

# 한섬 (020000)

## 기업분석보고서

March 7, 2006



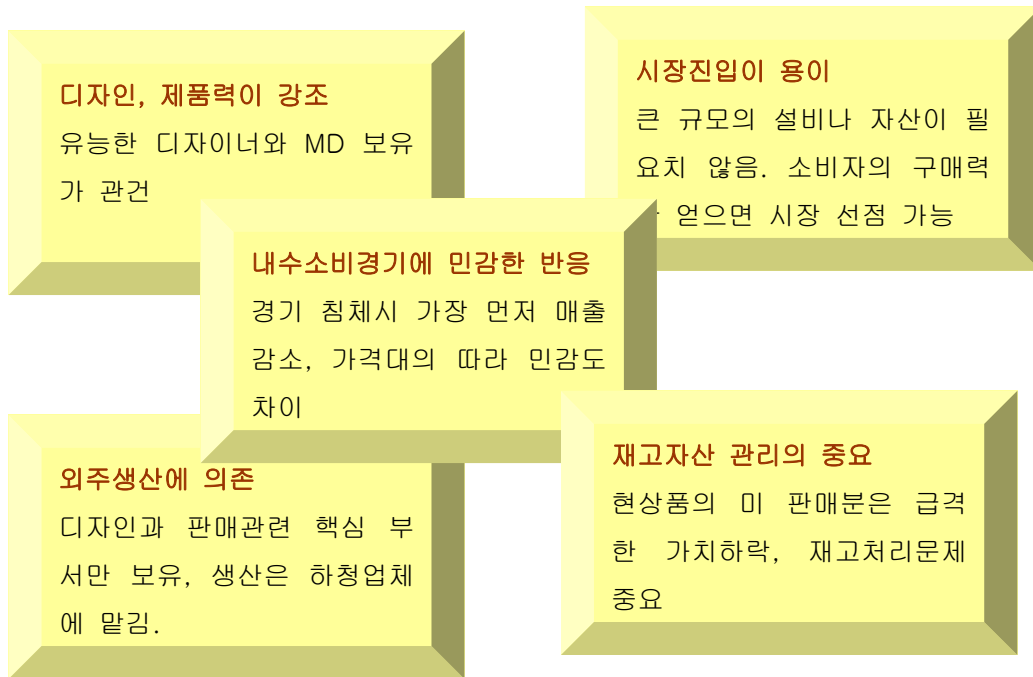
SMIC 2006년 1학기

Research 4팀 한가영, 이기수, 이종욱, 남애란

# I. 산업분석 - 패션산업

## 1. 패션산업의 구조적 특성

### 1) 시장적 특성 - 여성패션산업을 중심으로

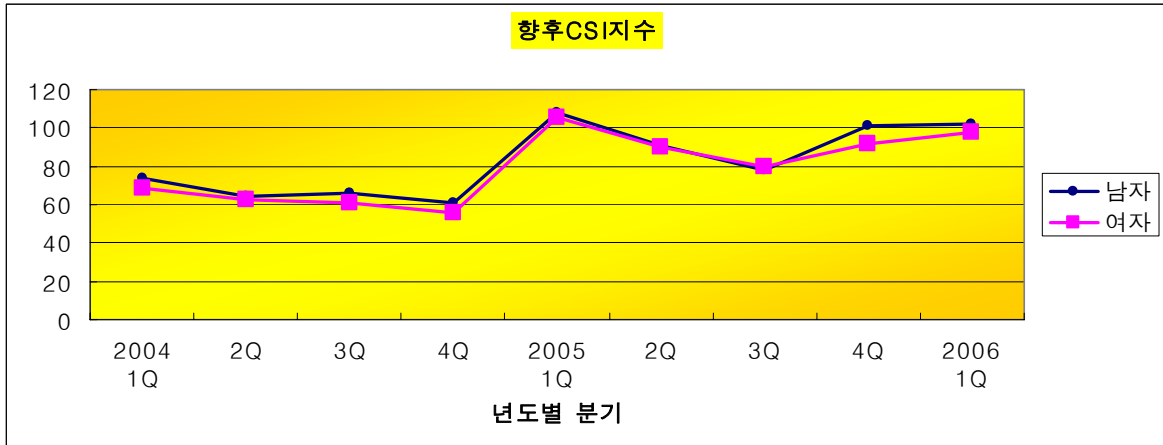


생필품적인 요소를 벗어나 디자인, 제품력이 강조됨.

소비자들은 의류를 통해 스스로의 개성을 드러낸다고 생각하며, 그에 따른 구매양상을 띤다. 따라서 여성브랜드 브랜드들은 디자인과 제품개발에 노력을 기울이고 있다. 의류산업의 핵심요소는 유능한 디자이너와 MD의 보유이다.

내수소비경기에 민감한 반응

의류는 대표적인 소비재로써 내수소비경기변동과 더불어 단기적 소비심리 변동에 민감하게 반응한다. 특히, 가격이 중저가인 브랜드일수록 더욱 경기변화에 민감성을 보이고, 고가의 브랜드는 비교적 판매 증감폭이 적은 편이다. 또한 강한 브랜드 파워를 가진 업체일수록 비교적 덜 영향을 받는다. 최근 소비시장은 침체를 겪다가 2005년 하반기부터 얼어붙었던 소비경기가 점점 풀리고 있는 양상을 띠고 있음에 따라 백화점 내의 판매실적도 향상되고 있다.

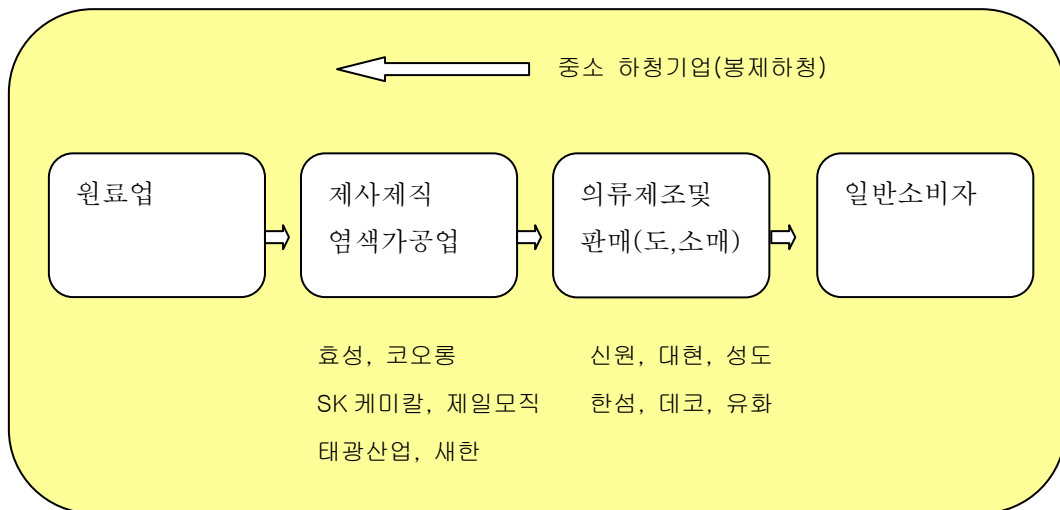


\* 한국은행 경제통계(2006.3. 소비자동향조사, 향후경기전망CSI)

### 외주생산의 의존

의류회사 대부분이 기획/디자인/유통 부문에 주력하면서 노동집약적인 의류생산은 외주 임가공을 채택하고 있다. 90년대 후반 외화위기 이후 원가절감 및 생산성 향상을 위한 방안으로 아웃소싱(Out Sourcing)이 확산되었고 국내 의류업체의 자가 공장보유비율은 지속적으로 감소하였다. 또한 소비의 양극화와 중저가 가격의 제품들은 생산비용이 낮은 중국생산비중을 늘리고 있다.

### <산업계통도>



### 재고자산 부담이 높은 산업

계절별 상품이 상이할 수 밖에 없으므로 계절에 앞서 수요예측을 바탕으로 한 기획생산시스템에 기반을 두고 있어 이월재고자산발생이 불가피하다. 이 때 다음해로 이월된 재고자산의 가치는 원제품의 50%미만의 가치로 급격히 저하됨에 따라 효율적인

재고관리정책이 주요한 경쟁요소로 작용한다. 그러나 ‘한성’과 같은 고가브랜드의 경우 브랜드 파워를 유지하고 고급화 이미지를 추구하기 위해 이월상품의 세일로 인한 재고처리는 바람직하지 못하다.

### 시장진입이 용이

초기투자비가 크지 않으며, 계절별 소재와 디자인 및 색상 등에 대한 정보가 상당부분 공유되고 있어 제품차별화도 크지 않다. 디자인 및 MD 등 핵심인력의 이동도 잦은 편이어서 숙련된 인력의 충원도 비교적 쉬운 편이다. 상당기간 투자하여 형성한 브랜드력 일지라도 해외의 유명브랜드 도입 등으로 인하여 시장진입이 가능함에 따라 상대적 진입장벽이 낮다.

## 2. 경쟁구조

### 낮은 진입장벽으로 인해 경쟁시장

생산제품을 외주생산으로 조달 가능하여 설비투자부담이 작고, 해외브랜드 도입을 통한 시장진입도 가능하여 타 산업에 비해 시장진입장벽이 낮다. 한성, 대현, 신원, 데코, 네이션닷컴 등 5 대 메이커 역시 다품종 소량 생산 등으로 중소기업 규모의 기업으로 구성되어 있다.

### 제품차별화의 어려움

시존 시작 전 소재, 색상, 디자인과 관련된 각종 정보가 공유되기 때문에 브랜드별 또는 회사별 제품 차별화 정도가 크지 않다. 따라서 가격 및 고객 차별화, 유통망 차별화를 통한 경쟁이 더 중요하다. 한성의 경우 높은 가격의 브랜드로 고수입의 전문직 여성을 타겟팅한 타임을 비롯 각각 타케팅을 달리한 브랜드를 보유하고 있다. 또한 백화점을 통해 주로 판매하여 그들의 브랜드 이미지 전략에 적합한 유통망을 유지한다.

### 해외 생산을 통한 원가경쟁

노무비를 비롯한 생산비의 상승으로 국내생산 경쟁력이 약화되어 가격 경쟁이 심한 중저가 시장에서는 해외생산비중이 점점 증가하고 있으며, 해외의 안정된 생산망의 확보 여부가 주요 경쟁요소로 작용하고 있다. 최근 여성복 브랜드들의 중국, 동남아 등의 활발한 해외 시장진출과 현지 공급자와의 연계현상들이 나타난다.

### 3. 재무적 특성

#### 1) 자산/부채 구조

##### 과도한 재고자산 규모

의류산업은 생산과 판매의 특성상 6 개월 내외의 재고자산 회전기간이 일반적이다. 시즌 시작 3~4 개월 전부터 생산에 착수하고 있으며, 시즌이 끝난 후 이월재고자산이 필연적으로 발생하므로 재고자산의 회전기간이 장기화되는 구조를 띤다. 이는 기업의 경쟁력에 악영향을 끼치므로 눈여겨 보아야 할 부분이다. 각 회사들은 나름대로의 재고처리 방법을 고심하는데 한섬의 경우 브랜드 가치를 위해 2 년이 지난 재고는 전량 소각하고 있다.

##### 높은 차입금 의존도

의류회사는 중소기업이 차지하는 비중이 상대적으로 크며, 이들 중소기업의 경우 주식시장을 통한 자본금 확충이 여의치 않고 주로 간접 금융시장에 대한 자금조달 의존도가 높은 편이다. 특히 상대적으로 자금력이 취약한 중소기업의 경우 브랜드 도입부터 유통망 확보를 통한 안정화 단계까지 요구되는 운전자금의 상당부분을 차입금에 의존하는 경향이 크다. 이에 비해 한섬은 자체자금조달이 가능하여 차입금의 비중이 굉장히 작은 우량한 재무구조를 지니고 있다.

