

더네이처홀딩스 (298540/KQ)

이번엔 해외 진짜로 나갑니다

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 30,000 원(신규편입)
 현재주가: 21,000 원
 상승여력: 42.9%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
 3773-9997

Company Data

발행주식수	1,471 만주
시가총액	326 십억원
주요주주	
박영준(외8)	38.81%
자사주	

Stock Data

주가(23/10/23)	21,000 원
KOSDAQ	763.69 pt
52주 최고가	33,800 원
52주 최저가	20,000 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



어려워진 업황, 해외에서 찾는 돌파구

내수 의류 소비가 부진함에 따라 내수 사업 비중이 큰 동사의 실적도 부진한 흐름을 보이고 있다. 신규 브랜드와 해외 사업 확장에 따른 고정비 부담으로 영업이익률이 예년 보다 낮아졌다. 돌파구는 Nat Geo 의 해외 진출에서 찾을 수 있을 것으로 기대한다. 동사는 올해 하반기부터 대만, 호주, 중국에 오프라인 매장을 오픈하기 시작했으며, 특히 산업의 규모 측면에서 중국 사업의 성장성이 높을 것으로 전망한다. 당사는 Nat Geo 해외 매출액을 '24년 547억 원, '25년 1,147억원으로 추정한다.

중국 성공 가능성을 높게 보는 이유

당사는 Nat Geo의 중국 안착 가능성을 높게 본다. 그 이유는 1) Nat Geo의 오리지널 IP 의 인지도가 중국에서 높고, 2) 파트너사의 역량이 충분하기 때문이다. 먼저 중국 SNS 플랫폼인 더우인과 웨이보에서 Nat Geo 계정의 합산 팔로워 수는 1,567 만 명으로 중국 1위 스포츠웨어 브랜드인 Anta Sports 의 916 만 명을 상회할 정도로 높은 인지도를 갖고 있다. 또한 파트너사인 'Bestseller'는 중국에서 30년 가까이 의류 브랜드를 전개 중인 기업으로, 중국 내 약 5,000 개의 매장을 보유하고 있어 전국 단위의 유통 채널 네트워크로 Nat Geo 어패럴의 중국 진출에 힘을 실어줄 것으로 전망한다.

업종 내 중소형주 관심종목으로 제시

동사에 대해 투자이전 '매수', 목표주가 30,000 원 제시하며 업종 내 중소형주 관심종목으로 제시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 추정치에 타겟 멀티플 6.1배를 적용해 산출했다. 현재 주가에서 12 개월 선행 PER 은 4.1 배 수준으로 의류 업종 평균 밸류에이션 멀티플인 5.7 배와 비교했을 때도 현저히 낮다. Nat Geo 가 내수시장에서 성숙기에 돌입한 것과, 사업 확장으로 인한 비용 증가에 비해 해외 진출 속도가 다소 더딘 것이 원인이라고 분석한다. 하지만 올해는 해외 진출을 위한 준비 기간에 불과하다. 본격적인 해외 진출, 특히 중국에서의 오프라인 출점은 내년부터 시작이다. 동사의 해외 비즈니스에도 관심을 가져볼 만한 시점이라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	293	370	498	596	660	714
영업이익	십억원	54	69	91	91	105	119
순이익(지배주주)	십억원	38	58	69	64	75	85
EPS	원	2,635	4,009	4,541	4,205	4,937	5,533
PER	배	7.5	7.4	7.0	5.0	4.3	3.8
PBR	배	1.8	2.0	1.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	4.1	5.8	6.0	4.2	3.3	2.5
ROE	%	32.1	30.4	27.1	20.4	20.0	18.8

1. Summary

(1) 목표주가 산정 및 투자의견

투자의견 '매수', 목표주가
32,000 원 제시

더네이처홀딩스 목표주가 30,000 원, 투자의견 '매수' 제시하며 커버리지 개시한다. 동사의 목표주가는 12 개월 선행 EPS 추정치인 4,887 원에 Peer 그룹의 12 개월 선행 PER 멀티플인 12.2 배에서 50% 할인한 6.1배를 적용해 산출했다.

(2) 기업 개요

동사 주력 브랜드: Nat Geo, Mark
Gonzales, NFL, Barrel, Brompton

동사는 해외 유명 IP 를 라이선스해 디자인한 의류 브랜드를 국내와 해외에서 운영하고 있으며 주요 브랜드로는 National Geographic (아웃도어 캐주얼, 여행용 가방), Mark Gonzales (스트리트 캐주얼), NFL (스트리트 캐주얼), Brompton (컨템포러리) 이 있다. 또한 동사는 '22 년 7 월에 래쉬가드로 잘 알려진 Barrel 브랜드를 운영하는 배럴을 760 억원에 인수해 자회사로 두고 있다.

Nat Geo 가 매출액 대부분 차지,
'23 년 하반기부터 해외 진출
본격화

브랜드별 매출 비중은 '22 년 기준 Nat Geo 가 90%로 대부분을 차지하고 있으며, 동사는 Nat Geo 가 국내에서 브랜드 성숙기에 진입함에 따라 '19 년 8 월 홍콩 진출을 시작으로 '23 년 하반기부터 대만, 중국, 호주 등 해외 시장 진출에 본격적으로 나서고 있다.

(3) 투자포인트: 해외 시장 진출 본격화(feat. 중국)

동사의 해외 사업에 다시 관심을
가져볼 만한 때

동사의 주가는 상장 이후 해외 시장 진출이 예상보다 늦어진 데 따른 실망감에 지속적으로 하락해 오고 있다. 하지만 최근 Nat Geo 의 해외 진출이 가시화되었으며, 특히 올해 하반기를 시작으로 내년부터는 중국에서 본격적인 브랜드 확장에 나설 것으로 전망한다. 이에 따라 Nat Geo 의 해외 매출이 '23 년 237 억 원에서 '24 년 547 억 원까지 고성장 할 것으로 전망하며, 동사에 대해 관심을 가져볼 만한 시기라고 판단한다.

홍콩, 대만, 중국, 호주가 주요 진출 국가

현재 진출 중인 해외 주요 국가는 홍콩, 대만, 중국, 호주로 그 중에서 매출액 업사이드가 가장 큰 것은 단연 중국이다. 동사는 덴마크 패션 그룹인 'Bestseller'와 JV 를 맺어 중국 시장을 공략하고 있으며, 제품 디자인과 공급을 더네이처홀딩스가, 현지 마케팅과 유통을 Bestseller 가 담당하고 있다.

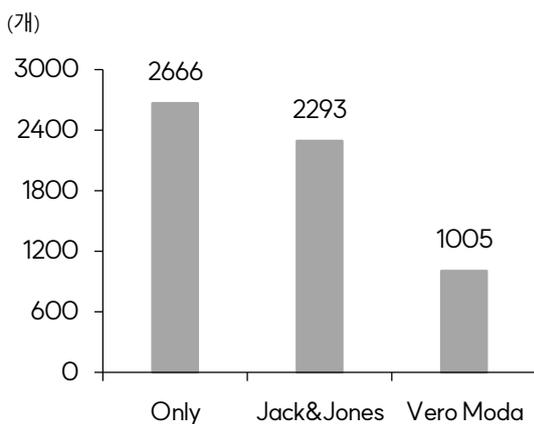
중국 파트너사 'Bestseller'의 중국 사업 경험 높게 평가

당사는 Nat Geo 의 중국 안착 가능성이 높다고 판단한다. 그 근거는 우선 Bestseller 가 파트너로서 갖는 가치가 크기 때문이다. Bestseller 는 1995 년부터 자사 브랜드인 'Vero Moda'를 중국에 진출시켜 '23 년 현재 오프라인 매장 수 약 1,000 개를 보유하고 있으며, 추가로 'Only'와 'Jack&Jones' 브랜드를 포함해 5,000 개 이상의 매장을 중국에서 운영하고 있다. 중국 시장에서 '관시'와 현지화 된 마케팅이 중요한 만큼, 30 년 가까이 중국 패션 시장에서 살아남으며 쌓아 온 Bestseller 의 유통과 마케팅 경험의 무형의 가치가 크다고 판단한다.

