

2010년 10월 9일

# 한섬 (020000)

**BUY**

## 날 무시해?! 내 친구랑 이제 포텐 터진다!!

### v SK네트웍스의 러브콜! M&A를 통한 중국 진출의 장밋빛 미래

SK 네트웍스는 동사와의 M&A 를 통해 패션산업의 중국 시장 진출 확장을 계획하고 있다. 동사는 이번 M&A 를 통해 SK 네트웍스의 기존 중국시장 유통망과 현지화 전략을 활용할 수 있게된다. 이는 동사의 검증된 브랜드 자산이 본격적으로 연평균 20% 가까이 성장하고 있는 중국시장에 진출하게 될 것임을 의미한다.

### v M&A 와 함께 본격적인 재평가 가능성

동사는 오랜 시간 여성복 시장 매출 1위의 확고부동한 자리를 지켜왔지만 주식시장에서는 그리 좋은 평가를 받지 못해왔다. 탄탄한 재무구조와 높은 영업이익률에도 불구하고 경쟁사들에 비해 동사의 가치에 적합한 평가를 받지 못했다. 만년가치주로 불려온 동사이지만 곧 이뤄질 SK네트웍스와 동사의 M&A는 동사의 가치를 재평가하는 계기가 될 것이다.

### v 여성복을 장악한 한섬의 브랜드 파워, 이제 남성복과 명품시장까지 확대!

동사는 국내 여성복 시장 굴지의 1위를 지키며 안정적인 매출을 창출하고 있지만 여성복 시장 자체의 성장은 둔화되고 있다. 반면 남성복과 명품, 그리고 수입품의 매출은 꾸준히 성장하고 있다. 동사는 이러한 시장 추세를 반영하여 남성복, 명품 그리고 수입품 시장에 적극적으로 진출하여 내수시장에서의 새로운 성장 동력을 마련하였다.

적정주가:	28,540원
현재주가 (10/8 기준):	18,650원
상승여력:	53 %

시가총액	4,593억 원
ROE	11.18 %
ROA	9.86 %
영업이익률	16.98 %
배당수익률	1.49 %
P/E Ratio	8.93
P/B Ratio	0.95

주요주주:  
정재봉 (26%)



### SMIC 리서치 4팀

팀장 최강휘  
팀원 김중빈  
권순현  
한소은

# I. Handsome?

**동사는 국내 여성복 매출액 1위 기업이다.**

동사는 1987년 5월 설립된 패션의류 전문 기업으로, 국내 여성복 시장에서 매출액 기준 점유율 1위를 차지하고 있다. 한섬의 비즈니스 모델은 크게 상품과 제품으로 나뉜다. 상품은 끌로에, 셀린느 등의 높은 가격대의 수입의류를 국내에 들여와서 팔고 있으며, 제품은 자사 고유 브랜드인 타임, 마인, 시스템 등의 제품을 판매하며 주요 판매 대상은 20~30대 전문직 고소득 여성이다.

**위탁 생산방식을 택하고 있으며, 판매는 대부분 백화점.**

동사는 제품의 디자인 및 판매사업을 총괄하며 실제 생산은 (주) 케이디텍스타일, 호혜섬유(주) 등의 전문 생산기업이 위탁생산을, 실제 매출은 백화점에서 70%, 대리점 5%, 직영점 25% 정도이다. 수수료 비용은 백화점이 가장 높는데, 매출액 대비 평균적으로 약 30% 정도(재무제표 추정치)를 지불한다.

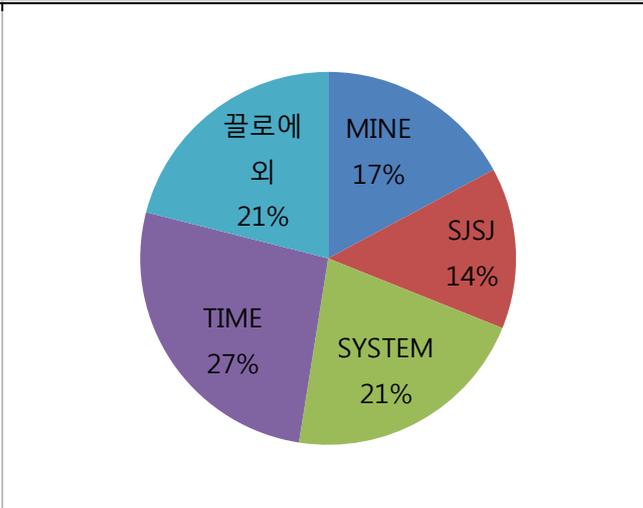
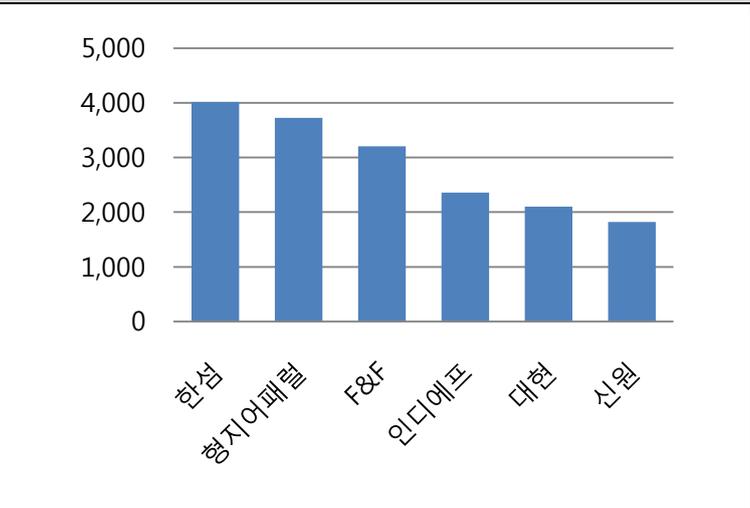
**차상위 고가 계층의 브랜드를 보유. 철저한 가격 관리.**

동사가 보유하고 있는 브랜드들은 차상위 고가 계층의 가격대로 구성되어 있다. 최상위 명품군 바로 아래에 위치하는 가격대로 최상위 명품 브랜드와의 직접적인 경쟁을 피하고 있으며 철저한 가격관리 정책을 통해 브랜드 이미지를 유지한다. 할인을 거의 하지 않고, 이를 위해 출고 뒤 2년이 지난 재고제품은 소각한다.

**경기불황에도 매출액이 대폭 상승**

동사의 브랜드 가치를 직접적으로 보여주는 것은 지난 2009년의 급격한 매출 신장이다. 2008년 하반기부터 경기불황이 심화되어 의류시장이 침체되었지만 동사의 2009년 매출액은 오히려 전년대비 15.6% 증가한 3,869억 원을 기록했다. 이는 경기불황에 중소기업의 경쟁업체가 타격을 받았고, 경기불황에 크게 영향을 받지 않는 고소득층의 백화점 소비가 꾸준히 증가하여 벌어진 현상이다.

그림 1. 2009년 여성복 시장 주요기업 매출액 (단위: 억 원)      그림 2. 동사의 브랜드 별 매출 비중

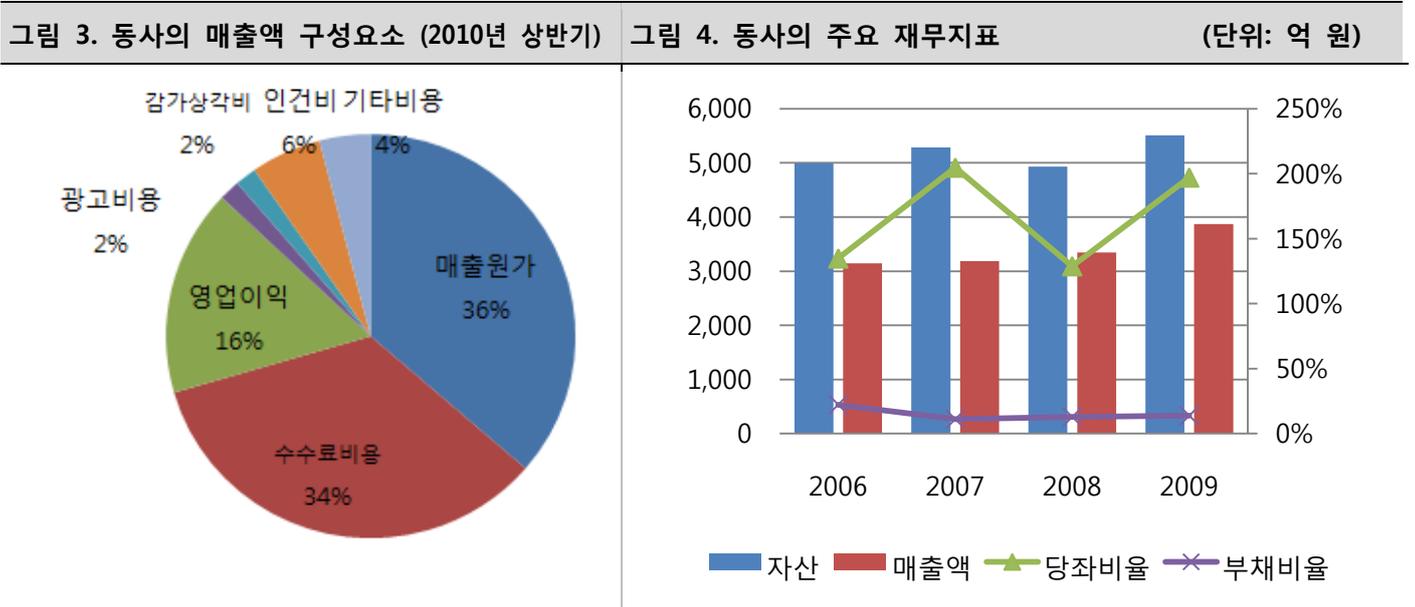


출처: 한국패션협회

출처: 사업보고서

200% 수준의 당좌비율, 부(負)의 순부채비율 등 재무상태 양호

동사는 2010년 10월 현재 현금보유액 약 300억 원, -5% 수준의 순부채비율, 보유한 토지 및 건물의 부동산의 가치는 장부가 기준 1,300억 원, 신한은행 등 국내 4개 은행으로부터 제공받는 한화기준 약 500억 원의 외화 지급보증 등 재무상태가 매우 건실하다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

