

### 아메리칸 빈티지가 찾아온다

동사의 2026E EPS \$ 1.68에 Target PER 15.66x를 적용한 \$ 26.33을 목표주가로 제시한다. 패션산업에 있어 유행은 하나의 거대한 매크로이다. 역사적으로 유행이라는 큰 파도에 성공적으로 올라탄 패션 기업들은 예외 없이 그 수혜를 누려왔으며 이는 필연적인 주가상승으로 이어졌다. 유행의 파도는 아메리칸 빈티지로 향할 것이며 전 통 강자인 동사는 파도에 올라탈 준비를 마쳤다. 남은 것은 기분 좋은 기다림이다.

### 투자포인트 1. 이번 트렌드에 방점을 찍을 동사

동사의 역사는 곧 아메리칸 빈티지의 역사이며, 사람들의 인식 속에는 동사 = 아메리칸 빈티지 라는 공식이 자리한다. 아메리칸 빈티지의 대명사인 동사는 도래하는 새로운 트렌드에 탑승할 준비를 모두 마쳤다. 패션 트렌드의 흐름을 형성하는 사회, 문화적 요인이 모두 동사를 가리키는 지금, 새로운 트렌드에 동사는 안착할 것이다. 최근의 패션 트렌드를 되짚어 보면서, 상장된 패션 브랜드가 유행에 올라탄다는 것은 곧 탑라인 성장과 함께 멀티플 리레이팅을 의미함을 알아보자.

### 투자포인트 2. Levi's 체질개선 Story

동사는 더욱 매력적으로 변신하는 중이다. 성숙한 산업 속 수익성을 높이고 효율성을 극대화하기 위해서 체질개선을 진행중이다. 동사는 기존의 도매 중심에서 DTC 중심으로 빠르게 전환하고 있다. 특히, DTC 채널 중에서도 직영점 중심 확장에 집중하여 직원 1인당 매출을 늘리고, 고객 만족도를 전방위적으로 개선시키고 있다. 이러한 직영점 위주의 DTC 전략은 GPM 개선으로 나타나고 있고, 동사 CEO는 장기적으로 이를 강화시킬 생각뿐이다. 동사의 체질 개선은 여기서 그치지 않는다. 구조조정 프로젝트와 적자 사업부 정리를 통해 비용 절감을 이뤄내고자 한다, 그 효과는 이제 가시화되기 시작하였고, 동사는 트렌드의 중심으로 나아갈 준비를 마쳤다.

연결 포괄손익계산서								
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
수익(매출액)	4,453	5,764	6,169	6,179	4,516	6,223	6,518	7,284
YoY(%)	-22.74%	29.45%	7.02%	0.17%	-	0.72%	4.73%	11.76%
매출원가	2,100	2,417	2,620	2,663	1,827	2,516	2,635	2,945
매출총이익(손실)	2,353	3,347	3,549	3,516	2,689	3,708	3,883	4,340
GPM(%)	52.84%	58.06%	57.53%	56.90%	59.55%	59.57%	59.57%	59.57%
판매비와관리비	2,348	2,661	2,891	3,072	2,346	3,397	3,318	3,500
Adjusted EBIT	181	713	713	555	403	371	609	840
Adjusted EBIT Margin(%)	4.07%	12.37%	11.56%	8.98%	8.93%	5.96%	9.35%	11.53%
영업권 및 기타 무형자산 손상비용	90	-	12	90	175	175	-	-
영업이익(손실)	(85)	686	647	353	52	136	565	840
OPM(%)	-1.91%	11.91%	10.48%	5.72%	1.15%	2.19%	8.67%	11.53%
기타손익(손실)	(22)	3	29	(42)	(2)	(15)	(5)	(5)
이자비용	(82)	(73)	(26)	(46)	(30)	(47)	(47)	(47)
부채조기상환손실	-	(37)	-	-	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익(손실)	(190)	580	650	265	19	74	512	787
법인세비용(수익)	(63)	27	81	16	(9)	11	78	120
당기순이익(손실)	(127)	554	569	250	28	63	434	667
NPM(%)	-2.86%	9.60%	9.23%	4.04%	0.62%	1.01%	6.66%	9.16%

### Rating

**Buy**

목표주가: \$ 26.33

현재주가: \$ 16.76

상승여력: 57.10%

### 12M 주가추이



### B/S data (23)

자산 총계 \$ 6,254 백만

부채 총계 \$ 4,380 백만

자본 총계 \$ 1,874 백만

### Earning data (24F)

PER 13.52x

Adjusted EPS \$ 1.21

Adjusted ROE 24.70%

### 주요 주주

The Vanguard Group 8.28%

Macquarie Group 7.31%

### SMIC 1 팀

팀장 49기 김희준

팀원 49기 강석주

49기 박상은

50기 김태형

50기 정성우

# CONTENTS

---

0. 소셜 아비트라지를 찾아서 - Intro	03
1. Living legend Levi's - 산업&기업분석	04
2. 패션의 속명은 트렌드 - 트렌드 분석	08
3. 이번 트렌드에 방점을 찍을 동사 - 투자포인트 1	14
4. Levi's 체질개선 Story - 투자포인트 2	19
5. 매출 추정	22
6. Valuation - Peer PER Method	26
Appendix	31

## 0. 소셜 아비트라지를 찾아서- Intro

현대사회에서는 기술의 발달로 정보에 대한 접근이 점점 수월해지고 있다. 반대로 공개정보를 이용하여 시세차익을 내는 것은 점점 어려워지고 있는데, 모든 시장참여자들에게 있어 정보에 대한 접근이 용이해지므로 정보가 주가에 반영되기까지의 시차가 점점 짧아지고 있기 때문이다.

실제로 10일 단위로 발표되는 잠정 수출입데이터나 구글트렌드를 지속적으로 트래킹하며 투자여부를 결정하는 것은 투자자들의 기본이 되었다. 정보의 최선단에 있는 헤지펀드들의 경우 신용카드 거래데이터와 웹 트래픽 통계를 분석하여 아마존의 소비자 동향 예측을 시도하기도 하며 위성 이미지 또한 적극적으로 활용하고 있다. 이러한 모습들은 일반적인 공개정보를 이용한 투자로는 남들보다 한 발 앞선 진정한 소셜 아비트라지를 실현하기 어렵다는 것을 방증한다.

하지만 힘들여 수확한 열매가 그 맛도 단 법이다. 관측한 변화가 실현된다면 이는 필연적인 주가 상승으로 이어지며 관측한 변화가 주가에 반영되기 이전이라면 하방리스크 또한 적다. 따라서 소셜 아비트라지를 찾는 것은 시도해볼 가치가 충분하다. 본 보고서는 소셜 아비트라지를 찾기 위한 주요 조건으로 ①정보와 ②시차를 제시하며 그 이유는 다음과 같다.

①정보: 접근이 가능한 공개정보인 동시에 남들이 쉽게 알지 못하는 정보일수록 가치가 높다.

②시차: 남들보다 빠르게 관측한 변화에서 시세차익을 노릴 수 있는 여지가 크다.

본 보고서는 21년부터 24년까지 총 6개 패션브랜드의 스프링서머(S/S), 폴윈터(F/W) 패션쇼의 약 1,440개의 사진을 분석하는 것을 시작으로 패션에서의 변화를 포착하였다. 이러한 시도는 소셜 아비트라지를 찾기 위한 위 두 조건에 완벽하게 부합한다.

①정보: 패션쇼의 사진은 모두가 접근이 가능한 공개정보이다. 본 보고서는 패션쇼의 사진이라는 공개정보를 색조, 배색, 메인아이템 세 가지 기준을 바탕으로 재가공하여 향후 트렌드를 예측하기 위한 정보로 활용하였다. 패션쇼의 사진은 모두가 접근 가능하나 이를 일정한 기준을 바탕으로 재가공한 정보는 큰 노력을 들이지 않고는 쉽게 얻을 수 없는 정보이므로 조건에 부합한다.

②시차: 패션쇼에서의 트렌드 변화가 대중적인 유행으로 번지기까지 약 3-4년의 시차가 있음을 확인하였다. 이러한 시차로 미루어 볼 때 패션쇼에서의 트렌드 변화를 분석해 낼 수 있다면 남들보다 빠르게 대중적인 유행을 파악할 수 있는 것이므로 조건에 부합한다.

대중적인 유행은 패션기업들에게 있어 매우 강력한 매크로적인 요소로 작용한다. 유행이라는 큰 파도에 성공적으로 올라탄 패션 브랜드는 매출성장 뿐만 아니라 약 32.2%의 멀티플 상승을 누릴 수 있다는 것을 본 보고서를 통해 확인할 수 있다.

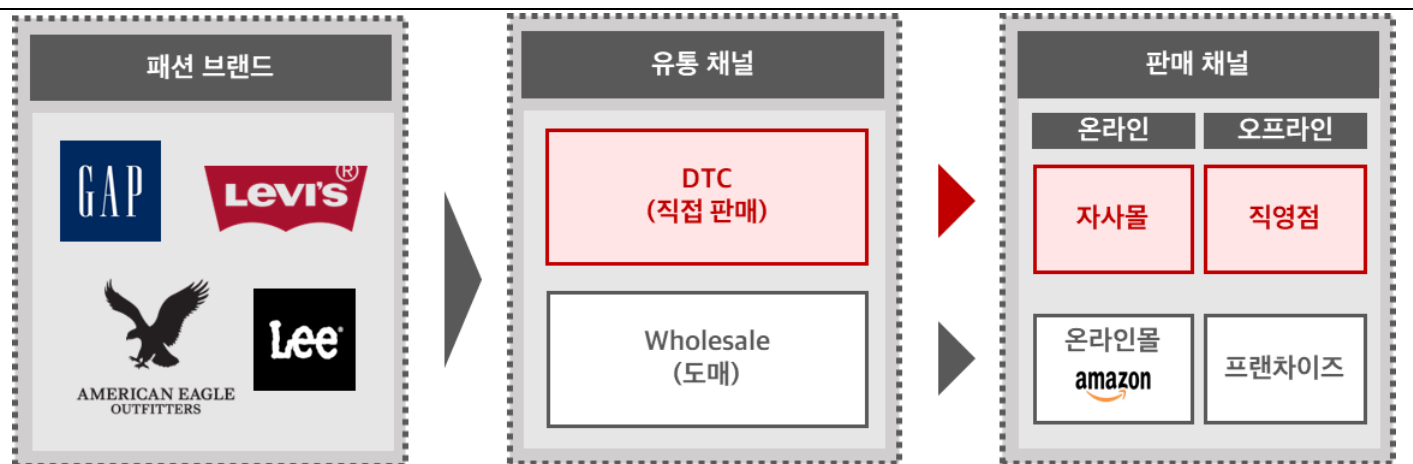
[트렌드 분석]과 [투자포인트]를 통해 이제는 유행의 파도가 동사를 향하고 있으며 이에 올라탈 준비를 마친 동사가 누릴 수혜의 규모를 가늠해보자.

## 1. Living legend Levi's - 산업 & 기업 분석

### 1.1. 의류산업의 주인공, 브랜드사

의류산업의 전형적 특성을 가진 동사	의류산업은 일반적인 셔츠, 바지, 치마 등의 의류제품과 신발, 가방 벨트, 모자 등의 기타 제품의 디자인, 제조, 판매와 관련된 산업을 통칭한다. 의류산업은 가계소득에 굉장히 탄력적이기 때문에 전형적인 경기민감주로 분류된다. 계절적 특징도 보이는데 S/S시즌보다 F/W시즌의 매출 비중이 상대적으로 큰 특성을 갖는다. 동사도 이런 의류 산업의 전형적인 특성을 공유하며, 역사적으로 1H의 매출보다 2H의 매출이 더 높은 계절성을 갖는다.
노동집약적 → 생산과 소비의 불일치	공정 자동화 등 IT 기기가 발전함에도 여전히 의류의 제작은 대부분 수작업으로 이루어지며, 따라서 매우 노동집약적인 특성을 갖는다. 이는 글로벌 생산지와 소비지의 불일치로 이어진다. 원가절감이 핵심 경쟁력이기에 동사와 같은 선진국의 브랜드사들은 인건비가 싼 국가에, 완제품을 대신 생산하는 OEM/ ODM사에 대부분의 생산을 위탁한다.
모든 출발은 브랜드사에서 시작	의류산업 밸류체인의 주인공은 단연 브랜드사이다. 의류 하나가 소비자의 수중에 들어오기 위해서는 기획, 생산, 판매, 유통의 단계를 거쳐야 한다. 다만 이 안의 모든 과정을 총괄하며 원재료의 소싱, OEM/ODM의 선정, 유통망의 선택까지 모든 출발은 브랜드사에서 시작된다.
유통채널은 DTC, Wholesale로 구분	브랜드사 관점에서 고객에게 판매할 수 있는 채널은 Direct To Consumer(DTC)와 Wholesale의 두 가지 방식이 있다. 동사는 DTC 채널에 오프라인의 직영점, 온라인의 자사몰 뿐 아니라 프랜차이즈 계약을 맺은 외부 운영 매장까지 포함하여 관리하고 있다. 동사의 Wholesale에는 아마존과 같은 온라인 도매상과 코스트코와 같은 오프라인 도매상이 포함된다.
대립적인 장단점, DTC, ASP ↑ Wholesale, 타 비용 ↓	각 채널은 서로 대립되는 장단점을 갖는데, 일반적으로 DTC 채널의 장점은 약 25%에 이르는 소비자와 도매가격의 차이인 유통마진을 내재화해 ASP 상승으로 수익성을 높일 수 있다는 것이다. 단점은 재고자산에 대한 부담, 임대료와 인건비 부담이 늘어날 수 있다는 것이다. 정확히 반대로 브랜드사 입장에서 Wholesale 채널의 장점은 한번에 많은 재고를 판매해 재고자산에 대한 부담이 줄어들며, 임대료와 인건비 부담을 줄일 수 있다는 것이다. 특히 전통 브랜드에서 Wholesale 매출의 증가는 유행을 타고 있다는 사후적인 증거가 된다는 점에서도 중요하다.

도표 1-1. 의류산업 Down Stream 밸류체인 정리



출처: SMIC 1팀

## 1.2. 골드러시에서 트렌드러시로, 리바이스 제품 유니버스.

도표 1-2. 동사의 제품 포트폴리오



출처: 동사 자사몰, EDGAR, SMIC 1팀

청바지의 살아 있는  
전설, 501 오리지널

동사의 청바지는 골드러시 시대부터 내려오는 청바지의 역사이자, 현재까지도 살아 있는 동사의 베스트셀러이다. 501 오리지널 제품은 동사의 대표 제품으로 세계 최초의 청바지를 그대로 복원하였으며, 특유의 거친 원단감으로 빈티지한 느낌을 극대화한 제품이다. 501 오리지널은 특히 미국, 유럽에서 빈티지의 대표주자로 클래식한 청바지의 상징으로 자리잡고 있다.

Think Different,  
유명인들의 사랑을  
독차지한 501

501 오리지널은 다양한 라인업을 가지고 있는데, 스트레이트핏부터 와이드, 크롭, 스키니, 하이 웨스트 등 다양한 기장감으로 포트폴리오가 확대되어 왔다. 이 때문에 해당 제품은 프레젠테이션에 항상 501 오리지널 청바지를 입고 등장한, 시대의 아이콘 스티브 잡스부터 여성 패션을 선도하는 인플루언서 켈달 제너에 이르기까지 유명인들의 사랑을 독차지해 오고 있다.

청바지의 대표주자에서  
데님의 대표주자로

제품군의 확장은 청바지만으로 국한되지 않는다. 동사는 청바지의 대표주자라는 브랜드 이미지를 바탕으로 다양한 데님 제품군을 출시하였다. 특히 남성과 여성 모두에서 베스트셀러로 자리잡은 트러커 재킷과 세르파 재킷을 통해 봄, 가을뿐 아니라 겨울에도 동사의 데님을 찾게 만들고 있다. 여름을 타겟으로 한 청치마를 포함한 쇼츠 제품군과, 데님 셔츠까지 신제품을 출시하였다. 이렇듯 데님 제품군 내에서도 끊임없는 제품 다각화의 노력을 통해 데님과 관련된 거의 모든 스타일을 커버하는 제품군 확보에 성공했다.

데님을 싫어한다면?  
511 슬림 팬츠가 있다

데님 특유의 약간 불편한 착용감을 기피하는 소비자를 위해 데님 외의 제품 라인업 확장도 이뤄졌다. 대표적으로 511 슬림 팬츠는 사타구니쪽 통을 상당히 넓게 잡아 하체부분이 편하다는 강점을 바탕으로 11년 런칭 이후 미국의 젊은 남성층에게 가장 인기 있는 국민템으로 자리 잡았다.

비온드 요가 인수 → 동사는 의류계 스포레저 열풍에 대응하기 위해서 21년 8월 비온드 요가까지 인수했다. 해당 브랜드 주요 제품군은 여성용 레깅스와 탑으로, 스포츠웨어 중에서도 클래식한 무드와 고급스러운 느낌을 가진 제품이 주력이다. 특히 21년 인수 당시 여성 매출 비중이 99%로, 리바이스의 남성적인 이미지를 중화하는 효과를 발생시키고 있다. 또한 비온드 요가의 클래식한 이미지를 이용하여 리바이스 직영점 내 비온드 요가 플래그십 라인을 만드는 등 시너지 효과를 만들고 있다.

### 1.3. 사업분석, 재무분석: 성장성에 안정성까지 갖춘 팔방미인

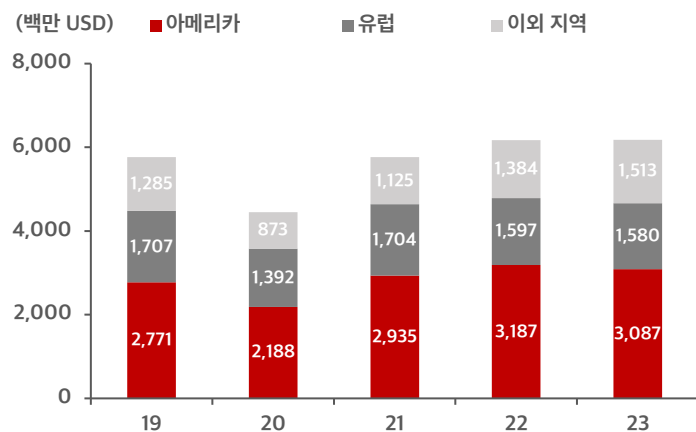
동사 매출, 미국 중심의 높은 성장률로 견조하게 상승 중 동사 매출액은 20년 코로나로 인한 매출 급감 이후 23년까지 큰 역성장 없이 연평균 11.54%의 높은 성장을 이어가고 있다. 또한 경제의 중심지이자 유행을 선도하는 미국 시장에서 높은 노출도와 성장률을 가지고 있다는 점에서 특히 매력적이다. 실제로 지역별 매출액의 경우 아메리카, 유럽 매출비중은 23년 기준 각각 56%, 23%였으며 아메리카 내 미국 비중이 대부분이다. 특히 20~23년 아메리카향 매출은 미국 중심으로 평균 13.2% 성장하며 매출 비중이 21%로 낮은 아시아의 17.1%와 유사한 수준으로 지속적으로 성장하고 있다.

