

Jan. 6, 2005

## 우성아이앤씨(011080)

조 가 람 / 투자전략팀  
iamckr@empal.com

산업분류 : 섬유 / 의류  
주가 : 1,310원 (2005. 1. 5 증가)  
시가총액 : 79억

Rating : BUY  
Target : 1,685원

### Key Point

- DAKS, YEZAC 등의 브랜드를 보유한 국내 1위의 셔츠 제조업체
- 브랜드 파워, 유통 능력에서 경쟁력 보유
- 보수적 가정하에서도 현재 주가 대비 28.63%의 상승 여력 지니고 있음
- 04년 배당 150원 기준으로 현 주가 매입 시 11.45% 시가 배당수익률 기대

### DAKS, YEZAC 등의 브랜드를 보유한 셔츠 전문 제조업체 [주요 제품]



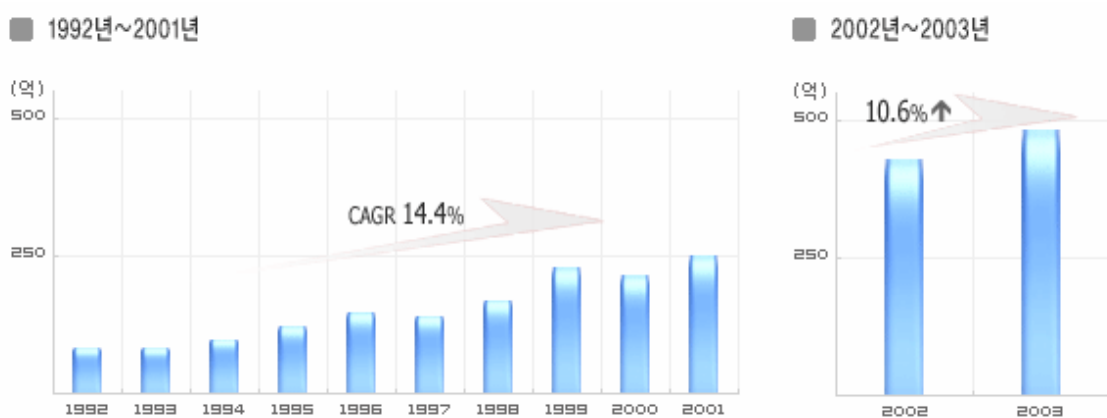
- (주)우성아이앤씨는 연간 매출액 480억(03년 기준) 규모의 셔츠 전문 제조업체이다. 대표 브랜드는 남성 셔츠인 DAKS와 YEZAC이다. DAKS는 본래 영국 업체의 브랜드로, 동사는 93년 이후 브랜드 라이선스를 취득해 DAKS 셔츠를 생산, 판매해왔다. 반면, YEZAC은 98년 자체 개발된 브랜드이다.

- 30대 중반에서 50대 초반을 주요 대상으로 하는 DAKS는 6년 연속 백화점 바이어 브랜드 지지율 1위를 기록했다. 또한 20대 중반에서 40대 초반을 주요 대상으로 하는 YEZAC도 01년 브랜드 지지율 9위에서 03년 3위로 빠르게 성장하고 있다.
- 동사는 DAKS와 YEZAC 이외에도, 할인점 대상의 Giorgio Ferri와 여성 전문 셔츠 브랜드인 Elle Chemisier를 보유하고 있다. 또한 04년 8월부터는 캐주얼 의류 분야로 진출해 신규 브랜드인 “BON”을 론칭 중이다.

일반 패션 산업에 비해 유행에 덜 민감하며, 꾸준한 수요 기대됨

[산업 분석]

- 패션 산업은 일반적으로 수요 예측이 어렵고, 제품 사이클이 짧은 특성을 지니고 있다. 주력 제품의 유행이 지날 경우, 패션 업체는 급속한 매출 감소와 높은 수준의 재고 부담을 경험하게 된다. 때문에 패션 업체의 주가도 유행에 따라 출렁거리는 경향이 있다. 이러한 이유로 우리는 패션 업체들을 투자 대상에서 제외해왔다.
- 그러나 동사가 속해 있는 셔츠 산업은 상대적으로 패션 주기가 길며, 유행에 덜 민감한 편이라는 점에서 매력적이다. 아래 차트를 통해 보면, 실제 지난 10여 년간 동사의 매출은 꾸준한 성장세를 유지했음을 알 수 있다. 10년이란 기간 동안 비슷한 제품 구성을 가지고 꾸준한 매출을 올렸다는 것은 유행에 둔감한 셔츠 산업 특성을 잘 설명해주는 것이다.



