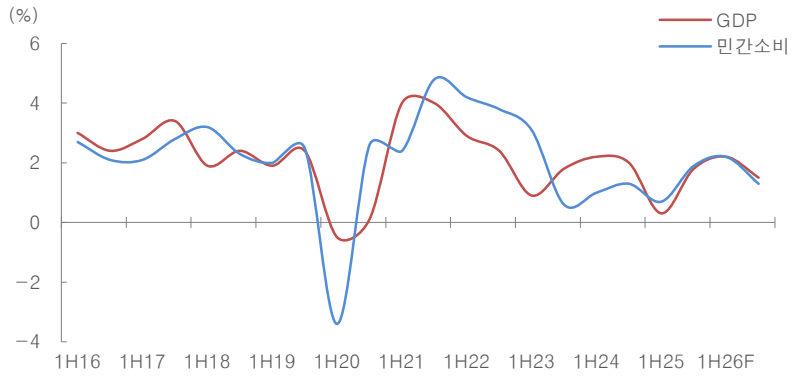
유통 & 의류

대신증권 유정현

대내외 소비 환경

- 국내 소비 환경 및 주가 흐름 : 2017년 상황과 유사
- 2017년 GDP 성장률 3.2% 기록. 상반기 2.8%, 하반기 3.4% 기록. 주가는 상반기 중 5월–6월에 1차 고점 기록
- 2026년 경우 상반기 GDP 성장률 2.2%, 하반기 1.5% 성장률 전망. 주가는 1분기 실적이 발표되는 상반기 중 단기 고점 기록한 후 하반기 외국인 매출 증가율, 반도체 업황 호황, 코스피 흐름과 같은 매크로 변수에 따라 결정될 것으로 전망

GDP 성장률 & 민간소비 성장률



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국은행 경제전망

(yoy, %)

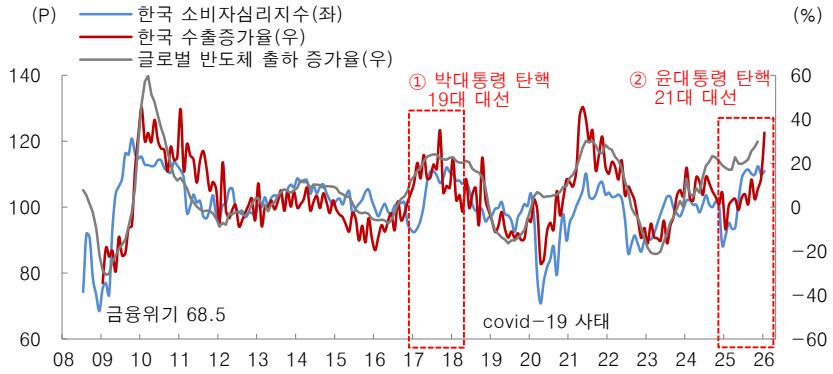
	2017			2018	2019	2020	2021			2022	2023	2024	2025F			2026F			2027F
	상반	하반	연간	연간	연간	연간	상반	하반	연간	연간	연간	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간
GDP	2.8	3.4	3.2	2.7	2.0	-0.2	4.0	4.0	4.0	2.6	1.4	2.0	0.3	1.8	1.0	2.2	1.5	1.8	1.9
민간소비	2.1	2.8	2.6	2.7	1.9	-0.4	2.4	4.8	3.6	4.0	1.8	1.1	0.7	1.9	1.3	2.2	1.3	1.7	1.7
설비투자	15.9	12.8	14.6	-0.3	-7.8	1.5	12.6	4.1	8.3	-0.9	0.5	1.7	4.5	0.8	2.6	2.8	1.3	2.0	1.9
지식재산생산물투자	2.6	3.4	3.0	2.5	2.7	2.2	4.0	3.7	3.9	5.0	1.6	1.2	1.9	4.0	3.0	3.4	2.7	3.1	2.5
건설투자	9.4	5.4	7.6	-2.3	-4.3	-2.2	-1.5	-1.5	-1.5	-2.8	1.4	-3.3	-12.2	-5.3	-8.7	2.5	2.7	2.6	1.9
상품수출	4.2	3.0	3.8	3.5	-0.4	-2.1	14.4	6.0	9.8	3.6	2.9	6.4	1.7	4.0	9.8	2.3	0.5	1.4	2.4
상품수입	9.3	5.3	7.4	2.1	-1.6	-0.2	12.5	11.2	11.8	4.3	-0.6	1.3	1.7	2.9	2.3	4.1	0.8	2.4	2.6
취업자수 증감[1]	36.0	27.0	32.0	9.0	28.0	3.0	12.0	62.0	37.0	82.0	33.0	16.0	18.0	19.0	18.0	14.0	15.0	15.0	15.0
실업률	4.1	3.4	3.7	3.8	3.8	4.0	4.5	2.9	3.7	2.9	2.7	2.8	3.1	2.5	2.8	3.1	2.6	2.8	2.8
고용률	60.3	61.1	60.8	60.7	60.7	60.7	59.8	61.2	60.5	62.1	62.6	62.7	59.8	61.2	60.5	62.7	63.2	62.9	63.0
소비자물가	2.0	1.9	1.9	1.6	0.4	0.3	2.0	3.0	2.5	5.1	3.6	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
경상수지[2]	357	428	785	700	570	570	418	465	883	258	300	990	494	656	1,150	567	733	1,300	1,200

주: 1) 만명 기준 2) 억달러 기준

대내외 소비 환경

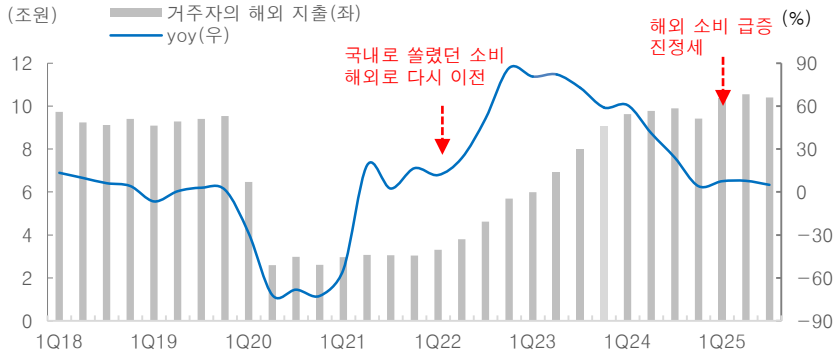
- 한국의 소비는 수출 상황에 크게 영향을 받는 구조. 글로벌 반도체 산업 호황으로 한국 수출도 회복세. 수출에서 반도체가 차지하는 비중은 24년 21%에서 25년 25%까지 상승
- 한국은 6월 대선 이후 정부의 적극적인 내수 경기 부양 의지, 그리고 반도체 호황과 관세 이슈가 일단락되면서 소비 회복 시작. 소비자 심리지수 4월 93.8 → 5월 101.8 → 1월 110.8로 4년 6개월만에 최고. 소비 심리 회복은 구매 건수를 자극. 소비 심리 개선 시 백화점 채널 1차적으로 수혜
- 거주자의 해외 소비는 고환율 여건이 지속됨에 따라 최근 진정세. 반대로 국내 소매판매액은 25년 1, 2분기에 1%대에 그쳤으나 3분기에 3%대로 의미 있는 성장 기록

수출증가율과 소비심리



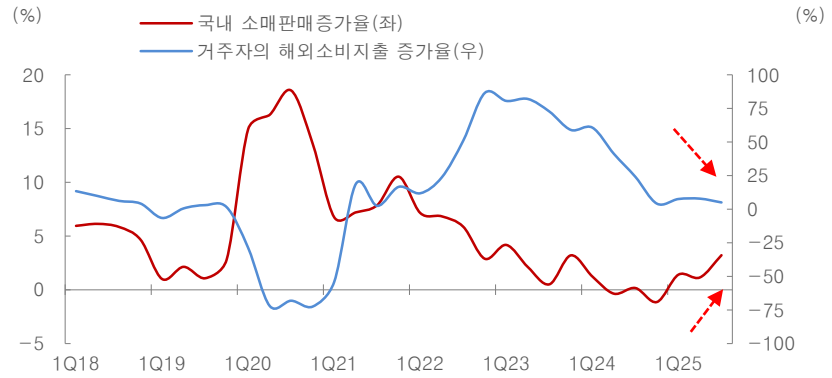
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

거주자의 해외 소비



자료:한국은행, 대신증권 Research Center

거주자의 해외 소비 & 국내 소매판매액 증가율

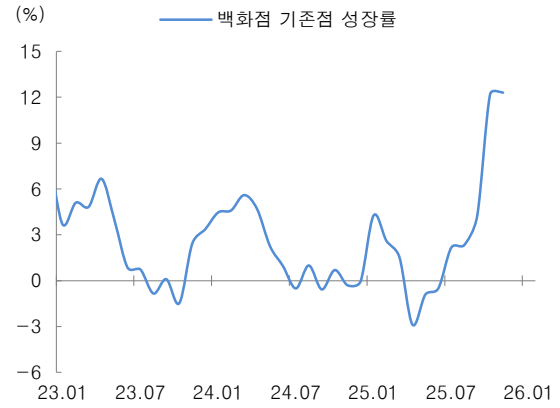


자료:한국은행, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경

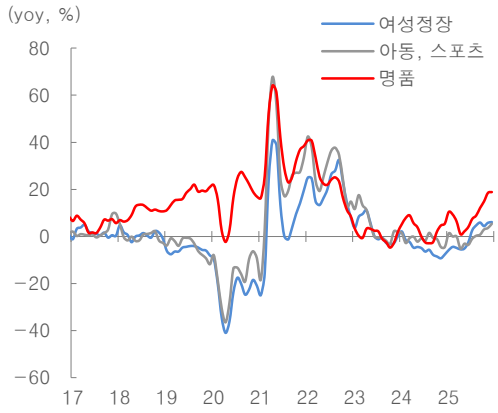
- 올해 한국을 방문하는 외국인 수는 코로나 이전인 2019년을 처음으로 넘어설 전망. 약 2000만명 입국 예상
- 우리보다 1년 먼저 코로나 이전 수준을 넘어선 일본의 경우 방일 외국인 수가 급증했던 2022-2024년 GDP 성장률이 각각 0.9%, 1.5%, 0.1%였던 것과 대조적으로 일본 내수 소매 시장은 각각 2.6%, 5.6%, 2.5% 성장
- 같은 기간 일본 주요 유통사들 주가도 급등
- 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중은 약 5% 수준인데 이는 2년 전 일본 수준. 향후 외국인 매출 비중 상승하며 re-rating 가능성 열려있음

백화점 기존점 성장률 추이



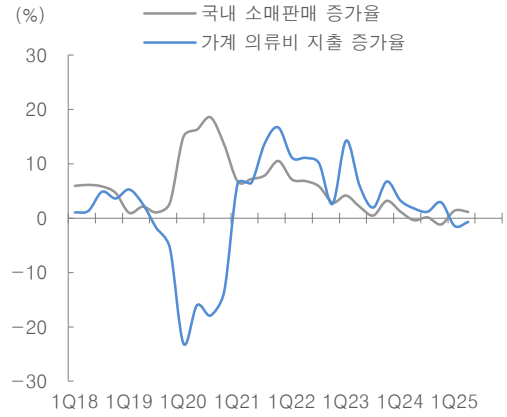
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 복종별 매출액 증가율 추이



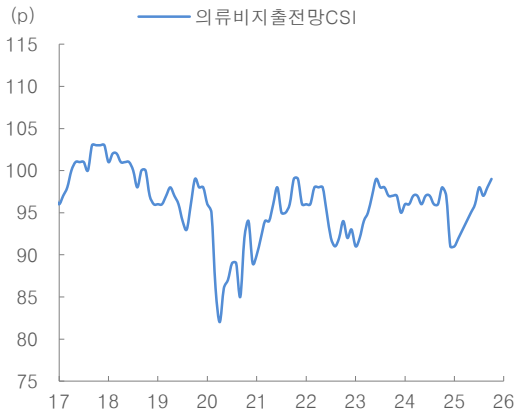
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

가계의 의류비 지출 증가율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

의류비 지출 CSI

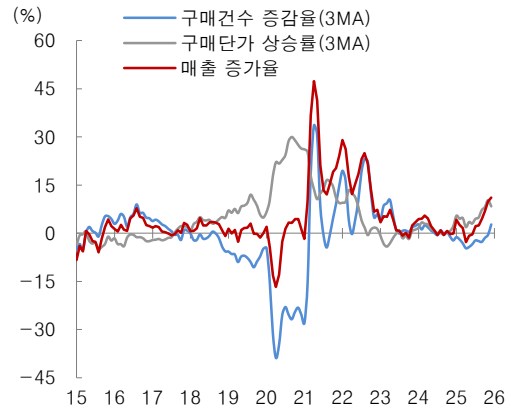


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

유통 채널별 현황

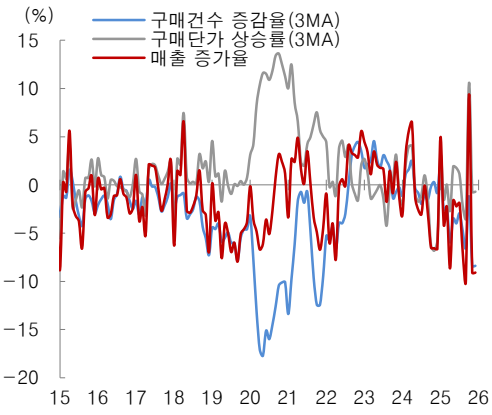
- 2025년 6월 새 정부 출범 후 국내 산업계도 반도체를 중심으로 동시에 회복 시작
- 경제 지표가 개선될 것이라는 기대감과 증시 상승에 따른 부의 효과로 소매업체들 매출 회복 양상
- 이 중 고가의 소비재를 주로 유통하는 백화점이 가장 먼저 회복 시작. 대형마트와 슈퍼 채널은 민생회복 지원금 사용처에서 제외된데다 온라인과의 경쟁 등 구조적 문제로 인해 회복이 보이지 않음. 편의점은 지난 10년간 과출점한 데 따른 부작용으로 성장률 반등은 매우 미약

백화점 구매건수 & 구매단가 증가율



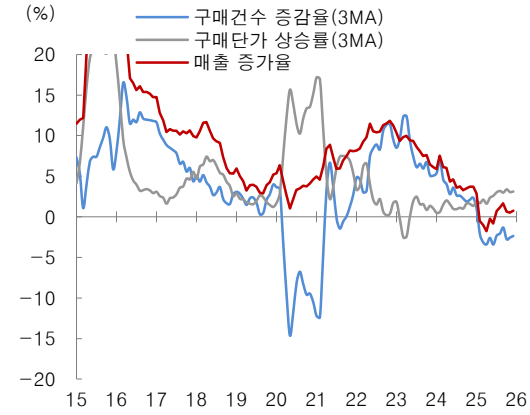
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대형마트 구매건수 & 구매단가 증가율



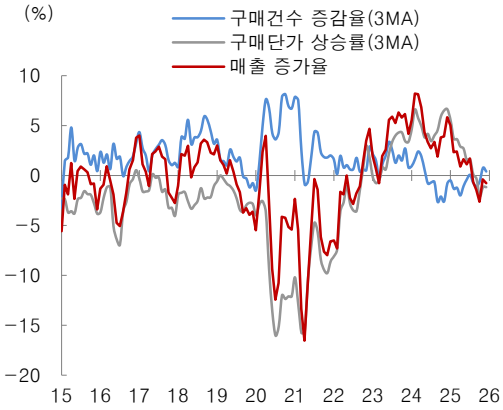
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

편의점 구매건수 & 구매단가 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓 구매건수 & 구매단가 증가율