미국 내 청바지 점유율 압도적 1위 미국 시장에서 동사는 청바지의 대명사다운 높은 시장 점유율을 가지고 있다. 동사의 미국 내 청바지 시장 점유율은 23년 기준 약 12%로 1위이다. 청바지 제품 경쟁사는 대표적으로 겍, 아메리칸 이글, 랭글러, 리가 있다. 청바지 내에서 동사의 점유율은 이들의 점유율을 모두 더한 것을 상회할 정도로 압도적이다. 실제로 남성 청바지에서는 점유율 2위 기업인 랭글러와 2배 이상의 격차를 보이며, 여성 청바지에서도 점유율 2위인 겍과 격차를 지속적으로 유지하고 있다.

의류 브랜드사 → 재고 자산, 매출채권회전율 중요 의류산업에 속한 기업의 경쟁력에서 안정적인 재무비율은 타 산업에 비해 큰 의미를 갖는다. 의류 브랜드사의 제품은 유행에 매우 민감하며, 따라서 재고자산의 가치가 다른 산업에 비해 빠르게 감소한다. 진부화된 재고는 크게 할인판매되기 때문에 재고자산회전율을 확인하는 것이 중요하다. 또한 빠른 현금의 회전과 운영의 효율성을 나타내는 매출채권회전율 또한 중요하다.

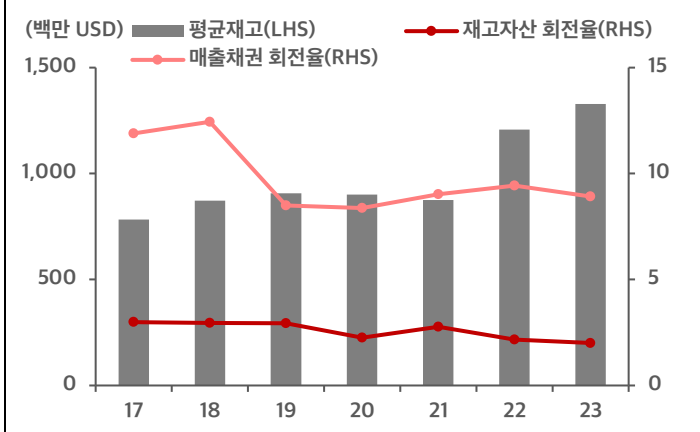
동사 안정성 이상 無 동사의 재무비율은 안정적인 수준을 유지하고 있다. 재고자산회전율은 20년 2.25에서 23년 2.01로 소폭 감소했으나 매출채권회전율은 같은 기간 8.37에서 8.92로 소폭 증가했다. 17년 이후부터 보면 재고자산회전율이 큰 폭으로 감소하나, 이는 유통망을 DTC로 전환하면서 발생한 의도된 재고 부담의 증가이다. 부채비율의 경우 21년 254%에서 3Q24 233%로 업계 평균인 130%를 상회하나, FCFF가 22년을 제외하고 한 번도 음전한 적이 없기에 우려할 필요는 없다.

도표 1-3. 동사 지역별 매출 추이



출처: EDGAR, SMIC 1팀

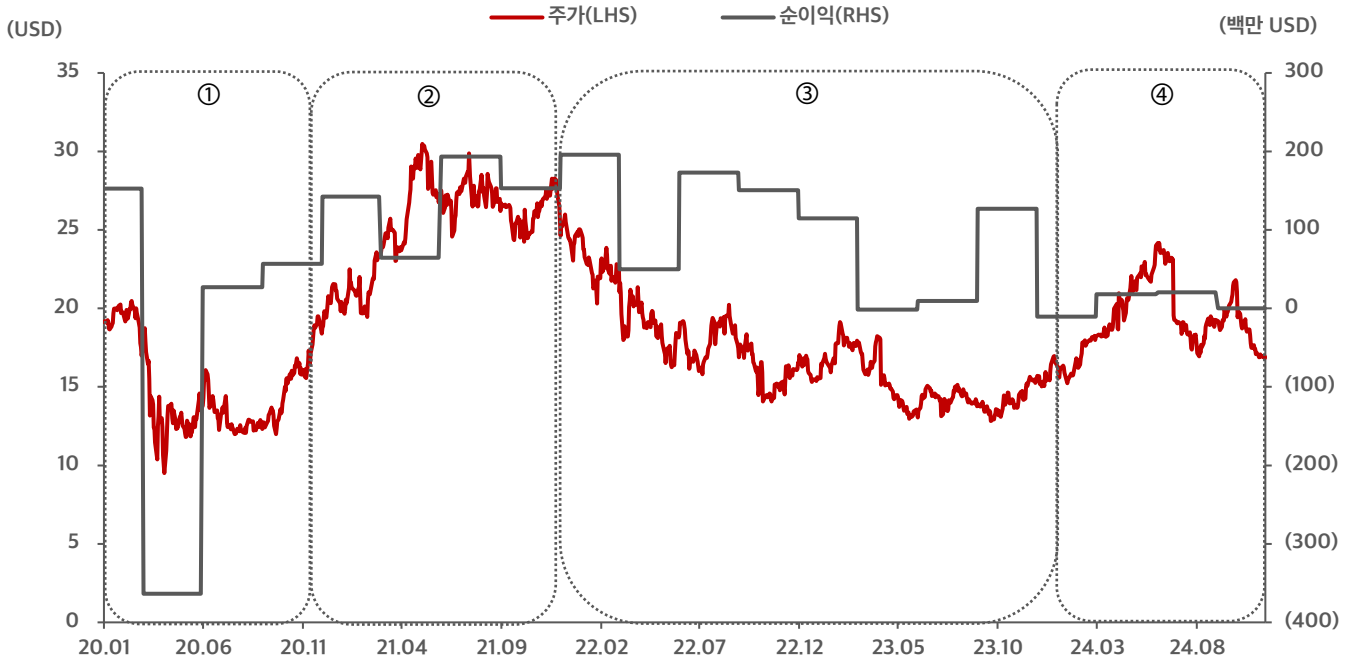
도표 1-4. 동사 평균재고, 재고자산회전율, 매출채권회전율



출처: EDGAR, SMIC 1팀

## 1.4. 주가 분석

도표 1-5. 동사 주가 및 분기별 순이익 추이



출처: Edgar, Investing.com, SMIC 1팀

동사의 주가는 이익과 성장성을 반영	동사의 주가는 실적을 통해 확인할 수 있는 이익과 성장에 대한 기대감을 반영한다. 전반적으로 동사의 주가는 이익레벨과 연관되지만 세부적으로는 도매사업 부문, DTC 사업 부문의 분기별 성장률에 초점을 맞추고 성장에 대한 기대감이 주가에 반영됨을 확인할 수 있다.
①: 코로나로 인한 주가 하락	①1Q20~4Q20: <b>코로나로 인해 도매부문과 DTC 모두 매출 하락이 불가피하였으며 이는 주가로 반영되었다.</b> 전년 대비 도매부문 매출은 -25.6%, DTC부문은 -17.8% 감소하였다.
②: OPM 상승으로 인한 수익성 대폭 개선	②1Q21~4Q21: <b>코로나로 인해 둔화된 매출의 회복세와 OPM 성장이 맞물려 주가상승을 이끌어 냈다.</b> 코로나 초기 위축된 소비심리로 인해 둔화된 매출이 급격히 해소되었으며 전년대비 도매 부문 매출은 34%, DTC부문 매출은 21.6% 증가하여 코로나 이전 수준의 매출을 회복하였다. 추가적으로 코로나 시기가 온라인 부문 매출의 성장을 촉진하여 온라인 부문 매출이 2년 연속 두 자리 수 성장을 기록하며 OPM 상승에 기여하여 역대 최고 수준의 OPM을 기록하였다.
③: 미국 도매부문 매출 부진	③1Q22~4Q23: <b>이익의 감소세보다 주가의 하락세가 더 강했던 시기이며 이는 기대감으로 설명이 가능하다.</b> DTC부문은 지속적으로 성장하였으나 높은 매출 비중을 차지하는 미국 시장에서의 도매부문 매출의 감소추이가 성장에 대한 기대감에 의문을 야기했다. 미국 도매부문 매출감소의 주요 원인은 미국 내 소비둔화와 동사의 미국 내 공급망 병목 때문임을 확인할 수 있다.
④: 공급망 문제는 해결, 주가는 회복	④1Q24~: 2Q24를 기점으로 동사는 공급망 병목이 해결되었다고 밝혔으며 탑스타인 비운세를 이용한 홍보효과로 24년 상반기 주가 상승이 이뤄졌다. 아직 미국 내 소비 둔화로 인한 도매 부문의 성장에 대한 의문이 해결되지 않아 주가는 현재 회복하고 있는 중인 것으로 보인다. 도매 부문 매출은 충성고객의 수요보다 유행으로 인한 대중적 수요에 민감하며 유행에 올라탄 패션 브랜드는 소비 둔화에서도 확연한 매출성장을 이끌어 낸다. 이제 [트렌드 분석]과 [투자포인트]를 통해 동사가 올라탈 유행과 이로부터 발생하는 수혜를 확인하여 보자.

## 2. 패션의 속명은 트렌드 - 트렌드 분석

트렌드에는 변화가 필연적으로 동반된다. 새로움은 구별을 전제로 하기 때문이다. 현대 사회에서도 소수의 인플루언서로부터 패션 유행이 시작되듯, 패션은 일부가 새로운 유행에서 자신의 정체성을 찾고, 그 정체성을 공유하고 싶은 사람들이 따라하는 형식으로 전개된다. 다수에 의해 그 유행이 퍼지게 되면, 처음에 부여된 '구별'이라는 정체성을 상실하게 된다. 즉 유행은 확산과 동시에 소멸되는 것이다.

그렇기에 '넥스트 트렌드'는 계속적으로 존재하고, 우리가 기회를 포착하기 위해 할 일은 그 트렌드를 한 발 빠르게 발견하는 것이다. 본 보고서는 사회변화의 트렌드가 가장 빠르게 가시화되는 지표이자, 대중의 욕구와 의식상태의 복합체인 패션에서 '넥스트 트렌드'를 포착하고자 했다.

### 2.1. 트렌드로 움직이는 패션업계

미묘, 정성적 변화  
= 트렌드 예측의  
어려움

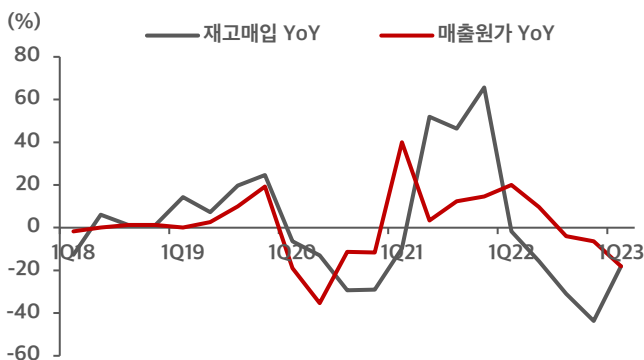
패션 산업에서 다음 유행을 예측하는 것은 곧 재고를 예측하는 것이므로 가장 중요한 과정이다. 일반적으로 패션기업은 트렌드를 6개월 선행하여 예측하고, 제품을 제작한다. 25S/S쇼를 24F/W에 볼 수 있는 이유이다. 트렌드 예측에 실패할 경우, 반 년을 선 투자하여 만든 제품은 모두 회전되기 어려운 재고자산이 된다. 이처럼 예측이 중요한 산업임에도 불구하고, 변화가 미묘하고 정성적이기 때문에 파악하기 어려워 매년 수많은 패션 브랜드들이 쇠퇴의 길을 걷는다.

예측이 어려운 만큼  
성공 시  
명확한 시세차익 기대

뒤집어보면, 트렌드는 예측이 어려운 만큼 성공할 경우 명확한 시세차익을 기대할 수 있다. 23년도부터 시작된 빈티지 유행을 타기 시작한 데커스(DECK)과 아베크롬비앤피츠(ANF)는 20년부터 24년 11월까지 각각 608%, 838% 상승했다. 더욱이 패션에 주목해야 하는 이유는 패션이 트렌드 확산의 중심적인 역할을 하기 때문이다. 우리가 어떠한 패션을 '아름답다'고 받아들이기까지 사회문화적 관습의 영향을 받는 것처럼, 새로운 패션은 새로운 문화를 확산시킨다. 일례로 Y2K 패션 속 키치함의 추구는 헬로키티, 쿠로미의 유행으로 번져 산리오의 주가 상승으로 귀결되었다.

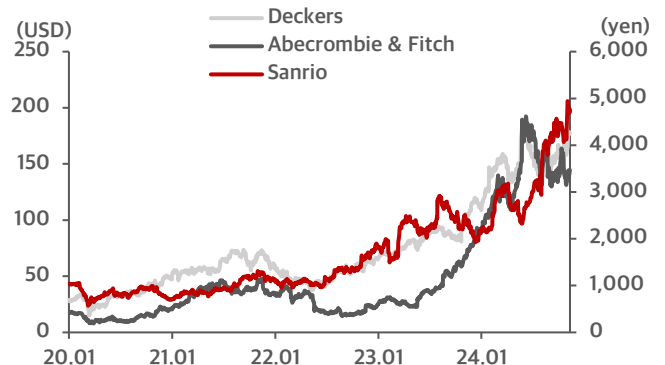
그렇다면 다음 패션 트렌드는 어떻게 예측할 수 있을까?  
패션 산업에서 트렌드가 확산되는 과정과 이를 포착하는 방법을 살펴보고,  
앞으로 다가올 '넥스트 트렌드'를 예측해보자.

도표 2-1. 아디다스 매출원가 vs. 재고매입



출처: Adidas, SMIC 1팀

도표 2-2. 빈티지 트렌드 관련 기업 주가 추이

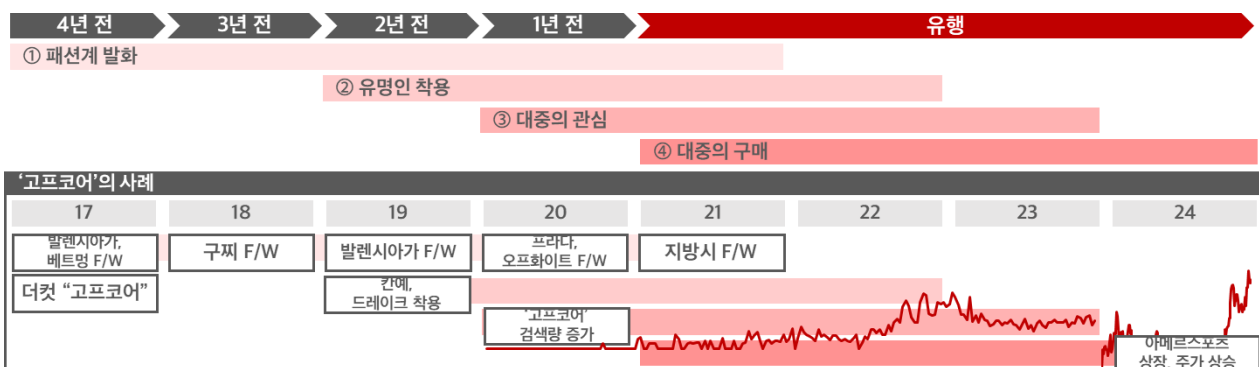


출처: TIKR, SMIC 1팀

## 2.2. 새로운 트렌드는 어떻게 확산되는가

트렌드 확산 단계 & 시기 파악 시, 베팅 시점 파악 가능	패션 기업에 투자하는 관점에서, 공급자처럼 창의적으로 트렌드를 예측할 필요는 없다. 확산을 시작하는 트렌드를 확인하고, 이를 잘 반영하는 브랜드에 높은 가치를 부여하면 되는 것이다. 그렇다면 <b>트렌드가 확산되는 단계와 시기를 파악한다면, 베팅의 시점 또한 알 수 있을 것이다.</b>
구매로 이어지기 전, 트렌드가 확산될 때 예측해야	패션 트렌드는 패션계-유명인-대중에 걸쳐 확산되며, 구체적으로 시차를 두고 4단계에 걸쳐 확산된다. ①패션계 패션쇼에서 등장, 매거진에서 구체적으로 정의한 후 ②유명인이 착용하고 매체를 통해 확산하며, ③대중들이 관심을 갖기 시작하고 ④대중들의 구매로 이어진다. <b>패션 기업의 주가가 상승하는 시점은 ④를 통한 매출 증대 시점임을 고려하면, ①-②-③단계로의 흐름을 파악할 경우 완벽한 베팅에 성공할 수 있다.</b> 과거 선례를 통해 명확한 시점을 구체화해보자.
가장 먼저, 패션계에서 트렌드 발화	①패션계, 3~4년 선행: 주요 하이엔드 브랜드에서 등장하고, 언론에서 스타일을 키워드로 정의해 주어야 한다. 21년에 시작된 고프코어 트렌드의 발화점으로 거슬러 올라가면, 17년 발렌시아가와 베트멍의 F/W, 18년 구찌 F/W에서 아웃도어 캐주얼 스타일로 등장하기 시작했고, 17년 패션매거진 더 컷(The Cut)에서 처음으로 용어를 정의하였다. 야외 활동 시 먹는 견과류를 뜻하는 ‘고프(Gorp)’와 자연스러운 멋을 추구하는 ‘놈코어(Normcore)’의 합성어로, 과거 형형색색의 등산복에서 벗어나 기능성 소재에 견과류처럼 톱툰하고 무거운 색감을 접목시킨 패션을 의미한다.
이후, 유명인에 의해 확산	②유명인, 1~2년 선행: 패션계에서 발화된 이후 유명인들이 착용하여야 한다. 하이엔드 패션계에서 시작되어 여러 브랜드에서 관련 제품이 제작되기 시작하면, 연예인과 인플루언서가 착용한다. 고프코어는 19년도부터 아크테릭스, 베일런스, 파타고니아, 살로몬과 같은 비하이엔드 브랜드에서 본격적으로 출시하여 칸예웨스트, 드레이크 등 유명 래퍼들이 착용하기 시작했다. SNS 게시글을 비롯하여 파파라치컷으로 유명인들이 해당 스타일을 착용한 모습이 미디어에 전파되었다.
마지막으로, 대중에 의해 재확산	③대중의 관심도 증가, 0.5~1년 선행: 패션계와 유명인으로부터 파생되는 미디어가 활발히 이용되어야 한다. 고프코어는 21년부터 ‘Kanye West Outfits’와 같은 유명인 중심 키워드로 주목받기 시작했다. 동일한 고프코어 아이템으로 해석되는 칸예웨스트 운동화 ‘Yeezy’의 검색량 또한 22년 초를 기점으로 5배 증가했다. 팬데믹 이후 아웃도어 활동이 증가하면서 탄력을 받아 구매로 이어졌으며, 구매량은 20년 말부터 가파르게 상승하여 현재까지 트렌드로 자리잡고 있다. 고프코어 대표 브랜드 아크테릭스, 살로몬을 보유한 아메르스포츠는 <b>패션 트렌드 확산 ①-②-③단계가 선행되고 ④구매로 이어져, 상장한 24년 2월부터 11월까지 주가가 148.7% 상승했다.</b>

도표 2-3. 패션 트렌드 확산 과정 도식화



출처: SMIC 1팀

### 2.3. 새로운 트렌드는 어떻게 발견하는가

트렌드 간 차이점은 Y2K, 고프코어, 발레코어와 같은 트렌드는 익숙해지기 전까지 구분하기 어렵다. 문제는 익숙해질 아이템 & 색채에서 때쯤이면 주가는 올라있다는 것이다. 따라서 구별 짓기 위해 상이한 룩을 대조하여 비교해보면, 확인 가능 트렌드 간 극명한 차이점은 (1) 특정한 아이템의 활용 (2) 색조와 배색에서 드러난다.

