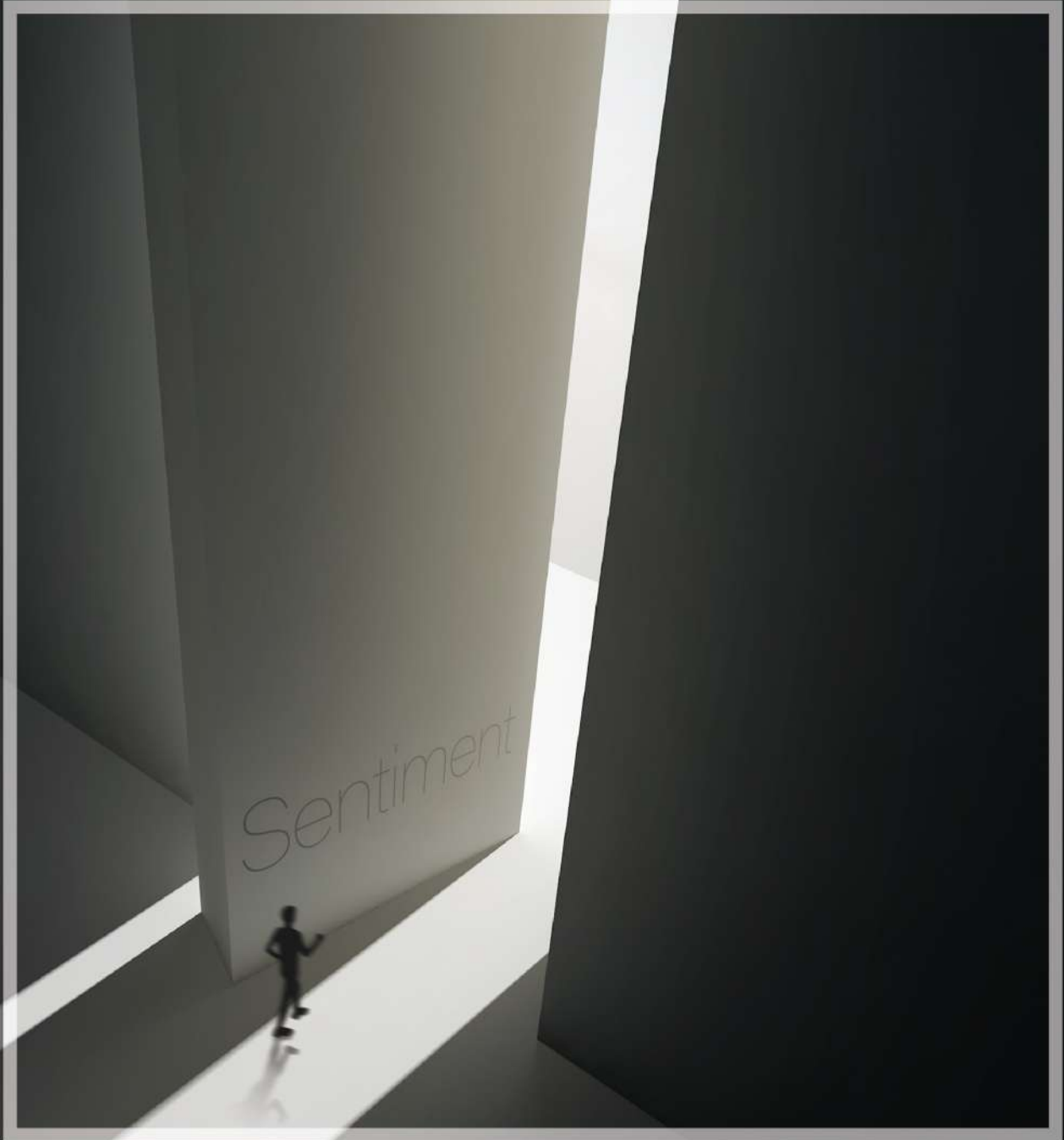


Industry & Analysis

의류(비중확대)

불안한 심리의 벽, 그 너머로





Analyst
형권훈

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

섬유/의복(비중 확대)

불안한 심리의 벽, 그 너머로

- 현재 시장은 글로벌 경기 둔화에 따른 의류 소비 감소를 경계 중
- 상장사별 주요 매출 국가 상이, 국가별 의류 경기에 따라 차별적 접근 필요
- 중국: 리오프닝에 따른 의류 소비 상승사이클 지속 전망, 상대적 매력도 우위
- 미국: 1Q23 의류 소비 감소세 확인, 과잉 재고 처리도 풀어야 할 숙제
- 한국: 4Q22 의류 소비 감소 경험, 올해 소비 감소폭 크지 않을 것으로 전망, 의류 소비심리의 빠른 회복세 긍정적

가장 편안한 건 중국이다

중국은 지난 3월부터 본격적인 리오프닝 효과가 나타나기 시작해 의류 소매판매가 매 월 고성장하고 있다. 작년 중국 의류 소비의 기저가 워낙 낮기 때문에 23년 연중 성장 지속할 것으로 전망한다. 한국과 미국이 리오프닝 기저와 의류소비 둔화에 직면한 것과 대조적이며 상대적인 업황 매력도 가장 높다. 관련 종목으로 F&F를 업종 내 최선호주로 제시한다.

내수는 하반기 심리 반등에 주목하자

국내 의류 소비심리는 22년 하반기 부동산 경기 악화, 인플레이션 영향으로 급락했으나, 최근 부동산 가격 안정화, 인플레이션 완화 영향으로 빠르게 회복 중이다. 심리를 예단하긴 어려우나, 소비심리 회복을 주도한 매크로 환경의 방향성 자체가 바뀌지 않는다면 의류 소비심리의 23년 하반기 플러스 전환에 무리 없다고 판단한다. 5월 현재 내수 의류 종목의 밸류에이션 멀티플은 역사적 하단까지 내려와 있다. 하반기 소비심리 플러스 전환 시 밸류에이션 멀티플 상향되는 Upside-Risk에 대비할 필요가 있다.

미국은 의류 경기 부진의 골이 깊다

미국은 국내보다 의류경기 침체의 폭이 깊을 것으로 전망한다. 국내와 달리 과잉 재고가 큰 문제가 되고 있기 때문이다. 미국 의류 산업은 '의류 수요 둔화'와 '재고 조정' 두 개의 사이클을 동시에 지나야 하는 악조건에 놓여있다. 따라서 미국 브랜드를 주요 고객사로 두고 있는 국내 의류, 신발 OEM, ODM 업체 올해 수주 감소 불가 피할 것으로 전망한다. 고객사 재고조정 완료 시점은 업체별로 상이할 전망이며, 빠르면 2Q23, 느리면 4Q23에는 재고가 안정화될 것으로 본다. 다만 과잉재고와 의류 소비 둔화 흐름 속에서 바이어들이 보수적인 재고 정책을 가져가고 있기 때문에 아직 수주의 추세적 회복을 예단하기 어려운 상황으로 판단한다. 바이어들의 재고조정 속도, 보수적인 재고 정책 스텐스의 변화를 모니터링하며 대응할 필요가 있다.

Top-picks

- F&F (383220/KS | 매수(신규편입) | T.P 200,000 원(신규편입))
- 영일무역 (111770/KS | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

Contents

1. 국내 의류업종 지수 상승 공식	3
2. 경기 사이클이 무엇보다 중요	5
3. 국가별 의류 업황	8
4. 투자전략	20
5. 중국 의류 업황 및 투자포인트	23

F&F (매수/200,000 원)

영원무역 (매수/70,000 원)

신세계인터내셔널 (매수/25,000 원)

힐라홀딩스 (매수/48,000 원)

영원무역홀딩스 (매수/94,000 원)

Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

매수	92.90%	중립	7.10%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 국내 의류업종 지수 상승 공식

(1) 국내 의류업종지수 = 수출 + 내수

2010 년 이후 현재까지 코스피 의류업종 지수의 흐름을 보면 장기적으로 우상향의 트렌드를 보이는 가운데 아래와 같이 세 번의 업사이클이 존재했다.

①번 사이클 (12년 중순 ~ 15년 중순): 의류 OEM 사업을 영위하는 한세실업과 영원무역 두 기업의 주가가 업종지수 상승을 만들었다. 08년 금융위기 여파로 침체를 겪던 미국 경기가 12년 추세적 상승 사이클에 진입했고, 미국 내 의류 소비가 증가하면서 바이어들의 오더가 지속적으로 증가했다. 여기에 더해 중국 OEM 구조조정으로 OEM 수주 물량이 동남아시아로 일부 이동하면서 한세실업과 영원무역의 실적과 주가 모멘텀이 매우 강했던 시기였다.

②번 사이클 (17년 말 ~ 19년 초): 두 번째 사이클에서 업종 지수를 끌어올린 건 휠라홀딩스(당시 휠라코리아)와 신세계인터내셔널이었다. 휠라는 17년 ‘디스럽터’ 신발이 어글리 슈즈 열풍을 타고 한국을 포함한 글로벌 국가에서 메가 히트를 치면서 주가가 큰 폭으로 상승했다. 비슷한 기간 신세계인터내셔널 주가 역시 크게 상승했는데, 화장품 자체 브랜드인 ‘비디비치’가 중국인들 사이에서 인기를 끌면서 매출과 이익 모두 크게 성장했기 때문이었다

③번 사이클 (21년 초 ~ 21년 말): 세 번째 사이클을 주도했던 건 F&F였다. F&F는 19년부터 자사 MLB 브랜드의 중국 현지 진출을 진행해왔는데, 20년 코로나 사태로 잠시 주춤했으나 21년 중국 내 코로나 상황이 다소 진정되고, 매장 수가 빠르게 증가하며 실적 성장과 함께 주가도 크게 상승했다.

코스피 섬유 의복 업종지수 과거 세 번의 업사이클 (2010~2023)



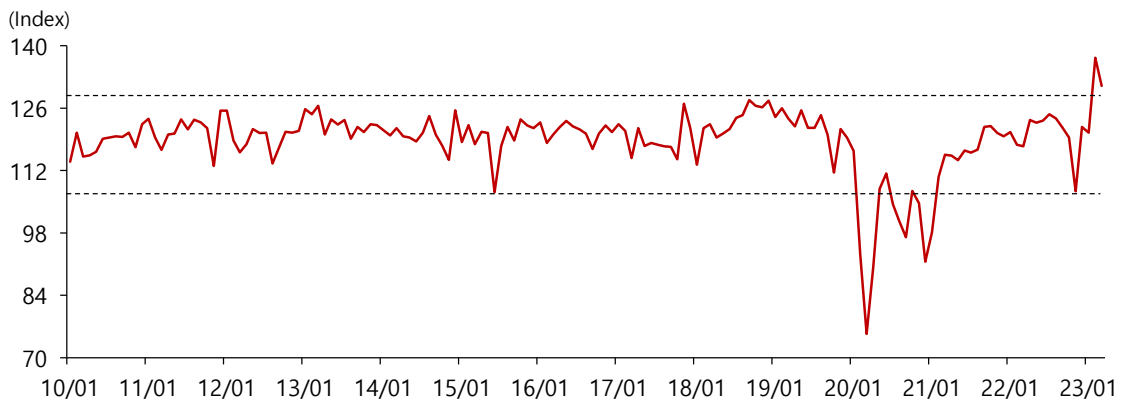
자료 : 퀀티와이즈, SK증권

(2) 업사이클은 수출이 만든다

세 번의 업사이클에서 공통점을 찾자면 모두 수출에서 실적과 주가 모멘텀이 나왔다는 점이다. 이를 바꿔 말하면 의류 내수만으로는 업종 사이클의 상승을 주도하기에 한계가 있다는 뜻이다. 내수에 한계가 존재하는 가장 큰 원인은 국내 의류 소비 규모가 더 이상 성장하지 않고 장기적으로 일정한 수준을 유지해왔기 때문일 것이다.

통계청에서 발표하는 의류 소매판매액 지수(계절조정, 물가조정)는 2010 년 이후 현재 까지 코로나 시기를 제외하면 소비 상승-하락 사이클에 따라 장기 평균인 120 에서 ±5% 범위 안에서 매우 안정적으로 유지되어 왔다. 외부 충격이 있지 않는 한 사람들이 의류를 유의미하게 더, 또는 덜 구매할 유인이 없었다는 뜻이다. 국내 의류 소비 규모가 정체되는 상황에서 내수 기업이 업종 지수의 상승을 끌어올리는 상황은 제한될 수밖에 없다. 특정 브랜드가 잘 팔리면, 그 만큼 타 브랜드가 덜 팔리기 때문이다. 국내 전체 의류소비 측면에서는 제로섬인 셈이다.

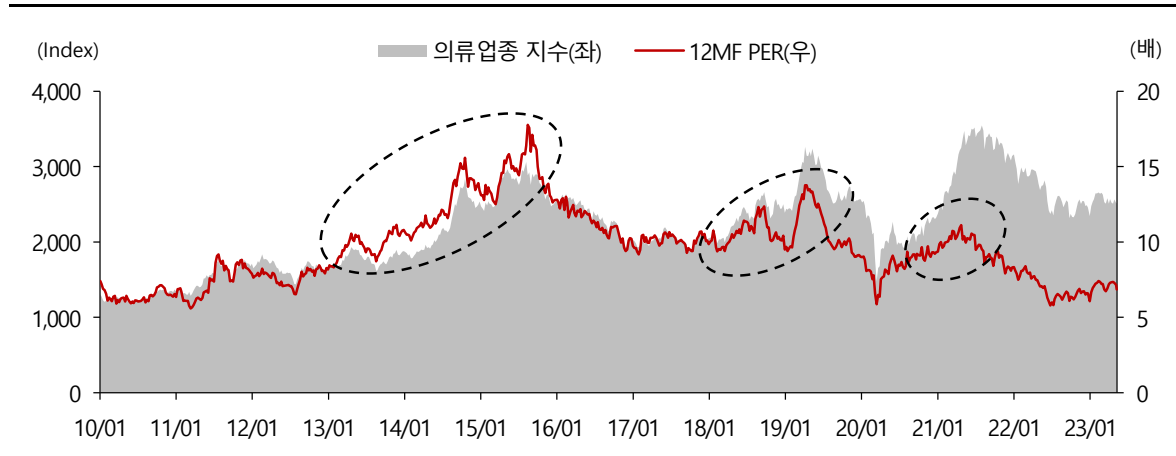
한국 의류 소매판매액 지수 추이 (계절조정, 물가조정 / 2010 ~ 2023)



자료 : 통계청, SK 증권

따라서 업종지수의 상승 사이클은 국내 브랜드의 해외 진출, OEM 수주 증가 등 수출 모멘텀이 결정한다고 분석한다. 수출에서 성장 모멘텀이 나올 경우 내수에 비해 의류 소비 규모의 천장이 높아져, 세 번의 상승 사이클 모두 업종지수가 장기 추세선을 돌파할 수 있었다. 이 경우 실적 성장과 함께 밸류에이션 멀티플의 상향이 함께 나타나 개별 기업 주가가 급등하며 업종지수 전체를 끌고 올라가는 현상이 나타났는데, 내수 산업의 밸류에이션 할인 요인이었던 소비 규모의 천장이 높아졌기 때문으로 분석한다.

세 번의 업사이클 모두 PER 멀티플 상향 동반 (2010 ~ 2023)



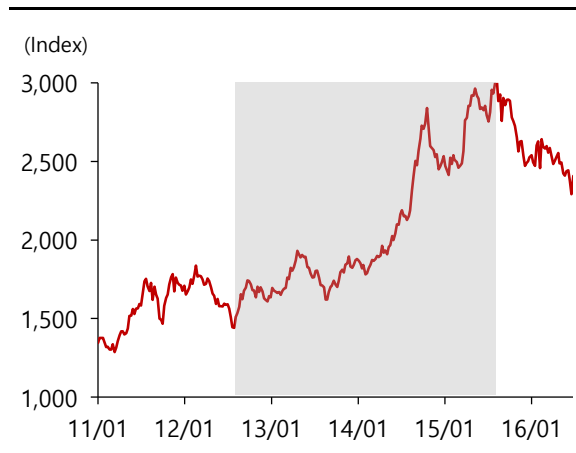
자료 : 퀀티와이즈, SK 증권

2. 소비 사이클이 무엇보다 중요

(1) 수출도 소비가 뒷받침돼야 한다

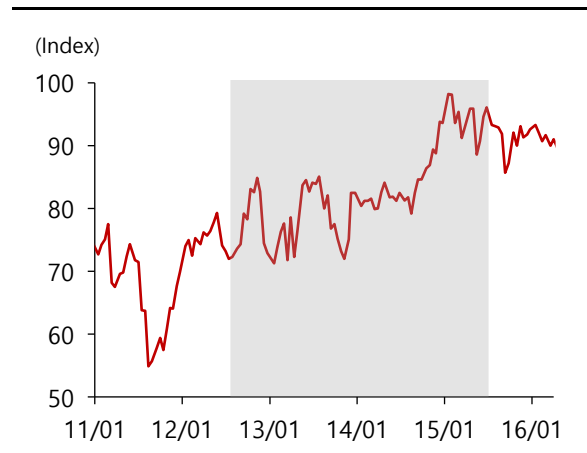
국내 패션 브랜드의 해외 진출 성공이 제품 디자인, 브랜드 가치, 소싱, 마케팅 등 기업의 내재적 역량이 1 차적으로 중요한 건 당연하다. 하지만 그것 만으로는 충분하지 않다. 업종지수 상승을 만들어낼 만큼의 성장을 이루기 위해서는 소비 업사이클이라는 외생 변수의 뒷받침이 필수적이라고 분석한다. 상승 사이클이 있었던 세 번의 시기 모두 수출 대상 국가의 추세적 소비심리 상승 시기와 일치하기 때문이다.

코스피 의류업종 지수 추이 (사이클 ①)



자료 : 퀀티와이즈, SK 증권

미국 미시건대 소비자심리지수 추이 (사이클 ①)



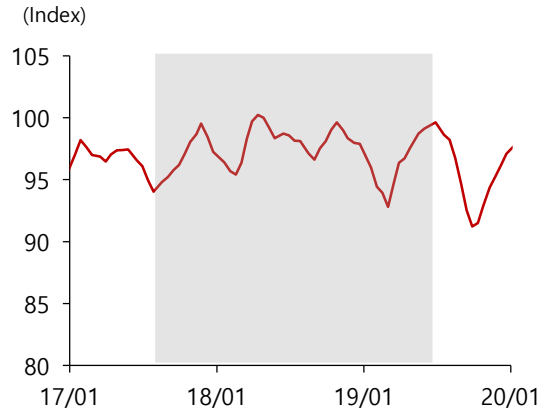
자료 : 산업자료, SK 증권

코스피 의류업종 지수 추이 (사이클 ②)



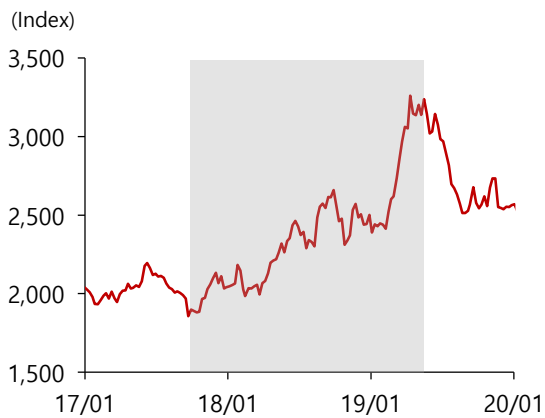
자료 : 퀀티와이즈, SK 증권

미국 미시건대 소비자심리지수 추이 (사이클 ②)



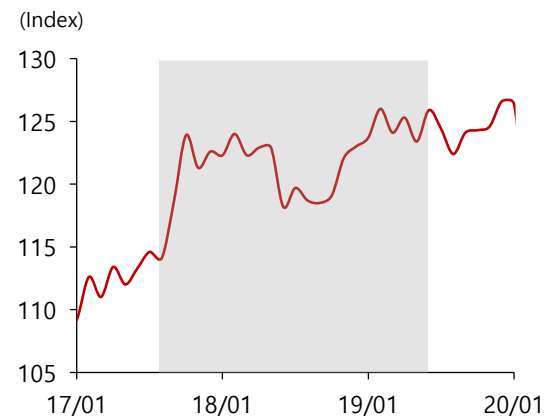
자료 : 산업자료, SK 증권

코스피 의류업종 지수 추이 (사이클 ②)



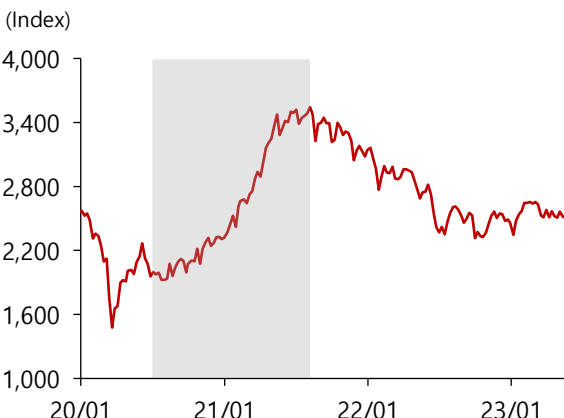
자료 : 퀀티와이즈, SK 증권

중국 소비자신뢰지수 추이 (사이클 ②)



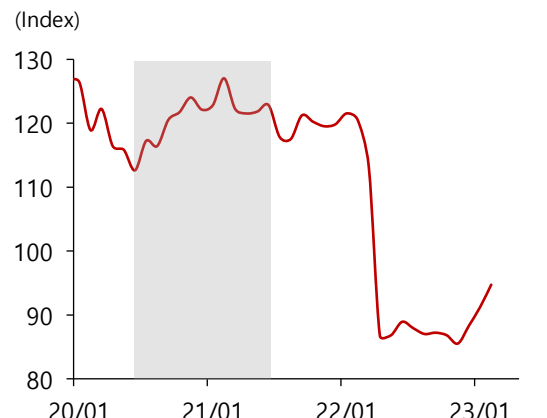
자료 : OECD, SK 증권

코스피 의류업종 지수 추이 (사이클 ③)



자료 : 퀀티와이즈, SK 증권

중국 소비자신뢰지수 추이 (사이클 ③)



자료 : OECD, SK 증권

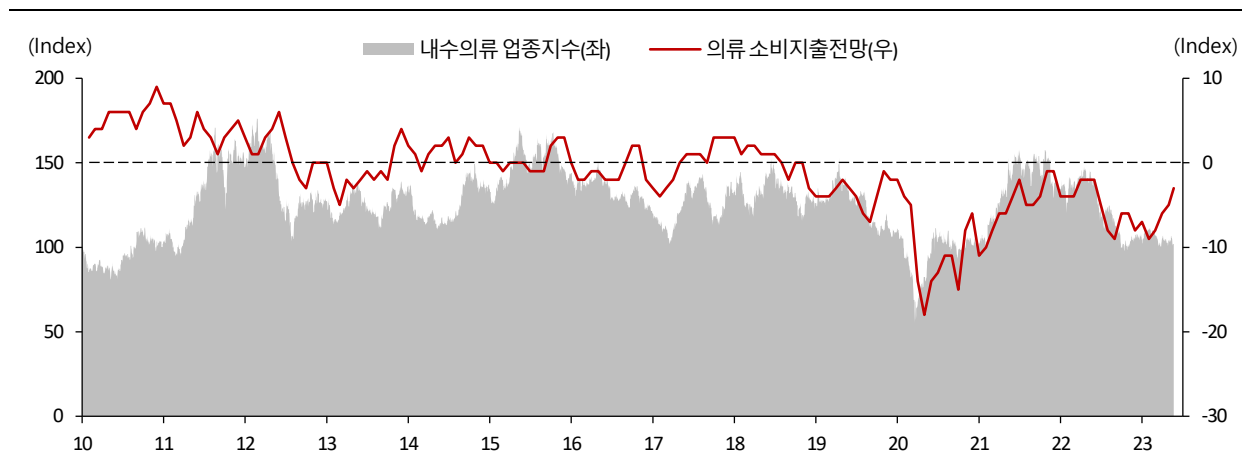
(2) 내수도 소비의 함수

아래 코스피 내수 기업 시가총액 합산 추이를 보면 장기적으로 횡보하는 추세 속에서 주가가 상승 탄력을 받는 구간들이 존재한다. 이 구간에서 주가의 추세적 상승은 국내 의류 소비지출 전망치의 상승 추세 속에서 소비 여력이 개선될 때 나타났다.

소비지출 전망은 100 을 기준으로 그보다 높으면 향후 6 개월 소비 규모 증가를 긍정하는 응답자의 비율이 50% 이상임을 의미하는 심리지표다. 아래 차트에서 확인할 수 있듯이 심리지표가 100 을 하향 돌파해 하향 추세를 이어갈 경우 레깅이 있을 수 있으나 추세적인 주가 하락이 있었으며, 반대의 경우도 마찬가지였다. 경기 민감 비 필수소비재인 의류의 특성상 업종지수가 소비심리를 따라가는 건 당연한 결과이다.

다만 한 가지 눈 여겨 볼 점은 과거에는 심리지수가 실제 소비의 선행지수로서 주가 하락보다 먼저 움직였던 반면, 2016 년부터 두 지표가 동행하는 흐름을 보인다는 점이다. 과거 사이클에 대한 경험이 학습된 결과로 주가의 반응속도가 빨라진 것으로 해석한다. 과거에는 '의류 소비심리 회복 → 의류 소비 회복 → 기업 실적 가시성 확인 → 주가 상승'의 경로를 거쳤다면 이제는 실제 의류 소비의 증감 여부도 중요하지만 주가 측면에서는 심리지표의 중요성이 더욱 커졌다는 판단이다.

코스피 내수의류 업종지수 vs 국내 의류 소비지출전망 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

3. 국가별 의류 업황

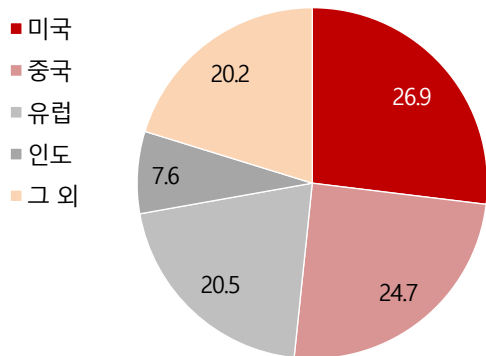
코스피 의류업종 내 주요 상장사 업종 및 주요 매출 국가 현황

코스피 주요 상장사	시가총액(23.05.19 기준, 십억원)	업종	주요 매출 국가
F&F	5,271	브랜드	한국, 중국
힐라홀딩스	2,269	브랜드, 라이선싱	한국, 미국, 중국, 글로벌(로열티)
영원무역	2,018	의류 OEM, 브랜드(자전거)	미국
신세계인터내셔널	672	유통, 브랜드	한국, 중국
한세실업	662	의류 OEM	미국
한섬	624	브랜드, 유통	한국
LF	487	브랜드, 유통	한국
화승엔터프라이즈	450	신발 ODM	미국, 중국, 유럽
신성통상	304	브랜드, 의류 OEM	한국, 미국

자료: 각 사 자료, DART, SK 증권

국가별 의류 소비 규모 (2022)

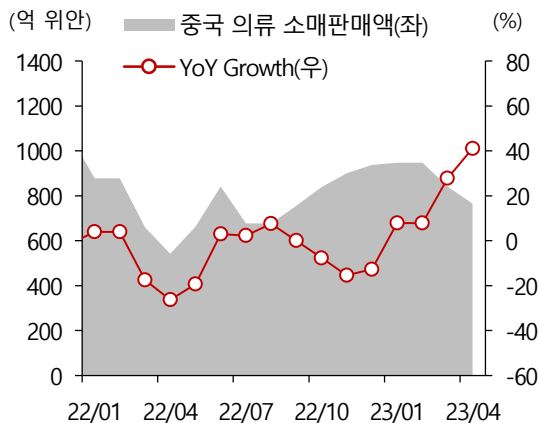
(단위: %)



자료: STATISTA, SK 증권

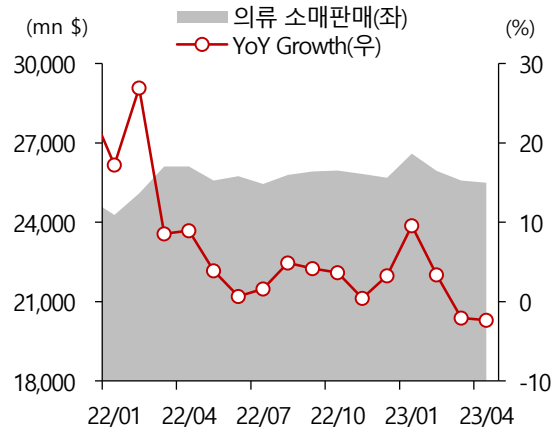
국가별 의류 소비 규모 (2022)

(단위: %)



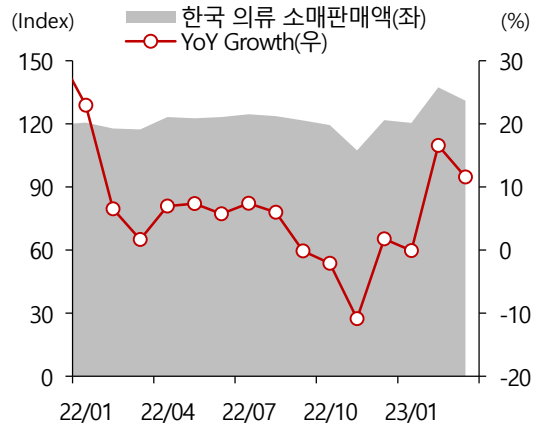
자료: STATISTA, SK 증권

미국 의류 소매판매 추이



자료: FRED, SK 증권

미국 의류 소매판매 및 재고비율 추이



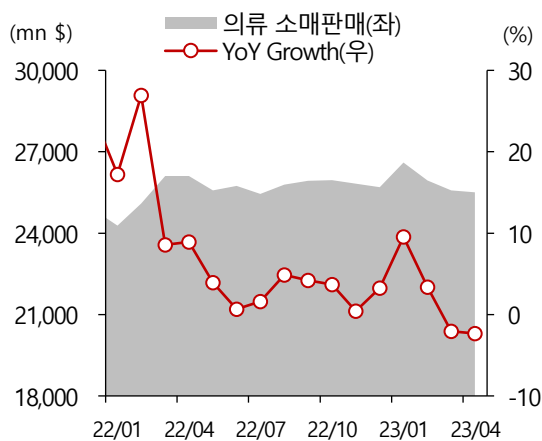
자료: FRED, SK 증권

(1) 미국: 었친 데 덮쳤다

미국의 경우 22 년 상반기부터 급격히 하락한 소비 심리의 영향이 의류 소매판매 데이터로 확인되기 시작했다. 미국 의류 소매판매액이 올해 3 월 -2.0% YoY 기록해 지난 21 년 2 월 이후 처음으로 감소세로 돌아섰기 때문이다. 3 월 의류 소비자물가지수가 +4.4% YoY 증가했음을 고려해 가격 효과를 제외하면 의류 소매량(Q)은 -6.4% YoY 기록한 셈이다.

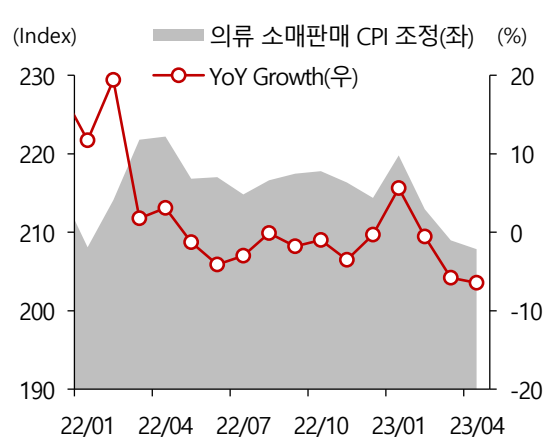
또한 주목해야할 것은 미국 의류 소매 재고비율이 2 월부터 다시 증가하는 추세라는 점이다. 3 월에는 미국 의류 도매 판매액이 -9.4% YoY 기록해 소매업체들이 매우 소극적으로 재고를 가져갔음에도 소매 재고비율은 오히려 증가했다. 그 만큼 의류 소비 둔화의 강도가 강한 것으로 해석할 수 있다.

미국 의류 소매판매 추이



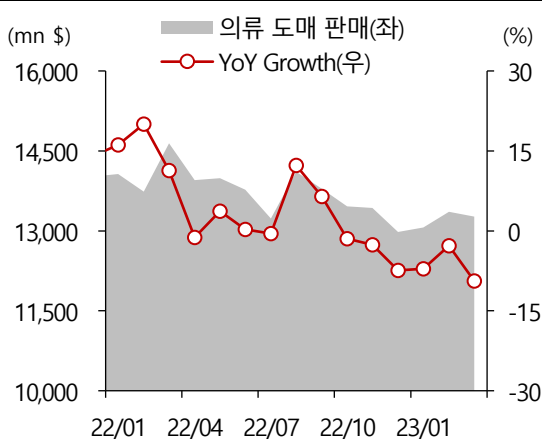
자료 : FRED, SK 증권

미국 의류 소매판매 (CPI 조정) 추이



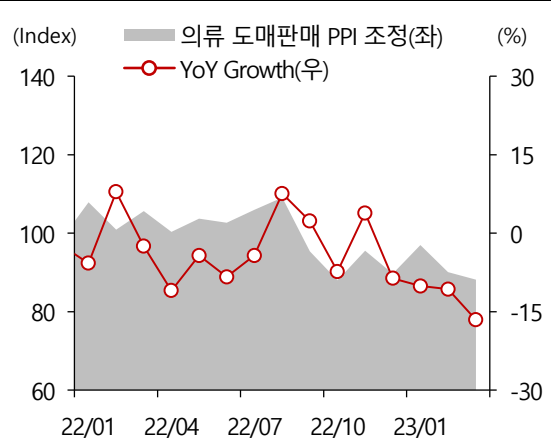
자료 : FRED, SK 증권

미국 의류 도매판매 추이



자료 : FRED, SK 증권

미국 의류 도매판매 (PPI 조정) 추이

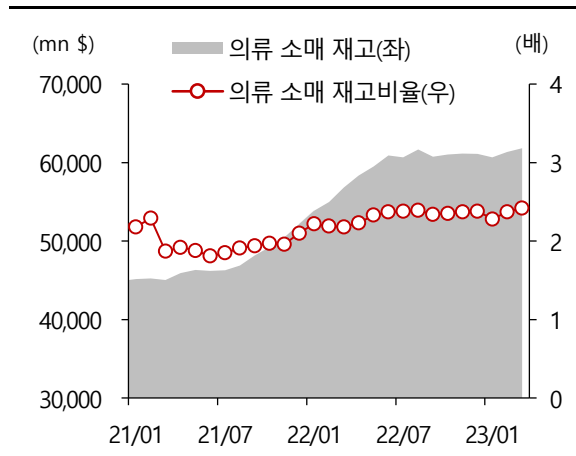


자료 : FRED, SK 증권

엮힌 데 덮친 격으로 미국 의류 업체들의 재고가 매우 높은 상황이다. 3 월 미국 의류 도매 재고비율(매출액 대비 재고)은 3.05 로, 코로나 팬데믹이 있었던 20 년을 제외하면 2000 년대 들어 역대 가장 높은 수치다. 의류 도매 재고가 이렇게 높아진 이유는 1) 인플레이션, 금리인상 발 급격한 수요 둔화 2) 브랜드 업체들의 의류 생산 대량 선주문 3) 22 년 5 월부로 급격하게 해소된 물류 차질 문제 세 가지가 겹쳤기 때문으로 분석한다.

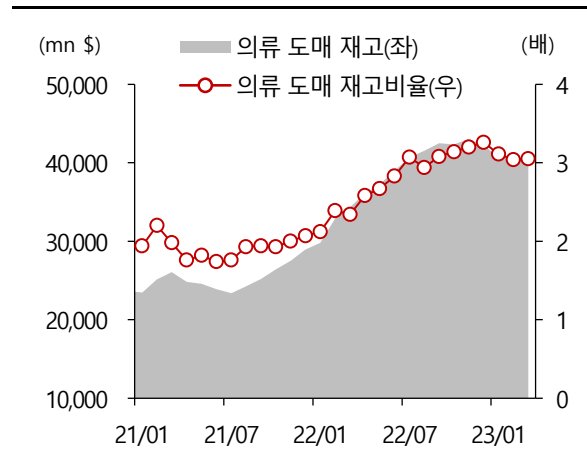
이에 미국 의류 브랜드 업체들은 현재 재고 정상화를 우선순위에 두고 보수적인 재고 매입 정책을 시행 중이다. 실제로 미국 의류 수입액은 22 년 10 월 -8% YoY 역 성장을 기록하기 시작해 23 년 3 월에는 무려 -33% YoY 기록 중이다. 미국 바이어들이 신규 오더를 최소화해 강도 높은 재고 조정이 진행 중임을 알 수 있다.

미국 의류 소매 재고 및 재고비율 추이



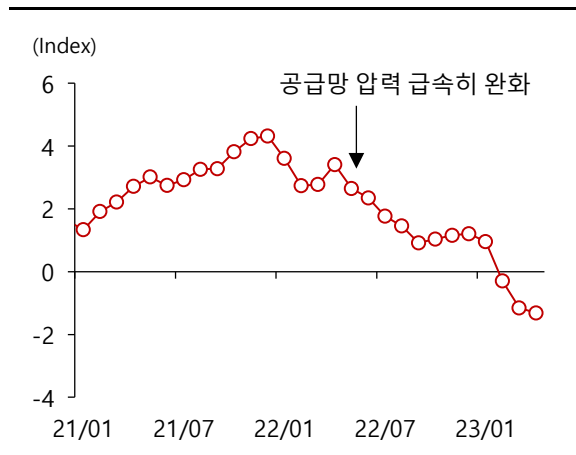
자료 : FRED, SK 증권

미국 의류 도매 재고 및 재고비율 추이



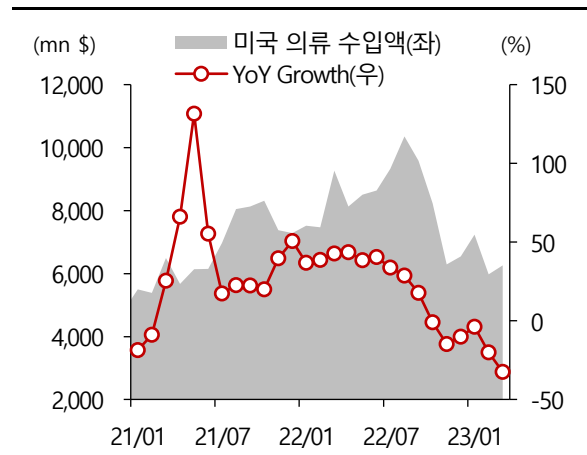
자료 : FRED, SK 증권

공급망 압력 지수 (GSCPI) 추이



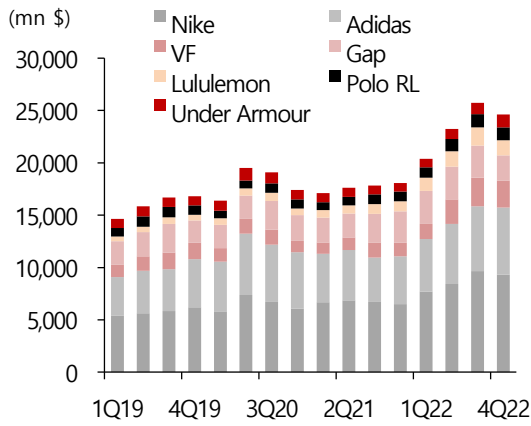
자료 : 뉴욕연은, SK 증권

미국 의류 수입액 추이



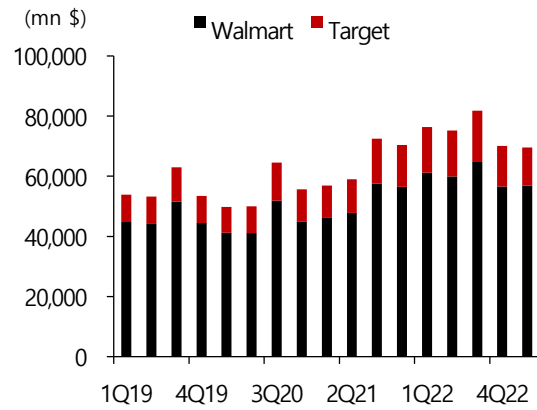
자료 : OTEXA, SK 증권

글로벌 주요 의류 업체 분기별 재고자산 추이



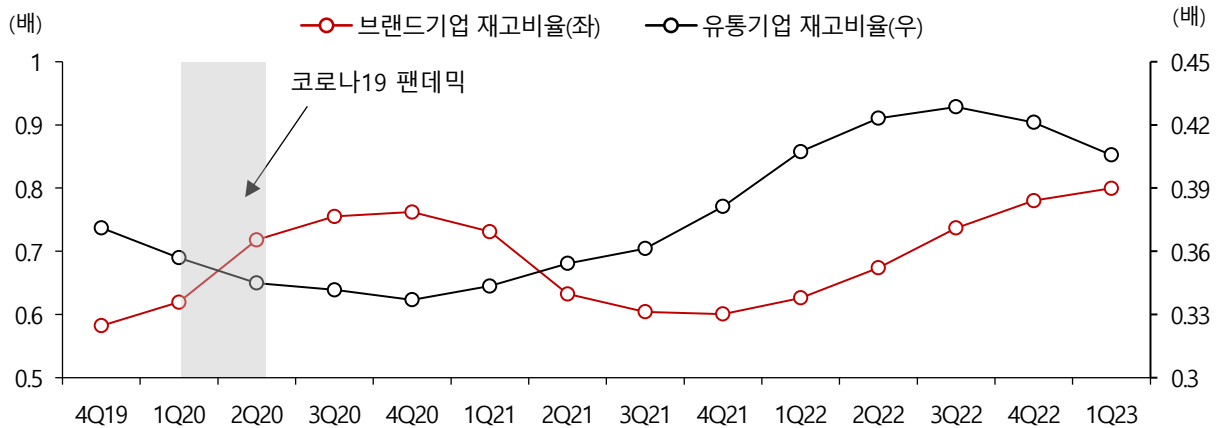
자료 : Bloomberg, SK 증권

미국 주요 유통 업체 분기별 재고자산 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권


글로벌 주요 브랜드 및 미국 유통기업 재고비율 추이 (최근 4개분기 합산 기준)



자료 : Bloomberg, SK 증권

국내 의류 OEM 업체인 영원무역, 한세실업은 미국 패션 브랜드 업체들을 주요 바이어로 두고 있으며 바이어들의 지역별 매출 비중은 대체로 미국이 가장 크다. 신발 ODM 업체인 화승엔터프라이즈 역시 독일의 Adidas를 주를 주요 고객으로 두고 있으며 지역별 매출 비중은 미국이 가장 크다(22년 기준 31%).

