

2020. 6. 3

Global Equity Team

임은혜
Analyst
e0124.lim@samsung.com
02 2020 7027

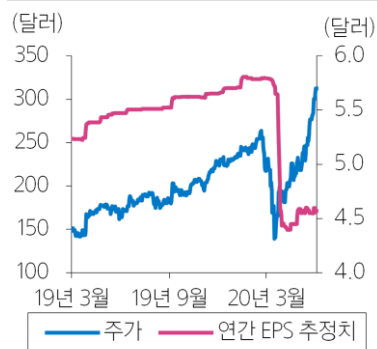
▶ AT A GLANCE

현재주가	312.3 USD
블룸버그 평균목표주가	238.45 USD
시가총액 (달러)	406억 달러
시가총액 (원)	49조 원
Shares (float)	119만주 (95.8%)
52주 최저//최고	128.8 / 314.9 달러
90일-평균거래대금	207만주
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	섬유 & 의류
주요 주주	1. FMR LLC 14.88% 2. Vanguard 8.76% 3. Prudential Financial 6.72%

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
LULU (%)	42.8	39.9	90.6
Nasdaq 대비 (%pts)	31.1	27.2	59.5

▶ 주가 vs EPS 추정치(Bloomberg)



lululemon athletica (LULU US)

팬데믹 프루프(pandemic proof), 트렌드는 죽지 않는다

- 프리미엄 에슬레저 스포츠웨어 트렌드 선도하는 '요가복계의 샤넬'
- 코로나19로 급락한 주가는 다시 정상화, 올해 EPS 추정치는 최근 다시 우상향 기조
- 밸류에이션은 역사적 고점. 소비 회복 국면에서 프리미엄 정당화 기대

WHAT'S THE STORY

에슬레저 패션 트렌드의 대표 주자: 룰루레몬 에슬레티카는 복미 시장을 기반으로 한 스포츠 의류 업체. 요가복 판매 업체로 시작하여 요가, 트레이닝, 러닝, 수영복 등의 스포츠 의류 제작 및 판매에 특화. 글로벌 패션 시장에서 에슬레저류의 유행과 동사의 제품 트렌드 사이클이 부합하며 고성장을 지속. 프리미엄 요가복이라는 브랜드 아이덴티티를 바탕으로 밸류에이션 프리미엄을 구가하며 거래

팬데믹 프루프(pandemic proof), 트렌드는 죽지 않는다: 동사 역시 코로나19 사태로 일시적으로 주가가 -50% 하락했으나, 현재 주가는 다시 신고점 경신. 이는 현재 스포츠 의류 시장 트렌드를 선도하는 룰루레몬에 대한 투자자들의 믿음을 반영한다는 판단. 동사 역시 코로나19가 부각된 올해 상반기 실적 감소는 불가피. 그러나, 업종 컨센서스와 다르게 동사의 올해 EPS 추정치는 최근 다시 우상향. 각종 스포츠 이벤트 연기로 아웃도어 활동은 제한되었으나, 홈트레이닝 수요 증가 및 스트리트웨어로서의 레깅스 패션에 대한 소비자의 선호도는 유지된다는 판단

글로벌 저변 확대는 시간 문제: 동사의 전체 매출 중 북미 비중이 80%으로 아직 지역 포트폴리오 다변화는 초기 단계라는 판단. 공격적인 유럽 및 중국 등 아시아 시장 진출로 매출 확대가 빠르게 나타나는 상황. 지난 3년간 매출액 연평균 성장률을 보면 북미가 17%, 북미 외 지역이 41% 기록. 품목별로도 고성장 부문인 여성 스포츠웨어뿐 아니라 남성 의류, 트레이닝 부분 라인업 강화로 에슬레저 의류 시장에서 품목별 저변 확대를 추구

투자전략 - 비싼 데는 다 이유가 있다: 현재 동사는 12개월 선행 P/E 55배로 과거 역사적 밸류에이션 상단 수준. 단기적으로 높은 밸류에이션에 대한 우려가 있는 것은 사실. 향후 소비 회복 시기 실적 성장세 확인 시 밸류에이션 프리미엄은 정당화 될 것. 포스트 코로나 국면에서 투자자들의 확실한 성장주에 대한 관심은 더욱 집중 될 것이라는 판단. 이러한 관점에서 Top player와 차별화된 브랜딩으로 하이엔드 세그먼트에서의 동사의 입지, 더불어 인스타그램 등 소셜미디어를 통한 성공적 마케팅 전략이 동사의 강점으로 부각 될 것. 중장기 긍정적 관점 유지