도표 2-4. 빈티지룩 내 패션 스타일의 분류

룩	고어코어룩	시티보이룩	Y2K룩	발레코어룩	올드머니룩	긱시크룩
유행연도	21	22	23	24	24	24
예시 사진						
메인 아이템	아웃도어 와이드형 하의	오버사이즈 비니/캡 모자	로우 라이즈 벨벳 셋업	핏한 탑 블라우스 치마	단색 셔츠 심플한 벨트	블테안경 체크무늬 셔츠
색조	Dull	Soft	Vivid	Pale	Whitish	Grayish
배색	포카마이외	톤온톤	강조	톤인톤	톤인톤	컴플렉스 컬러

출처: SMIC 1팀

#### (1) 메인 아이템의 착용

새로운 트렌드 = 새로운 메인 패션 아이템

새로운 유행에 따른 패션 아이템의 전환이 꾸준히 발생하지만, 기존에 보유한 아이템을 전제로 착용한다. 그렇기에 새로운 패션 트렌드는 기존 트렌드와 구분 짓고 새로움을 드러내는 메인 아이템들을 반드시 동반한다. Y2K의 로우라이즈 팬츠, 발레코어의 핑크 리본은 해당 아이템을 착용하는 것만으로도 쉽게 사용자의 패션을 해당 스타일로 정의해준다. 따라서 특정한 트렌드를 상징하는 아이템의 착용 증가는 해당 트렌드의 확산을 의미하는 매우 직관적인 지표이다.

#### (2) 색조와 배색

새로운 트렌드 = 새로운 색조

패션 스타일을 구성하는 데 있어 의복의 소재나 실루엣과 같은 요소들이 복합적으로 작용하나, 명확한 구분점이 되지는 못한다. 예를 들어, 발레코어에서 시스루 소재를 많이 착용하지만 고프코어에서도 착용하며, 올드머니 룩의 느낌을 선사하는 각진 어깨라인은 긱시크에서도 쉽게 찾아볼 수 있다. 반면 색상의 톤을 의미하는 색조와 색상 간 조합을 의미하는 배색은 스타일마다 명확한 차이가 존재한다. 가장 명확한 색조의 구분은 산업의 스탠다드인 Hue & Tone 155로, 명도와 채도에 따라 총 12가지로 분류되며, 배색은 일반적으로 다음 8가지 기법으로 분류된다.

도표 2-5. Hue & Tone 155 색조



약호	대응 영어	형용사
wh	Whitish	흰
ltgy	Light Grayish	밝은회
gy	Grayish	회
dkgy	Dark Grayish	어두운회
bk	Blackish	검은
pl	Pale	연한
sf	Soft	흐린
dl	Dull	탁한
dk	Dark	어두운회
lt	Light	밝은회
dp	Deep	진한
vv	Vivid	선명한

도표 2-6. 배색 기법

기법명	설명	예시
톤온톤	동일 색상 내 다른 톤	
톤인톤	동일 톤 내 다른 색상	
강조	전체 면적 대비 작은 부분에 대비감 부여	
그라데이션	색상, 명채도를 순차적으로 다르게 배열	
까마이외	비슷한 색감을 배색	
포카마이외	까마이외 대비 톤과 색상에 변화 부여	
콘트라스트	반대색을 조합하여 배색을 뚜렷하게 함	
컴플렉스컬러	자연적 색상과 밝기를 반대로 한 배색	

출처: 패션과 컬러(서울대학교 의류학과 강의자료), SMIC 1팀

출처: 패션과 컬러, SMIC 1팀

앞서 패션 트렌드가 확산되는 과정과 이를 발견할 수 있는 방법을 확인했다.

이제 두 요소를 접목하여, 다가올 '넥스트 트렌드'를 예측해보자.

## 2.4. NEXT Trend is 아메리칸 빈티지

패션으로서  
아메리칸 빈티지의  
정의

아메리칸 빈티지는 1900년대 미국 스타일을 재현하는 패션 트렌드이다. 현재 Y2K를 시작으로 유행하고 있는 빈티지의 하위 카테고리로서, 청바지와 레드, 블루색상이 두드러지는 패션이 주요 특징이다. 메인 아이템으로 청(denim)을 비롯한 체크패턴, 칼라셔츠, 볼드 안경을 활용한다. 색조는 Vivid, Dull, Deep으로 아메리칸 캐주얼을 뜻하는 '아메카지'에 비해 밝은 컬러감을 보유하며, 배색은 콘트라스트, 톤인톤으로 정의된다.

아메리칸 빈티지는  
새로움 & 저렴한

아메리칸 빈티지가 새롭게 떠오르는 이유는 빈티지라는 거대한 유행의 축 속에서 새로움을 선사하고, 저렴하게 즐길 수 있기 때문이다. 팬데믹 이후 21년까지 세련미와 명품 브랜드의 로고플레이가 성행했고, 점차 지루함을 느낀 젊은 세대는 과거로부터 '빈티지'라는 새로운 트렌드를 들고 왔다. 팬데믹으로 인한 OTT 플랫폼을 통해 하이틴 콘텐츠를 꺼내 보기 시작하면서 당시 스타일과 액세서리에 흥미를 느꼈기 때문이다. 90년대 미국 하이틴, 빈티지, 스쿨룩이 떠올랐고, SNS를 통해 Y2K, 올드머니룩, 각시크, 프레피룩과 같은 패션 트렌드로 빠르게 재생산되었다.

Y2K, 올드머니,  
프레피룩은  
데일리로 어려움,  
그럼 다음 트렌드는?

그러나 Y2K는 복부가 흰히 드러나는 로우라이즈 하의, 분홍색과 보라색 범벅의 키치함을 동반하며, 올드머니룩이나 프레피룩은 과거 미국 상류층을 모방한 스타일로 범용성에 한계가 있었다. 이에 대한 대안으로 빈티지 감성을 유지하면서 새롭고, 비교적 합리적인 가격으로 즐길 수 있는 아메리칸 빈티지가 떠오르기 시작했다. 패션계와 유명인, 대중 속 새 트렌드의 확산을 지켜보자.

### ① 패션계: 패션쇼에서 암시하고 매거진이 가리키기 시작했다

트렌드 확산 순서대로  
찾아보자

22년도부터 하이엔드 패션쇼에서 아메리칸 빈티지의 아이템과 색채들이 출현하기 시작했다. 지속성을 확인하기 위해 21년도부터 5년간의 시즌 별 코디 변화를 확인했다.

도표 2-7. 21년~24년 패션쇼 메인 아이템, 색조, 배색 추이

	21년		22년		23년		24년		25년	
	SS	FW	SS	FW	SS	FW	SS	FW	SS	
Gucci	메인 아이템	긴 블레이저 빅 패턴		드레이핑 퍼		벨벳 화려한 패턴		하의실종 블루, 레드 도미넌트		레드 도미넌트 레더
	색조	Vivid, Dull	Deep	Dull	Vivid	Deep	Vivid	Deep	Deep	Deep
	배색	콘트라스트, 톤인톤	콘트라스트	콤플렉스컬러	콤플렉스컬러	콘트라스트	콘트라스트	콤플렉스컬러	톤인톤	까마이외
Prada	메인 아이템	긴 바지길 빅 패턴		드레이핑 스포티즘		오피스코어 씨스루		직각 어깨선 볼드 벨트		블루/레드 도미넌트 레더
	색조	Blackish, Whitish	Blackish	Deep	Dark	Dull	Dark	Dark	Dark	Deep, Vivid
	배색	까마이외, 강조	강조	까마이외, 강조	콤플렉스컬러	톤인톤	톤인톤	톤인톤	콤플렉스컬러	콘트라스트
Balenciaga	메인 아이템	버그 선글라스 긴 소매, 바지길		드레이핑 스포티즘		하의실종 오버라운드 어깨라인		직각 어깨선 볼드 선글라스		란제리룩 벌레형 진동
	색조	Blackish, Light	Blackish	Blackish, Vivid	Blackish	Deep	Blackish	Dark	Dark Greyish	Dark
	배색	까마이외	까마이외	까마이외	까마이외	톤인톤, 강조	까마이외	톤인톤	톤인톤	톤인톤, 콘트라스트
Off-White	메인 아이템	서링 긴 바지길		스포티즘 사이하이부츠		블루 도미넌트 복부 노출		라인 패턴 플로럴		레드 도미넌트 진
	색조	Dark, Light	Vivid, Blackish	Soft	Dark	Blackish, Vivid	Dark		Deep	Deep
	배색	톤인톤, 콘트라스트	까마이외	톤인톤	콤플렉스컬러	톤인톤	까마이외		콘트라스트	톤인톤
Miu Miu	메인 아이템	옆트임 치마 빅 패턴		로우라이즈, 하의실종 스포티즘		오피스코어 복부 노출		네이비 도미넌트 볼드 안경		블루/레드 도미넌트 볼드 선글라스
	색조	Vivid, Blackish	Soft, Dull	Dull	Dark	Dull	Dull	Deep	Deep, Vivid	Deep, Vivid
	배색	콘트라스트	콤플렉스컬러	톤인톤	톤인톤	톤인톤	톤인톤	톤인톤, 강조	콘트라스트	콘트라스트
Loewe	메인 아이템	벌룬 낮은 허리둘레		드레이핑 하의실종		A라인치마 하의실종		극단적 허리라인 드레이프		플로럴 볼드 선글라스
	색조	Blackish, Whitish	Vivid, Blackish	Pale	Dark	Light	Dull, Bright	Dull	Deep	Dull, Deep
	배색	까마이외	콤플렉스컬러	톤인톤	콘트라스트	콘트라스트, 톤인톤	톤인톤	톤인톤	톤인톤	톤인톤

출처: SMIC 1팀

패션계에서  
아메리칸 빈티지는  
23년 S/S 본격 등장

패션쇼를 확인할 주요 하이엔드 브랜드의 선정은 연간 2억명 이상의 사용자를 보유한 대표 패션 검색 엔진 Lyst가 선정한 가장 영향력 있는 브랜드 순위를 참고하였다. 18년도부터 24년까지 상위 5위에 오른 빈도가 가장 높은 6개 브랜드의 시즌별 런웨이를 기반으로 확인한 결과, **패션계에서 아메리칸 빈티지의 메인 아이템과 색조, 배색이 23년 S/S부터 본격적인 등장을 시작했다.**

주요 매거진에서도  
24년부터  
키워드화 시작

Vogue, BAZAAR, Marie Claire와 같은 주요 패션 매거진에서도 24년도부터 ‘아메리칸 빈티지’, ‘아메리칸 캐주얼’을 구체화하기 시작했다. 빈티지는 익숙하지만 ‘아메리칸 빈티지’ 스타일은 다소 생소한 현재, 언론에서 명확하게 정의되는 것은 트렌드의 초입을 알리는 것임을 유추해볼 수 있다. 유명 색채 전문 기업 PANTONE이 매 시즌 발간하는 뉴욕 패션위크 컬러팔레트에서도 24년도부터 ‘해방감, 익숙함, 편안함’이 컬러 키워드로 언급되며 밝았던 컬러감이 24S/S, 24F/W, 25S/S에 걸쳐 빈티지의 빛 바랜 색으로 변모하기 시작했다. 자세한 사항은 Appx.에 첨부하였다.

## ② 유명인: 아메리칸 빈티지를 입기 시작했다

다음으로,  
유명인이 착용하는지  
살펴보자

패션계에서 주목하기 시작했다고 모두 유행이 되는 것은 아니다. 유명인들이 재확산하고, 미디어에서 예쁘게 포장되어야 대중들의 구매로 이어진다. 따라서 아메리칸 빈티지가 실제 유명인들을 통해 착용되고 확산되고 있는지 SNS를 통해 확인하고자 했다. 단순히 팔로워 수가 많은 것과 MZ, ZA 세대 패션에 영향력이 높은 것은 다르므로, 직전 트렌드를 주도했던 인플루언서들에 다시 주목했다. 「인플루언서를 통한 Y2K 패션 요소 분석」(임채정, 최수아, 2023)에서 연관어 분석으로 도출한 글로벌 인플루언서들의 사진 속 아메리칸 빈티지 아이템의 출현빈도를 확인했다.

유명인의 게시물 속  
Y2K vs.  
아메리칸 빈티지

패션계에서 아메리칸 빈티지 아이템이 22 S/S부터 등장하기 시작하여 23S/S부터 본격적으로 존재감을 드러냈으므로, 23년부터 현재까지 업로드 된 인스타그램 게시물을 비교기준으로 설정하였다. 사진의 단편적인 특성상 실제 룩 전체의 색조와 배색을 확인하는 데 한계가 있어, **아메리칸 빈티지 메인 아이템의 출현빈도를 직전에 유행한 Y2K 메인 아이템과 비교하였다.** Y2K 메인 아이템의 경우 논문에서 제시된 항목을 참고하였다.

아메리칸 빈티지  
Win !!

비교 결과, 23년부터 업로드 된 게시물 중 아메리칸 빈티지 아이템이 20~30%, Y2K 아이템은 10% 이하로 인플루언서 사이에서는 Y2K 트렌드가 지고 아메리칸 빈티지 트렌드가 떠오르고 있음을 확인할 수 있었다. 비교군으로 선정된 인플루언서들이 직전 Y2K 트렌드를 주도했다는 사실을 고려하면, 새로운 트렌드가 도래하고 있음을 확신할 수 있다.

도표 2-8. 23년~24년 11월 인스타그램 패션아이템 출현빈도

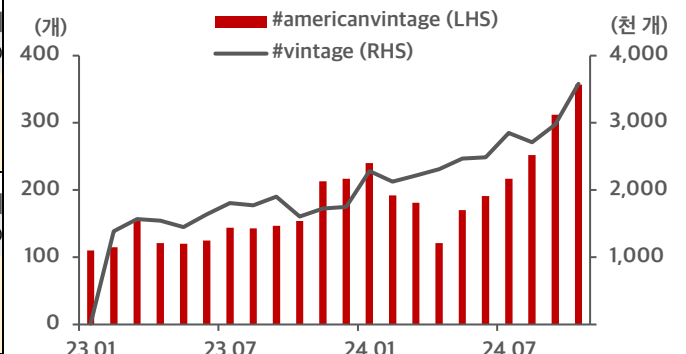
아메리칸 빈티지									
인플루언서	팔로워 수 (백만 명)	레드 도미넌트	블루 도미넌트	청	체크패턴	칼라셔츠	볼드한 안경테	합계	전체 게시물 비율(%)
Kendall Jenner	290.0	11	4	2	2	6	9	34	117 29%
Dua Lipa	87.4	23	11	6	3	9	9	61	252 24%
Bella Hadid	61.6	11	2	5	2	9	8	37	186 20%
Hailey Bieber	53.8	18	9	6	0	4	17	54	141 38%
Olivia Rodrigo	38.3	8	5	2	3	3	9	30	138 22%

Y2K									
인플루언서	팔로워 수 (백만 명)	블레로 가디건	크롭톱 & 로우라이	벨벳 트랙슈트	헤어밴드	스크린치	벨리제인	합계	전체 게시물 비율(%)
Kendall Jenner	290.0	1	1	0	0	0	0	2	117 2%
Dua Lipa	87.4	0	5	0	3	0	2	10	252 4%
Bella Hadid	61.6	3	6	1	3	0	2	15	186 8%
Hailey Bieber	53.8	2	6	2	1	0	3	14	141 10%
Olivia Rodrigo	38.3	3	3	1	1	0	2	10	138 7%

