

KOSDAQ | 내구소비재와의류

# 더네이처홀딩스 (298540)

## 해외 매출과 신규 브랜드 성장 기대

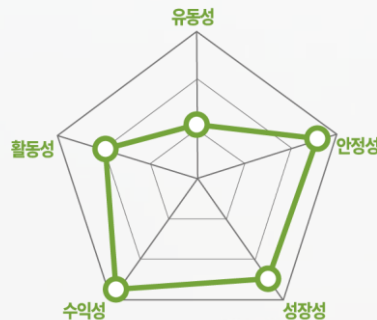
### 체크포인트

- 더네이처홀딩스는 라이선스 의류 브랜드 내셔널지오그래픽을 전개하는 기업으로 국내 판매를 넘어 해외 진출을 통해 매출지역을 다변화하고 있음. 2022년에는 래시가드와 실내수영복에서 높은 점유율을 지닌 배럴을 인수하며 F/W 시즌 뿐 아니라 S/S 시즌에도 경쟁력을 갖추게 됨
- 최근 국내 의류 시장의 주류는 라이선스 브랜드. 동사의 내셔널지오그래픽과 F&F의 디스커버리 익스페디션·MLB, 하이라이트브랜드즈의 코닥, 에스제이그룹의 캉골·팬암, 위즈코퍼레이션 YALE, 감성코퍼레이션의 스노우피크 등이 있으며, 6개 사의 합산 매출액은 2018년 8,917억원에서 2022년 2조 8,451억원규모까지 성장
- 동사는 브랜드 포트폴리오를 다변화하고 라이선스 브랜드 시장 내 입지를 강화하기 위해 2022년 마크곤잘레스, 브롬톤 브랜드 라이선스 계약을 체결. 스토리가 명확하고 인지도가 높은 브랜드와 브랜드 전개 레퍼런스를 보유한 동사와의 협업이라는 점에서 주목해야 한다고 판단함

### 주가 및 주요이벤트

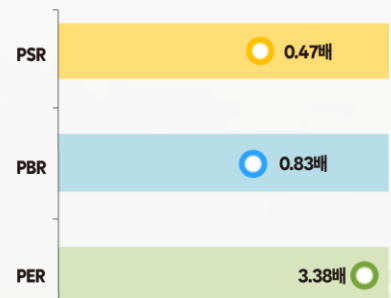


### 재무지표



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

### 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 더네이쳐홀딩스 (298540)

Analyst 채운석 chaeyunseok@kirs.or.kr

RA 권용수 yongsu.kwon@kirs.or.kr

KOSDAQ

내구소비재와의류

## 의류 라이선싱 전문 기업

더네이쳐홀딩스는 2004년 설립, 2020년 7월 코스닥 시장에 상장한 의류 라이선싱 전문 기업. 2015년 내셔널지오그래픽 의류 라이선스 계약 체결 이후 패딩, 플리스 등 F/W 시즌 품목 중심으로 급속한 외형 성장을 기록. 이후 내수의 한계와 단일 브랜드 매출 집중도를 낮추기 위해 2019년 내셔널지오그래픽 홍콩 1호점을 시작으로 2023년 아시아 중심의 해외시장 진출을 본격화하고, 2022년 마크곤잘레스, 브롬톤과의 라이선스 계약을 통해 라이선스 사업의 포트폴리오를 강화하며 새로운 성장 동력을 확보함

## 기대되는 글로벌 사업 확장

2024년 약 40개(직영점 25개, 대리점 15개)의 신규 해외 매장 오픈이 예상되며, 현지에서 내셔널지오그래픽 브랜드 입지를 확립한 후 2025년 ~ 2026년 기간 동안 중국 600개, 홍콩 12개, 대만 25개 매장 오픈 목표로 함. 2025년 일본 진출도 예정되어 있으며, 현재 호주와 뉴질랜드에서 홀세일 형태로 매출이 발생하고 있다는 점을 고려, 향후 북미와 유럽 진출 기대감도 존재

## 2024년 매출액 5,777억원, 영업이익 723억원 전망

2024년 예상 영업실적은 매출액 5,777억원(+8.3%, yoy), 영업이익 723억원(+11.0%, yoy)으로 전망. 매출액은 연간 최대치를 갱신할 것으로 예상하고, 영업이익률은 전년 동기 대비 0.3%p 회복한 12.5% 수준을 기록할 것으로 판단. NG해외 매출 고성장이 전사 실적 성장을 견인할 것으로 예상하며, 배럴, NG키즈도 안정적인 매출 성장 전망. 신규 브랜드 진출 관련 초기 투자 마무리와 규모의 경제 효과로 마진율도 개선될 것으로 판단

## Forecast earnings & Valuation

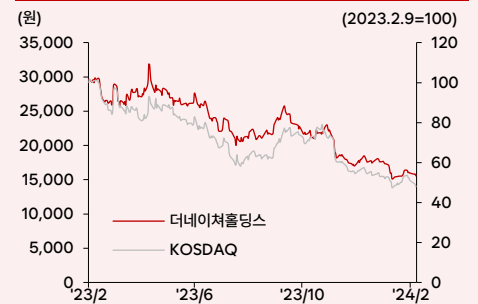
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	2,932	3,703	4,979	5,337	5,777
YoY(%)	24.6	26.3	34.4	7.2	8.3
영업이익(억원)	545	689	908	652	723
OP 마진(%)	18.6	18.6	18.2	12.2	12.5
지배주주순이익(억원)	383	583	686	416	469
EPS(원)	2,878	4,009	4,642	2,733	3,062
YoY(%)	92.1	39.3	15.8	-41.1	12.0
PER(배)	6.9	7.4	6.9	6.4	5.1
PSR(배)	0.9	1.2	0.9	0.5	0.4
EV/EBIDA(배)	4.1	5.8	6.0	5.3	4.2
PBR(배)	1.8	2.0	1.7	0.8	0.7
ROE(%)	32.1	30.4	27.1	13.6	13.7
배당수익률(%)	1.0	0.7	1.3	2.3	2.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

## Company Data

현재주가 (2/16)	15,710원
52주 최고가	31,850원
52주 최저가	15,100원
KOSDAQ (2/16)	85760p
자본금	73억원
시가총액	2,317억원
액면가	500원
발행주식수	15백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	13억원
외국인지분율	80.3%
주요주주	박영준 외 8인 38.8%

## Price & Relative Performance



## Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.4	-27.4	-47.4
상대주가	-5.7	-25.7	-51.8

