

2011년 5월 27일

## LG패션(093050)

BUY

### 직구와 변화구를 모두 갖춘 패션계의 마무리 투수!

#### ▽ 경기 변화에 대한 민감성은 이미 옛날 이야기!

LG패션은 기존 남성복 위주의 제품 포트폴리오에서 스포츠, 여성복 등으로 다각화를 성공적으로 진행하여 경기 변화에 따른 실적의 변동성을 완화하였다. 포트폴리오 다변화는 매출의 안정성은 물론 제품의 커버리지 확대를 통한 외형 성장을 가속화시키는 효과도 가져왔다. 앞으로도 이들 복종의 성장이 LG패션의 추가적인 성장동력이 될 것이다.

#### ▽ LG패션의 성장은 현재진행형!

최근 의류산업이 대기업 위주로 재편되면서 LG패션을 비롯한 대기업의 시장 점유율이 확대되고 있는 추세이다. LG패션은 전 복종에 걸쳐 메가브랜드를 다수 확보함으로써 이러한 추세에 효과적으로 대응할 수 있다. 또한 성공적인 가두점 확대 정책을 통해 매출액 증가는 물론 수익성 개선의 효과도 기대할 수 있으며, 라푸마를 중심으로 한 중국시장 공략도 성공 가능성이 높다고 판단된다.

#### ▽ 백화점과의 Power Game도 유리하게!

포트폴리오 다변화와 함께 진행된 LG패션의 성장의 숨겨진 효과는 바로 백화점과의 협상력 증대이다. LG패션이 백화점 매출에 기여하는 부분이 커지면서 협상력이 증대되었고 이것은 수수료율의 하락 및 여러 가지 이점을 수반하며 LG패션에 유리한 영업환경을 조성하고 있다.



적정주가:

50,900원

현재주가:

38,300원 (05/27 기준)

상승여력: 32.84%

시가총액	11,199억 원
ROE	15.41%
ROA	11.39%
영업이익률	10.75%
배당수익률	1.04%
P/E Ratio	12.14
P/B Ratio	8.45

주요주주:

구본걸(외 20인) 38.67%

국민연금관리공단 8.43%



Research Team 3

팀장: 복철수

팀원: 권순현 이아네스

최예원 호인우

# Contents

## I. Intro - LG패션, 지금의 주가는 최선인가?

## II. 우린 더 이상 경기에 민감하지 않다

- 1. 포트폴리오 다각화를 통한 실적의 변동성 완화
- 2. 외형성장의 효과까지 동시에

## III. 성장성 둔화? LG패션은 성장한다!

- 1. 의류산업 구조변화에 따른 점유율 상승
- 2. 성공적인 가두점 확대 정책
- 3. 성장하는 중국시장에서 새로운 동력을 발견하다

## IV. 백화점과의 협상력 증대

- 1. 백화점 수수료율의 하락
- 2. 협상력 증대에 따른 여러가지 이점

## V. Risk & Issue

- 1. Good bye Pole? 폴로의 추락과 헤지스의 비상
- 2. 소비자 동향 지수(CSI) 하락

## IV. Valuation

- PER Method

## VII. Appendix

## I. Intro - LG패션, 지금의 주가는 최선인가?

### 1. 기업소개

**LG패션,  
국내 3위의 패션기업**

LG패션은 1974년 반도상사의 패션 사업부에서 출발한 의류업체이다. 2006년 11월 LG상사로부터 계열분리된 후 과거 상사사업으로 분산되던 사업역량을 패션에 집중하게 되었다. LG패션은 대표적으로 DAKS, 마에스트로, 라푸마 등의 브랜드를 보유하고 있으며, 국내 패션의류 사업에서 매출액 기준 점유율 3위를 차지하고 있다. 현재 시가총액은 약 1.1조 원이다.

**꾸준한 실적 성장세,  
최고 수준의 영업이익**

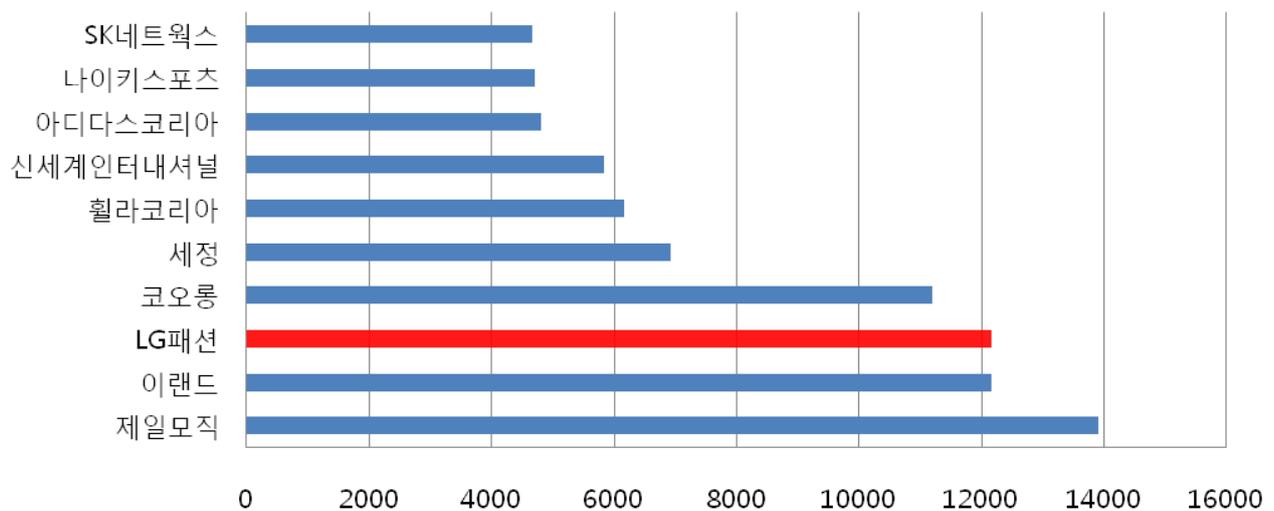
LG패션은 2009년 경기 불황에도 불구하고 16.6%의 매출 신장을 이루었으며 작년에는 여성브랜드와 아웃도어, 캐주얼 부문의 성장에 힘입어 21.6%의 매출 성장을 이루었다. 2009년에는 판관비의 증가로 영업이익은 오히려 줄어들었는데 이는 신규 브랜드 확보와 직영점 증가에 의한 일시적인 판관비로 시간이 지나면 충분히 매출액으로 돌아올 것으로 보인다. 실제로 작년 LG패션의 매출액은 빠르게 성장함과 동시에 영업이익 역시 29.8% 상승한 1,205억 원으로 업계 최고의 영업이익을 달성하였다.

**현금흐름도 개선 중**

2010년 이후 투자회수기에 접어들면서 LG패션의 현금흐름도 개선되는 모습을 보여 줄 것으로 기대된다. 매출과 수익성이 상승하며 2010년 영업활동현금흐름이 1,400억 원 이상을 기록하면서 현금보유고도 꾸준히 증가하고 있다. 현금흐름이 개선되면서 향후 추가적인 브랜드 런칭 및 추가적인 투자 여력이 높아지게 될 것이다.

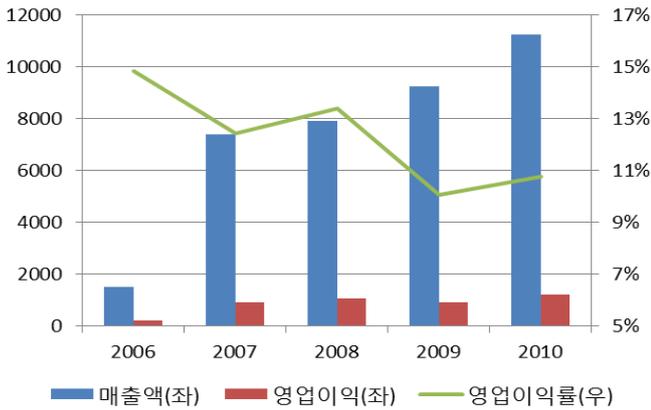
그림 1. 2010년 국내 주요 패션업체 매출

(단위: 억 원)



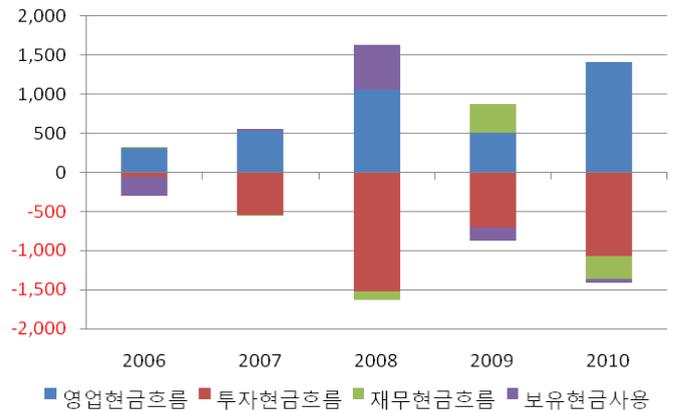
출처: 패션인사이트 (이랜드의 경우 매출액이 대리점 공급가액으로 잡혀 실제 판매가를 기준시 1조 6000억 원이 됨)

