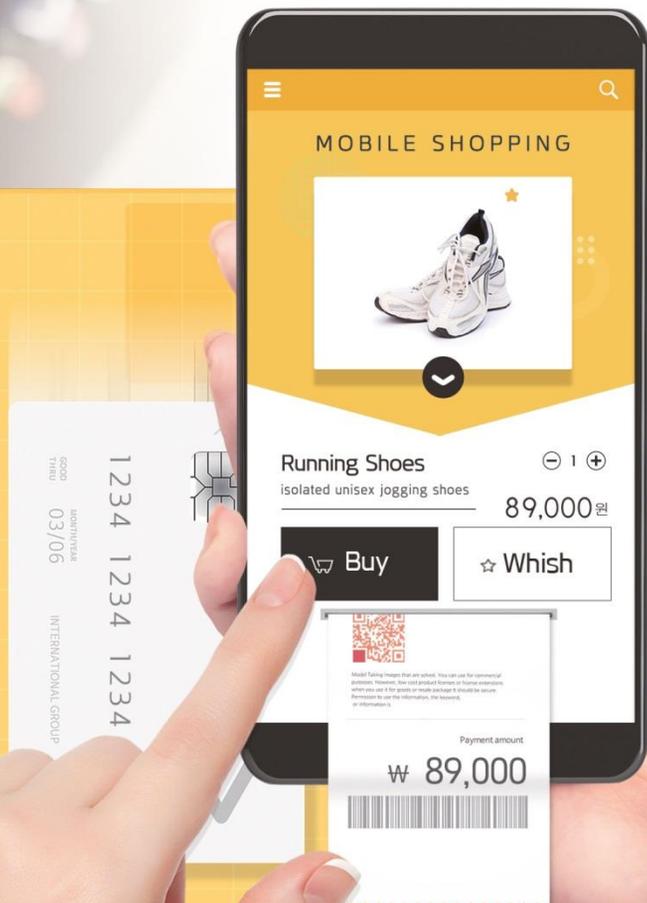


의류 Overweight [Maintain]

패피들의 필수템은 슈즈

의류 산업 저성장 속 돌파구로 떠오른 신발. 패션피플 사이에서 힙(Hip)한 어글리슈즈 한 켤레는 필수템으로 떠올랐다. 이러한 트렌드에 맞춰 의류 업체들은 신발 사업을 확대하고 있다. 이에 따라 1) 국내외 신발 카테고리 킬러 내 입지 강화, 2) 시장 지배력을 가진 나이키, 아디다스 브랜드를 바이어로 확보한 업체들의 성장 모멘텀이 높을 것으로 전망하며, 온/오프라인 신발 카테고리 킬러로 대표되는 무신사와 ABC 마트를 중심으로 한 신발 시장의 판매 트렌드를 살펴보고자 한다.

기업분석 생활용품/섬유의복 조경진
02-3787-4776, kjcho@kiwoom.com



Contents



I. Summary	3
> 패피들의 필수템은 슈즈	3
> 나이키와 아디다스에 집중된 신발 산업	5
II. 카테고리 킬러의 성장	7
> 카테고리 킬러란?	7
> E-commerce도 카테고리 킬러가 접수	9
> 대표 카테고리 킬러는 '신발'	10
III. 온라인은 무신사, 오프라인은 ABC마트	12
> 무신사, 1020 쇼핑의 축	12
> 세상의 모든 신발은 ABC마트에	14
기업분석	18
> 힐라코리아(081660)	19
> 백산(035150)	22

Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

패피들의 필수품은 슈즈

온/오프라인 카테고리 킬러 대세는 신발

건강과 편안함을 추구하는 라이프 스타일 변화, 애슬레저의 영역 확대에 따라 의류 업계에서는 스니커즈, 스포츠화 등의 운동화 판매가 호조를 보이고 있다. 또한 의류 소비의 양극화 속에서도 꾸준히 소비가 증가하는 카테고리이며, 국내 유통채널의 변화 속에서도 확인할 수 있다. 카테고리 킬러 아이템으로 신발, 특히 운동화 시장이 성장하며 ABC마트와 무신사가 오프라인과 온라인 대표 카테고리 킬러로 자리 잡았다. 카테고리 킬러의 성장과 더불어 입점 업체들의 동반 성장이 가능할 것으로 판단. 카테고리 업체 내 점유율 확대 브랜드를 관심 있게 살펴보자.

>>> 나이키 or 아디다스

글로벌 신발 시장에서 운동화가 차지하는 비중은 약 75%에 달하고 이 중 글로벌 스포츠 브랜드인 나이키와 아디다스의 점유율이 약 40~50%대로 두 브랜드가 시장을 이끄는 과점 시장이다. 이에 따라 시장 지배력을 가진 두 업체를 바이어로 확보한 업체들이 성장이 부각될 것으로 전망한다.

>>> 못생긴 효자 어글리슈즈

2017년 어글리슈즈의 등장은 운동화 업계의 트렌드를 바꾸어 놓았다. 명품 브랜드 발렌시아가의 어글리슈즈 트리플S를 시작으로 전세계적으로 인기를 누리고 있다. 국내에서는 힐라코리아의 디스럽터를 필두로 의류 브랜드들이 어글리슈즈를 출시하여 판매 호조를 누리고 있으며, 패션 브랜드 업체들은 운동화 판매를 강화하거나 브랜드를 론칭하며 사업을 확장하고 있다. 상장 브랜드 내 신발 사업 모멘텀 보유한 업체에 주목할 필요가 있다.

>>> 종목 Pick

- 힐라코리아: 투자의견 Outperform, 목표주가 88,000원 상향
- 백산: 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원 커버리지 개시

I. Summary

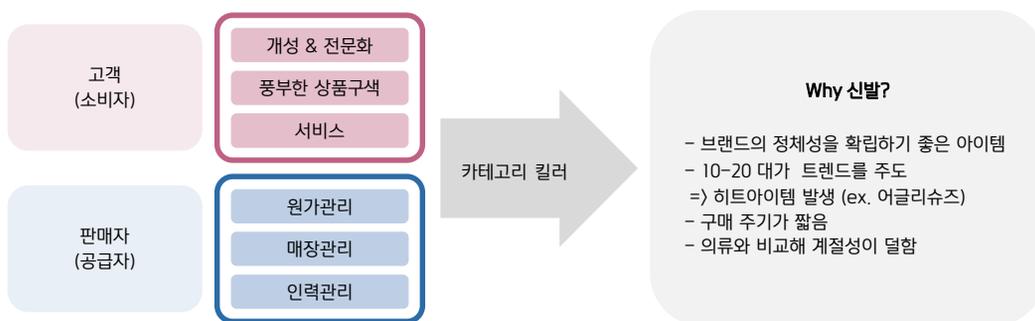
>>> 패피들의 필수템은 슈즈

패션의 완성은 발끝에서 완성된다 해도 과언이 아니다. 건강과 편안함을 추구하는 라이프스타일 변화, 애슬레저의 영역 확대에 따라 의류 업계에서는 스니커즈, 스포츠화 등의 운동화 판매가 호조를 보이고 있다. 또한 의류 소비의 양극화 속에서도 꾸준히 소비가 증가하는 카테고리이며, 국내 유통채널의 변화 속에서도 확인할 수 있다. 카테고리 킬러 아이템으로 신발, 특히 운동화 시장이 성장하며 ABC마트와 무신사가 오프라인과 온라인의 대표 카테고리 킬러로 자리 잡았다.

글로벌 신발 시장에서 운동화가 차지하는 비중은 약 75%에 달하고 이 중 글로벌 스포츠 브랜드인 나이키와 아디다스의 점유율이 약 40~50%대로 두 브랜드가 시장을 이끄는 과점 시장이다. 유로모니터에 따르면 미국 내 나이키와 아디다스는 2012년과 비교해 2017년에도 시장점유율 1,2위를 차지, 가장 높은 성장률을 기록하며 전체 의류 브랜드들의 글로벌 시장점유율에서도 스포츠 브랜드가 강세인 것으로 나타났다.

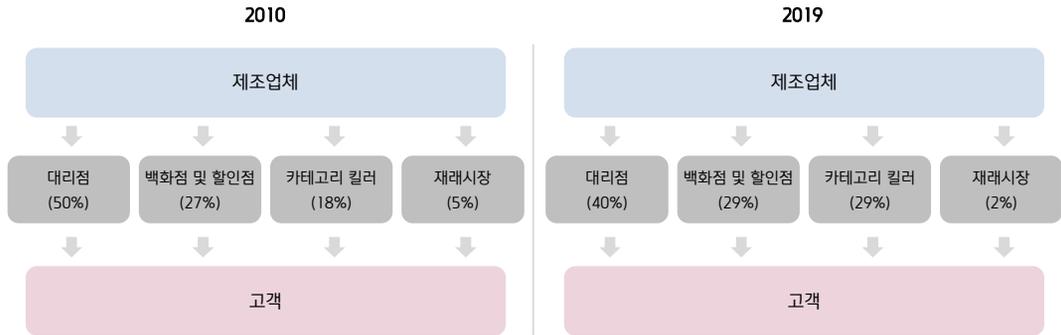
특히, 2018년 어글리슈즈는 운동화 업계의 트렌드를 바꾸어 놓았다. 명품 브랜드 발렌시아가의 어글리슈즈를 시작으로 전세계적으로 인기를 누리고 있다. 국내에서는 힐라코리아의 디스럽터를 필두로 의류 브랜드들이 어글리슈즈를 출시하여 판매 호조를 누리고 있으며, 패션 브랜드 업체들은 운동화 판매를 강화하거나 브랜드를 론칭하며 사업을 확장하고 있다. 이에 따라 1) 국내외 운동화 카테고리 킬러 내 입지 강화, 2) 시장 지배력을 가진 두 업체를 바이어로 확보한 업체들이 성장 가능성이 높을 것으로 전망한다.