SUMMARY FINANCIAL DATA

1월 결산 법인	FY2018/1	FY2019/1	FY2020/1	FY2021/1(E)
매출액 (백만달러)	2,649	3,288	3,979	4,060
순이익 (백만달러)	259	484	646	582
EPS (adj) (달러)	2.6	3.8	4.9	4.6
EPS (adj) growth (%)	20.7	48.4	28.3	-7.2
EBITDA margin (%)	21.3	25.2	30.8	23.6
ROE (%)	17.5	31.8	38.0	26.0
P/E (adj) (배)	30.5	38.0	48.6	60.0
P/B (배)	6.7	13.2	16.0	17.0
EV/EBITDA (배)	17.2	22.0	25.1	41.0

자료: Bloomberg

팬데믹 프루프(pandemic proof), 트렌드는 죽지 않는다

동사의 주가는 코로나19 사태로 2월 말 고점에서 일시적으로 -50% 가량 하락했으나, 가파르게 회복하여 현재 주가는 역사적 신고점을 재차 경신. 동사 역시 상반기 실적 감익은 불가피한 상황. 그러나 업종 컨센서스와 다르게 lululemon의 올해 EPS 추정치는 최근 다시 우상향하는 모습. 이는 현재 스포츠의류 시장 트렌드를 선도하는 lululemon의 구조적 성장성에 대한 투자자들의 믿음을 반영한다는 판단

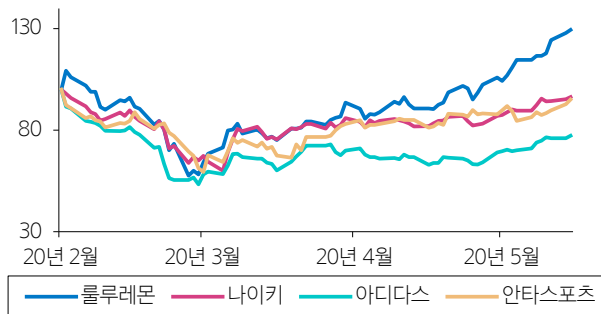
각종 스포츠 이벤트 및 아웃도어 활동이 제한되었으나, 홈트레이닝 수요 증가와 스트리트웨어로서의 레깅스 패션에 대한 소비자 선호가 지속. 기저에는 지난 수년간 글로벌 ‘에슬레저’, ‘스포츠패션’ 부문의 고 성장에 기인.

특히 동사는 이러한 트렌드에 부합한 브랜딩 전략이 탁월. 실제로 지난 10년간 매출의 연평균 성장률 24%를 기록하였으며 주가 역시 14배 상승. 단기간 빠르게 성장할 수 있었던 것은 건강하고 멋지게 운동을 즐기는 트렌디한 여성의 이미지를 구축, 소셜미디어를 통한 구전 효과를 이용. 나이키, 아디다스와 같은 Top player들과 다른 세그먼트에서 차별화된 브랜딩에 성공했다는 평

한편 고성장 부문인 여성 스포츠웨어뿐 아니라 남성 의류, 트레이닝 부문 라인업 강화로 에슬레저 의류 내 품목별 저변 확대를 추구. 남성 의류는 지난해 분기 매출 성장률이 지속적으로 상승한 바 있음. 또한, 디자이너 콜라보레이션 제품 및 오피스, 여행, 일상복 카테고리 확장 통한 제품 혁신을 추구.

최근 주가 추이 - 두드러지는 상승세

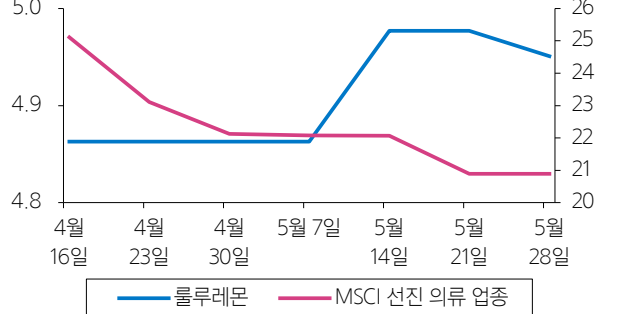
(지수, 20.2.19 =100)