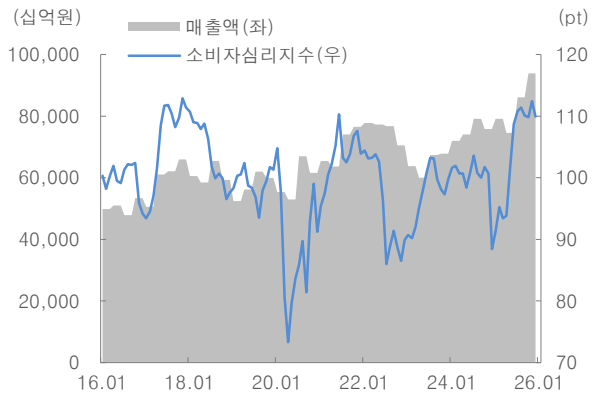


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

우리나라 산업과 지수 구성의 핵심이 되는 반도체 Top 2 기업, 그리고 소비 상관 관계

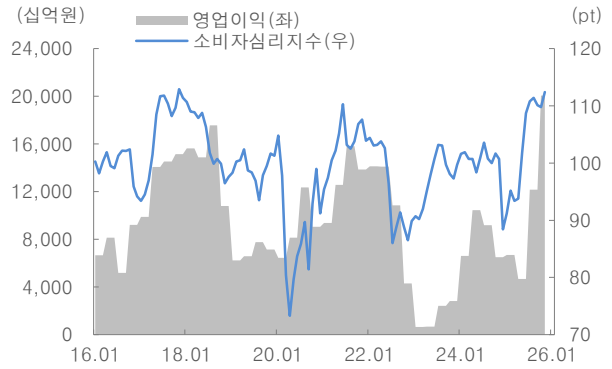
- 우리나라 수출에서 25%를 차지하는 반도체 top2 기업인 삼성전자, 하이닉스의 실적과 소비는 매우 밀접한 관계
- 이는 반도체 시황 호조가 수출 호조로 이어지며 GDP 성장을 견인할 경우 GDP에서 수출이 차지하는 비중이 큰 우리나라의 내수 소비 심리가 좋아지는 구조이기 때문
- 이 때문에 일반적으로 반도체 upturn cycle과 소비 회복 cycle이 같이 오는 경우가 많고 특히 갈수록 반도체 산업에 대한 의존도가 높아지면서 양사의 실적과 소비심리는 거의 동행하게 됨
- 소비는 당연히 매출 보다는 이익에 더 영향을 받으며 양사의 시총 비중이 40%까지 확대된 만큼 실적 호전은 KOSPI 상승을 견인하며 이른 바, 부의 효과로도 이어짐. 이는 곧 소비 회복을 의미

삼성전자 매출액 & 소비심리



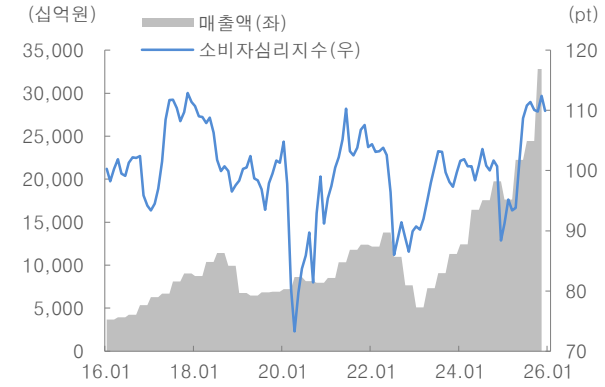
자료:삼성전자, 대신증권 Research Center

삼성전자 영업이익 & 소비심리



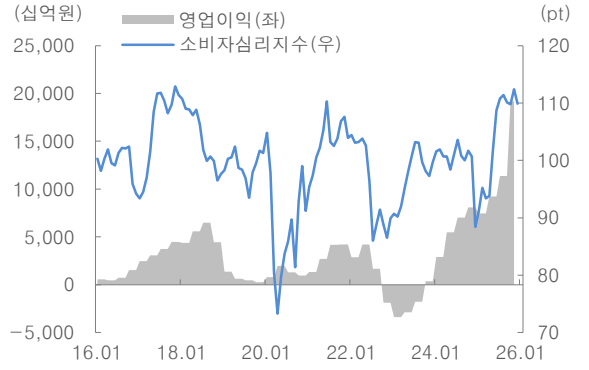
자료:삼성전자, 대신증권 Research Center

SK하이닉스 매출액 & 소비심리



자료:SK하이닉스, 대신증권 Research Center

SK하이닉스 영업이익 & 소비심리

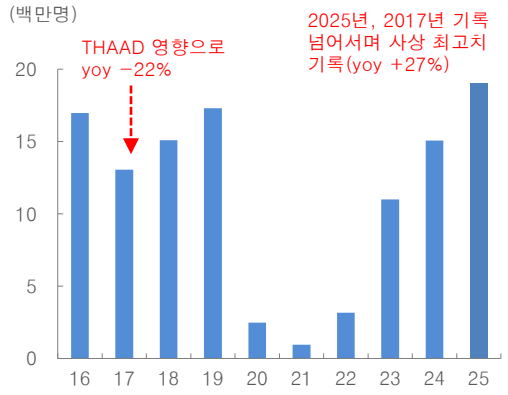


자료:SK하이닉스, 대신증권 Research Center

외부에서 유입되는 수요 : 인바운드 관광객 증대 효과

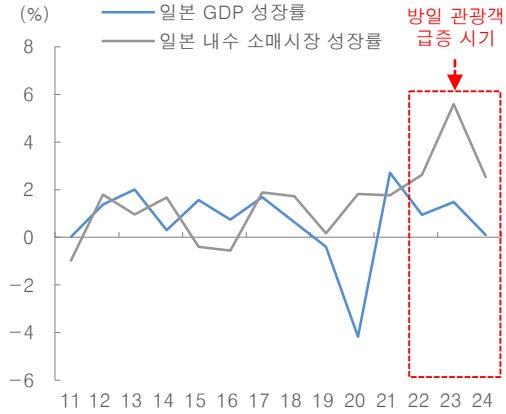
- 25년 한국을 방문하는 외국인 수는 코로나 이전인 2019년을 처음으로 넘어설 전망. 약 2000만명 입국 예상
- 우리보다 1년 먼저 코로나 이전 수준을 넘어선 일본의 경우 방일 외국인 수가 급증했던 2022-2024년 GDP 성장률이 각각 0.9%, 1.5%, 0.1%였던 것과 대조적으로 일본 내수 소매 시장은 각각 2.6%, 5.6%, 2.5% 성장
- 같은 기간 일본 주요 유통사들 주가도 급등
- 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중은 약 5% 수준인데 이는 2년 전 일본 수준. 향후 외국인 매출 비중 상승하며 내수 소비에 큰 축을 담당하게 될 것으로 전망

방한 외국인 수(연간)



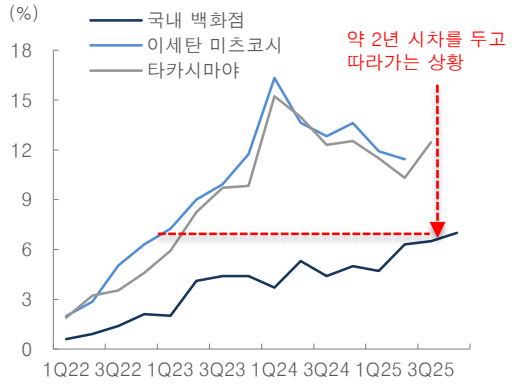
자료:한국관광공사, 대신증권 Research Center

일본 소매 시장 성장률 vs. GDP 성장률



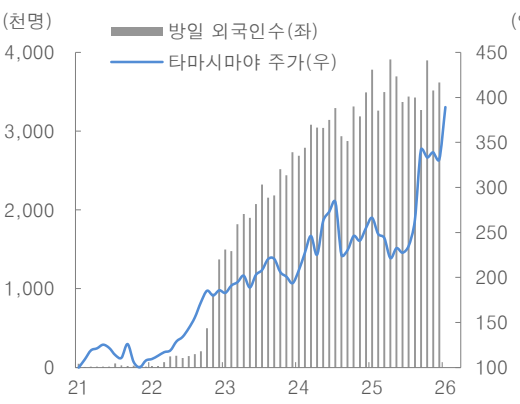
자료: 일본통계국, 대신증권 Research Center

한국 & 일본 주요 백화점 외국인 매출 비중



자료: 각사, 대신증권 Research Center

방일 외국인 수 & 타카시마야 주가



자료: 타카시마야, 대신증권 Research Center

글로벌 소매업체 재고자산 추이

기업명	Nike	YoY	QoQ
Ticker	NKE	NKE	NKE
19.02	5.4	0.9	0.6
05	5.6	6.8	3.7
08	5.8	11.7	3.9
11	6.2	15.0	6.2
21.02	6.7	15.1	9.9
05	6.9	-7.1	2.4
08	6.7	-0.1	-2.2
11	6.5	6.9	-2.8
22.02	7.7	15.1	18.3
05	8.4	22.9	9.4
08	9.7	44.2	14.7
11	9.3	43.3	-3.5
23.02	8.9	15.6	-4.5
05	8.5	0.4	-5.1
08	8.7	-10.0	2.9
11	8.0	-14.4	-8.3
24.02	7.7	-13.2	-3.2
05	7.5	-11.0	-2.7
08	8.3	-5.1	9.8
11	8.0	0.0	-3.3
25.02	7.5	-2.4	-5.5
05	7.5	-0.4	-0.7
08	8.1	-1.7	8.3

기업명	Adidas	Acushnet	VFC	YoY			QoQ		
Ticker	ADS	GOLF	VFC	Adidas	Acushnet	VFC	Adidas	Acushnet	VFC
19.03	3.3	0.4	1.4	2.2	-2.8	-23.1	-4.6	-2.8	-23.3
06	3.6	0.3	1.7	4.4	0.0	-16.5	8.8	-8.6	16.3
09	3.7	0.4	1.9	14.3	9.4	-15.9	2.8	9.4	13.5
12	4.1	0.4	1.6	18.6	11.1	-16.2	11.1	14.3	-17.2
21.03	3.9	0.3	1.1	-9.0	-8.3	-17.9	-10.5	-8.3	-1.3
06	4.1	0.3	1.2	-22.3	-16.7	-13.3	2.8	-9.1	14.6
09	3.7	0.3	1.5	-21.8	3.1	2.1	-9.6	10.0	20.4
12	4.0	0.4	1.3	-8.9	13.9	19.7	9.6	24.2	-12.1
22.03	4.5	0.5	1.4	15.2	36.4	33.6	13.2	9.8	10.2
06	5.5	0.5	2.3	35.3	56.7	92.5	20.7	4.4	65.1
09	6.3	0.5	2.7	72.7	63.6	87.8	15.3	14.9	17.4
12	6.0	0.7	2.6	49.0	64.4	101.3	-5.5	24.8	-5.7
23.03	5.7	0.6	2.3	25.0	42.0	61.5	-5.0	-5.2	-11.6
06	5.5	0.5	2.8	0.4	11.9	19.1	-3.1	-17.7	21.7
09	4.8	0.5	2.5	-23.3	-2.2	-9.7	-11.8	0.4	-11.0
12	4.5	0.6	2.1	-24.7	-8.8	-17.1	-7.2	16.5	-13.4
24.03	4.4	0.5	1.8	-22.0	-16.0	-22.9	-1.6	-12.7	-17.8
06	4.5	0.5	2.1	-17.4	-8.4	-24.7	2.6	-10.2	18.9
09	4.5	0.6	2.1	-6.7	9.1	-16.0	-0.4	19.5	-0.8
12	5.0	0.6	1.8	10.9	-6.3	-16.5	10.3	0.0	-13.9
25.03	5.1	0.5	1.6	14.6	0.2	-7.9	1.7	-6.6	-9.3
06	5.3	0.5	2.1	15.8	10.7	1.7	3.7	-0.8	31.2
09	5.5	0.5	1.9	20.9	-10.8	-10.9	4.0	-3.7	-13.1

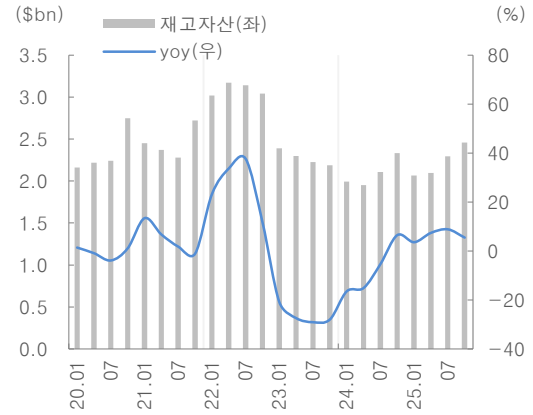
기업명	Walmart	Target	GAP	Lululemon	Macy's	YoY					QoQ				
Ticker	WMT	TGT	GPS	LULU	M	Walmart	Target	GAP	Lululemon	Macy's	Walmart	Target	GAP	Lululemon	Macy's
19.01	44.3	9.5	2.1	0.4	5.3	1.1	14.5	6.5	21.2	1.5	-12.1	-23.3	-20.2	-20.0	-26.4
04	44.8	9.1	2.2	0.4	5.5	3.3	4.7	9.8	18.9	4.0	1.1	-4.6	5.2	10.0	4.6
07	44.1	9.1	2.3	0.5	5.0	5.1	0.1	5.9	25.6	1.4	-1.4	0.7	4.0	11.4	-8.5
10	51.6	11.4	2.7	0.6	7.3	2.3	-8.0	1.9	26.0	1.5	16.8	25.0	16.7	28.6	44.3
21.01	45.0	10.7	2.5	0.7	3.8	1.1	18.5	13.4	25.0	-27.4	-13.3	-16.2	-10.9	-15.6	-26.7
04	46.4	11.3	2.4	0.7	4.2	12.5	31.2	6.8	15.9	-14.0	3.2	5.7	-3.3	12.3	12.2
07	47.8	11.3	2.3	0.8	4.3	16.2	26.8	1.8	17.9	20.1	3.0	0.0	-3.8	8.2	1.7
10	57.5	15.0	2.7	0.9	6.1	10.9	17.7	-1.1	22.1	19.5	20.4	32.9	19.3	19.0	42.8
22.01	56.5	13.9	3.0	1.0	4.4	25.7	30.5	23.3	49.2	16.2	-1.7	-7.1	11.0	3.2	-28.7
04	61.2	15.1	3.2	1.3	5.0	32.0	33.9	33.8	75.3	17.3	8.4	8.5	5.0	32.0	13.2
07	59.9	15.3	3.1	1.5	4.6	25.5	36.1	37.7	84.8	7.2	-2.1	1.6	-0.9	14.1	-7.1
10	64.7	17.1	3.0	1.7	6.4	12.6	14.4	11.8	85.1	4.2	8.0	11.7	-3.2	19.2	38.8
23.01	56.6	13.5	2.4	1.4	4.3	0.1	-2.9	-20.9	49.2	-2.6	-12.6	-21.2	-21.4	-16.8	-33.3
04	56.9	12.6	2.3	1.6	4.6	-7.0	-16.3	-27.4	23.4	-7.1	0.6	-6.5	-3.7	9.2	8.0
07	56.7	12.7	2.2	1.7	4.1	-5.3	-17.2	-29.1	13.7	-10.4	-0.4	0.5	-3.2	5.1	-10.4
10	64.0	14.7	2.2	1.7	6.0	-1.2	-14.0	-28.0	-4.4	-6.0	12.7	16.1	-1.7	0.2	45.7
24.01	54.9	11.9	2.0	1.3	4.4	-3.0	-11.9	-16.5	-10.2	2.2	-14.2	-19.3	-8.9	-21.9	-27.5
04	55.4	11.7	2.0	1.3	4.7	-2.7	-7.0	-15.1	-17.7	1.7	0.9	-1.3	-2.2	0.0	7.5
07	55.6	12.6	2.1	1.4	4.4	-2.0	-0.6	-5.3	-13.9	6.0	0.4	7.5	7.9	9.9	-6.6
10	63.3	15.2	2.3	1.8	6.3	-1.0	3.0	6.5	8.2	4.0	13.8	20.3	10.6	26.0	42.9
25.01	56.4	12.7	2.1	1.4	4.5	2.8	7.2	3.6	10.9	2.5	-10.8	-16.0	-11.3	-19.9	-28.6
04	57.5	13.0	2.1	1.7	4.7	3.8	11.2	7.4	30.8	-0.5	1.8	2.4	1.5	17.9	4.4
07	57.7	12.9	2.3	1.7	4.3	3.8	2.2	8.9	20.5	-0.8	0.5	-1.3	9.4	1.3	-6.9

글로벌 소매업체 재고자산 추이

- 재고를 먼저 줄인 고객사 vendor 에게 기회가 먼저 찾아옴

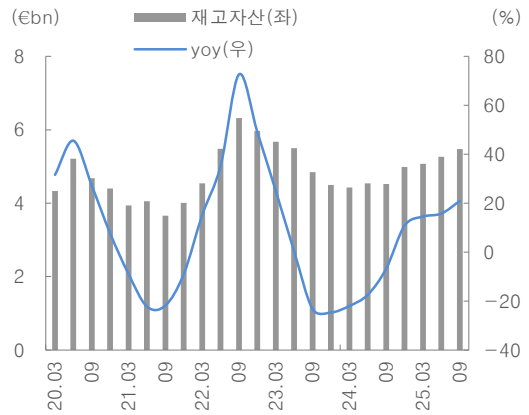
- 영원무역 Scott 기말 재고 레벨이 다음 분기, 2025년 실적에 매우 중요할 듯

