

패션왕을 찾아서

'회복'과 '방향성': 의류업체 선별하기

Where

Part I 패션왕을 찾아서: 의류업체 골라내기

Part II What: 럭셔리, 애슬레저, 코스메틱

Part III How: 언택트 by 자사몰

Part IV 결론 및 투자의견: Top picks F&F, 한섬

What

How



이베스트투자증권 의류 담당 정소연입니다.

'패션왕을 찾아서' 라는 주제로 의류 산업에 대한 분석을 시작합니다.

전세계적인 유행병인 코로나19의 발병 및 확산은 경제활동 및 외부활동을 둔화시켰으며, 이례적인 소비 위축을 불러왔습니다.
그 중에서도 외부활동과 밀접하게 연관된 의류 산업은 코로나19의 직격타를 맞았습니다.
이에, 의류업체의 코스피 대비 상대 수익률은 -15% 수준으로, 지난해 +23% 대비 크게 언더퍼폼하고 있습니다.
이는 의류산업에 코로나19가 준 가장 큰 타격인 '의류 소비 위축'이 여전히 디스카운트 요인으로 작용하기 때문입니다.

따라서, 코로나 직격타를 맞은 의류업체들을 '회복' 관점에서 골라내야 하는 시점이라고 판단합니다.
동시에, 코로나19라는 재난을 겪으면서 더욱 확고해진 '의류산업이 가야 할 방향'을 고민해봤습니다.
세가지 키워드는 Where, What, How 입니다.

- 1) **Where:** 가장 먼저 턴어라운드할 것으로 예상되는 업체는 중국 or 내수 중심의 브랜드사이며,
- 2) **What:** 투자포인트는 럭셔리, 애슬레저, 화장품에 있다고 판단합니다.
- 3) **How:** 언택트 쇼핑 가속화에 따라 이커머스 경쟁력은 프리미엄 요소로 작용한다는 판단입니다.

관련해서, **최선호**주로는 **F&F(Buy, 130,000원)**와 **한섬(Buy, 47,000원)**을 **매수 추천**하며,
관심종목은 **코웰패션(Buy, 8,000원)**을 제시합니다.

의류

Analyst 정소연

02 3779 8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr



자료는 크게 4 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 패션왕을 찾아서: 의류업체 골라내기]

코로나 19 의 발병 및 확산은 경제활동 및 외부활동을 둔화시켰으며, 이례적인 소비 위축을 불러왔습니다. 그 중에서도 외부활동과 밀접하게 연관된 의류 산업은 직격타를 맞았습니다.

코로나 직격타를 맞은 의류업체들을 '회복' 관점에서 골라내야 하는 시점이라고 판단합니다. 동시에, 코로나 19 라는 재난을 겪으면서 더욱 확고해진 '의류산업이 가야 할 방향'을 고민해봤습니다. 세가지 키워드는 Where, What, How 입니다.

가장 먼저 회복 시그널이 포착되는 곳은 중국과 한국입니다. 이에, 현 시점 Pent-up 소비에 수혜를 누릴 의류업체는 내수 또는 중국향 브랜드사라고 판단합니다.

[Part II. What: 럭셔리, 애슬레저, 코스메틱]

의류 산업이 추구해야 할 브랜드 포지션은 럭셔리, 애슬레저, 코스메틱 세가지라고 판단합니다.

코로나 19 에도 소비자들의 명품 사랑은 멈추지 않았습니다. 특히, 중국과 한국에서 럭셔리 시장이 고성장하고 있는데, 지난해 글로벌 럭셔리 시장이 4% 성장하는 동안, 중국 26%, 한국 15% 성장했습니다.

애슬레저 열풍도 대단했습니다. 코로나 19 는 등산, 캠핑 등의 레저활동의 유행을 불러온 것입니다. 애슬레저의 열풍은 애슬레저 룩의 소비로 이어지기에, 스포츠 브랜드사에 관심이 필요할 것으로 판단합니다.

최근, 신세계인터내셔널의 '비디비치' 등이 성공적으로 자리잡으면서, 화장품 사업이 의류업체에 성장동력으로 작용하고 있습니다. 사실 의류업체의 화장품 사업 진출은 당연한 수순이었습니다. 샤넬 등 글로벌 럭셔리 패션업체들은 이미 코스메틱 라인을 필수로 보유하고 때문입니다.

[Part III. How: 언택트 by 자사몰]

코로나 19 로 인해 외부활동이 제한되고 소비심리가 위축됨에 따라 2020 년 1~5 월 전체 의류 소비는 YoY 22.1% 감소했으나, 의류 온라인 쇼핑액은 YoY 1.1% 증가했습니다. 이에, 의류 내 온라인 쇼핑 비중은 지난 3 월 38%를 돌파하며 사상 최대 비중을 기록했습니다. 코로나 19 의 확산이 기존에도 우상향을 그리던 비대면(언택트) 쇼핑의 성장을 가속화한 것입니다.

최근 몇 년간 의류업체들은 온라인 패션 쇼핑의 성장에 발맞춰 자사몰을 런칭 및 운영해왔습니다. 금번 코로나 19 로 인한 온라인 쇼핑 가속화와 면세점 내수 통관 판매 허용 등은 자사몰로 트래픽을 유입한 계기가 되었으며, 향후 이러한 트렌드는 지속될 것으로 판단됩니다. 또한 자사몰은 직접판매(D2C) 채널이기에, 지급수수료를 절감할 수 있어 수익성 향상 측면에서도 긍정적입니다.

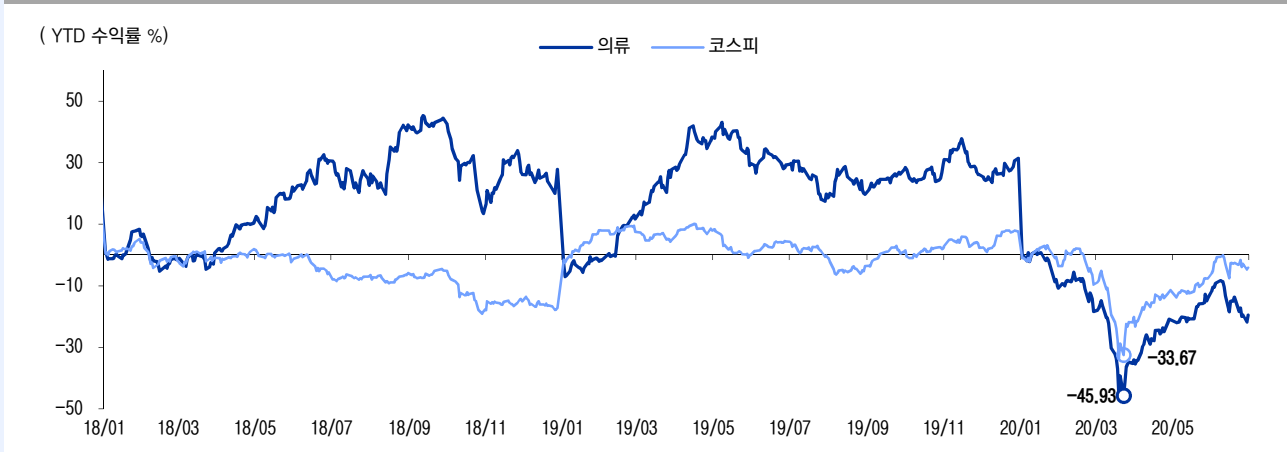
[Part IV. 결론 및 투자 의견]

의류산업 내 가장 먼저 턴어라운드할 것으로 예상되는 업체는 중국 or 내수 중심의 브랜드사이며, 투자포인트는 럭셔리, 애슬레저, 화장품에 있다고 판단합니다. 또한 언택트 쇼핑 가속화에 따라 이커머스 경쟁력은 프리미엄 요소입니다.

이에 의류업종 최선호주로 **F&F**와 **한섬**을, 관심종목으로 **코웰패션**을 제시합니다.

Key Charts

의류업체 평균 수익률 vs. 코스피 수익률: 의류 상대 수익률 2019 년 +23% vs. 1H20 -15%



자료: Datagide, 이베스트투자증권 리서치센터

- 의류 상대 수익률 2019 년 +23% vs. 1H20 -15%
- 의류산업에 코로나 19 가 준 가장 큰 타격인 의류 소비 위축이 디스카운트 요인으로 작용하기 때문
- '의류 소비 회복 → 주가 회복'의 관점에서 업체별 투자포인트 점검 필요

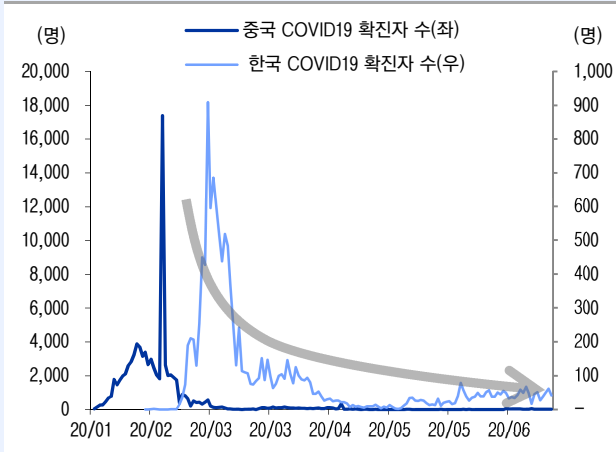
업체별 투자포인트 점검

	한성	신세계 인터내셔널	F&F	힐라홀딩스	코웰패션	영원무역	한세실업
2Q20 예상 실적							
매출액	2,723	2,850	1,883	7,081	1,217	6,179	3,609
매출액 YoY	-4.1	-5.5	-6.5	-26.2	+15.7	-7.8	-16.0
영업이익	146	106	255	658	231	756	23
OPM	5.4%	3.7%	13.5%	9.3%	18.9%	12.2%	0.6%
투자포인트							
1. 주요 판매국(Where)	○	△	○	△	○	X	X
내수(+)	100%	93%	94%	17%	99%	-	-
중국(+)	-	-	2.4%	8%(이익기준)	-	-	-
미국 또는 유럽(-)	-	-	-	18% 이상	-	89%	약 90%
면세점(-)	-	20%	31%	-	-	-	-
2. 브랜드 포지션(What)	○	○	○	○	△	△	△
럭셔리(화장품)	럭셔리, 화장품	럭셔리, 화장품	애슬레저	애슬레저	온라인	OEM	OEM
3. 온라인(How)	○	△	△	△	○	X	X
온라인 비중	20%	6% 추정	5~10%	10~15%	93% (홈쇼핑 포함)	-	-
4. 12MF P/E(x)	9.9	13.2	10.6	9.7	7.1	6.9	11.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

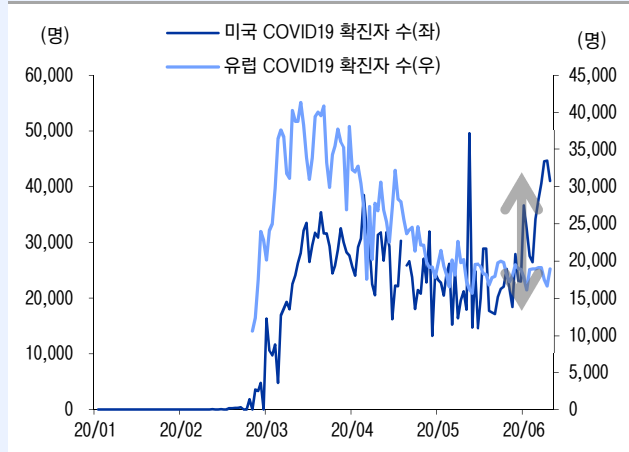
Key Charts

중국, 한국의 코로나 19 확진자 순증 추이



자료: WHO, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

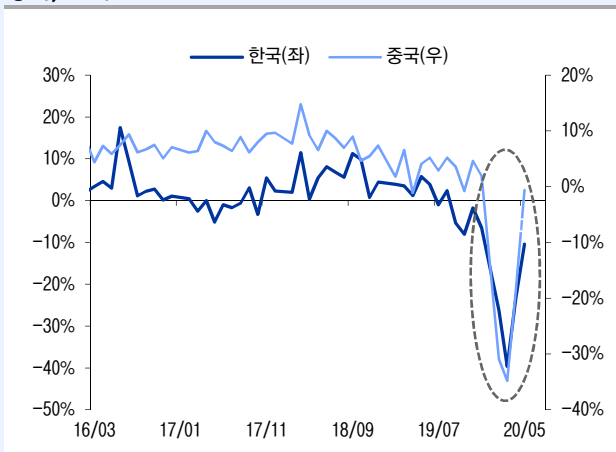
미국,유럽의 코로나 19 확진자 순증 추이



자료: WHO, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

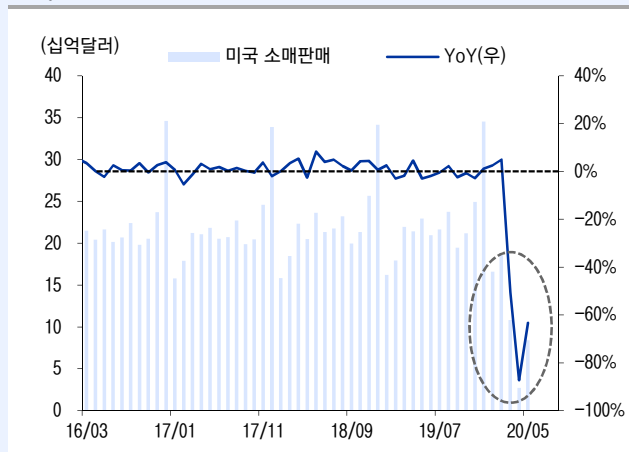
- 의류산업 회복에 직결된 것은 소비 정상화, 가장 중요한 변수는 코로나 19 확산의 강도
- 한국과 중국의 경우에는 2월 중 코로나 19 확진자 증가세가 정점을 기록한 후 급격히 둔화
- 반면, 미국과 유럽 지역은 여전히 일 순증 확진자가 1~4만명 수준으로 확산세에 머무르고 있음

중국, 한국의 월별 의류 소매판매



자료: KOSIS, 中国国家统计局, WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

미국의 월별 의류 소매판매

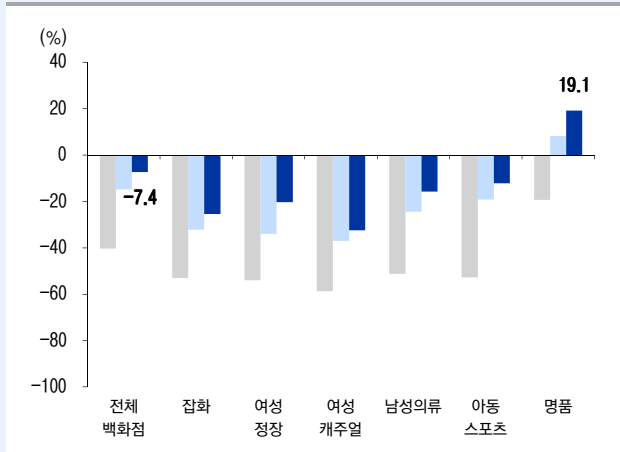


자료: 미국 인구통계국(NAICS), Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 의류 소비 또한 중국과 국내에서 가장 먼저 반등하고 있는 것에 주목, 회복시그널 포착
- 이에, 내수/중국향 브랜드사의 회복 시점이 미국/유럽향 브랜드사 및 OEM 사보다 앞설 전망

Key Charts

3~5 월 백화점 카테고리별 매출 성장률



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

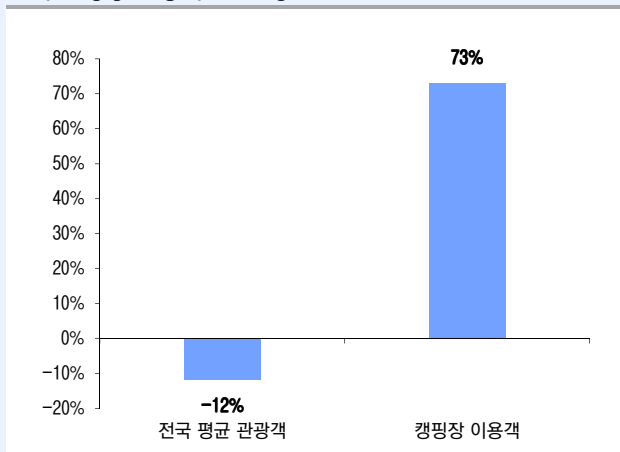
국가별 럭셔리 시장 규모

순위	국가	2019년(십억\$)	YoY
1	United States	75	0%
2	Mainland China	30	26%
3	Japan	24	4%
4	Italy	19	1%
5	France	17	4%
6	United Kingdom	17	1%
7	South Korea	15	15%
8	Germany	12	1%

자료: Kering, Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

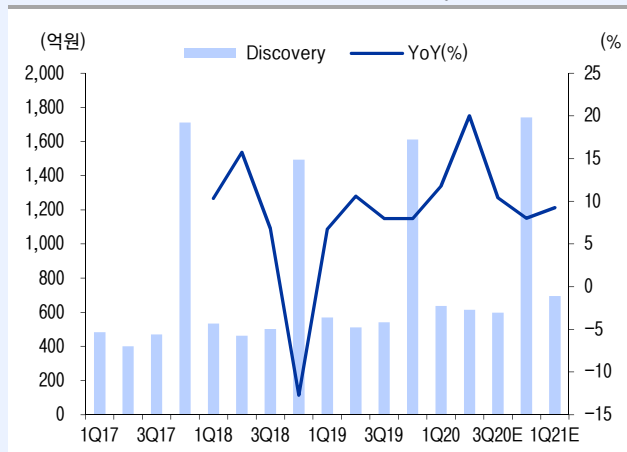
- 중국과 한국에서의 럭셔리를 중심으로 한 Pent-up 소비 포착
- 국내 백화점 명품 부문은 4 월 YoY 8.2%로 턴어라운드, 5 월 YoY 19.1% 고성장세
- 지난해 글로벌 럭셔리 시장이 4% 성장하는 동안, 중국 26%, 한국 15% 성장

전국 캠핑장 이용객 73% 증가



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

F&F의 애슬레저 브랜드 디스커버리 매출액 추이

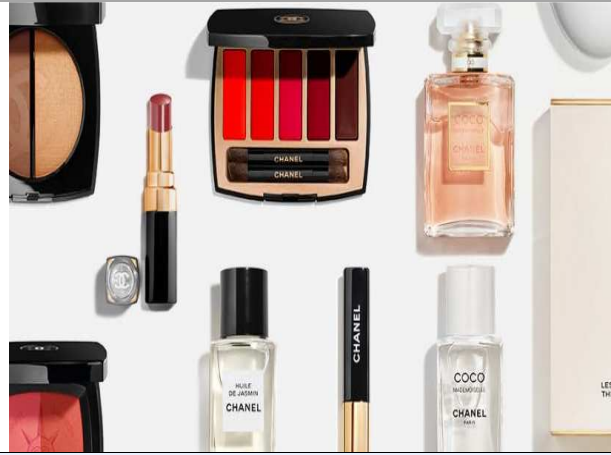


자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

- 코로나 19에도 캠핑, 등산 등 애슬레저 열풍 → 애슬레저 록 열풍으로 직결
- F&F의 애슬레저 브랜드인 '디스커버리' 레깅스, 반팔티 등 판매호조: 2Q20 예상 매출액 YoY 20%
- 스포츠 브랜드사 선호 및 스포츠 브랜드를 주요 고객사로 둔 OEM 사 선호

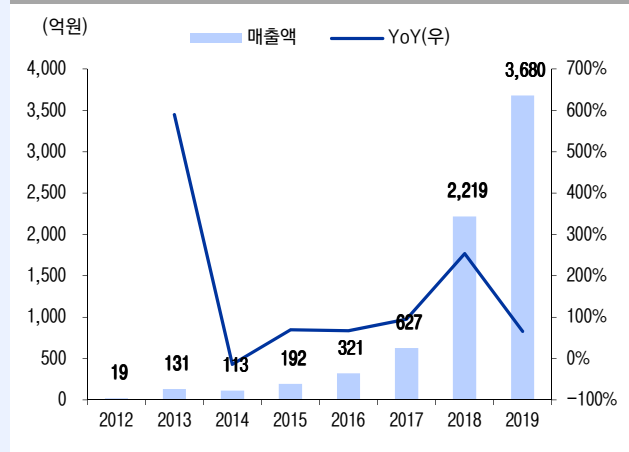
Key Charts

샤넬의 화장품 라인



자료: CHANEL, 이베스트투자증권 리서치센터

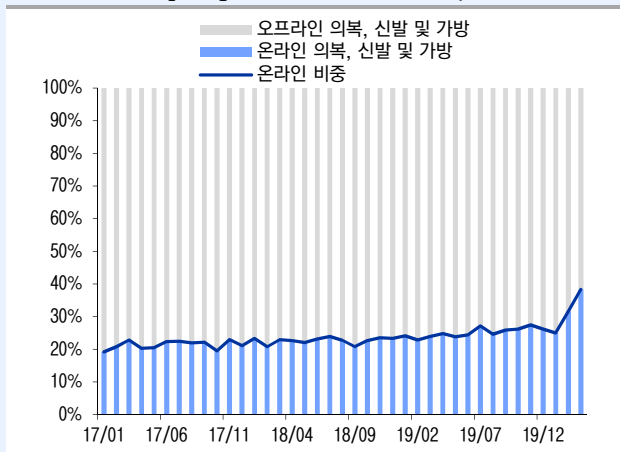
신세계인터내셔널 코스메틱 부문 매출 추이



자료: 신세계인터내셔널, 이베스트투자증권 리서치센터

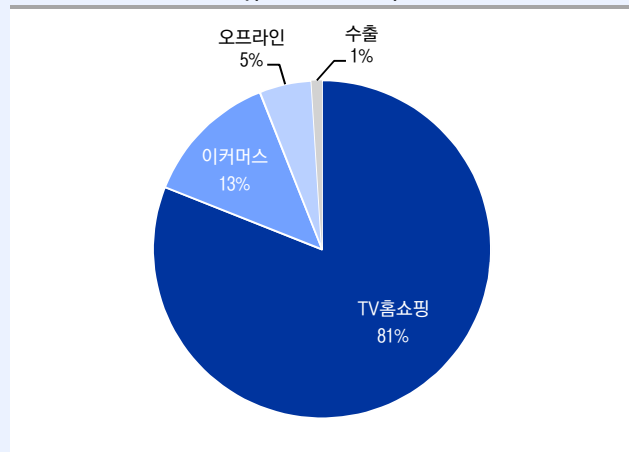
- 패션의 완성은 얼굴: 의류업체의 화장품 사업 진출은 당연한 수순
- 2019 년 기준 신세계인터내셔널의 화장품 사업 비중은 전체 매출의 26%, 영업이익의 81%
- 관련해서, 지난 5 월 한섬이 코스메슈티칼 브랜드를 인수한 것에 주목

의류 온라인 쇼핑 비중은 38%로 최고치 기록



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

코웰패션 채널별 매출액(2019 년 기준)



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

- 2020 년 1~5 월 전체 의류 소비는 YoY 22.1% 감소했으나, 의류 온라인 쇼핑액은 YoY 1.1% 증가
- 코로나 19 의 확산이 기존에도 우상향을 그리던 비대면(언택트) 쇼핑의 성장을 가속화함
- 관련해서, 의류 상장업체 중 유일하게 언택트 매출이 93%로 더 많은 코웰패션에 관심을 요함

의류 Overweight

패션왕을 찾아서

'회복'과 '방향성': 의류업체 선별하기

Contents

Part I	패션왕을 찾아서: 의류업체 골라내기	9
Part II	What: 럭셔리, 애슬레저, 코스메틱	21
Part III	How: 언택트 by 자사몰	32
Part IV	결론 및 투자의견: Top-picks F&F, 한섬	38

기업분석

F&F (007700)	42
한섬 (020000)	47
신세계인터내셔널 (031430)	52
휠라홀딩스 (081660)	57
코웰패션 (033290)	62
영원무역 (111770)	67
한세실업 (105630)	72

Part I

패션왕을 찾아서 : 의류업체 골라내기

1)Where, 2)What, 3)How

코로나19의 발병 및 확산은 경제활동 및 외부활동을 둔화시켰으며, 이례적인 소비 위축을 불러왔습니다. 그 중에서도 외부활동과 밀접하게 연관된 의류 산업은 직격타를 맞았습니다. 이에, 의류업체의 코스피 대비 상대 수익률은 -15% 수준으로, 지난해 +23% 보다 크게 언더퍼폼하고 있습니다.

코로나 직격타를 맞은 의류업체들을 '회복' 관점에서 골라내야 하는 시점이라고 판단합니다. 동시에, 코로나19라는 재난을 겪으면서 더욱 확고해진 '의류산업이 가야 할 방향'을 고민해봤습니다. 세가지 키워드는 Where, What, How 입니다.

가장 먼저 회복 시그널이 포착되는 곳은 중국과 한국입니다. 현재까지도 일 순증 확진자가 1~4만명에 달하는 미국 및 유럽과는 달리, 중국과 한국은 2월 중 확진자 순증이 정점을 찍은 후 줄곧 두자릿수를 유지하고 있습니다. 동시에, 소매판매도 턴어라운드 하고 있습니다. 이에, 현 시점 Pent-up 소비에 수혜를 누릴 의류업체는 내수 또는 중국향 브랜드사라고 판단합니다.

골라내기

코로나 직격타: 의류업체 상대 수익률 -15% vs. 지난해 23%

전세계적인 유행병인 코로나19의 발병 및 확산은 경제활동 및 외부활동을 둔화시켰으며, 이례적인 소비 위축을 불러왔다. 그 중에서도 외부활동과 밀접하게 연관된 의류 산업은 코로나19의 직격타를 맞았다. 의류업체 평균 연초대비 수익률은 국내 확진자 증가세가 정점을 달리던 3월 19일 -46%까지 하락했으며, 동기간 코스피 수익률인 -34%에 비해서도 크게 하회했다. 지난해 의류업체 평균 YTD 수익률이 31.5%로, 코스피 수익률(7.7%) 대비 23%를 상회했음을 감안하면 말 그대로 코로나 직격타를 맞은 것이다.

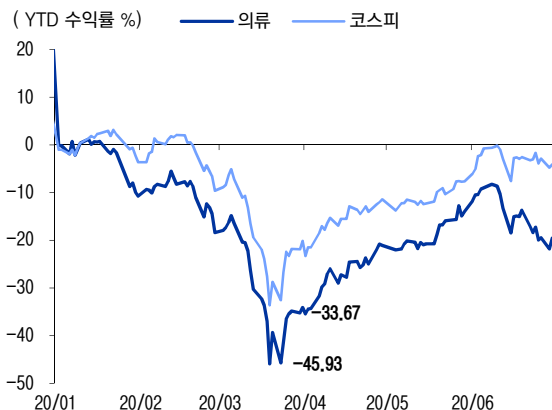
3월을 기점으로 국내 코로나19 확산세가 둔화함에 따라 증시가 반등하면서, 의류업체 수익률 또한 -19.7% 수준까지 회복되었다. 그럼에도 불구하고, 여전히 코스피 대비 상대 수익률은 -15.5% 수준으로 언더퍼폼하고 있다. 이는 의류산업에 코로나19가 준 가장 큰 타격인 의류 소비 위축이 여전히 디스카운트 요인으로 작용하고 있기 때문이다.

1)Where, 2)What, 3)How

코로나 직격타를 맞은 의류업체들을 '회복' 관점에서 골라내야 하는(Screening) 시점이라고 판단한다. 동시에, 코로나19라는 재난을 겪으면서 더욱 확고해진 '의류산업이 가야 할 방향성'을 고민해야 한다. 세가지 키워드는 **Where, What, How**다.

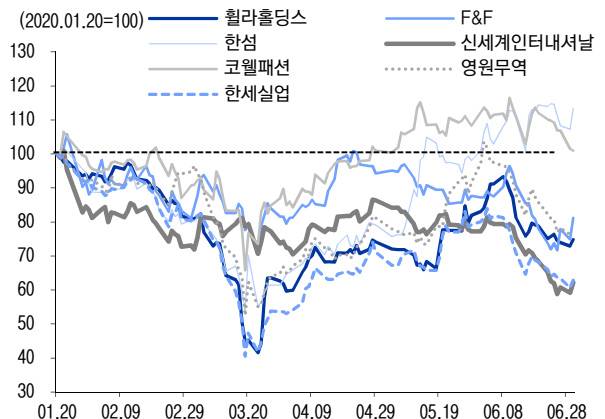
1)Where; 의류산업 내 가장 먼저 턴어라운드할 것으로 예상되는 업체는 중국 or 내수 중심의 브랜드사이며, 2)What; 투자포인트는 럭셔리, 애슬레저, 화장품에 있다고 판단한다. 3)How; 언택트 쇼핑 가속화에 따라 이커머스 경쟁력은 프리미엄 요소다.

그림1 코스피 대비 의류 주가 YTD 수익률



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 의류업체 주가지수(국내 코로나 발병일 기준)



자료: Dataguide, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 국내 의류 업체별 투자포인트 점검

	한섬	신세계 인터내셔널	F&F	휠라홀딩스	코웰패션	영원무역	한세실업
2Q20 예상 실적							
매출액	2,723	2,850	1,883	7,081	1,217	6,179	3,609
매출액 YoY	-4.1	-5.5	-6.5	-26.2	+15.7	-7.8	-16.0
영업이익	146	106	255	658	231	756	3,609
OPM	5.4%	3.7%	13.5%	9.3%	18.9%	12.2%	-16.0
투자포인트							
1. 주요 판매국(Where)	O	△	O	△	O	X	X
내수(+)	100%	93%	94%	17%	99%	-	-
중국(+)	-	-	2.4%	8%(이익기준)	-	-	-
미국 또는 유럽(-)	-	-	-	18% 이상	-	89%	약 90%
면세점(-)	-	20%	31%	-	-	-	-
2. 브랜드 포지션(What)	O	O	O	O	△	△	△
	럭셔리(화장품)	럭셔리, 화장품	애슬레저	애슬레저	온라인	OEM	OEM
3. 온라인(How)	O	△	△	△	O	X	X
온라인 비중	20%	6% 추정	5~10%	10~15%	93% (홈쇼핑 포함)	-	-
4. 12MF P/E(x)	9.9	13.2	10.6	9.7	7.1	6.9	11.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Where: 중국/한국 회복 시그널

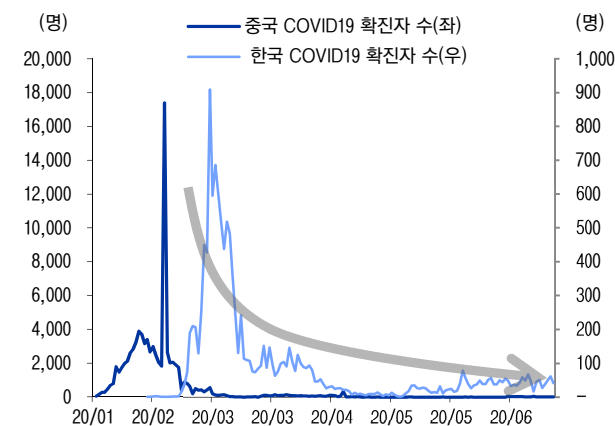
Where? 내수 또는 중국향 브랜드사

코로나 먼저 맞은 중국&한국, 소비정상화도 먼저

의류산업 회복에 직결된 것은 결국 소비가 정상화되는 것이며, 소비 정상화에 있어 가장 중요한 변수는 코로나19 확산의 강도다. 실제로, 코로나19의 확산 시점의 차이에 따라 각 국가별로 소비 위축의 시점과 기간이 다르게 전개되고 있다. 한국과 중국의 경우에는 2월 중 코로나19 확진자 증가세가 정점을 기록한 후 급격히 둔화되었다. 이후 일순증 확진자가 두자릿수 이하를 유지하며 진정 국면으로 보인다. 반면, 미국과 유럽 지역은 여전히 일순증 확진자가 1~4만명 수준으로 확산세에 머무르고 있다.