#### 2) 수익성 구조

##### 낮은 매출 원가율

생산원가의 3~5 배 수준으로 소비자판매가격이 결정되는 가격구조에 따라 소비자 판매가격에 포함된 유통마진을 차감한 매출원가율은 매우 낮은 편이다. 그리고 매출원가율은 정상판매와 할인판매 등 판매정책에 따라 영향을 받는다. 즉 브랜드 인지도를 위하여 할인판매를 최소화하고 정상판매 중심의 판매정책을 채용할 경우 매출원가율은 낮아지며, 반대로 할인판매를 적극적으로 활용하는 판매정책을 펼 경우 그만큼 매출원가율은 상승하게 된다.

##### 높은 판관비 비중

의류산업은 원가율이 낮은 반면 유통수수료를 비롯한 판관비 비중이 35~45%를 차지하고 있어 매우 높은 편이다. 자체 인건비 외에도 백화점 판매관리를 위하여 매출액의 10~15%의 판매수수료(인건비 성격)를 지급하고 있으며, 브랜드 관리를 위한 광고선전비로도 매출액의 5~7%상당액을 로열티로 지급하고 있으며, 추가적인 광고료도

부담해야 하는 것이 일반적이다. 반면 강한 브랜드파워를 지닌 한성과 같은 회사는 상대적으로 지급하는 판매수수료 비율이 낮고 광고비에도 큰 지출을 하지 않아 경쟁사에 비해 우수하다.

### 높은 금융비용

자산/부채 구조의 특성상 차입금에 의한 의존도가 높아 금융비용부담율도 높은 편이다. 금리의 하향안정화로 인하여 차입금증가에 따른 높은 의존도는 금리변동에 따른 재무위험을 내재한다. 최근 내수경기침체로 운전자금 수요가 증가함에 따라 차입금 규모증가로 금융비용부담이 증가하는 추세를 보였다. 순부채비율이 거의 0%가까운 한성은 이에 대해선 매우 큰 강점을 지닌다.

## **3) 현금흐름 구조**

### EBITDA와 영업이익 규모가 큰 차이 없음

자체생산설비를 보유하고 있지 않아 설비투자수요는 유통망인테리어 정도여서 대표적인 비현금비용인 감가상각비가 크지 않다.

### 운전자금의 변동이 큰 편

패션 및 경기 등에 민감하게 반응하는 사업의 특성상 이월재고자산의 누적적인 증가 등으로 인하여 재고자산의 변동가능성도 큰 편이다. 매출채권은 평균 2개월의 회전기간으로 비교적 양호한 편이고(소비자에게 판매일을 기준으로 약 45일 이후부터 회수 가능), 거래처 또한 백화점과 할인점 등으로 구성되어 있어 결제안전성도 양호하다.

## **4) 매출인식 기준의 변경**

### 출고시점에서 판매시점으로 변경

2003년부터 매출인식 기준이 출고시점에서 판매시점으로 변경되었다. 이에 따라 자산구성에 있어서 기존에 매출채권으로 분류되던 소비자에게 미판매된 유통상품이 재고자산으로 인식되고 있다. 따라서 회계상의 매출채권의 감소와 재고자산의 증가로 나타나고 있다. 2003년부터 재고자산이 큰 폭으로 증각되어 나타남을 다음 기업분석편에서 확인할 수 있을 것이다.

## 4. 사업평가기준

### 1) 사업위험

#### 패션트렌드와 경기변동에 대한 대응력

패션트렌드가 매우 빠르게 변화하며, 단기적 경기변동에도 매우 민감하므로 무엇보다 재고자산회전기간의 장기화를 줄일 수 있도록 경기예측을 매우 중요한 경쟁요소로 꼽고 있다. 따라서 생산에 있어 반응생산의 중요성이 부각되며, 근접생산시스템도 요구되고 있다. 반응생산은 패션트렌드의 변화에 민첩하게 대응할 수 있으며, 근접생산시스템은 단기적인 경기변동에 대응력을 향상시킨다.

#### 브랜드 인지도

의류시장에서 제품차별화가 어려운 가운데 브랜드 이미지를 통한 제품의 인지도는 기업의 수익성에 밀접한 관계를 지닌다. 경기와 유행에 민감한 환경에서 높은 브랜드 충성도는 장기적이고 안정적인 수익성의 기반이 된다. 장기적으로 판매율은 브랜드에 대한 지속적인 투자(제품, 광고, Visual Merchandizing 등)에 의존하고 있어 이들 부문에 대한 합리적 투자가 중요하다. 강한 브랜드 인지도는 제품의 라이프 사이클을 늘릴 수 있다.

#### 판매율

수익성은 판매율과 직접적으로 연관되어 있으며 특히 정상가격에 판매되는 비율인 정상판매율은 시장에서 상품의 경쟁력의 척도로써 수익성과 직결된다.

#### 가격정책

자체 생산비용과 판매비용 구조, 경쟁브랜드의 가격수준 등을 종합적으로 판단하여 가격을 책정하며, 고가의 브랜드는 보통 4~5 배수 정도의 가격정책을 유지, 중저가의 경우 3~3.5 배수의 가격정책을 유지한다.

### 2) 재무위험

의류산업은 수익성은 좋은 편이나 재고자산의 증가에 따른 유동성 부담이 크고 보유자산을 활용한 자금 조달력이 떨어지므로 상대적으로 높은 수준의 재무적 융통성이 요구된다.

운전자금의 가장 큰 비중을 차지하는 재고자산은 할인판매율 정책, 가격 정책 등 판매정책과 함께 기획생산과 반응생산 비율을 결정하는 생산정책에도 영향을 받는다.

설비투자수요는 크지 않은 편이며, 전후방산업으로의 진출에 대한 필요도 낮아 투자수요도 크지 않은 편이다. 따라서 유형자산에 대한 투자규모가 클 경우 오히려 비 영업자산의 증가로 유동성 부담이 가중될 수 있다.

## 5. 최근 동향

### 판매율 증가추세

2002 년 하반기 이후 경기침체로 떨어졌던 판매율은 경기회복의 기대와 함께 점차 상승하는 추세이다.

### 시장양분화

외환위기 이후 진행된 소득불균형 심화가 소비양극화로 이어졌으며 최근 들어 이러한 현상이 더욱 심화됨에 따라 의류시장에도 기존의 중고가 시장은 축소되고 고가와 중저가 시장으로 이원화되고 있다. 한성과 같은 고가브랜드는 고가로의 입지를 확실히 굳히고자 노력중이다.

### 경쟁심화에 따른 수익성 하락

고가 시장의 경우 수입브랜드 진출 등으로 인해 시장확대와 함께 경쟁도 심화되고 있으며, 중저가의 경우는 경기침체로 인한 소비위축으로 시장위축과 국내브랜드 숫자의 증가로 경쟁이 심화되고 할인판매강화 등으로 인해 수익성이 하락하였다.

### 아울렛 시장의 개편

2002 년부터 진행된 아울렛 유통망에 대한 투자가 과잉됨에 따라 아울렛 유통망시장이 철수, 흡수등을 통해 점점 대형화되고 있다. 또한 기존의 비슷한 인테리어의 브랜드별 직영점들이 소비자의 다양한 소비욕구를 만족시키지 못한다는 판단아래 멀티, 통합형 매장형태의 아울렛 매장이 증가하는 추세이다. 또한 소비자들의 구매의사 결정이 브랜드에 치중한 과거에 비해 가격, 품질 등에 근거한 합리적 구매패턴을 보임에 따라 여러 브랜드사들이 공동투자한 형태의 멀티아울렛도 세워지고 있다.



## II. 한성의 개황

### 1. 기업 개요

**업종:** 제조업

- 봉제 의복 및 모피제품 제조업
- 봉제 의복 제조업

**회사명:** (주)한성

**CEO:** 정재봉

서울대학교 졸업  
(주)국동 전무이사  
(주)한성 대표이사

**본사:** 서울특별시 강남구 삼성동 52-1 한성빌딩

**설립일:** 1987년 5월 (설립자본금 5천만원)

**상장일:** 1994년 10월 주식 장외시장 등록  
1996년 7월 한국 증권거래소 상장

**종업원수:** 임원 12명, 종업원 898명 (2005.12현재)

**주식의 총수:** 32,000,000주 (미발행주 26,913,816주+유상감자 1,086,834주)

**자본금:** ₩160억원 (3200만주 \* ₩500원)

**연혁:**

- 1987.05 (주)한성 설립(5월 25일)
- 1988.02 브랜드 'MINE(마인)' 런칭
- 1990.02 브랜드 'SYSTEM(시스템)' 런칭
- 1993.02 브랜드 'TIME(타임)' 런칭
- 1993.08 (주)한성 커뮤니케이션 설립
- 1995.12 패션익스체인지 설립
- 1996.07 한국증권거래소 주식상장(7월 3일)
- 1997.02 브랜드 'SJSJ(에스제이)' 런칭
- 1997.06 한국능률협회 96 상장기업 우량도 조사결과 3위 선정
- 1999.12 본사 이전(강남구 삼성동->강남구 삼성동 52-1)
- 2000.02 'TIME 남성복' 런칭
- 2000.11 제 37 회 무역의 날 산업포장 수상
- 2001.12 'SJSJ' 올해의 브랜드상 수상(한국패션업체)
- 2002.03 (주)타임아이엔씨 (주)마인에스에이 흡수 합병
- 2003.07 (주)한성 (주)타임아이엔씨 흡수 합병
- 2004.05 수입 디자이너 브랜드 멀티숍 SPACE MUE 오픈
- 2004.07 수입 브랜드 Chloe 전개

- 2005.02 수입 브랜드 Balenciaga 전개
- 2005.06 Fitness & Spa Center 'GYMAX' 오픈
- 2005.09 디지털 아트 갤러리 'Bitform Gallery' 오픈
- 2005.12 TIME' 올해의 브랜드상 수상(한국패션협회)
- 2006.01 (주) 한섬, 아시아 200 대 유망기업 선정 (Forbes Asia 선정)
- 2006.02 SJSJ 홍콩 진출

비즈니스 모델: 의류 제조 및 도,소매

브랜드:

1. MINE

	출시	타겟	컨셉
<b>MINE</b>	1988.02	20 대 대학생 및 영커리어층 여성	Culture 적인 섬세함과 품격을 젊고 미니멀하게 표현하여 delicate 한 여성상을 표현
<b>SYSTEM</b> MIX MATCH LAYER	1990.02	20 대 대학생 혹은 영마인드의 자유직 여성	다양한 스타일과 아이템을 코디하여 젊은 여성의 자유분방한 라이프 스타일과 트렌드 지향성을 표현
<b>TIME</b>	1993.02	20~30 대의 전문직을 가진 고소득층 여성	섬세한 실루엣 정장과 고급 소재 캐주얼을 믹스하여 커리어우먼의 럭셔리 라이프 스타일을 표현
<b>SJSJ</b>	1997.02	21~23 세 대학생 귀엽고 사랑스런 이미지를 추구하는 여성	여성 jean 브랜드 → 귀엽고 여성적인 영캐릭터 캐주얼 컨셉으로 변화
TIME Homme	2000.02	25~35 세의 남성으로 전문직, 예술,문화, 패션업계 종사자	섬세한 실루엣 정장과 고급 소재 캐주얼을 믹스하여 소프트 럭셔리를 표현
골로에 외			수입브랜드



SJSJ



TIME & TIME Homme



MINE



SYSTEM

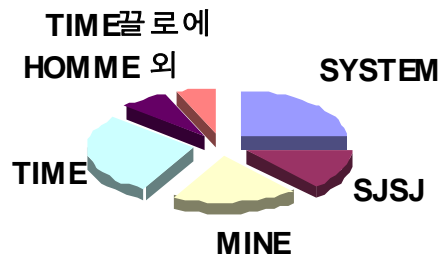
수익 구조:

사업부문	매출유형	주요상표등	매출액 (백만원)	비율
제조 도소매	제 품	SYSTEM	75,150	24.72%
		SJSJ	41,126	13.53%
		MINE	58,338	19.19%
		TIME	88,101	28.98%
		TIME HOMME	22,552	7.42%
	계	-	285,267	93.84%
	상 품	글로벌 외	18,791	6.16%
	계	-	18,791	6.16%
합 계	-	-	304,058	100.00%