그림 2. 매출액, 영업이익 추이 (단위: 억 원, %)



출처: 사업보고서, Research Team 3

그림 3. 현금흐름 추이 (단위: 억 원)



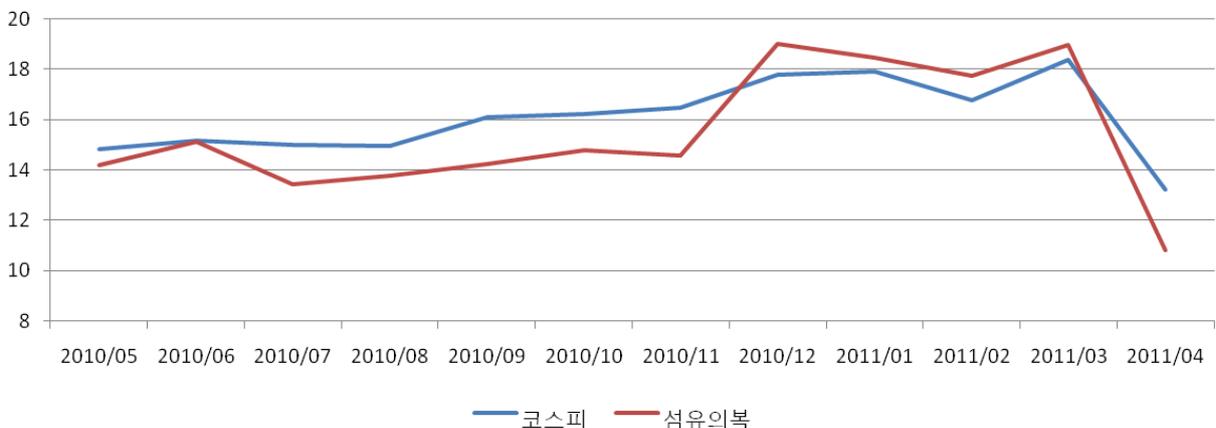
출처: 사업보고서, Research Team 3

2. 주가의 추가적 상승여력은 존재하는가?

**의류산업의 리스크 요인:** 그동안 의류산업은 1) 경기 변화에 대한 민감성, 2) 성장성에 대한 의문 등의 요인으로 1) **경기**에 대한 민감성 시장 대비 낮은 수준의 평가를 받아왔다. LG패션 또한 과거에는 의류산업에 대한 기존 2) **성장성**에 대한 의문 의 인식의 틀에서 크게 벗어나지 못했으며, 주가 역시 실적에 상응하는 수준의 평가를 받지 못하고 있었다.

**이미 많이 오른 주가, 하지만 추가 상승 가능!** 하지만 최근 LG패션은 과거의 골레에서 벗어나 새로운 단계의 성장국면으로 성공적으로 진입하였으며, 주가도 최근 상승하는 모습을 보여주고 있다. 최근 신고가를 기록한 LG패션의 현재 주가 38,300원, 실적 상승을 감안해도 어쩌면 이미 많이 오른 것이 아니냐는 시각도 존재한다. 하지만 본 리서치 팀에서는 LG패션이 기존의 패션 업체들과는 차별화된 평가를 받아야 한다고 판단하며 주가 또한 추가적 상승 여력이 충분하다고 생각한다. 그럼 지금부터 LG패션의 성공스토리가 어떤 모습으로 전개되어왔는지, 그리고 어떤 근거로 LG패션의 리스크 요인들이 해소되었는지 살펴보자.

그림 4. KOSPI, 섬유·의복 업종 PER 비교 (단위: 배)



출처: KRX, Research Team 3

## II. 우린 더 이상 경기에 민감하지 않다

### 1. 포트폴리오 다각화를 통한 실적의 변동성 완화

남성복 위주의 제품  
포트폴리오를 다각화  
→ 변동성 완화

의류제품 수요는 경기변동에 따른 소비심리와 밀접한 연관을 가지며, 제품 종류에 따라 변동성에 차이를 보인다. 통상적으로 경기변동에 가장 민감하게 반응하는 것은 남성복인데, LG패션의 역사적 매출은 남성복 중심으로 이루어져 경기변동에 따른 영향이 클 수 밖에 없었다. 하지만 현재 LG패션은 상대적인 경기 민감도가 낮은 여성복, 스포츠 부문을 강화해 매출포트폴리오 다각화에 성공하여 실적의 변동성을 완화시켰다.

여성복 부문의  
외형 성장 기대

여성복은 소비의 경기변동성이 적고 브랜드 충성도가 낮으며, 브랜드 탐색비용이 큰 여성의 소비성향에 따라 브랜드 다각화의 효과가 가장 큰 복종이다. LG패션은 '06년부터 자사브랜드 모그(MOGG)를 필두로 여성복 사업을 전개해 왔으며, '09년 질스튜어트, 바네사브루노 등을 보유한 인터웨이브의 합병 이후에 외형 확대가 가시화되었다. 더불어 올해는 증저가 라인인 TNGTW의 판매 확대에 따라 대중적 브랜드부터 고가 브랜드에 이르는 고른 포트폴리오 전반에서 여성복 부문의 외형 성장이 실현될 것이다. 현재 LG패션의 매출에서 여성복이 차지하는 비중은 '07년 이후 꾸준히 증가해 20%를 초과하였으며, 각 브랜드의 인지도 확대에 수익성 또한 개선되고 있다.

스포츠웨어 부문도  
꾸준히 성장할 것

스포츠 브랜드 또한 매출 성장과 안정화를 견인할 주요 동력이다. 스포츠웨어 매출의 성장률은 여성복 다음이나, 매출 포트폴리오에서는 23~24% 수준으로 최대비중을 차지하며 안정적 매출 기반으로 자리잡았다. 스포츠웨어의 수요확대는 소득수준 향상과 레저활동 인구 증가에 따른 것으로 스포츠웨어는 증저가 남성복 대비 경기변동에 따른 수요변동이 적으며 또한 업계 내에서는 향후 2년 내에 50% 이상의 성장을 예측할 정도로 시장 전망이 밝다. 이에 따라 LG패션의 스포츠 브랜드군은 라푸마와 인터스포츠를 중심으로 시장 확대에 따른 매출 증가세를 지속할 것으로 예상된다.

표 1. LG패션의 포트폴리오 다각화 정리

	1982~2002	2003~2007	2008~2010	2011F~
남성복	'82 닥스 '86 마에스트로 '90 타운젠트 '02 TNGT			'11F 닐 바렛
여성복	'83 닥스 레이디	'06 모그 '07 안나 몰리나리 블루마린 블루겔	'09 TNGTW 이자벨마랑 조셉 바네사브루노 질스튜어트 질 바이 질스튜어트 레오나드	'11F 막스마라
캐주얼	'00 해지스	'05 해지스 레이디		
스포츠	'97 닥스 골프	'05 라푸마	'09 해지스 골프 '10 인터스포츠	'11F 버튼

출처: LG패션, Research Team 3

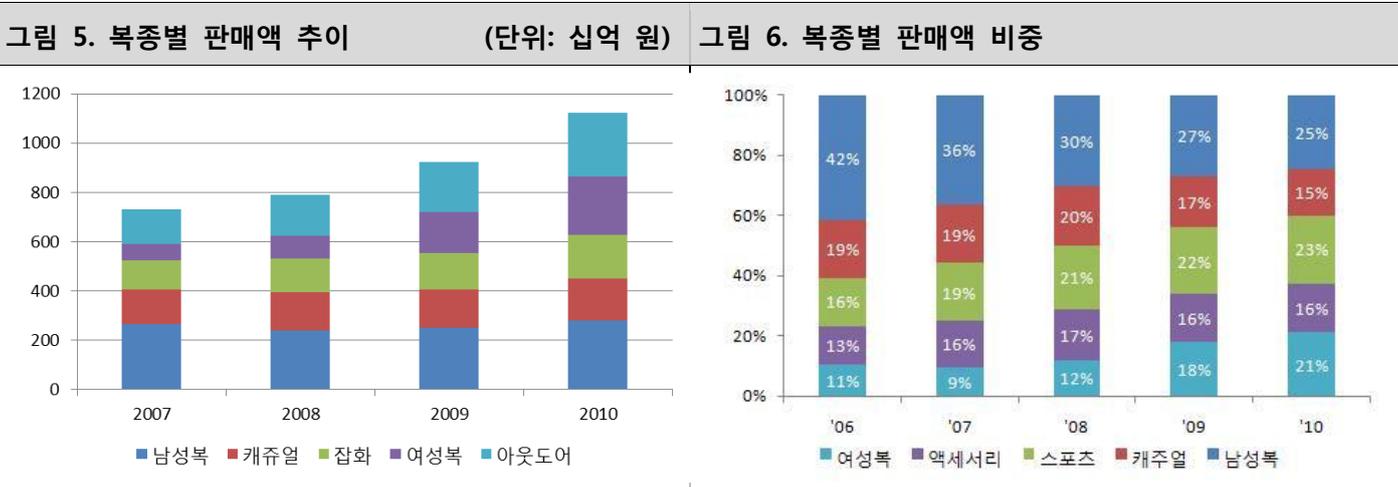
2. 외형성장의 효과까지 동시에

제품 커버리지 확대를 통한 성장의 가속화

앞에서 언급한 포트폴리오 다각화는 매출의 안정성 강화는 물론 제품 커버리지 확대를 통한 LG패션의 외형 성장을 가속화시키는 효과를 가져왔다. LG패션의 기존 주력 매출처였던 남성복의 매출은 성장세가 둔화되고 있으나, 새롭게 런칭한 여성복과 스포츠웨어의 매출이 LG패션의 실적을 견인하여 전사적 성장을 이끌었다. 실제로 포트폴리오 다각화가 본격화된 2009년 LG패션의 매출액성장률은 16.6%, 2010년은 21.6%라는 놀라운 수치를 기록하였다.

