

In-depth Report

섬유/의류

Overweight (reinstate)

의류업, 명품주로 재탄생

LG패션 (093050)

BUY(유지)

영원무역 (111770)

BUY(유지)

영원무역홀딩스 (009970)

BUY(initiate)

한섬 (020000)

BUY(initiate)

베이직하우스 (084870)

BUY(initiate)



섬유, 의류 Analyst **최민주**
02-2003-2927 minjoo.choi@hdsrc.com

리서치센터 트위터 @QnA_Research

C o n t e n t s

요약 : 의류업, 명품주로 재탄생		3
의류업 투자의견 Overweight		4
2012년, 종목별 이익 차별화에 주목		5
성장하는 의류주, 저평가 해소 전망		7
기존의 경기민감업, 내수업이라는 저평가 원인 해소		7
Top pick은 성장성 높고 리스크 적은 영원무역과 LG패션		10
성장 키워드는 명품, 아웃도어, 중국		12
1) 수입브랜드 시장 성장, 라이선스 비즈니스 확대		12
2) 아웃도어 소비 증가, 리딩브랜드 시장점유 지속 전망		19
3) 중국 해외브랜드 선호, 캐주얼, 아웃도어 부문 성장성 보유		28
4) 중국 인건비 상승, 생산기지 동남아 선진출 회사 수혜 지속		40
LG패션 (0093050, BUY (유지))		48
영원무역 (111770, BUY (유지))		51
영원무역홀딩스 (009970, BUY (initiate))		54
한섬 (020000, BUY (initiate))		57
베이직하우스 (084870, BUY (initiate))		60

섬유, 의류 >> 의류업, 명품주로 재탄생

• 2012년 커버리지 의류업 매출, 영업이익 각각 16%, 17% 성장 예상

2012년 의류업은 소비둔화의 영향을 받아 전년대비 매출액과 영업이익의 성장이 둔화될 것으로 전망한다. 하지만, 업종 투자의견 Overweight를 제시하는 이유는 2012년 KOSPI(현대 유니버스 기준) 매출액, 영업이익 성장률이 각각 7.5%, 7.1%인데 반해, 의류업 커버리지 기업 합산 매출액, 영업이익 성장률은 16.0%, 17.3%로 KOSPI 대비 여전히 성장성이 돋보이기 때문이다.

• 저평가 원인 해소로 KOSPI 대비 할인 폭 축소될 전망

의류업 주가는 현재 KOSPI 대비 약 10%의 할인을 받고 있는데, 의류업이 KOSPI 대비 저평가를 받는 가장 큰 이유는 경기에 민감하고 내수업이기 때문이다. 하지만, 국내 의류회사가 경기민감도가 낮은 고가 수입브랜드와 불황에 강한 아웃도어 의류를 지속적으로 런칭하면서 이러한 저평가 원인이 해소되고 있고, 2012년 중국 진출이 본격화되면서 내수시장 의존도 역시 줄어들어 의류업의 주가 할인율은 지속적으로 축소될 전망이다.

• 국내 의류 시장, 수입브랜드와 아웃도어 의류가 성장 견인할 전망

국내 수입브랜드 시장은 명품 소비의 일상화, 낮은 경기민감성, 다양해진 소비자의 수요로 2012년에도 성장 모멘텀이 유지될 것으로 보인다. 의류시장의 성장을 견인할 다른 부문은 아웃도어이다. 초중고교 주5일 수업제 도입, 등산 및 자전거 인구 지속적 확대, 젊은 층으로 아웃도어 소비 확산이 그 배경이다.

• 중국의 변화(생산국가 → 소비국가)는 국내 의류회사의 모멘텀

중국 소비자는 고가제품 및 해외브랜드를 선호하고, 중국 의류시장 중 캐주얼, 아웃도어 부문의 성장이 예상된다. 이는 주로 여성복, 캐주얼, 아웃도어 브랜드로 중국 시장에 진출한 국내 의류회사에 성장모멘텀으로 작용될 것으로 판단된다. 한편, 중국의 인건비 상승은 동남아로 생산기지를 미리 이전한 회사에는 긍정적, 중국 생산기지 비중이 높은 회사에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다.

• 의류업 투자의견 Overweight 제시, Top Pick은 영원무역, LG패션

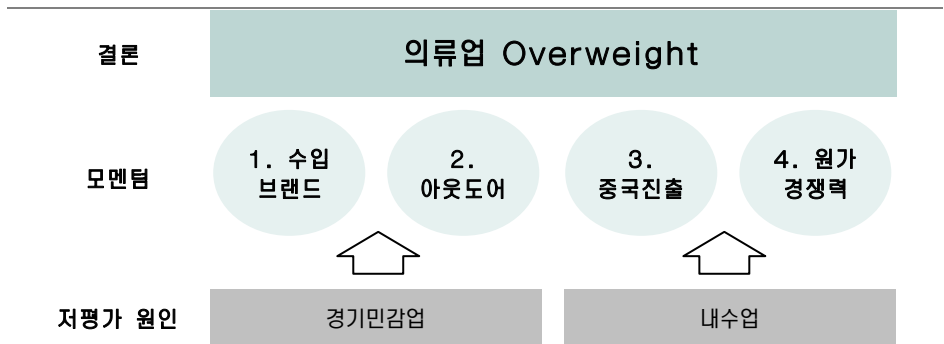
의류업종에 대한 투자의견 Overweight을 제시하고 업종 내 Top pick으로 영원무역(111770, BUY), LG패션(093050, BUY)을 제시한다. 영원무역은 1) 공급부족의 구조적 수혜 지속, 2)신규바이어와 거래 가시화, 3)Capa 증설로 2012년에 매출액, 영업이익이 각각 20YoY%, 18YoY% 증가할 것으로 예상된다. LG패션은 1)2011년에 런칭한 브랜드 매출가시화, 2)아웃도어 의류 판매호조, 3)중국사업 본격화를 통해 2012년에 매출액과 영업이익이 각각 16YoY%, 27YoY% 증가할 것으로 전망된다.

의류업 투자의견 Overweight

의류업 Overweight 제시

의류업종의 투자의견 Overweight를 제시하며, 의류 업종을 신규 커버한다. 2012년 의류업종 비중확대의 근거는 1)명품소비의 일상화, 낮은 경기민감성으로 수입 브랜드 시장이 성장하고, 2)주5일 수업제 도입, 웰빙 라이프 추구로 아웃도어 소비가 증가되며, 3)중국 소비자는 해외브랜드를 선호하고 캐주얼/아웃도어 시장의 성장여력이 커 중국에 진출한 국내회사에 긍정적이기 때문이다.

그림 1> 의류업종 2012년 성장 모멘텀 보유, 업종 투자의견 Overweight 제시



자료: 현대증권

2012년 의류업종 성장둔화, 종목별로 차별화된 실적 예상

2012년 의류업은 전반적으로 소비둔화의 영향을 받을 것으로 전망된다. 2011년 커버리지 기업의 합산 매출액은 20%를 상회할 전망으로 양호한 성장을 보이고 있으나, 2012년, 2013년 매출액 증가율은 각각 16%, 14%로 성장성이 둔화될 전망이다. 커버리지 기업의 영업이익률은 2011년 16.1%에서 2012년 16.3%로 소폭 향상될 것으로 예상된다. 하지만, 국내 의류회사는 수입브랜드와 아웃도어, 중국진출로 성장성을 확보했기 때문에, 회사의 복종 및 수출지역 믹스와 Capex 계획에 따라 2012년 차별화된 실적을 기록할 것으로 전망된다.

개별종목의 성장모멘텀은 1)수입브랜드, 2)아웃도어, 3)중국진출, 4)원가경쟁력

2012년 의류업 키워드는 명품, 아웃도어, 중국, 원가이다. 먼저 국내 의류시장에서 1)고가의 수입브랜드와 2)아웃도어 의류가 지속적으로 성장을 견인할 것으로 전망된다. 이는 명품소비가 일상화되고, 고가의류의 경기민감도가 낮으며, 웰빙 라이프 추구하고 초중고교 주5일 수업제 도입으로 야외활동이 증가될 것으로 전망되기 때문이다. 3)중국시장에 진출한 국내 브랜드의 약진도 예상되는데, 중국 소비자의 해외브랜드에 대한 선호가 높고, 캐주얼의류와 아웃도어 의류의 성장 여력이 크다고 판단된다. 또한, 4)중국 인건비의 지속적인 상승은 동남아로 생산기지를 미리 이전한 회사에는 긍정적, 중국 생산기지 비중이 높은 회사에는 부정적인 영향을 끼칠 것으로 전망된다.

의류업종 저평가 요인 해소

국내 의류업은 수입브랜드 전개와 아웃도어의 고성장, 중국 진출로 성장 모멘텀을 확보해 기존의 저평가 원인이 되었던 경기민감업, 내수업이라는 인식이 점차 해소될 것으로 판단된다.

Top pick - 영원무역, LG패션

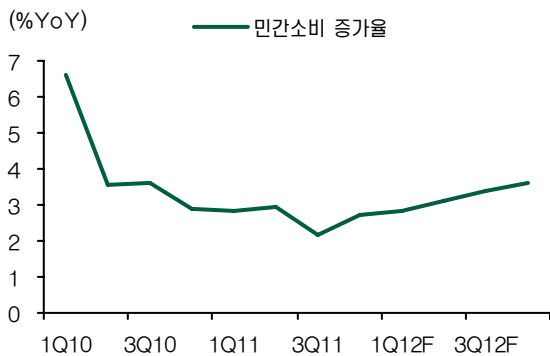
업종 내 Top pick으로 영원무역과 LG패션을 제시한다. 영원무역은 1)공급부족의 구조적 수혜 지속, 2)중국을 중심으로 아웃도어 의류 수요 증가, 3)Capa 증설로 2012년에 매출액, 영업이익이 각각 20YoY%, 18YoY% 증가할 것으로 예상된다. LG패션은 1)수입브랜드의 적극적인 전개, 2)한국과 중국에서의 아웃도어 의류 성장, 3)대기업 계열회사로 자본력, 유통망에 경쟁력이 있어 2012년에 매출액과 영업이익이 각각 16YoY%, 27YoY% 증가될 전망이다.

2012년, 종목별 이익 차별화에 주목

2012년 소비경기 둔화 영향 받을 전망

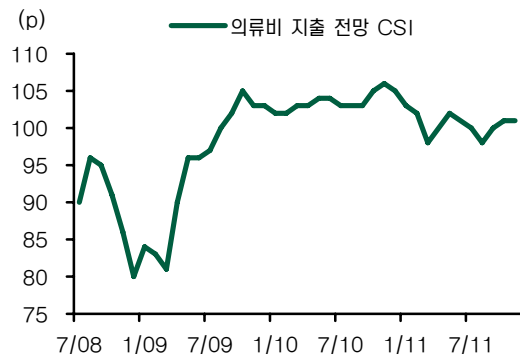
2012년 의류업은 전반적으로 소비둔화의 영향을 받을 것으로 전망된다. 의류업 지표로 가장 유의미한 민간소비 증가율은 급속도로 악화되지는 않으나 전년대비 평이한 흐름을 보일 전망이고, 의류비 지출전망 CSI도 고점대비 하락해서 유지되고 있다. 최근 2년 동안 이어온 소비의 호조를 향후 2년 동안에 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

그림 2> 2011년 하반기를 저점으로 민간소비 서서히 회복



자료: 통계청, 현대증권

그림 3> 의류비 지출 소비심리 증립적

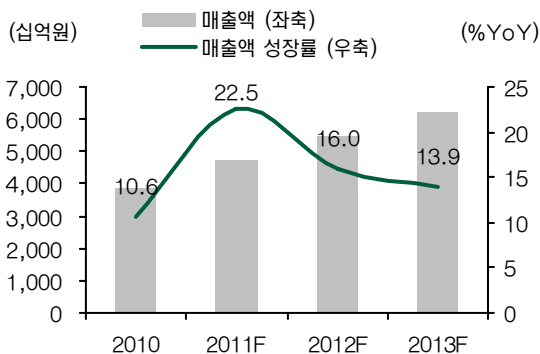


자료: 한국은행, 현대증권

커버리지 의류회사 2012년 매출액 성장률 16%, 2011년 22% 대비 둔화

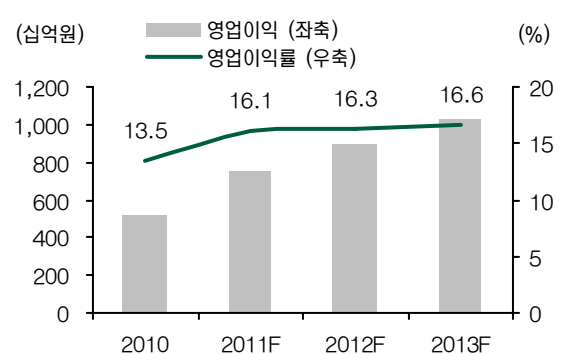
당사의 의류업 커버리지 기업의 합산 매출액 증가율은 최근 2년 (2011년은 전망치 기준) 20%를 상회하며 양호한 성장을 보였으나, 2012년, 2013년 매출액 증가율은 각각 16%, 14%로 성장성이 둔화될 전망이다. 개별 기업 역시 소비경기 둔화로 외형성장보다 수익성 개선에 포커스를 맞추는 전략을 취할 것으로 보인다. 커버리지 기업의 합산 영업이익률은 2011년에 16.1%를 기록할 것으로 예상되며, 이익률은 향후 2년 동안 소폭 향상 될 전망이다.

그림 4> 의류업종 성장성 둔화 전망



자료: 각사, 현대증권

그림 5> 의류업종 수익성은 소폭 개선 예상



자료: 각사, 현대증권

하지만, 종목별로 차별화된 외형 및 이익 성장 유효

하지만, 2011년 주가 Performance에서도 확인되었듯, 회사의 복종 및 수출지역 믹스와 Capex 계획에 따라 종목별로 차별화된 2012년 외형과 이익 성장이 예상된다. 2012년에는 고가의 수입브랜드와 아웃도어 의류가 국내 의류시장의 성장을 견인할 것으로 전망된다.

국내 - 명품/아웃도어 성장
중국 - 캐주얼/아웃도어 성장

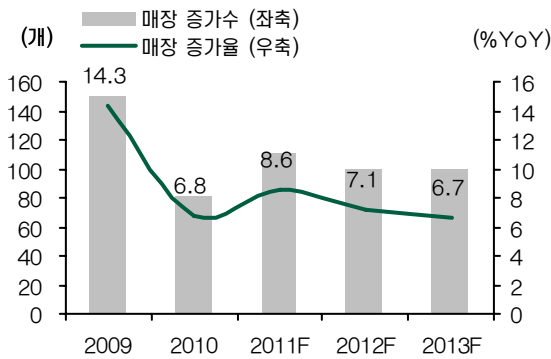
이는 명품소비가 일상화되고, 고가의류의 경기민감도가 낮으며, 웰빙 라이프 추구하고 초중고교 주5일 수업제 도입으로 야외활동이 증가될 것으로 전망되기 때문이다. 중국시장에 진출한 국내 브랜드의 약진도 예상되는데, 중국 소비자의 해외브랜드에 대한 선호가 높고, 캐주얼의류와 아웃도어 의류의 성장 여력이 크다고 판단된다. 의류업 커버리지 회사 대부분 2012년 매장 확장은 전년대비 감소될 전망이다. 반면 영원무역은 2012년 Capa 증설이 있을 것으로 예상된다.

그림 6) 의류업종 수익추정 주요 가정

Macro	항목	단위	2009	2010	2011F	2012F	2013F
실질GDP	한국	(%YoY)	0.3	6.2	3.9	3.8	4.1
	중국	(%YoY)	9.2	10.4	9.3	8.5	8.3
환율(평균)	원달러환율	(원)	1,276	1,156	1,109	1,106	1,060
	원위안환율	(원)	187	171	173	178	171
LG패션 매장수		(개)	1,207	1,289	1,400	1,500	1,600
한섬 매장수		(개)	353	390	410	435	455
베이직하우스 매장수	한국	(개)	379	403	380	390	400
	중국	(개)	468	713	1,005	1,175	1,345
영원무역 생산라인	의류라인 수	(개)	800	800	875	975	1,100
	신발라인 수	(개)	10	15	15	33	51
	의류라인당 매출	(백만USD)	0.62	0.68	0.79	0.81	0.81
	신발라인당 매출	(백만USD)	4.70	4.42	4.00	4.32	4.47

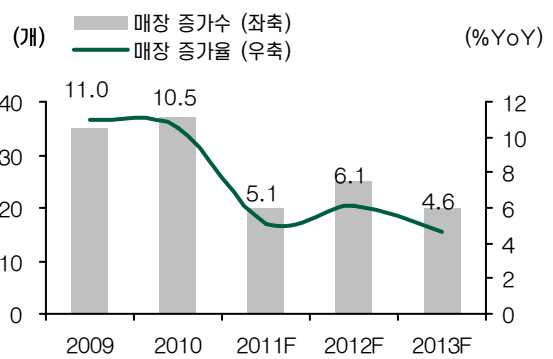
자료: 각사, 현대증권

그림 7) LG패션 국내 매장 확장 가정



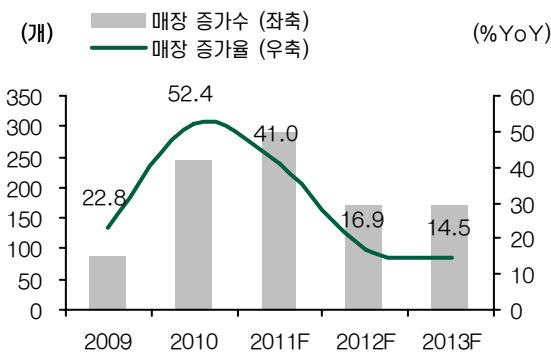
자료: LG패션, 현대증권

그림 8) 한섬 국내 매장 확장 가정



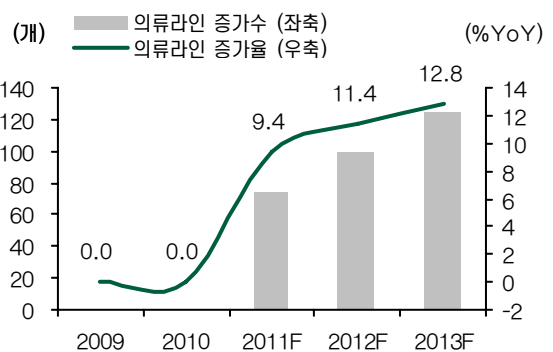
자료: 한섬, 현대증권

그림 9) 베이직하우스 중국 매장 확장 가정



자료: 베이직하우스, 현대증권

그림 10) 영원무역 의류라인 Capa 증설 가정



자료: 영원무역, 현대증권

성장하는 의류주, 저평가 해소 전망

기존의 경기민감업, 내수업이라는 저평가 원인 해소

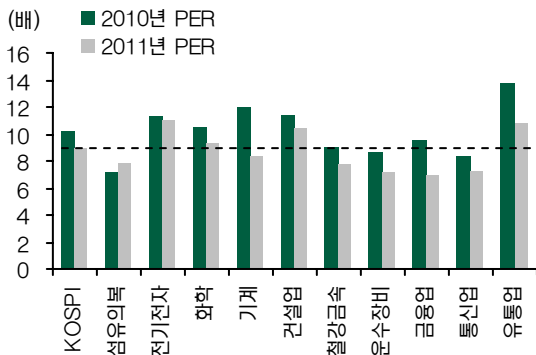
수입브랜드, 아웃도어, 중국진출로 성장성 확보, 경기민감성 해소

의류업은 지난 2년 동안 높은 외형 및 이익의 성장을 보여 KOSPI 대비 할인 폭을 줄여왔다. 의류업이 KOSPI 대비 저평가를 받아온 가장 큰 이유는 경기에 민감하고 내수업이기 때문이었다. 하지만, 국내 의류회사가 경기민감도가 낮은 고가 수입브랜드와 불황에 강한 아웃도어 의류를 지속적으로 런칭하면서 이러한 저평가가 원인이 해소되고 있다. 뿐만 아니라 2012년 중국 진출이 본격화되면서 내수시장 의존도 역시 축소될 전망이다.

글로벌 피어와 비교해도 저평가

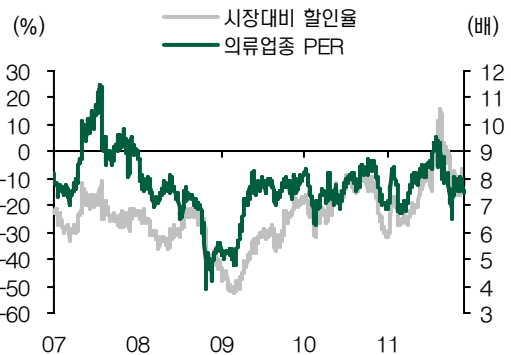
1) 해외 프리미엄 브랜드, 2)아웃도어 기업, 3)중국 의류기업, 4)글로벌 OEM회사와 비교해도, 국내 의류회사가 저평가되어 있음을 알 수 있다. PER, EPS성장률 그래프 상 국내 의류회사는 저평가 영역에, 글로벌 피어는 고평가 영역에 대부분 위치해 있다. 이러한 국내 의류회사에 대한 저평가는 회사의 구조적 변화와 함께 점차 해소될 것으로 판단된다.

그림 11> 의류업, 내수 및 경기 민감 업종 이유로 저평가



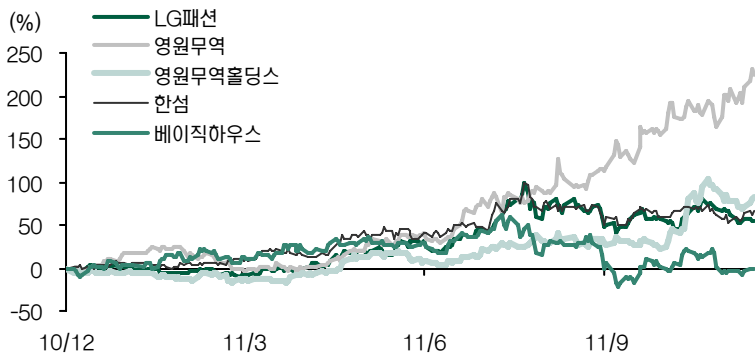
자료: KRX, 현대증권

그림 12> 성장성 확보, 시장 대비 저평가 해소될 전망



자료: KRX, 현대증권

그림 13> 2011년 의류업종 종목별 주가 Performance 차별화



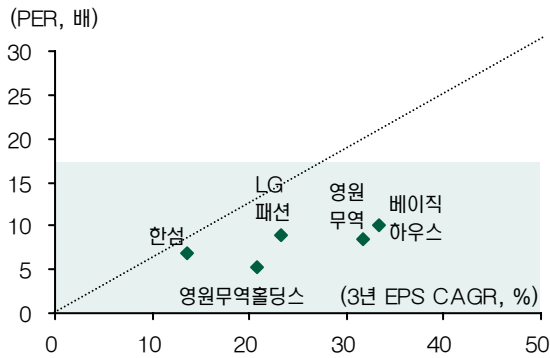
자료: KRX, 현대증권

그림 14> 커버리지 의류회사 Valuation

(십억원)	결산기	회계기준	매출액	매출액 성장률 (%)	영업이익	OPM (%)	수정 EPS(원)	EPS 성장률 (%)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)		
LG패션	2010	GAAP.P	1,121.2	21.6	120.5	10.7	3,155	28.9	11.4 - 7.6	1.4	15.4		
093050 KS	시가총액	1,280.7	2011F	IFRS.P	1,385.1	23.5	152.1	11.0	4,038	28.0	10.8	1.7	15.8
BUY	현주가	43,800	2012F	IFRS.P	1,604.2	15.8	192.5	12.0	5,019	24.3	8.7	1.5	18.1
FV 60,000원	Upside	37.0	2013F	IFRS.P	1,859.1	15.9	226.8	12.2	5,914	17.8	7.4	1.2	18.1
영원무역	2010	GAAP.P	758.2	(0.2)	65.6	8.6	1,785	NA	6.6 - 4.3	0.9	16.9		
111770 KS	시가총액	1,265.2	2011F	IFRS.C	958.5	26.4	172.9	18.0	2,943	64.9	10.5	2.2	21.0
BUY	현주가	31,000	2012F	IFRS.C	1,147.9	19.8	204.8	17.8	3,482	18.3	8.9	1.8	22.3
FV 38,000원	Upside	22.6	2013F	IFRS.C	1,313.9	14.5	239.6	18.2	4,073	17.0	7.6	1.5	21.3
영원무역홀딩스	2010	GAAP.C	1,175.2	6.7	213.9	18.2	6,983	117.5	5.9 - 3.2	1.2	26.6		
009970 KS	시가총액	781.2	2011F	IFRS.C	1,409.1	19.9	283.8	20.1	9,707	39.0	6.3	1.6	25.0
BUY	현주가	60,900	2012F	IFRS.C	1,616.3	14.7	318.8	19.7	10,903	12.3	5.6	1.2	24.8
FV 74,000원	Upside	21.5	2013F	IFRS.C	1,768.9	9.4	355.7	20.1	12,307	12.9	4.9	1.0	22.4
한섬	2010	GAAP.P	447.5	15.7	82.3	18.4	2,922	39.9	7.2 - 4.4	0.7	14.0		
020000 KS	시가총액	678.6	2011F	IFRS.P	506.7	13.2	107.4	21.2	3,258	11.5	8.5	1.0	13.0
BUY	현주가	27,550	2012F	IFRS.P	565.1	11.5	118.1	20.9	3,786	16.2	7.3	0.9	14.1
FV 34,000원	Upside	23.4	2013F	IFRS.P	629.0	11.3	134.2	21.3	4,289	13.3	6.4	0.8	14.1
베이직하우스	2010	GAAP.C	337.4	11.6	37.2	11.0	251	(46.0)	92.5 - 26.8	2.2	3.2		
084870 KS	시가총액	343.1	2011F	IFRS.C	443.1	31.3	40.3	9.1	1,203	378.6	13.7	1.8	13.0
BUY	현주가	16,450	2012F	IFRS.C	520.8	17.5	52.8	10.1	1,628	35.3	10.1	1.5	16.2
FV 22,000원	Upside	33.7	2013F	IFRS.C	639.2	22.7	71.9	11.2	2,274	39.7	7.2	1.3	19.0

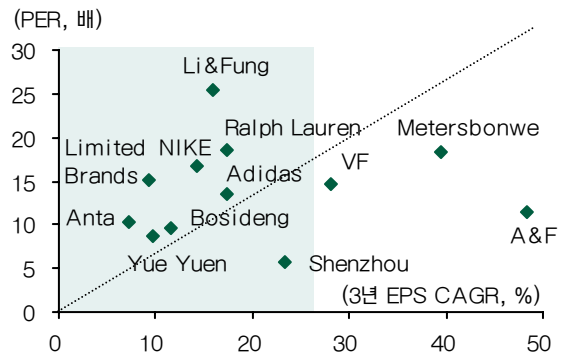
자료: 각사, 현대증권

그림 15> 커버리지 의류회사, 성장성 대비 낮은 Valuation



자료: 현대증권

그림 16> 해외 주요 의류회사, 성장성 대비 높은 Valuation



자료: Bloomberg, 현대증권

그림 17> 글로벌 피어 Valuation

(백만USD, USD)		매출액	매출액	영업이익	OPM	수정	EPS	PER	PBR	ROE
		성장률(%)			(%)	EPS	성장률(%)	(배)	(배)	(%)
Premium Brand Peer: Ralph Lauren, Limited Brands, Abercrombie & Fitch										
Ralph Lauren	2010	5,660	13.7	850	15.0	5.91	21.9	19.2	3.2	17.7
결산기말	3월말 2011F	6,807	20.3	1,014	14.9	6.96	17.7	20.3	3.8	19.2
시가총액	13,039 2012F	7,564	11.1	1,163	15.4	8.09	16.2	17.4	3.5	20.5
현주가	141.0 2013F	8,312	9.9	1,278	15.4	9.50	17.6	14.8	3.1	21.2
Limited Brands	2010	9,613	11.4	1,290	13.4	2.49	79.1	15.0	6.7	44.0
결산기말	1월말 2011F	10,287	7.0	1,521	14.8	2.52	1.3	15.6	16.6	76.4
시가총액	11,691 2012F	10,201	(0.8)	1,616	15.8	2.86	13.4	13.8	19.4	98.6
현주가	39.5 2013F	10,851	6.4	1,736	16.0	3.26	13.8	12.1	10.3	96.0
Abercrombie & Fitch	2010	3,469	18.4	232	6.7	1.71	흑전	28.3	2.7	8.1
결산기말	1월말 2011F	4,204	21.2	385	9.2	2.79	63.2	17.3	2.2	13.0
시가총액	4,141 2012F	4,976	18.4	585	11.8	4.28	53.5	11.2	2.0	17.7
현주가	48.2 2013F	5,760	15.8	820	14.2	5.58	30.3	8.6	1.7	21.7
Outdoor/Sport Wear Peer: Nike, VF Corp, Adidas										
Nike	2010	20,862	9.7	2,815	13.5	4.48	14.0	19.5	4.1	21.8
결산기말	5월말 2011F	23,803	14.1	3,141	13.2	4.98	11.3	19.1	4.3	22.5
시가총액	44,386 2012F	25,895	8.8	3,568	13.8	5.77	15.9	16.5	3.9	23.1
현주가	95.1 2013F	28,071	8.4	4,011	14.3	6.68	15.6	14.2	3.5	20.1
VF Corp	2010	7,703	6.7	1,023	13.3	5.25	25.6	13.3	2.4	14.9
결산기말	12월말 2011F	9,457	22.8	1,293	13.7	8.13	54.9	16.2	3.1	20.8
시가총액	14,523 2012F	11,336	19.9	1,539	13.6	9.46	16.3	13.9	2.9	20.8
현주가	131.6 2013F	12,369	9.1	1,730	14.0	11.02	16.4	11.9	2.3	20.0
Adidas	2010	15,906	9.9	1,199	7.5	3.60	106.2	18.0	2.2	13.5
결산기말	12월말 2011F	17,504	10.0	1,375	7.9	4.25	18.2	14.9	2.0	13.8
시가총액	13,250 2012F	18,752	7.1	1,575	8.4	4.93	16.1	12.8	1.8	14.5
현주가	63.3 2013F	19,858	5.9	1,833	9.2	5.75	16.6	11.0	1.6	15.2
Chinese Apparel Peer: Metersbonwe, Anta sports, Bosideng										
Metersbonwe	2010	1,103	45.2	155	14.1	0.11	26.2	46.4	10.5	24.0
결산기말	12월말 2011F	1,594	44.5	218	13.6	0.17	57.0	23.8	6.2	27.5
시가총액	4,164 2012F	2,085	30.8	300	14.4	0.23	34.5	17.7	4.7	29.8
현주가	4.1 2013F	2,696	29.3	393	14.6	0.30	28.6	13.8	3.5	30.6
Anta sports	2010	1,095	27.3	257	23.5	0.09	25.0	16.8	4.6	28.8
결산기말	12월말 2011F	1,410	28.8	326	23.1	0.11	20.8	9.9	2.7	28.9
시가총액	2,744 2012F	1,524	8.0	340	22.3	0.11	(2.7)	10.2	2.5	25.6
현주가	1.1 2013F	1,645	8.0	369	22.4	0.11	4.6	9.7	2.2	24.6
Bosideng	2010	1,049	24.9	205	19.5	0.02	20.7	16.0	3.0	18.7
결산기말	3월말 2011F	1,329	26.6	260	19.6	0.03	18.4	11.3	2.4	20.4
시가총액	2,614 2012F	1,519	14.4	303	20.0	0.03	6.9	10.5	2.3	21.5
현주가	0.3 2013F	1,705	12.2	338	19.8	0.03	9.7	9.6	2.1	22.8
Global OEM Peer: Li & Fung, Yue Yuen, Shenzhou International										
Li & Fung	2010	15,976	18.5	709	4.4	0.07	22.7	40.3	6.4	18.6
결산기말	12월말 2011F	19,253	20.5	738	3.8	0.07	1.4	26.5	4.0	16.1
시가총액	15,684 2012F	21,943	14.0	927	4.2	0.09	23.3	21.5	3.8	18.8
현주가	1.9 2013F	25,906	18.1	1,237	4.8	0.12	30.0	16.5	3.2	21.6
Yue Yuen	2010	5,788	15.4	447	7.7	0.29	3.3	12.4	1.8	15.0
결산기말	9월말 2011F	6,604	14.1	483	7.3	0.30	3.5	9.9	1.4	14.6
시가총액	4,938 2012F	7,307	10.7	555	7.6	0.35	15.3	8.6	1.2	15.4
현주가	3.0 2013F	7,745	6.0	626	8.1	0.38	10.4	7.8	1.2	15.2
Shenzhou International	2010	993	11.3	236	23.8	0.15	2.0	7.5	2.0	29.3
결산기말	12월말 2011F	1,371	38.1	327	23.9	0.21	40.7	6.4	1.8	31.2
시가총액	1,687 2012F	1,619	18.1	383	23.6	0.25	17.0	5.5	1.4	29.7
현주가	1.4 2013F	1,886	16.5	441	23.4	0.28	13.7	4.8	1.2	28.6

자료: Bloomberg, 현대증권

Top pick은 성장성 높고 리스크 적은 영원무역과 LG패션

탑픽은 LG패션 & 영원무역

의류업종 탑픽으로 아웃도어와 원가에 경쟁력이 있는 영원무역과, 명품수입과 아웃도어, 중국시장에 경쟁력이 있는 LG패션을 제시한다.

