산업분석

섬유의복

2021. 1. 11

Overweight

회복 너머의 변화

2021년 전망: 디지털, 브랜드, 소싱

Part Ⅰ 2021년 소비시장 전망
Part Ⅱ 의류 산업 기초
Part Ⅲ 디지털, 브랜드, 소싱
Part Ⅳ 결론 및 투자의견

eBEST
이 베스트투자증권

이베스트투자증권 음식료/의류 담당 **심지현**입니다.
산업 기초 내용과 2021년 전망으로 의류 산업에 대한 분석을 시작했습니다.

2021년은 소비시장 전체에 장밋빛 낙관론이 등장하기 쉬운 시기입니다.
백신이 있는데 적어도 2020년보다는 나아지겠지라는 '회복' 관점의 기대 때문입니다.
그러나 근본적인 소비 회복을 장담하려면 **소득과 일자리 데이터의 선제 회복**이 뒷받침 되어야만 합니다.
즉 억눌린(Pent-up) 소비가 튀어오르는데도 순서가 있다는 의미입니다.
가장 먼저 **중국 소비시장**이 회복될 것이며 내수는 상대적으로 느리게 회복될 것으로 전망합니다.
이에 따라 이연소비 발생 시 일반 품목 보다는 글로벌 사치재 품목이 먼저 상승할 것으로 예상합니다.

향후 의류 산업에서 주목할 점은 코로나19 부진요인과 그 이전의 부진 요인을 구분해야 한다는 것입니다.
의복류 소매판매가 크게 하락하고 재고지수가 전고점을 돌파한 시점은 2019년 말, 코로나19 이전입니다.
이는 소득과 GDP에 동행하는 성숙기 소비재 특징상 체질 개선 없이 더 이상은 성장을 도모하기 힘든데다가,
제조업 및 오프라인 매장 중심의 기존 밸류체인에서 플랫폼 중심으로 재편되는 과도기에 있었기 때문입니다.
따라서 향후 의류 산업의 핵심 포인트를 살펴보려면 소비 전망을 넘어 다시 기본으로 돌아가야 합니다.
즉 새로운 시대에서 **어떤 것을(브랜드) 어떻게 만들어서(소싱) 어떻게 유통할지(디지털)**에 관한 문제입니다.

1) 디지털 생태계는 코로나19가 회복되든 악화되든 상관없이 향후 의류 산업의 핵심 모멘텀이 될 것입니다.
   2019년 총 5개의 디지털 생태계 친화 기업의 합산 매출액은 133%, 영업이익은 127% 성장했습니다.
   전통적 의류 기업과 맞서는 디지털 채널 기반 신규 강자들의 향방을 계속 주목해야 합니다.
2) 브랜드 사업의 경우 무형가치가 중요한 특성상 포트폴리오 및 사업 영역 확장 현황에 가장 주목합니다.
   2021년에 글로벌 스포츠사의 공격적 확장이 기대되는 만큼, 애슬레져 브랜드로의 더 빠른 쏠림을 전망합니다.
3) 한편 OEM/ODM 등 제조 부문에서는 코로나19로 인한 공급망 측면에서의 충격을 주목하였습니다.
   2020년은 Vendor, Buyer 양방에서 Consolidation 현상이 있어 Player의 숫자 자체가 줄어들었습니다.
   향후 제조 수직계열화 정도 및 확보한 벤더의 통합 정도가 향후 마진 상단 확장에 핵심일 것으로 판단합니다.

2021년은 의류 기업에 있어 그 어느때보다 트렌드에 빨라야 살아남을 수 있는 한 해가 될 것입니다.
속도에 발맞춰갈 수 있도록 앞으로 다양한 insight를 제공하겠습니다.

감사합니다.

음식료/의류
Analyst **심지현**
02 3779 8640
simjin@ebestsec.co.kr

자료는 크게 **4가지 Part**로 구성했습니다.

[Part I. 2021 년 소비시장 전망]

2021 년 소비수요 회복의 방향성과 속도를 전망하고 소비 여력이 어느 카테고리부터 올라올지 분석했습니다.
의류 산업 전망에서 주목해야 할 부분은 첫 번째, 소비 그 자체에 관한 것입니다.
국내외 소비심리와 실제 소매판매액 회복 추이는 상반된 모습을 보이고 있습니다.
중국과 미국에서는 한국보다 빠른 회복세가 감지되었지만, 섣불리 판단하기는 아직 이릅니다.
근본적 소비 회복은 소득 회복을 전제로 하며, 이는 Pent-Up 소비 발생 여부 역시 마찬가지기 때문입니다.
Base Scenario 하에서 국내보다는 중국 중심의 해외 소비시장이 먼저 회복될 것이라고 판단하며,
이 경우 오프라인 채널의 점진적 회복과 함께 럭셔리 카테고리가 가장 먼저 올라올 것으로 전망합니다.
전통적으로는 럭셔리 전체 시장의 턴어라운드를 위해서 여행업이 먼저 회복되는 것이 중요하지만,
1)위안화 강세, 2)중국 내수 사치재 소비 되돌림, 3)중국 온라인 확대로 인해, 우려보다는 회복이 빠를 것입니다.

[Part II. 의류 산업 기초]

2021년 의류 시장을 전망하기 앞서, 먼저 섬유의복 산업의 밸류체인과 구조를 단계별로 분석했습니다.
또한 국내외 351개의 섬유의복 상장사 유니버스를 밸류체인, 복종별로 각각 분류하고,
브랜드사, OEM/ODM사의 특징과 국내 의류 산업 이익 변수의 최근년도 변화를 살펴보았습니다.
이러한 산업 구조에서 알 수 있는 핵심은, 제조업 및 오프라인 매장 중심의 기존 밸류체인에서
온라인 플랫폼 중심으로 시장이 재편되는 변화무쌍한 시기가 코로나19 이전에 이미 와있었으며,
이것이 코로나19 이후의 소비량 감소에 따른 이익 손상 요인과 혼재되어 나타났다는 점입니다.
따라서 소비 전망에서 한 발자국 더 들어가 산업의 기본을 다시 점검해볼 시간이 왔습니다.
이와 관련해 향후 의류 산업의 장기 핵심 포인트는 디지털, 브랜드, 소싱에서 찾을 수 있다고 판단합니다.

[Part III. 디지털, 브랜드, 소싱]

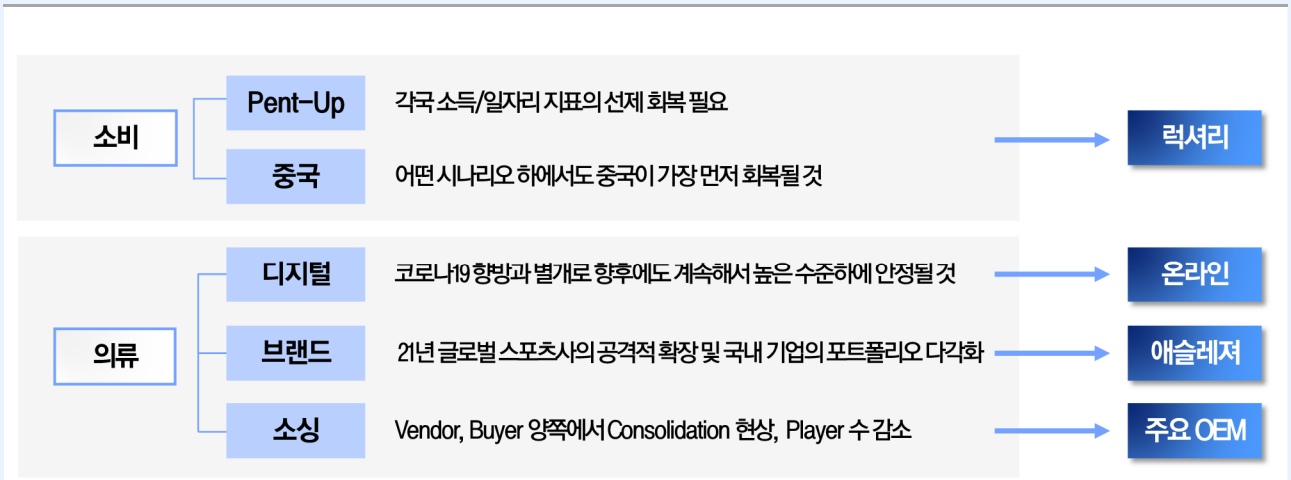
성공적으로 디지털 생태계로의 적응을 마친 기업이 앞으로도 가장 우세할 것입니다.
온라인 매출 비중은 코로나19 향방과 별개로 향후에도 계속해서 높은 수준하에 안정될 것이기 때문입니다.
브랜드의 경우 포트폴리오 다각화, 플랫폼(유통망) 다변화를 이끌어나가는 브랜드에 주목했습니다.
특히 21년 글로벌 스포츠사의 공격적 확장을 통해 애슬레져 브랜드로의 더욱 빠른 쏠림을 전망합니다.
한편 제조 부문에서는 코로나19로 인한 글로벌 공급망 측면에서의 충격에 다양한 방식으로 대응 중입니다.
Vendor, Buyer 양방에서 Consolidation 현상이 있어 Player의 숫자 자체가 줄어들었기 때문입니다.

[Part IV. 결론 및 투자의견]

2021 년 의류 산업에 Overweight 의견을 제시합니다. 총 5 개 기업을 신규 커버리지 개시하며,
5 개 기업 2021E 매출액 합산 9 조 2,389 억원(YoY +4.1%), 영업이익 합산 8,725 억원(YoY +3.9%)만큼
증익을 전망합니다. 의류 업종 **Top-Pick** 으로 **F&F, 코웰패션**을 제시합니다.

Key Charts

(요약) 소비시장의 키포인트와 의류시장의 키포인트 둘 모두를 신경쓰자



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **소비시장 전체 방향의 경우 소득 지표 선제확인 필요, Pent-Up 소비 발생 여부 역시 마찬가지**
- **주요 지표 회복 확인 시, 중국 〉 미국 〉 한국 〉 유럽 순으로 회복 전망**

시나리오별 2021 년 섬유의복 산업 전망 요약

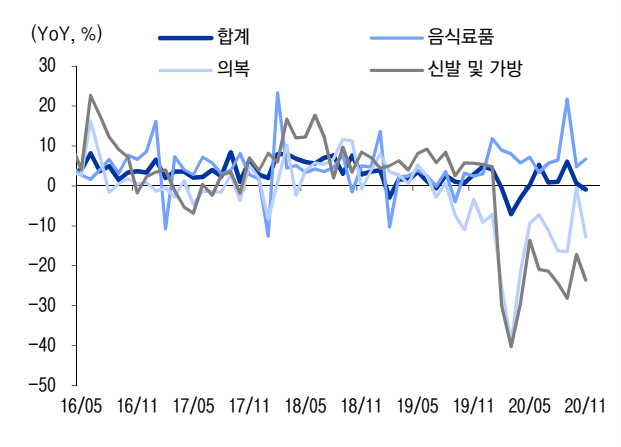
구분	Base Scenario	Bear Scenario
경제	적어도 2020년보다는 나아지는 상황에서의 점진적 회복	백신 실질효과 지연, 회복 이전에 n차 재확산 발생
채널별	오프라인 점진적 회복	주요국 락다운 지속, 오프라인 부진
재고수준	북미, 유럽 등 주요 거래선 재고 비축 시작	북미, 유럽 등 주요 거래선 비축 재고 소진에 집중
Pent-Up 발생	O	X
국가별	중국 〉 미국 〉 한국 〉 유럽	
밸류체인별	브랜드 〉 OEM/ODM	브랜드 〈 OEM/ODM
제품/서비스별	럭셔리 〉 애슬레져 〉 신발 〉 캐주얼〉 홈웨어 〉 기타	애슬레져 〉 럭셔리 〉 홈웨어 〉 캐주얼 〉 신발 〉 기타
가격대별	Luxury 〉 Affordable	Luxury 〈 Affordable
투자 전략	Overweight. 선별적 카테고리 투자 긍정적	Neutral. 비중 축소
선호 국내기업	F&F, 코웰패션, 휠라홀딩스	한세실업, 영원무역
선호 해외기업	LVMH, Adidas, NIKE, Farfetch	Makalot, Eclat

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **Base Scenario: 소득 및 오프라인 점진적 회복 전제. 중국, 브랜드사, 럭셔리 품목 선호**
- **Bear Scenario: 소득 부진 및 락다운 지속 전제. 중국, OEM/ODM 사, 일반 품목 선호**

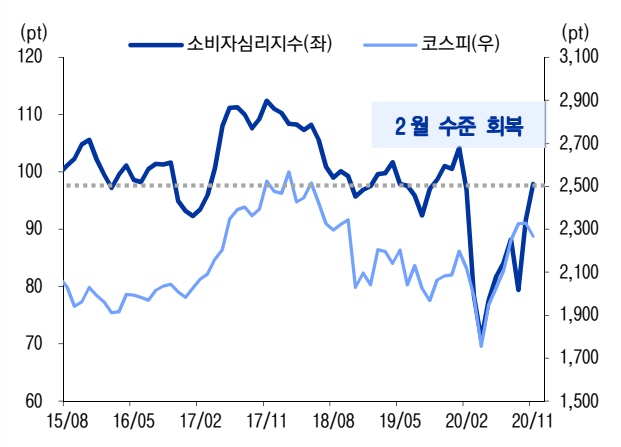
Key Charts

국내 주요 소매판매액 품목 YoY 증감 추이 (~20/11)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

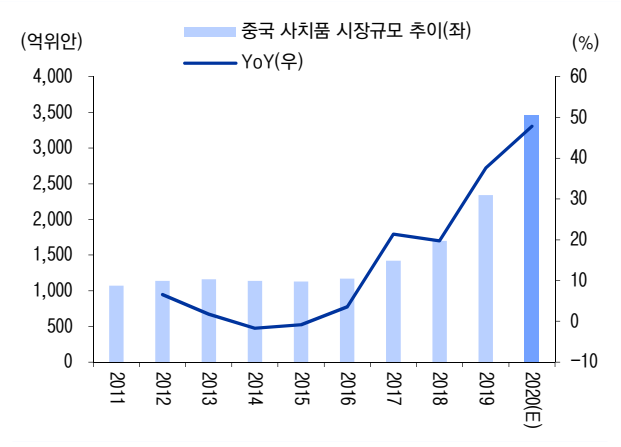
국내 소비자심리지수 추이 (~20/11)



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

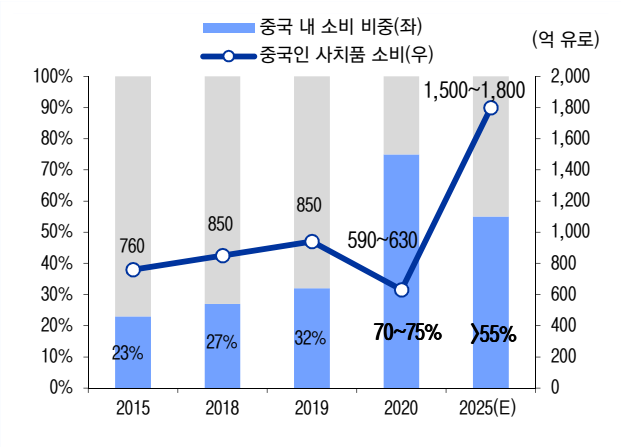
- **상반되는 국내 소비심리와 실제 소매판매 규모**
- **국내보다는 중국 중심의 해외 소비시장이 먼저 회복될 것으로 전망**

중국 사치품 시장규모 추이 전망



자료: Bain & Company, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 사치품 소비 전망 및 중국 내 소비 비중

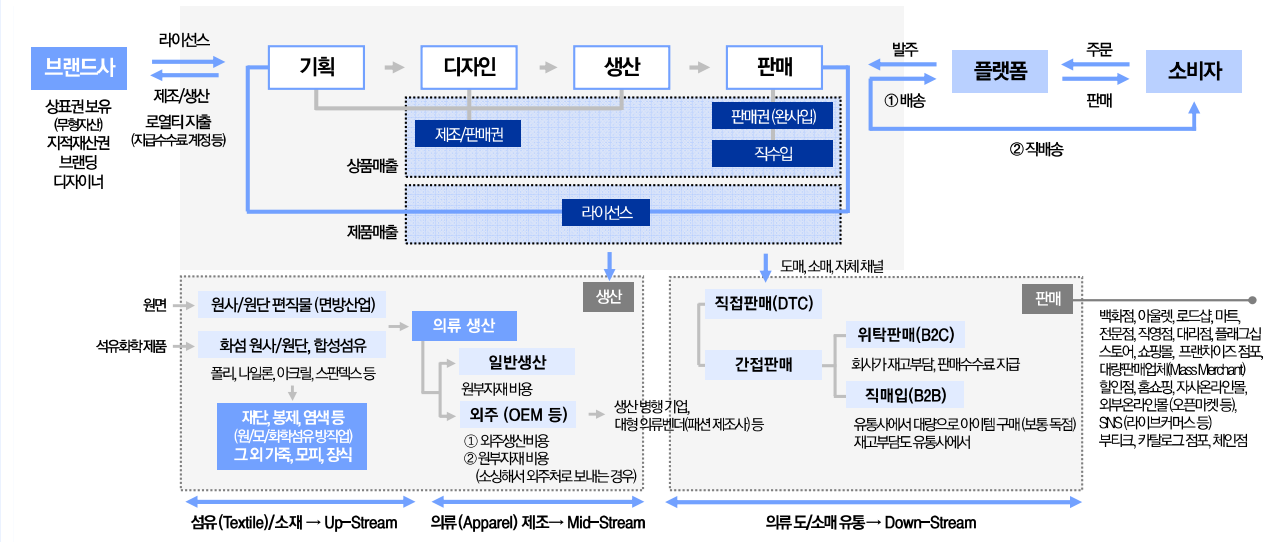


자료: Bain & Company, 이베스트투자증권 리서치센터

- **중국 시장 회복 시 일반 소비재보다 럭셔리(사치재) 시장이 더 빠르게 성장할 확률이 높음**
- **그 이유는 1)위안화 환율 강세, 2)중국 내수 사치재 소비 되돌림, 3)중국 럭셔리 온라인 비중 확대 등**

Key Charts

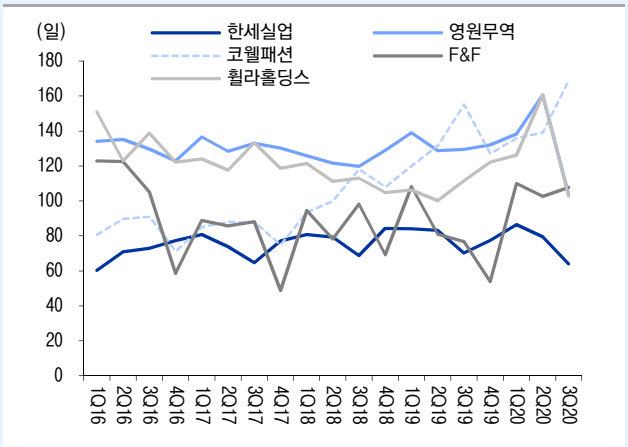
의류 산업 Value Chain



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

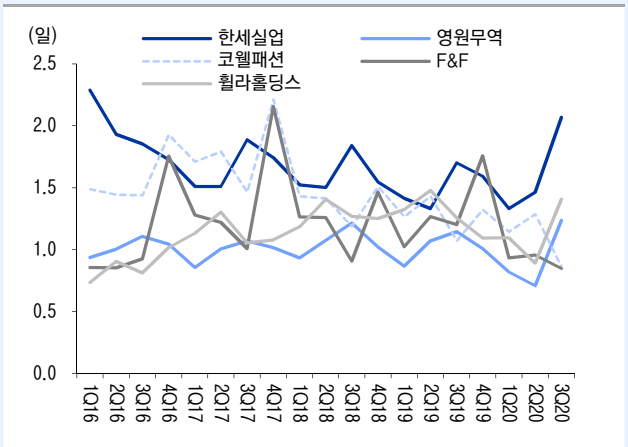
- **밸류체인별로 1)섬유/소재→2)의류 생산(직접/OEM&ODM)→3)판매/유통(직접판매/간접판매) 순서**
- **판매는 직접판매(DTC)와 간접판매로 나뉘고, 간접판매는 다시 위탁판매, 직매입으로 구분**

커버리지 기업 현금전환주기 분기 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

커버리지 기업 재고자산회전율 분기 추이

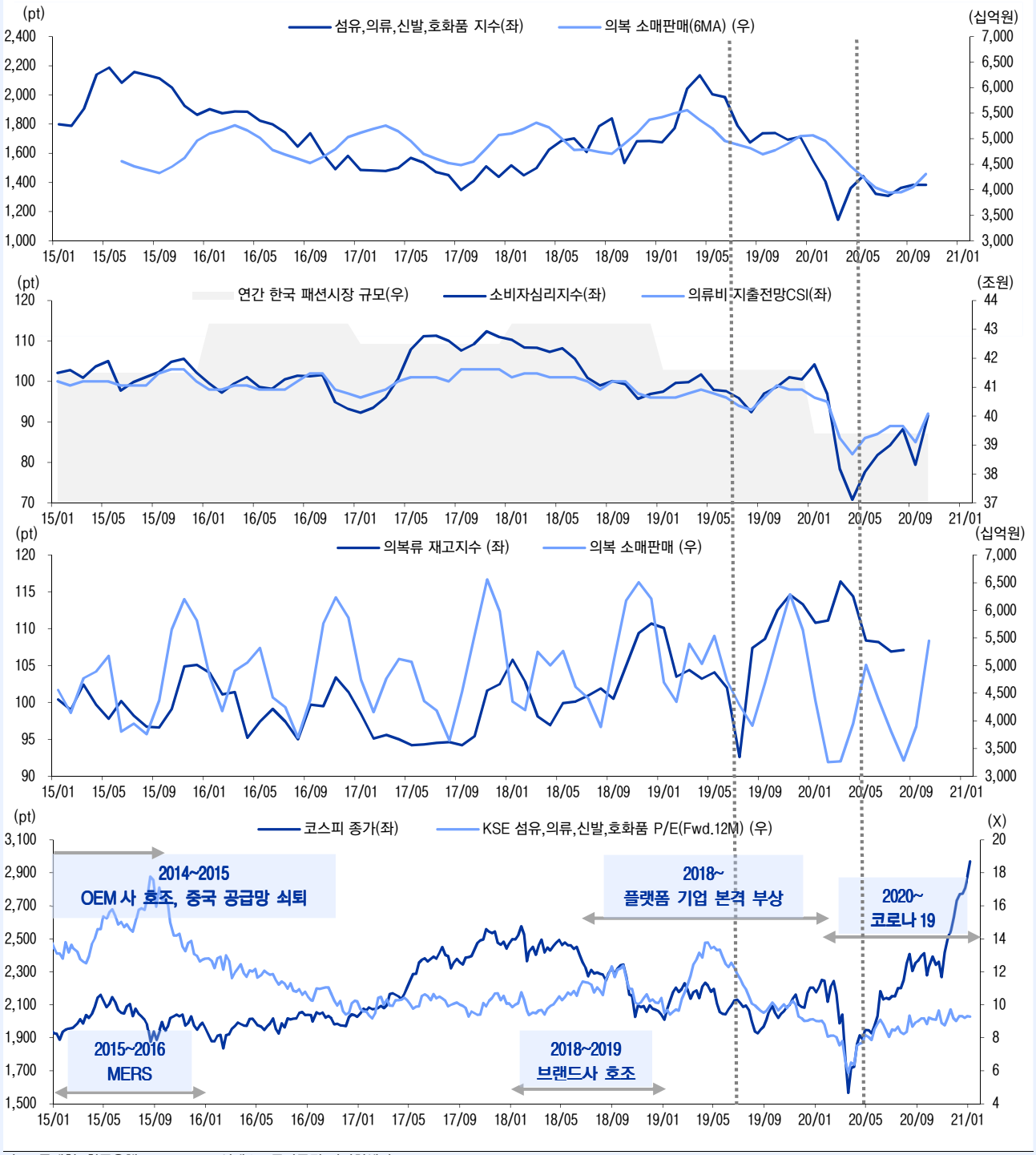


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **의류 산업에서 특히 중요한 재무지표는 운전자본과 관련된 계정**
- **재고자산, 매입채무, 매출채권의 회전율과 현금전환주기에 주목**

Key Charts

코로나 19 이전의 문제

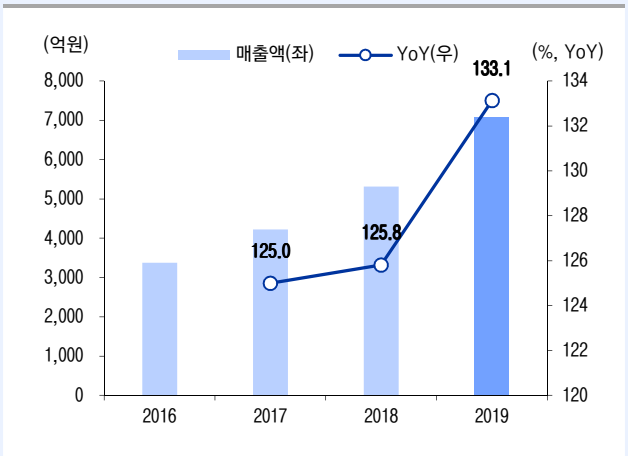


자료: 통계청, 한국은행, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

- **코로나 19 이전에 이미 와있었던 부진 요인이 코로나 19 이후의 부진 요인과 혼재되어 나타남**
- **기존 밸류체인에서 온라인 플랫폼 중심으로 시장이 재편되는 등의 변화로 인한 것**

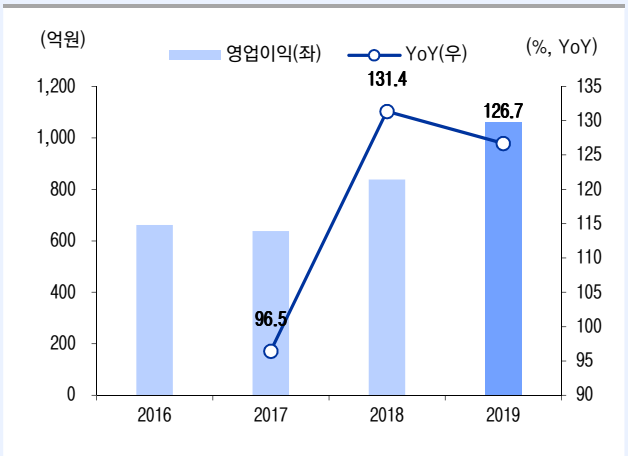
Key Charts

5 개 비상장 패션 플랫폼 기업 매출액 합산



자료: 각 사 감사보고서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 무신사, 난다, 육육걸즈, 더블유컨셉코리아, 엔라인

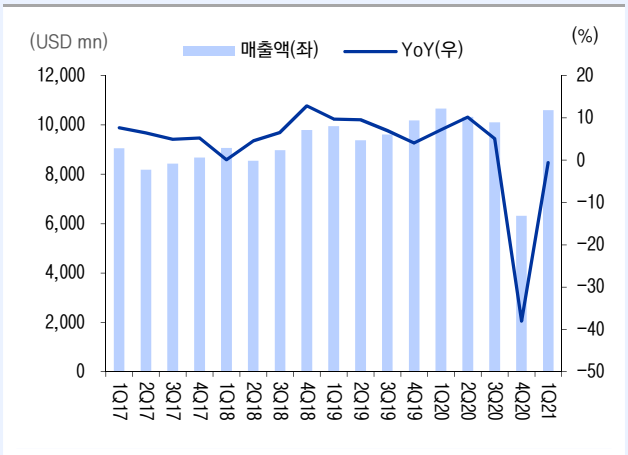
5 개 비상장 패션 플랫폼 기업 영업이익 합산



자료: 각 사 감사보고서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 무신사, 난다, 육육걸즈, 더블유컨셉코리아, 엔라인

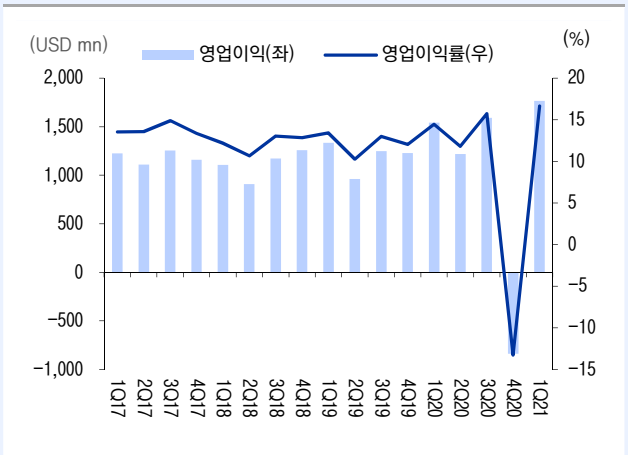
- **1. 디지털: 코로나 19 가 끝나든 아니든 강할 채널**
- **20 년 이전에 부상한 플랫폼 기업에 주목할 필요 있음**
- **기존 기업의 Digital Transformation 에 주목**

NIKE 매출 동향



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

NIKE 영업이익 동향

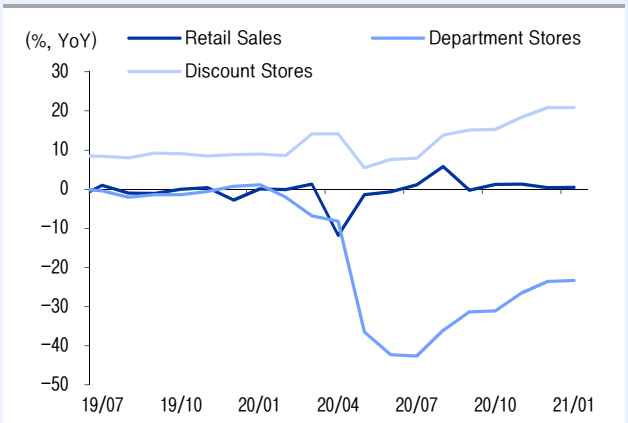


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **2. 브랜드: 글로벌 대형 브랜드사, 2021 년에 본격 시장 확장 예상**
- **국내 브랜드사의 경쟁 비용이 다소 상승할 수 있으나 길게 보면 동반 성장하게 될 것**
- **화장품 등 의류 외의 품목으로 포트폴리오를 확장하며 브랜드 가치를 증대시키는 기업에도 주목**

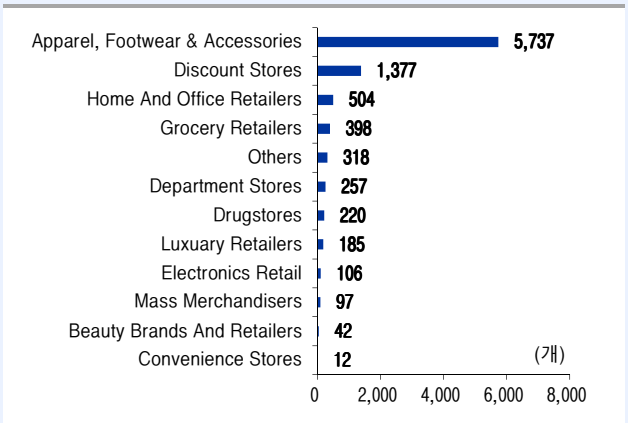
Key Charts

미국 소매 매출 YoY 추이 (~21/01)



자료: Johnson Redbook, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Revenue, MoM Retail Sales, MTD NSA Department / Discount Stores

미국 오프라인 업체 폐점 추이(2019 년 이후)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- **3. 소싱: 2020 년에 Vendor, Buyer 양쪽에서의 Consolidation 현상 발생**
- **즉 Player 들의 숫자 자체가 줄어들며 의류유통 못지 않게 제조 측면에서도 급격한 변화 일어남**
- **2015 년 이후 중국 공급망이 쇠퇴하며 새로 떠오른 한국, 대만 기업 중심으로 적자생존 현상 있을 것**

커버리지 주요 기업 수익 구조 요약(3Q20 연결실적 기준)

항목	F&F	휠라홀딩스	코웰패션	한세실업	영원무역
구분	브랜드(애슬레저)	브랜드(애슬레저)	브랜드(온라인)	OEM	OEM 70.6%, 브랜드 29.4%
해외 매출 비중	국내 84.6%, 홍콩 4.1% 중국 9.1%, 유럽 2.2%	국내 19.9%, 해외 80.1%	국내 94.6%, 해외 5.4%	해외 99% 이상	해외 99% 이상
온라인 매출 비중	5~10%	휠라코리아 기준 15~20%	온라인 97%(홈쇼핑, E커머스 포함)	-	-
생산 위치	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱	베트남, 인도네시아, 니카라과, 과테말라, 미얀마, 아이티	방글라데시, 베트남, 중국
정상판매비율	-	70% 가량	-	-	-
재고자산 회전율	0.85	1.41	0.86	1.24	2.07
주요 채널 혹은 고객	-	휠라코리아: 소매(백화점, 브랜드 점포 등) 6 : 도매 4(주요 온라인 채널) (일시적. 원래 7 : 3). Acushnet: 도매 9	홈쇼핑 80%(LIVE 6개 +T커머스), E커머스 17%, 오프라인 매장 3%	주요 고객: TARGET, OLD NAVY, GAP, KOHL'S, WAL-MART, PINK, H&M	주요 고객: 노스페이스, 앵겔버트, 파타고니아, 룰루레몬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

산업분석

섬유의복
Overweight

회복 너머의 변화

2021 년 전망: 디지털, 브랜드, 소싱

Contents

Part I	2021 년 소비시장 전망	11
Part II	의류 산업 기초	29
Part III	디지털, 브랜드, 소싱	40
Part IV	결론 및 투자의견	50

기업분석

F&F (007700)	54
코웰패션 (033290)	60
휠라홀딩스 (081660)	67
영원무역 (111770)	76
한세실업 (105630)	83

Part I

2021 년 소비 시장 전망

해외 소비시장 먼저 회복

2021년 글로벌 의류 산업을 바라보는 첫 번째 포인트는 소비시장이 확실히 반등 가능한지, Pent-Up 소비가 일어날 것인지, 일어난다면 어떤 카테고리에서 먼저 반등이 올지 여부다. 이에 관해서는 각 국가별 소득, 일자리 데이터의 반등을 먼저 확인해야 한다. 시점 확인 이후에는 중국 중심의 해외 소비시장이 내수보다 먼저 돌아설 것이며 카테고리는 럭셔리에서 먼저 반응이 나타날 것으로 판단한다.

국가별로 한국은 아직 의류 주요 지표가 부진하지만, 온라인이 여전히 견조한 가운데 백화점 등의 주요 업체에서 회복이 관찰되고 있다는 점, 온라인 해외직접판매 데이터에서 미국 비중이 가파르게 상승한 점, 수출 데이터가 크게 늘어난 점을 주목한다. 미국은 연말들어 회복세가 둔화되는 모습을 보여주었으나, 재고수준이 감소하고 소비심리가 소폭이나마 돌아서고 있다. 다만 비수기 재고가 남아있을 가능성, 오프라인 매장 재오픈 중 할인점 위주로 활력을 찾고있는 점은 글로벌 OEM 업체에게 부담이 될 수 있다. 중국은 세 국가 중 가장 빠르게 소매판매액 규모, 소비심리가 돌아섰다. 위안화 강세 역시 중국 시장의 해외 구매를 뒷받침해준다.

소비 시장, 혼재된 시그널

특이했던 한 해

2020 Review

2020년 섬유의복을 비롯한 경기소비재 전반은 코로나19로 인해 크게 타격을 입었다. 필수소비재인 음식료의 경우 외식 관련 업체들이 큰 타격을 받은 반면 내식 위주의 가공식품 업체들은 가파르게 성장하는 등, 밸류체인 및 세부업종 내에서도 상당히 상반된 모습을 보였다. 반면 상대적 경기소비재에 속하는 의류는 주요 국가 전체에서 소비 규모가 줄어들며 밸류체인 내 대부분의 기업이 너나할 것 없이 부진했다. 2Q20 저점 이후 점차 회복되고 있지만 아직 그 강도는 약한 모습이다.

그 동안의 경기소비재는 소매판매, 소비심리, 실적, 주가 네 가지 현상 중 일부가 앞서거나 뒤따라가며 움직이는 모습을 보였다면, 팬데믹이 불러온 시장에서는 이 네 가지 모두가 동시에 쇼크를 받은 후 엇갈리며 회복하는 모습을 보이고 있다. 연말에 가까워지며 회복 기조를 보이고는 있지만 코로나19 이전으로 돌아가기에는 아직 갈길이 멀다. 이에 따라 2021년 소비재를 바라볼 때의 관건은 단연코 글로벌 소비수요 회복의 방향성과 속도라고 할 수 있을 것이다.

2021년에 의류를 포함하는 경기소비재를 바라볼 때 단기적으로 2020년보다는 나아질 것이라는 낙관론이 나와있는 상태다. 중국 소비수요 회복과 백신 기대감이 반영되어 있기 때문이다. 시장에서도 소비재 전체를 바라볼 때 '코로나19 이전 수준까지 회복되지 못하겠지만 적어도 2020년보다는 나아지는 상황에서의 점진적 회복'을 가장 유력한 케이스로 꼽으며 Pent-Up 소비의 출현을 기대한다. 물론 이번 전망의 기본 전제에도 이러한 흐름을 Base Scenario로 채택했지만, 여기에는 몇 가지 필요조건이 있다는 점을 짚고 넘어가고 싶다.

표1 시나리오별 2021 년 섬유의복 산업 전망 요약

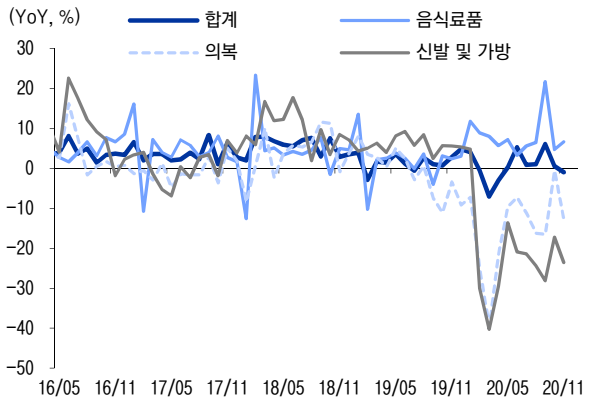
구분	Base Scenario	Bear Scenario
경제	적어도 2020년보다는 나아지는 상황에서의 점진적 회복	백신 실질효과 지연, 회복 이전에 n차 재확산 발생
채널별	오프라인 점진적 회복	주요국 락다운 지속, 오프라인 부진
재고수준	북미, 유럽 등 주요 거래선 재고 비축 시작	북미, 유럽 등 주요 거래선 비축된 재고 소진 집중
Pent-Up 발생	O	X
국가별	중국 〉 미국 〉 한국 〉 유럽	
밸류체인별	브랜드 〉 OEM/ODM	브랜드 〈 OEM/ODM
제품/서비스별	럭셔리 〉 애슬레져 〉 신발 〉 캐주얼〉 홈웨어 〉 기타	애슬레져 〉 럭셔리 〉 홈웨어 〉 캐주얼 〉 신발 〉 기타
가격대별	Luxury 〉 Affordable	Luxury 〈 Affordable
투자 전략	Overweight. 선별적 카테고리 투자 긍정적	Neutral. 비중 축소
선호 국내기업	F&F, 휠라홀딩스, 코웰패션	한세실업, 영원무역
선호 해외기업	LVMH, Adidas, NIKE, Farfetch	Makalot, Eclat

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

첫 번째, 소비 그 자체: 아직 낙관은 이르다

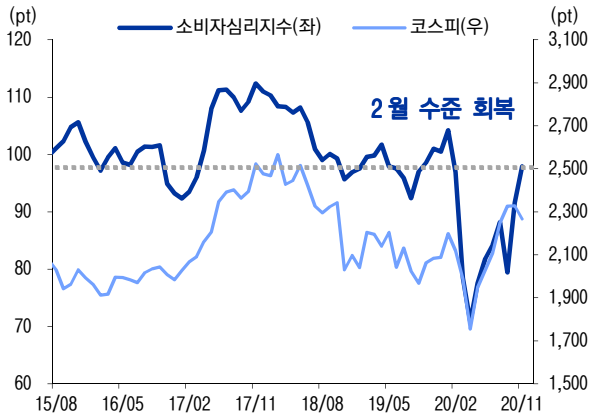
Base Scenario대로 글로벌 경제가 전개된다고 가정했을 때 의류 산업 전망에서 주목해야 할 첫 번째 포인트는 소비 그 자체에 관한 것이다. 2020년 연말의 소비시즌 데이터는 소비 시장 턴어라운드의 변곡점을 시사하고 있을지, 2021년 글로벌 전체의 소비 수요는 얼마나 회복될 수 있을지, 만약 회복된다면 과연 '미뤄둔(Pent-Up)' 소비 경향이 나타나줄지, 나타난다면 어떤 카테고리에서 먼저 반등이 올지, 또한 각 소비재 업체들이 코로나19 이전과 구조적으로 달라진 부분은 무엇인지, 중국의 소비 회복은 얼마나 도움이 될 것인지 등이 주요 질문 사항이다.