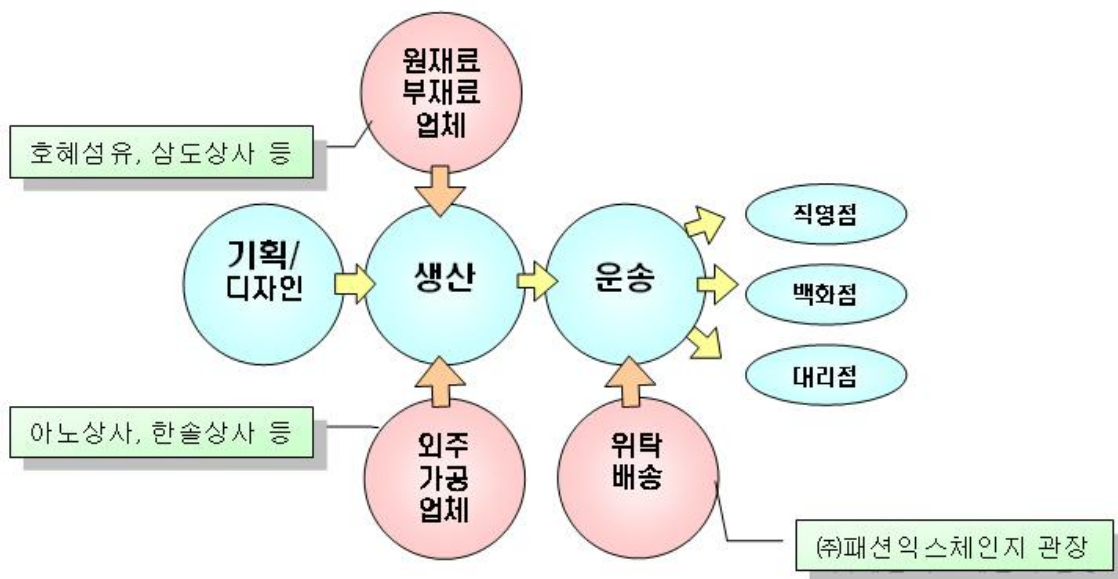
한섬의 모든 매출은 의류 제품의 도,소매와 수입 의류 상품 매출로 이루어진다. 5개의 패션 브랜드 매출이 약 93%로 대부분을 차지하고 있으며, 수입 의류는 Chloe, Balenciaga,

MUE, bitforms, GYMAX의 다섯개 브랜드를 다루고 있지만 매출 비중은 미미한 편이다. 매출은 매년 두자리수의 성장을 유지하고 있고, 브랜드 별 매출도 모두 상승하는 추세이다. 2004년의 경우 SYSTEM과 SJSJ의 경우 매출이 약간 주춤했지만, MINE과 TIME 브랜드 매출의 호조로 28%의 매출신장률을 보였으며, 2005년의 매출도 14.8% 증가하였다.

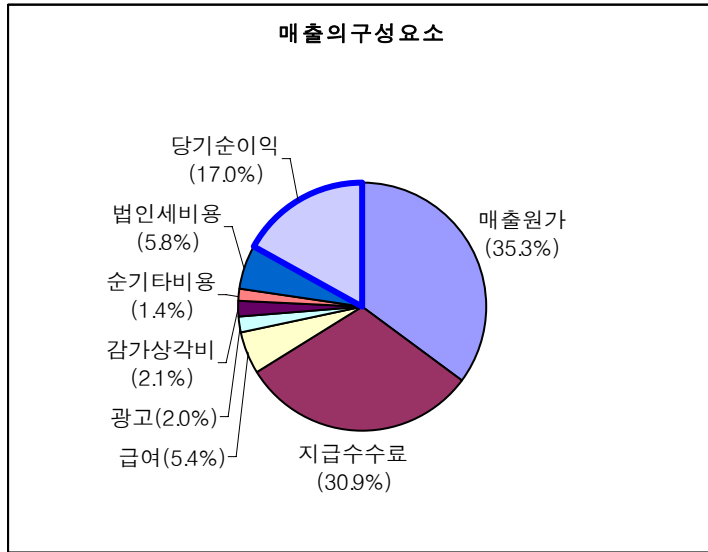
제품	2003년	2004년	2005년
SYSTEM	79,796	67,298	75,150
SJSJ	37,622	34,523	41,126
TIME	17,315	20,266	22,552
HOMME			
MINE	23,260	53,360	58,338
TIME	35,525	72,995	88,101
계	193,518	248,442	285,267



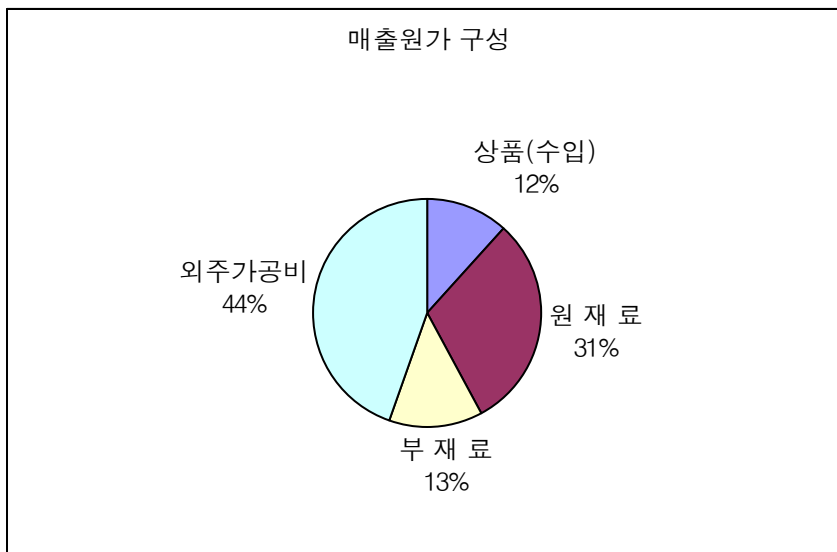
(주)한섬의 모든 제품은 오산에 있는 10000평 규모의 패션 익스체인지 물류센터에 모여서 백화점, 대리점, 직영점으로 운송된다. 백화점과 대리점의 매출은 100% 현금 회수되며, 직영점은 현금, 신용카드, 본사가 운영하는 패밀리 카드 등으로 회수된다. 백화점과 대리점의 매출이 전체 매출의 대부분을 차지하기 때문에, 매출의 현금 회수가 용이한 편이다.



비용 구조:



한성의 총 매출액중에 매출 원가를 제외하고 가장 큰 비중을 차지하는 것은 지급 수수료이다. 지급수수료는 백화점 등에 지급하는 판매수수료와 위탁배송에 사용되는 운송 수수료 등이 있는데, 이중에 판매수수료의 비율이 85%~90%정도 차지한다(재무제표 추정치). 유명 연예인 출연과 티비 광고를 배제하여 광고비의 비중이 낮으며, 제조를 다른 업체에 위탁하기 때문에 감가상각도 큰 비중을 차지하지 않고 있다. 매출원가의 비용 구성현황을 살펴보면, 의류 제조의 경우 100% 외주 가공을 실시하여 원가의 44%를 구성하고 있으며 수입 상품의 경우 영업 활동에서 차지하는 비중이 작아 매출원가에서도 12%를 차지하고 있다.



### III. 한성의 분석 포인트

이제까지 의류산업의 대략적인 구조와 한성의 대략적인 상황에 대해서 살펴보았다. 지금부터 한성의 강점이 무엇인지 본격적으로 살펴보도록 하자.

#### 1. 브랜드형 기업의 대표주자

여성복 산업에서 확고한 브랜드를 가진 시장 선도 기업의 장점은 무엇인가? 투자자의 관점에서 브랜드는 물건을 직접 구매하고 기업에 이윤을 주는 소비자들의 기업이나 제품에 대한 선호도라고 생각해볼 수 있다. 소비자의 브랜드 선호에는 소비자의 광고 노출, 신뢰, 경험, 자기화 등 수많은 요소가 작용한다. 즉, 여러 가지 복합적인 요소들이 브랜드를 만들어 낸다는 이야기다. 따라서 강력한 브랜드 구축에는 많은 시간과 비용이 들어가지만, 일단 본궤도에 오르면 누구도 넘볼 수 없는 지위와 생명력을 자랑한다.

일반적으로 ‘브랜드형 기업’이라 함은 강력한 브랜드력을 바탕으로 우수한 가격 결정능력과 소비자 독점력을 가진다. 인플레이션 등의 이유로 재료비는 올라가는데 경쟁사 때문에 제품값을 못 올려 이익이 적어지는 이유는 기업이 강력한 브랜드를 가지고 있지 못하기 때문에 발생하는 문제다. 그러나 강력한 브랜드로 소비자 독점력을 얻으면 경쟁사와 관계없이 마음대로 가격을 결정할 수 있다. 코카콜라의 경우 소비자 충성도가 매우 강해 지속적인 가격 상승에도 불구하고 수요 역시 꾸준히 늘어났음을 볼 수 있다. 우리 나라의 경우 박카스나 초코파이, 새우깡 등 브랜드 인지도가 높은 제품들은 소비자가 계속 찾아줌으로써 배 이상의 가격 상승에도 불구하고 아직까지 소비자의 사랑을 받고 있다.

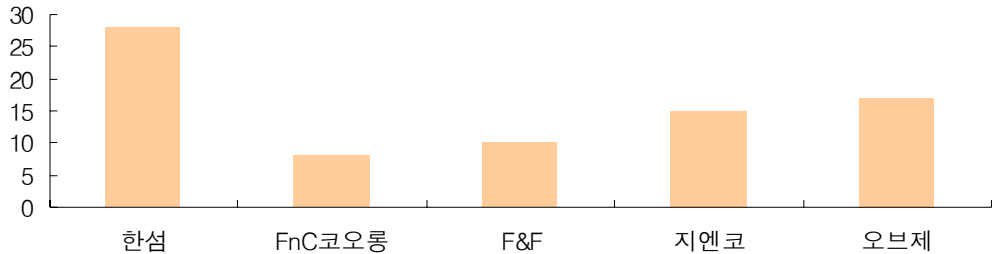
한성의 경우 20~40 대 초반에 이르는 폭 넓은 소비자 층으로부터 사랑을 받고 있으며 주력 브랜드인 ‘타임’, ‘마인’, ‘시스템’, ‘SJSJ’와 같은 브랜드는 우리 나라 여성이라면 모두나 알고 있는 브랜드라고 할 수 있다. 이러한 강력한 브랜드는 한성이 브랜드 강화를 위해 쏟아붓고 있는 노력에서 증명된다.

#### 강력한 브랜드로 가는 지름길 - 디자인

디자인 경쟁력 비교를 위해서 브랜드 별 할당되는 디자이너 수를 조사해본 결과, 다음과 같은 결과를 얻을 수 있었다. **한성의 브랜드별 디자이너 수는 28 명**으로 가장 높았으며, 그 다음이 오브제로 브랜드 별 15 명의 디자이너를 보유하고 있는 것으로 파악되었다. 실제로 업계 관계자의 이야기에 의하면 한성은 의류 업계에서 디자인 사관학교라 불리운다고 하는데, 보조 스태프를 제외한 순수 디자인과 소재, 칼라 기획에 배정된 인원인 170 여 명의

디자이너들은 디자인 유출 방지를 위해 해외 연수, 인사고과, 급여 차원에서 타사와는 차별화된 대우를 받는다.

브랜드별 디자이너 수



자료: 각 사, 삼성증권

### 노세일 정책

일반적으로 해외 명품을 포함한 고가의 명품 브랜드는 고가 가격 정책을 실시하고 있으며, 할인 판매도 제한적으로 실시하여 고급 상품으로서의 이미지 관리에 신경을 쓴다. 한섬의 경우 기본적으로 고가 브랜드인 ‘타임’, ‘마인’, ‘타임옴므’에 대해서 노세일 정책을 실시하고 있다. 이월 상품에 대하여 상설 매장에서 50%할인된 가격으로 판매하고 있는데, 상설 매장도 정상가 매장과 동일한 인테리어로 브랜드 이미지를 유지하는 데에 노력하며, 상설 매장에서 판매되고 남은 재고는 소각함으로써 기본 고가 전략을 유지하고 있다. 유력 경쟁 업체라 할 수 있는 오브제의 경우 고가 가격 정책을 실시하고 있는 것은 사실이나, 백화점의 season-off 세일에 참여하고 있으며, 재고 물량에 대해서는 완사입으로 상설매장 전문 업체에게 위임하고 있어 저가로 유통되는 물량이 많아 브랜드 이미지에 다소 부정적이라 보인다.

