

# KOSPI | 내구소비재와의류

## TBH글로벌 (084870)

### 경험치 만렙 회사의 복귀전

#### 체크포인트

- 동사는 중국 진출의 흥망성쇠 경험을 가지고 2023년 새로운 도전을 착실히 진행하는 중
- 투자포인트는 1) 동사 매출의 59%를 차지하는 마인드브릿지는 건조한 성장을 보여주면서 캐시카우 역할을 하고, 2) 츠시쥬디는 온라인 강화를 통해 성장하며, 3) 중국 사업 종료로 재무건전성이 확보되어 신성장동력(리뉴얼을 통한 자사물 확대, 해외명품 병행수입, 말레이시아 법인 설립을 통한 동남아 지역 진출) 발굴에 부담을 덜었다는 점
- 2023년 매출액 2,153억원(+6%YoY), 영업이익 95억원(+384%YoY) 전망. 2023년, 2024년 PER은 각각 5.4배, 4.4배로 저평가라고 판단
- 의류는 경기 민감 업종으로 경기침체 우려는 리스크 요인

#### 주가 및 주요이벤트

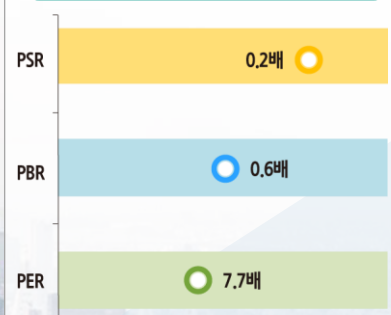


#### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

#### 벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈 저평가

## 마인드브릿지가 끌고, 슈시जू디가 밀고

TBH글로벌의 2022년 기준 브랜드별 매출 비중은 마인드브릿지(59%), 슈시जू디(12%), 베이직하우스(3%), 홈쇼핑(25%), 기타(1%)로 구성. 채널별 매출 비중은 오프라인(59%), 홈쇼핑(19%), 온라인(16%), 직거래(6%)로 나뉘

## 투자포인트 1) 마인드브릿지는 동사의 캐시카우

동사 매출의 59%를 차지하는 마인드브릿지의 매출액은 2023년 1,480억원(+12%YoY)으로 전망. 성장의 근거는 1) 매장 리뉴얼을 통한 오프라인 매장 매출 활성화, 2) 외부물 및 자사물을 통한 온라인 강화임. 마인드브릿지의 성장은 전사 이익 성장을 견인할 전망

## 투자포인트 2) 온라인을 중심으로 강화하는 슈시जू디

동사 매출의 12%를 차지하는 슈시जू디의 매출액은 2023년 310억원(+15%YoY)으로 재도약을 시작할 것. 2023년부터 라이브커머스를 적극적으로 활용해 온라인 매출을 확대할 계획. 수수료율이 낮은 온라인을 확대해 슈시जू디 브랜드 수익성을 제고하고, 라이브커머스 등을 활용해 인지도를 높여 오프라인 매장의 효율도 높이겠다는 목표. 2023년 온라인 매출 비중은 약 27%에 달할 것으로 예상됨

## 투자포인트 3) 재무건전성을 기반으로 신성장동력 모색

동사는 신규비즈니스를 통해 새로운 성장동력을 모색할 것으로 전망. 구체적으로 1) 자사물 확대, 2) 해외명품 병행수입, 3) 말레이시아 법인을 통한 동남아 지역 진출임. 2023년 하반기 자사물을 리뉴얼 예정으로 올해 자사물 매출 95억원 예상. 해외명품브랜드 병행수입 사업은 2023년말~2024년초 매장을 오픈해 가시적인 성과가 전망됨. 동남아 시장에서 패션 전문몰 ZALORA에 입점하는 등 온라인을 중심으로 전개할 예정임

### Forecast earnings & Valuation

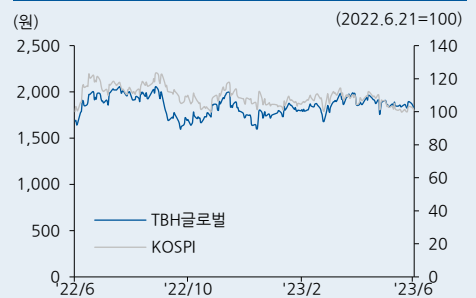
|             | 2020   | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)     | 1,731  | 1,881 | 2,031 | 2,153 | 2,319 |
| YoY(%)      | -17.9  | 8.6   | 8.0   | 6.0   | 7.7   |
| 영업이익(억원)    | -69    | 53    | 20    | 95    | 116   |
| OP 마진(%)    | -4.0   | 2.8   | 1.0   | 4.4   | 5.0   |
| 지배주주순이익(억원) | -308   | -196  | 49    | 70    | 87    |
| EPS(원)      | -1,476 | -941  | 236   | 336   | 419   |
| YoY(%)      | 적지     | 적지    | 흑전    | 42.1  | 25.0  |
| PER(배)      | N/A    | N/A   | 6.9   | 5.4   | 4.4   |
| PSR(배)      | 0.2    | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| EV/EBIDA(배) | 231.6  | 6.5   | 6.6   | 3.7   | 3.4   |
| PBR(배)      | 0.5    | 0.9   | 0.6   | 0.6   | 0.5   |
| ROE(%)      | -33.2  | -29.6 | 8.6   | 11.0  | 12.2  |
| 배당수익률(%)    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 현재주가 (6/22)   | 1,825원           |
| 52주 최고가       | 2,055원           |
| 52주 최저가       | 1,595원           |
| KOSPI (6/22)  | 2,593.70p        |
| 자본금           | 104억원            |
| 시가총액          | 381억원            |
| 액면가           | 500원             |
| 발행주식수         | 21백만주            |
| 일평균 거래량 (60일) | 8만주              |
| 일평균 거래액 (60일) | 1억원              |
| 외국인지분율        | 4.18%            |
| 주요주주          | 우종완 외 23인 49.41% |

### Price & Relative Performance



### Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월  | 6개월  | 12개월 |
|----------|------|------|------|
| 절대주가     | -4.3 | 5.8  | 8.0  |
| 상대주가     | -5.7 | -3.9 | -2.5 |

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

## ■ 기업 개요

### 1 사업부문 및 연혁

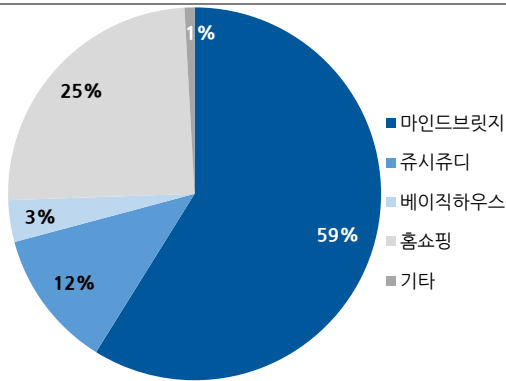
**TBH글로벌은 패션 사업을 영위  
마인드브릿지(59%)  
쥬시쥬디(12%)  
베이직하우스(3%),  
홈쇼핑(25%), 기타(1%)**

2000년에 설립된 TBH글로벌은 캐주얼 남성복 및 여성복을 주력으로 패션 사업(2022년 기준 매출 비중 99.6%)을 영위하고 있다. 동사는 현재 비즈니스 캐주얼 브랜드 마인드브릿지(MIND BRIDGE), 여성의류 브랜드 쥬시쥬디(JUCY JUDY), 캐주얼 브랜드 베이직하우스(BASIC HOUSE) 3개의 자체 브랜드를 운영하고 있다. 또한 2022년초 영국 브랜드 아쿠아스큐툼(Aquascutum)과 라이선스 계약을 체결하고 국내 홈쇼핑을 통해 여성복 라인을 런칭했으며, 그 외의 라이선스 브랜드를 추가로 전개하고 있다. 2022년 기준 브랜드별 매출은 마인드브릿지(59%), 쥬시쥬디(12%), 베이직하우스(3%), 홈쇼핑(25%), 기타(1%)로 구성되어 있다.

TBH글로벌은 수익성 제고 및 비대면 시대의 흐름에 맞춰 대표 브랜드인 베이직하우스를 온라인 전용 브랜드로 전향했고, 통합 온라인 자사몰 'TBH SHOP'을 운영 중이다. 그 밖에 CJ홈쇼핑의 메인 브랜드인 더엣지(the AtG)와 타하리(TAHARI)의 위탁 판매, 그리고 홈쇼핑 채널을 통해 직수입 브랜드 바스키아(BASQUIAT) 등을 선보이고 있다.

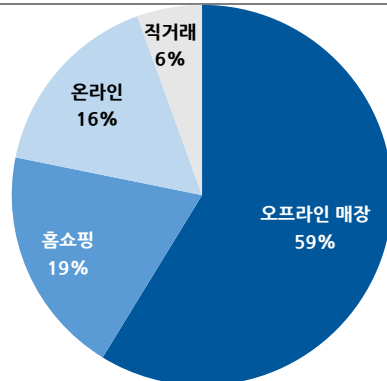
동사의 유통채널별 매출 비중은 오프라인매장 매출 비중이 59%로 가장 높다. 홈쇼핑이 19%로 그 다음으로 매출이 많이 발생하는 채널이다. 오픈마켓, 쿠팡 등 온라인 외부몰과 자사몰 매출은 16% 비중을 차지하고 있다. 기타 직거래 매출 비중은 6%이다.

TBH글로벌의 브랜드별 매출 비중(2022년 기준)



자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

유통채널별 매출 비중(2022년 기준)



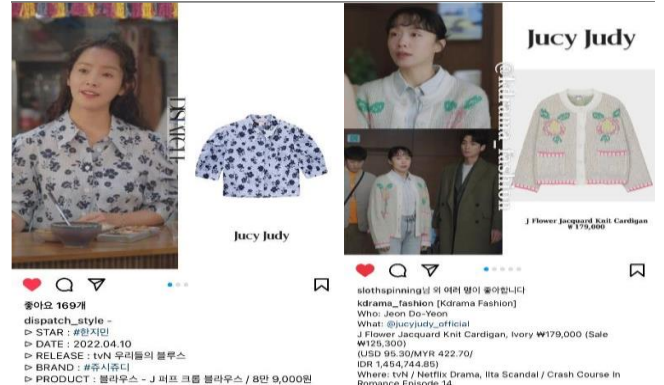
자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

TBH글로벌 브랜드 소개: 마인드브릿지



자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌 브랜드 소개: 주시주디



자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌 브랜드 소개: 베이직하우스



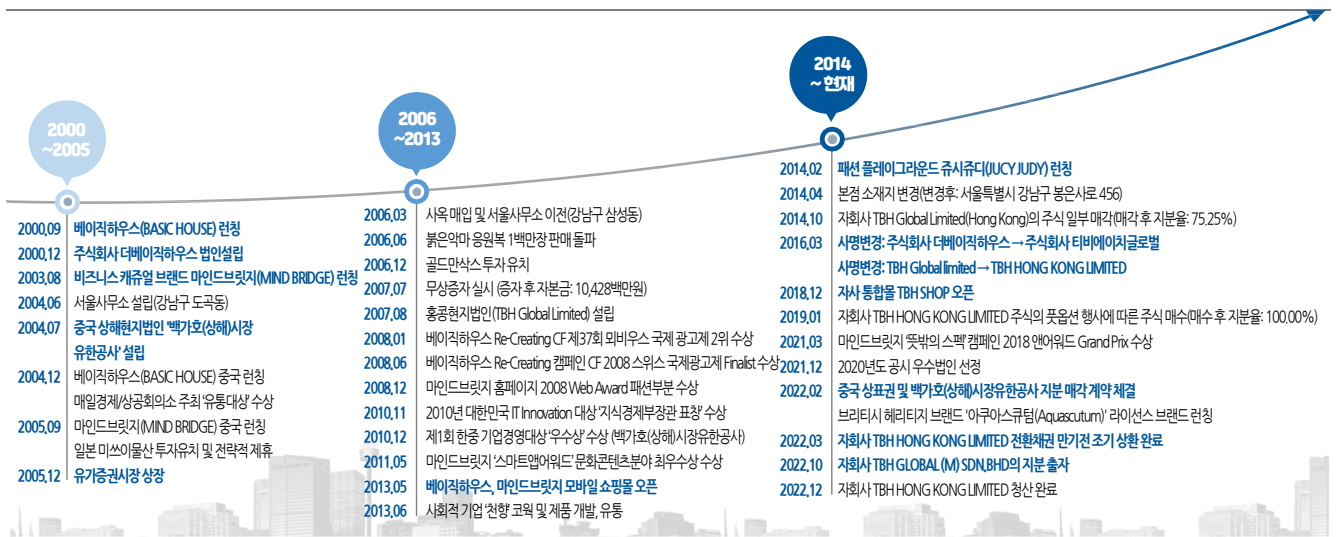
자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌 브랜드 소개: 아쿠아스큐텀