영원무역,

- ①공급부족, ②수요증가,
- ③Capa증설로 성장성확보

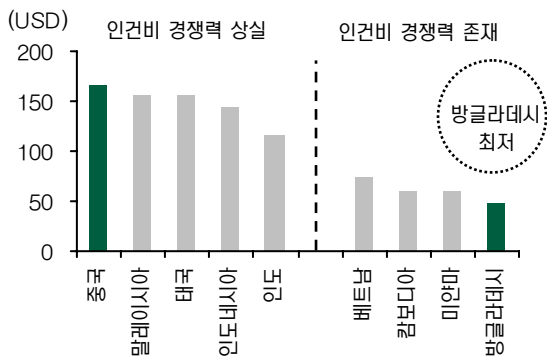
먼저 영원무역은 1)중국의 인건비 상승으로 인한 글로벌 OEM 공급부족의 구조적 수혜를 받을 것으로 판단되는데 중국에서 마진압박으로 Supply Chain이 망가지면서 인건비가 중국의 1/4 수준인 방글라데시에 미리 진출한 동사에게 주문이 몰릴 것으로 예상된다. 또한, 2)아시아 시장의 아웃도어 의류 수요 증가로 동사의 주요 바이어인 노스페이스, 나이키, 폴로 등의 주문이 확대되고 신규바이어가 추가되며, 3)2011년말 KEPZ공장이 완공되고 기존공장의 복층화 공사가 시작되어 동사의 Capa는 2012년 전년대비 의류와 신발 각각 10%씩 증설될 것으로 전망된다.

LG패션,

- ①수입브랜드, ②아웃도어,
- ③2011년 투자로 성장성확보

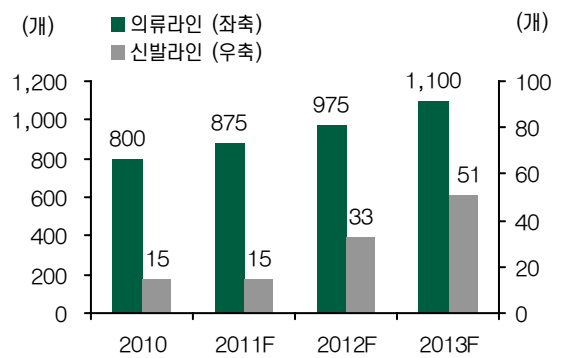
LG패션은 1)수입브랜드로 구성된 여성복 비중이 2007년 9%에서 2013년 24%까지 확대되면서 성장을 견인하고, 2)라푸마는 국내에서 인지도 상승으로 매출 상위 5 브랜드가 되었고, 중국 시장에 2010년에 진출해 이제 막 태동한 중국 아웃도어 고성장의 수혜를 받을 수 있을 것으로 전망되며, 3)2011년에도 여성복 및 스포츠 부문 신규브랜드 5개를 런칭해 2012년 매출액, 영업이익이 각각 16%, 27% 성장할 것으로 예상된다.

그림 18> 영원무역, 생산기지 중 방글라데시 비중 65%



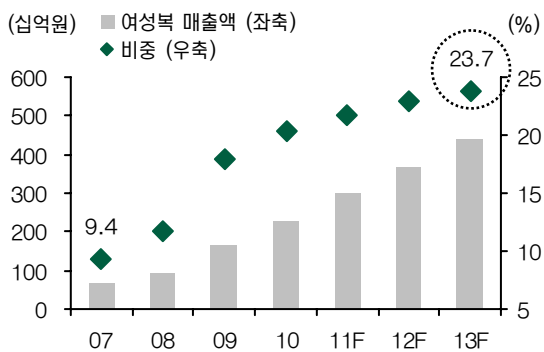
자료: Kotra, 현대증권

그림 19> 영원무역 주문증가로 향후 Capa 증설 전망



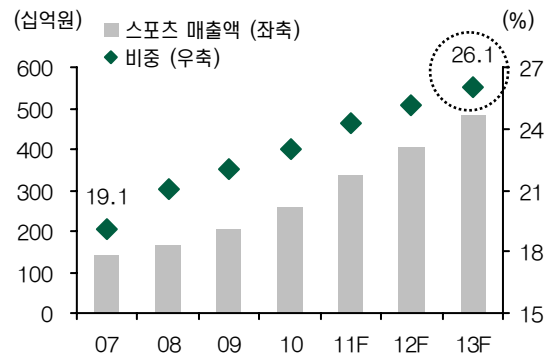
자료: 영원무역, 현대증권

그림 20> LG패션 수입브랜드 전개로 여성복 비중 증가 전망



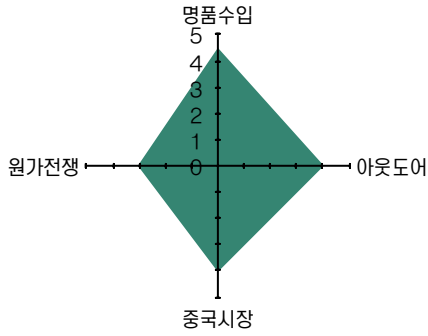
자료: LG패션, 현대증권

그림 21> LG패션 라푸마 중국진출 및 인터스포츠 확대



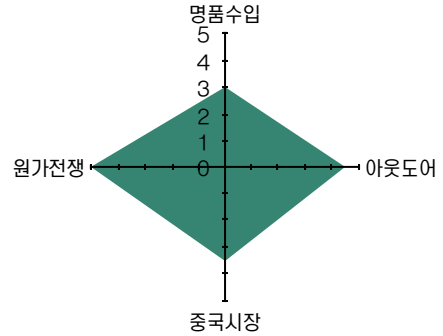
자료: LG패션, 현대증권

그림 22> LG패션은 명품수입, 아웃도어, 중국진출에 강점



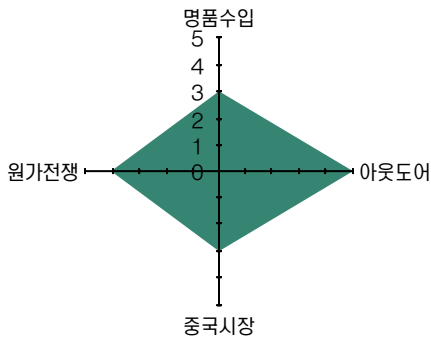
자료: 현대증권

그림 23> 영원무역은 아웃도어, 원가경쟁력에 강점



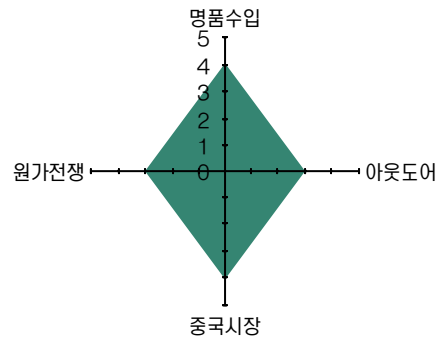
자료: 현대증권

그림 24> 영원무역홀딩스는 아웃도어에 강점



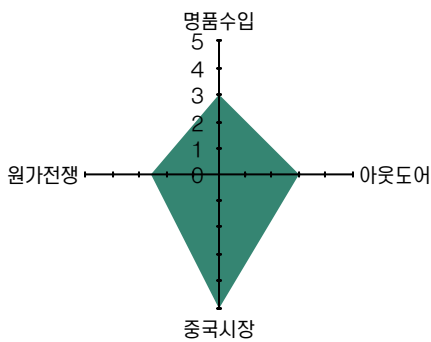
자료: 현대증권

그림 25> 한섬은 명품수입, 중국진출에 강점



자료: 현대증권

그림 26> 베이직하우스는 중국진출에 강점

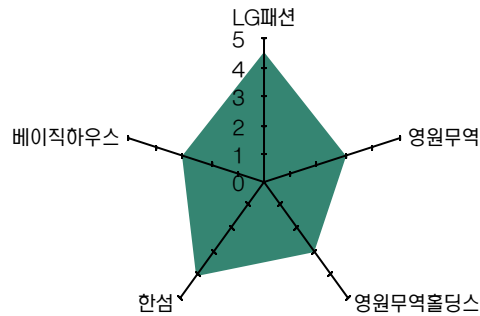


자료: 현대증권

성장 키워드는 명품, 아웃도어, 중국

1) 수입브랜드 시장 성장, 라이선스 비즈니스 확대

그림 27> 고가 수입브랜드 전개에 경쟁력이 있는 LG패션, 한섬



자료: 현대증권

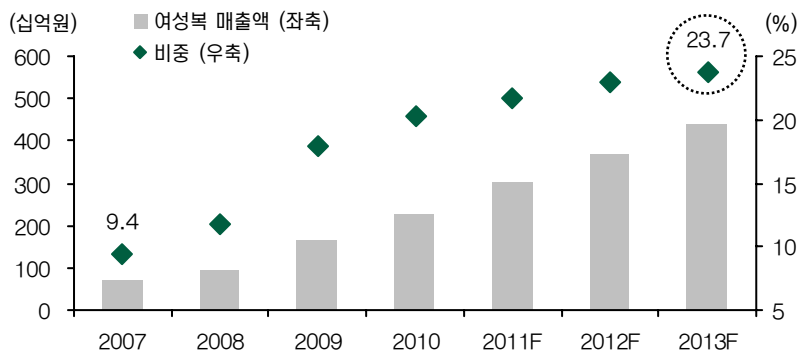
**국내 수입브랜드 시장,
1)명품소비 일상화, 2)낮은
경기민감성, 3)다양한 수요로
2012년에도 성장여력 충분**

국내 수입브랜드 시장은 소득이 양극화 되고 명품 소비가 보편화 되면서, 2000년대 들어 급격히 성장했다. 2012년에도 이러한 성장 모멘텀이 유지될 것으로 보는데, 이는 1)우리나라 명품 소비 성향이 ‘동조화’ 를 넘어 ‘일상화’ 단계로 접어들면서 명품 시장이 성장할 여력이 있는 것으로 판단되며, 2)고가의류는 경기 민감성이 낮아 소비경기 위축 우려에도 상대적으로 견조한 판매를 보일 것으로 예상되고, 3)국내 소비자의 수요가 다양해져서 유명한 몇몇 명품뿐 아니라 컨템포러리 브랜드의 소비도 확대될 것으로 전망되기 때문이다.

**LG패션은 2011년 투자지속,
자본력, 유통망 강점으로
수입브랜드 전개 경쟁력 확보**

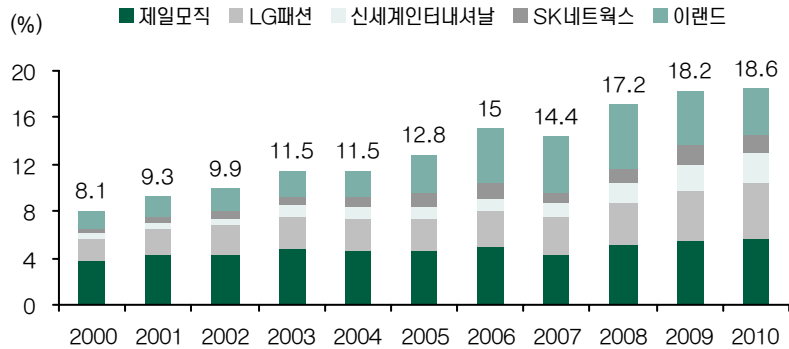
LG패션의 여성복은 주로 고가의 수입의류로 구성되어 있는데, 여성복 비중이 2007년 9%에서 2011년 21%까지 높아졌다. 동사는 국내 럭셔리 산업 성장의 수혜를 가장 크게 볼 것으로 전망되는데, 이는 1)최근 다른 의류회사들의 명품브랜드 수입이 주춤한 데 반해 동사는 2011년에도 막스마라, 닐 바렛 등 신규브랜드를 런칭하면서 향후 성장 동력을 마련했으며, 2)2009년에 런칭해 현재 전체 매출의 7%를 차지하고 있는 질스튜어트는 수입브랜드 중 예외적으로 라이선스 방식으로 생산하는 브랜드로, 독점 판매되는 브랜드보다 마진이 높고, 3)동사는 대기업 계열회사로 자본력, 유통망에 강점이 있어 수입브랜드 전개에 경쟁력이 있기 때문이다.

그림 28> LG패션 여성복(대부분 수입브랜드), 2011~13F 매출액 CAGR 25% 전망



자료: LG패션, 현대증권

그림 29> 대기업 계열 의류회사, 자본력 유통망으로 시장지배력 10년 동안 2배 확대

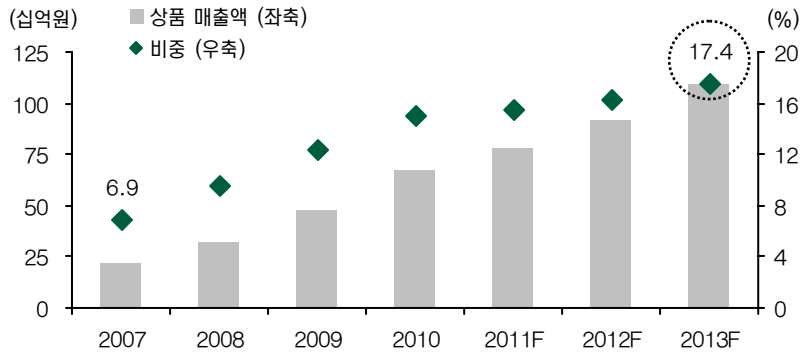


자료: 각사, 현대증권

한섬은 적중률 높은 브랜드, 아이템 선택, 백화점 채널 확보에 경쟁력

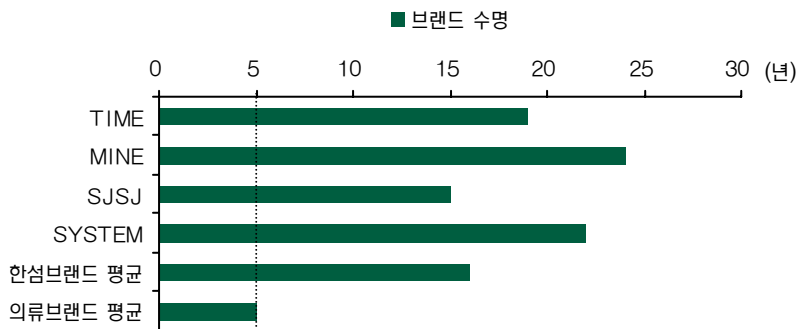
수입브랜드 전개에 있어 한섬의 강점은 1) 국내 소비자의 트렌드를 정확히 읽어내 적중률 높은 브랜드와 아이템을 선별하고, 2) 량방컬렉션은 프랑스 량방과 10년 라이선스 계약으로 한섬이 기획, 디자인, 생산을 담당해 마진이 높으며, 3) 의류브랜드 평균 수명보다 훨씬 높은 자사브랜드의 수명으로 미루어 볼 수 있듯이 뛰어난 브랜드력으로 백화점 내 매출기여도가 높아 의류회사로서 상대적으로 백화점(수입브랜드는 백화점에서 판매) 대비 마케팅 파워가 높은 점이다.

그림 30> 한섬 상품(수입브랜드), 2011~13F 매출액 CAGR 18% 전망



자료: 한섬, 현대증권

그림 31> 의류브랜드 평균 수명보다 훨씬 긴 한섬의 자사브랜드 수명

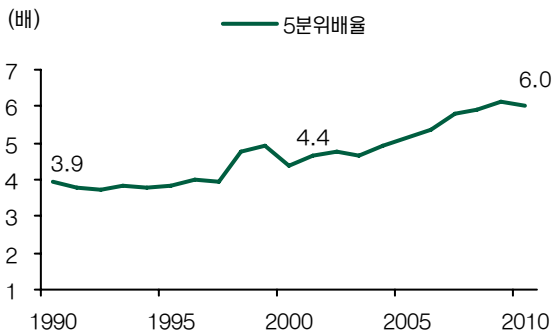


자료: 한섬, 현대증권

소비 양극화로 최근 5년 국내 직진출 명품브랜드 6개사 합계 매출액 CAGR 27%

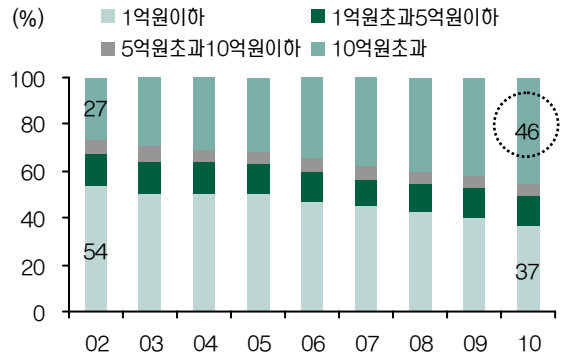
국내 고가의 수입브랜드 시장이 빠르게 성장한 이유는 크게 두 가지이다. 첫째, 금융위기로 소득의 양극화가 급격히 진행되었고, 소비의 양극화로 이어졌다. 1990년대 이후 지난 20년간 소득 5분위 배율은 꾸준히 상승했다. 소득 5분위 배율은 상위 20% 소득을 하위 20% 소득으로 나눈 값으로 계층간 소득격차를 보여주는 지표이다. 또, 저축성 예금을 금액별로 나누어보면 10억원 초과와 예금비중이 2002년 27%에서 2010년 46%로 큰 폭으로 증가했다. 두 번째 이유는 우리나라는 명품의 확산 단계 중 동조화 단계로, 대다수의 사람이 명품소비에 참여하고 있기 때문이다. 집단주의적 행동양식과 경쟁심리가 소비행태에 영향을 미친 것이다.

그림 32> 소득양극화로 5분위 배율 지속적으로 증가



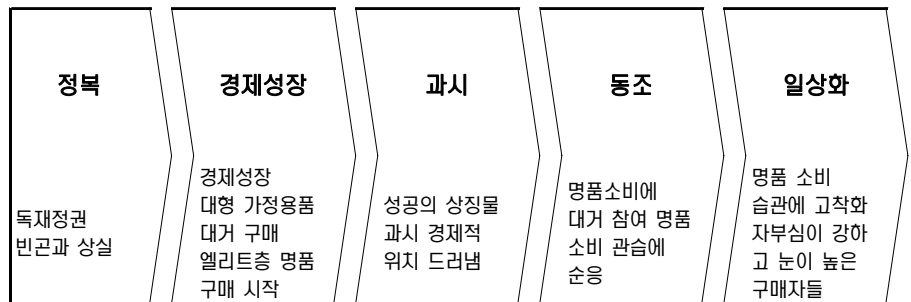
자료: 통계청, 현대증권

그림 33> 10억원 초과 저축성예금 비중 8년 동안 19%p 증가



자료: 한국은행, 현대증권

그림 34> 명품 확산과정 다섯 단계 중 국내 명품시장은 '동조' 단계



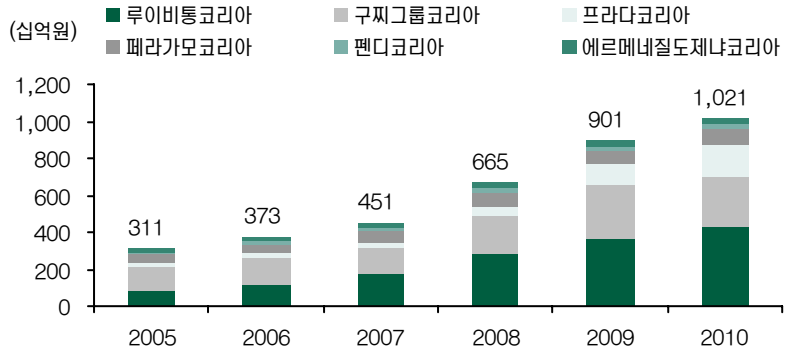
자료: 럭스플로전, 현대증권

그 결과 국내에서 의류, 잡화를 중심으로 판매되고 있는 명품브랜드의 매출액은 급증했다. 국내에 자회사를 설립해 직진출한 명품브랜드 6개사의 합계 매출액은 최근 5년 CAGR 27%로 급성장했다. 2008년 후반 금융위기가 발발한 후, 2009년 취업시장 전망이 어둡고 내수경기가 부진했지만 명품브랜드의 매출까지 막지 못했다는 것을 알 수 있다.

뿐만 아니라, 고가 수입브랜드의 성장은 백화점 매출에서도 확인된다. 금융위기 직후인 2009년 1월부터 2011년 10월까지 월별 주요 유통업체 전년 대비 신장률을 단순 평균하면 백화점은 8.5%, 대형마트는 2.5%로 확연한 차이를 보인다. 백화점 소비신장을 이끈 일등공신은 명품 및 고급의류이다. 동 기간 백화점 명품의 전년 대비 신장률 단순평균수치는 16.5%이다.

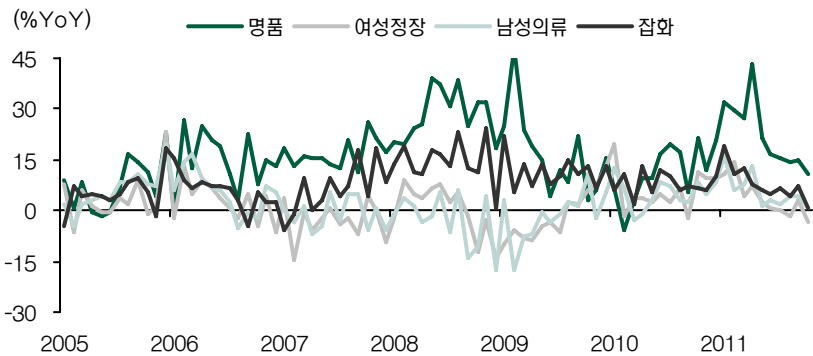
또, 명품, 매스티지, 컨템포러리(디자이너 라인, 브리지 라인보다 가격 포지셔닝이 낮고, 감도는 젊은 브랜드) 등 고가 브랜드는 2000대 들어 가격대별 포지셔닝에서 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 고가브랜드 비중이 2000년대 초반 16%대에서 2010년에 20%까지 확대되고 있다.

그림 35> 국내에 직진출한 명품브랜드 합계 매출액의 최근 5년 CAGR 27%



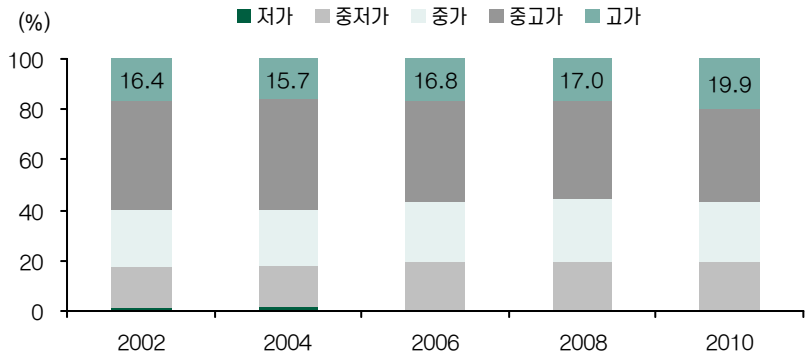
자료: 각사, 현대증권

그림 36> 백화점 부문별 신장율, 시장은 명품을 위해



자료: 지식경제부, 현대증권

그림 37> 고가브랜드 비중, 2000년대 들어 지속적으로 상승 (브랜드 수 기준)

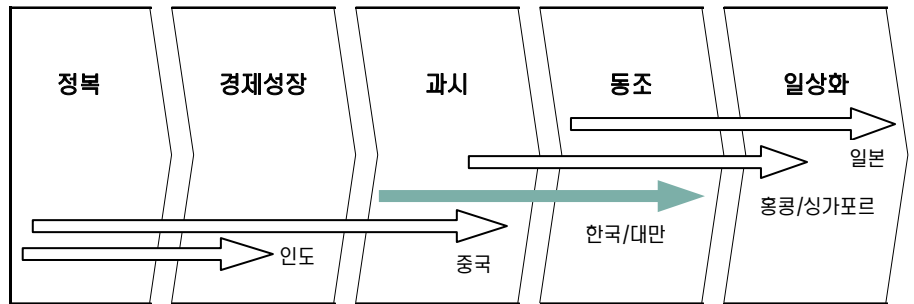


자료: 패션브랜드연감, 현대증권

**국내 수입브랜드 시장,
1)명품소비 일상화 단계 진입,
2)고가의류의 낮은 민감성,
3)다양한 브랜드 니즈로
2012년에도 성장모멘텀 유지**

이러한 국내 수입브랜드 매출의 성장 모멘텀은 2012년에도 지속될 것이라고 판단된다. 이는 1)우리나라 명품소비 성향이 ‘동조화’ 를 넘어 ‘일상화’ 단계로 접어들면서 명품 시장 규모가 향후 확대될 것으로 판단되며, 2)고가의류는 경기민감성이 낮아 소비경기 위축 우려에도 상대적으로 견조할 것으로 전망되며, 3)국내 소비자의 수요가 다양해져서 유명한 몇몇 명품뿐 아니라 컨템포러리 브랜드의 소비도 확대될 것으로 전망되기 때문이다.

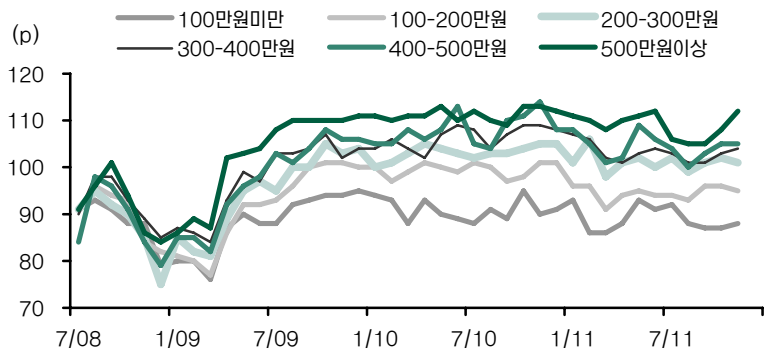
그림 38> 국내 명품시장 성장여력 충분, ‘동조’를 넘어 ‘일상화’ 단계로



자료: 럭셔리포럼, 현대증권

고가의류는 국내 시장에서 성장성이 높고 경기민감성 역시 낮아, 경기나 소비 우려에도 양호한 판매를 기록할 것으로 전망된다. 의류브랜드의 라이프 사이클은 대개 4~6년이라 많은 브랜드가 신규로 런칭되고 사라진다. 이런 상황 속에서도 고가로 포지셔닝된 브랜드의 비중은 2000년대 이후 지속적으로 상승해왔다. 게다가 불확실한 경기상황에서도 고소득자의 의류 지출 전망 CSI는 가장 양호한 흐름을 보이고 있다.

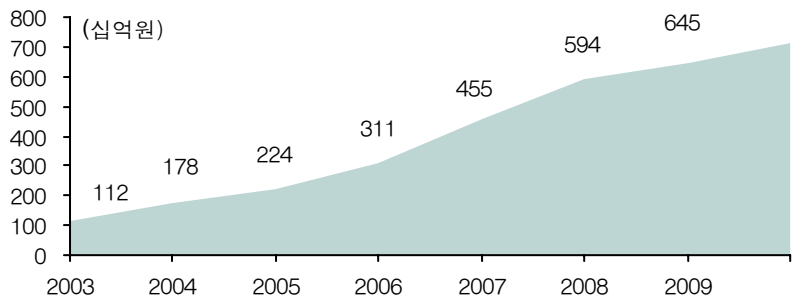
그림 39> 고소득층 의류 지출 전망 CSI, 경기 우려에도 양호한 수준 유지



자료: 한국은행, 현대증권

또, 다양한 브랜드에 대한 니즈가 높아지면서 국내 명품시장의 성장 여력은 큰 것으로 파악된다. 2000년대 들어 직진출의 형태로 들어와 있는 유명한 명품브랜드뿐 아니라, 편집샵과 백화점을 통해 판매되는 컨템포러리 시장 규모도 꾸준히 커왔다. 이는 명품소비가 보편화 되면서 수요가 다양해졌고, 가방, 구두 등 잡화는 명품브랜드로 의류는 수입 컨템포러리 브랜드로 구매하는 경향 때문인 것으로 판단된다. 여성복은 브랜드마다 특성이 뚜렷하고 로열티가 높아 한번 구매하면 이차 구매로 이어지는 경우가 많다. 종합하자면, 명품구매의 일상화, 다양한 브랜드에 대한 니즈, 높은 브랜드 로열티로 향후 국내 럭셔리 산업의 전망은 밝다고 판단된다.

그림 40> 다양한 브랜드에 대한 니즈로 수입 컨템포러리 시장 규모도 꾸준히 증가



런칭 브랜드	마크by마크, 제이콥스, 베네사브르노	CK캘빈클라 인, 마주, 이자벨마랑	D&G, 조센, 품프와데꼬포 니에	질스튜어트, DKNY, 마이클코어스	띠어리, 주시, 쿠튀르, 씨바 트, 이클로에	질바이질스튜어 트, 블루걸, 산 드로, 안드롱 텐, 엘리타하리	랑방컬렉션, 네넷, 폴앤조, 마날라그레이스
편집샵		분디샵	무이			10코르소코모	트렌짓by 로 저스, 플랫폼3
이슈	여성복 컨템 포러리마켓, 수입편집샵 태동		메스티지 열풍	질스튜어트로 라이선스비즈 니스 가능성, SK네트웍스 진출	제일모직 진출, 전국으로 영업망 확대	영컨템포러리 확대 랜드 중단	LG패션 인티 웨이브 M&A 라이선스 비즈니스 확장

자료: Fashion Biz, 현대증권

국내 패션 대기업의 적극적인 수입브랜드 도입

패션 대기업들은 명품의 성장성을 내다보고 적극적으로 명품브랜드를 국내에 선보였다. 제일모직은 발망, 토리버치, 콜롬보 등을 국내에 들여왔고, 신세계 인터내셔널 역시 수입명품의 비중이 2010년 46%로 Armani, Coach, D&G 등의 해외브랜드를 적극적으로 도입했다.

LG패션은 2007년부터 꾸준히 명품브랜드를 들여오고 있으며 인터웨이브를 M&A하면서 수입 컨템포러리 시장에 적극적으로 진출했다. 그 때 수입한 브랜드들의 인지도가 상승하면서 성장 모멘텀을 확보했다. 2011년도에도 지속적으로 투자해 Neil Barret과 Max Mara 브랜드 수입의 계약을 완료했다.

한섬 역시 2004년부터 Chloe, Balenciaga 등의 브랜드를 도입했으며, Space Mue와 Tom Greyhound Downstairs와 같은 편집샵을 안테나샵으로 활용하면서, 가능성이 있는 브랜드를 발굴하고 있다.

수입브랜드 유통방법, 대부분이 직진출과 독점판권

대부분의 명품 브랜드들은 1) 한국의 유통망을 개척하는 것이 초기비용이 많이 들고, 2) 글로벌 시장에서 한국비중이 높지 않기 때문에, 적절한 파트너를 두고 진출하는 방식을 선택하고 있다. 예를 들어, LVMH그룹은 루이비통과 헨디는 한국지사를 두고 판매하고 있지만, 셀린느, 로에베, DKNY, 지방시와 같은 브랜드는 국내 상사나 의류회사 등을 통해 직수출로 판매하고 있다.

LG패션과 한섬, 수입브랜드의 라이선싱 가능성 확대

거꾸로 국내 의류회사들은 라이선싱과 독점판권의 유통경로를 통해서 수입브랜드를 도입하고 있다. 그 중 LG패션과 한섬은 수입 컨템포러리의 라이선싱 가능성을 열어 수입브랜드의 성장성 뿐 아니라 수익성도 향유하고 있다. 2009년에 도입한 질스튜어트 및 2012년에 신규로 런칭할 바네사브루노 바이 아페는 동사가 디자인, 생산을 담당하기 때문에 마진이 좋다. 한섬의 량방컬렉션도 라이선싱 방식으로 국내에서 판매되고 있다.