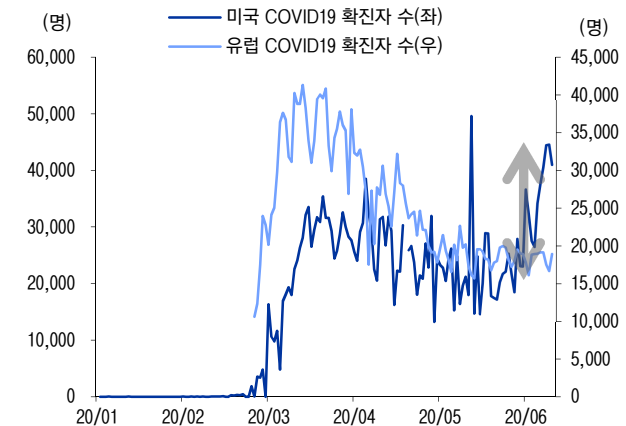
따라서, 내수 또는 중국향 중심 브랜드사의 회복 시점이 OEM사보다 앞설 것으로 전망한다. 이는 1) 한국/중국의 의류 소매판매가 3월을 저점으로 2분기 회복하는 반면, 2) 미국/유럽은 1분기보다 2분기에 악화되었으며, 3) OEM사의 대부분의 매출처가 미국/유럽 소재의 글로벌 의류 브랜드사임에 기인한다.

그림3 중국 및 한국 코로나 19 확진자 순증 추이



자료: WHO, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 미국 및 유럽 코로나 19 확진자 순증 추이



자료: WHO, CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

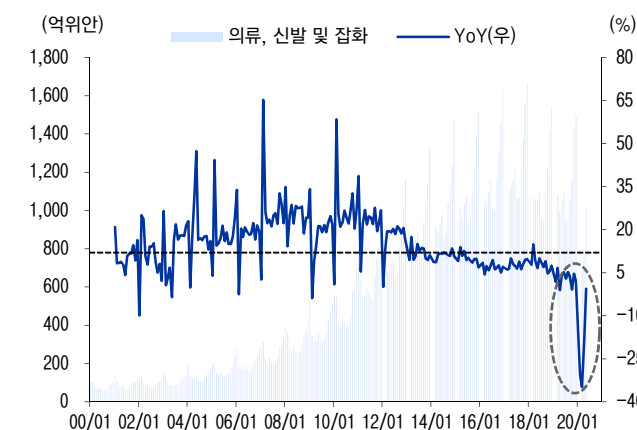
1. 중국/한국: 생각보다 빠른 회복 시그널

의류 소매판매: 3월을 저점으로 4월 반등

의류 소비 또한 중국과 국내에서 가장 먼저 반등하고 있는 것에 주목해야 한다. 중국 내 의류 소매판매액은 2020년 1분기 전년동기대비 -32.2%를 기록했는데, 이는 관측 이래 첫 분기 역성장이었다. 의류 소비는 외부활동과 직접적으로 연관된 만큼, 춘절기간 연장(~2/9) 등으로 인해 1분기 전체 소매판매 YoY 성장률인 -19%보다도 크게 위축됐다. 카테고리 별로도 금, 은 및 보석(-37.7%) 다음으로 가장 큰 감소폭을 기록했다.

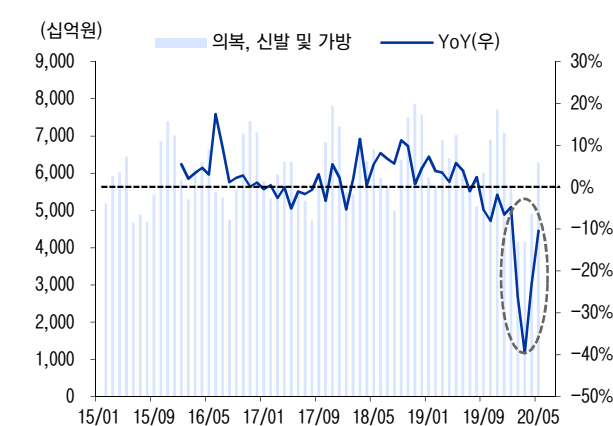
중국 의류 소매판매는 3월 YoY -32.2%로 1~2월 YoY -30.9%보다 감소폭이 확대되며 악화했으나, 코로나19 진정세에 따라 4월 YoY -18.5%로 감소폭이 대폭 축소되며 반등했다. 또한, 통상 의류판매는 3월보다 4월이 약한데도 불구하고 MoM +16% 성장했다(지난해 4월 MoM -8%). 5월 전년동기대비 성장률은 -0.6%를 기록하며, 코로나19로 인한 중국 내 의류 소비 위축은 3월을 저점으로 회복단계에 진입한 것으로 판단된다.

그림5 중국 월별 의류 소매판매 추이



자료: 中国国家统计局, WIND, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 한국 월별 의류 소매판매 추이



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

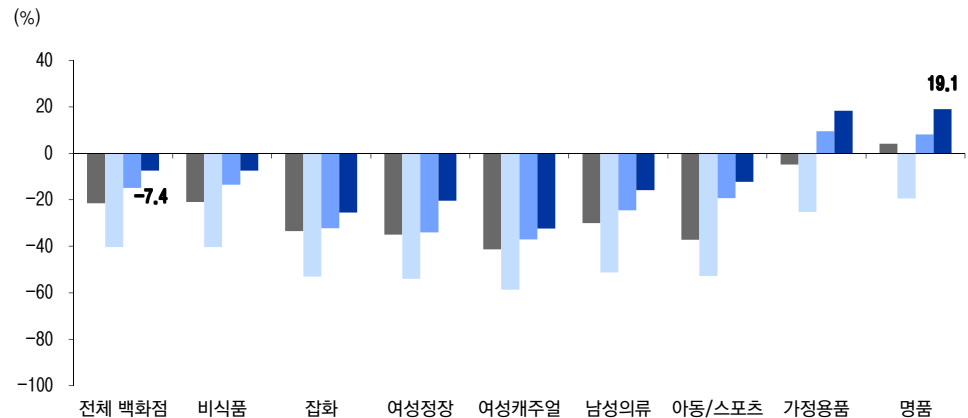
국내 또한 코로나19 확산이 2~3월 심화하면서 2020년 1분기 의류 소매판매액은 YoY -24.4% 성장한 13.2조원을 기록했다. 월별로는 1월 YoY -4.7%, 2월 YoY -26.2% 성장하며 부진이 심화되었고, 감소폭이 가장 확대된 3월은 YoY 39.7% 감소한 4조 1,526억원으로 2015년 관측 이래 최저치를 기록하면서 크게 부진했다. 4월부터 코로나19 일 순증 확진자 수가 두자릿수 이하로 완화함에 따라 의류 소매판매 YoY 성장률은 -23.4%로 반등했다. 5월 YoY 감소폭은 -10.4%까지 축소되며 중국과 마찬가지로 3월을 저점으로 소비가 회복되고 있는 것으로 판단된다.

럭셔리, 가장 먼저 턴어라운드

채널별로는, 면세>백화점>온라인 순으로 부진했던 것으로 파악된다. 특히, 주요 의류 소비 채널인 백화점 매출은(식품 제외) 2월 YoY -20.9%, 3월 YoY -40.4%를 기록했는데, 이는 코로나19로 인한 오프라인 소비 위축의 충격을 그대로 흡수한 결과로 판단된다. 다만, 비식품 부문은 4월 YoY -14.8%를 기록하며 반등 후, 5월 -7.4%로 감소폭이 대폭 축소됐다.

럭셔리가 가장 먼저 턴어라운드했다. 백화점 내 고성장 제품군인 명품은 2월에도 +4.2% 성장하며 방어했으나, 3월 -19.4%로 역신장을 기록했다. 다만, 3월 +8.2%로 곧바로 (+)전환 후, 5월 +19.1%를 기록하면서 럭셔리 부문에서의 Pent-up 소비가 포착됐다.

그림7 백화점 카테고리별 매출 성장률



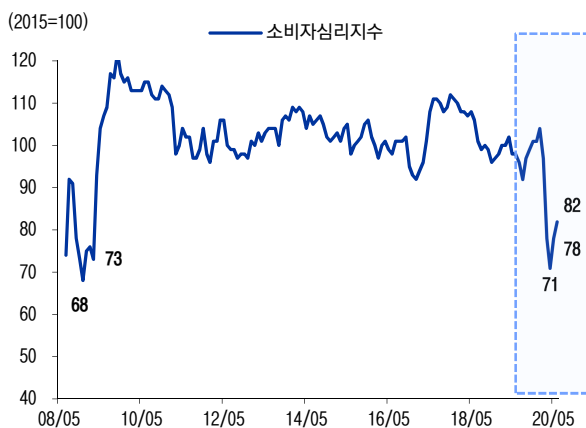
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

보복 소비에 불 지피는 재난지원금

의류 소비는 4월보다 5, 6월에 강하게 발생한 것으로 추정되는데, 이는 1) 생활 속 거리 두기로의 전환(5/6)과 2) 재난지원금 지급(5/11) 등 우호적인 정부 정책에 기인한다. 첫째, 국내 코로나19가 진정 국면에 돌입하면서 3/22부터 5/5까지 지속되었던 정부 차원에서의 '사회적 거리두기'는 5/6을 기점으로 '생활 속 거리두기'로 전환되었다. 이에 따라 국민들은 외부활동 제한에서 한층 자유로워졌고, 동시에 의류업체는 숨통이 트이는 계기가 되었다. 두번째로, 5/11 정부는 소비 진작의 일환으로 14조원 규모의 긴급재난지원금 지원 정책을 시행했다. 재난지원금은 백화점, 대형마트 등에서는 사용이 안되기 때문에 모든 의류업체에 직접적인 수혜가 있다고 볼 순 없지만, 전반적인 소비가 활성화되고 여유자금의 생김다는 점에서 긍정적이라 판단한다.

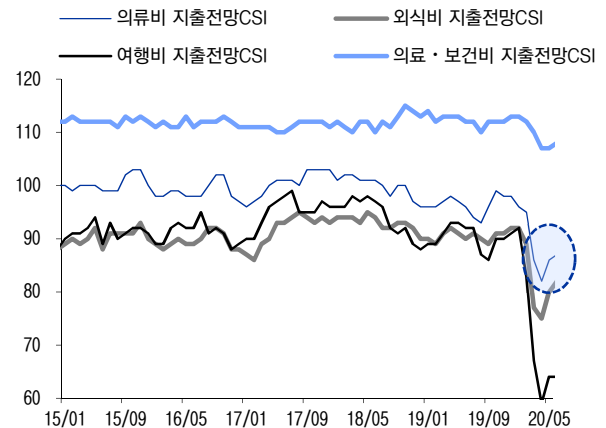
실제로 재난지원금이 직접 사용되지 않는다고 불구하고, 지원금 지급 시작일인 5월 11일부터 17일까지 백화점 내 명품 브랜드 매출이 크게 증가했다. 신세계백화점 내 명품 부문 매출은 전년동기대비 51.5% 증가했으며, 현대백화점은 39.8%, 롯데백화점은 10% 성장한 것으로 파악된다.

그림8 소비자심리지수(CSI) 추이



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 소비지출전망 지수



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

소비회복의 시그널은 소비자 동향 통계에서도 포착된다. 국내 소비자심리지수는 코로나 19 확산에 따라 2월부터 지속 하락, 4월 71pt를 기록하면서 글로벌 금융위기 당시 역사상 최저점인 68pt 이하로 가장 악화되었다. 다만, 5월 78pt로 반등하면서 7pt 개선 후, 6월 82pt를 기록하면서 빠르게 회복되고 있다. 또한 6개월 후 소비지출을 전망하는 의류비 지출전망 CSI 또한 4월을 저점으로 5월 반등하는 모습을 보였다.

2. 미국/유럽: 여전히 부진

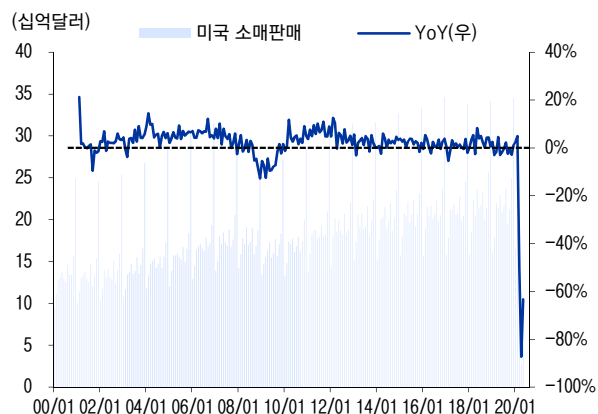
미국&유럽 의류 소매판매: 3월보다 4월 악화

미국 및 유럽지역은 상황이 다르다. 3월 중순 이후에 코로나19 확산이 본격화했으며, 중국과 한국에서 확산세가 정점을 찍고 급감했던 것과는 다르게 6월말까지도 여전히 일 순증 확진자 수가 1~4만명에 달한다.

의류 소매판매도 같은 양상을 보였다. 미국과 유럽 지역 모두 의류 소매판매액이 3월 급락 후 4월 악화되었다. 월별 미국 의류 소매판매액은 2월 YoY 4.9%로 2월까지의 방어되는 모습이었지만, 3월 YoY -51.3%로 급락했다. 4월에도 코로나19 확산세가 지속되었기 때문에, 4월에는 YoY -89.3%로 감소폭은 더 확대되었다. 5월 전년동기 성장률은 -63.3%를 기록하며 소폭 반등했으나, 여전히 매우 부진한 수준으로 판단된다. 이는 3월 저점을 찍고 4월 반등했던 중국 및 한국과는 대비되는 모습이다.

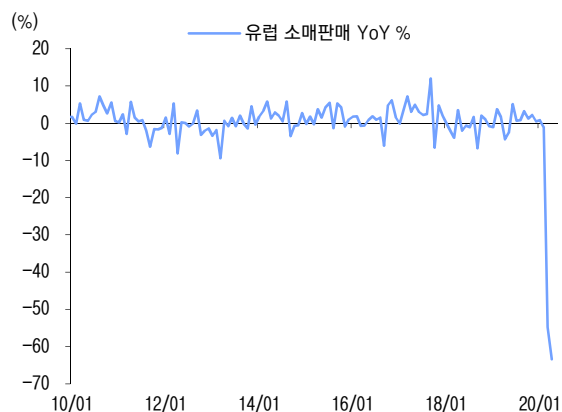
코로나19의 확산 강도에 비춰, 미국 및 유럽 지역에서의 소매판매는 2분기가 고비가 될 것으로 판단된다. 동시에 보복소비 및 의류산업 회복의 템포자체가 중국, 한국보다 지연돼, 2분기를 지나 코로나19 진정 속도에 맞춰 발생할 것으로 전망된다.

그림10 미국 월별 의류 소매판매 추이



자료: 미국 인구통계국(NAICS), Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 유럽 월별 의류 소매판매 추이



자료: Eurostat, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

면세는 아직

전세계적인 감염병인 코로나19로 인해 대부분의 국가는 해외 여행을 제한시켰다. 한국의 경우에는 지난 4월 1일부터 현재까지 모든 해외 입국자들의 2주간 자가격리 의무 정책을 시행하고 있다. 이에 국내 외국인 입국자 수는 3월 YoY -94.6%, 4월 YoY -98.2%로 급락했다.

해외 여행객 수요에 직결된 면세점 매출 또한 크게 부진했다. 4월 외국인 면세점 이용객은 전년동기대비 93.2% 감소했으며, 면세점 매출액은 54% 감소했다. 5월에는 더욱 악화되었다. 5월 외국인 면세점 이용객은 YoY 94.7% 감소한 9만명에 불과했으며, 면세점 매출액은 53% 감소한 8.3억달러를 기록했다. 이에, 코로나19 진정 및 종식 전까지 면세점을 통한 의류 소비 부진은 지속될 것으로 전망된다. 면세점 내 의류 및 가방류의 매출 비중은 약 3% 수준으로 추정돼 크지 않으나, 면세점 노출도가 높은 개별 의류업체에는 부정적인 영향이 지속될 것으로 판단된다.

그림12 월별 외국인 입국자 수 추이

Figure 12 is a combined bar and line chart showing monthly foreign arrivals and their year-over-year (YoY) growth from June 2016 to January 2020. The left Y-axis represents the number of arrivals in millions (명), ranging from 0 to 1,800,000. The right Y-axis represents the YoY growth percentage (YoY(우)), ranging from -130% to 200%. The bars represent the monthly foreign arrivals, and the line represents the YoY growth rate. The chart shows a significant peak in arrivals in early 2017, followed by a sharp decline in late 2019, reaching a low point in January 2020.

자료: 관광정보시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 월별 면세점 외국인 이용자 수 추이

Figure 13 is a line chart showing monthly foreign visitors to duty-free shops from January 2016 to December 2020. The Y-axis represents the number of visitors in thousands (만명), ranging from 0 to 250. The chart displays data for five years: 2016 (light blue), 2017 (medium blue), 2018 (dark blue), 2019 (black), and 2020 (grey). The 2020 data shows a sharp decline from 161,000 in January to 9,000 in May, followed by a slight recovery in June and July.

자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 월별 면세점 매출액 추이

Figure 14 is a combined bar and line chart showing monthly duty-free sales and their year-over-year (YoY) growth from January 2016 to May 2020. The left Y-axis represents sales in USD million (USD mn), ranging from 0 to 2,500. The right Y-axis represents the YoY growth percentage (YoY %(우)), ranging from -80% to 120%. The bars represent monthly sales for foreigners (grey) and domestic residents (blue). The line represents the YoY growth rate. The chart shows a significant peak in sales in early 2017, followed by a sharp decline in late 2019, reaching a low point in January 2020.

자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

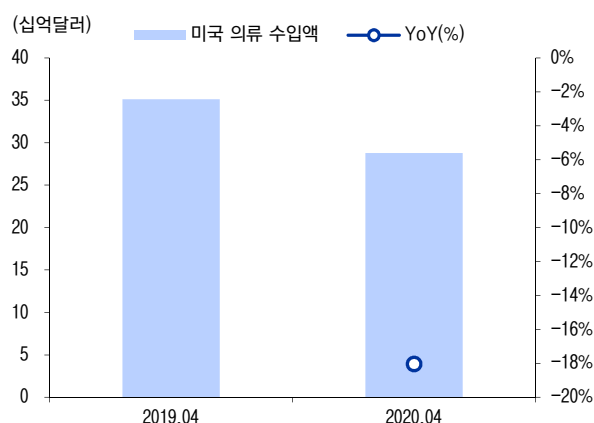
이베스트투자증권 리서치센터 16

3. OEM사: 2분기가 고비

주로 해외 공장에서 제품을 생산하고 해외 고객사에 판매하는 OEM 업체에게 중요한 변수는 생산국과 판매국에서의 코로나19 전개 양상이다. 주요 생산국인 방글라데시, 베트남 등에서 4월까지의 공장 셧다운이 부분적으로 시행되었으나, 현재는 공장 셧다운 리스크는 제거된 상황으로 파악된다.

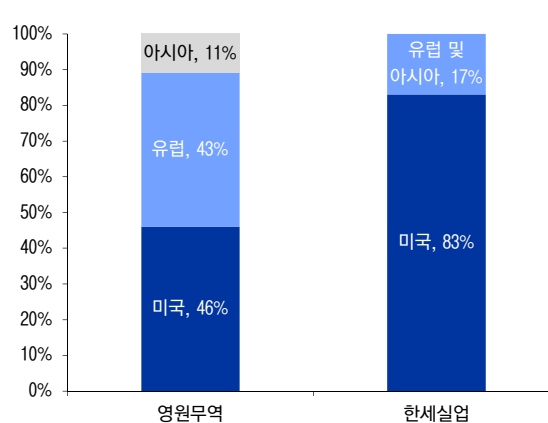
이에, 현 상황 가장 중요한 변수는 고객사의 턴어라운드 시점이다. 국내 OEM 업체인 영원무역, 한세실업, 화승엔터프라이즈 3개사의 매출 내 내수 비중은 1%가 채 되지 않으며, 대부분의 매출이 수출에서 발생하기 때문이다. 업체별 국가별 매출 비중은 영원무역이 미국 46%, 유럽 43%, 아시아 11%이며, 한세실업이 미국 83%, 유럽 및 아시아 17% 이다. 이처럼, 의류 OEM사는 미국 및 유럽향 매출이 90% 수준으로 가장 큰데, 2020년 1~4월 미국의 의류 수입 규모는 YoY 18% 감소한 2,877억달러를 기록했다.

그림15 2020년 1~4월 미국 의류 수입: YoY -18%



자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 업체별 매출 비중: 미국 및 유럽이 90% 수준



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

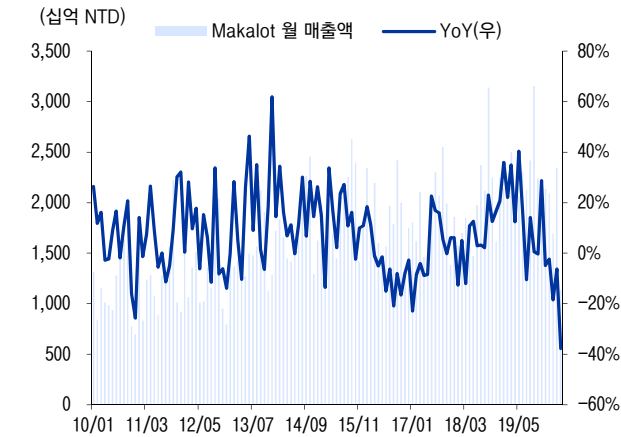
실제로 유사한 바이어를 둔 대만의 의류 OEM 업체들의 월 매출 감소폭은 1분기보다 2분기에 더욱 확대되며 부진하다. 캐주얼의류 제조업체인 Makalot의 2020년 1분기 매출 성장률은 -9%에서 4~5월 -38%를 기록했으며, 스포츠웨어 중심의 Eclat 또한 1Q -4%, 2Q -24%를 기록하며 1분기보다 2분기에 부진이 심화되었다. 이는 1)OEM 업체는 고객사는 미국 포함 해외가 많으며, 2)소매판매가 먼저 회복되고 브랜드사의 판매량이 증가해야 OEM향 주문량이 증가하는 구조에 기인한다. 이에 따라, 미국 및 유럽 지역이 코로나19로부터 안정을 찾은 이후 OEM사의 실적도 회복될 것으로 판단한다.

표2 글로벌 의류 OEM사 규모 및 주요 고객사

업체	시가총액(달러)	2019년 매출액(백만달러)	주요 바이어
영원무역	1,005	2,050	The North Face(미국), 앵겔버트스트라우스(독일), 파타고니아(미국)
한세실업	366	1,650	GAP(미국), Target(미국), Walmart(미국)
Eclat	3,142	910	Nike(미국), Under Armor(미국), Lululemon(캐나다)
Makalot	1,203	876	GAP(미국), Fast retailing(일본), H&M(스웨덴), Walmart(미국), Target(미국)

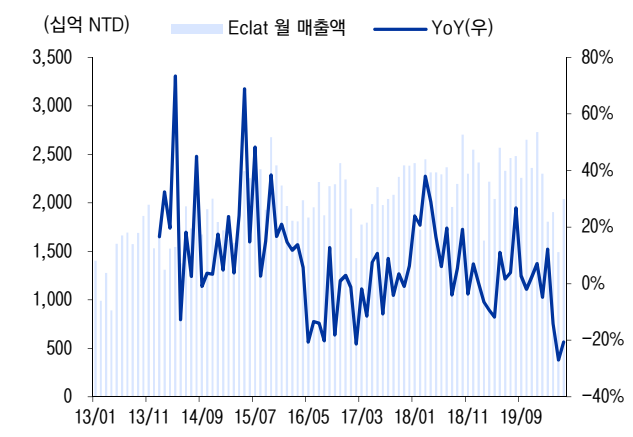
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 Makalot 월 매출액: YoY 1Q -9%, 4~5 월 -38%



자료: Makalot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 Eclat 월 매출액: YoY 1Q -4%, 4~5 월 -24%



자료: Eclat, 이베스트투자증권 리서치센터

의류 OEM사: 방향성은 옳다

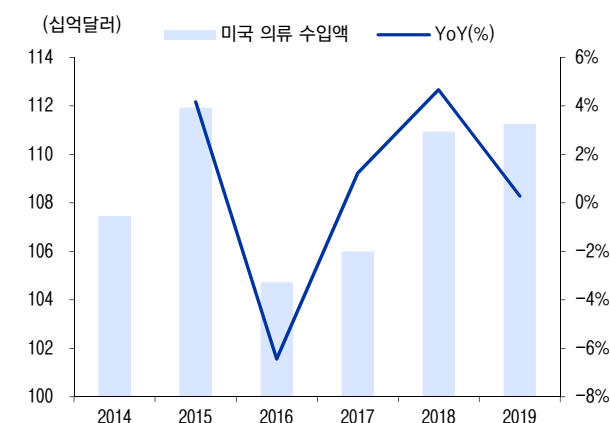
글로벌 의류 생산 거점의 탈중국화

미국의 의류 최대 수입국인 중국의 수입 비중이 점차 낮아지며 의류 생산 거점의 탈중국화가 진행되고 있다. 이는 1)미중무역전쟁 등 중국과의 정치 리스크가 존재하며, 2) OEM 업체에는 인건비가 가장 큰 원가로 작용하기에, 임금이 저렴한 국가로 생산 기지를 이동하는 경향 등에 기인한다. 금번 코로나19의 확산은 기존에도 진행되던 의류 생산 거점의 탈중국화가 가속화된 계기가 되었다. 이에, 중국 외 지역에 생산 거점을 보유 및 확장하고 있는 국내 의류 OEM 업체에 장기적인 수혜가 있을 것으로 판단한다.

미국 의류 수입 규모는 2019년 1,113억달러 수준으로, 유럽(1,407억달러) 다음으로 최대 수입국이다. 미국의 의류 수입 내 중국 비중은 2013년 39%에서 2019년 32%로 하락했다. 반면, 베트남/인도/방글라데시는 각각 2013년 7%/6%/4% → 2019년 15%/9%/7%까지 상승했다.

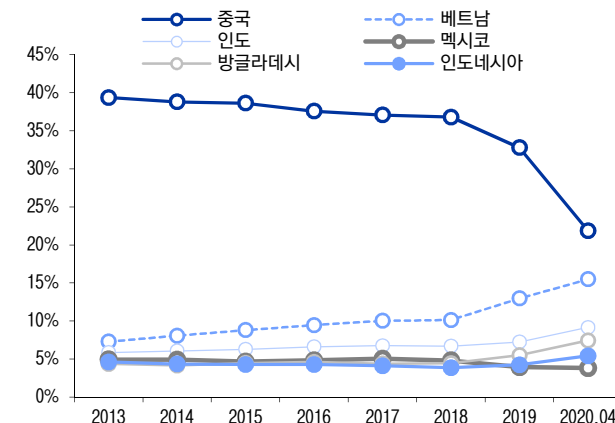
특히, 코로나19로 인한 의류 소비 위축에 따라 2020년 1~4월 미국의 의류 수입액은 YoY 18% 감소했는데, 동기간 중국발 수입은 YoY -41.4%로 급감했다. 반면, 베트남/인도/방글라데시는 -1.3%/-8.2%/+1.4%로 비교적 선방했다. 동시에, 4월 기준 국가별 비중은 중국 22%, 베트남 15%으로 탈중국화가 가속화되었다.

그림19 미국 의류 수입 규모 추이



자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 미국 의류 수입 추이(국가별)



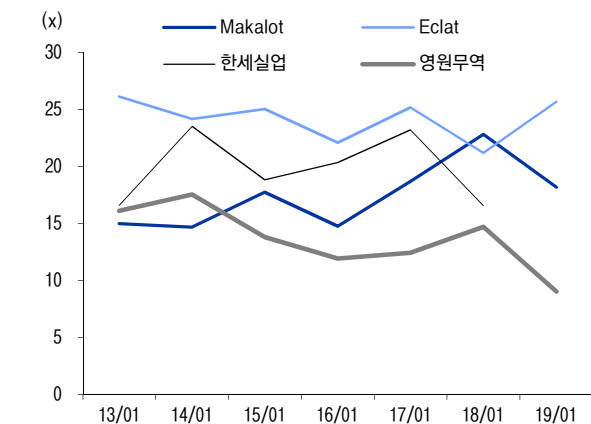
자료: OTEXA, USITC 이베스트투자증권 리서치센터

글로벌 OEM사 밸류에이션 비교

비교 가능한 대만의 의류 OEM 업체인 Eclat, Makalot의 3년 평균 연간 P/E multiple은 21배 수준이다. 반면, 국내 의류 OEM 업체인 영원무역, 한세실업의 3년 평균 연간 P/E multiple은 15배 수준에 불과하다. 국내 업체가 대만 업체에 비해 디스카운트 받는 주 요인은 낮은 수익성에 있다 판단한다. 3년 평균 업체별 영업이익률은 Eclat 18.7% vs. 영원무역, 9.5%, Makalot 8.5% vs. 한세실업 2.9% 수준으로 한국 업체의 수익성이 상대적으로 부진하기 때문이다.

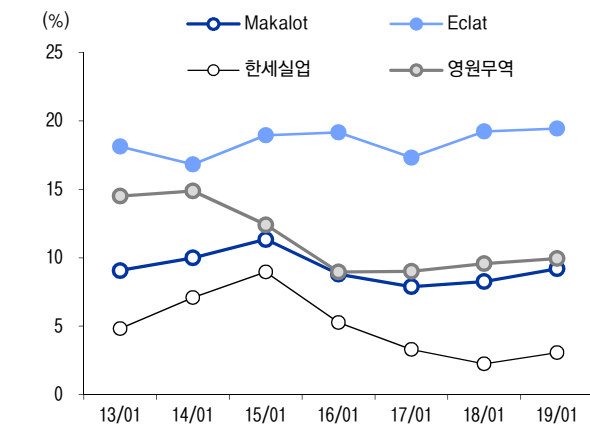
코로나19의 발병 및 확산으로 인해, 대만 OEM사의 YTD 수익률은 3월 중순 -30~40%를 기록하며 매우 부진하였으나, 이후 주가가 지속 상승하면서 현재 YTD 수익률은 -10%~0% 수준까지 회복됐다. 반면, 한국 OEM사는 3월 중순 YTD 수익률 -40~50% 수준으로 감소한 이후, 현재까지도 YTD 수익률 -30%~40%로 저조한 상황이다. 이에, 12MF P/E multiple 갭은 대만 25.5배 vs. 한국 9.0배 수준까지 확대됐다. 따라서 미국 및 유럽 내 코로나19가 진정세에 접어들고, 의류 소비가 회복되는 시점에서 국내 의류 OEM사의 실적 및 주가도 회복될 것으로 판단한다.