출처: 인스타그램, SMIC 1팀

도표 2-9. 23년~24년 10월 틱톡 해시태그 추이



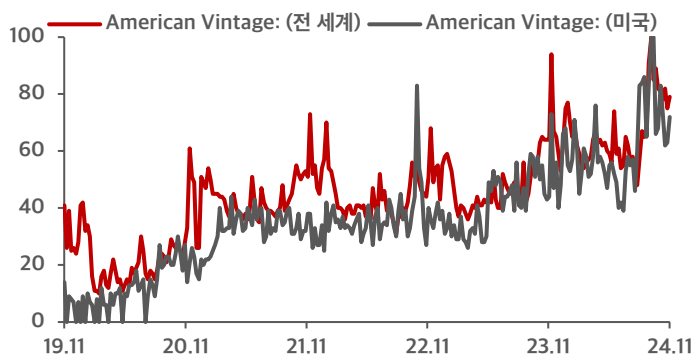
출처: Exolyt, SMIC 1팀

### ③ 대중: 아메리칸 빈티지 트렌드를 구체화하기 시작했다

<p>이제 남은 건 대중의 관심</p>	<p>마지막으로 사람들이 실제로 관심을 갖기 시작했는지 확인해보자. 패션계에서 아메리칸 빈티지 아이템들이 보여지고 있고, 유명 인플루언서들은 이를 착용하고 있다. <b>대중들마저 관심을 갖고, 입에 오르내리기 시작했다면, 구매 즉 실제 유행으로의 전환 가능성은 급격히 증가한다.</b></p>
<p>구글: 아메리칸 빈티지 검색량 5년간 2배 증가</p>	<p>먼저 가장 널리 이용되는 포털 사이트인 구글은 인스타그램, 틱톡과 같이 사용자가 콘텐츠를 수동적으로 수용하기보다 명확한 정보탐색을 목적으로 이용하는 검색 도구이다. 따라서 'American vintage' 라는 정확한 명칭의 키워드 검색량을 전세계와 미국 대상으로 확인하였다. '동일한 맥락에서, 최근 아메리칸 빈티지가 드러나는 패션쇼를 개최한 주요 브랜드의 쇼 이후 관련 검색량이 증가하면 해당 브랜드들이 품긴 빈티지에 대한 선호 신호이다. 따라서 빈티지 키워드와 함께 검색하였고, <b>확인 결과 모두 24년을 기점으로 급격한 증가세를 띠었다.</b></p>
<p>유튜브: 42.5%가 트렌드로 아메리칸 빈티지를 지목</p>	<p>유튜브 또한 가장 범용적으로 트렌드를 확인할 수 있는 동영상 공유 사이트이다. 패션 관련 정보를 목적으로 유튜브를 활용하는 경우, 주 목적은 유명 브랜드의 패션쇼를 관람하거나 유명 패션 유튜버들로부터 패션 트렌드 관련 정보를 얻기 위함이다. 따라서 범용적으로 '2024 fashion trend', '2025 fashion trend'를 키워드로 검색하였으며 해당 키워드로 검색 시 등장하는 <b>상위 20개 비디오 중 각각 6개, 11개가 아메리칸 빈티지의 아이템과 색채를 보유하고 있었다.</b></p>
<p>핀터레스트: 56.7%가 빈티지를 아메리칸 빈티지로 구체화</p>	<p>다음으로 이용한 핀터레스트(Pinterest)는 젊은 세대를 중심으로 인스타그램이나 유튜브보다 좀더 감도 높은 소비자들이 이용하는 이미지 검색용 SNS이다. 패션 관련 정보를 목적으로 활용하는 경우, <b>특정한 스타일이 대략 어떤 느낌을 추구하고, 어떤 아이템을 이용하는지 파악할 수 있다.</b> 따라서 범위를 좁혀 'vintage outfits', 'vintage trending outfits', 'vintage outfit goals'를 키워드로 이미 트렌드인 빈티지가 현재 사람들에게 어떤 이미지로 그려지고 있는지 확인하였다.</p>
<p>틱톡: 1.5년 간 아메리칸 빈티지 해시태그 수 112.3% 증가</p>	<p><b>상위 50개 이미지를 확인한 결과, 각각 24개, 29개, 32개 이미지가 아메리칸 빈티지였으며 Y2K와 올드머니 스타일의 출현 비중은 확연히 낮아진 점을 확인할 수 있었다.</b> MZ, Z세대가 가장 많이 이용하는 영상 플랫폼인 틱톡에서 23년부터 현재까지 'American vintage', 'Vintage'의 해시태그 수를 검색한 결과 업로드 수와 증가율 모두 가파른 상승 곡선을 그리고 있었다.</p>

*어렵פות이 보였던 아메리칸 빈티지가 트렌드화됨을 단계별로 확인하였다.  
이제 투자포인트에서 아메리칸 빈티지 트렌드의 수혜를 받는 것은 동사임을 확인해보자.*

도표 2-10. 19년~24년 구글 트렌드 키워드 추이



출처: Google Trend, SMIC 1팀

도표 2-11. 유튜브 아메리칸 빈티지 관련 썸네일



출처: Youtube, SMIC 1팀

### 3. 이번 트렌드의 방점을 찍을 동사 - 투자포인트1.

아메리칸 빈티지 시대가 도래하고 있다. 그리고 동사는 명실상부 아메리칸 빈티지의 대명사이다. 본 투자포인트를 통해 동사가 왜 아메리칸 빈티지의 대명사인지 알아보며, 이러한 동사가 아메리칸 빈티지라는 패션 트렌드에 안착하여 높이 날아오를 수밖에 없음을 알아보자.

#### 3.1. 아메리칸 빈티지의 대명사 리바이스

#Levis  
#vintage

패션 트렌드와 가장 맞닿아 있는 공간인 SNS에서 동사는 항상 vintage와 함께 등장한다. 인스타그램에서 levis를 포함하는 해시태그 상위 1위 ~6위는 모두 #vintagelevis, #levisjeans, #levis 501 등 빈티지를 함의하는 단어들로 이루어져 있다 [도표 3-1]. 또한, 틱톡에서도 #levis와 함께 가장 많이 태그된 해시태그가 1. OOTD, 2. Outfit, 3. vintage 일 정도로 대부분의 사람들은 **Levis를 떠올릴 때 빈티지를 가장 먼저 떠올린다.**

동사의 역사는 곧  
아메리칸 빈티지의  
역사

왜 '리바이스 = 빈티지' 라는 이미지가 생기게 된 걸까? 그것은 동사의 역사가 곧 아메리칸 빈티지의 역사이기 때문이다. 동사의 역사는 1850년대 캘리포니아 금광으로 사람들이 몰려드는 골드러시와 함께 시작되었다. 동사는 1853년 샌프란시스코에 설립되어 금광의 광부들을 위해 텐트 천 소재의 작업복을 팔기 시작하였고, 이때의 작업복이 지금의 청바지의 시초가 되었다. 이후, 동사는 튼튼하게 데님을 연결하는 리벳 공법을 개발하며, 1873년 드디어 블루 데님에 리벳 공법을 적용한 작업복을 만들었고, 특허를 받아 'blue jeans'(청바지)가 탄생하게 되었다.

아메리칸 빈티지,  
청바지, 동사

한편, 아메리칸 빈티지의 경우 산업화, 대량생산과 함께 발전한 미국의 패션 역사 속에서 내구성이 좋은 워크웨어를 중심으로 발전해왔다. 여기서 주목해야 하는 점은 동사가 발명한 청바지가 이러한 워크웨어의 대표 격이라는 점이다. 즉, 동사는 아메리칸 빈티지를 상징하는 워크웨어의 대표 아이템인 청바지의 창시자이다. 이렇기 때문에 사람들은 '아메리칸 빈티지', '청바지', '동사'를 함께 떠올릴 수밖에 없다.

데이터로 확인해보자

실제로 구글 검색 데이터를 통해 사람들이 '아메리칸 빈티지', '청바지', '동사'를 함께 떠올림을 확인할 수 있다. 구글 트렌드에 따르면 'vintage + fashion'과 'jeans'의 검색량 추이가 유사하였으며 [도표 3-2], 구글에 jeans를 검색 시 관련 브랜드 검색어 중 'levis'가 가장 인기 있었다.

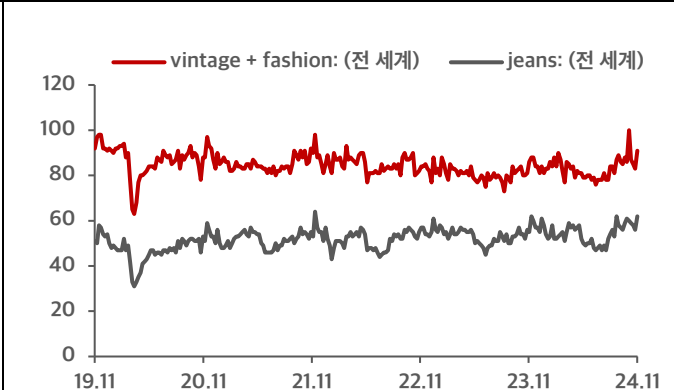
도표 3-1. Levi's 관련 #순위

인스타그램		
순위	해시태그	게시물 수
1	#levis	755 만개
2	#levis501	84.2만개
3	#levissecond	67 만개
4	#levisjeans	49.3 만개
5	#levisvintage	26 만개
6	#levisvintageclothing	24.4 만개
틱톡		
순위	해시태그	총 조회수
1	#OOTD	317.4 B
2	#outfit	272.1 B
3	#vintage	71.8 B

\* levis 501: 1950 ~ 1990년대 스타일 재현한 청바지 라인

출처: Instagram, SMIC 1팀

도표 3-2. Vintage + fashion, jeans 검색량 추이



출처: Google Trend, SMC 1팀

아메리칸 빈티지의 핵심인 '내구성'과 가장 맞닿아 있는 동사 이뿐 아니라, 동사는 아메리칸 빈티지의 핵심이라고 할 수 있는 '내구성'과 가장 맞닿아 있는 브랜드이다. 동사는 지금의 청바지를 개발함에 있어 리벳이라는 데님을 튼튼하게 연결하는 특허를 만들 정도로 동사의 데님은 '내구성'이 특징이다. 또한, 동사의 상징인 가죽 패치에는 두마리의 말이 데님을 찢기 위해 앞으로 나아가는 모습이 그려져 있는데, 이는 두마리의 말의 힘에도 찢어지지 않는 데님이라는 동사의 브랜드 정체성을 보여준다. 실제로, 데이터 분석 기업인 HundreX에서의 최근 소비자 설문 결과 동사 제품을 구입할 때 고려하는 key 요인으로 '내구성'을 택한 소비자의 비율이 가장 높았다. [도표 3-3].

제품군도 아메리칸 빈티지' 빈티지 스타일의 청바지로 이루어진 동사의 제품군은 아메리칸 빈티지라는 동사의 브랜드 이미지를 더욱 강화시킨다. 동사의 경우 과거 특정 연도 제품의 디자인과 디테일을 그대로 복각한 LVC(Levi's® Vintage Clothing) 라인이 있는데, LVC라인의 경우 과거 원단, 기계, 미싱, 디자인(단추, 패치)까지 완벽하게 복각한다. 뿐만 아니라 동사의 베스트셀러인 501 시리즈의 경우에도 미국의 1950 ~ 1990년대 스타일을 재현한 빈티지 스타일의 청바지이다.

동사의 마케팅에 활용되는 '아메리칸 빈티지' 동사는 최근 마케팅에도 아메리칸 빈티지 브랜드 이미지를 활용하고 있다. 비욘세는 24년 4월 포스트 말론과 함께 노래 levi's jeans를 발매하였으며, 이 노래는 컨트리풍 음악으로 '아메리칸 빈티지'를 연상시킨다. 이 노래는 유튜브 조회수 336만회, 애플 뮤직 100대 재생목록에서 상위 20위 안에 들어갈 정도로 성공하였다. 실제로, 노래의 성공과 함께 리바이스의 매장 방문자 수는 20% 상승하였으며, 주가도 함께 20% 상승하였다.

아메리칸 빈티지라는 브랜드 이미지를 활용하는 동사 이후, 24년 10월 동사는 노래 levi's jeans를 배경으로 비욘세가 출연하는 30초짜리 광고를 만들었다. 동사의 공식 앰배세더인 비욘세는 영상속에서 리바이스 진을 활용한 '아메리칸 빈티지' 패션을 보여준다. 이 광고는 유튜브 조회수 1600만회로 역대 리바이스 유튜브 영상 조회수 2위를 기록하며, 다른 광고 영상과는 압도적 차이가 나는 파급력을 보여주었다. 즉, 이 같은 마케팅 성공 사례는 동사에 대한 사람들의 인식이 동사의 브랜드 정체성인 아메리칸 빈티지와 합치함을 보여줄 뿐 아니라, 동사는 이러한 이미지를 적극적으로 활용하고 있음을 보여준다.

동사의 역사는 곧 아메리칸 빈티지의 역사이며,  
사람들에게 동사는 아메리칸 빈티지의 대명사로 인식된다.

이제 동사가 다가오는 아메리칸 빈티지 트렌드에 안착할 것임을 확인해보자

도표 3-3. 동사 제품 구입시 고려 요인

순위	고려 요인	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08
1	내구성	60%	58%	56%	60%	61%	66%
2	퀄리티	60%	60%	57%	60%	61%	63%
3	편안함	60%	57%	57%	57%	60%	61%
4	사이즈 & 핏	55%	53%	54%	52%	53%	54%
5	브랜드 이미지	50%	47%	47%	49%	48%	49%
6	활용성	51%	48%	48%	47%	49%	47%
7	스타일	52%	51%	51%	48%	49%	46%
8	셀렉션	36%	34%	33%	34%	39%	43%
9	브랜드 가치, 믿음	31%	31%	32%	33%	34%	35%
10	가치	27%	24%	24%	25%	26%	26%
11	온라인 편의성	22%	21%	20%	16%	20%	24%
12	온라인 노출도	15%	14%	14%	14%	17%	17%
13	고객 서비스	18%	18%	15%	12%	12%	15%
14	가격	-9%	-8%	-15%	-22%	-24%	-19%
15	쿠폰, 프로모션	-10%	-11%	-9%	-12%	-14%	-15%

출처: HundreX, SMIC 1팀

도표 3-4. 24년 10월 비욘세의 카우걸 컨셉의 광고

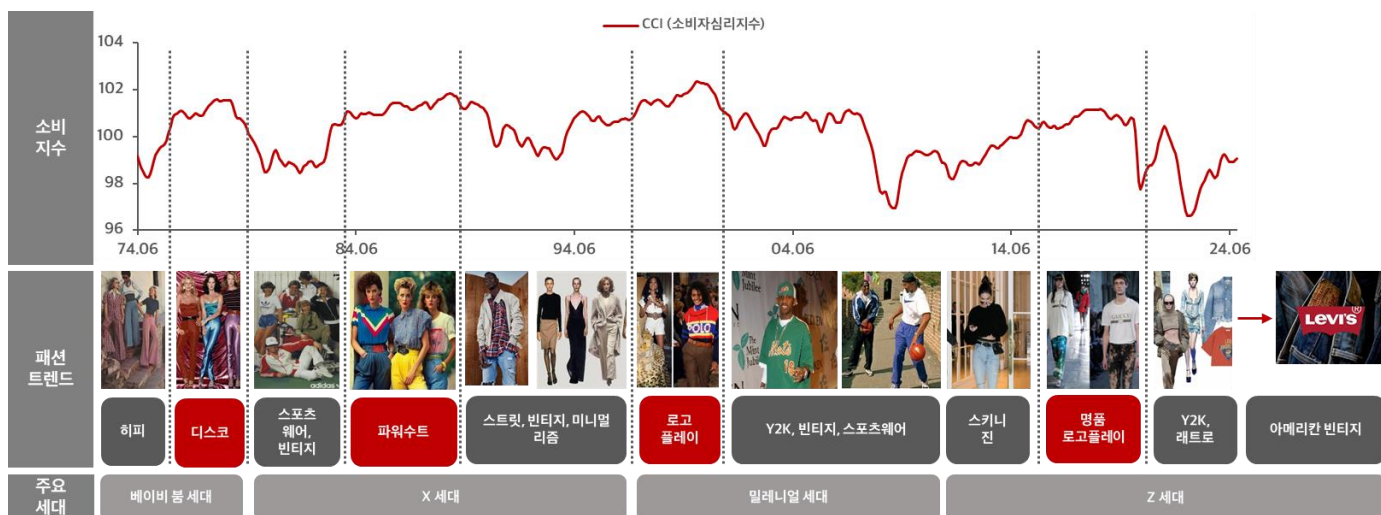


출처: 동사 공식 홈페이지, SMIC 1팀

### 3.2. '아메리칸 빈티지' 트렌드 탑승 준비 완료

다가오는 아메리칸 빈티지라는 패션 트렌드에 안착하기 위해서는 사회, 문화적 요인이 만들어내는 패션 트렌드의 흐름과 함께 해야 한다. 패션 트렌드를 설명하는 3가지 요소들을 하나하나 짚어보며, 각 요소들이 향하는 방향에 동사가 위치함을 확인해보자.

도표 3-5. 1970~ 현재까지 각 시기별 소비지수, 패션 트렌드, 트렌드를 이끄는 세대



출처: SMIC 1팀

패션 트렌드를 설명하는 3 요소

지금까지 패션 트렌드의 흐름은 ① 경기(소비 심리), ② 패션의 정 - 반 사이클, ③ 트렌드를 이끄는 세대의 소비경향으로 설명할 수 있다.

- ①경기(소비심리)
- ②정-반 사이클
- ③트렌드를 이끄는 세대의 소비성향

경기과 소비심리는 항상 패션 트렌드에 영향을 미치며, 패션 트렌드는 항상 직전 트렌드와 반대의 방향성을 가지며 변화해왔다. 마지막으로, 패션은 그 트렌드를 이끄는 세대의 소비성향에 직접적인 영향을 받는다. 각각의 요소들을 따라가보며 왜 이러한 요소들이 영향을 미칠 수밖에 없는지, 지금의 거시적 흐름은 어디를 향하고 있으며, 동사는 그에 부합하는지 알아보자.

① 위축된 패션 소비심리

첫째, 패션은 필수 소비재가 아닌 임의 소비재이기에 항상 경기의 영향을 받는다. 이러한 패션 소비심리는 최근 위축되어 있다. 전 세계의 2023년 GDP 성장률은 2.7%로 코로나 시기 이전인 2010년대의 GDP 성장률의 평균인 3.2%에 못 미치는 수준이다. 뿐만 아니라 CCI(소비자신뢰지수)는 98정도로 기준값인 100보다 낮은 수준이다. 이러한 수치는 전반적으로 소비자들의 소비 심리가 위축 되어있음을 의미하는데, 이러한 경향성은 패션에서 더욱 두드러진다. pwc의 2024년 소비 증감 조사결과 13가지의 소비품목 중 옷과 신발을 포함한 패션이 11등으로 대부분의 사람들은 패션소비를 더욱 즐기고자 하였다.

튀지 않는 컬러, 실용적이고 활용성 ↑, 비싸지 않은 가격

이처럼 패션 소비심리가 위축되어 있는 시기의 패션 트렌드는 주로 1) 튀지 않는 컬러이고 2) 실용적이고 활용성이 높으며 3) 가격이 비싸지 않다. 일례로 불황기였던 70년대 중반에는 실용적이고 활용성이 높은 청바지와 면바지가 크게 유행하였으며, 90년대 경기 불황에는 낡은 셔츠와 찢어진 청바지를 활용한 그런지 룩이 유행하였다. 또한, 08년도 경기 대공황때에는 베이지와 그레이 등 중립적인 컬러가 유행하였다.

동사의 '데님'은 이러한 **데님 패션의 아이콘인 동사는 이러한 트렌드들과 딱 맞다.** 전술하였듯이 워크웨어 기반의 청바지와 청자켓을 비롯한 데님 패션은 내구성이 좋아 실용적이며, 다양한 옷과 잘 어울리는 높은 활용성을 갖추고 있다. 뿐만 아니라 동사의 베스트셀러들은 대부분 50~60달러 수준의 너무 높지 않은 합리적인 가격대를 형성하고 있다.