자료: Datastream

lululemon의 선제적 EPS 추정치 상승

(달러)

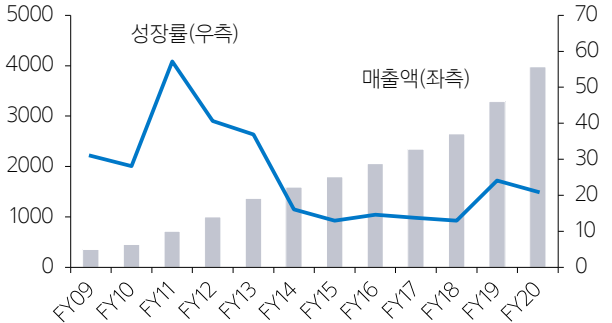


자료: Datastream

매출 성장률 추이

(백만달러)

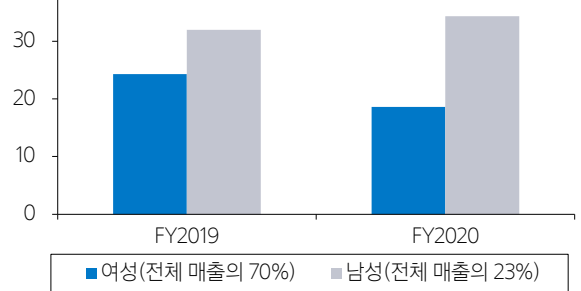
(전년대비,%)



자료: lululemon

남성 의류 매출 성장률 강화

(%)



자료: lululemon

북미에서 느낀 성공의 맛, 글로벌 저변 확대는 시간 문제

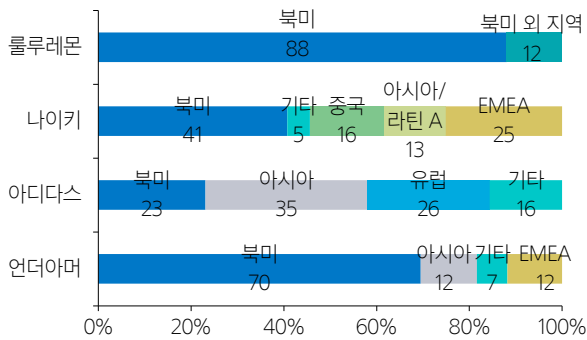
룰루레몬의 FY2020 기준 전체 매출 중 북미 비중이 88%로 지역 포트폴리오 다변화는 여전히 초기 단계. 통상적으로 글로벌 패션 브랜드의 지역 매출 분포와는 대조적. 이러한 관점에서 유럽, 아시아 지역은 성장 기회 요인.

동사는 '2023 성장 로드맵' 전략에서 이미 글로벌 매출 확대 목표로, 1) 북미 외 지역 시장 매출 4배 이상, 2) 아시아퍼시픽, 동유럽, 중국 등 신흥국 중심의 확장, 3) 북미 지역 스토어 재편 및 디지털 부문 성장을 제시.

이에 북미 시장에서의 성장 전략을 바탕으로 유럽과 아시아 시장의 공격적인 매장 확대와 적극적 마케팅 행보가 관찰되며 매출 확대가 빠르게 나타나는 모습. 실제로 지난 3년간 매출액 연평균 성장률을 보면 북미가 17%, 북미 외 지역이 41%를 기록.

특히, 지난해 유럽 시장에서 요가, 명상 등 클래스 위주의 페스티벌을 개최하며 로컬 커뮤니티에 지속적으로 브랜드 노출을 늘리는 전략을 추구하며 성과를 보인바 있음. 한편, 중국 시장은 전체 매출의 4% 이하로 추정. 고성장 중인 중국의 스포츠웨어 시장의 수혜가 기대되는 환경. 메인 시장인 북미 역시 공격적 출점을 통한 업종 내 브랜드 입지 강화가 가능할 전망. 구축해온 브랜드 이미지를 바탕으로 각 지역의 밀레니얼 세대 중심으로 브랜드 저변 확대를 기대