Nat Geo 오리지널 IP 의 중국에서의 높은 인지도

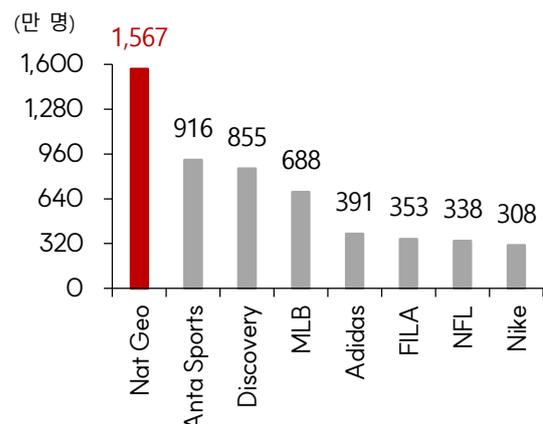
또한 Nat Geo 어패럴의 오리지널 IP 가 중국에서 높은 인지도를 갖고 있다. 중국인 SNS 플랫폼인 '더우인(Douyin)'과 '웨이보(Weibo)'에서 Nat Geo 공식 계정의 합산 팔로워 수는 1,567 만 명으로 중국 1 위 스포츠 브랜드인 Anta Sports 의 916 만 명보다 높다. 라이선스 의류 브랜드의 비즈니스 모델 특성 상 오리지널 IP 의 인지도는 어패럴 브랜드로서의 성공 여부와 밀접한 관련이 있다. 따라서 이는 Nat Geo 어패럴의 중국 패션 시장 안착 가능성을 높이는 요인이다.

Bestseller 주요 브랜드별 중국 매장 수



자료: Baidu Map, SK 증권

브랜드별 더우인, 웨이보 합산 팔로워 수

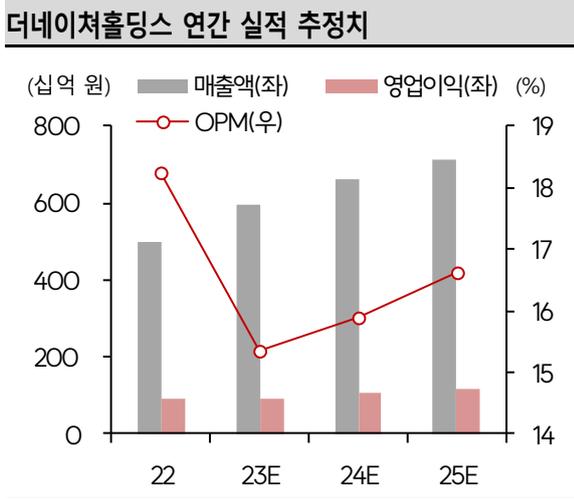


자료: Douyin, Weibo, SK 증권
 주: 공식 계정 팔로워 수만 집계했으며 스토어 계정은 제외함

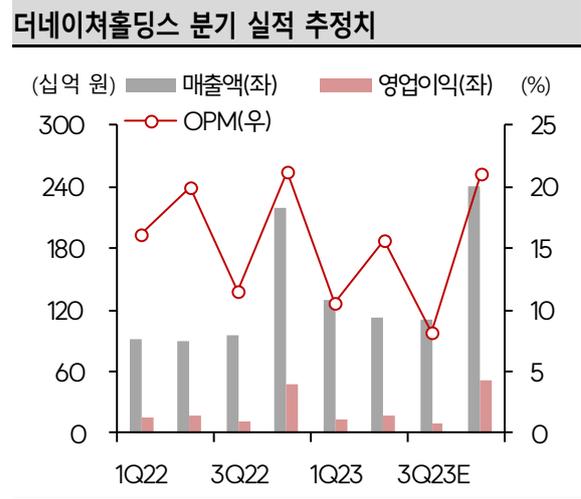
1. 전사 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	92	89	96	221	131	113	111	241	498	596	660	714
/YoY	42	50	84	14	42	27	16	9	34	20	11	8
Nat Geo	88	83	73	206	117	91	78	223	450	509	567	619
Nat Geo 내수	86	82	71	203	110	88	72	215	443	485	513	505
Nat Geo 해외	2	1	2	3	7	3	6	8	7	24	55	115
NFL	4	5	4	6	4	5	3	5	19	17	14	0
마크곤잘레스						1	2	3		5	15	30
BARREL			18	6	8	16	27	8	24	60	58	59
매출총이익	62	63	65	148	84	81	76	165	338	407	458	496
/GPM	68	70	68	67	64	72	68	69	68	68	69	69
영업이익	15	18	11	47	14	18	9	51	91	91	105	119
/OPM	16	20	12	21	11	16	8	21	18	15	16	17

자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

(1) 3Q23 실적 전망

매출액은 증가, 영업이익은 감소 전망	동사의 3Q23 실적은 매출액 1,111억 원(+15.9% YoY), 영업이익 91억 원(-18.3% YoY, OPM 8.2%)으로 추정한다. 브랜드별 매출은 Nat Geo 783억 원(+7.5% YoY), NFL 28억 원(-23.0% YoY), 마크곤잘레스 15억 원, 배럴 273억 원(+50.0% YoY)으로 추정한다.
내수 의류 부진에 의한 실적 부진	3분기에는 경기 침체, 고물가, 해외여행객 증가 등의 영향으로 내수 의류 소비가 부진했으며, 추가적으로 9월달 날씨가 예년보다 더워 간 절기 제품에 대한 소비가 10월로 미뤄지는 효과도 있었다. 동사의 매출 비중이 가장 큰 Nat Geo의 경우 브랜드 성숙기를 지나고 있기 때문에 의류 소비 부진의 영향을 받아 여행용 가방 제품을 제외한 매출액은 556억원으로 전년 동기 대비 약 6% 감소했을 것으로 추정한다. 한편 여행용 가방의 매출액은 해외여행 수요 강세가 지속되고 있어 전년 동기대비 약 40% 증가한 167억원으로 추정한다.
고정비 증가 효과로 인한 영업이익률 하락	3분기 영업이익률은 상반기부터 발생한 비용 증가의 영향으로 전년 동기 대비 하락한 8.2%로 추정한다. 비용 상승의 주요 요인으로는 1) 마크 곤잘레스, 브롬톤, 중국 사업 관련 인력 채용과 2) 물류창고 증설에 따른 감가상각비 증가와 3) Nat Geo의 '컨투어' 신발 제품에 대한 광고비 증가 효과로 분석한다. 또한 홈쇼핑 채널을 주된 유통채널로 하는 여행용 가방 제품의 매출 비중이 증가함에 따른 ASP 하락과 홈쇼핑 지급수수료 증가 효과도 영업이익률 하락에 기여한 것으로 추정한다.

