

산업분석

섬유의복

2021. 6. 15

Overweight

# 선간지 후실력

2021년 의류 하반기 전망



Part I 회복 너머 성장을 찾아  
Part II 선간지 후실력  
Part III 결론 및 투자전략

eBEST<sup>o</sup>  
이베스트투자증권

이베스트투자증권 음식료/의류 담당 심지현입니다.

의류 업종 **하반기 전망**과 **골프/애슬레저 시장의 트렌드**를 분석했습니다.

모두가 리오프닝을 말하는 시점입니다.

상반기에 이미 주가가 많이 상승했던 의류 업종이 과연 언제까지 상승할 수 있을지 고민입니다.

하반기 다른 리오프닝 업종 대비 가질 수 있는 상대우위도 필요한 시점입니다.

의류 업종에 대한 투자전략을 재점검하기 위해서는 현 시점의 업종 우려 포인트를 주목해야 합니다.

상반기 기저구간에서 전체적으로 강력한 실적 회복을 보였던 의류 업종은 하반기 개별 흐름을 보일 것입니다.

무엇보다 2021년 소비 회복에 대한 기대감이 국내 의류 업종 주가에 대부분 반영이 되어가고 있습니다.

각 국가에서 백신 효과가 가시화된 후 실제로 기대만큼의 이연소비, 보복소비가 나올지도 아직 불확실합니다.

이에 올해 회복과 함께 코로나19 이전인 2019년 대비해서 성장하는지, 2022년도 성장하는지를 살펴보았습니다.

회복을 넘어선 실질 성장을 포착하기 위한 두번째 방법으로, 의류를 소비하는 방식 자체의 변화에 주목했습니다.

최근 바디프로필, 러닝앱 인증, 골프, 사이클, 요가 등 각종 운동에 전념하는 2030 또래들이 부쩍 많아졌습니다.

주목하는 점은 이것이 '보여주고 공유하는' 문화와 동반 성장하고 있다는 점입니다.

소위 '선간지 후실력'에 해당하는 움직임입니다.

실제로 인스타그램 데이터를 분석해보면 운동 인증과 관련된 주요 해시태그 데이터의 합산이

20년 상반기 대비 21년 상반기에 68.6% 상승하는 모습입니다.

이러한 현상이 가장 두드러지는 시장은 **골프 시장**입니다.

이를 필두로 골프, 애슬레저, 스트리트, 운동화 등의 브랜드가 국내외에서 빠르게 인지도를 높여가고 있습니다.

특히 이들 중 해외 시장을 확장하며 브랜드 파워 자체를 강화해나가는 기업에 주목합니다.

감사합니다.

**음식료/의류**

Analyst **심지현**

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3가지 Part로 구성했습니다.

### [Part I. 회복 너머 성장을 찾아]

상반기 의류시장은 기저효과로 인해 연초부터 강력하게 회복되며 시작했습니다. 북종별, 주력 국가별로 실적회복 속도 및 주가반영 시기에 다소간의 차이는 있었으나 전반적으로 전방의류 업황 및 각국 소비심리, 실제 소매판매 모두 동시에 개선되는 모습을 보였습니다. 상반기가 마무리되는 지금까지도 해외 의류 주도주를 필두로 강력한 주가 반등이 관찰되고 있습니다. 관건은 이미 상승한 의류 업종이 하반기까지 계속 오를 수 있을까에 대한 고민입니다. 회복을 넘어 아닌 실질 성장을 하는 기업은 무엇인가에 주목해야 합니다. 이를 위해 첫번째로는 2021년 올해 회복하는 기업인지, 2019년 대비해서도 성장하는 기업인지, 그리고 2022년에도 계속해서 성장할 요인이 있는 기업인지에 관해 살펴보았습니다.

### [Part II. 골프/애슬레저 시장]

회복을 넘어 실질 성장을 포착하기 위한 두 번째 방법은 라이프사이클에 따른 트렌드를 포착하는 것입니다. 최근 바디프로필, 러닝앱 인증, 골프, 사이클 요가 등 각종 운동에 전념하는 2030 또래들이 부쩍 많아졌습니다. 주목하는 점은 이것이 보여주고 공유하는 인증 문화와 동반 성장하고 있다는 점입니다. 각종 운동 중 이러한 움직임이 가장 두드러지는 시장은 단연코 골프시장입니다. 최근 코로나19를 계기로 MZ 세대가 빠르게 골프에 신규진입하며 기존 시니어층의 여가생활에서 젊은 세대의 대중스포츠로 구조적 외형 확장이 이루어지고 있습니다. 향후 해외여행이 재개되어도 골프웨어 시장은 호황일 것으로 전망합니다. 골프는 비교적 길게 신규 진입 인원이 잔존하며, 해외 골프족의 골프웨어에 대한 소비력은 견조하기 때문입니다.

### [Part III. 결론 및 투자전략]

2021년 의류 산업에 Overweight 의견을 제시합니다. 커버리지 7개 기업 2021E 매출액 합산 11조 3,412억원(YoY +15%), 영업이익 1조 4,491억원(YoY +46.6%)만큼 증익을 전망합니다. 의류 업종 Top-Pick으로 **F&F, 에스제이그룹**을 제시합니다.

# Key Charts

## (요약) 회복 너머의 성장을 찾아

**코로나19 타격을 받은 20년**

- 가정활동 증가로 의류 등 경기소비재 재화 수요 급감
- 20년 하반기부터 중국 시장 회복 영향

**강한 회복이 이끌었던 21년 상반기**

- 의류 업종 기저구간 진입
- 북중별, 주력 국가별로 실적 및 주가 기대감 반영 차별화
- 전체적으로는 전방의류 업황, 소비심리, 실제 소매판매 모두 개선
- 국내보다 해외가 먼저 회복하며 OEM사가 브랜드사보다 기대감 선반영
- 상반기까지 주로 중국 시장 영향

**회복 이상이 필요한 22년 하반기**

- 모두가 리오프닝을 말하는 시점
- 그러나 2021년 소비 회복에 대한 기대감은 주가 반영 마무리 단계
- 따라서 회복 이상의 성장이 필요한 시점
- 하반기는 중국보다 미국/유럽 시장의 반등이 두드러질 것
- 전방수요는 여전할 것이나 OEM사보다 브랜드사에 중점

**하반기 이후의 성장 포인트**

- 2019~2022년 사이 유기적 성장이 가능한 기업
- 해외 시장 비중이 늘어날 기업
- 애슬레저/스트리트 트렌드에 맞는 복종

F&F, 에스제이그룹, 휠라홀딩스

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 상반기는 강한 회복, 기저 구간이 의류 업종 전반을 상향
- 하반기는 회복 이상의 성장이 필요하며 중국보다 미국/유럽 시장에 중점

## 커버리지 기업 2021E 추정치 성장률 비교

기업	구분	20년 대비 (%)	19년 대비 (%)
F&F	Sales	52.8	40.6
	OP	135.1	91.2
휠라홀딩스	Sales	15.8	5.0
	OP	52.5	10.5
에스제이그룹	Sales	30.8	27.9
	OP	51.7	67.1
한섬	Sales	14.7	8.9
	OP	33.6	28.0
코웰패션	Sales	9.5	18.3
	OP	12.4	18.3
영원무역	Sales	9.5	13.1
	OP	12.9	23.3
한세실업	Sales	3.7	9.0
	OP	45.2	10.9

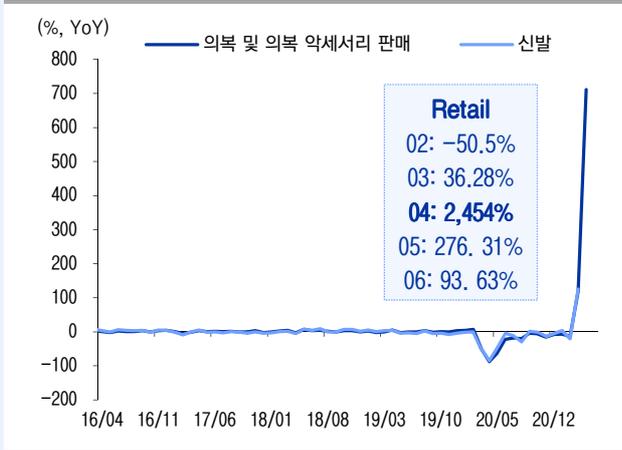
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 작년 대비 회복하는 기업뿐만 아니라 코로나 19 이전인 19년 실적 대비해서도 성장하는 기업 선호
- F&F, 에스제이그룹, 휠라홀딩스 주목

이베스트투자증권 리서치센터 4

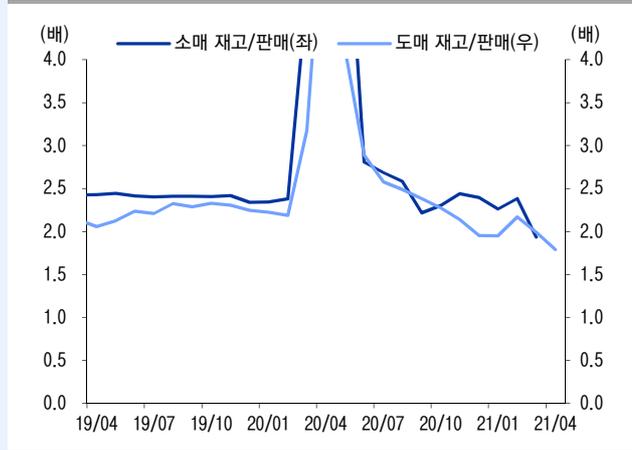
## Key Charts

미국 의복 및 의복악세서리, 신발 소매판매 YoY



자료: NAICS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

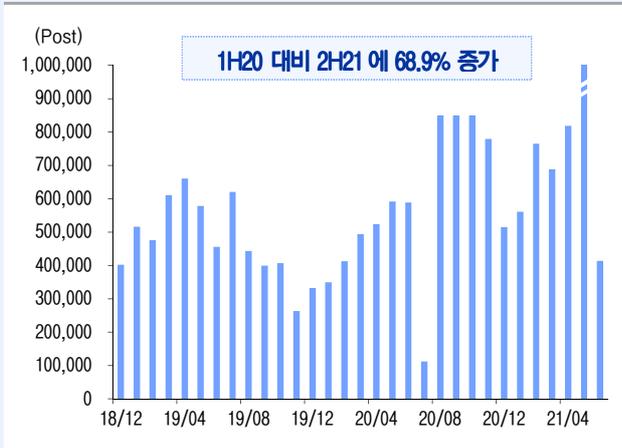
미국 소매 및 도매 재고/판매 비율



자료: NAICS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 가장 가파르게 상승하는 미국 소매판매 추이
- 계속해서 하락하는 미국 재고/판매 비율

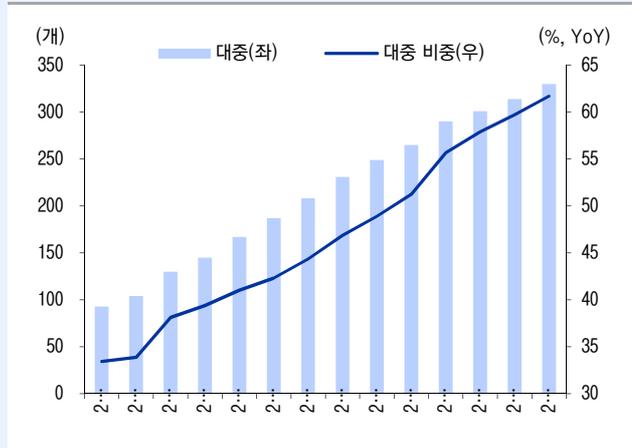
인스타그램 운동 인증 관련 해시태그 합산 추이



자료: 인스타그램, Mediance, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 주요 운동 관련 해시태그 데이터 합산 기준, 일부 월간 데이터 수입이 불가능한 구간에서는 누적포스트 평균 적용

전체 골프장에서 대중용 비중 추이



자료: 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터

- 밀레니얼~MZ 세대 사이에 SNS와 함께 에슬래저/스트리트 브랜드 선호도 증가
- 젊은 세대에 새로 자리잡은 라이프랜드 중 골프 시장이 가장 두드러지는 성장

산업분석

## 섬유의복 Overweight

# 선간지 후실력

2021년 의류 하반기 전망

Contents

Part I	회복 너머 성장을 찾아	7
Part II	선간지 후실력	16
Part III	결론 및 투자전략	23

### 기업분석

F&F (383220)	28
휠라홀딩스 (081660)	33
에스제이그룹 (306040)	41
한섬 (020000)	48
크리스에프앤씨 (110790)	54

---

# Part I

---

## 회복 너머 성장을 찾아

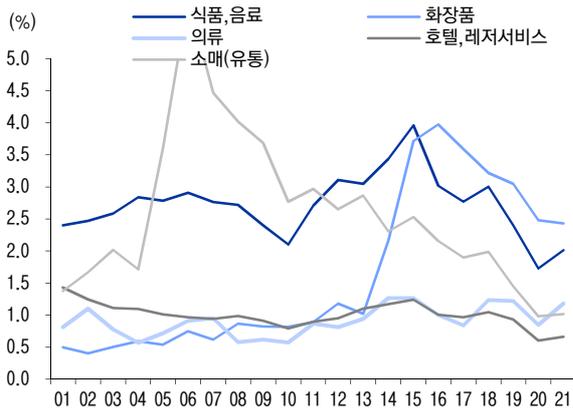
# 상반기 리뷰, 하반기 전망

## 1H21 Review: 강한 회복이 이끌었던 상반기

아직 6월이 절반정도 남긴 했지만 올해 상반기의 전반적인 소비시장 흐름을 정리하자면 다음과 같다. 2020년 코로나19로 인해 외부 트래픽이 제한되고 가정 활동이 증가하며 필수소비재 중 가정용 재화 위주로 수요가 증가한 반면(음식료 가공식품 등), 의류 등 외부활동과 관련된 경기소비재 재화 수요가 급감했다. 이 때문에 작년 타격을 입었던 의류 등의 경기소비재에서 2021년부터 기저효과가 발생하였고, 1Q21 실적에서 확인할 수 있었다시피 빠른 회복속도와 함께 일부 재화는 이연수요 혹은 Pent-up 수요가 나타나기 시작했다. 또한 업체별로 각 국가의 익스포저에 따라 실적 및 주가 기대감 반영 차별화가 심화되며 수요회복과 속도에 차이가 있었으나 전반적으로 전방의류 업황 및 각국 소비심리, 실제 소매판매 모두 개선되는 모습을 보였다.

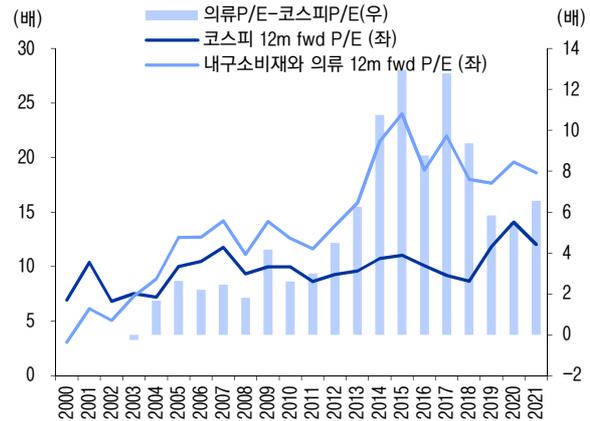
그리고 상반기가 거의 지나가는 지금은 모두가 리오프닝을 말하는 시점이다. 판매량 회복이니 채널 트래픽이니 여러 분석이 나오고 있지만 결국은 '들뜬 마음'이라는 표현 하나로 정리되는 듯 하다. 의류를 포함한 컨택트 위주의 경기소비재들이 모두 마찬가지로 탄력을 받고 있다. 핵심은 트래픽의 회복이다. 특히 의류는 특히 코로나19 이전까지 업종 내 구조적 요인으로 인해 큰 성장성 없이 장기 부진하던 업종이었으며 코로나 19 이후에는 소비 타격으로 크게 하락했던 업종이기 때문에 더욱 턴어라운드 폭이 기대받고 있다.

그림1 주요 경기소비재 유관 업종 연간 시가총액 비중 변화



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: WICS 기준, 2021년은 YTD

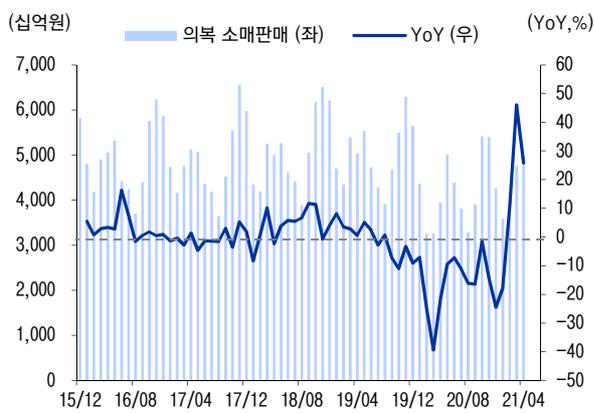
그림2 의류 업종 P/E 연간 추이



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 2021년은 YTD

국내외 의류 소비는 백신 접종 본격화 이전인 연초부터 앞서 탄력을 받고 있다. 연초까지는 미국 등 주요 해외의 소비가 먼저 돌아서는 반면 국내 소비가 여전히 높리고 있는 모습을 보여주었다면 2월 중순에서 3월로 접어들며 백화점 트래픽이 먼저 크게 증가하고 의복, 신발 및 가방 소매판매가 모두 크게 증가하는 등 1분기 말부터 확인한 회복기조를 보여주었다. 이를 보여주듯 3월부터 생산, 출하가 모두 증가하는 구간에서 재고-출하 Spread가 마이너스로 전환되었다. 채널별 및 품목별로도 살펴보면, 대형마트 매출이 소폭 플러스 전환된 가운데 의류, 스포츠 모두 큰 폭으로 증가했으며 백화점 매출에서는 그동안 계속 우위를 유지하던 명품부문 매출을 꺾고 아동/스포츠 부문이 올라선 점이 특징이다.

그림3 국내 의복 월별 소매판매액 추이



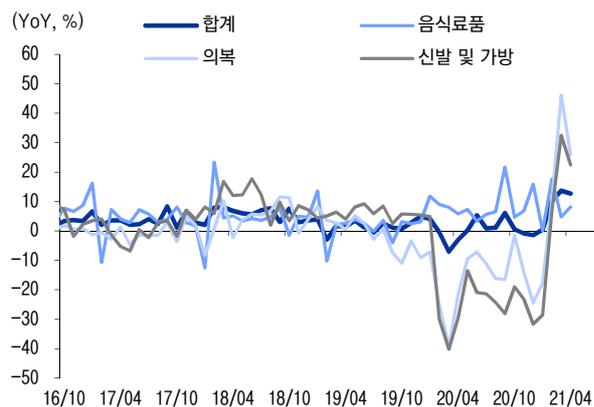
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 국내 신발 및 가방 월별 소매판매액 추이



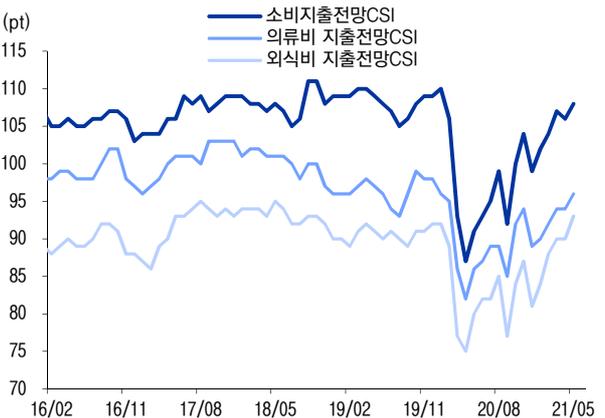
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국내 주요 품목별 소매판매액 YoY 추이



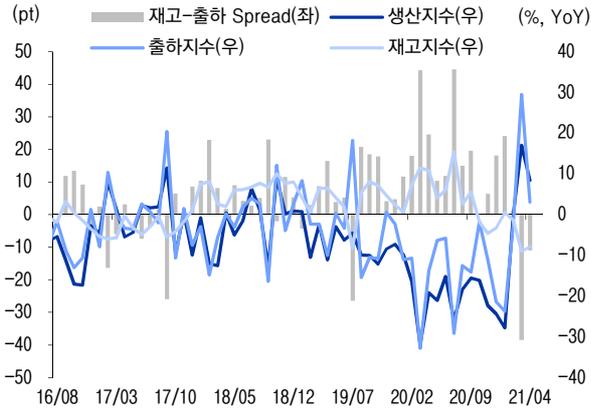
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 국내 의류비 지출전망 추이



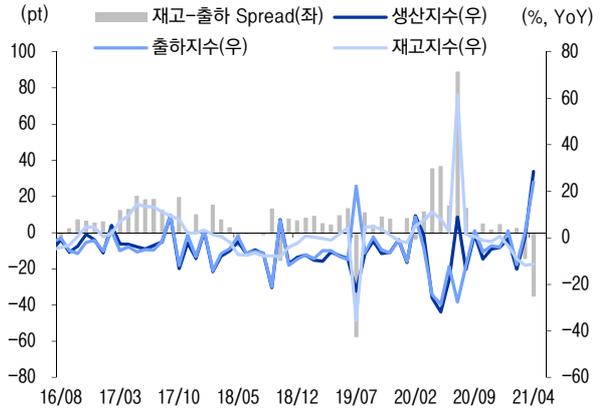
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 의복류 제조업 재고-출하 Spread



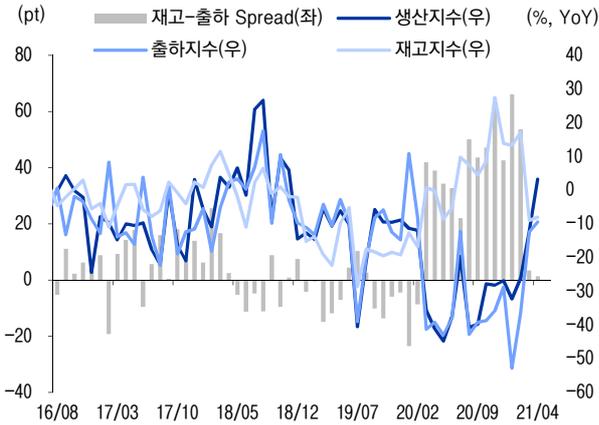
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 섬유제조(의복 외) 제조업 재고-출하 Spread



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 가죽, 가방, 신발 제조업 재고-출하 Spread



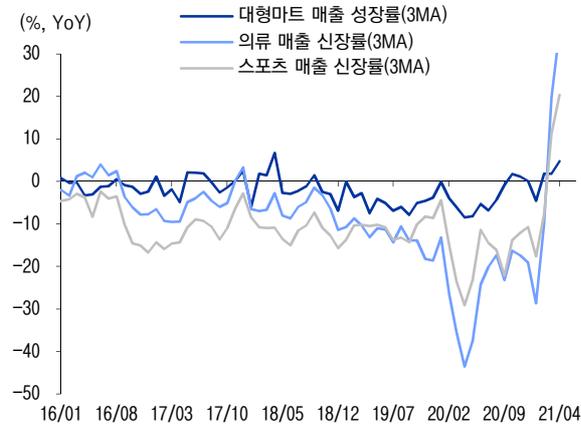
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 의복업 부문별 재고-출하 Spread YoY 추이



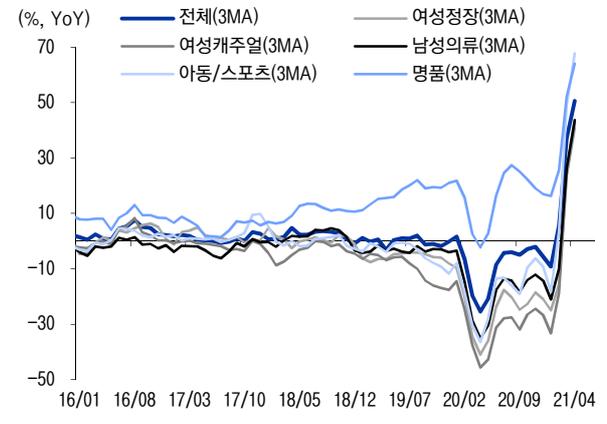
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 대형마트 채널별 매출 신장률



자료: 산업자원통상부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 백화점 채널별 매출 신장률



자료: 산업자원통상부, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2H21 Preview: 회복만이 아닌 실질 성장

### 네 가지 포인트

관건은 이미 오른 의류주가 하반기까지 계속 오를 수 있을지에 대한 고민이다. 주요 업종 우려요인을 다음과 같이 정리할 수 있겠다. 1) 무엇보다 2021년 소비 회복에 대한 기대감이 국내외 의류주 주가에 대부분 반영이 마무리되고 있다는 점이 가장 크다. OEM인지 브랜드인지, 브랜드라면 어떤 복종인지, 혹은 어느 국가에 익스포저가 있는지에 따라 기저에 대한 상승폭이 마무리되는 시점이 조금씩 다르긴 하지만 공통적으로 회복에 대한 영향이 언제까지 이어질지에 대한 고민을 해야한다. 여기에 대해서는 글로벌 권역이 시차를 두고 다른 순서로 회복하기 때문에 하반기까지는 쪽 회복세가 이어진다고 판단한다. 상반기는 중국 시장의 턴어라운드 폭이 강했다면 하반기는 미국/유럽의 턴어라운드 폭이 훨씬 강할 것으로 예상하며, 예전에 비해 미국 시장이 미치는 영향이 더 커진 점을 주목한다.

권역별로는 내수(면세 제외)의 경우 3월부터 국내 소매판매 및 트래픽 확대가 감지되었기 때문에 하반기까지 회복이 지속될 것으로 판단하며, 면세 채널의 경우 올 초까지 이어진 여행 트래픽 기저로 하반기까지 강한 성장을 보일 것으로 전망한다. 중국은 작년 하반기~올해 상반기까지 이어진 발빠른 회복을 바탕으로 하반기부터 유기적인 성장을 보여줄 것으로 기대한다. 북미, 유럽의 경우 올해 하반기~내년 상반기에 본격적인 회복을 기대한다.