지역별 매출 비교 - 룰루레몬은 북미 지역에 매출 집중



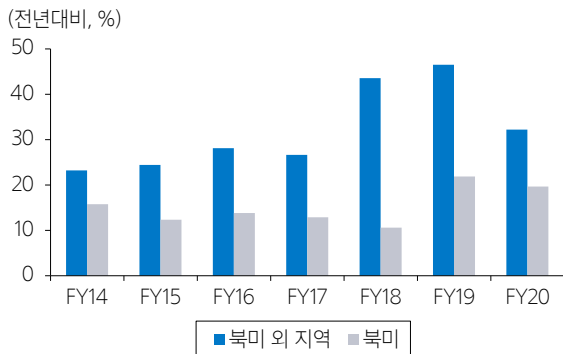
자료: lululemon

직영 오프라인 점포 수 - 북미 외 지역 공격적인 확장

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
전체	320	351	397	440	491
북미	277	297	327	349	368
유럽	7	11	13	23	23
아시아 (중국 제외)	2	5	6	12	16
중국	2	6	15	22	38

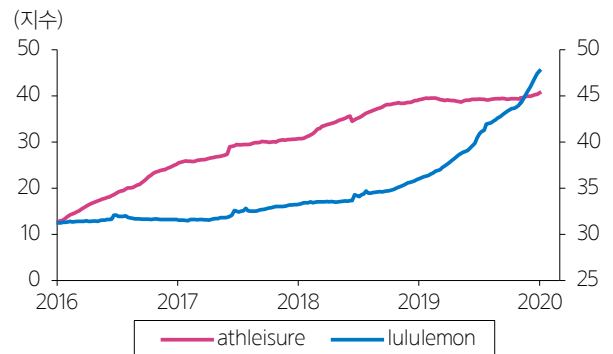
자료: lululemon

지역별 매출 성장률 추이 - 아시아, 유럽 지역 매출 확대 지속



자료: lululemon

구글 트렌드 추이 - 룰루레몬 관심 증가



자료: Google Trend

온라인 채널 강점 & 업계를 선도하는 이익률 수준

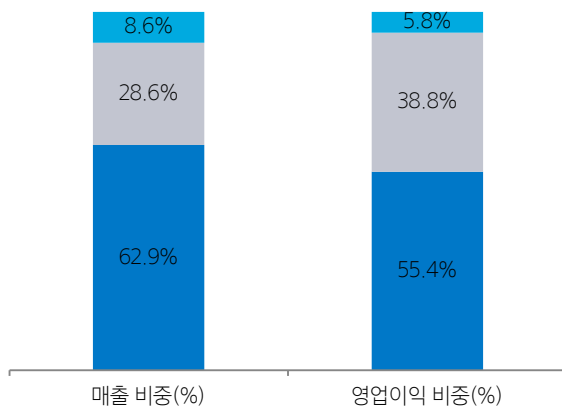
룰루레몬은 하이엔드 포지셔닝을 통해 명품 소비재에 견줄만한 이익률 강점을 보유. 제품 판매 채널이 크게 2가지로 나뉘어져 있는데, 하나는 직영으로 운영하는 오프라인 매장이고, 나머지는 Direct-to-customer(DTC) 채널로 통상 룰루레몬닷컴 웹사이트, 모바일 어플리케이션을 통해 판매하는 채널

FY2020 기준 직영 오프라인 매장 매출 비중이 63%, DTC 채널 비중이 29%로 전체 매출의 92%가 직접 판매 채널로 판매. 직접 판매 채널은 브랜드 일관성 유지와 고객 로열티를 높일 수 있는 수단. 더불어 홀세일 유통 채널을 거치지 않고 소비자에게 직접 판매할 수 있어 이익률 향상에 직접적인 영향. 실제로 룰루레몬의 영업이익률은 전년도 기준 22%로 스포츠웨어 업종 내에서 최고 수준을 유지하고 있는 모습

한편, 룰루레몬의 이커머스 판매(DTC) 비중은 전체 매출의 3분의 1로, 이번 코로나19 여파에 따른 오프라인 매장 영업 중지 영향이 타사 대비 일부 제한적이었을 것으로 판단. 코로나19 여파 직전 시기 온라인 매출 역시 매 분기 가파르게 상승(전년대비 기준1Q +35%, 2Q +31%, 3Q +29%, 4Q +41%) 하였던 점에 주목

