

종목	투자의견	목표주가
롯데쇼핑(023530)	매수	520,000원
코스맥스(044820)	매수	51,000원
한국콜마(161890)	매수	41,000원
베이직하우스(084870)	매수	22,000원(상향)
영원무역홀딩스(009970)	매수	86,000원(상향)

내수소비가 주도하는 아시아 경제

내수 확대 정책, 그러나 종목별 성장은 차별화될 전망

중국과 동남아 및 우리나라 경제에서 내수의 역할이 커지면서 내수업종에 대한 관심도 높아질 전망이다. 그러나 중요한 점은, 과거와 달리 종목별 차별화가 예상된다는 것이다. 우리나라는 양극화 해소를 위한 복지예산 및 금리인하 등 저소득층의 소득 보전을 위한 정책이 예상되며 그와 동시에 자영업자 보호를 위한 규제 또한 진행되고 있다. 따라서 특정 소매업태에 치중되어 있을 경우 오히려 내수소비 회복과는 전혀 다른 실적이 나타날 수 있다. 적극적인 내수부양 정책으로 중국과 동남아시아 소비는 늘어나고 있지만, 내수 업종에서 그에 따른 수익 개선을 기대할 수 있는 종목은 제한적이다. 소비환경의 변화도 중요하지만 규모의 경제 달성, 상권 확보, 차별화된 브랜드경쟁력 또는 원가경쟁력 등 개별적인 요인에 따라 실적 변동폭이 더 크기 때문이다. 아래에서 제시한 종목 리스트는 이와 같은 기준을 충족한 기업들이며, 아시아 내수 성장보다 더 빠른 실적 개선을 나타낼 전망이다.

수출 중심에서 소비 중심으로 이동하는 아시아 경제, 최근 중국 소비도 회복

수출에 의존하던 아시아 경제는 이제 내수소비가 성장을 이끌 것으로 보인다. 미국과 유럽 향 수출 부진을 극복하기 위해 중국 및 동남아 국가들은 내수 확대 정책을 펴고 있다. 중국은 근로자 임금 인상과 각종 보조금 지급 및 관세율 인하, 신용카드 수수료를 인하 등을 통해 내수 진작에 나서고 있으며, 동남아 국가들도 최저 임금 인상과 금리 인하 등 내수 부양 정책을 적극적으로 펴고 있다. 동남아 국가들의 소비는 이미 개선되고 있으며 최근 중국 소비도 늘어나고 있다. 중국의 올해 춘절 연휴 기간 중 일반 상품의 실질적인 판매액 증가율은 작년 11.7%보다 높은 12% 중반으로 추정된다. 중국의 '신형 도시화' 정책은 이전보다 더 적극적이고 체계적이며 중국 가계의 실질적인 소득 증가로 이어질 전망이다.

유망기업: 롯데쇼핑, 코스맥스, 한국콜마, 베이직하우스, 영원무역홀딩스

롯데쇼핑은 유통업종 내 가장 매력적이다. 국내 소매시장을 장악했을 뿐 아니라 중국과 인도네시아, 베트남에서도 시장을 넓혀가고 있다. 해외 마트 사업의 손익은 올해 상승 반전될 전망이다. 규모의 경제를 확보했으며 물류통과율 상승 등 효율 개선도 이어지고 있다. 코스맥스는 광저우 공장 가동 등으로 중국 매출이 40% 늘어나는 등 제 2의 도약이 기대되며, 한국콜마의 중국매출도 2016년까지 CAGR 82%에 달하는 성장이 예상된다. 베이직하우스는 중국 의류소비 증가의 최대 수혜주이며, 주로 백화점 중심의 영업전개로 수익성도 높다. 중국 내 매장 수는 국내의 3배에 달하는 1,083개인데 중국 백화점 내 침투율이 11%에 불과한 점을 고려할 때 성장 잠재력 또한 여전하다. 영원무역홀딩스는 2013F PER 6.7배에 불과한 valuation 매력과 중국 아웃도어 의류 시장의 성장이 부각된다. 인건비가 싼 방글라데시에 대규모 Capa를 확보(영원무역)함에 따라 원가경쟁력이 높다.

거시경제
전민규, Ph.D 3276-6229
 min.jun@truefriend.com

이머징마켓
윤향진 3276-6280
 hjyun@truefriend.com

유통/종합상사
여영상 3276-6159
 yeongsang.yeo@truefriend.com

제약/바이오/화장품
이정인 3276-6239
 jilee@truefriend.com

섬유/교육/제지
나은채 3276-6160
 ec.na@truefriend.com

Sector report focus

□ 리포트 작성 목적

- I. 내수 업종 내에서 성장이 예상되는 종목을 주요 섹터 별로 선별했다
- II. 규모와 제품경쟁력, 원가경쟁력 등 bottom up approach에 의해 각 업체별 국내 및 해외 소비시장 내 경쟁력을 점검했다
- III. 한국과 중국, 동남아시아의 소비 동향과 각국 경제에서 내수소비가 차지하는 역할과 패러다임의 변화 등을 가늠했다

Contents

I. Executive Summary	2
1. 수출 중심에서 소비 중심으로 이동하는 아시아 경제	
2. 중국 소비 회복 중, 새 지도부의 '도시화' 정책은 이전보다 적극적, 체계적	
3. 한국의 정책 방향도 내수 소비 진작	
4. 종목별 투자포인트와 Valuation	
II. 아시아 경제: 소비 주도 성장 시작됐다	4
1. 한국 경제의 장단기 경기 사이클	
2. 아시아의 수출 부진과 새로운 성장 전략	
3. 한국의 선택 역시 내수 성장	
4. 정책이 소비에 미칠 영향이 점차 커질 듯	
5. 소비 성장이 경제 성장을 주도한다	
III. 중국 및 동남아 내수소비, 확대 지속된다	13
1. 중국 단기전망: 춘절 소비의 실질적 증가, 소비 회복 추세 전망	
2. 중국 장기전망: '신형 도시화' 진행은 소비 확대의 원동력	
3. 동남아: 적극적 정책 대응과 장기적 소비 확대 가능성	
IV. 종목 분석	19
롯데쇼핑(023530), 아시아의 유통기업, 중국과 동남아가 성장동력.....	20
코스맥스(044820), 해외사업 확대를 통한 중장기 리레이팅에 주목해야 할 때.....	26
한국콜마(161890), 화장품+제약+해외 삼박자를 갖추기 시작.....	32
베이직하우스(084870), 중국 의류 소비 최대 수혜주.....	37
영원무역홀딩스(009970), 영원무역, 경쟁 구도 변화와 중국 아웃도어 의류시장 고성장 수혜.....	46

I. Executive Summary

1. 수출 중심에서 소비 중심으로 이동하는 아시아 경제

아시아 경제는 외환위기 이후 미국과 유럽으로의 수출을 바탕으로 성장해왔다. 중국을 수출 창구로 내세우고 아시아 각국이 중국에 원자재, 부품, 기계류, 소재 등을 수출하는 분업 구조를 이루었는데, 최근 이런 분업 구조가 위기에 봉착했다. 미국과 유럽의 경제위기로 수요가 줄어들었기 때문이다. 이를 극복하기 위해 아시아 국가들은 내수 확대 정책을 펴고 있다. 중국은 내수 진작, 도시화 추진, 민생 개선, 사회보장 강화 등이 포함된 경제 정책 목표를 세웠으며, 동남아시아 국가들은 최저 임금 인상과 금리 인하 등 내수 부양 정책을 적극적으로 펴고 있다. 실제로 이미 동남아시아 국가들의 내수 소비는 개선되는 추세에 있다. 인도네시아와 말레이시아의 소비 증가율은 점차 높아지고 있으며, 태국은 2011년 말 대홍수 이후 적극적인 경기부양책으로, 필리핀은 네 차례에 걸친 금리 인하와 인프라 정비 프로젝트로 소비증가율이 가팔라지고 있다.

2. 중국 소비 회복 중, 새 지도부의 '도시화' 정책은 이전보다 적극적, 체계적

최근 중국 소비도 회복되고 있다. 춘절 연휴 기간 중 전국 소매판매 및 요식업의 명목 매출액은 2012년 16.2%보다 낮은 14.7%를 기록했지만, 신 정부의 접대비 지출 규제 조치에 따른 요식업 매출 급락과 전반적인 가격상승률 하락 요인을 제거하면 일반 상품에 대한 소비 지출은 오히려 작년보다 양호한 수준이다. 물가상승률을 고려한 실질 판매액 증가율은 올해 12%대 중반으로 작년 11.7%보다 높은 것으로 산출된다. 새 지도부의 '신형 도시화' 정책에 따른 소비 개선도 기대된다. 새로운 정책은 아니지만, 새 지도부의 정책의지는 이전보다 더 적극적이고 체계적이다. 한 예로, 기존 도시화 과정에서는 농민의 토지가 강제 수용되면서 농민에게 돌아가는 보상금은 개발이익에 비해 턱없이 낮았던 반면, 지난해 11월 마련된 '토지관리법 수정안'으로 농민들의 '집체(集體)소유 토지' 수용 보상금이 인상되었고 농민들이 직접 시가를 고려해 토지경작권을 매각할 수 있게 됐다. 보다 적극적이고 체계적인 신형 도시화 진행으로 농민 소득이 높아질 것으로 기대된다.

3. 한국의 정책 방향도 내수 소비 진작

현재 우리나라 경제가 겪고 있는 저성장은 장기 경기 사이클 상 바닥에 도달했기 때문에 나타나는 현상이며, 새로운 사이클에서는 내수 소비가 성장 패러다임으로 등장할 전망이다. 1962년 경제개발계획과 1997년 외환위기를 돌이켜보면 문제 해결을 위한 사회적, 정치적 요구에 따라 새로운 장기 경기 사이클이 시작되었고, 이는 성장 패러다임의 변화를 수반했다. 2000년 이후 지속적으로 높아져온 수출의존도가 최근의 수출 부진과 맞물려 우리나라 경제의 발목을 잡고 있는 가운데, 저성장을 벗어나기 위해 내수의 역할을 되살리는 정책이 나타날 것으로 예상된다. 금리 인하를 통해 가계의 부채 부담을 덜어주고, 복지 예산 확대를 통해 지나친 양극화를 해소하려는 정책을 예상된다. 금리 인하와 복지 예산 확대로 약 0.4%의 추가적인 소비 증가를 기대할 수 있으며, 비정규직 근로자와 정규직 근로자간의 임금 차별 해소가 진행될 경우 더 큰 폭의 소비 증가를 기대할 수 있다. 2013년은 수출 부진 속에서 내수 소비가 경제 성장에 기여할 것으로 보이며, 2014년 경제 역시 소비가 성장을 주도할 것으로 예상된다.

4. 종목별 투자포인트와 Valuation

〈표 1〉 종목별 투자포인트

종목	내용
롯데쇼핑(023530)	- 해외마트 실적 턴어라운드 전망, 향후 해외사업이 성장을 주도 - 국내 소매시장 점유율 상승, 의류와 음식료에 이어 가전시장까지 장악 - 소매포트폴리오 완성으로 소비문화에도 안정적인 실적
코스맥스(024720)	- 광저우 제2공장 가동 기점으로 중국사업 본격적인 확장기 진입 - 시장 성장과 생산시설 투자 바탕으로 코스맥스 바이오(건강기능식품) 고성장 지속
한국콜마(161890)	- 기대감에 머물렀던 중국사업의 수익 창출과 글로벌 업체향 수출 가시화 - 중소형 제약사 위탁생산 급증으로 고수익 제약 ODM 사업 강한 실적 턴어라운드
베이직하우스(084870)	- 중국 낮은 인당 의류 소비로 인한 높은 높은 성장 잠재력 - 발빠른 시장 진입으로 인해 중국 시장 고성장의 최대 수혜 - 2010~2011년 공격적인 매장 투자 이후 수확기 진입
영원무역홀딩스(009970)	- 자회사 영원무역 동남아 최대 의류 생산 Capa 확보, 중국 인건비 급등으로 인해 경쟁 구도에서 우위 선점 - 중국 스포츠/아웃도어 의류 시장 고성장에 따라 글로벌 No.1 스포츠/아웃도어 바이어와의 동반 성장 예상

〈표 2〉 Valuation 비교

		롯데쇼핑	코스맥스	한국콜마	베이직하우스	영원무역홀딩스	시장
시가총액(십억원)		12,124	642	605	347	948	1,142,452
목표주가(원)		520,000	51,000	41,000	22,000	86,000	
현재주가(원)		385,000	47,200	31,050	16,650	69,500	
상승여력(%)		35%	8%	32%	32%	24%	
목표 PER(배)		12.2	26.5	26	15	8.2	
PER(배)	2012P	10.1	26.5	24.2	20.7	6.8	12.0
	2013F	10.6	24.5	19.8	11.6	6.7	9.9
	2014F	9.7	18.5	14.7	8.6	5.9	8.6
PBR(배)	2012P	0.7	7.3	4.0	1.5	1.5	1.2
	2013F	0.8	6.1	3.5	1.5	1.5	1.1
	2014F	0.7	4.7	2.9	1.3	1.2	1.0
ROE(%)	2012P	7.6	31.3	17.8	7.5	20.2	10.5
	2013F	7.8	28.1	18.8	13.7	20.8	11.6
	2014F	7.8	28.5	21.4	15.9	19.7	12.1
매출증가율 (%)	2012P	12.4	28.1	21.4	10.4	5.7	9.1
	2013F	19.5	22.0	17.8	6.3	9.0	0.9
	2014F	10.3	22.0	18.4	12.6	15.3	6.7
OP 증가율 (%)	2012P	(19.3)	56.0	85.2	(15.2)	(6.2)	(1.9)
	2013F	18.9	28.1	24.1	75.0	12.5	18.5
	2014F	11.4	28.9	26.9	28.6	12.1	13.8
EPS 증가율 (%)	2012P	16.1	91.1	97.3	(16.6)	(7.0)	(4.7)
	2013F	(2.2)	17.7	21.9	103.2	18.4	20.2
	2014F	8.7	32.4	34.9	34.6	12.6	19.0

주: 주가는 2013년 2월 27일 종가 기준
자료: 각 사, Quantwise, 한국투자증권

II. 아시아 경제: 소비 주도 성장 시작됐다

전민규 Ph.D. 3276-6229 min.jun@truefriend.com

1. 한국 경제의 장단기 경기 사이클

패러다임 변화를 반영하는 장기 경기 사이클

우리가 경기 사이클 확인에 가장 많이 의존하는 것은 동행지수 순환변동치다. 이 지표는 경기의 순환 변동을 2~3년 정도의 주기로 파악함으로써 현재의 경기가 어떤 국면에 와 있는지를 잘 보여준다. 그러나 이 지표는 경제의 성장 패러다임 변화에 따른 장기적인 경기 변동을 보여주지는 못한다. 예를 들어 1962년 경제개발계획을 시작한 후의 한국과 그 이전의 한국은 완전히 다른 성장 패러다임을 갖고 있다. 그 이전에는 한국전쟁 직후의 낙후된 농업 경제에서 벗어나지 못하고 있었지만, 1962년 경제개발 계획이 시작된 이후로는 공업화가 진전되기 시작했으며, 수출이 점차 중요한 성장 원천으로 떠올랐다. 1997년 외환위기 이전과 이후의 한국 경제도 완전히 다른 성장 패러다임을 갖고 있다. 외환위기 이전은 양적 성장에 집착한 결과 과소비와 과잉 투자의 결과로 만성적인 무역 적자를 겪고 있었지만, 외환위기 이후는 효율성을 중시하고 질적인 성장을 추구한 시기였다고 할 수 있다.

장기적인 성장 패러다임 변화에 의해 나타나는 장기 경기 사이클은 다음과 같은 특징을 갖는다.

과거 문제 해결을 위한 사회적, 정치적 요구가 새로운 장기 경기 사이클을 유발

첫째, 과거의 문제점을 해결하기 위한 사회적 또는 정치적 요구를 계기로 새로운 사이클이 시작된다. 단기 경기 사이클이 재고 조정이나 신기술에 대한 투자 등 순수하게 경제적 요인에 의해 나타나는 것과는 다른 특징이다. 1962년에 시작된 경제개발 5개년 계획은 농업만으로는 성장에 한계가 있었던 한국 경제로서는 공업화가 필요했던 시점이었을 뿐 아니라, 정치적 안정을 위해서라도 경제 성장이 필요했었다. 경제개발 5개년 계획은 1986년 5차 5개년 계획까지 이어졌다. 1997년 외환 위기 이후 정부가 채택한 신자유주의는 외환위기라는 국가 부도 사태에 직면해 효율성을 높여 국제 경쟁력을 회복하려는 목적으로 채택됐다.

새로운 장기 경기 사이클의 시작은 성장 패러다임 변화를 수반

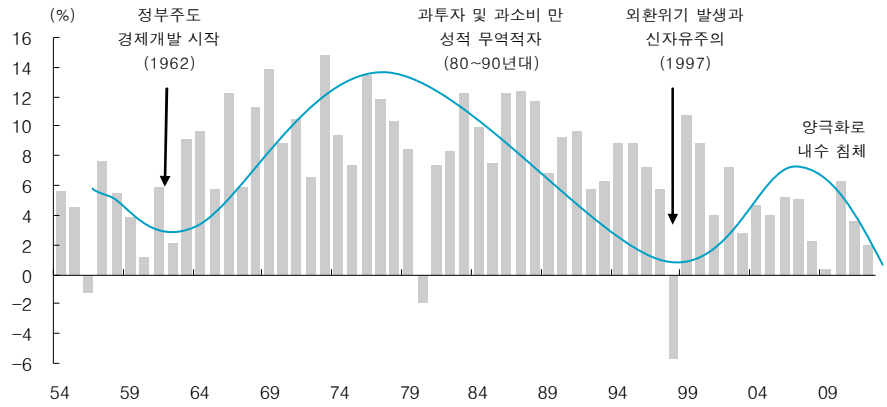
둘째, 장기 경기 사이클의 시작은 이전과는 다른 경제 성장 패러다임의 변화를 수반한다. 1962년의 경제개발 5개년 계획은 농업 성장에서 공업 성장으로 바뀌는 계기가 됐으며, 또한 정부 주도의 경제 성장 구조가 강화된 계기가 됐다. 1997년의 외환위기 이전에 한국 경제는 수출 증가에도 불구하고 소비와 투자 등 내수의 폭발적인 증가를 수반함으로써 만성적인 무역 적자에 빠져있었다. 그러나 외환위기 이후에는 신자유주의 정책의 채택으로 경쟁력 강화를 통한 수출 확대와 내수 위축을 통한 수입 억제를 유도해 무역수지 흑자 기조가 굳어졌으며, 시장의 경쟁을 증시함으로써 효율성을 강조하는 분위기를 만들었다.

부작용이 점차 노출되면서 장기 경기 사이클의 하강이 시작

셋째, 장기 경기 사이클은 그 당시 패러다임이 가진 부작용이 점차 노출되면서 하강 국면에 접어들게 되며 심할 경우 경제 위기가 발생하기도 한다. 1962년에 시작된 공업화 성장 시대에 기업들은 정부의 특혜에 힘입어 성장했으나 진정한 경쟁력을 갖추지 못해 핵심 부품과 기초 자본재는 해외에 의존했으며, 가계는 경제 성장에 취해 과소비를 함으로써 1990년대 들어 무역수지가 만성적인 적자에 빠져들었다. 만성적인 무역 적자는 외채 누증을 가져옴으로써 결국 외환위기 발생을 초래했다. 1997년에 시작된 신자유주의 경제는 강력한 수출 경쟁력이라는 긍정적인 모습으로 시작됐으나 2000년대 중반 이후 주요 선진국들의 경제위기 발생과 수출 경쟁력 강화에 과도하게 집착해 초래된 가계 궁핍화 때문에 최종 수요가 뒷받침되지 못하면서 다시금 경제가 심각한 저성장의 늪에 빠져들게 됐다. 또한 궁핍화된 가계 부문의 반발로 인해 정치 불안 현상도 일부 나타나고 있다.

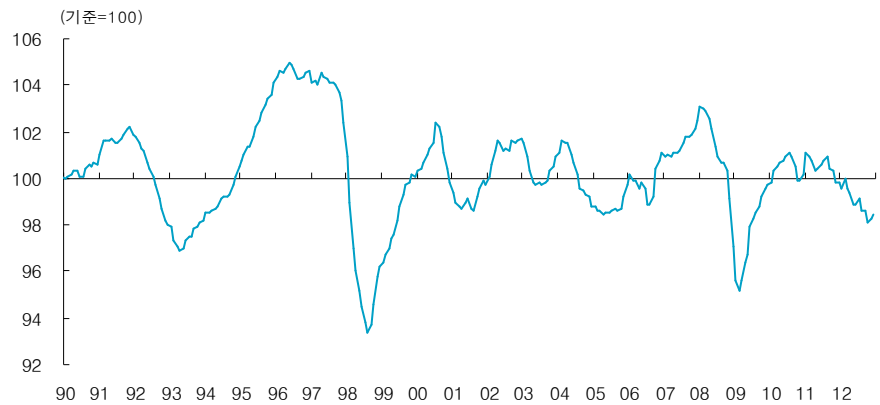
이런 관점에서 보면 현재 한국 경제가 겪고 있는 저성장은 장기 경기 사이클 상 바닥에 도달했기 때문에 나타나는 현상이다. 더구나 통계청의 동행지수 순환변동치에서 볼 수 있듯 단기 경기 사이클마저 바닥에 도달해 있어 현재의 경기 수준은 바닥 중에 바닥이라고 볼 수 있다.

[그림 1] 한국의 경제성장률 및 장기 경기 사이클



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 2] 한국의 단기 경기 사이클 - 동행지수 순환변동치



자료: 통계청

아시아 경제는 선진국에 수출하기 위한 분업 구조를 갖춰 왔음

2. 아시아의 수출 부진과 새로운 성장 전략

1) 위기에 봉착한 아시아 수출 분업구조

아시아 경제는 외환위기 이후 중국을 대미국 및 대유럽 수출의 전면에 내세우고 각국이 중국에 원자재, 부품, 기계류, 소재 등을 수출하는 분업 구조를 갖춰 왔다. 투자는 주로 중국에서 이뤄졌으며, 이를 뒷받침하기 위해 한국과 일본은 기계류를 중국에 제공했다. 또한 중국이 필요로 하는 원자재는 동남아시아에서 많이 조달했으며, 부품과 소재 등도 한국, 일본, 대만, 동남아 등에서 중국으로 수출됐다. 따라서 전체 아시아가 수출 중심의 성장 구조를 갖춰 왔다고 할 수 있다. 그런데 최근 이런 분업 구조가 큰 위기에 봉착했다. 미국과 유럽의 경제위기로 수출 전략에 차질이 생겼기 때문이다. 이른바 '주식회사 아시아'가 큰 위기에 봉착했다. 이 때문에 최근 아시아 국가들의 경제 정책에서 나타나는 특징은 내수 확대에 있다. 반면 수출 확대를 위한 통화 절하 유도나 수출 산업에 대한 투자 등은 찾아보기 어렵다.

내수 진작에 팔 걷어 부친 중국

2) 수출 부양에서 내수 진작으로 정책 전환한 중국

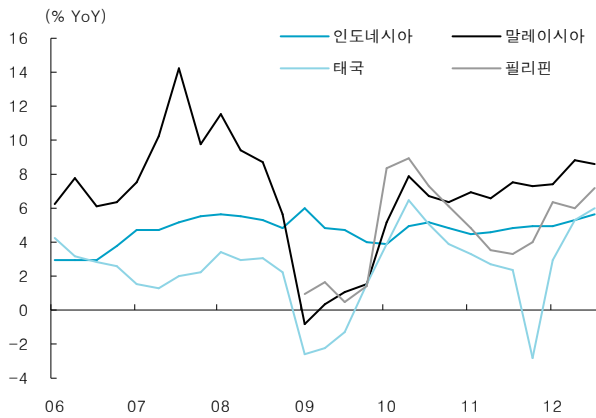
아시아의 대표적인 수출 국가였던 중국은 미국의 재정 긴축, 유럽의 회복 지연 등으로 수출 부진을 겪고 있다. 거기에 더해 소득 불균형 심화, 국영기업의 핵심산업 독점과 그에 따른 부정부패, 높은 부동산 가격 등으로 사회 불만이 팽배한 상황이다. 이에 따라 중국 정부가 2012년 12월 16일 중앙경제공작회의에서 제시한 2013년 6대 경제정책 목표를 보면 내수 진작, 도시화 추진, 민생 개선, 사회보장 강화 등이 포함되어 있음을 알 수 있다. 구체적으로는 총 503억 위안 규모의 가전 및 자동차 등 에너지 절감 제품 보조금을 지급하고, 2013년 1월부터는 780여 개 품목의 관세율을 인하해 내수 확대를 유도하고 있다. 신용카드 결제 수수료율을 평균 23~24% 인하한 것도 소비 촉진 목적을 가진 것이다. 지난해 말 국가건설개혁위원회가 승인한 도시철도, 풍력발전소, 공항 등에 대한 1조 위안의 대규모 투자 계획도 내수에 긍정적 영향을 줄 것이다. 지난해 7월과 8월에 걸쳐 14개 지방정부에서 2015년까지 총 10조 위안을 상회하는 투자 계획도 발표했다. 소득 분배를 개선하기 위한 방법으로는 2011년부터 2015년까지 근로자 평균 임금 2배 인상과 2011년 말 기준으로 30%인 평균 임금 대비 최저임금 비율을 40%로 끌어올리는 것을 목표로 근로자 임금 인상을 적극 유도하고 있다.

이미 내수 진작에 성과 보이고 있는 동남아

3) 내수 부양으로 긍정적 결과 나타내고 있는 동남아시아

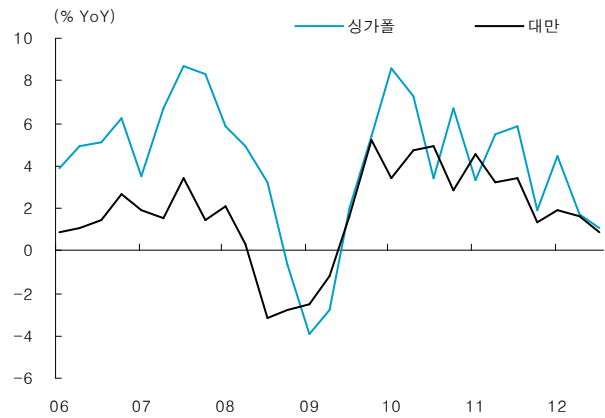
동남아시아 국가들도 수출 비중이 높은 경제 구조를 갖고 있으나, 최근 수출 증가세가 크게 둔화되면서 내수 성장의 필요성이 높아지고 있다. 이에 따라 각국이 내수 부양 정책에 적극 나섬에 따라 동남아 국가들의 내수 경기는 개선되는 추세다. 태국은 2011년 말에 발생한 대홍수로 생산 시설이 큰 피해를 입으면서 성장률이 급락해 기준금리 인하 등 적극적인 경기 부양 정책을 사용하고 있다. 태국 정부의 기반시설 투자계획에 따르면 치수 관련 투자와 대형 공공 인프라 투자를 확대할 계획이다. 또한 2013년 중 최저임금을 35% 인상할 계획을 갖고 있다. 말레이시아는 정부의 저소득층 지원, 공무원 임금 인상 등에 따라 가처분소득 증가와 경제구조개혁계획(ETP) 추진에 따른 투자 증가 등이 경기 호조를 이끌고 있다. 또한 소득 격차를 해소하기 위한 정책도 추진되고 있으며 올해 중 최저임금제를 최초로 도입할 예정이다. 필리핀도 2012년 중 네 차례에 걸쳐 금리 인하를 단행하고 인프라 정비 프로젝트도 추진하는 등 내수 부양에 힘을 쏟고 있다. 최저임금 역시 30% 인상될 예정이다. 인도네시아는 상대적으로 정부의 내수 부양 정책이 약한 것으로 보이지만, 2013년 중 최저임금이 평균 18% 인상될 예정이며, 해외 파견 근로자들의 본국 송금 등에 힘입어 내수 경기가 호조를 보일 것으로 예상된다.