GAP 재고



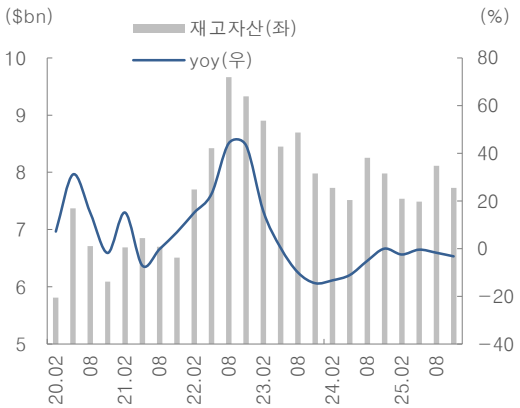
자료: GAP, 대신증권 Research Center

Adidas 재고



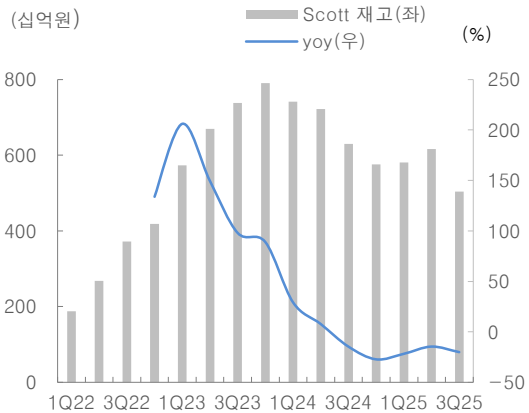
자료: Adidas, 대신증권 Research Center

Nike 재고



자료: Nike, 대신증권 Research Center

영원무역 Scott 재고



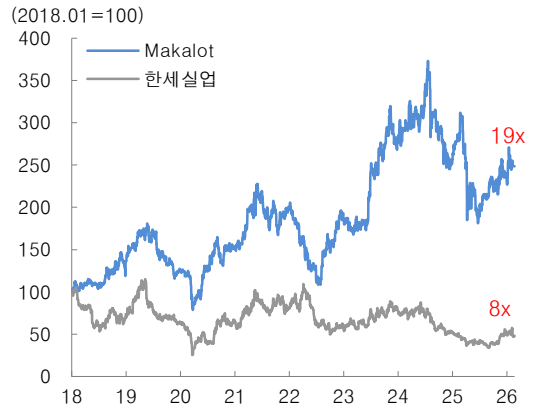
자료: 영원무역, 대신증권 Research Center

Buyer – OEM 주가 상관관계

- 최근 대만 peer 기업 valuation 급등 》 국내 기업 valuation 상승에 긍정적

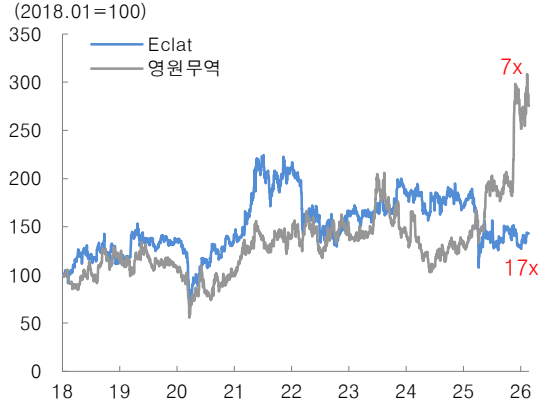
- 유럽이 주요 시장인 아디다스의 부진 》 오히려 하반기 회복 가속화 전망

Makalot vs. 한세실업 주가



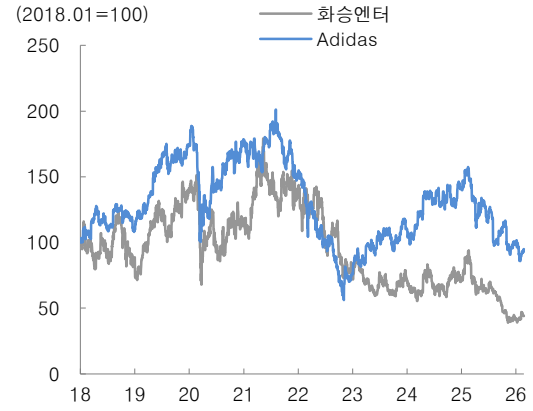
자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

Eclat & 영원무역 주가



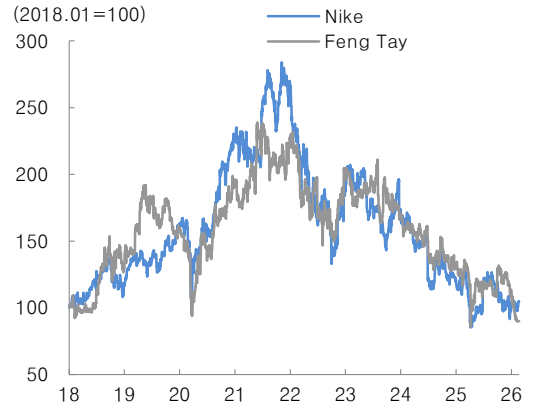
자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

Adidas & 화승엔터 주가



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

NIKE & Feng Tay 주가



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

주주가치 제고 사항(Value-up)

유통	배당총액		자사주매입(소각)		배당+자사주		지배주주순이익		주주환원율		주당 배당금		배당성향		배당수익률
	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	25F
신세계	39	39	105		144	39	109	187	**132.6**	**21.1**	4,000	4,000	36.2	21.1	2.3
롯데쇼핑	107	107			107	107	-968	219		**48.9**	3,800	3,800		48.9	4.9
현대백화점	28	36	69	21	98	57	-36	225		**25.1**	1,400	1,750		15.8	2.5
이마트	54	54			54	54	-573	211		**25.4**	2,000	2,000		25.4	2.3
★BGF리테일	71	73			71	73	195	199	**36.3**	**36.5**	4,100	4,200	36.3	36.5	4.2
GS리테일	52	52			52	52	3	152	**1724.0**	**34.0**	500	500	1724.0	34.0	3.6
KOSPI 평균									**48.0**						

주1) 주주환원율 = (배당총액+자사주매입)/지배주주순이익, 배당수익률은 5월 23일 종가 기준
주2) 신세계 - 매년 기보유 자사주 20만주(2%) 이상 소각
현대백화점 - 1분기 자사주 211억원 매입 공시, 2분기 추가 매입 가능성 매우 높음(이 경우 주주환원율 35%). 2025년부터 중간배당 시작(100억원)

의류	배당총액		자사주매입(소각)		배당+자사주		지배주주순이익		주주환원율		주당 배당금		배당성향		배당수익률
	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	24	25F	25F
영원무역	60	64	50		110	64	427	438	**25.7**	**14.6**	1,400	1,500	14.0	14.6	2.6
영원무역홀딩스	62	81			62	81	124	137	**50.0**	**59.1**	5,350	6,950	50.0	59.1	6.1
★미스토홀딩스	70	76	50	70	120	146	84	230	**142.4**	**63.4**	1,200	1,300	83.0	32.9	3.7
백산	7	7	10	10	17	17	60	60	**28.4**	**28.3**	350	350	12.5	12.5	2.4
★한세실업	20	20			20	20	58	60	**34.5**	**33.3**	500	500	34.5	33.3	4.9
★F&F	64	64	20	20	84	84	356	364	**23.6**	**23.0**	1,700	1,700	17.9	17.6	2.3
한섬	16	16	10		26	16	45	51	**57.4**	**31.4**	750	750	35.9	31.4	4.7
신세계인터	14	14	19		33	14	22	30	**153.5**	**46.0**	400	400	65.1	46.0	3.6
KOSPI 평균									**48.0**						

주1) 주주환원율 = (배당총액+자사주매입)/지배주주순이익, 배당수익률은 5월 23일 종가 기준
주2) 영원무역홀딩스 - 매년 보유 자사주 1%씩 소각 / F&F - 3년간 600억원 자사주 매입 / 한섬 2025년 1월 자사주 소각(96억원) / 신세계인터 3년내 보유 자사주 3% 소각

투자포인트(유통)

		4Q24	4Q25	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025P	2026F	YoY	투자포인트
신세계	Sales	1,560	1,934	24.0%	1,941	-0.4%	6,570	6,929	7,043	1.6%	- 백화점 기존점 성장률 7%. 1Q26 기존점 HSD% 이상 - 면세점 구조조정 통해 4분기 흑자 기록 - 본점 리뉴얼 공사로 하락했던 외국인 매출 비중 7%까지 상승(3분기말 5.1%) - SI 대손충당 이슈 없었으면 1,830억원 OP, Big surprise - 동사의 핵심 사업부가 인바운드 증가에 대부분 수혜. 연말~2026년 re-rating 기대
	OP	106	173	63.2%	163	6.5%	477	480	582	21.3%	
롯데쇼핑	Sales	3,477	3,522	1.3%	3,596	-2.1%	13,987	13,738	15,671	14.1%	- 백화점 기존점 성장률 +7% - 마트 실적 부진 불구, 백화점 사업부가 전체 실적 호전 견인 지속 전망 - 2025년부터 중간배당 실시. Valuation도 현실화 - 2022년말 CEO 교체, PBR 0.1배
	OP	147	228	55.1%	238	-4.4%	473	547	659	20.5%	
현대백화점	Sales	1,175	1,042	-11.3%	1,127	-7.6%	4,188	4,230	4,765	12.6%	- 4Q25 백화점 기존점 성장률 +8%, 1Q26 기존점 성장률 HSD% - 4분기 면세점 21억원 흑자 지속(4Q24 -118억원) - 지누스 부진은 지속. 2026년 상반기 실적에 다소 부담 - 그러나 자사주 매입 등 주주가치 제고 노력 최선. 백화점 3사 중 valuation 가장 저렴(P/E 6배)
	OP	108	106	-1.9%	124	-14.3%	284	378	472	24.9%	
이마트	Sales	7,250	7,312	0.9%	7,410	-1.3%	29,021	28,970	30,562	5.5%	- 4분기 기존점 성장률 +2% - 건설 대손충당으로 적자 확대(-1,010억원)되며 실적 미스 - 규제 해소 기대감 선반영된 상태. 그러나 주가 downside risk 보다 upside risk가 더 큼
	OP	-77	-10	적지	108	-109.3%	47	322	574	78.3%	
BGF리테일	Sales	2,216	2,292	3.4%	2,300	-0.4%	8,725	9,061	9,555	5.5%	- 편의점 기존점 성장률 +0.4%. 1분기 1월 소폭 +. 2월 3~4% - 25년 3분기까지 마이너스 성장에서 4분기에 + 전환 - 지난 해 업계 점포 구조조정 완료되고 나면 2026년부터 완만한 실적 개선 전망 - 백화점주 랠리 이어서 2분기부터 주가 회복 가능성 높다고 판단
	OP	52	64	23.1%	56	13.9%	252	254	300	18.1%	
GS리테일	Sales	2,934	3,026	3.1%	3,032	-0.2%	11,496	11,972	12,311	2.8%	- 4분기 편의점 기존점 성장률 2% - 일회성 비용 발생하며 영업이익 부진 - 구조조정 이후 2026년부터 업황 개선 예상 - 2026년 지방선거 이후 담배 가격 인상 가능성
	OP	28	53	90.4%	59	-9.7%	239	291	326	12.0%	
호텔신라	Sales	948	1,045	10.2%	1,032	1.3%	3,948	4,068	6,975	71.5%	- 해외 공항 적자, 그러나 임차료 감면으로 전년동기대비 손익 개선 - 인천공항 DF1 철수로 공항 적자 개선 전망 - 시내점 OPM은 MSD% 수준 유지 - 호텔/레저: 제주도 관광 수요 감소 불구 인바운드 관광객 증가에 따른 ADR 상승으로 양호한 실적 유지 전망
	OP	-28	-4	NA	14	-129.4%	-5	14	103	635.7%	

- 경기 회복의 큰 맥락 속에

》 CEO 교체 기업 : 2024년 초 – 신세계, 현대백화점, 이마트, 2025년 초 – GS리테일 / 채널 구조조정 산업 : 백화점, 면세점, 대형마트

투자포인트(의류)

		4Q24	4Q25	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025P	2026F	YoY	투자포인트
영원무역	Sales	847	937	10.6%	931	0.7%	3,518	3,991	4,269	7.0%	- OEM 4분기 달러 매출 성장률 +HSD% 전망 - 아크테릭스가 새로운 성장동력으로 부상하며 호실적 견인 - 2026년 신규 바이어가 또 다른 성장원으로 작용할 듯 - 스캇은 4분기 영업적자 200억원 미만 전망(3분기 대비 적자폭 축소 전망) - 스캇 지분 매입 완료로 26년 스캇 실적 개선 시 EPS 개선 효과 크게 나타날 듯
	OP	-14	82	흑전	66	24.5%	316	491	638	29.9%	
화승엔터프라이즈	Sales	486	439	-9.7%	452	-3.0%	1,610	1,606	1,804	12.3%	- 4분기 달러 기준 매출 성장률 -HSD% 예상 - 고객사의 재고 정책이 더 보수적으로 바뀌면서 다품종 소량 생산체제로 효율 저하 - 6월 북중미 월드컵 앞두고 1분기부터 제품 제작 시작 가능성. 1분기 중 월별 실적 체크가 필요
	OP	39	9	-76.9%	15	-40.8%	83	32	73	128.1%	
한세실업	Sales	404	469	16.1%	430	9.1%	1,798	1,942	2,029	4.5%	- 4분기 매출 성장율 +12% 성장(달러 기준) - 그러나 4분기 비수기로 가동율 하락하며 마진 훼손 - 1Q26 매출 -LSD% 예상. 영업이익 크게 늘기 어려울 전망 - 2026년 3분기부터 방적공장 가동 시작. 비용 부담 증가 가능성
	OP	16	13	-18.8%	15	-12.2%	142	82	105	28.0%	
F&F	Sales	450	565	25.6%	575	-1.7%	1,896	1,934	2,020	4.4%	- 국내 D -14%, MLB 국내 +10%, MLB 면세 -4%, 중국 +15% 성장 - 26년 가이던스(괄호안은 1분기) 디커 5%(2%), MLB 국내 5%(5%), 중국 4%(6.5%) - Taylormade 인수 확정 시 valuation re-rating 가능 - 낮은 가이던스 제시하며 주가 크게 하락. 저평가 매력 부각 구간이라는 판단
	OP	120	131	9.2%	133	-1.5%	451	469	501	6.8%	
미스토홀딩스	Sales	861	863	0.2%	868	-0.6%	4,269	4,416	4,430	0.3%	- 국내 브랜드 equity 희석 후 회복 매우 완만히 나타나고 있는 상황 - 미국 법인 영업 철수로 손익 대폭 개선 - 중국 수수료와 로열티는 고환율 여건으로 안정적 수입처 - 풍부한 Cash flow로 주주가치 제고에 적극적
	OP	-36	3	흑전	13	-76.2%	361	479	518	8.1%	
한섬	Sales	436	464	6.4%	452	2.8%	1,485	1,492	1,545	3.6%	- 일명 작은 백화점 주식, 소비 회복 시 백화점과 동반 실적 개선되는 기업 - 백화점 업황 호조 속에 국내 패션업계도 회복세. 4분기 매출 성장률 +6% 성장 - 2023년 1분기까지 국내 고가 의류 시장 고성장, 이후 재고 과잉, 소비 부진으로 할인판매 증가하며 12개 분기 연속 GPM 하락 - 25년 4분기부터 매출 회복되며 할인판매율 하락으로 13개 분기만에 영업이익 + 전환 - 내수 소비 기업 중 valuation 가장 저렴(P/E 6배)
	OP	21	27	29.5%	24	13.3%	63	52	85	63.5%	
신세계인터내셔날	Sales	382	400	4.7%	413	-3.1%	1,309	1,323	1,187	-10.3%	- 해외 패션 +20% 성장, 국내 패션 효율화 작업으로 -15% 성장, 해외 수입 화장품 +20% 성장 - 4분기 중국법인, 브랜드 종료 앞두고 대손충당 55억원 발생. 이를 제거할 시 추정치에 부합 - 25년말 대표 이사 변경으로 조직 분위기 쇄신 전망 - 1Q26 해외 패션 +50% 성장 중. 상반기 실적 회복 기대감으로 강한 주가 흐름 전망
	OP	0	1	-	7	-81.4%	27	2	40	1900.0%	

- 경기 회복의 큰 맥락 속에 CEO 교체 기업 : 신세계인터

Valuation

유통 Coverage valuation 비교 (2026.02.20 기준)