카테고리 킬러의 성장 배경



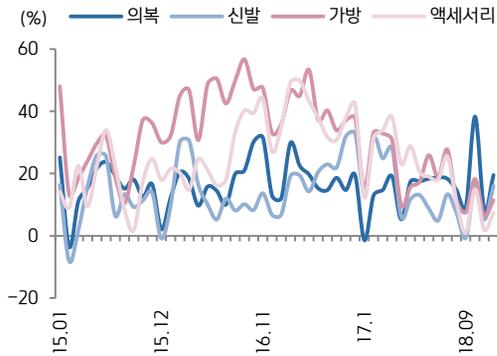
자료: 키움증권 리서치

운동화 유통채널의 변화



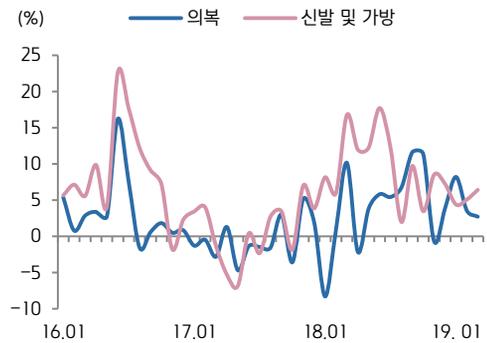
주: 2019년 채널 비중은 추정치, 온라인은 제외
 자료: 한국신발산업협회, 키움증권 리서치

의류 카테고리 별 온라인 판매 성장률



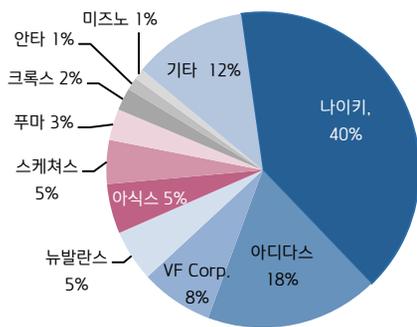
자료: 통계청, 키움증권 리서치

의복과 신발/가방 소매 판매 성장률



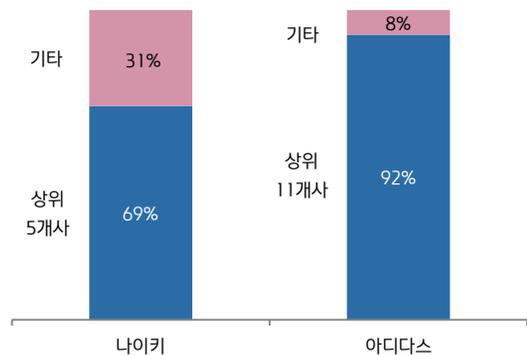
자료: 통계청, 키움증권 리서치

글로벌 운동화 업체 시장 점유율



자료: 신발산업진흥센터, 키움증권 리서치

나이키와 아디다스의 상위 벤더 점유율



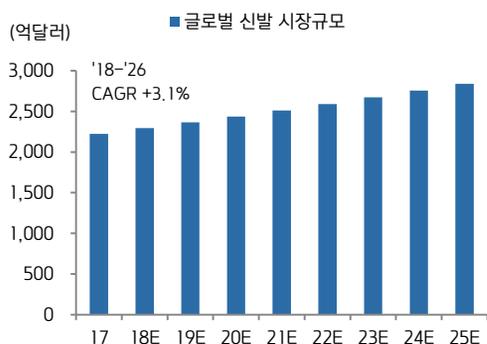
자료: 각 사, 키움증권 리서치

>>> 나이키와 아디다스에 집중된 신발 산업

메이저 브랜드가 글로벌 트렌드 주도

2017년 기준 글로벌 신발 시장규모는 2,224억 달러이며 2018년부터 2026년까지 매년 3.1% 성장할 것으로 전망되며 국내 신발 시장규모는 2009년 3조 8,676억원 수준에서 2018년 6조원대까지 두 배 이상 성장했다. 운동화 시장에서 점유율 1위를 차지하는 브랜드는 나이키가 40%, 2위 아디다스 17.9%로 두 개 브랜드가 약 75%를 차지하며 운동화 시장을 과점하고 있는 양상이다. 국내 신발 카테고리 킬러의 상위 10개 브랜드 점유율에서도 나이키, 아디다스 등 상위 10개 브랜드가 75~80% 판매 점유율을 차지하고 있으며 그 외 20여 개 브랜드가 20~25%내외의 비중을 차지하고 있다.

글로벌 신발 시장규모



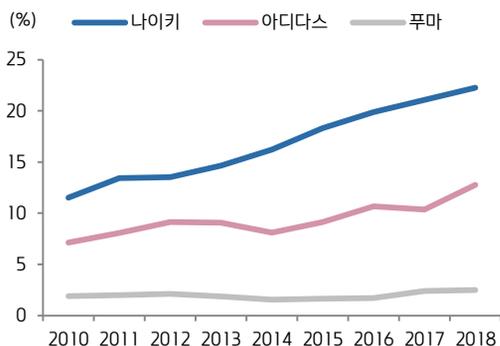
자료: 신발산업진흥센터, 키움증권 리서치

국내 신발 시장규모



자료: 신발산업진흥센터, 키움증권 리서치

글로벌 스포츠 브랜드 3사 시장 점유율



주: 스포츠 의류 포함 점유율로 운동화 시장 점유율과 상이
자료: 신발산업진흥센터, 키움증권 리서치

국내 신발 전문점의 상위 10개 브랜드 점유율

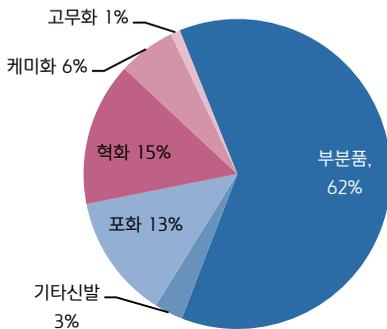


자료: 업계자료, 키움증권 리서치

나이키, 아디다스向 OEM 업체에 관심

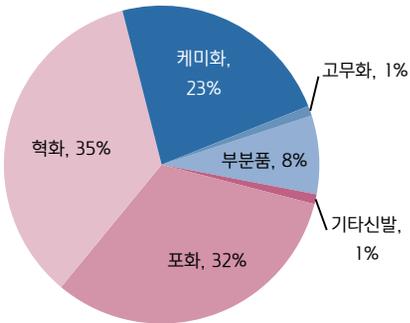
한국신발피혁연구원의 분류에 따르면 국내 신발기업은 규모와 사업형태에 따라 크게 5가지 유형으로 나뉘는데 1) 대형 OEM 업체, 2) 브랜드를 소유하면서 OEM을 병행하는 기업, 3) 중소 OEM, 4) 영세 OEM, 5)부품소재 기업이다. 국내 주요 신발기업으로는 태광실업, 창신, 화승, 트렉스타, 삼덕통상, 학산, 보스산업 등이 있으며, 상장 업체로는 브랜드를 소유하면서 OEM으로 병행하는 기업으로는 휠라코리아, 나이키와 아디다스 운동화 원재료 공급 및 부품품 생산 대표 업체로는 백산과 화승엔터프라이즈를 꼽을 수 있다. **휠라코리아**는 'FILA' 브랜드의 성공적인 국내 턴어라운드를 바탕으로 글로벌 스포츠 브랜드로서의 입지를 강화하고 있으며, **백산**은 나이키와 아디다스에 들어가는 합성피혁을 공급, **화승인더**는 아디다스 OEM에 주력하고 있다. 글로벌 스포츠 브랜드의 운동화 시장 성장에 따른 부품품 OEM 업체의 부품품 수출 증가가 예상됨에 따라 밸류체인 업체들에 꾸준히 관심을 기울여야 한다는 판단이다.

한국 신발 품목별 수출 비중



자료: 신발산업진흥센터, 키움증권 리서치

한국 신발 품목별 수입 비중



자료: 신발산업진흥센터, 키움증권 리서치

분야별 주요 카테고리 킬러 업체 개요

품목명	주요 특징	
총 고무화	갑피(Upper)표면적의 90% 이상이 고무인 신발	
고무화	포화	갑피의 표면적이 직물제 소재로 구성되어 있고, 고무 또는 플라스틱 중량이 전체 중량의 10% 이상이며 섬유와의 합이 전체의 50% 이상인 신발류
	실내화	고무 또는 플라스틱 중량이 전체 중량의 10% 이상이며 섬유와의 합이 전체의 50% 이상인 실내용 신발
	혁제운동화	갑피 표면적의 50% 이상이 가죽제인 운동용 신발
비고무화	일반혁화	갑피 표면적의 50% 이상이 가죽 소재이나 운동용을 제외한 신발(작업화 제외)
	작업화	갑피 구성은 혁제운동화와 동일하나 용도가 작업화 또는 특수용도의 작업화
	케미화	갑피 표면적의 90% 이상이 플라스틱 또는 합성가죽으로 이루어진 신발
	실내화	고무화로 분류되지 않는 실내용 신발

자료: 한국신발피혁연구원, 키움증권 리서치

국내 신발기업 규모 및 형태별 현황

업체구분	대형 OEM	자가 Brand 소유	중소 OEM	영세 OEM/재하청	부품/소재
생산	전량 해외	일부 해외 및 국내 공장	일부 해외 및 국내공장	국내	국내
기술력	세계 최고	최고 수준 지향	최고 수준 지향	기술경쟁력 강화 필요	일부 세계최고 / 최고지향
국내 고용 기여	수백 명(R&D센터)	수십 명 ~ 수백 명	수십 명 ~ 수백 명	5 ~ 15명 / 업체	수십 명
설비	In-house	일부 외주	일부 외주	일부 자체	In-house
수출경쟁력	강력	상위 / 보강 필요	보강 필요	보강 필요	상위 / 보강 필요
주요기업	태광실업, 창신, 화승엔터프라이즈	휠라코리아, LS네트웍스, 트렉스타	삼덕통상, 삼일통상, 고려TTR	중소업체	조광피혁, 성신신소재, 정산인터내셔널

자료: 한국신발피혁연구원, 키움증권 리서치

II. 카테고리 킬러의 성장

>>> 카테고리 킬러란?