영원무역, 한세실업, 화승엔터프라이즈 주요 바이어 현황

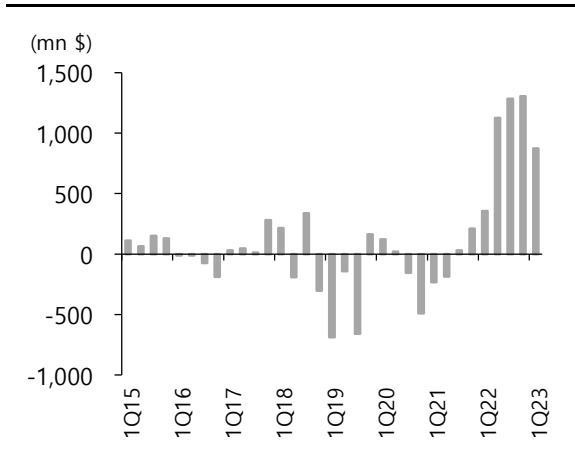
기업	영원무역	한세실업	화승엔터프라이즈
주요 바이어			

자료: 각 사 자료, SK증권

의류 생산 업체 관점에서 수요는 ‘의류 최종 소비’ + ‘도소매 재고축적 수요’ 로 구성된다. 따라서 미국 의류 수요 감소 추세와 브랜드 업체의 재고 조정은 생산 업체의 수주 감소로 이어질 수밖에 없다. 다만 업체별로 고객사 재고 조정 속도가 상이해 업체별로 수주 바닥 확인의 시점이 다를 것으로 전망한다.

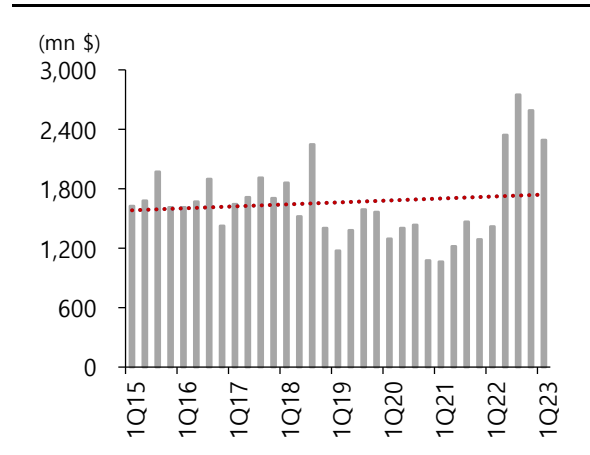
영원무역: 주요 바이어인 VF(노스페이스)와 룰루레몬의 경우 재고조정 시작이 타 브랜드 대비 늦었다. 타 브랜드가 빠르면 2Q22, 느려도 3Q22 에 재고조정을 시작했다면 룰루레몬은 4Q22, 노스페이스의 경우 1Q23 부터 본격적인 재고조정에 들어간 것으로 파악한다. 타 브랜드 업체의 사례를 참고하면 정상 재고까지 재고 조정 4 분기 정도가 소요됐기 때문에 룰루레몬과 노스페이스는 3Q23~4Q23 에 재고가 정상 수준에 도달할 것으로 전망한다.

VFC(노스페이스) 분기별 재고 증감(최근 4분기 누적)



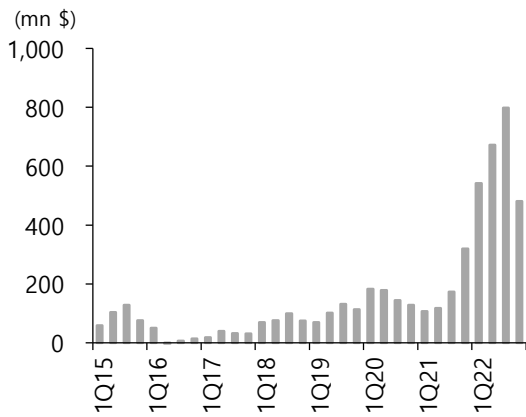
자료 : Bloomberg, SK 증권

VFC(노스페이스) 재고자산 추이



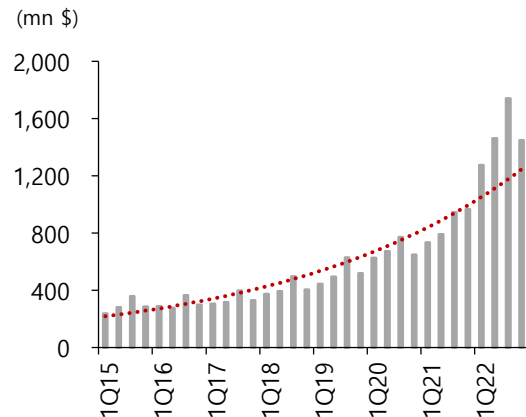
자료 : Bloomberg, SK 증권

Lululemon 분기별 재고 증감(최근 4개분기 누적)



자료 : Bloomberg, SK 증권

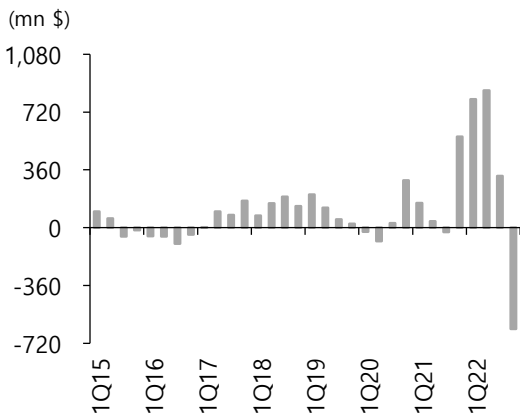
Lululemon 재고자산 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

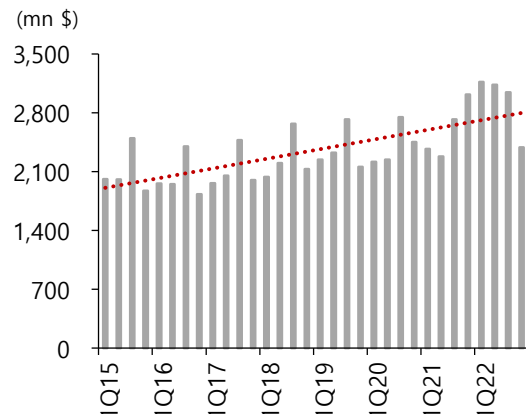
한세실업: 주요 바이어인 Gap, Walmart, Target 의 경우 타 브랜드 대비 재고조정 시점과 속도가 빠르다. Gap 은 3Q22, Walmart 와 Target 은 2Q22 부터 재고조정이 빠르게 진행되어 1Q23 현재 거의 정상 수준에 도달한 것으로 분석한다. 타 OEM 대비 수주의 바닥 형성 시점이 빠를 것으로 판단한다.

Gap 분기별 재고 증감(최근 4개분기 누적)



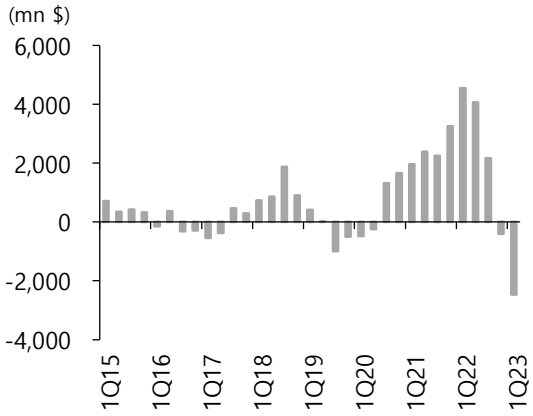
자료 : Bloomberg, SK 증권

Gap 재고자산 추이



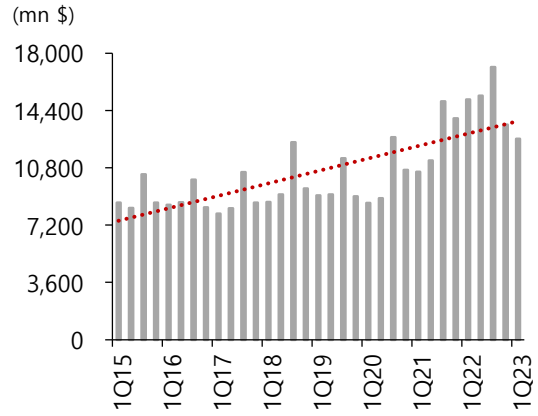
자료 : Bloomberg, SK 증권

Target 분기별 재고 증감(최근 4개분기 누적)



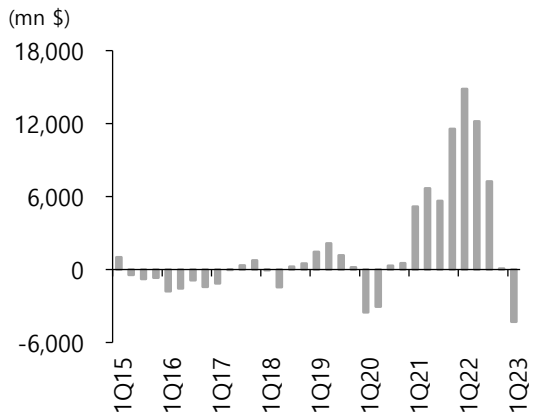
자료 : Bloomberg, SK 증권

Target 재고자산 추이



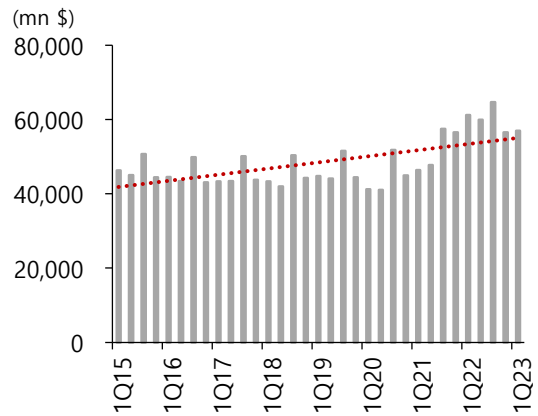
자료 : Bloomberg, SK 증권

Walmart 분기별 재고 증감(최근 4개분기 누적)



자료 : Bloomberg, SK 증권

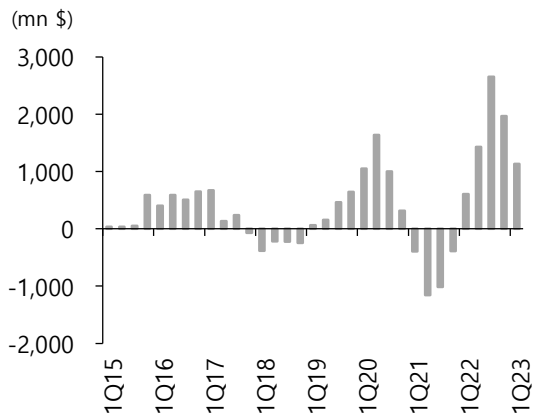
Walmart 재고자산 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

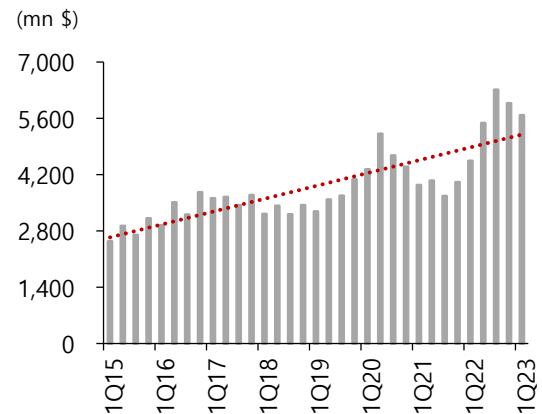
화승엔터프라이즈: 주요 바이어인 Adidas 의 경우 4Q22 부터 재고조정이 시작되어 3Q22 에는 재고가 정상 수준에 도달할 것으로 전망한다.

Adidas 분기별 재고 증감(최근 4개분기 누적)



자료 : Bloomberg, SK 증권

Adidas 재고자산 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

다만 재고 정상화가 곧 수주의 증가를 의미하진 않는다. 미국 내 의류 소비가 감소하고, 경기 우려가 제기되는 상황에서 당분간 정상 수준보다 낮은 재고 수준을 유지할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 바이어 재고 정상화는 'OEM 수주의 바텀 논리' 정도로 해석하는 것이 타당하며, 미국 의류 소비 감소 중인 현재 시점에서 수주의 추세적 회복을 논하기에는 아직 이르다고 판단한다.

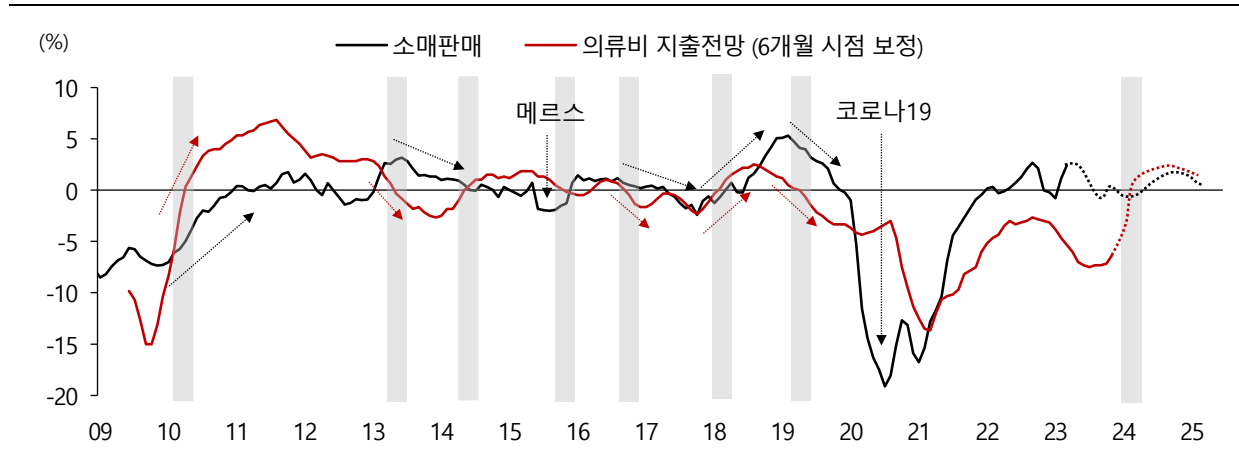
(2) 한국: 심리의 반등에 주목하자

한국 내수 의류 경기의 현황을 이해하기 위해서는 1) 소비심리 2) 코로나 기저 효과의 소멸에 주목할 필요가 있다.

1) 소비심리

한국 의류 소비를 전망하기 위해서는 선행지표인 소비심리를 봐야 한다. 과거 2009 년 이후 의류 소비지출전망과 국내 의류 소매판매액을 비교해 보면 의류 소비지출 전망이 대체로 6 개월 선행하는 것을 확인할 수 있다. 특히 100 을 기준으로 지수가 상향돌파 하는지, 하향돌파 하는지가 국내 의류 고점과 저점, 방향성을 설명하는 데 유의한 것으로 나타났다.

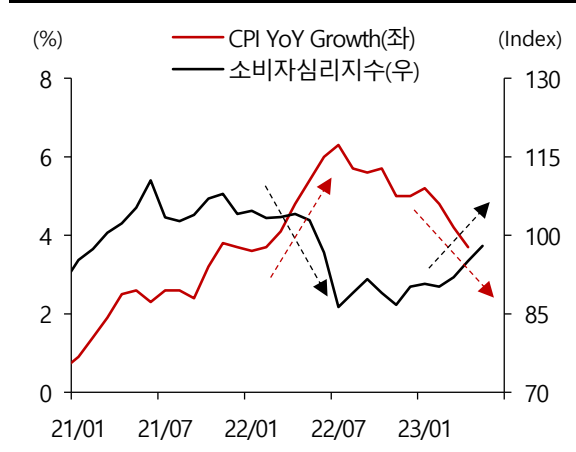
의류비 지출전망 (6개월 시점 보정) vs 국내 의류 소매판매액 추이 및 전망



자료 : 통계청, 한국은행, SK증권

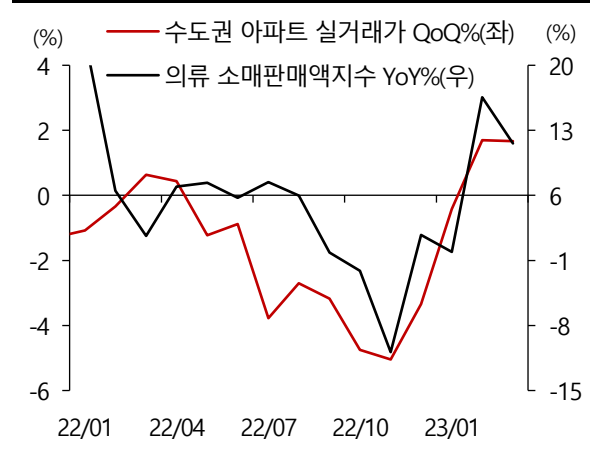
국내 의류소비 심리는 22년 6월부터 급격히 하락했다. 이 무렵 소비자 심리에 영향을 줬던 변수는 1) 인플레이션 2) 급격한 금리 인상 사이클의 시작 3) 부동산 가격 하락 세 가지로 분석한다. 이는 바꿔 말해 인플레이션이 둔화와 금리 안정화, 부동산 가격 안정화가 소비 심리 회복 사이클의 시작점이라는 말이 된다.

한국 CPI 및 소비자심리지수 추이



자료 : 한국은행, SK 증권

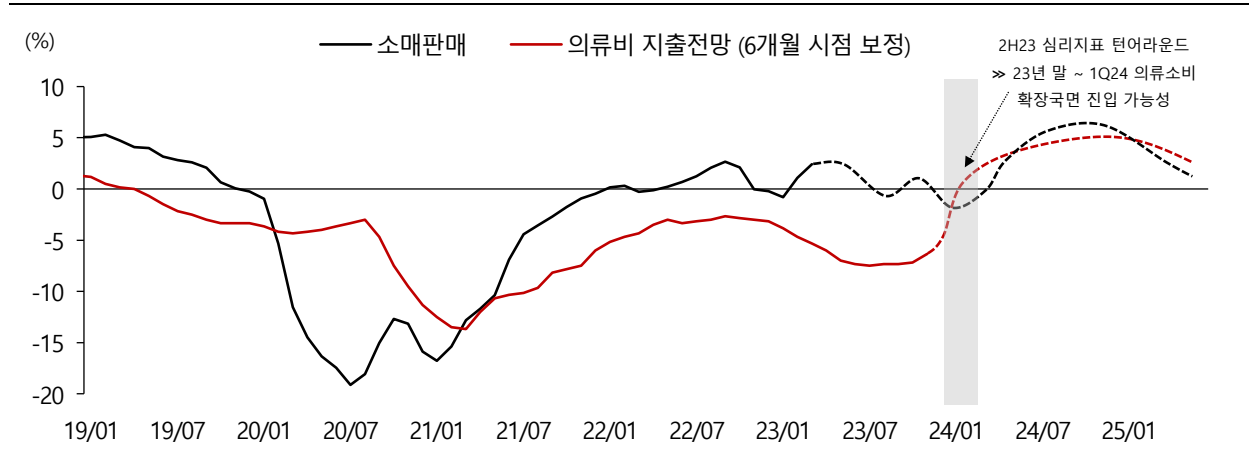
수도권 아파트 실거래가 vs 의류 소매판매액



자료 : 부동산정보통계시스템, 통계청, SK 증권

23년 하반기에 의류 소비심리지수가 100 기준 플러스 전환할 것으로 전망하는데, 부동산 시장과 금리가 안정화되고 있고, 인플레이션이 연말로 갈수록 힘을 잃을 것으로 전망하기 때문이다. 한국 소비자 물가지수 상승률은 어느덧 고점인 6.7%에서 4월 기준 3.7%까지 내려왔고 기대인플레이션도 하향 안정화 추세이다. 다만 소비심리의 추세적 회복을 위해서는 체감물가의 하향 안정화가 중요하다고 보는데, 23년 초까지는 난방기, 전기요금 등 공공요금 인상 여파로 5%대에서 횡보했으나 3월부터 하향세를 보이고 있는 점은 긍정적이다. 지금처럼 부동산 경기와 인플레이션이 안정화 추세가 이어지고, 올해 하반기 중 의류 소비심리가 100 이상에서 안정적인 움직임을 보여준다면 실제 의류 소비의 확장 국면으로의 전환은 6개월 시차를 고려해 연말, 또는 1Q24 이 될 것으로 전망한다.

2H23 의류 소비심리 회복, 연말~1Q24 의류 소비 턴어라운드 가능성

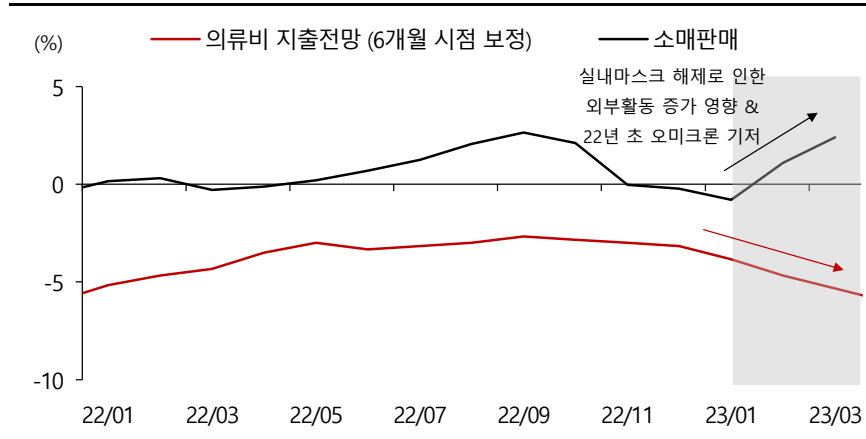


자료 : 통계청, 한국은행, SK 증권

2) 코로나 기저의 소멸

23년 1분기에 한국 의류비 지출전망은 매우 부정적인 반면 의류 소매판매는 장기 평균 상단에 위치해 의류 소매판매 간에 괴리가 발생했다. 이는 1월 있었던 실내 마스크 해제 조치에 따른 외부활동 증가와 22년 초 오미크론 확산 영향으로 22 S/S 시즌의 의류 수요가 23 S/S로 이연됐기 때문에 발생한 일시적인 효과로 분석한다.

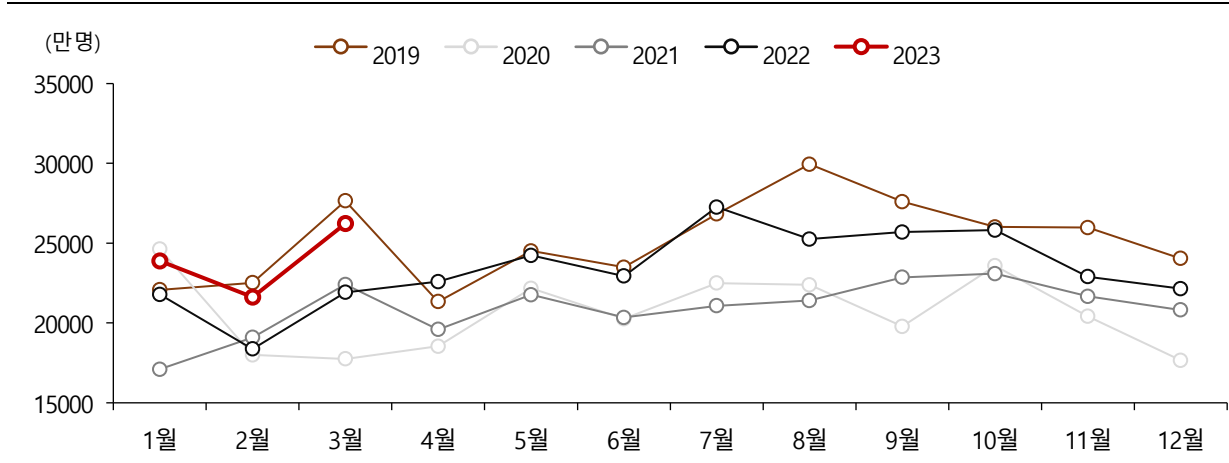
한국 의류비 지출전망 (100 기준 괴리율) vs 의류 소매판매 (장기평균 대비 괴리율)



자료 : 한국은행, 통계청, SK증권

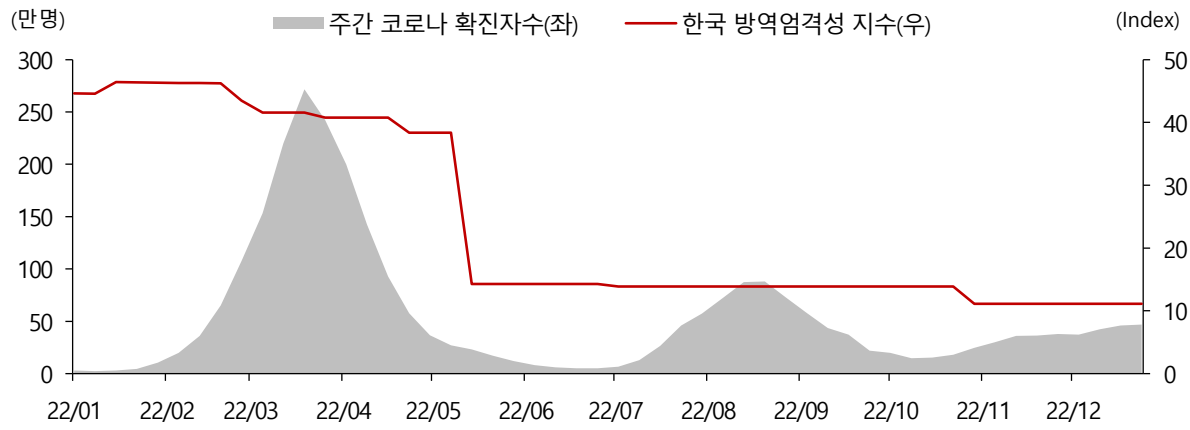
지난 22년 초 코로나 상황을 돌아보면 오미크론 바이러스 전파로 국내 확진자 수가 폭증했다. 확산 추세는 5월 안정되기 시작했으며, 이 때를 기점으로 실외마스크 착용 의무와 거리두기 정책이 해제되면서 본격적인 리오프닝 단계로 진입했다. 하지만 S/S 시즌 의류의 판매는 3월과 4월 중에 가장 활발히 일어나기 때문에 22 S/S 시즌 의류 판매는 다소 부진할 수밖에 없었다. 따라서 1Q23 의류 소매판매 강세는 22 S/S 시즌 의류의 수요가 이월된 일시적 효과로 봐야 하며, 2Q23 부터는 기저의 소멸로 다시 장기 평균으로 회귀할 것으로 전망한다.

월별 전국 방문자 수 추이 (2019~2023)



자료: 한국관광데이터랩, SK증권

국내 코로나 확진자 수와 방역엄격성 지수 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

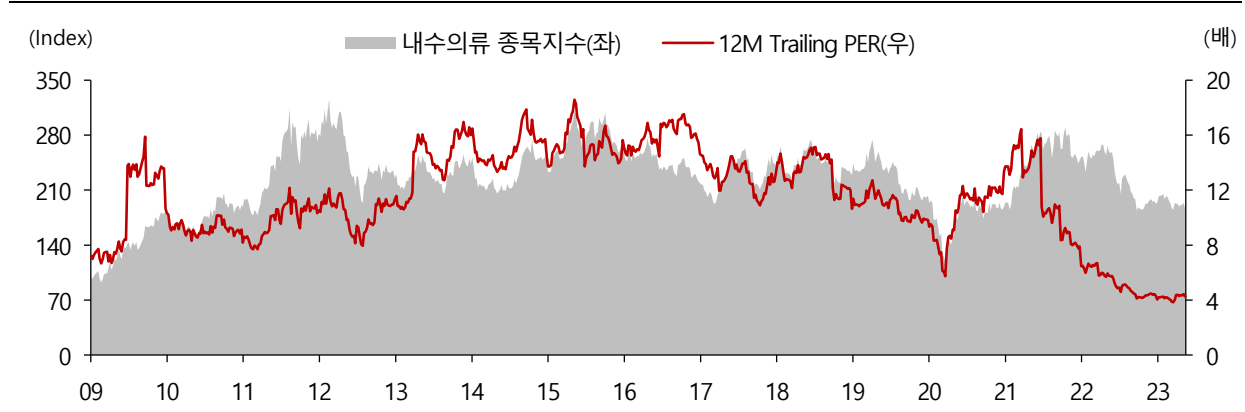
4. 투자전략

(1) 내수: 하반기 기회가 있다

내수 의류 기업의 경우 올해 하반기 매수 추천한다. 하반기 의류 소비심리의 플러스 전환할 가능성을 높게 보기 때문이다. 의류 판매는 코로나 기저의 소멸로 계절적 요인을 제외하고 1 분기에 비해 2 분기에 다소 둔화될 수 있지만 소비심리가 회복 추세에 있어 저점은 그리 깊지 않을 것으로 본다.

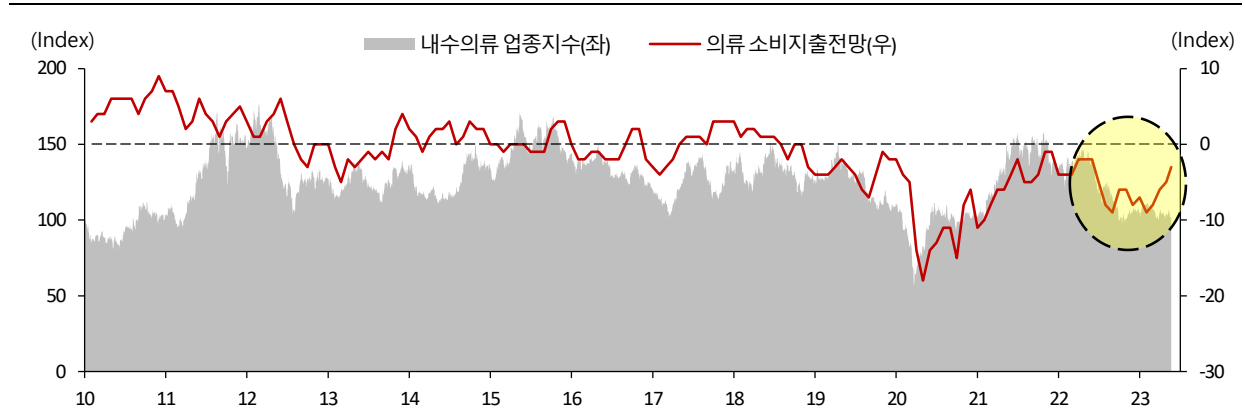
현재 코스피 내수 의류업종 지수의 12 개월 Trailing PER 은 4 배 수준으로 역사적 저점이다. 실적과 주가의 괴리가 큰 상황이다. 과거 내수 의류 종목의 주가는 국내 의류 소비심리와 동행하는 모습을 보였기 때문에 하반기 의류 소비심리의 플러스 전환 시 밸류에이션 멀티플 리레이팅 가능할 것으로 전망한다.

코스피 내수 의류 종목지수 vs 12M Trailing PER 추이 (09~23)



자료: Bloomberg, SK 증권

코스피 내수 의류 종목지수 vs 의류 소비지출전망지수 추이 (09~23)



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 수출: 중국은 연중 내내, 미국은 하반기에 관심을 갖자

1. 중국

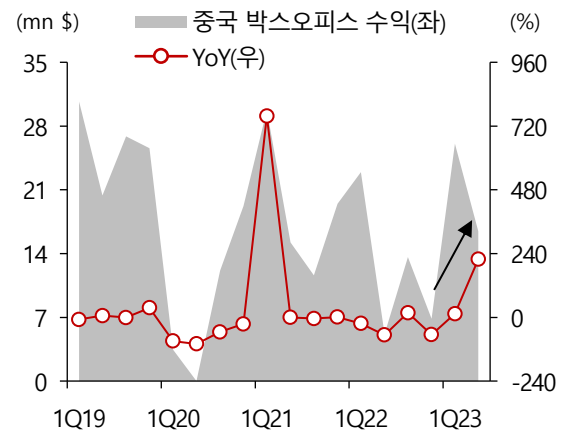
수출기업의 경우 주요 수출국에 따라 차별적 접근이 필요하다. 먼저 중국의 경우 23년 내내 매력적인 투자 모멘텀이 될 것으로 전망한다. 22년 제로코로나 정책으로 의류 소비의 기저 자체가 워낙 낮게 형성 되어있기 때문이다. 중국 내 의류 소매판매액은 리오프닝이 본격 시작된 3월 +27.8% YoY, 4월 41.1% YoY 증가하며 급격하게 회복 중이다. 한국과 미국의 의류 소비가 피크아웃 하는 시점에 상대적인 투자 매력도가 높다고 판단한다. 대표적인 관련 종목으로 MLB 패션 브랜드 사업 중국 내 운영 중인 F&F 있으며, 업종 내 최선호주 관점 제시한다.

중국 지하철 탑승객 트래픽 추이



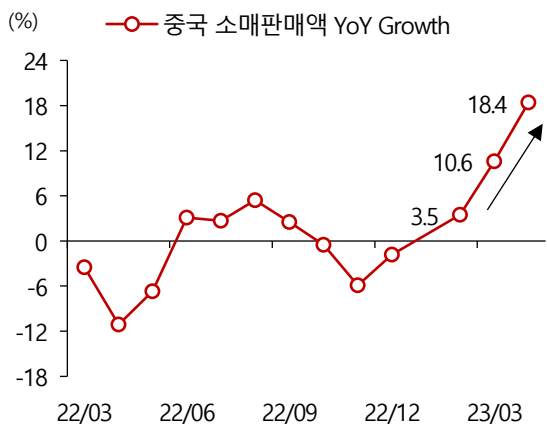
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 분기별 일평균 박스오피스 수익 추이



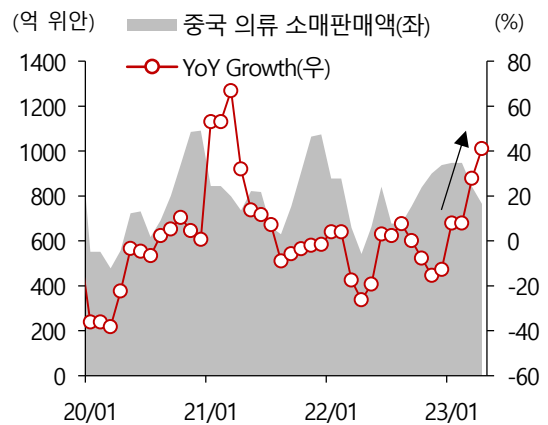
자료: EntGroup, SK 증권

중국 월별 전체 소매판매 YoY 증감률 추이 (~23.4월)



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 의류(Garments) 소매판매액 추이 (~23.4월)

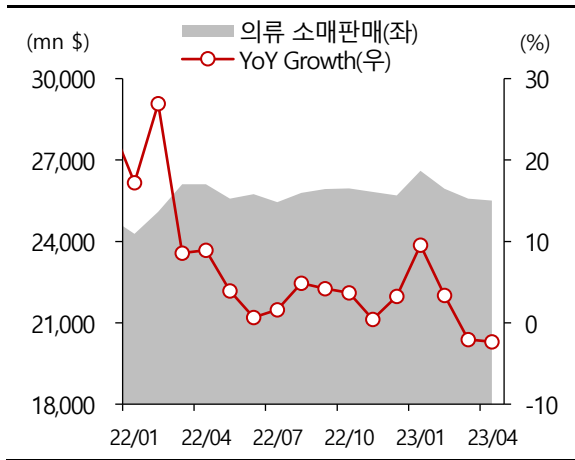


자료: 중국 국가통계국, SK 증권

2. 미국

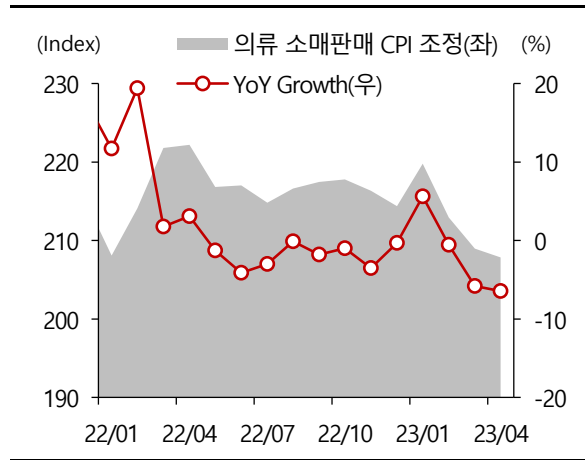
반면 미국의 경우 아직 시간이 필요하다. 의류 경기가 이제 막 하강 사이클에 진입하기 시작했으며, 의류 수요 둔화 상황에서 과도하게 쌓인 재고가 얼마나 빠르게 해소가 될지, 전방 바이어들이 얼마나 보수적으로 재고를 가져갈지 불확실한 상황이기 때문이다. 다만 4Q23에 대부분의 바이어의 재고가 정상 수준으로 조정이 완료될 것으로 전망하며, 재고조정 완료 시 수주의 추가 하락의 우려가 해소된다는 측면에서 국내 OEM 종목 주가 바닥 형성할 가능성 높다.