## 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 1 의류 라이선싱 전문 기업

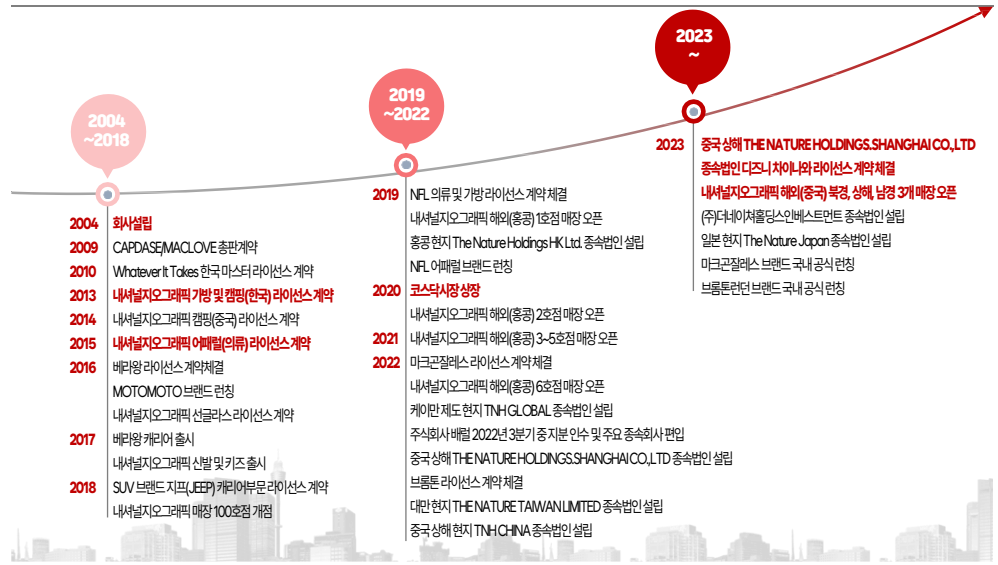
**‘내셔널지오그래픽’ 브랜드로  
역량을 입증한 라이선싱 전문 기업**

더네이처홀딩스는 2004년 2월 주식회사 준디지털로 설립, 창업 초기에는 카메라를 비롯한 국내외 IT 제품의 수입 및 판매를 주요 사업으로 영위했다. 이후 동사는 2010년 영국의 자선 브랜드인 'whatever it takes'의 도입으로 라이선싱 사업을 시작, 2013년 내셔널지오그래픽 여행용 가방 및 캠핑용품에 대한 라이선싱 계약을 체결하며 해당 사업을 본격화했다. 2015년 내셔널지오그래픽 의류 라이선싱 계약 체결 이후 패딩, 플리스 등 F/W 시즌 품목 중심의 급속한 외형 성장을 기록하며 라이선싱 전문 업체로 거듭났고, 이를 기반으로 2020년 7월 코스닥 시장에 상장했다. 이후 동사는 내셔널지오그래픽 단일 브랜드의 국내 시장 내 성장성이 제한적이라 판단, 2019년 내셔널지오그래픽 홍콩 1호점을 시작으로 2023년 아시아 중심의 해외시장 진출을 본격화했으며, 2022년 마크곤잘레스, 브롬톤과의 라이선싱 계약을 통해 라이선싱 사업 포트폴리오를 강화하며 새로운 성장 동력을 확보했다.

2023년 3분기말 기준, 동사의 최대주주는 박영준 대표이사로 지분 22.1%를 보유하고 있으며, 설립 이후 최대주주 변경 없이 안정적인 지배구조를 유지하고 있다. 이외에 최대주주 등이 출자한 (주)더네이처가 16.3%, 친인척, 임원 등 그 밖의 특수관계인이 0.4%의 지분을 보유하고 있어 최대주주 및 특수관계인 지분율은 38.8%이다.

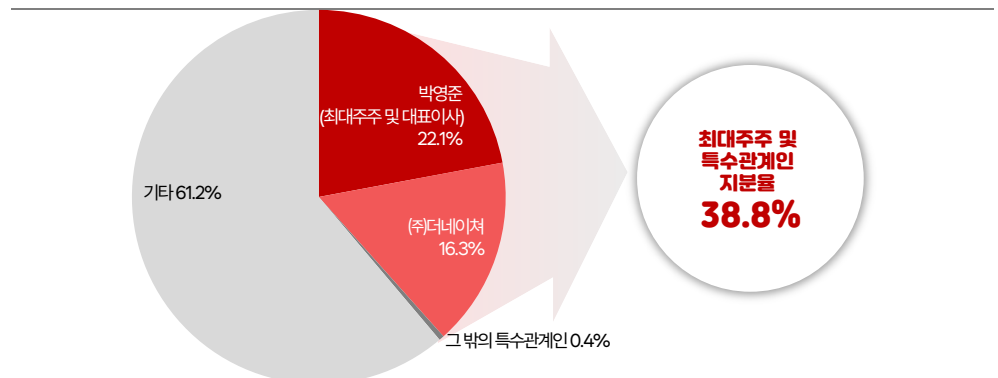
동사는 2023년 3분기말 기준 9개의 종속회사를 보유하고 있다. (주)더네이처홀딩스인베스트먼트는 2023년 3월 사업적 협력이 가능한 스타트업에 대한 투자를 목적으로 설립한 기업형 벤처캐피털이다. (주)배럴(지분율 40.8%)은 2022년 5월 인수한 워터스포츠 전문 기업으로 주력 품목인 래시가드와 실내수영복에서의 높은 경쟁력을 바탕으로 F/W 시즌에 매출이 편중된 동사의 계절성을 완화하고 있으며, 중국 진출을 위한 해외 현지 법인으로 백애락(SHENZHEN) 체육용품유한공사를 보유하고 있다. 그 외의 종속기업들은 일본, 중국, 대만, 홍콩 등에 위치한 해외 현지 법인이며, The Nature Shanghai Co., Ltd는 중국 내 방대한 현지 유통망을 갖춘 글로벌 패션그룹 '베스트셀러'와 설립한 합작법인으로 동사의 중국 시장 진출을 이끌고 있다.

## 더네이처홀딩스 연혁



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 더네이처홀딩스 주주현황(2023년 3분기 기준)



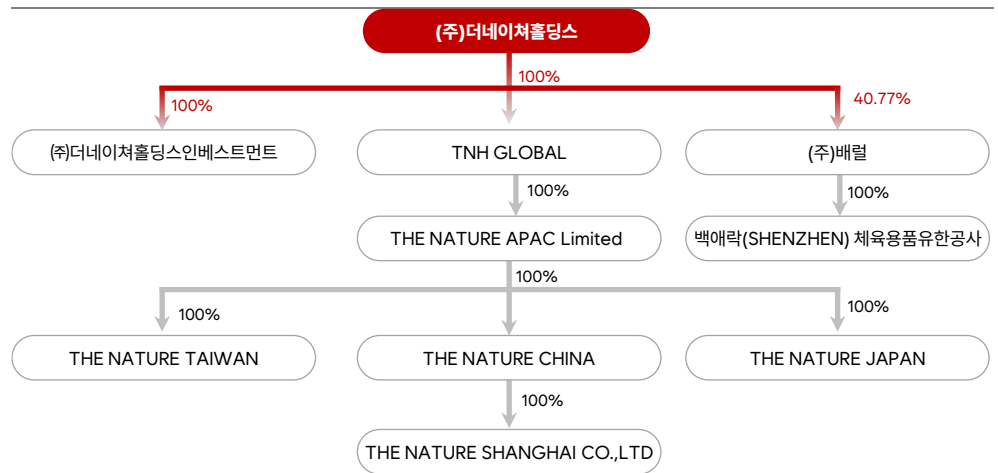
자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 더네이처홀딩스 주요 사업 부문