전문성과 대중성을 동시에 보유한 유통채널

카테고리 킬러(Category Killer)란 종합소매점에서 취급하는 상품 가운데 특정 품목군(카테고리)을 타 업체와 비교할 수 없을 정도의 다양한 상품 구색을 갖추고 저가에 판매하는 전문 업체를 일컫는다. 킬러(Killer)는 특정 품목 영역에서 경쟁업체를 몰아낼 수 있을 정도의 시장지배력을 갖추고자 하기 때문에 붙여졌다. 주로 대중적인 구매력을 갖춘 품목 중심으로 전문 매장이 형성되고 있다. 체인화를 통한 현금 매집과 대량 매입, 전략 매입, 개발 수입 등을 무기로 판매 가격을 낮출 수 있는 것이 특징이다.

카테고리 킬러 개념이 생겨난 미국에서는 1860년대 백화점, 1910년대 쇼핑몰, 1960년대 월마트 등의 할인점이 근대 유통의 주류를 차지했으며, 1970년대 후반 미국에서 시작되어 1980년대 전 세계적인 채널로 발전해 1990년대 성장이 가속화 되었다. 미국의 대표적인 카테고리 킬러로는 베스트바이(전자제품), 토이저러스(장난감), 홈디포(가정용 건축자재 및 공구) 등이 있다. 우리나라에서도 올리브영(헬스&뷰티), 하이마트와 전자랜드(가전제품), 토이월드(장난감), ABC마트(신발) 등이 있으며 품목이 다양화되고 있는 추세이다.

주요 소매 업체별 포지셔닝



자료: Bain & Company, 키움증권 리서치

할인유통 업체별 특성

업체명	상품구성	점포양식	경영전략
할인점	주로 비 식품, 일용 잡화 등 소비재를 중심으로 한 중저가 브랜드 중 유통회전이 빠른 상품	주로 교외지역, 소도시에 위치	철저한 셀프 서비스, EDLP 전략, 다점포 방식에 의한 강력한 구매력
하이퍼마켓	대형화된 슈퍼마켓에 할인점을 접목, 식품 부문의 비율이 50%	초 대형 매장으로서 일반적으로 대도시권과 대 상권에 입지	저 마진, 고 회전 지향 셀프 서비스 방식 채택
슈퍼센터	기존의 할인점 업체에 식품 부문의 비중 확대(WAL-MART)	소도시 중심의 개발	하이퍼마켓의 판매방식과 ELDP 확립
회원제 도매클럽	의류상품을 줄이고 식품을 보강한 생활 필수 상품, 단품 대량위주 (Costco, Price Club)	거대한 창고형 매장 교외지역 위치	할인점 보다 20~30% 저렴한 회원제에 의한 치밀한 고객 관리
아울렛	백화점의 이월 재고 및 비 인기상품, 결손 상품 등 NB상품 (KIM'S Club, 2001아웃렛)	다수의 점포가 모여 출점하여 쇼핑센터 형성	상품구색과 입지조건이 불리하나 저 가격의 장점으로 고객 흡입
카테고리 킬러	완구, 스포츠 용품, 사무용품 등 취급 상품을 한정하여 깊은 상품 폭 구성	매장면적의 대형화로 저가지역에 점포입지	우수한 상품 구매 능력을 바탕으로 소비자의 다양화, 개성화된 취향에 충족

자료: 통계청, 키움증권 리서치

카테고리 킬러가 주목받는 이유

카테고리 킬러가 주목받는 이유는 소비자와 판매자 측면에서 설명이 가능하다. 첫째로, **고객 입장**에서는 좀 더 개성있고, 전문화된 제품을 선호하고 있다. 이러한 측면에서 카테고리 킬러는 풍부한 상품 구색과 서비스를 제공하며, 최대 장점인 가격 경쟁력까지 갖췄다. 한편, **판매자 측면**에서는 효과적인 매장 및 인력 관리가 가능하고 원가 절감에서도 카테고리 킬러가 우위에 있다. 그중에서도 신발 카테고리 킬러의 성장세가 가파른 이유는 소비자의 라이프 스타일이 변화로 패션트렌드에서 스포츠웨어에 대한 수요가 급증했고, 중소 업체가 주를 이루는 주요 신발 업체들이 주요 상권의 높은 임대료 등의 부담으로 직접 유통보다 홀 세일 판매를 선호하기 때문이다. 또한 카테고리 킬러 업체들이 온라인(모바일) 채널로 영역을 확대함에 따라 향후 카테고리 업체들의 성장세는 지속될 것으로 전망한다.

분야별 주요 카테고리 킬러 업체 개요

분야	매장명	주요 특징
신발	ABC 마트	일본 ABC마트의 한국법인. 2011년 부터 전체 지분 100% 일본 ABC마트 보유
	슈마커	2007년에 사업 본격화. 전신은 애슬릿풋(Athlete's Foot)의 한국 지사임
	레스모아	백화점, 아울렛, 로드샵 등 채널 다양화. 금강제화 계열
등산용품	오케이아웃도어	패션, 스포츠, 레저 분야 온라인 쇼핑몰. 전품목 직매입 판매
	아웃도어파크	등산, 캠핑용품, 자전거 온·오프라인 판매. 선도브랜드 발굴 및 개발
유아용품	맘스맘	의류, 식품, 위생용품 등 온라인 판매. 보령 메디앙스 계열
	베이비파크	유아용품 유통 및 자체브랜드 러본(LUVON) 온라인 판매. 머티리얼즈파크 계열
건강 및 생활용품	올리브영	화장품, 건강식품, 위생 등 잡화 온 오프라인 판매. CJ 계열
	다이소	균일가 생활용품 온·오프라인 판매. 2001년 아성산업과 일본 다이소산업 합작
전자제품	하이마트	국내 최대 전자제품 전문 온·오프라인 유통사. 롯데 계열
	모자	모자를 중심으로 각종 패션 잡화 유통. 한국과 중국에 기반한 Rhinosa 계열
식품	뉴에라	야구모자를 중심으로하는 의류 및 잡화 브랜드
	마켓컬리	프리미엄 신선식품 판매, 새벽 배송

자료: 키움증권 리서치

주요 카테고리 킬러 업체의 매출액 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치

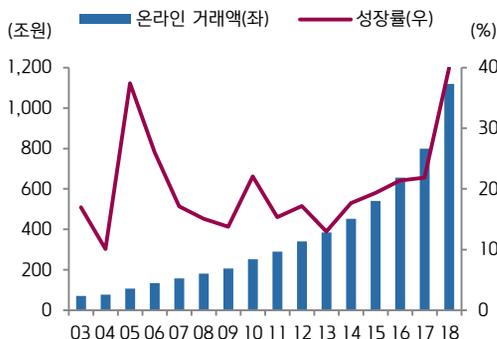
>>> E-commerce도 카테고리 킬러가 접수

E-commerce도 카테고리 킬러가 접수

E-commerce(이하 이커머스)는 전자상거래(Electronic commerce)의 약자로 온라인 네트워크를 통해 상품과 서비스를 사고파는 것을 의미한다. 이마켓데이터컴에 따르면 국내 이커머스 시장규모는 2020년에는 4조 580억원 규모에 이를 것으로 전망된다. 2018년 기준 이커머스 내에서도 모바일 비중은 60%로 2013년 17%와 비교해 5년새 2배 이상 증가하며 플랫폼 기반이 PC에서 모바일 중심으로 전환되고 있다.

취급 상품 범위별로는 종합몰의 거래액은 전년동월대비 14.5% 증가한 6조 2,544억원을 기록했으며, 전문몰은 20.4% 증가한 3조 3,422억원을 기록했다. 온라인쇼핑에서도 카테고리 킬러, 전문점의 거래액이 증가하고 있는 추세이다. 특히, 모바일 이용의 확산과 간편결제 서비스 증가로 온라인 쇼핑에서 차지하는 비중은 18년 2월 17.9%에서 19년 2월 20.8%로 증가했다. 모바일상에서도 카테고리 킬러 애플리케이션이 주목받고 있는데, 모든 제품을 취급하는 G마켓, 11번가 등 대형 온라인 이커머스와 같은 앱과 달리 패션, 인테리어, 식품 등 특정 카테고리를 전문적으로 취급하면서 높은 관심을 받고 있다. 마켓컬리, 글로우픽 등이 모바일 카테고리 킬러로 자리 잡고 있으며 방문자수가 점점 증가하는 추세이다.

국내 온라인 거래액 추이



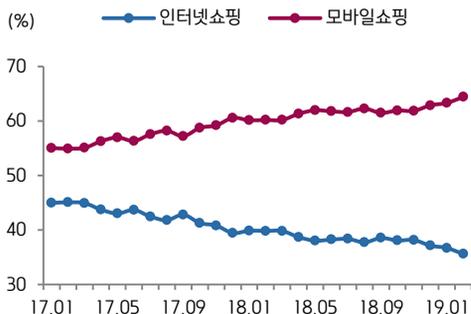
자료: 통계청, 키움증권 리서치

마켓컬리 앱(상), 글로우픽 앱(하)



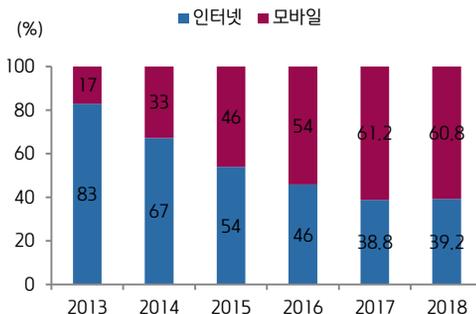
자료: 각 사, 키움증권 리서치

월별 PC와 모바일 쇼핑 비중 변화 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

연간 온라인 쇼핑 내 PC와 모바일 비중 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치

>>> 대표 카테고리 킬러는 ‘신발’

신발 카테고리가 뜨는 이유

건강함과 편안함을 추구하는 라이프스타일 추구, 애슬레저 트렌드로 운동복과 평상복의 경계가 무너지고 운동화의 활용도 증가, 평상복과 오피스룩을 오가며 편안한 신발을 착용하기 원하는 소비자가 증가하면서 스포츠화 뿐만 아니라 스니커즈의 수요도 증가하고 있다. 의류 업체들은 이러한 트렌드 변화에 대응, 저성장 탈피하기 위해 신발 사업을 확대하며 돌파구를 모색하고 있다.