자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌의 연혁



자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌은 2000년 9월에 베이직하우스(BASIC HOUSE) 브랜드를 런칭하면서 같은 해 12월 주식회사 더베이직하우스 법인을 설립했다. 2003년 비즈니스 캐주얼 브랜드 마인드브릿지(MIND BRIDGE)를 출시했다. 중국에서 의류를 소싱하던 동사는 중국시장에서 성장의 기회를 보고 2004년 7월 중국 상해현지법인 '백가호(상해)시장유한공사'를 설립했다. 2004년 12월에 베이직하우스를 중국시장에 런칭하고, 이듬해 중국에서 마인드브릿지 브랜드도 선보였다. 중국시장에서의 성장의 비전을 제시하며 2005년 12월 한국거래소 유가증권 시장에 상장했다. 이듬해 확장을 위해 골드만삭스 투자를 유치했으며, 2007년 홍콩현지법인(TBH Global Limited)을 설립했다.

2013년 국내 온라인 의류 시장 활성화 분위기에 맞춰 베이직하우스, 마인드브릿지 모바일 쇼핑몰을 오픈했다. 2014년 신성장동력으로 패션 플레이그라운드 주시주디(JUCY JUDY)를 런칭했다. 2014년 자회사 TBH Global Limited(Hong Kong)의 주식을 일부 매각(매각 후 지분율: 75.2%)하게 된다. 2016년 사명을 (주)더베이직하우스에서 회사 이름이 한 브랜드에 국한되지 않는 현재의 (주)티비에이치글로벌로 변경하였다. 또한 자사브랜드를 통합한 온라인 자사몰 'TBH SHOP'을 오픈했다.

한한령 지속 등 중국법인의 상황은 점점 어려워져 골드만삭스의 TBH HONG KONG LIMITED 주식 풋옵션이 행사되었고, 동사는 이에 따라 주식을 매수(매수 후 지분율: 100.0%)하게 되었다. 결국 3년 뒤, 2021년 12월 전환사채 상환 등의 목적으로 중국 상표권 및 백가호(상해)시장유한공사 지분을 매각하게 된다. 이와 관련하여 2022년 3월 자회사 TBH HONG KONG LIMITED 전환채권 만기전 조기 상환을 완료했고, 같은해 12월 자회사 TBH HONG KONG LIMITED 청산을 완료했다.

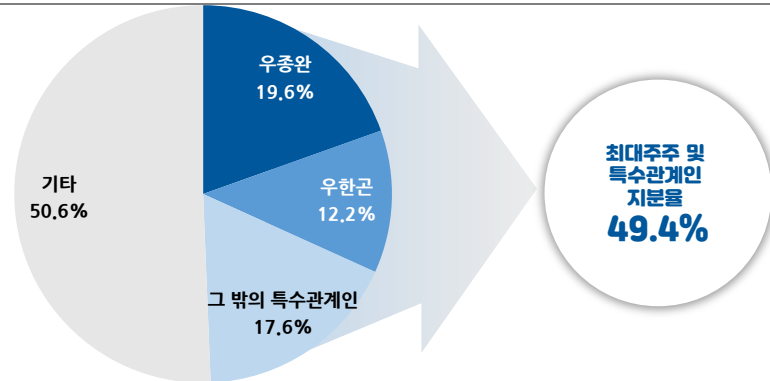
동사는 현재 국내 사업에 집중하면서 수익성 중심으로 동남아시아 시장 진출을 모색하고 있다. 2022년 브리티시 헤리티지 브랜드 '아쿠아스큐텀(Aquascutum)' 라이선스 브랜드를 런칭해 홈쇼핑 시장에서도 두각을 내고 있다. 2022년 10월 자회사 TBH GLOBAL (M) SDN.BHD 자본 출자를 통해 말레이시아를 거점으로 동남아시아에서 사업을 시작했다.

## 2 주주구성과 종속회사

**최대주주 및 특수관계인의  
지분 비율은 49.4%  
(대표이사 우종완 19.6%)**

2023년 3월말 기준, TBH글로벌의 최대주주 및 특수관계인의 지분 비율은 49.4%로 최대주주는 우종완(대표이사, 지분율 19.6%)이다. 그 밖에 5% 이상 주주는 이한곤(최대주주의 부)으로 지분율은 12.2%이다. 자기주식은 없다.

TBH글로벌의 주주구성



자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

**연결대상 종속회사 현황**  
**TBH GLOBAL (M) SDN,BHD**  
**(지분율: 100%)**

2023년 1분기 기준 TBH글로벌의 연결대상종속회사는 TBH GLOBAL (M) SDN,BHD(지분율: 100%)가 있다. TBH GLOBAL (M) SDN,BHD는 2022년 7월 설립되었다. 같은 해 10월 TBH글로벌이 유상증자에 참여하면서 지배력을 획득하여 연결대상종속회사로 편입되었다. 동남아 시장 의류판매를 목적으로 말레이시아 쿠알라룸푸르에 설립되었다.

참고로 2018년 12월 투자자간 약정사항으로 인해 종속기업에서 공동기업으로 변경되었던 TBH HONG KONG LIMITED는 2022년 3월 TBH HK의 전환채권을 조기 상환하면서 2022년 3월 31일자로 TBH글로벌의 종속기업으로 재편입되었다. 이후 2022년 12월 청산되며 현재 종속기업에서 제외되었다.

## **산업 현황**

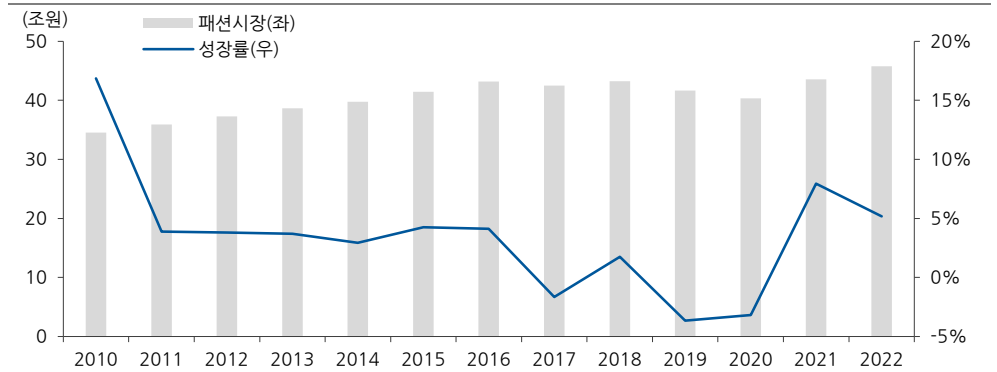
### 1 지난 10년 동안 국내 패션시장 연평균성장률 1.9%, 2016년부터 정체

#### 2011~2021년 국내 패션시장 연평균성장률 1.9%

한국섬유산업연합회에 따르면 국내 패션시장 규모는 2022년 45.8조원으로 예상돼 전년대비 5.2% 성장할 전망이다. 패션시장은 2020년 코로나에 의한 소비 둔화로 전년대비 -3% 감소하며 40.3조원까지 축소되었는데, 2021년과 2022년에 전년대비 각각 8.0%, 5.2% 성장하며 회복 소비 현상이 나타났다.

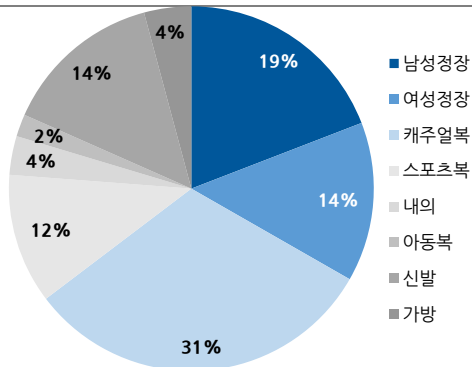
조금 긴 호흡에서 살펴보면, 패션시장은 2011~2021년 동안 연평균 1.9% 성장했다. 2011~2016년까지 연평균 3.8%로 견조하게 성장했지만, 2016~2021년에는 연평균 0.2% 증가에 그치면서 사실상 정체된 모습을 보여줬다. 구체적으로, 남성정장과 여성정장이 지속적으로 감소한 가운데, 캐주얼복과 스포츠복이 성장을 이끌었다. 캐주얼복 시장은 지난 10년 동안 연평균 4.4%로 꾸준히 증가하면서 전체 패션시장(1.9%) 대비 양호한 성장을 시현했다. 스포츠복은 2015년까지는 가파른 성장을 보이다, 2016년부터 감소하면서 동 기간 패션시장도 전반적으로 침체된 흐름을 시현했다.

국내 패션시장 추이



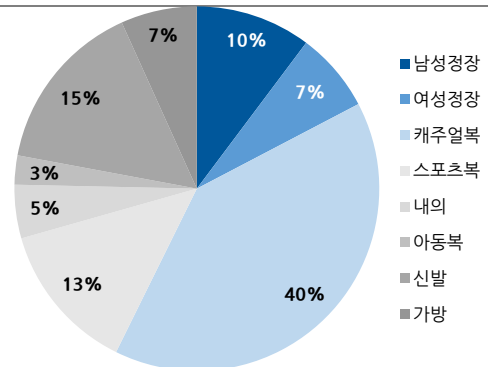
자료: 한국섬유산업연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 패션시장 복종별 비중(2011년)



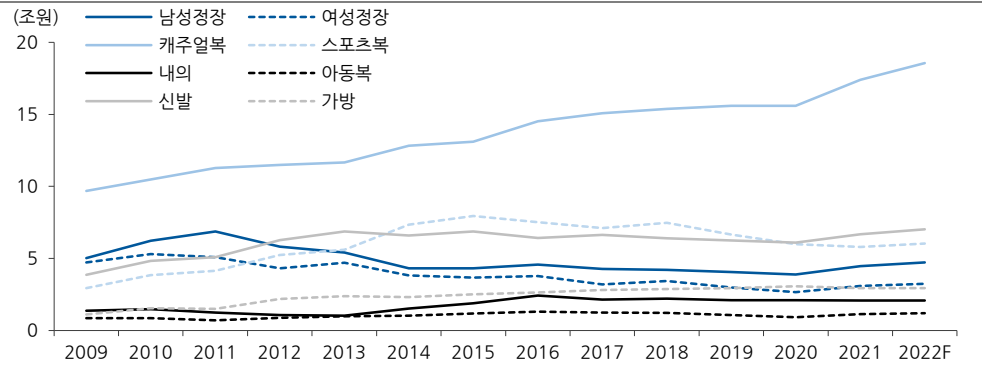
자료: 한국섬유산업연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 패션시장 복종별 비중(2021년)



자료: 한국섬유산업연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 복종별 시장 추이



자료: 한국섬유산업연합회, 한국R협의회 기업리서치센터

2021년 복종별 비중

캐주얼복(40%) > 신발(15%) > 스포츠복(13%) > 남성정장(10%) > 여성정장(7%) > 가방(7%) > 내의(5%) > 아동복(3%)

2021년 기준 패션시장을 복종별로 구분하면, 캐주얼복(40%) 시장이 가장 크고, 이어서 신발(15%), 스포츠복(13%), 남성정장(10%) 순서이며, 여성정장(7%), 가방(7%), 내의(5%), 아동복(3%)이 뒤를 따른다. 주목할 점은 2011년 패션시장의 상당부분을 차지했던 남성정장(19%), 여성정장(14%) 비중이 10년 뒤 절반 수준으로 축소되었다는 점이다. 반면 캐주얼복의 비중은 2011년 31%에서 2021년 40%로 대폭 확대되었고 스포츠복 역시 12%에서 13%로 소폭 확대되었다. 이러한 배경은 직장에서 캐주얼데이 도입 등 복장이 자유로워지고, 일상생활에서도 편안한 캐주얼 차림이 선호되어 왔기 때문이다. 최근 코로나로 재택근무가 확산되고 실내에 머무르는 시간이 증가하면서 이러한 흐름이 가속화된 경향도 있다. 침안하자면 정장과 더불어 구두를 신는 트렌드 역시 캐주얼복 성장과 함께 운동화로 트렌드가 변화했다.