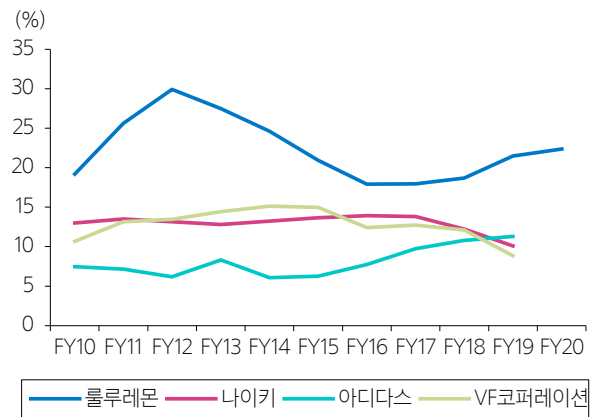
이는 전년도 'buy online, pick up in store(BOPIS)' 캠페인을 통해 온라인 주문 후 1시간 내로 오프라인 매장에서 물건을 바로 찾아갈 수 있는 방법과 같은 채널 전략 성과가 가시화되었다는 평가. 동사의 강점인 온-오프 통합 다이렉트 채널 체제 강화가 기대

판매 채널 별 매출액, 영업이익 비중 - 직영 비중 90% 상회



자료: lululemon

영업이익률 비교 - 업종을 상회하는 이익률



참고: 룰루레몬은 1월 결산, 나이키는 5월 결산
자료: Bloomberg

채널별 연 매출 성장률 - 온라인 판매(DTC) 채널의 약진

(전년대비, %)	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
DTC	85.4	85.5	33.4	22.1	25.0	12.9	27.4	48.7	32.5
직영오프라인	38.2	33.4	12.7	9.7	12.5	12.4	7.8	15.7	17.6
전체	40.6	36.9	16.1	12.9	14.7	13.8	13.0	24.1	21.0

자료: Bloomberg

투자전략 - 비싼 데는 다 이유가 있다

현재 동사는 12개월 선행 P/E 55배로 과거 역사적 밸류에이션 상단을 상회하여 거래 중. 업종 밸류에이션과 비교하면 현재 MSCI 선진 의류 업종 지수 기준 상대 P/E 밸류에이션이 2.0배 수준. 과거 10년 상대 밸류에이션 평균이 1.7배 수준보다는 높고, 직전 고점인 2.03배와 유사한 수준.

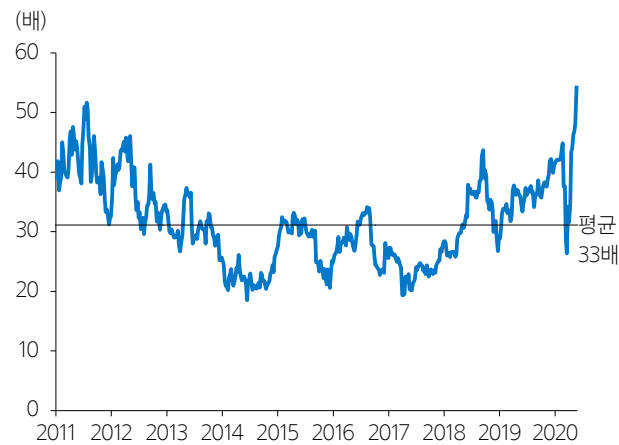
단기적으로 높은 밸류에이션에 대한 우려가 있는 것은 사실. 다만 향후 소비 회복 시기 실적 성장세 확인 시 밸류에이션 프리미엄 정당화가 가능할 것. 특히 포스트 코로나 국면에서 향후 투자자들은 확실한 성장주에 대한 관심이 더욱 집중 될 것이라는 판단. 최근 EPS 반등 역시 긍정적인 부문

이러한 관점에서 Top player들과 차별화된 브랜딩으로 하이엔드 세그먼트에서 동사의 입지를 구축하고 있는 동사에 대한 긍정적인 관점을 유지. 중장기 긍정적 관점은 유효