## II. 의류 산업?

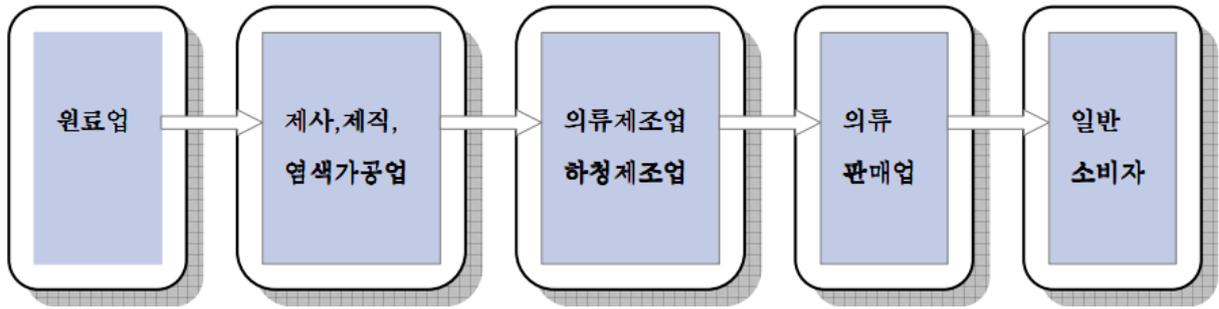
오늘날의 의류산업은 디자인, 생산, 유통이 전문화, 분업화

의류는 직물 및 피혁원단 등을 소재로 인체에 맞게 재단, 봉제, 가공 등의 공정을 거쳐 착용할 수 있게 만든 섬유제품을 의미하며, 의류산업은 이러한 섬유제품의 제조 및 판매 등의 모든 과정에서 행해지는 일련의 활동을 의미한다. 오늘날의 의류제조 공정은 대기업들이 디자인과 유통을 맡고 직접적인 생산(봉제과정)은 하청업체에 위탁해서 진행되는 것이 가장 일반적인 형태이다.

2009년 기준 연평균 약 2%의 성장률을 보이는 성숙기 산업이다

의류산업은 노동집약적 산업으로서 대규모 설비투자를 필요로 하지 않으며 비교적 진입장벽이 낮다. 현재 국내 의류산업은 90년대 후반 이후 성숙기 산업에 진입하여 2009년 기준 연평균 약 2%의 저성장을 보이고 있다. 의류산업은 또한 경기에 매우 민감하기 때문에, 지난 2008년 금융위기로부터 비롯된 경제불황 때 자금력을 위축되지 않고 공격적인 마케팅을 펼친 동사와 LG패션, 이랜드 등 대기업의 매출액이 뚜렷하게 증가한 것이 특징이다.

그림 5. 의류산업 제품생산과정



출처: Research Team 4

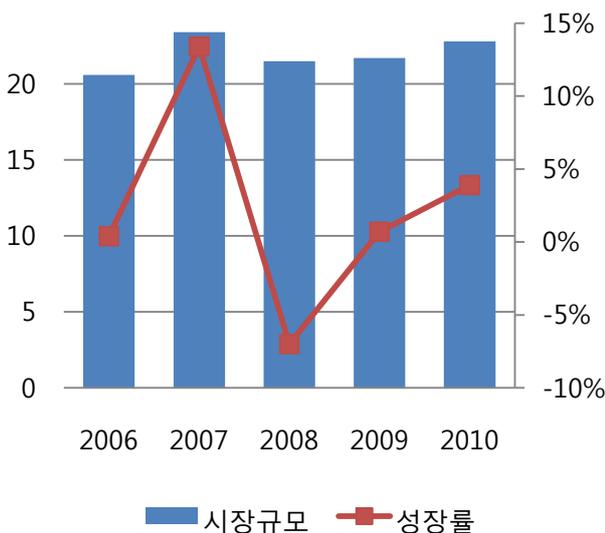
**백화점에서 유통되는 고가제품군의 KSF는**  
1) 브랜드가치.

고가 제품은 주로 백화점에서 유통된다. 이 제품군의 Key Success Factor는 '브랜드가치'이며, 브랜드 정체성을 관리하기 위한 디자인 및 마케팅 능력이 가장 중요한 경쟁력이다. 동사가 이런 고가제품 군의 대표적인 기업이다.

**할인점에서 유통되는 중저가제품군의 KSF는**  
1) 유통망 확보  
2) 가격 절감

반면 중저가 제품은 주로 할인점이나 상설매장에서 유통된다. 이 제품군의 Key Success Factor는 유통망을 넓게 확보하여 소비자들과의 접근성을 향상시키는 것에 있다. 그리고 가격경쟁력이 매우 중요하기 때문에 재고자산 관리를 효율적으로 하여 관리비를 절감하는 것도 중요하다. 대표적인 기업으로는 베이직하우스, 글로벌 SPA기업인 유니클로와 자라 등이 있다. 특히 SPA기업의 경우 생산과 유통을 일원화하여 재고자산 관리 능력이 매우 우수하다.

그림 6. 국내의류시장규모 (단위: 조 원)



출처: 삼성디자인넷

표 7. 복종별 시장규모

	2008년 하반기	2009년 상반기	2009년 하반기
남성복	2조 4104억	2조 197억	2조 2724억
여성복	1조 6966억	1조 6788억	1조 6347억
캐주얼	4조 7760억	4조 8216억	3조 2150억
스포츠복	1조 4638억	1조 3364억	8515억
외투류	1조 538억	371억	2조 753억
내의류	5608억	6175억	4863억
유아동복	4764억	4942억	3501억

출처: 한국패션협회

### Ⅲ. 투자포인트 1: 괜히 '가치주'가 아니야!

#### 1. 내수 시장의 선전

안정적인 여성복 매출 + 성장성있는 남성복·명품 + 한섬만의 높은 수익률

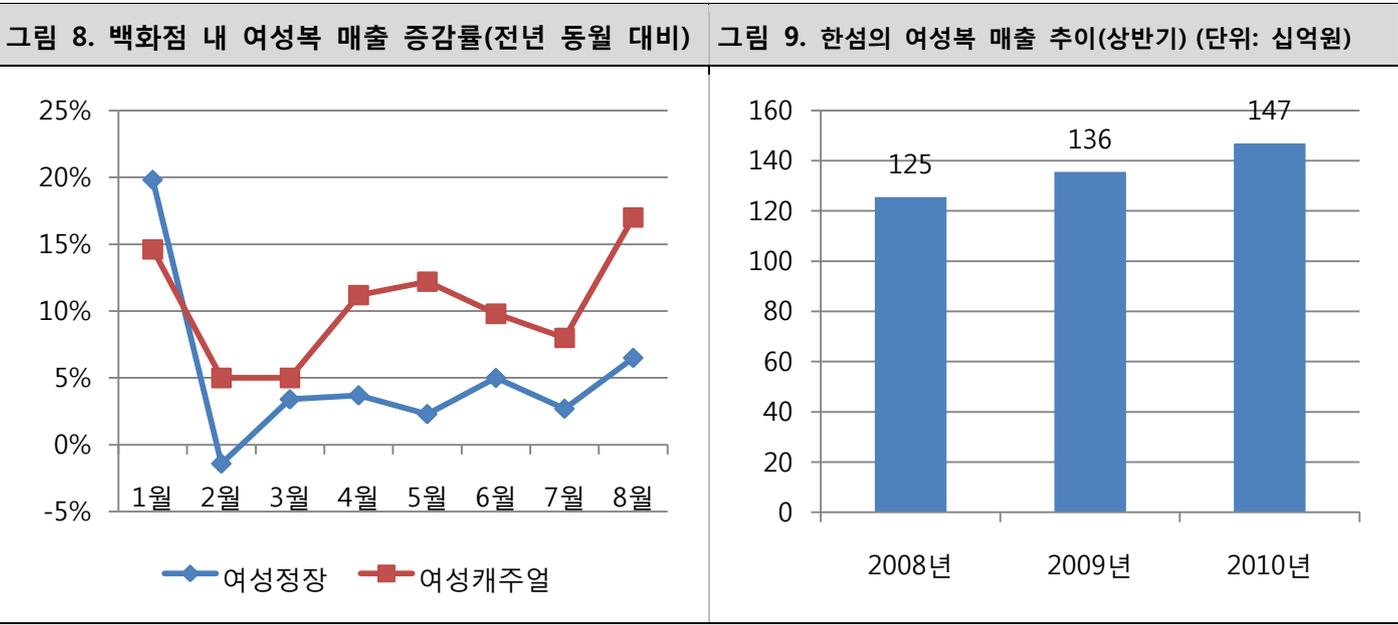
#### 1.1 한섬의 주력 Cash Cow - 여성복

**여성복 부문 부동의 1위를 지키는 한섬**

동사는 1988년 MINE을 런칭한 이후 SYSTEM, TIME, SJSJ를 지속적으로 내 놓으며 국내 여성복 부문에서는 부동의 1위를 지켜나가고 있다. 국내 여성복 산업이 성숙기에 접어들면서 매출이 크게 상승하고 있지는 않지만, 각각의 브랜드가 독립적 아이덴티티를 유지하는 가운데 꾸준한 디자인, 품질 관리로 현재의 위치를 유지해나가고 있는 상황이다