그림 41> LG패션, 한섬 수입브랜드 지속적으로 전개 중

도입시기	신세계인터내셔널	한섬	LG패션
1992	Emporio Armani		
1997	Dolce & Gabbana		
2000	Boon the Shop		
2003	Diesel		
2004	Stella McCartney	Chloe	
2005	Coach	Balenciaga	
2006	Alexander McQueen	See by Chloe	
2007	Banana Republic Gap	Lanvin See by Chloe Ann Demeulemeester	Anna Molinari Bluemarine Blugirl
2008	Armani Exchange	Givenchy Tom Greyhound Downstairs	Isabel Marant Leonard
2009	3.1 Phillip Lim	Lanvin Collection	Jill Stuart Jill by Jill Stuart Vanesabrruno
2010		Celine	Orobianco
2011			Maxmara Neil Barrett Jill Stuart NY

자료: 각사, 현대증권

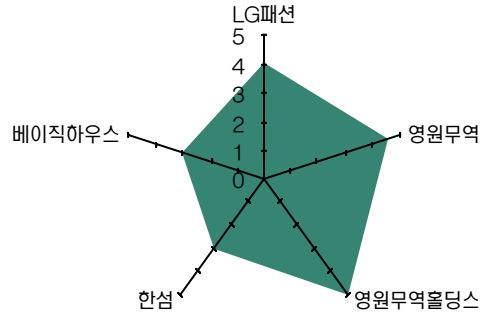
그림 42> LG패션, 한섬 수입브랜드의 라이선싱 비즈니스 확대

유통경로	특징	디자인/생산/유통	브랜드
직진출	해외브랜드가 진출국에 현지 자회사 설립하여 직접 진출	디자인/생산/유통까지 해외브랜드가 총괄	루이비통 코리아 구찌 코리아 프라다 코리아 펜디 코리아
독점판권	국내 특정 에이전시에 독점판권을 부여하여 에이전시를 통해 유통	디자인/생산은 해외브랜드 본사, 구매/유통은 국내에이전시 담당	신세계인터내셔널 - Armani, Coach LG패션 - Vanesabrruno, Isabel Marant 한섬 - Chloe, Balenciaga
라이선싱	해외브랜드가 국내의류업자에게 라이선싱 위양, 로열티만 받는 구조	국내업체가 해외브랜드의 사용권을 가지고 디자인/생산/유통 담당	LG패션 - Daks, Jill Stuart 한섬 - Lanvin Collection
병행수입	독점판권을 소유하지 않은 일반 수입업자가 해외달러/대리점/할인점을 통해 반입	디자인/생산은 해외브랜드 본사, 구매/유통은 독점판권이 없는 다수의 수입업자	

자료: 각사, 현대증권

2) 아웃도어 소비 증가, 리딩브랜드 시장점유 지속 전망

그림 43> 아웃도어 포지션이 있는 LG패션, 영원무역, 영원무역홀딩스 긍정적



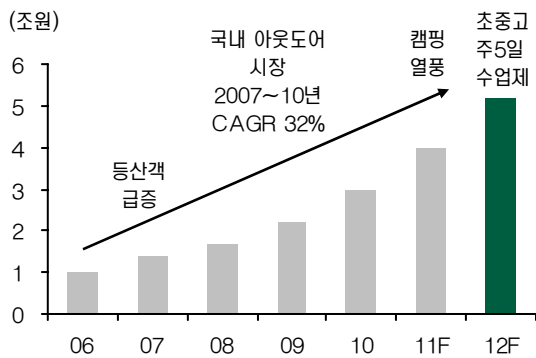
자료: 현대증권

2012년 국내 아웃도어 소비

- 1) 초중고 주5일 수업제 도입,
- 2) 등산/자전거 인구 확산,
- 3) 젊은층 소비 증가로 양호할 전망

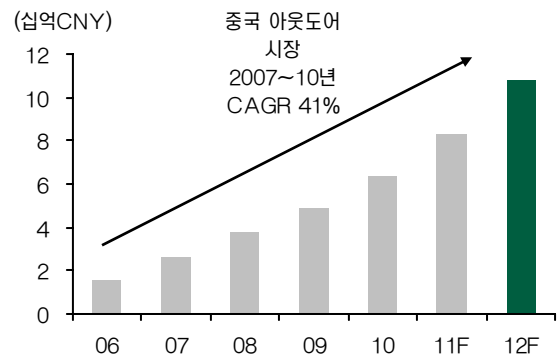
한국 아웃도어 시장은 2007년 등산인구 급증, 레저활동에 대한 인식 변화, 취미활동에 금전적 투자로 현재 4조원 규모로 급성장했다. 중국의 아웃도어 시장은 최근 4년 동안 CAGR 41%로 증가했다. 아직 국내에 비해 1/3 규모지만 향후 성장속도는 더 빠를 것으로 전망된다. 향후 아웃도어 의류의 수요는 지속적으로 증가할 것으로 판단되는데, 이는 1) 2012년 초중고교 주5일 수업제가 도입되면 캠핑 등 야외활동이 확산되고, 2) 웰빙 라이프에 대한 니즈가 높아지면서 등산 및 자전거 인구가 확대되며, 3) 젊은 층도 아웃도어 소비에 가세할 것으로 보이기 때문이다.

그림 44> 한국, 내년 초중고 주5일 수업제로 아웃도어 열풍 지속



자료: 업계자료, 현대증권

그림 45> 중국, 아웃도어 초기 시장으로 고성장 예상



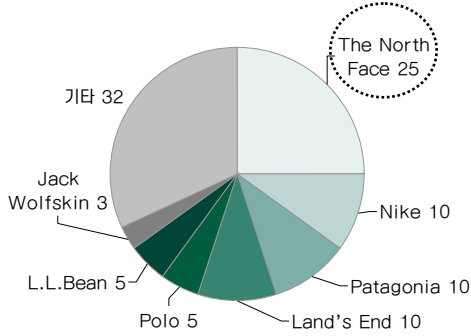
자료: COCA, 현대증권

아웃도어 시장 성장의 수혜, 영원무역, 영원무역홀딩스, LG패션

아웃도어 시장 성장의 수혜종목은 영원무역, 영원무역홀딩스, LG패션이다. 먼저, 영원무역은 고가의 아웃도어 의류를 OEM형식으로 주문 제작하는 회사이다. 주요 바이어는 노스페이스, 나이키, 파타고니아, 폴로 등이 있다. 수출 비중이 전체 매출의 95%로 미국 50%, 유럽과 아시아에 각각 25% 비중으로 수출하고 있다.

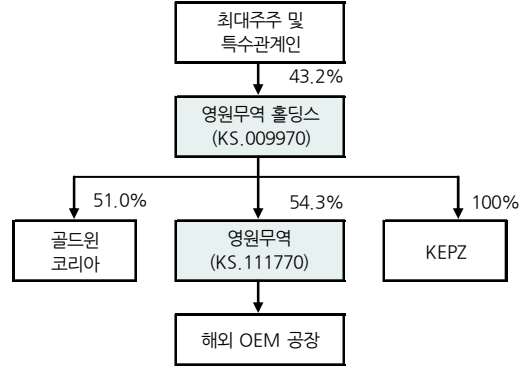
영원무역홀딩스는 영원무역 지분의 54%, 골드윈코리아 지분의 51%를 보유하고 있다. 골드윈코리아는 1997년에 노스페이스 한국총판을 획득하였고 최근 2022년까지 계약을 연장했다. 즉, 영원무역 홀딩스는 아웃도어 의류의 수출과 내수 포지션을 고르게 보유하고 있다.

그림 46> 영원무역 TOP 6 바이어는 아웃도어 회사



자료: 영원무역, 현대증권

그림 47> 영원무역 홀딩스 아웃도어 수출과 내수 포지션 보유

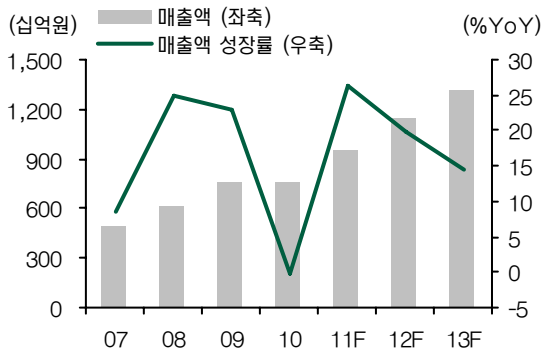


자료: 영원무역, 현대증권

영원무역, OEM 공급부족과 아웃도어 수요증가로 매출 성장, 수익성 향상 전망

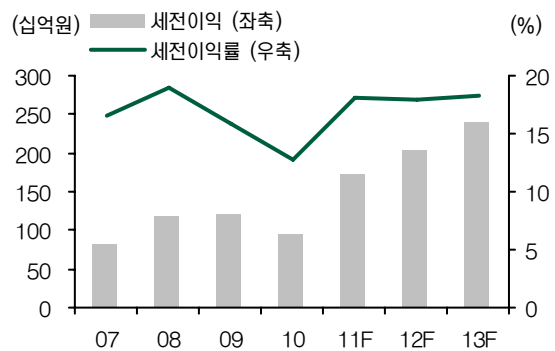
영원무역은 2012년 공급부족, 수요증가의 이중 수혜를 받을 것으로 판단된다. 생산기지 중 방글라데시 비중이 65%인 동사는 최근 중국의 인건비 상승으로 인한 반사 수혜를 받고 있다. 게다가, 중국을 중심으로 아웃도어 의류 수요가 증가하면서, 기존바이어의 주문이 증가하고 현재 교섭 중인 신규바이어와의 거래가 2012년부터 가시화될 것으로 예상된다. 동사는 2011년 스캇(SCOTT)코리아를 인수해 향후 자전거 의류도 생산할 계획이 있다. 아웃도어 의류는 고가에 포지셔닝되어 있고, 영원무역은 자체공장 생산 시스템과 바이어와의 직접거래를 통해 마진이 높다. 동사의 세전이익률은 2010년 자회사의 지분법 이익 감소로 12.8%로 떨어졌지만, 2011년 가동률 상승으로 인한 외형확대를 통해 18.1%를 기록할 것으로 전망된다. 4분기에 단가가 낮고 마진이 박한 봄/여름 의류 및 니트의류 선적으로 인한 마진축소가 있을 지라도 동사의 2011년 3분기 누적 세전이익률이 20.5%임을 감안하면 달성 가능한 수준이라고 판단된다.

그림 48> 영원무역, 2011~13F 매출액 CAGR 20% 전망



자료: 영원무역, 현대증권

그림 49> OEM업체이지만 월등한 수익성 보유

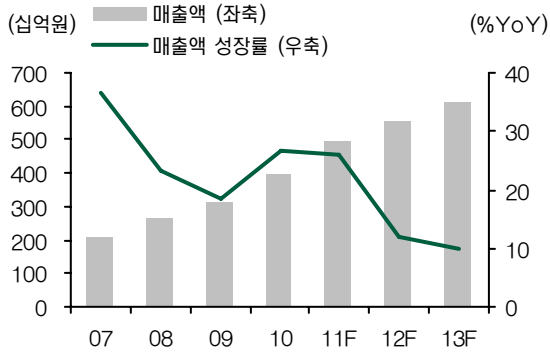


자료: 영원무역, 현대증권

영원무역홀딩스, 국내 아웃도어 시장 과열로 GWK의 성장 둔화 예상되나, 뛰어난 브랜드력으로 MS유지 전망

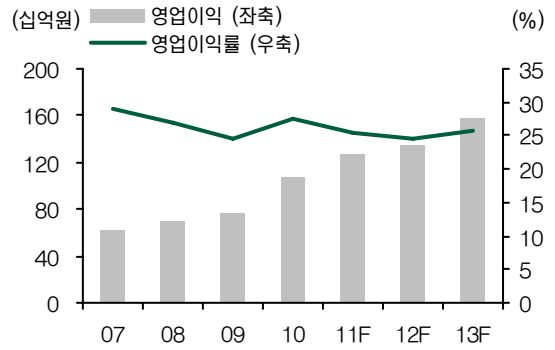
골드윈 코리아는 국내 아웃도어 성장과 함께 최근 3년 동안 CAGR 23%로 성장했다. 노스페이스의 한국 매출은 미국에 이어 전세계 2위로, 국내에서 아웃도어 브랜드 중 MS 1위이다. 골드윈코리아의 향후 3년 CAGR은 16%로 전망된다. 아웃도어 의류 경쟁 심화, 광고비 증가 등의 리스크에도, 노스페이스는 1)브랜드 인지도와 선호도가 월등히 높고, 2)침대, 이침대 등 젊은 고객층을 확보하고 있으며, 3)매장당 매출이 가장 우수해 향후 점유율 유지가 가능할 것으로 판단된다. 2011년 영업이익률은 25.4%를 기록할 것으로 예상되는데, 작년 27.5%보다 감소할 것으로 보는 주된 이유는 치열해진 경쟁으로 인한 판관비 증가이다.

그림 50> 골드윈코리아, 2011~13F 매출액 CAGR 16% 전망



자료: 영원무역홀딩스, 현대증권

그림 51> 노스페이스 한국 판매법인으로 높은 OPM

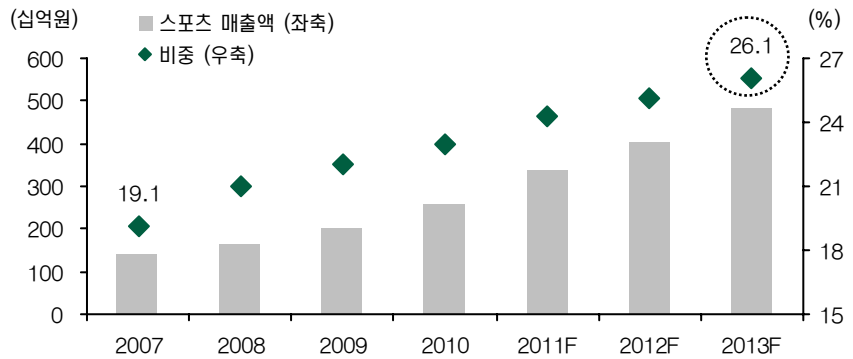


자료: 영원무역홀딩스, 현대증권

LG패션, 스포츠 부문 고성장 견인, 한국/중국에서 라푸마 약진, 인터스포츠 8개 출점

LG패션은 라푸마와 인터스포츠가 포함된 스포츠 부문이 향후 고성장을 견인할 것으로 판단된다. 이는 1)동사의 스포츠 부문 비중이 2007년 19%에서 2013년 26%로 확대될 것으로 예상되며, 2)2005년 라푸마를 인수한 후 꾸준히 매장을 확장하면서 BEP를 달성, 현재 TOP5 브랜드로 자리매김 했고, 3)2010~11년에 적극적으로 투자해 현재 8호점까지 출점한 인터스포츠가 2012년부터 매출성장에 기여할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 라푸마 브랜드를 런칭한 북경법인인 2015년 매장 200개, 매출액 2,000억원의 중장기 목표를 가지고 있다.

그림 52> LG패션 스포츠, 2011~13F 매출액 CAGR 23% 전망



자료: LG패션, 현대증권

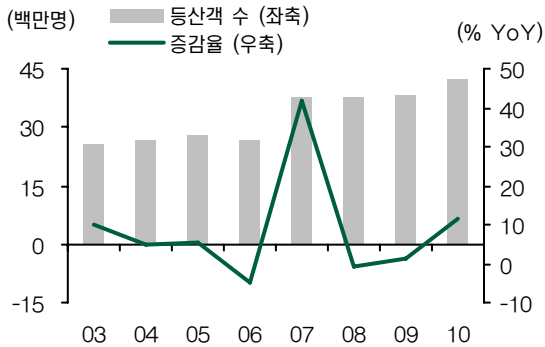
그림 53> 스포츠 복합매장은 몰링 소비트렌드와 부합, 새로운 성장 동력

	레스모아	인터스포츠	스포블릭	웍앤텍
운영업체	금강제화	LG패션	이랜드	LS네트웍스
매장수	52개	8개	3개	4개
자사 브랜드	랜드로바, 팀버랜드, 스프리스	라푸마	뉴발란스, 엘레세, 버그하우스	프로스펙스, 스케처스, 뭉벨
타사 브랜드	나이키, 아디다스, 디젤, 폴로, 락포트 등 30여개	컬럼비아, 아크테릭스, 머렐, 맥킨리 등 100여개	나이키, 아디다스, 리복, 푸마, 노스페이스 등 200여개	아디다스, 리복, 뉴발란스, 노스페이스, 머렐 등 90여개

자료: 언론보도, 현대증권

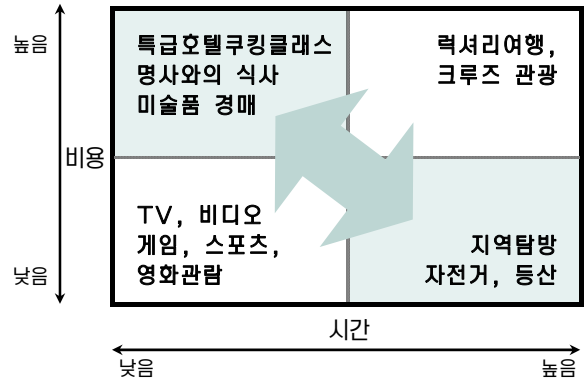
그렇다면, 1) 먼저, 국내에 붙어든 아웃도어 열풍의 배경을 살펴보고, 2) 그 결과 아웃도어 산업이 국내에서 어떻게 성장해왔는지 검토한 후, 3) 향후에도 이러한 성장세가 지속될지에 대한 분석과 4) 리스크 요인을 점검해보자.

그림 54> 2007년 등산객 수 전년대비 42% 급증



자료: 국립공원탐방공단, 현대증권

그림 55> 레저에 대한 인식변화 - '저비용/고시간' 활동 확산



자료: 언론보도, 현대증권

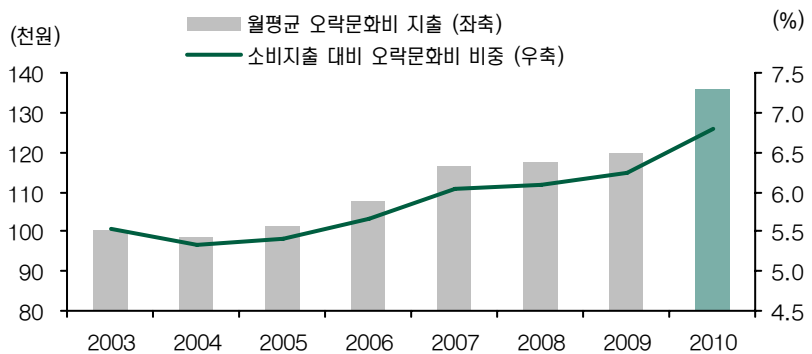
2007년 등산인구 급증, 레저에 대한 인식 변화로 국내 TOP 7 아웃도어 브랜드 최근 4년 매출액 CAGR 28%

한국 아웃도어 시장은 1) 2007년 등산인구 급증, 2) 레저활동에 대한 인식 변화, 3) 취미활동에 금전적 투자로 현재까지 급성장했다. 국립공원관리공단에 따르면 2007년 연간 국립공원 탐방객 수는 전년대비 42%로 급증했고, 2010년에도 전년대비 12% 증가를 보였다. 등산인구가 급증한 이유는 국립공원 무료개방과 베이비부머 세대의 은퇴로, 이는 아웃도어 의류 및 용품산업의 붐을 불러왔다.

뿐만 아니라, 직장에 대한 개념 변화, 여성의 사회참여, 개인화로 일과 삶에 대한 밸런스과 가족을 중시하는 문화가 확산되었다. 따라서 상대적으로 낮은 비용으로 가족과 시간을 보낼 수 있는 등산, 자전거, 캠핑이 보편적인 여가활동으로 자리잡았다.

마지막으로, 취미 및 레저 활동에 적극적으로 금전적 지출을 하는 소비행태가 정착되며 국내 아웃도어 시장이 폭발적으로 성장했다. 총 소비지출 대비 오락문화 지출 비중이 2005년 5.4%에서 2010년 6.8%까지 상승해 왔다.

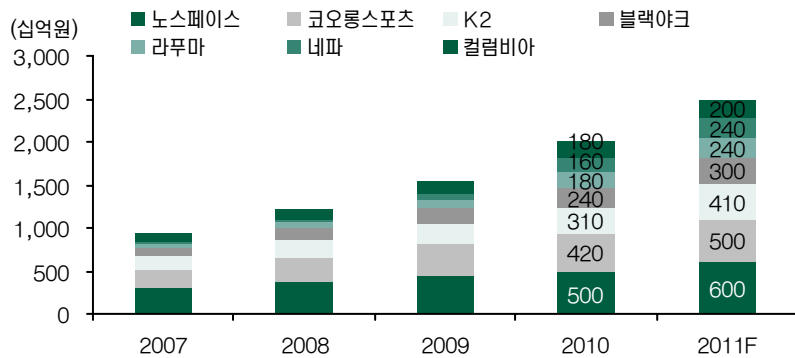
그림 56> 총 소비지출 중 여가활동 지출 비중 지속적으로 증가



참고: 여가활동 관련 비용은 소비항목 중 오락문화비에 포함
자료: 통계청, 현대증권

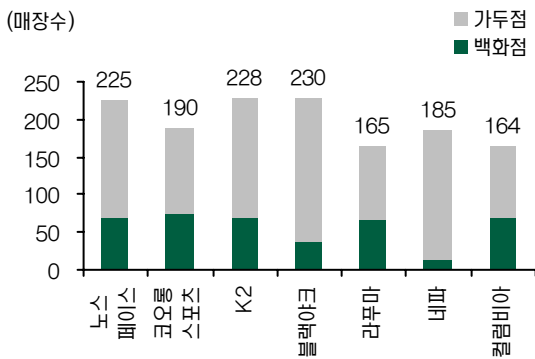
그 결과, 지난 4년 동안 국내 TOP 7 아웃도어 브랜드의 합계 매출액 CAGR은 28%로 고성장을 보였다. 국내 매출 순위는 노스페이스가 2010년 5,000억원으로 1위이고, 그 뒤를 코오롱스포츠, K2, 블랙야크, 라푸마, 컬럼비아가 따르고 있다. 노스페이스와 K2는 백화점과 가두점 비중이 3:7 정도이고, 라푸마와 코오롱스포츠는 4:6으로 아웃도어 브랜드 중 백화점 비중이 높은 편이다. 매장당 매출은 노스페이스와 코오롱스포츠가 각각 20억원 이상으로 가장 높은 편이다.

그림 57> 국내 TOP 7아웃도어 브랜드 2008~11F 판매액 CAGR 28%



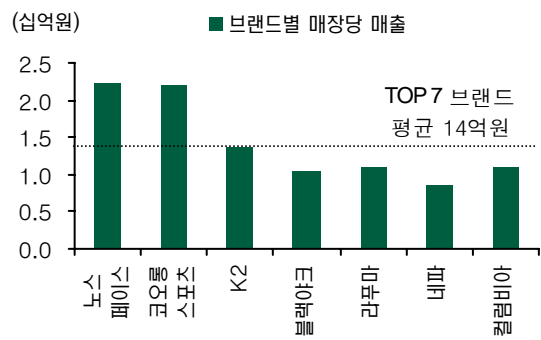
자료: 삼성디자인넷, 현대증권

그림 58> 아웃도어 유통채널은 백화점 : 가두점 = 30 : 70



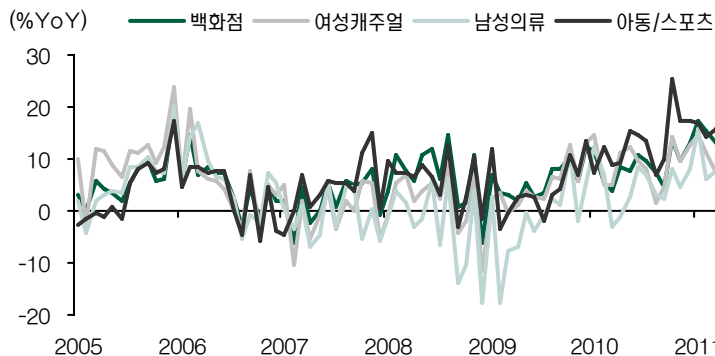
자료: 삼성디자인넷, 현대증권

그림 59> TOP 7 브랜드 평균 매장당 연간매출액 14억원



자료: 삼성디자인넷, 현대증권

그림 60> 2007년 이후 백화점 아웃도어 매출액 신장률, 타 복종 압도



자료: 지식경제부, 현대증권

명품 다음으로 백화점 신장을 이끌었던 부문은 아동복, 스포츠의류이다. 특히, 아래의 표를 보면 최근 아웃도어 스포츠 산업의 성장속도를 실감할 수 있다. 2010년 이후 백화점 부문별 전년 대비 신장률 수치이다. 아동/스포츠의류 부문은 최근 22개월 동안 두 자리 수 이하로 신장한 적이 7회이고, 5% 이하 혹은 역신장을 기록한 적이 없다. 여성정장이나 남성의류에 비해 훨씬 견조하고 높은 신장 추세이다. 명품의 신장세가 둔보였던 몇 달을 제외하고는 백화점 전체의 신장률을 Outperform 하고 있다.

그림 61 > 2010년 1월 이후, 백화점 부문별 전년대비 월매출액 신장률

	잡화	여성 정장	여성 캐주얼	남성의류	아동 스포츠	가정용품	명품	백화점 전체
10.01	6.1	19.8	14.6	12.5	7.5	18.3	6.7	11.7
10.02	11.0	(1.4)	5.0	6.9	12.4	4.6	(5.7)	5.4
10.03	1.7	3.4	5.0	(3.1)	8.7	10.5	3.2	4.0
10.04	13.0	3.7	11.2	(1.2)	9.1	7.8	9.4	8.3
10.05	5.2	2.3	12.2	2.8	15.3	6.5	9.8	7.7
10.06	12.2	5.0	9.8	8.4	14.5	8.4	16.4	10.8
10.07	10.2	2.7	8.0	7.1	13.4	5.6	19.6	9.6
10.08	5.9	6.5	1.7	3.0	6.9	12.4	17.0	7.5
10.09	7.3	(2.5)	4.7	2.5	10.1	2.7	5.7	4.8
10.10	6.6	11.4	14.1	8.2	25.4	12.3	21.1	13.8
10.11	6.2	9.8	9.6	4.7	17.3	9.4	11.9	9.8
10.12	9.9	9.5	12.7	8.1	17.5	15.3	20.8	13.0
11.01	18.9	10.6	14.8	15.9	16.8	15.2	31.8	17.3
11.02	10.5	14.4	11.3	6.1	14.1	25.0	29.7	15.2
11.03	12.4	4.5	7.5	7.6	15.7	16.2	27.0	12.9
11.04	7.6	7.4	12.6	13.2	19.9	24.2	43.2	16.7
11.05	6.0	2.6	3.9	1.4	9.6	18.4	21.1	8.2
11.06	4.6	1.0	9.0	3.1	10.8	13.5	16.7	8.1
11.07	6.9	0.3	9.3	2.0	9.2	10.8	15.3	7.9
11.08	4.1	(1.8)	7.8	4.1	10.9	10.9	14.0	7.1
11.09	7.2	2.9	7.1	4.1	15.0	6.4	15.1	8.6
11.10	1.0	(3.6)	5.1	0.6	6.0	(2.0)	10.9	2.7

참고: 10% 이상 신장 시 녹색, 5% 미만 신장 혹은 역신장 시 회색 표기
 자료: 지식경제부, 현대증권

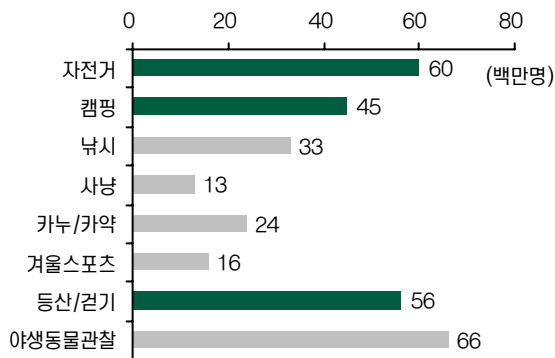
초중고 주5일 수업제 도입, 젊은층 소비 가세로 아웃도어 2012년에도 성장세 유지전망

그렇다면, 이러한 아웃도어 의류 시장의 성장세가 2012년에도 이어질까? 결론은 'YES'이다. 그 이유는 1)2012년부터 초중고교 주5일 수업제가 도입되면 가족중심 문화가 확산되면서 캠핑, 야외활동이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 2)건강과 여가에 대한 관심이 높아지면서 등산/자전거 인구가 꾸준히 증가할 것으로 전망되며, 이들이 실제로 취미생활에 금전적 투자를 하고 있다. 마지막으로 3)아웃도어 의류의 캐주얼화가 진행되면서, 은퇴인구뿐 아니라 젊은 층에서도 아웃도어 의류 소비가 증가할 것으로 판단된다.

건강과 웰빙생활에 대한 관심이 높아지면서, 국내에 걷기열풍뿐 아니라 자전거 문화 역시 확산되고 있다. 레저문화가 정착된 미국의 경우, 아웃도어 활동 인구 중 등산, 자전거, 캠핑 참여자가 가장 많다. 미국 시장에서도 레저문화 초기 성장 단계에서, 현재 참여자가 가장 많은 아웃도어 활동인 등산과 자전거의 참여인구의 급속한 증가 현상을 거쳤다.

그리고 이러한 자전거/등산을 취미생활로 하는 하비홀릭들이 취미에 그치는 것이 아니라 실제로 용품과 의류를 구매한다는 점이 의미 있다. 등산객 앙케이트에 따르면 연간 등산용품 구매금액은 50만원~100만원이 35%로 가장 많았고, 아웃도어 의류 구입시 고려사항 중 기능성을 중요시 여기는 태도를 보였기 때문에, 고가의류임에도 불구하고 지속적으로 구매가 일어나는 것이라고 분석된다.

그림 62> 레저문화가 정착된 미국은 트레킹, 자전거 인구 많음



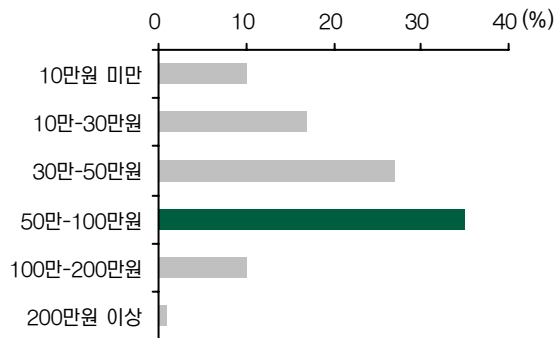
자료: Outdoor Industry Association, 현대증권

그림 63> 소비트렌드 변화, 취미생활에 돈을 쓰다

모빌리티	이동소비의 부상 모바일소비가 본격적으로 구현
패밀리 2.0	패밀리 네트워킹의 확장 가족중심주의 부상, 가족의 행복에 비중
알파 그린	실질적 혜택을 주는 친환경적 소비확대 전세계적으로 녹색성장 기조
브라보 시니어라이프	새로운 자아를 찾고자 하는 중년 자신을 위한 소비를 늘려가는 꽃중년 증가
몰링	소비와 여가, 두 마리 토끼 잡기 원스탑, 엔터테인먼트 니즈 확대
하비 홀릭	취미에 흠뻑 빠진 사람들 금전적여유와, 시간적여유가 취미확산의 토대
멀티 컬처	이중 문화 소비 확대 잘 알려지지 않은 국가/문화 관심 증대

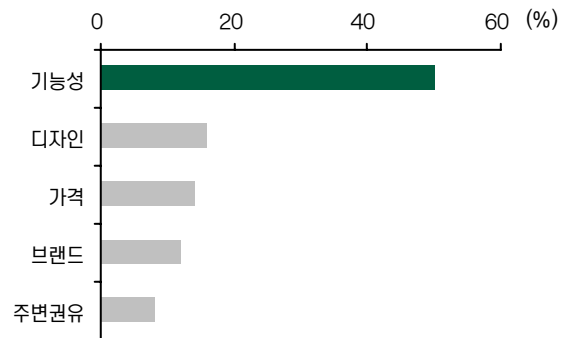
자료: 언론보도, 현대증권

그림 64> 연간 등산용품 구매금액 50-100만원이 가장 많음



자료: 언론보도, 현대증권

그림 65> 등산복 구매 시 기능성 가장 중시



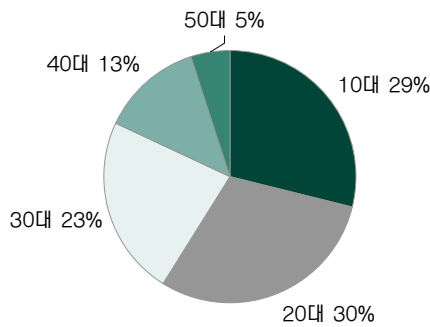
자료: 언론보도, 현대증권

또, 최근 아웃도어 브랜드들이 타겟 하향화를 위해 라인 다각화를 진행 중이다. 메인 고객인 40-50대 중장년층뿐 아니라, 20-30대를 위해 도심에서도 즐기는 활동을 컨셉으로, 캐주얼 아웃도어 상품을 강화하고 있는 것이다.

특히, 노스페이스는 10, 20대 고객의 관심을 끄는데 성공한 대표적인 예이다. 이는 1)아웃도어 브랜드는 등산복이라는 공식을 깨고 아웃도어 의류의 캐주얼화를 선도했고, 2)아웃도어 브랜드로는 최초로 서울 명동에 플래그쉽 스토어를 오픈했으며, 3)젊은 층의 트렌드 민감도를 고려해 신제품 출시 주기도 40~45일 단위로 단축하는 노력을 기울였기 때문이다.

그 결과 노스페이스 온라인 쇼핑물의 10대, 20대 비중이 약 60%를 차지할 만큼 높다. 온라인이라는 채널 특성상 장년층보다 젊은 층이 많은 점을 고려한다 해도 높은 수치로, 이러한 십대, 이십대 고객은 향후 브랜드의 큰 자산이 될 것으로 판단된다.

그림 66> 노스페이스의 온라인 쇼핑물 고객 비중, 10대~20대 비중 60% 차지



자료: 언론보도, 현대증권

최근 경쟁강도 심화, 판관비 증가는 리스크요인

성장성이 높은 만큼 국내에 아웃도어 브랜드들이 경쟁적으로 런칭되었는데, 이렇게 치열한 경쟁은 향후 리스크 요인으로 지목된다. 신규브랜드 런칭으로 경쟁이 치열해져, 기존브랜드 및 신규브랜드가 MS를 유지 및 상승시키기 위해 톱모델을 기용해 광고 비용이 증가하고 있다. 향후에도 판관비 상승으로 인한 마진 압박은 지속될 것으로 보인다.

실제로 최근 원빈, 조인성, 박병, 2PM, 이승기, 이연희, 이민정 등 내로라하는 스타들이 아웃도어 브랜드 광고모델로 활동하고 있다. 최근 언론에 따르면 이들의 모델료는 보통 7억 원대로 알려졌다. 모델료뿐 아니라 광고비 지출도 많은데, 이는 치열해진 경쟁으로 아웃도어 브랜드들이 앞다퉀 황금 시간대에 광고를 하기 때문이다. 골드윈코리아의 경우 2010년 3분기까지 누적 영업이익률 25.4%였으나, 2011년 동 기간 영업이익률은 판관비 증가로 21.2%까지 하락했다.