출처: ㈜우성아이앤씨 홈페이지, 02년 매출에 대한 회계 기준 변경

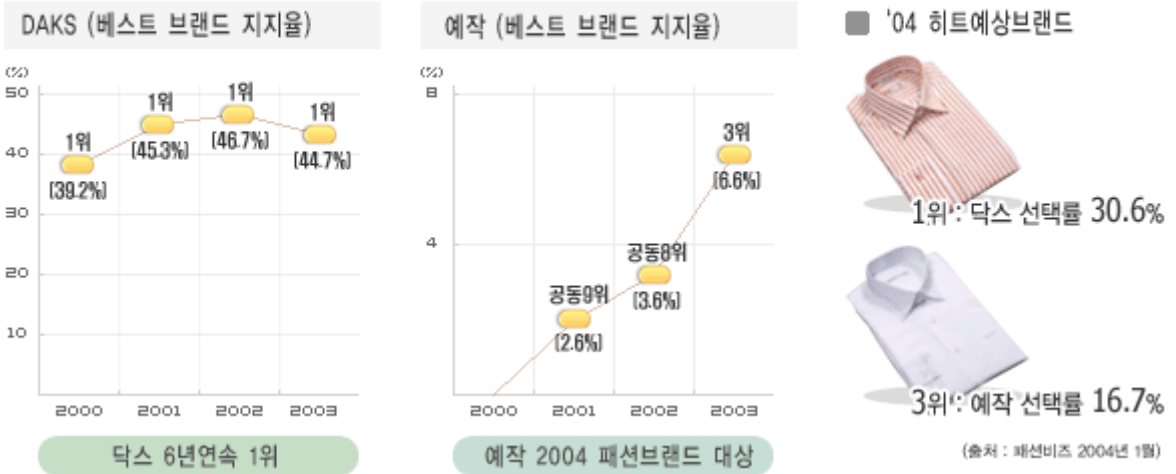
- 향후 셔츠 산업에 대한 전망도 긍정적이다. 10년이 지난 후에도 (전 직장인의 복장 자율화가 이루어지지 않는 한) 분명히 사람들은 지금만큼 셔츠를 입어야 할 것이고, 그 소모품적 특성상 끊임없는 교체 수요가 존재할 것이기 때문이다.

강력한 브랜드 파워와 유통 경쟁력 보유

[경쟁력 분석]

- 셔츠 산업은 고정자본 투자가 작기 때문에 진입 장벽이 매우 낮다. 때문에 경쟁력을 확보하기 위해서는 강력한 브랜드 파워와 유통 채널을 확보해야 한다.
- 우선, 브랜드 파워라는 측면에서 동사는 국내 셔츠 업계 최고의 지위에 있다. DAKS 셔츠는 동사가 그 브랜드를 도입한 90년대부터 꾸준히 인기를 유지해왔으며, 03년까지 6년 연속으로 백화점 바이어 베스트 브랜드로 선택된 바 있다. 또한, YEZAC의 경우도 98년 론칭하여 성공적으로 시장에 진입했으며, 03년에는 브랜드 지지도 3위에 올랐다.