미국 의류 소매판매 추이



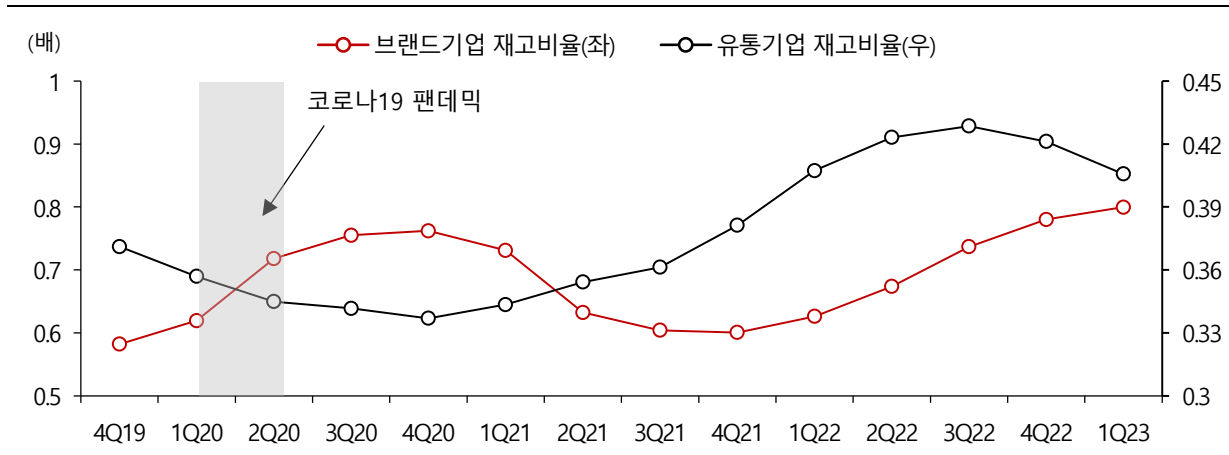
자료 : FRED, SK 증권

미국 의류 소매판매 (CPI 조정) 추이



자료 : FRED, SK 증권

글로벌 주요 브랜드 및 미국 유통기업 재고비율 추이 (최근 4개분기 합산 기준)



자료: Bloomberg, SK 증권

재고조정 속도는 바이어마다 상이해 한세실업 > 화승엔터프라이즈 ≥ 영원무역 순으로 바이어 재고조정 완료 시점이 빠를 것으로 전망한다. 전방업체 재고조정이 완료되는 업체부터 주가 바닥 형성할 수 있다. 다만 현재 바이어들이 보수적인 재고 매입 정책을 유지하고 있기 때문에, 수주의 추세적 회복을 기대하기에는 불확실성이 남아있어 수주 바닥 확인 논리에 따른 주가 업사이드는 다소 제한될 것으로 전망한다.

5. 중국 의류 업황 및 투자 모멘텀

(1) 유일하게 별이 드는 곳

중국 의류 소비는 최근 리오프닝 전까지는 ‘코로나 봉쇄로 인한 소비 급감’ 단계에 머물러 있었으며 이제 막 리오프닝의 단계로 나아가 한창 소비 회복 사이클을 지나고 있다. 앞으로의 의류 산업 전망에 있어서 미국의 경기 하방 압력이 높아지고 있는 반면 중국의 경우 작년 워낙에 낮았던 의류 소비 기저 탓에 의류 소매판매 성장률 +40%대 까지 나오고 있다. 의류 소비 여력이 아직 남아있는 만큼 중국에서 브랜드를 전개하고 있는 국내 패션 기업에 관심을 가질 필요가 있다.

(2) 중국 리오프닝 상황

“제로 코로나” 정책을 시행하며 강도 높은 이동 제한 조치를 장기간 이어가던 중국 정부가 22년 12월 제로 코로나 정책을 폐지하며 리오프닝에 따른 보복 소비 기대감이 높아졌었다.

하지만 생각보다 중국인의 소비는 더디게 회복되었다. 이동 제한은 해제되었지만 코로나 확진자와 사망자가 급증하던 탓에 외부활동에 대한 사람들의 심리가 예상보다 느리게 회복되었기 때문이다.

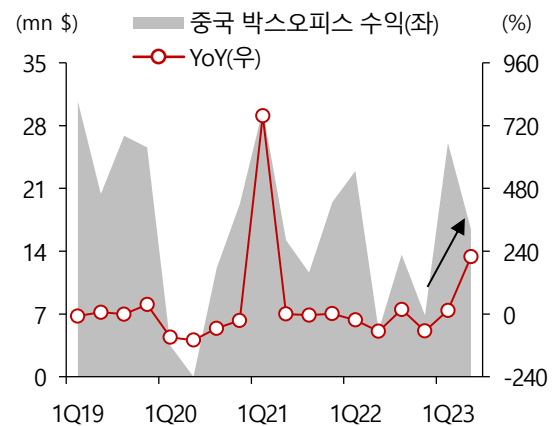
실제로 베이징, 상하이, 선전, 광저우 4개 주요 도시의 지하철 이용 트래픽 데이터를 보면 제로 코로나 정책이 해제된 12월 트래픽이 잠시 늘었지만 이내 급감했고, 완전한 회복세를 보인 것은 23년 2월부터였다. 4월 현재 기준 트래픽은 코로나 사태 전인 19년 수준을 완전히 회복했다.

중국 지하철 탑승객 트래픽 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

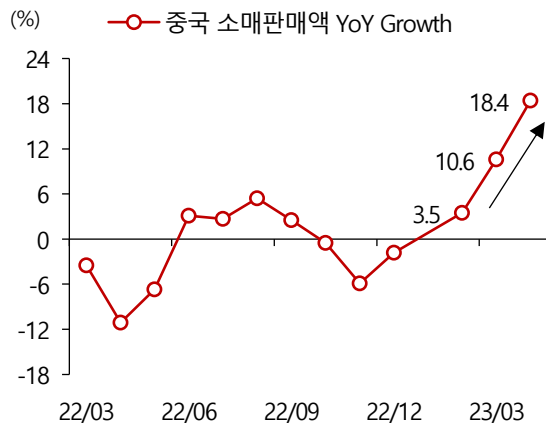
중국 분기별 일평균 박스오피스 수익 추이



자료: EntGroup, SK 증권

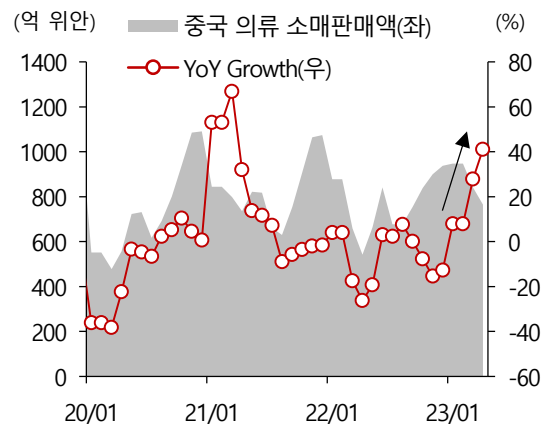
23년 1~2월 누적 의류 소매판매액도 +7.9% YoY 증가하며 예상보다는 더딘 회복을 보여줬다. 하지만 리오프닝에 따른 본격적인 의류 소비 회복세는 3월부터 나타나고 있는데, 중국 의류 소매판매액 YoY 성장률은 올해 1월과 2월 합산 기준 +7.9% YoY 성장하는데 그쳤으나 3월 +27.8% YoY, 4월 41.1% YoY 기록하며 급격하게 회복 중이다.

중국 월별 전체 소매판매액 YoY 증감률 추이 (~23.4월)



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 의류(Garments) 소매판매액 추이 (~23.4월)



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

(3) 중국 스포츠 의류 산업의 구조적 성장

중국 의류산업 카테고리에서 주목할 만한 분야는 단연 스포츠 의류다. 최근 몇 년간 중국 내 스포츠웨어 시장은 급성장해 왔는데, 고성장의 배경에는 중국 정부의 스포츠 산업 육성 정책이 있다.

중국이 스포츠 산업을 본격적으로 육성하기 시작한 것은 2015 년 말 중국 정부가 발표한 13 차 5 개년 계획(2016-2020)에 스포츠 산업 육성에 관한 내용을 포함시키면서다. 당시 계획은 전 국민이 일상적으로 스포츠를 즐길 수 있도록 스포츠 시설을 확충하고, 젊은 층이 축구, 농구, 배구, 동계 스포츠 등 각종 스포츠에 관심을 갖고 적극적으로 참여 하도록 정부가 지원에 나설 것이라는 내용을 주요 골자로 했다.

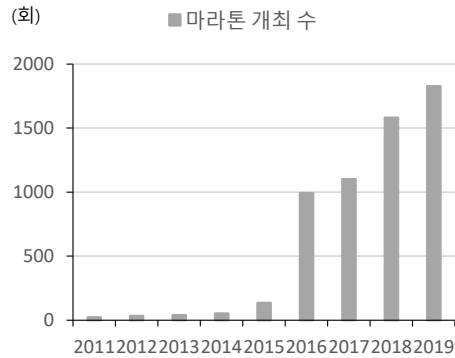
중국 과거 스포츠산업 육성정책

발표시기	정책	발전목표	참가 인원 수
2014.1.	체육 산업발전 및 체육산업 소비촉진에 대한 의견	- 2025년까지 스포츠 산업 규모 5조 위안 달성	- 2025년까지 스포츠 인구 5억명 도달
2016.5.	체육발전 "135" 계획	- 2020년까지 스포츠 산업 규모 3조 위안 달성	- 2020년까지 스포츠 인구 4억 5000만 명 도달
2016.6.	전민건강계획(2016-2020)	- 2020년까지 스포츠 관련 소비 규모 1조 5000억 위안 달성	- 2020년 매주 최소 1회 체육단련에 참가하는 인원 수 7억 명에 도달, 스포츠 인구 4억 3500만 명에 도달
2016.11.	등산/실외 운동산업 발전 계획	- 2020년까지 산지실외 스포츠 산업 규모 4000억 위안 달성	-
2016.11.	겨울스포츠 발전 계획(2016-2025)	-2020년까지 중국 겨울스포츠 산업 규모 6000억 위안 달성, 2025년 1조 위안 목표	-
2019.8.	(국무원) 체육 강국 건설에 대한 통지	- 2035년까지 스포츠 산업 국민경제의 주요 지주 산업으로 부상	- 2035년까지 전체 인구의 약 45%를 스포츠인구로 육성하고 인당 평균 운동사용 가능 면적을 2.5㎡로 설정
2022.10.	체육발전 "145" 계획	- 2025년까지 실외 스포츠 산업의 고품질 발전. 2035년까지 실외 스포츠 산업 규모, 품질 발전과 스포츠 강국 건설	-

자료: KOTRA, SK 증권

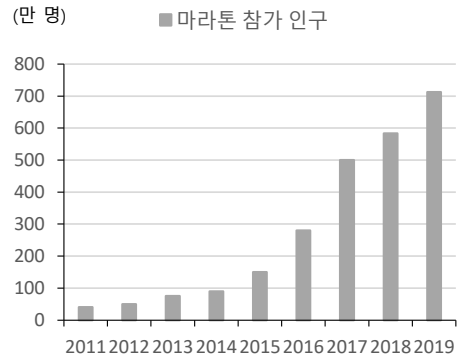
정부의 스포츠 육성 정책은 실제 중국인의 스포츠 참가율 증가로 이어졌다. 중국 내 스포츠 인구 수는 2015년 3.6억명에서 2020년 4.4억명으로 매년 꾸준히 증가했고, 체육협회가 공개한 데이터에 따르면 중국 내 마라톤 대회 개최 건 수는 2015년 전국적으로 134건에 불과했지만 정책 시행 바로 일 년 후인 2016년에는 993건으로 급증했고, 코로나 직전인 2019년에는 1,828건에 참가자 수는 712만명에 달했다.

중국 내 마라톤 행사 개최 수



자료 : 중국체육협회, SK 증권

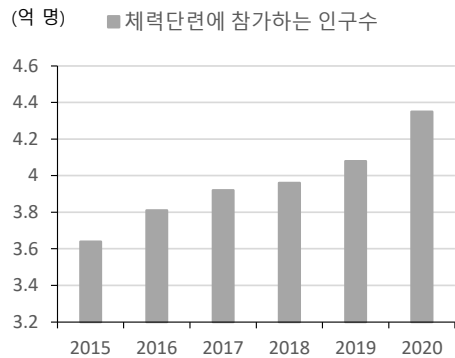
중국 내 마라톤 참가인구 수



자료 : 중국국가통계국, SK 증권

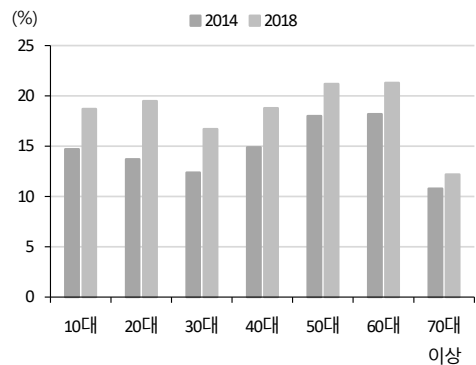
또한 CICC 리서치가 조사한 데이터에 따르면 주기적으로 스포츠 활동에 참가하는 비율도 증가했다. 연령대별로 차이가 있으나 2014 년 조사에서 대체로 10% 초반에서 중반대에 머물던 참가율이 2018년에는 20%에 근접했으며 특히 10대와 20대의 스포츠 참가율이 크게 올라 중국 내 젊은 층에서 운동이 일상의 영역으로 침투해 가고 있음을 확인할 수 있다.

중국 내 체력단련 인구 수



자료 : 첸산산업연구원, SK 증권

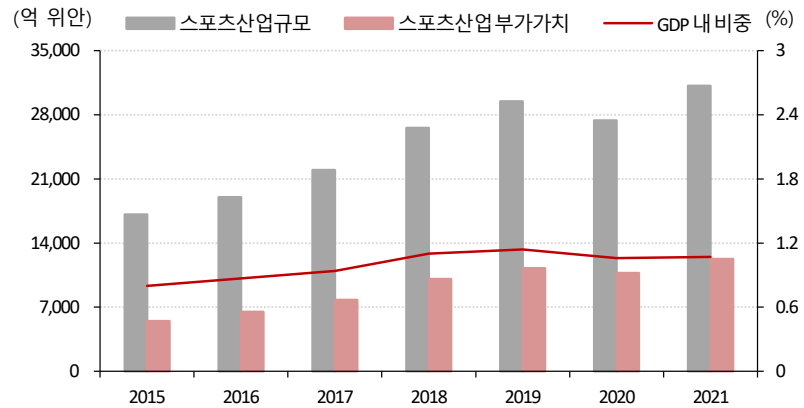
연령대별 스포츠 참가율



자료 : CICC 리서치, SK 증권

스포츠 인구 증가에 따라 스포츠 웨어 시장도 급격히 성장했는데, 유로모니터 통계에 따르면 중국 내 스포츠웨어 시장 규모는 2015년 1,670억 위안에서 2021년 3,720억 위안으로 6년 사이에 2배 이상 성장했다. 같은 기간 중국 내 의류 소매판매액이 2.4% 성장에 그친 것에 비하면 놀라운 성장세다.

중국 스포츠산업 시장규모

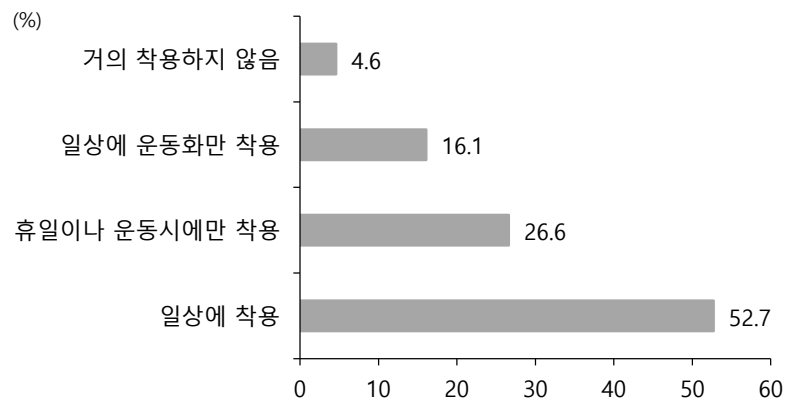


자료 : 국가통계국, SK 증권

한편 코로나 기간 봉쇄 조치로 중국 내 스포츠 활동은 위축될 수밖에 없었다. 2019 년 1,828 건이었던 마라톤 개최 수는 코로나 기간 지속적으로 감소해 제로 코로나 정책이 한창이었던 2022 년 58 건으로 크게 줄어들었다. 하지만 스포츠웨어 시장은 오히려 코로나 이전인 2019 년보다 커졌다. 이는 중국인이 스포츠웨어를 더 이상 운동복 목적으로 소비하는 것이 아니라, 일상복으로서 소비하기 시작했다고 볼 수 있는 근거다.

실제로 2021년 중국 소비자의 운동화 및 운동복 착용 빈도를 조사한 자료에 따르면 일상에 운동화와 운동복을 착용하는 비율은 52.7%인 반면 운동시에만 착용한다는 응답 비율은 26.6%에 불과했다. 스포츠웨어가 중국인의 라이프스타일 패션에 이미 깊숙이 침투했다고 볼 수 있다.

중국인 운동화/운동복 착용 빈도 설문조사 결과



자료 : iMedia(2021), SK 증권

13 차 5 개년 계획은 2021 년에 발표 5 년이 지나 마무리 되었고, 지난 2021 년 양회에서 발표된 14 차 5 개년 계획(2021-2025)에 “스포츠 발전 계획”이 다시 포함되었다. 또한 그 세부 내용을 다룬 “야외 스포츠 산업 발전 계획(2022-2025)”가 지난 22 년 10 월에 발표되었다. 여기서 중국 정부는 아직 중국 스포츠 산업이 글로벌 주요국에 비해 산업 초기 단계임을 지적하면서, 스포츠 산업 성장을 위해 스포츠 장비 산업의 육성과 전문 인력 부족 해소, 스포츠 인프라 추가 확충 의지를 밝혔다.

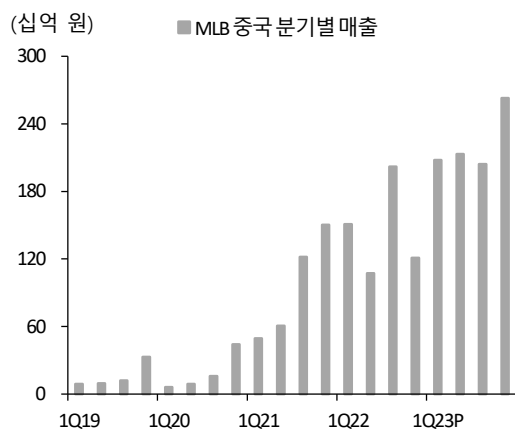
당초 중국 정부는 2014 년 체육산업 발전 정책 발표를 통해 2025 년까지 스포츠 산업 규모 5 조원 달성을 목표로 제시한 바 있으며, 2016 년 13 차 5 개년 계획을 통해 2020 년 시장규모 3 조위안 달성을 목표로 제시했다. 실제로 산업 자료에 따르면 중국 스포츠 산업 규모는 2019 년 이미 2.9 조 위안을 달성해 사실상 목표치를 조기 달성했다. 이제 중국 정부의 다음 목표는 2025 년 스포츠 산업 규모 5 조원 달성이 될 것이다. 코로나 사태로 2020~2022 년 스포츠 활동이 위축된 점은 당국 입장에서는 불편한 사실이며, 이번에 발표된 스포츠 발전 계획은 기존에 목표했던 2025 년 스포츠 산업 규모 5 조원 달성을 위해 코로나로 인해 위축된 야외 활동에 빠르게 다시 활력을 불어넣기 위한 일 것이다.

코로나를 겪으면서 중국 정부가 스포츠 산업을 육성할 명분은 더욱 확실해졌다. 위축된 경제활동을 정상화하기 위해 야외 활동의 정상화가 필수적이고, 야외 활동 회복에 스포츠 만한 것이 없기 때문이다. 따라서 코로나로 성장이 잠시 주춤했던 중국 스포츠웨어 산업은 23 년을 기점으로 다시 성장 궤도에 오를 것으로 전망한다. 중국에 진출해 있는 국내 스포츠의류 기업의 실적 성장 역시 기대되며 관련 기업으로는 F&F가 대표적이다.

(4) 중국 리오프닝 수혜종목: F&F

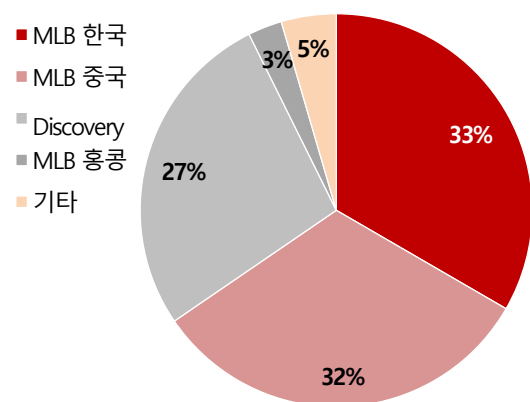
F&F 는 중국 내에서 미국 메이저리그 베이스볼 IP 에 기반한 스포츠웨어 브랜드인 “MLB”를 전개하고 있다. MLB 는 과거 면세점 채널을 통해 중국인의 강한 브랜드 수요를 확인했고, 2019 년 중국 현지 진출을 결정한 뒤로 F&F 중국 법인 매출은 꾸준히 성장해 2022 년 연간 기준 약 5,800 억원을 기록해 전체 매출에서 33%를 차지했다.

MLB 중국 분기별 매출 추이 및 전망



자료: F&F, SK 증권

F&F 사업부별 매출 비중 (2022)



자료: F&F, SK 증권

MLB 중국 내 주력 제품으로는 모자, 신발, 의류가 있으며 진출 초기에는 모자 중심으로 매출 비중이 높았으나, 2022 년 최근 실적 기준으로는 모자와 신발, 의류 매출 비중이 고르게 분포되어 있는 것으로 확인되어 특정 아이템이 잘 팔리는 것이 아닌, 브랜드 전체적으로 중국에서 잘 팔리고 있는 것으로 확인된다.

또한 중국 법인의 이익률은 국내 사업부문에 비해 높은 것으로 추정되는데, F&F 전체 실적 기준 영업이익률은 중국 법인 매출이 올라오면서 함께 증가했기 때문이다. F&F 전체 실적 기준 영업이익률은 중국 진출 본격화 이전인 2019 년 16.7%에서 2022 년 29%로 두 배 이상 증가했다. 중국 법인의 이익 기여도가 매우 높음을 추정할 수 있는 근거다.

중국 법인 이익률이 잘 나오는 이유는 현지 제품 가격이 국내 보다 높기 때문으로 추정한다. 중국 전자상거래 플랫폼인 티몰에서 확인되는 MLB 소매 가격은, 카테고리별 중국 상위권 제품 가격을 국내와 비교해 보면 작게는 10%에서 크게는 30% 이상 중국 제품 가격이 더 높게 책정되어 있다. 구조적으로 중국 매출 비중이 높아질수록 전체 OPM 이 증가하는 구조다.

MLB 제품별 국내 vs 중국 가격 프리미엄



베이직 스몰로그 반팔 티셔츠
 한국 39,000원
 중국 269위안(47,000원)
프리미엄: 20.5%



빅볼청키 A 뉴욕양키스
 한국 95,000원
 중국 699위안(122,000원)
프리미엄: 28.4%



뉴이어 래빗 반팔 티셔츠
 한국 69,000원
 중국 439위안(76,000원)
프리미엄: 10.1%



N-COVER 언스턱처 볼캡 뉴욕양키스
 한국 36,000원
 중국 269위안(47,000원)
프리미엄: 30.5%

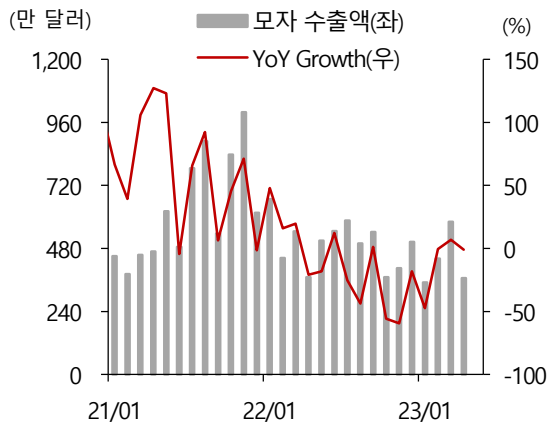
자료: MLB, Tmall, SK 증권

중국 진출이 본격화되기 전에는 주로 면세점이나 다이공, Tmall 을 통한 판매가 주를 이뤘다. 하지만 중국 직 진출 이후 현지 오프라인 대리점을 공격적으로 늘리기 시작했고 2020년 77개였던 현지 매장 수는 2021년 456개, 2022년 말 기준 840개까지 늘어났으며, 올해 안에 1,100개 매장 출점을 목표로 하고 있다. 올해 3월까지 신규 출점 속도가 다소 더뎠으나, SK 증권에서 추정한 바로는 4월 30개, 5월 42개(22일 기준) 증가해 현재까지 집계된 매장 수는 약 944개 (팝업 매장 제외) 수준으로 파악된다. 하반기에 신규 출점이 집중되는 계절성을 고려하면 현재의 출점 속도는 매우 순조로우며, 연말까지 1,100개 달성에 무리가 없다고 판단한다.

또한 MLB의 중국 내 매출 증가세는 1) Tmall 매출액 증가 2) 수출입 데이터로도 간접적으로 확인 가능하다. Tmall 에 입점한 MLB 공식 채널의 일 평균 매출액은 올해 1, 2월달까지는 전년대비 부진한 수치를 기록했으나 올해 3월 +19%, 4월 +26%, 5월 현재 기준 +23% YoY 증가해 뚜렷한 개선세를 보이고 있다.

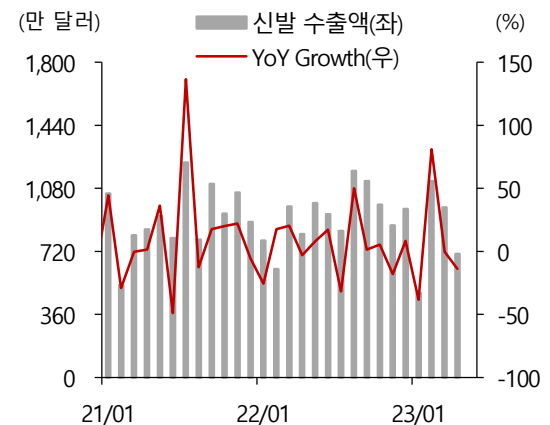
MLB 주력 제품인 모자, 신발, 티셔츠의 중국향 수출 실적도 2 월 급격 증가했다. 중국 리오프닝에 영향으로 현지 재고 축적에 나선 것으로 추측한다.

중국향 한국 모자 수출 금액 추이



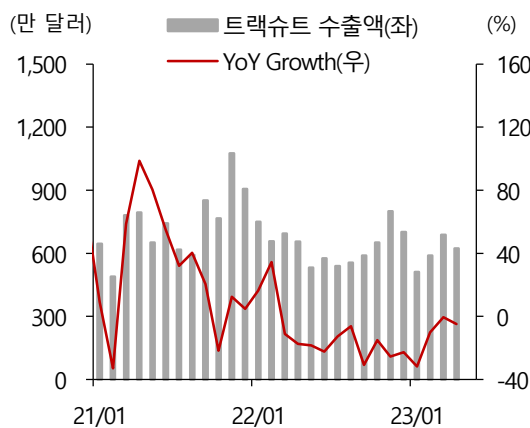
자료: TRASS, SK 증권

중국향 한국 신발 수출 금액 추이



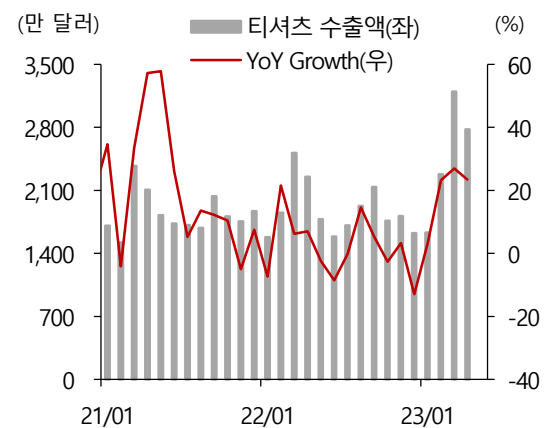
자료: TRASS, SK 증권

중국향 한국 트랙슈트 수출 금액 추이



자료: TRASS, SK 증권

중국향 한국 티셔츠 수출 금액 추이



자료: TRASS, SK 증권

정리해보자면 1) 중국 리오프닝에 따른 수요 회복이 소매판매 데이터로 확인이 되었고 2) 스포츠웨어의 중국 패션 시장 침투율이 점차 증가하는 추세이며 3) 14 차 5 개년 계획을 통해 당국의 스포츠산업 육성 의지가 다시 한번 확인이 되었다. 이런 산업 환경에서 F&F 는 1) 오프라인 매장 수를 꾸준히 늘려가고 있고 2) 중국 법인 이익률이 국내 보다 높으며 3) 한국 수출 데이터와 Tmall 데이터를 통해 실제 수요의 증가세가 확인되고 있다. 중국 리오프닝 관점에서 올해 동사의 투자 매력도가 충분하다고 판단한다.

Company Analysis



SK COMPANY Analysis



Analyst
형권훈

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

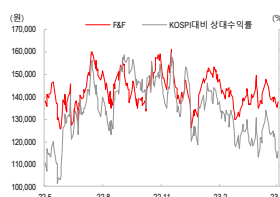
Company Data

자본금	4 십억원
발행주식수	3,831 만주
자사주	1 만주
액면가	100 원
시가총액	5,160 십억원
주요주주	
F&F홀딩스(외)	59.38%
국민연금공단	8.38%
외국인지분율	12.77%
배당수익률	1.1%

Stock Data

주가(23/05/26)	134,700 원
KOSPI	2,558.81 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	125,500 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.3%	1.4%
6개월	-6.9%	-12.3%
12개월	1.7%	4.9%

F&F (383220/KS | 매수(신규편입) | T.P 200,000 원(신규편입))

거침없는 성장세

- 23년 매출액 2 조 2,368 억원, 영업이익 6,710 억원, OPM 30.0% 전망
- 1Q23 MLB 중국 매출 성장률 +37.7% YoY, 양호한 실적 기록
- 중국 리오프닝에 따른 의류 보복 소비 진행 중 → MLB 중국 부문 수혜 전망
- 중국 의류산업 내 스포츠웨어 침투율 증가 추세도 중장기적으로 우호적인 환경
- 실적 성장성 비해 밸류에이션 부담 없다고 판단, 매수 추천

중국 리오프닝 수혜 기대

역사적으로 '수출'과 '경기 업사이클' 모멘텀의 만남은 의류 종목 주가의 추세적 상승을 만들어내는 공식처럼 작용해왔다. 동사의 MLB 브랜드는 중국에서 견조한 성장을 이어나가고 있다. 올해 3 월부터 본격적인 중국 리오프닝에 따른 의류경기 회복 사이클과 맞물려 실적과 주가 모멘텀을 모두 갖추고 있다고 판단한다.

2023년 연간 실적 전망

연간 매출액 2 조 2,368 억원 (+23.6% YoY), 영업이익 6,710 억원 (+27.8% YoY) 전망하며 MLB 중국 부문 매출액 9,054 억원 (+55.8% YoY) 전망한다. MLB 중국 내 오프라인 점포 수는 22년 말 기준 840 개에서 23년 말 1,100 개까지 늘어날 전망이다. 점포당 YoY 매출 성장률은 25%로 추정한다. MLB 중국 부문은 제품의 판매가격이 국내보다 높게 형성되어 있고, 주로 도매 형식으로 사업을 전개하고 있어 재고 보유에 따른 할인판매의 리스크가 적기 때문에 마진율이 내수 부문보다 높다. 올해 중국 매출 탑라인 성장에 따른 전사 이익률 개선도 기대해볼 수 있다.

밸류에이션 부담도 적다

23년 실적 성장 모멘텀에도 현재 주가는 12MF PER 기준 멀티플 10 배 수준에서 거래되고 있다. 중국 의류수요 회복 강도와 동사 실적 업사이드를 고려할 때 주가 저평가 구간이라고 판단한다. F&F 투자 의견 '매수', 목표주가 200,000 원 제시하며 목표주가는 12MF 지배주주순이익의 추정치인 5,549 억원에 MLB 중국 실적 성장 모멘텀이 있었던 21년 당시 12MF PER 14 배를 적용해 산출했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	0	0	1,089	1,809	2,236	2,518
yoy	%	0.0	0.0	0.0	66.1	23.6	12.6
영업이익	십억원	0	0	323	525	671	763
yoy	%	0.0	0.0	0.0	62.7	27.8	13.7
EBITDA	십억원	0	0	351	605	853	878
세전이익	십억원	0	0	314	605	668	801
순이익(지배주주)	십억원	0	0	226	442	512	615
영업이익률%	%	0.0	0.0	29.6	29.0	30.0	30.3
EBITDA%	%	0.0	0.0	32.2	33.5	38.2	34.9
EPS(계속사업)	원	0	0	5,893	11,532	13,377	16,044
PER	배	0.0	0.0	32.1	12.5	10.3	8.6
PBR	배	0.0	0.0	13.3	5.9	3.8	2.7
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	21.3	9.4	6.3	5.9
배당수익률	%	0.0	0.0	0.6	1.1	1.3	1.3
ROE	%	0.0	0.0	41.7	60.4	44.7	37.3
순차입금	십억원	0	0	249	137	45	-113
부채비율	%	0.0	0.0	110.7	66.5	54.9	39.2

1. Valuation & Earnings

(1) 투자 의견 '매수', 목표주가 200,000 원으로 커버리지 개시

F&F 투자 의견 '매수', 목표주가 200,000 원을 제시한다. 목표주가는 12 개월 지배주주 순이익 추정치인 5,549 억원에 Target PER 14 배를 적용해 산출했다. F&F 최근 종가는 134,700 원으로, 향후 약 48%의 주가 상승 여력이 남아있다고 판단한다.

23 년 동사 사업부에서 주목해야 할 것은 단연 MLB 중국 부문이다. 중국의 제로 코로나 정책이 22 년 12 월부로 해제됐다. 이에 따라 중국은 리오프닝에 따른 의류 소비 회복 사이클의 초기 단계에 진입했으며 3 월 기준 중국 의류 소매 판매는 +27% YoY 성장 중이다. 따라서 올해 MLB 중국 부문의 실적 성장이 동사의 실적 성장을 견인할 것으로 전망한다. MLB 제품의 경우 중국 내에서 국내 판매 가격보다 높은 가격에 판매가 되고 있어 올해 MLB 중국 매출 증가에 따른 이익률의 추가 상승도 기대할 수 있다.

Discovery 와 MLB 를 주력 브랜드로 하는 내수 부문의 경우 1) 코로나 리오프닝 효과의 소멸 2) 주력 브랜드의 성숙도를 고려해 올해 매출액 고성장을 기대하긴 어려운 상황이라고 판단하며, 5~10% 사이의 완만한 성장을 전망한다.

F&F 주가는 최근 중국 리오프닝 모멘텀과 관련된 타 종목의 주가 상승세에도 불구하고 박스권에서 1 년이 넘도록 횡보 중이다. 그 동안의 횡보가 중국 현지 리오프닝 상황과 MLB의 중국 내 판매에 대한 불확실성이 반영된 결과라고 한다면, 리오프닝에 따른 의류 수요 회복이 동사의 매출로 검증되고 있는 상황에서 현재 주가는 매력적인 구간이라고 판단하며 의류 업종 내 Top-Pick 으로 제시한다.

F&F 목표주가 산정 테이블

구분	내용
12MF 지배주주순이익(십억원)	555
MLB 중국 모멘텀 받던 21 년 3 분기 12MF PER	14
목표 시가총액(십억원)	7,769
총 발행주식수(주)	38,307,075
목표주가(원)	200,000
현재주가(원)	134,700
주가 상승여력(%)	48

자료: SK 증권

(2) 23년 매출액 2조 2,368억원, 영업이익 6,710억원 전망

23년 매출액 2조 2,368억원(+23.6% YoY), 영업이익 6,710억원(+27.8% YoY), OPM 30.0% 전망한다. 사업부별 매출액은 MLB 한국 부문 6,185억원(+2.6% YoY), MLB 중국 9,054억원(+55.8% YoY), Discovery 5,263억원(+7.0% YoY) 전망한다. 내수 부문은 올해 의류 소비 감소 효과를 1분기 실내마스크 해제에 따른 의류 소비 증가 효과와 제품 카테고리 확장 효과가 일부 상쇄해 완만한 성장을 예상하며, 중국 매출 성장이 전사 실적 성장을 견인할 것으로 기대한다.

1) MLB 중국: 23년 매출액 9,054억원(+55.8% YoY) 전망한다. 오프라인 매장 수 22년 말 840개에서 올해 1,100개까지 늘릴 계획으로, 오프라인 점포 당 매출액은 전년대비 25% 증가할 것으로 추정한다. 22년 코로나 봉쇄에 따른 기저 효과와 최근 데이터로 확인되는 중국 의류 수요 회복 강도를 고려할 시 충분히 달성 가능한 성장률이라고 판단한다. MLB 중국 사업은 주로 도매 방식으로 운영 중이다. 재고를 거의 부담하지 않기 때문에 할인 판매 리스크가 낮아 마진이 안정적이다. 제품 판매 가격이 국내보다 높아 내수 부문보다 OPM 이 높은 것으로 추정된다. 올해 중국 탑라인 성장에 따른 전사 이익률 개선도 기대해볼 수 있다.

2) MLB 한국: 23년 매출액 6,185억원 (+2.6% YoY) 전망한다. MLB 내수의 경우 크게 비면세 채널과 면세 채널로 구성되는데 비면세 채널 매출은 코로나 기저효과의 소멸과, 브랜드 성숙도를 고려해 -3.0% YoY 전망한다. 면세 채널 매출은 중국 코로나 리오프닝으로 중국인 인바운드의 연중 점진적 회복이 전망됨에 따라 전년대비 성장할 것으로 보지만, 동사가 MLB 중국 사업과의 자기잠식 효과를 우려해 면세 채널 비중을 점진적으로 줄여가고 있어 +5.0% YoY 소폭 성장할 것으로 전망한다.

3) Discovery: 23년 매출액 5,263억원 (+7.0% YoY) 전망한다. MLB 국내 부문과 마찬가지로 코로나 기저효과의 소멸과, 브랜드 성숙도 고려해 올해 성장률이 다소 완만할 것으로 추정한다. 다만 동사는 22년 하반기부터 유행중인 캐주얼 아웃도어 패션 장르인 '고프코어룩'을 타겟팅한 아우터, 하의, 신발 카테고리 제품 라인업 강화에 나서고 있어 올해 매출 성장에 기여할 것으로 전망한다. 한편 지난 4Q22에 성수기임에도 불구하고 소비심리 약세, 부동산 가격의 급격한 하락, 인플레이션으로 인해 매출 둔화를 경험한 바 있는데, 이 부분은 올해 기저로 작용할 전망이다.