② 명품 로고플레이 → **콰이어트 럭셔리, 빈티지**  
**둘째, 패션 트렌드는 기존 트렌트가 불러일으키는 피로감으로 인해 항상 직전 트렌드와 반대되는 방향성을 갖고 변화한다.** Y2K로 통이 넓은 바지가 유행했다면 다음 트렌드는 스키니진이었고 미니스커트가 유행한 다음 트렌드는 롱 스커트였다. 마찬가지로, 10년대 중반부터 22년까지의 바로 직전 트렌드는 명품, 로고플레이였다. **이에 다음 트렌드로는 비교적 심플하고 담백한 디자인이 오는데, 실제로 콰이어트 럭셔리, 빈티지와 같은 트렌드가 오고 있음이 이를 방증한다.**

동사의 디자인은 심플 그 자체  
**심플한 디자인이 특징인 동사의 제품은 이러한 트렌드와도 딱 맞다.** 동사 제품의 경쟁력은 오직 품질, 핏, 디테일에 있다. 동사의 제품군은 크게 스타일, 핏, 원단으로 나뉘며, 품질 좋은 다양한 스타일과 핏의 청바지를 통해 경쟁력을 가진다. 이와 함께, 허리춤 뒤에 부분에 자그마하게 달려 있는 동사의 시그니처 가죽택은 심플한 포인트가 되어주며 동사 제품의 정체성을 완성시킨다.

③ 지금의 트렌드를 이끄는 Z 세대  
**셋째, 지금의 패션 트렌드를 이끄는 세대는 Z세대이며 이들의 소비성향은 패션 트렌드에 직결된다.** 이는 Z세대가 브랜드를 선택하는 데 있어서 가장 개방적인 태도를 지니고 있기 때문인데, BCG에서 실시한 설문조사 결과 Z세대는 어떤 물건을 구매할 때 원하는 특정 브랜드가 있다고 답변한 비율이 21%로 모든 세대 중 가장 낮았다. 즉, **Z세대가 선택하는 새로운 브랜드들이 다음 패션 트렌드를 이끌 확률이 매우 높다.**

Z세대의 소비성향: '커스터마이징'  
**최근 Z세대를 중심으로 유행한 소비재들로는 키링, 크록스, 지비츠, 더치브로스 등이 있는데, 이들은 모두 '커스터마이징' 이라는 키워드로 묶인다.** 가방에 키링을, 크록스에 지비츠를 다며, 다양한 음료수 레시피를 공유하는 Z세대의 소비성향은 그대로 패션에 투영될 것이다.

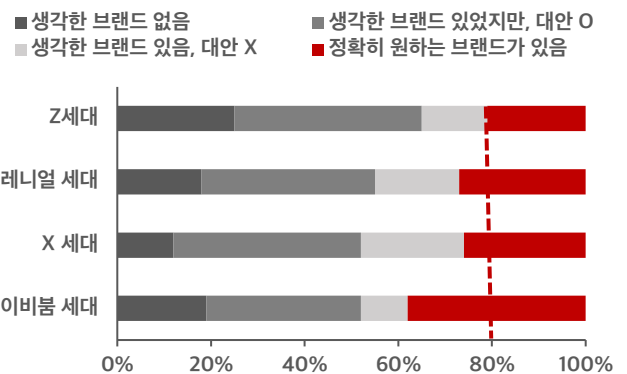
'커스터마이징'과 맞닿아 있는 동사  
**동사의 데님 제품들은 이러한 Z세대의 커스터마이징과 맞닿아 있다.** 우선, 내구성이 좋아 주인의 오랜 세월이 그대로 묻어난 동사의 데님은 고유의 스토리를 통해 그 자체로 커스터마이징이 될 수 있다. 더 나아가 동사는 공식 테일러 샵을 운영하여 제품에 패치를 붙이거나, 새로운 형태로 변형시켜 주는 커스터마이징 서비스를 제공할 뿐 아니라, 공식 DIY 블로그를 운영하고 유튜브에 영상을 올리는 등 '커스터마이징' 트렌드와 합치된 브랜드 이미지를 형성하고 있다.

도표 3-6. 동사 베스트셀러 가격

순위	남자	가격 (USD)
1	505™ Regular Fit Men's Jeans	39.9
2	501® Original Shrink-to-Fit™ Men's Jeans	55.65
3	501® Original Fit Men's Jeans	55.65
4	511™ Slim Fit Men's Jeans	48
5	550™ Relaxed Fit Men's Jeans	48.65
	<b>TOP5 평균</b>	<b>49.57</b>
순위	여자	가격 (USD)
1	314 Shaping Straight Women's Jeans	48.65
2	Low Pro Women's Jeans	55.65
3	725 High Rise Bootcut Women's Jeans	48.65
4	501® Original Fit High Rise Women's Shorts	69.5
5	Wedgie Straight Fit Women's Jeans	98
	<b>Top 5 평균</b>	<b>64.09</b>

출처: 동사 자사몰, SMIC 1팀

도표 3-7. 각 세대별 구매 결정시 브랜드 개방도



출처: BCG, SMIC 1팀

3.3. 트렌드 탑승 = 탑라인 성장 + 멀티플 리레이팅

이전 내용들을 종합해 보면, '아메리칸 빈티지'의 시대가 오며, 아메리칸 빈티지의 대명사인 동사는 그 트렌드에 탑승할 준비가 완료되었다. 동사와 같은 상장 패션 브랜드가 트렌드를 탄다는 것은 무엇을 의미할까? 다가오는 트렌드에 탑승한 동사는 단순히 '잘 팔리는 기업'을 넘어 사람들의 기대감과 함께 그 어느 때보다 높게 날아오를 것이다.

트렌드를 탄다는 것: 동사와 같이 상장 되어있는 패션브랜드가 유행을 만났을 때, 우리는 1) 탑라인 성장, 2) 기대감으로 인한 멀티플 리레이팅을 기대할 수 있다. 즉, 트렌드에 탑승한 기업의 주가는 단순히 잘 팔리는 것에 그치지 않고, 패션 트렌드가 불러일으키는 사람들의 기대감에 의해 한단계 더 레벨업한다. 이에 최근의 트렌드와 유행했던 브랜드들을 확인해보며, 동사의 업사이드를 가능해보자.

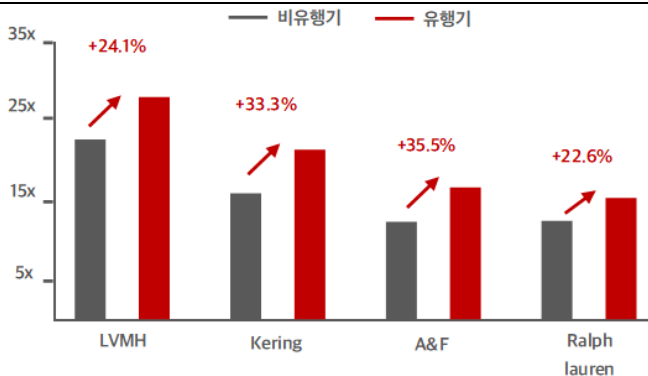
최근 유행한 두가지 트렌드 최근 유행한 패션 트렌드는 크게 두가지이다. 첫째로는, 코로나 시기의 로고플레이를 필두로 한 명품의 유행이 있었고, 둘째로는, 가장 최근의 Y2K, 레트로 유행이 있었다. 로고플레이 명품이 트렌드였던 시기에는 LVMH의 루이비통, 디올등의 브랜드와 케어링의 구찌, 발렌시아가 등이 유행하였고, Y2K와 레트로가 트렌드인 최근에는 아베크롬비앤피치와 랄프로렌이 유행중이다.

① 코로나 시기의 명품 트렌드 1Q21~4Q22의 로고플레이 명품 트렌드 시기의 LVMH, 케어링 분기별 매출 성장률은 평균적으로 YOY35%, YOY26%에 달했으며, 비 유행기(1Q23~현재)의 멀티플과 비교해 평균적으로 28.7%의 멀티플 리레이팅을 받았다. 즉, 두 브랜드 모두 명품 트렌드에 성공적으로 올라타 매출 성장 뿐 아니라 멀티플 리레이팅까지 받으며 트렌드의 수혜를 온전히 향유했다.

② 이후 Y2K, 레트로 트렌드 1Q23~현재까지 이어지는 아베크롬비의 유행과, 1Q24~현재까지 이어지는 랄프로렌의 유행을 살펴보자. 각 시기부터 현재까지 아베크롬비앤피치와 랄프로렌의 분기별 매출 성장률은 평균적으로 YOY 15%, YOY3% 정도이다. 여기에 두 브랜드는 모두 비 유행기와 비교해 35.5%, 22.6%의 추가적인 멀티플 리레이팅을 받는 중이다. 따라서, 주가는 매출 성장률보다 훨씬 가파르게 증가하며 두 브랜드 모두 폭발적인 주가 상승을 이뤄낼 수 있었다.

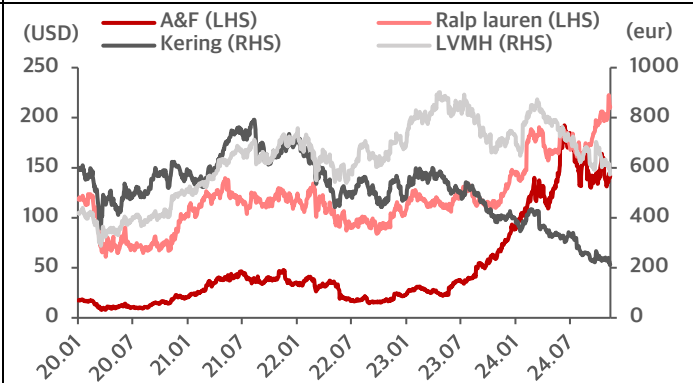
동사 또한 위와 같은 cases들을 통해 아메리칸 빈티지라는 새로운 흐름이 도래함에 따라, 23년 YOY 0.2%로 정체되어 있는 동사의 탑라인이 성장하며, 사람들의 기대감에 따른 멀티플 리레이팅에 의해 동사의 주가는 한단계 더 레벨업 할 것임을 가능해볼 수 있다. 아메리칸 빈티지라는 새로운 흐름이 확실시되는 상황에서, 새로운 트렌드와 가장 부합한 동사는 더욱 높게 날아오를 것이다.

도표 3-8. 각 브랜드별 비유행기, 유행기 멀티플 차이



출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

도표 3-9. 1Q20~ 각 브랜드별 주가추이



출처: TIKR, SMIC 1팀

## 4. Levi's 체질개선 Story - 투자포인트 2

지금까지 Top - Down으로 내려오는 아메리칸 빈티지 트렌드에 동사가 적임자임을 확인했다. 동사의 매력은 여기에 그치지 않는다. 성숙한 산업 속 수익성과 효율성을 극대화하기 위해서 1) DTC 중심의 유통채널 개편, 2) Project Fuel로 대표되는 비용절감 프로젝트로 체질개선을 이뤄내고 있다. 지금부터 Bottom - Up으로 봐도 확실한 모멘텀을 가진 동사를 자세히 살펴보자.

### 4.1. 확실한 비전, DTC-First

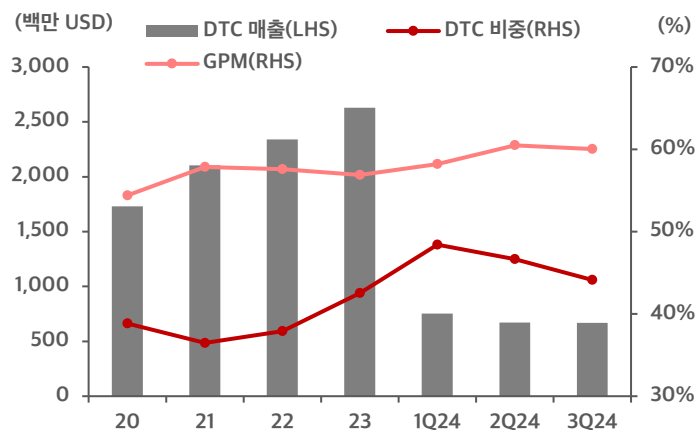
**DTC로의 변화 → 수익성 개선** 동사는 유통채널을 기존의 Wholesale 중심에서 DTC로 전환하여 수익성을 개선하고 있다. 실제 동사의 매출액 대비 DTC 매출의 비중은, 전략이 본격적으로 시작된 20년 38.8%에서 24년 46.4%로 가파르게 증가하고 있다. DTC의 증가에 따른 유통마진 내재화의 P상승 효과로 GPM은 20년의 54.4%에서 3Q24 60%까지 증가했다. 다만 동사의 DTC 매출 내에는 제3자가 위탁받아 운영하는 소매점 매출이 포함되어 있어 유의해야 한다.

**DTC 오프라인 내, 직영점 ↑↑↑** 구체적으로 살펴보면 DTC 채널 내 80%의 비중을 차지하는 철저하게 직영점 중심의 확장에 집중하여 효과적으로 유통 채널을 변화시키고 있다. 실제로 동사의 14년 이후 매장 수 추이를 모두 분석해봤을 때, 17년 이후 직영점 매장은 1.6배 증가했으며 외부 운영 매장은 20% 감소했다. 주목할 점은 DTC 채널 내에서도 유통마진이 높은 백화점이나 아울렛 매장이 포함되는 외부운영 Shop in Shop 매장 수는 1/5로 감소했다는 점이다.

**DTC 온라인, 자사몰도 견조한 ↑** 나머지 20% 비중을 차지하는 온라인 자사몰 또한 견조하게 성장하고 있으며, 성장 속도는 줄어들지 않고 있다. 3Q24 자사몰 매출은 YoY 15.4% 증가하여 지난 5년간의 평균성장률인 15.3%를 초과하는 성장 속도를 보이고 있다. 실제로 자사몰 트래픽은 24년 4월 이후로 전년 대비 증가 중이며, 신규 가입자 수는 24년 200만명 증가하여 글로벌 회원 수 3,700만 명에 달할 것이다.

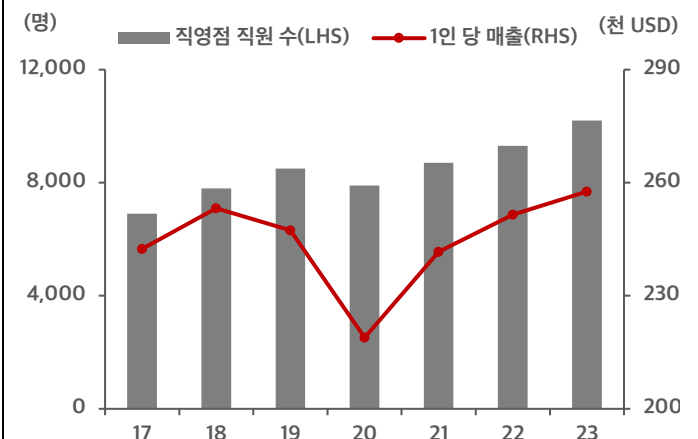
**직영점 중심 확장 → 직원 1인당 매출 ↑** DTC 내 직영점 중심의 확장 효과는 직원 1인당 매출액 증가로 이어지고 있다. 20년 코로나 이후 직영점 고용 직원 수가 매우 가파르게 증가함에도 1인 당 매출은 23년까지 평균 5.6%씩 지속적으로 증가하고 있다. 정규직, 파트타임 직원을 모두 포함한 직영점 직원 수는 20년 대비 1.3배 증가했다는 것을 고려했을 때 직원 생산성이 지속적으로 좋아지고 있음을 확인할 수 있다.

도표 4-1. 동사 DTC 매출, 비중, GPM 추이



출처: 동사, SMIC 1팀

도표 4-2. 동사 직영점 직원 수, 직원 1인당 매출 추이



출처: EDGAR, SMIC 1팀

직영점 중심 확장  
→ 고객 만족도 ↑

직영점 중심의 확장으로 고객 만족도도 상당한 증가를 보이고 있다. 아래 도표 <4-3>과 같이 동사의 제품을 가지고 있는 미국 내 고객의 브랜드 이미지 설문조사 결과, 23년 대비 24년 인지도, 인기, 충성도 등 모든 문항에서 개선을 보였다. 특히 재구매 의사에 긍정 답변한 비율을 의미하는 충성도가 가장 큰 폭인 5%p 증가했다. 실제로 24년이 가장 많은 직영 매장 확장을 이뤄낸 해였다는 점에서 이런 고객 만족도의 증가에 직영점 중심의 확장이 상당히 기여했음을 확인할 수 있다.

DTC 전략 비교,  
동사 VS 나이키

동사 DTC 전략의 엣지는 나이키와 비교해보면 확실해진다. 나이키는 17년 이후부터 macys 등의 대형 Wholesale 채널과 계약을 끊고, 4가지 유형의 나이키 앱과 5가지 매장 컨셉을 이용하여 성공적인 유통망 개혁을 이뤄냈다. 해당 전략으로 경쟁사 아디다스를 크게 따돌리며 1H23까지 상당한 성공을 거뒀다. 실제 나이키의 회계연도(5월말 법인) 20년~23년 매출액은 ASP 상승 효과로 평균 11.2% 고성장했다. 그러나 2H23 이후 중국, 유럽 중심의 침체로 분기 매출이 성장하지 못하는 등 한계를 맞자 나이키는 다시 Wholesale 비중을 높이는 방식으로 전략을 수정했다.

나이키, 자사몰 집중  
동사, 직영점 집중

나이키와 동사의 DTC 전략은 근본적인 차이가 있다. 나이키는 오프라인 직영점보다 자사몰에 집중했고, 동사는 오프라인 직영점에 집중하고 있다. 실제로 나이키의 DTC 매출액 대비 자사몰의 비중은 17년 29%에서 21년 65%로 급증했다. 동시에 직영점 수는 같은 기간 약 10% 감소하여, 94개의 직영점이 문을 닫았다. 즉 나이키의 DTC 전략은 오프라인에서 소비자의 접근성을 떨어뜨렸다. 반면 동사는 상술한 것처럼 직영점 수를 증가시키며 이 측면에서 나이키보다 훨씬 효과적인 DTC 전략을 펼치고 있다.