#### \* 한섬의 재고 처리 시스템

1년차 재고: 상설 매장

2년차 재고: 용인에 있는 창고형 매장

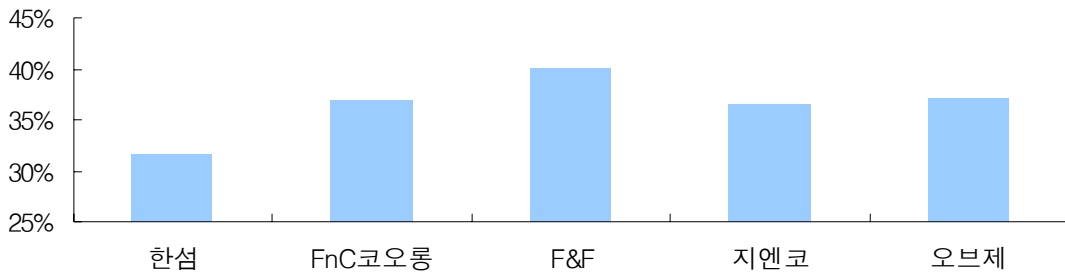
3년차 재고: 소각

의류 업체에서 이렇게 강력한 브랜드를 가진 기업이 가지는 장점은 투자자 입장에서 얼마나 매력적일까? 지금까지 왜 한섬의 브랜드가 강한가? 를 살펴보았다면 이제 한섬이 이렇게 강력한 브랜드를 바탕으로 치열한 경쟁이 이루어지고 있는 여성의류 업체들 사이에서 어떤 유리한 고지를 점할 수 있는가를 살펴보자. 한섬은 브랜드의 강력함을 바탕으로 1) 판매 채널과의 수수료 협상시 유리한 조건의 계약 성사가 가능하고, 더 좋은 자리에 위치할 수 있고, 2) 소비자들의 높은 로열티로 노세일 브랜드를 유지할 수 있으며, 강력한 브랜드력을 바탕으로 가격결정력을 유지할 수 있고, 3) 브랜드의 Life Cycle 이 길어 변동성이 적다.

### 1) 유통 수수료

인지도가 높은 명품 브랜드의 경우 백화점 등 유통업체에 가격 협상력을 가지게 되며, 그 결과 유통업체에게 지불하는 수수료율을 유리하게 책정하게 된다. 한성은 유통 수수료(판매 수수료 및 지급 수수료를 합산한 기준)가 **매출액 대비 31.6% 수준으로 경쟁 의류 업체 대비 3~5% 낮은 수준이다**. 이러한 낮은 유통 수수료는 결과적으로 기업의 이익으로 남게 되어 주주의 몫이 되게 된다.

유통 수수료율 비교



자료: 각 사, 삼성증권

### 2) 가격 결정 능력

앞서 한성은 노세일 정책을 통해 브랜드의 질을 유지한다고 언급한 바 있다. 한성의 브랜드 파워는 경쟁사 대비 가격 추이를 살펴보면 알 수 있을 것이라 직관적으로 생각해 볼 수 있다. 그러나 일반적으로 가격 추이는 경기에 따라 변하게 마련이며, 또한 패션 의류 산업의 특성상 이러한 가격 추이는 경기 추세에 종속되어 일반적인 추세를 파악하기 어렵다. 그러나 전반적인 의류 산업 경기가 좋지 않을 때 기업의 가격 추이를 살펴보면 그 기업이 가진 소비자 독점력을 살펴볼 수 있으며, 이는 2004년 한성의 가격 추이를 살펴 보면 알 수 있다.

<주요기업 제품 평균 내수가격 추이>

(단위: 원/PCS)

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>신원</b>					
베스띠벨리	56,726	53,809	57,509	76,766	64,735
SI	53,067	53,646	51,482	74,227	65,157
VIKI	43,019	48,844	43,658	62,516	52,330
<b>데코</b>					
DECO	34,488	40,037	42,880	48,180	46,080
TELEGRAPH	52,295	52,953	60,374	66,670	62,176



ANA CAPRI	44,332	48,210	55,326	62,810	58,647
<b>한섬</b>					
SYSTEM			105,638	145,746	146,061
SJ SJ			103,229	140,718	130,586
MINE			-	177,948	202,691
TIME			-	230,725	274,504
<b>오브제</b>					
OBzee	-	163,063	179,787	177,588	220,522
O'2nd	-	-	-	177,644	126,946

자료: 각 사 사업보고서, Kisline

위의 표에서 볼 수 있듯 2004 년 의류 업계 불황으로 인해 오브제사의 OBzee 를 제외한 거의 모든 브랜드 제품의 가격이 하락되었음에도 오히려 **마인과 타임의 가격은 각각 13.9%, 19.0% 상승하는 것을 볼 수 있다.** 이와 같이 불황기에도 더욱 빛을 발하는 한섬의 브랜드는 결과적으로 안정적인 이익 창출능력을 보여주는 하나의 힌트라 볼 수 있다.

### 3) 경쟁사 대비 긴 브랜드 수명

의류 산업계, 특히 유행에 민감한 여성복 산업의 평균 브랜드 라이프는 보통 5 년을 넘지 않는다고 한다. 그러나 한섬이 보유하고 있는 브랜드와 같은 경우 마치 이에 해당하지 않는 것으로 보인다. ‘마인’과 같은 브랜드는 1988 년, ‘시스템’의 경우 1990 년, ‘타임’은 1993 년 런칭되었으며, 여성복 브랜드 중 가장 뒤늦게 출시된 (그래도 10 년 가까이 되는 브랜드이다) 1997 년 런칭된 ‘SJSJ’의 경우 올 해 홍콩 시장에 진출함으로써 제 2 의 라이프 사이클을 시작하게 되는 셈이다. 이와 같은 평균 10~20 년 사이의 브랜드 제품들이 강한 소비자 독점력을 가지고 장기적인 수익 창출원이 되고 있음은 여성복 업계에서는 예외 중의 예외라 해도 과언이 아니다.

결과적으로 경쟁업체 대비 1) 낮은 유통수수료수준과 불황기에 더욱 빛을 발하는 2)가격 결정 능력은 브랜드를 바탕으로 한 한섬의 이익 창출 능력을 대변해주며, 이는 뒤에서 언급하겠지만 결과적으로 높은 매출이익율과 영업이익율로 나타나게 된다. 또한 3) 긴 브랜드 라이프는 장기적으로 한섬의 수익 창출능력이 안정되어 있으며 이는 향후 안정적인 현금 흐름 확보와 함께 한섬이 왜 강한 기업인지 나타내준다 하겠다.

## 2. 매출총이익율과 영업이익율 - 패션산업을 분석하는 데 가장 중요한 수치

### \* 의류 산업 원가 구조 살펴보기

일단 본격적인 재무 분석에 들어가기 전에 일단 의류 산업에서의 수익/비용 구조를 좀 더 자세히 들여다볼 필요가 있겠다. 일반적으로 의류의 판가는 원가의 약 3~5배인데, 이는 다양한 종류의 제품생산을 감안한 것이다. 패션업체의 기획, 물량 배분능력이 떨어날수록 정상가격으로 판매되는 제품은 많을 것이며, 이는 회사의 이익으로 이어지게 된다.

패션의류업체의 수익/원가 구조를 자세히 분석하기 위하여, Research 4팀은 모델 기업을 가정하여 수익을 구성해 보았으며, 다음의 표에서 세부 사항을 나타내준다.

#### <패션의류업체 수익/원가 구조 분석>

##### 가정치

원가	100
수량	10
판가	400
판매관리비	20%

##### 수익구조

	할인	가	판매수	매출	원가	판매수수료	판매수수
시즌정상		400	3	1,200	300	35%	420
시즌세일	30%	280	3	840	300	28%	235.2
이월상품*	50%	200	2	400	200	25%	100
악성재고*	80%	80	1	80	100		
제품소각	100%	0	1	0	100		
<b>소계</b>			<b>10</b>	<b>2,520</b>	<b>1,00</b>		<b>755.2</b>

##### 약식 PL

매출액	2,520	A	
매출원가	1,000	B	<b>매출총이익율(C/</b>
매출총이익	1,520	C	<b>60.3%</b>
판매관리비	1,259	D	<b>영업이익율(E/A)</b>
영업이익	261	E	<b>10.4%</b>

자료: SMIC Research 4팀

\* 이월상품은 대체로 1년차 재고를, 악성재고는 2~3년차 재고를 의미함

위의 모델은 정상이 판매율의 변화에 따라 매출총이익율과 영업이익율이 유기적으로 어떤 관계를 나타내는지 보여주고 있다. **결과적으로 강한 브랜드가 바탕이 된 정상이 판매와 안정적인 사업력을 바탕으로 한 뛰어난 물량 배분능력(낮은 매장 수수료와 뛰어난 판매 채널)이 있다면, 이는 자연스럽게 높은 매출총이익율과 영업이익율로 나타날 것이다.** 지금까지 살펴본 바에 의하면 한성은 이에 해당할 것이라 생각된다. 과연 재무구조는 그러한 사실을 증명하는가?

	한성	대현	F&F	지엔코	오브제	FNC 코오롱	평균
매출액	3,042	1,599	2,262	842	891	3,357	
현금성자산	<b>727</b>	173	75	250	145	60	
매출총이익율	<b>68.2</b>	57.6	60.2	57.3	59	56.3	59.6
영업이익율	<b>19.4</b>	6.9	8.9	6.3	5.4	7.8	10.3
부채비율	<b>24.5</b>	106.1	63.4	24.6	45.5	235.7	63.1

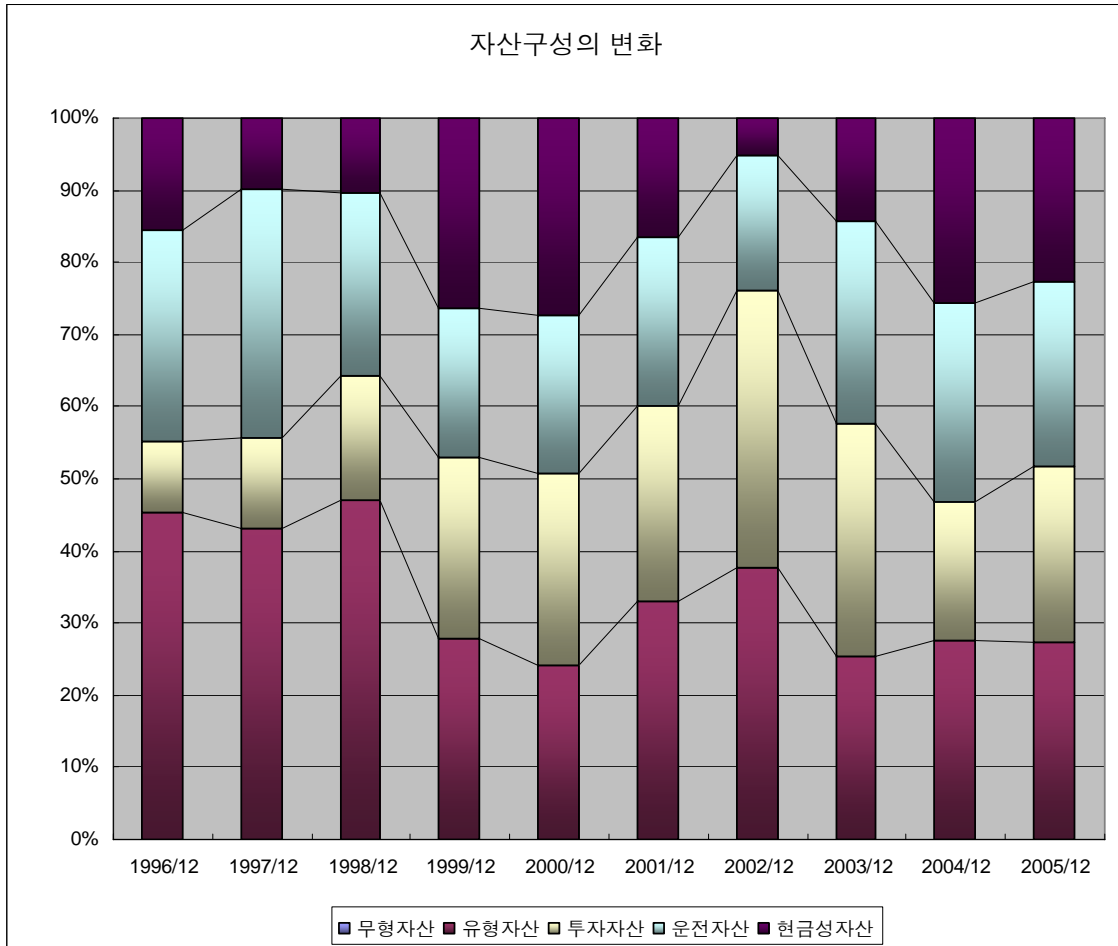
자료: 각 사 사업보고서

위에서 보이듯 정상이 판매율의 대응치라고 할 수 있는 매출총이익율과 패션의류기업의 상대평가에 가장 유용한 영업이익율 기준에서 한성은 업종대비 각각 20%, 70% 비교우위를 보인다. 또한 현금성자산과 부채비율은 패션업체의 높은 경기(이익) 변동성에 대한 안전핀 역할을 할 수 있다. 또한, 아웃소싱업체와의 현금거래는 상대적으로 제품의 질과 반응생산 속도면에서 우위를 점할 수 있기 때문에 의의가 있다.