리스크 요인

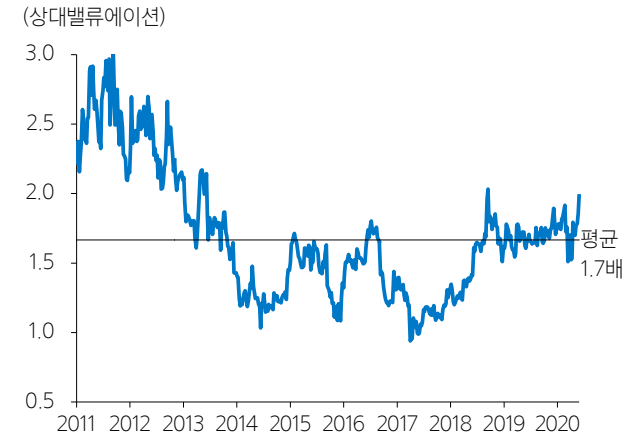
패션 트렌드 변화, 소비 경기 둔화, 소비자 선호 변화

12개월 선행 P/E 밸류에이션 추이 - 현재 역사적 고점 수준



자료: Datastream

MSCI 선진 의류 업종 대비 상대 밸류에이션 - 2.0배 수준 거래



참고: 12개월 선행 기준
자료: Datastream

포괄손익계산서

1월 결산 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	2061	2344	2649	3288	3979
매출원가	1063	1145	1250	1472	1756
매출총이익	997	1200	1399	1816	2223
(매출총이익률, %)	48	51	53	55	56
영업비용	628	778	943	1110	1334
영업이익	369	421	456	706	889
(영업이익률, %)	18	18	17	21	22
영업외손익	1	-2	-4	-9	-8
세전이익	372	424	499	715	897
비경상손실	3	2	39	0	0
세전이익(GAAP)	368	423	460	715	897
법인세비용	102	119	201	231	252
순이익(GAAP)	266	303	259	484	646
EPS (연결기준)	1.9	2.2	1.9	3.6	5.0
수정 EPS (달러)*	1.9	2.2	1.9	3.6	4.9

현금흐름표

1월 결산 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
영업활동에서의 현금흐름	299	386	489	743	669
당기순이익	266	303	259	484	646
감가상각비&무형자산상각비	73	88	108	122	162
비현금항목	19	(6)	49	68	97
비현금 운전자본 변동	(60)	2	74	68	(235)
투자활동에서의 현금흐름	(143)	(150)	(173)	(243)	(278)
고정&무형자산 변동	(143)	(150)	(158)	(226)	(283)
인수&사업매각	0	0	0	0	0
기타	0	0	(16)	(17)	5
재무활동에서의 현금흐름	(274)	(27)	(98)	(590)	(177)
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	(271)	(22)	(95)	(581)	(155)
기타	(3)	(4)	(3)	(10)	(22)
현금증감	(163)	233	256	(109)	212
기초현금	664	501	735	991	881
기말현금	501	735	991	881	1,094
Free cash flow	155	237	331	517	386

자료: Bloomberg

재무상태표

1월 결산 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
유동자산	917	1,163	1,436	1,429	1,808
현금 및 현금등가물	501	735	991	881	1,094
매출채권	13	9	19	36	40
재고자산	284	298	330	405	519
기타	118	120	97	107	196
비유동자산	397	495	562	655	1,473
순 유형자산	350	423	474	567	1,361
장기 투자&미수금	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	47	71	89	88	112
자산총계	1,314	1,658	1,998	2,085	3,281
유동부채	226	242	293	500	620
매입채무	168	119	124	288	246
단기차입금	0	0	0	0	128
기타 유동부채	58	123	169	212	245
비유동부채	61	56	109	138	709
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	611
기타 비유동부채	61	56	109	138	97
부채총계	287	298	402	639	1,329
자본금 및 자본잉여금	246	267	285	316	356
이익잉여금	1,020	1,294	1,455	1,347	1,821
기타	(238)	(202)	(143)	(217)	1,952
자본총계	1,027	1,360	1,597	1,446	1,952
부채 및 자본 총계	1,314	1,658	1,998	2,085	3,281

재무비율 및 주당지표

1월 결산 (백만달러)	2016	2017	2018	2019	2020
증감률 (%)					
매출액	14.7	13.8	13.0	24.1	21.0
영업이익	(1.9)	14.1	8.3	54.8	26.0
순이익	11.3	14.0	(14.7)	87.0	33.4
수정 EPS	13.9	16.9	(14.0)	90.0	36.6
주당지표					
수정 EPS	1.9	2.2	1.9	3.6	4.9
BPS	7.5	9.9	11.8	11.0	15.0
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E	33.3	31.2	30.5	38.0	48.6
P/B	8.3	6.7	6.7	13.2	16.0
EV/EBITDA	18.1	16.6	17.2	22.0	25.1
비율					
ROE (%)	25.1	25.4	17.5	31.8	38.0
ROA (%)	20.4	20.4	14.1	23.7	24.1
ROIC (%)	24.7	24.8	17.4	31.0	30.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM