

브랜드엑스코퍼레이션 (337930.KQ)

중국 진출 전 주가

투자의견

BUY(유지)

목표주가

10,000 원(하향)

현재주가

5,500 원(12/05)

시가총액

161 (십억원)

유통/화장품/패션 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 당사의 중국 오프라인 매장 출점은 올해 10개 초반으로 마무리 될 것. 매장 출점 둔화는 중국 경기 부진 여파 추정
- 내년 중국 매장 출점 목표 100개 유지(중소형 매장 포함). 온라인 마케팅 및 판매까지 확대할 것
- 안타스포츠는 중국 스포츠 트렌드를 러닝, 요가, 야외활동(골프, 테니스 등)으로 전망. 젝시믹스에 유리한 전방 상황 조성
- **4Q24E 매출액 795억원(+23.3%, 이하 yoy), 영업이익 62억원(+46.3%) 전망**
- 1) 고단가 제품 비중 확대, 2) 블프 행사 효과, 3) 2분기 호실적 견인한 골프 카테고리가 가을 골프 수요와 함께 두드러질 것
- 2024E 매출액 2,773억원(+20.1%, 이하 yoy), 영업이익 268억원(+45.8%) 전망
- **괴리율 축소를 위해 목표주가를 10,000원으로 하향, '매수 의견' 유지**
- 현재 주가 PER은 12MF FWD EPS 기준 5.4배, 해외 실적이 전혀 발생하지 않는 국내 내수 의류 평균 수준
- 최근 내부의 여러 이슈와 외부 변수로 인해 발생한 주가 하락은 당사의 실적과 사업 대비 과도하다고 판단

주가(원,12/05)	5,500
시가총액(십억원)	161

발행주식수(천주)	29,312천주
52주 최고가(원)	13,380원
최저가(원)	4,195원
52주 일간 Beta	-0.82
60일 일평균거래대금(억원)	84억원
외국인 지분율(%)	6.0%
배당수익률(2023E)(%)	1.8%

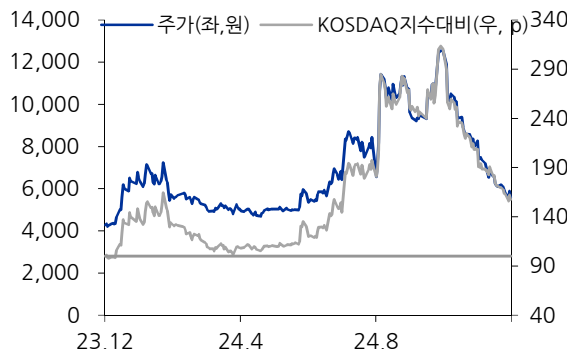
주주구성	
강민준 (외 4인)	46.0%
한국투자파트너스 (외 5인)	10.3%
브랜드엑스코퍼레이션우리사주 (외 1인)	5.6%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	-27.0	2.8	28.8
상대기준	-16.2	23.9	46.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	10,000	12,000	▼
영업이익(24)	27	27	-
영업이익(25)	37	39.2	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	207	233	277	308
영업이익	19	18	27	37
세전손익	18	16	27	37
당기순이익	10	12	19	30
EPS(원)	344	384	655	1,011
증감률(%)	31.7	11.7	70.6	54.4
PER(배)	13.9	16.5	8.4	5.4
ROE(%)	13.7	13.5	19.2	23.8
PBR(배)	1.8	2.1	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	5.0	6.9	4.6	3.6

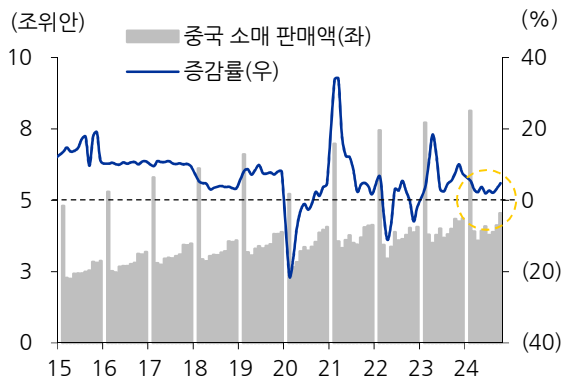
자료: 유진투자증권



당사의 중국 오프라인 매장 출점은 올해 10개 초반으로 마무리 될 것이다. 12월 현재까지 약 8개의 매장을 오픈했다. 기존 목표였던 15~20개까지의 매장 확장은 달성하지 못 할 것이다. 하지만 나쁘지 않은 현지 확장 속도라고 판단한다.

