



2018년 11월 20일 | Equity Research



섬유/의복 Overweight

스피드 패션시대, 새로운 성장 방정식

- | 성숙기에 다다른 의류산업, 변화하는 성장 패러다임에 주목
- | 업종 전략 키워드: ①속도의 경제(OEM) ②범위의 경제(브랜드)
- | Top pick: 한섬(BUY, TP 4.6만원)



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

Initiation

Top pick 및 관심종목

한섬(020000) | BUY(신규) | TP 46,000원 | CP(11월19일) 37,950원
영원무역(111770) | BUY(신규) | TP 46,000원 | CP(11월19일) 38,650원
휠라코리아(081660) | BUY(신규) | TP 65,000원 | CP(11월19일) 56,000원
신세계인터내셔널(031430) | BUY(신규) | TP 205,000원 | CP(11월19일) 177,000원
한세실업(105630) | Neutral(신규) | TP 19,000원 | CP(11월19일) 17,050원



CONTENTS

1. 저성장 기조 속, 의류산업 성장 키워드 찾기	5
1) 성숙기에 다다른 의류산업, 변화하는 성장 패러다임에 주목	5
2) 업종별 전략 Key word: ‘속도의 경제(OEM)’와 ‘범위의 경제(브랜드)’	5
3) 업체별 밸류에이션 차등 적용 필요	6
2. 온라인화로부터 시작된 효율의 시대	7
1) 온라인 유통채널의 성장 동인 분석: ①시장 진입장벽 약화, ②유통마진 소멸	7
2) 시대별 상품 가격결정권 이동 방향: 공급과잉 시대, 수요우위 시장 재편	9
3) 소비자 상품선택 기준 ‘브랜드파워’로 귀결: 국내 브랜드 경쟁 열위 가능성 상승	10
4) 의류산업 온라인채널이 성장세를 보이는 이유	11
5) 온라인, 이제는 경쟁 아닌 협업 수단	11
3. 브랜드산업: 눈을 돌려 더 큰 시장을 바라보다	12
1) 온라인채널의 성장, 득(得)일까 실(失)일까?	12
2) 온라인과 오프라인채널, 그 무엇도 포기할 수 없는 이유	12
3) 신 시장 개척을 통한 사업영역의 확대	13
4) 성공가능성 제고 요인: ①브랜드력, ②자본력, ③인큐베이팅 노하우, ④캡티브채널	13
5) 월라코리아: 브랜드리빌딩, 유통 및 생산 혁신이 주도하는 변화의 시작	16
6) 신세계인터내셔널: 2018년은 비디비치, 2019년은 연작이다	22
7) 한섬: 저효율 브랜드스크랩, 자회사 브랜드리빌딩이 2019년 이익개선의 핵심	28
4. OEM산업: 비용 효율화를 통한 수익성 개선에 초점	33
1) 재고 비축 방향성 확인, 양질의 수주 및 마진을 회복이 관건	33
2) OEM업체 마진 방어 전략: ① 생산효율 향상, ② 판매적중률 제고	35
3) 재고관리의 중요성 확대: ‘적체 재고 = 비용’	37
4) OEM업체 재고자산과 바이어의 실적 연관성 분석	38
5) 글로벌 동종기업 매출 특성 비교	39
6) 영원무역: 2019년 주가 상승의 Catalyst는 OEM 이익개선+스캇 매출성장	41
7) 한세실업: 캐주얼 OEM, 외형성장 보다 마진을 회복에 주목	47
5. 기타 실적 변수 분석	51
6. 2019년 전망 및 투자 전략	56
1) 2019년 경제성장 및 내수소비증가율 둔화 → 오프라인 유통 및 의류업 De-rating 예상	56
2) 브랜드 투자 전략: ① 신 사업영역 확대, ② 해외시장 진출	59
3) OEM 투자 전략: ① 안정적 수익원 보유, ② 신 사업 투자 회수기 진입	60
7. 이슈 점검: 미국 소매업태의 연쇄 몰락과 원인 분석	61
Top pick 및 관심 종목	69
한섬(020000)	70
영원무역(111770)	78
월라코리아(081660)	84
신세계인터내셔널(031430)	92
한세실업(105630)	98

2018년 11월 20일 | Equity Research

섬유/의복

스피드 패션시대, 새로운 성장 방정식

성숙기에 다다른 의류산업, 변화하는 성장 패러다임에 주목

국내 의류산업은 시장 성숙기에 접어들었다. 유통의 온라인화, 시장경쟁 심화로 구조적 성장 한계에 다다른 개별 플레이어들은 비용 효율화를 통한 수익성 개선에 초점을 맞추기 시작했다. 생산단계별 마진 내재화를 통해 이익률을 제고하고, 보유 자원을 기반으로 사업/시장영역을 확장하며 추가적인 성장을 위한 방안을 모색하기 시작했다.

업종 전략 키워드: ①속도의 경제(OEM), ②범위의 경제(브랜드)

규모의 경제만을 통해 성장하는 시대는 지났다. 상품가격의 하락과 브랜드간 시장경쟁 심화 등 온라인화라는 전방 유통산업의 구조 변화에 기인한다.

①OEM: 단위당 생산비용을 절감하기 위한 ‘속도의 경제’ 시대에 접어들었다. 생산효율 향상이 핵심 경쟁력이다. 온/오프라인 혼합 유통체제가 대두되며 다품종소량과 소품종대량생산에 대한 니즈가 동시에 증가하고 있다. 아웃소싱과 자체생산의 적정 비중 조절, 빠른 의사결정을 통해 최대 생산효율 지점을 파악해야 한다.

②브랜드: 주어진 바구니 안에 최대 생산품을 담는 ‘범위의 경제’ 시대다. 사업영역 확대와 해외시장 진출이 주요 전략이다. 글로벌 시장진출 성패의 전제 조건은 ‘브랜드력’ 이다. 캡티브 채널을 기반으로 쌓아온 자본력과 수입브랜드 유통을 통해 구축한 브랜드 인큐베이팅 노하우를 함께 활용하는 업체의 고성장을 예상한다.

Top pick: 한섬(BUY, TP 4.6만원)

2019년 산업 구조 변화 지속과 내수 소비 부진이 예상된다. 불확실한 전방 업황 속 개별업체의 핵심 전략에 집중해야 할 시기다. 견고한 브랜드력 기반 본업 성장과, 2019년 자회사 이익개선이 본격화되는 한섬을 Top pick으로 제시한다. OEM부문 실적 안정성과 밸류에이션 매력을 보유한 영원무역, 글로벌 시장영역 확대가 예상되는 휠라코리아를 차선후주로 제시한다. 브랜드 인큐베이팅 역량, 캡티브 채널 기반 화장품시장 개척에 성공한 신세계인터내셔널은 연작의 성과를 지켜보며 추가 조정 시 매수를 권고한다. 한세실업은 전방 업황의 명확한 턴어라운드와 적정 수준 마진을 회복이 전제될 때 추가 반등이 가능할 전망이다.

Initiation

Overweight

Top pick 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(11월19일)
한섬(020000)	BUY(신규)	46,000원	37,950원
영원무역(111770)	BUY(신규)	46,000원	38,650원
휠라코리아(081660)	BUY(신규)	65,000원	56,000원
신세계인터내셔널(031430)	BUY(신규)	205,000원	177,000원
한세실업(105630)	Neutral(신규)	19,000원	17,050원



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

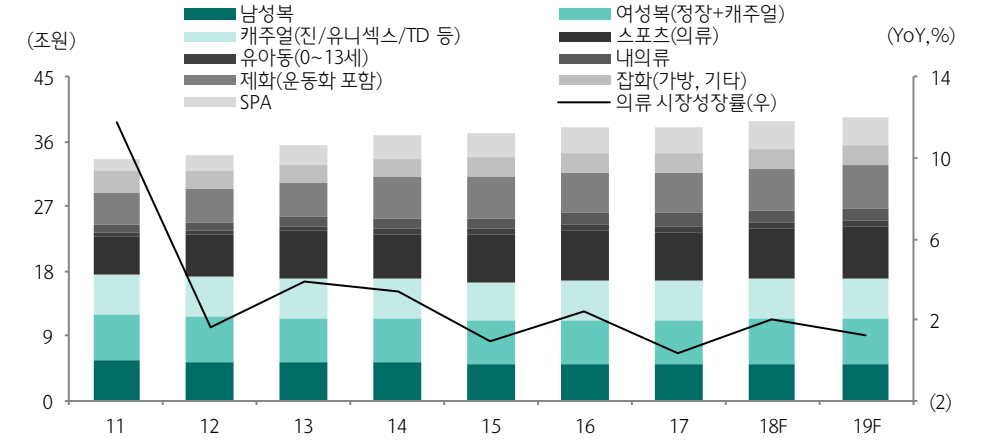
Summary

의류시장은 민간소비지출 수준의 낮은 성장률을 지속,

2019년 자산가치 하락에 따른 내수소비 부진이 지속될 것으로 전망

개별업체들의 실적 차별화 전략에 집중해야할 필요

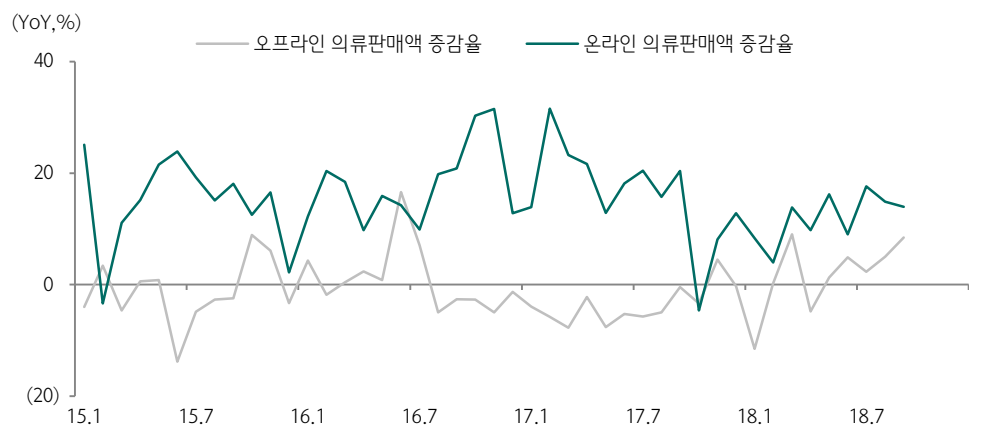
국내 의류시장 규모 및 성장률 추이



주: 2018~2019년은 하나금융투자 추정치

자료: 삼성디자인넷, 하나금융투자

온/오프라인 의류판매액 증감율 추이



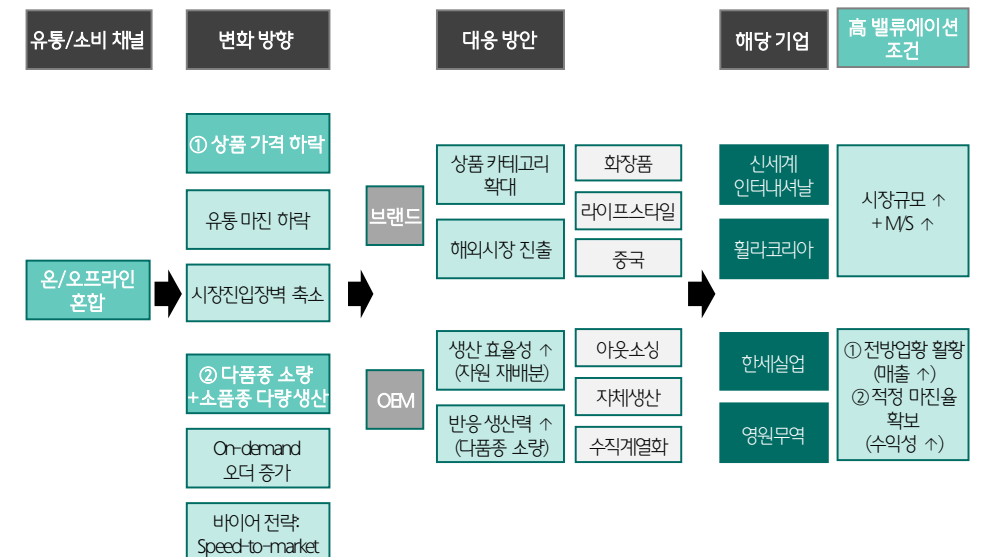
자료: 하나금융투자

온/오프라인 혼합 유통채널 시기 브랜드/OEM업체 투자 전략

결국, 온라인 유통채널 확대는
①상품가격 하락,
②브랜드간 경쟁 심화를 초래

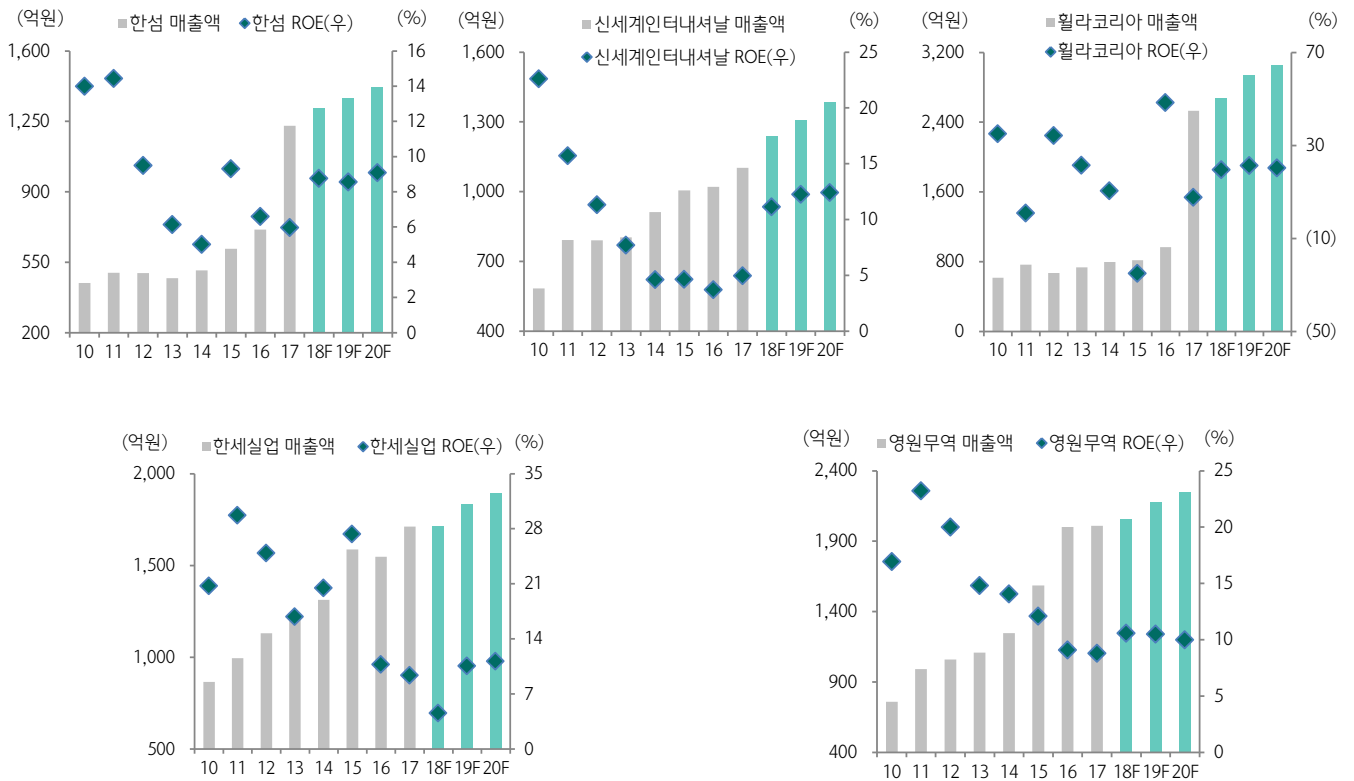
OEM업체는
온/오프라인 혼합유통채널 부각되며,
“단위당 생산비용 절감”에 초점

브랜드업체는,
사업영역 확대와 해외시장 진출로
“시장영역을 확대”하려는 움직임



자료: 하나금융투자

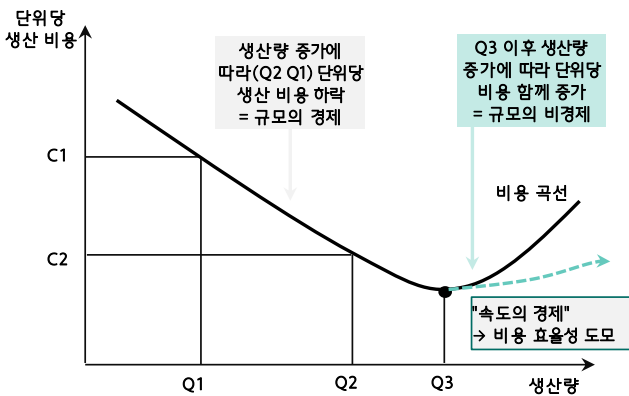
OEM/브랜드 5개사 매출 및 ROE 추이: 매출성장 한계 다다르며 자본효율성 하락 → 새로운 성장할로(신시장/사업영역) 개척 필요성 증가



주: 2018~2020년 하나금융투자 예상치, 지배주주순이익 기준

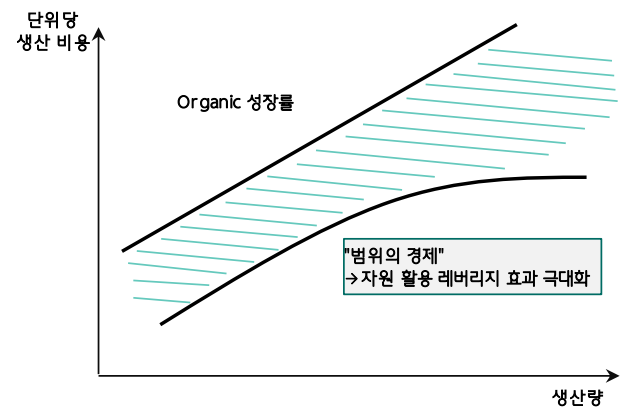
자료: 각사, Quantwise, 하나금융투자

속도의 경제(OEM)와 규모의 경제/비경제 곡선



주: 규모의 비경제란 생산량이 증가함에 따라 단위당 생산비용이 상승하는 현상
자료: 시그나이터, 전략사전, 하나금융투자

범위의 경제(브랜드) 곡선



주: 범위의 경제란 기업들이 다양한 생산분야에서 자원을 공동 활용하며 만들어내는 시너지
자료: 시그나이터, 전략사전, 하나금융투자

국내 브랜드/OEM업체의 컨트롤 가능 영역 비교

	Price	Quality	Quantity	Cost	Lead time	Capacity
브랜드업체	고가 or 저가 정책 (고가는 해외 브랜드와의 경쟁에서 열위 가능성 高)	고품질 유지 (소비자 만족과 상품 수준 상향)	재고 수준 하향화 (Speed-to-market)	온라인채널 비중 확대(수익성 高), 무분별 오프라인 채널 확대 자제	-	-
OEM업체	저가 정책 (바이어 협상력 우위)	고품질 유지 (경쟁 치열한 시장)	재고 수준 하향화 (단납기 오더 증가)	생산비용 최소화	최소화 (바이어 근접국가로 생산기지 이전, 수직계열화 등)	적정 Capa 규모 및 가동률 유지

자료: 하나금융투자

1. 저성장 기조 속, 의류산업 성장 키워드 찾기

1) 성숙기에 다른 의류산업, 변화하는 성장 패러다임에 주목

모든 산업은 시장 성숙기를 거치며 한계에 도달
→ 비용 효율화를 통한
수익성 개선에 집중

모든 산업은 시장 성숙기를 거치며 성장의 한계에 다다른다. 개별 플레이어들은 한계점 도달 이후 비용 효율화를 통한 수익성 개선에 집중한다. 국내 의류산업 또한 시장 성숙기에 접어들었다. 생산단계별 마진 내재화를 통해 이익률을 제고하고, 보유 자원을 기반으로 사업/시장영역을 확장하며 추가 성장을 위한 방안을 모색하기 시작했다.

의류산업 신 성장 동력 두 가지:

- ①생산단계별 마진 내재화(OEM),
- ②사업/시장영역 확장(브랜드)

전통 의류업체의 성장 패러다임이 변화하고 있다. 규모의 경제에서 벗어나, ‘속도의 경제(OEM)’, ‘범위의 경제(브랜드)’ 시대로 진입했다. 변화의 핵심은 유통의 온라인화다. 상품 가격이 하락하며 다품종소량생산 체제의 필요성이 대두되었다. 국내 소비자의 해외 브랜드 접근성이 높아지며 시장 경쟁 또한 심화되고 있다. 구조적 성장 한계에 부딪친 의류산업은 단위당 생산비용 절감(OEM)과 사업영역의 확대(브랜드)를 통한 생존환로를 모색하고 있다.

2) 업종별 전략 Key word: ‘속도의 경제(OEM)’와 ‘범위의 경제(브랜드)’

(1) OEM산업

OEM산업 핵심 전략: “속도의 경제”

- ①고부가가치사슬 단계 수직계열화
- ②반응생산력 기반 시장점유율 확대

‘속도의 경제’시대다. 생산효율 향상(리드타임 축소)과 판매적중률(다품종소량생산) 제고가 핵심 경쟁력이다. 온/오프라인 혼합 유통체제로, 다품종소량과 소품종대량생산에 대한 니즈가 동시에 증가하고 있다(‘규모의 비경제’ 발생 원인). 생산시설 확충만으로 단위당 생산비용이 감소하는 시대는 지났다. 아웃소싱과 자체생산의 적정 비중을 조절, 빠른 의사결정을 통해 최대 생산효율 지점을 파악해야 한다. 주요 전략은 두 가지다.

①고부가가치사슬 단계 수직계열화(수익성 제고), ②반응생산력 기반 시장점유율 확대(매출 성장)이다. 봉제업을 중심으로 성장해 온 한세실업은 업스트림(원단염색/가공)향 수직계열화에 집중한다. 이유는 다음과 같다. 브랜드업은 진출에 따른 기회비용이 크다. 글로벌 경쟁 판도가 기 구축되어 있는 시장으로, 브랜드력 확보까지 대규모 자원(시간/비용)의 투입이 불가피하다. 따라서, 기존 자원(설비/인력/자본)을 적절히 재배분하고, 원단 가공마진 내재화로 수익성을 제고하는 것이 효율적이다.

(2) 브랜드산업

브랜드산업 핵심 전략: “범위의 경제”

- ①상품 카테고리 다각화(사업 영역)
- ②해외시장 진출(시장 영역)

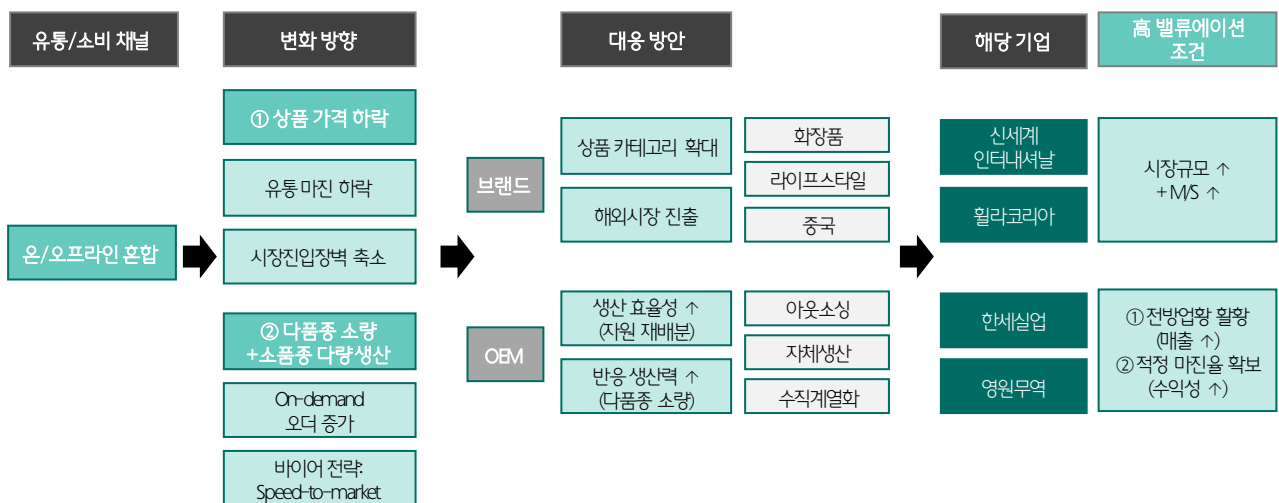
‘범위의 경제’시대로 진입했다. ‘주어진 바구니 안에 최대 생산품을 담는 것’ 이 핵심 경쟁력이다. ①상품 카테고리 다각화(사업 영역)와, ②해외시장 진출이 주요 전략이다. 글로벌 시장진출 성공의 전제 조건은 ‘브랜드력’ 이다. 캡티브채널을 기반으로 쌓아온 자본력과 수입브랜드 유통을 통해 구축한 브랜드 인큐베이팅 노하우를 활용한다. 신세계인터내셔널이 대표적이다. 계열사와 대기업 자본력을 기반으로 의류, 라이프스타일, 화장품까지 상품군을 확대했다. 힐라코리아는 명확해진 브랜드아이덴티티(‘헤리티지’ , ‘레트로’)를 바탕으로 중국시장에 진출했으며, 브랜드리빌딩에 성공하며 글로벌브랜드업체로서 위상을 제고했다. 자본력을 활용해 아쿠시네트 지분을 인수하며 글로벌 골프용품 시장까지 활동영역을 넓혔다. 상품 카테고리 다각화, 해외시장 진출 통한 추가적인 시장 확대가 가능하다.

3) 업체별 밸류에이션 차등 적용 필요

기업 고유 경쟁력 기반
시장점유율 확대기엔
높은 밸류에이션 부여 합당

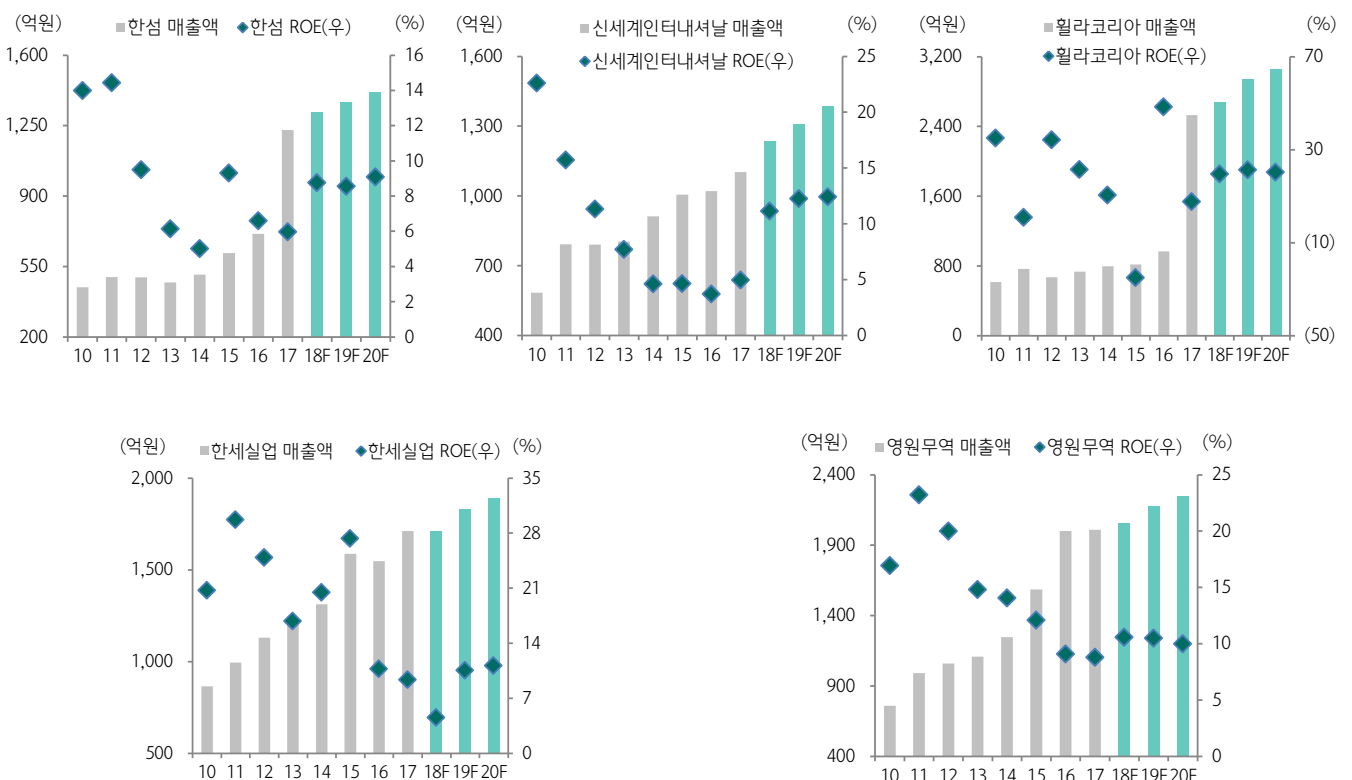
국내 의류업체는 산업 구조 변화 대응을 위한 전략별 실적 차별화가 전망된다. 기업 고유 경쟁력 기반 시장점유율 확대기(혹은 시장영역 개척기)엔 높은 밸류에이션 부여가 합당하다. 신세계인터내셔널/월라코리아가 대표적이다. 자본력과 브랜드력 기반 신 사업영역(화장품/중국시장)을 개척했다. 반면, OEM업체는 외형성장 가능성이 제한적이다. 바이어의 안정 재고 수준이 하향화되며, 오더 증가에 따른 이익 레버리지 효과 가시성이 낮아지고 있다. 따라서, 비용 컨트롤 기반 수익성 개선이 관건이다. 물론 전방 업황의 명확한 턴어라운드와 적정 수준 마진을 회복이 전제되어야 한다.

그림 1. 온/오프라인 혼합 유통채널 시기 브랜드/OEM업체 투자 전략



자료: 하나금융투자

그림 2. OEM/브랜드 5개사 매출 및 ROE 추이: 매출성장 한계 다다르며 자본효율성 하락 → 새로운 성장할로(신시장/사업영역) 개척 필요성 증가



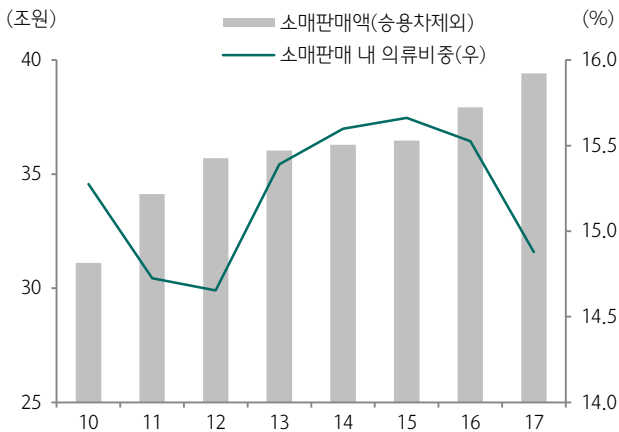
주: 2018~2020년 하나금융투자 예상치, 지배주주순이익 기준

자료: 각사, Quantwise, 하나금융투자

2. 온라인화로부터 시작된 효율의 시대

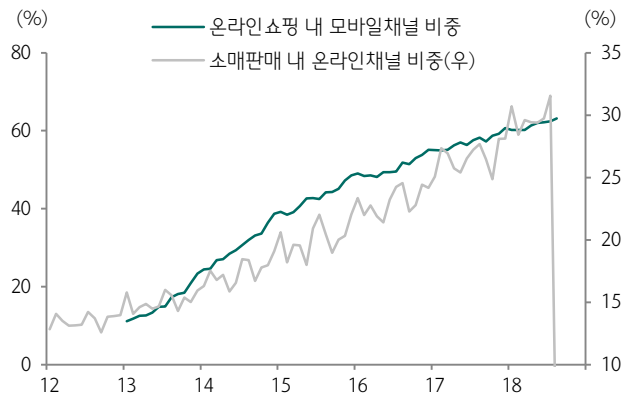
유통의 온라인화가 가져온 주요 변화: 앞서 말했듯, 속도의 경제(OEM업체)와 범위의 경제(브랜드업체)를 가속화시킨 것은 ‘유통의 온라인화’이다. 온라인화를 통해 유통단계는 축소되었고, 상품가격이 하락했다. 소비자 측면 자원 효율성이 제고되었다. 가장 큰 지각 변동을 맞게 된 업체는 오프라인 유통업체이다. 특히, 중저가 의류를 판매하는 대형소매점, 백화점, 중소형브랜드의 타격이 가장 컸으며 해당 브랜드의 대량 생산을 담당했던 OEM업체들의 실적 악화가 이어졌다.

그림 3. 소매판매 내 의류비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 소매판매 내 온라인비중 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

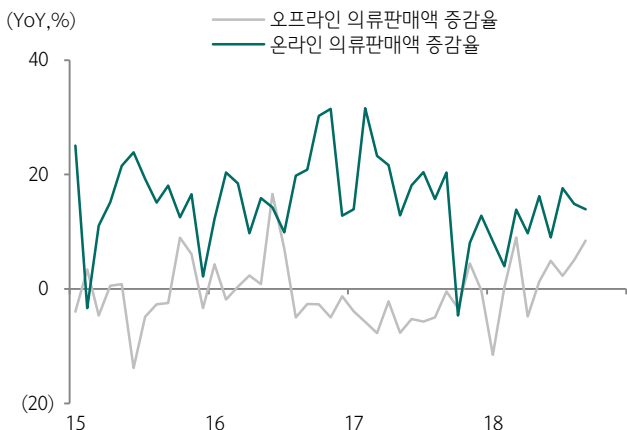
1) 온라인 유통채널의 성장 동인 분석: ①시장 진입장벽 약화, ②유통마진 소멸

온라인채널의 상품가격 하락 원인:

- ①시장 진입장벽 약화,
- ②유통마진 소멸

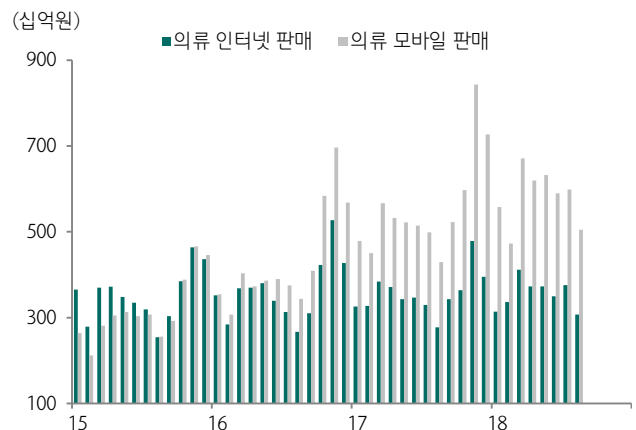
2018년 9월 국내 온라인쇼핑판매액은 9조원, 의류상품 판매비중은 10.8%이다. 2018년 9월 전체 의류판매 내 온라인채널 비중은 20%에 근접했다. 오프라인채널 의류판매증가율이 8.5%였던 것에 반해, 온라인채널은 13.9%의 성장률을 시현했다. 온라인채널의 가파른 성장 원인은 상품가격 하락에 기인한다. 가격 하락 원인은 두 가지 핵심 산업 구조 변화로부터 시작되었다. 시장 진입장벽 약화와 유통마진 소멸이다.

그림 5. 온/오프라인 의류판매증감율 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 6. 온라인 매체별(인터넷/모바일) 의류판매액 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

온라인채널의 특성:

시공간의 무 제약, 정보의 무한계성

→ 누구나 공급시장 진입 가능

→ 완전 가격경쟁 시대 돌입

(1) 시장 진입장벽의 약화: 공급자 포화 시장, 완전 가격경쟁 시대 돌입

온라인채널의 기본 특성은 시공간의 무 제약, 정보의 무한계성이다. 공급자와 수요자, 양 주 체에게 공통으로 적용되는 특성이다. 우선 공급 측면이다. 영업을 위한 시공간적 제약이 사 라지며 누구나 인터넷이 연결된 컴퓨터만 있다면 공급시장 진입이 가능하다. 온라인은 판매 플랫폼 구축 비용을 제외한 초기 투입비용이 없다. 고정비 부담이 완화되며 가격경쟁력이 상 승한다. 온라인 시장 진입장벽이 낮아진 만큼, 상품 공급자 수는 증가한다. 즉, 완전 가격경 쟁 시대로의 진입을 의미한다. 반면, 오프라인채널은 집객력이 핵심 경쟁력이다. 유동인구가 많은 핵심 상권 입지 확보를 위한 초기 투입 자본 규모가 크다(부지 매입, 건축물 증축, 판 매인력 채용 등). 한정된 영업 시간과 공간 안에서 최대 매출을 발생시켜야 한다. 마케팅비 용 투입이 지속될 수 밖에 없다. 초기 투자비와 고정비 상쇄 이후, 의미 있는 이익 창출이 발생되기까지 시간을 감수해야 한다. 과거 안정된 자본력을 기반으로 대기업을 중심으로 오프라인 유통업이 활성화되는 이유였다.

온라인채널 내

유통업체의 바이킹파워는 점차 무색,

생산자와 소비자간 거리 축소에

기인, 글로벌브랜드로의 접근성 ↑

(2) 유통마진의 소멸: ASP 하락할 수 밖에 없는 구조적 이유

유통업체의 '바이킹파워'라는 개념이 사라지고 있다. 이는 곧, 중간 유통업체의 필요성이 점차 사라지고 있음을 의미한다. 과거 유통업체 협상력의 기반은 브랜드업체보다 소비자 점점에 가까이 위치한다는 점이었다. 시장정보 파악과, 판매 대행의 효율성에 대한 가치를 인정받았 다. 하지만, 온라인화로 인해 상품 생산자와 소비자간 거리가 좁아졌다. 즉, 공급자는 유통 업체를 거치지 않고 직접적인 시장정보 축적이 가능해졌으며 소비자와의 커뮤니케이션이 가 능해진 것이다. 소비자는 수 백 가지 글로벌브랜드로 접근이 가능해졌으며, 오프라인 유통업 체가 펼쳐놓은 한정된 브랜드에서 벗어나 다양한 선택권을 확보하게 되었다.

소비자 입장에서 온라인채널은 자원(시간/비용) 투입 대비 효용이 높다. 가격 비교와 상품 정보 검색이 오프라인 대비 월등히 용이하다. 가격 정보가 넓게 공유되며 유사 상품간 가격 차이가 거의 없다. 해외 브랜드는 가격 하락 유인이 조금 다르다. 해외 직구가 활성화될 경 우, 해외에서 한국으로 판매 시 발생하는 수입에이전트 수수료가 사라진다. 판매자 입장에선 동일 가격이지만, 소비자 입장에서는 낮은 가격에 상품을 매입 가능하다. 다시 말해, 판매 가격이 낮아지고 가격경쟁력이 제고된다. 온라인화로 인해 가격결정권은 소비자들에게로 넘 어오게 되었다.

2) 시대별 상품 가격결정권 이동 방향: 공급과잉 시대, 수요우위 시장 재편

(1) 2013년 前 (바잉파워 기반 오프라인 채널 전성기)

2013년 이전:
오프라인 유통업체 협상력 극대화.

상품 판매 권한은 공급자가 보유,
→ 바잉파워 강화,
판매수수료율 인상 기회로 연결

TV, 신문, 잡지, 백화점을 중심으로 콘텐츠의 생산, 판매, 유통이 이루어지는 시기였다. 동시에 오프라인 유통업체의 소비자, 공급업체 대상 협상력이 극대화되는 시기였다. 재고관리와 상품 판매에 대한 권한을 전적으로 가지고 있었기 때문이다. 상품 공급업체들은 소비자 반응을 파악하고, 상품 판매에 직접적인 영향을 끼치는 오프라인 유통업체에 대한 의존도가 높아졌다. 대형 백화점에 입점하고, 가두점을 가장 많이 보유한 업체로 상품을 공급하는 것이 주요 전략이었다. 소비자는 가격 수용자로서의 역할을 담당했다. 오프라인 유통업체를 거치지 않고 상품을 구매할 수 없었기 때문이다. 대기업 계열 유통업체는 자본력 기반 핵심 상권 점포를 확대하며 집객력을 제고했으며, 이는 곧 상품 공급업체에 대한 협상력(바잉파워) 강화와 판매수수료율(유통수수료) 인상 기회로 이어졌다.

(2) 2013년 後 (온라인/모바일 채널 성장, 가격결정권 소비자 시대)

2013년 이후:
온라인 소비 확대 시기.

모든 상품 정보 및 가격 공개
→ 가격결정권 소비자에게로 이동

걸어다니면서 쇼핑이 가능한 시대가 되었다. IT산업의 고성장으로 초고속 인터넷이 빠르게 안착되었다. 스마트폰의 대중화로, 온라인 소비가 확대되기에 최적의 환경을 갖추었다. 온라인 유통채널이 등장하며 상품 공급업체, 유통업체, 소비주체의 협상력은 완전히 뒤바뀌었다. 모든 상품의 정보와 가격이 공개되며 가격결정권은 소비자로 이동했다. 고정비 부담이 완화되고, 시장 진입장벽이 낮아진 온라인 유통시장은 공급 과잉에 접어들었으며 수요 우위 시장으로 구조 개편이 이루어졌다. 공급자와 소비자간 거리가 좁혀지고 백화점을 포함한 유통업체의 역할이 축소되었다. 결국, 온라인 유통시장은 유통마진의 축소로 상품가격이 낮아질 대로 낮아졌다.

표 1. 온/오프라인 유통 구조 내 경제주체별 권한 비교

시기	2013년 이전			2013년 이후		
중심 유통채널	오프라인채널			온라인채널		
경제 주체	가격결정권	마케팅 중요도	상품 차별화 중요도	가격결정권	마케팅 중요도	상품 차별화 중요도
공급업체 (브랜드)	중	중 (유통채널이 대행)	중	If, 브랜드력 ↑ → 권한 ↑	If, 브랜드력 ↑ → 중요 ↓	강 (해외 브랜드로 경쟁범위 확대)
오프라인 유통업체	강 (유통마진대)	중 (오프라인 중심 유통구조)	강 (개별 바잉파워 중요)	약	강	강
소비주체 (소비자)	약	-	-	강 (완전 가격경쟁시대)	-	-
협상력 우위	유통업체 >> 브랜드 > 소비자			소비자 > 브랜드 >> 유통업체		
유통 구조						

자료: 하나금융투자

3) 소비자 상품선택 기준 ‘브랜드파워’로 귀결: 국내 브랜드 경쟁 열위 가능성 상승

결국, 온라인채널로 인해
공급상품 수 증가 + 유통마진 하락
= 상품가격 하락

유가 가격 조닝 내 소비자 상품선택
기준은 “브랜드파워”로 귀결

브랜드력에 따라 업체별
실적 양극화 심화 예상

수입브랜드와 경쟁 열위에 놓인
국내 브랜드업체는

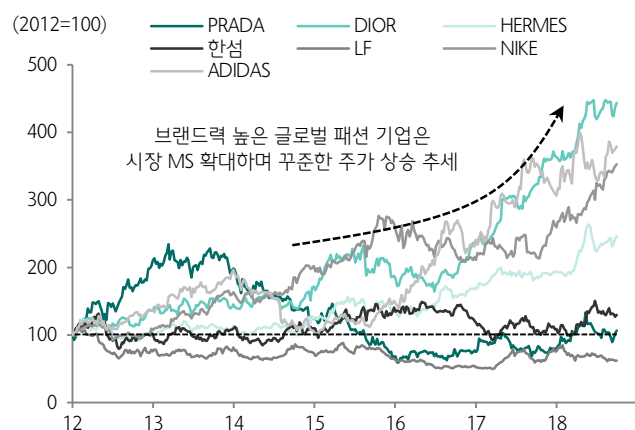
상품 판매영역(화장품, 라이프스타일)
확대와, 시장영역(중국, 글로벌)의
확대를 통해 새로운 성장방안 모색

온라인채널은 낮아진 시장 진입장벽으로 공급자 수가 넘쳐나게 되었고, 유통마진 하락까지 더해 상품 판매가격은 더욱 하락한다. 그렇다면, 유가 가격 조닝 내 소비자의 상품선택 기준을 파악해야 하는데, 답은 ‘브랜드파워’다. 브랜드력에 따라 업체별 실적 양극화가 심화될 전망이다. 전세계를 대상으로 구매를 소구하는 글로벌 브랜드력을 갖춘 업체가 온라인의 효율 가치를 극대화할 수 있다. 역설적으로, 온라인 시장은 오프라인 유통업체만큼 지역 기반 안정적 매출이 보장되지 않는다. 지역 상권을 기반으로 외형을 확대해 온 브랜드력이 낮은 업체들은 시장점유율을 빼앗길 공산이 크다.

특히, 온라인채널에서는 국내 브랜드업체의 시장점유율 훼손 가능성이 높다. 브랜드력과 가격경쟁력을 함께 갖춘 해외 브랜드가 국내 유입 시 소비자는 해외 브랜드로 구매 방향을 선회할 가능성이 높기 때문이다. 동일한 예산 가정 하 브랜드가치를 추구하는 소비자는 한섬의 타임 보다 랄프로렌을, 가성비를 중시하는 소비자는 중저가 국내 브랜드 보다 글로벌 SPA 상품을 선택할 가능성이 높다. 새로운 패션트렌드는 해외에서부터 국내로 유입된다는 특성을 감안할 때, 브랜드력 측면 국내 브랜드가 해외 브랜드를 따라잡기란 쉽지 않아 보인다. 글로벌 패션시장은 프랑스, 이탈리아 등 선진국이 주도하고 있다는 점을 참고할 수 있다.

국내 브랜드업체는 상품 판매영역(화장품)과 지역(중국 등)의 확대, 브랜드리빌딩 등을 통해 온라인화에 대응해 나가고 있다. 신세계인터내셔널, 휠라코리아가 대표적이다. 신세계인터내셔널은 수입브랜드 MD 비즈니스 노하우를 바탕으로 자체화장품 브랜드 비디비치를 성공적으로 출시했다. 휠라코리아 또한 브랜드리빌딩을 통해 소비자에게 ‘헤리티지(Heritage)’, ‘레트로(Retro)’라는 명확한 브랜드아이덴티티를 각인시켰다. 중국 안타스포츠와의 협업으로 중국시장 내 점유율을 확대하고 있으며, 아쿠시네트 인수를 통해 북미 골프용품 시장으로 진출했다.

그림 7. 글로벌 및 국내 패션기업 2012년 이후 주가 상승률 비교



주: 2012.1.1일 주가 100pt 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 유통/패션업 브랜드파워 상위권은 글로벌브랜드가 차지

리테일			럭셔리 패션		
순위	브랜드	총점	순위	브랜드	총점
1	아마존	341	1	샤넬	396
2	이베이	329	2	루이비통	392
3	테스코	308	3	디올	381
4	나이키	305	4	까르띠에	350
4	월마트	305	5	티파니	324
...					
9	베스트바이	290	9	마이클코어스	314
10	로워	287	10	테드베이커	313

주: 2016년 기준
자료: 브랜드워치, 하나금융투자

4) 의류산업 온라인채널이 성장세를 보이는 이유

의류산업 온라인채널 성장 원인:

① 의류 제조업은 기술 진입장벽이 낮아 누구나 진출 가능한 영역

국내 의류판매액은 시장성숙기 진입에 따라 매년 한 자리 대의 성장을 지속 중이다. 반면, 의류 소비 채널은 온라인 비중이 확대되고 있는데, 원인은 네 가지로 분석한다.

② 온라인채널 반품비용 부담 하락

둘째, 온라인채널 반품비용에 대한 판매자의 부담이 낮아졌다. 온라인상품 반품률은 30%에 근접한다. 하지만 타 상품군 대비 의류의 원가율은 월등히 낮은 특성을 보인다. 온라인채널은 고정비 부담 또한 낮아 영업레버리지 효과가 커 반품에 대한 리스크를 상쇄할 수 있다.

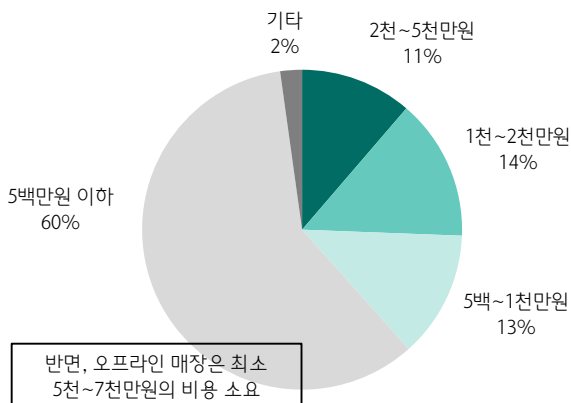
③ 양극화된 소비특성의 소비자에게 적합한 채널

셋째, 온라인은 소비 특성이 양극화된 소비자 모두에게 최적화된 채널이다. 가성비 중시 합리적 소비자는 온라인 가격 비교를 통해 최저가로 상품 구매가 가능하다. 브랜드 가치 추구 소비자는 소비의 국경선이 사라지며 브랜드 선택 범위가 넓어졌다.

④ 트렌드를 빠르게 반영 가능하며 공급자 측면 소비자 구매적중률 제고 가능

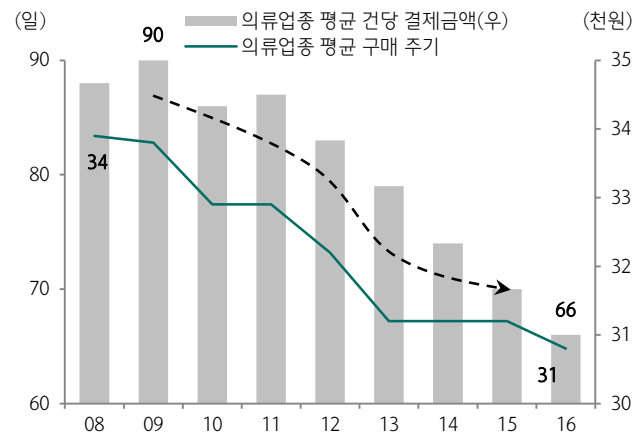
넷째, 온라인채널은 트렌드 변화를 빠르게 상품에 적용하며 소비자 구매 적중률을 높인다. 적정 재고 수준을 낮게 가져가며, 회전율이 빨라진다. 브랜드업체의 Speed-to-market 전략과 OEM업체의 반응 생산력이 점차 중요해지는 이유이다.

그림 8. 온라인 쇼핑물 창업 비용



자료: 메이크샵, 하나금융투자

그림 9. 소비자의 의류 평균 구매 주기는 점차 짧아지는 추세



주: 구매주기는 각 연도 5~10월, 건당 결제금액은 2008년 1월~2016년 10월 기준
자료: 신한카드, 하나금융투자

5) 온라인, 이제는 경쟁 아닌 협업 수단

패션업체들은 새로운 소비를 흡수, 마케팅 수단으로 활용하기 위해 온라인채널을 주목

패션업체들은 새로운 소비를 흡수하고, 마케팅 수단으로 활용하기 위해 온라인을 주목하고 있다. 신세계인터내셔널의 'S.I. 빌리지닷컴', 한섬의 '더한섬닷컴', 'H패션몰'이 대표적이다. 소비자는 시/공간 제약 없는 소비가 가능하고, 브랜드업체는 더 높은 마진율을 통해 판매 효율성을 제고할 수 있다(백화점채널 유통수수료율 30% 이상).

자체온라인몰은 유통수수료가 없어 50% 이상의 마진을 남길 수 있다. 규모의 경제를 통한 레버리지 효과가 가능하다. 마케팅 수단으로도 주목한다. SNS 등 다양한 모바일채널을 통해 소비자들은 주체적으로 콘텐츠를 생산, 공유, 체험하며 새로운 트렌드를 만들어내고 있다. 브랜드업체들은 이러한 정보를 근간으로 신규상품 기획, 출시에 활용한다.

3. 브랜드산업: 눈을 돌려 더 큰 시장을 바라보다

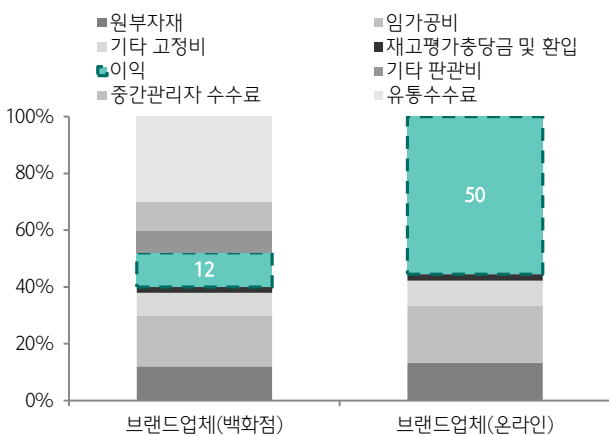
1) 온라인채널의 성장, 득(得)일까 실(失)일까?

브랜드력을 갖춘 업체에게
온라인채널은 신성장동력으로 작용:

브랜드파워 기반 온라인채널로
소비자를 끌어들이고 유통수수료를
절감하며 높은 이익을 달성

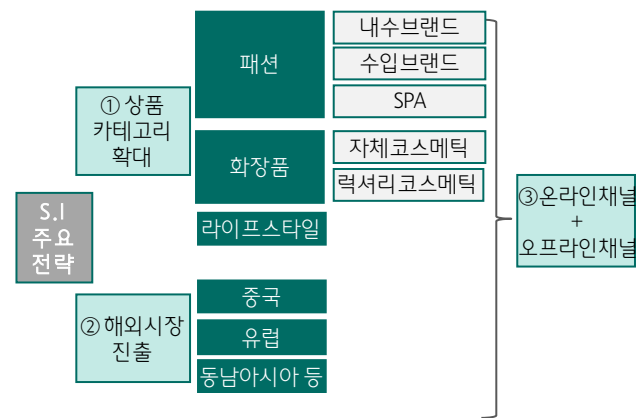
온라인채널은 브랜드력을 갖춘 업체에게는 득(得)이다. 브랜드파워 기반 온라인채널로 소비자를 끌어들이고 유통수수료를 절감하며 높은 이익률을 달성할 수 있다. 온라인화에 대한 국내 브랜드업체의 대응 전략은 크게 두 가지이다. 첫째, 자체 온라인몰을 운영하며 채널 다각화를 통한 외형 및 이익률 제고, 둘째, 신 시장 진출을 통한 사업영역 확대이다. 신 시장이란 내수시장에서 벗어난 해외시장 개척의 의미와, 사업영역(화장품, 라이프스타일 등) 확대라는 의미를 동시에 내포한다.