여성복과 스포츠 의류 중심의 성장동력 마련

앞으로도 스포츠 의류의 성장세는 지속될 전망이고, 2009년 신규 런칭한 여성복 브랜드들이 3년차가 되는 2011년에는 이들 브랜드들이 시장에 안착함으로써 매출 증대에 기여할 것으로 보인다. 뿐만 아니라 2011년 신규 런칭하는 브랜드들이 시장에 성공적으로 진입할 경우 추가적인 성장동력이 될 것이다.



출처: LG패션, Research Team 3

출처: LG패션, Research Team 3

표 2. 복종별 현황 및 전망

복종	내용
여성복	'09년 이후 외형 확대 본격화 질스튜어트와 질바이 질스튜어트의 약진에 따라 '09년 77%, '10년 36%의 매출성장 '09년 수입된 고가 라인 '조셉', '레오나드'의 시장안착, 3년째인 올해 본격적 매출 성장 기대 TNGT W의 가두점 판매 확대에 따른 성장으로 포트폴리오 더욱 개선 예상
스포츠	현재 매출 비중 24%로 안정적 매출 기반 향후 2년 내에 50% 이상 성장 예측 '라푸마'와 '인터스포츠'의 시장 확대와 매출 증가 지속 예상 스노우보드복 브랜드 '버튼'의 런칭에 따라 매출 신장 기대
남성복	역사적으로 LG패션의 안정적 캐쉬카우 역할 '09년 이후 경기 개선으로 최근 매출 증가세 특히 'TNGT'와 '타운젠트'의 공격적 가두점 확장 전략으로 올해 매출 신장 전망
캐주얼	대표적 브랜드인 '해시스'를 중심으로 안정적 매출 기록 이탈리아 명품 캐주얼 '닐 바렛'의 런칭에 따라 매출 신장 가세 전망

출처: LG패션, Research Team 3

### Ⅲ. 성장성 둔화? LG패션은 성장한다!

#### 1. 의류산업 구조변화에 따른 점유율 상승

현재 의류시장은  
대기업 위주로 재편중

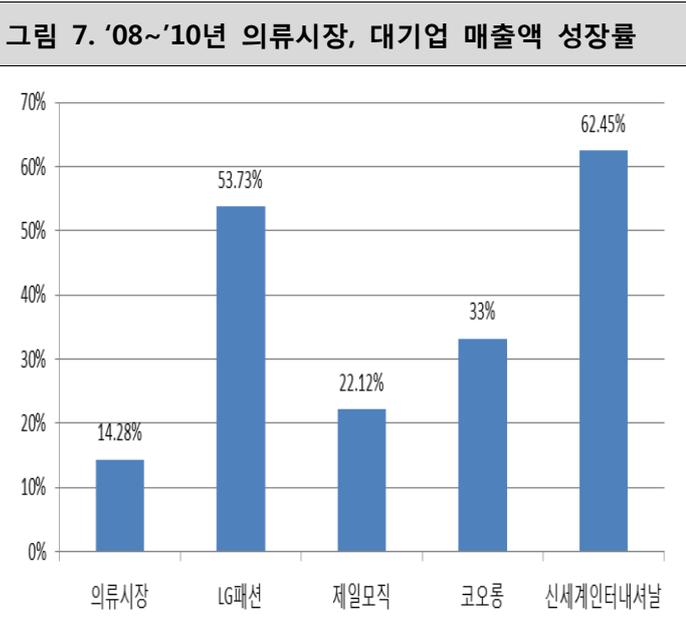
현재 의류시장은 대기업 중심으로 재편되고 있는데, 정체되어있는 전체 의류시장과 달리 대기업들은 시장의 성장을 상회하며 성장하고 있다. 국내의 의류산업은 2008년부터 2010년까지 연평균 7%의 낮은 성장성을 보이고 있으나 제일모직, LG패션 등 대기업 계열 업체들의 매출이 크게 증가했다. 이러한 현상의 지속성에 대해 의문이 있을 수 있으나 그 내막을 살펴보면 의류산업의 구조변화는 지속될 것이라는 것을 알 수 있다.

중소업체들의 퇴출  
→ 백화점에 입점할  
브랜드의 부족

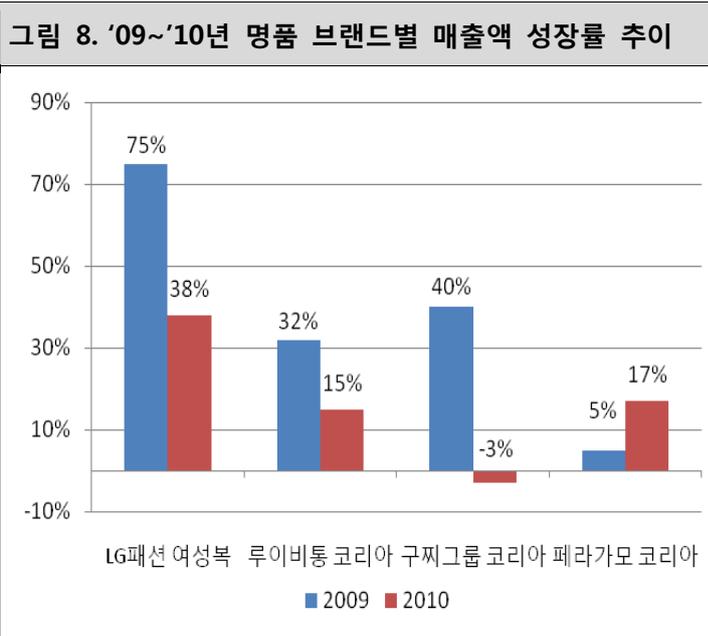
금융위기 당시 백화점 업체들이 매장의 고급화 전략을 추진함에 따라 이를 충족시켜 줄 수 있는 고가 의류브랜드가 더욱 많이 필요하게 되었다. 하지만 2008년을 기점으로 대형 유통기업의 의류시장 점유율이 확대되고 백화점이 수수료율을 높여감에 따라 도산하는 중소 의류업체들이 속출하였고, 다른 업체들도 기존에 전개하던 해외 명품브랜드 사업을 축소하였다. 이에 따라 백화점 입장에서는 고급화 전략에 맞는 브랜드를 구비하는데 어려움을 겪게 되었다. 실제로 요즘 백화점에 가면 예전과 달리 인기 브랜드의 매장이 기타 매장에 비해 큰 면적을 차지하고 있고, 특정브랜드가 여러 개의 매장으로 나뉘어 입점해있는데 이는 아직 백화점에서 입점시킬 브랜드가 부족한 상황을 나타낸다.

대기업 위주의 구조는  
앞으로도 지속될 것

이러한 구조적 요인으로 인해 백화점의 고급화 전략을 충족시켜 줄만한 브랜드를 확보한 대기업의 점유율이 확대되고 있다. 새로운 브랜드를 도입하여 성공적으로 전개하는 데에는 입점 비용, 마케팅 비용 등 막대한 자금이 필요하여 앞으로도 대기업위주의 승자독식 구조가 지속될 것으로 보인다.