2) 두번째는 각 국가에서 백신 효과가 실제로 가시화되고 나서 그 동안 기대되어왔던 이연소비, 보복소비가 실제로 기대만큼의 규모로 나타날지에 관한 우려다. 특히 국내의 경우 가계흑자율이 플러스로 유지되고 있는 반면 국내 가처분소득은 아직 눈에 띄게 올라오고 있지 않은 점에서 미뤄볼 수 있다.

3) 여기에 상반기동안 일부 시장에서 발생했던 비용 요인이 하반기에 완화될지에 관한 고민 역시 있을 수 있다. 여기에는 해상/컨테이너 비용 상승으로 인한 전반적인 물류비 상승 요인(+신장 이슈), 작년 축소되었던 인건비 등의 판관비 정상화, 면화 및 원사/원단 가격 등 원가 부담요인 존재), 비우호적 환율 상황 등이 해당한다.

4) 또한 코로나19 이전에 이미 구조적으로 업종이 하락하던 상황이라는 점, 해당 하락 요인들이 코로나19를 거치며 내부적으로 개선된 상황은 아니라는 점, 즉 업종 내 큰 주도흐름이 바뀌거나 내부 혁신이 이뤄져 전체 Q 자체가 중장기적으로 늘어난 상황은 아니라는 점도 중장기적인 우려요인이다.

따라서 첫번째로는 2020년에 회복하는 기업인지, 2019년 대비해서도 성장하는 기업인지, 그리고 2022년에도 계속해서 성장하는 기업인지 장기 연간 성장을 살펴볼 필요가 있다. 두번째로는 라이프사이클 및 트렌드의 변화에 따라 소비가 늘어날 수 있는 복종이 무엇인지 선별할 필요가 있다. 첫번째 요인에 대해 커버리지 내 [표 1]에서 비교했다. 두 번째 요인에 대해 파트2에서 살펴보았다.

### 미국 의류산업 현황

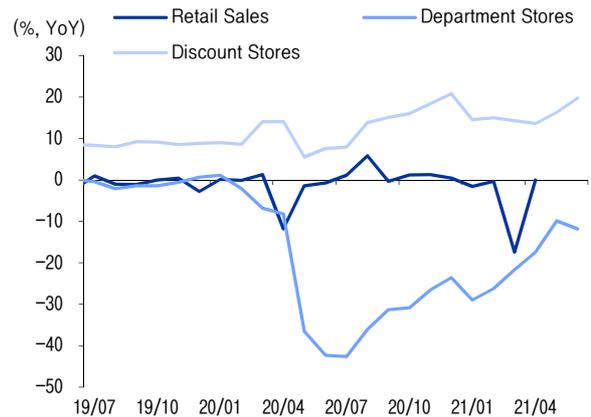
미국은 국내보다 몇 개월 선행해서 기대감이 붙고 있었다. . 특히 채널별 소매매출 추이에서 백화점의 YoY 감소폭이 점진적으로 줄어들고 있는 가운데, 4월부터 트래픽이 큰 폭으로 상승한 점이 주목할만하다(2월 -50%, 3월 +36%, 4월 2,995%). 이에 따라 오프라인, 온라인 모두 동일매장 달러당 성장률 역시 크게 상승한 모습이다. 재고/판매 비율 역시 안정적으로 우하향하고 있다.

그림13 미국 채널별 소매 트래픽 YoY



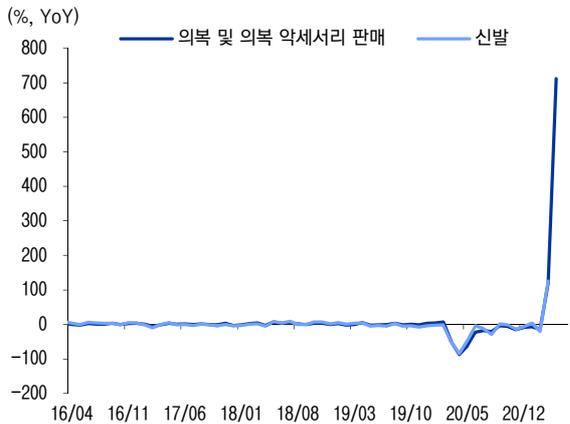
자료: MTD Prodc, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 미국 채널별 소매 매출액 YoY



자료: Johnson Redbook, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 의복 및 의복액세서리, 신발 소매판매 YoY



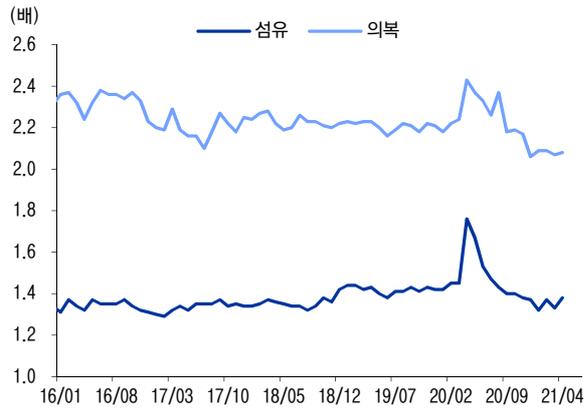
자료: NAICS, Blomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 의류 및 의류 액세서리 매장 동일매장 달러 성장률 YoY



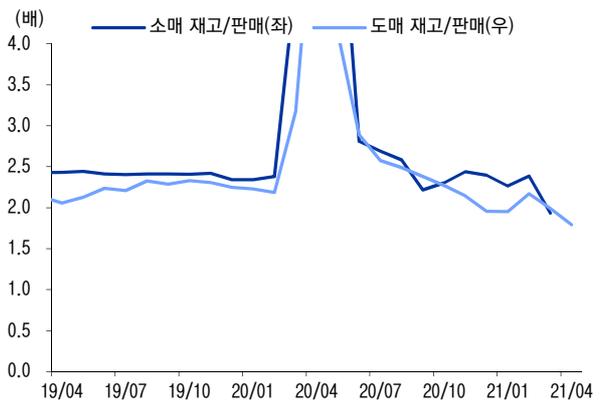
자료: First Data Merchant Services, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 제조업 판매대비 재고비율



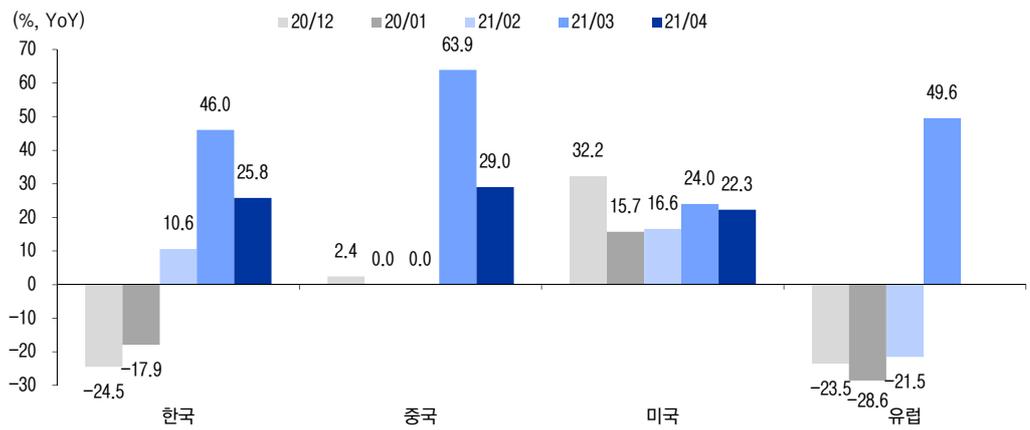
자료: NAICS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 소매 및 도매 재고/판매 비율



자 자료: NAICS, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 국가별 의류 소매판매 YoY 최근월 추이



자료: 통계청, Eurostat, NAICS, 中国国家统计局, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 커버리지 업체 2021E 전망(20년 대비, 19년 대비 비교)

(십억원, %)	구분	2020A	2021E	20년대비	19년 대비	주요 특징
F&F TP: 600,000	Sales	838	1,280	52.8%	40.6%	<b>중국 중심의 가파른 이익 레버리지 효과 기대</b>
	OP	123	288	135.1%	91.2%	해외에서 MLB와 discovery 브랜드 빠르게 인지도 상승
	OPM	14.6	22.5	7.9%p	6.0%p	국내 의류업체 평균군 OPM 대비 높은 수익성
	NI	204	211	3.6%	91.2%	레저/스포츠/아웃도어 의류로의 빠른 트렌드 변화에도 수혜
	NPM	24.3	16.5	-7.8%p	4.4%p	21E 매출 YoY 중국 +267%, 홍콩 +82%, MLB키즈 +17.6% 등
힐라홀딩스 TP: 73,000	Sales	3,129	3,622	15.8%	5.0%	<b>해외 비중이 가장 높은 의류 브랜드사</b>
	OP	341	520	52.5%	10.5%	국내외 골프 수요 강세, 신제품 효과 등으로 Acushnet 호조
	OPM	10.9	14.4	3.5%p	0.7%p	본업에서 중국 고성장, 미국/유럽 회복, 내수 신제품 확대
	NI	139	250	79.9%	-6.2%	내수 퍼포먼스 라인 및 Keds 실적 가시화 시 추정 상향 가능
	NPM	4.4	6.9	2.5%p	-0.8%p	신규 사업 비용부담은 연초 기조에서 변화 없음
에스제이그룹 TP: 38,000	Sales	107	147	37.2%	34.2%	<b>고성장+고마진+해외확장의 콜라보</b>
	OP	18.0	29.3	62.6%	79.2%	기존 브랜드 회복 가운데 향후 매장수 증가 및 신제품 기여분
	OPM	16.8	20.0	3.1%p	5.0%p	3개 기존 브랜드 모두 1Q19 대비해서도 매출이 성장
	NI	15.6	24.6	56.9%	87.1%	동종업계 평균 대비 높은 OPM을 유지하는 점도 특징
	NPM	14.6	16.7	2.1%p	4.7%p	하반기 중국 티몰 입점 기여분, 중국 하이난 입점 계획 등
영원무역 TP: 50,000	Sales	2,466	2,700	9.5%	13.1%	<b>OEM 점진 성장 + Scott 고성장</b>
	OP	260	293	12.9%	23.3%	미국 주요 소매채널 트래픽 회복에 따른 OEM 수주 증가세
	OPM	10.5	10.9	0.3%p	0.9%p	코로나19로 자전거 수요의 가파른 증가세 유지 예상(Scott)
	NI	148	183	23.7%	9.9%	2분기 역시 환율은 비우호적으로 작용할 것
	NPM	6.0	6.8	0.8%p	-0.2%p	주요 스포츠브랜드 상위 고객사로 보류
한세실업 TP: 33,000	Sales	1,698	1,761	3.7%	9.0%	<b>소비 회복 본업성장 + 업계 내 상위 입지에서 오는 이점</b>
	OP	65	94	45.2%	10.9%	1분기 외형 서프라이즈, 원가율/판관비율 동반하락 마진개선
	OPM	3.8	5.3	1.5%p	0.1%p	2분기 매출증가세 유지될 것이나 원가율/판관비 다소 상승
	NI	45	73	63.2%	흑전	3분기부터 PPE 매출 베이스는 역기지 부담으로 작용할 것
	NPM	2.6	4.2	1.5%p	4.2%p	코로나19에 진행된 OEM Consolidation 효과 유리하게 적용
한섬 TP: 57,000	Sales	1,196	1,372	14.7%	8.9%	<b>내수 트래픽 회복에 따른 오프라인 채널 고성장 전망</b>
	OP	102	136	33.6%	28.0%	연간 오프라인 매출 YoY +14.4%, 영업이익 +68% 성장 전망
	OPM	8.5	9.9	1.4%p	1.5%p	온라인 매출 YoY +16.2%, 영업이익 +4.9% 성장 전망
	NI	85	105	23.4%	22.9%	하반기 신규 화장품 브랜드 출시 예정, 실적 추정 상향 가능
	NPM	7.1	7.6	0.5%p	0.9%p	프리미엄 더마 화장품은 현대의 플랫폼 경쟁력 활용 예정
코웰패션 TP: 9,000	Sales	426	467	9.5%	18.3%	<b>계약 브랜드가 늘어날수록 이익</b>
	OP	80	90	12.4%	18.3%	유통채널 Shift 효과로 1분기에 판관비율 감소
	OPM	18.8	19.3	0.5%p	0.0%p	1분기 언더웨어 및 레포츠/패션 부문 모두에서 신제품 론칭
	NI	61	67	10.2%	30.6%	2분기 언더웨어 성수기에 신규 브랜드의 성장세 견인을 기대
	NPM	14.3	14.4	0.1%p	1.4%p	지피클럽과 MOU를 맺어 향후 중국 시장 진출 본격화 예정

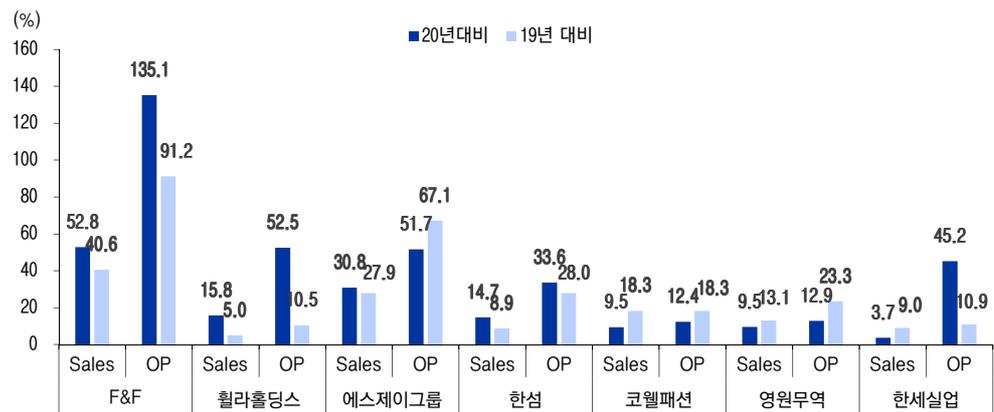
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 커버리지 주요 기업 수익 구조 요약(2021E 연결실적 기준)

항목	F&F	휠라홀딩스	코웰패션	한세실업	영원무역	에스제이그룹	한성
구분	브랜드 (스포츠)	브랜드(스포츠, 골프, 신발)	브랜드(계약)	OEM	OEM 70.6%, 브랜드 29.4%	브랜드	브랜드(백화점)
해외 매출 비중(21E)	해외 24.8%(중국 21.5% 등)	해외 84.3%(미국 16%, 아쿠슈네츠 60.7% etc)	해외 4.4%	해외 99% 이상	해외 99% 이상	해외 1.5%(강골)	-
온라인 매출 비중	5~10%	휠라코리아 기준 약 18%(1Q21A)	홈쇼핑 76%, E커머스 19.6%	-	-	온라인 36.1%(1Q21A)	온라인 16.2%
면세 매출 비중	21E 20.3%	10% 약간 위					
생산 위치	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱	베트남, 인도네시아, 니카라과, 과테말라, 미얀마, 아이티	방글라데시, 베트남, 중국	전체 아웃소싱	전체 아웃소싱
재고자산 회전일(1Q21A)	48.2(2020A)	55.6	88.2	54.1	87.5	-	119.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 커버리지 기업 2021E 추정치 성장률 비교



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## 선간지 후실력

# 골프/애슬레저 시장

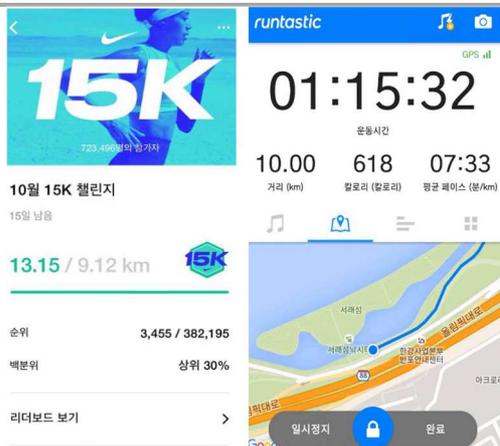
## 운동하는 세대

### 선간지 후실력

요즘 주변에서 선풍적인 인기를 끌고 있는 것은 바디프로필이다. 각종 러닝 앱을 SNS에 인증하는 사람도 많아졌다. 친구들을 만날 때 옆에 서너명은 운동복을 그대로 입고 나오기도 한다. 한 사람은 사이클로 전국일주를 하면 도장을 받는 앱을 보여주기도 했다. 코로나19 이전부터도 애슬레저와 웰빙에 대한 관심은 지극해졌지만 코로나19를 거치며 이러한 경향은 아예 새로운 글로벌 라이프스타일로 자리잡아가고 있는 듯 하다.

포인트는 이러한 레저/스포츠/아웃도어의 부흥이 SNS의 인증 문화와 함께하고 있다는 점이다. 가령 인스타그램 해시태그 데이터 분석 결과를 보면 #운동스타그램, #운동하는여자, #운동하는남자, #골프스타그램 등의 태그가 2019, 2020년 대비 2021년에 늘어난 것을 볼 수 있다. 태그 자체도 계속해서 신조어가 생겨나며 많아졌다. 사람들이 운동하고, 돌아다니고, 놀러다니는 활동 자체를 폭넓은 외연으로 인식해나가고 있다는 의미며, '보여주고 드러내려는' 수요가 늘어나고 있다는 의미다. 그야말로 선간지 후실력에 걸맞는 행동양상이라고 할 수 있겠다.

그림21 달리기도 챌린지



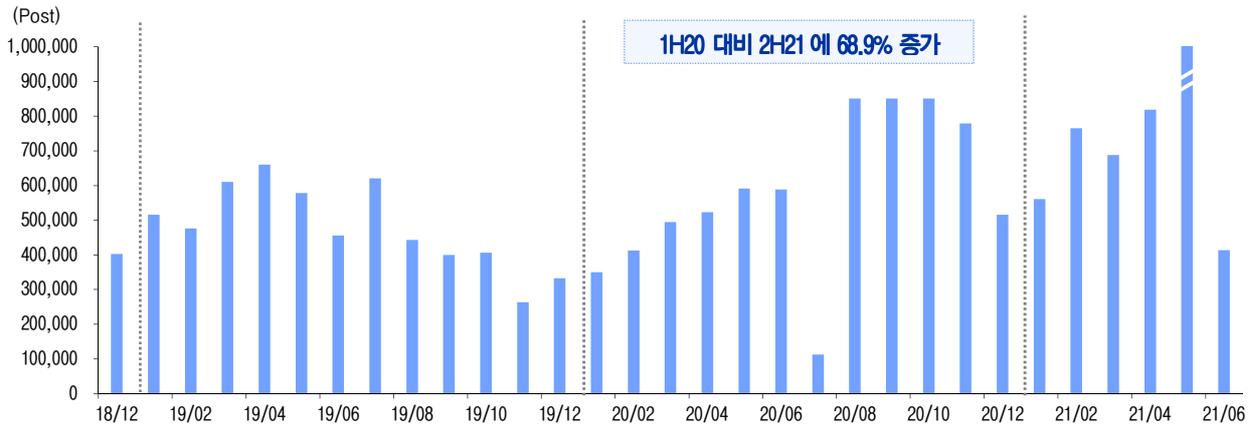
자료: Nike Run Club, Runtastic, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 주요 러닝 앱



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 주요 인스타그램 태그 합산 트래픽

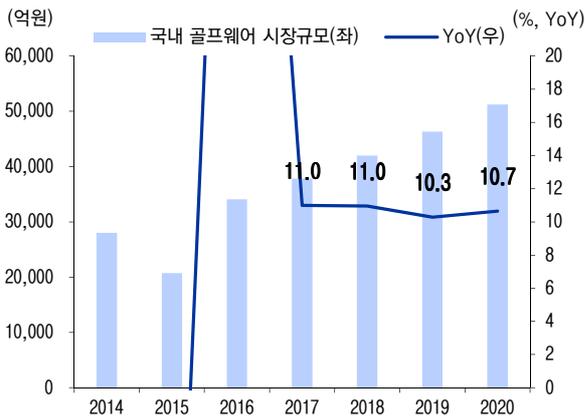


자료: 인스타그램, Mediance, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 주요 운동 관련 해시태그 데이터 합산 기준, 일부 월간 데이터 수입이 불가능한 구간에서는 누적포스트 평균 적용

**골프**

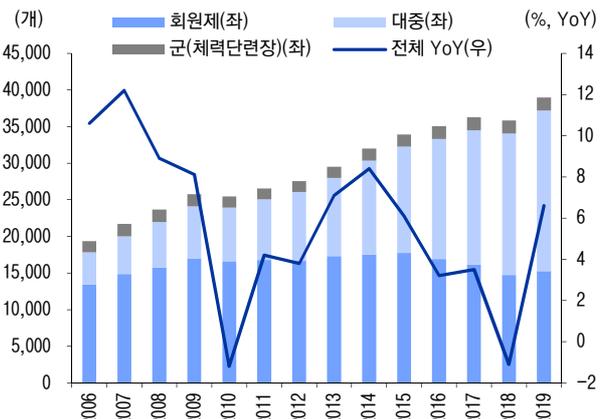
최근 2~3년간 골프 신규진입 인원이 가파르게 늘어나고 있다. 특히 여성 골퍼의 진입, MZ 세대의 진입 등 기존 골프 산업의 주 고객층이었던 40~50대 시니어층이 계속 진입하면서 동시에 향유층이 다양화되고 있기 때문에, 부유한 시니어층의 여가생활에서 젊은 세대의 대중스포츠로 구조적 외형 확장이 되고 있다. 특히 작년 코로나19 시기에 해외여행이 제한되자 20~30대가 여가의 일환으로 골프에 진입하여, '영 골퍼'를 잡으려는 움직임이 커지고 있다.

그림24 국내 골프웨어 시장규모 및 성장률



자료: 한국레저산업연구소 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 연도별 골프장 이용객 수 추이

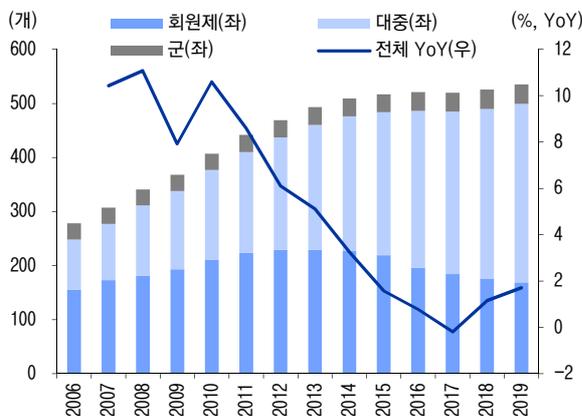


자료: 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 대중 골프장 이용객수는 18홀 환산 기준

현대경제연구원 추정치 기준으로 해외골프 활동인구의 국내 골프 활동으로 인한 내수진작 경제적 효과는 최소 2조 2,000억원에서 최대 3조 1,000억원에 달할 것으로 보인다. 마찬가지로 현대경제연구원에 따르면 골프장 및 골프연습장 운영업 등 국내 골프산업 시장규모는 지난해 기준 6조 7,000억원에서 오는 2023년 9조 2,000억원까지 성장할 것으로 전망된다. 이를 다시 나눠보면 지난해 기준으로 10차 한국표준산업분류 골프장 운영업의 매출액 기준 시장규모는 4조 5,000억원, 골프연습장 운영업은 2조 2,000억원으로 분석된다.

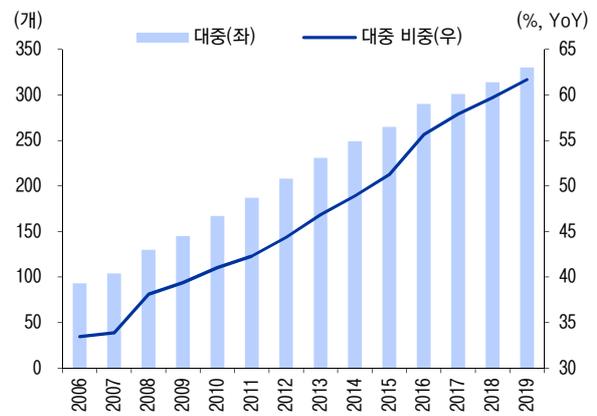
연도별 골프장 수 추이와 골프 이용객 추이를 보면 골프가 대중 스포츠로 자리잡고 있다는 현상이 더 두드러지게 나타난다. 2013년을 기점으로 대중 골프장 수가 회원제 골프장 수를 넘어서서, 골프장 수와 골프 이용객 수 데이터 모두에서 회원제 비중이 상대적으로 줄어들고 대중제 비중이 꾸준히 상승하고 있다.