결론적으로 볼 때, 한성은 안정적인 영업모델을 대변해주는 매출총이익율, 영업이익율면에서, 그리고 안정적인 재무구조를 대변해주는 현금성 자산과 부채비율 면에서 타 기업체보다 우수하다.

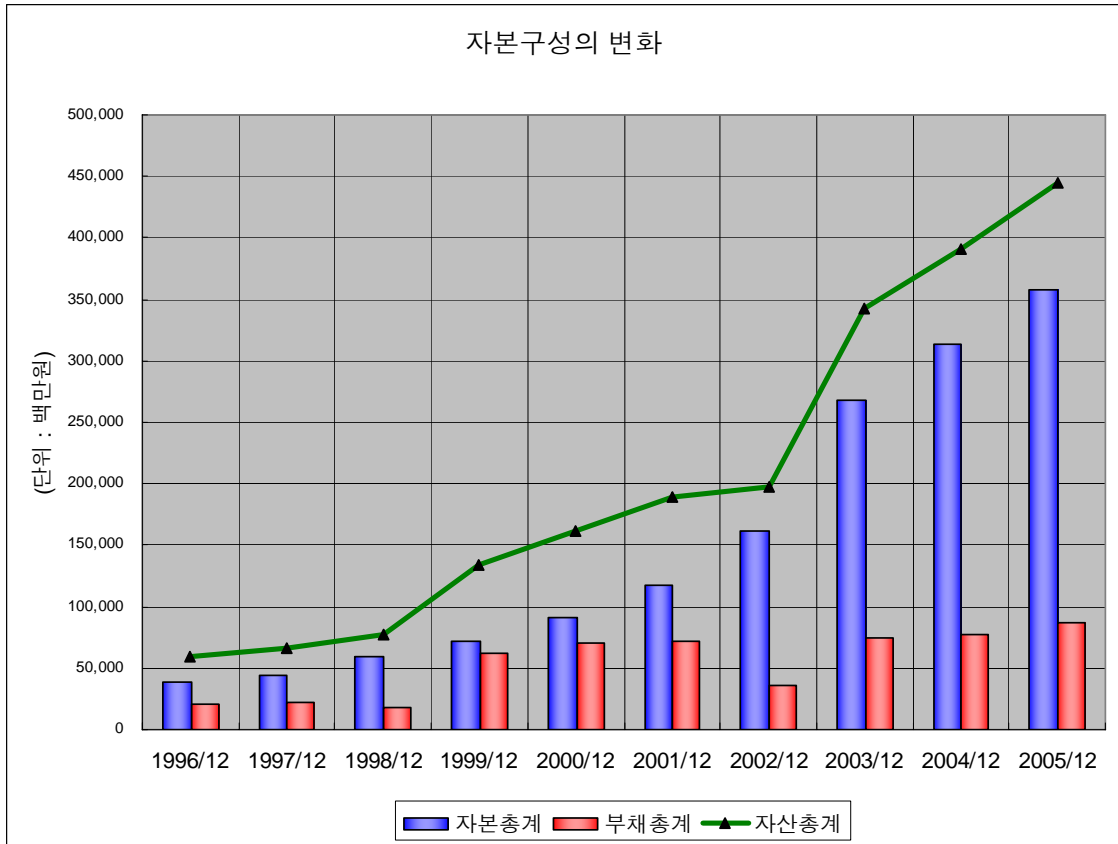
## IV. 재무분석

### 1. 자산 구성의 변화



한성의 자산 구성 비율을 보면, 의류 제조업의 특성상 재고자산의 비중이 크며, 현금성 자산도 상당한 비율로 분포하고 있음을 알 수 있다. 무형 자산의 비중은 미미한 편이다. 99과 00년에는 유형자산의 변화는 크지 않았으나, 현금성 자산과 유가증권의 증가로 비중이 변화하였다. 00년 이후 2년간 건물과 토지를 매입하여 유형자산의 비중이 점점 커졌으며 02년은 대규모 장기 부채를 갚으면서 현금성 자산 비중이 하락하였다. 03년 7월 (주)타임아이 엔씨와 합병 후에는 비슷한 자산 비율을 유지해 가며, 기업의 규모를 키우고 있다. 04년 투자자산의 비중이 줄어든 것이나 05년 현금성 자산의 비중이 줄어든 것은 다른 자산류에 비해서 성장이 상대적으로 작은 것에 기인한 것이다. 96년 이후 현재에 이르기까지 매년 평균 25%씩 성장을 계속 해 오고 있다.

## 2. 자본 구성의 변화



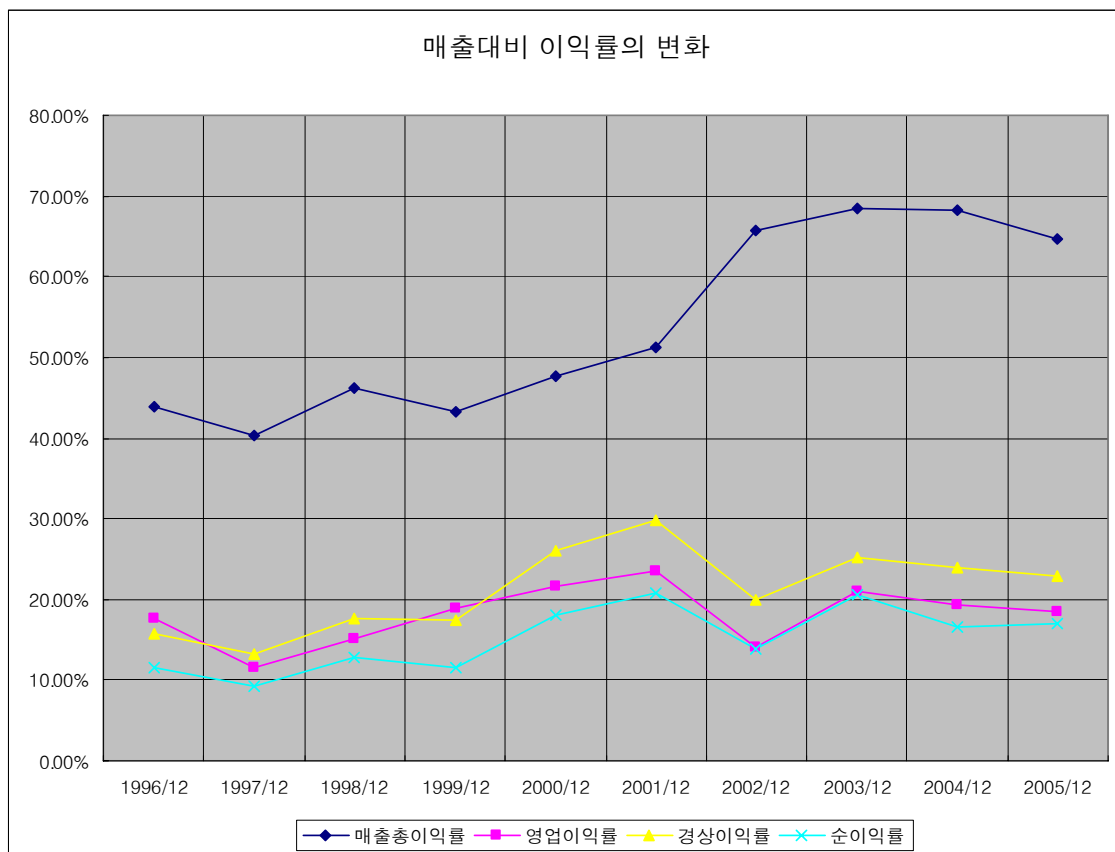
자본 구성의 변화를 보면 자본이 높은 비율로 성장하여 자산규모가 점점 커지고 있다. 특히 기업 규모가 연 25%의 성장을 보이는 가운데에서도 부채 총계가 크게 늘어나지 않아서 부채비율이 점점 낮아지고 있다는 점은 주목해 볼 만 하다. 03년 7월 (주)타임아이엔씨와 합병하면서 자본 규모가 늘어났다. 99년 300억원 규모의 전환사채를 발행하였으나 02년에 지불하여 부채 비율을 61%에서 25%로 줄였다. 전환사채는 218억을 주식으로 전환하고, 71억을 현금 상환하였다.

### \* (주)한성과 (주)타임아이엔씨의 합병

위의 자산 구성과 자본 구성의 변화에서 나왔듯이, (주)한성은 2003년 7월 1일 (주)타임아이엔씨를 흡수 합병하였다. (주)타임아이엔씨는 한성의 자회사로서 자산총계 1320억 원, 매출액 511억 원 규모에 타임과 마인 브랜드를 가지고 있었다. 한성은 (주)한성의 주식과 (주)타임아이엔씨의 주식을 1:0.993880으로 환산하여 총 14,115,829주를 신주 발행하였다. 합병의 결과 (주)한성의 자본금은 약 70억 원(7,057,914,500원)이 증가하였다. 합병후 발생한 자사주 중 1,086,174주를 소각하여 주주의 이익도 보전하였다.