구분	회사	주요 사업의 내용
패션부문	국내	(주)더네이처홀딩스
		• NATIONAL GEOGRAPHIC, NATIONAL GEOGRAPHIC KIDS 및 NFL 의류, 잡화류, 여행용 가방 제조 및 판매
		• JEEP/VERA WANG 여행용 가방 제조 및 판매, Mark Gonzales, Bromton 의류 제조 및 판매
	해외	주식회사 배럴
		• 래쉬가드, 보드숏츠, 워터레깅스, 네오프렌, 실내수영복, 아쿠아슈즈 및 액세서리
		• 요가, 피트니스 등의 애슬레저 웨어 및 관련 액세서리 등
		TNH GLOBAL
		• 더네이처홀딩스의 해외 사업 및 해외 법인 관리
		The Nature APAC Limited
		• 더네이처홀딩스의 Asia Pacific 관할내 해외 법인 관리(홍콩, 대만, 중국, 일본 등으로의 제품 공급)
스포츠	해외	THE NATURE TAIWAN LIMITED
		• 대만 현지 법인(무역, 의류도소매)
		TNH CHINA
		• 중국 현지 법인(더네이처홀딩스의 중국내 사업의 영업 및 관리)
		The Nature Shanghai Co., Ltd
스포츠	해외	• TNH CHINA와 중국 BESTSELLER가 설립한 합작법인(내셔널지오그래픽 중국 라이선스 사업 운영)
		TNH JAPAN
		• 일본 현지 법인(무역, 의류도소매)
스포츠	해외	百愛樂(SHENZHEN)體育用品有限公司
		• 워터스포츠, 애슬레저 의류 수입, 제조, 판매
스포츠	해외	(백아라(SHENZHEN)체육용품유한공사)

자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 더네이처홀딩스 종속회사 현황(2023년 3분기 기준)



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 라이선스 브랜드 현황

전사 매출의 85.9%를 차지하는  
라이선스 브랜드

더네이처홀딩스는 브랜드 IP 보유 기업과 의류·가방·캠핑용품 라이선스 계약을 체결하고 외주 생산을 통해 의류 브랜드 사업을 영위 중이다. 당사는 라이선스 상품 기획과 디자인, 마케팅, 재고관리 등을 담당하고 제품은 중국, 베트남, 말레이시아 등 약 3,000여곳 이상의 의류 OEM공장에서 외주 생산된다. 현재 동사가 운영 중인 브랜드는 내셔널지오그래픽(국내, 해외, 키즈), NFL, JEEP 등이 있다.

## 1) 내셔널지오그래픽(국내, 해외, 키즈)

내셔널지오그래픽 브랜드는 국내(이하, NG), 해외(이하, NG해외), 키즈(이하 NG키즈)로 구성되어 있으며 2023년 3분기 기준 각 부분의 동사 매출액 기여도는 67.6%, 4.2%, 8.9%, 내셔널지오그래픽 브랜드 합산으로 80.7%를 차지한다. 2013년 캠핑용품, 가방을 시작으로 2015년 의류, 선글라스·모자, 2017년 스니커, 2019년 키즈까지 라인업을 확대했으며, 2021년 홍콩, 2023년 중국 등으로 라이선스 지역 범위를 확장했다. 내셔널지오그래픽은 아웃도어 제품의 기능성과 일상에서도 활용이 가능한 디자인을 추구, 최근 활동성과 편안함을 추구하는 라이프스타일 트렌드 변화와 함께 빠르게 성장하였다. 2023년 3분기 기준 NG 222개, NG키즈 98개 매장을 보유 중이다.

## 2) NFL

동사 매출의 3.8%를 차지하는 브랜드인 NFL은 2019년 미국 프로풋볼협회와 의류 및 가방에 대한 라이선스 계약을 맺으며 론칭하였다. NFL은 미식축구의 역동성을 스트리트 감성으로 재해석한 스포츠 캐주얼 브랜드이다. 론칭 이후 코로나 19 확산으로 브랜드 확장이 제한되며 연간 200억원 이하의 매출액을 기록 중이다. 2023년 3분기 기준 48개의 매장을 보유 중이다.

이 외에도 당사는 자동차 브랜드 JEEP의 가방 라이선스, 미국 스트리트 브랜드 마크곤잘레스(Mark Gonzales)의 브랜드 라이선스, 영국 접이식 자전거 브랜드 브롬톤(Brompton)의 브랜드 라이선스를 보유하고 있다.



### 3 자체브랜드 '배럴'

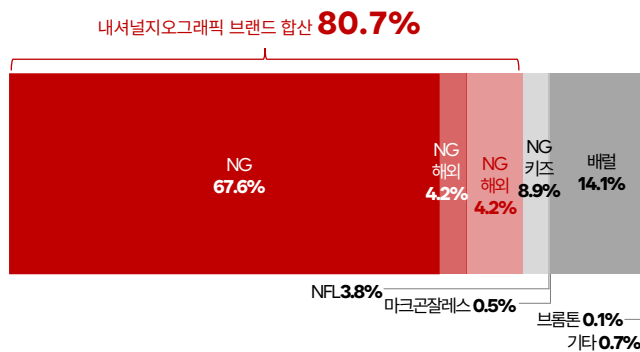
#### 워터스포츠 전문 브랜드

#### 배럴 보유

동사 매출의 14.1%를 차지하는 '배럴'은 2022년 7월 동사에 인수된 워터스포츠 전문 브랜드이다. 동사의 배럴 인수 금액은 총 748억원으로 보통주 지분 47.7%(376만주) 640억원, 전환사채 108억원이 투자되었으며, 2023년 3월 배럴이 제3자배정 유상증자를 한 영향으로 현재 지분율은 40.8%로 감소하였다.

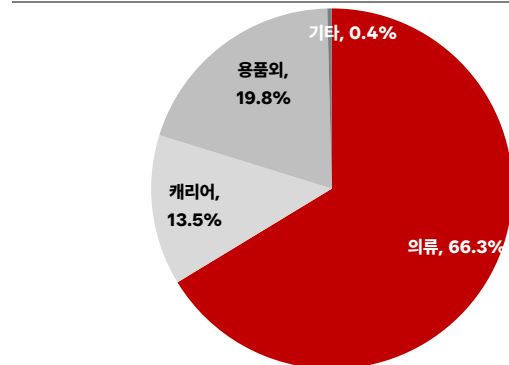
2014년 론칭한 배럴은 래시가드, 실내수영복 등 워터스포츠 전문 브랜드로, 2010년대 래시가드 경쟁력을 기반으로 성장, 2018년 코스닥 시장에 상장되었다. 2020년부터 코로나 19 영향으로 야외활동이 제한되며 역성장을 기록, 영업이익 적자가 2022년까지 지속되었다. 2023년에는 그동안 진행해온 할인정책 '배럴데이' 중단에도 불구하고 엔데믹 효과로 워터스포츠 활동이 증가하며 3분기 누적 역대 최대 실적인 매출액 488억원, 영업이익 85억원을 기록하였다. 향후 국내 시장에서의 안정적인 매출과 브랜드 인지도, 기존 브랜드의 해외 진출 노하우를 바탕으로 해외 시장에도 진출할 계획이다.