그림21 글로벌 OEM사 연간 P/E 추이



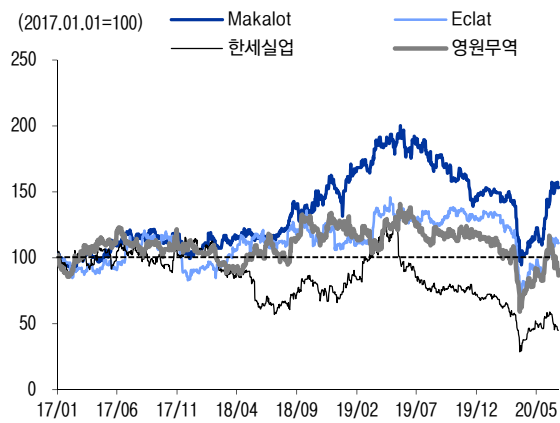
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 글로벌 OEM사 연간 OPM 추이



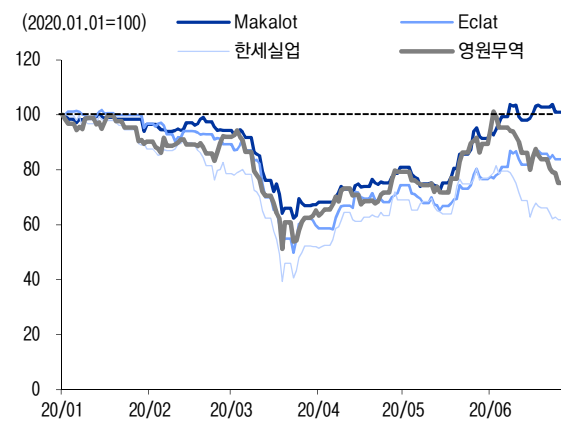
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 글로벌 OEM 사 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 코로나 이후 글로벌 OEM 사 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

What

: 럭셔리, 애슬레저, 코스메틱

1)럭셔리 2)애슬레저 3)코스메틱

의류 산업이 추구해야할 브랜드 포지션은 럭셔리, 애슬레저, 코스메틱 세가지라고 판단합니다. 코로나19에도 소비자들의 명품 사랑은 멈추지 않았습니다. 특히, 중국과 한국에서 럭셔리 시장이 고성장하고 있는데, 지난해 글로벌 럭셔리 시장이 4% 성장하는 동안, 중국 26%, 한국 15% 성장했습니다. 국내에서는 지난 5월 샤넬의 가격 인상 예고에 일명 '오픈런' 사태가 벌어지기도 했습니다.

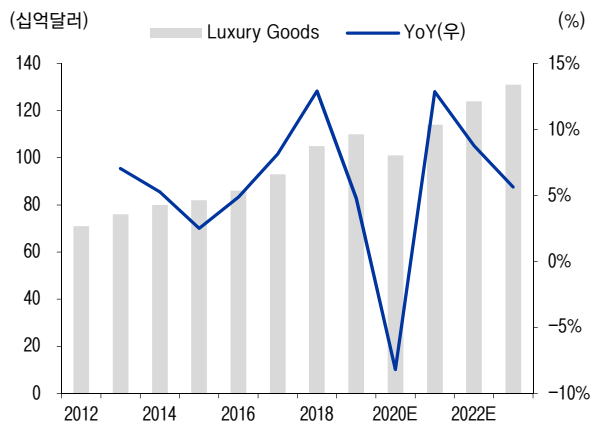
애슬레저 열풍도 대단했습니다. 코로나19는 등산, 캠핑 등의 레저활동의 유행을 불러온 것입니다. 특히, 기존에는 해외여행 또는 장거리 국내여행을 선호하던 젊은층을 중심으로 '등산스타그램', '캠핑스타그램' 등 레저활동 인증이 트렌드가 되고 있습니다. 애슬레저의 열풍은 자연스럽게 애슬레저 룩의 소비로 이어지기에, 스포츠웨어 브랜드사 및 OEM사에 관심이 필요할 것으로 판단합니다.

최근, 신세계인터내셔널의 '비디비치', '연작' 등이 성공적으로 자리잡으면서, 화장품 사업이 의류업체에 성장동력으로 작용하고 있습니다. 사실 의류업체의 화장품 사업 진출은 당연한 수순이었습니다. 샤넬, 디올, 입생로랑 등 글로벌 럭셔리 패션업체들은 이미 코스메틱 라인을 필수로 보유하고 때문입니다. 관련해서, 지난 5월 한섬이 코스메슈티컬 브랜드를 인수한 것에 주목해야 합니다.

1. 럭셔리: 대세는 뒤집히지 않는다

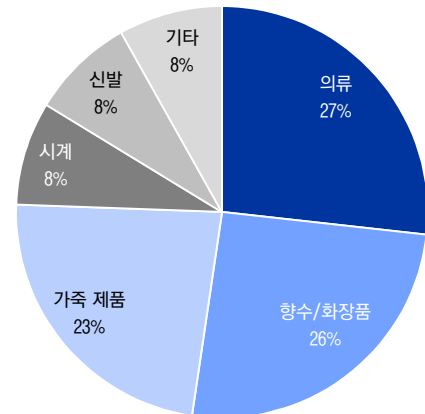
Statista에 따르면 글로벌 럭셔리 시장 규모는 2019년 기준 전년대비 4% 성장한 3,127억달러(약 378조원)를 기록했으며, 2023년까지 3,520억달러(약 425조원)로 성장할 것으로 전망된다. 럭셔리 시장은 카테고리별로 의류 23%, 향수/화장품 22%, 가죽 20%, 시계 7%, 신발 7%, 기타(안경, 악세서리 등) 7%로 구성되어 있다.

그림25 Luxury Goods 시장 규모 추이



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 Luxury Goods 카테고리별 구성비(2019년 기준)



자료: Statista, Kering, 이베스트투자증권 리서치센터

국가별 럭셔리 시장 점유율은 미국이 27%로 가장 크며, 중국이 11%, 일본 9%, 이탈리아 7%, 프랑스 6%, 영국 6%, 한국 5% 등이 뒤따른다. 특히, 중국과 한국에서 럭셔리 시장이 고성장하고 있는데, 지난해 글로벌 럭셔리 시장이 4% 성장하는 동안, 중국 26%, 한국 15% 성장했다.

코로나19로 인해 2020년 럭셔리 시장은 전년대비 9% 감소하면서 주춤할 것으로 전망된다. 다만, 중국과 한국을 중심으로 럭셔리 보복 소비가 포착되고 있다는 것에 주목해야 한다.

표3 국가별 럭셔리 시장 규모(2019년 기준)

순위	국가	럭셔리 시장(십억달러)	YoY	전체 시장 대비 비중
1	United States	75	0%	27%
2	Mainland China	30	26%	11%
3	Japan	24	4%	9%
4	Italy	19	1%	7%
5	France	17	4%	6%
6	United Kingdom	17	1%	6%
7	South Korea	15	15%	5%
8	Germany	12	1%	4%

자료: Kering, Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

럭셔리: Pent-up 소비 시작

억눌린 소비의 폭발 현상은 Pent-up 소비, 보복 소비, 이연 소비 등 다양하게 불리는데, 중요한 것은 중국과 한국에서 명품을 필두로 해 의류 내 Pent-up 소비가 포착되고 있다는 것이다. 지난 4월 11일, 중국 광저우 내 에르메스(Hermes) 매장이 하루 매출액을 270만달러(약 33억원)를 기록하면서, 단일 매장으로서는 역대 최고 매출을 기록했다. 이는 코로나19로 인한 영업중단 후 3달만에 재개장하자마자 벌어진 현상이었다.

국내도 명품 수요는 굳건했다. 지난 3월 루이비통을 시작으로 샤넬, 펜디 등 럭셔리 브랜드들이 줄줄이 가격을 인상했으나, 오히려 마스크를 끼고 줄서는 풍경이 펼쳐졌다. 특히, 지난 5월 14일 샤넬이 최고 27% 가격을 인상했는데, 일주일 전부터 가격 인상 소문에 제품을 확보하기 위해 매장으로 달리는 일명 '오픈런' 사태가 벌어지기도 했다.

그림27 중국 에르메스 구매 인증 열풍



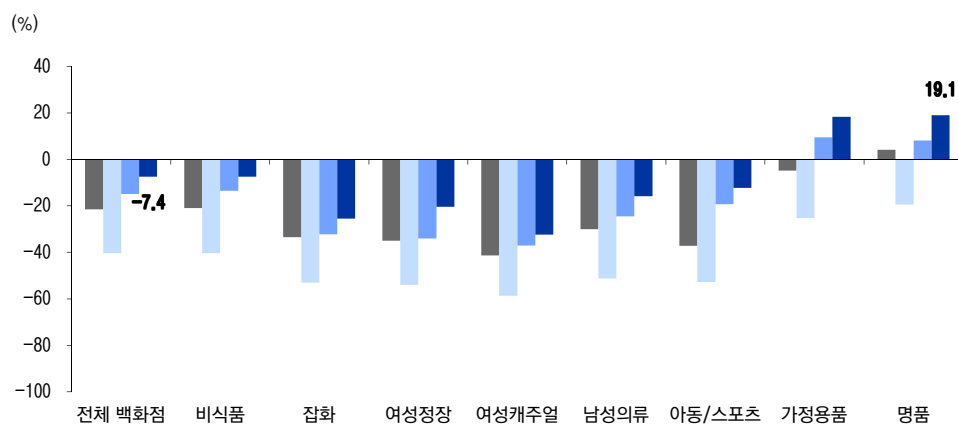
자료: 스마트인컴, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 가격인상 소식에 샤넬 매장에 줄 선 모습



자료: 서울신문, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 백화점 명품 부문 매출액: 3월 -19.4%, 4월 8.2%, 5월 19.1%



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

실제로, 백화점 명품 부문 매출액은 3월 YoY -19.4%로 33개월만에 역신장했으나, 4월 곧바로 +8.2%를 기록하면서 (+)전환했다. 5월에는 YoY 19.1% 성장하면서 럭셔리 부문에서의 Pent-up 소비가 포착됐다. 이에, 백화점을 중심으로 국내외 럭셔리 브랜드를 운영하는 신세계인터내셔널, 한섬 등에 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

면세점 내수 통관 판매 한시적 허용

지난 4월, 관세청은 면세점 내 6개월 이상 재고로 남아있는 물품을 대상으로 한 내수 통관 판매를 한시적으로 허용했다. 이는 코로나19로 인해 어려움을 겪고 있는 면세업을 지원하기 위해 최초로 시행된 정책이다. 기간은 10월 29일까지이며, 향수, 주류, 건강 식품을 외한 물품에 적용된다.

신세계인터내셔널, '럭셔리 + 온라인' 두마리 토끼

지난 6월 3일, 신세계인터내셔널이 운영하는 온라인몰인 'SI빌리지'에서 가장 먼저 면세품 판매가 개시됐다. 대상 브랜드는 보테가베네타, 생로랑, 발렌시아가, 발렌티노 등이었으며, 할인율은 정사가 대비 최소 10%에서 최대 50% 수준이었다. 판매 개시 후 하루만에 물량이 완판되었으며, 일 방문자 수는 123만명을 기록한 것으로 파악된다. 이후, 2차판매는 6월 22일 오픈됐다. 대상브랜드는 페라가모, 지미추, 마크제이콥스 등으로, 정사가 대비 20~60% 저렴한 가격에 판매됐다.

내수 통관 판매 허용이 종료되는 10월 말까지 추가적인 면세점 명품 재고 행사가 있을 것으로 전망된다. 이에, 신세계인터내셔널의 온라인몰 트래픽은 지속 유입될 것으로 기대되며, 온라인 매출에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

그림30 6월 3일, SI 빌리지에서 최초 판매



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 6월 26일, 롯데온 판매 개시



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

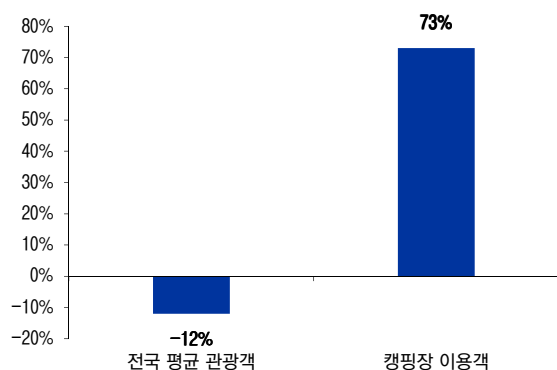
2. 애슬레저 열풍

캠핑의 민족

코로나19는 등산, 캠핑 등의 레저활동의 열풍을 불러왔다. 특히, 기존에는 해외여행 또는 장거리 국내여행을 선호하던 젊은층을 중심으로 '등산스타그램', '캠핑스타그램' 등 레저활동 인증이 트렌드가 되고 있다. 실제로 서울관광재단에 따르면 2~5월 인스타그램 등 SNS 게시물 19억건의 게시물을 분석한 결과, '국내여행'과 '해외여행' 언급량은 각각 -50%, -68%씩 감소했다. 반면, 등산 관련 언급량은 25% 증가했다.

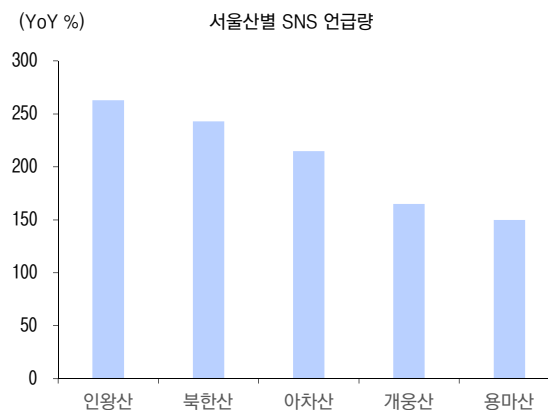
또한 한국관광공사에 따르면, 2020년 2월~4월까지의 교통데이터를 분석한 결과, 전년 동기대비 캠핑장 수요는 73% 증가했다. 코로나19 발병 이후 전국 평균 관광객은 12% 감소했으며, 전통 관광 목적지인 제주 성산일출봉, 부산 해운대 등의 방문객은 60% 이상 감소한 것과 대비되는 모습이다. 반면, 수도권·대도시 주변 근거리 야외활동의 수요는 증가했다. 이는 안전을 우려해 장거리 관광목적지보다는 근거리 관광지를 선호한 결과로 해석된다.

그림32 전국 캠핑장 이용객 73% 증가



자료: 한국관광공사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 등산 관련 SNS 언급량 25% 증가

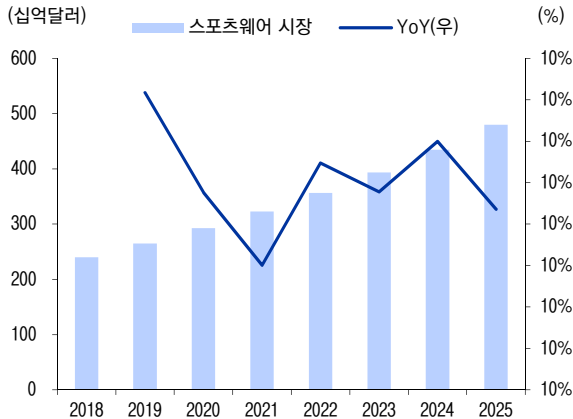


자료: 서울관광재단, 이베스트투자증권 리서치센터

애슬레저 룩 열풍은 계속 된다

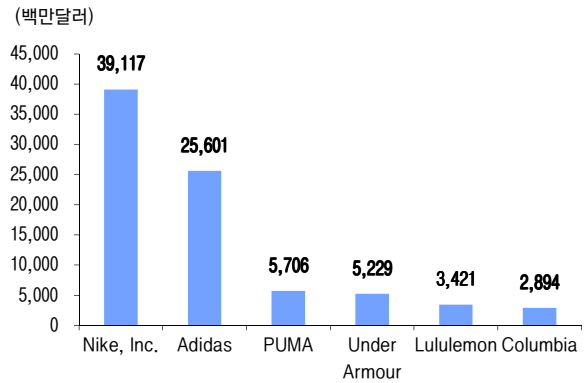
애슬레저의 열풍은 자연스레 애슬레저 룩의 소비로 이어진다. 2019년 글로벌 스포츠웨어 시장은 전년대비 10% 증가한 2,649억달러(약 320조원) 규모로 추정되며, 2025년까지 4,796억달러(약 580조원)로 성장할 것으로 예상된다. 소득 수준의 향상과 건강에 대한 관심 증가 등으로 인해 전세계적으로 애슬레저 및 스포츠웨어 시장은 지속 성장해 왔으며, 코로나19 이후에도 애슬레저 열풍은 계속될 것으로 전망된다.

그림34 글로벌 스포츠웨어 시장 규모 추이



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 글로벌 스포츠웨어 브랜드별 매출액 (2019년 기준)

자료: 각 사, Statista, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 회계연도 기준

나이키 4Q20 Review

실제로, 글로벌 1위 스포츠 브랜드인 나이키의 3Q20(2019.12~2020.02) 매출액은 전년동기대비 5.1% 증가한 101억달러를 기록했다. 해당 기간 코로나19 확산이 정점을 찍었던 중국 지역 매출액은 전년동기대비 5.2% 감소한 15.1억달러를 기록했다. 다만, 올해 1~2월 중국 의류, 신발 및 잡화 부문 소매판매액이 30.9% 감소한 것을 감안하면, 나이키의 중국 지역 감소폭(-5.2%)은 비교적 선방한 수준으로 판단한다.

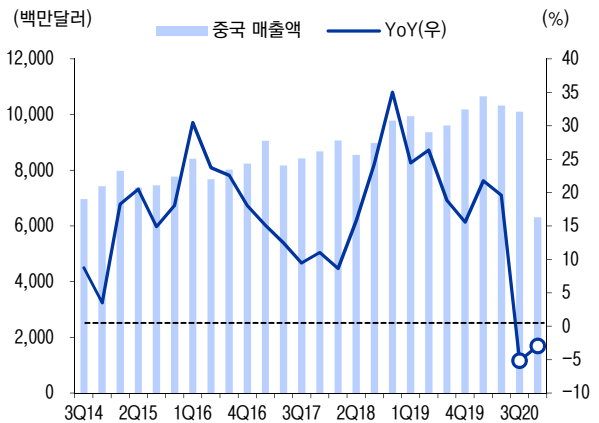
지난 6월 25일, 나이키는 글로벌 스포츠 기업 중 가장 먼저 올해 2분기 코로나19 영향이 반영된 4Q20(3~5월에 해당) 실적을 발표했다. 4Q20 나이키의 전체 매출액은 전년 동기대비 38.1% 감소한 63.1억달러를 기록했다. 지역별로는, 중국이 전년동기대비 -2.9% 감소에 그치면서 회복세를 보였다. 코로나19 확산세가 강한 미국과 유럽지역이 크게 부진했는데, 미국은 YoY 46.5% 감소, 유럽은 YoY -46% 감소했다.

그림36 나이키 주가 추이



자료: NIKE, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 나이키 중국 매출액 추이



자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 나이키 분기 및 연간 실적 추이(지역별)

(백만달러)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2019	2020
매출액	9,948	9,374	9,611	10,184	10,660	10,326	10,104	6,313	39,117	37,403
Nike Brand Label	9,417	8,946	9,148	9,707	10,096	9,844	9,616	6,012	37,218	35,568
North America	4,145	3,782	3,810	4,165	4,293	3,982	3,979	2,230	15,902	14,484
Europe, Middle East & Africa	1,379	1,544	1,588	1,697	1,679	1,847	1,506	1,647	9,812	9,347
Greater China	2,607	2,313	2,435	2,457	2,773	2,537	2,709	1,328	6,208	6,679
Asia Pacific & Latin America	1,270	1,298	1,307	1,379	1,345	1,468	1,414	801	5,254	5,028
Global Brand Divisions	16	9	8	9	6	10	8	6	42	30
매출총이익	4,397	4,105	4,339	4,633	4,871	4,544	4,473	2,353	17,474	16,241
영업이익	1,334	963	1,248	1,227	1,543	1,220	1,190	-838	4,772	3,515
GPM	44.2	43.8	45.1	45.5	45.7	44.0	44.3	29.0	44.7	43.4
OPM	13.4	10.3	13.0	12.0	14.5	11.8	11.8	-10.3	12.2	9.4
성장률(%)										
매출액	9.7	9.6	7.0	4.0	7.2	10.2	5.1	-38.0	7.5	-4.4
Nike Brand Label	9.7	10.0	7.7	4.7	7.2	10.0	5.1	-38.1	7.9	-4.4
North America	5.6	8.5	6.7	7.5	3.6	5.3	4.4	-46.5	7.0	-8.9
Europe, Middle East & Africa	24.5	26.4	18.9	15.6	21.8	19.6	-5.2	-2.9	91.1	-4.7
Greater China	11.2	8.4	5.9	-0.4	6.4	9.7	11.3	-46.0	-32.8	7.6
Asia Pacific & Latin America	6.8	2.0	3.1	-4.0	5.9	13.1	8.2	-41.9	1.7	-4.3
Global Brand Divisions	-20.0	-60.9	-61.9	-62.5	-62.5	11.1	0.0	-33.3	-52.3	-28.6
나이키 브랜드 내 지역별 비중(%)										
North America	44.0	42.3	41.6	42.9	42.5	40.5	41.4	37.1	42.7	40.7
Europe, Middle East & Africa	14.6	17.3	17.4	17.5	16.6	18.8	15.7	27.4	26.4	26.3
Greater China	27.7	25.9	26.6	25.3	27.5	25.8	28.2	22.1	16.7	18.8
Asia Pacific & Latin America	13.5	14.5	14.3	14.2	13.3	14.9	14.7	13.3	14.1	14.1

자료: NIKE, 이베스트투자증권 리서치센터

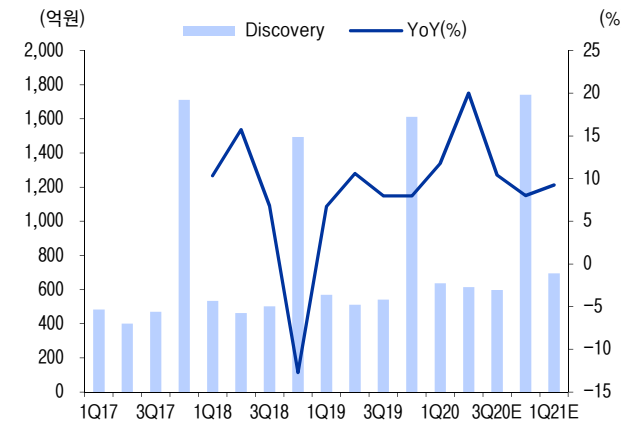
주: 회계연도 기준, 5월 결산

K-애슬레저 열풍

코로나19로 인한 의류 소비 위축에도 불구하고 MLB와 Discovery 브랜드를 전개하는 F&F 매출은 지난 1분기 YoY 2.2% 성장했으며, 2분기에는 YoY -6.5%로 방어할 것으로 추정한다. 특히, 중국에서의 MLB 성장세가 뛰어난데, MLB 중국 티몰 일평균 매출액은 2019년 3,300만원 → 2020E 8,600만원 → 2021E 1.1억원으로 증가할 것으로 예상된다.

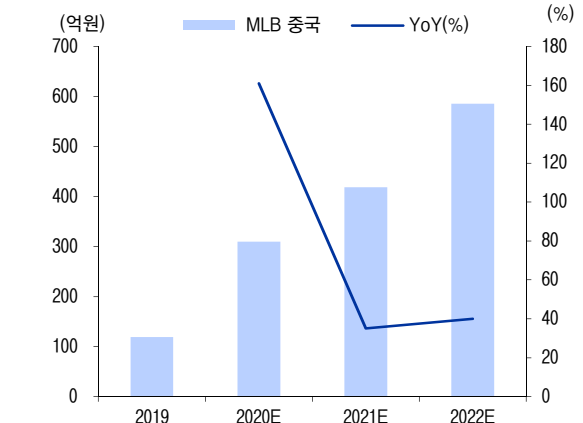
또한 Discovery(디스커버리 익스페디션)은 등산, 캠핑 등을 중심으로 한 애슬레저 열풍의 최대 수혜자다. 디스커버리는 지난 1Q20 코로나19에도 불구하고 YoY 11.8% 성장했다. 2분기에도 YoY 20% 증가한 614억원을 예상한다. 실제로, 지난 5월 디스커버리의 '플렉스 레깅스'는 전년 동기대비 판매량이 400% 이상 성장했다.

그림38 F&F 디스커버리 분기 매출액 추이 및 전망



자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 F&F 중국 매출액 추이 및 전망



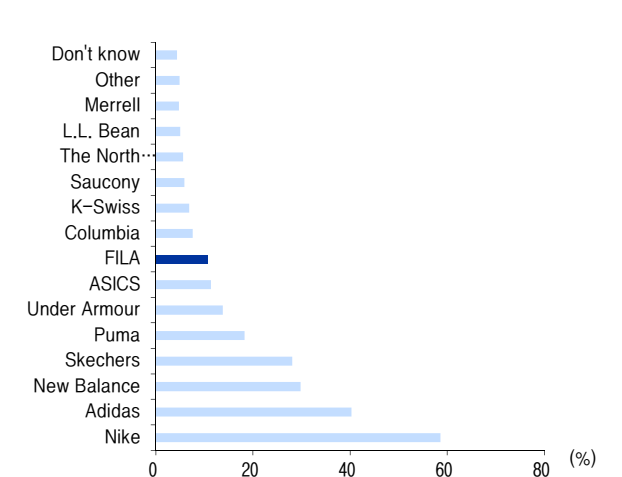
자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 디스커버리 애슬레저 룩: '리조트 반팔티', '버킷디워커 V2', '플렉스 레깅스'



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

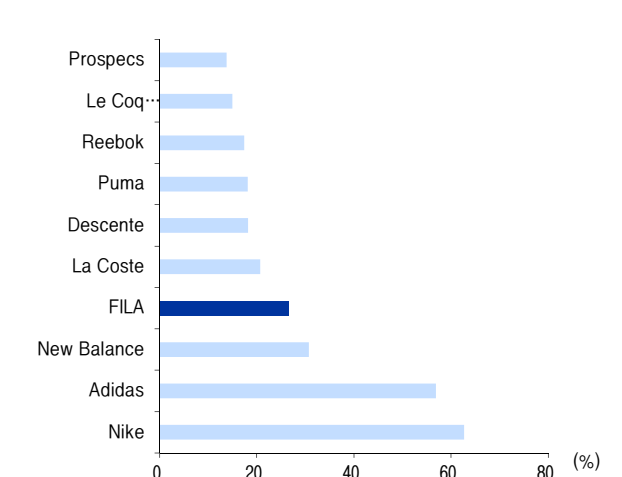
그림41 미국인이 선호하는 스포츠신발 브랜드



자료: Statista, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 복수응답가능

그림42 국내 MZ세대가 선호하는 스포츠 브랜드



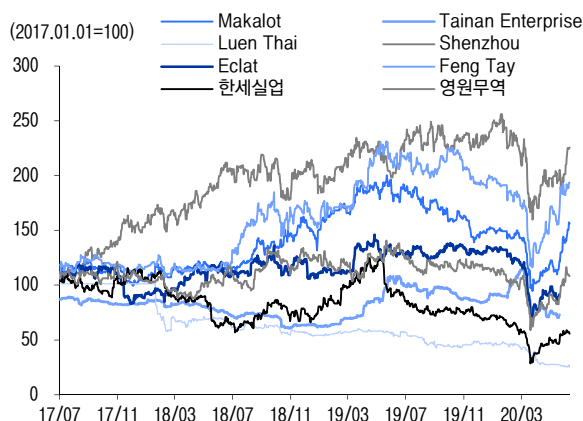
자료: 대학내일, 이베스트투자증권 리서치센터

스포츠웨어 중심 OEM사 선호

앞서 언급했듯이, 전반적으로 OEM사는 2분기 부진했던 것으로 추정되며, 미국 및 유럽 지역에서의 의류 소비가 회복 된 이후 턴어라운드 할 것으로 전망된다. 다만, 코로나 19에도 이어진 애슬레저 열풍에 따라, 스포츠·아웃도어 브랜드를 주요 고객사로 둔 OEM사를 선호한다.

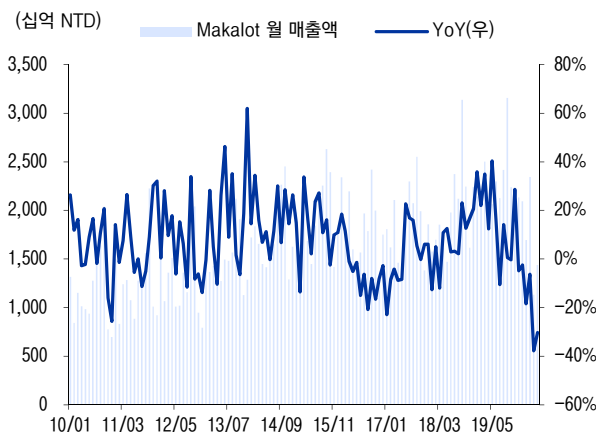
실제로, 대만의 주요 의류 및 신발 OEM 업체들의 월 매출액 추이를 보면, 스포츠 브랜드 제품을 제조하는 Eclat, Feng Tay가 상대적으로 선방한 것으로 판단된다. 대만 OEM사인 Makalot 매출액 YoY 성장률은 4월 -38%, 5월 -30%를 기록하며 부진했는데, 주요 고객사가 GAP, Walmart, Target 등의 캐주얼의류 중심이기 때문이다. Nike, Under Armor, Lululemon 등을 주요 고객사로 둔 스포츠웨어 전문 OEM사 Eclat 매출액 YoY 성장률은 3월 -27%, 5월 -21%로 비교적 선방했다. 또한 Nike 등을 주 고객사로 둔 스포츠 신발 전문 OEM사인 Feng Tay 매출액 YoY 성장률은 4월 -12%, 5월 -8%로, 매우 양호한 실적을 기록했다.

그림43 글로벌 OEM사 주가 추이



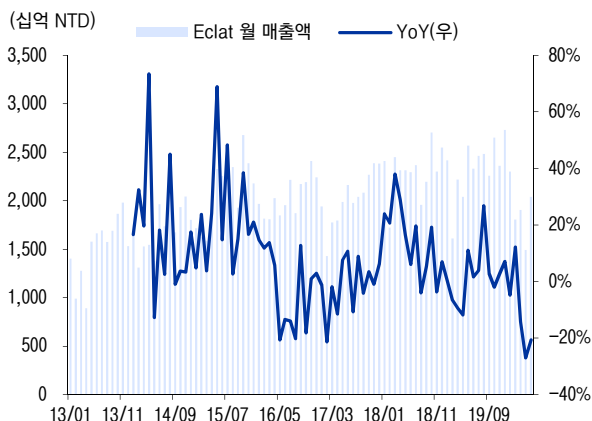
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 Makalot 월 매출 추이: 5월 -30.3%



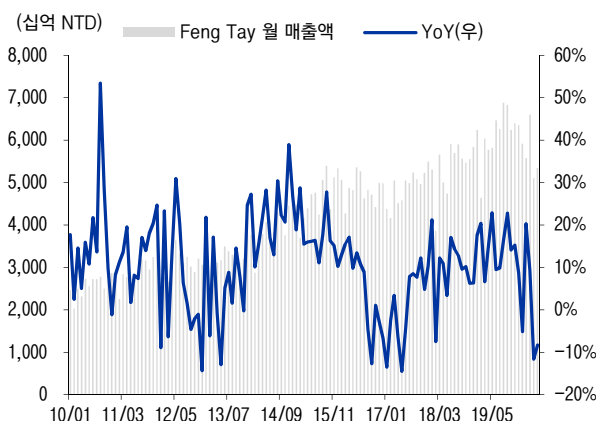
자료: Makalot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 Eclat 월 매출 추이: 5월 -20.6%



자료: Eclat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 Feng Tay 월 매출 추이: 5월 -8.3%



자료: Feng Tay, 이베스트투자증권 리서치센터

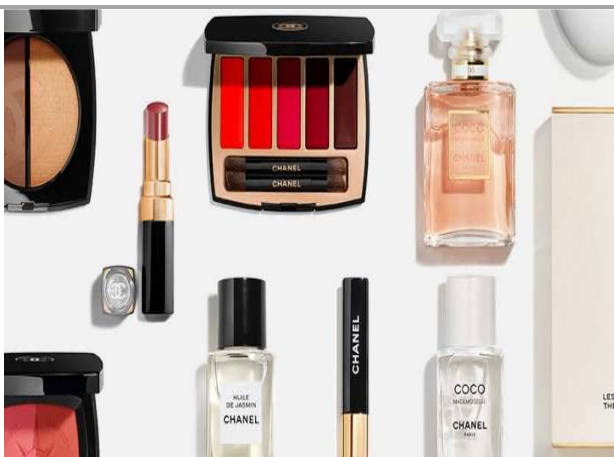
3. 화장품: 패션의 완성은 얼굴

패션의 완성은 얼굴

최근, 신세계인터내셔널의 '비디비치', '연작' 등이 성공적으로 자리잡으면서, 화장품 사업이 의류업체에 성장동력으로 작용하고 있다. 사실 의류업체의 화장품 사업 진출은 당연한 수순이었다. 샤넬, 디올, 입생로랑 등 글로벌 럭셔리 패션업체들은 이미 코스메틱 라인을 필수로 보유하고 때문이다.