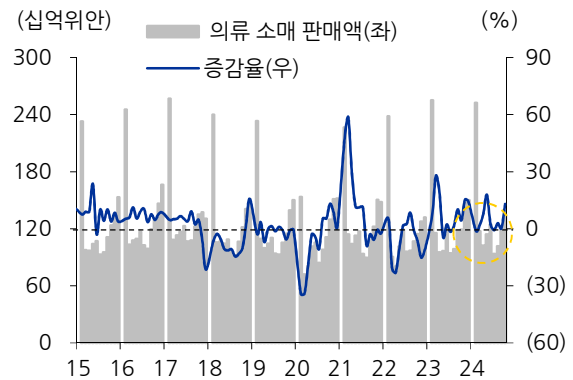
매장 출점 둔화는 중국 현지의 경기 부진 여파가 가장 큰 요인으로 보인다. 이는 섹시믹스와 리테일러의 개별 요인만은 아니다. 중국의 소매판매액 10월 누적 성장률은 3.5%대에 그쳤다. 작년 성장률이 약 7.2%대였던것과 비교하면 확연히 낮아진 수치이다. 의류 소매 판매액 증가률도 10월 13%로 반짝 반등하긴 했지만 연간 평균은 미드싱글디짓에 그쳤다. 소비자신뢰지수도 80 중반대에 머물고 있다. 중국 정부는 올해 11월 적극적인 경기 부양에 나섰다기 때문에 유동성 공급 정책에 따른 선순환이 이루어지려면 다소 시간이 필요하다. 특히 개인 소비의 반등은 내년 상반기 전후를 기대해야 한다.

도표 1. 중국 소매 판매액 추이 및 증가율



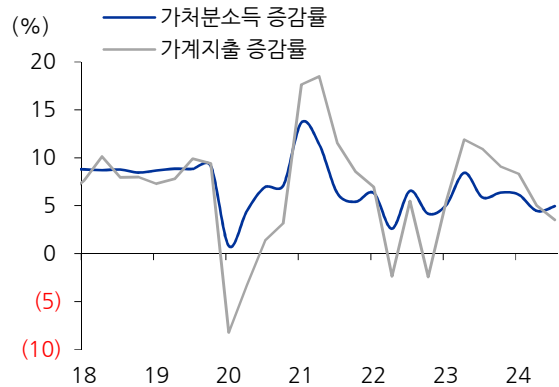
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. 중국 의류 소매 판매액 추이 및 증가율



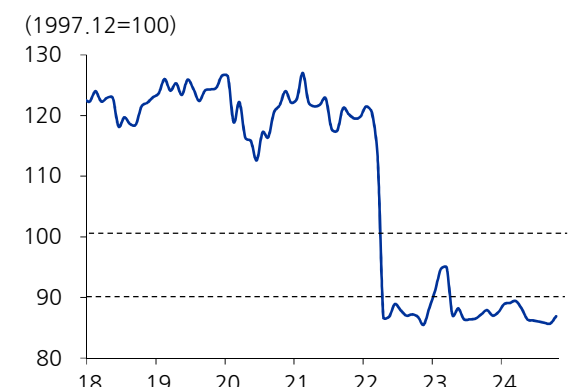
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3. 중국 가처분소득, 가계지출 증가율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4. 중국 소비자신뢰지수 추이