		호텔신라	롯데쇼핑	신세계	현대백화점	이마트	GS리테일	BGF리테일
		008770	023530	004170	069960	139480	007070	282330
목표주가		60,000	115,000	410,000	145,000	150,000	20,000	170,000
주가		48,150	109,700	351,500	106,500	110,700	22,500	137,000
시가총액(십억원)		1,890	3,103	3,390	2,410	3,055	1,881	2,368
매출액(십억원)	24A	4,068	13,738	6,929	4,230	28,970	11,956	9,061
	25F	3,975	15,617	7,043	4,765	30,562	12,311	9,555
	26F	4,264	15,889	7,557	4,820	31,378	12,620	10,066
영업이익(십억원)	24A	14	547	480	378	322	298	254
	25F	103	659	582	472	574	326	300
	26F	165	755	748	506	621	342	334
EPS(원)	24A	-4,317	1,822	1,344	9,186	4,922	1,994	11,300
	25F	761	8,212	25,721	13,913	9,444	2,421	13,624
	26F	2,134	9,926	35,120	16,329	11,425	2,600	15,186
OPM(%)	24A	0.3	4.0	6.9	8.9	1.1	2.5	2.8
	25F	2.6	4.2	8.3	9.9	1.9	2.6	3.1
	26F	3.9	4.8	9.9	10.5	2.0	2.7	3.3
PER(배)	24A	-10.5	39.2	182.7	9.9	16.4	11.2	9.7
	25F	63.3	13.4	13.7	7.7	11.7	9.3	10.1
	26F	22.6	11.1	10.0	6.5	9.7	8.7	9.0
PBR(배)	24A	1.6	0.1	0.4	0.3	0.2	0.5	1.4
	25F	1.7	0.2	0.7	0.5	0.3	0.5	1.6
	26F	1.5	0.2	0.6	0.5	0.3	0.5	1.4
EV/EBITDA(배)	24A	29.2	10.0	9.6	6.3	8.7	4.5	3.3
	25F	16.1	9.5	8.8	5.5	7.6	4.3	3.3
	26F	12.0	9.0	7.8	4.8	7.4	3.9	3.0
ROE(%)	24A	-14.4	0.3	0.3	4.6	1.3	5.0	15.7
	25F	2.7	1.5	5.5	6.6	2.5	5.7	16.9
	26F	7.1	1.8	6.8	7.3	2.9	5.5	16.8
ROA(%)	24A	0.4	1.4	3.1	3.4	1.0	4.0	7.5
	25F	2.9	1.7	3.5	4.2	1.8	4.4	8.7
	26F	4.6	2.0	4.4	4.5	1.9	4.7	9.2

자료: 대신증권 Research Center

Valuation

글로벌 유통 valuation 비교 (2026.02.20 기준)

		Walmart WMT US	Costco COST US	Target TGT US	Amazon AMZN US	Alibaba BABA US	Coupang CPNG US	Seven&I Holdings 3382 JP
주가 (USD)		122.99	985.27	116.69	210.11	154.45	18.75	14.14
시가총액 (USDmn)		980,251	437,331	52,838	2,255,514	368,736	34,250	36,833
매출액 (USDmn)	24A	648,125	242,290	107,412	637,959	131,313	30,268	68,904
	25F	748,320	297,490	103,615	804,326	149,871	34,801	68,084
	26F	783,692	319,719	105,847	897,972	165,934	39,005	64,180
영업이익 (USDmn)	24A	27,105	8,505	5,809	68,593	20,304	509	3,737
	25F	33,922	11,555	4,815	99,025	12,478	675	2,649
	26F	37,620	12,769	4,865	121,968	19,401	380	2,718
EPS (USD)	24A	2.2	14.9	9.1	5.62	7.1	0.1	1.0
	25F	2.9	20.3	7.3	9.15	5.9	0.2	0.7
	26F	3.3	22.3	7.7	10.95	8.9	0.3	0.7
OPM (%)	24A	4.2	3.5	5.4	10.8	15.5	1.7	5.4
	25F	4.5	3.9	4.6	12.3	8.3	1.9	3.9
	26F	4.8	4.0	4.6	13.6	11.7	1.0	4.2
PER (X)	24A	24.9	36.6	16.0	39.0	10.2	191.1	26.3
	25F	42.1	48.5	15.9	23.0	26.3	110.9	20.1
	26F	37.3	44.3	15.2	19.2	17.4	62.7	20.2
PBR (X)	24A	5.3	9.6	5.0	8.13	1.3	9.6	1.6
	25F	8.8	12.8	3.4	4.38	2.3	7.1	1.4
	26F	8.1	10.2	3.3	3.44	2.3	6.4	1.4
EV/EBITDA (X)	24A	12.2	21.6	9.1	17.8	4.0	24.4	7.9
	25F	21.0	30.2	8.4	10.7	15.4	17.1	9.7
	26F	19.2	27.4	8.3	8.7	10.8	14.7	9.9
ROE (%)	24A	22.4	28.9	34.2	24.7	13.2	5.3	10.3
	25F	21.3	28.4	22.4	18.5	9.7	6.7	6.8
	26F	22.4	26.0	21.6	18.0	10.5	10.2	7.0
ROA (%)	24A	7.3	9.9	7.8	10.5	7.4	1.5	3.5
	25F	8.4	11.0	5.7	9.9	5.5	1.9	2.9
	26F	8.8	10.8	5.8	10.2	6.5	-3.9	2.8

자료: 대신증권 Research Center

Valuation

의류 Coverage valuation 비교 (2026.02.20 기준)

		한세실업	영원무역	화승 엔터프라이즈	한섬	미스토홀딩스	신세계인터	F&F
		105630	111770	241590	020000	081660	031430	383220
목표주가		18,000	120,000	8,000	25,000	60,000	17,000	100,000
주가		12,950	86,800	5,280	21,050	52,100	12,260	70,200
시가총액 (십억원)		518	3,846	320	472	2,766	433	2,689
매출액 (십억원)	24A	1,942	3,991	1,606	1,492	4,416	1,323	1,934
	25F	2,029	4,269	1,804	1,545	4,430	1,187	2,020
	26F	2,146	4,512	2,075	1,616	4,501	1,475	2,138
영업이익 (십억원)	24A	82	491	32	52	479	2	469
	25F	105	638	73	85	518	40	501
	26F	117	707	115	98	536	62	541
EPS (원)	24A	1,422	9,386	167	2,063	4,117	116	10,513
	25F	1,747	12,810	708	2,993	4,372	1,375	10,542
	26F	1,981	13,677	1,249	3,442	4,566	1,820	11,136
OPM (%)	24A	4.2	12.3	2.0	3.5	10.8	0.1	24
	25F	5.2	15.0	4.1	5.5	11.7	3.4	24.8
	26F	5.5	15.7	5.5	6.0	11.9	4.2	25.3
PER (X)	24A	9.1	9.4	29.0	7.6	10.6	91.3	6.8
	25F	7.4	6.9	6.8	5.2	10.0	7.7	6.8
	26F	6.5	6.5	3.9	4.5	9.6	5.8	6.5
PBR (X)	24A	0.7	0.92	0.51	0.25	0.74	0.45	1.4
	25F	0.6	0.82	0.47	0.24	0.6	0.43	1.2
	26F	0.6	0.74	0.41	0.23	0.5	0.41	1.0
EV/EBITDA (X)	24A	7.8	5.0	8.2	2.9	6.5	14.7	4.9
	25F	6.4	3.6	5.1	1.9	5.4	8.0	4.5
	26F	5.8	3.0	3.6	1.7	3.9	7.2	3.8
ROE (%)	24A	7.8	10.8	1.9	3.3	9.9	0.5	23.3
	25F	9.1	13.2	7.7	4.6	8.5	5.7	19.5
	26F	9.6	12.6	12.2	5.1	6.9	7.2	17.6
ROA (%)	24A	5.7	8.9	2.1	3.0	8.3	0.1	19.6
	25F	7.0	10.9	5.0	4.8	8.3	3.0	19.3
	26F	7.5	11.4	7.5	5.4	6.7	4.3	19.0

자료:대신증권 Research Center

Valuation

글로벌 스포츠 브랜드 valuation 비교 (2026.02.20 기준)

		Acushnet GOLF US	미스토홀딩스 081660 KS	Nike NKE US	Adidas ADS GR	Asics 7936 JP EQUITY	DECKERS DECK US EQUITY	On Holding ONON US EQUITY	Lululemon LULU US
주가 (원, USD, 유로, 엔)		102.17	52,100	65.40	158.65	4,810	118.69	49.42	187.30
시가총액(local mn.)		5,993	2,766,085	96,817	28,557	3,532,860	16,848	16,317	21,971
매출액(local bil.)	24A	2,457	4,416	51.4	23.7	679	4.29	2.63	9.62
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	25F	2,536	4,430	46.7	24.9	935	5.44	3.88	11.04
	26F	2,601	4,501	48.5	26.8	1,033	5.82	4.76	11.54
영업이익(local bil.)	24A	269	479	6.74	1.41	100.1	0.93	0.24	2.21
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	25F	307	518	2.94	2.04	171.5	1.24	0.55	2.19
	26F	337	536	4.19	2.69	193.7	1.27	0.67	2.06
EPS (원, 엔, 유로, USD)	24A	2.9	4,117	4.0	4.5	85.6	4.9	0.9	12.6
	25F	3.4	4,372	1.6	7.5	158.9	6.9	1.0	13.0
	26F	3.8	4,566	2.3	10.5	179.4	7.3	1.7	12.7
OPM (%)	24A	11.0	10.8	13.1	5.9	14.8	21.7	9.1	22.9
	25F	12.1	11.7	6.3	8.2	18.3	22.8	14.2	19.9
	26F	13.0	11.9	8.6	10.0	18.7	21.9	14.0	17.8
PER (X)	24A	24.2	10.6	24.1	55.8	35.2	32.2	59.2	38.0
	25F	30.2	10.0	41.4	21.1	30.3	17.3	49.8	14.4
	26F	27.2	9.6	27.9	15.1	26.8	16.2	29.3	14.8
PBR (X)	24A	5.6	0.7	9.9	7.7	9.5	11.4	10.3	14.3
	25F	8.0	0.6	7.3	4.5	10.1	6.8	7.7	4.4
	26F	7.5	0.5	7.2	3.8	8.2	5.3	6.0	3.8
EV/EBITDA (X)	24A	14.6	6.5	17.6	17.5	18.3	21.7	43.5	20.7
	25F	16.6	5.4	26.7	10.2	17.7	11.3	22.7	7.8
	26F	16.3	3.9	20.4	8.3	15.9	11.0	18.3	8.0
ROE (%)	24A	22.9	9.9	42.5	16.0	28.3	39.3	19.6	43.3
	25F	27.7	8.5	17.4	22.0	37.8	39.4	13.9	33.0
	26F	29.1	6.9	24.2	26.4	34.8	35.5	22.1	27.5
ROA (%)	24A	8.5	8.3	16.0	4.2	12.6	26.7	12.2	25.2
	25F	9.2	8.3	6.2	6.4	18.4	26.8	8.7	18.8
	26F	9.2	6.7	9.0	8.8	18.2	24.1	13.7	16.6

자료:대신증권 Research Center

신세계(004170)

(parent)

(Wbn, %)	2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	**1,206**	**1,242**	**1,205**	**1,486**	**1,318**	**1,304**	**1,205**	**1,560**	**1,792**	**1,747**	**1,712**	**1,661**
영업이익	**70**	**78**	**60**	**92**	**70**	**35**	**49**	**75**	**108**	**71**	**84**	**148**
영업이익률	**5.8**	**6.3**	**5.0**	**6.2**	**5.3**	**2.7**	**4.1**	**4.8**	**6.0**	**4.1**	**4.9**	**8.9**
YoY												
총매출액	2.9	-2.3	0.3	8.2	9.3	5.0	0.0	5.0	35.9	33.9	42.0	6.5
영업이익	-19.2	-5.5	-20.5	-10.6	-1.3	-55.5	-17.2	-18.3	55.0	104.1	70.0	96.5

2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
4,420	**5,017**	**5,139**	**5,388**	**6,912**	**6,503**
236	**348**	**300**	**229**	**411**	**841**
5.3	**6.9**	**5.8**	**4.3**	**5.9**	**12.9**
16.4	13.5	2.4	4.8	28.3	-5.9
85.8	47.8	-13.7	-23.7	79.3	104.7

(Consolidated)

(Wbn, %)	2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	**2,675**	**2,732**	**2,604**	**3,121**	**2,819**	**2,782**	**2,709**	**3,187**	**2,878**	**2,896**	**2,814**	**3,187**
신세계	**1,670**	**1,702**	**1,645**	**2,030**	**1,801**	**1,746**	**1,688**	**2,033**	**1,791**	**1,746**	**1,712**	**2,180**
신세계DF	**0**	**585**	**499**	**555**	**561**	**563**	**570**	**562**	**562**	**562**	**562**	**562**
신세계인터내셔날	**312**	**334**	**316**	**393**	**309**	**321**	**296**	**382**	**304**	**309**	**310**	**344**
센트럴시티	**84**	**89**	**94**	**82**	**89**	**95**	**94**	**97**	**89**	**96**	**98**	**110**
영업이익	**152**	**150**	**132**	**206**	**163**	**118**	**93**	**106**	**132**	**75**	**100**	**173**
신세계	110	92	93	145	114	82	88	122	108	79	84	143
신세계DF	**24**	**40**	**13**	**9**	**7**	**9**	**-16**	**-36**	**-2**	**-2**	**-6**	**0**
신세계인터내셔날	10	18	6	14	11	13	2	0	5	-2	-2	-3
센트럴시티	22	9	25	23	26	11	26	23	22	10	28	29
영업이익률	5.7	5.5	5.1	6.6	5.8	4.2	3.4	3.3	4.6	2.6	3.5	5.4
YoY												
총매출액	-5.8	-10.7	-15.1	-11.5	5.4	1.8	4.0	2.1	2.1	4.1	3.9	0.0
영업이익	-6.8	-20.2	-13.9	45.8	7.0	-21.5	-29.4	-48.5	-18.8	-35.9	7.3	62.6

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
10,213	**12,494**	**11,132**	**11,497**	**11,775**	**12,027**
4,420	**5,017**	**7,047**	**7,268**	**7,430**	**7,660**
0	**0**	**1,639**	**2,256**	**2,414**	**2,583**
1,451	**1,554**	**1,354**	**1,309**	**1,268**	**1,195**
263	**324**	**350**	**375**	**393**	**413**
517	**645**	**640**	**480**	**480**	**563**
236	348	440	396	414	449
78	**5**	**87**	**-36**	**-9**	**-2**
92	115	49	27	-2	40
53	63	78	86	89	100
5.1	5.2	5.7	4.2	4.1	4.7
32.4	22.3	-10.9	3.3	2.4	2.1
485.2	24.7	-0.9	-25.0	0.1	17.4

현대백화점(069960)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Gross sales	2,282	2,432	2,666	3,143	2,366	2,493	2,538	2,737	2,432	2,477	2,431	2,720	2,555	2,474	2,320	2,523
yoy(%)	12.2	7.5	20.3	22.6	3.7	2.5	-4.8	-12.9	2.8	-0.6	-4.2	-0.6	5.0	-0.1	-4.6	-7.3
Net sales	934	1,125	1,372	1,582	1,098	970	1,004	1,135	952	1,024	1,050	1,175	1,098	1,080	1,010	1,042
yoy(%)	36.8	30.2	48.4	43.8	17.5	-13.8	-26.8	-28.3	-13.3	5.5	4.6	3.5	15.4	5.5	-3.8	-11.4
GP	653	814	864	1,007	659	586	592	655	560	600	594	712	643	641	586	681
%gross sales	28.6	33.5	32.4	32.0	27.9	23.5	23.3	23.9	23.0	24.2	24.4	26.2	25.2	25.9	25.2	27.0
yoy(%)	53.9	48.3	41.7	32.9	0.9	-28.0	-31.5	-34.9	-15.0	2.3	0.4	8.6	14.7	6.9	-1.4	-4.3
SG&A	564	743	771	938	581	531	518	559	491	557	529	604	530	554	513	575
%gross sales	24.7	30.5	28.9	29.8	24.6	21.3	20.4	20.4	20.2	22.5	21.8	22.2	20.8	22.4	22.1	22.8
yoy(%)	57.0	51.3	37.3	41.4	3.0	-28.6	-32.9	-40.4	-15.5	4.9	2.2	7.9	7.9	-0.5	-3.1	-4.8
OP	89	71	92	69	78	56	74	96	69	43	65	108	113	87	73	106
%gross sales	3.9	2.9	3.5	2.2	3.3	2.2	2.9	3.5	2.8	1.7	2.7	4.0	4.4	3.5	3.1	4.2
yoy(%)	36.7	22.8	94.1	-27.2	-12.3	-22.0	-19.7	39.9	-11.6	-23.0	-12.7	12.4	63.3	103.0	12.4	-1.6
													123	99	83	93
백화점													-10	-12	-10	14
Gross sales	**1,695**	**1,795**	**1,739**	**1,940**	**1,737**	**1,796**	**1,749**	**2,015**	**1,770**	**1,790**	**1,694**	**1,905**	**1,716**	**1,681**	**1,691**	**1,957**
	154	**188**	**258**	**91**	**43**	**1**	**9**	**75**	**33**	**-6**	**-55**	**-110**	**-54**	**-109**	**-3**	**52**
yoy	10.0	11.7	17.4	4.9	2.5	0.0	0.5	3.9	1.9	-0.3	-3.2	-5.5	-3.1	-6.1	-0.2	2.7
net/gross	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5
GP	653	327	359	368	385	327	352	382	392	326	346	361	380	306	350	371
GPM	22.1	18.2	20.6	19.0	22.1	18.2	20.1	19.0	22.1	18.2	20.4	19.0	22.1	18.2	20.7	19.0
(y-y difference)	**1.0**	**1.0**	**1.2**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**-0.5**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.3**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.3**	**0.0**
SG&A	564	743	771	938	581	531	518	559	491	557	529	604	0	0	755	842
%gross sales	33.3	41.4	44.3	48.3	33.5	29.6	29.6	27.8	27.8	31.1	31.3	31.7	0.0	0.0	44.7	43.0
OP	**103**	**85**	**97**	**95**	**95**	**61**	**80**	**120**	**103**	**71**	**71**	**114**	**97**	**71**	**89**	**114**
OPM	6.1	4.7	5.5	4.9	5.7	4.5	5.3	5.9	5.7	3.5	4.5	5.5	5.5	4.0	4.7	6.2
y-y	35.1	47.4	64.1	-9.9	-7.3	-27.9	-17.3	26.9	8.3	15.8	-11.0	-5.1	-5.7	0.0	25.8	0.0