2011~2021년

캐주얼복(연평균 성장률 4.4%)과 스포츠복(3.4%)이 패션시장 성장에 기여 vs. 남성정장(-4.2%), 여성정장(-4.9%)은 감소세

지난 10년 동안 규모 면에서 가장 크게 증가한 복종은 캐주얼복이다. 캐주얼복 시장은 2011년 11.3조원에서 2021년 17.4조원으로 금액으로는 6.1조원 증가했으며, 연평균 성장률 4.4%를 시현했다. 다음으로는 스포츠복이 2011년 4.1조원에서 2021년 5.7조원으로 1.6조원 증가(연평균 성장률 3.4%)했다. 신발과 가방시장도 동 기간 각각 1.6조원, 1.4조원 증가했다.

반면 남성정장과 여성정장은 하락세를 면치 못했다. 남성정장은 2011~2021년 연평균 -4.2% 역성장했고, 금액으로는 2011년 6.9조원에서 2021년 4.5조원으로 2.4조원 감소했다. 여성정장 역시 동기간 연평균 -4.9% 역성장하면서, 2011년 5.1조원에서 2021년 3.1조원으로 2.0조원 감소했다.

2 온라인쇼핑물 의류 판매액은 고성장 중

2017~2022년 CAGR 비교 온라인쇼핑물 의류시장 +10.2% Vs. 국내 패션시장 +1.5%

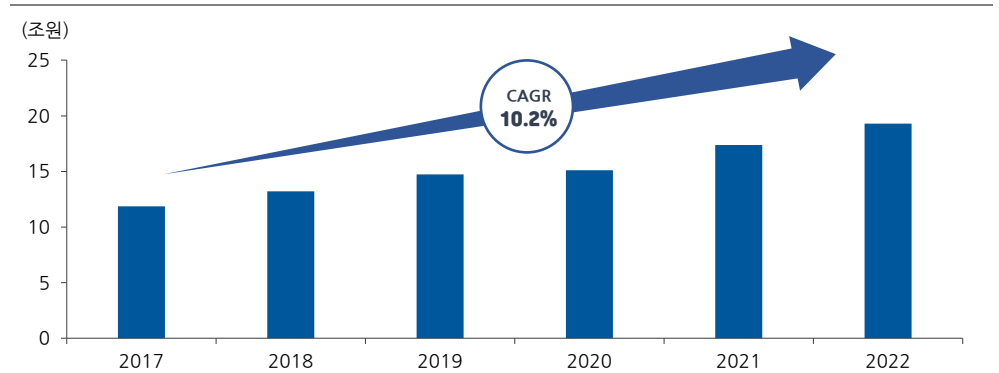
2022년 온라인쇼핑물 의류 판매액은 19.3조원으로 전년대비 +11% 증가했다. 종합몰에서의 의류판매액은 9.0조원으로 전체 온라인쇼핑물 의류 판매액의 47%를 차지하고, 의류전문몰에서의 의류판매액은 10.3조원으로 53%를 차지했다. 온라인 의류판매가 활성화된 데에는, 1) 온라인 결제 시스템의 편의성 개선, 2) 로켓배송, 새벽배송 등 물류시스템 발전, 3) 온라인 기업들의 서비스 경쟁으로 온라인 플랫폼이 급성장한 점들이 종합적으로 기여했다. 특히 코로나로 인해 그동안 온라인 시장에 대해 크게 관심을 갖지 않았던 고령인구와 오프라인 쇼핑위주의 고객



까지 온라인으로 전환되면서 온라인 시장 성장이 가속화되었다.

2017~2022년 동안 온라인쇼핑물 의류 판매액은 연평균 +10.2%로 고성장했다. 동 기간 패션시장 전체 성장률이 +1.5%로 부진한 것과 매우 대조적이다. 패션시장 내 온라인 채널 비중은 2017년 28%에서 꾸준히 상승해 2022년 42%를 기록했다.

**온라인쇼핑물 의류 판매액 추이**



자료: 통계청, 한국R협회의 기업리서치센터

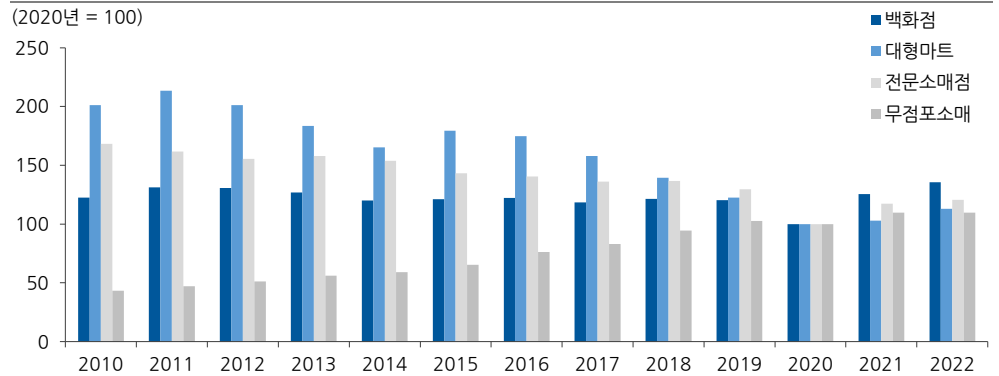
**의류 소매업태별 판매액지수**

- 1) 백화점은 유지
- 2) 대형마트, 전문소매점 하락
- 3) 무점포 소매 꾸준히 상승

통계청에서 발표하는 판매액지수를 통해 의류가 판매되는 주요채널(백화점, 대형마트, 전문소매점, 무점포소매)의 변화를 살펴보면 2010년부터 2022년까지 채널별 의류판매 동향을 뚜렷하게 알 수 있다. 참고로 소매업태별 판매액지수는 경상지수와 불변지수로 나뉘는데, 불변지수는 경상지수를 디플레이터(소비자물가지수 이용)로 나누어 작성하며 이는 가격변동분을 제거함으로써 실질 성장을 분석하는데 활용된다. 2020년 수치를 100으로 설정한 후 증감분을 수치화한다. 판매액지수가 100보다 높으면 2020년보다 증가했음을 나타내며 100보다 낮으면 감소했음을 가리킨다.

먼저 최근 10년 동안 1) 백화점의 의류 판매액은 유지되었다. 2010년부터 2019년까지 판매액지수가 120~130 수준을 유지하다가, 2020년 코로나로 인해 오프라인 판매가 급감하면서 100으로 하락 후 2021년(125.6)과 2022년(135.5) 2년 연속 상승했다. 2) 대형마트와 전문소매점은 2010년대에 꾸준히 하락세를 보이다가, 코로나 이후 보복 소비 및 오프라인 소비가 확산되면서 최근 2년 동안 반등에 성공했다. 하락 폭은 대형마트가 전문소매점보다 더 크다. 3) 무점포 소매(온라인쇼핑, TV홈쇼핑 등) 채널은 2010년부터 꾸준한 상승세를 보여주고 있다. 2010년 43.1로 시작한 무점포 소매 의류 판매액지수는 2020년까지 한 해도 거르지 않고 꾸준히 성장하는 모습을 보여주었다. 2021년(109.7)에도 보복소비에 힘입어 상승했지만, 2022년(109.8)에는 전년과 유사한 수준을 유지했다.

의류 소매업태별 판매액지수(불변지수)



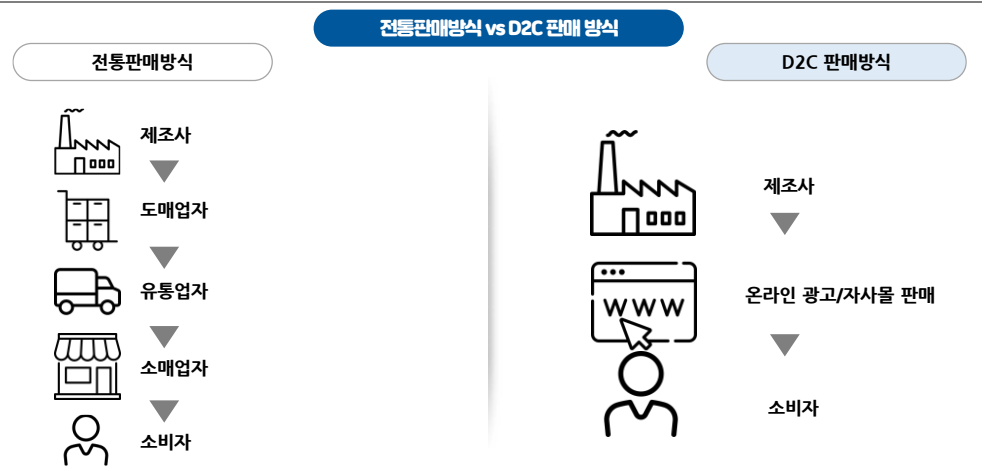
자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

온라인쇼핑몰 중에서도  
D2C 채널이 대세

최근 10년 동안 이러한 온라인 의류 시장 성장에 대응하고자 수많은 국내외 유통 및 의류 산업에 종사하는 회사들이 패션전문 온라인 쇼핑몰 및 종합 온라인 쇼핑몰에 자사제품을 판매하거나, 직접 자사몰을 런칭해 운영하고 있다. 국내에서 패션전문으로 성장세를 키워온 대표적인 온라인몰은 무신사, W컨셉, 지그재그, ABLY 등이 있다. 쿠팡, 11번가, G마켓, 네이버쇼핑 등 이커머스 종합몰도 패션 전문 코너를 강화하는 추세이다. 뿐만 아니라, LF(LF몰), 신세계(SSG샵), 신성통상(굿웨어몰) 등 패션 대기업 역시 자체 플랫폼에 투자하며 라이브방송(라방) 등을 수단으로 마케팅을 강화하는 중이다.

이러한 온라인 채널 중에서도 국내를 비롯한 글로벌 회사들이 가장 중요하게 여기는 채널은 온라인 자사몰(D2C 채널)이다. D2C(Direct to Consumer)란 온라인 자사몰 혹은 소셜미디어(SNS) 등을 통해 소비자에게 직접 제품을 판매하는 방식이다. 이러한 판매 구조에서는 대형 유통업체에 입점하는 수수료를 낼 필요가 없기 때문에 소비자들은 더욱 합리적인 가격에 제품을 구입할 수 있고, 제조사도 높은 수익성을 누릴 수 있다. D2C 채널의 또다른 장점은 고객 데이터 및 경험을 직접 수집해 누적된 데이터를 바탕으로 적극적인 마케팅활동을 펼칠 수 있다는 점이다. 게다가 기획에서 판매까지 신속한 의사결정을 통해 기민하게 시장 대응도 할 수 있다. SNS를 통해 광고를 진행하고 마케팅을 하면서 진행 결과를 토대로 최종 가격책정 및 브랜딩을 한다. 초기 마케팅과 판매를 통해 소비자들의 반응을 확인하고 물량 확대/축소 및 가격결정 등의 의사결정을 활용하는 만큼 투자 비용과 시간을 절감할 수 있다. 이러한 퍼포먼스 마케팅을 통해 시장 반응을 실시간으로 모니터링, 그에 따른 생산량 조절이 가능하기 때문에, 유통사 오프라인 채널을 활용하는 타사와 비교 시 재고 부담 역시 낮출 수 있다.