(2) 4Q23 실적 전망

- | | |
|------------------------|--|
| 4분기에는 실적 소폭 회복 전망 | 동사의 4Q23 실적은 매출액 2,407 억 원(+9.1% YoY), 영업이익 507 억 원(+7.9% YoY, OPM21.1%)으로 전망한다. 브랜드별 매출은 Nat Geo 2,227억 원(+8.1% YoY), NFL 48 억 원(-23.7% YoY), 마크 곤잘레스 31억 원, 배럴 81억 원(+30.0% YoY)으로 전망한다. |
| 4분기 의류 소비 업황 반등 전망 | 4 분기 의류 소비 업황은 1) 반도체 업황 개선, 2) 중국 단체관광 재개, 3) 작년 4 분기 부동산 가격 급락으로 인한 소비 부진의 기저 영향으로 턴어라운드 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 동사의 Nat Geo 국내 매출액은 전년 동기 대비 5.5% 증가한 2,146 억원으로 전망한다. |
| 해외 매출도 작지만 81 억원 인식 전망 | 또한 하반기에 Nat Geo의 신규매장 출점이 홍콩 1개, 대만 2개, 중국 7개, 호주 4 개가 예정되어 있어 4 분기부터 신규 매장 출점에 따른 해외 매출 증가를 전망하며, 4분기 Nat Geo 해외 매출(직영과 홀세일 합산)을 전년 동기 26 억원 대비 55 억원 증가한 81 억원으로 전망한다. |

3. 목표주가 산정 및 투자 의견

더네이쳐홀딩스 목표주가 30,000 원, 투자 의견 '매수' 제시한다. 목표주가는 12 개월 선행 EPS 추정치인 4,887 원에 Target PER 6.1 배를 적용해 산출했다.

주가 부진의 원인은 1) 해외사업 전개 속도와, 2) 비용 증가

동사의 12 개월 선행 PER 은 당사 추정치 기준 4.1 배로, 국내 의류 업종 지수의 멀티플인 5.7 배에 한참 못 미친다. 멀티플이 절대적으로나 상대적으로나 낮은 이유는 1) 국내 의류 업황이 부진한 가운데 해외 진출 속도가 시장이 기대한 바에 미치지 못했다는 점과, 2) 상반기 실적을 통해 신사업 추진을 위한 비용 증가가 확인돼 수익성에 대한 우려가 주가에 반영되었기 때문으로 분석한다. 하지만 동사의 해외시장, 특히 중국 진출이 올해 하반기부터 본격화 되었다는 점에서 현재 주가는 저평가 상태라고 판단한다.

당사는 F&F 의 주가에 중국 진출 모멘텀이 반영되던 '19~'20 년 평균 12 개월 선행 PER 인 12.5 배와, 힐라홀딩스의 주가에 미국 수출 모멘텀이 반영되던 '18~'19 년의 11.9 배의 평균인 12.2 배를 동사의 Target PER 의 기준점으로 삼았다. 다만 1) 국고채 3 년물을 기준으로 당시 금리가 평균 1.5% 수준이었던 것에 비해 현재는 4.1%로, 이는 자기자본비용 증가에 따른 멀티플 할인 요소라는 점과, 2) 신사업을 위한 인건비 등 고정비 증가에 따른 단기 실적 부담, 3) 중국의 매장 운영 방식이 직영 운영이므로 대리상이나 파트너사를 통한 홀세일 방식을 선택했던 F&F 와 힐라홀딩스에 비해 사업리스크가 더 크다는 점을 근거로 밸류에이션 멀티플을 50% 할인해 6.1 배를 적용했다.

더네이쳐홀딩스 목표주가 산정 테이블

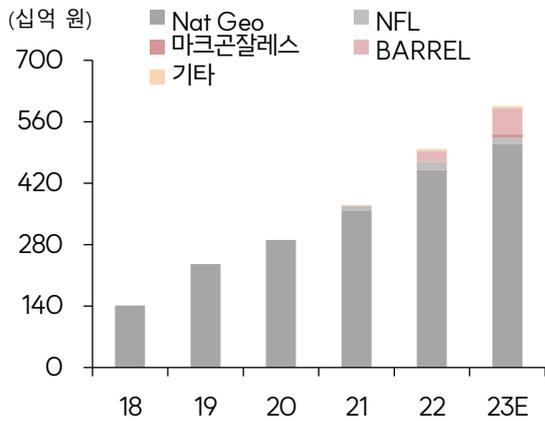
항목	단위	구분	내용	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	74.5	
상장주식 수	주	(B)	15,237,270	
12MF EPS	원	(C)	4,887	(A)/(B)
Target PER	배	(D)	6.1	
목표주가	원	(E)	30,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	21,000	
업사이드	%	(G)	42.9	(E)/(F)-1

자료: SK 증권 추정

4. 사업 현황

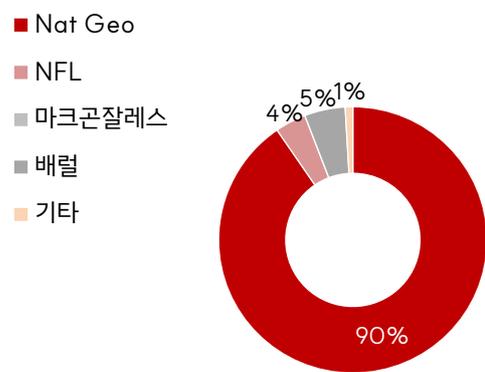
더네이처홀딩스는 해외 유명 IP 를 라이선스한 의류 브랜드의 국내외 운영을 주된 사업으로 영위하고 있으며, National Geographic(캐주얼 아웃도어 및 여행용가방), Mark Gonzales(스트릿 캐주얼), NFL(스트릿 캐주얼)을 주요 브랜드로 전개 중이다. 추가로 '22 년 7 월에 인수한 Barrel(스вим웨어 및 용품)의 사업도 운영하고 있으며, '23년 7월부터는 Brompton(컨템포러리)을 런칭해 운영 중이다.

더네이처홀딩스 브랜드별 매출 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권 추정

더네이처홀딩스 브랜드별 매출 비중('22)



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

National Geographic 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

Mark Gonzales 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

Brompton 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

NFL 제품 예시



자료: Nstation 물, SK 증권

(1) 내셔널지오그래픽 어패럴 국내

Nat Geo '13년 런칭, '15년부터 어패럴 시작

동사는 미국의 월트 디즈니가 보유한 "National Geographic"(이하 Nat Geo)의 IP를 라이선스 해 2013년 한국에 브랜드를 런칭했다. 사업 초기에는 여행용 캐리어와 가방 제품만 판매하다가 2015년부터 어패럴 제품까지 확장했으며, 이 때를 기점으로 내셔널지오그래픽의 국내 매출이 폭발적으로 성장해왔다.

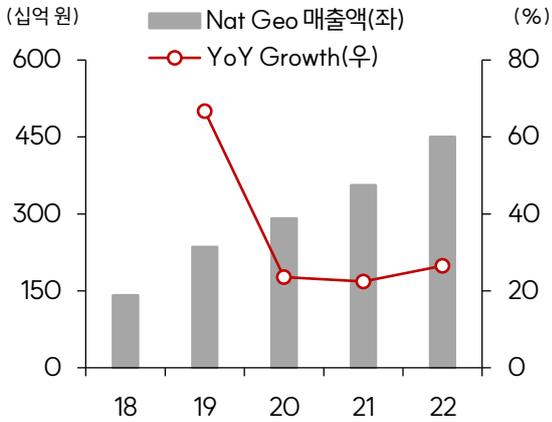
오리지널 IP의 정체성을 담은 디자인

Nat Geo는 자연을 주제로 한 다큐멘터리로 대중에게 익숙한 IP를 활용해 바람막이, 패딩 등 아웃도어 의류 제품을 주력으로 판매하고 있다. 다만 정통 아웃도어 브랜드와는 다르게 '기능성'이라는 아웃도어 의류의 장점은 취하면서도 일상 영역에서 입을 수 있을 만한 캐주얼한 디자인을 적용한 것이 차별점이다.