그림 67> 롯데 백화점 본점에 입점된 아웃도어 브랜드, 경쟁심화 및 판관비 증가는 리스크요인



자료: 롯데백화점, 현대증권

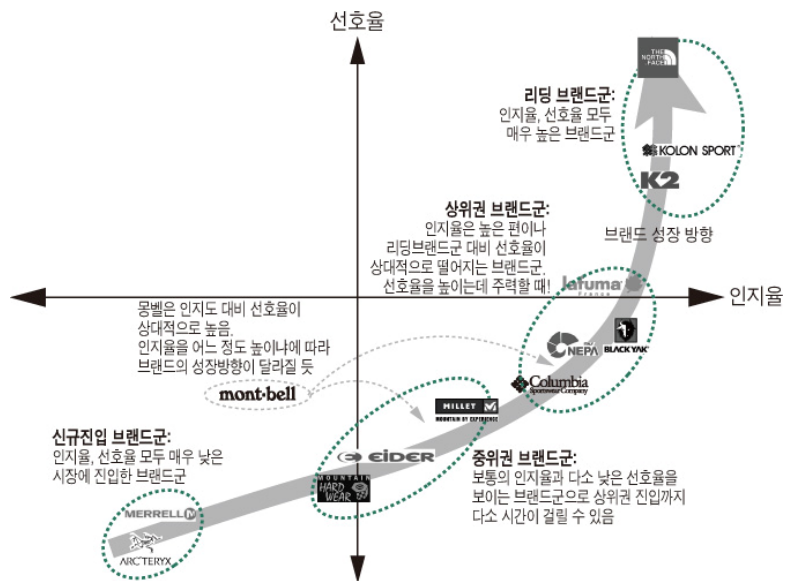
하지만, 아웃도어 브랜드의 선호도 및 인지도와 점유율이 일치해 리딩브랜드의 MS는 유지될 전망

경쟁에도 불구하고 리딩브랜드의 선호도와 인지도는 월등히 높기 때문에, 최근 신규 진입 브랜드로 인한 MS 감소는 제한적일 것으로 판단된다. 최근까지도 아웃도어 매출 상위 브랜드의 순위는 명확히 구분되고 변동이 적은 것이 특징이다.

노스페이스는 1997년에 국내에 들어와 인지도와 선호율 모두 상위권으로 향후에 골드윈코리아를 중심으로 아웃도어 매출의 성장세가 지속될 것으로 전망된다. 리푸마는 2005년에 국내에 소개되었지만 LG패션의 지속적인 투자로 인지도를 TOP5 수준으로 높여왔다.

국내에서 점유율과 인지도가 상당히 일치함을 감안할 때, 중위권 브랜드나 신규진입브랜드의 상위권 진입은 다소 시간과 투자가 필요할 것으로 판단된다. 결론적으로, 신규브랜드들이 앞다퉈 런칭하며 경쟁을 심화시키지만, 리딩브랜드와 상위권브랜드의 아웃도어 시장 선점효과는 당분간 지속될 것으로 보인다.

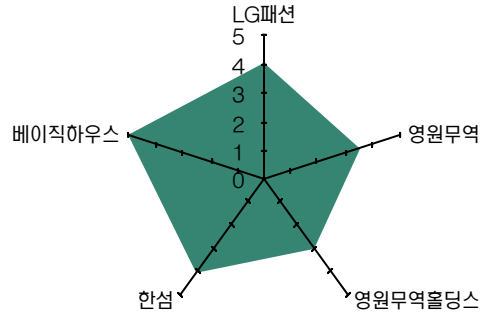
그림 68> 리딩 브랜드와 상위 브랜드군 매출은 신규 진입 브랜드의 영향 적을 것



자료: 삼성디지털넷, 현대증권

3) 중국 해외브랜드 선호, 캐주얼, 아웃도어 부문 성장성 보유

그림 69> 중국 시장에서 성장 모멘텀은 베이직하우스가 가장 긍정적



자료: 현대증권

중국, 생산국에서 소비국으로 변모

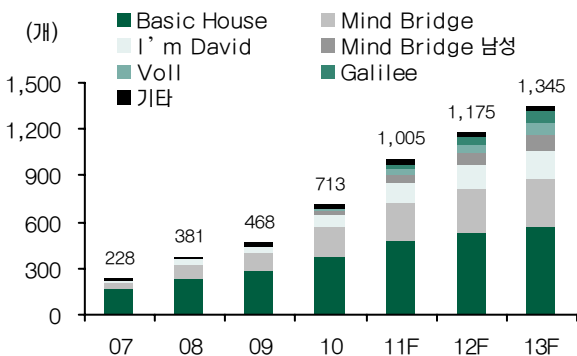
최근 아시아 내수시장에 대한 기대감이 고조되고 있다. 인도네시아 중산층의 구매력이 상승해 인도네시아 내수기업들이 가파른 실적을 보이고 있고, 향후 인도, 태국 등이 뒤를 따를 것으로 전망된다. 우리나라 의류회사의 중국진출을 통해 글로벌화를 시작했다. 중국이 세계의 공장에서 세계의 소비국으로 탈바꿈하면서, 우리나라 의류회사들도 새로운 성장 동력을 마련했다.

베이직하우스 중국 내 성장성 가장 우수 - 철저한 현지화, 높은 브랜드 인지도, 유통망

베이직하우스는 기존 중국 생산기지를 활용해 중국 소비시장을 분석했고, 중고가로 가격 포지셔닝을 해 성공적으로 중국에 진출했다. 동사의 중국 내 성장성은 국내 의류기업 중 가장 돋보일 것으로 판단되는데, 이는 1)중국 소비자의 취향을 적극 반영해 철저한 현지화에 성공했고, 2)초반 브랜드 이미지를 성공적으로 안착시켜 매장확장이 용이했으며, 3)중국에 잘 구축해 놓은 유통망은 해외유명브랜드의 JV 등의 잠재적 성장동력이 될 것으로 판단되기 때문이다.

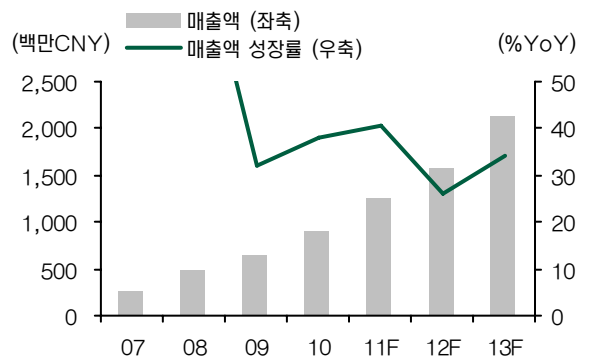
동사는 한국의 디자인 팀에서 두 배수 아이템을 디자인 해 중국의 현지 MD가 실제로 판매할 아이템을 결정하는 시스템을 통해 현지 시장에서 적중률을 높였다. 또, 해외브랜드가 현지백화점에 입점할 때 향후 매장확장을 위해 첫 매장에서 브랜드 인지도 확보가 중요하다. 2004년에 진출한 베이직하우스 브랜드는 2011년 3분기 432개로 매장수를 확대했고, 향후 2009년과 2010년에 신규 런칭한 마인드브릿지 남성과 Voll, Galilee(아동복) 매장을 확대시킬 계획이다.

그림 70> 베이직하우스 브랜드별 중국 매장수



자료: 베이직하우스, 현대증권

그림 71> 중국법인, 2011~13F 매출액 CAGR 34% 전망



자료: 베이직하우스, 현대증권

**LG패션과 한섬,
2012년 중국진출 본격화**

LG패션은 직수출과 라이선스 방식으로 중국에 진출했다. 중국에서 헤지스 영업이 잘 되고 있지만, 라이선스 방식으로 진출해 로열티수입에 국한된다. 라푸마의 경우 프랑스본사와 조인트벤처로 2010년에 직진출하였는데, 베이징올림픽 이후 스포츠 의류의 관심이 높아져 호실적이 예상된다. TNGT와 모그 브랜드 역시 직진출로 진출했다. 세 브랜드의 중장기 목표는 2015년 매장 수 350개, 매출액 3,500억원 달성이다.

한섬은 올해 SK네트웍스에 6개 자사브랜드의 중국 독점 유통사업권을 넘기는 계약을 발표했다. 현재 SJSJ와 시스템 매장 수는 8개로 중국 주요도시에 위치해 있다. SK네트웍스는 오브제, 오즈세컨 브랜드로 현재 중국에서 35개 매장을 보유하고 있다.

그림 72> LG패션은 직진출과 라이선스 방식으로 중국진출

(역원)	매장수		중장기목표(2015년)	
직수출	현재	2011년말	매장수	매출액
TNGT, 모그	25	28	150	1,500
라푸마	32	35	200	2,000
라이선스	매장수		매출액	수입수수료
헤지스	2010년	65	180	10
	2011년	120	250	12-14

자료: LG패션, 현대증권

그림 73> SK네트웍스, 한섬 브랜드 중국 독점 유통사업권 획득

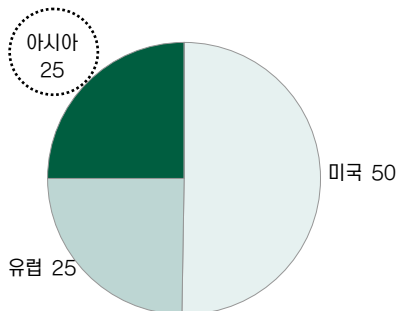
한섬 중국진출 현황	
브랜드	시스템, SJ
매장수	현재 중국내 8개
매장위치	북경, 상해, 대련, 사천, 중경, 항주, 성도
SK네트웍스 중국진출 현황	
브랜드	오브제, 오즈세컨
매장수	11년 10월 35개, 2011년말 40개 전망

자료: 각사, 현대증권

**바이어의 중국진출 전략에
따라 영원무역의 아시아 비중
확대될 전망**

바이어(VF)의 본격적인 중국진출로 아시아를 중심으로 영원무역의 신규매출이 생길 것으로 예상된다. 노스페이스 브랜드를 보유하고 있는 VF Corporation(VF)의 2010년 중국매출 비중은 3%에 불과했으나, 2015년 예상 중국매출 비중은 8%이다. VF의 향후 5년 매출액 목표 CAGR이 11%인데 반해, 중국지역 목표 CAGR은 36%인 점 역시 VF가 중국을 전략 소비국가로 지목한 것을 짐작하게 한다. 게다가, VF가 중국 내 노스페이스 독점판권을 2007년에 영원무역에게서 1,500만 달러에 되사간 사실로도 VF의 중국전략을 확인할 수 있다. 바이어의 전략에 따라 영원무역의 향후 중국 비중도 증대될 것으로 전망된다.

그림 74> 2010년 영원무역의 아시아 수출 비중 25%



자료: 영원무역, 현대증권

그림 75> 바이어인 VF의 2011~15F 아시아 매출 CAGR 29%

매출 (백만USD)	2010	2015F	CAGR	2010	2015F
United States	5,395	8,092	8%	70	64
International	2,308	4,611	15%	30	36
Americas (ex-U.S.)	492	792	10%	6	6
Europe	1,431	2,431	11%	19	19
Asia	385	1388	29%	5	11
China	219	1001	36%	3	8
India	54	195	29%	1	2
Other Asia	112	192	11%	1	2
합계	7,703	12,703	11%	100	100

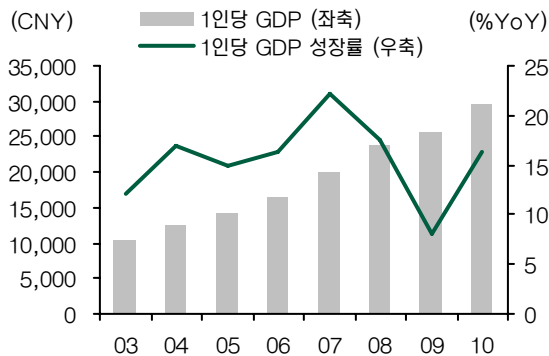
참고: VF Corporation은 노스페이스 브랜드를 보유한 미국회사

자료: VF Corporation, 현대증권

**중국, 가처분 소득 증가
→ 의류 소비 증가**

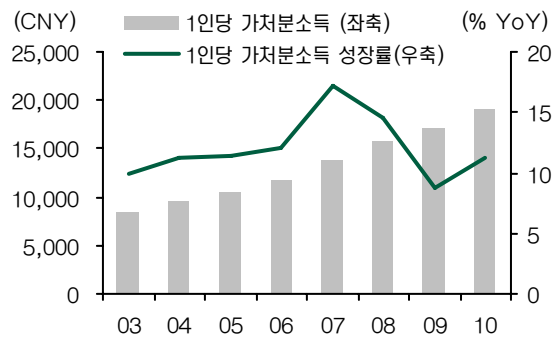
중국은 1인당 GDP가 가파르게 성장하면서 가처분 소득도 큰 폭으로 증가했다. 중국 내 중산층이 빠른 속도로 증가하면서 소매판매가 지속적으로 높은 성장률을 보여주고 있다. 특히, 의류판매는 2005년부터 6년 연속 20% 이상 급격히 성장했다. 중국이 글로벌 럭셔리 소비강국으로 등극했다는 사실은 주목할만한데, 이는 전통적인 럭셔리 소비강국인 일본, 미국의 소비가 경기 침체로 주춤한 틈을 타 부유층과 중산층이 급속히 확대된 중국의 소비파위가 커졌기 때문이다.

그림 76> 중국 1인당 GDP 성장률



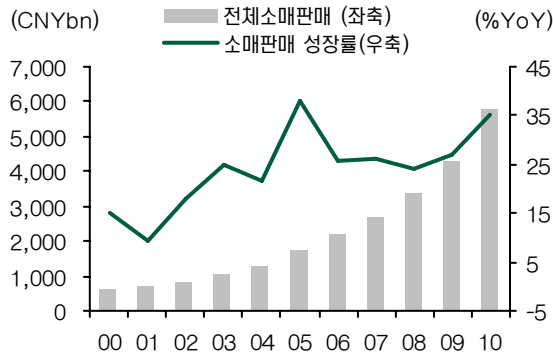
자료: CEIC, 현대증권

그림 77> 중국 1인당 가처분 소득 성장률



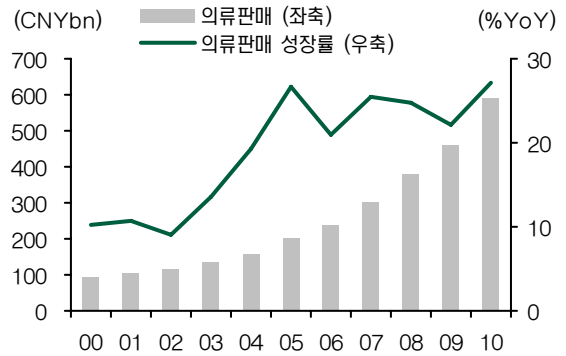
자료: CEIC, 현대증권

그림 78> 소득증가 → 소비증가



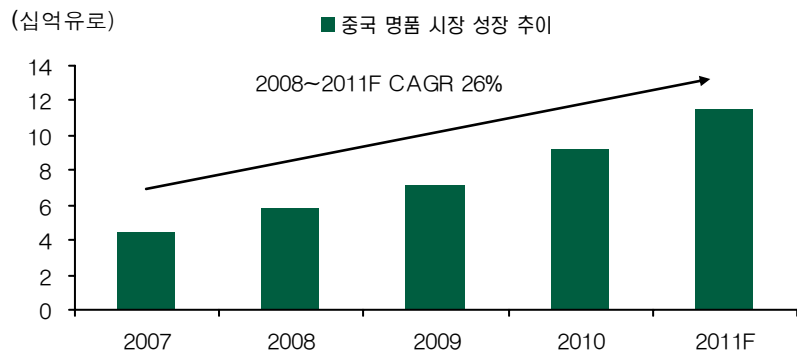
자료: CEIC, 현대증권

그림 79> 의류판매 6년 연속 20% 이상 성장



자료: CEIC, 현대증권

그림 80> 중국 중산층의 소비여력 충분, 명품 소비 2008~11F CAGR 26% 전망

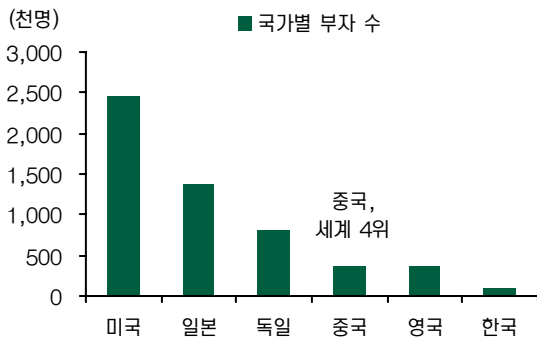


자료: 베인앤amp;컴퍼니, 현대증권

중국의 많은 부자 수, 젊은 부유층 → 중국에 진출한 국내 의류회사의 성장에 긍정적

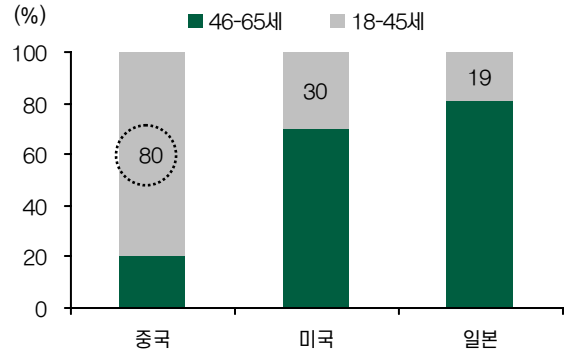
중국의 일인당 GDP는 낮지만, 소득격차가 심해 금융자산 백만 달러 이상의 부자의 수는 미국, 일본, 독일에 이어 전세계 4위다. 이러한 부유층은 전체 소비의 31%를 의류와 신발에 사용하는데, 일반계층이 11% 소비하는데 비해 높은 수치이다. 연령대별로 미국과 일본의 부유층은 중장년층인데 비해, 중국은 18-45세라는 것이 특징적이다. 이는 중국의 한 자녀 규제로 부모의 부가 자녀(소황제)에게 고스란히 물려진 결과인데 특히, 젊은 도시 여성들은 여행, 화장품, 의류에 대한 소비가 높아 중국에 진출한 국내 소비재 기업의 성장 모멘텀에 긍정적이다.

그림 81> 중국 부자 수는 전세계 4위로 많음



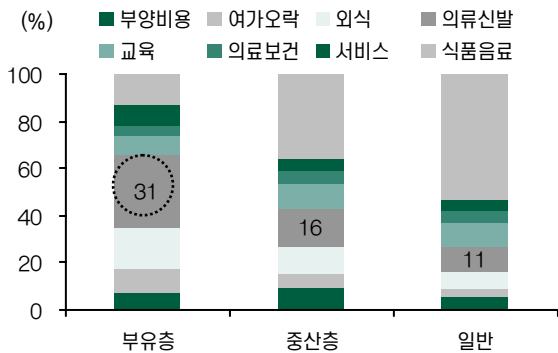
자료: Capgemini & Merrill Lynch, 현대증권

그림 82> 중국의 부유층은 80%가 45세 이하



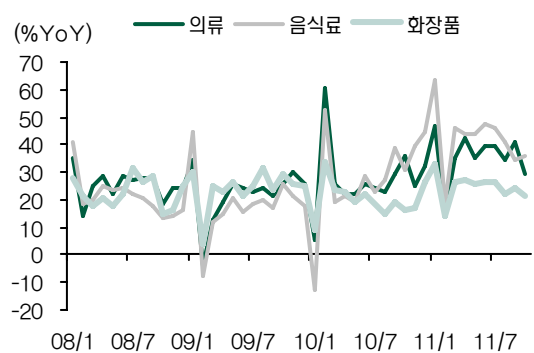
자료: Mckinsey, 현대증권

그림 83> 부유층의 의류, 신발 소비 비중은 31%로 높음



자료: Mckinsey, 현대증권

그림 84> 중국 도시여성 의류, 화장품 소비 활발



자료: CEIC, 현대증권

그림 85> 중국의 소황제는 해외브랜드 경험이 많고 관심도 높음

	1기 소황제 (30대) 바링허우 (80년대생)	2기 소황제 (20대) 주링허우 (90년대생)
규모	1.8억명 (남52%, 여48%)	2.2억명 (남51%, 여49%)
특성	10대, 20대 고도성장기 청소년기 해외브랜드 경험	풍요로운 유아기와 아동기 어릴 때부터 외국브랜드, 고가품에 익숙
소비성향	독립적 구매력 보유 브랜드, 품위, 가치 중시	부모 의존 소비 브랜드, 첨단성, 유행 중시
소비품목	홈, 엔터테인먼트, 자동차, 주택, 레저, 자녀양육, 금융, 외식, 교육	IT, 패션, 엔터테인먼트, 모바일, 자기개발(교육) 서비스, 정보통신

자료: 삼성경제연구소, 현대증권

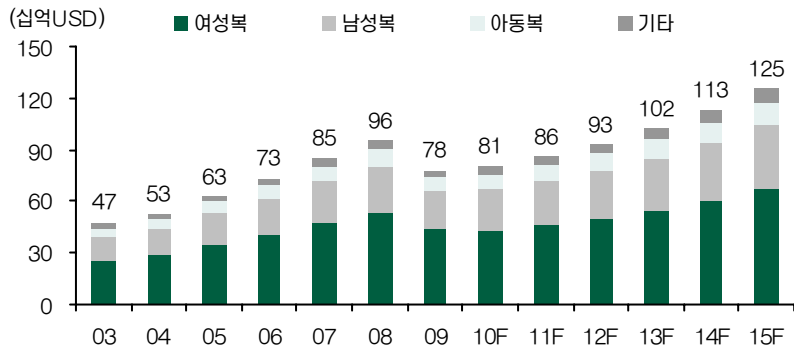
중국 의류시장 분석
- 의류, 스포츠의류, 신발, 아웃도어의류

1) 전체의류 98조원 규모, 2010~15F CAGR 8% 예상

그렇다면 이제 중국의 의류와 신발시장을 좀 더 구체적으로 살펴보자. 부문별로 1) 의류, 2) 스포츠 의류, 2) 신발, 4) 아웃도어 의류의 전체 시장규모를 살펴보고, 상위 10위 브랜드와 점유율을 분석해 각 시장 별 경쟁강도를 파악해보자.

먼저 전체 의류 시장은 2011년 860억 달러(한화 98조원) 규모로 전망된다. 의류시장 중 여성복이 54%로 가장 큰 비중을 차지하고, 남성복(29%)과 아동복(11%)이 그 뒤를 따르고 있다. 2008년 베이징 올림픽 이후 남성복 시장이 성장하기 시작했고, 앞으로 80년대 생 소황제가 자녀를 갖게 됨에 따라 아동복 시장도 성장성이 있을 것으로 판단된다. 전체 의류시장은 2015년까지 CAGR 8%로 성장할 것으로 전망되고, 여성복은 지속적으로 타 부문에 비해 높은 비중을 유지할 것으로 보인다.

그림 86> 중국 의류시장 2010~15F CAGR 8% 전망

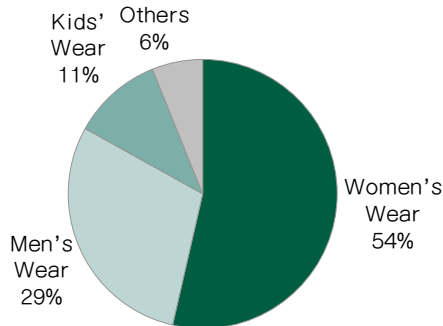


자료: AM Mindpower Solutions, 현대증권

진입장벽 낮아 다수의 브랜드 존재, 브랜드 인지도 확보에 많은 노력 요구

의류의 경우 굉장히 많은 수의 해외브랜드와 로컬브랜드가 존재하기 때문에, 브랜드별로 점유율을 파악하기가 쉽지 않고 한 브랜드의 점유율도 높지 않다. 즉, 진입장벽이 높지 않아 국내 브랜드의 해외진출 자체는 용이하나 다수의 브랜드가 존재하고 신규브랜드 진입위험도 항상 존재하기 때문에, 브랜드 인지도를 확보하는데 많은 노력이 필요한 것으로 판단된다.

그림 87> 여성복 비중이 54%로 가장 높음



자료: AM Mindpower Solutions, 현대증권

그림 88> 중국 브랜드 가치 TOP 10 브랜드

순위	브랜드	복종	브랜드가치 (백만USD)	시장가치 (백만USD)
1	Li Ning	스포츠	959	2,524
2	Anta Sports	스포츠	811	2,317
3	Metersbonwe	캐주얼	723	2,066
4	Heilan	남성복	516	1,433
5	Bosideng	다운웨어	255	850
6	361Degrees	스포츠	251	837
7	Semir	캐주얼	221	762
8	Xtep	스포츠	197	788
9	Peak	스포츠	192	768
10	Septwolves	남성복	177	553

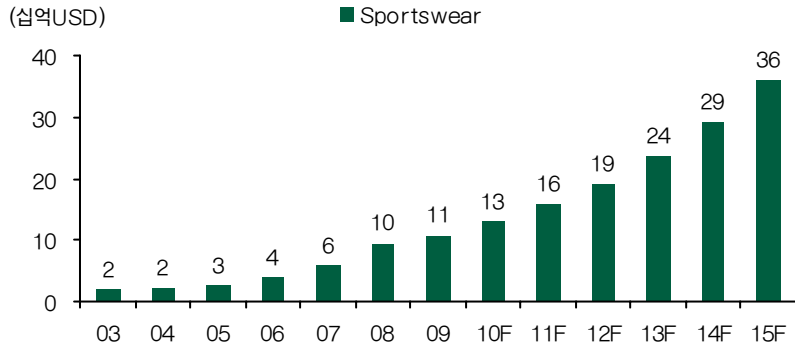
참고: 2010년 기준

자료: AM Mindpower Solutions, 현대증권

2)스포츠의류 18조원 규모, 2010~15F CAGR 20% 예상

스포츠 의류 시장은 2011년 160억 달러(한화 18조원)로 전망되며, 이는 일상의류의 약 1/5 규모이다. 이 시장은 가파른 성장을 보여왔는데, 2009년 110억 달러를 기록해 2003년 20억 달러에 비해 5배 성장했다. 2000년대 후반 금융위기에도 역성장이 없었으며, 향후 CAGR 20% 이상으로 고성장세를 유지할 것으로 전망된다.

그림 89> 중국 스포츠 의류시장 2010~15F CAGR 20% 이상 전망

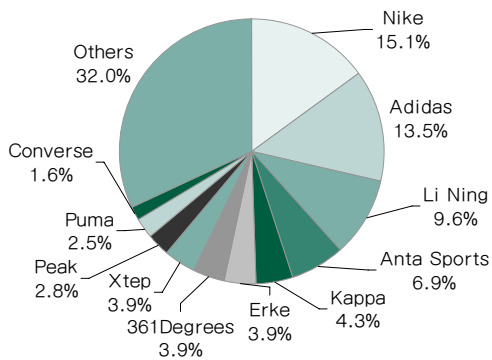


자료: AM Mindpower Solutions, 현대증권

TOP 10 브랜드 MS 66%, 해외, 로컬브랜드 공존

스포츠 의류 시장은 상위 11개 브랜드가 전체 시장의 68%를 차지하고 있다. 그 중 NIKE, Adidas와 같은 글로벌 브랜드가 5개, 로컬브랜드가 6로 적절히 균형을 이루고 있다. 스포츠 의류 시장은 더 많은 로컬업체들이 진출하면서 경쟁이 심화될 것으로 보인다. 하지만, 상위브랜드에 대한 소비자의 로열티가 높고 이는 그 브랜드의 시장에서의 가격협상력을 높이기 때문에, 상위브랜드의 점유상황은 크게 변화하지 않을 것으로 판단된다. 해외 및 로컬브랜드의 유통채널은 전국에 7,000여 개 이상 구축되어 있어, 시장 침투율이 높은 것으로 판단된다.

그림 90> 스포츠 의류 TOP 10 브랜드 점유율 66%



자료: AM Mindpower Solutions, 현대증권

그림 91> 해외브랜드와 로컬브랜드 경합 중

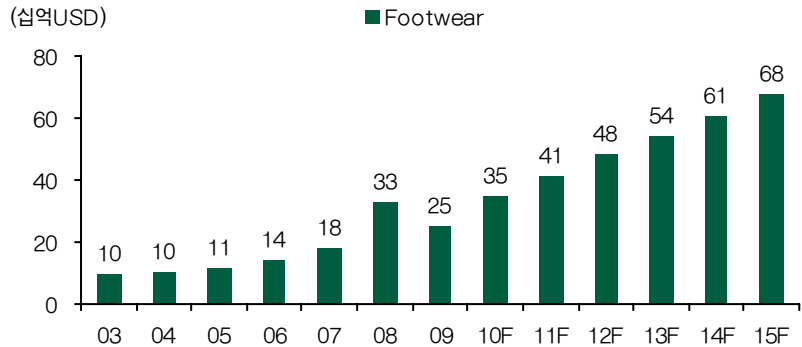
브랜드	국가	매장수
Nike	미국	5000개 이상
Adidas	독일	5000개 이상
Li Ning	로컬	7,915
Anta Sports	로컬	7,549
361Degrees	로컬	7,263
Xtep	로컬	7,031
Peak	로컬	7,224
Dongxiang	로컬	3,771

자료: CICC, 현대증권

3)신발 40조원 규모, 2010~15F CAGR 18% 예상

신발시장의 규모는 2011년 350억 달러(한화 40조원)로 전망되며, 2009년 금융위기에 한번의 역성장을 경험했다. 신발 시장 역시 성장속도가 높아 2015년까지 약 18% CAGR로 성장할 것으로 전망된다.

그림 92> 중국 신발시장 2010~15F CAGR 18% 전망

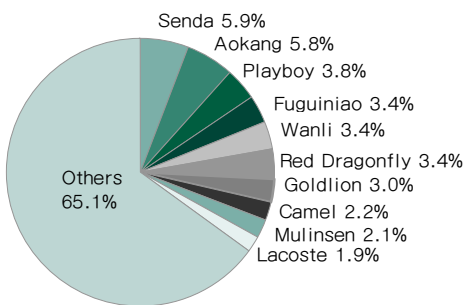


자료: AM Mindpower Solutions, 현대증권

남성화 TOP 10 브랜드 MS 35%, 여성화 TOP 10 브랜드 MS 60%

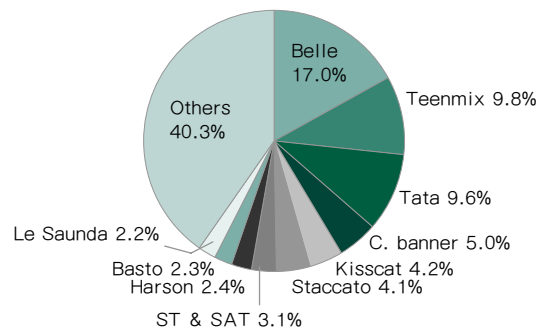
남성화의 경우 상위 10개 브랜드의 점유율이 약 35%로 지배력이 뚜렷하게 강한 회사는 없다. 의류와 마찬가지로 다양한 현지 신발회사들이 경쟁하고 있는 상황이다. 여성화 상위 10개 브랜드의 점유율은 약 60%로 높은 편이다. 특히 Belle와 Teenmix, Tata 등의 로컬브랜드의 점유율이 각각 17%, 10%, 10%로 높다. 여기서 중국 여성들이 신발브랜드에 대한 높은 로열티를 보이고 있으며, 국내브랜드의 중국 진출을 위해서는 철저한 현지화 전략이 필요함을 확인할 수 있다.

그림 93> 남성화 TOP 10 브랜드 점유율 35%



자료: Barclays, 현대증권

그림 94> 여성화 TOP 10 브랜드 점유율 60%

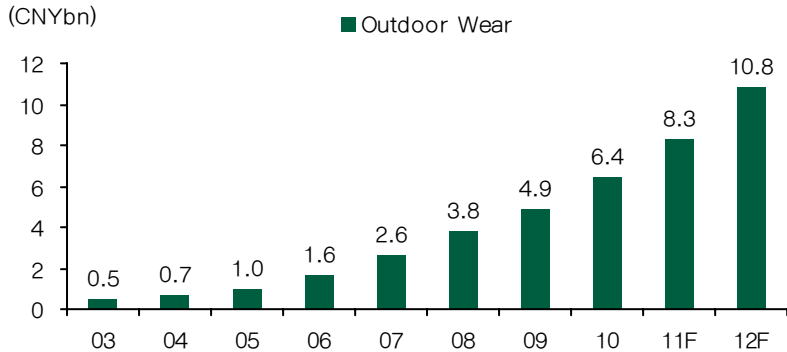


자료: Barclays, 현대증권

4)아웃도어의류 1.5조원 규모, 2012년 전년대비 30% 성장 전망

마지막으로 아웃도어 의류 시장의 규모는 2011년 83억 위안(한화 1.5조원)으로 전망된다. 이는 스포츠 의류나 전체 의류 시장에 비해 굉장히 낮은 비중인데, 그 만큼 향후 성장성이 높음을 의미한다. 2012년에도 전년대비 30% 이상 성장할 것으로 전망된다.