그림26 연도별 골프장 수 추이



자료: 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 경찰대학 골프장(9홀) 제외

그림27 전체 골프장에서 대중용 비중 추이



자료: 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터

표3 골프웨어 산업 성장과정

구분	기간	해당 기간 패션 산업 특성
태동기	1980년 ~ 1998년	<b>골프웨어 시장 생성</b> 골프선수 및 일부 마니아층 대상 골프웨어 시장 생성 1세대 골프웨어브랜드 등장
도입기	1998년 ~ 2012년	<b>패션산업의 한 축으로 도약</b> 골프웨어도 하나의 디자인의류로 인정받기 시작 30대-40대 중년층의 수요가 생겨나기 시작 기능성을 강조한 해외 골프웨어 전문브랜드 국내시장 등장 신규 중저가 브랜드 등장
성장기	2013년 이후	<b>골프시장 성장기</b> 퍼블릭골프장의 증가 등으로 인하여 젊은 층의 골프수요 증가 기존 고객층의 구매력 상승으로 인한 고가 골프브랜드 도입 젊은 층을 겨냥한 신규 브랜드 등장

자료: 크리스에프앤씨, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 세계 골프장 현황

구분	코스 수(개)	홀 수(개)	골프장 수(개)
미국	16,752	248,787	14,640
일본	3,169	45,684	2,227
캐나다	2,633	36,591	2,265
잉글랜드	2,270	31,620	1,936
호주	1,616	23,505	1,532
독일	1,050	14,100	736
프랑스	804	10,971	643
한국	798	9,183	440
스웨덴	662	9,303	471
스코틀랜드	614	8,421	568
상위10대	30,368	43,8165	25,458

자료: 영국왕립골프협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 골프산업 시장규모 및 전망



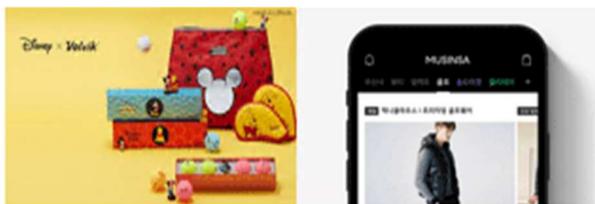
자료: 현대경제연구원 추정치, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: 골프장 및 골프연습장 운영업 시장규모 기준

표5 골프산업 내수진작 경제적 효과

구분	최소	최대
해외골프 활동인구(A)	215만명	220만명
1인당 평균 지출액(B)	101만원	143만원
내수진작 경제적 효과(AxB)	2.2조원	3.1조원

자료: 현대경제연구원 추정, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 영 골퍼 타겟 마케팅 (1)



골프용품 브랜드 '볼빅'과 2030 선호 브랜드 '디즈니'의 콜라보레이션 상품

1020대 주요타겟인 온라인쇼핑몰 무신사, 무신사스토어 앱 내 골프 카테고리 신설

자료: 골프존, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 영 골퍼 타겟 마케팅 (2)

**카카오골프예약1)**

- 골프장과 골퍼를 연결하는 플랫폼 서비스
- 골프장 예약, 결제, 귀가까지 원스톱 컨시어지 기능 제공
- 2019.06 출시



자료: Nielsen Media Korea Digital Data(2021.02), 이베스트투자증권 리서치센터

코로나19가 마무리되고 향후 해외여행이 개시되어도 중장기적으로 골프 인원은 늘어날 것으로 전망한다. 골프는 비교적 긴 기간동안 유지하는 스포츠에 속하기 때문에 코로나 19를 계기로 신규 진입한 인원이 어느정도 계속해서 잔존할 것으로 판단하기 때문이다. 더군다나 골프와 연계된 시장은 골프웨어를 포함해 다양하다. 국내 골프장 시장, 해외 골프패키지 시장, 골프용품 시장, 골프의류 시장, 스크린골프장 시장, 실외/실내연습장 시장, 골프레슨 시장, 골프장 개발 시장 등 세분화된다. 그 중그 중 국내는 골프의류 시장도 다양한 브랜드로 나뉜 상태다. 국내해외 골프의류 브랜드를 포함해서 어느 한 브랜드가 독과점적 M/S를 유지하지 않고 골고루 분산되어 있다. 해외골프 인원들의 골프웨어 소비력인 높기 때문에 해외수요로 전환되더라도 골프웨어 시장은 견조할 것이다.

표6 주요 골프웨어 목록

기업명	새인트앤드류스
크리스에프앤씨	새인트앤드류스 마스터바니에디션 파리게이츠 핑 팬텀
까스텔바작	까스텔바작
슈페리어	슈페리어
아쿠슈네츠	타이틀리스트 풋조이
PXG	PXG
캘러웨이	캘러웨이
센트로이드PE	테일러메이드
나이키	나이키골프
아디다스	아디다스 골프
언더아머	언더아머 골프
사우스케이프	사우스케이프
대명화학	어뉴골프
코웰패션	페어라이어

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part III

---

## 결론 및 투자의견

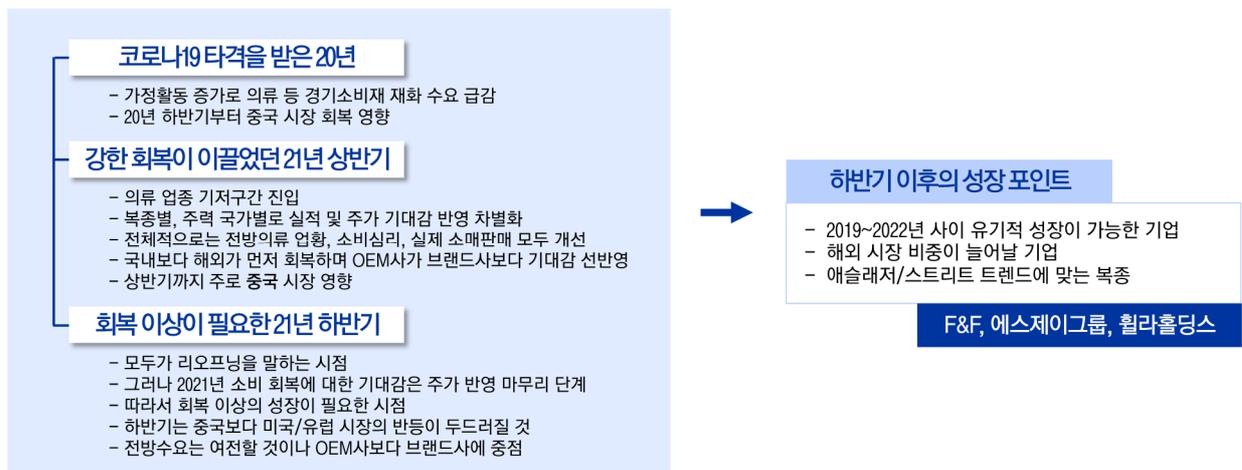
# 결론 및 투자전략

## 의류 업종 Overweight

2021년 커버리지 의류 7개기업 합산 매출액 11조 3,481억원(YoY +15.1%), 영업이익 1조 4,451억원(YoY +46.8%), 영업이익률 12.8%(+2.8%p)만큼의 증익을 전망한다. 상반기에 OEM사의 전방산업 회복을 필두로 한 회복 및 중국 시장에 익스포저가 큰 기업 위주로 성장이 있었다면, 하반기에는 애슬레저/아웃도어/스트리트 복종 위주의 브랜드사가 유리할 것으로 전망한다. 특히 외부 트래픽이 증가하고 소비자들의 선택지 자체가 다양해지는 시기에는, 어떤 기업이 브랜드 파워를 키워가는지 눈에 쉽게 떨어질 것이다.

국가별로는 하반기에 중국 소비시장의 안정적인 성장이 뒷받침 되는 가운데 본격적으로 미국/유럽의 회복속도가 두드러질 것으로 전망한다. 기존의 코로나19 시나리오별 전망에서 백신 효과가 점진적으로 나타난다는 기존의 베이스 시나리오를 채택하고, 해외 회복 순서는 중국>미국>유럽 순서 의견을 유지한다. Top-picks는 F&F, 에스제이그룹이다.

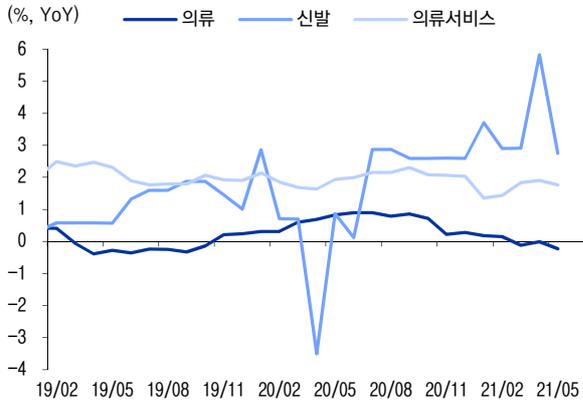
그림31 (요약) 회복 너머의 성장을 찾아



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

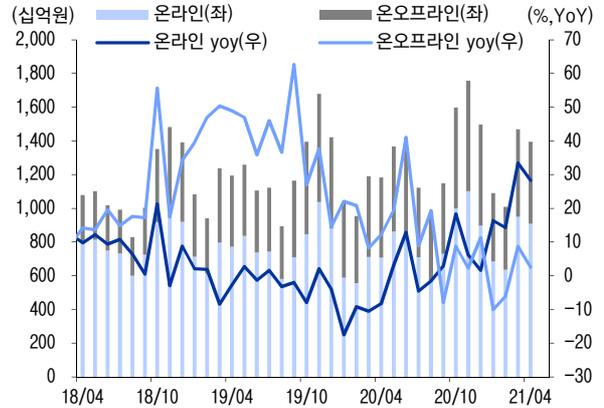
# Appendix

그림32 의류 CPI YoY 변동 추이



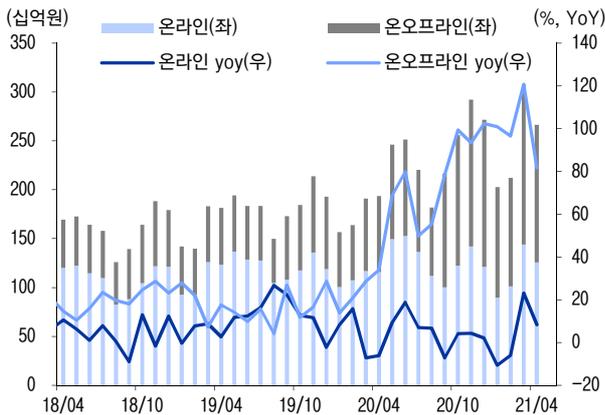
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 의복 온오프라인 채널 추이



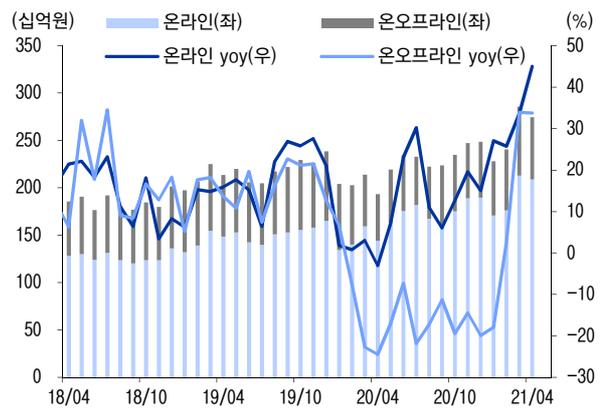
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 신발 온오프라인 채널 추이



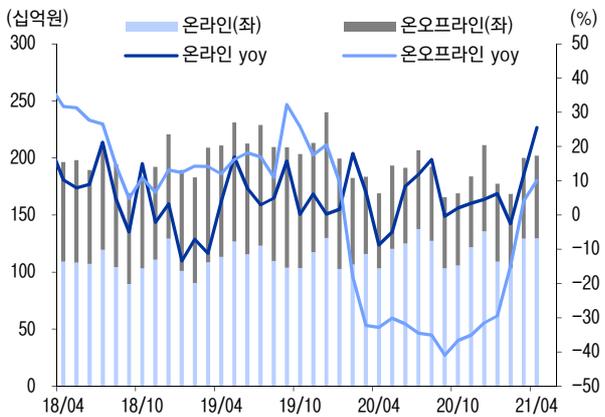
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 가방 온오프라인 채널 추이



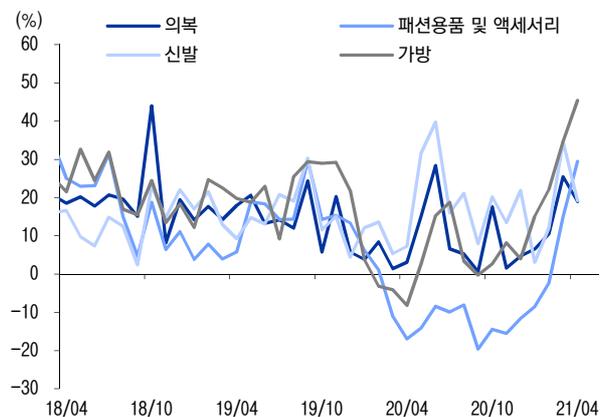
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 패션용품 및 액세서리 온오프라인 채널 추이



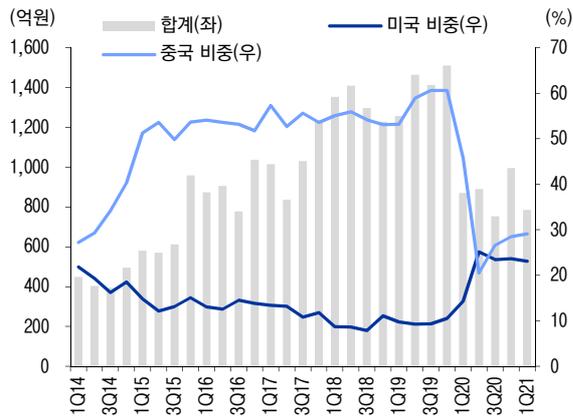
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 의복업 부문별 온오프라인 채널 YoY 추이



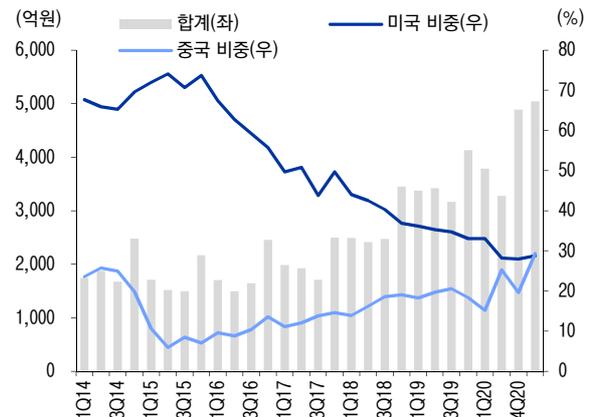
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 온라인쇼핑 해외직접판매액 의류 및 패션



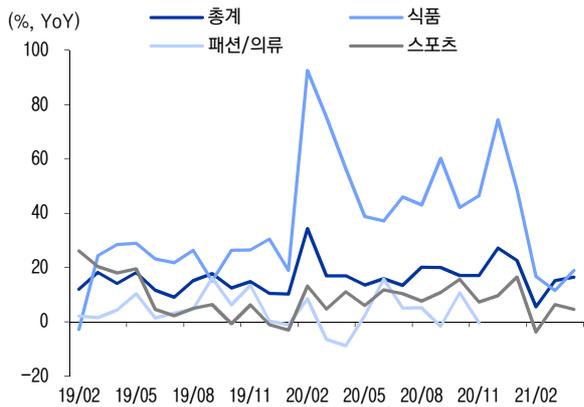
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 온라인쇼핑 해외직접구매액 미국 및 의류 및 패션



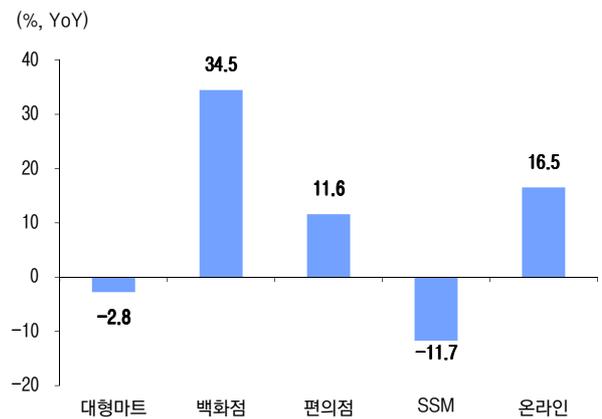
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 온라인 유통 채널별 매출 신장률



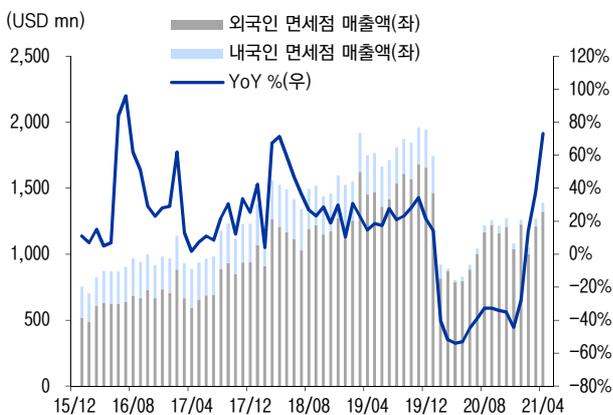
자료: 산업자원통상부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 21/04 업태별 채널 성장률



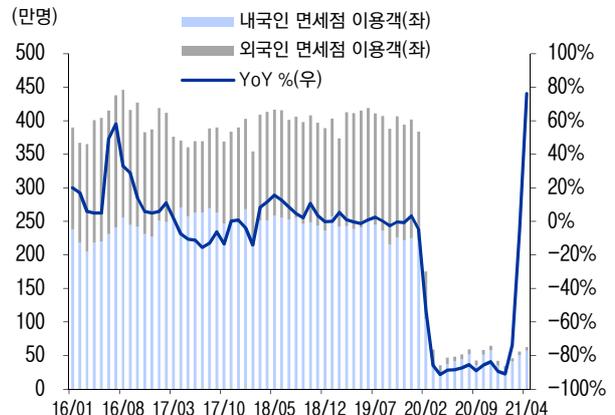
자료: 산업자원통상부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 면세점 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 면세점 이용객 추이



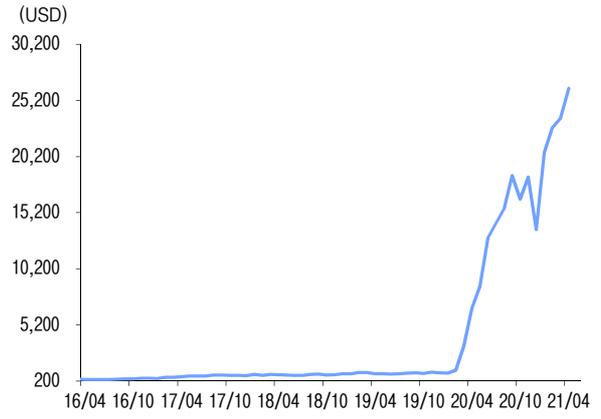
자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 내국인 면세점 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 외국인 면세점 객단가



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기업분석

F&F (383220)	28
휠라홀딩스 (081660)	33
에스제이그룹 (306040)	41
한섬 (020000)	48
크리스에프앤씨 (110790)	54

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
F&F	Buy(신규)	600,000 원
휠라홀딩스	Buy(유지)	73,000 원
에스제이그룹	Buy(신규)	38,000 원
한섬	Buy(신규)	57,000 원
크리스에프앤씨	Not Rated	Not Rated

# F&F (383220)

2021. 06. 15

섬유의복

## 신설법인 2021E 영업이익 YoY +135% 전망

Analyst **심지현**

02. 3779. 8640

simjin@ebestsec.co.kr

### 분할상장 이후 재추정

F&F(이하 동사)의 분할 후 재상장된 사업회사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 600,000원으로 커버리지를 신규 개시한다. 지배구조 이슈가 없고 자회사 재평가 부분 역시 큰 이슈가 아니라 분할에 따른 영향은 크지 않다. 해외에서 MLB와 discovery 양대 브랜드에 대해 빠르게 인지도가 늘어나고 있으며 국내 의류업체들의 평균 영업이익률 대비 높은 수준의 수익성을 가지고 있어 향후 성장 속도에도 문제가 없다. 더불어 레저/스포츠/아웃도어 의류로의 빠른 트렌드 변화가 외부 트래픽 회복과 만나 시너지를 일으킬 것으로 기대한다. 재무적으로는 재고자산회전율이 업계 평균 대비 우수한 수준으로 유지되고 있다.

### 연간 전사업부 고성장

**1)국내:** 외부 레저/스포츠 활동 증가에 따른 단기적, 구조적 외형 상승을 기대한다. 내수 비면세 매출에서 연간 +12.1%, 면세 매출에서 +56.4%(면세 기저 회복), 키즈 매출에서 +17.6%씩 YoY 성장을 전망한다. **2)중국:** 기존 예상보다 매장수가 빠르게 늘어나고 있어 매장수 추정치를 상향했고, 전반적으로 매장수 및 매장당 매출액 동반 성장(점포수 연간 179개 증가) 하에서 나오는 기존사업의 빠른 성장 위에 6월부터의 MLB키즈 추가분을 기대한다. **3)Discovery:** 마찬가지로 외부 레저/스포츠활동 확대에 따른 구조적 성장을 기대해 연간 매출 YoY +23.4%를 전망한다. 전반적으로 외형성장에 힘입어 레버리지 효과가 상승할 것으로 기대해 연간 OPM 추정치를 상향했다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 600,000원 신규 제시, 업종 내 Top-picks 유지

동사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 1조 2,796억(YoY +52.8%), 영업이익 2,882억(YoY +135.1%), 영업이익률 22.5%(+7.9%p)일 것으로 추정한다. 이는 19년부터 22년까지 이어지는 기저 회복 너머의 유기적 성장 흐름이다. 신설회사의 적정시가총액은 4조 6,365억원으로 추정한다. 전개하는 사업의 성질이 비슷해 2021년 전체 지배 수익 기준으로 영업가치를 산정하였다. 전체 의류 커버리지 내에서 Top-picks로 선정한다.

**Buy (Initiate)**

목표주가 **600,000 원**

현재주가 **505,000 원**

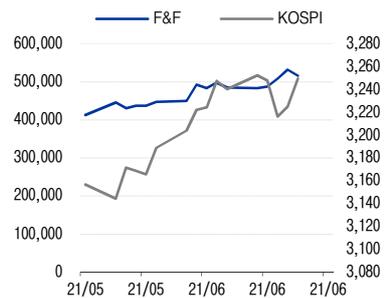
### 컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(6/14)	3,252.13 pt
시가총액	38,690 억원
발행주식수	7,661 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	412,500/532,000 원
90 일 일평균거래대금	485 억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률(21.12E)	0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -
	6 개월 -
	12 개월 -
주주구성	김창수 (외 10인) 59.3%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	910	151	151	110	7,185	1.4	181	15.6	9.1	3.6	25.1
2020	838	123	120	85	5,600	-22.1	158	15.1	7.2	2.4	16.6
2021E	1,280	288	291	204	13,283	137.2	326	2.8	0.2	0.8	31.5
2022E	1,490	298	301	211	13,757	3.6	335	2.7	-0.3	0.6	24.9
2023E	1,623	325	328	229	14,976	8.9	363	2.5	-0.7	0.5	21.5

자료: 분할 전 기준 실적, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## F&F 실적 추정 및 Valuation

표7 F&F 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>166.0</b>	<b>166.8</b>	<b>159.6</b>	<b>345.2</b>	<b>285.7</b>	<b>270.7</b>	<b>256.5</b>	<b>466.7</b>	<b>910.3</b>	<b>837.6</b>	<b>1,279.6</b>	<b>1,490.0</b>
1)전체 MLB	107.9	110.1	112.4	176.7	195.2	192.2	191.7	260.7	617.0	507.1	839.9	1,023.6
①MLB 한국(수출 외)	86.0	86.8	83.1	112.3	124.5	118.3	109.1	137.6	514.3	368.2	489.6	538.9
-MLB 비면세(추정)	35.5	38.2	30.0	35.0	38.3	42.8	33.0	41.3	147.3	138.7	155.4	177.7
-MLB 면세(추정)	34.9	34	40.1	56.7	65.0	59.5	61.0	73.7	276.2	165.7	259.2	278.7
-MLB Kids	15.6	14.6	13.0	20.6	21.2	16.1	15.1	22.6	90.8	63.8	75.0	82.5
②MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.8	49.5	57.8	67.5	100.5	11.9	75.1	275.3	402.2
-온라인(추정)	5.9	7.8	10.6	17.0	9.0	12.8	11.7	19.8	11.4	12.8	10.8	19.8
-오프라인(추정)	0.5	0.9	5.7	26.7	33.0	45.0	55.8	80.7	0.5	33.8	214.5	348.0
*매장 수	2.0	5.0	33.0	75.0	112.0	164.0	204.0	254.0	-	75.0	254.0	324.0
③MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	10.3	10.0	10.1	11.6	30.4	23.1	41.9	46.1
2)Discovery	63.7	65.4	51.8	179.1	95.0	78.5	64.8	206.0	323.6	360.0	444.2	466.4
<b>매출액 YoY (%)</b>	<b>2.2</b>	<b>-17.1</b>	<b>-26.2</b>	<b>4.5</b>	<b>72.1</b>	<b>62.3</b>	<b>60.7</b>	<b>35.2</b>	<b>36.2</b>	<b>-8.0</b>	<b>52.8</b>	<b>16.4</b>
1)전체 MLB	-7.5	-28.8	-30.9	-3.5	80.9	74.6	70.6	47.6	47.5	-17.8	65.6	21.9
MLB 비면세	7.9	-5.2	-16.9	-7.9	8.0	12.0	10.0	18.0	15.0	-5.8	12.1	14.3
MLB 면세	-8.2	-50.7	-52.9	-32.5	86.2	75.0	52.0	30.0	104.6	-40.0	56.4	7.5
MLB Kids	-31.9	-35.1	-31.6	-22.0	35.9	10.0	16.5	9.7	17.0	-29.7	17.6	10.0
MLB 중국	-	-	400.3	428.4	684.4	567.2	313.9	129.5	-	531.9	266.7	46.1
MLB 홍콩	-32.8	-50.0	-38.3	30.4	127.2	130.0	110.0	23.0	70.0	-24.2	81.7	10.0
2)Discovery	11.8	27.7	-4.4	11.1	49.1	20.0	25.0	15.0	9.1	11.2	23.4	5.0
<b>매출총이익</b>	<b>113.3</b>	<b>114.8</b>	<b>108.1</b>	<b>230.6</b>	<b>194.3</b>	<b>184.1</b>	<b>175.7</b>	<b>312.7</b>	<b>617.0</b>	<b>566.8</b>	<b>866.7</b>	<b>1,020.6</b>
GPM (%)	68.3	68.8	67.7	66.8	68.0	68.0	68.5	67.0	67.8	67.7	67.7	68.5
<b>영업이익</b>	<b>17.3</b>	<b>20.5</b>	<b>12.6</b>	<b>72.1</b>	<b>70.0</b>	<b>59.6</b>	<b>51.3</b>	<b>107.3</b>	<b>150.7</b>	<b>122.6</b>	<b>288.2</b>	<b>298.0</b>
YoY (%)	-8.1	-29.0	-61.1	2.2	304.2	190.6	306.5	48.8	64.8	-18.7	135.1	3.4
OPM (%)	10.4	12.3	7.9	20.9	24.5	22.0	20.0	23.0	16.6	14.6	22.5	20.0
<b>지배 순이익</b>	<b>13.9</b>	<b>14.2</b>	<b>8.5</b>	<b>49.2</b>	<b>56.5</b>	<b>45.8</b>	<b>42.6</b>	<b>72.6</b>	<b>110.2</b>	<b>203.5</b>	<b>210.8</b>	<b>229.4</b>
NPM (%)	8.4	8.5	5.3	14.3	19.8	16.9	16.6	15.5	12.1	24.3	16.5	15.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