[그림 3] 동남아 주요국의 소비 증가율 추이



자료: Thomson Reuters

[그림 4] 아시아 신흥공업국의 소비 증가율 추이



자료: Thomson Reuters

3. 한국의 선택 역시 내수 성장

신정부 출범으로 본격적 내수 부양 정책 예상

한국은 아직 본격적인 내수 회복을 확신하기는 이르다. 2000년 이후 지속적으로 높아져온 수출 의존도가 최근의 수출 부진과 맞물려 한국 경제의 발목을 잡고 있는 가운데, 소득이 위축된 가계가 소비를 늘리기 쉽지 않은 상황이다. 신정부 출범으로 본격적인 내수 부양 정책이 나올 것으로 예상된다.

한국의 내수 부양 정책은 가계 부채 부담 경감 대책으로 시작할 듯

현재의 내수 침체의 원인이 양극화에서 비롯된 것이며, 양극화가 가계 부채 문제를 악화시켰다는 점에서 한국에서의 내수 부양 정책은 가계의 부채 부담을 덜어주는 데 초점이 맞춰질 것이다. 이에 대한 정부의 기본적인 정책 방향은 가계가 대량의 부도를 넘으로써 금융 부실로 연결되는 것을 막고, 소득 확대를 통해 가계의 실질적인 부채 상환 능력을 확충하는 방식이 될 것이다. 물론 이런 방식은 가계 부채 문제를 시간을 갖고 천천히 해결하는 것이다.

원리금 상환은 줄이고 소득은 늘려야

가계의 부채 부담 경감은 여러 가지로 표현할 수 있으나 대체로 가처분소득 대비 원리금 상환 비율을 낮추는 것으로 정의할 수 있다. 따라서 원리금 상환은 줄이고 소득은 높이는 방안이 필요하다. 단, 미래에 더 큰 가계 부채 문제가 발생하는 것을 막기 위해서는 가계 부채가 더 이상 증가하는 것을 피한다는 전제 조건이 필요하다. 우선 원리금 부담을 줄이기 위해서는 금리 인하와 만기 연장 등의 조치가 단행될 것으로 예상된다. 금리 인하는 새정부 출범 후 내수 부양 정책이 강하게 추진될 시점에서 단행될 가능성이 높다. 소득을 높이기 위한 방법은 네 가지 방향에서 진행될 것으로 예상할 수 있다. 물론 이 방안들이 이룬 시간 내 한꺼번에 모두 실행되기는 어렵겠지만 방향성 정도는 예측해 볼 수 있을 것이다. 첫째, 근로소득자의 소득을 높이기 위한 방안으로는 최저 임금 인상, 정년 연장, 비정규직 차별 금지, 해고 요건 강화 등이 포함될 수 있다. 둘째, 자영업자들의 소득을 높이기 위한 방안으로는 경쟁 관계에 있는 대기업에 대한 규제나 수수료 인하 등이 될 수 있을 것이다. 셋째, 저소득층에 대한 지원을 강화하기 위해 정부는 복지 예산을 지속적으로 확충할 것이다. 물론 2013년 정부의 예산에서 복지 확대는 이미 상당 부분 반영되어 있지만, 추가적으로 더 강화될 것으로 예상된다. 넷째, 아직 취업하지 않은 청년층의 일자리를 늘리기 위해 창업 지원과 동시에 공무원 일자리도 늘릴 것으로 예상된다.

4. 정책이 소비에 미칠 영향이 점차 커질 듯

소비 촉진을 위한
정부 정책의 예:
금리 인하, 복지 예산
확대, 비정규직 차별 해소

이런 방안들은 소비 확대에 도움을 줄 것으로 예상된다. 단, 최저 임금 인상이나 정부의 청년층 일자리 확대, 비정규직 차별 해소 등은 아직 시행될 시기나 어떤 형태로 시행될 것인지를 가늠하기 어려워, 그 효과를 예단하기는 어렵다. 반면 금리 인하나 복지 예산 확대 등은 대략적인 효과를 측정해 볼 수 있다.

1) 금리 인하: 50bp 인하 시, 소비 0.2% 증가 예상

50bp 금리 인하는 소비
0.2% 증가를 가져올 수 있음

우선 금리 인하는 가계의 이자 부담을 낮춰주는 역할을 할 것이다. 그러나 가계는 부채만 보유하고 있는 것이 아니라 금융 자산도 보유하고 있어 이자 수익도 하락하게 될 것이다. 2012년 9월 말 기준으로 가계의 총 부채는 1,135조원이며 이 중에서 94%인 1,067조원이 금리에 영향을 받는 대출금으로 구성되어 있다. 가계의 금융 자산은 2,450조원이며 이 중에서 금리에 영향을 받는 자산은 약 36%인 885조원 정도로 추정된다. 금리에 영향을 받지 않는 대표적인 자산은 결제성 예금 261조원, 현금 34조원, 보험 및 연금 653조원, 수익증권 87조원, 주식 437조원 등이다. 금리에 영향을 받는 자산으로만 계산하면 가계는 약 181조원의 순부채를 갖고 있는 셈이다. 따라서 0.5%p의 금리인하는 연간 약 9,060억원의 이자 부담 감소를 가져올 것으로 예상된다. 또한 이자 부담 감소는 소득 계층에 다르게 영향을 줄 것이다. 이러한 이자 부담 경감은 전체 가계의 가처분소득을 0.2% 정도 끌어올리는 역할을 할 것으로 예상되며 소비 역시 0.2%의 증가 효과를 가질 것으로 예상된다.

〈표 1〉 소득 분위별 소비 증가 효과 분석

(단위: 만원, %)

	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위	평균
소득, 소비, 자산 및 부채						
가처분소득(A)	680.0	1,703.5	2,795.0	4,159.0	8,032.0	3,474.1
소비(B)	813.8	1,545.5	2,263.1	3,166.5	5,010.4	2,664.8
금융자산(C)	1,087.3	2,195.4	3,817.7	6,119.9	14,982.0	5,640.7
금융부채(D)	631.8	1,952.4	2,699.5	3,921.6	8,786.6	3,598.6
이자부자산(E=C*0.36)	391.4	790.3	1,374.4	2,203.2	5,393.5	2,030.7
이자부부채(F=D*0.94)	593.9	1,835.3	2,537.5	3,686.3	8,259.4	3,382.7
순이자부부채(G=F-E)	202.5	1,044.9	1,163.2	1,483.1	2,865.9	1,352.0
금리 50bp 인하의 효과						
이자 절감(H=G*0.005)	1.0	5.2	5.8	7.4	14.3	6.8
가처분소득 증가율(I=H/A)	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
한계소비성향(J)	1.148	0.882	0.818	0.768	0.575	0.740
소비 증가(K=H*J)	1.2	4.6	4.8	5.7	8.2	5.0
소비 증가율(L=K/B)	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

주: 가구당 금액 기준임
자료: 통계청, 한국은행, 한국투자증권

2) 2013년 복지 예산: 전년 대비 소비 0.2% 확대될 전망

정부 예산안도 소비에 우호적

2013년 정부의 예산안도 소비 증가에 기여할 것으로 예상된다. 추경 예산이 편성될 것으로 예상되지만, 이를 제외하더라도 소비 증대 효과가 기대되며, 추경까지 포함할 경우 효과는 더 커질 것이다. 정부의 2013년 예산안을 보면 298.4조 원으로 전년 대비 15.7조원 증액됐다. 이 중에서 소비에 영향을 줄 수 있는 예산 규모를 정확히 파악하는 것이 쉽지는 않지만 대략적으로 본다면 기초생활보장 관련 예산이 전년 대비 8.2% 증가했고, 아동 및 장애인, 노숙인 등 취약계층지원 예산은 18.5% 증액됐다. 보육 지원은 무려 34.5%나 증가했으며, 노인 및 청소년 지원 예산도 10.1% 증액되는 등 복지 예산 전반적으로 큰 폭으로 증가했다. 거기에 더해 교육 예산 증액도 사실상 복지 예산을 포함하고 있다. 예를 들어 국가 장학 제도 기반 조성 예산이 증액된 것은 대부분 소득 하위 70% 대학생들에게 장학금을 지원하는 것이므로 복지 예산이라 할 수 있다.

〈표 2〉 정부의 2013년 사회복지 예산 증액 현황

(단위: 십억원, %)

분야	2012년 (A)	2013년 (B)	증가액 (C=B-A)	증가율 (D=C/A)
사회복지				
기초생활보장	7,902.8	8,553.2	650.4	8.2
취약계층지원	1,261.9	1,495.0	233.1	18.5
공적연금	1,922.0	2,058.1	136.1	7.1
보육, 가족 및 여성	3,223.2	4,335.8	1,112.6	34.5
노인, 청소년	3,988.2	4,389.1	400.9	10.1
노동	1,724.8	2,065.0	340.3	19.7
보훈	3,897.6	4,164.7	267.1	6.9
주택	306.5	586.8	280.3	91.5
사회복지일반	558.3	656.9	98.7	17.7
교육				
맞춤형 국가 장학 제도 기반 조성	2,083.3	3,219.8	1,136.5	54.6
합계	26,868.5	31,524.4	4,655.9	17.3

물론 이런 복지 지출에 소요되는 재원을 마련하기 위해서는 세금도 늘어나게 된다. 2013년 세입 예산안에 따르면 전체 필요한 재원의 73%인 216.4조원이 세금으로 조달될 예정이다. 나머지는 국채발행, 정부 보유 자산 매각 등으로 이루어져 있다. 216.4조원의 세금 중에서 가계가 부담해야 할 부분은 총 소득세 50.5조원, 상속 및 증여세 4.8조원, 개별소비세 5.9조원 등 총 92.2조원이며, 이는 전년 대비 4.4조원 증가한 금액이다. 물론 이 세금을 모두 가계가 부담하는 것도 아니며, 제외된 세금들 중 일부도 가계가 부담할 것이지만 편의상 이 정도 세금을 가계가 부담한다고 가정하고 계산해 보자.

〈표 3〉 세입 예산안

(단위: 십억원)

	2012년	2013년	증분
조세	205,757.5	216,426.3	10,668.8
가계 부담분	87,744.5	92,173.7	4,429.2
소득세	45,769.9	50,491.6	4,721.7
상속 및 증여세	3,687.9	4,840.0	1,152.1
개별소비세	6,037.7	5,872.8	-164.9
기타1)	32,249.0	30,969.3	-1,279.7
기타 부담분2)	118,013.0	124,252.6	6,239.6
비조세 세입 예산3)	76,929.8	81,979.4	5,049.5
합계	282,687.3	298,405.7	15,718.3

주: 1) 주세, 증권거래세, 교육세, 농특세, 증부세 등

2) 법인세, 부가가치세, 인지세, 관세, 교통/에너지/환경세 등

3) 국채 발행, 자산 매각, 기업특별회계영업수입 등

자료: 기획재정부

2013년 예산안은 소비를 추가로 0.2% 증가시킬 듯

앞의 결과를 종합하면 가계의 세금 부담 증가는 4.4조원이며, 복지 혜택 증가는 4.7조원이다. 세금 부담 증가는 주로 고소득층에 집중될 것이며, 복지 혜택은 저소득층에 집중된다는 차이 때문에 전체 소비에는 긍정적 영향을 줄 수 있다. 저소득층은 한계소비성향이 높은 반면 고소득층은 낮기 때문이다. 즉, 저소득층에서 늘어난 소득은 모두 소비로 연결되지만 고소득층에서 줄어든 소득은 일부만 소비 감소로 연결된다. 각 소득 분위별 소득 및 소비 상황과 세금 및 복지 혜택에 따른 가처분소득 영향 등을 종합적으로 고려할 때 최하위 소득 계층인 1분위 가계는 소비가 5.2% 증가하는 반면, 최상위 소득 계층의 소비는 0.5% 감소할 수 있는 것으로 추정됐다. 종합적으로는 2013년 예산안이 소비 증가율을 0.2%p 더 끌어올리는 것으로 볼 수 있다. 이러한 영향은 사실상 소비 증가율에 결정적인 영향을 주는 수준으로 보기는 어렵지만, 긍정적 영향을 주는 것도 사실이다.

〈표 4〉 2013년 예산안의 소비 영향 추정

(단위: 조원, %)

	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위	합계
가처분소득(A)	26.4	66.1	108.4	161.4	311.6	673.9
조세 증가(B)	0.2	0.3	0.5	0.9	2.5	4.4
복지 혜택 증가(C)	2.1	1.4	0.5	0.3	0.3	4.7
가처분소득 증감(D=C-B)	1.9	1.1	0.0	-0.6	-2.2	0.3
소비 규모(E)	43.0	81.7	119.7	167.5	265.0	677.0
한계소비성향(F)	1.148	0.882	0.818	0.768	0.575	0.740
소비 증가(G=D*F)	2.2	1.0	0.0	-0.5	-1.3	1.5
소비 증가율(H=G/E)	5.2	1.2	0.0	-0.3	-0.5	0.2

자료: 통계청, 한국은행, 한국투자증권

비정규직 차별 해소가 가장 영향력 클 듯

3) 비정규직 차별 해소: 가계 평균 가처분소득 증가 효과

사실상 비정규직 차별 해소 문제가 소비에 훨씬 더 큰 영향을 준다. 통계청의 조사에 따르면 2012년 8월 기준으로 한국의 비정규직 근로자는 591.1만 명이며, 월평균 임금은 139.3만원으로 조사됐다. 이는 정규직 근로자 월평균 임금인 246만원의 57%에 불과한 금액이다. 만약 비정규직 근로자 모두에게 정규직과 동일한 수준의 임금을 지급하려면 591.1만명의 비정규직 근로자 1인당 106.7만원씩 12개월 동안 지급할 금액이 총 75.7조원에 달한다. 이는 현재의 가처분소득을 단순히 11% 끌어올릴 수 있는 금액이다. 그러나 그 파급력이 너무 크다는 이유 때문에 단번에 달성되기는 어려울 것이다. 차별을 해소한다 하더라도 점진적으로 이루어질 것으로 보인다. 1년에 격차의 10%씩을 해소한다면 1.1%의 가처분소득 증가 효과가 발생하며 이는 0.9% 정도의 소비 증가 효과를 가져올 것이다.

2013년에는 소비 성장이 전체 GDP 확대시킬 전망

5. 소비 성장이 경제 성장을 주도한다

1) 소비 성장 기대할 만

이상의 결론을 요약하자면 다음과 같다. 첫째, 한국을 포함한 아시아 경제는 장기 경기 사이클 측면에서 성장의 패러다임을 바꾸지 않으면 안 되는 상황에 처했으며, 중국과 동남아 국가들은 이미 새로운 성장 패러다임인 내수 확대 방향으로 전환하고 있다. 둘째, 한국 경제는 상대적으로 내수로 성장 패러다임을 전환하는 시기가 지연되면서 저성장 국면을 벗어나지 못하고 있다. 2012년과 2013년 2년 연속 2% 대의 경제성장에 그치는 것은 새로운 패러다임에 적응하지 못하고 있기 때문이다. 중국의 내수 중심 성장 전환에 따라 한국의 주력 대중국 수출 품목인 기계류와 소재류가 극심한 수출 부진 상태에 빠져들었으며, 가계 부채 누적으로 가계의 소비 여력도 크게 저하되어 있다. 셋째, 신정부는 저성장 국면에서 벗어나기 위한 새로운 성장 패러다임을 채택할 것이다. 새로운 성장 패러다임은 내수의 역할을 되살리는 방향이 될 것이다. 당장 시행될 수 있는 것들은 가계 부채 문제를 경감시키는 것으로서 금리 인하가 될 것이다. 또한 2013년 예산안에서도 복지 예산을 크게 늘려 내수를 진작하려는 의도가 엿보인다. 넷째, 두 차례의 금리인하가 단행된다면 연간 소비가 0.2% 정도 늘어나는 효과를 가질 것으로 예상된다. 또한 2013년 정부의 재정 지출도 추가로 소비를 0.2% 더 높이는 요인이 될 것으로 계산된다. 금리 인하와 복지 지출 확대로 모두 0.4%의 소비 증가 효과가 기대되며, 만약 비정규직과 정규직의 임금 격차를 10%씩만 줄더라도 소비 증가율이 추가로 0.8% 더 높아질 수 있을 것이다. 다섯째, 아시아 전체가 소비 중심 성장으로 전환하는 가운데, 한국도 수출 성장이 멈추고 내수가 지나치게 부진하다는 경제적인 이유와 함께 기업과 가계의 양극화에 대한 정치적 불만을 누그러뜨리기 위한 조치들이 이어질 것으로 보여, 수출보다 소비의 역할이 훨씬 더 커질 것이다. 소비의 성장 기여도가 더 커질 것이라는 점에 대해 의아하게 생각할 수도 있겠지만, 수출의 성장 기여도가 더 높았던 것이 오히려 2000년대의 특수한 현상이었음을 상기할 필요가 있다.

〈표 5〉 주요 수요 부문별 성장 기여도

	1970년대	1980년대	1990년대	2000년대
민간소비	56.1	53.9	51.4	43.2
정부소비	20.1	12.7	9.8	16.0
고정투자	35.5	41.3	24.9	13.6
수출	19.2	15.3	49.0	91.0
수입	-24.8	-22.0	-43.3	-64.8
기타	-5.9	-1.2	8.1	1.0

자료: 한국투자증권

수출 부진 속 소비 성장이 성장에 기여할 전망. 2014년 GDP 3.9% 확대 예상

2) 컨센서스보다 소비는 높게, 수출은 낮게 전망

소비 중심의 성장이 예상되는 반면 수출은 상당히 어려운 여건에 처해있다. 특히 중국의 소비 중심 성장으로의 전환에 대해 한국의 수출 구조가 이를 따라가지 못하고 있다. 중국의 수입 품목을 보면 대체로 소비재와 에너지 등은 증가하고 기계류와 소재는 부진하거나 감소세를 면치 못하고 있다. 그런데 한국의 대중국 수출은 여전히 기계류와 소재 중심으로 이루어져 있다. 이에 따라 당사는 2013년 경제성장률이 부진에서 벗어나기 힘들지만 소비 성장세를 점차 회복될 것으로 예상하며, 2014년 경제 역시 소비 부문의 증가세 확대를 통해 3.9% 정도의 성장률을 기록할 것으로 전망한다.

〈표 6〉 주요 경제 지표 전망

(단위: %)

	2012년	2013년			2014년		
		당사	시장	차이	당사	시장	차이
GDP	2.0	2.3	2.9	-0.6	3.9	3.5	+0.4
민간소비	1.8	2.6	2.3	+0.3	3.6	2.8	+0.8
건설투자	-1.5	1.3	1.2	+0.1	4.7	2.6	+2.1
설비투자	-1.8	0.0	1.1	-1.1	5.9	3.8	+2.1
수출	-1.3	4.2	4.7	-0.5	5.8	7.0	-1.2
수입	-1.9	5.1	5.1	0.0	7.5	7.8	-0.3

자료: 한국은행, 한국투자증권

정부 예산안 확대는 저소득층 소비 촉진에 기여할 것

3) 저소득층의 소비부터 개선

금리 인하와 달리 정부 예산안은 저소득층의 소비에 훨씬 더 긍정적 영향을 준다. 전체 소득에서 차지하는 비중으로 보면 저소득층의 소비는 고소득층에 비해 음식료, 광열비, 보건 등에 소비하는 비중이 더 높다. 소득 변화에 민감하게 반응하는 소비 항목은 음식료, 의류 및 신발, 오락 및 문화, 통신비 등이 있다.

〈표 7〉 소득 증가율과 각 품목별 소비 증가율의 상관계수

	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
전체 소비	0.735	0.869	0.831	0.612	0.582	0.271
식료품/비주류음료	0.735	0.858	0.630	0.709	0.582	0.271
주류/담배	0.428	-0.342	0.179	0.160	0.276	0.559
의류/신발	0.414	0.837	0.902	0.601	-0.074	0.235
주거/수도/광열	0.361	0.665	0.324	0.647	0.113	0.018
가정용품/가사서비스	0.008	0.406	0.468	0.462	-0.031	-0.308
보건	-0.531	0.448	-0.716	-0.109	-0.503	-0.242
교통	0.284	0.090	0.783	0.218	0.077	-0.076
통신	0.674	0.519	0.790	0.640	0.188	0.173
오락/문화	0.026	0.867	0.804	-0.053	0.230	-0.521
교육	-0.023	0.101	0.233	-0.409	0.419	-0.230
음식/숙박	0.826	0.665	0.588	0.495	0.683	0.928
기타 상품/서비스	0.644	0.732	0.209	0.749	0.501	0.755

자료: 통계청

〈표 8〉 전체 소비 중 각 품목별 비중

	전체	1분위	2분위	3분위	4분위	5분위
식품품/비주류음료	14.2	20.7	15.8	14.4	13.2	11.8
주류/담배	1.2	1.6	1.5	1.3	1.1	0.8
의류/신발	6.5	4.8	6.0	6.4	6.7	7.4
주거/수도/광열	10.1	16.4	11.8	10.5	8.8	7.9
가정용품/가사서비스	3.8	3.2	3.3	3.4	3.7	4.5
보건	6.5	9.9	6.3	6.3	6.3	5.8
교통	12.3	8.9	11.5	11.7	13.2	13.6
통신	6.0	6.8	7.0	6.6	5.8	4.9
오락/문화	5.4	4.1	4.6	4.9	5.7	6.3
교육	12.3	7.0	10.9	12.1	13.3	14.2
음식/숙박	12.5	9.7	12.6	12.9	12.9	12.8
기타 상품/서비스	9.2	7.0	8.7	9.5	9.4	9.8

자료: 통계청

III. 중국 및 동남아 내수소비, 확대 지속된다

윤형진 3276-6280 hjyun@truefriend.com

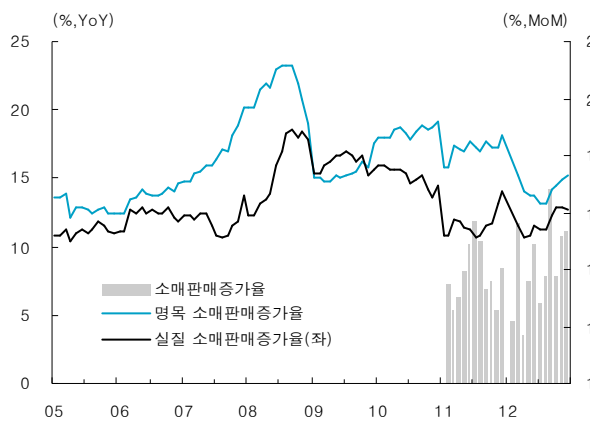
2008년~2009년 글로벌 금융위기, 2011~2012년 유럽재정위기 및 미국경기 둔화의 영향으로 중국, 동남아 주요국가의 내수경기가 위축된 바 있다. 그런데 다음의 몇 가지 요인들로 인해 올해 중국 및 동남아 주요 국가의 내수경기가 회복되며 소비시장이 확대될 것으로 예상된다.

1. 중국 단기 전망: 춘절 소비의 실질적 증가, 소비 회복 추세 전망

2000년대 중반 이후 소비 성장기여도 상승, 2012년 하반기 이후 소비회복

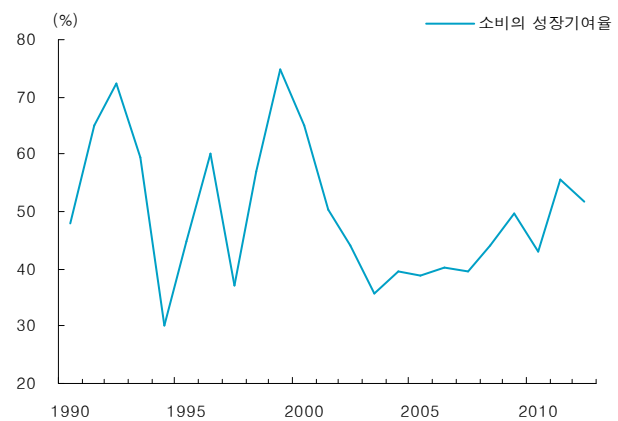
중국에서 소비의 성장기여율은 2000년대 후반 이후 이미 상승 추세에 있다. 보다 단기적으로는 경기부진의 영향으로 둔화됐던 소비 증가세가 지난 해 하반기 이후 완만한 회복세를 보이고 있다. 부동산 경기회복, 소비심리 개선, 최저임금 인상 등이 회복의 원동력이다. 올해는 춘절 연휴의 소비활동 호전을 계기로, 장기적으로는 정부의 내수확대 정책으로 증가세가 지속될 전망이다. 특히 '신형도시화' 정책은 장기적인 내수소비 확대의 주요 원동력이 될 것이다.

[그림 5] 중국 명목 및 실질 소매판매 증가율



자료: WIND, 한국투자증권

[그림 6] 중국 소비의 성장기여율



자료: CEIC, 한국투자증권

올해 춘절소비는 14.7% 증가, 명목 수치는 작년보다 하락

중국 상무부 공시자료에 따르면 춘절 골든위크(2월 9일~15일) 기간 전국 소매판매 및 요식업 매출액은 5,390억위안으로 지난해 같은 기간(1월 22일~28일)대비 14.7% 증가했다. 이는 2012년 16.2%보다 낮은 것이다. 판매액 증가율 수치가 작년보다 낮아진 주 원인은 신 정부의 접대비 지출 및 사치품 소비규제 조치, 전반적인 가격상승률의 하락 때문이다.