추가적인 성장보다는 브랜드력 유지에 집중할 것

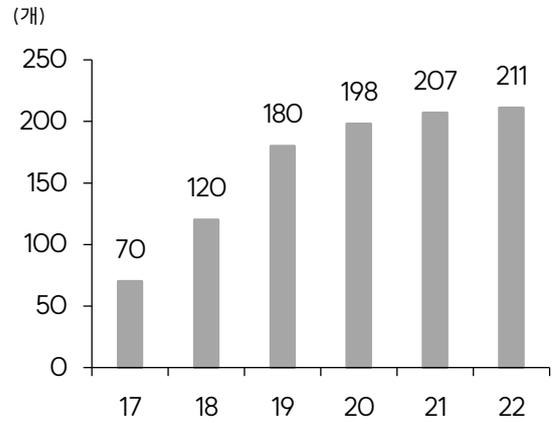
Nat Geo 매장은 '18년 10월 100개에서 '20년 말 200개로 증가했으며, '23년 10월 현재 기준 국내 매장 수는 211개로 이제는 브랜드 성숙기에 진입한 것으로 판단한다. 따라서 향후 Nat Geo의 내수 매출은 현재의 매출액 규모에서 안정적인 수준으로 유지될 것으로 전망하며, 추가적인 브랜드 확장보다는 브랜드력 유지를 위해서 꾸준한 제품 개발과 마케팅에 집중할 것으로 본다.

연도별 Nat Geo 매출 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

연도별 Nat Geo 성인 국내 매장 수 추이



자료: 언론보도, 전자공시시스템, SK 증권

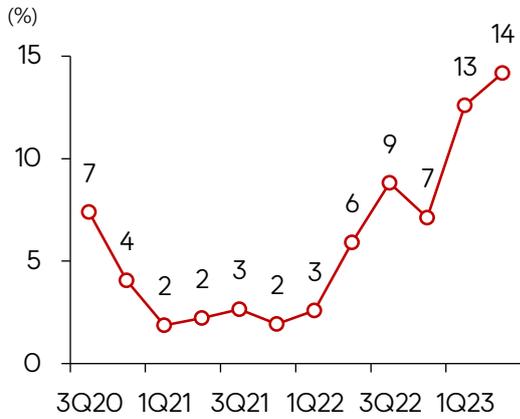
해외여행 수요 회복으로 여행용 가방 매출 증가

여행용 가방도 Nat Geo 국내 부문의 주력 제품이다('19년 매출 비중 20%). 코로나 19 팬데믹 이후로 해외여행이 제한되면서 Nat Geo의 여행용 가방 매출도 '19년 471억 원에서 '21년 71억 원으로 감소했으나, 해외여행 수요가 다시 회복되기 시작하면서 여행용 가방 매출은 2Q22부터 본격적으로 회복되기 시작했다. 당사는 올해 동사의 여행용 가방 제품 매출액을 646억 원으로 전망('22년 336억 원)하는데, 올해 연말까지 해외여행 수요가 코로나 19 이전 수준으로 완전히 회복할 것으로 보며, 따라서 내년부터는 매출액이 평년 수준으로 감소할 것이다.

1Q23, 2Q23 이익률 부진의 원인

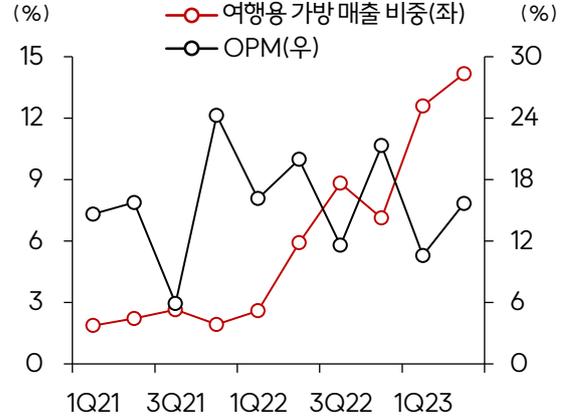
동사의 영업이익률은 올해 들어 1분기(1Q22 16.1% → 1Q23 10.6%)와 2분기(2Q22 20.0% → 2Q23 15.7%) 모두 전년 동기 대비 부진했는데 이는 환율과 제품 믹스 효과 때문이다. 작년에 비해 올해는 내국인의 해외여행 수요가 급격히 회복되면서 Nat Geo의 여행용 캐리어 제품 매출 비중이 크게 증가했다(1Q22 2.6% → 2Q22 12.6% / 2Q22 5.9% → 2Q23 14.2%). 캐리어 제품의 경우 위탁생산 대금을 달러로 지급하는데, 4Q22 강 달러 시점에 매입한 제품 원가가 1Q23에 매출을 인식하면서 반영되었으며, 캐리어 제품은 주요 판매채널이 홈쇼핑인데, 홈쇼핑의 경우 납품 단가가 타 채널 대비 낮고, 위탁판매 수수료가 높아 영업이익률의 감소 효과가 있었기 때문이다.

분기별 여행용캐리어 매출 비중



자료: 전자공시시스템, SK 증권

여행용 가방 매출 비중 증가에 따른 OPM 변화



자료: 언론보도, 전자공시시스템, SK 증권

(2) 내셔널지오그래픽 어패럴 해외

그 동안 예상보다 더뎠던 해외 진출 속도

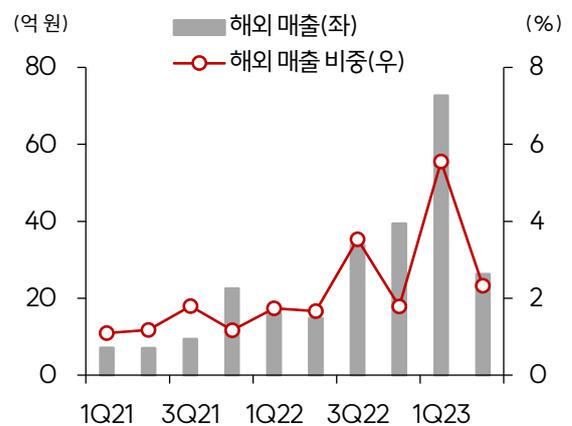
'23년 현재 Nat Geo 가 진출한 해외 국가는 홍콩, 대만, 중국, 호주이며, 향후 진출 예정인 국가는 일본, 싱가포르, 말레이시아, 태국이 있다. '19년 8월 처음 진출한 홍콩을 제외하면 다른 국가에서의 브랜드 전개는 코로나 19 팬데믹으로 인해 다소 더뎠으며, 동사의 수출과 해외 합산 매출액은 '21년 약 46억원, '22년 90억원으로 전체 실적에서 차지하는 비중도 미미했다.

국가별 더네이처홀딩스 진출 현황

국가	진출시기	진출방식	파트너사
홍콩	'19.08	직진출	-
대만	'23.04	직진출	-
호주	'23.05	홀세일	Alquemie
중국	'23.04	JV	Bestseller