그림1 국내 주요 소매판매액 품목 YoY 증감 추이 (~20/11)



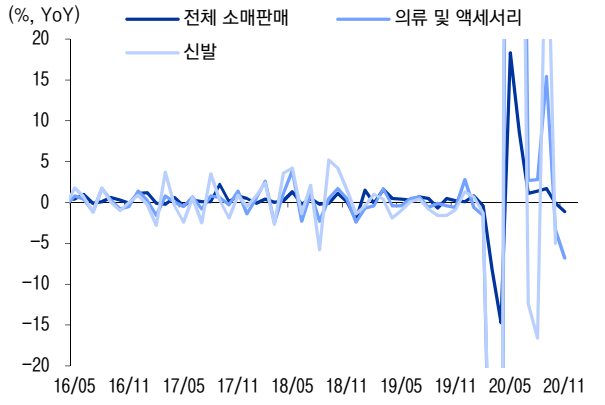
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 국내 소비자심리지수 추이 (~20/11)



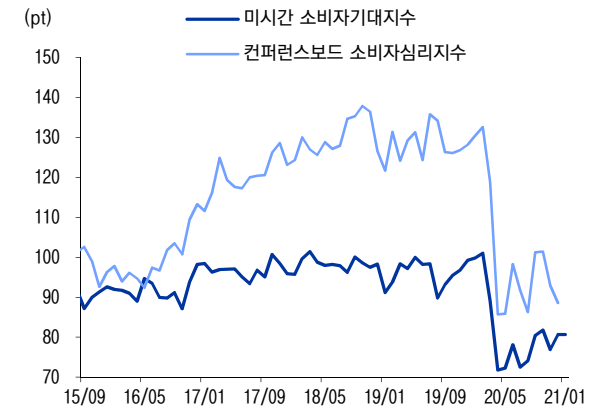
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 소매판매 YoY 추이(명목) (~20/11)



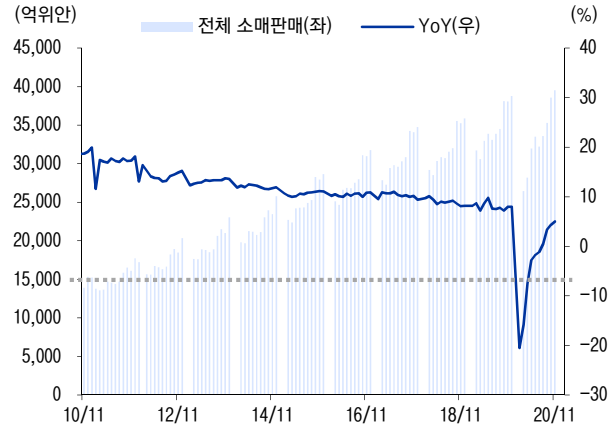
자료: 미국통계청, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 미국 소비자심리지수 추이 (~20/12, ~21/01)



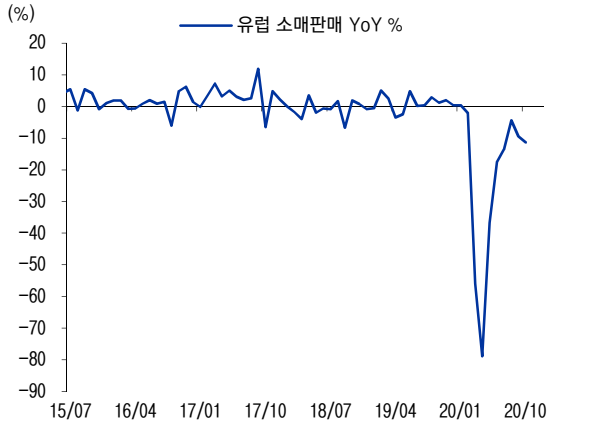
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국 전체 소매판매 추이 (~20/11)



자료: 中国国家统计局, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 유럽 의류 소매판매 추이 (~20/10)



자료: Eurostat, 이베스트투자증권 리서치센터

이처럼 소비심리와 실제소비가 다소 상반되어서 나타나는 까닭은 연말까지의 어느정도 회복된 소비수준에는 각 국가가 재정지출, 재난지원금 등 현금을 푼 부분의 기여도도 포함되기 때문이다. 임금 대비 부동산 등의 자산가격에 따른 자산효과도 고려해야 한다. 경제에 대출 지원이나 이전소득이 발생하면 (소비 심리는 올라갈수 있어도) 항상 그만큼의 소비가 발생하는 것이 아니라 자산시장에 어느정도 유동성으로 흘러들어간다. 간단한 예시를 생활 전반에서 찾아볼 수 있다. 대학생 월세 지원 정책이 생기면 대학가의 월세 가격이 일제히 오르는 현상을 생각해보자.

이런 이전소득으로 인한 소비는 일시적일 수 밖에 없어서, 2021년에 소비가 회복되는 추이가 계속 유지되려면 결국 소득 자체가 올라야하거나 다른데 고정적으로 나가는 비용이 적어져야 한다.

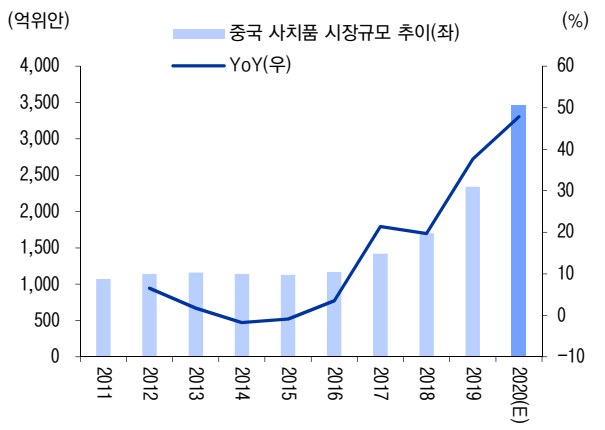
미국을 예로 들면, 가처분 소득은 증가하고 있지만 이는 오프라인 소비가 급감한 영향이 더 크다. 실업 관련 데이터를 살펴보면 신규실업수당 청구건수는 줄어들고 있지만 영구 실업자 비중이 늘고있는 점도 주의할 부분이다. 비용 역시 우려된다. 글로벌 주택가격이 높아져서 임대가격이 상승해 개인이 내는 고정비용이 상승했다(실질적으로 소득이 줄어든 것이나 마찬가지 효과). 결국 소비 회복은 장기적인 관점에서 봐야한다는 결론이다.

소비 품목의 문제

Pent-Up 소비 수요 발생 여부 역시 결국은 위와 같은 맥락이다. 폭발적 소비를 기대하기에는, 적어도 현 시점에서 소득 및 일자리 데이터가 아직 충분히 올라오지 않아 제한이 있다. 일단 국내외에서 소비 자체가 생각보다 많이 줄어든 것은 아니라는 점을 주의해야 한다. 외식, 여행, 오프라인 판매 등이 줄어들고 온라인, 가정 내 소비가 늘어난 것처럼 소비의 포트폴리오에 큰 변화가 있었을 뿐이다. 이는 고가형 소비(럭셔리), 중저가형 소비 양쪽 모두 마찬가지다.

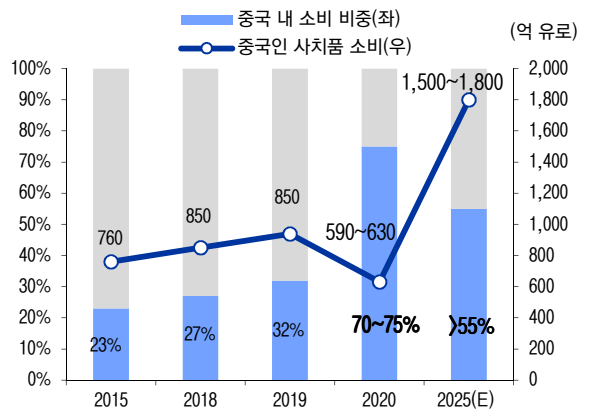
Base Scenario에 따라 각국에서의 소득 및 일자리 데이터의 반등이 어느정도 확인된다는 전제 하에, 국내보다는 중국 중심의 해외 소비시장이 먼저 회복될 것이라고 판단한다. 회복 순서는 중국>미국>한국>유럽 순서일 것으로 예상한다. 또한 이 경우 일반적인 가격대의 카테고리보다는 럭셔리 카테고리에서 선제적으로 반응이 나타날 것이다.

그림7 중국 사치품 시장규모 추이 전망



자료: Bain & Company, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 중국 사치품 소비 전망 및 중국 내 소비 비중



자료: Bain & Company, 이베스트투자증권 리서치센터

Pent-Up 소비 발생시 중국 수요가 받쳐주는 럭셔리 시장 가장 먼저 반등할 것

럭셔리 카테고리 선제 턴어라운드 전망 이유는, 2020년 글로벌 펜데믹으로 세계 사치품 시장이 YoY 23% 가량 위축된 가운데 중국에서만 사치품 소비가 YoY약 48% 이상 증가한 3,460억 위안에 달할 것으로 전망되기 때문이다. 중국의 세계 사치품 소비 비중도 2019년의 11%에서 2020년의 20%로 확대될 전망이다. 글로벌 시장조사기관 Bain & Cmpany와 알리바바의 패션 명품 판매 채널인 '티몰 럭셔리'에서, 올해 중국은 세계에서 유일하게 플러스 성장한 사치품 소비시장이라고 진단했다.

이러한 20년의 중국 럭셔리 시장의 가파른 성장은 해외 여행이 막히며 중국인의 명품 해외소비가 국내로 유턴된 요인이 가장 크다. 그 동안 중국 정부에서 여러 차례 소비재 관세인하 조치를 시행했음에도 불구하고 더 비싼 중국 내수 사치품 가격과 가짜 제품에 대한 우려 때문에, 2020년 이전에는 중국 전체 사치품 소비에서 해외 구매 비중이 70% 가량 차지했다. 그런데 이 수요가 코로나19 이후 중국 내로 돌아선 것이다. 하이난 관내 면세점 매출액의 증가도 또 다른 요인이다.

전통적으로 럭셔리 전체 시장의 턴어라운드를 위해서는 여행업의 선회복 확인이 아주 중요했다. 2019년 연간 기준 럭셔리 카테고리 내의 글로벌 기업 전체에서 여행이 관여하는 매출 비중은 대략 10~35% 가량이다[표 2]. 다만 글로벌 여행업이 어느 정도 회복되기까지 2~3년 정도 더 걸릴 것으로 시장이 바라보고 있음에도 불구하고, 중국 수요가 끌어올리는 글로벌 럭셔리 시장이 상승할 것으로 전망하는 이유는 다음과 같다.

첫 번째로, 위안화 강세 전망은 중국인의 해외 구매를 촉진하는 주요 요인 중 하나다. 일반적으로 위안화 약세 시 해외지역 구매 요인이 감소하고 위안화 강세 시 해외지역 구매 요인이 증가한다[그림 10]. 두 번째로 [그림 8]에서 보듯 2020년에 중국 내로 유입된 중국인의 명품 소비 수요의 일부는 향후 다시 해외 시장에 풀릴 것으로 전망된다. 25년까지의 되돌림 폭은 15~20% 가량으로, 이는 이전의 시장 자체 성장폭 보다 크다. 세 번째, 의류 시장의 주요 포인트와 마찬가지로 럭셔리 시장 역시 온라인 채널이 비중이 커지고 있기 때문에, 예전과 같은 여행업 매출 비중은 자연스레 줄어들 것이다. [그림 11]을 보면 2018년의 사치품 온라인 소비가 중국 내 전체 사치품 소비액에서 차지하는 비중이 10%를 돌파한 후 2년 만에 20%를 돌파할 것으로 나타났다. 온/오프라인 사치품 소비증감률을 살펴보면 온라인 사치품 소비는 2015~2019년 5년 간 오프라인을 웃돌고 있다. 2019~2020년 증가세를 비교해보면 오프라인 부문은 32% 증가한데 반해 온라인 증가율은 150%를 넘어섰다. 글로벌 전체 수요와 비교해보면, [그림 13]처럼 글로벌 전체적으로 개인 럭셔리 매출에서 이커머스가 차지하는 비중이 올라가는 가운데 중국 역시 상승 추이인 것을 확인할 수 있다.

이에 수혜받을 수 있는 글로벌 럭셔리 기업을 [표 4]에서 정리했다. 보통 럭셔리 산업이라고 했을 때 의복 및 액세서리 류뿐만 아니라 와인, 시계 등의 재화류와 호텔, 요트 등의 체험/서비스류, 그리고 미술경매 같은 대체투자 범위까지 넓게 포함한다. 여기서는 의복 및 액세서리 류에만 해당하는 기업을 정리했다.

표2 Spending by Nationality: in, Out of Region (2019)

Region	Spend by Nationality 2019	$ Billions	Spend in Region 2019	$ Billions	Tourism Exposure ($$ Billions)
Chinese	35%	124	11%	39	85
American	22%	78	30%	107	-28
European	17%	60	21%	110	-50
Other Asian	11%	39	15%	53	-14
Japanese	10%	36	9%	32	5
Rest of World	6%	21	4%	14	7
Approximate Size ($ Bn)	-	355	-	-	-

자료: Bain Altagamma data, reported by Kering, market Size by Euromonitor, 이베스트투자증권 리서치센터

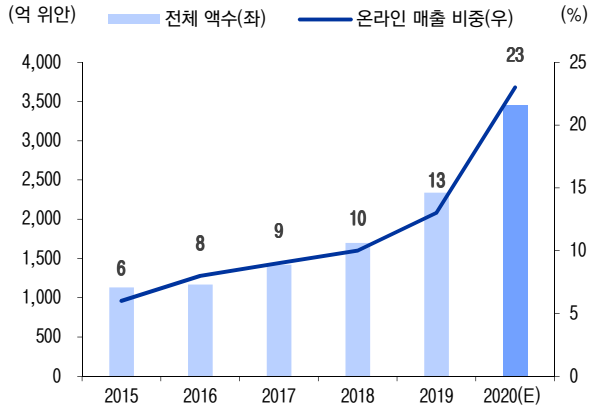
그림9 S&P 의류 및 의류유통 대비 글로벌 럭셔리 지수

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 위안화 환율 추이

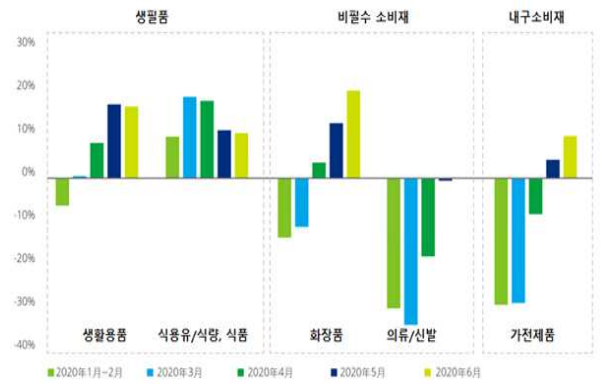
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 중국 내 온/오프라인 사치품 소비 현황



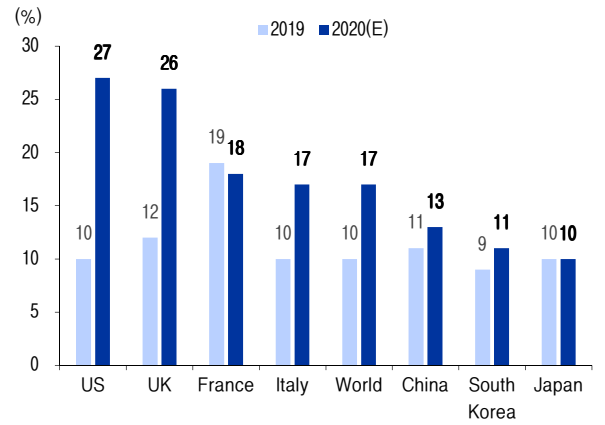
자료: Bain & Company, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 코로나 19 이후 중국 소비재 판매액 변화 추이



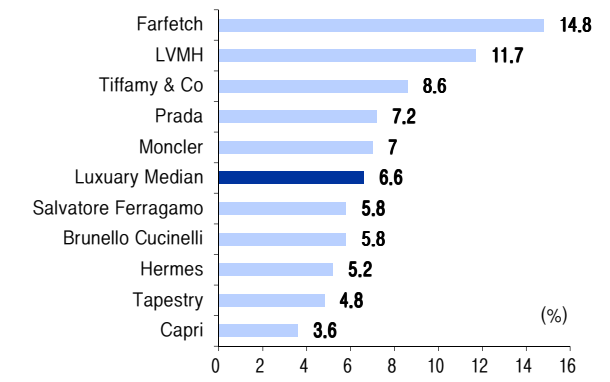
자료: 중국 국가통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 E-Commerce Share of Personal Luxuary Sales



자료: Euromonitor Passport, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 Ad Spend of as Percentage of Sales, Last Annual



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Most recently reported full-year figure

표3 Revenue Exposure to China, Asia

% Global Revenue	Asia	Asia Revenue (USD mn)	Asia Ex-Japan	China
Luxuary E-tail				
Farfetch	31%	① 187	-	-
Yoox-Net-a-Porter ③	17%	402	-	-
Luxuary Goods Makers		-		
Swatch	62%	5,337	-	-
Hermes	49%	3,414	35.9%	-
Salvatore Ferragamo	46%	738	37.5%	-
Prada	44%	1,636	32.9%	-
Moncler	43%	728	-	-
Kering	41%	6,415	32.0%	-
Richmont	41%	7,401	32.4%	24.9%
Burberry	41%	1,450	-	-
LVMH	36%	19,911	29.0%	-
Canada Goose	18%	② 150	-	-

자료: Farfetch, Richmont, 이베스트투자증권 리서치센터
주: ①Platform revenue about 32% of the value of all goods sold by Farfetch(GMV), ②Full Year Caculated From 1H20 Data, ③Richmont, 2017 Data

표4 글로벌 럭셔리 기업의 보유 브랜드 혹은 종속회사

기업명	국가	티커	시총 (mn $)	보유 브랜드 혹은 종속회사
LVMH	프랑스	MC FP	**303,579.0**	Berluti, Céline, Charles & Keith, Christian Dior(Minority Stake, Watches/Parfums 포함하지만 기성복, 꾸뛰르 포함x), Emilio Pucci, Fendi, Fenty (brand), Givenchy, Kenzo, Loewe, Loro Piana, Louis Vuitton, Marc Jacobs, Moynat, Nicholas Kirkwood, Patou, Rimowa, R. M. Williams, Thomas Pink
Kering	프랑스	KER FP	**85,796.8**	Alexander McQueen , Brioni , Gucci , Bottega Veneta , Balenciaga , Saint Lauren
Richemont	스웨덴	CFR SW	**50,708.6**	Peter Millar, Chloé, Purdey, Alaïa, Serapian, Dunhill
Prada Group	독일	PRP GR	**14,273.8**	Prada, Miu Miu , Car Shoe, Church´s
OTB	-	-	**-**	Justcavalli, DSQUARED2, Diesel, Maison Margiela , Paula Cademartori, Marni, Viktor & Rolf, Brave Kid, Staff International, Vivienne Westwood
AEFFE	이탈리아	AEF IM	**146.8**	Alberta Ferreti, Moschino , Philosophy di Lorenzo Serafini, Pollini
PVH Corp.	미국	PVH US	**6,728.9**	Burton , Dorothy Perkins , Evans , Miss Selfridge , Topman , Topshop, Wallis
VF Corp	미국	VFC US	**33,123.1**	Altra, Icebreaker, Eastpak, Smartwool, JanSport, The North Face, Timberland, Eagle Creek, Kipling, Napapijri, Vans, Bulwark, Dickies, Horace Small, Kodiak, Red Kap, Terra, Walls, Workrite, VF Solutions, Lee, Riders by Lee, Rock & Republic, Wrangler
Tapestry	미국	TPR US	**8,147.4**	Coach, Stuart Weitzman, Kate Spade
PUIG	-	-	**-**	Carolina Herrera, Paco Rabanne, Jean Paul Gaultier, Nina Ricci
Labelux	-	-	**-**	Zagliani, Jimmy Choo, Belstaff, Bally
Berberry	영국	BRBY LN	**9,606.0**	-
Hermes	프랑스	RMS FP	**110,262.3**	-
Ralph Lauren	미국	RL US	**7,407.6**	-

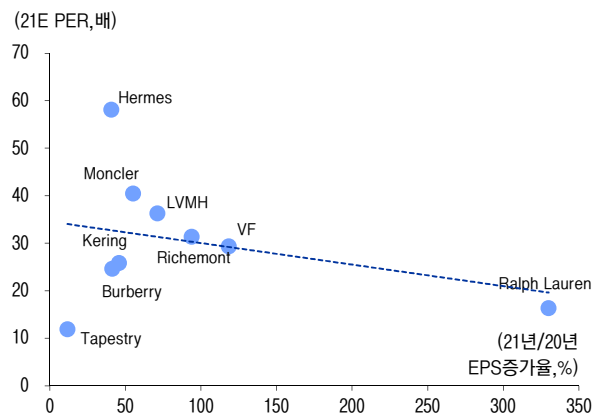
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 패션 외 복수의 사업을 영위하는 기업의 경우보유 브랜드/종속회사에 패션 브랜드만 나타냄. Minority Stake 혹은 투자기업이 있는 경우도 포함해 별도 표시

표5 글로벌 럭셔리 브랜드 Peer 실적 및 밸류에이션

구분		LVMH	Hermes	Kering	Richemont	VF	Moncler	Burberry	Tapestry	Ralph Lauren	PVH	평균
시가총액(백만$)		318,274	114,685	91,249	52,075	33,599	15,919	9,971	8,724	7,598	6,791	-
종가($)		630.5	1,086.3	722.6	90.7	86.2	61.6	24.6	31.5	103.9	95.5	-
매출액 (백만$)	19	60,083	7,706	17,781	16,199	10,267	1,822	3,571	6,027	6,313	9,657	-
	20E	55,227	8,956	19,097	17,774	11,204	2,117	3,495	5,539	5,593	8,944	-
	21E	65,878	8,956	19,097	17,774	11,204	2,117	3,495	5,539	5,593	8,944	-
OP	19	12,589	2,618	5,161	2,250	1,190	551	574	820	562	892	-
	20E	9,291	2,129	3,864	1,345	756	368	408	877	162	-61	-
	21E	13,612	2,938	5,250	2,267	1,469	585	545	954	611	664	-
OPM	19	21.0	34.0	29.0	13.9	11.6	30.2	16.1	13.6	8.9	9.2	18.7
	20E	16.8	23.8	20.2	7.6	6.7	17.4	11.7	15.8	2.9	-0.7	12.2
	21E	20.7	32.8	27.5	12.8	13.1	27.6	15.6	17.2	10.9	7.4	18.6
ROE(%)	19	19.6	23.6	21.4	16.4	26.4	27.4	23.3	21.0	16.3	13.2	20.9
	20E	10.7	15.7	17.5	3.9	21.7	13.5	15.4	22.4	4.0	-	13.9
	21E	16.4	19.0	22.4	7.2	45.3	17.9	19.6	23.1	15.8	8.9	19.6
PER(x)	19	29.1	45.4	33.6	13.2	30.4	28.2	23.7	12.3	18.9	10.7	24.6
	20E	62.2	81.8	37.7	60.9	64.3	62.9	34.8	13.4	70.6	-	54.3
	21E	36.3	58.2	25.9	31.4	29.4	40.5	24.7	12.0	16.4	14.5	28.9
PBR(x)	19	5.7	10.7	7.2	2.2	8.0	7.7	5.5	2.6	3.1	1.4	5.4
	20E	6.6	12.9	6.6	2.4	13.9	8.5	5.4	3.0	2.8	1.4	6.3
	21E	6.0	11.0	5.8	2.3	13.3	7.3	4.8	2.8	2.6	1.3	5.7
EV /EBITDA(x)	19	14.0	24.1	13.9	12.4	24.7	15.2	13.0	8.7	10.5	8.6	14.5
	20E	26.1	42.4	19.6	19.0	34.4	27.0	15.4	8.4	17.1	34.1	24.4
	21E	19.2	32.1	15.4	14.2	20.8	19.7	12.3	7.8	7.9	8.8	15.8
EPS(USD)	19	16.0	16.4	20.6	5.7	3.2	1.6	1.1	2.2	5.4	9.8	8.2
	20E	10.1	13.2	19.3	1.5	1.3	1.0	0.7	2.3	1.5	-1.9	4.9
	21E	17.2	18.5	28.1	2.9	2.9	1.5	1.0	2.6	6.3	6.5	8.7
EPS(%)	19	6.9	3.1	-40.9	125.5	-	2.0	18.2	59.7	168.8	40.7	42.7
	20E	-37.0	-19.8	-6.5	-74.0	-58.3	-38.9	-35.8	4.6	-72.5	-119.0	-45.7
	21E	71.2	40.6	45.8	93.8	118.3	55.0	41.2	11.7	329.9	-450.8	35.7

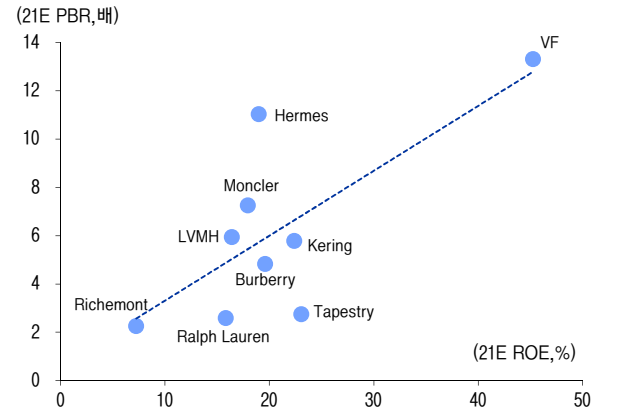
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 기준일: 2021.01.04. 해외기업은 컨센서스

그림15 글로벌 럭셔리 이익 성장률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 글로벌 럭셔리 가치 성장률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

두 번째, 각국 의류 소비 동향

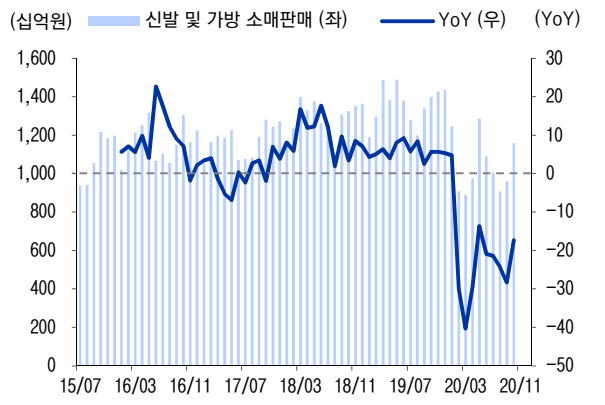
한국: 아직 부진한 내수

12월 말 발표 기준 11월 데이터를 보면, 의복 소매판매액 5조 4,878억(YoY -12.8%), 신발 및 가방 소매판매액 1조 928억(YoY -12.8%) 등 연말에 가까워지며 소매판매액 규모 축소의 폭이 줄어들다가 다시 확대되고 있다[그림 17, 18]. 이러한 연말 소비의 추이에는 재난지원금 효과와 연말 소비시즌 영향이 일부 반영된 점을 고려해야 한다. 특히 섬유, 의복류의 재고-출하 스프레드는 7월경 역대 최고치를 경신했다가 다시 줄어든 반면 가죽, 가방, 신발류의 스프레드는 계속해서 확대되고 있다[그림 20~22]. 부진한 내수와 달리 소비심리는 긍정적이다. 직전 달에 코스피 상승 대비 소비심리는 꺾여있는 모습을 보여준 것과 대비해 11월 데이터는 코스피가 꺾인것 대비해 소비심리는 올라온 모습을 보여주고 있다[그림 2]. 의류 지출 전망 역시 직전달에 꺾였다가 11월에 회복을 나타내고 있다[그림 19].

그림17 국내 의복 월별 소매판매액 추이 (~20/11)

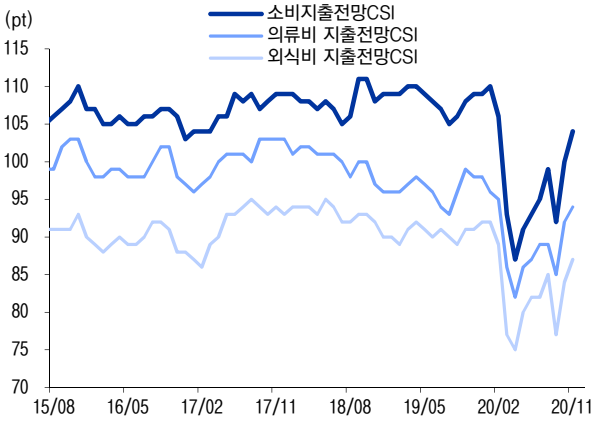
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 국내 신발 및 가방 월별 소매판매액 추이 (~20/11)



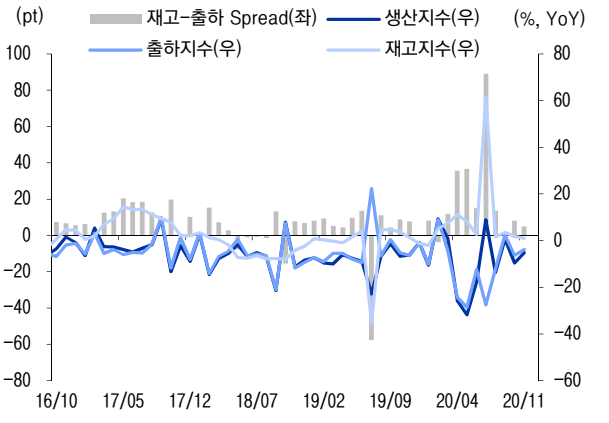
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 국내 의류비 지출전망 추이 (~20/11)



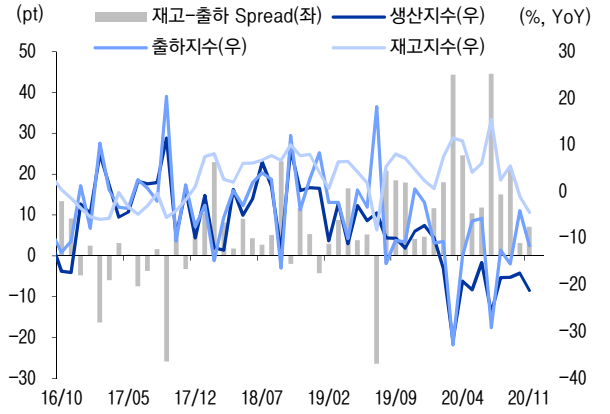
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 섬유제조(의복 외) 생산/출하/재고지수 (~20/11)



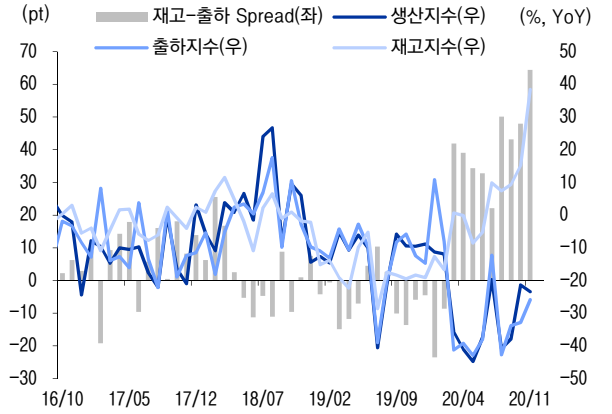
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 의복류 제조업 생산/출하/재고지수 (~20/11)



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 가죽, 가방, 신발 제조업 생산/출하/재고지수 (~20/11)

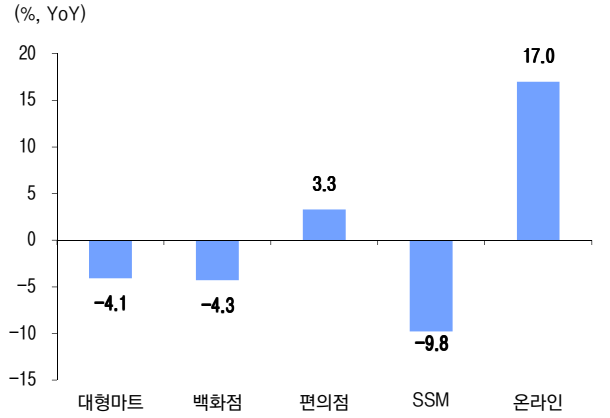


자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

채널별로는 여전히 온라인 성장이 강세를 보이고 있다. 온라인 전체 매출 신장률의 속도가 둔화되는 가운데 패션/의류 부문 매출 신장률은 올라오는 모양새다. 비중 역시 10월 기준으로 12.5%에 도달하는 등 유의미하게 성장했다.

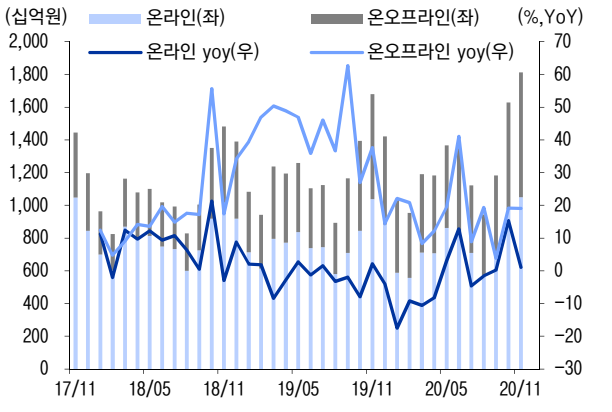
온라인 해외직접판매 데이터에서 눈여겨볼만한 점은 [그림 30]에서 알 수 있듯 코로나19로 인해 3Q20 기준 중국 비중(26.6%)이 가파르게 꺾이고 미국 비중(23.5%)이 상당히 올라왔다는 점일 것이다. 연말로 접어들며 중국이 회복되면서 다시 비중 순위가 원래대로 돌아가긴 했지만 예전처럼 중국 단일국가가 소비재에 막강한 영향을 미쳤던 시기는 아니라는 점이 중요하다. 의류 수출의 경우 20년 이후 큰 폭으로 액수가 상승하며 권역별 수출 비중에 상당한 변화가 있었다[그림 31, 32].

그림23 채널별 소매판매액 증감추이 (20/11 기준)



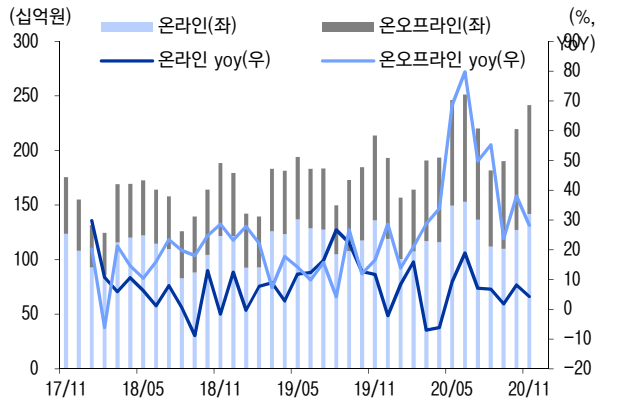
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 온라인 거래액 - 의복 (~20/11)



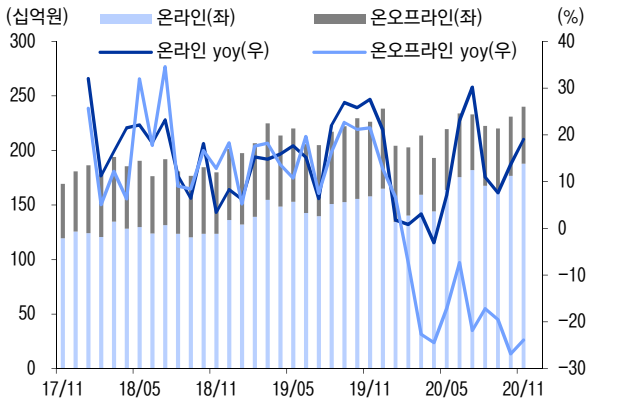
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 온라인 거래액 - 신발 (~20/11)



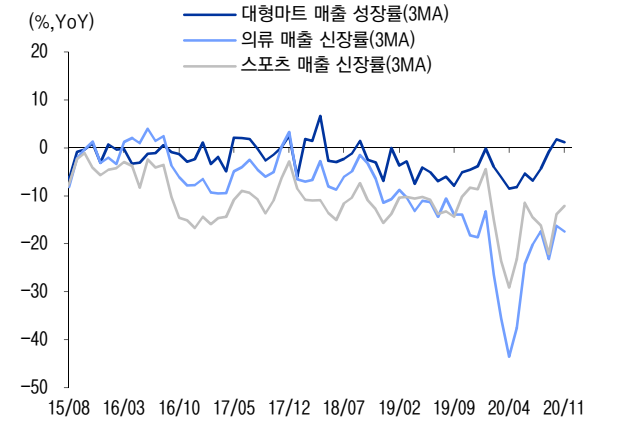
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 온라인 거래액 - 가방 (~20/11)



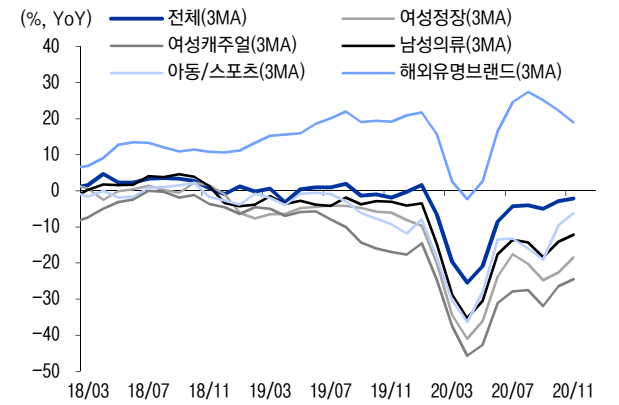
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 대형마트 의류 매출 신장률(3MA) (~20/11)



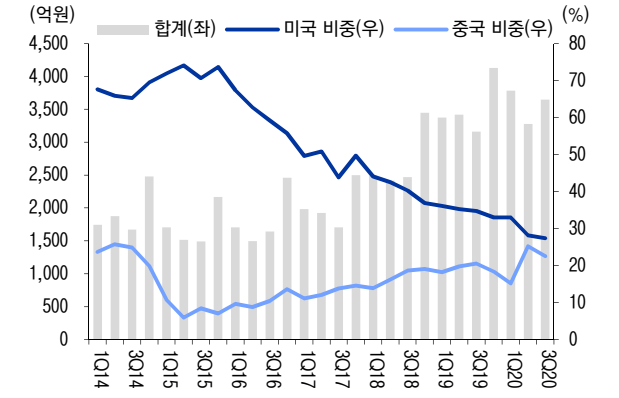
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 백화점 의류 매출 신장률(3MA) (~20/11)



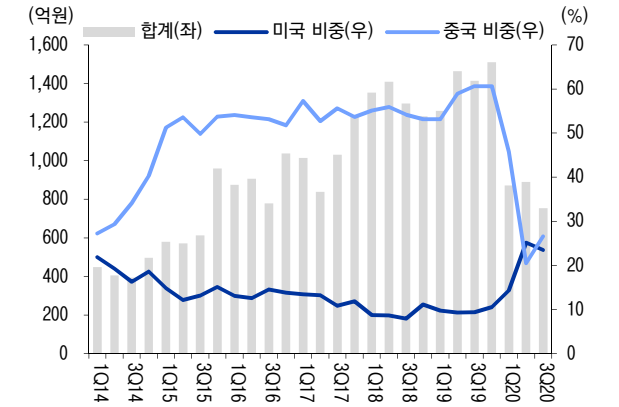
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 권역별 온라인쇼핑 해외직접구매액 - 의류 및 패션



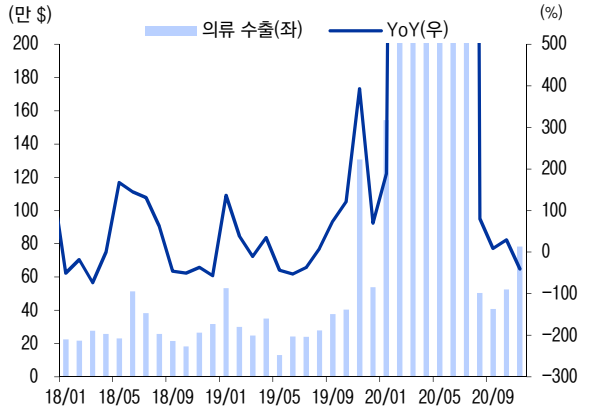
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 권역별 온라인쇼핑 해외직접판매액 - 의류 및 패션



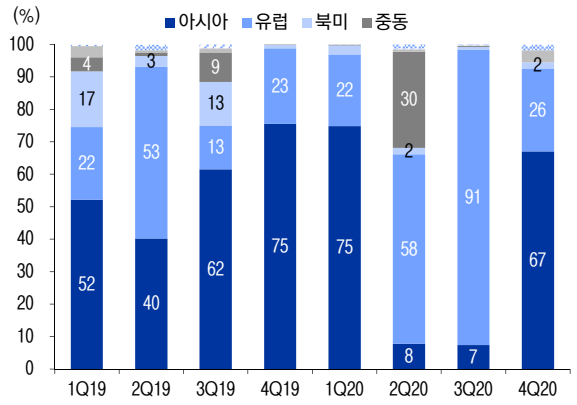
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 국내 의복류 월별 수출추이



자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: HSK 6210

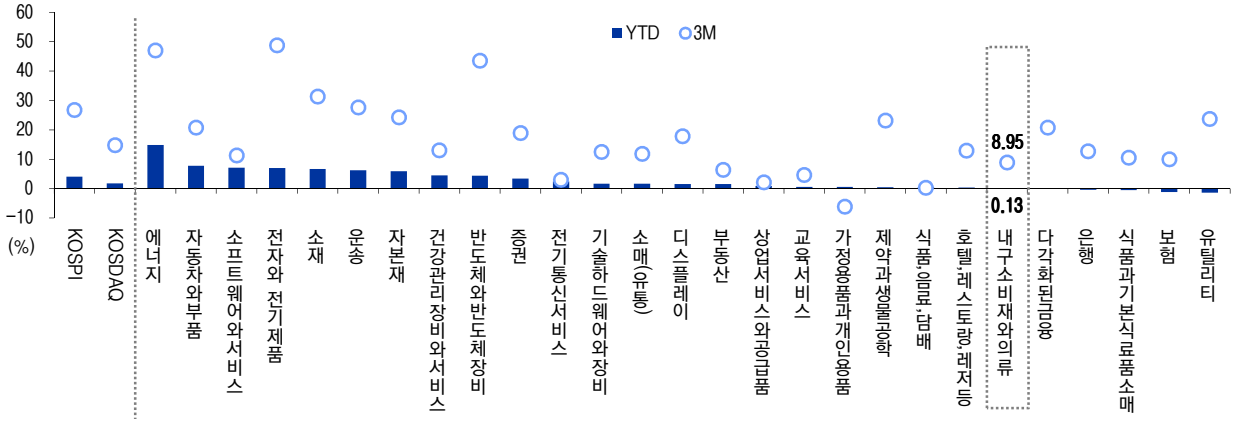
그림32 의복류 수출 권역별 비중 분기 추이



자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: HSK 6210

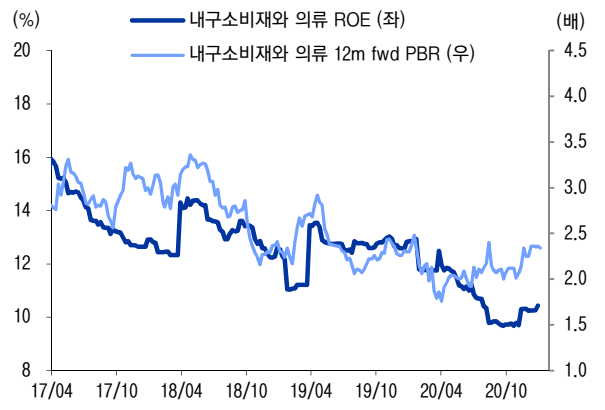
종합하자면 내수 소비 회복의 시그널이 보이고는 있지만 방향성을 잡기에는 아직 불확실한 상황이다. 다만 실물경기의 움직임과 주가에 괴리가 생기고 있는 점은 눈여겨 볼 만하다. 이를 보여주듯 기업 가치 컨센서스는 계속 우하향하고 있으며, 기업 이익 컨센서스는 옆으로 기고있다[그림 34, 35]. 주요 기업 합산 실적을 섬유, 브랜드, OEM으로 분리해서 살펴보았을 때 브랜드와 OEM 중에서는 브랜드가 더 실적 부진한 모습을 보였다[그림 38, 39]. OEM/ODM 업체들의 주요 매출이 해외에서 발생한다는 점을 고려하면 아직 내수 소비 회복 강도가 해외에 비해 약하다고 볼 수도 있겠다.