2022	2023	2024	2025	2026	2027
10,522	10,133	10,061	9,871	10,093	10,311
15.9	-3.7	-0.7	-1.9	2.2	2.2
5,014	4,207	4,201	4,230	4,765	4,820
40.3	-16.1	-0.2	0.7	12.6	1.2
2,569	2,493	2,465	2,550	2,610	2,666
24.4	24.6	24.5	25.8	25.9	25.9
9.8	-3.0	-1.1	3.4	2.3	2.2
2,281	2,189	2,181	2,172	2,138	2,160
21.7	21.6	21.7	22.0	21.2	20.9
9.9	-4.0	-0.4	-0.4	-1.6	1.0
321	304	284	378	472	506
3.0	3.0	2.8	3.8	4.7	4.9
21.2	-5.4	-6.4	33.1	24.8	7.2
	343	325	397	377	511
7,169	**7,297**	**7,158**	**7,045**	**7,552**	**7,590**
690	**128**	**-138**	**-114**	**508**	**38**
10.7	1.8	-1.9	-1.6	7.2	0.5
31.9	32.9	34.0	34.5	38.1	38.1
6.5	4.9	1.3	-0.2	18.3	0.5
1,706	1,445	1,424	1,412	1,522	1,544
23.8	19.8	19.9	20.0	20.1	20.3
-0.4	-4.0	0.1	0.2	0.1	0.2
3,017	2,189	2,181	1,690	3,993	4,925
42.1	30.0	30.5	24.0	52.9	64.9
379	356	359	371	416	427
5.3	4.9	5.0	5.3	5.5	5.6
27.3	-5.9	0.8	3.5	12.2	2.6

Duty Free

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Gross sales	587	637	658	885	399	477	567	440	510	481	465	526	589	564	387	374
yoy(%)	19.2%	-2.9%	-10.3%	23.6%	-32.0%	-25.0%	-13.8%	-50.3%	27.7%	0.8%	-18.1%	19.6%	15.5%	17.2%	-16.7%	-29.0%
Net sales	424	570	558	704	332	194	237	234	229	216	209	237	294	230	223	205
OP	**-14**	**-13**	**-15**	**-23**	**-16**	**-1**	**1**	**-16**	**-5**	**-4**	**-8**	**-12**	**-2**	**-1**	**1**	**2**
%sales	-2.4	-2.0	-2.3	-2.6	-3.9	-0.2	0.2	-3.6	-1.0	-0.8	-1.7	-2.2	-0.3	-0.2	0.3	0.6

2022	2023	2024	2025	2026	2027
2,767	1,884	1,982	1,913	1,600	1,740
6.5	-31.9	5.2	-3.5	-16.4	8.7
2,257	998	892	950	950	950
-65	**-31**	**-29**	**0**	**24**	**27**
-2.4	-1.7	-1.5	0.0	1.5	1.6

지누스

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	291	264	268	318	229	220	222	282	152	206	273	289	250	230	242	192
yoy(%)							-17.4	-11.4	-33.6	-6.0	23.2	2.4	64.2	11.2	-15.0	-1.0
OP	28	9	11	17	8	5	3	2	-19	-14	12	16	28	29	-8	-23
%sales	9.7	3.5	4.0	5.5	3.6	2.4	1.4	0.6	-12.5	-6.9	4.4	5.6	11.0	12.7	-3.2	-12.1

2022	2023	2024	2025	2026	2027
587	952	920	913	941	981
28	18	-5	26	-11	57
4.8	1.9	-0.6	2.8	-1.2	5.8

영원무역(111770 KS)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F				2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q							
W/$	**1,205**	**1,261**	**1,339**	**1,357**	**1,277**	**1,315**	**1,312**	**1,321**	**1,329**	**1,371**	**1,358**	**1,400**	**1,452**	**1,401**	**1,385**	**1,452**	**1,148**	**1,291**	**1,306**	**1,365**	**1,423**	**1,428**	**1,390**
yoy	8.1	12.5	15.6	13.2	6.0	4.3	-2.0	-2.7	4.1	4.3	3.6	6.0	9.2	2.2	2.0	3.7	-2.7	12.4	1.2	4.5	4.2	0.3	-2.6
Sales-OEM($mn)	365	452	556	421	386	486	455	325	356	451	539	389	371	495	597	421	1,398	1,794	1,652	1,735	1,883	2,024	2,205
yoy	50.6	46.1	25.0	5.0	5.9	7.5	-18.2	-23.0	-7.9	-7.3	18.4	20.0	4.3	9.9	10.7	**8.0**	27.7	28.4	-7.9	5.0	8.6	7.5	9.0
Sales(Wbn)	**766**	**946**	**1,162**	**1,030**	**841**	**1,008**	**999**	**757**	**710**	**893**	**1,068**	**847**	**811**	**1,038**	**1,205**	**937**	**2,793**	**3,905**	**3,604**	**3,518**	**3,991**	**4,269**	**4,512**
OEM	439	570	745	572	493	639	597	429	473	618	732	545	538	694	826	611	1,613	2,326	2,158	2,368	2,670	2,886	3,064
Outdoor Research	37	41	34	72	44	34	57	70	33	35	50	79	47	43	49	81	135	183	205	197	220	226	233
Scott	290	335	385	387	304	335	345	259	204	240	287	223	226	301	330	245	1,053	1,398	1,242	954	1,102	1,157	1,215
yoy	**34.9**	**39.5**	**46.2**	**37.1**	**9.7**	**6.6**	**-14.1**	**-26.5**	**-15.6**	**-11.4**	**7.0**	**11.8**	**14.3**	**16.3**	**12.8**	**10.7**	13.2	39.8	-7.7	-2.4	13.5	7.0	5.7
OEM	62.7	64.3	44.5	18.9	12.2	12.1	-19.8	-25.1	-4.1	-3.3	22.6	27.2	13.9	12.3	12.9	12.0	24.9	44.2	-7.2	9.7	12.7	8.1	6.2
Outdoor Research	11.5	170.9	-19.7	59.0	20.5	-16.3	65.7	-2.2	-25.0	2.9	-11.8	12.2	41.5	24.0	-3.0	**3.0**	7.6	35.2	11.9	-4.0	11.7	3.0	3.0
Scott	5.7	6.1	62.4	71.5	4.5	0.0	-10.4	-33.1	-32.8	-28.4	-17.0	-13.7	10.9	25.2	15.1	**10.0**	0.4	32.7	-11.1	-23.2	15.5	5.0	5.0
COGs	520	621	756	697	555	671	690	555	509	593	824	696	601	743	871	706	1,965	2,594	2,471	2,621	2,921	3,012	3,131
%COGs	**67.8**	**65.7**	**65.0**	**67.7**	**66.0**	**66.6**	**69.1**	**73.2**	**71.8**	**66.4**	**77.1**	**82.1**	**74.1**	**71.6**	**72.3**	**75.3**	**70.4**	**66.4**	**68.5**	**74.5**	**73.2**	**70.5**	**69.4**
SG&A	101	116	130	146	119	126	129	144	129	133	140	197	128	149	153	150	398	494	518	600	580	619	674
%SG&A	**13.2**	**12.3**	**11.2**	**14.2**	**14.1**	**12.5**	**12.9**	**19.0**	**18.2**	**14.9**	**13.1**	**23.3**	**15.7**	**14.4**	**12.7**	**16.0**	**14.3**	**12.6**	**14.4**	**17.1**	**14.5**	**14.5**	**14.9**
OP	**146**	**208**	**276**	**193**	**167**	**210**	**180**	**82**	**71**	**166**	**105**	**-14**	**82**	**146**	**181**	**82**	**442**	**823**	**639**	**328**	**491**	**638**	**707**
OEM	103	163	223	155	137	193	161	64	83	187	165	82	106	168	195	98	334	643	555	517	567	618	665
Outdoor Research	4	-1	-2	1	3	3	7	1	4	0	8	2	4	4	1	2	6	3	15	13	11	5	5
Scott	38	46	55	37	27	7	12	3	-16	-21	-68	-107	-28	-27	-20	-18	102	177	49	-202	-92	-4	35
check																							
OPM (%)	**19.0**	**22.0**	**23.7**	**18.7**	**19.9**	**20.9**	**18.0**	**10.8**	**10.0**	**18.6**	**9.8**	**-1.6**	**10.1**	**14.0**	**15.0**	**8.7**	**15.8**	**21.1**	**17.7**	**9.3**	**12.3**	**15.0**	**15.7**
OEM	23.5	28.6	29.9	27.0	27.8	30.2	26.9	15.0	17.6	30.3	22.5	15.0	19.7	24.2	23.6	16.0	20.7	27.7	25.7	21.8	21.2	21.4	21.7
Outdoor Research	12.2	-2.5	-4.4	1.6	7.0	8.8	13.1	1.4	11.0	0.4	15.0	2.0	9.4	9.9	2.0	2.0	4.3	1.7	7.1	6.6	5.1	2.0	2.0
Scott	13.2	13.7	14.3	9.6	8.9	2.1	3.4	1.2	-7.8	-8.6	-23.7	-47.9	-12.4	-8.8	-6.1	-7.2	9.7	12.6	3.9	-21.1	-8.4	-0.3	2.9
yoy OP	97.2	98.3	96.7	57.3	14.6	1.1	-34.8	-57.8	-57.5	-20.9	-41.9	-116.7	15.9	-12.5	73.4	-700.0	70.2	86.2	-22.4	-48.6	49.5	30.1	10.8
OEM	154.8	114.6	82.4	61.2	32.9	18.4	-27.8	-58.4	-39.2	-3.1	2.7	27.2	27.0	-10.2	18.2	19.5	85.9	92.4	-13.7	-6.8	9.6	9.0	7.7
Scott	23.5	53.3	266.7	44.3	-29.5	-84.8	-78.4	-91.9	-159.3	-395.7	-671.4	-3666.7	75.6	28.0	-70.6	-83.5	40.4	73.4	-72.3	-512.4	-54.2	-95.7	-982.6

영원무역(111770 KS)

(Wbn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
고객 1	159	180	152	132	153	160	197	266	388	328	366	*VFC*
고객 2	-	-	136	133	116	167	183	250	330	253	251	*Patagonia*
고객 3	-	-	-	-	-	109	126	241	446	452	538	*lululemon*
고객 4	-	-	-	-	-	141	94	114	96	189		*Engelbert Strauss*
Top 4	159	180	288	265	269	577	599	870	1,259	1,223		
OEM Total				1,227	1,228	1,469	1,292	1,613	2,326	2,158	2,368	
Top 3 비중				22%	22%	30%	39%	47%	50%	48%	49%	
Top 4 비중				***22%***	***22%***	***39%***	***46%***	***54%***	***54%***	***57%***		
				22	22	39	46	54	54	57		
				22	22	30	39	47	50	48	49	
yoy(%)												
고객 1		*13.5*	*-15.8*	*-13.3*	*16.1*	*4.8*	*22.8*	*35.0*	*45.9*	*-15.4*	*11.6*	***VFC***
고객 2				*-2.2*	*-12.6*	*44.0*	*9.3*	*36.5*	*32.1*	*-23.3*	*-0.6*	***Patagonia***
고객 3							*15.9*	*91.7*	*84.8*	*1.5*	*18.9*	***lululemon***
고객 4							*-33.4*	*21.1*	*-15.7*	*97.8*		***Engelbert Strauss***
Top3 total							*15.9*	*49.6*	*53.8*	*-11.2*	*11.8*	
Top4 total		*13.5*	*59.6*	*-8.1*	*1.7*	*114.3*	*3.9*	*45.2*	*44.7*	*-2.9*		
									21-24 상위 3사		**15%**	
									21-24 OEM 전체		**14%**	
F/X						**1,165**	**1,180**	**1,148**	**1,291**	**1,306**	**1,365**	
Sales($mn)												
VFC						10,489	9,239	11,842	11,600	11,600		
-Outdoor						4,797	3,915	5,114	5,114	5,114		
Lululemon						3,979	4,402	6,257	8,111	9,619	10,588	
Youngone OEM						1,258	1,095	1,398	1,794	1,652	1,735	
yoy												
VFC							*-12%*	*28%*	*-2%*	*0%*		
-Outdoor							*-18%*	*31%*	*0%*	*0%*		
Lululemon							*11%*	*42%*	*30%*	*19%*	*10%*	
Youngone OEM							*-13%*	*28%*	*28%*	*-8%*	*5%*	
COGS($mn)												
VFC						4,691	4,371	5,386	5,264	5,516		
Lululemon						1,756	1,938	2,648	3,618	4,010	4,317	
고객사내 비중												
VFC						**2.9%**	**3.8%**	**4.3%**	**5.7%**	**4.6%**		
Lululemon						**5.3%**	**5.5%**	**7.9%**	**9.5%**	**8.6%**	**9.1%**	
						5.3	5.5	7.9	9.5	8.6	9.1	

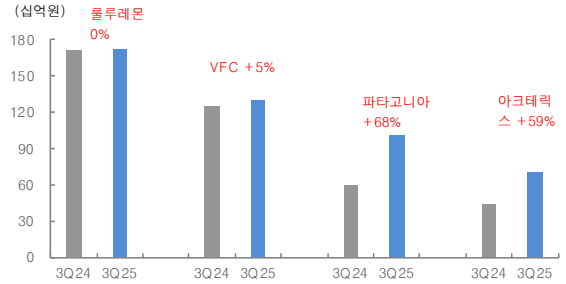
*** VFC는 3월 결산법인. 그래서 결산월 adjusted**
*** Lululemon은 1월 결산법인. 1개월 시차 무시하고 계산**

룰루레몬 내 영원무역 MS(추정)

*** 영원무역 고객사별 매출액 추이**

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	1Q25	2Q25	3Q25
고객1	룰루레몬	116.8	113.7	170.9	126.5	102.4	171.6
고객2	VFC	67.3	99.5	124.3	74.0	149.8	129.9
고객3	파타고니아	51.1	79.2	59.8	70.1	68.8	100.7
고객4	**아크테릭스**	**27.0**	**70.3**	**44.6**	**50.6**	**88.5**	**70.9**
Top 4 매출		**262.2**	**362.7**	**399.6**	**321.2**	**409.5**	**473.1**

(yoy, %)		1Q24	2Q24	3Q24	1Q25	2Q25	3Q25
고객1	룰루레몬				8.3	-9.9	0.4
고객2	VFC				10.0	50.6	4.5
고객3	파타고니아				37.2	-13.1	68.4
고객4	**아크테릭스**				**87.4**	**25.9**	**59.0**
Top 4 매출					**22.5**	**12.9**	**18.4**



영원무역(111770 KS)