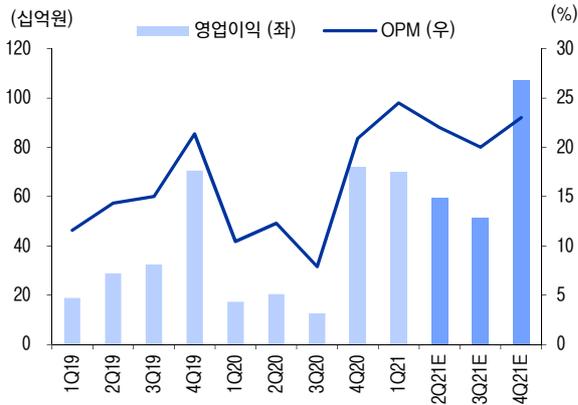
주: 과거 사업부별 데이터도 일부 추정치 존재. 기타 및 조정은 생략. 한국 수출 부문은 내부거래라 상계됨  
2Q21E 추정치부터 신설 F&F에 포함된 사업부만 나타냄, 이전 실적은 분할 전 기준 표기

표8 F&F 순이익 기준 Valuation

구분	추정치	비고
21E 지배 순이익	210.8	(a)
Target P/E	22.0	(b)
적정 시가총액	4,636.5	(a) x (b)
유통 주수 (천주)	7,661	(c)
적정주가	605,211.5	(a) x (b) / (c)
목표주가 (원)	600,000	적정주가에서 반올림해서 산출
현재주가(원)	505,000	21.06.14
상승여력	18.8%	-

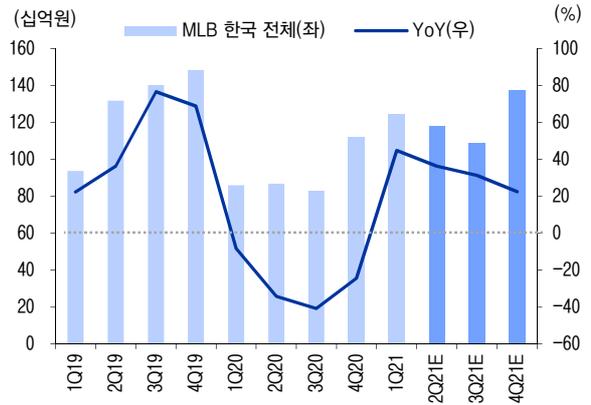
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 전체 영업이익 및 영업이익률 추이 및 전망



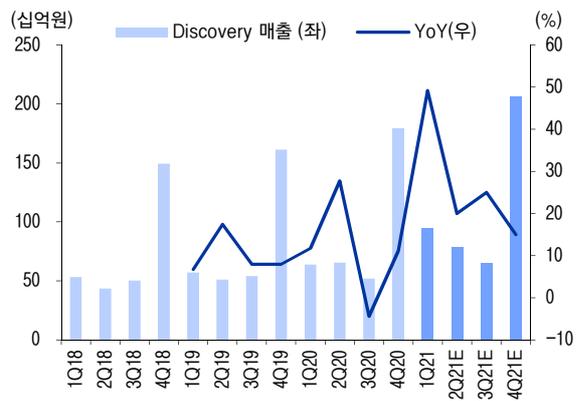
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 MLB 부문 실적 추이 및 전망



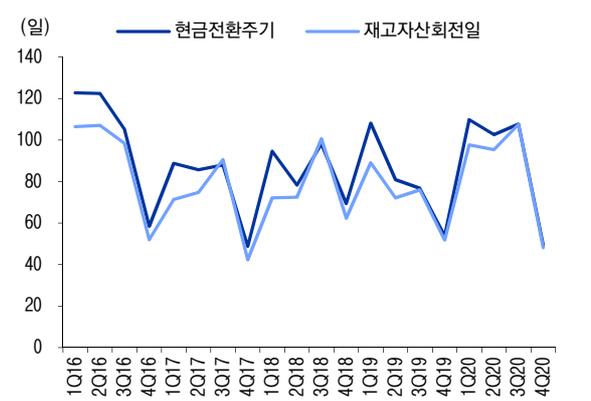
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 Discovery 실적 추이 및 전망



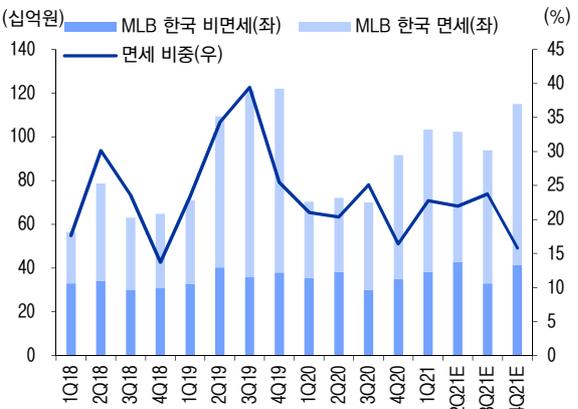
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 재고자산회전일수 및 현금전환주기



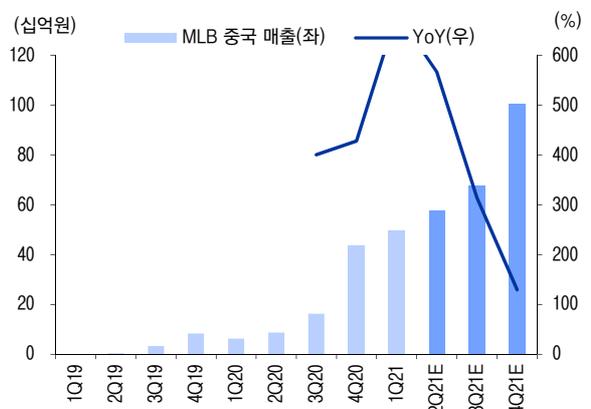
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 MLB 한국 면세 비중 추이 및 전망



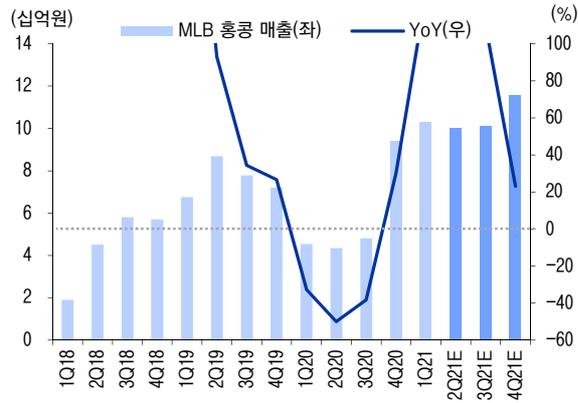
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 MLB 중국 매출 추이 및 전망



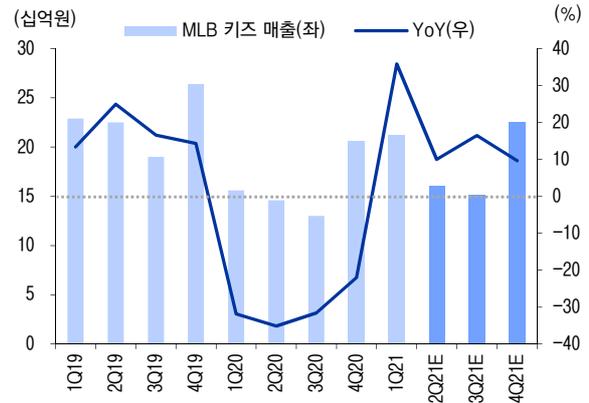
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 MLB 홍콩 매출 추이 및 전망



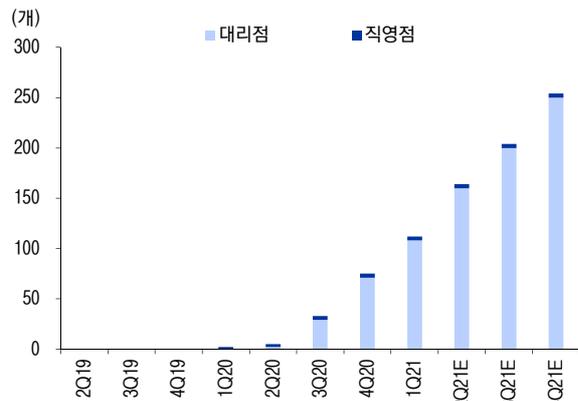
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 MLB 키즈 매출 추이 및 전망



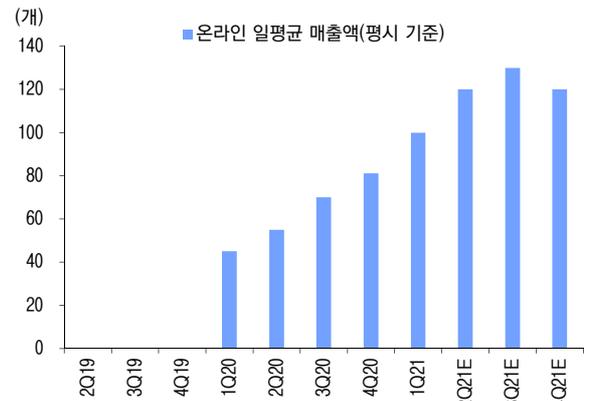
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 중국 매장 수 추이 및 전망



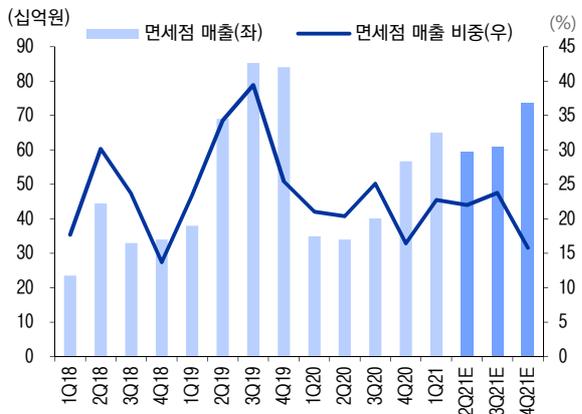
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 온라인 일평균 매출액(평시 기준) 추이 및 전망



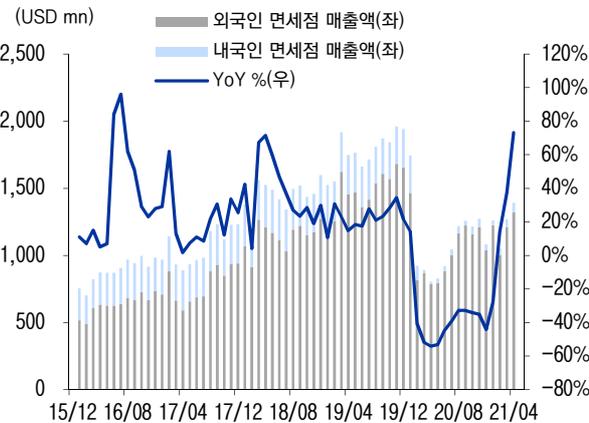
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 면세점 매출비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 면세점 이용객 수 추이 (~20/04)



자료: 한국면세점협회, 이베스트투자증권 리서치센터

## F&F (007700)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	400	522	677	864	1,064
현금 및 현금성자산	45	75	121	263	427
매출채권 및 기타채권	87	94	106	117	125
재고자산	176	158	247	272	292
기타유동자산	93	196	203	211	220
<b>비유동자산</b>	284	296	332	371	412
관계기업투자등	7	15	18	18	18
유형자산	161	166	160	159	162
무형자산	11	26	62	97	132
<b>자산총계</b>	<b>684</b>	<b>818</b>	<b>1,009</b>	<b>1,235</b>	<b>1,477</b>
<b>유동부채</b>	161	243	266	281	293
매입채무 및 기타채무	88	95	117	129	138
단기금융부채	19	84	84	84	84
기타유동부채	55	64	65	68	71
<b>비유동부채</b>	39	23	4	4	4
장기금융부채	34	17	-3	-3	-3
기타비유동부채	5	6	6	6	7
<b>부채총계</b>	<b>201</b>	<b>266</b>	<b>269</b>	<b>284</b>	<b>297</b>
<b>지배주주지분</b>	483	551	740	950	1,180
<b>자본금</b>	8	8	8	8	8
<b>자본잉여금</b>	3	3	3	3	3
<b>이익잉여금</b>	480	550	738	949	1,178
비지배주주지분(연결)	1	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>484</b>	<b>552</b>	<b>740</b>	<b>951</b>	<b>1,180</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	162	155	163	226	252
당기순이익(손실)	110	85	204	211	229
비현금수익비용가감	85	74	37	38	39
유형자산감가상각비	30	35	36	36	36
무형자산상각비	0	0	1	2	2
기타현금수익비용	1	3	-1	0	0
영업활동 자산부채변동	-10	40	-77	-22	-16
매출채권 감소(증가)	0	13	-12	-11	-8
재고자산 감소(증가)	-25	18	-89	-26	-20
매입채무 증가(감소)	18	-3	22	12	9
기타자산, 부채변동	-3	13	2	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-109</b>	<b>-140</b>	<b>-82</b>	<b>-84</b>	<b>-88</b>
유형자산처분(취득)	-32	-20	-30	-35	-39
무형자산 감소(증가)	-1	-14	-37	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-16	278	-11	-8	-8
기타투자활동	-61	-384	-4	-4	-4
<b>재무활동 현금</b>	<b>-24</b>	<b>17</b>	<b>-35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-8	33	-20	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-15	-15	0	0
배당금의 지급	10	15	15	0	0
기타재무활동	-7	-1	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>142</b>	<b>164</b>
기초현금	17	45	75	121	263
기말현금	45	75	121	263	427

자료: 분할 전 기준, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>910</b>	<b>838</b>	<b>1,280</b>	<b>1,490</b>	<b>1,623</b>
매출원가	293	271	413	469	511
<b>매출총이익</b>	<b>617</b>	<b>567</b>	<b>867</b>	<b>1,021</b>	<b>1,112</b>
판매비 및 관리비	466	444	579	723	787
<b>영업이익</b>	<b>151</b>	<b>123</b>	<b>288</b>	<b>298</b>	<b>325</b>
(EBITDA)	181	158	326	335	363
금융손익	1	-2	0	0	0
이자비용	1	1	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	3	3	3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>151</b>	<b>120</b>	<b>291</b>	<b>301</b>	<b>328</b>
계속사업법인세비용	41	35	87	90	98
계속사업이익	110	85	204	211	229
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>110</b>	<b>85</b>	<b>204</b>	<b>211</b>	<b>229</b>
지배주주	110	86	204	211	229
<b>총포괄이익</b>	<b>110</b>	<b>85</b>	<b>204</b>	<b>211</b>	<b>229</b>
매출총이익률 (%)	67.8	67.7	67.7	68.5	68.5
영업이익률 (%)	16.6	14.6	22.5	20.0	20.0
EBITDA 마진률 (%)	19.9	18.9	25.4	22.5	22.4
당기순이익률 (%)	12.1	10.2	15.9	14.1	14.1
ROA (%)	18.7	11.4	22.3	18.8	16.9
ROE (%)	25.1	16.6	31.5	24.9	21.5
ROIC (%)	28.8	22.2	46.7	40.2	39.4

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.6	15.1	2.8	2.7	2.5
P/B	3.6	2.4	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.1	7.2	0.2	-0.3	-0.7
P/CF	8.9	8.1	2.4	2.3	2.2
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	36.2	-8.0	52.8	16.4	8.9
영업이익	64.8	-18.7	135.1	3.4	8.9
세전이익	7.1	-20.3	141.5	3.6	8.9
당기순이익	0.6	-22.4	138.4	3.6	8.9
EPS	1.4	-22.1	137.2	3.6	8.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	41.5	48.2	36.4	29.9	25.1
유동비율	247.9	215.1	254.7	307.9	363.8
순차입금/자기자본	-14.5	-29.1	-31.6	-40.4	-47.1
영업이익/금융비용	108.2	83.3	119.4	153.9	167.6
총차입금 (십억원)	53	101	81	81	81
순차입금 (십억원)	-70	-161	-234	-384	-556
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	7,185	5,600	13,283	13,757	14,976
BPS	31,366	35,801	48,020	61,705	76,604
CFPS	12,648	10,361	15,597	16,135	17,410
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

# 휠라홀딩스(081660)

2021. 06. 15

**섬유·의복**

## 골프에서 한번, 본업에서 한번 더

Analyst **심지현**

02. 3779. 8640

simjin@ebestsec.co.kr

### 해외 비중 84.3%

국내외 골프 수요의 강세, 신제품 효과 등으로 Acushnet 연결 실적 효과가 크게 반영될 것으로 기대되는 가운데, 본업에서도 중국의 고성장, 미국/유럽 하반기 본격 회복구간 진입, 내수 퍼포먼스 라인 신제품 및 Keds 확대에 의한 안정적인 성장을 전망한다. 향후 내수에서 신규 제품군의 실적이 가시화되면 실적 추정치 상향도 가능하다.

### 2021E Preview

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 3조 6,222억(YoY +15.8%), 영업이익 5,200억(YoY +52.5%), 영업이익률 14.4%(+3.5%p)일 것으로 추정한다. FILA 국내 +7.8%, 미국 +13.6%, 로열티 -0.7%, Acushnet +15.6%만큼 매출 YoY 성장을 예상한다. 중국은 글로벌 지역 중 소비가 가장 선제적으로 반등하였으며 해당 추세를 하반기까지 이어갈 것으로 예상하고, 미국/유럽의 경우 백신 보급 확대에 따라 하반기부터 기저구간에서의 회복에 들어간다.

Acushnet의 경우 1Q21의 호실적 흐름은 그대로 이어질 것이나 1Q21 실적발표에서 공개된 연간 가이드를 반영해 하반기에는 외형 소폭 축소가 불가피하다. 전반적으로 매스 채널 비중이 커진 상황이나, 하반기로 가며 오더북 회복세가 뚜렷할 것으로 기대하고 저마진 비중이 하락하며 마진 확대가 가능할 것으로 기대한다. 퍼포먼스 라인 등 신규 사업에 비용이 다소 소모될 것이나 해당 라인이 기존 제품보다 고ASP 제품일 것으로 파악해 마진에 기여할 것으로 본다. 또한 기존 10% 전후 비중을 차지하던 면세 매출 역시 타이공 회복 등으로 빠른 회복을 전망한다.

### 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 73,000원으로 상향

부문별 SOTP Valuation 방식을 사용하였으며, FILA 브랜드는 21E 각 부문 순이익 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.

## Buy (maintain)

목표주가 **73,000 원**

현재주가 **53,400 원**

### 컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(6/14)		3,252.13 pt
시가총액		32,442 억원
발행주식수		60,752 천주
액면가		1,000 원
52 주 최고가 / 최저가		30,300/58,200 원
90 일 일평균거래대금		293 억원
외국인 지분율		44.6%
배당수익률(21.12E)		0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.7%
	6 개월	4.5%
	12 개월	-12.5%
주주구성	피에몬테 (외 3인)	21.7%
	국민연금공단 (외 1인)	10.0%
	Templeton Asset Management	5.0%
	기타	6.1%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	3,450	471	471	338	4,386	86.7	564	12.1	7.2	2.6	23.8
2020	3,129	341	340	198	2,311	-47.3	442	18.9	7.2	2.1	10.9
2021E	3,423	370	403	234	2,740	18.6	467	19.5	7.9	2.2	12.0
2022E	3,539	374	407	237	2,771	1.1	467	19.3	7.5	2.0	10.9
2023E	3,672	386	419	244	2,850	2.9	475	18.7	7.0	1.8	10.1

자료: 휠라홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 힐라홀딩스 실적 추정 및 Valuation

표9 힐라홀딩스 분기 실적 추이 및 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>789.9</b>	<b>625.0</b>	<b>917.4</b>	<b>796.5</b>	<b>988.3</b>	<b>870.9</b>	<b>918.8</b>	<b>844.3</b>	<b>3,128.8</b>	<b>3,622.2</b>	<b>3,795.4</b>
한국(FILA Korea)	128.8	142.1	121.7	136.2	136.2	149.2	133.7	151.2	528.8	570.2	598.7
미국(FILA USA)	126.7	69.6	160.3	153.4	147.3	109.9	168.3	153.7	510.0	579.3	596.6
로열티(Fila Luxembourg)	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	14.8	17.4	18.9	66.8	66.3	67.7
힐라 기타(조정)	27.7	33.6	42.9	16.6	42.6	40	40	40	120.7	162.6	160.0
Acushnet Holdings Corp.	487.9	367.7	575.4	471.5	646.9	544.1	547.8	461.2	1,902.4	2,199.9	2,309.9
<b>매출액 YoY (%)</b>	<b>-5.4</b>	<b>-34.8</b>	<b>5.8</b>	<b>0.9</b>	<b>25.1</b>	<b>39.3</b>	<b>0.1</b>	<b>6.0</b>	<b>-9.3</b>	<b>15.8</b>	<b>4.8</b>
한국	-19.9	-5.1	-25.1	5.7	-4.2	5.0	9.8	11.0	-13.6	7.8	5.0
미국	-19.6	-57.9	-8.6	20.5	16.3	58.0	5.0	0.2	-18.5	13.6	3.0
로열티	25.6	-67.3	-33.1	40.4	-18.6	22.0	1.1	1.0	-26.6	-0.7	2.0
Acushnet	0.0	-31.8	15.2	8.7	32.6	48.0	-4.8	-2.2	-2.9	15.6	5.0
<b>영업이익</b>	<b>67.1</b>	<b>50.3</b>	<b>155.6</b>	<b>68.1</b>	<b>183.6</b>	<b>132.6</b>	<b>116.1</b>	<b>87.8</b>	<b>341.1</b>	<b>520.0</b>	<b>537.7</b>
한국	21.6	28.0	22.4	22.3	25.9	26.9	24.7	21.5	94.3	99.0	107.8
미국	7.7	-6.1	10.7	-2.4	4.0	4.9	8.8	4.9	9.9	22.6	35.8
로열티	19	12	17	19	15	15	17	19	66.8	66.3	67.7
기타	-3.6	3.9	8.2	-2.5	7.3	-1.1	7.7	9.3	6.0	23.2	2.2
Acushnet	22.7	12.4	97.1	31.9	131.0	87.1	57.5	33.2	164.1	308.8	324.3
<b>영업이익 YoY (%)</b>	<b>-42.0</b>	<b>-65.3</b>	<b>24.6</b>	<b>-20.0</b>	<b>173.4</b>	<b>163.7</b>	<b>-25.4</b>	<b>28.9</b>	<b>-27.5</b>	<b>52.5</b>	<b>3.4</b>
한국	-10.8	-10.0	-15.3	-26.8	20.3	-4.2	10.4	-3.8	-16.0	5.0	8.9
미국	-24.5	적전	-13.0	적지	-48.1	흑전	-18.2	흑전	-16.0	5.0	8.9
로열티	25.6	-67.3	-33.1	40.4	-18.6	22.0	1.1	1.0	-73.7	128.5	58.3
기타	적전	흑전	-18.2	적전	흑전	적전	-0.1	흑전	-0.7	2.9	-0.9
Acushnet	-60.0	-82.0	92.6	-4.5	478.2	603.3	-40.8	4.0	-21.6	88.2	5.0
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>8.5</b>	<b>8.0</b>	<b>17.0</b>	<b>8.5</b>	<b>18.6</b>	<b>15.2</b>	<b>12.6</b>	<b>10.4</b>	<b>10.9</b>	<b>14.4</b>	<b>14.2</b>
한국	16.7	19.7	18.4	16.4	19.0	18.0	18.5	14.2	17.8	17.4	18.0
미국	6.1	-8.8	6.7	-1.6	2.7	4.5	5.2	3.2	1.9	3.9	6.0
기타	-10.7	9.1	49.1	-5.8	18.2	-2.6	19.3	23.2	5.0	14.3	1.4
Acushnet	4.6	3.4	16.9	6.8	20.3	16.0	10.5	7.2	8.6	14.0	14.0
<b>순이익</b>	<b>39.5</b>	<b>45.5</b>	<b>95.1</b>	<b>17.6</b>	<b>134.2</b>	<b>92.8</b>	<b>77.7</b>	<b>62.1</b>	<b>197.7</b>	<b>355.8</b>	<b>370.7</b>
한국	15.8	20.3	16.9	17.5	21.6	20.9	20.1	22.7	70.4	85.2	101.8
미국	4.1	-7.0	12.1	-4.9	2.9	3.3	5.0	4.6	4.3	15.8	17.9
로열티	18.8	12.1	17.2	18.7	15.3	14.8	17.4	18.9	66.8	66.3	67.7
Acushnet	12.2	9.9	73.3	22.5	100.9	65.3	11.0	18.4	117.9	195.6	161.7
<b>지배 순이익</b>	<b>33.6</b>	<b>39.9</b>	<b>59.6</b>	<b>5.9</b>	<b>85.0</b>	<b>65.3</b>	<b>54.6</b>	<b>43.6</b>	<b>139.0</b>	<b>250.1</b>	<b>260.7</b>
지배 순이익률 (%)	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	7.5	5.9	5.2	4.4	6.9	6.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

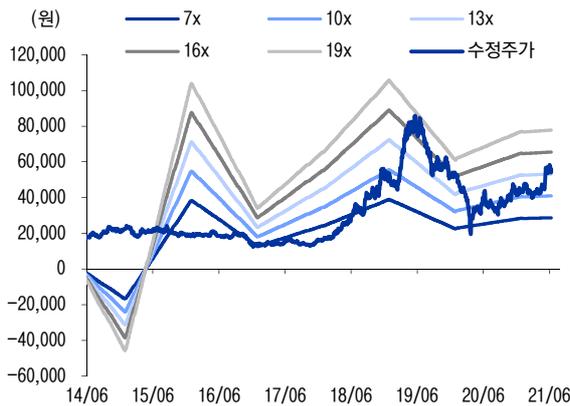
주: 부문별 매출액, 영업이익에서 중국 수익 반영분 생략. 매출, 영업이익, 순이익의 부문별 합산과 전체는 연결조정 및 기타 생략 등으로 차이 있음