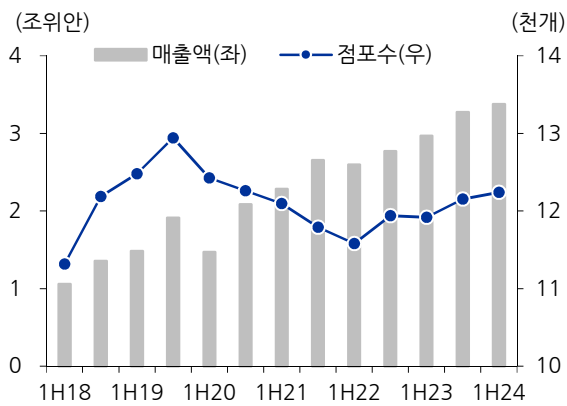


자료: Bloomberg, 유진투자증권



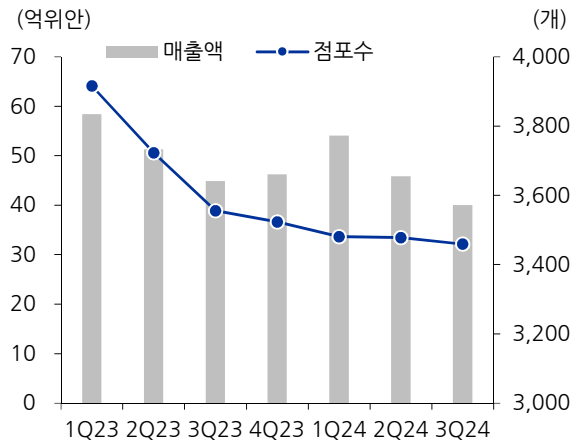
중국의 소비 여력 약화는 오히려 브랜드파워가 강한 **클루레몬, 안타스포츠(안타, 힐라, 데상트, 코오롱)의 호실적을 이끌었다**. 한정된 소비액 내 가장 인기있는 브랜드를 소비하는 것은 당연한 심리일 것이다. 듀프 소비처럼 하위 호환할 수 있는 중저가 브랜드가 아직까지 중국에는 자리 잡지 못 했다. 초저가 소비에 대한 수요는 이커머스 혹은 보세 브랜드로 흘러 들어갔을 것으로 보인다. 다만 중국의 스포츠 브랜드 시장점유율 1 위 안타스포츠에서는 중국의 스포츠 트렌드를 러닝, 요가, 야외활동(골프, 테니스 등)으로 전망하고 있다. 위 스포츠 의류를 전개하는 켉시믹스를 여전히 긍정적으로 볼 수 있는 전방 상황이다.

도표 5. 안타스포츠 매출액, 점포수 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6. YY 스포츠 매출액, 점포수 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

내년 중국 오프라인 매장 출점 목표는 100 개에서 변동이 없다. 올해 대형 위주 매장만 출점했다면 내년부터는 중소형 매장까지 출점할 것이다. 출점에 따른 프로모션 진행되며 인지도 상승이 결국 매출로 이어질 것이다, 중국 경기 둔화 및 온라인 점유율 확대에 따라 YY 스포츠의 전체 매장 감축(도표 6 참고)은 지속될 것이나 독점 유통 브랜드인 켉시믹스에 미치는 영향은 적을 것이다, 올해는 비용 절감 및 이익 보전 여파가 있었을 것으로 보인다, **내년에는 온라인 마케팅 및 판매까지 확대할 것으로 보인다**. 올해는 진출 초기이므로 중국의 온라인 쇼핑데이에 적극적으로 참여하지 않았을 것으로 추정된다. 인지도 강화가 되지 않은 상태에서 할인 판매 먼저 진행해버린다면 이미지 손실과 정상 판매에 어려움을 겪기 때문이다. 글로벌 아이돌 우기를 모델로 기용했다. 3 개월간 샤오홍슈(중국의 SNS)의 켉시믹스 계정에 팬 12,000 명을 확보했다. 켉시믹스의 중국어 발음을 말하는 숏폼 챌린지까지 진행했다. 켉시믹스의 발음이 중국인들에게 생소하기 때문에 친근하게 접근하려는 의도로 보인다.



도표 7. 중국 매장 출점 타임라인

일자	출점 계획
~2024.11 월	8 개 개점 완료
2024 년	대형 평수 위주 10 개 매장 개점 추정
2025 년	중소형 평수 포함 100 개 매장 개점 목표

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 8. 중국 매장 현황

지역	점포명	위치
상해	上海世博源店	浦东新区世博大道 1368 号世博源 B1
상해	上海万象城店	闵行区吴中路 1599 号上海万象城 B1
상해	上海荟聚店	长宁区金钟路 788 号上海荟聚 LG1
천진	天津恒隆广场店	和平区兴安路 166 号恒隆广场 L1-1015 号
심양	沈阳铁西万象汇店	铁西区建设东路 158 号铁西万象汇 B1
심양	沈阳中街大悦城 C 馆店	大东区小东路 10-3 号大悦城 C 馆 1 层
장춘	长春欧亚卖场店	南关区开运街 5178 号欧亚卖场 F1
제남	济南恒隆广场店	历下区泉城路 188 号恒隆广场西翼 2 层 256 号