미국에서 처음 설립된 운동화 시장의 대표 카테고리 킬러는 1971년에 설립된 애슬릿풋(The Athlete's Foot), 1974년에 설립된 풋라커(Foot Locker), 1987년에 설립된 스포츠 오쓰리티(Sports Authority) 등이 있다. 우리나라의 운동화 카테고리 킬러의 등장은 1996년 금강제화가 사업다각화의 일환으로 판매하던 스프리스(SPRIS)라는 운동화 브랜드 매장에서 다른 브랜드의 운동화를 함께 판매하면서 시작됐다. 이후 일본계의 카테고리 킬러인 ABC마트가 2002년 국내에 들어오며 본격적인 운동화 카테고리 킬러의 시장이 형성됐다. 이에 대응하기 위해 스프리스도 2006년 판매 브랜드를 보완하여 레스모아(LesMore)라는 카테고리 킬러 전개를 시작했고, 미국계인 애슬릿풋도 2004년 국내에서 영업을 전개했다. 미국을 비롯해 국내 카테고리 킬러 업체들은 온라인 시장에서의 경쟁력 확보를 위해 온라인 비중을 점진적으로 확대하고 있으며 모바일 앱을 통해 고객을 유입하고 있다.

미국의 대표 운동화 카테고리 킬러와 스포츠 브랜드 업체의 온/오프라인 매출 비중

					
오프라인 비중	88%	82.1%	96%	80%	84%
온라인 비중	12%	17.9%	4%	20%	16%

주: 2016년 기준
자료: 업계자료, 키움증권 리서치

한국의 대표 운동화 카테고리 킬러

상호명	ABC마트	슈마커	레스모아	에스마켓	폴더
설립년도	2002년	1999년	2005년	2008년	-
매장 수	220개	140개	120개	100개	50개

매장수: 2018년 말 기준
자료: 키움증권 리서치

의류 업체들의 신발 사업 확대 현황

브랜드	사진	특징
F&F (디스커버리 어글리슈즈)		<ul style="list-style-type: none"> - 디스커버리 익스페디션은 올해를 기점으로 신발 카테고리 사업을 본격적으로 육성한다고 밝힘 - MLB와 디스커버리 브랜드에서 어글리슈즈를 각각 출시함. 디스커버리 익스페디션에 울초에 출시한 '디워커', '버킷' 시리즈는 3개월 만에 총 10만켤레가 팔림
LF (질스튜어트 어글리슈즈)		<ul style="list-style-type: none"> - 여성복 질스튜어트, 바네사브루노 아메 등 여성복 브랜드의 시즌별 슈즈 라인 출시 및 유명 모델 발탁 - 2017년 브랜드 론칭 이후 다양한 스포츠 아이템은 물론 일상생활에 어울리는 캐주얼 아이템도 효과적으로 선보이며 '라이프스타일 스포츠웨어' 라는 브랜드 콘셉트를 대중들에게 각인시키고 2년이라는 짧은 기간 동안 브랜드의 인지도를 빠르게 끌어올리는데 성공함
K2 (다이나믹 엘리트삭스)		<ul style="list-style-type: none"> - 봄·여름 시즌 신발 생산량 매해 증가시키고 있으며 매출 비중 10%대에서 15~20%대로 확대 - 2016년부터 '어썸챌린지' 프로그램을 통해 캠핑과 클라이밍의 재미를 홍보
블랙야크 (일루전맥스 GTX)		<ul style="list-style-type: none"> - 2030세대 아웃도어족의 등장과 함께 아웃도어 업계에도 개성을 살리는 스타일링이 등장하기 시작하면서 어떤 코디와도 어울릴 수 있도록 워킹화에도 디자인을 더한 슈즈를 출시함 - 하절기를 위한 라이프스타일 신발 품목 수를 대폭 확충
영원아웃도어 (노스페이스 플라잇 트리티티)		<ul style="list-style-type: none"> - 롱패딩에 집중된 시장 속에서 노스페이스 고유의 히스토리를 담고 있는 상품을 꾸준히 선보여 차별화를 지속하고 있음. 이를 기반으로 노스페이스에서는 초경량 트레일러닝 컬렉션을 출시하는 등 신발 사업을 확대할 계획임
패션그룹형지 (에스콰이어 웨딩슈즈)		<ul style="list-style-type: none"> - 제화업계의 부진에서 탈피하기 위해 스포츠화를 비롯해 신발시장에 꾸준한 관심을 보여오고 있음. 그룹사가 구두, 운동화 등 유관사업군에 꾸준한 투자를 이어갈 것으로 전망
이랜드그룹		<ul style="list-style-type: none"> - 2013년부터 신발 SPA 브랜드 '슈펜'으로 신발 사업에 뛰어들었음 - 슈즈 편집숍 '폴더' 매장을 전년 대비 15% 증가 시킬 예정

자료: 각 사, 키움증권 리서치

III. 온라인은 무신사, 오프라인은 ABC마트

>>> 무신사, 1020 쇼핑의 축

2018년 연간 거래액 전년대비 150% 증가한 4,500억원

이커머스의 카테고리 킬러는 무신사(그랩)으로 대표된다. 무신사는 '무지하게 신발 사진이 많은 곳'이라는 온라인 패션 동호회로 2001년 시작됐다. 다양한 패션 콘텐츠를 기반으로 온라인 패션 플랫폼 1위 사업자로 성장했다. 무신사는 2018년 매출액 1,081억원과 영업이익 269억원을 달성했다. 연간 거래액은 4,500억원으로 2017년 대비 150% 증가한 규모이다. 2019년 3월 기준 회원수 470만 명, 입점 브랜드 3,500개로 증가했으며 2018년에는 처음으로 공중파 TV 광고를 실시하는 등 공격적인 마케팅 활동을 펼치고 있다.

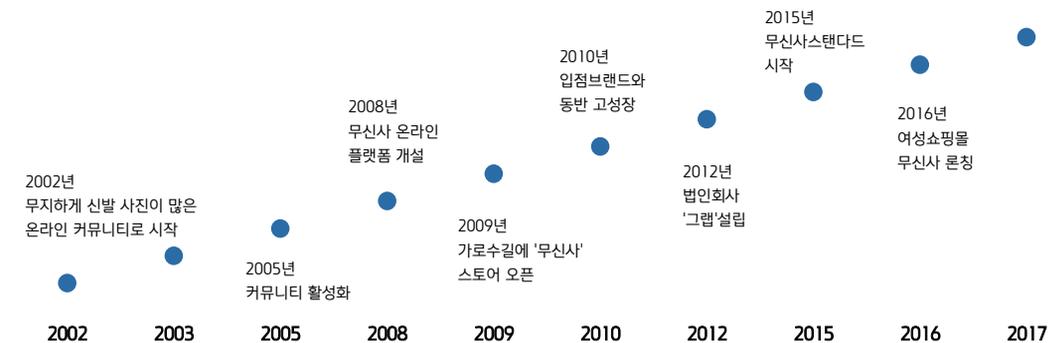
신발만 취급하던 무신사는 2009년부터 다양한 브랜드를 입점시키며 입점 브랜드와 함께 동반 고성장을 이어가고 있다. 신발, 남성 브랜드만 취급하던 무신사는 여성쇼핑몰 론칭, 자체브랜드인 무신사스탠다드를 론칭하는 등 사업 영역을 확대하고 있다. 무신사의 규모가 커질수록 Big 브랜드에 대한 니즈도 증가하고 있는 추세이다. '휠라', '반스', '아디다스', '내셔널지오그래픽' 등 다양한 스포츠 브랜드가 입점 후 두각을 나타내고 있으며 입점 브랜드와 동반 성장하기 위한 유통 환경을 구축하는데 주력하고 있다.

무신사의 최근 연혁

시기	구분	내용
2015년	무신사파트너즈	동반성장프로젝트, 브랜드 목록 지원으로 독점 입점을 높아짐
2016년 4월	무신사스탠다드	PB 브랜드, 2019년 800억원 매출 목표
2018년 7월	무신사스튜디오	공유오피스, 입주율 70~80% 달성
2019년 6월 (예정)	AK 앤 홍대점 루프탑	공유 셰어 행사 장소

자료: 무신사, 키움증권 리서치

무신사 성장 스토리



자료: 무신사, 키움증권 리서치

무신사의 판매 TOP 10 브랜드

브랜드	커버넌트	무신사 스탠다드	반스	내셔널지오그래픽	아디다스
복종	스트리트캐주얼	스트리트캐주얼	스니커즈	스포츠캐주얼	스포츠캐주얼
주요 아이템	가방, 후드티, 반팔티	셔츠, 팬츠 등	스니커즈	패딩, 캐리어	셔츠, 가방, 신발
브랜드	디시즈네버댓	드로우핏	로맨틱크라운	피스워커	LMC
복종	진캐주얼	남성캐주얼	스트리트캐주얼	진캐주얼	스트리트캐주얼
주요 아이템	청바지, 가죽재킷	셔츠, 맨투맨	의류, 신발, 잡화	청바지, 액세서리	셔츠, 액세서리

주: 4월 30일 기준 연간 브랜드 TOP 10
 자료: 무신사, 키움증권 리서치

무신사의 스니커즈 판매 순위

순위	브랜드	모델	가격
1	반스	올드스쿨 블랙	6만 9,000원
2	컨버스	척테일러 올스타 블랙 옥스	5만 4,000원
3	휠라	디스트럽터 2 화이트	6만 9,000원
4	반스	스케이트 하이 블랙	7만 9,000원
5	반스	클래식 슬립온	5만 9,000원
6	반스	어센틱 블랙	5만 9,000원
7	엠브로	범피 화이트	12만 9,000원
8	반스	올드스쿨	6만 9,000원
9	반스	어센틱 트루	5만 9,000원
10	아디다스	BW 독일군 스니커즈 화이트	13만 9,000원