표10 휠라홀딩스 SOTP Valuation

구분		21E 순이익	Target P/E	적정가치	비고
영업가치	한국	85.2	18.0	1,534.0	글로벌 아웃도어 Peer 21E 12m fwd P/E 평균에 20% 할인
	미국	15.8	17.0	269.2	-
	로열티	66.3	16.0	1,061.4	-
지분가치	Acushnet	195.6	15.0	1,525.8	지분율 52% 적용
	Full Prospect	107.7	16.0	258.4	중국 이익 합산(지분법수익+수수료수익), 지분율 15% 적용
자산가치	순차입금			159.5	2021E 기준
<b>적정 시가총액</b>				<b>4,489.2</b>	-
유통 주수 (천주)				60,752.2	-
적정주가				73,894.2	-
<b>목표주가 (원)</b>				<b>73,000</b>	<b>적정주가에서 10,000원 단위 반올림해서 설정</b>
현재주가(원)				53,400	21.06.14
상승여력				36.7%	-

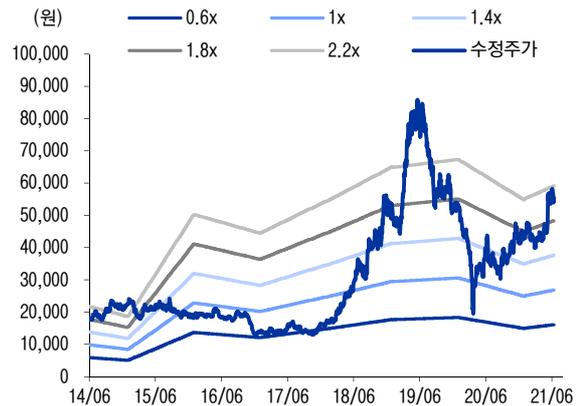
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 휠라홀딩스 PER 밴드



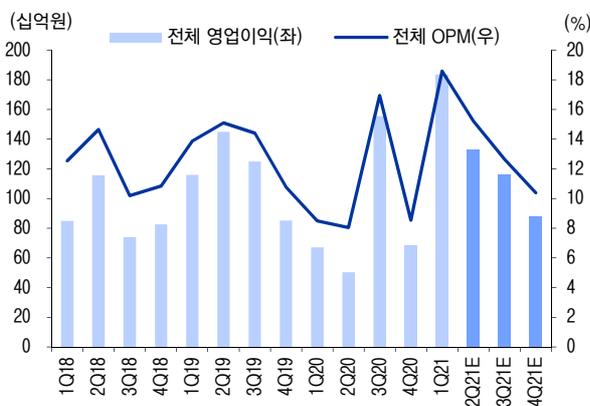
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 휠라홀딩스 PBR 밴드



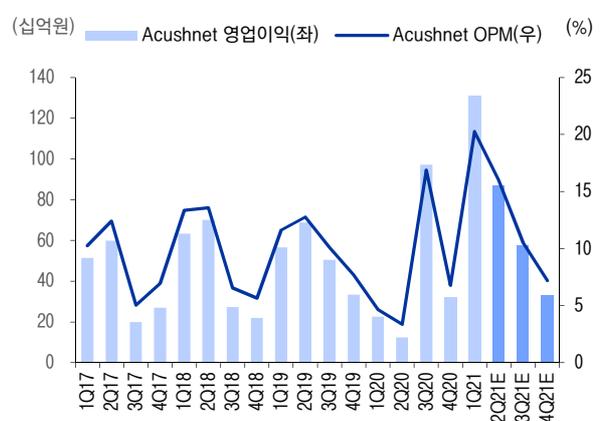
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 전체 영업이익 추이 및 추정



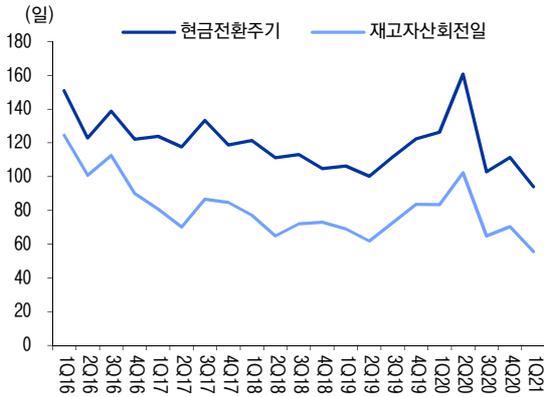
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 Acushnet 영업이익 추이 및 추정



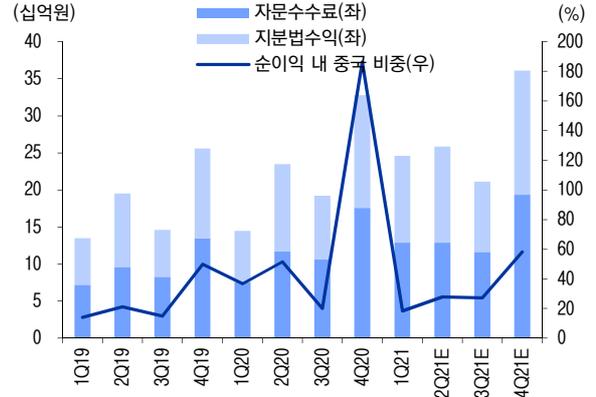
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 재고자산회전일 및 현금전환주기 추이



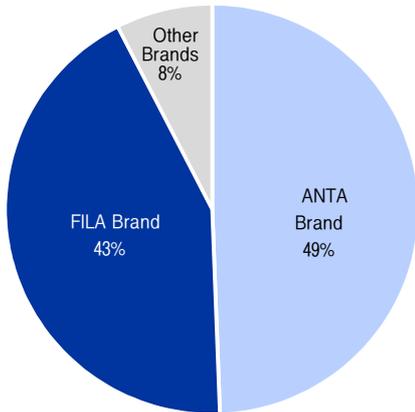
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 순이익 내 중국 비중 추이 및 추정



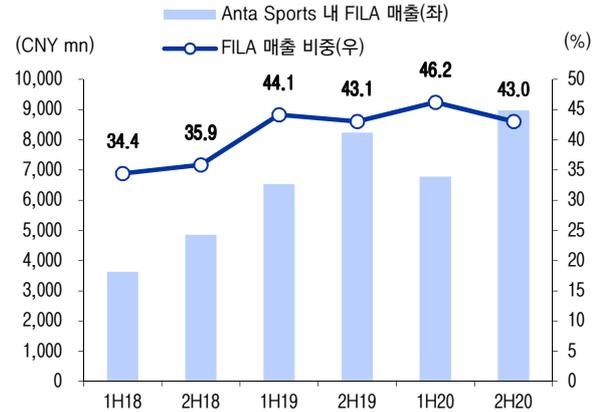
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 Anta Sports 내 FILA 매출 비중 (1H20 기준)



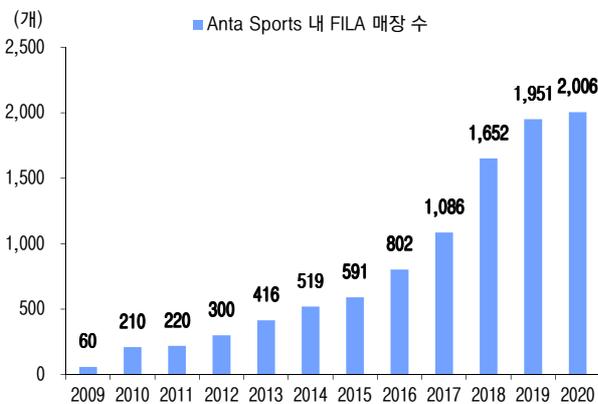
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 Anta Sports 내 FILA 매출 비중 반기 추이



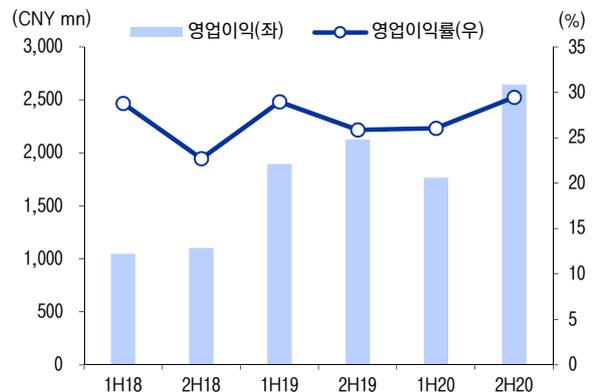
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 Anta Sports 내 FILA 매장 수 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 Anta Sports 내 FILA 영업이익의 반기 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

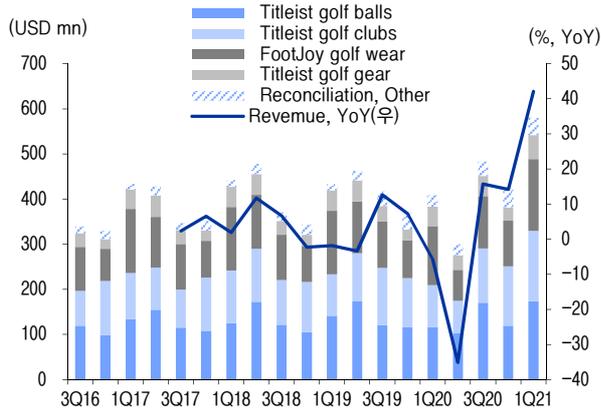
## Achshnet 부문 실적 추이

표11 Acushnet 분기별 실적 추이

USD mn, %	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
<b>Revenue</b>	<b>433.7</b>	<b>462.2</b>	<b>417.2</b>	<b>368.3</b>	<b>408.7</b>	<b>300.0</b>	<b>482.9</b>	<b>420.5</b>	<b>580.9</b>
① Category									
Titleist golf balls	141.7	173.3	120.9	115.7	116.2	102.1	170.1	119.3	173.6
Titleist golf clubs	91.3	107.0	126.8	109.3	93.2	72.4	120.8	132.0	155.8
FootJoy golf wear	141.0	114.1	102.6	84.3	130.4	68.3	116.0	100.6	159.4
Titleist golf gear	45.2	46.8	34.6	23.4	43.5	32.4	44.3	29.2	53.1
Reconciliation, Other	14.6	21.0	32.4	35.6	25.4	24.8	31.7	39.4	38.9
② Gerography									
United States	230.4	256.3	215.7	182.5	211.0	145.2	271.3	211.9	308.6
EMEA	71.1	60.0	55.7	43.8	74.7	34.1	65.4	44.8	80.6
Korea	49.0	60.4	55.7	58.2	50.4	65.9	61.5	68.4	79.1
Rest of the World	42.5	46.7	34.9	35.8	35.0	32.7	42.4	45.6	56.2
Japan	40.7	38.8	55.2	48.0	37.6	22.1	42.3	49.8	56.4
<b>OP</b>	<b>52.2</b>	<b>63.1</b>	<b>43.7</b>	<b>29.3</b>	<b>41.0</b>	<b>22.3</b>	<b>88.2</b>	<b>26.2</b>	<b>121.5</b>
Net Income, GAAP	34.9	38.5	29.8	17.9	8.9	2.3	63.2	10.1	39.5
<b>YoY</b>									
Revenue	-1.8	-3.3	12.6	7.3	-5.8	-35.1	15.8	14.2	42.1
① Category									
Titleist golf balls	13.4	0.6	-0.7	10.1	-17.9	-41.1	40.7	3.1	49.4
Titleist golf clubs	-21.9	-9.2	28.0	-2.1	2.1	-32.3	-4.7	20.8	67.2
FootJoy golf wear	0.2	-4.5	2.4	6.3	-7.5	-40.1	13.1	19.3	22.3
Titleist golf gear	1.9	2.2	13.4	-7.9	-3.7	-30.9	28.1	24.8	22.0
② Gerography									
United States	5.1	1.4	6.1	21.0	-8.4	-43.3	25.8	16.1	46.3
EMEA	-2.7	-11.3	33.6	17.0	5.1	-43.2	17.5	2.3	7.9
Korea	-6.9	-2.5	11.4	3.1	2.8	9.1	10.4	17.5	56.9
Rest of the World	-4.9	-7.0	3.1	-7.6	-17.6	-30.0	21.5	27.4	60.6
Japan	-21.9	-14.7	32.4	-19.7	-7.7	-43.1	-23.4	3.7	49.9
<b>OP</b>	<b>-16.2</b>	<b>-2.2</b>	<b>68.2</b>	<b>44.9</b>	<b>-21.4</b>	<b>-64.6</b>	<b>101.7</b>	<b>-10.5</b>	<b>196.1</b>
<b>Margin, to Sales</b>									
COGS to Sales	48.8	46.8	47.9	49.3	50.8	47.8	47.8	47.6	46.5
GPM	51.2	53.2	52.1	50.7	49.2	52.2	52.2	52.4	53.5
OPM	12.0	13.6	10.5	7.9	10.0	7.4	18.3	6.2	20.9

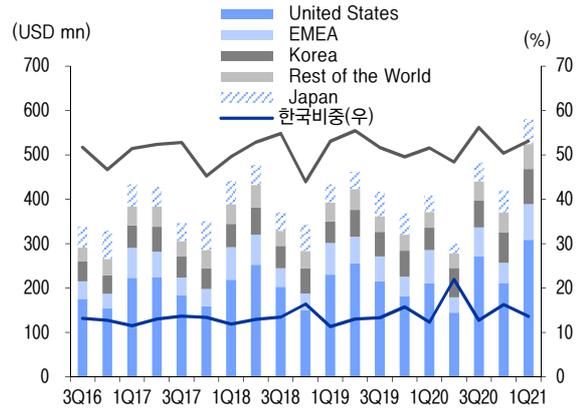
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 Acushnet 매출액 추이 - 제품별



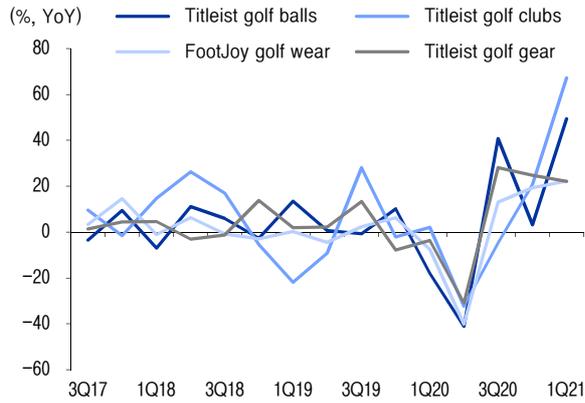
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 Acushnet 매출액 추이 - 지역별



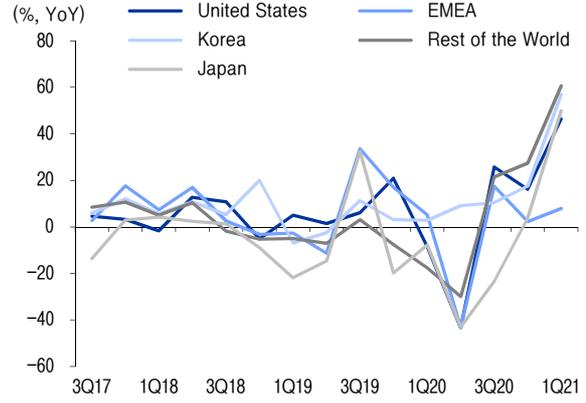
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 제품별 매출 YoY 추이



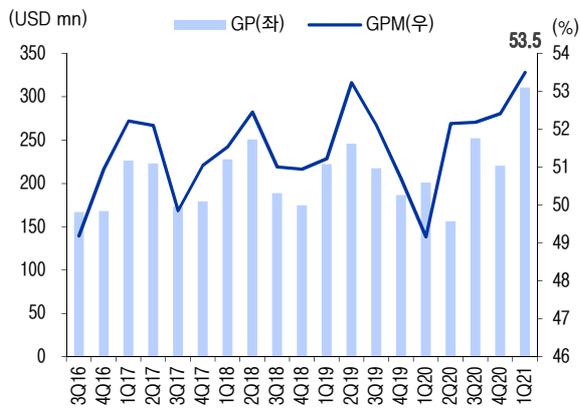
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 지역별 매출 YoY 추이



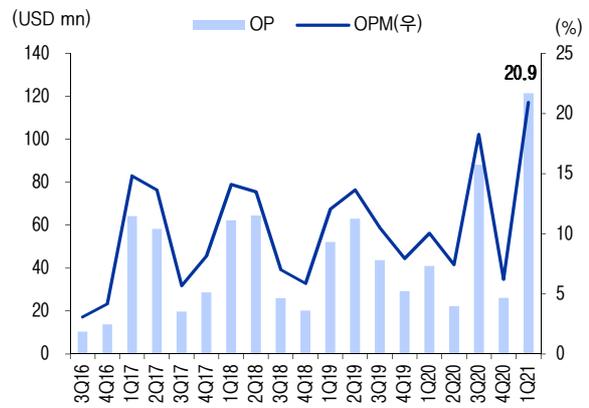
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 Acushnet 매출총이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 Acushnet 영업이익 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

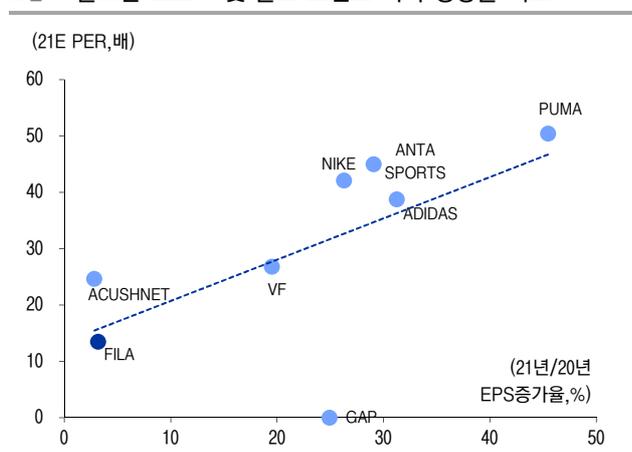
표12 글로벌 스포츠 및 골프 브랜드 Peer 실적 및 밸류에이션

구분		NIKE	ADIDAS	PUMA	GAP	ANTA SPORTS	ACUSHNET	VF	FILA	평균
시총(백만\$,십억원)		208,461	71,497	17,052	12,200	55,176	3,746	32,224	3,244.2	-
종가(\$, 원)		131.9	356.7	113.1	32.3	20.4	50.6	82.1	44,450	-
매출액 (백만\$, 십억원)	37,403	37,403	22,657	5,976	16,383	5,152	1,612	10,489	3,129	-
	43,267	43,267	28,888	8,439	17,542	8,931	1,884	12,857	3,622	-
	48,654	48,654	28,888	8,439	17,542	8,931	1,884	12,857	3,795	-
OP (백만\$, 십억원)	3,115	3,115	857	239	574	1,327	145	928	341	-
	5,987	5,987	2,604	568	1,106	1,910	227	1,546	520	-
	7,451	7,451	3,328	788	1,297	2,425	231	1,805	538	-
OPM(%)	8.3	8.3	3.8	4.0	3.5	25.8	9.0	8.8	10.9	9.0
	13.8	13.8	9.0	6.7	6.3	21.4	12.1	12.0	14.4	11.6
	15.3	15.3	11.5	9.3	7.4	27.2	12.3	14.0	14.2	13.9
ROE(%)	34.8	34.8	6.5	4.6	22.0	21.6	12.5	29.3	10.9	18.8
	46.0	46.0	20.5	14.2	-	26.5	14.5	35.7	16.1	26.2
	52.0	52.0	23.6	18.3	24.2	27.6	13.8	38.6	14.4	28.3
PER(x)	54.8	54.8	138.6	174.1	8.8	53.9	24.9	22.8	18.9	68.3
	42.1	42.1	38.8	50.5	-	45.0	24.6	26.8	13.5	38.0
	33.3	33.3	29.5	34.7	15.0	34.9	24.0	22.4	13.0	27.7
PBR(x)	19.1	19.1	9.0	8.0	1.9	11.6	3.1	6.7	2.1	8.5
	19.4	19.4	7.9	7.2	4.3	11.9	3.6	9.6	2.2	9.1
	17.3	17.3	7.0	6.3	3.6	9.6	3.3	8.6	1.9	8.0
EV /EBITDA(x)	35.8	35.8	29.9	29.6	5.3	24.8	-	13.1	7.2	23.1
	29.7	29.7	18.5	19.7	-	25.9	14.3	19.3	5.6	21.2
	24.4	24.4	15.4	15.4	6.4	20.6	13.9	17.2	5.0	16.2
EPS (USD, 원)	1.6	1.6	2.5	0.6	0.9	0.3	1.3	1.7	2,310.9	-
	3.1	3.1	9.3	2.3	1.7	0.5	2.1	3.1	4,033.4	-
	4.0	4.0	12.2	3.3	2.2	0.6	2.1	3.7	4,162.4	-
EPS(%)	-36.1	-36.1	-77.5	-69.3	-64.4	-3.2	-19.9	-46.1	-47.3	-
	92.3	92.3	267.3	272.7	85.5	63.1	59.1	78.3	74.5	-
	26.3	26.3	31.2	45.5	24.9	29.1	2.8	19.5	3.2	-

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

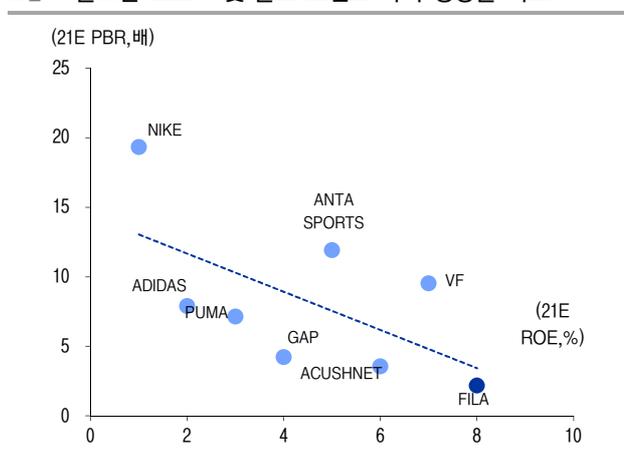
주: 기준일: 2021.06.11, 해외 기업은 컨센서스, 국내 기업은 당사 추정치, 평균은 국내기업 제외

그림74 글로벌 스포츠 및 골프 브랜드 이익 성장률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 글로벌 스포츠 및 골프 브랜드 가치 성장률 비교



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 힐라홀딩스 (081660)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	1,587	1,686	1,877	2,109	2,342
현금 및 현금성자산	232	471	557	740	922
매출채권 및 기타채권	519	517	597	619	641
재고자산	735	616	653	677	701
기타유동자산	100	82	71	74	77
<b>비유동자산</b>	2,183	2,072	2,035	2,005	1,980
관계기업투자등	70	104	109	113	118
유형자산	439	405	378	357	340
무형자산	1,548	1,451	1,432	1,414	1,397
<b>자산총계</b>	<b>3,770</b>	<b>3,758</b>	<b>3,912</b>	<b>4,114</b>	<b>4,322</b>
<b>유동부채</b>	867	995	991	1,014	1,039
매입채무 및 기타채무	242	233	250	259	268
단기금융부채	340	396	396	396	396
기타유동부채	285	367	345	360	374
<b>비유동부채</b>	1,102	906	910	922	934
장기금융부채	730	617	617	617	617
기타비유동부채	372	289	293	305	318
<b>부채총계</b>	<b>1,969</b>	<b>1,901</b>	<b>1,901</b>	<b>1,936</b>	<b>1,973</b>
<b>지배주주지분</b>	1,250	1,292	1,446	1,612	1,784
<b>자본금</b>	61	61	61	61	61
<b>자본잉여금</b>	100	98	98	98	98
<b>이익잉여금</b>	1,080	1,179	1,333	1,499	1,671
<b>비지배주주지분(연결)</b>	551	565	565	565	565
<b>자본총계</b>	<b>1,801</b>	<b>1,857</b>	<b>2,011</b>	<b>2,177</b>	<b>2,349</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>319</b>	<b>445</b>	<b>97</b>	<b>185</b>	<b>186</b>
당기순이익(손실)	471	340	234	237	244
비현금수익비용가감	132	166	-49	-26	-32
유형자산감가상각비	69	73	70	66	63
무형자산상각비	24	27	27	27	27
기타현금수익비용	-51	-51	-146	-119	-121
영업활동 자산부채변동	-174	78	-88	-25	-26
매출채권 감소(증가)	-39	-13	-79	-22	-23
재고자산 감소(증가)	-72	78	-37	-24	-25
매입채무 증가(감소)	-20	0	17	9	10
기타자산, 부채변동	-43	13	11	12	12
<b>투자활동 현금</b>	<b>-36</b>	<b>-55</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>
유형자산처분(취득)	-3	-38	-43	-44	-46
무형자산 감소(증가)	-12	-10	-9	-9	-9
투자자산 감소(증가)	0	0	56	56	56
기타투자활동	-21	-7	-5	-5	-5
<b>재무활동 현금</b>	<b>-190</b>	<b>-135</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-126	-57	0	0	0
자본의 증가(감소)	-31	-46	-11	0	0
배당금의 지급	31	46	11	0	0
기타재무활동	-32	-32	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>83</b>	<b>239</b>	<b>86</b>	<b>183</b>	<b>182</b>
기초현금	149	232	471	557	740
기말현금	232	471	557	740	922

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

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>3,450</b>	<b>3,129</b>	<b>3,423</b>	<b>3,539</b>	<b>3,672</b>
매출원가	1,721	1,584	1,746	1,805	1,873
<b>매출총이익</b>	<b>1,730</b>	<b>1,545</b>	<b>1,677</b>	<b>1,734</b>	<b>1,799</b>
판매비 및 관리비	1,259	1,204	1,307	1,360	1,413
<b>영업이익</b>	<b>471</b>	<b>341</b>	<b>370</b>	<b>374</b>	<b>386</b>
(EBITDA)	564	442	467	467	475
금융손익	-55	-23	-26	-26	-26
이자비용	56	36	28	28	28
관계기업등 투자손익	35	43	61	61	61
기타영업외손익	21	-20	-2	-2	-2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>471</b>	<b>340</b>	<b>403</b>	<b>407</b>	<b>419</b>
계속사업법인세비용	133	142	168	170	175
계속사업이익	338	198	234	237	244
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>338</b>	<b>198</b>	<b>234</b>	<b>237</b>	<b>244</b>
지배주주	267	139	165	167	171
<b>총포괄이익</b>	<b>364</b>	<b>146</b>	<b>234</b>	<b>237</b>	<b>244</b>
매출총이익률 (%)	50.1	49.4	49.0	49.0	49.0
영업이익률 (%)	13.6	10.9	10.8	10.6	10.5
EBITDA 마진률 (%)	16.3	14.1	13.6	13.2	12.9
당기순이익률 (%)	9.8	6.3	6.8	6.7	6.6
ROA (%)	7.5	3.7	4.3	4.1	4.1
ROE (%)	23.8	10.9	12.0	10.9	10.1
ROIC (%)	14.0	8.2	9.3	9.3	9.7

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	12.1	18.9	19.5	19.3	18.7
P/B	2.6	2.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.2	7.2	7.9	7.5	7.0
P/CF	5.4	5.3	17.5	15.4	15.3
배당수익률 (%)	0.4	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	16.8	-9.3	9.4	3.4	3.7
영업이익	31.8	-27.5	8.4	1.2	3.1
세전이익	39.8	-27.9	18.4	1.1	2.9
당기순이익	61.0	-41.5	18.4	1.1	2.9
EPS	86.7	-47.3	18.6	1.1	2.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	109.3	102.4	94.6	88.9	84.0
유동비율	182.9	169.4	189.4	207.9	225.5
순차입금/자기자본	45.5	28.6	22.1	12.0	3.4
영업이익/금융비용	8.4	9.4	13.1	13.3	13.7
총차입금 (십억원)	1,070	1,013	1,013	1,013	1,013
순차입금 (십억원)	819	532	445	262	79
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	4,386	2,311	2,740	2,771	2,850
BPS	20,448	21,274	23,801	26,542	29,361
CFPS	9,879	8,323	3,057	3,462	3,488
DPS	219	n/a	n/a	n/a	n/a

# 에스제이그룹 (306040)

2021. 06. 15

섬유·의복

## 고성장 + 고마진 + 해외 확장 기대감

Analyst **심지현**

02. 3779. 8640

simjin@ebestsec.co.kr

### 회사 개요: 캉골, 캉골키즈, 헬렌카민스키

에스제이그룹(이하 동사)는 캉골, 캉골키즈, 헬렌카민스키 브랜드를 가진 회사로, 제품 기획, 디자인, 생산 및 유통까지 의류 산업의 밸류체인 전반을 아우르는 비즈니스 구조를 가지고 있다. 생산은 전량 OEM이며, 기존 3개 브랜드들의 안정적인 성장과 더불어 올해 가을(9월 정도 예정) LCDC브랜드와 내년 PENAM 브랜드를 신규 런칭 계획 중이다. 2015~2020년 사이 연평균 매출 성장률은 30%다.