자료: 회사 자료, 유진투자증권

4Q24E 매출액 795 억원(+23.3%, 이하 yoy), 영업이익 62 억원(+46.3%)를 전망한다. 고단가 제품 비중 확대에 더해 블랙프라이데이 행사까지 진행되는 성수기 효과를 기대한다. 2 분기 호실적을 이끌었던 골프 카테고리의 매출 역시 가을 골프 수요와 함께 두드러질 것이다. 맨즈 카테고리 역시 아이템 추가 및 캐주얼 비즈니스 라인 확대로 안정적 성장을 시현할 것이다.

2024E 매출액 2,773 억원(+20.1%, 이하 yoy), 영업이익 268 억원(+45.8%)를 예상한다. 올해는 중국 진출의 원년이었다. MLB 같은 브랜드와 중국 진출 속도 및 매출을 비교하기에는 아직 이른다. 다소 느린 속도로 접근해야 한다. 중국 싸드 배치 이후 자사 브랜드를 가지고 중국에 진출 기업이 드물고, 아직 큰 성과를 낸 사례가 드물기 때문이다. 국내 성장 방향은 세분화 카테고리(러닝, 스웬웨어) 확대에 집중하고 있다. 한국의 계절성이 흐려지고 있기 때문에 스테디셀러, 겨울 시즌별리티 상쇄 요소가 생기는 것은 중장기적으로 중요하다.

괴리율 축소를 위해 목표주가를 10,000 원으로 하향하지만 매수 의견을 유지한다. 현재 주가 PER 은 12MF FWD EPS 기준 5.4 배밖에 되지 않는다, 해외 실적이 전혀 발생하지 않는 국내 내수 의류 수준이다. 최근 내부의 여러 이슈와 외부 변수로 인해 발생한 주가 하락은 당사의 실적과 사업 대비 과도하다고 판단한다.



도표 9. 연결 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
전체 매출액	48.2	59.4	59.4	64.5	53.2	76.4	68.2	79.5	206.9	230.9	277.3	307.8
젱시믹스	46.1	56.1	55.3	63.8	50.6	74.0	65.6	76.5	191.2	221.3	266.7	296.4
국내	44.3	54.1	53.6	60.0	46.2	66.8	59.0	66.3	185.3	212.0	238.3	253.3
중국	-	-	-	-	-	2.2	1.8	3.2	-	-	7.2	16.2
일본	1.8	2.0	1.7	2.3	2.2	3.0	2.7	3.9	6.0	7.8	11.9	14.3
대만	-	-	-	1.4	2.2	2.1	2.0	3.0	-	1.4	9.3	12.6
종속회사	2.2	2.9	3.7	3.7	2.7	2.4	2.6	3.0	10.4	12.4	10.7	11.4
영업이익	3.7	6.5	3.9	4.2	3.4	12.4	4.8	6.2	19.3	18.3	26.8	37.4
%	7.6	11.0	6.6	6.5	6.4	16.2	7.1	7.8	9.3	7.9	9.7	12.2
지배순이익	2.7	5.2	2.1	1.2	2.7	9.2	4.5	12.9	10.1	11.2	29.1	30.2
%	5.6	8.8	3.5	1.9	5.1	12.0	6.5	16.2	4.9	4.9	10.5	9.8
< %yoy >												
매출액	16.6	6.3	10.2	15.7	10.2	29.9	14.9	23.3	24.7	11.6	20.1	11.0
젱시믹스	25.9	9.8	13.5	16.4	9.8	31.9	18.6	19.9	34.0	15.7	20.5	11.1
국내	25.5	9.2	13.3	13.0	4.2	23.4	10.2	10.4	33.5	14.4	12.4	6.3
중국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	124.5
일본	-	-	-	-	23.8	50.4	58.1	70.0	51.8	30.9	51.8	20.0
대만	-	-	-	-	-	-	-	109.9	-	-	547.3	35.0
종속회사	59.0	117.1	106.7	(37.9)	25.0	(18.9)	(29.3)	(17.9)	60.6	19.4	(14.1)	7.1
영업이익	17.0	26.5	(19.2)	(31.2)	(7.5)	88.6	23.6	46.3	39.4	(4.7)	45.8	39.8
지배순이익	78.6	178.2	(50.1)	(50.7)	0.4	76.3	113.6	951.9	30.3	11.7	158.6	3.9