주: 2018년 1월 1일부터 11월 30일까지의 집계
 자료: 무신사, 키움증권 리서치

무신사의 관심도를 반영한 스니커즈 순위

순위	브랜드	모델	가격
1	반스	올드스쿨 블랙	6만 9,000원
2	휠라	디스트럽터 2 화이트	6만 9,000원
3	엠브로	범피 화이트	12만 9,000원
4	컨버스	척테일러 올스타 블랙 옥스	5만 4,000원
5	반스	스케이트 하이 블랙	5만 9,000원
6	아디다스	BW 독일군 스니커즈 화이트	13만 9,000원
7	반스	클래식 슬립온	5만 9,000원
8	아디다스	영원 트리플 화이트	16만 9,000원
9	뉴발란스	WX608WT	9만 9,000원
10	반스	어센틱 블랙	5만 9,000원

주1: 2018년 1월 1일부터 11월 30일까지의 집계
 주2: 판매량 외 판매액, 조회수 등을 포함한 순위
 자료: 무신사, 키움증권 리서치

>>> 세상의 모든 신발은 ABC마트에

2020년 매출액 1조원 달성 목표

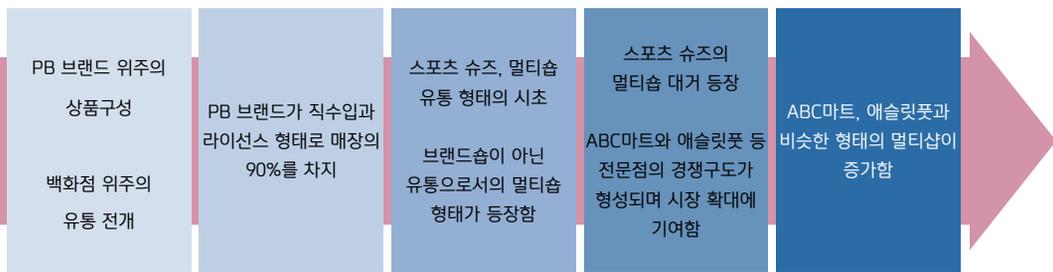
국내 점유율 1위의 신발 카테고리 킬러로서 '세상의 모든 신발'이라는 슬로건을 바탕으로 모든 라이프 스타일과 고객의 요구에 맞추어 다양한 신발을 제안하고, 신발 쇼핑의 즐거움과 신뢰감을 함께 제공할 수 있는 신발 전문가를 표방하는 유통 브랜드를 표방하고 있다. 2002년 8월 압구정에 1호점을 오픈했고, 국내 최대 규모의 ABC마트를 명동점에 오픈했다. 현재는 약 200여 개의 오프라인 매장에 150여 개 브랜드가 입점해 있으며 업계 최초로 온라인과 오프라인을 통합하는 옴니채널을 구축했다. 직영점은 본사 관리 체제 하에서 독립된 유통마진을, 대리점은 각 지점에서 직접 브랜드를 구성해 사업하고 재고관리를 하고 로열티를 지급하는 형식으로 운영되고 있다.

ABC마트 매출 및 매장 수 추이



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

국내 스포츠 슈즈 카테고리 킬러의 과거와 현재



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

ABC마트 최근 운동화 매출 순위

순위	2017년	2018년	2019년
1	나이키	나이키	나이키
2	아디다스	아디다스	아디다스
3	반스	반스	반스
4	호킨스	휠라	휠라
5	리복	호킨스	컨버스
6	뉴오보	컨버스	호킨스
7	컨버스	뉴오보	리복
8	뉴발란스	리복	푸마
9	버켄스탁	푸마	뉴발란스
10	푸마	뉴발란스	라코스테

주: 2017년-2018년은 연간 집계 기준, 2019년은 1분기 기준
 자료: ABC마트, 키움증권 리서치

ABC마트의 10대-20대를 겨냥한 광고



자료: ABC마트, 키움증권 리서치

3년 연속 스테디셀러로 자리잡은 반스의 올드스쿨 블랙 스니커즈



자료: 반스, 키움증권 리서치

무신사와 ABC마트 매출성장 견인하는 1020의 특성

밀레니얼과 Z세대의 소비 특성

구분	밀레니얼 세대	Z세대(포스트 밀레니얼 또는 iGeneration)
출생 시기	1981년~1996년생	1997년~2003년생
성향	낙관적이며 현실에 집중	현실적이며 미래지향적
의류 구매 성향	옷을 살 때 브랜드 명성을 따진다(68%)	브랜드보다 내게 어울리는 옷을 선택한다(73%)
브랜드 로열티	주로 이용하는 의류 브랜드가 있다(31%)	주로 이용하는 의류 브랜드가 있다(16%)
온라인/오프라인 이용	오프라인 이용 선호 46% 온라인 제품에 모조품이 많아서 오프라인 이용	거의 대부분의 소비재 품목에서 온라인 쇼핑을 선호함 오프라인이용 선호 81% 오프라인 매장에서 제품을 직접 체험하기 위해 오프라인 이용
소통 방법	텍스트	이미지, 동영상
공유 방식	광범위한 공유와 협동	베타적 집단 내 공유 및 유대

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

의류 구매 과정

소비자 여정	인지	제품과 브랜드 탐색	구매 선택	제품 경험 & 구매	브랜드 지지
상황과 주요 채널	<ul style="list-style-type: none"> SNS채널, 온라인 검색중 브랜드 콘텐츠 보게 됨 친구나 주변인으로부터 브랜드에 관해 듣게 됨 SNS 채널에서 브랜드에 대한 대화를 접하게 됨 잡지나 신문, 이벤트 등에서 제품 관련 정보를 접하게 됨 	<ul style="list-style-type: none"> 브랜드 홈페이지나 SNS 채널 등을 방문해 정보 탐색 유통 채널, 가격 비교 사이트, 포털 쇼핑 섹션에서 정보 탐색 블로그나 커뮤니티에서 해당 제품과 브랜드 정보 탐색 	<ul style="list-style-type: none"> 온/오프라인 커뮤니티, 쇼핑몰 등에서 구매 경험자 리뷰 수집 사용자 리뷰 검색 마음에 드는 제품의 기능과 혜택에 대해 주변인과 대화 쇼핑몰에서 다시 한 번 점검 및 확인 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 구매에 따른 즐거움, 기대감 충족 매 제품의 기능에 대한 궁금증으로 정보 검색 구매 확신을 위해 기존 사용자의 긍정적 피드백에 관심 소셜미디어 채널, 대면 접촉을 통해 주변인들에게 제품에 대한 긍정적 평가 전달 구매 설득 	<ul style="list-style-type: none"> 제품 사용에 따른 즐거움, 긍정적 평가 확산 소셜미디어 채널, 대면 접촉을 통해 주변인0에게 제품에 대한 평가 적극 전달 구매 설득 긍정적 사용 경험에 관심 연관 제품 구매에 관심
소비자 반응	<ul style="list-style-type: none"> 와우! 이런 게 있었네? 	<ul style="list-style-type: none"> 혁신적이군 이 정도 기능에 이 가격은 적당한가? 	<ul style="list-style-type: none"> 이번에 사야겠다 우리 집에 잘 어울릴 것 같아 	<ul style="list-style-type: none"> 역시 사실 잘 했어 주변에서도 알아주는군 주말에 사람들을 초대 할까? 	<ul style="list-style-type: none"> 새로운 요리 해봐야지 이런 기능도 활용해보자 친구에게 알려줘야지
채널	SNS, 포털, 온라인 커뮤니티, 쇼핑 채널, 주변인, 잡지 등	브랜드 및 유통사 웹사이트, 온오프라인 쇼핑몰, 가격 비교사이트, 블로그, 커뮤니티	온/오프라인 쇼핑몰	온라인, SNS, 사용자 커뮤니티 및 포럼, 주변 사람	소셜미디어 채널, 사용자 커뮤니티 및 포럼, 주변 사람

자료: 업계자료, 키움증권 리서치



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다



기업분석

힐라코리아 Outperform(Downgrade)/목표주가 88,000원
(081660) 신발 카테고리 킬러 대세는 힐라

백산 BUY(Initiate)/목표주가 13,000원
(035150) 사업부별 기대감 존재

힐라코리아 (081660)



Outperform(Downgrade)

주가(05/14) 76,900원

목표주가 88,000원

국내에서의 성공적인 턴어라운드를 기반으로 글로벌 브랜드로서의 가치가 상승되고 있는 구간이다. 국내외 신발 카테고리 킬러의 입점 확대와 주력 제품인 어글리슈즈의 인기가 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 글로벌 Peer대비 매출 및 시장점유율의 괴리는 존재하나, 여전히 글로벌 스포츠 브랜드로서의 성장성이 존재하고 브랜드력 상승에 따른 채널믹스 개선과 ASP 상승도 기대요인이다. 투자의견 Outperform으로 변경하고, 목표주가는 88,000원으로 상향 조정한다.

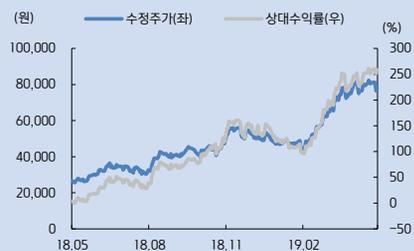
Stock Data

KOSPI (05/14)	2,081.84pt		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	82,400원	25,500원	
최고/최저가 대비 등락	-6.7%	201.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-4.1%	2.9%
	6M	39.1%	38.1%
	1Y	200.4%	257.3%

Company Data

발행주식수	144,063천주
일평균 거래량(3M)	61,115천주
외국인 지분율	511천주
배당수익률(2019E)	55.1%
BP (2019E)	0.1%
주요 주주	에이치엠엔드스틸딩스 외 6인
	20.1%

Price Trend



신발 카테고리 킬러 대세는 힐라

>>> 글로벌 브랜드로 입지 다지는 중

동사는 2016년부터 본격적으로 홀세일 판매를 진행해, 국내 대표 신발 카테고리 킬러인 ABC마트에서 2017년 리뉴얼 이후 2018년 판매 순위 4위로 올라섰으며, 19년 1분기에도 순위를 유지하고 있다. 국내 스포츠화 시장에서의 점유율 확대를 기반으로 18년 하반기부터 본격화된 미주 지역의 신발 카테고리 킬러인 Foot Locker, Champs 등의 유통망 확대도 글로벌 브랜드서의 입지를 다지는데 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다.

>>> 어글리슈즈 트렌드는 지속

2017년 명품 브랜드 발렌시아가의 '트리플S'로 시작된 어글리슈즈의 인기는 2019년에도 지속되고 있으며 어글리슈즈의 유행은 글로벌 트렌드로 자리 잡았다. 트렌드와 맞물려 시장 선점에 성공한 동사는 2017년 7월 '디스럽터2' 출시 이후 18년 11월 힐라바리케이드 XT97를 출시하는 등 어글리슈즈를 지속해서 출시하고 있다. 또한 레트로 열풍에 이어 새롭게 떠오른 뉴트로(New-tro, 새로운 복고) 트렌드는 1020대뿐만 아니라 주 고객층이었던 3040 소비자에게 겨냥할 수 있을 것으로 판단한다.

>>> 투자의견 Outperform 변경,

목표주가 88,000원으로 상향

중국 법인 고성장 지속 및 글로벌 부문의 실적 호조에 따른 추정치 상향과 브랜드 가치 상승에 따른 국내 및 미주 지역의 Target PER을 상향조정 함에 따라 투자의견은 Outperform으로 하향하나, 목표주가는 88,000원으로 상향 조정한다. 글로벌 Peer인 나이키, 아디다스 등 스포츠 브랜드 업체들의 19년 예상 EPS 기준 PER은 평균 30~32배 수준으로 Peer 대비 M/S, 매출 규모에서 차이가 있지만 여전히 글로벌 업체 대비 저평가되어 있다.

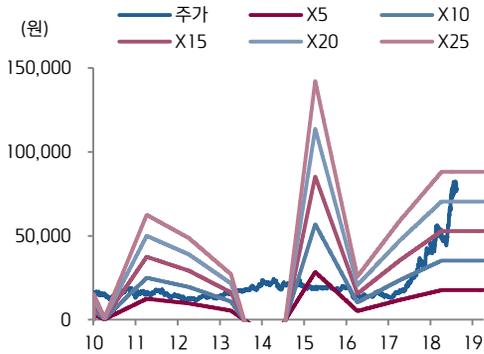
(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,530.3	2,954.6	3,524.9	4,138.2	4,965.9
영업이익	217.5	357.1	472.1	492.4	616.8
EBITDA	283.6	422.6	540.0	557.1	679.0
세전이익	181.8	337.1	451.5	531.4	496.9
순이익	108.1	210.0	339.9	400.2	496.9
지배주주지분순이익	62.4	143.5	232.3	273.5	339.6
EPS(원)	1,030	2,349	3,801	4,475	5,556
증감률(% YoY)	-81.9	128.0	61.8	17.7	24.2
PER(배)	15.8	22.8	20.6	17.5	14.1
PBR(배)	1.25	3.30	3.70	2.93	2.34
EV/EBITDA(배)	8.6	10.9	11.1	10.4	8.3
영업이익률(%)	8.6	12.1	13.4	11.9	0.0
ROE(%)	7.5	16.0	20.4	18.7	18.5
순차입금비율(%)	82.4	54.8	30.1	11.9	-1.4

필라코리아 분기 및 연간 실적추이

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	676.9	790.2	725.9	761.7	808.5	924.0	875.3	902.1	2,530.3	2,954.6	3,509.9
growth %	3.6%	14.0%	27.5%	24.0%	19.4%	16.9%	20.6%	19.6%	161.6%	16.8%	19.1%
FILA KOREA	108.0	136.3	138.7	140.4	110.0	147.6	149.1	156.9	303.1	523.4	563.7
FILA USA	76.0	110.0	123.0	87.5	81.9	108.2	93.9	100.9	344.3	396.5	385.0
Loyalty	16.4	19.7	21.2	19.5	17.5	19.9	20.0	24.8	56.5	76.8	82.2
Achushnet	473.7	515.7	506.4	511.6	599.1	648.3	612.2	619.4	1,765.7	1,919.3	2,479.1
매출총이익	342.0	404.3	353.9	367.4	399.4	480.3	426.7	462.8	1,240.5	1,467.5	1,769.2
growth %	11.2%	15.0%	27.6%	20.8%	16.8%	18.8%	20.6%	20.3%	196.1%	18.3%	19.2%
Sales of %	50.5%	51.2%	48.7%	48.2%	49.4%	52.0%	48.7%	51.3%	49.0%	49.7%	50.4%
영업이익	84.9	115.7	73.9	82.6	113.7	137.8	83.8	105.6	217.5	357.1	440.8
growth %	73.8%	41.8%	107.8%	60.5%	33.9%	19.1%	13.3%	32.4%	1737.1%	64.2%	24.4%
Sales of %	12.5%	14.6%	10.2%	10.8%	14.1%	14.9%	9.6%	11.7%	8.6%	12.1%	12.6%
FILA KOREA	8.2	18.5	15.0	15.0	9.5	21.5	22.4	21.7	1.4	56.7	75.1
FILA USA	1.0	7.0	10.0	6.1	4.1	7.0	9.1	11.1	10.6	24.1	31.3
Loyalty	16.4	19.7	21.2	19.5	17.5	19.9	20.0	24.8	96.8	76.8	82.2
Achushnet				39.6	82.6	89.3	32.3	48.0		202.7	252.2
지배주주순이익	38.1	65.7	40.4	-0.7	39.0	82.1	53.8	43.1	62.4	143.5	218.1
growth %	322.8%	125.1%	176.8%	-107.4%	2.4%	24.9%	33.1%	92.7%	-80.7%	130.1%	30.9%
Sales of %	47.8%	81.0%	89.2%	-18.3%	47.8%	81.0%	89.2%	63.3%	57.7%	68.3%	70.0%