## Buy(Initiate)

목표주가 **38,000 원**

현재주가 **29,000 원**

### 컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회

### 투자포인트 3가지: 고성장, 고마진, 해외 확장

**1)고성장:** 기존 브랜드들이 1분기까지 안정적으로 성장하는 가운데 향후 유통채널 측면에서 매장 수가 증가하며 늘어나는 부분, 신규 브랜드 ICDC, PENAM 추가분이 기대된다. 3개 브랜드 모두 코로나 이전의 1Q19 대비해서도 매출이 성장하는 모습을 보였으며, 유통채널별로 면세점 매출이 여전히 빠지는 가운데 백화점, 복합쇼핑몰, 온라인 매출액이 고성장했다. 특히 4월 매출 50%, 5월 매출 30% 가량 증가한 점에 주목한다. **2)고마진:** 외형성장뿐만 아니라 동종업계 평균 대비 높은 영업이익률을 유지하는 점도 특징이다. 브랜드 마케팅에 과도한 비용이 지출되지 않으면서 신상품 재고소진이 빨라 낮은 할인율을 유지할 수 있기 때문이다. OPM은 꾸준히 증가 중이며 올해 연간 20% 가량 OPM 수준을 전망한다. **3)해외 확장:** 현재는 대부분의 매출이 내수에서 나오고 있지만 현재 글로벌 수출을 위해 빠르게 라이선싱 확장에 있으며 올해부터 중국, 인도, 싱가포르, 호주, 러시아, 미국, 캐나다까지 수출 가능하게 된 점을 주목한다. 하반기에 중국의 티몰 입점 계획, 10월 중국 하이난 면세점 입점 계획이 있기 때문에 해당 매출이 가시화될 경우 실적 성장에 업사이드가 클 것이다.

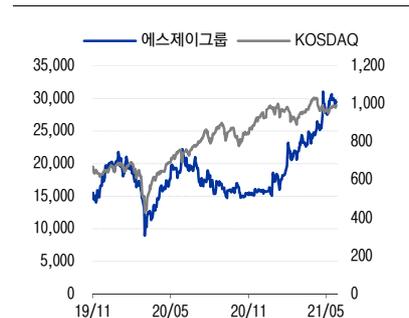
### Stock Data

KOSPI(6/14)	3,252.13 pt
시가총액	2,861 억원
발행주식수	9,866 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	14,700/31,000 원
90 일 일평균거래대금	34 억원
외국인 지분율	4.9%
배당수익률(21.12E)	0.5%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -3.3%
	6 개월 75.7%
	12 개월 81.7%
주주구성	이주영 (외 14인) 51.8%
	국민연금공단 (외 1인) 6.3%
	트러스트자산운용 (외 1인) 5.5%

### 투자의견 BUY, 목표주가 38,000원으로 커버리지 개시

최근 전체적인 내수 소비시장이 살아나며 주요 의류 브랜드 업체들이 고성장하고 있다. 동사 역시 주요 브랜드가 전부 지속 고성장하고 있으며 하반기 해외 진출이 기대됨에 따라 모멘텀의 장기 확장 역시 가능하다는 의견이다. 동사의 2021년 연간 연결 실적에 대해 매출 1,469억(YoY +37.2%), 영업이익 293억(YoY +62.6%), 영업이익률 20%(+3.1%p)일 것으로 추정한다.

### Stock Price



### Financial Data

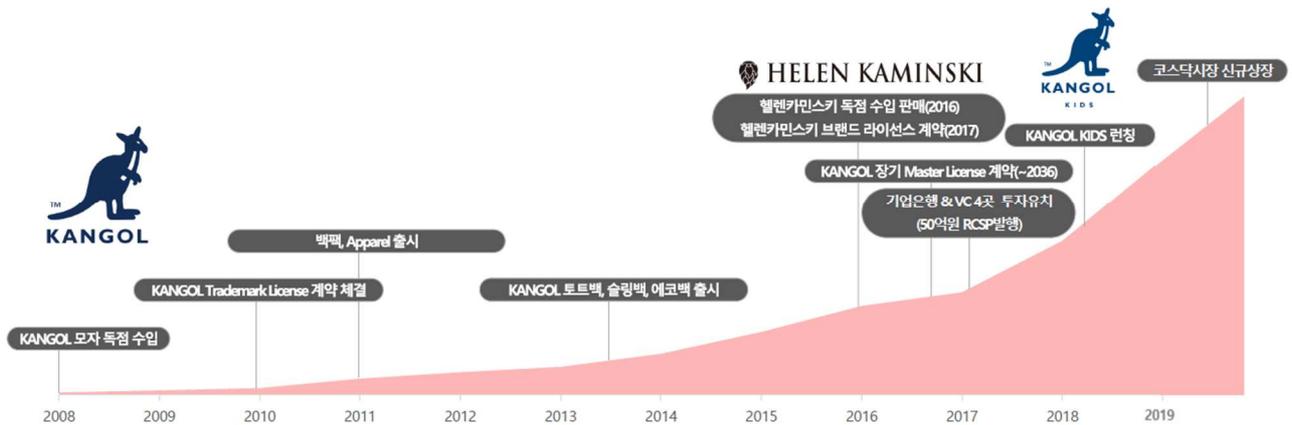
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	109	16	16	13	1,341	n/a	19	15.0	8.4	2.9	33.0
2020	107	18	19	16	1,600	19.3	21	9.8	6.0	1.9	20.6
2021E	147	29	30	25	2,509	56.8	33	11.6	7.3	2.7	26.1
2022E	172	34	35	29	2,930	16.8	38	9.9	5.8	2.2	24.0
2023E	200	40	41	33	3,405	16.2	44	8.5	4.5	1.7	22.4

자료: 에스제이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 에스제이그룹 회사 개요

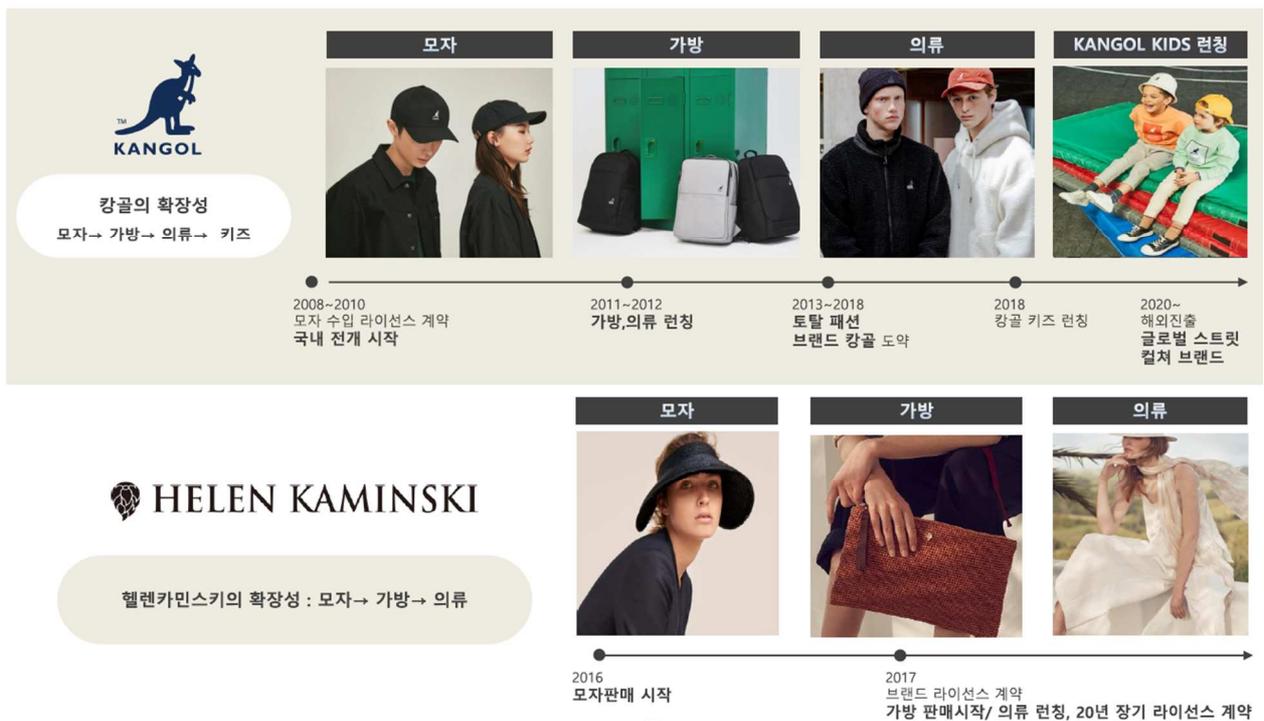
에스제이그룹(이하 동사)는 Kangol, Kangol Kids, Helenkaminski 브랜드를 전개하는 회사로, 제품 기획, 디자인, 생산 및 유통까지 의류 산업의 밸류체인 전반을 아우르는 비즈니스 구조를 가지고 있다(생산은 전량 OEM). 기존 3개 브랜드에서 올해 가을 LCDC 브랜드 런칭과 내년 PENAM 브랜드를 신규 런칭 계획 중이며, 내년에 5개 브랜드, 5년 내로 10개 브랜드를 확보하는 것이 사업목표다.

그림76 에스제이그룹 성장 연혁



자료: 에스제이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 에스제이그룹 브랜드 확장 연혁



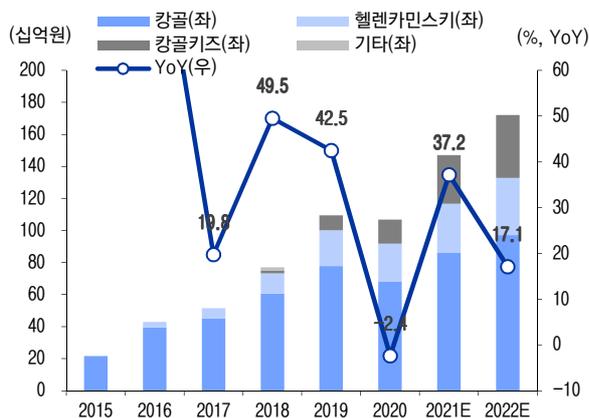
자료: 에스제이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자포인트

### 1. 고성장

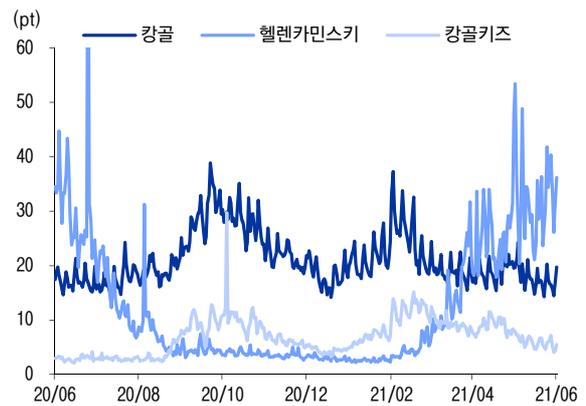
가장 먼저 주목할 부분은 복종 확장을 통한 기존 브랜드들의 안정적인 성장세다. Kangol 을 예로 들면 모자 단일 수입 시기에 5~10억 정도의 매출을 올리다가 가방, 의류 등으로 복종을 확장하며 매출이 100~200억대까지 확장되었다. 이처럼 한 카테고리 안에서 다양한 제품을 추가할 때마다 매출이 누적으로 증가하는 추이를 보이고 있다. 향후의 매출 성장 근거에도 이런 브랜드의 확장성이 적용되기 때문에, 기존 3개 브랜드의 확장만으로 향후 5년 내 매출 2,500억 가량까지 성장할 수 있을 것으로 전망한다. 세부적으로 Kangol 뿐만 아니라 헬렌카민스키가 매년 매출 2배씩 성장하고 있으며, Kangol 키즈 역시 향후 20~25%까지 매출 올라갈 것으로 예상된다. 특히 메인브랜드인 Kangol의 경우 광고비를 많이 지출하지 않고도 기존 탑5 키즈브랜드와 비슷한 수준으로 검색량이 나오고 있다(매년 20~30%씩 검색량 증가)

그림78 브랜드별 연간 매출 추이 및 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 주요 3개 브랜드 1년 검색량 추이



자료: 네이버트렌드, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 21/06/13 기준 과거 1년치 검색어트렌드

유통채널 측면에서 매장 오픈과 더불어 온라인 매출이 증가하기 때문에 Kangol 키즈는 신규 매장 오픈으로 매출이 증가하는 그림이다. 현재 온라인 매출의 90%는 백화점 온라인 물이며, 10%가 자사몰이나 무신사, W컨셉 같은 위탁몰이다. 작년 면세 매출이 줄어든 부분을 온라인 매출로 커버한 상황이다.

또한 신규 브랜드 측면에서 ICDC(여행을 모티브로 여러 작품 모티브, 성수동의 오프라인 유통 플랫폼으로 풀면서 자체 브랜드 개발), PENAM(미국의 항공사 PENAM에 대한 브랜드 라이선스 10년 계약 내년 런칭 예정, 여행 스포츠 관련 히스토리 가지고 토탈 라이프스타일 브랜드로 용품, 가방까지 포함한 브랜드) 두 가지를 기대한다.

## 2. 고마진

성장 초입기에 외형을 빠르게 성장시키는데 집중하는 대부분의 의류 회사와는 다르게 당사는 수익성 확보에 집중하며 성장하고 있기에 20년 영업이익률이 15% 가량으로 상당히 높은 편이다(19년 대비해서 코로나19 시기였던 20년에 영업이익률이 증가한 회사). 이에 적은 할인정책 대비 동종업계의 평균보다 높은 재고자산회전을 등에서 드러나는 부분이다. 브랜드 마케팅에 과도한 비용이 지출되지 않는 것도 또 다른 이유다. 고마진의 핵심원인은 유통구조 때문이라기 보다는 신상품 재고소진이 빠른데서 오는 낮은 할인율이다. 브랜드별 이익 성장도 주목할만하다. 캥골 키즈가 19년까지는 bep 수준이었는데 20년부터는 영업이익 10%이상 나오기 시작했고 캥골, 헬렌카민스키 역시 매출이 줄었음에도 불구하고 온라인 매출 증가로 이익률 개선이 이뤄지고 있는 것으로 파악한다.

## 3. 해외 확장

동사는 글로벌 수출이 가능하도록 빠르게 라이선싱 확장에 있으며 올해부터 중국, 인도, 싱가포르, 호주, 러시아, 미국, 캐나다까지 수출 가능하게 되었다. 특히 하반기부터 중국의 티몰글로벌 채널 입점 계획, 10월 중국 하이난 면세점에 입점 계획이 있기 때문에 이때부터 수출액이 본격적으로 증가할 것으로 예상된다. 아직까지는 캥골만 해외 매출이 있으며 총 매출에서 1.5%밖에 되지 않는다.

그림80 에스제이그룹 글로벌 시장 확대 현황



자료: 에스제이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

표13 에스제이그룹 연간 및 분기 실적 추이

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2021E
<b>매출</b>	<b>24.0</b>	<b>28.4</b>	<b>27.8</b>	<b>29.2</b>	<b>24.9</b>	<b>29.4</b>	<b>24.4</b>	<b>28.4</b>	<b>34.2</b>	<b>39.9</b>	<b>34.1</b>	<b>38.7</b>	<b>109.5</b>	<b>107.1</b>	<b>146.9</b>	<b>172.0</b>
강골	19.5	16.6	19.5	22.3	19.0	15.1	15.0	19.2	22.8	19.1	19.9	24.2	77.9	68.3	86.0	97.2
강골키즈	1.8	1.8	2.1	3.5	3.4	3.1	3.3	5.3	8.1	6.3	6.1	9.8	9.2	15.1	30.2	39.3
헬렌카민스키	2.7	10.0	6.2	3.4	2.5	11.1	6.0	3.8	3.3	14.5	8.1	4.7	22.3	23.4	30.6	35.5
<b>매출액 YoY</b>	<b>44.0</b>	<b>57.1</b>	<b>47.3</b>	<b>37.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.2</b>	<b>-12.2</b>	<b>-2.6</b>	<b>37.3</b>	<b>35.8</b>	<b>39.6</b>	<b>36.4</b>	<b>59.5</b>	<b>-2.2</b>	<b>37.2</b>	<b>17.1</b>
강골	32.5	24.2	33.4	24.5	-2.4	-9.5	-23.0	-13.8	19.6	27.0	33.0	26.0	28.5	-12.3	26.0	13.0
강골키즈	-	-	325.1	248.0	87.8	73.5	56.8	50.9	140.0	100.0	81.8	86.8	514.0	63.9	100.3	30.0
헬렌카민스키	42.2	112.2	63.5	47.0	-9.1	11.7	-3.3	13.0	34.4	30.0	35.0	23.7	75.3	5.2	30.7	16.0
<b>매출총이익</b>	<b>17.6</b>	<b>20.9</b>	<b>21.0</b>	<b>21.8</b>	<b>18.1</b>	<b>21.7</b>	<b>18.0</b>	<b>20.4</b>	<b>24.8</b>	<b>28.7</b>	<b>25.2</b>	<b>28.7</b>	<b>81.3</b>	<b>78.3</b>	<b>107.4</b>	<b>127.3</b>
GPM	73.2	73.6	75.5	74.8	72.6	74.0	73.9	71.9	72.6	72.0	74.0	74.0	74.3	73.1	73.1	74.0
<b>영업이익</b>	<b>1.5</b>	<b>3.2</b>	<b>5.2</b>	<b>6.5</b>	<b>3.5</b>	<b>6.2</b>	<b>3.4</b>	<b>4.9</b>	<b>6.7</b>	<b>8.4</b>	<b>6.8</b>	<b>7.4</b>	<b>16.4</b>	<b>18.0</b>	<b>29.3</b>	<b>34.4</b>
YoY	-	-	-	-	125.5	93.2	-33.5	-23.6	94.6	35.8	99.2	48.8	110.6	10.2	62.6	17.3
OPM	6.4	11.3	18.5	22.2	13.9	21.1	14.0	17.4	19.6	21.1	20.0	19.0	14.9	16.8	20.0	20.0
<b>순이익</b>	<b>1.1</b>	<b>2.6</b>	<b>4.0</b>	<b>5.4</b>	<b>3.2</b>	<b>5.2</b>	<b>3.0</b>	<b>4.3</b>	<b>5.6</b>	<b>6.9</b>	<b>5.6</b>	<b>6.5</b>	<b>13.1</b>	<b>15.6</b>	<b>24.6</b>	<b>28.7</b>
NPM	4.7	9.2	14.3	18.6	12.9	17.6	12.3	15.0	16.3	17.2	16.5	16.9	12.0	14.6	16.7	16.7

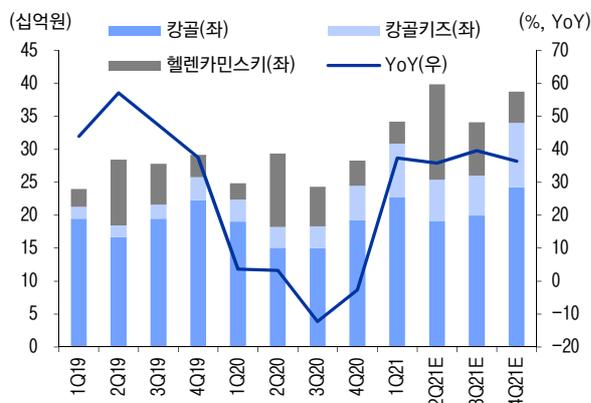
자료: 에스제이그룹, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 에스제이그룹 Valuation

구분	추정치	비고
현재주가	29,000	21.06.14
<b>Target P/E</b>	<b>15.0</b>	-
2021E EPS	2,509.2	-
21E 적정주가	37,639	-
<b>Target Price</b>	<b>38,000</b>	계산된 적정주가에서 1,000원 단위 반올림
상승여력	<b>31.0%</b>	-

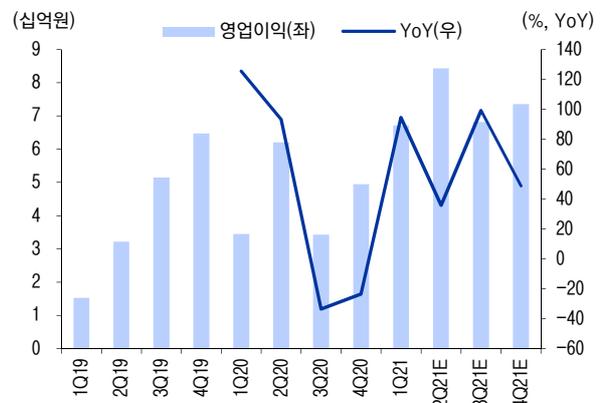
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 분기 매출액 추이 및 추정



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 분기 영업이익 추이 및 추정



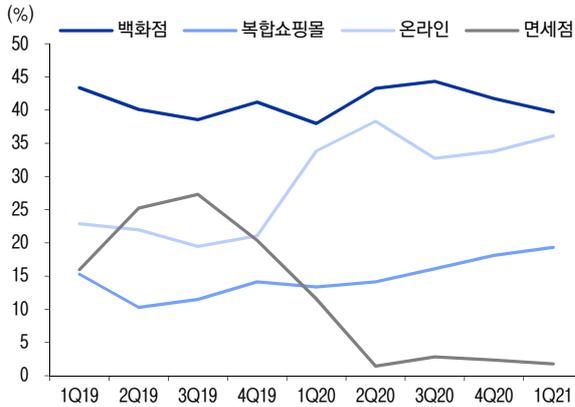
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 유통채널별 매출액 추이

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
<b>매출액</b>	<b>24.0</b>	<b>28.4</b>	<b>27.8</b>	<b>29.2</b>	<b>24.9</b>	<b>29.4</b>	<b>24.4</b>	<b>28.4</b>	<b>34.2</b>	<b>109.5</b>	<b>107.1</b>
백화점	10.4	11.4	10.7	12.0	9.5	12.7	10.8	11.9	13.6	44.6	44.9
복합쇼핑몰	3.7	2.9	3.2	4.1	3.3	4.1	3.9	5.2	6.6	13.9	16.6
온라인	5.5	6.2	5.4	6.1	8.4	11.3	8.0	9.6	12.4	23.3	37.3
면세점	3.8	7.2	7.6	6.0	2.9	0.4	0.7	0.7	0.6	24.6	4.7
<b>매출액 비중 (%)</b>											
백화점	43.4	40.1	38.6	41.2	38.0	43.3	44.4	41.8	39.7	40.7	41.9
복합쇼핑몰	15.3	10.3	11.5	14.1	13.4	14.1	16.1	18.1	19.4	12.7	15.5
온라인	22.9	22.0	19.5	21.1	33.8	38.3	32.7	33.8	36.1	21.3	34.8
면세점	16.0	25.3	27.3	20.4	11.6	1.4	2.8	2.4	1.8	22.5	4.4