전통채널과 D2C 채널 비교



자료: 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 1 마인드브릿지는 동사의 캐시카우

**마인드브릿지 매출액 전망치**  
2023년 1,480억원(+12%YoY)

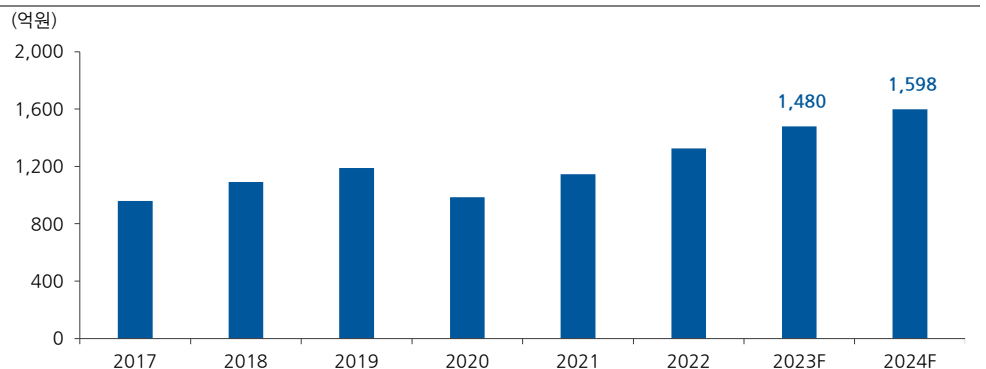
TBH글로벌 매출의 59% 비중을 차지하는 마인드브릿지의 매출액은 2023년 1,480억원(+12%YoY)으로 견조한 성장을 달성할 전망이다. 매출 성장의 근거는 1) 매장 리뉴얼을 통한 오프라인 매장 매출 활성화, 2) 외부몰 및 자사몰을 통한 온라인 강화이다. 마인드브릿지는 동사의 영업이익에도 큰 영향을 주는 브랜드인데, 마인드브릿지의 견조한 매출 성장이 전사 이익 성장 역시 견인할 것으로 전망한다.

참고로 마인드브릿지는 2003년에 출시된 남성과 여성 모두 타겟하는 중가 비즈니스 캐주얼 브랜드이다. 비즈니스 캐주얼 조닝에서 매출액 1~2위를 기록할 정도로 견고한 브랜드력을 확보하고 있다. 경쟁브랜드는 지오다노, 폴햄, 프로젝트엠, 쿠어 등이다. 2022년 기준 남성과 여성의 매출비중은 각각 70%, 30%이다.

오프라인과 온라인 매출 비중은 각각 80%, 20%이다. 현재 전국 백화점 128군데와 주요상권에 소재한 가두매장 19곳 등 총 147개 매장을 운영 중이다. 주요 온라인 채널은 자사몰인 'TBH SHOP'과 외부채널인 네이버, 무신사 스토어, 쿠팡이다. 그 밖에 주요 오픈마켓(11번가, G마켓, 롯데온, SSG.COM 등)과 의류전문 온라인몰(W컨셉, 히프클럽 등)에 입점해 판매되고 있다.

마인드브릿지는 2017년 매출액(실판가 기준) 959억원에서 2022년 1,326억원으로 최근 5년 동안 연평균 7%로 견조하게 성장했다. 꾸준한 성장곡선을 보여주던 와중에 코로나 타격을 받으면서 2020년에 전년대비 17% 역성장했다. 하지만 견고한 브랜드력과 고객 충성도를 기반으로 코로나 이후 최근 2년 동안 연평균 16% 고성장에 2022년 역대 최대 매출액을 달성했다.

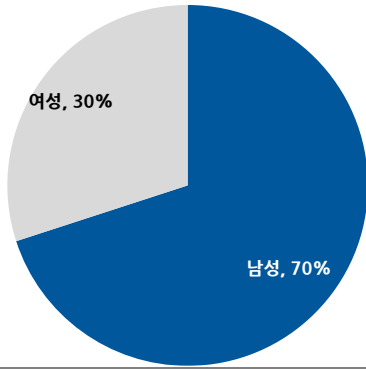
#### 마인드브릿지 매출액 추이 및 전망



주: 브랜드 매출액은 실판가 기준

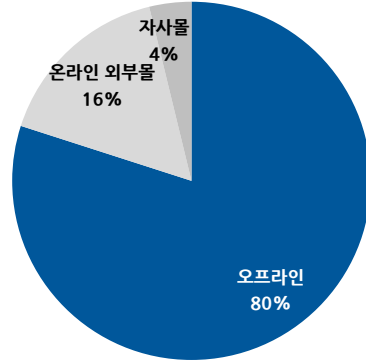
자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

마인드브릿지 성별 매출액 비중



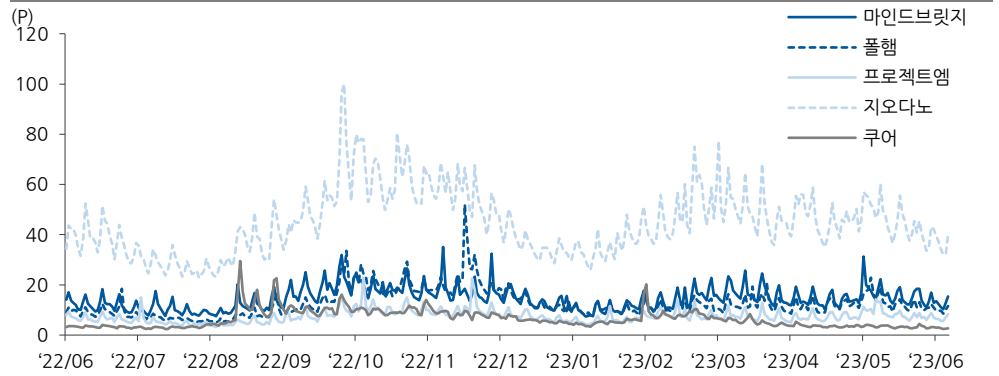
자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

마인드브릿지 유통채널별 비중(2022년 기준)



자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 비즈니스캐주얼 브랜드 네이버트렌드 비교



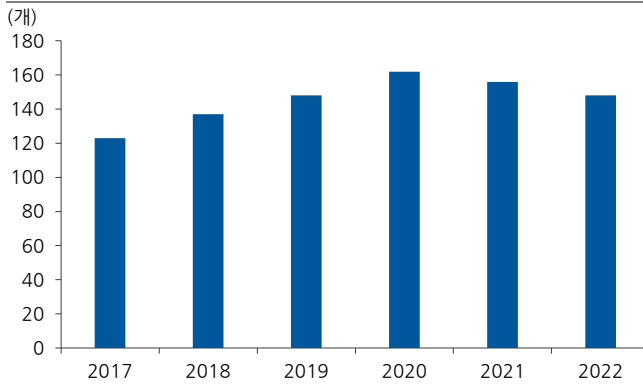
자료: 네이버 트렌드, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년 동사는 본격적으로 마인드브릿지 오프라인 매장효율화 작업을 진행할 것으로 전망된다. 구체적으로 1) 비 효율 매장을 폐점하고, 2) 매장당 매출액이 양호한 기존 매장은 매장 면적을 넓히고 인테리어 리뉴얼 등을 통해 매출활성화 전략을 펼치며, 3) 매출 성장을 견인할 수 있는 후보지역을 발굴해 신규매장을 오픈할 계획이다. 마인드브릿지 브랜드 매장당 매출액은 2017(매장수 123개)~2018년(매장수 137개)에 약 7.6억원으로 높게 유지되었다. 하지만 2019년과 2020년 각각 전년대비 +11개, +14개 공격적으로 매장을 확장하던 중 코로나 상황을 맞으면서, 매장수는 162개로 최고치에 도달했지만 매출액은 전년대비 17% 역성장한 986억원에 그치면서 매장당 매출액 규모가 5.2억원까지 감소하였다. 이후 최근 2년 동안 효율화 작업을 통해 매장수가 각각 전년대비 6개, 8개 축소되면서 2022년(매장수 148개) 기준 매장당 매출액이 7.2억원으로 정상화되었다. 참고로 2022년 오프라인 매출액은 1,059억원을 기록했다. 향후 매장효율화 작업을 통해 오프라인 매장당 매출액 규모를 더욱 향상시킬 것으로 전망한다. 2024년부터 연간 10여개 매장 확장도 기대해 볼 수 있겠다.

마인드브릿지 온라인 매출액 규모는 2017년 26억원에서 한해도 빠짐없이 성장해 2022년 265억원을 달성했다. 최근 3년 동안 동 매출의 연평균성장률은 36%에 달한다. 온라인 매출액 비중 역시 지속적으로 상승추세를 보여주고 있는데, 2017년 3%에서 2019년 9%로 상승했고, 2020년 14%, 2022년 20%를 기록했다. 2023년 1분기 마인드브릿지 온라인 매출액은 66억원으로 전년동기(46억원) 대비 42% 성장했고, 비중도 19%에서 23%로 상승했다.

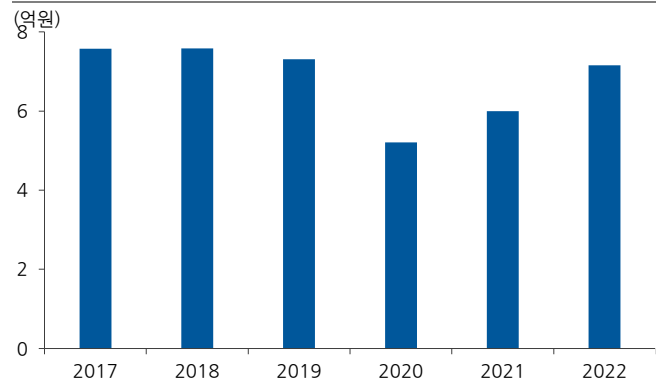
온라인 매출은 유통수수료가 백화점 채널보다 낮은 편이고, 특히 자사몰의 경우 유통수수료가 발생하지 않기 때문에 외부몰 및 자사몰 매출 확장을 통해 수익성 개선 효과를 기대해 볼 수 있다. 참고로 2022년 기준 온라인 매출 중 자사몰 비중은 19%이다.