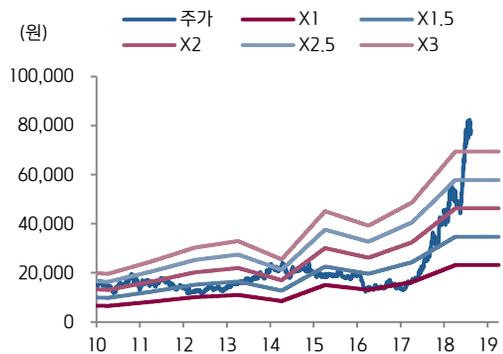
자료: 필라코리아, 키움증권 리서치

필라코리아 12MF PER 밴드 추이



자료: 필라코리아, 키움증권 리서치

필라코리아 12MF PBR 밴드 추이



자료: 필라코리아, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,530.3	2,954.6	3,524.9	4,138.2	4,965.9
매출원가	1,289.8	1,487.1	1,748.3	2,011.2	2,393.5
매출총이익	1,240.5	1,467.5	1,776.5	2,127.0	2,572.3
판매비	1,023.1	1,110.4	1,304.4	1,634.7	1,955.5
영업이익	217.5	357.1	472.1	492.4	616.8
EBITDA	283.6	422.6	540.0	557.1	679.0
영업외손익	-35.7	-20.0	-20.7	39.1	43.1
이자수익	1.7	2.0	5.1	8.7	12.8
이자비용	52.9	54.3	54.3	54.3	54.3
외환관련이익	39.8	15.9	7.2	7.2	7.2
외환관련손실	29.2	19.6	11.6	11.6	11.6
중속 및 관계기업손익	12.5	19.8	19.8	19.8	19.8
기타	-7.6	16.2	13.1	69.3	69.2
법인세차감전이익	181.8	337.1	451.5	531.4	659.9
법인세비용	73.7	127.1	111.5	131.3	163.0
계속사업손익	108.1	210.0	339.9	400.2	496.9
당기순이익	108.1	210.0	339.9	400.2	496.9
지배주주순이익	62.4	143.5	232.3	273.5	339.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	161.6	16.8	19.3	17.4	20.0
영업이익 증감율	1,737.4	64.2	32.2	4.3	25.3
EBITDA 증감율	792.3	49.0	27.8	3.2	21.9
지배주주순이익 증감율	-80.7	130.0	61.9	17.7	24.2
EPS 증감율	-81.9	128.0	61.8	17.7	24.2
매출총이익률(%)	49.0	49.7	50.4	51.4	51.8
영업이익률(%)	8.6	12.1	13.4	11.9	12.4
EBITDA Margin(%)	11.2	14.3	15.3	13.5	13.7
지배주주순이익률(%)	2.5	4.9	6.6	6.6	6.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,154.1	1,337.9	1,808.5	2,339.1	2,981.9
현금 및 현금성자산	107.7	149.0	397.8	689.8	1,012.7
단기금융자산	29.6	11.3	12.4	13.6	15.0
매출채권 및 기타채권	387.3	473.9	565.3	663.7	796.4
재고자산	578.4	632.2	754.3	885.5	1,062.6
기타유동자산	80.7	82.8	91.1	100.1	110.2
비유동자산	1,924.8	1,966.5	1,964.9	1,968.5	1,974.6
투자자산	47.5	64.7	100.9	139.3	177.7
유형자산	323.5	310.7	297.2	286.1	277.2
무형자산	1,440.4	1,491.9	1,467.6	1,443.9	1,420.7
기타비유동자산	113.4	99.2	99.2	99.2	99.0
자산총계	3,078.9	3,304.3	3,773.3	4,307.6	4,956.6
유동부채	694.6	672.3	734.3	801.3	886.4
매입채무 및 기타채무	347.7	425.5	487.5	554.6	639.7
단기금융부채	292.0	176.5	176.5	176.5	176.5
기타유동부채	54.9	70.3	70.3	70.2	70.2
비유동부채	1,150.0	1,125.5	1,125.5	1,125.5	1,125.5
장기금융부채	861.8	809.7	809.7	809.7	809.7
기타비유동부채	288.2	315.8	315.8	315.8	315.8
부채총계	1,844.6	1,797.8	1,859.8	1,926.9	2,012.0
자본지분	799.0	991.7	1,291.0	1,631.5	2,038.1
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	117.8	117.8	117.8	117.8	117.8
기타자본	-13.1	-9.1	-9.1	-9.1	-9.1
기타포괄손익누계액	-46.5	-0.6	69.5	139.6	209.7
이익잉여금	679.7	822.4	1,051.7	1,322.1	1,658.6
비자본지분	435.3	514.8	622.4	749.1	906.5
자본총계	1,234.3	1,506.5	1,913.5	2,380.7	2,944.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	30.0	274.6	585.2	630.5	661.7
당기순이익	0.0	0.0	339.9	400.2	496.9
비현금항목의 가감	137.6	119.8	227.3	240.4	265.5
유형자산감가상각비	40.5	41.8	43.6	41.0	39.0
무형자산감가상각비	25.6	23.6	24.3	23.8	23.2
지분법평가손익	-12.5	-19.8	-19.8	-19.8	-19.8
기타	84.0	74.2	179.2	195.4	223.1
영업활동자산부채증감	-202.1	-106.5	-158.6	-170.4	-233.4
매출채권및기타채권의감소	0.3	-91.1	-91.5	-98.4	-132.7
재고자산의감소	-3.8	-43.1	-122.0	-131.2	-177.1
매입채무및기타채무의증가	14.8	60.6	62.0	67.0	85.1
기타	-213.4	-32.9	-7.1	-7.8	-8.7
기타현금흐름	94.5	261.3	176.6	160.3	132.7
투자활동 현금흐름	-51.6	-24.6	-72.8	-75.0	-75.1
유형자산의 취득	-39.3	-84.7	-30.0	-30.0	-30.0
유형자산의 처분	0.1	66.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.4	-2.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	5.3	2.6	-16.5	-18.6	-18.6
단기금융자산의감소(증가)	-3.7	18.3	-1.1	-1.2	-1.4
기타	-11.6	-25.2	-25.2	-25.2	-25.1
재무활동 현금흐름	22.2	-214.4	-11.3	-11.3	-11.3
차입금의 증가(감소)	31.8	-181.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	16.3	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-21.8	-24.3	-3.1	-3.1	-3.1
기타	-4.1	-8.3	-8.2	-8.2	-8.2
기타현금흐름	-42.2	5.7	-252.3	-252.3	-252.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-41.7	41.3	248.8	291.9	323.0
기초현금 및 현금성자산	149.4	107.7	149.0	397.8	689.8
기말현금 및 현금성자산	107.7	149.0	397.8	689.8	1,012.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,030	2,349	3,801	4,475	5,556
BPS	13,074	16,226	21,125	26,696	33,349
CFPS	4,056	5,397	9,282	10,481	12,474
DPS	250	50	50	50	50
주가배수(배)					
PER	15.8	22.8	20.6	17.5	14.1
PER(최고)	16.8	24.7	21.8		
PER(최저)	12.4	6.9	11.0		
PBR	1.25	3.30	3.70	2.93	2.34
PBR(최고)	1.32	3.57	3.93		
PBR(최저)	0.98	1.00	1.97		
PSR	0.39	1.11	1.36	1.15	0.96
PCFR	4.0	9.9	8.4	7.5	6.3
EV/EBITDA	8.6	10.9	11.1	10.4	8.3
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	2.8	1.5	0.9	0.8	0.6
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	3.3	6.6	9.6	9.9	10.7
ROE	7.5	16.0	20.4	18.7	18.5
ROIC	6.9	12.4	13.8	13.7	16.2
매출채권회전율	6.4	6.9	6.8	6.7	6.8
재고자산회전율	4.3	4.9	5.1	5.0	5.1
부채비율	149.4	119.3	97.2	80.9	68.3
순차입금비율	82.4	54.8	30.1	11.9	-1.4
이자보상배율(현금)	4.1	6.6	8.7	9.1	11.4
총차입금	1,153.8	986.2	986.2	986.2	986.2
순차입금	1,016.5	826.0	576.0	282.9	-41.5
NOPLAT	283.6	422.6	540.0	557.1	679.0
FCF	-10.3	242.9	234.7	235.1	263.2

백산 (035150)



BUY(Initiate)

주가(05/14) 9,750원

목표주가 13,000원

백산은 합성피혁 제조 및 판매사업을 영위하고 있으며 스포츠 신발, 전자제품 케이스, 차량 내장재 세 개의 사업부로 구분하고 있다. 매출 비중은 스포츠 신발 45%, 전자제품 케이스 4%, 차량 내장재 11%, 최신물산 28%로 구성되어 있다. 합성피혁 부분에서 글로벌 2위의 시장 점유율을 차지하고 있으며, 최근 1분기 기존 사업부의 실적 턴어라운드와 최신물산 인수를 통한 외형성장에 따른 기대감이 주가 상승에 기인하고 있다. 2019년 중국 공장의 정상 가동과 최신물산의 실적 온기 반영으로 전년 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상된다.

Stock Data

KOSPI (5/14)	2,081.84pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,750원	4,945원
등락률	0.0%	97.2%
수익률	절대	상대
1M	18.8%	27.4%
6M	95.0%	93.7%
1Y	57.8%	87.6%

Company Data

발행주식수	24,200천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(2019E)	1.2%
BPS(2019E)	6,649원
주요 주주	김한준 외 52.5%

Price Trend



사업부별 기대감 존재

>>> 의미 있는 나이키向 매출 증가 기대

동사의 2019년 연결기준 매출액은 4,516억 원(+39.8%, YoY) 영업이익은 365억원 (+69.4%, YoY)으로 전망한다.

스포츠 신발 부분: 나이키와 아디다스가 스포츠 신발 사업부 매출의 약 75~80%의 비중을 차지하고 있으며, 전년대비 나이키의 물량이 의미 있게 증가하고 있다. 또한 고마진의 스웨이드 부분의 매출증가에 따른 수익성 개선이 기대되는 바이다.

차량내장재: 중국 로컬 업체인 바이튼(전기자동차 신생업체)와 PU부문의 소울 밴더로 채택되었으며 차량의 시장 반응에 따라 변동성이 존재하나 밴더 추가로 실적 개선 가능성이 열려있다.

>>> 최신물산의 중장기적 성장 기대

최신물산 인수(2018년 7월 4일)를 통한 기대효과는 백산의 외형확대와 기존 사업과 시너지 창출이다. 올해 상반기부터 가방, 텐트 등에 사용되는 PU필름으로 만들어진 기능성 원단을 아웃도어 업체에 납품하고 있으며, 의류 부문으로 영역이 확대될 것으로 예상된다. 향후 기능성 소재 수요가 있는 최신물산의 아웃도어 관련 신규 고객사의 유입이 기대되며, 장기적으로는 백산이 원자재를 공급하고 최신물산이 제조, 생산하여 고객사에 제공하는 수직계열화도 가능할 것으로 전망한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

백산에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 1,159원에 Target PER 11.2배를 적용하여 산출했다. 동사의 투자포인트는 1) 글로벌 스포츠 신발 브랜드 내 합성피혁 공급업체로서 M/S 확대, 2) 최신물산 실적 온기 반영, 3) 중국 법인의 수출 회복이다.

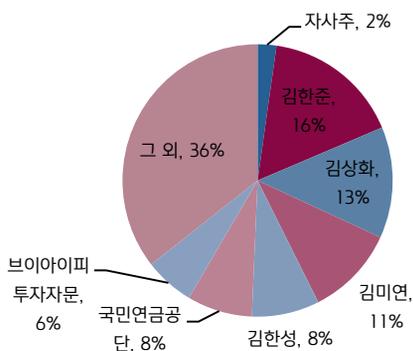
(십억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	200.8	211.4	323.1	451.6	506.7
영업이익	27.6	23.7	21.5	36.5	40.8
EBITDA	31.5	26.8	25.4	42.7	47.0
세전이익	29.3	14.6	21.9	37.2	41.5
순이익	21.6	8.7	14.9	27.1	30.3
지배주주지분순이익	21.9	9.0	15.3	27.4	30.6
EPS(원)	903.4	371	631	1,131	1,263
증감률(% YoY)	0.0	-58.9	70.0	79.1	11.7
PER(배)	10.5	18.7	10.0	7.3	6.5
PBR(배)	1.9	1.34	1.12	1.24	1.06
EV/EBITDA(배)	7.1	5.8	8.4	5.9	5.1
영업이익률(%)	13.8	11.2	6.7	8.1	8.1
ROE(%)	19.4	7.3	11.7	18.4	17.5
순차입금비율(%)	-4.3	-10.9	42.4	30.7	21.6

백산 Valuation Table

	12MF	비고
순이익(억원)	281	12개월 선행 지배주주 순이익
Target PER(배)	11.2	신발 및 의류 OEM 업체 12개월 선행 평균 PER 대비 20% 할인
주식수(천주)	24,200	
EPS(원)	1,159	
적정주가(원)	13,000	
종가(원)	9,750	
상승여력(%)	37%	2019년 5월 14일 증가 기준

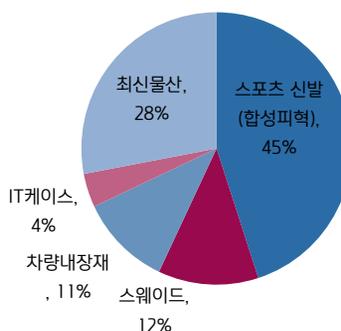
자료: 키움증권 리서치

백산의 주주 현황



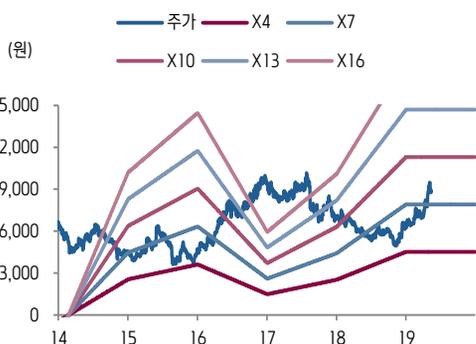
자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 사업부 별 매출 비중