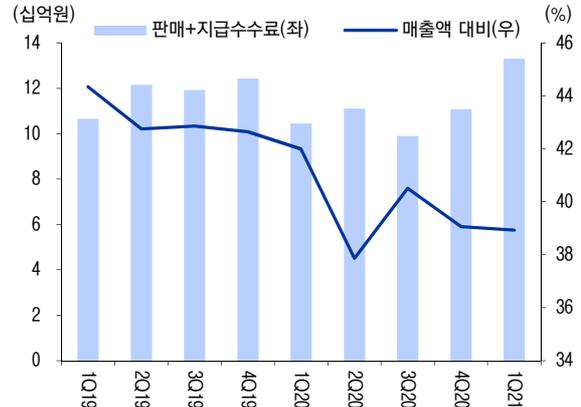
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 분기 채널별 매출액 비중 추이



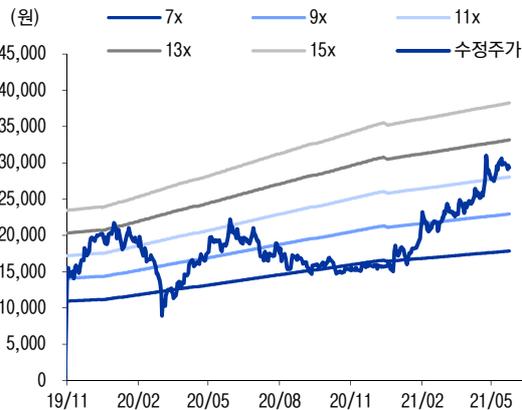
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 판매+지급수수료 분기 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 에스제이그룹 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 에스제이그룹 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 에스제이그룹 (306040)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	71	82	110	138	170
현금 및 현금성자산	37	25	42	62	86
매출채권 및 기타채권	10	8	12	14	17
재고자산	16	19	21	25	29
기타유동자산	8	29	35	36	37
<b>비유동자산</b>	21	43	43	45	47
관계기업투자등	9	3	4	4	4
유형자산	3	4	4	4	4
무형자산	1	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>92</b>	<b>125</b>	<b>153</b>	<b>182</b>	<b>216</b>
<b>유동부채</b>	19	18	23	24	26
매입채무 및 기타채무	13	11	9	10	12
단기금융부채	1	2	11	11	11
기타유동부채	5	5	3	3	4
<b>비유동부채</b>	4	24	25	25	25
장기금융부채	3	24	24	24	24
기타비유동부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>22</b>	<b>42</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>51</b>
<b>지배주주지분</b>	69	83	106	133	165
<b>자본금</b>	2	5	5	5	5
<b>자본잉여금</b>	45	42	42	42	42
<b>이익잉여금</b>	22	37	60	87	119
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>165</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	15	14	25	28	32
당기순이익(손실)	16	19	26	29	33
비현금수익비용가감	4	2	4	4	4
유형자산감가상각비	2	3	4	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	0	0	0
영업활동 자산부채변동	-3	-3	3	-4	-5
매출채권 감소(증가)	-2	1	1	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-4	-3	-3	-4	-4
매입채무 증가(감소)	2	-1	5	2	2
기타자산, 부채변동	1	-1	0	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-16</b>	<b>-36</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
유형자산처분(취득)	-1	-2	-2	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-8	-21	-4	-2	-2
기타투자활동	-7	-12	2	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>29</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
차입금의 증가(감소)	-4	12	0	0	0
자본의 증가(감소)	33	-1	-1	-1	-1
배당금의 지급	1	1	1	1	1
기타재무활동	0	-1	2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>28</b>	<b>-12</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>24</b>
기초현금	9	37	25	42	62
기말현금	37	25	42	62	86

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

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>109</b>	<b>107</b>	<b>147</b>	<b>172</b>	<b>200</b>
매출원가	28	29	39	45	52
<b>매출총이익</b>	<b>81</b>	<b>78</b>	<b>107</b>	<b>127</b>	<b>148</b>
판매비 및 관리비	65	60	78	93	108
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>40</b>
(EBITDA)	19	21	33	38	44
금융손익	0	0	0	0	0
이자비용	0	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>41</b>
계속사업법인세비용	3	3	5	6	7
계속사업이익	13	16	25	29	33
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
지배주주	13	16	25	29	33
<b>총포괄이익</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>33</b>
매출총이익률 (%)	74.3	73.1	73.1	74.0	74.0
영업이익률 (%)	14.9	16.8	20.0	20.0	20.0
EBITDA 마진률 (%)	17.1	19.7	22.8	22.3	22.0
당기순이익률 (%)	12.0	14.6	16.7	16.7	16.7
ROA (%)	20.4	14.4	17.6	17.1	16.7
ROE (%)	33.0	20.6	26.1	24.0	22.4
ROIC (%)	81.0	40.9	42.8	44.1	46.8

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.0	9.8	11.6	9.9	8.5
P/B	2.9	1.9	2.7	2.2	1.7
EV/EBITDA	8.4	6.0	7.3	5.8	4.5
P/CF	9.7	7.4	9.6	8.8	7.7
배당수익률 (%)	2.0	0.9	0.5	0.5	0.5
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	59.5	-2.2	37.2	17.1	16.3
영업이익	110.6	10.2	62.6	17.3	16.3
세전이익	225.2	18.9	55.7	17.7	16.2
당기순이익	271.8	19.2	56.9	16.8	16.2
EPS	n/a	19.3	56.8	16.8	16.2
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	32.3	51.5	45.0	37.0	31.0
유동비율	377.3	450.4	482.7	563.3	644.4
순차입금/자기자본	-57.8	-33.7	-38.3	-46.8	-52.9
영업이익/금융비용	40.3	28.2	26.4	30.0	34.8
총차입금 (십억원)	5	26	35	35	35
순차입금 (십억원)	-40	-28	-41	-62	-87
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,341	1,600	2,509	2,930	3,405
BPS	7,047	8,367	10,718	13,486	16,725
CFPS	2,071	2,128	3,010	3,307	3,788
DPS	400	140	140	140	140

# 한섬 (020000)

2021. 06. 15

섬유·의복

## 내수 트래픽 회복과의 높은 연관성

Analyst **심지현**

02. 3779. 8640

simjin@ebestsec.co.kr

### 회사 개요

한섬(이하 동사)은 1987년에 설립되어 2012년에 현대백화점 기업집단에 신규 편입, 2019년에 한섬글로벌 및 현대G&F를 흡수합병한 회사로 'TIME', 'TIME homme', 'SYSTEM', 'MINE', 'SJSJ' 등 주로 백화점에서 볼 수 있는 브랜드 다수를 보유하고 있다. 2020A 기준으로 온라인 매출 비중 18.3%, 오프라인 매출 비중 81.7% 구조를 가지고 있다.

### 투자포인트

**1)채널:** 내수 트래픽 회복에 따른 오프라인 채널(백화점) 및 온라인 자사몰 양쪽 모두 고성장을 전망한다. 오프라인 채널이 회복됨에 따라 저단가인 캐주얼 또한 성장 전환이 가능하다. 이에 따라 영업 레버리지 확대도 전망한다. 채널별로 연간 오프라인 매출 +14.4%, 영업이익 +67.7% 성장 전망, 온라인 매출 16.2%, 영업이익 +4.9% 성장을 전망한다. **2)제품:** 고단가 제품 호조, 신규 화장품 브랜드 출시 예정에 따라 향후 실적 추경 상방 열려있는 점이 긍정적이다. 3분기에 출시 예정인 프리미엄 고기능성 더마 화장품은 그룹사인 현대의 플랫폼을 활용할 예정이다.

작년 5~6월부터 회복기 때문에 3~4월만큼의 고성장을 기대하기는 어렵지만 성장 기조는 그대로 이어지고 있는 것으로 파악한다. 1분기와 비슷한 흐름이나 작년 1분기가 기저가 낮았던 반면 작년 2분기가 기저가 크지 않고 비수기인 점을 미뤄 2분기 성장률을 산정했다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시

당사의 2021년 연간 연결 실적은 매출 1조 3,719억(YoY +14.7%), 영업이익 1,364억(YoY +33.6%), 영업이익률 9.9%(+1.4%p)일 것으로 추정한다. 21년 12m fwd 지배 순이익 EPS에 동사 밴드 중단인 12배를 Target P/E로 잡고 적정주가를 산출했다.

## Buy (Initiate)

목표주가 **57,000 원**

현재주가 **42,850 원**

### 컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(6/14)		3,252.13 pt
시가총액		10,554 억원
발행주식수		24,630 천주
액면가		500 원
52 주 최고가 / 최저가		27,850/51,000 원
90 일 일평균거래대금		45 억원
외국인 지분율		29.0%
배당수익률(21.12E)		1.1%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-14.1%
	6 개월	27.3%
	12 개월	-26.9%
주주구성	현대홈쇼핑 (외 1인)	34.6%
	국민연금공단 (외 1인)	11.3%
	자사주 (외 1인)	10.8%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	1,260	107	114	85	3,881	17.7	161	8.1	4.1	0.7	8.4
2020	1,196	102	112	85	3,873	-0.2	155	7.8	3.4	0.7	7.9
2021E	1,372	136	142	105	4,773	23.2	189	9.0	4.3	0.9	9.0
2022E	1,441	148	156	118	5,366	12.4	200	8.0	3.7	0.8	9.3
2023E	1,513	155	163	124	5,629	4.9	207	7.6	3.1	0.7	8.9

자료: 한섬, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

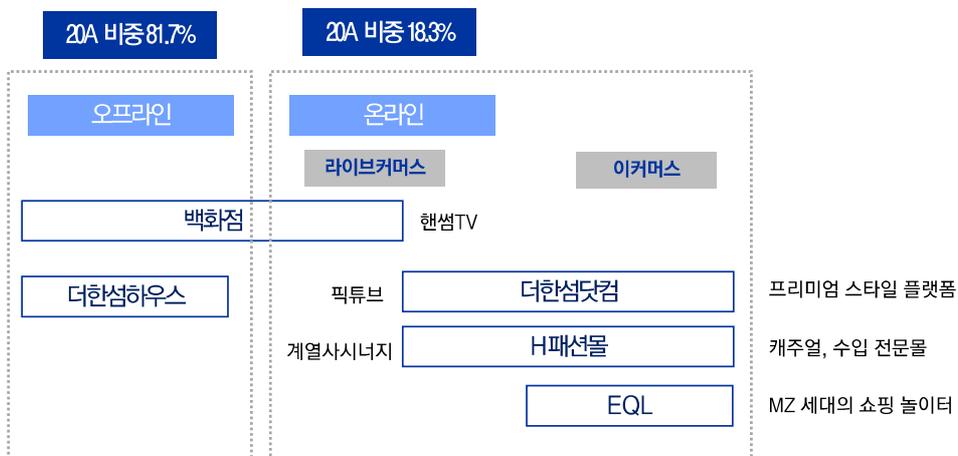
## 한섬 회사 개요

그림87 한섬 연혁 및 브랜드 종류



자료: 한섬, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 한섬 채널 구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자포인트

1) 채널: 내수 트래픽 회복에 따른 오프라인 채널(백화점) 및 온라인 자사몰 양쪽 모두 고성장을 전망한다. 오프라인 채널이 회복됨에 따라 저단가인 캐주얼 또한 성장 전환이 가능하다. 이에 따라 영업 레버리지 확대도 전망한다. 2) 제품: 고단가 제품 호조, 신규 화장품 브랜드 출시 예정에 따라 향후 실적 추정 상방 열려있는 점이 긍정적이다. 3분기에 출시 예정인 프리미엄 고기능성 더마 화장품은 그룹사인 현대의 플랫폼 경쟁력을 활용할 예정이다.

## 실적 추정 및 Valuation

표16 한섬 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>271.5</b>	<b>276.6</b>	<b>261.2</b>	<b>386.6</b>	<b>333.3</b>	<b>320.1</b>	<b>305.6</b>	<b>412.8</b>	<b>1,196</b>	<b>1,372</b>	<b>1,441</b>
온라인	51.6	50.8	49.9	67.0	67.0	58.2	55.9	73.7	219	255	268
오프라인	219.9	225.8	211.3	319.6	266.3	261.9	249.8	339.1	977	1,117	1,173
<b>매출액 YoY</b>	<b>-13.1</b>	<b>-2.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>0.6</b>	<b>22.8</b>	<b>15.7</b>	<b>17.0</b>	<b>6.8</b>	<b>-5.1</b>	<b>14.7</b>	<b>5.0</b>
온라인	-	-	-	-	29.8	14.5	12.0	10.0	-	16.2	5.1
오프라인	-	-	-	-	21.1	16.0	18.2	6.1	-	14.4	5.0
<b>매출 비중</b>											
온라인	19.0	18.4	19.1	17.3	20.1	18.2	18.3	17.9	18.3	18.6	18.6
오프라인	81.0	81.6	80.9	82.7	79.9	81.8	81.7	82.1	81.7	81.4	81.4
<b>매출총이익</b>	<b>170.6</b>	<b>156.7</b>	<b>159.8</b>	<b>218.6</b>	<b>203.7</b>	<b>185.7</b>	<b>186.4</b>	<b>251.8</b>	<b>705.7</b>	<b>827.6</b>	<b>878.8</b>
YoY	-11.0	-6.2	-7.7	-0.4	19.4	18.4	16.7	15.2	-6.1	17.3	6.2
GPM	37.2	43.3	38.8	43.5	38.9	42.0	39.0	39.0	41.0	39.7	39.0
<b>영업이익</b>	<b>29.3</b>	<b>14.1</b>	<b>22.6</b>	<b>36.1</b>	<b>45.2</b>	<b>20.5</b>	<b>28.5</b>	<b>42.1</b>	<b>102.1</b>	<b>136.4</b>	<b>148.0</b>
온라인	13.4	12.7	12.5	16.8	16.8	11.3	12.3	17.7	55.4	58.1	67.2
오프라인	15.9	1.4	10.1	19.3	28.5	9.2	16.2	24.4	46.7	78.3	80.8
<b>OP YoY</b>	<b>-11.5</b>	<b>-5.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>4.9</b>	<b>54.5</b>	<b>45.0</b>	<b>26.5</b>	<b>16.6</b>	<b>-4.2</b>	<b>33.6</b>	<b>8.6</b>
온라인	-	-	-	-	25.4	-10.7	-1.6	5.3	-	4.9	15.6
오프라인	-	-	-	-	79.2	554.8	60.7	26.5	-	67.7	3.2
<b>OPM</b>	<b>10.8</b>	<b>5.1</b>	<b>8.6</b>	<b>9.3</b>	<b>13.6</b>	<b>6.4</b>	<b>9.3</b>	<b>10.2</b>	<b>8.5</b>	<b>9.9</b>	<b>10.3</b>
온라인	26.0	25.0	25.1	25.1	25.1	19.5	22.0	24.0	25.3	22.8	25.1
오프라인	7.2	0.6	4.8	6.0	10.7	3.5	6.5	7.2	4.8	7.0	6.9
<b>순이익</b>	<b>21.6</b>	<b>12.6</b>	<b>19.5</b>	<b>31.1</b>	<b>32.5</b>	<b>15.7</b>	<b>23.2</b>	<b>33.3</b>	<b>84.9</b>	<b>104.7</b>	<b>117.9</b>
YoY	-10.0	14.5	-2.3	3.0	50.6	24.6	18.6	7.1	-0.4	23.4	12.6
NPM	8.0	4.6	7.5	8.0	9.8	4.9	7.6	8.1	7.1	7.6	8.2

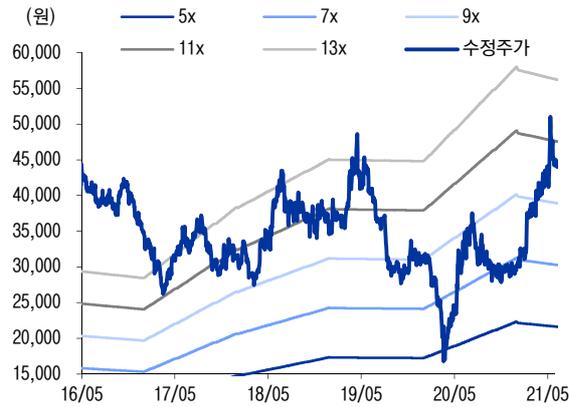
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표17 한섬 Valuation

구분	추정치	비고
현재주가	42,850	21.06.14
<b>Target P/E</b>	<b>12.0</b>	
2021E EPS	4,772.6	-
21E 적정주가	57,271	-
<b>목표주가</b>	<b>57,000</b>	계산된 적정주가에서 1,000원 자리 반올림
상승여력	<b>33%</b>	-

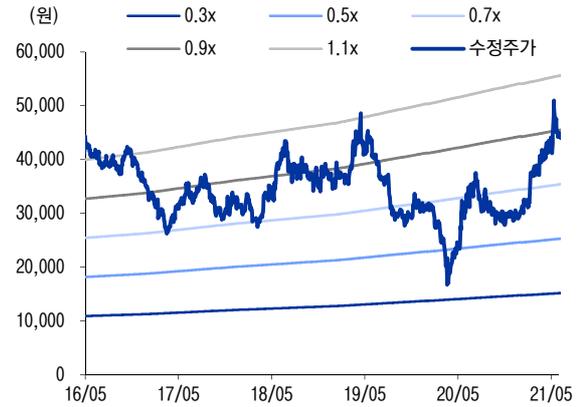
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 한섬 PER 밴드



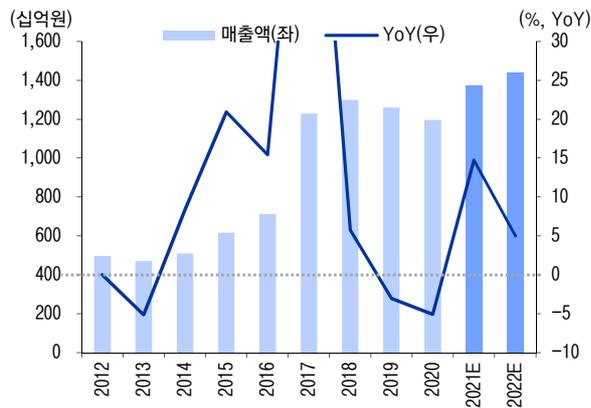
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 한섬 PBR 밴드



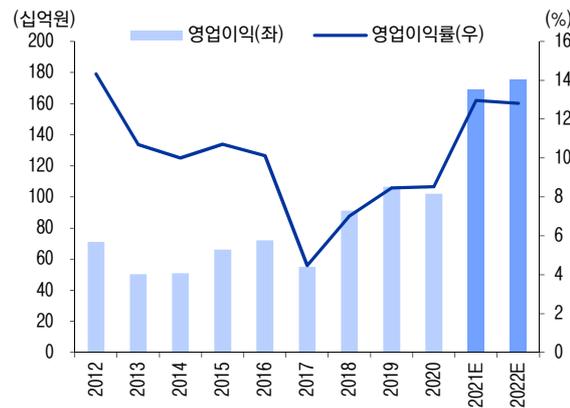
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 한섬 연간 매출액 추이 및 추정



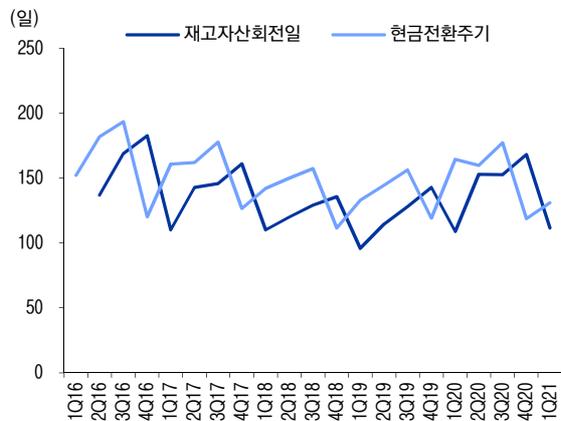
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림92 한섬 연간 영업이익 추이 및 추정



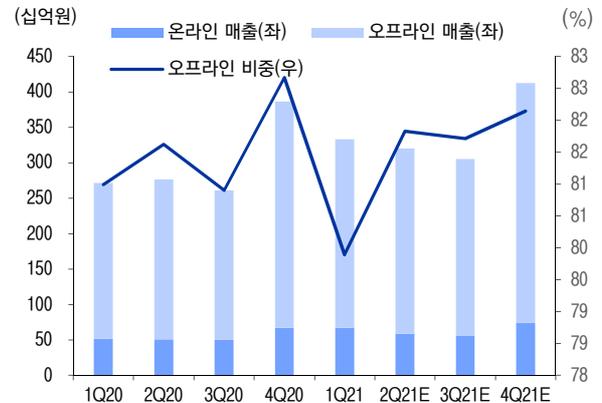
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림93 재고자산회전일수 및 현금전환주기



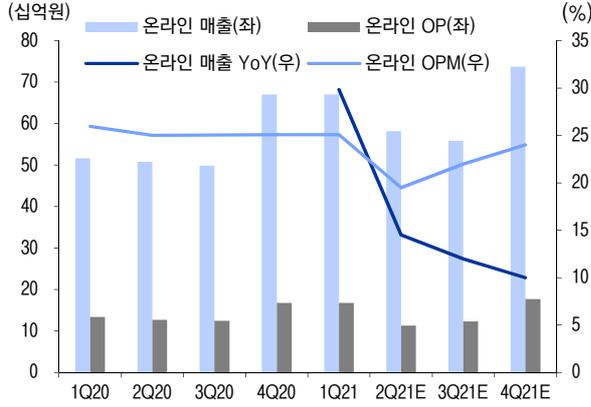
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 채널별 분기 매출 추이 및 추정



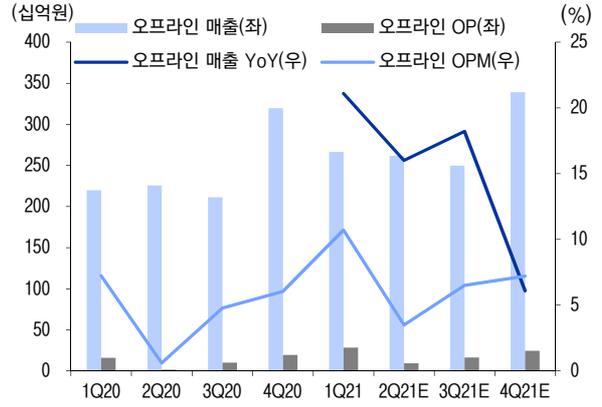
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림95 온라인 채널 매출 및 영업이익 추이 및 추정



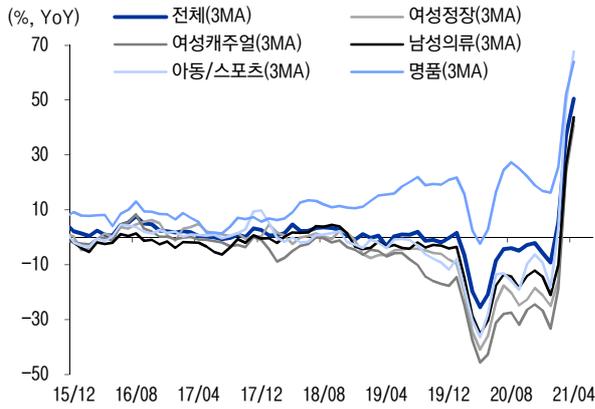
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 오프라인 채널 매출 및 영업이익 추이 및 추정



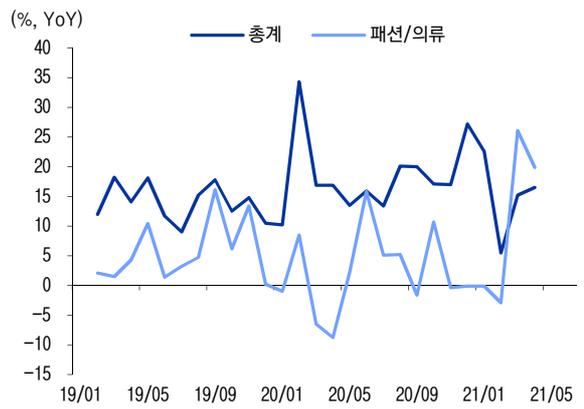
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 백화점 품목별 매출동향 YoY



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 온라인 유통 의류 품목 성장률



자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

## 한섬 (02000)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	720	820	889	1,010	1,134
현금 및 현금성자산	37	43	25	105	187
매출채권 및 기타채권	123	86	113	119	125
재고자산	448	446	498	523	549
기타유동자산	112	244	253	263	274
<b>비유동자산</b>	604	619	618	614	612
관계기업투자등	46	50	51	53	55
유형자산	337	324	320	307	296
무형자산	93	122	118	120	121
<b>자산총계</b>	<b>1,324</b>	<b>1,439</b>	<b>1,507</b>	<b>1,623</b>	<b>1,746</b>
<b>유동부채</b>	218	231	207	215	225
매입채무 및 기타채무	126	117	118	124	130
단기금융부채	16	42	22	22	22
기타유동부채	76	72	67	70	73
<b>비유동부채</b>	60	82	79	79	79
장기금융부채	9	7	7	7	7
기타비유동부채	52	75	72	72	72
<b>부채총계</b>	<b>278</b>	<b>313</b>	<b>286</b>	<b>295</b>	<b>304</b>
<b>지배주주지분</b>	1,046	1,122	1,217	1,325	1,439
<b>자본금</b>	12	12	12	12	12
<b>자본잉여금</b>	122	122	122	122	122
<b>이익잉여금</b>	949	1,024	1,119	1,227	1,341
비지배주주지분(연결)	0	4	4	4	4
<b>자본총계</b>	<b>1,046</b>	<b>1,126</b>	<b>1,221</b>	<b>1,329</b>	<b>1,443</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>136</b>	<b>149</b>	<b>37</b>	<b>148</b>	<b>151</b>
당기순이익(손실)	114	112	119	118	124
비현금수익비용가감	69	63	30	52	51
유형자산감가상각비	38	35	34	34	32
무형자산상각비	17	18	19	19	19
기타현금수익비용	0	-5	-23	0	0
영업활동 자산부채변동	-18	7	-51	-23	-24
매출채권 감소(증가)	14	20	3	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-65	-14	-70	-25	-26
매입채무 증가(감소)	7	-2	15	6	6
기타자산, 부채변동	26	3	2	2	2
<b>투자활동 현금</b>	<b>-59</b>	<b>-148</b>	<b>-42</b>	<b>-58</b>	<b>-59</b>
유형자산처분(취득)	-26	-9	-24	-21	-22
무형자산 감소(증가)	-14	-22	-20	-20	-20
투자자산 감소(증가)	-27	-105	-8	-12	-12
기타투자활동	8	-12	10	-5	-5
<b>재무활동 현금</b>	<b>-86</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
차입금의 증가(감소)	-77	16	-26	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-10	-10	-10	-10
배당금의 지급	9	10	10	10	10
기타재무활동	0	-1	36	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-9</b>	<b>6</b>	<b>-18</b>	<b>80</b>	<b>82</b>
기초현금	46	37	43	25	105
기말현금	37	43	25	105	187

