금	327.4	1,192.2	1,184.2	1,184.4	1,184.7
*순차입금(순현금)	280.4	1,016.9	610.6	350.6	119.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	27.4	(3.5)	397.4	232.4	193.5
당기순이익	(133.3)	311.1	131.1	154.1	160.9
유형자산상각비	9.5	14.9	185.9	64.3	21.8
무형자산상각비	0.2	5.1	63.7	60.4	57.2
외화환산손실(이익)	20.0	4.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.5	0.7	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	221.9	(411.0)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(48.6)	(39.7)	16.7	(46.4)	(46.3)
(법인세납부)	(5.5)	(27.8)	(70.4)	(74.9)	(78.4)
기타	(37.3)	138.5	70.4	74.9	78.3
투자활동으로인한현금흐름	(61.3)	(269.1)	(40.3)	(13.0)	(3.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(13.2)	(23.3)	(12.0)	(13.0)	0.0
유형자산의감소	0.0	0.1	3.0	3.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	(8.3)	(7.0)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(47.2)	(237.8)	(14.8)	(1.8)	(1.8)
기타	(0.7)	0.2	(9.5)	(1.2)	(1.2)
FCF	12.6	(236.6)	322.8	259.5	237.2
재무활동으로인한현금흐름	17.5	370.1	(10.9)	(2.8)	(2.8)
차입금의증가(감소)	4.1	373.9	(8.0)	0.2	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.6)	(2.8)	(2.9)	(3.1)	(3.1)
기타	16.0	(1.0)	(0.0)	0.1	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	42.5	42.5	42.5
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.2	5.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(13.2)	102.5	388.7	259.1	230.3
기초현금	60.1	46.9	149.4	538.1	797.2
기말현금	46.9	149.4	538.1	797.2	1,027.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	815.7	967.1	2,516.1	2,587.8	2,659.9
증가율 (%)	2.3	18.6	160.2	2.8	2.8
매출원가	446.9	548.2	1,301.2	1,327.9	1,362.7
매출총이익	368.9	419.0	1,214.8	1,259.8	1,297.2
매출총이익률 (%)	45.2	43.3	48.3	48.7	48.8
판매관리비	288.3	407.1	997.4	1,013.1	1,035.3
영업이익	80.6	11.8	217.4	246.7	261.9
증가율 (%)	(13.9)	(85.3)	1,736.8	13.5	6.2
영업이익률 (%)	9.9	1.2	8.6	9.5	9.8
영업외손익	(256.2)	419.2	(15.9)	(17.8)	(22.6)
금융손익	(26.7)	14.1	(25.3)	(26.8)	(32.5)
기타영업외손익	(7.8)	466.9	9.4	9.0	9.9
종속 및 관계기업관련손익	(221.8)	(61.8)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	(175.6)	431.1	201.5	229.0	239.3
법인세비용	(42.3)	119.9	70.4	74.9	78.4
계속사업이익	(133.3)	311.1	131.1	154.1	160.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(133.3)	311.1	131.1	154.1	160.9
증가율 (%)	N/A	N/A	(57.9)	17.5	4.4
순이익률 (%)	(16.3)	32.2	5.2	6.0	6.0
(지배주주)당기순이익	(132.8)	323.3	133.6	152.8	157.5
(비지배주주)당기순이익	(0.5)	(12.2)	(2.5)	1.2	3.4
총포괄이익	(103.5)	395.9	131.1	154.1	160.9
(지배주주)총포괄이익	(104.5)	378.5	126.6	148.7	155.3
(비지배주주)총포괄이익	0.9	17.4	4.5	5.3	5.6
EBITDA	90.3	31.8	467.0	371.4	340.9
증가율 (%)	(12.4)	(64.8)	1,369.4	(20.5)	(8.2)
EBITDA 이익률 (%)	11.1	3.3	18.6	14.4	12.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