자료: 회사 자료, 유진투자증권
 주: 2020년 8월 상장

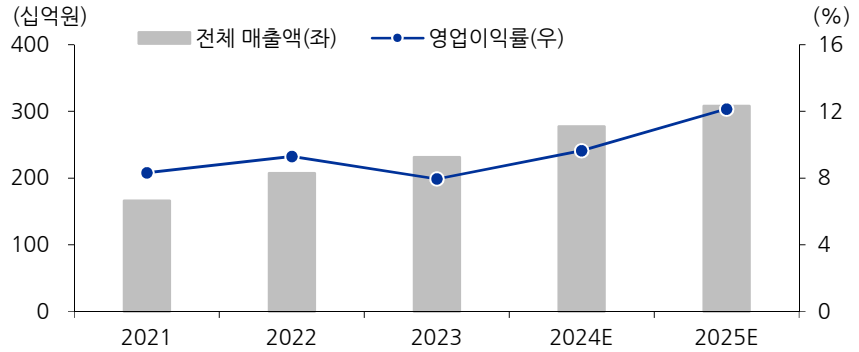
도표 10. 중국 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25	2024E	2025E
매장수(개)	-	-	8	10	19	37	61	91	10	91
순증(개)	-	-	8	2	9	18	24	30	-	81
도매 매출액	-	-	2.2	1.8	3.2	1.9	3.1	4.6	7.2	16.2
영업이익	-	-	0.4	0.1	0.6	0.4	0.6	0.9	1.1	3.2

자료: 회사 자료, 유진투자증권

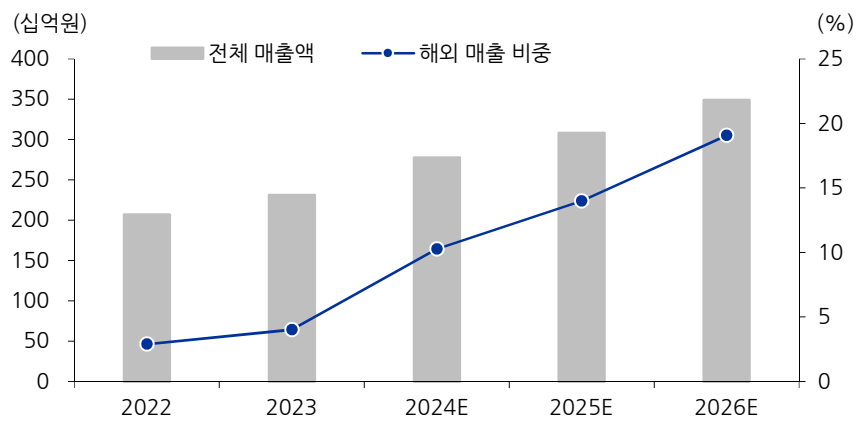


도표 11. 브랜드엑스코퍼레이션 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 12. 해외 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권/ 해외 매출액은 중국, 일본, 대만 합산

도표 13. Valuation

(십억원)	계산	비고
2025년 연결 순이익	30.2	
EPS(원)	1,030	현 유통주식수 29,311,547 만주에 하기 주식수 추가 반영 - 25년 1월 CB 전환 가능 주식수 약 188 만주(콜옵션 40%감안)
목표주가(원)	10,000	
Target PER(X)	9	국내 의류 브랜드사 평균에 해외 진출 프리미엄 적용
현재주가(원)	5,500	
현재주가 PER(X)	5.4	
Upside(%)	81.8	