그림 95> 중국 아웃도어 의류시장 2010~12F CAGR 30% 전망



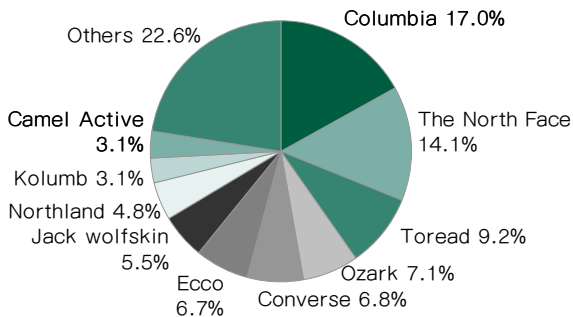
자료: COCA, 현대증권

TOP 10 브랜드 MS 77%, 소수 해외브랜드 과점

아웃도어 의류는 상위 10개 브랜드가 약 77%의 점유율을 차지할 정도로 소수브랜드의 과점 현상이 뚜렷하다. 특히 상위 10위 브랜드 중 8개가 해외 유명 브랜드로 로컬브랜드의 영향력이 낮은 편이다. 컬럼비아가 17%, 노스페이스가 14%로 각각 1,2위를 차지하며 로컬 브랜드인 Tread가 9%로 3위를 차지하고 있다.

해외 유명 브랜드가 중국의 아웃도어 시장을 점유하고 있는 이유는 아웃도어 의류를 구매할 때 기능성과 브랜드를 가장 먼저 고려하기 때문으로 분석되는데, 이는 신규 혹은 로컬브랜드의 진입장벽으로 작용할 것으로 보인다. 시장의 성장성이 높기 때문에 향후에 더 많은 경쟁자가 나타날 것으로 전망되나, 국내 시장과 마찬가지로 기존 Player의 선점효과는 지속될 것으로 판단된다.

그림 96> 아웃도어 의류 TOP 10 브랜드 점유율 77%



자료: GUODU, 현대증권

그림 97> 해외브랜드가 로컬브랜드 대비 우위 점유

브랜드	국가	유통채널 수 범위		
		1-299	300-499	500-700
Columbia	미국		√	
The North Face	미국		√	
Tread	로컬			√
Ozark	스위스	√		
Timberland	미국	√		
Kolumb	로컬		√	

자료: CIMB, 현대증권

그렇다면 이제, 중국 의류시장에 진출한 국내 의류회사의 현황을 살펴보고, 현지화에 성공한 베이직하우스의 중국 진출 성공 전략을 분석해 보자. 그리고, 향후 국내 브랜드가 중국시장에서 성장할 동력이 있는지 그 이유는 무엇인지 알아보자.

그림 98> 국내 의류회사의 중국 진출 현황

회사	진출브랜드	진출시기	진출방식	매장수 (10년말)	특징
LG패션	헤지스 TNGT 라푸마	2007	라이선스 직진출 JV	74	09년말 TNGT 진출, 라푸마 10년에 JV로 진출 상해법인 (TNGT, 모그) 연말까지 매장수 28개로 확장 계획 북경법인 (라푸마) 연말까지 매장수 35개로 확장 계획
베이직하우스	베이직하우스 마인드브릿지 I'm David 등 6개 브랜드	2004	직진출	713	중국 소싱기반으로 중국 내 자회사 설립 후 직진출 중고가 포지셔닝 11년말 매장수 1,005개 예상, 12년 매장수 170개 신규오픈 전망 VoII 10년 4월 신규런칭, Galilee(아동복) 10년 11월 신규런칭
SK 네트워크	오브제, 오즈세컨 시스템, SJ	2008	직진출	27	오즈세컨 브랜드 중국 내 인지도 상승 중 연말까지 매장수 40개로 확장 계획 12년부터 한섬 6개브랜드 중국 독점 유통사업권(5년 계약) 획득
이랜드	티니위니 이랜드 등 20여개 브랜드	1992	직진출	3,752	중국 소싱기반으로 브랜드 직진출 중고가 포지셔닝 티니위니 브랜드의 매출 압도적, 총매출의 40%
FnC코오롱	잭니클라우스, 코오롱스포츠 등	2003	직진출 JV	120	스포츠 의류 중심 최근 현지기업과 합작으로 여성복 특화 진행 중

자료: 각사, 현대증권

그림 99> 베이직하우스의 중국진출 성공 전략

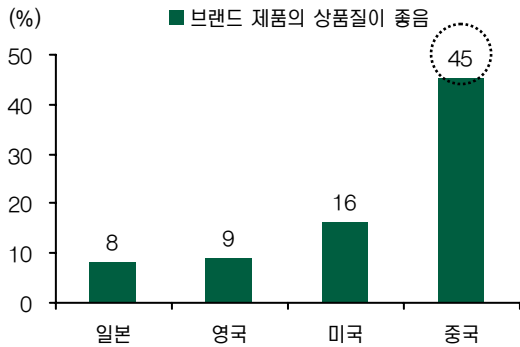
1. 시기의 적절성	04년, 중국의 소비가 본격화 되면서 여성복 활황 08년, 베이징올림픽 이후 남성복/스포츠 의류 소비 증가 현재, 80년대생 소확제가 자녀를 가질 시기로 아동복 성장 기대
2. 한류열풍	한국문화에 대한 관심고조와 한국브랜드 선호도/인지도 향상
3. 브랜드포지셔닝	중산층 이상을 공략한 중고가 포지셔닝
4. 현지화	중국인의 선호디자인, 체형, 선호피팅 등 철저한 분석 필요
색상	대담한 원색을 좋아함, 중국적인 색배합 중요
디자인	장식성이 강하고, 자수 등을 활용한 '中國色'이 강한 디자인
체형	중국인은 한국인에 비해 팔다리와 허리가 긴 체형
피팅	중국여성은 한국여성에 비해 몸에 붙는 옷을 선호

자료: 베이직하우스, 현대증권

중국은 1)캐주얼, 2)아웃도어 의류 성장성 높고, 3)해외 브랜드 선호도가 높아 국내 의류기업 실적 양호할 전망

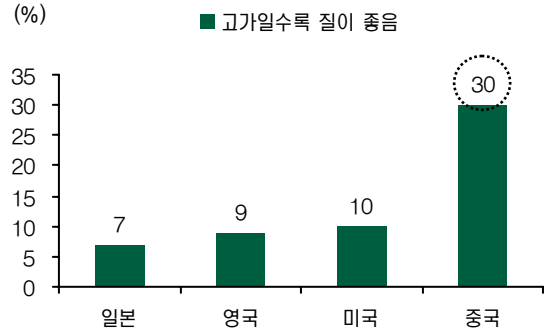
국내 의류기업은 주로 여성복, 캐주얼 의류, 아웃도어 의류 시장에 중점적으로 진출해 있다. 중국 시장에 진출한 국내브랜드의 향후 성장 모델이 유효하다고 판단된다. 이는 1)중국 소비자는 브랜드 및 고가제품을 선호하는 경향이 강하고 해외여행 및 유학으로 해외브랜드에 대한 선호도가 높으며, 2)의류산업이 성숙화된 미국과 비교했을 때 캐주얼 의류 시장의 성장여력이 크고, 3)아웃도어 의류의 성장은 이제 시작에 불과하다고 판단되기 때문이다.

그림 100> 중국 소비자 브랜드 제품 선호도 높음



자료: McKinsey, 현대증권

그림 101> 중국 소비자 고가 제품 선호도 높음



자료: McKinsey, 현대증권

중국의 소비자는 일본, 영국, 미국 등 다른 국가에 비해 브랜드 제품이나 고가 소비재의 선호도가 높다. 그리고 해외여행이 보편화되면서 해외브랜드에 대한 이해가 높아졌다. 이는 중국에 진출한 해외브랜드의 약진으로 확인해 볼 수 있는데, 해외 SPA 브랜드 중 H&M은 2007년 4월, Inditex사의 ZARA는 같은 해 2월에 중국에 진출했다. Fast Retailing사의 Uniqlo는 2002년에 중국시장에 진출했다. 최근 중국의 내륙 경기 부양정책과 고속철도 개발계획에 따라 2선, 3선 도시의 발달이 기대되면서, 글로벌 SPA 브랜드의 적극적인 사세확장이 예상된다.

특히, 중국에서 약진하고 있는 덴마크 Bestseller사는 일찌감치 1996년에 중국에 진출했다. 주요브랜드 ONLY, Vero Moda, Jack and Jones 매장을 총 3,500여 개 운영하고 있으며, 현지 트렌드를 분석하고 중국인의 성향을 감안한 디자인을 발 빠르게 내놓을 수 있는 입지를 확보했다.

그림 102> 해외 SPA 브랜드의 중국진출 현황

회사	Fast Retailing	H&M	Inditex
브랜드	Uniqlo	H&M	ZARA 등
국가	일본	스웨덴	스페인
2009년 매장수	2,173	1,988	4,067
중국진출년도	2002	2007	2007
매장수	33	27	68
매장당매출(\$mn)	450	680	620
매장면적(m ²)	1,000	1,000-1,500	1,000

자료: Kotra, 현대증권

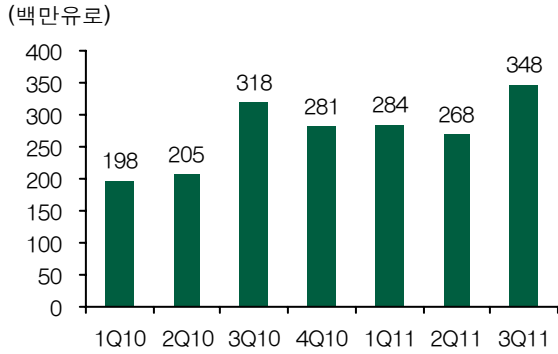
그림 103> Bestseller사의 공격적인 중국진출



자료: Kotra, 현대증권

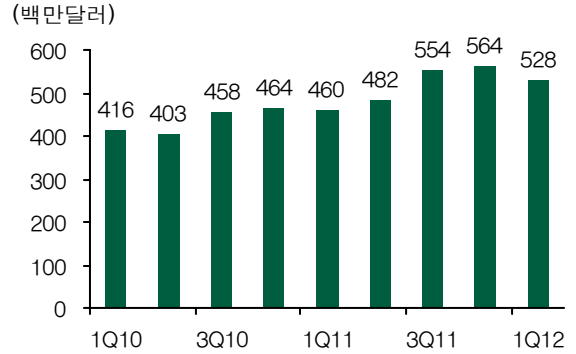
스포츠 의류 시장에서 점유율 1,2위를 기록하고 있는 나이키와 아디다스는 그 매출규모가 상승 추세에 있다. 스포츠 의류는 고객충성도가 높고, 그로 인해 시장에서 바케팅 파워가 높아 가격 인상이 용이해 두 해외브랜드의 지배력은 향후에도 높아질 것으로 판단된다. 이러한 해외브랜드의 약진은 앞서 언급한 중국 소비자의 소비성향과 일치하며, 국내브랜드의 성장에도 긍정적인 작용할 것으로 판단된다.

그림 104> 아디다스 중국 매출액 추이



자료: Bloomberg, 현대증권

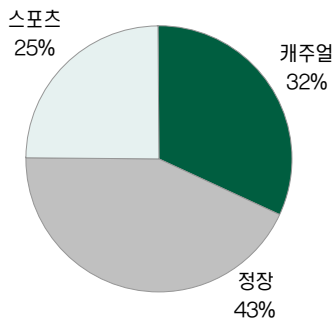
그림 105> 나이키 중국 매출액 추이



자료: Bloomberg, 현대증권

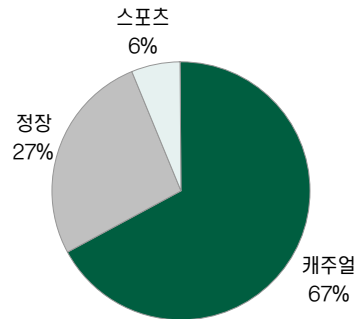
대다수의 중국 소비자는 편하게 쓸 때 스포츠 의류보다는 캐주얼 의류를 선택한다. 하지만 아직 선진국보다 중국의 캐주얼 의류 소비가 여전히 낮기 때문에 성장 잠재력이 크다고 판단된다. 미국의 경우 캐주얼 의류 비중이 70%에 육박하지만, 중국은 아직 30~40% 수준이다. 이는 베이직하우스와 같이 중국에 진출한 국내 캐주얼 브랜드에 긍정적으로, 캐주얼 의류를 선택하는데 가장 중요한 요소인 상품 경쟁력을 확보하는 것이 관건이라고 여겨진다.

그림 106> 중국 남성 캐주얼 비중 32%



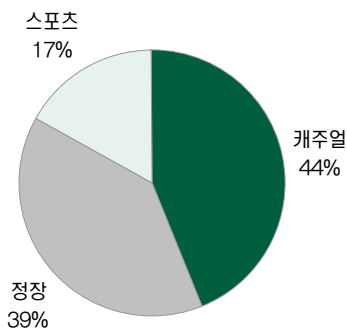
자료: CICC, 현대증권

그림 107> 미국 남성 캐주얼 비중 67%



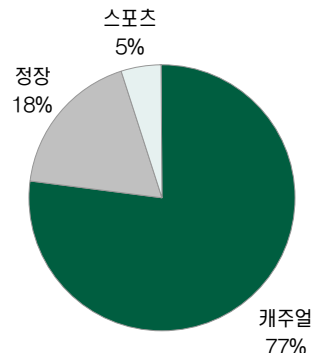
자료: CICC, 현대증권

그림 108> 중국 여성 캐주얼 비중 44%



자료: CICC, 현대증권

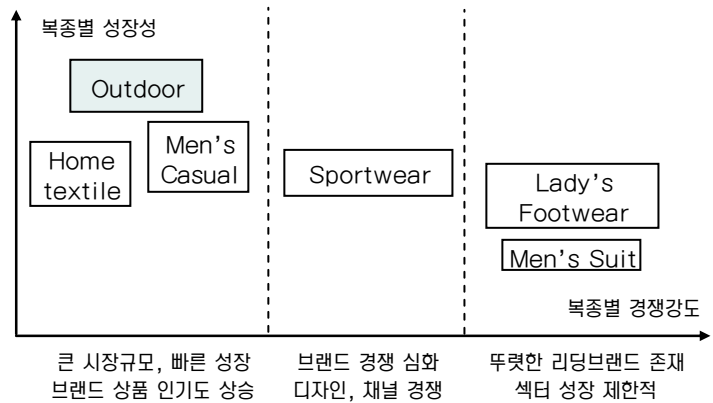
그림 109> 미국 여성 캐주얼 비중 77%



자료: CICC, 현대증권

마지막으로 아웃도어 의류는 중국에서 성장가능성이 가장 높고, 해외브랜드에 대한 선호가 가장 뚜렷하게 보이는 부문이다. 아웃도어 의류는 향후 3년 CAGR 30% 이상으로 전망되며 브랜드 상품의 점유율도 60% 이상으로 높은 편이다. 영원무역은 바이어의 중국 진출 전략과 더불어 중국향 수출이 증가될 것으로 전망된다. LG패션은 2010년 프랑스 라푸마와 JV로 중국북경에 진출했는데, 국내에서와 마찬가지로 태동하는 아웃도어 시장의 성장을 함께 향유할 것으로 판단된다.

그림 110> 중국 복종별 포지셔닝 - 아웃도어 의류 성장성 가장 높음



자료: CICC, 현대증권

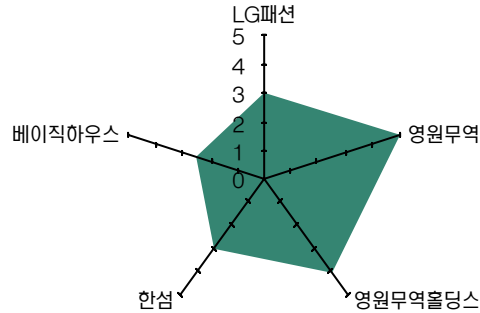
그림 111> 중국 아웃도어 의류 시장 - 브랜드상품 MS 높고 향후 수요 높음

	브랜드상품 MS	Top3 Player MS	수익성		경쟁강도	3년 주요 CAGR	브랜드
			GPM	NPM			
Men's casual wear	20~30%	10%	40%	10~20%	중간	15-18%	Septwolves, Lilang, Metersbonwe
Men's formal wear	65% 이상	25%	50%	20%	낮음	8-10%	Youngor, Baoxiniao
Lady's footwear	40% 이상	15~20%	50~60%	10~20%	낮음	15%	Belle, St&SAT, Daphne
Home Textile	10~20%	5%	40%	10~15%	낮음	15%	Luolai, Fuanna, Mendale
Outdoor	60% 이상	30%	50%	10%	중간	30% 이상	Toread, Challenge
Sportswear	80%	35%	40~50%	10~20%	높음	15-20%	Li Ning, Dongxiang, ANTA

자료: CICC, 현대증권

4) 중국 인건비 상승, 생산기지 동남아 선진출 회사 수혜 지속

그림 112> 중국의 인건비 상승은 영원무역에게 가장 우호적인 환경 조성



자료: 현대증권

전세계의 공장 중국의 인건비 상승 → 의류업 생산부족

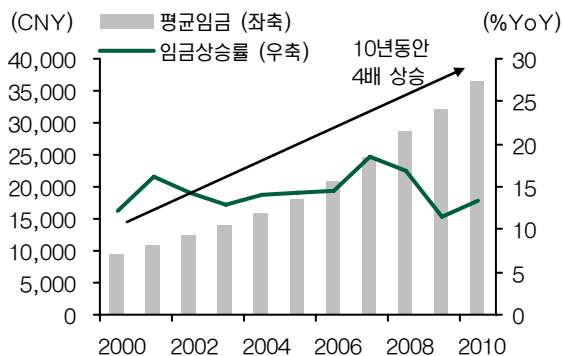
요즘 의류시장에 또 하나의 이슈는 아웃소싱이다. 2010년 기준으로 미국의 의류수입 비중 40%, 유럽의 25%, 일본의 84%를 차지하는 세계의 공장, 중국의 임금상승 가속화가 그 배경이다. 중국의 평균임금은 2000년대 들어 지속적으로 두 자리 수 이상 상승해 현재 중국을 포함한 동남아시아 국가 중 가장 높다. 2010년의 평균임금은 10년 사이 4배 가까이 상승했고, 지난해 폭스콘 사태로 2011년 중국 전 지역에 걸쳐 전년대비 20% 이상 임금이 상승했다.

노무비 인상은 1)저가 브랜드, 2)OEM회사에 더 부정적인 영향

노무비 인상으로 인한 부정적인 영향을 많이 받는 회사는 1)브랜드력이 약한 저가브랜드를 보유한 의류회사와 2)바이어에게 주문생산방식으로 납품하는 OEM회사이다. 사실, 의류회사의 매출에서 원가가 차지하는 비중은 크지 않다. 원가가 상승해도 소비자 배수만큼 판가를 높여 원가상승을 최종 판매 가격에 전가시킬 수 있기 때문이다.

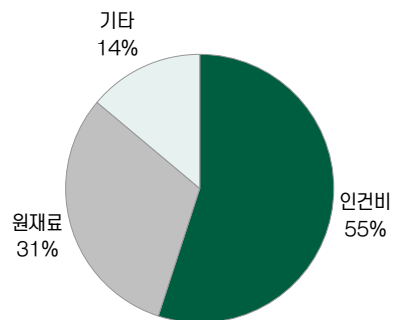
하지만 브랜드 인지도가 약하고, 가격에 민감한 소비자를 고객으로 하는 중저가 브랜드의 경우 원가상승의 판가 이전이 쉽지 않다. 수출 OEM회사 역시 해외바이어가 가장 싼 벤더를 찾아 주문을 주기 때문에 원가절감이 절실하다. 이렇게 저가에 포지셔닝한 의류회사나 OEM 회사일수록 더 낮은 인건비를 찾아 일찌감치 생산기지를 중국을 비롯한 동남아시아 국가로 옮겼고, 이제는 중국의 임금이 급격히 상승해 중국에 생산기지를 둔 회사가 문제가 된 상황이다.

그림 113> 중국 임금 10년 동안 4배 상승



자료: CEIC, 현대증권

그림 114> 의류회사 원가 중 노무비 비중 55%



자료: 업계자료, 현대증권

**중국의 인건비 상승은
영원무역에 긍정적,
베이직하우스에 중장기적
리스크 요인**

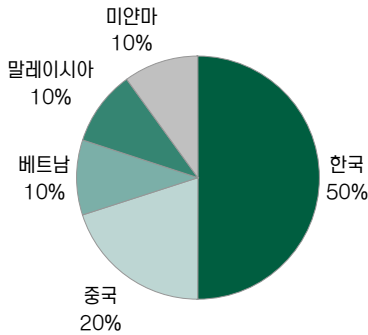
이제, 국내 의류회사의 경쟁력을 생산기지 측면에서 본격적으로 분석해 보자. 결론부터 말하면, 생산기지를 인건비가 저렴한 방글라데시로 미리 이전한 영원무역에게 우호적인 상황이 전개될 것으로 판단된다.

LG패션의 생산기지 비중을 살펴보면, 2009년 이전에는 국내와 중국이 각각 5:5였으나, 2009년에 중국 비중을 20%로 낮추고 베트남, 말레이시아, 미얀마로 생산기지를 옮겼다. 따라서 폭스콘 사태 이후 중국의 인건비 급등으로 인한 영향이 제한적일 것으로 판단된다.

한섬은 국내 가내수공업 형태의 업체에 생산을 100% 아웃소싱하고 있어, 최근 중국의 인건비 급등으로 인한 영향이 중립적이다. 한섬은 강력한 브랜드력과 충성도 높은 고객으로 국내에 생산해 상대적으로 높은 임가공비를 지출하고 있음에도, Mark-up을 통해 높은 이익율이 유지된다.

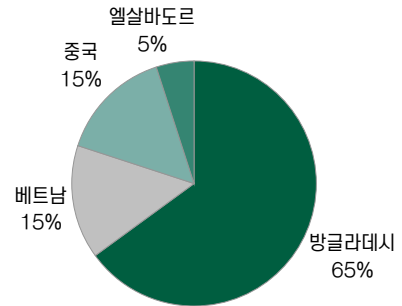
베이직 하우스는 중국에서 판매되는 의류 대부분이 중국에서 생산되기 때문에, 중국 비중이 회사 전체적으로 77%로 높은 편이다. 동사의 브랜드는 중국에서 중고가에 포지셔닝 되어있어 현재까지는 노무비나 판매인력 월급 인상이 판매가격에 전가 가능하나, 중국의 인건비 상승은 중장기적인 리스크가 될 수 있다. 향후 생산기지 이전을 고려해야 할 것으로 예상되고, 그에 따른 이전비용과 초기 생산성 악화는 해결해야 할 과제로 사료된다.

그림 115> LG패션 생산기지, 한국+중국 비중 70%로 높음



자료: LG패션, 현대증권

그림 116> 영원무역 생산기지, 중국 15%로 낮음



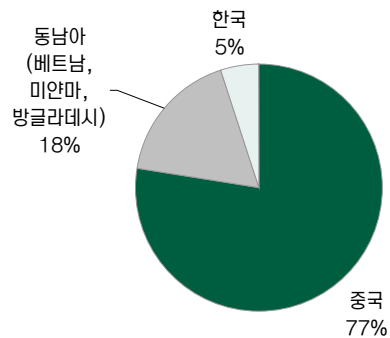
자료: 영원무역, 현대증권

그림 117> 한섬 생산기지, 한국비중 100%로 높음



자료: 한섬, 현대증권

그림 118> 베이직하우스 생산기지, 한국+중국 82%로 높음



자료: 베이직하우스, 현대증권

그렇다면, 1)이러한 중국의 인건비 급등은 왜 발생하게 되었으며, 향후에도 지속될 것인지 여부와 2)중국과 동남아시아 의류 생산에 어떤 영향을 주게 되었는지, 3)상대적으로 인건비가 저렴한 국가의 경쟁력과 의류회사의 생산기지 이전 가능여부에 대해서 구체적으로 알아보자.

그림 119> 중국의 임금상승은 향후에도 지속 될 전망

임금분류 배경	농민공의 급격한 감소, 도시업체의 구인난으로 임금인상 촉발 → 외자기업이 노동시장 수급약화와 임금 인상 압력 제대로 인지 못함
외자기업 임금분류	폭스콘 (Foxconn, 애플제품 OEM 생산하는 대만기업) '07-'10년 총 17명 노동자 자살, 파업으로 대폭적인 임금인상 요구 수용 혼다 변속기 공장 5/17 임금인상 요구 파업 2주간 지속, 임금 24-33% 인상에 합의 후 종결
전지역, 전산업 분류확대	산업부문별로 IT제품 제조업에서, 자동차, 기계가공, 방직 등으로 확산 외자기업 뿐 아니라, 국유기업까지 파업 확대
요구범위 확대	임금인상 외, 독립노조의 결성, 부패간부 척결, 정년 연장 등
향후 전망	분류의 확산과 향후 지속적인 임금인상이 불가피 제조업 기반의 외자기업의 탈중국화 가속

자료: 삼성경제연구소, 현대증권

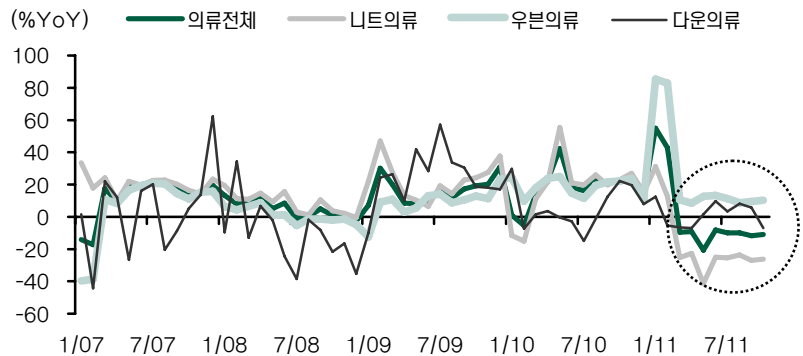
중국 인건비 상승 배경 - 도시업체 구인난, 중국 정책 변화, 노동 분류 발발

중국의 임금상승은 1)도시업체의 구인난, 2)중국정부의 정책변화, 3)노동환경 및 임금불만족에 의한 노동분류에 원인을 두고 있다. 지난 금융위기 이후, 농민공의 상대수가 상대적으로 충격이 덜한 내륙지방으로 귀향했고, 정부의 내륙 개발정책과 맞물려 내륙경기가 활성화 되면서 귀향 농민공이 이전 직장을 포기한 채 농촌지역에 정착하게 되었다. 금융위기의 여파가 회복되면서 도시의 일감은 증가하였지만, 도시에 남아있던 젊은 노동자들이 노동 수급상의 우위로 협상력을 발휘하여 임금인상을 요구하면서 파업사태를 주도했다.

중국정부의 암묵적인 지원 하에 중국의 임금인상은 향후에도 지속될 전망

향후 이러한 임금 분류는 더욱 확산되고, 지속적인 임금 인상은 불가피할 것이라 판단된다. 이는 1)80년대 이후 출생한 젊은 노동자들은 40대 이상의 노동자들과 달리, 저임금과 열악한 노동환경에 대한 수용의사가 낮고, 2)최근 노동 수급상의 우위로 노동 정체성 변화가 가속화되고 있으며, 3)이번 사태 확산이 중국 정부의 암묵적 용인과 지원 하에 이루어 지고 있기 때문이다. 중국정부는 금융위기 이후 내수 확장 기조로 다양한 정책조치를 내고 있는데, 법정 최저임금의 급격한 상향 조정과 사회보험법 도입 등이 그 대표적인 조치이다.

그림 120> 2011년 들어 최근 8개월 누적 중국 의류 생산량 전년대비 11.4% 감소



자료: CEIC, 현대증권

**인건비 상승 → 중국 의류회사
이윤축소, 자금난, 도산 →
전세계 의류업 공급부족**

이러한 중국의 인건비 상승은 중국의 위안화 절상과 더불어 자국 의류산업 경쟁력에 치명적인 타격을 입히고 있다. 노동집약적인 의류산업의 노무비가 급상승해 중국 의류회사의 '원가상승 → 이윤축소 → 자금난 → 대출난 → 도산/도주'의 악순환이 이어지고 있다. 여기서 관심 있게 봐야 할 점은 2010년 기준으로 중국은 미국의 의류수입 중 40%를 담당, EU의 25%, 일본의 84%를 담당하는 거대 의류 생산기지라는 점이다. 이러한 의류 생산업체 '큰 손'의 비중이 축소되면서 글로벌 의류업 생산 Shortage가 생겼다.

먼저 전세계 의류 수요는 2010년 대비 증가한 반면, 중국의 의류 생산량은 감소하고 있다. 총 의류 생산량은 최근 8개월 동안 전년 동기 대비 11.4% 감소했다. 경쟁 강도가 심하고 원재료가 저렴해 원가 중 노무비 비중이 높은 Light garment인 니트 의류의 생산량은 전년 동기 대비 27.4%나 감소했다. 이 같은 생산량 감소는 향후 상대적으로 원가 중 노무비 비중이 낮은 Heavy garment인 우븐 의류나 다운 의류에도 나타날 것으로 보인다.

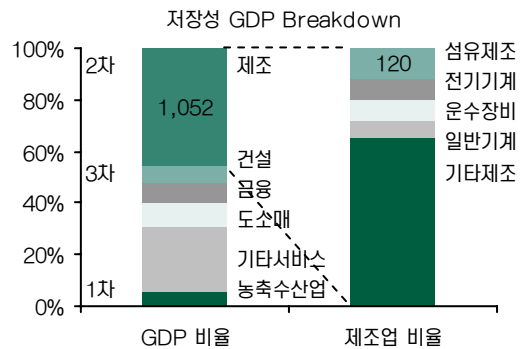
또, 최근 중국 원저우에서 의류/신발 업체 줄도산이 이슈가 되었다. 원저우는 항저우, 이우, 닝보와 함께 중국 23개 성 중에 남동쪽 해안에 자리한 저장성의 한 도시이다. 여기서 주목해야 하는 점은 저장성의 주요산업은 방직업으로 저장성은 중국 방직품 수출시장의 20%를 차지하고, 방직업은 저장성 지주산업으로 전체 수출총량의 30%를 차지한다는 것이다. 이러한 뉴스플로우는 앞으로 지속적으로 나올 것으로 판단된다.

그림 121> 원저우발 자금난 관련 뉴스 플로우

일자	뉴스
11.5.26	中, 광동성 제조단지 경영환경 악화
11.8.26	中 중소기업, 자금난으로 경영악화
11.9.22	中 생산비용 상승으로 경영환경 날로 악화
11.9.29	항저우, 닝보, 원저우 등 의류 생산·소비 도시 집중
11.10.12	中 원저우는 지금 '사채 대란' 제조업 메카가 무너진다
11.10.13	中 원저우발 도산공포 전국확산
11.10.14	中 원저우, 연말에 기업 40% 부도위기
11.10.24	'Made For CHINA', 생산국 지위 상실
11.10.31	글로벌 의류기업 탈 중국, 동남아로 생산거점 이동

자료: 언론보도, 현대증권

그림 122> 방직업은 저장성의 3대 지주산업



자료: Kotra, 현대증권

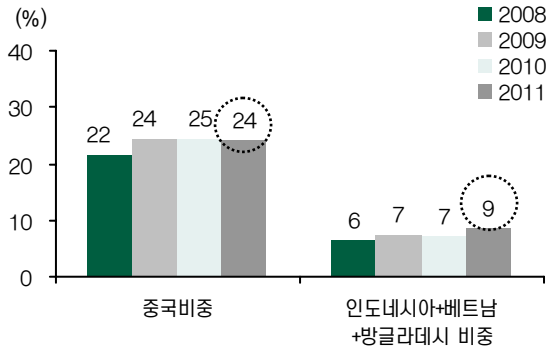
**미국/EU/일본의 의류 수입,
중국 ↓ & 동남아시아 ↑**

장기적인 관점에서 브랜드 보유 회사나 바이어가 절대 인건비가 저렴한 동남아시아에 생산기지를 둔 OEM업체를 찾아 주문을 주려는 유인은 명백하다. 이러한 현상이 무역통계에서 이미 나타나고 있다.

1) 미국의 의류수입 중 중국산 비중이 2010년 39.4%에서 2011년 37.8%로 감소했고, 방글라데시, 베트남, 인도네시아산 의류 비중은 동 기간 19.5%에서 20.6%로 증가했다. 2) 유럽 역시 중국산 의류는 2010년 24.6%에서 2011년 24.1%로 감소, 방글라데시, 베트남, 인도네시아 합산 비중은 7.1%에서 8.6%로 증가했다. 3) 일본도 동 기간 중국산 의류는 2.2%p 감소, 동남아 3개국 합산 비중은 1.9%p 확대됐다.

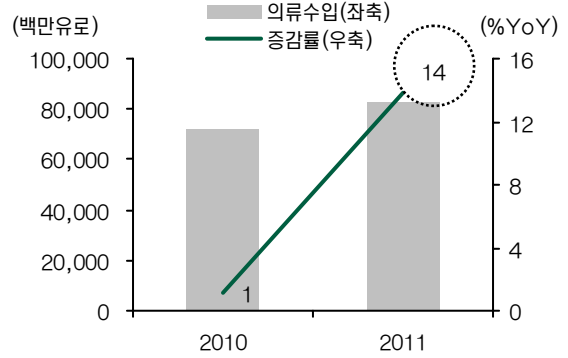
의류 수입 증감률 수치 역시, 세 지역 동일하게 보여진다. 각 지역의 전체 의류 수입량 전년 동기 대비 증가율 대비 중국산 의류 수입 증가율은 더 낮고, 방글라데시, 베트남, 인도네시아산 합계 의류수입 증가율은 훨씬 높다. 국가별 의류 수입/수출의 큰 그림이 바뀌고 있다고 판단된다.