F&F 실적추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	437.1	371.4	441.7	558.9	497.0	477.1	516.8	745.5	1,809.1	2,236.8	2,518.3
YoY (%)	57.4	18.9	34.3	-0.8	13.7	28.5	17.0	33.4	22.1	23.6	12.6
QoQ (%)	-22.4	-15.0	18.9	26.5	-11.1	-4.0	8.3	44.2	-	-	-
MLB 한국	161.1	145.9	126.2	170.1	151.5	133.1	134.1	199.8	603.3	618.5	635.5
성인	138.2	125.6	113.0	138.1	122.0	110.8	116.6	167.4	514.9	516.8	528.7
성인 면세	67.6	57.9	51.0	61.0	42.4	60.0	52.3	94.7	237.5	249.4	274.3
성인 비면세	70.0	67.6	62.5	76.0	80.0	50.9	64.3	72.7	276.1	267.8	254.4
아동	22.9	20.3	13.2	32.0	29.5	22.3	17.5	32.4	88.4	101.7	106.7
MLB 중국	150.9	107.2	202.0	121.0	207.9	212.8	221.8	262.9	581.1	905.4	1,106.1
MLB 홍콩	10.4	11.7	11.4	17.3	19.3	17.4	16.7	22.9	50.8	76.2	87.6
Discovery	111.2	96.7	79.0	205.0	111.4	91.7	94.7	228.5	491.9	526.3	552.6
Sretch Angels	1.2	1.7	1.5	1.6	1.3	2.4	2.4	3.9	6.0	10.0	15.0
기타	2.3	8.2	21.6	43.9	5.6	19.7	47.2	27.5	76.0	100.0	110.0
매출총이익	316.3	256.4	312.4	391.1	357.8	334.0	367.0	551.6	1,276.3	1,610.5	1,813.1
GPM (%)	72.4	69.0	70.7	70.0	72.0	70.0	71.0	74.0	70.6	72.0	72.0
영업이익	136.5	95.0	138.3	155.1	148.8	138.4	155.1	228.7	524.9	671.0	763.0
OPM (%)	31.2	25.6	31.3	27.7	29.9	29.0	30.0	30.7	29.0	30.0	30.3
YoY (%)	95.0	-	44.5	-15.6	9.0	45.7	12.1	47.5	-	27.8	13.7
QoQ (%)	-25.7	-30.4	45.7	12.1	-4.0	-7.0	12.1	47.4	-	-	-

자료: SK 증권

F&F Peer Valuation Table

		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	F&F (십억 원)	-	-	-	1,089	1,809	2,228	2,576
	더네이처홀딩스(십억 원)	141	235	293	370	498	599	673
	Anta Sports(mn CNY)	24,100	33,928	35,512	49,328	53,651	62,645	72,718
	Li Ning(mn CNY)	10,511	13,870	14,457	22,572	25,803	30,134	35,576
	Xtep(mn CNY)	6,383	8,183	8,172	10,013	12,930	15,083	18,034
	361°(mn CNY)	5,187	5,632	5,127	5,933	6,961	8,105	9,266
OPM(%)	F&F	-	-	-	29.6	29.0	29.6	29.8
	더네이처홀딩스	14.3	16.9	18.6	18.6	18.2	18.6	19.2
	Anta Sports	23.6	25.6	25.8	22.3	20.9	21.8	22.6
	Li Ning	7.4	11.1	15.2	22.8	18.9	19.7	20.7
	Xtep	16.4	16.3	12.5	13.9	11.3	11.5	11.9
	361°	14.1	14.4	13.1	16.9	14.4	14.5	15.1
PER	F&F	-	-	-	12.1	12.3	10.7	9.3
	더네이처홀딩스	-	-	5.5	7.5	5.9	5.1	4.4
	Anta Sports	21.1	22.6	26.1	35.9	22.7	24.3	20.1
	Li Ning	19.7	28.6	34.3	46.8	27.4	26.0	21.2
	Xtep	13.0	11.6	8.9	21.3	19.4	18.4	14.8
	361°	7.1	6.1	4.3	9.8	9.2	8.4	7.2
PBR	F&F	-	-	-	8.0	5.2	4.4	3.1
	더네이처홀딩스	-	-	1.9	1.9	1.4	1.2	0.9
	Anta Sports	5.3	6.5	8.4	7.9	5.3	5.5	4.6
	Li Ning	3.1	6.0	8.9	10.3	5.2	4.5	3.9
	Xtep	1.6	1.3	1.1	3.0	2.6	2.4	2.1
	361°	0.5	0.4	0.4	0.9	0.8	0.8	0.7

자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, SK 증권

2. 투자포인트

(1) 중국 리오프닝 수혜

22년 12월 제로 코로나 정책 해제로 중국의 의류 소비가 빠르게 회복되고 있다. 본격적인 회복세는 3월부터 나타나고 있는데, 중국의 의류 소매판매액 YoY 성장률은 올해 1월과 2월 합산 기준 +7.9% YoY 성장하는데 그쳤으나, 3월 +27.8% YoY, 4월 41.1% YoY 기록하며 급격하게 회복 중이다.

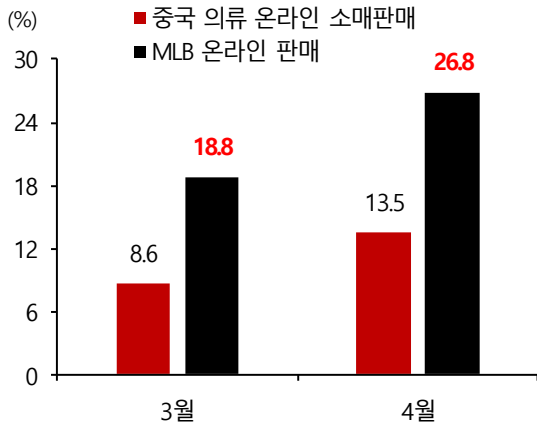
F&F는 MLB 브랜드의 중국 내 직영 사업과 함께, 현지 대리점에 MLB 제품을 납품하는 도매 사업을 운영 중이다. MLB 중국 매출은 중국 진출 이후 매년 고성장해 22년 연간 기준 5,810 억원으로 전체 매출액의 32%가량을 차지하고 있다. 중국 의류소비 회복에 따른 오프라인 매장의 기존점 매출 성장과 신규 출점으로 올해 중국 매출은 +55.8% YoY 성장할 것으로 전망한다.

중국 오프라인 매장 수는 2개 (19년) → 75개 (20년) → 494개 (21년) → 840개 (22년)로 매년 증가해오고 있으며, 회사 측에서 목표로 제시한 올해 매장 수는 전년대비 260개 늘어난 1,100개다. 올해 3월까지의 출점 속도가 다소 더뎠으나 4월에 30개, 5월 42개(22일 기준) 증가해, 5월 현재까지 집계된 매장 수는 약 945개 (팝업 매장 제외 기준) 정도로 파악한다. 계절적으로 하반기에 신규 출점이 집중되는 경향을 고려하면 출점 속도는 순조로우며, 연말까지 1,100개 달성에 무리 없다고 판단한다.

중국 리오프닝 효과는 이미 여러 데이터를 통해 확인할 수 있다. 1) 올해 1분기 MLB 중국 매출은 3월부터 리오프닝 효과가 본격화되기 시작했음에도 +38% YoY 성장했다. 2) MLB는 중국 전자상거래 플랫폼 Tmall에 입점해 있는데, 월별 일평균 매출액 성장률이 3월 +19% YoY, 4월 +27% YoY, 5월 26%(21일 기준)로 뚜렷한 회복세를 보여주고 있다. 3) Trass 수출입통계에 따르면 MLB 주력 상품인 모자, 신발, 트랙슈트, 티셔츠의 중국향 수출액 모두 올해 1분기를 기점으로 큰 폭의 회복세를 시현 중이다. 중국 현지 법인 재고 축적 움직임을 간접적으로 확인할 수 있다.

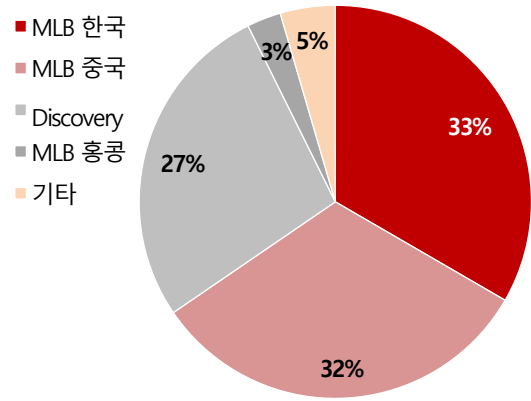
탑라인 성장 외에도 중국 매출 성장이 동사 실적에 중요한 이유는 중국 부문의 마진율이 국내보다 높기 때문이다. 이는 1) 국내보다 제품 판매가가 높고, 2) 도매 판매 방식 특성상 재고 부담을 하지 않기 때문에 제품 할인에 의한 마진 훼손에서 비교적 자유롭기 때문으로 분석한다. 올해 중국 매출 증가에 따른 탑라인 성장과 더불어 이익률 개선에 따른 바텀라인 성장 역시 기대해볼 수 있다.

중국 의류 온라인 소매판매 vs MLB 온라인 판매



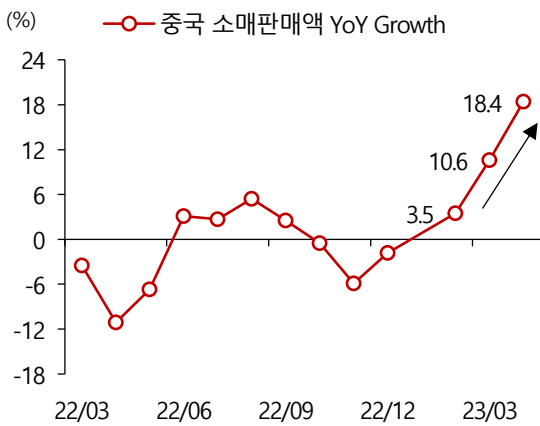
자료: 국가통계국, SK 증권 추정

F&F 사업부별 매출 비중 (2022)



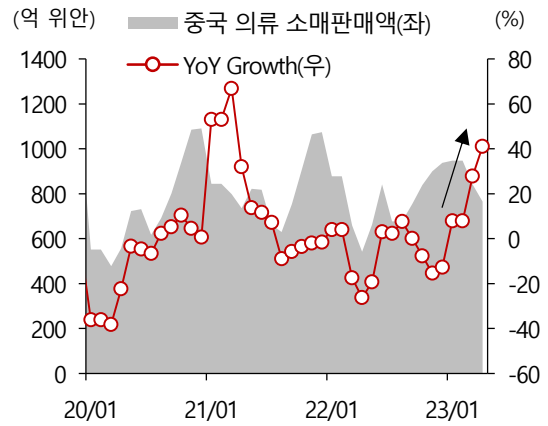
자료: F&F, SK 증권

중국 월별 전체 소매판매 YoY 증감률 추이 (~23.4월)



자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 의류(Garments) 소매판매액 추이 (~23.4월)



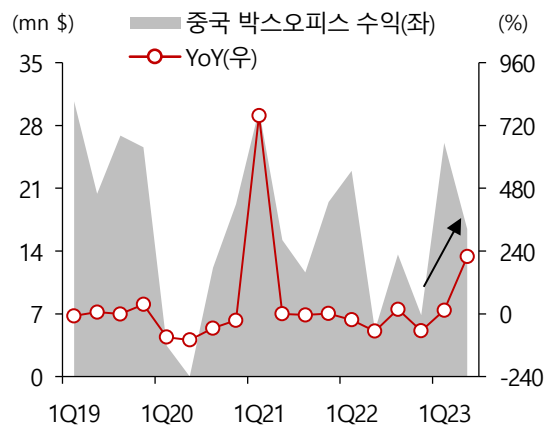
자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국 지하철 탑승객 트래픽 추이



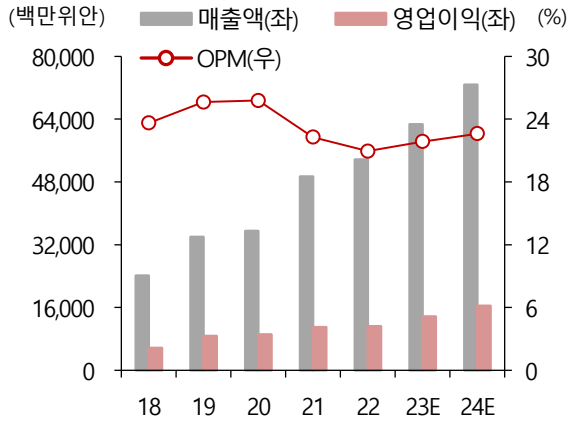
자료: Bloomberg, SK 증권

중국 분기별 일평균 박스오피스 수익 추이



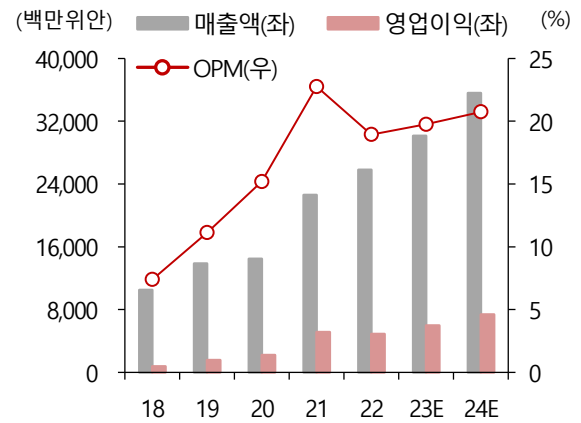
자료: EntGroup, SK 증권

Anta Sports 연도별 실적 추이 및 전망



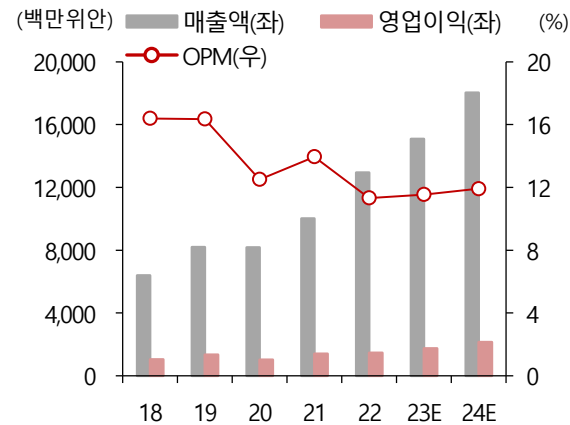
자료: Bloomberg, SK 증권

Li Ning 연도별 실적 추이 및 전망



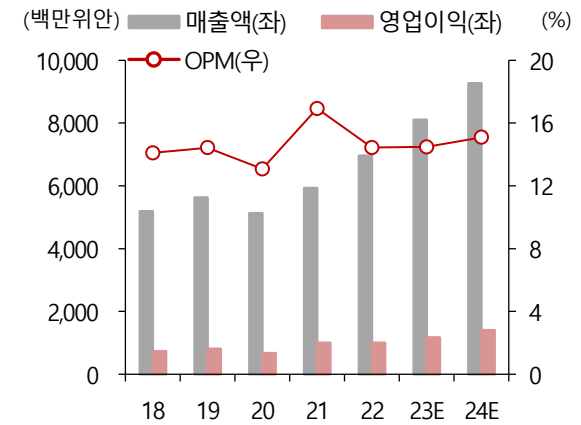
자료: Bloomberg, SK 증권

Xtep 연도별 실적 추이 및 전망



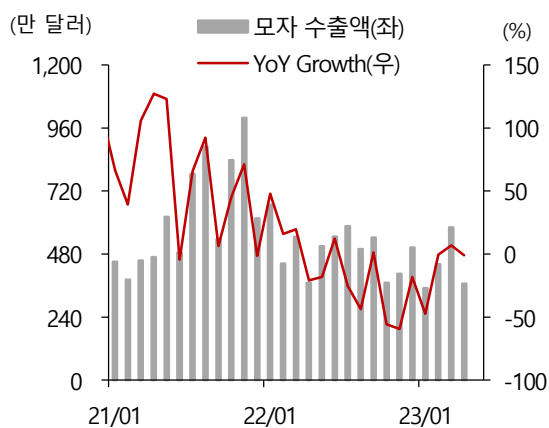
자료: Bloomberg, SK 증권

361° 연도별 실적 추이 및 전망



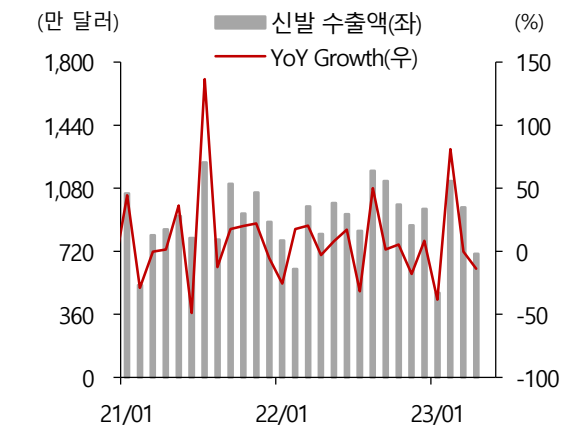
자료: Bloomberg, SK 증권

중국향 서울지역 모자 수출 금액 추이



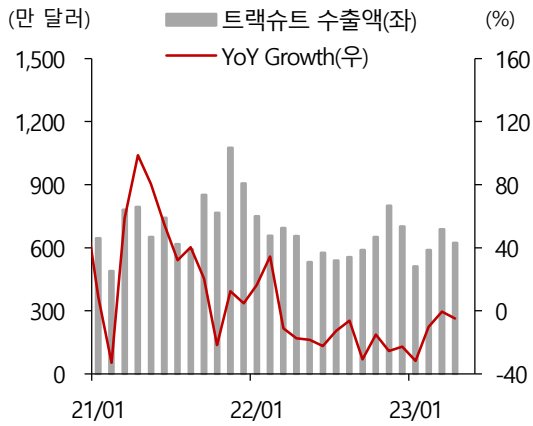
자료: TRASS, SK 증권

중국향 서울지역 신발 수출 금액 추이



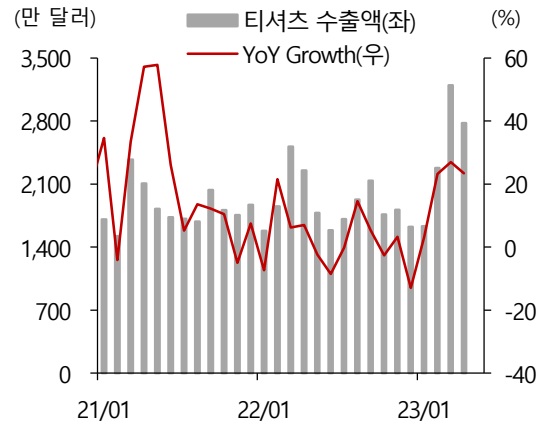
자료: TRASS, SK 증권

중국향 서울지역 트랙슈트 수출 금액 추이



자료: TRASS, SK 증권

중국향 서울지역 티셔츠 수출 금액 추이



자료: TRASS, SK 증권

MLB 제품별 국내 vs 중국 가격 프리미엄



베이직 스몰로고 반팔 티셔츠
한국 39,000원
중국 269위안(47,000원)
프리미엄: 20.5%



빅볼청키 A 뉴욕양키스
한국 95,000원
중국 699위안(122,000원)
프리미엄: 28.4%



뉴이어 래빗 반팔 티셔츠
한국 69,000원
중국 439위안(76,000원)
프리미엄: 10.1%



N-COVER 언스턱처 볼캡 뉴욕양키스
한국 36,000원
중국 269위안(47,000원)
프리미엄: 30.5%

자료: MLB, Tmall, SK 증권

(2) 중국 스포츠의류 산업의 구조적 성장

F&F가 전개중인 MLB는 미국의 프로야구 리그인 메이저리그 IP에 기반한 스포츠 캐주얼 의류 브랜드다. MLB 브랜드가 중국에서 매년 고성장을 할 수 있었던 이유 중 하나로 중국 내 스포츠의류 산업의 고성장이 있었다.

중국 스포츠의류 산업 규모는 16년을 기점으로 폭발적으로 성장해왔는데, 유로모니터에 따르면 15년 250억 달러 규모에서 21년 558억달러로 123% 성장했다. 같은 기간 중국 의류 소매판매액이 3.7% 성장에 그쳤다는 것을 감안하면 놀라운 성장세다. 이런 중국 스포츠의류 산업 고성장의 배경에는 중국 정부의 스포츠산업 육성 정책이 있다.

중국은 2015년 말 발표한 13차 5개년 '체육발전' 계획을 통해 자국 스포츠 산업 육성에 본격적으로 나서기 시작했다. 스포츠 인프라와 인력 육성을 통해 자국민의 스포츠 참가율을 높이고 스포츠 용품, 의류 등 관련 산업을 육성하겠다는 것이 주요 골자다.

실제로 정책 시행 직후인 2016년부터 중국 스포츠 산업은 급성장하기 시작했다. 중국 체육협회가 집계한 중국 내 마라톤 개최 횟수는 2015년 134건에 불과했으나 바로 다음 해인 2016년에 993건으로 크게 증가했고, 주기적으로 체력단련에 참가하는 인구수는 2015년 3.6억명에서 2019년 4억명으로 매년 꾸준히 늘었다.

스포츠의 일상화는 중국인의 일상복에도 영향을 주고 있다. 21년 중국 소비자의 운동화와 운동복 착용 빈도를 조사한 자료에 따르면 일상에 운동화와 운동복을 착용하는 비율은 52.7%인 반면 운동시에만 착용한다는 응답 비율은 26.6%에 불과했다. 스포츠 웨어가 중국인의 라이프스타일 패션 산업에 이미 깊숙이 침투했다는 근거다.

코로나 기간 야외활동의 감소로 스포츠 산업 성장이 잠시 주춤했지만 중국 정부의 산업 육성 의지는 꺾이지 않았다. 2021년부터 시행된 '14차 5개년 계획'에 '스포츠 발전 계획'이 포함되었고, 세부 내용을 다룬 '야외 스포츠 산업 발전 계획(2022-2025)'이 지난 22년 10월 발표되었기 때문이다. 중국 정부는 아직 중국 스포츠 산업이 글로벌 주요국에 비해 산업 초기 단계임을 지적하며, 스포츠 장비 산업 육성과 전문 인력 부족 해소, 스포츠 인프라 추가 확충 의지를 밝혔다.

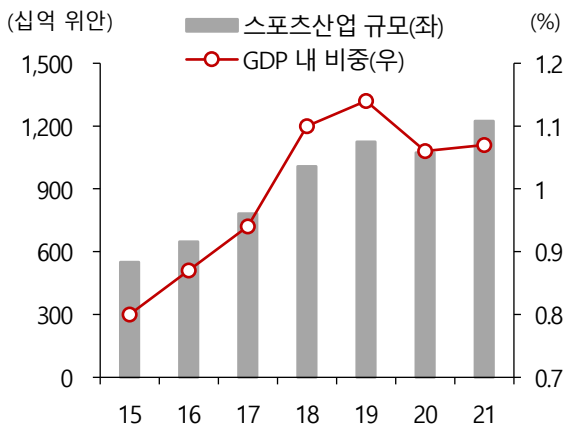
코로나를 겪으면서 중국 정부가 스포츠 산업을 육성할 명분은 더욱 확실해졌다. 위축된 경제활동을 정상화하기 위해 야외 활동의 정상화가 필수적이고, 야외 활동 회복에 스포츠 만한 것이 없기 때문이다. 코로나로 잠시 주춤했던 중국 스포츠웨어 산업은 23년을 기점으로 다시 성장 궤도에 오를 것이며, 중국 내에서 스포츠 의류 브랜드 MLB를 전개 중인 동사에 우호적인 환경이 당분간 지속될 것으로 전망한다.

중국 과거 스포츠산업 발전 정책

발표시기	정책	발전목표	참가 인원 수
2014.1.	체육 산업발전 및 체육산업 소비 촉진에 대한 의견	- 2025년까지 스포츠 산업 규모 5조 위안 달성	- 2025년까지 스포츠 인구 5억명 도달
2016.5.	체육발전 "13-5" 기획	- 2020년까지 스포츠 산업 규모 3조 위안 달성	- 2020년까지 스포츠 인구 4억 5000만 명 도달
2016.6.	전민건강신계획(2016-2020)	- 2020년까지 스포츠 관련 소비 규모 1조 5000억 위안 달성	- 2020년 매주 최소 1회 체육단련에 참가하는 인원 수 7억 명에 도달, 스포츠 인구 4억 3500만 명에 도달
2016.11.	등산/실외 운동산업 발전 기획	- 2020년까지 산지·실외 스포츠 산업 규모 4000억 위안 달성	-
2016.11.	겨울스포츠 발전 기획(2016-2025)	-2020년까지 중국 겨울스포츠 산업 규모 6000억 위안 달성, 2025년 1조 위안 목표	-
2019.8.	(국무원) 체육 강국 건설에 대한 통지	- 2035년까지 스포츠 산업 국민경제의 주요 지주 산업으로 부상	- 2035년까지 전체 인구의 약 45%를 스포츠인구로 육성하고 인당 평균 운동사용 가능 면적을 2.5mm로 설정
2022.10.	체육발전 "14-5" 기획	- 2025년까지 실외 스포츠 산업의 고품질 발전. 2035년까지 실외 스포츠 산업 규모, 품질 발전과 스포츠 강국 건설	-

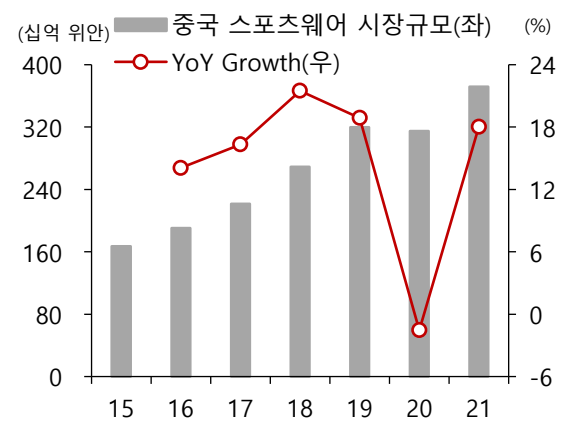
자료: KOTRA, SK 증권

중국 스포츠산업 규모 추이



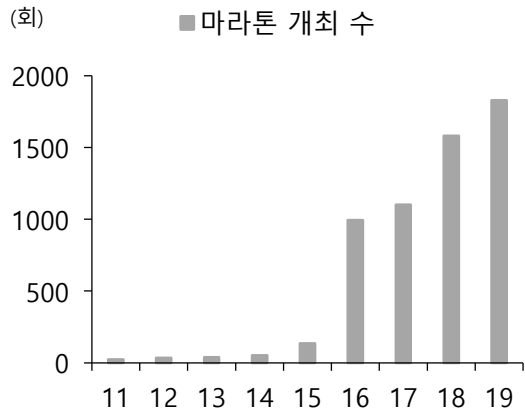
자료: 중국체육협회, SK 증권

중국 스포츠웨어 시장규모 추이



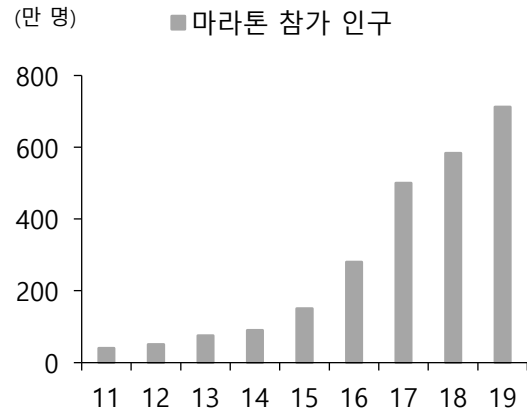
자료: 유로모니터, SK 증권

중국 내 마라톤 대회 개최 수 추이



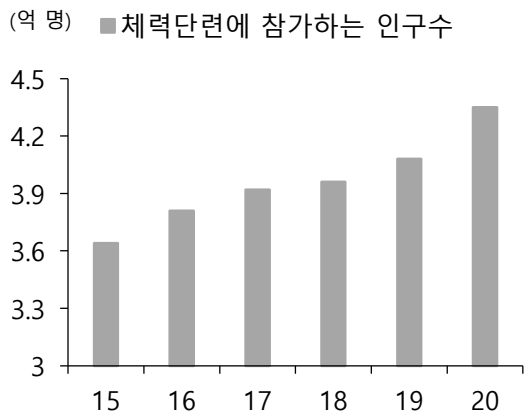
자료: 중국체육협회, SK 증권

중국 내 마라톤 대회 참가 인원 수 추이



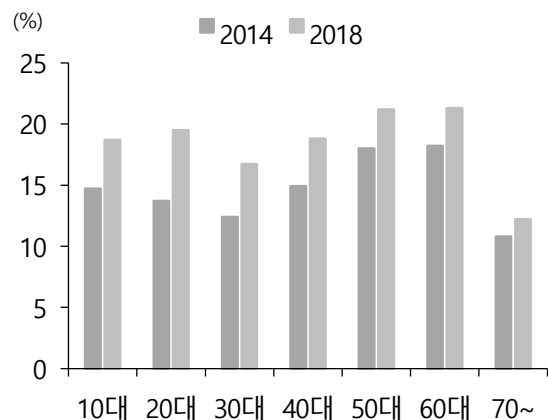
자료: 중국체육협회, SK 증권

중국 체력단련 참가 인구수 추이



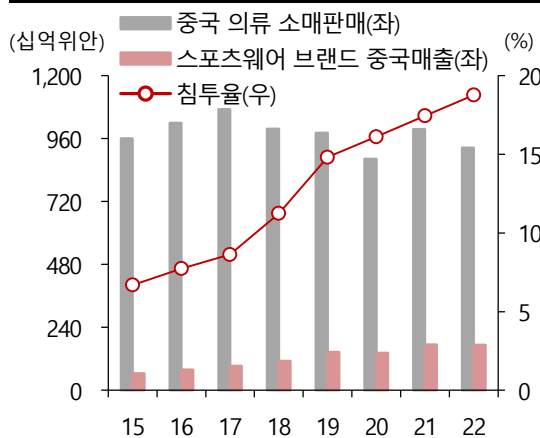
자료: 중국체육협회, SK 증권

중국인 스포츠참가율 변화



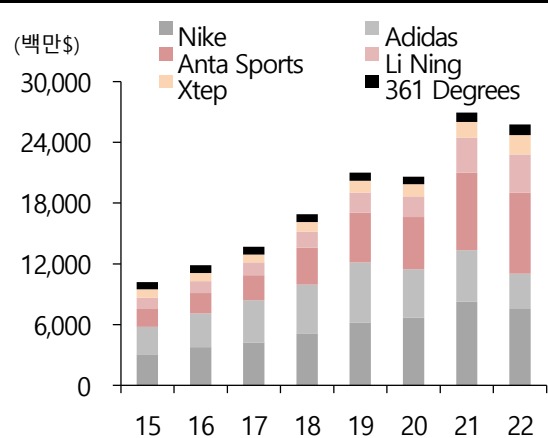
자료: CICC 리서치, SK 증권

중국 의류 소매판매 VS 스포츠웨어 브랜드 매출



자료: Bloomberg, 국가통계국, SK 증권

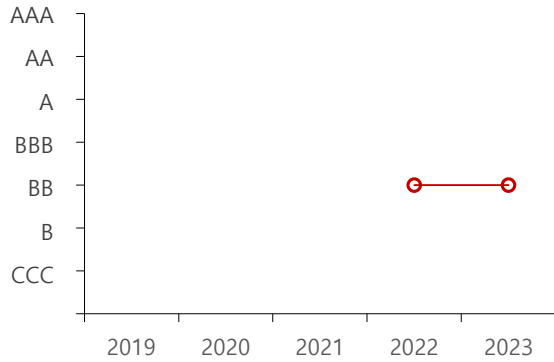
주요 스포츠웨어 업체 중국 매출 추이



자료: 각 사, Bloomberg, SK 증권

ESG 하이라이트

F&F의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
F&F 종합 등급	BB	D+	
환경(Environment)	85	D+	
사회(Social)	40.9	D	
지배구조(Governance)	45.2	C-	
<비교업체 종합 등급>			
힐라홀딩스	BBB	A-	51.3
더네이쳐홀딩스	BB		

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 F&F ESG 평가

2022 지속가능경영 보고서 발간 통해 ESG 실천 전략 발표. ESG 경영 실천 의지와 구체적 전략 수립을 긍정적으로 평가.

ESG 주요 전략 방향으로 1. 거버넌스 재정립, 2. 사회적 책임 이행, 3. 친환경 경영 추구 설정

자료: SK 증권

F&F의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

F&F의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.04.08	사회 (Social)	"쌍얼은 좀 그렇잖아" 갑자기 사라진 MLB 광고, 누리꾼 더 화났다

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	0	388	601	946	1,237
현금및현금성자산	0	15	102	265	387
매출채권 및 기타채권	0	118	161	214	268
재고자산	0	242	297	397	448
비유동자산	0	752	969	1,217	1,472
장기금융자산	0	19	9	23	51
유형자산	0	72	77	97	110
무형자산	0	17	133	135	136
자산총계	0	1,140	1,570	2,164	2,709
유동부채	0	564	576	709	707
단기금융부채	0	241	234	312	281
매입채무 및 기타채무	0	156	150	229	249
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	35	51	57	56
장기금융부채	0	30	27	27	27
장기매입채무 및 기타채무	0	5	4	4	4
장기충당부채	0	0	1	1	1
부채총계	0	599	627	767	763
지배주주지분	0	541	921	1,373	1,919
자본금	0	4	4	4	4
자본잉여금	0	314	314	314	314
기타자본구성요소	0	-4	-19	-19	-19
자기주식	0	-4	-19	-19	-19
이익잉여금	0	226	625	1,077	1,623
비지배주주지분	0	0	22	24	27
자본총계	0	541	943	1,397	1,946
부채외자본총계	0	1,140	1,570	2,164	2,709

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	0	296	342	542	614
당기순이익(손실)	0	226	443	515	618
비현금성항목등	0	137	171	276	261
유형자산감가상각비	0	27	49	72	86
무형자산상각비	0	1	32	110	29
기타	0	109	90	94	145
운전자본감소(증가)	0	-39	-139	-91	-79
매출채권및기타채권의감소(증가)	0	-40	-23	-54	-54
재고자산의감소(증가)	0	-98	-57	-99	-52
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	74	-20	37	19
기타	0	24	-39	25	7
법인세납부	0	-29	-132	-153	-183
투자활동현금흐름	0	-567	-133	-388	-361
금융자산의감소(증가)	0	21	-10	-21	-31
유형자산의감소(증가)	0	-12	-18	-92	-100
무형자산의감소(증가)	0	-5	-11	-112	-30
기타	0	-571	-95	-162	-199
재무활동현금흐름	0	157	-104	17	-100
단기금융부채의증가(감소)	0	185	-15	78	-31
장기금융부채의증가(감소)	0	-23	-36	-0	0
자본의증가(감소)	0	318	0	0	0
배당금지급	0	0	-42	-61	-69
기타	0	-322	-10	0	0
현금의 증가(감소)	0	-115	87	163	122
기초현금	0	129	15	102	265
기말현금	0	15	102	265	387
FCF	0	284	324	450	514

자료 : F&F, SK증권 추정

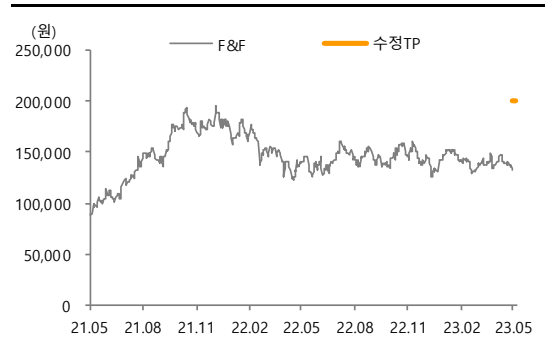
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	0	1,089	1,809	2,236	2,518
매출원가	0	293	533	625	705
매출총이익	0	796	1,276	1,611	1,813
매출총이익률(%)	0.0	73.1	70.6	72.0	72.0
판매비와 관리비	0	474	751	940	1,050
영업이익	0	323	525	671	763
영업이익률(%)	0.0	29.6	29.0	30.0	30.3
비영업손익	0	-8	80	-3	38
순금융손익	0	-3	-8	-6	-2
외환관련손익	0	4	-3	0	0
관계기업등 투자손익	0	-9	89	2	40
세전계속사업이익	0	314	605	668	801
세전계속사업이익률(%)	0.0	28.9	33.5	29.9	31.8
계속사업법인세	0	89	163	153	183
계속사업이익	0	226	443	515	618
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	226	443	515	618
순이익률(%)	0.0	20.7	24.5	23.0	24.5
지배주주	0	226	442	512	615
지배주주귀속 순이익률(%)	0.0	20.7	24.4	22.9	24.4
비지배주주	0	0	1	3	3
총포괄이익	0	227	439	515	618
지배주주	0	227	438	512	615
비지배주주	0	0	1	3	3
EBITDA	0	351	605	853	878

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	N/A	N/A	66.1	23.6	12.6
영업이익	N/A	N/A	62.7	27.8	13.7
세전계속사업이익	N/A	N/A	92.5	10.4	19.9
EBITDA	N/A	N/A	72.4	41.0	29
EPS	N/A	N/A	95.7	16.0	19.9
수익성 (%)					
ROA	0.0	19.8	32.7	27.6	25.4
ROE	0.0	41.7	60.4	44.7	37.3
EBITDA마진	0.0	32.2	33.5	38.2	34.9
안정성 (%)					
유동비율	0.0	68.9	104.4	133.4	175.1
부채비율	0.0	110.7	66.5	54.9	39.2
순차입금/자기자본	0.0	46.1	14.5	3.2	-5.8
EBITDA/이자비용(배)	0.0	74.1	57.8	54.0	77.9
배당성향	0.0	18.6	13.8	13.4	11.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	0	5,893	11,532	13,377	16,044
BPS	0	14,224	24,554	36,338	50,590
CFPS	0	6,633	13,629	18,138	19,056
주당 현금배당금	0	1,100	1,600	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER	0.0	32.1	12.5	10.3	8.6
PBR	0.0	13.3	5.9	3.8	2.7
PCR	0.0	28.5	10.6	7.6	7.2
EV/EBITDA	0.0	21.3	9.4	6.3	5.9
배당수익률	0.0	0.6	1.1	1.3	1.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.30	매수	200,000원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 30일 기준)

매수	94.58%	중립	5.42%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
형권훈

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

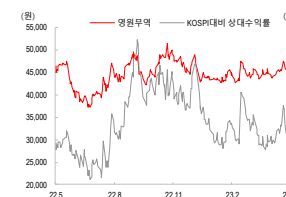
Company Data

자본금	22 십억원
발행주식수	4,431 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,007 십억원
주요주주	
영원무역홀딩스(외7)	50.74%
국민연금공단	10.08%
외국인지분율	30.59%
배당수익률	3.3%

Stock Data

주가(23/05/26)	45,300 원
KOSPI	2,558.81 pt
52주 Beta	0.49
52주 최고가	51,300 원
52주 최저가	37,100 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.5%	3.7%
6개월	-3.3%	-8.1%
12개월	4.2%	5.8%

영원무역 (111770/KS | 매수(신규편입) | T.P 70,000 원(신규편입))

이번 보릿고개만 잘 넘기면

- 23년 매출액 3 조 5,520 억원, 영업이익 7,235 억원, OPM 20.4% 전망
- 1분기 출하 감소에도 OEM 단가 기저와 강달러 지속 영향으로 양호한 실적 기록
- 올해 주요 바이어의 재고조정으로 인한 출하량 감소 불가피할 것
- 4Q23부터 작년 출하 감소의 기저 효과로 2Q23에 수주 바닥 형성 전망
- 의류 공급망 탈 중국 기조로 동남아시아 공장 보유한 동사의 반사수혜 기대

2023년 연간 실적 전망

23년 매출액 3 조 5,520 억원(-9.2% YoY), 영업이익 7,235 억원 (-12.1% YoY) 전망한다. 사업부별 매출액은 연결 조정 기준 OEM 부문 2 조 1,927 억원(-6.6% YoY), SCOTT 부문 1 조 1,904 억원(-14.8% YoY) 기록할 것으로 추정한다. OEM 부문과 SCOTT 부문 모두 작년 코로나로 인한 수혜를 봤기 때문에 올해는 일부 실적의 되돌림이 불가피할 것으로 전망한다.

의류 OEM 공급망 脫 중국의 수혜 기대

의류 경기 둔화와 재고조정 사이클에도 동사 출하량과 OEM 수주 단가는 하방 경직적일 것으로 전망한다. 코로나 19 와 미국의 '신장 위구르 강제노동 방지법'을 기점으로 의류 공급망의 脫 중국 움직임이 가속화되고 있어 글로벌 OEM 공급 감소 효과가 전망되기 때문이다. 방글라데시와 베트남을 주요 생산기지로 보유한 영원무역의 OEM 수주 반사이익이 기대되며, 글로벌 OEM 공급 감소의 영향이 이번 의류 업황 다운 사이클에서 동사의 수주물량의 하방을 지지해줄 것으로 기대한다.