**올해 백화점 내여성복 매출 실적은 맑음!!**

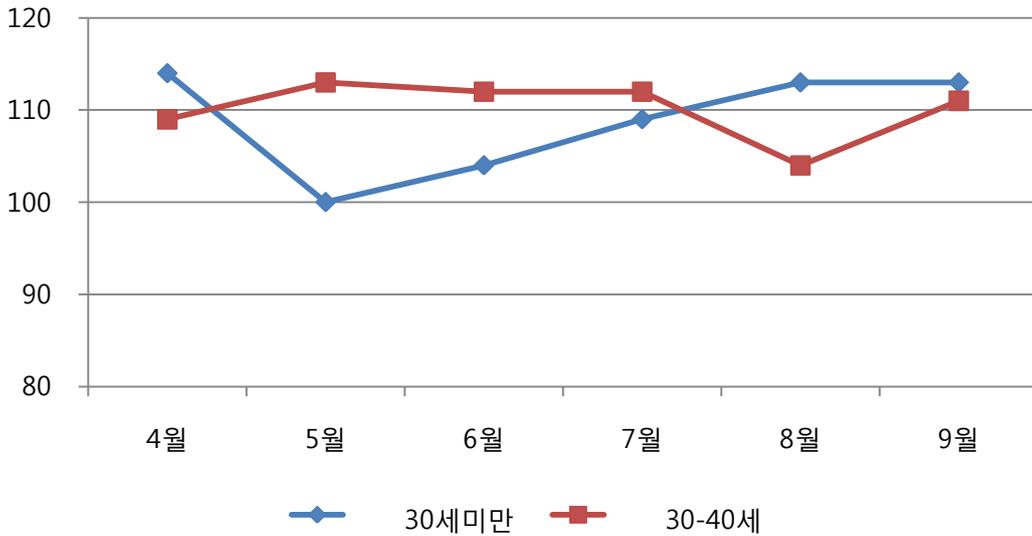
2010년에는 경기 회복과 함께 동사의 주력 판매처인 백화점 매출이 지속적으로 호조를 보임에 따라 여성복 매출도 전년 대비 8%가량의 상승세를 보였다. 최근 백화점 매출이 꾸준히 긍정적으로 나타나고 있는 가운데, 한국은행에서 발표한 의류비지출 전망 CSI 지수를 살펴보면 동사의 주력 고객인 20~30대의 의류 구매 의사가 꾸준히 100이상을 보여주고 있어 매출 상승이 유지될 것으로 기대되는 상황이다. 이에 따라 동사의 여성복 부문은 큰 폭의 성장은 없으나 Cash cow역할을 지속할 것으로 보인다.



출처: 지식경제부

출처: 사업보고서

그림 10. 의류비 지출 전망 CSI



출처: 한국은행

**1.2. 한섬의 성장동력 - 남성복·명품**

**SYSTEM HOMME의 성장성!!**

동사는 2000년 Time homme를 런칭한 후 꾸준한 매출 실적을 올려왔으며, 2008년부터는 20~30대들의 독특한 트렌드를 반영한 System homme가 폭발적인 성장을 보이고 있다. 이는 한섬의 디자인, 품질관리 능력이 최근의 20대 남성 그루밍 족의 시장 확대와 맞아 떨어진 결과로 보인다. System homme의 매장 수는 10개로 Time homme의 매장 수 44개에 비해 상당히 적은 편이지만 올해 예상 매출액은 100억원으로 Time homme의 예상 매출액 240억의 40%를 넘을 것으로 전망된다.

**남성복 부분 성장!**

- 1) 20, 30대 남성의 구매력 증가
- 2) 매장 증설 여력

신세계백화점에 따르면 최근 20~30대 남성들의 구매력이 크게 상승하고 있어, 동사의 남성복 매출 성장 가능성이 높은 가운데, System homme 매장 증설 여력이 많은 것을 감안하면 한섬의 남성복 부분은 추가 성장 여력이 상당한 것으로 판단된다.

**보다 주목할 것은 수입 명품 시장!!**

보다 주목해야할 부분은 한섬의 명품 분야이다. 한섬은 현재 Chloe, Balenciaga 등의 명품을 수입하여 판매하는 사업과 Lanvin브랜드와의 라이선스 계약을 통해 직접 판매를 하는 사업을 성공적으로 확장시키고 있다. 특히 2008년 Givenchy, 2009년 Lanvin, 2010년 Celine를 차례로 들여오며 명품 사업 분야가 더욱 빠르게 성장하고 있는 상황이다.

**국내 명품 시장은 폭발적으로 성장중!**

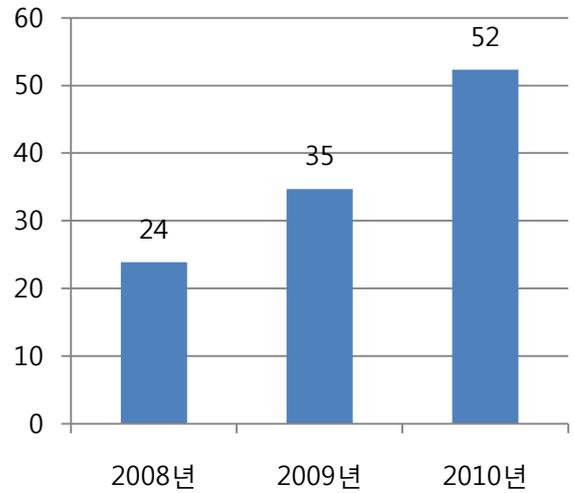
현재 국내 명품 시장은 2007년 3조원 규모(백화점, 가두점, 면세점 기준)에서 2010년 5조원 규모로 확대될 정도로 급격한 상승을 보이고 있다. 백화점만 살펴봐도 명품 시장은 다른 소비재보다 훨씬 빠르게 성장하고 있다. 또한 최근 의류 소비가 SPA와 명품 시장으로 양극화됨에 따라 동사가 적극적으로 추진하고 있는 명품 사업의 성장 추세는 상당 기간 지속될 것으로 전망된다.

그림 11. 백화점 내 남성복·명품 매출 증감률(전년 동월 대비)



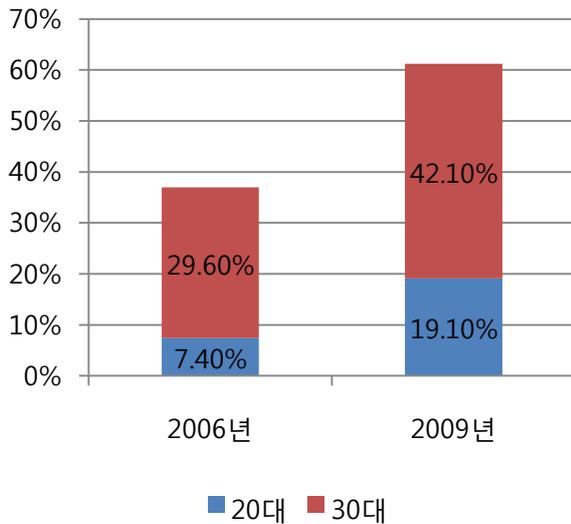
출처: 지식경제부

그림 12. 한섬의 남성복·명품 매출 추이(상반기) (단위: 십억원)



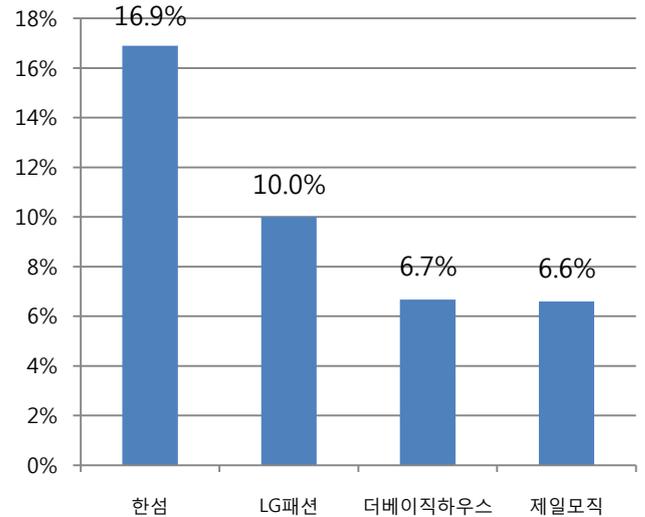
출처: 사업보고서

그림 13. 신세계백화점 남성 고객 중 20·30대 고객의 비중



출처: 신세계백화점

그림 14. 의류브랜드 영업이익률(2009년 기준)



출처: 각 사업보고서(제일모직은 의류 매출만 계산)

**1.3. 한섬의 유별난 영업이익률 - 브랜드관리의 우월함!**

동사는 패션업계의 경쟁사인 LG패션, 제일모직, 더베이직하우스 등과 비교했을 때 월등한 영업이익률을 보여주고 있다. 이는 기본적으로 동사가 노세일 정책을 유지하며, 디자인·품질 관리를 성공적으로 해내고 있음을 보여준다. 한섬의 여성복 브랜드들은 백화점 입장에서 꼭 입점시켜야 하는 Must have 브랜드로서의 입지를 갖추고 있어, 다른 여성복 브랜드 대비 저렴한 백화점 수수료를 지불할 정도의 브랜드 파워를 가지고 있

다. 이는 타사가 쉽게 모방할 수 없는 경쟁력이라 할 수 있다. 이러한 영업이익률을 바탕으로 한섬은 업계 Top pick인 LG패션에 비해 매출액은 42%수준이지만 영업이익은 71%에 달할 정도로 수익성이 좋다.(2009년 기준) 최근 수입 상품의 비중이 올라가면서 영업이익률이 다소 감소하였으나, 수입 상품의 규모가 커지면서 점차 영업이익률이 개선될 것으로 기대되고 있다.