새 지도부의 공무 및 사치소비 규제, 낮은 가격 상승률 때문

1) 중국의 새 지도부는 공무 접대비를 엄격히 통제하도록 지시했다. 이번 춘절 연휴기간에 저장성(浙江省)의 고급요식업 매출액이 20% 이상 감소할 정도다. 국가통계국 자료에 따르면 2012년 고급요식업 매출액은 7,799억위안으로 소매판매에서 차지하는 비중이 7.7%다. 이 부분의 수요둔화가 올해 춘절 소비지표 둔화의 핵심요인으로 작용했을 가능성이 높다. 고급요식업의 매출 비중이 상대적으로 높은 북경, 상해 등 1선 도시와 동부연안 지역의 춘절 소비 증가율이 전국평균보다 낮게 나타나 이를 뒷받침하고 있다.

2) 춘절기간의 소비자물가 상승률은 2011년 4.9%, 2012년 4.5%였던 반면 올해 1월은 2.0%였다. 2월 물가상승률이 아직 발표되지 않았지만 2%대 중반으로 예상된다. 2011~2012년의 제품가격은 소비 자체를 위축시킬 정도로 높지 않았기 때문에 소비총액을 크게 만드는 효과가 더 컸다고 판단된다. 반면 올해는 가격 상승률이 상대적으로 낮아 춘절 연휴의 명목 판매액이 상대적으로 낮게 계산되는 효과를 가져왔다.

올해 춘절의 실제 소비는 작년보다 회복 판단

이런 요인들을 제거할 경우 올해 춘절 연휴기간에 일반적인 상품에 대한 소비 지출은 작년보다 양호했다고 판단된다. 물가상승률을 고려한 실질 판매액 증가율은 올해 12%대 중반으로 작년의 11.7%보다 높았다.

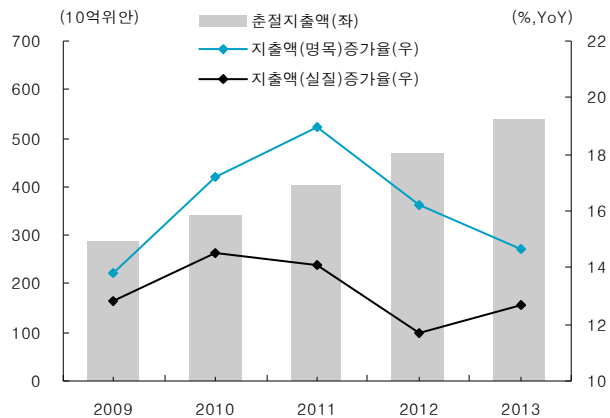
춘절 이후 3~4월 소비액 자체는 축소될 것이나 증가율은 높아질 전망

중국의 소비규모는 춘절 이후에 일시적으로 둔화되는 경향이 있다. 2000년대의 10년간 월별 소매판매액 비중(연간 소매판매 합계 기준)을 살펴보면 3~4월의 비중이 7.5%로 가장 낮았다. 이는 전통적인 생활방식과 관계가 있기 때문인 데 올해도 예년과 같은 계절적 소매판매 부진이 나타날 가능성이 높다. 그러나 작년 같은 기간과 비교한 증가율은 작년 중반 이후 점차 높아지는 추세가 이어질 것으로 보인다. 부동산 가격 상승세, 경기회복 기대에 따른 소비 심리 호전, 소비자물가(가격)의 완만한 상승세 등이 소비증가율을 높일 전망이다.

가전, 통신장비, 여행 및 운송에 대한 소비 증가세 유지 예상

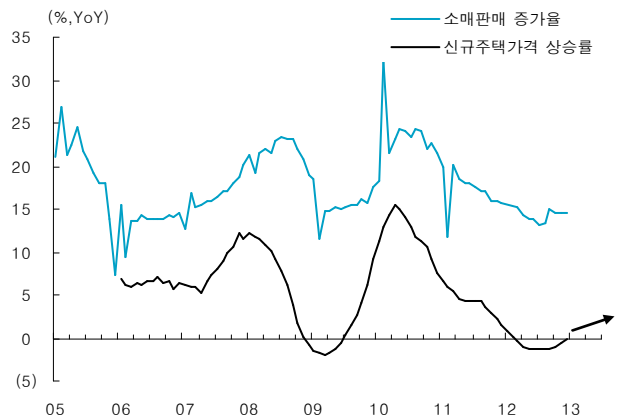
업종별로 볼 때 올해 춘절 기간에는 귀금속 등의 고급소비재, 가전, 통신장비, 여행 및 운송 등의 업종 매출 증가율이 상대적으로 높았다. 2011년에는 중저가제품, 필수소비재, 여행, 운송 업종의 실적이 좋았고 2012년의 경우 의류, 음식료, 귀금속, 전자제품의 판매가 호조였던 것과 비교된다. 춘절 이후에는 전반적인 경기회복, 부동산경기의 회복세 지속 등에 힘입어 통신/전자제품, 가전 등의 판매 호조세가 이어질 것으로 보인다. 귀금속, 화장품, 여행의 경우 높은 증가율을 꾸준히 유지하겠지만 계절적인 수요 축소의 영향을 받을 것으로 보인다.

[그림 7] 2013년 중국 춘절 소비지출액 및 증가율



자료: WIND, 한국투자증권

[그림 8] 중국 소매판매 및 신규주택가격 상승률



자료: CEIC, 한국투자증권

2. 중국 장기전망: '신형 도시화' 진행은 소비확대의 원동력

새 지도부의 '도시화' 추진 의지 강해

'도시화(Urbanization)'는 지난 해 12월 중순 중앙정치국회의와 경제공작회의 이후 크게 부각되고 있는 정책이다. 중국의 '도시화' 정책은 새삼스럽지 않지만 새 지도부는 정책의지는 이전보다 더 적극적이고 체계적이다.

**중국 도시화율은 51%로
주요국에 비해 상대적으로
낮은 수준**

사실 2011년 중국의 1인당 GDP는 5,000달러를 돌파해 중진국 진입을 앞두고 있으나 도시화율은 51.3%로 주요 선진국의 70~80%와 큰 격차를 보이고 있다. 2011년 현재 중국의 도시화율은 한국의 77년 수준에 해당한다. 89년 1인당 GDP 5,000달러를 상회했을 당시의 한국의 도시화율은 72.1%였다. 2011년 51%의 수치마저도 도시호적을 보유하지 못한 농민공의 포함 여부에 따라 더 낮아질 수 있다. 중국의 주요 연구기관에서는 농촌 호적 인구를 제외할 경우 도시화율이 31%까지 낮아진다고 추정하고 있다.

**도시화율 제고를 통한 중진국
도약을 정책 목표로 수립**

낮은 도시화 수준은 중국의 내수중심 성장전략에도 걸림돌이 될 수 있기 때문에 새 지도부는 적극적인 도시화를 통해 전면적인 샤오강(全面小康)을 건설하고 중진국 함정에 빠지지 않는다는 목표를 보다 분명히 하고 있다. 새 지도부가 작년 말 공작회에서 밝힌 '신형 도시화'의 6대 원칙은 1) 도시 인구비율 제고 및 도시 진입제한 완화, 2) 도시화, 공업화, 농업현대화 결합을 통한 도농 경제 발전, 3) 인구, 경제, 자원의 효과적인 분포, 4) 대도시와 소도시 간 공동발전, 5) 건설용지 면적 등 규모의 합리적인 조절, 6) 도시화 수용인구의 거주환경 개선, 인프라 확충이다.

**양회에서 정책의지 보다
구체화될 것, 대규모
장기투자과 소득 증가 예상**

올해 3월 양회(兩會)에서는 이들 원칙에 대한 공식 확정과 보다 구체화된 스케줄 및 청사진이 그려질 것으로 기대된다. 이미 중국의 국가발전개혁위원회는 <2020년까지 도시화 촉진을 위한 발전 계획> 초안을 완성하고 향후 10년간 약 40조 위안(약 7,000조원) 규모의 투자가 집행될 것으로 추산했다. 향후 도시화와 관련된 투자가 지속될 것이며 이는 일정 수준의 경제성장과 소득 증가세를 유지시키는 원동력이 될 것이다.

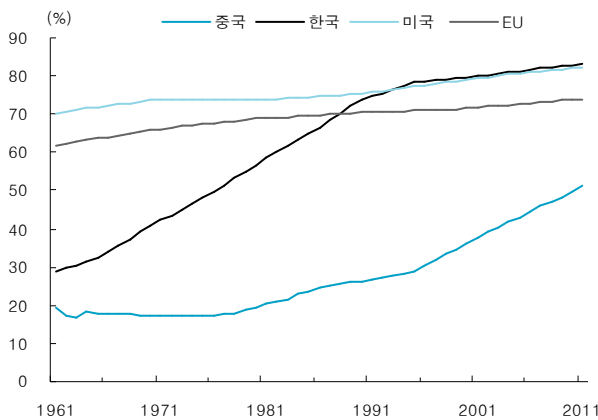
**도시화 과정에서 농민 소득
향상될 것**

또 기존 도시화 과정에서는 농민의 토지가 사실상 강제 수용돼 농민에게 돌아가는 보상금은 개발이익에 비해 턱없이 낮았다. 그러나 지난해 11월에 '토지관리법 수정안'이 마련돼 농민들의 '집체(集體)소유 토지' 수용 보상금이 인상됐고 농민들이 직접 시가를 고려해 토지경작권을 매각할 수 있게 됐다. 신형 도시화 진행으로 농민 소득이 높아질 것으로 기대된다.

**도시화는 중국 내수성장의
장기 원동력**

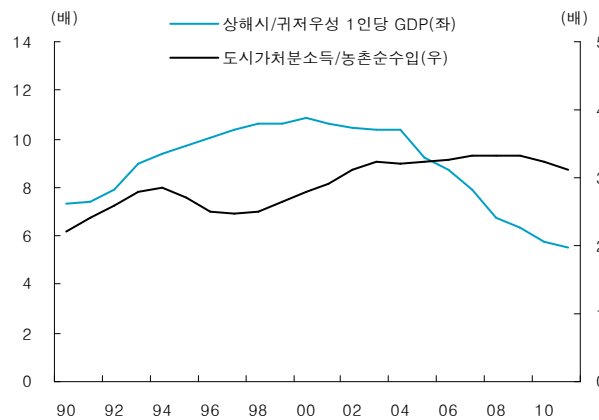
장기적인 관점에서 도시화를 위한 투자가 확대되고 호구제도, 토지제도와 같은 제도 개선이 진행될 경우 향후 5~10년간 도시화는 중국의 내수성장에 중요한 촉매가 될 것이다. 가전, 인테리어, 헬스케어, 자동차 등의 소비 증가세가 지속될 전망이다.

[그림 9] 중국 및 주요국 도시화율



자료: World Bank, 한국투자증권

[그림 10] 중국 지역별 소득 격차



자료: 중국 국가통계국, 한국투자증권

3. 동남아: 적극적 정책대응과 장기적 소비확대 가능성

1) 2013년 경기부양정책과 빠른 경기회복

올해 통화완화 등 소비여력 확대 정책 실시 예상

ASEAN 5개국을 중심으로 볼 때 올해 각국 정부가 구매보조금 지급과 같이 소비활동을 직접 지원하는 정책은 많지 않을 것이다. 그러나 최저임금 인상, 통화공급 확대, 저금리 기조 지속 및 금리의 추가인하, 세제혜택 부여 등을 통해 소비여력을 확대시키는 부양책을 펼칠 계획이다. 또 말레이시아, 필리핀은 올해 상반기에 선거가 예정되어 있어 복지증진 정책이 예년보다 확대될 것이다.

투자확대를 통한 성장전략은 간접적인 소비촉진 효과

또 인프라, 부동산 등의 분야에 대한 투자 확대를 통해 내수경기를 회복시켜 간접적으로 소비를 촉진하는 방법이 주로 사용될 것이다. 동남아 국가들은 빠른 경제성장과 산업기반의 구축을 위한 투자확대를 우선시하기 때문에 투자확대가 경기 및 소비를 회복시키는 효과는 클 것으로 보인다. 태국, 말레이시아, 인도네시아는 장기투자 프로젝트가 지속될 것이며 필리핀에서는 대규모 인프라 투자예산이 책정되었다. 베트남은 부동산 경기를 부양하기 위한 정책이 실시될 전망이다.

태국은 수자원관리 투자확대, 자동차 수요 증가 예상

태국의 경우 2011년 대홍수 사태에 대한 대응책으로 총 108억달러의 차오프라야강 유역 물 관리 시스템 개조 프로젝트를 진행 중인데, 올해 4월에 최종 사업자를 결정하고 본격적인 투자자금 집행에 나설 예정이다. 올해 태국 정부는 인프라투자 및 수자원관리에 37.1억달러의 예산을 집행할 계획이다. 현지 연구기관(SCBEIC)에 따르면 올해 공공투자액은 작년보다 18% 증가해 10년만에 최고치를 기록할 것으로 예상된다. 또 2011년 9월부터 실시된 생애 첫 자동차 구입자에 대한 세금감면 정책은 작년 말에 종료됐지만 작년에 구입 주문된 차량의 일부가 올해 상반기에 생산, 인도될 예정이며 관련된 유통, 소비 부문을 자극할 것으로 보인다.

말레이시아는 저소득층 지원 등 복지관련 지출 확대 계획

말레이시아의 경우 올해 정책목표가 국가 번영, 국민 복지증진으로 설정됐다. 2012년에 대형 프로젝트가 대거 발주됐기 때문에 올해의 신규발주 규모는 작년보다 작겠지만 ETP(경제변혁 프로그램)에 9.7억달러, 서민주택 건설에 6.2억달러의 예산을 투입할 계획이다. 또 저소득층 복지를 위해 세금감면, 스마트폰 구입보조금 지급, 최저임금제 본격시행이 예정되어 있다. 올해 4월에 총선이 실시될 예정이어서 복지와 관련된 정책이 예년보다 확대됐으며 ETP, 서민주택 건설 등과 같은 대규모 재정지출은 하반기에 본격적으로 실행될 전망이다.

인도네시아는 14개 인프라 프로젝트 발주, 최저임금 인상 예상

인도네시아는 올해 복지증진을 위한 내수경기 강화정책에 주력할 계획이다. 발전, 수자원, 교통 등의 14개 인프라 프로젝트(61억달러 규모)가 올해 발주될 예정이며 교통통신, 인프라 투자 중심의 MP3EI(인도네시아 경제개발가속화) 프로젝트가 계속 실시될 것이다. 또 정부가 최저임금을 평균 18% 인상할 것이며 경기회복과 대형 프로젝트 진행을 뒷받침하기 위해 중앙은행이 저금리 기조를 유지할 것으로 보인다.

필리핀은 대규모 인프라 투자, 저금리 기조 유지 전망

필리핀의 경우 올해 인프라 프로젝트에 약 100억 달러(4,000억 필리핀페소)의 정부 예산이 집행될 예정이다. 이는 정부 총예산의 1/4에 해당하는 액수로 사상최대 규모다. 도로, 철도, 공항, 병원, 교육 등의 핵심인프라를 구축하기 위해 Aquino 신정부가 출범 이후 추진하고 있는 PPP(민관협력프로젝트)에 상당 부분의 자금이 투자될 예정이며 PPP의 원활한 추진을 위해 중앙은행도 저금리 정책을 유지할 것이다.

베트남은 적극적 경기부양, 부동산 규제완화, 저금리 기조 예상

베트남의 경우 정책기조가 작년 말부터 적극적 경기부양으로 전환됐는데 올해도 이런 기조가 유지될 전망이다. 그 동안 비생산 분야로 지정돼 규제가 집중됐던 부동산에 대해 실수요자 저금리 자금지원, 개발업체 세금감면 등의 완화조치가 시행될 예정이다. 또 정부가 기업의 자금조달비용 경감, 소비확대 등을 위해 여러 정책금리 및 예금금리 상한선을 추가로 인하하겠다고 공개적으로 밝히고 있어 금리인하 기조가 이어질 것이다. 아울러 소비 부양을 위해 개인소득세의 공제 기준액도 상향될 예정이다.

〈표 9〉 ASEAN 5개국의 2013년 주요 경기 부양책

국가	주요 내용
태국	- 수자원, 교통, 물류 등의 인프라 구축 본격추진 (관련 정부투자 증가율 18%) - 최저임금 22%(300바트/일) 인상(전국적 시행) - 저금리 기조유지 - 소득세 인하(30%→23%, 내년 20%로 추가인하 예정)
말레이시아	- ETP(경제변혁프로그램) 추진 (9.7억달러) - 서민주택 12.3만호 건설 (6.2억달러) - 최저임금제 본격 시행 - 저소득층 소득세 감면, 스마트폰 구입 보조금 지급
인도네시아	- 발전, 수자원, 교통 등의 14개 인프라 프로젝트 발주 (61억달러 규모) - 교통통신, 인프라 투자중심의 MP3E(인도네시아 경제개발가속화) 프로젝트 지속 - 최저임금 인상 (인상률: 전국평균 18%, 자카르타주 43.9%) - 중앙은행 저금리 기조 유지
필리핀	- 도로, 항만 등의 인프라 프로젝트 투자 확대(100억달러 예산편성) - 저금리 정책기조 유지 * 5월 선거를 전후한 관리비용, 정치캠페인 지출 확대
베트남	- 통화공급 확대, 정책금리/예금금리 인하 - 비생산 분야(부동산, 증권업 등)에 대한 대출규제 완화 - 부동산 실수요자 저금리 자금지원(19억달러), 개발업체 조세혜택 - 개인소득세 공제 기준액 상향

자료: 각국 정부, 현지 언론, 한국투자증권

2) 장기적인 내수소비 확대 가능성

최근 수년간 ASEAN 5개국의 소비 비중 하락

ASEAN 5개국의 민간소비 비중(경상GDP기준)은 2002년 62.2%에서 2011년에 56.9%로 하락했고 2012년에는 57.8%를 기록한 것으로 추정된다. 수출 및 무역흑자, 투자를 중심으로 빠르게 성장한 인도네시아의 경우 2002년 67.6%에서 2012년 54.2%로 소비비중이 크게 떨어졌고 태국, 베트남도 하락했다. 미국의 민간소비 비중이 2002년 69.9%에서 2011년 71.2%, 2012년 70.9%로 높아진 것과 비교된다.

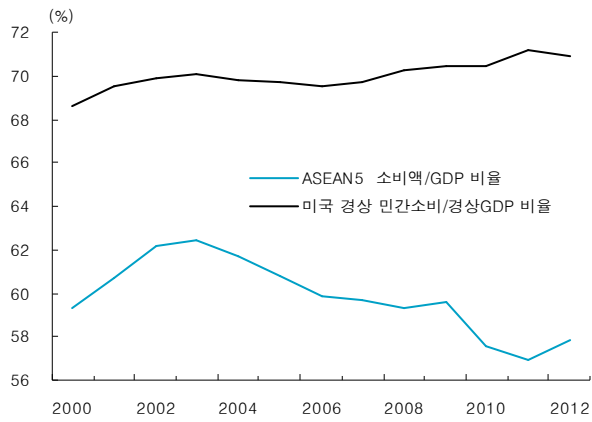
대외환경 악화로 투자 및 소비를 새로운 성장 동력화

미국을 비롯한 선진국이 재정 및 가계수지 악화, 경기 둔화로 장기적으로 수입을 늘리지 않을 것이며 오히려 자국통화 절하, 무역장벽 등을 통해 수출 부양에 나서고 있어 동남아 주요국의 수출증가세는 이전보다 둔화될 수 밖에 없을 것이다. ASEAN 각국은 수출을 대신할 성장동력을 투자와 소비의 내수경기에서 찾으려 할 것이며 이런 조짐은 이미 2008년 이후 나타나기 시작해 최근 더욱 뚜렷해지고 있다.

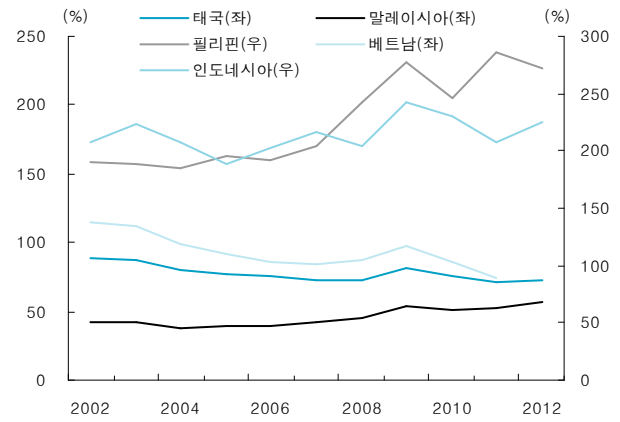
장기적으로 내수시장 확대 전망

투자확대를 통한 빠른 성장과 함께 최저임금 인상기조, 분배구조 개선, 복지분야 지출확대 등에 힘입어 동남아 주요 국가의 내수시장은 장기적으로 확대될 가능성이 높다.

[그림 11] ASEAN 5개국 및 미국의 소비/GDP* 비중



[그림 12] ASEAN 5개국의 소비/수출액 비중



주: 경상기준
자료: CEIC, 한국투자증권

자료: CEIC, 한국투자증권

종목분석

롯데쇼핑(023530)	20
코스맥스(044820)	26
한국콜마(161890)	32
베이직하우스(084870)	37
영원무역홀딩스(009970)	46

롯데쇼핑(023530)

매수(유지) / TP: 520,000원(유지)

주가(2/27, 원)	385,000
시가총액(십억원)	12,124
발행주식수(백만)	31
52주 최고/최저가(원)	399,000/276,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	17,784
유동주식비율(%)	35.9
외국인지분율(%)	14.8

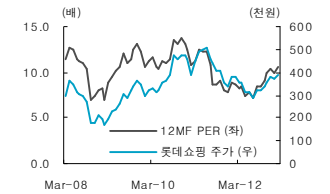
	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)
2010A	19,018	1,658	1,540	1,035	35,626	44.6	2,106	13.3	7.1	1.0	8.1
2011A	22,253	1,819	1,555	932	32,084	(9.9)	2,379	10.6	4.7	0.7	6.9
2012F	25,015	1,468	1,632	1,082	37,248	16.1	2,126	10.1	6.5	0.7	7.5
2013F	29,883	1,746	1,757	1,147	36,427	(2.2)	2,493	10.6	6.2	0.8	7.4
2014F	32,957	1,946	1,911	1,247	39,586	8.7	2,791	9.7	5.5	0.7	7.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.0	17.6	2.7
상대주가(%p)	2.1	13.1	2.0

12MF PER 추이



아시아의 유통기업, 중국과 동남아가 성장동력

해외 마트 실적 개선의 시그널: 롯데쇼핑은 국내 소매시장을 넘어 해외 사업에서 성과가 나타나는 시기에 진입했다. 매년 늘어났던 해외 마트의 영업손실은 올해 축소 반전되어 향후 구조적인 개선 추세를 보일 전망이다. 2012년 해외 마트 EBITDA는 200억원으로 2010년 400억원에서 2011년 140억원으로 줄어든 이후 상승 반전되었다. 우리가 예상했던 10억원 수준의 '소폭' 개선보다 더 큰 폭이다. 2012년 중 해외 마트 실적 개선의 시그널은 꾸준히 나타나고 있었다. 기존점매출은 2012년 2분기부터 상승세로 돌아섰으며, 신규점까지 포함한 점포별 평균 매출도 늘어났다. 물류통과율도 높아졌으며, 올해는 신규 물류센터(제남)가 가동되면서 물류통과율이 더 높아질 것으로 예상된다. 100개 점포를 상회하는 규모의 경제에 더해 점포별 효율 개선이 나타나고 있다.

2013년은 성장의 변곡점: 해외 마트의 점포수는 늘어나고 있으며, 올해도 22개의 신규 출점이 예정되어 있다. 현재 해외 마트 점포수는 총 138개(중국 103, 인도네시아 31, 베트남4)로 국내 103개보다 많고, 격차는 더 벌어질 전망이다. 신규 출점이 계속되면서 손익이 개선된다는 것은 성장의 변곡점을 지나고 있다는 의미로 해석된다. 기존점 이익이 신규점 초기 손실을 커버하면서 normalize 기간까지 영업이익률은 지속적으로 높아지고, 신규 출점을 위한 투자 여력도 갈수록 높아진다. 중국, 인도네시아, 베트남 소매시장은 성장 단계에 있다. 포화에 달한 우리나라 소매시장과 달리 신규 출점 부지가 많고, 특히 중국의 '신형 도시화' 정책에 따라 신규 상권은 더 늘어날 전망이다. 성장하는 해외 시장에서 자리를 잡았다는 것은 롯데쇼핑이 '성장하는 유통기업'으로 변모했음을 뜻한다.

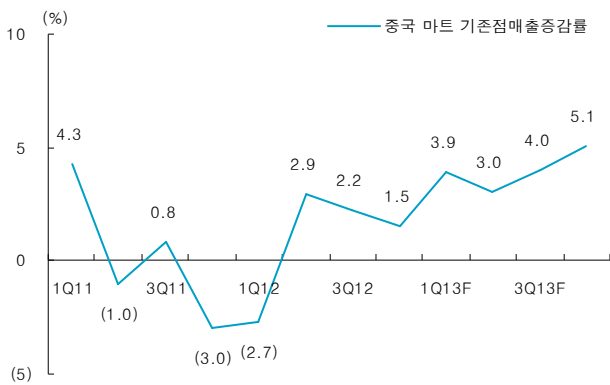
롯데쇼핑 1강 체제, 유통업종 top pick, 목표주가 520,000원 유지: 국내 소매시장에서 롯데쇼핑의 시장 지배력은 날로 커져가고 있다. 하이마트(현 롯데하이마트) 인수로 롯데쇼핑은 소매유통의 포트폴리오를 완성했으며, 전통적인 소매업체 외 아웃렛, 창고형 마트, 온라인쇼핑 등 모든 부문에서 영향력을 확대하고 있기 때문이다. 유통업의 경쟁력은 시장점유율을 바탕으로 제조업체에 대한 협상력을 높이는 데에 있다. 우리나라 소매시장에서 롯데쇼핑의 점유율은 지난 3년간 계속 높아졌고 올해는 19%로 확대될 전망이다. 의류, 음식료, 생활용품 및 가전제품에 이르기까지 의식주 모든 부문의 유통 채널을 장악하고 있으며, 소비 경기 둔화에도 안정적인 실적을 기대할 수 있다. 국내 소매시장은 이제 롯데쇼핑 1강 체제로 판단되며, 중국과 동남아 사업 확대를 통해 제조업체에 대한 협상력은 더 강해질 전망이다.