그림 10. 유통채널별 브랜드업체 이익률 비교



자료: 하나금융투자

그림 11. 신세계인테리어의 브랜드 전략



자료: 하나금융투자

2) 온라인과 오프라인채널, 그 무엇도 포기할 수 없는 이유

브랜드업체는

온라인채널을 통해
마진율을 높이고,

오프라인채널을 통해
브랜드이미지(+브랜드친밀도)를 구축

브랜드업체들은 온/오프라인채널을 그 어떤 채널도 포기할 수 없다. 온라인채널을 통해 마진율을 높이고, 오프라인채널을 통해 브랜드이미지를 구축하는 것이 최선의 방법일 것이다. 이를 가장 잘 활용하고 있는 업체는 한섬이다. 한섬은 온라인에서도 노세일 전략을 고수한다. 브랜드력을 기반으로 온라인 추가 구매 수요를 흡수하고 있다. 온라인전용 상품을 따로 출시하고 이월 재고를 소진하는 창구로 활용하고 있는 타 업체와 대조적이다. 2018년 별도 매출액의 10% 이상이 온라인을 통해 발생하며 전사 영업이익률을 개선시킬 것으로 기대한다.

브랜드 경험 채널로서 오프라인 매장의 역할도 중요하다. 화려한 매장 디스플레이로 호기심을 자극하고 매장 직원과의 유대 접점을 통해 브랜드 친밀도를 높일 수 있기 때문이다. 무분별한 점포 확장은 자제한다. 오프라인 점포는 초기 투자비용이 커 고정비 부담을 떠안아야 하고 이를 충당할 만한 매출이 발생하기까지 상당한 시간, 노력이 투입되기 때문이다. 대표적인 오프라인채널 전략으로 '플래그십 스토어'가 있다. 단일 매장에서 의류부터 약세서리까지 둘러보고 차를 마시며 신상품에 대한 소개를 받을 수 있다(토탈 서비스). 상품 구매뿐 아니라 브랜드 역사를 이해하고 이미지를 형성하는데 중요한 역할을 담당한다. 플래그십 스토어의 퀄리티에 따라 럭셔리브랜드의 이미지가 결정된다는 말이 있을 정도다. 럭셔리브랜드가 하이클래스라는 상징성을 가진 청담동 명품거리 한 가운데 건물 통째로 플래그십 매장을 영위하는 주된 이유이다. 물론, 각 럭셔리브랜드들이 파레토의 법칙을 인식하고 있음을 방증하는 전략이기도 하다.

신 시장 개척 브랜드업체:
신세계인터내셔널
(패션 + 화장품, 라이프스타일)

3) 신 시장 개척(해외시장/화장품/라이프스타일)을 통한 사업영역 확대

국내 브랜드업체 중 해외시장 진출, 상품 카테고리 다양화로 새로운 성장 활로를 찾는 업체에 주목해야 한다. 신세계인터내셔널은 수입브랜드 MD비즈니스를 통해 콘텐츠 소싱력을 확보했다. 고급 수입향수, 화장품으로 카테고리를 확대하고 있으며 자체화장품브랜드 비디비치를 성공적으로 런칭했다. 면세점, 온라인채널을 통해 중국시장까지 소비자층이 확대되고 있어 긍정적이다. 2017년 S.I.벨리지닷컴을 통해 온라인시장에 진출했으며 패션, 화장품, 향수, 라이프스타일 등 다양한 상품 구색으로 집객 효과 제고가 가능하다. S.I.벨리지닷컴이 SSG닷컴에 입점하며 추가적인 트래픽 확대가 용이할 것으로 판단한다. 한섬은 자체온라인몰인 더한섬닷컴(자체브랜드)과 H패션몰(전 SKN브랜드몰)을 전개 중이다. 20~30대 여성 충성도가 높은 것이 특징이다. 또한 자체브랜드는 자체온라인몰에서만 판매하기 때문에 온라인상 추가적인 고객 유입이 가능할 것으로 판단한다.

브랜드업체의 상품 카테고리 다각화
및 해외시장 진출 성공 가능성
제고 요인:

- ①브랜드력,
- ②자본력,
- ③인큐베이팅 노하우,
- ④캡티브채널

4) 성공가능성 제고 요인: ①브랜드력, ②자본력, ③인큐베이팅 노하우, ④캡티브채널

그렇다면 브랜드업체의 상품 카테고리 다각화 및 해외시장 진출 전략 성공 가능성을 높이는 조건은 무엇일지 생각해보아야 한다.

첫째, 상품 측면 '브랜드력'이다. 온라인시대에는 브랜드력이 더욱 중요해질 것으로 전망한다. 국가간 소비장벽이 무너지며 브랜드 경쟁이 심화되기 때문이다. 브랜드력을 갖춘 업체만이 글로벌소비를 흡수하며 외형을 확대할 전망이다. 합리적 소비자들은 유통마진을 제한 온라인 저가 상품으로 이탈할 가능성이 높아졌다.

둘째, 유통 측면 '캡티브채널' 보유 업체이다. 내수시장을 주 타겟으로 하는 브랜드일수록 백화점, 아울렛 등 핵심 상권에 입지한 대형 채널에 입점하는 것이 중요하다. 고가브랜드일수록 백화점에 입점하는 것이 중요한데 집객력 제고와 브랜드 고급화 전략이 가능하기 때문이다. 마케팅채널로서 유통채널을 활용할 수 있다는 장점 또한 있다.

셋째, 운영 측면 '자본력'과 '브랜드 인큐베이팅 노하우'가 중요하다. 고가브랜드일수록 고급 인력을 활용한 상품디자인, 브랜드 고급화 전략 노하우가 핵심이다. 타 카테고리 사업영역을 확대를 위해서는 자본력 또한 중요하다. 초기 비용 투입 후 이윤이 창출되기까지 기간을 감내할 수 있어야 한다. 신세계인터내셔널이 대표적이다. 신세계 계열 캡티브채널과, 자본력을 바탕으로 화장품(비디비치, 연작), 라이프스타일(자주) 시장에 진출했다. 화장품 자체브랜드를 성공적으로 출시하며 중국시장 진출에 성공했으며, 신세계인터코스코리아 지분 투자를 통한 수직계열화 완성으로 2019년 수익성 제고가 전망된다.

이 세 가지 조건을 모두 갖추는 업체는 사업영역 다각화의 성공 가능성이 제고될 수 있다. 한섬은 현대백화점 계열 캡티브채널을 기반으로 자체브랜드 유통망 확보에 적극 활용하고 있다. 또한 브랜드 운영 노하우를 활용해 자회사 리빌딩에 집중하고 있다. 2019년은 2017년 인수한 SK네트웍스 패션사업부문 리브랜딩 3년차로 이에 기반한 이익개선 효과가 본격화될 것으로 전망한다.

4-1) 부록: 오프라인채널 활용 전략 비교: 나이키 압구정 vs. 셀린 청담

소비자들의 오프라인채널 방문 이유:

①브랜드 경험

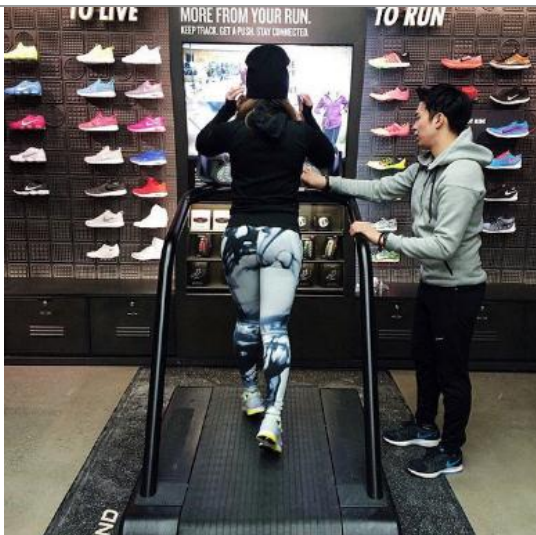
②차별화된 럭셔리 서비스

온라인시장 내 저가 상품의 범위가 다양해지고, 온라인몰을 통해 브랜드상품을 살 수 있는 시대에서도 시간을 투자해서 소비자들이 오프라인채널을 찾는 경우가 있다. 첫째, 상품을 실제로 보고 만지며 브랜드를 체험, 경험하기 위해서다. 둘째, 고가 상품을 구매함과 동시에 높은 수준의 차별화된 서비스를 제공받기 위해서다. 나이키 압구정로데오 매장과 신세계인터내셔널의 셀린스 청담 플래그십 스토어를 통해 비교해보았다.

나이키 압구정 로데오점은 소비자가 직접 기능성 운동화를 신고 러닝머신을 뛰어보는 ‘트레드밀 서비스’를 제공한다. 실제 제품을 착용하고 뛰해보며 전문가의 조언과 함께 본인에게 맞는 러닝화를 선택할 수 있다. 소비자 입장에서 구매 성공률이 높아지고, 브랜드입장에서는 상품 반품율이 낮아진다. 나이키는 소비자들이 자사 제품을 착용하고 전문 러닝 페이스(Running pacer)와 함께 달리는 커뮤니티 서비스인 나이키 런 클럽(NRC) 또한 운영한다. 지속적으로 브랜드와 상품을 노출시켜 브랜드 소속감과 로열티를 제고시킨다. 장기적으로 상품 재구매율을 높이는 결과를 낼 수 있다. 반면, 사치재 특성이 강한 셀린스의 경우 소비자의 오프라인 매장 방문 이유는 후자에 가깝다. 셀린스 청담 플래그십스토어는 유명 건축가가 직접 설계한 창조적인 건물 외관과 해외 아티스트들의 유명 작품 전시 등 정서적 만족감을 증대시키는 토탈 럭셔리 서비스를 제공한다. 청담동 한 가운데 위치함으로써 럭셔리 브랜드라는 이미지 전달과 함께, 소비자들이 쉽게 경험할 수 없는 초호화 서비스를 통해 VVIP들의 지갑을 열게 만든다.

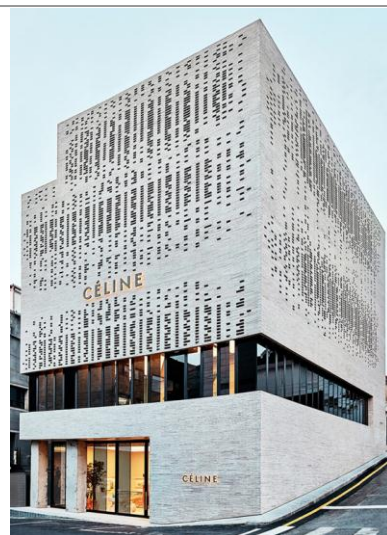
결국 오프라인채널을 가장 효과적으로 영위할 수 있는 업체는 신세계인터내셔널과 같이 높은 브랜드력의 수입브랜드 MD사업을 활발히 진행해온 업체이다. 높은 초기 투자비용을 상쇄할 만큼 소비자 유인력을 지닌 글로벌브랜드를 국내 소싱하기 때문이다. 얼마나 높은 오프라인채널 효율을 발생시킬 수 있는냐는 곧 브랜드 경쟁력에 달려있다. 온라인채널의 빠른 성장으로 오프라인채널 상품 구매 비중이 하락하고 있지만, 오프라인채널만큼 브랜드이미지와 상품 효용을 소비자에게 직접 전달하는 방법은 없기 때문이다.

그림12. 나이키 트레드밀 서비스 체험 사진



자료: 언론 보도, 하나금융투자

그림 13. 셀린 청담 플래그십 스토어 외관



자료: Celine, 언론 보도, 하나금융투자

4-2) 부록: 개별 쇼핑몰의 해외시장 진출 & SNS 인플루언서 마케팅

SNS 마케팅의 장점:

- ① 잠재 소비자와의 노출 점점 확대,
- ② 인플루언서 기반 브랜드 신뢰도,
- ③ 다양한 시/청각적 상품 홍보 방식

개별 쇼핑몰의 상품 영역 확대와 해외 시장 진출은 주목할 만하다. 국내 대형업체들이 쉽게 성공하지 못한 영역이기 때문이다. 태생이 내수 위주인 국내브랜드는 고가 조닝 명품 브랜드 만큼 글로벌 브랜드력을 갖추지 못한다. 또한, 유통업체를 통한 해외 진출은 외산업체라는 인식으로 해외 소비자들이 거부감을 갖기 쉽다. 대조적으로, 개별 쇼핑몰은 쇼핑몰운영자, 상품이 쌓아온 개별 브랜드파워와 마케팅 노하우 기반 해외 시장을 개척한다. 사업체 규모가 대기업 대비 작기 때문에 의사결정에 대한 판단이 빠르고, 재고 보유량이 적어 빠르게 변화하는 트렌드에 민첩한 대응이 가능하다. 온라인채널 특성상 큰 자본 투입이 필요하지 않은 것도 시장참여자 수를 늘리는 요인이다.

국내 중소형쇼핑몰이 주력하고 있는 SNS 인플루언서 마케팅은 매우 흥미롭다. SNS 마케팅의 장점은 크게 세 가지이다. 1) SNS를 통한 풍부한 잠재 소비자와의 노출 점점 확대, 2) 인플루언서 기반 높은 브랜드 신뢰도, 3) 다양한 시/청각적 상품 홍보 방식의 시도 가능성이 있다. 2~3초간 빠르게 소비되는 콘텐츠를 통해 상품을 노출시키고, 인플루언서가 쌓아온 신뢰와 인기 기반 상품과 라이프스타일 콘텐츠 소비를 유인한다. 시각적 이미지에 동영상 기능을 더해 온라인에서 어필하기 어려웠던 상품의 실제적 특성을 구체화시키기도 한다.

대기업은 이러한 SNS 인플루언서의 영향력을 인지하고 있다. 오프라인채널 집객력 제고를 위해 인플루언서와의 협업을 진행한다. 인플루언서의 ‘콘텐츠 소싱 플랫폼화’ 움직임이다. 현대H몰의 인플루언서 브랜드 온라인 매장 ‘훗(Hootd)’, 롯데백화점의 인플루언서 플랫폼 ‘네온(NEON)’ 등이 있다. 아직까지 매출에 큰 영향을 미치고 있지는 않지만, 온라인을 통해 발굴한 콘텐츠를 기반으로 오프라인 집객력 확대 등 시너지 효과가 가능하다. 실제로 온라인 메가브랜드 ‘스타일난다(패션/화장품)’는 백화점채널 입점 후 해외관광객의 수요까지 흡수하고 있다.

한섬, 신세계인터내셔널과 같은 브랜드업체는 자체 온라인몰 강화에 집중한다. 한섬의 경우, 자사브랜드 전용 몰(한섬닷컴)과 타 브랜드 입점 가능 몰(Hmall)을 모두 운영하고 있다. 현재 전체 매출 대비 10% 비중으로 전년 대비 두 배의 성장률을 기록 중이다. 오프라인쇼핑 시장 성장률이 한 자리 대로 정체되어 있는 만큼, 향후 빠르게 온라인판매 채널을 활용, 차별적 성장을 실현하는 업체를 주목해야 한다.

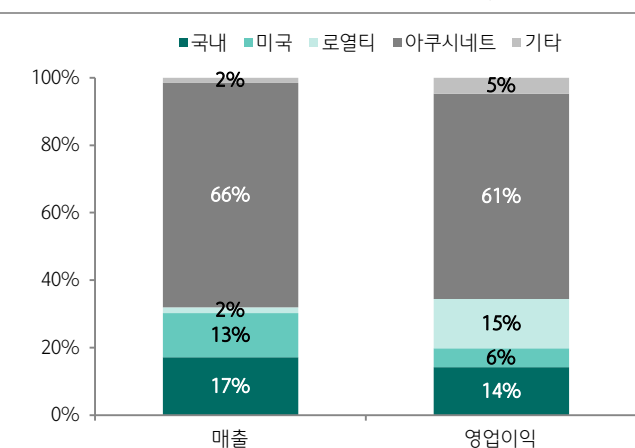
휠라의 글로벌 매출 확대,
유통/생산체제 개편에 따른
이익률 제고 기대

국내 신발판매량 확대 효과:
① 이익률 개선(정상가판매율 高)
② 생산효율 개선에 따른 원가절감

5) 휠라코리아: 브랜드리빌딩, 유통 및 생산 혁신이 주도하는 변화의 시작

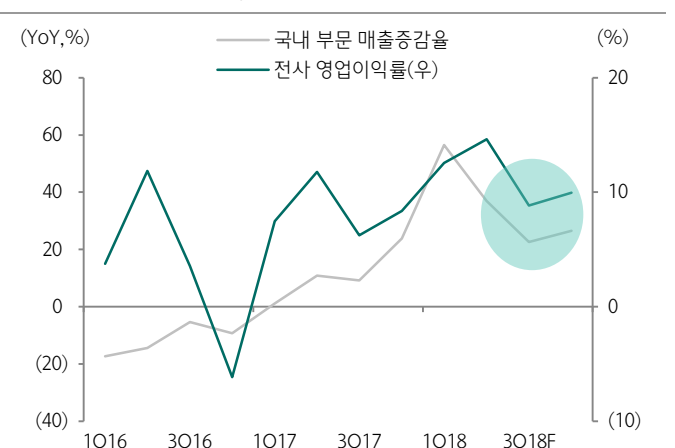
휠라의 글로벌 매출 확대와, 유통/생산체제 개편에 따른 수익성 제고 및 글로벌 브랜드영향력 본격화가 2019년 주가 상승의 모멘텀이 될 전망이다. 휠라 KOREA는 홀세일 중심 채널 개편과 국내 계열브랜드 및 의류로의 긍정적 낙수효과가 기대된다. 홀세일채널은 재고부담이 낮고, 가격 기반 소비자접근성이 높은 것이 특징이다. 재고회전율이 빨라 상품적중률 상승 여지 또한 높다. 국내 신발판매량이 확대되며 기대할 수 있는 효과는 다음과 같다. ①전사 이익률 개선이다. 의류 대비 높은 신발 정상가판매율에 기인한다. ②생산효율 개선에 따른 원가절감 효과이다(샘플링 내재화 후 단가 입찰+생산피드백 절차 단축). 국내/미국 신발 판매량이 증가할수록 규모의 경제 효과가 확대된다. 미국시장은 글로벌 스포츠브랜드 경쟁의 각축지로서 하이티어채널향 매출 확대가 가시화될 때, 글로벌브랜드로서의 제고된 입지를 확인할 수 있을 전망이다. 2019년 아쿠시네트 고마진 골프공 신제품 '프로V1'이 출시 예정되어 있다. 우호적 날씨 환경이 뒷받침된다면 온코스 판매량 증가에 따른 판매량 증가를 기대 가능하다.

그림 14. 휠라코리아 사업부문별 매출 및 영업이익 비중(2018년 기준)



주: 부문별 실적은 하나금융투자 추정치
자료: 휠라코리아, 하나금융투자

그림 15. 국내 부문 매출증감률 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 휠라코리아, 하나금융투자

(1) 국내(휠라 KOREA)

홀세일채널 특징:

- ① 재고 부담 X,
- ② 백화점 대비 수수료를 低
- ③ 빠른 시장트렌드 파악 가능

국내 매출은 휠라, 휠라키즈, 언더웨어, 골프, 아울렛, 기타로 이루어져있다. 2019년 휠라 본업의 실적개선 여부가 핵심이다. 신발 매출비중 확대로 이익률 제고가 가능하다. 업종 특성상 의류의 수익성이 더 높으나, 제고된 브랜드력 기반 신발 정상가판매율이 상승하며 수익성이 개선되고 있다(하계 반팔티셔츠 판매에 기인한 계절성 완화 예상). '어글리슈즈', '고프코어' 등 개성이 뚜렷해진 디자인과 중저가 상품 지속 출시(5~8만원)로 10~20대 대상 가성비 좋은 브랜드로 인식되었다. 펜디, 마우이앤선스, 츄파츰스, 배틀그라운드 등 다양한 산업의 대표브랜드와 콜라보레이션 상품을 출시하며 고가 상품군 포트폴리오를 확대하고 있다. 홀세일 중심 유통구조 개편 또한 이익개선에 기여할 전망이다. 홀세일채널은 재고 부담이 없고, 백화점 대비 수수료가 낮다. 트렌드에 민감한 채널 특성상, 판매 6개월 전 샘플을 미리 파악해간다. 빠른 시장 트렌드 파악 및 상품 반영이 가능하다. 키즈, 언더웨어 포함 기타 부문은 휠라 본업의 안정적 성장 낙수효과로 2018년 턴어라운드를 예상한다. 아울렛 내 할인판매율 또한 축소되고 있어 긍정적이다.

안타스포츠와의 JV 전략:

과거 안타스포츠는 낮은 ASP의 자체브랜드 매출비중이 높았지만, 휠라 상품 유통을 통해 평균 판매단가 상승하며 외형과 수익성이 동시 개선

(2) 중국(Full Prospect, 보통주 지분율 15%)

Full Prospect(안타스포츠와의 JV)를 통해 세 부문에서 수익을 인식한다. ①Full prospect 매출의 3%를 디자인수수료로 수취한다. ②보통주 지분율 15%에 대한 지분법이익(종속/관계기업 관련 손익)과, ③연 240만불 규모 배당수익을 인식한다(9월 결산법인, 이익잉여금 배당). 세 가지 수익 모두 비용 투입 없이 이익단으로 직결되기 때문에 중국 내 매출이 확대 될수록 전사 이익률이 상승하는 구조이다. 더불어, 중국 내 휠라브랜드 인기 상승으로 서브 브랜드 라인이 확대될 전망이다(키즈, 토들러, 애슬레저 등). 과거 안타스포츠는 낮은 ASP의 자체브랜드 매출비중이 높았지만, 휠라 상품 유통을 통해 평균 판매단가 상승하며 외형과 수익성이 동시 개선되고 있다(중국향 휠라 상품가격 국내 대비 20~30% 고가). 다만 중국은 아직까지 의류 매출비중이 높은 시장으로 분기 실적 변동성을 주시할 필요가 있다.

(3) 미국(휠라 USA)

미국: 글로벌 스포츠브랜드 경쟁이 가장 치열한 시장, 하이티어채널 내 고가제품 판매비중 확대 전략 진행

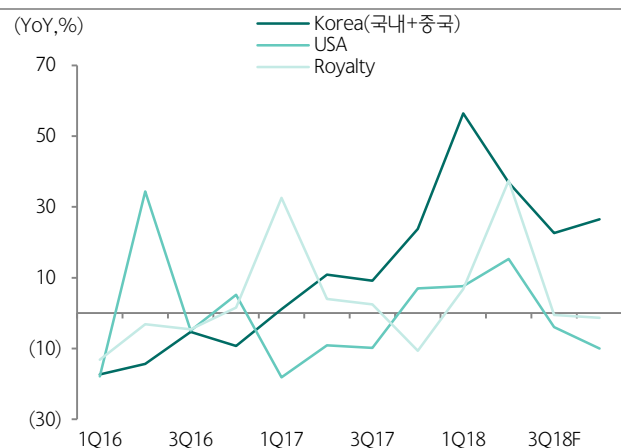
글로벌 스포츠브랜드 경쟁이 가장 치열한 시장이다. 공격적인 물량 확대는 지양한다. 브랜드력 기반 점진적 고마진 상품포트폴리오 확대 전략을 취한다. 미국 홀세일채널은 재고 부담에 대해 신중한 태도를 보이고 있으며, 소매업 구조조정 이후 시장정상화가 진행 중인 것으로 파악된다. 분기 실적 변동성이 높은 시장인 만큼 매출 및 수익성 회복 추이를 지속적으로 살피보아야 한다(홀세일 매출비중 95%, 신발비중 90% 이상). 바이어는 세 등급으로 분류하는데, 현재 휠라 USA 매출의 80% 이상이 로우티어채널(마트바이어) 매출로부터 발생하고 있다(스니커즈 평균 ASP 약 30불). 미드~하이티어채널 내 고가제품(콜라보레이션 의류, 신발 헤리티지 라인) 판매비중 확대를 통해 외형 성장이 가능하다.

(4) 로열티

로열티: 헤리티지, 복고 트렌드가 글로벌 확대되며 패션 성숙시장을 포함한 전지역 로열티 매출확대

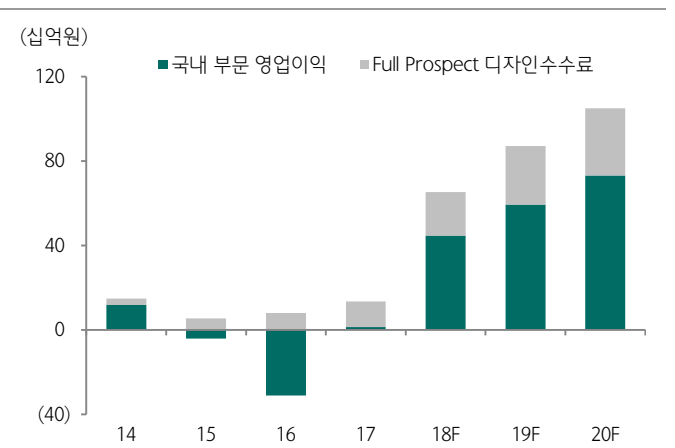
글로벌 라이선시로부터 수취하는 로열티 매출이다. MGR(최소로열티보장)과, 공동 마케팅 활동비(GMIC, 주요 6개 라이선스 매출의 1.3%)를 수취하며, 계약기간은 반영구적이다(5~10년). 휠라의 헤리티지, 복고 트렌드가 글로벌 확대되며 패션 성숙시장을 불문하고 견조한 매출성장률을 보이고 있다. 2018년 9월 밀라노 패션위크를 성공적으로 끝마쳤으며 상품 및 브랜드이미지 개선으로 글로벌 바이어의 이목이 집중되고 있다. 2018년 4분기 로열티 부문 성장률은 다소 둔화 가능성이 있는데 2017년 4분기 일본/북미지역 계약조건 변경에 따른 기고효과가 존재하기 때문이다.

그림 16. 부문별 매출증감율 추이 및 전망



자료: 휠라코리아, 하나금융투자

그림 17. Full Prospect 국내 부문 이익 기여 추이 및 전망



자료: 휠라코리아, 하나금융투자

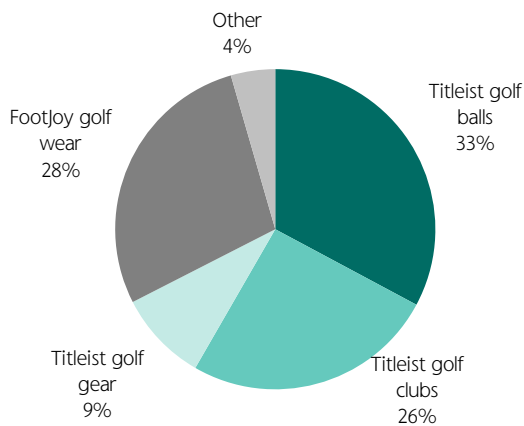
(5) 아쿠시네트(매그너스홀딩스 통해 연결 반영, 휠라코리아 지분율 52.6%)

아쿠시네트:

매 짝수년도 골프공 신제품을 출시,
골프공, 골프클럽의 높은 마진에
기인해 이익률 상승

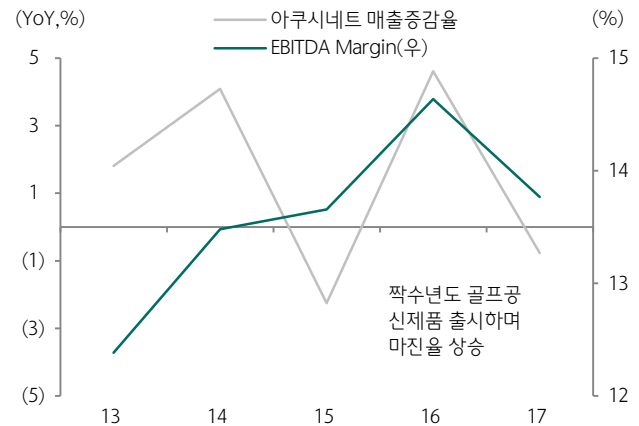
전사 매출의 약 70% 비중을 차지하며 타이틀리스트, 풋조이 등 골프 의류 및 용품 판매사업을 영위한다. 북미지역이 주 타겟시장으로 매출 대부분이 온코스(On-course)에서 발생하기 때문에 날씨 영향을 크게 받는다. 매 짝수년도 골프공 신제품을 출시하며 골프공, 골프클럽의 높은 마진에 기인해 이익률이 상승한다. 타이틀리스트의 주력 골프공 '프로V1' 제품 출시가 2019년 예정되어 있다. 휠라코리아는 아쿠시네트로부터 연 2백억원의 고정배당금 또한 수취한다. 참고로, 2017년 대비 아쿠시네트 지분율 소폭 하락은 임원진 대상 주식 보상 발행주식수 증가에 기인한다.

그림 18. 아쿠시네트 상품별 매출비중(2017년 기준)



자료: 휠라코리아, 하나금융투자

그림 19. 아쿠시네트 매출증가율 및 EBITDA 이익률 추이



자료: Acushnet, 휠라코리아, 하나금융투자

표 3. 연도별 국내 골프 브랜드 시장 선호도 순위

브랜드 선호 순위	2014	2015	2016
1	타이틀리스트	타이틀리스트	타이틀리스트
2	젝시오	캘러웨이	캘러웨이
3	캘러웨이	젝시오	젝시오
4	야마하	핑	테일러메이드
5	테일러메이드	브리지스톤	야마하

자료: 골프코리아, 하나금융투자

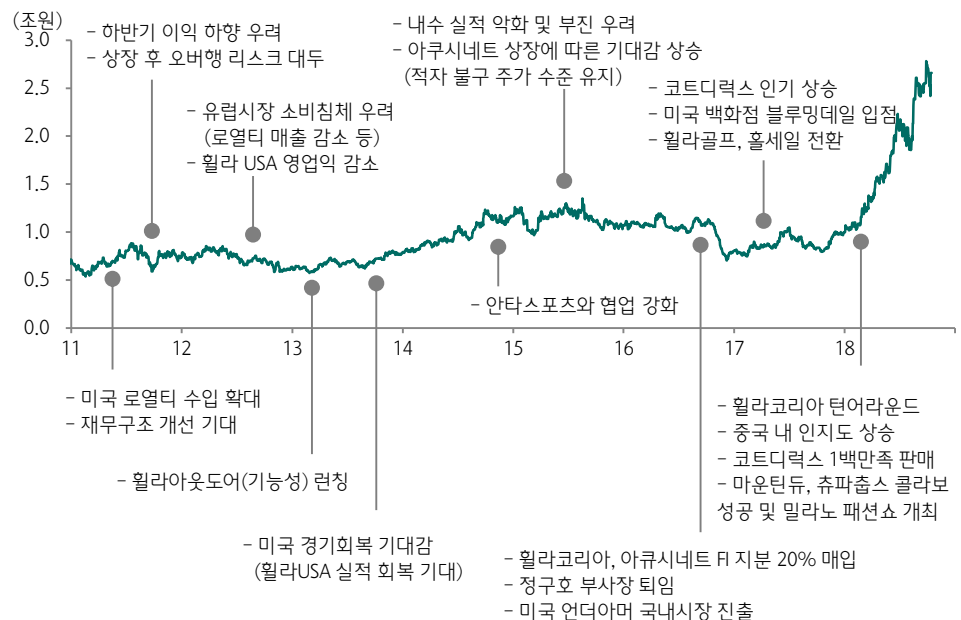
5-1) 휠라코리아: 2019년 실적 전망 및 밸류에이션

차별화된 브랜드파워 장점:

- ① ASP 상승 시에도 소비 소구 가능,
- ② 모방 불가능한 시장 경쟁력,
- ③ 글로벌 인지도 제고 시
가파른 외형 확대 가능

2019년 연결 매출 3조 1천8백억원(YoY+10.5%), 영업이익 4천5백억원(YoY+21.0%)으로 예상한다. 앞서 언급했듯, 글로벌 매출 확대와 유통/생산체제 개편에 따른 수익성 개선이 핵심이다. 브랜드력 제고에 기반한 펀더멘털 개선 추세가 긍정적이다. 2011~2015년 휠라코리아는 안정적 매출 성장을 시현해왔지만, 브랜드 노후화로 이익률이 점차 하락했다. 할인판매와 광고판촉비 지출이 지속된 영향이다. 글로벌 골프기업 아쿠시네트를 인수했지만, 본업인 브랜드경쟁력 약화로 성장에 대한 기대감이 낮아졌다. 2017년 휠라코리아는 헤리티지(Heritage)와 레트로(Retro) 컨셉 기반 대대적인 브랜드리뉴얼을 단행했으며, 휠라 고유의 브랜드이미지 구축에 성공했다. 명확한 타겟시장 분석, 다양한 글로벌브랜드와의 콜라보레이션, 브랜드 오리지널리티 확보를 통해 오래된 브랜드라는 이미지를 탈피했다. 과거 대비 ASP는 낮아졌지만, 뚜렷해진 브랜드아이덴티티 기반 소비자 대상 소구력이 증가하고 있다. 결국, 브랜드의 핵심경쟁력은 브랜드파워임을 방증한다. 차별화된 브랜드파워는 ① ASP가 상승하더라도 소비를 이끌어낼 수 있으며, ② 모방 불가능한 독점적인 시장 경쟁력을 확보할 수 있게 만든다. ③ 글로벌 인지도 제고 시 가파른 외형 확대 또한 가능하다. 글로벌브랜드력이 구축된 기업에 대해서는 20배 이상의 높은 밸류에이션 부여 또한 가능하다. 투자자들은 결국 브랜드력에 투자하는 것임을 의미하며, 휠라코리아는 지금 글로벌브랜드로 자리잡기 위한 도약기에 위치하고 있다.

그림 20. 휠라코리아 시기별 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 4. 필라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	654	693	569	614	2,530	677	790	726	686	2,879
FILA	152	209	176	225	763	203	275	310	304	1,092
국내	66	95	79	102	342	104	131	134	138	506
미국	70	96	76	103	345	76	110	124	117	426
로열티	11	10	11	10	42	12	14	16	14	55
Acushnet	501	484	393	389	1,767	474	516	415	382	1,787
영업이익	49	82	36	51	217	85	116	74	94	368
FILA	(2)	22	16	24	59	22	46	49	55	172
국내	(9)	5	0	4	1	8	19	15	17	59
미국	(4)	4	3	7	11	1	7	10	9	28
로열티	11	10	11	10	42	12	14	16	14	55
Acushnet	51	60	20	27	158	63	70	25	39	197
세전이익	38	78	26	39	182	81	103	80	96	360
지배순익	9	29	15	10	62	38	66	40	70	214
영업이익률(%)	7.5	11.8	6.2	8.4	8.6	12.5	14.6	10.2	13.7	12.8
FILA	(1.6)	10.3	8.9	10.8	7.8	10.7	16.6	15.9	18.1	15.7
국내	(12.9)	5.5	0.6	4.2	0.4	7.9	14.2	11.2	12.2	11.6
미국	(5.0)	4.5	3.6	6.9	3.1	1.9	6.7	8.1	7.7	6.5
로열티	100.0	100.0	100.0	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	10.2	12.4	5.1	7.0	9.0	13.4	13.6	5.9	10.2	11.0
세전이익률(%)	5.8	11.2	4.7	6.4	7.2	11.9	13.0	11.0	14.1	12.5
순이익률(%)	1.4	4.2	2.6	1.6	2.5	5.6	8.3	5.6	10.2	7.4

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 5. 필라코리아 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	비 고
FILA 영업가치(A)	1,577	2,005	
KOREA 순이익	29	40	Full Prospect 디자인 수수료 제외한 순수 국내
USA 순이익	21	29	
Royalty	55	65	
적정PER(배)	15.0	15.0	해외시장 확대 감안 브랜드업체 평균 PER에 50% 프리미엄 부여
Full Prospect 지분가치(B)	786	1,046	
디자인 수수료	21	29	보통주 지분을 15% 연간 배당수익 240만불
지분법 이익	20	27	
배당 수익	2	2	
적정PER(배)	18.0	18.0	Anta Sports 19년 예상 PER 20배에 10% 할인
Acushnet 기업가치(C)	1,430	1,572	지분 53.1%에 대한 기업 가치
당기순이익	135	148	글로벌 스포츠 브랜드 평균 PER 25배에 20% 할인
적정PER(배)	20.0	20.0	
순차입금(D)	600	600	FILA Group 차입금(Acushnet 차입금 4천억원 제외)
적정 시가총액(A+B+C-D)	3,280	4,023	
발행주식수(천주)	61,115	61,115	
적정주가 I (원)	52,244	65,828	
적정주가 II (원)	64,696		시간 가중치 적용

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 6. 월라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	967	2,530	2,879	3,180	3,338
FILA	748	763	1,092	1,291	1,408
국내	306	342	506	633	712
미국	371	345	426	472	487
로열티	40	42	55	65	69
Acushnet	219	1,767	1,787	1,889	1,930
영업이익	12	217	368	446	480
FILA	41	59	172	230	259
국내	(31)	1	59	80	94
미국	25	11	28	38	44
로열티	40	42	55	65	69
Acushnet	(30)	158	197	215	221
세전이익	431	182	360	426	465
지배순익	323	62	214	258	285
적정시가총액	5,497	1,061	3,643	4,384	4,843
주식수(천주)	61,115	61,115	61,115	61,115	61,115
적정주가(원)	89,943	17,354	59,614	71,739	79,245
적정PER	17.0	17.0	17.0	17	17.0
EPS(원)	5,291	1,021	3,507	4,220	4,661
영업이익률(%)	1.2	8.6	12.8	14.0	14.4
FILA	5.5	7.8	15.7	17.8	18.4
국내	(10.1)	0.4	11.6	12.6	13.2
미국	6.7	3.1	6.5	8.0	9.0
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	(13.5)	9.0	11.0	11.4	11.5
매출 (YoY,%)	18.6	161.6	13.8	10.5	5.0
FILA	(8.3)	2.0	43.1	18.2	9.0
국내	(11.7)	11.9	47.8	25.1	12.4
미국	2.4	(7.2)	23.6	10.8	3.2
로열티	(4.5)	5.2	31.4	18.0	7.1
Acushnet	-	707.3	1.1	5.7	2.2
영업이익 (YoY,%)	(85.3)	1,737.1	69.4	21.0	7.7
FILA	(48.6)	43.0	189.5	34.3	12.3
국내	적지	흑전	4,035.6	36.7	17.5
미국	10.5	(57.3)	162.3	36.4	16.1
로열티	(4.5)	5.2	31.4	18.0	7.1
Acushnet	-	흑전	24.4	9.4	2.8
순이익 (YoY,%)	흑전	(80.7)	243.5	20.3	10.5

자료: 월라코리아, 하나금융투자

6) 신세계인터내셔널: 2018년은 비디비치, 2019년은 연작이다

2018년 10월 출시한 연작이
비디비치에 이어 얼마나 빠르게
화장품시장에 안착하느냐가 관건

두 번째 자체 화장품브랜드 연작이 2019년부터 본격 판매된다. 비디비치에 이어 얼마나 빠르게 사세를 확장, 시장에 안착하느냐가 주가 향방을 결정할 전망이다. 신세계인터내셔널의 현 주가를 기반으로, 연작에 대한 시장 기대 수준을 분석해 보았다. 가정은 세 가지이다. 첫째, 기본 가정이다. 연작 실적을 일체 반영하지 않았다. 두 번째, 보수적 가정으로 출시 1년차 매출 2백억원, 2년차 매출성장률 100%를 가정했다. 마지막으로, 공격적 가정이다. 출시 1년차 매출 1천억원, 2년차 매출성장률 50%를 가정했다. 출시년차별 예상 영업이익률은 보수적, 공격적 가정 모두 동일하다(OPM 20%). 공격적 가정 적용 시 2020년 화장품 부문 적정 시가총액은 1조 2백억원으로 추산된다(화장품 부문 밸류에이션 20배 적용). 비화장품 부문 가치 합산 시 적정 시가총액은 약 1조 5천억원으로 산출된다(표3) 참고.

(1) 별도(연결 매출비중 87%, 2017년 기준): 2019년 코스메틱 매출성장률이 관건

해외 패션 사업부:
브랜드 포트폴리오 리밸런싱으로
수익성 개선에 집중

① **해외 패션(매출비중 39%)**: 브랜드 포트폴리오 리밸런싱으로 수익성 개선에 집중하고 있다. 럭셔리/매스티지 브랜드를 신규 소싱하며 취향이 다양화된 소비자들을 타겟한다. 마진율이 높은 잡화 카테고리를 보유한 브랜드가 이익률을 제고할 전망이다. SPA의 경우, 성인복 대비 높은 성장률을 기록하고 있는 갭 키즈 중심 점포 확대 전략이 진행되고 있다.

국내 패션 사업부:
2019년 여성복 매출성장률
둔화 전망

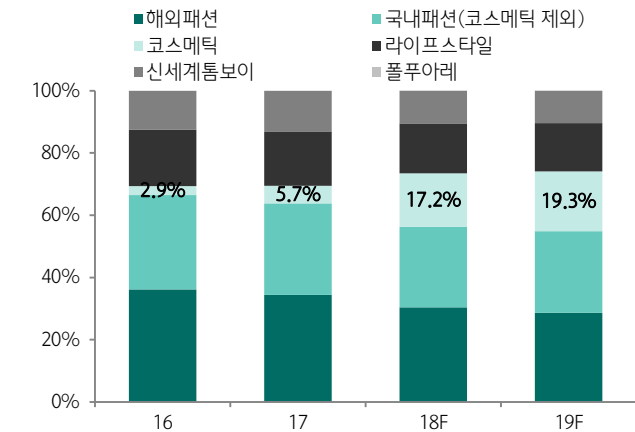
② **국내 패션(34%)**: 여성복(보브, 지컷)과 캐주얼브랜드(디자인 유나이티드, 데이즈)를 영위한다. 2019년 여성복 매출성장률은 다소 둔화될 가능성이 있다. 브랜드력을 구비한 수입 브랜드의 국내진출이 가속화되고, 온라인 저가상품과의 시장 경쟁이 심화되며 중가 내수 브랜드의 시장점유율 확대 여력이 크지 않다는 판단이다. 캐주얼브랜드 또한 패션시장 양극화로 적자가 지속되고 있다. 이마트 점포 구조조정으로 성장이 동반 정체되는 것으로 파악한다.

코스메틱:
고마진 럭셔리 코스메틱과
자체화장품 판매 불륨화가
전사 수익성을 견인

③ **코스메틱(7%)**: 럭셔리 코스메틱(수입브랜드 소싱력)과, 자체화장품 출시(브랜드 인큐베이팅 노하우 활용)를 통한 성장 전략을 도모한다. 우선, 럭셔리 부문이다. 딥디크(프랑스), 바이레도(스웨덴), 산타마리아노벨라(이탈리아) 등 글로벌브랜드를 지속적으로 유통하며 다양화된 개성의 소비자를 타겟한다. 고마진 초고가 향수 카테고리 확대가 수익성을 견인할 전망이다(에르메스 퍼퓸 등). 둘째, 자체브랜드이다. 런칭 2년차 월매출 1백억원을 달성 중인 비디비치에 이어, 럭셔리 한방화장품 '연작' 을 출시했다(18.10월). 자체화장품의 매출 증가에 힘입어 인터코스코리아를 통한 내부조달률이 확대, 생산마진의 내재화가 가능하다. 코스메틱 사업부의 전사 이익 기여도가 상승하며, 2019년 연작의 해외시장 안착 시 글로벌 화장품브랜드로서 밸류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다.

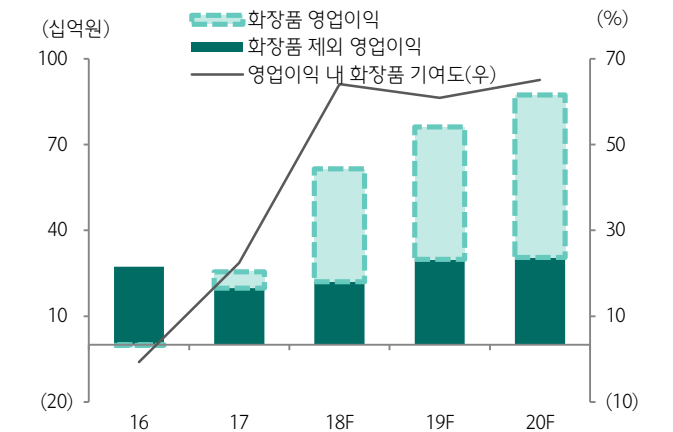
④ **라이프스타일(20%)**: 신세계백화점, 신세계사이먼 등 캡티브 채널에 입점하며 점당 매출 증가에 집중한다. 생활용품 시장 경쟁이 심화되며 자체브랜드 상품 카테고리 다각화를 진행 중이다. 점포 확대에 기인한 분기별 비용 변동성이 존재한다(인테리어비용, 감가상각비 등).

그림 21. 신세계인터내셔널 사업 부문별 매출비중 추이 및 전망



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

그림 22. 전사 영업이익 내 화장품 부문 이익 기여도 추이 및 전망



자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

(2) 신세계통보이(연결 매출비중 13%, 지분율 95.8%)

과거 네 개 브랜드로 운영되었으나, 운영효율성 제고를 위해 브랜드 통합 및 철수가 진행되었다(코모도스퀘어+코모도 병합, 톰키즈 철수). 정상가판매율 상승 기반 수익성 개선이 관건이다.

(3) 폴 푸아레(적자지속, 지분율 100%)

2015년 상표권을 인수한 글로벌브랜드이다. 연간 1백억원 수준의 적자는 연결 손익단의 부담 요인이다. 2018년 F/W 시즌을 런칭과 함께 비즈니스 본격화가 진행될 전망이다, 브랜드 효율성 제고에 따른 적자 폭 축소까지는 시간이 다소 소요될 전망이다.

(4) 지분법(이익기여도 36%): 안정적 이익 창출원. 성장성은 인터코스코리아에 주목

- ① 신세계사이먼(지분율 25%): 지분법이익과 영업외수익(경영자문 수수료: 신세계사이먼 총 수익의 3% 수준)을 인식한다. 점포별 집객력 회복이 매출 증가의 원동력이다.
- ② 몽클레르신세계(지분율 49%): 2015년 1월 몽클레르 본사와 JV를 통해 설립한 관계회사이다. 2018년 9백억원 이상의 안정적 매출 발생을 예상한다.
- ③ 신세계인터코스코리아(지분율 50%): 자체화장품 수직계열화 비중 확대를 통한 수익성 제고를 도모한다(現 자체생산 비중 30%). 현재 연 6백억원 생산 Capa를 보유하고, 2020년까지 1천억원 규모로 증설할 계획이다. 2018년 말 월매출 40억원 달성 시 손익 분기점에 도달 가능하다. '인터코스코리아(생산/제조) →신세계인터내셔널(브랜드 인큐베이팅) →신세계백화점(국내유통)/신세계인터내셔널(해외유통)' 수직계열화 단계 완성이 목표이다.
- ④ 신세계셀린(지분율 49%): 글로벌 명품브랜드 셀린에 대한 지분 49%를 보유하고 있다.

6-1) 부록: 'K-beauty': 국가 공통 브랜드이미지 및 코스메틱 브랜드의 왕홍 마케팅 활용 전략

화장품은 한국의 뷰티 트렌드가
동남아시아권 유행을 선도

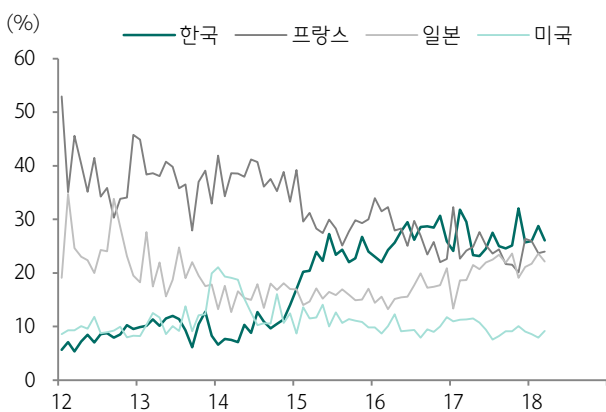
자본력, 브랜드 인큐베이팅 노하우,
캡티브 유통채널을 갖춘

패션 대기업들이 화장품으로
사업영역을 확대하는 이유

화장품산업은 글로벌 브랜드경쟁력을 보유하고 있는 한국의 대표 수출산업이다. 패션산업은 프랑스, 이탈리아 등 해외로부터 글로벌트렌드가 국내 유입되는 특성을 보이지만, 화장품은 한국의 뷰티 트렌드가 동남아시아권 유행을 선도하는 특성을 띤다. 드라마, 영화를 포함한 한류콘텐츠 영향력 확대에 기반한 코리아 뷰티향 글로벌 관심 증가에 기인한다. 브랜드력을 갖춘 국내 대기업들은 제2의 내수시장으로 불리는 중국 화장품시장에 진출하며 앞다투어 시장을 확대하고 있다. 한국은 현재 중국 수입화장품 시장의 18%를 점유하며, 국가산업으로서 국가브랜드력을 나타내고 있다. 신세계인터내셔널 등 자본력, 브랜드 인큐베이팅 노하우, 캡티브 유통채널을 갖춘 패션 대기업들이 화장품으로 사업영역을 확대하는 이유이다.

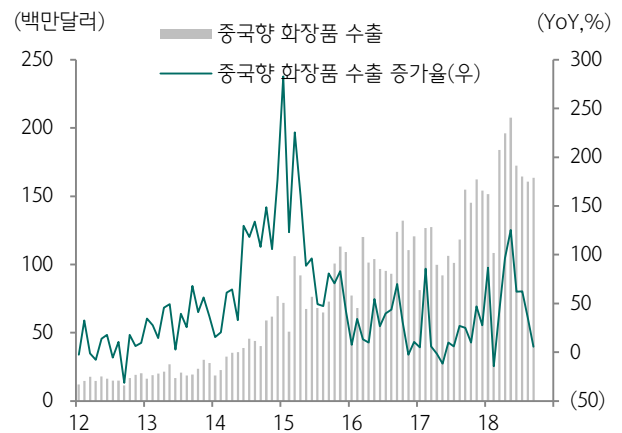
왕홍이란 '왕뤄홍런(網紅絡紅人)'의 줄임말로 중국의 인터넷스타를 일컫는다. 웨이보, 틱톡 등 다양한 SNS 및 개인방송플랫폼에서 활동하며 대중에 대한 영향력을 활용한 수익을 창출한다. 1인방송진행자, 유튜버 등이 대표적이다. 한정된 콘텐츠 크리에이터 역할에서 벗어나, 특정 영역에 대한 전문성을 갖추어 신뢰성을 기반으로 제품 홍보에 활용되기도 한다. 특히, 국내 대기업의 코스메틱 사업 왕홍 마케팅 사례가 증가하고 있다. 두 가지 주요 원인에 기인한다. 첫째, 브랜드파워를 구축한 주요 왕홍들은 대부분 여성으로 시청자 또한 여성 비중이 높아 코스메틱 브랜드 홍보에 효과적이다. 둘째, 한류열풍을 기반으로 중국인들의 국내 연예인에 대한 관심이 증가하고 있다. 자연스럽게 그들이 사용하는 뷰티 제품으로 관심이 이전되고 있다. 주요 왕홍들의 전체 팔로워 규모는 6억명에 이르는 것으로 추산되며, '왕홍 경제'라는 신조어가 생겨나는 이유이다.

그림 23. 중국 내 한국 화장품 수입 비중 점진적 상승세



자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 24. 대 중국 화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

6-1) 신세계인터내셔널: 2019년 실적 전망 및 밸류에이션

2019년 두 번째 자체화장품 브랜드
'연작'의 화장품시장 안착이
주가 상승의 모멘텀

2019년 연결 매출 1조 3,013억원(YoY+3.4%), 영업이익 795원(YoY+20.4%, OPM 6.1%)으로 예상된다. 2019년 자체화장품 브랜드 '연작'의 화장품시장 안착이 주가 상승 모멘텀이 될 전망이다(2018년 10월 출시). 첫 번째 화장품 브랜드 '비디비치'의 성공으로 시장의 기대치가 높아져 있다. 연작의 연이은 성공과 해외시장 진출 성과가 가시화 시 글로벌 코스메틱 브랜드로서 업종 대비 높은 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능할 전망이다. 화장품 판매 볼륨화가 진행되며 수직계열화(신세계인터코스코리아)에 따른 수익성 제고 또한 이익증가의 모멘텀이다(연작 연매출 가정별 주가 상승 여력 분석 <표8> 참고). 반면, 2019년 내수 브랜드 매출성장률에 대해서 보수적 시각을 제시한다. 2018년 소비 기고효과 및 2019년 자산가치 하락에 따른 소비 둔화, 의류브랜드 시장 내 경쟁 심화에 기인한다. 증가 의류시장의 축소와 백화점 여성복 판매증가율 둔화 추세 또한 내수 의류시장 성장 기대를 낮추는 우려 요인이다.