투자 의견 '매수', 목표주가 70,000 원 제시

올해 출하량 감소 영향으로 동사 실적의 하방 압력이 지속될 것으로 전망되지만, 현재 밸류에이션 멀티플이 12MF PER 기준 4.3 배로, 코로나로 인한 증시 폭락 때보다 낮은 밸류에이션을 받고 있다. 밸류에이션 매력도 높은 구간이라고 판단하며, 투자 의견 '매수', 목표주가 70,000 원 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	2,388	2,466	2,793	3,911	3,552	3,604
yoy	%	13.7	3.3	13.2	40.1	-9.2	1.5
영업이익	십억원	238	260	443	823	723	796
yoy	%	18.2	9.3	70.4	86.0	-12.1	10.1
EBITDA	십억원	320	344	529	916	814	901
세전이익	십억원	234	249	451	882	777	827
순이익(지배주주)	십억원	166	148	298	675	525	585
영업이익률%	%	10.0	10.5	15.8	21.0	20.4	22.1
EBITDA%	%	13.4	13.9	18.9	23.4	22.9	25.0
EPS(계속사업)	원	3,753	3,332	6,727	15,222	11,852	13,191
PER	배	9.1	9.5	6.5	3.1	4.0	3.6
PBR	배	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	4.9	3.4	3.1	1.9	1.6	1.4
배당수익률	%	1.2	1.6	2.3	3.3	3.0	3.0
ROE	%	9.8	8.0	14.7	26.8	17.0	16.0
순차입금	십억원	-68	-406	-503	-632	-1,101	-1,204
부채비율	%	57.7	52.4	45.7	44.9	30.3	24.4

1. Valuation & Earnings

(1) 투자의견 '매수', 목표주가 70,000 원으로 커버리지 개시

영원무역 투자의견 '매수', 목표주가 70,000 원을 제시한다. 목표주가는 12 개월 선행 지배주주순이익인 5,558 억원에 Target PER 5.6 배를 (고강도 재고조정 사이클 감안해 과거 의류경기 둔화 당시 PER8 배에서 30% 할인) 적용해 산출했다. 현재 영원무역 주가는 45,300 원이므로 향후 약 55%의 주가 상승 여력이 남아있다고 판단한다.

22 년 글로벌 의류 산업이 호황이었기 때문에 올해 역기저 효과에 의한 실적 YoY 감소를 피하기는 어려울 것으로 본다. 영업이익 감소율이 매출액보다 큰 것은 1) OEM 출하량 감소에 따른 레버리지 효과와, 2) SCOTT 부문에서 전년 대비 P 의 하락을 추정했기 때문이다.

22 년 동사의 실적 성장을 견인했던 주요 배경으로는 1) 글로벌 경기 호조, 2) 리오프닝에 따른 의류 소비 증가, 3) 중국 봉쇄로 인한 OEM 공급 부족, 4) 자전거 공급 부족에 의한 P 의 상승 효과로 분석한다. 위 산업 환경은 올해 대부분 정상화될 것으로 전망하며, 여기에 노스페이스, 물루레몬 등 주요 고객사의 재고조정 사이클이 겹쳐 OEM 출하량 YoY 역성장할 것으로 전망한다.

다만 동사 실적이 코로나 이전인 2019 년 수준으로 회복할 것이라는 우려는 과도하다는 판단이다. 이에 대한 근거로는 1) 과거 유사한 시기에 OEM 수주 단가가 보인 하방 경직성과, 2) 탈 중국 흐름에 따른 OEM 공급망 재편을 제시한다.

현재 동사의 12 개월 선행 PER 은 4.3 배로 코로나 팬데믹으로 증시가 크게 하락했을 당시의 4.7 배 보다 낮기 때문에 향후 고객사의 재고조정이 완료된 후 수주 회복 가능성을 고려했을 시 현재 주가는 저평가 국면에 있는 것으로 판단한다.

영원무역 목표주가 산정 테이블

구분	내용
12 개월 선행 지배주주 순이익(십억원)	556
2019 년 말 의류경기 둔화 당시 12MF PER	8
PER 멀티플 할인율(미국 재고조정 사이클 반영)	30%
적용 PER 멀티플	5.6
목표 시가총액(십억 원)	3,113
총 발행주식수	44,311,468
목표주가(원)	70,000
현재주가	45,300
상승 여력(%)	55

자료: SK 증권

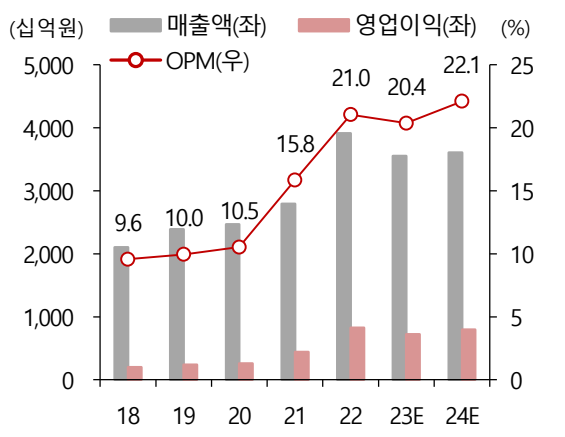
(2) 23년 매출액 3조 5,520억원, 영업이익 7,235억원 전망

23년 매출액 3조 5,520억원(-9.2% YoY), 영업이익 7,235억원 (-12.1% YoY) 전망한다. 사업부별 매출액은 연결 조정 기준 OEM 부문 2조 1,927억원(-6.6% YoY), SCOTT 부문 1조 1,904억원(-14.8% YoY) 기록할 것으로 추정한다. OEM 부문과 SCOTT 부문 모두 작년 코로나로 인한 수해를 봤기 때문에 올해는 일부 실적 되돌림이 불가피할 것으로 전망한다.

1) 의류 OEM: 올해 매출액 2조 1,927억원(-6.6% YoY), 영업이익 5,694억원(-10.6% YoY) 기록할 것으로 전망한다. 매출액 역성장 원인은 전방 고객사 재고조정으로 인한 출하량 감소(면적 기준 -7.3% YoY 추정)와 달러의 역기저 효과(22년 평균 1,291원 → 23년 컨센서스 1,261원)가 있을 것으로 전망하기 때문이다. 출하량 감소에 따른 인건비, 감가상각비 등 고정비 희석효과의 감소로 출하 면적당 평균원가가 전년대비 소폭 증가할 것으로 전망되며 이에 따라 올해 OPM은 작년 27.2% 대비 감소한 23.7%를 기록할 것으로 전망한다.

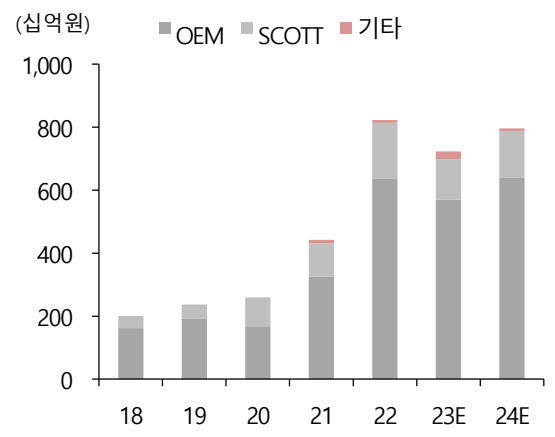
2) SCOTT 부문: 올해 매출액 1조 1,904억원(-14.8% YoY) 기록할 것으로 전망한다. SCOTT 자전거 출하량의 경우 코로나 팬데믹 기간에 있었던 자전거 수요의 증가에 따른 기저 효과로 -10.4% YoY 감소할 것으로 추정한다. 또한 현재 SCOTT을 비롯해 전세계적으로 자전거 과잉 재고 상태인 것으로 파악하며, 수요 하락하는 국면에서 ASP의 하락을 전망한다. P, Q 동시 감소 사이클에서 SCOTT OPM은 작년 12.6% 대비 하락한 10.8%를 기록할 것으로 전망한다.

영원무역 연결실적 추이 및 전망



자료: 영원무역, SK증권

영원무역 부문별 실적 추이 및 전망



자료: 영원무역, SK증권

영원무역 실적추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	766.4	945.6	1,162.3	1,036.7	840.6	937.0	925.2	849.2	3,911.0	3,552.0	3,604.0
YoY (%)	34.9	39.5	46.2	37.9	9.7	-0.9	-20.4	-18.1	7.9	-9.2	1.5
QoQ (%)	2.0	23.4	22.9	-10.8	-18.9	11.5	-1.3	-8.2	-	-	-
OEM	433.8	570.1	744.6	598.0	493.0	597.5	599.1	503.1	2,346.5	2,192.7	2,098.2
SCOTT	290.5	337.4	385.3	384.4	303.6	301.4	293.7	291.8	1,397.5	1,190.4	1,342.1
영업이익 (십억원)	145.9	208.1	275.9	193.1	167.2	209.4	186.6	160.3	823.0	723.5	796.5
YoY (%)	97.2	98.3	96.7	56.6	14.6	0.6	-32.4	-17.0	9.3	-12.1	10.1
QoQ (%)	18.3	42.7	32.6	-30.0	-13.4	25.3	-10.9	-14.1	-	-	-
OEM	103.1	160.9	222.1	151.0	137.1	168.0	140.9	123.3	637.1	569.4	639.2
SCOTT	38.3	46.3	54.7	37.2	27.0	34.5	41.4	26.1	176.5	129.0	148.4
영업이익률 (%)	19.0	22.0	23.7	18.6	19.9	22.3	20.2	18.9	21.0	20.4	22.1
OEM	23.8	28.2	29.8	25.2	27.8	28.1	23.5	24.5	27.2	26.0	30.5
SCOTT	13.2	13.7	14.2	9.7	8.9	11.5	14.1	8.9	12.6	10.8	11.1

자료: SK 증권

2. 영원무역 투자포인트

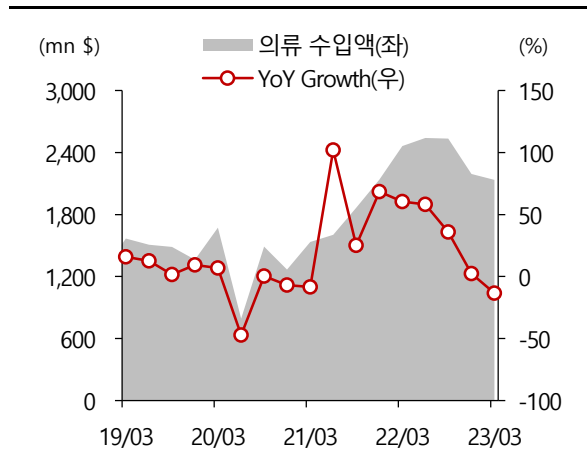
(1) P의 하방 경직성

코로나 기간 원면과 폴리에스터 등 의류 원자재 가격의 상승과, 의류 수요의 급증이 맞물려 의류 OEM 단가가 급격히 상승했다. 원자재 선물 가격이 이미 하향 안정화되었고, 전방 재고 조정으로 OEM 출하량 감소가 예상되는 현 시점에서 OEM 단가의 하락을 걱정하는 것은 상식적이다. 하지만 OEM 단가의 급격한 되돌림은 없을 것으로 전망한다.

참고할 만한 유사한 사례로 2010년대 초반이 있다. 당시에 통화 완화정책으로 원자재 가격이 급등했고, 경기 회복에 따른 강한 의류 수요가 겹치면서 OEM 단가가 급등했다. 하지만 한 번 올라온 가격은 다시 내려오기까지 상당한 시간이 걸렸다. 2011년 미국 의류 수입 연 평균 단가를 보면 1년 만에 약 21% 증가했으며, 한 번 증가한 가격은 2014년까지 보험권에서 유지되는 모습을 보였다. 한국 의류 제품의 생산자물가지수를 봐도 같은 흐름을 확인할 수 있다.

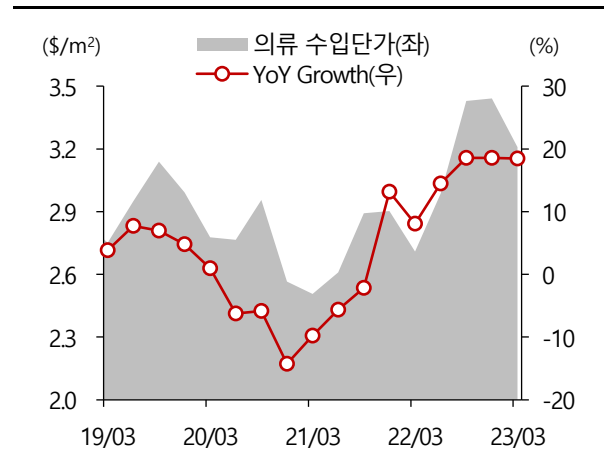
가격 하방 경직성이 중요한 이유는 24년 실적을 바라보는 기준점이 달라지기 때문이다. 23년의 경우 전방 재고조정 사이클에 따른 출하량 감소로 매출과 영업이익의 감소가 불가피하지만, 재고조정이 마무리된 24년 출하량 증가 사이클에 진입한다면 높아진 OEM 단가는 동사의 실적의 저점과 고점을 높이는 역할을 할 것으로 전망한다.

미국 의류 수입액 from 방글라데시



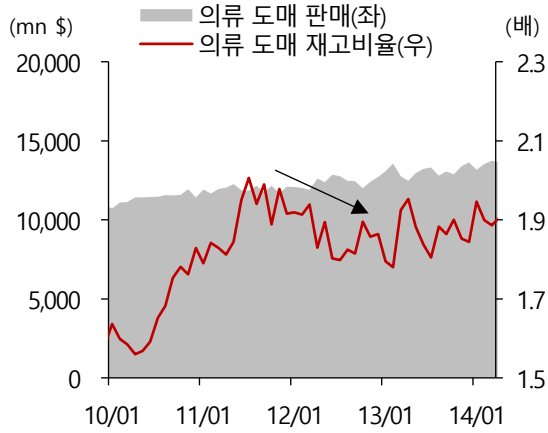
자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 수입단가 from 방글라데시



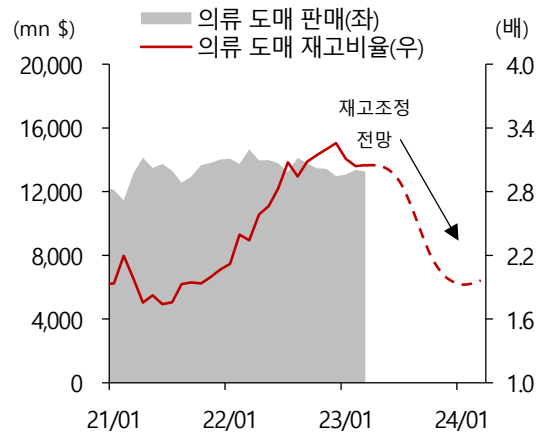
자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 도매판매 및 재고비율 (10~14)



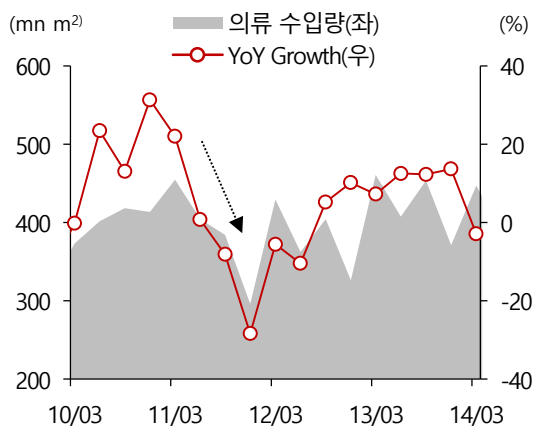
자료: FRED, SK 증권

미국 의류 도매판매 및 재고비율 (21~24E)



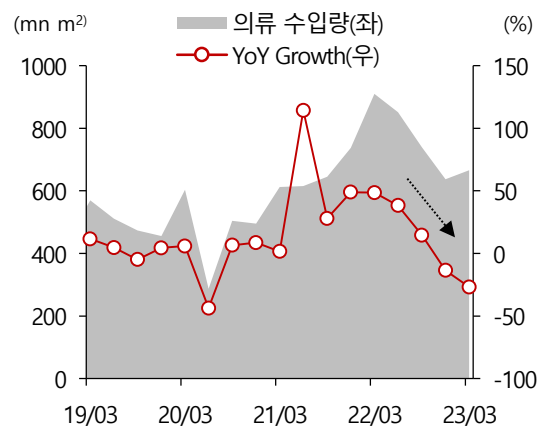
자료: FRED, SK 증권

미국 의류 수입량 from 방글라데시 (1Q10~1Q14)



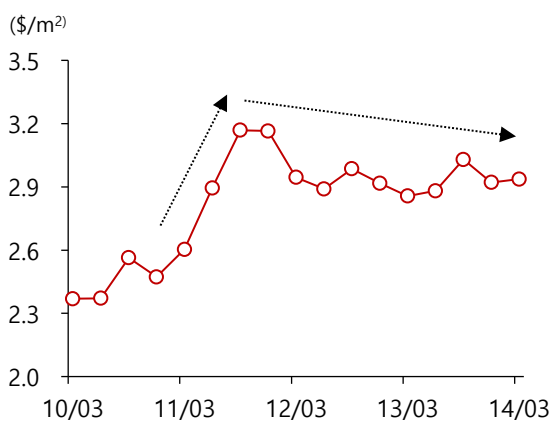
자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 수입량 from 방글라데시 (1Q19~1Q23)



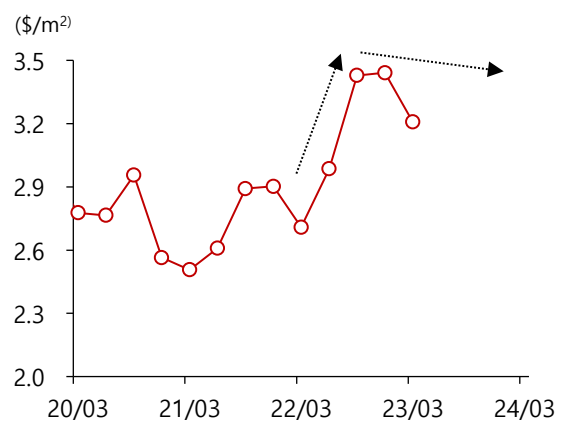
자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 수입액단가 from 방글라데시 (1Q10~1Q14)



자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 수입액단가 from 방글라데시 (1Q19~1Q24E)



자료: OTEXA, SK 증권

(2) 글로벌 OEM 공급망 재편 - 脫 중국 가속화

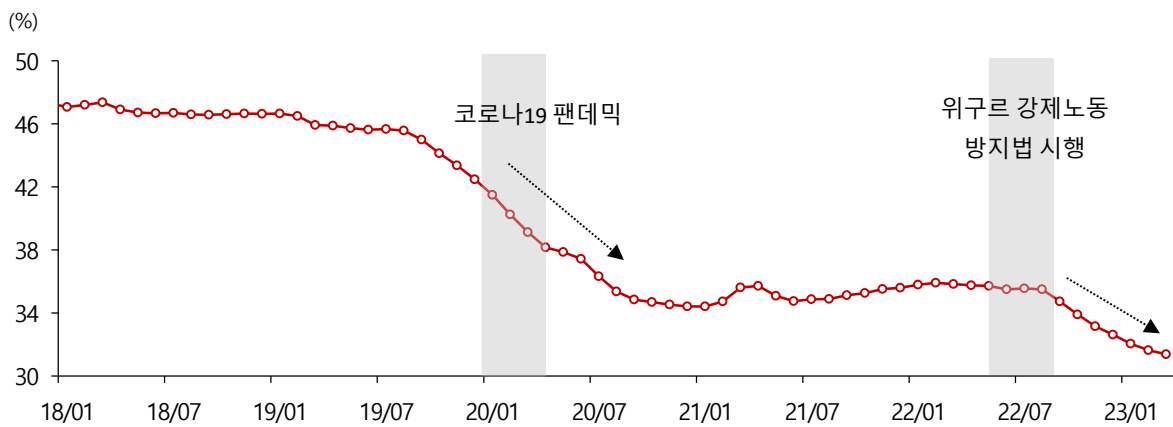
코로나 기간 글로벌 의류 공급망은 큰 변화를 겪었다. 미국 기준으로 중국에서 수입한 의류 비중은 총 의류 수입액의 약 30% 정도였으나 23년 1분기 현재 17%대까지 급감했다. 같은 기간 방글라데시는 6%에서 11%로, 베트남은 15%에서 18%까지 증가했다.

중국 의류 수입 의존도 감소에는 1) 장기간에 걸친 도시 봉쇄, 2) 미국의 중국 섬유산업 제재가 영향을 준 것으로 보인다. 중국의 경우 도시 봉쇄가 타 국가 대비 높은 강도에서 더 오래 지속되었다. 계절에 따라 시즌이 존재해 납기가 중요한 의류산업의 특성 상 공급이 불안했던 중국보다는 동남아시아로 브랜드 업체의 발주가 옮겨갈 수밖에 없었을 것이다.

미국의 중국 섬유산업 제재도 탈 중국 흐름을 가속한 것으로 분석한다. 미국은 22년 6월부터 중국 신장 위구르 지역에서 전체 또는 일부 생산된 물품에 대한 수입을 금지하는 '위구르강제노동방지법(이하 위구르법)'을 시행해 적용 중이다. 수입 금지 조치에 이어 미국 정부는 'Esquel Textile', 'Hetian Taida Apparel', 'Synergy Textiles', 'Yili Zhuowan Garment' 등의 중국, 홍콩 섬유 의복 생산 기업을 제재 명단에 등록했다.

미국의 제재가 시행된 것은 22년 6월로, 발주부터 인도까지의 리드타임인 3개월을 고려하면 9월부터 제재의 효과가 본격적으로 반영됐을 것으로 추정되며, 실제로 9월을 기점으로 올해 3월까지 미국의 중국 의류 수입 비중은 반년 만에 4%p 나 급감했다.

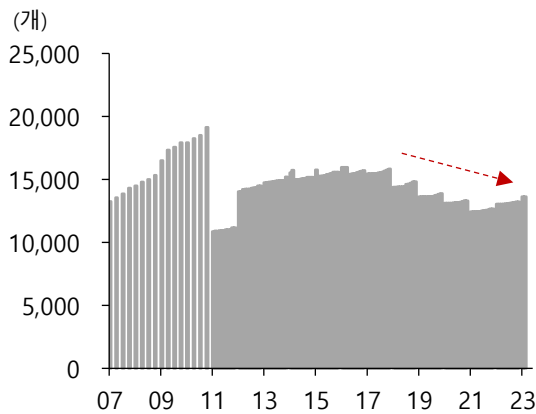
미국 의류 수입액 중 중국 비중 (18~23)



자료: OTEXA, SK 증권
주: 12개월 이동평균 값

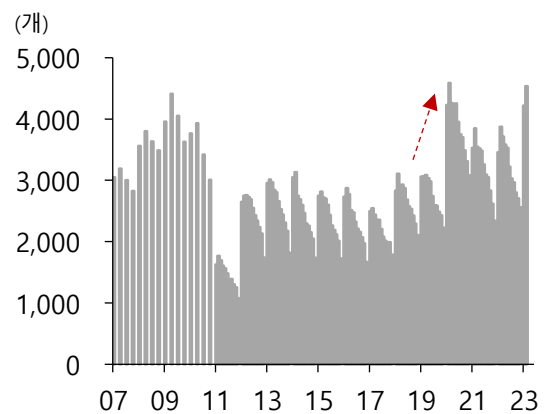
사실 미국의 무역 조치는 불에 기름을 부었을 뿐, 중국 내 의류 생산 산업은 이미 위태로운 상태였다. 지난 코로나 기간 공장이 폐쇄되고, 면화와 합섬 등 원재료 가격 급등 사이클을 겪으며 업황이 최악이었기 때문이다. 지속되는 도시 봉쇄로 바이어들은 중국 생산 물량을 동남아시아 쪽으로 옮겼고, 수주 물량이 줄자 인건비와 고정비를 커버하지 못하고 적자를 내는 기업들이 급증했다. 이에 적자를 견디지 못하고 파산하거나 운영을 종료하는 기업이 크게 증가했다. 코로나 직전 13,800 개였던 기업 수는 21년 중 12,400 개까지 감소했고, 적자 기업 수는 19년 3,060 개에서 23년 3월 4,538 개로 48% 증가했다. 23년 3월 적자 기업의 비율은 30%에 육박한다. 통계 집계 이래 최대 수치다.

중국 내 의류 생산 기업 수



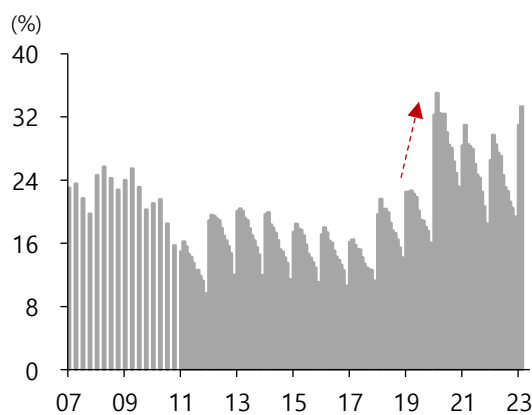
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 내 의류 생산 기업 중 적자 기업 수



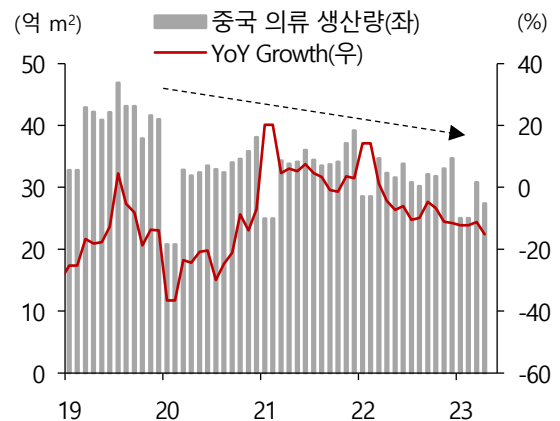
자료: 국가통계국, SK 증권

중국 내 의류생산 기업 중 적자 기업 비중



자료: 국가통계국, SK 증권

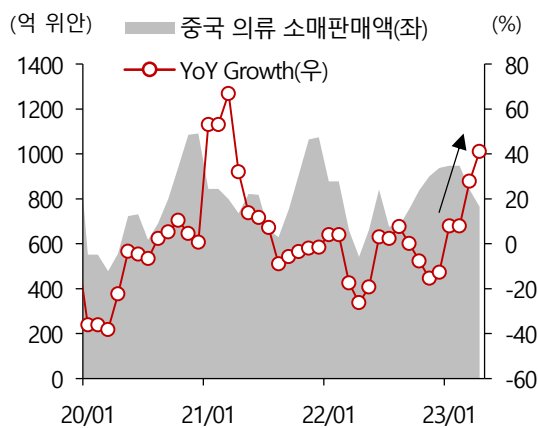
중국 내 의류 생산량



자료: 국가통계국, SK 증권

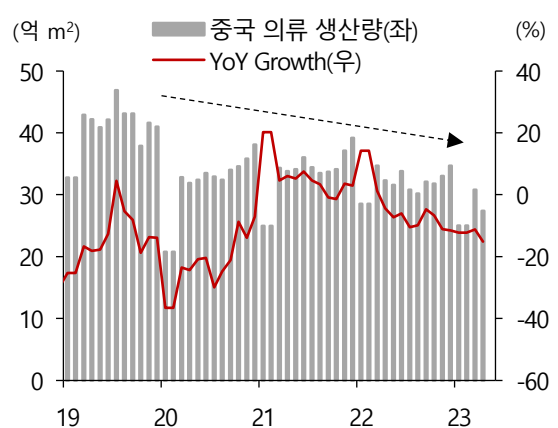
한편 중국 의류 생산기업 수는 코로나 최저점이던 12,400 개에서 23년 3월 13,628 개까지 회복했는데, 그럼에도 중국 의류 생산량은 좀처럼 늘지 못하고 있다. 코로나 리오프닝으로 중국 내수 의류 소매판매가 23년 4월 +32.9% YoY 증가했음에도 같은 기간 중국 의류 생산량은 27.4 억 제곱미터로 -15.2% YoY 감소했다. 중국 의류 생산량이 늘지 못하는 이유로는 미국 수출 규제, 의류 생산 노동력 부족, 글로벌 의류 재고조정 사이클 때문으로 분석한다.

중국 의류 소매판매액



자료: 국가통계국, SK 증권

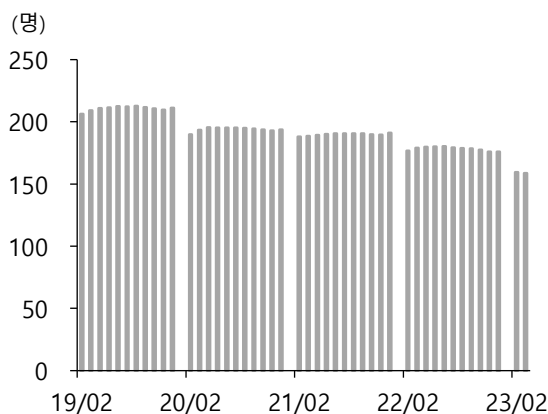
중국 의류 생산량



자료: 국가통계국, SK 증권

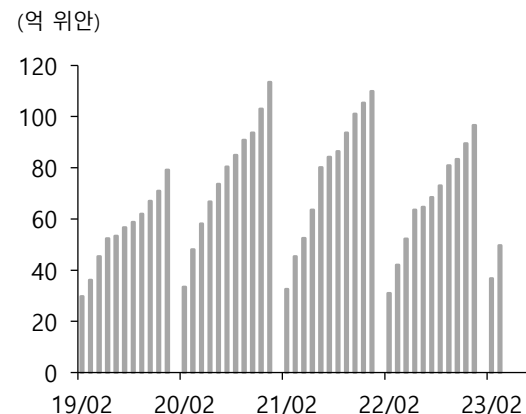
중국 의류 생산 기업의 기업 당 근로자 수는 코로나 전인 19년 약 210명 대에서 23년 3월 기준 158 명으로 급감했다. 급격히 늘어난 적자를 줄이고자 대규모 인력 구조조정이 있었음을 짐작할 수 있다. 문제는 인력의 해고는 쉽지만 다시 늘리기 위해서는 채용과 재교육 과정에 시간이 걸린다는 점이다. 중국의 의류 생산량 회복이 단기간에 이루어지기 어렵다고 보는 이유다. 여기에 미국 수출 규제와 글로벌 경기 둔화 사이클이 겹쳐 중국 의류 생산 업황 회복을 기대하기 더욱 어렵게 만들고 있다.

중국 의류 생산 기업당 평균 근로자 수



자료: 국가통계국, SK 증권

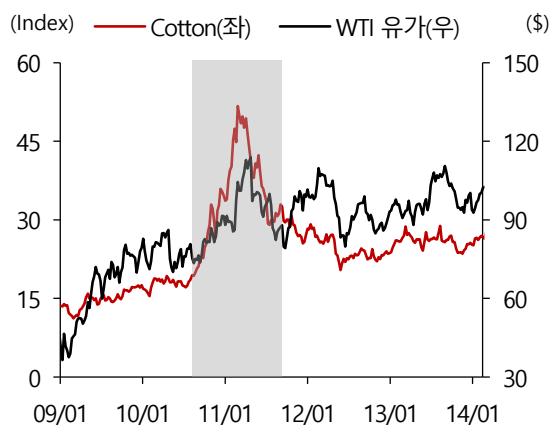
중국 의류 생산 기업 월별 누적 적자규모



자료: 국가통계국, SK 증권

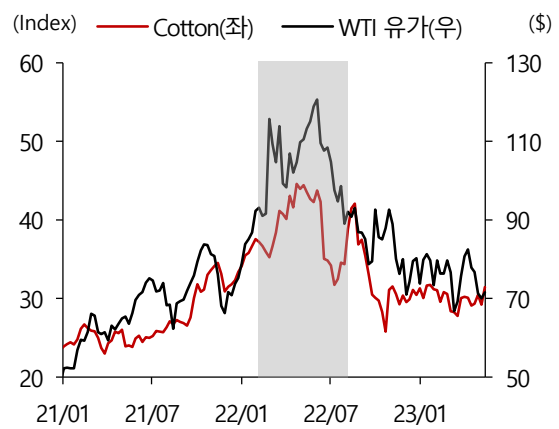
비슷한 사례가 2011 년에도 존재했다. 당시에도 상황이 현재와 비슷하다. 2008 년 금융 위기 이후 침체에서 벗어나기 위해 글로벌 중앙은행들은 양적완화 정책을 오랜 기간 유지했고, 2011 년부터 원자재 가격이 급상승해 중국 내 많은 의류 생산 기업들이 적자를 냈고, 결국 2011 년 대규모 산업 구조조정을 거쳤다. 이로 인해 중국으로부터 동남 아시아로 옮겨온 수주 물량 덕분에 동남아시아에 생산공장을 두고 있던 국내 OEM 업체들이 반사이익을 봤다.

Cotton(면직물 원재료), WTI(합섬 원재료) 가격 추이 (09~14)



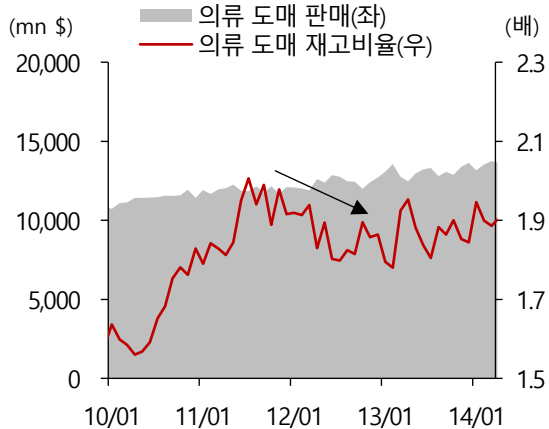
자료: OTEXA, SK 증권 추정

Cotton(면직물 원재료), WTI(합섬 원재료) 가격 추이 (21~23)



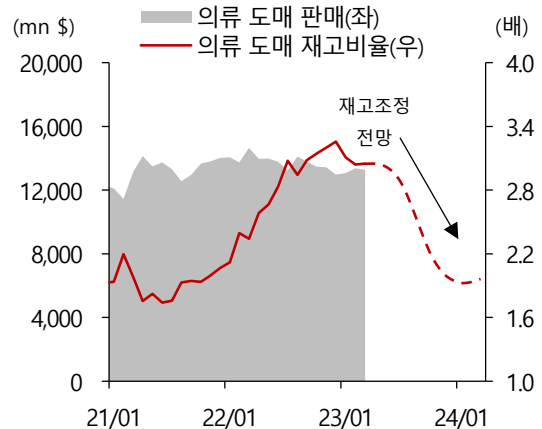
자료: OTEXA, SK 증권 추정

미국 의류 도매 판매 및 재고비율 추이 (10~14)



자료: OTEXA, SK 증권 추정

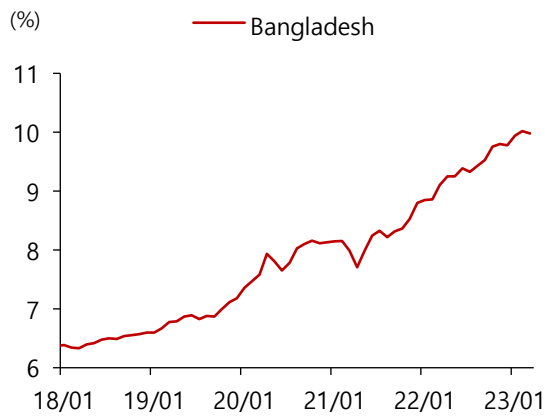
미국 의류 도매 판매 및 재고비율 추이 및 전망 (21~24E)



자료: OTEXA, SK 증권 추정

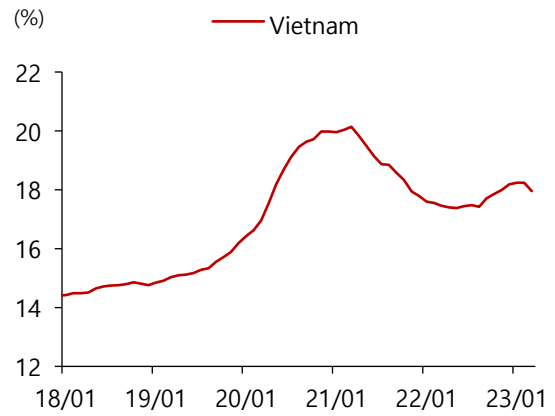
이번 사이클도 2011 년과 비슷한 양상으로 진행되고 있지만 1) 금리 인상으로 수요 둔화가 예상된다는 점 2) 전방 재고조정 강도가 2012 년보다 강하다는 점 3) 중국 생산 기업의 구조조정이 일어나지 않았다는 점에서 과거와 차이가 있다. 그럼에도 이번에는 미국 수출 규제가 영향을 주고 있다는 점에서 중국 의류 생산업의 부진과, 그로 인한 바이어 수주 물량의 동남아시아로의 이동은 영원무역에는 반사이익으로 작용할 것으로 전망한다. 바이어들의 재고가 정상화될 것으로 추정하는 23년 말 또는 24년 초부터 다시 수주가 회복된다면 영원무역 실적의 레벨 자체가 과거와 달리 업그레이드될 수 있다.

미국 의류 수입액 중 방글라데시 비중



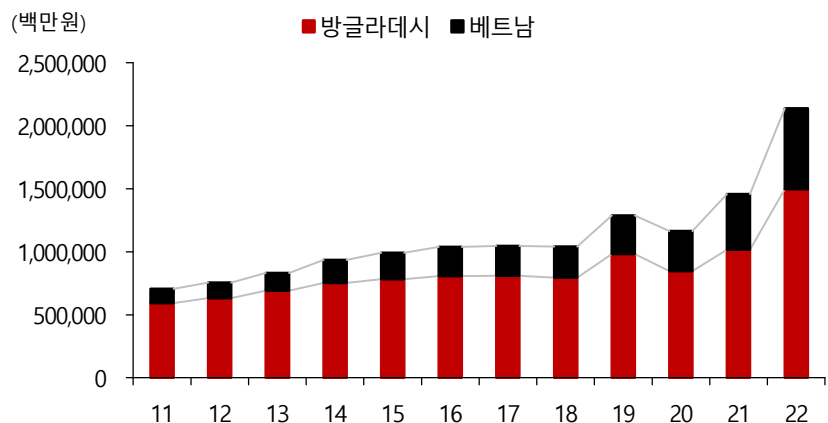
자료: OTEXA, SK 증권 추정

미국 의류 수입액 중 베트남 비중



자료: OTEXA, SK 증권 추정

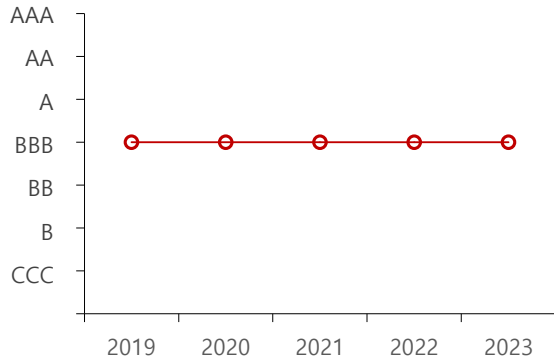
영원무역 지역별 OEM 매출액 추이



자료: 영원무역, SK 증권

ESG 하이라이트

영원무역의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
영원무역 종합 등급	BBB	D	36.7
환경(Environment)	10.7	D-	15.1
사회(Social)	50.7	D	20.0
지배구조(Governance)	61.0	D	74.7
<비교업체 종합 등급>			
한세실업	BBB		46.2
화승엔터프라이즈	BB		

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 영원무역 ESG 평가

지속가능경영보고서 발간 통해 구체적 ESG 비전과 철학 발표.
 1) 지속가능한 근무 환경의 추구, 2) 친환경 정책을 통한 지속가능성의 추구, 3) 지역사회와 동반성장의 추구 3 개의 Pillar 를 기반으로 지속가능경영 추구.