자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

더네이처홀딩스 해외매출 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

<p>이제부터 본격화될 해외 진출</p>	<p>코로나 19 팬데믹이 진정된 '23년부터 동사는 다시 본격적으로 해외 진출에 시동을 걸고 있다. 인구 수와 소비자의 구매력을 고려했을 때 가장 주목할 만한 국가는 단연 중국으로, 동사는 올해 5월 덴마크의 "Bestseller"사와 JV를 맺어 더네이처홀딩스는 제품 공급을, Bestseller는 중국 현지 유통과 마케팅을 담당하게 되었다.</p>
<p>중국 최대 매출 가능 금액 6,300억 원으로 추정</p>	<p>8월에 중국 현지 JV 설립과 관련된 행정절차가 마무리되었으며 동사는 올해 연말까지 중국에 7개 매장을 출점할 계획이다. 중국 내 목표 매장 수는 600개(직영 150개, 대리점 450개)로 제시했으며, 매장 당 매출액 15억 원을 가장하면 연간 약 9,000억 원의 소매 매출 효과가 있을 것으로 추정한다. 대리점의 경우 도매 매출로 인식된다는 점을 고려하면 동사가 최대로 인식 가능한 연간 매출액은 6,300억 원으로 가능해볼 수 있다.</p>
<p>홍콩 최대 매출 가능 금액 156억 원으로 추정</p>	<p>홍콩의 경우 동사의 해외법인인 The Nature APAC을 통해 직접 매장을 운영하고 있으며 '19년 8월에 1호점 출점을 시작으로 '23년 9월 말 기준 9개의 매장을 운영하고 있다. 동사는 홍콩 내 최종 매장 목표치를 12개로 제시하고 있으며, 내년 2~3개의 매장 출점이 예정되어 있어 내년 말까지 목표치에 도달할 것으로 전망한다. 점포당 연간 매출액을 현재 수준인 13억 원으로 가정하면 최종적으로 연간 156억 원의 매출 효과가 있을 것으로 추정한다.</p>
<p>대만 최대 매출 가능 금액 325억 원으로 추정</p>	<p>대만의 경우 기존에 현지 유통 파트너사에 홀세일 방식으로 제품을 납품하는 사업을 전개하고 있었으나, 4월부터는 동사의 대만 현지법인인 'The Nature Taiwan'을 통해 브랜드를 직접 전개하는 방식으로 전환했다. 올해 4월에 첫 대만 직영 매장을 오픈했으며 '23년 9월 말 기준 타이중, 타이페이, 가오슝 지역에 총 3개 매장을 운영 중이다. 동사는 대만 최종 매장 목표치를 25개로 제시하고 있으며, 내년부터 공격적으로 매장을 늘려갈 계획이다. 점포당 연간 매출액을 홍콩과 동일한 13억 원으로 가정하면 연간 325억 원의 매출 효과가 있을 것으로 추정한다.</p>
<p>호주 최대 매출 가능 금액 240~360억 원으로 추정</p>	<p>호주의 경우 '22년 5월에 소매업 전문 사모 투자회사인 'ACTA Capital'에 소속된 'Alquemi'와 파트너십을 체결해 현지에 홀세일 형식으로 제품을 납품하고 있다. '23년 9월 말 현재 호주 내 Nat Geo 매장 수는 4개로, ACTA Capital의 CEO인 Richard Facioni는 언론과의 인터뷰에서 향후 Nat Geo 최종 매장 목표치를 약 20~30개로 제시했다. 점포당 연간 매출액을 20억 원으로 가정하면 향후 연간 400~600억 원의 소매 매출이 예상되며 동사가 인식할 도매 매출은 소매업체의 마진을 감안해 약 240~360억 원 수준으로 추정한다.</p>

Nat Geo 국가별 목표 매장 수 및 매출 전망치 정리

국가	목표 매장 수	점포당 매출 추정치	목표 연간 소매 매출 추정치
홍콩	12	13억 원	156억 원
대만	25	13억 원	325억 원
호주	30	20억 원	600억 원
중국	600	15억 원	9,000조 원

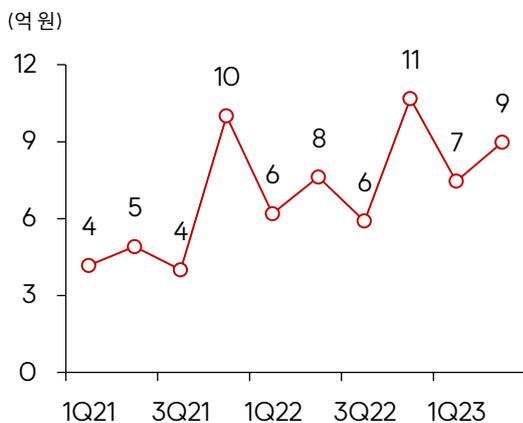
자료: 더네이처홀딩스, 언론 보도, SK증권 추정

(3) NFL

NFL은 다소 부진한 흐름 이어지고 있음

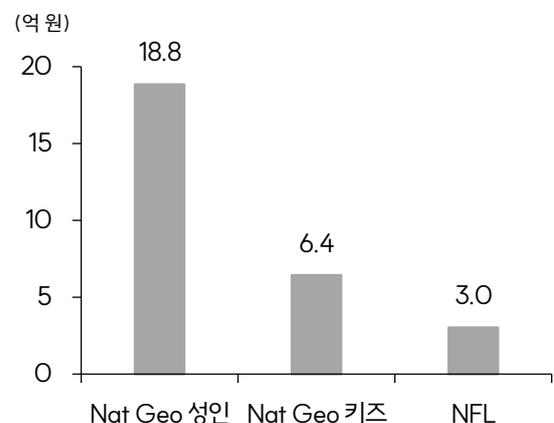
NFL은 미국의 프로 미식축구 협회인 'National Football League'의 IP를 라이선스한 의류 브랜드로, 스트리트 캐주얼 디자인의 의류를 주로 판매하고 있다. '22년 기준 브랜드 매출액은 186억 원(+51.2% YoY)을 기록했고, '23년 10월 현재 국내 매장수는 47개다. 2OS/S 시즌에 런칭해 올해로 4년차인 NFL은 아직까지 다소 아쉬운 성과를 보이고 있다. NFL의 '22년 기준 점포당 매출액은 3억 원으로, 18.8억 원인 Nat Geo 성인 매장에 한참 못 미치며, 6.4억 원인 Nat Geo 키즈 매장보다도 낮다.

NFL 점포당 매출 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK증권

더네이처홀딩스 브랜드별 점포당 매출 비교

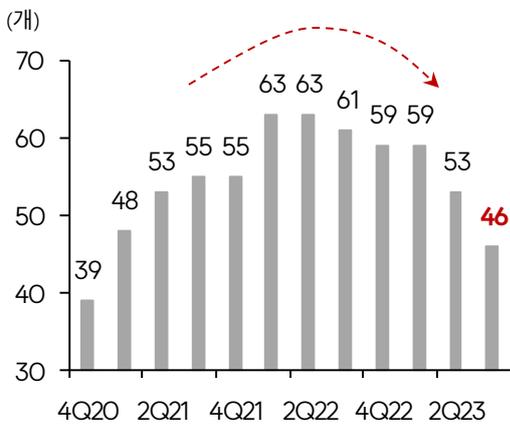


자료: 더네이처홀딩스, 전자공시시스템, SK증권

브랜드 확장보다는 정리 중인 것으로 추정

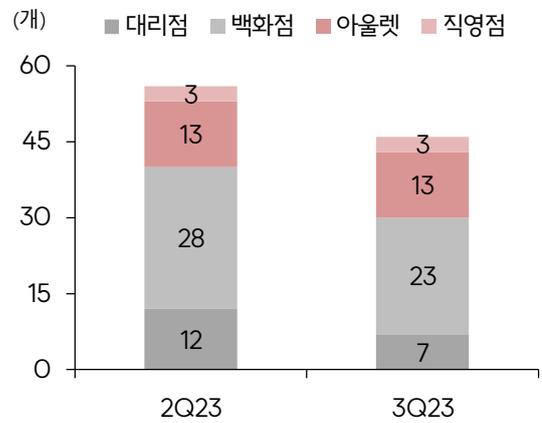
따라서 동사가 NFL 의 브랜드 확장보다는 수익성 중심으로 사업을 운영 중인 것으로 분석한다. 실제로 동사는 3Q22에 63개였던 매장 수를 '23년 10월 현재 46개로 축소해 매출이 부진한 대리점과 백화점을 중심으로 매장을 정리했다. 앞으로도 수익성 중심의 브랜드 운영을 지속할 것으로 전망하며, 브랜드에 대한 소비자의 반응이 개선되지 않을 경우, 라이선스 계약 만료 시점인 2025년 3월에 재계약을 하지 않고 브랜드를 정리할 가능성도 있다고 판단한다.

NFL 국내 매장 수 추이



자료: 더네이처홀딩스, SK 증권

NFL 유통채널별 매장 수 추이('23.10.17 기준)



자료: NFL, SK 증권

(4) 마크 곤잘레스

마크 곤잘레스, 아직 오프라인
출점은 미진

마크 곤잘레스는 미국의 스케이트보드디자이너 아트 디렉터의 이름이며, 동사는 그의 서명과 로고를 라이선스해 국내에서 스트릿 캐주얼 의류 브랜드를 전개 중이다. '22년 1월 미국 본사와 라이선스 계약을 체결했으며, 그로부터 약 1년이 지난 23S/S 시즌에 브랜드를 런칭했다. '23년 10월 현재 기준 성수동 팝업매장을 운영 중이며, 아직 오프라인 매장 출점은 미진한 상황이다.

출점이 더딘 이유는 상표권 분쟁
때문

당사는 브랜드 전개 속도가 다소 더딘 이유는 마크 곤잘레스의 상표권 분쟁 때문으로 본다. '11년부터 '21년까지는 일본의 '사쿠라' 그룹이 마크 곤잘레스로부터 라이선스해 아시아지역 판권을 보유하고 있었다. 그리고 국내 의류 업체인 '비케이브'가 사쿠라 그룹으로부터 한국 판권을 다시 라이선스해 '17년부터 국내에서 브랜드를 전개해왔다. 하지만 '21년에 라이선스 계약이 만료되었음에도 사쿠라 그룹은 별도의 마크 곤잘레스 마크와 로고를 상표등록해 비케이브에 한국 지역 판권을 라이선스했고, 비케이브는 '22년부터 브랜드명을 '와릿이즌'으로 바꿨으나 마크 곤잘레스의 시그니처 로고를 여전히 사용 중이다.

11월 중으로 소송 결과가 나올 것

이에 마크 곤잘레스 미국 본사는 '21년 11월 일본 사쿠라 인터내셔널을 상대로 상표 등록 무효 소송을 제기했고, 특허심판원은 '22년 6월과 8월 각각 마크 곤잘레스의 서명과 로고에 대한 사쿠라의 상표 등록 무효 판결을 내렸다. 이를 바탕으로 올해 11월에는 저작권 침해 금지 소송 1심이 예정되어 있다. 저작권 침해 금지 소송에서도 승소할 경우 비케이브는 더 이상 마크 곤잘레스의 로고를 사용할 수 없게 된다.

와릿이즌의 오프라인 선점으로
상표권 분쟁 마무리 전까지
오프라인 출점은 더딜 것

소송이 마무리될 때까지 동사는 서로 다른 브랜드임에도 비케이브의 '와릿이즌'과 브랜드 로고를 공유하는 불편한 동거를 해야 한다. 와릿이즌이 마크 곤잘레스의 로고를 사용하는 한, 와릿이즌으로 인해 소비자의 소비가 분산되는 효과가 불가피할 것으로 보인다. 또한 가장 큰 문제는 와릿이즌이 이미 주요 유통 채널에 매장을 운영 중이라는 점이다. 와릿이즌은 '17년부터 브랜드를 운영해 왔던 만큼, 전국 34개 백화점에 입점해 있으며, 이 중 19개가 서울과 경기도에 위치하고 있다. 서울과 경기도의 백화점 수가 50개인 점과, 통상적으로 "백화점 → 복합쇼핑몰과 아울렛 → 대리점" 순으로 매장이 늘려가는 것이 정석적인 유통채널 확장 방식인 점을 고려하면, 동사의 마크 곤잘레스는 소송이 마무리되기 전까지 공격적인 오프라인 출점이 어려울 것으로 분석한다.

마크 곤잘레스 런칭에도
와릿이즌의 매출 호조 지속

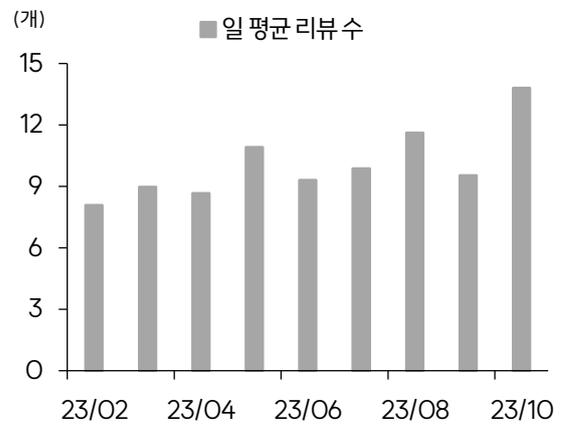
와릿이즌은 '17년부터 마크 곤잘레스의 마크와 로고를 사용해 브랜드를 전개했다. 이미 6년 가까이 브랜드를 운영해 왔기 때문에 소비자들의 수요를 선점하고 있으며, 마크 곤잘레스의 로고를 그대로 사용하고 있기 때문에 브랜드명을 바꿨음에도 그 선점 효과가 지속되고 있는 것으로 파악한다. 무신사의 제품별 리뷰 수를 종합해본 결과 브랜드명을 바꾸기 전과 후를 비교해 봤을 때 브랜드명 변경으로 인한 소비자 이탈 효과는 단기간에 그쳤던 것으로 보인다.

'와릿이즌' 무신사 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK증권

'마크 곤잘레스' 무신사 리뷰 수 추이



자료: 무신사, SK증권

앞으로 소송이 마무리될 때까지 마크 곤잘레스와 와릿이즌 모두 공격적으로 사업을 전개하기보다는 현 수준에서 지지부진할 가능성이 높다고 본다. 비케이브 입장에서는 저작권 침해 소송에서 패소할 경우 더 이상 브랜드를 전개할 수 없는 리스크에 노출되어 있고, 그런 리스크를 떠안고 비케이브가 브랜드 확장에 과감한 투자를 하기 어렵다고 판단하기 때문이다. 또한 더네이쳐홀딩스의 입장에서도, 와릿이즌과 굳이 경쟁하면서 브랜드를 공격적으로 전개하기 보다는, 상표권 문제가 깨끗하게 정리된 이후에 브랜드를 전개하고 싶을 것이라고 판단한다.

5. 투자 포인트: 해외 진출 모멘텀(feat. 중국)

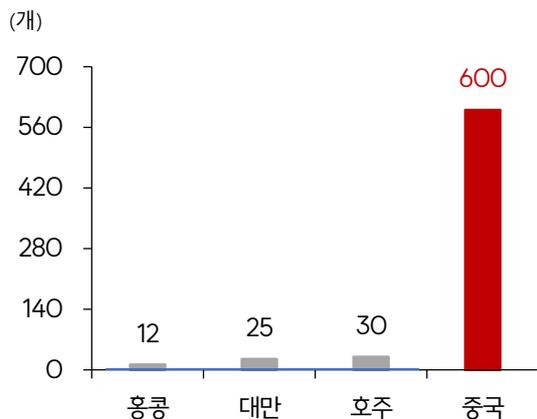
당사는 더네이처홀딩스의 투자포인트가 Nat Geo 의 중국 진출 모멘텀에 있다고 판단하며, 그 이유는 1) 중국이 동사 주가 업사이드에 있어 중요하고, 2) 중국 브랜드 전개의 성공 가능성을 높게 보기 때문이다.

1) 중국이 중요한 이유: Nat Geo 는 현재 중국 뿐만 아니라 대만, 홍콩, 호주에서도 브랜드를 전개 중이다. 하지만 중국을 가장 중요하게 보는 이유는 매출의 업사이드가 타 국가보다 훨씬 높기 때문이다. 동사가 목표로 하고 있는 국가별 매장 수는 대만 25개, 홍콩 12개, 호주 30개다. 국가별 점포당 매출액을 현재 해외 법인 매출액을 이용해 추정한 홍콩 13억, 대만 13억, 호주 20억원으로 가정하면 세 국가 합산 연간 매출액은 업사이드는 연간 약 841 억원으로 추정된다(호주는 홀세일 매출로, 소매 매출액의 60%로 가정).