국내 의류업체도 마찬가지다. 신세계인터내셔널의 사례와 최근 한섬의 '클린젠코스메슈티컬' 인수뿐만 아니라, 다양한 패션기업들의 화장품 사업 진출이 있었다. 대표적으로 F&F는 2005년 자회사 에프앤코를 통해 스타일리시 코스메틱 브랜드 '바닐라코'를 런칭했다. 이후, F&F 소유 지분은 청산했으나 바닐라코는 중국, 일본, 필리핀, 대만, 말레이시아 등 해외시장에 진출했으며, 2019년 기준 매출액 1,047억원, 영업이익 73억원 규모로 성장했다. 또한, 2005년 패션쇼핑몰에서 시작한 '난다(스타일난다)'가 2009년 런칭한 색조 전문 화장품 브랜드인 '3CE'가 중국 등에서 크게 성장하며 대표 K-뷰티 대표 브랜드로 성장했다. 이에, 난다는 2018년 글로벌 뷰티 기업인 로레알에 6,000억 원에 인수되기도 하였다.

그림47 샤넬의 화장품 라인



자료: 샤넬, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 스타일난다의 3CE(쓰리컨셉아이즈)



자료: 난다, 이베스트투자증권 리서치센터

패션기업이 화장품 사업에 진출하는 이유

패션 기업이 화장품 사업에 진출하는 이유는 다양하다. 먼저, 화장품 OEDM의 발달로 인해, 과거와는 달리 별도의 공장없이 신규 브랜드 런칭이 쉬워졌다는 것이다. 또한, 패션 상품보다 저가에 속하는 코스메틱 라인을 갖추므로써, 신규 소비자를 유입할 수 있다. 무엇보다도, 화장품 사업은 대부분 내수에 머물러있는 국내 의류업체들에 중국 등 해외로 진출할 수 있는 성장의 기회라는 점에서 프리미엄 요소로 작용한다.

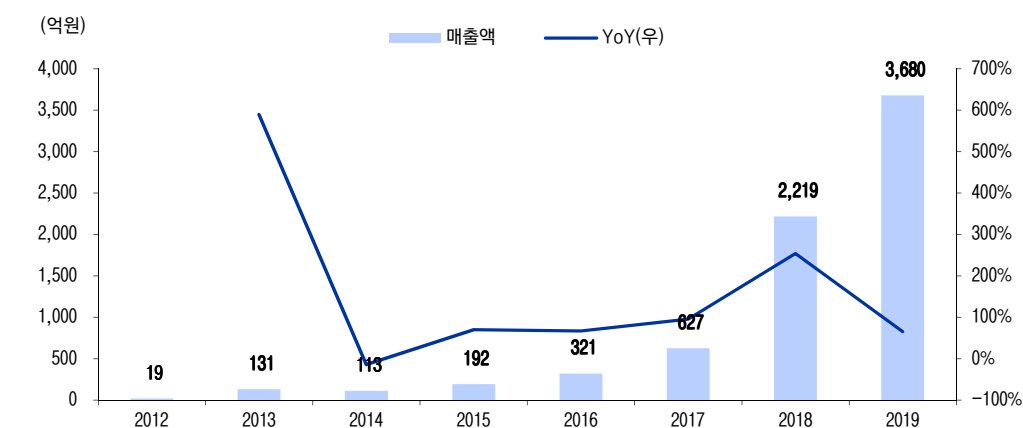
1. 신세계인터내셔널의 '비디비치'

2019년 기준 화장품 사업 비중은 전체 매출 26%, 영업이익 81%

신세계인터내셔널은 2012년 화장품사인 '비디비치'를 60억원에 인수하면서 화장품 사업에 진출했다. 화장품 부문 매출액은 2012년 19억원에서 2019년 3,680억원으로 런칭 이후 8년동안 무려 194배 성장했으며, 전체 매출 대비 비중은 25.8%에 달한다. 화장품 부문 영업이익률은 19% 수준(전체 OPM 6.4%)으로, 전체 영업이익의 81%를 차지하는 효자 사업부로 자리잡았다.

신세계인터내셔널은 보유브랜드도 확대하면서 공격적으로 투자하고 있다. 기존에는 비디비치 단일 브랜드로 전개했으나, 2018년 10월 한방 화장품 브랜드 '연작(YUNJAC)'을 출시하면서 럭셔리 화장품 시장에 진입했다. 연작은 올해 1~5월 온라인 매출이 전년동기대비 454% 증가하며 고성장하고 있다. 또한 올해 5월, 스킨케어 브랜드 '오노마'를 출시하며 브랜드 포트폴리오를 다각화하고 있다.

그림49 신세계인터내셔널 코스메틱 부문 매출 추이



자료: 신세계인터내셔널, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 한섬 화장품 사업 진출

지난 5월 11일, 한섬은 프리미엄 화장품 브랜드인 '클린젠코스메슈티칼'의 지분 51%를 인수했다고 공시하면서 화장품 사업 진출을 발표했다. 인수금액은 약 100억원이며, 2021년 초에 프리미엄 스킨케어 브랜드를 런칭할 계획이다. 이와 더불어 화장품 원료 및 특화기술을 추가로 확보하기 위해 국내 및 해외 기업들과의 협업을 추진 중임을 밝혔다.

한섬의 화장품 사업 진출이 기대되는 이유는, 1)프리미엄 패션 브랜드인 한섬이 1987년 설립 이후 처음으로 사업 다각화에 나섰다는 점, 2)앞선 신세계인터내셔널의 성공사례를 비춰봤을 때, 성장성과 수익성을 확보할 기회라는 점, 3)마찬가지로 백화점을 보유한 그룹차원에서의 화장품 사업 시너지가 예상되기 때문이다.

Part III

How

: 언택트 by 자사몰

의류 온라인 쇼핑 비중은 38%까지 상승

코로나19로 인해 외부활동이 제한되고 소비심리가 위축됨에 따라 2020년 1~5월 전체 의류 소비는 YoY 20.1% 감소했으나, 의류 온라인 쇼핑액은 YoY 1.1% 증가했습니다. 이에, 28%를 초과한 적이 없었던 의류 내 온라인 쇼핑 비중은 지난 3월 38%를 돌파하며 사상 최대 비중을 기록했습니다. 코로나19의 확산이 기존에도 우상향을 그리던 비대면(언택트) 쇼핑의 성장을 가속화한 것입니다.

최근 몇 년간 의류업체들은 온라인 패션 쇼핑의 성장에 발맞춰 자사몰을 런칭 및 운영해왔습니다. 금번 코로나19로 인한 온라인 쇼핑 가속화와 면세점 내수 통관 판매 허용 등은 자사몰로 트래픽을 유입한 계기가 되었으며, 향후 이러한 트렌드는 지속될 것으로 판단됩니다. 또한 자사몰은 직접판매(D2C) 채널이기에, 지급수수료를 절감할 수 있어 수익성 향상 측면에서도 긍정적입니다.

관련해서, 의류 상장업체 중 유일하게 언택트 매출이 93%로 더 많은 코웰패션을 분석해보았습니다. 코웰패션은 2분기에도 매출액이 YoY 15.7% 성장할 것으로 전망됩니다. 향후 언택트 쇼핑의 성장은 지속될 것으로 전망되며, 이에 온라인 차별화 의류업체인 코웰패션에 지속적인 관심이 필요하다는 판단입니다.

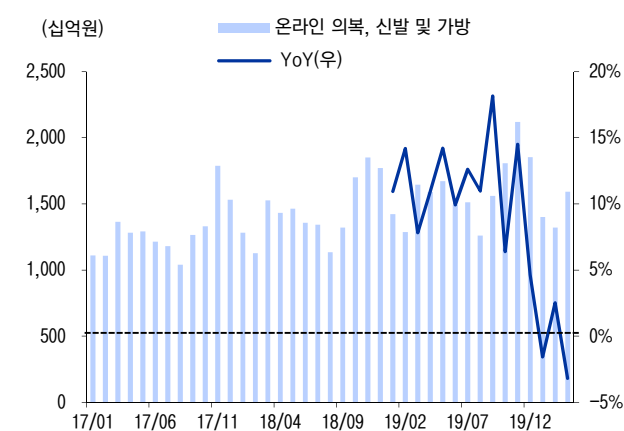
How: 언택트

의류 온라인 쇼핑 비중은 38%까지 상승

코로나19의 확산은 기존에도 우상향을 그리던 비대면(언택트) 쇼핑의 성장을 가속화했다. 이에, 2020년 1분기 전체 소매판매는 36.8조원을 기록했는데, 소매판매 대비 온라인 쇼핑 비중은 33%까지 상승했다. 의류 부문에서의 온라인 쇼핑 선호 현상은 더욱 도드라졌다. 집계 이래로 28%를 초과한 적이 없었던 의류 내 온라인 쇼핑 비중은 지난 3월 38%를 돌파하며 사상 최대 비중을 기록했다.

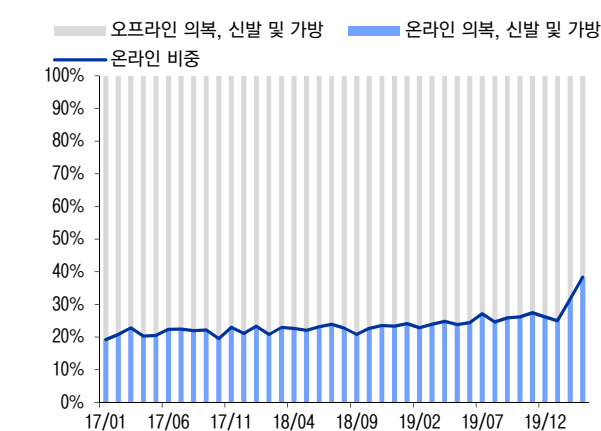
당사는 지난 1월, 5월 발간한 Platform & Consumer 토크 자료에서 무신사 등을 필두로 한 온라인 패션 편집숍이 향후 주류 패션 소비 채널로 자리 잡을 것이라고 전망한 바 있다. 온라인 패션 편집숍은 코로나19 발병 및 확산으로 인한 의류 소비 위축에도 불구하고 고성장세를 지속하고 있다. 신한카드 빅데이터 연구소에 따르면 올해 1~4월 온라인 패션 편집숍의 이용자는 86% 성장했으며, 2년 연평균 성장률은 69%에 달한다.

그림50 온라인 의류 소매판매액 및 성장률 추이



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 의류 온라인 쇼핑 비중은 38%로 최고치 기록



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

온라인 '패션' 쇼핑이 성장하는 이유

1) 스마트폰으로 쇼핑하는 사람들

1980년대 초반에서 1990년대 중반에 출생한 밀레니얼 세대와 1990년대 중반에서 2000년대 중반에 출생한 Z세대가 소비 주체로 성장하면서(10~30대) 쇼핑 트렌드를 변화시키고 있다. 특히, Z세대는 '디지털 원주민'이라고도 불리는데 디지털 환경, 특히 스마트폰에 매우 익숙하며, SNS 소통을 당연시 하는 것이 특징이다.

스마트폰 세대가 모바일 쇼핑을 선호하는 것은 '모루밍(Mobile-Showrooming)' 현상으로도 나타난다. 모루밍이란, 오프라인 매장에서 상품을 직접 보거나 착용해본 뒤 모바일에서 구매하는 현상을 뜻한다. 의도적으로 오프라인 매장을 마치 쇼룸처럼 활용하는 것뿐만 아니라, 오프라인 매장을 방문한 사람이 모바일로 상품을 검색하고 리뷰를 보면서 가격을 비교하는 것 또한 모루밍이라고 볼 수 있다. OuterBox에 따르면 미국에서는 스마트폰 사용자의 80% 수준이 '모루밍족'이라고 알려져있는데, 그만큼 모바일 쇼핑은 일상적으로 자리잡았다.

그림52 모루밍족 자가진단표: 3 가지 이상이면 모루밍족에 해당

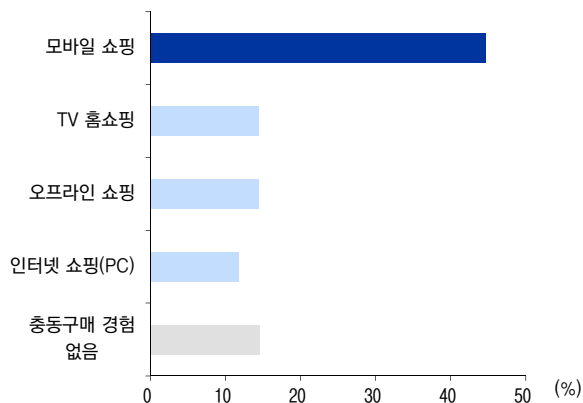
모루밍족 자가진단표	
☐	매장에서 스마트폰으로 가격 검색을 한 적이 있다.
☐	지하철이나 버스 이동 중 스마트폰으로 물건을 산 적이 있다.
☐	소셜커머스 문자메시지를 보고 물건을 산 적이 있다.
☐	스마트폰에 쇼핑물 앱이 3개 이상 깔려 있다.
☐	쇼핑매장 물건을 사진 찍은 뒤 구매한 적이 있다.
☐	마음에 드는 물건을 봐도 인터넷으로 사기 위해 참은 적이 있다.
☐	다른 사람의 물건을 스마트폰으로 대신 사준 적이 있다.

*3가지 이상이면 모루밍족에 해당

자료: 한국엔에프씨, 이베스트투자증권 리서치센터

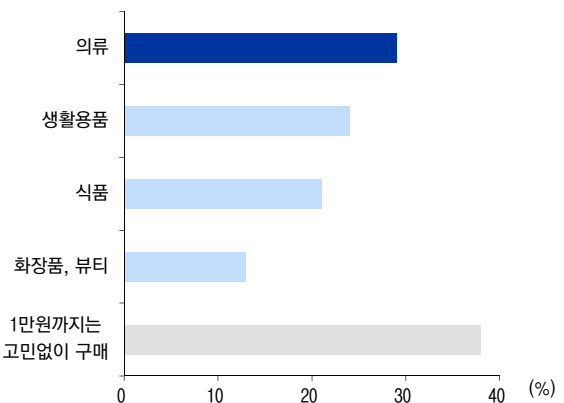
스마트폰 쇼핑의 최대 장점 중 하나는 언제 어디서나 사용할 수 있다는 뛰어난 접근성에 있다. 실제로 Open survey에 따르면, 온라인 쇼핑객이 충동구매를 가장 많이 경험하는 채널은 모바일 쇼핑으로 45%를 차지했다. 이는 오프라인(14%) 뿐만 아니라 인터넷(12%)이나 TV 홈쇼핑(15%)보다 압도적으로 높은 수준이다. 또한 G마켓이 조사한 의류 상품에 대한 소비자의 태도도 주목할 만한데, 온라인 쇼핑객이 가장 즉흥적으로 구매하는 품목 1위는 29%를 차지한 '의류'다. 결론적으로, 충동적으로 구매하기 쉬운 의류를 가장 쉽게 접근할 수 있는 채널은 모바일 쇼핑이라고 해석할 수 있다.

그림53 충동구매를 주로 경험하는 채널



자료: Open survey, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 즉흥적으로 구매하는 품목

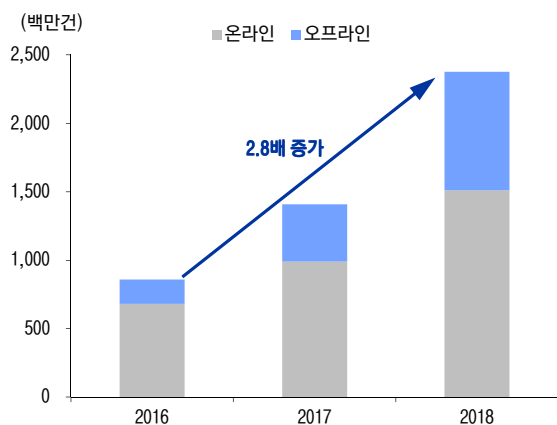


자료: G마켓, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 간편결제 시스템의 등장

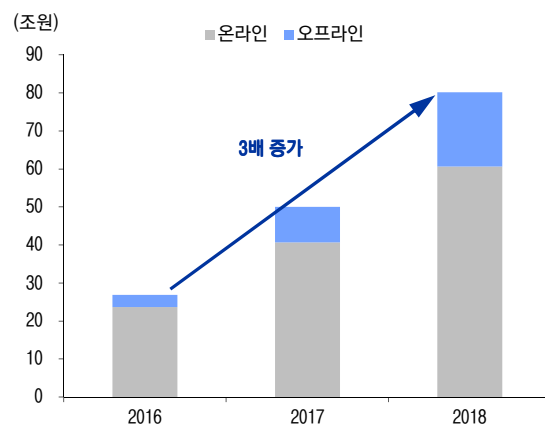
온라인으로의 쇼핑 트렌드 변화는 간편결제 시스템의 등장과 함께했다고 해도 과언이 아니다. 간편결제는 2015년 4월 공인인증서 의무 사용 폐지를 시작으로 한 핀테크의 성장과 함께 했다. 2018년 국내 간편결제 이용건수는 23.8억건으로 3년만에 2.8배가 증가하였으며, 전체 간편결제 시장은 80.1조원 규모를 기록하였다.

그림55 간편결제 이용건수 추이



자료: 금융감독원, 이베스트투자증권 리서치센터

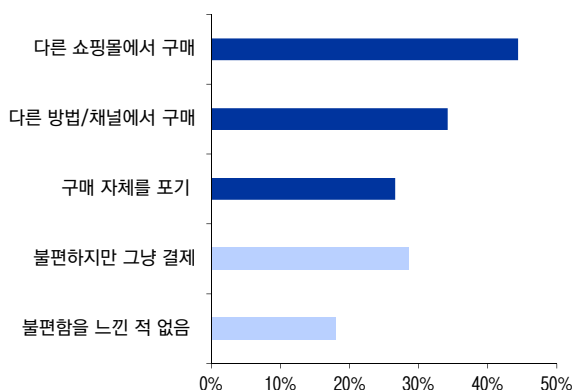
그림56 간편결제 이용 금액



자료: 금융감독원, 이베스트투자증권 리서치센터

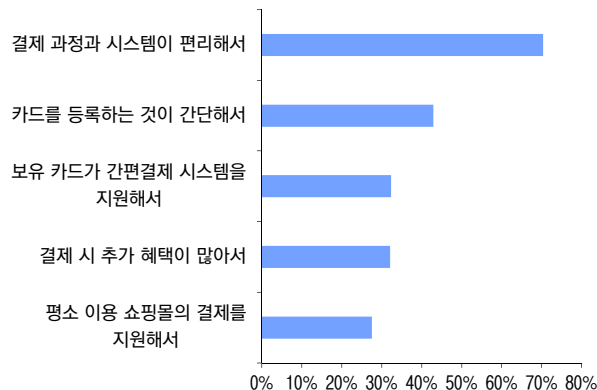
기존에 온라인 쇼핑을 위해서는 액티브X, 공인인증서 등 복잡한 절차를 거쳐야 했었다. Open survey에 따르면 온라인 쇼핑객이 결제 시스템이 어렵거나 불편하다고 느꼈을 때, 결제까지 이어질 확률은 29%에 불과했다. 즉, 대다수의 사용자는 불편한 결제시스템 때문에 결제 자체를 포기하는 것으로 나타났다. 반면, 간편결제 시스템의 등장은 플랫폼에 결제 수단을 한번만 등록하면 결제가 가능하게 했다. 사용자는 더 이상 공인인증서 등 복잡한 결제를 필요로 받지 않았으며, 편리함을 제공받게 되었다. 실제로, 쇼핑객이 간편결제 서비스를 이용하는 이유는 대부분 '편리하고 간단해서'로 조사됐으며, 이는 간편결제의 구축이 온라인 쇼핑의 성장 요소 중 하나라는 것을 방증한다.

그림57 온라인 쇼핑객이 결제 시스템이 불편할 때 행동



자료: Open survey, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 복수응답 가능

그림58 간편결제 서비스를 이용하는 계기



자료: Open survey, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 복수응답 가능

대세는 자사몰

패션업체들은 온라인 패션 쇼핑의 성장에 발맞춰 자사몰을 런칭 및 운영하고 있다. 코로나19로 인한 온라인 쇼핑 가속화와 면세점 내수 통관 판매 허용 등은 자사몰로 트래픽을 유입한 계기가 되었으며, 향후 이러한 트렌드는 지속될 것으로 판단된다. 또한 자사몰은 직접판매(D2C) 채널이기에, 지급수수료를 절감할 수 있어 수익성 향상 측면에서도 긍정적이다.

면세점 내수 통관 판매를 처음으로 개시했던 SI빌리지(신세계인터내셔널)는 당시 일 방문자 수는 123만명을 기록했다. 기존 일 평균 방문자 수가 20만명 수준인 것을 감안했을 때, 금번 행사가 자사몰로의 회원 유입을 유도했다는 점에서 긍정적이다. 지난해 SI빌리지 GMV는 전년대비 133% 성장했으며, 올해도 고성장을 것으로 추정된다.

한섬은 지난 5월, 온라인 패션 편집숍 'EQL'을 런칭하면서, 기존의 '더한섬닷컴', 'H패션몰'과 함께 "온라인 3-tracks 전략"을 발표했다. 세 가지의 플랫폼에서 차별화된 컨셉으로 온라인 매출 확대에 집중하겠다는 계획이다. 더한섬닷컴은 자사브랜드를 위주로 판매하며, 2030대를 공략하는 플랫폼이며, H패션몰은 해외브랜드를 위주로 40대까지 공략한다. EQL은 모바일을 기반으로 1020대 젊은 층을 타겟한다. 현재 130여개 브랜드가 입점되어있으며, 한섬은 지난 6월에 EQL 전용 브랜드 레어뷰(Rareview)를 런칭하기도 하였다. 이에, 한섬의 온라인 매출액은 지난해 1,500억원에서 올해 2,000억원까지 증가할 것으로 전망된다.

LF몰의 지난해 매출은 4,500억원 수준으로 파악되는데, 향후 1조원까지 키울 계획을 밝혔다. 삼성물산 패션부문도 현재는 10% 수준인 SSF샵의 매출 비중을 2022년까지 30%까지 확대할 것을 목표로 한다.

표5 의류업체 별 자사몰 운영 현황

업체	자사몰	런칭시기	입점 브랜드	
한섬	더한섬닷컴 THEHANDSOME.COM	2015.10	자사브랜드 위주	TIME, MINE, LANVIN COLLECTION, SYSTEM 등
신세계인터내셔널	S.I.VILLAGE S.I.VILLAGE by SHINSEGAE INTERNATIONAL	2017.11	자사브랜드 + 타사브랜드	스튜디오 톰보이, CLINE, MAISON MAFIELA 등
코웰패션	COWELLFASHION.COM COWELLFASHION.COM	2009	자사브랜드 위주	푸마, 아디다스, 리복, 아테스토니, 헬레나&크리스티 등
LF	LF mall L.I. mall	2014	자사브랜드 + 타사브랜드	헤지스, 닥스, 질스튜어트, 구찌, 나이키, 아디다스, 발렌시아가, 질스튜어트 등
삼성물산패션	SSF샵 SSF SHOP	2015.10	자사브랜드 + 타사브랜드	토리버치, KUHO, Juun.J, 에잇세컨즈 등
신성통상	TOPTEN. MALL T O P T E N . M A L L	2018.01	자사브랜드 위주	탑텐, ZIOZIA, AND Z, OLZEN, EDITION, POLHAM 등

자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

준비된 언택트 의류업체: 코웰패션

코로나19 확산에 따라 증시 및 의류업체 수익률이 부진했으나, 대표 언택트 의류업체인 코웰패션은 의류업체 대비 상대수익률 16.2%로 아웃퍼폼하고 있다. 코웰패션은 홈쇼핑 등 온라인을 중심으로 푸마, 아디다스, 리복, 아테스토니 등 브랜드의 언더웨어/패션 라이선스 사업을 전개하는 업체다. 동사 전체 매출 내 온라인 매출 비중은 93%로, 상장 의류업체 중 거의 유일하게 온라인 판매가 오프라인 판매보다 많다.

코웰패션 패션 부문은 2019년 매출액 3,580억원으로, 5년 연평균 22% 속도로 고성장해왔다. 코웰패션은 코로나19로 인해 대부분의 의류업체가 부진했던 지난 1분기에도 패션 부문 매출이 전년동기대비 19.2% 성장한 911억원을 기록했다.

코웰패션은 2분기에도 매출액 YoY 15.7% 성장한 1,217억원, 영업이익은 9% 성장한 231억원을 기록할 것으로 추정된다. 향후 언택트 쇼핑의 성장은 지속될 것으로 전망되며, 이에 온라인 차별화 의류업체인 코웰패션에 지속적인 관심이 필요하다는 판단이다.

그림59 코웰패션 YTD 수익률 비교



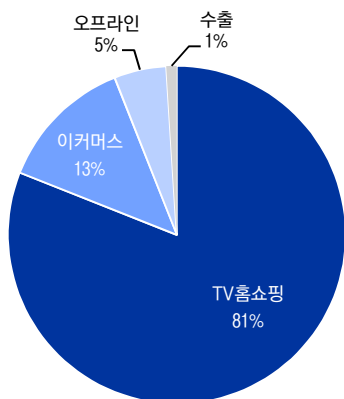
자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 코웰패션 주가 추이



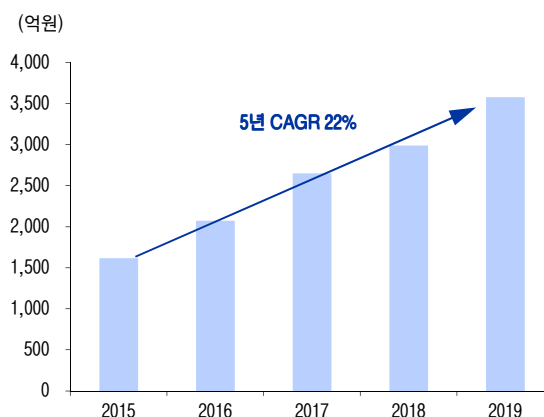
자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 코웰패션 채널별 매출액 비중



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 코웰패션 패션 부문 매출액 추이



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

결론 및 투자의견 : Top picks F&F, 한섬

패션왕을 찾아서

의류산업 내 가장 먼저 턴어라운드할 것으로 예상되는 업체는 중국 or 내수 중심의 브랜드사이며, 투자포인트는 럭셔리, 애슬레저, 화장품에 있다고 판단합니다. 또한 언택트 쇼핑 가속화에 따라 이커머스 경쟁력은 프리미엄 요소입니다.

최선호주로는 F&F(Buy, 130,000원)와 한섬(Buy, 47,000원)을 제시, 관심종목으로는 코웰패션(Buy, 8,000원)을 제시합니다.

결론 및 투자의견

결론: 골라내기

코로나 직격타를 맞은 의류업체들을 '회복' 관점에서 골라내야 하는(Screening) 시점이 라고 판단한다. 동시에, 코로나19라는 재난을 겪으면서 더욱 확고해진 '의류산업이 가야 할 방향성'을 고민해야 한다. 세가지 키워드는 **Where, What, How**다.

1)Where; 의류산업 내 가장 먼저 턴어라운드할 것으로 예상되는 업체는 중국 or 내수 중심의 브랜드사이며, 2)What; 투자포인트는 럭셔리, 애슬레저, 화장품에 있다고 판단한다. 3)How; 언택트 쇼핑 가속화에 따라 이커머스 경쟁력은 프리미엄 요소다.

관련해서, 최선호주로는 F&F(Buy, 130,000원)와 한섬(Buy, 47,000원)을 매수 추천하며, 관심종목은 코웰패션(Buy, 8,000원)을 제시한다.

표6 국내 패션업체별 투자포인트

	한섬	신세계 인터내셔널	F&F	힐라홀딩스	코웰패션	영원무역	한세실업
2Q20 예상 실적							
매출액	2,723	2,850	1,883	7,081	1,217	6,179	3,609
매출액 YoY	-4.1	-5.5	-6.5	-26.2	+15.7	-7.8	-16.0
영업이익	146	106	255	658	231	756	23
OPM	5.4%	3.7%	13.5%	9.3%	18.9%	12.2%	0.6%
투자포인트							
1. 주요 판매국(Where)	O	△	O	△	O	X	X
내수(+)	100%	93%	94%	17%	99%	-	-
중국(+)	-	-	2.4%	8%(이익기준)	-	-	-
미국 또는 유럽(-)	-	-	-	18% 이상	-	89%	약 90%
면세점(-)	-	20%	31%	-	-	-	-
2. 브랜드 포지션(What)	O	O	O	O	△	△	△
럭셔리(화장품)	럭셔리(화장품)	럭셔리, 화장품	애슬레저	애슬레저	온라인	OEM	OEM
3. 온라인(How)	O	△	△	△	O	X	X
온라인 비중	20%	6% 추정	5~10%	10~15%	93% (홈쇼핑 포함)	-	-
4. 12MF P/E(x)	9.9	13.2	10.6	9.7	7.1	6.9	11.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

F&F (007700)	42
한섬 (020000)	47
신세계인터내셔널 (031430)	52
휠라홀딩스 (081660)	57
코웰패션 (033290)	62
영원무역 (111770)	67
한세실업 (105630)	72

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
F&F	Buy (신규)	130,000 원(신규)
한섬	Buy (신규)	47,000 원(신규)
신세계인터내셔널	Buy (신규)	210,000 원(신규)
휠라홀딩스	Buy (신규)	55,000 원(신규)
코웰패션	Buy (신규)	8,000 원(신규)
영원무역	Buy (신규)	33,000 원(신규)
한세실업	Buy (신규)	13,000 원(신규)

F&F (007700)

K-애슬레저 대표주자

2020. 7. 6

의류

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

2Q20 Preview

F&F 2Q20 매출액은 전년동기대비 6.5% 감소한 1,883억원, 영업이익은 13.5% 감소한 255억원을 추정해, 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. MLB 면세 부문은 YoY -45%로 385억원을 예상하는데, 동사 면세점 매출 비중이 30%에 달해 면세업 불황에 따른 실적 부진은 불가피 할 것으로 추정한다. 다만, MLB 국내(면세 제외) 부문 매출액은 YoY 9.6% 증가한 478억원을 예상한다. 이는 국내 4~5월 의류 소매판매액이 YoY 16.6% 감소했고, 백화점 아동/스포츠 부문이 10~20% 감소했음을 감안 시 비교적 선방한 실적으로 판단한다.

2Q20 MLB 중국 티몰 일평균 매출액은 8,300만원 수준을 추정해(지난해 일 평균 매출 3,300만원 추산), MLB 중국 매출액은 QoQ 19% 증가한 75억원을 전망한다. 온라인을 중심으로한 MLB 중국 성장세는 지속될 것으로 전망되는데, 중국 티몰 일평균 매출액은 19년 3,300만원 → 20E 8,600만원 → 21E 1.1억원으로 증가할 것으로 예상된다.