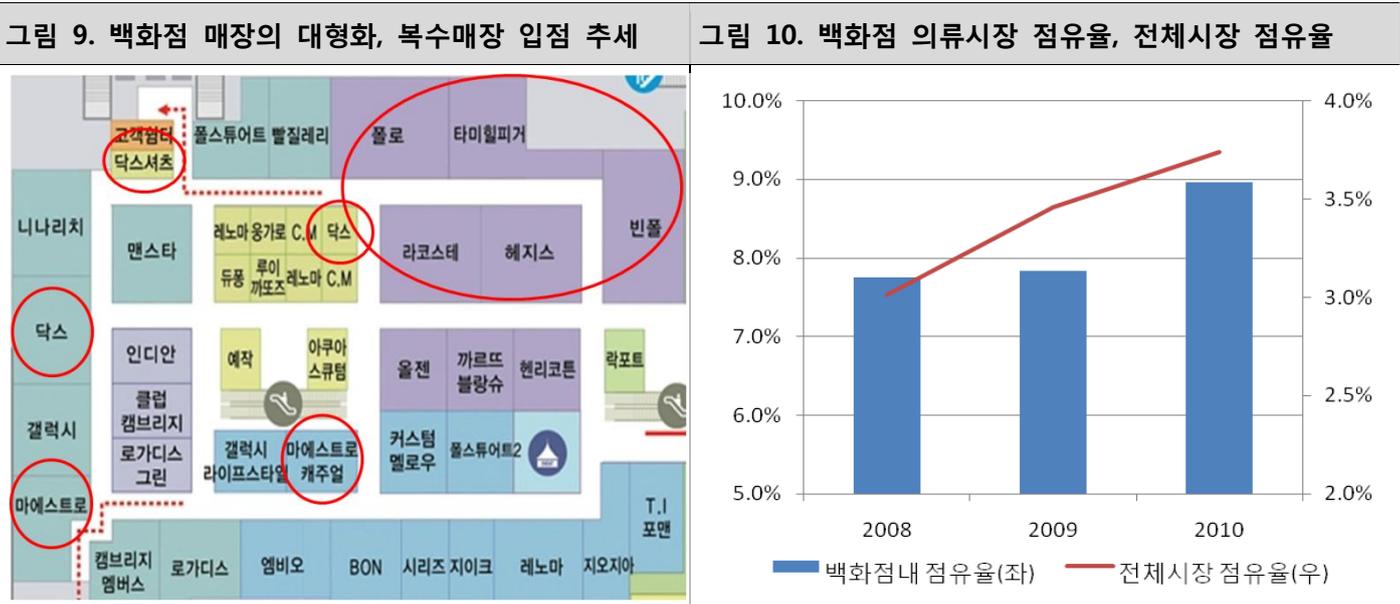
출처: 패션인사이트, 각 사, Research Team 3



출처: Kisline, 한화증권, Research Team 3

전 복종에 걸친  
메가브랜드 확보  
→ 시장 점유율 상승

LG패션은 대기업 중에서도 단연 돋보이는 성장세를 보여주었는데 이는 전 복종에 걸쳐 경쟁력 있는 브랜드를 다수 확보하고 있었기 때문이다. LG패션은 닥스(의복만 2,200억), 마에스트로(900억), TNGT(720억), 라푸마(1,700억), 헤지스(1,800억) 등 다수의 메가 브랜드를 보유하고 있으며 또한 질바이스투어트(290억)나 TNGTW(250억) 등도 빠른 속도로 성장하여 브랜드가치를 인정받고 있다. 이러한 내적, 외적 변화의 결과 LG패션의 정체되었던 백화점내 점유율은 '08년 7.75%에서 '10년 8.97%로 큰 폭으로 증가하였다. 2011년에도 LG패션은 날바렛, 막스마라, 버튼 등의 고가 의류브랜드를 추가 런칭할 것이며, 향후에도 명품브랜드를 추가할 수 있는 몇 안되는 업체 중 하나기 때문에 백화점 내에서의 점유율이 추가적으로 증가할 수 있을 것이다.



출처: 롯데백화점(부산 센텀시티점), Research Team 3

출처: 백화점 3사(롯데, 신세계, 현대), Research Team 3

**2. 성공적인 가두점 확대 정책**

백화점 수수료 인상  
에 대한 대응  
→ 가두점 확대 전략

가두점은 백화점에 비해 고정비용이 크고 집객력이 떨어진다는 단점 때문에 패션업체들은 높은 수수료를 부담해야 함에도 안정적인 매출을 보장해주는 백화점을 선호하는 것이 일반적이었다. 그러나 2008년경부터 대형 백화점의 유통시장 점유율이 확대됨에 따라 수수료가 대폭 인상되고, 이에 LG패션은 생존 전략으로서 가두점을 확대하는 전략을 택하게 되었다.

가두점의 특징:  
초기 비용은 크지만  
수익성 측면에서 유리

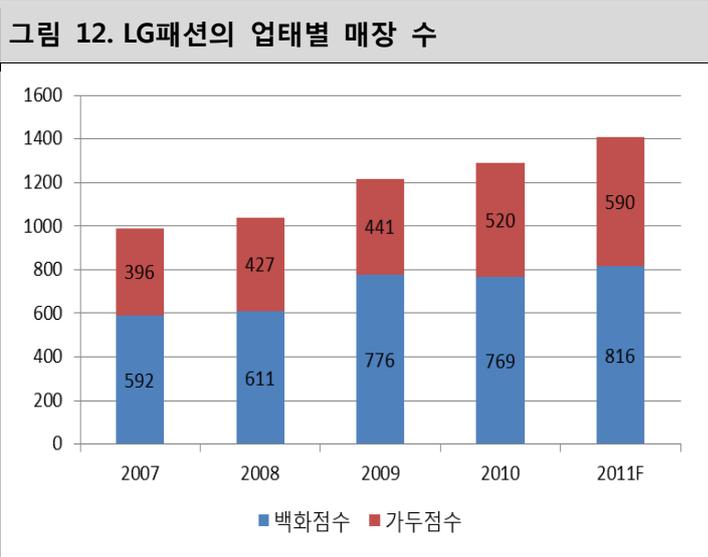
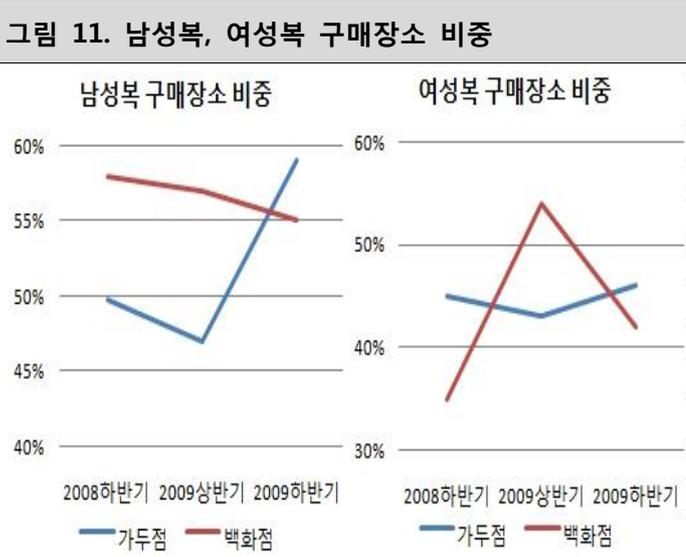
백화점은 가두점, 할인점에 비해 경기 민감도가 낮고, 브랜드 관리가 용이하다는 점이 장점이나, 의류 매출액의 약 30~40%대의 높은 수수료와 인테리어 비용, 샵매니저 수수료 등 부대 비용을 추가로 부담해야 한다. 가두점은 백화점보다 낮은 20~30%대의 수수료를 지급하며 이외의 부대비용은 들지 않고 본사에서 직접 관리한다. 따라서 처음 투자하는 비용은 크지만, 향후 브랜드 확장시 수익을 회수하는 측면에서는 보다 유리한 편이다.

**SPA 브랜드 중심으로  
가두점의 집객력 향상  
→ 안정적 유통채널로  
변모하는 중**

이러한 장점에도 불구하고 당시 가두점 진출에 대한 시장의 전망은 그리 밝지 않았다. 제품 판매력을 상승시키기 위해서는 유통망 확보가 중요한데, 가두점이 백화점에 비해 집객력에 있어 상대적 열위에 있어 매출의 안정적 성장이 의문시되었기 때문이다. 하지만 과거에는 백화점이나 쇼핑몰의 집객력에 밀려 가두점 상권이 발달하지 못했으나, 최근에는 각종 유명 SPA브랜드들이 상권에 밀집하여 백화점이나 쇼핑몰 못지않은 집객력을 갖게 되어 가두점도 안정적인 유통채널로 변모하고 있다. SPA브랜드들은 백화점에서도 준명품급 수수료를 받는 등 집객력이 매우 우수한 것으로 평가받고 있으며 상권의 랜드마크로서 상권전체의 집객력을 끌어올리고 있다. 실제로 SPA브랜드 시장이 본격화된 '09년 이후 전체의류상품 구매 장소 조사결과도 가두점이 백화점을 넘어섰다.

**LG패션의 성공적인  
가두점 확장전략  
→ 성장성과 수익성을  
동시에!**

LG패션은 올해 공격적으로 100여 개의 점포신설을 계획하고 있는데, 백화점:가두점의 비율을 4:6로 매장을 증가시킬 계획이다. LG패션의 성공적인 가두점 확장정책은 전체 매출액 증가는 물론 백화점에 대한 의존도를 줄이면서 동시에 매출액에서 차지하는 판매수수료 비율이 하락하여 영업이익률이 개선되는 효과를 기대할 수 있다.



출처: 한국패션산업협회, 머니투데이, Research Team 3

출처: LG패션, Research Team 3

**3. 성장하는 중국시장에서 새로운 동력을 발견하다**

**LG패션의 중국 진출  
전략은 성공적일 것**

LG패션은 현재 헤지스, 헤지스 레이디, TNGT, 마에스트로가 중국에 진출한 상태이며 올해 라푸마와 합작법인을 설립하여 만든 라푸마 차이나를 통하여 중국 아웃도어 시장에 진출할 계획을 가지고 있다. LG패션의 이러한 중국 진출 계획은 유효한 전략으로 판단되는데 지금부터 그 근거에 대해 알아보자.

**중국의 의류시장은  
현재 고속 성장중**

2000년대 초반까지 연평균 15% 내외로 성장하던 중국의 내수 패션시장은 2008년 베이징 올림픽을 기점으로 급격히 상승하여, 올해까지도 35% 대의 성장 추세를 유지하고 있다. 그 결과 중국 내수 의류시장의 규모가 한화 기준 200조원을 돌파하였으며, 2020년에는 1000조원을 돌파할 것으로 전망되고 있다.