#### 순자산 대비 확실한 저평가!! PBR 0.95에 불과

한섬은 이자발생부채가 전혀 없고, 자산의 70% 이상이 현금화가 가능하며, 내수 시장에서 여성복 1위라는 경쟁력을 바탕으로 꾸준히 이익을 내 오면서 ROE가 11이상을 유지해 왔음에도 불구하고 PBR이 0.95에 불과하다. 동사의 주가가 이토록 낮게 유지되어 왔던 것은 내수 시장에서 선전하고 있음에도, '이슈가 될 정도의 성장동력' 확보를 위한 노력이 없었기 때문이라고 판단된다. 동사는 '가치주'로서의 인식은 강하지만, 딱히 주목할 만한 이유가 없었던 것이 사실이다. 이제 모두가 인정하는 가치주가 어떠한 가능성을 가지고 있는지 투자포인트 2를 살펴보자.

## IV. 투자포인트 2: SK네트웍스와의 M&A

#### 현재 SK네트웍스와의 M&A 추진 중.

한섬과 SK네트웍스의 M&A 추진 중!!

SK 네트웍스의 동사 인수 계획이 확정되고, 동사의 CEO 인 정재봉 회장의 개인 지분 34%가량을 SK 네트웍스에 매각 하기 위해 협상이 진행 중이다.

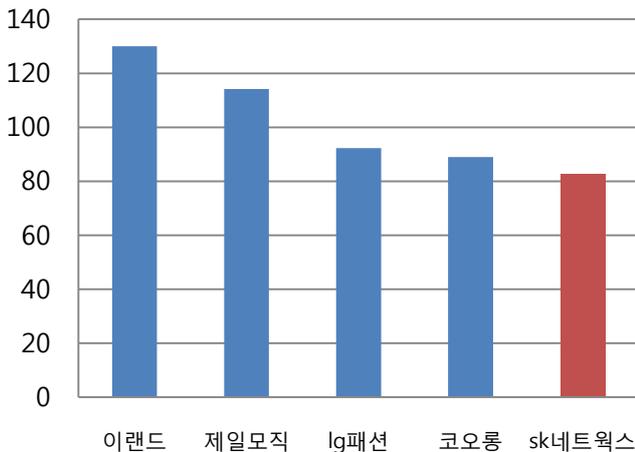
동사와 SK네트웍스의 M&A가능성은 매우 높다

동사에서도 매각을 위해 지난 몇 년 동안 준비해 온 것으로 보인다. 상품기획 프로세스를 시스템화하고 정재봉 회장과 함께 동사의 투톱체제의 다른 축을 담당하는 문미숙 감사의 기능을 의도적으로 축소해 왔다. 또한 정재봉 회장의 후계자가 없고, 퇴직 의사가 분명하며, LG 패션, 이랜드, 롯데쇼핑 등 많은 대기업들의 합병 제안을 거절한 동사가 마침내 고른 기업이 SK 네트웍스임을 고려하면 M&A 성사 가능성은 상당히 높다.

M&A의 효과는 규모가 아니라 중국 시장 진출을 위한 시너지다!

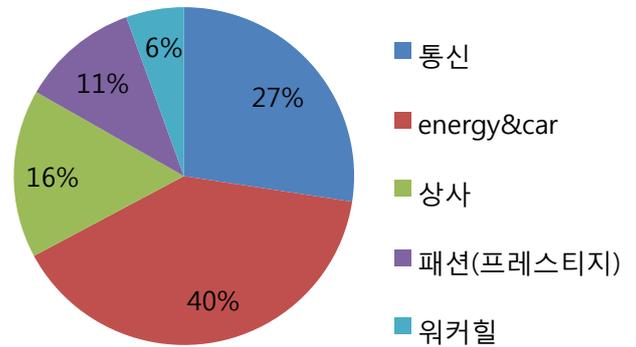
현재 시장은 SK 네트웍스와 동사간의 M&A 가 성사될 경우 양 사의 패션부문의 규모는 국내 의류시장에서 TOP 5 안에 들어간다는 사실에 주목하고 있다. 물론 국내 시장에서의 영향력 증대도 기대할 수 있다. 하지만 그보다는 이번 M&A 가 동사에 가지는 의미는 내수보다는 중국시장에 있다는 것이 Research Team 4 의 의견이다. 이에 따라 양 사가 M&A 를 통해 중국 시장에 진출할 경우, 어떠한 시너지가 예상되는지, 그리고 현 중국 여성복 시장에서의 성공 가능성을 예측해 보았다.

그림 15. M&A시 의류 업체 Top5(2009년 기준) (단위: 백억원)



출처: 사업보고서

그림 16. SK네트웍스 사업별 매출 비중(2010. 6 기준)



출처: 사업보고서

**1. M&A를 통한 중국 시장 진출**

중국 시장 진출 의지가 강한 SK네트웍스

2000년대 중반부터 SK네트웍스는 소비재사업의 중국 진출에 강한 의지를 보여왔다. 6대 성장축 중의 하나로 패션업을 설정한 SK네트웍스는 중국 현지 법인을 설립하여 중국 의류 시장 진출에 총력을 기울이고 있다. 따라서 내수에 집중되어 있는 한섬을 SK네트웍스가 인수하려는 목적은 중국 시장 진출이라는 것이 확실시된다.

패션사업 중국 진출의 KSF -

패션업의 중국 진출에 있어서 KSF는 유통망 확보와 현지화 시스템구축, 그리고 저가 고가 제품에 걸맞는 브랜드 관리 능력이다.

1)유통망

2)현지화

3)브랜드 관리 능력

이 중에서 SK네트웍스는 여성복 시장 진출을 위한 브랜드 라인이 다양하지 않고 브랜드를 관리하기 위한 역량이 약하다. SK네트웍스의 패션 사업 부문의 대부분이 교복(SMART), 수입 브랜드(DKNY, Tommy Hilfiger)임을 감안했을 때 SK네트웍스는 디자인, 품질관리, 브랜드 관리 전반에 대한 능력이 떨어질 수 밖에 없다.

반면 한섬은 해외 진출 경험이 없다. 2006년 SJSJ, SYSTEM 매장을 중국에 7개 오픈한 이래로 전혀 진척이 없는 상황이다. 이는 경영 일선에서 점차 빠지고 있는 CEO가 적극적인 중국 진출을 모색하지 않고 있는 상황에서 중국 시장에 대한 경험이 전혀 없는 한섬이 시장에서 성장해 나가기 어려운 일이기 때문이다.

이 두 회사간의 M&A는 서로간의 약점을 보완해 줄 것으로 기대된다. 그리고 이는 한섬의 재평가 및 미래의 성장동력이 될 것으로 판단된다.

1.1 SK네트웍스가 한섬에게 - 유통망과 현지 경험

SK 네트웍스는 이미 중국 시장에 진출!

SK네트웍스는 오즈세컨을 앞세워 중국시장에 성공적으로 진출!

SK 네트웍스는 2008 년 M&A 를 통해 인수한 오브제와 오즈세컨을 중국에 진출시켰다. 2009 년 항저우 명품백화점 매출 2 위를 차지한 오즈세컨은 중국 현지 매출의 급성장을 보이고 있다. SK 네트웍스는 올해부터 본격적으로 중국 시장 점유율을 넓혀가고 신규 브랜드 'HaniiY'를 추가 런칭 할 계획이다.

1.1.1. SK 네트웍스의 강점 첫 번째- 유통망

SK네트웍스는 고가 브랜드를 위한 핵심 유통망을 이미 확보 중!

SK 네트웍스의 중국 진출 핵심 브랜드인 오즈세컨은 고가 여성복시장에 포지셔닝 되어 있다. 고급 여성복시장에서 주요 백화점 매장 선점은 매출과 직결되는 아주 중요한 요소이다.

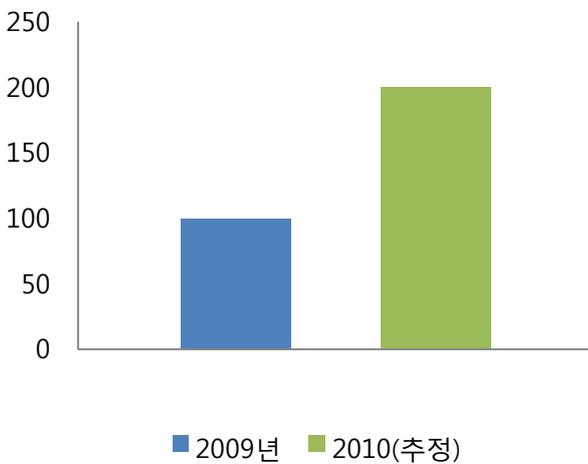
SK 네트웍스는 진출초기 무작정 매출 신장을 노릴 것이 아니라 우선 치밀한 시장조사에 따른 적합한 현지 유통망 확보에 주력했다. SK 네트웍스는 3 년에 걸친 시장조사로 170 여개 백화점과 상권을 철저히 조사했고, 그 중에 최고급 백화점 60 개점만을 선별해 입점 여부를 타진했다. 얼마나 많은 매장을 열 것이냐가 아니라 이익구조가 나는 매장이 얼마나 되는지에 중심을 잡고 중국 진출을 시작했다.

중국 현지 주요 백화점에서 오즈세컨의 매출은 급상승 중!

그 결과 현재 중국 대도시에서 14 개 매점을 운영 중이며 그 중 상하이의 신텐디 강후이 메이룽전, 항저우의 다샤, 베이징의 귀마오 등 최고 백화점에서 월평균 매출 1 억원을 넘는 매장을 유지하며 중국 내 핵심 상권을 구축해왔다. SK 네트웍스는 올해 오즈세컨의 매장을 35 개로 늘릴 계획으로 매장을 선정 중이라고 한다. 이러한 효과적인 유통망의 확보는 제 2, 제 3 의 브랜드를 전개할 때 큰 힘이 될 것이다.