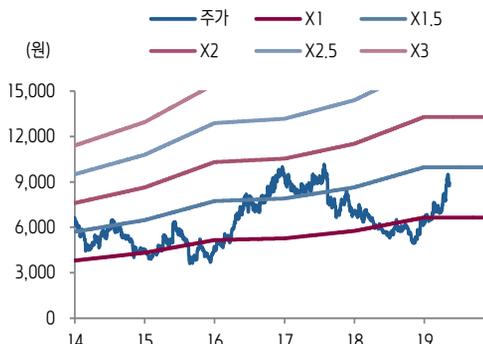
자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 12MF P/E 밴드추이



자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 12MF P/B 밴드추이



자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 최신물산 지분인수 내용

구분	내용
취득주식수	857,000 주
지분율	85.7%
취득금액	517억 원

자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 주요 연혁

시기	연혁
2006.03	수성우레탄 수지의 양산 합성기술 자체개발
2006.05	베트남 공장 설립
2008.12	친환경 상품 인증마크 획득[7종]
2008.12	제9회 경기도 환경그린(대기분야) 우수상
2009.03	ISO/TS16949 적합성 증서 획득
2010.09	"2010 글로벌 CEO" R&D 부문 수상
2010.12	세계일류상품 및 생산기업 선정
2015.06	베트남 제2공장 설립
2016.01	(주)와이비아이 설립
2017.05	슈프리마인베스트먼트 지분 인수 후 사명을 BSK 인베스트먼트로 변경
2018.04	(주)비에스리서치 신규 출자
2018.07	(주)최신물산 지분 획득

자료: 백산, 키움증권 리서치

백산의 연결대상 종속회사의 주요 연혁

법인명	내용
P.T.BAIXAN INDONESIA	2000.05 설립, 2012.09 ISO9001 인증 획득
DONGGUAN BAIK SAN CO., LTD	2000.06 설립
BAIKSAN VIET NAM CO., LTD	2006.05 설립
(주)와이비아이	2016.01 설립
BSK인베스트먼트	2017.05 지분인수
BAIKSAN INTERNATIONAL	2018.02 출자
(주)비에스리서치	2018.04 설립
(주)최신물산	2018.07 지분인수
VALIDO TEX, S.A.	
CHOI SHIN NICARAGUA	
(구, TEXTILES VALIDOS INTL., S.A.)	
PT. HYUN DONG INDONESIA	2018.07 (주)최신물산 지분인수로 인한 자회사 편입
PT. CREVIS TEX JAYA	
CHOI & SHIN'S VINA CO., LTD	
MS VINA CO., LTD	

자료: 백산, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	211.4	323.1	451.6	506.7	562.0
매출원가	166.9	262.7	367.2	412.0	456.9
매출총이익	44.5	60.4	84.4	94.7	105.0
판관비	20.8	38.9	47.9	54.0	60.2
영업이익	23.7	21.5	36.5	40.8	44.9
EBITDA	26.8	25.4	42.7	47.0	51.0
영업외손익	-9.0	0.4	0.7	0.7	0.8
이자수익	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
이자비용	0.8	2.5	2.5	2.5	2.5
외환관련이익	2.4	7.1	5.9	5.9	5.9
외환관련손실	6.9	5.6	4.2	4.2	4.2
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.0	1.1	1.2	1.1	1.1
법인세차감전이익	14.6	21.9	37.2	41.5	45.7
법인세비용	5.9	6.9	10.1	11.2	12.4
계속사업손익	8.7	14.9	27.1	30.3	33.3
당기순이익	8.7	14.9	27.1	30.3	33.3
지배주주순이익	9.0	15.3	27.4	30.6	33.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.3	52.8	39.8	12.2	10.9
영업이익 증감율	-14.2	-9.3	69.8	11.8	10.0
EBITDA 증감율	-15.0	-5.2	68.1	10.1	8.5
지배주주순이익 증감율	-58.8	70.0	79.1	11.7	9.8
EPS 증감율	-58.9	70.0	79.1	11.7	10.1
매출총이익률(%)	21.1	18.7	18.7	18.7	18.7
영업이익률(%)	11.2	6.7	8.1	8.1	8.0
EBITDA Margin(%)	12.7	7.9	9.5	9.3	9.1
지배주주순이익률(%)	4.3	4.7	6.1	6.0	6.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	119.0	177.4	209.9	240.9	275.7
현금 및 현금성자산	26.8	16.1	22.5	26.5	36.7
단기금융자산	17.7	24.8	27.2	32.2	38.1
매출채권 및 기타채권	40.0	78.5	97.1	108.9	120.8
재고자산	23.0	48.4	52.8	62.3	68.6
기타유동자산	29.2	34.4	37.5	43.2	49.6
비유동자산	72.9	117.3	121.0	123.7	126.6
투자자산	5.0	8.5	9.5	10.4	11.4
유형자산	45.8	75.7	78.7	80.9	83.1
무형자산	5.7	16.8	16.5	16.1	15.8
기타비유동자산	16.4	16.3	16.3	16.3	16.3
자산총계	191.8	294.7	330.9	364.6	402.2
유동부채	58.4	131.5	144.0	150.8	158.5
매입채무 및 기타채무	22.0	39.1	51.5	58.4	66.1
단기금융부채	26.2	81.1	81.1	81.1	81.1
기타유동부채	10.2	11.3	11.4	11.3	11.3
비유동부채	8.4	25.1	25.1	25.1	25.1
장기금융부채	4.6	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비유동부채	3.8	6.7	6.7	6.7	6.7
부채총계	66.8	156.6	169.1	175.9	183.7
자본지분	125.0	136.9	160.9	188.1	218.3
자본금	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
자본잉여금	32.2	32.2	32.2	32.2	32.2
기타자본	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
기타포괄손익누계액	-6.1	-5.9	-7.0	-8.0	-9.0
이익잉여금	88.0	99.7	124.7	152.9	184.2
비지배자본	0.0	1.2	0.9	0.6	0.2
자본총계	125.0	138.1	161.8	188.7	218.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 별도	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	21.2	-8.0	23.1	22.3	29.6
당기순이익	8.7	14.9	27.1	30.3	33.3
비현금항목의 가감	16.5	11.8	19.5	20.5	21.6
유형자산감가상각비	2.8	3.6	5.9	5.9	5.9
무형자산감가상각비	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
지분법평가손익	-0.3	-3.9	0.0	0.0	0.0
기타	13.7	11.8	13.2	14.3	15.4
영업활동자산부채증감	4.9	-23.6	-11.2	-15.2	-10.9
매출채권및기타채권의감소	2.9	-21.4	-18.6	-11.8	-11.9
재고자산의감소	3.1	-2.9	-4.5	-9.5	-6.2
매입채무및기타채무의증가	-0.1	6.0	12.5	6.8	7.7
기타	-1.0	-5.3	-0.6	-0.7	-0.5
기타현금흐름	-8.9	-11.1	-12.3	-13.3	-14.4
투자활동 현금흐름	-5.1	-36.6	-36.6	-38.2	-39.3
유형자산의 취득	-3.2	-4.9	-8.9	-8.0	-8.1
유형자산의 처분	0.1	4.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-3.5	-0.9	-1.0	-1.0
단기금융자산의감소(증가)	4.6	-7.1	-2.5	-4.9	-5.9
기타	-2.4	-24.4	-24.3	-24.3	-24.3
재무활동 현금흐름	-2.3	33.7	-2.4	-2.4	-2.4
차입금의 증가(감소)	1.0	36.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.1	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.5	0.2	22.2	22.2	22.2
현금 및 현금성자산의 순증가	13.2	-10.6	6.4	4.0	10.2
기초현금 및 현금성자산	13.6	26.8	16.1	22.5	26.5
기말현금 및 현금성자산	26.8	16.1	22.5	26.5	36.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	371	631	1,131	1,263	1,390
BPS	5,167	5,659	6,649	7,772	9,022
CFPS	1,041	1,106	1,923	2,099	2,268
DPS	100	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	18.7	10.0	7.3	6.5	5.9
PER(최고)	27.5	12.0	7.4		
PER(최저)	17.6	7.5	5.5		
PBR	1.34	1.12	1.24	1.06	0.91
PBR(최고)	1.97	1.34	1.26		
PBR(최저)	1.26	0.84	0.93		
PSR	0.79	0.47	0.44	0.39	0.35
PCFR	6.7	5.7	4.3	3.9	3.6
EV/EBITDA	5.8	8.4	5.9	5.1	4.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	27.1	15.8	8.7	7.8	7.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.4	1.6	1.2	1.2	1.2
ROA	4.6	6.1	8.7	8.7	8.7
ROE	7.3	11.7	18.4	17.5	16.6
ROIC	13.8	12.1	14.2	14.7	15.0
매출채권회전율	5.1	5.5	5.1	4.9	4.9
재고자산회전율	8.6	9.1	8.9	8.8	8.6
부채비율	53.4	113.4	104.5	93.3	84.0
순차입금비율	-10.9	42.4	30.7	21.6	11.3
이자보상배율, 현금)	27.9	8.8	14.8	16.6	18.3
총차입금	30.8	99.4	99.4	99.4	99.4
순차입금	-13.6	58.5	49.7	40.8	24.7
NOPLAT	26.8	25.4	42.7	47.0	51.0
FCF	18.9	-4.6	12.7	12.7	19.9

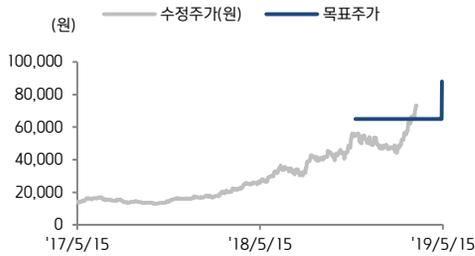
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비						평균 주가대비	최고 주가대비
힐라코리아 (081660)	2018/11/21	Buy(Initiate)	65,000원	6개월	-20.87	-13.54	백산 (035150)	2019/05/15	Buy(Initiate)	13,000원	6개월		
	2019/01/14	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-31.73	-6.36							
	2019/05/15	Outperform (Downgrade)	88,000원	6개월									

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

힐라코리아(081660)



백산(035150)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%