그림33 기간별 업종 수익률



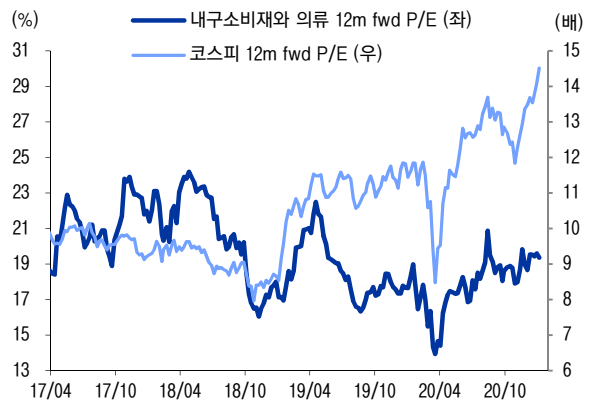
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 정렬은 2020년 수익률 기준, 기준일: 2020. 01. 05. 업종 기준은 WICS KSE Lv.2 (다섯자리 코드)

그림34 내구소비재와 의류 PBR 및 ROE 추이



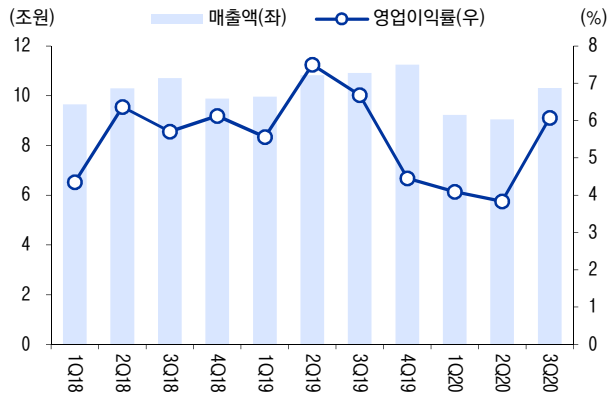
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 업종 구분은 퀀티와이즈 WICS26 KSE

그림35 내구소비재와 의류 및 코스피 PER 추이



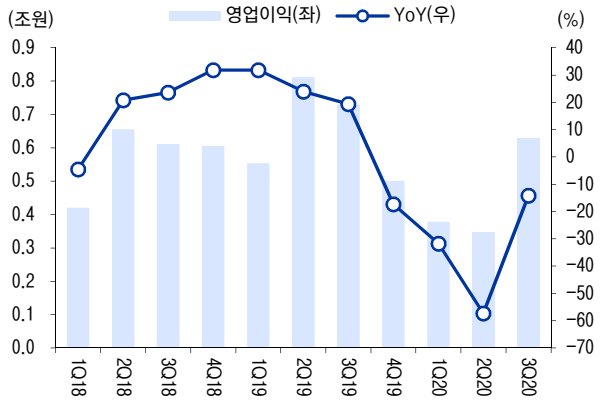
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 업종 구분은 퀀티와이즈 WICS26 KSE

그림36 의류 기업 합산 매출액 및 영업이익률 추이



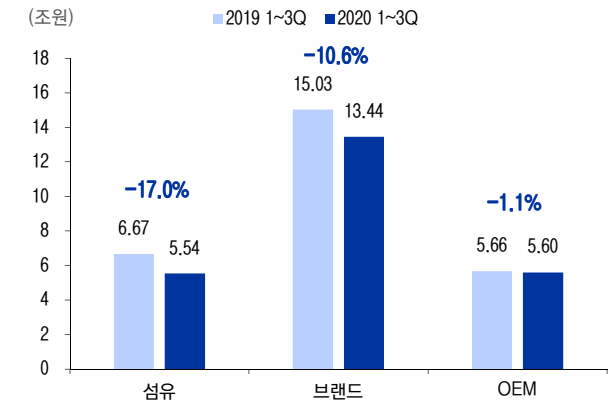
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3년치 매출, 영업이익, 순이익이 모두 존재하는 72개 기업

그림37 의류 기업 합산 영업이익 추이



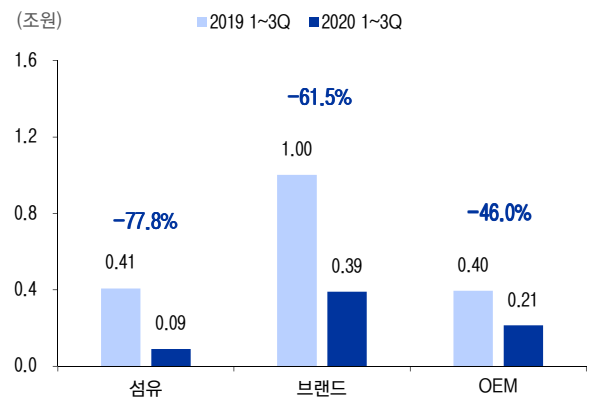
자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3년치 매출, 영업이익, 순이익이 모두 존재하는 72개 기업

그림38 업태별 1~3분기 매출액 합산 변화



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3년치 매출, 영업이익, 순이익이 모두 존재하는 72개 기업

그림39 업태별 1~3분기 영업이익 합산 변화



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 3년치 매출, 영업이익, 순이익이 모두 존재하는 72개 기업

미국: 한국보다는 빠른 턴어라운드

미국은 소매 전체, 럭셔리, 의류 모두 트래픽이 3월 이후 회복하다가 최근 들어 다시 꺾이는 모양이다[그림 40]. 11월 미국 의류&액세서리 소매판매액은 YoY -6.8% 하락했다. 9월에 상승한 다음 다시 가파르게 꺾였다. 다만 소비심리는 소폭이나마 돌아서고 있다.

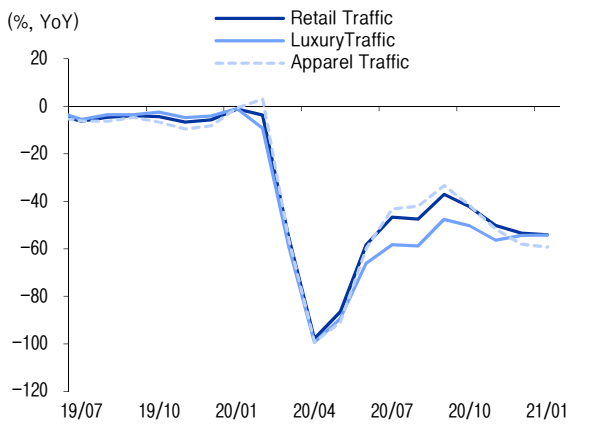
의복류 소매판매 추이가 여전히 부진함에도 불구하고, 전체 소매 재고수준이 가파르게 하락하다가 최근 다시 늘어나고 있는 와중 의류&액세서리 부문의 재고는 꾸준히 하락 추이라는 점이 눈에띈다. 9월 발표 기준 8월 의류 재고는 YoY -10% 감소했다. 2020년 연말로 접어들며 OEM/ODM 발주 회복이 포착되고 있지만, 현재 미국 내 비수기 물량의 재고가 남아있을 가능성이 있다.

이는 미국 의류 및 신발 수출 데이터를 살펴보면 알 수 있다. Apparel 부문 수입 규모는 올해 3분기 누계 기준으로는 약 28% 감소했다. 4월 코로나 팬데믹 이후 수입 규모가 YoY 60%까지 감소했으나, 9월 기준으로 -15%까지 감소폭이 완화되었다. 통상적으로 OEM/ODM 의류 수입 시장이 11~3월이 비수기, 5~9월이 성수기인 점을 감안할 때, 코로나19 상황에서 성수기 물량은 33% 가량 감소했다.

또한 미국 의류 시장이 한국과 다른 가장 큰 특징은 전반적인 소매판매가 큰 등락을 보여주지 않고 있는 와중, 백화점 매출은 크게 감소한 반면 할인점 매출은 상대적으로 견조하게 성장했다는 점이다[그림 41]. 오프라인 매장들이 지난 6월 이후 95% 이상 재오픈된 점을 감안할 수 있으나, 재오픈된 매장이 할인점 위주로 활력을 찾는 것은 주의해야한다. 즉 글로벌 OEM 업체들의 수주 시장이 회복되고 있는 것은 맞으나, 이것이 본격적인 턴어라운드가 시작되었다고 판단하기에는 아직 이르다.

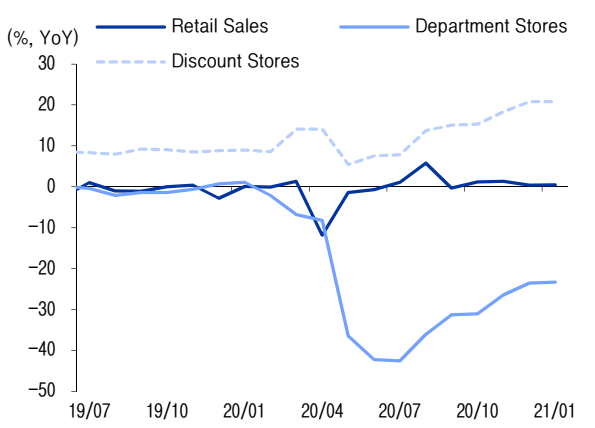
또한 2019년의 미중 무역분쟁과 2020년의 코로나19를 거치며 미국의 의류 및 신발 품목에서 중국 수입 비중이 급격하게 줄어들었다. 반면 다른 국가들의 비중이 조금씩 오르는 와중 베트남의 비중이 크게 늘어난 점이 눈에띈다.

그림40 미국 부문별 월간 트래픽 YoY 추이 (~21/01)



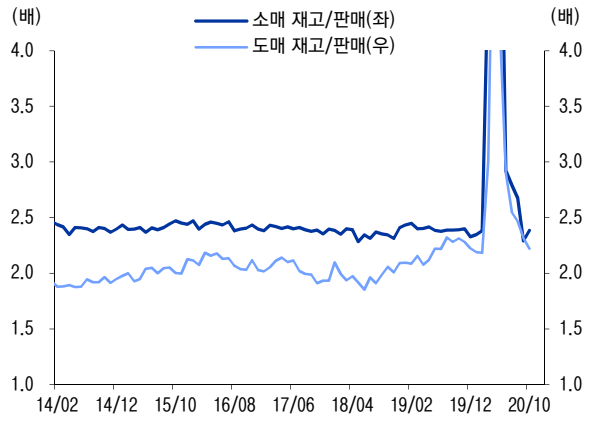
자료: Prodco, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: MTD Prodoco N.A

그림41 미국 소매 매출 YoY 추이 (~21/01)



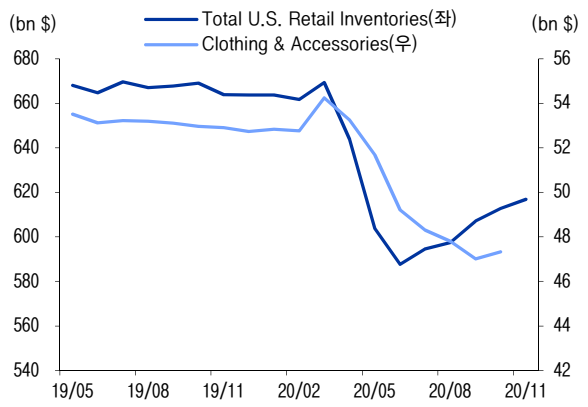
자료: Johnson Redbook, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Revenue, MoM Retail Sales, MTD NSA Department / Discount Stores

그림42 미국 의복 및 액세서리 도소매 재고비율 (~20/10)



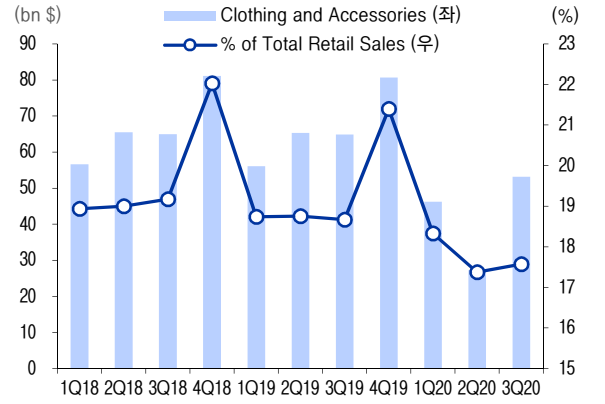
자료: NAICS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 미국 전체 소매 대비 의류 재고추이 (~20/11, 20/10)



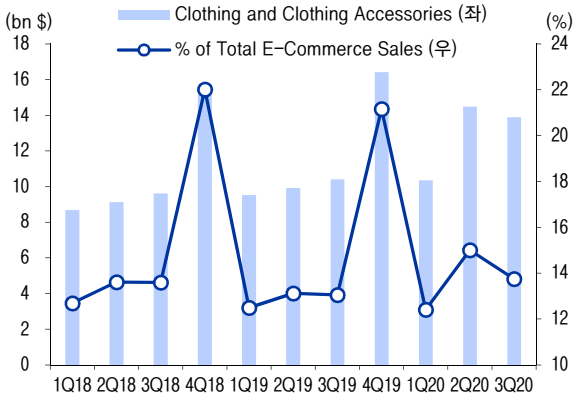
자료: Cemsus, 이베스트투자증권 리서치센터
주: SA 기준

그림44 미국 의류 및 악세서리 총 소매판매 비중 추이



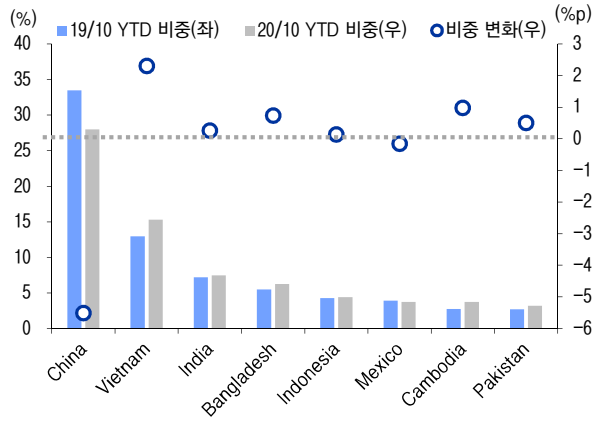
자료: Census, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 미국 의류 및 악세서리 이커머스 소매판매 비중 추이



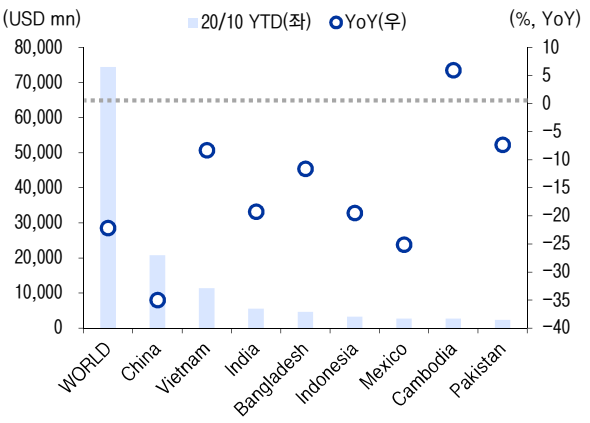
자료: Census, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 미국의 국가별 섬유/의류 수입 비중 변화 (~20/10)



자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: TOTAL TEXTILE AND APPAREL IMPORTS 기준

그림47 미국의 국가별 섬유/의류 수입 규모 변화 (~20/10)

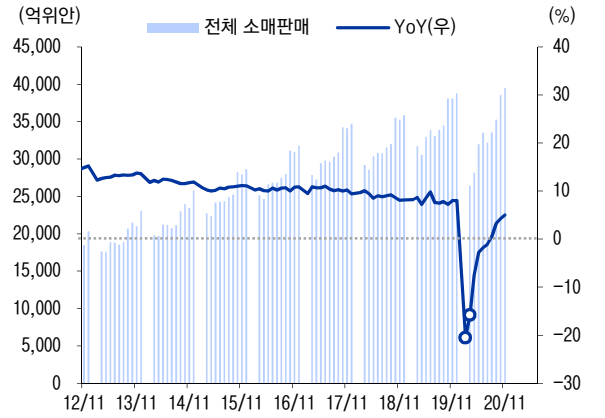


자료: OTEXA, 이베스트투자증권 리서치센터
주: TOTAL TEXTILE AND APPAREL IMPORTS 기준

중국: 가장 빠른 의류 소비 회복

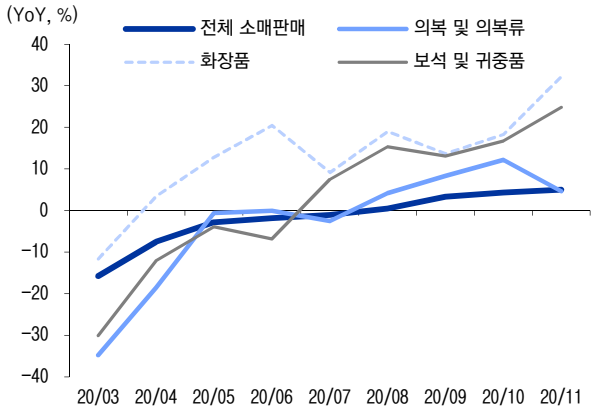
중국은 한국보다 빠르게 소비심리가 회복되면서, 가장 먼저 회복될 국가로 기대된다. 이에 따라 2021년 중국 소비시장 모멘텀이 주목받고 있다. 이를 보여주듯 주요 소비재 품목의 소매판매는 계속 증가하고 있다. 특히 3월 소비 전반이 타격받은 이후 9월부터 YoY 기준 증가세로 반전하며 가장 빠른 소비회복 시그널을 보여, 11월 기준 의류 소매판매액은 전년동기대비 +4.6% 증가한 모습이다. 소비자심리지수 역시 소매판매액 증가에 동행하는 안정적 모습을 보이고 있다. 다만 트렌드로 봤을 때는 화장품, 보석, 귀중품 위주의 수요가 전체 소매판매를 견인하고 있으며 의복은 연말에 가까워지며 잠시 모멘텀이 꺾였다[그림 49].

그림48 중국 전체 소매판매 추이 (~20/11)



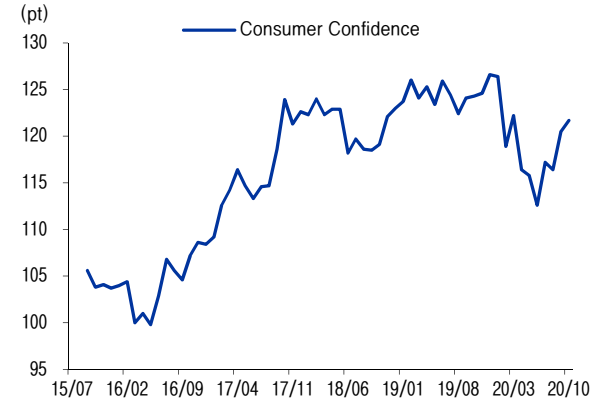
자료: 中国国家统计局, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 중국 부문별 소매판매액 YoY (명목) (~20/11)



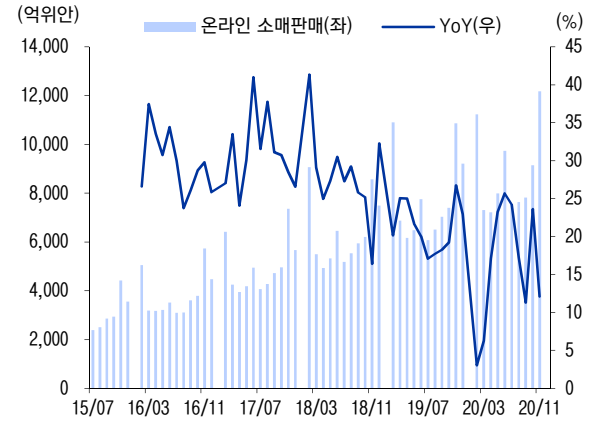
자료: 中国国家统计局, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 중국 Consumer Confidence



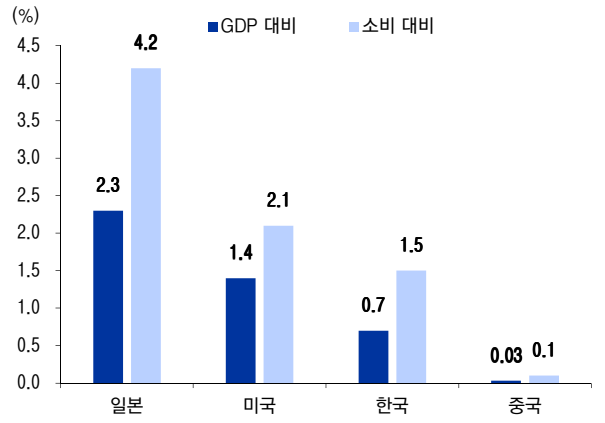
자료: 中国国家统计局, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 중국 온라인 소매판매 (~20/11)



자료: 中国国家统计局, 이베스트투자증권 리서치센터
주: YTD 기준을 변환

그림52 주요국 소비지원 규모



자료: 각 국 정부, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 주요국 소비지원 정책

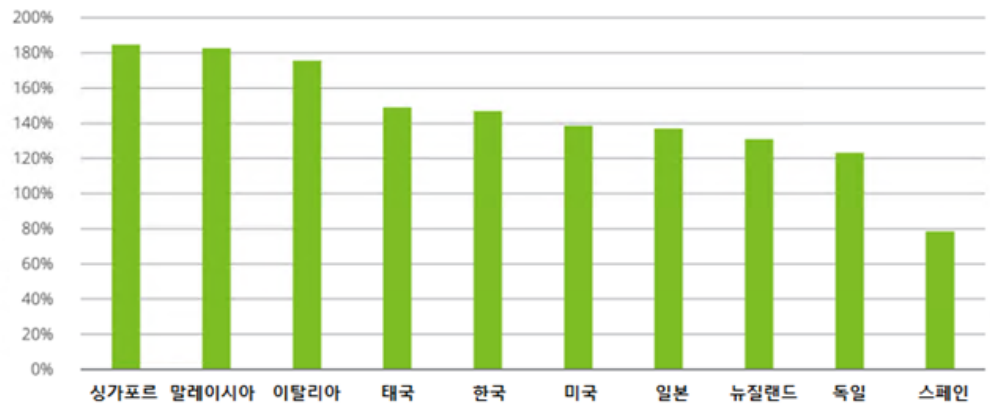
국가	내용
미국	총 3,000억 달러(성인 1,200달러, 아이 500달러) 긴급재난지원금(20.03월)
한국	14.3조원(추경 12.2조, 지방비 2.1조), 긴급재난지원금(20.5월)
일본	1인당 10만엔(12조 8,803억엔) 재난지원금(20.4월)
중국	8월 말까지 소비지원금 누적 200억 위안 초과(중국사회과학원, 20.09월)

자료: 각국 정부, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 한미일은 전국민대상 지원금만 포함(9월 말)

특히 앞서 살펴본 사치재 동향과 달리 중국의 전체 온라인 수입 소비시장은 계속 상승세라는 점이 주목할만하다. 최근 몇 년간 중국 내수시장이 확대됨에 따라 수입 소비재 비중도 점차 상승하고 있는데, 중국 상무부에 따르면 코로나19사태 전인 2019년 중국 전자상거래 수입 규모는 918.1억 위안으로 전년 대비 16.8% 증가했다. 중국 경제가 발전하고 소비자들의 생활 및 소비가 개선되자 소비자들의 해외여행에 수요 역시 크게 상승되었다. 현재는 코로나로 인해 여행상품에 대한 소비를 할 수 없게 되자 이러한 억눌린 수요가 해외 상품에 대한 소비수요로 나타나게 되었다.

중국 정부는 디지털 경제, 라이브 커머스 등 온라인 경제모델을 발전시켜 코로나로 타격을 입은 내수시장을 회복시키려고 노력하고 있다. 온라인 구매는 오프라인샵의 매출이 타격을 받은 것에 비해, 오히려 큰 성장을 이룩했다. 이에 발맞춰 1~5월 중국 소비재 수입액도 전년 동기 대비 23% 증가한 441.7억 위안을 기록했다.

그림53 2020년 1~8월 티몰국제 플랫폼 주요 수입대상국 상품 판매액 증가율



자료: Deloitte, 티몰국제, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

의류 산업 기초

섬유의복 산업 기초

의류 산업의 밸류체인을 분석하고, 밸류체인별, 가격/서비스별, 가격대별로 국내외 주요 기업을 분류했다. 그 다음 시장별 특징 및 주요 리스트를 정리하고, 의류 산업의 재무적 특징에 대해 정리했다. 한편 국내 브랜드사, OEM/ODM사의 특징과 국내 의류산업의 이익변수의 최근년도 변화를 분석했다. 핵심은 소득과 GDP에 판매량이 동행하는 산업 특징상 체질 개선 없이 성장성을 도모하기 힘들며, 기존 밸류체인에서 온라인 플랫폼 중심으로 시장이 재편되는 등의 변화로 인해 코로나19 이전에 이미 와있었던 부진 요인이 코로나19 이후의 부진 요인과 혼재되어 나타났다는 점이다. 이를 통해 향후 의류 산업의 장기 핵심 포인트는 디지털, 브랜드, 소싱에서 찾을 수 있다고 전망한다.

산업 기초

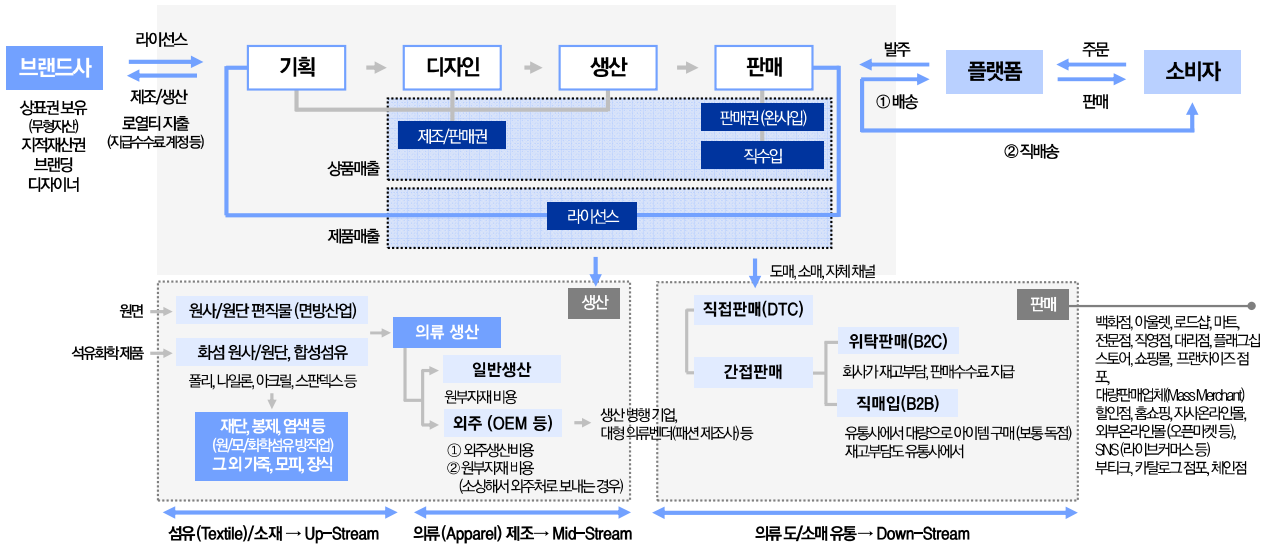
국내외 세부 산업 구분 및 밸류체인

2021년을 전망하기 앞서서, 처음 산업 커버리지를 개시하는 만큼 이 산업을 어떤 틀로 이해하고 있는지 보여주기 위해 기초 내용을 같이 분석했다. 섬유의복 산업 역시 여타 소비재 업종과 마찬가지로 밸류체인의 어느 단계까지를 포함하는지, 어느 카테고리를 주로 생산하는지에 따라 세부 사업이 나뉜다.

섬유의복 밸류체인 순서

먼저 [그림 54]를 살펴보면 크게 브랜드의 상표권을 보유한 브랜드 보유 회사, 그리고 이들과 라이선스 계약을 통해 기획, 디자인, 생산, 판매 중 일부 혹은 전체를 담당하는 브랜드 계약 회사, 그리고 OEM/ODM을 통해 주요 대형 의류밴더의 외주 생산을 해주는 업체 등으로 구분할 수 있다. 순차적으로 보면 1)섬유/소재→2)의류 생산(직접/OEM&ODM)→3)판매/유통(직접판매/간접판매) 순서로 흘러간다고 할 수 있다. 자체적으로 브랜드 상표권을 보유(자체 개발 또는 인수를 통해 획득)하면서 동시에 라이선스 계약을 맺어 매출을 일으키는 경우도 많다. 계약의 종류에 따라 상품매출인지 제품매출인지 구분되며 이는 개별 회사의 수익 구조에 따라 구분에 차이가 조금씩 있다. 한편 기획, 디자인, 생산(소싱 포함), 판매(유통) 모두가 일원화된 브랜드를 SPA브랜드(Specialty store retailer of Private label Apparel Brand)라고 일컫는다.

그림54 섬유의복 산업 밸류체인



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

생산의 경우 일반 생산이든 외주(OEM) 생산이든 섬유/소재 등의 Up-Stream 사업을 거쳐 의류 제조라는 Mid-Stream 사업으로 흘러간다. 원면에서 원사/원단 편직물을 생산하는 면방산업, 석유화학 제품 등에서 화섬 원사/원단을 생산하거나 폴리, 나일론과 같은 합성섬유 산업, 그 외에 재단, 봉제, 염색 및 가죽, 모피, 장식생산 등까지 크게 섬유/소재에 구분했다. 의류 생산에서는 회사가 자체 생산을 하거나 외주 소싱을 맡기는 경우가 있는데, 외주를 맡기는 형태일 경우 유형자산, 감가상각비 비중이 낮고 원가에 외주생산비가 들어간다. 다만 직접 재료를 소싱해서 외주처에 맡기는 경우 원부자재 비용이 잡히기도 한다.

Down-Stream인 **판매(유통)**으로 넘어오면, 보통 브랜드사나 라이선스 계약 회사가 판매 및 마케팅을 담당하기도 하지만 판매 및 역시 생산과 마찬가지로 외주를 주는 경우도 있다. 보통 직접판매와 간접판매로 나뉘고 간접판매는 다시 위탁판매와 직매입 등으로 나뉜다. 개별 기업의 판매 방식마다 조금씩 차이가 있지만 보통 직접판매(DTC)의 경우 회사가 직접 소유한 오프라인 점포나 자사 온라인몰로 판매가 되며, 간접판매의 경우 유통회사의 직매입(B2B, 보통 도매)에서는 유통사의 재고로 인식하기 때문에 재고부담도 유통사 쪽에 있는 반면, 백화점 등 위탁판매(B2C, 보통 소매)의 경우 재고를 의류 회사가 책임진다. 이들과의 관계를 회계 계정에 드러나는 방식도 개별 기업마다 약간의 차이가 있지만, 보통 판매수수료를 매기는 방식이거나 재고 자체를 할인된 가격에 넘겨서 매출액 자체가 줄어드는 개념이다. 그 외 완사입 등이 있다.

이러한 밸류체인의 일부를 사업으로 영위하거나, 복수의 단계를 영위하거나, 아니면 동일한 회사 내에 종속법인이나 투자의 형태로 브랜드를 보유하거나 생산/판매법인을 구분하는 경우도 있다. 개별 기업이 모두 수익 구조가 상이하기 때문에 자세한 것은 기업분석에서 따로 다뤘다.

여기에서는 국내 80개 기업과 해외 271개 상장사를 산업 분석의 기초가 되는 유니버스로 잡았다. 그 밖에 업종이 섬유의복에 포함되지 않지만 사업부 내에 패션 관련 사업부가 있는 경우(예: 삼성물산 패션부문 등), 국내 기업의 주요 경쟁사지만 비상장이거나(예: 케이투코리아, 이랜드월드 등) 해외 기업의 법인인 경우(예: 자라리테일코리아, 지오다노 등), 그리고 플랫폼 기업인 경우(예: 무신사, 난다 등)까지 비교대조군으로 넣었다. 구분 기준에는 유니버스 내의 기업이 중복 포함된다.

이들 기업을 [표 7]에서는 밸류체인별로 어느 부분까지를 영위하고 있는지에 따라 크게 섬유, 브랜드, OEM 세 가지 카테고리로 나눴다. 이 중 브랜드 기업을 다시 복종 기준으로 섬유, 신발, 가방, 애슬레져, 신사복, 학생복, 모피, 가죽제품, 언더웨어, 유아동, 아웃도어 등의 카테고리로 분류했다. 전통적 제조업 중심의 분류에서 나아가 다양한 온오프라인 판매형태에 주목하기 위해 오프라인 마켓, SPA 브랜드, 모바일 플랫폼에 대해서는 따로 분류했다.

표7 국내 섬유의복 산업 현황 - 전체 상장사 및 관련사

대분류	소분류	기업
섬유/소재	원사/원단	경방, 전방, 대한방직, SG충방, Dl동일, 일신방직, 태광산업, 방림, 아즈텍WB, 웰크론, 코오롱인더, 효성티앤씨, 휴비스, 우노앤컴퍼니, 디케이앤디, 성안, 국일방적, 대농, 삼일방직
	화섬/합성섬유	태광산업, 효성티앤씨, 코오롱머티리얼
	스판덱스	티케이케미칼, 효성티앤씨
	극세사	웰크론
	피혁	삼양통상, 조광피혁, 덕성, 유니켐, 대원화성, 백산
	모피	진도
브랜드 (라이선스 계약/보유)	멀티 브랜드	F&F, 인디에프, 한섬, 신세계인터내셔날, 휠라홀딩스, LF, 코오롱인더, 더네이쳐홀딩스, 에스제이그룹, 코웰패션, 코오롱인더, 케이투코리아, 삼성물산(패션부문)
	아웃도어	파타고니아코리아, 데상트코리아
	캐주얼	신성통상, 형지I&C, 지엔코, 한세엠케이, 메타랩스, 에스티오, 지오다노
	신발	LS네트웍스, 화승인더, 인바이오젠, 토박스코리아, 화승엔터프라이즈, 이스트아시아홀딩스
	가방	리노스, 제이에스코퍼레이션, 쌤소나이트코리아
	애슬레저	국보, 젬백스링크, 크리스에프앤씨, 그리티, 배럴, 까스텔바작, 브랜드엑스코퍼레이션 (골프) 한성에프아이
	여성복	대현, 패션플랫폼
	신사복	에스티오
	학생복	형지엘리트
	언더웨어	BYC, 비비안, 신영와코루, 좋은사람들, 쌍방울, 그리티
	유아동	아가방컴퍼니, 제로투세븐, 토박스코리아
	주얼리	제이에스티나
OEM/ODM	-	SG세계물산, 국동, 태평양물산, 월비스, 신원, 코웰패션, 한세실업, 호전실업, 영원무역, 화승인더, 화승엔터프라이즈
의류 매장	SPA 브랜드	에프알엘코리아(유니클로), 이랜드월드(국내부문), 자라리테일코리아
	기타	에이비씨마트코리아, 난다
플랫폼	패션앱(중저가)	무신사, 크로키닷컴(지그재그), 에이블리, 브랜디
	패션앱(럭셔리)	머스트잇, 셀렉온(자안그룹), 브랜비, 애트니, 발란
	기타	패션플랫폼, 난다, 육육걸즈, 더블유컨셉코리아, 엔라인
	중고거래	중고나라, 번개장터, 당근마켓, 헬로마켓

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 의류 사업부가 주요 사업인 상장사의 경우만 볼드표시

표8 해외 섬유의복 및 악세서리 산업 현황 - 주요 기업

대분류	소분류	기업
섬유		Daitobo, Crown Crafts, Shanghai Sanmao Enterprise Group, Fujian Fynex Textile Science & Technology, Hunan Huasheng, Zhejiang Golden Eagle, Huafang, Zhejiang Xinao Textiles, Jiangsu Lugang Culture, Shanghai Shuixing Home Textile, Hangzhou Nbond Nonwovens, Zhejiang Furun, Zhe Jiang Taihua New Material, Sichuan Zhenjing, Jiangsu Sunshine, Bros Eastern, Zhejiang Hangmin
브랜드	럭셔리	PVH Corp, VF Corp, Ralph Lauren Corp, Tapestry Inc, LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE, Kering SA, Burberry Group PLC, Hermes International, PRADA SpA, Richemont, OTB, AEFFE, Arcadia Group, PUIG, Labelux
	럭셔리 플랫폼	Farfetch Ltd, RealReal Inc/The
	애슬레저/스포츠 (신발 제외)	Under Armour Inc, Gap Inc/The, L Brands Inc, NIKE Inc, adidas AG, Lululemon Athletica Inc, Columbia Sportswear Co, Goldwin Inc, Descente Ltd, Dick's Sporting Goods Inc
	신발	Deckers Outdoor, FENG TAY, Skechers, Crocs, Foot Locker, Steven Madden, Asics Corp, POU CHEN
	속옷	Atsugi Co Ltd, Sichuan Langsha Holding Co Ltd, VAN DE VELDE NV, COSMO LADY CHINA, REGINA MIRACLE I, Gunze Ltd, Hanesbrands Inc
	SPA 브랜드	Hennes & Mauritz, American Apparel(Gildan Activewear Inc), MANGO, Ryohin Keikaku, Fast Retailing
	오프라인 매장 (SPA, 할인 제외)	Nordstrom Inc, ABC-Mart, Express, American Eagle Outfitters, Shimamura, Urban Outfitters, Abercrombie & Fitch, Guess
	할인 매장	Ross Stores Inc, TJX Cos Inc/The, Burlington Stores Inc
	의류 이커머스	ASOS PLC, Stitch Fix Inc, ZOZO Inc, Rakuten Inc, Zalando SE
	주얼리	Hour glass, LEYSEN Jewelry, CHOW SANG SANG, VAIBHAV GLOBAL L, VIVARA PARTICIPA, LUK FOOK HLDGS I, SIGNET JEWELERS, LAO FEN XIANG-B, Shanghai Yuyuan Tourist Mart Group Co Ltd, Pandora CHOW TAI FOOK JE, Tiffany & Co
	시계	Swatch Group, Seiko Holdings
OEM/ODM		Spice Islands, Ceenik Exports, Carry Wealth, El Nasr Clothes, Win Hanverky, Justin Allen Hol, Jerash Holdings, L&A Intl Hold, Sg Corp, Nien Hsing, Delta Apparel, Glorious Sun Ent, Quang Viet, Crystal Internat, Makalot, Yue Yuen Ind, Eclat Textile, Bosideng Intl

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표9 국내외 주요 SPA 브랜드의 보유 기업

브랜드	국가	보유기업	브랜드	국가	보유기업
자라	스페인	Inditex	스파오	한국	이랜드
MANGO	스페인	MANGO	MIXXO	한국	이랜드(매각)
풀앤베어	스페인	Inditex	WHOAU(후아유)	한국	이랜드
버쉬카	스페인	Inditex	슈펜	한국	이랜드
마쉬모두띠	스페인	Inditex	TOP10	한국	신성통상
COS	스웨덴	Hennes & Mauritz AB	TNGT	한국	LF
H&M	스웨덴	Hennes & Mauritz AB	코데즈컴바인	한국	코데즈컴바인
앤아더스토리(& Other Stories)	스웨덴	Hennes & Mauritz AB	에잇세컨즈	한국	삼성물산 패션부문
아르켓(ARKET)	스웨덴	Hennes & Mauritz AB	JAJU	한국	신세계인터내셔날
Topman	영국	Arcadia Group	데이즈	한국	이마트
Topshop	영국	Arcadia Group	LATEM(라템)	한국	이랜드
GAP	미국	GAP	지오다노	홍콩	Beau Monde
포에버21	미국	Forever 21, Inc.	유니클로	일본	Fast Retailing
아메리칸어패럴	미국	Gildan Activewear Inc	GU	일본	Fast Retailing
바나나리퍼블릭	미국	GAP	무인양품	일본	Ryohin Keikaku Co

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

브랜드 사업의 특징

일반적으로 브랜드 사업은 인구수 정체, 소득 수준 등의 요인에 직접적으로 영향을 받는다. 인당 의류 구매가 정체된 상황에서 전체 Q를 늘릴 해법은 포트폴리오를 다각화하거나 플랫폼(유통망)의 다변화를 꾀하는 방식이다. 특징과 리스크 요인은 라이선스를 보유했는지 계약했는지에 따라 다소 다르다. 브랜드 라이선스 보유 기업은 주요 국가에서의 브랜드 가치 증대 혹은 희석에 따라 멀티플이 갈리며, 브랜드 수익은 무형자산의 로열티나 상표권 수익 수취에서 찾아볼 수 있다. 보통 하나의 브랜드를 개발하기까지 50~100억원 가량의 대규모의 자본이 소요되고 브랜드 마케팅에 상당한 비용을 소모한다. 반면 라이선스 계약 기업의 경우 브랜드 설립 비용이 덜 들고 마케팅에 비교적 돈이 덜 들지만, 다음 세 가지 디스카운트 요인에 영향을 받는다. 1)계약기간이 존재해서 기간종료 후 라이선스를 회수당할 수 있다. 2)유통업체들이 병행수입을 통해 가격을 흐릴 수 있다. 3)판매 지역이나 아이템의 확장성에 한계가 있다. [표 10]에서는 국내 기업의 브랜드 보유/계약 현황에 대해 정리했다.