그림 123> EU, 동남아시아 의류수입 비중 증가 지속



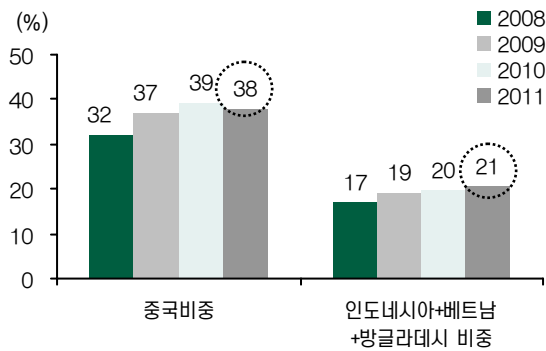
참고: EU 전체 의류수입 금액 중 중국 비중과 인도네시아 + 베트남 + 방글라데시 합산 비중
 자료: KITA, 현대증권

그림 124> EU 전체 의류수입 금액 전년대비 14%증가



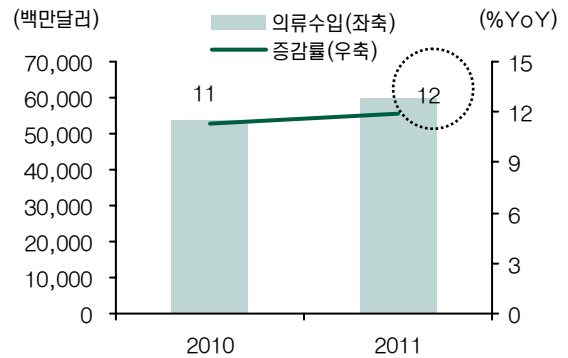
자료: KITA, 현대증권

그림 125> 미국, 동남아시아 의류수입 비중 증가 지속



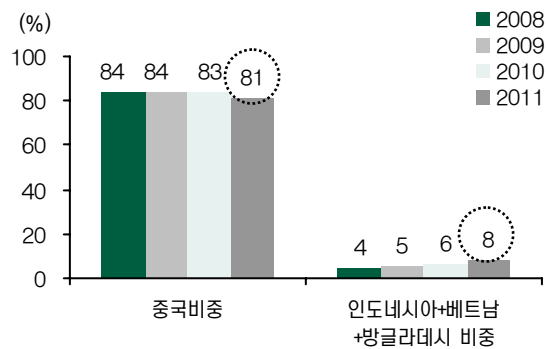
참고: 미국 전체 의류수입 금액 중 중국 비중과 인도네시아 + 베트남 + 방글라데시 합산 비중
 자료: KITA, 현대증권

그림 126> 미국 전체 의류수입 금액 전년대비 12%증가



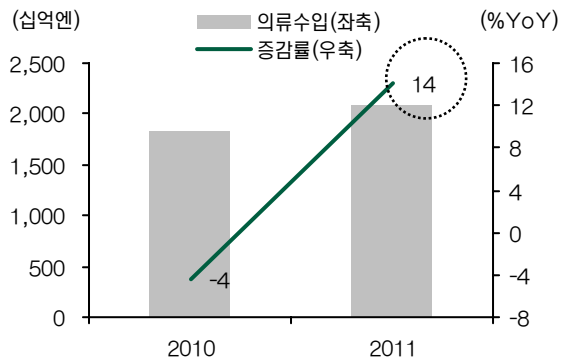
자료: KITA, 현대증권

그림 127> 일본, 동남아시아 의류수입 비중 증가 지속



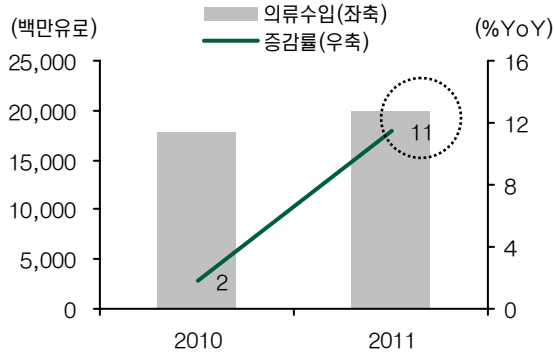
참고: 일본 전체 의류수입 금액 중 중국 비중과 인도네시아 + 베트남 + 방글라데시 합산 비중
 자료: KITA, 현대증권

그림 128> 일본 전체 의류수입 금액 전년대비 14%증가



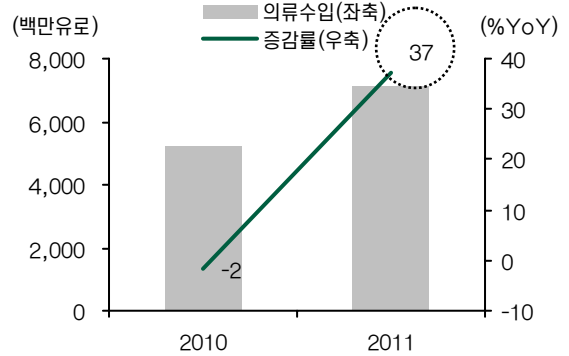
자료: KITA, 현대증권

그림 129> EU의 중국산 의류 수입은 11%증가에 그침



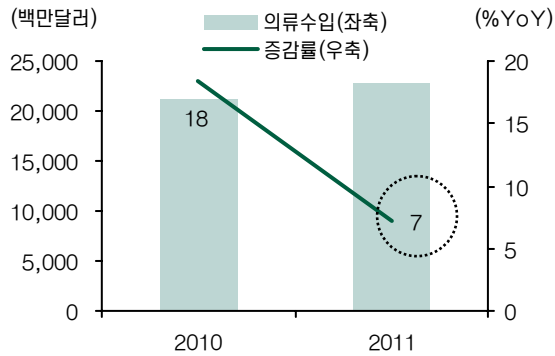
자료: KITA, 현대증권

그림 130> EU의 동남아시아산 의류 수입은 37%로 급증



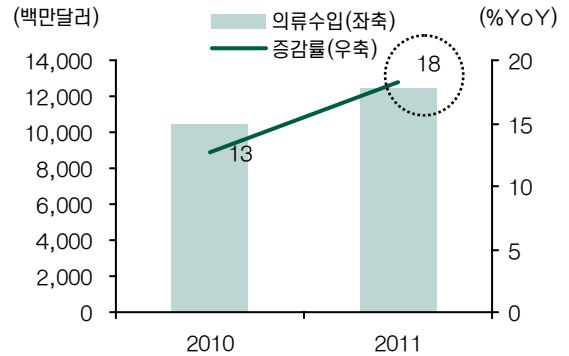
자료: KITA, 현대증권

그림 131> 미국의 중국산 의류 수입은 7%증가에 그침



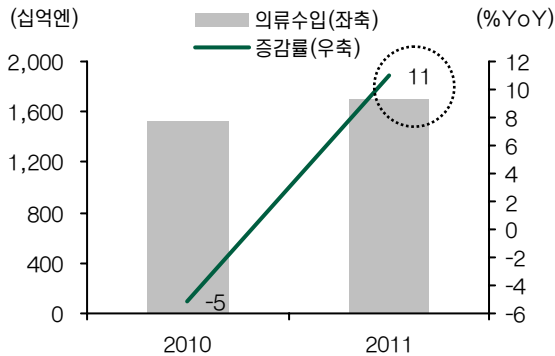
자료: KITA, 현대증권

그림 132> 미국의 동남아시아산 의류 수입은 18%로 급증



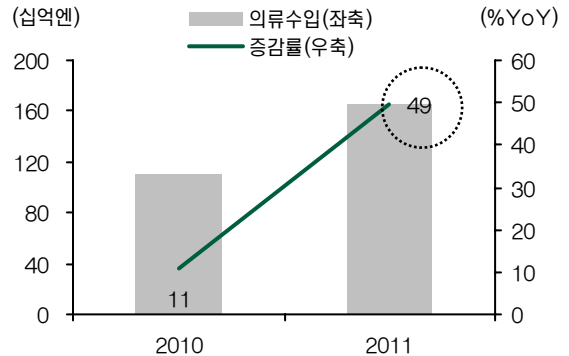
자료: KITA, 현대증권

그림 133> 일본의 중국산 의류 수입은 11%증가에 그침



자료: KITA, 현대증권

그림 134> 일본의 동남아시아산 의류 수입은 49%로 급증

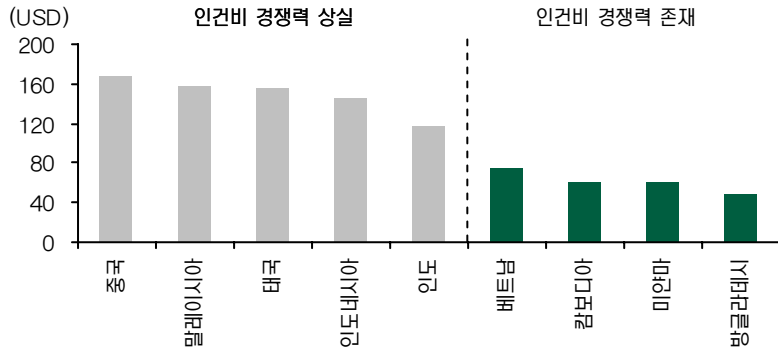


자료: KITA, 현대증권

국가별 생산기지 경쟁력 분석

그렇다면 중국에 생산기지를 둔 의류회사들이 기지이전을 고려할 텐데, 국가별 경쟁력을 절대 인건비, 인건비 상승속도, 인구수, 경제활동인구 비중으로 살펴보자. 그리고 그밖에 고려해야 할 요인을 분석해 기지이전 가능성을 검토해 보자.

그림 135> 바이어는 인건비가 저렴한 동남아시아 국가로 주문 이전 중



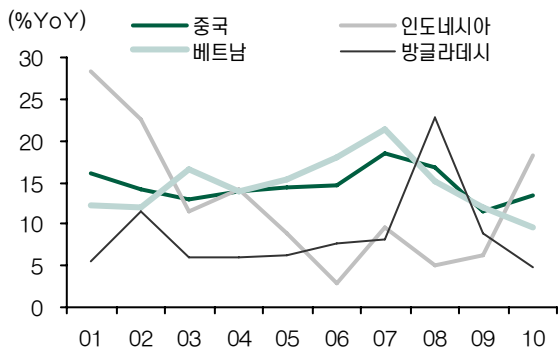
자료: Kotra, 현대증권

영원무역, 중국의 인건비 상승 최대 수혜 방글라데시 선진출 전략 적극 구조적 수혜 지속될 전망

결론적으로, 중국의 인건비 상승이 야기한 의류 공급 부족의 가장 큰 수혜를 받고 있는 의류회사는 영원무역이다. 동사는 1984년에 방글라데시에 처음 진출해 2009년 중국의 인건비 상승이 급격히 진행될 무렵, 중국의 생산비중을 낮추고 방글라데시에 생산설비와 인력을 확충했다. 현재 방글라데시와 중국 생산기지 비중은 각각 65%, 15%이다. 최근 중국의 의류업 Supply Chain 무너져, 방글라데시에 대규모 생산설비를 갖추고 있는 영원무역으로의 주문이 급증했다.

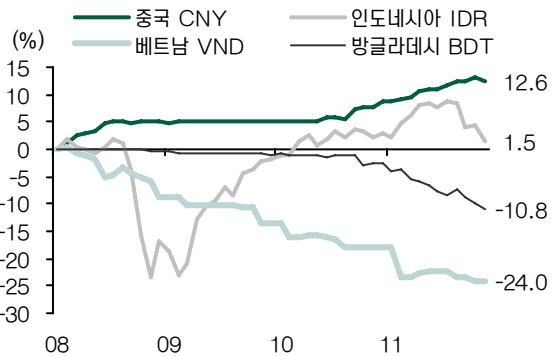
이렇게 30년 만에 찾아온 Seller's market 상황은 당분간 지속될 것으로 판단된다. 이는 1) 중국정부의 내수경기 부양정책으로 임금 상승 추세가 지속될 전망이다, 2) 이에 따라 중국에 생산기지를 두고 있는 의류회사는 수익성 악화로 생산기지를 이전을 고려할 것인데, 인건비가 상대적으로 저렴한 국가로의 진출은 취약한 인프라, 토지부족, 정부의 부정부패로 용이하지 않을 것이고, 3) 생산기지 이전이 가능하더라도 신규 현지 채용 인력의 생산성이 정상화되는 데까지는 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 따라서, 인건비가 저렴한 방글라데시에 미리 진출하여 주요 생산기지과 토지를 확보한 영원무역으로의 주문 풀림 현상은 향후에도 유지될 것으로 판단된다.

그림 136> 주요국 인건비 상승률



자료: CEIC, 현대증권

그림 137> CNY는 절상, VND와 BDT는 절하

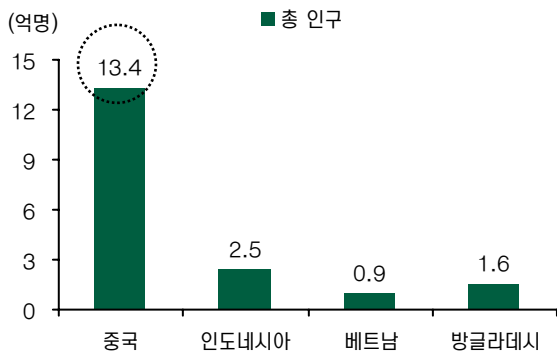


자료: Bloomberg, 현대증권

중국의 대안 소싱국가, 동남아시아의 낮은 임금 및 임금상승률 매력 존재

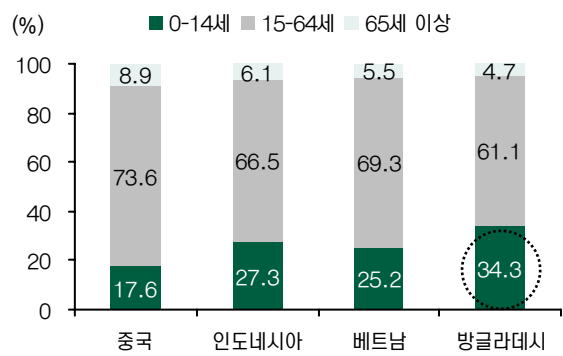
최저임금과 임금상승률로 볼 때, 동남아시아 주요국의 투자여건은 중국 대비 매력적이어서 당분간 노동집약적 산업의 동 지역 투자는 계속될 전망이다. 2011년 기준, 동남아시아 주요국의 최저임금은 중국을 비롯한 말레이시아, 태국, 인도네시아가 높은 편이다. 노동집약적 제조업 투자가 가장 활발한 베트남, 인도네시아, 방글라데시 등은 최저임금 60-150달러 수준으로 중국 대비 가격경쟁력을 보유하고 있다. 임금인상률로 따져보면, 중국은 매년 평균 20% 이상으로 증가하는 반면, 동남아 주요국은 아직 10% 내외의 임금인상률을 보이고 있다. 환율 역시 중국 위안은 지속적으로 절상되는 반면, 베트남 동, 방글라데시 다키라는 절하되는 추세이다.

그림 138> 중국의 인구 수는 세계 1위이지만,



자료: CIA, 현대증권

그림 139> 0-14세 인구 비중은 방글라데시의 절반 수준



자료: CIA, 현대증권

중국은 인구 수는 많지만, 젊은 노동력 비중이 낮은 편

인구수와 경제활동인구 비중으로 중국과 동남아시아의 장기 노동수급을 전망해보면, 중국인 인구는 월등히 높지만, 향후 노동집약적 산업의 노동력이 될 0-14세 인구비중이 낮은 편이고, 연령의 중간값도 높은 편이다. 반면 방글라데시의 높은 젊은 인구 비중은 노동수급에 긍정적이다.

중국은 그 동안의 세계의 공장인 만큼 생산기지로써 장점이 많다. 첫째, 원부자재가 국내에서 생산되어 운송비가 절감되고 리드타임도 축소된다. 둘째, 봉제기술도 수준이 높고, 인프라도 좋은 편이다. 셋째, 규모가 큰 시장이고 소득도 많이 올라와서 내수성장도 기대가 된다. 하지만, 앞서 언급했듯이 정부의 정책 상으로 임금 상승이 지속될 가능성이 크고, 위안화 역시 절상되고 있는 점이 약점이다. 인도네시아 역시 섬유, 봉제업 강국으로서 버티컬 생산이 가능하고, 내수 소비 잠재력이 있는 것이 장점이다. 그런 반면, 인건비가 싸지 않다는 것이 단점이다.

베트남은 중국의 대안 생산기지로 떠오르는 국가이다. 임금이 적당한 수준이고, 봉제기술이 좋으며, 노동력이 풍부하다. 다만 원단이나 원사의 생산이 안 되고 있어, 운송비부담과 리드타임이 길어지는 단점이 있다. 캄보디아와 방글라데시는 인건비가 저렴한 장점이 있다. 또 최빈국으로 선진국에 대한 관세혜택을 받아 긍정적이다. 하지만, 관료주의와 부정부패가 심해, 사업승인 등을 받기가 쉽지 않고, 토지부족, 전기 가스 등의 인프라 부족을 겪고 있다.

인건비 저렴한국으로 생산기지 이전 쉽지 않아 미리 진출한 회사의 수혜 지속될 전망

종합적으로 결론을 내리면, 전세계 의류 수출의 대부분을 담당하고 있는 중국으로부터 야기된 공급부족 현상은 지속되며, 인건비가 저렴한 방글라데시, 미얀마, 베트남으로 생산기지를 이전한 업체들의 수혜가 지속될 전망이다. 중국은 많은 장점으로 봉제업 강국으로서 지위를 유지해 왔으나, 최근 인건비 상승으로 앞으로 지속적으로 의류생산국가로 경쟁력을 소실할 것으로 예상된다. 대안국가로 베트남, 방글라데시 등이 있는데, 방글라데시는 토지 및 인프라의 부족으로 이 문제가 해결되기 전에는 대규모 생산기지 이전이 어려운 상황이다.

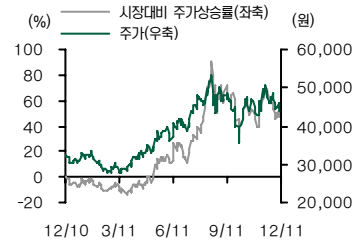
LG패션 (093050)

BUY (유지)

주가(12/14)	43,800원	60일 평균 거래량	168,756주	52주 최고/최저가 (보통주)	53,100원
적정주가	60,000원	60일 평균 거래대금	75억원		27,750원
시가총액	1.3조원	외국인보유비중	21.6%	베타 (12M, 일간수익률)	0.6
발행주식수 (보통주)	29,240,000주	수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	23.3%	주요주주	구본결 등 38.6%
유동주식비율	61.4%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.1%		

결산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	922.2	1,121.2	1,385.1	1,604.2	1,859.1
영업이익 (십억원)	92.8	120.5	152.1	192.5	226.8
순이익 (십억원)	71.5	92.2	118.1	146.8	172.9
지배기업순이익 (십억원)	71.5	92.2	118.1	146.8	172.9
EPS (원)	2,447	3,155	4,038	5,019	5,914
수정EPS (원)	2,447	3,155	4,038	5,019	5,914
PER* (배)	13.1 - 5.9	11.4 - 7.6	10.8	8.7	7.4
PBR (배)	1.7	1.4	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA (배)	7.3	5.2	6.2	4.8	3.7
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.1	1.4	1.8
ROE (%)	13.5	15.4	15.8	18.1	18.1
ROIC (%)	16.1	17.2	17.9	22.1	24.1

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-11.3%	-8.8%	17.3%
상대	-9.2%	-14.1%	31.1%



자료: LG패션, 현대증권

수입브랜드 경쟁력과 아웃도어 수요 증가로 외형 성장

LG패션,
투자 의견 BUY
적정주가 60,000원 유지

적정주가 60,000원은 2012년 EPS에 PER 11.5배를 적용하여 산출하였다. 의류업 평균 PER 대비 할증은 1) 동사가 전략적으로 비중을 높여온 수입 여성의류와 아웃도어 의류의 성장성, 2) 향후 외형확대를 견인할 2011년 투자(여성복, 스포츠 부문 신규브랜드 5개 런칭), 3) 대기업 계열 패션회사의 자금력, 유통채널 경쟁력을 반영해 적용했다. 국내 의류업종 대표주이며, 향후 3년간 EPS 성장률이 23%에 달해 PER 8.7배인 현 주가는 저평가로 판단된다.

투자포인트
1) 수입의류 시장 성장의 최대 수혜

첫째, 동사는 국내 럭셔리 산업의 성장에 따른 수혜를 가장 많이 볼 것으로 판단되는데, 이는 1) 수입브랜드로 구성된 여성복 비중이 2007년 9%에서 현재 21%까지 확대되었고, 2) 2011년에도 막스마라, 닐 바렛 등 신규브랜드 런칭으로 향후 성장동력을 마련했으며, 3) 현재 매출의 7%를 차지하는 질스튜어트, 2012년에 런칭될 바네사브루노 BY 아메는 수입브랜드임에도 라이선스 방식으로 전개해 마진이 높기 때문이다.

2) 라푸마, 한국과 중국 시장에서 시기 적절한 런칭

둘째, 동사의 스포츠 부문 역시 향후 고성장을 견인할 것으로 판단된다. 이는 1) 2005년 한국에 들어온 라푸마는 지속적인 투자로 인지도를 상승시켜 현재 TOP5 아웃도어 브랜드로 자리매김했고, 2) 중국에 JV로 2010년에 진출하여 이제 막 태동한 중국 아웃도어 고성장의 수혜를 받을 수 있을 것으로 전망되며, 3) 몰링 소비행태와 부합하는 멀티숍 인터스포츠에 대한 투자가 긍정적으로 판단되기 때문이다.

3) 풍부한 자금력과 넓은 유통망으로 투자 지속

셋째, 향후 성장동력 확보를 위해서 지속적인 '투자'가 필요한데, LG패션은 패션대기업으로 풍부한 자금력을 보유하고 있으며, 재무건전성도 양호하다. 자본력을 바탕으로 시기 적절하게 신규브랜드를 런칭할 수 있고, 수입브랜드 전개에 있어서도 대기업의 지위와 넓은 유통망은 경쟁력으로 작용할 것으로 전망된다.

성장이 높은 수입의류와 아웃도어 포지션 확대, 지속적인 투자로 의류업 대비 할증

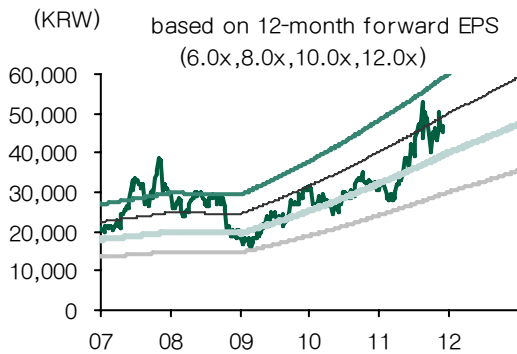
동사가 의류업종 평균 PER 대비 할증을 받아야 하는 근거는 1) 동사가 전략적으로 2005년부터 비중을 높여온 고가의 수입 여성의류와 아웃도어 의류는 최근 몇 년간 가장 성장성이 높은 부문으로 동사의 외형 성장을 이끌었고, 2) 이러한 투자는 최근에도 계속돼 2010년 중국 아웃도어 시장 진출과 2011년 5개의 수입 및 스포츠 신규브랜드 런칭이 있었고, 이는 향후 외형확대를 견인할 것이며, 3) 풍부한 자금력, 많은 유통채널 수는 동사가 향후에도 수입브랜드를 전개하거나 해외에 진출하는데 경쟁력으로 작용할 것으로 판단되기 때문이다.

그림 140> LG패션 분기별 실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	320.4	348.3	290.8	425.7	355.7	397.8	337.3	513.3	1,121.2	1,385.1	1,604.2	1,859.1
영업이익	34.9	47.3	9.1	60.9	39.8	55.3	19.0	78.4	120.5	152.1	192.5	226.8
순이익 (지배기업)	25.3	37.8	7.2	47.7	30.4	42.1	14.6	59.7	92.2	118.1	146.8	172.9
성장률 (%YoY)												
매출액	26.8	25.6	31.5	15.0	11.0	14.2	16.0	20.6	21.6	23.5	15.8	15.9
영업이익	46.6	34.7	(7.1)	17.5	14.2	16.9	109.1	28.8	29.8	26.3	26.5	17.8
순이익 (지배기업)	42.1	45.9	5.4	14.6	19.8	11.5	102.2	25.0	28.9	28.0	24.3	17.8
이익률 (%)												
영업이익률	10.9	13.6	3.1	14.3	11.2	13.9	5.6	15.3	10.7	11.0	12.0	12.2
순이익률 (지배기업)	7.9	10.9	2.5	11.2	8.5	10.6	4.3	11.6	8.2	8.5	9.1	9.3

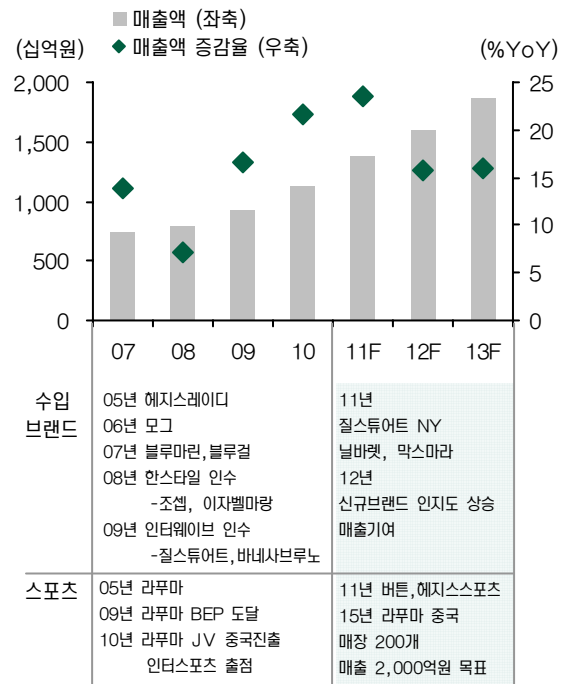
자료: 현대증권

그림 141> 외형성장으로 밸류에이션 상단 접근할 것으로 기대



자료: LG패션, 현대증권

그림 142> 지속적인 투자로, 미래 성장모멘텀 준비



자료: LG패션, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-P)	12/12F (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)
매출액	922.2	1,121.2	1,385.1	1,604.2	1,859.1
매출원가	340.4	394.6	508.2	580.7	669.3
매출총이익	581.7	726.6	876.9	1,023.5	1,189.8
판매비와 관리비	488.9	606.1	723.2	831.0	963.0
기타영업손익	0.0	0.0	(1.5)	0.0	0.0
영업이익	92.8	120.5	152.1	192.5	226.8
EBITDA	122.2	163.4	191.9	234.2	272.4
영업외손익	1.4	1.1	6.6	0.6	0.7
금융손익	4.5	0.3	0.3	0.3	0.3
지분법손익	(2.1)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	1.6	6.3	0.3	0.5
세전이익	94.3	121.6	158.7	193.1	227.5
법인세비용	22.7	29.4	40.6	46.3	54.6
당기순이익	71.5	92.2	118.1	146.8	172.9
지배기업순이익	71.5	92.2	118.1	146.8	172.9
총포괄이익	70.0	93.0	118.1	146.8	172.9
지배기업총포괄이익	70.0	93.0	118.1	146.8	172.9
순비경성손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	71.5	92.2	118.1	146.8	172.9

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	71.5	92.2	118.1	146.8	172.9
유무형자산상각비	29.4	42.9	38.2	41.7	45.6
기타비연금손익 조정	28.1	26.6	44.0	50.4	59.3
운전자본투자	(78.6)	(20.5)	(50.1)	(47.4)	(33.9)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(41.0)	(46.3)	(54.6)
영업활동 현금흐름	50.5	141.2	109.1	145.0	189.3
설비투자	(48.4)	(43.6)	(50.0)	(45.0)	(45.0)
무형자산투자	(32.1)	(19.7)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
단기금융자산 증감	65.0	(15.0)	(6.8)	(3.8)	(7.9)
투자자산증감	(3.1)	(2.0)	(3.0)	(4.0)	(3.5)
기타투자연금흐름	(51.7)	(27.2)	(3.6)	(2.4)	(1.2)
투자활동 현금흐름	(70.3)	(107.5)	(73.4)	(65.2)	(67.6)
금융부채 증감	46.5	(16.7)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(14.6)	(17.5)
기타재무연금흐름	1.8	(0.5)	(5.5)	(3.5)	(4.3)
재무활동 현금흐름	36.6	(29.0)	(22.2)	(23.1)	(26.9)
기타연금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	16.8	4.8	13.5	56.7	94.8
기초 현금 및 현금성자산	10.3	27.1	31.9	45.4	102.1
기말 현금 및 현금성자산	27.1	31.9	45.4	102.1	196.9
총영업연금흐름	99.0	134.2	150.9	188.0	218.0
잉여연금흐름	(110.0)	17.6	37.4	83.4	127.9
순연금흐름	(93.9)	39.7	25.3	65.5	107.7
순연금 (순차입금)	30.5	70.2	95.5	161.0	268.6

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	16.6	21.6	NA	15.8	15.9
영업이익 성장률	(12.3)	29.8	NA	26.5	17.8
EBITDA 성장률	(2.5)	33.7	NA	22.1	16.3
지배기업순이익 성장률	(1.6)	28.9	28.0	24.3	17.8
수정순이익 성장률	(1.6)	28.9	28.0	24.3	17.8
영업이익률	10.1	10.7	11.0	12.0	12.2
EBITDA 이익률	13.3	14.6	13.9	14.6	14.7
당기순이익률	7.8	8.2	8.5	9.1	9.3
수정순이익률	7.8	8.2	8.5	9.1	9.3

참고: 수정EPS = ((수정순이익 - 우선주귀속 순이익) / (새우 의석관련 손익조정분)) / (년동주 수정 평균외석주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경성손익)

순비경성손익: 세무 비경성항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경성항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: LG패션, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-P)	12/12F (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)
현금 및 현금성자산	27.1	31.9	45.4	102.1	196.9
단기금융자산	50.0	68.2	75.0	78.8	86.6
매출채권	67.5	77.8	97.2	116.7	128.3
재고자산	222.5	249.7	312.1	374.5	411.9
기타유동자산	51.0	53.2	61.2	70.4	77.5
유동자산	418.1	480.7	590.9	742.4	901.3
투자자산	22.6	20.9	23.9	27.9	31.4
유형자산	189.9	197.8	212.7	219.0	221.5
무형자산	34.2	45.5	52.5	59.4	66.4
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	91.7	118.9	122.4	124.9	126.1
비유동자산	398.4	383.2	411.5	431.2	445.4
자산총계	756.5	863.9	1,002.4	1,173.7	1,346.7

매입채무	60.6	79.7	99.6	119.5	133.9
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기총당부채	7.9	9.4	10.3	11.3	12.5
기타유동부채	71.0	94.3	113.2	135.8	142.6
유동부채	139.5	183.4	223.1	266.7	289.0
장기금융부채	46.6	29.9	24.9	19.9	14.9
장기총당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	2.5	7.2	4.8	5.1	5.3
이연법인세부채	0.4	0.4	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	9.5	3.8	4.0	4.3	4.4
비유동부채	59.0	41.3	33.7	29.3	24.6
부채총계	198.5	224.7	256.9	296.0	313.6

자본금	146.2	146.2	146.2	146.2	146.2
자본잉여금	213.2	213.2	213.2	213.2	213.2
기타자본항목	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄손익누계액	(0.6)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	199.3	279.9	386.2	518.4	673.8
지배기업 자본총계	557.9	639.2	745.6	877.7	1,033.1
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	557.9	639.2	745.6	877.7	1,033.1
부채와자본총계	756.5	863.9	1,002.4	1,173.7	1,346.7

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	2,447	3,155	4,038	5,019	5,914
수정EPS	2,447	3,155	4,038	5,019	5,914
주당순자산(BPS)	19,082	21,861	25,499	30,018	35,332
주당매출액(SPS)	31,537	38,346	47,369	54,863	63,579
주당총영업연금흐름(GCFPS)	3,385	4,591	5,161	6,430	7,454
주당배당금	400	400	500	600	800
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	17.6	27.1	23.3	20.3	18.6

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	13.5	15.4	15.8	18.1	18.1
ROA	10.4	11.6	12.0	13.7	13.9
ROIC	16.1	17.2	17.9	22.1	24.1
WACC	7.8	10.0	6.7	6.9	7.1
ROIC/WACC (배)	2.1	1.7	2.7	3.2	3.4
경제적이익 (EP, 십억원)	41.7	40.7	75.4	102.6	122.9
부채비율	35.6	35.1	34.4	33.7	30.4
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율 (배)	103.0	60.8	71.5	87.2	101.4

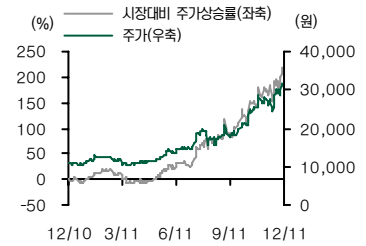
영원무역 (111770)

BUY (유지)

주가(12/14)	31,000원	60일 평균 거래량	259,873주	52주 최고/최저가 (보통주)	31,800원
적정주가	38,000원	60일 평균 거래대금	64억원		10,300원
시가총액	1.3조원	외국인보유비중	35.3%	베타 (12M, 일간수익률)	0.6
발행주식수 (보통주)	40,811,468주	수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	31.7%	주요주주	영원무역홀딩스 등 54.9%
유동주식비율	45.1%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.1%		

결산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	437.7	758.2	958.5	1,147.9	1,313.9
영업이익 (십억원)	39.0	65.6	172.9	204.8	239.6
순이익 (십억원)	50.1	72.8	130.2	154.4	180.7
지배기업순이익 (십억원)	50.1	72.8	120.1	142.1	166.2
EPS (원)	2,435	1,785	2,943	3,482	4,073
수정EPS (원)	2,435	1,785	2,943	3,482	4,073
PER* (배)	4.9 - 2.8	6.6 - 4.3	10.5	8.9	7.6
PBR (배)	1.2	0.9	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (배)	9.7	5.3	5.9	4.6	3.6
배당수익률 (%)	1.3	1.9	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	12.5	16.9	21.0	22.3	21.3
ROIC (%)	59.3	47.2	31.8	33.3	34.8

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	12.3%	77.1%	127.9%
상대	15.0%	66.8%	154.8%



자료: 영원무역, 현대증권

OEM의류 공급부족, 아웃도어 수요증가로 이중 수혜

영원무역,
투자 의견 BUY,
적정주가 38,000원 유지

동사는 고기능성 아웃도어 의류를 OEM방식으로 전세계에 수출하는 업체이다. 동사의 적정주가 38,000원은 1)의류업 공급 부족, 2)아웃도어 의류 수요증가로 인한 바이어의 주문 확대, 3)Capa 증설이 가시화된 상황을 반영해 의류업종 대비 활중한 PER 11배를 적용하여 산출하였다. 현재 PER은 8.9배로 저평가라고 판단된다.