여영상 3276-6159
yeongsang.yeo@truefriend.com

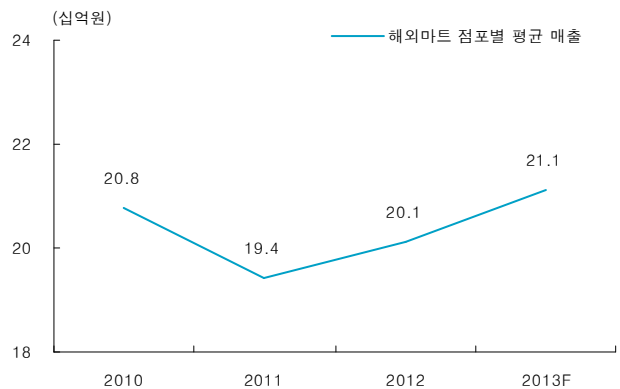
해외 마트 개선 전망

롯데쇼핑의 해외 마트의 2013년 영업적자 규모는 250억원으로 2012년 영업적자 400억원에서 개선될 전망이다. 기존점매출은 2012년 2분기부터 상승 반전되었으며, 2013년 연간 기존점매출증가율은 4%를 예상한다. 매출 증가와 함께 2012년 크게 개선된 물류통과율은 올해 신규 가동되는 제남 물류센터의 영향으로 더 높아질 전망이다. 2013년 해외마트 신규 점포수는 총 22개로 파악되며, 그중 중국 마트의 신규점 수는 15개로 예상된다. 신규점 증가에 따른 비용 증가요인도 있지만, 늘어나는 기존점매출의 이익이 신규점 손실을 감내할 것으로 보인다. 2012년 해외마트의 EBITDA는 200억원으로 2011년 140억원에서 개선되었다. 외형 성장과 물류효율 개선에 따른 결과로 판단되며, 2013년에는 440억원으로 더 큰 폭으로 증가할 전망이다.

[그림 1] 기존점매출 증감률 추세

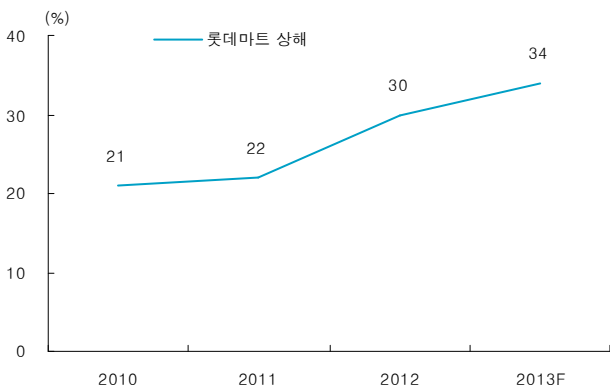


[그림 2] 점포별 평균 매출도 늘어나

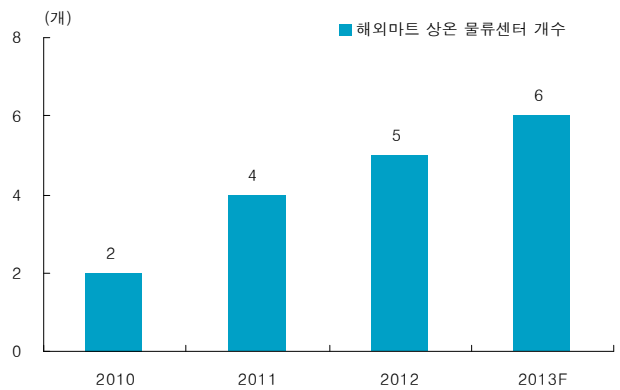


주 1. 점포별 평균 매출은 당해 연도 분기매출 평균값을 기준으로 산출했다. 신규 출점이 많았던 시기에 점포별 매출이 낮아지는 현상을 수정하기 위함이다.
 2. 환율 변동으로 인한 원화환산매출 증감효과를 배제하기 위해 매출에 가장 큰 비중을 차지하는 위안화의 2012년 말 환율을 기준으로 점포별 매출을 산출했다.
 자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

[그림 3] 롯데마트 상해 물류통과율



[그림 4] 상온 물류센터 개수



자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

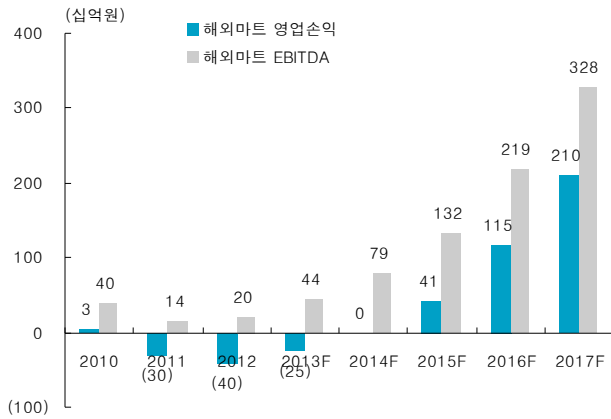
<표 1> 중국 롯데마트 점포 현황

(단위: 개)

점포수	전체	순증	운영/지역별 분류			법인 별 분류			
			화둥	화북	동북	상해	산둥	북경	심양
2007	6	6	-	6	-	-	-	6	-
2008	8	2	-	8	-	-	-	8	-
2009	11	3	3	8	-	-	3	8	-
2010	82	71	72	9	1	68	4	9	1
2011	94	12	78	12	4	74	4	12	4
2012	102	8	84	12	6	78	6	12	6
2013F	117	15							

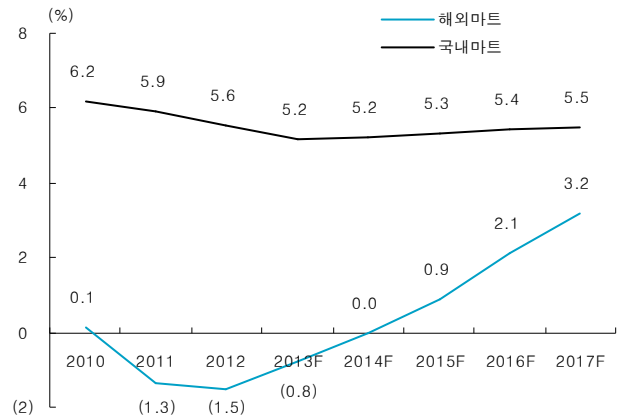
자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

[그림 5] 해외 마트 영업손익과 EBITDA



자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

[그림 6] 국내 vs 해외 마트 영업이익률

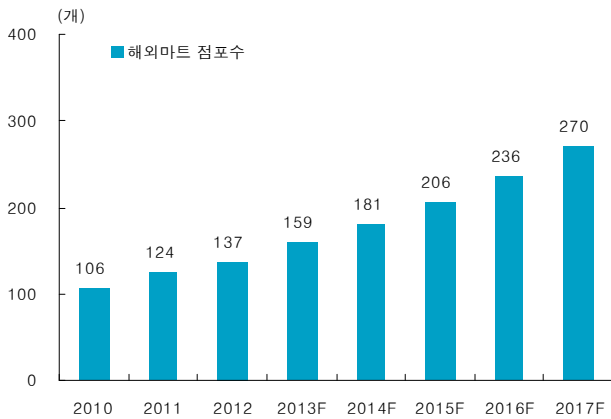


자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

성장은 해외가 주도

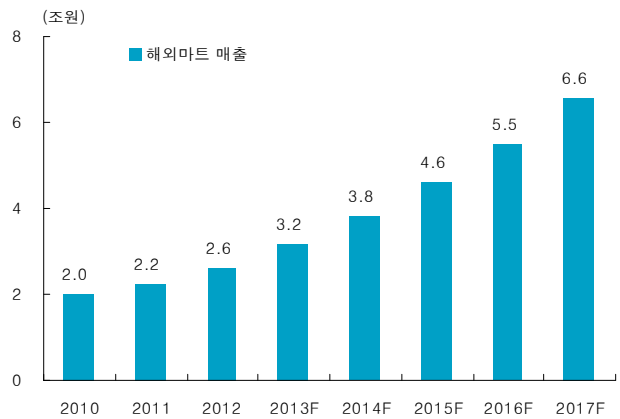
2013년 해외마트의 점포수는 159개로 16% 늘어나고 매출은 3.2조원으로 22% 증가할 전망이다. 신규 출점 여력이 낮은 국내 시장과 전혀 다른 모습이다. 기존점매출증감률도 극명하게 대비될 전망이다. 해외마트는 4% 증가가 예상되는 반면, 국내 마트는 강제 및 의무 휴업 영향으로 마이너스 성장을 기록할 것으로 보인다. 매출증감률이 차이를 보임에 따라 영업이익의 방향성도 서로 다르게 나타난다. 해외마트는 기존점매출 개선 및 외형 성장에 따른 규모의 경제 효과로 이익개선을 기대할 수 있는 반면, 기존점매출이 줄어드는 국내 마트는 영업이익 감소가 불가피하다. 성장하는 해외 시장에서 점포를 늘려감에 따라 롯데쇼핑의 향후 성장은 해외마트가 주도할 것으로 보이며, 해외마트의 영업이익률은 normalize 수준까지 지속적으로 높아질 전망이다.

[그림 7] 점포수는 16% 증가하고...

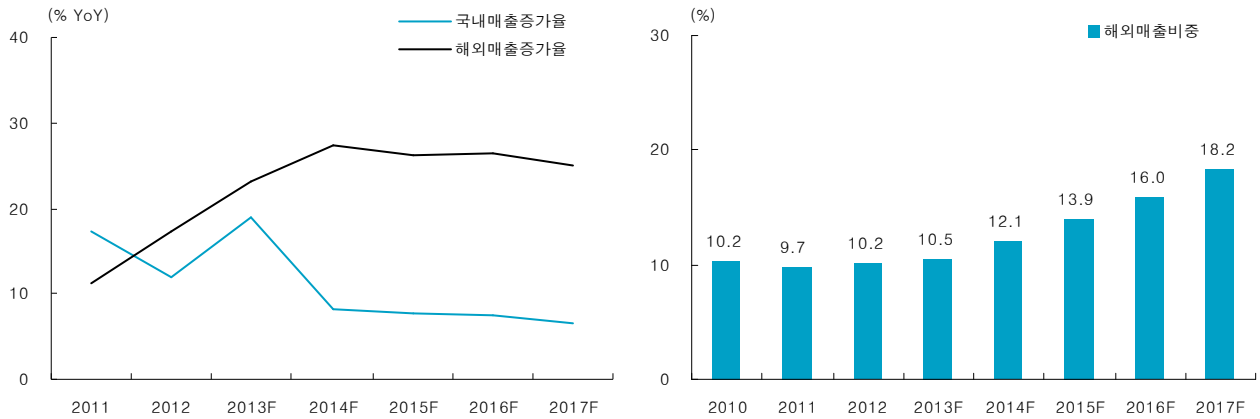


자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

[그림 8] ...매출은 22% 늘어날 전망



[그림 9] 향후 성장은 해외사업이 주도

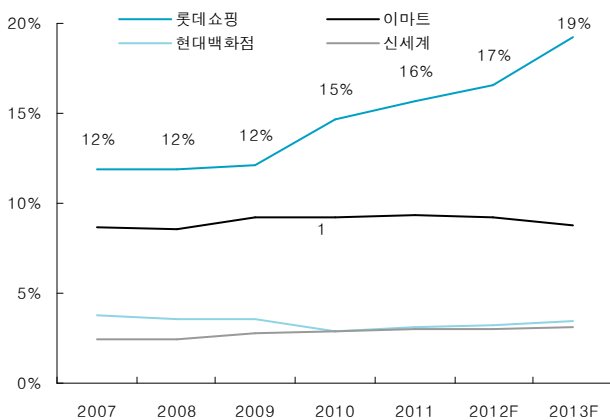


자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

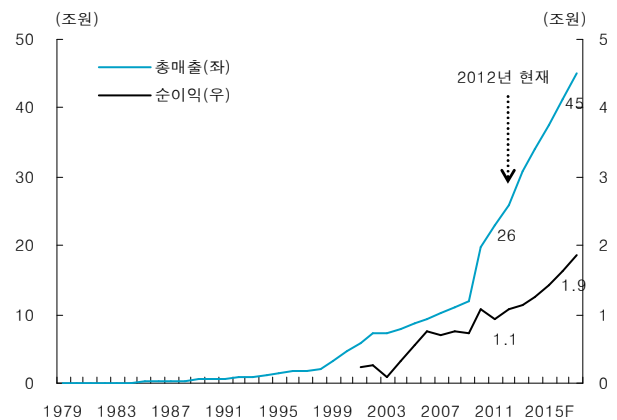
**의류, 음식료에 이어
가전시장까지 장악**

롯데쇼핑의 2012년 국내 소매시장점유율은 17%로 추정되며, 올해는 롯데하이마트와 아웃렛, 편의점 등의 호조로 19%까지 높아질 전망이다. 특히 롯데하이마트 인수는 큰 의미를 갖는다. 의류와 음식료, 가구 및 생활용품에 이어 가전 시장에서도 제조업체에 대한 협상력을 갖추게 되었기 때문이다. 의류 및 음식료 등 여타 품목과 달리 가전시장은 유통업체의 협상력이 매우 약했다. 대형유통업체들도 대부분 시장점유율이 3% 미만에 불과했기 때문이며, 백화점과 마트, 홈쇼핑 등 모든 소매채널을 보유한 롯데쇼핑의 가전시장점유율도 5%에 불과했다. 올해부터는 롯데쇼핑의 가전시장 내 협상력 개선을 예상한다. 롯데쇼핑과 롯데하이마트의 매출 규모를 합산할 경우 가전시장점유율은 17%로 높아지며, 협상력 강화 및 가격경쟁력 확대로 시장점유율은 더 높아질 전망이다.

[그림 10] 주요 유통업체 시장점유율 추이

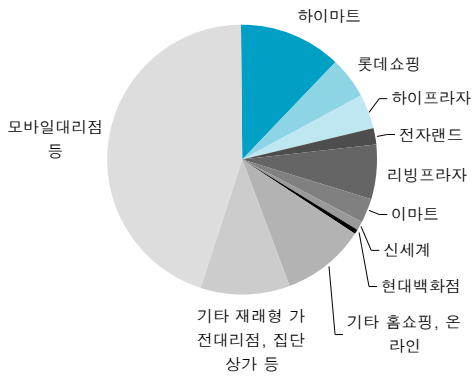


[그림 11] 롯데쇼핑 매출 추이

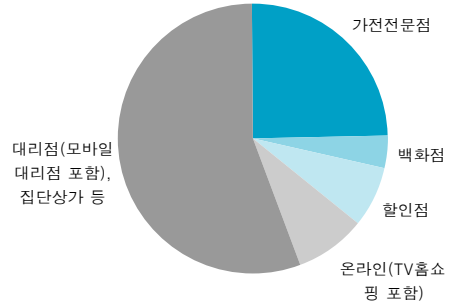


주: 2009년까지 K-GAAP, 2010년부터 IFRS연결 기준, 국내 소매시장 규모는 승용차, 차량연료, 재래시장 제외 기준
 자료: 통계청, 각 사, 한국투자증권

[그림 12] 주요 유통업체 가전/PC/모바일 시장 점유율

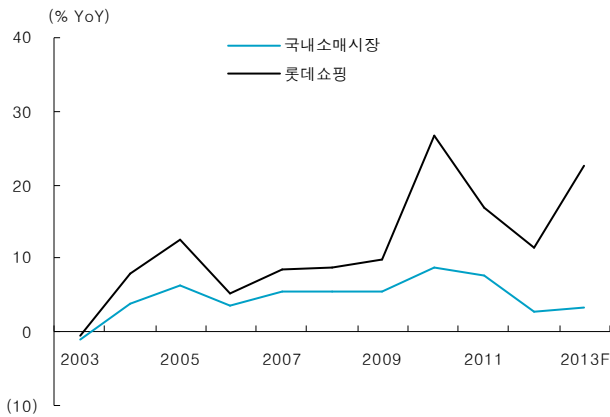


[그림 13] 소매업체별 가전/PC/모바일 시장 점유율

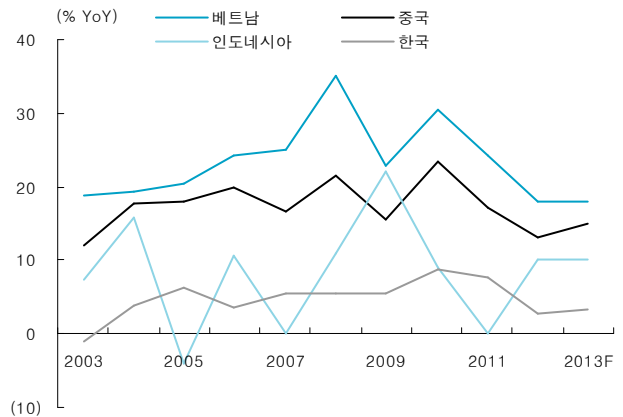


주. 2011년 기준 / 자료: 통계청, 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 더 빠르게 성장하는 롯데쇼핑

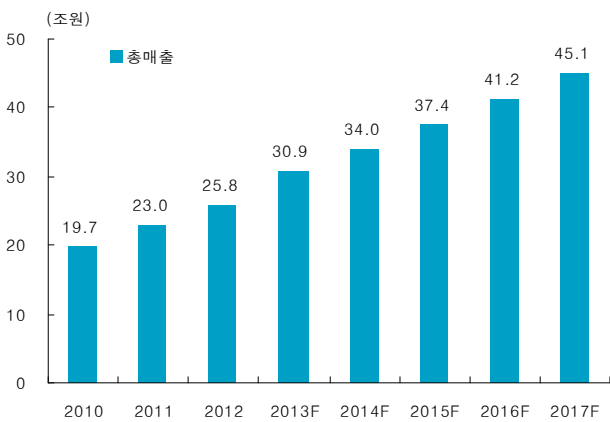


[그림 15] 롯데쇼핑 진출 국가별 소매판매증가율

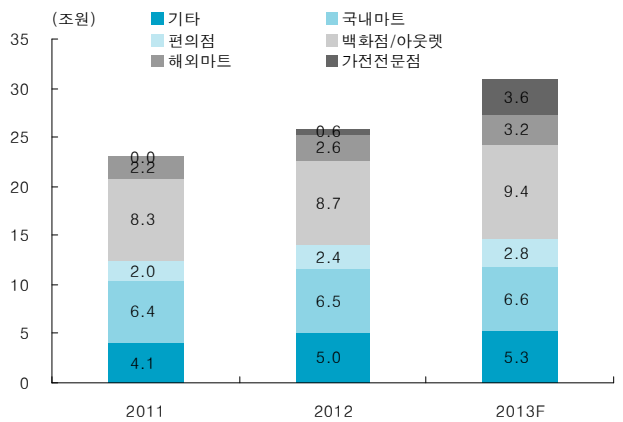


자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

[그림 16] 총매출 전망



[그림 17] 부문별 매출



자료: 롯데쇼핑, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	10,029	12,728	13,365	14,697	16,307
현금성자산	1,242	1,958	1,213	1,554	1,813
매출채권및기타채권	503	685	771	921	1,015
재고자산	1,670	2,042	2,752	3,287	3,625
비유동자산	19,162	20,333	23,488	26,261	27,940
투자자산	2,473	2,586	2,850	3,063	3,253
유형자산	12,652	13,154	14,164	16,122	16,882
무형자산	2,267	2,707	4,378	4,931	5,438
자산총계	29,192	33,061	36,853	40,958	44,247
유동부채	9,003	9,911	11,012	12,332	14,009
매입채무및기타채무	4,517	5,311	6,229	7,441	8,206
단기차입금및단기사채	1,299	1,177	1,199	1,234	1,253
유동성장기부채	2,038	2,270	2,252	1,973	2,659
비유동부채	6,547	8,471	10,047	11,605	11,878
사채	4,293	6,390	7,100	7,316	7,416
장기차입금및금융부채	778	362	1,014	1,980	1,916
부채총계	15,550	18,382	21,058	23,936	25,888
지배주주지분	13,109	13,966	15,004	16,104	17,303
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622
자본조정	(16)	(31)	(31)	(31)	(31)
이익잉여금	9,212	10,092	11,130	12,230	13,429
비지배주주지분	533	713	790	917	1,056
자본총계	13,642	14,679	15,795	17,021	18,359

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	170	871	2,183	3,085	2,856
당기순이익	1,104	1,013	1,159	1,274	1,385
유형자산감가상각비	408	482	579	663	758
무형자산상각비	39	78	79	84	87
자산부채변동	(1,820)	(1,153)	413	1,104	685
기타	439	451	(47)	(40)	(59)
투자활동현금흐름	(2,761)	(1,757)	(4,250)	(3,639)	(3,291)
유형자산투자	(1,166)	(1,592)	(1,590)	(2,620)	(1,519)
유형자산매각	484	141	0	0	0
투자자산순증	(127)	(293)	(193)	(131)	(104)
무형자산순증	(137)	(81)	(1,749)	(637)	(594)
기타	(1,815)	68	(718)	(251)	(1,074)
재무활동현금흐름	2,830	1,595	1,322	894	694
자본의증가	47	89	0	0	0
차입금의순증	3,054	1,749	1,366	938	741
배당금지급	(45)	(54)	(44)	(44)	(47)
기타	(226)	(189)	0	0	0
기타현금흐름	4	6	0	0	0
현금의증가	244	716	(745)	341	259

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	19,018	22,253	25,015	29,883	32,957
매출총이익	13,089	15,251	17,401	20,792	22,911
판매관리비	5,929	7,002	7,614	9,091	10,046
기타영업손익	4,271	5,183	6,146	7,345	8,100
영업이익	1,658	1,819	1,468	1,746	1,946
금융수익	180	257	373	212	173
이자수익	79	106	116	118	129
금융비용	312	427	254	249	264
이자비용	179	191	209	217	232
기타영업외손익	(60)	(156)	(27)	(34)	(30)
관계기업관련손익	74	62	71	82	86
세전계속사업이익	1,540	1,555	1,632	1,757	1,911
법인세비용	404	543	473	483	525
연결당기순이익	1,104	1,013	1,159	1,274	1,385
지배주주지분순이익	1,035	932	1,082	1,147	1,247
기타포괄이익	29	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	1,133	1,013	1,159	1,274	1,385
지배주주지분포괄이익	1,059	916	1,082	1,147	1,247
EBITDA	2,106	2,379	2,126	2,493	2,791

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	35,626	32,084	37,248	36,427	39,586
BPS	451,374	480,875	516,623	511,381	549,467
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	18.8	17.0	12.4	19.5	10.3
영업이익증가율	44.4	9.7	(19.3)	18.9	11.4
순이익증가율	44.6	(9.9)	16.1	6.0	8.7
EPS증가율	44.6	(9.9)	16.1	(2.2)	8.7
EBITDA증가율	23.7	13.0	(10.6)	17.3	12.0
수익성(%)					
영업이익률	8.7	8.2	5.9	5.8	5.9
순이익률	5.4	4.2	4.3	3.8	3.8
EBITDA Margin	11.1	10.7	8.5	8.3	8.5
ROA	4.1	3.3	3.3	3.3	3.3
ROE	8.1	6.9	7.5	7.4	7.5
배당수익률	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
안정성					
순차입금(십억원)	765	572	2,162	2,537	2,152
차입금/자본총계비율(%)	62.0	69.6	73.3	73.5	72.2
Valuation(X)					
PER	13.3	10.6	10.1	10.6	9.7
PBR	1.0	0.7	0.7	0.8	0.7
PSR	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.1	4.7	6.5	6.2	5.5

코스맥스(044820)

매수(유지) / TP: 51,000원(유지)

주가(2/27, 원) / 2/20, 원)	47,200
시가총액(십억원)	642
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	54,400/15,850
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	12,465
유동주식비율(%)	75.3
외국인지분율(%)	13.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	204	13	11	10	779	(11.4)	16	15.8	13.2	3.3	21.7
2011A	244	17	14	12	855	9.8	22	18.4	12.4	3.5	20.9
2012F	313	26	25	22	1,634	91.1	34	26.5	19.5	7.3	31.3
2013F	381	34	31	26	1,924	17.7	43	24.5	16.7	6.1	28.1
2014F	465	43	40	34	2,547	32.4	55	18.5	12.9	4.7	28.5

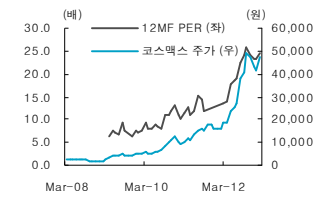
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

해외사업 확대를 통한 중장기 리레이팅에 주목해야 할 때

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.3	33.0	196.9
상대주가(%p)	6.3	28.5	196.2

12MF PER 추이



해외사업 확대가 중장기 리레이팅 견인: 2월 주가 급등(22.6%)으로 인한 단기 valuation 부담은 있지만, 코스맥스의 중장기 리레이팅 스토리는 견고하다. 중국 및 해외사업 확대를 통한 구조적 성장 스토리가 뒷받침되기 때문이다. 한편, 화장품 시장 위축 우려에도 불구하고 2013년 실적 전망도 견고하다(매출 22% YoY). 경기침체 속에서도 ODM 의존도가 높은 매스채널 성장은 상대적으로 견고하고, 주요 자회사들의 매출 고성장이 뒷받침되기 때문이다. 투자 의견 '매수'와 목표주가 51,000원(내재 PER 26.5배)을 유지한다.

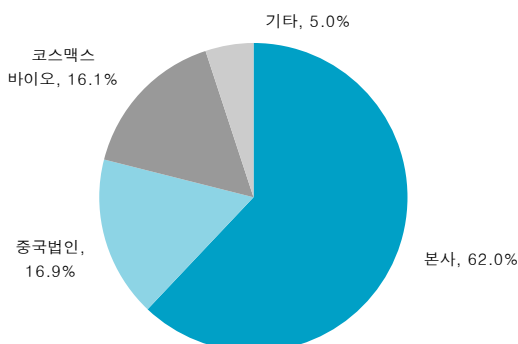
광저우 공장 가동과 함께 중국 본격적인 확장기 진입: 2012년 주가 급등은 국내 저가브랜드 호황이 견인했다면, 2013년에는 중국사업의 본격적인 확장(매출 820억원, 40% YoY)이 주가 상승을 견인할 것이다. 1) 중국 매스시장 확대로 인한 OEM/ODM 수요 증가, 2) 중국 현지 업체 내에서의 높은 인지도, 그리고 3) 제2공장 가동으로 최대 1,400억원의 생산능력 확보 등을 기반으로 제2의 도약기를 맞이할 것이다. 최근 중국 내수 부양 기대감으로 중국 관련주에 대한 관심이 급증하나, 중국에서 규모의 경제를 갖추고 수익을 내는 한국 회사는 정작 많지 않다. 중국 대표주로서 코스맥스의 가치가 계속 부각되는 배경이다.