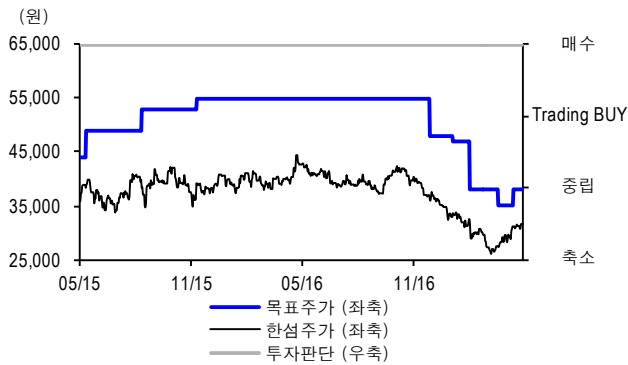
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	(12,042)	27,346	10,824	12,604	13,162
EPS (지배순이익, 원)	(11,996)	28,420	11,033	12,505	12,886
BPS (자본총계, 원)	42,368	114,145	117,010	129,364	142,277
BPS (지배지분, 원)	42,440	75,175	80,846	93,101	105,737
DPS (원)	250	250	250	250	250
PER (당기순이익, 배)	(7.8)	2.6	6.4	5.5	5.3
PER (지배순이익, 배)	(7.9)	2.5	6.3	5.5	5.4
PBR (자본총계, 배)	2.2	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR (지배지분, 배)	2.2	0.9	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	14.9	71.3	4.1	4.4	4.1
배당성향 (%)	(2.1)	0.9	2.3	2.0	1.9
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.1	3.3	18.6	14.4	12.8
영업이익률 (%)	9.9	1.2	8.6	9.5	9.8
순이익률 (%)	(16.3)	32.2	5.2	6.0	6.0
ROA (%)	(13.2)	14.3	3.6	3.9	3.9
ROE (지배순이익, %)	(25.2)	48.4	14.5	14.4	13.0
ROIC (%)	2.3	3.9	6.8	7.5	8.3
안정성					
부채비율 (%)	104.3	159.9	167.9	154.5	142.8
순차입금비율 (%)	58.5	78.1	42.7	22.2	6.9
현금비율 (%)	17.3	12.5	38.0	55.2	69.8
이자보상배율 (배)	7.6	0.6	3.6	4.1	4.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.6	2.6	4.9	4.7	4.6
재고자산회수기간 (일)	91.3	156.8	95.6	101.6	102.1
매출채권회수기간 (일)	52.4	96.8	66.3	75.7	76.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자

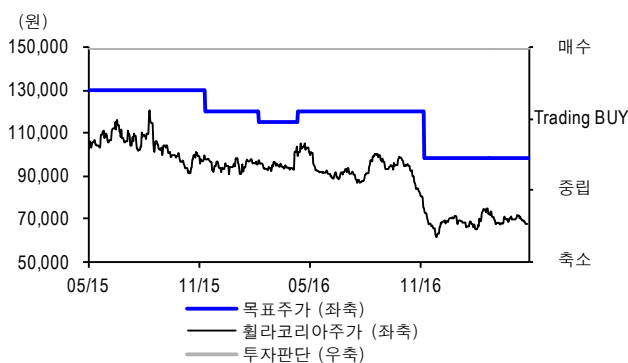
투자의견 및 목표주가 추이

한섬 (020000)



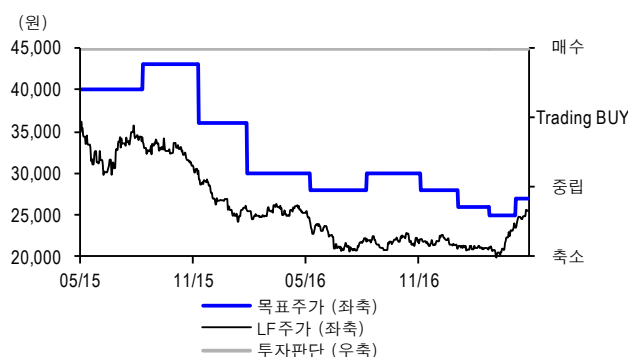
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 08일	매수	44,000
2015년 05월 18일	매수	49,000
2015년 08월 18일	매수	53,000
2015년 11월 17일	매수	55,000
2016년 12월 06일	매수	48,000
2017년 01월 13일	매수	47,000
2017년 02월 10일	매수	38,000
2017년 03월 29일	매수	35,000
2017년 04월 23일	매수	38,000

힐라코리아 (081660)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 08일	매수	130,000
2015년 11월 17일	매수	120,000
2016년 02월 14일	매수	115,000
2016년 04월 19일	매수	120,000
2016년 11월 15일	매수	98,000

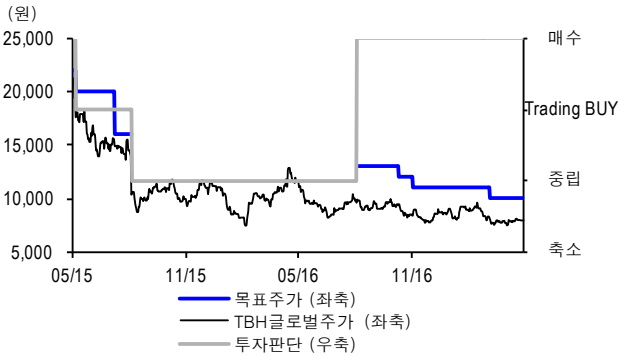
LF (093050)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 08일	매수	40,000
2015년 08월 18일	매수	43,000
2015년 11월 17일	매수	36,000
2016년 02월 04일	매수	30,000
2016년 05월 17일	매수	28,000
2016년 08월 17일	매수	30,000
2016년 11월 13일	매수	28,000
2017년 01월 13일	매수	26,000
2017년 03월 05일	매수	25,000
2017년 04월 17일	매수	27,000