자료: 한섬, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>1,260</b>	<b>1,196</b>	<b>1,372</b>	<b>1,441</b>	<b>1,513</b>
매출원가	508	490	544	562	590
<b>매출총이익</b>	<b>751</b>	<b>706</b>	<b>828</b>	<b>879</b>	<b>923</b>
판매비 및 관리비	645	604	691	731	767
<b>영업이익</b>	<b>107</b>	<b>102</b>	<b>136</b>	<b>148</b>	<b>155</b>
(EBITDA)	161	155	189	200	207
금융손익	0	0	2	3	3
이자비용	2	2	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	7	10	4	5	5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>114</b>	<b>112</b>	<b>142</b>	<b>156</b>	<b>163</b>
계속사업법인세비용	28	27	38	38	40
계속사업이익	85	85	105	118	124
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>118</b>	<b>124</b>
지배주주	85	85	105	118	124
<b>총포괄이익</b>	<b>65</b>	<b>88</b>	<b>105</b>	<b>118</b>	<b>124</b>
매출총이익률 (%)	59.6	59.0	60.3	61.0	61.0
영업이익률 (%)	8.5	8.5	9.9	10.3	10.3
EBITDA 마진률 (%)	12.8	13.0	13.8	13.9	13.7
당기순이익률 (%)	6.8	7.1	7.6	8.2	8.2
ROA (%)	6.6	6.2	7.1	7.5	7.3
ROE (%)	8.4	7.9	9.0	9.3	8.9
ROIC (%)	9.4	8.9	11.2	11.9	12.2

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	8.1	7.8	9.0	8.0	7.6
P/B	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.1	3.4	4.3	3.7	3.1
P/CF	4.3	4.2	7.1	6.2	6.0
배당수익률 (%)	1.4	1.5	1.1	1.1	1.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.0	-5.1	14.7	5.0	5.0
영업이익	16.8	-4.2	33.6	8.6	5.0
세전이익	19.2	-1.1	27.0	9.4	4.9
당기순이익	17.7	-0.4	23.4	12.6	4.9
EPS	17.7	-0.2	23.2	12.4	4.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	26.6	27.8	23.4	22.2	21.1
유동비율	330.1	355.0	429.7	468.5	505.2
순차입금/자기자본	-11.4	-19.9	-19.2	-24.3	-28.8
영업이익/금융비용	49.7	57.4	120.2	142.0	149.1
총차입금 (십억원)	24	49	29	29	29
순차입금 (십억원)	-119	-224	-234	-323	-415
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	3,881	3,873	4,773	5,366	5,629
BPS	42,450	45,559	49,414	53,800	58,419
CFPS	7,411	7,129	6,042	6,910	7,103
DPS	450	450	450	450	450

# 크리스에프앤씨(110790)

## 꾸준히 마진이 증가하는 국내 골프웨어 기업

2021. 06. 15

섬유·의복

Analyst **심지현**

02. 3779. 8640

simjin@ebestsec.co.kr

### 회사 개요

크리스에프앤씨(이하 동사)는 1998년에 설립되어 골프웨어 시장의 성장과 함께 파리게 이츠, 핑, 팬텀, 마스터바니, 세인트앤드류스 등의 브랜드를 포트폴리오로 갖춰나간 기업이다. 국내 골프웨어 시장에는 다수의 플레이어가 있지만 브랜드 M/S 합산 기준이나 매출액 기준으로는 가장 규모가 크다. 동사는 작년 8월에 (주)에스씨인베스트 지분 60%를 취득, 골프장 사업에도 진출했다. 유통채널은 크게 오프라인(백화점, 아울렛, 대리점)과 온라인(자사몰, 외부몰)로 나뉘며, 비용에서 가장 큰 비중을 차지하는 요인은 수입구조상 채널별로 차등 적용되는 판매수수료다.

### 투자포인트

**1) 국내 골프 인원의 구조적 성장:** 최근 2~3년간 골프 신규진입 인원이 가파르게 늘어나고 있으며 여기에는 여성 골퍼의 진입, MZ 세대의 진입 등 기존 골프 산업의 주 고객층이었던 40~50대 남성 외에서 외형을 확장하는 것이기에 구조적으로 폭발적 성장을 하는 중이다. 특히 골프는 진입 인원이 비교적 긴 기간동안 유지하는 종류의 스포츠기 때문에 향후 해외여행이 개시되더라도 중장기적으로 성장 가능하다. 현대경제연구원에 따르면 골프장 및 골프연습장 운영업 등 국내 골프산업 시장규모는 지난해 기준 6조 7,000억원에서 오는 2023년 9조 2,000억원까지 성장할 것으로 전망된다.

**2) 꾸준히 늘어나는 영업이익률:** 연간 OPM이 꾸준히 늘어나고 있는데 이는 최근의 외형성장에 따른 레버리지 효과도 영향을 미쳤지만 무엇보다 꾸준히 하락한 매출액 대비 판매수수료 추이가 큰 영향을 미쳤다. 판매수수료는 대략 백화점>아울렛,대리점>온라인 순서대로 규모에 차이가 있다.

### 2Q21 Preview

올해 4월까지의 전년동기대비 감소하는 그림을 보였으나 올해 5월부터 전년동월대비 20% 이상 성장하고 있으며 이러한 분위기는 지속될 것으로 전망한다. 1Q21 호실적은 지난 1분기의 기저효과도 적용된 결과이나, 전년동월에 실적이 좋았던 2Q21에도 흐름은 이어지는 모습이다. 작년 말 기준 전체 매장 수는 602개, 1분기 말 기준 매장 수는 623개다.

### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	267	35	34	25	n/a	n/a	40	n/a	0.7	n/a	34.3
2017	281	46	46	33	n/a	n/a	51	n/a	0.7	n/a	32.2
2018	258	44	44	33	2,885	n/a	47	11.3	7.3	1.9	20.7
2019	259	38	35	25	2,189	-24.1	44	14.9	8.1	1.8	11.8
2020	292	50	51	39	3,567	62.9	56	9.2	5.9	1.6	16.9

자료: 크리스에프앤씨, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

**Not Rated**

목표주가 **Not Rated**

현재주가 **32,650 원**

### 컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회

### Stock Data

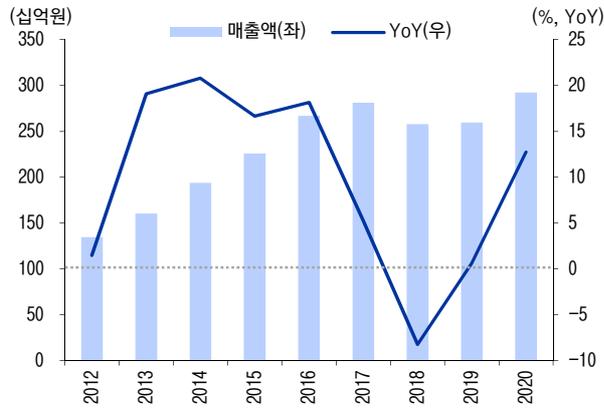
KOSPI(6/14)		3,252.13 pt
시가총액		3,825 억원
발행주식수		11,715 천주
액면가		1,000 원
52 주 최고가 / 최저가		19,250/40,450 원
90 일 일평균거래대금		27 억원
외국인 지분율		4.7%
배당수익률(21.12E)		0.0%
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-22.5%
	6 개월	36.2%
	12 개월	22.8%
주주구성	유정화 (외 8 인)	40.1%
	크리스에프앤씨인베스트 (외	27.4%
	자사주 (외 1 인)	7.5%

### Stock Price



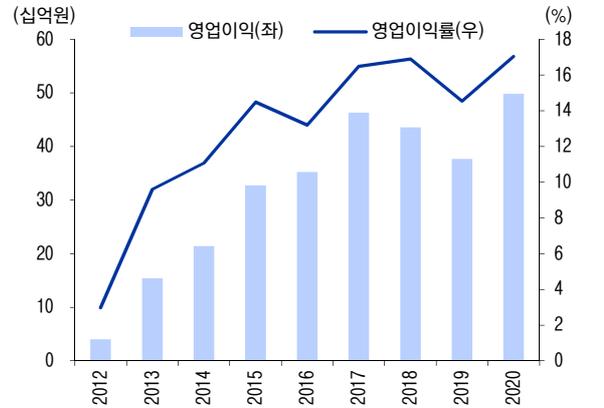
## 크리스에프앤씨 회사 개요

그림99 크리스에프앤씨 연간 매출액 추이



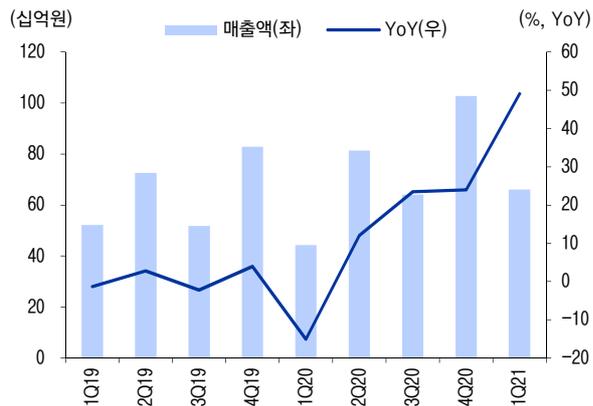
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 크리스에프앤씨 연간 영업이익 추이



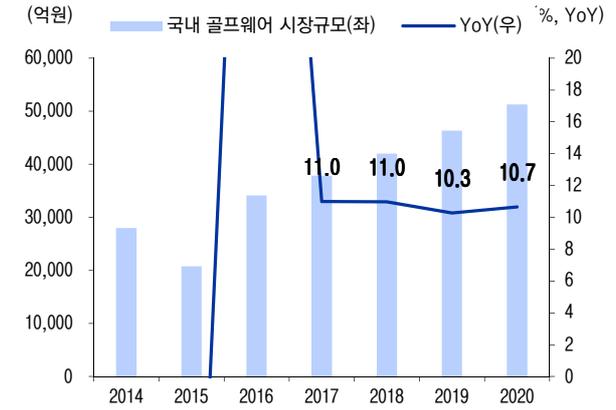
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 크리스에프앤씨 분기 매출액 추이



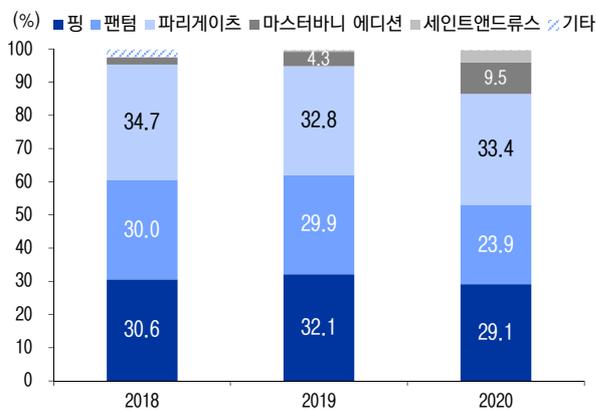
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림102 국내 골프웨어 시장규모



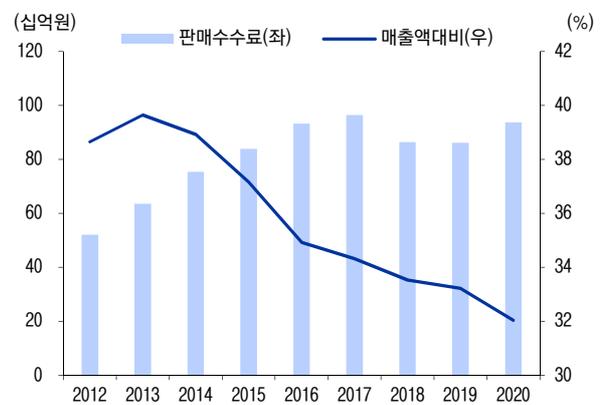
자료: 한국레저산업연구소 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 크리스에프앤씨 브랜드별 매출액 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 매출액 대비 판매수수료 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 크리스애프앤씨 분기 및 연간 실적 추이

(십억원, %)	분기									연간									
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
<b>매출액</b>	52.1	72.6	51.9	82.9	44.3	81.3	64.0	102.8	66.0	135	160	194	226	267	281	258	259	292	
YoY	-1.3	2.8	-2.2	3.9	-15.1	12.1	23.4	24.0	49.1	1.5	19.1	20.8	16.7	18.1	5.3	-8.2	0.6	12.7	
매출총이익	34.4	49.6	34.6	53.2	27.4	57.1	42.4	69.0	46.2	78.2	102.8	123.9	149.6	169.9	182.6	169.9	171.7	195.9	
YoY	6.8	-0.8	4.9	-2.9	-20.4	15.1	22.7	29.7	68.8	2.7	31.3	20.6	20.8	13.5	7.5	-7.0	1.1	14.1	
GPM	34.0	31.7	33.3	35.8	38.2	29.8	33.7	32.9	30.0	41.9	35.9	36.0	33.8	36.4	35.0	34.1	33.8	33.0	
<b>OP</b>	5.7	11.6	4.1	16.2	0.7	17.3	8.6	23.2	10.5	4.0	15.4	21.4	32.7	35.3	46.3	43.6	37.7	49.8	
YoY	12.7	-21.9	-25.5	-10.3	-87.4	49.0	108.7	42.6	1,360	-40.0	285.6	39.1	52.6	7.8	31.4	-5.9	-13.5	32.1	
OPM	11.0	16.0	8.0	19.6	1.6	21.3	13.5	22.5	15.9	3.0	9.6	11.1	14.5	13.2	16.5	16.9	14.5	17.0	
순이익	4.3	8.0	2.6	9.8	0.3	13.6	7.8	16.9	7.7	3.0	13.2	13.1	21.8	25.0	33.1	33.0	24.8	38.6	
YoY	-20.8	-37.9	-33.9	-7.5	-92.5	69.0	200.0	71.4	2,252	-35.6	338.0	-1.1	66.5	14.8	32.4	-0.2	-24.8	55.5	
NPM	8.3	11.1	5.0	11.9	0.7	16.7	12.3	16.4	11.6	2.2	8.2	6.7	9.6	9.4	11.8	12.8	9.6	13.2	

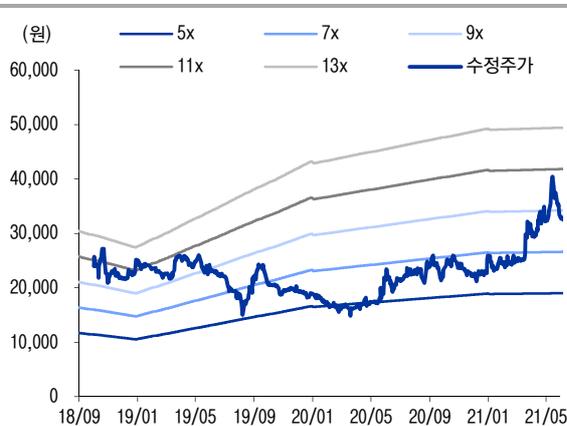
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표19 주요 제품별 및 국가별 매출 추이

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
<b>1)제품별</b>													
핑	15.3	21.3	16.0	26.3	16.7	22.9	16.5	27.3	13.6	23.9	17.7	30.0	17.4
팬텀	16.5	21.3	14.1	25.5	16.3	22.0	14.0	25.4	11.7	20.5	12.8	25.0	14.2
파리게이츠	17.1	26.0	20.4	26.0	17.2	24.2	18.2	25.5	15.3	27.8	22.8	31.7	21.2
마스터바니 에디션	0.7	2.1	1.3	1.6	1.7	3.0	2.7	3.9	2.9	6.4	7.5	11.0	9.1
세인트앤드류스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3	0.6	0.4	2.5	3.0	4.8	4.0
기타	3.2	1.4	1.0	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>2)국가별</b>													
대한민국	52.0	71.3	52.5	78.3	51.4	71.7	51.2	256.7	43.9	80.6	63.6	290.8	66.0
중국	0.7	0.9	0.5	1.4	0.7	0.8	0.6	2.5	0.3	0.7	0.3	1.5	-
기타	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0

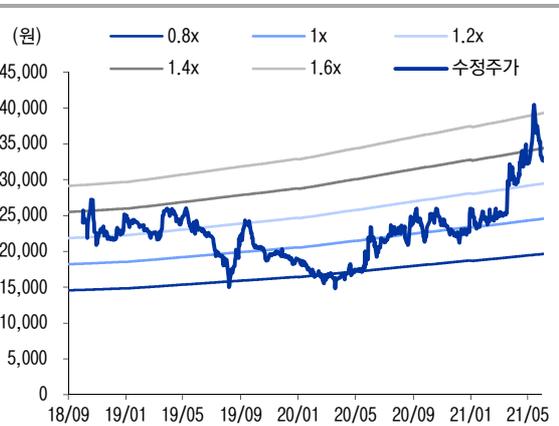
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 크리스애프앤씨 PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 크리스애프앤씨 PBR 밴드



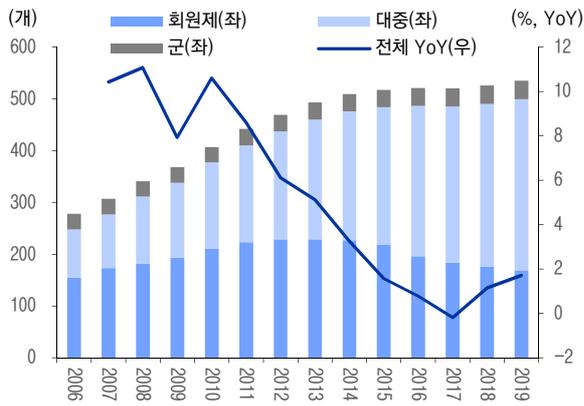
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 크리스에프앤씨 주요 브랜드별 특징

구분	골프웨어					골프 악세서리 등	캐주얼 의류
	파리게이츠	핑	팬텀	마스터바니	세인트앤드류스		
브랜드	PEARLY GATES	PING	FANTOM	-	ST.ANDREWS	GOKER	JACK&JILL
유통채널	백화점/아울렛/대리점	백화점/아울렛/대리점	아울렛/대리점	백화점	백화점	-	-
연령대	30~45세	45~55세	50~60세	30~45세	35~50세	-	-
소득수준	고소득층	중산층	중산층	고소득층	고소득층	-	-
로열티계약/보유브랜드	2021.02.01 ~ 2026.01.31	2018.01.01 ~ 2022.12.31	지적재산권	파리게이츠의 편집브랜드 독립브랜드화	2017.10.01 ~ 2023.02.28	지적재산권	-
	TSI GROOVE AND SPORTS CO., LTD	KARSTEN MANUFACTURING CORP.			TSI GROOVE AND SPORTS CO., LTD		-

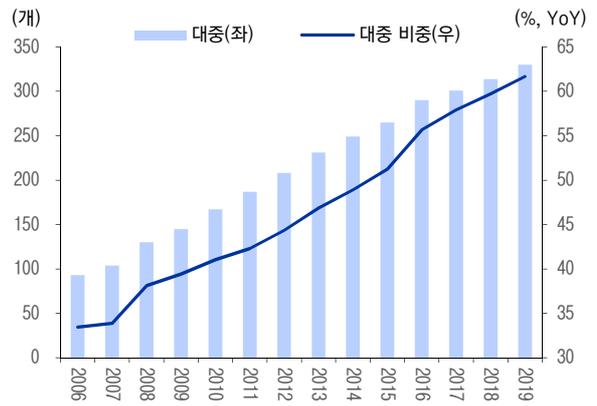
자료: 크리스에프앤씨, 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 연도별 골프장 수 추이



자료: 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 경찰대학 골프장(9홀) 제외

그림108 전체 골프장에서 대중용 비중 추이



자료: 레저백서(2020), 이베스트투자증권 리서치센터

## 크리스애프엔씨 (110790)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	125	130	190	185	204
현금 및 현금성자산	7	5	65	49	79
매출채권 및 기타채권	23	25	23	24	23
재고자산	92	88	100	107	98
기타유동자산	3	13	2	5	4
<b>비유동자산</b>	39	81	82	93	109
관계기업투자등	0	0	0	0	3
유형자산	24	66	63	70	83
무형자산	4	4	4	6	8
<b>자산총계</b>	<b>164</b>	<b>211</b>	<b>272</b>	<b>277</b>	<b>314</b>
<b>유동부채</b>	75	84	65	57	72
매입채무 및 기타채무	23	14	17	16	21
단기금융부채	33	39	29	20	28
기타유동부채	18	31	19	21	23
<b>비유동부채</b>	2	4	2	3	1
장기금융부채	2	2	0	1	1
기타비유동부채	0	2	2	2	0
<b>부채총계</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>67</b>	<b>60</b>	<b>73</b>
<b>지배주주지분</b>	87	122	205	217	240
<b>자본금</b>	1	10	12	12	12
<b>자본잉여금</b>	9	1	51	51	51
<b>이익잉여금</b>	78	112	143	164	198
<b>비지배주주지분(연결)</b>	0	1	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>87</b>	<b>123</b>	<b>205</b>	<b>217</b>	<b>240</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업활동 현금흐름</b>	-6	35	23	26	62
당기순이익(손실)	25	35	32	25	39
비현금수익비용가감	16	18	12	17	14
유형자산감가상각비	5	4	4	5	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	-2	1	-3	1	-1
영업활동 자산부채변동	-38	-8	-4	-6	19
매출채권 감소(증가)	0	-1	3	-1	-2
재고자산 감소(증가)	-14	0	-8	-6	12
매입채무 증가(감소)	-15	-8	2	0	2
기타자산, 부채변동	-8	1	-1	1	6
<b>투자활동 현금</b>	<b>5</b>	<b>-45</b>	<b>-1</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>
유형자산처분(취득)	-3	-48	2	-8	-11
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-3	-2
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-6	-3
기타투자활동	7	2	-2	0	-5
<b>재무활동 현금</b>	<b>-5</b>	<b>11</b>	<b>37</b>	<b>-24</b>	<b>-12</b>
차입금의 증가(감소)	-3	9	-12	-12	6
자본의 증가(감소)	-2	0	49	-3	-5
배당금의 지급	2	0	3	3	5
기타재무활동	0	2	0	-9	-13
<b>현금의 증가</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>60</b>	<b>-15</b>	<b>30</b>
기초현금	13	7	5	65	49
기말현금	7	5	65	49	79

자료: 크리스애프엔씨, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>매출액</b>	<b>267</b>	<b>281</b>	<b>258</b>	<b>259</b>	<b>292</b>
매출원가	97	98	88	88	97
<b>매출총이익</b>	<b>170</b>	<b>183</b>	<b>170</b>	<b>172</b>	<b>196</b>
판매비 및 관리비	135	136	126	134	146
<b>영업이익</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>38</b>	<b>50</b>
(EBITDA)	40	51	47	44	56
금융손익	-3	-1	-1	0	0
이자비용	2	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	1	-2	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>34</b>	<b>46</b>	<b>44</b>	<b>35</b>	<b>51</b>
계속사업법인세비용	9	11	11	10	12
계속사업이익	25	35	32	25	39
중단사업이익	0	-1	1	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>39</b>
지배주주	24	34	34	25	39
<b>총포괄이익</b>	<b>25</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>39</b>
매출총이익률 (%)	63.6	65.0	65.9	66.2	67.0
영업이익률 (%)	13.2	16.5	16.9	14.5	17.0
EBITDA 마진률 (%)	15.1	18.0	18.4	16.8	19.1
당기순이익률 (%)	9.4	11.8	12.8	9.6	13.2
ROA (%)	15.2	17.9	14.0	9.0	13.1
ROE (%)	34.3	32.2	20.7	11.8	16.9
ROIC (%)	27.0	25.5	19.7	15.0	20.4

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	n/a	11.3	14.9	9.2
P/B	n/a	n/a	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	0.7	0.7	7.3	8.1	5.9
P/CF	n/a	n/a	8.7	9.0	7.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.9	1.2	2.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.5	5.3	-8.2	0.6	12.7
영업이익	-19.1	31.4	-5.9	-13.5	32.1
세전이익	-22.2	35.7	-5.2	-19.6	45.4
당기순이익	-24.3	32.4	-0.2	-24.8	55.5
EPS	n/a	n/a	n/a	-24.1	62.9
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	88.4	72.2	32.8	27.8	30.6
유동비율	168.2	153.9	290.9	323.3	283.4
순차입금/자기자본	31.9	29.3	-17.6	-14.0	-22.4
영업이익/금융비용	14.6	51.1	44.1	58.1	80.5
총차입금 (십억원)	35	41	29	21	29
순차입금 (십억원)	28	36	-36	-30	-54
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	n/a	n/a	2,885	2,189	3,567
BPS	349,919	61,140	17,486	18,523	20,508
CFPS	n/a	n/a	3,739	3,612	4,492
DPS	n/a	n/a	280	400	740

F&F 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
	2021.06.15	Buy	커버리지개시 600,000										

힐라홀딩스 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	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	-3.0	-22.2								
	2021.06.15	Buy	73,000										

에스제이그룹 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
	2021.06.15	신규	심지현										
	2021.06.15	Buy	38,000										

더네이처홀딩스 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
	2021.06.15	신규	심지현										
	2021.06.15	NR	NR										

한섬 목표주가 추이		투자의견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2019.09.16	Buy	40,000	-15.9	-30.0									
2020.04.14	Buy	28,000	27.7	7.2									
2020.07.06	Buy	47,000	-20.2	-29.2									
2020.08.12	Buy	43,000	18.6	-18.5									
2020.11.13	커버리지제외												
2021.06.15	변경	심지현											
2021.06.15	Buy	57,000											

크리스에프앤씨 목표주가 추이		투자의견 변동내역											
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.06.15	변경	심지현											
2021.06.15	NR	NR											

**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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공사점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)