그림 17. 오즈세컨 중국 내 매출 변화

단위: 억원



출처: 한국섬유협회

그림 18. 오즈세컨의 중국 현지 주요 백화점 진출 현황



출처: 패션채널

### 1.1.2. SK 네트워크의 강점 두 번째. - 고가 의류 포지셔닝의 성공 경험!

SK네트워크는 중국 고가 전략 성공 경험을 가지고 있다!!

SK 네트워크는 오즈세컨 이전에 아이겐포스트라는 브랜드로 중국 중가여성복 시장 진출을 노렸다가 참패를 한 경험이 있다. SK 네트워크는 아이겐포스트를 과감히 접고 실패로부터 얻은 중국 시장에 대한 이해를 바탕으로 방향을 새로이 설정하여 오즈세컨의 중국 진출시에는 디자인과 품질을 강조한 차별화된 고가전략으로 전환하여 성공했다..

중국에서 영업을 하지만 디자인, 제작은 한국에서!!

고가 전략을 위해 SK 네트워크는 현지화 시스템 구축에도 각별한 신경을 썼다. 우선 SK 차이나법인을 따로 설립하여 중국에서의 패션사업을 총괄하는 독자권을 부여했다.. 현지 상품공급 시스템의 구축에 있어서는 상품력이 중요한 고가 포지셔닝을 감안해 중국 차이나법인은 영업에 특화하고 제품의 디자인과 제작은 전문화된 기술을 보유한 한국 지점에서 이루어진다. 패션업에서 경쟁력 확보에 중요한 신상품의 공급 주기 역시 최대한 단축하여 한국과의 신상품 출시의 차이는 1주일밖에 되지 않는다.

결과적으로 양 사가 중국 시장 진출 시 한섬의 여성복 브랜드들은 고가 포지셔닝을 취하게 될 것이고, SK 네트워크는 기존의 경험과 유통망, 시스템을 바탕으로 효과적인 중국 시장 진출을 도모할 수 있을 것이다.

## 1.2. 한섬이 SK네트워크에게 - 브랜드 관리 능력!

### 1.2.1 동사의 핵심 역량, 아이덴티티가 뚜렷한 다양한 브랜드와 브랜드관리능력.

한섬의 강점

- 다양한 브랜드!

동사가 보유한 브랜드는 연령대·성별·성향에 따라 세분화되어 있다. 다양한 콘텐츠는 여성복 시장에서 시장 확장을 위해 필수적이라는 면에서 SK 네트워크는 한계를 가지고 있다.

한섬은 디자인과 품질에서 검증받은 브랜드관리 능력을 보유

동사의 브랜드는 국내 시장에서 검증받은 디자인과 품질을 갖춘 브랜드 아이덴티티를 유지해왔다. 이는 10년이 넘는 긴 시간 동안 국내 여성의류시장을 주도해온 패션 전문업체로서의 동사의 브랜드관리능력을 보여준다. 이에 반해 SK 네트워크는 패션산업이라는 신사업에 발을 들인 역사가 길지 않다. 따라서 SK 네트워크는 자사가 보유한 대기업의 효율적인 시스템관리능력에 동사의 브랜드관리능력을 더하고자 한다. SK 네트워크가 추구하는 중국 고가의류시장 진출의 방향 또한 타브랜드와 차별화된 브랜드 아이덴티티 유지와 디자인·품질 관리가 최우선인 고가 포지셔닝 전략이므로 동사의 브랜드관리능력은 중국 시장 진출에 큰 힘을 실어줄 것이다.

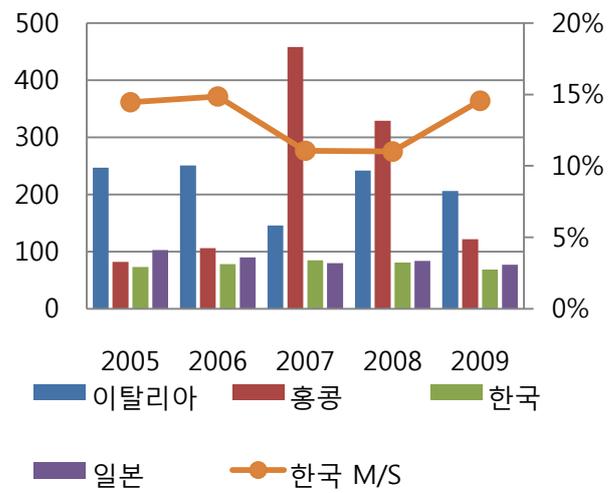
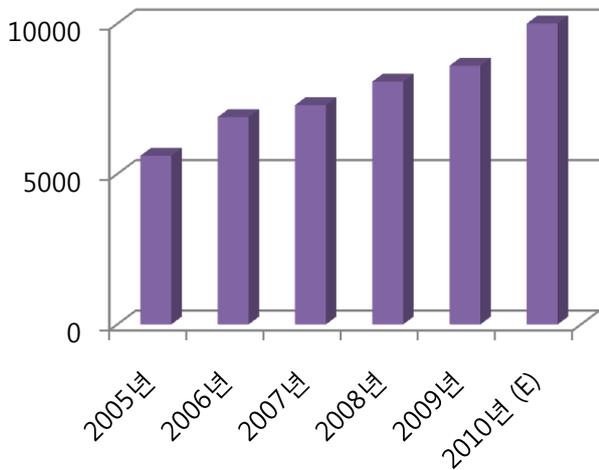
따라서 SK 네트워크의 동사의 인수합병은 부족한 부분을 보완해 줌으로써 중국 시장 진출에 시너지 효과를 낼 것으로 예상된다. SK 네트워크는 기존의 탄탄한 유통망과 현지화 경험을 바탕으로 동사의 검증된 우수한 브랜드들을 성공적으로 중국 의류 시장에서 성장시켜줄 수 있을 것이다.

2. 중국 여성복 시장의 현황

여성복 시장 연 평균  
20% 수준으로 꾸준히  
성장 중

중국 의류 시장은 2005년부터 2008년 까지 평균 18% 가량 꾸준한 성장세를 유지해 왔다. 2008년을 기준으로 중국 의류시장의 규모는 약 8070억 위안(146조원)으로 올해 의류 시장은 1조 위안(168조원)을 돌파할 것으로 보인다. 이 중 여성복 시장은 약 45조 원이며 연 평균 20% 정도의 고속 성장 중이다. 전체 여성 의류 시장은 중국 브랜드와 북유럽 국가(덴마크 등)들이 주를 이루고 있으며, 한국, 대만, 홍콩, 일본 등 아시아 국가들도 분포해있다.

그림 19. 중국 의류 시장 규모 (단위: 억 위안)      그림 20. 중국 주요 국가별 의류 수입 현황 (단위: 억 유로)



출처: 한국섬유소재연구소

출처: Italian Trade Commission

중국 내수 브랜드는  
변화하는 소비 형태에  
부합하지 못함.

1인당 GDP가 3천 달러를 초과하면서 생존형 소비에서 향유형 소비로 전환 중에 있다. 이에 따라 소비자의 욕구와 취향이 세분화·고급화 되어 가고 있으나 중국 내수기업들은 중저가 브랜드 중심이며 고급 의류는 현재 거의 외국 브랜드가 주를 이룬다. 중국의 여성복 생산기술이나 설비 수준도 대폭 향상되어 국제 유명 여성복 브랜드의 가공, 제작을 수주할 수는 있으나 브랜드 가치는 외국 브랜드에 비할 바가 못 된다.

중국 내 고가 여성 브  
랜드 빠르게 성장 중

중국 고급 브랜드 시장은 PRADA, CHANEL, GUCCI 등 명품 브랜드가 입점함을 시작으로 폭발적으로 증가해왔다. 특히 근래에는 프랑스나 이탈리아의 초고가 제품뿐만 아니라 한국의 오브제, 오즈세컨 등 아시아 국가의 브랜드도 성장해오고 있다. 또한 구매파워가 있는 여성을 대상으로 한 완성도가 높고 차별화된 컨셉이 있으며 고급스러운 구성의 브랜드들이 강세를 띄고 있다.

**SPA 패션의 도입으로 중저가 브랜드도 성장 중** 저가 브랜드 시장 역시 크게 성장해가고 있다. 최근 수년 중국 여성복 시장의 점유율 순위를 보면 ONLY, ETAM, ESPRIT 등 단가 천 위안 이하의 브랜드가 상위권을 차지하고 있다. 특히 중국 비즈니스 정보 센터의 자료에 의하면 2010년 6월 중국 6개 지역 대형 백화점의 여성복 판매의 최상위권은 덴마크의 ONLY, VEROMODA나 중국의 거디 같은 중저가 의류들이 차지했다. 또한 근래의 이랜드와 베이직 하우스의 중국 진출 성공 부분도 중저가 의류부문에서였다.

그림 21. 중국 6대 지역 대형백화점 여성복 매출비율

순위	화북		동북		화동		중남		서남		서북	
	브랜드	점유율	브랜드	점유율	브랜드	점유율	브랜드	점유율	브랜드	점유율	브랜드	점유율
1	ONLY	7.49	주즈	8.39	ONLY	7.5	거디	7.07	ONLY	9.93	커어라이디얼	6.29
2	VEROMODA	6.85	VEROMODA	7.38	VEROMODA	5.27	성위주	5.73	성위주	9.91	아보우	6.15
3	메이얼미	6.34	ONLY	7.25	거디	3.92	어우스리	4.31	거디	9.59	쥬얼메이	5.21
4	보우즈	5.38	성위주	5.95	보우즈	3.54	랑즈	4.03	VEROMODA	9.38	홍현	4.9
5	바이링	4.9	니얼스	3.34	주즈	2.93	ESPRIT	2.82	원현	4.65	위이상	4.37

출처: 패션인사이트

**여성복 시장 양극화가 진행 중** 이처럼 고가 시장과 저가시장이 각각의 성장을 계속하고 있는 양상을 업계에서는 중국 의류시장이 현재 높은 품질의 고가 의류 시장과 SPA 패스트패션의 저가 브랜드 시장으로 양분·양극화되어 가고 있다고 보고 있다.

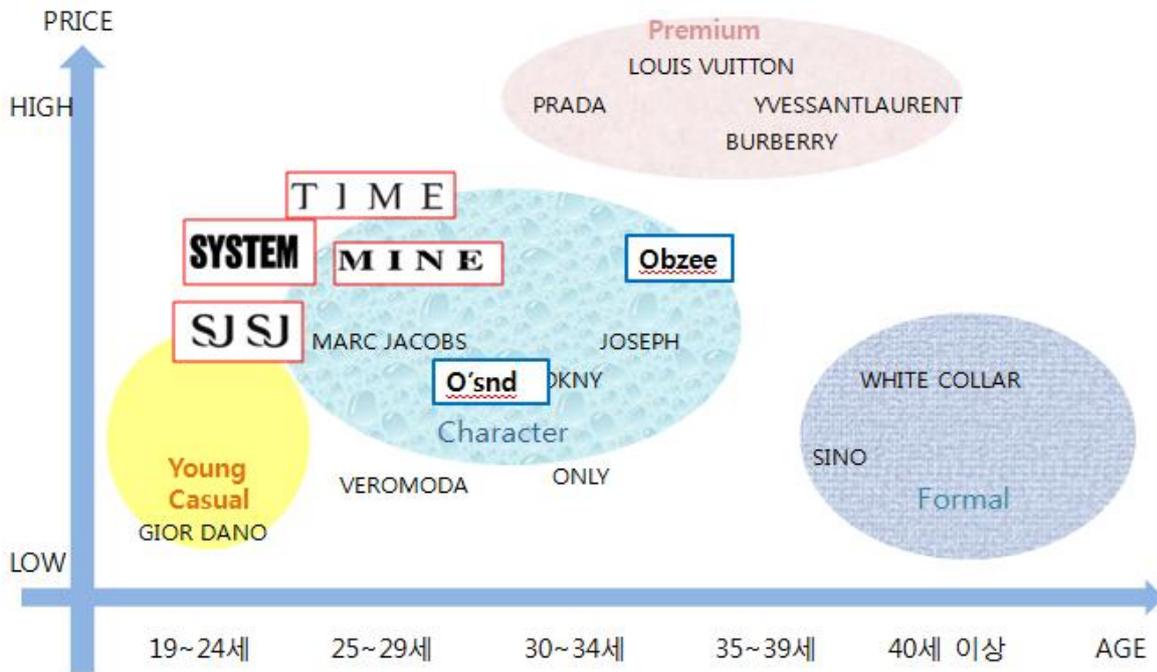
**중국 의류 시장의 거시적 지표가 동사에 유리.** 현재 중국 의류시장이 괄목할 수준으로 성장하고 있으며 여성의류, 특히 고가 여성복 시장이 확장되고 있음은 동사의 중국 내 활동 전망이 낙관적임을 보여준다. 또한 중국 소비자의 성향이 고가, 고품질 소비 행태로 바뀌어간다는 것 역시 동사와 같은 고품질, 고가 의류 시장이 더욱 확대될 것임을 뒷받침해줄 수 있다.

**2.1. 유리한 포지셔닝**

**동사는 차상위 고가 브랜드로 20~30대 고소득층 여성이 타겟** 동사의 브랜드는 20~30대의 고소득 여성이 타겟이며 가격대는 PRADANA나 LOUIS VUITTON과 같은 초고가 브랜드의 아래인 차상위 고가 브랜드에 위치해 있다. 주요 브랜드로는 TIME, MINE, SYSTEM, SJSJ이다. 가격대는 SYSTEM, SJSJ의 경우 15~16만원 대이며 MINE, TIME은 30~38만원 선이다. (총매출액/총매출수량 기준으로 산출)

**20대 고가 여성의류 시장을 선점 가능!** 현재 중국 여성의류 시장 브랜드 중에 20대를 겨냥한 고가 영캐주얼 브랜드 포지션에서 주도적인 브랜드가 없다는 것은 동사의 중국 진출 시 시장을 선점할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 22. 중국 내 주요 브랜드의 포지셔닝



출처 : 패션비즈, 한국섬유산업연합회, Research Team 4

**유럽 브랜드들은 초고가 브랜드이거나 혹은 덴마크계 SPA패션 브랜드**

이탈리아의 대표적인 브랜드인 PRADA와 LOUIS VUITTON은 동사의 브랜드에 비해 훨씬 높은 가격대에 있으며 프리미엄 브랜드에 속한다. 이들 기업의 경우 동사와는 타겟 연령대와 구매고객층이 다르다.

중국 의류 시장의 중심을 이루고 있는 또다른 유럽 브랜드인 ONLY나 VEROMODA의 경우 SPA, 패스트패션에 속하며 가격대가 낮은 영캐주얼 부분을 주로 다룬다. 따라서 이들 브랜드 역시 다른 포지션이라고 할 수 있다.

**홍콩은 남성복 위주, 대만은 중장년층 여성, 일본은 골프웨어 및 중저가 영캐주얼**

홍콩 브랜드의 경우 '에스프리' '지오다노' 등의 세계적으로 인지도 있는 캐주얼 계의 남성복이 주류를 이루고 있으며 대만의 경우 'JESSICA' 같은 35세 이상의 중·장년 여성을 타겟으로 하는 브랜드가 중심적이다. 일본은 전통적인 골프복종에 집중하면서 ONLY나 VEROMODA 등 SPA브랜드가 독점하던 중저가 영캐주얼 시장에도 브랜드를 출시하려 한다.

**중국 브랜드는 중저가 시장에 국한, 일부 고가 브랜드는 중장년 여성이 타겟**

중국의 대표적인 브랜드로는 '쥬우엘메이' '야잉' '거디' '아이거' 등이 있으며 이들 브랜드의 전체 여성복 시장 점유율은 25%에 육박한다(화북 지역 중심). 그러나 의류의 대부분이 중저가 시장에 국한되어 있고 개중 고급브랜드에 속하는 WHITE COLLAR의 경우 40대 이상의 중장년 여성을 타겟으로 하고 있다.

**한국 브랜드**

**이랜드는 'EnC'로 고가 시장에 진입 시도 중**

한국 브랜드로는 이랜드와 베이직 하우스 및 SK네트웍스 등이 주를 이루고 있다. 이랜드와 베이직 하우스의 경우 중국 런칭 시 SPA패션으로 크게 성공하였다. 또한 이랜드는 근래에 고가 여성복 브랜드로 'EnC'를 출시하여 고가 시장에 진출을 시도하고 있으며 SK네트웍스의 '오즈세컨'도 영업망을 확대 중에 있다.

**브랜드 노하우와 품질로는 동사가 우위, 상대적 열세인 유통망은 SK네트웍스와의 합작으로 해결 가능**

그러나 베이직 하우스와 기존 이랜드의 사업의 경우 SPA패션으로 동사의 브랜드들과 겹치지 않는다. 또한 이랜드의 'EnC'는 이미 국내 시장에서 동사의 브랜드에 기술적, 디자인적으로 압도된 상황으로 경쟁력에 있어서 동사가 우위에 속한다. 또한 상대적 열세인 유통망은 동사와 SK네트웍스의 M&A로 SK네트웍스가 이 부분을 지원해줄 수 있게 된다면 큰 문제가 없을 것으로 보인다.

결과적으로 한섬과 SK네트웍스간의 M&A는

- 1) SK네트웍스의 기 중국 진출을 바탕으로 한 유통망 + 현지화 경험
- 2) 한섬의 브랜드 및 브랜드 관리 능력(디자인, 품질 관리)
- 3) 중국내 여성복 시장의 성장 및 고가 영캐주얼에서 확고한 플레이어의 부재를 바탕으로 성공적인 중국 시장 진출이 기대된다.

**중국 진출하면?**

**SK네트웍스의 '오즈세컨' 이상의 실적은 충분히 가능할 것!**

동사의 브랜드는 SK네트웍스가 이미 중국에 진출하고 있는 '오즈세컨'과 유사한 가격대에 속해있으며 SK네트웍스가 중국 패션업의 비중을 늘릴 것으로 보여 최소한 이들 브랜드에 준하는 성장을 거둘 수 있을 것으로 보인다. 특히 오즈세컨의 경우 2009년에는 100억 이상의 매출을 이미 보여주었고, 2010년에는 200억 규모의 매출액을 달성할 것으로 전망된다.

**3년 안에 500억원대 매출 기대**

일반적으로 중국 진출에 대체로 성공한 고급 여성복 매장의 경우 월 매출액이 1억 원 가량이 되며 오즈세컨의 경우 현재 15개 매장을 보유하고 있다. SK네트웍스가 동사의 브랜드를 오즈세컨과 유사한 수준으로 런칭하고 한섬이 이미 진출한 매장을 더할 시 초기 진출 매장은 대략 20개 정도로 예상된다. 또한 SK네트웍스가 오즈세컨 매장을 30개 수준으로 늘려가기로 하여 유사한 수준의 투자가 한섬에게도 적용될 수 있을 것이다. 한섬의 경우 일반적인 타 의류 군에 비해 높은 수익성을 가지고 있음을 감안할 시 첫째 해에 200~250억, 그리고 3년 내에 500~600억 이상의 매출이 기대된다. 이는 이랜드가 'EnC'를 런칭하여 3년 안에 1000억을 달성한다는 목표에 비교해볼 때 과장된 수준은 아닐 것이다.

## V. Risk

### M&A로 경영권 교체?!

대기업의 패션전문기업 인수에 따른 기업 문화 충돌 가능성

이번 인수 건을 두고 일각에서는 두 기업의 성격 차이로 인해 시너지 효과가 크지 않을 수 있다는 점을 우려한다. 대기업인 SK네트웍스가 패션전문 기업인 동사의 기업 문화나 경영관행을 그대로 수용하기는 어렵기 때문이다. 특히 동사는 지난 20여 년간 경영자인 문미숙 감사를 중심으로 일사분란하게 움직이며 상품을 기획해왔기 때문에 문 감사 개인에 대한 의존도가 매우 높다고 할 수 있다. SK의 다른 디자이너들이 문 감사를 대체할 수 있을지, 그리고 SK의 새로운 경영시스템이 동사의 기존 경영관행들을 순조롭게 대체할 수 있을지가 이번 M&A의 가장 큰 위험요인이다.

SK네트웍스는 현재 동사의 기업문화 존중방향을 밝힌 상태

하지만 SK네트웍스가 문 감사 등 동사의 기존 경영진과 전문인력을 향후 5년간 컨설팅 등의 형식으로 고용을 승계하는 등의 방식으로 기존의 기업문화를 최대한 존중하겠다는 뜻을 밝힌 상태이므로 급격한 기업문화 변화나 브랜드 가치의 훼손이 발생하지는 않을 것으로 보인다. 실제로 SK네트웍스가 지난 2008년 초 '오브제'를 인수하였을 때에도 당시 기존의 경영진과 디자이너들에게 상당부분 운영에 관여할 수 있도록 배려한 바 있으며, 1년 만에 매출액을 500억으로 전년도 대비 40% 끌어올렸던 바 있다. 이러한 경험을 통해 여성복 비즈니스에 대한 노하우가 상당히 축적되었을 것으로 보이므로, 무리한 기업문화나 경영관행 변화가 이뤄지지는 않을 것으로 전망된다.

## VI. 경쟁사 분석

투자 포인트 2에서 중국 시장 진출시의 경쟁사들을 살펴보았다. 여기서는 국내 시장 경쟁사인 LG패션에 대해 더 살펴보도록 하겠다.

국내 패션업에서는 LG패션이 위협적

LG패션은 2009년 매출 규모 약 9200억 원 규모로 현재 국내 시장에서 이랜드, 제일 모직을 따라 3위의 기업이다. 현재 성공적으로 제품 군을 다양화하여 특히 아웃도어류의 매출이 눈에 띄게 증가하고 있다(매출 비중 23%). 대표 브랜드 lafuma는 전년 대비 30% 매출이 성장하였다. 또한 2009년 12월에 TNGT를 진출시키는 등 중국 진출도 시도하여 시장에서 크게 주목을 받고 있는 중이다.

하지만 Research Team 4는 보다 구체적인 비교를 통해 LG패션보다 확연히 낮은 동사의 가치가 재평가 될 필요가 있다고 판단하였다. 이를 다음 밸류에이션 파트에서 다루어 놓았다.

## VII. Valuation

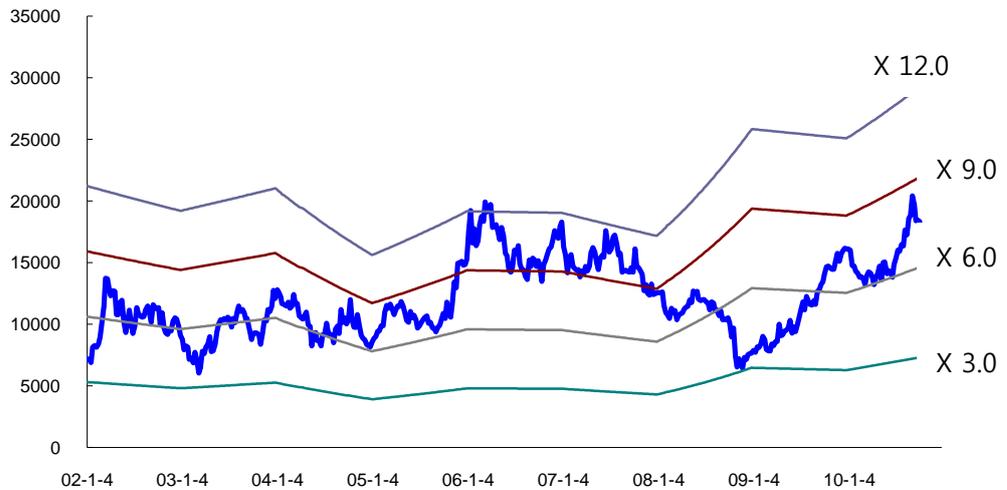
기본적으로 Research Team 4의 의견은 저평가에 머물러 있던 한섬이 두가지 투자포인트를 통해 다른 리딩 패션기업만큼의 가치를 받을 수 있다는 것이다. 그리고 중국 시장에 진출이 확실시되는 상황에서 시장에서의 매출을 구체적으로 추정하는 것은 다소 부정확할 수 있으므로 절대적 평가보다는 PER Method를 이용한 상대 평가가 더 적합하다고 판단하였다.

### PER METHOD

#### 1. 적정 PER산출

성장동력을 찾지 못하면서 지속적으로 저평가를 받아온 한섬

동사는 2006년, 2007년 당시 높은 이익률을 바탕으로 의류 기업으로 손꼽히던 시기에는 10~12정도의 PER를 보여주었다. 하지만 LG패션이 본격적으로 영업을 시작하면서 업계 Top tier로 꼽히게 되고, 더베이직하우스가 중국에서 폭발적인 성장을 보인 이후부터는 급격히 낮은 평가를 받으며 PER는 5~8정도로 떨어졌다. 이는 기본적으로 국내 의류 시장이 성숙기에 접어들면서 동사가 성장 동력을 찾아내지 못했기 때문이다.



동사에 대한 재평가가 필요한상황  
비교 대상은 LG패션!

그러나 동사가 남성복과 수입 명품 부분에서 성장세를 보이며 내수 시장에서도 의미있는 매출 신장을 보이고 있는 가운데 M&A를 통한 시너지가 기대되는 만큼 재평가가 필요한 상황이다. 더베이직하우스는 중국에 집중하고 있고, 저가 브랜드이므로, 국내에서 중고가브랜드 위주로 영업 중인 LG패션과의 비교가 더 적합하다.

**LG패션이 훨씬 고평가  
그 이유?**

- 1) 아웃도어류 증가
- 2) 중국 진출 시작
- 3) 의류업계 대형 기업

LG패션은 직전 4분기 PER이 12.85로 한섬보다 훨씬 높다. 그 이유는 LG패션이 현재 성공적으로 제품군을 다양화하는데 성공하며 아웃도어류의 매출이 눈에 띄게 증가하고 있다. 대표 브랜드 Lafuma는 올해 전년대비 30%의 성장을 보이며 1300억원가량의 매출이 기대된다. 이와 동시에 중국 진출을 시작하여 주목받고 있는 상황이다. 또한 매출액 기준으로 국내 의류업종 상장 기업 중 규모가 제일모직에 이어 두번째로 큰 만큼 프리미엄을 받을 수 있다는 상황이다.

**M&A시 LG패션 대비  
매출액 기준 77%  
영업이익은 93% 수준**

그러나 한섬의 SK네트웍스와 M&A시 양 사 패션부문의 규모는 매출액 기준 LG패션의 77%, 영업이익은 92.7%까지 규모가 확대된다.

**아웃도어에 버금가는  
동사의 남성복, 수입명  
품 시장의 성장**

또한 현재 내수에서는 한섬 또한 남성복과 수입명품 시장에서 큰 폭으로 성장하고 있다. LG패션 내 아웃도어류 비중(23%)은 한섬 내 남성복과 수입명품 비중(20%)과 큰 차이가 없는 상황에서 성장성은 양 사 모두 높게 나타나고 있다.

**중국 진출은 아직  
LG패션도 미비.**

중국 진출에 있어서 LG패션은 주로 라이선싱을 통해 중국 진출을 하고 있는 상황이고, 2009년 12월에는 TNGT가 직접 진출했으나 아직까지 큰 성과를 보이지 못하고 있다. 따라서 LG패션이 중국 내에서 성공적인 영업을 하고 있는 SK네트웍스와의 시너지가 기대되는 한섬보다 중국 진출의 역량에 있어서도 더 뛰어나다고 할 수 없다.

**규모와 인지도를 감안  
하여 적정 PER 10.3**

한섬이 상대적으로 높은 영업이익률을 바탕으로 성장성있는 내수 시장을 발견했다는 점, SK네트웍스와의 M&A를 통해 중국 진출에 보다 강점을 가질 수 있다는 것을 감안 하더라도, 한섬이 SK네트웍스와 M&A 후에도 LG패션에 비해 규모가 작고, 기업에 대한 인지도 차이가 있기 때문에 20%가량의 디스카운트는 불가피할 것으로 보인다. 따라서 Research Team 4에서는 한섬의 적정 PER로 10.3을 제시한다.

**2. EPS추정**

매출액추정	2009년	2010년(F)	2011년(F)
총매출액	386909	449139	502783
매출액성장률(여성복)		8%	4%
매출액	305574	330020	343220
매출액성장률(남성복)		30%	25%
매출액	27904	36275	45344
매출액성장률(수입 및 라이선싱)		60%	40%
매출액	49022	78435	109810
매출액성장률(수수료)		0%	0%
매출액	4409	4409	4409
가중평균성장률		16%	12%

**매출액 추정**

매출액 추정은 동사의 주력 매출인 여성복 라인과 성장세의 남성복, 수입 및 라이선싱으로 구분하였다. 그 중 남성복과 수입 및 라이선싱 매출액은 최근 성장세가 상당한 차이가 나기 때문에 나누어서 추정하였다.