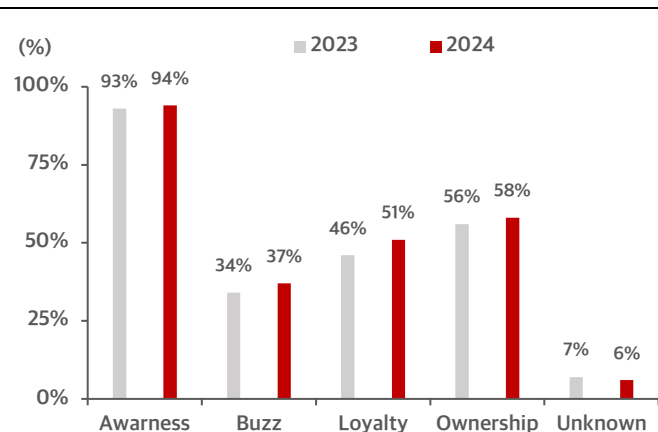
동사, GPM의 ↑  
나이키, GPM 변화 X

실제로 DTC 비중이 높아지면서도 운영비, 재고비 부담의 증가로 GPM의 변화가 없었던 나이키와 달리 동사는 DTC 전략으로 확실한 GPM 개선효과를 보고 있다. 효과는 고객 경험 측면에서도 차이가 난다. 나이키는 직영점의 감소와 도매채널의 감소가 맞물리며 고객 경험을 개선하지 못했으나 동사는 오히려 접근성을 올리며 상술한 것과 같은 고객 경험의 개선을 이뤄내고 있다. 따라서 동사의 DTC 전략은 나이키보다 더 큰 효과를 보고 있고, 이는 앞으로도 이어질 것이다.

동사, 장기적으로도  
DTC - First

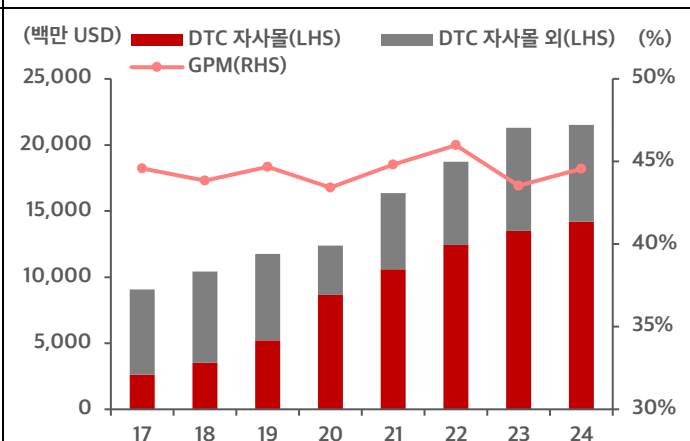
장기적으로도 DTC 중심의 채널 운영은 계속될 것이다. DTC로의 전환을 위한 회사의 장기적인 의지는 확고하다. CEO Gass는 취임사에서 회사의 장기적 전략의 중점이 확실히 DTC임을 밝혔다. 3Q 컨퍼런스 콜에서 DTC 전략을 36번 언급하며 최우선 과제임을 강조했다. 또한 1,2년의 단기적인 전략이 아님을 공식화하고 있다는 점에서 동사의 지속적인 핵심 전략으로 이어질 것이다.

도표 4-3. 23,24 미국 내 브랜드 설문조사 결과



출처: Statista, SMIC 1팀

도표 4-4. 나이키 DTC 내 자사몰 매출, GPM 추이



출처: 동사, 나이키, SMIC 1팀

## 4.2. 새로운 연료가 될 구조조정 프로젝트, Project Fuel

이제부터 비용부담 ↓ Project Fuel의 효과가 본격화될 것

24년 1월 새로운 CEO Gass의 취임과 함께 2년 간의 대규모 비용절감 프로젝트 Project Fuel을 시작했다. 해당 프로젝트는 비용 절감을 중심으로 조직 전체의 구조를 최적화하는 생산성 개선 프로젝트이다. 당사는 해당 프로젝트 하에서 1Q24에 1억 1,600만 달러, 2Q24에 5,500만 달러의 높은 구조조정비를 지출했다. 다만 3Q부터 구조조정비는 340만 달러로 줄어들었고, 이제 일회성 비용은 지우고 본격적인 비용 절감 효과를 누릴 초입에 들어섰다.

효과 1, 인건비 감축  
24년 1억 달러 예상

구체적인 비용 절감의 첫 효과는 인건비의 절감이다. 25년 말까지 총 인력 19,100명 중 10~15% 감축을 계획했고, 24년 3분기까지 5,000만 달러 비용 절감을 이뤄냈다. 추가적으로 이 효과는 하반기로 갈수록 강해져 24년 연간 1억 달러 비용 절감이 예측된다.

추가적인 구조조정비 부담 제한적, OPM ↑

추가적인 구조조정비 부담은 제한적일 것이다. 당사는 이미 1H24에 인력 관련 대규모 구조조정이 완료되었음을 밝혔다. 구조조정비의 90%가 인력감축비와 관련 컨설팅비임을 고려했을 때, 대부분의 비용은 1H24까지 이미 인식되었을 것으로 예상된다. 실제로 3Q24는 구조조정비 340만 달러만 발생하여 비용부담이 급격히 축소되었다. 따라서 24년 높게 발생했던 구조조정비의 일회성 비용은 25년부터는 사라져 조정 EBIT(비경상비용 제거)과 EBIT은 동행하게 될 것이다.

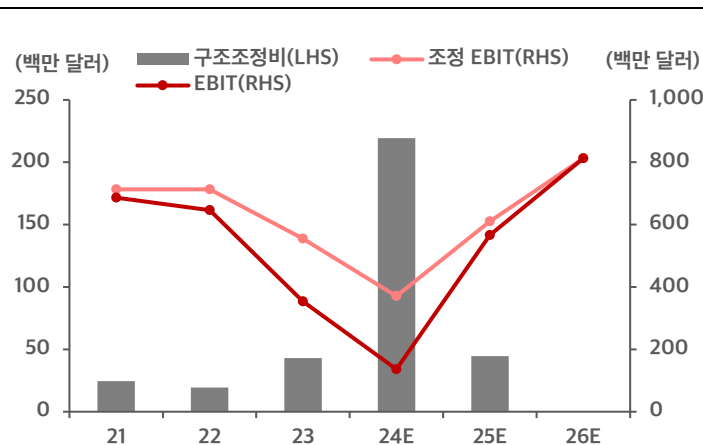
물류망 개편을 통한 비용 절감 효과도

물류망 개편을 통한 비용 절감도 이뤄지고 있다. 24년부터 직접 운영 물류창고를 외부 물류업체로 대체하면서 인건비와 임대료를 절감하고 있다. 실제로 24년 5월 40년 동안 운영했던 매디슨 카운티의 물류 시설을 폐쇄하고, 450명 직원 해고를 결정했다. 물류망의 빈 공간은 미국 머스크 및 유럽 GXO와 계약을 체결하여 대체했다. 24년 8월 문을 연 오하이오주 물류센터는 머스크의 최첨단 물류시스템을 적용하여 운영의 효율성을 높여줄 것으로 기대된다.

적자 사업부 정리도, 착실히 진행 중

마지막으로 적자 사업부 정리를 통한 비용 절감과 효율화를 기대할 수 있다. 당사는 핵심 브랜드인 리바이스 브랜드와 성장성이 높은 비온드 요가에만 집중하기로 선택하고 나머지 사업부를 정리하고 있다. 실제로 24년에 유럽 신발사업, 데니즌 브랜드 사업부를 정리했다. 남은 건 캐주얼 남성복 중심의 도커스 브랜드인데, 올해 CEO가 10월 도커스 매각 의지를 구체적으로 발표하고 구체적 매각을 위해 BOA를 고용했다. 어센틱 브랜드 그룹, 마키 브랜드 등이 사업에 관심이 있는 것으로 확인되는 만큼 도커스 매각은 근 시일 내에 이뤄질 수 있을 것이다.

도표 4-5. 동사 구조조정비, 조정 EBIT, EBIT 추이



출처: EDGAR, SMIC 1팀

도표 4-6. 24년 폐쇄되는 동사 주요 시설

동사 주요 시설 용도, 24년 폐쇄 여부			
위치	용도	운영 형태	폐쇄 여부
San Francisco, CA	본사	리스	X
Erlanger, KY	물류	리스	X
Hebron, KY	물류	소유	X
<b>Canton, MS</b>	<b>물류</b>	<b>소유</b>	<b>O</b>
Henderson, NV	물류	소유	X
Etobicoke, Canada	물류	소유	X
Itapevi, Brazil	물류	리스	X
Cuautitlan, Mexico	물류	리스	X
Villa El Salvador, Peru	물류	리스	X
Pudahuel, Chile	물류	리스	X
Dorsten, Germany	물류	리스	X
<b>Plock, Poland</b>	<b>생산</b>	<b>리스</b>	<b>O</b>
Northampton, U.K.	물류	리스	X
Adelaide, Australia	물류	리스	X
Cape Town, South Africa	생산	리스	X

출처: 동사 IR, SMIC 1팀

## 5. 매출추정

동사의 매출은 크게 Levi's 브랜드와 기타 브랜드로 구분된다. 동사의 DTC 강화 전략을 반영하기 위해서 Levi's 브랜드 매출을 DTC 부문과 도매 부분으로 구분하여 엄밀하게 추정하였다.

### 5.1. Levi's 브랜드 매출 추정

#### 5.1.1. DTC 부문 매출 추정

‘동사는 DTC 중에서 오프라인 매장 판매와 온라인 판매 전략을 다르게 가져가고 있다’는 투자포인트의 논리를 반영하기 위해서, Levi's 브랜드의 DTC 부문 매출을 크게 오프라인 매출과 온라인 매출로 구분하여야 한다. 또한 오프라인 매출의 경우 ‘미국 내에서 빈티지 트렌드 관련한 수혜는 온전히 동사의 것’은 투자포인트의 논리를 반영하기 위해서 지역별로 구분하여 추정하였다.

오프라인 매출을 지역별로 추정하기 위해서 가장 먼저 지역별 DTC 매출 중 온라인 매출을 제거하고 오프라인 매출을 따로 구분해야 한다. 이를 위해서, DTC 전체 매출 중 오프라인 매출과 온라인 매출의 비율을 계산한 후, 이를 사용하여 각 지역별 오프라인 매출액을 계산하였다.

전체 DTC 매출액 중 온라인 매출과 오프라인 매출 비중을 구하기 위해서 동사가 매 분기 제시하는 DTC 내 온라인 매출 비중 혹은 온라인 매출의 YoY 증가율 자료를 활용하여 각 분기의 DTC 내 오프라인, 온라인 매출을 구하였다. 첫 번째 자료를 활용한 분기는 1Q20, 2Q20, 3Q20, 4Q20, 1Q21, 2Q21, 3Q21, 3Q22이며, 나머지 분기는 두 번째 자료를 활용하였다. 최종적으로 20년부터 3Q24까지의 오프라인, 온라인 매출액과 그 비중은 다음과 같다.

Levi's 브랜드 DTC 부문 오프라인, 온라인 매출 비중							
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24
Levi's 브랜드 DTC 부문 매출액	1,674	2,186	2,205	2,455	698	629	622
오프라인 매출액	1,323	1,746	1,778	1,969	540	487	515
오프라인 부문 매출액 비중(%)	79.00%	79.86%	80.62%	80.19%	77.42%	77.31%	82.78%
온라인 매출액	352	440	427	486	158	143	107
온라인 부문 매출액 비중(%)	21.00%	20.14%	19.38%	19.81%	22.58%	22.69%	17.22%

이를 활용하여 각 지역별 DTC 오프라인 매출액을 계산하면 다음과 같다. 이후 각 지역별 매출 추정 시 아래 계산한 오프라인 매출액을 활용하여 추정한다.

Levi's 브랜드 DTC 부문 오프라인 매출							
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24
Americas DTC 매출액	688	873	994	1,106	328	281	307
Americas DTC 오프라인 매출액	543	698	801	887	254	217	254
Europe DTC 매출액	615	700	717	775	217	201	191
Europe DTC 오프라인 매출액	486	559	578	621	168	155	158
Asia DTC 매출액	372	445	494	575	157	148	123
Asia DTC 오프라인 매출액	293	356	398	461	121	114	102

DTC 오프라인 매출 추정 과정은 다음과 같다. 각 지역 내 오프라인 매출 중 상의 및 하의, 기타 매출의 성장률이 각각 다르다는 점을 반영하기 위하여 상의, 하의, 기타 매출로 구분한 후, 각각 합리적인 성장률을 활용하여 25년, 26년 매출을 추정하였다. 상의, 하의, 기타 매출 비중은 동사가 매 분기 제시하는 자료를 활용하여 계산하였다.

우선, 아메리카의 경우 상의와 하의에는 ANF 중에서 아베크롬비의 21년~23년 YoY 성장률을 그대로 활용하여 25년, 26년 매출을 추정하였고 기타의 경우에는 avg flat 처리하였다. 우선, 아베크롬비의 매출은 동사 아메리카향 매출액과 비슷한 수준이다. DTC로의 전환을 빠르게 진행하여 21년 기준 매출 중 DTC 매출이 약 50% 차지하고 있었고, 21년 기준으로 전체 매장 대비 약 78%가 미국에 존재할 정도로 미국향 판매에 집중하고 있다는 점에서 동사의 현재 상황과 유사하다.

또한, 아베크롬비가 23년부터 미국 내에서 폭발적으로 인기를 끌기 시작했다는 점 역시 동사의 상황과 유사하다. 투자포인트에서 전술하였듯이, 동사는 25년부터 트렌드에 올라타기 시작하여 26년 유행의 중심에 설 것이다. 따라서 위와 같은 추정은 합리적이다. 동사의 과거 3년 CAGR에 비해서 낮은 수치이므로 무리한 추정이 아님을 알 수 있다. 추정 결과는 다음과 같다

Levi's 브랜드 DTC 부문 오프라인 매출 - Americas									
(단위: USD in millions)		2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
오프라인 매출 - Americas		543	698	801	887	725	1,124	1,248	1,566
	YoY(%)	-	28.37%	14.85%	10.66%	-	26.77%	11.05%	25.50%
상의		136	174	208	230	188	292	324	412
	YoY(%)	-	28.37%	19.44%	10.66%	-	26.77%	10.90%	27.17%
하의		353	467	537	603	493	764	847	1,078
	YoY(%)	-	32.32%	14.85%	12.31%	-	26.77%	10.90%	27.17%
기타		64	69	71	70	57	89	76	76
	YoY(%)	-	7.05%	3.41%	-1.58%	-	26.77%	-13.66%	0.00%

다음으로, 유럽과 아시아의 경우 상의, 하의는 각각의 최근 3개년 평균 성장률을 바탕으로 매출을 추정하였고, 기타는 avg flat 처리하였다. 동사는 아메리카뿐만 아니라, 유럽과 아시아에서도 DTC로 빠르게 전환하고자 한다. 이는 타사와 다른 동사의 강점이다. 실제로, 자사 운영 매장이 아메리카에 38%, 유럽에 27%, 아시아에 34% 골고루 분포하고 있다. 특히, 아시아의 경우, 최근 2년간 자사 운영 매장 개수를 328개에서 366개로 늘렸다.

24년에도 총 100개의 자사 운영 매장을 늘릴 예정으로 동사는 끊임없이 DTC를 향해 나아갈 예정이다. 여기에 더해 이전에는 없었던 청바지의 유행이 다가왔음을 감안하면 위의 추정은 충분히 가능한 추정이다. 유럽, 아시아의 추정 결과는 각각 다음과 같다

Levi's 브랜드 DTC 부문 오프라인 매출 - Europe									
(단위: USD in millions)		2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
오프라인 매출 - Europe		486	559	578	621	482	734	800	877
	YoY(%)	-	15.12%	3.44%	7.43%	-	18.20%	8.95%	9.60%
상의		121	140	150	162	125	191	208	231
	YoY(%)	-	15.12%	7.57%	7.43%	-	18.20%	9.00%	11.00%
하의		316	375	388	423	327	499	539	593
	YoY(%)	-	18.66%	3.44%	9.03%	-	18.20%	8.00%	10.00%
기타		57	55	51	49	38	58	53	53
	YoY(%)	-	-4.00%	-6.87%	-4.45%	-	18.20%	-8.95%	0.00%

Levi's 브랜드 DTC 부문 오프라인 매출 - Asia									
(단위: USD in millions)		2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
오프라인 매출 - Asia		293	356	398	461	338	532	609	702
	YoY(%)	-	21.17%	11.94%	15.77%	-	15.45%	14.53%	15.27%
상의		73	89	104	120	88	138	159	186
	YoY(%)	-	21.17%	16.42%	15.77%	-	15.45%	15.00%	17.00%
하의		191	238	267	313	230	362	412	478
	YoY(%)	-	24.90%	11.94%	17.49%	-	15.45%	14.00%	16.00%
기타		35	35	35	36	27	42	38	38
	YoY(%)	-	1.04%	0.79%	2.96%	-	15.45%	-9.75%	0.00%

DTC 온라인 매출 추정은 아베크롬비엔피츠사의 digital 매출의 21~23년 CAGR를 사용하였다. 우선, 아베크롬비엔피츠사의 digital 매출은 21년 기준 18억 수준으로 동사와 유사하다. 또한, 21년부터 23년까지 직영 매장 증가와 온라인 매출 증가 모두를 추구하였다는 점에서 동사와 유사하다. 투자포인트 논리에 따르면, 동사는 DTC로 전환을 위해서 직영 매장을 늘리는 동시에 자사몰을 강화하여 인터넷 매출 역시 증가시키고 있다. 아베크롬비엔피츠사의 경우에도 21년부터 직영 매장은 4%, 8%, 5%씩 늘어왔으며 동시에 digital 매출 증가율 역시 10%를 넘는다.

또한, 동사와 유사한 지역별 매출 비중을 보이기 때문에 동사와 인터넷 침투 비율이 유사할 것으로 예상된다. 동사의 지난 3년 간 연평균 CAGR이 10.8% 수준임을 감안하면 위 가정은 무리한 가정이 아니다. 또한, 26년까지 총 매출 대비 비중이 10% 이내로 유지된다는 점에서 무리한 가정이 아님을 다시 한 번 확인 할 수 있다. 추정표는 다음과 같다.

Levi's 브랜드 DTC 부문 온라인 매출								
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
온라인 매출	352	440	427	486	407	568	635	709
YoY(%)	-	25.23%	-2.95%	13.80%	-	16.90%	11.65%	11.65%

### 5.1.2. 도매 부문 매출 추정

특정 브랜드가 해당 시대의 트렌드에 올라타는 경우, 도매 매출의 증가로 이어진다. 25년부터 트렌드의 중심으로 향해가는 동사 역시도 도매 매출의 성장은 필연적이다.