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangeunlee@truefriend.com

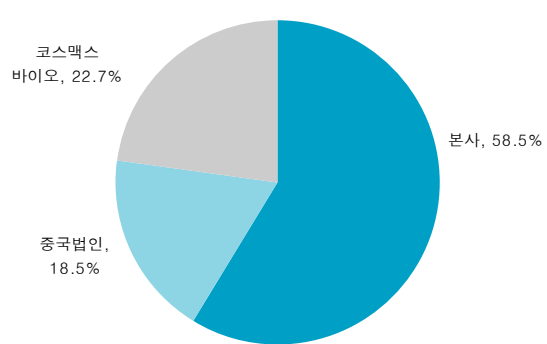
코스맥스 바이오(구 일진제약), 신공장 이전으로 2차 도약: 2007년 흑자전환 이후 폭발적인 성장세를 시현했던 동사는 2013년 3분기 제천 신공장 이전으로 2차 도약기를 맞을 것이다. 최근 건강기능식품 시장(2012년 1조 5,320억원)의 구조적인 성장스토리에 동사의 제형에 대한 독보적인 기술력과 시의적절한 생산시설 투자가 더해져 향후 4년간 연평균 27.5%의 매출 성장(2016년 매출 1,480억원, 매출비중 21%)이 예상된다. 다만 2013년에는 공장이전에 따른 매출 공백으로 일시적인 매출 성장 둔화(21% YoY, 2012년 33.4% YoY)가 불가피하다.

[그림 1] 매출 포트폴리오 (2012년)



자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 2] 순이익 포트폴리오 (2012년)



자료: 코스맥스, 한국투자증권

1. 중국 OEM/ODM 시장 전망

로컬 기업 중심의 중국 매스 시장 성장성 큼

시장전망: 2012년 중국 OEM/ODM 시장(3.6조원)은 한국의 3.6배이나 OEM/ODM 의존도가 높은 중국 매스 화장품 시장의 급부상(중산층 확대와 내수 부양 정책)으로 향후 그 격차는 더 커질 전망이다. 2012년 중국화장품 시장 트렌드를 보아도 백화점을 위주로 한 외국계 럭셔리 브랜드는 매장수가 포화에 이르러 성장정체에 직면한 반면 중국 매스 채널(할인점, 온라인, 전문점) 브랜드들(예, 상의본초) 급부상했다. 이러한 이유로 중국 매스 시장은 엄청난 브랜드 파워와 자본력을 무기로 한 글로벌 기업(L'Oreal, P&G, Shiseido)과 광범위한 매스 채널 장악력을 가진 중국 로컬기업 간 각축장이 되고 있다. 최근 특히 중국 정부가 내수부양을 위해 자국기업 장려정책을 적극적으로 펼칠 전망이어서 중국 로컬기업에 대한 매출의존도가 70~80%에 달하는 한국 ODM 기업에 유리한 환경이 조성될 것이다.

<표 1> 2012년 중국과 한국 화장품 시장 비교

항목	중국	한국	중국/한국 배수	
시장	전체 완제 시장 규모(% YoY)	36조원(15% YoY)	11.4조원(9.8% YoY)	3.2배
	매스채널 시장 규모(% 비중)	16.4조원(45.5%)	4.5조원(39.5%)	
	OEM 시장 규모	3.6조원	1조원	3.6배
업체수	전체 화장품 업체	4,000개 생산업체(23,000개 브랜드)		
	OEM/ODM 업체	1,000개(중국업체 대부분 OEM)	300개 업체	3.3배
시장점유율	콜마/코스맥스 매출(% 점유율)	656억원(1.8%)	4,298억원(43.6%)	0.15배

자료: Euromonitor, 한국투자증권

기술경쟁력과 현지화, 높은 한국 화장품 브랜드 인기 바탕으로 한국업체 수혜 예상

경쟁현황: 중국 OEM/ODM 시장의 엄청난 시장 잠재력을 감안하면, 한국 ODM업체의 수혜 여부는 경쟁 자체보다는 개별회사의 역량(선제적인 capacity 증대, 기술경쟁력, 고객 만족 서비스)에 달려 있다. 중국에 1,000여개의 OEM/ODM 업체가 있으나, 대부분 R&D 연구소가 없는 OEM업체로, 한국과의 기술격차가 5년 이상이어서 실질적인 위협은 되지 않는다. 또한 ODM 산업의 전통적인 강자인 유럽/일본 업체는 현지화 전략에 실패했기 때문에 품질/브랜드 업그레이드를 위해 선진국 ODM 업체를 사용하려는 중국 상위 로컬업체 공략에 있어 한국업체들이 유리한 지위에 있다. 또한 중국에는 2,000개 이상의 완제품 브랜드 업체가 있고, 보통 1개 완제품업체가 10~15개의 OEM/ODM 업체를 이용하기 때문에, 한국 업체들이 경쟁 때문에 고객확보에 어려움을 겪을 가능성은 없다.

- 1) **유럽/미국 업체:** 현지화 전략에 실패, 중국법인을 글로벌 수출용 생산기지로서만 활용. 대표적인 글로벌 프리미엄 브랜드 ODM 업체인 인터코스의 경우 중국 로컬기업용 생산 capacity가 부족하며, 회사 내부 상속분쟁 및 비상장회사로서의 자본조달 어려움 등으로 신시장 확대 어려움에 직면
- 2) **일본 업체:** 중국 내 일본 브랜드 제품 생산에 주력하며, 유럽/미국 업체와 마찬가지로 로컬기업용 capacity 부족. 또한 매뉴얼 중심의 일본 업체의 제품개발/생산 방식으로는 한국시장만큼 빠르게 변하는 중국시장의 트렌드 수용하기 어려운 상황
- 3) **대만 업체:** 글로벌 업체에 비해서는 현지 마케팅, 중국 로컬업체에 비해서는 품질경쟁력 긍정적. 그러나 한국업체 대비 브랜드인지도나 기술경쟁력 뒤쳐져 있음. 또한 아모레퍼시픽이나 LG생활건강처럼 자국 OEM/ODM 업체의 브랜드/품질 관련 간접 광고효과를 줄 수 있는 대만 프리미엄 브랜드가 없는 점도 약점(표 2 참조)
- 4) **중국 업체:** 1,000여개 업체 있으나 기술력/마케팅 열악하고 대부분 OEM 업체

〈표 2〉 중국 Taobao 2,300여개 브랜드 인기검색순위: 높은 한국 화장품 인기, 한국 ODM 업체 간접 광고효과

2013년	기초 브랜드	2012년	순위 상승	2013년	색조 브랜드
1위	상의본초(상의본초)	4위	+3	1위	샤넬
2위	에스티로더	2위	-	2위	메이블린
3위	로레알	8위	+5	3위	Dior
4위	자연당	12위	+8	.	.
5위	랑콤(로레알)	6위	+5	5위	에뛰드(아모레 G)
6위	Clinique(에스티로더)	19위	+13	6위	MAC(에스티로더)
7위	Olay(P&G)	13위	+6	7위	랑콤(로레알)
8위	Avenue	3위	-5	.	.
9위	Mary Kay	5위	-4	18위	슈에무라
10위	라네즈(아모레퍼시픽)	17위	+7	20위	바비브라운
.
12위	백초집(상해가화)	10위	+2	22위	마몽드(아모레퍼시픽)
16위	시세이도(시세이도)	11위	-5	23위	라네즈(아모레퍼시픽)
17위	마몽드(아모레퍼시픽)	35위	+18	.	.
.	.	.	.	28위	시세이도
20위	더페이스샵(LG 생건)	26위	+6	.	.
21위	설화수(아모레퍼시픽)	56위	+35	32위	스킨푸드
.
30위	Kiehl(로레알)	15위	+15	44위	페이스샵(LG 생건)
32위	Elizabeth Arden	.	-	.	.
37위	Watsons	34위	-3	.	.
38위	AUPRES(시세이도)	37위	-1	346위	폰즈
.
50위	이니스프리(아모레 G)	95위	+45	.	.
.
61위	스킨푸드	54위	+7	.	.
69위	에뛰드(아모레 G)	118위	+49	.	.
70위	The body shop	45위	-25	.	.
81위	Dior(LVMH)
90위	록시땅
113위	SK-II (P&G)	72위	-41	.	.
.
135위	드봉(LG 생건)	.	-	.	.
.
203위	미샤(에이블씨엔씨)	228위	+77	.	.
204위	토니모리	.	-	.	.
206위	아이오페(아모레퍼시픽)	185위	+21	.	.
.
239위	오휘(LG 생건)	249위	+10	.	.
.
291위	세포라(세포라 PB)	.	-	.	.
298위	바비브라운(에스티로더)	.	-	.	.
.
527위	Make-up forever(LVMH)	450위	-77	.	.

주: Taobao 2,300여개 브랜드 중 기초 554개, 색조 352개 브랜드가 인기검색순위에 등재, 2013년 2월 18일 검색결과
 자료: Taobao, 한국투자증권

중국내 매스채널 브랜드와 한국 및 로컬 브랜드 강세

2012~2013년 Taobao 인기검색 순위변화 시사점: 1) 초고가 럭셔리 브랜드보다는 매스채널 브랜드 강세, 2) 한국업체의 지속적인 순위 상승(라네즈 Top 10 기초 브랜드 외 마몽드, 더페이스샵, 설화수 Top 21에 랭크), 3) 상의본초(중국 로컬 허브화장품) Top 1 등극 등 중국 로컬업체 브랜드 인지도 상승 등이다. 한국 브랜드 강세는 한국 ODM 업체의 기술력과 브랜드 인지도 상승으로 간접적인 광고효과 역할을 하며, OEM/ODM 의존도가 높은 매스채널 강세도 OEM/ODM 시장의 높은 성장 잠재력을 뒷받침한다.

2. 코스맥스 중국 제2의 도약기

중국 수혜 기대감 속에서
유의미한 매출 창출하는
몇 안 되는 기업 중 하나

코스맥스의 성공적인 중국 진출담은 시장에서 충분히 회자되었고, 2009년부터 주가 상승의 주요 캐털리스트였다. 그러나 2013년부터는 1) 광저우 공장 본격 가동과 더불어 2) 중국 매출 비중이 전체 매출의 21.5%로 상승하는 것을 감안할 때, 중국 스토리는 단순한 주가 상승 캐털리스트가 아닌 회사의 실질적인 주력 매출/수익 동력으로 부상할 것이다. 중국 중산층 확대 및 내수 부양정책 등에 힘입어 2013년에는 필수 소비재 업체들에 대한 관심이 다시 한번 고조될 것이다. 그러나 정작 중국에서 일정 수준의 매출규모를 이뤄내고 수익을 내는 한국회사는 상당히 한정적이다. 이것이 중국 진출에 이미 성공했고 제2의 도약기를 맞이한 코스맥스의 중국스토리에 주목해야 하는 이유이다.

〈표 3〉 중국 관련 대표 소비주 2013년 매출 전망

(단위: 십억원, %)

	오리온	베이직하우스	아모레	락앤락	코스맥스	페이스샵
중국매출(십억원)	1,213	381	348	316	82	40
영업이익률(%)	13	12	7	22	10	25

주: 1) 오리온, 베이직하우스 추정치는 담당 애널리스트 추정치
2) 오리온 중국매출은 법인간 내부매출 제거한 지역매출 기준
자료: 한국투자증권

1) 광저우 제 2공장 2분기 본격 가동

화장품 업체 밀집한 광저우
지역에 선제적으로 진출

중국 화장품 업체의 40%가 광저우 지역에 밀집해 있음에도 불구하고, 광저우 고객사들이 추가적인 비용을 부담하면서 코스맥스를 이용하는 이유는 광저우에 고객사의 기준을 충족할 만한 제대로 된 ODM업체가 없기 때문이다. 2005~2010년 한국 화장품 시장의 생산-판매 이원화 경험을 토대로 중국의 ODM 수요 증가 가능성을 예측하고, 중국에 선제적으로 진출해서 성공을 거둔 것처럼 코스맥스는 다시 한번 발 빠르게 광저우에 진출했다.

노하우와 인지도 바탕으로
빠른 매출 및 이익 성장 기대

이미 중국 내 상당한 인지도를 쌓았기 때문에 선수주도 많이 확보한 상태다. 그러나 공장 안정화 등을 고려해 코스맥스는 가동 첫해인 2013년에 약 80억원의 매출을 예상한다. 다만 그동안 중국사업의 노하우 및 중국 내 높아진 인지도 등을 감안하면 2013년 첫해 바로 손익분기점 돌파를 예상하며, 상해공장보다 훨씬 빠른 매출 증가를 기대할 수 있다. 부지 확보 후 수요확대에 발맞춰 점진적인 증설작업을 거친 상해공장처럼 광저우 공장도 2013년 400억원 생산능력을 시작으로 최대 1,000억원 규모로 확대해 나갈 계획이다.

〈표 4〉 코스맥스 capacity 현황

		생산능력		Note
		현재	2013	
국내	화장품	3,000~3,500억원 (1억 4천 6백만개)		건기식 공장 이전 이후 빈 화성공장에 라인 설치 예정
	건강기능식품	800억원	1,200~1,500억원	
중국	상해	1,000억원(1억 1천만개)		제천 신공장으로 확장 이전, 총투자금액 200~300억원
	광저우	NA	400억원(4천만개)	
인도네시아	화장품	NA	400~500억원	로레알 신공장 인수, 총투자금액 50억원

자료: 코스맥스, 한국투자증권

2) 중국 실적 전망: 연평균 40% 증가하며 2016년 매출 2,251억원 예상

중국 매출 연평균 40% 성장,
peak 영업마진 11%대로
추정

중국 매출은 향후 4년간 연평균 40% 증가해 2016년에는 2,251억원(연결매출 비중 32.1%)에 이를 전망이다. 1) 매출 성장의 2/3는 기존 100여개 브랜드의 주문 확대가, 2) 나머지 1/3은 광저우 지역의 신규고객 확대가 견인할 것이다. 2012년 기준 중국법인의 영업마진은 10.2% 수준으로 한국본사대비(OPM 5.5%) 1.9배 높는데, 향후 매출 확대 등에 따른 규모의 경제 효과로 2016년에는 11.4% 수준이 될 것이다. 생산비용은 낮은 반면 공급단가가 비교적 높게 형성되어 있어, 향후 매출과 품목 믹스 개선에 따라 이론적으로 10% 중반의 마진 시현도 가능하다. 그러나 중국 내 시장 지배력을 유지하기 위해서는 중국법인의 설비 및

R&D 투자가 지속적으로 확대될 예정이고, 정책적으로 향후에는 본사지원보다는 중국법인의 자체적인 비용집행이 많아질 것이다. 따라서 보수적인 관점에서 peak 마진은 11%대로 추정하는 것이 적절하다.

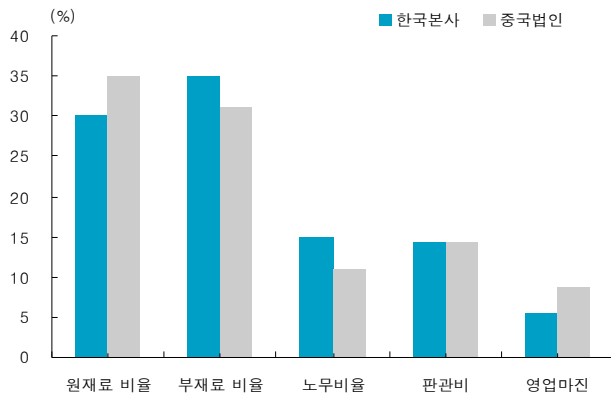
<표 5> 중국법인(상해+광저우) 수익 추정치

(단위: 십억원, %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
매출	4.0	9.3	14.3	25.2	40.9	58.6	82.0	114.9	160.8	225.1
영업이익	0.5	0.9	1.8	1.8	3.6	6.0	8.5	12.3	18.0	25.7
매출 (% YoY)		133	54	76	62	43	40	40	40	40
매출비중 (%)	4.8	8.1	9.3	12.4	16.8	18.8	21.5	24.7	28.2	32.1
영업이익률 (%)	13.0	10.2	12.4	7.2	8.8	10.2	10.3	10.8	11.2	11.4

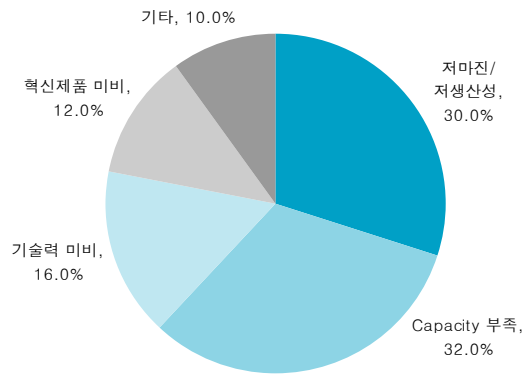
자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 3] 한국과 중국의 매출 대비 원가 구조(2012년)



자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 4] 화장품 업체의 아웃소싱 사용 이유: 코스맥스 사용 배경은 기술력 + 혁신제품 보완이므로 상대적인 공급 단가 높아



자료: 코스맥스, 한국투자증권

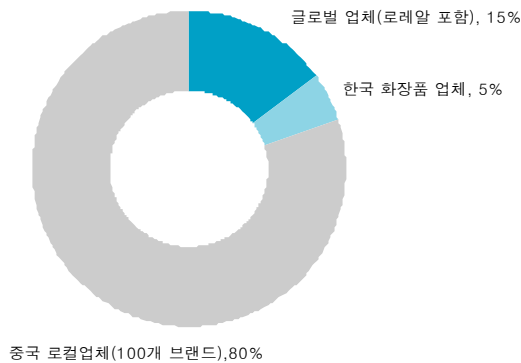
<표 6> 코스맥스 중국고객 Profile: Tier 1~3 아우르는 광범위한 고객확보

(단위: 십억원)

브랜드명	중국매출(2010년)	브랜드 level	브랜드인지도	Taobao 인기검색순위(2013년)
로레알	549	Tier 1	글로벌브랜드, 중국 Top 기초 브랜드 2위	3위
Chcedo(자연당)	478	Tier 1	중국 Top 기초 브랜드 4위	4위
Perfect(완미)	443	Tier 2	암웨이와 유사한 비즈니스 모델 ASP 35,000원~8,900원대의 기초/색조 판매	27위
Esens	18	Tier 3	미백 전문 기초 화장품 회사, ASP 17,000원대	211위

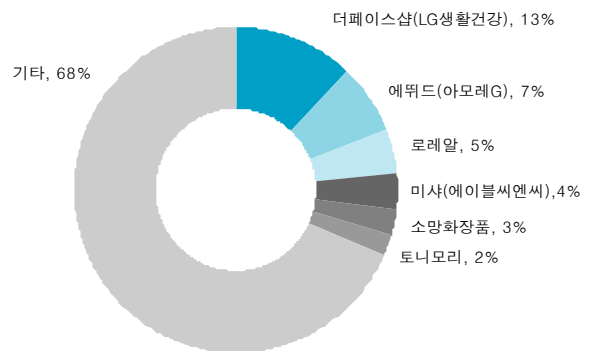
주: Taobao 2,300여개 브랜드 중 기초 554개, 색조 352개 브랜드가 인기검색순위에 등재, 2013년 2월 18일 검색결과
자료: Taobao, 한국투자증권

[그림 5] 중국 고객사별 매출 비중 (2012년)



자료: 코스맥스, 한국투자증권

[그림 6] 국내 본사 고객사별 매출 비중 (2011년 상반기)



자료: 코스맥스, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	69	101	132	161	196
현금성자산	3	10	16	19	23
매출채권및기타채권	39	48	62	75	92
재고자산	22	36	46	57	69
비유동자산	74	99	114	133	146
투자자산	5	6	7	9	11
유형자산	63	88	100	116	125
무형자산	3	3	3	4	5
자산총계	143	199	246	294	342
유동부채	81	114	133	154	165
매입채무및기타채무	35	54	69	84	103
단기차입금및단기사채	42	55	70	75	75
유동성장기부채	2	2	2	2	2
비유동부채	10	24	32	34	37
사채	0	0	5	5	5
장기차입금및금융부채	4	15	15	15	15
부채총계	91	138	165	188	203
지배주주지분	50	60	80	104	137
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	16	16	16	16	16
자본조정	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	31	39	59	82	114
비지배주주지분	2	1	1	2	3
자본총계	51	61	82	106	139

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	8	17	12	30	32
당기순이익	10	11	22	26	35
유형자산감가상각비	3	4	7	9	11
무형자산상각비	0	0	0	1	1
자산부채변동	(9)	(6)	(20)	(8)	(17)
기타	4	8	3	2	2
투자활동현금흐름	(10)	(32)	(24)	(29)	(25)
유형자산투자	(10)	(29)	(20)	(25)	(20)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	4	(2)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(0)	(1)	(1)	(2)
기타	(3)	(1)	(2)	(2)	(2)
재무활동현금흐름	(0)	22	17	2	(3)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	(0)	24	20	5	(0)
배당금지급	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	0	1	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	(2)	7	6	3	4

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	204	244	313	381	465
매출총이익	171	205	259	315	384
판매관리비	33	39	54	66	81
기타영업손익	20	22	27	32	38
영업이익	13	17	26	34	43
금융수익	0	0	1	1	1
이자수익	0	0	1	1	1
금융비용	3	3	5	4	5
이자비용	3	3	5	4	5
기타영업외손익	0	1	3	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	11	14	25	31	40
법인세비용	2	3	3	4	5
연결당기순이익	10	11	22	26	35
지배주주지분순이익	10	12	22	26	34
기타포괄이익	0	1	1	1	1
총포괄이익	10	12	23	27	36
지배주주지분포괄이익	11	12	23	27	35
EBITDA	16	22	34	43	55

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	779	855	1,634	1,924	2,547
BPS	3,710	4,482	5,956	7,718	10,096
DPS	200	200	200	200	200
성장성(% YoY)					
매출증가율	32.1	19.8	28.1	22.0	22.0
영업이익증가율	42.1	32.6	56.0	28.1	28.9
순이익증가율	3.5	13.5	91.0	17.7	32.4
EPS증가율	(11.4)	9.8	91.1	17.7	32.4
EBITDA증가율	17.9	33.5	57.3	27.7	27.1
수익성(%)					
영업이익률	6.2	6.9	8.4	8.8	9.3
순이익률	5.0	4.7	7.0	6.8	7.4
EBITDA Margin	8.0	8.9	10.9	11.4	11.9
ROA	7.6	6.7	10.1	9.8	11.0
ROE	21.7	20.9	31.3	28.1	28.5
배당수익률	1.6	1.3	0.5	0.5	0.5
안정성					
순차입금(십억원)	43	60	73	74	68
차입금/자본총계비율(%)	93.7	118.9	113.5	91.9	70.0
Valuation(X)					
PER	15.8	18.4	26.5	24.5	18.5
PBR	3.3	3.5	7.3	6.1	4.7
PSR	0.8	0.9	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	13.2	12.4	19.5	16.7	12.9

한국콜마(161890)

매수(유지) / TP: 41,000원(유지)

주가(2/27, 원) 20, 원)	31,050
시가총액(십억원)	605
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	33,500/24,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	15,752
유동주식비율(%)	83.3
외국인지분율(%)	31.41.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	260	13	12	11	402	(8.0)	18	NM	0.8	NM	10.7
2011A	303	16	13	19	651	62.1	22	NM	1.9	NM	15.4
2012F	367	30	28	25	1,285	97.3	36	24.2	17.3	4.0	17.8
2013F	433	37	35	31	1,567	21.9	44	19.8	14.3	3.5	18.8
2014F	512	47	47	41	2,113	34.9	55	14.7	11.4	2.9	21.4

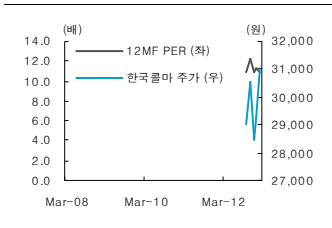
주: 순이익 및 EPS는 지분법이익이 반영된 조정당기순이익 기준

화장품 + 제약 + 해외 삼박자를 갖추기 시작

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.0	NM	NM
상대주가(%p)	1.1	NM	NM

12MF PER 추이



LG생건과 더불어 업종 Top-pick 유지: 한국콜마에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 41,000 원(2013년 목표 PER 26배, 역사적 최고 PER 대비 10% 할인)을 유지한다. 근거는 1) 경기 침체 속 업종 내 가장 뛰어난 실적 모멘텀, 2) 고수의 제약 ODM 사업의 강한 실적 턴어라운드, 3) 그 동안 기대감에 머물렀던 중국사업의 수익창출 가시화 등이다. 한편 콜마비엔에이치(구 선바이오텍과 푸디팜 합병, 건강기능식품의 흡수합병을 통한 수익성 개선(2014년 EPS 기준 추정치대비 26% 증가) 가능성도 주가에 잠재적인 호재가 될 수 있다(확정사안 아님).

중국 등 해외스토리 부재 디스카운트 요인 해소: 그 동안 해외사업 스토리가 전무했으나 지난 2~3년간의 노력으로 2013년부터 한국콜마의 다양한 해외진출 성과가 가시화될 것이다. 공장가동 안정화와 고객 확대로 중국법인이 2012년 손익분기점(매출 70억원)을 돌파하며 본격적인 매출 성장세(2016년 매출 762억원, 2012~2016F CAGR 82%)에 진입할 전망이다. 한편, 글로벌 업체와의 수출 계약논의도 상당히 진행됐다. 현재 3개 글로벌 프리미엄 회사의 공장실사를 완료했거나 제품개발 중이다. 일본콜마의 reference, 기술력(처방권 보유, 제약 수준의 정제시설)과 더불어 그 동안 한국콜마가 부진했던 해외마케팅을 강화했기 때문이다.

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangeunlee@truefriend.com

제약 ODM 사업가치 재부각: 1) 약가인하로 인한 전방사업 위축과 2) R&D 비용 급증이 겹쳐 2012년 초반 실적이 부진했던 제약 ODM 사업은 완벽히 턴어라운드했다. 비용 절감을 위해 중소형 제약사들의 위탁생산 주문이 급증하는 추세여서, 한국의 유일한 제약 ODM 전문기업이자 보건복지부의 혁신형 제약기업(300개 회사중 43개사만 선정)으로 선정된 한국콜마에게는 새로운 기회다. 우리나라와 산업구조가 비슷한 일본 제약산업의 2000년대 아웃소싱 확대 사례 또한 제약 ODM 사업의 구조적인 성장가능성을 뒷받침한다. 제약 ODM의 고마진 구조를 감안할 때, 향후 전체 외형 및 수익성 개선에 지속적으로 기여할 것이다.