**여성복**

올해 백화점 매출의 증가와 경기회복이 호조로 작용하여 8%정도의 매출 신장이 예상된다. 특히 동사의 여성복 매출액 중 가장 큰 비중을 차지하는 TIME이 여성 정장 시장의 빠른 회복으로 상당한 매출 상승(2010년 상반기 기준 전년대비 17.7% 상승)을 보이고 있어 동사의 여성복 부분 매출 상승을 견인하고 있다. 여성복 전체적으로 2010년 상반기에 전년 대비 8%정도의 회복을 보였기 때문에 하반기에도 의류 소비에 대한 전망은 밝은 편이므로 여성복 부분에서 8%정도의 매출액 성장은 가능할 것이다. 그리고 2010년에 전년 대비 의류 소비 지출이 회복세였다는 것을 감안했을 때 2011년부터는 매출 성장이 완만해질 것으로 보인다.

**남성복**

동사의 남성복 매출은 단연 SYSTEM HOMME가 성장을 이끌 것으로 보인다. SYSTEM HOMME는 2008년 런칭 이후 2년 만에 TIME HOMME 매출의 40% 수준까지 상승할 것으로 예측되는 상황이다. 2010년 상반기 기준 TIME HOMME는 4%정도의 매출 성장에 그쳤으나 SYSTEM HOMME가 전년 대비 2배 이상의 성장세를 보이고 있다. 남성 의류 매출이 계절성이 있어 겨울 매출 비중이 높다는 것을 감안하면 올해 전년 대비 30% 정도의 성장은 가능할 것으로 보인다. 최근 20대 남성들의 의류 소비 비중이 빠르게 증가하고 있으며, SYSTEM HOMME는 추가 매장 설립을 통한 매출 성장 여력이 많기 때문에 2011년에도 25%정도의 성장이 가능할 것이다.

**수입 및 라이선싱**

수입 및 라이선싱 부분은 현재 동사의 매출 성장에 가장 크게 기여하고 있는 부분이다. 2009년 라이선싱한 LANVIN Collection의 매출은 1년만에 100억을 넘어 올해 200억 정도의 매출이 예상되고 있으며, 수입명품군도 CELINE 런칭에 힘입어 2010년 상반기 기준 전년대비 50%가 넘는 성장률을 보여주고 있다. 이에 따라 올해 수입 및 라이선싱 부분에서 60%정도의 매출 신장이 기대된다. 2011년에는 동사의 신규 브랜드 런칭 효과 감소에 따라 40%가량의 매출 성장이 예상된다.

**매출원가율**

동사의 매출원가율은 2007년에 비해 2009년까지 꾸준히 상승해왔는데 그 이유는 수입 상품 비중 확대에 따른 상품매출원가의 비용 상승이다. 동사는 지속적으로 수입명품 판매를 확대하고 있는 상황이므로, 올해 매출원가율은 작년보다 상승한 36%정도로 나타날 것으로 보이며, 이후에도 지속적으로 상승할 것으로 보인다. 올해 상반기 기준으로 매출원가율은 36%내외로 나타났다.

**판매 관리비**

반편 동사의 판관비 비중은 지속적으로 하락중인데 이는 수입명품 비중이 증가하면서 규모의 효과가 나타나기 때문이다. 라인업에 비해 수입명품 비중이 크지 않아 관련 판관비 비중이 높았으나, 점차 규모가 커지면서 판관비 비중이 감소하고 있는 추세이다. 올해 상반기 기준으로 판관비 비중은 47%정도로 하반기에도 큰 차이는 없을 것이다.

**기타수치산출**

동사의 영업이익률은 수입명품 비중 증가 효과에 따라 일시적으로 하락세를 보였으나 점차 규모가 커지면서 판관비(고정비)가 유지되면서 영업이익률이 유지될 것으로 보인다. 하지만 꾸준히 수입명품 비중이 늘어날 것으로 보이기 때문에 2011년까지는 17% 정도의 이익률을 보일 것이다.

동사는 한섬피앤디, 패션익스체인지 등을 자회사로 가지고 있어 지분법이익이 어느 정도 보장되고 임대료 수익도 꾸준하지만, 브랜드 관리를 위해 처리하는 재고들을 재고자산처분손실 항목으로 영업외비용에서 처리하고 있다. 따라서 영업외손익에서는 큰 이익 혹은 손실이 기대되지는 않는다. (2008년의 높은 지분법이익은 자회사 한섬피앤디의 건물 매각에 의한 일시적 이익으로 지속성은 없다.)

**3. 적정주가산출**

EPS 추정	2007 년	2008 년	2009 년	2010 년	2011 년
매출액	318,595	334,604	386,909	449,139	502,783
매출원가(% of sales)	32.2%	34.6%	34.9%	36.0%	36.5%
매출원가	102,666	115,917	134,999	161,690	183,516
판관비(% of sales)	50.1%	48.8%	48.1%	47.0%	46.5%
판관비	159,599	163,445	186,193	211,095	233,794
영업이익률	19.8%	17.7%	17.0%	17.0%	17.0%
영업이익	56,330	55,242	65,717	76,354	85,473
영업외손익	(294)	15,565	4,898	4,898	4,898
당기순이익	46,530	54,710	51,460	62,970	70,037
EPS	1,889	2,221	2,089	2,556	2,843
주식수	24,630,000		EPS 가중평균*		2,771
적용 PER**	10.3		적정주가		<u>28,540</u>

\* 분석시점이 10 월인 것을 고려하여, 2010 년과 2011 년의 EPS 를 1:3 으로 가중평균하여 12 개월 목표주가를 산정.

\*\* LG 패션의 직전 4 분기 PER 대비 디스카운트 비율로 20%가 적정하다고 추정하였다

# Appendix

## 한섬[020000]

### 손익계산서

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>매출액</b>	3,147	3,186	3,346	3,869
매출원가	1,025	1,027	1,159	1,350
<b>매출총이익</b>	2,122	2,159	2,187	2,519
판매비	1,500	1,596	1,634	1,862
인건비	221	243	230	214
감가상각비	67	73	77	75
무형자산상각비	0	9	10	5
연구개발비	0	0	0	0
마케팅비	55	78	91	67
기타 판매비	1,156	1,192	1,227	1,500
<b>영업이익</b>	622	563	552	657
영업외손익	90	49	156	-3
이자손익	44	12	-11	6
지분법손익	20	27	254	58
외환차손익	-0	-3	-7	6
외화환산손익	-0	-0	10	4
기타 영업외손익	26	13	-90	-78
<b>세전계속사업이익</b>	711	612	708	654
법인세비용	202	147	161	140
<b>당기순이익</b>	509	465	547	515
EPS	1,585	1,355	2,221	2,089

### 현금흐름표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>영업활동 현금흐름</b>	386	334	331	483
당기순이익	509	465	547	515
비현금수익비용가감	189	209	-29	152
감가상각비	68	74	77	76
무형자산상각비	0	9	10	5
외화환산손익	-0	-0	10	4
지분법평가손익	20	27	254	58
기타	101	100	-380	8
영업활동으로인한 자산부채	-311	-341	-187	-184
<b>투자활동 현금흐름</b>	-286	-299	-285	-176
유형자산 투자	780	605	74	90
유형자산 처분	48	50	10	0
무형자산 증감	0	25	0	0
지분법자산 증감	-24	1	572	-60
기타	422	282	352	-147
<b>재무활동 현금흐름</b>	-19	-135	-1	-94
단기BD 증감	349	-349	86	-51
장기BD 증감	0	0	0	-0
자본증감	16	265	0	0
배당금 지급	-40	-54	-59	-45
기타	-344	3	-29	3
<b>순현금흐름</b>	81	-101	45	213
기초현금	54	135	34	79
기말현금	135	34	79	292

### 대차대조표

(100 Mn.)	2006	2007	2008	2009
<b>유동자산</b>	2,013	1,979	1,875	2,303
현금 및 현금등가물	519	359	184	305
매출채권	287	316	289	315
재고자산	981	1,123	1,256	1,294
<b>비유동자산</b>	2,974	3,304	3,053	3,207
투자자산	1,021	675	1,391	1,528
유형자산	1,904	2,395	1,444	1,454
무형자산	0	16	5	0
<b>자산총계</b>	4,987	5,283	4,928	5,510
<b>유동부채</b>	765	418	480	512
매입채무	120	123	132	184
단기차입금	0	0	84	33
유동성장기차입금	352	4	0	0
<b>비유동부채</b>	144	108	80	159
사채	144	108	80	159
장기차입금	8	4	1	1
<b>부채총계</b>	909	526	560	671
자본금	161	172	123	123
자본잉여금	1,222	1,456	1,253	1,253
이익잉여금	2,951	3,362	3,808	3,603
자본조정	-259	-259	-814	-140
<b>자본총계</b>	4,078	4,756	4,368	4,839

### 주요투자지표

	2006	2007	2008	2009
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	3.5%	1.2%	5.0%	15.6%
EBITDA 성장률 %	10.4%	-6.3%	-1.0%	15.3%
EBIT 성장률 %	7.5%	-10.5%	-6.6%	2.9%
총자산성장률 %	12.0%	5.9%	-6.7%	11.8%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	67.4%	67.8%	65.4%	65.1%
EBITDA margin %	21.9%	20.3%	19.1%	19.1%
EBIT margin %	19.8%	17.7%	16.5%	17.0%
세전이익률 %	22.6%	19.2%	21.2%	16.9%
당기순이익률 %	16.2%	14.6%	16.4%	13.3%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	22.3%	11.1%	12.8%	13.9%
순부채비율 %	-3.9%	-7.4%	-2.2%	-5.6%
유동비율 %	263.0%	473.4%	390.3%	450.1%
당좌비율 %	134.9%	204.8%	128.9%	197.2%
이자보상배율	3117.7%	2688.8%	2802.0%	14015.1%
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	12.5%	9.8%	12.5%	10.6%
ROA %	10.2%	8.8%	11.1%	9.3%
ROIC %	15.6%	10.9%	13.9%	15.7%
<b>Per Share Ratios</b>				
BPS	12,692	13,850	17,735	19,645
DPS	169	171	182	219