표 7. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	272	239	269	322	1,103	304	283	312	359	1,259
본사	236	211	241	272	961	265	255	284	306	1,110
해외패션	94	89	90	108	381	91	89	89	111	380
국내패션	99	74	101	113	387	129	116	142	143	530
화장품	10	11	16	26	63	40	55	57	58	210
라이프스타일	43	48	50	51	193	45	51	52	53	201
통보이	37	29	28	51	144	40	28	27	52	148
폴푸아레	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3
영업이익	4	4	1	16	25	12	14	11	28	66
본사	4	6	5	14	29	13	19	15	25	73
해외패션	2	1	0	3	6	3	3	1	4	11
국내패션	1	0	1	7	9	9	12	11	16	48
화장품	1	1	2	2	6	7	12	11	14	44
라이프스타일	2	5	3	4	14	1	4	4	5	14
통보이	1	0	(2)	4	4	2	(1)	(2)	4	4
폴푸아레	(1)	(2)	(2)	(2)	(7)	(3)	(4)	(2)	(1)	(10)
세전이익	8	2	(0)	22	32	12	10	13	45	81
지배순익	6	1	(1)	18	24	9	11	10	31	61
영업이익률(%)	1.6	1.8	0.3	4.9	2.3	3.9	5.0	3.7	7.9	5.2
본사	1.9	2.8	2.1	5.0	3.0	5.0	7.4	5.4	8.2	6.5
해외패션	1.7	1.4	0.2	2.8	1.6	2.8	3.2	1.3	3.8	2.8
국내패션	0.8	0.2	1.4	6.1	2.4	7.2	10.3	7.4	11.4	9.0
화장품	6.6	10.0	10.9	8.6	9.1	18.0	22.5	19.1	23.3	20.9
라이프스타일	4.7	9.7	6.8	6.9	7.1	3.0	8.2	6.9	8.9	6.9
통보이	3.1	0.7	(7.3)	8.7	2.6	5.2	(2.4)	(6.9)	7.8	2.4
세전이익률(%)	2.9	0.8	(0.1)	6.9	2.9	4.1	3.7	4.3	12.4	6.4
순이익률(%)	2.4	0.5	(0.4)	5.5	2.2	3.0	3.8	3.1	8.7	4.8

주: 2017년 화장품 매출액 및 영업이익은 하나금융투자 추정치
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 8. 신세계인터내셔널 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	1,021	1,103	1,259	1,301	1,384
본사	894	961	1,110	1,148	1,220
해외패션	370	381	380	379	389
국내패션	339	387	530	561	612
화장품		63	210	234	257
라이프스타일	185	193	201	208	219
툼보이	128	144	148	151	161
폴푸아레	-	-	2.5	4.0	4.0
영업이익	27	25	66	80	97
본사	23	29	73	86	102
해외패션	9	6	11	15	19
국내패션	1	9	48	54	66
화장품		6	44	51	62
라이프스타일	13	14	14	16	17
툼보이	5	4	4	4	5
폴푸아레	-	(7)	(10)	(10)	(9)
세전이익	25	32	81	100	122
지배순익	17	24	61	76	92
적정시가총액	313	433	1,098	1,359	1,661
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140	7,140	7,140
적정주가(원)	43,775	60,673	153,784	190,386	232,657
적정PER	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
EPS(원)	2,432	3,371	8,544	10,577	12,925
영업이익률(%)	2.6	2.3	5.2	6.1	7.0
본사	2.6	3.0	6.5	7.5	8.3
해외패션	2.5	1.6	2.8	4.1	4.8
국내패션	0.2	2.4	9.0	9.7	10.8
화장품		9.1	20.9	21.6	24.0
라이프스타일	7.0	7.1	6.9	7.6	7.8
툼보이	3.9	2.6	2.4	2.6	2.8
매출 (YoY,%)	1.6	8.0	14.2	3.4	6.3
본사	1.0	7.5	15.6	3.4	6.3
툼보이	10.8	12.5	2.1	2.5	6.8
영업이익 (YoY,%)	35.6	(5.9)	159.6	20.4	22.2
본사	34.1	26.7	150.1	18.0	18.8
툼보이	(2.9)	(24.7)	(5.3)	11.1	15.0
순이익 (YoY,%)	(17.8)	38.6	153.5	23.8	22.2

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 9. 신세계인터내셔널 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	2020F	비 고	
화장품 부문 (A):				연작 제외	
가정 1)			1,062	기존+보수적 연작	
가정 2)	879	808	1,122	기존+공격적 연작	
가정 3)			1,287		
1) 기존 화장품 순이익	35	40	53	2020년 매출 400억원 가정 2020년 매출 1,500억원 가정	
2) 연작 보수적 반영 순이익	-	-	3		
3) 연작 공격적 반영 순이익	-	-	11		
적정PER(배)	25.0	20.0	20.0		
비화장품 부문 (B)	493	477	493	해외/국내패션+자회사+지분가치	
비화장품 순이익	41	48	49		
적정PER(배)	12.0	10.0	10.0		
총 기업가치(A+B):			1,555		
가정 1)					
총 기업가치(A+B):	1,373	1,285	1,615		
가정 2)					
총 기업가치(A+B):			1,780		
가정 3)					
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140		
적정 주가 I (원):		180,033	217,833	현재가치 10% 할인	
가정 2)	192,233	205,669	226,236		
가정 3)		226,677	249,345		
적정주가II (원):		181,050		Upside(%)	2.3
가정 2)		204,549			14.6
가정 3)		223,807			26.4

주: 2018년 11월 19일 종가 기준
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 10. 연작 출시 후 연도별 사업가치 및 적정 밸류에이션 수준 분석

(단위: 억원)

	2019F(출시 1년 차)	2020F	2021F	2022F
Case 1: 보수적 가정				
매출액	200	400	800	1,000
YoY		100	100	25
영업이익	(10)	40	160	250
영업이익률	-10	10	20	25
순이익	-	30	120	188
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	20.0
적정 사업가치	-	600	2,400	3,750
Case 2: 공격적 가정				
매출액	1,000	1,500	2,000	2,500
YoY		50	33	25
영업이익	(200)	150	400	625
영업이익률	-20	10	20	25
순이익	-	113	300	469
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	20.0
적정 사업가치	-	2,250	6,000	9,375

주1: 연작 출시는 2018년 10월이나, 비교 편의성을 위해 2019년 초 출시 가정. 출시 3년 차 비디비치와 마찬가지로 OPM 20% 달성 가정

주2: 법인세율 25%, 화장품 부문 적정PER 업종 평균 밸류에이션(20배) 적용

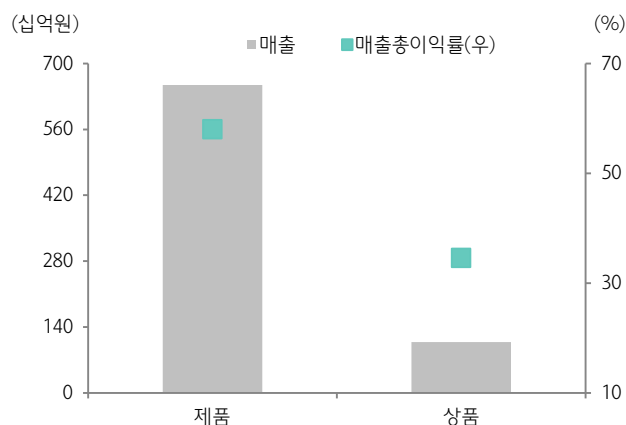
자료: 하나금융투자

7) 한섬: 저효율 브랜드스크랩, 자회사 브랜드리빌딩이 2019년 이익개선 핵심

매출성장률 및 수익성이 둔화되는
저효율 수입브랜드 철수 효과와
한섬글로벌, 현대지앤에프
리브랜딩 성과가 2019년 본격화

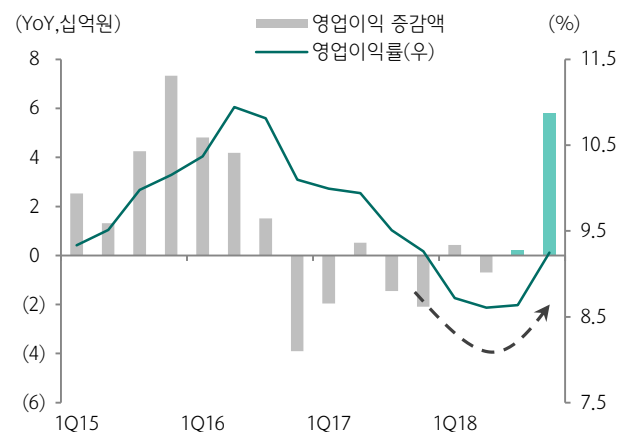
한섬은 성장이 정체된 내수 의류시장 내 견고한 브랜드력 기반 성장을 지속 중이다. 매출성장률 및 수익성이 둔화되는 저효율 수입브랜드 철수 효과와 한섬글로벌, 현대지앤에프 리브랜딩 성과가 2019년 본격화될 전망이다. 브랜드 양극화가 진행되는 의류시장 내, 높은 원단 품질을 기반으로 중고가 시장 내 높은 고객 충성도를 확보하고 있다. 수입브랜드를 지속적으로 소싱하며 추가적으로 외형을 확대하는 것이 주 전략이다. 품질에 대한 눈높이가 높아졌으며 취향이 다양화되고, 차별화된 브랜드이미지를 추구하는 소비자를 타겟한다. 2017년 3월 인수한 한섬글로벌/현대지앤에프의 브랜드리뉴얼이 2019년 3년차에 접어들며 전사 수익성 개선에 기여할 전망이다.

그림 25. 한섬 수입브랜드와 자체브랜드 매출액 및 매출총이익률 비교



자료: 한섬, 하나금융투자

그림 26. 한섬 별도 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 한섬, 하나금융투자

(1) 별도(연결 매출비중 85%): 자체브랜드 안정적 성장, 수입브랜드 효율 개선이 관건

소비 불황기에도
매출 성장을 시현할 만큼
한섬의 브랜드력 견고

① 자체브랜드(매출비중 86%): 주 수익창출원인 자체브랜드의 볼륨화가 지속되고 있다. 소비 불황기에도 한섬은 매출 성장을 시현할 만큼 브랜드력이 견고하다. 타임과 시스템은 메가브랜드로 자리잡았으며 연 매출 2천억, 1천2백억원 이상을 달성하는 것으로 파악된다. 마인, SJSJ, 타임옴, 시스템옴은 5백억원 이상 매출을 창출하며 이익에 기여 중인 것으로 파악한다. 브랜드력을 기반으로 전국 백화점 유통망에 대부분 입점되어 있다. 백화점 추가 출점이 제한적인 상황에서 충성 고객군을 기반으로 안정적으로 성장 중이다. 신규 자체브랜드 더캐시미어(15.8월 런칭), 래트바יתי(16.8월) 성장세 또한 고무적이다. 전년 동기 대비 누적 60%, 30%대 성장률을 보이고 있다(18.10월 말 기준). 더캐시미어는 2017년 손익분기점 달성 이후 2018년 이익 기여도가 확대되고 있다. 기존 한섬 자체브랜드는 20~30대 젊은 층이 주 타겟이었으나, 래트바יתי를 통해 시니어층으로 고객군 다각화

기존 한섬 자체브랜드는 20~30대 젊은 층이 주 타겟이었으나, 래트바יתי를 통해 시니어층으로 고객군 다각화

① 자체브랜드(매출비중 86%): 주 수익창출원인 자체브랜드의 볼륨화가 지속되고 있다. 소비 불황기에도 한섬은 매출 성장을 시현할 만큼 브랜드력이 견고하다. 타임과 시스템은 메가브랜드로 자리잡았으며 연 매출 2천억, 1천2백억원 이상을 달성하는 것으로 파악된다. 마인, SJSJ, 타임옴, 시스템옴은 5백억원 이상 매출을 창출하며 이익에 기여 중인 것으로 파악한다. 브랜드력을 기반으로 전국 백화점 유통망에 대부분 입점되어 있다. 백화점 추가 출점이 제한적인 상황에서 충성 고객군을 기반으로 안정적으로 성장 중이다. 신규 자체브랜드 더캐시미어(15.8월 런칭), 래트바יתי(16.8월) 성장세 또한 고무적이다. 전년 동기 대비 누적 60%, 30%대 성장률을 보이고 있다(18.10월 말 기준). 더캐시미어는 2017년 손익분기점 달성 이후 2018년 이익 기여도가 확대되고 있다. 기존 한섬 자체브랜드는 20~30대 젊은 층이 주 타겟이었으나, 래트바יתי를 통해 시니어층으로 고객군을 다각화하고 있다. 더캐시미어와 래트바יתי 또한 여성복시장에 원단 경쟁력을 확보한 고감도 브랜드로 자리잡을 가능성이 높다. 반면, 텍케(가방/잡화)의 성장률은 다소 아쉽다. 백화점 잡화 카테고리 매출이 역성장을 지속하고 있다. 여성들의 가치소비를 위한 주력 카테고리가 잡화, 악세서리 중심으로 자리잡으며 수입브랜드와의 경쟁 열위에 놓여있다는 판단이다.

수입브랜드:

단기적 매출 이탈 영향 상존하나,
이익률 개선 여력이 높아 긍정적

② 수입브랜드(매출비중 14%): 2017년부터 저효율 브랜드스크랩이 지속 진행 중이다(브랜드 철수 기준: 20~50억원 적자 지속). 단기적 매출 이탈 영향은 상존하나, 이익률 개선 여력이 높아 긍정적이다. 2018년 6개의 브랜드가 철수가 진행된 것으로 파악한다. 한섬의 온라인 판매비중 확대에 의한 비용 감소분이 저효율 수입브랜드 정리에 따른 손실분을 상쇄하고 있다. 수익성 개선은 2019년부터 본격화될 전망이다. 재고충당금, 인테리어 감가상각비 등 일시적 비용 증가는 불가피하나, 비효율브랜드로부터 발생했던 적자 폭이 축소될 수 있다. 고수익 럭셔리브랜드(로샤스, 포츠1961, 필립림) 중심 성장 전략 또한 지속 중이다. 컨템포러리와 달리, 럭셔리브랜드는 상품 풀 라인업을 갖추고 있어 브랜드 불륨화가 상대적으로 수월하다. 공격적인 매장 수 확대는 지양하며, 핵심 상권 중심 출점을 지속한다. 편집샵 '무이(하이엔드 럭셔리)'와 '툼그레이하운드(컨템포러리+신진 디자이너)'를 활용, 신규 수입브랜드 인큐베이팅 채널 역할을 확대해나갈 전망이다.

표 11. 한섬 브랜드 도입 히스토리

시기		브랜드 명	전개 형태		비고
			제품	상품	
한섬	1988.02	마인(MINE)	◎		편집샵 2017년 이탈
	1990.02	시스템(SYSTEM)	◎		
	1993.02	타임(TIME)	◎		
	1997.02	SJS	◎		
	2000.02	타임 옴(TIME HOMME)	◎		
	2004.05	무이(MUE)			2017년 이탈, 라이선스 편집샵
	2004.07	글로애		◎	
	2007.07	랑방		◎	
	2007.08	씨바아글로애	◎		
	2008.05	툼그레이하운드			
	2008.08	시스템 옴(SYSTEM HOMME)	◎		라이선스(랑방) 2017년 중단 2017년 중단
	2009.08	랑방컬렉션	◎		
	2012.07	쥬사 꾸뛰르		◎	
	2013.05	일레본타		◎	
	2013.08	이로		◎	
	2014.02	발리		◎	잡화 브랜드
	2014.02	덱케	◎		
	2014.03	더쿠플스		◎	
	2014.03	지마추		◎	
	2014.04	MM6		◎	
	2014.09	랑방스포츠	◎		라이선스(랑방) 2017년 중단, 라이선스
	2014.09	벨스타프		◎	
	2015.04	버드-바아 쥬사 꾸뛰르	◎		
	2015.06	이치아더		◎	
	2015.08	더 캐시미어	◎		
	2015.09	모넨	◎		2017년 중단 라이선스(랑방), 잡화 브랜드
	2015.09	랑방 컬렉션 액세서리	◎		
	2016.09	래트바이티	◎		
	2016.09	FOURM			
	2017.03	MYRIAM SCHAEFER		◎	
	2017.03	로샤스		◎	편집샵
	2017.10	포츠1961		◎	
	2018.03	필립림(Phillip Lim)		◎	
	-	오브제	◎		
한섬 글로벌	-	오즈세컨	◎		2017.3월부터 연결 편입
	-	세컨플로어	◎		
	-	클럽모나코		◎	
	-	SJYP	◎		
현대G&F	-	루즈앤라운지	◎		
	-	타미힐피거(Tommy Hilfiger)		◎	
	-	DKNY		◎	
	-	캘빈 클라인(Calvin Klein)		◎	
	-	아메리칸이글(American Eagle)		◎	
	-	까날리		◎	

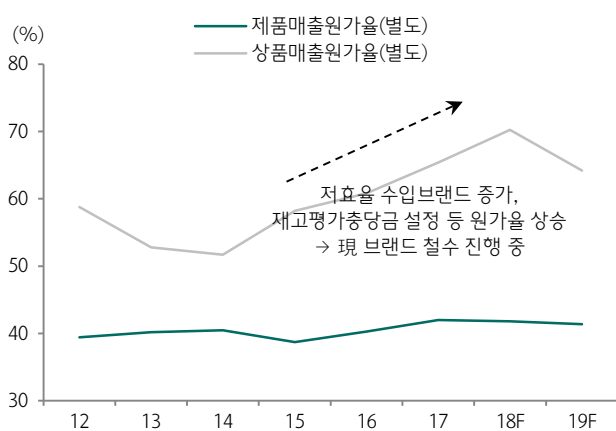
자료: 한섬, 하나금융투자

2018년 3분기 누적 기준 오브제, 클럽모나코 중심 리브랜딩 진행되며 정상가판매율이 제고되고 있는 것으로 파악

(2) 자회사: 한섬글로벌과 현대G&F의 본격 이익 기여 2019년부터 시작

- ① **한섬파리(지분율 100%)**: 2014년 설립한 파리 법인으로, 톱그레이하운드 편집샵이 라파예트 백화점 내 입점되어 있다. 타임 등 한섬 브랜드를 유럽에 소개하고, 유럽 브랜드를 국내로 소싱해오기 위한 안테나샵 개념으로 운영 중이다.
- ② **한섬글로벌(100%)**: 2017년 3월, SK네트웍스(국내 브랜드+중국법인) 패션사업 부문을 인수하며 영입된 법인이다. 오브제, 오즈세컨, 세컨플로어, 클럽모나코와 중국 판매 법인이 종속되어 있다. 2018년 3분기 누적 기준 오브제, 클럽모나코 중심 리브랜딩이 진행되며 정상가판매율이 제고되고 있는 것으로 파악된다. 장기적 수익성 개선을 위해서는 백화점과 아웃렛 채널의 정상가판매율이 동시에 개선되어야 할 것이다. 브랜드리빌딩 3년 차에 접어드는 2019년 본격적인 이익개선을 전망한다. 2017년 4월, 대리상 판매체제 전환 효과와 함께 최소 운영비 수준을 남긴 적자 폭 축소를 예상한다(2017년 50억원 적자).
- ③ **현대지앤에프(100%)**: 과거 SK네트웍스가 운영하던 미국브랜드(라이선스: 타미힐피거, DKNY, 캘빈클라인, 까날리, 아메리칸이글)와 자체브랜드(루즈앤라운지, SJYP)를 영위한다. 타미힐피거는 연간 2천억원 수준의 안정적 매출을 발생시키고 있는 것으로 파악한다. 기존 한섬이 부족했던 미국 캐주얼브랜드에 대한 역량을 강화시킬 수 있는 사업부문이다.
- ④ **한섬피앤디(34.4%)**: 2018년 3월 5일 남해 사우스케이프가 한섬피앤디를 흡수합병했다. 연결회사 지분율이 20% 미만으로 하락하며 매 분기말 한섬의 '기타포괄손익-공정가치 금융상품'으로 반영된다. 임대, 분양, 골프, 상품 매출이 발생하고 있으며 골프장 사업 특성상 감가상각비율이 높은 것이 특징이다.

그림 27. 한섬 제품 및 상품 매출원가율 추이



자료: 한섬, 하나금융투자

표 12. 한섬 사업부문별 전략 정리

분류	대표브랜드	매출비중	수익성	경쟁력
자체브랜드	타임, 마인, 시스템, SJS	高	高 (노세일정책)	브랜드력高 충성도 높은 고객군
수입브랜드 (럭셔리)	로샤스, 포츠1961	低 (비중 30% 확대 계획)	高	다양한 제품 라인업
편집샵	무이, 톱그레이하운드	低	低	콘텐츠소싱, 차별화브랜드
수입브랜드 (컨템포러리)	쥬시꾸뛰르, 일레븐티 등 (17년 철수)	低	低	저효율브랜드 철수 진행 중

자료: 한섬, 하나금융투자

7-1) 한섬: 2019년 실적 전망 및 밸류에이션

침체되는 내수 의류시장 내
고감도 자체브랜드를 통해
안정적으로 외형을 확대

2019년 매출액 1조 3,722억원(YoY+4.0%), 영업이익 1,201억원(YoY+28.6%)으로 전망한다. 침체되는 내수 의류시장 내 고감도 자체브랜드를 통해 안정적으로 외형을 확대하고 있다. 견고한 브랜드력을 기반으로 타 브랜드 대비 경기변동에 따른 매출변동성이 낮은 것이 특징이다. 원단 퀄리티를 기반으로 쌓아온 충성 고객군과, 고급 여성복이라는 브랜드이미지가 핵심 경쟁력이다. 한섬의 브랜드파워는 세 가지로 증명된다.

첫째, 치열한 시장경쟁 환경 내 자체브랜드를 기반으로 이익이 증가하고 있다. 브랜드력이 약한 내수브랜드는 성장이 불투명하다. 수입브랜드의 국내시장 침투율이 확대되고 가성비 중심 SPA의 성장세가 가파라지고 있기 때문이다. 반면, 한섬은 자체브랜드 중심 견고한 성장을 지속 중이다. 신규 자체브랜드(더캐시미어, 래트바이티) 또한 빠르게 시장에 안착하며 한섬의 브랜드력을 증명한다. 더캐시미어는 런칭 2년차 손익분기점에 도달, 이익 증가에 기여하고 있다.

둘째, 한섬의 노세일 전략에도 불구하고 견조한 브랜드소구력을 보이고 있다. 퀄리티에 기반한 브랜드 본질적 역량 확보에 기인한다. 자체브랜드 볼륨화에 따른 유통채널 대상 협상력 제고 또한 가능하다. 온라인으로 채널을 확대하며 영업 레버리지 효과 또한 기대할 수 있다.

마지막으로, 캡티브 채널을 바탕으로 쌓아온 브랜드 인큐베이팅 능력 또한 경쟁력이다. 남성복 시장 진출(타임옴므, 시스템옴므), 한섬글로벌, 현대지앤에프는 2019년 리브랜딩 3년차로 수익성 개선 효과가 본격화될 전망이다. 브랜드리뉴얼에 우선적으로 돌입한 오브제, 클럽 모나코 중심 매출이 확대되고 있으며, 저효율 수입브랜드스크랩 관련 비용은 2018년 말까지 상당 부분 반영, 마무리될 전망이다.

표 13. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	244	301	282	401	1,229	330	292	283	414	1,319
별도	196	160	161	249	766	199	160	161	255	775
자회사	49	142	122	153	467	133	133	122	160	549
SKN	49	142	122	152	465	133	133	122	160	547
영업이익	28	12	10	6	55	29	14	19	32	93
별도	27	9	12	25	73	23	8	16	30	77
자회사	1	3	(3)	(19)	(18)	6	6	3	2	16
SKN	1	4	(2)	(18)	(16)	6	6	3	3	18
세전이익	32	13	10	12	67	31	15	19	40	105
지배순익	25	10	7	13	54	23	11	14	32	80
영업이익률(%)	11.3	3.9	3.4	1.5	4.5	8.8	4.8	6.6	7.6	7.1
별도	13.7	5.6	7.6	10.1	9.6	11.6	5.1	9.9	11.6	9.9
자회사	1.1	2.0	(2.2)	(12.4)	(3.9)	4.6	4.4	2.2	1.2	3.0
SKN	1.8	2.5	(1.6)	(12.1)	(3.4)	4.8	4.7	2.3	1.7	3.3
세전이익률(%)	13.1	4.4	3.6	2.9	5.5	9.4	5.0	6.6	9.7	7.9
순이익률(%)	10.2	3.2	2.4	3.2	4.4	7.0	3.8	5.1	7.7	6.1

자료: 한섬, 하나금융투자

표 14. 한섬 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	712	1,229	1,319	1,372	1,419
별도	710	766	775	792	818
자회사	2	467	549	585	606
SKN	-	465	547	583	604
한섬파리	2	2	2	3	3
영업이익	72	55	93	120	141
별도	74	73	77	90	99
자회사	(2)	(18)	16	30	41
SKN	-	(16)	18	31	42
세전이익	77	67	105	124	146
지배순익	56	54	80	95	112
적정시가총액	649	619	966	1,142	1,349
주식수(천주)	24,630	24,630	24,630	24,630	24,630
적정주가(원)	26,369	25,146	39,213	46,362	54,752
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	2,293	2,187	3,268	3,864	4,563
영업이익률(%)	10.1	4.5	7.1	8.8	9.9
별도	10.4	9.6	9.9	11.4	12.2
자회사	(103.7)	(3.9)	3.0	5.1	6.8
SKN	-	(3.4)	3.3	5.3	7.0
매출 (YoY,%)	15.4	72.6	7.4	4.0	3.4
별도	15.4	7.8	1.2	2.2	3.3
자회사	25.5	26,875.7	17.5	6.6	3.6
SKN	-	-	17.6	6.6	3.6
영업이익 (YoY,%)	9.0	(23.6)	69.7	28.6	17.1
별도	9.8	(0.8)	5.0	17.6	10.0
자회사	적지	적지	흑전	80.3	38.9
SKN	-	-	흑전	71.2	36.9
순이익 (YoY,%)	7.6	(4.6)	49.4	18.2	18.1

주: SK네트웍스 패션사업부 2017년 3월 1일부터 편입

자료: 한섬, 하나금융투자

4. OEM산업: 비용 효율화를 통한 수익성 개선에 초점

OEM업체 생산방식 변화 양상:

- ① 바이어의 단납기 오더 증가하며
리드타임 단축 중요성 제고
- ② 패션트렌드 교체 주기 짧아지며
다품종소량+소품종다량생산
필요성 동시에 증가

온라인채널이 주 소비/유통채널로 성장하며 OEM업체의 생산방식에도 변화가 일어나고 있다. 첫째, 바이어의 단납기 오더가 증가하며 리드타임 단축 중요성이 제고되고 있다. 둘째, 온라인채널 내 패션트렌드 교체 주기가 짧아지며 다품종소량생산과 소품종다량생산 필요성이 동시에 증가하고 있다. 규모의 경제를 통해 생산비용 절감에 집중해온 OEM업체들은 생산방식의 효율화를 도모하며 수익성을 개선시키기 위한 방안을 모색하기 시작했다.

미국은 2016년 기준 연간 의류 소비지출 3,968억달러로 세계 1위 소비시장이다. 의류 수입량 또한 연간 912억불 규모로 단일 국가 기준 1위이다(글로벌 수입량의 19.5% 비중). 유럽 의류 수입량은 글로벌 수입량의 27.2%를 차지한다. 의류 수입 상위 10개국 내 유럽 6개국이 포함될 만큼 큰 시장이다. 미국/유럽향 의류 수출이 글로벌 전체 교역량의 50% 이상을 차지하기 때문에 선진국가들의 경기변동과 소비환경을 점검해 볼 필요가 있다.

1) 재고 비축 방향성 확인, 양질의 수주 및 마진을 회복이 관건

미국 소매판매증가율과 소매재고증가율
과리가 확대.

재고 re-stocking 방향성
뚜렷해지는 모습.

만약 소매업 불황기를 거치며
과년차 상품 방출에 기인한다면,

OEM업체향 신규 오더 증가할 수
있는 우호적 환경

미시간대 소비자심리지수가 2018년 3월 101.4pt까지 상승하며 우상향 추세를 보이고 있다. 미국 소매판매증가율과 소매재고증가율 과리가 6.6%p까지 확대되며 재고 re-stocking 방향성이 뚜렷해지는 모습이다. 만약 소매업 불황기를 거치며 적체되었던 과년차 상품이 할인 판매와 엄격한 재고관리를 통해 상당량 방출될 것에 기인한다면, OEM업체향 신규 오더가 증가할 수 있는 우호적 환경이다. 다만, 오더 수주가 얼마나 빠르게 회복될 지가 관건이다. 하나금융투자는 과거 수준만큼 빠른 속도로 수주가 회복될 것으로 판단하지 않는데 근거는 다음과 같다.

첫째, 업황 부진으로 적정 재고에 대한 바이어의 기준이 엄격해졌을 가능성이 높다. 아직까지 소매업체(바이어) 실적이 구조조정 이전 수준으로 온전하게 회복되지 않은 것으로 파악한다. 겨울철 성수기 시즌을 거치며 재고 비축 속도를 파악할 필요성이 있다.

둘째, 온라인채널 판매 비중이 확대되며 speed-to-market 전략을 보다 강화할 것으로 판단한다. 시장 트렌드 변화를 즉각적으로 상품에 반영하는 Speed-fashion 시대이다. 의류 OEM업체향 바이어들의 단납기 생산 요구가 증가하고 있으며, 자연스레 반응 생산력의 중요성이 부각되고 있다. OEM업체들은 가공단계별 마진 내재화(수직계열화)로 수익성 방어에 집중하고 있으며, 리드타임을 단축하며 변화하는 시장 상황에 대응해나가는 대형 OEM업체향 수주가 집중화될 가능성이 높다.

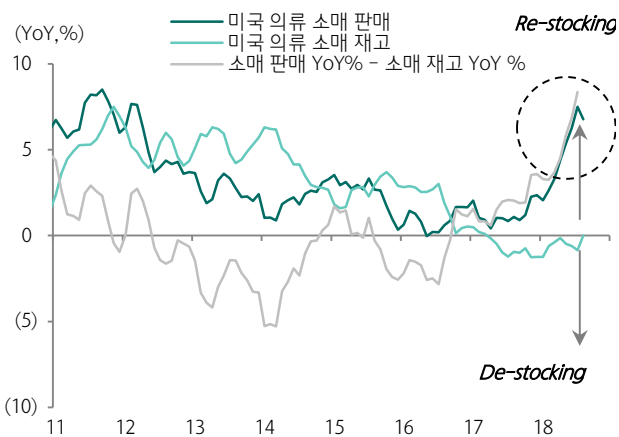
경기 상황별 소매판매지수와 소매재고지수의 연관성 분석

소매재고지수는 판매 실적에 따른
선행지수이자 후행지수로
양면적 의미를 내포

미국 의류 소매판매지수는 소매재고지수를 약 3~6개월 선행한다. 소매재고지수는 판매 실적에 따른 선행지수이자 후행지수로 양면적 의미를 내포한다. 선행지수로서 의미를 가질 때는 주로 경기 활황기이며, 수요가 공급을 초과할 때이다. 재고 회전 속도가 빨라지고 리테일러는 차분기 수요 물량을 대비해 재고를 선주문, 비축해 놓는다. 반면, 경기가 불황기일 때 재고지수는 후행적 지표로서 해석된다. 재고회전율이 둔화되며 재고 비축의 효율이 낮아진다. 재고 적체현상이 발생하며, 브랜드업체의 비용 부담이 증가하게 된다.

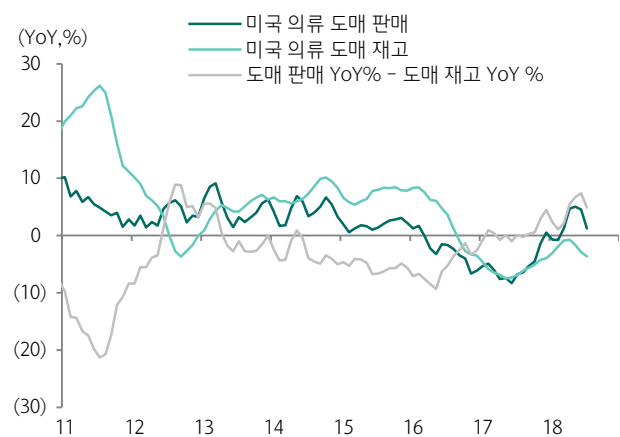
결국, 리테일러들은 전분기 판매량에 따라 차분기 적정 수요량을 예측하고 재고 비축을 위한 합리적인 오더 의사결정을 내리는 것이 가장 중요하다. 시장 상황을 트래킹하며 재고 주문량을 조절하고, 할인 판매를 통해 쌓인 재고를 소진하는 모습을 보인다(원가율 상승 요인).

그림 28. 미국 의류 소매판매지수 및 소매재고지수



자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 29. 미국 의류 도매판매지수 및 도매재고지수



자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

표 15. 다품종소량/소품종대량 생산 방식별 OEM업체 대응 방안

	다품종소량생산	소품종대량생산
생산 중요도	납기	원가
상품 디자인 결정력	시장 트렌드 중심	생산자 결정
생산 특징	범용 설비, 숙련공 노하우 중요	전용 설비
오더 방식	상대적으로 불규칙 (OEM업체 생산 계획 설립 어려움)	규칙적 (생산 예측 가시성 높음)
원자재 수요 예측 가능성	낮음 (원재료 수요 예측 어려움)	높음 (원가 절감 유리)
OEM업체 대응 방식	아웃소싱+자체생산 (수작업 + 공정 자동화 = 리드타임 단축)	자체생산 (규모의 경제)
현재	온/오프라인 유통 혼합체제 → 다품종소량+소품종대량 생산 니즈 동시 증가	

자료: 하나금융투자

2) OEM업체 마진 방어 전략: ①생산효율 향상, ②판매적중률 제고

OEM업체의 마진 방어 전략이
중요한 이유:

OEM산업은 생산효율성(리드타임 축소) 향상과 판매적중률(다품종소량생산) 제고가 핵심 경쟁력이다. 온/오프라인 혼합 유통체제에서는 다품종소량과 소품종대량생산에 대한 니즈가 동시에 증가하기 때문이다. 아웃소싱과 자체생산 적정 비중을 조정하고, 빠른 의사결정을 통해 생산효율성을 높여야 한다. 다음의 네 가지 근거에 기인한다.

① 바이어의 단가인하 압력이 심화될
가능성 높음

첫째, OEM업체에 대한 바이어의 단가인하 압력이 심화될 가능성이 높다. 의류 전반적 ASP가 하락하는데 기인한다. 온라인채널의 성장, 브랜드 시장경쟁 심화의 영향이다. 이는 결국 OEM업체에게 전가될 가능성이 높다.

② 바이어의 안정 재고 수준 하향화
추세 또한 심화

둘째, 바이어의 안정 재고 수준 하향화 추세 또한 심화되고 있는 것으로 파악한다. Speed-fashion 시대로 Speed-to-market 전략이 부각되고 있다. 패션 사이클이 짧아지며 트렌드를 즉각적으로 반영한 상품 판매 중요성이 높아지고 있다. Hit-ratio 상승과 함께 상품회전율을 높여 최소 재고 수준에서 최대 매출을 달성하는 것이 관건이다.

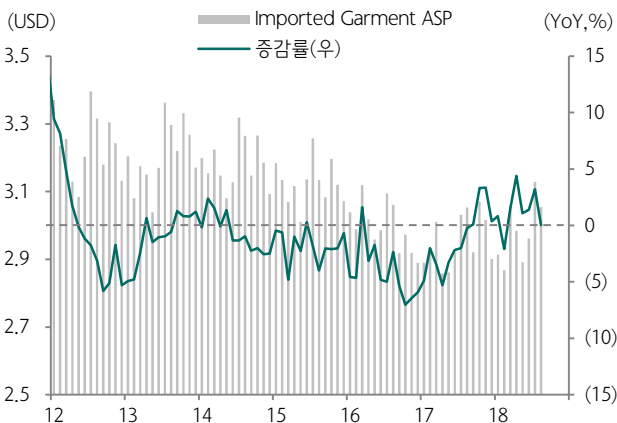
③ 생산기술 차별성이 높지 않은
OEM산업 특성 상 바이어와의
단가협상 시 협상 열위

셋째, 생산기술 차별성이 높지 않은 OEM산업 특성 상 바이어와의 단가협상 시 생산업체는 협상 열위에 놓여 있다. 납기 리스크 최소화를 위해 오더를 분산시킨다. OEM산업 내 업체별 점유율이 파편화되어 있는 이유이다.

④ 선진국 의류소비는 한정적

넷째, 선진국 의류소비는 한정적이다. 선진국일수록 가계소비 내 의류비 지출 비중이 낮아지는 특성을 띠는데 글로벌 소비의 과반 이상은 선진국에서 소비되고 있다. 결국, OEM산업은 ‘파이 뺏기’ 싸움이며, ‘수익성 방어전략’으로 방향이 흘러갈 공산이 크다.

그림 30. 미국 의류 수입 시장 ASP 및 증감률



자료: OTEXA, 하나금융투자

그림 31. 미국 의류 소매재고 수준 추이



주: 소매 매출 대비 재고 비율: 현 재고 수준을 소진하기까지 소요되는 개월 수
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

마진 방어를 위한 주요 전략:

마진을 방어하기 위한 OEM업체의 주요 전략은 다음과 같다.

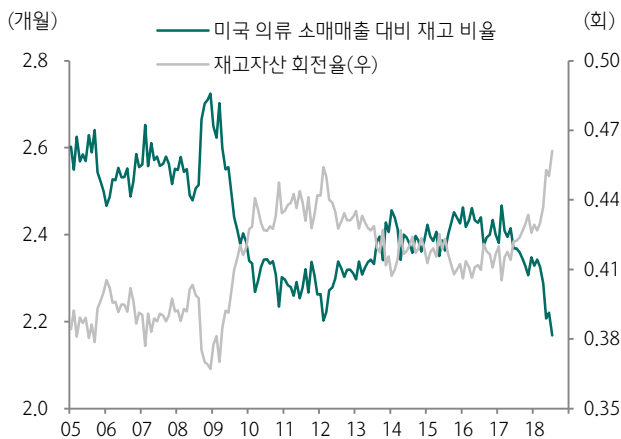
① 고부가가치사슬 단계 수직계열화

첫째, 고부가가치사슬 단계 수직계열화이다(수익성 제고). 높은 부가가치를 창출할 수 있는 생산단계 중심 순차적 수직계열화를 진행한다. 온/오프라인 소비채널이 혼합되는 과도기로, 바이어의 소품종 대량생산과, 다품종소량생산에 대한 니즈가 동시에 발생한다. 이월재고 최소화를 위한 시의적절한 상품 출시 및 컨셉 다변화가 필요하다. 소품종 대량생산의 경우, 대규모 생산시설과 규모의 경제를 갖춘 업체가 수주 확보에 유리하다. 다품종소량생산 오더는 오더별 아웃소싱 및 자체생산의 유연한 비중조절을 통해 생산비용의 효율화를 시현해낸다. 유희인력 최소화와, 안정범위 내 생산가동률을 최고 수준으로 유지하며 생산성 극대화를 도모한다. 오랜 업력 기반 업체일수록 자원 활용에 대한 빠른 의사결정이 가능하다.

② 반응생산력 기반(리드타임 단축) 시장점유율 확대

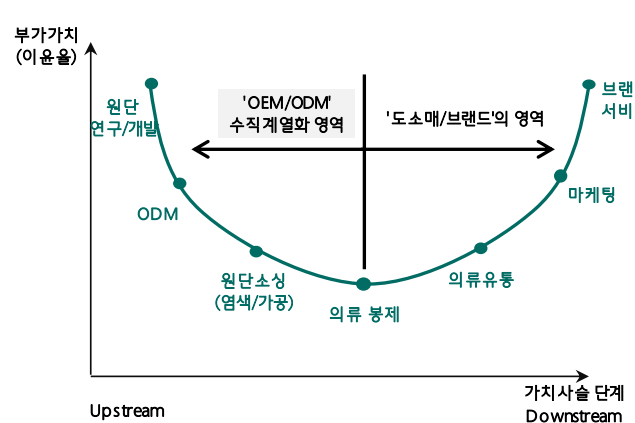
둘째, 반응생산력 기반 시장점유율 확대이다. 온디맨드(On-demand, 디테일한 요구사항이 더해진 추가 주문)에 대한 단납기 대응이 곧 핵심 경쟁력이다. 수주량이 증가할수록 OEM업체의 對 바이어 교섭력이 높아지고 규모의 경제를 통한 원가절감이 가능하다. 리드타임을 축소하고 단납기 오더 대응력을 갖추는 것이 중요하다. 수 년간 전방 업황 부진으로 마진 훼손 및 현금유동성이 악화된 소형업체 중심 벤더 콘솔리데이션 현상이 심화되었다. 일정 규모 이상 생산력을 갖춘 대형업체향 오더 집중화 현상이 나타나고 있다. 결국, 생산효율성이 관건이다. 일례로, 오프라인매장 중심 바이어는 5천만장 이상 단일 주문이 찾아 규모의 경제를 통한 단위당 생산비용이 하락한다. 반면, 온/오프라인 혼합 유통전략을 취하는 바이어는 채널별 특화된 제품 생산을 요구하며 규모의 비경제 효과가 발생한다. 다양한 상품에 대한 소비자의 니즈와, 각기 다른 개성을 지닌 소비자를 붙잡기 위한 전방 브랜드 바이어의 노력은 OEM업체향 리드타임 축소 니즈를 증가시키고 있다.

그림 32. 미국 의류 소매매출 대비 재고 비율과 재고자산 회전을 추이



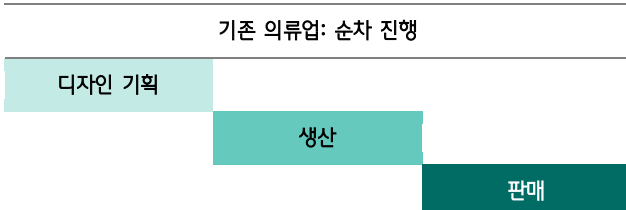
자료: U.S Census Bureau, 하나금융투자

그림 33. 의류 생산/유통업 가치사슬 단계

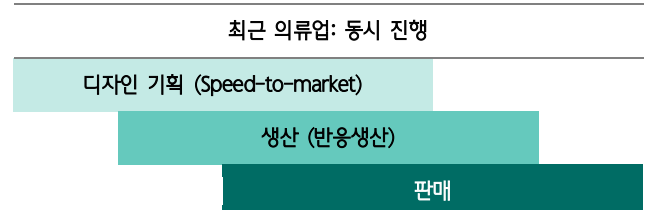


자료: 하나금융투자

표 16. 의류업 '생산-유통-판매' 단계 프로세스 동시 진행 추세



자료: 한국콘텐츠진흥원, 하나금융투자



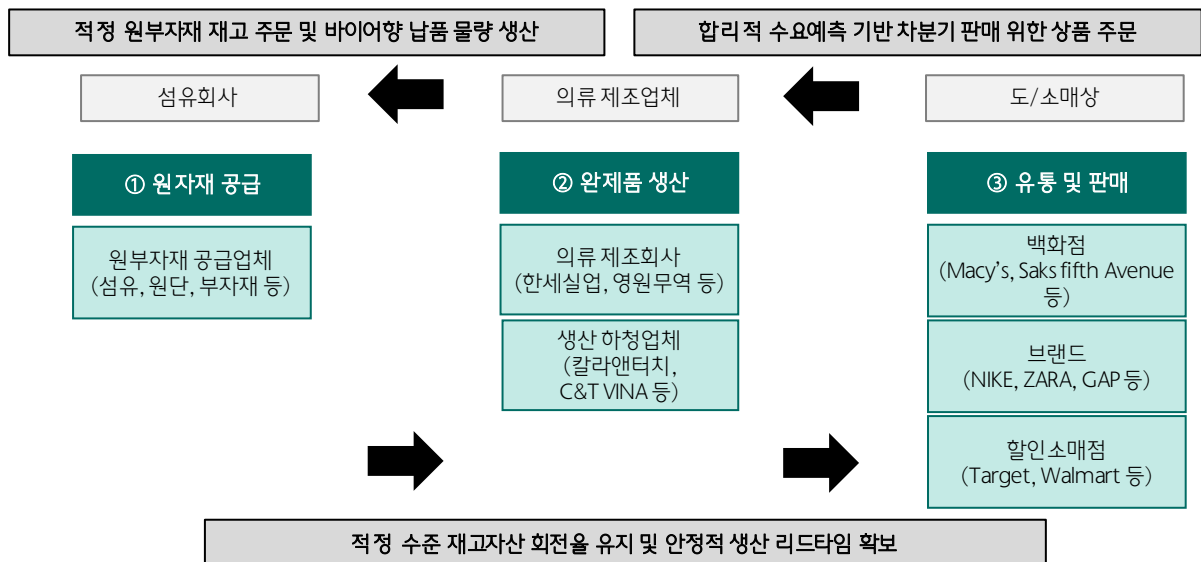
3) 재고관리의 중요성 확대: '적체 재고 = 비용'

가장 이상적인 매출 선순환 구조:

전방 브랜드업체의 합리적 수요
예측에 기반한 적정 재고 주문이
도소매업체들로의 생산주문 증가로
이어지고, 가장 후방단계
OEM업체들로의 오더까지
연결되는 것

과잉 혹은 과소 재고는 비용 부담으로 직결된다. 과잉 재고는 업체에게 재고유지비용(재고보관비용)을 발생시킨다(예: 물류창고비, 임대비, 진부화비용, 대출 이자비용 등). 지나치게 보수적인 판매량 예측으로 재고 부족 현상이 발생했을 때에도 비용이 발생한다. OEM업체에게 지나치게 타이트한 제품 납기 요구는 상품 퀄리티에 대한 잠재적 리스크(상품 불량, 수출 하락 등)를 발생시킨다(선적지연비용, 판매손실비용 등). OEM업체 입장에서는 촉박한 납기 준수를 위해 항공편 배송 시 추가 물류비용이 발생한다. 가장 이상적인 매출 선순환 구조는 전방 브랜드업체의 합리적 수요 예측에 기반한 적정 재고 주문이 도소매업체들로의 생산주문 증가로 이어지고, 가장 후방단계 OEM업체들로의 오더까지 연결되는 것이다.

그림 34. 의류 '주문-생산-판매' 선순환 구조도



자료: 하나금융투자

4) OEM업체의 재고자산과 바이어의 실적 연관성 분석

회복되는 매출증가 속도만큼
재고자산증가율이 뒤따르지 않는
이유:

① 소매업체 구조조정 이후
바이어의 적정 재고 수준
하향 안정화

의류산업의 업사이클 국면에서 바이어의 매출증감률과 재고자산증감률은 3~6개월차 동행성을 보인다. 매출이 가파르게 증가할 때 재고 소진 속도는 빨라진다. 바이어는 OEM업체향 주문을 늘리고 OEM업체의 생산량이 증가하며 재고자산이 증가하는 모습을 보인다. 하지만, 최근 회복되는 매출증가 속도만큼 재고자산증가율이 뒤따르지 않고 있다. 두 가지 원인에 기인한 것으로 분석한다.

② 패션사이클 전환이 빨라지며
소비자들은 다양한 디자인을
소비해보고자 하는 욕구 증가

첫째, 소매업체 구조조정 이후 바이어의 적정 재고 수준 하향 안정화에 따른 결과다. 이월 재고를 최소화시키며 비용을 절감한다. 상품적중률에 대한 불확실성으로 재고 수준을 보수적으로 예측하는 추세를 보인다.

둘째, 패션사이클 전환이 빨라지며 소비자들은 다양한 디자인을 소비해보고자 하는 욕구가 증가한다. 이는 곧 바이어들의 Speed-to-market 전략의 중요성을 부각시키는 계기가 되었고, OEM업체향 다품종소량생산의 니즈를 증가시켰다. OEM업체 입장에서는 리드타임을 줄이고 불량 재고와 상품 기획 실패율을 낮추는 것이 경쟁력이다. 단납기 생산 요구 증가에 따른 반응생산력이 핵심 경쟁력으로 부각되는 이유이다.

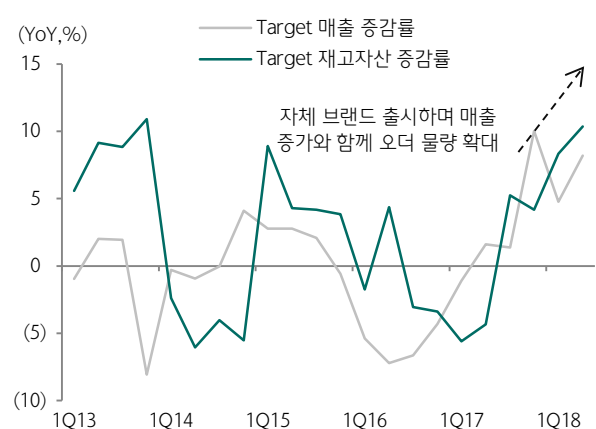
미국 소매업체 Target의 주가 흐름과 매출증가율, 재고자산증감률을 통해 실적과 주가의 동행성을 확인해보자. Target은 2015년 4분기까지 낮은 한자리 수의 매출 성장을 지속해왔다. 2016년 2분기 7.2%의 매출 역신장을 시작으로 5개 분기 연속 마이너스 성장을 지속했으며 2017년 2분기 매출 신장에 성공했다. 하지만 영업이익은 2018년 1분기까지 마이너스 성장(YoY -11.6%)을 지속했는데, 축적된 과년차 재고 소진을 위한 할인정책에 기인한다. 2017년 4분기 영업이익률은 5.1%로 역대 최저 수준을 기록했다(4Q15 대비 -4.9%p). 최근 Target은 온라인쇼핑 채널 확대에 대응해 자체브랜드 출시와 온라인몰 강화를 진행하고 있다(이익률 제고 방안). 자체브랜드와 영유아복 브랜드 런칭이 연이어 성공하며 매출이 회복되는 추세이다. 이 후 여성복, 남성복 및 악세서리 부문으로 순차적인 브랜드라인 확장을 통해 추가적인 실적 개선을 꾀하고 있다.

그림 35. Target 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 36. Target 매출액 및 재고자산 증감 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

5) 글로벌 동종기업 매출 특성 비교

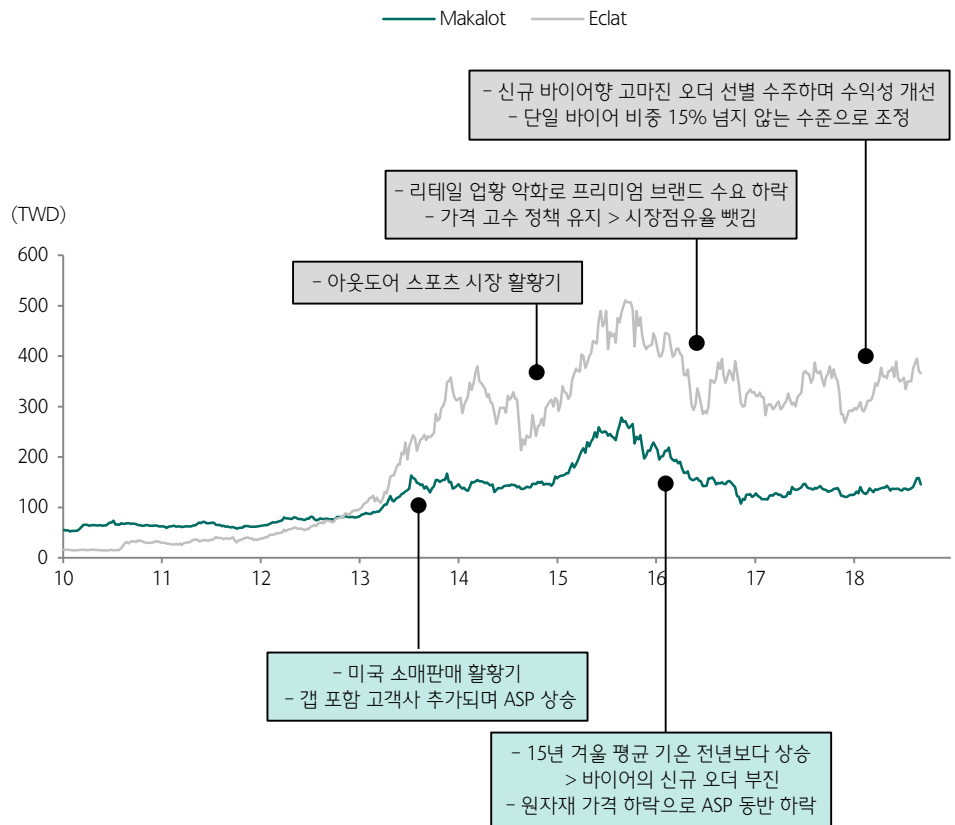
글로벌 주요 OEM/ODM업체는
생산품목/생산지역/수직계열화
여부에 따라 밸류에이션 차이 존재

글로벌 주요 OEM/ODM업체는 생산품목/생산지역/수직계열화 여부에 따라 밸류에이션 차이를 보인다.

Makalot은 대만 OEM업체로 미국향 수출이 80% 이상이며 중저가 캐주얼의류를 주로 생산한다. 주 고객사는 GAP, Kohl's, Target, Fast Retailing 등이다. 생산지역은 베트남 35%, 인도네시아 32%, 캄보디아 22% 수준으로 동남아시아 지역을 위주로 세분화되어 있다. 2016~2017년 미국 리테일러의 재고 조정 여파로 오더 수주량이 정체되었지만, 신규 일본 바이어를 중심으로 오더가 증가하고 있다. 추가 성장전략으로 2019년 고수익성 스포츠웨어 매출비중을 30%까지 확대하겠다는 전략을 발표했으며, 원면 생산 수직계열화를 통한 수익성 개선을 도모하고 있다.

Eclat은 고마진 기능성 상품이 주 생산품목이다. 국가별 매출비중은 미국 52%, 캐나다 4%, 캄보디아 6%, 중국 5%, 기타 33%로 수출지역이 상대적으로 다변화되어 있다. 룰루레몬, 나이키, 언더아머를 포함한 스포츠브랜드향 매출이 70%를 차지, J.C Penny, Costco, Target을 포함한 리테일러향 비중이 약 30%이다. 2017년 리테일 바이어향 오더량 증가가 실적 회복에 긍정적으로 작용했다. 상품 카테고리 믹스를 다변화하며 지역별 생산공장 가동률을 극대화시키는 것이 중장기적 성장 목표이다.

그림 37. Makalot과 Eclat 주가 추이 및 시기별 이벤트 정리



자료: Bloomberg, Makalot, Eclat, 하나금융투자

전방 소매업체와

중저가 브랜드업체의 실적 회복은
국내 OEM업체에게 긍정적인 소식.