**특히 아웃도어 시장의 성장세가 두드러짐**      이러한 성장 중에서 특히 아웃도어 시장의 성장은 두드러진다. 아웃도어 의류 시장은 연간 35%씩 급성장하고 있어 2015년에는 현재 국내 아웃도어 시장의 2배를 넘는 규모인 4조 2000억 원 규모에 이를 것으로 예상된다. 이러한 시장의 빠른 성장 속도에 힘입어 중국 내 전문 아웃도어 제품 시장은 약 40%의 증가율을 보이고 있다. 이에 다수의 글로벌 브랜드가 진출하면서 시장 세분화가 이루어지고 있으나 아직 아웃도어 시장을 선도하는 기업이나 브랜드는 거의 없는 상태이다

**프랑스 라푸마 그룹과 협력하여 중국 진출**      이러한 추세에 맞추어 LG패션은 프랑스 라푸마 그룹과 협력하여 2011년 라푸마차이나를 설립하였다(지분을 51%). 프랑스 라푸마 본사는 디자인과 생산공장을 공유하고, LG패션이 기획, 유통, 영업 등 경영 전반을 담당하도록 하였다.

**대부분 브랜드는 가능성을 중시**      현재 중국의 아웃도어 시장에는 밀레, 블랙야크, 트렉스타, 노스페이스, 컬럼비아, K2 등의 브랜드가 진출해 있으나 이들 대부분은 가능성을 중시한 정통의 아웃도어 의류 컨셉트를 따르고 있다.

**라푸마의 디자인 중심 전략은 중국시장에서 성공 가능성이 높다!**      그런데 현재 중국의 아웃도어 브랜드를 구입하는 사람의 72% 이상이 여성으로 이들을 위한 디자인이 뛰어난 패션으로써의 아웃도어 의류는 부재한 상황이다. 그렇기 때문에 라푸마의 화려한 색감과 slim-Fit 한 디자인은 시장에 눈길을 끌기에 충분하다고 본다. 특히 아웃도어 시장이 커짐에 따라 다수의 글로벌 기업들이 난입하고 있는 상황에서 이러한 차별화 전략은 더욱 효과적이라고 판단된다. 실제로 국내의 아웃도어 시장이 현재의 중국 시장과 유사한 상황에 있을 때도 라푸마의 디자인 중심 전략은 크게 유효하였기에 중국 아웃도어 시장에서도 성공 가능성은 높다고 판단된다.

**그림 13. 중국 내 아웃도어 브랜드 포지셔닝**



출처: BSN 컨설팅

## IV. 백화점과의 협상력 증대

### 1. 백화점 수수료율의 하락

결과적으로 LG패션의 협상력이 증가함

LG패션은 성공적인 브랜드 전개로 포트폴리오 다각화에 성공했고 이를 통해 외형 성장을 거듭했다. 이 과정에서 LG패션은 다수의 브랜드를 메가브랜드급으로 성장시켰고, 백화점의 고급화 및 대기업 위주의 업계 재편 추세 속에서 시장 점유율을 확대시켰다. 결과적으로 LG패션이 백화점 매출에 기여하는 정도가 더욱 커졌고, 이는 백화점 입장에서 LG패션의 필요성이 이전 보다 더 커졌다는 의미가 된다. 하지만 반대로 LG패션은 가두점 진출의 성공 및 외형 성장으로 인해 백화점 의존도가 감소한 상황이다. 이것은 곧 백화점과의 협상력 측면에서 LG패션의 파워가 달라졌다는 것을 의미한다.

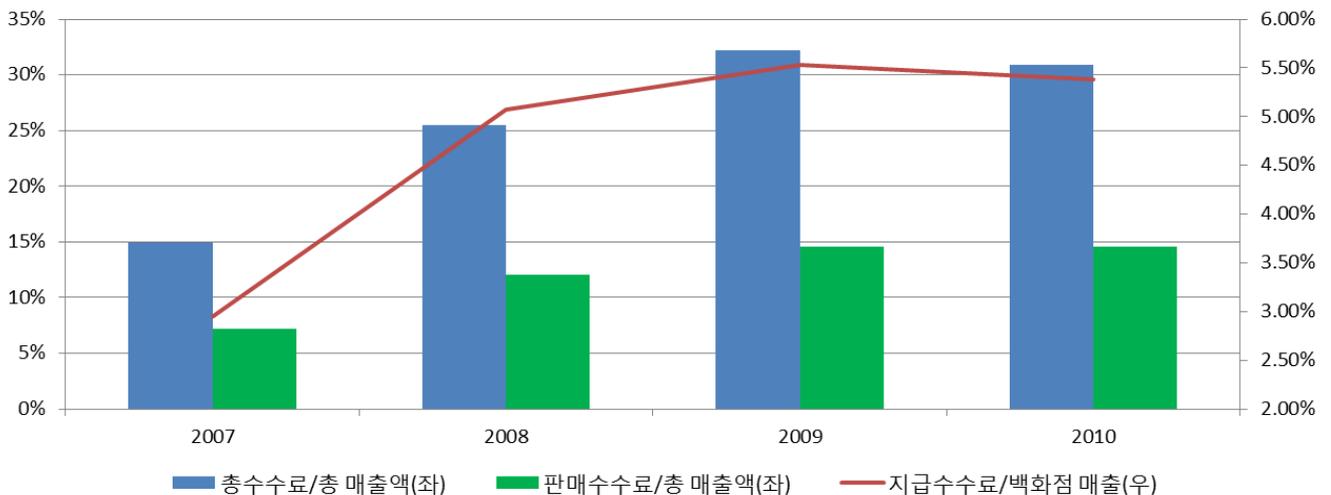
백화점과의 협상력을 나타내는 지표인 지급수수료 하락

LG패션의 수익성을 나타내는 수치를 면밀히 살펴보면 LG패션의 백화점에 대한 협상력 개선을 유추할 수 있다. 백화점과의 협상력을 나타내주는 대표적인 지표로 백화점 샵매니저에 대한 수수료(지급수수료)가 있는데, 그 추이를 보면 백화점 3사의 유통점유율 확대에 따른 협상력 강화로 2009년 까지 증가 추세였으나 2010년에 하락하는 모습을 보여 주고 있다.

수수료 비율의 하락  
→ 백화점과의 수수료 책정 과정에서 유리한 포지션을 차지하게 됨

또한 국내 매출액 대비 판매 수수료 비율이 2009년까지 가파르게 상승하다가 2010년에 소폭 하락했다. 판매 수수료는 백화점과 가두점에서 모두 발생하는데 상대적으로 수수료율이 높은 백화점의 매출이 가두점 매출보다 큰 폭으로 증가하거나, 수수료율이 오르면 '수수료/매출액' 비율이 증가하게 된다. 백화점업계가 2010년에도 평균적인 수수료 인상을 단행했고, 2010년 백화점향 매출의 가파른 성장을 고려하면 오히려 매출액 대비 수수료가 오르는 것이 정상이다. 그런데 그 수치가 하락했다는 것은 그만큼 LG패션이 백화점과의 수수료 책정 과정에서 과거보다 유리한 포지션을 얻었다는 것을 의미한다.

그림 14. 주요 매출액 대비 수수료 비중



출처: LG패션, Research Team 3

## 2. 협상력 증대에 따른 여러가지 이점

**협상력 강화를 통해  
안정적인 브랜드 확장  
이 가능해짐**

백화점은 단일 브랜드의 매출이 1,000억 원이 넘는 메가브랜드를 다수 보유한 LG패션을 여타 업체와 똑같이 대우할 수 없는 상황이다. 이로서 LG패션은 상대적으로 잘 팔리는 브랜드의 수수료를 약간 인상하는 대신 신규브랜드를 낮은 수수료에 입점시키는 등의 전략을 통해 안정적으로 브랜드를 확장할 수 있다.

**추가적인 비용 절감도  
가능**

협상력 강화는 수수료율에서뿐만 아니라 입점업체가 부담하는 인테리어 비용이나 샵매니저 수수료 등 추가적인 비용 절감으로 이어진다. 백화점 매출에 크게 기여하는 브랜드는 백화점에서 낮은 샵매니저 수수료를 받거나 인테리어 비용을 지원하는 관례가 있기 때문이다.

**매장 위치 선점에  
있어서도 이전보다  
유리한 입지 확보**

또한, LG패션은 매장 위치 선점에 있어서도 이전보다 유리한 입지를 확보하였다. 기존에는 백화점에 입점하려면 상대적으로 집객력이 떨어지는 매장에도 동시에 입점해야 해서 입점 비용 대비 매출이 낮아 수익성이 좋지 못했다. 하지만 이제는 LG패션 자체적으로 집객력이 좋은 백화점에만 선택적으로 입점하여 수익성 향상에도 기여할 수 있을 것으로 보인다.

## V. Risk & Issue

### 1. Good bye Pole? 폴로의 추락과 헤지스의 비상

폴로의 직진출,  
LG패션의 영향은?