브랜드별 매출 비중(2023년 3분기 기준)



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

품목별 매출 비중(2023년 3분기 기준)



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### 주요 브랜드 현황



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터



## 산업 현황

### 1 국내 의복과 신발 및 가방 시장 현황

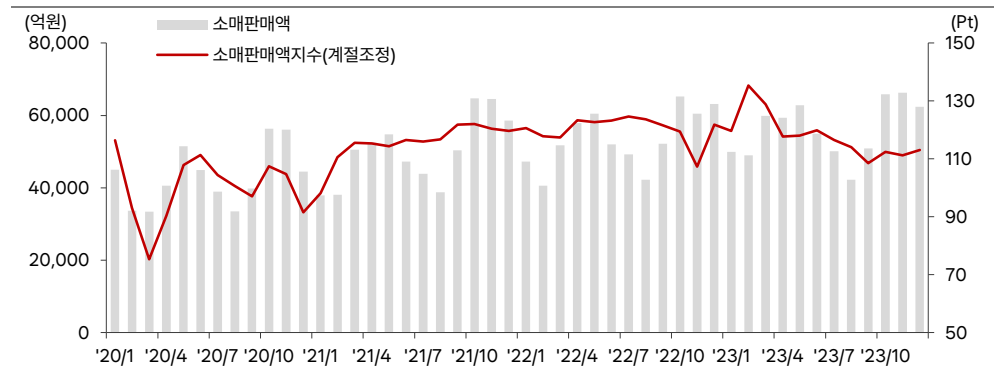
**2020년 이후 큰 폭의 성장이  
나타난 국내 의류시장,  
하지만 현재 100pt 미만 기록  
중인 의류비 지출전망 CSI**

통계청에 따르면 2023년 국내 의복과 신발 및 가방의 소매 판매액은 82조 2,451억원(+4.31%, yoy)을 기록했다. 품목별로는 의복이 67조 3,525억원(+4.85%, yoy), 신발 및 가방이 14조 8,927억원(+1.92%, yoy)을 기록했다. 소매판매액지수(2020년= 100pt)는 의복 130.0pt, 신발 111.3pt, 가방 145.6pt를 기록하며, 코로나 19 이후 엔데믹 효과로 큰 폭의 성장을 나타내었다.

한국은행은 의류비 소비지출전망을 포함한 소비자동향지수(CSI, Consumer Survey Index)를 매월 발표한다. 소비자동향지수는 각 부분별 소비자의 경제상황에 대한 인식과 향후 소비지출전망 등을 설문하여 지수화한 통계자료로 지수가 100을 초과할 경우 현재 대비 6개월 후 지출이 증가할 것으로 응답한 가구수가 감소로 응답한 가구수보다 많음을, 100 미만인 경우 그 반대를 나타낸다.

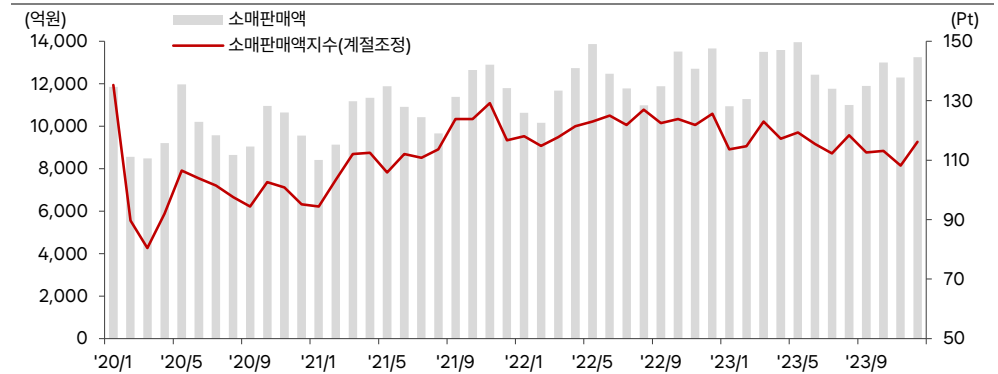
2024년 1월 의류비 지출전망CSI는 전월 대비 1pt 상승한 96pt를 기록했다. 2018년 10월 이후 지속적으로 100pt를 하회하고 있다. 연령별로는 40세 미만에서만 6개월 후 의류비 지출이 증가할 것으로 전망했으며, 이를 제외한 전 연령층에서는 감소할 것으로 전망하였다. 국내 전체 의류 시장의 성장세는 제한되지만, MZ세대들이 선호하는 의류 브랜드는 견조한 성장세를 시현할 것으로 예상된다.

의복 소매판매액 및 소매판매액지수 추이



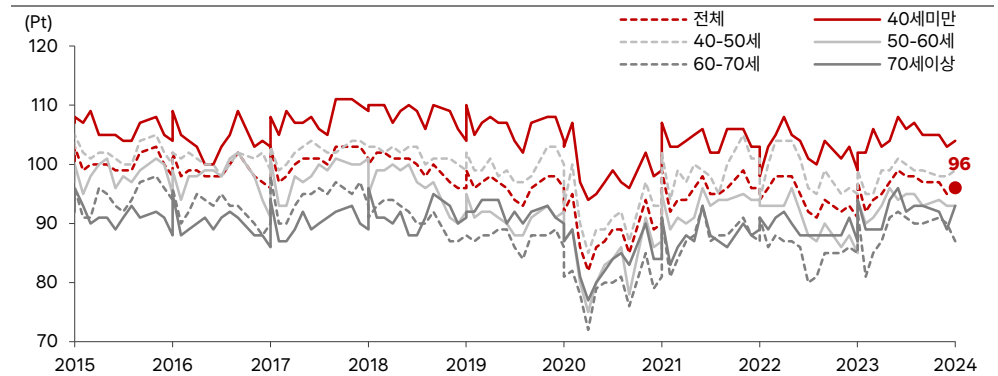
자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 신발 및 가방 소매판매액 및 소매판매액지수 추이



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 의류비 지출전망 CSI



자료: 통계청, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 국내 라이선스 브랜드 시장 현황

뉴트로의 유행과 패션 산업 내  
라이선스 브랜드의 성장

2010년대 후반부터 뉴트로가 유행하기 시작하였다. 복고(Retro)가 과거 그대로의 재현을 의미하는 반면, 뉴트로(New+Retro)는 과거의 요소를 현대적 가치로 재해석하고 새롭게 창조하는 것을 뜻한다. 뉴트로의 새로운 개성에 집중하는 MZ 세대에게 기존에 경험하지 못했던 과거의 트렌드를 신선하게 제공함으로써 매력적으로 다가가며, 기성 세대에게는 아날로그 문화에 대한 향수를 자극하는 역할을 한다. 현재 뉴트로의 패션, 음악, 방송, 음식 등 다양한 분야에서 활용되며 하나의 트렌드로 자리잡았다.

패션에서는 LEE, 노티카, 트루릴리전, 챔피온 등 과거 인기 브랜드의 판매가 증가하고 있으며, 이러한 추세는 우리에게 이미 익숙한 이종 산업의 브랜드까지 확장되었다. 대표적인 브랜드로는 동사의 내셔널지오그래픽과 F&F의 디스커버리 익스페디션·MLB, 하이라이트브랜드즈의 코닥, 에스제이그룹의 캥골·팬암, 위즈코퍼레이션의 YALE, 감성코퍼레이션의 스노우피크 등이 있다. 더네이처홀딩스, F&F, 하이라이트브랜드즈, 에스제이그룹, 위즈코퍼레이션, 감성코퍼레이션 6개사의 합산 매출액은 2018년 8,917억원에서 2022년 2조 8,451억원규모까지 성장하였다.

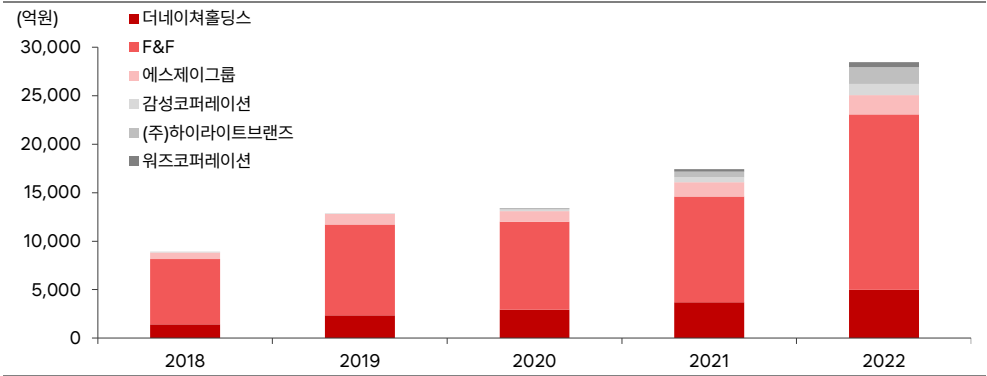


국내 주요 라이선스 브랜드 로고



자료: 각 사, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 라이선스 의류 브랜드사 합산 매출액 추이



주: 1) F&F 2018년 ~ 2020년 매출액은 분할 전 패션부문 매출액

2) 하이라이트브랜드는 2019년 6월 설립

3) 삼성코퍼레이션은 2019년 하반기 스노우피크 론칭

4) 워즈코퍼레이션 2020년 7월 YALE 론칭

자료: 각 사, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 1 해외진출 강화

#### 내수 성공 레퍼런스를 기반으로 해외진출 본격화

더네이처홀딩스는 국내 내셔널지오그래픽 성공 레퍼런스를 기반으로 2024년부터 해외 진출을 본격화할 예정이다.

2019년 동사는 홍콩 현지에 종속회사 The Nature APAC Limited를 설립하고 1호 매장을 오픈하였다. 종속회사 The Nature APAC Limited(전. The Nature holdings HK Ltd.)는 홍콩, 대만, 중국, 일본 등으로의 제품 공급을 담당하는 법인이다. 동사는 코로나 19 시기였던 2020년을 제외하고 매년 신규 매장을 오픈(2021년 3개, 2022년 2개, 2023년 3개), 2023년 9월 기준 홍콩 현지에서 9개 매장을 운영 중이다.

2022년 8월 중국 종속법인 THE NATURE SHANGHAI를 설립하고 2023년 9월 디즈니 차이나와 내셔널지오그래픽 라이선스 계약을 체결하며 북경, 상해, 난징 등 주요 쇼핑몰에 직영점을 오픈하기 시작, 현재 6개 매장을 보유 중이다. 대만의 경우 대리점 Momentum Sports를 통해 홀세일 방식으로 판매하여 왔으나 2023년부터 직영점으로 비즈니스 구조를 변화 중이다. 현재 3개의 직영점을 운영 중이며 올해 상반기 내 매장을 추가 오픈할 예정이다.

2024년에도 글로벌 사업 확장은 지속될 예정이다. 상반기에는 직영점을 이용하여 주요 지역에서 브랜드 인지도의 강화와 품질 유지를 목표로 하고 있으며, 하반기부터는 대리점을 통한 판매지역 확장을 계획하고 있다. 2024년 40개(직영점 25개, 대리점 15개)의 신규 매장 오픈이 예상된다. 현지에서 브랜드 입지를 확립한 후 2025년 ~ 2026년 기간 동안 중국 600개, 홍콩 12개, 대만 25개 매장을 목표로 하고 있다.

향후 동사는 중화권 외 지역까지 판매 국가를 확장할 계획이다. 동사는 2023년 3월 일본 현지 The Nature Japan 종속 법인을 설립, 2025년부터 일본 진출을 본격화할 예정이다. 또한 현재 호주와 뉴질랜드에서 현지 파트너사 알케미그룹(Alquemie Group)을 통해 홀세일 형태로 매출이 발생하고 있다는 점을 고려, 북미와 유럽까지 진출할 계획이며, 이외에도 필리핀, 싱가포르까지 판매 지역을 다변화할 예정이다.

## 더네이처홀딩스 해외 진출 현황 및 향후 계획


Roadmap toward becoming Global NATIONAL GEOGRAPHIC player

글로벌 사업 확장 및 브랜드 다각화

2023년		2025년 ~ 2026년	
중국	6개 매장	중국	600개 매장
홍콩	9개 매장	홍콩	12개 매장
대만	3개 매장	대만	25개 매장

내셔널지오그래픽 국가별 진출 강화  
당사 라이선스 계약 체결 브랜드 해외 사업 개시

- ▶ [직영대리점 선 출점 → 대리상 영업 개시] 진출방식 사유
- ① 브랜드 퀄리티 유지 및 시장내 점유율 방어
  - ② 가격 정책 Control
  - ③ 중국내 자체 인프라 구축
  - ④ 당사 신규 브랜드 중국 진출 용이

	<b>CORONA19</b> 발생	홍콩 3개 매장 추가 (총 4개)	홍콩 2개 매장 추가 (총 6개)	홍콩 3개매장 추가(총 9개) 대만 3개매장 오픈(new) 중국 6개매장 오픈(new)	중국 및 아시아 직영매장 적극 확대
홍콩 1호 매장 open					
2019	2020	2021	2022	2023	2024 2025

ASIA PACIFIC 사업 확장

자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2023년 하반기 신규 해외 직영 매장 오픈 현황

**CHINA**



'23.09 난징 더지플라자(德基广场)

'23.09 상해 Grand Gateway 66 (港汇恒隆广场)

'23.10 오픈 : 북경 썬리툰타이구리 (三里屯太古里)

**TAIWAN**



'23.9월 : 카오슝 한신아레나(漢神巨蛋購物廣場)

**HONGKONG**



'23.10월 : 홍콩 침사추이 K11뮤제아(K11MUSEA) 마크곤잘레스 홍콩 1호점

자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2 추가 의류 브랜드 확장

2022년

마크곤잘레스, 브롬톤  
라이선스 계약 체결

동사는 2022년 마크곤잘레스, 브롬톤과 브랜드 라이선스 계약을 체결하였다. 브랜드 포트폴리오 다양화로 인한 단일 브랜드 매출 비중 하락과 내셔널지오그래픽 레퍼런스를 기반으로 한 추가 성장 동력 확보라는 점에서 향후 두 가지 브랜드의 성장에 주목해야 한다.

## 1) 마크곤잘레스

마크곤잘레스는 미국의 프로 스케이트 보더이자 아티스트인 마크 곤잘레스의 자유로운 개성이 담긴 미국 스트리트 브랜드이다. 국내에서는 2017년 ~ 2021년 기간동안 커버넌트, LEE로 유명한 비케이브(구. 배럴즈)가 전개하며 연간 매출액 400억원을 기록하기도 하였다. 동사는 2022년 1월, 마크곤잘레스(Mark Gonzales)와 한국과 중화권 등 아시아 지역 '독점' 라이선스 계약을 맺고, 2023년 S/S 시즌을 시작으로 브랜드를 공식 론칭하였다. 2023년 9월 기준 국내 인천 공항 제1여객터미널 신세계면세점, 홍콩 해외 1호 매장 등 총 3곳에 매장을 보유 중이다. 향후 동사는 국내에서는 온라인 유통 채널을 강화하고, 해외에서는 홍콩, 중국 등에서 오프라인 매장을 추가 오픈할 예정이다.

## 2) 브롬톤

동사는 2022년 9월 영국의 프리미엄 접이식 자전거 브랜드 ‘브롬톤’과 의류 라이선스 계약을 체결했다. 동사는 2023년 브랜드 특유의 클래식과 모던이 잘 어우러진 브랜드 헤리티지를 기반으로 커뮤니티 라인과 라이프스타일 라인을 구성, 2023년 F/W 시즌을 시작으로 브랜드를 론칭하였다. 2023년 7월 강남 신세계 1호 매장을 시작으로 2023년 3분기 기준 5개 매장을 운영 중이며 2024년 백화점을 중심으로 유통채널을 확대할 예정이다.

### 신규 브랜드인 마크곤잘레스와 브롬톤



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 과거 실적 Review와 2023년 실적 추정

2016년 ~ 2022년까지

고성장 기록했으나

2023년 NG 매출하락과

신규 브랜드 관련 비용 상승으로

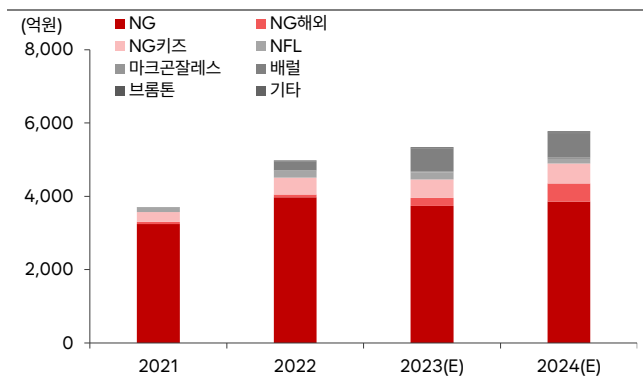
실적 부진

동사는 2015년 내셔널지오그래픽 브랜드 의류 라이선스 계약 이후 본격적인 성장기에 진입했다. 동사의 영업실적은 2016년 매출액 401억원, 영업이익 28억원을 기록한 후 2022년까지 각각 연평균 52.2%, 78.1%씩 성장하며 2022년 매출액 4,979억원(+34.4%, yoy), 영업이익 908억원(+31.8%, yoy / OPM 18.2%)을 기록했다. 2022년에는 그동안 쌓아온 브랜드 인지도와 코로나 엔데믹의 시너지 효과가 발생하며 금액 기준 가장 큰 폭의 매출 상승이 나타났다. 코로나 19 기간 이후 처음으로 1분기 신학기 특수가 있었고, 연간으로는 야외활동 및 여행이 증가하며 미니백, 스니커즈, 샌달 등 용품과 캐리어 판매가 확대되었다. 브랜드별로 구분하면, NG는 라이프 스타일 아웃도어 시장을 선도하며 2022년 매출액 3,974억원을 기록했으며, 2019년 론칭한 NG키즈 매출액은 2020년 82억원 → 2022년 459억원까지 증가, 동기간 NG키즈의 매출 기여도는 2.8% → 9.2%로 상승하였다. 2022년 7월 인수한 배럴의 경우, 2021년 진행한 배럴데이(할인판매)를 진행하지 않았음에도 매출이 상승하며 동사 실적 성장에 일조하였다.

2023년 3분기 누적 기준, 동사의 영업실적은 매출액 3,453억원(+24.5%, yoy), 영업이익 367억원(-16.3%, yoy)을 기록했다. 브랜드별로는 NG, NG해외, NG키즈, NFL이 각각 10.0%, 197.2%, 11.8%, 6.0%의 성장률을 나타내었으며, 배럴의 경우 처음으로 3분기까지의 누적 실적이 모두 반영되었다. 품목별로는 캐리어가 104.9% 성장하며 실적을 견인했고, 의류는 15.2%, 용품은 25.9%의 성장률을 기록했다. 다만, 홈쇼핑 전용 제품 제작, 수익성이 낮은 채널의 매출 확대, 신규 브랜드 초기 투자 지출 등의 영향으로 영업이익률은 15.8% → 10.6%로 하락, 영업이익은 역성장을 기록했다.

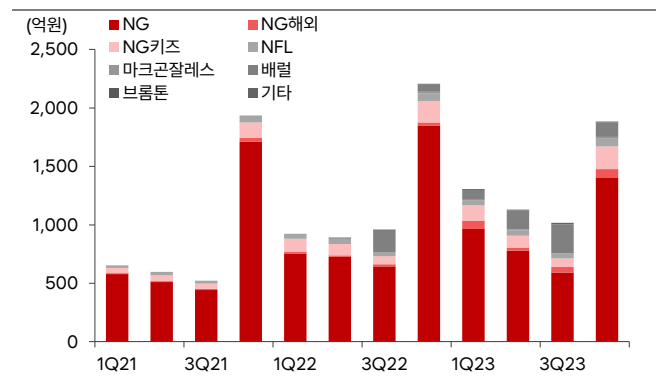
2023년 영업실적은 매출액 5,337억원(+7.2%, yoy), 영업이익 652억원(-28.2%, yoy)으로 전망한다. 4분기가 성수기임에도 불구하고 예상보다 따뜻했던 겨울 날씨 영향으로 NG의 매출이 부진했다. 배럴의 경우, 4분기 비수기 영향으로 3분기 대비 성장이 제한된 것으로 추정되지만, 연간으로는 최대 실적을 기록한 것으로 분석된다. 한편, 연간 영업이익률이 전년 동기 대비 6.0%p 하락한 12.2%를 기록, 영업이익은 역성장한 것으로 추정한다. 신규 브랜드 론칭 및 사업 확장에 따른 고정비 지출은 증가한 반면 신규 브랜드 매출 확대가 여전히 제한적이었기 때문이다.

더네이처홀딩스 연간 매출 추이



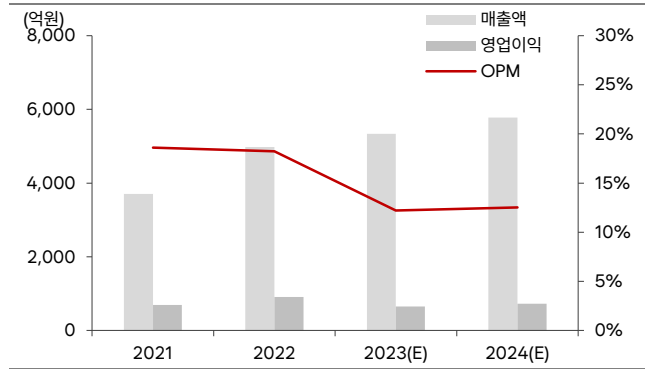
자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

더네이처홀딩스 분기별 매출 추이



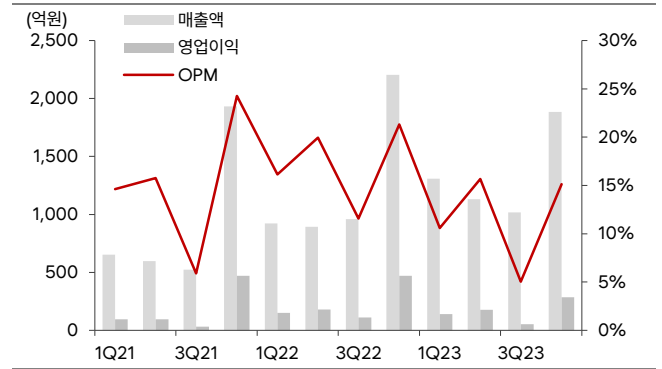
자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

더네이처홀딩스 연간 실적 추이



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

더네이처홀딩스 분기별 실적 추이



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터



2024년 실적 전망

2024년  
매출액 5,777억원,  
영업이익 723억원 전망

2024년 예상 영업실적은 매출액 5,777억원(+8.3%, yoy), 영업이익 723억원(+11.0%, yoy)으로 전망한다. 2023년을 저점으로 턴어라운드가 예상된다. 매출액은 연간 최대치를 갱신하고, 영업이익률은 전년 동기 대비 0.3%p 회복한 12.5% 수준을 기록할 것으로 판단한다. 다만, 중국, 홍콩에서의 매장확대를 기반으로 한 NG해외 매출 고성장이 전사 실적 성장을 견인할 것으로 예상하며, 배럴,NG키즈도 안정적인 매출 성장이 전망된다. 신규 브랜드 진출 관련 초기 투자 마무리와 규모의 경제 효과로 마진율도 개선될 것으로 판단한다.

연간 실적 Table

(단위: 억원)

	2021	2022	2023(E)	2024(E)
매출액	3,703	4,979	5,337	5,777
NG	3245	3974	3741	3858
NG 해외	56	75	215	495
NG 키즈	270	459	502	545
NFL	123	186	195	100
마크곤잘레스	0	15	36	58
배럴	0	243	607	667
브롬톤	0	0	7	20
기타	9	27	34	35
영업이익	689	908	652	723
OPM	18.6%	18.2%	12.2%	12.5%

자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터

분기별 실적 Table

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23(E)
매출액	652	596	522	1,934	923	892	959	2,206	1,307	1,130	1,016	1,884
NG	579	511	443	1711	755	725	644	1850	965	778	593	1405
NG 해외	7	7	9	33	16	15	18	26	71	26	47	70
NG 키즈	44	50	45	131	109	96	69	184	132	103	72	195
NFL	20	26	22	55	39	48	36	63	44	48	39	65
마크곤잘레스	0	0	0	0	0	0	0	15	3	8	7	18
배럴	0	0	0	0	0	0	182	62	84	158	246	118
브롬톤	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	4
기타	1	2	3	3	3	8	10	6	8	9	9	8
영업이익	95	94	31	469	149	178	111	470	138	177	51	285
OPM	14.6%	15.7%	5.9%	24.3%	16.1%	20.0%	11.6%	21.3%	10.6%	15.7%	5.0%	15.1%

자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### 과거 대비 할인되어 거래 중인 주가

2024년

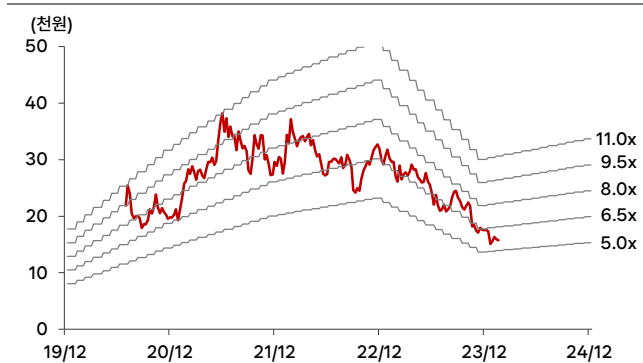
멀티플 정상화의 핵심은

해외매출 본격화와 실적 회복 여부

2020년 7월 상장 이후 동사의 주가는 PER Band 5.0x ~ 11.0x, PBR Band 0.7x ~ 3.1x 수준에서 형성되어 왔다. 현재 동사 주가가 2024년 추정 실적 기준 PER 5.1x, PBR 0.7x 수준이라는 점을 고려한다면, 현재 동사의 밸류에이션은 역사적 Band 하단에 위치한 것으로 판단된다.

동사의 주가를 구간별로 구분하면, 상장 후 2022년 상반기까지 PER 6.5x, PBR 1.3x 수준을 저점으로 안정적인 내수 매출과 해외 진출 모멘텀에 따라 최대 PER 11.0x, PBR 3.0x까지 주가가 상승하였다. 하지만 2023년 상반기부터 현재까지 NG, NFL의 성장을 둔화 및 기대에 미치지 못한 해외 매출과 국내 증시 내 의류 업종 멀티플 하락 영향으로 동사 주가는 약세를 기록 중이며, 향후 주가 회복을 위해서는 동사 해외 매출 본격화 등의 모멘텀이 필요하다고 판단된다.

더네이처홀딩스 PER Band



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

더네이처홀딩스 PBR Band



자료: 더네이처홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

### 상대적 Valuation 비교

PEER 그룹과 비교 시,  
동사 주가는 적정 수준

국내 상장사 중 의류 라이선스 브랜드 사업을 영위하는 PEER 그룹으로는 감성코퍼레이션, 에스제이그룹, F&F가 있다. 감성코퍼레이션을 제외한 더네이처홀딩스, 에스제이그룹, F&F 모두 2023년 EPS 역성장장을 기록, 최근 성장성에 프리미엄을 부여하는 증시에서 소외업종으로 분류되며 PEER 그룹 주가는 전반적으로 De-Rating되었다. 현재 PEER 그룹 주가의 밸류에이션이 PER 5.0x ~ 5.8x 수준(2024년 실적 컨센서스 기준)으로, 동사의 현재 주가가 PER 5.1x(2024년 추정 실적 기준)라는 점을 고려하면 현재 동사의 상대 주가는 적정 수준이라 판단한다.

## PEER 그룹 현황

(단위: 원, 억원, 배, %)

		더네이처홀딩스	삼성코퍼레이션	에스제이그룹	F&F	평균
코드		A298540	A036620	A306040	A383220	
현재 주가 (02/15)		15,550	2,675	8,270	67,900	
시가총액		2,294	2,426	816	26,011	
매출액	2021	3,703	489	1,497	10,892	
	2022	4,979	1,174	1,979	18,089	
	2023F	5,337	1,779	2,037	19,789	
	2024F	5,777	2,841	N/A	21,358	
영업이익	2021	689	12	291	3,227	
	2022	908	162	358	5,249	
	2023F	652	325	154	5,518	
	2024F	723	562	N/A	5,822	
영업이익률	2021	18.6	2.4	19.4	29.6	
	2022	18.2	13.8	18.1	29.0	
	2023F	12.2	18.3	7.6	27.9	
	2024F	12.5	19.8	N/A	27.3	
순이익	2021	583	3	232	2,258	
	2022	686	151	291	4,418	
	2023F	416	240	132	4,269	
	2024F	469	486	N/A	4,480	
EPS 성장률	2021	39.3	104.7	47.9	N/A	76.3
	2022	15.8	4,611.7	25.5	30.3	1,555.8
	2023F	-41.1	47.5	-54.8	-3.4	-3.5
	2024F	12.0	101.5	N/A	5.1	53.3
PER	2021	7.4	577.1	9.2	21.4	202.5
	2022	6.9	10.4	5.6	12.5	9.5
	2023F	6.4	11.9	7.0	8.0	9.0
	2024F	5.1	5.0	N/A	5.8	5.4
PBR	2021	2.0	5.9	2.0	13.4	7.1
	2022	1.7	3.3	1.3	6.0	3.5
	2023F	0.8	3.7	0.7	2.5	2.3
	2024F	0.7	2.0	N/A	1.7	1.8
ROE	2021	30.4	1.1	24.7	N/A	12.9
	2022	27.1	37.7	25.0	60.4	41.0
	2023F	13.6	37.2	9.9	37.6	28.3
	2024F	13.7	48.5	N/A	33.4	40.9
PSR	2021	1.2	3.3	1.4	4.4	3.1
	2022	0.9	1.3	0.8	3.1	1.7
	2023F	0.5	1.6	0.5	1.7	1.3
	2024F	0.4	0.9	N/A	1.2	1.0