표10 국내 주요 브랜드 보유 기업 현황

기업명	대분류	보유 브랜드
F&F	브랜드	라이선스 계약: DISCOVERY, MLB 라이선스 보유: STRETCH ANGEL, DUVETICA
한섬	브랜드	라이선스 보유: TIME, MINE, 랑방컬렉션, SYSTEM, SJSJ, TIME HOMME, SYSTEM HOMME 등 라이선스 계약: TOMMY HILFIGER, DKNY, Calvin Klein, American Eagle 등
신세계인터내셔날	브랜드	라이선스 계약: ARMANI, Maison Margiela, DIESEL, MARNI, ST. JOHN, Brunello Cucinelli, J.LINDEBERG, UGG, Paul Smith, CHROME HEARTS, GAP, CELINE, MAN ON THE BOON, CHLOE, VOV, G-CUT, JUICY COUTURE, Design United SPA 보유: JAJU
코웰패션	브랜드	라이선스 계약: 리복, 카파, 컬럼비아, FTV, 푸마, 아디다스, 아식스, 엘르키즈, 캘빈클라인, 엘르, 비젼나이키
휠라홀딩스	브랜드	라이선스 보유: FILA, Acushnet(지분보유)
LF	브랜드	라이선스 계약: 라푸마코리아, 폴라리스, 스텝하이, 이에르도르 등 / SPA 보유: TNGT
영원무역	OEM/ODM	라이선스 보유: Scott
한세엠케이		라이선스 보유: TBJ, ANDEW, BUCKAROO, NBA 라이선스 계약: LPGA, PGA TOUR
LS네트웍스	OEM/ODM	라이선스 보유: PROSPECS
신성통상	OEM/ODM	라이선스 계약: OLZEN, ZIOZIA, ANDZ, EDITION ANDZ / SPA 보유: TOPTEN10
신영와코루	브랜드	라이선스 보유: 비너스, 와코루, 아르보, 자스민, 솔브, 오르화, 트레노, 아네타, 마더피아, 리맘마 등
코오롱인더	브랜드	라이선스 보유: 코오롱스포츠 등 라이선스 계약: 헤드, 잭니클라우스, 엘로드, WAAC, 엘로드 클럽, 혼마, 시리즈, 에피그램, 커스텀멜로우, 헨리코튼, 마크제이콥스, 닐바렛, 로에베, 쿠론, 슈콤마보니), 캠브리지멤버스, 지오투, 브렌우드, 럭키슈에뜨, 이로 등
더네이쳐홀딩스	브랜드	라이선스 계약: Whatever It Takes, National Geographic, NFL 라이선스 보유: TIEHUG, MOTOMOTO, Project Wheelie, ttgo, 뜨고
에스제이그룹	브랜드	라이선스 계약: KANGOL, HELEN KAMINSKI
브랜드엑스코퍼레이션	브랜드	라이선스 보유: 젝시믹스(XEXYMIX), 믹스투믹스(MIX2MIX), 마르시오디에고(MARCIO DIEGO)
삼성물산 (패션부문)	기타	라이선스 보유: 빈폴 등 SPA 보유: 에잇세컨즈
케이투코리아 (관계사포함)	기타	라이선스 보유: K2, EIDER, W.ANGLE, DYNAFIT, K2 SAFETY
이랜드	기타	SPA 보유: SPAO, MIXXO(매각), WHOAU, 슈펜, LATEM

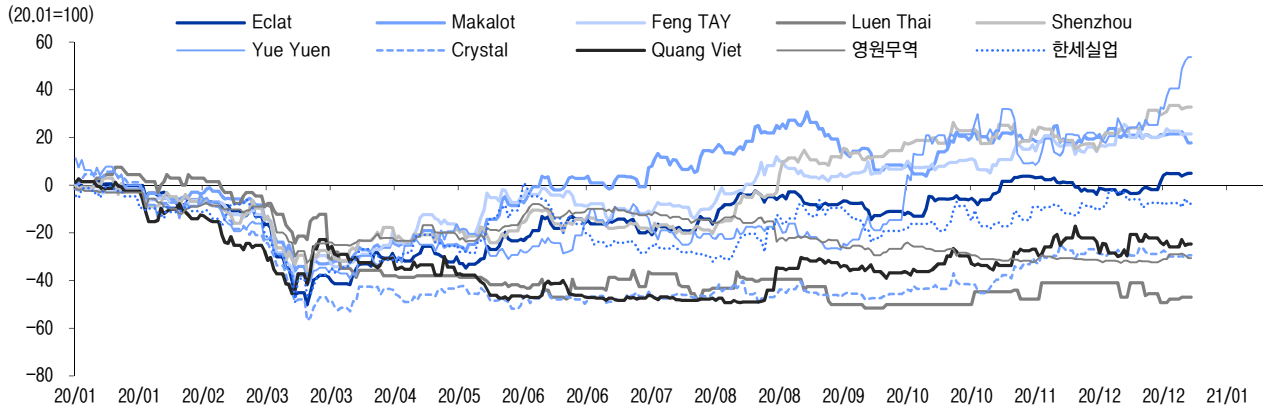
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

OEM/ODM 사업의 특징

첫 번째로 브랜드사의 생산 외주를 받아 진행하는 OEM/ODM사는 외부 환경과 외부 기업에 영향을 보다 많이 받는 특징을 가지고 있다. 하나의 기업이 10~40개 가량의 글로벌 주요 브랜드사 다수와 계약을 맺기 때문이다. 기업별로 확보한 고객사 포트폴리오에 따라 약간의 차이는 있지만, 해당 기업이 위치한 국가의 업황 보다는 북미, 유럽 등 주요 브랜드사가 위치한 국가의 업황에 따라 실적도 대체로 같이 움직이는 모습을 보인다. 때문에 국내 OEM/ODM사의 업황을 볼 때 월별로 실적을 발표하는 대만 기업의 매출액 추이를 자주 참고하는 편이다. 이러한 고객사 거점 업황의 영향을 받는다는 것은 보통 북미, 유럽 채널 등을 일컫는다.

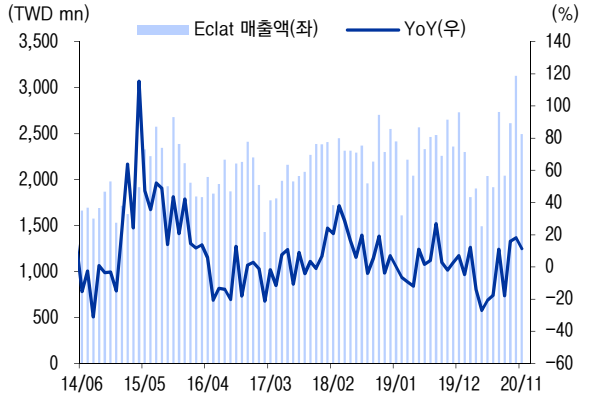
두 번째로 생산 거점의 영향을 받는 경우 해당 국가의 무관세 등을 활용하는 편이다. 과거에는 중국에서 많이 생산했으나 최근으로 접어들며 미중 무역분쟁 등을 이유로 생산거점의 탈중국화가 많이 이루어졌다. 2020년 코로나19 사태가 중국에서 먼저 일어나며 이러한 흐름은 더욱 빨라진 바 있다. 세 번째로 원단과 봉제를 수직계열화 했는지 아닌지 여부에 마진 상단 영향을 많이 받는 편이며, 네 번째로 코로나19를 거치며 많은 수의 거래처가 도산해 최근 바이어의 통합화가 이루어지고 있는 추세다.

그림55 글로벌 의류 OEM 기업 2020년 상대주가 추이



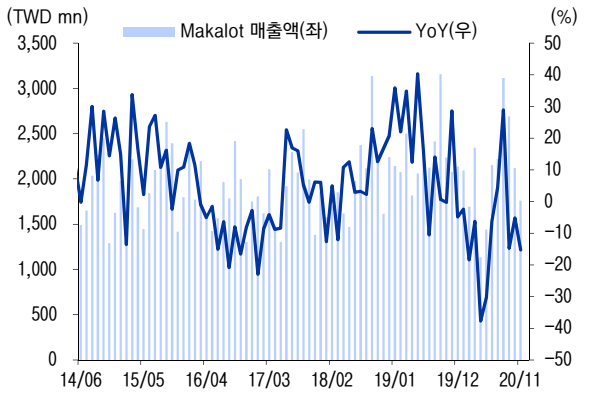
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 Eclat 월간 매출액 추이 (~20/11)



자료: Eclat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 Makalot 월간 매출액 추이 (~20/11)



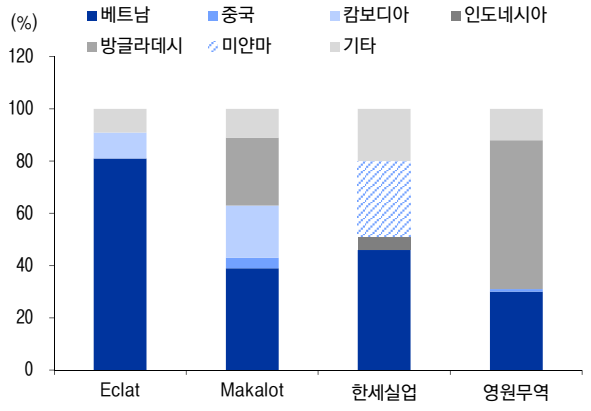
자료: Makalot, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 대만 주요 OEM 업체 월간 매출액 추이

(TWD mn)	연도	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	누계
Eclat 매출액	2018	2,408.7	1,723.1	2,448.3	2,315.0	2,313.7	2,292.8	2,368.2	1,958.6	2,196.3	2,703.5	2,300.1	2,549.9	27,578.2
	2019	2,415.3	1,611.3	2,217.7	2,040.7	2,568.6	2,330.1	2,461.9	2,483.9	2,256.6	2,649.8	2,359.2	2,730.1	28,125.1
	2020	2,301.0	1,807.5	1,904.1	1,490.9	2,039.3	1,918.1	2,733.4	2,040.8	2,614.6	3,128.9	2,494.3	-	24,473.0
YoY (%)	2018	*24.0*	*20.7*	*37.9*	*29.0*	*16.5*	*6.0*	*19.7*	*-4.0*	*5.4*	*19.2*	*-3.7*	*7.0*	*27.6*
	2019	*0.3*	*-6.5*	*-9.4*	*-11.8*	*11.0*	*1.6*	*4.0*	*26.8*	*2.7*	*-2.0*	*2.6*	*7.1*	*4.0*
	2020	*-4.7*	*12.2*	*-14.1*	*-26.9*	*-20.6*	*-17.7*	*11.0*	*-17.8*	*15.9*	*18.1*	*11.5*	-	-
Makalot 매출액	2018	1,577	1,700	1,854	1,618	1,470	1,977	2,373	2,118	3,138	2,245	1,615	2,243	23,929.6
	2019	2,144	2,075	2,500	1,819	2,063	2,298	2,125	2,417	3,156	2,237	2,078	2,134	27,047.5
	2020	2,093	1,694	2,345	1,133	1,439	2,154	2,220	3,116	2,690	2,123	1,761	-	22,767.6
YoY (%)	2018	*-12.6*	*5.0*	*-12.0*	*10.8*	*12.6*	*2.9*	*3.2*	*2.2*	*23.0*	*12.7*	*16.7*	*20.7*	*13.9*
	2019	*35.9*	*22.1*	*34.9*	*12.4*	*40.3*	*16.2*	*-10.5*	*14.1*	*0.6*	*-0.3*	*28.6*	*-4.9*	*26.1*
	2020	*-2.4*	*-18.4*	*-6.2*	*-37.7*	*-30.3*	*-6.3*	*4.5*	*28.9*	*-14.8*	*-5.1*	*-15.2*	-	-

자료: Eclat, Makalot, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 주요 OEM 업체별 생산 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 국내 기업은 지역별 line 수 기준

그림59 한세실업 매장별 고객사 비중 (2019A)

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 주요 OEM 사 바이어

업체	시가총액 (USD mn)	2019년 매출액 (USD mn)	주요 바이어
영원무역	1,005	2,050	The North Face(미국), 엥겔버트스트라우스(독일), 파타고니아(미국)
한세실업	366	1,650	Walmart(미국), Target(미국), Kohl's(미국), Gap(미국), L Brands(미국)
화승엔터프라이즈	610	1,031	나이키(미국), 아디다스(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)
FengTay	4,418	2,393	Nike(미국)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

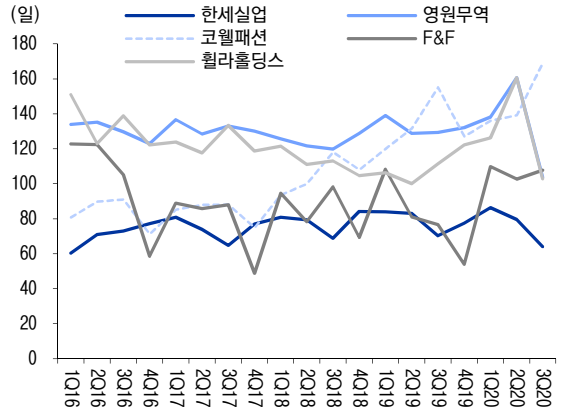
재무적 특징

다른 업종보다 특히 의류 산업에서 많이 보는 재무 지표는 운전자본과 관계된 계정이다. 재고자산의 가치가 다른 산업에 비해 빠르게 감소하고 진부화된 재고는 크게 할인판매를 해서 팔기 때문에, 재고자산회전율, 정상판매비중(할인 안하고 판 비중), 재고자산처분손실 등의 계정이 타 산업보다 중요한 의미를 가진다.

또한 외주생산을 하는 기업이 많기 때문에 유형자산, CAPEX, 감가상각비의 비중이 보통 낮다. 이 경우 기업 가치를 PBR로 판단하기에는 무리가 있다. 다만 이처럼 자본적 지출이 작아도 운전자본의 부침이 있는지 면밀히 살펴봐야 하는 이유는 매출채권, 재고자산이 크기 때문이다. 특히 외주업체의 영세성을 감안해 원재료 구입비나 시설운영비를 대여하는 경우가 있는데 이는 단기대여금으로 잡힌다. 매출채권, 재고자산 등의 충당금 및 대손 손실 등도 주의해야할 품목이다. 매출채권의 경우 신용카드 결제시 백화점, 할인점은 회수율 100%에 달하는데 대리점은 대손 발생가능성이 비교적 높아 보증금, 부동산담보 등이 있는 경우도 있다.

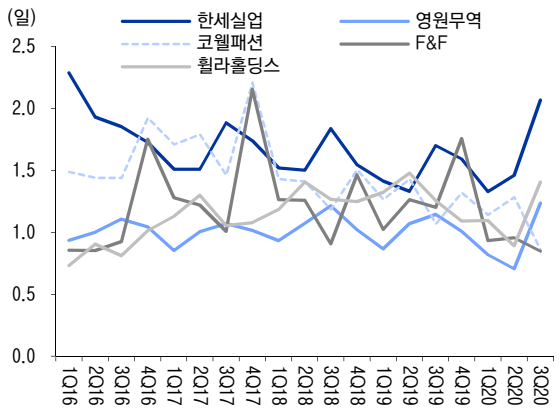
이러한 운전자본적 특징 때문에 매출채권회전일, 재고자산회전일, 매입채무회전일 세 가지로 계산되는 현금전환주기를 살펴보는 것이 편하다.

그림60 커버리지 기업 현금전환주기 분기 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

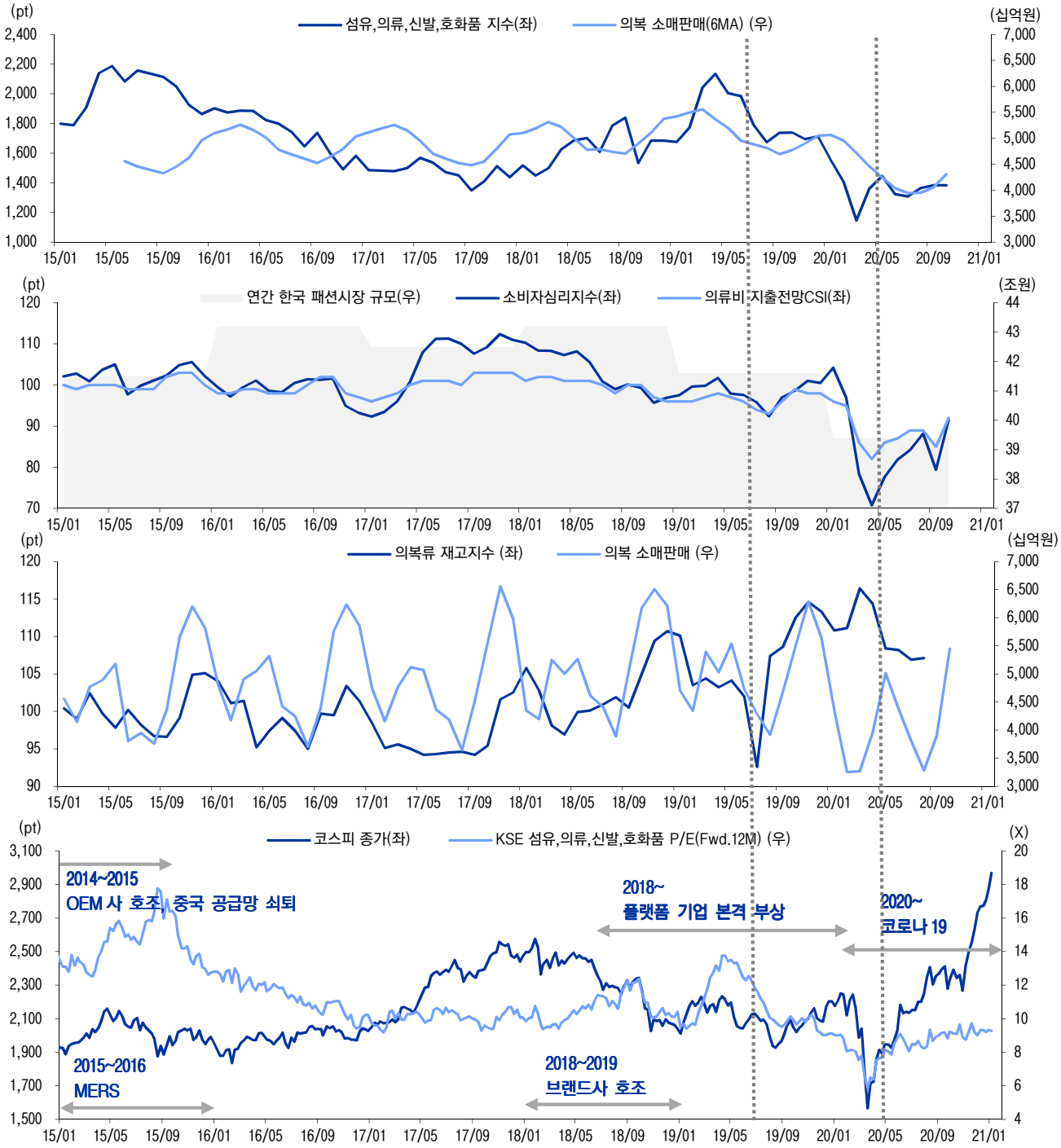
그림61 커버리지 기업 재고자산회전율 분기 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

국내 의류 시장의 최근 이익변수 변화

그림62 코로나 19 이전의 문제



자료: 통계청, 한국은행, Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 의류 산업을 볼때는 코로나 19 로 인한 부진 요인과 코로나 19 이전의 구조적 부진 요인을 구분해야한다. 의복 소매판매 지수가 크게 하락하고 의복류 재고지수가 전고점을 돌파한 시점은 작년말이다[그림 62]. 국내 패션시장 규모 역시 2017 년, 2019 년에 축소되는 모습을 보였다.

그 이유는 소비재 유통이 제조업과 오프라인 매장 중심의 기존 밸류체인에서 네이버, 카카오, 쿠팡(+무신사와 지그재그, 브랜디, 에이블리 등)과 같은 온라인 플랫폼 중심으로 재편되는 과도기에 있었기 때문이다. 즉 소비의 항목에서 대이동이 일어났던 것과 마찬가지로 소비의 방식에도 빠른 변화가 있었으며, 이것이 코로나 19 이후의 소비량 감소에 따른 이익 손상 요인과 혼재되어 나타났다.

마케팅 역시 기존의 오프라인 채널, 유명 연예인 광고 위주에서 대량생산 기반의 가격 중심 마케팅이 되어가고 있으며 각 의류 업체들은 보다 보다 뉴미디어, SNS, 인플루언서 친화적인 방식으로 소비자들에게 다가가고 있다. 즉 온라인 채널이 커지는 것은 확정적 미래라 봐도 무방하지만 구체적으로 어떤 방식의 온라인 접근 방식이 힘을 얻고있는지 빨리 알아채야하는 속도전의 시대가 '코로나 19 이전에 이미' 와있었다.

코로나19 요인 중 수요가 아닌 공급 요인도 있다. 제조 아웃소싱이 일반화된 산업은 글로벌 공급망이 붕괴되고 리쇼어링 패러다임이 대두되는 흐름에 민감하게 영향 받는다. 소싱 측면에서의 충격은 브랜드사 대비해 섬유, OEM사에 더 큰 실적 충격을 주었다. 이러한 공급단에서의 충격은 위와 달리 구조적 부진 요인이 아니라 분명한 코로나19 요인이다. 섬유의복뿐만 아니라 음식료 등 다른 소비재에도 2020년에 공급단 요인이 분명하게 있었기 때문이다. 이는 원부자재 소싱 및 공장 쪽의 생산쪽 요인이기도 하고, 유통 관련 요인이기도 하다.

이러한 소비시장 너머의 구조적 요인이 있기 때문에, 소비 전망에서 한 발자국 더 들어가 산업의 기본을 다시 점검해볼 시간이 왔다고 판단한다. 이에 관해 향후 의류 산업의 장기 핵심 포인트는 디지털, 브랜드, 소싱에서 찾을 수 있다고 전망한다.

Part III

디지털, 브랜드, 소싱

2021년 의류 산업의 세 가지 키포인트

첫 번째로 디지털 생태계는 코로나19가 회복되든 악화되든 상관없이 향후 의류 산업의 핵심 모멘텀이 될 것이다. 이에 따라 전통적 의류 기업의 영역이었던 것을 디지털 채널 기반 신규 강자들이 대체해나가는 과정, 그리고 기존 기업의 대응 전략을 계속 주목해야 한다. 두 번째로 브랜드 사업의 경우 무형가치가 중요한 특성상 포트폴리오 및 사업 영역 확장 현황에 가장 주목한다. 브랜드 중에서는 2021년에 글로벌 스포츠사의 공격적 확장이 기대되는 만큼, 애슬레져 사업을 영위하는 브랜드로의 더욱 빠른 쏠림을 전망한다. 세 번째로 OEM/ODM 등 제조 부문에서는 코로나19로 인한 공급망 측면에서의 충격이 주요 이슈였다. 제조 수직계열화 정도 및 확보한 벤더의 통합 정도가 향후 이들 기업의 마진 상단 확보에 핵심일 것으로 판단한다.

디지털, 브랜드, 소싱

1. 디지털: 코로나19가 끝나든 아니든 강할 채널

앞서 말했듯 디지털 생태계로의 재편에 따른 과도기라는 점은 코로나19 이전의 요인이었다는 것에 주의해야 한다. 이에 관해서는 디지털 생태계(이커머스)로 성공적 전환한 기업이 시장의 주도권을 잡기에 유리하다.

다음 [표 13]은 2020년 국내 주요 의류 기업 50위권 중 디지털 수요 확장이 주가 되는 신규 강자 기업을 푸른색 표시로, 기존의 의류 기업 중 디지털 트랜스포메이션의 성공 사례 기업으로 자주 언급되는 기업을 회색으로 표시했다. 무신사, 난다, 육육걸즈, 패션플랫폼 등은 사업 형태 자체가 온라인 플랫폼으로 출발한 기업이다. 브랜드엑스코퍼레이션의 경우 제조 기술 기반 미디어커머스 기업으로, 플랫폼 자체보다는 온라인 마케팅에 좀 더 전략적 중점을 둔다. 반면 코웰패션의 경우 기존 의류 기업에 속하나 대부분의 매출 비중이 온라인 채널에서 나오고, 향후 플랫폼 형태의 사업을 계획 중이다. 커버리지 기업 중 가장 온라인 매출 비중이 높은 기업 역시 코웰패션으로, 홈쇼핑과 이커머스를 모두 포함해 온라인 97% 가량의 채널 매출 비중을 보유하고 있다.

표13 커버리지 주요 기업 수익 구조 요약(3Q20 연결실적 기준)

항목	F&F	휠라홀딩스	코웰패션	한세실업	영원무역
구분	브랜드 (애슬레저, 캐쥬얼)	브랜드(애슬레저)	브랜드(온라인)	OEM	OEM 70.6%, 브랜드 29.4%
해외 매출 비중	국내 84.6%, 홍콩 4.1% 중국 9.1%, 유럽 2.2% (면세 31%)	국내 19.9%, 해외 80.1%	국내 94.6%, 해외 5.4%	해외 99% 이상	해외 99% 이상
온라인 매출 비중	5~10% (디스커버리 9%, MLB 8%)	휠라코리아 기준 15~20%	온라인 97%(홈쇼핑, E커머스 포함)	-	-
생산 위치	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱	베트남, 인도네시아, 니카라과, 과테말라, 미얀마, 아이티	방글라데시, 베트남, 중국
정상판매비율	-	70% 가량	-	-	-
재고자산 회전율	0.85	1.41	0.86	1.24	2.07
주요 채널 혹은 고객	-	휠라코리아: 소매(백화점, 브랜드 점포 등) 6 : 도매 4(주요 온라인 채널) (일시적. 원래 7 : 3). Acushnet: 도매 9	홈쇼핑 80%(LIVE(6개)+T커머스), E커머스 17%, 오프라인매장 3%	주요 고객: TARGET, OLD NAVY, GAP, KOHL'S, WAL-MART, PINK, H&M	주요 고객: 노스페이스, 앵겔버트, 파타고니아, 룰루레몬

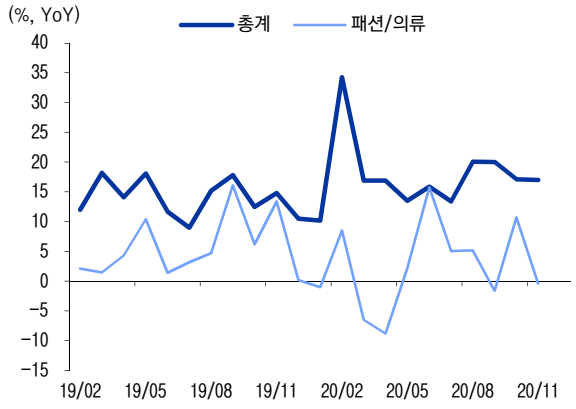
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표14 2020년 패션 기업 F-MPI 종합평가 Top 50 - 디지털 생태계 친화 기업 구분

기업명 / 항목	구분	F-MPI	기업명 / 항목	구분	F-MPI
에프앤에프	상장	121.9	크리스에프앤씨	상장	99
신세계인터내셔날 (관계사포함)	상장	118.5	에이치앤엠헤네스앤모리츠	해외기업 한국 운영사(외감)	98.9
에프알엘코리아	해외기업 한국 운영사(외감)	117.6	쌤소나이트코리아	해외기업 한국 운영사(외감)	98.7
엘에프 (관계사포함)	상장	117.2	아이디룩	외감	98.6
휠라홀딩스 (관계사포함)	상장	116.2	**육육걸즈**	**외감**	**98.6**
한섬 (관계사포함)	상장	109.6	대현	상장	98.5
삼성물산 (패션부문)	상장	108.7	인동에프엔	외감	98.5
케이투코리아 (관계사포함)	비상장(외감)	107.7	**더블유컨셉코리아**	**외감**	**98.3**
코웰패션 (패션부문, 관계사포함)	상장	107.5	파타고니아코리아	해외기업 한국 운영사(외감)	97.8
신성통상 (패션부문, 관계사포함)	상장	107.5	원더플레이스	외감	97.5
코오롱인더스트리 (패션부문)	상장	105.4	바바패션	외감	97.5
무신사	**비상장(외감)**	105.1	리앤한	외감	97.3
영원아웃도어	상장자회사(외감, 영원무역)	105.1	데상트코리아	해외기업 한국 운영사(외감)	97.1
이랜드월드 (국내부문)	비상장(외감)	105.1	**패션플랫폼**	**상장**	**97**
에이비씨마트코리아	해외기업 한국 운영사 (외감)	104	에프.지.에프	외감	97
더네이쳐홀딩스	상장	103.8	코튼클럽 (관계사포함)	외감	96.9
브랜드엑스코퍼레이션	**상장**	**103.8**	태진인터내셔날	외감	96.8
성주디앤디	비상장(외감)	103.2	**엔라인**	**외감**	**96.7**
자라리테일코리아	해외기업 한국 운영사(외감)	102.6	지엔코	상장	96.6
에스제이그룹	**상장**	**102.5**	위비스	외감	96.5
난다	**비상장**	**101.6**	신영와코루 (관계사포함)	상장	96.5
지오다노	홍콩브랜드 한국 법인회사(외감)	100.6	그리티 (엠코르셋)	상장	96.5
한성에프아이	비상장(외감)	99.8	남영비비안	상장	96.4
배럴	상장	99.5	수인터내셔날	외감	96.3
동일드방레	비상장(외감)	99.4	한세엠케이 (관계사포함)	상장	96.2

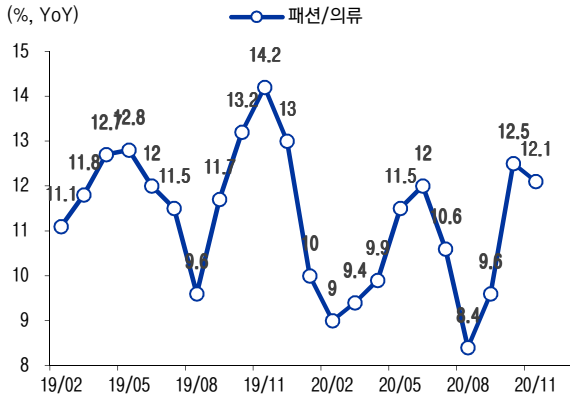
자료: 〈2020년 한국 패션산업 경영백서 - 지속성장 50대 패션기업〉, 이베스트투자증권 리서치센터
주: F-MPI: 해당 연구에서 Marketbility, Profitability, Immunity 등의 척도로 종합 평가해 매긴 순위

그림63 온라인 유통 패션/의류 매출 신장률 (~20/11)



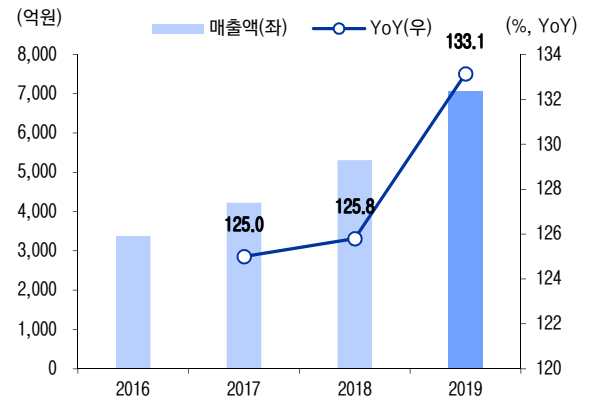
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 온라인 유통 매출 중 패션/의류 비중 (~20/11)



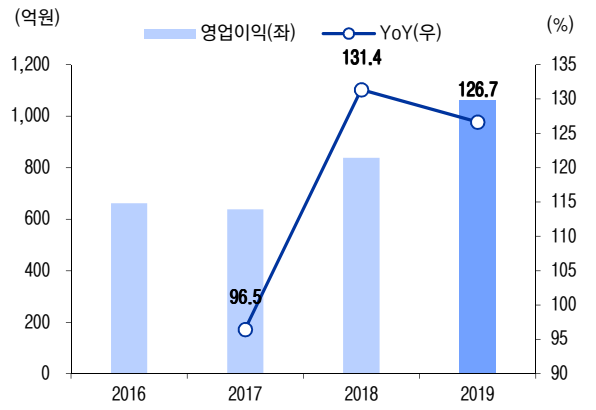
자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 5개 비상장 패션 플랫폼 기업 매출액 합산



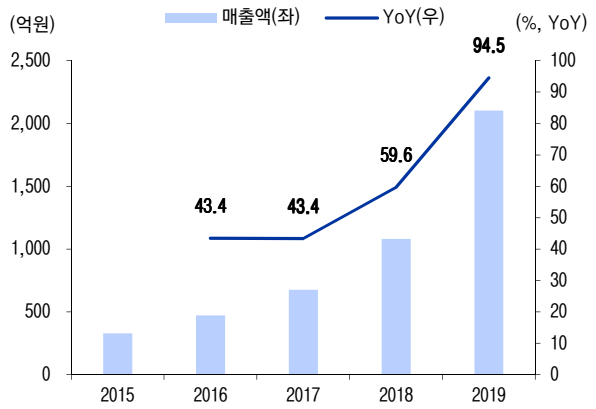
자료: 각 사 감사보고서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 무신사, 난다, 육육걸즈, 더블유컨셉코리아, 엔라인

그림66 5개 비상장 패션 플랫폼 기업 영업이익 합산



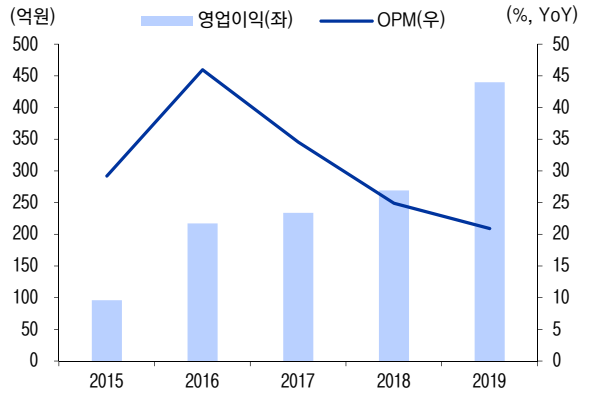
자료: 각 사 감사보고서, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 무신사, 난다, 육육걸즈, 더블유컨셉코리아, 엔라인

그림67 무신사 연간 매출 성장



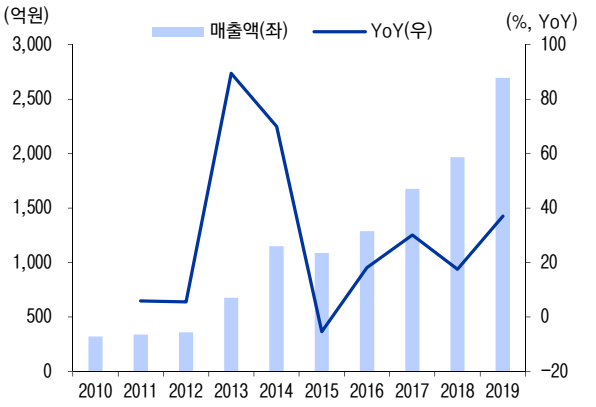
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 감사보고서부터 포괄 기준으로 바뀜

그림68 무신사 연간 이익률



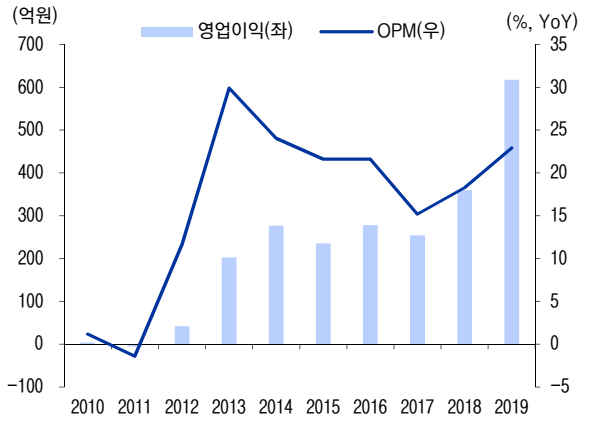
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 감사보고서부터 포괄 기준으로 바뀜

그림69 난다 연간 매출 성장



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 난다 연간 이익률



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 흐름이 더욱 가속화되는 이유로는 언텍트 흐름의 지속, Z세대의 소비 성향 등의 이유도 있지만 무엇보다 쇼핑 연계 방식이 보다 SNS 친화적으로 바뀌어가고 있기 때문이다. [표 15]는 주요 SNS에서 쇼핑이 가능한 방식을 보여준다.

표15 주요 SNS 별 쇼핑 연계 방식과 이용자 규모

SNS	Shoppable Video	Shoppable Image	Monthly Active Users	Demographics
Facebook	X	O	2.6 Bn	32% of users are 25~34 years old
YouTube	O	X	2 Bn	81% of US internet users 15~25 years old use Youtube
Instagram	O	O	1 Bn	35% of users are between 25~34 years old
Tiktok	O	X	800 Mn	69% of users are between 16~24 years old
Pinterest	X	O	335 Mn	41% of users are between 25~34 years old
Snapchat	O	X	218 Mn	41% of Americans bbetween 13~24 years old use Snapchat

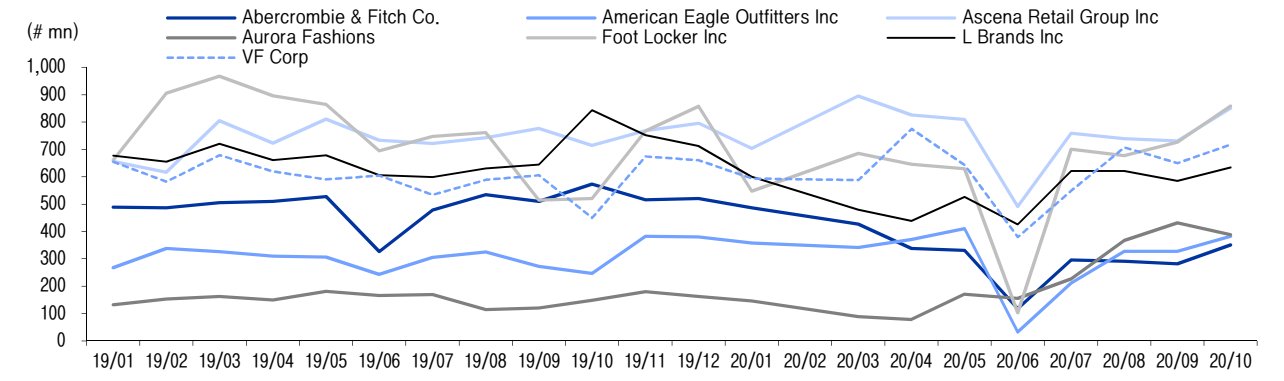
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 미국 주요 의류유통 업체 2020년 이후 디지털 성장률(%, YoY)

Retailers' 2020 Digital Growth	1Q20	2Q20	3Q20
American Eagle	9	74	29
Aerie	75	142	83
Namesake	15	47	11
Adidas	35	93	51
Gap	13	97	61
Kohl's	24	58	25
L Brands	-	-	-
Victoria's Secreat	-15	65	42
Bath & Body Works	85	191	132
Lululemon	70	157	93
Macy's	-LSD	53	27
Nike	79	83	-
Under Armour	14	N/A	50
Urban Outfitters	+LDD	+DD	+MDD

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Nike has not reported most recent period earnings

그림71 패션 관련 기업, 월별 SNS 총 게시글 추이(전체 카테고리)



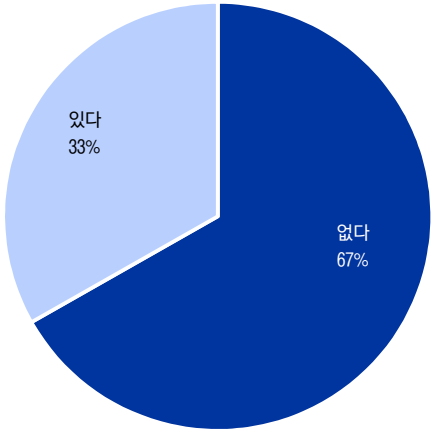
자료: Shareablee, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 페이스북, 트위터, 인스타그램 등 SNS 종합 기준 총 게시글 개수 추이, 20/10까지의 데이터 중 최근 상승한 주요 기업 상위만 표시

2. 브랜드: 스포츠 카테고리

글로벌 대형 브랜드사, 2021년에 본격 시장 확장 예상

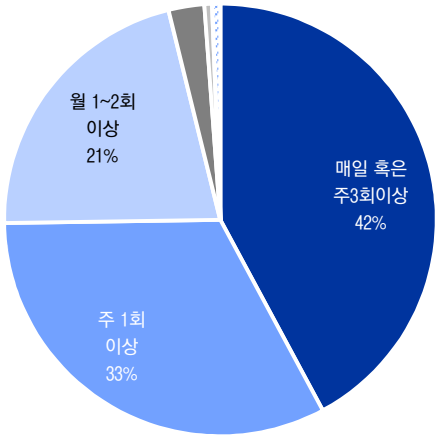
브랜드의 경우 먼저 1)글로벌 트렌드에 알맞은 복종 포트폴리오를 가진 브랜드사가 유리하다. 여기에는 애슬레저(스포츠) 복종을 가장 긍정적으로 꼽는다. 내수 트렌드 자체만 놓고 봐도, 최근으로 접어들며 여성복, 남성복이 크게 하락하고 캐주얼 의류는 소폭 상승한 반면 스포츠 복종 위주로 크게 성장한 것을 볼 수 있다. 이는 코로나19로 인해 실내 생활에 알맞은 스포츠폭이 각광받은 영향이 크다. 보다 구체적으로는 스포츠 웨어를 집 안에서 편하게 입을 수 있는 홈웨어로 인식하면서 매출이 더욱 늘어났다.

그림73 2H20 스포츠레저활동 수준



자료: 한국섬유산업연합회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 2H20 스포츠레저활동 활동빈도



자료: 한국섬유산업연합회, 이베스트투자증권 리서치센터

표17 스포츠복 브랜드지표 상위 순위

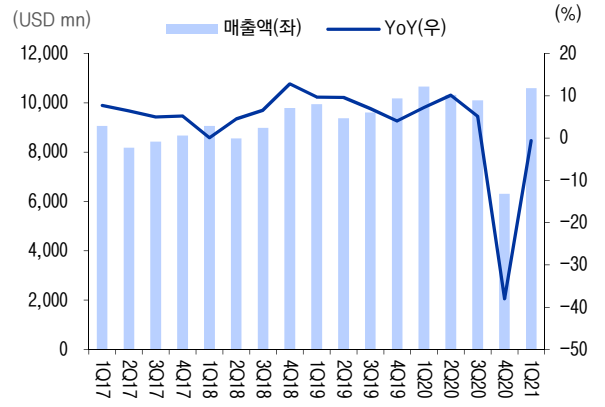
순위	브랜드명	인지도	브랜드명	선호도	브랜드명	구매율
1	나이키	44.1	나이키	36.7	나이키	23.2
2	아디다스	18.8	아디다스	21.6	**케이투(K2)**	**14.9**
3	**휠라/필라**	**4.8**	**휠라/필라**	**5.1**	아디다스	14.4
4	코오롱	4.3	코오롱	4.8	*시장표/비메이커/보세	7.6
5	아식스	2.6	데상트	3.2	블랙야크	6.8
6	**프로스펙스**	**2.4**	**프로스펙스**	**2.9**	코오롱	6.0
7	푸마 / 퓨마	2.4	뉴발란스	2.8	네파	5.8
8	데상트	2.2	푸마 / 퓨마	2.5	콜핑	4.9
9	뉴발란스	2.0	리복	2.2	노스페이스	4.2
10	리복	1.6	아식스	2.0	아이더(eider)	3.7
11	**케이투(K2)**	**1.3**	케이투(K2)	1.6	디스커버리	2.7

자료: 한국섬유산업연합회, 이베스트투자증권 리서치센터

애슬레저(스포츠) 카테고리가 본격 수혜를 받을 것이라고 예상하는 또 다른 이유는 글로벌 주요 스포츠 업체들이 2021년에 공격적인 시장 확대 전략을 쓸 것으로 예상되고 있기 때문이다. Nike, Adidas, Puma, Gap 등 글로벌 주요 스포츠 기업의 실적은 코로나19 직격타를 맞았던 1H20에 크게 부진했으나 3Q20에 서프라이즈를 내며 대체로 회복되는 모습을 보였다[그림 75~80]. 이는 라인 대응과 행사 마케팅 부재 때문인 것으로 파악된다. 이러한 실적 호조는 내년의 기대감을 높이는 요인으로 작용하며 이를 위해 각 회사들은 2021년에 다양한 방식의 사업 확대를 꾀하고 있다.

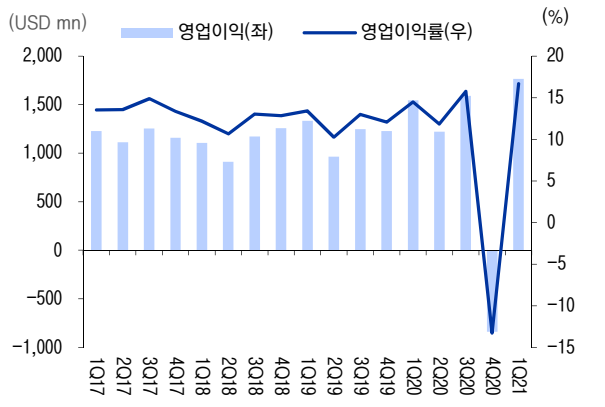
국내 브랜드사 중에서는 MLB, Discovery 등의 브랜드를 보유하고 있는 F&F, FILA와 골프웨어 Acushnet을 보유하고 있는 휠라코리아 등이 있다. 국내외 OEM/ODM에서도 애슬레저 익스포저를 찾을 수 있는데, 바이어가 대체로 스포츠 브랜드인 Eclat, Feng Tay 및 영원무역이 이에 해당한다. 반면 같은 Peer인 한세실업, Makalot은 주요 고객이 캐주얼 브랜드다.

그림75 NIKE 매출 동향



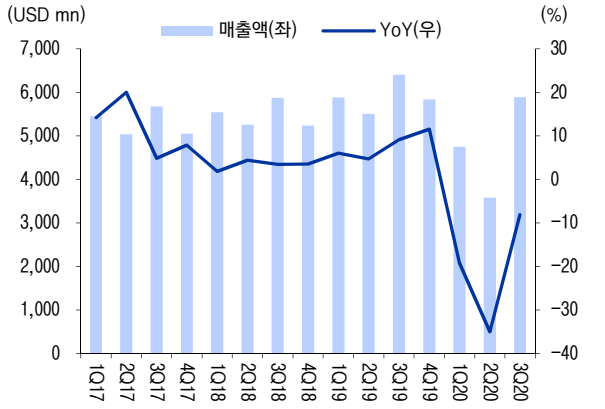
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 NIKE 영업이익 동향



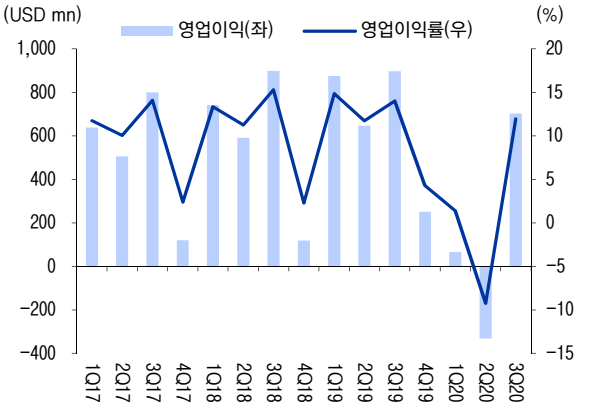
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 Adidas 매출 동향



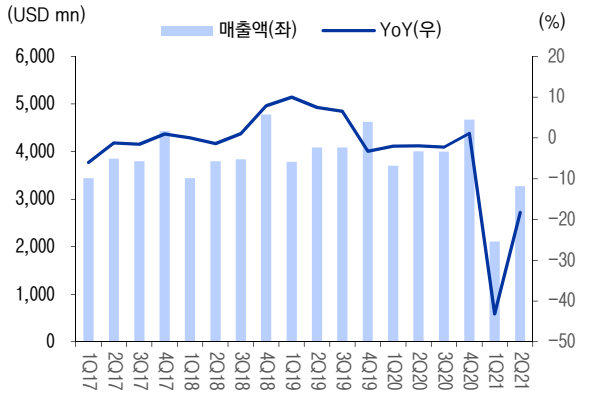
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 Adidas 영업이익 동향



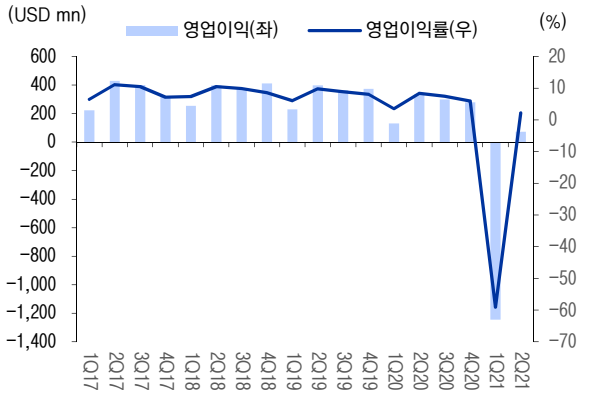
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 GAP 매출 동향



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 GAP 영업이익 동향



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

두 번째로 2)보유 브랜드를 다각화하거나 브랜드 내에서 취급 복종 등을 다각화하며 브랜드 저변을 확대하고 있는 기업에 긍정적이다. 브랜드를 신규 인수하거나 잡화, 화장품 등으로 다각화를 시도하고 있는 기업 등이 그 예시다. 가령 F&F의 경우 2018년 5월에 신규 브랜드 라인인 라인인 Duvetica, Stretch Angels를 인수한 이후 신규 고객층을 공략하며 브랜드 인지도를 넓히고 있다. 휠라홀딩스에서는 1H21에 Acushnet 신제품 출시 등이 예정되어 있다. 코웰패션은 조금 경우가 다른데, 고마진 확보를 위한 다브랜드 체제를 이어나가는 동시에 화장품 등으로의 브랜드 확장을 통해 의류 산업에 존재하는 계절성을 줄여나가고 있다.

3. 소싱: 양쪽의 Consolidation 효과

여기서부터는 OEM/ODM 기업 등 생산에 관한 부분이다. 먼저 코로나19로 인해 1H20에 수주 업황이 악화되며, Vendor 와 Buyer 양방에서 양호한 기업만이 살아남아 보다 개별 기업의 시장 지배력이 올라가는 Consolidation 효과가 일어났다.

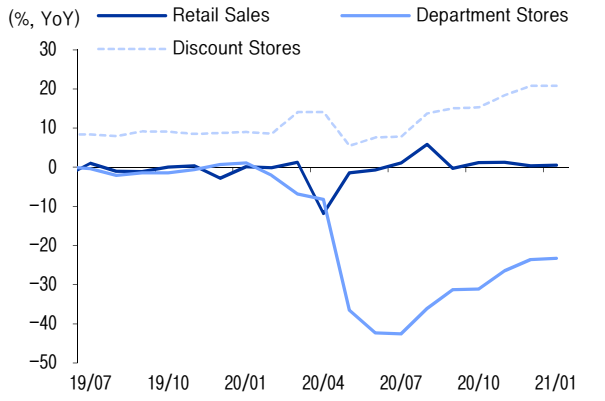
Vendor Consolidation

제조사 쪽에서는 공급망의 급격한 변화를 버티지 못하던 한계기업의 퇴출이 가속화 되었으며 (예: 약진통상 매각, Li&Fung 상장폐지 등), 업황 회복 시에는 이러한 벤더 통합 효과를 통해 협상력 상승을 기대해볼 수가 있게 되었다. 벤더의 수가 정리되는 것은 코로나19 이전부터의 이슈기도 하다. 최근 2~3년여 동안 미중 무역분쟁 등의 이유로 미국 수입에서 중국의 비중이 크게 감소하고 벤더가 통합되는 현상이 나타나고 있었으며 글로벌 의류 OEM/ODM 업체들은 우리나라와 대만 대형사 위주로 정리되는 과정에 있었기 때문이다. 이 흐름이 코로나19를 통한 공급망 충격과 같이 영향이 나타나며 통합 현상이 가속화 된 것이다. 이 과정에서 글로벌 바이어들에서 차지하는 국내 OEM/ODM 기업의 점유율이 확대되고 있다.

Buyer Consolidation

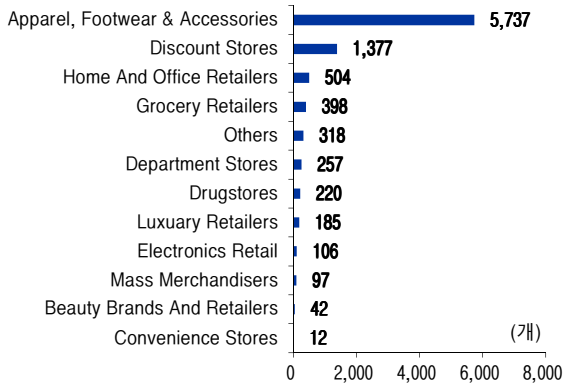
미국 소매유통 바이어 쪽에서도 1)비매장 채널로의 쏠림이 심화되고, 2)매장 폐점, 백화점 줄도산, 주요 소매업자 파산(JCP, AGS, Forever21, J.Crew, Neiman Marcus) 등 전반적인 미국 소매유통 시장의 구조조정 움직임이 계속되고, 3)할인점이 강세를 보이는 등 Buyer Consolidation 현상도 동시에 일어나게 되었다. [그림 81]는 앞서 언급했듯 전체 시장이 부진한 가운데 할인점만 성장을 지속하고 있는 모습을 보여주며, [그림 82]은 2019년 이후 전체 매장 폐점 추이 중 의류 시장이 가장 큰 영향을 받고 있다는 것을 보여준다. 비매장 채널로의 쏠림이 더더욱 중요해지는 이유는 온라인 매출 비중의 성장 때문으로 [그림 83~86]에서 최근 추이를 볼 수 있다. 주목할 점은 [그림 85, 86]처럼 2분기까지 일제히 상승했던 온라인 비중이 3분기를 지나며 매장 종류에 따라 추세가 갈리고 있는데, 의류유통 기업중 브랜드에 보다 가까운 기업들은 3Q20으로 접어들며 온라인 매출 비중이 다시 되돌아간 반면 일반적인 매장에 가까운 기업들은 계속해서 온라인 비중이 올라갔다.

그림81 미국 소매 매출 YoY 추이 (~21/01)



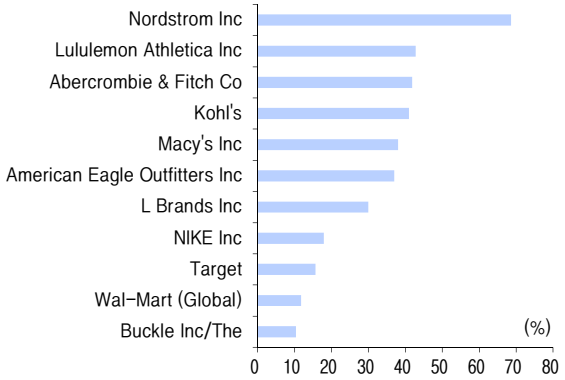
자료: Johnson Redbook, 이베스트투자증권 리서치센터
주: Revenue, MoM Retail Sales, MTD NSA Department / Discount Stores

그림82 미국 오프라인 업체 폐점 추이(2019년 이후)



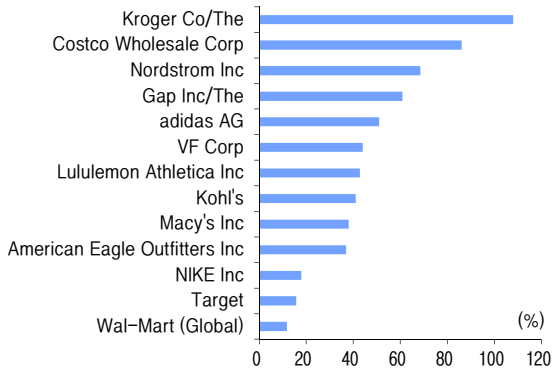
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 미국 주요 의류 유통 업체 최근 분기 온라인 매출 비중



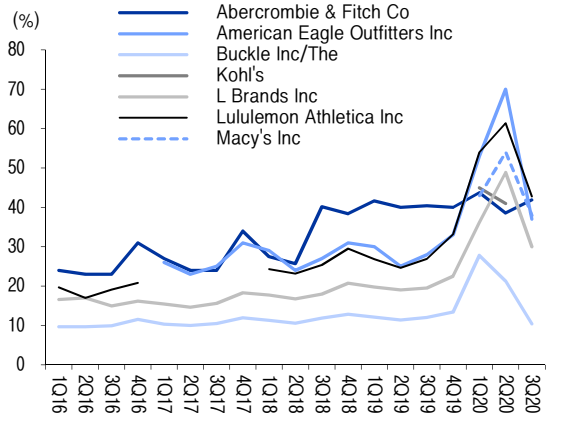
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: NIKE Inc, Kohl's은 2Q20 기준, 나머지는 3Q20 기준

그림84 미국 주요 의류 유통 업체 최근분기 온라인 매출 성장률



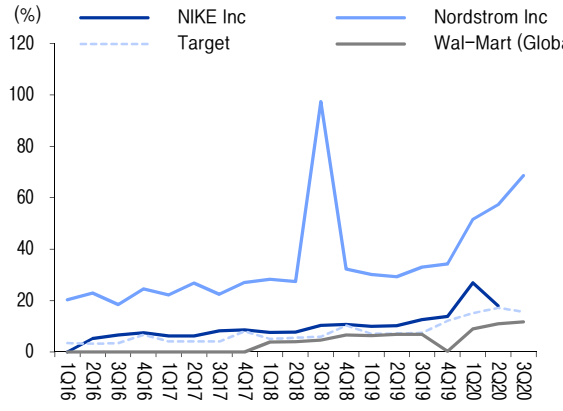
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: NIKE Inc, Kohl's은 2Q20 기준, 나머지는 3Q20 기준

그림85 온라인 매출 비중 - 주요 의류 유통 업체 중 브랜드 위주



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 온라인 매출 비중 - 주요 의류 유통 업체 중 매장 위주



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

결론 및 투자의견

업종 Top Picks: F&F, 코웰패션

2021년 섬유의복 산업은 Base Scenario 하에서m 오프라인이 점진적으로 회복되며 북미, 유럽 등 주요 거래선 재고의 비축이 시작되는 방향으로의 회복을 전망한다. 해외 전체 매출 비중이 가장 높은 브랜드사 휠라홀딩스, 면세 매출 위주의 중국 시장 회복 기여도가 가장 크게 기대되는 F&F, 온라인 매출 비중이 97% 가량인 코웰패션, 그리고 최근 신규 고객사 기여도가 기대되는 영원무역, 소싱 측면에서 수직계열화가 빠르게 진행 중인 한세실업을 주요 기업으로 판단해 커버리지를 개시했다.

결론 및 투자의견

결론 및 투자전략

2021년 의류 업종 의견 Overweight를 제시하고, 최선호주로 F&F, 코웰패션을 제시한다. 커버리지 5개 기업 2021E 매출액 합산 9조 2,389억원(YoY +4.1%), 영업이익 합산 8,725억원(YoY +3.9%)만큼 증익이 있을 것으로 전망한다. 해외 전체 매출 비중이 가장 높은 브랜드사 휠라홀딩스, 면세 매출 위주의 중국 시장 회복 기여도가 가장 크게 기대되는 F&F, 온라인 매출 비중이 97% 가량인 코웰패션, 그리고 최근 신규 고객사 기여도가 기대되는 영원무역, 소싱 측면에서 수직계열화가 빠르게 진행 중이고 주요 벤더의 통합이 진행된 한세실업을 주요 기업으로 판단해 커버리지를 개시했다. 업종 Top-picks는 F&F, 코웰패션이다.

표18 2021E 의류 커버리지 실적 비교 (단위: 십억원, %)

기업명, TP	구분	2020E	2021E	21/20 YoY	21E 컨센서스	컨센서스 Gap	실적 포인트
F&F	매출액	9,362	8,115	15.4%	10,131	-7.6%	▪ 중국 중심의 본격적인 해외 매출 확대구간 진입 기대
TP: 120,000	영업이익	1,116.2	772.3	44.5%	1,534	-27.2%	▪ 해외 매출 비중은 2019A 4.6%에서 2020E 7.9%, 2021E 10.2% 예상
CP: 86,600	OPM	11.9%	9.5%	+2.4%p	15.1%	-3.2%p	▪ 1H21 이후 면세 매출의 점진적 회복 전망
Gap: 38.6%	지배순익	794.5	558.9	42.2%	1,144	-30.6%	▪ 견조한 기존 라인+신규 라인의 성장을 통한 포트폴리오 다각화
코웰패션	매출액	4,646	4,255	9.2%	4,770	-2.6%	▪ 디지털 생태계 정착에 따른 온라인 채널 선호 지속 전망
TP: 8,000	영업이익	883.0	776.3	13.7%	830	6.4%	▪ 2025년까지 브랜드 50개 확보 목표 등 사업 영역 확장
CP: 5,580	OPM	19.0%	18.2%	+0.8%p	17.4%	+1.6%p	▪ 의류 외 카테고리로 사업 다각화, 화장품은 21E에 온기 반영
Gap: 43.4%	지배순익	604.1	593.4	1.8%	599	0.8%	▪ 향후 잉여수익의 M&A 투자 및 글로벌 진출로 사업지역 확장
휠라홀딩스	매출액	32,395	31,525	2.8%	33,788	-4.1%	▪ 해외 선제 턴어라운드 모멘텀의 가장 큰 수혜를 받을 브랜드사
TP: 60,000	영업이익	3,599.8	3,636.4	-1.0%	4,466	-19.4%	▪ 국내는 작년 기저 구간 및 및 신규 라이선스 추가 계약 반영
CP: 44,450	OPM	11.1%	11.5%	-0.4%p	13.2%	-2.1%p	▪ 중국 Full Prospect 이익 반영분은 20E 연간 두 자릿수 성장 전망
Gap: 35.0%	지배순익	2,187.4	1,874.2	16.7%	2,766	-20.9%	▪ Acushnet는 1H20에 코로나 관련해 반영한 일회성 비용이 제거
영원무역	매출액	26,409	24,939	5.9%	25,965	1.7%	▪ 아직 저렴한 밸류에이션
TP: 45,000	영업이익	2,419.0	2,632.0	-8.1%	2,634	-8.1%	▪ OEM: 연말에 접어들며 대형 바이어의 수주 회복세가 확인
CP: 33,000	OPM	9.2%	10.6%	-1.4%p	10.1%	-1.0%p	▪ 미국 소비 회복 시 룰루레몬 등 신규 고객사 기여도 본격화 전망
Gap: 36.4%	지배순익	1,528.6	1,760.8	-13.2%	1,769	-13.6%	▪ Scott: 글로벌 사이클 산업 호조로 21E도 매출 비중 확대 전망
한세실업	매출액	19,576	19,884	-1.5%	19,533	0.2%	▪ 코로나19로 인한 벤더의 급격한 통합은 동사에게 가장 큰 수혜
TP: 22,000	영업이익	706.9	582.6	21.3%	831	-15.0%	▪ 1Q21 출하 생산 기준, 북미 주요 바이어들 오더 두 자릿수 증가세
CP: 15,850	OPM	3.6%	2.9%	+0.7%p	4.3%	-0.6%p	▪ 2021년은 향후 주요 시장에서 전략적 벤더로 진입하는 원년
Gap: 38.8%	지배순익	643.7	503.6	27.8%	619	3.9%	▪ 수직계열화와 관련된 투자 지속, 마진 상단 상향 가능

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

먼저 2021년 섬유의복 산업 전망을 Base Scenario(적어도 2020년보다는 나아지는 상황에서의 점진적 회복)와 Bear Scenario(백신 실질효과 지연, 회복 이전에 n차 재확산 발생)로 분리했다. Base Scenario 하에서 오프라인이 점진적으로 회복되며 북미, 유럽 등 주요 거래선 재고의 비축이 시작되는 방향으로의 회복을 전망한다. 이 경우 Pent-Up 소비가 일어날 것으로 판단하나, 근본적인 회복을 위해서는 소득 회복을 선제적으로 확인해야 한다. 국내보다 중국 위주의 해외 소비시장이 먼저 회복될 것이며, 럭셔리 카테고리가 가장 먼저 반응할 것으로 전망한다.

주의할 점은 코로나19 연관 업황이 회복되더라도 그 이전부터 존재했던 산업 부진 요인, 즉 기존 밸류체인에서 온라인 플랫폼 중심으로 시장이 재편되는 등의 변화를 고려해야 한다는 점이다. 이를 통해 의류 산업의 장기 핵심 포인트를 어떤 것을(브랜드) 어떻게 만들어서(소싱) 어떻게 유통하는지(디지털)에 관한 것이라고 판단한다.

디지털의 경우 온라인 매출 비중은 코로나19 향방과 별개로 향후에도 계속해 높은 수준에서 안정될 것이기 때문에 성공적으로 디지털 생태계로의 적응을 마친 기업이 유리할 것이다. 브랜드의 경우 브랜드 파워라는 무형가치가 중요한 산업 특성상 포트폴리오 다각화, 플랫폼(유통망) 다변화 현황에 더욱 주목하며, 2021에 글로벌 스포츠 브랜드사의 공격적 확장이 기대되는 만큼 애슬레져 사업을 영위하는 브랜드로의 더 빠른 쏠림을 전망한다. 한편 OEM/ODM 등 제조 부문에서는 코로나19로 인한 소싱 측면에서의 충격을 주목하고, 제조 수직계열화 정도 및 확보한 벤더의 통합 정도가 마진 상단 확보에 핵심일 것으로 판단한다.

기업분석

F&F (007700)	54
코웰패션 (033290)	60
휠라홀딩스 (081660)	67
영원무역 (105630)	76
한세실업 (041770)	83

Universe

종목명	투자판단	목표주가
F&F	Buy(신규)	120,000 원
코웰패션	Buy(신규)	8,000 원
휠라홀딩스	Buy(신규)	60,000 원
영원무역	Buy(신규)	45,000 원
한세실업	Buy(신규)	22,000 원

F&F (007700)

2021. 01. 11 | 섬유의복

중국 기대감 주목

Analyst **심지현**
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가 120,000 원
현재주가 86,600 원

중국 중심의 해외 모멘텀 확대

F&F(이하 동사)는 해외 확장의 초입 단계에 서있으며, 2021년 중국 소비시장 회복 모멘텀을 중심으로 본격적인 해외 매출 확대에 진입할 것으로 기대한다. 내년 면세 제외 해외 매출은 98% 성장을 기대하며, 해외 매출 비중은 2019년 말 4.6%에서 2020년 9% 예상, 2021년 14.9%까지 확대될 것으로 예상한다. 최근 중국에서의 MLB 브랜드 선호도가 판매량 증대로 확인되고 있으며, 계속 오프라인 매장이 추가될 것으로 보여 향후 중국 온라인과 오프라인 채널 매출이 동반 성장할 수 있는 업황이 마련되고 있다. 또한 2Q20에 면세 매출 저점을 지나 3Q20에 QoQ로 개선되고 있는 것을 확인했으며 2021년부터 중국 매출의 유의미한 확대가 기대된다.

포트폴리오 다각화를 통한 브랜드 가치 증대

동사는 기존 주력 브랜드 MLB, Discovery를 중심으로 사업을 전개하고 있으며 최근 브랜드 저변 확대를 위해 신규 라인인 Duvetica (2018년 5월에 인수), Stretch Angels(2018년 5월에 자체개발)를 추가해 브랜드 인지도를 제고하며 신규 고객층을 공략 중이다. 다만 두 브랜드는 면세 매출 기여도가 높아 면세 회복 전까지는 매출 하락이 불가피하다.

2021E Preview

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 9,362억(YoY +15.4%), 영업이익 1,116억(YoY +44.5%), 영업이익률 11.9%(+2.4%p)일 것으로 추정한다. 또한 4Q20 분기 연결 실적은 매출 3,190억(YoY -3.4%), 영업이익 268억(YoY -62.0%), 영업이익률 8.4%(-13.0%p)일 것으로 추정한다. 4Q20까지는 코로나19 불확실성 영향권인 소비시장을 이유로 영업이익이 부진하겠으나, 1)중국을 중심으로 한 해외 확장, 2)매출 포트폴리오 다각화를 통한 브랜드 가치 증대로 인해 향후 장기간 안정적으로 11~16% 내외의 영업이익률까지 회복 가능하다는 판단이다.

투자의견 BUY, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시

전개하는 사업의 성질이 비슷해 2021년 전체 지배 순이익 기준으로 영업가치를 산정하고, 자산가치를 더해 적정 시가총액을 구한 후 유통주수로 나눠 목표주가를 산정했다. 전체 의류 커버리지 내에서 Top-picks로 선정한다.

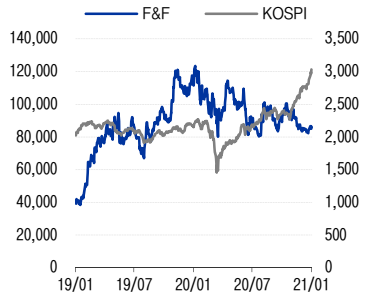
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/8)		3,152.18 pt
시가총액		13,336 억원
발행주식수		15,400 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		80,100/123,500 원
90 일 일평균거래대금		67 억원
외국인 지분율		9.1%
배당수익률(20.12E)		1.2%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-13.0%
	6 개월	-51.1%
	12 개월	-68.9%
주주구성	김창수 (외 9 인)	58.8%
	국민연금공단 (외 1 인)	9.7%
	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	811	77	79	56	3,644	-49.3	112	23.8	11.5	2.6	11.1
2021E	936	112	114	79	5,180	42.2	146	16.7	8.6	2.3	14.4
2022E	1,037	135	137	96	6,246	20.6	170	13.9	7.2	2.0	15.3

자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

F&F 실적 추정 및 Valuation

표19 F&F 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	**166.0**	**166.8**	**159.6**	**319.0**	**187.5**	**190.8**	**208.6**	**349.2**	**910.3**	**811.5**	**936.2**
MLB 한국(면세 제외)	37.8	38.4	53.2	41.8	43.7	45.3	61.2	48.0	151.4	171.2	198.1
MLB 면세	37.0	36.2	41.3	56.3	33.9	37.0	47.1	61.1	275.7	170.8	179.1
MLB 중국	6.3	8.7	16.0	14.6	17.9	17.6	18.7	21.7	11.9	45.6	75.9
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	5.0	4.6	4.5	5.2	5.4	30.4	18.6	19.6
MLB Kids	15.6	14.6	13.0	22.8	17.5	16.1	15.1	25.0	90.8	66.0	73.7
Discovery	63.7	65.4	51.8	175.2	67.0	68.5	57.7	184.3	323.6	356.1	377.5
Duvetica	1.4	0.6	1.7	1.8	1.3	0.6	1.9	1.9	11.2	5.5	5.7
Stretch Angels	1.8	1.1	1.6	1.6	1.7	1.2	1.8	1.8	13.1	6.1	6.6
매출액 YoY (%)	***2.2***	***-17.1***	***-26.2***	***-3.4***	***13.0***	***14.4***	***30.7***	***9.4***	***36.2***	***-10.9***	***15.4***
MLB 한국(면세 제외)	*8.6*	*-11.9*	*47.4*	*13.4*	*15.6*	*18.0*	*15.0*	*14.6*	*18.2*	*13.1*	*15.7*
MLB 면세	*-7.5*	*-48.3*	*-52.8*	*-28.0*	*-8.5*	*2.3*	*14.0*	*8.5*	*104.2*	*-38.0*	*4.8*
MLB 중국	*0.0*	*2,800.0*	*384.8*	*76.2*	*183.9*	*102.6*	*17.0*	*48.8*	*-*	*283.7*	*66.6*
MLB 홍콩	*-32.8*	*-50.6*	*-38.5*	*-31.0*	*2.1*	*3.6*	*7.5*	*7.9*	*69.8*	*-38.9*	*5.4*
MLB Kids	*-31.9*	*-35.1*	*-31.6*	*-13.8*	*12.3*	*10.0*	*16.5*	*9.7*	*17.0*	*-27.4*	*11.7*
Discovery	*11.8*	*27.7*	*-4.4*	*8.7*	*5.2*	*4.8*	*11.3*	*5.2*	*9.1*	*10.1*	*6.0*
Duvetica	*16.7*	*-75.0*	*-68.5*	*-20.0*	*-10.0*	*-5.0*	*12.4*	*10.2*	*-20.0*	*-51.3*	*4.0*
Stretch Angels	*0.0*	*-81.4*	*-51.5*	*-23.6*	*-5.0*	*12.0*	*11.5*	*14.0*	*1210.0*	*-53.4*	*7.4*
매출총이익	**113.3**	**114.8**	**108.1**	**217.0**	**127.5**	**129.8**	**142.9**	**233.9**	**617.0**	**553.2**	**634.1**
GPM (%)	*68.3*	*68.8*	*67.7*	*68.0*	*68.0*	*68.0*	*68.5*	*67.0*	*67.8*	*68.2*	*67.7*
영업이익 (%)	**17.3**	**20.5**	**12.6**	**26.8**	**18.9**	**21.9**	**36.5**	**34.2**	**150.7**	**77.2**	**111.6**
YoY	*-8.1*	*-29.0*	*-61.1*	*-62.0*	*9.4*	*7.1*	*189.3*	*27.7*	*64.8*	*-48.8*	*44.5*
OPM	*10.4*	*12.3*	*7.9*	*8.4*	*10.1*	*11.5*	*17.5*	*9.8*	*16.6*	*9.5*	*11.9*
지배 순이익	**13.9**	**14.2**	**8.5**	**19.3**	**14.0**	**15.3**	**25.6**	**24.5**	**110.2**	**55.9**	**79.5**
지배 순이익율 (%)	*8.4*	*8.5*	*5.3*	*6.0*	*7.5*	*8.0*	*12.3*	*7.0*	*12.1*	*6.9*	*8.5*

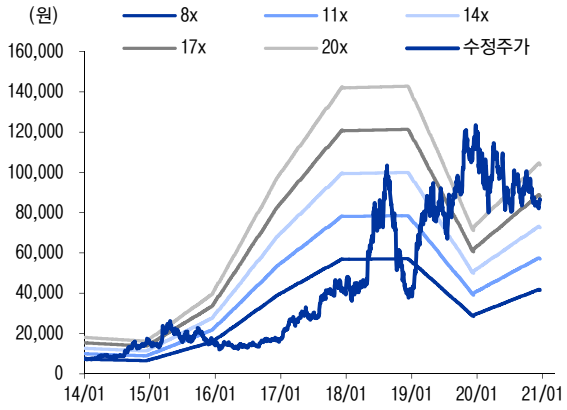
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 F&F 순이익 기준 Valuation

구분	추정치	비고
21E 지배 순이익	79.5	(a)
Target P/E	22.2	(b) - 글로벌 스포츠 브랜드 Peer 평균 12m fwd PER 31.7배에 30% 할인
영업가치	**1,763.0**	**① = (a) x (b)**
자산가치	77.0	② = (c) x (d)
순현금	75.3	(c) 2021E 추정 기준
적정 시가총액	**1,915.3**	**① + ②**
유통 주수 (천주)	15,320	③
적정주가	125,019.8	(① + ②) / ③
목표주가 (원)	**120,000**	**적정주가에서 내림해서 산출**
현재주가(원)	86,600	-
상승여력	38.6%	-

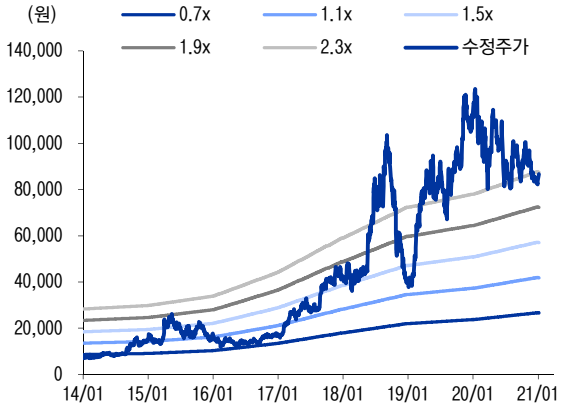
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 F&F PER 밴드



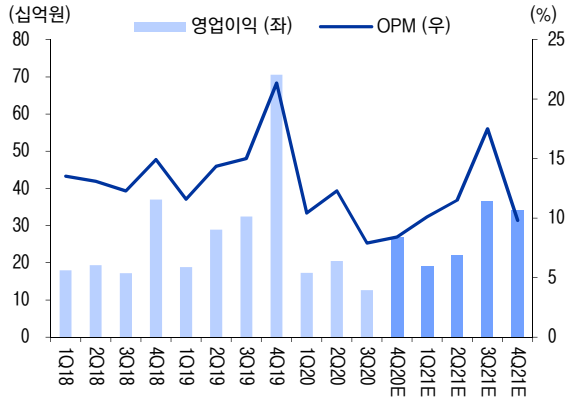
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 F&F PBR 밴드



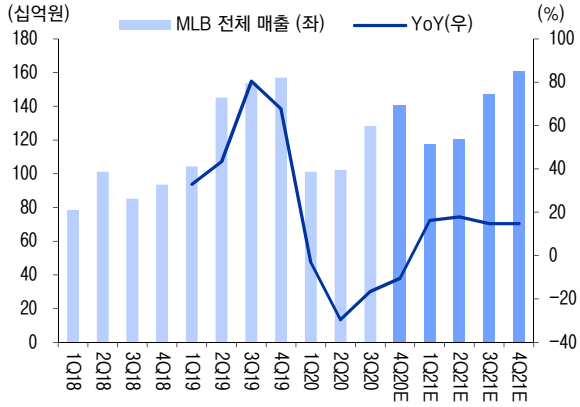
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 전체 영업이익 및 영업이익률 추이



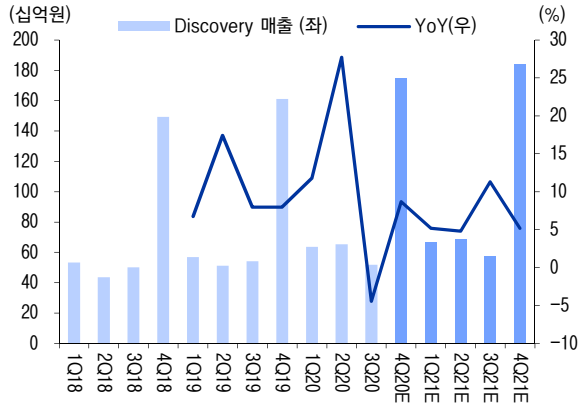
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 MLB 부문 실적 추이



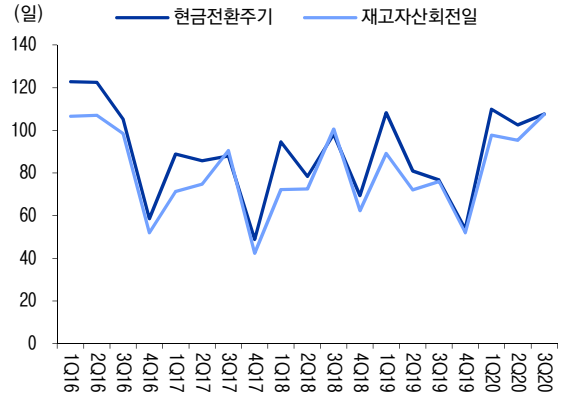
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 Discovery 실적 추이



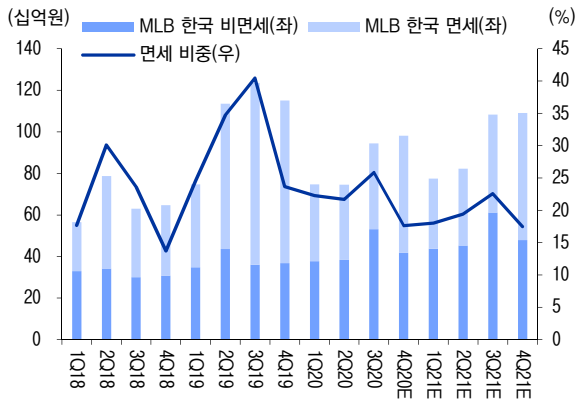
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 재고자산회전일수 및 현금전환주기



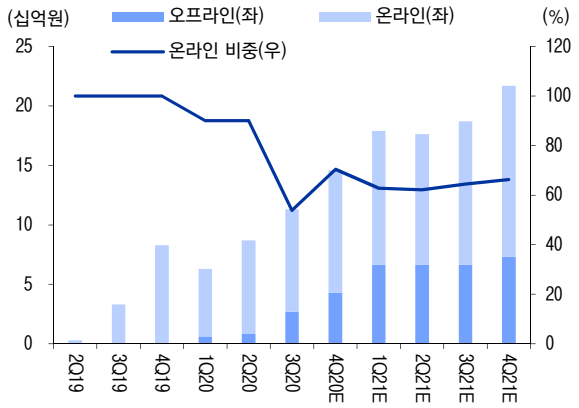
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 MLB 한국 면세 비중 추이



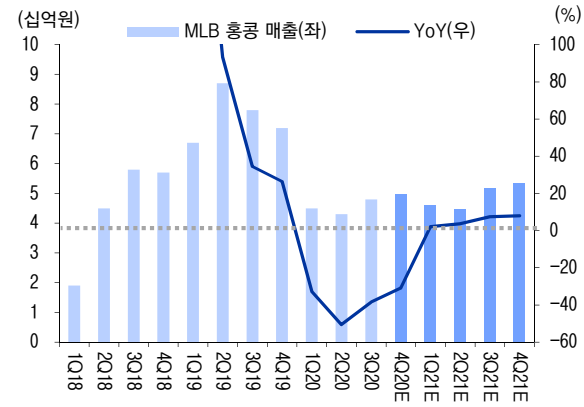
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 MLB 중국 매출 추이



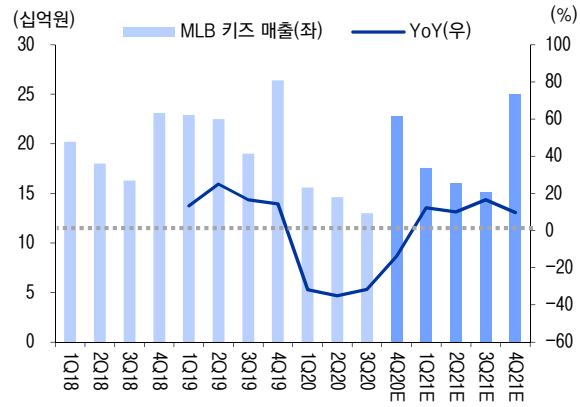
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 MLB 홍콩 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