투자포인트
1)중국 인건비 상승의 반사수혜

첫째, 영원무역은 2012년에도 글로벌 OEM 공급부족의 구조적 수혜를 받을 것으로 판단된다. 이는 1)EU, 미국, 일본 지역의 의류 수입 중 각각 25%, 40%, 84%를 차지하고 있는 중국의 Supply Chain이 망가지면서 의류 시장의 공급 부족이 가시화 되었고, 2)그 결과 인건비가 중국의 1/4 수준인 방글라데시에 미리 진출한 동사에게 주문이 몰려 2012년 매출, 영업이익이 각각 20%, 18% 성장할 것으로 전망되며, 3)중국의 인건비 상승은 중국정부의 내수부양 정책에 향후에도 지속될 것으로 보이기 때문이다.

2)바이어의 주문 상황 양호

둘째, 바이어의 주문상황은 2012년에도 양호할 것으로 판단된다. 이는 1)영원무역의 주요 바이어인 노스페이스, 나이키, 폴로가 아웃도어 의류의 수요증가로 2012년 외형이 확대되며 수익성이 향상될 것으로 전망되고, 2)영원무역의 수익성에 긍정적인 방향으로 기존바이어 믹스가 변화 중이며, 3)2011년에 독일/캐나다의 하이엔드 아웃도어 브랜드와 핸드백 브랜드 Coach 등 신규바이어가 추가되었기 때문이다.

3)2012년 Capa 증설 가시화

셋째, 아웃도어 의류 공급 부족 및 수요 증가로 동사의 Capa 증설이 가시화되고 있다. 영원무역 Capa는 2012년 전년대비 의류와 신발 각각 10%씩 증설될 것으로 전망된다. 이는 1)주문 증가로 현재 Capa가 Full 가동되고 있는 상황이고, 2)2011년 기존바이어 주문 증가 및 신규바이어 추가로 2012년 주문상황 역시 양호할 것으로 판단되며, 3)동사는 2011년말 KEPZ 공장 외의 완공 및 기존 공장의 복충화 등 Capa 증설 계획이 있기 때문이다.

글로벌 OEM 공급부족과 중국 중심의 아웃도어 의류 수요증가로 의류업 대비 할증

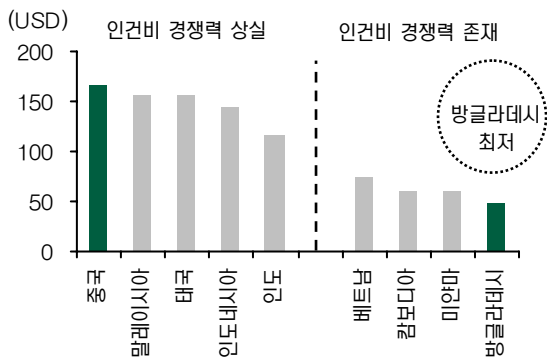
동사의 국내 의류업 대비 높은 Valuation의 근거는 1)EU, 미국, 일본의 의류수입 중 각각 25%, 40%, 84%를 차지하고 있는 중국에서 Supply chain이 망가지면서 의류 시장의 공급 부족이 현실화 되고 있고, 2)아웃도어 의류 수요 증가로 노스페이스, 나이키, 폴로의 주문 증가 및 신규바이어의 비중 확대가 뚜렷하며, 3)동사의 Capa가 2012년에 20% 이상 증설될 것으로 판단되기 때문이다.

그림 143> 영원무역 분기별 실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	166.5	240.2	317.1	234.7	200.7	292.0	378.2	277.0	758.2	958.5	1,147.9	1,313.9
영업이익	17.6	57.5	73.6	24.1	21.5	70.9	84.0	28.5	65.6	172.9	204.8	239.6
순이익 (지배기업)	10.7	39.7	52.8	16.9	14.2	49.0	59.6	19.3	72.8	120.1	142.1	166.2
성장률 (%YoY)												
매출액	73.0	21.6	15.6	23.4	20.6	21.5	19.3	18.0	73.2	26.4	19.8	14.5
영업이익	436.7	185.4	129.0	141.5	22.3	23.2	14.0	18.1	68.1	163.6	18.5	17.0
순이익 (지배기업)	387.0	51.3	32.8	265.0	32.8	23.3	12.9	14.5	45.4	64.9	18.3	17.0
이익률 (%)												
영업이익률	10.6	23.9	23.2	10.3	10.7	24.3	22.2	10.3	8.6	18.0	17.8	18.2
순이익률 (지배기업)	6.4	16.5	16.6	7.2	7.1	16.8	15.7	7.0	9.6	12.5	12.4	12.7

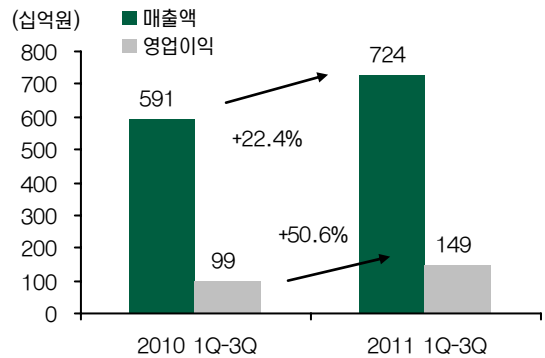
자료: 현대증권

그림 144> 생산기지 중 방글라데시 비중 65%, 베트남 15%



자료: Kotra, 현대증권

그림 145> 3분기 누적 매출, 영업이익 각각 22%, 51% 증가



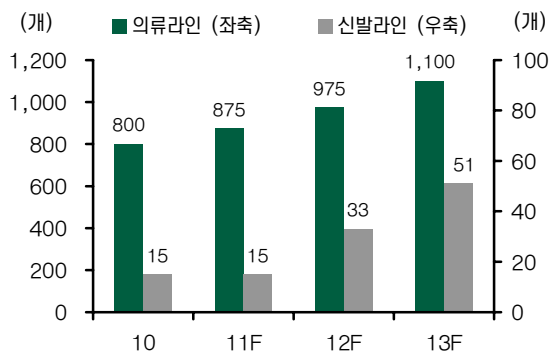
자료: 영원무역, 현대증권

그림 146> 영원무역 수익성에 긍정적으로 바이어 믹스 변경

순위	바이어	비중 (%)	주문추세
1	The North Face	25	↑
2	Nike	10	↓
3	Patagonia	10	↑
4	Land's End	10	
5	Polo	5	↑
6	L.L.Bean	5	

자료: 영원무역, 현대증권

그림 147> 2012년 Capa 전년대비 20% 증설할 전망



자료: 영원무역, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
매출액	437.7	758.2	958.5	1,147.9	1,313.9
매출원가	370.0	632.7	693.9	838.0	956.5
매출총이익	67.7	125.5	264.6	309.9	357.4
판매비와관리비	28.7	60.0	93.9	105.1	117.7
기타영업손익	0.0	0.0	2.1	0.0	0.0
영업이익	39.0	65.6	172.9	204.8	239.6
EBITDA	40.2	67.6	191.2	225.3	260.1
영업외손익	29.3	31.2	0.3	0.6	0.6
금융손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	34.7	35.1	0.3	0.6	0.6
기타영업외손익	(5.1)	(4.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	68.4	96.7	173.2	205.4	240.3
법인세비용	18.2	23.9	42.9	50.9	59.6
당기순이익	50.1	72.8	130.2	154.4	180.7
지배기업순이익	50.1	72.8	120.1	142.1	166.2
종교이익	45.4	65.4	130.2	154.4	180.6
지배기업종교이익	45.4	65.4	120.1	142.1	166.2
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	50.1	72.8	120.1	142.1	166.2

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	50.1	72.8	130.2	154.4	180.7
유무형자산상각비	1.2	2.0	20.5	20.5	20.5
기타비연금손익 조정	(32.6)	(31.3)	45.2	53.1	61.8
운전자본투자	79.4	2.2	(148.1)	(15.2)	(16.7)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(33.7)	(49.9)	(58.6)
영업활동 현금흐름	98.2	45.8	14.2	162.9	187.7
설비투자	(10.0)	(19.5)	(60.0)	(60.0)	(60.0)
무형자산투자	(0.4)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	0.0	(38.0)	10.2	(1.4)	(1.5)
투자자산증감	(3.1)	(31.9)	0.0	0.0	0.0
기타투자연금흐름	(0.7)	(1.9)	(3.7)	(1.1)	(1.2)
투자활동 현금흐름	(14.2)	(91.4)	(53.5)	(62.5)	(62.7)
금융부채 증감	(12.9)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	0.0	(6.1)	(8.2)	(12.2)	(12.2)
기타재무연금흐름	(1.5)	(0.2)	158.7	(5.3)	(5.1)
재무활동 현금흐름	(14.4)	(6.5)	150.5	(17.5)	(17.4)
기타연금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	69.6	(52.1)	111.2	82.9	107.7
기초 현금 및 현금성자산	34.6	104.2	90.2	201.4	284.3
기말 현금 및 현금성자산	104.2	52.2	201.4	284.3	392.0
총영업연금흐름	63.6	57.4	159.7	175.5	201.7
잉여연금흐름	119.7	37.2	(42.3)	99.4	123.9
순연금흐름	86.8	(14.2)	43.5	88.1	112.7
순연금 (순차입금)	86.8	72.6	154.2	242.3	355.0

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	NA	73.2	NA	19.8	14.5
영업이익 성장률	NA	68.1	NA	18.5	17.0
EBITDA 성장률	NA	68.0	NA	17.8	15.5
지배기업순이익 성장률	NA	45.4	64.9	18.3	17.0
수정순이익 성장률	NA	45.4	64.9	18.3	17.0
영업이익률	8.9	8.6	18.0	17.8	18.2
EBITDA 이익률	9.2	8.9	20.0	19.6	19.8
당기순이익률	11.4	9.6	13.6	13.5	13.8
수정순이익률	11.4	9.6	12.5	12.4	12.7

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) * (세무회계연관 손익조정분)] / (년동주 수정 평균외식주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 세무비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: 영원무역, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	104.2	52.2	201.4	284.3	392.0
단기금융자산	0.5	38.0	27.8	29.2	30.6
매출채권	56.9	50.7	101.3	106.4	111.7
재고자산	42.3	49.0	165.4	182.0	200.2
기타유동자산	6.7	6.9	51.4	52.4	53.5
유동자산	210.7	196.7	547.3	654.3	788.0
투자자산	252.4	310.0	52.5	52.5	52.5
유형자산	75.4	93.1	258.1	298.1	338.1
무형자산	0.7	0.6	1.2	0.8	0.3
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	5.3	7.2	10.9	12.0	13.2
비유동자산	333.8	410.9	322.7	363.3	404.0
자산총계	544.5	607.6	870.0	1,017.6	1,192.0

매입채무	67.7	63.6	95.4	100.2	105.2
단기금융부채	17.8	17.6	75.0	71.3	67.7
단기충당부채	2.2	1.5	1.4	1.5	1.5
기타유동부채	19.9	21.4	53.2	55.8	58.6
유동부채	107.5	104.1	225.1	228.8	233.0
장기금융부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	9.3	11.4	12.0	12.6	13.2
이연법인세부채	34.5	40.7	49.9	50.9	51.9
기타비유동부채	(7.6)	(8.5)	1.2	1.3	1.5
비유동부채	36.3	43.6	63.1	64.8	66.6
부채총계	143.8	147.7	288.2	293.6	299.6
자본금	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4
자본잉여금	334.8	334.8	334.8	334.8	334.8
기타자본항목	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	(4.7)	(12.1)	(12.1)	(12.1)	(12.1)
이익잉여금	50.1	116.8	228.8	358.6	512.6
지배기업 자본총계	400.6	459.9	571.8	701.7	855.7
비지배지분	0.0	0.0	10.1	22.3	36.7
자본총계	400.6	459.9	581.9	724.0	892.4
부채와자본총계	544.5	607.6	870.0	1,017.6	1,192.0

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	2,435	1,785	2,943	3,482	4,073
수정EPS	2,435	1,785	2,943	3,482	4,073
주당순자산(BPS)	9,817	11,269	14,011	17,193	20,966
주당매출액(SPS)	21,276	18,579	23,486	28,127	32,195
주당총영업연금흐름(GCFPS)	3,090	1,407	3,913	4,300	4,943
주당배당금	150	200	300	300	300
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	12.7	31.7	26.7	28.0

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	12.5	16.9	21.0	22.3	21.3
ROA	9.3	12.9	15.3	16.7	16.6
ROIC	59.3	47.2	31.8	33.3	34.8
WACC	9.7	6.5	10.0	10.0	10.1
ROIC/WACC(배)	6.1	7.3	3.2	3.3	3.5
경제적이익(EP, 십억원)	0.0	48.6	126.3	111.4	131.6
부채비율	35.9	32.1	49.5	40.5	33.6
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율(배)	40.4	35.4	50.1	59.0	68.1

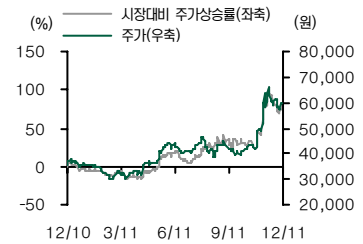
영원무역홀딩스 (009970)

BUY (initiate)

주가(12/14)	60,900원	60일 평균 거래량	26,979주	52주 최고/최저가 (보통주)	66,000원
적정주가	74,000원	60일 평균 거래대금	15억원		29,950원
시가총액	7,812억원	외국인보유비중	29.6%	베타 (12M, 일간수익률)	0.2
발행주식수 (보통주)	12,827,027주	수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	20.8%	주요주주	성기학 등 43.2%
유동주식비율	40.9%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.1%		

결산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	1,101.8	1,175.2	1,409.1	1,616.3	1,768.9
영업이익 (십억원)	178.6	213.9	283.8	318.8	355.7
순이익 (십억원)	106.1	154.0	214.1	240.5	271.5
지배기업순이익 (십억원)	79.1	75.4	104.8	117.7	132.9
EPS (원)	3,211	6,983	9,707	10,903	12,307
수정EPS (원)	3,211	6,983	9,707	10,903	12,307
PER* (배)	10.9 - 3.0	5.9 - 3.2	6.3	5.6	4.9
PBR (배)	1.5	1.2	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	3.0	2.6	3.2	2.8	2.5
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.0	1.1	1.1
ROE (%)	23.9	26.6	25.0	24.8	22.4
ROIC (%)	51.2	38.5	36.9	35.5	35.5

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-4.8%	44.3%	38.9%
상대	-2.5%	35.9%	55.3%



자료: 영원무역홀딩스, 현대증권

아웃도어 의류, 내수와 수출을 견비

영원무역홀딩스, 투자 의견 BUY
적정주가 74,000원 제시

영원무역홀딩스는 영원무역 지분 54%와 골드윈코리아 지분 51%를 보유해, 아웃도어 의류의 수출과 내수 포지션을 가지고 있다. 동사의 적정주가 74,000원은 상장 자회사 영원무역의 시장 가치와 비상장 자회사 골드윈코리아의 적정가치를 합산 후 할인율 30%를 적용해 산출하였다.

투자포인트
1) 골드윈코리아의 지분가치 반영될 것

첫째, 영원무역홀딩스와 영원무역 지분가치와의 갭이 좁혀져 영원무역홀딩스의 주가 상승이 예상된다. 동사의 주가흐름을 살펴보면 2011년 초 모회사와 자회사의 주가가 나란히 상승했다. 그 후, 영원무역 주가 랠리에 따라 영원무역 홀딩스 시총과 영원무역의 지분가치 갭이 좁혀지자 영원무역홀딩스의 뒤따라 상승하는 것을 경험했다. 최근 다시 영원무역홀딩스 시총과 영원무역 지분가치의 갭이 좁혀져 현재 주가에 골드윈코리아의 가치가 거의 반영되고 있지 않는데, 이에 대해 시장의 관심이 예상된다.

2) 자회사 영원무역의 향후 3년 매출액 CAGR 20%

둘째, 영원무역의 매출은 향후 3년 동안 연평균 20%로 성장할 전망이다. 이는 1) EU, 미국, 일본의 의류수입 중 각각 25%, 40%, 84%를 차지하고 있는 중국에서 Supply chain이 망가지면서 의류 시장의 공급 부족이 현실화 되고 있고, 2) 아웃도어 의류 수요 증가로 노스페이스, 나이키, 폴로의 주문 증가 및 신규바이어의 비중 확대가 뚜렷하며, 3) 2012년 동사의 Capa는 신발과 의류부문에서 각각 10% 증설될 것으로 판단되기 때문이다.

3) 자회사 골드윈코리아의 향후 3년 매출액 CAGR 16%

셋째, 골드윈 코리아의 매출은 향후 3년 동안 연평균 16%로 성장할 전망이다. 먼저, 골드윈코리아는 국내 아웃도어 MS 1위인 노스페이스 한국총판을 1997년에 획득해, 최근 브랜드 계약을 2022년까지 연장했다. 골드윈 코리아의 향후 성장 근거는 1) 국내에서 노스페이스의 인지도와 선호도가 월등하고, 2) 젊은 고객층을 확보했으며, 3) 매장당 매출이 가장 높은 점을 고려할 때 동사의 시장지배력이 유지될 것으로 판단되기 때문이다. 하지만, 국내 아웃도어 의류 시장 경쟁 심화, 그로 인한 광고비 증가 등은 리스크로 판단된다.

골드윈코리아는 아웃도어 부문에 집중된 점, 경쟁심화 상황 고려해 의류업 대비 할인

동사의 적정주가 74,000원은 1)상장 자회사 영원무역의 시장가치와 2)비상장 자회사 골드윈코리아의 적정가치를 합산 후 3)지주회사 평균 할인율 30%를 적용해 산출하였다. 골드윈코리아의 적정가치는 동사가 한 가지 북종(아웃도어)에 집중되어 있는 점, 국내 아웃도어 경쟁이 심화된 점을 반영해 의류업 평균 PER에 15% 할인을 적용하여 산출하였다.

그림 148> 영원무역홀딩스 적정주가 74,000원 산출근거

(십억원)	2012F	참고
1. 영원무역	481.2	지분율 반영, 30% 할인 적용
시가총액	1,265.2	12월 14일 종가반영
내재 PER (배)	8.9	
지분율 (%)	54.3	
2. 골드윈코리아	270.6	지분율 반영, 30% 할인 적용
2012년 예상 순이익	101.9	
적정 PER (배)	7.4	의류업 평균 PER 8.8배에서 15% 할인
지분율 (%)	51.0	
기타투자자산	16.2	30% 할인 적용
순차입금(순현금)	(31.9)	2011년 3분기말
적정가치	800.0	
발행주식수 (백만주)	10.8	
적정주가 (원)	74,000	
현재주가 (원)	60,900	
상승여력 (%)	21.5	

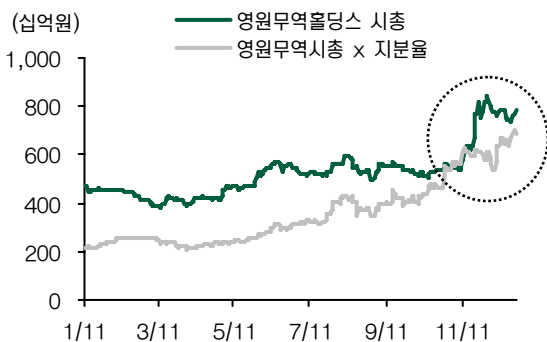
자료: 현대증권

그림 149> 영원무역홀딩스 분기별 실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	263.6	292.7	410.5	442.3	303.9	334.6	467.9	509.9	1,175.2	1,409.1	1,616.3	1,768.9
영업이익	41.7	65.2	102.0	74.9	47.4	74.9	108.9	87.6	213.9	283.8	318.8	355.7
순이익 (지배기업)	14.8	23.1	39.0	27.8	17.1	26.9	41.4	32.3	75.4	104.8	117.7	132.9
성장률 (%YoY)												
매출액	NA	NA	NA	NA	15.3	14.3	14.0	15.3	6.7	19.9	14.7	9.4
영업이익	NA	NA	NA	NA	13.8	14.8	6.8	16.9	19.8	32.6	12.3	11.6
순이익 (지배기업)	NA	NA	NA	NA	15.2	16.5	6.1	16.0	(4.7)	39.0	12.3	12.9
이익률 (%)												
영업이익률	15.8	22.3	24.8	16.9	15.6	22.4	23.3	17.2	18.2	20.1	19.7	20.1
순이익률 (지배기업)	5.6	7.9	9.5	6.3	5.6	8.0	8.9	6.3	6.4	7.4	7.3	7.5

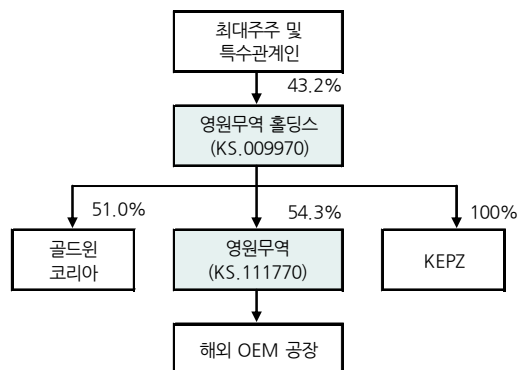
자료: 현대증권

그림 150> 영원무역 지분가치와의 갭 다시 축소 중



자료: KRX, 현대증권

그림 151> 영원무역홀딩스는 아웃도어 내수와 수출 포지셔닝



자료: 영원무역홀딩스, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
매출액	1,101.8	1,175.2	1,409.1	1,616.3	1,768.9
매출원가	748.2	742.0	854.8	998.0	1,098.8
매출총이익	353.6	433.2	554.3	618.3	670.1
판매비와관리비	175.1	219.2	271.1	299.5	314.5
기타영업손익	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
영업이익	178.6	213.9	283.8	318.8	355.7
EBITDA	193.6	235.2	303.9	339.4	376.1
영업외손익	24.6	1.4	4.0	4.0	4.0
금융손익	0.4	2.0	2.0	2.0	2.0
지분법손익	25.7	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.6)	(7.1)	2.0	2.0	2.0
세전이익	203.1	215.3	287.8	322.8	359.7
법인세비용	47.4	55.9	73.7	82.3	88.2
당기순이익	106.1	154.0	214.1	240.5	271.5
지배기업순이익	79.1	75.4	104.8	117.7	132.9
총포괄이익	93.3	151.0	214.1	240.5	271.5
지배기업총포괄이익	93.3	151.0	104.8	117.7	132.9
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	79.1	75.4	104.8	117.7	132.9

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	106.1	154.0	214.1	240.5	271.5
유무형자산상각비	15.0	21.2	20.7	20.5	20.4
기타비연금손익 조정	31.4	5.5	79.1	88.5	95.0
운전자본투자	(108.0)	(24.1)	(62.4)	(35.9)	(41.6)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(62.0)	(90.4)	(95.5)
영업활동 현금흐름	44.5	156.7	189.5	223.2	249.8
설비투자	(36.5)	(56.4)	(70.0)	(70.0)	(70.0)
무형자산투자	(0.8)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
단기금융자산 증감	98.0	(36.2)	(10.4)	(11.4)	(12.5)
투자자산 증감	(9.0)	(9.8)	(22.5)	(14.6)	(16.8)
기타투자연금흐름	(15.1)	(50.4)	(0.6)	(1.1)	(1.2)
투자활동 현금흐름	36.5	(153.3)	(103.9)	(97.6)	(101.0)
금융부채 증감	(0.7)	(19.4)	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(26.9)	(25.1)	(42.2)	(6.5)	(7.0)
기타재무연금흐름	(4.9)	(2.2)	68.9	0.6	0.3
재무활동 현금흐름	(23.7)	(46.6)	26.7	(5.9)	(6.7)
기타연금흐름	11.8	4.9	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	69.1	(38.5)	112.2	119.8	142.1
기초 현금 및 현금성자산	143.0	212.1	186.6	298.8	418.6
기말 현금 및 현금성자산	212.1	173.6	298.8	418.6	560.7
총영업연금흐름	179.8	179.4	243.4	249.9	281.6
잉여연금흐름	33.0	97.8	116.2	142.6	168.5
순연금흐름	116.2	225.6	51.9	124.9	148.0
순연금 (순차입금)	206.3	221.9	286.8	411.7	559.7

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	23.9	6.7	NA	14.7	9.4
영업이익 성장률	32.4	19.8	NA	12.3	11.6
EBITDA 성장률	31.4	21.5	NA	11.7	10.8
지배기업순이익 성장률	(17.0)	(4.7)	39.0	12.3	12.9
수정순이익 성장률	(17.0)	(4.7)	39.0	12.3	12.9
영업이익률	16.2	18.2	20.1	19.7	20.1
EBITDA 이익률	17.6	20.0	21.6	21.0	21.3
당기순이익률	9.6	13.1	15.2	14.9	15.3
수정순이익률	7.2	6.4	7.4	7.3	7.5

참고: 수정EPS = ((수정순이익 - 우선주귀속 순이익) * (세무회계연손익조정분)) / (보통주 수정 평균매석주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 세무비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 임의성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: 영원무역홀딩스, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	212.1	173.6	298.8	418.6	560.7
단기금융자산	58.4	103.6	114.0	125.4	137.9
매출채권	134.3	143.4	193.5	222.6	256.0
재고자산	107.7	157.1	212.1	244.0	280.6
기타유동자산	29.6	45.3	54.3	59.7	65.7
유동자산	542.0	623.0	872.8	1,070.3	1,300.9
투자자산	103.5	75.0	97.6	112.2	129.0
유형자산	261.1	321.8	371.8	421.8	471.8
무형자산	(26.3)	(23.5)	2.9	2.6	2.5
이연법인세자산	0.0	0.0	7.7	7.7	7.7
기타비유동자산	9.2	10.4	11.0	12.1	13.3
비유동자산	347.5	383.7	490.9	556.4	624.3
자산총계	889.4	1,006.7	1,363.7	1,626.7	1,925.2

매입채무	84.1	92.6	125.0	143.7	165.3
단기금융부채	64.0	55.4	126.0	132.3	139.0
단기충당부채	6.1	7.0	8.3	9.2	10.1
기타유동부채	79.1	90.2	108.2	119.0	130.9
유동부채	233.3	245.1	367.6	404.3	445.3
장기금융부채	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직금부채	18.4	22.2	22.4	22.6	22.8
이연법인세부채	62.1	61.9	81.2	73.1	65.8
기타비유동부채	(5.7)	(5.0)	1.2	1.3	1.5
비유동부채	75.0	79.0	104.8	97.1	90.1
부채총계	308.3	324.1	472.4	501.4	535.4

자본금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
자본잉여금	138.4	142.7	142.7	142.7	142.7
기타자본항목	(306.9)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
기타포괄손익누계액	(7.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)	(10.3)
이익잉여금	417.2	185.8	285.2	396.5	522.3
지배기업 자본총계	247.7	319.6	419.0	530.2	656.1
비지배지분	333.4	363.0	472.3	595.1	733.7
자본총계	581.2	682.6	891.3	1,125.3	1,389.8
부채와자본총계	889.4	1,006.7	1,363.7	1,626.7	1,925.2

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	3,211	6,983	9,707	10,903	12,307
수정EPS	3,211	6,983	9,707	10,903	12,307
주당순자산(BPS)	22,948	29,599	38,806	49,109	60,766
주당매출액(SPS)	44,726	108,854	130,518	149,710	163,846
주당총영업연금흐름(GCFPS)	7,299	16,612	22,549	23,146	26,080
주당배당금	450	500	600	650	700
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	60.3	50.3	20.8	168.8	166.9

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	23.9	26.6	25.0	24.8	22.4
ROA	12.7	16.6	15.9	16.3	15.5
ROIC	51.2	38.5	36.9	35.5	35.5
WACC	6.4	4.4	5.2	5.4	5.5
ROIC/WACC(배)	8.0	8.7	7.1	6.6	6.4
경제적이익(EP, 십억원)	146.0	142.6	198.5	197.0	222.9
부채비율	53.0	47.5	53.0	44.6	38.5
순금융부채비율	순연금	순연금	순연금	순연금	순연금
이자보상배율(배)	41.9	51.7	76.0	84.8	94.0

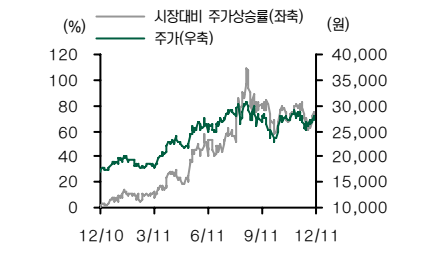
한섬 (020000)

BUY (initiate)

주가(12/14)	27,550원	60일 평균 거래량	73,018주	52주 최고/최저가 (보통주)	30,800원
적정주가	34,000원	60일 평균 거래대금	19억원		17,050원
시가총액	6,786억원	외국인보유비중	27.0%	베타 (12M, 일간수익률)	0.6
발행주식수 (보통주)	24,630,000주	수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	13.6%	주요주주	정재봉 등 34.6%
유동주식비율	54.6%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.1%		

결산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)	(IFRS-P)
매출액 (십억원)	386.9	447.5	506.7	565.1	629.0
영업이익 (십억원)	65.7	82.3	107.4	118.1	134.2
순이익 (십억원)	51.5	72.0	80.2	93.2	105.6
지배기업순이익 (십억원)	51.5	72.0	80.2	93.2	105.6
EPS (원)	2,293	3,242	3,653	4,245	4,808
수정EPS (원)	2,089	2,922	3,258	3,786	4,289
PER* (배)	7.9 - 3.4	7.2 - 4.4	8.5	7.3	6.4
PBR (배)	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (배)	4.7	3.9	4.8	3.6	2.7
배당수익률 (%)	1.5	2.1	1.8	2.0	2.2
ROE (%)	11.2	14.0	13.0	14.1	14.1
ROIC (%)	18.6	24.4	25.9	27.8	30.2

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-3.7%	3.2%	11.1%
상대	-1.3%	-2.8%	24.2%



자료: 한섬, 현대증권

프리미엄에 프리미엄을 더하다

한섬,
투자 의견 BUY
적정주가 34,000원 제시

한섬은 프리미엄 자사브랜드를 백화점 유통채널을 통해 국내에서 판매하는 의류회사다. 동사의 적정주가 34,000원은 1) 동사의 영업가치에 2) 투자자사 가치를 합산해 산출하였다. 현재 PER 7.3배는 동사의 뛰어난 브랜드력과 복종의 다변화, 중국진출 가능성을 고려할 때 저평가라고 판단된다.

투자포인트
1) 수입브랜드 부문 MS 지속 상승

첫째, 수입 브랜드 전개에 있어 한섬의 강점은 1) 국내 제품판매에서도 알 수 있듯이 국내 의류 트렌드를 정확히 읽어내 적정률 높은 브랜드와 아이템을 선택하고, 2) 2009년에 시작한 브랜드 량방컬렉션은 프랑스 량방과 10년 라이선스 계약으로 한섬이 기획, 디자인, 생산까지 담당하기 때문에 마진이 높으며, 3) 한섬 자사브랜드는 백화점 머스트해브 브랜드로 수입브랜드를 판매할 백화점 유통채널 확보에 경쟁력이 있는 점이다.

2) 월등한 자사제품 브랜드력

둘째, 동사는 커버리지 의류회사 중 자사 브랜드의 브랜드력이 가장 뛰어나다. 동사의 6개 자사 브랜드의 평균 수명(런칭부터 현재까지)은 16년으로 의류브랜드 평균 수명인 4~6년에 비해 월등히 길다. 고객충성도 역시 높아 한섬의 한 브랜드에 연간 천만원 이상 소비하는 고객의 매출이 전체 매출의 30%를 차지한다. 뿐만 아니라 타임과 마인은 여성정장 부문 백화점 매출 1위, 2위를 차지하며 백화점 수수료율도 가장 낮은 브랜드이다.