해외 국가 중 중국이 매출액 업사이드 측면에서 가장 중요

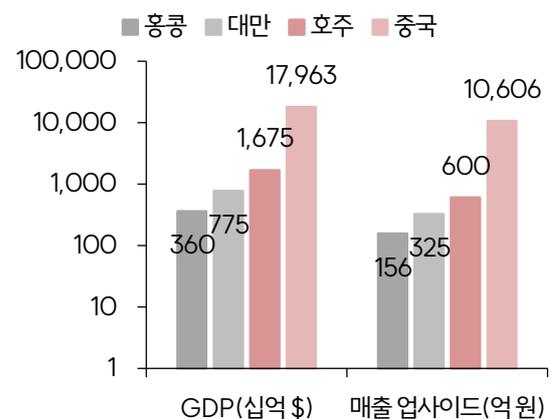
반면 중국의 경우 인구와 경제 규모 측면에서 타 국가와 체급이 다르다. 홍콩, 대만, 호주의 매출액 업사이드와 각 국가의 GDP 규모를 토대로 중국에서의 소매 매출액 업사이드를 추정하면 약 1 조원 이상이 될 것으로 본다. 도매가격 기준으로는 약 6 천억원 수준이 될 것이며, 그 금액은 현재 더네이처홀딩스의 연간 매출액을 상회한다. 따라서 중국 진출 성공 여부가 앞으로 더네이처홀딩스의 실적과 주가의 업사이드를 결정하는 가장 중요한 요소가 될 것이다.

Nat Geo 국가별 최대 매장 수 추정치



자료: 더네이처홀딩스, 언론보도, SK 증권 추정

국가별 GDP 로 추정한 Nat Geo 매출 업사이드



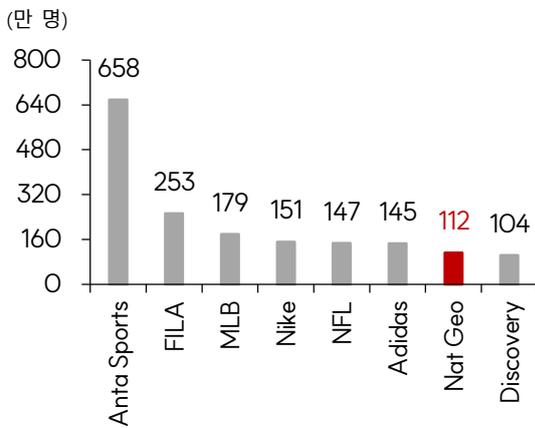
자료: World Bank, SK 증권 추정

2) Nat Geo 중국 사업을 좋게 보는 이유: 당사는 Nat Geo 의 중국 진출 성공 가능성을 높게 보고 있으며, 가장 큰 근거는 의류 브랜드 사업에서 중요한 팩터인 1) 브랜드와 제품, 2) 마케팅과 유통 측면에서 Nat Geo 가 유리한 포지션에 있다고 판단하기 때문이다.

Nat Geo 의 중국에서의 인지도는 높은 것으로 분석

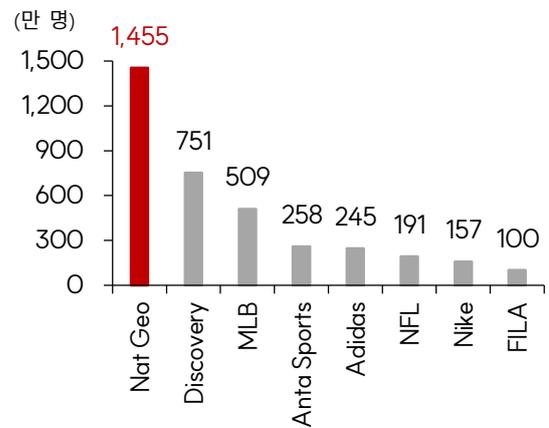
① 브랜드와 제품: Nat Geo 가 브랜드로서 가진 장점은 대중성과 인지도다. 주로 자연을 소재로 다큐멘터리를 제작하고 방송하는 Nat Geo 의 브랜드명과, 노란색 테두리를 가진 네모난 로고는 평소에 다큐멘터리에 관심이 없는 사람이라도 한 번쯤 보고, 들어봤을 것이다. 실제로 Nat Geo 의 인스타그램 팔로워 수는 2.8 억 명으로 나이키의 3 억 명에 근접할 정도로 글로벌 인지도가 높다. 중국 내 인지도로 한정해 보면, Nat Geo 의 더우인과 웨이보 합산 팔로워 수는 1,566 만 명으로, 의류 브랜드와 단순 비교는 어려우나 중국 1 위 스포츠웨어 브랜드인 Anta Sports 가 916 만 명, FILA 가 352 만 명인 것에 비하면 훨씬 높은 수준이다.

Douyin 주요 패션 및 스포츠 계정 팔로워 수



자료: Douyin, SK 증권
주) 플래그십 스토어 계정 제외 / MLB 는 의류가 아닌 스포츠 채널

Weibo 주요 패션 및 스포츠 계정 팔로워 수



자료: Weibo, SK 증권
주) 플래그십 스토어 계정 제외 / MLB 는 의류가 아닌 스포츠 채널

따라서 더네이처홀딩스는 이미 중국 대중의 인식 속에 자리잡은 Nat Geo 의 “자연”, “탐험”, “아웃도어”, “여행” 등의 이미지를 제품에 녹여 내기만 하면 된다. 브랜드 이미지 구축을 위해 투자해야 하는 수많은 돈과 시간을 절약할 수 있는 셈이며, 이는 라이선스 브랜드 의류 사업이 지닌 가장 큰 장점이다. 이미 한국에서의 브랜드 성공 사례가 있기 때문에 Nat Geo 브랜드 이미지의 의류로의 전이는 어렵지 않을 것으로 판단한다.

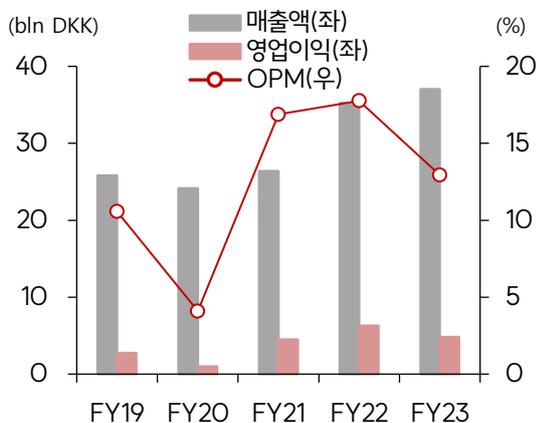
중국 파트너사인 'Bestseller'의
가치 높게 평가

② **마케팅과 유통:** 동사의 중국 사업에서 마케팅과 유통을 담당하는 건 현지 파트너사인 Bestseller 다. Bestseller 는 덴마크에 본사를 둔 패션 브랜드 기업이며, 회계연도 23 년 연간 매출액 370 억 덴마크 크로네(한화 약 7 조 원)의 대형 패션 기업이다. 중국 현지 업체가 아닌, 덴마크 업체를 파트너로 선정한 것에 다소 의문이 들 수 있겠으나, 당사는 Bestseller 가 아주 오래 전부터 중국에서 브랜드를 성공적으로 운영한 경험이 있어, 중국 현지 업체 못지 않은 경험과 노하우를 가진 기업이라고 평가한다.