마인드브릿지 매장수 추이



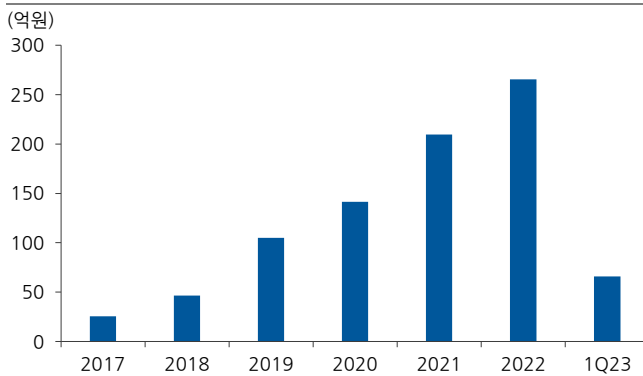
자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

마인드브릿지 매장당 매출액 추이



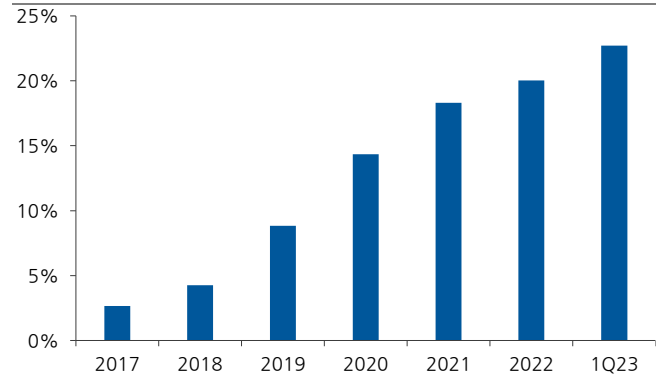
주: 브랜드 매출액은 실판가 기준  
자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

마인드브릿지 온라인 매출액 추이



주: 브랜드 매출액은 실판가 기준  
자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

마인드브릿지 온라인 매출액 비중 추이



주: 브랜드 매출액은 실판가 기준  
자료: TBH글로벌, 한국IR협회의 기업리서치센터

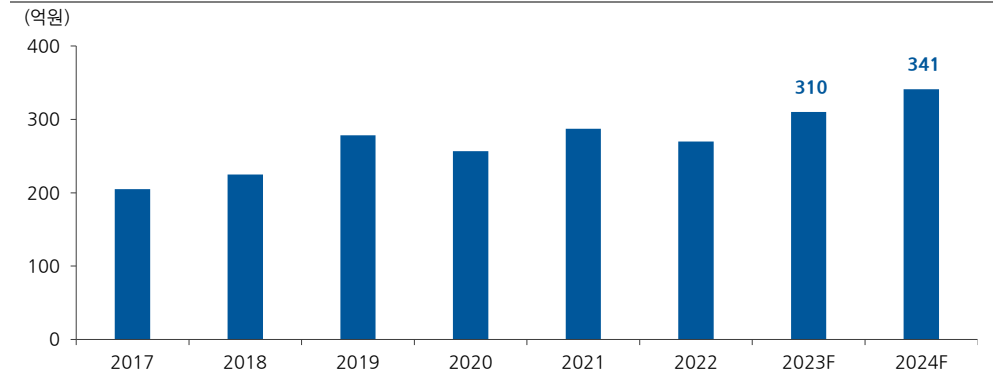
## 2 온라인을 중심으로 강화하는 주시주디

### 주시주디 매출액 전망치

2023년 310억원(+15%YoY)

TBH글로벌 매출의 12% 비중을 차지하는 주시주디의 매출액은 2023년 310억원(+15%YoY)으로 재도약을 시작할 것으로 전망한다. 주시주디의 매출액은 실판가 기준 2017년 205억원에서 2019년 278억원까지 CAGR 17%로 고성장하다가, 2020년 코로나를 맞으면서 주춤해져 최근 3년 동안 약 260~280억원 범위에서 정체되어 있다.

쥬시쥬디 매출액 추이 및 전망



주: 브랜드 매출액은 실판가 기준  
 자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

2023년부터는 유통채널 전략에 변화를 주어 다시 성장세를 시현할 전망이다. 구체적으로 라이브커머스(Live Streaming과 Commerce가 합쳐진 합성어로 채팅으로 소비자와 소통하면서 상품을 소개하는 스트리밍 방송. 대표적인 플랫폼으로 네이버의 '쇼팡라이브', 카카오의 '카카오 쇼핑 라이브', 티몬의 '티몬라이브', CJ올리브영의 '올라이브', 롯데백화점의 '100라이브' 등이 있음) 등을 활용한 온라인 매출을 확대하는 전략이다. 백화점과 같은 오프라인 채널의 유통수수료율이 매우 높기 때문에 수수료가 낮은 온라인을 확대해서 쥬시쥬디 브랜드 수익성을 제고하고, 라이브커머스 등을 활용해 인지도를 높여 오프라인 매장의 효율도 높일겠다는 목표이다. 당사는 본사 1층에 라이브방송을 촬영할 수 있는 스튜디오를 확보하고 있다.

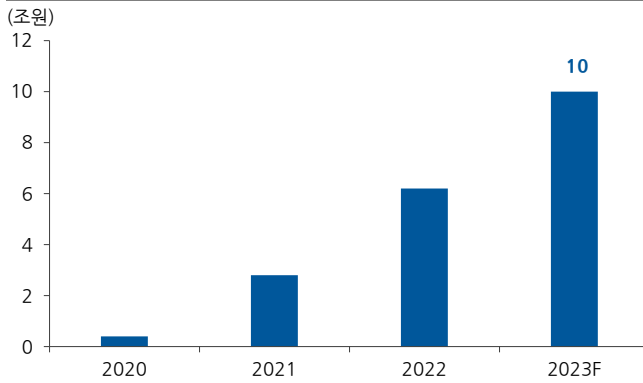
언론보도에 따르면 국내 라이브커머스 시장규모는 2023년 10조원에 이를 것으로 전망되고 있다. 라이브커머스의 장점은 1) 소비자와의 실시간 소통과 커머스를 결합해 재미를 극대화하면서, 2) 고가의 장비 등이 필요없어 판매자의 진입장벽이 낮다는 점이다. 한국인터넷진흥원(KISA)에 따르면 기존 단방향 방송 형식인 홈쇼핑은 제작비가 1억원 수준으로 1시간 방송에 5~10억원의 매출이 나와야 수익을 얻을 수 있어 판매자의 진입장벽이 높은 편이다. 뿐만 아니라 라이브커머스는 3) 시청 횟수 중 실제 판매로 이뤄지는 건수의 비율을 나타내는 구매 전환율도 높은 편이다. iResearch에 따르면 전통적인 전자상거래의 구매 전환율은 0.37%, 소셜 전자상거래 구매 전환율은 6~10%, 상위 라이브 커머스 구매 전환율은 20%에 이른다.

쥬시쥬디는 국내 라이브커머스 시장을 선도하고 있는 네이버와 카카오를 주축으로 강화하고 있다. 네이버 패션타운에 입점해 네이버 전용상품(SS시즌 40 아이템/FW시즌 50 아이템)을 출시하고, 도착보장 풀필먼트를 연동했다. 네이버와 카카오를 통해 회(1시간)당 평균 3~5천만원 대의 매출액을 달성하고 있으며, 시즌별 1~2회 유명한 모델을 초청해 라이브를 진행해 고객에게 재미를 주면서 점점을 확대할 계획이다. 4월에는 모델 송경아 초청 라이브를 진행해 1회에 4천만원 이상 매출을 달성하기도 했다. 현재 29CM, 무신사 등의 채널에 입점해 있고 하반기에 그 밖의 패션 전문 플랫폼 입점도 추진 중이다.

쥬시쥬디의 온라인 매출액은 2020년 17억원(온라인 비중 7%), 2021년 34억원(12%), 2022년 44억원(16%)으로

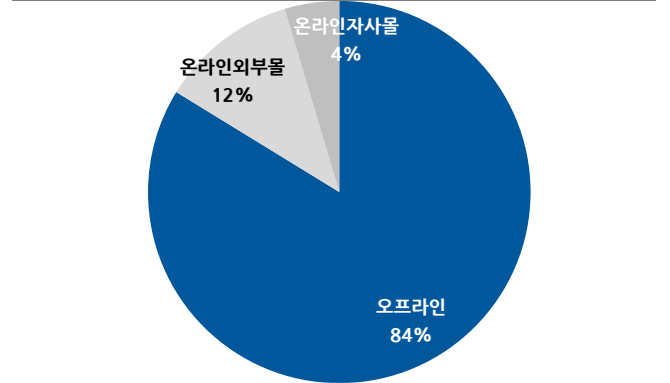
매년 꾸준히 성장하고 있다. 2023년에는 온라인 외부몰을 통해 65억원, 자사몰을 통해 20억원의 매출액을 전망하며, 온라인 매출 비중이 약 27%에 달할 것으로 예상된다. 참고로 2023년 1분기 온라인 매출 비중은 21%를 기록했다.

국내 라이브커머스 시장 규모 및 전망



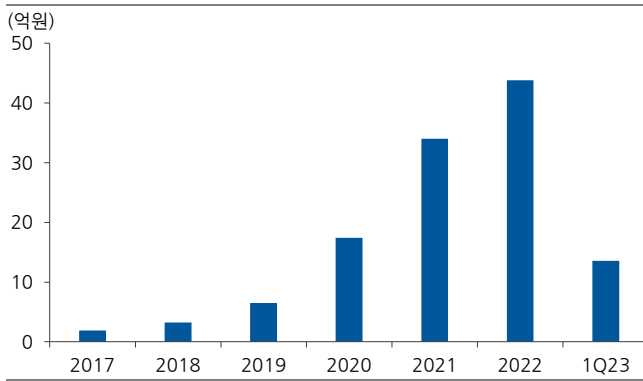
자료: 언론보도, 한국IR협의회 기업리서치센터

주시주디 유통채널별 비중(2022년 기준)



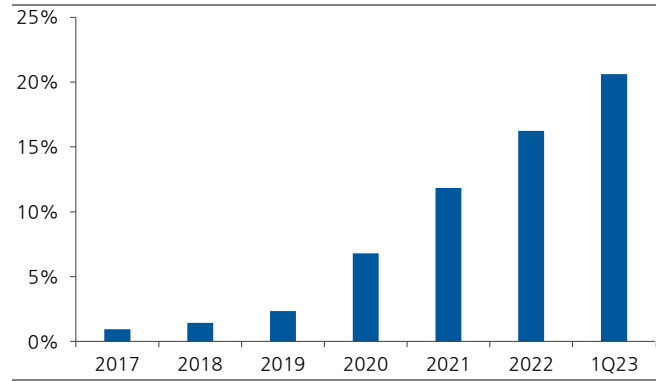
자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

주시주디 온라인 매출액 추이



주: 브랜드 매출액은 실편가 기준  
자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

주시주디 온라인 매출액 비중 추이



주: 브랜드 매출액은 실편가 기준  
자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 3 재무건전성을 기반으로 신성장동력 모색

#### 신규 비즈니스 추진

- 1) 자사몰 확대
- 2) 해외명품 병행수입
- 3) 말레이시아 법인 설립 & 동남아 시장 진출

동사는 신규비즈니스를 통해 새로운 성장동력을 모색할 것으로 전망되는데, 구체적으로 1) 자사몰 확대, 2)해외명품 병행수입, 3) 말레이시아 법인을 통한 동남아 지역 진출이다. TBH글로벌은 중국사업 매각을 통해 재무건전성을 회복하고 신사업을 전개할 체력을 확보했다. 2022년 중국 패션기업인 '난지런'에 중국법인 및 중국 내 브랜드 상표권을 매각했다. 매각대금으로 TBH HK 전환사채 상환을 완료했다. 한때 2,000억원에 육박했던 순차입금 규모는 2022년말 약 200억원으로 감소해 재무건전성을 되찾았다.

먼저 동사는 2023년 하반기 자사몰을 리뉴얼하며 자사몰 매출을 확대할 계획이다. 2022년 기준 자사몰 매출액은 71억원으로 매출 비중은 3%이다. 자사몰 비중은 낮지만, 2020년까지 40억원대에 정체되었던 자사몰 매출액은

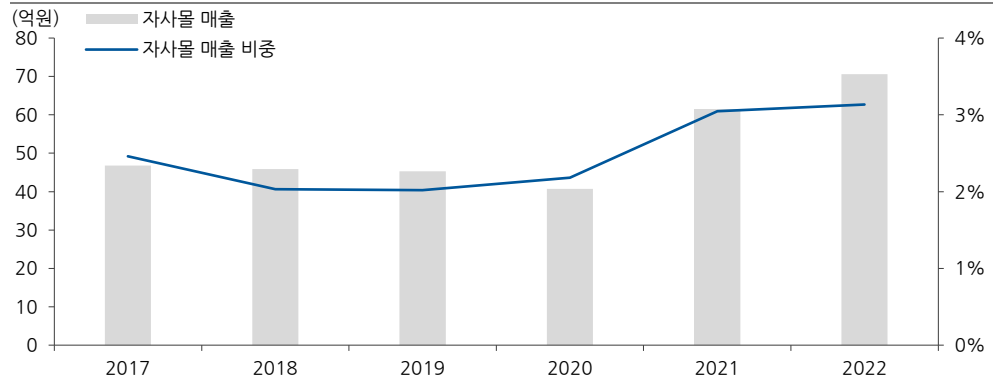


2021년 62억원 2022년 71억원으로 연평균 32% 고성장을 했다. 자사몰을 오픈한지 5년 정도 되었기 때문에 기존의 부족한 점을 보완해 새로운 기능을 추가하고, 판매데이터 확보 기능을 강화해 적중률 높은 판매전략 수립 및 효율적인 재고관리 등에 활용하고자 한다. 2023년 자사몰 매출액 전망치는 95억원(+34%YoY)이다.

또한 동사는 국내에 해외 라이선스 브랜드 도입 및 해외명품브랜드 병행수입을 준비 중이다. 특히 오프라인을 중심으로 해외명품브랜드 병행수입 사업은 2023년말~2024년초 매장을 오픈해 가시적인 성과가 예상된다. 해외명품 비즈니스는 매입가격이 높아 매출원가율은 높지만, 아이템당 가격이 비싸 매장당매출액이 높기 때문에 유통채널 내 국내 패션브랜드 대비 훨씬 낮은 유통수수료율을 적용받고 있다. 또한 입점수수료와 MD 인건비 외 브랜딩을 위한 마케팅 비용 등이 제한적이어서 수익성이 좋은 편이다. 온라인 명품 판매는 경쟁이 치열하고 가품 논란이 많아 프리미엄 오프라인 유통채널에 입점을 추진 중이다.

마지막으로 해외시장 진출도 착실히 추진 중이다. 지난해 설립한 말레이시아 법인을 거점으로 동남아 패션시장을 공략한다는 계획이다. 중국시장 공략 전략이 물량 중심이었다면 동남아 시장은 수익성을 우선시해 온라인 중심으로 전개할 전망이다. 동남아 현지에서 높은 시장점유율을 가진 패션 전문몰 ZALORA를 통해 말레이시아, 대만, 싱가포르에서 마인드브릿지 브랜드 등을 판매하고 있다. 또한 현지 라이브커머스 플랫폼 등 추가 온라인 채널 입점을 협의 중이다.

**자사몰 매출 추이 및 비중**



주: 매출액은 실판가 기준  
 자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 1 2022년 매출 2,031억원(+8%YoY), 영업이익 20억원(-63%YoY)

2022년  
매출액 2,031억원(+8%YoY),  
영업이익 20억원(-63%YoY)  
기록

2022년 매출액 2,031억원(+8%YoY), 영업이익 20억원(-63%YoY), 영업이익률 1.0%(-1.9%pYoY)를 기록했다. 2022년 동사 매출의 59%를 차지하는 마인드브릿지 매출액이 16% 고성장하면서 양호한 매출액 달성을 견인했다. 홈쇼핑 매출 역시 전년대비 16% 고성장했다. 반면 주시주디 매출액은 오프라인 매장수 축소(2021년말 65개에서 2022년말 59개)에 따라 전년대비 6% 감소했다.

호조세를 보인 매출 대비 2022년 영업이익은 전년대비 63% 감소해 아쉬움을 남겼다. 먼저 연결영업이익과 별도 영업이익의 차이(약 22억원)는 TBH HONG KONG LIMITED 법인 청산이 이루어지면서 홍콩에서 발생한 영업 적자이다. 뿐만 아니라 별도법인 실적에도 중국사업 매각 관련해 대손상각비 약 18억원이 발생했다. 종합하자면 중국사업을 철수하면서 약 40억원이라는 큰 규모의 일회적 비용이 발생했고, 이를 제외한 별도법인 영업이익은 약 60억원으로 전년(53억원) 대비 오히려 소폭 증가했다고 평가된다.

비정상적인 비용을 제외한 영업이익이 증가한 배경으로는 1) 반응생산을 강화해 신상품 판매율 및 재고자산회전율을 개선시켰고, 2) 생산단가가 저렴한 베트남 생산 확대를 통해 Markup(판매단가/생산단가 배수)을 향상시켰고, 3) 오프라인 매장 확장 없이 온라인 매출이 확대되면서 매장 인테리어를 위한 감가상각비가 감소하고 유통수수료율이 하락했기 때문이다.

### 2 2023년 1분기 리뷰

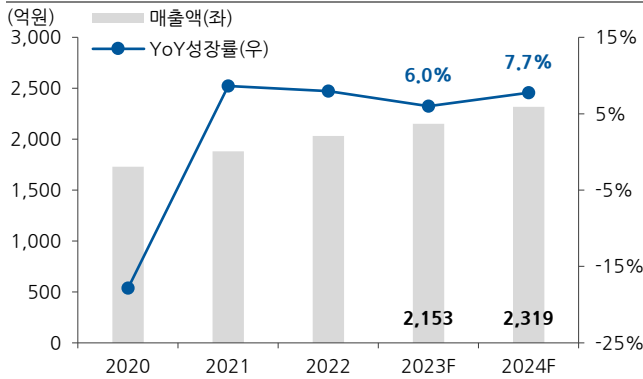
2023년 1분기  
매출액 477억원(+18%YoY),  
영업이익 -3억원(적자축소)  
기록

2023년 1분기 매출액 477억원(+18%YoY), 영업이익 -3억원(적자축소), 영업이익률 -0.7%(+3.7%pYoY)를 기록했다. 매출액은 기타부문을 제외하고, 전 브랜드가 고르게 고성장했다. 먼저 1) 마인드브릿지는 전년대비 18%, 2) 주시주디는 전년대비 22%, 3) 베이직하우스 역시 전년대비 27%, 4) 홈쇼핑은 전년대비 22% 성장했다.

매출성장의 배경은 동사가 2023년부터 주력하고 있는 온라인 강화 전략이다. 1분기 오프라인 매출액도 전년동기 대비 10% 성장했지만, 온라인 외부몰과 온라인 자사몰은 각각 51%, 34% 고성장했다. 온라인 외부몰과 자사몰 합산매출은 전년동기대비 48% 증가했고, 주력 브랜드인 마인드브릿지와 주시주디의 온라인 매출 역시 전년동기 대비 각각 42%, 41% 증가했다.

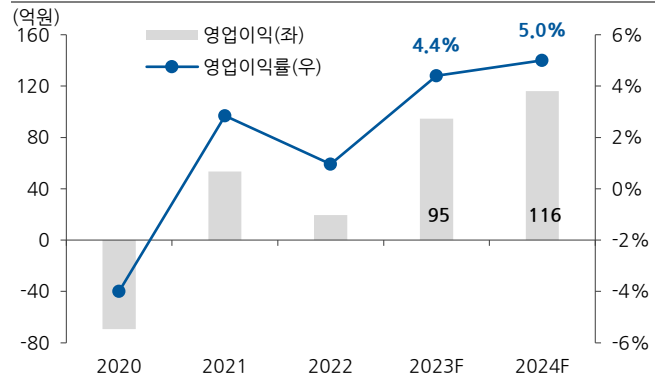
온라인 채널의 성장은 TBH글로벌 수익구조 개선의 선순환으로 이어졌다고 평가된다. 온라인 매출비중 확대로 유통수수료율이 크게 하락하면서, 판매비율이 전년동기대비 5.5%p 하락해 증익에 기여했다. 다만 전년대비 큰 폭의 개선에도 불구하고 재고자산충당금 설정 등으로 영업적자를 기록한 점은 아쉽다.

TBH글로벌의 연간 매출 전망



주: 2020년 실적은 별도기준, 나머지는 연결기준  
 자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌의 연간 영업이익 전망



주: 2020년 실적은 별도기준, 나머지는 연결기준  
 자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %YoY, %)

| 구분              | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,731 | 1,881 | 2,031 | 2,153 | 2,319 |
| 마인드브릿지          | 986   | 1,145 | 1,326 | 1,480 | 1,598 |
| 쥬시쥬디            | 257   | 287   | 270   | 310   | 341   |
| 베이직하우스          | 162   | 75    | 82    | 50    | 55    |
| 홈쇼핑             | 431   | 486   | 556   | 510   | 502   |
| 기타              | 32    | 25    | 19    | 18    | 55    |
| <b>영업이익</b>     | -69   | 53    | 20    | 95    | 116   |
| 지배주주순이익         | -308  | -196  | 49    | 70    | 87    |
| <b>전년대비 증감률</b> |       |       |       |       |       |
| 매출액             | -17.9 | 8.6   | 8.0   | 6.0   | 7.7   |
| 영업이익            | 적전    | 흑전    | -63.3 | 383.8 | 22.4  |
| 지배주주순이익         | 적지    | 적지    | 흑전    | 42.1  | 25.0  |
| 영업이익률           | -4.0  | 2.8   | 1.0   | 4.4   | 5.0   |
| 지배주주순이익률        | -17.8 | -10.4 | 2.4   | 3.3   | 3.8   |

주: 1) 브랜드별 매출액은 실판가 기준, 2) 2020년 실적은 별도기준, 나머지는 연결기준  
 자료: TBH글로벌, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 2023년 연간 실적 전망

2023년

매출액 2,153억원(+6% YoY),

영업이익 95억원(+384% YoY)

전망

2023년 매출액 2,153억원(+6%YoY), 영업이익 95억원(+384%YoY), 영업이익률 4.4%(+3.4%pYoY)를 전망한다. 올해 주요브랜드의 성장을 예상하는데, 먼저 1) 마인드브릿지는 오프라인매장 효율화와 온라인 강화를 통해 매출액이 전년대비 12% 증가할 전망이다. 2) 쥬시쥬디는 네이버를 주축으로한 라이브커머스 강화, 온라인 자사몰 판매 확대 전략을 통해 매출액이 전년대비 15% 성장할 전망이다. 다만 홈쇼핑은 재고관리가 어려운 채널 특성 등을 감안해 올해 소폭 축소할 계획이다.

영업이익은 전년 대비 큰 폭의 개선이 예상되는데, 그 근거는 1) 최근 지속적으로 강화해온 반응생산과 베트남 생산확대 전략 등을 통해 매출원가율이 1.0%p 하락하고, 2) 유통수수료율이 낮은 온라인 채널 비중이 확대되면서 판관비율 역시 2.4%p 하락할 것으로 전망하기 때문이다. 참고로 동사는 올해 온라인 매출의 비중을 전사 매출의 1/4 수준까지 확대하는 것을 목표로하고 있다. 또한 중국법인 청산으로 인한 일회적 비용이 더이상 발생하지 않는 것도 올해 증익의 배경이다.

## Valuation

### 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 5.4배, 4.4배로 저평가

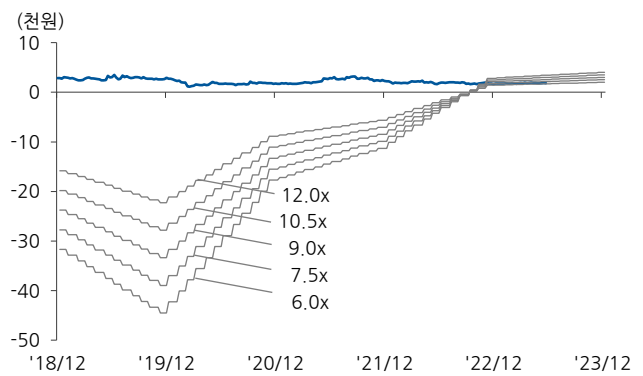
**2023년, 2024년 예상 PER은 각각 5.4배, 4.4배로 저평가**

현재 동사는 2023년, 2024년 예상EPS 기준 PER 각각 5.4배, 4.4배에 거래되고 있다. 동사는 최근 몇 년 동안 중국법인 손실로 인해 대규모 지배주주 손실실을 기록했기 때문에 역사적 PER 밴드의 유효성이 떨어진다. 동사는 2021~2024년(F) 매출액성장률이 높은 한 자리 수로 견조하고, ROE 역시 10% 전후로 양호하다. 2023년에는 전년의 일회적 손실이 발생하지 않고 1분기도 양호한 이익체력을 보여줬기 때문에 실적 가시성도 높다. 이러한 점을 종합적으로 감안하면 현재의 PER 밸류에이션은 저평가라고 판단된다.

또한 동사의 2023년, 2024년 예상 PBR은 각각 0.6배, 0.5배로, 최근 5개년(2019~2023년) PBR밴드 0.4~1.1배 범위 감안 시 역사적 하단 수준이다. PBR 밸류에이션을 추가 지표로서 활용하면 동사의 밸류에이션 부담이 더욱 완화된다.

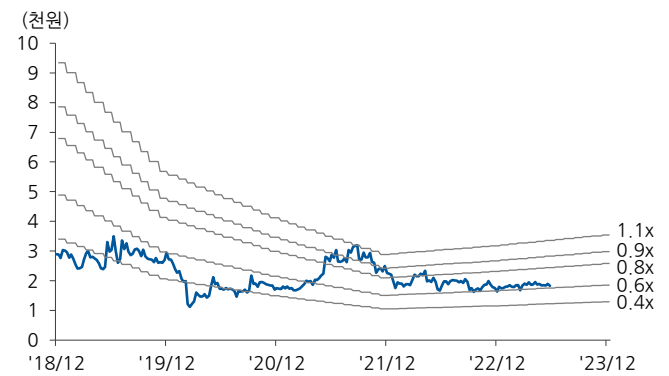
동사의 매출과 영업이익은 대부분 비즈니스캐주얼 브랜드 마인드브릿지로부터 창출된다. 이러한 점을 근거해 시가총액 1,000억원 미만의 캐주얼 브랜드를 보유한 회사로 한정해서 경쟁사를 선정해 밸류에이션을 비교해 보았다. 이러한 기준으로 선정된 경쟁사는 한세엠케이, 코데즈컴바인, 지엔코, 형지&C, 에스티오이다. 위 5사의 미래 추정치 컨센서스 부채로 2022년 기준으로 밸류에이션을 비교했다. 이 중 한세엠케이, 지엔코, 형지&C는 2022년 당기순손실을 기록했으며, 코데즈컴바인과 에스티오의 2022년 평균 PER은 13.8배이다. TBH글로벌의 2022년 PER은 6.9배로 낮고 비슷한 시가총액의 의류회사 대비 이익체력이 양호하다고 사료되어, 경쟁사 대비 저평가되어 있다고 판단된다.

PER Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR Band



자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

TBH글로벌과 주요 경쟁사의 밸류에이션 비교

(단위: 억원)

|           |      | TBH 글로벌 | 한세엠케이 | 코데즈컴바인 | 지앤코   | 형지 I&C | 에스티오  |
|-----------|------|---------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 시장 구분     |      | KS      | KS    | KQ     | KQ    | KQ     | KQ    |
| 주가(원)     |      | 1,825   | 3,020 | 2,215  | 468   | 1,241  | 2,520 |
| 시가총액      |      | 381     | 909   | 838    | 459   | 317    | 315   |
| 자산총계      | 2019 | 1,755   | 1,847 | 716    | 2,482 | 637    | 682   |
|           | 2020 | 1,394   | 1,497 | 759    | 2,431 | 496    | 661   |
|           | 2021 | 1,170   | 1,291 | 803    | 2,292 | 573    | 617   |
|           | 2022 | 1,123   | 2,248 | 841    | 2,270 | 601    | 604   |
| 자본총계(지배)  | 2019 | 1,077   | 1,006 | 416    | 913   | 226    | 351   |
|           | 2020 | 781     | 778   | 456    | 692   | 158    | 304   |
|           | 2021 | 547     | 469   | 522    | 535   | 120    | 293   |
|           | 2022 | 602     | 386   | 598    | 465   | 291    | 299   |
| 매출액       | 2019 | 2,108   | 3,075 | 358    | 1,559 | 1,021  | 851   |
|           | 2020 | 1,731   | 2,202 | 325    | 1,282 | 671    | 684   |
|           | 2021 | 1,881   | 2,077 | 383    | 1,354 | 655    | 645   |
|           | 2022 | 2,031   | 2,715 | 391    | 1,433 | 705    | 732   |
| 영업이익      | 2019 | 44      | -239  | 45     | -76   | 5      | 54    |
|           | 2020 | -69     | -189  | 37     | -73   | -53    | -11   |
|           | 2021 | 53      | -121  | 43     | -8    | -29    | 3     |
|           | 2022 | 20      | -211  | 39     | -29   | 24     | 30    |
| 영업이익률(%)  | 2019 | 2.1     | -7.8  | 12.6   | -4.9  | 0.4    | 6.3   |
|           | 2020 | -4.0    | -8.6  | 11.3   | -5.7  | -7.9   | -1.6  |
|           | 2021 | 2.8     | -5.8  | 11.2   | -0.6  | -4.4   | 0.5   |
|           | 2022 | 1.0     | -7.8  | 9.9    | -2.0  | 3.4    | 4.2   |
| 당기순이익(지배) | 2019 | -774    | -438  | 68     | -235  | -1     | 33    |
|           | 2020 | -308    | -230  | 56     | -186  | -68    | -27   |
|           | 2021 | -196    | -310  | 66     | -186  | -40    | 3     |
|           | 2022 | 49      | -378  | 76     | -61   | -7     | 16    |
| ROE(%)    | 2019 | -53.2   | -35.2 | 17.9   | -22.7 | -0.4   | 9.6   |
|           | 2020 | -33.2   | -25.8 | 12.9   | -23.2 | -35.2  | -8.2  |
|           | 2021 | -29.6   | -49.7 | 13.5   | -30.3 | -28.6  | 1.1   |
|           | 2022 | 8.6     | -88.2 | 13.6   | -12.2 | -3.2   | 5.4   |
| PER(배)    | 2019 | N/A     | N/A   | 15.6   | N/A   | N/A    | 9.1   |
|           | 2020 | N/A     | N/A   | 17.2   | N/A   | N/A    | N/A   |
|           | 2021 | N/A     | N/A   | 14.8   | N/A   | N/A    | 92.9  |
|           | 2022 | 6.9     | N/A   | 8.7    | N/A   | N/A    | 18.9  |
| PBR(배)    | 2019 | 0.5     | 0.5   | 2.6    | 1.3   | 1.0    | 0.8   |
|           | 2020 | 0.5     | 0.5   | 2.1    | 1.5   | 2.8    | 0.9   |
|           | 2021 | 0.9     | 0.9   | 1.9    | 1.3   | 5.2    | 1.0   |
|           | 2022 | 0.6     | 2.1   | 1.1    | 0.8   | 1.1    | 1.0   |
| PSR(배)    | 2019 | 0.3     | 0.2   | 3.0    | 0.8   | 0.2    | 0.4   |
|           | 2020 | 0.2     | 0.2   | 3.0    | 0.8   | 0.7    | 0.4   |
|           | 2021 | 0.3     | 0.3   | 2.6    | 0.5   | 1.0    | 0.5   |
|           | 2022 | 0.2     | 0.2   | 1.7    | 0.3   | 0.3    | 0.4   |
| 배당수익률(%)  | 2019 | 0.0     | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 5.1   |
|           | 2020 | 0.0     | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 5.1   |
|           | 2021 | 0.0     | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 4.4   |
|           | 2022 | 0.0     | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0    | 4.6   |

주: 시가총액과 주가는 6월 22일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터


**리스크 요인**
**경기침체 우려**
**의류는 경기 민감 업종으로  
경기침체 우려는 리스크 요인**

의류 산업은 대표적인 경기 민감 업종으로 2022년 5월부터 미국 유통업체를 중심으로 경기침체 및 재고확대 우려가 이슈화되었다. 2022년 ‘고물가, 고금리, 경기침체’라는 거시 경제 환경에 순차적으로 직면하게 됨으로써 소비자의 가치분소독이 감소하고 있고, 이는 의류업 소매판매에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 결과적으로 경기침체로 인한 소비 위축은 TBH글로벌의 단기 실적에도 부정적인 영향을 줄 수 있다고 전망된다.

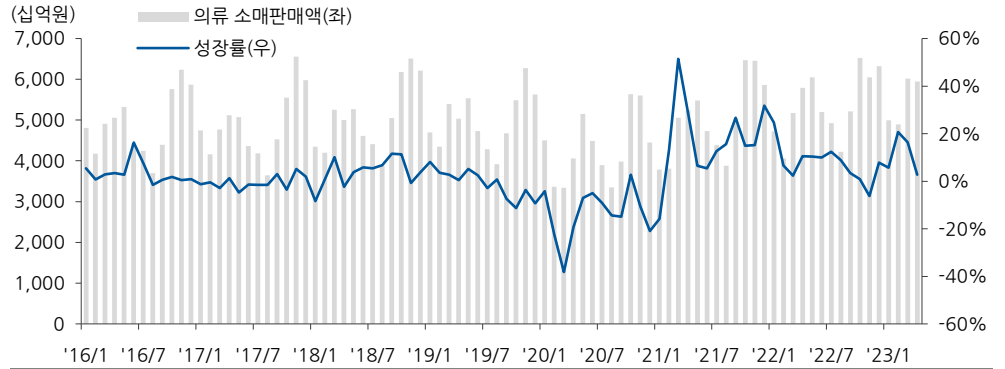
국내 의류 소매판매액 추이를 살펴보면, 2020년 코로나 발발로 인해 큰 폭의 감소세를 시현했지만, 2021~2022년 여름까지 회복소비 행태를 보이며 두 자리 수 이상 성장했다. 이는 당시 소비자의 소비패턴이 해외여행 등에서 국내 소비활동으로 일시적으로 옮겨간 영향도 있다고 판단한다. 2022년 하반기부터는 최근 2년 동안의 기고효과 및 경기둔화 우려로 인해 의류 소매판매액이 주춤하는 모양새다. 단 2023년 2월과 3월에는 전년동기대비 두 자리 수 이상 성장했는데 이는 일시적인 반등으로 판단된다. 왜냐하면 2022년 2~3월 국내 코로나가 극심하면서 의류판매가 일시적으로 크게 위축되어 기저가 낮았기 때문이다.

의류비 지출전망 CSI도 최근 위축된 경기를 반영하고 있다. 소비자심리지수(CCSI, Consumer Composite Sentiment Index)란 소비자를 대상으로 경기에 대한 판단이나 전망 등을 조사하여 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 지표로서, 한국은행이 우리나라 가계부문의 현재생활형편, 생활형편전망, 가계수입전망, 소비지출전망, 현재경기판단, 향후경기전망 총 6개의 주요 개별지수를 표준화하여 합성해 발표한다. 이 중 ‘소비지출전망 CSI’와 의류비 지출전망에 대한 심리지수인 ‘의류비 지출전망 CSI’를 살펴보면 소비자의 소비지출에 대한 심리를 파악해 볼 수 있다. 참고로 소비자심리지수가 100을 넘으면 앞으로 생활형편이나 경기, 수입 등이 좋아질 것으로 보는 사람이 많다는 의미이며 100 미만이면 경기 상황이 상대적으로 좋지 않다고 평가하는 사람이 많다는 의미이다.