자료: SK 증권

영원무역의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

영원무역의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2019.11.28	사회 (Social)	대법 "한겨레 영원무역 착취 기사 정정보도 필요없다"
2017.04.09	지배구조 (Governance)	"회사는 적자 내는데"...수십억 보수 받는 등기임원들

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,685	2,045	2,821	2,912	3,167
현금및현금성자산	665	642	736	924	897
매출채권 및 기타채권	346	400	529	483	555
재고자산	498	644	984	886	974
비유동자산	1,354	1,503	1,692	1,987	2,281
장기금융자산	308	292	401	557	733
유형자산	599	694	713	806	878
무형자산	160	168	179	191	196
자산총계	3,038	3,548	4,514	4,899	5,448
유동부채	595	525	823	668	588
단기금융부채	255	115	280	224	202
매입채무 및 기타채무	189	257	360	344	312
단기충당부채	8	9	11	9	9
비유동부채	449	588	577	472	481
장기금융부채	133	244	233	190	171
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,044	1,113	1,399	1,140	1,068
지배주주지분	1,835	2,219	2,815	3,378	3,933
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	410	410	410	453	453
기타자본구성요소	-16	-16	-16	202	202
자기주식	-16	-16	-16	0	0
이익잉여금	1,357	1,633	2,264	2,722	3,247
비지배주주지분	159	215	300	381	446
자본총계	1,994	2,434	3,114	3,759	4,380
부채외자본총계	3,038	3,548	4,514	4,899	5,448

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	354	302	465	619	574
당기순이익(손실)	182	334	743	600	649
비현금성항목등	182	227	263	261	252
유형자산감가상각비	78	79	86	84	98
무형자산상각비	5	7	7	7	7
기타	98	140	170	170	147
운전자본감소(증가)	49	-173	-419	-84	-164
매출채권및기타채권의감소(증가)	5	-12	-120	61	-72
재고자산의감소(증가)	34	-109	-360	124	-89
매입채무및기타채무의증가(감소)	-11	50	94	-143	-32
기타	21	-103	-33	-126	28
법인세납부	-59	-86	-122	-173	-178
투자활동현금흐름	16	-204	-376	-448	-593
금융자산의감소(증가)	82	-81	-209	-186	-240
유형자산의감소(증가)	-80	-113	-111	-166	-170
무형자산의감소(증가)	-2	-13	-8	-19	-11
기타	16	2	-47	-77	-172
재무활동현금흐름	-136	-126	72	-141	-101
단기금융부채의증가(감소)	-140	-143	89	-83	-22
장기금융부채의증가(감소)	38	61	48	-52	-19
자본의증가(감소)	0	0	0	43	0
배당금지급	-18	-22	-44	0	-59
기타	-17	-22	-20	-49	0
현금의 증가(감소)	218	-23	94	188	-27
기초현금	447	665	642	736	924
기말현금	665	642	736	924	897
FCF	274	188	354	453	404

자료 : 영원무역, SK증권 추정

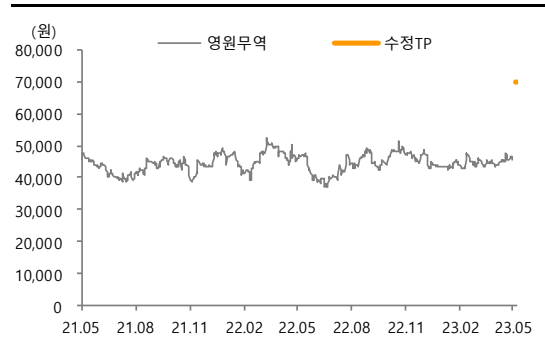
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,466	2,793	3,911	3,552	3,604
매출원가	1,838	1,965	2,594	2,361	2,321
매출총이익	628	828	1,317	1,191	1,283
매출총이익률(%)	25.5	29.6	33.7	33.5	35.6
판매비와 관리비	369	385	494	467	487
영업이익	260	443	823	723	796
영업이익률(%)	10.5	15.8	21.0	20.4	22.1
비영업손익	-10	9	59	54	31
순금융손익	-14	-18	-11	12	11
외환관련손익	-13	13	50	35	16
관계기업등 투자손익	0	1	1	0	0
세전계속사업이익	249	451	882	777	827
세전계속사업이익률(%)	10.1	16.2	22.5	21.9	23.0
계속사업법인세	67	117	139	178	178
계속사업이익	182	334	743	600	649
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	182	334	743	600	649
순이익률(%)	7.4	12.0	19.0	16.9	18.0
지배주주	148	298	675	525	585
지배주주귀속 순이익률(%)	6.0	10.7	17.2	14.8	16.2
비지배주주	35	36	69	75	65
총포괄이익	43	462	724	712	679
지배주주	9	406	639	676	645
비지배주주	34	56	85	36	34
EBITDA	344	529	916	814	901

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	33	13.2	40.1	-9.2	1.5
영업이익	9.3	70.4	86.0	-12.1	10.1
세전계속사업이익	6.7	80.9	95.4	-11.8	6.4
EBITDA	7.3	54.0	73.1	-11.1	10.7
EPS	-11.2	101.9	126.3	-22.1	11.3
수익성 (%)					
ROA	5.9	10.2	18.4	12.7	12.6
ROE	8.0	14.7	26.8	17.0	16.0
EBITDA마진	13.9	18.9	23.4	22.9	25.0
안정성 (%)					
유동비율	283.1	389.3	343.0	436.0	539.0
부채비율	52.4	45.7	44.9	30.3	24.4
순차입금/자기자본	-20.4	-20.7	-20.3	-29.3	-27.5
EBITDA/이자비용(배)	20.2	24.7	45.4	42.5	45.8
배당성향	14.9	14.7	10.0	11.3	10.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,332	6,727	15,222	11,852	13,191
BPS	41,768	50,436	63,876	76,237	88,769
CFPS	5,225	8,681	17,322	13,904	15,555
주당 현금배당금	500	1,000	1,530	1,350	1,350
Valuation지표 (배)					
PER	9.5	6.5	3.1	4.0	3.6
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
PCR	6.1	5.0	2.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	3.4	3.1	1.9	1.6	1.4
배당수익률	1.6	2.3	3.3	3.0	3.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.30	매수	70,000원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

매수	93.21%	중립	6.79%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
형권훈

kh.hyun@sk.co.kr
3773-9997

Company Data

자본금	36 십억원
발행주식수	3,570 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	652 십억원
주요주주	
신세계(외1)	54.05%
국민연금공단	9.23%
외국인지분율	4.90%
배당수익률	2.0%

Stock Data

주가(23/05/26)	18,260 원
KOSPI	2,558.81 pt
52주 Beta	0.43
52주 최고가	35,950 원
52주 최저가	18,260 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-5.6%
6개월	-22.8%	-26.6%
12개월	-43.9%	-43.1%

신세계인터내셔널 (031430/KS | 매수(신규편입) | T.P 25,000 원(신규편입))

자세히 보아야 아름답다

- 23년 매출액 1 조 4,536 억원, 영업이익 837 억원, OPM 5.8% 전망
- 올해 1 개 해외 패션 브랜드와의 계약 종료로 연간 실적 감소 불가피
- 그럼에도 화장품 부문의 향수 브랜드와 자체 브랜드의 실적 업사이드는 긍정적
- 해외 패션 브랜드 약재는 주가에 충분히 반영, 밸류에이션 역사적 저점에 위치
- 현재 주가에는 과도한 실적 우려가 반영되어 있다고 판단, 매수 추천

2023년 연간 실적 전망

연간 매출액 1 조 4,536 억원 (-6.5% YoY), 영업이익 837 억원 (-27.4% YoY) 전망한다. 해외패션 부문 매출액 3,957 억원 (-29.1% YoY), 영업이익 283 억원 (-64.5% YoY) 전망하며 계약 종료된 브랜드의 매출과 이익의 불륨이 컸던 탓에 실적 타격이 불가피하다. 반면 화장품 부문은 수입 화장품과 자체 브랜드 모두 견조한 성장을 예상하며 매출액 4,281 억원 (+19.5% YoY), 영업이익 358 억원 (+96.5% YoY) 전망한다.

해외패션은 아쉽지만 화장품의 선방 전망

올해 해외패션 브랜드의 계약 종료 영향으로 매출액과 영업이익 모두 전년 대비 감소할 전망이다. 화장품 부문의 실적 모멘텀이 전사 실적을 선방할 것으로 본다. 동사 화장품 부문 관련해서는 1) 실내마스크 해제로 향수 매출 증가 2) 작년 중국 코로나 봉쇄로 비디비지 1분기와 4분기 기저 효과 존재 3) 연작과 뽀아레 등 자체 화장품 브랜드 고성장 4) 화장품 부문의 수익성 추구 전략에 주목한다.

주가 저평가 국면, 밸류에이션 매력도 부각

동사 주가는 12MF PER 기준 역사적 최저점 수준인 7.8 배에서 거래되고 있다. 소비자 심리지수 하락에 따른 소비재 업종 전반의 밸류에이션 할인과, 22년 실적에 대한 기저 부담이 작용한 결과로 분석한다. 하지만 인플레이션 둔화와 부동산 가격 안정화로 소비 심리가 빠르게 회복 중이며, 화장품 실적 성장이 전사 실적 하단을 지지할 전망이다. 현재 주가 저평가 구간으로 판단하며, 목표주가 25,000 원 제시하며 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	1,425	1,325	1,451	1,554	1,454	1,588
yoy	%	12.9	-7.0	9.5	7.1	-6.5	9.2
영업이익	십억원	84	34	92	115	84	104
yoy	%	52.2	-60.0	172.4	25.3	-27.4	24.4
EBITDA	십억원	140	98	155	173	141	152
세전이익	십억원	100	53	105	137	101	122
순이익(지배주주)	십억원	74	51	82	118	79	95
영업이익률%	%	5.9	2.5	6.3	7.4	5.8	6.6
EBITDA%	%	9.8	7.4	10.7	11.1	9.7	9.6
EPS(계속사업)	원	2,072	1,426	2,300	3,313	2,209	2,651
PER	배	21.2	22.6	12.7	7.5	8.5	7.0
PBR	배	2.6	1.8	1.4	1.1	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	13.9	15.4	8.1	6.2	6.1	5.8
배당수익률	%	0.5	0.7	1.0	2.0	2.7	2.7
ROE	%	13.0	8.2	12.1	15.3	9.2	10.2
순차입금	십억원	373	349	217	185	193	210
부채비율	%	88.4	78.9	61.1	53.4	48.8	47.7

1. Valuation & Earnings

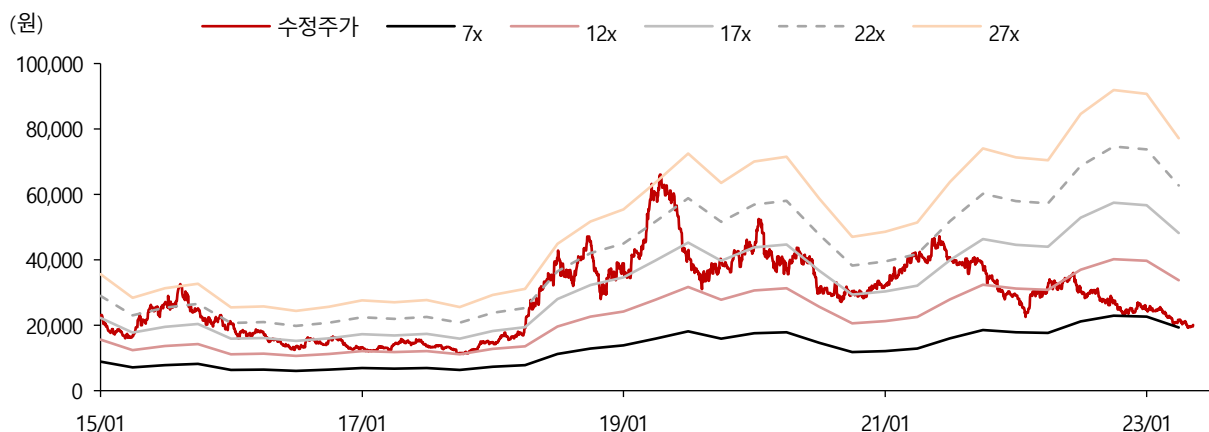
(1) 투자 의견 '매수', 목표주가 25,000 원으로 커버리지 개시

신세계인터내셔널 투자 의견 '매수', 목표주가 25,000 원을 제시한다. 목표주가는 12개월 선형 지배주주 순이익 추정치인 857 억원에 Target 멀티플 10.8 배를 적용해 산출했다. 신세계인터내셔널 최근 종가는 18,260 원이며, 향후 약 37%의 주가 상승 여력이 남아있다고 판단한다.

신세계인터내셔널 주가는 22년 하반기부터 두 번의 추세적 하락을 경험했다. 22년 5월부터 연말까지의 하락은 국내 소비자심리지수가 급락함에 따라 의류 업종 전반적인センチ먼트가 약해졌기 때문으로 분석한다. 23년 초부터 최근까지의 주가 하락은 동사 해외 패션 부문에서 주력 브랜드 한 개의 계약이 종료됨에 따라 펀더멘털에 대한 우려가 제기되었기 때문으로 판단한다. 두 번의 주가 하락으로 동사 밸류에이션 멀티플은 현재 12MF PER 7.8 배로 역사적 최하단에 위치해 있다.

올해 동사의 실적 모멘텀은 완전히 소멸되지 않았다. 화장품 부문의 호실적 전망하며 실적 하방을 지지할 것으로 본다.センチ먼트와 펀더멘털 악재가 모두 나온 상황이기엔 매수를 고려할 만한 주가라고 판단하며 최근 빠르게 회복되고 있는 내수 소비심리와, 중국 리오프닝의 강도를 볼 때 주가 리레이팅 가능하다고 판단한다.

신세계인터내셔널 주가와 12MF PER 밴드차트 추이



자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

(2) 23년 매출액 1조 4,536억원, 영업이익 837억원 전망

23년 매출액 1조 4,536억원(-6.2% YoY), 영업이익 837억원 (-27.4% YoY) 전망한다. 부문별로 해외패션 3,957억원(-29.1% YoY), 국내패션 3,581억원(-2.5% YoY), 화장품 4,281억원(+19.5% YoY), 생활용품 2,717억원(+1.7% YoY)을 기록할 것으로 본다. 올해 동사의 실적은 해외패션 브랜드의 실적 감소 효과를 화장품 부문의 성장과 신규 브랜드 론칭 효과가 얼마만큼 방어해줄 수 있을지가 관건이 될 것으로 전망한다.

1) 해외 패션: 올해 연간 매출액 3,957억원(-29.1% YoY), 영업이익 283억원(-64.5%YoY) 전망한다. 주요 브랜드의 이탈로 전년 대비 매출과 영업이익의 감소가 불가피한 상황이다. 올해 해외여행 수요 급증의 영향으로, 작년 대비 내수 명품 소비의 둔화가 예상되기 때문에 종료 브랜드 실적 제외 기준 매출액은 전년 대비 한 자릿수 초반 감소할 것으로 전망한다. 종료 브랜드를 대체할 총 4개 해외 패션 브랜드가 올해 신규 론칭 예정이며 5월 한 개(해외 컨템포러리), 하반기에 3개 브랜드가 예정 되어있다. 다만 아직 신규 브랜드 관련 정보가 제한적이기 때문에 실적 추정에는 신규 브랜드 효과를 제외했다.

2) 국내 패션: 올해 연간 매출액 3,581억원(-2.5% YoY), 영업이익 221억원(-14.4% YoY) 전망한다. 올해 1분기부터 계열사향 국내 패션 브랜드의 계약 종료에 따른 매출 감소 영향이 있었다. 22년 종료 브랜드 관련 매출은 320억으로, 브랜드 종료 영향을 제외하면 올해 국내 패션 부문 매출액은 전년 대비 6.7% 성장 예상된다. 영업이익 감소의 경우 해외 패션 브랜드 부문의 실적 감소로 공통 비용의 일부가 국내 패션 부문으로 넘어온 영향으로 펀더멘털적인 요인은 아니다.

2) 화장품: 올해 연간 기준 매출액 4,281억원(+19.5% YoY), 영업이익 358억원(+96.5% YoY) 전망한다. 수입 화장품 실적의 경우 작년 말 실외 마스크 해제로 인한 외부활동 증가 영향으로 동사의 인기 향수 브랜드인 ‘딤티크’와 ‘바이레도’ 중심의 견조한 성장세가 지속되고 있으며, 올해 3월 실내 마스크 해제로 추가적인 성장 모멘텀 유효하다. 자체 브랜드의 경우 기초화장품 브랜드인 ‘연작’과 색조화장품 브랜드인 ‘뽀아레’의 브랜드 인지도 상승에 따른 매출액 고성장 전망한다. 또한 동사는 22년 분기에 200억 가까이 집행했던 화장품 부문 마케팅비를 올해 축소할 계획이며, 이에 따라 수익성이 개선될 것으로 본다.

신세계인터내셔널 실적추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	352.2	383.9	387.5	430.3	312.2	366.5	357.4	417.5	1,553.9	1,453.6	1,587.7
YoY (%)	3.0	12.7	10.7	3.0	-11.4	-4.5	-7.8	-3.0	7.1	-6.5	9.2
QoQ (%)	-15.7	9.0	0.9	11.0	-27.4	17.4	-2.5	16.8			
패션	217.4	219.4	218.8	269.6	163.4	186.4	171.9	232.1	925.2	753.8	780.8
해외	127.2	129.2	129.6	171.9	85.2	90.8	90.9	128.9	557.9	395.7	415.5
국내	90.2	90.2	89.2	97.7	78.2	95.6	81.1	103.2	367.3	358.1	365.2
화장품	78.5	94.5	98.2	87.0	91.9	108.7	114.3	113.2	358.2	428.1	529.8
생활용품	56.7	70.1	69.8	70.7	56.9	71.5	71.2	72.1	267.3	271.7	277.1
영업이익	33.1	38.7	24.2	19.3	7.5	19.1	20.9	36.2	115.3	83.7	104.1
OPM (%)	9.4	10.1	6.2	4.5	2.4	5.2	5.8	8.7	7.4	5.8	6.6
YoY (%)	50.9	29.6	55.1	-37.7	-74.4	-48.2	-6.5	93.5	25.3	-27.4	24.3
QoQ (%)	30.5	7.3	-38.0	-28.2	-46.4	117.3	11.9	48.6			
패션	27.2	28.7	19.3	30.3	5.1	12.0	12.3	18.3	105.5	47.6	51.6
해외	20.5	18.1	18.2	22.9	5.0	6.8	6.8	9.7	79.7	28.3	31.2
국내	6.7	10.6	1.1	7.4	2.9	5.1	5.5	8.6	25.8	22.1	20.5
화장품	8.3	7.9	4.9	-2.9	5.4	9.8	10.3	10.2	18.2	35.8	46.1
생활용품	-0.7	2.3	-0.2	-1.9	-3.0	-2.6	-1.7	7.7	-0.5	0.3	6.3

자료: SK 증권

신세계인터내셔널 목표주가 산정 테이블

구분	내용
12개월 선행 지배주주 순이익(십억원)	85.7
2017년 소비자심리지수 저점 당시 12MF PER 12 배	12
주요 브랜드 계약 종료 반영 멀티플 할인율(%)	10
적용 12MF PER	108
목표 시가총액(십억 원)	925
총 발행주식수	35,700,000
목표주가(원)	25,000
현재주가(원)	18,260
상승 여력(%)	37

자료: SK 증권

2. 투자포인트

(1) 해외패션 실적쇼크에 가려진 나머지 사업가치

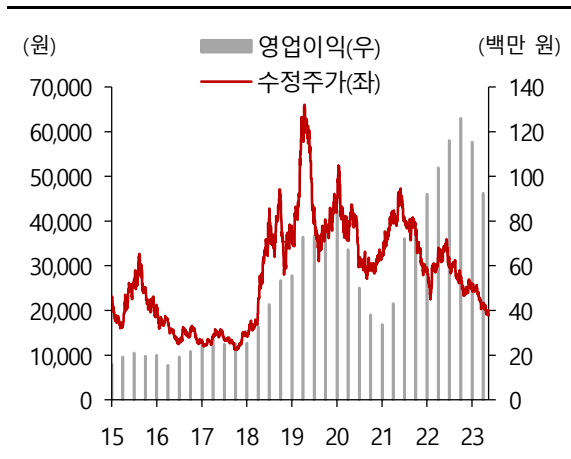
신세계인터내셔널 현재 주가는 12M 선행 EPS 기준 7.8 배 수준에서 거래되고 있다. 역사적으로 최저점에 위치해 있으며 21년 6월 기점으로 주가와 실적의 괴리가 극심한 상황이다. 역으로 말하면 그 만큼 시장에서는 작년 실적에 대한 역기저 효과와 향후 실적에 대한 불안감을 느끼고 있는 것으로 판단한다. 하지만 1 분기가 영업이익 기준 올해 실적 바닥일 가능성이 높으며, 현재 주가는 동사 실적 바닥에 대한 과도한 우려가 반영된 결과라고 판단한다.

동사 1 분기 실적 부진의 주요 원인은 다음 4 가지로 정리해볼 수 있다.

- 1) 해외 패션 브랜드 계약 종료 (YoY 매출액 352 억원, 영업이익 109 억원 감소 추정)
- 2) 일회성 비용 50 억 발생 (YoY 영업이익 50 억 감소)
- 3) 계열사향 국내 패션 브랜드 계약 종료 (YoY 매출액 150 억 감소)
- 4) '스위스 퍼픽션' 제품 라인업 재정비 (YoY 매출액 12 억, 영업이익 14 억 감소)

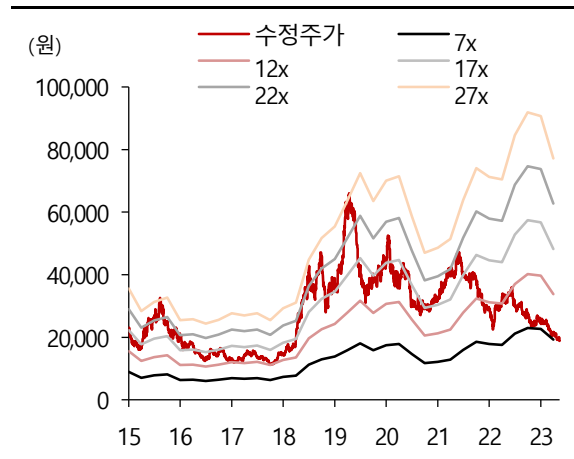
위에 열거된 것들은 모두 일회성 이벤트로 이미 1 분기에 충분히 반영되었으며 2 분기에는 오히려 QoQ 기준 기저 효과를 형성해줄 것으로 판단한다. 한편 위 일회성 이벤트를 제외한 1 분기 실적을 역산해보면 매출액은 3,636 억원 (전년동기 3,522 억원), 영업이익은 276 억원 (전년동기 331 억원)으로 1 분기 탑라인 축소로 인한 고정비 역레버리지 효과를 고려하면 양호한 실적이다. 후술할 올해 화장품 사업부의 실적 모멘텀을 고려하면 현재 주가는 저평가 구간이라고 판단한다.

신세계인터내셔널 영업이익과 주가의 괴리 추이



자료: 쿼티와이즈, SK 증권

12MF PER 과거 10년 역사상 최하단에 위치



자료: 쿼티와이즈, SK 증권

(2) 화장품 부문 실적 성장 모멘텀

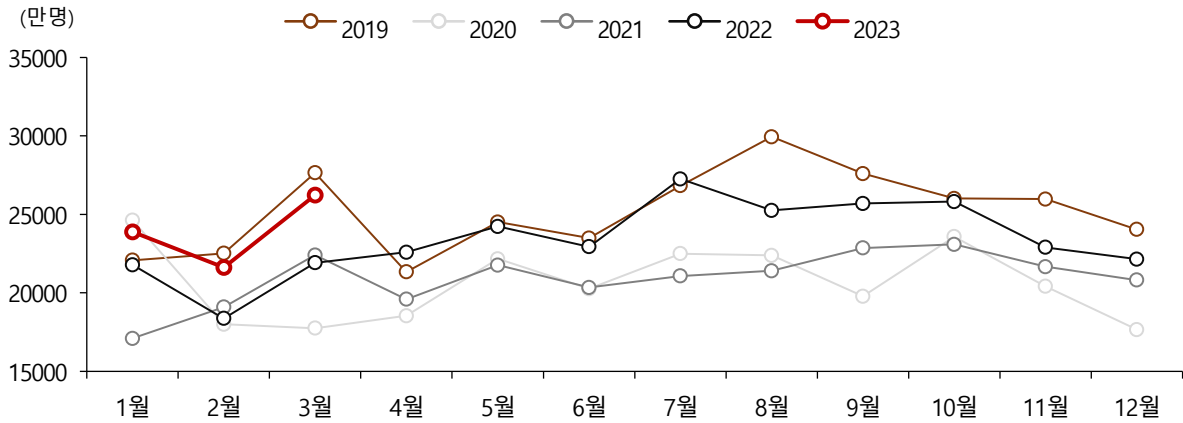
동사 화장품 부문은 니치 향수 브랜드인 ‘딕티크’, ‘바이레도’, ‘산타마리아 노벨라’를 주력으로 하는 수입 화장품과 ‘비디비치’, ‘연작’, ‘뽀아레’ 등 자체브랜드로 구성된다. 이중 비디비치의 경우 내수보다는 면세 채널을 통한 중국향 매출 비중이 높고, 연작과 뽀아레는 국내 매출 비중이 높다.

1) 수입화장품 (니치 향수): 올해 초 향수 매출이 작년 대비 큰 폭의 성장률을 보여주고 있는데, 이는 1) 구입 편의성 증가 2) 외부활동 증가가 주 원인인 것으로 분석한다. 지난 1월 30일부로 정부가 실내마스크 착용 지침을 기존의 ‘의무’에서 ‘권고’로 변경하면서 마스크 착용 의무가 해제되었다. 향수는 일반적으로 구매 전 본인에게 맞는 향을 찾기 위해 시향을 하게 되는데, 22년 9월 실외 마스크 착용 의무만 해제됐을 당시만 해도 실내 마스크 착용 의무 때문에 시향에 어려움이 있었다. 이러한 문제는 올해 1월부로 실내 마스크 의무가 해제됨에 따라 완전히 해소되었으며 구매 편의성 증가 측면에서 향수 판매가 증가하고 있는 것으로 판단한다.

또한 외부활동의 증가 역시 향수 매출 증가에 영향을 미치고 있는 것으로 분석한다. 실내 마스크 해제로 외부활동 역시 작년 대비 증가하고 있는데, 22년 거리두기 해제로 외부활동이 상당 부분 회복된 것은 맞지만 그럼에도 마스크를 항상 들고 다녀야 하고, 외출 전 신경을 써서 챙겨야 하는 부담감과 거부감에서 해방됐다는 점이 사람들의 외출 심리에 영향을 미쳤고, 외부활동의 증가로 이어졌다고 분석한다.

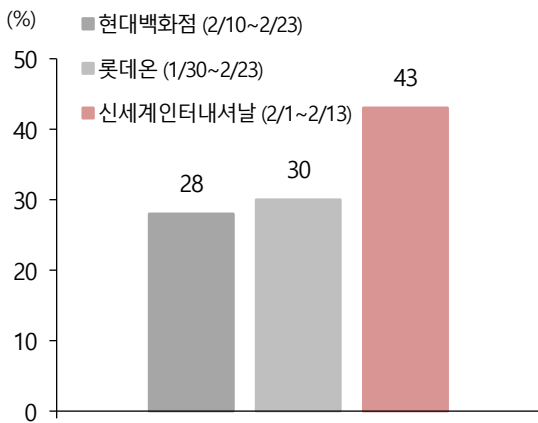
향수는 동사의 제품 카테고리 중에서 마진률이 높은 카테고리이다. 22년 동사 수입 화장품 영업이익률은 약 16%였던 것으로 추정되는데, 동기간 연결기준 영업이익률인 7.4%보다 두 배 이상 높았기 때문에 올해 향수 매출 증가는 동사의 탑라인 뿐만 아니라 바텀라인 성장에도 기여할 것으로 전망한다.

월별 전국 방문자 수 추이 (2019~2023)



자료: 한국관광데이터랩, SK 증권

유통채널별 향수 카테고리 매출 YoY 성장률



자료: 언론보도 종합, SK 증권

네이버 '향수' 키워드 연관검색어 검색량 순위

순위	키워드	월간 검색량
1	샤넬향수	103,900
2	디pty크 향수	50,680
3	남자 향수	48,840
4	향초	25,530
5	랑방 향수	20,920
6	니치향수	18,260
7	향수공방	17,360
8	고체향수	16,850
9	여자향수	15,080
10	섬유향수	10,620

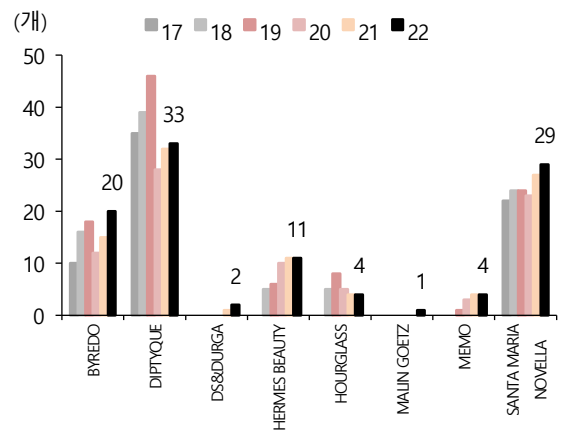
자료: 블랙키위, SK 증권

신세계인터내셔널 수입화장품 주요 브랜드

브랜드	카테고리
DIPTYQUE	니치 향수
BYREDO	니치 향수
DS&DURGA	니치 향수
HERMES BEAUTY	향수, 뷰티
HOURGLASS	색조화장품
MALIN GOETZ	스킨케어
MEMO	니치향수
SANTA MARIA NOVELLA	니치향수

자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

수입화장품 주요 브랜드 유통채널 수 추이



자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

2) 화장품 자체브랜드: 신세계인터내셔널은 ‘비디비치’, ‘연작’, ‘뽀아레’, ‘로이비’ 등 기초화장품을 주력 제품으로 하는 브랜드를 운영중이며, 올해 동사 화장품 자체브랜드에서 주목해야 할 포인트는 1) 탑라인 성장, 2) 마케팅비 축소로 인한 바텀라인 성장, 3) 중국인 인바운드 방문객 수 회복이다.

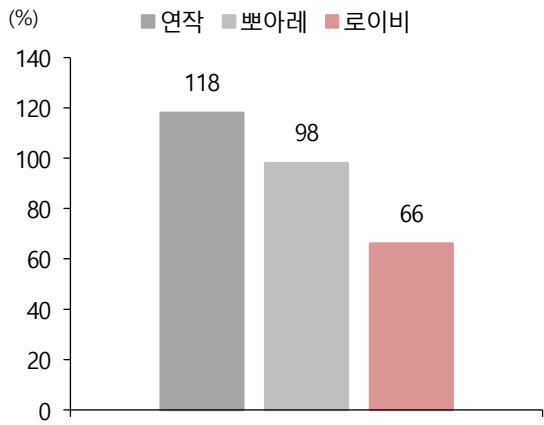
동사 1 분기 실적에서 ‘연작(+118% YoY)’과 ‘뽀아레(+98% YoY)’, ‘로이비(+66% YoY)’ 모두 전년 동기 대비 높은 성장률을 기록했다. 위 브랜드들은 기초화장품 브랜드로 마스크 해제 효과의 수혜와 큰 연관성이 없음에도 고성장했다. 아직 매출 비중 자체는 높지 않지만 성장률이 높아 연간 전체로 놓고 보면 탑라인 성장에 충분히 기여할 수 있다고 판단한다. 또한 1 분기에는 기초 화장품 ‘스위스 페팩션’의 제품 라인업 재정에 따른 실적 감소 효과 (매출액, 영업이익 각각 -12 억원, -14 억원 YoY)가 반영되었으며 이는 2분기부터는 정상화될 예정이다.

올해 마케팅비 축소에 따른 바텀라인 개선도 전망된다. 22 년에 자체 브랜드의 인지도 향상을 위한 투자 목적으로 공격적인 마케팅에 나서며 화장품 전체 부문의 연간 매출 증가에도 영업이익은 21 년 412 억원에서 22 년 182 억원으로 크게 감소했다. 특히 22 년 4 분기 마케팅비 지출 규모가 커 부문 기준으로 적자를 기록했다. 동사는 올해 마케팅 비용을 축소해 나갈 계획이며, 지난 2년 간의 브랜드 투자의 결실을 수확하는 데 집중할 계획이다.

또한 ‘비디비치’ 브랜드의 매출 호조를 전망한다. 비디비치는 동사 화장품 자체 브랜드에서 가장 큰 매출 비중을 차지하는데, 면세점 채널을 통한 중국인 수요가 주요 매출원이다. 비디비치 관련 주요 포인트는 1) 작년 중국 코로나 이슈로 인한 기저효과와 2) 중국인 관광 수요 회복이다. 먼저 22년 동사 화장품 자체 브랜드 매출은 1,4분기 약세를 보였는데 중국 코로나 상황이 심각했던 시기와 일치하며 중국 화장품 소매판매 역시 같은 시기에 약세를 보였다. 이는 중국의 리오프닝이 완료된 올해에는 기저 효과로 작용할 전망이다.

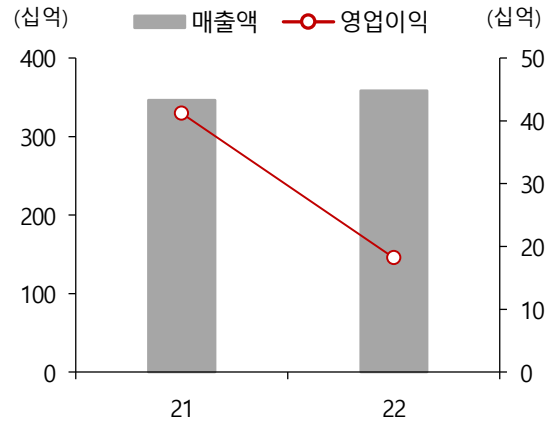
또한 중국인 관광 수요 회복은 비디비치 브랜드 매출의 성장 요인이다. 그간 항공편 부족 문제로 중국인 입국자 수가 매우 더디게 회복되었지만 3 월부터 대한항공과 아시아나항공의 증편 효과로 회복의 기운이 가팔라지고 있다. 국내 면세점 매출도 올해 1 분기에 전년 대비 저조했지만 분기말로 갈수록 증가하는 트렌드를 보여주고 있다. 중국인 관광 회복에 따른 비디비치 매출 증가를 기대해볼 수 있다.

화장품 자체 브랜드별 1Q23 매출액 YoY 성장률



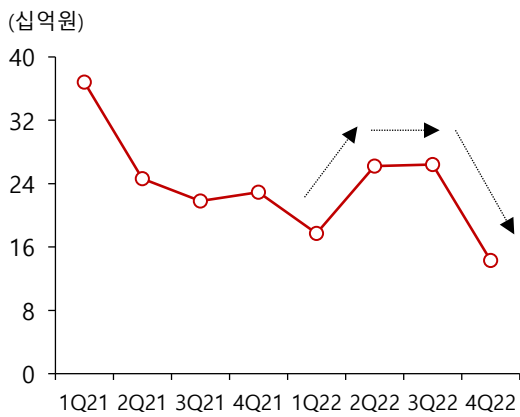
자료: 언론보도, SK 증권

화장품 부문 매출액과 영업이익 (2021 vs 2022)



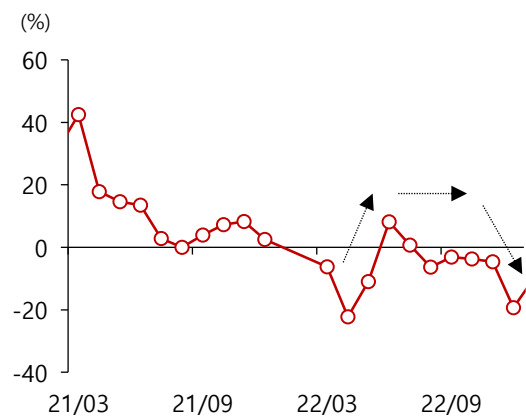
자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

분기별 화장품 자체 브랜드 매출액 추이



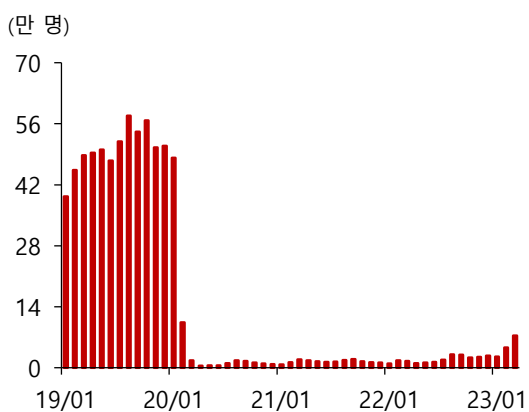
자료: 신세계인터내셔널, SK 증권

중국 화장품 월별 소매판매액 YoY 증감률 추이



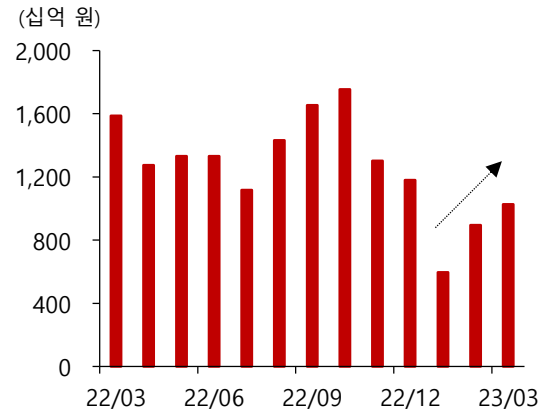
자료: 중국 국가통계국, SK 증권

중국인 입국자 수 추이



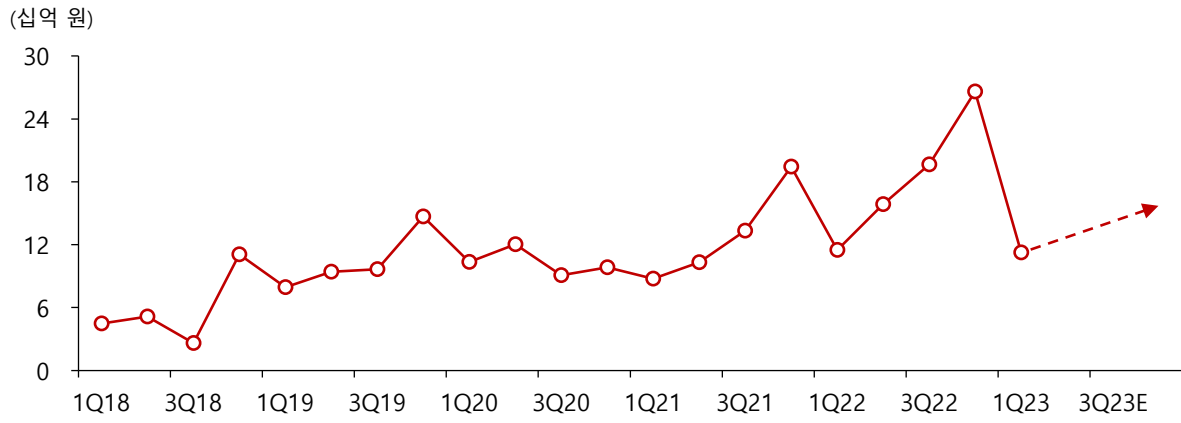
자료: 한국관광공사, SK 증권

국내 면세점 월별 매출 추이



자료: 한국면세점협회, SK 증권

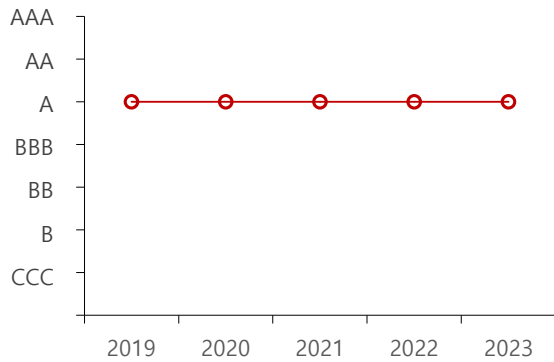
신세계인터넷내셔널 마케팅비 (광고선전비+판매촉진비) 추이



자료: 전자공시시스템, SK 증권

ESG 하이라이트

신세계인터내셔널의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
신세계인터내셔널 종합 등급	A		44.9
환경(Environment)	6.7		14.8
사회(Social)	61.4		33.5
지배구조(Governance)	61.7		86.2
<비교업체 종합 등급>			
LF	BBB	D	38.3
한섬	BBB	C	43.2

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 신세계인터내셔널 ESG 평가

모회사인 신세계의 ESG 그룹 전략 하에 동사도 21년 5월부터 ESG 위원회 신설해 운영 중.

친환경, 재활용 포장재(E), 사회공헌 활동(S), 투명한 지배구조 확립과 주주가치 제고(G)를 통한 지속가능경영 실천 중인 점 긍정적으로 평가.