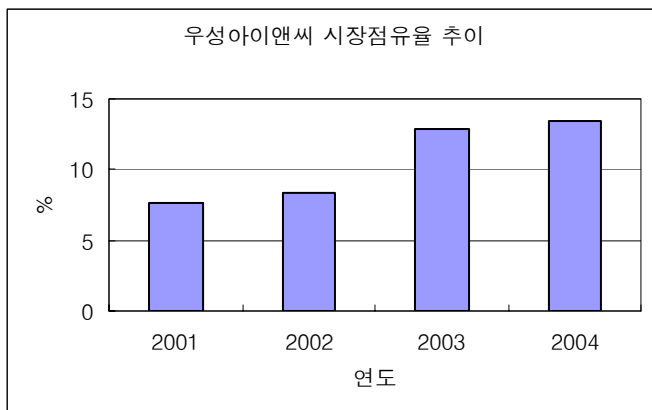
브랜드파워



출처: ㈜우성아이앤씨 홈페이지

- 또한 유통 측면에서도 동사는 타 셔츠 업체들보다 우월한 지위에 있다. 동사의 주력 제품인 DAKS와 YEZAC의 경우, 백화점을 주요 유통경로로 한다. DAKS는 롯데, 현대, 신세계를 비롯한 전국 56개 주요 백화점에 입점해 있으며, YEZAC은 31개 백화점에서 유통되고 있다. 동사의 백화점 M/S는 26.15%로 셔츠 업체 중 점유율 1위이다. 남성복 구입시 백화점을 선택하는 비중이 지난 수년간 40%대에 이르렀던 점(한국섬유산업연합회, 2003년 의류실태조사보고서)을 고려하면, 동사의 백화점 유통 능력은 타 업체들에 상당한 진입장벽으로 작용할 것으로 기대된다.

출처: 분기보고서



- 이러한 브랜드 파워와 백화점 유통 능력에 힘입어 동사의 국내 셔츠 시장점유율은 꾸준히 높아지고 있는 추세이다. 분기보고서에 따르면 04년 3분기 동사의 시장점유율은 13.4% 수준에 이른다.
- DAKS와 YEZAC의 높은 브랜드 파워, 백화점을 중심으로 한 영업망, Giorgio Ferri 등의 브랜드를 이용한 할인점 유통채널 공략 등을 고려할 때, 현재 수준의 시장 점유율은 앞으로도 지속 가능할 것으로 판단된다.

높은 수준의 수익성, 그러나 잉여현금흐름(FCF)은 최근 감소세  
[재무성과 분석]

출처: 분기보고서 Data 수정, ROE = 순이익률 \* 자본회전율

	2000	2001	2002	2003	2004E
영업이익률	-8.14%	11.47%	9.82%	8.81%	9.63%
순이익률	-8.24%	7.33%	5.92%	5.98%	6.36%
자본회전율	2.86	2.64	4.43	3.83	2.86
ROE	-23.54%	19.33%	26.21%	22.88%	18.21%

- 동사의 영업이익률은 지난 3년간 10%를 하회하는 낮은 수준에 머물렀다. 그러나 자기자본 회전율이 높은 수준을 유지한 데 힘입어 주주 자본의 수익성 및 효율성 척도인 ROE는 20%대를 상회하였다. 통상 ROE와 자기자본에 대한 비용을 비교하여 경영 성과를 평가하는 바, 정기 예금금리의 수 배에 달하는 동사의 ROE는 만족스러운 수준이라 할 수 있다.
- 그러나 ROE는 회계적 이익을 기반으로 하고, 이익의 재투자(혹은 자본적 지출, CAPEX)를 고려하지 않는다는 점에서 한계를 갖는다. 반면, 영업으로부터 발생한 회계적 이익에서 세금을 제외한 후, 다시 자본적 지출 분을 제외한 “잉여현금흐름(FCF, Free Cash Flow)”은 그러한 한계를 극복한다.

FCF = 영업이익 - 영업이익에 대한 조정된 세금 - 자본적 지출(투자자본의 증감)

FCF는 채권자나 주주에게 완전히 귀속될 수 있는 자유로운 현금흐름을 의미함

워렌 버핏의 완벽투자기법에 나오는 “주주 이익”과 유사한 개념으로 이해 가능

- 다음 자료는 동사의 과거 FCF를 계산한 것이다.