Discovery는 덤

Discovery(디스커버리 익스페디션)은 지난 1Q20 코로나19로 인한 소비 위축에도 불구하고 YoY 11.8% 성장했다. 2분기에도 YoY 20% 증가한 614억원을 예상하는데, 등산, 캠핑 등을 중심으로 한 애슬레저 열풍에 수혜를 누릴 것으로 판단한다. 또한 디스커버리 내 채널 구성이 백화점 40%, 대리점 40% 등으로 면세점 노출이 없는 것에 기인한다. 실제로, 지난 5월 디스커버리의 '플렉스 레깅스'는 전년 동기대비 판매량이 400% 이상 성장했다.

투자의견 Buy, 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

F&F에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 130,000원은 동사 12MF EPS에 글로벌 스포츠 브랜드사(NIKE, ANTA, 휠라홀딩스)의 가중평균 12MF P/E를 30% 할인한 15.4배를 적용했다. 동사는 1)K-애슬레저로서, 중국에서의 온라인 중심 성장이 전망되고, 2)Discovery의 브랜드 입지 강화가 기대되며, 3)내수 및 중국 소비 회복에 따라 하반기로 갈수록 Pent-up 수요가 본격화될 것으로 예상된다.

Buy (initiation)

목표주가 130,000 원

현재주가 92,500 원

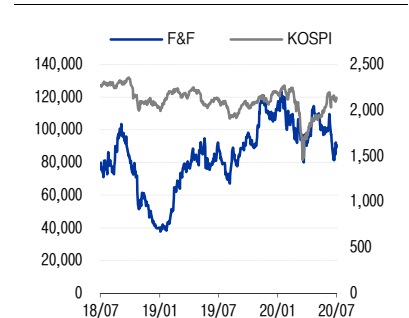
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(7/3)	2,152.41 pt
시가총액	14,245 억원
발행주식수	15,400 천주
52 주 최고가 / 최저가	123,500 / 67,100 원
90 일 일평균거래대금	103.08 억원
외국인 지분율	10.9%
배당수익률(20.12E)	1.1%
BPS(20.12E)	38,063 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -8.7%
	6 개월 -20.2%
	12 개월 1.7%
주주구성	김창수 (외 9 인) 58.8%
	국민연금공단 (외 1 인) 5.0%
	자사주 (외 1 인) 0.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	668	91	141	109	7,089	45.8	101	5.6	5.7	1.6	31.6
2019	910	151	151	110	7,185	1.4	181	15.6	9.1	3.6	25.1
2020E	969	162	165	120	7,837	9.1	196	11.8	6.8	2.4	22.5
2021E	1,189	199	202	147	9,600	22.5	234	9.6	5.5	2.0	22.6
2022E	1,406	239	242	176	11,504	19.8	276	8.0	4.4	1.6	22.1

자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

F&F 실적전망 및 Valuation

표7 F&F 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,625	2,015	2,165	3,299	1,660	1,883	2,201	3,951	9,103	9,695	11,885
I. MLB	1,044	1,451	1,537	1,570	1,012	1,217	1,517	2,092	5,602	5,838	7,682
MLB 한국(면세 제외)	348	436	361	369	378	478	436	409	1,514	1,701	1,967
MLB 면세	400	700	875	782	370	385	700	1,173	2,757	2,628	3,874
MLB 중국	-	3	33	83	63	75	64	108	119	310	418
MLB 홍콩	67	87	78	72	45	81	100	96	304	322	466
MLB Kids	229	225	190	264	156	198	216	307	908	877	956
II. MLB 외	581	564	628	1729	648	666	684	1858	3,502	3,857	4,203
Discovery	570	512	542	1612	637	614	598	1,741	3,236	3,591	3,938
기타	11	52	86	117	11	52.02	85.85	117.10	266	266	266
YoY(%)											
매출액	22.2	36.5	54.9	33.1	2.2	-6.5	1.7	19.8	36.2	6.5	22.6
I. MLB	32.8	43.4	79.8	68.3	-3.1	-16.1	-1.3	33.3	56.2	4.2	31.6
MLB 한국(면세 제외)	5.5	27.5	19.9	19.8	8.6	9.6	20.9	10.7	18.2	12.3	15.7
MLB 면세	70.2	57.3	165.2	130.0	-7.5	-45.0	-20.0	50.0	104.2	-4.7	47.4
MLB 중국						2400.0	95.0	30.0	-	160.9	35.0
MLB 홍콩	252.6	93.3	27.9	33.3	-32.8	-6.7	27.9	33.3	69.8	5.9	44.9
MLB Kids	13.4	25.0	16.6	14.3	-31.9	-11.9	13.7	16.4	17.0	-3.4	8.9
II. MLB 외	6.7	21.4	15.8	11.8	11.6	15.5	12.9	0.6	13.0	10.1	9.0
Discovery	6.7	10.6	8.0	8.0	11.8	20.0	10.4	8.0	8.2	11.0	9.7
기타	6.3	2877.2	112.6	119.3	2.1	-92.7	96.2	158.7	151.7	0.1	0.0
비중											
I. MLB	64.3%	72.0%	71.0%	47.6%	61.0%	64.6%	68.9%	53.0%	61.5%	60.2%	64.6%
MLB 한국(면세 제외)	21.4%	21.6%	16.7%	11.2%	22.8%	25.4%	19.8%	10.3%	16.6%	17.5%	16.6%
MLB 면세	24.6%	34.7%	40.4%	23.7%	22.3%	20.4%	31.8%	29.7%	30.3%	27.1%	32.6%
MLB 중국		0.1%	1.5%	2.5%	3.8%	4.0%	2.9%	2.7%	1.3%	3.2%	3.5%
MLB 홍콩	4.1%	4.3%	3.6%	2.2%	2.7%	4.3%	4.5%	2.4%	3.3%	3.3%	3.9%
MLB Kids	14.1%	11.2%	8.8%	8.0%	9.4%	10.5%	9.8%	7.8%	10.0%	9.1%	8.0%
II. MLB 외	35.7%	28.0%	29.0%	52.4%	39.0%	35.4%	31.1%	47.0%	38.5%	39.8%	35.4%
Discovery	35.1%	25.4%	25.0%	48.9%	38.4%	32.6%	27.2%	44.1%	35.5%	37.0%	33.1%
기타	0.7%	2.6%	4.0%	3.5%	0.7%	2.8%	3.9%	3.0%	2.9%	2.7%	2.2%
영업이익	188	289	325	705	173	255	331	862	1,507	1,621	1,993
OPM	11.6%	14.4%	15.0%	21.4%	10.4%	13.5%	15.0%	21.8%	16.6%	16.7%	16.8%
YoY(%)	4.8	49.7	89.3	90.6	-8.1	-11.8	1.7	22.4	64.8	7.6	22.9

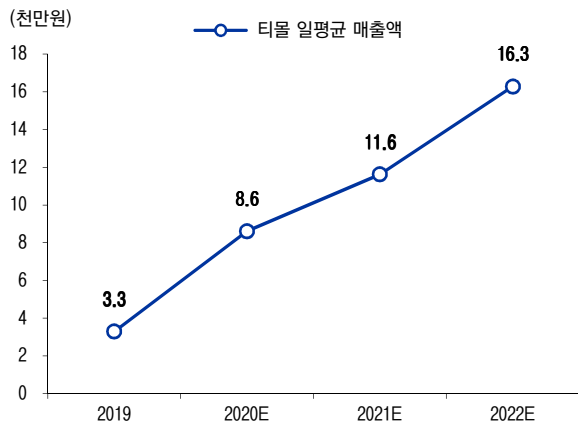
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 F&F Valuation table

구분(단위: 원)		내용
추정		
12MF EPS	8,661	
Target 12MF P/E(x)	15.4	글로벌 Peer 가중평균 12MF P/E * 30% discount (NIKE, ANTA, 휠라홀딩스)
목표주가 제시		
Target Price	130,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price	92,500	
Upside potential	40.5%	

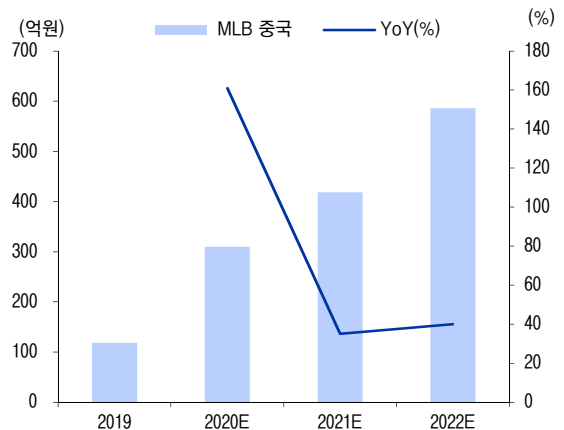
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 MLB 중국 티몰 일평균 매출액 추정



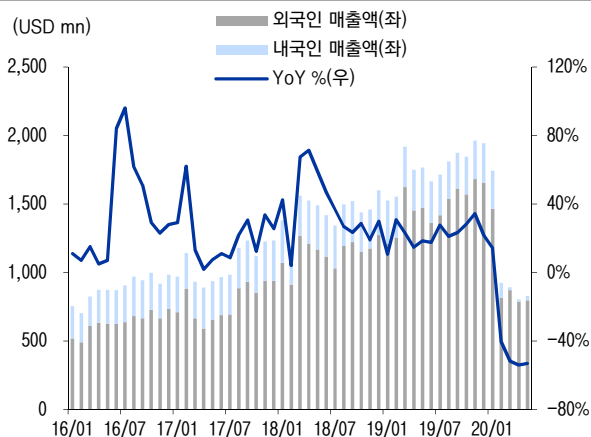
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 MLB 중국 매출액 추이



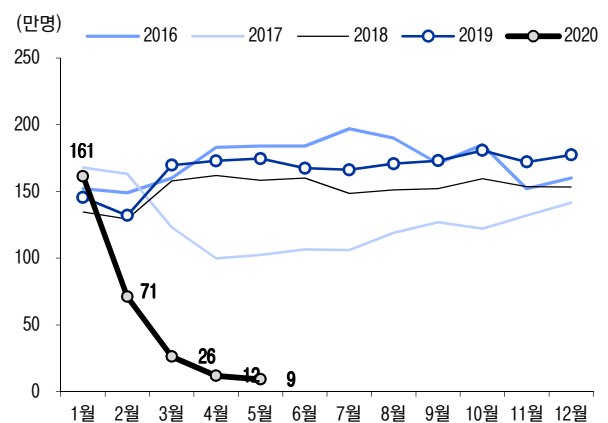
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 월별 면세점 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 월별 면세점 외국인 이용자 수 추이



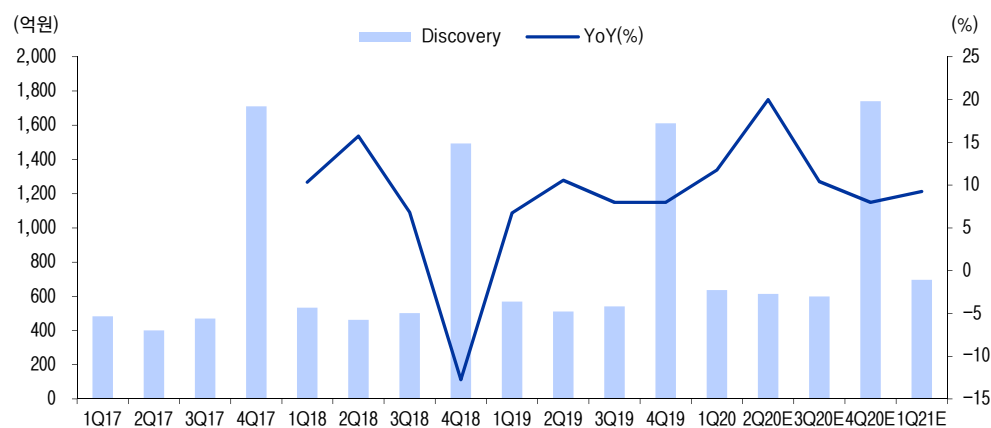
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 디스커버리 애슬레저 룩: '리조트 반팔티', '버킷디워커 V2', '플렉스 레깅스'



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 디스커버리 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

F&F (007700)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	291	400	466	568	705
현금 및 현금성자산	17	45	55	98	167
매출채권 및 기타채권	87	87	93	110	133
재고자산	159	176	212	250	290
기타유동자산	28	93	106	110	115
비유동자산	205	284	320	354	392
관계기업투자등	0	8	10	11	11
유형자산	140	161	163	171	184
무형자산	11	11	32	53	73
자산총계	496	684	786	922	1,097
유동부채	100	161	158	162	176
매입채무 및 기타채무	69	88	97	99	111
단기금융부채	0	19	15	15	15
기타유동부채	30	55	45	47	49
비유동부채	1	39	41	41	41
장기금융부채	0	34	35	35	35
기타비유동부채	1	5	6	6	6
부채총계	101	201	199	203	217
지배주주지분	394	483	586	718	879
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	584	716	877
비지배주주지분(연결)	1	1	1	1	1
자본총계	395	484	587	719	880

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27	162	112	130	164
당기순이익(손실)	109	110	120	147	176
비현금수익비용가감	2	85	34	35	38
유형자산감가상각비	10	30	34	35	37
무형자산상각비	0	0	0	0	1
기타현금수익비용	0	1	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-59	-10	-27	-52	-50
매출채권 감소(증가)	-3	-2	-6	-17	-23
재고자산 감소(증가)	-54	-25	-32	-38	-40
매입채무 증가(감소)	6	19	8	2	12
기타자산, 부채변동	-7	-2	2	1	1
투자활동 현금	-33	-109	-81	-72	-80
유형자산처분(취득)	-48	-32	-30	-42	-50
무형자산 감소(증가)	0	-1	-21	-21	-21
투자자산 감소(증가)	-27	-71	-19	-4	-4
기타투자활동	42	-6	-10	-5	-5
재무활동 현금	-12	-24	-21	-15	-15
차입금의 증가(감소)	-2	-8	-5	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-10	-15	-15	-15
배당금의 지급	10	10	15	15	15
기타재무활동	0	-7	-1	0	0
현금의 증가	-15	28	10	43	69
기초현금	32	17	45	55	98
기말현금	17	45	55	98	167

자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	668	910	969	1,189	1,406
매출원가	228	293	318	386	458
매출총이익	440	617	652	803	947
판매비 및 관리비	349	466	490	604	708
영업이익	91	151	162	199	239
(EBITDA)	101	181	196	234	276
금융손익	1	1	3	2	2
이자비용	0	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	48	0	1	1	1
세전계속사업이익	141	151	165	202	242
계속사업법인세비용	32	41	45	55	66
계속사업이익	109	110	120	147	176
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	110	120	147	176
지배주주	109	110	120	147	176
총포괄이익	109	110	120	147	176
매출총이익률 (%)	65.9	67.8	67.2	67.5	67.4
영업이익률 (%)	13.7	16.6	16.7	16.8	17.0
EBITDA 마진률 (%)	15.1	19.9	20.2	19.7	19.7
당기순이익률 (%)	16.4	12.1	12.4	12.4	12.6
ROA (%)	24.4	18.7	16.3	17.2	17.5
ROE (%)	31.6	25.1	22.5	22.6	22.1
ROIC (%)	23.7	28.8	26.5	27.7	28.5

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	5.6	15.6	11.8	9.6	8.0
P/B	1.6	3.6	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.7	9.1	6.8	5.5	4.4
P/CF	5.6	8.9	9.2	7.8	6.7
배당수익률 (%)	1.6	0.9	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	19.2	36.2	6.5	22.6	18.3
영업이익	-6.8	64.8	7.6	22.9	20.1
세전이익	41.7	7.1	9.6	22.3	19.8
당기순이익	45.9	0.6	9.2	22.6	19.8
EPS	45.8	1.4	9.1	22.5	19.8
안정성 (%)					
부채비율	25.6	41.5	33.8	28.2	24.6
유동비율	291.8	247.9	294.6	351.3	401.1
순차입금/자기자본(x)	-9.9	-14.5	-16.1	-19.7	-24.3
영업이익/금융비용(x)	1,595.7	108.2	122.0	151.0	181.3
총차입금 (십억원)	0	53	50	50	50
순차입금 (십억원)	-39	-70	-95	-141	-214
주당지표(원)					
EPS	7,089	7,185	7,837	9,600	11,504
BPS	25,593	31,366	38,063	46,627	57,089
CFPS	7,215	12,645	10,008	11,857	13,900
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000

한섬 (020000)

패션의 완성은 얼굴

2020. 7. 6

의류

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

2Q20 Preview: 100% 내수 기반

한섬 2Q20 매출액은 전년동기대비 4.1% 감소한 2,723억원, 영업이익은 1.7% 감소한 146억원을 추정해, 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다. 국내 4~5월 의류 소매판매액이 YoY 16.6% 감소했음을 감안 시 비교적 선방한 수준으로 판단한다. 이는 1)5~6월 럭셔리를 중심으로 백화점 등 채널에서의 Pent-up 소비가 포착되고 있으며(백화점 YoY 3월 -40% → 6월 -7% / 백화점 명품 YoY 3월 -19% → 6월 +19%), 2)2Q20 온라인 매출이 50% 이상 증가한 것으로 추정되기 때문이다. 또한, 수출 및 면세 비중이 거의 없기 때문에, 국외 지역에서의 코로나19로 인한 소비 위축은 부담으로 작용하지 않는다는 판단이다. 2Q20 영업이익률은 5.4%로 YoY 0.2%p로 소폭 상승한 수준을 예상하는데, 동사의 No-sale 전략과 수익성이 높은 온라인 비중 확대(20% 추정)에 기인한다.

성장동력: 1)화장품 사업 진출 계획, 2)온라인 확대

지난 5월 11일, 한섬은 프리미엄 화장품 브랜드 '클린젠코스메슈티컬'의 지분 51% 인수를 공시하면서 화장품 사업 진출을 발표했다. 동사는 2021년 1분기에 프리미엄 스킨케어 브랜드를 런칭할 계획이다. 한섬의 화장품 사업 진출이 기대되는 이유는, 1)프리미엄 패션 브랜드인 한섬이 설립 이후 처음으로 사업 다각화에 나섰다라는 점, 2)앞선 신세계인터내셔널의 성공사례를 비추었을 때, 성장성과 수익성을 확보할 기회라는 점, 3)마찬가지로 백화점을 보유한 그룹차원에서의 화장품 사업 시너지가 예상되기 때문이다.

동사는 지난 5월 온라인 패션 편집숍인 EQL을 런칭하면서, 온라인 채널 강화에 집중하고 있다. 이에 온라인 매출 비중은 '19년 12% → 1Q20 20%까지 확대됐으며, 온라인 매출액은 지난해 1,500억원에서 올해 2,000억원을 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

한섬에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 47,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 47,000원은 동사 12MF EPS에 국내 의류 브랜드사 가중평균 12MF P/E 13.1배를 적용했다. 1)화장품 사업 진출을 통한 사업 확장 및 규모 확대가 기대되고(신세계인터내셔널에 가중 60%), 2)온라인 성장으로 인한 수익성 증대가 추정되며, 3)내수 소비 회복에 따라 3분기부터 하반기로 갈수록 Pent-up 수요가 본격화될 것으로 예상된다.

Buy (initiation)

목표주가 47,000 원

현재주가 35,350 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(7/3)	2,152.41 pt
시가총액	8,707 억원
발행주식수	24,630 천주
52 주 최고가 / 최저가	37,200 / 16,750 원
90 일 일평균 거래대금	51.39 억원
외국인 지분율	26.8%
배당수익률(20.12E)	1.3%
BPS(20.12E)	45,610 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 5.0%
	6 개월 13.0%
	12 개월 -5.3%
주주구성	현대홈쇼핑 (외 1 인) 34.6%
	국민연금공단 (외 10.9%
	자사주 (외 1 인) 10.8%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,299	91	95	72	3,296	34.5	132	11.0	6.0	0.9	7.6
2019	1,260	107	114	85	3,881	17.7	161	8.1	4.1	0.7	8.4
2020E	1,267	113	119	88	3,561	-8.2	169	9.9	4.3	0.8	8.1
2021E	1,330	127	138	103	4,182	17.4	182	8.5	3.5	0.7	8.8
2022E	1,376	141	149	110	4,484	7.2	194	7.9	3.0	0.7	8.7

자료: 한섬, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

한섬 실적전망 및 Valuation

표9 한섬 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,125	2,838	2,794	3,841	2,715	2,723	3,001	4,227	12,598	12,665	13,299
제품	2,058	1,806	1,852	2,581	1,836	1,729	2,011	2,878	8,297	8,453	9,036
상품	1,059	1,024	934	1,249	872	985	990	1,349	4,266	4,196	4,263
YoY(%)											
매출액	-5.4	-2.9	-1.2	-2.4	-13.1	-4.1	7.4	10.0	-3.0	0.5	5.0
제품	-0.7	8.4	11.5	-0.6	-10.8	-4.3	8.6	11.5	3.8	1.9	6.9
상품	-13.5	-18.1	-19.7	-6.1	-17.7	-3.8	6.0	8.0	-14.1	-1.6	1.6
비중											
제품	65.9%	63.6%	66.3%	67.2%	67.6%	63.5%	67.0%	68.1%	65.9%	66.7%	67.9%
상품	33.9%	36.1%	33.4%	32.5%	32.1%	36.2%	33.0%	31.9%	33.9%	33.1%	32.1%
영업이익	330	149	244	342	293	146	276	415	1,065	1,130	1,275
YoY(%)	13.6	6.0	31.1	16.2	-11.5	-1.7	13.0	21.4	16.8	6.1	12.8
OPM	10.6%	5.2%	8.7%	8.9%	10.8%	5.4%	9.2%	9.8%	8.5%	8.9%	9.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표10 한섬 Valuation table

구분(단위: 원)		내용
추정		
12MF EPS	3,577	
Target 12MF P/E(x)	13.1	국내 의류 브랜드사 가중평균 12MF P/E (신세계인터내셔널 가중 60%)
목표주가 제시		
Target Price	47,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price	35,350	
Upside potential	33.0%	

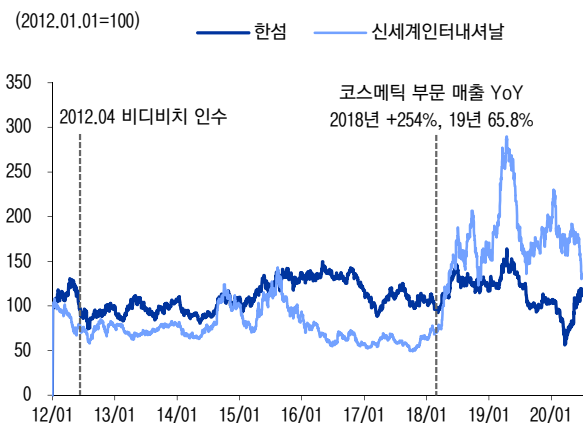
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 한섬-신세계인터내셔널 12MF P/E



자료: QuantilWise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 한섬-신세계인터내셔널 주가 지수 추이



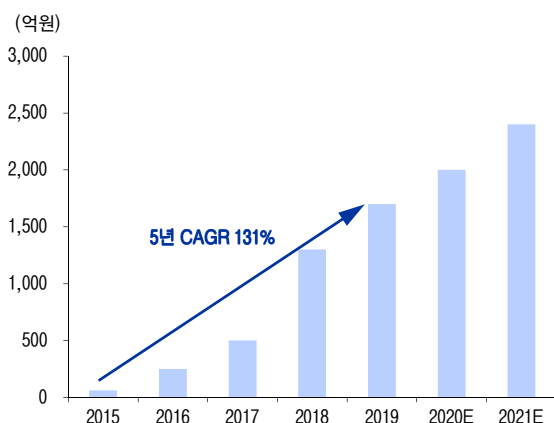
자료: QuantilWise, 이베스트투자증권 리서치센터

한섬 온라인 3-tracks 전략

한섬은 온라인(언택트)에 확실한 드라이브를 걸고 있다. 동사는 지난 5월, 온라인 패션 편집숍 'EQL'을 런칭하면서, 기존의 '더한섬닷컴', 'H패션몰'과 함께 "온라인 3-tracks 전략"을 발표했다. 세 가지의 플랫폼에서 차별화된 컨셉으로 온라인 매출 확대에 집중하겠다는 계획이다. 더한섬닷컴은 자사브랜드를 위주로 판매하며, 2030대를 공략하는 플랫폼이며, H패션몰은 40대까지 공략한다. EQL은 모바일을 기반으로 1020대 젊은 층을 타겟한다. 현재 130여개 브랜드가 입점되어있으며, 한섬은 지난 6월에 EQL 전용 브랜드 레이뷰(Rareview)를 런칭했다.

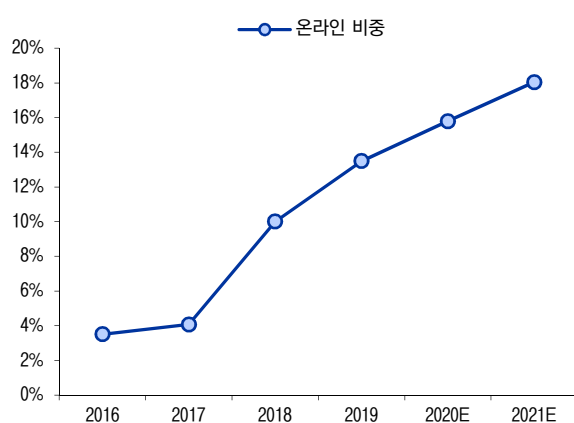
동사 온라인 매출액은 지난해 1,500억원에서 올해 2,000억원까지 증가할 것으로 전망된다. 동시에 전체 매출액에서 온라인이 차지하는 비중은 15.8%까지 상승할 것으로 추정한다. 온라인 자사몰은 지급수료를 절감하고 고정비를 축소할 수 있어 수익성 향상이 기대된다. 이에, 동사 영업이익률은 2019년 8.5% → 2020E 8.9% → 2021E 9.6%으로 상승할 것을 전망한다.

그림71 한섬 온라인 매출액 추이



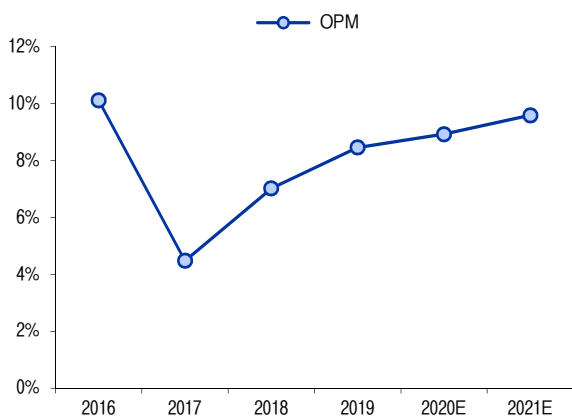
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 한섬 온라인 매출 비중 추이



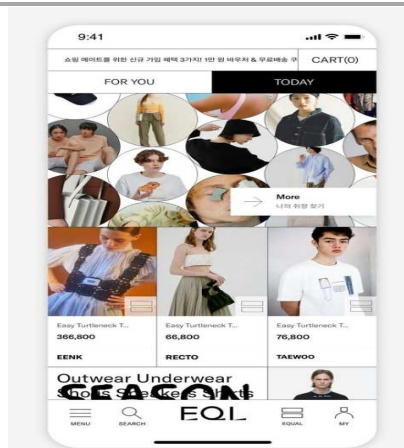
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 한섬 영업이익률 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 5월 27일 오픈한 한섬 EQL



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 한섬 주요 브랜드 및 특성

국내/해외	브랜드 명	브랜드 특성
국내	TIME	시크한 감성을 바탕으로 시대를 앞서가는 여성의 라이프 스타일 표현
	MINE	꾸밈직한 섬세함을 미니멀하게 풀어내어 ART적 느낌으로 표현
	SYSTEM	시크한 감성의 CITY WEAR를 자유롭고 역동적인 캐주얼로 표현
	SJSJ	YOUNG ARTISTIC한 여성스러움을 CASUAL VERSION으로 풀어냄
	TIME HOMME	멋진 실루엣과 고급스러운 소재로 전문직 남성상 표현
	SYSTEM HOMME	젊고 자유로운 감성을 가미한 URBAN CHIC CASUAL
	DECKE	시간이 흘러도 변함 없는 세련된 스타일과 가치를 미래지향적으로 해석
	the CASHMERE	스스로의 가치 추구를 원하는 소비자를 위해 최상의 소재, 본질에 충실한 캐시미어 전문 브랜드
	LATT BY T	꾸미지 않아도 멋스러운 실용적인 고급스러움 추구
	OBZEE	럭셔리 페미닌 감성은 유지하면서 실용적인 스타일을 가미한 브랜드
	O'2nd	클래식함을 중요시하지만 또한 미래 지향적인 브랜드
	2nd floor	'Modern Femininity'를 모토로 젊은 여성성을 표현하는 브랜드
	Rouge & Lounge	일을 사랑하는 여성을 상징하는 Rouge, 일터에서 돌아와 자신만의 시간을 통해 재충전하는 Lounge
	SJYP	프리미엄 데님 아이템들을 바탕으로 한 심플한 우븐 아이템 브랜드
해외	LANVIN	섬세한 디테일과 최상의 스타일로 새로운 시각의 매력적인 스타일을 제시
	LANVIN COLLECTION	우아한 감성과 볼드한 실루엣으로 새로운 스타일을 제안
	CLUB MONACO	모던함을 추구하는 감각적인 컨템포러리 브랜드
	TOMMY HILFIGER	미국 팝 문화의 정신에서 영감을 받아 다양한 스타일의 모던하고 신선한 패션을 제안
	DKNY	현대적인 감각의 컬렉션과 다양한 액세서리 아이템을 통해 뉴욕 스타일의 멋을 제시
	Calvin Klein	섹시, 도시적, 트렌디, 젊음을 표방하는 뉴 럭셔리 디자이너 브랜드
	American Eagle	긍정적이고 활기찬 에너지, 개성으로 가득찬 20대의 젊음 표현
	CANALI	100% MADE IN ITALY의 이태리 명품 남성복

자료: 한섬, 이베스트투자증권 리서치센터

한섬 (020000)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	681	720	827	937	1,052
현금 및 현금성자산	46	37	41	119	180
매출채권 및 기타채권	124	123	139	145	155
재고자산	393	448	509	530	568
기타유동자산	118	112	138	143	149
비유동자산	592	604	586	582	580
관계기업투자등	73	46	47	49	51
유형자산	311	337	326	316	309
무형자산	88	93	86	84	83
자산총계	1,273	1,324	1,413	1,518	1,632
유동부채	228	218	234	247	261
매입채무 및 기타채무	99	126	157	164	175
단기금융부채	65	16	14	18	18
기타유동부채	64	76	63	65	68
비유동부채	54	60	56	56	56
장기금융부채	0	9	7	7	7
기타비유동부채	54	52	49	49	49
부채총계	282	278	290	303	318
지배주주지분	991	1,046	1,123	1,215	1,315
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	122	122	122	122	122
이익잉여금	873	949	1,027	1,119	1,218
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	991	1,046	1,123	1,215	1,315

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	215	136	76	140	129
당기순이익(손실)	95	114	96	103	110
비현금수익비용가감	60	69	34	55	53
유형자산감가상각비	26	38	39	38	37
무형자산상각비	16	17	17	16	16
기타현금수익비용	0	0	-22	0	0
영업활동 자산부채변동	67	-18	-44	-18	-35
매출채권 감소(증가)	29	14	-33	-6	-10
재고자산 감소(증가)	43	-65	-62	-21	-38
매입채무 증가(감소)	-5	7	74	6	12
기타자산, 부채변동	-1	26	-23	2	2
투자활동 현금	-89	-59	-67	-55	-57
유형자산처분(취득)	15	-26	-26	-29	-30
무형자산 감소(증가)	-12	-14	-14	-14	-14
투자자산 감소(증가)	-92	-14	-23	-7	-7
기타투자활동	0	-5	-4	-5	-5
재무활동 현금	-94	-86	-5	-7	-11
차입금의 증가(감소)	-85	-77	-5	4	0
자본의 증가(감소)	-8	-9	-10	-11	-11
배당금의 지급	8	9	10	11	11
기타재무활동	-1	0	10	0	0
현금의 증가	32	-9	4	77	61
기초현금	14	46	37	41	119
기말현금	46	37	41	119	180

자료: 한섬, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,299	1,260	1,267	1,330	1,376
매출원가	552	508	508	531	551
매출총이익	747	751	758	799	825
판매비 및 관리비	656	645	645	671	684
영업이익	91	107	113	127	141
(EBITDA)	132	161	169	182	194
금융손익	-3	0	0	4	2
이자비용	3	2	2	-1	1
관계기업등 투자손익	-2	0	0	0	0
기타영업외손익	9	7	6	7	7
세전계속사업이익	95	114	119	138	149
계속사업법인세비용	23	28	32	35	39
계속사업이익	72	85	88	103	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	72	85	88	103	110
지배주주	72	85	88	103	110
총포괄이익	74	65	88	103	110
매출총이익률 (%)	57.5	59.6	59.9	60.0	59.9
영업이익률 (%)	7.0	8.5	8.9	9.6	10.2
EBITDA 마진률 (%)	10.2	12.8	13.3	13.7	14.1
당기순이익률 (%)	5.6	6.8	6.9	7.7	8.0
ROA (%)	5.7	6.6	6.4	7.0	7.0
ROE (%)	7.6	8.4	8.1	8.8	8.7
ROIC (%)	7.7	9.4	9.2	10.2	10.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	11.0	8.1	9.9	8.5	7.9
P/B	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	6.0	4.1	4.3	3.5	3.0
P/CF	5.8	4.3	6.7	5.5	5.3
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	5.7	-3.0	0.5	5.0	3.4
영업이익	65.8	16.8	6.1	12.8	10.3
세전이익	41.9	19.2	5.1	15.9	7.9
당기순이익	34.5	17.7	2.9	17.4	7.2
EPS	34.5	17.7	-8.2	17.4	7.2
안정성 (%)					
부채비율	28.5	26.6	25.8	24.9	24.2
유동비율	298.4	330.1	353.8	379.8	403.0
순차입금/자기자본(x)	-9.5	-11.4	-13.1	-18.6	-22.2
영업이익/금융비용(x)	27.4	49.7	68.9	-149.2	94.0
총차입금 (십억원)	65	24	21	25	25
순차입금 (십억원)	-94	-119	-147	-226	-292
주당지표(원)					
EPS	3,296	3,881	3,561	4,182	4,484
BPS	40,224	42,450	45,610	49,343	53,376
CFPS	6,294	7,411	5,249	6,401	6,648
DPS	400	450	450	450	450

신세계인터내셔널 (031430)

2020. 7. 6

의류

기대되는 하반기

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

2Q20 Preview

신세계인터내셔널 2Q20 매출액은 전년동기대비 5.5% 감소한 2,850억원, 영업이익은 27.0% 감소한 106억원을 추정해, 시장 기대치를 하회할 것으로 전망한다. 국내패션 부문 매출액은 YoY 14.1% 감소한 842억원을 예상하는데, 4~5월 의류 소매판매액이 YoY 16.6% 감소했으며, 백화점 내 여성정장 및 여성캐주얼 매출이 여전히 부진함에 기인한다. 다만, 해외패션 부문 매출액은 YoY 0.3% 증가한 884억원으로 턱여라운드했 을 것으로 추정하는데, 국내 백화점 해외 명품 매출액이 5월 YoY 19.1% 성장했기 때문이다.