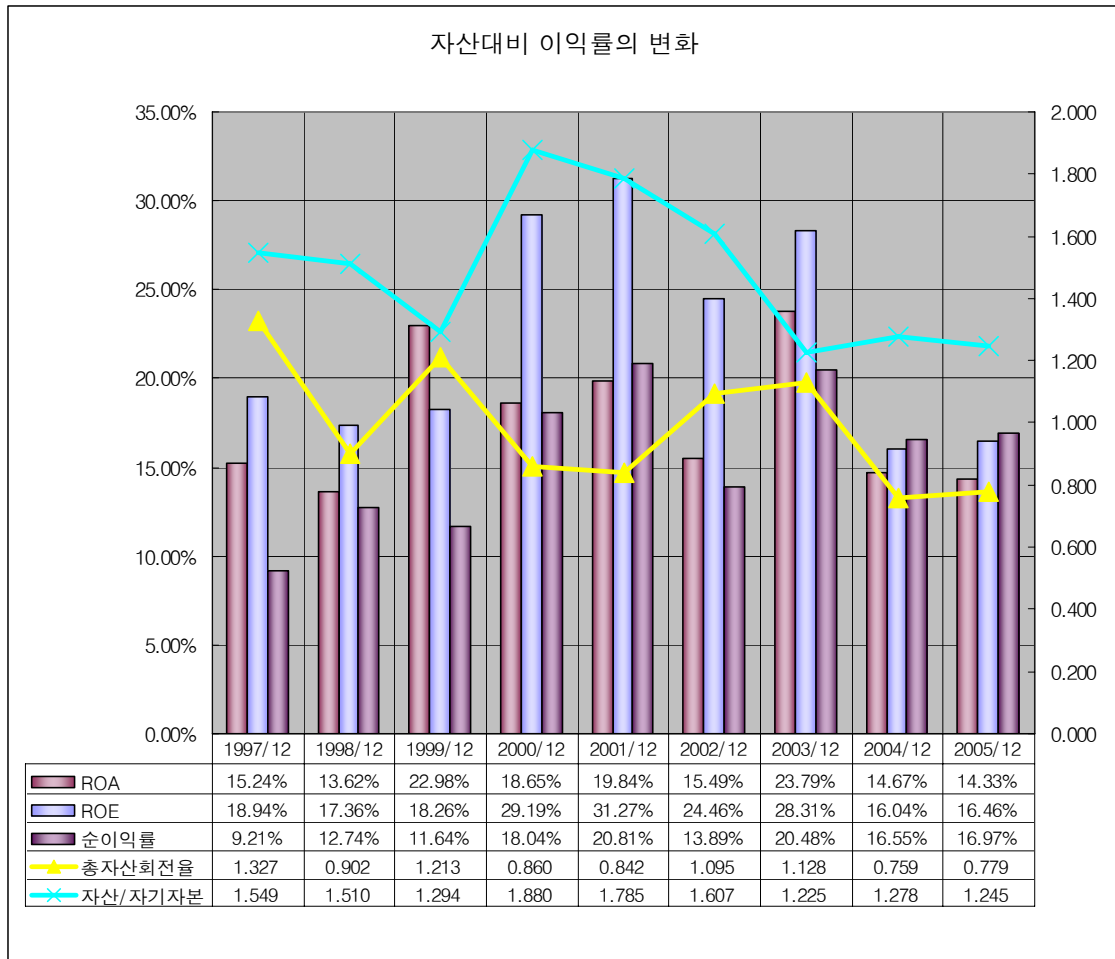
일정	일자
이사회 결의일	2003.03.19
합병 계약일	2003.03.19
합병주주총회를 위한 주주확정일	2003.04.18
합병 승인을 위한 주주총회일	2003.05.20
타임 주식 매매거래 정지 시작일	2003.06.26
합병 기일/합병 등기일	2003.07.01
합병교부주식의 상장, 협회 등록일	2003.07.15

### 3. 매출대비 이익률의 변화



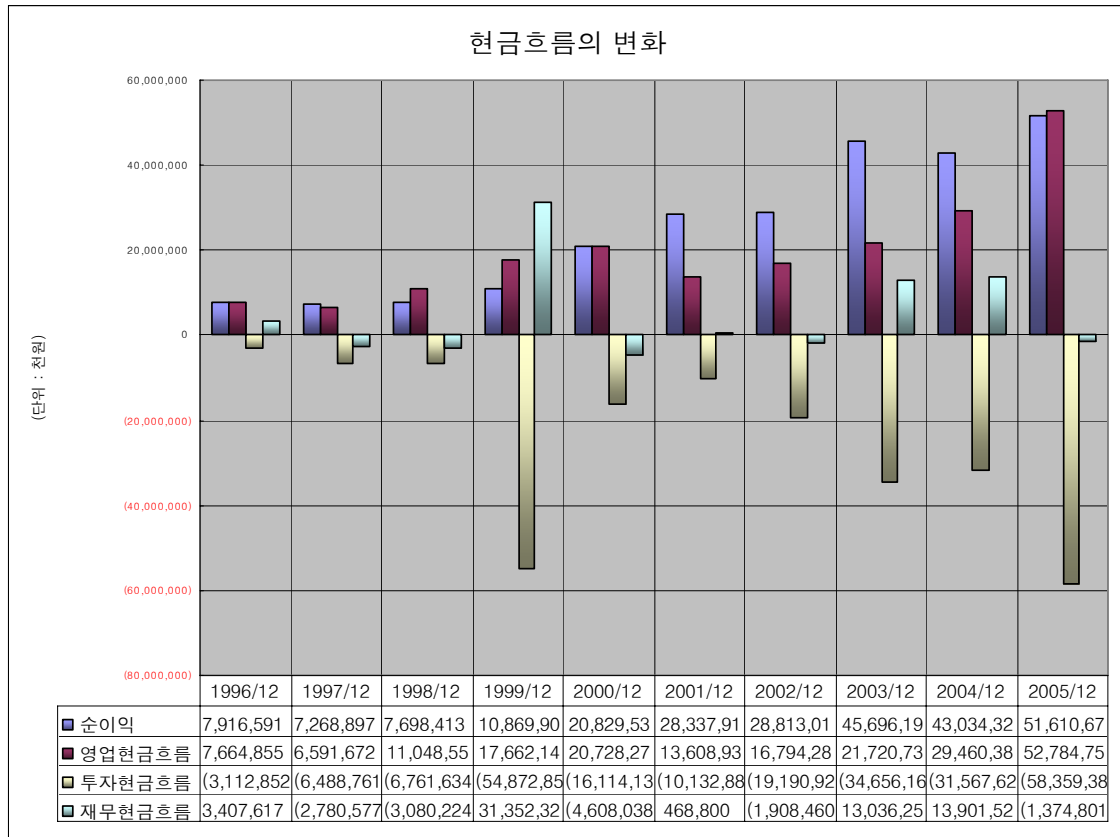
한섬의 매출 총 이익률은 65%수준으로 높은 수익률을 보이고 있으나, 영업이익률은 20% 정도를 유지하는 편이다. 패션 의류 업계의 유통 구조상, 중앙 물류 센터에서 각 매장으로의 배송을 위탁하기 때문에 운송 수수료가 들고, 백화점이나 매장에서 제품을 팔 때마다 판매 수수료를 지급해야 하는데, 수수료의 비중은 전체 매출의 30% 수준으로, 판매관리비의 비중이 전체적으로 높은 편이다. 02년에는 매출이 52% 성장하였으나 지급수수료가 9배 정도 증가하면서 전체적인 영업 이익률이 줄어들었다. 또한 이자수익과 임대료 수익이 많아 경상이익이 영업이익보다 큰 구조이다. 매출은 평균 18% 수준으로 꾸준히 성장하고 있다.

#### 4. 자산대비 이익률 변화



ROA와 ROE는 14%~16%로 유지되고 있다. 자산/자기자본 비율은 1.2 수준으로 매우 안정적이지만, 순이익률이 10%대로 높지 않으며, 최근 들어서 자산 규모의 증가율이 당기순이익의 증가율을 상회하면서 총자산 회전율이 내려가고 있는 상황이다.

## 5. 현금흐름의 변화



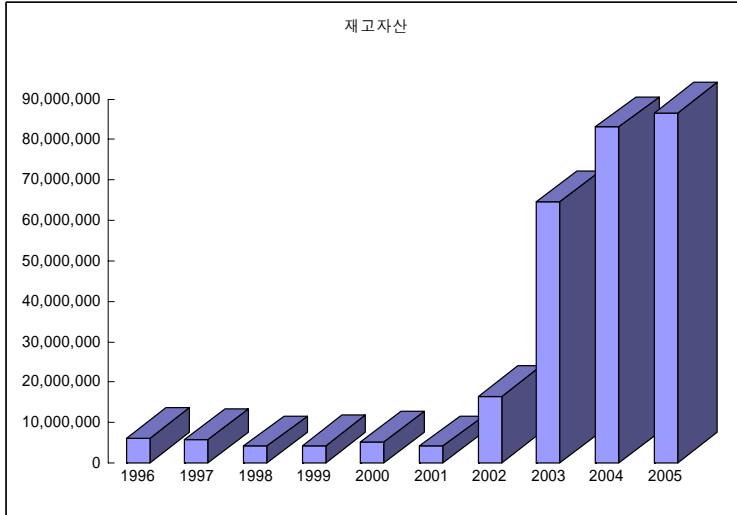
99년 3천억원 대의 사채로 인하여 재무현금흐름이 플러스를 기록하였고, 이는 유가증권의 매입에 사용하였다. 영업현금 흐름이 최근들어 눈에 띄게 증가하는것으로 보아 기업의 영업 활동이 큰 폭으로 성장하고 있음을 알 수 있다. 영업 활동과 순이익으로 벌어들인 자금의 대부분은 단기금융상품이나 투자목적의 유가증권 매입에 사용하여 투자현금흐름이 마이너스를 기록하고 있다. 이익잉여금이 전체 자본의 40%에 육박하는데, 회사의 영업 활동으로 벌어들인 수익을 주주들에게 배당하거나 신규사업에 투자하기보다는 이익잉여금으로 쌓아 두고 금융 상품 쪽으로 투자하는 모습을 보이고 있다.



## V. 생각해볼 점

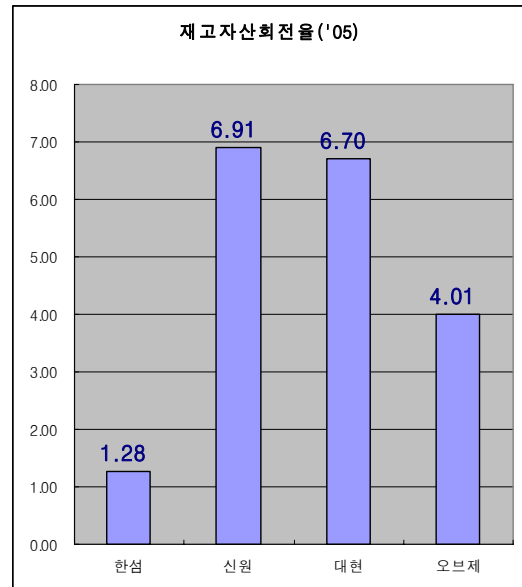
### 1. 낮은 재고자산 회전을

#### 1) 재고 자산 현황



재고자산의 증가는 (주)한성이 가지고 있는 위험 요소 중의 하나이다. 2003년의 급격한 재고 증가는 회계 기준의 변화에 기인한다. 2003년 이전에는 출고 단계에서 수익의 인식이 이루어졌기 때문에, 백화점이나 대리점에서 아직 팔리지 않은 제품도 이미 매출액에 합산되어 계산되었다. 따라서 재고 자산이 실제보다 낮게 책정되는 결과를 낳았다. 하지만 2003년 이후 소비자에게 판매되는 시점에서 수익을 인식하게 되어, 소매점에 있는 재고품도 기업의 재고 자산으로 책정되게 됨에 따라 재고자산이 3배 이상 증가하게 되었다.

하지만, 2003년 이후에도 재고 자산은 매출 성장률을 뛰어넘어 성장하고 있다. 그 결과 재고 자산 회전율은 2005년 현재 1.29회이며, 이는 경쟁 업체에 비해서도 상당히 낮은 결과이다. 재고 자산 회전율이 낮다는 것은 기업의 현금 흐름에서 상대적으로 유동성이 낮은 재고자산으로의 보유 일수가 많다는 것을 의미하며,



보관 비용이나 금융 비용 등 부대비용이 증가하게 될 우려도 있다. 또한 패션 의류 업계에서 재고자산이란 유행이 지난 옷을 가지고 있다는 뜻이므로, 재고 자산의 처리 비용이 비교적 높게 들며 기업이 어떤 방법으로 재고자산의 처리를 할 것인가가 중요한 이슈가 된다.