자료: SK 증권

신세계인터내셔널의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

신세계인터내셔널의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.03.22	지배구조 (Governance)	"보수한도 과다" 국민연금 반대표에 신세계 '당혹'
2022.01.12	지배구조 (Governance)	커지는 정용진 멸공 리스크... 주가매출에 악재 우려도
2019.11.26	지배구조 (Governance)	신세계인터내셔널, 화장품 순풍에도 이길한 체제 흔들
2018.02.01	사회 (Social)	[신세계, 톰키드 철수인력 재배치...구조조정 신호탄?

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	427	460	547	542	618
현금및현금성자산	27	48	49	38	38
매출채권 및 기타채권	125	136	149	144	157
재고자산	254	251	289	281	307
비유동자산	721	699	732	790	819
장기금융자산	59	67	103	111	118
유형자산	310	287	281	297	313
무형자산	67	71	70	72	63
자산총계	1,147	1,159	1,279	1,332	1,437
유동부채	300	204	282	274	298
단기금융부채	190	66	133	129	141
매입채무 및 기타채무	72	78	84	117	128
단기충당부채	2	2	3	2	3
비유동부채	206	236	163	163	166
장기금융부채	189	217	152	152	160
장기매입채무 및 기타채무	4	4	4	4	4
장기충당부채	4	3	3	3	3
부채총계	506	439	445	437	464
지배주주지분	639	717	831	892	968
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	120	120	120	120	120
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	485	561	674	735	811
비지배주주지분	2	3	3	4	4
자본총계	641	720	834	895	973
부채외자본총계	1,147	1,159	1,279	1,332	1,437

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	107	152	100	151	114
당기순이익(손실)	51	83	119	79	95
비현금성항목등	64	82	67	87	78
유형자산감가상각비	58	56	47	47	39
무형자산상각비	6	7	10	11	9
기타	0	19	10	30	30
운전자본감소(증가)	11	-7	-59	9	-30
매출채권및기타채권의감소(증가)	17	-16	-7	4	-13
재고자산의감소(증가)	11	7	-39	9	-26
매입채무및기타채무의증가(감소)	-7	5	6	-4	11
기타	-10	-3	-20	-0	-1
법인세납부	-19	-5	-27	-22	-26
투자활동현금흐름	-42	-30	-81	-142	-80
금융자산의감소(증가)	-2	-18	-38	8	-3
유형자산의감소(증가)	-37	-33	-34	-90	-55
무형자산의감소(증가)	-7	-11	-9	-13	0
기타	4	32	-0	-46	-22
재무활동현금흐름	-43	-102	-31	-22	2
단기금융부채의증가(감소)	-6	-22	3	-4	12
장기금융부채의증가(감소)	-20	-65	-18	0	8
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-8	-8	-11	-18	-18
기타	-10	-7	-5	0	0
현금의 증가(감소)	22	21	1	-10	-1
기초현금	5	27	48	49	39
기말현금	27	48	49	39	38
FCF	71	119	65	61	59

자료 : 신세계인터내셔널, SK증권

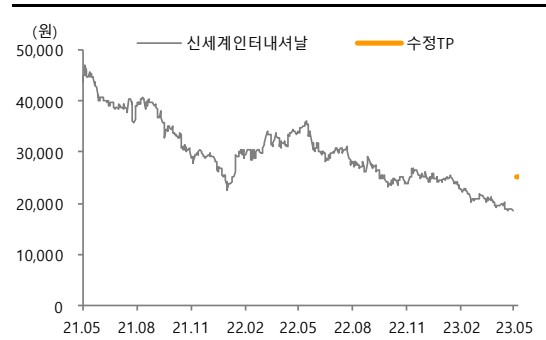
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,325	1,451	1,554	1,454	1,588
매출원가	582	593	608	597	651
매출총이익	744	857	946	856	937
매출총이익률(%)	56.1	59.1	60.9	58.9	59.0
판매비와 관리비	710	765	831	773	833
영업이익	34	92	115	84	104
영업이익률(%)	2.5	6.3	7.4	5.8	6.6
비영업손익	19	13	21	18	18
순금융손익	-9	-6	-3	-2	-4
외환관련손익	16	-4	-5	-5	0
관계기업등 투자손익	13	16	16	12	0
세전계속사업이익	53	105	137	101	122
세전계속사업이익률(%)	4.0	7.3	8.8	7.0	7.7
계속사업법인세	2	23	18	22	26
계속사업이익	51	83	119	79	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	51	83	119	79	95
순이익률(%)	3.8	5.7	7.6	5.5	6.0
지배주주	51	82	118	79	95
지배주주귀속 순이익률(%)	3.8	5.7	7.6	5.4	6.0
비지배주주	0	1	1	1	1
총포괄이익	50	86	125	79	95
지배주주	50	86	125	79	95
비지배주주	0	1	1	1	1
EBITDA	98	155	173	141	152

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-7.0	9.5	7.1	-6.5	9.2
영업이익	-60.0	172.4	25.3	-27.4	24.4
세전계속사업이익	-47.2	98.9	29.7	-26.0	20.2
EBITDA	-30.2	58.4	11.4	-18.2	7.7
EPS	-31.2	61.2	44.1	-33.3	20.0
수익성 (%)					
ROA	4.5	7.2	9.7	6.1	6.9
ROE	8.2	12.1	15.3	9.2	10.2
EBITDA마진	7.4	10.7	11.1	9.7	9.6
안정성 (%)					
유동비율	142.2	225.6	193.8	197.6	207.5
부채비율	78.9	61.1	53.4	48.8	47.7
순차입금/자기자본	54.5	30.1	22.2	21.5	21.6
EBITDA/이자비용(배)	9.7	23.2	30.7	29.2	25.9
배당성향	15.4	13.0	15.1	22.6	18.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,426	2,300	3,313	2,209	2,651
BPS	17,903	20,084	23,264	24,972	27,123
CFPS	3,221	4,064	4,919	3,821	3,996
주당 현금배당금	220	300	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	12.7	7.5	8.5	7.0
PBR	1.8	1.4	1.1	0.7	0.7
PCR	10.0	7.2	5.0	4.9	4.7
EV/EBITDA	15.4	8.1	6.2	6.1	5.8
배당수익률	0.7	1.0	2.0	2.7	2.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.05.30	매수	25,000원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

매수	93.21%	중립	6.79%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst

형권훈

kh.hyung@sk.com

3773-9997

Company Data

자본금	61 십억원
발행주식수	6,075 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,205 십억원

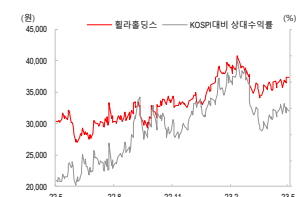
주요주주

피에몬테(외5)	28.38%
국민연금공단	7.71%
외국인지분율	44.83%
배당수익률	4.8%

Stock Data

주가(23/05/26)	36,300 원
KOSPI	2,558.81 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	40,800 원
52주 최저가	27,000 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.0%	1.1%
6개월	14.4%	7.7%
12개월	22.9%	26.7%

힐라홀딩스 (081660/KS | 매수(신규편입) | T.P 48,000 원(신규편입))

확실한 것부터 반영하자

- 브랜드 리빌딩과 재고조정 영향으로 올해 실적은 전년 대비해서 감소 불가피
- 올해 실적 모멘텀 기대하기 어려운 상황 속 브랜드 리빌딩의 방향성과 속도가 중요
- 브랜드 부활과 실패의 기로에 있어 다운사이드와 업사이드 모두 큰 상황
- 국내 자사물 매출 확대와 테니스 라인업 매출 호조는 긍정적 신호
- 24년 출시될 글로벌 디자인 제품의 성패가 주가 추가 업사이드 결정할 것

2023년 연간 실적 전망

연간 매출액 4 조 1,593 억원 (-1.5% YoY), 영업이익 4,036 억원 (-7.2% YoY) 전망한다. 힐라코리아의 홀세일 유통채널 축소 영향, 힐라 USA 의 과잉 재고 조정을 위한 할인 판매의 영향으로 힐라 부문의 매출액과 영업이익 감소가 불가피하다고 판단한다. 다만 중국 DSF 매출과 글로벌 로열티 매출은 각각 749 억원, 813 억원 전망하며 견조한 성장세와 높은 이익률로 캐시카우 역할을 할 것으로 전망한다.

브랜드 리빌딩 중, 아직은 시간이 필요하다

힐라홀딩스는 21 년에 브랜드 가치 제고를 위한 5 개년 전략을 발표해 실행 중이다. 5 개년 전략의 핵심은 1) DTC 중심으로의 유통망 개편 2) 테니스를 중심으로 한 스포츠 헤리티지 강화 3) 글로벌 디자인 제품 출시로 요약할 수 있다. 아직 가야 할 길이 멀지만 온라인 DTC 채널 확대와 테니스 헤리티지의 강화 부분에서 최근 데이터를 통해 조금씩 변화가 확인되고 있다는 점은 긍정적이다. 다만 힐라코리아의 턴어라운드 만으로는 만들어낼 수 있는 주가 업사이드는 크지 않다고 판단한다. 24 S/S 부터 본격적으로 출시할 예정인 글로벌 디자인 신제품의 성패에 주가의 추가 업사이드가 달려 있다고 본다.

중장기적 관점에서 투자 유효

브랜드 리빌딩이 한창 진행중이기 때문에 올해 실적 모멘텀을 기대하기는 어려운 상황이다. 실적보다는 브랜드 개편의 방향성에 베풀어는 관점에서 긴 호흡으로 접근할 필요가 있다. 투자 의견 '매수', 목표주가 48,000 원 제시하며 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	3,450	3,129	3,794	4,222	4,159	4,307
yoy	%	16.8	-9.3	21.3	11.3	-1.5	3.6
영업이익	십억원	471	341	493	435	404	543
yoy	%	31.8	-27.5	44.5	-11.7	-7.2	34.5
EBITDA	십억원	564	442	592	548	532	684
세전이익	십억원	471	340	513	453	420	560
순이익(지배주주)	십억원	267	139	235	344	212	294
영업이익률%	%	13.6	10.9	13.0	10.3	9.7	12.6
EBITDA%	%	16.3	14.1	15.6	13.0	12.8	15.9
EPS(계속사업)	원	4,365	2,288	3,872	5,658	3,490	4,837
PER	배	12.1	19.1	9.3	5.9	10.7	7.7
PBR	배	2.6	2.0	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	8.2	8.5	5.0	6.6	7.6	6.1
배당수익률	%	0.4	0.4	2.8	4.8	4.8	4.8
ROE	%	23.8	10.9	16.2	19.7	10.8	13.7
순차입금	십억원	817	532	116	875	1,029	1,059
부채비율	%	109.3	102.4	85.9	87.3	85.8	79.5

1. Valuation & Earnings

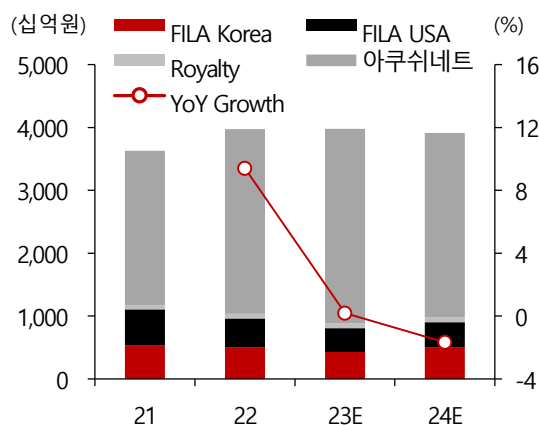
(1) 투자이견 '매수', 목표주가 48,000 원으로 커버리지 개시

휠라홀딩스 투자이견 '매수', 목표주가 48,000 원 제시한다. 목표주가는 휠라 영업가치에 아쿠쉬네트 지분가치를 30% 할인해 더하는 방식으로 산출했으며, 휠라 영업가치는 휠라 부문의 24 년 추정 지배주주순이익에 Target 멀티플 12.8 배 (글로벌 스포츠 브랜드 평균 멀티플 16 배에서 20% 할인)를 적용해 산출했다. 휠라홀딩스 최근 종가는 36,300 원으로, 향후 약 32%의 주가 상승 여력이 남아있다고 판단한다. 추후 휠라 국내 부문의 브랜드 가치 회복 여부, 미국 내 재고 소진 상황, 24 S/S 에 본격 출시될 글로벌 디자인 제품의 성패에 따라 목표주가 변경의 여지가 있다.

동사 휠라 부문의 실적은 매출액 8,875 억원 (-31.1% YoY), 영업이익 330 억원 (-61.3% YoY) 전망한다. 휠라 코리아의 디브랜딩 유통채널 축소와 휠라 USA 의 재고조정 사이클이 한창 진행중이다. 매출액 감소와 고정비 역 레버리지 효과로 인한 영업이익 감소가 불가피해 보인다.

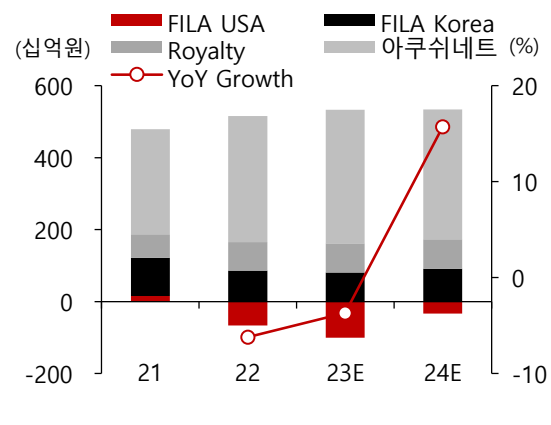
올해 실적 바닥을 예측하는 것도 중요하지만 주가의 추세적 상승을 위해서는 휠라 5 개년 전략의 성공 여부와, 이를 통한 휠라 브랜드 가치의 제고 여부가 무엇보다도 중요하다고 판단한다. 국내에서는 올해 초부터 테니스 헤리티지를 살린 제품 출시와, 자사물과 무신사 채널 확대를 통한 온라인 채널 비중 확대가 진행 중인데, 현재까지 파악한 데이터는 회사의 전략과 일치하는 방향성을 보여주고 있다. 다만 내수의 경우 시장규모의 한계 상 동사 주가를 홀로 견인하기에는 한계가 존재한다. 따라서 24 S/S 시즌부터 본격 출시될 글로벌 디자인 제품의 성패가 주가의 향방을 결정할 것으로 판단한다.

휠라홀딩스 부문별 매출 추이 및 전망



자료: 휠라홀딩스, SK 증권 추정

휠라홀딩스 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 휠라홀딩스, SK 증권 추정

(2) 23년 매출액 4조 1,593억원, 영업이익 4,036억원 전망

23년 매출액 4조 1,593억원 (-1.5% YoY), 영업이익 4,036억원 (-7.2% YoY) 전망한다. 부문별로 휠라 부문은 매출액 8,876억원 (-31.1% YoY), 영업이익 330억원 (-61.3% YoY) 전망한다. 올해 리브랜딩, 휠라코리아 유통채널 정비, 미국 법인 재고 소진에 주력할 계획이며 이에 따라 외형 축소와 역 레버리지 효과로 인한 수익성 악화가 불가피하다. 아쿠쉬네트는 매출액 3조 924억원 (+5.4% YoY), 영업이익 3,706억원 (+5.9% YoY) 전망하며 신제품 출시 효과로 인한 견조한 실적 전망한다.

1) FILA 코리아 (FILA 국내 + 중국 DSF): 23년 매출액 4,271억원 (-13.9% YoY), 영업이익 810억원 (-6.1% YoY) 전망하며, 휠라 국내 부문의 실적 부진이 예상된다. 동사는 5개년 전략 목표 중 하나인 디브랜딩 유통채널의 정리를 위해 홈세일과 일부 오프라인 리테일 채널을 축소시켜 매출 볼륨을 의도적으로 줄이는 중이다. 올해 1분기 FILA 국내 매출액이 전년 동기 대비 32% 감소해 유통채널 정리의 강도가 강함을 짐작할 수 있다. 이에 따른 영향으로 올해 매출액 감소는 불가피할 것으로 보이며, 레버리지 효과로 이익률 역시 감소할 전망이다. 중국 DSF의 경우 리오프닝에 따른 중국 의류 소비의 회복으로 고마진의 DSF 매출 증가가 (+12.1% YoY) 예상돼 FILA 국내 부문의 실적 부진을 일부 만회할 것으로 전망한다.

2) FILA USA: 23년 매출액 3,791억원 (-18.2% YoY), 영업이익 -1,001억원 (적자지속) 전망한다. 휠라 USA는 현재 극심한 재고 과잉 상태에 직면해 있다. 동사는 올해 할인판매에 따른 마진 훼손을 감수하고 재고 소진에 집중할 계획이다. 글로벌 디자인이 적용된 신제품이 24S/S 시즌부터 출시될 예정이므로, 기존 저가 제품의 재고가 남아있을 경우 신제품의 이미지를 갱신할 수 있기 때문이다. 휠라 USA의 재고는 22년 말 기준 3,033억원으로 추정되는데 올해 제품의 신규 조달을 최소화하고 기존 재고 위주로 판매할 계획이며, 23년 말까지 22년 말 재고의 50% 감소를 목표로 하고 있다. 4월 기준으로 재고가 벌써 22년 말 대비 20% 감소했기 때문에, 연말까지 목표치 달성에 무리가 없을 것으로 전망한다. 다만 미국 의류의 소비가 둔화되는 상황에서 재고 소진을 위해서는 매우 공격적인 가격 할인이 필요해 보이며, 이에 따른 매출 감소와 고정비 부담에 따른 이익률 하락을 감내해야 할 전망이다.

3) 아쿠쉬네트: 23년 매출액 3조 924억원 (+5.4% YoY), 영업이익 3,706억원 (+5.9% YoY) 전망한다. 미국 기준 22년 골프 라운딩 수는 -3.7% YoY, 1Q23에는 -0.2% YoY 기록해 골프의 수요가 다소 둔화되는 추세지만 아쿠쉬네트의 1Q23 매출은 달러 기준 13.2% YoY 성장했다. 불과 클럽의 신제품 출시 효과로, 상반기까지는 견조한 매출 성장세 이어질 것으로 전망되나 비수기인 2H23에는 신제품 출시 효과의 종료 영향과 골프 수요의 둔화로, YoY 소폭의 매출 감소를 전망한다.

힐라홀딩스 실적추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	988	1,019	927	859	1,074	1,172	1,080	897	1,109	1,185	1,008	857	3,794	4,222	4,159	4,307
YoY (%)					9	15	16	4	3	1	-7	-4		11.3	-1.5	3.6
QoQ (%)		3	-9	-7	25	9	-8	-17	24	7	-15	-15				
FILA	341	319	321	355	343	343	326	277	233	295	267	271	1,336	1,289	888	1,182
FILA Korea	136	137	113	153	133	126	118	119	97	110	105	115	539	496	427	498
FILA Domestic	123	122	102	132	117	110	103	99	80	93	87	93	479	430	352	417
DSF	13	15	11	20	16	16	15	20	17	18	18	22	60	67	75	81
FILA USA	147	127	154	140	135	118	122	88	77	115	96	91	569	464	379	405
Royalty	15	17	16	17	17	20	21	21	19	20	22	20	66	79	81	82
아쿠쉬네트	647	701	606	504	730	829	754	620	875	890	741	586	2,458	2,933	3,092	2,929
매출총이익	499	522	453	406	530	565	520	414	557	591	487	326	1,880	2,029	1,961	2,133
GPM (%)	50	51	49	47	49	48	48	46	50	50	48	38	50	48	47	50
영업이익	184	174	110	25	169	152	122	-8	160	140	104	0	493	435	404	510
OPM (%)	19	17	12	3	16	13	11	-1	14	12	10	0	13	10	10	12
YoY (%)					-8	-12	10	적전	-5	-8	-15	흑전		-11.7	-7.2	26.3
QoQ (%)		-5	-37	-77	570	-10	-20	적전	흑전	-13	-26	-100				
FILA	53	52	50	47	46	40	23	-23	4	23	15	-8	201.5	85.3	33.0	139.4
FILA Korea	26	28	20	33	26	26	20	15	17	19	20	25	106.1	86.3	81.0	91.2
FILA Domestic	13	13	8	12	10	10	5	-5	0	1	2	3	46.5	19.5	6.1	10.3
DSF	13	15	11	20	16	16	15	20	17	18	18	22	59.6	66.8	74.9	80.9
FILA USA	4	1	12	-2	-3	-11	-15	-37	-28	-22	-26	-24	15.3	-66.2	-100.1	-33.6
Royalty	15	17	16	17	17	20	21	21	19	20	22	20	66.1	79.4	81.3	81.7
아쿠쉬네트	131	122	60	-22	123	112	99	16	156	117	89	8	291.4	349.8	370.6	361.4

자료: SK 증권

힐라홀딩스 목표주가 산정 테이블

구분	내용
힐라 부문 24년 지배주주순이익 전망치(십억원)	123
Target PER (글로벌 스포츠브랜드 평균 멀티플 16배에서 20% 할인)	12.8
힐라 목표 시가총액(십억원)	1,578
아쿠쉬네트 시가총액(십억원)	4,166
아쿠쉬네트 지분율(%)	52
아쿠쉬네트 지분가치(십억원)	2,166
아쿠쉬네트 지분가치 할인율(%)	30
할인을 적용 후 아쿠쉬네트 지분가치(십억원)	1,516
힐라홀딩스 자회사 지분가치 합산 총액(십억원)	3,095
힐라홀딩스 별도 순차입금	193
힐라홀딩스 목표 시가총액	2,902
총 발행주식수	60,095,839
목표주가(원)	48,000
현재주가(원)	36,300
주가 상승여력(%)	32

자료: SK 증권

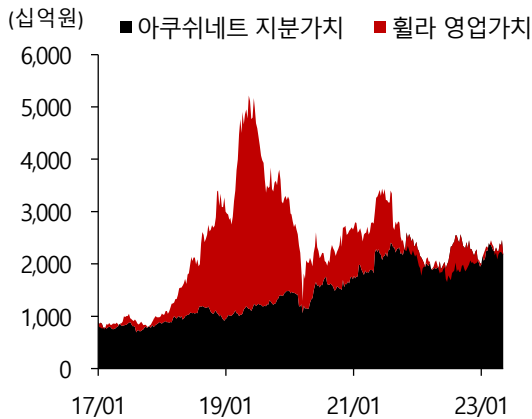
2. 관전포인트

(1) 휠라 부문의 턴어라운드가 절실

23년 5월 15일 종가 기준 휠라홀딩스 시가총액은 2조 2,418 억원이다. 휠라홀딩스가 보유 중인 아쿠쉬네트 지분 52%의 지분가치를 환산하면 2조 1,693 억원이며 휠라홀딩스의 시가총액에서 이를 빼 휠라코리아의 영업가치를 역산하면 725 억이다. 글로벌 브랜드 휠라의 가치가 시장에서 사실상 전혀 인정받지 못하고 있다.

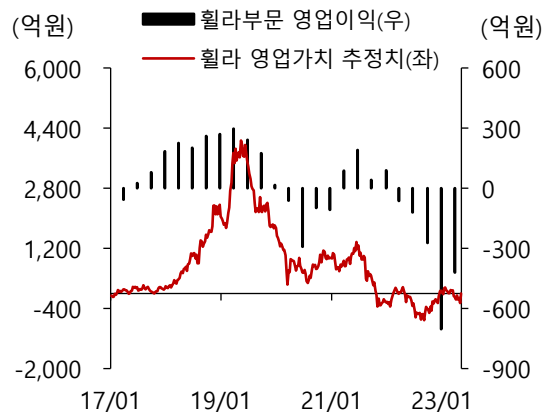
코로나 이후 휠라 브랜드의 부진에도 코로나 이후 휠라홀딩스의 주가 바닥은 아쿠쉬네트 지분가치에 의해 방어되어 왔다. 골프 산업이 역대 최고의 호황을 누리면서 아쿠쉬네트 시가총액이 크게 상승했기 때문이다. 하지만 글로벌 골프 산업의 성장률이 21년 고점을 찍고 22년부터 다시 감소세로 돌아선 현 시점에서 기업가치가 아쿠쉬네트 지분가치에 의존한다는 점은 오히려 리스크 요인으로 작용할 개연성이 크다고 판단한다. 앞으로는 휠라홀딩스의 기업가치에서 휠라 부문의 중요도가 높아질 것으로 본다.

휠라홀딩스 시가총액 Breakdown



자료: 퀀티와이즈, Bloomberg, SK 증권

휠라 영업가치와 영업이익 추이



자료: 휠라홀딩스, 퀀티와이즈, SK 증권

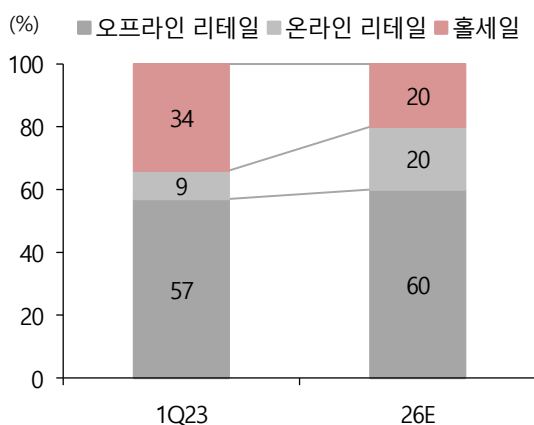
휠라 본업의 턴어라운드를 평가하기 위해서는 21년 발표한 5개년 전략이 계획대로 진행되는 것이 무엇보다 중요하다. 휠라 5개년 전략을 간단히 정리하면 1) DTC 중심로의 유통망 개편 2) 테니스 기반스포츠 헤리티지 강화 3) 글로벌 디자인 제품 출시 세 가지를 통해 브랜드 가치를 끌어올리는 것이다.

(2) 5 개년 전략 진행상황

1) DTC 중심으로의 유통망 개편: DTC는 Direct To Customer 의 약자로, 도매나 대리점 같이 중간 판매상을 끼고 소비자에게 물건을 판매하는 것이 아니라 자사몰이나 오프라인 직영점을 통해 직접 소비자에게 판매하는 방식이다. 제품개발부터 재고관리, 물류, 마케팅, 고객 서비스 등 하나부터 열까지 브랜드가 모두 신경 써야 하기 때문에 비용도 많이 들고 성공하기 어렵지만 그만큼 판매 수수료가 절감되고 브랜드 가치를 온전히 통제할 수 있다는 장점이 있다.

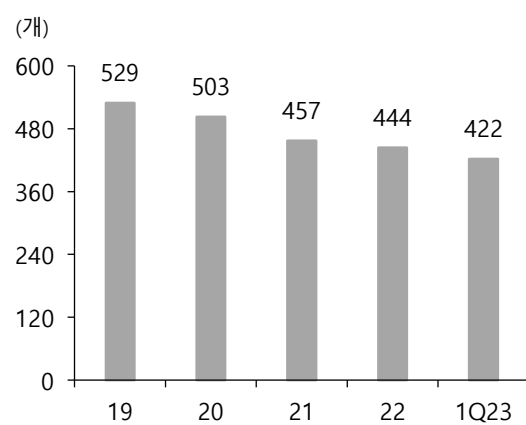
휠라는 26년 기준 유통채널별 매출 비중을 홀세일, 오프라인 리테일, 온라인 리테일 각각 20%, 60%, 20% 수준으로 목표를 정했고, 실제로 21년 기준 40%, 50%, 10%였던 채널 별 비중이 1Q23 에 30% 중반, 50% 후반, 한 자릿수 후반으로 개선되었다. 홀세일 매출 볼륨이 줄어들면서 고정비 부담으로 수익성이 악화되었지만 감내해야 하는 부분이다. 홀세일 채널 축소도 중요하지만 온라인 채널의 확대도 함께 진행되고 있다. 1분기 온라인 비중이 감소했지만 이는 자사몰 홈페이지 개편에 따른 일시적 감소라고 분석한다. 휠라코리아는 2월 27일 UI, UX 를 개선을 통해 자사몰 홈페이지를 개편했다. 아직 개편한지 채 세 달이 안 된 시점에서 개편의 효과를 평가하기는 이르지만, 자체적으로 수집한 데이터를 통해 자사몰의 매출이 유의미하게 증가하는 추세가 확인된다는 점은 긍정적으로 평가할 만하다.

유통채널별 매출비중 현황과 목표치



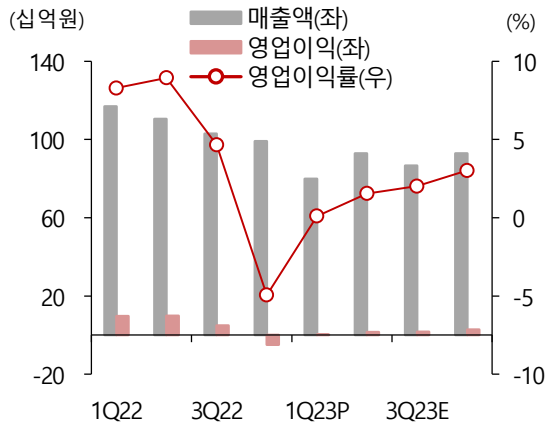
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라코리아 연도별 오프라인 매장 수 추이



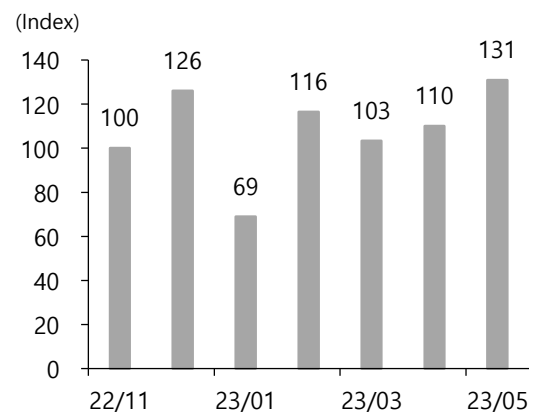
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라 국내부문 분기별 실적 추이 및 전망치



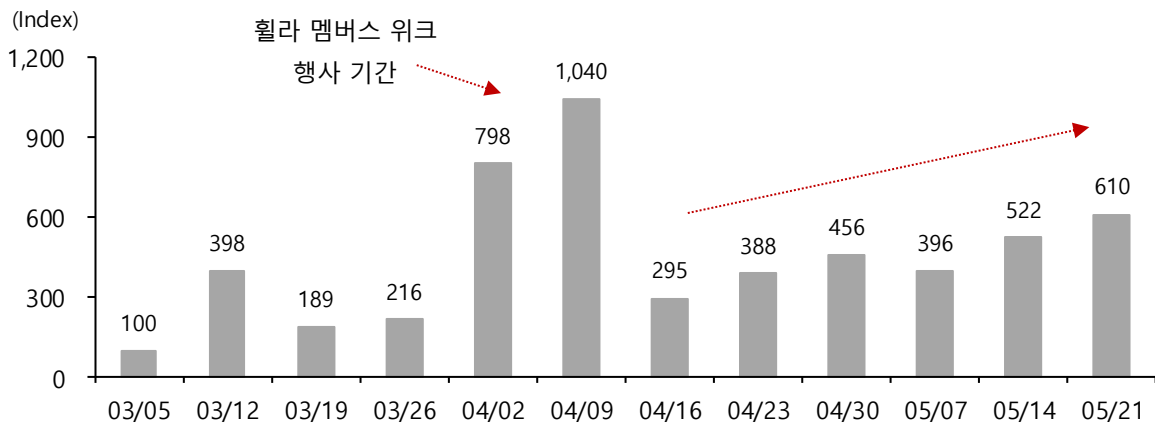
자료: 휠라홀딩스, SK 증권

휠라 무신사 월별 매출 지수 추정치 추이



자료: SK 증권 추정

휠라홀딩스 자사몰 주별 매출 지수 추정치 추이



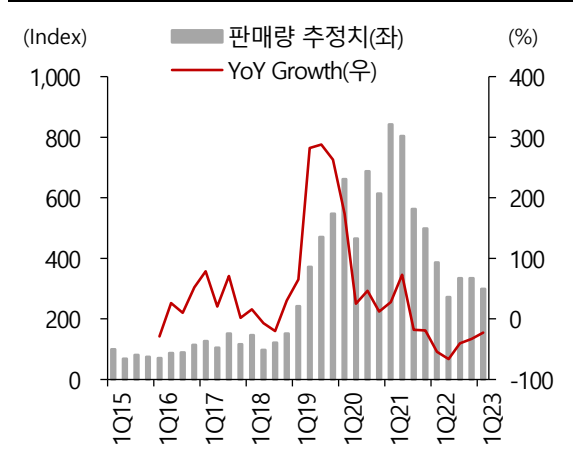
자료: SK 증권 추정

2) 테니스 기반 스포츠 헤리티지 강화: 나이키와 아디다스 신발이 헤리티지를 농구, 러닝, 테니스 등 스포츠에 기반을 두고 있는 것처럼 휠라는 테니스를 기반으로 스포츠 브랜드로서의 정체성을 확립 중이다. 나이키의 조던(농구)과 덩크(농구), 아디다스의 슈퍼스타(농구)와 스탠스미스(테니스) 등 전용 스포츠화로 시작했던 제품이 라이프스타일 신발로 재 출시되고 대중에게 사랑받은 사례는 많다. 반면 휠라의 경우 스포츠 캐주얼 브랜드를 지향하면서도 이렇다 할 스포츠 헤리티지가 없는 모순이 있었기에 테니스 헤리티지를 살리고자 함은 중장기적으로 맞는 방향성이라고 본다.

특히 휠라는 미국에서 2019 년 히트 제품인 ‘디스럽터’ 이후 이렇다 할 히트 제품이 부재했고, 인기 제품의 수명이 다하자 휠라 브랜드 전체적인 제품 판매 부진으로 이어졌다. 글로벌 브랜드 파워의 지속성을 위해서라도 브랜드 헤리티지를 살리는 것은 중요하다.

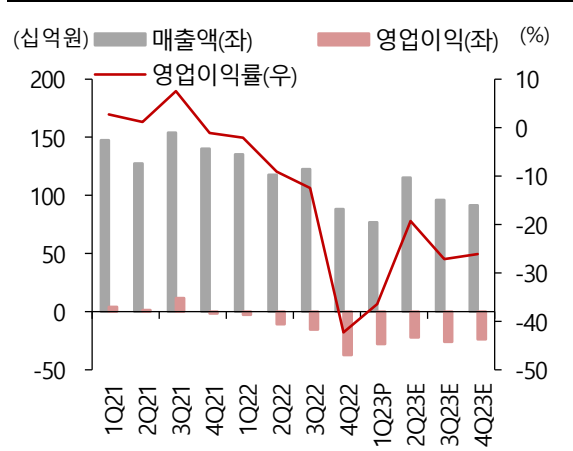
테니스 관련 신제품은 휠라코리아에서 먼저 선보였다. 올해 3 월 S/S 시즌에 테니스 전용 제품 라인업인 ‘화이트 라인’과, 테니스 기반 캐주얼 제품 라인업을 출시했다. 최근 데이터에 따르면 테니스 관련 제품군의 4Q22 대비 평균 매출액 증감률은 1Q23 에 81%, 2Q23 (4/1~5/15)에 259%로 파악되며 휠라 온라인 매출 내 테니스 제품 매출 비중도 4Q22 7%에서 1Q23 16%, 2Q23 (4/1~5/15) 26%로 크게 증가했다. 또한 테니스 기반 제품 라인업의 경우 타 제품 대비 가격이 60% 이상 높은 것으로 파악되기 때문에 테니스 기반 제품의 판매 호조가 지속될 경우 휠라 코리아 국내 부문의 실적 개선을 기대해볼 수 있다. 다만 이는 국내 출시 제품에 한정된 결과이고, 아직 헤리티지의 정착 여부를 판단할 만큼 충분한 제품이 출시되지 않았으며, 휠라코리아의 턴어라운드를 판단하기 위해서는 아직 시간이 필요하다고 판단한다.

미국 아마존 휠라 제품 판매량 추정치 추이 (1Q15=100)



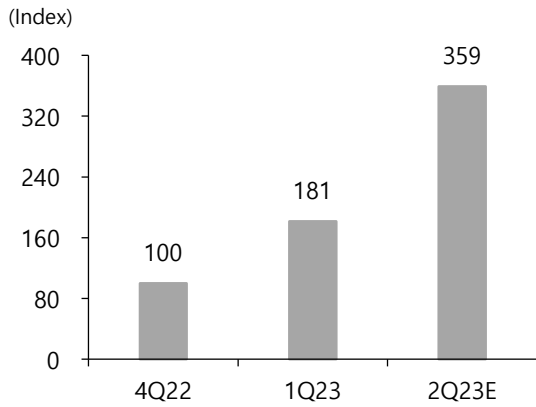
자료: SK 증권 추정

휠라 USA 실적 추이 및 전망



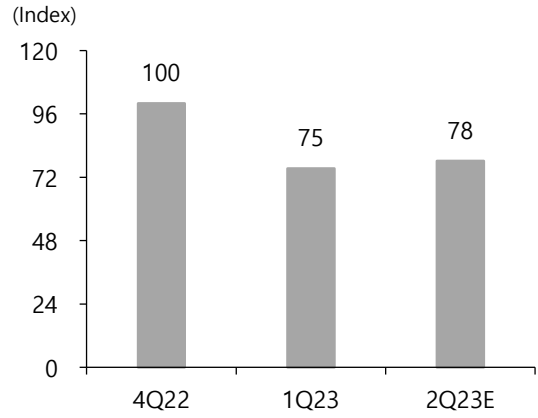
자료: SK 증권 추정

윌라 온라인채널 테니스 관련 제품군 매출 추정치 추이



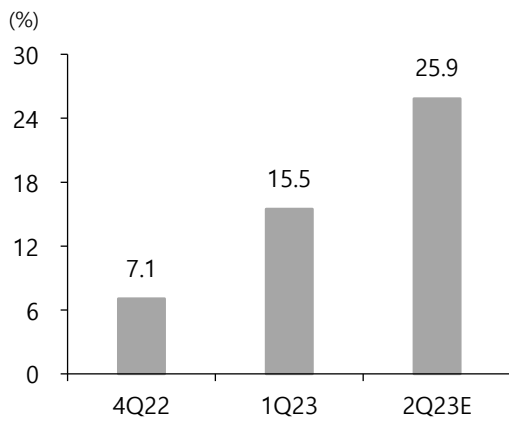
자료: SK 증권 추정

윌라 온라인채널 비 테니스 제품군 매출 추정치 추이



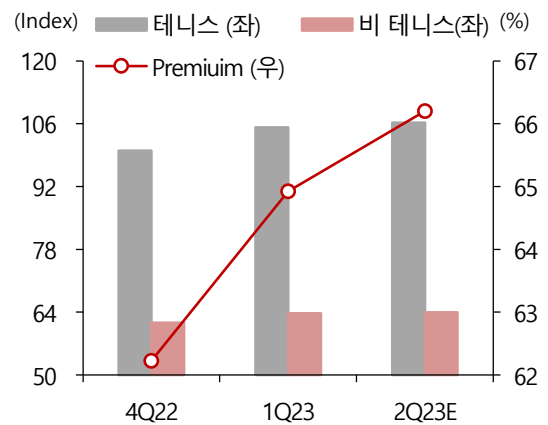
자료: SK 증권 추정

윌라 온라인채널 테니스 관련 제품 매출 비중 추정치



자료: SK 증권 추정

윌라 온라인채널 제품군별 가격 프리미엄 추정치



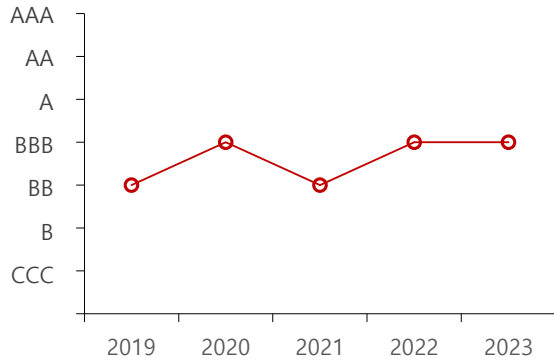
자료: SK 증권 추정

3) 글로벌 디자인 제품 출시: 휠라 5 개년 전략의 가장 핵심이나 현 시점에서 가장 불확실성이 크다고 판단한다. 그동안 각 국가에서 휠라 제품의 디자인과 품질, 마케팅은 로열티를 지불한 라이선스들의 재량에 상당부분 종속되었다. 따라서 글로벌 공통 제품의 개발, 디자인, 마케팅을 담당하는 조직이 명확하지 않았다는 점은 휠라 브랜드 가치 하락에 악영향을 미쳐왔다. 이에 휠라는 22년 말 자회사 'Fila Luxembourg' 밑에 '글로벌 마케팅팀'을 두고, 그 밑에 'Futura Innovation Team'과 'Design Team'을 신설해 각각 기술 및 제품의 개발과 브랜드 글로벌 마케팅 담당하게 되었다.