〈표 1〉 시나리오 분석: 한국콜마가 콜마비엔에이치 흡수합병시 외형과 수익성 개선 모두에 긍정적

(단위: 십억원)

			2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2013F % YoY	2012~2016F CAGR(%)
이전	한국콜마(1)	매출액	302.6	367.3	432.6	512.1	592.9	687.6	17.8	17.0
		화장품	214.6	265.5	306.0	354.5	404.4	461.9	15.3	14.9
		제약 ODM	86.3	100.1	124.9	155.8	186.7	223.8	24.7	22.3
		영업이익	16.0	29.7	36.8	46.7	57.6	70.7	24.1	24.3
		영업이익률(%)	5.3	8.1	8.5	9.1	9.7	10.3		
콜마비엔에이치(2)	매출액	52.8	90.3	114.4	140.8	173.4	213.8	26.8	24.1	
	영업이익	6.8	13.1	16.7	20.8	26.0	32.4	27.6	25.4	
	영업이익률(%)	12.9	14.5	14.6	14.8	15.0	15.2			
이후	합병 가정(1)+(2)	매출액				595.4	694.5	811.6		
		영업이익				67.6	83.6	103.2		
		영업이익률(%)				11.4	12.0	12.7		

주: 콜마비엔에이치 흡수합병 여부는 2013년 말 또는 2014년 초에 결정 예정
자료: 한국콜마, 한국투자증권

1. 중국사업 시작은 미약하나 끝은 창대: 미래 성장성에 주목해야 할 때

**탄탄한 내수 실적에
중국 성장스토리 본격화로
주가 상승 전망**

매출 규모나 비중 측면에서 한국콜마의 중국 스토리는 업종 내 중국 대표주로 불리는 아모레 퍼시픽이나 코스맥스 대비 미미한 수준이다. 한국 ODM 업체 1위였던 한국콜마는 한국에서 내실을 다진 이후 해외로 나가겠다는 보수적인 정책과 고가 가격 정책(2000년대 중반 글로벌 업체들은 주로 저마진 화장품 OEM 생산 의뢰)으로 해외진출이 늦었기 때문이다.

그러나 업종 불문하고 한국의 많은 업체들이 중국진출 가능성 또는 그 기대감만으로 주가가 상승하는 상황에서, 2007년 법인설립 이후 5년간의 준비 끝에 손익분기점을 돌파하고 100여 개의 고객사를 확보한 한국콜마의 중국시장에서의 성장 가능성은 충분히 주목 받을만하다. 더구나 국내 내수침체 속에서도 화장품 품목개선과 제약 ODM 사업의 강한 턴어라운드로 견고한 실적 모멘텀이 뒷받침되는 상황에서 그 동안 전무했던 해외스토리가 추가되었다는 점은 충분히 주가 상승의 캐털리스트가 될 수 있다.

〈표 2〉 한국콜마의 중국 사업 변천사 및 향후 계획

2007~2010	2010	2011	2012
1) 법인 설립 2) 중국 화장품 회사 컨설팅 업무(화장품 제조, 공장설계) 통해 중국 네트워크 형성	2010.6 북경공장 가동 (capacity 300억원)	90개 고객사 확보	1) 손익분기점 돌파 2) 100개 고객사 확보
2013F	2014F	2015F	2016F 이후
북경공장 증축 (4Q13F capacity 1,000억원 확보)	광저우 지역 진출	한국 → 중국향 반제품 매출 강화	지역 및 공장(9개) 확대를 통해 최대 capacity 5,000억원 확보

자료: 한국콜마, 한국투자증권

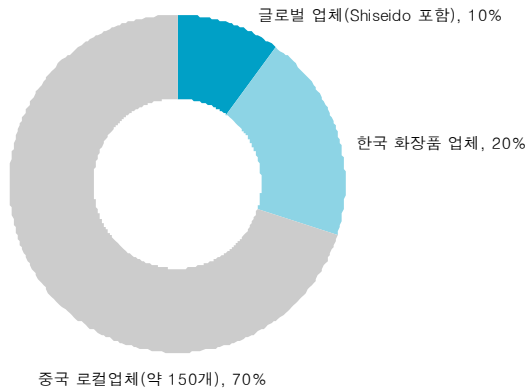
**가동 첫해 매출 기대치
대폭 하회**

2010년 6월 공장 가동 이후 2년 6개월 만에 초기 어려움을 극복하고 2012년 손익분기점을 돌파한 콜마 북경법인의 본격적인 매출 성장이 예상된다. 한국콜마는 1) 상해보다 화장품업체가 많지 않은 북경에 생산기지를 둔 지리적 불이익, 2) 현지 공장 인력과 협력업체의 숙련도 미숙 등으로 공장 가동 첫해 매출이 10억원에 그치며 시장의 기대(매출 100억원)를 대폭 하회했다.

**2012년 손익분기점 돌파,
기술력 및 높은 브랜드 파워
바탕으로 성장스토리 재현**

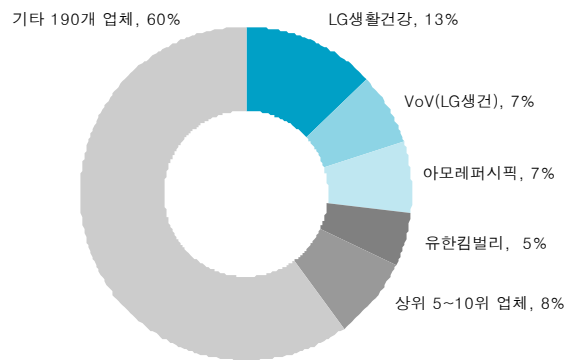
그러나 공장가동이 안정화되고 협력업체들의 품질관리(Quality Control, QC) 수준이 향상되면서 고객수가 2011년 90개, 2012년에는 100개로 증가해 2012년 매출 70억원과 함께 손익분기점 돌파가 예상된다. 2012년 기준으로 600억원의 매출을 달성한 코스맥스와 한국콜마의 매출 및 생산능력 격차는 아직 크다. 그러나 중국 매스 시장 확대와 더불어 한국콜마의 1) 기술력, 2) 한국 1위 ODM 업체로서의 위상, 3) 글로벌 9개 업체가 공유하는 "콜마" 브랜드 파워 덕분에 중국 로컬업체 및 중국 진출 글로벌 업체 내 인지도가 빠르게 올라가고 있다. 따라서 장기적인 측면에서는 코스맥스가 그 동안 보여줬던 성공적인 중국매출 확대 스토리를 한국콜마 또한 충분히 이어갈 수 있다.

[그림 1] 중국 고객사별 매출 비중 (2012년)



자료: 한국콜마, 한국투자증권

[그림 2] 국내 본사 고객사별 매출 비중 (2011년)



자료: 한국콜마, 한국투자증권

**다양한 품목 생산으로
실질 생산능력 부족**

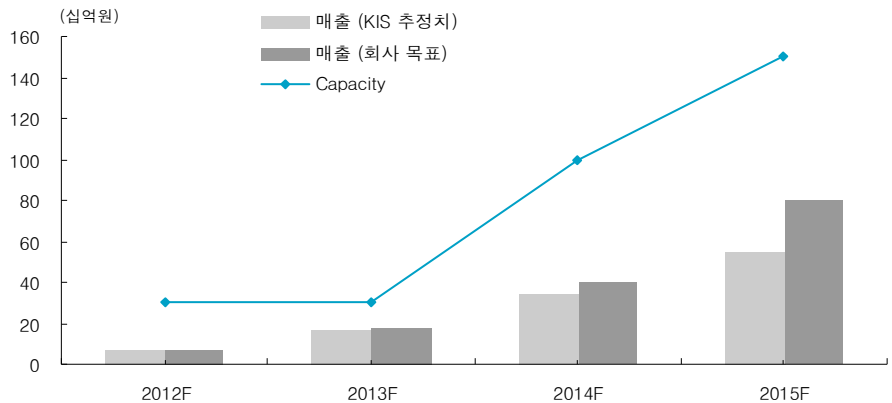
1) 지속적인 capacity 증설을 통해 시장성장에 선제적으로 대응

향후 한국콜마의 중국매출 확대의 성공변수는 밀려드는 수주에 시의적절하게 대응할 수 있는 선제적인 capacity 확대다. 또한 신규 고객사들은 OEM/ODM 업체의 여유 capacity 규모를 확인하고 주문을 주기 때문에 지속적인 capacity 증설이 중요하다. 현재 북경콜마의 capacity는 단일품목 기준으로 500억원(2교대 기준)이나, 워낙 다양한 품목을 생산하기 때문에 실질적인 capacity는 200~300억원 수준이다. 2012년 초기 회사가 월 수주 20~30억원에 근거해 연간 매출 150억원을 예측했다가 매출 가이드스를 하향한 것도 실질 capacity 부족 때문이었다.

**2H13 생산능력 1,000억원
확보 계획**

2013년 하반기까지 현재 1층인 공장을 3층으로 증축해 1,000억원의 capacity를 확보할 계획이다. 증설에 소요되는 자금은 총 80억원으로 내부 현금(단기금융자산 포함 200억원)과 EBITDA(2013년 440억원) 규모를 감안하면 재정적으로 큰 부담은 없다. 또한 공장 설립 시 중국 정부로부터 3층까지 허가를 이미 받아 2013년 말까지는 증설이 완료될 것이다.

[그림 3] 중국 생산시설 증대와 매출 추정치: 2013년 말 중국 대규모 capacity 완료되면 매출 급증



자료: 한국콜마, 한국투자증권

화장품 업체 밀집된 광저우에 저가라인용 공장 확보 예정

중국 선두업체인 코스맥스가 화장품업체의 40%가 밀집된 광저우에 제2공장 가동(2013년 2분기부터 상업생산 본격화)을 준비하는 것처럼 한국콜마도 기존 공장인수 방식을 통해 광저우 진출을 준비 중이다. 북경 이외의 지역 고객에 대해서는 고객사가 직접 물류비를 부담하지만, 보다 적극적으로 광저우 지역 고객을 공략하기 위해서는 광저우 공장 진출이 필요하기 때문이다. 한국콜마는 향후 중장기적으로 생산 이원화를 통해 북경공장은 고가라인 위주로, 인건비가 보담 저렴한 광저우 공장은 저가라인 위주로 활용할 계획이다.

중국 및 북경 진출 결정에 일본콜마의 영향 및 향후 마찰 가능성 없음

북경 이외의 중국지역 확대 시 일본콜마와의 마찰 가능성에 대해 시장의 우려 있으나, 실제로 일본콜마와 한국콜마는 별도의 회사이기 때문에 이해관계 충돌은 전혀 없다. 한국콜마가 북경에 진출한 이유는 후발업체로서 상해 대비 경쟁이 치열하지 않으면서, 상대적으로 성장 잠재력이 큰 시장을 공략하기 위해서였다. 또한 북경공장 근처에 아사히나 코카콜라 보틀링 공장이 있을 정도로 화장품 공장에 중요한 좋은 수질을 확보할 수 있다는 점도 의사결정에 긍정적으로 작용했다. 일본콜마와는 지금도 우호지분관계(일본콜마, 한국콜마 지분 14.26% 보유)를 유지하고 있으며, 중국 내에서도 해마다 정기적인 공동 R&D/presentation 기회를 갖고 있어 오히려 협력관계를 통한 시너지가 예상된다.

〈표 3〉 한국콜마 capacity 현황

		생산능력			Note
		현재	2013	2014	
국내	화장품	2,500억원		3,500억원	중국향 반제품(400억원), 글로벌업체 수출용(600억원) 위해 공장 확장 이전, 총투자금액 250억원(40억원 기투자)
	제약	1,500억원		2,000억원	화장품 공장 확장 이전 이후 신정공장 free space에 제약라인 설치 예정
중국 화장품	북경	300억원	1,000억원		증설중(2013년 말 완공), 총투자금액 80억원

자료: 한국콜마, 한국투자증권

증설완료 기점으로 비약적 매출 성장과 마진 상승 전망

2) 중국 실적 전망: 연평균 82% 증가하며 2016년 매출 762억원 예상

대규모 증설이 완료되기 전까지는 선택적으로 수주할 수밖에 없기 때문에 2013년 매출은 170억원(143% YoY)으로 예상된다. 증설이 완료되는 2014년부터는 매출 규모(340억원)가 비약적으로 확대되어 2016년에는 매출 762억원(2012~2016F 82% CAGR) 달성이 가능할 것으로 전망한다. 브랜드 인지도와 자금력이 높은(선수금 비중 50%, 현금 지급) 중국 상위사와 글로벌 기업 위주로 고객사를 선정하고, 한국콜마가 처방권을 보유한 기능성 화장품을 많이 납품하는 만큼 영업마진은 2013년 7%, 2014년 11% 달성이 가능할 것으로 본다. 과거 코스맥스 또한 매출 40~93억원을 시현하면서 10.2~13%의 영업마진을 달성한 점을 고려하면 과도한 추정치는 아니다. 이후 규모의 경제가 확립된 2016년에는 15%의 영업마진이 예상된다.

〈표 4〉 중국법인 매출 추정치

(단위: 십억원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F
매출	0.1	0.9	5.2	7.0	17.0	34.0	54.4	76.2
영업이익	(0.4)	(1.1)	(0.9)	0.0	1.2	3.7	7.1	11.4
매출 (% YoY)		473	502	36	143	100	60	40
매출비중 (%)*	0.1	0.3	1.7	1.9	3.9	6.6	9.2	11.1
영업이익률 (%)				0.7	7.0	11.0	13.0	15.0

주: 중국 매출 비중은 중국법인 매출과 한국콜마 본사 매출의 단순 합산(내부거래 제거)대비 비중
 자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	105	112	133	158	187
현금성자산	12	7	4	4	5
매출채권및기타채권	44	61	74	87	103
재고자산	34	33	40	48	56
비유동자산	107	133	100	156	172
투자자산	27	47	7	27	32
유형자산	59	66	77	100	106
무형자산	8	8	3	12	14
자산총계	211	245	234	314	358
유동부채	76	99	135	178	182
매입채무및기타채무	49	53	59	69	82
단기차입금및단기사채	15	39	32	33	34
유동성장기부채	10	5	0	0	0
비유동부채	17	22	9	17	19
사채	4	4	0	0	0
장기차입금및금융부채	9	13	5	12	13
부채총계	93	121	144	195	201
자본금	14	14	10	10	10
자본잉여금	44	44	80	80	80
자본조정	0	(2)	0	0	0
이익잉여금	60	68	0	28	68
자본총계	119	124	90	118	157
조정자본총계	112	131	150	175	210

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	8	8	10	59	25
당기순이익	11	12	25	31	41
유형자산감가상각비	4	5	6	7	7
무형자산상각비	0	1	0	1	1
자산부채변동	(14)	(12)	(19)	21	(22)
기타	5	3	(3)	(0)	(3)
투자활동현금흐름	(21)	(34)	24	(64)	(24)
유형자산투자	(10)	(12)	(17)	(30)	(13)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(6)	(19)	42	(19)	(2)
무형자산순증	(1)	(1)	5	(10)	(3)
기타	(4)	(2)	(6)	(5)	(6)
재무활동현금흐름	8	20	6	6	(0)
자본의증가	4	0	31	0	0
차입금의순증	6	23	(24)	8	2
배당금지급	(3)	(3)	(3)	(2)	(2)
기타	1	0	2	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(5)	(6)	40*	0	1

주: 1. K-IFRS (별도) 기준
 2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산
 3. 2010~2011A는 분할 이전 기준
 4. *2011~2012년 대차대조표 기준(분할 이전 vs. 분할 기준) 차이로 2012년 현금흐름표상의 현금증가와 실제 현금증가 불일치

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	260	303	367	433	512
매출원가	46	52	69	83	100
매출총이익	29	37	40	48	55
판매관리비	(3)	1	1	1	1
영업이익	13	16	30	37	47
금융수익	3	2	2	2	2
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	4	4	4	4	4
이자비용	2	3	3	2	2
기타영업외손익	0	0	(1)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	(0)	2	1	3
세전계속사업이익	12	13	28	35	47
법인세비용	1	2	3	4	6
당기순이익	11	12	25	31	41
기타포괄이익	(0)	(1)	0	0	0
총포괄이익	11	11	25	31	41
EBITDA	18	22	36	44	55
조정당기순이익	11	19	25	31	41

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	402	651	1,285	1,567	2,113
BPS	3,876	4,628	7,720	8,974	10,802
DPS	100	105	105	105	105
성장성(%, YoY)					
매출증가율	38.0	16.5	21.4	17.8	18.4
영업이익증가율	(3.3)	22.3	85.2	24.1	26.9
순이익증가율	(4.3)	66.6	33.8	21.9	34.9
EPS증가율	(8.0)	62.1	97.3	21.9	34.9
EBITDA증가율	(1.2)	21.1	63.9	24.5	24.4
수익성(%)					
영업이익률	5.0	5.3	8.1	8.5	9.1
순이익률	4.3	6.2	6.8	7.1	8.0
EBITDA Margin	6.9	7.2	9.7	10.3	10.8
ROA	5.8	5.1	10.5	11.2	12.3
ROE	10.7	15.4	17.8	18.8	21.4
배당수익률	1.3	1.4	0.3	0.3	0.3
안정성					
순차입금(십억원)	14	44	19	24	22
차입금/자본총계비율(%)	32.5	49.4	41.5	38.3	30.0
Valuation(X)					
PER	NM	NM	24.2	19.8	14.7
PBR	NM	NM	4.0	3.5	2.9
PSR	NM	NM	2.4	1.4	1.2
EV/EBITDA	0.8	1.9	17.3	14.3	11.4

베이직하우스(084870)

매수(유지) / TP: 22,000원(상향)

주가(2/27, 원)	16,650
시가총액(십억원)	347
발행주식수(백만)	21
52주 최고/최저가(원)	21,400/10,600
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,415
유동주식비율(%)	32.3
외국인지분율(%)	30.2

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	389	29	24	7	302	(35.1)	44	60.5	10.8	2.3	3.9
2011A	472	33	27	19	849	180.8	56	20.1	8.8	1.9	10.0
2012F	521	28	21	16	708	(16.6)	52	20.7	8.0	1.5	7.5
2013F	554	49	44	33	1,438	103.2	74	11.6	5.9	1.5	13.7
2014F	624	63	59	45	1,936	34.6	88	8.6	5.0	1.3	15.9

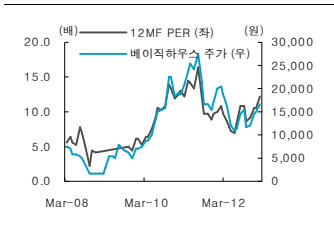
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

중국 의류 소비 확대 최대 수혜주

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.7	21.5	(19.8)
상대주가(%p)	8.8	17.0	(20.4)

12MF PER 추이



투자의견 '매수'유지, 목표주가 22,000원 상향: 중국의 낮은 인당 의류 소비에 따른 성장 잠재력과 동사의 빠른 시장 진입으로 인한 중국 자회사 고성장, 2013년 매장 효율화와 수익성 개선에 근거해 투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 기존 18,000원에서 22,000원(2013F PER 15배)로 상향한다. 금년 기대보다 높은 중국 법인의 외형 성장을 반영해 EPS를 기존 대비 9% 상향했고 목표 PER을 13.6배에서 15배로 상향했다. 지난 4분기 폭발적인 실적 개선에 이어 1분기에도 연결 영업이익이 340% 급증해 중국 법인의 실적 턴어라운드 지속, 밸류에이션 회복 과정이 예상된다. 동사는 과거 12MF PER 이 8배를 저점으로 중국 법인 기대감이 최고조에 달했을 때에는 20배를 상회한 바 있다. 현주가는 12MF PER 11.6 배로 패션 업종 평균 PER보다 높으나 중국 자회사의 회복 스토리로 인해 높은 프리미엄이 정당화될 것으로 예상된다.

중국 의류 소비 고성장의 최대 수혜주: 동사를 주목하는 가장 큰 이유는 상장 패션 업체 중 중국 시장에서 가장 의미 있는 성적을 거두고 있어 중국 의류 시장 성장의 최대 수혜주이기 때문이다. 조기 시장 진입과 적절한 포지셔닝, 백화점 유통망 선점에 힘입어 이랜드를 제외한 국내 상장 패션 회사 중 가장 월등한 매출 규모와 이익을 창출하고 있다. 현재 6개 브랜드를 출시했고 이 중 여성복 Basic House와 Mind Bridge는 백화점 여성복 상위권이다. 성장 브랜드를 다수 보유하고 있고, 백화점 침투율이 11%에 불과하며 지속적인 신규 브랜드 출시가 예상되어 향후 매장 확대 여력이 높다.

과거 매장 확대 이후 수확기 진입, 2013년 영업이익의 전년대비 76% 증가 예상: 2012년 기준 동사의 매출 64%, 영업이익의 100%를 차지한 중국 법인은 2010~2011년 공격적인 매장 출시 이후 점당 매출 하락과 판관비 부담으로 2012년까지 수익성이 하락했다. 동사는 2012년 수익성 개선에 초점을 맞추어 매장 확대 속도를 늦춰 2011년 판관비 상승의 주요인인 임차료, 인건비, 감가상각비 부담을 완화시키고 있다. 매장 효율화로 인한 점당 매출 확대와 판관비 개선, 경기 회복으로 인한 할인율 축소 등으로 2013년 원가율도 하락할 것으로 예상된다. 2013년 중국 자회사의 영업이익은 전년대비 60% 증가할 것으로 예상된다. 국내 부문도 2012년 Voll 브랜드 철수에 따른 재고평가손실 (60억원) 소멸과 타이트한 재고관리로 흑자 전환이 가능할 것으로 예상된다.

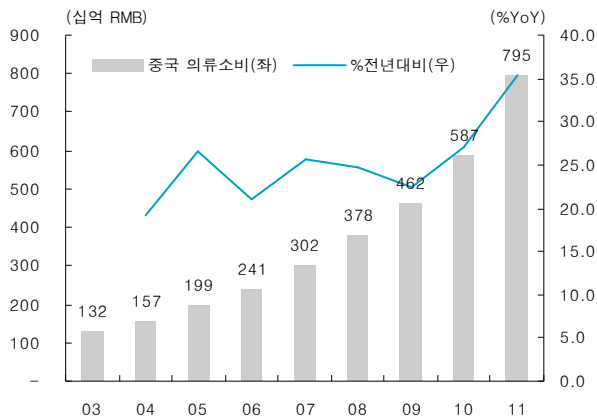
향후 경쟁 심화와 수수료 부담 증가는 우려 요인: 중장기적으로 심화되는 경쟁 속에 포지셔닝 강화가 필요하다. 또한, 2012년 불거진 과도한 백화점 수수료로 인한 수익성 부담도 추후 지속적으로 확인해야 할 부분이다.

중국 의류 시장 overview 및 국내 업체 진출 현황

2012년 중국 의류 소비 167조원 추정, 낮은 인당 소비로 필연적 소비 확대 예상

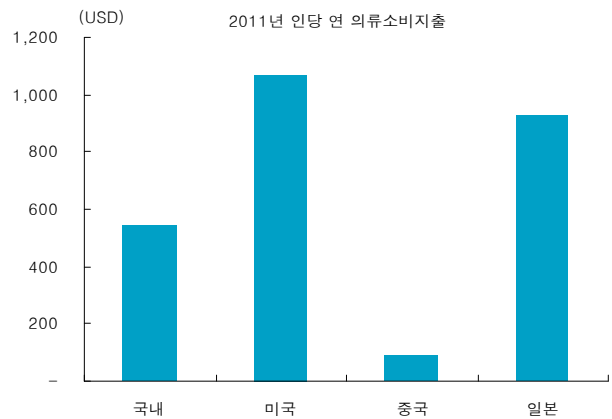
중국 의류 소비증가율은 2004년부터 GDP 증가율을 상회했으며 2011년 시장규모는 7,950억 위안(약 135조원)으로 국내 시장의 4배, 미국 시장의 1/3 규모로 성장했다. 2012년 의류 소비도 약 24% 성장한 9,819억 위안(약 167조원)으로 추정되어 경기 부진에도 시장 확대는 지속되었다. 2011년 기준 인당 연 의류소비지출액이 미국의 8%, 우리나라의 15%에 불과해 향후 소득 확대에 따른 의류 소비 고성장이 지속될 전망이다.

[그림 1] 중국 의류 소비 과거 5년간 연평균 26% 고성장



자료: National Bureau of Statistics

[그림 2] 중국 인당 의류소비지출 절대적으로 낮아 성장 여력 충분

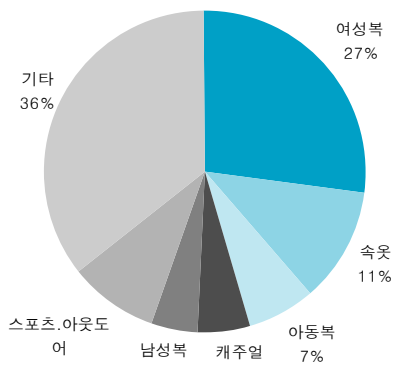


자료: 한국은행, Bureau of Economic Analysis, National Bureau of Statistics, Economic and Social Research Institute

여성복이 가장 큰 시장, 향후 스포츠/명품으로 소비 트렌드 이어질 것

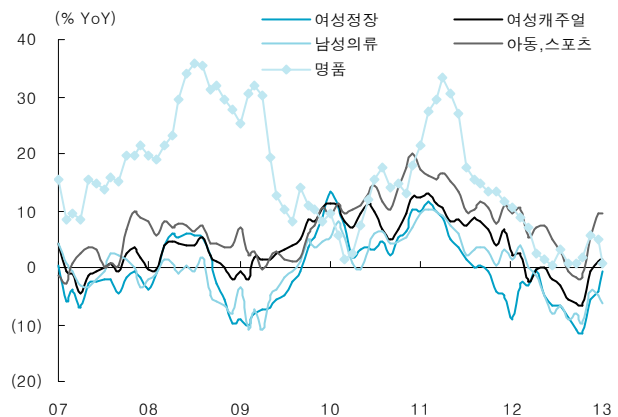
2011년 기준 여성복이 전체 의류 시장의 약 27%를 차지해 현재 여성복이 가장 큰 시장이다. 절대적으로 낮은 소비 수준과 패션에 가장 민감한 속성을 고려할 때 여성복의 강세는 계속될 것이고 국내 사례를 볼 때 향후 소득 수준이 향상되고 의류 소비가 성숙기로 진입되는 시점에는 스포츠/아웃도어, 명품 부문이 확대될 것이다.

[그림 3] 중국 시장은 여성복이 아직 가장 큰 시장



자료: 한국투자증권

[그림 4] 국내 스포츠/아웃도어, 명품 고성장



자료: 지식경제부, 한국투자증권

국내 패션업체 중국 시장 진출, 이랜드와 베이직하우스 성과 독보적

거대한 시장 규모와 향후 성장 잠재력을 감안할 때 국내 패션업체들의 중국 진출은 필연적이며 경쟁 심화와 비용 구조 악화라는 부정적인 요인에도 불구하고 놓칠 수 없는 시장이다. 대부분 주요 패션업체들은 중국 사업을 성장 동력으로 집중하고 있는 데 이랜드가 압도적인 성과를 거두고 있다. 베이직하우스를 주목하는 이유는 발 빠른 시장 진출로 상장 업체 중 가장 가시적인 성과를 보이고 있으며 중국 의류 소비가 폭발할 때 가장 큰 수혜를 누릴 수 있기 때문이다. 이 밖에 제일모직도 오랜 기간 투자 끝에 2012년 중국 내 매출액이 1,000억원을 돌파했을 것으로 추정되고 순이익은 2011년부터 흑자로 전환했다. LG패션은 금년부터 외형에서 의미 있는 기여가 나타나기 시작할 것이다. 중장기적으로 휠라코리아의 Anta Sports와 의 사업 및 Acushnet의 중국 내 성장 스토리도 부각될 것이다.