주: 1) 더네이처홀딩스의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 23년 잠정실적, 24년 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 2월 15일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

## ⚠ 리스크 요인

### 마크곤잘레스 브랜드, 상표권 침해로 브랜드 전개 피해

마크곤잘레스 브랜드의 상표권 침해로 인한 소비자 혼란은 동사의 리스크 요인이다. 2022년 1월, 동사는 마크곤잘레스 (Mark Gonzales)와 한국중화권 등 아시아 지역 '독점' 라이선스 계약을 맺고, 현재 국내와 홍콩에서 해당 브랜드를 전개 중이다. 동사가 마크곤잘레스와 계약 전인 2021년말까지 국내에서는 비케이브(구. 배럴즈)가 마크곤잘레스 브랜드를 전개했다. 사쿠라 인터내셔널의 아시아 지역 라이선스 계약 기간은 2021년이었으며, 비케이브는 동기간동안 사쿠라 인터내셔널과 서브라이선스 계약을 맺었던 것이다. 상표권 문제는 2022년부터 발생했다. 2022년부터 사쿠라 인터내셔널의 마크곤잘레스 상표 권리가 없음에도 불구하고 비케이브와 종신조건부 라이선스 계약(10년간의 라이선스 공여 이후 상표권 양도)을 맺었고, 비케이브가 이를 기반으로 마크곤잘레스 브랜드 사업을 영위하고 있기 때문이다. 이에 마크곤잘레스는 특허심판원에 상표등록 무효심판 청구소송을 진행, 사쿠라인터내셔널이 관계사 오지컴퍼니를 통해 출원한 Mark Gonzales 서명상표, 엔젤도형 상표는 각각 2022년 6월, 9월 무효 심결이 내려졌다. 비케이브는 기존 브랜드를 일부 변형하여 와릿이즌으로 새로운 브랜드를 전개 중이며, 현재 마크곤잘레스 측은 비케이브를 상대로 저작권 침해 관련 민형사소송을 추가 진행 중이다.

#### 동사의 마크곤잘레스와 비케이브의 와릿이즌 로고 비교



마크곤잘레스



와릿이즌

자료: 각 사, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	2,932	3,703	4,979	5,337	5,777
증가율(%)	24.6	26.3	34.4	7.2	8.3
매출원가	929	1,136	1,595	1,787	1,893
매출원가율(%)	31.7	30.7	32.0	33.5	32.8
매출총이익	2,003	2,567	3,384	3,550	3,885
매출이익률(%)	68.3	69.3	68.0	66.5	67.2
판매관리비	1,458	1,878	2,476	2,898	3,162
판매관리율(%)	49.7	50.7	49.7	54.3	54.7
EBITDA	596	760	1,015	758	878
EBITDA 이익률(%)	20.3	20.5	20.4	14.2	15.2
증가율(%)	38.4	27.4	33.6	-25.3	15.8
영업이익	545	689	908	652	723
영업이익률(%)	18.6	18.6	18.2	12.2	12.5
증가율(%)	36.8	26.5	31.8	-28.2	11.0
영업외손익	-6	32	-16	-51	-46
금융수익	4	7	20	25	28
금융비용	15	13	34	83	81
기타영업외손익	5	39	-3	7	7
총속/관계기업관련손익	0	0	-9	-9	-9
세전계속사업이익	539	721	882	592	668
증가율(%)	116.1	33.9	22.3	-32.9	12.8
법인세비용	156	138	190	130	147
계속사업이익	383	583	693	462	521
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	383	583	693	462	521
당기순이익률(%)	13.1	15.7	13.9	8.7	9.0
증가율(%)	137.4	52.2	18.8	-33.4	12.8
지배주주지분 순이익	383	583	686	416	469

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	436	404	342	487	577
당기순이익	383	583	693	462	521
유형자산 상각비	50	68	103	101	150
무형자산 상각비	1	2	4	5	5
외환손익	2	0	2	0	0
운전자본의감소(증가)	-75	-215	-534	-80	-97
기타	75	-34	74	-1	-2
투자활동으로인한현금흐름	-645	-1,156	-1,046	-384	-432
투자자산의 감소(증가)	-2	-48	-310	7	-14
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-640	-859	-202	-362	-380
기타	-3	-249	-534	-29	-38
재무활동으로인한현금흐름	738	478	415	76	-207
차입금의 증가(감소)	312	534	434	134	-148
사채의증가(감소)	0	0	-108	0	0
자본의 증가	468	0	0	0	0
배당금	0	-29	-29	-58	-59
기타	-42	-27	118	0	0
기타현금흐름	-1	-0	-2	-10	-10
현금의증가(감소)	527	-274	-292	170	-72
기초현금	325	852	578	286	456
기말현금	852	578	286	456	384

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	1,715	1,998	2,468	2,794	2,915
현금성자산	852	578	286	456	384
단기투자자산	1	241	204	219	237
매출채권	232	318	536	574	622
재고자산	605	824	1,372	1,470	1,592
기타유동자산	24	38	70	75	81
비유동자산	857	1,783	3,204	3,477	3,748
유형자산	766	1,618	1,904	2,165	2,395
무형자산	12	20	797	804	811
투자자산	3	51	351	353	376
기타비유동자산	76	94	152	155	166
자산총계	2,572	3,781	5,671	6,272	6,663
유동부채	582	1,161	2,233	2,392	2,335
단기차입금	20	500	949	1,249	1,199
매입채무	78	210	247	265	286
기타유동부채	484	451	1,037	878	850
비유동부채	356	419	243	281	268
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	336	390	96	51	21
기타비유동부채	20	29	147	230	247
부채총계	938	1,580	2,476	2,674	2,603
지배주주지분	1,634	2,201	2,869	3,226	3,635
자본금	36	73	73	73	73
자본잉여금	924	887	887	887	887
자본조정 등	10	23	36	36	36
기타포괄이익누계액	-0	-0	-1	-1	-1
이익잉여금	663	1,217	1,874	2,231	2,641
자본총계	1,634	2,201	3,195	3,598	4,060

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	6.9	7.4	6.9	6.4	5.1
P/B(배)	1.8	2.0	1.7	0.8	0.7
P/S(배)	0.9	1.2	0.9	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	4.1	5.8	6.0	5.3	4.2
배당수익률(%)	1.0	0.7	1.3	2.3	2.6
EPS(원)	2,878	4,009	4,642	2,733	3,062
BPS(원)	11,233	15,132	18,989	21,118	23,738
SPS(원)	22,016	25,461	33,685	35,096	37,730
DPS(원)	200	200	400	400	400
수익성(%)					
ROE	32.1	30.4	27.1	13.6	13.7
ROA	19.6	18.4	14.7	7.7	8.1
ROIC	48.1	33.2	26.1	12.6	12.9
안정성(%)					
유동비율	294.9	172.1	110.5	116.8	124.8
부채비율	57.4	71.8	77.5	74.3	64.1
순차입금비율	-28.1	5.3	34.7	29.4	23.7
이자보상배율	124.4	63.6	31.7	9.1	10.9
활동성(%)					
총자산회전율	1.5	1.2	1.1	0.9	0.9
매출채권회전율	12.7	13.5	11.7	9.6	9.7
재고자산회전율	5.2	5.2	4.5	3.8	3.8

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
더네이처홀딩스	X	X	X

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 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 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 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 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 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.