* 영원무역그룹 주주 구성과 배당

- 지난 해 3월 성기학 회장이 YMSA의 지분 절반을 2녀인 성래은에게 증여

그림 1. 영원무역홀딩스의 지배구조

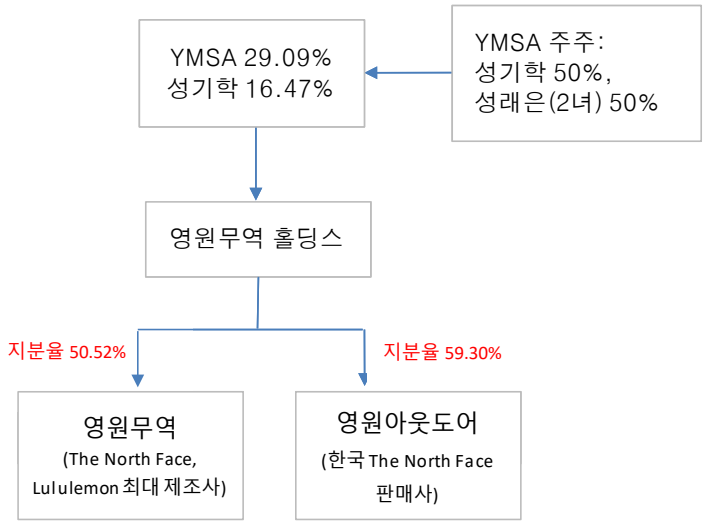


표 1. 영원무역홀딩스 배당액 수취 추이

구분			2022	2023	2024	2025
영원아웃도어	주당 배당액(원)	중간배당	17,821	58,200	159,500	67,000
		기말배당	121,160	124,666	159,500	
		합	138,981	182,866	319,000	
	배당 총액(십억원)	**중간배당**	**11**	**35**	**96**	
		기말배당	**73**	**75**	**96**	
		합	**83**	**110**	**191**	
영원무역	주당 배당액(원)	중간배당	0	0	0	700
		기말배당	1,530	1,300	1,400	
		합	1,530	1,300	1,400	
	배당 총액(십억원)	**배당총액**	**67**	**57**	**60**	
양사로부터 수취한 영원무역홀딩스의 배당 수익			**83**	**94**	**144**	

표 2. 영원무역홀딩스의 배당 추이(홀딩스 주주들에게 나가는 배당)

구분			2022	2023	2024	2025
영원무역홀딩스	주당 배당액(원)	중간배당	0	1,600	2,400	2,400
		기말배당	3,050	2,370	2,950	
		합	3,050	3,970	5,350	
	배당 총액(십억원)	중간배당	0.0	18.6	27.9	27.9
		기말배당	35.4	27.5	34.2	
		합	**35.4**	**46.1**	**62.1**	

- 2세 성래은에게 2024년초 YMSA 지분 절반을 증여한 후 갑자기 자회사 배당이 급증함
(영원아웃도어 배당액 74% 증가, 영원무역홀딩스가 수취한 전체 배당액 53% 증가)
이는 결국 홀딩스가 배당을 많이 수취해서 YMSA의 50% 지분을 보유한 성래은에게 배당을 많이 하기 위함

- 2024년 영원무역홀딩스 주주들에게 지급하는 배당액은 중간+기말 배당 포함해서 35% 증가한 주당 5,350원
현 주가 수준에서 약 6% 배당 수익률 예상

- KOSPI에서 배당 수익률 6% 예상되는 기업은 많아짐(정부의 밸류업 정책 유도로)
이 기업의 경우도 6% 정도 배당 수익률 예상되나, 향후 성래은에게 부를 이전해 주기 위해서는 배당을 계속 늘릴 가능성이 높고 민주당이 추진하는 상법 개정안이 시행될 경우 거버넌스 개선 예상되는 기업으로 valuation re-rating 예상

한세실업(105630 KS)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F				2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q							
W/$	**1,205**	**1,261**	**1,339**	**1,357**	**1,277**	**1,315**	**1,312**	**1,321**	**1,329**	**1,371**	**1,358**	**1,400**	**1,452**	**1,401**	**1,385**	**1,452**	**1,148**	**1,291**	**1,306**	**1,365**	**1,423**	**1,428**	**1,390**
yoy	8.1	12.5	15.6	13.2	6.0	4.3	-2.0	-2.7	4.1	4.3	3.6	6.0	9.2	2.2	2.0	3.7	-2.7	12.4	1.2	4.5	4.2	0.3	-2.6
Sales($mn)	482	484	439	313	322	327	390	269	310	327	393	289	322	339	392	314	1,454	1,719	1,309	1,318	1,367	1,422	1,544
yoy	43.1	32.0	22.3	-20.0	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.7	-0.1	0.7	7.2	3.9	3.8	-0.2	8.8	1.1	18.2	-23.9	0.7	3.7	4.0	8.6
																	12%						
Sales(Wbn)	**581**	**611**	**588**	**425**	**411**	**430**	**512**	**356**	**412**	**448**	**534**	**404**	**467**	**475**	**543**	**456**	**1,672**	**2,205**	**1,709**	**1,798**	**1,942**	**2,029**	**2,146**
OEM	581	611	588	425	411	430	512	356	412	448	534	404	467	475	543	456	1,672	2,205	1,709	1,798	1,942	2,029	2,146
Brand(MK Trend from 4Q16)																	0	0	0	0	0	0	0
yoy																							
Sales(Wbn)	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2									**-1.5**	**31.9**	**-22.5**	**5.2**	**8.0**	**4.5**	**5.7**
OEM	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	4.3	13.6	13.5	6.0	1.8	12.9	**-1.5**	**31.9**	**-22.5**	**5.2**	**8.0**	**4.5**	**5.7**
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
COGs	491	517	485	375	339	346	413	290	334	366	444	345	402	421	462	397	1,419	1,867	1,388	1,489	1,682	1,748	1,845
OEM	491	517	485	375	339	346	413	290	334	366	444	345	402	421	462	397	1,419	1,867	1,388	1,489	1,682	1,673	1,845
Brand(MK Trend from 4Q16)					-30.9	-33.0	-14.8	-22.6	-1.4	5.8	7.5	19.1	20.4	14.9	4.1	14.9	0	0					
																59							
%COGs	84.4	84.6	82.4	88.3	82.5	80.5	80.6	81.5	81.1	81.7	83.1	85.0	86.1	88.6	85.0	87.0	84.9	84.7	81.2	82.8	86.6	86.1	86.0
OEM	**84.4**	**84.6**	**82.4**	**88.3**	**82.5**	**80.5**	**80.6**	**81.5**	**81.1**	**81.7**	**83.1**	**85.0**	**86.1**	**88.6**	**85.0**	**86.0**	**84.9**	**84.7**	**81.2**	**82.8**	**86.6**	**82.4**	**86.0**
Brand(MK Trend from 4Q16)	1.7	1.0	-4.9	2.6	-1.9	-4.2	-1.8	-6.8	-1.4	1.3	2.5	3.5	5.0	6.9	1.9	1.0							
SG&A	41	38	38	39	36	40	39	38	40	39	45	42	45	42	45	47	146	157	153	166	178	176	183
OEM	41	38	38	39	36	40	39	38	40	39	45	42	45	42	45	47	146	157	153	166	178	176	183
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
%SG&A	7.1	6.3	6.5	9.2	8.8	9.2	7.5	10.8	9.6	8.8	8.4	10.5	9.6	8.8	8.2	10.2	8.7	7.1	8.9	9.3	9.1	8.7	8.5
OEM	7.1	6.3	6.5	9.2	8.8	9.2	7.5	10.8	9.6	8.8	8.4	10.5	9.6	8.8	8.2	10.2	8.7	7.1	8.9	9.3	9.1	8.7	8.5
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
OP	**49**	**56**	**66**	**9**	**36**	**44**	**61**	**27**	**38**	**43**	**45**	**16**	**20**	**12**	**37**	**13**	**107**	**180**	**168**	**141**	**82**	**105**	**117**
OEM	**49**	**56**	**66**	**9**	**36**	**44**	**61**	**27**	**38**	**43**	**45**	**16**	**20**	**12**	**37**	**13**	**107**	**180**	**168**	**142**	**82**	**105**	**117**
Brand(MK Trend from 4Q16)																	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
%OP	**8.4**	**9.1**	**11.1**	**2.2**	**8.7**	**10.3**	**11.8**	**7.7**	**9.3**	**9.5**	**8.5**	**4.0**	**4.3**	**2.6**	**6.8**	**2.8**	**6.4**	**8.1**	**9.8**	**7.9**	**4.2**	**5.2**	**5.5**
OEM	**8.4**	**9.1**	**11.1**	**2.2**	**8.7**	**10.3**	**11.8**	**7.7**	**9.3**	**9.5**	**8.5**	**4.0**	**4.3**	**2.6**	**6.8**	**2.8**	6.4	8.1	9.8	7.9	4.2	5.2	5.5
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
yoy																							
OP	66.1	80.5	265.9	-66.9	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.2	-4.1	-25.4	-40.3	-46.8	-71.0	-18.2	-21.9	81.3	68.3	-6.3	-16.0	-41.7	27.9	11.4

F&F(007700 KS)

(Wbn, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	437	371	442	559	497	405	492	583	507	391	450	547	506	379	474	575	1,490	1,809	1,978	1,895	1,934	2,020	2,138
DISCOVERY	111	97	79	205	111	89	70	195	107	87	63	176	88	66	50	143	442	492	465	432	347	362	381
MLB	288	233	325	259	319	249	360	315	330	247	321	303	343	255	354	340	882	1,105	1,244	1,201	1,291	1,356	1,438
면세점	67	58	51	62	42	40	31	45	36	33	25	31	29	28	22	29	299	238	157	124	108	114	119
비면세채널	71	68	63	76	68	70	56	66	55	58	46	58	56	55	48	64	231	277	260	218	222	233	245
MLB China(Tmall+off)	151	107	212	121	208	140	261	205	239	155	250	214	259	171	284	247	384	591	813	859	960	1,009	1,074
MLB KIDS	30	20	13	32	29	23	31	32	22	20	27	20	20	18	29	22	72	95	116	89	88	93	97
MLB Hong Kong	10	12	11	17	18	19	18	21	22	17	15	20	21	16	17	23	41	51	76	74	76	80	84
ETC	-2.3	9.8	12.9	45.9	20.3	25.1	13.4	19.5	26.8	20.7	10.0	20.0	34.2	24.6	24.6	47.9	52.5	66.3	78.3	77.5	131.2	129	137
디커 수출																4.6							
yoy																							
Sales	53.0	18.9	34.3	-0.8	13.8	9.2	11.4	4.4	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-3.2	5.4	5.3	77.8	21.4	9.3	-4.2	2.1	4.4	5.8
DISCOVERY	20.3	27.5	29.9	-3.7	0.2	-8.2	-11.4	-5.0	-4.2	-1.9	-10.6	-9.8	-17.3	-23.9	-19.8	-18.9	17.0	11.3	-5.5	-7.1	-19.6	4.2	5.2
MLB	79.7	13.0	30.6	-2.7	10.5	7.1	10.7	21.8	3.5	-1.0	-10.7	-4.1	3.9	3.1	10.0	12.3	122.5	25.4	12.5	-3.4	7.5	5.0	6.1
면세점	3.1	-38.1	-23.9	-15.6	-36.7	-32.0	-39.4	-28.2	-16.3	-16.4	-19.1	-31.5	-19.7	-14.2	-11.2	-4.6	85.1	-20.5	-33.9	-21.2	-12.8	5.0	5.0
비면세채널	53.5	25.2	25.0	-6.2	-3.1	3.1	-10.6	-12.9	-19.2	-16.2	-17.4	-12.4	0.9	-5.1	3.0	9.5	44.7	19.8	-6.0	-16.3	2.0	5.0	5.0
MLB China(Tmall+off)	204.4	77.0	71.4	-19.5	38.0	30.8	23.1	69.2	15.0	10.9	-4.0	4.5	8.2	9.8	13.5	15.5	412.6	53.8	37.7	5.6	11.8	5.0	6.5
MLB KIDS	36.6	22.4	4.8	47.5	-1.7	14.3	134.8	0.9	-25.8	-14.7	-12.6	-37.2	-8.5	-10.1	6.6	8.4	15.1	31.1	21.6	-23.2	-0.4	5.0	5.0
MLB Hong Kong	5.1	30.0	26.7	25.9	73.1	62.4	53.5	24.7	23.3	-10.5	-13.1	-5.7	-6.8	-7.6	11.2	15.0	86.1	22.0	49.9	-1.7	2.6	5.0	5.0
COGS	121.5	115.0	129.3	167.1	153.4	121.1	162.7	195.4	174.5	120.2	165.2	188.0	175.9	121.2	160.8	188.1	425	533	633	648	646	643	670
%sales	27.8	31.0	29.3	29.6	30.8	29.9	33.1	33.5	34.4	30.7	36.7	34.4	34.4	34.4	34.4	33.9	**31.0**	**29.5**	**32.0**	**34.2**	**33.4**	**31.8**	**31.3**
yoy	41.8	18.8	42.9	9.9	26.2	5.3	25.9	16.9	13.8	-0.8	1.5	-3.8	0.8	0.9	-2.6	0.1	56.0	25.4	18.7	2.4	-0.3	-0.5	4.2
GP	315.6	256.4	312.4	391.8	344.0	284.3	330.1	387.8	332.5	271.3	284.9	358.3	329.7	257.6	313.5	387.1	1,065.1	1,276.2	1,346.2	1,247.0	1,288	1,377	1,468
%GPM	**72.2**	**69.0**	**70.7**	**70.2**	**69.2**	**70.1**	**67.1**	**66.5**	**65.6**	**69.3**	**63.3**	**65.6**	**65.2**	**68.0**	**66.1**	**67.3**	**71.5**	**70.5**	**68.1**	**65.8**	**66.6**	**68.2**	**68.7**
yoy	57.8	19.0	31.0	-4.7	9.0	10.9	5.7	-1.0	-3.3	-4.6	-13.7	-7.6	-0.8	-5.0	10.0	8.1	88.3	19.8	5.5	-7.4	3.3	6.9	6.6
S&GA	181.0	161.4	174.0	237.3	195.2	174.3	181.5	243.8	202.3	179.5	176.6	237.9	206.1	173.6	185.5	254.3	640.2	753.7	794.8	796	819	876	927
%sales	**41.4**	**43.5**	**39.4**	**42.5**	**39.2**	**43.0**	**36.9**	**41.8**	**39.9**	**45.9**	**39.2**	**43.5**	**40.8**	**45.8**	**39.1**	**44.2**	**43.0**	**41.7**	**40.2**	**42.0**	**42.4**	**43.4**	**43.4**
yoy	39.2	15.2	21.9	4.4	7.8	8.0	4.3	2.8	3.6	3.0	-2.7	-2.4	1.9	-3.3	5.0	6.9	44.5	17.7	5.4	0.2	2.9	6.9	5.9
OP	**135**	**95**	**138**	**154**	**149**	**110**	**149**	**144**	**130**	**92**	**108**	**120**	**124**	**84**	**128**	**133**	**425**	**522**	**551**	**451**	**469**	**501**	**541**
%OPM	30.8	25.6	31.3	27.6	29.9	27.1	30.2	24.7	25.7	23.5	24.1	22.0	24.4	22.2	27.0	23.1	28.5	28.9	27.9	23.8	24.2	24.8	25.3
yoy	92.3	25.9	44.5	-15.9	10.6	15.9	7.4	-6.8	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-5.1	-8.5	18.2	10.4	246.7	22.9	5.6	-18.3	4.0	6.9	7.9

미스토홀딩스(081660 KS)