〈표 1〉 중국 패션 시장에 진출한 국내 주요 업체 현황

회사명	이랜드	베이직하우스	제일모직	LG패션	휠라코리아
진출 시기	1994년	2003년	1997년	2007년	2010년
형태	직접진출	직접진출	직접진출	라이선스 직접진출	합작법인 자회사
복종 및 브랜드	총 30여개 캐주얼 티니위니 스코필드 등	총 6개 여성복 BasicHouse Mind Bridge VOLL	총 5개 남성복 Galaxy M-vio	총 5개 캐주얼 Hazzys	1개 스포츠 Fila Titleist, Footjoy
	여성복 로엠 ENC 등	남성복 BasicHouse I'm David Mind Bridge	캐주얼 빈폴 Fubu	남성복 TNGT	
	기타 hint 등		스포츠 라피도	여성복 TNGT W MOGG 스포츠 라푸마	
매장수 (2012년)	6,000개 이상	1,083개	200개	자사 브랜드 ~100개 Hazzys라이선스 ~120개	290개 (2011년)
중국매출 (2012년)	2조원 이상	3,300억원	928억원 (2011년)	650억원	~450억원

자료: 각사, 한국투자증권

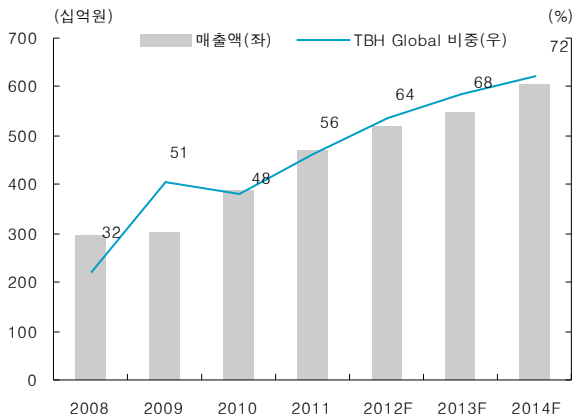
베이직하우스: 국내에 대한 편견은 뒤로 하고 숫자를 보자

이제는 온전한 중국 패션업체

국내에서는 중국 소싱을 강점으로 저가 의류 시장에서 부각되었던 베이직하우스는 이제 저가 캐주얼 시장의 경쟁 심화 영향으로 2008년을 피크로 2009년부터는 매출과 이익이 정체되고 있다. 전체 매장 수도 347개로 2009년부터 감소 추세다. 국내 베이직하우스와 연관되는 초저가 이미지의 낮은 브랜드 equity로 중국 사업에 대해서도 일단 편견을 가지게 된다. 그러나 중국 사업은 우려 요인도 있으나 성장성이 눈부시다.

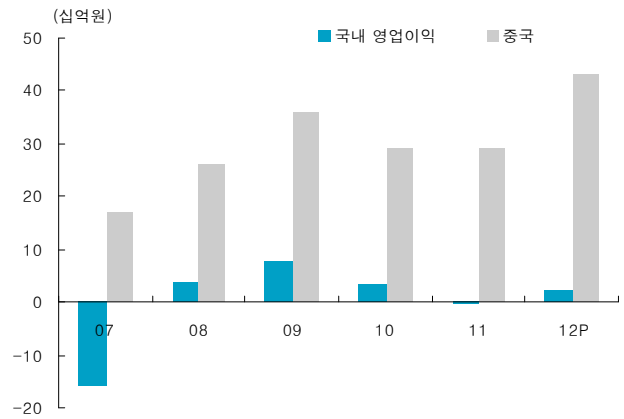
2004년 중국 시장에 직진출, 과거 5년간 매출액은 연평균 42% 성장, 2012년 기준 TBH Global의 매출액은 3,300억원에 달했다. 중국 사업의 매출 비중은 지속적으로 상승해 2011년부터 규모 면에서도 국내사업을 추월했고 2012년 영업이익은 293억원으로 연결 매출액의 64%, 연결 영업이익 비중은 100%다. 2012년 말 중국 내 매장수는 1,083개로 국내의 3배 규모다.

[그림 5] 중국 사업 매출 비중 70%에 육박, 이제는 온전한 중국 회사



자료: 베이직하우스, 한국투자증권

[그림 6] 중국 영업이익 비중이 절대적으로 높아



자료: 베이직하우스, 한국투자증권

베이직하우스 중국 사업, 편견을 버리고 보자

현재 Basic House 여성복을 필두로 6개 브랜드를 출시했고, 가격대는 중고가다. 초저가나 저가를 지향하는 SPA와는 차별화되며, 한국 패션 트렌드를 강조하는 디자인과 마케팅을 활용하나 제품 기획, 디자인을 철저하게 이원화해 국내 베이직하우스와 컨셉이 중복되지 않는다. 백화점 비중이 83%로 국내와는 다르게 백화점 위주로 전개해 소비자 배수도 5.5배 내외로 국내보다 월등하게 높다. 현재 1선 도시 비중은 30% 미만으로 2,3선 도시로의 확산이 가속화되고 있다.

<표 2> 베이직하우스 중국 내 출시 브랜드 및 현황

브랜드	타겟	컨셉 및 전략	가격대	매장수	출시 시기
Basic House (여성)	20~30세 대학생, 직장인 여성	캐릭터 캐주얼, 비즈니스 캐주얼	중고가-긴팔티 398~498위안, 청바지 498위안	475개	2004년
Mind Bridge (여성)	25~35세 직장인 여성	비즈니스 캐주얼	Basic House보다 고가	331개	2006년
I'm David (남성)	20~30세 대학생, 직장인 남성	캐릭터 캐주얼, 비즈니스 캐주얼	중고가 - 긴팔티 498위안	158개	2007년
Mind Bridge (남성)	25~35세 직장인 남성	비즈니스 캐주얼	I'm David 보다 고가	100개	2007년
VOLL	30~40대 기혼 여성	프리미엄과 프로모션 제품 가격 이원화	Mass Value에 맞는 가격대	26개	2010년
Women's Secret	20~30대 여성	트렌디한 패션과 기능성 강조, 토탈 캐주얼 이너웨어	중고가	1개	2012년

자료: 한국투자증권

[그림 7] 지역별 매장 분포: 1선 도시 매장 분포는 약 30% 내외

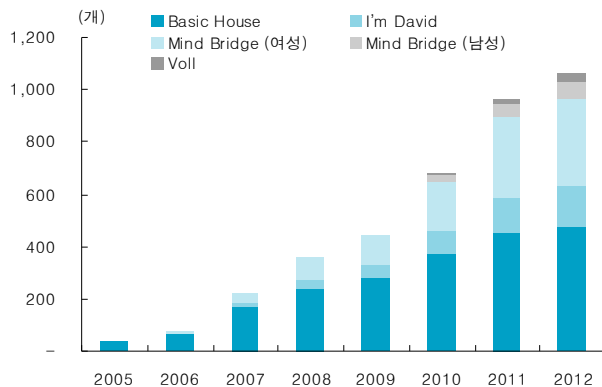


자료: 베이직하우스, 한국투자증권

베이직하우스 여성복, 국내보다 강하다!

베이직하우스의 브랜드력이나 영업력에 대한 우려가 높다. 그러나, 중국에서의 브랜드 로열티는 국내보다 오히려 강한 것으로 보인다. 브랜드별 매출 순위를 파악하기는 어려우나 Basic House의 경우 입점 백화점에서 10위권 이내로 파악된다. 중국 최대 온라인 쇼핑 사이트인 타오바오에 따르면 여성복 인기 브랜드 순위에서도 역시 10위권 내외로 안정권이다. Basic House 매장수가 현재 475개인 반면 Mind Bridge 여성복이 2012년 말 기준 331개까지 급증해 Basic House에 이어 세컨드 브랜드로 안착했으며 향후 남성복 시장 확대와 함께 I'm David, Mind Bridge 남성복의 성장이 기대된다.

[그림 8] 브랜드별 매장 추이



자료: 베이직하우스, 한국투자증권

[그림 9] 중국 타오바오 여성복 인기 브랜드 순위

	2010	2011
1	YMZZS/雅曼哲思	欧时力 (ochirly)
2	ONLY	ONLY
3	Ochirly/欧时力	艾格 (ETAM)
4	Zara	百家好 (Basic House)
5	阿依莲	韩国S Z
6	秋水伊人	秋水伊人
7	江南布衣	阿依莲
8	Basic House/百家好	Vero Moda
9	Yishion/以纯	朵以
10	Vero Moda	淑女屋

주: 타오바오에서 매출 총량, 소비자 호평률, 후기 항목 등 기준으로 선정
자료: 한국투자증권

향후 매장 확대 여력 충분

매장 확대 여력도 충분하다. 매장은 금년 1,200개로 확대된 이후 매년 200개의 신규 매장 출시가 예상된다. 첫째, 경쟁사인 Bestseller사는 Veromoda, Only, Jack&Jones 3개 브랜드로 현재 중국 내에서 3,000개 이상 매장을 확보한 것으로 파악되어 베이직하우스의 브랜드당 점포 확대 여력이 높다. 둘째, 현재 중국 내 백화점이 4,800여 개에 달하는데 백화점당 평균 2개 브랜드가 입점해 있다고 가정할 때 침투율은 11%에 불과하다. 셋째, 지속적인 신규 브랜드 도입이 예상된다. 자사 브랜드 5개 출시에 이어 2012년 말 스페인 여성 속옷 및 이너웨어 브랜드를 직수입과 라이선스 방식으로 런칭했다. 동사의 중국 내 입지 강화로 현재 다수의 해외 브랜드들이 제휴를 원하고 있어 향후 브랜드 확대를 모색할 것으로 예상된다.

2013년은 수확의 해: 연결 영업이익 76% 증가 예상

2013년도 중국 부분이 이익 개선 주도

2013년 연결 영업이익은 전년 대비 76% 급증한 493억원으로 예상된다. 회사 가이던스는 국내 116억원, 중국 440억원으로 연결 기준 영업이익은 556억원이다.

2013년도 점당 매출 증가와 판관비 증가세 둔화

2010~2011년 공격적인 매장 확대에 힘입어 매장수가 급증했으나 이로 인한 매장당 매출 감소, 급격한 경기 하강, 중국 내 비용 급등에 따른 판관비 부담으로 수익성이 악화되었다. 2012년 동사는 외형 확대보다는 내실 다지기에 집중, 2012년 2분기부터 매출 증가율이 매장 증가율을 상회하기 시작, 4분기 성수기에 큰 폭으로 턴어라운드 했다. 판관비 증가세도 분기별로 확연하게 둔화되면서 수익성 개선이 가시화되었다.

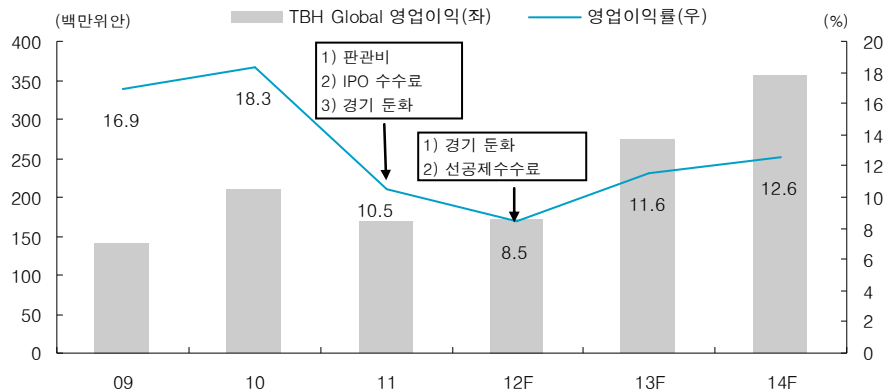
〈표 3〉 부문별 수익 추정

(단위: 십억원, %)

		2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
매출액	국내 Basic House	209	173	174	181	173	173	168	170	172
	TBH Global	95	153	187	266	330	381	456	526	596
	소계	295	302	389	472	519	554	624	696	768
매출원가	국내 Basic House	142	107	99	104	102	99	97	98	99
	TBH Global	0	0	50	79	93	107	128	148	168
	소계	204	145	151	184	195	207	225	246	267
영업이익	국내 Basic House	(16)	4	8	3	(0)	2	2	2	2
	TBH Global	17	26	36	29	29	47	61	72	82
	소계	(5)	32	29	33	29	49	63	75	84
매출증감	국내 Basic House	4	(17)	1	4	(4)	(0)	(3)	1	1
	TBH Global	142	61	22	42	24	15	20	15	13
	소계	26	3	29	21	10	7	13	11	10
매출원가율	국내 Basic House	68	62	57	57	59	58	58	58	58
	TBH Global	29	27	27	30	28	28	28	28	28
	소계	69	48	39	39	37	37	36	35	35
영업이익률	국내 Basic House	(7.5)	2.2	4.3	1.9	(0.1)	1.4	1.4	1.4	1.4
	TBH Global	17.9	17.2	19.2	11.0	8.9	12.3	13.3	13.8	13.8
	소계	(1.9)	10.5	7.5	7.0	5.6	8.9	10.1	10.7	11.0
영업이익 증감	국내 Basic House	NA	NA	96	(55)	NA	NA	(3)	1	1
	TBH Global	91	54	37	(19)	0	60	30	19	13
	소계	NA	NA	(8)	13	(12)	69	28	18	13

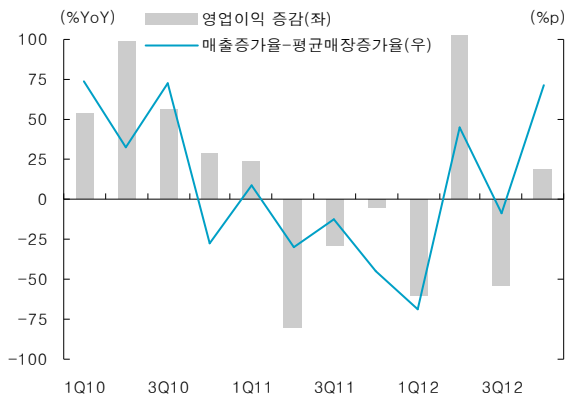
자료: 베이직하우스, 한국투자증권

〔그림 10〕 TBH Global 수익성 2012년 바닥으로 2013년 회복



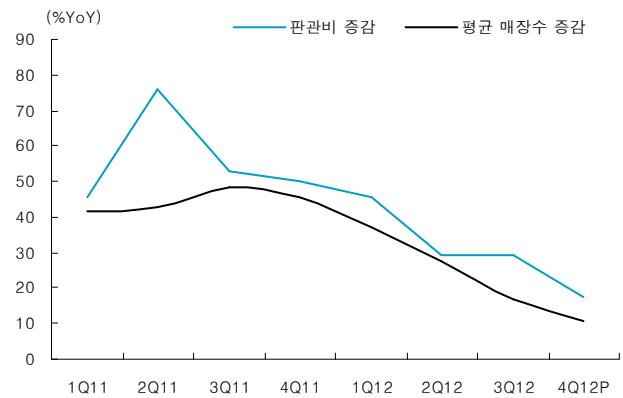
주: TBH Global 매출액은 실판가-증치세-선공제로 이루어짐. 선공제 수수료가 변수가 됨에 따라 우리는 영업이익률 산출시 매출액 기준을 실판가-증치세로 가정함.
 자료: 베이직하우스, 한국투자증권

[그림 11] 지난 2분기부터 점당 매출은 증가 추세로 전환



자료: 베이직하우스, 한국투자증권

[그림 12] 판관비 증가세는 확연히 둔화

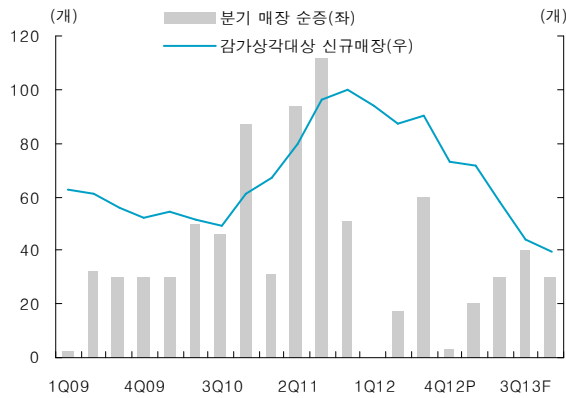


자료: 베이직하우스, 한국투자증권

판관비 부담은 완화 추세, 수수료 부담은 향후 확인해야

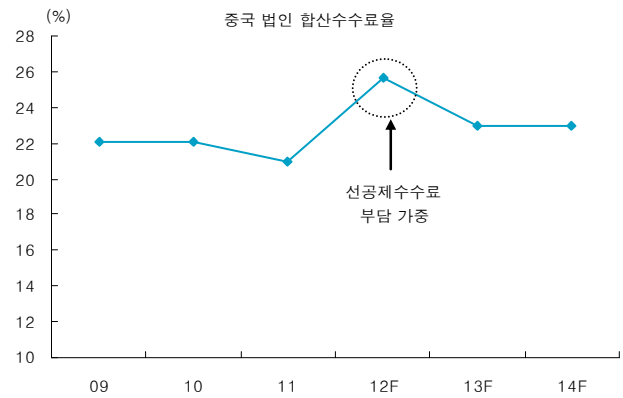
2013년 신규 매장 수는 2012년보다 확대되지만 감가상각대상 매장수의 급감과 3년차 이상 매장 비중이 높아지면서 판관비 부담은 지속적으로 완화될 것이다. 다만, 2012년 불거진 백화점 선공제 수수료 부담은 향후 지속적으로 확인해야 할 부분이다. 2011년까지 매출의 3~4% 내외에 불과했던 선공제수수료가 2012년 기준 8.0%로 상승했다. 2012년까지 경기가 둔화되었고 최근 유통업체의 과도한 수수료 이슈로 규제 움직임이 있어 악화될 가능성은 크지 않으나 우려 요인으로 남아 있다.

[그림 13] 신규 매장수 점진적으로 감소하면서 수익성 개선 요인



자료: 베이직하우스, 한국투자증권

[그림 14] 외부 변수인 수수료율은 우려 요인



주: 합산 수수료율은 백화점 판매 수수료+선공제 수수료. 선공제수수료는 실판매매출-증치세-TBH Global 매출액으로 역산함
 자료: 베이직하우스, 한국투자증권

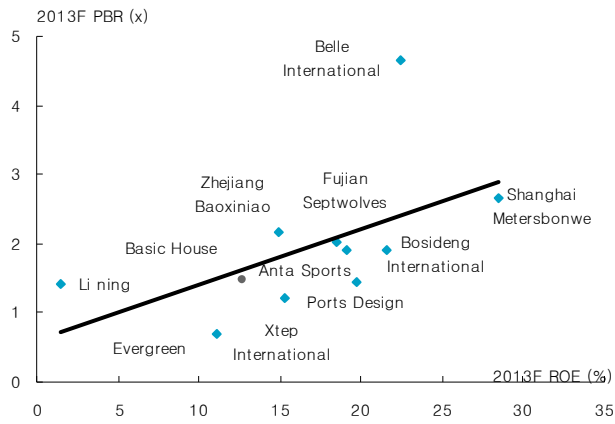
재고 부담도 낮은 수준

4분기 말 기준 연결 재고액은 1,379억원으로 전분기 1,653억원, 4Q11 1,596억원보다 축소되었다. 특히 국내 부문의 재고 감소가 두드러진다. 국내 재고는 3분기 말 795억원에서 4분기 말 612억원으로 대폭 축소되었으며 이는 2013년 수익성 제고로 이어질 것이다.

중국 사업 부각으로 밸류에이션 회복 예상

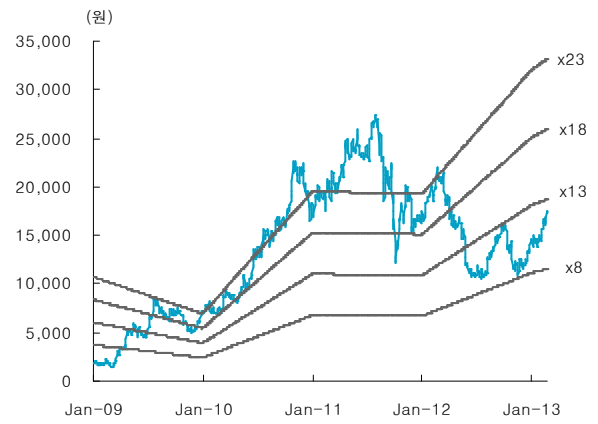
중국 경기 하강으로 중국 피어 그룹의 밸류에이션은 낮아졌으며 업체별로 차별화가 극명하다. 2013년 PBR/ROE 기준으로 비교해 볼 때 베이직하우스의 밸류에이션 부담은 낮다. 특히, 연결 기준 PBR이라는 점을 감안할 때 홍콩 법인의 ROE는 월등히 높을 것으로 추정된다. 과거 베이직하우스는 12MF PER 8배를 저점으로 20배 이상까지 거래된 바 있다. 현재 12MF PER 11.6배로 내수 업체 밸류에이션보다 높으나 중국 법인 회복 스토리로 밸류에이션 회복이 가능하다.

[그림 15] 중국 피어 그룹 2013F PBR/ROE



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 16] 베이직하우스 정상화로 밸류에이션 회복 단계 예상



자료: Quantiwise, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	192	277	251	255	314
현금성자산	8	17	5	3	0
매출채권및기타채권	59	87	83	89	100
재고자산	117	160	149	150	195
비유동자산	149	160	170	167	172
투자자산	9	10	11	11	13
유형자산	113	123	122	122	122
무형자산	2	2	2	2	3
자산총계	341	437	420	422	487
유동부채	136	208	172	139	154
매입채무및기타채무	43	61	67	72	81
단기차입금및단기사채	62	115	75	35	25
유동성장기부채	25	24	24	24	24
비유동부채	37	36	38	40	44
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	14	14	14	15	15
부채총계	172	243	210	179	198
지배주주지분	165	189	203	233	274
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	74	75	75	75	75
자본조정	(10)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	90	106	121	151	192
비지배주주지분	4	5	7	10	15
자본총계	168	194	210	244	288

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	26	(13)	53	62	33
당기순이익	7	19	16	33	45
유형자산감가상각비	14	22	24	24	24
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(14)	(53)	12	4	(37)
기타	18	(1)	0	0	0
투자활동현금흐름	(20)	(30)	(26)	(25)	(26)
유형자산투자	(18)	(30)	(24)	(24)	(24)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
기타	0	(0)	(0)	(0)	(0)
재무활동현금흐름	(8)	51	(40)	(40)	(10)
자본의증가	7	2	0	0	0
차입금의순증	(15)	50	(40)	(40)	(10)
배당금지급	0	(1)	0	0	0
기타	0	(0)	0	0	0
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	(1)	9	(12)	(2)	(3)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	389	472	521	554	624
매출총이익	227	279	311	347	399
판매관리비	200	248	281	297	335
기타영업손익	2	2	(2)	(1)	(1)
영업이익	29	33	28	49	63
금융수익	2	2	1	1	1
이자수익	0	2	1	0	0
금융비용	7	9	9	6	5
이자비용	6	8	8	5	4
기타영업외손익	2	2	(0)	(0)	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	24	27	21	44	59
법인세비용	17	8	4	11	14
연결당기순이익	7	19	16	33	45
지배주주지분순이익	6	18	15	30	40
기타포괄이익	0	6	0	0	0
총포괄이익	7	25	16	33	45
지배주주지분포괄이익	7	23	15	30	40
EBITDA	44	56	52	74	88

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	302	849	708	1,438	1,936
BPS	7,937	9,046	9,754	11,192	13,128
DPS	50	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	28.8	21.1	10.5	6.3	12.7
영업이익증가율	(8.4)	14.0	(15.9)	76.0	28.2
순이익증가율	(35.0)	180.8	(16.4)	103.2	34.6
EPS증가율	(35.1)	180.8	(16.6)	103.2	34.6
EBITDA증가율	(10.6)	27.3	(6.5)	40.8	19.0
수익성(%)					
영업이익률	7.5	7.1	5.4	8.9	10.1
순이익률	1.6	3.7	2.8	5.4	6.5
EBITDA Margin	11.3	11.9	10.0	13.3	14.0
ROA	2.2	4.8	3.8	7.9	9.9
ROE	3.9	10.0	7.5	13.7	15.9
배당수익률	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	90	134	106	68	61
차입금/자본총계비율(%)	59.5	79.2	54.2	30.5	22.4
Valuation(X)					
PER	60.5	20.1	20.7	11.6	8.6
PBR	2.3	1.9	1.5	1.5	1.3
PSR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.8	8.8	8.0	5.9	5.0

영원무역홀딩스(009970)

매수(유지) / TP: 86,000원(상향)

주가(2/27, 원)	69,500
시가총액(십억원)	948
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	70,200/54,400
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	490
유동주식비율(%)	38.4
외국인지분율(%)	29.9

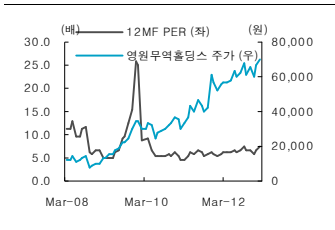
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2010A	1,164	220	213	72	6,714	109.1	234	5.5	2.8	1.3	24.0
2011A	1,406	293	295	103	9,495	41.4	324	5.9	2.8	1.6	25.5
2012F	1,486	275	278	99	8,830	(7.0)	315	6.8	3.4	1.5	20.2
2013F	1,620	309	313	121	10,451	18.4	356	6.6	3.4	1.5	20.8
2014F	1,867	346	353	137	11,771	12.6	397	5.9	3.0	1.2	19.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.6	15.8	25.5
상대주가(%p)	2.7	11.3	24.8

12MF PER 추이



영원무역, 경쟁 구도 변화와 중국 아웃도어 의류 시장 고성장 수혜

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 86,000원 상향: 영원무역홀딩스에 대해 투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 기존 77,000원에서 86,000원으로 상향한다. 밸류에이션 기준을 2013년으로 이전했고 자회사인 영원무역(지분율 50.5%) 가치 극대화를 반영해 영원무역 가치 산정 시 적용한 할인율을 30%에서 20%로 축소했다. 글로벌 소싱이 부각되는 시점에서 원가 경쟁력을 갖춘 영원무역의 선전이 지속되고 또 다른 자회사인 골드윈코리아(지분율 59%)도 소비 경기의 완만한 회복에 힘입어 수익성 개선이 예상된다. 동사는 13F PER 6.6배에 거래되고 있고 영원무역의 지분가치만 현 시가총액의 91% 수준이다. 영원무역보다 밸류에이션 매력은 높다.