우선, 아메리카 도매 매출의 경우, 나이키의 21~23년 사이 북미 도매 매출의 CAGR을 활용하여 25년, 26년 매출을 추정하였다. 우선, 21년 나이키는 인기 패션 아이템을 통해 도매 매출의 성장을 이루어냈다는 점에서 25년, 26년의 동사와 닮아있다. 또한, 아메리카 매출 중 도매 매출의 비중이 유사하여 인기 아이템이 도매 매출에 영향을 미치는 정도가 비슷하다.

당시 나이키는 DTC로의 전환이 성숙기를 거친 상태로, 북미 내에서 도매 매출 비중이 전체 매출 대비 약 59.3%였다. 23년 기준으로 동사 역시 DTC 전환의 성숙기를 맞이하였고, 아메리카 매출 중 도매 매출이 차지하는 비중이 64%라는 점에서 유사한 상황에 처해있다. 추가적으로, 이러한 가정으로 추정한 26년 추정치가 22년, 23년의 도매 공급망 문제가 생기기 이전 수준보다 작기 때문에 무리한 가정은 아니라 판단하였다.

유럽, 아시아 도매 매출의 경우, 나이키의 21~23년 사이 EMEA, 아시아 도매 매출의 CAGR를 활용하였다. 동사와 지역별 판매 비중이 비슷하고, 21~23년 사이 특히, 중국을 비롯하여 소비자 심리가 위축되어 있는 상태였다는 점에서 동사의 현재 상태와 유사하다고 판단하였다. 또한, 유럽의 경우 가장 최근 분기 3% 이상 성장하였고, 아시아 역시 올해 3% 이상 성장이 예상 되어 무리한 가정은 아니라 판단하였다.

Levi's 브랜드 도매 부문 매출								
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
도매 부문 매출	2,711	3,455	3,532	3,271	2,233	2,972	3,084	3,273
YoY(%)	-	27.44%	2.24%	-7.38%	-	-9.13%	3.76%	6.12%
Americas	1,500	2,061	2,194	1,981	1,290	1,759	1,831	1,950
YoY(%)	-	37.42%	6.42%	-9.68%	-	-11.21%	4.10%	6.50%
Europe	777	1,004	880	805	368	741	763	808
YoY(%)	-	29.20%	-12.36%	-8.54%	-	-7.97%	3.10%	5.80%
Asia	492	434	389	458	368	473	489	515
YoY(%)	-	-11.89%	-10.25%	17.72%	-	3.11%	3.50%	5.20%

## 5.2. 기타 브랜드 매출 추정

기타 브랜드는 크게 도커스와 비욘드 요가로 나누어진다. 먼저, 도커스에 대해서는 보수적 추정을 위해서 24년에 23년과 동일한 수준의 매출이 유지된다고 가정하였다. 이후 25년부터는 경영진의 의사에 따라 매각 가능성이 높기 때문에 매각을 가정하고 0원으로 추정하였다.

비욘드 요가의 경우 보수적 추정을 위해서 지난 10개 분기 YoY 중에서 가장 낮은 성장률인 11%를 사용하여 25년, 26년 매출을 추정하였다. 최근 2개 연도 CAGR이 12.98% 수준임을 감안하면 이는 보수적 추정임을 다시 확인할 수 있다. 다음은 기타 브랜드 매출 추정 결과이다.

기타 브랜드 매출 (단위: USD in millions)		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
기타 브랜드 매출		154	207	298	280	292	142	157
	YoY(%)		33.97%	43.98%	-6.08%	4.52%	-51.55%	11.00%
도커스		154	192	198	165	165	-	-
	YoY(%)	-	24.26%	3.13%	-16.73%	0.00%	-100.00%	-
비욘드 요가		-	15	100	115	128	142	157
	YoY(%)	-	-	566.67%	15.00%	11.00%	11.00%	11.00%

## 5.3. 최종 매출 추정 Table

상기 논의를 종합한 최종 매출 추정 Table은 다음과 같다.

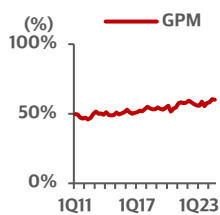
최종 매출 추정 Table (단위: USD in millions)		2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
매출액		4,539	5,714	6,035	6,006	4,184	6,223	6,518	7,284
	YoY(%)	-	26%	6%	0%	-	4%	5%	12%
Levi's 브랜드		4,385	5,507	5,737	5,726	4,184	5,931	6,376	7,127
	% of sales	96.6%	96.4%	95.1%	95.3%	100.0%	95.3%	97.8%	97.8%
Levi's DTC 부문 오프라인		1,323	1,612	1,778	1,969	1,544	2,390	2,658	3,146
	% of sales	29.1%	28.2%	29.5%	32.8%	36.9%	38.4%	40.8%	43.2%
Americas		543	698	801	887	725	1,124	1,248	1,566
	% of sales	12.0%	12.2%	13.3%	14.8%	17.3%	18.1%	19.1%	21.5%
Europe		486	559	578	621	482	734	800	877
	% of sales	10.7%	9.8%	9.6%	10.3%	11.5%	11.8%	12.3%	12.0%
Asia		293	356	398	461	338	532	609	702
	% of sales	6.5%	6.2%	6.6%	7.7%	8.1%	8.5%	9.3%	9.6%
Levi's DTC 부문 온라인		352	440	427	486	407	568	635	709
	% of sales	7.7%	7.7%	7.1%	8.1%	9.7%	9.1%	9.7%	9.7%
Levi's 도매 부문		2,711	3,455	3,532	3,271	2,233	2,972	3,084	3,273
	% of sales	59.7%	60.5%	58.5%	54.5%	53.4%	47.8%	47.3%	44.9%
Americas		1,500	2,061	2,194	1,981	1,290	1,759	1,831	1,950
	% of sales	33.0%	36.1%	36.4%	33.0%	30.8%	28.3%	28.1%	26.8%
Europe		777	1,004	880	805	368	741	763	808
	% of sales	17.1%	17.6%	14.6%	13.4%	8.8%	11.9%	11.7%	11.1%
Asia		492	434	389	458	368	473	489	515
	% of sales	10.8%	7.6%	6.5%	7.6%	8.8%	7.6%	7.5%	7.1%
기타 브랜드		154	207	298	280	-	292	142	157
	% of sales	3.4%	3.6%	4.9%	4.7%	-	4.7%	2.2%	2.2%

## Valuation - Peer PER Method

### 6.1. 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

#### 매출원가 및 판매비와관리비 추정

(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
수익(매출액)	4,453	5,764	6,169	6,179	4,516	6,223	6,518	7,284
YoY(%)	-22.74%	29.45%	7.02%	0.17%	0.00%	0.72%	4.73%	11.76%
매출원가	2,100	2,417	2,620	2,663	1,827	2,516	2,635	2,945
매출원가율 (%)	47.16%	41.94%	42.47%	43.10%	40.45%	40.43%	40.43%	40.43%
GPM(%)	52.84%	58.06%	57.53%	56.90%	59.55%	59.57%	59.57%	59.57%
판매비와관리비	2,348	2,661	2,891	3,072	2,520	3,397	3,318	3,500
% of sales	52.72%	46.16%	46.86%	49.72%	55.81%	54.58%	50.91%	48.05%
영업권 손상비용	90	-	12	90	117	117	-	-
% of sales	2.03%	0.00%	0.19%	1.46%	2.59%	0.00%	0.00%	0.00%
OPM(%)	-1.91%	11.91%	10.48%	5.72%	1.15%	3.12%	8.67%	11.53%
판매비	1,040	1,131	1,220	1,370	1,029	1,467	1,619	1,800
% of sales	23.37%	19.62%	19.78%	22.18%	22.79%	23.56%	24.84%	24.72%
광고비	331	435	464	433	314	418	438	438
% of sales	7.44%	7.54%	7.52%	7.01%	6.95%	6.72%	6.72%	6.02%
관리비	343	486	470	490	402	536	499	499
% of sales	7.71%	8.42%	7.61%	7.93%	8.90%	8.61%	7.65%	6.84%
구조조정비용	-	8	9	20	175	175	-	-
% of sales	0.00%	0.14%	0.15%	0.33%	3.87%	2.81%	0.00%	0.00%
기타	633	602	728	759	601	801	763	763
% of sales	14.21%	10.44%	11.80%	12.28%	13.30%	12.87%	11.70%	10.47%



동사는 사업보고서 상 매출원가에 대한 세부 계정을 제공하지 않는다. 11년부터 55개 분기의 GPM을 확인한 결과 점진적인 우상향이 관찰되며 특히 1Q24, 2Q24, 3Q24에 60% 수준의 GPM이 유지되었다. 근 3분기 동안 동사가 GPM을 개선할 수 있었던 가장 큰 이유는 D2C 판매의 증가임을 3Q24 컨퍼런스 콜을 통해 확인하였으며 D2C 판매가 촉진된다면 더 많은 제품들의 정가 판매가 가능해지므로 GPM개선에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음이 자명하다.

투자포인트2.에서 서술한 바와 같이 동사의 향후 경영전략이 D2C 판매 촉진이며 실제로 D2C 판매량이 증가하고 있다. 이점을 감안할 때 추후에도 현재와 유사한 수준의 GPM이 유지될 것이므로 동사의 매출원가의 경우 1Q24, 2Q24, 3Q24의 매출대비 비중을 Avg flat하여 추정하였다.

#### 6.1.1. 판매비와 관리비 추정

#### 판매비 및 관리비 추정

(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
판매비와관리비	2,348	2,661	2,891	3,072	3,397	3,318	3,500
판매비	1,040	1,131	1,220	1,370	1,467	1,619	1,800
추정 감가상각비	142	143	159	165	179	193	207
추정 감가상각비 외 판매비	899	987	1,061	1,205	1,288	1,426	1,593
% of sales	20.18%	17.13%	17.20%	19.50%	20.69%	21.87%	21.87%
광고비	331	435	464	433	418	438	438
관리비	343	486	470	490	536	499	499
구조조정비용	-	8	9	20	175	-	-
기타	633	602	728	759	801	763	763

동사는 판매비와 관리비의 세부계정으로 판매비, 광고비, 관리비, 구조조정관련비용, 기타비용을 구분하여 공시한다. 동사의 판매비에는 매장관련비용, 감가상각비, 수수료, 전자상거래 운영비용이 포함되어 있어 감가상각비 이외의 판매비는 변동비적 성격을 띤다. 따라서 감가상각비를 별도로 추정한 후 감가상각비를 제외한 판매비를 매출에 연동하여 추정하였다.

감가상각비는 취득원가와 감가상각누계액을 활용하여 과거 장부가액을 구한 후 장부가액 대비 감가상각비의 비율을 활용하여 추정하였으며 23년 이후의 장부가액의 경우 동사의 매장 수 증가를 반영하여 추정하였다. 감가상각비를 제외한 판매비는 근 2개년 간 진행된 동사의 DTC 확장으로 인해 매출대비 비중이 증가하는 경향을 보이거나 올해 단행한 구조조정의 영향으로 인해 판매비의 매출대비 비중은 안정화될 예정이다. 따라서 최근 상승추이를 25년에 반영, 이후는 flat하였다.

고정비적 성격을 띄는 광고비, 관리비의 경우 근 3개년 Avg flat처리하였다. 동사의 구조조정비용은 1H24에 1.71억 달러로 상반기에 대규모 발생했으나 3Q24에 300만 달러로 매우 적은 규모로 발생하였다. 구조조정비용은 퇴직급여와 계약해지비용이 주를 이루며 대규모 인력감축이 1H24에 이뤄진 것으로 판단, IS 상의 계정은 발생이 중단한 것으로 반영하였다. 영업권 손상비용의 경우 동사가 인수한 비온드 요가에 대한 일회성 비용임을 확인하였으며 0 flat 처리하였다.

## 6.2. 이자비용 추정

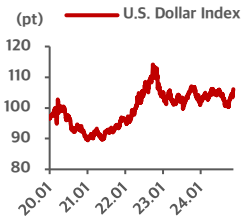
이자비용 추정									
(단위: USD in millions)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
장기부채	1,137	1,151	1,611	1,287	1,213	1,180	1,227	1,227	1,227
5.00% 선순위 채권	486	488	986	-	-	-	-	-	-
3.375% 선순위 채권	535	519	560	528	515	491	511	511	511
3.50% 선순위 채권	-	-	-	493	495	494	494	494	494
기타 장기부채	116	145	64	266	204	195	222	222	222
단기부채	39	38	32	8	18	6	10	10	10
<b>이자비용</b>	<b>(55)</b>	<b>(66)</b>	<b>(82)</b>	<b>(73)</b>	<b>(26)</b>	<b>(46)</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>
유효이자율		<b>5.79%</b>	<b>5.95%</b>	<b>5.03%</b>	<b>2.06%</b>	<b>3.84%</b>	<b>3.84%</b>	<b>3.84%</b>	<b>3.84%</b>

이자비용의 경우 손익계산서에 별도 계정으로 제시되므로 중요성을 감안하여 별도 추정하였다. 동사가 공시한 발행채권의 종류 및 금액, 기타 장기부채, 단기부채를 바탕으로 유효이자율을 도출하였다. 동사의 장기부채 중 높은 비중을 차지하는 것은 동사의 사채로 5.00% 선순위 채권의 비중이 높은 19년, 20년, 21년의 경우 5%대의 유효이자율을, 5.00% 선순위 채권이 상환이 완료된 이후인 22년, 23년의 경우 2~3%대의 유효이자율이 발생하는 것을 확인할 수 있다.

발행금리가 높은 채권의 비중이 줄어들어 따라 유효이자율이 낮아지는 것은 확인할 수 있으며 이는 도출한 유효이자율이 타당함을 보인다. 현재 3.375% 선순위 채권의 만기일이 27년, 3.50% 선순위 채권의 만기일이 31년임을 감안할 때 26년까지의 유효이자율과 장기부채는 큰 변동이 없을 것으로 판단하여 유효이자율의 경우 23년 flat, 장기부채의 경우 근 3개년 avg flat하였다.

## 6.3. 기타손익 추정

기타손익 추정							
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>기타손익(손실)</b>	<b>(22)</b>	<b>3</b>	<b>29</b>	<b>(42)</b>	<b>(15)</b>	<b>(5)</b>	<b>(5)</b>
외환관련손익	(16)	(9)	(6)	(23)	(23)	(13)	(13)
유가증권관련이익	-	-	7	3	-	-	-
연금정산손실	(15)	-	-	(19)	-	-	-
정부보조금관련이익	-	-	13	-	-	-	-
잡손익	8	12	15	(4)	8	8	8



기타손익의 주요 계정은 외환관련손익이다. 동사의 판매국이 유럽, 아시아, 북미 등 각지에 분포되어 있으므로 특정 국가별 환율보다는 달러 인덱스를 참고하는 것이 범용적인 측면에서 합당하다. 23년의 평균 달러 인덱스는 103.4p, 24년 현재까지의 평균 달러 인덱스는 103.7p로 유사한 수준임을 확인, 24년 외환관련손익은 23년 flat, 그 이후는 5개년 avg flat하였다.

연금정산손실의 경우 23년 동사의 연금플랜에 포함된 부채를 보험회사로 이전하는 과정에서 재평가를 통해 발생하였으며 일회성 비용임을 감안하여 0 flat하였다. 이외 합리적 추정이 불가능하거나 발생이 중단된 것으로 보이는 계정은 0 flat하였다. 잡손익의 경우 해당 계정내에 이자수익이 포함되어 있으나 그 비중이 크지 않음을 고려, 5개년 avg flat처리하였다.

#### 6.4. Adjusted EBIT 추정

Adjusted EBIT 추정								
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
<b>EBIT</b>	<b>(85)</b>	<b>686</b>	<b>647</b>	<b>353</b>	<b>52</b>	<b>136</b>	<b>565</b>	<b>840</b>
공정가치변동	7	4	1	-	-	-	-	-
코로나19 재고 비용	160	(10)	5	-	-	-	-	-
인수 관련비용	-	8	8	5	4	4	-	-
유형자산손상 및 조기리스종료	-	-	22	63	11	11	-	-
영업권 및 무형자산 손상차손	-	-	12	90	117	117	-	-
구조조정관련비용	100	25	19	43	219	219	45	-
<b>Adjusted EBIT</b>	<b>181</b>	<b>713</b>	<b>713</b>	<b>555</b>	<b>403</b>	<b>488</b>	<b>609</b>	<b>840</b>

투자포인트2.에서 서술하였듯 동사는 현재 효율적 비용절감을 위한 경영전략의 일환으로 구조조정을 진행 중이다. 구조조정은 기업의 정상적인 영업활동과는 관계없는 비경상적 비용을 수반하기에 기본적인 영업성과를 왜곡할 수 있다. 따라서 구조조정에서 파생되는 비경상적인 비용을 반영하지 않는 Adjusted EBIT이 구조조정 이후의 수익성을 가늠해 볼 수 있는 투자자들에게 있어 매우 중요한 지표가 된다. 실제로 해외투자자들이 동사의 가치평가에 있어 Adjusted EBIT을 사용한다는 사실을 확인하였으며 중요성을 고려하여 별도추정 후 손익계산서에 명시하였다.