3) 복종, 판매지역 포트폴리오 다변화

셋째, 동사의 복종과 판매지역 포트폴리오가 다변화 되고 있다. 2004년 이전까지 타임옴트를 제외한 한섬의 모든 브랜드는 주로 백화점 유통채널을 활용하는 여성복이었다. 2004년부터 수입브랜드를 꾸준히 전개해 현재 상품부문 비중은 약 15%이다. 또, 2008년 시스템옴트를 런칭해 현재 남성복 비중이 약 9%이다. 뿐만 아니라, 동사의 기존 중국 비중이 미미했는데, 2011년 SK네트웍스에 중국 독점 유통사업권을 계약하면서 2012년부터는 중국진출에 박차를 가할 것으로 전망된다.

**월등한 브랜드력, 제한된
리스크 감안 의류업종 평균
Valuation 적용**

한섬의 적정주가 34,000원은 의류업종 평균 EV/EBITDA를 적용하여 산출하였다. 의류업 커버리지 종목 중 성장 모멘텀이 작은 편이지만, 동사의 뛰어난 브랜드력, 무차입 경영 등 제한된 리스크를 고려할 때 현재 동사가 받고 있는 PER 7.3배는 저평가라고 판단된다.

그림 152> 한섬 적정주가 34,000원 산출근거

(십억원)	2012F	참고
1. 영업가치	683.8	
2012년 예상 EBITDA	126.6	
적정 EV/EBITDA (배)	5.4	의류업 평균 5.4배 적용
2. 투자자산가치	100.7	장부가에서 30%할인
종속 및 관계기업 지분투자	132.5	
비유동성 매도가능금융자산	11.3	
순차입금(순현금)	(50.7)	2011년 3분기말
적정가치	835.3	
발행주식수 (백만주)	24.6	
적정주가 (원)	34,000	
현재주가 (원)	27,550	
상승여력 (%)	23.4	

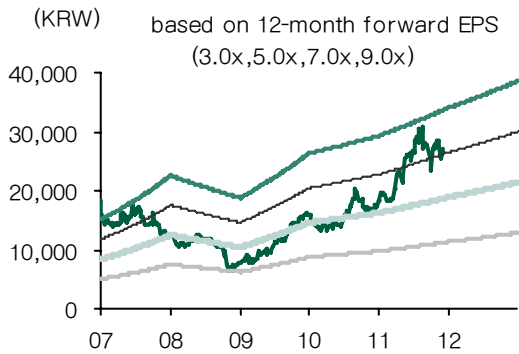
자료: 현대증권

그림 153> 한섬 분기별 실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	119.9	107.3	96.2	183.3	130.0	123.3	115.0	196.8	447.5	506.7	565.1	629.0
영업이익	24.2	21.7	19.5	42.0	24.6	24.1	19.7	49.7	82.3	107.4	118.1	134.2
순이익 (지배기업)	18.1	14.5	15.1	32.5	19.6	19.2	15.8	38.7	72.0	80.2	93.2	105.6
성장률 (%YoY)												
매출액	18.2	7.5	12.7	14.0	8.5	14.9	19.5	7.3	15.7	13.2	11.5	11.3
영업이익	48.5	35.3	60.4	11.0	1.7	11.3	0.8	18.5	25.2	30.4	10.0	13.6
순이익 (지배기업)	(8.4)	7.8	18.7	24.9	8.4	32.5	4.4	18.8	39.9	11.5	16.2	13.3
이익률 (%)												
영업이익률	20.2	20.2	20.3	22.9	18.9	19.6	17.1	25.3	18.4	21.2	20.9	21.3
순이익률 (지배기업)	15.1	13.5	15.7	17.8	15.1	15.6	13.7	19.6	16.1	15.8	16.5	16.8

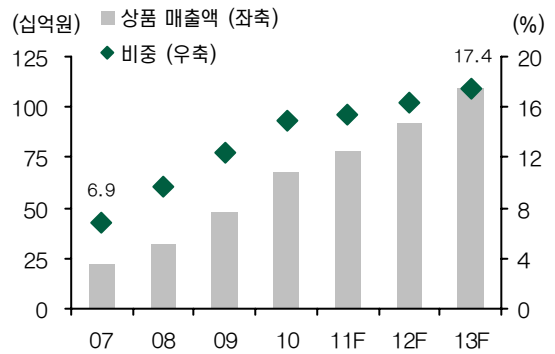
자료: 현대증권

그림 154> 강력한 브랜드력 대비 현재 PER 7.3배로 저평가



자료: 한섬, 현대증권

그림 155> 상품 매출액 비중 2007년 7% → 2013F 17%



자료: 한섬, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GA AP-P)	12/10A (GA AP-P)	12/11F (IFRS-P)	12/12F (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)
매출액	386.9	447.5	506.7	565.1	629.0
매출원가	135.0	155.5	174.7	194.6	217.3
매출총이익	251.9	291.9	332.0	370.5	411.8
판매비와관리비	186.2	209.6	231.4	252.4	277.6
기타영업손익	0.0	0.0	6.8	0.0	0.0
영업이익	65.7	82.3	107.4	118.1	134.2
EBITDA	73.8	90.1	108.7	126.6	143.2
영업외손익	(0.3)	4.1	(1.8)	4.6	4.8
금융손익	0.6	3.4	2.6	2.6	2.6
지분법손익	5.8	4.2	4.2	4.2	4.2
기타영업외손익	(6.8)	(3.6)	(8.6)	(2.3)	(2.1)
세전이익	65.4	86.4	105.6	122.7	139.0
법인세비용	14.0	14.4	25.3	29.4	33.4
당기순이익	51.5	72.0	80.2	93.2	105.6
지배기업순이익	51.5	72.0	80.2	93.2	105.6
총포괄이익	51.6	75.4	81.8	93.2	105.6
지배기업총포괄이익	51.6	75.4	81.8	93.2	105.6
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	51.5	72.0	80.2	93.2	105.6

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	51.5	72.0	80.2	93.2	105.6
유무형자산상각비	8.1	7.8	8.1	8.5	9.0
기타비연금손익 조정	7.1	5.4	21.1	25.2	29.1
운전자본투자	(18.4)	(17.8)	(15.4)	(13.8)	(13.8)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(25.3)	(29.4)	(33.4)
영업활동 현금흐름	48.3	67.3	68.8	83.7	96.7
설비투자	(8.9)	(9.5)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
무형자산투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(10.5)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산 증감	2.9	0.4	0.0	0.0	0.0
기타투자연금흐름	(1.1)	5.6	(0.5)	(0.5)	(0.5)
투자활동 현금흐름	(17.6)	(3.6)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
금융부채 증감	(5.1)	1.2	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	(8.4)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(4.5)	(5.4)	(8.3)	(11.0)	(12.1)
기타채무연금흐름	0.3	0.3	6.0	4.5	4.5
재무활동 현금흐름	(9.4)	(12.3)	(2.4)	(6.5)	(7.6)
기타연금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	21.3	51.4	55.9	66.7	78.5
기초 현금 및 현금성자산	7.9	29.2	80.6	136.5	203.3
기말 현금 및 현금성자산	29.2	80.6	136.5	203.3	281.8
총영업연금흐름	62.3	79.6	89.7	98.3	111.0
영여연금흐름	39.3	58.1	64.1	74.3	87.0
순연금흐름	37.3	50.5	55.9	66.7	78.5
순연금 (순차입금)	47.1	97.6	153.5	220.2	298.8

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	15.6	15.7	NA	11.5	11.3
영업이익 성장률	19.0	25.2	NA	10.0	13.6
EBITDA 성장률	15.3	22.0	NA	16.5	13.1
지배기업순이익 성장률	(5.9)	39.9	11.5	16.2	13.3
수정순이익 성장률	(5.9)	39.9	11.5	16.2	13.3
영업이익률	17.0	18.4	21.2	20.9	21.3
EBITDA 이익률	19.1	20.1	21.4	22.4	22.8
당기순이익률	13.3	16.1	15.8	16.5	16.8
수정순이익률	13.3	16.1	15.8	16.5	16.8

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) ÷ (새주 의석관련 손익조정분)] ÷ (보통주 수정 평균회석주식수)
수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경상손익)

순비경상손익: 새주 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: 연성, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GA AP-P)	12/10A (GA AP-P)	12/11F (IFRS-P)	12/12F (IFRS-P)	12/13F (IFRS-P)
현금 및 현금성자산	29.2	80.6	136.5	203.3	281.8
단기금융자산	21.3	21.6	21.6	21.6	21.6
매출채권	31.5	38.6	42.4	45.8	49.5
재고자산	129.4	142.6	156.8	169.4	182.9
기타유동자산	18.9	20.0	22.0	24.2	25.4
유동자산	230.3	303.4	379.4	464.3	561.3
투자자산	152.8	159.6	159.6	159.6	159.6
유형자산	145.4	147.3	149.2	150.7	151.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	22.4	16.8	17.3	17.8	18.3
비유동자산	320.7	323.7	326.1	328.1	329.6
자산총계	551.0	627.1	705.5	792.4	890.9

매입채무	18.4	19.1	20.0	21.0	22.1
단기금융부채	3.3	4.6	4.6	4.6	4.6
단기총당부채	2.1	2.7	2.9	3.0	3.2
기타유동부채	27.3	36.4	40.0	43.2	46.7
유동부채	51.2	62.7	67.5	71.8	76.5
장기금융부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
장기총당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직금여부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이연법인세부채	6.6	9.6	9.6	9.6	9.6
기타비유동부채	9.2	9.3	9.6	9.9	10.2
비유동부채	15.9	19.0	19.3	19.6	19.9
부채총계	67.1	81.7	86.8	91.4	96.3

자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	125.3	125.6	125.6	125.6	125.6
기타자본항목	(14.0)	(22.9)	(22.9)	(22.9)	(22.9)
기타포괄손익누계액	(0.1)	3.4	4.9	4.9	4.9
이익잉여금	360.3	426.9	498.8	581.1	674.6
지배기업 자본총계	483.9	545.3	618.7	701.0	794.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	483.9	545.3	618.7	701.0	794.5
부채와자본총계	551.0	627.1	705.5	792.4	890.9

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	2,293	3,242	3,653	4,245	4,808
수정EPS	2,089	2,922	3,258	3,786	4,289
주당순자산(BPS)	21,561	24,836	28,166	31,910	36,169
주당매출액(SPS)	17,240	20,156	23,072	25,725	28,635
주당총영업연금흐름 (GCFPS)	2,777	3,587	4,084	4,474	5,053
주당배당금	240	380	500	550	600
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	9.1	21.9	13.6	29.5	29.2

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	11.2	14.0	13.0	14.1	14.1
ROA	9.9	12.3	11.5	12.6	12.7
ROIC	18.6	24.4	25.9	27.8	30.2
WACC	8.4	9.7	6.6	6.9	7.1
ROIC/WACC (배)	2.2	2.5	3.9	4.0	4.3
경제적이익 (EP, 십억원)	29.7	43.7	61.8	68.1	78.6
부채 비율	13.9	15.0	14.0	13.0	12.1
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	157.4	194.2	67.3	78.4	88.7

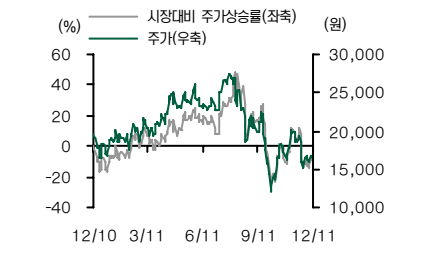
베이직하우스 (084870)

BUY (initiate)

주가(12/14)	16,450원	60일 평균 거래량	315,149주	52주 최고/최저가 (보통주)	27,300원
적정주가	22,000원	60일 평균 거래대금	52억원		12,050원
시가총액	3,431억원	외국인보유비중	21.9%	베타 (12M, 일간수익률)	0.9
발행주식수 (보통주)	20,856,819주	수정EPS 성장률(11~13 CAGR)	108.3%	주요주주	우종완 등 48.7%
유동주식비율	30.8%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	10.1%		

결산기말	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
(적용기준)	(GAAP-P)	(GAAP-P)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	302.3	337.4	443.1	520.8	639.2
영업이익 (십억원)	31.9	37.2	40.3	52.8	71.9
순이익 (십억원)	9.7	6.0	26.0	35.2	49.2
지배기업순이익 (십억원)	9.7	5.2	25.0	33.8	47.2
EPS (원)	466	251	1,203	1,628	2,274
수정EPS (원)	466	251	1,203	1,628	2,274
PER* (배)	20.4 - 3.0	92.5 - 26.8	13.7	10.1	7.2
PBR (배)	0.9	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	4.8	8.7	7.7	6.3	4.9
배당수익률 (%)	NA	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	6.2	3.2	13.0	16.2	19.0
ROIC (%)	7.6	9.0	7.4	12.7	15.7

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	-17.5%	-16.7%	-28.8%
상대	-15.5%	-21.6%	-20.4%



자료: 베이직하우스, 현대증권

2011년의 투자는 2012년 성장의 밑거름

**베이직하우스,
투자 의견 BUY
적정주가 22,000원 제시**

베이직 하우스는 자사브랜드를 한국과 중국에서 각각 46%, 54%(2011F 매출액 기준) 비중으로 판매하는 의류회사다. 동사의 적정주가 22,000원은 1) 국내법인 영업이익, 2) 중국법인 영업이익을 합산해 산출하였다.

**투자포인트
1) 중국시장 선진출자의
노하우와 유통망 지배력**

첫째, 동사는 중국에 2004년에 진출해 최근 중국진출을 시도하는 타 의류회사보다 경쟁력이 있는데, 이는 1) 한국의 디자인과 색깔을 유지하면서 중국 소비자의 취향을 적극 반영할 수 있는 디자인과 MD 시스템을 활용해 의류를 철저히 현지화시키고, 2) 진출 초기에 브랜드 이미지를 성공적으로 안착시켜 매장확장이 용이했으며, 3) 중국에 잘 구축해 놓은 유통망은 해외유명 브랜드의 JV 등의 잠재적 성장동력이 될 것으로 판단되기 때문이다.

**2) 프리미엄 캐주얼 의류시장
성장 가능성**

둘째, 베이직하우스는 중국시장에 중고가 캐주얼 브랜드로 진출해 있는데, 향후 중국의 캐주얼 의류시장의 성장 모멘텀이 유효하다고 판단된다. 이는 1) 중국인은 휴식을 취할 때 스포츠의류보다 캐주얼을 즐겨입는 경향이 있고, 2) 그럼에도 불구하고 선진국보다 캐주얼 의류 소비가 여전히 낮아 성장 잠재력이 크며, 3) 중국 소비자는 고가제품 및 해외브랜드를 선호하는 경향이 강해 베이직하우스와 같은 해외브랜드의 판매가 양호할 것으로 판단된다.

**3) 최근 2년간 매장확대는
2012년 외형성장 견인할 것**

셋째, 중국법인이 2012년 동사의 성장을 견인할 텐데, 중국법인의 매출액은 전년대비 26% 성장할 전망이다. 동사의 2012년 중국전략이 매장확장에서 효율성 향상으로 수정됐음에도 양호한 성장이 가능한 배경은 2010년 하반기부터 2011년에 걸쳐 신규로 확대한 매장이 외형확대에 기여할 것으로 판단되기 때문이다. 동사의 매장은 2009년말 468개에서 2011년말 1,005개로 확장될 것으로 예상된다. 생산기지 중 중국 비중이 70% 이상이고 최근 매장확장과 함께 신규 판매인력 수도 크게 증가해서, 중국의 지속적인 인건비 상승은 동사의 리스크 요인이다.

**국내법인 - 국내 Peer 대비
20% 할인 적용,
중국법인 - 중국 Peer 대비
10% 할인 적용**

동사의 적정주가 22,000원은 1) 국내법인 영업가치와, 2) 중국법인 영업가치를 합산해 산출하였다. 먼저 국내법인 가치는 경기민감도가 높은 저가 브랜드를 보유하고, 유통채널 수수료율이 높은 점을 감안해 의류업 대비 20% 할인하여 산출하였다. 중국법인 가치 산출에 중국 캐주얼 의류업 대비 10% 할인된 Valuation을 적용한 이유는 베이직하우스가 국내회사 대비 중국시장에 강점이 있지만, 중국 로컬회사 대비 아직 시장지배력, 유통망 경쟁력이 낮기 때문이다.

그림 156> 베이직하우스 적정주가 22,000원 산출근거

(십억원)	2012F	참고
1. 국내법인 가치	19.8	
2012년 예상 순이익	2.8	
적정 PER (배)	7.0	국내 의류업 PER 8.8배 20% 할인
2. 중국법인 가치	430.2	
2012년 예상 순이익	31.0	
적정 PER (배)	13.9	중국 캐주얼 의류 PER 15.4배 10% 할인
적정가치	450.0	
발행주식수 (백만주)	20.9	
적정주가 (원)	22,000	
현재주가 (원)	16,450	
상승여력 (%)	33.7	

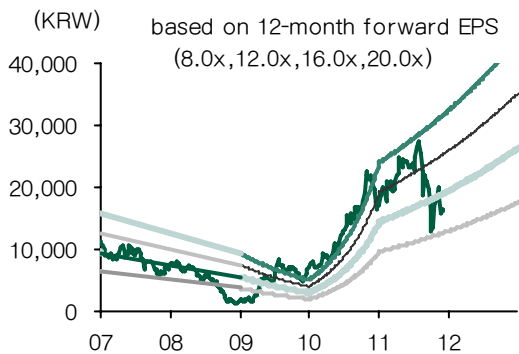
자료: 현대증권

그림 157> 베이직하우스 분기별 실적 전망

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11F	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	111.8	101.6	96.1	133.7	130.2	119.8	112.0	158.8	337.4	443.1	520.8	639.2
영업이익	13.9	3.8	0.2	22.3	16.8	5.7	1.3	29.0	37.2	40.3	52.8	71.9
순이익 (지배기업)	7.5	3.9	(2.0)	15.5	10.9	4.4	0.1	18.4	5.2	25.0	33.8	47.2
성장률 (%YoY)												
매출액	NA	NA	NA	NA	16.5	17.9	16.6	18.8	11.6	31.3	17.5	22.7
영업이익	NA	NA	NA	NA	20.2	48.2	500.3	29.9	16.6	8.5	30.9	36.3
순이익 (지배기업)	NA	NA	NA	NA	44.8	12.1	흑전	18.7	(46.0)	378.6	35.3	39.7
이익률 (%)												
영업이익률	12.5	3.8	0.2	16.7	12.9	4.7	1.2	18.3	11.0	9.1	10.1	11.2
순이익률 (지배기업)	6.8	3.8	(2.0)	11.6	8.4	3.6	0.1	11.6	1.5	5.6	6.5	7.4

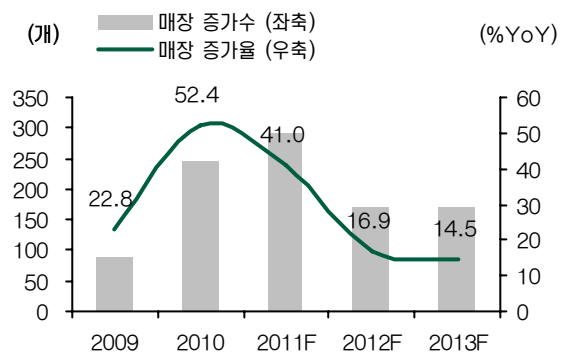
자료: 현대증권

그림 158> 2, 3분기 매장확장 비용 증가로 주가 하락했으나,



자료: 베이직하우스, 현대증권

그림 159> 2012년에는 최근 2년의 신규매장 효율증가 기대



자료: 베이직하우스, 현대증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
매출액	302.3	337.4	443.1	520.8	639.2
매출원가	144.7	151.4	184.5	208.8	247.0
매출총이익	157.6	186.0	258.6	311.9	392.2
판매비와관리비	125.7	148.8	219.6	259.2	320.3
기타영업손익	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
영업이익	31.9	37.2	40.3	52.8	71.9
EBITDA	49.2	53.2	56.3	68.0	86.1
영업외손익	(9.2)	(13.3)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
금융손익	(5.4)	(4.8)	(4.7)	(4.7)	(4.7)
지분변손익	(6.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.4	(8.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	22.6	23.9	35.6	48.1	67.2
법인세비용	13.0	17.9	9.6	12.9	18.0
당기순이익	9.7	6.0	26.0	35.2	49.2
지배기업순이익	9.7	5.2	25.0	33.8	47.2
총포괄이익	4.9	6.6	26.0	35.2	49.2
지배기업총포괄이익	4.9	6.6	25.0	33.8	47.2
순비경성손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	9.7	5.2	25.0	33.8	47.2

연금흐름표 (십억원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
당기순이익	9.7	6.0	26.0	35.2	49.2
유무형자산상각비	17.3	16.0	17.2	15.2	14.2
기타비연금손익 조정	(2.7)	9.8	10.4	13.7	18.9
운전자본투자	23.7	(11.0)	(28.4)	(32.5)	(38.5)
기타영업연금흐름	0.0	0.0	(18.1)	(13.7)	(18.7)
영업활동 현금흐름	48.0	20.9	7.2	18.0	25.1
설비투자	(10.4)	(17.0)	(13.0)	(10.0)	(13.0)
무형자산투자	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
단기금융자산 증감	1.4	(0.1)	0.6	(0.1)	(0.1)
투자자산 증감	(18.1)	(1.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타투자연금흐름	1.6	0.0	0.5	0.5	0.5
투자활동 현금흐름	(25.8)	(19.0)	(12.5)	(10.2)	(13.2)
금융부채 증감	(25.4)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	0.0	0.0	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타재무연금흐름	0.0	7.5	6.4	9.0	10.0
재무활동 현금흐름	(25.4)	(5.0)	5.3	8.0	9.0
기타연금흐름	(0.6)	0.3	0.0	0.0	0.0
연금의 증가(감소)	(3.9)	(2.8)	0.0	15.8	20.8
기초 현금 및 현금성자산	12.6	8.8	7.9	7.9	23.8
기말 현금 및 현금성자산	8.8	5.9	7.9	23.8	44.6
총영업연금흐름	36.9	38.7	38.3	53.2	66.2
잉여연금흐름	54.5	11.8	(3.0)	10.8	14.8
순연금흐름	46.1	14.0	(8.9)	6.8	10.9
순연금 (순차입금)	(86.4)	(80.0)	(86.9)	(80.1)	(69.2)

성장성 및 수익성 비율 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
매출액 성장률	2.6	11.6	NA	17.5	22.7
영업이익 성장률	NA	16.6	NA	30.9	36.3
EBITDA 성장률	310.5	8.2	NA	20.8	26.7
지배기업순이익 성장률	NA	(46.0)	378.6	35.3	39.7
수정순이익 성장률	NA	(46.0)	378.6	35.3	39.7
영업이익률	10.5	11.0	9.1	10.1	11.2
EBITDA 이익률	16.3	15.8	12.7	13.1	13.5
당기순이익률	3.2	1.8	5.9	6.8	7.7
수정순이익률	3.2	1.5	5.6	6.5	7.4

참고: 수정EPS = [(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) * (세무회계연손익조정분)] / (보통주 수정 평균외식주식수)

수정순이익 = (지배기업순이익) - (순비경성손익)

순비경성손익: 세무비경성항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경성항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 임의성손익, 중단사업손익 등을 포함)

자료: 베이직하우스, 현대증권

재무상태표 (십억원) (적용기준)	12/09A (GAAP-P)	12/10A (GAAP-P)	12/11F (IFRS-C)	12/12F (IFRS-C)	12/13F (IFRS-C)
현금 및 현금성자산	8.8	5.9	7.9	23.8	44.6
단기금융자산	2.0	3.7	3.1	3.1	3.2
매출채권	43.9	57.5	69.0	82.8	99.4
재고자산	86.6	112.9	135.5	158.6	187.1
기타유동자산	16.1	15.2	15.5	15.8	16.1
유동자산	157.3	195.2	231.1	284.1	350.4
투자자산	11.9	9.8	10.0	10.2	10.4
유형자산	103.3	106.4	102.2	97.2	96.2
무형자산	13.7	1.4	1.6	1.7	1.8
이연법인세자산	0.0	0.0	2.3	2.2	2.1
기타비유동자산	25.2	24.0	23.5	23.0	22.6
비유동자산	154.2	141.6	139.5	134.2	132.9
자산총계	311.5	336.8	370.6	418.3	483.3

매입채무	15.5	21.6	27.0	31.1	37.3
단기금융부채	88.2	82.9	91.2	100.4	110.4
단기충당부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타유동부채	26.8	31.6	32.3	32.9	33.6
유동부채	130.4	136.3	150.6	164.4	181.3
장기금융부채	9.0	6.6	6.6	6.6	6.6
장기충당부채	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
퇴직금여부채	1.7	2.4	3.1	3.7	4.4
이연법인세부채	9.0	15.6	9.4	8.4	7.6
기타비유동부채	2.1	2.3	2.3	2.4	2.4
비유동부채	22.5	27.6	22.1	21.8	21.8
부채총계	152.9	163.9	172.7	186.2	203.1

자본금	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
자본잉여금	74.3	76.4	76.4	76.4	76.4
기타자본항목	(3.4)	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
기타포괄손익누계액	3.2	3.8	3.8	3.8	3.8
이익잉여금	74.2	79.5	103.4	136.2	182.4
지배기업 자본총계	158.7	169.0	193.0	225.7	271.9
비지배지분	(0.1)	3.9	4.9	6.3	8.3
자본총계	158.6	172.9	197.9	232.1	280.2
부채와자본총계	311.5	336.8	370.6	418.3	483.3

주당지표 (원)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
EPS	466	251	1,203	1,628	2,274
수정EPS	466	251	1,203	1,628	2,274
주당순자산(BPS)	7,640	8,135	9,288	10,866	13,089
주당매출액(SPS)	14,551	16,240	21,330	25,067	30,767
주당총영업연금흐름(GCFPS)	1,775	1,862	1,845	2,559	3,188
주당배당금	0	50	50	50	50
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	51.7	108.3	213.1	200.8

주주가지 및 재무구조 (%)	12/09A	12/10A	12/11F	12/12F	12/13F
ROE	6.2	3.2	13.0	16.2	19.0
ROA	4.3	3.1	8.2	10.0	11.9
ROIC	7.6	9.0	7.4	12.7	15.7
WACC	10.8	9.8	7.5	7.4	7.2
ROIC/WACC(배)	0.7	0.9	1.0	1.7	2.2
경제적이익(EP, 십억원)	(10.0)	(1.3)	1.6	16.9	29.5
부채비율	96.4	94.8	87.3	80.3	72.5
순금융부채비율	54.5	46.3	43.9	34.5	24.7
이자보상배율(배)	8.6	10.0	9.7	11.7	14.9

- 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상)
 등급: Strong BUY = 4, BUY = 3, Marketperform = 2, Underperform = 1, Blackout/Universe탈락 = 0 (주가 ▲, 적정주가 ▲, 등급 —)
- 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



리서치센터

리서치센터	이메일리스트	직책	사내번호	담당업종/분야	E-mail	
	오성진	본부장	2900	리서치센터 총괄	sj.oh	
투자전략부	경제분석	이상재	2950	투자전략부 총괄/Economist	sangjae.lee	
		김기형	2954	한국경제	gh.kim	
	투자전략	이상원	2958	Strategist	sw.lee	
		김경환	2959	글로벌전략	kh.kim	
	채권전략	박혁수	2952	채권전략	hs.park	
		방종욱	2956	신용분석	jongwook.bang	
민동원		2963	신용분석	dongwon.min		
기업분석 1 부	산업재	이상화	2909	기업분석 1 부 총괄/조선, 기계	sanghwa.lee	
		채익근	2905	자동차, 타이어	heeguen.chae	
		김열매	2935	건설	fruitism	
		김대성	2933	운송, 유타일티	daesung.kim	
	테크	김동원	2913	디스플레이	jeff.kim	
		진성혜	2922	반도체	sh.jin	
		백종석	2929	휴대폰, 가전	jongsuk.baek	
		박종운	2923	전자부품	ken.park	
	경기소비재	한익희	2906	미디어, 엔터테인먼트	ikhee.han	
		김석민	2921	인터넷, 게임	min.kim	
		김미송	2919	통신서비스	ms.kim	
	스몰캡	한병화	2908	스몰캡	bh.han	
		송동헌	2924	스몰캡	dongheon.song	
		진용국	2928	스몰캡	kevin.jin	
	기업분석 2 부	소재	박대용	2904	기업분석 2 부 총괄/복합화학	dy.park
			전용기	2916	지주회사, 복합기업	yong.jun
			백영찬	2968	화학, 정유	yc.baek
			김지환	2917	철강, 비철금속	jh.kim
금융		구경희	2903	은행, 카드	kh.koo	
		이태경	2911	증권, 보험	david.rhee	
		최민주	2927	섬유, 의류	minjoo.choi	
필수소비재		이상구	2915	유통	sk.lee	
		김혜림	2914	제약, 화장품	hyerim.kim	
		유진	2931	음식료	eugene	
		태운선	2934	교육, 제지	yoonsun.tae	
계량분석		박찬식	2970	계량분석 총괄	cs.park	
	이영준	2973	계량분석	yj.lee		
데이터매니저		리서치마케팅매니저	마케팅 기획	정재균 팀장	2985	jk.chung
권서영 과장	2942	sy.kwon	국내 마케팅	장수경 대리	2990	sk.jang
김수진 과장	2941	sj.kim	해외 마케팅	유아름 대리	2989	kirsten.yoo
			국내외 Conference	안혜성 대리	2988	hyesong.ahn

■ 전화: 02-2003+사내번호 ■ E-mail+@hdsr.com

현대증권 지역별 지점 현황

150-735 서울시 영등포구 여의도동 34-4 Tel.02-768-0114

가 락	02-404-6341	상 계	02-935-2100	청 담	02-516-5255	대 천	041-934-5111	상 무	062-381-8311	의정부	031-821-6611
강 남	02-554-0900	서 초	02-587-6511	태근노	02-3424-6511	대구동	053-755-8900	상 인	053-641-2611	이 천	031-637-6511
강 동	02-474-1161	서초남	02-598-1611	화 곡	02-2690-6511	대구서	053-554-6511	상 주	054-536-6511	익 산	063-855-6611
개 봉	02-2613-6511	성 북	02-921-9311	강 룡	033-641-2811	덕 진	063-251-6511	서 산	041-666-6611	일 산	031-906-6511
개 포	02-554-8811	신 립	02-887-2411	경 산	053-816-7411	동 래	051-558-3311	서귀포영업소	064-733-5611	전 주	063-287-1911
거 여	02-402-7311	신 사	02-517-6511	경 주	054-773-8411	동 탄	031-8003-1881	서대문	042-536-7411	전하동	052-234-6511
광화문	02-723-8291	신 촌	02-393-6511	계 양	032-551-7711	동울산	052-252-9600	송탄영업소	031-611-4611	제 주	064-721-6511
구 로	02-2612-7771	신원포	02-3476-4411	과 천	02-504-5101	둔 산	042-489-9811	수 원	031-238-8900	진 주	032-425-6511
도 곡	02-573-2100	산설동	02-921-6511	광 산	062-952-2500	마 산	055-241-3511	순 천	061-743-4711	주 업	031-916-7811
도 봉	02-997-2011	쌍 문	02-991-6611	광 주	062-224-2311	목 포	061-284-4811	시 화	031-498-5050	죽 천	031-898-2700
독 산	02-855-8311	임규정	02-549-4701	구 리	031-566-4611	무가동	052-247-7311	신갈영업소	031-282-2611	진 주	055-747-6521
동교동	02-2646-0611	양 재	02-575-0990	구 미	054-458-6211	방아진	052-234-3411	신탄진	042-935-9911	창 원	055-285-5331
동대문	02-2234-6511	역 삼	02-501-4131	구 포	051-337-8611	병 영	052-281-6511	아 산	041-534-6511	천 안	041-552-5611
마 포	02-715-2711	영 동	02-545-8611	군 산	063-462-2811	부 산	051-257-3111	안 동	054-857-2311	첨 단	062-973-9911
목 동	02-2646-0611	영등포	02-2631-1033	김 천	054-435-6511	부 천	032-663-5111	안 산	031-414-4411	청 주	043-257-6611
무 교	02-757-6511	원효로	02-3271-7911	김 포	031-981-8711	부 평	032-529-9701	안 양	031-444-5551	춘 천	033-241-6511
무역센터	02-564-6511	이촌동	02-794-1300	김 해	055-329-6511	부천동	051-819-7111	연 수	032-821-0600	충 주	043-845-5411
반 포	02-595-4611	자양동	02-444-4511	남광주영업소	062-227-4311	북울산	052-286-4811	영 주	054-638-6611	통 영	055-643-8411
방 배	02-3477-4811	잠 실	02-3434-1611	남울산	052-257-8411	분 당	031-708-5611	영 통	031-206-6511	평택	031-652-7887
부티크모니코	02-3482-6511	잠실산천역	02-425-6511	노 은	042-824-6311	분당남	031-715-3611	옥 동	052-274-6511	포 향	054-277-6511
불 광	02-382-6611	잠 안	02-2217-6511	논 산	041-736-8711	분당정자동	031-718-6411	홍 인	031-337-2311	애운대	051-703-1311
사 당	02-597-9200	종 로	02-734-7203	대 구	053-421-3100	천안01산역	041-578-6511	울 산	052-244-4151	화 불	052-288-6511
삼성역	02-567-0511	중 계	02-935-6511	대 전	042-253-9191	산 본	031-395-2911	원 주	033-748-3111	화 정	031-978-8611