영원무역, 중국 소비국으로의 전환에 따른 경쟁 구도 변화 중: 중국의 생산국에서 소비국으로의 변화는 아이러니하게 미국 수입의류의 40%, 유럽 수입의류의 22%를 차지하는 중국의 의류 생산 경쟁력 둔화를 의미한다. 의류 OEM 원가의 20~50%를 차지하는 인건비 급등에 따른 중국의 원가 경쟁력 약화로 베트남, 인도네시아 등 동남아 OEM 기지를 확보한 업체들이 수혜를 누리고 있다. 영원무역은 중국 인건비의 1/5 내외에 불과한 방글라데시에 대규모 Capa를 확보한 글로벌 의류 OEM 업체로 원가 경쟁력을 확보해 기존 바이어뿐 아니라 신규 바이어 주문이 늘어나며 고객 다변화가 이루어지고 있다. 원가 경쟁력과 더불어 바이어와 Agency가 없는 직거래 모델을 구축했으며, 작업복, 기타 스포츠 웨어 등 품목 다각화가 이루어지고 있다. 향후 원단까지 수직 계열화를 완성, 수익성을 극대화할 전망이다.

중국 스포츠/아웃도어 의류 시장 고성장 수혜: 중국의 스포츠/아웃도어 시장 규모는 약 10조원으로 파악되며 전체 의류 시장의 6%에 불과하다. 소득 수준이 높아질 때 가장 높게 성장하는 복종은 스포츠/아웃도어 시장인데 우리나라의 경우 스포츠/아웃도어 시장이 전체 의류 시장의 20%에 달한다. 중국에서 스포츠/아웃도어 복종은 다른 복종에 비해 브랜드 선호도가 강하고 상위 업체 쏠림 현상이 심하다. 따라서 영원무역 매출의 30% 이상을 차지하는 글로벌 1위 업체인 Nike, North Face의 중국 시장에서의 선전으로 주요 바이어의 오더가 호조를 보일 것으로 예상된다.

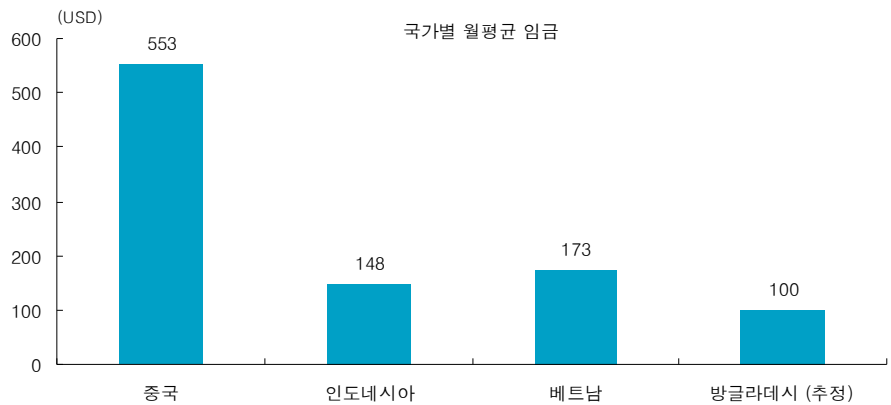
골드윈코리아도 2012년 바닥으로 2013년 영업이익 32% 증가 예상: 국내 North Face 라이선스 사업을 영위하는 골드윈코리아도 2012년을 바닥으로 실적 개선이 예상된다. 작년에는 소비 침체에 따른 매출 성장 둔화와 더불어 재고자산 평가 및 처분 손실로 수익성 하락이 더욱 심화되었다. 2013년에는 의류 소비의 완만한 회복과 재고 소진에 따른 수익성 개선으로 영업이익은 32% 증가한 863억원으로 예상된다.

중국 인건비 급등 →
소비 여력 확대, 그러나 생산
경쟁력은 약화

영원무역, 중국 소비국으로의 전환에 따른 경쟁 구도 변화 중

거대한 생산 기지로 부각되었던 중국에서의 인건비 급등은 소비 여력 증대와 소비 국가로의 전환으로 이어졌지만 패션 업체들에게는 수익성 둔화와 탈중국 현상으로 나타났다. 중국 내에서의 월평균 임금은 2000년 94달러로 베트남 60달러보다 56% 높았으나 경제발전과 위안화 절상으로 연평균 19% 상승, 2011년 기준 월평균 임금은 553달러로 베트남의 3배, 최빈국인 방글라데시의 5배 내외로 높아졌다.

[그림 1] 동남아 인건비 중국에 비해 현저하게 낮아

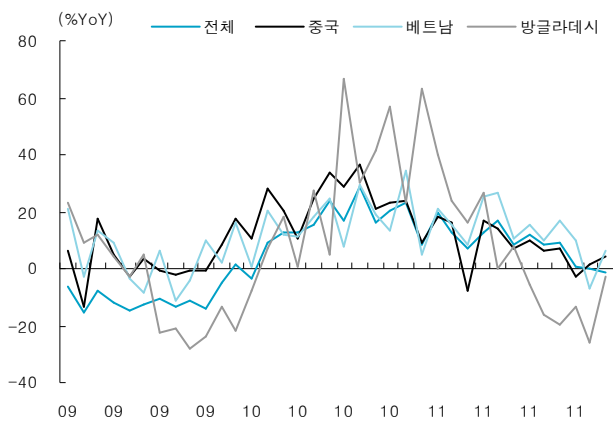


자료: Datastream, 한국투자증권

동남아 의류 OEM 고성장

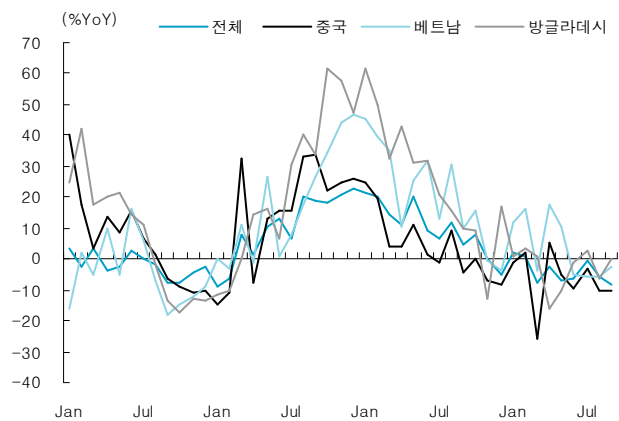
중국은 현재 미국 수입의류의 40%, 유럽 수입의류의 22%를 차지해 여전히 중요한 생산 기지이며 선진국 대비 낮은 인건비와 중국 시장에서의 높은 의존도를 감안할 때 중요도는 지속될 것이다. 그러나, 글로벌 업체들의 원가 경쟁력 강화를 위한 움직임은 지속될 것이다. 의류 OEM 원가의 20~50%를 차지하는 인건비 급등에 따른 중국의 원가 경쟁력 둔화로 베트남, 인도네시아 등 동남아 OEM 기지를 확보한 업체들이 수혜를 누리고 있다. 미국 수입 의류 중 베트남 비중은 2001년 0.1%에서 2011년 7.2%로 상승했고 유럽 지역에서는 방글라데시의 비중이 2005년 5.3%에서 2011년 7.2%로 상승했다. 최근 미국과 유럽 등지에서 베트남, 방글라데시 등 동남아로부터의 의류 수입 증가율이 중국으로부터의 수입 증가율을 상회하고 있다.

[그림 2] 미국 수입 의류: 동남아 증가율이 중국 추월



자료: KITA

[그림 3] 유럽 수입 의류: 동남아 증가율이 중국 추월



자료: KITA

영원무역, 방글라데시 최대 Capa로 글로벌 No.1 아웃도어 OEM 업체

영원무역은 중국 인건비의 1/5 내외에 불과한 방글라데시에 대규모 Capa와 50,000여명에 달하는 인력을 확보한 최대 글로벌 아웃도어 의류 OEM 업체다. North Face, Nike 등 글로벌 Top 5 비중이 매출의 45%이며 그외 기능성 스포츠웨어 및 의류 업체들을 주요 고객으로 확보하고 있다.

<표 1> 영원무역 Snapshot

바이어	약 30개 고객 Top 5: Nike, VFC, Patagonia, Land's End 매출 45% 신규: LuLu Lemon, Pearl Izumi, G-Star, Jack Wolfskin, Burton 외 메리노울: Helly Hensen, SmartWool, Ice Breaker 가방: Coach 신발: Decathlon, ABC Mart, Puma
지역별 매출	미국 50%, 유럽 26%, 아시아 23%
생산 비중	방글라데시 (65%), 베트남 (17%), 중국 (15%), 남미 (3%)
생산 인력	방글라데시 48,000명, 베트남 7,500명, 중국 6,500명, 남미 1,000명
라인수	의류 약 880개 라인, 신발 19개 라인, 가방 일부
자가 하청	100% 자가 생산
생산 품목	우븐 의류 80% (아웃도어), 신발, 가방
ASP	우븐 자켓 USD 30/pcs 내외, 신발 USD 7/pcs
원가 비중	원재료비 60%, 노무비 20%, 간접경비 20%
주원재료	합성섬유, 고어텍스/하이벤트 등 기능성 원단
달러 노출	100% 현지 생산, Net exposre 25% 내외
원재료 가격 전가 여부	Cost+Margin. 원재료 매입은 직접, 그러나 바이어가 원재료 업체와 가격 네고
향후 전략	품목 다각화 (기능성 제품, 니트웨어, 신발, 가방) 라인 가동률 및 ASP 상승 (비수기 가동률 확대할 수 있는 캐주얼로 확대, 바이어 믹스 변경, 프리미엄 제품 확대) 수직 계열화로 원가 절감과 신규 매출 창출
Capa 증설	베트남 - 증설 (satellite factory)과 수직 계열화 (textile mill) 방글라데시 - 일부 증설,KEPZ 개발을 통한 신발 및 가방 라인 확대 남미 - Capa 증설

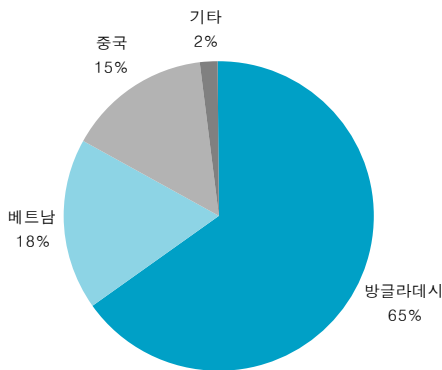
자료: 영원무역, 한국투자증권

의류에 SPA가 있다면 OEM에서는 영원무적이 가장 효율적인 비즈니스 모델 확보

합리적인 가격과 패션이라는 기본 원칙으로 소비자의 마음을 사로잡은 패션업계의 SPA 브랜드들의 경쟁력은 결국 1) 유통 구조 개혁과 2) 소싱 강화에 따른 원가 경쟁력에 기인한다. 백화점 등 유통업체에 의존하는 구조에서 탈피해 가두점, 직매장 형태로 운영하고 글로벌 소싱을 강화하면서 원가 경쟁력을 갖춘다. 이로 힘입어 브랜드 인지도가 높아지면 범위의 확대가 용이하고 규모의 경제를 갖추면서 제품력을 더욱 향상시켜 경쟁 우위를 공고히 한다.

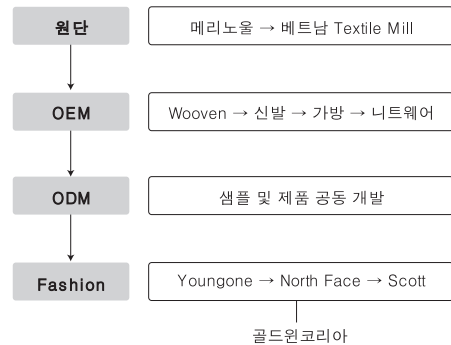
영원무역은 1) 바이어와 Agency가 없는 직거래 모델을 구축해 중간 유통을 없애고, 2) 방글라데시와 베트남 비중 확대로 원가 경쟁력을 확보했다는 점에서 의류 OEM에서 효율적인 모델을 추구한다. 원가 경쟁력을 확보해 높아진 브랜드 인지도는 기존 바이어뿐만 아니라 신규 바이어의 주문 확대로 이어져 고객 다변화가 이루어지고 있으며 연간 1,000억원을 상회하는 투자를 통해 증설, 자동화를 추진해 경쟁적 우위를 더욱 강화하고 있다. 작업복, 기타 스포츠웨어 등 품목 다각화가 이루어지고 있고 향후 원단까지 수직 계열화를 완성, 수익성을 극대화할 전망이다.

[그림 4] 영원무역 생산 비중



자료: 영원무역, 한국투자증권

[그림 5] 영원무역 품목 다각화, 수직 계열화 추구



자료: 한국투자증권

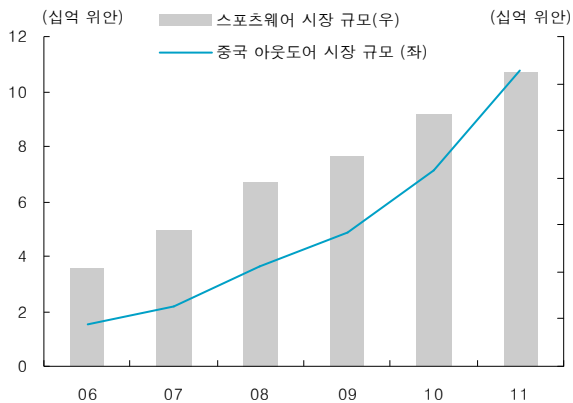
거대한 중국 의류 시장에서 스포츠/아웃도어 시장 성장은 더욱 눈부실 것

생산 경쟁력 측면에서의 수혜와 더불어 중국 아웃도어/스포츠 시장의 고성장으로 바이어 실적 호조와 오더 증가가 예상된다. 중국의 스포츠/아웃도어 시장 규모는 약 10조원으로 전체 의류 시장의 6%에 불과하다. 소득 수준이 높아질 때 가장 높게 성장하는 복종은 스포츠/아웃도어 시장이며 우리나라의 경우 스포츠/아웃도어 시장이 전체 의류 시장의 20%에 달한다.

중국에서 스포츠/아웃도어 복종은 다른 복종에 비해 브랜드 선호도가 강하고 상위 업체 쏠림 현상이 심하다. Li&Fung의 연구에 따르면 남성복이나 여성복의 경우 상위 10위권 브랜드 점유율이 40% 미만이나 스포츠웨어는 80%에 달한다. 스포츠웨어에서는 Nike와 Adidas 두 개사의 점유율이 57%에 달해 시장이 태동 단계임에도 불구하고 이미 주요 매출 지역으로 자리 잡았다. Nike는 2012년 중국 내에서 21억 달러(약 2.3조원)의 매출을 거둬 들였으며 2015년 40억 달러 이상의 매출을 목표로 하고 있다. 아웃도어 시장은 스포츠웨어 시장보다 아직 규모가 미미하나 우리나라의 경우 2000년대에 아웃도어 시장이 폭발적으로 성장하면서 지금은 스포츠웨어 시장의 3배에 달한다. 아웃도어 시장 No.1인 North Face의 고성장은 담보되어 있다고 판단된다.

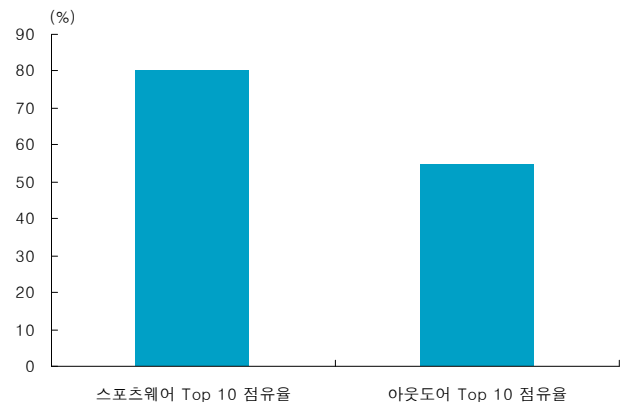
영원무역의 매출의 30% 이상을 차지하는 글로벌 1위 업체인 Nike, North Face의 중국 시장에서의 선전으로 주요 바이어의 오더 호조가 지속될 전망이다. 이외 Adidas, Patagonia 등 주요 바이어의 중국 시장 내 입지 확대는 동사의 오더 호조로 이어질 전망이다.

[그림 6] 중국 스포츠, 아웃도어 의류 시장 고성장



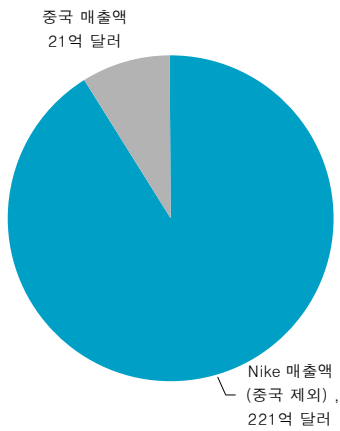
자료: 중국 아웃도어 협회, Research in China

[그림 7] 스포츠웨어, 아웃도어는 브랜드 제품 시장 점유율 높아



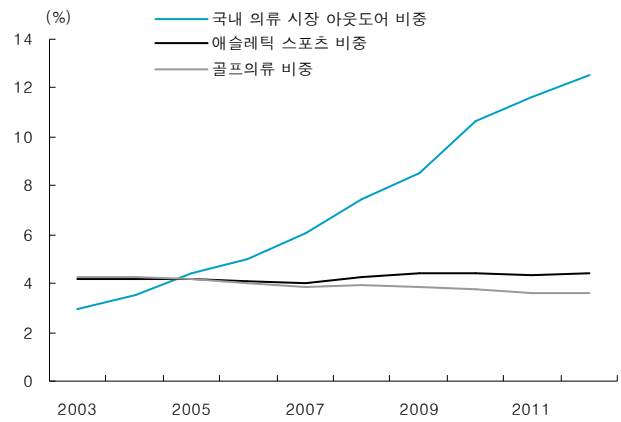
자료: Li&Fung, 渠道网

[그림 8] 중국 나이키, 글로벌 매출의 9%에 육박



자료: 언론 보도

[그림 9] 국내 스포츠웨어 시장 점유율은 20%, 아웃도어 고성장

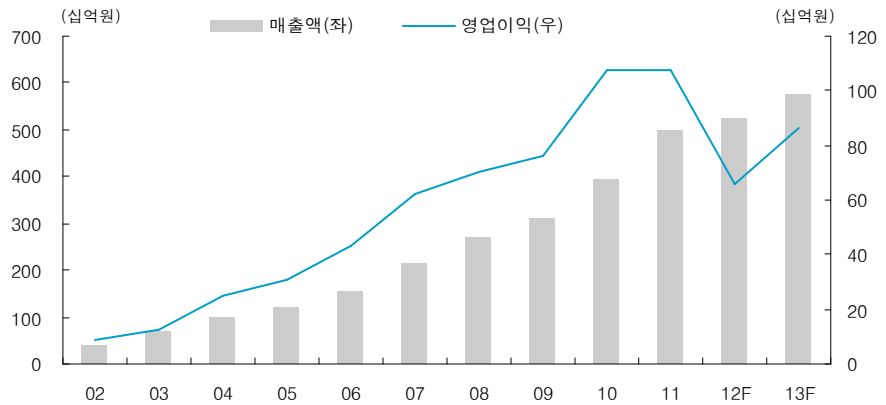


자료: 업계자료, 한국투자증권

**내수 사업 골드윈코리아
North Face 브랜드력 강화와
소비 경기 회복으로 수익성
개선 전망**

국내 North Face 라이선스 사업을 영위하는 골드윈코리아도 2012년을 바닥으로 실적 개선이 예상된다. 소비 침체에 따른 매출 성장 둔화와 더불어 재고자산 평가 및 처분 손실로 인해 수익성 하락이 심화되었다. 2013년에는 의류 소비의 완만한 회복과 재고 소진으로 수익성 개선이 예상된다. 동사는 100% 완제품 수입 형태로 원화 강세는 수익성 개선 요인이다. 최근 동사는 North Face 브랜드력 강화를 위해 라인 세분화를 진행하고, 주요 상권에서의 대형 Flagship store 오픈 등을 진행하고 있어 경쟁은 심화되고 있으나 1위 브랜드의 위상을 유지할 것이다.

[그림 10] 골드윈코리아 소비 경기 회복으로 2013년 수익성 개선 전망



자료: 골드윈코리아, 한국투자증권

**영원무역홀딩스 목표주가
86,000원으로 상향**

영원무역홀딩스에 대해 투자의견 ‘매수’를 유지하고 목표주가를 기존 77,000원에서 86,000원으로 상향한다. 밸류에이션 기준을 2013년으로 이전했고 자회사인 영원무역 (지분율 50.5%) 가치 극대화를 반영해 영원무역 가치 산정시 적용한 할인율을 30%에서 20%로 축소했다.

<표 2> 영원무역홀딩스 목표주가 86,000원으로 상향

(단위: 십억원, 원, %)

	2013F	Note
영원무역 가치(A)	690.4	20% 할인 적용
시가총액	1,708.0	2/20 증가 기준
지분율 (%)	50.5	
골드원코리아 가치 (B)	308.9	30% 할인 적용
2013 순이익	74.8	
적용 PER	10.0	
지분율(%)	59.0	
적정 주식가치 (A)+(B)	999.4	
주식수 ('000)	11,605	자사주 제외
목표주가	86,114	

자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	662	797	854	981	1,205
현금성자산	187	228	253	340	467
매출채권및기타채권	190	232	245	267	308
재고자산	167	231	244	251	289
비유동자산	404	471	590	689	760
투자자산	28	38	89	114	131
유형자산	331	366	434	503	546
무형자산	2	4	0	0	0
자산총계	1,066	1,269	1,444	1,669	1,965
유동부채	256	299	284	279	358
매입채무및기타채무	127	157	166	181	209
단기차입금및단기사채	85	87	87	87	87
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	73	105	111	122	142
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	1	2	3	4
부채총계	328	404	395	401	499
지배주주지분	357	447	531	635	755
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	156	154	154	154	154
자본조정	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
이익잉여금	205	302	394	509	638
비지배주주지분	381	418	513	612	724
자본총계	738	865	1,043	1,247	1,479

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	134	197	194	238	307
당기순이익	155	211	203	229	258
유형자산감가상각비	22	30	40	47	51
무형자산상각비	1	1	0	0	0
자산부채변동	(64)	(82)	(41)	(31)	6
기타	20	37	(8)	(7)	(8)
투자활동현금흐름	(130)	(92)	(171)	(160)	(141)
유형자산투자	(68)	(79)	(108)	(115)	(94)
유형자산매각	14	1	0	0	0
투자자산순증	(76)	(2)	(60)	(34)	(27)
무형자산순증	(1)	(2)	4	0	0
기타	1	(10)	(7)	(11)	(20)
재무활동현금흐름	(40)	(60)	(4)	(5)	(6)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	26	6	1	1	1
배당금지급	(25)	(42)	(5)	(6)	(7)
기타	(41)	(24)	0	0	0
기타현금흐름	(6)	(3)	0	0	0
현금의증가	(42)	42	19	72	161

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,164	1,406	1,486	1,620	1,867
매출총이익	713	825	868	945	1,099
판매관리비	451	581	619	675	768
기타영업손익	231	288	344	366	422
영업이익	220	293	275	309	346
금융수익	5	6	7	8	10
이자수익	5	6	6	7	10
금융비용	3	3	3	3	3
이자비용	1	1	1	1	1
기타영업외손익	(8)	0	0	0	0
관계기업관련손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	213	295	278	313	353
법인세비용	57	85	75	85	95
연결당기순이익	155	211	203	229	258
지배주주지분순이익	72	103	99	121	137
기타포괄이익	(11)	(18)	(18)	(18)	(18)
총포괄이익	145	193	185	211	240
지배주주지분포괄이익	67	98	90	112	127
EBITDA	234	324	315	356	397

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	6,714	9,495	8,830	10,451	11,771
BPS	28,189	35,257	39,281	46,957	55,714
DPS	500	500	550	600	650
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.6	20.8	5.7	9.0	15.3
영업이익증가율	18.7	38.3	(6.2)	12.5	12.1
순이익증가율	(8.4)	41.4	(3.8)	23.0	12.6
EPS증가율	109.1	41.4	(7.0)	18.4	12.6
EBITDA증가율	21.0	38.2	(2.7)	13.1	11.5
수익성(%)					
영업이익률	18.2	20.8	18.5	19.1	18.6
순이익률	6.2	7.3	6.6	7.5	7.3
EBITDA Margin	20.1	23.0	21.2	22.0	21.3
ROA	15.9	18.1	15.0	14.7	14.2
ROE	24.0	25.5	20.2	20.8	19.7
배당수익률	1.4	0.9	0.9	0.9	0.9
안정성					
순차입금(십억원)	(183)	(216)	(244)	(338)	(477)
차입금/자본총계비율(%)	11.5	10.2	8.6	7.3	6.2
Valuation(X)					
PER	5.5	5.9	6.8	6.6	5.9
PBR	1.3	1.6	1.5	1.5	1.2
PSR	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.8	2.8	3.4	3.4	3.0

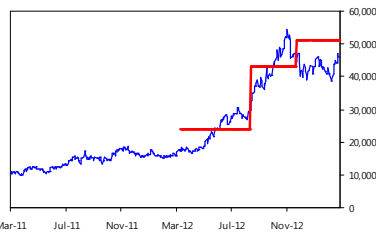
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
롯데쇼핑(023530)	2011.06.17	매수	580,000원	베이직하우스(084870)	2011.05.19	매수	55,000원
	2012.08.09	매수	460,000원		2011.11.02	매수	70,000원
	2013.02.04	매수	520,000원		2012.07.22	매수	77,000원
코스맥스(044820)	2011.05.30	NA	-	2013.03.05	매수	86,000원	
	2012.03.16	매수	24,000원	2011.04.10	매수	28,500원	
	2012.08.19	매수	43,000원	2012.04.27	매수	24,000원	
한국콜마(161890)	2012.11.28	매수	51,000원	2012.05.25	매수	15,000원	
	2012.10.19	매수	33,000원	2013.01.14	매수	18,000원	
	2013.02.24	매수	41,000원	2013.03.05	매수	22,000원	
영원무역홀딩스(009970)	2011.04.10	매수	48,000원				

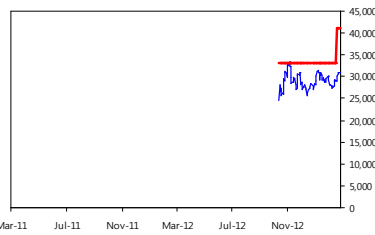
롯데쇼핑(023530)



코스맥스(044820)



한국콜마(161890)



영원무역홀딩스(009970)



베이직하우스(084870)



Compliance notice

- 당사는 2013년 3월 4일 현재 롯데쇼핑, 코스맥스, 한국콜마, 영원무역홀딩스, 베이직하우스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.