FILA KOREA

(Wbn, %)	2021				2022				2023				2024				2025F				2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
Sales	136.2	136.9	113.3	152.7	132.8	126.2	118.4	118.8	97.0	94.6	77.1	99.0	86.0	95.0	81.2	104.8	94.7	97.9	82.6	109.0	367.7	367.1	384.2	414.9	448.1
GP	84.3	84.5	67.0	89.0	80.0	74.6	63.7	64.0	57.9	59.0	46.3	54.3	53.5	62.8	49.6	66.3	60.6	64.6	52.9	72.5	217.5	232.2	250.6	258.5	279.1
GPM(%)	61.9	61.7	59.1	58.3	60.2	59.1	53.8	53.8	59.7	62.4	60.0	54.9	62.2	66.0	61.1	63.3	**64.0**	**66.0**	**64.0**	**66.5**	59.2	63.3	65.2	62.3	249.0
SG&A	58.4	56.8	47.2	56.3	54.4	48.9	43.5	49.1	40.8	44.5	38.4	47.4	41.3	43.6	43.6	40.6	40.7	41.1	34.7	39.2	171.1	171.6	155.8	163.0	176.0
SG&A(%)	42.9	41.5	41.7	36.9	41.0	38.8	36.7	41.4	42.0	47.1	49.8	47.9	48.0	45.9	53.7	38.8	**43.0**	**42.0**	**42.0**	**36.0**	46.5	186.4	181.4	177.5	157.0
OP	**26**	**28**	**20**	**33**	**26**	**26**	**20**	**15**	**17**	**14**	**8**	**7**	**12**	**19**	**10**	**26**	**20**	**23**	**18**	**33**	**46**	**67**	**95**	**95**	**103**
OPM(%)	19.0	20.3	17.4	21.4	19.3	20.3	17.1	12.5	17.7	15.3	10.2	7.0	14.3	20.1	12.8	24.5	21.0	24.0	22.0	30.5	12.6	18.4	24.7	23.0	23.0
yoy																									
Sales	5.7	-3.7	-7.0	12.1	-2.5	-7.8	4.6	-22.2	-26.9	-25.0	-34.9					5.9	10.1	3.0	1.7	**4.0**	-25.9	-0.2	4.7	8.0	8.0
GP	6.7	-4.3	-5.8	7.8	-5.1	-11.7	-4.9	-28.1	-27.6	-20.8	-27.3					22.1	13.2	3.0	6.5	9.3	-22.9	6.8	7.9	3.2	8.0
SG&A	1.6	-5.8	-3.1	-6.6	-6.8	-13.8	-7.9	-12.7	-25.1	-9.0	-11.6	-3.6	1.2	-2.0	13.6	-14.2	-1.3	-5.8	-20.5	-3.5	-12.7	0.3	-9.2	4.6	8.0
OP	20.3	-1.1	-11.8	46.6	-1.4	-7.4	2.3	-54.7	-32.9	-43.5	-61.1	-53.4	-28.5	31.8	32.6	271.4	62.1	23.0	74.2	29.5	-46.2	45.4	40.5	0.7	8.0
																FP 매출액	733.3	739.6	60.3						
China fee(USD, 000)	11.7	13.0	9.5	17.0	13.1	12.2	10.7	15.7	13.4	13.1	10.8	18.1	13.4	14.4	11.0	21.5	15.1	15.8	11.6	22.2	55	61	65	69	73
yoy	84.2	36.8	7.8	12.6	12.6	-6.3	12.3	-7.6	1.8	7.7	0.7	15.5	-0.1	9.6	1.9	18.9	13.5	9.8	5.6	3.0	7.2	9.1	7.0	6.5	6.0
Wbn	13.2	14.6	11.1	20.4	15.9	15.8	15.4	19.7	17.1	17.3	14.2	23.8	17.7	19.8	14.9	30.2	22.0	22.2	16.1	32.2	72	83	92	98	102
	84%	*37%*	*8%*	*13%*	*13%*	*-6%*	*12%*	*-8%*	*2%*	*8%*	*1%*					*9%*	*13%*	*10%*	*6%*		*7%*	*9%*	*7%*	*6%*	*6%*
	75%	*26%*	*5%*	*21%*	*20%*	*8%*	*39%*	*-3%*	*7%*	*10%*	*-8%*					*7%*	*24%*	*12%*	*8%*		*8%*	*14%*	*12%*	*7%*	*3%*
Korea earnings (excluded China fee)																									
Sales	**123**	**122**	**102**	**132**	**117**	**110**	**103**	**99**	**80**	**77**	**63**					**75**	**73**	**76**	**67**	**77**	**312**	**307**	**319**	**346**	**375**
yoy	1.4	-6.3	-8.3	10.9	-4.9	-9.6	1.1	-25.1	-31.6	-30.0	-38.9					-0.6	6.5	0.6	0.8	2.7	-29.8	-1.8	4.2	8.3	8.4
GP																					162	172	186	189	206
GPM(%)																					51.9	56.0	58.2	54.8	54.9
OP	12.7	13.1	8.4	12.3	9.7	9.9	4.8	-4.9	0.1	-2.8	-6.3	-16.8	-5.7	-0.6	-4.6	-4.5	-2.1	1.3	2.1	1.0	**-25.9**	**-15.1**	**2.6**	**-3.0**	**1.5**
OPM(%)	10.3%	10.7%	8.3%	9.3%	8.3%	8.9%	4.7%	-4.9%	0.1%	-3.6%	-10.0%	-22.4%	-8.4%	-0.9%	-7.0%	-6.0%	-2.9%	1.7%	3.1%	1.3%	-8.3	-4.9	0.8	-0.9	0.4
yoy	-9.2	-20.1	-29.1	126.1	-23.8	-24.7	-42.9	-139.7	-99.2	-128.3	-231.0	243.6	-7,093.9	-76.9	-26.7	-73.3	-63.2	-303.0	-145.3	-122.9	-232.9	-41.6	-117.5	-213.5	-149.1

세부 수치 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출, 순익만 확인 가능

이제 따로 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출액 확인 가능 * 3% 계산한 금액

FILA USA

(Wbn, %)	2021				2022				2023				2024				2025F				2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q					
Sales	147	127	154	140	135	118	122	88	77	92	65	53	86	76	53	51	33	37	13	16	287	266	98	29	0
GP	40	34	47	38	36	25	28	7	4	-44	6	18	22	7	17	-13	9	10			-15	34	21		
GPM(%)	26.9	26.5	30.6	27.0	26.9	21.4	22.7	7.8	5.8	-47.8	9.2	34.4	26.1	9.7	32.3	-25.9	28.0	28.0			-5.2	12.7	21.1		
SG&A	36	32	35	37	39	36	43	44	32	33	29	32	33	37	43	29	16	19			127	141	124		
SG&A(%)	24.2	25.4	22.9	26.8	29.0	30.5	35.2	50.1	42.3	36.4					80.4	56.8	50.0	51.0			44.2	53.1	126.8		
OP	4	1	12	-2	-3	-11	-15	-37	-28	-77					-25	-42	-7	-8	-6	-4	-142	-107	-26	-7	
OPM(%)	2.7	1.1	7.6	-1.1	-2.1	-9.1	-12.5	-42.3	-36.4	-84.2					-48.1	-82.6	-22.0	-23.0			-49.5	-40.3	-26.0		
yoy																									
Sales	16.4	84.8	-3.4	-7.1	-8.2	-7.5	-20.6	-37.1	-43.3	-22.3	-46.7	-39.4	11.9	-16.6	-18.8	-5.3	-61.7	-52.1	-75.7	-68.9	-38.1	-7.4	-63.1		
GP	0.9	53.3	4.7	0.1	-8.2	-25.4	-41.1	-81.7	-87.7	-274.0	-78.5	166.7	399.1	-116.9	186.5	-171.1	-58.8	38.0			-115.5	-326.8	-38.9		
SG&A	13.1	14.8	3.1	-6.5	9.8	11.2	21.8	17.9	-17.2	-7.4	-31.7	-28.3	2.1	9.9	44.8	-9.4	-50.3	-49.1			-21.9	11.2	-11.8		
OP	-48.9	-123.4	10.1	-31.2	-171.1	-849.6	-230.3	2,214.3	895.0	615.4	53.0	-63.9	-61.6	-62.1	8.6	210.1	-32.6	-71.2	-78.2	-89.6	적지	적지	적지		

이제 따로 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출액, 순익만 확인 가능

미스토홀딩스(081660 KS)

Royalty Income

(Wbn, %)	2021				2022				2023				2024				2025F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
TOTAL (Adjusted)	15.3	17.2	16.2	20.9	17.4	19.7	21.5	20.8	19.0	20.0	18.5	20.4	16.9	17.5	17.6	15.2	17.2	16.6	16.3	15.0
yoy																				
Total	-18.6	42.5	-5.6	1.8	37.4	44.6	77.4	-0.2	-9.0	-12.7	-28.9	6.0	-11.2	10.0	16.6	-3.7	1.1	22.8	21.6	43.1
TOTAL (Adjusted)	-18.8	42.4	-5.4	14.9	13.7	14.7	32.2	-0.2	9.7	1.1	-13.7	-1.9	-11.2	-12.6	-5.2	-25.7	1.5	-4.7	-7.3	-1.5

2023	2024	2025F	2026F	2027F
81.1	67.1	65.0	68.9	69.2
-2.0	-8.1	23.2	12.9	-0.9
2.1	-17.2	-3.1	5.9	0.4

이제 따로 공개 안함
그러나 사업보고서에서 확인 가능

Acushnet

(Wbn, %)	2021				2022				2023				2025F							
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	648	701	604	504	730	831	747	607	876	907	778	541	941	938	843	623	1,022	1,010	911	658
GP	346	376	311	245	382	434	395	304	467	485	405	275	502	457	413	291	490	497	442	329
GPM(%)	53.5	53.6	51.5	48.6	52.3	52.2	52.8	50.0	53.3	53.5	52.0	50.8	53.4	48.8	49.0	46.7	47.9	49.2	48.5	50.0
SG&A	213	253	251	271	255	322	293	288	311	345	302	307	341	314	302	298	323	349	319	337
SG&A(%)	33.2	36.2	41.5	53.8	34.9	38.7	39.2	47.4	35.1	38.0	38.7	56.8	36.3	33.3	35.8	47.8	31.6	33.9	34.4	47.2
OP	134	122	61	-26	127	112	102	16	156	140	103.1	-32	161	143	111	-7	166	148	123	-8
OPM(%)	20.7	17.4	10.1	-5.2	17.4	13.5	13.6	2.6	17.8	15.4	13.2	-6.0	17.2	15.2	13.2	-1.2	16.3	14.6	13.5	-1.2
yoy																				
Sales	32.7	91.4	5.3	7.3	12.8	18.6	23.7	20.4	20.0	9.1	4.1	-10.9	7.4	3.4	8.3	15.2	8.6	7.7	8.1	5.6
GP	39.7	96.8	4.0	-0.2	10.3	15.5	26.8	23.9	22.2	11.7	2.5	-9.5	7.6	-5.7	2.1	5.8	-2.5	8.7	7.0	13.2
SG&A	-4.4	43.5	26.4	26.0	20.0	26.9	17.0	6.1	21.8	7.1	2.9	6.7	9.8	-8.8	0.0	-3.0	-5.2	11.0	5.7	13.1
OP	423.3	753.9	-40.0	-187.2	-5.1	-8.2	67.4	-159.9	23.1	24.8	1.3	-305.4	3.2	2.0	8.1	-77.5	3.1	3.4	10.5	8.3

2023	2024	2025F	2026F	2027F
3,102	3,344	3,601	3,802	3,817
1,372	1,663	1,758	1,836	1,897
44.2	49.7	48.8	48.3	49.7
1,099	1,255	1,328	1,390	1,450
35.4	37.5	36.9	36.6	38.0
367	408	429	449	460
11.8	12.2	11.9	11.8	12.0
6.4	7.8	7.7	5.6	0.4
4.4	21.2	5.7	4.4	3.4
6.6	14.3	5.8	4.7	4.3
2.9	11.2	5.1	4.7	2.3

Total IFRS

Sales	988	1,019	927	859	1,074	1,172	1,080	896	1,109	1,147	990	761	1,183	1,175	1,049	861	1,237	1,228	1,088	863
COGs	490	497	474	453	544	607	560	482	552	612	500	372	567	552	482	430	591	552	505	431
GP	499	522	453	406	530	565	520	414	557	535	490	389	616	623	567	432	646	676	584	432
SG&A	315	349	343	381	361	413	398	422	397	443	397	411	452	483	474	468	484	494	452	421
OP	183	174	110	25	169	152	122	-8	160	92	93	-41	163	140	93	-36	163	182	132	11
GPM(%)	50.4	51.3	48.9	47.3	49.4	48.2	48.1	46.2	50.2	46.6	49.5	51.1	52.1	53.0	54.0	50.1	52.2	55.0	53.6	50.0
SG&A(%)	31.9	34.2	37.0	44.3	33.6	35.2	36.9	47.1	35.8	38.6	40.1	54.0	38.3	41.1	45.1	54.3	39.1	40.2	41.5	48.7
OPM(%)	18.5	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.3	-0.9	14.5	8.0	9.3	-5.4	13.8	11.9	8.9	-4.2	13.1	14.8	12.1	1.3
yoy																				
Sales	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	15.0	16.4	4.3	3.3	-2.1	-8.3	-15.1	6.7	2.5	6.0	13.2	4.6	4.5	3.7	0.2
COGs	20.0	66.5	0.6	11.5	11.0	22.1	18.1	6.5	1.5	0.9	-10.6	-22.8	2.8	-9.8	-3.6	15.4	4.3	0.0	4.6	0.4
GP	30.6	60.0	1.5	4.1	6.3	8.2	14.7	2.0	5.1	-5.4	-5.8	-6.2	10.6	16.5	15.8	11.1	5.0	8.4	2.9	0.1
SG&A	0.2	26.2	17.9	18.3	14.5	18.4	16.1	10.8	9.8	7.3	-0.2	-2.7	14.1	9.0	19.3	13.8	6.9	2.2	-4.7	-10.1
OP	172.9	245.6	-29.1	-63.0	-7.9	-12.3	10.4	-131.4	-5.0	-39.7	-24.0	420.5	1.8	52.4	0.9	-12.7	-0.4	29.8	41.2	-131.7

2023	2024	2025F	2026F	2027F
4,007	4,269	4,417	4,565	4,653
2,201	2,031	2,079	2,203	2,228
2,056	2,238	2,338	2,362	2,425
1,630	1,877	1,850	1,824	1,865
304	361	488	538	559
51.3	52.4	52.9	51.7	52.1
40.7	44.0	41.9	40.0	40.1
7.6	8.5	11.0	11.8	12.0
-5.1	6.5	3.5	3.4	1.9
0.4	-7.7	2.4	5.9	1.1
1.3	8.8	4.5	1.0	2.6
2.2	15.2	-1.5	-1.4	2.2
-30.2	18.8	35.2	10.2	4.0

Acushnet 제외 FILA 브랜드

Sales	**341**	**319**	**323**	**355**	**343**	**341**	**332**	**289**	**232**	**240**	**212**	**220**	**242**	**238**	**207**	**238**	**216**	**218**	**177**	**205**
OP	**49**	**52**	**50**	**51**	**42**	**40**	**20**	**-24**	**4**	**-48**	**-11**	**-9**	**2**	**-3**	**-18**	**-29**	**-4**	**34**	**9**	**19**
OPM(%)	14.5	16.2	15.3	14.5	12.2	11.8	6.0	-8.2	1.8	-20.0	-5.0	-4.0	0.8	-1.1	-8.7	-12.0	-1.7	15.7	4.9	9.4
yoy																				
Sales	12.8	23.0	-6.0	8.7	0.7	7.0	2.8	-18.7	-32.3	-29.5	-36.2	-23.8	4.1	-1.1	-2.4	8.3	-10.7	-8.5	-14.3	-13.9
OP	18.7	43.4	-8.8	35.6	-15.3	-22.1	-59.6	-146.0	-90.2	-219.8	-152.6	-62.6	-53.6	-94.4	71.4	224.2	-294.4	-1362.2	-148.0	-167.3
Sales%	34	31	35	41	32	29	31	32	21	21	21	29	20	20	20	28	17	18	16	24
OP %	27	30	45	204	25	26	16	299	3	-52	-11	21	1	-2	-19	80	-2	19	7	169

2023	2024	2025F	2026F	2027F
914	**925**	**816**	**763**	**765**
-66	**-48**	**58**	**88**	**100**
-7.2	-5.1	7.2	11.5	13.0	
-29.9	1.2	-11.8	-6.5	0.2
-183.8	-27.5	-222.9	50.8	13.0
23	22	18	17	16
-22	-13	12	16	18

미스토홀딩스(081660 KS)

- 미스토홀딩스 Cash 유입 구조

– 중국 수수료 700억원, 글로벌 로열티 800억원 = 1,500억원

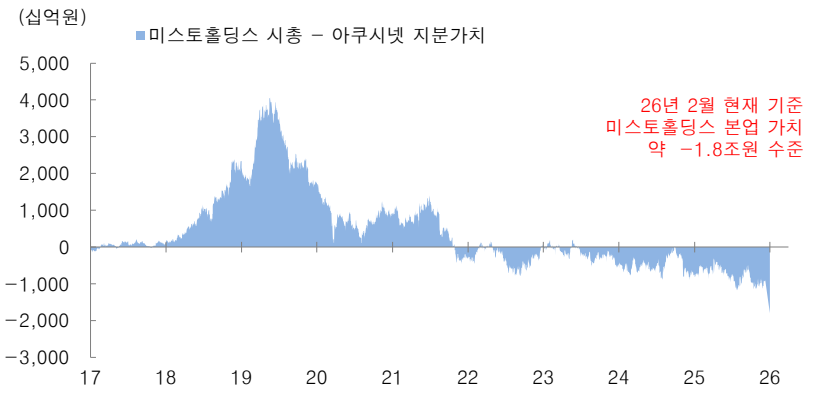
– Acushnet으로부터 배당 약 3,000만불(약 400억원), Acushnet 자사주 매입 소각에 참여, 매년 1억불(약 1,300억원) 현금 유입

– 수수료, 로열티와 자회사를 통해 현금 3,000억원 이상 매년 수취하는 구조(올해 중국 JV로부터 특별 배당 8,000만달러 받음)