#### 6.5. 최종 포괄손익계산서

연결 포괄손익계산서								
(단위: USD in millions)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
<b>수익(매출액)</b>	<b>4,453</b>	<b>5,764</b>	<b>6,169</b>	<b>6,179</b>	<b>4,516</b>	<b>6,223</b>	<b>6,518</b>	<b>7,284</b>
<i>YoY(%)</i>	<i>-22.74%</i>	<i>29.45%</i>	<i>7.02%</i>	<i>0.17%</i>	<i>-</i>	<i>0.72%</i>	<i>4.73%</i>	<i>11.76%</i>
매출원가	2,100	2,417	2,620	2,663	1,827	2,516	2,635	2,945
매출총이익(손실)	2,353	3,347	3,549	3,516	2,689	3,708	3,883	4,340
<i>GPM(%)</i>	<i>52.84%</i>	<i>58.06%</i>	<i>57.53%</i>	<i>56.90%</i>	<i>59.55%</i>	<i>59.57%</i>	<i>59.57%</i>	<i>59.57%</i>
판매비와관리비	2,348	2,661	2,891	3,072	2,346	3,397	3,318	3,500
<b>Adjusted EBIT</b>	<b>181</b>	<b>713</b>	<b>713</b>	<b>555</b>	<b>403</b>	<b>488</b>	<b>609</b>	<b>840</b>
<i>Adjusted EBIT Margin(%)</i>	<i>4.07%</i>	<i>12.37%</i>	<i>11.56%</i>	<i>8.98%</i>	<i>8.93%</i>	<i>7.84%</i>	<i>9.35%</i>	<i>11.53%</i>
영업권 및 기타 무형자산 손상비용	90	-	12	90	175	175	-	-
<b>영업이익(손실)</b>	<b>(85)</b>	<b>686</b>	<b>647</b>	<b>353</b>	<b>52</b>	<b>136</b>	<b>565</b>	<b>840</b>
<i>OPM(%)</i>	<i>-1.91%</i>	<i>11.91%</i>	<i>10.48%</i>	<i>5.72%</i>	<i>1.15%</i>	<i>2.19%</i>	<i>8.67%</i>	<i>11.53%</i>
기타손익(손실)	(22)	3	29	(42)	(2)	(15)	(5)	(5)
이자비용	(82)	(73)	(26)	(46)	(30)	(47)	(47)	(47)
부채조기상환손실	-	(37)	-	-	-	-	-	-
법인세비용차감전순이익(손실)	(190)	580	650	265	19	74	512	787
법인세비용(수익)	(63)	27	81	16	(9)	11	78	120
<b>당기순이익(손실)</b>	<b>(127)</b>	<b>554</b>	<b>569</b>	<b>250</b>	<b>28</b>	<b>63</b>	<b>434</b>	<b>667</b>
<i>NPM(%)</i>	<i>-2.86%</i>	<i>9.60%</i>	<i>9.23%</i>	<i>4.04%</i>	<i>0.62%</i>	<i>1.01%</i>	<i>6.66%</i>	<i>9.16%</i>

동사의 법인세는 연방법인세율 21%를 기준으로 주별 소득세, 해외 파생 무형소득혜택 등 세부 항목별 세율을 반영하여 최종 결정된다. 법인세의 세부항목 별로 근 6개년의 추이를 반영하여 법인세율을 추정하였으며 향후 3개년간 15.6%의 법인세율을 가정하였다. 자세한 추정내역은 Appx.에 첨부하였다. 상기 논의를 바탕으로 한 손익계산서는 위와 같다.

## 6.6. Valuation - Peer PER Method

본 보고서는 트렌드 분석을 통해 여러 정량적, 정성적 근거들을 바탕으로 아메리칸 빈티지의 유행이 도래할 것임을 규명하고 투자포인트를 통해 아메리칸 빈티지 유행의 수혜가 동사에게 향할 것임을 주장한다. 본 보고서를 관통하는 핵심 논제는 '유행'이므로 궁극적으로 유행이라는 것이 동사의 Valuation에 미치는 영향을 반영해야 한다.

패션 산업에 있어 유행이라는 것은 하나의 강력한 매크로이다. 특정 산업군이 업황에 매우 우호적인 매크로 환경을 맞이하게 되면 자연스럽게 성장에 대한 기대감이 발생하므로 멀티플에 영향을 미치게 된다. 패션 산업도 이와 다를 바가 없다. 패션 브랜드가 매우 우호적이며 강력한 매크로 즉, 유행을 타게 된다면 성장에 대한 기대감이 고조되는 것은 당연하다. 따라서 유행에 따른 기대감을 반영하기 위한 Valuation으로 PER Method가 가장 적합하다고 판단하였다.

유행이 패션 브랜드의 멀티플에 미치는 영향을 가늠해보는 방법은 1) 동사의 과거 사례를 살펴보는 방법, 2) 타 패션 브랜드의 유행기를 분석하는 방법, 두 가지로 분류할 수 있다. 동사는 19년 3월 상장한 기업으로 멀티플의 추이를 확인할 수 있는 기간이 길지 않으며 19년 이후의 뚜렷한 유행이 확인되지 않으므로 Historical PER Method는 적합하지 않다. 따라서 최근 유행했던 트렌드와 그 수혜를 받은 Peer들의 사례를 살펴봄으로써 패션 브랜드의 멀티플에 있어 유행이 함의하는 바를 도출하는 것이 합리적이라고 판단, Peer PER Method를 선정하였다.

### 6.6.1. Peer 분석을 통한 Target Multiple 선정

본 보고서의 투자포인트1.에서 최근 유행이 패션 브랜드의 멀티플에 미치는 영향을 정량적으로 분석한 바 있다. 동사의 Valuation에 투자포인트의 논리를 반영하기 위하여 전술한 내용을 상기 하며 동사의 최종 Target Multiple 선정까지의 과정을 따라가보도록 하자.

패션 기업들의 멀티플에 있어 유행이 끼치는 정량적인 영향을 파악하기 위해서는 과거의 유행과 그 수혜주들에 대한 분석이 필요하다. 가장 최근 패션 유행은 1) 코로나 당시 로고플레이 기반의 명품 브랜드들의 유행과 2) 코로나 이후 Y2K, 레트로 패션 브랜드들의 유행이다.

최근 유행한 코로나 시기 명품 유행의 수혜를 받은 기업과 코로나 이후 Y2K, 레트로 패션의 유행으로 수혜를 받은 기업을 선정하고 매출 증가 추이를 토대로 유행기와 비유행기를 구분하였다.

코로나 시기 명품 유행의 수혜주는 루이비통과 디올 브랜드를 보유한 모엣 헤네시 루이비통 (LVHM)과 구찌와 발렌시아가 브랜드를 소유한 케어링 그룹(KER)이다. 코로나 시기 명품 유행기는 1Q21~4Q22이며 두 기업 모두 코로나 시기 유행했던 명품 로고 플레이의 중심부에 있었던

기업이기에 유행이 패션기업의 멀티플에 미치는 영향을 가늠하기에 적절한 Peer이다.

코로나 이후 Y2K, 레트로 패션의 유행으로 인한 수혜주는 아베크롬비앤피치(ANF), 폴로랄프로렌(RL), LEE와 Wrangler 등의 브랜드를 소유하고 있는 Kontoor Brand(KTB)이다. 코로나 이후 Y2K, 레트로 패션 유행의 시작은 매출 증가추이를 보면 브랜드 별로 조금씩 상이한데 ANF의 경우 1Q23, RL과 KTB는 1Q24에 본격적인 유행이 시작되었으며 모두 현재까지 진행중이다.

각 유행기에 해당하는 5개 Peer에 대해 유행기와 비유행기 평균 12MF PER Multiple을 통해 유행과 멀티플 간의 정량적인 관계를 파악하였다. 각 브랜드의 유행기에는 비유행기 대비 최대 +45.6%, 최소+22.6%의 멀티플 상승이 관찰되며 평균적으로 +32.2%의 멀티플이 상승하였다.

유행	티커	유행기	유행기 12MF PER	비유행기	비유행기 12MF PER	Multiple Re-Rating
명품 유행	LVMH	1Q21~4Q22	28.62x	1Q23~현재	23.07x	24.1%
	KER	1Q21~4Q22	21.65x	1Q23~현재	16.24x	33.3%
Y2K 및 복고 유행	ANF	1Q23~현재	16.87x	1Q22~4Q22	12.45x	35.5%
	RL	1Q24~현재	15.61x	1Q22~4Q23	12.73x	22.6%
	KTB	1Q24~현재	13.82x	1Q22~4Q23	9.49x	45.6%
평균	-	-	-	-	-	32.2%

동사의 Target 12MF PER Multiple로 동사의 근 2년간의 평균 12MF PER Multiple에 32.2%의 Multiple Re-Rating을 반영한 15.66x를 제시한다.

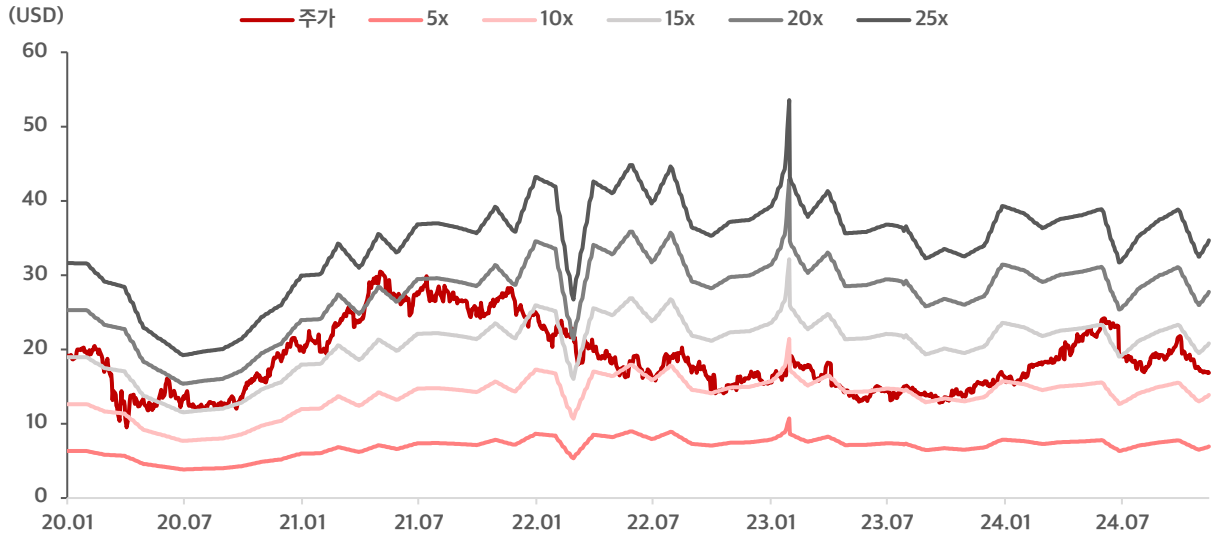
현재 동사는 비유행기를 지나고 있으며 근 1개년 간 평균 11.84x의 12MF PER Multiple을 받아왔다. 본 보고서의 트렌드 분석에 따라 26년은 아메리칸 빈티지가 유행의 중심이 될 것으로 예상되며 투자포인트에서 서술한 동사와 아메리칸 빈티지와 연관성을 바탕으로 동사가 이러한 유행에 탑승할 것이라는 사실은 자명하다. 따라서 동사의 근 1년 평균 12MF PER Multiple 11.84x에 유행기 돌입에 따른 멀티플 상승 +32.2%를 반영하여 Target Multiple 15.66x를 선정하였으며 Multiple Re-Rating 시점은 26년이다.

상기 논의를 종합하여 2026E EPS 1.68원에 Target Multiple 15.66x를 적용한 목표주가 \$26.33에 상승여력 57.1%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Peer PER Method (2026E)	
2026E 매출액 (USD in Millions)	7,284
2026E 당기순이익 (USD in Millions)	667
유통주식총수 (주)	396,730,000
<b>2026E EPS (USD)</b>	<b>1.68</b>
Target PER Multiple	15.66x
<b>목표주가 (USD)</b>	<b>26.33</b>
현재주가 (USD)	16.76
<b>상승여력</b>	<b>57.1%</b>

## Appendix.

Appx 1. 동사 12MF PER Band



Appx 2. PANTONE NYFW color palette

	18 SS	19 FW	20 SS	21 FW	22 SS	23 FW	24 SS	25 FW							
컬러 패드															
키워드	재미있는 유쾌한 개성넘치는 fun playful	숯바닥같은 깊고 풍부한 Autumnal hue	클래식 생동감있는 Lively hue	본능적인 계절적인 visceral hue	다채로운 현대적인 Colorful favorites	계절적 신선한 Seasonal	자연의 핵심 클래식 독창성 Ingenuity	지속적인 활기찬 Enduring	다양한 개성넘치는 밝은 Diverse, Distinctive	휴식의 활기찬 대비되는 Contrasting	다양한 대비 실험적인 개성있는 Contrasting	유쾌한 자유로운 Joyful	해방감 노스탤지아 자유 Freedom	익숙함 유행이 아닌 More familiar	편안함 멋스러운 웨어러블함 Comfort
		deep and reliable	Reliable classic	Seasonal core shade	Seasonal core shade	Fresh color	Inventive	exuberant	Familiarity	Desire for rest	Experiment	Wide	Nostalgia	New	Glam
			Versatile palette	Modern color classic					Delight	Exuberant	Individual	Free	positive	Seasonless	Wearability

Appx 3. 감가상각비 추정

감가상각비 (단위: 백만 USD)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
취득원가	1,391	1,518	1,528	1,557	1,670	1,787	-	-	-
건물 및 임차자산의 개량	466	516	478	472	498	552	-	-	-
기계장치	471	490	490	487	490	552	-	-	-
내부사용목적 소프트웨어	454	512	561	598	682	683	-	-	-
감가상각누계액	(974)	(1,054)	(1,103)	(1,131)	(1,222)	(1,283)	-	-	-
유무형자산 장부가액	417	464	425	427	449	504	524	565	607
<b>감가상각비</b>	<b>120</b>	<b>124</b>	<b>142</b>	<b>143</b>	<b>159</b>	<b>165</b>	<b>179</b>	<b>193</b>	<b>207</b>
장부가액 대비 감가상각비		28.15%	31.92%	33.63%	36.31%	34.69%	34.14%	34.14%	34.14%

## Appx 4. 법인세 추정

법인세율									
(단위: %)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>최종적용세율</b>	<b>43.0%</b>	<b>17.3%</b>	<b>-33.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.2%</b>
연방법정세율	22.4%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
주별 소득세	2.2%	1.0%	2.8%	1.6%	2.2%	0.5%	1.7%	1.7%	1.7%
평가충당금 변동	-1.9%	0.0%	-9.6%	0.4%	-0.1%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
해외사업영향	-3.4%	1.5%	4.7%	2.0%	4.6%	5.4%	4.0%	4.0%	4.0%
해외파생 무형 소득 혜택	0.0%	-2.5%	0.0%	-11.4%	-4.6%	-21.1%	-7.9%	-7.9%	-7.9%
세금부채 재평가	-2.5%	-1.4%	0.7%	-0.1%	-1.2%	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
국제 지적 재산권 거래	0.0%	0.0%	0.0%	-2.6%	-8.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
주식 기반 보상	-2.1%	-3.3%	11.8%	-6.4%	-0.8%	2.5%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
기타(공제불가금액포함)	-0.4%	1.0%	-0.8%	0.1%	-0.2%	-1.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
세법변경	28.7%	0.0%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## Appx 5. 동사 재무상태표 및 현금흐름표

연결재무상태표					연결현금흐름표				
(Unit: USD in Millions)	2021	2022	2023	3Q24	(Unit: USD in Millions)	2021	2022	2023	3Q24
<b>Total assets</b>	<b>5,900</b>	<b>6,038</b>	<b>6,054</b>	<b>6,254</b>	<b>Cash Flows from Operating Activities:</b>	<b>737</b>	<b>228</b>	<b>436</b>	<b>601</b>
<b>Total current assets</b>	<b>2,710</b>	<b>2,828</b>	<b>2,638</b>	<b>2,746</b>	Net income	554	569	250	28
Cash and cash equivalents	810	430	399	577	Adjustments net income to net cash provided by operating activities:	184	(341)	186	573
Short-term investments in marketable securities	92	71	-	-	Depreciation and amortization	143	159	165	139
Trade receivables, net	708	697	753	680	Goodwill and other intangible asset impairment charges	-	12	90	117
Inventories	898	1,417	1,290	1,275	Property, plant, equipment and right-of-use asset impairment	22	26	66	12
Other current assets	203	214	196	214	Stock-based compensation	60	61	74	48
<b>Total non-current assets</b>	<b>3,190</b>	<b>3,210</b>	<b>3,416</b>	<b>3,508</b>	Deferred income taxes	(88)	(60)	(104)	(69)
Property, plant and equipment, net	503	623	681	699	Loss on early extinguishment of debt	36	-	-	-
Goodwill	387	366	304	281	Other, net	34	12	2	13
Other intangible assets, net	291	287	268	198	Net change in operating assets and liabilities	(24)	(550)	(109)	313
Deferred tax assets, net	573	625	730	778	<b>Cash Flows from Investing Activities:</b>	<b>(572)</b>	<b>(236)</b>	<b>(241)</b>	<b>(192)</b>
Operating lease right-of-use assets, net	1,104	970	1,034	1,103	Purchases of property, plant and equipment	(167)	(268)	(316)	(162)
Other non-current assets	333	340	401	449	Payments to acquire business	(391)	-	(12)	(34)
<b>Total liabilities</b>	<b>4,234</b>	<b>4,134</b>	<b>4,007</b>	<b>4,380</b>	Proceeds (payments) on settlement of forward foreign exchange contract	(18)	12	16	5
<b>Total current liabilities</b>	<b>1,870</b>	<b>1,982</b>	<b>1,788</b>	<b>1,946</b>	Payments to acquire short-term investments	(123)	(73)	-	-
Accounts payable	525	657	568	668	Proceeds from sale, maturity and collection of short-term investments	127	93	71	-
Accrued salaries, wages and employee benefits	275	247	215	210	Other investing activities, net	-	-	-	(1)
Accrued sales returns and allowances	209	180	190	181	<b>Cash Flows from Financing Activities:</b>	<b>(841)</b>	<b>(365)</b>	<b>(214)</b>	<b>(229)</b>
Short-term operating lease liabilities	245	236	246	254	Proceeds from issuance of long-term debt, net of issuance costs	489	-	-	-
Other accrued liabilities	615	662	569	633	Repayments of long-term debt including extinguishment costs	(1,023)	-	-	-
<b>Total Long-term liabilities</b>	<b>2,365</b>	<b>2,153</b>	<b>2,220</b>	<b>2,434</b>	Proceeds from senior revolving credit facility	-	404	200	-
Long-term debt	1,021	985	1,009	1,021	Repurchase of common stock	(86)	(176)	(8)	(60)
Other long-term liabilities	266	204	195	-	Repayments of senior revolving credit facility	-	(404)	(200)	-
Long-term employee related benefits	109	105	102	444	Tax withholdings on equity awards	(109)	(29)	(23)	(21)
Long-term operating lease liabilities	970	859	913	970	Dividend to stockholders	(104)	(174)	(191)	(147)
<b>Total Levi Strauss &amp; Co. stockholders' equity</b>	<b>1,666</b>	<b>1,904</b>	<b>2,046</b>	<b>1,873</b>	Other financing, net	(7)	14	7	(1)
Common stock	0	0	0	0	Beginning cash and cash equivalents, and restricted cash	1,498	811	430	399
Additional paid-in capital	585	626	687	720	Ending cash and cash equivalents, and restricted cash	810	430	399	577
Accumulated other comprehensive loss	(394)	(422)	(391)	(419)	<b>Net decrease in cash and cash equivalents and restricted cash</b>	<b>(687)</b>	<b>(381)</b>	<b>(31)</b>	<b>178</b>
Retained earnings	1,475	1,699	1,750	1,571	Less: Ending restricted cash	(0)	(0)	(0)	-
<b>Total liabilities and stockholders' equity</b>	<b>5,900</b>	<b>6,038</b>	<b>6,054</b>	<b>6,254</b>	Ending cash and cash equivalents	810	430	399	577

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.