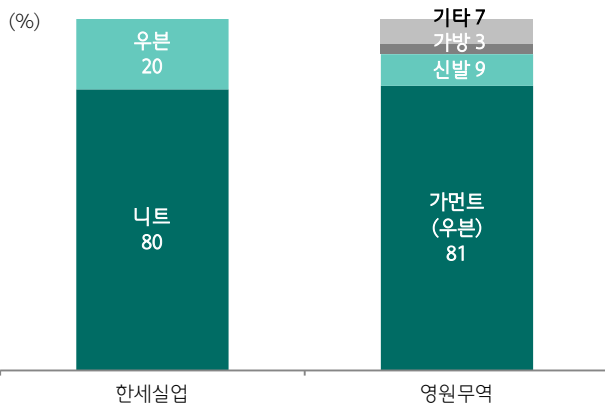
장기간 거래해온 바이어로부터
품질과 생산성에 대한 높은 신뢰를
받고 있어 업황 회복 시
오더량 증가 기대 가능

국내 OEM/ODM업체로 대표되는 한세실업과 영원무역의 바이어 또한 차이가 있다. 한세실업의 생산 품목은 니트류가 80%이며 미국 바이어에 대한 노출 비중이 90% 이상이다. 주요 바이어는 GAP, OLD NAVY, Target, Walmart 등이다. 한세실업은 GAP의 선호 바이어로 선정되는 등 오랜 업력을 기반으로 고객사와 안정적 거래관계를 유지 중이다. 다만, 고객사가 중저가 캐주얼브랜드 중심으로 전방시장 구조조정에 따른 실적 부진 여파가 컸다. 향후 마진이 훼손되지 않는 양질의 오더 중심으로 수주를 회복하는 것이 관건이 될 전망이다.

영원무역은 고기능성 아웃도어 및 스포츠용 의류가 주력 상품이다. 기능성 원단 사용 자켓류, 신발, 백팩까지 상품 카테고리가 다변화되어 있다. 주 바이어는 Northface, Engelbert Strauss, Patagonia 등으로 40개 이상의 바이어와 거래 중이다. Eclat과 마찬가지로 주 품목이 기능성 아웃도어인 만큼 수익성이 높다. 아웃도어 스포츠 의류 시장이 2015년을 정점으로 성장이 정체되며 라이프스타일 아웃도어로의 변화를 꾀하고 있다.

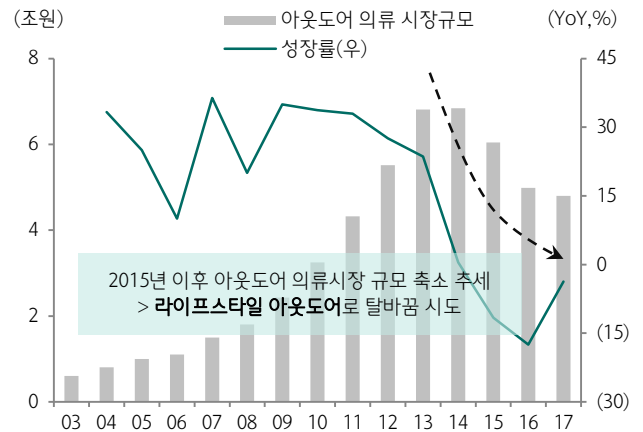
전방 소매업체와 중저가 브랜드업체의 실적 회복은 국내 OEM업체에게 긍정적인 소식이다. 장기간 거래해온 바이어로부터 품질과 생산성에 대한 높은 신뢰를 받고 있어 업황 회복 시 오더량 증가를 기대할 수 있다. 생산인력 효율적 활용 등 노하우를 바탕으로 리드타임 단축과 단납기 오더에 민첩한 대응이 가능하다. 다만, 단기간 내 시장점유율을 크게 확대하기 어렵다. 캐주얼 의류는 제조기술에 대한 차별성이 크지 않다. 빅 바이어일수록 여러 OEM업체에게 오더를 분산시켜 납기 리스크를 최소화하기 때문에 시기별 바이어들의 생산 오더 추이를 지속적으로 추적하는 것이 필요하다.

그림 38. 한세실업 및 영원무역 제품 카테고리별 매출비중 비교



자료: 한세실업, 영원무역, 하나금융투자

그림 39. 국내 아웃도어 의류 시장규모 추이



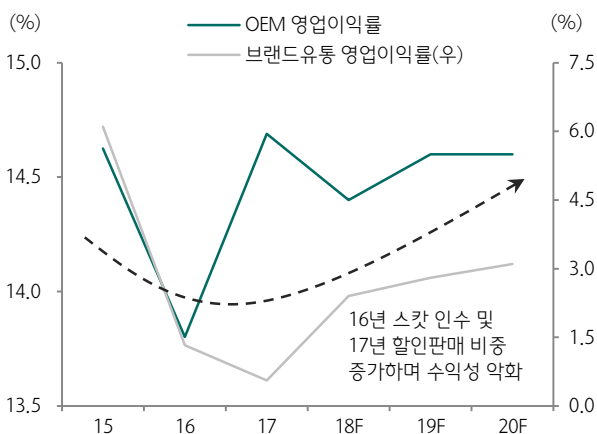
자료: Bloomberg, 하나금융투자

6) 영원무역: 2019년 주가 상승 Catalyst는 OEM 이익개선 + 스캇 매출성장

2019년 주가 상승 Catalyst는
OEM부문 마진율 개선 및
매출증가를 동반한
스캇 이익개선 기초 유지

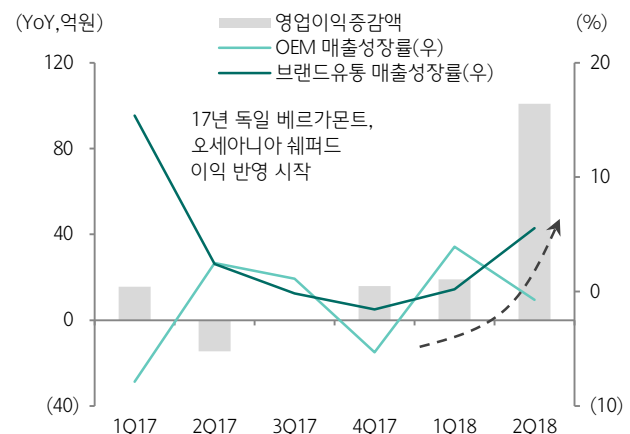
2019년 주가 상승의 모멘텀은 영원무역의 OEM부문 마진율 개선, 자회사 스캇의 매출증가를 동반한 수익성 유지 여부가 될 전망이다. 100% 자체생산 시스템으로 유지하고자 하는 목표이익률을 보존할 수 있는 여지가 크다. 하지만 최근 OEM업체들의 전방 바이어 실적 부진으로 전반적인センチ먼트가 악화되어 있는 상황이다. 조금이나마 수익성 개선이 실현되어야만 주가 박스권 탈피가 가능할 것으로 판단한다. 2018년 3분기 누적, 스캇은 정상화된 수준의 수익성 회복에 성공했다(미드싱글 OPM). 2019년은 매출성장이 전제된 수익성 유지가 관건이다. 2018년 할인판매율 축소에 기반한 이익률 개선은 긍정적이나, 날씨에 대한 불확실성과 고가 사치재라는 특성상 경기변동에 민감할 수 있다.

그림 40. 부문별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 영원무역, 하나금융투자

그림 41. 영원무역 영업이익증감액 및 부문별 매출성장률 추이



자료: 영원무역, 하나금융투자

14%대 안정적 영업이익률이
주가 하방을 지지

(1) **OEM**: 14%대 안정적 영업이익률이 주가 하방을 지지한다. 40개 이상 글로벌 스포츠브랜드들과 거래 중으로 유의미한 매출 기여가 가능한 신규바이어 유입 가능성은 제한적일 수 있다. 기능성 니트 의류 수직계열화, 기존 바이어 내 시장점유율 확대(카테고리 다각화) 등 중장기 성장 방안을 모색 중이다.

(2) **자회사 Scott**: 자전거 매출이 80% 이상으로, 전통자전거(산악자전거/로드바이크)와 전기자전거 비중은 각 85%, 15%이다. 전통자전거와 이바이크의 가격대는 유사하나, 정상가가 기준 전통자전거 이익률이 더 높다. 최근 전통자전거 매출성장률이 다소 둔화되고 이바이크 비중이 확대되며 비슷한 이익률 추이를 보이고 있다. 스캇은 국내 회계분기 기준 1~2분기가 성수기, 4분기가 가장 비수기이다. 4분기에 차년도 신제품에 대한 마케팅비, 겨울상품 재고처분비용 등이 반영되기 때문이다. 유럽 자전거시장은 이바이크를 중심으로 시장이 재편되는 모습이다(스캇의 이바이크 매출비중: 2017년 15% → 2018년 20% 확대 예상).

스캇은 본래 겨울용품을 판매하던 회사로 1986년 산악자전거를 생산하기 시작했다. 1989년 투르 드 프랑스(Tour de France)에서 스캇 자전거를 탄 선수가 우승을 거머쥐며 자전거브랜드로 이름을 알리기 시작했다. 영원무역은 2013년 4월 스캇의 유상증자에 참여(4천만불), 2015년 30.01% 지분을 추가 취득했다(1억불). 이바이크 카테고리 확대를 위해 독일 베르가몬트(15.7월, 연매출 5백억원), 오세아니아 셰퍼드(15.11월, 7백억원)를 추가 인수했다.

6-1) 영원무역: 2019년 실적 전망 및 밸류에이션

2018년 3분기 스캇 매출액과
영업이익률은 각각 전년 동기 대비
8.5%, 17.1% 증가

영업이익 증가의 대부분은
스캇의 이바이크 판매증가에 따른
이익률 개선에 기인

2019년 매출액 2조 2,049억원(YoY+5.7%), 영업이익 2,226억원(YoY+7.7%)으로 전망한다. 향후 주가 상승 핵심 모멘텀은 OEM부문의 이익률 개선과 스캇의 매출성장을 동반한 미드싱글 이익률 유지 여부이다. 2018년 3분기 스캇 매출액과 영업이익률은 각각 전년 동기 대비 8.5%, 17.1% 증가했다. 영업이익 증가의 대부분은 스캇의 이바이크 판매증가에 따른 이익률 개선에 기인했다. 하지만, 전년 대비 매출 증가와 정상가판매율이 동시에 가파르게 올라온 만큼 2019년에도 실적을 유지해야할 것이다. 3분기 누적으로 스캇 이익은 280억원 증가했는데 2019년 절대 이익이 다소 감소한다고 가정하더라도 현 주가 수준은 과도하게 저평가되어있다는 판단이다. OEM부문 이익률 또한 중요하다. 14%대 안정적 이익률을 유지하며 생산가동률에 따른 미세한 변화가 존재하지만, 2017년 전방 바이어 실적 악화로 OEM업체에 대한 전반적センチ먼트가 악화되어 있다. 박스권 주가 내에서 홍보하는 이유이다. OEM부문의 이익률이 개선되는 모습을 보여야만 시장의 관심이 높아질 것으로 판단한다.

스캇은 유럽 자전거 브랜드로 세계 3대 자전거 대회 중주국이 속한 유럽 시장 내 높은 인지도를 확보하고 있다. 2017년 주력 제품인 마운틴바이크와 로드바이크의 판매 부진으로 할인 판매를 진행, 수익성이 악화되었다. 온전한 수익성 정상화 가정 시 미드싱글 수준 영업이익률을 기대할 수 있다. 마운틴바이크(MTB), 로드바이크 가격은 대당 평균 5백만원 수준으로 고가 조닝에 위치한다. 생활여가를 위한 일종의 사치재 성격이 강한 제품으로 브랜드력 기반 매출 성장이 중요하다고 판단한다. 경기 변동 및 날씨 변화도 중요한 실적 변수이다. 2017년 상반기 매출 증가는 전년도 대비 우호적이었던 날씨와 이바이크 시장의 성장에 기인했다. 2019년 상반기, 지속적인 매출 확대와 이익개선 추이를 지켜보아야 한다.

OEM 부문 높은 이익률은 주가의 하방 경직성을 마련해주지만, 동시에 일정 수준 이하 마진을 하락 시 시장의 우려 심리가 확대될 가능성이 높다. 아웃도어 스포츠 시장 성장 정체에도 불구하고 영원무역은 기능성 원단생산에 대한 경쟁력을 보유하며 안정적 이익률을 유지해왔다. 100% 자체공장 생산 시스템으로 원단가격 상승으로 인한 원가 상승분을 공장 가동률 조정으로 상쇄시킬 수 있는 여지가 있다. 캐주얼 의류 대비 아웃도어 스포츠 의류시장은 업황 부진에 따른 주가 하락을 방어했다. 2019년 OEM 부문 달러 매출성장률은 보수적으로 로우싱글 수준을 가정한다. 이미 40군데 이상의 글로벌 바이어와 거래 중이며, 유의미한 신규 바이어 유입 보다는 단일 바이어 내 카테고리 다각화를 통한 매출확대 가능성이 더 높아 보인다. 캐주얼 의류시장 대비 라이프스타일 아웃도어 스포츠 시장의 성장세가 뚜렷하다는 점 또한 긍정적이다.

표 17. 영원무역 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	441	565	551	453	2,009	450	575	598	462	2,086
OEM	227	334	362	280	1,203	236	332	365	286	1,220
브랜드유통/기타	213	231	190	173	807	213	244	233	176	866
영업이익	40	68	53	21	181	41	78	62	25	207
OEM	33	59	57	28	177	30	61	51	30	172
브랜드유통/기타	7	9	(4)	(7)	4	12	17	11	(5)	35
세전이익	42	68	46	(25)	131	37	75	59	21	191
지배순익	31	50	43	(16)	109	26	52	47	21	146
영업이익률(%)	9.0	12.0	9.6	4.6	9.0	9.2	13.6	10.3	5.5	9.9
OEM	14.4	17.7	15.8	9.9	14.7	12.6	18.4	14.1	10.4	14.1
브랜드유통/기타	3.1	3.9	(2.3)	(3.9)	0.6	5.5	7.0	4.5	(2.6)	4.0
세전이익률(%)	9.5	12.1	8.3	(5.5)	6.5	8.2	13.1	9.8	4.5	9.2
순이익률(%)	7.0	8.9	7.8	(3.5)	5.4	5.7	9.0	7.8	4.6	7.0

자료: 영원무역, 하나금융투자

표 18. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원/달러(평균)	1,160	1,130	1,101	1,130	1,100
YoY %	2.6%	-2.6%	-2.6%	2.6%	-2.7%

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 19. 영원무역 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	2,002	2,009	2,086	2,205	2,223
OEM	1,226	1,203	1,220	1,289	1,293
브랜드유통/기타	776	807	866	916	931
영업이익	179	181	207	223	231
OEM	169	177	172	184	192
브랜드유통/기타	10	4	35	38	39
세전이익	154	131	191	209	218
지배순익	110	109	146	159	166
적정시가총액	1,650	1,630	2,184	2,385	2,497
주식수(천주)	44,311	44,311	44,311	44,311	44,311
적정주가(원)	37,230	36,793	49,289	53,835	56,347
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	2,482	2,453	3,286	3,589	3,756
영업이익률(%)	9.0	9.0	9.9	10.1	10.4
OEM	13.8	14.7	14.1	14.3	14.8
브랜드유통/기타	1.3	0.6	4.0	4.2	4.2
매출 (YoY,%)	26.3	0.4	3.8	5.7	0.8
OEM	4.4	(1.9)	1.4	5.7	0.3
브랜드유통/기타	89.1	4.0	7.4	5.7	1.6
영업이익 (YoY,%)	(8.8)	0.9	14.1	7.7	3.6
OEM	(1.5)	4.4	(2.6)	7.1	4.1
브랜드유통/기타	(58.9)	(56.4)	672.7	11.0	1.6
순이익 (YoY,%)	(15.3)	(1.2)	34.0	9.2	4.7

주: 환율가정 표 17 참고
자료: 영원무역, 하나금융투자

표 20. 영원무역 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	비 고
OEM 사업가치(A)	1,769	1,928	
매출액	1,220	1,289	
영업이익	171	183	
순이익	118	129	
적정PER(배)	15.0	15.0	
SCOTT 사업가치(B)	101	107	지분율 50.01% 보유
매출액	755	801	
영업이익	19	20	영업이익률 3% 가정
순이익	8	8	
적정PER(배)	13.0	13.0	글로벌 Peer 20배 대비 할인율 35% 적용
적정 시가총액(A+B)	1,830	2,035	
발행주식수(천주)	44,311	44,311	
적정주가 I (원)	42,201	45,929	
적정주가 II (원)	45,618		시간 가중치 적용

자료: 영원무역, 하나금융투자

6-2) 부록: 유럽 자전거 시장 개요

(1) 자전거의 종류

자전거의 종류:
산악자전거, 로드바이크,
전기자전거로 크게 분류

산악자전거(MTB, Mountain Terrain Bike)는 단어 그대로 산악 질주용 자전거다. 내구성이 중요하다. 바퀴 지름이 일반 자전거 보다 2배 정도 두꺼운 이유이다. 오르막길을 올라야 하기 때문에 가벼워야 하고, 다양한 지형 라이딩을 위해 고단 기어가 장착된다. 험난한 지형에서의 충격 흡수를 위해 서스펜션 또한 장착된다. 반면, 로드바이크는 고속 주행을 위한 경량화가 핵심이다. 산악자전거 대비 바퀴 지름이 더 크고, 공기 저항을 덜 받기 위한 드롭바(핸들), 가늘고 가벼운 바디프레임이 특징이다(초경량 프레임: 0.6~0.7kg). 국토 종주와 같은 포장 도로에서의 장시간 주행에 적합하다.

(2) 유럽 내 자전거 스포츠의 인기

유럽은 세계 3대 자전거 대회가 개최되는 주요한 시장

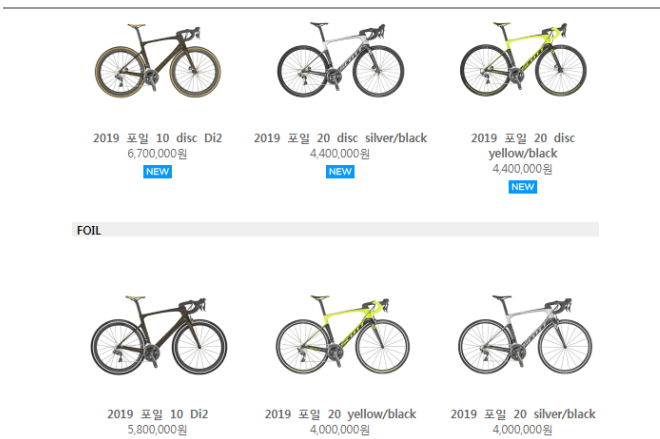
스카트의 매출비중 80% 이상이 유럽지역에서 발생하는 만큼 현지 자전거 시장에 대한 파악이 중요하다. 유럽은 세계 3대 자전거 대회가 개최되는 자전거 종주국이다(5월 이탈리아 '지로 디탈리아', 7월 프랑스 '투르 드 프랑스', 9월 스페인 '벨타아 에스파냐'). 그 중에서 투르 드 프랑스는 1903년 제1회 대회가 개최된 만큼, 가장 역사가 깊다(축구의 월드컵, 야구의 월드 시리즈, 미식축구의 슈퍼볼 개념). 3주간 프랑스 전역과 인접 국가를 일주한다. 프랑스 외곽을 달리는 평지 스테이지(고속 구간) 8개, 미디엄 산악 스테이지 5개, 고난이도 산악 스테이지(피레네산맥, 알프스산맥 포함) 6개, 개인 타임 트라이얼(시간 내 최고속 주행) 1개, 팀 타임 트라이얼 1개, 총 21개 스테이지로 구성된다. 선두주자에게는 전통적으로 '옐로우 저지'를 수여하며, 수 만 명의 참가자들 사이에서 관중들이 우승자를 쉽게 알아볼 수 있도록 하기 위함이다. 기업들이 후원하는 프로팀간의 경쟁 경기 형식으로 진행된다. 우승팀이 어느 브랜드의 자전거를 탔는지가 대중들의 관심이 클 수 밖에 없는 이유이다.

(3) 이바이크(e-bike)의 대중화

글로벌 이바이크 판매량은
2012년 3천 2백만대에서
2015년 4천만대로 가파르게 증가

전기자전거 세계보고서에 따르면, 글로벌 이바이크 판매량은 2012년 3천 2백만대에서 2015년 4천만대로 가파르게 증가했다. 특히, 미국 이바이크 판매액과 판매대수는 전년 동기 대비 95%, 96% 증가했다(17.7월 기준). 독일 또한 2016년 전기자전거 판매대수는 전년 대비 13% 증가한 60만 5천대를 기록했다. 전체 자전거시장 내 이바이크 점유율이 15%에 달하는 만큼 성장세가 주목된다. 글로벌 기업 우버가 전기자전거 서비스를 위해 '점프 바이크'를 인수, 유럽시장 서비스 확대를 발표한 것도 이바이크 대중화를 예상한 움직임으로 판단한다. 대기 오염 문제 해결과, 교통 혼잡 해소에 기여하며 관련 시장이 주목 받고 있다. 최근 유럽연합이 중국산 전기자전거가 유럽 시장에 침투하는 것을 막기 위해 최대 83.6% 관세를 잠정적으로 부과한다고 밝혔다. 이바이크 인기가 상승함에 따라 중국 기업의 저가 자전거의 시장 과점화를 우려하는 것에 대한 규제도 파악된다.

그림 42. 스캇 로드바이크 이미지



자료: 스캇노스아시아, 하나금융투자

표 21. 세계 자전거 브랜드 선호도 순위

	MTB(산악자전거)	로드바이크
1	Specialized (27.9%)	Specialized (22.6%)
2	Scott(16.3%)	Trek (13.7%)
3	Giant(14.9%)	Scott (13.0%)
4	Trek(13.4%)	Giant (12.8%)
5	Cannondale(7.1%)	Cannondale (8.6%)

자료: ranker.com, Google, 하나금융투자

그림 43. 투르 드 프랑스(Tour de France) 경기 모습



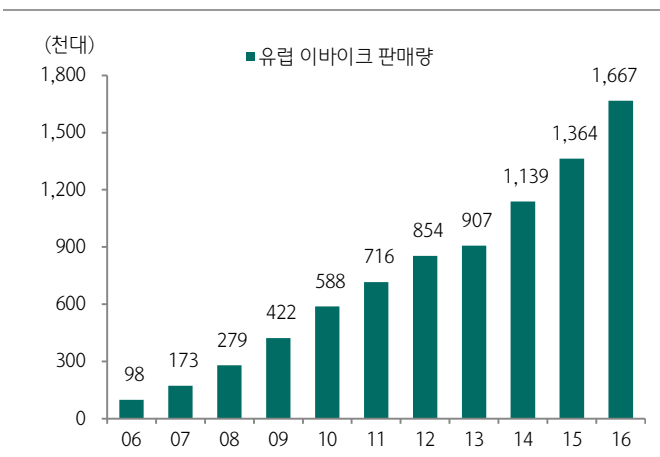
자료: Tour de France, 하나금융투자

그림 44. 2018 투르 드 프랑스(Tour de France) 경기 코스



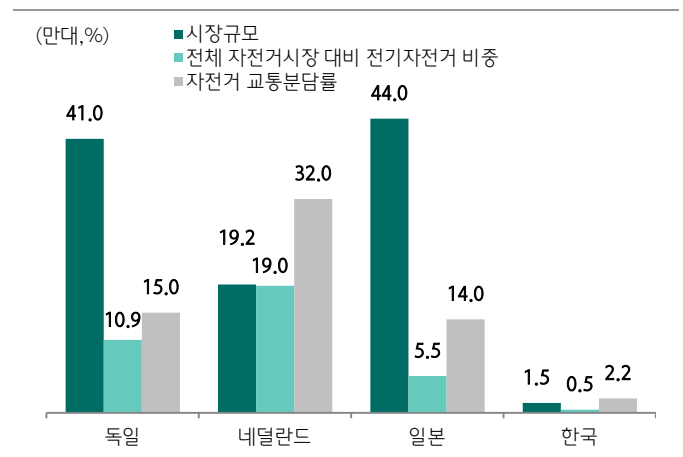
자료: Tour de France, 하나금융투자

그림 45. 유럽 이바이크(e-bike) 판매량 추이(2006-2016년)



자료: Statista, 하나금융투자

그림 46. 국가별 자전거 시장 비교



자료: Navigant Research, 하나금융투자

7) 한세실업: 캐주얼 OEM, 외형성장 보다 마진을 회복에 주목

미 달러 노출도가 높아 달러 강세
시기에 주목 받지만
OEM 본업의 펀더멘털 개선이
전제될 때 합리적 수준의
밸류에이션 부여 가능

훼손된 수익성 회복이 관건이다. 전방시장 불황으로 저가 수주가 확대된 영향이다. 최근 몇 년간 바이어 이탈에 따른 외형 둔화 또한 경험한 만큼, 추가적인 오더 축소 또한 없어야 한다. 미 달러 노출도가 높아 달러 강세 시기에 주목 받지만, OEM 본업의 펀더멘털 개선이 전제될 때 합리적 수준의 밸류에이션을 부여할 수 있다. 전방시장 부진으로 축소되었던 안정 마진을 회복과 2019년을 기점으로 손익분기점을 지날 것으로 예상되는 염색공장 수직계열화(C&T VINA, 칼라엔터치) 수익성 개선 추이를 지켜보아야 한다.

(1) 외형성장

외형성장 측면 베스트 시나리오는
가시적인 수준의 매출 기여가
가능한 신규 바이어 확보

2019년 미드상글 수준 보수적인 매출 성장을 예상한다. 근거는 다음과 같다. 전방시장 재고 조정이 지속되며 신규 오더에 대해 보수적으로 접근할 가능성이 높아졌다(단납기 오더 증가, Speed-to-market 전략 중요도 상승 원인). 소비 지표는 개선되고 있으나 대대적 불황기를 거친 바이어들은 과년차 재고 소진에 집중할 가능성이 높다. 구조조정 후 당분간 오더 변동성이 있을 수 있다. OEM업체의 리스크인 바이어 이탈 가능성은 낮다고 판단한다. 2018년 10월 미국 소매업체 시어스가 파산 보호를 신청한 것으로 알려졌다. 한세실업은 시어스의 재무 상황 악화를 선제적으로 파악, 점진적으로 생산량을 축소해 왔기 때문에 추가적인 매출 하락 폭은 제한적일 것으로 보인다. 과거 한세실업은 두 차례 주요 바이어 이탈을 겪었다. 2016년 에어로포스테일 파산이다(당시 매출비중 3%). OEM 부문 매출이 전년 대비 2.9% 감소했다. 2017년 나이키 바이어 이탈이다(매출비중 4%). 국제인권단체는 한세실업 나이키 생산공장에 대해 인권 착취 의심 리포트를 발간했다(추후 혐의 없음 결론). 국제사회의 부정적 시선을 의식한 나이키 측에서 한세실업향 오더를 감축한 것으로 알려졌다. 펀더멘털 이슈는 아니었지만 바이어 이탈 영향으로 OEM 매출은 전년 대비 4.7% 하락했다. 그렇다면 기존 바이어 내 생산 점유율 추가 확대 가능성을 생각해 보아야 한다. 한세실업은 대규모 생산공장과 다수의 숙련공, 오랜 업력 기반 신뢰를 바탕으로 단일 바이어에게 상당한 규모의 물량을 수주 받고 있는 것으로 파악된다. 캐주얼 의류의 경우 업체별 생산 기술 차별성이 크지 않기 때문에 수주를 위한 과도한 단가 경쟁은 수익성 악화를 불러올 수 있다. 외형성장 측면에서 베스트 시나리오는 가시적인 수준의 매출 기여가 가능한 신규 바이어 확보이다. 글로벌브랜드는 납기 리스크 최소화 등을 위해 다수 업체들로부터 오더를 소분하여 공급받고 있다. 획기적인 단가 협상 혹은 경쟁 OEM업체 파산에 따른 반사 수혜가 아니라면 생산점유율 확대는 쉽지 않아 보인다.

(2) 수익성 회복

생산효율 증대, 수직계열화를 통한
공정단계 마진 내재화가
실적 개선의 모멘텀

생산효율 증대(자체생산 및 아웃소싱 적정 비중 유지, 관세 절감 위한 국가별 생산기지 재배치 등), 수직계열화를 통한 공정단계 마진 내재화가 실적 개선의 모멘텀이 될 전망이다. 캐주얼 의류 생산업체 특성상 바이어에 대한 협상력 열위에 놓여있다. 최근 몇 년간 대대적 구조조정을 경험한 바이어 또한 쉽게 마진을 올려줄 것으로 판단하지 않는다. 이에 대응한 자구책으로 한세실업은 염색공장 내재화(C&T VINA) 및 원단 판매(칼라엔터치) 수직계열화를 진행했다. 2019년 수직계열화 물량 확대에 따른 0.5%p 수준의 원가율 개선을 전망한다(자세한 내용 표23 참고). 한세엠케이 국내사업은 적자를 지속 중이다(전사 매출비중 77%). 브랜드 경쟁 심화에 기인한다. 중국 NBA는 국내 대비 상대적으로 높은 성장세를 보이고 있으나, 1선도시에 이어 2~3선 도시로 점포를 확장해나가며 단기적 비용 증가가 불가피할 전망이다.

표 22. C&T VINA와 칼라엔터치 매출 추정

(단위: 백만달러)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
C&T VINA(염색 공정) 매출	15	22	30	40	50
YoY	-15.8%	45.7%	33.9%	33.8%	25.2%
칼라엔터치향	12	18	24	32	40
타 바이어향	3	4	6	8	10
칼라엔터치향 비중	80%	80%	80%	80%	80%
칼라엔터치(원단 중개) 매출	25	46	85	115	140
YoY	82.7%	82.0%	83.5%	35.3%	21.7%
한세향	18	32	60	81	98
타 벤더향	8	14	26	35	42
한세실업향 비중	70%	70%	70%	70%	70%

주: C&T VINA 매출 내 칼라엔터치 비중(80%)과, 칼라엔터치 매출 내 한세실업향 비중(70%) 하나금융투자 가정

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 23. 한세실업 매출원가 내 염색 공정(C&T VINA) 수직계열화 비중 추정

(단위: 억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
(A) 한세실업 OEM 매출원가 내 원단 비용	6,025	5,933	6,064	6,342	6,677
(B) C&T VINA의 칼라엔터치향 매출액	99	140	183	251	306
(C) = (B) ÷ (A) X 100	1.6%	2.4%	3.0%	4.0%	4.6%

주1: 매출 대비 매출원가 내 원단 비중 50% 가정

주2: 한세실업 원단 비용 및 C&T VINA의 칼라엔터치향 매출액 하나금융투자 가정

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 24. '염색(C&T VINA)-원단 판매(칼라엔터치)-의류 제조(한세실업)' 수직계열화에 따른 수익성 개선 추정:

[C&T VINA 염색 공장 현황]			
공장명	생산 Capa	생산 품목 및 비교	
1공장	6만kg/일	cotton	
2공장	6만kg/일	synthetic	
3공장	8만kg/일	증설 지연(18년 3분기 기준)	
(A) 1+2공장 가동률 100% 가정			
일 생산량	12만kg/일	1공장+2공장	
일 생산액	96만불/일	=12만kg X 8불	
연 생산액	2.9억불/1년	=96만불 X 300일	
수직계열화 가능한 매출	5.8억불/1년	매출 내 원단 비중 50% 가정	
베트남 생산 OEM 매출	7.2억불	17년 연매출 12억불 X 한세실업 베트남 생산비중 60% 가정	
베트남 내 수직계열화 비중	약 80%	=5.8/7.2 X 100	
(B) 1+2공장 가동률 50% 가정			
일 생산량	6만kg/일	(1공장+2공장)/2	
일 생산액	48만불/일	=6만kg X 8불	
연 생산액	1.4억불/1년	=48만불 X 300일	
수직계열화 가능한 매출	2.9억불/1년	매출 내 원단 비중 50% 가정	
베트남 생산 OEM 매출	7.2억불	17년 연매출 12억불 X 한세실업 베트남 생산비중 60% 가정	
베트남 내 수직계열화 비중	약 40%	=2.9/7.2 X 100	
(C) 염색공정 이익률 10%, 2020년 한세실업 매출액 20억불, 완전 수직계열화 비중 4.6% 가정			
	수직계열화 전	수직계열화 후	
2020년 예상 연매출	20억불	20억불	
원단 원가(매출의 50% 비중)	10억불	9.9억불	
아웃소싱		9.5억불	=10억불 X95.4%
수직계열화		0.4억불	=10억불 X 4.6% X (1-10%)
원단 원가율	50.0%	49.5%	
원가율 개선 정도	-0.5%p		=49.5%-50.0%

주1: 한세실업 전체 매출액 내 베트남 생산비중 60%, 원단 단가 8불, 한세실업 2020년 매출액 20억불 가정

주2: 염색공정 이익률 10%로 보수적으로 추정(원단 중개수수료는 두 경우 모두 없다고 가정)

주3: 위 추정에서 '완전 수직계열화'란 한세실업이 칼라엔터치를 통해 원단을 매입하고, 칼라엔터치가 주문 받은 한세실업향 원단은 C&T VINA를 통해 염색되는 것으로 가정

주3: 염색단계 완전 수직계열화 비중 4.6%는 표 22 가정 참고

자료: 한세실업, 하나금융투자

7-1) 한세실업 2019년 실적 전망 및 밸류에이션

2019년 전방 소매 업황 회복에 따른 오더량 회복,
2018년 상반기 진행되었던 저가 오더 수주를 만회할 만한 수익성 회복이 관건

2019년 매출액 1조 8,151억원(YoY+5.3%), 영업이익 709억원(YoY+94.8%)으로 전망한다. 전방 소매 업황 회복에 따른 오더량 회복, 2018년 상반기 진행되었던 저가 오더 수주를 만회할 만한 수익성 회복이 관건이다. 근거는 다음과 같다.

첫째, 의류 생산 단가는 하향화될 가능성이 높다. 온라인 의류시장이 확대되고, 브랜드업체 가격 경쟁이 심화되며 의류 ASP는 점차 낮아지고 있다. 이는 의류 OEM업체들에 대한 마진 축소로 전가될 가능성을 높인다.

둘째, OEM업체향 오더에 대한 예측 가시성이 낮아지고 있으며, 단납기 생산에 대한 요구가 높아지고 있다. 바이어들이 빠르게 변화하는 트렌드를 상품에 반영, 구매적중률 제고를 도모하기 때문이다(Speed-to-market 전략). 상품 선 출시 후, 시장 반응을 살피며 안정 재고 수준을 최소화할 것으로 판단한다.

자체 수익성 방어 전략으로 한세실업은 염색공정 수직계열화(C&T VINA, 칼라엔터치)를 통한 생산단계 마진 내재화를 진행하고 있으며, 본격적인 이익률 개선은 2019년부터 가시화될 전망이다(표 22 참고).

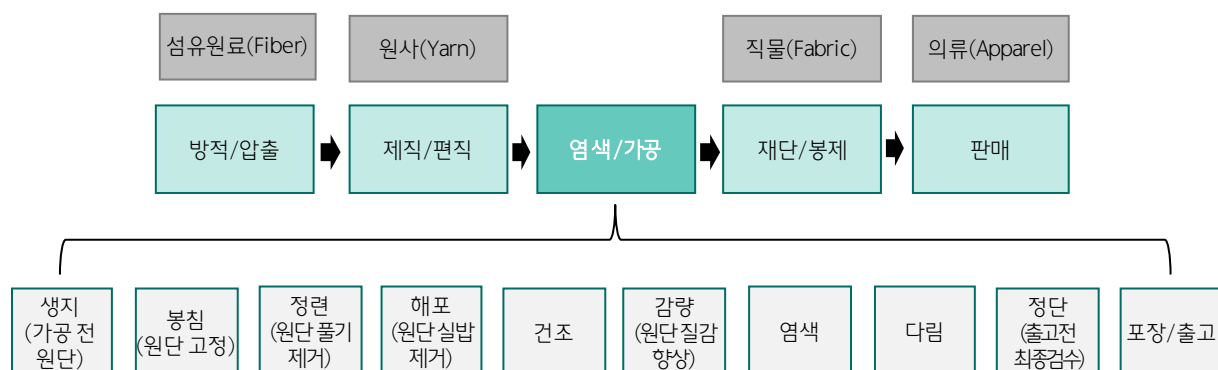
표 25. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	386	401	497	427	1,711	364	393	515	452	1,724
OEM	306	324	430	322	1,382	289	315	445	344	1,392
한세엠케이	80	77	67	105	329	76	78	71	108	332
영업이익	4	13	35	4	57	(14)	11	30	9	36
OEM	1	9	36	4	50	(12)	8	31	15	32
한세엠케이	3	4	(1)	1	7	(2)	4	(0)	4	5
세전이익	20	9	32	11	72	(10)	(12)	27	31	35
지배순익	11	5	24	4	43	(9)	(8)	22	16	20
영업이익률(%)	1.0	3.3	7.1	1.0	3.3	(3.8)	2.9	5.9	2.0	2.1
OEM	0.2	2.7	8.4	1.2	3.6	(4.1)	2.4	6.9	4.4	2.3
한세엠케이	4.1	5.4	(1.8)	0.7	2.1	(2.8)	4.7	(0.7)	3.5	1.4
세전이익률(%)	5.1	2.3	6.5	2.5	4.2	(2.8)	(3.1)	5.1	6.8	2.0
순이익률(%)	2.8	1.2	4.8	0.9	2.5	(2.5)	(2.0)	4.2	3.5	1.2

자료: 한세실업, 하나금융투자

그림 47. 원단 염색/가공 단계(고부가가치) 순서도



자료: 한화케미칼, 하나금융투자

표 26. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원/달러(평균)	1,160	1,130	1,101	1,130	1,100
YoY %	2.6%	-2.6%	-2.6%	2.6%	-2.7%

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 27. 한세실업 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	1,548	1,711	1,724	1,815	1,904
OEM	1,446	1,382	1,392	1,478	1,564
한세엠케이	102	329	332	337	340
영업이익	82	57	36	71	91
OEM	77	50	32	66	86
한세엠케이	4	7	5	5	5
세전이익	63	72	35	85	104
지배순익	47	43	20	51	64
적정시가총액	704	649	306	771	953
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	17,605	16,219	7,645	19,283	23,822
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	1,174	1,081	510	1,286	1,588
영업이익률(%)	5.3	3.3	2.1	3.9	4.8
OEM	5.4	3.6	2.3	4.5	5.5
한세엠케이	4.1	2.1	1.4	1.5	1.6
매출 (YoY,%)	(2.4)	10.6	0.8	5.3	4.9
OEM	(2.4)	(4.4)	0.7	6.2	5.8
한세엠케이	-	223.1	0.9	1.4	0.8
영업이익 (YoY,%)	(42.7)	(30.7)	(35.7)	94.8	28.4
OEM	(45.6)	(35.9)	(36.4)	108.4	30.1
한세엠케이	-	66.4	(30.4)	5.5	5.5
순이익 (YoY,%)	(54.6)	(7.9)	(52.9)	152.2	23.5

주: 환율 가정 표 25 참고

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 28. 한세실업 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	비 고
OEM 영업가치(A)	511	732	
매출액	1,392	1,478	
영업이익	32	66	
순이익	34	49	
적정PER(배)	15.0	15.0	
한세엠케이 영업가치(B)	30	31	지분율 50.02%
매출액	332	337	
영업이익	5	5	
순이익	2	3	
적정PER(배)	12.0	12.0	
적정 시가총액(A+B)	541	764	
발행주식수(천주)	40,000	40,000	
적정주가 I (원)	13,532	19,088	
적정주가 II (원)	18,625		시간 가중치 적용

주: 2018년 OEM 부문 순이익은 18년 2분기 누계 일회성 비용(당기손익-공정가치금융자산 평가/처분손실 162억원) 합산 수치

자료: 한세실업, 하나금융투자

5. 기타 실적 변수 분석

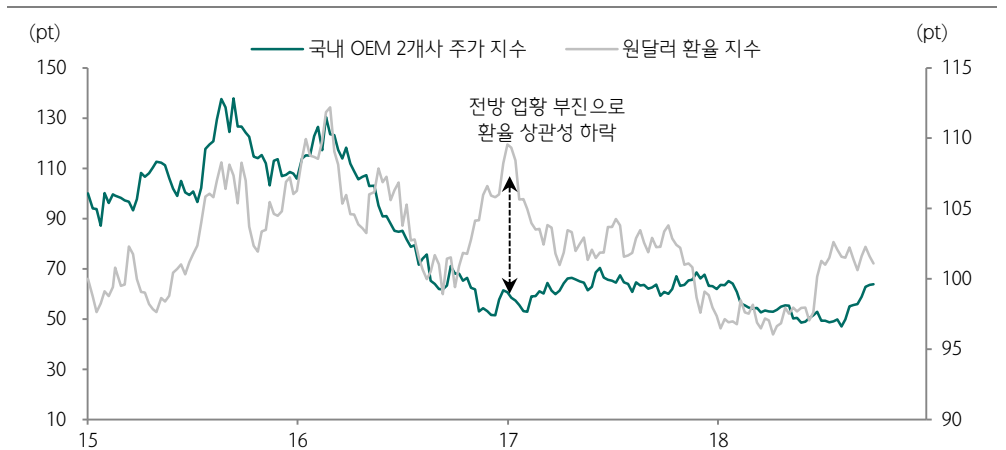
1) 환율: 비용 보다 매출단 외화노출도 높다면, 달러강세는 원화환산 매출에 우호적

비용 보다 매출단의 외화노출도
높다면, 달러강세는 원화환산
매출에 우호적

수출이 주력인 OEM업체의 매출과 원가는 환 노출도가 높다. 매출과 원부자재 매입 비용은 주로 미달러화로 결제되기 때문이다. 일례로, 영원무역은 매출의 95%가 달러로 발생하며 매출원가의 99%를 달러로 결제한다. 원/달러 환 net exposure는 21.5% 수준으로 추정한다. 이론적으로 원/달러 환율 1% 하락 시 영업이익률 0.1%p 감소, 당기순이익률 0.2%p 감소 영향이 있다. 자전거 유통사업을 담당하는 자회사 스캇의 주 영업 환경은 유럽국가이다. 매출은 스위스 프랑을 포함한 유럽 각국 통화로 결제된다. 각국 환율 변동에 따른 리스크 헷지를 위해 파생상품 거래 등을 활용하고 있다. 종합해보자면, 수출 대금을 달러화로 수취하고 원부자재 또한 달러로 매입하는 경우 일정 수준 자연 헷지가 가능하다. 일반적으로 원/달러 환율 상승 시 원화환산 매출이 증가하는 효과를 기대할 수 있다.

환율 변동은 영업외단의 두 가지 계정에 영향을 미친다. 외환차손익과 외화환산손익이다. 외환차손익은 OEM업체의 물품 공급계약 시점 환율과 제품 본선적재 시점(Free on Board, 수출업자가 본선에 약속한 물품 선적 시점까지 일체 비용 및 위험을 부담하는 계약 조건)의 환율 변동에 따라 발생한다. 외화환산손익은 기말결산 시 회사가 보유하고 있는 외화자산 및 부채를 재평가하며 발생하는 손익이다.

그림 48. 국내 OEM 2개사 주가 지수와 원달러 환율 지수 연관성 비교



자료: 한세실업, 영원무역, Bloomberg, 하나금융투자

표 29. 영원무역의 원/달러 환율 1% 하락 시 수익성에 미치는 영향

(단위: 십억원, %, %p)

2019년 예상 환율(원)	1,130.0
미달러화 자금 수입(매출의 수출 비중)	95.0%
미달러화 자금 지출(매출원가+판관비)	73.5%
Net exposure	21.5%
영업이익 변동액(십억원)	(3.7)
영업이익률 변동폭(%p)	-0.1%p
당기순이익 변동액(십억원)	(4.9)
당기순이익률 변동폭(%p)	-0.2%p

주1: 2019년 예상 환율 하나금융투자 추정치

주2: 매출원가의 99% 달러베이스 결제 가정, 판관비의 0.1% 달러베이스 결제 가정 (해외수출비, 운반비, 수출제비 포함)

자료: 영원무역, 하나금융투자

국내 OEM업체의 생산기지는
주로 동남아 지역에 위치하고 있어
미·중 무역분쟁에 따른
단기적 실적 영향은 제한적일 것

2) 무역 정책 및 국가간 정치적 불확실성

(1) 2005년 (수출 쿼터제 폐지)

2004년 말 국가별 배정되어 있던 수출 쿼터가 폐지되었다. 상대적으로 원가 경쟁력을 보유한 중국 기업향 의류 생산 수주가 집중되는 시기였다. 2005년 1월, 미국 수입 중국산 섬유/의류 규모는 12억 달러를 기록하며 전년 대비 75% 증가했다. 당시 중국발 수출 선박들이 대부분 홍콩에서 선적했다는 점을 고려할 때 실제 중국 수출 규모는 훨씬 컸을 것으로 추정한다.

(2) 2009~2011년 (중국 인건비 상승)

중국의 산업고도화 정책에 따라 임금 상승이 본격화되는 시기였다. 높아진 중국 인건비 대비 저렴한 베트남, 방글라데시 등 동남아 국가들로 OEM 생산 기지 이전이 활발해졌다. 베트남 임금 수준은 중국의 1/2 수준으로, 생산성이 높고 봉제 기술이 좋은 양질의 인력이 풍부했다. 2011년 방글라데시의 EU향 수출 무관세 혜택(GSP)이 가시화되며 동남아 국가로의 생산기지 이전 속도는 더욱 가속화되었다.

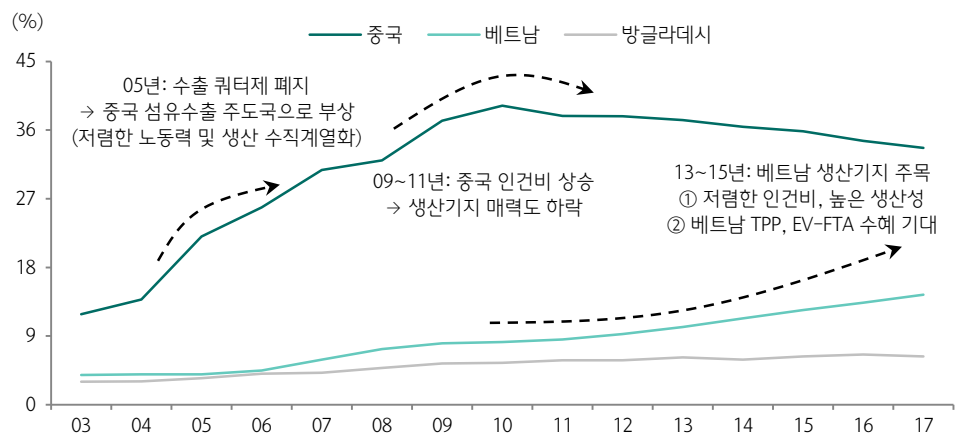
(3) 2015년 (베트남 TPP 및 EV-FTA)

2015년 베트남 TPP 협정 및 베트남-EU FTA 체결 기대감으로 OEM업체들의 주가는 사상 최고 수준을 경신했다. 베트남의 수출 최대 비중을 차지하는 의류/신발에 대한 대미 수출 관세(17.3%)와, 유럽향 관세(11.7%)에 무관세 정책이 적용될 수 있는 기회였다. 하지만 TPP 협상은 결렬되었으며, 실적 상승 모멘텀 소멸 후 전방 소매 업황 부진이 잇따르며 OEM업체의 주가는 지속 하락했다.

(4) 2018년~현재 (미중 무역분쟁)

2018년 미중 무역 갈등 심화 시, 미국 바이어의 중국 بند어 거래 관계가 악화될 수 있다. 국내 OEM업체의 원부자재의 공급처는 중국 비중이 높다. 하지만 생산기지는 주로 동남아 지역에 위치하고 있어 단기적인 실적 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

그림 49. 미국 섬유/의류 수입 국가별 비중 추이



자료: OTEXA, 하나금융투자

3) 인건비: 2019년 한세실업 매출증가율이 베트남 최저임금 상승을 상회 전망. 수익성 악화에 대한 불확실성 완화

매출성장률이 인건비와 원부자재
비용증가율 보다 높다면
매출원가율은 하락,
이익률은 상승

해외 생산공장 이전 국내 OEM업체의 매출원가를 80으로 가정 시 인건비와 원부자재 비중은 각 30, 50으로 파악한다. 매출성장률이 인건비와 원부자재 비용증가율 보다 높다면 매출원가율은 하락, 이익률은 상승한다. 2019년 베트남 근로자의 최저임금이 평균 5.3% 인상될 전망이다(현지 통화 기준 월 16~20만동으로 한화 7,700~9,600원 수준). 베트남임금위원회 기업, 노동자측 권고안이 정부에 제출되어 정부 수락 시 2019년 1월 1일 발효된다. 2013년 베트남 최저임금 상승률이 17.5%를 기록했을 때 한세실업의 매출원가율은 전년 대비 1.4%p 상승하는데 그쳤다. 원가 비중이 큰 원면가격이 2012년 최고 103센트까지 상승 후 84센트까지 하락하며 하향 안정화되었기 때문이다. 한세실업의 2018년 상반기 누적 OEM 매출성장률은 -4.3%로 전년 대비 역신장했다. 80% 이상 매출비중을 차지하는 미국 전방시장 상황 악화로 오더가 부진했던 영향이다. 매출원가율은 88.2%를 기록하며 전년 동기 대비 0.9%p 상승했다. 매출성장률이 마이너스를 기록하는 국면에서 인건비와 원부자재 조달비용 증가가 수익성을 악화시켰다. 2018년 상반기 원면가격 상승률이 10%를 상회하며 원가 부담이 커졌다. 한세실업의 전방 오더 증가에 따른 매출 증가분이 이를 상쇄하지 못한다면 매출원가율은 상승할 가능성이 높다. 베트남의 최저임금 상승률 역시 한세실업의 매출성장률 보다 높은 것은 부담이다. 하지만 베트남 실질 GDP 성장률(1H18: 7.0%)이 상승하고 있음에도 불구하고 전년 보다 낮은 최저임금 상승률(2019년: 5.3%)은 인건비 증가에 대한 불확실성을 다소 완화시켜준다고 평가할 수 있다.

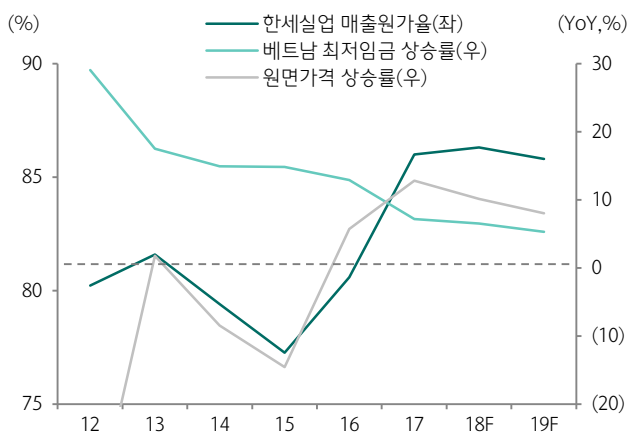
표 30. 원면선물가격(CotAlook Index) 및 연간 가격 상승률

(단위: cents/lb, %)

	12	13	14	15	16	17
연평균 원면가격	88.7	90.3	82.7	70.6	74.7	84.2
원면가격 상승률	(39.9)	1.8	(8.5)	(14.6)	5.7	12.8

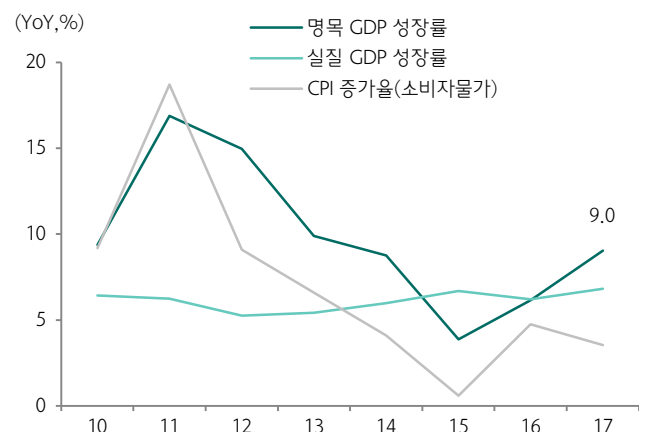
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 50. 한세실업 매출원가율, 베트남 최저임금 및 원면선물가격 상승률 추이



자료: General Statistics office of Vietnam, 한세실업, 하나금융투자

그림 51. 베트남 GDP 성장률(명목, 실질)과 CPI 증가율 추이



자료: General Statistics office of Vietnam, 하나금융투자

4) 원부자재(면화) 가격: 글로벌 원자재 생산/소비 상위국의 수출입 동향 추적 필요

각 국가의 면화 수확량 및
주요국의 면화 관련 정책이
가격 변동에 영향

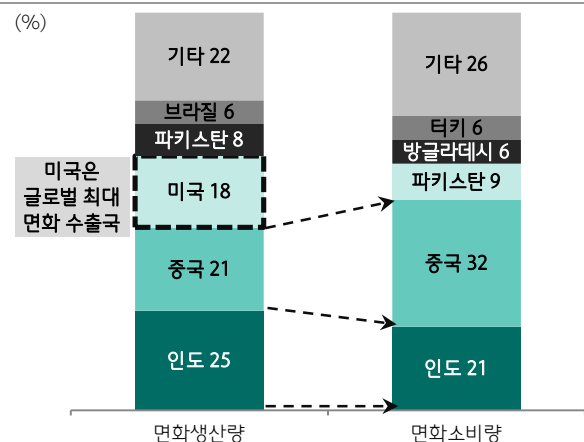
매년 전세계 면화 수확량의 1/3이 국제 시장을 통해 거래되고 있다. 면화 가격은 대표적으로 뉴욕 원면 선물 거래 가격과 Cotlook A Index 가격을 통해 파악할 수 있다. 각 국가의 면화 수확량 및 중국, 인도 포함 주요국의 면화 관련 정책이 가격 변동에 영향을 미친다. 주요 공급 요인으로는 자연 재해와 이로 인한 흉작, 경작 농가의 면화 파종심리 상승 및 경작지 면적 확대 등이 있다. 글로벌 2위 면화 수입 국가인 중국의 원면 비축 정책, 글로벌 주요 원면 생산국(1위)이자 소비국(2위)인 인도 수출 억제 정책 또한 면화 거래 가격의 방향성을 결정한다.