기존에 두산의 라이선스 사업을 통해 전개되던 폴로가 2011년 1월부터 직진출을 시작하게 되었다. 폴로 내부적으로는 기존의 중고가 캐주얼 이미지를 벗고 프리미엄 라인을 전개하기 위해서라고 한다. 폴로의 프리미엄 전략이 과연 이미 캐주얼 이미지가 강한 한국시장에서 통할지 여부에 대해서 업계의 관심이 집중되고 있다. 그러나 그 성공 여부를 떠나서 LG패션에게 호재가 될만한 뉴스거리가 하나 있다.

폴로의 직진출로 인해  
병행수입이 가능해짐

폴로가 라이선스를 통해서 한국시장에 진출했을 당시에는 국내법상 독점 사업권을 보호받았기 때문에 병행수입(같은 상표의 상품을 여러 수입업자가 수입하여 국내에서 판매할 수 있는 제도)이 금지되었다. 그러나 지금은 폴로가 직진출로 선회함에 따라 이제는 병행수입이 가능하게 된 상황이다. 그동안 폴로는 미국판매가격보다 높은 가격을 책정으로 중고가 브랜드 이미지를 구축했지만 병행수입업자가 다소 낮은 가격으로 판매를 하게 되면 그 브랜드가치가 상당부분 훼손될 가능성이 크다.

병행수입이 가능해지면서  
폴로의 브랜드가치가  
훼손될 가능성 높음

아울러 브랜드 관리를 위해서는 유통채널의 관리도 중요한데 병행수입업자가 할인마트나 인터넷 등을 통해 상품을 유통하게 되면 그 또한 브랜드 이미지 손상으로 이어질 것이다. 일반적으로 고급의류 업체들은 브랜드 이미지 관리를 위해 시즌이 지난 옷을 자사 아울렛을 통해서 판매하고, 그래도 남은 옷은 소각하여 처리하는 등 유통채널 관리에 극히 신경을 쓴다. 하지만 병행수입자의 경우 브랜드 관리와 무관하게 단기적인 수익성 추구하여 재고를 싼값에라도 처리할 가능성이 존재한다. 향후 이런 시나리오로 상황이 진행된다면 브랜드 가치의 급격한 추락이 불가피하다.

표 3. 트레이디셔널 캐주얼 브랜드 현황

브랜드(회사)	서브 브랜드	매장 수	매출
폴로 (폴로랄프로렌코리아)	랄프로렌 블랙라벨 여성 / 블랙라벨 남성(올 하반기 도입) 퍼플라벨, 컬렉션, 키즈, 골프	180여 개	2,497억 원
빈폴 (제일모직)	맨즈, 레이디스, 키즈, 액세서리, 골프, 진	340여 개	5,250억 원
헤지스 (LG패션)	맨즈, 레이디스, 액세서리, 골프	150여 개	1,800억 원
라코스테 (동일드방레)	남-라코스테, 라코스테 라이브(3개)	110여 개	1,250억 원

출처: LG패션, Research Team 3

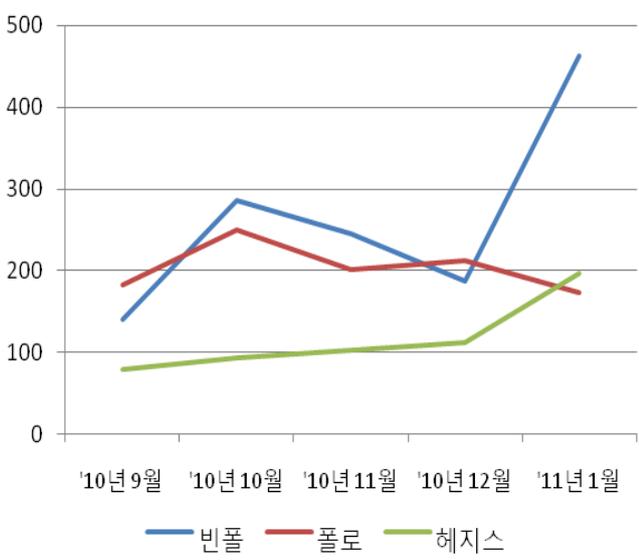
**폴로의 가치가 떨어지면  
그 몫은 시장의 상위  
업체들에게 돌아갈 것**

폴로는 현재 트레이디셔널 캐주얼 의류시장에서 빈폴에 이어 2위를 차지하고 있으며 2009년 한국 시장에서 2,497억 원의 매출액을 올린바 있다. 만약 폴로의 브랜드가치가 떨어져서 소비자들이 떠난다면 그 몫의 상당부분은 현재 시장의 상위 업체들에게 돌아갈 것으로 보인다. 실제로 지난해에 폴로가 직진출 방침을 발표하고 난 뒤 두산은 현금을 확보하기 위해 30-40%대의 과도한 세일을 진행했고 신상품을 확보하지 않았다. 이 기간 동안 주요 백화점 매출을 살펴보면 폴로의 매출은 급감한 반면 빈폴과 헤지스, 라코스테 등의 상위 업체들이 급격히 성장하였다. 이는 상기 브랜드들이 폴로와 강한 대체제 관계에 있음을 시사하며, 향후 폴로의 브랜드가치 하락이 본격화될 시 LG패션을 비롯한 상위업체들은 이 현상의 수혜를 입을 가능성이 높다는 것을 의미한다.

**폴로의 가치 하락시  
LG패션의 헤지스가 큰  
수혜를 입을 것**

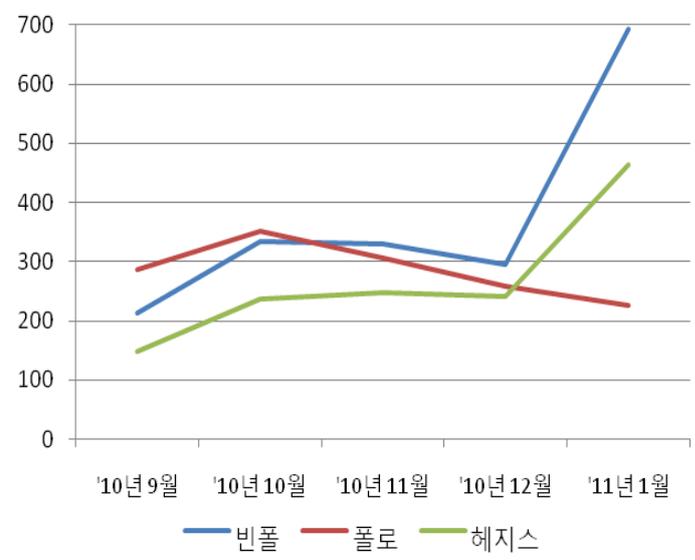
현재 트레이디셔널 캐주얼 의류시장에서 점유율 3위를 차지하고 있는 LG패션의 헤지스는 LG패션 매출액의 16%를 차지하는 브랜드로 '00년에 남성복으로 출발해 2005년 여성, 2008년 액세서리, 2009년 골프 라인을 출시하며 외형 확대에 주력해 왔다. 헤지스의 매출은 '08년 1000억원, '09년 1300억원, '10년에는 1800억원을 기록하는 등 큰 폭의 성장세를 보이고 있으며, 향후 상황전개에 따라 빈폴과 함께 가장 큰 수혜를 입을 수 있을 것으로 보인다.

그림 15. 롯데 영등포점 캐주얼 매출액 추이 (단위: 백만 원)



출처: 패션채널, Research Team 3

그림 16. 신세계 강남점 캐주얼 매출액 추이 (단위: 백만 원)



출처: 패션채널, Research Team 3

2. 소비자 동향 지수(CSI) 하락

CSI는 향후 소비의  
예측 자료

소비자 동향 지수란 불특정 다수에게 향후 6개월 후 본인의 생활수준, 소비 수준 등을 긍정적으로 보는가 부정적으로 보는가를 판단하게 하고 이를 수치화 한 지수로서 향후 소비자들이 어떤 방향으로 경제 활동을 행할 것인가에 대한 예측 자료가 될 수 있다.