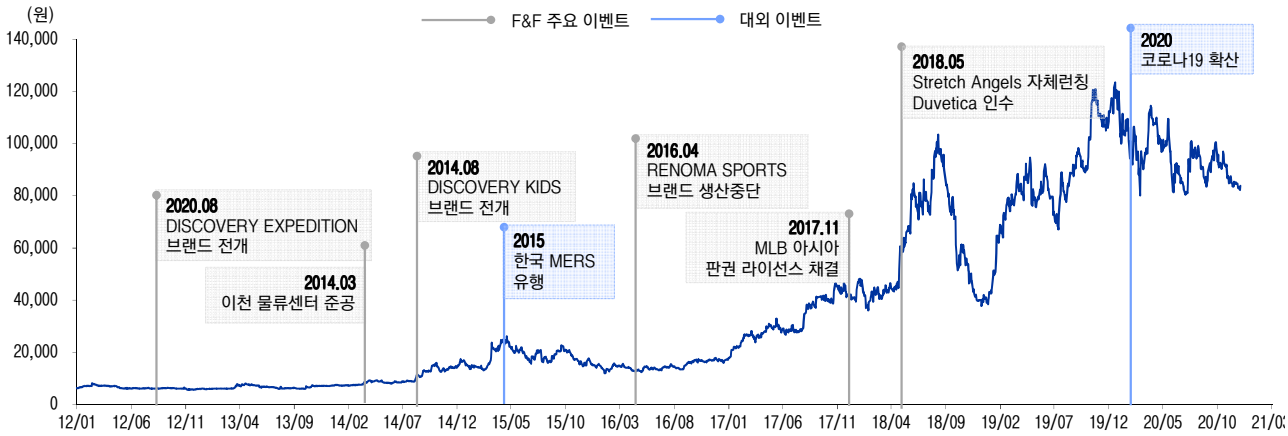
그림96 MLB 키즈 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

F&F 사업 기초

그림97 F&F 주가 추이 및 히스토리

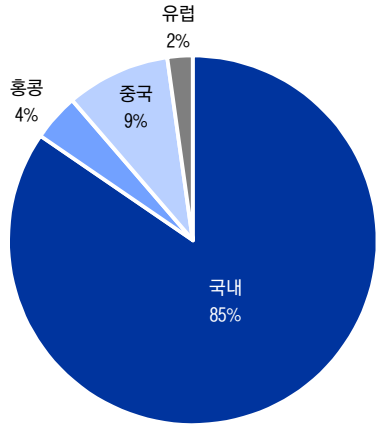


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 F&F 지배구조

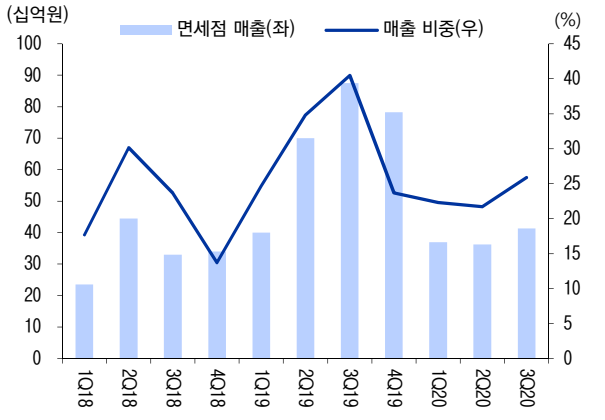
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 국가별 매출비중(3Q20 기준)



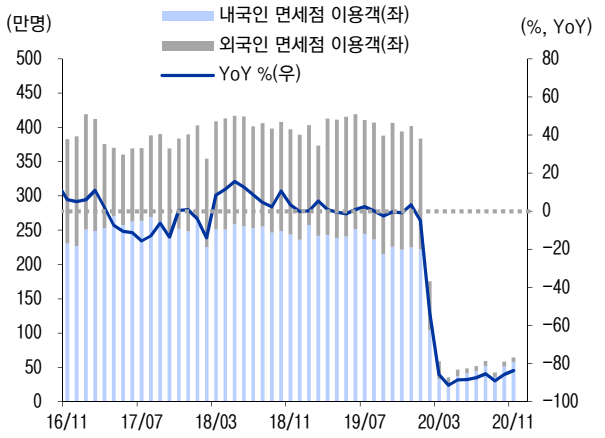
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 면세점 매출비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 면세점 이용객 수 추이 (~20/11)



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

F&F (007700)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	291	400	470	533	609
현금 및 현금성자산	17	45	41	67	103
매출채권 및 기타채권	87	87	108	118	129
재고자산	159	176	245	268	294
기타유동자산	28	93	77	80	84
비유동자산	205	284	296	312	331
관계기업투자등	0	8	10	10	11
유형자산	140	161	166	165	167
무형자산	11	11	20	33	45
자산총계	**496**	**684**	**766**	**844**	**941**
유동부채	100	161	204	217	232
매입채무 및 기타재무	69	88	127	139	153
단기금융부채	0	19	33	33	33
기타유동부채	30	55	43	45	46
비유동부채	1	39	38	39	39
장기금융부채	0	34	28	28	28
기타비유동부채	1	5	10	11	11
부채총계	**101**	**201**	**242**	**256**	**272**
지배주주지분	394	483	521	585	666
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	3	3	3	3	3
이익잉여금	384	480	520	584	664
비지배주주지분(연결)	1	1	3	3	3
자본총계	**395**	**484**	**524**	**588**	**669**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**668**	**910**	**811**	**936**	**1,037**
매출원가	228	293	258	302	327
매출총이익	**440**	**617**	**553**	**634**	**711**
판매비 및 관리비	349	466	476	523	576
영업이익	**91**	**151**	**77**	**112**	**135**
(EBITDA)	101	181	112	146	170
금융손익	1	1	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	48	0	1	1	1
세전계속사업이익	**141**	**151**	**79**	**114**	**137**
계속사업법인세비용	32	41	23	34	41
계속사업이익	109	110	56	79	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**109**	**110**	**56**	**79**	**96**
지배주주	109	110	56	79	96
총포괄이익	**109**	**110**	**56**	**79**	**96**
매출총이익률 (%)	65.9	67.8	68.2	67.7	68.5
영업이익률 (%)	13.7	16.6	9.5	11.9	13.0
EBITDA 마진률 (%)	15.1	19.9	13.8	15.6	16.4
당기순이익률 (%)	16.4	12.1	6.9	8.5	9.2
ROA (%)	24.4	18.7	7.7	9.9	10.7
ROE (%)	31.6	25.1	11.1	14.4	15.3
ROIC (%)	23.7	28.8	12.4	16.1	18.1

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**27**	**162**	**29**	**95**	**109**
당기순이익(손실)	109	110	56	79	96
비현금수익비용가감	2	85	46	35	35
유형자산감가상각비	10	30	35	34	35
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	1	11	1	1
영업활동 자산부채변동	-59	-10	-32	-20	-22
매출채권 감소(증가)	-3	-2	-20	-10	-11
재고자산 감소(증가)	-54	-25	-64	-23	-26
매입채무 증가(감소)	6	19	39	12	13
기타자산, 부채변동	-7	-2	13	1	1
투자활동 현금	**-33**	**-109**	**-20**	**-53**	**-57**
유형자산처분(취득)	-48	-32	-24	-33	-37
무형자산 감소(증가)	0	-1	-8	-13	-13
투자자산 감소(증가)	-27	-71	57	-3	-3
기타투자활동	42	-6	-45	-4	-4
재무활동 현금	**-12**	**-24**	**-14**	**-15**	**-15**
차입금의 증가(감소)	-2	-8	1	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**	**-4**	**26**	**36**
기초현금	32	17	45	41	67
기말현금	17	45	41	67	103

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	5.6	15.6	23.8	16.7	13.9
P/B	1.6	3.6	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	5.7	9.1	11.5	8.6	7.2
P/CF	5.6	8.9	13.1	11.6	10.2
배당수익률 (%)	1.6	0.9	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	19.2	36.2	-10.9	15.4	10.8
영업이익	-6.8	64.8	-48.8	44.5	20.8
세전이익	41.7	7.1	-47.6	43.5	20.6
당기순이익	45.9	0.6	-49.4	42.8	20.6
EPS	45.8	1.4	-49.3	42.2	20.6
안정성(%)					
부채비율	25.6	41.5	46.2	43.5	40.6
유동비율	291.8	247.9	231.1	245.1	262.1
순차입금/자기자본	-9.9	-14.5	-8.9	-12.8	-17.1
영업이익/금융비용	1,595.7	108.2	57.3	77.4	93.5
총차입금 (십억원)	0	53	61	61	61
순차입금 (십억원)	-39	-70	-47	-75	-115
주당지표 (원)					
EPS	7,089	7,185	3,644	5,180	6,246
BPS	25,593	31,366	33,855	38,018	43,242
CFPS	7,215	12,645	6,623	7,443	8,525
DPS	650	1,000	1,000	1,000	1,000

자료: F&F, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

코웰패션(033290)

2021. 01. 11 | 섬유의복

높은 온라인 비중+고마진 구조

Analyst **심지현**
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

Buy (Initiate)

목표주가 8,000 원
현재주가 5,580 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

언택트 시대에 알맞은 사업구조

코웰패션(이하 동사)는 퓨마, 아디다스, 리복, 캘빈클라인 등 해외 브랜드 라이선스 계약을 통해 사업을 전개하는 기업으로, 2025년까지 브랜드 50개 확보를 목표로 고성장 중이다. 타 브랜드 사와 구분되는 가장 큰 특징은 1)다각화된 다종의 계약 브랜드를 제품 기획에서 판매까지 밸류체인을 내재화 하였고, 2)판매 채널에서 홈쇼핑 및 E커머스 비중이 95% 이상이기 때문에 온라인 SPA 형태라고 불린다는 점이다. 3)따라서 오프라인 매장이 없고 생산은 외주 형식이기 때문에, 20% 가량의 고마진 구조에서 창출되는 잉여수익을 고정자산 등에 재투자 할 필요가 없어 활발한 M&A가 가능하다. 그야말로 언텍트 시대에 유리한데다가 잘하는 것에만 집중할 수 있는 효율적 구조다.

공격적이고 트렌디한 성장 전략

향후 동사의 핵심 경쟁전략은 1)2025년까지 브랜드 50개 확보 목표 등 사업 영역 확장, 2)화장품, 잡화 등으로 사업을 다각화 해 매출 안정성 확보, 3)플랫폼 형태의 고객 충성도가 높은 형태로의 유통 채널 강화 및 인플루언서 마케팅, 라이브커머스 활용 등 트렌드에 맞춘 판매 전략 계획, 4)잉여수익의 M&A 투자 및 글로벌 진출로 사업지역 확장 등이 있다.

2021E Preview

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 4,647억(YoY +9.2%), 영업이익 883억(YoY +13.7%), 영업이익률 19%(+0.8%p)일 것으로 추정한다. 또한 4Q20 분기 연결 실적은 매출 1,219억(YoY +6.3%), 영업이익 210억(YoY -10%), 영업이익률 17.2%(-3.1%p)일 것으로 추정한다. 하반기 소비심리 악화 및 3차 코로나19 재확산으로 인해 4Q20까지 다소 부진할 수 있고 내수 위주인 매출 구조에 따라 2021년 연간 외형 확장 정도가 다소 제한될 수 있으나, 디지털 생태계 정착에 따른 온라인 채널 선호 지속 전망에 따라 향후도 유리한 위치에서 사업을 영위할 수 있을 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 8,000원으로 커버리지 개시

코웰패션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 8,000원으로 커버리지를 개시한다. 21년 12m fwd 지배 순이익 EPS에 동사 PER Band 중단인 12배를 Target P/E로 잡고 적정주가를 산출했다.

Stock Data

KOSPI(1/8)		3,152.18 pt
시가총액		4,938 억원
발행주식수		88,500 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		3,550/6,620 원
90 일 일평균거래대금		15 억원
외국인 지분율		4.7%
배당수익률(20.12E)		1.8%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-11.0%
	6 개월	-31.9%
	12 개월	-3.6%
주주구성	대명화학 (외 3 인)	70.8%
	자사주 (외 1 인)	5.8%
	이진화 (외 1 인)	0.0%

Stock Price

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	426	78	80	60	691	18.2	83	8.1	6.3	1.7	22.4
2021E	462	88	84	63	705	2.0	96	7.9	5.1	1.5	19.4
2022E	505	94	90	68	757	7.3	103	7.4	4.5	1.3	17.7

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

코웰패션 실적 추정 및 Valuation

표21 코웰패션 분기 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	**99.8**	**115.7**	**88.0**	**121.9**	**109.1**	**127.0**	**99.5**	**129.0**	**394.7**	**425.5**	**464.7**
전자	8.8	9.3	11.1	9.9	9.3	9.9	11.5	10.1	36.6	39.1	40.7
패션	91.1	106.4	76.9	112.0	99.8	117.1	88.1	119.0	358.0	386.4	424.0
매출액 YoY (%)	***16.1***	***9.9***	***-0.8***	***6.3***	***9.2***	***9.8***	***13.1***	***5.9***	***16.3***	***7.8***	***9.2***
전자	*-8.7*	*-3.5*	*29.6*	*12.8*	*5.6*	*5.8*	*3.2*	*2.0*	*-9.5*	*6.8*	*4.1*
패션	*19.2*	*11.3*	*-4.0*	*5.8*	*9.6*	*10.1*	*14.5*	*6.2*	*19.8*	*7.9*	*9.7*
매출총이익	**55.7**	**64.2**	**46.7**	**67.0**	**60.0**	**69.9**	**54.7**	**71.0**	**210.4**	**233.6**	**255.6**
GPM (%)	*55.8*	*55.5*	*53.0*	*55.0*	*55.0*	*55.0*	*55.0*	*55.0*	*53.3*	*54.9*	*55.0*
영업이익	**18.1**	**23.4**	**15.2**	**21.0**	**20.8**	**25.5**	**17.8**	**24.2**	**76.1**	**77.6**	**88.3**
전자	0.2	0.8	0.5	0.3	0.2	0.9	0.6	0.4	1.1	1.9	2.0
패션	17.9	22.6	14.6	20.6	20.6	24.6	17.3	23.8	75.0	75.8	86.3
영업이익 YoY (%)	***6.4***	***10.7***	***3.6***	***-10.0***	***15.0***	***8.9***	***17.5***	***15.3***	***7.1***	***2.0***	***13.7***
전자	*-37.1*	*27.8*	*흑전*	*18.4*	*10.9*	*11.1*	*8.4*	*7.1*	*-25.8*	*69.3*	*9.6*
패션	*7.2*	*10.2*	*-0.8*	*-10.4*	*15.1*	*8.8*	*17.9*	*15.4*	*7.8*	*1.1*	*13.8*
OPM (%)	***18.1***	***20.2***	***17.2***	***17.2***	***19.1***	***20.1***	***17.9***	***18.7***	***19.3***	***18.2***	***19.0***
전자	*2.2*	*8.6*	*4.6*	*3.5*	*2.3*	*9.0*	*4.9*	*3.7*	*3.0*	*4.7*	*5.0*
패션	*19.7*	*21.2*	*19.0*	*18.4*	*20.7*	*21.0*	*19.6*	*20.0*	*20.9*	*19.6*	*20.3*
지배 순이익	**13.6**	**17.0**	**15.5**	**13.3**	**14.4**	**18.9**	**11.5**	**15.6**	**51.4**	**59.3**	**60.4**
지배 순이익률 (%)	*13.6*	*14.7*	*17.6*	*10.9*	*13.2*	*14.8*	*11.5*	*12.1*	*13.0*	*13.9*	*13.0*

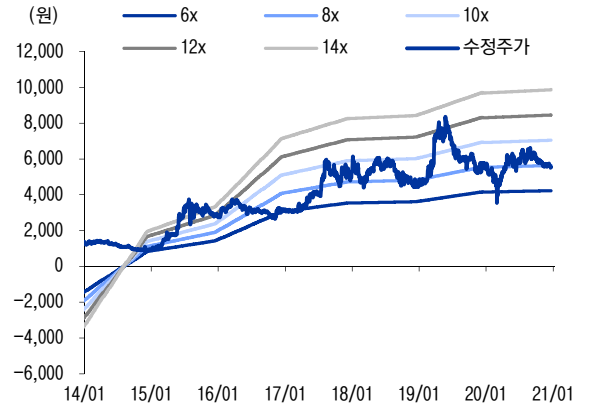
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 코웰패션 PER Valuaion

구분	추정치	비고
현재주가 (원)	5,580	-
Target P/E (배)	**12.0**	**① 동사 PER Band 중단 기준**
21E EPS (원)	703.8	② 2021년 지배주주 귀속 순이익 기준
21E 적정주가 (원)	8,445	① x ②
Target Price (원)	**8,000**	**계산된 적정주가에서 1,000원 단위 이하 반올림**
상승여력 (%)	43.4%	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 코웰패션 PER 밴드

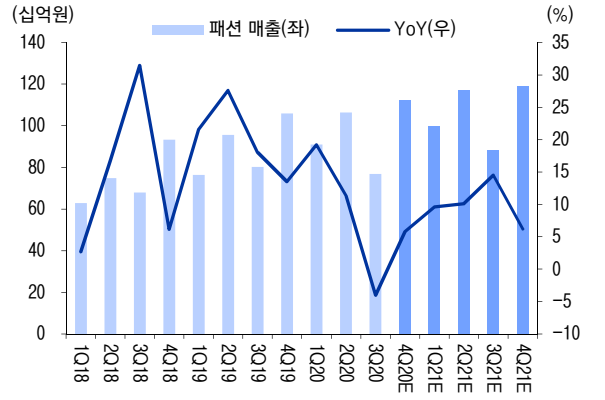


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 코웰패션 PBR 밴드

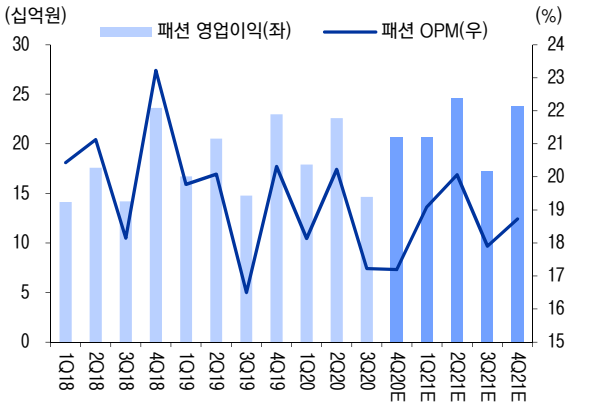
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 패션 부문 매출 추이



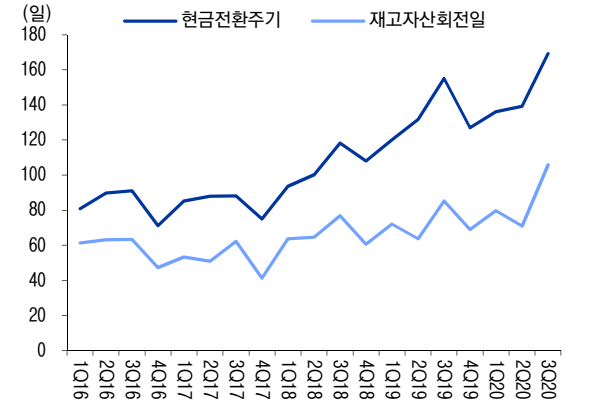
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 패션 부문 영업이익 및 영업이익률 추이



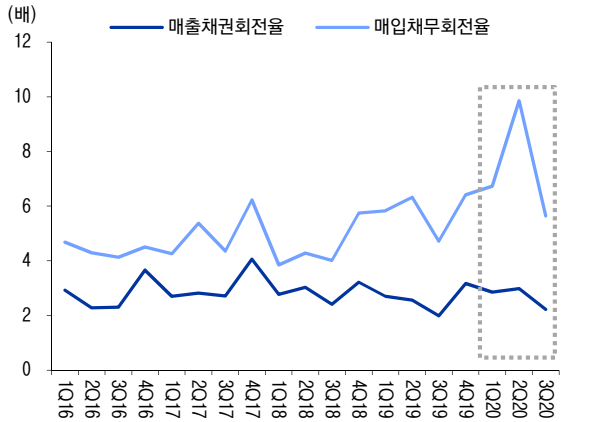
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 재고자산회전율 및 재고자산회전일수



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

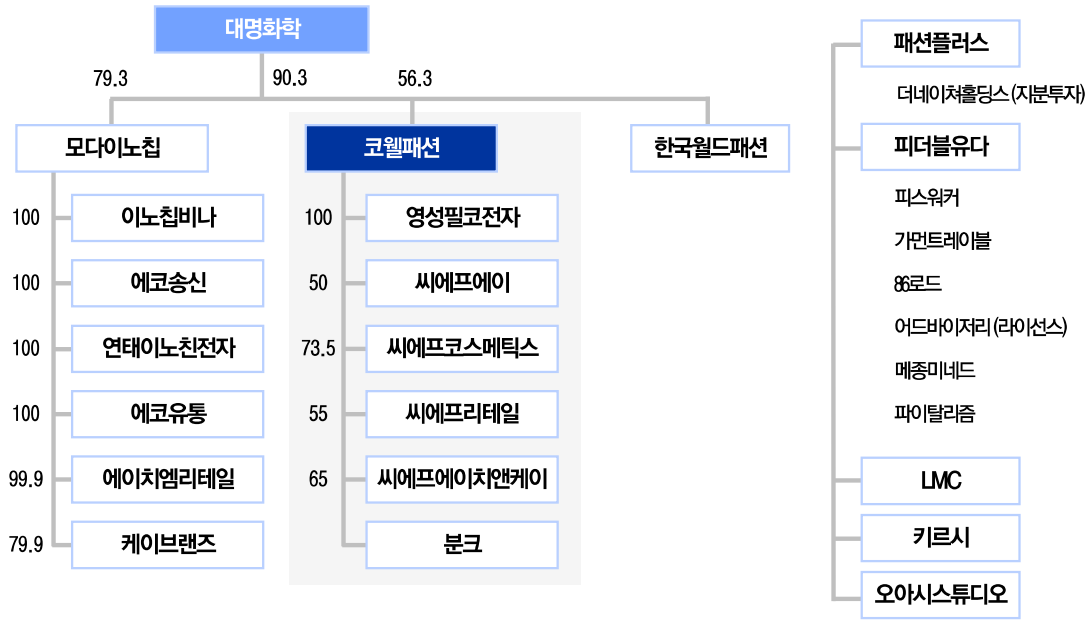
그림107 매출채권 및 매입채무회전율



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

코웰패션 사업 기초 및 투자포인트

그림108 코웰패션 지배구조도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림109 코웰패션 주가 및 주요 이벤트

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 밸류체인 내재화에 따른 고마진 구조

동사는 다른 국내 의류 회사들과 비즈니스 구조가 상당히 다르다. 다종의 브랜드 라이선스를 계약해와 제조부터 판매까지 밸류체인을 내재화 해서 온라인 채널 위주로 판매하는 온라인 SPA 형태기 때문이다. 브랜드 개발 및 보유 형태가 아니라 다종의 계약 형태에 집중하는 이유는 효율화 때문인데, 브랜드 하나를 세울 때 통상적으로 50~100억이 소모되며 브랜드 홍보 비용에도 상당 비용이 소모되기 때문이다. 통상 글로벌에서 인지도가 있는 브랜드의 일부 카테고리만 라이선스 계약을 맺어 들여오고, 이후 판매채

널에서 긍정적 반응이 올라오면 해당 브랜드의 다른 카테고리까지 빠르게 가져오는 의사결정 구조를 가지고 있다. 이렇듯 오프라인 매장이 없고 생산은 아웃소싱을 하는 방식이기 때문에 CAPEX가 낮은 반면 OPM 20% 가량의 고마진 구조를 가지고 있다. 또한 이렇게 창출된 높은 수익을 고정자산 등에 재투자할 필요가 낮아 활발한 M&A가 가능하다. 영업이익률이 잘나오는 이유는 1) 대량 생산을 통한 원가 경쟁력 확보, 2) 브랜드 라이선스 보유사가 브랜드를 홍보하는 구조기 때문에 별도의 마케팅 비용을 지출할 필요가 없으며, 3)공장 등의 고정비가 발생하지 않기 때문이다.

2. 높은 온라인 채널 비중

또한 오프라인 비중이 매우 낮고 온라인 비중이 대부분이라 오히려 코로나19 사이 좋았다는 점도 특징이다. 판매 채널에서 홈쇼핑 및 E커머스 비중이 95% 이상이기 때문에 채널 특수도 있었으며, 집에 오래 있다보니 이지웨어, 멀티웨어 등 편한 복종의 특수도 있었다. 특히 재난지원금은 오프라인에서만 쓸 수 있었기 때문에 2020년의 동사 실적 호조는 정부 지원의 영향도 아니었다. 이 때문에 온라인 SPA 브랜드에 걸맞는 높은 재고자산회전율을 가진다는 점도 특징이다. 다른 SPA 글로벌 브랜드(오프라인 매장)의 평균 재고자산 회전율보다 높다. 다만 재고자산회전일은 상당히 늘어나 있는 상황이다.

표23 TV 홈쇼핑과 T-Commerce의 차이점

구분	TV 홈쇼핑	데이터홈쇼핑(T-Commerce)
방송유형	일방향 텔레비전 방송	양방향 데이터 방송
방송형태	생방송	녹화방송
화면제한	없음	전체 화면의 1/2(나머지는 데이터 영역)
주문 방식	상담원, ARS 등	리모컨, 상담원, ARS 등
특징	• 불특정 다수 대상 • TV채널 시청가능 시 별도 기술 불필요	• 개인화, 맞품화 서비스 가능 • IPTV 설치 등 디지털TV 시청 환경 필요
채널 수	7개	10개
채널명	GS홈쇼핑, CJ오쇼핑, 현대홈쇼핑, 롯데홈쇼핑, NS홈쇼핑, 홈앤쇼핑, 공영홈쇼핑	• T커머스만 운영: K쇼핑, 쇼핑엔티, 신세계쇼핑, SK스토아, W쇼핑 • TV홈쇼핑 겸업: GS MY SHOP, CJ오쇼핑플러스, 현대+Shop, 롯데OneTV, NS Shop+
사업자	CJ, GS, 롯데, 현대, NS, 홈앤쇼핑	• 홈쇼핑 5개사: CJ, GS, 롯데, 현대, NS • 비홈쇼핑 5개사: 신세계, KT, SK브로드밴드, W쇼핑, 아이디지털홈쇼핑
법적 근거	방송법 제9조 제 5항	방송법 제9조 제 5항
법적 지위	텔레비전 방송채널 사용사업자(PP)	데이터 방송채널 사용사업자(DP)
수수료율	34%	25%
방송시간	평균 1~2시간	평균 10~30분
일평균 판매상품	10~20개	200개
중소기업 편성비율	65%	80%

자료: 한국TV홈쇼핑협회, 한국T커머스협회, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 다(多) 브랜드 운영 방식

다른 의류 기업과 구분되는 또다른 특징은 다(多) 브랜드 운영 방식으로 인해 비교적 계절성이 적다는 점이다. 전체적으로 2분기는 언더웨어 및 스포츠웨어가 성수기, 4분기는 의류가 성수기며 작게는 매 시즌 성수기가 돌아오는 브랜드가 있어 현금 흐름 역시 안정적이다. 향후 잡화 및 화장품에 조금 더 집중하려고 하는 것은 수익의 안정성을 보다 더 확보하기 위해서다. 화장품의 경우 2021년부터 매출이 온기로 붙는다.

표24 코웰패션 브랜드 목록

품목	브랜드명	계약내용	회사명	계약기간
언더웨어	푸마	라이선스	L&P	2019.12.20~2020.12.31
	푸마(대만)	라이선스	L&P	2018.01.01~2020.12.31
	아디다스	제조/판매	COWELL	2018.01.01~2020.12.31/2020.01.01~2020.12.31
	리복	제조/판매	COWELL	2019.05.01~2020.12.31/2020.01.01~2020.12.31
	캘빈클라인	완사입	COWELL	2019.04.14~2021.04.14
	엠포리오아르마니	완사입	L&P	2020.02.18~2021.06.30
	아.테스토니	라이선스	L&P	2019.12.01~2023.02.28
	카파	제조/판매	COWELL	2020.06.01~2021.05.31
	컬럼비아	제조/판매	COWELL / L&P	2020.03.31~2022.03.30/2020.07.01~2021.06.30
	아다바트	라이선스	WILL	2020.07.01~2025.03.31
	밀레	라이선스	WILL	2020.01.01~2020.12.31
	노티카	라이선스	WILL	2020.07.30~2024.12.31
레포츠(의류, 슈즈)	푸마	제조/판매	COWELL / L&P	2017.07.01~계약종료까지/2020.06.01~2020.12.31
	아디다스	판매	COWELL	2020.01.01~2020.12.31
	리복	제조/판매	COWELL	2018.01.01~2020.12.31/2020.01.01~2020.12.31
	엠리밋	라이선스	WILL	2020.01.01~2020.12.31
	밀레	라이선스	WILL	2020.01.01~2020.12.31
	센터폴	라이선스	WILL	2020.09.01~2021.08.31
	FTV	라이선스	COWELL	2018.01.29~2038.01.28
골프의류	아디다스	제조/판매	COWELL	2020.01.01~2020.12.31
	아다바트	라이선스	WILL	2020.07.01~2025.03.31
	밀레	라이선스	WILL	2020.01.01~2020.12.31
	JDX	라이선스	WILL	2020.02.01~2021.01.31
패션의류	아.테스토니	라이선스	L&P	2019.12.01~2023.02.28
	노티카	라이선스	WILL	2020.07.20~2024.12.31
잡화	비젼나이키	완사입	COWELL	2020.01.01~2020.12.31
	푸마	판매	CFC	2020.05.01~2020.12.31
	노티카	라이선스	WILL	2020.07.30~2024.12.31
	엠포리오아르마니	완사입	L&P	2020.02.10~2021.08.31
	아식스	완사입	COWELL	2019.05.01~2020.12.31
	아.테스토니	직수입	L&P	2019.12.01~2022.12.31
	파시마	완사입	CFC	2020.08.01~2020.12.31
	엘르	라이선스	COWELL	2020.01.01~2020.12.31
화장품	콩당세파리	완사입	CFC	2020.03.01~2020.12.31
	살소마찌오레	완사입	CFC	2020.07.31~2020.12.31
	아.테스토니	라이선스	L&P	2019.12.01~2023.02.28

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

코웰패션(033290)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	162	201	231	279	332
현금 및 현금성자산	41	15	1	37	69
매출채권 및 기타채권	27	28	66	69	76
재고자산	69	88	141	149	163
기타유동자산	25	69	23	24	25
비유동자산	160	164	164	172	180
관계기업투자등	6	2	2	2	2
유형자산	74	81	82	84	87
무형자산	10	10	12	15	17
자산총계	**322**	**364**	**396**	**451**	**512**
유동부채	65	99	84	87	91
매입채무 및 기타재무	21	26	37	38	42
단기금융부채	32	51	28	28	28
기타유동부채	12	21	19	20	21
비유동부채	38	9	23	23	23
장기금융부채	31	4	16	16	16
기타비유동부채	7	6	6	7	7
부채총계	**103**	**108**	**107**	**110**	**114**
지배주주지분	208	244	286	338	394
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	46	46	49	49	49
이익잉여금	121	161	203	255	311
비지배주주지분(연결)	11	12	3	3	3
자본총계	**219**	**256**	**289**	**341**	**397**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**339**	**395**	**426**	**462**	**505**
매출원가	149	184	192	208	227
매출총이익	**191**	**210**	**234**	**254**	**278**
판매비 및 관리비	120	134	156	166	184
영업이익	**71**	**76**	**78**	**88**	**94**
(EBITDA)	74	84	83	96	103
금융손익	1	0	1	1	1
이자비용	1	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-4	1	-5	-5
세전계속사업이익	**70**	**72**	**80**	**84**	**90**
계속사업법인세비용	17	18	20	21	22
계속사업이익	53	54	60	63	68
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**53**	**54**	**60**	**63**	**68**
지배주주	50	51	59	61	65
총포괄이익	**53**	**55**	**60**	**63**	**68**
매출총이익률 (%)	56.2	53.3	54.9	55.0	55.0
영업이익률 (%)	20.9	19.3	18.2	19.0	18.6
EBITDA 마진률 (%)	21.8	21.2	19.6	20.8	20.3
당기순이익률 (%)	15.7	13.8	14.1	13.6	13.4
ROA (%)	16.9	15.0	15.6	14.3	13.5
ROE (%)	26.8	22.7	22.4	19.4	17.7
ROIC (%)	26.8	25.1	20.9	20.1	20.2

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**27**	**52**	**-25**	**60**	**57**
당기순이익(손실)	53	54	60	63	68
비현금수익비용가감	6	14	16	6	6
유형자산감가상각비	3	7	6	8	8
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	10	-2	-2
영업활동 자산부채변동	-32	-16	-84	-9	-17
매출채권 감소(증가)	-2	-1	-47	-3	-6
재고자산 감소(증가)	-22	-23	-49	-8	-14
매입채무 증가(감소)	-1	5	16	2	4
기타자산, 부채변동	-7	2	-4	0	0
투자활동 현금	**-10**	**-50**	**53**	**-16**	**-17**
유형자산처분(취득)	-2	-9	5	-10	-11
무형자산 감소(증가)	-3	-1	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	1	-40	48	0	0
기타투자활동	-7	-1	1	-3	-3
재무활동 현금	**-5**	**-28**	**-42**	**-9**	**-9**
차입금의 증가(감소)	0	-12	-15	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-9	-9	-9	-9
배당금의 지급	4	9	9	9	9
기타재무활동	-1	-6	-18	0	0
현금의 증가	**12**	**-25**	**-14**	**36**	**32**
기초현금	29	41	15	1	37
기말현금	41	15	1	37	69

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	8.4	9.6	8.1	7.9	7.4
P/B	2.1	2.1	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	5.9	5.9	6.3	5.1	4.5
P/CF	7.2	7.5	6.5	7.1	6.7
배당수익률 (%)	0.8	1.8	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	9.7	16.3	7.8	8.6	9.3
영업이익	14.5	7.1	2.0	13.1	7.0
세전이익	13.5	3.0	10.7	4.7	7.3
당기순이익	14.3	2.0	10.6	4.7	7.3
EPS	15.5	3.4	18.2	2.0	7.3
안정성(%)					
부채비율	46.8	42.1	37.0	32.2	28.8
유동비율	248.2	203.6	274.9	321.0	363.4
순차입금/자기자본	3.1	-6.6	11.9	-0.4	-8.4
영업이익/금융비용	60.8	66.8	187.6	229.9	246.0
총차입금 (십억원)	63	55	45	45	45
순차입금 (십억원)	7	-17	35	-1	-33
주당지표 (원)					
EPS	566	585	691	705	757
BPS	2,303	2,695	3,234	3,820	4,457
CFPS	658	756	856	781	834
DPS	40	100	100	100	100

자료: 코웰패션, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

휠라홀딩스(081660)

2021. 01. 11 | 섬유의복

Analyst **심지현**
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

해외 비중이 가장 높은 브랜드사

Buy (Initiate)

목표주가 60,000 원
현재주가 44,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

해외 선제 턴어라운드 모멘텀의 가장 큰 수혜를 받을 브랜드사

라이선스 보유 브랜드의 높은 해외사업 익스포저를 바탕으로, 20201년 글로벌 소비시장 회복 시 해외 시장 선제 회복 모멘텀에 가장 빠르게 수혜를 받을 것으로 보인다. FILA 뿐만 아니라 Acushnet, Full Prospect에서의 이익 기여도 역시 안정적으로 확대될 저력을 갖췄다. 특히 주요 글로벌 애슬레저(스포츠) 브랜드사들이 2021년에 회복을 위해 공격적인 시장 확장 전략을 전개할 것으로 전망되는 등 전반적으로 동사가 영위하는 카테고리로의 소비 선호 이동을 예상할 수 있는 시그널이 포착되고 있다. 또한 해외 채널의 활발한 투자, 1H21의 Acushnet 신제품 출시 등도 예정되어 있다.

2021E Preview

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 3조 2,395억(YoY +2.8%), 영업이익 3,600억(YoY -1.0%), 영업이익률 11.1%(-0.4%p)일 것으로 추정한다. **1)미국:** 아직 불확실성이 남아있으나 미국 전체 소비시장의 점진적 회복과 함께 4Q19에 관찰된 브랜드 가치 희석 현상으로부터 회복할 수 있을 것으로 전망한다. **2)FILA 국내:** 4Q20는 계속되는 코로나19 상황으로 인한 부담이 실적에 드러날 것으로 보인다. 향후 정부의 추가적인 단계 상향조치에 연동되는 오프라인 운영 제한조치 상황을 지켜봐야 한다. 다만 작년 기저 구간 등으로 인한 이익 개선폭을 기대할 수 있는 상황이다. 신규 라이선스 계약의 추가 역시 주목할 부분이다. **3)중국:** 안타스포츠와 JV인 Full Prospect의 지속적 고성장을 전망하며, 3Q20에 20% 이상의 매출 및 인식수익이 있었던 것처럼 2020년 연간으로도 두 자리수 성장을 전망한다. **4)로열티:** 주 수입원인 유럽 및 일본에서 아직 업황 불확실성이 높은 상태인 관계로 추가 주시가 필요하다. **5)Acushnet:** 애슬레저 중에서도 특히 고성장 중인 골프웨어 시장 전체와 동반 성장이 가능하며, 1H20에 코로나 관련해 반영한 일회성 비용이 제거되어 마진 개선 효과가 커 보일 것이다.

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시

부문별 SOTP Valuation 방식을 사용하였으며, FILA 브랜드는 21E 각 부문 NOPLAT 추정을 기준으로 한 영업가치를 이용해 적정가치를 산정하였고 Acushnet, Full Prospect는 21E 순이익 기준 적정가치 추정에 각각 지분율만큼 반영했다. 그런 다음 2019A 확정 순차입금을 감산해 적정주가를 산정하였다. 현재 2021년 기준 P/E는 10배 근처로 밸류에이션 상대 매력이 상당히 크다.