Free Cash Flow

계정명	단위	200012	200112	200212	200312
영업이익	천원	-1,725,326	2,898,799	4,284,833	4,248,449
영업이익에 대한 조정된 세금	천원	59,368	774,752	1,312,767	1,447,918
세후 순영업이익(NOPLAT)	천원	-1,784,694	2,124,047	2,972,066	2,800,531
운전자본의 증가	천원	808,969	870,290	-1,352,781	2,568,352
유형자산의 증가	천원	-364,129	-228,807	779,405	102,563
기타자산의 증가	천원	-465,894	497,572	147,886	-268,262
총투자	천원	-21,054	1,139,055	-425,490	2,402,653
잉여현금흐름(FCF)	천원	-1,763,640	984,992	3,397,556	397,878

출처: YIG 자체 산출, 구체적인 산출 과정은 첨부한 엑셀 파일 참고바람

- 회계적 이익이라 할 수 있는 영업이익은 꾸준히 증가하는 추세이나, FCF는 03년 큰 폭으로 감소하였다. 이는 도표에서 볼 수 있는 것처럼 이익의 상당 부분이 운전 자본으로 재투자되었기 때문이다. 첨부한 엑셀 파일의 IC sheet를 보면, 운전자본 중에서도 “재고자산”에 매우 많은 투자가 되고 있음을 알 수 있다. 다시 말해서 상당한 이익을 거두었음에도 재고자산이 지나치게 증가해 동사의 현금흐름을 감소시켰다는 것이다. 다른 각도에서 보자면, 이익의 상당 부분이 재고자산 과대평가에 의존하고 있을 가능성도 있다는 의미이기도 하다.
- 결국, 기업의 가치를 결정하는 것은 회계적으로 가공된 이익이 아닌 현금흐름이다. 장기적으로 재고자산 증가에 따른 현금흐름 감소, 즉 기업가치 훼손이 지속된다면 동사에 대한 투자 메리트는 크게 떨어질 것이다. 그러므로 향후 수 분기 동안 동사의 운전자본 특히 재고자산의 증감 추이를 지켜볼 필요가 있다.

### FCF 할인모형을 이용한 기업가치평가

#### [적정주가산출]

- 동사의 경우 PER과 PBR 등의 상대가치 평가를 이용한 기업가치평가가 용이하지 않다. 상장, 등록된 기업들 중 동사와 같은 셔츠 전문제조업체가 존재하지 않기 때문이다. 따라서 FCF 할인모형을 적용하여 적정주가를 산출하도록 한다. FCF 할인모형에는 추정의 과정이 많이 개입되어 실제 적용에 어려움이 따른다. 또한, 본 분석이 1차 분석인 점을 감안해 가능한 보수적이고 단순한 가정을 적용하여 적정주가를 산출하도록 한다.
- **가정 1: 과거 3년간(01년~03년) FCF의 평균값을 미래 기대 영구현금흐름으로 함**
  - 미래에도 셔츠 산업의 수요가 최소한 지금 만큼은 존재할 것이라 가정
  - 현재 동사의 시장점유율이 미래에도 지속될 것이라 가정
  - 보수적 접근을 위해 성장 가능성은 고려하지 않음
- **가정 2: 할인율(WACC)은 15%로 함**
  - WACC은 분모에 들어가는 만큼 미세한 변화조차도 결과에 큰 영향 미침
  - 우리 목표는 실제 균형가격을 구하는 것이 아니라, 충분한 안전마진을 확보한 가격을 산출하는 것이라 판단
  - WACC 15%는 극단적으로 보수적인 값이라 할 수 있음(안전마진 확보)
- **가정 3: 비업무용 자산은 보너스 개념으로 가치에 합산**
  - FCF는 기업 고유의 영업으로부터 발생하는 가치만을 의미
  - 04년 3분기말 현재 보유하고 있는 비업무용 투자자산의 가치 합산
- **가정 4: FCF의 현재가치 합에서 이자지급 부채를 제외한 것을 주주가치로 봄**

- Valuation 적용

$$\text{적정시가총액} = \frac{FCF}{WACC} + \text{비업무용 투자자산의 가치} - \text{이자지급 부채의 가치}$$

- 3년간 평균 FCF = 15.9억 원
- WACC = 15%
- 비업무용 투자자산의 가치 = 17.0억 원
- 이자지급 부채의 가치 = 21.9억 원

(주)우성아이앤씨 적정시가총액 = 101.1억 원

(주)우성아이앤씨 적정주당가격 = 1,685원

- 해석: 매우 보수적인 가정 하에서도 동사의 적정주가는 1,685원으로 산출되었다. 현재 주가는 1,310원으로 보수적 가정 하에서의 적정주가와는 22.26%의 괴리율을 보이고 있다. 현재 시점에서 동사의 주식을 매입할 경우, 28.63%의 자본이득을 기대할 수 있다. 또한 04년 주당 배당금이 150원 수준이었음을 감안할 때, 11.45%의 배당 수익률도 기대해볼 수 있다. 현재 주가 수준에서 가격 메리트는 충분한 것으로 판단된다.