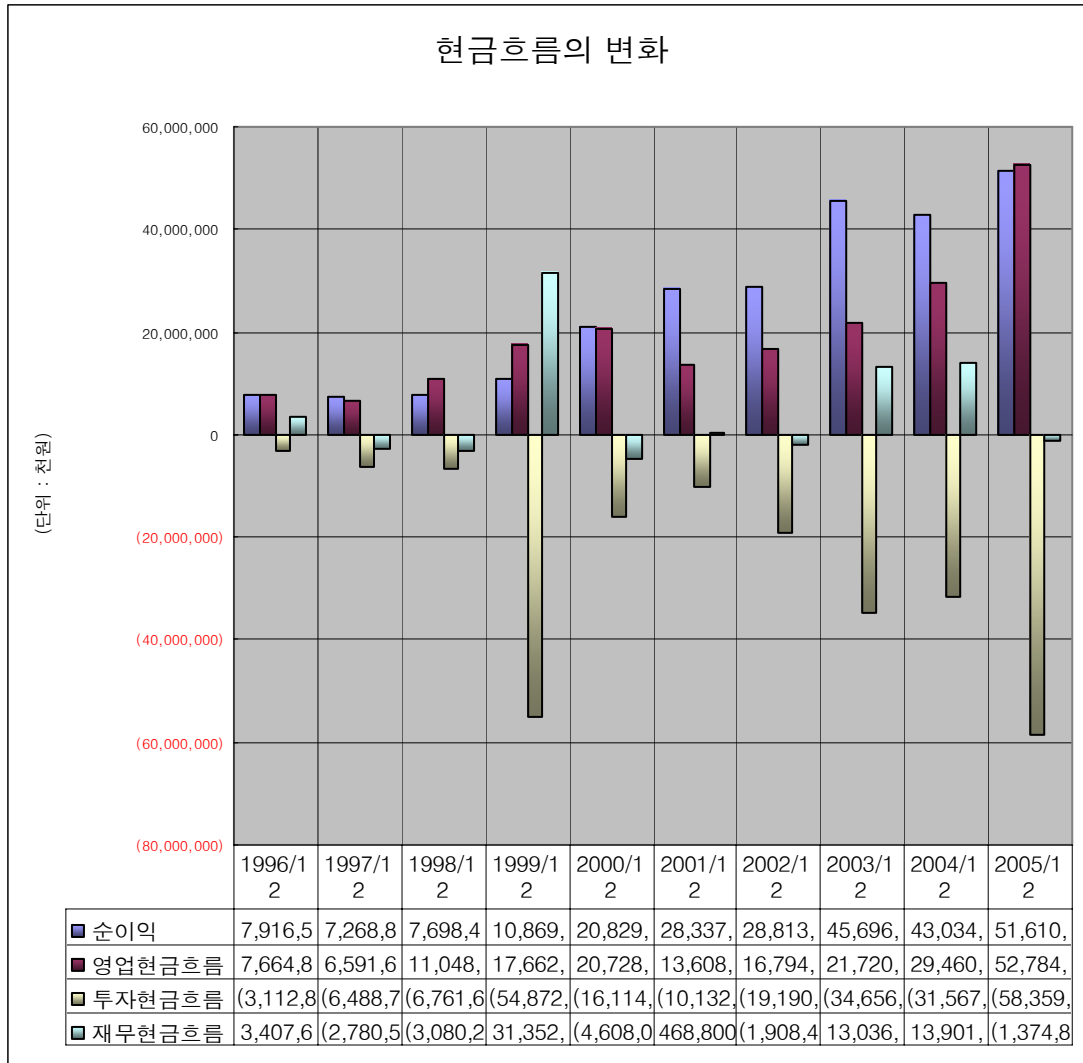
## 2) 재고 자산 처리 방법

㉞한성의 높은 재고 자산 비율이 나타난 이유는 한성의 재고 자산 처리 방식 때문이다. 보통의 패션 의류 업체들은 철이 지난 옷들을 먼저 세일을 이용하여 처리한 후 영가 할인 매장 등으로 옮겨져 판매한다. 해가 지난 재고품들은 원가보다도 적은 가격에 넘기기도 한다. 이렇게 영가 할인을 하게 되면, 매출원가 비중이 높아지기 때문에 영업 이익에 악영향을 미치게 된다. 이에 비해 한성의 브랜드는 기본적으로 ‘노세일’을 원칙으로 한다. 세일을 하게 되면 매출은 늘고 재고자산은 줄겠지만, 고급 브랜드라는 이미지에 손상을 입기 때문이다. 그리고 1년이 지난 재고자산은 직영 상설 할인 매장에 넘어가 정가 기준 평균 50%정도의 가격에 판매가 되고, 2년차 재고자산은 경기도 용인시에 있는 대형 상설 할인매장에서 60%~80%정도의 할인가에 판매된다. 마지막으로 3년차 재고자산은 모두 소각하며, 영업외 비용의 ‘재고자산처분손실’ 계정에 기록된다. 이러한 재고 처리 방식은 당장의 매출은 감소하겠지만, 장기적으로 한성의 경쟁력이 되고 있다. 패션 의류 기업에서 중요한 비교 기준이 되는 정가 판매율을 살펴보면 잘 알 수 있을 것이다. 정가 판매율은 전체 제품 매출 중 세일 등을 포함한 정가에 판매되는 비율을 나타낸 것이다. 한성의 정가 판매율은 60~65%에 달하여 산업의 평균 정가 판매율인 30%에 비해서 두 배 이상 높은 수치를 기록하고 있다. 이는 한성의 영업 이익이 다른 업체보다 높게 나오는 이유 중 하나이며, 세일을 하지 않고, 헐값에 넘기지 않음으로써 고가 브랜드 이미지 구축에 긍정적인 영향을 미치고 있다.

## 2. 신주인수권부사채와 자기주식 처리 문제

동사는 2007년 만기의 신주인수권부사채(행사가격 12,000원, 약 3백만주)로 인해 EPS 희석화가 불가피한 상황임. 반면, 자회사 합병으로 발생한 자기주식(약백만주)를 여전히 보유하고 있어 자기주식 처리문제가 이슈가 될 수 있음. 자기주식을 소각할 경우, EPS 상승효과와 더불어 주주가치 안정화에 더 긍정적이라 보이므로 자기주식을 소각하는 것이 이상적으로 보이거나 이는 앞으로 더 살펴봐야 함.

### 3. 기업의 투자현금흐름



투자 현금의 구성은 1)투자유가증권의 증가, 2)단기 금융상품의 증가, 3)토지, 임목의 증가로 크게 나눌 수 있다.

계정과목명	단위	2000/12	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
(투자활동으로 인한 현금유출액)(*)	천원	38,093,686	38,334,056	42,629,633	59,034,507	71,802,145	99,441,364
단기금융상품의 증가	천원	13,515,079				36,158,659	31,194,858
유가증권의 증가	천원	17,033,598	4,126,038	5,062,800			1,032,108
투자유가증권의 증가	천원	2,807,955	6,989,125	19,966,345	26,470,950	4,440,621	43,712,168
토지,임목의 증가	천원		8,528,603	10,366,030	1,079,364	13,010,929	12,124,630

- 현대의 의류산업은 일반적인 제조업과는 조금은 다른 특성을 띄고 있다. 생산에 관련된 부분은 임가공 업체에 위탁하기 때문에 지속적인 설비 투자가 필요치 않다.

또한 한성은 기업 내에 영업활동의 결과물로 현금성 자산을 약 1000억 정도 보유하고 있으므로 이러한 자산의 투자처로 단기금융상품과, 투자유가증권 등을 선택하였다.

- 한성은 또한 2000년경부터 토지와 건물 취득에 지속적인 투자를 해왔는데 이러한 투자의 목적은 본사관리를 위한 건물과 직영점을 위한 것이다. 이렇게 구입한 토지와 건물에서 직영점을 위한 장소를 제외하고 남는 공간은 다른 사업자에게 임대하였으며 이로 인해 임대료 수익이 발생하고 있다. (영업 외 수익의 약 1/3)

계정과목명	단위	2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
영업외수익(*)	천 원	17,402,468	21,999,055	22,206,207	14,686,548	22,008,212
임대료	천 원	4,005,935	5,474,342	6,749,294	5,480,683	7,565,677

#### 4. 해외진출관련 사항

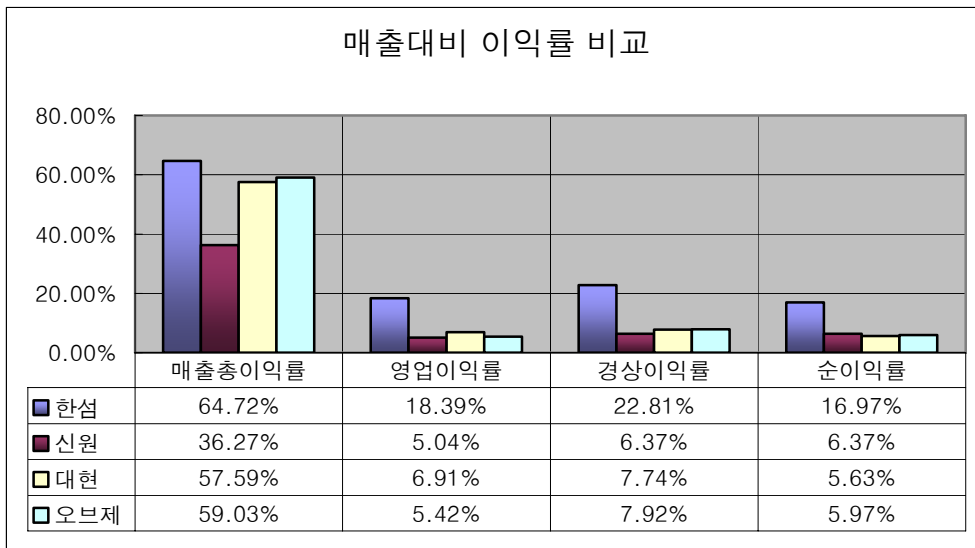
한성의 중국의 직 진출은 아직 준비단계에 불과하나 장기전인 성장 전략의 좋은 출발로 기대된다. 한성은 지난 10월 홍콩의 유명 유통회사인 조이스 그룹과 'SJSJ'의 홍콩/중국 수출 계약을 맺은 것으로 알려졌다. 2006년 29억원, 2007년 43억원, 2008년 47억원, 2009년 52억원으로 4년간 175억원의 수출이 예상된다. 매출은 완사입 (본사에서 디자인만 제공하고 원부자재 및 하청 공장의 관리를 완사입 업체에서 모두 관리하는 형태) 방식이어서 매장 인테리어 관련 비용과 재고 부담은 없다. 궁극적으로 'SYSTEM'의 중국 직 진출을 계획하고 있으며, 전 단계로 중국에 '한성상무유한공사'를 설립한 상태이다. (자본금 20억원, 지분율 100%)

## VI. 밸류에이션 및 매수/매도 추천

### 1. PM법

ROE와 EPS 그리고 보통주 배당 성향에 관한 부분은 기존의 수치의 추세에서 그리 크게 벗어나지 않는 범위에서 값을 정하였다. 한성의 적정 PER는 13으로 고려한다. 이에 대한 근거는 다음과 같다.

- 1) 의류업계에서 수익성을 결정짓는 수치중의 하나인 영업이익률, 순이익률이 타 기업에 비해서 월등히 높은 강점을 가지고 있다. 매출 총이익률은 다른 타사 평균 이익률의 28%이나 영업이익률은 200%가 넘으며, 순 이익률은 100%가 넘는 것을 볼 때, 강력한 브랜드를 바탕으로 우수한 수익구조를 가지고 있다는 것을 확인할 수 있으므로 다른 경쟁기업의 평균 6.5 PER에 100%의 프리미엄을 적용할 수 있을 것으로 본다.
- 2) 타 기업에 비해 안정적인 재무구조를 가지고 있는 점도 안정성을 중시하는 투자자의 입장에서 한성에 대하여 더 높은 PER를 적용할 수 있는 근거가 될 수 있다.



경쟁기업	Price	수정 EPS	PER
신원	25,500	4,159	6
대현	1,300	199	7
오브제	5,560	971	6
한성	17,600	1,613	11
F&F	6,500	895	7
지엔코	4,360	729	6

1. 세후 배당수익

If	ROE =	16.00%	기초 Underlying EPS =	₩1,613.00	
	보통주 배당성향 =	8.00%	배당 재투자 이율 =	4.00%	
	유보율 =	92.00%	배당소득세율 =	15.40%	
	성장율 =	14.72%			
Then	EPS		DPS	세후 DPS	-> 기말 FV
	2006	₩1,613.00	₩129.04	₩109.17	₩132.82
	2007	₩1,850.43	₩148.03	₩125.24	₩146.51
	2008	₩2,122.82	₩169.83	₩143.67	₩161.61
	2009	₩2,435.30	₩194.82	₩164.82	₩178.27
	2010	₩2,793.77	₩223.50	₩189.08	₩196.65
	2011	₩3,205.01			
			세후 배당수익	= ₩815.86	

2. 매매차익

If	적용 PER =	12	2006-04-07
	매수 가격 =	₩17,600.00	
	기말 EPS =	₩3,205.01	
Then	기말 예상주가 =	₩38,460.18	
	매매차익 =	₩20,860.18	

3. 세후 투자수익(=1 + 2)

If	세후 배당수익 =	₩815.86	매매차익 =	₩20,860.18
Then	세후 투자수익 =	₩21,676.04	세후배당수익+매매차익	

4. 예상 수익률

If	투자금 =	₩17,600.00	5 년후 예상이익 =	₩21,676.04
Then	예상 연 수익률 =	17.41%		

PER값의 변화에 따른 연간 수익률 변화는 다음과 같다.