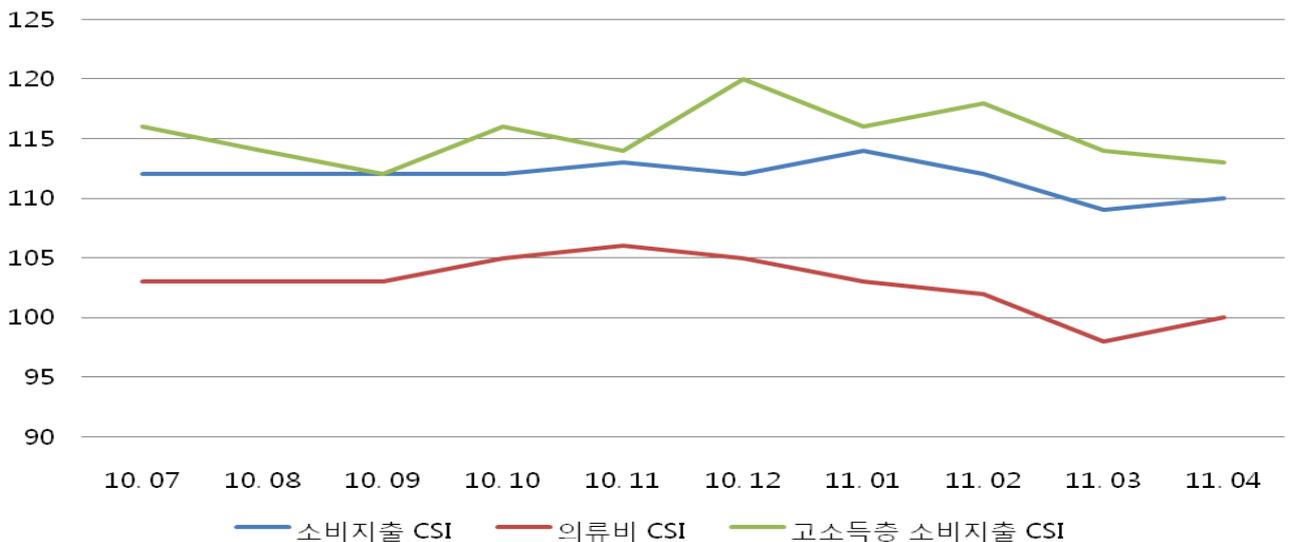
2010년 12월부터 CSI가  
하락하며 우려가 존재함

그런데 지난 2010년 12월부터 의류비 CSI가 꾸준히 하락하면서 향후 소비 심리 위축에 대한 우려가 존재하였다. 실제로 지난 3월에는 CSI 지수가 100 이하로 떨어져 향후 의류에 대한 소비 심리가 부정적으로 예상되었다. (100을 기점으로 긍정적, 부정적 경향으로 나뉨)

결과적으로 향후 매출에  
큰 영향은 주지 않을 것

그러나 이번 4월에 들어서 의류비 CSI가 다시 100대로 회복이 되었으며 소비지출에 대한 CSI 역시 110대를 회복하여 여전히 미래 지출에 대해 긍정적인 경향을 보였다. 또한 LG패션과 같은 고급의류의 소비층들의 CSI 지수는 다소 떨어지기는 했으나 여전히 113 이상의 수치를 보여 LG패션의 향후 매출에 큰 영향을 주지는 않을 것을 보인다.

그림 17. 주요 소비자 동향 지수 추세



출처: 한국은행, Research Team 3

## VI. Valuation

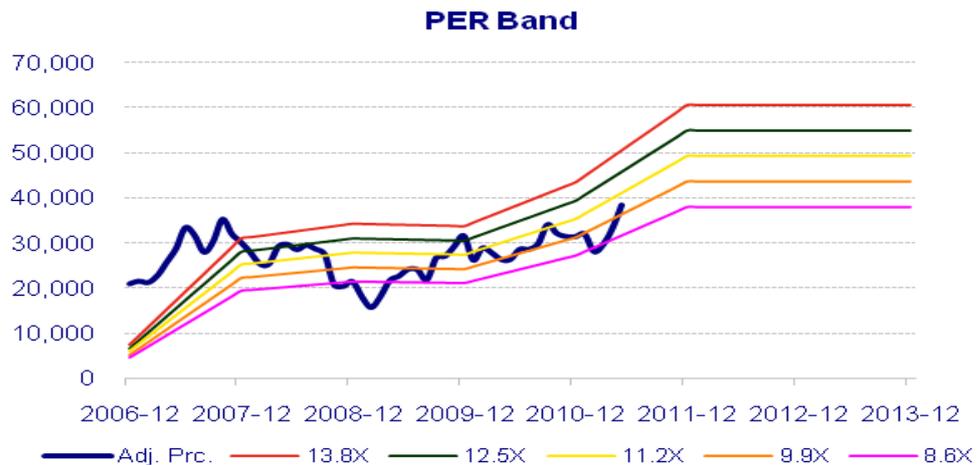
### [PER Method를 이용한 적정주가 산출]

LG패션은 최근 주가가 상승하였으나 2011년 EPS추정 결과 예상 PER은 9.03이다. 본 리서치 팀은 LG패션의 적정 PER로 12를 제시하며, 32.84%의 상승여력이 있다고 판단하여 투자 의견 **BUY**를 제시한다.

### <적정 PER추정 - Historical PER>

LG패션의 경우 매출규모에서 제일모직이나 코오롱인더와 비교대상군이지만 사업영역이 달라 비교가 어렵다. 또한 의류산업은 상위 브랜드 업체와 중저가 브랜드 업체로 나뉘어 업종 단순평균을 하기 어려우며, 각 사마다 주요 시장, 주요 고객군 등이 달라 비교 기업선정에 어려움이 있어 LG패션의 과거 PER과의 비교 방법을 사용했다.

LG패션의 주가는 '09년 대비 여러 디스카운트 요인을 해소하고 있으며 외형성장의 지속과 수익성의 개선으로 '09년 최고점인 12.5배의 평가를 받는 것이 무리 없다고 판단한다. 이에 따라 12배를 적정 PER로 제시한다.



2009년 대비 프리미엄요소	
외형성장	2011년 12% 매출신장으로 규모면에서 2009년 대비36%가량 외형성장
경기민감성에 대한 우려해소	여성복, 아웃도어의 고성장으로 2009년 대비 복종포트폴리오가 더욱 안정화되어 경기변동에 대한 체력이 더욱 강화됨
성장성 둔화에 대한 우려해소	백화점 내 점유율상승과 가두점 매출 신장으로 성장중 본격적인 중국진출의 원년으로 해외성장동력 확보 기대
유통채널에 대한 협상력강화	전복종에 걸친 메가브랜드확보로 백화점내 LG패션 비중확대 가두점 상권활성화로 백화점 외의 유통채널 확보
수익성 개선	'09년 10.06%에서 '11년 13.77%(추정)로 영업이익률이 개선됨('08년 13.37%) 협상력 증대로 매출액에서 수수료가 차지하는 비중이 하락하고 있어 수익성개선 '09년 집행한 투자비용에 대한 회수시기에 돌입함

<적정 EPS 추정>

	2010	2011F
매출액	1,121,225,929	1,257,661,874
국내	1,099,788,000	1,222,000,000
해외	21,437,929	35,661,874
매출원가	394,628,638	443,739,207
(매출원가율)	35.20%	35.28%
매출총이익	726,597,291	813,922,667
판매비와 관리비	606,118,825	640,752,205
인건비	54,955,000	61,794,015
감가상각비	33,736,000	17,781,000
집기비품감가상각비	31,224,000	15,269,000
기타감가상각비	2,512,000	2,512,000
판매수수료	159,853,000	165,396,382
지급수수료	33,756	35,810
무형자산상각비	9,170,000	4020000
그외 기타 비용	348,371,069	391,724,996
영업이익	120,478,466	173,170,463
(영업이익률)	10.70%	13.77%
영업외 손익	1,140,815	-3,342,038
지분법	-736,253	-329,384
이자비용	-2,685,324	-3,890,000
재고자산 평가손실	-1,852,321	-2,082,838
기타	6,414,713	2,960,183
계속사업이익	121,619,281	169,828,424
법인세비용	29,386,956	45,853,675
당기순이익	92,232,325	123,974,750
발행주식수	29,240,000	29,240,000
EPS	3,154	4,240
현재주가	38,300	
추정PER		9.03
적정PER		12
적정주가		50,879
상승여력		32.84%

1.매출액 추정

국내부분

	국내 매출 추정 방법
남성복	매장확대 계획이 확인되지 않은 브랜드(닥스,마에스트로)는 '10년 매출 유지 가정 TNGT,타운젠트: 신규 점포수X점당매출액(기존 점포활성화는 반영하지 않음)
여성복	남성복과 같은 방법으로 추정
아웃도어	15%성장(점포 13%확대, 아웃도어 시장 성장성 30%를 감안할 때 과도하지 않음) 라푸마는 기존에도 시장성장을 상회하며 성장하고 있음
기타	주로 백화점에 들어가는 브랜드로 백화점 성장률(10%전망)을 할인하여 5%성장 가정 폴로의 병행수입 관련 이슈는 미반영함

국내 매출		매출액		매장수		매장당 매출액 (억원)		매장 추가 계획	2011 매장수	2011년 신규매장 추가매출	기존매장 매출액 (억원)	2011 예상 매출액 (억원)
		2009	2010	2009	2010	2009	2010					
남성복	닥스 신사	750	863	122	122	6	7	-	122	-	906	906
	마에스트로	800	900	135	135	6	7	-	135	-	945	945
	TNGT	630	750	106	130	6	6	20	150	115	750	865
	타운젠트	450	550	95	130	5	4	50	180	212	550	762
	계	2,630	3,063	458	517			70	587	327	3,151	3,478
여성복	TNGT W	100	270	30	60	3	5	20	80	90	270	360
	질 바이 질스튜어트	190	290	33	45	6	6	9	54	58	290	348
	계	290	560	63	105			29	134	148	560	708
아웃도어	라푸마	1,000	1,700	150	170	7	10	12	182	120	1,955	2,075
	인터스포츠		N/A	-	3		N/A	8	11	N/A	N/A	N/A
	계	1,000	1,700	150	173			18	191	120	1,955	2,075
기타	기타 여성복, 약세서리, 캐주얼 등	5,066	5,675	546	494	9	11	-	-	-	5,959	5,959
	총계	8,986	10,998	1,217	1,289			117				12,220

**해외부분**

해외 매출	2010 매장 수	2011 매장수	2010 매출 (억원)	기존점 점당 매출 (억원)	2011 매출예상 (억원)	추정시 사용 점당매출
마에스트로	1	10	20	20	170	17
TNGT	1	40	12	12	428.57	10.71
총합					598.57	
라푸마	8	30	24.4	3.05	91.5	3.05
헤지스	60	80	200	3.33	266.67	3.33
총매출					619.9	

**TNGT** - 현재 1개점이 개설되어 있으나 현재 점당 매출이 입점 위치가 매우 좋았던 점을 감안하여 국내 점당 매출기준으로 향후 확장 점포 수를 곱하여 추정했다.. 다만 국내보다 25% 높은 가격책정을 반영했다..