자료: 회사 자료, 유진투자증권



브랜드엑스코퍼레이션(337930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
자산총계	114	133	180	209	244
유동자산	81	96	148	177	210
현금성자산	14	16	34	52	73
매출채권	13	14	24	27	29
재고자산	52	64	87	96	106
비유동자산	33	37	31	32	33
투자자산	25	30	25	26	27
유형자산	4	4	4	3	2
기타	4	4	3	4	4
부채총계	33	40	64	67	70
유동부채	31	35	40	43	46
매입채무	20	27	30	33	36
유동성이자부채	5	5	6	6	6
기타	6	3	3	3	3
비유동부채	2	6	24	24	24
비유동이자부채	2	5	24	24	24
기타	0	1	1	1	1
자본총계	81	93	116	142	173
지배지분	78	89	111	138	169
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	35	37	42	42	42
이익잉여금	25	34	50	77	108
기타	3	3	5	5	5
비지배지분	3	4	4	4	4
자본총계	81	93	116	142	173
총차입금	6	10	30	30	30
순차입금	(8)	(7)	(4)	(22)	(43)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업현금	7	13	11	23	27
당기순이익	10	12	19	30	35
자산상각비	7	8	7	1	1
기타비현금성손익	10	6	6	(0)	(0)
운전자본증감	(20)	(9)	(21)	(8)	(9)
매출채권감소(증가)	(6)	(1)	(7)	(2)	(3)
재고자산감소(증가)	(23)	(11)	(24)	(9)	(10)
매입채무증가(감소)	9	4	(1)	3	3
기타	(0)	(1)	11	0	0
투자현금	0	4	(3)	(2)	(2)
단기투자자산감소	(3)	0	(1)	(0)	(0)
장기투자증권감소	30	19	(0)	(0)	(0)
설비투자	2	2	1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)
재무현금	(12)	(8)	12	(3)	(4)
차입금증가	(8)	(6)	15	0	0
자본증가	(4)	(2)	(2)	(3)	(4)
배당금지급	4	2	2	3	4
현금 증감	(5)	9	20	18	21
기초현금	10	5	14	34	52
기말현금	5	14	34	52	73
Gross Cash flow	27	26	33	31	36
Gross Investment	17	4	23	10	12
Free Cash Flow	10	21	10	21	24

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	207	233	277	308	349
증가율(%)	24.7	12.4	19.2	11.0	13.3
매출원가	82	93	110	121	136
매출총이익	125	140	167	187	212
판매 및 일반관리비	106	121	140	150	169
기타영업손익	23	15	16	7	13
영업이익	19	18	27	37	43
증가율(%)	39.4	(5.5)	47.1	39.8	16.1
EBITDA	26	26	34	39	45
증가율(%)	40.2	(0.9)	29.9	14.6	15.1
영업외손익	(1)	(3)	(0)	0	0
이자수익	0	1	1	1	1
이자비용	0	0	2	2	2
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(3)	0	1	1
세전순이익	18	16	27	37	43
증가율(%)	47.5	(15.3)	70.2	40.9	16.1
법인세비용	4	3	7	7	9
당기순이익	10	12	19	30	35
증가율(%)	30.5	20.7	59.1	54.3	16.1
지배주주지분	10	11	19	30	34
증가율(%)	30.3	11.7	70.8	54.4	16.1
비지배지분	0	1	0	0	0
EPS(원)	344	384	655	1,011	1,174
증가율(%)	31.7	11.7	70.6	54.4	16.1
수정EPS(원)	344	384	655	1,011	1,174
증가율(%)	31.7	11.7	70.6	54.4	16.1

주요투자지표

	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	344	384	655	1,011	1,174
BPS	2,675	3,029	3,797	4,708	5,763
DPS	120	80	100	120	150
밸류에이션(배, %)					
PER	13.9	16.5	8.4	5.4	4.7
PBR	1.8	2.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	5.0	6.9	4.6	3.6	2.7
배당수익율	2.5	1.3	1.8	2.2	2.7
PCR	5.1	7.2	4.9	5.2	4.5
수익성(%)					
영업이익율	9.3	7.8	9.7	12.2	12.5
EBITDA이익율	12.7	11.2	12.2	12.6	12.8
순이익율	4.9	5.3	7.0	9.8	10.0
ROE	13.7	13.5	19.2	23.8	22.4
ROIC	25.6	22.4	21.8	26.8	28.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(9.3)	(7.2)	(3.7)	(15.4)	(24.5)
유동비율	261.3	277.0	375.1	416.5	458.0
이자보상배율	95.5	50.0	17.2	22.9	26.6
활동성(회)					
총자산회전율	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5
매출채권회전율	21.3	17.7	14.7	12.1	12.5
재고자산회전율	4.8	4.0	3.7	3.4	3.5
매입채무회전율	12.4	10.0	9.8	9.8	10.1



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