그림 52. 원면선물가격 추이(Cotlook A Index)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 53. 2018년 글로벌 면화 생산 및 소비 국가별 비중 전망



주1: 국제면화자문위원회 2018년 면화생산 및 소비량 전망치 (각 2,490만톤, 2,500만톤)
 주2: 중국은 자국 생산 면화와 해외로부터 수입한 면화를 함께 사용
 주3: 인도는 자국 생산 면화 사용 후 남은 원재료를 해외로 수출
 자료: 국제면화자문위원회(ICAC), 하나금융투자

5) 환경 규제와 컴플라이언스 규정: 해외 생산공장 운영 위한 필수 단계

베트남 정부는 자국 환경오염을
유발할 가능성이 있는 공장 설립에
대해 엄격한 설립 규제 시행 중

베트남 정부는 자국 환경오염을 유발할 수 있는 공장 설립에 대해 엄격한 설립 규제를 시행 중이다. 폐수 및 각종 부산물로 환경오염 유발 가능성이 높기 때문이다. 특히 염색공장은 공용폐수처리설비 등을 구비한 업체만이 정부 인허가를 획득 가능하다. OEM업체들에게 염색 공정은 비용 절감에 따른 수익성 제고가 가능해 수직계열화 단계 완성을 위해 필수적이다. 한세실업은 2012년 베트남 염색공장 C&T VINA를 인수했다. 원단 중개/판매 자회사 칼라앤터치와의 시너지가 기대된다. 칼라앤터치는 한세실업향 원단 판매 비중이 70%, 외부업체향 비중이 30% 수준으로 추정된다(2017년 기준). 편직단지에서 생산된 원단이 C&T VINA에서 염색, 칼라앤터치를 통해 출고되는 구조이다. 장기적으로 C&T VINA의 물량은 칼라앤터치 오더로 점차 채워질 전망이다. 원단 구입, 가공 마진 내재화로 비용이 절감되고, 완제품 출고까지 리드타임이 단축되며 생산성 제고가 가능하다.

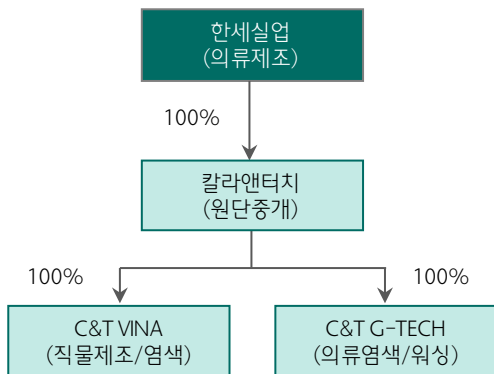
6) 날씨 및 패션 트렌드: 글로벌 메가 트렌드 뿐 아니라, 계절별 트렌드도 중요

겨울철은 여름철에 비해 상대적으로
의류 단가가 높고
필수 아이템이 많아
브랜드업체의 전통적인 성수기

날씨 변화는 중요한 실적 변수다. 특히 겨울철은 여름철에 비해 상대적으로 의류 단가가 높고 필수 아이템이 많아 브랜드업체의 전통적인 계절적 성수기다. 날씨가 추울수록 의류 소비가 확대되며 실적 개선 가능성이 높아진다. 해가 갈수록 간절기가 짧아지고 기후와 온도 변화 폭이 커지며 의류업체의 날씨 변화 예측이 중요해지고 있는데, 이를 기반으로 시기별 상품 출시 계획이 달라지기 때문이다. 일례로, 평년보다 비가 오는 날이 증가할 것이라는 기상 예측에 기반해 방수 소재 윈드 브레이커를 선 출시하고, 높은 폭설 가능성 및 한파에 대비한 롱패딩 물량을 확대하는 등 계절적 성수기 효과를 극대화시킨다. 코트 상품 판매에 강점을 가진 한섬은 예년 보다 기온이 빠르게 떨어질 경우 코트 판매량이 급증하는 양상을 보인다. 하지만 2017년 겨울, 평년 대비 매서웠던 한파로 코트 수요가 롱패딩 수요로 이전되며 코트 판매량이 상대적으로 부진한 모습을 보였다.

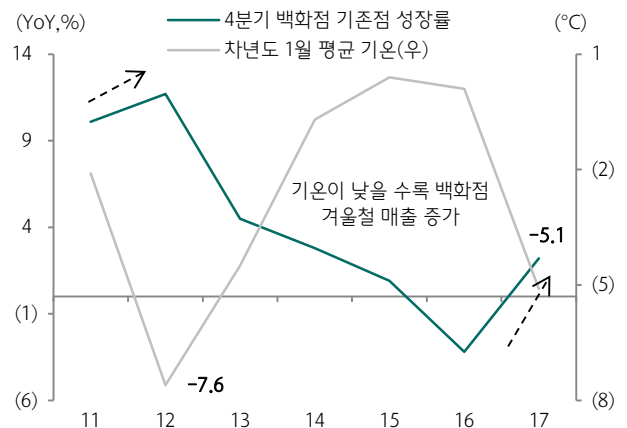
글로벌 패션 트렌드 또한 중요하게 살펴봐야 할 변수이다. 일례로, 국내 아웃도어 시장은 2010년 3조 2천5백억원에서 2014년 7조 2천억원까지 가파르게 성장했다. 2014년 이후 시장 경쟁 심화와 아웃도어 의류 인기 둔화로 역성장, 2017년 4조 5천억원까지 시장이 축소되었다. 아웃도어 스포츠 브랜드들은 라이프스타일이라는 글로벌 메가트렌드에 기반해 오피스 운동화, 애슬레저 등 새로운 아이템을 출시하고 있다. F&F의 디스커버리 익스페디션은 아웃도어 다운패딩 역할에서 일상 생활에서 착용 가능한 캐주얼 의류로 디자인을 개선시켰다. 영원아웃도어 노스페이스 또한 라이프스타일 컬렉션 화이트라벨을 출시하며 기능성과 활용성을 확대하기 위해 역량을 강화하고 있다.

그림 54. 한세실업 '원단 염색/가공-중개-봉제/제조' 수직계열화 구조



자료: 한세실업, 하나금융투자

그림 55. 겨울철 기온 변화와 국내 백화점 실적 연관성 분석



자료: 산업통상자원부, 기상청, 하나금융투자

6. 2019년 전망 및 투자 전략

1) 2019년 경제성장 및 내수소비증가율 둔화 → 오프라인 유통 및 의류업 De-rating 예상

업종 밸류에이션 De-rating 근거:

- ① 오프라인 유통업체 성장 둔화,
- ② 브랜드 경쟁 심화로 실적 변동성↑

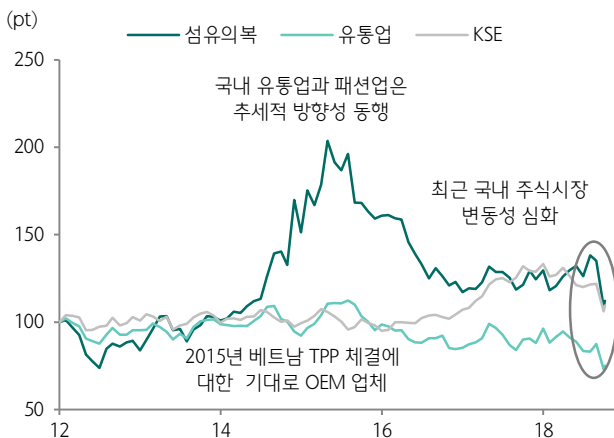
2018년은 섬유/의복업체별 실적 차별화가 두드러지는 한 해였다. 해외시장 개척과 신규 사업영역 확대를 통해 성장동력을 확보한 업체 중심 성장이 가파랐다. 자산가치가 상승하며 내수 소비시장 분위기 또한 우호적이었다. 브랜드업체 밸류에이션은 전반적으로 상향되었으나, 2019년은 업체별 밸류에이션 차별화가 불가피할 전망이다. 전년도 기고효과로 소비 둔화가 예상된다. 주식시장 변동성 확대도 리스크 요인이다.

2019년 국내 의류시장은 저성장 기조를 이어갈 것으로 전망한다. 국내 브랜드업체의 실적 성장은 내수 소비의 활황을 전제로 한다. 하지만 현 상황을 기반으로 추정 해볼 때, 2019년 소비 환경은 우호적이지 않을 가능성이 높다. 두 가지 근거에 기인한다.

첫째, 매크로 지표상 2019년 내수 소비에 대한 낙관적 전망이 어렵다. 물가 안정화 국면에서 임금상승률과 취업자 수 증가율이 둔화되는 추세이다. 자산가치의 하락 또한 전망되고 있다. 서울 부동산가격은 2018년 최고점 경신 후, 정부 부동산 억제정책 기반 점진적 하락세가 예상되고 있다. 이자율 상승에 따른 가계부채 부담 가중과, 글로벌 매크로 변동성 심화에 따른 국내 주식시장 불확실성 확대 등 실질 가처분 소득 감소가 전망된다.

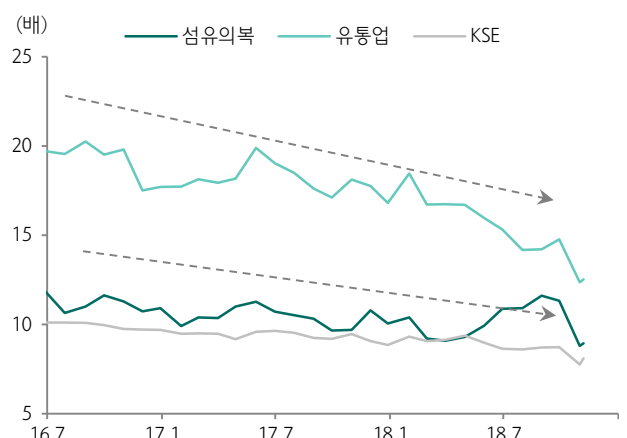
둘째, 산업 구조 요인이다. 국내 브랜드업체의 주 유통채널로 활용되는 백화점의 실적 성장을 낙관하기 어렵다. 백화점 여성캐주얼 부문은 2018년 역성장을 지속하고 있으며 의류비지출전망CSI 또한 간신히 기준점을 상회하는 모습을 보이고 있다. 온라인채널의 가파른 성장과 소비양극화 추세에 기인한다. 유통마진 하락에 기반해 동일 상품에 대한 온라인 상품가격이 하락하였으며 이는 오프라인채널로부터 소비자 이탈을 가속화시키고 있다.

그림 56. 국내 업종별 지수 흐름 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 57. 유통업과 섬유/의복 업종 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

표 31. 종목별 2019년 예상 실적 및 투자 포인트 요약

종목명	2019년 예상 실적	주요 이슈	투자 포인트	P/E 밸류에이션		투자의견/ 목표주가/ Upside
				현재 PER	19년 Target PER	
윌라코리아	- 매출액: 3조 1,800억원 (YoY +10.5%) - 영업이익: 4,457억원 (YoY +21.0%, OPM 14.0%)	- 국내: 신발공장 부산이전 및 홈세일 채널 기반 수익성 개선 - 중국: 스포츠브랜드시장 내 윌라 점유율 상승	- Korea: 브랜드력 기반 외형 확대 지속 및 홈세일 유통채널 확대로 수익개선 본격화 - Full Prospect: 윌라 상품 인기 상승에 따른 이익 기여도 확대 - 아쿠시네트: 19년 고수익성 주력 골프공 신제품 출시 및 안정적 실적 성장	13배	- 브랜드 영업이익치: 15배 - Full Prospect 지분가치: 18배 - 아쿠시네트 기업가치: 20배	BUY/ 6.5만원/ 15.8%
신세계 인터내셔널	- 매출액: 1조 3,013억원 (YoY +3.4%) - 영업이익: 795억원 (YoY +20.4%, OPM 6.1%)	자세화장품 '연작'의 시장 안착	- 비디비치 볼륨화 지속 및 연작 매출 확대 시 화장품 수직계열화에 따른 수익성 개선 - 고마진 수입 화장품 이익기여 확대	17배	- 화장품 부문: 20배 - 화장품 외 기타부문: 10배	BUY/ 20.5만원/ 14.6%
한섬 (★Top Pick)	- 매출액: 1조 3,722억원 (YoY +4.0%) - 영업이익: 1,201억원 (YoY +28.6%, OPM 8.8%)	- 저효율 수입브랜드 철수 효과 19년 한섬글로벌, 현대지앤에프 리브랜딩 효과 가시화	- 내수 저성장 기조 속 브랜드력 기반 안정적 성장 지속 - 저효율 수입브랜드 철수로 이익개선 기대 - 브랜드 인큐베이팅 능력 및 캡티브 기반 자회사 리브랜딩 효과 기대	10배	12배 (업종 평균 대비 20% 프리미엄 부여: 경기둔화기에도 브랜드력 기반 성장 지속)	BUY/ 4.6만원/ 21.0%
영원무역	- 매출액: 2조 2,049억원 (YoY +5.7%) - 영업이익: 2,226억원 (YoY +7.7%, OPM 10.1%)	자회사 스캇 외형 및 수익성 정상화	- OEM: 기능성 원단시장 내 안정적 시장점유율 확보 및 고수익성 유지 - 스캇: 유럽 이바이크 시장 개화에 따른 외형 확대	11배	- OEM: 15배 - 브랜드(스캇): 13배	BUY/ 4.6만원/ 18.0%
한세실업	- 매출액: 1조 8,151억원 (YoY +5.3%) - 영업이익: 709억원 (YoY +94.8%, OPM 3.9%)	- 전방 업황 회복에 따른 오더 확대 - OEM 수익성 정상화 - 한세엠케이 2선도시 출점 및 대리상 체제 전환 효과 가시화	OEM: 전방시장 회복에 따른 수익성 회복 기대	14배	- OEM: 15배 - 브랜드 (한세엠케이): 12배	Neutral/ 1.9만원/ 9.2%

주: 현재 PER 및 주가상승여력은 2018년 11월 19일 종가 기준

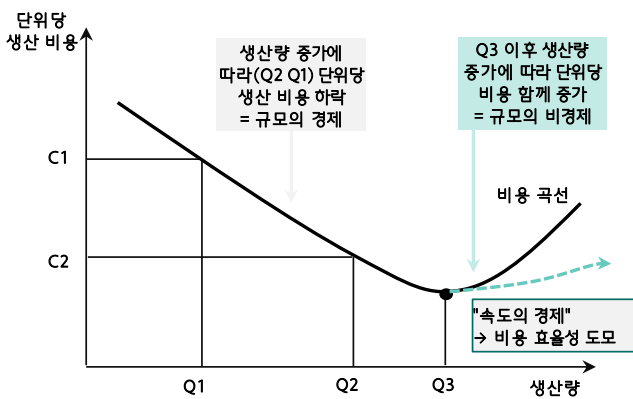
자료: 하나금융투자

표 32. 국내 브랜드/OEM업체의 컨트롤 가능 영역 비교

	Price	Quality	Quantity	Cost	Lead time	Capacity
브랜드업체	고가 or 저가 정책 (고가는 해외 브랜드와의 경쟁에서 열위 가능성 높음)	고품질 유지 (소비자 안목과 상품 수준 상향)	재고 수준 하향화 (Speed-to-market)	온라인채널 비중 확대(수익성 高), 무분별 오프라인 채널 확대 자제	-	-
OEM업체	저가 정책 (바이어 협상력 우위)	고품질 유지 (경쟁 치열한 시장)	재고 수준 하향화 (단납기 오더 증가)	생산비용 최소화	최소화 (바이어 근접국가로 생산기지 이전, 수직계열화 등)	적정 Capa 규모 및 가동률 유지

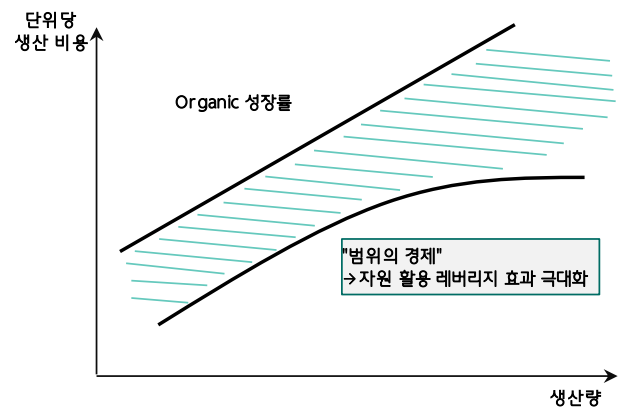
자료: 하나금융투자

그림 58. 속도의 경제(OEM)와 규모의 경제/비경제 곡선



주: 규모의 비경제란 생산량이 증가함에 따라 단위당 생산비용이 상승하는 현상
자료: 시그나이터, 전략사전, 하나금융투자

그림 59. 범위의 경제(브랜드) 곡선



주: 범위의 경제란 기업들이 다양한 생산분야에서 자원을 공동 활용하며 만들어내는 시너지
자료: 시그나이터, 전략사전, 하나금융투자

표 33. 선진국 소매업황 회복 가정 시, 매출 및 수익 시나리오별 OEM업체 대응 전략 (음영 처리는 가능성 높은 상황임을 의미)

전방시장 상황	Q (매출 측면)	P (수익성 측면)	실적 변화 방향 및 대응 전략
	적정 재고 수준	적정 마진을 확보 가능성	
If, 소비 경기 활황, → 수요 회복 가정	과거 수준 회복 (미국 소매업태 구조조정 전)	高 (Best case)	= 매출 Up, 수익성 Up Capa 증설
		低 (가능성 낮음)	= 매출 Up, 수익성 Down 수익성 강화 방안 모색 (고마진 상품 카테고리 확대 등)
	하향 안정화 (가능성 高)	高 (높음)	= 매출 Down, 수익성 Up 기존 바이어 내 M/S 확대 (상품 카테고리 확대 등), 신규 바이어 모색
		低 (낮음)	= 매출 Down, 수익성 Down 수익성 강화 자구책 모색 → 생산 효율 증대 (아웃소싱과 자체생산 비중 조정 등)

자료: 하나금융투자

하나금융투자 2019년
섬유의복업종 투자 우선 순위:

①Top Pick:
한섬(BUY, TP 4.6만원)

②차선호주:
영원무역(BUY, TP 4.6만원)
필라코리아(BUY, TP 6.5만원)

③관심 종목:
신세계인터내셔널(BUY, TP 20.5만원)
한세실업(Neutral, TP 1.9만원)

2) 브랜드 투자 전략: ①신 사업영역 확대, ②해외시장 진출

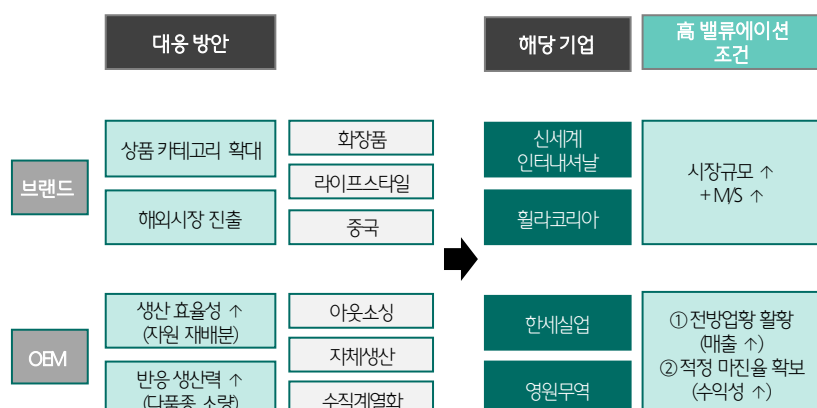
브랜드업체는 해외시장 노출도가 높고, 신 사업영역 개척을 통해 신규 소비를 흡수하는 업체에 주목할 필요성이 있다. 자본력, 브랜드 인큐베이팅 능력, 캡티브채널 보유 여부가 성공 가능성을 높이는 요인이다. 다만, 밸류에이션은 보수적으로 접근하길 권고한다. 2019년 오프라인 유통업체 성장 둔화, 브랜드 경쟁 심화로 실적 변동성이 커질 수 밖에 없다. 업종 밸류에이션 리레이팅은 경기 펀더멘털 회복이 전제되어야 할 것이다.

섬유/의복 업종 Top pick으로 한섬(BUY, TP 4.6만원)을 제시한다. 한섬은 2017~2018년 진행해온 저효율브랜드 철수 작업이 2019년 마무리될 예정이다. 자회사 리브랜딩에 따른 이익개선 본격화 또한 예상된다. 수입브랜드 철수에 따른 외형 둔화는 불가피하지만 자회사 매출이 가시화되며 이를 상쇄할 수 있을 것으로 보인다. 밸류에이션 상단은 내수 소비 부진이 전망되나 과거 내수 소비시장 정체기에도 브랜드력 기반 견고한 매출성장을 지속해왔다는 점과 캡티브 유통채널 효율성을 고려해 12배를 적용한다(국내 브랜드업체 평균 12MF PER 10배 대비 20% 프리미엄 부여).

필라코리아(BUY, TP 6.5만원)는 성공적 리브랜딩으로 브랜드충성도가 제고되었으며, 부산 생산공장 이전 및 홀세일 중심 유통채널 개편에 따른 규모의 경제 효과가 기대된다. 중국 스포츠브랜드 내 시장점유율 또한 확대되고 있어 긍정적이다. 이익단으로 직결되는 매출이 증가하기 때문이다. 2018년 본업 턴어라운드 따른 주가 급상승으로 밸류에이션 부담은 상존한다. 하지만 이익 증가에 기반한 주가 상승이 컸던 만큼 합리화될 수 있는 주가 수준이다. 중국시장 내 업셀링 전략 기반 실적 가시화와 미국 등 글로벌시장 영향력이 본격화되는 시점에 밸류에이션 리레이팅이 가능할 전망이다.

신세계인터내셔널(BUY, TP 20.5만원)은 2019년 연작의 시장 안착이 관건이다. 현재 신세계인터내셔널의 화장품 부문 밸류에이션은 약 20배로 적정 수준으로 판단한다. 비디비치가 출시 5개 분기 만에 월 1백억원 매출 수준 안착했으며, 연작이 1년래 비디비치의 매출증가 속도를 상회하는 매출 달성 시 밸류에이션 상향 여지가 있다. 연작 매출 증가 속도를 지켜보며, 주가 조정 시 매수할 것을 권고한다. 참고로, 하나금융투자는 연작 출시 1년차 연 2백억원 수준의 보수적 매출을 가정하고 있다. 2019년 상반기 신세계인터코스코리아 실적 턴어라운드(자체화장품 볼륨화에 따른 수직계열화 물량 증가) 또한 중요 실적 변수이다.

그림 60. 브랜드업체 투자 전략 개요



자료: 하나금융투자

3) OEM 투자 전략: ①안정적 수익원 보유, ②신 사업 투자 회수기 진입

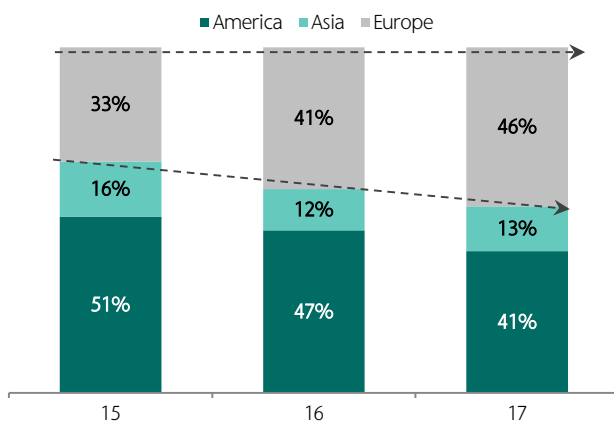
OEM업체는 생산기술 차별성에 따른
오더 유지 및 수익성 방어가
가능한 업체로의 투자 유효

2019년 확고한 시장점유율 기반 안정적 실적 모멘텀을 보유한 업체로의 투자를 권고한다. OEM업체는 생산기술 차별성에 따른 오더 유지 및 수익성 방어가 가능한 업체로의 투자가 유효하다. 오랜 업력 기반 생산노하우, 대규모 생산시설 보유한 업체가 단납기 오더 트렌드에 대응 가능하다.

OEM업종 Top pick으로 **영원무역(BUY, TP 4.6만원)**을 제시한다. 현 주가 수준은 과도한 저평가 구간으로 판단한다(PER 10배). 미국 소매업체 구조조정과 브랜드업체 실적 부진으로 국내 OEM업체향 우려 심리가 확대된 영향이다. 실제 혹독한 구조조정을 겪은 브랜드업체는 미국 캐주얼브랜드가 대다수로 영원무역 바이어와는 큰 연관성이 없다. 영원무역은 기능성 원단 생산기술 차별성과 40군데 이상 글로벌바이어와의 거래로 14%대 안정적 이익률을 시현하고 있다. 주가의 하방경직성을 담보하는 요인이다. 2018년 자회사 스캇은 본격 매출성장 및 이익 회복 국면에 돌입했다. 할인판매율이 낮은 이바이크 매출 비중 확대로 전사 이익률이 상승하고 있다. OEM부문은 니트 생산 관련 투자가 진행 중이다. 이는 향후 기존 바이어 내 카테고리 확대를 통한 점유율 확대와 외형 성장 가시성을 높이고 있다.

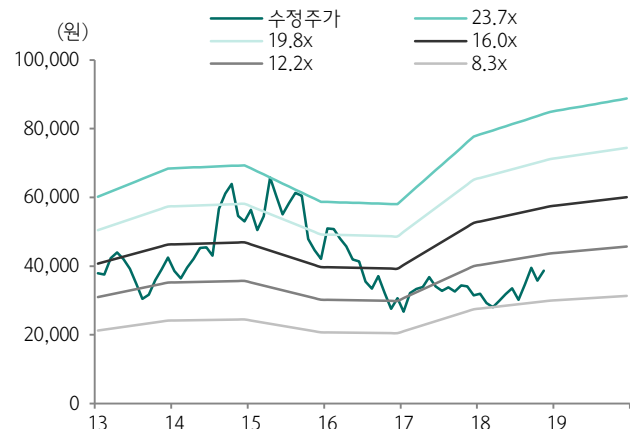
한세실업(Neutral, TP 1.9만원)은 밸류에이션 부담이 다소 있어 보인다(현재 PER 15배). 다만, 어닝 쇼크를 기록했던 2018년 상반기 기저효과 감안 시 2019년 상반기 오더 회복에 따른 완만한 실적 개선 시 단기 주가 반등의 여지는 있다. 그러나, 추세적인 주가 상승을 위해선 규모의 경제 효과 시현 가능한 양질의 오더 회복이 전제되어야 할 것이다.

그림 61. 영원무역 OEM 지역별 매출 비중 추이



자료: 영원무역, 하나금융투자

그림 62. 영원무역 12MF PER Band



자료: Quantwise, 하나금융투자

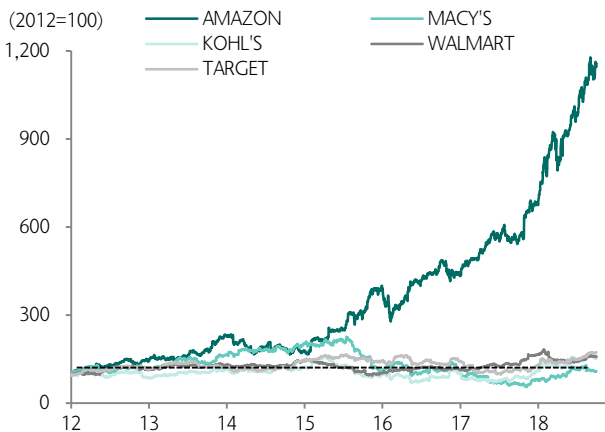
7. 이슈 점검: 미국 소매업태의 연쇄 몰락과 원인 분석

1) 美 소매업태, 백화점/할인점 중심 구조조정 지속

미국 오프라인 소매업태 부진 원인:
이탈하는 소비자를 유인할
핵심 경쟁력의 부재

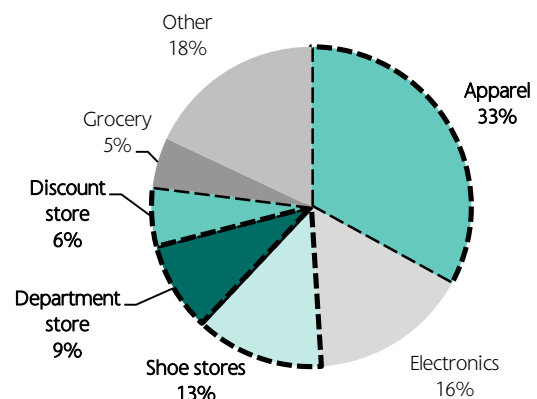
미국 전방시장 소매업체들의 구조조정이 지속되고 있다. 2017년 연말 기준 9천점 이상 소매 점포가 폐점한 것으로 파악된다. 2008년 글로벌 경제위기 당시 약 6천개 소매점포가 폐쇄되었던 것과 비교 시, “소매업태의 몰락(Retail Apocalypse)” 이라 불리는 구조조정 속도와 강도는 매서웠다. 오프라인 소매업태의 부진 원인은 이탈하는 소비자를 유인할 핵심 경쟁력의 부재였다. 미국 소매업체를 대표하던 백화점 메이시스 주가는 2015년 고점 대비 50.1% 하락했고, 700개 이상에 달했던 점포들은 일년 새 15% 이상 사라졌다. 2017년 연간 50개 이상 유통체인이 파산 보호를 신청했다. 명품 백화점 니만마커스는 2019년 파산을 예고했다. 반면, 의류 제조업까지 뛰어든 아마존은 동기간 5배의 주가 상승률을 보였다.

그림 63. 미국 전통 소매업체와 아마존 2010년대 주가 상승률 비교



주: 2012.1.1일 주가 100pt 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 64. 미국 구조조정 소매업태별 비중



자료: Statista, 하나금융투자

2) 오프라인 소매업태 부진 원인: 소비자 유인을 위한 핵심 경쟁력 부재

현재 미국 경기는 피크아웃을
우려하는 시점이 되었지만,
의류 경기는 전방 경기 회복에 따른
소비 낙수효과가 발생하기까지
일정 기간 lagging이 존재

핵심 원인은 오프라인 유통업체의 본질적 경쟁력의 부재했다는 점이다. 온라인 채널의 등장으로 소비자들은 더 낮은 가격에 구매 가능한 상품 범위가 넓어졌다. 지리적 한계로 접하지 못했던 해외 브랜드까지 구매가 가능해졌다. 트래픽 확대가 주 목적인 플랫폼 업체(아마존)까지 온라인 유통시장에 진출하며 경쟁은 더욱 심화되었다. 이와 반대로, 미국 대형 오프라인 유통업체는 오프라인 점포 수 확대에 집중했다. 중첩된 타겟 시장과 온라인의 가격경쟁력을 간과한 것이다. 과잉화된 유통망은 유인 가능 고객 수를 감소시키며 효율이 하락했다. 적체 재고 상품 소진을 위한 역마진 할인 판매, 광고 및 판촉비 증가는 수익성을 악화시켰다 (미국 소매업체 4개사 평균 영업이익률: 2012년 9.7%에서 2016년 6.6%까지 하락).

현재 미국 경기는 피크아웃을 우려하는 시점이 되었지만 의류 경기는 전방 경기 회복에 따른 소비 낙수효과가 발생하기까지 일정 기간 lagging이 존재한다. 2016년 미국 수출은 둔화 추세였으며 불확실한 미래에 대한 불안심리로 개인소비증가를 둔화, 가계저축률은 상승했다. 구매 이연 심리가 확대되며 소비는 위축, 실물자산 가치가 하락하며 가계와 기업의 부채 부담이 가중되었다.

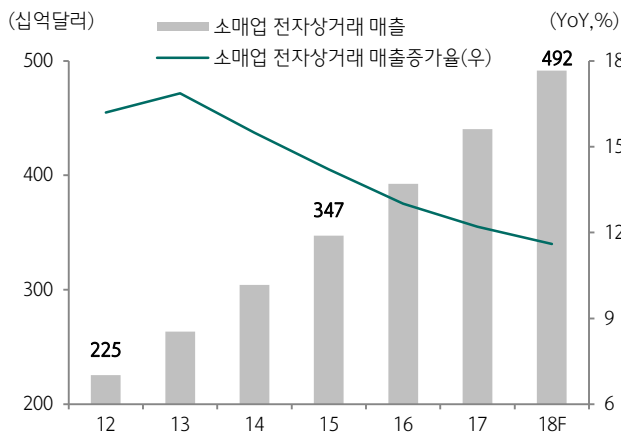
3) 양극화 소비를 타겟하는 업체 중심 회복 시그널 확인

미국 소매업체들의 실적 회복을 위한 전략이 가시화

최근 미국 소매업체들의 실적 회복을 위한 전략이 가시화되고 있다. 특히, 메이시스(Macy's), 노드스트롬(Nordstrom), 콜스(Kohl's)의 타격이 가장 컸는데, 주 타겟이 중가시장이었기 때문으로 판단한다(메이시스 중고가브랜드 매출비중 40% 이상). 소비 양극화로 저가 조닝 고객은 SPA, 고가 조닝 고객은 럭셔리브랜드향 이탈 영향이 컸다. 메이시스는 실적 컨퍼런스 콜에서 상품군별 다양한 소매업체의 입점, VIP 고객을 위한 콘텐츠 투자 확대 등을 통해 매출을 증가시키겠다는 전략을 발표했다. 노드스트롬은 저가시장을 공략한다. 디스카운트샵(아울렛)을 확대하고 있다. 브랜드업체와 타겟시장이 중첩되는 비효율 백화점 정리, 디스카운트샵 확대로 점포 효율성 개선을 도모하고 있다.

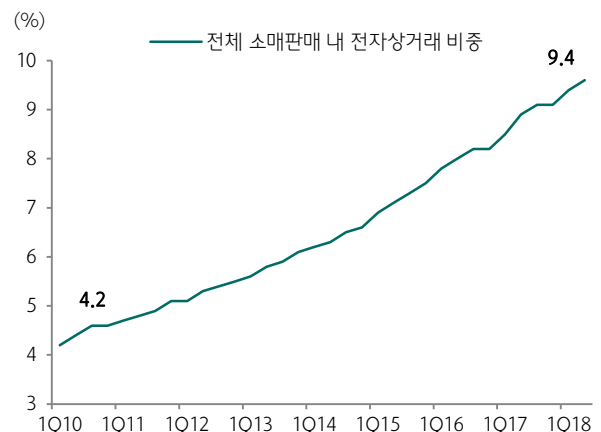
소비 양극화를 반영하는 새로운 소비 문화 또한 생겨났다. 미국 밀레니얼 세대의 패션 트렌드 하이로우룩스(High-low looks)가 대표적이다. 로케팅(Rocketing)이라고도 불리는 이 트렌드는 저가의 소모품을 선호하고, 기호품은 고가를 선호하는 현상을 칭한다. 의류는 저렴한 패스트패션 브랜드에서 구입하고 핸드백, 악세서리는 품위 유지를 위해 럭셔리 제품을 구입하는 합리적 소비 트렌드를 잘 반영하고 있다.

그림 65. 미국 소매업 전자상거래 매출 및 증가율 추이



자료: Criteo, 하나금융투자

그림 66. 미국 소매판매 내 전자상거래 매출비중



자료: Statista, 하나금융투자

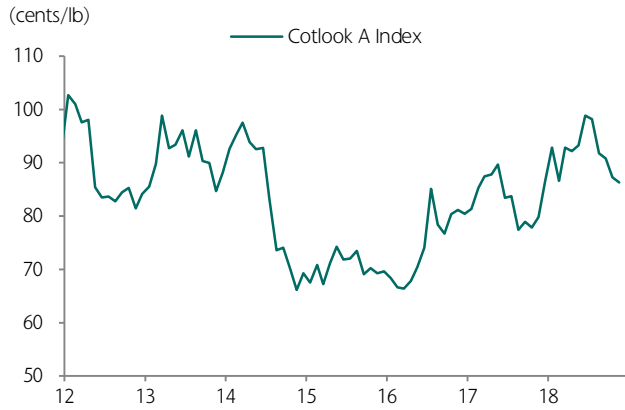
부록. Key Indicator 및 Chart

표 34. 섬유/의복 산업 Key Factor 및 기업 실적 변수 정리

	Key Factor		
매크로 지표	국가별 GDP 성장률	국가별 취업자 수 및 실업률	
	국가별 도소매판매 재고	국내 생산자물가 및 소비자물가	
	국가별 경기전망 및 소비심리	국내 가계대출규모 및 이자율 추이	
	국가별 소매판매 내 전자상거래 비중	국내 주택가격전망	
	원/달러 환율		
	동/달러 환율		
산업 지표	글로벌 의류 수입 상위국	국내 소매판매액 내 의류 비중	백화점 복종별 판매액 증감률
	글로벌 의류 수출 상위국	국내 온라인채널 판매액 내 의류 비중	면화 가격 추이
	미국 섬유/의류 국가별 수입 비중	가격대별 의류시장 규모	국가별 최저 임금 추이
	유럽 섬유/의류 국가별 수입 비중	국내 가계소비 내 의류비 지출 비중	베트남 최저 임금 인상률
	미국 의류 수입 ASP 및 증감률	국내 소득수준별 의류비지출전망CSI	
	국내 패션시장 규모	백화점 신규 출점 및 기존점 성장률	
기업 실적 Factor	• 한세실업: 바이어 오더 추이, 매출원가율 증감(인건비, 면화가격)		
	• 영원무역: 바이어 오더 추이, OEM부문 이익률, 자회사(스캇) 수익성 정상화		
	• 윌라코리아: 아쿠시네트 매출성장률, 윌라 국가별 매출성장률, 카테고리별(신발) 매출 비중, 미국 홀세일 Tier별 매출 비중		
	• 신세계인터내셔널: 화장품 부문별 매출성장률(수입브랜드/자체브랜드)		
	• 한섬: 브랜드별 매출성장률(수입브랜드/자체브랜드), 매출원가(총당금 등), 자회사 이익률		

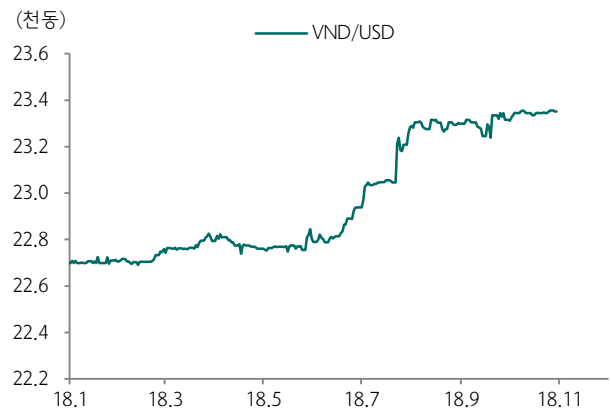
자료: 하나금융투자

그림 67. 원면 가격 추이(Cotlook A Index)



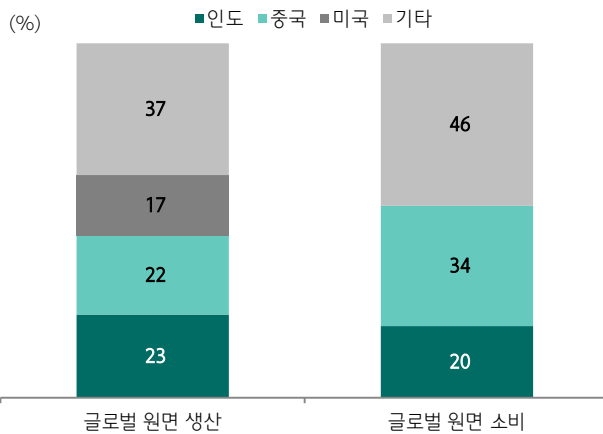
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 68. 동/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

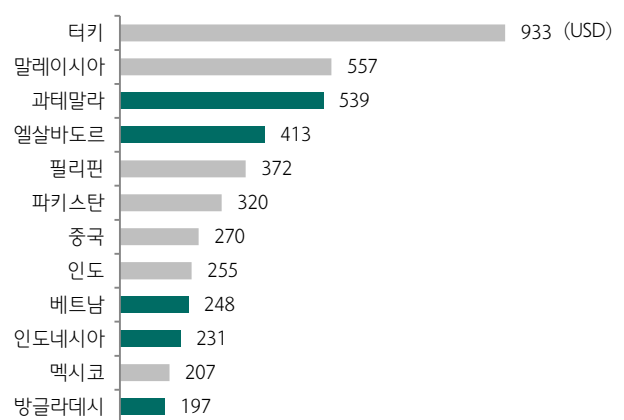
그림 69. 글로벌 원면 생산 및 소비 국가별 비중



주: 2017년 기준

자료: 국제면화자문위원회(ICAC), 하나금융투자

그림 70. 2017년 의류산업 노동자 월 최소 임금 비교



주1: 2017년 기준 의류산업 노동자 월 최소 임금

주2: 진한 초록색 표시 국가는 한세실업, 영원무역 생산기지 진출국

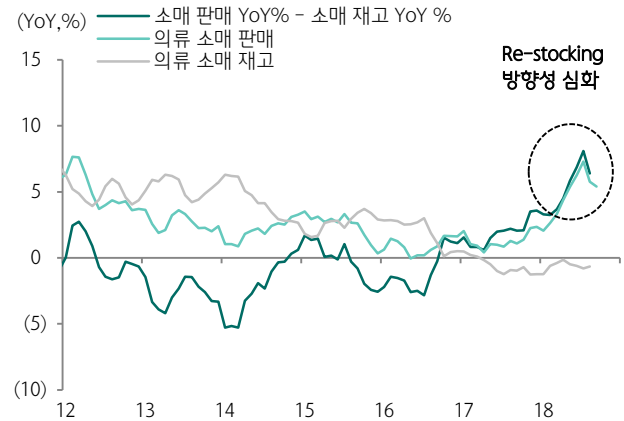
자료: Shenglufashion, 하나금융투자

그림 71. 미국 의류 소매 업황 및 미시간대 소비자심리지수



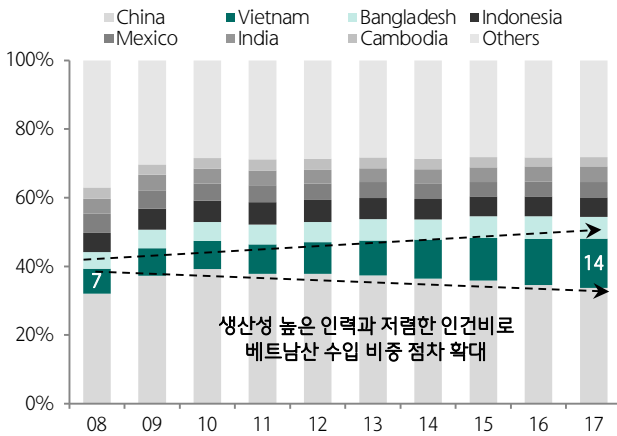
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 72. 미국 의류 소매 판매 및 재고 증감률(3MA)



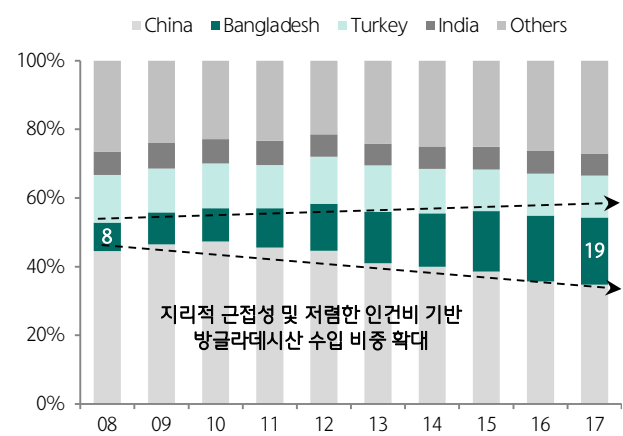
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 73. 미국 섬유/의류 수입액 국가별 비중



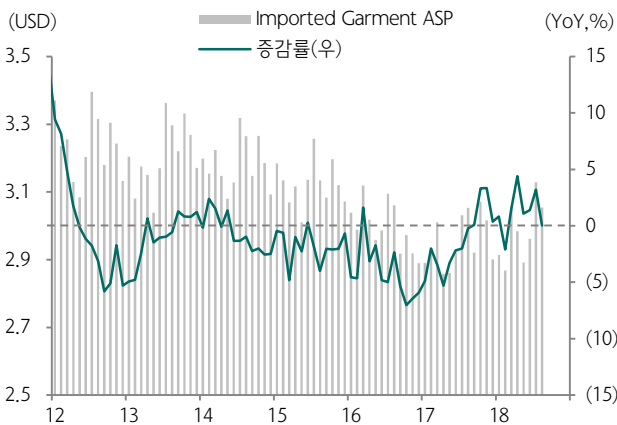
자료: OTEXA, 하나금융투자

그림 74. 유럽 섬유/의류 수입액 국가별 비중



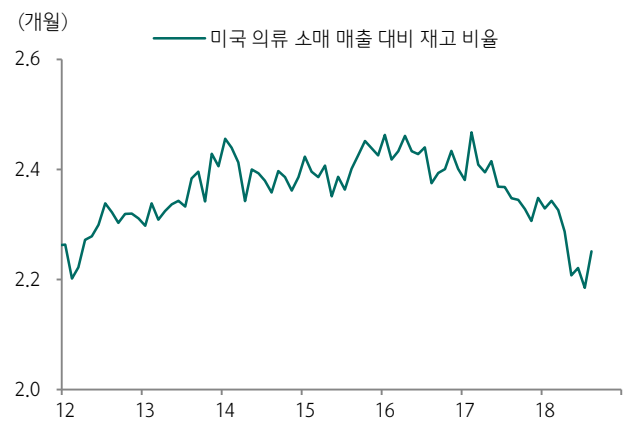
자료: EURATEX, 하나금융투자

그림 75. 미국 의류 수입 시장 ASP 및 증감률



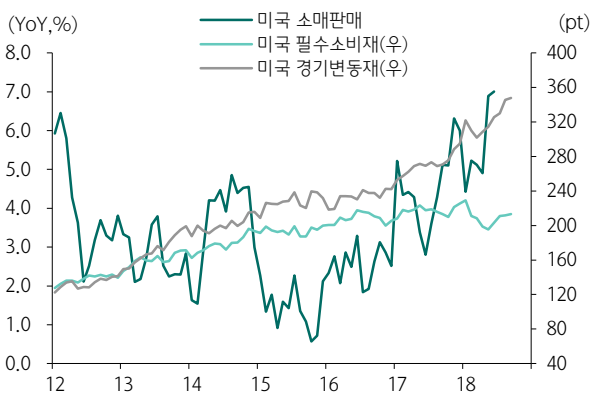
자료: OTEXA, 하나금융투자

그림 76. 미국 의류 소매재고 수준 추이



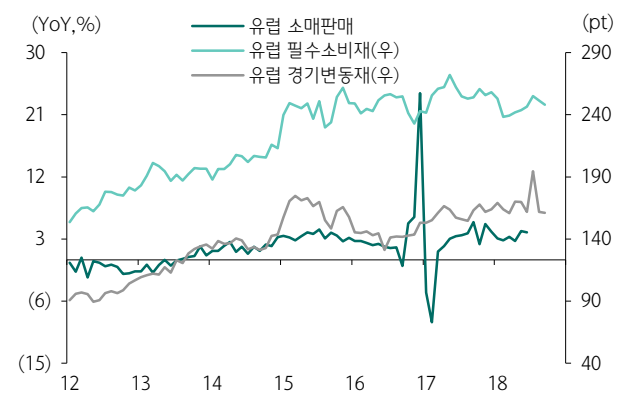
주: 소매 매출 대비 재고 비율: 현 재고 수준을 소진하기까지 소요되는 개월 수
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 77. 미국 소매판매 추이



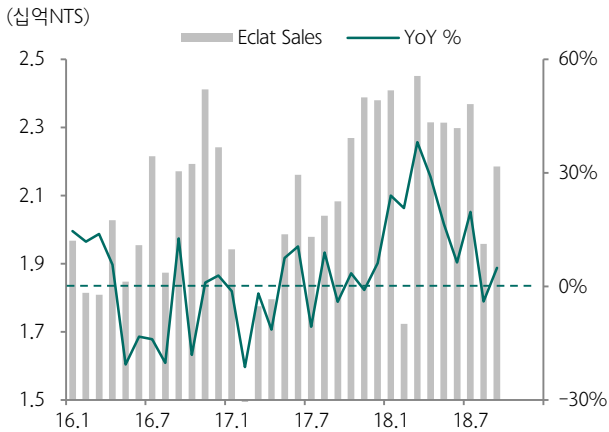
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 78. 유럽 소매판매 추이



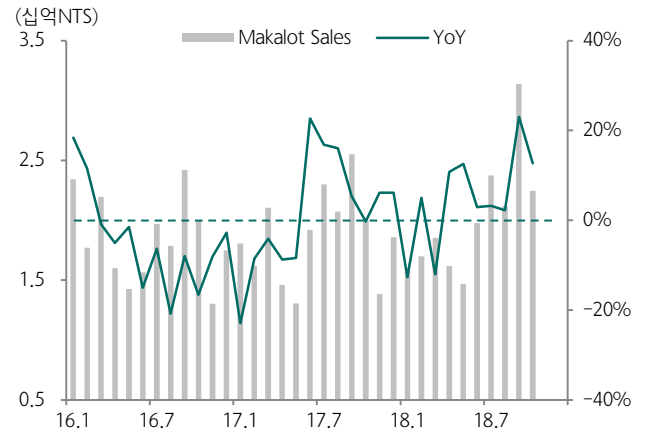
자료: Datastream, 하나금융투자

그림 79. Eclat 월별 매출액 및 성장률 추이



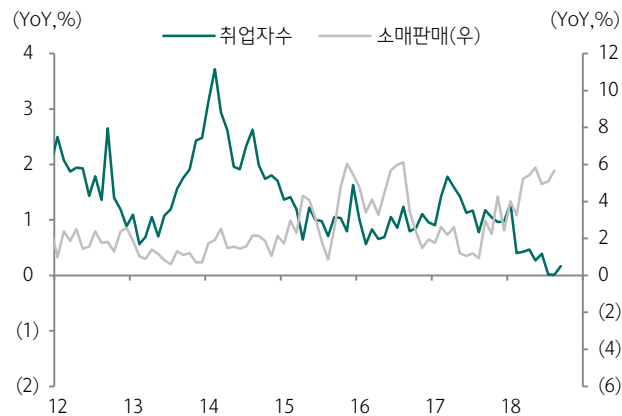
자료: Eclat, 하나금융투자

그림 80. Makalot 월별 매출액 및 성장률 추이



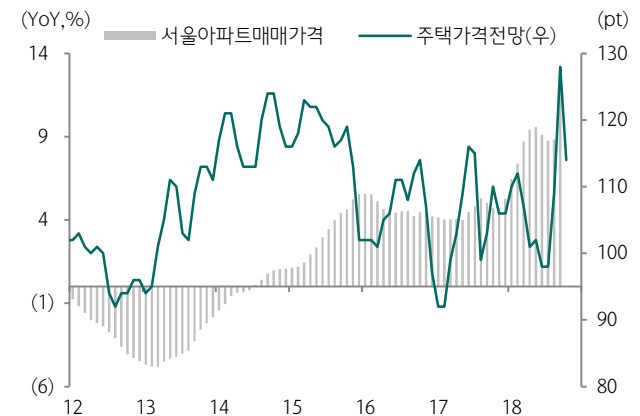
자료: Makalot, 하나금융투자

그림 81. 취업자 수와 소매판매 추이



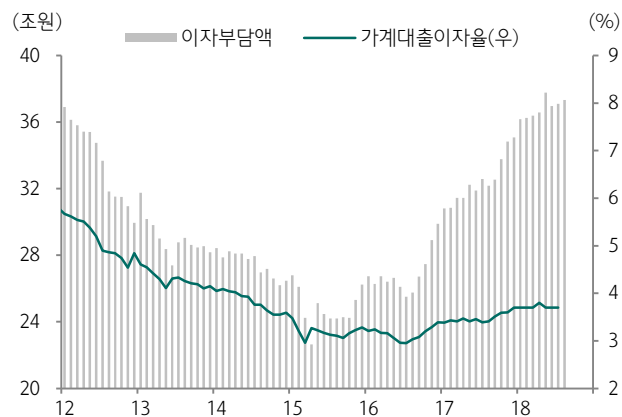
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 82. 서울 아파트매매가격과 주택가격전망



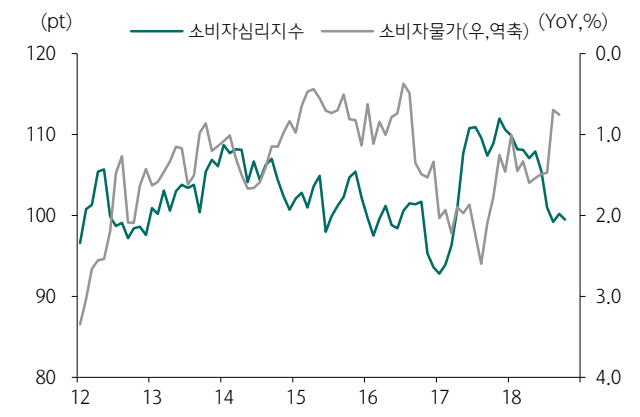
자료: 한국은행, KB부동산, 하나금융투자

그림 83. 가계대출부담 추이



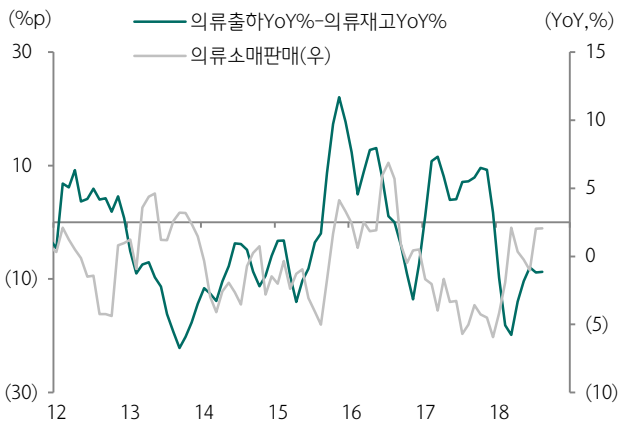
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 84. 소비자물가와 소비심리지수 추이