Stock Data

KOSPI(1/8)		3,152.18 pt
시가총액		27,004 억원
발행주식수		60,752 천주
액면가		1,000 원
52 주 최고가 / 최저가		19,500/52,400 원
90 일 일평균거래대금		204 억원
외국인 지분율		48.0%
배당수익률(20.12E)		0.5%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.2%
	6 개월	-30.0%
	12 개월	-60.0%
주주구성	피에몬테 (외 3 인)	21.6%
	국민연금공단 (외 1 인)	11.3%
	자사주 (외 1 인)	1.1%

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	3,152	364	360	248	3,100	-29.3	465	14.3	6.9	1.9	14.1
2021E	3,240	360	365	273	3,618	16.7	460	12.3	6.5	1.7	14.5
2022E	3,349	371	376	282	3,729	3.1	465	11.9	6.0	1.5	13.2

자료: 휠라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

휠라홀딩스 실적 추정 및 Valuation

표25 휠라홀딩스 분기 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	**789.9**	**625.0**	**917.4**	**820.1**	**775.1**	**702.8**	**906.9**	**854.7**	**3,450.4**	**3,152.5**	**3,239.5**
한국(FILA Korea)	128.8	142.1	121.7	131.0	125.9	145.9	118.1	132.3	612.2	523.7	522.2
미국(FILA USA)	126.7	69.6	160.3	131.2	121.4	76.9	158.5	133.8	625.5	487.7	490.6
로열티(Fila Luxembourg)	18.5	19.8	24.2	13.1	18.3	20.9	24.5	13.2	91.0	75.5	76.8
휠라 기타(조정)	28.0	25.9	35.8	30	30	40	30	30	161.9	119.8	130.0
Acushnet Holdings Corp.	487.9	367.7	575.4	498.9	471.3	406.3	554.7	527.8	1,959.9	1,929.8	1,960.0
매출액 YoY (%)	***-5.4***	***-34.8***	***5.8***	***3.9***	***-1.9***	***12.4***	***-1.2***	***4.2***	***16.8***	***-8.6***	***2.8***
한국	*-19.9*	*-5.1*	*-25.1*	*1.7*	*-2.3*	*2.7*	*-3.0*	*1.0*	*22.5*	*-14.5*	*-0.3*
미국	*-19.6*	*-57.9*	*-8.6*	*3.0*	*-4.2*	*10.5*	*-1.1*	*2.0*	*-*	*-22.0*	*0.6*
로열티	*23.5*	*-46.6*	*-5.8*	*-2.0*	*-1.3*	*5.6*	*1.1*	*1.0*	*-*	*-17.0*	*1.7*
Acushnet	*0.0*	*-31.8*	*15.2*	*15.0*	*-3.4*	*10.5*	*-3.6*	*5.8*	*9.0*	*-1.5*	*1.6*
영업이익	**381.7**	**326.6**	**446.3**	**401.9**	**379.8**	**344.4**	**444.4**	**418.8**	**1,729.7**	**1,556.5**	**1,587.4**
한국	48.3	52.3	48.6	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	50.1	49.4	49.0
미국	67.1	50.3	155.6	90.6	65.4	92.8	95.8	106.0	470.7	363.6	360.0
로열티	21.6	28.0	22.4	23.6	20.1	26.3	18.9	23.8	112.2	95.6	89.1
기타	7.7	-6.1	10.7	7.6	7.5	4.6	9.5	8.0	37.6	19.9	29.7
Acushnet	18	20	24	13	18	21	24	13	91.0	75.5	76.8
영업이익 YoY (%)	***-42.0***	***-65.3***	***24.6***	***6.5***	***-2.6***	***84.5***	***-38.4***	***17.0***	***31.8***	***-22.7***	***-1.0***
한국	*-10.8*	*-10.0*	*-15.3*	*-22.6*	*-6.6*	*-6.3*	*-15.6*	*1.0*	*98.8*	*-14.9*	*-6.7*
미국	*-24.5*	*적전*	*-13.0*	*흑전*	*-2.3*	*흑전*	*-11.1*	*5.5*	*98.8*	*-14.9*	*-6.7*
로열티	*23.5*	*-46.6*	*-5.8*	*-2.0*	*-1.3*	*5.6*	*1.1*	*1.0*	*-*	*-47.1*	*49.1*
기타	*적전*	*적지*	*-88.7*	*-52.9*	*적지*	*적지*	*적전*	*-26.9*	*-*	*적전*	*적지*
Acushnet	*-60.0*	*-82.0*	*92.6*	*26.9*	*6.0*	*310.3*	*-53.2*	*36.9*	*14.6*	*-16.6*	*2.2*
영업이익률 (%)	***8.5***	***8.0***	***17.0***	***11.1***	***8.4***	***13.2***	***10.6***	***12.4***	***13.6***	***11.5***	***11.1***
한국	*16.7*	*19.7*	*18.4*	*18.0*	*16.0*	*18.0*	*16.0*	*18.0*	*18.3*	*18.2*	*17.1*
미국	*6.1*	*-8.8*	*6.7*	*5.8*	*6.2*	*6.0*	*6.0*	*6.0*	*6.0*	*4.1*	*6.0*
기타	*-12.6*	*-10.5*	*3.7*	*13.3*	*-11.4*	*-32.5*	*-8.6*	*9.7*	*12.7*	*-1.6*	*-10.7*
Acushnet	*4.6*	*3.4*	*16.9*	*8.5*	*5.1*	*12.5*	*8.2*	*11.0*	*10.7*	*9.0*	*9.1*
순이익	**39.5**	**45.5**	**95.1**	**67.9**	**52.0**	**69.1**	**72.9**	**79.4**	**55.6**	**70.7**	**74.6**
한국	15.8	20.3	16.9	17.0	17.6	20.4	17.7	19.8	21.6	25.1	20.3
미국	4.1	-7.0	12.1	3.9	3.6	3.1	6.3	5.4	5.0	3.1	6.5
로열티	18.5	19.8	24.2	13.1	18.3	20.9	24.5	13.2	18.4	21.1	24.7
Acushnet	12.2	9.9	73.3	42.4	33.0	28.4	38.8	36.9	34.6	29.9	40.8
*중국 수익(Full Prospects)	14.5	23.5	29.8	29.31	15.95	25.85	32.78	32.241	73.2	97.1	106.8
자문수수료	7.6	11.7	19.2	16.0	8.4	12.9	21.1	17.6	38.6	54.5	60.0
지분법수익	6.9	11.8	10.6	13.3	7.6	13.0	11.7	14.6	34.6	42.6	46.9
지배 순이익	**33.6**	**39.9**	**59.6**	**54.3**	**41.6**	**55.3**	**58.3**	**63.5**	**266.8**	**187.4**	**218.7**
지배 순이익률 (%)	*4.3*	*6.4*	*6.5*	*6.6*	*5.4*	*7.9*	*6.4*	*7.4*	*7.7*	*5.9*	*6.8*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

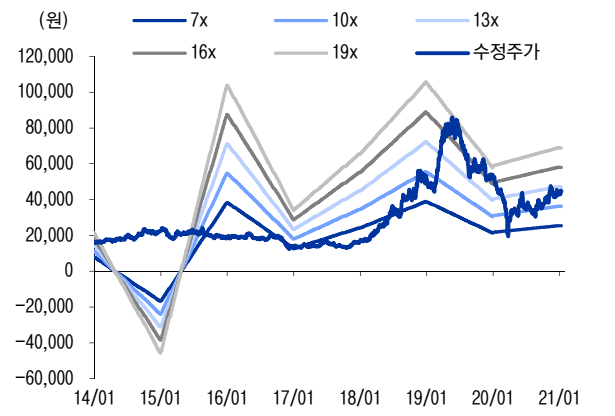
주: 부문별 매출액, 영업이익에서 중국 수익 반영분 생략. 매출, 영업이익, 순이익의 부문별 합산과 전체는 연결조정 및 기타 생략 등으로 차이 있음

표26 휠라홀딩스 SOTP Valuation

구분		21E NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치	한국	135.7	17.0	2,306.7	글로벌 아웃도어 Peer 21E 12m fwd P/E 평균에 20% 할인
	미국	51.8	16.0	828.2	-
	로열티	57.6	14.0	806.3	-
지분가치	Acushnet	40.8	15.0	318.0	지분율 52% 적용
	Full Prospect	106.8	16.0	256.4	중국 이익 합산(지분법수익+수수료수익), 지분율 15% 적용
자산가치	순차입금			819.0	2019A 기준
적정 시가총액				**3,696.6**	-
유통 주수 (천주)				60,752.2	-
적정주가				60,846.7	-
목표주가 (원)				**60,000**	**적정주가에서 반올림해서 설정**
현재주가(원)				44,450	-
상승여력				35.0%	-

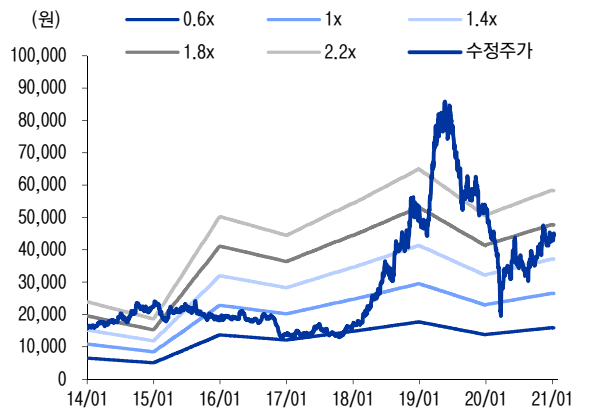
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 휠라홀딩스 PER 밴드



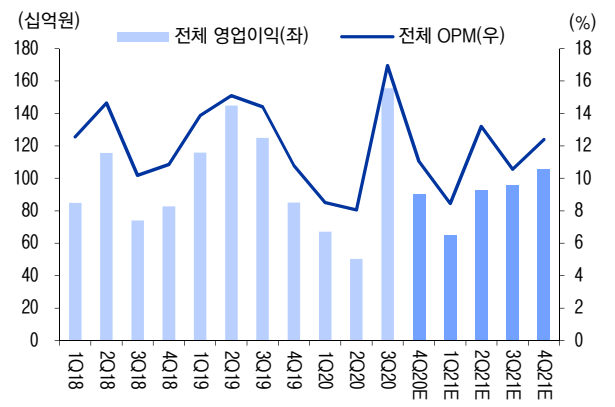
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 휠라홀딩스 PBR 밴드



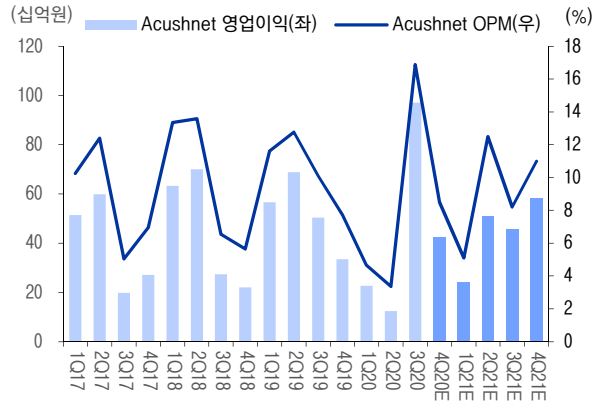
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 전체 영업이익 추이 및 추정



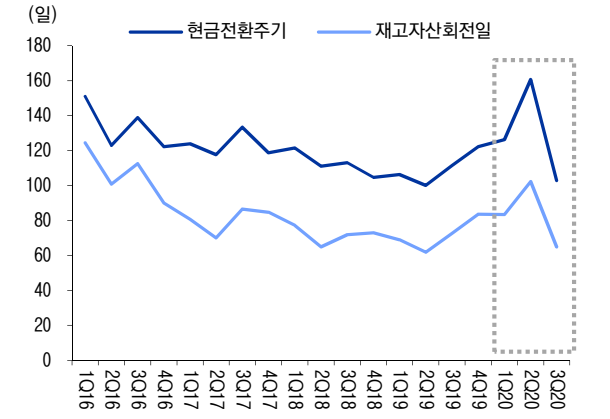
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림113 Acushnet 영업이익 추이 및 추정



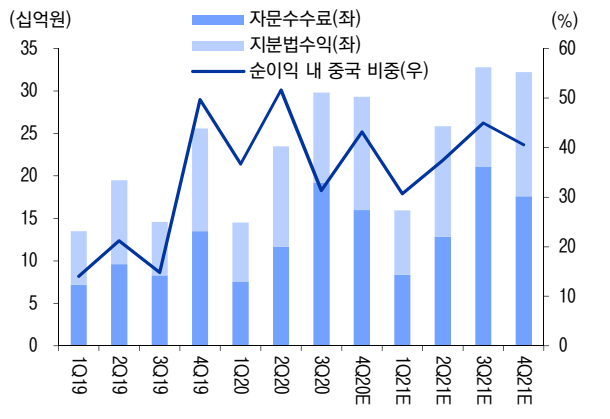
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림114 재고자산회전일 및 현금전환주기 추이



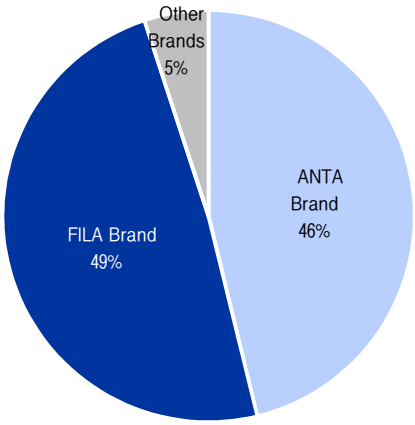
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림115 순이익 내 중국 비중 추이 및 추정



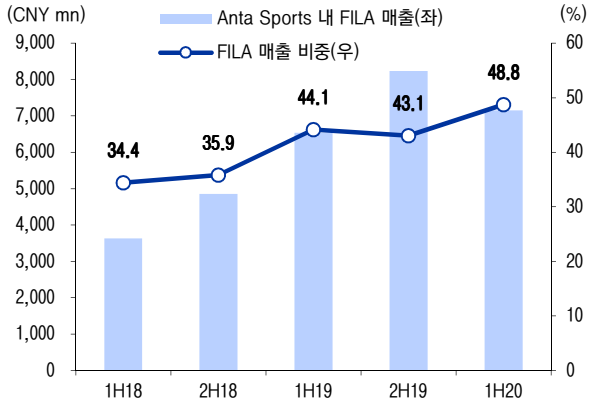
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림116 Anta Sports 내 FILA 매출 비중 (1H20 기준)



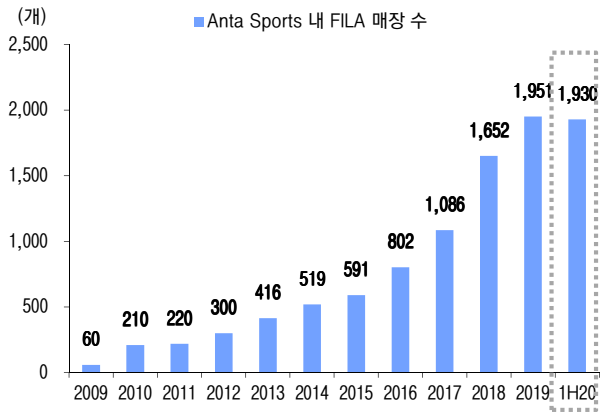
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림117 Anta Sports 내 FILA 매출 비중 반기 추이



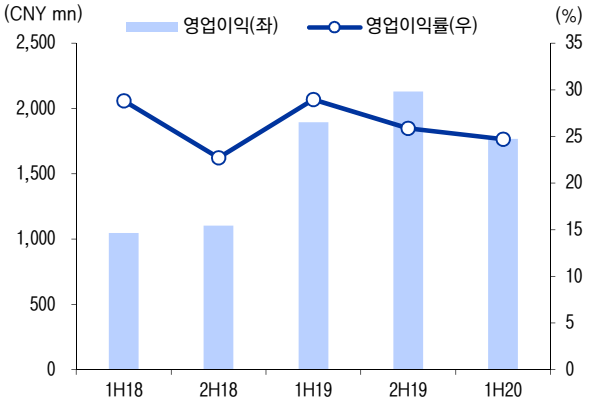
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림118 Anta Sports 내 FILA 매장 수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림119 Anta Sports 내 FILA 영업이익 추이

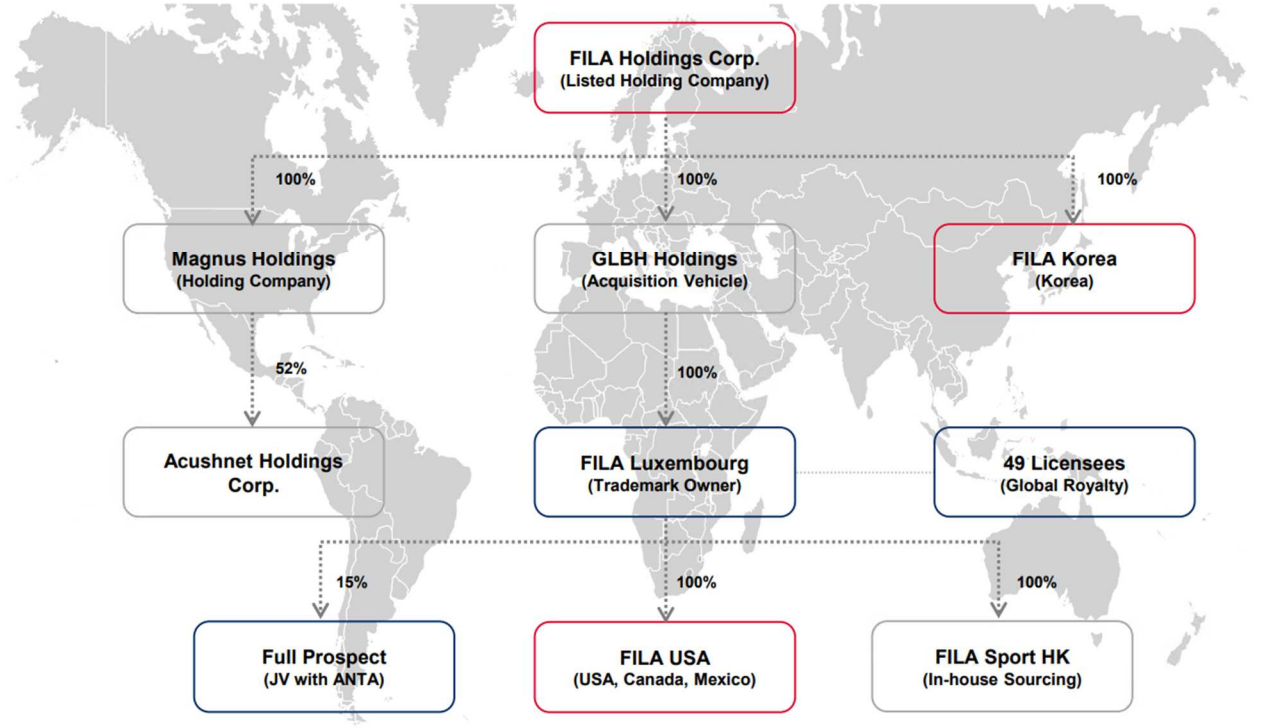


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휠라홀딩스 사업 기초

휠라홀딩스(이하 동사)는 크게 애슬래저/캐주얼 브랜드 FILA, 그리고 미국 골프웨어 상장사인 Acushnet의 두 가지 사업부문으로 구성되어 있으며 양 사업부의 매출 구조 및 사업 특성은 상당히 다르다. 보유 브랜드 역시 FILA, Acushnet 산하 브랜드로 크게 두가지 갈래로 나뉜다. 생산은 거의 전량 아웃소싱 방식이다.

그림120 휠라홀딩스 지배구조



자료: 휠라홀딩스 이베스트투자증권 리서치센터

FILA 부문

먼저 FILA 의 경우 다시 국내, 북미, 로열티 부문의 세 가지 주 수입원으로 나뉜다. 중국은 사업 규모가 크지만 파트너사 Anta Sports와 합작 사업을 진행하는 구조며 수익으로 인식하는 매출도 휠라코리아의 일부로 인식되고 있어서 별도 분류를 하지 않는다. 한국과 미국은 직접 사업을 운영하고, 로열티 사업부는 파트너사에 생산이나 디자인에 관한 자율권을 어느 정도 맡기는 라이선스 계약을 한다. 로열티 국가 비중은 유럽, 일본, 그 외 국가 순서다.

FILA 국내 사업부는 회사에서 보유한 오프라인 점포 및 자사 온라인몰 등의 DTC(직접판매) 채널 비중이 로우싱글 정도고 나머지는 모두 간접판매 방식이다. 간접판매 채널은 다시 리테일 채널(백화점이나 브랜드 점포) 70%, 홀세일 채널 30% 정도의 매출 비중으로 나뉜다(다만 3Q20은 쿠팡 등의 이커머스 채널 수요가 커지며 홀세일 채널 비중이 40%까지 상승했다). 반면 FILA 북미 채널은 매출 90% 가량이 홀세일에서 나

온다. 이러한 채널 차이 때문에 FILA 내에서도 국내와 북미의 사업 구조는 많이 달라진다. 북미채널은 국내보다 비교적 유통채널의 힘이 컸기 때문에 코로나19 영향이 국내보다 비교적 약했다. 한편 북미에서는 현재 Open Order 방식(자유롭게 주문하고 취소할 수 있는 방식)을 채택 중이기에 현 상황에서의 채널 우려는 어느정도 남아있는 상황이다.

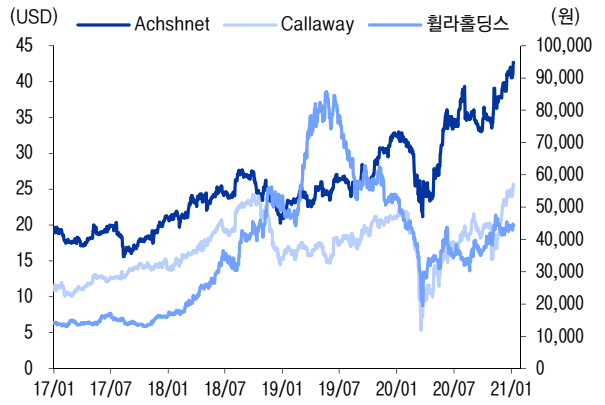
Achshnet 부문 실적 추이

표27 Acushnet 분기별 실적 추이

USD mn, %	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Revenue	**433.7**	**462.2**	**417.2**	**368.3**	**408.7**	**300.0**	**482.9**
① Category							
Titleist golf balls	141.7	173.3	120.9	115.7	116.2	102.1	170.1
Titleist golf clubs	91.3	107.0	126.8	109.3	93.2	72.4	120.8
FootJoy golf wear	141.0	114.1	102.6	84.3	130.4	68.3	116.0
Titleist golf gear	45.2	46.8	34.6	23.4	43.5	32.4	44.3
Reconciliation, Other	14.6	21.0	32.4	35.6	25.4	24.8	31.7
② Gerography							
United States	230.4	256.3	215.7	182.5	211.0	145.2	271.3
EMEA	71.1	60.0	55.7	43.8	74.7	34.1	65.4
Korea	49.0	60.4	55.7	58.2	50.4	65.9	61.5
Rest of the World	42.5	46.7	34.9	35.8	35.0	32.7	42.4
Japan	40.7	38.8	55.2	48.0	37.6	22.1	42.3
OP	**52.2**	**63.1**	**43.7**	**29.3**	**41.0**	**22.3**	**88.2**
Net Income, GAAP	34.9	38.5	29.8	17.9	8.9	2.3	63.2
YoY							
Revenue	*-1.8*	*-3.3*	*12.6*	*7.3*	*-5.8*	*-35.1*	*15.8*
① Category							
Titleist golf balls	*13.4*	*0.6*	*-0.7*	*10.1*	*-17.9*	*-41.1*	*40.7*
Titleist golf clubs	*-21.9*	*-9.2*	*28.0*	*-2.1*	*2.1*	*-32.3*	*-4.7*
FootJoy golf wear	*0.2*	*-4.5*	*2.4*	*6.3*	*-7.5*	*-40.1*	*13.1*
Titleist golf gear	*1.9*	*2.2*	*13.4*	*-7.9*	*-3.7*	*-30.9*	*28.1*
② Gerography							
United States	*5.1*	*1.4*	*6.1*	*21.0*	*-8.4*	*-43.3*	*25.8*
EMEA	*-2.7*	*-11.3*	*33.6*	*17.0*	*5.1*	*-43.2*	*17.5*
Korea	*-6.9*	*-2.5*	*11.4*	*3.1*	*2.8*	*9.1*	*10.4*
Rest of the World	*-4.9*	*-7.0*	*3.1*	*-7.6*	*-17.6*	*-30.0*	*21.5*
Japan	*-21.9*	*-14.7*	*32.4*	*-19.7*	*-7.7*	*-43.1*	*-23.4*
OP	***-16.2***	***-2.2***	***68.2***	***44.9***	***-21.4***	***-64.6***	***101.7***
Margin, to Sales							
COGS to Sales	*48.8*	*46.8*	*47.9*	*49.3*	*50.8*	*47.8*	*47.8*
GPM	*51.2*	*53.2*	*52.1*	*50.7*	*49.2*	*52.2*	*52.2*
OPM	12.0	13.6	10.5	7.9	10.0	7.4	18.3

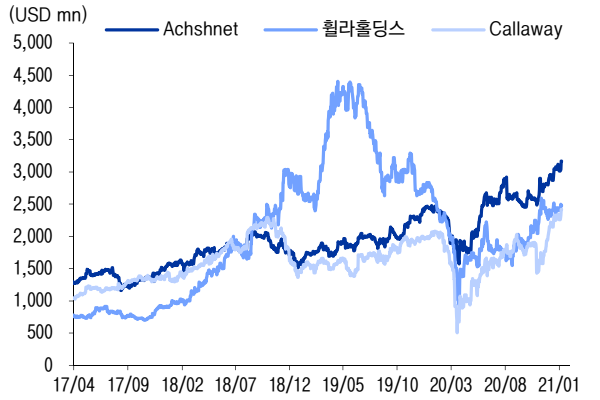
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림121 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림122 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

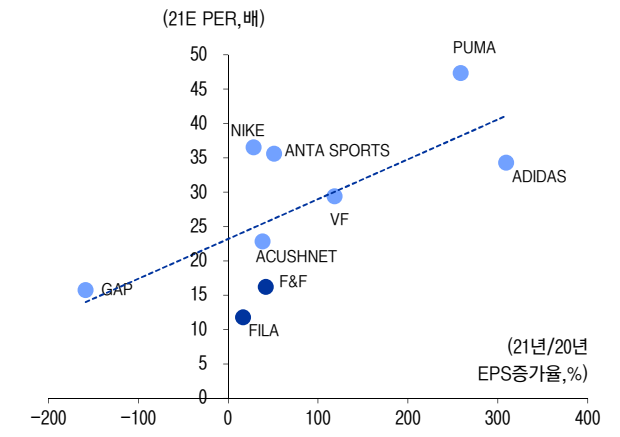
동사의 재고자산관리는 안정적인 수준으로, 연결 기준으로는 잘 드러나지 않지만 휠라 기준으로는 재고자산회전율이 글로벌 피어 대비해서도 안정적인 수준이고 매년 목표 재고자산회전율도 우수한 상황이다. 정상판매비율은 70% 가량으로, 타 브랜드와 비교해도 높은 수준이다. 재고를 거의 안만들기 위해 제품 생산 부분에 긴밀하게 관여하기 때문이다. 2020년에도 국내에서 약간 늘린 것 외에 전반적으로 상황이 좋다. 아디다스, 나이키 등의 빅플레이어 업체들은 2020년 하반기에 크게 디스카운트 해서 사업을 끌어올렸는데 동사는 이들만큼은 아니더라도 크게 프로모션을 올리지 않은 상황에서 사업을 전개했다.

표28 글로벌 스포츠 및 골프 브랜드 Peer 실적 및 밸류에이션

구분		NIKE	ADIDAS	PUMA	GAP	ANTA SPORTS	ACUSHNET	VF	FILA	F&F	평균
시총(백만$,십억원)		222,256	73,370	17,104	7,660	42,961	3,042	33,599	2,700	1,334	-
종가($,원)		141.6	366.1	113.4	20.5	15.9	40.9	86.2	44,450	86,000	-
매출액 (백만$, 십억원)	19	39,117	26,465	6,160	16,580	4,912	1,681	10,267	3,450	910	-
	20E	43,073	28,415	7,355	15,935	7,047	1,731	11,204	3,152	811	-
	21E	47,873	28,415	7,355	15,935	7,047	1,731	11,204	3,240	936	-
OP (백만$, 십억원)	19	4,772	2,978	493	1,362	1,259	186	1,190	471	151	-
	20E	5,796	863	235	-726	1,265	151	756	364	77	-
	21E	7,187	2,919	597	829	1,747	198	1,469	360	112	-
OPM(%)	19	12.2	11.3	8.0	8.2	25.6	11.0	11.6	13.6	16.6	12.6
	20E	13.5	3.0	3.2	-4.6	18.0	8.7	6.7	11.5	9.5	6.9
	21E	15.0	10.3	8.1	5.2	24.8	11.5	13.1	11.1	11.9	12.6
ROE(%)	19	43.2	28.0	14.0	27.9	26.7	13.3	26.4	21.5	22.9	25.6
	20E	46.6	5.9	4.2	-	21.7	10.2	21.7	13.4	10.8	18.4
	21E	52.4	21.5	13.5	16.9	26.4	13.2	45.3	13.7	13.6	27.0
PER(x)	19	31.0	29.9	38.8	9.5	31.4	20.1	30.4	12.1	15.6	27.3
	20E	46.9	140.4	169.9	-	53.8	31.7	64.3	13.7	23.0	84.5
	21E	36.6	34.3	47.4	15.8	35.6	22.9	29.4	11.7	16.2	31.7
PBR(x)	19	13.4	8.4	5.5	2.7	8.4	2.7	8.0	2.6	3.6	7.0
	20E	21.8	8.2	7.1	3.1	11.7	3.2	13.9	1.8	2.5	9.9
	21E	19.2	7.4	6.4	2.7	9.4	3.0	13.3	1.6	2.2	8.8
EV /EBITDA(x)	19	21.9	15.2	15.5	4.8	16.4		24.7	7.2	9.1	16.4
	20E	33.0	33.9	35.8	-	29.4	15.2	34.4	6.7	11.1	30.3
	21E	26.9	18.2	20.1	5.2	21.8	13.1	20.8	6.3	8.3	18.0
EPS (USD,원)	19	2.6	11.2	2.0	2.6	0.3	1.6	3.2	4,386.1	7,185.1	3.3
	20E	3.0	2.6	0.7	-2.2	0.3	1.3	1.3	3,099.9	3,643.9	1.0
	21E	3.9	10.6	2.4	1.3	0.4	1.8	2.9	3,617.9	5,180.2	3.3
EPS(%)	19	118.7	12.3	33.0	20.8	24.4	20.1	-	-	-	38.2
	20E	18.4	-76.8	-66.4	-183.6	2.2	-20.5	-58.3	-29.3	-49.3	-55.0
	21E	28.2	309.0	258.5	-158.6	51.0	38.4	118.3	16.7	42.2	92.1

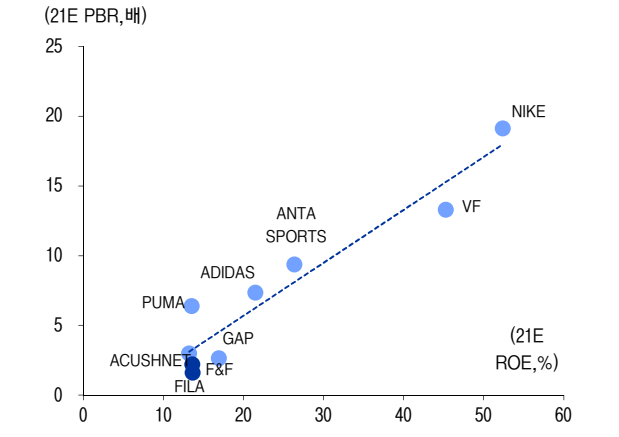
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 기준일: 해외는 2021.01.04, 국내는 22021.01.08. 해외 기업은 컨센서스, 국내 기업은 당사 추정치

그림123 글로벌 스포츠 및 골프 브랜드 이익 성장률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림124 글로벌 스포츠 및 골프 브랜드 가치 성장률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

휠라홀딩스 (081660)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,338	1,587	1,662	1,937	2,213
현금 및 현금성자산	149	232	484	710	938
매출채권 및 기타채권	474	519	512	534	554
재고자산	632	735	583	608	631
기타유동자산	83	100	82	86	90
비유동자산	1,966	2,183	2,187	2,150	2,120
관계기업투자등	46	70	93	96	100
유형자산	311	439	410	378	354
무형자산	1,492	1,548	1,557	1,543	1,529
자산총계	**3,304**	**3,770**	**3,848**	**4,087**	**4,333**
유동부채	672	867	842	860	878
매입채무 및 기타재무	249	242	200	209	217
단기금융부채	176	340	403	403	403
기타유동부채	246	285	239	248	258
비유동부채	1,126	1,102	1,012	1,027	1,043
장기금융부채	810	730	627	627	627
기타비유동부채	316	372	385	400	416
부채총계	**1,798**	**1,969**	**1,854**	**1,887**	**1,921**
지배주주지분	992	1,250	1,402	1,607	1,819
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	118	118	118	118	118
이익잉여금	822	1,080	1,236	1,441	1,653
비지배주주지분(연결)	515	551	593	593	593
자본총계	**1,506**	**1,801**	**1,995**	**2,200**	**2,412**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,955**	**3,450**	**3,152**	**3,240**	**3,349**
매출원가	1,487	1,721	1,596	1,652	1,708
매출총이익	**1,468**	**1,730**	**1,556**	**1,587**	**1,641**
판매비 및 관리비	1,110	1,259	1,193	1,227	1,270
영업이익	**357**	**471**	**364**	**360**	**371**
(EBITDA)	423	564	465	460	465
금융손익	-56	-55	-30	-25	-24
이자비용	54	56	36	27	27
관계기업등 투자손익	20	35	36	35	35
기타영업외손익	16	21	-9	-5	-5
세전계속사업이익	**337**	**471**	**360**	**365**	**376**
계속사업법인세비용	127	133	112	91	94
계속사업이익	210	338	248	273	282
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**210**	**338**	**248**	**273**	**282**
지배주주	144	267	187	219	225
총포괄이익	**256**	**364**	**248**	**273**	**282**
매출총이익률 (%)	49.7	50.1	49.4	49.0	49.0
영업이익률 (%)	12.1	13.6	11.5	11.1	11.1
EBITDA 마진률 (%)	14.3	16.3	14.8	14.2	13.9
당기순이익률 (%)	7.1	9.8	7.9	8.4	8.4
ROA (%)	4.5	7.5	4.9	5.5	5.4
ROE (%)	16.0	23.8	14.1	14.5	13.2
ROIC (%)	9.9	14.0	10.0	11.2	11.6

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**275**	**319**	**412**	**268**	**273**
당기순이익(손실)	337	471	338	273	282
비현금수익비용가감	120	129	61	25	19
유형자산감가상각비	42	69	75	75	70
무형자산상각비	24	24	26	24	24
기타현금수익비용	-41	-51	-41	-74	-75
영업활동 자산부채변동	-107	-174	120	-31	-28
매출채권 감소(증가)	-91	-41	1	-22	-20
재고자산 감소(증가)	-39	-72	160	-25	-23
매입채무 증가(감소)	61	-15	-42	8	8
기타자산, 부채변동	-37	-46	0	7	7
투자활동 현금	**-25**	**-36**	**-33**	**-29**	**-31**
유형자산처분(취득)	-18	-3	-31	-44	-45
무형자산 감소(증가)	-2	-12	-10	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-10	-16	9	29	29
기타투자활동	6	-5	-1	-5	-5
재무활동 현금	**-214**	**-190**	**-136**	**-13**	**-13**
차입금의 증가(감소)	-190	-126	-72	0	0
자본의 증가(감소)	-24	-31	-13	-13	-13
배당금의 지급	24	31	13	13	13
기타재무활동	0	-32	-51	0	0
현금의 증가	**41**	**83**	**252**	**226**	**228**
기초현금	108	149	232	484	710
기말현금	149	232	484	710	938

자료: 휠라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	22.8	12.1	14.3	12.3	11.9
P/B	3.3	2.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.7	7.2	6.9	6.5	6.0
P/CF	7.2	5.4	6.8	9.0	9.0
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	16.8	16.8	-8.6	2.8	3.4
영업이익	64.2	31.8	-22.7	-1.0	3.1
세전이익	85.5	39.8	-23.5	1.1	3.1
당기순이익	94.3	61.0	-26.7	10.3	3.1
EPS	127.5	86.7	-29.3	16.7	3.1
안정성(%)					
부채비율	119.3	109.3	92.9	85.8	79.6
유동비율	199.0	182.9	197.4	225.3	252.1
순차입금/자기자본	54.2	45.5	26.6	13.8	3.1
영업이익/금융비용	6.6	8.4	10.1	13.2	13.7
총차입금 (십억원)	986	1,070	1,030	1,030	1,030
순차입금 (십억원)	817	819	530	303	74
주당지표 (원)					
EPS	2,349	4,386	3,100	3,618	3,729
BPS	16,226	20,448	23,073	26,455	29,947
CFPS	7,476	9,827	6,561	4,920	4,950
DPS	50	219	220	220	220

영원무역 (111770)

2021. 01. 11 | 섬유의복

Analyst **심지현**
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

아직 저렴한 밸류에이션

Buy (Initiate)

목표주가 45,000 원
현재주가 33,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

의류 OEM 70.6%, 브랜드 29.4%의 균형잡힌 비중

미국 의류 소매판매액의 점진적 개선과 글로벌 OEM/ODM 업계 내 주요 경쟁사의 월간 매출 성장 전환은 영원무역(이하 동사)와 같은 OEM사에게 있어 긍정적인 시그널이다. 더불어 사이클 산업의 호조로 보유 브랜드인 Scott의 실적 개선이 기대된다. 2021년 기준 P/E는 현재 6배 언저리로, 이러한 밸류에이션 디스카운트는 OEM과 브랜드의 매출 비중이 균형잡혀 있어 타 의류 OEM 업체들에 비해 코로나19로 인한 타격도 비교적 적게 받았고 글로벌 소비 회복 기대감 시작 시기에도 상대적으로 주가 모멘텀이 약했기 때문이다. 이러한 디스카운트는 글로벌 주요 벤더의 수주 회복과 함께 해소될 것으로 전망한다.

2021E Preview

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 2조 6,409억(YoY +5.9%), 영업이익 2,419억(YoY-8.1%), 영업이익률 9.2%일 것으로 추정한다. 또한 4Q20 분기 연결 실적은 매출 6,117억(YoY +10.5%), 영업이익 518억(YoY +49.5%), 영업이익률 8.5%(+2.2%p)일 것으로 추정한다.

1)OEM: 1H20의 수주 부진으로 인해 연간 두자리수 역성장이 불가피하지만 연말에 접어들며 대형 바이어의 수주 회복세가 확인되는 등 우려보다는 향후 실적 개선이 빠를 것으로 전망한다. 특히 신규 고객사인 룰루레몬의 수주가 크게 증가했으며, 이러한 고객사 복종 포트폴리오 다각화는 향후 시장 회복 시 본격적인 실적 기여 요인이다. **2)브랜드(Scott):** Scott 사업부가 영위하는 사이클 산업은 언택트 운동이 가능하다는 점에서 코로나19 상황에 더욱 유리하며, 덕분에 브랜드 사업부의 실적 개선 흐름은 내년까지 지속될 것으로 보인다. **3)기타:** 방글라데시 퇴직급여충당금 효과가 제거되며 기타비용이 줄어들 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지 개시

21년 12m fwd 지배 순이익 EPS에 글로벌 OEM/ODM Peer의 21E 12m fwd P/E인 18.5에 30%를 할인한 11배를 Target P/E로 잡고 적정주가를 산출했다. 멀티플 할인의 이유는 Peer 업체들과의 규모 차이 등이다.