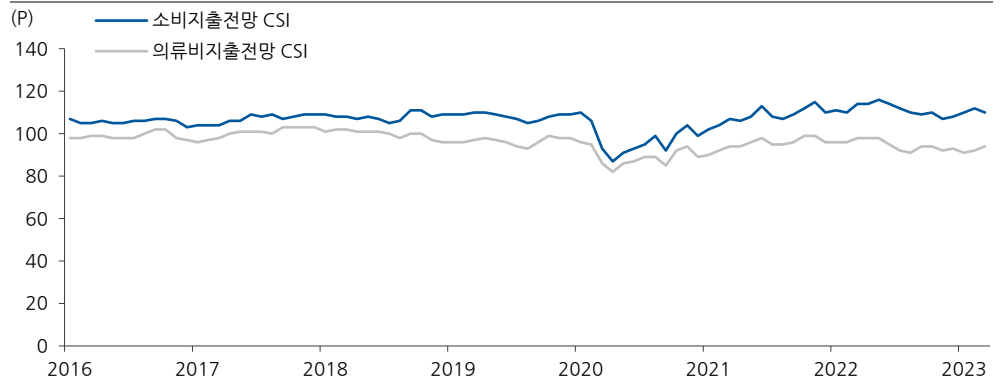
소비지출전망 CSI는 2021년 10월부터 2022년 8월까지 110이상을 유지했는데, 2022년 9월부터 2023년 4월까지 (2023년 2월 제외) 110 이하의 수치를 기록하며 한 단계 하락했다. 의류비 지출전망 CSI는 2021년 5월부터 2022년 6월까지 95이상을 유지했지만, 2022년 7월부터 2023년 4월까지 95 이하 수준을 유지하고 있다. 가장 최근 발표 수치인 2023년 5월에는 소비지출전망 CSI가 111을 기록했고, 의류비 지출전망 CSI가 97을 기록하며 반등의 조짐을 보이고 있는데 일시적인 것일지 점진적 반등일지 면밀히 지켜볼 필요가 있다.

다만 이러한 글로벌 및 국내 경기 침체 우려는 동시에만 적용되는 리스크는 아니다. TBH글로벌은 최근 몇 년 동안 반응생산을 강화해 재고자산회전율을 개선시켰고, 2021년 4분기말 이후 110% 이상 올라갔던 부채비율을 지속적으로 낮추면서 내실을 다지고 있어 경기 불황에 제한적인 영향을 받을 것으로 판단된다.

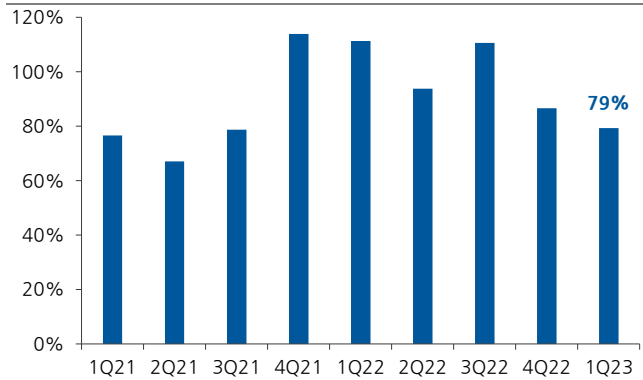
의류 소매판매액



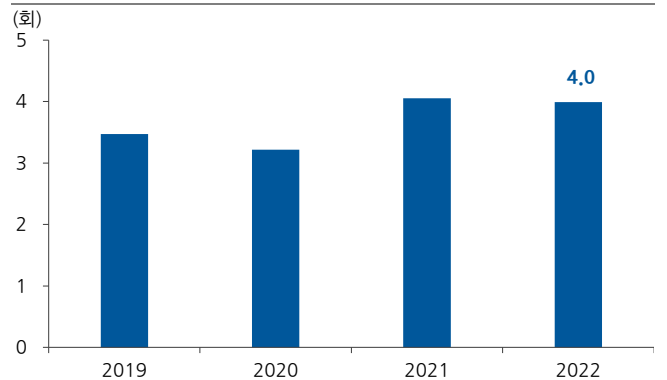
의류비 지출전망 CSI 추이



TBH글로벌 부채비율 추이



TBH글로벌 재고자산회전율 추이



**포괄손익계산서**

| (억원)            | 2020  | 2021    | 2022  | 2023F | 2024F |
|-----------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 1,731 | 1,881   | 2,031 | 2,153 | 2,319 |
| 증가율(%)          | -17.9 | 8.6     | 8.0   | 6.0   | 7.7   |
| <b>매출원가</b>     | 804   | 815     | 857   | 887   | 944   |
| 매출원가율(%)        | 46.4  | 43.3    | 42.2  | 41.2  | 40.7  |
| <b>매출총이익</b>    | 928   | 1,066   | 1,174 | 1,266 | 1,375 |
| 매출이익률(%)        | 53.6  | 56.7    | 57.8  | 58.8  | 59.3  |
| <b>판매관리비</b>    | 997   | 1,012   | 1,155 | 1,171 | 1,259 |
| 판매비율(%)         | 57.6  | 53.8    | 56.9  | 54.4  | 54.3  |
| <b>EBITDA</b>   | 3     | 122     | 79    | 142   | 134   |
| EBITDA 이익률(%)   | 0.2   | 6.5     | 3.9   | 6.6   | 5.8   |
| 증가율(%)          | -97.2 | 3,609.3 | -34.8 | 78.5  | -5.2  |
| <b>영업이익</b>     | -69   | 53      | 20    | 95    | 116   |
| 영업이익률(%)        | -4.0  | 2.8     | 1.0   | 4.4   | 5.0   |
| 증가율(%)          | 적전    | 혹전      | -63.3 | 383.8 | 22.4  |
| <b>영업외손익</b>    | -21   | -284    | 76    | -5    | -4    |
| 금융수익            | 20    | 7       | 30    | 2     | 3     |
| 금융비용            | 37    | 29      | 43    | 7     | 6     |
| 기타영업외손익         | -4    | -262    | 88    | 0     | 0     |
| 종속/관계기업관련손익     | -213  | 0       | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | -303  | -231    | 95    | 90    | 112   |
| 증가율(%)          | 적지    | 적지      | 혹전    | -5.4  | 25.0  |
| 법인세비용           | 5     | -35     | 46    | 20    | 25    |
| 계속사업이익          | -308  | -196    | 49    | 70    | 87    |
| 중단사업이익          | 0     | 0       | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | -308  | -196    | 49    | 70    | 87    |
| 당기순이익률(%)       | -17.8 | -10.4   | 2.4   | 3.3   | 3.8   |
| 증가율(%)          | 적지    | 적지      | 혹전    | 42.1  | 25.0  |
| 지배주주지분 순이익      | -308  | -196    | 49    | 70    | 87    |

**현금흐름표**

| (억원)                | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|---------------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | 173  | 198  | -79  | 41    | 61    |
| 당기순이익               | -308 | -196 | 49   | 70    | 87    |
| 유형자산 상각비            | 72   | 68   | 59   | 46    | 18    |
| 무형자산 상각비            | 0    | 1    | 1    | 1     | 1     |
| 외환손익                | 4    | 1    | 6    | 0     | 0     |
| 운전자본의감소(증가)         | 172  | 120  | -145 | -76   | -44   |
| 기타                  | 233  | 204  | -49  | 0     | -1    |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | -90  | -86  | 192  | -2    | -2    |
| 투자자산의 감소(증가)        | -55  | -142 | -463 | -0    | -0    |
| 유형자산의 감소            | 0    | 72   | 4    | 0     | 0     |
| 유형자산의 증가(CAPEX)     | -33  | -26  | -25  | 0     | 0     |
| 기타                  | -2   | 10   | 676  | -2    | -2    |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | -85  | -72  | -109 | -77   | 4     |
| 차입금의 증가(감소)         | -31  | -15  | -58  | 3     | 4     |
| 사채의증가(감소)           | 0    | 0    | 0    | -80   | 0     |
| 자본의 증가              | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금                 | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 기타                  | -54  | -57  | -51  | 0     | 0     |
| <b>기타현금흐름</b>       | 0    | 0    | -5   | 0     | 0     |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | -3   | 40   | -1   | -38   | 63    |
| 기초현금                | 5    | 3    | 43   | 42    | 4     |
| 기말현금                | 3    | 43   | 42   | 4     | 67    |

**재무상태표**

| (억원)          | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>   | 697   | 714   | 836   | 846   | 974   |
| 현금성자산         | 3     | 43    | 42    | 4     | 67    |
| 단기투자자산        | 3     | 3     | 28    | 30    | 32    |
| 매출채권          | 182   | 168   | 153   | 162   | 175   |
| 재고자산          | 486   | 442   | 576   | 611   | 658   |
| 기타유동자산        | 23    | 59    | 37    | 39    | 42    |
| <b>비유동자산</b>  | 698   | 456   | 287   | 240   | 222   |
| 유형자산          | 316   | 254   | 173   | 126   | 108   |
| 무형자산          | 5     | 7     | 7     | 6     | 6     |
| 투자자산          | 203   | 5     | 3     | 3     | 3     |
| 기타비유동자산       | 174   | 190   | 104   | 105   | 105   |
| <b>자산총계</b>   | 1,394 | 1,170 | 1,123 | 1,086 | 1,195 |
| <b>유동부채</b>   | 446   | 497   | 463   | 355   | 375   |
| 단기차입금         | 229   | 238   | 169   | 169   | 169   |
| 매입채무          | 69    | 93    | 103   | 110   | 118   |
| 기타유동부채        | 148   | 166   | 191   | 76    | 88    |
| <b>비유동부채</b>  | 167   | 126   | 58    | 59    | 61    |
| 사채            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금         | 20    | 0     | 3     | 3     | 3     |
| 기타비유동부채       | 147   | 126   | 55    | 56    | 58    |
| <b>부채총계</b>   | 613   | 623   | 521   | 414   | 436   |
| <b>지배주주지분</b> | 781   | 547   | 602   | 672   | 759   |
| 자본금           | 104   | 104   | 104   | 104   | 104   |
| 자본잉여금         | 751   | 751   | 136   | 136   | 136   |
| 자본조정 등        | 13    | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 기타포괄이익누계액     | 24    | -13   | -0    | -0    | -0    |
| 이익잉여금         | -112  | -308  | 349   | 419   | 506   |
| <b>자본총계</b>   | 781   | 547   | 602   | 672   | 759   |

**주요투자지표**

|               | 2020   | 2021  | 2022  | 2023F  | 2024F  |
|---------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| P/E(배)        | N/A    | N/A   | 6.9   | 5.4    | 4.4    |
| P/B(배)        | 0.5    | 0.9   | 0.6   | 0.6    | 0.5    |
| P/S(배)        | 0.2    | 0.3   | 0.2   | 0.2    | 0.2    |
| EV/EBITDA(배)  | 231.6  | 6.5   | 6.6   | 3.7    | 3.4    |
| 배당수익률(%)      | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    |
| EPS(원)        | -1,476 | -941  | 236   | 336    | 419    |
| BPS(원)        | 3,744  | 2,622 | 2,886 | 3,221  | 3,640  |
| SPS(원)        | 8,301  | 9,017 | 9,737 | 10,321 | 11,121 |
| DPS(원)        | 0      | 0     | 0     | 0      | 0      |
| <b>수익성(%)</b> |        |       |       |        |        |
| ROE           | -33.2  | -29.6 | 8.6   | 11.0   | 12.2   |
| ROA           | -19.6  | -15.3 | 4.3   | 6.3    | 7.7    |
| ROIC          | -7.5   | -0.1  | 7.8   | 10.2   | 12.0   |
| <b>안정성(%)</b> |        |       |       |        |        |
| 유동비율          | 156.1  | 143.6 | 180.4 | 238.4  | 259.5  |
| 부채비율          | 78.5   | 114.0 | 86.6  | 61.6   | 57.4   |
| 순차입금비율        | 50.8   | 58.3  | 30.5  | 21.2   | 10.6   |
| 이자보상배율        | -3.2   | 3.4   | 1.1   | 13.8   | 18.6   |
| <b>활동성(%)</b> |        |       |       |        |        |
| 총자산회전율        | 1.1    | 1.5   | 1.8   | 1.9    | 2.0    |
| 매출채권회전율       | 8.7    | 10.8  | 12.7  | 13.7   | 13.8   |
| 재고자산회전율       | 3.2    | 4.1   | 4.0   | 3.6    | 3.7    |



## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.