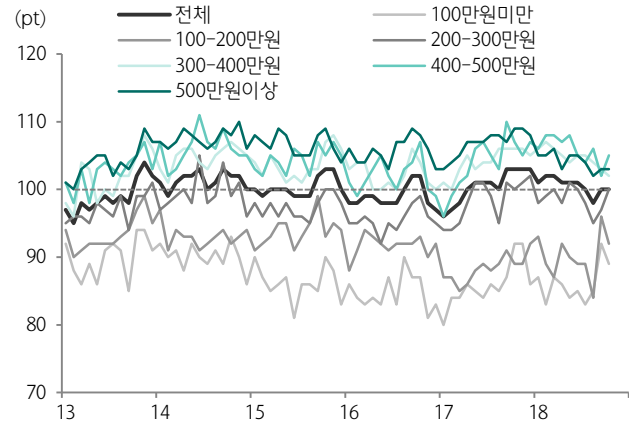
자료: 한국은행, KB부동산, 하나금융투자

그림 85. 국내 의류 업황과 소매판매 추이



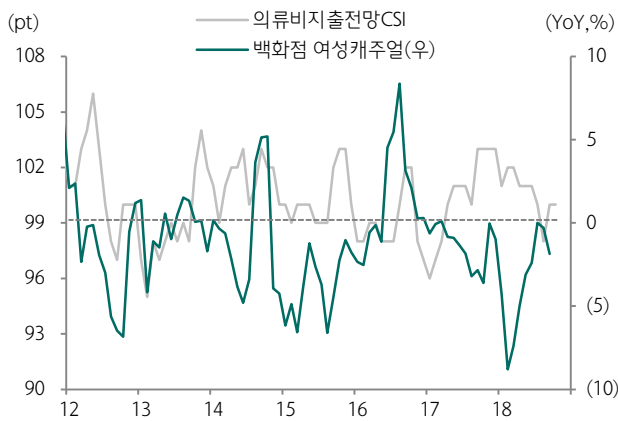
자료: 통계청, 한국은행

그림 86. 소득수준별 의류비지출전망CSI



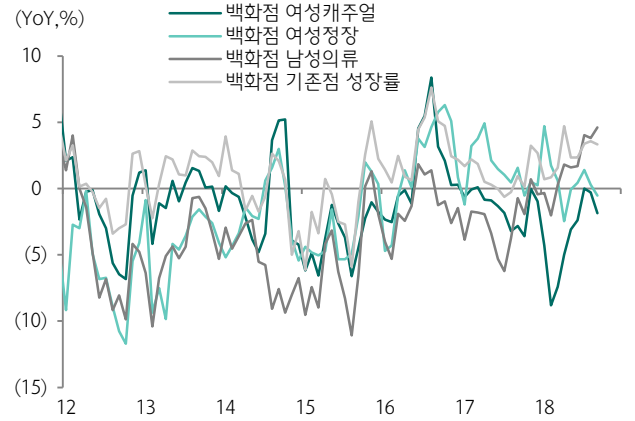
자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 87. 의류비지출전망CSI와 백화점 여성캐주얼 판매 증감률(3MA)



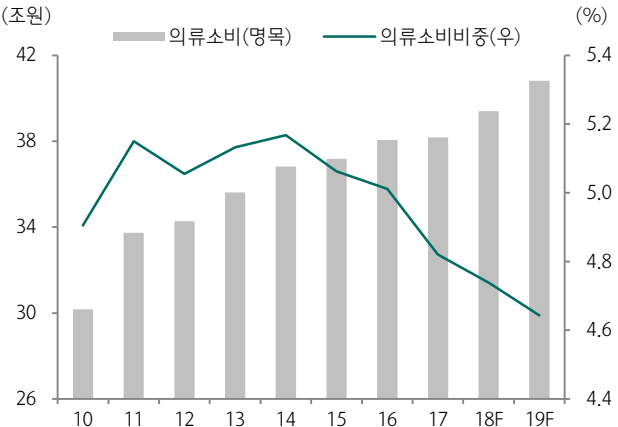
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 하나금융투자

그림 88. 백화점 기존점 성장률과 상품군별 매출성장률(3MA)



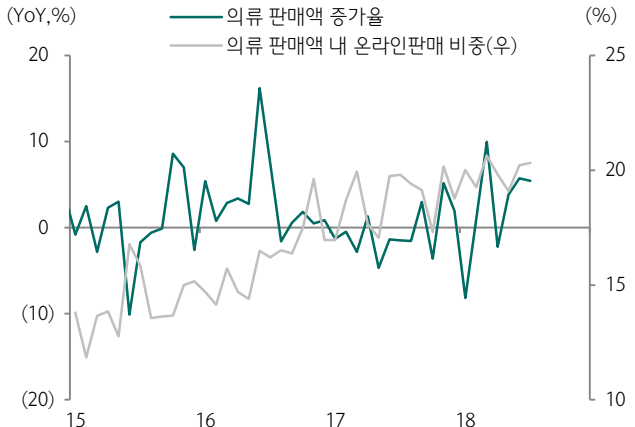
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 89. 국내 의류소비 및 가계소비 내 의류 비중 추이



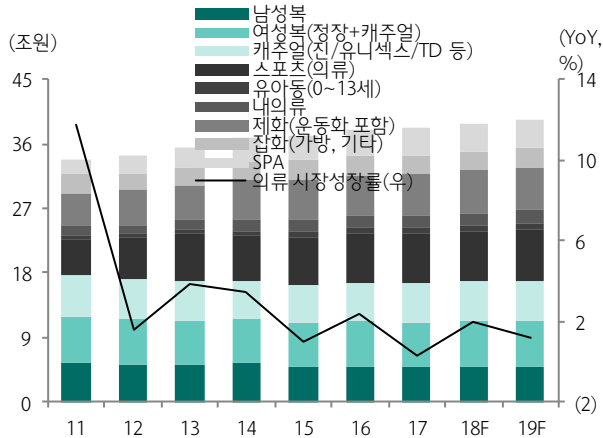
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 90. 국내 의류 판매 증가율 및 온라인 판매 비중 추이



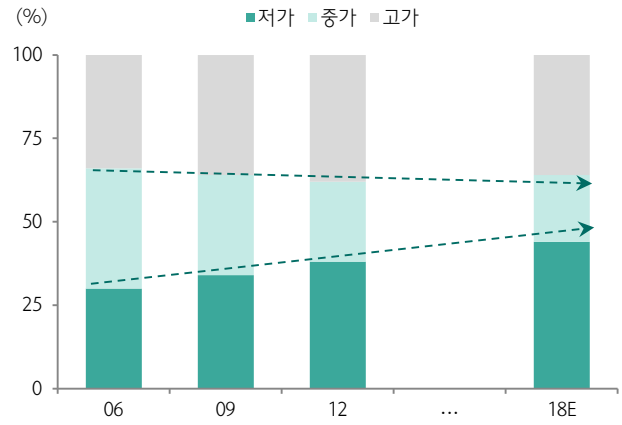
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 91. 국내 복종별 패션시장 규모 추이



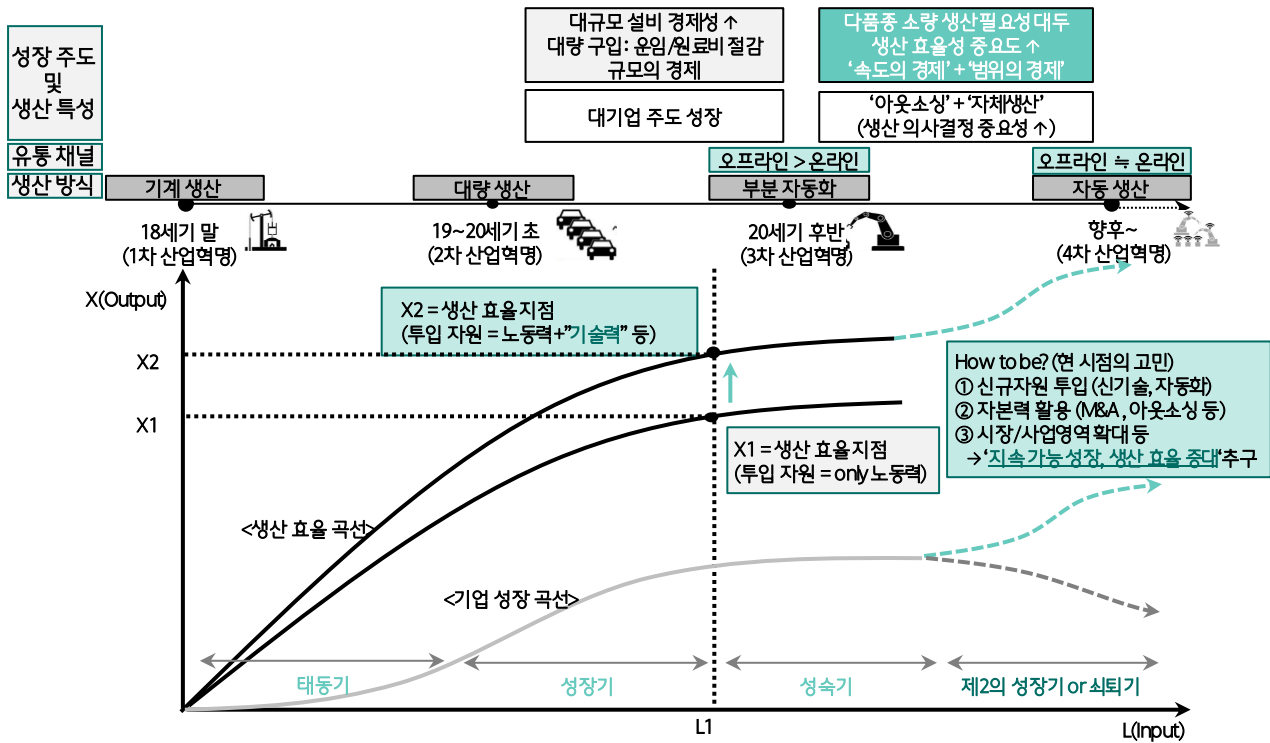
자료: 삼성디자인넷, 하나금융투자

그림 92. 가격대별 의류시장 규모 추이 및 전망



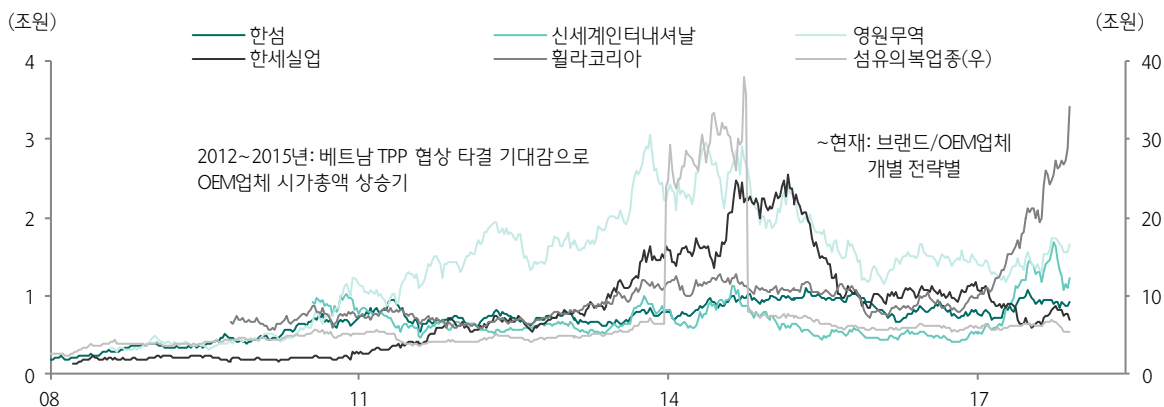
자료: 삼성KPMG 경제연구원, 하나금융투자

그림 93. 산업 성장단계별 섬유/의복 산업 구조 변화 및 생산 효율 곡선



자료: 하나금융투자

그림 94. 섬유/의복업종 및 브랜드/OEM 개별 기업 시가총액 추이



자료: Quantiverse, 하나금융투자

Top Pick 및 관심종목

한섬 (020000)	70
영원무역 (111770)	78
필라코리아 (081660)	84
신세계인터내셔널 (031430)	92
한세실업 (105630)	98

2018년 11월 20일

한섬(020000)

한섬의 내공을 입증할 2019년

내수부진 시기에 더욱 돋보이는 한섬

브랜드업체의 본질적 경쟁력은 결국 '브랜드력'임을 한섬을 통해 확인할 수 있다. 국내 중가브랜드 시장은 수입브랜드와의 경쟁 심화, SPA와 온라인 저가상품 판매 확대로 입지가 축소되고 있다. 하지만, 한섬은 고감도 자체브랜드를 통해 견조하게 외형을 확대 중이다. 원단 퀄리티를 기반으로 쌓아온 충성 고객군과 확고하게 구축된 고급 여성복이라는 브랜드이미지가 핵심 경쟁력이다. 캡티브채널 뿐만 아니라 타 유통채널에서도 한섬의 브랜드 영입을 선호하는 것이 이를 방증한다.

브랜드 철수 불구, 자체브랜드+자회사 매출호조로 YoY 매출 신장

3분기 매출 신장은 인상적이었다. 저효율 수입브랜드 스크랩이 진행되었음에도 불구하고 기존 브랜드와 자회사의 매출성장으로 전년 동기 대비 연결 매출이 신장했다. 저효율 브랜드 철수에 따른 이익률 개선 효과도 고무적이었다. 별도 기준 영업이익률은 전년 동기 대비 2.3%p 개선되었다. 리브랜딩이 진행 중인 자회사(한섬글로벌, 현대G&F) 또한 2018년 1분기 턴어라운드 이후 전사 이익률 개선에 기여하고 있다. 2019년도 이익개선이 지속될 전망이다. 수입브랜드 정리에 따른 비용은 2018년 대부분 기 반영되었으며, 자회사 브랜드리빌딩 효과와 브랜드별 순차적으로 나타나고 있는 것으로 파악한다. 더캐시미어, 래트바이티 포함 신규브랜드 또한 런칭 후 빠른 속도로 손익분기점에 도달, 이익기여도가 확대되고 있어 긍정적이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 4.6만원으로 커버리지 개시

2019년 매출액 1조 3,722억원(YoY+4.0%), 영업이익 1,201억원(YoY+28.6%)으로 전망한다. 현재 12개월 예상 PER 약 10배로, 본격 턴어라운드 구간 진입 감안 시 밸류에이션 매력에 존재한다. 2019년 내수 소비 부진이 전망되는 가운데, 탑라인 성장 보다는 이익개선 폭에 초점을 맞출 것을 권고한다(19년 순이익 YoY+18.2% 전망). 1) 자체 신규브랜드 이익기여도 확대(3Q18 누적 YoY +30%), 2)저효율 수입브랜드 스크랩에 따른 이익률 제고, 3)리브랜딩 진행 중인 자회사 이익성장이 기대된다. 가장 먼저 리브랜딩을 시작한 오브제는 2018년 이익을 내기 시작, 리브랜딩 3년차인 2019년 잔여 브랜드 또한 이익 개선이 예상된다. 노세일 전략에도 불구하고 온라인 채널 매출 확대되며 레버리지 효과 또한 기대 가능하다.

Top Pick

BUY(신규)

TP(12M): 46,000원(신규) | CP(11월19일): 37,950원

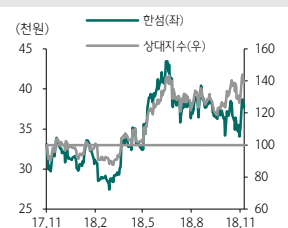
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,100.56
52주 최고/최저(원)	43,450/27,450
시가총액(십억원)	934.7
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	24,630.0
60일 평균 거래량(천주)	63.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4
18년 배당금(예상, 원)	350
18년 배당수익률(예상, %)	0.92
외국인지분율(%)	25.91
주요주주 지분율(%)	
현대홈쇼핑	34.64
국민연금	11.67
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.7 1.2 27.8
상대	5.4 18.5 54.1

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,323.4	1,385.9
영업이익(십억원)	95.3	108.2
순이익(십억원)	74.8	84.8
EPS(원)	3,002	3,421
BPS(원)	45,076	48,517

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	712.0	1,228.7	1,319.3	1,372.2	1,419.4
영업이익	십억원	72.0	55.0	93.4	120.1	140.6
세전이익	십억원	77.4	67.1	104.5	123.6	146.0
순이익	십억원	56.5	53.9	80.5	95.2	112.4
EPS	원	2,293	2,187	3,270	3,864	4,562
증감률	%	(24.1)	(4.6)	49.5	18.2	18.1
PER	배	15.20	14.38	11.61	9.82	8.32
PBR	배	0.95	0.82	0.92	0.84	0.77
EV/EBITDA	배	8.14	10.38	8.23	6.32	5.02
ROE	%	6.60	5.96	8.37	9.13	9.87
BPS	원	36,644	38,476	41,434	44,986	49,236
DPS	원	300	350	350	350	350



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

세 가지로 증명 가능한 한섬의 브랜드파워

한섬의 경쟁력은 세 가지로 증명:

2019년 매출액 1조 3,722억원(YoY+4.0%), 영업이익 1,201억원(YoY+28.6%)으로 전망한다. 침체되는 내수 의류시장 내 고감도 자체브랜드를 통해 안정적으로 외형을 확대하고 있다. 견고한 브랜드력을 기반으로 타 브랜드 대비 경기변동에 따른 매출변동성이 낮은 것이 특징이다. 원단 퀄리티를 기반으로 쌓아온 충성 고객군과, 고급 여성복이라는 브랜드이미지가 핵심 경쟁력이다. 한섬의 브랜드파워는 세 가지로 증명된다.

① 치열한 시장경쟁 환경 내 자체브랜드를 기반으로 이익이 증가

첫째, 치열한 시장경쟁 환경 내 자체브랜드를 기반으로 이익이 증가하고 있다. 브랜드력이 약한 내수브랜드는 성장이 불투명하다. 수입브랜드의 국내시장 침투율이 확대되고 가성비 중심 SPA의 성장세가 가파라지고 있기 때문이다. 반면, 한섬은 자체브랜드 중심 견고한 성장을 지속 중이다. 신규 자체브랜드(더캐시미어, 래트바יתי) 또한 빠르게 시장에 안착하며 한섬의 브랜드력을 증명한다. 더캐시미어는 런칭 2년차 손익분기점에 도달, 이익 증가에 기여하고 있다.

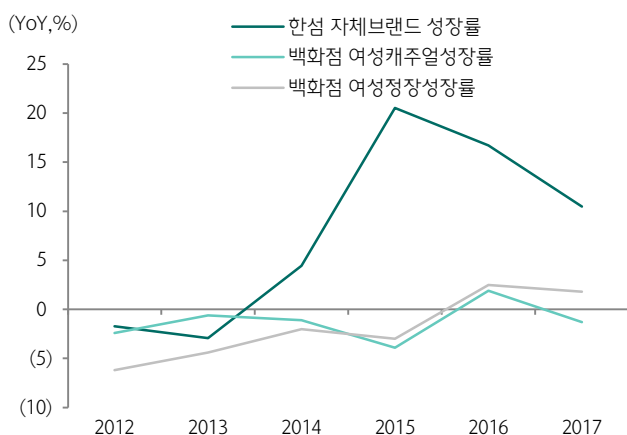
② 한섬의 노세일 전략에도 불구하고 견조한 브랜드소구력

둘째, 한섬의 노세일 전략에도 불구하고 견조한 브랜드소구력을 보이고 있다. 퀄리티에 기반한 브랜드 본질적 역량 확보에 기인한다. 자체브랜드 볼륨화에 따른 유통채널 대상 협상력 제고 또한 가능하다. 온라인으로 채널을 확대하며 영업 레버리지 효과 또한 기대할 수 있다.

③ 캠퍼스 채널을 바탕으로 쌓아온 브랜드 인큐베이팅 능력 또한 경쟁력

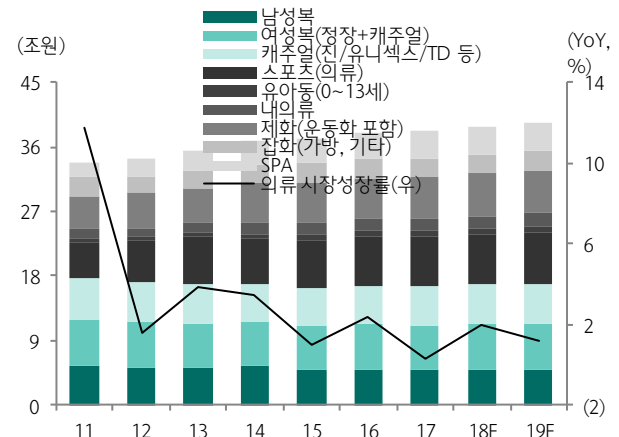
마지막으로, 캠퍼스 채널을 바탕으로 쌓아온 브랜드 인큐베이팅 능력 또한 경쟁력이다. 남성복 시장 진출(타임옴프, 시스템옴프), 한섬글로벌, 현대지앤에프는 2019년 리브랜딩 3년차로 수익성 개선 효과가 본격화될 전망이다. 브랜드리뉴얼에 우선적으로 돌입한 오브제, 클럽 모나코 중심 매출이 확대되고 있으며, 저효율 수입브랜드스크랩 관련 비용은 2018년 말까지 상당 부분 반영, 마무리될 전망이다.

그림 1. 한섬 자체브랜드 성장률과 백화점 복종별 성장률 비교



자료: 한섬, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 2. 국내 여성복 시장규모 점차 축소되는 추세에도 한섬은 성장



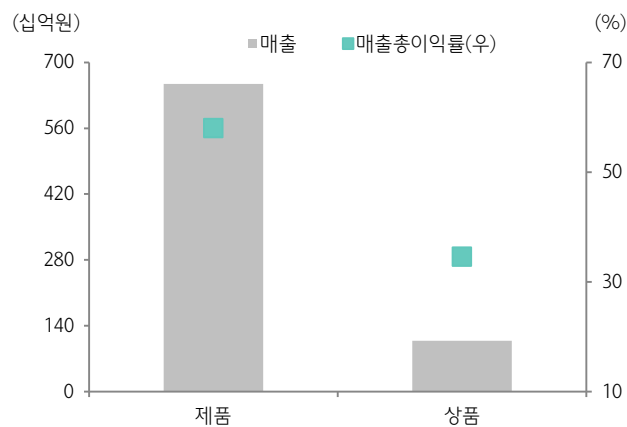
자료: 삼성디자인넷, 하나금융투자

자체브랜드 및 신규브랜드의 안정적 성장 지속

소비 불황기에도 한섬은 매출 성장을
시현할 만큼 브랜드력이 견고

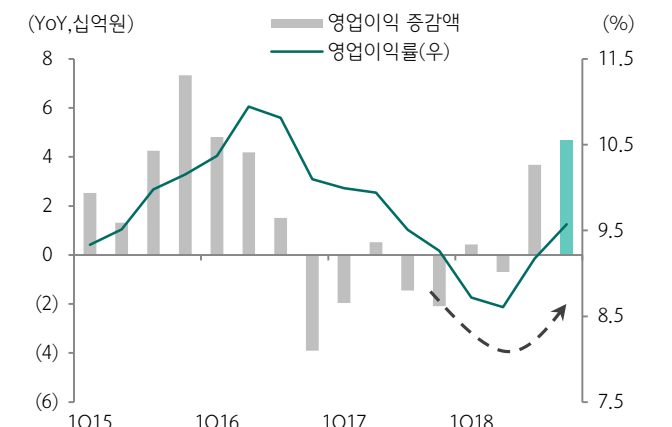
주 수익창출원인 자체브랜드의 볼륨화가 지속되고 있다. 소비 불황기에도 한섬은 매출 성장을 시현할 만큼 브랜드력이 견고하다. 타임과 시스템은 메가브랜드로 자리잡았으며 연 매출 2천억, 1천2백억원 이상을 달성하는 것으로 파악된다. 마인, SJSJ, 타임옴, 시스템옴은 5백억원 이상 매출을 창출하며 이익에 기여 중인 것으로 파악한다. 브랜드력을 기반으로 전국 백화점 유통망에 대부분 입점되어 있다. 백화점 추가 출점이 제한적인 상황에서 충성 고객군을 기반으로 안정적으로 성장 중이다. 신규 자체브랜드 더캐시미어(15.8월 런칭), 래트바이티(16.8월) 성장세 또한 고무적이다. 전년 동기 대비 누적 60%, 30%대 성장률을 보이고 있다(18.10월 말 기준). 더캐시미어는 2017년 손익분기점 달성 이후 2018년 이익 기여도가 확대되고 있다. 기존 한섬 자체브랜드는 20~30대 젊은 층이 주 타겟이었으나, 래트바이티를 통해 시니어층으로 고객군을 다각화하고 있다. 더캐시미어와 래트바이티 또한 여성복시장에 원단 경쟁력을 확보한 고감도 브랜드로 자리잡을 가능성이 높다. 반면, 텍케(가방/잡화)의 성장률은 다소 아쉽다. 백화점 잡화 카테고리 매출이 역성장을 지속하고 있다. 여성들의 가치소비를 위한 주력 카테고리가 잡화, 악세서리 중심으로 자리잡으며 수입브랜드와의 경쟁 열위에 놓여있다는 판단이다.

그림 3. 한섬 수입브랜드와 자체브랜드 매출액 및 매출총이익률 비교



자료: 한섬, 하나금융투자

그림 4. 한섬 별도 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 한섬, 하나금융투자

한섬의 저효율브랜드 철수 효과:
단기적 매출 이탈 영향은 상존하나
이익을 개선 여력이 높아 긍정적

자체브랜드(별도): 2019년 저효율 수입 브랜드스크랩 효과 기대

2017년부터 저효율 브랜드스크랩이 지속 진행 중이다(브랜드 철수 기준: 20~50억원 적자 지속). 단기적 매출 이탈 영향은 상존하나 이익을 개선 여력이 높아 긍정적이다. 2018년 6개의 브랜드가 철수가 진행된 것으로 파악한다. 한섬의 온라인 판매비중 확대에 의한 비용 감소분이 저효율 수입브랜드 정리에 따른 손실분을 상쇄하고 있다. 수익성 개선은 2019년 본격화될 전망이다. 재고충당금, 인테리어 감가상각비 등 일시적 비용 증가는 불가피하나 비효율브랜드로부터 발생했던 적자 폭이 축소 여지가 더 클 것으로 판단다. 고수익 럭셔리브랜드(로샤스, 포츠 1961, 필립림) 중심 성장 전략 또한 지속 중이다. 컨템포러리와 달리, 럭셔리브랜드는 상품 풀 라인업을 갖추고 있어 브랜드 볼륨화가 상대적으로 수월하다. 공격적 매장 수 확대보다 핵심 상권 중심 출점을 지속한다. 편집샵 '무이(하이엔드 럭셔리)'와 '툼그레이하운드(컨템포러리+신진 디자이너)'를 활용, 수입브랜드 인큐베이팅 채널 역할을 확대해나갈 전망이다.

표 1. 한섬 브랜드 도입 히스토리

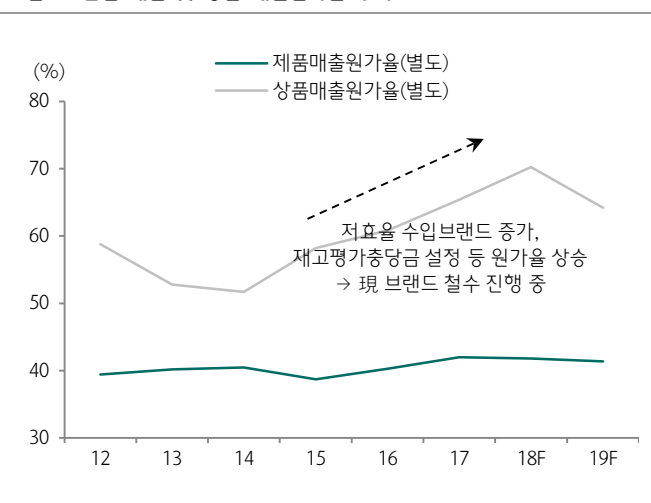
시기	브랜드 명	전개 형태		비고
		제품	상품	
한섬	1988.02 마인(MINE)	◎		편집샵 2017년 이탈
	1990.02 시스템(SYSTEM)	◎		
	1993.02 타임(TIME)	◎		
	1997.02 SJSJ	◎		
	2000.02 타임 옴므(TIME HOMME)	◎		
	2004.05 무이(MUE)			
	2004.07 끌로애		◎	2017년 이탈, 라이선스 편집샵
	2007.07 랑방		◎	
	2007.08 씨바어끌로애	◎		
	2008.05 톼그레이하운드			
	2008.08 시스템 옴므(SYSTEM HOMME)	◎		
	2009.08 랑방컬렉션	◎		라이선스(랑방) 2017년 중단 2017년 중단
	2012.07 주시 꾸뛰르		◎	
	2013.05 일레븐타		◎	
	2013.08 이로		◎	
	2014.02 발리		◎	
	2014.02 텍케	◎		잡화 브랜드 2017년 이탈
	2014.03 더쿠플스		◎	
	2014.03 자마추		◎	
	2014.04 MM6		◎	
	2014.09 랑방스포츠	◎		
	2014.09 벨스타프		◎	라이선스(랑방) 2017년 중단, 라이선스
	2015.04 버드 바이 주시 꾸뛰르	◎		
	2015.06 이치아더		◎	
	2015.08 더 캐시미어	◎		
	2015.09 모덴	◎		
	2015.09 랑방 컬렉션 액세서리	◎		2017년 중단 라이선스(랑방), 잡화 브랜드 편집샵
	2016.09 래트바יתי	◎		
	2016.09 FOURM			
	2017.03 MYRIAM SCHAEFER		◎	
	2017.03 로샤스		◎	
	2017.10 포츠1961		◎	
	2018.03 필립림(Phillip Lim)		◎	
한섬 글로벌	- 오브제	◎		2017.3월부터 연결 편입
	- 오즈세컨	◎		
	- 세컨플로어	◎		
	- 클럽모나코		◎	
현대 G&F	- SJYP	◎		
	- 루즈앤라운지	◎		
	- 타미힐피거(Tommy Hilfiger)		◎	
	- DKNY		◎	
	- 캘빈클라인(Calvin Klein)		◎	
	- 아메리칸이글(American Eagle)		◎	
	- 까날리		◎	

자료: 한섬, 하나금융투자

자회사(한섬글로벌&현대지앤에프): 2019년 본격 이익증가 구간 진입

- ① **한섬파리(지분율 100%)**: 2014년 설립한 파리 법인으로, 톰그레이하운드 편집샵이 라파예트 백화점 내 입점되어 있다. 타임 등 한섬 브랜드를 유럽에 소개하고, 유럽 브랜드를 국내로 소싱해오기 위한 안테나샵 개념으로 운영 중이다.
- ② **한섬글로벌(100%)**: 2017년 3월, SK네트웍스(국내 브랜드+중국법인) 패션사업 부문을 인수하며 영입된 법인이다. 오브제, 오즈세컨, 세컨플로어, 클럽모나코와 중국 판매 법인이 종속되어 있다. 2018년 3분기 누적 기준 오브제, 클럽모나코 중심 리브랜딩이 진행되며 정상가판매율이 제고되고 있는 것으로 파악된다. 장기적 수익성 개선을 위해서는 백화점과 아웃렛 채널의 정상가판매율이 동시에 개선되어야 할 것이다. 브랜드리빌딩 3년 차에 접어드는 2019년 본격적인 이익개선을 전망한다. 2017년 4월, 대리상 판매체제 전환 효과와 함께 최소 운영비 수준을 남긴 적자 폭 축소를 예상한다(2017년 50억원 적자).
- ③ **현대지앤에프(100%)**: 과거 SK네트웍스가 운영하면 미국브랜드(라이선스: 타미힐피거, DKNY, 캘빈클라인, 까날리, 아메리칸이글)와 자체브랜드(루즈앤라운지, SJYP)를 영위한다. 타미힐피거는 연간 2천억원 수준의 안정적 매출을 발생시키고 있는 것으로 파악된다. 기존 한섬이 부족했던 미국 캐주얼브랜드에 대한 역량을 강화시킬 수 있는 사업부문이다.
- ④ **한섬피앤디(34.4%)**: 2018년 3월 5일 남해 사우스케이프가 한섬피앤디를 흡수합병했다. 연결회사 지분율이 20% 미만으로 하락하며 매 분기말 한섬의 '기타포괄손익-공정가치 금융상품'으로 반영된다. 임대, 분양, 골프, 상품 매출이 발생하고 있으며 골프장 사업 특성상 감가상각비율이 높은 것이 특징이다.

그림 5. 한섬 제품 및 상품 매출원가율 추이



자료: 한섬, 하나금융투자

표 2. 한섬 사업부문별 전략 정리

분류	대표브랜드	매출비중	수익성	경쟁력
자체브랜드	타임, 마인, 시스템, SJS	高	高 (노세일정책)	브랜드력高 충성도 높은 고객군
수입브랜드 (럭셔리)	로샤스, 포츠1961	低 (비중 30% 확대 계획)	高	다양한 제품 라인업
편집샵	무이, 톰그레이 하운드	低	低	콘텐츠소싱, 차별화브랜드
수입브랜드 (컨템포러리)	쥬시꾸뛰르, 일레븐티 등 (17년 철수)	低	低	저효율브랜드 철수 진행 중

자료: 한섬, 하나금융투자

한섬은 브랜드력을 기반으로
온라인 추가 구매 수요를 흡수

할인판매 없는 온라인채널 전략으로 신 수요 또한 흡수

브랜드업체는 온/오프라인채널 중 그 어떤 채널도 포기할 수 없다. 온라인채널을 통해 마진을 높이고, 오프라인채널을 통해 브랜드이미지를 구축하는 것이 최선의 방법이다. 이를 가장 잘 활용하고 있는 업체는 한섬이다.

자사브랜드 전용 물(한섬닷컴)과 타 브랜드 입점 가능 물(Hmall)을 모두 운영하고 있다. 현재 전체 매출 대비 10% 비중으로 전년 대비 두 배의 성장률을 기록 중이다. 오프라인쇼핑 시장 성장률이 한 자리 대로 정체되어 있는 만큼 향후 빠르게 온라인판매 채널을 활용, 차별적 성장을 실현하는 업체로 한섬을 주목해야 한다.

온라인채널에서도 노세일전략(자체브랜드)을 고수한다. 그럼에도 불구하고 매출성장을 실현하고 있다는 점이 고무적이다. 브랜드력을 기반으로 온라인 추가 구매 수요를 흡수하고 있다. 온라인전용 상품을 따로 출시하고 이월 재고를 소진하는 창구로 활용하고 있는 타 업체와 대조적이다. 2018년 별도 매출액의 10% 이상이 온라인을 통해 발생하며 전사 영업이익률을 개선시킬 것으로 기대한다.

표 3. 한섬 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	244	301	282	401	1,229	330	292	283	414	1,319
별도	196	160	161	249	766	199	160	161	255	775
자회사	49	142	122	153	467	133	133	122	160	549
SKN	49	142	122	152	465	133	133	122	160	547
영업이익	28	12	10	6	55	29	14	19	32	93
별도	27	9	12	25	73	23	8	16	30	77
자회사	1	3	(3)	(19)	(18)	6	6	3	2	16
SKN	1	4	(2)	(18)	(16)	6	6	3	3	18
세전이익	32	13	10	12	67	31	15	19	40	105
지배순익	25	10	7	13	54	23	11	14	32	80
영업이익률(%)	11.3	3.9	3.4	1.5	4.5	8.8	4.8	6.6	7.6	7.1
별도	13.7	5.6	7.6	10.1	9.6	11.6	5.1	9.9	11.6	9.9
자회사	1.1	2.0	(2.2)	(12.4)	(3.9)	4.6	4.4	2.2	1.2	3.0
SKN	1.8	2.5	(1.6)	(12.1)	(3.4)	4.8	4.7	2.3	1.7	3.3
세전이익률(%)	13.1	4.4	3.6	2.9	5.5	9.4	5.0	6.6	9.7	7.9
순이익률(%)	10.2	3.2	2.4	3.2	4.4	7.0	3.8	5.1	7.7	6.1

자료: 한섬, 하나금융투자

표 4. 한섬 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	712	1,229	1,319	1,372	1,419
별도	710	766	775	792	818
자회사	2	467	549	585	606
SKN	-	465	547	583	604
한섬파리	2	2	2	3	3
영업이익	72	55	93	120	141
별도	74	73	77	90	99
자회사	(2)	(18)	16	30	41
SKN	-	(16)	18	31	42
세전이익	77	67	105	124	146
지배순익	56	54	80	95	112
적정시가총액	649	619	966	1,142	1,349
주식수(천주)	24,630	24,630	24,630	24,630	24,630
적정주가(원)	26,369	25,146	39,213	46,362	54,752
적정PER(배)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
EPS(원)	2,293	2,187	3,268	3,864	4,563
영업이익률(%)	10.1	4.5	7.1	8.8	9.9
별도	10.4	9.6	9.9	11.4	12.2
자회사	(103.7)	(3.9)	3.0	5.1	6.8
SKN	-	(3.4)	3.3	5.3	7.0
매출 (YoY,%)	15.4	72.6	7.4	4.0	3.4
별도	15.4	7.8	1.2	2.2	3.3
자회사	25.5	26,875.7	17.5	6.6	3.6
SKN	-	-	17.6	6.6	3.6
영업이익 (YoY,%)	9.0	(23.6)	69.7	28.6	17.1
별도	9.8	(0.8)	5.0	17.6	10.0
자회사	적지	적지	흑전	80.3	38.9
SKN	-	-	흑전	71.2	36.9
순이익 (YoY,%)	7.6	(4.6)	49.4	18.2	18.1

주: SK네트웍스 패션사업부 2017년 3월 1일부터 편입

자료: 한섬, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	712.0	1,228.7	1,319.3	1,372.2	1,419.4
매출원가	309.6	544.6	568.3	557.4	569.5
매출총이익	402.4	684.1	751.0	814.8	849.9
판매비	330.4	629.1	657.6	694.7	709.3
영업이익	72.0	55.0	93.4	120.1	140.6
금융손익	3.9	(1.3)	(0.1)	1.2	2.7
종속/관계기업손익	(2.2)	1.0	(1.9)	0.0	0.0
기타영업외손익	3.7	12.4	13.2	2.3	2.7
세전이익	77.4	67.1	104.5	123.6	146.0
법인세	20.9	13.2	24.0	28.4	33.6
계속사업이익	56.5	53.9	80.5	95.2	112.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.5	53.9	80.5	95.2	112.4
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	56.5	53.9	80.5	95.2	112.4
지배주주지분포괄이익	55.6	51.7	80.5	95.2	112.4
NOPAT	52.6	44.2	72.0	92.5	108.2
EBITDA	88.8	85.8	122.0	146.1	163.6
성장성(%)					
매출액증가율	15.4	72.6	7.4	4.0	3.4
NOPAT증가율	5.6	(16.0)	62.9	28.5	17.0
EBITDA증가율	4.8	(3.4)	42.2	19.8	12.0
영업이익증가율	8.9	(23.6)	69.8	28.6	17.1
(지배주주)순이익증가율	(24.1)	(4.6)	49.4	18.3	18.1
EPS증가율	(24.1)	(4.6)	49.5	18.2	18.1
수익성(%)					
매출총이익률	56.5	55.7	56.9	59.4	59.9
EBITDA이익률	12.5	7.0	9.2	10.6	11.5
영업이익률	10.1	4.5	7.1	8.8	9.9
계속사업이익률	7.9	4.4	6.1	6.9	7.9

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,293	2,187	3,270	3,864	4,562
BPS	36,644	38,476	41,434	44,986	49,236
CFPS	3,507	4,114	5,534	6,149	6,869
EBITDAPS	3,603	3,486	4,955	5,932	6,641
DPS	28,908	49,885	53,565	55,713	57,629
DPS	300	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	15.2	14.4	11.6	9.8	8.3
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
PCFR	9.9	7.6	6.9	6.2	5.5
EV/EBITDA	8.1	10.4	8.2	6.3	5.0
PSR	1.2	0.6	0.7	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	6.6	6.0	8.4	9.1	9.9
ROA	5.7	4.7	6.3	7.0	7.8
ROIC	9.5	6.0	8.2	10.3	12.0
부채비율	17.9	35.3	31.7	28.3	25.2
순부채비율	(15.5)	12.6	7.0	(1.0)	(9.5)
이자보상배율(배)	210.7	19.6	22.4	32.9	43.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	569.0	639.5	711.3	802.9	915.4
금융자산	174.7	33.2	60.3	125.9	215.0
현금성자산	13.3	14.1	39.9	104.6	193.0
매출채권 등	73.6	152.2	163.4	169.9	175.8
재고자산	283.3	449.7	482.9	502.2	519.5
기타유동자산	37.4	4.4	4.7	4.9	5.1
비유동자산	469.0	612.8	603.8	590.4	574.8
투자자산	77.2	76.0	80.6	83.3	85.7
금융자산	15.3	13.1	13.1	13.0	13.0
유형자산	277.0	347.5	335.9	321.9	305.7
무형자산	3.1	36.4	34.3	32.4	30.6
기타비유동자산	111.7	152.9	153.0	152.8	152.8
자산총계	1,038.0	1,252.3	1,315.1	1,393.4	1,490.2
유동부채	153.1	322.2	311.8	302.5	294.5
금융부채	38.4	150.0	130.0	115.0	102.0
매입채무 등	78.8	115.7	124.2	129.2	133.6
기타유동부채	35.9	56.5	57.6	58.3	58.9
비유동부채	4.6	4.6	4.9	5.1	5.3
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	4.6	4.6	4.9	5.1	5.3
부채총계	157.7	326.8	316.8	307.6	299.8
지배주주지분	880.3	925.5	998.3	1,085.8	1,190.5
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
자본조정	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)	(22.2)
기타포괄이익누계액	5.5	3.4	3.4	3.4	3.4
이익잉여금	762.5	809.8	882.6	970.1	1,074.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	880.3	925.5	998.3	1,085.8	1,190.5
순금융부채	(136.3)	116.9	69.7	(10.8)	(113.0)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	18.0	72.8	74.4	100.9	117.2
당기순이익	56.5	53.9	80.5	95.2	112.4
조정	23.8	30.8	28.6	26.0	22.9
감가상각비	16.7	30.9	28.6	26.0	23.0
외환거래손익	0.4	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.2	(1.0)	0.0	0.0	0.0
기타	4.5	0.9	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(62.3)	(11.9)	(34.7)	(20.3)	(18.1)
투자활동 현금흐름	(44.3)	(168.7)	(21.0)	(13.5)	(8.1)
투자자산감소(증가)	5.8	2.1	(4.6)	(2.7)	(2.4)
유형자산감소(증가)	(47.5)	(21.3)	(15.0)	(10.0)	(5.0)
기타	(2.6)	(149.5)	(1.4)	(0.8)	(0.7)
재무활동 현금흐름	21.9	97.1	(27.7)	(22.7)	(20.7)
금융부채증가(감소)	27.0	111.6	(20.0)	(15.0)	(13.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	1.5	(7.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.6)	(6.6)	(7.7)	(7.7)	(7.7)
현금의 증감	(4.5)	0.8	25.8	64.7	88.4
Unlevered CFO	86.4	101.3	136.3	151.5	169.2
Free Cash Flow	(29.5)	49.9	59.4	90.9	112.2

2018년 11월 20일

영원무역(111770)

스카트의 힘을 보여준 2018년

안정적인 OEM, 저평가될 이유가 없다

기능성 원단 생산에 대한 차별성을 보유, 높은 영업이익률을 유지 중이다. 주 바이어는 스포츠브랜드로 전방 업황 구조조정 기에도 바이어 이탈 없이 안정적으로 실적을 유지했다. 100% 자체생산 시스템으로 유지하고자 하는 목표이익률을 보존할 수 있는 여지가 크다. 반대로, 14%대 안정적 영업이익률 훼손 시 추가 하락의 가능성이 상존한다.

스카트의 완전한 실적 정상화는 19년 상반기 확인 가능

2018년 3분기까지 할인판매율 축소에 기반한 스카트의 이익률 회복은 긍정적이었다. 정상이익률이 미드싱글 수준임을 감안 시, 완전 정상화 궤도에 올라탄 수준이다. 2019년 상반기에도 매출성장을 동반한 미드싱글 영업이익률이 유지된다면 안정적 성장구간에 돌입했다고 판단할 수 있을 것이다. 참고로, 2018년 성수기 시즌(1~2Q) 매출성장 폭이 크지 않았던 것은 아쉽다(2Q 누적 YoY +3.0%). 날씨 변동에 대한 실적 불확실성과 고가 사치재라는 상품 특성상 경기변동에 민감할 수 있다.

2019년 OEM 부문 유의미한 매출성장 기여가 가능한 바이어가 추가, 이익률 개선이 선행될 때 박스권 주가를 탈피할 수 있을 것으로 판단한다. 물론, 영원무역은 현재 글로벌 40여개 이상 바이어와 거래 중으로 기능성 원단 OEM업체 중 탑 수준이다. 가장 가능성 높은 시나리오는 현 바이어 내 카테고리 다각화를 통한 점유율 상승이다. 100% 자체생산 등을 통해 공장 가동률과 원가 컨트롤 능력을 확보하고 있기 때문에 신규바이어 유입을 통한 효과는 극대화될 수 있다.

투자 의견 BUY, 목표주가 4.6만원으로 커버리지 개시

2019년 매출액 2조 2,049억원(YoY+5.7%), 영업이익 2,226억원(YoY+7.7%)으로 전망한다. 현재 12개월 예상 PER 약 11배이다. 2019년 스카트의 이익 규모가 2018년과 유사하다는 가정 하, OEM부문 사업가치는 약 12배 수준으로 평가 받고 있어 지나친 저평가 구간이다(스카트 예상 PER 10배 가정). 스카트의 주 바이어는 글로벌 스포츠브랜드로 전방 소매업황에 따른 실적 변동성이 적은 편인데도 불구하고, 2018년 전방시장 부진으로 저조했던 OEM 센터먼트상 동반 저평가되어 있다고 판단한다.

관심 종목

BUY(신규)

TP(12M): 46,000원(신규) | CP(11월19일): 38,650원

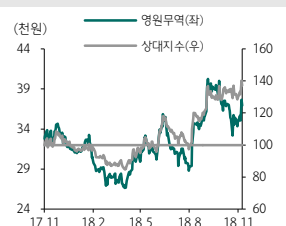
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,100.56
52주 최고/최저(원)	40,250/26,650
시가총액(십억원)	1,712.6
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	44,311.5
60일 평균 거래량(천주)	123.8
60일 평균 거래대금(십억원)	4.6
18년 배당금(예상, 원)	300
18년 배당수익률(예상, %)	0.78
외국인지분율(%)	25.14
주요주주 지분율(%)	
영원무역홀딩스 외 10인	50.84
국민연금	10.85
추가상승률	1M 6M 12M
절대	4.0 16.4 18.7
상대	6.8 36.4 43.2

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,100.6	2,216.1
영업이익(십억원)	207.9	228.2
순이익(십억원)	143.7	163.7
EPS(원)	3,160	3,640
BPS(원)	31,864	34,748

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,001.6	2,009.3	2,085.8	2,204.9	2,223.2
영업이익	십억원	179.4	181.1	206.6	222.6	230.7
세전이익	십억원	153.8	131.1	191.0	208.7	218.4
순이익	십억원	110.0	108.7	145.6	159.0	166.3
EPS	원	2,482	2,453	3,286	3,588	3,753
증감률	%	(15.3)	(1.2)	34.0	9.2	4.6
PER	배	12.35	12.84	11.76	10.77	10.30
PBR	배	1.08	1.12	1.23	1.09	0.98
EV/EBITDA	배	6.16	6.12	6.52	5.88	5.19
ROE	%	9.08	8.78	11.15	10.85	10.15
BPS	원	28,390	28,107	31,547	35,333	39,312
DPS	원	250	300	300	300	300



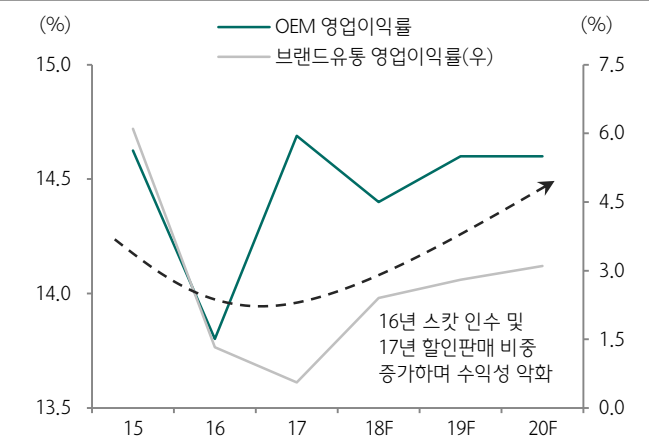
Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

스캇: 2019년 탑라인 성장 + 이익개선 유지된다면 확실한 안정화 국면

2019년 상반기, 스캇 매출 확대를 동반한 미드싱글 수준의 이익을 지속 시, 확실한 실적 안정화 국면에 들어선 것으로 판단

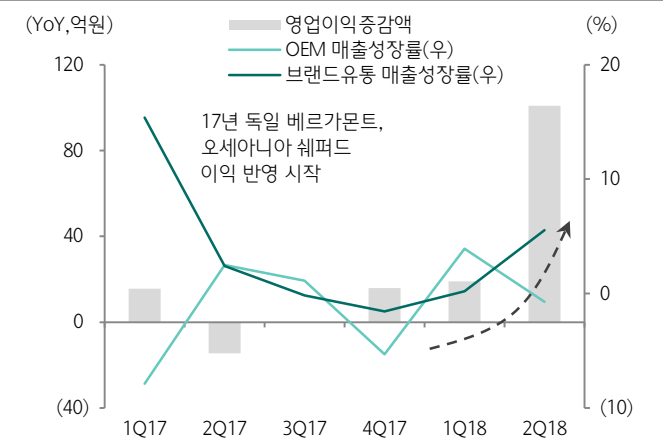
성수기 시즌을 맞이하는 2019년 상반기, 스캇의 매출 확대를 동반한 미드싱글 수준의 이익률이 지속된다면 확실한 실적 안정화 국면에 들어선 것으로 판단할 수 있을 것이다. 2018년 우호적이었던 날씨와 이바이크 대중화에 기인해 수익성이 정상화 수준으로 회복되는 모습이 었다. 다만, 성수기 시즌(1~2Q) 매출성장 폭이 크지 않았던 것은 아쉽다(2Q 누적 YoY +3.0%). 날씨 변동에 대한 실적 불확실성과 고가 사치재라는 상품 특성상 경기변동에 민감할 수 있다.

그림 1. 부문별 영업이익률 추이 및 전망



자료: 영원무역, 하나금융투자

그림 2. 영원무역 영업이익증감액 및 부문별 매출성장을 추이



자료: 영원무역, 하나금융투자

OEM 부문 안정적 이익률은 최대 장점이자 리스크

OEM 부문 높은 이익률은 주가의 하방 경직성을 마련,

그러나, 동시에 일정 수준 이하 마진 하락 시 시장의 우려 심리가 확대될 수 있음

OEM 부문 높은 이익률은 주가의 하방 경직성을 마련해주지만, 동시에 일정 수준 이하 마진을 하락 시 시장의 우려 심리가 확대될 가능성이 높다. 2019년 OEM부문 영업이익률이 개선되어야만 박스권 주가를 탈피할 수 있을 것으로 보인다. 2018년 스캇은 가파른 매출성장과 이익개선세를 시현했다. 예상을 뛰어넘는 호실적이었으며 이미 주가는 스캇의 실적에 대한 기대치를 반영한 것으로 판단한다. 그럼에도 불구하고, 더 큰 주가 상승을 보이지 못하는 이유는 OEM부문의 안정적이지만 상대적으로 낮은(14%대 초반) 이익률에 기인한 것으로 파악한다.

아웃도어 스포츠 시장 성장 정체에도 불구하고 영원무역은 기능성 원단생산에 대한 경쟁력을 보유하며 안정적 이익률을 유지해 왔다. 100% 자체공장 생산 시스템으로 원단가격 상승으로 인한 원가 상승분을 공장 가동률 조정으로 상쇄시킬 수 있는 여지가 있다. 캐주얼 의류 대비 아웃도어 스포츠 의류시장은 업황 부진에 따른 주가 하락을 방어했다. 2019년 OEM 부문 달러 매출성장률은 보수적으로 로우싱글 수준을 가정한다. 이미 40군데 이상의 글로벌 바이어와 거래 중이며, 유의미한 신규 바이어 유입 보다는 단일 바이어 내 카테고리 다각화를 통한 매출확대 가능성이 더 높아 보인다. 캐주얼 의류시장 대비 라이프스타일 아웃도어 스포츠 시장의 성장세가 뚜렷하다는 점 또한 긍정적이다.

2018년 영원무역 영업이익
증가의 대부분은

스카트의 이바이크
판매증가 및 정상가판매율 제고에
따른 이익을 개선에 기인

2019년 실적 전망 및 밸류에이션

2019년 매출액 2조 2,049억원(YoY+5.7%), 영업이익 2,226억원(YoY+7.7%)으로 전망한다. 2018년 3분기 스카트 매출액과 영업이익률은 각각 전년 동기 대비 8.5%, 17.1% 증가했다. 영업이익 증가의 대부분은 스카트의 이바이크 판매증가에 따른 이익률 개선에 기인했다. 전년 대비 매출 증가와 정상가판매율이 동시에 가파르게 올라오면서 전사 수익성을 개선한 것으로 파악된다. 3분기 누적 스카트 이익은 280억원 증가했는데 2019년 절대 이익이 다소 감소한다고 가정하더라도 현 주가 수준은 과도하게 저평가되어있다는 판단이다. 객관적인 주가 수준을 평가하기 위해 OEM부문 이익률 또한 보수적으로 추정했다. 최하단 수준이 14%대 초반 이익률을 가정했으며, 2019년 예상 PER 기준 10배로 주가 상승 여력은 충분하다.

표 1. 영원무역 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	441	565	551	453	2,009	450	575	598	462	2,086
OEM	227	334	362	280	1,203	236	332	365	286	1,220
브랜드유통/기타	213	231	190	173	807	213	244	233	176	866
영업이익	40	68	53	21	181	41	78	62	25	207
OEM	33	59	57	28	177	30	61	51	30	172
브랜드유통/기타	7	9	(4)	(7)	4	12	17	11	(5)	35
세전이익	42	68	46	(25)	131	37	75	59	21	191
지배순익	31	50	43	(16)	109	26	52	47	21	146
영업이익률(%)	9.0	12.0	9.6	4.6	9.0	9.2	13.6	10.3	5.5	9.9
OEM	14.4	17.7	15.8	9.9	14.7	12.6	18.4	14.1	10.4	14.1
브랜드유통/기타	3.1	3.9	(2.3)	(3.9)	0.6	5.5	7.0	4.5	(2.6)	4.0
세전이익률(%)	9.5	12.1	8.3	(5.5)	6.5	8.2	13.1	9.8	4.5	9.2
순이익률(%)	7.0	8.9	7.8	(3.5)	5.4	5.7	9.0	7.8	4.6	7.0

자료: 영원무역, 하나금융투자

표 2. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원/달러(평균)	1,160	1,130	1,101	1,130	1,100
YoY %	2.6%	-2.6%	-2.6%	2.6%	-2.7%

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 3. 영원무역 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	2,002	2,009	2,086	2,205	2,223
OEM	1,226	1,203	1,220	1,289	1,293
브랜드유통/기타	776	807	866	916	931
영업이익	179	181	207	223	231
OEM	169	177	172	184	192
브랜드유통/기타	10	4	35	38	39
세전이익	154	131	191	209	218
지배순익	110	109	146	159	166
적정시가총액	1,650	1,630	2,184	2,385	2,497
주식수(천주)	44,311	44,311	44,311	44,311	44,311
적정주가(원)	37,230	36,793	49,289	53,835	56,347
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	2,482	2,453	3,286	3,589	3,756
영업이익률(%)	9.0	9.0	9.9	10.1	10.4
OEM	13.8	14.7	14.1	14.3	14.8
브랜드유통/기타	1.3	0.6	4.0	4.2	4.2
매출 (YoY,%)	26.3	0.4	3.8	5.7	0.8
OEM	4.4	(1.9)	1.4	5.7	0.3
브랜드유통/기타	89.1	4.0	7.4	5.7	1.6
영업이익 (YoY,%)	(8.8)	0.9	14.1	7.7	3.6
OEM	(1.5)	4.4	(2.6)	7.1	4.1
브랜드유통/기타	(58.9)	(56.4)	672.7	11.0	1.6
순이익 (YoY,%)	(15.3)	(1.2)	34.0	9.2	4.7

주: 환율가정 표 17 참고

자료: 영원무역, 하나금융투자

표 4. 영원무역 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	비 고
OEM 사업가치(A)	1,769	1,928	
매출액	1,220	1,289	
영업이익	171	183	
순이익	118	129	
적정PER(배)	15.0	15.0	
SCOTT 사업가치(B)	101	107	지분율 50.01% 보유
매출액	755	801	
영업이익	19	20	영업이익률 3% 가정
순이익	8	8	
적정PER(배)	13.0	13.0	글로벌 Peer 20배 대비 할인율 35% 적용
적정 시가총액(A+B)	1,830	2,035	
발행주식수(천주)	44,311	44,311	
적정주가 I (원)	42,201	45,929	
적정주가 II (원)	45,618		시간 가중치 적용

자료: 영원무역, 하나금융투자

스캇은 유럽 자전거 브랜드로
세계 3대 자전거 대회 중주국이 속한
유럽 시장 내 높은 인지도를 확보

스캇은 유럽 자전거 브랜드로 세계 3대 자전거 대회 중주국이 속한 유럽 시장 내 높은 인지도를 확보하고 있다. 2017년 주력 제품인 마운틴바이크와 로드바이크의 판매 부진으로 할인 판매를 진행, 수익성이 악화되었다. 온전한 수익성 정상화 가정 시 미드싱글 수준 영업이익률을 기대할 수 있다. 마운틴바이크(MTB), 로드바이크 가격은 대당 평균 5백만원 수준으로고가 조닝에 위치한다. 생활여가를 위한 일종의 사치재 성격이 강한 제품으로 브랜드력 기반 매출 성장이 중요하다고 판단한다. 경기 변동 및 날씨 변화도 중요한 실적 변수이다. 2017년 상반기 매출 증가는 전년도 대비 우호적이었던 날씨와 이바이크 시장의 성장에 기인했다. 2019년 상반기, 지속적인 매출 확대와 이익개선 추이를 지켜보아야 한다.

표 5. 글로벌 자전거 유통/부품 제조업체 밸류에이션 비교

(단위: 배, 백만달러, %)

기업명		SHIMANO INC (자전거 부품 제조)	MERIDA INDUSTRY (자전거 유통/판매)	GIANT (자전거 유통/판매)
Ticker		7309 JP EQUITY	9914 TT EQUITY	9921 TT EQUITY
주가(USD)		140.4	4.3	4.7
시가총액(백만달러)		13,014	1,292	1,779
시가총액(조원)		14.6	1.4	2.0
P/E	2017	29.2	34.2	24.9
	2018F	27.2	23.6	23.3
	2019F	26.1	17.7	20.6
P/S	2017	4.3	1.5	0.9
	2018F	4.2	1.5	0.9
	2019F	4.0	1.3	0.9
P/B	2017	3.3	3.3	2.7
	2018F	3.2	3.2	2.6
	2019F	2.9	2.9	2.5
EV/EBITDA	2017	14.9	28.1	16.3
	2018F	14.4	21.1	13.4
	2019F	13.0	17.3	12.6
영업이익률	2017	19.2	4.6	5.3
	2018F	19.9	5.4	5.8
	2019F	20.1	6.1	6.1
순이익률	2017	11.4	3.6	3.7
	2018F	15.4	6.3	4.0
	2019F	15.3	7.6	4.3
ROE	2017	11.7	9.7	11.0
	2018F	12.3	14.3	11.7
	2019F	12.1	17.6	12.8

주: 2018년 11월 16일 종가 기준
자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,001.6	2,009.3	2,085.8	2,204.9	2,223.2
매출원가	1,474.6	1,472.2	1,513.8	1,616.6	1,612.0
매출총이익	527.0	537.1	572.0	588.3	611.2
판매비	347.5	356.0	365.4	365.7	380.5
영업이익	179.4	181.1	206.6	222.6	230.7
금융손익	(9.0)	(11.4)	(9.9)	(8.3)	(6.8)
종속/관계기업손익	(2.1)	(2.3)	(2.3)	(2.2)	(2.1)
기타영업외손익	(14.6)	(36.3)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
세전이익	153.8	131.1	191.0	208.7	218.4
법인세	44.8	36.4	46.8	51.1	53.4
계속사업이익	109.0	94.7	144.2	157.6	165.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	109.0	94.7	144.2	157.6	165.0
비지배주주지분 손익	(1.0)	(14.0)	(21.4)	(23.3)	(24.4)
지배주주순이익	110.0	108.7	145.6	159.0	166.3
지배주주지분포괄이익	110.5	(1.4)	9.0	9.9	10.4
NOPAT	127.1	130.8	156.0	168.1	174.3
EBITDA	237.2	240.7	254.6	258.9	261.3
성장성(%)					
매출액증가율	26.3	0.4	3.8	5.7	0.8
NOPAT증가율	(14.8)	2.9	19.3	7.8	3.7
EBITDA증가율	(4.7)	1.5	5.8	1.7	0.9
영업이익증가율	(8.8)	0.9	14.1	7.7	3.6
(지배주주)순이익증가율	(15.3)	(1.2)	33.9	9.2	4.6
EPS증가율	(15.3)	(1.2)	34.0	9.2	4.6
수익성(%)					
매출총이익률	26.3	26.7	27.4	26.7	27.5
EBITDA이익률	11.9	12.0	12.2	11.7	11.8
영업이익률	9.0	9.0	9.9	10.1	10.4
계속사업이익률	5.4	4.7	6.9	7.1	7.4

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,482	2,453	3,286	3,588	3,753
BPS	28,390	28,107	31,547	35,333	39,312
CFPS	5,489	5,693	5,667	5,762	5,810
EBITDAPS	5,353	5,432	5,746	5,843	5,897
DPS	45,171	45,345	47,071	49,759	50,172
DPS	250	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	12.3	12.8	11.8	10.8	10.3
PBR	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
PCFR	5.6	5.5	6.8	6.7	6.7
EV/EBITDA	6.2	6.1	6.5	5.9	5.2
PSR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	9.1	8.8	11.2	10.8	10.2
ROA	4.8	4.7	6.2	6.4	6.3
ROIC	9.5	9.7	12.1	12.7	13.0
부채비율	73.5	69.7	63.5	59.1	54.9
순부채비율	(2.2)	(2.6)	(9.6)	(15.9)	(22.5)
이자보상배율(배)	14.2	10.3	12.8	14.4	15.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,413.9	1,277.4	1,444.5	1,626.7	1,812.5
금융자산	534.2	476.9	565.0	660.5	786.6
현금성자산	461.0	389.0	472.6	562.7	681.8
매출채권 등	351.8	317.2	329.2	348.0	350.9
재고자산	480.6	434.8	500.0	565.0	621.5
기타유동자산	47.3	48.5	50.3	53.2	53.5
비유동자산	975.8	997.5	962.6	944.5	925.7
투자자산	105.7	152.1	158.3	167.6	169.5
금융자산	97.3	146.4	152.0	160.7	162.0
유형자산	565.7	552.1	515.2	491.8	475.1
무형자산	215.9	162.0	157.8	153.8	149.8
기타비유동자산	88.5	131.3	131.3	131.3	131.3
자산총계	2,389.7	2,274.9	2,407.1	2,571.1	2,738.2
유동부채	620.8	551.7	554.9	572.0	595.3
금융부채	318.2	270.4	260.7	251.3	246.4
매입채무 등	269.3	243.3	255.4	281.0	309.1
기타유동부채	33.3	38.0	38.8	39.7	39.8
비유동부채	391.4	382.4	380.4	382.9	374.8
금융부채	185.4	172.3	162.3	152.3	142.3
기타비유동부채	206.0	210.1	218.1	230.6	232.5
부채총계	1,012.2	934.1	935.3	954.9	970.1
지배주주지분	1,245.0	1,229.5	1,381.9	1,549.8	1,726.0
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	411.1	410.9	410.9	410.9	410.9
자본조정	(13.0)	(15.9)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
기타포괄이익누계액	43.0	(67.1)	(67.1)	(67.1)	(67.1)
이익잉여금	781.8	879.5	1,031.9	1,199.7	1,376.0
비지배주주지분	132.5	111.2	89.9	66.5	42.1
자본총계	1,377.5	1,340.7	1,471.8	1,616.3	1,768.1
순금융부채	(30.6)	(34.3)	(142.0)	(257.0)	(397.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	101.9	159.1	136.3	148.6	168.1
당기순이익	109.0	94.7	144.2	157.6	165.0
조정	94.8	111.8	50.4	38.6	32.8
감가상각비	57.7	59.5	48.0	36.3	30.6
외환거래손익	(0.4)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	2.1	2.3	2.3	2.2	2.1
기타	35.4	48.7	0.1	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(101.9)	(47.4)	(58.3)	(47.6)	(29.7)
투자활동 현금흐름	(102.2)	(162.7)	(19.8)	(25.9)	(20.8)
투자자산감소(증가)	13.2	(44.1)	(8.4)	(11.5)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(56.6)	(143.0)	(7.0)	(8.9)	(10.0)
기타	(58.8)	24.4	(4.4)	(5.5)	(6.8)
재무활동 현금흐름	8.8	(51.8)	(32.8)	(32.6)	(28.1)
금융부채증가(감소)	121.2	(61.0)	(19.6)	(19.4)	(14.9)
자본증가(감소)	(20.3)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(83.2)	20.4	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(8.9)	(11.0)	(13.2)	(13.2)	(13.2)
현금의 증감	7.7	(72.1)	83.6	90.0	119.2
Unlevered CFO	243.2	252.3	251.1	255.3	257.5
Free Cash Flow	32.7	14.9	129.3	139.7	158.1

2018년 11월 20일

힐라코리아(081660)

브랜드력이 탑라인을, 유통/생산방식이 이익개선을 주도

브랜드력이 이끌고, 유통/생산채널이 받쳐주는 이익개선

힐라코리아는 ①브랜드력 기반 상품적중률 상승, ②효율성 중심 홀세일 유통채널 개편, ③신발 생산방식 개편(부산 생산공장 이전)이 외형과 수익성을 동시에 견인하고 있다. 2019년 헤리티지 라인 외 가능성 운동화 라인의 상품 적중률 제고, 미국 홀세일 마켓 내 침투율 상승 등이 전제된다면 추가적인 주가 상승을 기대할 수 있다. 유럽 등 패션 선진국에서의 로열티 증가는 개선된 글로벌 브랜드파워를 증명하고 있어 긍정적이다.

국내/미국 신발 판매가 견인한 3분기 호실적, 이제 차기 운동화 라인을 기대

①힐라KOREA(국내+중국): 3분기는 가장 비수기임에도 불구하고, 2분기 대비 매출이 359억원 증가했다. 신발 매출호조로 계절성이 완화된 영향이다(신발 매출비중: 3Q17 누적 53%→ 3Q18 63%). Full prospect 디자인수수료 또한 전년 대비 126% 증가했다(52억원). ②힐라USA: 매출이 전년 대비 62.5% 상승, 이익률은 전년 동기 대비 +4.5%p 상승했다. 힐라 전사 이익률은 7.9%p 개선되었는데, 주 이유는 다음과 같다. ①국내/미국 신발 판매 증가: 고마진 신발 매출비중 확대와 신발 생산을 담당하는 부산공장 규모의 경제 효과에 기인한다. ②홀세일채널 비중 확대: 백화점 대비 이익률이 높은 홀세일 매출비중이 40% 이상으로 지속 확대되며 이익률 개선을 견인하고 있다.

이제 차기 운동화 라인이 기대되는 시점이다. 글로벌 스포츠브랜드로서 공고한 입지 확보를 위해서는 히트상품 라인 출시가 지속되어야 한다. 나이키, 아디다스 등 글로벌브랜드는 스포츠 가능성 운동화에 특화되어 있다. 트렌드의 변화에도 불구하고 견조한 외형 성장을 지속할 수 있는 글로벌 스포츠브랜드의 핵심 경쟁력이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 6.5만원으로 커버리지 개시

2019년 매출액 3조 1,800억원(YoY+10.5%), 영업이익 4,457억원(YoY+21.0%)으로 전망한다. 2018년 힐라 국내 부문 턴어라운드로 높아진 주가 수준은 부담이다. 차익 실현 매물 출회 가능성이 상존한다. 하지만, 이익증가에 기반한 주가 상승이었던 만큼 합리화될 수 있는 수준으로 판단한다. 현재 12개월 예상 PER은 약 13배로 글로벌 스포츠브랜드 평균 대비 저평가되어 있다. 추가적인 주가 상승을 위해서는 ①2019년 힐라 국내 고가 제품으로의 업셀링 전략 주효, ②미국 하이티어 홀세일 마켓 침투율 상승, ③헤리티지 이후 가능성 운동화 라인 상품적중률 제고 등 글로벌 스포츠브랜드로서 입지를 재확인할 때 가능할 전망이다.

관심 종목

BUY(신규)

TP(12M): 65,000원(신규) | CP(11월19일): 56,000원

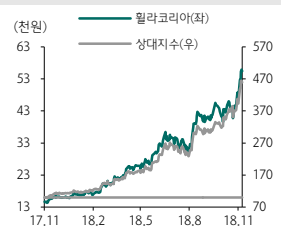
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,100.56
52주 최고/최저(원)	56,000/15,240
시가총액(십억원)	3,422.4
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	61,115.1
60일 평균 거래량(천주)	583.4
60일 평균 거래대금(십억원)	26.0
18년 배당금(예상, 원)	50
18년 배당수익률(예상, %)	0.09
외국인지분율(%)	43.63
주요주주 지분율(%)	
에프에프투자증권외2인	20.11
KB자산운용	8.48
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.0 100.0 267.5
상대	28.3 134.3 343.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,884.5	3,092.8
영업이익(십억원)	349.9	389.7
순이익(십억원)	258.3	290.4
EPS(원)	2,866	3,266
BPS(원)	16,487	18,953

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	967.1	2,530.3	2,878.7	3,180.0	3,337.9
영업이익	십억원	11.8	217.5	368.4	445.7	480.0
세전이익	십억원	431.1	181.8	359.7	426.4	465.6
순이익	십억원	323.3	62.4	214.3	257.9	284.9
EPS	원	5,684	1,030	3,507	4,220	4,662
증감률	%	흑전	(81.9)	240.5	20.3	10.5
PER	배	2.48	15.85	15.97	13.27	12.01
PBR	배	0.94	1.25	3.60	3.02	2.57
EV/EBITDA	배	71.29	8.64	10.99	9.27	8.59
ROE	%	48.35	7.53	24.48	24.74	23.12
BPS	원	15,035	13,074	15,571	18,541	21,787
DPS	원	50	50	50	50	50



Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

힐라코리아는

- ①브랜드력 기반 상품적중률 상승,
- ②효율성 높은 홀세일중심 유통채널,
- ③신발 생산방식 개편
(부산 생산공장 이전)이
외형과 수익성을 동시에 견인

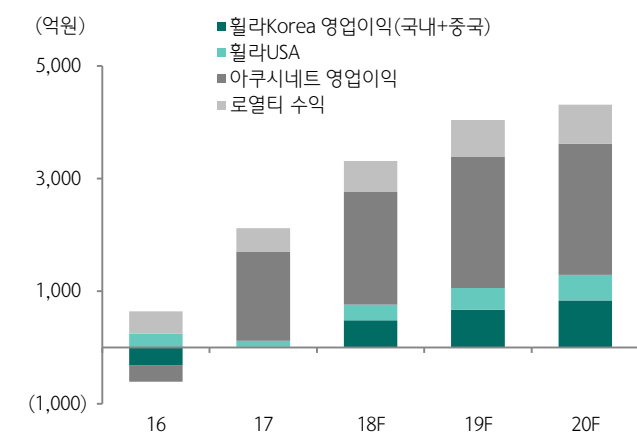
국내 부문 이익개선 요인: ① 브랜드력, ② 홀세일 유통채널, ③ 부산 생산공장 효율성

힐라코리아는 ①브랜드력 기반 상품적중률 상승, ②효율성 중심 홀세일 유통채널 개편, ③ 신발 생산방식 개편(부산 생산공장 이전)이 외형과 수익성을 동시에 견인하고 있다. 높아진 주가 수준은 부담이다. 추가적인 주가 상승을 위해서는 2019년 헤리티지 라인 이후 기능성 운동화 라인의 상품 적중률 제고, 미국 홀세일 마켓 내 침투율 상승 등 글로벌브랜드로써 입지 증명이 전제되어야 할 것이다. 유럽 등 패션 선진국에서의 로열티 매출증가는 개선된 브랜드파워를 증명하고 있어 긍정적이다.

상품 측면에서는 신발 판매비중 확대가 수익성을 견인하고 있다. 두 가지 근거에 기인한다. 첫째, 힐라는 의류 대비 신발의 정상가판매율이 더 높다. 특히, 신발은 홀세일(풋커, ABC 마트 등)채널을 통한 유통비중이 확대되며 이익률이 상승하고 있다(홀세일 비중 40% 추정). 홀세일채널은 재고 부담이 없고 판관비 부담이 적어 타채널 대비 이익률이 높다.

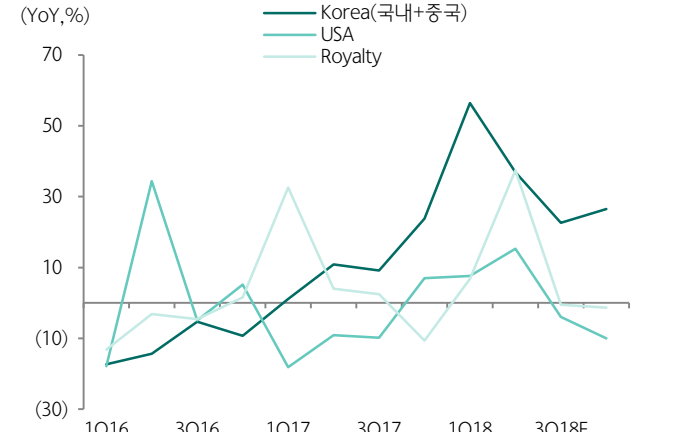
신발 생산공장 부산 이전 또한 마진 개선에 기여하고 있다. 부산공장은 국내/미국 판매물량의 생산을 담당한다. 비딩 후 입찰 방식으로 생산을 진행하며 본사와의 피드백 절차 축소로 비용 절감이 가능하다. 2018년 말 기준 7백만족 이상 소싱하며 대량 주문에 따른 비용 절감이 지속될 것으로 예상된다(2017년 350만족→ 1H18 누적 4백만족 생산 완료).

그림 1. 힐라코리아 전사 영업이익 부문별 비중 추이



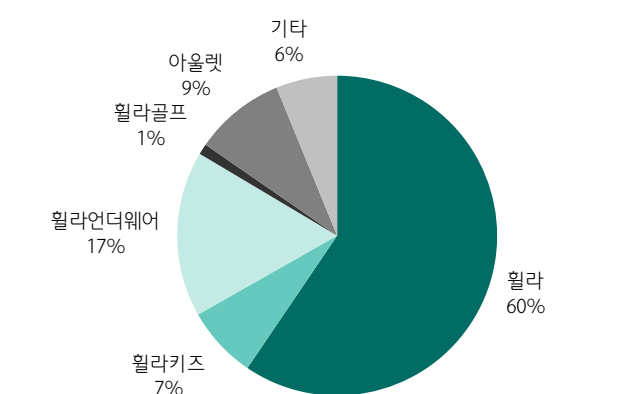
자료: 힐라코리아, 하나금융투자

그림 2. 부문별 매출증감률 추이 및 전망



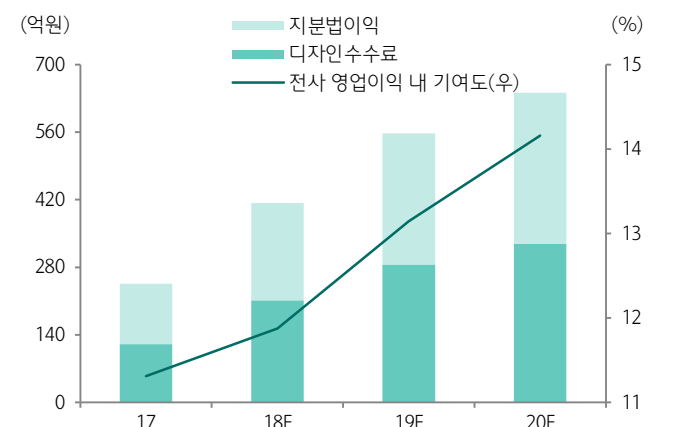
자료: 힐라코리아, 하나금융투자

그림 3. 힐라 국내 부문 매출 비중(3Q18 기준)



자료: 힐라코리아, 하나금융투자

그림 4. 안타스포츠로부터 수취하는 이익 비중 추이



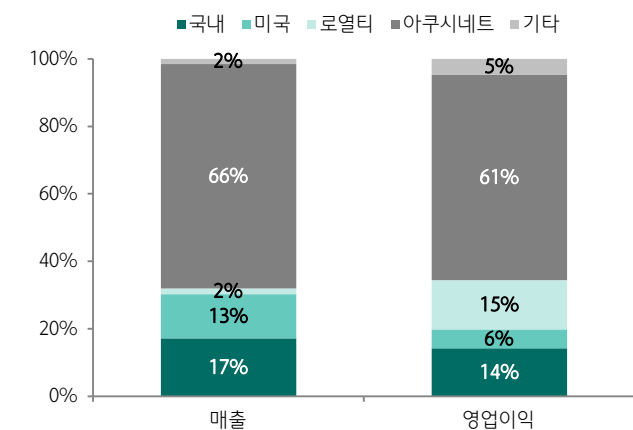
자료: 힐라코리아, 하나금융투자

브랜드리빌딩, 유통 및 생산 혁신이 주도하는 변화의 시작

휠라 KOREA는 홀세일 중심 채널 개편과 국내 계열브랜드 및 의류로의 긍정적 낙수효과 기대

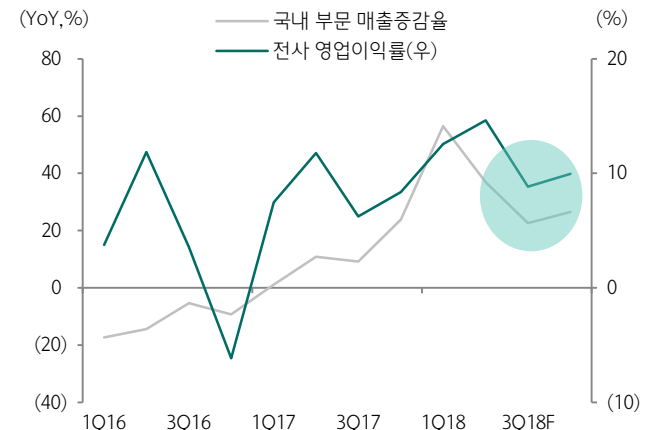
휠라의 글로벌 매출 확대와, 유통/생산체제 개편에 따른 수익성 제고 본격화가 2019년 주가 상승의 기폭제가 될 전망이다. 휠라 KOREA는 홀세일 중심 채널 개편과 국내 계열브랜드 및 의류로의 긍정적 낙수효과가 기대된다. 홀세일채널은 재고부담이 낮고, 가격 기반 소비자 접근성이 높은 것이 특징이다. 재고회전율이 빨라 상품적중률 상승 여지 또한 높다. 국내 신발판매량이 확대되며 기대할 수 있는 효과는 다음과 같다. ①전사 이익률 개선이다. 의류 대비 높은 신발 정상가판매율에 기인한다. ②생산효율 개선에 따른 원가절감 효과이다(샘플링 내재화 후 단가 입찰+생산피드백 절차 단축). 국내/미국 신발판매량이 증가할수록 규모의 경제 효과가 확대된다. 미국시장은 글로벌 스포츠브랜드 경쟁의 각축지로서 하이티어채널향 매출 확대가 가시화될 때, 글로벌브랜드로서의 제고된 입지를 확인할 수 있을 전망이다. 2019년 아쿠시네트 고마진 골프공 신제품 '프로V1' 이 출시 예정되어 있다. 우호적 날씨 환경이 뒷받침된다면 온코스 판매량 증가에 따른 판매량 증가를 기대 가능하다.

그림 5. 휠라코리아 사업부문별 매출 및 영업이익 비중(2018년 기준)



주: 부문별 실적은 하나금융투자 추정치
자료: 휠라코리아, 하나금융투자

그림 6. 국내 부문 매출증감률 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 휠라코리아, 하나금융투자

(1) 국내(휠라 KOREA)

2019년 휠라 본업의 실적개선 여부가 핵심

국내 매출은 휠라, 휠라키즈, 언더웨어, 골프, 아울렛, 기타로 이루어져있다. 2019년 휠라 본업의 실적개선 여부가 핵심이다. 신발 매출비중 확대로 이익률 제고가 가능하다. 업종 특성상 의류의 수익성이 더 높으나, 제고된 브랜드력 기반 신발 정상가판매율이 상승하며 수익성이 개선되고 있다(하계 반팔티셔츠 판매에 기인한 계절성 완화 예상). '어글리슈즈', '고프 코어'등 개성이 뚜렷해진 디자인과 중저가 상품 지속 출시(5~8만원)로 10~20대 대상 가성비 좋은 브랜드로 인식되었다. 펜디, 마우이앤선스, 츄파춥스, 배틀그라운드 등 다양한 산업의 대표브랜드와 콜라보레이션 상품을 출시하며 고가 상품군 포트폴리오를 확대하고 있다. 홀세일 중심 유통구조 개편 또한 이익개선에 기여할 전망이다. 홀세일채널은 재고 부담이 없고, 백화점 대비 수수료율이 낮다. 트렌드에 민감한 채널 특성상, 판매 6개월 전 샘플을 미리 파악해간다. 빠른 시장 트렌드 파악 및 상품 반영이 가능하다. 키즈, 언더웨어 포함 기타 부문은 휠라 본업의 안정적 성장 낙수효과로 2018년 턴어라운드를 예상한다. 아울렛 내 할인판매율 또한 축소되고 있어 긍정적이다.

(2) 중국(Full Prospect, 보통주 지분율 15%)

중국: 과거 안타스포츠는 낮은 ASP의 자체브랜드 매출비중이 높았지만, 휠라 상품 유통을 통해 평균 판매단가 상승하며 외형과 수익성 동시 개선

Full Prospect(안타스포츠와의 JV)를 통해 세 부문에서 수익을 인식한다. ①Full prospect 매출의 3%를 디자인수수료로 수취한다. ②보통주 지분율 15%에 대한 지분법이익(종속/관계기업 관련 손익)과, ③연 240만불 규모 배당수익을 인식한다(9월 결산법인, 이익잉여금 배당). 세 가지 수익 모두 비용 투입 없이 이익단으로 직결되기 때문에 중국 내 매출이 확대 될수록 전사 이익률이 상승하는 구조이다. 더불어, 중국 내 휠라브랜드 인기 상승으로 서브 브랜드 라인이 확대될 전망이다(키즈, 토들러, 애슬레저 등). 과거 안타스포츠는 낮은 ASP의 자체브랜드 매출비중이 높았지만, 휠라 상품 유통을 통해 평균 판매단가 상승하며 외형과 수익성이 동시 개선되고 있다(중국향 휠라 상품가격 국내 대비 20~30% 고가). 다만 중국은 아직까지 의류 매출비중이 높은 시장으로 분기 실적 변동성을 주시할 필요가 있다.

(3) 미국(휠라 USA)

미국: 글로벌 스포츠브랜드 경쟁이 가장 치열한 시장

글로벌 스포츠브랜드 경쟁이 가장 치열한 시장이다. 공격적인 물량 확대는 지양한다. 브랜드력 기반 점진적 고마진 상품포트폴리오 확대 전략을 취한다. 미국 홀세일채널은 재고 부담에 대해 신중한 태도를 보이고 있으며, 소매업 구조조정 이후 시장정상화가 진행 중인 것으로 파악된다. 분기 실적 변동성이 높은 시장인 만큼 매출 및 수익성 회복 추이를 지속적으로 살펴 봐야 한다(홀세일 매출비중 95%, 신발비중 90% 이상). 바이어는 세 등급으로 분류하는데, 현재 휠라 USA 매출의 80% 이상이 로우티어채널(마트바이어) 매출로부터 발생하고 있다(스니커즈 평균 ASP 약 30불). 하이티어채널 내 고가제품(콜라보레이션 의류, 신발 헤리티지 라인) 판매비중 확대를 통해 외형 성장이 가능하다.

(4) 로열티

로열티: 휠라의 헤리티지, 복고 트렌드 인기 상승으로 글로벌 로열티 매출 상승

글로벌 라이선시로부터 수취하는 로열티 매출이다. MGR(최소로열티보장)과, 공동 마케팅 활동비(GMIC, 주요 6개 라이선시 매출의 1.3%)를 수취하며, 계약기간은 반영구적이다(5~10년). 휠라의 헤리티지, 복고 트렌드가 글로벌 확대되며 패션 성숙시장을 불문하고 견조한 매출성장률을 보이고 있다. 2018년 9월 밀라노 패션위크를 성공적으로 끝마쳤으며 상품 및 브랜드이미지 개선으로 글로벌 바이어의 이목이 집중되고 있다. 2018년 4분기 로열티 부문 성장률은 다소 둔화 가능성이 있는데 2017년 4분기 일본/북미지역 계약조건 변경에 따른 기고효과가 존재하기 때문이다.

(5) 아쿠시네트(매그너스홀딩스 통해 연결 반영, 휠라코리아 지분율 52.6%)

아쿠시네트: 매 짝수년도 골프공 신제품을 출시하며 골프공, 골프클럽의 높은 마진에 기인해 이익률이 상승

전사 매출의 약 70% 비중을 차지하며 타이틀리스트, 풋조이 등 골프 의류 및 용품 판매사업을 영위한다. 북미지역이 주 타겟시장으로 매출 대부분이 온코스(On-course)에서 발생하기 때문에 날씨 영향을 크게 받는다. 매 짝수년도 골프공 신제품을 출시하며 골프공, 골프클럽의 높은 마진에 기인해 이익률이 상승한다. 타이틀리스트의 주력 골프공 '프로V1' 제품 출시가 2019년 예정되어 있다. 휠라코리아는 아쿠시네트로부터 연 2백억원의 고정배당금 또한 수취한다. 참고로, 2017년 대비 아쿠시네트 지분율 소폭 하락은 임원진 대상 주식 보상 발행주식수 증가에 기인한다.

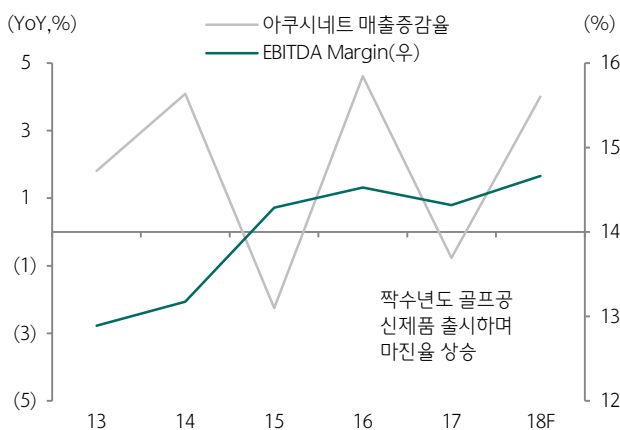
(6) 차입금

약 1조원의 휠라그룹 차입금 중 4천억원은 아쿠시네트의 부채다. 즉, 휠라코리아의 채무상환 부담이 없다. 휠라코리아 자체차입금(6천억원)에 대한 2백억원의 연이자비용이 발생하는데, 이는 아쿠시네트로부터 수취하는 배당금으로 상쇄 가능한 규모이다. 2017년 잔여부채에 대한 리파이낸싱을 진행하였으며, 2020년까지 연간 2백억원 중도 상환이 예정되어 있다(휠라코리아 부채의 50%는 휠라브랜드 인수 당시 전략적투자자로 참여하며 발생, 나머지는 2016년 아쿠시네트 지분 20% 추가취득 시 발생). 2018년 9월, 매그너스홀딩스 유상증자를 통해 1천억원을 상환 완료한 상태이다(물류센터 매각 대금 680억원+보유 현금 활용). 2019년 본사 사옥 매각 대금 및 현금 재원 충당을 통해 1천억원 추가 상환이 예정되어 있다. 연간 6백억원 수준의 현금유입흐름 감안 시 무리 없는 계획으로 판단한다.

국가별 특화 전략이 중장기 이익 가시성을 제고

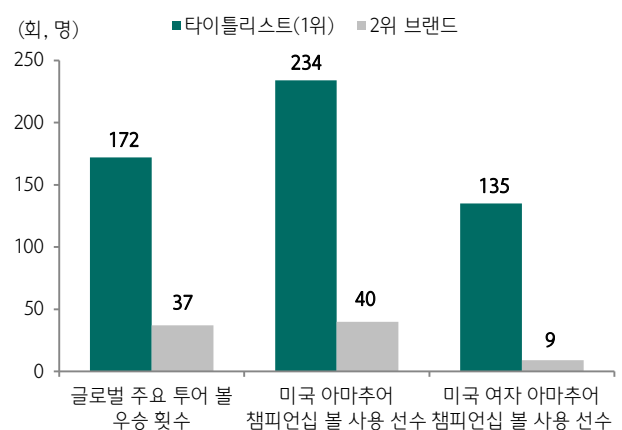
- ① **국내:** ‘헤리티지(Heritage)’, ‘어글리(Ugly)슈즈’, ‘레트로(Retro)’ 등 대대적 브랜드리빌딩을 통해 브랜드아이덴티티가 뚜렷해졌다. 중저가(5~7만원) 운동화를 출시하며 10~20대 대상 가성비 좋은 스포츠브랜드라는 이미지를 각인시켰다. 홀세일채널을 통해 소비자 접근성이 확대되었으며 해외브랜드(마무이앤센즈, 펜디, 슈퍼쥬스 등)와 콜라보레이션 상품을 지속적으로 출시하며 고가 상품 포트폴리오를 다각화하고 있다.
- ② **중국:** 국내와 상반된 전략이다. 고가 상품을 중심으로 시장을 확대하고 있다. 과거 안타 스포츠는 자체 저가브랜드 매출 비중이 높았다. 휠라 상품 유통을 통해 고가브랜드로 영역을 확대, 수익성을 제고 중이다(중국 판매 상품 국내 대비 20~30% 고가). 이익단으로 직결되는 디자인수수료 매출이 증가하며 휠라의 이익률이 상승하는 구조다.
- ③ **미국:** 높아진 브랜드력 기반 홀세일 마켓 협상력이 강화되고 있다. 미국 패션시장은 글로벌 최대규모 시장이다. 미들티어와 하이티어 홀세일 채널향 매출비중 확대가 가시화될 때 글로벌브랜드로써 안정적인 입지를 재확인할 수 있다.
- ④ **유럽 등:** 유럽지역의 경우 패션 성숙시장임에도 불구하고 로열티 매출성장률이 견조하게 상승 중이다. 2018년 9월, 밀라노 패션위크를 성공적으로 끝마치며 글로벌 바이어의 이목을 집중시켰다.

그림 7. 아쿠시네트 EBITDA Margin 추이 및 전망



자료: 아쿠시네트, 하나금융투자

그림 8. 글로벌 골프 대회 타이틀리스트 골프볼 사용 우승자 수



주: 2015년 11월 23일 현재 결과 취합

자료: 타이틀리스트, 데릴서베이, 하나금융투자

표 1. 필라코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	654	693	569	614	2,530	677	790	726	686	2,879
FILA	152	209	176	225	763	203	275	310	304	1,092
국내	66	95	79	102	342	104	131	134	138	506
미국	70	96	76	103	345	76	110	124	117	426
로열티	11	10	11	10	42	12	14	16	14	55
Acushnet	501	484	393	389	1,767	474	516	415	382	1,787
영업이익	49	82	36	51	217	85	116	74	94	368
FILA	(2)	22	16	24	59	22	46	49	55	172
국내	(9)	5	0	4	1	8	19	15	17	59
미국	(4)	4	3	7	11	1	7	10	9	28
로열티	11	10	11	10	42	12	14	16	14	55
Acushnet	51	60	20	27	158	63	70	25	39	197
세전이익	38	78	26	39	182	81	103	80	96	360
지배순익	9	29	15	10	62	38	66	40	70	214
영업이익률(%)	7.5	11.8	6.2	8.4	8.6	12.5	14.6	10.2	13.7	12.8
FILA	(1.6)	10.3	8.9	10.8	7.8	10.7	16.6	15.9	18.1	15.7
국내	(12.9)	5.5	0.6	4.2	0.4	7.9	14.2	11.2	12.2	11.6
미국	(5.0)	4.5	3.6	6.9	3.1	1.9	6.7	8.1	7.7	6.5
로열티	100.0	100.0	100.0	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	10.2	12.4	5.1	7.0	9.0	13.4	13.6	5.9	10.2	11.0
세전이익률(%)	5.8	11.2	4.7	6.4	7.2	11.9	13.0	11.0	14.1	12.5
순이익률(%)	1.4	4.2	2.6	1.6	2.5	5.6	8.3	5.6	10.2	7.4

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 2. 필라코리아 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	비 고
FILA 영업가치(A)	1,577	2,005	
KOREA 순이익	29	40	Full Prospect 디자인 수수료 제외한 순수 국내
USA 순이익	21	29	
Royalty	55	65	
적정PER(배)	15.0	15.0	해외시장 확대 감안 브랜드업체 평균 PER에 50% 프리미엄 부여
Full Prospect 지분가치(B)	786	1,046	
디자인 수수료	21	29	보통주 지분을 15% 연간 배당수익 240만불
지분법 이익	20	27	
배당 수익	2	2	
적정PER(배)	18.0	18.0	Anta Sports 19년 예상 PER 20배에 10% 할인
Acushnet 기업가치(C)	1,430	1,572	지분 53.1%에 대한 기업 가치
당기순이익	135	148	글로벌 스포츠 브랜드 평균 PER 25배에 20% 할인
적정PER(배)	20.0	20.0	
순차입금(D)	600	600	FILA Group 차입금(Acushnet 차입금 4천억원 제외)
적정 시가총액(A+B+C-D)	3,193	4,023	
발행주식수(천주)	61,115	61,115	
적정주가 I (원)	52,244	65,828	
적정주가 II (원)	64,696		시간 가중치 적용

자료: 필라코리아, 하나금융투자

표 3. 필라코리아 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	967	2,530	2,879	3,180	3,338
FILA	748	763	1,092	1,291	1,408
국내	306	342	506	633	712
미국	371	345	426	472	487
로열티	40	42	55	65	69
Acushnet	219	1,767	1,787	1,889	1,930
영업이익	12	217	368	446	480
FILA	41	59	172	230	259
국내	(31)	1	59	80	94
미국	25	11	28	38	44
로열티	40	42	55	65	69
Acushnet	(30)	158	197	215	221
세전이익	431	182	360	426	465
지배순익	323	62	214	258	285
적정시가총액	5,497	1,061	3,643	4,384	4,843
주식수(천주)	61,115	61,115	61,115	61,115	61,115
적정주가(원)	89,943	17,354	59,614	71,739	79,245
적정PER	17.0	17.0	17.0	17	17.0
EPS(원)	5,291	1,021	3,507	4,220	4,661
영업이익률(%)	1.2	8.6	12.8	14.0	14.4
FILA	5.5	7.8	15.7	17.8	18.4
국내	(10.1)	0.4	11.6	12.6	13.2
미국	6.7	3.1	6.5	8.0	9.0
로열티	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acushnet	(13.5)	9.0	11.0	11.4	11.5
매출 (YoY,%)	18.6	161.6	13.8	10.5	5.0
FILA	(8.3)	2.0	43.1	18.2	9.0
국내	(11.7)	11.9	47.8	25.1	12.4
미국	2.4	(7.2)	23.6	10.8	3.2
로열티	(4.5)	5.2	31.4	18.0	7.1
Acushnet	-	707.3	1.1	5.7	2.2
영업이익 (YoY,%)	(85.3)	1,737.1	69.4	21.0	7.7
FILA	(48.6)	43.0	189.5	34.3	12.3
국내	적지	흑전	4,035.6	36.7	17.5
미국	10.5	(57.3)	162.3	36.4	16.1
로열티	(4.5)	5.2	31.4	18.0	7.1
Acushnet	-	흑전	24.4	9.4	2.8
순이익 (YoY,%)	흑전	(80.7)	243.5	20.3	10.5

자료: 필라코리아, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	967.1	2,530.3	2,878.7	3,180.0	3,337.9
매출원가	548.2	1,289.8	1,439.9	1,583.2	1,663.6
매출총이익	418.9	1,240.5	1,438.8	1,596.8	1,674.3
판매비	407.1	1,023.1	1,070.4	1,151.1	1,194.3
영업이익	11.8	217.5	368.4	445.7	480.0
금융손익	14.1	(43.7)	(42.9)	(42.1)	(41.2)
종속/관계기업손익	(61.8)	12.5	20.1	27.2	31.3
기타영업외손익	466.9	(4.5)	14.1	(4.4)	(4.5)
세전이익	431.1	181.8	359.7	426.4	465.6
법인세	119.9	73.7	89.9	106.6	116.5
계속사업이익	311.1	108.1	269.8	319.8	349.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	311.1	108.1	269.8	319.8	349.1
비지배주주지분 손익	(12.2)	45.7	114.1	135.3	147.6
지배주주순이익	323.3	62.4	214.3	257.9	284.9
지배주주지분포괄이익	378.5	(68.1)	244.8	290.2	316.8
NOPAT	8.5	129.3	276.3	334.3	359.9
EBITDA	31.8	283.6	427.7	499.1	528.4
성장성(%)					
매출액증가율	18.6	161.6	13.8	10.5	5.0
NOPAT증가율	(86.1)	1,421.2	113.7	21.0	7.7
EBITDA증가율	(64.8)	791.8	50.8	16.7	5.9
영업이익증가율	(85.4)	1,743.2	69.4	21.0	7.7
(지배주주)순이익증가율	흑전	(80.7)	243.4	20.3	10.5
EPS증가율	흑전	(81.9)	240.5	20.3	10.5
수익성(%)					
매출총이익률	43.3	49.0	50.0	50.2	50.2
EBITDA이익률	3.3	11.2	14.9	15.7	15.8
영업이익률	1.2	8.6	12.8	14.0	14.4
계속사업이익률	32.2	4.3	9.4	10.1	10.5

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,684	1,030	3,507	4,220	4,662
BPS	15,035	13,074	15,571	18,541	21,787
CFPS	(777)	4,075	7,640	8,577	9,079
EBITDAPS	559	4,682	6,998	8,167	8,646
DPS	17,001	41,773	47,103	52,033	54,617
DPS	50	50	50	50	50
주기지표(배)					
PER	2.5	15.8	15.8	13.1	11.9
PBR	0.9	1.2	3.6	3.0	2.5
PCFR	N/A	4.0	7.3	6.5	6.1
EV/EBITDA	71.3	8.6	11.0	9.2	8.6
PSR	0.8	0.4	1.2	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	48.4	7.5	24.5	24.7	23.1
ROA	14.8	1.9	6.7	7.4	7.6
ROIC	0.5	5.2	11.2	13.1	13.4
부채비율	159.9	149.4	125.0	103.3	84.8
순부채비율	78.1	82.4	51.9	32.7	17.3
이자보상배율(배)	0.6	4.1	7.2	9.0	10.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,241.0	1,154.1	1,463.3	1,794.6	2,114.4
금융자산	175.3	137.3	350.9	499.0	677.7
현금성자산	149.4	107.7	317.3	461.8	638.7
매출채권 등	400.5	387.3	418.3	468.5	492.0
재고자산	608.9	578.4	636.2	763.4	878.0
기타유동자산	56.3	51.1	57.9	63.7	66.7
비유동자산	2,143.9	1,924.8	1,872.1	1,824.3	1,778.9
투자자산	40.2	47.5	54.0	59.6	62.6
금융자산	22.9	20.9	23.8	26.3	27.6
유형자산	344.5	323.5	289.2	260.2	235.6
무형자산	1,626.9	1,440.4	1,415.4	1,391.0	1,367.2
기타비유동자산	132.3	113.4	113.5	113.5	113.5
자산총계	3,384.9	3,078.9	3,335.4	3,618.9	3,893.2
유동부채	1,193.0	694.6	768.6	775.0	759.3
금융부채	589.7	292.0	363.4	379.5	395.1
매입채무 등	534.8	347.7	345.5	331.7	298.2
기타유동부채	68.5	54.9	59.7	63.8	66.0
비유동부채	889.7	1,150.0	1,084.7	1,064.0	1,027.0
금융부채	602.5	861.8	756.8	701.8	646.8
기타비유동부채	287.2	288.2	327.9	362.2	380.2
부채총계	2,082.8	1,844.6	1,853.3	1,839.0	1,786.3
지배주주지분	857.6	799.0	951.6	1,133.1	1,331.5
자본금	57.0	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	105.6	117.8	117.8	117.8	117.8
자본조정	(8.7)	(13.1)	(13.1)	(13.1)	(13.1)
기타포괄이익누계액	38.5	(46.5)	(46.5)	(46.5)	(46.5)
이익잉여금	665.1	679.7	832.3	1,013.8	1,212.2
비지배주주지분	444.6	435.3	530.5	646.8	775.5
자본총계	1,302.2	1,234.3	1,482.1	1,779.9	2,107.0
순금융부채	1,016.9	1,016.5	769.3	582.4	364.2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(3.5)	30.0	275.8	214.6	243.1
당기순이익	311.1	108.1	269.8	319.8	349.1
조정	(274.9)	125.1	59.3	53.5	48.4
감가상각비	19.9	66.1	59.3	53.4	48.4
외환거래손익	4.7	(7.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(411.0)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
기타	111.5	79.1	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(39.7)	(203.2)	(53.3)	(158.7)	(154.4)
투자활동 현금흐름	(269.1)	(51.6)	(29.6)	(28.1)	(23.8)
투자자산감소(증가)	37.4	5.3	(25.5)	(24.6)	(21.9)
유형자산감소(증가)	(23.1)	(39.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(283.4)	(17.7)	(4.1)	(3.5)	(1.9)
재무활동 현금흐름	370.1	22.2	(36.7)	(41.9)	(42.4)
금융부채증가(감소)	864.8	(38.4)	(33.7)	(38.8)	(39.4)
자본증가(감소)	2.0	16.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(493.9)	66.1	0.1	(0.0)	0.1
배당지급	(2.8)	(21.8)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
현금의 증감	102.5	(41.7)	209.6	144.5	176.9
Unlevered CFO	(44.2)	246.8	466.9	524.2	554.8
Free Cash Flow	(26.8)	(9.4)	275.8	214.6	243.1

2018년 11월 20일

신세계인터내셔널(031430)

연작을 기다리며

2018년, 비디비치를 통해 성장 가능성을 확인

화장품브랜드로 안착하기 위한 과도기에 위치해있다. 2018년은 비디비치를 통해 글로벌 코스메틱브랜드로 성장 가능성을 보여주는 한 해였다. 출시 3년차 비디비치의 월 매출이 1백억원이 이르러있는 상황으로 두 번째 출시 자체화장품 브랜드 연작에 대한 시장의 기대감이 고조되어 있는 상황이다. 연작 출시 2년차인 2019년, 비디비치와 같은 고성장이 실현된다면 안정적 성장 동력을 갖춘 화장품기업으로써 가치 재평가가 이루어질 것으로 기대한다.

밸류에이션에 대한 고민

2016년까지만 해도 영업이익 기여가 미미했던 화장품 부문 이익이 2018년 연간 기준 65%에 다다를 것으로 예상된다. 폭발적인 성장이다. 화장품은 성장 가능성이 의류 대비 월등히 높다. 브랜드력과 적절한 마케팅, 유통채널이 갖추어진다면 해외소비자들에게까지 구매를 소구할 수 있기 때문이다. 대량생산에 따른 규모의 경제 효과도 크다. 현재 신세계인터내셔널이 받고 있는 화장품 부문 밸류에이션 수준은 현재 약 20배이다(19년 비화장품 10배 가정). 최근 외부 변수에 의해 국내 주식시장이 디스카운트 받고 있는 상황에서 연작에 대한 시장의 기대치를 가늠해볼 수 있다. 신세계인터내셔널은 브랜드 인큐베이팅 능력, 캡티브 유통망, 자본력을 모두 갖추고 있다. 연작의 글로벌시장 안착 시 안정적 성장을 실현하는 화장품 업체로서 현재 보다 높은 밸류에이션을 부여할 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 20.5만원으로 커버리지 개시

2019년 매출액 1조 3,013억원(YoY+3.4%), 영업이익 795억원(YoY+20.4%)으로 전망한다. 출시 만 2년차인 2020년 연작 연매출 400억원으로 가정, 현재가치로 할인한 보수적 추정치이다(현재가치 할인율 10%). 위 가정은 비디비치와 동일한 수순으로 매출이 증가했을 때 가능한 매출액이다. 비디비치는 출시 3년차인 2018년 월 매출 1백억원을 달성했으며, 출시 1~2년차에는 마케팅비용 등이 발생하며 적자를 실현했다. 연작 또한 만 1년이 되는 2019년 말까지는 비용 투입이 불가피할 것으로 전망한다. 상품 평균 가격이 비디비치 보다 20% 가량 더 고가임을 감안 시 본격 매출 발생 궤도에 오른다면 더 높은 이익률 달성이 가능할 전망이다.

관심 종목

BUY(신규)

| TP(12M): 205,000원(신규) | CP(11월19일): 177,000원

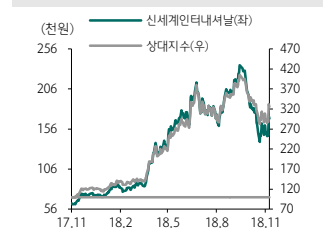
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,100.56
52주 최고/최저(원)	235,500/64,000
시가총액(십억원)	1,263.8
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	7,140.0
60일 평균 거래량(천주)	70.7
60일 평균 거래대금(십억원)	12.9
18년 배당금(예상, 원)	600
18년 배당수익률(예상, %)	0.34
외국인지분율(%)	6.29
주요주주 지분율(%)	
신세계 외 3인	65.15
국민연금	5.02
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.3 14.6 176.6
상대	2.9 34.2 233.6

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,264.0	1,372.4
영업이익(십억원)	62.2	89.1
순이익(십억원)	50.7	71.4
EPS(원)	7,161	10,068
BPS(원)	75,700	85,112

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,021.1	1,102.5	1,258.9	1,301.3	1,383.9
영업이익	십억원	27.0	25.4	66.1	79.5	97.2
세전이익	십억원	25.5	31.8	80.7	99.8	122.1
순이익	십억원	17.4	24.1	61.0	75.5	92.3
EPS	원	2,432	3,371	8,543	10,574	12,927
증감률	%	(17.8)	38.6	153.4	23.8	22.3
PER	배	27.22	21.98	20.72	16.74	13.69
PBR	배	0.99	1.07	2.29	2.03	1.78
EV/EBITDA	배	13.38	14.00	15.90	14.07	12.09
ROE	%	3.69	4.96	11.67	12.87	13.85
BPS	원	66,769	69,236	77,197	87,183	99,544
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 허제나

02-3771-7375

jn.huh@hanafn.com

2018년은 비디비치, 2019년은 연작이다

신세계인터내셔널에
대한 보수적 가정 적용:

출시 1년차 매출 2백억원,
2년차 매출성장률 100%를 가정
(OPM 20%)

두 번째 자체 화장품브랜드 연작이 2019년부터 본격 판매된다. 비디비치에 이어 얼마나 빠르게 사세를 확장, 시장에 안착하느냐가 주가 향방을 결정할 전망이다. 신세계인터내셔널의 현 주가를 기반으로, 연작에 대한 시장 기대 수준을 분석해 보았다. 가정은 세 가지이다. 첫째, 기본 가정이다. 연작 실적을 일체 반영하지 않았다. 두 번째, 보수적 가정으로 출시 1년차 매출 2백억원, 2년차 매출성장률 100%를 가정했다. 마지막으로, 공격적 가정이다. 출시 1년차 매출 1천억원, 2년차 매출성장률 50%를 가정했다. 출시년차별 예상 영업이익률은 보수적, 공격적 가정 모두 동일하다(OPM 20%). 공격적 가정 적용 시 2020년 화장품 부문 적정 시가총액은 1.3조원으로 추산된다(화장품 부문 밸류에이션 20배 적용). 비화장품부문 가치 합산 시 적정 시가총액은 약 1.8조원으로 산출된다(〈표2〉 참고).