## 내재되어 있는 투자 위험들

### [리스크 요약]

- DAKS 상표권 갱신 문제: 현재 DAKS를 포함한 동사의 5개 브랜드 중 3개는 해외로부터 라이선스를 따온 브랜드로, 정기적으로 상표권을 갱신해야 한다. 특히 주력 브랜드인 DAKS의 경우 원상표권자인 영국 닥스와 직접 계약을 맺지 않고, 닥스와 계약을 맺은 LG상사(패션)와 다시 계약을 맺은 상태이다. 만약, LG상사가 동사와의 계약을 해지하거나, 영국 닥스와 LG상사가 계약을 파기할 경우, 동사에 중대한 악영향을 미칠 수 있는 점에 유의해야 한다.
- 주요 유통경로인 백화점과의 관계지속 문제: 동사의 주요 유통 채널은 백화점이다. 이에 따라 백화점과의 관계에 따라 동사의 실적 또한 크게 영향을 받을 수 있다. 동사의 사업보고서에 따르면, 인구유통이 많은 에스컬레이터 근처 매장이 A급 매장으로 분류되며, 3개월~1년에 한번씩 입점한 브랜드들의 매장 재배치 혹은 퇴장이 결정된다고 한다. 현재 동사의 주력 브랜드인 DAKS와 YEZAC은 대부분 백화점 A급 매장에 배치되어 있다. 그러나 동사의 브랜드 지지율이 하락하거나 백화점과의

관계가 원만히 유지되지 못할 때, 실적이 크게 악화될 것이다. 동사의 주식에 투자하기 위해선 정기적으로 백화점을 방문해볼 필요가 있다.

- 원활치 못한 현금흐름(재고자산의 증가): 동사의 FCF는 03년 운전자금(특히 재고자산) 부담 심화로 전년대비 크게 감소했으며, 올해에도 재고자산 증가가 지속되어 04년 FCF도 매우 부진한 수준에 머물 것으로 우려된다. 그 동안 우리의 투자경험을 통해 볼 때, 현금흐름의 악화는 좋지 못한 징조인 경우가 많았다. 그러므로 동사의 재고자산 증가 원인에 대해 심층적으로 분석해볼 필요가 있으며, 그 원인이 장기적이고 구조적인 것이라면 투자를 포기하는 것이 옳다.

### 투자의견

주식의 매수를 추천한다. 매수를 추천하는 이유는 다음과 같다.

1. 강력한 브랜드 파워
2. 양호한 산업전망, 일반 패션업에 비해 덜 민감한 셔츠 산업
3. 비교적 양호한 재무비율들
4. 보수적 가정 하에서의 적정주가 기준으로도 크게 저평가된 상태
5. 시가배당률 11%를 넘는 배당 메리트

주식의 매도 시점은 다음과 같이 잡는다.

1. 주가가 단기 급등하여 현재 괴리율(22.26%)만큼 적정주가를 넘어서는 경우
2. 동사의 영업에 중대한 악영향을 미칠만한 사건이 발생할 경우(예: 닥스 상표권 계약의 해지 등)
3. 올해 상반기까지 현금흐름이 회복되지 않을 경우
4. 백화점 A급 매장에서 밀려나거나, 눈에 띄게 점포가 한가해질 경우
5. 강력한 경쟁사가 급부상할 경우
6. 소비부진이 05년에도 심화되어 실적이 크게 악화될 경우

이러한 사유가 발생하지 않는 한 계속 보유하는 것을 원칙으로 한다.

그리고 다음 사항에 대해 추가적인 분석을 한다.

1. 매장 방문(시장 조사)
2. 재고자산 증가에 대한 원인 분석
3. 신규 브랜드(BON)에 대한 평가와 반응 조사