2Q20 코스메틱 부문은 전년동기대비 7% 감소한 712억원을 예상하는데, 중국 온라인 을 통한 화장품 판매는 양호했으나, 면세업 부진이 크게 작용한 것으로 판단된다. 다만 지난 6월 중국에서 진행된 618 축제에서 '비디비치' 클렌징폼과 스킨 일루미네이션 판매량이 각각 전년대비 180%, 340% 증가하면서 최대 매출을 달성했다. 618 축제에 올해 새로 참여한 '연작' 또한 평소 대비 6배 이상의 매출을 기록하며 크게 성장한 것으 로 파악돼, 코로나19 완화 이후 화장품 부문의 고성장이 전망된다.

온라인 자사몰 S.I.빌리지

동사는 자사 온라인몰인 'S.I. 빌리지'에서 면세점 내수 통관 판매를 처음으로 개시했다. 당시 일 방문자 수는 123만명을 기록했다. 기존 일 평균 방문자 수가 20만명 수준인 것을 감안했을 때, 금번 행사가 자사몰로의 회원 유입을 유도했다는 점에서 긍정적이 다. S.I.빌리지 지난해 GMV는 전년대비 133% 성장한 것으로 파악되는데, 올해도 고성 장세를 유지할 것으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 210,000원으로 커버리지 개시

신세계인터내셔널에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 21만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 21만원은 동사 12MF EPS에 국내 peer 평균(화장품 브랜드사 및 한섬) 12MF P/E 16.9배를 적용했다. 동사 매출의 23% 수준을 차지하는 면세점이 2~3분기 부진할 것으로 판단하나, 1)하반기로 갈수록 럭셔리 의류 및 화장품 부문의 Pent-up 수요가 본격화될 것으로 전망되고, 2)온라인몰 S.I.빌리지의 매출 비중 확대가 기대된다.

Buy (initiation)

목표주가 210,000 원

현재주가 159,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSPI(7/3)	2,152.41 pt
시가총액	11,388 억원
발행주식수	7,140 천주
52 주 최고가 / 최저가	262,500 / 148,500
90 일 일평균거래대금	131.86 억원
외국인 지분율	4.4%
배당수익률(20.12E)	0.7%
BPS(20.12E)	92,519 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -22.6%
	6개월 -28.8%
	12개월 -23.7%
주주구성	신세계 (외 4인) 61.0%
	국민연금공단 (외 1인) 12.8%
	박승석 (외 1인) 0.0%

Stock Price



Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
(십억원)											
2018	1,263	56	59	58	8,052	138.9	94	24.2	17.9	2.6	11.1
2019	1,425	84	100	74	10,361	28.7	140	21.2	13.9	2.6	13.0
2020E	1,416	74	99	71	9,974	-3.7	132	16.0	11.0	1.7	11.3
2021E	1,583	115	153	113	15,805	58.5	170	10.1	8.2	1.5	15.8
2022E	1,735	142	180	132	18,546	17.3	195	8.6	6.7	1.3	16.0

자료: 신세계인터내셔널, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

신세계인터내셔널 실적전망 및 Valuation

표12 신세계인터내셔널 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,659	3,017	3,599	3,974	3,234	2,850	3,799	4,277	14,250	14,159	15,828
해외브랜드	858	881	918	1,145	791	884	926	1,182	3,803	3,784	3,811
국내브랜드	904	581	891	792	747	499	842	666	3,169	2,754	2,559
라이프스타일	480	515	596	583	476	533	651	620	2,173	2,280	2,436
코스메틱	1,032	766	915	968	917	705	1,098	1,329	3,680	4,050	5,780
YoY(%)											
매출액	20.2	6.5	15.5	9.4	-11.6	-5.5	5.5	7.6	12.9	-0.6	11.8
해외브랜드	-5.9	-0.9	3.2	7.7	-7.8	0.3	0.9	3.2	1.3	-0.5	0.7
국내브랜드	1.5	-4.4	4.1	-9.2	-17.3	-14.1	-5.5	-15.9	-1.8	-13.1	-7.1
라이프스타일	6.5	1.7	13.8	10.8	-0.8	3.5	9.1	6.5	8.3	4.9	6.8
코스메틱	158.6	39.7	61.1	37.3	-11.1	-8.0	20.1	37.3	65.8	10.0	42.7
비중											
해외브랜드	23.4%	29.2%	25.5%	28.8%	24.5%	31.0%	24.4%	27.6%	26.7%	26.7%	24.1%
국내브랜드	24.7%	19.3%	24.8%	19.9%	23.1%	17.5%	22.2%	15.6%	22.2%	19.5%	16.2%
라이프스타일	13.1%	17.1%	16.6%	14.7%	14.7%	18.7%	17.1%	14.5%	15.3%	16.1%	15.4%
코스메틱	28.2%	25.4%	25.4%	24.4%	28.4%	24.7%	28.9%	31.1%	25.8%	28.6%	36.5%
영업이익	292	146	191	217	120	106	227	287	845	740	1,154
해외브랜드	22	34	14	79	24	31	13	53	149	122	138
국내브랜드	24	-17	-7	-33	-18	-9	-5	-5	-33	-36	-30
라이프스타일	9	21	28	10	-12	-14	38	20	68	31	57
코스메틱	241	128	181	135	154	110	213	219	684	696	1,031
OPM											
영업이익	8.0%	4.8%	5.3%	5.5%	3.7%	3.7%	6.0%	6.7%	5.9%	5.2%	7.3%
해외브랜드	2.6%	3.8%	1.6%	6.9%	3.1%	3.5%	1.4%	4.5%	3.9%	3.2%	3.6%
국내브랜드	2.7%	-3.0%	-0.8%	-4.1%	-2.4%	-1.8%	-0.6%	-0.7%	-1.1%	-1.3%	-1.2%
라이프스타일	1.9%	4.1%	4.7%	1.7%	-2.6%	-2.6%	5.8%	3.2%	3.1%	1.4%	2.3%
코스메틱	23.3%	16.7%	19.7%	14.0%	16.8%	15.6%	19.4%	16.4%	18.6%	17.2%	17.8%
YoY(%)											
영업이익	146.5	2.2	66.0	20.8	-59.0	-27.0	19.4	32.3	52.2	-12.4	55.9
해외브랜드	-14.2	16.4	25.2	249.0	10.9	-7.1	-8.0	-32.4	67.9	-18.0	13.3
국내브랜드	16.9	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
라이프스타일	-31.9	-49.4	-22.1	-61.3	적전	적전	34.3	105.6	-41.5	-53.9	81.4
코스메틱	234.2	3.6	66.6	1.5	-36.0	-13.9	18.1	61.6	56.6	1.7	48.2

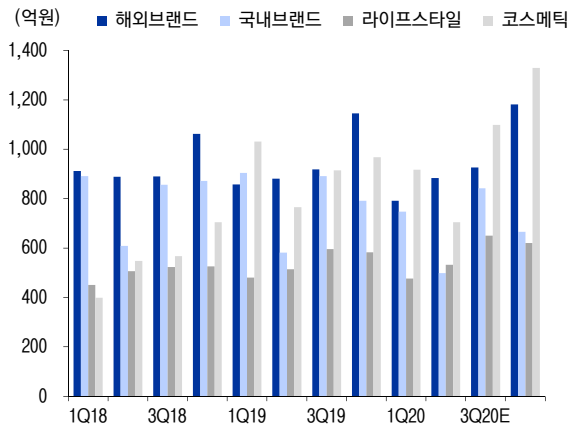
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 신세계인터내셔널 Valuation table

구분(단위: 원)		내용
추정		
12MF EPS	12,058	
Target 12MF P/E(x)	16.9	국내 Peer 가중평균 12MF P/E (화장품 브랜드사 및 한섬)
목표주가 제시		
Target Price	210,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price	159,500	
Upside potential	31.7%	

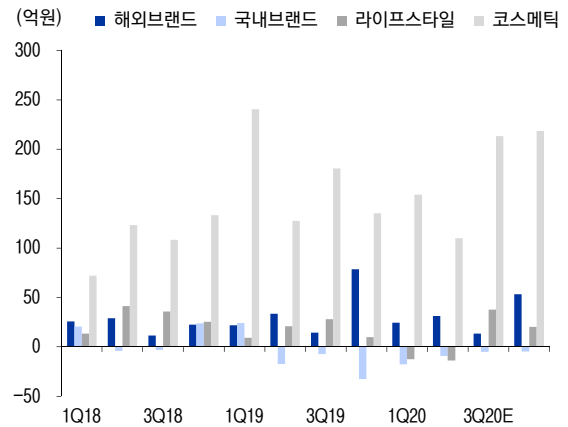
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 신세계인터내셔널 사업부별 매출액 추이



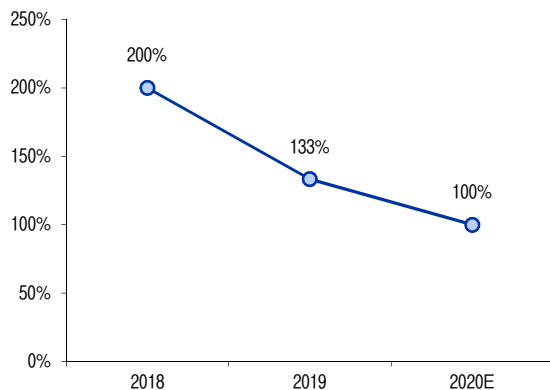
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 신세계인터내셔널 사업부별 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 신세계인터내셔널 자사몰 GMV 성장률 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 6월 3일, SI 빌리지 내수통관 판매



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 신세계 인터내셔널 보유 브랜드 및 브랜드별 매장수

구 분	브랜드명	매장 수
패션 및 라이프스타일 부문	ARMANI	90
	DIESEL	20
	MARNI	8
	ST. JOHN	7
	Brunello Cucinelli	18
	J.LINDBERBERG	30
	UGG	8
	Paul Smith	13
	CHROME HEARTS	4
	GAP	33
	CELINE	10
	MAN ON THE BOON	27
	CHLOE	17
	VOV	127
	G-CUT	93
	ED HARDY	5
	JUICY COUTURE	28
	Design United	115
	JAJU	185
	기타	87
코스메틱 부문	LA PERVA	20
	HOURLASS	10
	SANTA MARIA NOVELLA	24
	BYREDO	18
	DIPTYQUE	47
	HERMES PARFUMES	7
	MEMO	2
	VIDIVICI	30
	YUNJAC	6
총 계		1,089

자료: 신세계인터내셔널, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 1Q20 기준

신세계인터내셔널 (034130)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	404	436	537	655	790
현금 및 현금성자산	12	5	83	143	232
매출채권 및 기타채권	139	134	138	142	149
재고자산	236	263	290	343	381
기타유동자산	17	34	26	27	28
비유동자산	579	693	695	697	705
관계기업투자등	104	92	86	90	94
유형자산	328	328	319	311	307
무형자산	43	47	45	42	39
자산총계	982	1,129	1,233	1,352	1,495
유동부채	246	292	385	399	417
매입채무 및 기타채무	79	78	94	105	121
단기금융부채	123	162	236	236	236
기타유동부채	44	52	55	57	60
비유동부채	191	237	185	186	186
장기금융부채	184	219	168	168	168
기타비유동부채	8	18	17	18	18
부채총계	438	530	570	585	603
지배주주지분	543	597	661	766	890
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	120	120	120	120	120
이익잉여금	389	443	507	612	736
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2
자본총계	545	599	663	768	892

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	107	103	106	120	154
당기순이익(손실)	58	74	71	113	132
비현금수익비용가감	55	73	61	51	49
유형자산감가상각비	32	50	52	49	48
무형자산상각비	6	6	6	6	5
기타현금수익비용	-3	-9	4	-4	-4
영업활동 자산부채변동	-15	-26	-18	-44	-28
매출채권 감소(증가)	-4	1	-4	-4	-7
재고자산 감소(증가)	-21	-23	-22	-53	-38
매입채무 증가(감소)	12	4	21	12	15
기타자산, 부채변동	-1	-8	-12	2	2
투자활동 현금	-42	-25	-31	-52	-57
유형자산처분(취득)	-26	-36	-37	-40	-44
무형자산 감소(증가)	-5	-11	-3	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-1	-2	0	1	1
기타투자활동	-10	24	10	-10	-10
재무활동 현금	-55	-86	3	-8	-8
차입금의 증가(감소)	-24	-79	3	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-6	-8	-8	-8
배당금의 지급	4	6	8	8	8
기타재무활동	-27	0	8	0	0
현금의 증가	9	-8	79	60	89
기초현금	3	12	5	83	143
기말현금	12	5	83	143	232

자료: 신세계인터내셔널, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,263	1,425	1,416	1,583	1,735
매출원가	559	588	609	669	741
매출총이익	703	837	807	914	995
판매비 및 관리비	648	752	733	799	853
영업이익	56	84	74	115	142
(EBITDA)	94	140	132	170	195
금융손익	-13	-14	-19	-9	-9
이자비용	8	11	10	10	10
관계기업등 투자손익	11	15	5	5	5
기타영업외손익	6	14	40	42	42
세전계속사업이익	59	100	99	153	180
계속사업법인세비용	1	26	28	40	47
계속사업이익	58	74	71	113	132
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	58	74	71	113	132
지배주주	57	74	71	113	132
총포괄이익	56	74	71	113	132
매출총이익률 (%)	55.7	58.7	57.0	57.8	57.3
영업이익률 (%)	4.4	5.9	5.2	7.3	8.2
EBITDA 마진률 (%)	7.4	9.8	9.3	10.8	11.2
당기순이익률 (%)	4.6	5.2	5.0	7.1	7.6
ROA (%)	5.9	7.0	6.0	8.7	9.3
ROE (%)	11.1	13.0	11.3	15.8	16.0
ROIC (%)	7.3	7.7	6.0	9.4	11.1

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	24.2	21.2	16.0	10.1	8.6
P/B	2.6	2.6	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.9	13.9	11.0	8.2	6.7
P/CF	12.3	10.6	8.6	7.0	6.3
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	14.5	12.9	-0.6	11.8	9.6
영업이익	118.3	52.2	-12.4	55.9	22.6
세전이익	85.4	70.5	-1.2	54.3	17.3
당기순이익	138.9	28.3	-3.8	58.4	17.3
EPS	138.9	28.7	-3.7	58.5	17.3
안정성 (%)					
부채비율	80.3	88.4	86.0	76.2	67.6
유동비율	164.0	149.3	139.6	164.2	189.6
순차입금/자기자본(x)	52.5	62.4	46.8	32.6	18.0
영업이익/금융비용(x)	6.8	8.0	7.4	11.5	14.1
총차입금 (십억원)	306	381	404	404	404
순차입금 (십억원)	286	374	310	250	160
주당지표(원)					
EPS	8,052	10,361	9,974	15,805	18,546
BPS	76,024	83,650	92,519	107,224	124,671
CFPS	15,844	20,647	18,564	22,895	25,458
DPS	850	1,100	1,100	1,100	1,100

휠라홀딩스 (081660)

Acushnet 지분 가치 1.5조원

2020. 7. 6

의류

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

2Q20 Preview: FILA 미국 YoY -57.6%, 전체 FILA -28.4% 전망

휠라홀딩스 2Q20 매출액은 전년동기대비 26.2% 감소한 7,081억원, 영업이익은 54.6% 감소한 658억원을 추정해, 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. FILA 국내 부문 매출액은 YoY 0.6% 증가한 1,618억원, 중국디자인수수로 부문은(중국 JV법인인 Full Prospect 매출의 3%) YoY 2.9% 증가한 99억원으로 소폭 상승하며 턴어라운드 할 것으로 예상된다. 반면, FILA 미국은 코로나19 확산세에 따라 1분기보다 부진이 심화된 것으로 추정돼, 매출액은 YoY 57.6% 감소한 700억원을 기록할 것으로 전망한다.

2Q20 FILA Group(Acushnet 제외) 영업이익은 전년동기대비 57.1% 감소한 317억원을 추정한다. 이는 Direct 법인인 미국지역에서의 매출 부진에 따른 고정비 부담에 기인한다. 다만, 당사는 미국을 제외한 유럽 및 아시아 지역에서 로열티 매출 구조의 Indirect 사업 부문에서 MGR(Minimum Guarantee Royalty)가 설정되어있다. 이에, 2Q20 영업이익률 4.5%는 Direct 사업부의 수익성 부진을 Indirect 부문이 상쇄해, 방어된 수준으로 판단한다.

자회사 Acushnet: 지분 가치 1조 5,500억원

2Q20 Acushnet 매출액은 전년동기대비 24.5% 감소한 4,070억원, 영업이익은 52% 감소한 341억원을 추정해, 낮아진 컨센서스에 부합하는 수준을 예상한다. National Golf Foundation에 따르면, 미국 내 Off-course 골프 개장률이 4월 4%에서 5월 중순 73%, 6월 98%까지 회복됐다. 이에, Acushnet 주가는 3월 저점(3/9) 이후 40% 상승하며 지난 6/8 신고가(36.06달러)를 기록했다. 동시에 Acushnet 시가총액이 휠라홀딩스를 넘어서면서, 당사가 보유한 지분가치(지분율 52%)만 1조 5,500억원에 달한다.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

휠라홀딩스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 55,000원은 동사 12MF EPS에 글로벌 peer 가중평균 12MF P/E를 50% 할인한 Target multiple 15.2배를 적용했다. 매출의 18% 수준을 차지하는 미국 지역에서의 코로나19 완화 시점이 변수로 작용할 것으로 판단되나, 1)3분기부터 하반기로 갈수록 국내 및 중국지역에서의 Pent-up 수요가 본격화될 것으로 기대되고, 2)자회사 Acushnet의 지분가치만 1.5조원에 달해, 밸류에이션 메리트 충분하다는 판단이다.

Buy (initiation)

목표주가 55,000 원

현재주가 35,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSPI(7/3)	2,152.41 pt
시가총액	21,506 억원
발행주식수	60,752 천주
52 주 최고가 / 최저가	78,300 / 19,500 원
90 일 일평균거래대금	225.18 억원
외국인 지분율	40.6%
배당수익률(20.12E)	0.6%
BPS(20.12E)	23,255 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -13.5%
	6개월 -31.8%
	12개월 -56.4%
주주구성	피에몬테 (외 3인) 20.8%
	국민연금공단 (외) 12.9%
	Templeton Asset 5.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,955	357	337	210	2,349	127.5	423	22.8	9.7	3.3	16.0
2019	3,450	471	471	338	4,386	86.7	564	12.1	7.2	2.6	23.8
2020E	3,267	307	332	236	3,126	-28.7	412	11.3	6.8	1.5	14.3
2021E	3,673	404	444	318	4,180	33.7	507	8.5	4.9	1.3	16.5
2022E	4,028	455	495	355	4,663	11.5	553	7.6	3.7	1.1	15.8

자료: 휠라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

힐라홀딩스 실적 전망 및 Valuation

표15 힐라홀딩스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	8,346	9,593	8,670	7,896	7,899	7,081	8,739	8,949	34,504	32,669	36,734
I. FILA (아쿠쉬네트 제외)	3,466	4,205	3,677	3,557	3,020	3,012	4,101	4,361	14,905	14,494	17,406
FILA Korea	1,391	1,608	1,498	1,626	1,288	1,618	1,657	2,056	6,122	6,619	7,881
중국디자인수수료	73	96	83	135	76	99	116	159	387	449	637
FILA USA	1,575	1,652	1,754	1,274	1,267	700	1,969	1,599	6,255	5,534	6,720
FILA 로열티	150	370	257	133	185	259	320	152	910	915	1,274
FILA 기타	351	576	167	525	280	435	155	555	1,619	1,425	1,530
II. 아쿠쉬네트	4,879	5,388	4,993	4,338	4,879	4,070	4,638	4,587	19,599	18,174	19,328
YoY(%)											
매출액	23.3	21.4	19.4	3.7	-5.4	-26.2	0.8	13.3	16.8	-5.3	12.4
I. FILA (아쿠쉬네트 제외)	70.6	53.1	19.5	-4.3	-12.9	-28.4	11.5	22.6	28.8	-2.8	20.1
FILA Korea	34.3	23.1	12.2	23.0	-7.4	0.6	10.6	26.4	22.5	8.1	19.1
중국디자인수수료	63.7	71.2	63.3	65.5	3.7	2.9	39.7	17.4	66.1	16.0	41.8
FILA USA	108.4	50.0	42.7	-32.7	-19.6	-57.6	12.2	25.6	25.6	-11.5	21.4
FILA 로열티	21.8	113.8	114.2	-31.0	23.5	-30.0	24.3	14.2	49.4	0.6	39.2
FILA 기타	198.5	247.8	-57.2	69.6	-20.1	-20.1	-113.7	-11.2	64.6	-11.9	7.3
II. 아쿠쉬네트	3.0	4.5	19.4	11.3	0.0	-24.5	-7.1	5.7	9.0	-7.3	6.3
영업이익	1,158	1,449	1,249	851	671	658	973	766	4,707	3,069	4,042
I. FILA (아쿠쉬네트 제외)	573	738	725	517	418	317	509	353	2,552	1,597	1,895
FILA Korea	242	311	265	305	216	45	50	79	1,122	390	241
중국디자인수수료	73	96	83	135	76	99	116	159	387	449	637
FILA USA	102	157	123	-6	77	14	138	112	376	341	370
FILA 로열티	150	370	257	133	185	259	320	152	910	915	1,274
FILA 기타	79	-100	80	85	-60	-2	2	10	144	-50	10
II. 아쿠쉬네트	586	711	524	334	254	341	464	413	2,155	1,472	2,147
OPM											
영업이익	13.9%	15.1%	14.4%	10.8%	8.5%	9.3%	11.1%	8.6%	13.6%	9.4%	11.0%
I. FILA (아쿠쉬네트 제외)	6.9%	7.7%	8.4%	6.5%	5.3%	4.5%	5.8%	3.9%	17.1%	11.0%	10.9%
II. 아쿠쉬네트	12.0%	13.2%	10.5%	7.7%	5.2%	8.4%	10.0%	9.0%	11.0%	8.1%	11.1%
YoY(%)											
영업이익	36.4	25.3	69.0	3.0	-42.0	-54.6	-22.1	-10.0	31.8	-34.8	31.7
I. FILA (아쿠쉬네트 제외)	164.9	61.5	62.4	-17.3	-27.1	-57.1	-29.7	-31.6	46.3	-37.4	18.7
II. 아쿠쉬네트	-7.5	1.6	78.9	66.2	-56.7	-52.0	-11.5	23.6	18.0	-31.7	45.9
당기순이익	962	920	985	515	395	417	865	686	3,381	2,363	3,183
지배순이익	703	685	805	475	336	331	687	545	2,668	1,899	2,527

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표16 힐라홀딩스 Valuation table

구분		내용
1. 추정 실적		
2020E 지배순이익(억원)	1,899	(FILA Group 1,397) x (Acushinet 966 * 52%)
2021E 지배순이익(억원)	2,527	(FILA Group 1,818) x (Acushinet 1,365 * 52%)
2. P/E		
12MF EPS(원)	3,653	유통주식수 60.5백만주
Target 12MF P/E(x)	15.2	글로벌 Peer 가중평균 12MF P/E * 50% discount
3. 목표주가 제시		
Target Price(원)	55,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price(원)	35,400	
Upside potential	35.6%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

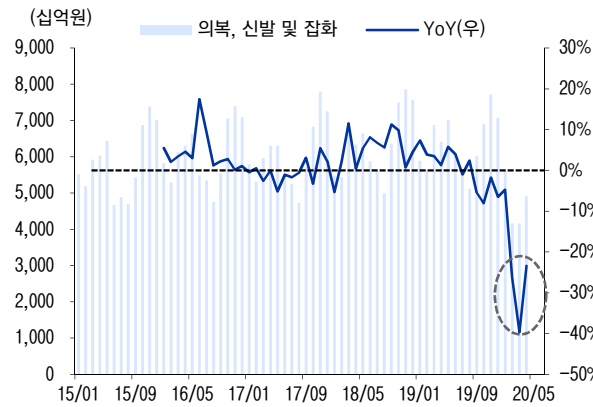
표17 힐라홀딩스 Global Peer Valuation

		실적(USD mn)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
		매출액	영업 이익	당기 순이익	매출액	영업 이익	당기 순이익	영업 이익률	순 이익률	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
Nike	2020	37,403.0	3,515.0	2,539.0	-4.4	-26.3	-29.1	9.4	7.6	54.8	19.2	-	33.4
	2021E	39,633.1	4,413.9	3,701.7	6.0	25.6	45.8	11.1	9.3	39.3	19.2	28.6	49.0
	2022E	44,371.8	5,900.2	4,939.4	12.0	33.7	33.4	13.3	11.1	28.8	19.0	22.1	84.5
Adidas	2019	26,464.7	2,990.2	2,212.1	7.9	13.4	13.4	11.3	8.1	29.9	8.4	15.1	29.2
	2020E	22,570.2	1,019.3	748.2	-14.7	-65.9	-66.2	4.5	3.0	74.3	6.3	25.3	8.9
	2021E	26,326.8	2,698.7	1,885.0	16.6	164.7	151.9	10.3	7.3	26.3	5.6	14.5	23.1
Anta	2019	4,912.4	1,251.3	773.8	40.8	51.6	29.2	25.5	15.6	31.4	8.4	16.5	29.6
	2020E	5,159.8	1,212.7	793.5	5.0	-3.1	2.6	23.5	15.4	29.9	7.0	16.6	23.8
	2021E	6,490.6	1,603.5	1,123.8	25.8	32.2	41.6	24.7	17.4	21.5	5.7	13.0	29.6
VF	2020	10,502.8	1,345.1	679.4	2.3	-7.3	-11.7	12.8	9.6	22.8	6.7	12.9	26.5
	2021E	8,730.5	596.2	419.1	-16.9	-55.7	-38.3	6.8	4.8	53.0	7.1	26.8	12.0
	2022E	10,538.6	1,267.9	971.2	20.7	112.7	131.7	12.0	9.2	22.9	7.1	15.1	32.3
Callaway	2019	1,701.1	166.1	79.4	36.9	30.1	1.6	9.8	6.2	19.4	2.6	11.1	14.2
	2020E	1,417.8	58.4	27.7	-16.7	-64.8	-65.1	4.1	2.0	52.1	-	18.0	5.5
	2021E	1,604.2	127.3	73.7	13.1	117.9	166.0	7.9	4.6	20.8	-	11.9	11.2

자료: DataGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

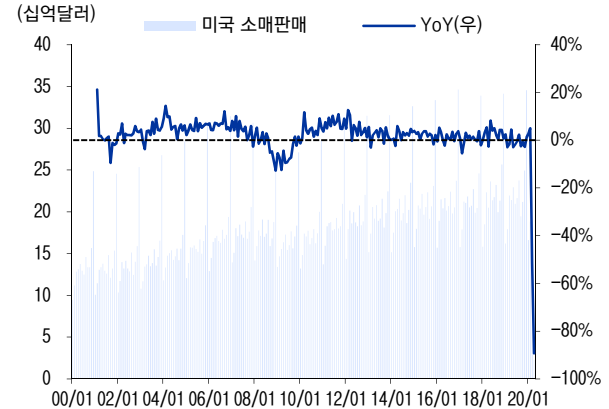
주: 회계연도 기준

그림79 한국 의류 소매판매액 추이



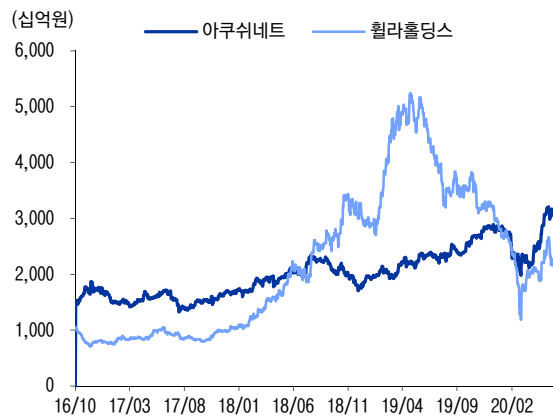
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 미국 의류 소매판매액 추이