오랜 중국 사업 경험과, 전국 유통
네트워크 보유

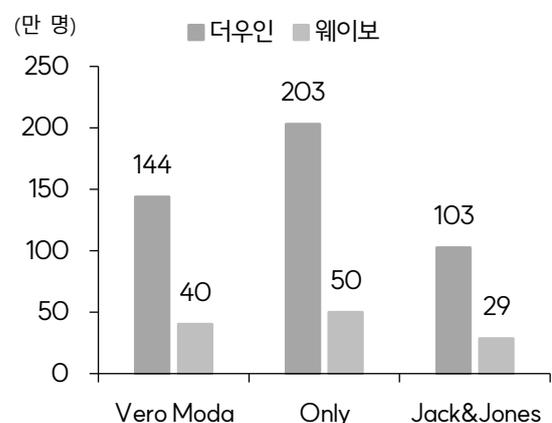
Bestseller 는 1995 년 자사 브랜드인 "Vero Moda"의 중국 진출 이후 약 30 년 가까이 브랜드를 유지하고 있으며, 현재는 자사 브랜드인 "Vero Moda", "Only", "Jack&Jones"와 함께 수탁 운영 브랜드인 "J.Lindeberg"를 포함해 총 4 개 브랜드를 중국에서 운영하고 있다. 오랜 시간 중국에서 브랜드를 운영해 온 노하우를 갖고 있고, 중국 내에 5,000 개가 넘는 매장을 운영하고 있어 현지 유통망도 충분히 확보하고 있다는 점에서 Nat Geo 의 중국 진출에 힘을 실어줄 것이라고 판단한다.

Bestseller 연간 실적 추이



자료: Bestseller, SK 증권

Bestseller 주요 브랜드 중국 SNS 팔로워 수



자료: Douyin, Weibo, SK 증권

**중국 내 매장 수 600개 목표치
제시, 이 중에서 150개가 직영점**

이에 따라 대리상을 통해 매장을 빠르게 늘려갔던 타 브랜드의 사례와 달리, 동사는 사업 초기에는 직영점 위주로 매장을 오픈할 계획이며, 빠르면 '24년 말에 대리상을 통한 홀세일 사업에 나설 계획이다. 동사는 중국 내 매장 목표치를 600개로 제시했으며, 이 중 직영점이 150개, 대리상의 매장을 450개로 제시했다. '23년 9월에 난징, 베이징, 상하이에 총 3개 매장을 오픈했으며, 연말까지 총 7개 매장 오픈을 계획 중이다.

Nat Geo 중국 매장 오픈 현황 및 계획

현황	날짜	지역	쇼핑몰
출점 완료	2023-09-29	베이징	Hopson
출점 완료	2023-09-28	상하이	Grand Gateway 66
출점 완료	2023-09-09	난징	Deji Plaza
출점 예정	2023년 10월	베이징	Sanlitun Taikoo Li
출점 예정	2023년 10월	베이징	Xidan Joycity
출점 예정	2023년 11월	상하이	MixC
출점 예정	2023년 12월	베이징	Chaoyang Joycity

자료: 더네이처홀딩스, SK증권

**Nat Geo의 중국 내에서의 성장성
긍정적으로 평가**

아직은 브랜드 진출 초기 단계로, 이제 막 직영 매장을 본격적으로 늘려가고 있기 때문에 중국 사업이 당장 다음 분기부터 유의미한 실적으로 나타나기는 어려울 것이라고 판단한다. 다만 1) Bestseller가 파트너사로서 중국 사업과 관련한 충분한 역량을 갖고 있다는 점과, 2) 디즈니가 Nat Geo 어패럴의 성장에 도움을 주고 있다는 점과, 3) 오리지널 IP인 Nat Geo의 인지도가 중국 내에서 높다는 점을 근거로 향후 중국 내에서의 성장성을 긍정적으로 평가한다.

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	200	247	310	397	491
현금및현금성자산	58	29	78	140	213
매출채권 및 기타채권	32	54	59	65	71
재고자산	82	137	150	166	179
비유동자산	178	320	335	348	360
장기금융자산	5	6	7	7	7
유형자산	162	190	207	217	226
무형자산	2	80	80	79	79
자산총계	378	567	645	745	850
유동부채	116	223	241	266	286
단기금융부채	53	146	160	177	191
매입채무 및 기타채무	40	46	65	72	78
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	42	24	21	22	24
장기금융부채	41	13	9	9	9
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	1	1	1	2
부채총계	158	248	262	288	310
지배주주지분	220	287	342	411	490
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	89	89	91	91	91
기타자본구성요소	2	4	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	122	187	246	315	394
비지배주주지분	0	33	41	46	51
자본총계	220	320	383	457	541
부채외자본총계	378	567	645	745	850

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	41	37	63	81	95
당기순이익(손실)	58	69	68	80	90
비현금성항목등	23	33	37	39	44
유형자산감가상각비	7	10	13	15	16
무형자산상각비	0	0	1	1	1
기타	16	23	23	24	28
운전자본감소(증가)	-22	-53	-12	-14	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-18	-5	-6	-5
재고자산의감소(증가)	-23	-38	-11	-16	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	13	4	7	7	6
기타	-4	-1	-3	2	1
법인세납부	-18	-13	-27	-22	-27
투자활동현금흐름	-115	-104	-30	-31	-30
금융자산의감소(증가)	-29	4	-2	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-86	-20	-30	-25	-25
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-1	0	0
기타	0	-85	3	-3	-3
재무활동현금흐름	47	24	-2	11	8
단기금융부채의증가(감소)	47	43	8	17	14
장기금융부채의증가(감소)	3	-14	-2	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	2	0	0
배당금지급	-3	-3	-6	-6	-6
기타	-1	-3	-5	0	-0
현금의 증가(감소)	-27	-29	50	61	73
기초현금	85	58	29	78	140
기말현금	58	29	78	140	213
FCF	-44	16	33	56	70

자료 : 더네이처홀딩스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	370	498	596	660	714
매출원가	114	159	189	202	218
매출총이익	257	338	407	458	496
매출총이익률(%)	69.3	68.0	68.3	69.3	69.5
판매비와 관리비	188	248	315	353	377
영업이익	69	91	91	105	119
영업이익률(%)	18.6	18.2	15.3	15.9	16.6
비영업손익	3	-3	-0	-2	-2
순금융손익	-1	-2	-5	-2	-2
외환관련손익	0	1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	-1	1	0	0
세전계속사업이익	72	88	91	103	116
세전계속사업이익률(%)	19.5	17.7	15.3	15.5	16.3
계속사업법인세	14	19	23	22	27
계속사업이익	58	69	68	80	90
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	58	69	68	80	90
순이익률(%)	15.7	13.9	11.5	12.1	12.6
지배주주	58	69	64	75	85
지배주주귀속 순이익률(%)	15.7	13.8	10.8	11.4	11.8
비지배주주	-0	1	4	5	5
총포괄이익	58	69	68	80	90
지배주주	58	68	64	75	84
비지배주주	-0	1	4	5	5
EBITDA	76	102	105	120	135

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	26.3	34.4	19.6	10.9	8.1
영업이익	26.5	31.8	0.6	15.0	13.0
세전계속사업이익	33.9	22.3	3.1	12.7	13.4
EBITDA	27.4	33.6	3.6	14.3	12.4
EPS	52.1	13.3	-7.4	17.4	12.1
수익성 (%)					
ROA	18.4	14.7	11.3	11.5	11.3
ROE	30.4	27.1	20.4	20.0	18.8
EBITDA마진	20.5	20.4	17.7	18.2	18.9
안정성 (%)					
유동비율	172.1	110.5	128.6	149.3	171.5
부채비율	71.8	77.5	68.5	63.1	57.3
순차입금/자기자본	5.3	34.7	18.9	5.7	-6.5
EBITDA/이자비용(배)	70.1	35.4	16.3	40.6	42.0
배당성향	5.0	8.5	9.2	7.8	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,009	4,541	4,205	4,937	5,533
BPS	15,132	18,989	22,365	26,917	32,065
CFPS	4,494	5,251	5,111	5,937	6,614
주당 현금배당금	200	400	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER	7.4	7.0	5.0	4.3	3.8
PBR	2.0	1.7	0.9	0.8	0.7
PCR	6.6	6.1	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	5.8	6.0	4.2	3.3	2.5
배당수익률	0.7	1.3	1.8	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.24	매수	30,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 24일 기준)

매수	94.33%	중립	5.67%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------