글로벌 디자인 제품의 성공 여부는 휠라홀딩스 주가에 있어 지배적인 요소가 될 것으로 전망한다. 그 이유는 글로벌 제품 실패 시 1) 스포츠 헤리티지를 살려 브랜드 이미지를 회복하겠다는 전략의 전제가 무너지기 때문이며 2) 글로벌 매출 성장의 도움 없이 휠라 코리아 홀로 기업가치를 견인하기에는 내수의 한계로 접근가능한 시장 규모의 한계가 분명하기 때문이다. 이 전략이 주가에 다운사이드 리스크일지, 업사이드 리스크일지는 아직 출시된 제품이 없기 때문에 현재로서는 추정을 보류한다. 글로벌 디자인 제품이 소량 출시되는 8 월 US 오픈 대회 시기와, 본격 출시가 예정된 24 S/S 시즌을 주목해야 하는 이유다

ESG 하이라이트

힐라홀딩스의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
힐라홀딩스 종합 등급	BBB	A-	51.3
환경(Environment)	12.3	A-	43.3
사회(Social)	48.9	A-	42.5
지배구조(Governance)	55.2	B	68.0
<비교업체 종합 등급>			
F&F	BB	D+	
더네이처홀딩스	BB		

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 힐라홀딩스 ESG 평가

자료: SK 증권

힐라홀딩스의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
-----	-------	---------------	-------------

자료: KRX, SK 증권

힐라홀딩스의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.03.28	사회 (Social)	힐라 요가매트, 기준치 29 배 유해물질 검출...국내 안전기준 없어
2022.10.15	사회 (Social)	나이키, 힐라 등 유명 스포츠브랜드 기준치 22 배 환경호르몬 검출
2021.08.12	지배구조 (Governance)	힐라홀딩스, 국세청 추정금 602 억원에서 202 억원으로 감액
2021.03.26	사회 (Social)	中 신장 제품 불매 논란 중인데... 힐라는 BCI 탈퇴 의사 밝혔다
2019.08.24	지배구조 (Governance)	공매도 표적 힐라코리아 추가 휘청
2019.08.20	지배구조 (Governance)	힐라코리아 "중국사업 합작사 분식회계 사실무근"

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,686	2,041	2,293	2,383	2,537
현금및현금성자산	471	699	407	582	626
매출채권 및 기타채권	518	471	481	609	630
재고자산	616	758	1,291	1,143	1,183
비유동자산	2,072	2,248	2,528	2,887	3,152
장기금융자산	22	28	26	25	26
유형자산	405	418	500	619	715
무형자산	1,451	1,553	1,741	1,992	2,154
자산총계	3,758	4,289	4,822	5,270	5,688
유동부채	995	1,051	1,093	901	930
단기금융부채	396	318	419	332	344
매입채무 및 기타채무	233	323	318	399	413
단기충당부채	0	4	4	4	4
비유동부채	906	931	1,155	1,533	1,590
장기금융부채	617	506	876	1,277	1,341
장기매입채무 및 기타채무	12	13	15	15	15
장기충당부채	1	3	3	3	3
부채총계	1,901	1,982	2,247	2,434	2,520
지배주주지분	1,292	1,611	1,877	2,055	2,244
자본금	61	61	61	61	61
자본잉여금	107	108	53	72	72
기타자본구성요소	-29	-29	-29	-29	-29
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	1,179	1,406	1,650	1,764	1,953
비지배주주지분	565	696	698	780	924
자본총계	1,857	2,306	2,575	2,836	3,168
부채외자본총계	3,758	4,289	4,822	5,270	5,688

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	132	24	-582	164	487
당기순이익(손실)	198	338	468	328	438
비현금성항목등	142	125	144	227	248
유형자산감가상각비	73	72	80	90	104
무형자산상각비	27	27	32	38	37
기타	41	25	32	99	107
운전자본감소(증가)	102	4	-603	-173	-37
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	53	-25	-95	-22
재고자산의감소(증가)	106	-115	-524	171	-41
매입채무및기타채무의증가(감소)	4	74	5	-147	14
기타	-6	-8	-58	-102	11
법인세납부	-112	-105	-123	-76	-123
투자활동현금흐름	-46	-30	-182	-348	-352
금융자산의감소(증가)	-0	0	0	2	-0
유형자산의감소(증가)	-38	-50	-79	-140	-200
무형자산의감소(증가)	-10	-6	-123	-289	-200
기타	2	26	20	79	48
재무활동현금흐름	810	268	1,887	529	-29
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	-97	12
장기금융부채의증가(감소)	900	358	2,268	737	64
자본의증가(감소)	7	1	-55	19	0
배당금지급	-46	-42	-146	-61	-105
기타	-51	-49	-180	-68	0
현금의 증가(감소)	239	229	-292	174	45
기초현금	232	471	699	407	582
기말현금	471	699	407	582	626
FCF	94	-26	-661	24	287

자료 : 힐라홀딩스, SK증권 추정

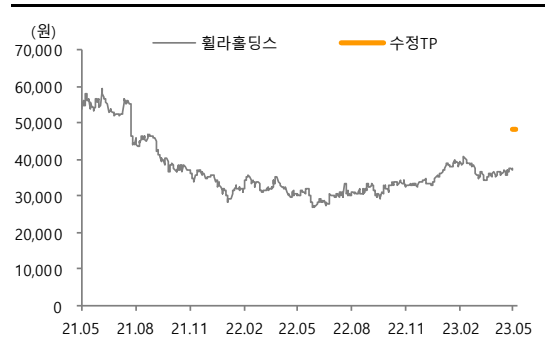
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,129	3,794	4,222	4,159	4,307
매출원가	1,584	1,914	2,192	2,198	2,142
매출총이익	1,545	1,880	2,029	1,961	2,166
매출총이익률(%)	49.4	49.6	48.1	47.2	50.3
판매비와 관리비	1,204	1,387	1,594	1,558	1,623
영업이익	341	493	435	404	543
영업이익률(%)	10.9	13.0	10.3	9.7	12.6
비영업손익	-1	20	18	16	18
순금융손익	-34	-21	-29	-41	-39
외환관련손익	11	-7	-19	4	-4
관계기업등 투자손익	43	49	46	53	59
세전계속사업이익	340	513	453	420	560
세전계속사업이익률(%)	10.9	13.5	10.7	10.1	13.0
계속사업법인세	142	175	-14	92	123
계속사업이익	198	338	468	328	438
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	198	338	468	328	438
순이익률(%)	6.3	8.9	11.1	7.9	10.2
지배주주	139	235	344	212	294
지배주주귀속 순이익률(%)	4.4	6.2	8.1	5.1	6.8
비지배주주	59	103	124	116	144
총포괄이익	115	493	592	397	438
지배주주	81	329	430	251	276
비지배주주	33	163	162	146	161
EBITDA	442	592	548	532	684

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-9.3	21.3	11.3	-1.5	3.6
영업이익	-27.5	44.5	-11.7	-7.2	34.5
세전계속사업이익	-27.9	50.9	-11.6	-7.4	33.5
EBITDA	-21.7	34.1	-7.5	-2.9	28.7
EPS	-47.6	69.2	46.1	-38.3	38.6
수익성 (%)					
ROA	5.3	8.4	10.3	6.5	8.0
ROE	10.9	16.2	19.7	10.8	13.7
EBITDA마진	14.1	15.6	13.0	12.8	15.9
안정성 (%)					
유동비율	169.4	194.1	209.9	264.5	272.7
부채비율	102.4	85.9	87.3	85.8	79.5
순차입금/자기자본	28.6	5.0	34.0	36.3	33.4
EBITDA/이자비용(배)	12.1	25.7	15.7	9.1	16.5
배당성향	8.0	25.5	27.6	49.4	35.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,288	3,872	5,658	3,490	4,837
BPS	21,602	26,845	31,217	34,156	37,267
CFPS	3,942	5,505	7,509	5,602	7,168
주당 현금배당금	185	1,000	1,580	1,745	1,745
Valuation지표 (배)					
PER	19.1	9.3	5.9	10.7	7.7
PBR	2.0	1.3	1.1	1.1	1.0
PCR	11.1	6.5	4.4	6.7	5.2
EV/EBITDA	8.5	5.0	6.6	7.6	6.1
배당수익률	0.4	2.8	4.8	4.8	4.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.05.30	매수	48,000원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

매수	93.21%	중립	6.79%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
형권훈

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

Company Data

자본금	7 십억원
발행주식수	1,364 만주
자사주	203 만주
액면가	500 원
시가총액	926 십억원

주요주주	
성기학(외4)	46.25%
자사주	14.89%
외국인지분율	18.46%
배당수익률	5.0%

Stock Data

주가(23/05/26)	67,900 원
KOSPI	2,558.81 pt
52주 Beta	0.35
52주 최고가	72,900 원
52주 최저가	46,100 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.6%	3.8%
6개월	22.9%	17.3%
12개월	26.1%	29.1%

영원무역홀딩스 (009970/KS | 매수(신규편입) | T.P 94,000 원(신규편입))

노스페이스의 부활

- 23년 매출액 4 조 3,039 억원, 영업이익 9,271 억원, OPM 21.5% 전망
- '고프코어' 패션 트렌드 유행, 동사의 '노스페이스' 브랜드 수혜 기대
- 노스페이스 유통 담당하는 영원아웃도어의 영업가치 재평가 필요
- 주가에 소비심리와 의류 경기 둔화 우려 충분히 반영, 밸류에이션 매력도 부각

2023년 연간 실적 전망

연결기준 매출액 4 조 3,039 억원(-5.1% YoY), 영업이익 9,271 억원(-7.5% YoY) 전망한다. 부문별로 영원아웃도어 매출액 9,053 억원(+15.9% YoY), 영업이익 2,120 억원(+14.7% YoY), OPM 23.4% 전망한다. 영원무역 매출액 3 조 5,520 억원(-9.2% YoY), 영업이익 7,235 억원(-12.1% YoY), OPM 20.4% 전망한다.

고프코어 패션 트렌드 수혜 전망

22년 F/W 시즌부터 아웃도어 의류를 일상 캐주얼복으로 소화하는 '고프코어' 패션 트렌드가 유행 중이다. 코로나기간 2030 젊은 층을 중심으로 등산과 캠핑 등 아웃도어 활동이 많아지면서 아웃도어 의류에 대한 진입장벽이 낮아졌기 때문이다. 자회사인 영원아웃도어가 유통을 담당하는 아웃도어 브랜드 '노스페이스'의 수혜가 예상된다. 고프코어 패션의 대표적인 의류 카테고리인 바람막이로, 간절기 아우터라는 특성상 F/W, S/S 두 시즌 모두 소화 가능하다. 기존 헤비 아우터가 커버하지 못하던 봄, 가을 시즌 매출이 추가되는 효과가 기대된다.

밸류에이션 매력도 부각, 목표주가 94,000 원 제시

22년도 연간 EPS 기준 Trailing PER 은 1.9 배로 역사적 저점이다. 현 주가 수준은 이미 소비심리와 미국 의류 경기 둔화를 충분히 반영중인 것으로 판단하며, 4Q23 국내 의류 소비심리 반등과 미국 의류 재고 고정 사이클 마무리 시 주가 리레이팅 받을 것으로 전망한다. 투자 의견 '매수', 목표주가 94,000 원 제시하며 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	2,738	2,851	3,241	4,534	4,304	4,433
yoy	%	8.7	4.1	13.7	39.9	-5.1	3.0
영업이익	십억원	299	341	570	1,002	927	994
yoy	%	17.3	14.0	67.4	75.7	-7.5	7.2
EBITDA	십억원	389	428	662	1,101	1,029	1,087
세전이익	십억원	302	321	606	1,083	971	1,040
순이익(지배주주)	십억원	121	105	221	441	378	400
영업이익률%	%	10.9	12.0	17.6	22.1	21.5	22.4
EBITDA%	%	14.2	15.0	20.4	24.3	23.9	24.5
EPS(계속사업)	원	8,870	7,690	16,192	32,330	27,723	29,343
PER	배	5.4	4.9	2.9	1.9	2.5	2.3
PBR	배	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	4.0	2.3	1.8	1.4	1.6	1.6
배당수익률	%	2.1	3.2	4.3	5.0	4.5	4.5
ROE	%	9.6	7.6	14.7	24.0	16.3	14.5
순차입금	십억원	-310	-766	-1,000	-1,202	-1,567	-1,925
부채비율	%	47.1	42.6	37.1	37.7	22.7	18.5

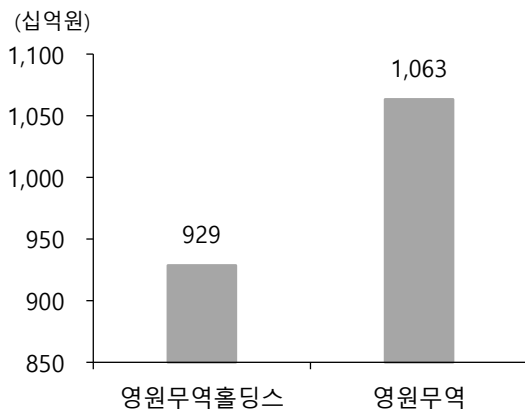
1. Valuation & Earnings

(1) 투자 의견 '매수', 목표주가 94,000 원으로 커버리지 개시

영원무역홀딩스 투자 의견 '매수', 목표주가 94,000 원 제시한다. 목표주가는 노스페이스 국내 사업을 운영 중인 영원아웃도어 지분가치에 영원무역 지분가치를 더해 산출했다. 영원아웃도어 지분가치는 12개월 선행 지배주주순이익 추정치인 1,651 억원에 내수 의류 업종 12개월 선행 PER 인 6 배를 적용한 후 지분율 59.3% 반영해 5,873 억원으로 산출했다. 영원무역의 지분가치는 시가총액 2 조 893 억원에 지분율 50.52%와 할인율 60%를 적용해 4,222 억원으로 산출했다. 영원무역홀딩스 최근 종가는 67,900 원으로, 향후 약 38%의 주가 상승 여력이 남아있다고 판단한다.

영원무역홀딩스 밸류에이션 멀티플은 22년 연간 EPS 기준 약 1.9 배 수준으로 역대 최저점에 위치해있다. 자회사인 영원아웃도어의 영업가치를 배제하더라도 영원무역 지분 50.52%만큼의 지분가치보다도 영원무역홀딩스 시가총액이 더 낮은 상황이다. 앞서 산출한 영원아웃도어의 지분가치를 영원무역홀딩스 시가총액에서 차감해서 영원무역 지분가치의 할인율을 역산하면 70%에 육박한다. 국내 지주사 NAV 대비 할인율이 평균 50%대인 것을 감안하면 과도한 할인율이라고 판단한다.

영원무역홀딩스 시가총액 VS 영원무역 지분가치



자료: 퀀티와이즈, SK 증권

영원무역홀딩스 12M Trailing PER 추이



자료: 퀀티와이즈, SK 증권

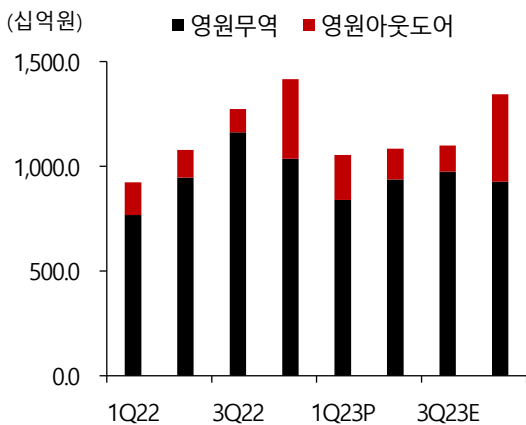
(2) 23년 매출액 4조 3,039억원, 영업이익 9,271억원 전망

23년 매출액 4조 3,039억원(-5.1% YoY), 영업이익 9,271억원(-7.5% YoY) 전망한다. 자회사별 매출액은 영원무역 3조 5,520억원(-9.2% YoY), 영원이아웃도어 9,053억원(+15.9% YoY) 기록할 것으로 추정한다. 올해 동사 실적은 글로벌 패션 브랜드의 과잉 재고 조정 사이클에 의한 영원무역의 OEM 수주 감소, 자전거 재고 과잉에 따른 SCOTT 부문의 실적 부진을 영원이아웃도어의 실적 성장이 일부 상쇄할 것으로 본다.

1) 영원무역: 23년 매출액 3조 5,520억원(-9.2% YoY), 영업이익 7,235억원(-12.1% YoY) 추정한다. 올해 글로벌 패션 브랜드의 과잉 재고 조정 사이클이 진행됨에 따라 의류 OEM 출하량의 감소가 불가피하나 탄탄한 고객사 포트폴리오를 보유하고 있어 이번 미국의 의류 경기 하락 사이클에도 경쟁업체 대비 실적의 변동성이 낮을 것으로 전망한다. 다만 SCOTT 부문의 경우 글로벌 코로나 리오프닝 이후 자전거 수요가 감소한 영향으로 P와 Q 모두 하락할 것으로 전망한다.

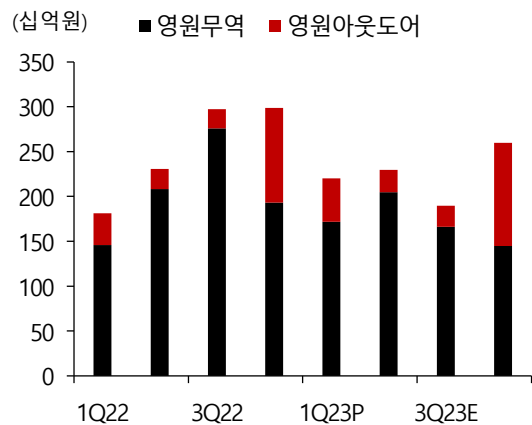
2) 영원이아웃도어: 23년 매출액 9,053억원(+15.9% YoY), 영업이익 2,120억원(+14.7% YoY) 전망한다. 22년 F/W 시즌부터 2030 젊은 층을 중심으로 캐주얼 아웃도어 패션 장르인 ‘고프코어(Gorpcore)’가 인기를 끌고 있다. 영원이아웃도어는 글로벌 아웃도어 브랜드 ‘노스페이스’의 국내 유통 사업을 영위하고 있으며 아웃도어 기반 의류의 캐주얼 복 침투율 증가에 따른 영원이아웃도어의 수혜를 전망한다. 고프코어 패션의 대표적 아우터는 ‘바람막이’인데 1년에 두 번, S/S (2월~5월)와 F/W (8월~11월) 시즌을 가진 아이템이다. 기존에 헤비 아우터 제품이 커버하지 못하던 간절기 시즌의 매출을 채워줌으로써 연간 매출 볼륨 증가와, 매출 계절성 완화 효과가 있을 것으로 본다.

영원무역홀딩스 부문별 분기 매출 추이 및 전망



자료: 영원무역홀딩스, SK 증권

영원무역홀딩스 부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 영원무역홀딩스, SK 증권

영원무역홀딩스 실적추정 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	890.2	1,047.8	1,225.5	1,370.4	1,012.0	1,049.3	1,014.1	1,228.6	4,533.9	4,303.9	4,432.7
YoY (%)	38.3	39.3	42.7	39.0	13.7	0.1	-17.2	-10.3	11.3	-5.1	3.0
QoQ (%)	-9.7	17.7	17.0	11.8	-26.2	3.7	-3.3	21.1			
영원무역	766.4	945.6	1,162.3	1,036.7	840.6	937.0	925.2	849.2	3,911.0	3,552.0	3,604.0
영원아웃도어	156.7	133.0	111.5	380.0	215.0	147.2	125.1	418.0	781.1	905.3	984.5
매출총이익	359.4	411.9	486.6	615.9	433.0	428.4	362.7	526.6	1,873.8	1,750.6	1,817.4
영업이익	180.9	229.3	296.3	295.7	212.9	232.7	208.3	273.2	1,002.2	927.1	993.6
OPM (%)	20.3	21.9	24.2	21.6	21.0	22.2	20.5	22.2	22.1	21.5	22.4
YoY (%)	93.8	96.8	87.7	45.8	17.7	1.5	-29.7	-7.6	75.7	-7.5	7.2
QoQ (%)	-10.8	26.8	29.2	-0.2	-28.0	9.3	-10.5	31.2			
영원무역	145.9	208.1	275.9	193.1	167.2	209.4	186.6	160.3	823.0	723.5	769.5
영원아웃도어	35.4	22.6	21.3	105.6	48.4	25.0	23.6	115.0	184.8	212.0	231.4

자료: SK 증권

영원무역홀딩스 목표주가 산정 테이블

구분	내용
영원아웃도어 12MF 순이익 추정치(십억원)	165.1
내수 의류 기업 평균 12MF PER	60
영원아웃도어 목표 시가총액(십억원)	990
영원무역홀딩스 영원아웃도어 지분율(%)	59.3
영원아웃도어 지분가치 추정치(십억원)	587.3
영원무역 시가총액(십억원)	2,089.3
영원무역 지분가치 할인율(%)	60
영원무역홀딩스 영원무역 지분율(%)	51
영원무역 지분가치(십억원)	422.2
자회사 지분가치 합계(십억원)	1,009
영원무역홀딩스 별도 순차입금(십억원)	-82
영원무역홀딩스 목표 시가총액(십억원)	1,091
총 발행주식수	11,604,898
목표주가(원)	94,000
현재주가(원)	67,900
주가 상승여력(%)	38

자료: SK 증권

2. 투자포인트

캐주얼 아웃도어 카테고리 성장의 수혜 전망

최근 ‘고프코어(Gorpcore)’라는 패션 스타일이 30 대 이하 젊은 층 사이에서 인기를 얻고 있다. 고프코어란 등산, 캠핑 등 아웃도어 활동 시 주로 입는 의류와 신발을 일상복으로서 캐주얼하게 입는 캐주얼 아웃도어 트렌드다. 22 년 하반기부터 본격적으로 유행하기 시작한 고프코어는 성수기인 겨울을 지나 시즌 교체 시기인 5 월 전까지 포털사이트 검색량이 급속도로 증가해 왔다.

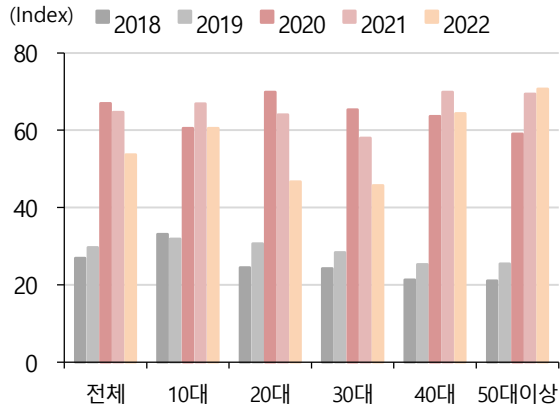
고프코어 스타일이 인기를 얻은 결정적 계기는 코로나 기간 젊은 층 사이에서 등산, 캠핑 등 기존에 즐겨하지 않던 아웃도어 활동을 일상적으로 접하면서 자연스럽게 아웃도어 의류에 대한 거부감이 줄어들었기 때문으로 분석한다.

등산과 캠핑 수요는 실외 마스크 착용 의무가 해제된 22 년 하반기부터 다소 감소 추세로 돌아섰음에도 고프코어 스타일이 22 년 말부터 본격적으로 트렌드를 타기 시작한 것은 아웃도어 의류를 등산복이 아닌 일상복으로 착용하는 인식의 변화가 있었기 때문으로 보인다. 2021 년 한국스포츠학회지에 등재된 ‘아웃도어웨어에 관한 소비자인식 연구’에서 포털사이트 텍스트 분석을 통해 코로나 전 후 아웃도어웨어에 관한 소비자 인식 변화 연구를 진행했는데, 코로나 이후 아웃도어웨어에 대한 긍정적 단어의 빈도가 증가하는 한편, ‘낡다’와 ‘부담스럽다’ 등 아웃도어 의류를 접하는 데 진입장벽으로 작용했던 요소와 관련된 단어의 출현 빈도가 현저하게 줄었다. 이러한 사람들의 인식의 변화가 캐주얼 일상복으로 아웃도어 의류가 침투할 수 있게 하는 트리거로 작용한 것으로 분석한다.

영원무역홀딩스 자회사인 영원아웃도어는 글로벌 캐주얼 아웃도어 브랜드인 ‘노스페이스’의 국내 유통 사업을 영위하고 있다. 노스페이스는 22 년 단일 브랜드 매출액 기준 국내 아웃도어 1 위 브랜드로 아웃도어 의류가 캐주얼 일상복으로 영역이 확장되는 고프코어 트렌드의 수혜를 받을 것으로 전망한다.

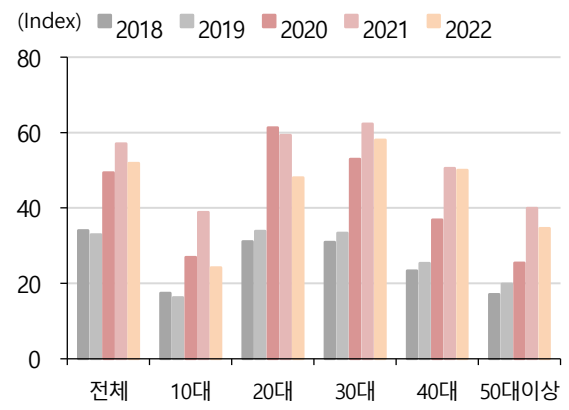
또한 고프코어 스타일의 대표적인 아이템은 ‘바람막이’인데, 1년에 두 번 S/S(2월~5월)와 F/W(8월~11월) 시즌에 주로 출시되는 아이템이다. 기존에 헤비 아우터 제품이 커버하지 못하던 간절기 시즌 매출을 채워 줌으로써 연간 매출 볼륨 증가와, 매출 계절성 완화 효과를 기대할 수 있다.

연도별 연령대별 네이버 '캠핑' 검색량 추이



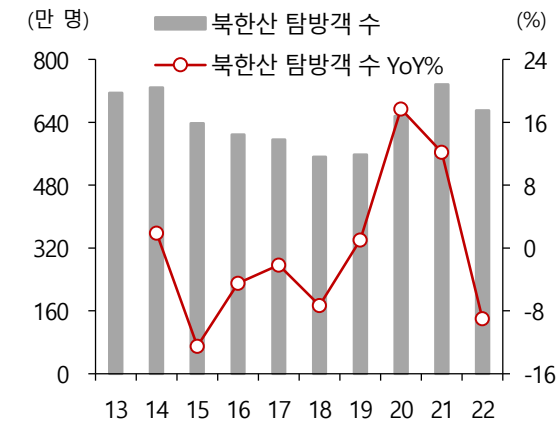
자료: 네이버트렌드, SK 증권

연도별 연령대별 네이버 '등산' 검색량 추이



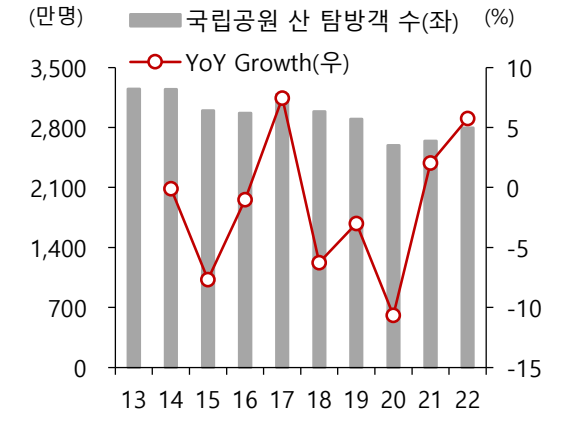
자료: 네이버트렌드, SK 증권

연도별 북한산 국립공원 탐방객 수 추이



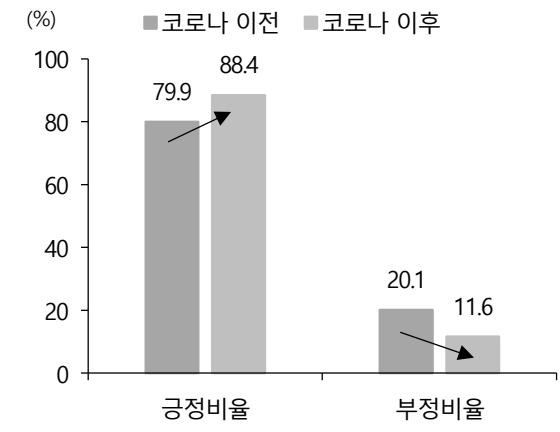
자료: 국립공원공단, SK 증권

연도별 국립공원 산 탐방객 수 추이



자료: 국립공원공단, SK 증권

아웃도어웨어 긍정, 부정 비율 (코로나 이전 vs 이후)



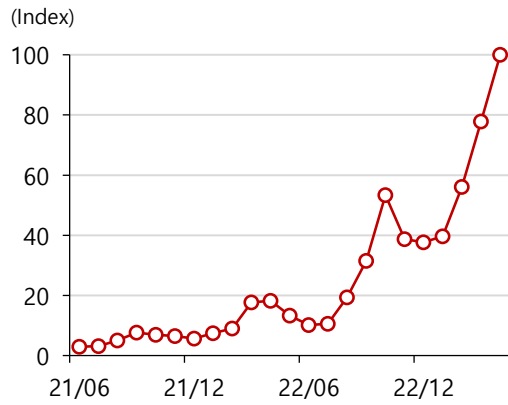
자료: 한국스포츠학회지, SK 증권

아웃도어웨어 긍정 단어 비율 (코로나 이전 vs 이후)

긍정 단어			
코로나 전		코로나 후	
좋다	11.2	좋다	12
추천	4.5	추천	4.4
편안하다	3.1	대박	4.4
빠르다	2.8	편안하다	3.7
날씬하다	2.7	감성적이다	3.6
성장하다	2.6	자연스럽다	3.5
새롭다	2.3	우수하다	2.3
특별하다	2.2	성장하다	2.1
자연스럽다	2.1	고급스럽다	2

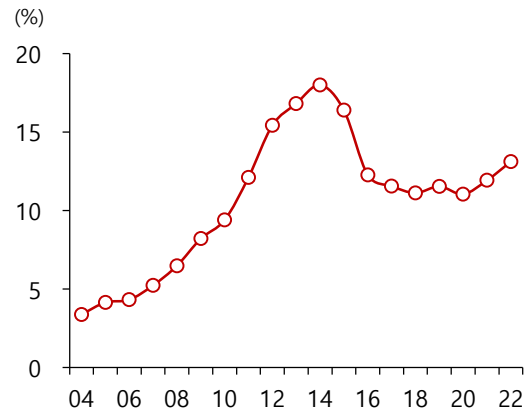
자료: 한국스포츠학회지, SK 증권

네이버 '고프코어' 검색량 추이 (21/06 ~ 23/04)



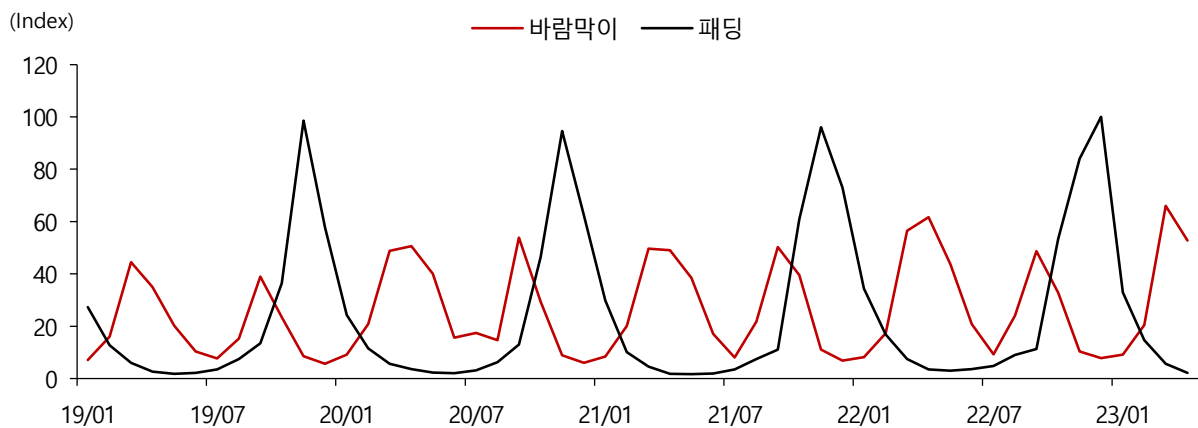
자료: 네이버트렌드, SK 증권

매출기준 아웃도어 국내 의류 산업 침투율



자료: 한국패션산업연구원, 전자공시시스템, SK 증권 추정

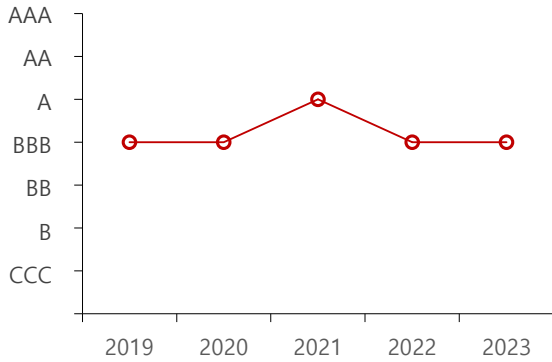
네이버 '바람막이', '패딩' 월별 검색량 추이



자료: 네이버트렌드, SK 증권

ESG 하이라이트

영원무역홀딩스의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
영원무역홀딩스 종합 등급	BBB		
환경(Environment)	93		
사회(Social)	41.3		
지배구조(Governance)	49.2		
<비교업체 종합 등급>			
한세실업	BBB		46.2
화승엔터프라이즈	BB		

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 영원무역홀딩스 ESG 평가

영원무역홀딩스의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: SK 증권

자료: KRX, SK 증권

영원무역홀딩스의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.03.07	지배구조 (Governance)	영원무역홀딩스 배당 변경 '꿈수'... 투자자 "배당금 반토막"
2017.04.09	지배구조 (Governance)	"회사는 적자 내는데"...수십억 보수 받는 등기임원들

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	2,150	2,620	3,589	3,583	3,997
현금및현금성자산	965	849	1,001	1,285	1,469
매출채권 및 기타채권	394	448	627	618	655
재고자산	566	717	1,120	1,005	1,035
비유동자산	1,582	1,706	1,901	2,436	2,721
장기금융자산	408	388	536	839	1,145
유형자산	876	977	989	1,053	1,138
무형자산	164	171	183	224	236
자산총계	3,733	4,326	5,490	6,019	6,718
유동부채	649	596	938	652	603
단기금융부채	259	118	282	198	138
매입채무 및 기타채무	202	252	371	315	324
단기충당부채	8	9	11	29	30
비유동부채	467	575	566	463	447
장기금융부채	116	196	191	125	101
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,115	1,170	1,504	1,115	1,050
지배주주지분	1,371	1,628	2,048	2,582	2,947
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	151	151	151	114	114
기타자본구성요소	-5	-5	-5	282	282
자기주식	-5	-5	-5	0	0
이익잉여금	1,122	1,329	1,747	2,089	2,454
비지배주주지분	1,246	1,527	1,939	2,322	2,721
자본총계	2,617	3,155	3,987	4,904	5,668
부채외자본총계	3,733	4,326	5,490	6,019	6,718

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	450	404	513	692	844
당기순이익(손실)	234	447	898	755	799
비현금성항목등	217	248	294	283	331
유형자산감가상각비	80	83	91	94	85
무형자산상각비	7	9	8	8	8
기타	130	156	195	181	238
운전자본감소(증가)	78	-185	-509	-155	-48
매출채권및기타채권의감소(증가)	15	-11	-159	25	-37
재고자산의감소(증가)	47	-113	-424	142	-30
매입채무및기타채무의증가(감소)	-12	34	108	-198	9
기타	29	-94	-35	-123	10
법인세납부	-79	-106	-170	-218	-241
투자활동현금흐름	137	-413	-363	-751	-656
금융자산의감소(증가)	205	-281	-243	-199	-279
유형자산의감소(증가)	-85	-124	-115	-146	-170
무형자산의감소(증가)	-3	-4	-9	-49	-20
기타	19	-4	4	-356	-188
재무활동현금흐름	-138	-126	55	-217	-119
단기금융부채의증가(감소)	-90	-143	128	-111	-59
장기금융부채의증가(감소)	-3	59	8	-72	-24
자본의증가(감소)	0	0	0	-37	0
배당금지급	-26	-32	-66	-30	-35
기타	-18	-9	-14	33	0
현금의 증가(감소)	417	-115	151	284	184
기초현금	547	965	849	1,001	1,285
기말현금	965	849	1,001	1,285	1,469
FCF	365	280	398	546	674

자료 : 영원무역홀딩스, SK증권

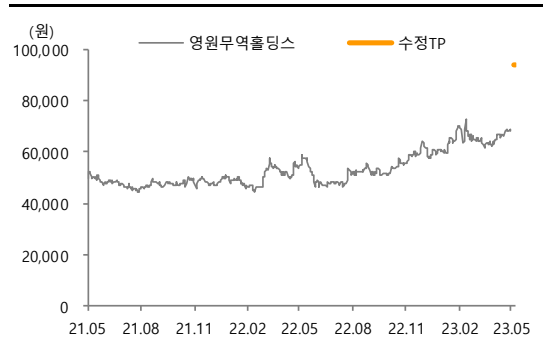
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,851	3,241	4,534	4,304	4,433
매출원가	1,918	2,013	2,660	2,553	2,615
매출총이익	933	1,227	1,874	1,751	1,817
매출총이익률(%)	32.7	37.9	41.3	40.7	41.0
판매비와 관리비	593	657	872	824	824
영업이익	341	570	1,002	927	994
영업이익률(%)	12.0	17.6	22.1	21.5	22.4
비영업손익	-20	36	81	44	46
순금융손익	-9	-3	4	34	2
외환관련손익	-32	28	60	43	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	321	606	1,083	971	1,040
세전계속사업이익률(%)	11.3	18.7	23.9	22.6	23.5
계속사업법인세	87	159	185	216	241
계속사업이익	234	447	898	755	799
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	234	447	898	755	799
순이익률(%)	8.2	13.8	19.8	17.5	18.0
지배주주	105	221	441	378	400
지배주주귀속 순이익률(%)	3.7	6.8	9.7	8.8	9.0
비지배주주	130	226	457	377	399
총포괄이익	67	570	898	1,015	799
지배주주	7	271	443	523	412
비지배주주	61	299	455	492	387
EBITDA	428	662	1,101	1,029	1,087

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	4.1	13.7	39.9	-5.1	3.0
영업이익	14.0	67.4	75.7	-7.5	7.2
세전계속사업이익	6.3	88.8	78.7	-10.4	7.1
EBITDA	10.0	54.8	66.2	-6.6	5.6
EPS	-13.3	110.6	99.7	-14.3	5.8
수익성 (%)					
ROA	6.2	11.1	18.3	13.1	12.5
ROE	7.6	14.7	24.0	16.3	14.5
EBITDA마진	15.0	20.4	24.3	23.9	24.5
안정성 (%)					
유동비율	331.4	439.7	382.7	549.8	663.0
부채비율	42.6	37.1	37.7	22.7	18.5
순차입금/자기자본	-29.3	-31.7	-30.2	-31.9	-34.0
EBITDA/이자비용(배)	28.0	74.8	79.1	80.5	150.4
배당성향	13.3	10.5	8.0	9.4	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,690	16,192	32,330	27,723	29,343
BPS	100,895	119,781	150,553	189,367	216,114
CFPS	14,074	22,937	39,599	35,193	36,163
주당 현금배당금	1,200	2,000	3,050	3,050	3,050
Valuation지표 (배)					
PER	4.9	2.9	1.9	2.5	2.3
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PCR	2.7	2.0	1.6	1.9	1.9
EV/EBITDA	2.3	1.8	1.4	1.6	1.6
배당수익률	3.2	4.3	5.0	4.5	4.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.05.30	매수	94,000원	6개월		



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 23일 기준)

매수	93.21%	중립	6.79%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------