Stock Data

KOSPI(1/8)		3,152.18 pt
시가총액		14,623 억원
발행주식수		44,311 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		17,550/34,650 원
90 일 일평균거래대금		58 억원
외국인 지분율		23.7%
배당수익률(20.12E)		1.2%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.7%
	6 개월	-19.1%
	12 개월	-44.8%
주주구성	영원무역홀딩스 (외 8 인)	50.7%
	국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
	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	2,494	263	277	208	4,014	5.9	348	8.2	2.9	0.7	8.9
2021E	2,641	242	244	185	3,485	-13.2	332	9.5	3.0	0.7	7.1
2022E	2,764	253	256	194	3,650	4.7	350	9.0	2.7	0.6	6.9

자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

영원무역 실적 추정 및 Valuation

표29 영원무역 분기 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	**529.0**	**545.5**	**807.6**	**611.7**	**552.2**	**602.1**	**838.3**	**648.3**	**2,388.3**	**2,493.9**	**2,640.9**
OEM	507	537	826	620	521	555	843	635	2,751.6	2,489.4	2,554.0
브랜드(Scott) 및 기타	260	285	345	267	279	318	371	305	952.8	1,156.6	1,273.4
매출 YoY (%)	***973.1***	***-18.6***	***18.3***	***10.5***	***4.4***	***10.4***	***3.8***	***6.0***	***13.7***	***4.4***	***5.9***
OEM	*-3.5*	*-29.5*	*-0.6*	*-2.3*	*2.8*	*3.4*	*2.1*	*2.4*	*17.5*	*-9.5*	*2.6*
브랜드(Scott) 및 기타	*23.7*	*3.5*	*43.5*	*17.6*	*7.5*	*11.3*	*7.8*	*14.3*	*7.2*	*21.4*	*10.1*
매출총이익	**142.2**	**142.6**	**196.2**	**152.9**	**138.1**	**150.5**	**209.6**	**162.1**	**605.9**	**633.9**	**660.2**
매출총이익률 (%)	*26.9*	*26.1*	*24.3*	*25.0*	*25.0*	*25.0*	*25.0*	*25.0*	*25.4*	*25.4*	*25.0*
영업이익	**50.6**	**51.7**	**109.0**	**51.8**	**62.3**	**62.6**	**67.0**	**49.9**	**237.6**	**263.2**	**241.9**
OEM	38.2	34.6	69.4	34.7	42.7	39.9	48.9	34.3	197.1	176.9	165.9
브랜드(Scott) 및 기타	12.9	20.2	40.1	18.1	20.1	23.2	18.6	16.2	44.7	91.4	78.0
영업이익 YoY (%)	***20.3***	***-42.7***	***54.6***	***49.5***	***23.2***	***21.1***	***-38.6***	***-3.7***	***18.2***	***10.8***	***-8.1***
OEM	*9.6*	*-48.8*	*15.8*	*0.0*	*11.9*	*15.3*	*-29.5*	*-1.3*	*22.2*	*-10.2*	*-6.3*
브랜드(Scott) 및 기타	*65.1*	*2.0*	*300.3*	*156.9*	*56.2*	*14.7*	*-53.7*	*-10.9*	*15.0*	*104.4*	*-14.6*
영업이익률 (%)	***9.6***	***9.5***	***13.5***	***8.5***	***11.3***	***10.4***	***8.0***	***7.7***	***9.9***	***10.6***	***9.2***
OEM	*7.5*	*6.5*	*8.4*	*5.6*	*8.2*	*7.2*	*5.8*	*5.4*	*7.2*	*7.1*	*6.5*
브랜드(Scott) 및 기타	*5.0*	*7.1*	*11.6*	*6.8*	*7.2*	*7.3*	*5.0*	*5.3*	*4.7*	*7.9*	*6.1*
지배 순이익	**42.4**	**29.2**	**72.2**	**32.3**	**39.0**	**40.0**	**42.7**	**31.2**	**166.3**	**176.1**	**152.9**
지배 순이익률 (%)	*8.0*	*5.3*	*8.9*	*5.3*	*7.1*	*6.6*	*5.1*	*4.8*	*7.0*	*7.1*	*5.8*

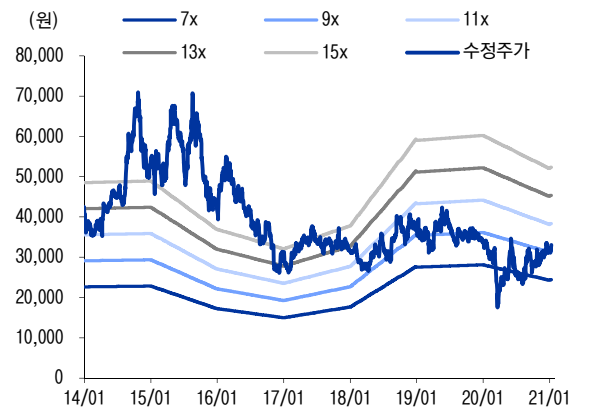
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 사업부별 매출액, 영업이익은 연결조정 전으로, 사업부 합산과 전체는 차이 있음

표30 영원무역 PER Valuaion

구분	추정치	비고
현재주가 (원)	33,000	-
Target P/E (배)	**13.0**	**① 글로벌 OEM/ODM Peer의 21E 12m fwd P/E인 18.5에 30% 할인**
21E EPS (원)	3,484.7	② 2021년 지배주주 귀속 순이익 기준
21E 적정주가 (원)	45,127	① x ②
목표주가 (원)	**45,000**	**계산된 적정주가에서 1,000원 단위 이하 반올림**
상승여력 (%)	36.4%	-

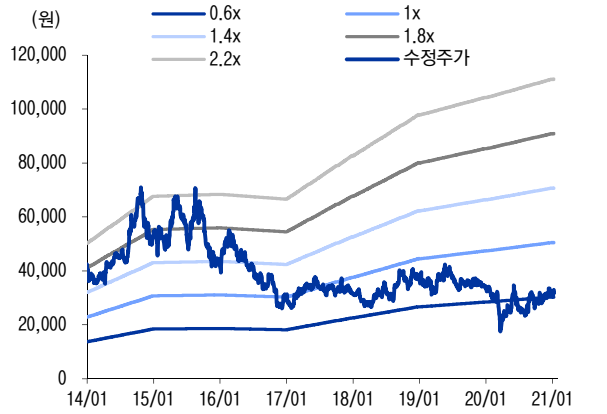
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림125 영원무역 PER 밴드



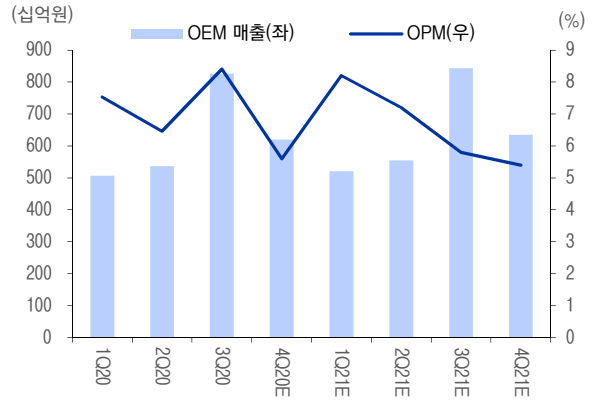
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림126 영원무역 PBR 밴드



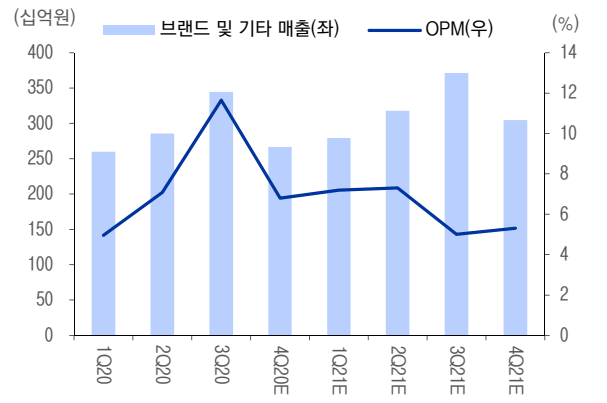
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림127 전체 영업이익 및 영업이익률 추이



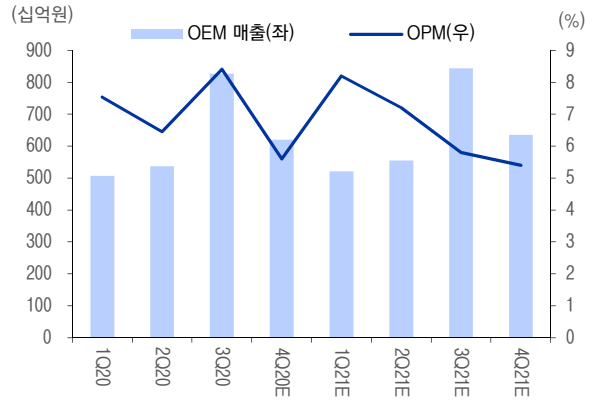
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림128 브랜드(Scott) 및 기타 실적 추이



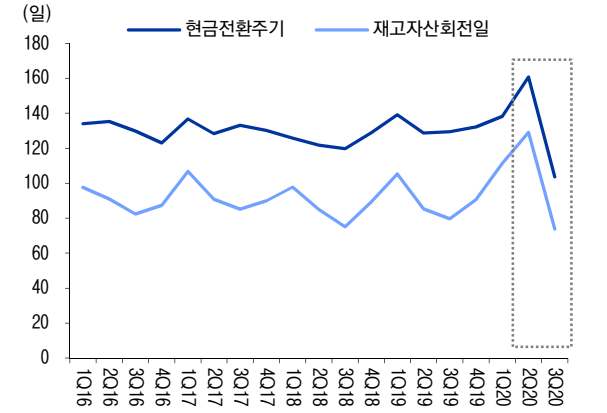
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림129 OEM 부문 실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림130 현금전환주기 및 재고자산회전일수

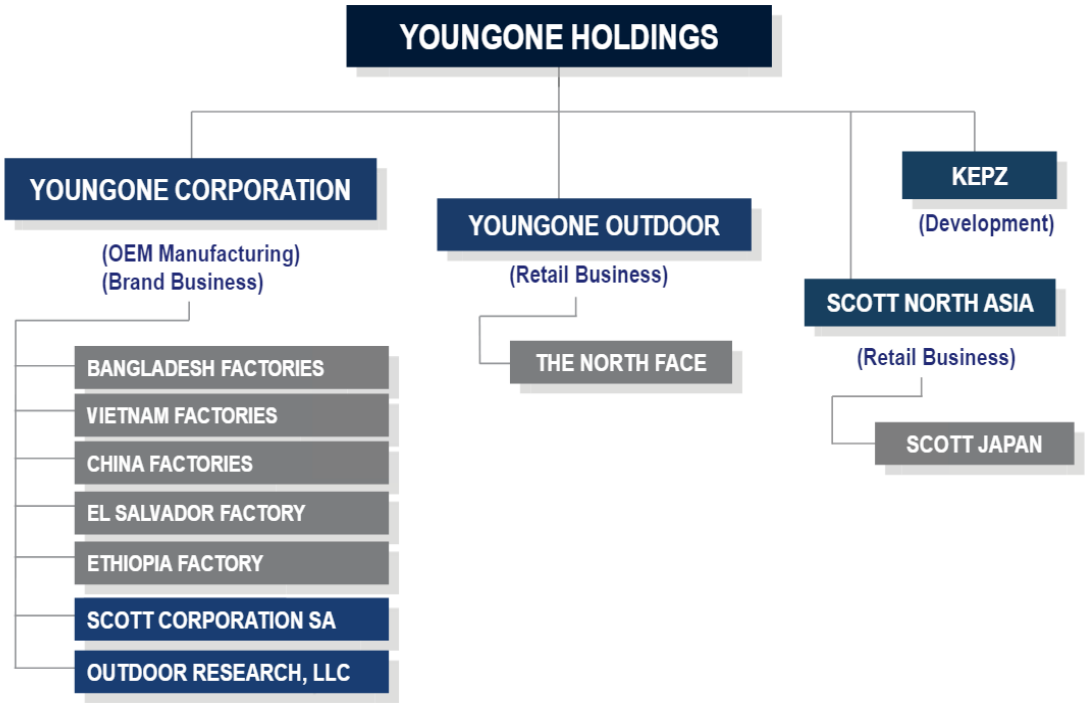


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

영원무역 사업 기초

영원무역 자체적으로 하는 사업이 있고, 비상장인 영원 아웃도어에서 노스페이스를 수주받아 생산한다. 매출 비중 10%가 넘는 주요 바이어는 미국 노스페이스 본사, 독일 작업복 회사인 앵겔버트, 그리고 파타고니아와 룰루레몬이다. 전체적으로 주요 아웃도어, 스포츠 글로벌 브랜드를 35~40개 가량 커버한다(주로 북미, 유럽). 보유하는 브랜드로는 스콧노스아시아, KEPZ가 있다.

그림131 영원무역 지배구조



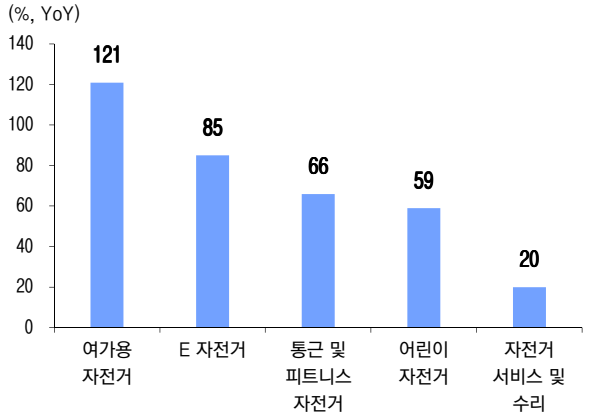
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

OEM 80% 이상이 의복류며 나머지는 신발/백팩 등이다. 메인 생산기지는 방글라데시(6만 8천명), 베트남(1만 2천명), 중국(300여명) 등이며 성수기나 비수기 따라 인원수는 차이가 조금 있다. 2~3분기가 성수기이며, 주 생산복종이 캐주얼 의류가 아니다 보니 리드타임은 4개월 정도로 다소 길다. 2020년의 경우 코로나19로 인해 성수기였던 2분기에 악영향이 집중되었고, 4월에는 방글라데시 정부 공고 차원에서 공장을 한달 셧다운하며 고정비 부담이 커져서 2분기 달러기준 30% 정도 감소를 겪었다. 3Q20부터 공장 정상화와 더불어 회복세가 유지되고 있지만 2020년 연간으로 OEM은 9~10% 가량 하락을 예상한다.

코로나19 이전 OEM 생산이 안정적이었고 성장이 필요한 시기였기 때문에, 바이어의 한계를 느끼고 최근에는 바이어 포트폴리오 다각화에 집중하고 있다. 2019년에는 동사가 다생산하는 우븐 자켓을 오더받아서 신규 생산하기 시작했고, 올해는 룰루레몬 고객사 추가를 시작으로 더 다양한 매출처를 모색 중이다.

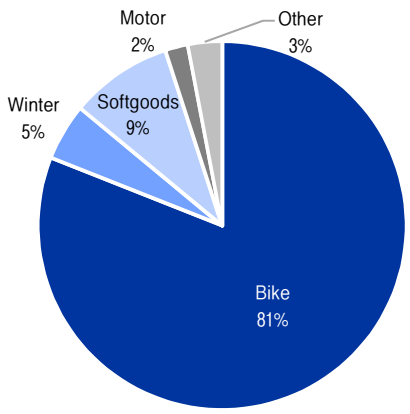
한편 동사가 2015년에 인수한 브랜드 Scott이 영위하는 프리미엄 자전거 시장의 경우, 전세계 자전거 수요가 확대되고 유럽 자전거 시장이 E-Bike로 넘어가며 향후 장기적으로 성장이 가능할 것으로 예상하고 이에 따라 매출에서 차지하는 비중도 점차 커질 것이다. 특히 유럽 기반 회사다보니 원래는 판관비 비중이 커서 영업이익률이 잘해야 미드싱글 정도였는데, 올해 코로나로 여러 행사가 취소되며 3Q20에 이익 개선 역시 컸다. Scott 내에서 자전거 비중은 80% 정도의 비중을 가진다.

그림132 코로나 19 직후 미국 자전거 시장 변화



자료: The NPD Group, Trek, Engine Insights, 이베스트투자증권 리서치센터

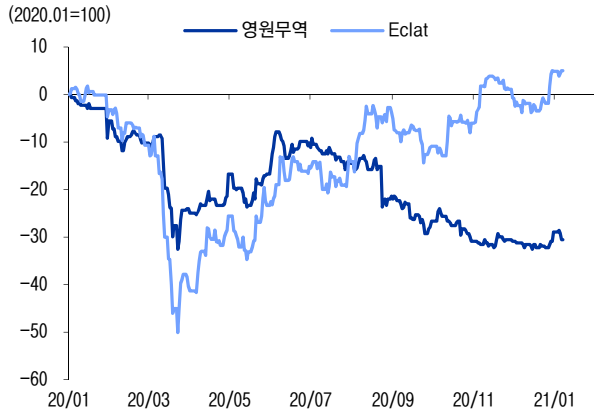
그림133 Scott 매출 비중



자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터

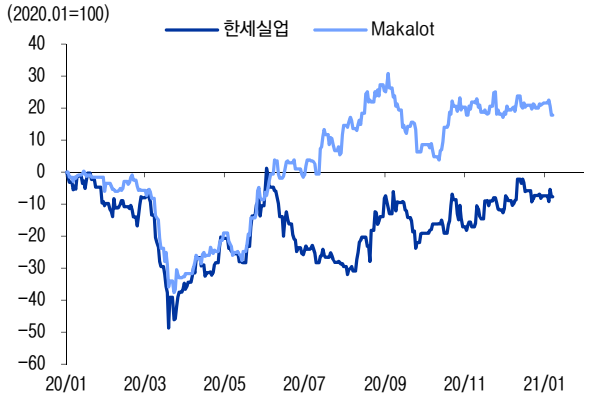
경쟁사로는 국내의 경우 한세실업이 잡히지만 구체적으로는 한세실업이 캐주얼/몰브랜드에 집중하고 동사는 아웃도어/스포츠에 집중하며 취급 바이어가 다른 특징을 가진다. 해외 경쟁사로는 Eclat, Makalot가 있지만 Eclat은 원단에서 봉제까지의 사업을 영위하고 동사는 봉제만 영위하기 때문에 역시 마진 등의 차이가 있다. 따라서 봉제만 하고 아웃도어 카테고리의 바이어에 비슷한 규모를 가진 정확한 Peer는 없다고 할수 있다.

그림134 영원무역, Eclat 주가 상대추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림135 한세실업, Makalot 주가 상대추이



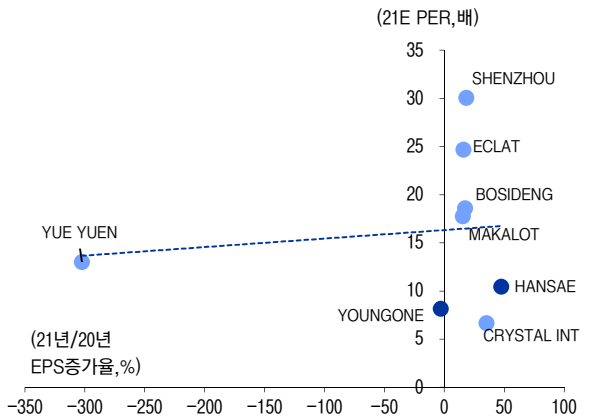
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 글로벌 OEM/ODM Peer 실적 및 밸류에이션

구분		ECLAT	MAKALOT	SHENZHOU INTL	BOSIDENG INTL	YUE YUEN	CRYSTAL INTL	YOUNGONE	HANSAE	평균
시가총액(백만$,십억원)		4,129	1,494	28,911	5,372	3,431	905	1,462	634	-
종가($,원)		15.0	6.8	19.2	0.5	2.1	0.3	33,000	15,850	-
매출액 (백만$, 십억원)	19	910	876	3,282	1,548	10,105	2,428	2,388	1,922	-
	20E	970	1,044	4,164	2,575	9,904	2,302	2,494	1,988	-
	21E	1,093	1,044	4,164	2,575	9,904	2,302	2,641	1,958	-
OP 백만$, 십억원)	19	177	81	771	204	476	189	238	59	-
	20E	182	97	927	325	-15	122	263	58	-
	21E	213	114	1,062	399	439	150	242	71	-
OPM	19	19.5	9.2	23.5	13.2	4.7	7.8	9.9	3.1	13.0
	20E	18.8	9.3	22.3	12.6	-0.1	5.3	10.6	2.9	11.3
	21E	19.5	11.0	25.5	15.5	4.4	6.5	9.2	3.6	13.7
ROE(%)	19	23.7	19.9	20.2	10.1	7.3	14.0	9.1	-	15.9
	20E	21.6	21.0	19.2	14.7	-	8.3	8.5	12.0	16.9
	21E	23.0	22.2	20.1	16.3	6.4	10.3	6.9	13.8	16.4
PER(x)	19	25.7	18.2	30.0	17.6	15.8	7.7	9.0	-	19.2
	20E	28.6	20.5	35.5	22.3	-	9.0	7.9	12.9	23.2
	21E	24.7	17.8	30.1	18.6	13.0	6.7	9.1	10.1	18.5
PBR(x)	19	6.1	3.6	6.1	1.8	1.2	1.1	0.8	1.7	3.3
	20E	6.2	4.3	6.8	3.3	0.9	0.7	0.7	1.5	3.7
	21E	5.7	3.9	6.0	3.0	0.8	0.7	0.6	1.4	3.4
EV /EBITDA(x)	19	17.1	10.7	23.0	10.9	6.9	4.2	4.5	9.8	12.1
	20E	19.2	12.9	25.8	13.7	15.5	4.3	2.8	9.3	15.2
	21E	16.6	11.1	22.7	11.6	6.5	3.6	2.8	13.8	12.0
EPS(USD)	19	0.5	0.3	0.5	0.0	0.2	0.1	3,790.7	-6.4	0.3
	20E	0.5	0.3	0.6	0.0	-0.1	0.0	4,013.9	1,283.4	0.2
	21E	0.6	0.4	0.7	0.0	0.2	0.0	3,484.7	1,640.5	0.3
EPS(%)	19	-4.2	23.2	7.4	58.0	-1.1	1.7	47.1	-	14.2
	20E	3.5	18.8	12.5	65.5	적전	-36.2	5.9	-	-13.1
	21E	16.0	15.3	18.3	17.4	흑전	35.3	-13.2	27.8	-33.4

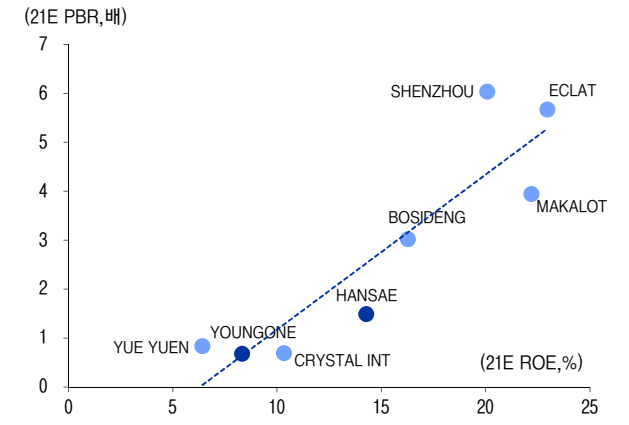
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 기준일: 해외는 2021.01.04, 국내는 2021.01.08 해외 기업은 컨센서스, 국내 기업은 당사 추정치

그림136 글로벌 OEM/ODM 이익 성장률 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림137 글로벌 OEM/ODM 가치 성장률 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

영원무역 (111770)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,337	1,501	1,812	1,895	1,983
현금 및 현금성자산	356	447	776	800	839
매출채권 및 기타채권	351	375	381	403	422
재고자산	494	540	495	525	549
기타유동자산	136	138	160	166	173
비유동자산	1,302	1,604	1,495	1,576	1,658
관계기업투자등	371	530	385	401	417
유형자산	632	608	628	682	736
무형자산	153	160	165	164	162
자산총계	**2,639**	**3,105**	**3,307**	**3,471**	**3,640**
유동부채	469	623	569	583	596
매입채무 및 기타재무	210	193	172	182	190
단기금융부채	149	313	298	298	298
기타유동부채	110	118	99	103	107
비유동부채	506	513	484	498	512
장기금융부채	234	151	139	139	139
기타비유동부채	273	362	345	359	373
부채총계	**976**	**1,136**	**1,052**	**1,081**	**1,108**
지배주주지분	1,545	1,843	2,098	2,234	2,376
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	411	410	410	410	410
이익잉여금	980	1,130	1,385	1,521	1,663
비지배주주지분(연결)	119	126	156	156	156
자본총계	**1,663**	**1,969**	**2,255**	**2,390**	**2,533**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,101**	**2,388**	**2,494**	**2,641**	**2,764**
매출원가	1,532	1,782	1,860	1,981	2,073
매출총이익	**569**	**606**	**634**	**660**	**691**
판매비 및 관리비	368	368	371	418	438
영업이익	**201**	**238**	**263**	**242**	**253**
(EBITDA)	265	320	348	332	350
금융손익	-20	-12	7	-3	-3
이자비용	16	19	17	13	13
관계기업등 투자손익	-3	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	9	7	6	6
세전계속사업이익	**169**	**234**	**277**	**244**	**256**
계속사업법인세비용	58	59	69	59	62
계속사업이익	111	174	208	185	194
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**111**	**174**	**208**	**185**	**194**
지배주주	113	166	176	153	160
총포괄이익	**326**	**323**	**208**	**185**	**194**
매출총이익률 (%)	27.1	25.4	25.4	25.0	25.0
영업이익률 (%)	9.6	9.9	10.6	9.2	9.2
EBITDA 마진률 (%)	12.6	13.4	13.9	12.6	12.7
당기순이익률 (%)	5.3	7.3	8.3	7.0	7.0
ROA (%)	4.6	5.8	5.5	4.5	4.5
ROE (%)	8.2	9.8	8.9	7.1	6.9
ROIC (%)	11.0	13.6	14.1	12.5	12.3

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**184**	**232**	**368**	**217**	**240**
당기순이익(손실)	111	174	208	185	194
비현금수익비용가감	167	188	234	72	78
유형자산감가상각비	60	78	79	86	93
무형자산상각비	4	4	5	5	5
기타현금수익비용	3	-2	150	-18	-19
영업활동 자산부채변동	-41	-72	-27	-40	-32
매출채권 감소(증가)	-18	-10	16	-23	-19
재고자산 감소(증가)	-31	-28	63	-30	-24
매입채무 증가(감소)	16	-22	-92	10	8
기타자산, 부채변동	-8	-11	-14	2	2
투자활동 현금	**-117**	**-112**	**21**	**-176**	**-184**
유형자산처분(취득)	-123	-108	-87	-140	-146
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	12	0	110	-20	-21
기타투자활동	-4	-1	1	-13	-13
재무활동 현금	**-80**	**-25**	**-85**	**-18**	**-18**
차입금의 증가(감소)	-66	-10	-71	0	0
자본의 증가(감소)	-13	-15	-18	-18	-18
배당금의 지급	13	15	18	18	18
기타재무활동	-2	1	4	0	0
현금의 증가	**-33**	**91**	**329**	**24**	**39**
기초현금	389	356	447	776	800
기말현금	356	447	776	800	839

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	14.9	9.0	8.2	9.5	9.0
P/B	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.2	4.5	2.9	3.0	2.7
P/CF	6.1	4.2	3.3	5.7	5.4
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	4.6	13.7	4.4	5.9	4.7
영업이익	11.0	18.2	10.8	-8.1	4.6
세전이익	29.0	38.2	18.6	-11.8	4.7
당기순이익	17.5	56.6	19.2	-10.8	4.7
EPS	4.0	47.1	5.9	-13.2	4.7
안정성(%)					
부채비율	58.7	57.7	46.7	45.2	43.7
유동비율	284.8	241.0	318.6	325.0	332.9
순차입금/자기자본	-3.4	-3.5	-19.7	-19.7	-20.3
영업이익/금융비용	12.5	12.7	15.8	18.8	19.7
총차입금 (십억원)	383	463	437	437	437
순차입금 (십억원)	-57	-68	-443	-471	-514
주당지표 (원)					
EPS	2,577	3,791	4,014	3,485	3,650
BPS	34,857	41,602	47,357	50,411	53,628
CFPS	6,285	8,181	9,980	5,811	6,143
DPS	350	400	400	400	400

자료: 영원무역, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

한세실업 (105630)

2021. 01. 11 | 섬유의복

Analyst **심지현**
02. 3779. 8640
simjin@ebestsec.co.kr

위기 속에서 잡은 기회

Buy (Initiate)

목표주가 22,000 원
현재주가 15,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

상반기 수주 회복 기대

3Q20의 긍정적인 실적 이후 원화 강세 흐름과 4분기 방호 제품 수주가 제외되면서 전체 수주 성장률이 일시적으로 둔해지는 흐름이 있을 것이지만, 2021년 중국 및 미국을 중심으로 한 글로벌 의류 소비 회복에 따라 점진적으로 수주 흐름이 가시화되면 주가 반등이 가능할 것으로 예상한다. 4Q20 현재 생산중인 물량은 1Q21 출하 물량으로, 북미 4대 바이어의 오더량이 상당 폭 증가한 것으로 파악된다. 1Q21의 갭, 타겟, 월마트로의 매출은 두 자리수 성장인 것으로 파악된다. 이는 GAP 키즈, 타겟, 월마트 등 기존 바이어들의 카테고리 다변화가 주 원으로, 향후 주요 시장에서 전략적 벤더로 진입하는 원년이 될 것으로 기대한다.

수직계열화 성과 나타나는 중

코로나19로 인한 Vendor Consolidation은 동사에게 가장 큰 수혜로 작용할 것이며, 2015년 이후 중국 공급망의 약화와 함께 부상한 한국 및 대만 주요 기업들을 중심으로 적자생존 식의 시장 재편이 이루어질 것이다. 이것은 글로벌 Peer와의 경쟁력을 높일 수 있는 투자 포인트가 될 것이다. 또한 자회사 칼라일터치(패브릭 사업) 등 원부자재 수직계열화와 관련된 투자를 지속하고 있으며, 주요 바이어로부터 칼라일터치가 공식 채택될 만큼의 성과를 거두고 있어 향후 동사의 마진 상단이 높아질 여력이 커지고 있다. 한편 자회사 한세엠케이는 2020년 10월자로 매각해서 현재 종속회사가 아니며, 이후 실적에서 제외된다.

투자의견 BUY, 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 1조 9,576억(YoY -1.5%), 영업이익 707억(YoY +21.3%), 영업이익률 3.6%(+0.7%p)일 것으로 추정한다. 또한 4Q20 분기 연결 실적은 매출 5,046억(YoY +1.4%), 영업이익 41억(YoY 흑전), 영업이익률 0.8%(+1.7%p)일 것으로 추정한다. 월마트 신규 카테고리 추가 등 주력 거래선의 점유율 상승이 실적 주요 기여 요인일 것으로 판단하며, 전체적으로 매출 증대보다는 비용 감소에 따른 이익 상승이 클 것으로 판단한다. 이에는 마진 내재화, 한세엠케이 무형자산 상각 비용 마무리 등이 포함된다. 21년 12m fwd 지배 순이익 EPS에 13.6배를 Target P/E로 잡고 적정주가를 산출했다.

Stock Data

KOSPI(1/8)		3,152.18 pt
시가총액		6,340 억원
발행주식수		40,000 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		6,810/20,150 원
90 일 일평균거래대금		56 억원
외국인 지분율		7.6%
배당수익률(20.12E)		3.2%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-20.1%
	6 개월	-3.2%
	12 개월	-49.9%
주주구성	한세예스24홀딩스(외 12인)	56.7%
	국민연금공단 (외 1 인)	12.3%
	자사주 (외 1 인)	1.9%

Stock Price

Financial Data

(억원)	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	1,988	58	51	47	1,283	흑전	97	12.4	9.0	1.5	12.2
2021E	1,958	16	25	64	1,640	27.8	61	9.7	13.3	1.3	14.3
2022E	2,044	17	26	67	1,709	4.2	62	9.3	12.0	1.2	13.5

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

한세실업 실적 추정 및 Valuation

표32 한세실업 분기 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출	**394.1**	**453.6**	**636.1**	**504.6**	**390.7**	**429.2**	**656.1**	**481.5**	**1,922.4**	**1,988.4**	**1,957.6**
OEM	347.0	392.0	590.0	437.0	390.7	429.2	656.1	481.5	1,615.0	1,766.0	1,957.6
브랜드(한세MK)	46.8	61.5	45.9	67.6	-	-	-	-	308.0	221.8	-
매출 YoY (%)	***-6.8***	***5.6***	***11.1***	***1.4***	***-0.9***	***-5.4***	***3.1***	***-4.6***	***12.2***	***3.4***	***-1.5***
OEM	*0.3*	*10.4*	*16.6*	*7.1*	*12.6*	*9.5*	*11.2*	*10.2*	*16.2*	*9.3*	*10.9*
브랜드(한세MK)	*-39.2*	*-18.0*	*-31.5*	*-24.0*	-	-	-	-	*-4.8*	*-28.0*	-
매출총이익	**75.6**	**72.8**	**117.1**	**90.8**	**70.3**	**77.3**	**118.1**	**86.7**	**401.7**	**356.4**	**352.4**
GPM (%)	*19.2*	*16.1*	*18.4*	*18.0*	*18.0*	*18.0*	*18.0*	*18.0*	*20.9*	*17.9*	*18.0*
영업이익	**5.2**	**-1.5**	**50.4**	**4.1**	**5.9**	**23.2**	**26.2**	**15.4**	**59.0**	**58.3**	**70.7**
OEM	10.0	1.6	53.1	7.9	5.9	23.2	26.2	15.4	82.0	72.6	70.7
브랜드(한세MK)	-4.8	-3.1	-2.7	-3.7	-	-	-	-	-24.0	-14.3	-
영업이익 YoY (%)	***1.9***	***적전***	***29.0***	***흑전***	***12.5***	***흑전***	***-47.9***	***271.7***	***52.7***	***-1.3***	***21.3***
OEM	*11.1*	*-91.1*	*0.3*	*-43.8*	*-41.4*	*1,348.7*	*-50.6*	*95.9*	*129.1*	*-11.5*	*-2.6*
브랜드(한세MK)	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	-	-	-	-	*적지*	*적지*	-
영업이익률 (%)	***1.3***	***-0.3***	***7.9***	***0.8***	***1.5***	***5.4***	***4.0***	***3.2***	***3.1***	***2.9***	***3.6***
OEM	*2.9*	*0.4*	*9.0*	*1.8*	*1.5*	*5.4*	*4.0*	*3.2*	*5.1*	*4.1*	*3.6*
브랜드(한세MK)	*-10.3*	*-5.0*	*-5.9*	*-5.5*	-	-	-	-	*-7.8*	*-6.5*	-
지배 순이익	**-15.9**	**8.7**	**42.2**	**15.3**	**13.2**	**19.9**	**16.1**	**15.1**	**-0.2**	**50.4**	**64.4**
지배 순이익률 (%)	*-4.0*	*1.9*	*6.6*	*3.0*	*3.4*	*4.6*	*2.5*	*3.1*	*0.0*	*2.5*	*3.3*

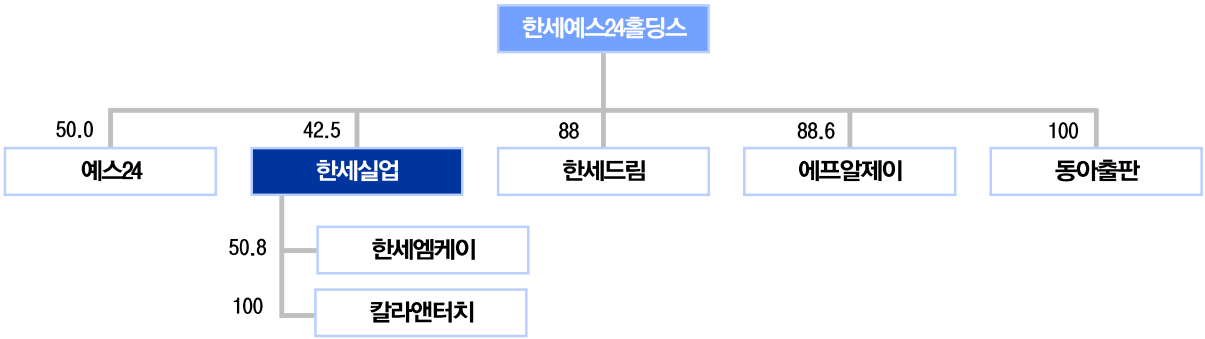
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 한세MK는 2020년 10월에 매각되어 이후 실적에서 제거

표33 한세실업 PER Valuaion

구분	추정치	비고
현재주가 (원)	15,850	-
Target P/E (배)	**13.6**	**① 동사 PER Band 중단에서 20% 할인**
21E EPS (원)	1,640.5	② 2021년 지배주주 귀속 순이익 기준
21E 적정주가 (원)	22,310	① x ②
목표주가 (원)	**22,000**	계산된 적정주가에서 1,000원 단위 이하 반올림
상승여력 (%)	38.8%	-

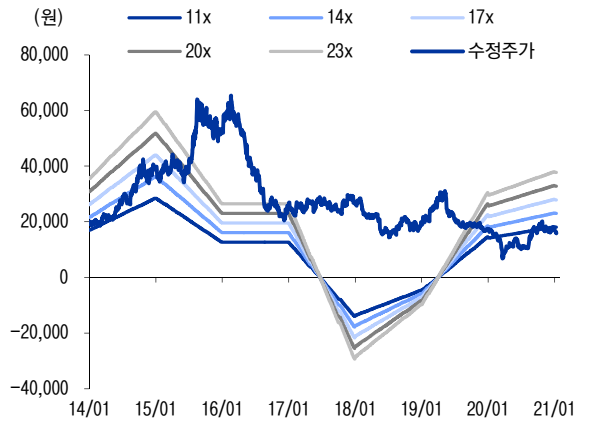
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림138 한세실업 지배구조



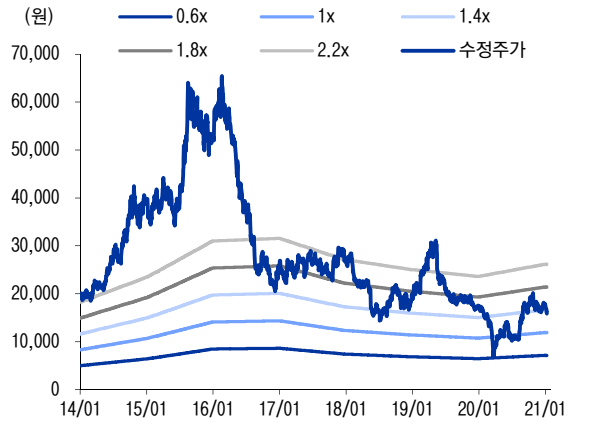
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림139 한세실업 PER 밴드



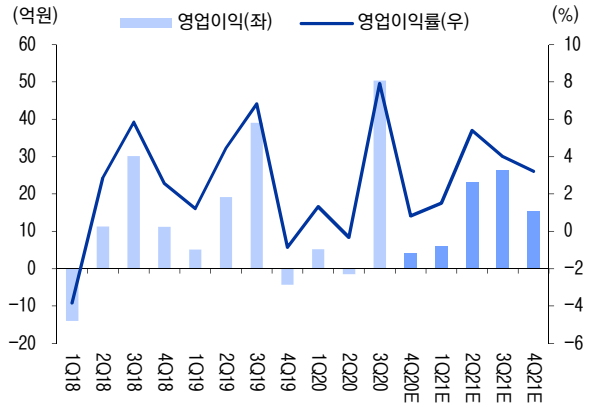
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림140 한세실업 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림141 전체 영업이익 및 영업이익률 추이

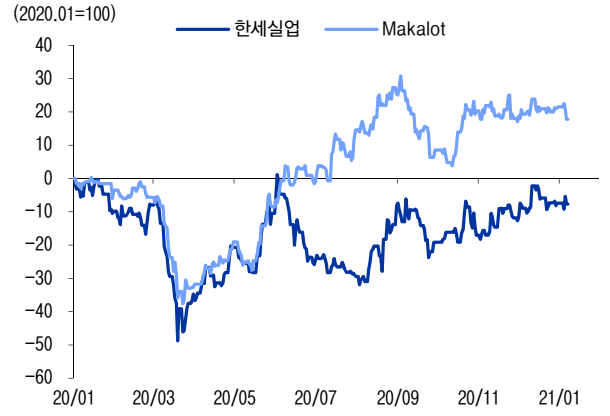


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림142 바이어 종류별 비중 (2019A 기준)

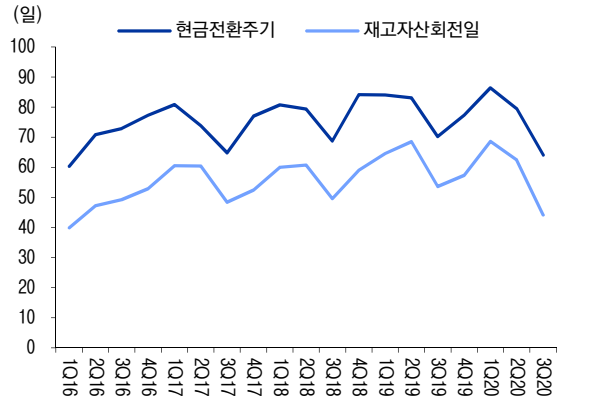
자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림143 한세실업, Makalot 주가 상대추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림144 현금전환주기 및 재고자산회전일



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한세실업 (105630)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	826	740	834	869	901
현금 및 현금성자산	36	82	229	277	342
매출채권 및 기타채권	204	179	192	183	165
재고자산	295	295	244	233	210
기타유동자산	291	185	170	177	184
비유동자산	345	440	434	443	455
관계기업투자등	63	134	97	101	105
유형자산	182	186	193	195	199
무형자산	28	8	7	5	4
자산총계	**1,171**	**1,179**	**1,268**	**1,313**	**1,356**
유동부채	589	641	652	651	645
매입채무 및 기타재무	66	73	82	78	70
단기금융부채	463	492	519	519	519
기타유동부채	60	75	52	54	57
비유동부채	89	83	133	135	137
장기금융부채	40	43	91	91	91
기타비유동부채	50	41	43	45	46
부채총계	**678**	**724**	**786**	**786**	**782**
지배주주지분	412	398	429	474	521
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	52	55	56	56	56
이익잉여금	367	350	381	426	473
비지배주주지분(연결)	80	57	53	53	53
자본총계	**493**	**455**	**482**	**527**	**574**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,713**	**1,922**	**1,988**	**1,958**	**2,044**
매출원가	1,326	1,521	1,632	1,605	1,676
매출총이익	**387**	**402**	**356**	**352**	**368**
판매비 및 관리비	348	343	298	336	351
영업이익	**39**	**59**	**58**	**16**	**17**
(EBITDA)	64	101	97	61	62
금융손익	-18	-20	2	8	9
이자비용	15	19	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-69	-46	-9	1	1
세전계속사업이익	**-48**	**-7**	**51**	**25**	**26**
계속사업법인세비용	2	10	4	-39	-41
계속사업이익	-50	-17	47	64	67
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-50**	**-17**	**47**	**64**	**67**
지배주주	-51	0	50	64	67
총포괄이익	**-58**	**-18**	**47**	**64**	**67**
매출총이익률 (%)	22.6	20.9	17.9	18.0	18.0
영업이익률 (%)	2.3	3.1	2.9	0.8	0.8
EBITDA 마진률 (%)	3.8	5.2	4.9	3.1	3.1
당기순이익률 (%)	-2.9	-0.9	2.4	3.3	3.3
ROA (%)	-4.3	0.0	4.1	5.0	5.0
ROE (%)	-11.4	-0.1	12.2	14.3	13.5
ROIC (%)	4.6	6.9	8.7	1.9	2.0

현금흐름표

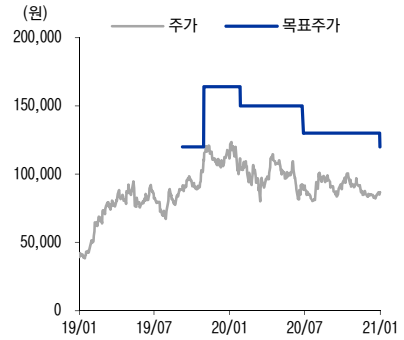
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**-21**	**88**	**105**	**129**	**149**
당기순이익(손실)	-50	-17	47	64	67
비현금수익비용가감	115	121	79	47	47
유형자산감가상각비	23	39	37	43	44
무형자산상각비	3	3	1	2	2
기타현금수익비용	15	-8	41	2	2
영업활동 자산부채변동	-80	4	-1	17	34
매출채권 감소(증가)	-22	27	-11	9	18
재고자산 감소(증가)	-62	-14	33	11	23
매입채무 증가(감소)	0	8	-5	-4	-8
기타자산, 부채변동	4	-18	-18	1	1
투자활동 현금	**-25**	**-15**	**-10**	**-61**	**-64**
유형자산처분(취득)	-31	-44	-35	-46	-48
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	16	28	37	-10	-10
기타투자활동	-10	1	-13	-6	-6
재무활동 현금	**20**	**-27**	**52**	**-20**	**-20**
차입금의 증가(감소)	39	-6	72	0	0
자본의 증가(감소)	-19	-19	-20	-20	-20
배당금의 지급	19	19	20	20	20
기타재무활동	0	-2	0	0	0
현금의 증가	**-26**	**46**	**147**	**48**	**65**
기초현금	63	36	82	229	277
기말현금	36	82	229	277	342

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	-15.3	-2,723.5	12.4	9.7	9.3
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	15.5	9.8	9.0	13.3	12.0
P/CF	12.1	6.7	5.0	5.7	5.5
배당수익률 (%)	2.3	2.9	3.2	3.2	3.2
성장성 (%)					
매출액	0.1	12.2	3.4	-1.5	4.4
영업이익	-31.7	52.7	-1.3	-72.4	4.4
세전이익	적전	적지	흑전	-49.9	4.2
당기순이익	적전	적지	흑전	37.7	4.2
EPS	적전	적지	흑전	27.8	4.2
안정성(%)					
부채비율	137.6	159.2	163.1	149.2	136.3
유동비율	140.3	115.4	127.8	133.5	139.6
순차입금/자기자본	41.3	64.8	49.5	35.1	19.8
영업이익/금융비용	2.6	3.0	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	503	535	609	609	609
순차입금 (십억원)	203	295	238	185	113
주당지표 (원)					
EPS	-1,293	-6	1,283	1,640	1,709
BPS	10,306	9,945	10,731	11,849	13,036
CFPS	1,635	2,588	3,146	2,784	2,860
DPS	450	500	500	500	500

자료: 한세실업, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

F&F 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
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	-23.7		-33.8
2020.07.06	Buy	130,000	-22.3		-30.9
2021.01.11	변경	심지현			
2021.01.11	Buy	120,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

코웰패션 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.02.17	Buy	7,000	-10.1		-23.8
2020.07.06	Buy	8,000			
2021.01.11	변경	심지현			
2021.01.11	Buy	8,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

휠라홀딩스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
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	Buy	55,000	-30.3		-36.9
2020.08.18	Buy	48,000	-1.0		-15.7
2021.01.11	변경	심지현			
2021.01.11	Buy	60,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

영원무역 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.11.15	Buy	49,000	-25.4		-40.0
2020.07.06	Buy	33,000	-17.3		-23.8
2020.08.18	Buy	37,000	-18.9		-24.7
2020.08.28	Buy	40,000	-16.3		-24.2
2021.01.11	변경	심지현			
2021.01.11	Buy	45,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

한세실업 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.06	Buy	13,000	10.4		-14.3						
2020.08.18	Buy	17,000	-8.8		-12.8						
2020.08.28	Buy	18,000	9.7		-1.9						
2020.10.23	Buy	25,000	-19.4		-31.1						
2021.01.11	변경	심지현									
2021.01.11	Buy	22,000									

Compliance Notice

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

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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)