15.50	20.27%	21.33%	22.40%	23.47%	24.53%	25.60%	26.67%
15.00	19.49%	20.55%	21.61%	22.67%	23.73%	24.79%	25.85%
14.50	18.70%	19.75%	20.80%	21.86%	22.91%	23.96%	25.01%
14.00	17.89%	18.93%	19.97%	21.02%	22.06%	23.11%	24.15%
13.50	17.05%	18.09%	19.12%	20.16%	21.19%	22.23%	23.27%
13.00	16.19%	17.22%	18.24%	19.27%	20.30%	21.33%	22.36%
12.50	15.30%	16.32%	17.34%	18.36%	19.38%	20.40%	21.42%
12.00	14.38%	15.39%	16.40%	17.41%	18.43%	19.44%	20.45%
11.50	13.43%	14.44%	15.44%	16.44%	17.44%	18.45%	19.45%
11.00	12.45%	13.45%	14.44%	15.43%	16.43%	17.42%	18.41%
10.50	11.44%	12.42%	13.40%	14.39%	15.37%	16.36%	17.34%
10.00	10.38%	11.36%	12.33%	13.30%	14.28%	15.25%	16.23%
9.50	9.29%	10.25%	11.21%	12.18%	13.14%	14.10%	15.07%
9.00	8.15%	9.10%	10.05%	11.00%	11.96%	12.91%	13.86%
8.50	6.95%	7.89%	8.84%	9.78%	10.72%	11.66%	12.60%
PER 성장률	11.72%	12.72%	13.72%	14.72%	15.72%	16.72%	17.72%

## 2. DCF법

잉여현금흐름을 현재가치로 할인하는 DCF방법을 이용하여 현재의 주가가 기업의 가치와 어느 정도의 차이를 가지는 지 알아보자. PM법에서와 마찬가지로 ROE와 보통주 배당 성향은 추세에 따른 값을 이용하였다.

### 1. 1 단계 CPS

If	ROE =	16.00%	1 단계 기초 CPS =	₩841.00
	보통주 배당성향 =	8.00%	할인율 =	15.00%
	유보율 =	92.00%	성장률은	
	1 단계 성장률 =	14.72%	ROE*유보율	
		연말값		연초
Then	연말	CPS	-> PV	
	2006	₩841.00	₩731.30	
	2007	₩964.80	₩729.52	
	2008	₩1,106.81	₩727.75	

	2009	₩1,269.74	₩725.98
	2010	₩1,456.64	₩724.21
	2011	₩1,500.34	
	1 단계 PV = ₩3,638.76		

#### 2. 2 단계 CPS

If	2 단계 기초 CPS =	₩1,500.34
	2 단계 성장율 =	3.00%
Then	2 단계 기초가치 =	₩12,502.84
	2 단계 PV = ₩6,216.12	

#### 3. CPS(=1 + 2)

If	1 단계 CPS PV =	₩3,638.76
	2 단계 CPS PV =	₩6,216.12
Then	CPS = ₩9,854.88	

#### 4. 안전 마진

If	현재 주가 =	₩17,600.00
	CPS =	₩9,854.88
Then	안전 마진 = -78.59%	



1단계 기초 CPS를 현재 재무제표상에서 계산할 수 있는 주당잉여현금흐름으로 계산한 결과 안전마진이 -78.59%라는 수치를 기록한다. 주당순이익이 무엇에 묶여 주당잉여현금으로 바뀐 것인 그 이유를 알아보자.

여기서의 **주당 잉여현금흐름**이란 다음과 같은 식으로 계산된다.

수정 당기 순이익 + 비현금 비용(유형자산 감가 상각비, 무형자산 감가 상각비)

- 유형자산 투자 - 순 영업자본 투자

		2001/12	2002/12	2003/12	2004/12	2005/12
수정당기순이익	천원	28,337,910	28,813,019	45,696,198	43,034,327	51,610,674
비현금비용	천원	1,926,348	2,811,572	4,192,960	5,778,025	6,549,068
유형자산투자	천원	-24,963,216	-14,826,124	-11,464,256	-30,930,820	-20,838,828
<현금유출>	천원	25,033,391	14,834,893	11,474,694	30,948,461	20,990,886
토지, 임목의 증가	천원	8,528,603	10,366,030	1,079,364	13,010,929	12,124,630
건설중인자산의 증가	천원	1,203,700	1,836,986	7,016,871	12,262,951	1,447,611
순영업자본 투자	천원	(17,525,775)	(10,415,715)	(19,023,432)	(6,526,217)	(10,413,885)
매출채권의 감소(증가)	천원	(11,838,892)	154,076	(393,125)	7,136,378	(2,567,064)
재고자산의 감소(증가)	천원	325,924	(4,481,189)	(18,898,385)	(13,898,650)	(7,711,649)
매입채무의 증가(감소)	천원	(6,012,807)	(6,088,602)	268,078	236,055	(135,172)
FCF	천원	(12,224,733)	6,382,752	19,401,470	11,355,315	26,907,029
FCF/S	천원	-0.382	0.199	0.606	0.355	0.841

위의 표에서 볼 수 있듯이 유형자산 투자와 순 영업자본 투자 목록에서 약 300억 원 가량의 현금 유출이 있다. 순영업자본 투자에 해당하는 매출채권의 증가와 재고자산의 증가분은 의류업계의 영업활동에서 일어나는 일반적인 활동임을 감안하여 더 이상의 변화를 생각해보기에는 힘들다. 그러나 유형 자산 즉, 토지에 대한 투자는 공장을 가지고 있지 않은 한섬의 경우 너무 과도하게 이루어지고 있는 것이 아닌지에 대한 의문을 가질 수 있다.

한섬은 지난 5년간 지속적으로 토지 및 건물을 구입하고 있다. 이러한 토지와 건물의 목적은 영업활동을 위한 직영점 개설, 본사 관리를 위한 건물로 알려졌으나 직영점만을 위한 공간으로 보기에 다소 무리가 있으며 실제로 임대료가 이루어지고 임대료 수입이 생기는 것을 우리는 이미 확인했다.

### 미래 시나리오 1.

그렇다면 이러한 토지에 대한 투자는 언제까지 지속될 것인가? 회사의 담당자와 직접 통화한 결과 추가적인 토지매입의 계획을 아직 잡혀있지 않은 것으로 본다. 한섬의 주요 판매처는 백화점이 60%를 넘게 차지하는 바, 직영점을 위한 더 이상의 공간이 필요하지 않을 것으로 본다면 더 이상의 유형자산에 대한 투자가 진행되지 않을 것이라는 가정을 해볼 수 있다.

한섬은 자체적으로 06년도의 경영계획 중 매출액을 10.7% 신장한 3,278억원으로 보고 있

다. (경기 회복의 영향으로 브랜드 별로 5%내외의 한자리 수 성장을 예상하고 있으며 예상 매출액에는 올해 중국 수출 49억원과 수입명품 등 상품 매출 200억원이 포함되어 있다.) 따라서 올해와 같은 순 이익률을 가정한다면 586억 원의 당기 순수익을 기대할 수 있다. 이 경우의 주당 잉여현금흐름 1455원을 적용한다면 안전마진은 **-0.13%**로 급격하게 음의 값이 줄어든다.

이 경우의 안전마진 민감도 분석은 다음과 같다.

13.00%	-24.51%	-13.50%	-3.51%	5.54%	13.74%	21.18%	27.91%	34.02%
14.00%	-36.87%	-25.04%	-14.28%	-4.49%	4.41%	12.49%	19.84%	26.52%
15.00%	-49.21%	-36.61%	-25.10%	-14.61%	-5.04%	-3.23%	11.63%	18.87%
16.00%	-61.54%	-48.20%	-35.99%	-24.81%	-14.59%	-5.24%	3.29%	11.08%
17.00%	-73.85%	-59.82%	-46.92%	-35.09%	-24.24%	-14.29%	-5.19%	3.15%
18.00%	-86.16%	-71.46%	-57.92%	-45.45%	-33.98%	-23.45%	-13.78%	-4.91%
19.00%	-98.45%	-83.12%	-68.95%	-55.88%	-43.82%	-32.72%	-22.50%	-13.11%
20.00%	-110.73%	-94.81%	-80.04%	-66.38%	-53.75%	-42.09%	-31.34%	-21.43%
21.00%	-123.01%	-106.51%	-91.17%	-76.94%	-63.76%	-51.56%	-40.29%	-29.88%
22.00%	-135.27%	-118.23%	-102.35%	-87.57%	-73.86%	-61.13%	-49.35%	-38.44%
할인율								
1 단계	2.22%	4.72%	7.22%	9.72%	12.22%	14.72%	17.22%	19.72%
성장율								

## 미래 시나리오 2.

앞의 경우에서는 토지의 구입이 더 이상 진행되지 않는 경우에 안전마진의 변화가 어떠한 지를 살펴보았다. 그러나 앞에서 당기 순이익이 10% 증가한다는 자체의 경영실적 예상은 다소 과소 평가된 부분일 수도 있다고 생각한다. 한성은 2004년과 2005년 모두 16%의 매출 성장률을 이어왔으며, 2005년의 당기 순이익 성장률은 19%에 이르는 놀라운 실적을 달성한 기록이 있다. 또한 우리는 경쟁력 부문에서 한성이 타 기업에 비해 많은 장점들을 가지고 있는 것을 확인할 수 있었으며 이를 통해 매출 성장세를 이어갈 것이라는 기대를 해볼 수 있다. 따라서 이러한 수치들을 이용하여 새로운 안전마진을 구해보자. 매출 성장율 15%, 당기순이익 성장률 20%를 적용한 안전마진의 값은 **17.88%**이다.

13.00%	0.95%	9.71%	17.65%	24.86%	31.38%	37.30%	42.65%
14.00%	-8.88%	0.53%	9.09%	16.88%	23.96%	30.39%	36.23%
15.00%	-18.70%	-8.67%	0.48%	8.83%	16.44%	17.88%	29.70%
16.00%	-28.50%	-17.90%	-8.18%	0.71%	8.85%	16.28%	23.06%
17.00%	-38.30%	-27.14%	-16.88%	-7.47%	1.17%	9.08%	16.32%

18.00%	-48.09%	-36.40%	-25.62%	-15.71%	-6.59%	1.79%	9.48%
19.00%	-57.87%	-45.68%	-34.41%	-24.00%	-14.41%	-5.58%	2.55%
20.00%	-67.64%	-54.97%	-43.23%	-32.36%	-22.31%	-13.04%	-4.48%
21.00%	-77.41%	-64.28%	-52.08%	-40.76%	-30.27%	-20.57%	-11.60%
22.00%	-87.17%	-73.60%	-60.97%	-49.22%	-38.30%	-28.18%	-18.81%
할인율 1 단계성장율	2.22%	4.72%	7.22%	9.72%	12.22%	14.72%	17.22%

### 3. 결론

PM과 DCF, 두 가지의 밸류에이션 방법을 사용하여 한성의 가치에 대하여 생각해 보았다. PM으로 계산한 결과 현재 한성에 투자할 경우 연 수익률 17.41%를 얻을 수 있다는 결과를 얻었으며 DCF를 통해서도 더 이상의 토지의 구입이 이루어 지지 않고 현재의 매출 성장세를 이어갈 경우, 17.88%의 안전마진을 얻었다. 따라서 **BUY**를 추천한다.