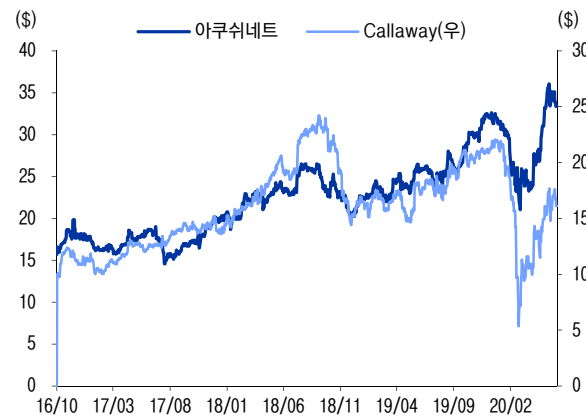
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 아쿠쉬네트-힐라홀딩스 시가총액 추이



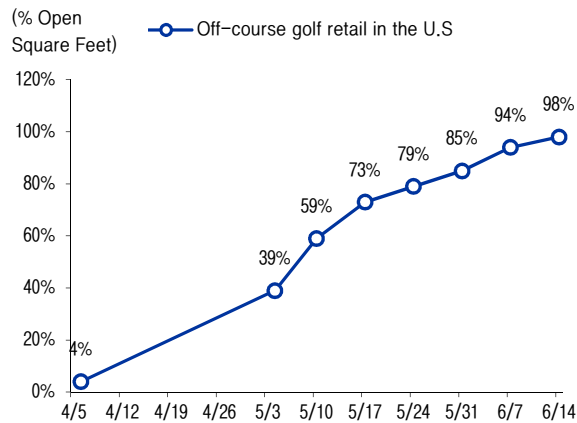
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 아쿠쉬네트-Callaway 주가 추이



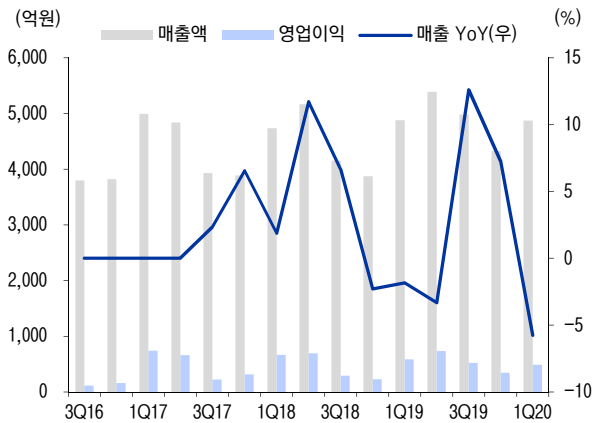
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 미국 내 Off-course golf retail 개장률



자료: National Golf Foundation, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 아쿠쉬네트 분기별 실적 추이



자료: National Golf Foundation, 이베스트투자증권 리서치센터

힐라홀딩스 (081660)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,338	1,587	1,767	2,174	2,627
현금 및 현금성자산	149	232	352	682	1,087
매출채권 및 기타채권	474	519	490	538	553
재고자산	632	735	785	807	836
기타유동자산	83	100	140	145	151
비유동자산	1,966	2,183	2,250	2,214	2,188
관계기업투자등	46	70	104	108	113
유형자산	311	439	419	391	373
무형자산	1,492	1,548	1,613	1,595	1,578
자산총계	3,304	3,770	4,017	4,388	4,815
유동부채	672	867	1,073	1,109	1,161
매입채무 및 기타채무	249	242	266	292	334
단기금융부채	176	340	560	560	560
기타유동부채	246	285	246	256	267
비유동부채	1,126	1,102	947	964	981
장기금융부채	810	730	527	527	527
기타비유동부채	316	372	419	436	454
부채총계	1,798	1,969	2,020	2,073	2,142
지배주주지분	992	1,250	1,413	1,652	1,921
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	822	1,080	1,237	1,477	1,746
비지배주주지분(연결)	515	551	585	663	752
자본총계	1,506	1,801	1,997	2,315	2,672

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	275	319	238	386	465
당기순이익(손실)	337	471	254	318	355
비현금수익비용가감	120	129	14	105	104
유형자산감가상각비	42	69	80	78	73
무형자산상각비	24	24	25	25	25
기타현금수익비용	-41	-51	-92	2	6
영업활동 자산부채변동	-107	-174	-15	-37	6
매출채권 감소(증가)	-91	-41	34	-48	-15
재고자산 감소(증가)	-39	-72	-42	-22	-28
매입채무 증가(감소)	61	-15	9	26	41
기타자산, 부채변동	-37	-46	-16	8	8
투자활동 현금	-25	-36	-85	-42	-47
유형자산처분(취득)	-18	-3	-42	-50	-55
무형자산 감소(증가)	-2	-12	-8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-10	-16	-30	20	20
기타투자활동	6	-5	-5	-5	-5
재무활동 현금	-214	-190	-52	-13	-13
차입금의 증가(감소)	-190	-126	-27	0	0
자본의 증가(감소)	-24	-31	-13	-13	-13
배당금의 지급	24	31	13	13	13
기타재무활동	0	-32	-12	0	0
현금의 증가	41	83	120	331	404
기초현금	108	149	232	352	682
기말현금	149	232	352	682	1,087

자료: 힐라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,955	3,450	3,267	3,673	4,028
매출원가	1,487	1,721	1,657	1,850	2,037
매출총이익	1,468	1,730	1,610	1,823	1,991
판매비 및 관리비	1,110	1,259	1,303	1,419	1,536
영업이익	357	471	307	404	455
(EBITDA)	423	564	412	507	553
금융손익	-56	-55	-47	-35	-35
이자비용	54	56	45	39	39
관계기업등 투자손익	20	35	28	28	28
기타영업외손익	16	21	44	47	48
세전계속사업이익	337	471	332	444	495
계속사업법인세비용	127	133	95	125	140
계속사업이익	210	338	236	318	355
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	210	338	236	318	355
지배주주	144	267	190	253	282
총포괄이익	256	364	236	318	355
매출총이익률 (%)	49.7	50.1	49.3	49.6	49.4
영업이익률 (%)	12.1	13.6	9.4	11.0	11.3
EBITDA 마진률 (%)	14.3	16.3	12.6	13.8	13.7
당기순이익률 (%)	7.1	9.8	7.2	8.7	8.8
ROA (%)	4.5	7.5	4.9	6.0	6.1
ROE (%)	16.0	23.8	14.3	16.5	15.8
ROIC (%)	9.9	14.0	8.6	11.4	13.0

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	22.8	12.1	11.3	8.5	7.6
P/B	3.3	2.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.7	7.2	6.8	4.9	3.7
P/CF	7.2	5.4	8.1	5.1	4.7
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	16.8	16.8	-5.3	12.4	9.7
영업이익	64.2	31.8	-34.8	31.7	12.5
세전이익	85.5	39.8	-29.6	33.7	11.5
당기순이익	94.3	61.0	-30.1	34.7	11.5
EPS	127.5	86.7	-28.7	33.7	11.5
안정성 (%)					
부채비율	119.3	109.3	101.1	89.5	80.2
유동비율	199.0	182.9	164.6	196.0	226.3
순차입금/자기자본(x)	54.2	45.5	32.9	14.0	-3.1
영업이익/금융비용(x)	6.6	8.4	6.9	10.4	11.7
총차입금 (십억원)	986	1,070	1,088	1,088	1,088
순차입금 (십억원)	817	819	657	323	-84
주당지표(원)					
EPS	2,349	4,386	3,126	4,180	4,663
BPS	16,226	20,448	23,255	27,197	31,619
CFPS	7,476	9,827	4,389	6,962	7,552
DPS	50	220	220	220	220

코웰패션 (033290)

유일무이 언택트 의류업체

2020. 7. 6

의류

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

언택트 의류업체: 영업이익률 20%

코로나19로 인해 외부활동이 제한되고 소비심리가 위축됨에 따라 2020년 1~5월 전체 의류 소비는 YoY 21.1% 감소했으나, 의류 온라인 쇼핑액은 YoY 1.1% 증가했다. 전체 의류 소매판매 내 온라인 비중은 38%까지 상승했다. 위축된 오프라인 소비가 온라인으로 이전된 것으로 판단하며, 이는 언택트 의류 쇼핑 성장을 가속화하고 있다 판단한다.

코웰패션은 홈쇼핑 등 온라인을 중심으로 푸마, 아디다스, 리복, 아테스토니 등 브랜드의 언더웨어/패션 라이선스 사업을 전개하는 업체다. 동사 전체 매출 내 홈쇼핑·이커머스 매출 비중은 93%로, 상장 의류업체 중 유일하게 비대면 판매가 오프라인 판매보다 많다. 매장이 거의 없어 고정비가 없기 때문에 동사 3년 평균 영업이익률은 20%에 달한다.

동사가 입점한 홈쇼핑 채널은 TV홈쇼핑 6개, T커머스 10개로, 전체 17개 중 공영방송을 제외한 모든 채널에 해당한다. 연간 20조원 규모인 TV홈쇼핑 시장은 성장이 둔화되었으나, 비주류 채널이었던 T커머스(녹화방송) 채널이 고성장하는 추세다. 2019년 기준 T커머스 시장은 4.2조원으로 5년 연평균 102% 성장해왔으며, 올해 예상 규모는 5.4조원이다.

2Q20 Preview

코웰패션은 2Q20 매출액은 전년동기대비 15.7% 성장한 1,217억원, 영업이익은 전년동기대비 9% 성장한 231억원을 기록할 것으로 추정된다. 패션부문 매출액은 YoY 18.2% 성장한 1,129억원을 예상한다.

코웰패션 패션 부문은 2019년 매출액 3,580억원으로, 5년 연평균 22% 속도로 고성장해왔다. 동사는 코로나19로 인해 대부분의 의류업체가 부진했던 1Q20에도 패션 부문 매출액 YoY 19.2% 성장한 911억원, 영업이익 YoY 7.2% 성장한 179억원을 기록했다.

2019년 기준 카테고리별 매출 비중은 언더웨어 57%, 의류 35%, 잡화 8%다. 동사는 푸마 언더웨어, 아디다스 언더웨어 등 언더웨어 중심의 10여개 브랜드를 전개해왔는데, 2025년까지 보유 브랜드 50개로 확대할 계획이다. 동사는 최근 의류 및 잡화 부문 확장에 집중하고 있다. 지난해 글로벌 스포츠웨어·신발 2위 업체인 아디다스의 스포츠웨어패널 판매 계약을 체결했으며, 지난 6월 아디다스 운동화를 홈쇼핑 첫 런칭했다.

투자의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시

코웰패션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 8,000원은 동사 12MF EPS에 국내 의류 브랜드사 평균 12MF P/E 10.6배를 적용했다. 향후 언택트 쇼핑의 성장은 지속될 것으로 전망되며, 언택트 차별화된 코웰패션에 지속적인 관심이 필요하다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	339	71	70	53	566	15.5	74	8.4	5.9	2.1	26.8
2019	395	76	72	54	585	3.4	84	9.6	5.9	2.1	22.7
2020E	465	86	83	63	709	21.2	94	8.0	5.2	1.8	23.3
2021E	551	99	96	72	820	15.7	108	6.9	4.2	1.4	22.3
2022E	656	119	116	87	993	21.1	128	5.7	3.1	1.2	22.2

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Buy (initiation)

목표주가 8,000 원

현재주가 5,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ(7/3)	752.18 pt
시가총액	5,000 억원
발행주식수	88,500 천주
52 주 최고가 / 최저가	7,530 / 3,550 원
90 일 일평균거래대금	25.54 억원
외국인 지분율	3.7%
배당수익률(20.12E)	1.8%
BPS(20.12E)	3,219 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -9.0%
	6 개월 -12.6%
	12 개월 -12.1%
주주구성	대명화학 (외 3 인) 70.8%
	자사주 (외 1 인) 5.8%
	이진화 (외 1 인) 0.0%

Stock Price



코웰패션 실적전망 및 Valuation

표18 코웰패션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	860	1,053	887	1,146	998	1,217	1,090	1,334	3,947	4,646	5,507
패션	764	956	802	1,059	911	1,129	1,016	1,253	3,580	4,309	5,180
전자	96	97	86	88	88	88	74	81	366	337	326
YoY(%)											
매출액	16.0	22.5	14.8	12.4	16.1	15.7	22.8	16.4	16.3	17.7	18.5
패션	21.6	27.6	18.1	13.5	19.2	18.2	26.8	18.3	19.8	20.4	20.2
전자	-14.8	-12.2	-9.2	0.4	-8.7	-9.1	-14.2	-7.0	-9.5	-7.9	-3.3
비중											
패션	88.8%	90.8%	90.3%	92.4%	91.2%	92.8%	93.2%	93.9%	90.7%	92.7%	94.1%
전자	11.2%	9.2%	9.7%	7.6%	8.8%	7.2%	6.8%	6.1%	9.3%	7.3%	5.9%
영업이익	170	211	146	233	181	231	178	271	761	860	987
패션	167	205	148	230	179	230	178	271	750	858	986
전자	3	6	-1	3	2	1	-0	0	11	2	1
OPM											
영업이익	19.8%	20.1%	16.5%	20.3%	18.1%	18.9%	16.3%	20.3%	19.3%	18.5%	17.9%
패션	19.4%	19.5%	16.6%	20.1%	17.9%	18.9%	17.5%	21.6%	19.0%	18.5%	17.9%
전자	0.3%	0.6%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.6%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%
YoY(%)											
영업이익	12.3	16.5	4.4	-1.6	6.4	9.0	21.4	16.3	7.1	13.1	14.7
패션	18.3	16.7	3.9	-2.6	7.2	12.1	20.5	17.7	7.8	14.4	15.0
전자	-70.5	9.4	적지	382.0	-37.2	-91.1	적지	-95.6	-25.7	-77.7	-62.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 코웰패션 Valuation table

구분(단위: 원)		내용
추정		
12MF EPS	764	
Target 12MF P/E(x)	10.6	국내 의류 브랜드사 평균 12MF P/E
목표주가 제시		
Target Price	8,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price	5,650	
Upside potential	41.6%	

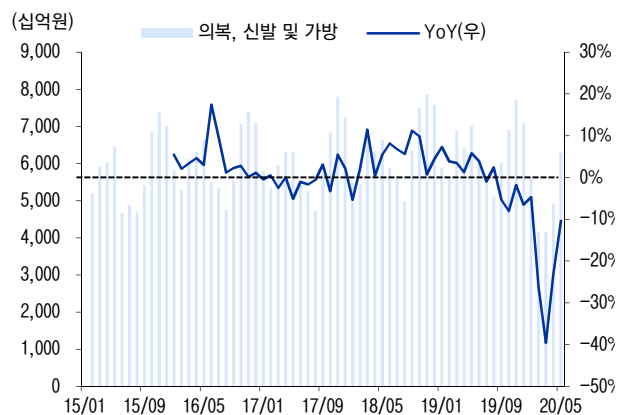
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 TV 홈쇼핑 vs. T 커머스 비교

구 분	TV홈쇼핑	T커머스(데이터홈쇼핑)
방송 유형	일방향 텔레비전 방송	양방향 데이터 방송
특징	아날로그 TV기반(A/V 방식)	디지털 TV기반(A/V+VOD)
	불특정 다수 대상, 수동적	개인화/맞춤화, 능동적
	방송 중 한 가지 상품만 주문가능	리모컨 활용, 모든 상품 검색 및 주문/결제 가능
2020년 예상 시장 규모	5.4조원	20조원

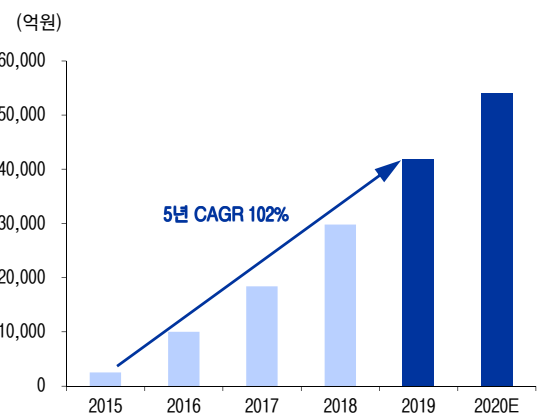
자료: 한국T커머스협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 국내 의류 소매판매액 추이



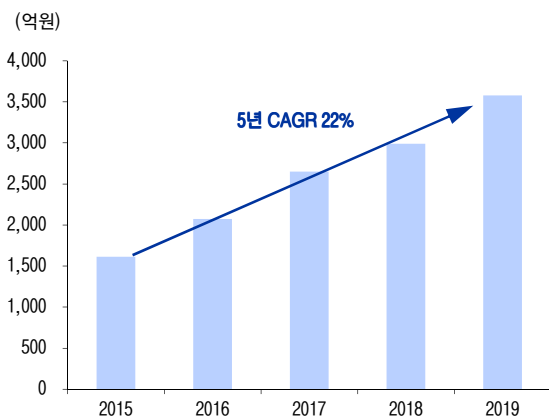
자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 국내 T 커머스 시장 규모



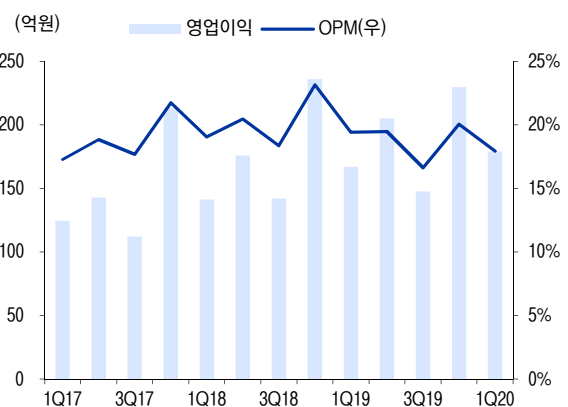
자료: 한국T커머스협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 코웰패션 패션부문 연간 매출액 추이



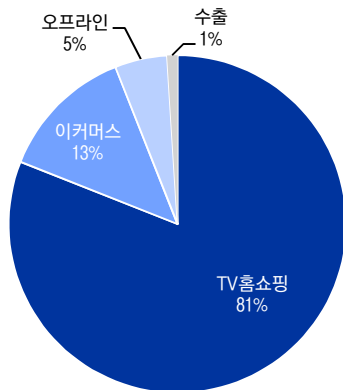
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 코웰패션 패션부문 분기별 영업이익 추이



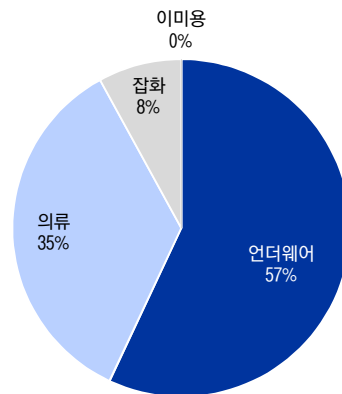
자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 코웰패션 채널별 매출액(2019년 기준)



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 코웰패션 카테고리별 매출액(2019년 기준)



자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 코웰패션 카테고리별 보유 브랜드

언더웨어	레포츠/패션	잡화	코스메틱스
PUMA BODYWEAR	PUMA BODYWEAR	a.testoni	a.testoni
adidas	adidas	HELENA & KRISTIE	HELENA & KRISTIE
a.testoni	a.testoni	H by EKATRINA NEW YORK	LINKO SOOFT
Reebok	Reebok	ELLE	CONDENSE PARIS
Columbia	HEAD	HEI X KOI	
HEAD	GOLF	Kappa	
Kappa	JDX	INCALPACA	
CALVIN KLEIN UNDERWEAR	COMING STEP	VISION	
EMPORIO ARMANI UNDERWEAR		CLAUDIA	

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

코웰패션 (033290)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	162	201	240	303	380
현금 및 현금성자산	41	15	42	79	124
매출채권 및 기타채권	27	28	46	53	62
재고자산	69	88	117	135	157
기타유동자산	25	69	34	35	36
비유동자산	160	164	170	176	184
관계기업투자등	6	2	2	2	2
유형자산	74	81	89	92	97
무형자산	10	10	10	10	10
자산총계	322	364	410	479	565
유동부채	65	99	96	102	109
매입채무 및 기타채무	21	26	31	35	41
단기금융부채	32	51	39	39	39
기타유동부채	12	21	26	27	29
비유동부채	38	9	9	10	10
장기금융부채	31	4	4	4	4
기타비유동부채	7	6	6	6	6
부채총계	103	108	105	111	119
지배주주지분	208	244	291	355	433
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	46	46	46	46	46
이익잉여금	121	161	219	282	361
비지배주주지분(연결)	11	12	13	13	13
자본총계	219	256	304	368	446

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	27	52	23	61	72
당기순이익(손실)	53	54	63	72	87
비현금수익비용가감	6	14	12	9	10
유형자산감가상각비	3	7	7	9	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	4	0	0
영업활동 자산부채변동	-32	-16	-47	-20	-25
매출채권 감소(증가)	-2	-1	-15	-7	-9
재고자산 감소(증가)	-22	-23	-29	-18	-22
매입채무 증가(감소)	-1	5	1	5	6
기타자산, 부채변동	-7	2	-4	0	0
투자활동 현금	-10	-50	27	-16	-18
유형자산처분(취득)	-2	-9	-14	-12	-14
무형자산 감소(증가)	-3	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-40	41	-1	-1
기타투자활동	-7	-1	0	-3	-3
재무활동 현금	-5	-28	-23	-9	-9
차입금의 증가(감소)	0	-12	-13	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-9	-9	-9	-9
배당금의 지급	4	9	9	9	9
기타재무활동	-1	-6	-2	0	0
현금의 증가	12	-25	27	37	45
기초현금	29	41	15	42	79
기말현금	41	15	42	79	124

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	339	395	465	551	656
매출원가	149	184	211	253	300
매출총이익	191	210	254	297	357
판매비 및 관리비	120	134	168	199	238
영업이익	71	76	86	99	119
(EBITDA)	74	84	94	108	128
금융손익	1	0	1	1	1
이자비용	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-4	-4	-4	-4
세전계속사업이익	70	72	83	96	116
계속사업법인세비용	17	18	20	24	29
계속사업이익	53	54	63	72	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	54	63	72	87
지배주주	50	51	62	72	87
총포괄이익	53	55	63	72	87
매출총이익률 (%)	56.2	53.3	54.7	54.0	54.3
영업이익률 (%)	20.9	19.3	18.5	17.9	18.1
EBITDA 마진률 (%)	21.8	21.2	20.1	19.6	19.5
당기순이익률 (%)	15.7	13.8	13.5	13.1	13.3
ROA (%)	16.9	15.0	16.1	16.2	16.7
ROE (%)	26.8	22.7	23.3	22.3	22.2
ROIC (%)	26.8	25.1	24.8	24.8	27.2

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	8.4	9.6	8.0	6.9	5.7
P/B	2.1	2.1	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	5.9	5.9	5.2	4.2	3.1
P/CF	7.2	7.5	6.8	6.3	5.3
배당수익률 (%)	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	9.7	16.3	17.7	18.5	19.2
영업이익	14.5	7.1	13.1	14.7	20.4
세전이익	13.5	3.0	15.2	14.9	21.1
당기순이익	14.3	2.0	15.4	14.7	21.1
EPS	15.5	3.4	21.2	15.7	21.1
안정성 (%)					
부채비율	46.8	42.1	34.6	30.3	26.6
유동비율	248.2	203.6	249.4	297.5	349.8
순차입금/자기자본(x)	3.1	-6.6	-5.0	-14.3	-22.1
영업이익/금융비용(x)	60.8	66.8	194.0	230.7	277.8
총차입금 (십억원)	63	55	43	43	43
순차입금 (십억원)	7	-17	-15	-53	-98
주당지표(원)					
EPS	566	585	709	820	993
BPS	2,303	2,695	3,219	3,918	4,785
CFPS	658	756	827	898	1,071
DPS	40	100	100	100	100

영원무역 (111770)

2020. 7. 6

의류

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

2Q20 Preview: OEM 영업이익률 16.3% 전망

애슬레저 전문 OEM사

영원무역의 2Q20 OEM 주문량은 YoY -18.0% 감소할 것으로 추정된다. 동사의 미국 및 유럽향 매출 노출도는 89%에 달해, 2분기 미국 및 유럽 지역에서 코로나19의 확산이 심화함에 따라 실적 부진은 불가피할 것으로 판단된다. 다만, 외부활동 및 장거리 여행 수요 감소폭에 비해 등산, 캠핑 등 레저활동 수요는 견고했을 것으로 추정된다. 동사의 주요 바이어는 노스페이스, 앵겔버트스트러스 등으로 스포츠·아웃도어 브랜드 중심이기 때문이다. 실제로 대만 OEM사의 4~5월 매출액 YoY 증감율은, Makalot(Gap 등 캐주얼의류) -34% vs. Eclat -23%(Nike, 등 애슬레저)를 기록했다.

2분기 Scott(1~3월에 해당)을 전개하는 브랜드 유통 부문 매출액은 1.4% 증가한 2,795억원으로 추정된다. 자회사인 Scott은 스위스 자전거 브랜드 업체로 국가별 매출 비중은 유럽 77%, 미국 14% 등이다. Scott은 외부활동이 강하게 제한됐던 3~4월에는 영업이 부진했던 것으로 추정하나 5~6월 수요가 증가했던 것으로 파악된다.

2Q20 Preview: OEM 영업이익률 16.3% 전망

영원무역의 2Q20 매출액은 전년동기대비 7.8% 감소한 6,179억원, 영업이익은 16.3% 감소한 756억원을 기록할 것으로 추정된다. OEM 부문 달러 기준 영업이익은 YoY 25.2% 감소할 것으로 추정하며, 우호적인 환율효과(YoY +4.5%) 영향으로 원화 기준 영업이익은 YoY 21.7% 감소한 552억원을 예상한다.

고객사의 판매 부진 등 비우호적인 환경 내 마진 하락 부담이 있을 것으로 추정한다. 다만, 전년동기 낮은 이익률 기저효과가 이를 상쇄해 영업이익률은 YoY -1.6%p 감소에 그친 16.3% 수준으로 판단한다(2Q19 방글라데시 최저임금 인상 및 퇴직금 관련 비용 100억원 가량 인식).

투자의견 Buy, 목표주가 33,000원으로 커버리지 개시

영원무역에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 33,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 33,000원은 동사 12개월 Forward EPS에 Eclat의 12MF P/E를 60% 할인한 Target multiple 8.9배를 적용했다. Eclat 대비 낮은 수익성을 감안해 할인율을 적용하였으나(연간 OPM Eclat 19%, 영원무역 10%), OEM 부문 영업이익률은 13%에 달해 합리적이라는 판단이다.