**마에스트로** - 기존 점의 점당 매출을 다소 할인하여 점포 개설계획에 따라 매출액을 추정했다.

**헤지스** - 기존 점당 매출액을 기준으로 계산하여 라이선스 수수료 수입으로 환산했다.

**라푸마(지분법이익으로 반영)**

- 프랑스 본사가 직접 운영할 당시 점당 매출액을 기준으로 계산했다. 그러나 LG패션이 경영에 참여한 이후에는 국내 디자인 제품으로 전환되어, 보고서의 논리대로 차별화된 포지셔닝으로 인한 더 큰 매출 발생이 가능하다. 국내에서 LG패션보다 열세인 코오롱의 아웃도어 매장이 점당 4.4억임을 감안하면 충분히 가능한 수치라고 본다.

**2.매출원가 추정**

매출원가는 라이선스 수수료 수입을 제외한 부분에서 발생하므로 수수료 수입을 제외한 부분의 매출 성장률 12.44%을 기존 매출원가에 곱하여 추정했다.

### 3.판관비 부분 추정

#### 3.1.유형자산 감가상각비

IFRS도입에 따라 집기비품 감가상각부분이 정률 상각법에서 정액법(내용연수 5년)으로 변경됨을 반영하였다.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
집기비품	24,944	24,307	29,416	28,118	50,776	54,893
집기비품 취득	2,109	21,126	18,856	39,847	36,821	42,823
처분	21	-591	-3,461	-1,639	-1,480	
감가상각	-2,725	-15,426	-16,787	-14,820	-31,224	-10,978
기말	24,307	29,416	28,118	50,776	54,893	82,455

2011년 117개의 예상 신규 매장 중 가두점과 백화점을 6:4의 비중으로 가정하였다. 가두점과 백화점 점당 집기비품 투자비용이 7:3임을 추정하여 점포성장률에 가중 평균하여 2011년 집기비품 취득 분 '42,823백만원'을 도출했다. 매월 비슷한 추이로 확장할 것을 가정하여 평균치인 6개월 분의 감가상각을 하였다.

#### 3.2.무형자산 상각비

IFRS의 도입에 따라 지난해 라푸마 라이선스 영구 취득에 대한 상각분이 감소되었다.

#### 3.3.수수료 부분

**지급수수료** - 백화점 샵매니저 수수료와 관련된 계정으로 백화점 수 증가율(38.3%)을 곱하여 추정했다.

**판매수수료** - 1%정도의 수수료인하를 가정하여 국내 매출성장률(11.1%)을 '10년 판매수수료에 곱하여 추정했다. 그 근거는 LG패션이 가두점을 더욱 공격적으로 확장할 것이고, '09년 이후 출점한 기존점이 활성화되어 수수료가 상대적으로 낮은 가두점 매출비중이 확대될 것이기 때문이다. 이에 따라 매출대비 수수료 비중이 낮아질 것으로 예상된다. 또한, 백화점 쪽에서의 협상력이 증대되었고, 최근 공정위의 수수료 공개방침에 대해 각 백화점에서 수수료 인하를 발표하여 수수료율 자체가 낮아질 것이다.

그 외 기타 판관비는 '수수료 수입 외 매출 성장률'을 곱하여 추정했다.

#### 4.영업외 손익

**지분법** - 라푸마 매출액 91.5억원에 2010년 국내의 순 이익률 8.9%를 사용하여 중국법인의 당기 순이익을 추정했고, 지분을 50%만큼의 지분법이익을 추정하여 기존 지분법 손익에 증액했다.

**이자비용** - 종전까지 존재하던 167억원의 장기부채를 이자와 함께 상환하였고 신규로 500억원의 장기부채를 늘린 것을 감안하여 계산하였다.

**재고자산 평가손실** - '10년도 손실액에 '수수료 수입 외 매출액성장률'을 곱하여 추정하였다.

**기타부분** - 전년도 발생 이자수익 29.6억원이 그대로 발생함을 가정했다. 그 외 외환차손익, 파생상품평가손익, 파생상품거래손익 등에 의해 발생하는 부분은 예측할 수 없는 부분이라 판단되어 0으로 가정했다.

#### 5.법인세비용

5년간 평균 법인세율 27%를 적용했다.

## VII. Appendix

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
<b>매출액</b>	7,381	7,908	9,222	11,212
매출원가	2,769	3,002	3,404	3,946
<b>매출총이익</b>	4,612	4,906	5,817	7,266
판매비	3,695	3,848	4,889	6,061
인건비	383	410	467	550
감가상각비	170	184	245	337
무형자산상각비	0	0	49	92
연구개발비	0	0	0	0
마케팅비	404	338	415	455
기타 판매비	2,738	2,917	3,712	4,628
<b>영업이익</b>	917	1,058	928	1,205
영업외손익	-10	5	14	11
이자손익	39	69	45	3
지분법손익	8	-6	-21	-7
외환차손익	-1	-12	5	17
외화환산손익	-1	3	11	5
기타 영업외손익	-54	-48	-26	-6
<b>세전계속사업이익</b>	908	1,063	943	1,216
법인세비용	250	336	227	294
<b>당기순이익</b>	657	727	715	922
EPS	2,248	2,486	2,447	3,155

현금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
<b>영업활동 현금흐름</b>	533	1,060	505	1,412
당기순이익	657	727	715	922
비현금수익비용가감	503	433	575	695
감가상각비	170	184	245	337
무형자산상각비	12	12	49	92
외화환산손익	-1	3	11	5
지분법평가손익	8	-6	-21	-7
기타	314	240	291	268
영업활동으로인한 자산부채	-628	-100	-786	-205
<b>투자활동 현금흐름</b>	-548	-1,524	-703	-1,075
유형자산 투자	308	370	485	440
유형자산 처분	2	8	1	3
무형자산 증감	7	10	321	197
지분법자산 증감	101	18	-18	-3
기타	-134	-1,134	84	-445
<b>재무활동 현금흐름</b>	-11	-104	366	-290
단기IBD 증감	0	9	-9	0
장기IBD 증감	0	0	474	-167
자본증감	0	0	0	0
배당금 지급	-29	-117	-117	-117
기타	18	3	18	-5
<b>순현금흐름</b>	-27	-568	168	48
기초현금	698	672	103	271
기말현금	672	103	271	319

대차대조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
<b>유동자산</b>	3,558	3,968	4,181	4,807
현금 및 현금등가물	772	1,253	771	1,001
매출채권	597	595	675	778
재고자산	1,545	1,565	2,225	2,497
<b>비유동자산</b>	2,108	2,370	3,384	3,832
투자자산	168	228	226	209
유형자산	1,560	1,673	1,899	1,978
무형자산	32	69	342	455
<b>자산총계</b>	5,666	6,338	7,565	8,639
<b>유동부채</b>	1,169	1,219	1,395	1,834
매입채무	450	581	606	797
단기차입금	0	9	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	123	122	590	413
사채	123	122	590	413
장기차입금	0	0	167	0
<b>부채총계</b>	1,292	1,342	1,985	2,247
자본금	1,462	1,462	1,462	1,462
자본잉여금	2,132	2,132	2,132	2,132
이익잉여금	785	1,395	1,993	2,799
자본조정	0	-1	-1	-1
<b>자본총계</b>	4,374	4,996	5,579	6,392

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	388.8%	7.1%	16.6%	21.6%
EBITDA성장률 %	329.7%	14.1%	-2.5%	33.7%
EBIT성장률 %	-16.3%	7.6%	-24.8%	6.8%
총자산성장률 %	14.8%	11.9%	19.4%	14.2%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	62.5%	62.0%	63.1%	64.8%
EBITDA margin %	14.9%	15.9%	13.3%	14.6%
EBIT margin %	12.4%	13.4%	10.1%	10.7%
세전이익률 %	12.3%	13.4%	10.2%	10.8%
당기순이익률 %	8.9%	9.2%	7.8%	8.2%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	29.6%	26.9%	35.6%	35.1%
순부채비율 %	-17.6%	-24.9%	-5.5%	-11.0%
유동비율 %	304.3%	325.4%	299.6%	262.1%
당좌비율 %	172.1%	197.0%	140.2%	126.0%
이자보상배율	651600.8%	684110.6%	7823.2%	4486.9%
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	15.0%	14.5%	12.8%	14.4%
ROA %	11.6%	11.5%	9.5%	10.7%
ROIC %	19.4%	21.8%	13.3%	15.9%
<b>Per Share Ratios</b>				
BPS	14,958	17,087	19,082	21,861
DPS	400	400	400	400

### Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.