표 1. 연작 출시 후 연도별 사업가치 및 적정 밸류에이션 수준 분석

(단위: 억원)

	2019F(출시 1년 차)	2020F	2021F	2022F
Case 1: 보수적 가정				
매출액	200	400	800	1,000
YoY		100	100	25
영업이익	(10)	40	160	250
영업이익률	-10	10	20	25
순이익	-	30	120	188
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	20.0
적정 사업가치	-	600	2,400	3,750
Case 2: 공격적 가정				
매출액	1,000	1,500	2,000	2,500
YoY		50	33	25
영업이익	(200)	150	400	625
영업이익률	-20	10	20	25
순이익	-	113	300	469
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	20.0
적정 사업가치	-	2,250	6,000	9,375

주1: 연작 출시는 2018년 10월이나, 비교 편의성을 위해 2019년 초 출시 가정. 출시 3년 차 비디비치와 마찬가지로 OPM 20% 달성 가정

주2: 법인세율 25%, 화장품 부문 적정PER 업종 평균 밸류에이션(20배) 적용

자료: 하나금융투자

표 2. 신세계인터내셔널 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	2020F	비 고	
화장품 부문 (A): 가정 1)			1,062	연작 제외 기존+보수적 연작 기존+공격적 연작	
가정 2)	879	808	1,122		
가정 3)			1,287		
1) 기존 화장품 순이익	35	40	53	2020년 매출 400억원 가정 2020년 매출 1,500억원 가정	
2) 연작 보수적 반영 순이익	-	-	3		
3) 연작 공격적 반영 순이익	-	-	11		
적정PER(배)	25.0	20.0	20.0		
비화장품 부문 (B)	493	477	493	해외/국내패션+자회사+지분가치	
비화장품 순이익	41	48	49		
적정PER(배)	12.0	10.0	10.0		
총 기업가치(A+B): 가정 1)			1,555		
총 기업가치(A+B): 가정 2)	1,373	1,285	1,615		
총 기업가치(A+B): 가정 3)			1,780		
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140		
적정 주가 I (원): 가정 1)		180,033	217,833	현재가치 10% 할인	
가정 2)	192,233	205,669	226,236		
가정 3)		226,677	249,345		
적정주가II (원): 가정 1)		181,050		Upside(%)	2.3
가정 2)		204,549			14.6
가정 3)		223,807			26.4

주: 2018년 11월 19일 종가 기준

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

실적 전망 및 밸류에이션

2019년 자체화장품 브랜드 '연작'의 화장품시장 안착이 주가 상승 모멘텀 (2018년 10월 출시).

2019년 매출액 1조 3,013억원(YoY+3.4%), 영업이익 795억원(YoY+20.4%)으로 전망한다. 2019년 자체화장품 브랜드 '연작'의 화장품시장 안착이 주가 상승 모멘텀이 될 전망이다(2018년 10월 출시). 첫 번째 화장품 브랜드 '비디비치'의 성공으로 시장의 기대치가 높아져 있다. 연작의 연이은 성공과 해외시장 진출 성과가 가시화 시 글로벌 코스메틱 브랜드로서 업종 대비 높은 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능할 전망이다. 화장품 판매 볼륨화가 진행되며 수직계열화(신세계인터코스코리아)에 따른 수익성 제고 또한 이익증가의 모멘텀이다(연작 연매출 가정별 주가 상승 여력 분석 <표8> 참고). 반면, 2019년 내수 브랜드 매출 성장에 대해서 보수적 시각을 제시한다. 2018년 소비 기고효과 및 2019년 자산가치 하락에 따른 소비 둔화, 의류브랜드 시장 내 경쟁 심화에 기인한다. 증가 의류시장의 축소와 백화점 여성복 판매증가율 둔화 추세 또한 내수 의류시장 성장 기대를 낮추는 우려 요인이다.

표 3. 신세계인터내셔널 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	272	239	269	322	1,103	304	283	312	359	1,259
본사	236	211	241	272	961	265	255	284	306	1,110
해외패션	94	89	90	108	381	91	89	89	111	380
국내패션	99	74	101	113	387	129	116	142	143	530
화장품	10	11	16	26	63	40	55	57	58	210
라이프스타일	43	48	50	51	193	45	51	52	53	201
통보이	37	29	28	51	144	40	28	27	52	148
폴푸아레	0	0	0	0	0	0	0	1	1	3
영업이익	4	4	1	16	25	12	14	11	28	66
본사	4	6	5	14	29	13	19	15	25	73
해외패션	2	1	0	3	6	3	3	1	4	11
국내패션	1	0	1	7	9	9	12	11	16	48
화장품	1	1	2	2	6	7	12	11	14	44
라이프스타일	2	5	3	4	14	1	4	4	5	14
통보이	1	0	(2)	4	4	2	(1)	(2)	4	4
폴푸아레	(1)	(2)	(2)	(2)	(7)	(3)	(4)	(2)	(1)	(10)
세전이익	8	2	(0)	22	32	12	10	13	45	81
지배순익	6	1	(1)	18	24	9	11	10	31	61
영업이익률(%)	1.6	1.8	0.3	4.9	2.3	3.9	5.0	3.7	7.9	5.2
본사	1.9	2.8	2.1	5.0	3.0	5.0	7.4	5.4	8.2	6.5
해외패션	1.7	1.4	0.2	2.8	1.6	2.8	3.2	1.3	3.8	2.8
국내패션	0.8	0.2	1.4	6.1	2.4	7.2	10.3	7.4	11.4	9.0
화장품	6.6	10.0	10.9	8.6	9.1	18.0	22.5	19.1	23.3	20.9
라이프스타일	4.7	9.7	6.8	6.9	7.1	3.0	8.2	6.9	8.9	6.9
통보이	3.1	0.7	(7.3)	8.7	2.6	5.2	(2.4)	(6.9)	7.8	2.4
폴푸아레	(1)	(2)	(2)	(2)	(7)	(3)	(4)	(2)	(1)	(10)
세전이익률(%)	2.9	0.8	(0.1)	6.9	2.9	4.1	3.7	4.3	12.4	6.4
순이익률(%)	2.4	0.5	(0.4)	5.5	2.2	3.0	3.8	3.1	8.7	4.8

주: 2017년 화장품 매출액 및 영업이익은 하나금융투자 추정치
자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

표 4. 신세계인터내셔널 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	1,021	1,103	1,259	1,301	1,384
본사	894	961	1,110	1,148	1,220
해외패션	370	381	380	379	389
국내패션	339	387	530	561	612
화장품		63	210	234	257
라이프스타일	185	193	201	208	219
통보이	128	144	148	151	161
폴푸아레	-	-	2.5	4.0	4.0
영업이익	27	25	66	80	97
본사	23	29	73	86	102
해외패션	9	6	11	15	19
국내패션	1	9	48	54	66
화장품		6	44	51	62
라이프스타일	13	14	14	16	17
통보이	5	4	4	4	5
폴푸아레	-	(7)	(10)	(10)	(9)
세전이익	25	32	81	100	122
지배순익	17	24	61	76	92
적정시가총액	313	433	1,098	1,359	1,661
주식수(천주)	7,140	7,140	7,140	7,140	7,140
적정주가(원)	43,775	60,673	153,784	190,386	232,657
적정PER	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
EPS(원)	2,432	3,371	8,544	10,577	12,925
영업이익률(%)	2.6	2.3	5.2	6.1	7.0
본사	2.6	3.0	6.5	7.5	8.3
해외패션	2.5	1.6	2.8	4.1	4.8
국내패션	0.2	2.4	9.0	9.7	10.8
화장품		9.1	20.9	21.6	24.0
라이프스타일	7.0	7.1	6.9	7.6	7.8
통보이	3.9	2.6	2.4	2.6	2.8
매출 (YoY,%)	1.6	8.0	14.2	3.4	6.3
본사	1.0	7.5	15.6	3.4	6.3
통보이	10.8	12.5	2.1	2.5	6.8
영업이익 (YoY,%)	35.6	(5.9)	159.6	20.4	22.2
본사	34.1	26.7	150.1	18.0	18.8
통보이	(2.9)	(24.7)	(5.3)	11.1	15.0
순이익 (YoY,%)	(17.8)	38.6	153.5	23.8	22.2

자료: 신세계인터내셔널, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,021.1	1,102.5	1,258.9	1,301.3	1,383.9
매출원가	503.4	527.7	555.7	578.6	610.6
매출총이익	517.7	574.8	703.2	722.7	773.3
판매비	490.7	549.4	637.1	643.2	676.1
영업이익	27.0	25.4	66.1	79.5	97.2
금융손익	(4.8)	(3.2)	1.1	4.0	6.9
종속/관계기업손익	8.5	8.6	12.0	14.7	16.5
기타영업외손익	(5.3)	0.9	1.5	1.6	1.5
세전이익	25.5	31.8	80.7	99.8	122.1
법인세	8.0	7.6	19.4	24.0	29.3
계속사업이익	17.5	24.1	61.3	75.8	92.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.5	24.1	61.3	75.8	92.8
비지배주주지분 손이익	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
지배주주순이익	17.4	24.1	61.0	75.5	92.3
지배주주지분포괄이익	17.0	21.9	61.1	75.6	92.5
NOPAT	18.5	19.3	50.2	60.4	73.9
EBITDA	60.9	62.7	100.5	110.6	124.9
성장성(%)					
매출액증가율	1.6	8.0	14.2	3.4	6.3
NOPAT증가율	12.8	4.3	160.1	20.3	22.4
EBITDA증가율	18.7	3.0	60.3	10.0	12.9
영업이익증가율	35.7	(5.9)	160.2	20.3	22.3
(지배주주)순이익증가율	(17.5)	38.5	153.1	23.8	22.3
EPS증가율	(17.8)	38.6	153.4	23.8	22.3
수익성(%)					
매출총이익률	50.7	52.1	55.9	55.5	55.9
EBITDA이익률	6.0	5.7	8.0	8.5	9.0
영업이익률	2.6	2.3	5.3	6.1	7.0
계속사업이익률	1.7	2.2	4.9	5.8	6.7

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,432	3,371	8,543	10,574	12,927
BPS	66,769	69,236	77,197	87,183	99,544
CFPS	9,686	12,388	17,222	19,407	21,834
EBITDAPS	8,526	8,787	14,069	15,496	17,494
DPS	143,014	154,418	176,317	182,255	193,824
DPS	600	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	27.2	22.0	20.7	16.7	13.7
PBR	1.0	1.1	2.3	2.0	1.8
PCFR	6.8	6.0	10.3	9.1	8.1
EV/EBITDA	13.4	14.0	15.9	14.1	12.1
PSR	0.5	0.5	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	3.7	5.0	11.7	12.9	13.8
ROA	1.8	2.5	6.2	7.0	7.9
ROIC	2.9	3.0	7.6	8.9	10.8
부채비율	101.9	91.6	86.3	78.2	69.9
순부채비율	71.0	70.1	59.9	46.6	34.2
이자보상배율(배)	3.3	2.9	7.5	8.2	9.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	364.1	368.3	450.3	529.0	620.1
금융자산	18.5	10.4	36.6	84.4	135.3
현금성자산	16.8	3.2	28.3	75.8	126.2
매출채권 등	116.7	133.8	157.8	163.6	176.0
재고자산	224.2	218.3	249.3	274.2	301.6
기타유동자산	4.7	5.8	6.6	6.8	7.2
비유동자산	602.1	582.5	580.6	584.2	592.0
투자자산	114.6	123.1	140.5	165.2	195.7
금융자산	37.6	35.1	40.1	41.4	44.1
유형자산	351.4	332.0	317.6	300.7	281.6
무형자산	53.6	46.4	41.5	37.2	33.6
기타비유동자산	82.5	81.0	81.0	81.1	81.1
자산총계	966.2	950.9	1,030.9	1,113.2	1,212.1
유동부채	329.0	303.5	328.9	342.6	355.7
금융부채	203.2	210.9	224.0	234.3	240.9
매입채무 등	118.0	85.9	98.1	101.4	107.9
기타유동부채	7.8	6.7	6.8	6.9	6.9
비유동부채	158.7	151.2	148.7	145.9	143.2
금융부채	155.2	147.2	144.2	141.2	138.2
기타비유동부채	3.5	4.0	4.5	4.7	5.0
부채총계	487.7	454.7	477.7	488.5	498.9
지배주주지분	476.7	494.4	551.2	622.4	710.8
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.3)	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	320.2	337.3	394.1	465.4	553.7
비지배주주지분	1.8	1.8	2.0	2.3	2.5
자본총계	478.5	496.2	553.2	624.7	713.3
순금융부채	339.9	347.6	331.5	291.1	243.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	53.5	10.4	52.8	79.5	87.1
당기순이익	17.5	24.1	61.3	75.8	92.8
조정	42.9	47.9	34.3	31.2	27.7
감가상각비	33.8	37.3	34.4	31.1	27.7
외환거래손익	3.4	(16.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(8.5)	(8.6)	0.0	0.0	0.0
기타	14.2	35.6	(0.1)	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(6.9)	(61.6)	(42.8)	(27.5)	(33.4)
투자활동 현금흐름	(32.6)	(27.8)	(33.5)	(35.0)	(36.0)
투자자산감소(증가)	(13.8)	(8.4)	(17.5)	(24.7)	(30.5)
유형자산감소(증가)	(37.5)	(21.3)	(15.0)	(10.0)	(5.0)
기타	18.7	1.9	(1.0)	(0.3)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(14.5)	3.7	5.8	3.0	(0.7)
금융부채증가(감소)	10.9	(0.3)	10.1	7.3	3.6
자본증가(감소)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(21.0)	8.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)	(4.3)
현금의 증감	6.5	(13.6)	25.1	47.5	50.4
Unlevered CFO	69.2	88.5	123.0	138.6	155.9
Free Cash Flow	16.0	(22.3)	37.8	69.5	82.1

2018년 11월 20일

한세실업(105630)

수익성 회복이 관건

바닥을 딛고 올라서는 2019년을 기대

훼손된 수익성 회복이 관건이다. 전방시장 불황으로 저가 수주가 확대된 영향이다. 추가적인 오더 축소는 더더욱 없어야 한다. 미 달러 노출도가 높아 달러 강세 시기에 주목 받지만 OEM 본업의 펀더멘털 개선이 전제될 때 합리적 수준의 밸류에이션 부여가 가능하다. 전방시장 부진으로 훼손되었던 OEM부문 안정 마진을 회복과, 2019년을 기점으로 손익분기점 달성이 예상되는 염색공장 수직계열화에 따른 수익성 개선 추이를 지켜보아야 한다.

유의미한 매출 회복이 가시화되지 않는다면, 외부 변수에 흔들릴 가능성 높아질 것

2018년 3분기 OEM부문 달러 매출은 3.5% 증가했다. 3개 분기 연속 매출 역성장 후 맞이한 반가운 오더 회복이다. 이익률은 다소 아쉽다. 원가율이 2%p 가량 증가했다. 2017년 3분기 원가 효율성이 높았던 영향도 있지만 당분기 아웃소싱 비중이 소폭 확대된 것에 기인한다. 매출성장률이 얼마나 중요한지 알 수 있는 지점이다. OEM산업은 전방시장, 면화가격, 인건비 등 외부 변수 노출도가 높다. 변수를 상쇄 가능한 매출 증가가 전제되지 않는다면 변동성이 확대된다. 유통의 온라인화, 브랜드 경쟁 심화 등 OEM업체의 생산단가(P) 상승 여지는 높아 보이지 않는다. 결국 오더 수주량(Q)의 문제다. 단납기 생산력, 수직계열화 등 자체 경쟁력 기반 양질의 오더를 확보하고, 낮은 인건비 및 관세 수혜 국가로 생산기지를 이동하는 등 효율적 비용 활용의 중요성이 높아지고 있다.

투자 의견 Neutral, 목표주가 1.9만원으로 커버리지 개시

2019년 매출액 1조 8,151억원(YoY+5.3%), 영업이익 709억원(YoY+94.8%)으로 전망한다. 현 주가 기준 12개월 예상 PER 약 14배 수준이다. 유의미한 실적 회복 여부 확인 전까지는 주가 상승 여력이 제한적일 것으로 예상한다. 주가 상승을 위한 전제 조건은 다음과 같다. ①이익률 제고 가능한 유의미한 수준의 오더 회복, ②한세엠케이의 실적 불확실성 해소이다. 전방시장 턴어라운드 기조에 기반한 오더 회복은 고정비 레버리지 효과를 통한 이익률 제고를 가능하게 한다. 2018년 상반기 저가 수주 확대로 전사 이익률이 크게 훼손되었던 만큼 2019년 양질의 수주를 통한 펀더멘털 회복 시그널이 가시화될 때 주가 상승을 기대할 수 있을 전망이다.

관심 종목

Neutral(신규)

TP(12M): 19,000원(신규) | CP(11월19일): 17,050원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,100.56
52주 최고/최저(원)	29,600/14,350
시가총액(십억원)	682.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	40,000.0
60일 평균 거래량(천주)	221.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.3
18년 배당금(예상, 원)	450
18년 배당수익률(예상, %)	2.64
외국인지분율(%)	8.02
주요주주 지분율(%)	
한세에스24홀딩스 외 13인	56.54
국민연금	11.32
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.8) 0.0 (39.0)
상대	(13.6) 17.1 (26.4)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,722.6	1,837.9
영업이익(십억원)	38.8	70.4
순이익(십억원)	21.0	56.1
EPS(원)	527	1,324
BPS(원)	12,166	13,035

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,547.7	1,711.3	1,724.5	1,815.1	1,903.9
영업이익	십억원	81.6	56.5	36.4	70.9	91.0
세전이익	십억원	63.2	71.9	35.0	84.7	104.1
순이익	십억원	46.9	43.3	20.4	51.4	63.5
EPS	원	1,174	1,081	510	1,285	1,588
증감률	%	(54.6)	(7.9)	(52.8)	152.0	23.6
PER	배	21.85	24.92	33.43	13.27	10.74
PBR	배	2.23	2.19	1.37	1.28	1.18
EV/EBITDA	배	14.15	15.63	16.05	10.22	8.15
ROE	%	10.72	9.34	4.27	10.33	11.80
BPS	원	11,499	12,333	12,445	13,315	14,482
DPS	원	330	450	450	450	450



Analyst 허제나
02-3771-7375
jn.huh@hanafn.com

OEM산업은 전방시장, 면화가격, 인건비 등 외부 변수 노출도가 높음

변수를 상쇄 가능한 매출 증가가 전제되지 않는다면 이익 변동성이 확대

생산단가(P) 하락 추세 불가피하다면, 자구적인 마진방어 전략이 필요한 시점

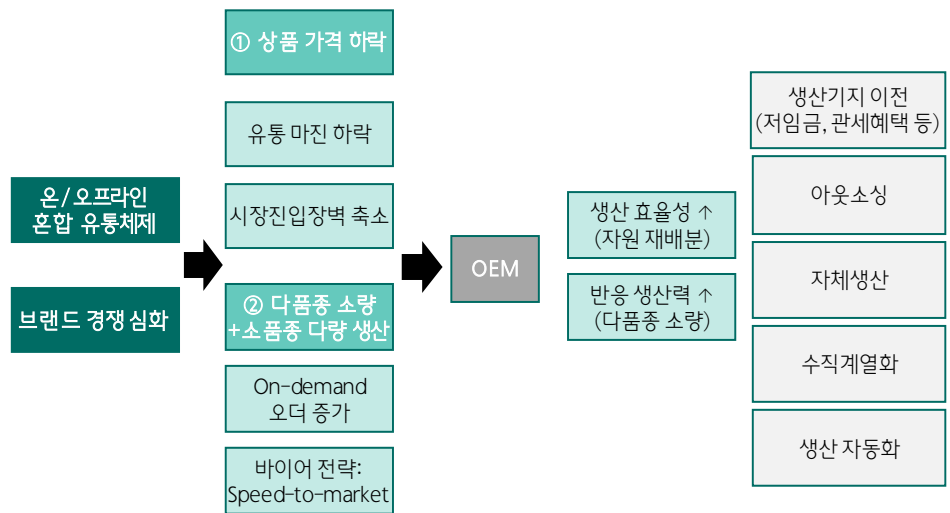
OEM산업은 전방시장, 면화가격, 인건비 등 외부 변수 노출도가 높다. 변수를 상쇄 가능한 매출 증가가 전제되지 않는다면 이익 변동성이 확대된다. 하지만, 유통의 온라인화, 브랜드 간 경쟁 심화 등 OEM업체의 생산단가(P) 상승 여지는 높아 보이지 않는다. 결국 오더 수주량(Q)의 문제다. 단납기 생산능력, 수직계열화 등 자체 경쟁력 기반 양질의 오더 확보가 중요한 시점이다. 낮은 인건비 및 관세 수혜 국가로 생산기지를 이동하는 등 효율적인 비용 활용에 대한 중요성이 높아지고 있다.

그림 1. OEM업체 사업환경 변화에 따른 전략 개요

온라인 유통채널의 확대로
전방 바이어(브랜드) 경쟁 심화 전망,

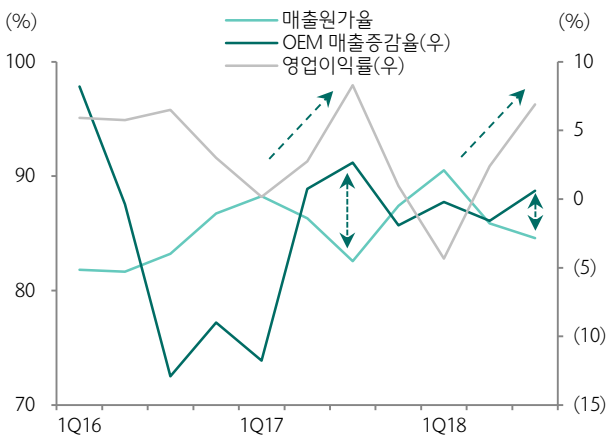
OEM업체에 대한 마진 하락으로
연결될 가능성 높음

이에 따른 자구 방안으로,
①생산 효율 증대(비용 절감) 및
②반응생산력 확대를 통한
점유율 상승 방안 모색



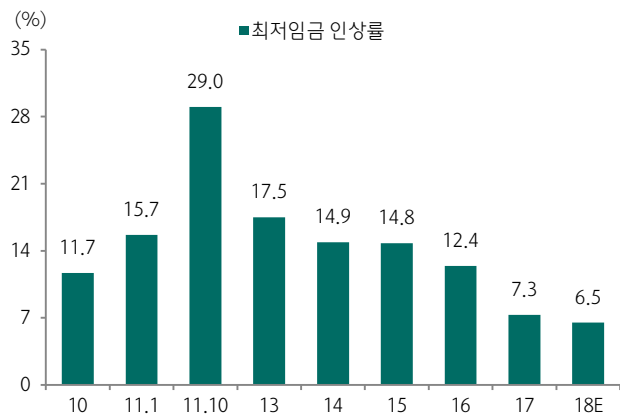
자료: 하나금융투자

그림 2. 매출증감율과 원가율, 영업이익률 상관성 추이



자료: 한세실업, 하나금융투자

그림 3. 베트남 최저임금 인상을 추이



주: 2011년 최저임금 두 차례 인상

자료: 니혼게이지신문, 하나금융투자

캐주얼 OEM, 외형성장 보다 마진을 회복에 주목

(1) 외형성장

외형성장 측면에서
베스트 시나리오는 가시적인 수준의
매출 기여가 가능한
신규 바이어 확보가 필요

2019년 달러 기준 미드싱글 수준 보수적인 매출 성장을 예상한다. 근거는 다음과 같다. 전방시장 재고 조정이 지속되며 신규 오더에 대해 보수적으로 접근할 가능성이 높아졌다(단납기 오더 증가, Speed-to-market 전략 중요도 상승 원인). 소비 지표는 개선되고 있으나 대대적 불황기를 거친 바이어들은 과년차 재고 소진에 집중할 가능성이 높다. 구조조정 후 당분간 오더 변동성이 있을 수 있다. OEM업체의 리스크인 바이어 이탈 가능성은 낮다고 판단한다. 2018년 10월 미국 소매업체 시어스가 파산 보호를 신청한 것으로 알려졌다. 한세실업은 시어스의 재무 상황 악화를 선제적으로 파악, 점진적으로 생산량을 축소해 왔기 때문에 추가적인 매출 하락 폭은 제한적일 것으로 보인다. 과거 한세실업은 두 차례 주요 바이어 이탈을 겪었다. 2016년 에어로포스테일 파산이다(당시 매출비중 3%). OEM 부문 매출이 전년 대비 2.9% 감소했다. 2017년 나이키 바이어 이탈이다(매출비중 4%). 국제인권단체는 한세실업 나이키 생산공장에 대해 인권 착취 의심 리포트를 발간했다(추후 혐의 없음 결론). 국제사회의 부정적 시선을 의식한 나이키 측에서 한세실업향 오더를 감축한 것으로 알려졌다. 펀더멘털 이슈는 아니었지만 바이어 이탈 영향으로 OEM 매출은 전년 대비 4.7% 하락했다.

그렇다면 기존 바이어 내 생산 점유율 추가 확대 가능성을 생각해 보아야 한다. 한세실업은 대규모 생산공장과 다수의 숙련공, 오랜 업력 기반 신뢰를 바탕으로 단일 바이어에게 상당한 규모의 물량을 수주 받고 있는 것으로 파악된다. 캐주얼 의류의 경우 업체별 생산 기술 차별성이 크지 않기 때문에 수주를 위한 과도한 단가 경쟁은 수익성 악화를 불러올 수 있다.

외형성장 측면에서 베스트 시나리오는 가시적인 수준의 매출 기여가 가능한 신규 바이어 확보이다. 글로벌브랜드는 납기 리스크 최소화 등을 위해 다수 업체들로부터 오더를 소분하여 공급받고 있다. 획기적인 단가 협상 혹은 경쟁 OEM업체 파산에 따른 반사 수혜가 아니라면 생산점유율 확대는 쉽지 않아 보인다.

(2) 수익성 회복

생산효율 증대(자체생산 및 아웃소싱
적정 비중 유지, 관세 절감 위한
국가별 생산기지 재배치 등),
수직계열화를 통한 공정단계 마진
내재화가 실적 개선의 모멘텀

생산효율 증대(자체생산 및 아웃소싱 적정 비중 유지, 관세 절감 위한 국가별 생산기지 재배치 등), 수직계열화를 통한 공정단계 마진 내재화가 실적 개선의 모멘텀이 될 전망이다. 캐주얼 의류 생산업체 특성상 바이어에 대한 협상력 열위에 놓여있다. 최근 몇 년간 대대적 구조조정을 경험한 바이어 또한 쉽게 마진을 올려줄 것으로 판단하지 않는다. 이에 대응한 자구책으로 한세실업은 염색공정 내재화(C&T VINA) 및 원단 판매(칼라엔터치) 수직계열화를 진행했다. 2019년 수직계열화 물량 확대에 따른 0.5%p 수준의 원가율 개선을 전망한다(자세한 내용 표23 참고). 한세엠케이 국내사업은 적자를 지속 중이다(전사 매출비중 77%). 브랜드 경쟁 심화에 기인한다. 중국 NBA는 국내 대비 상대적으로 높은 성장세를 보이고 있으나, 1선도시에 이어 2~3선 도시로 점포를 확장해나가며 단기적 비용 증가가 불가피할 전망이다.

표 1. C&T VINA와 칼라엔터치 매출 추정

(단위: 백만달러)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
C&T VINA(염색 공정) 매출	15	22	30	40	50
YoY	-15.8%	45.7%	33.9%	33.8%	25.2%
칼라엔터치향	12	18	24	32	40
타 바이어향	3	4	6	8	10
칼라엔터치향 비중	80%	80%	80%	80%	80%
칼라엔터치(원단 중개) 매출	25	46	85	115	140
YoY	82.7%	82.0%	83.5%	35.3%	21.7%
한세향	18	32	60	81	98
타 벤더향	8	14	26	35	42
한세실업향 비중	70%	70%	70%	70%	70%

주: C&T VINA 매출 내 칼라엔터치 비중(80%)과, 칼라엔터치 매출 내 한세실업향 비중(70%) 하나금융투자 가정

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 2. 한세실업 매출원가 내 염색 공정(C&T VINA) 수직계열화 비중 추정

(단위: 억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
(A) 한세실업 OEM 매출원가 내 원단 비용	6,025	5,933	6,064	6,342	6,677
(B) C&T VINA의 칼라엔터치향 매출액	99	140	183	251	306
(C) = (B) ÷ (A) X 100	1.6%	2.4%	3.0%	4.0%	4.6%

주1: 매출 대비 매출원가 내 원단 비중 50% 가정

주2: 한세실업 원단 비용 및 C&T VINA의 칼라엔터치향 매출액 하나금융투자 가정

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 3. '염색(C&T VINA)-원단 판매(칼라엔터치)-의류 제조(한세실업)' 수직계열화에 따른 수익성 개선 추정:

[C&T VINA 염색 공장 현황]			
공장명	생산 Capa	생산 품목 및 비교	
1공장	6만kg/일	cotton	
2공장	6만kg/일	synthetic	
3공장	8만kg/일	증설 지연(18년 3분기 기준)	
(A) 1+2공장 가동률 100% 가정			
일 생산량	12만kg/일	1공장+2공장	
일 생산액	96만불/일	=12만kg X 8불	
연 생산액	2.9억불/1년	=96만불 X 300일	
수직계열화 가능한 매출	5.8억불/1년	매출 내 원단 비중 50% 가정	
베트남 생산 OEM 매출	7.2억불	17년 연매출 12억불 X 한세실업 베트남 생산비중 60% 가정	
베트남 내 수직계열화 비중	약 80%	=5.8/7.2 X 100	
(B) 1+2공장 가동률 50% 가정			
일 생산량	6만kg/일	(1공장+2공장)/2	
일 생산액	48만불/일	=6만kg X 8불	
연 생산액	1.4억불/1년	=48만불 X 300일	
수직계열화 가능한 매출	2.9억불/1년	매출 내 원단 비중 50% 가정	
베트남 생산 OEM 매출	7.2억불	17년 연매출 12억불 X 한세실업 베트남 생산비중 60% 가정	
베트남 내 수직계열화 비중	약 40%	=2.9/7.2 X 100	
(C) 염색공정 이익률 10%, 2020년 한세실업 매출액 20억불, 완전 수직계열화 비중 4.6% 가정			
	수직계열화 전	수직계열화 후	
2020년 예상 연매출	20억불	20억불	
원단 원가(매출의 50% 비중)	10억불	9.9억불	
아웃소싱		9.5억불	=10억불 X95.4%
수직계열화		0.4억불	=10억불 X 4.6% X (1-10%)
원단 원가율	50.0%	49.5%	
원가율 개선 정도	-0.5%p		=49.5%-50.0%

주1: 한세실업 전체 매출액 내 베트남 생산비중 60%, 원단 단가 8불, 한세실업 2020년 매출액 20억불 가정

주2: 염색공정 이익률 10%로 보수적으로 추정(원단 중개수수료는 두 경우 모두 없다고 가정)

주3: 위 추정에서 '완전 수직계열화'란 한세실업이 칼라엔터치를 통해 원단을 매입하고, 칼라엔터치가 주문 받은 한세실업향 원단을 C&T VINA를 통해 염색되는 것으로 가정

주3: 염색단계 완전 수직계열화 비중 4.6%는 표 22 가정 참고

자료: 한세실업, 하나금융투자

2019년 실적 전망 및 밸류에이션

전방 소매 업황 회복에 따른
오더량 회복,
2018년 상반기 진행되었던
저가 오더 수주를 만회할 만한
수익성 회복이 관건

2019년 매출액 1조 8,151억원(YoY+5.3%), 영업이익 709억원(YoY+94.8%)으로 전망한다. 전방 소매 업황 회복에 따른 오더량 회복, 2018년 상반기 진행되었던 저가 오더 수주를 만회할 만한 수익성 회복이 관건이다. 근거는 다음과 같다.

첫째, 의류 생산 단가는 하향화될 가능성이 높다. 온라인 의류시장이 확대되고, 브랜드업체 가격 경쟁이 심화되며 의류 ASP는 점차 낮아지고 있다. 이는 의류 OEM업체들에 대한 마진 축소로 전가될 가능성을 높인다.

둘째, OEM업체향 오더에 대한 예측 가시성이 낮아지고 있으며, 단납기 생산에 대한 요구가 높아지고 있다. 바이어들이 빠르게 변화하는 트렌드를 상품에 반영, 구매적중률 제고를 도모하기 때문이다(Speed-to-market 전략). 상품 선 출시 후, 시장 반응을 살펴며 안정 재고 수준을 최소화할 것으로 판단한다.

자체 수익성 방어 전략으로 한세실업은 염색공정 수직계열화(C&T VINA, 칼라엔터치)를 통한 생산단계 마진 내재화를 진행하고 있으며, 본격적인 이익률 개선은 2019년부터 가시화될 전망이다(표 22 참고).

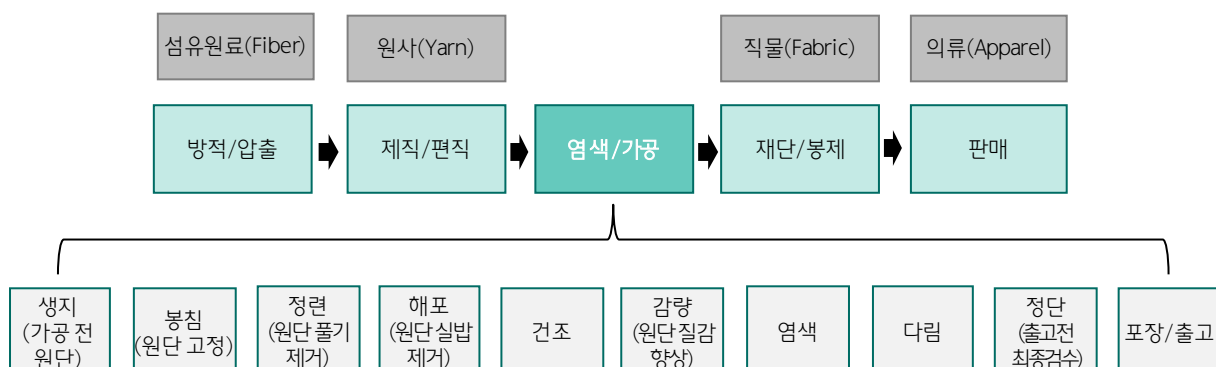
표 4. 한세실업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2018F
매출	386	401	497	427	1,711	364	393	515	452	1,724
OEM	306	324	430	322	1,382	289	315	445	344	1,392
한세엠케이	80	77	67	105	329	76	78	71	108	332
영업이익	4	13	35	4	57	(14)	11	30	9	36
OEM	1	9	36	4	50	(12)	8	31	15	32
한세엠케이	3	4	(1)	1	7	(2)	4	(0)	4	5
세전이익	20	9	32	11	72	(10)	(12)	27	31	35
지배순익	11	5	24	4	43	(9)	(8)	22	16	20
영업이익률(%)	1.0	3.3	7.1	1.0	3.3	(3.8)	2.9	5.9	2.0	2.1
OEM	0.2	2.7	8.4	1.2	3.6	(4.1)	2.4	6.9	4.4	2.3
한세엠케이	4.1	5.4	(1.8)	0.7	2.1	(2.8)	4.7	(0.7)	3.5	1.4
세전이익률(%)	5.1	2.3	6.5	2.5	4.2	(2.8)	(3.1)	5.1	6.8	2.0
순이익률(%)	2.8	1.2	4.8	0.9	2.5	(2.5)	(2.0)	4.2	3.5	1.2

자료: 한세실업, 하나금융투자

그림 4. 원단 염색/가공 단계(교부가가치) 순서도



자료: 한화케미칼, 하나금융투자

표 5. 하나금융투자 환율 가정

(단위: 원, %)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
원/달러(평균)	1,160	1,130	1,101	1,130	1,100
YoY %	2.6%	-2.6%	-2.6%	2.6%	-2.7%

자료: 한국은행, 하나금융투자 경제팀

표 6. 한세실업 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	1,548	1,711	1,724	1,815	1,904
OEM	1,446	1,382	1,392	1,478	1,564
한세엠케이	102	329	332	337	340
영업이익	82	57	36	71	91
OEM	77	50	32	66	86
한세엠케이	4	7	5	5	5
세전이익	63	72	35	85	104
지배순익	47	43	20	51	64
적정시가총액	704	649	306	771	953
주식수(천주)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
적정주가(원)	17,605	16,219	7,645	19,283	23,822
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	1,174	1,081	510	1,286	1,588
영업이익률(%)	5.3	3.3	2.1	3.9	4.8
OEM	5.4	3.6	2.3	4.5	5.5
한세엠케이	4.1	2.1	1.4	1.5	1.6
매출 (YoY,%)	(2.4)	10.6	0.8	5.3	4.9
OEM	(2.4)	(4.4)	0.7	6.2	5.8
한세엠케이	-	223.1	0.9	1.4	0.8
영업이익 (YoY,%)	(42.7)	(30.7)	(35.7)	94.8	28.4
OEM	(45.6)	(35.9)	(36.4)	108.4	30.1
한세엠케이	-	66.4	(30.4)	5.5	5.5
순이익 (YoY,%)	(54.6)	(7.9)	(52.9)	152.2	23.5

주: 환율 가정 표 25 참고

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 7. 한세실업 SoTP Valuation

(단위: 십억원)

구분	2018F	2019F	비 고
OEM 영업가치(A)	511	732	
매출액	1,392	1,478	
영업이익	32	66	
순이익	34	49	
적정PER(배)	15.0	15.0	
한세엠케이 영업가치(B)	30	31	지분율 50.02%
매출액	332	337	
영업이익	5	5	
순이익	2	3	
적정PER(배)	12.0	12.0	
적정 시가총액(A+B)	541	764	
발행주식수(천주)	40,000	40,000	
적정주가 I (원)	13,532	19,088	
적정주가 II (원)	18,625		시간 가중치 적용

주: 2018년 OEM 부문 순이익은 18년 2분기 누적 일회성 비용(당기손익-공정가치금융자산 평가/처분손실 162억원) 합산 수치

자료: 한세실업, 하나금융투자

표 7. 글로벌 동종업체 밸류에이션 비교

(단위: 배, 백만달러, %)

기업명		영원무역	한세실업	Makalot	Eclat
Ticker		111770 KS EQUITY	105630 KS EQUITY	1477 TT EQUITY	1476 TT EQUITY
주가(원,USD)		38,650	17,050	5.7	12.5
시가총액(조원)		1.7	0.7	1.3	3.8
P/E	2017	12.8	25.0	26.2	25.1
	2018F	11.8	33.4	23.9	23.7
	2019F	10.8	13.3	20.4	20.8
P/S	2017	0.7	0.6	1.6	3.9
	2018F	0.8	0.4	1.5	3.8
	2019F	0.8	0.4	1.4	3.3
P/B	2017	1.1	2.2	4.4	6.7
	2018F	1.2	1.4	4.3	6.3
	2019F	1.1	1.3	4.1	5.7
EV/EBITDA	2017	6.1	15.6	11.5	16.4
	2018F	6.5	16.1	15.0	16.8
	2019F	5.9	10.2	12.8	14.7
영업이익률	2017	9.0	3.3	7.9	17.3
	2018F	9.9	2.1	8.3	19.3
	2019F	10.1	3.9	8.8	19.8
순이익률	2017	5.4	2.5	5.7	12.6
	2018F	7.0	1.2	6.4	15.9
	2019F	7.2	2.8	6.7	15.9
ROE	2017	8.8	9.3	16.9	28.3
	2018F	11.2	4.3	18.1	27.7
	2019F	10.9	10.3	20.8	28.4

주: 영원무역, 한세실업은 하나금융투자 추정치
자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,547.7	1,711.3	1,724.5	1,815.1	1,903.9
매출원가	1,247.2	1,321.0	1,350.4	1,406.3	1,472.9
매출총이익	300.5	390.3	374.1	408.8	431.0
판매비	218.9	333.8	337.7	337.9	340.0
영업이익	81.6	56.5	36.4	70.9	91.0
금융손익	1.6	(4.9)	(5.2)	(5.7)	(6.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(20.0)	20.3	3.8	19.5	19.3
세전이익	63.2	71.9	35.0	84.7	104.1
법인세	17.2	25.9	11.4	28.8	35.5
계속사업이익	46.0	46.1	23.6	55.9	68.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.0	46.1	23.6	55.9	68.6
비지배주주지분 손익	(1.0)	2.8	1.5	3.5	4.2
지배주주순이익	46.9	43.3	20.4	51.4	63.5
지배주주지분포괄이익	46.2	45.3	22.3	52.7	64.7
NOPAT	59.4	36.2	24.5	46.8	60.0
EBITDA	98.1	81.4	56.6	90.3	109.6
성장성(%)					
매출액증가율	(2.4)	10.6	0.8	5.3	4.9
NOPAT증가율	(44.7)	(39.1)	(32.3)	91.0	28.2
EBITDA증가율	(38.5)	(17.0)	(30.5)	59.5	21.4
영업이익증가율	(42.7)	(30.8)	(35.6)	94.8	28.3
(지배주주)순이익증가율	(54.6)	(7.7)	(52.9)	152.0	23.5
EPS증가율	(54.6)	(7.9)	(52.8)	152.0	23.6
수익성(%)					
매출총이익률	19.4	22.8	21.7	22.5	22.6
EBITDA이익률	6.3	4.8	3.3	5.0	5.8
영업이익률	5.3	3.3	2.1	3.9	4.8
계속사업이익률	3.0	2.7	1.4	3.1	3.6

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,174	1,081	510	1,285	1,588
BPS	11,499	12,333	12,445	13,315	14,482
CFPS	2,614	2,712	1,665	2,823	3,223
EBITDAPS	2,452	2,034	1,415	2,258	2,740
DPS	38,691	42,783	43,113	45,378	47,598
DPS	330	450	450	450	450
주가지표(배)					
PER	21.9	24.9	33.4	13.3	10.7
PBR	2.2	2.2	1.4	1.3	1.2
PCFR	9.8	9.9	10.2	6.0	5.3
EV/EBITDA	14.1	15.6	16.1	10.2	8.2
PSR	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	10.7	9.3	4.3	10.3	11.8
ROA	4.1	3.5	1.7	4.1	4.9
ROIC	11.3	5.7	3.8	6.8	8.4
부채비율	125.5	108.5	110.4	106.2	100.0
순부채비율	44.1	16.7	22.3	23.0	16.5
이자보상배율(배)	12.4	4.6	3.1	6.0	7.6

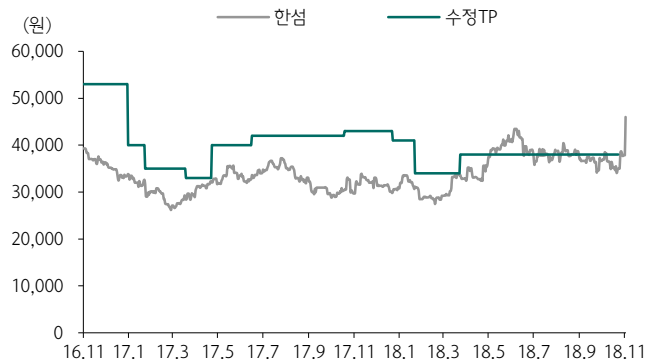
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	757.0	818.4	839.2	892.8	955.8
금융자산	276.2	364.6	342.1	336.7	372.1
현금성자산	192.5	62.5	25.0	3.7	22.4
매출채권 등	202.7	189.6	208.5	239.8	251.8
재고자산	258.4	241.3	265.5	292.0	306.6
기타유동자산	19.7	22.9	23.1	24.3	25.3
비유동자산	513.7	377.7	376.8	374.8	372.7
투자자산	188.4	74.3	74.8	78.8	82.6
금융자산	188.4	74.3	74.8	78.8	82.6
유형자산	189.4	172.9	174.2	170.8	167.1
무형자산	73.2	70.9	68.1	65.6	63.4
기타비유동자산	62.7	59.6	59.7	59.6	59.6
자산총계	1,270.7	1,196.1	1,216.0	1,267.6	1,328.5
유동부채	568.2	495.4	495.6	498.5	503.1
금융부채	426.8	370.5	366.0	363.0	361.5
매입채무 등	102.4	90.3	94.8	99.6	104.6
기타유동부채	39.0	34.6	34.8	35.9	37.0
비유동부채	138.9	127.1	142.4	154.4	161.3
금융부채	98.0	89.8	104.8	114.8	119.8
기타비유동부채	40.9	37.3	37.6	39.6	41.5
부채총계	707.1	622.5	638.0	652.8	664.4
지배주주지분	450.2	475.7	480.2	514.9	561.6
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	45.2	46.3	46.3	46.3	46.3
자본조정	(10.0)	(17.8)	(17.8)	(17.8)	(17.8)
기타포괄이익누계액	(1.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
이익잉여금	396.5	427.8	432.3	467.1	513.8
비지배주주지분	113.4	97.9	97.8	99.8	102.5
자본총계	563.6	573.6	578.0	614.7	664.1
순금융부채	248.6	95.8	128.7	141.1	109.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	56.9	71.8	13.5	29.1	70.1
당기순이익	46.0	46.1	23.6	55.9	68.6
조정	27.0	33.6	28.2	24.3	21.2
감가상각비	16.5	24.8	20.2	19.4	18.6
외환거래손익	11.9	(3.0)	8.0	4.9	2.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.4)	11.8	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(16.1)	(7.9)	(38.3)	(51.1)	(19.7)
투자활동 현금흐름	(50.3)	(129.5)	(43.9)	(39.7)	(37.2)
투자자산감소(증가)	76.3	114.1	(2.1)	(5.5)	(5.4)
유형자산감소(증가)	(42.7)	(24.7)	(18.7)	(13.5)	(12.7)
기타	(83.9)	(218.9)	(23.1)	(20.7)	(19.1)
재무활동 현금흐름	42.1	(67.1)	(7.2)	(10.7)	(14.2)
금융부채증가(감소)	101.4	(64.5)	10.5	7.0	3.5
자본증가(감소)	(1.9)	1.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(47.4)	10.9	0.0	0.0	0.0
배당지급	(10.0)	(14.6)	(17.7)	(17.7)	(17.7)
현금의 증감	51.8	(130.0)	(37.5)	(21.2)	18.7
Unlevered CFO	104.5	108.5	66.6	112.9	128.9
Free Cash Flow	13.8	46.4	(5.2)	15.6	57.4

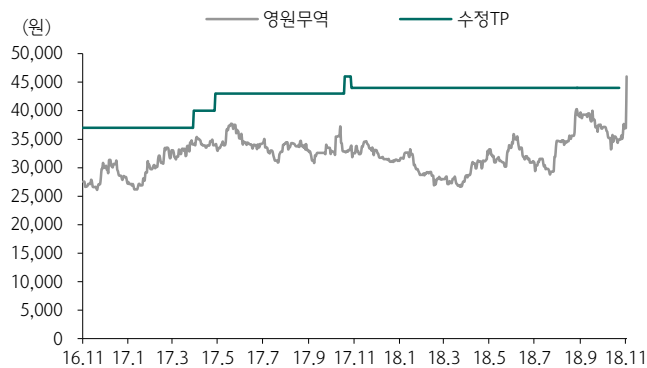
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한섬



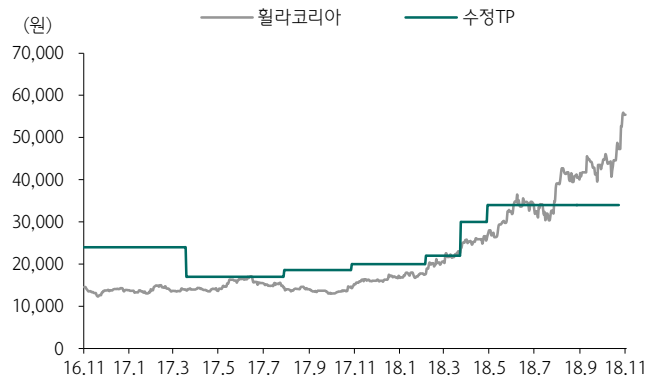
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	46,000	-	-
18.11.20	담당자변경		-	-
18.5.11	BUY	38,000	-1.40%	14.34%
18.4.11	Neutral	38,000	-12.16%	-7.37%
18.2.9	Neutral	34,000	-12.06%	-0.44%
18.1.10	BUY	41,000	-22.23%	-18.05%
17.11.6	BUY	43,000	-26.22%	-21.16%
17.7.4	BUY	42,000	-21.49%	-11.43%
17.5.11	BUY	40,000	-16.84%	-10.88%
17.4.6	BUY	33,000	-8.02%	-2.27%
17.2.10	Neutral	35,000	-18.54%	-12.00%
17.1.18	BUY	40,000	-19.02%	-16.00%
16.11.23	BUY	53,000	-33.12%	-27.64%

영원무역



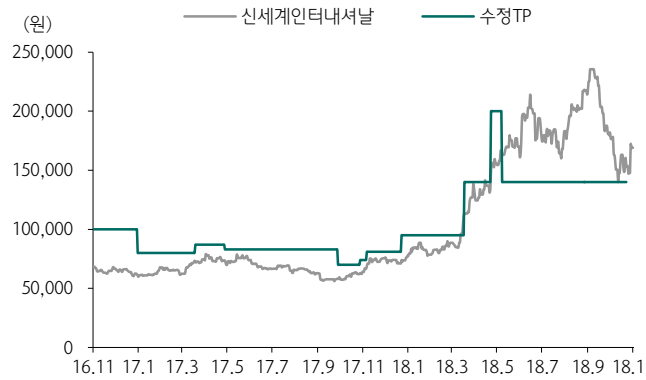
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	46,000	-	-
18.11.20	담당자변경		-	-
17.11.15	BUY	44,000	-26.83%	-8.52%
17.11.6	BUY	46,000	-28.26%	-26.74%
17.5.16	BUY	43,000	-21.14%	-12.33%
17.4.17	BUY	40,000	-13.91%	-11.50%
16.11.23	BUY	37,000	-19.90%	-5.95%
16.11.7	Neutral	37,000	-25.98%	-24.05%

필라코리아



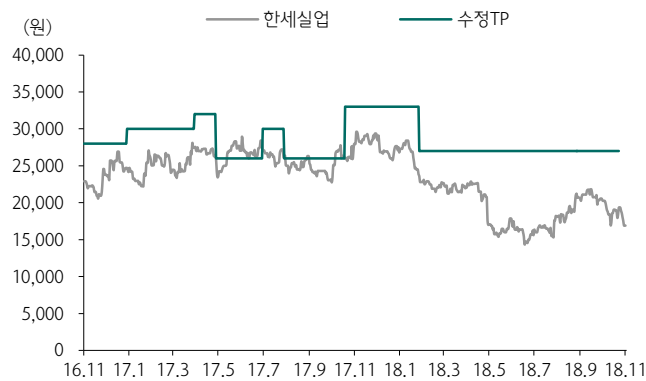
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	65,000	-	-
18.11.20	담당자변경		-	-
18.5.17	BUY	34,000	8.93%	43.38%
18.4.11	BUY	30,000	-15.22%	-11.33%
18.2.23	BUY	22,000	-4.06%	4.55%
17.11.15	BUY	20,000	-16.83%	-10.00%
17.8.16	BUY	18,600	-25.90%	-20.97%
17.4.6	BUY	17,000	-11.13%	0.59%
16.11.23	BUY	24,000	-27.38%	-12.08%
15.11.19	Neutral	-	-	-

신세계인터내셔널



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	BUY	205,000		
18.11.20	담당자변경		-	-
18.5.26	BUY	140,000	32.25%	68.21%
18.5.11	BUY	200,000	-20.81%	-16.50%
18.4.5	BUY	140,000	-8.49%	1.07%
18.1.10	BUY	95,000	-11.48%	17.37%
17.11.24	BUY	81,000	-9.11%	-5.93%
17.11.15	BUY	74,000	-12.32%	-9.46%
17.10.16	BUY	70,000	-13.82%	-9.14%
17.7.28	BUY	83,000	-18.62%	-5.30%
17.5.16	Neutral	83,000	-14.43%	-5.30%
17.4.6	BUY	87,000	-14.39%	-9.20%
17.1.18	BUY	80,000	-19.10%	-8.25%
16.11.23	BUY	100,000	-35.70%	-31.90%

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.20	Neutral	19,000		
18.11.20	담당자변경		-	-
18.2.14	BUY	27,000	-28.82%	-14.44%
17.11.6	BUY	33,000	-16.94%	-10.30%
17.8.16	Neutral	26,000	-3.81%	6.73%
17.7.18	Neutral	30,000	-12.35%	-9.33%
17.5.16	Neutral	26,000	1.99%	11.35%
17.4.17	BUY	32,000	-15.43%	-13.91%
17.1.16	BUY	30,000	-16.98%	-6.33%
16.11.23	BUY	28,000	-15.72%	-3.93%
16.10.4	BUY	40,000	-37.37%	-31.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.2%	4.9%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 11월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(허제나)는 2018년 11월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.