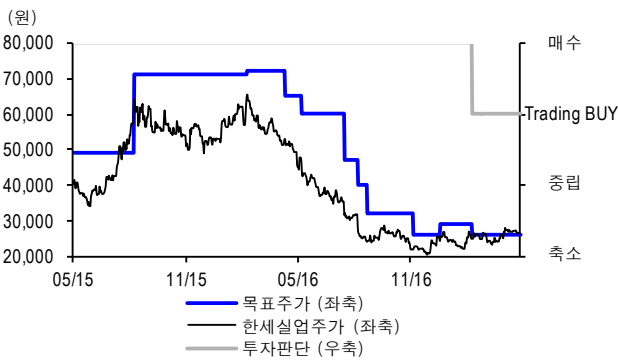
투자의견 및 목표주가 추이

TBH글로벌 (084870)



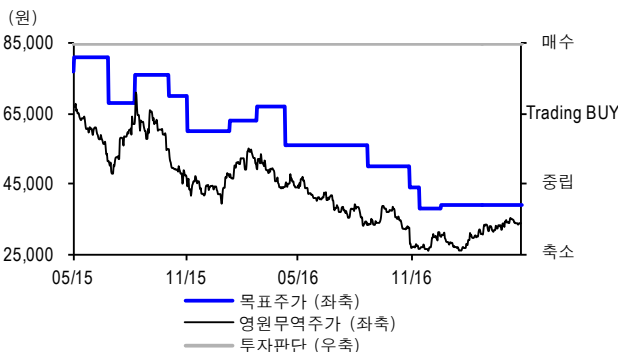
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 08일	매수	22,000
2015년 05월 13일	Trading BUY	20,000
2015년 07월 15일	Trading BUY	16,000
2015년 08월 12일	중립	-
2016년 08월 11일	매수	13,000
2016년 10월 18일	매수	12,000
2016년 11월 10일	매수	11,000
2017년 03월 15일	매수	10,000

한세실업 (105630)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 08일	매수	49,000
2015년 08월 16일	매수	71,000
2016년 02월 16일	매수	72,000
2016년 04월 18일	매수	65,000
2016년 05월 15일	매수	60,000
2016년 07월 24일	매수	47,000
2016년 08월 15일	매수	40,000
2016년 08월 30일	매수	32,000
2016년 11월 13일	매수	26,000
2016년 12월 27일	매수	29,000
2017년 02월 17일	Trading BUY	26,000

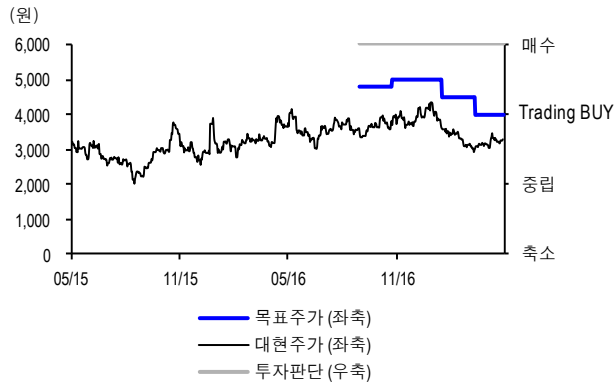
영원무역 (111770)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 08일	매수	77,000
2015년 05월 11일	매수	81,000
2015년 07월 06일	매수	68,000
2015년 08월 18일	매수	76,000
2015년 10월 12일	매수	70,000
2015년 11월 11일	매수	60,000
2016년 01월 19일	매수	63,000
2016년 03월 03일	매수	67,000
2016년 04월 18일	매수	56,000
2016년 08월 30일	매수	50,000
2016년 11월 06일	매수	44,000
2016년 11월 22일	매수	38,000
2016년 12월 27일	매수	39,000

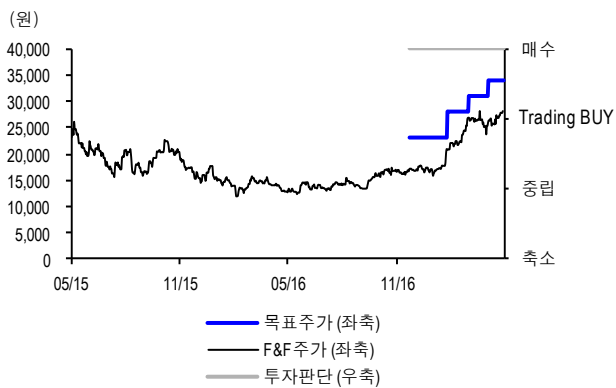
투자의견 및 목표주가 추이

대현 (016090)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2016년 09월 07일	매수	4,800
2016년 11월 01일	매수	5,000
2017년 01월 24일	매수	4,500
2017년 03월 21일	매수	4,000

F&F (007700)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2016년 11월 30일	매수	23,000
2017년 02월 02일	매수	28,000
2017년 03월 10일	매수	31,000
2017년 04월 12일	매수	34,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박희진, 김규리).
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

주 가	세 터	매수	중립	축소
		◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 5일 기준)

매수 (매수)	89.57%	Trading BUY (중립)	6.64%	중립 (중립)	3.79%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광고	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실산천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수완	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광고영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458						
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								