Buy (initiation)

목표주가 33,000 원

현재주가 26,000 원

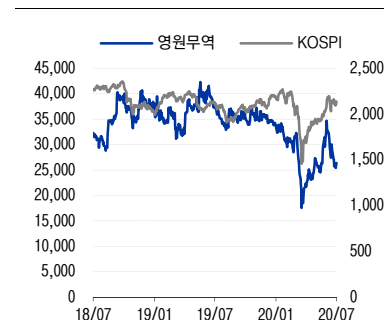
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(7/3)	2,152.41 pt
시가총액	11,521 억원
발행주식수	44,311 천주
52 주 최고가 / 최저가	37,650 / 17,550 원
90 일 일평균거래대금	54.85 억원
외국인 지분율	23.2%
배당수익률(20.12E)	1.5%
BPS(20.12E)	45,278 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -23.9%
	6 개월 -20.5%
	12 개월 -32.7%
주주구성	영원무역홀딩스 (외 50.7%
	국민연금공단 (외 11.9%
	Hermes Investment 6.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	2,101	201	169	111	2,577	4.0	265	14.9	6.2	1.1	8.2
2019	2,388	238	234	174	3,791	47.1	320	9.0	4.5	0.8	9.8
2020E	2,374	206	212	157	3,468	-8.5	295	7.5	3.5	0.6	7.9
2021E	2,456	242	235	176	4,003	15.4	338	6.5	2.9	0.5	8.4
2022E	2,676	265	259	193	4,402	10.0	366	5.9	2.6	0.5	8.6

자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

영원무역 실적전망 및 Valuation

표21 영원무역 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,821	6,700	6,826	5,536	5,290	6,179	6,444	5,826	23,883	23,738	24,560
OEM 제조	2,721	3,942	4,425	3,267	2,692	3,384	4,452	3,432	14,355	13,960	14,194
달러(백만달러)	241.7	337.9	370.5	277.9	225.4	277	365	281	1,228	1,148	1,253
브랜드 유통(SCOTT)	2,101	2,757	2,402	2,268	2,598	2,795	1,991	2,394	9,528	9,778	10,365
YoY(%)											
매출액	7.2	16.5	14.1	15.8	9.7	-7.8	-5.6	5.2	13.7	-0.6	3.5
OEM 제조	15.1	18.9	21.1	17.0	-1.0	-14.2	0.6	5.0	18.4	-2.8	1.7
달러(백만달러)	9.7	10.0	13.8	12.2	-6.7	-18.0	-1.6	1.1	11.5	-6.5	9.1
브랜드 유통(SCOTT)	-1.6	13.2	3.0	14.2	23.7	1.4	-17.1	5.5	7.2	2.6	6.0
비중											
OEM 제조	56.4%	58.8%	64.8%	59.0%	50.9%	54.8%	69.1%	58.9%	60.1%	58.8%	57.8%
브랜드 유통(SCOTT)	43.6%	41.2%	35.2%	41.0%	49.1%	45.2%	30.9%	41.1%	39.9%	41.2%	42.2%
영업이익	420	903	705	347	506	756	537	264	2,376	2,062	2,422
OEM 제조	342	705	605	276	377	552	432	215	1,929	1,576	1,786
브랜드 유통(SCOTT)	78	198	100	71	129	159	69	31	447	388	479
OPM											
영업이익	8.7%	13.5%	10.3%	6.3%	9.6%	12.2%	8.3%	4.5%	9.9%	8.7%	9.9%
OEM 제조	12.6%	17.9%	13.7%	8.5%	14.0%	16.3%	9.7%	6.3%	13.4%	11.3%	12.6%
브랜드 유통(SCOTT)	3.7%	7.2%	4.2%	3.1%	5.0%	5.7%	3.5%	1.3%	4.7%	4.0%	4.6%
YoY(%)											
영업이익	1.5	15.8	13.9	76.3	20.3	-16.3	-23.8	-24.0	18.2	-13.2	17.4
OEM 제조	15.4	15.6	17.6	37.6	10.1	-21.7	-28.5	-22.3	18.9	-18.3	13.3
브랜드 유통(SCOTT)	-33.6	16.2	-4.6	흑전	65.1	-20.0	-31.0	-55.7	15.0	-13.2	23.4

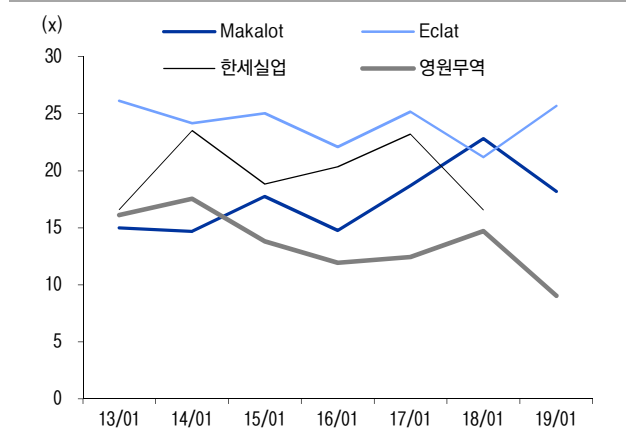
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 영원무역 Valuation table

구분(단위: 원)	내용	
추정		
12MF EPS	3,735	
Target 12MF P/E(x)	8.9	Eclat 12MF P/E * 60% discount
목표주가 제시		
Target Price	33,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price	26,000	
Upside potential	26.9%	

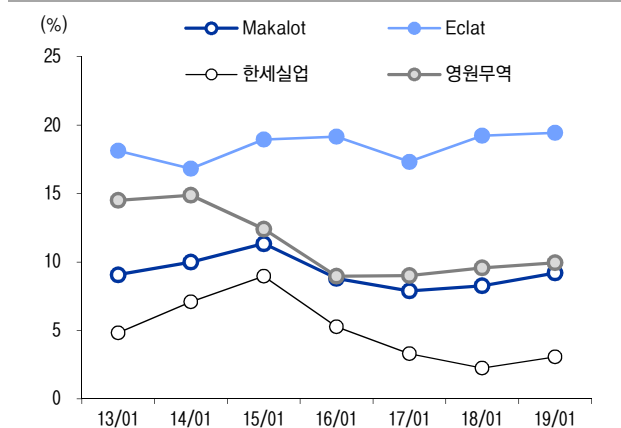
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 글로벌 OEM 사 연간 P/E 추이



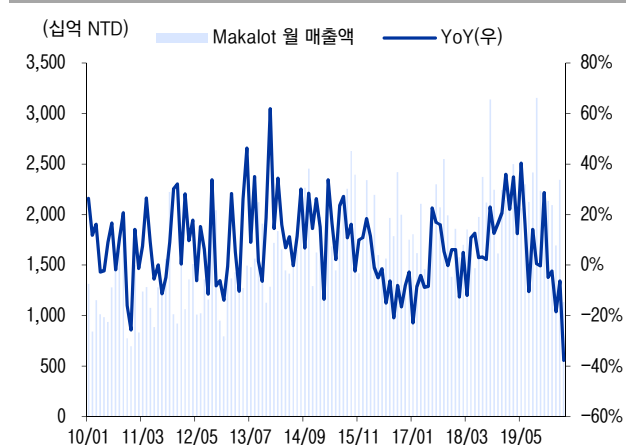
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 글로벌 OEM 사 연간 OPM 추이



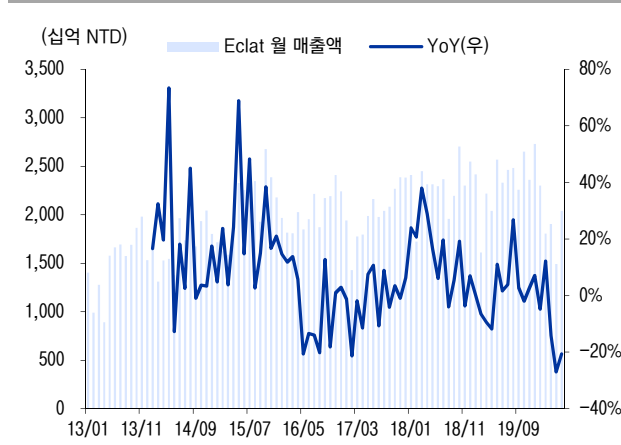
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 Makalot 월 매출액: YoY 1Q -9%, 2Q -38%



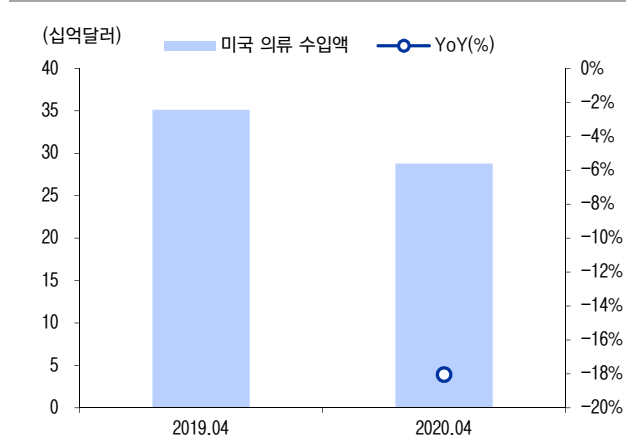
자료: Makalot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 Eclat 월 매출액: YoY 1Q -4%, 2Q -24%



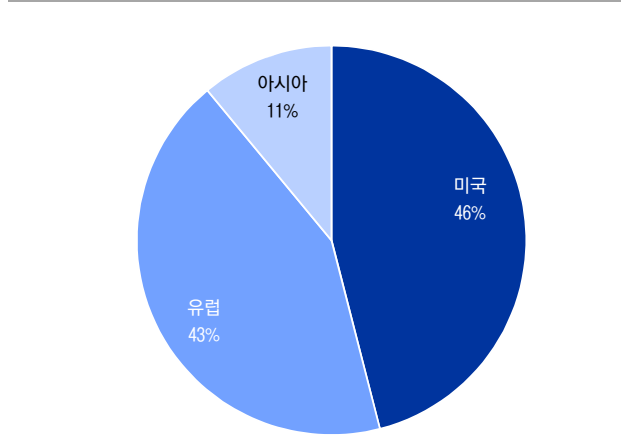
자료: Eclat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 2020년 1~4월 미국 의류 수입: YoY -18%



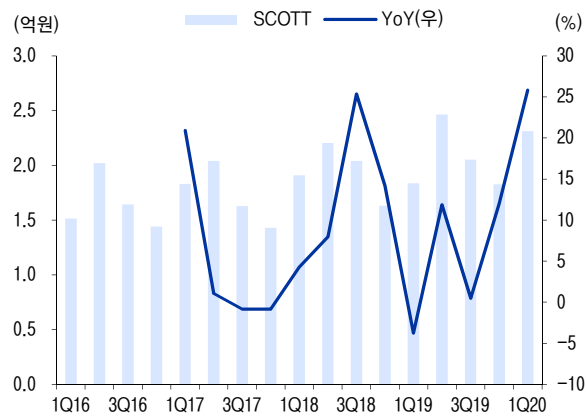
자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 영원무역 국가별 매출 비중: 미국 및 유럽 89%



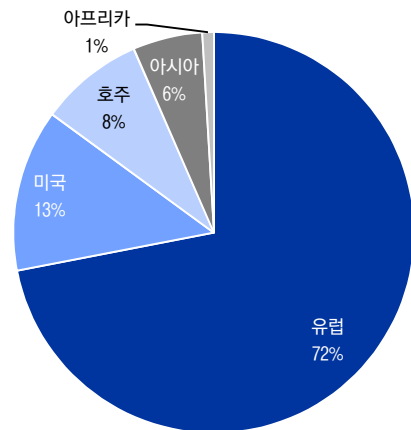
자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 SCOTT 분기별 매출액 추이



자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 SCOTT 국가별 매출 비중



자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터

영원무역 (111770)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,337	1,501	1,928	2,049	2,200
현금 및 현금성자산	356	447	635	688	707
매출채권 및 기타채권	351	375	425	440	486
재고자산	494	540	690	735	813
기타유동자산	136	138	178	186	193
비유동자산	1,302	1,604	1,562	1,628	1,701
관계기업투자등	371	530	396	412	429
유형자산	632	608	674	713	758
무형자산	153	160	167	165	162
자산총계	2,639	3,105	3,491	3,677	3,901
유동부채	469	623	868	883	917
매입채무 및 기타채무	210	193	252	261	288
단기금융부채	149	313	463	463	463
기타유동부채	110	118	154	160	166
비유동부채	506	513	477	491	505
장기금융부채	234	151	136	136	136
기타비유동부채	273	362	341	354	369
부채총계	976	1,136	1,345	1,374	1,422
지배주주지분	1,545	1,843	2,006	2,164	2,340
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	411	410	410	410	410
이익잉여금	980	1,130	1,293	1,451	1,627
비지배주주지분(연결)	119	126	139	139	139
자본총계	1,663	1,969	2,145	2,303	2,479

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	184	232	200	236	215
당기순이익(손실)	111	174	157	176	193
비현금수익비용가감	167	188	163	109	115
유형자산감가상각비	60	78	84	91	96
무형자산상각비	4	4	5	5	5
기타현금수익비용	3	-2	74	14	14
영업활동 자산부채변동	-41	-72	-105	-49	-94
매출채권 감소(증가)	-18	-10	-9	-15	-46
재고자산 감소(증가)	-31	-28	-115	-45	-78
매입채무 증가(감소)	16	-22	52	9	28
기타자산, 부채변동	-8	-11	-33	3	3
투자활동 현금	-117	-112	-116	-165	-178
유형자산처분(취득)	-123	-108	-119	-130	-141
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	12	0	11	-20	-21
기타투자활동	-4	-1	-7	-13	-14
재무활동 현금	-80	-25	101	-18	-18
차입금의 증가(감소)	-66	-10	97	0	0
자본의 증가(감소)	-13	-15	-18	-18	-18
배당금의 지급	13	15	18	18	18
기타재무활동	-2	1	22	0	0
현금의 증가	-33	91	188	54	19
기초현금	389	356	447	635	688
기말현금	356	447	635	688	707

자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,101	2,388	2,374	2,456	2,676
매출원가	1,532	1,782	1,757	1,824	1,983
매출총이익	569	606	617	632	693
판매비 및 관리비	368	368	411	390	428
영업이익	201	238	206	242	265
(EBITDA)	265	320	295	338	366
금융손익	-20	-12	5	-8	-8
이자비용	16	19	17	18	18
관계기업등 투자손익	-3	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	9	1	1	1
세전계속사업이익	169	234	212	235	259
계속사업법인세비용	58	59	55	60	66
계속사업이익	111	174	157	176	193
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	111	174	157	176	193
지배주주	113	166	152	176	193
총포괄이익	326	323	157	176	193
매출총이익률 (%)	27.1	25.4	26.0	25.7	25.9
영업이익률 (%)	9.6	9.9	8.7	9.9	9.9
EBITDA 마진률 (%)	12.6	13.4	12.4	13.7	13.7
당기순이익률 (%)	5.3	7.3	6.6	7.1	7.2
ROA (%)	4.6	5.8	4.6	4.9	5.1
ROE (%)	8.2	9.8	7.9	8.4	8.6
ROIC (%)	11.0	13.6	10.2	10.9	11.2

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	14.9	9.0	7.5	6.5	5.9
P/B	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.2	4.5	3.5	2.9	2.6
P/CF	6.1	4.2	3.6	4.0	3.7
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
매출액	4.6	13.7	-0.6	3.5	9.0
영업이익	11.0	18.2	-13.2	17.4	9.5
세전이익	29.0	38.2	-9.2	11.0	10.0
당기순이익	17.5	56.6	-9.8	11.7	10.0
EPS	4.0	47.1	-8.5	15.4	10.0
안정성 (%)					
부채비율	58.7	57.7	62.7	59.6	57.4
유동비율	284.8	241.0	222.1	232.0	239.9
순차입금/자기자본(x)	-3.4	-3.5	-6.0	-8.1	-8.5
영업이익/금융비용(x)	12.5	12.7	12.0	13.7	15.0
총차입금 (십억원)	383	463	599	599	599
순차입금 (십억원)	-57	-68	-130	-187	-210
주당지표(원)					
EPS	2,577	3,791	3,468	4,003	4,402
BPS	34,857	41,602	45,278	48,845	52,806
CFPS	6,285	8,181	7,216	6,427	6,959
DPS	350	400	400	400	400

한세실업 (005930)

멀리 보자

2020. 7. 6

의류

Analyst 정소연

02. 3779-8685

soyeon.jung@ebestsec.co.kr

2Q20 Preview: OEM 제조 부진, 마스크 · 방호복 호조

한세실업의 2Q20 매출액은 전년동기대비 16.0% 감소한 3,609억원, 영업이익은 87.9% 감소한 23억원으로 시장 기대치를 하회할 것으로 전망한다. 영업이익의 부진은 1)한세엠케이의 적자 확대(2Q20 영업손실 46억원 추정) 2)Kohl's 등 미국 백화점 고객사의 파산으로 인한 대손상각비 발생 추정 등에 기인한다.

동사 매출의 84%를 차지하는 OEM 사업 내 매출 비중은 미국이 83%, 일본 및 유럽 지역 17%이다. 이에, 2분기 미국 내 코로나19 확산 심화에 의한 의류 소비 부진에 따라 동사 OEM 제조 주문은 YoY 20.0% 감소할 것으로 추정한다. 다만, 마스크 · 방호복 등의 PPE 매출 호조가 의류 판매 부진을 일부 상쇄해 peer 대비 선방한 수준으로 판단된다(Makalot 4~5월 매출액 YoY -33.7%). 우호적인 환율(2Q20 원달러환율 YoY + 4.5%)을 반영한 원화 기준 2분기 OEM 제조 매출액은 16.3% 감소한 2,972억원을 예상한다.

성장동력: 신규 시장 공략 + 의류 생산 거점의 탈중국화

[판매 전략]신규 시장 공략: 미국에 치중되어 있는 고객사를 다각화해 신규 시장을 공략하고 있다. 이에, 2분기 지난해까지 주요 바이어 TOP5는 GAP, Target, Walmart, Kohl's, L Brands 였으나, 최근 일본의 MUJI 오더가 급증(비중 5% 추정)하면서 TOP4 GAP, Target, Walmart, MUJI로 재편됐다. 기타 10여개 바이어의 비중은 1~3% 수준으로 추정된다.

[생산 전략]생산 거점의 탈중국화: 동사의 OEM 제조 생산국 비중은 베트남 60%, 인도네시아 20%, 중남미 20% 수준으로, 글로벌 의류 생산 거점 탈중국화에 따른 수혜를 누릴 것으로 전망된다. 미국 의류 수입 내 중국 비중은 2013년 39%에서 2019년 33%로 하락하는 반면, 베트남 비중은 2013년 7% → 13%까지 상승했다. 또한, 금번 코로나19에 의해 2020년 1~4월 미국 의류 수입액이 YoY -41.4%로 급감했으나, 베트남 수입액은 YoY -1.3%에 그쳤다.

투자의견 Buy, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

한세실업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 13,000원은 동사 12개월 Forward EPS에 글로벌 Peer(Makalot, shenzhou)의 12MF P/E를 50% 할인한 Target multiple 12.9배를 적용했다.

Buy (initiation)

목표주가 13,000 원

현재주가 10,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSPI(7/3)	2,152.41 pt
시가총액	4,340 억원
발행주식수	40,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	21,100 / 6,810 원
90 일 일평균거래대금	25.72 억원
외국인 지분율	6.4%
배당수익률(20.12E)	4.6%
BPS(20.12E)	9,967 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -23.3%
	6개월 -36.0%
	12개월 -49.1%
주주구성	한세에스 24 홀딩스 (외) 56.7%
	국민연금공단 (외) 11.9%
	베어링자산운용 (외) 6.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,713	39	-48	-50	-1,293	적전	64	-15.3	15.5	1.9	-11.4
2019	1,922	59	-7	-17	-6	적지	101	-2,723.5	9.8	1.7	-0.1
2020E	1,871	45	16	17	506	흑전	88	21.4	8.8	1.1	5.0
2021E	2,170	63	61	48	1,225		106	8.9	7.0	1.0	11.6
2022E	2,350	110	118	87	2,247		149	4.8	4.9	0.9	19.1

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

한세실업 실적 전망 및 Valuation

동사는 1)2분기를 저점으로 미국 지역에서의 코로나19 완화 이후 실적 턴어라운드가 기대되고, 2)신규 시장 공략 및 기존 고객사 점유율 확대에 따라 2021년 OEM 제조 부문 오더량 YoY 23.2% 증가할 것으로 전망된다. Peer 대비 낮은 수익성을 감안해 할인율을 적용하였으나(연간 OPM Makalot 9%, 한세실업 3%), 적자 사업부를 제외한 OEM 부문 영업이익률은 5.1% 수준이기에 합리적이라는 판단이다.

표23 한세실업 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	4,228	4,296	5,725	4,975	3,941	3,609	5,704	5,458	19,224	18,712	21,703
OEM 제조	3,459	3,549	5,058	4,084	3,473	2,968	5,045	4,637	16,149	16,123	18,953
달러(백만달러)	307.3	304.2	423.6	347.4	290.9	243	414	380	1,382.4	1,328	1,554
한세엠케이	769	747	666	892	468	641	659	821	3,075	2,589	2,750
YoY(%)											
매출액	16.1	9.3	11.1	13.1	-6.8	-16.0	-0.4	9.7	12.2	-2.7	16.0
OEM 제조	19.9	12.6	13.7	19.7	0.4	-16.4	-0.3	13.6	16.2	-0.2	17.5
달러(백만달러)	14.2	4.2	6.8	14.8	-5.4	-20.0	-2.4	9.4	9.7	-3.9	17.0
한세엠케이	1.9	-3.9	-5.7	-10.0	-39.2	-14.2	-1.1	-8.0	-4.8	-15.8	6.2
비중											
OEM 제조	81.8%	82.6%	88.4%	82.1%	88.1%	82.2%	88.4%	85.0%	84.0%	86.2%	87.3%
한세엠케이	18.2%	17.4%	11.6%	17.9%	11.9%	17.8%	11.6%	15.0%	16.0%	13.8%	12.7%
영업이익	51	191	391	-43	52	23	208	162	590	445	632
OEM 제조	93	180	411	144	100	69.18	228	153	829	550	796
한세엠케이	-42	11	-21	-187	-48	-46	-19	8	-239	-105	-163
YoY(%)											
영업이익	흑전	70.0	29.4	적전	1.9	-87.9	-46.6	흑전	52.7	-24.5	42.0
OEM 제조	흑전	138.2	34.1	37.2	7.3	-61.6	-44.7	6.3	128.8	-33.6	44.7
한세엠케이	적지	-69.9	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	적전	적지	적지
OPM											
영업이익	1.2%	4.5%	6.8%	-0.9%	1.3%	0.6%	3.7%	3.0%	3.1%	2.4%	2.9%
OEM 제조	2.7%	5.1%	8.1%	3.5%	2.9%	2.3%	5%	3.3%	5.1%	3.4%	4.2%
한세엠케이	-5.4%	1.5%	-3.1%	-21.0%	-10.2%	-7.2%	-3%	1.0%	-7.8%	-4.0%	-5.9%

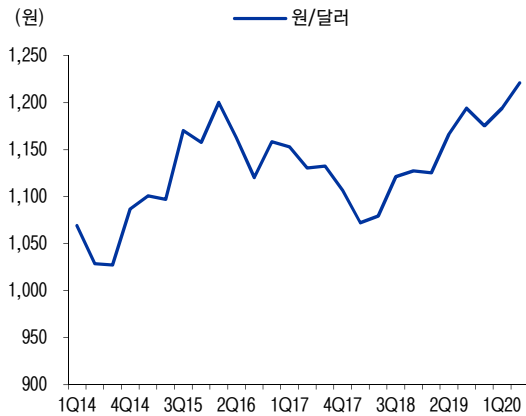
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 한세실업 Valuation table

구분(단위: 원)	내용	
추정		
12MF EPS	986	
Target 12MF P/E(x)	12.9	글로벌 Peer 평균 12MF P/E * 50% discount
목표주가 제시		
Target Price	13,000	12MF EPS * Target 12MF P/E
Current Price	10,850	
Upside potential	19.8%	

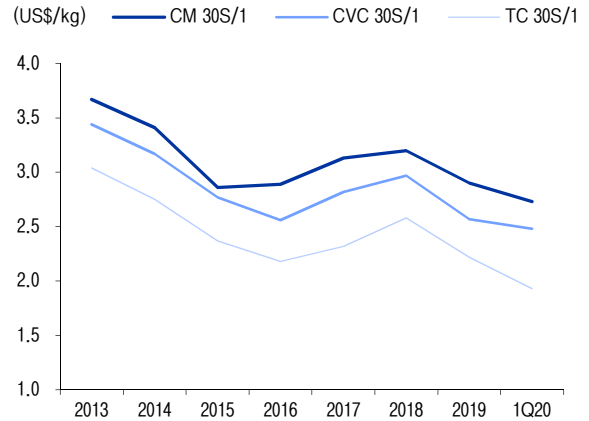
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 분기별 평균환율



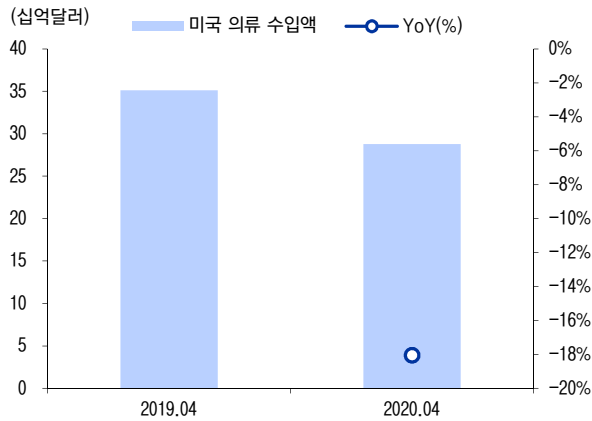
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 한세실업 원재료 가격 추이



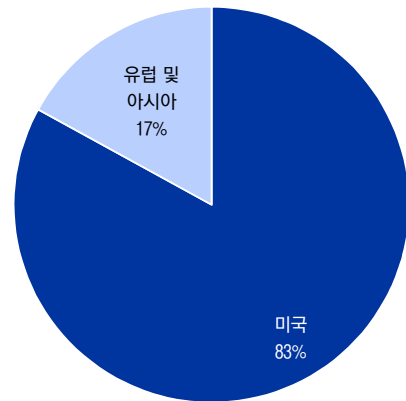
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 2020년 1~4월 미국 의류 수입: YoY -18%



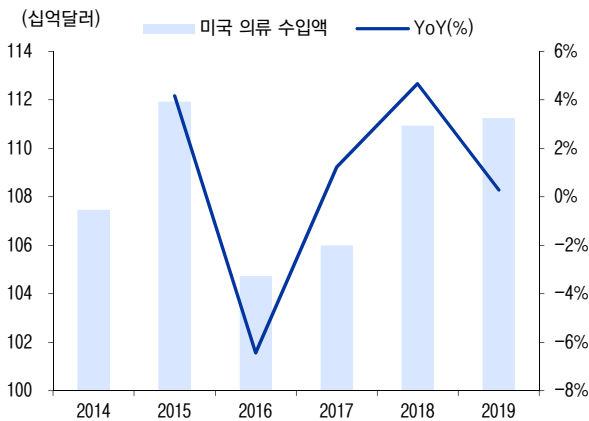
자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 한세실업 국가별 매출 비중: 미국 83%



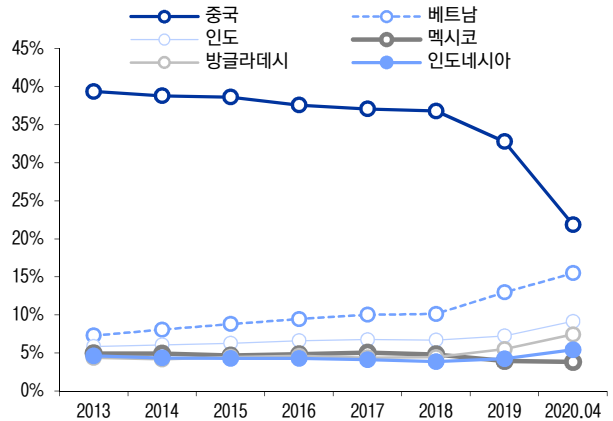
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 미국 의류 수입 규모 추이



자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 미국 의류 수입 추이(국가별)



자료: OTEXA, USITC, 이베스트투자증권 리서치센터

한세실업 (105630)**재무상태표**

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	826	740	709	775	870
현금 및 현금성자산	36	82	27	52	71
매출채권 및 기타채권	204	179	219	249	296
재고자산	295	295	310	320	348
기타유동자산	291	185	154	155	156
비유동자산	345	440	463	447	438
관계기업투자등	63	134	136	136	136
유형자산	182	186	195	176	162
무형자산	28	8	7	5	5
자산총계	1,171	1,179	1,172	1,223	1,308
유동부채	589	641	628	649	665
매입채무 및 기타채무	66	73	139	158	171
단기금융부채	463	492	450	450	450
기타유동부채	60	75	40	42	44
비유동부채	89	83	90	92	94
장기금융부채	40	43	46	46	46
기타비유동부채	50	41	44	46	48
부채총계	678	724	718	741	758
지배주주지분	412	398	399	427	496
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	56	56	56
이익잉여금	367	350	350	379	447
비지배주주지분(연결)	80	57	55	55	55
자본총계	493	455	453	482	550

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	-21	88	47	72	68
당기순이익(손실)	-50	-17	17	48	87
비현금수익비용가감	115	121	66	45	42
유형자산감가상각비	23	39	41	41	37
무형자산상각비	3	3	2	2	2
기타현금수익비용	15	-8	23	2	3
영업활동 자산부채변동	-80	4	-28	-20	-61
매출채권 감소(증가)	-22	27	-27	-30	-47
재고자산 감소(증가)	-62	-14	-13	-10	-28
매입채무 증가(감소)	0	8	32	19	14
기타자산, 부채변동	4	-18	-19	1	1
투자활동 현금	-25	-15	-39	-28	-30
유형자산처분(취득)	-31	-44	-43	-22	-24
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	16	28	9	0	0
기타투자활동	-10	1	-4	-5	-5
재무활동 현금	20	-27	-63	-20	-20
차입금의 증가(감소)	39	-6	-63	0	0
자본의 증가(감소)	-19	-19	-20	-20	-20
배당금의 지급	19	19	20	20	20
기타재무활동	0	-2	19	0	0
현금의 증가	-26	46	-55	25	19
기초현금	63	36	82	27	52
기말현금	36	82	27	52	71

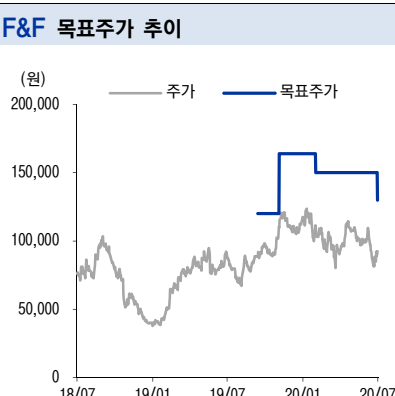
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

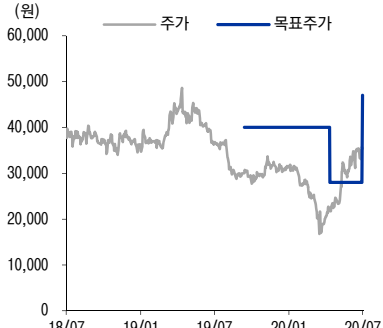
손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,713	1,922	1,871	2,170	2,350
매출원가	1,326	1,521	1,470	1,713	1,800
매출총이익	387	402	401	457	550
판매비 및 관리비	348	343	356	394	440
영업이익	39	59	45	63	110
(EBITDA)	64	101	88	106	149
금융손익	-18	-20	-3	8	8
이자비용	15	19	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-69	-46	-25	-10	0
세전계속사업이익	-48	-7	16	61	118
계속사업법인세비용	2	10	-1	13	32
계속사업이익	-50	-17	17	48	87
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-17	17	48	87
지배주주	-51	0	20	48	88
총포괄이익	-58	-18	17	48	87
매출총이익률 (%)	22.6	20.9	21.4	21.1	23.4
영업이익률 (%)	2.3	3.1	2.4	2.9	4.7
EBITDA 마진률 (%)	3.8	5.2	4.7	4.9	6.3
당기순이익률 (%)	-2.9	-0.9	0.9	2.2	3.7
ROA (%)	-4.3	0.0	1.7	4.0	7.0
ROE (%)	-11.4	-0.1	5.0	11.6	19.1
ROIC (%)	4.6	6.9	5.1	7.6	11.8

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-15.3	-2,723.5	21.4	8.9	4.8
P/B	1.9	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.5	9.8	8.8	7.0	4.9
P/CF	12.1	6.7	5.2	4.7	3.4
배당수익률 (%)	2.3	2.9	4.6	4.6	4.6
성장성 (%)					
매출액	0.1	12.2	-2.7	16.0	8.3
영업이익	-31.7	52.7	-24.5	42.0	74.2
세전이익	적전	적지	흑전	276.2	94.2
당기순이익	적전	적지	흑전	186.7	79.8
EPS	적전	적지	흑전	142.1	83.4
안정성 (%)					
부채비율	137.6	159.2	158.5	153.8	137.8
유동비율	140.3	115.4	112.8	119.4	131.0
순차입금/자기자본(x)	41.3	64.8	74.8	65.1	53.6
영업이익/금융비용(x)	2.6	3.0	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	503	535	495	495	495
순차입금 (십억원)	203	295	339	314	295
주당지표(원)					
EPS	-1,293	-6	506	1,225	2,247
BPS	10,306	9,945	9,967	10,678	12,392
CFPS	1,635	2,588	2,080	2,317	3,225
DPS	450	500	500	500	500

F&F 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
200,000 150,000 100,000 50,000 0			2019.09.16	변경	안진아									
			2019.09.16	Buy	120,000	-7.9		-21.8						
			2019.11.07	Buy	164,000	-24.7		-31.2						
			2020.02.04	Buy	150,000									
			2020.07.06	변경	정소연	-23.7		-33.8						
			2020.07.06	Buy	130,000									

한섬 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2019.09.16	변경	안진아									
			2019.09.16	Buy	40,000	-15.9		-30.0						
			2020.04.14	Buy	28,000	27.7		7.2						
			2020.07.06	변경	정소연									
			2020.07.06	Buy	47,000									

신세계인터내셔널

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

350,000

300,000

250,000

200,000

150,000

100,000

50,000

0

18/07

19/01

19/07

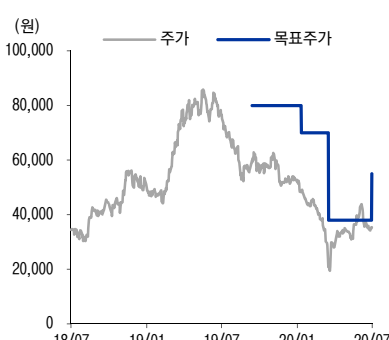
20/01

20/07

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.11.14	변경	안진아									
2019.11.14	Buy	270,000	-2.8		-19.3						
2020.01.14	Buy	290,000	-10.0		-29.1						
2020.04.14	Buy	228,000	-4.2		-16.0						
2020.07.06	변경	정소연									
2020.07.06	Buy	210,000									

힐라홀딩스 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2019.09.16	변경	안진아									
			2019.09.16	Buy	80,000	-21.5		-30.3						
			2020.01.14	Buy	70,000	-29.8		-42.0						
			2020.03.20	Buy	38,000	15.3		-10.1						
			2020.07.06	변경	정소연									
			2020.07.06	Buy	55,000									

코웰패션

목표주가 추이

(원)

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

18/07

19/01

19/07

20/01

20/07

— 주가

— 목표주가

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.02.17	변경	안진아	-10.1		-23.8						
2020.02.17	Buy	7,000									
2020.07.06	변경	정소연									
2020.07.06	Buy	8,000									

영원무역

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

18/07

19/01

19/07

20/01

20/07

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.11.15	변경	안진아	-25.4		-40.0
2019.11.15	Buy	49,000			
2020.07.06	변경	정소연			
2020.07.06	Buy	33,000			

한세실업 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
			2020.07.06	변경	정소연									
			2020.07.06	Buy	13,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정소연)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)