– 내수와 미국 법인 흑자가 아니더라도 회사는 현금 흐름에 문제가 없는 상황

– 브랜드 회복에 시간이 걸리는 요인으로 작용

미스토홀딩스 시총 – 아쿠시넷 지분 가치



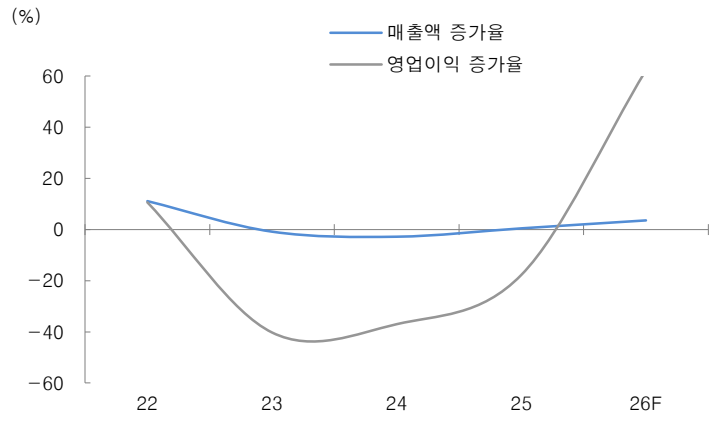
자료: 미스토홀딩스, 대신증권 Research Center

한섬(020000)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	392	357	341	452	406	346	324	453	394	342	314	436	380	338	310	464	399	350	318	478
OP	59	27	33	49	54	6	9	32	32	4	6	21	22	1	2	27	28	9	10	38
OPM	15.1	7.7	9.6	10.9	13.4	1.7	2.7	7.0	8.2	1.2	1.9	4.8	5.7	0.2	0.8	5.9	7.0	2.6	3.1	7.8
yoy																				
Sales	17.4	14.3	15.2	1.5	3.7	-3.3	-5.1	0.3	-3.0	-1.2	-3.0	-3.9	-3.4	-1.1	-1.5	6.4	5.0	3.4	2.6	3.2
OP	30.8	16.8	2.5	-4.9	-8.2	-78.8	-73.3	-35.4	-40.2	-29.3	-31.7	-34.4	-33.1	-82.0	-58.4	30.4	28.8	1133.2	303.8	38.0

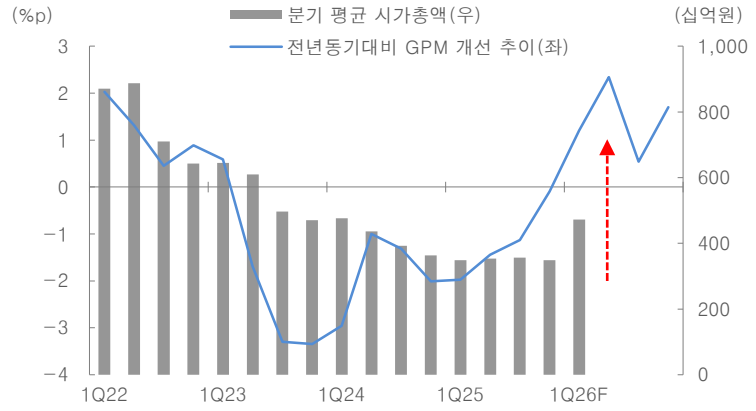
2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
1,542	1,529	1,485	1,492	1,545	1,563
168	101	63	52	85	98
10.9	6.6	4.3	3.5	5.5	6.2
11.2	-0.9	-2.9	0.4	3.6	1.2
10.6	-40.3	-37.0	-17.8	62.3	15.5

한섬 매출액 & 영업이익 증가율



자료:한섬, 대신증권 Research Center

한섬 GPM 개선 추이 & 시가총액 비교



자료:한섬, 대신증권 Research Center

신세계인터내셔날(031430)

(Wbn, %)	2022 1Q	2Q	3Q	4Q	2023 1Q	2Q	3Q	4Q	2024 1Q	2Q	3Q	4Q	2025 1Q	2Q	3Q	4Q	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Imported div.	126.5	143.0	142.0	165.3	85.2	95.4	93.0	130.3	81.3	90.9	92.9	132.4	81.7	87.1	104.2	157.6	577	404	398	431	461	493
%sales	35.9	37.2	36.6	38.4	27.3	28.6	29.4	33.2	26.3	28.3	31.4	34.6	26.9	28.2	33.6	39.4	37.1	29.8	30.4	32.5	38.8	38.9
yoy	31.8	27.3	29.3	4.2	-32.6	-33.3	-34.5	-21.2	-4.6	-4.7	-0.1	1.6	0.5	-4.1	12.1	19.0	21.0	-30.0	-1.6	8.3	7.0	7.0
OP	20.5	23.0	18.8	16.1	4.9	5.6	5.0	9.7	2.7	2.4	5.0	3.7	2.1	1.4	7.2	9.6	78.4	25.2	13.8	20.3	40.3	43
OPM	16.2	16.1	13.2	9.7	5.8	5.9	5.4	7.4	3.3	2.6	5.4	2.8	2.6	1.6	6.9	6.1	13.6	6.2	3.5	4.7	8.7	8.7
yoy	76.4	41.5	31.1	3.2	-76.1	-75.7	-73.4	-39.8	-44.9	-57.1	-0.5	-61.9	-22.2	-41.7	44.7	159.4	35.6	-67.9	-45.3	47.3	98.3	7.0
Domestic div.	90.4	75.9	77.5	104.0	78.7	69.6	56.0	96.3	70.1	61.5	48.9	83.7	60.8	50.5	41.5	71.3	348	301	264	224	236	249
%sales	25.7	19.8	20.0	24.2	25.2	20.9	17.7	24.5	22.7	19.2	16.5	21.9	20.0	16.4	13.4	17.8	22.4	22.2	20.2	16.9	19.9	19.6
yoy	31.7	27.4	17.2	60.5	-12.9	-8.3	-27.7	-7.4	-10.9	-11.6	-12.8	-13.1	-13.3	-17.8	-15.0	-14.8	34.2	-13.6	-12.1	-15.1	5.3	5.3
OP	8.0	5.3	1.7	8.7	2.4	3.4	-2.0	5.5	2.7	2.0	-4.7	0.1	-2.8	-3.7	-7.1	0.2	23.7	9.3	0.1	-13.4	2.8	3.0
OPM	8.8	7.0	2.2	8.4	3.0	4.9	-3.6	5.7	3.9	3.3	-9.5	0.1	-4.6	-7.3	-17.1	0.3	6.8	3.1	0.0	-6.0	1.2	1.2
yoy	1453.4	-1878.5	-163.1	8600.0	-70.0	-35.8	-217.6	-36.8	12.5	-41.2	132.7	-98.8	-203.7	-285.0	52.6	211.9	-1097.1	-60.8	-98.8	적전	흑전	6.1
Cosmetic div	75.5	91.6	96.1	85.7	91.9	96.6	94.0	96.8	104.3	105.3	95.1	110.2	113.1	115.6	111.1	115.3	349	379	415	455	490	526
%sales	21.4	23.9	24.8	19.9	29.4	28.9	29.8	24.7	33.7	32.8	32.1	28.8	37.2	37.5	35.8	28.8	22.5	28.0	31.7	34.4	41.3	41.5
yoy	*-18.0*	*12.5*	*13.5*	*8.2*	*21.7*	*5.5*	*-2.2*	*13.0*	*13.5*	*9.0*	*1.2*	*13.8*	*8.4*	*9.8*	*16.8*	*4.6*	*3.4*	*8.7*	*9.4*	*9.7*	*7.7*	*7.3*
비디비치 >> 자체 브랜드	19.2	26.6	28.6	17.2	20.3	24.3	19.1	15.3	23.9	27.1	23.9	36.4	39.2	41.9	31.5	24.9	92	79	111	138	152	171
yoy	*-42.9*	*38.5*	*57.1*	*1.2*	*5.7*	*-8.6*	*-33.2*	*-11.0*	*17.7*	*11.5*	*25.1*	*137.9*	*64.0*	*54.6*	*31.8*	*-31.6*	*4.1*	*-13.8*	*40.9*	*23.5*	*10.3*	*12.5*
제조	*16.4*	*23.2*	*27.0*	*13.1*	*18.0*	*19.3*	*16.1*	*11.3*	*23.9*	*27.1*	*23.9*	*36.4*	*39.2*	*41.8*	*31.5*	*23.9*	80	65	111	136	143	155
스위스퍼펙션	*3.0*	*3.1*	*1.4*	*1.3*	*1.8*	*3.5*	*1.7*	*3.0*	*2.9*	*2.8*	*2.8*	*2.3*	*2.7*	*2.2*	*1.6*	*2.8*	9	10	11	9	13	17
기타(내부 조정)	*-0.2*	*2.3*	*2.4*	*2.7*	*1.1*	*1.5*	*1.3*	*1.0*	*-2.9*	*-2.8*	*-2.8*	*-2.3*	*-2.7*	*-2.1*	*-1.6*	*-1.8*	7	5	-11	-8	-5	-2
수입화장품	59.4	68.1	69.8	72.2	71.6	72.3	75.4	81.5	80.4	78.2	71.2	73.8	*73.9*	73.7	79.6	91.6	270	301	304	319	338	355
yoy	*4.4*	*15.4*	*10.1*	*20.3*	*20.5*	*6.2*	*8.0*	*12.9*	*12.3*	*8.2*	*-5.6*	*-9.4*	*-8.1*	*-5.8*	*11.8*	*24.1*	*12.6*	*11.6*	*0.9*	*5.0*	*6.2*	*5.0*
OP	7.3	7.2	4.1	-2.7	5.0	6.8	5.0	-1.5	6.5	6.0	1.7	-3.3	6.9	0.0	-0.2	-8.3	15.9	15.3	10.9	11.3	20.8	43.4
OPM	9.7	7.9	4.3	-3.2	5.4	7.0	5.3	-1.5	6.2	5.7	1.8	-3.0	6.1	0.0	-0.2	-7.2	4.6	4.0	2.6	2.5	4.2	8.3
yoy	-33.1	-7.3	-42.8	-190.0	-31.5	-5.6	22.0	-44.4	30.0	-11.8	-65.2	122.9	6.2	-100.0	-111.5	148.2	-44.9	-3.8	-28.8	3.7	84.3	108.6
Life style	56.7	70.1	69.8	70.4	56.9	72.2	72.0	69.2	53.7	63.3	59.1	56.0	48.7	55.4	53.7	55.6	267	270	232	213		
%sales	16.1	18.3	18.0	16.4	18.2	21.6	22.8	17.6	17.4	19.7	20.0	14.6	16.0	18.0	17.3	13.9	17.2	20.0	17.7	16.1		
yoy	5.4	12.8	4.0	3.2	0.4	3.0	3.2	-1.7	-5.6	-12.3	-17.9	-19.1	-9.3	-12.5	-9.1	-0.7	6.2	1.2	-14.1	-8.1		
OP	-0.7	2.1	-0.1	-0.9	-3.0	2.6	-2.0	0.4	-0.7	2.8	0.0	-0.1	-1.5	0.1	-1.9	-0.2	0.4	-2.0	2.0	1.2		
OPM	-1.2	3.0	-0.1	-1.3	-5.3	3.6	-2.8	0.6	-1.3	4.4	0.0	-0.2	-3.1	0.2	-3.5	-0.4	0.1	-0.7	0.9	0.6		

(Wbn, %)	2022 1Q	2Q	3Q	4Q	2023 1Q	2Q	3Q	4Q	2024 1Q	2Q	3Q	4Q	2025 1Q	2Q	3Q	4Q	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
IFRS Total																						
Sales	352	384	387	430	312	334	316	393	309	321	296	382	304	309	310	400	1,554	1,354	1,309	1,323	1,187	1,268
COGs	140	141	158	170	116	125	129	156	117	119	117	149	113	120	129	172	608	527	501	533	464	481
GP	213	243	230	260	196	209	186	236	193	202	179	234	191	189	182	228	946	828	824	790	723	787
SG&A	179	205	205	241	186	191	180	222	182	189	177	233	186	191	184	227	831	779	775	788	683	727
OP	**33**	**39**	**24**	**19**	**10**	**18**	**6**	**14**	**11**	**13**	**2**	**0**	**5**	**-2**	**-2**	**1**	**115**	**49**	**27**	**2**	**40**	**60**
%COGS	39.7	36.6	40.7	39.5	37.2	37.4	41.0	39.8	37.7	37.0	39.6	38.9	37.2	38.8	41.5	42.9	39.1	38.9	38.3	40.3	39.1	37.9
%GP	60.3	63.4	59.3	60.5	62.8	62.6	59.0	60.2	62.3	63.0	60.4	61.1	62.8	61.2	58.5	57.1	60.9	61.1	63.0	59.7	60.9	62.1
%SG&A	50.9	53.3	53.0	56.0	59.5	57.1	57.1	56.6	58.7	58.9	59.7	61.0	61.3	62.0	59.2	56.8	53.5	57.5	59.2	59.6	57.5	57.3
%OP	9.4	10.1	6.2	4.5	3.3	5.5	1.9	3.6	3.6	4.1	0.7	0.1	1.5	-0.7	-0.6	0.3	7.4	3.6	2.1	0.1	3.4	4.7
yoy																						
Sales	3.0	12.7	10.6	3.0	-11.4	-13.1	-18.5	-8.8	-0.9	-3.9	-6.3	-2.6	-1.7	-3.8	4.9	4.6	7.1	-12.8	-3.4	1.1	-10.3	6.8
OP	55.6	46.0	71.0	-35.8	-69.0	-52.5	-75.1	-27.2	8.9	-27.8	-65.4	-97.9	-58.3	-117.3	-196.1	338.8	25.3	-57.7	-44.9	-93.8	2304.0	50.4

신세계인터내셔날(031430) : CEO 교체

- 2025년 10월 2일 동사는 임원 인사를 단행. 기존 뷰티&라이프부문을 코스메틱 1,2부문, 자주 부문으로 분할하고 4인 대표 체제를 구축(김홍극 대표가 기존 총괄 대표였으나 JAJU 사업부만 맡게 된 것은 신세계까사로 영업양수도를 염두한 인사조치였다고 추정). 신임 총괄 대표로 선임된 김덕주 대표는 해외 패션 본부장을 역임
- 윌리엄킴 대표는 실적 부진의 책임으로 경질성 인사조치. 내부적으로 한국 소비 시장의 실정을 잘 모르는 임원이었다는 평가)
- 코스메틱 사업부에 이승민 어뮤즈 대표를 제 2부문 대표로 선임. 80년대생인 이승민 대표는 코스메틱 시장의 새로운 분위기를 읽고 적절한 전략을 수립, 이행하는데 젊은 임원이 필요하다는 판단에서 비롯된 인사조치로 평가

구분	이름	생년	담당 업무	주요 경력
~2025	김홍극	1964년생	(전)신세계인터 대표 (현)자주 대표	이마트 신세계라이브쇼핑 신세계까사(22년) 대표 겸직
	윌리엄킴	1972년생	(전)신세계인터 대표	버버리 올세인츠 삼성전자
2026~	김덕주	1970년생	총괄대표	샤넬코리아 신세계
	서민성	1980년생	코스메틱 1부문 대표(기초)	신세계
	이승민	1985년생	코스메틱 2부문 대표(색조)	어뮤즈 대표

Appendix. 편의점 산업

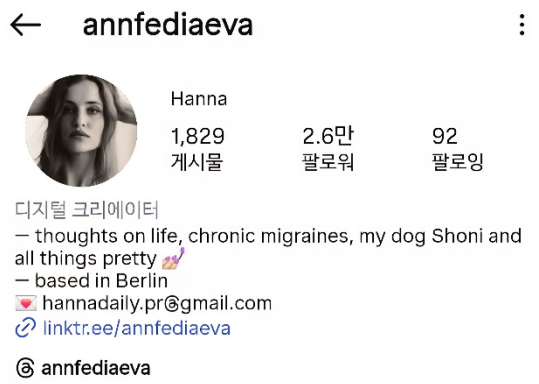
한국 편의점	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액(조원)	8.4	10.1	11.7	12.8	13.2	16.5	19.5	22.2	24.4	25.7	26.5	28.4	31.2	31.0	31.7	
점포 수(개)	16,937	21,221	24,559	24,859	26,020	28,994	32,611	36,824	38,451	40,672	48,094	51,475	53,475	55,580	54,852	53,266
점당 매출액(백만원)						568	597	604	635	632	551	552	583	557	579	
점당 커버리지 인구수(명)						1,778	1,581	1,400	1,479	1,267	1,077	1,001	964	930	943	
yoy																
매출액			15.3	9.4	3.4	24.3	18.4	14.1	9.8	5.3	3.2	7.2	9.7	-0.7	2.5	
점포 수		25.3	15.7	1.2	4.7	11.4	12.5	12.9	4.4	5.8	18.2	7.0	3.9	3.9	-1.3	-2.9
점당 매출액							5.3	1.1	5.1	-0.5	-12.7	0.1	5.6	-4.5	3.8	
점당 커버리지 인구수							-11.1	-11.4	5.7	-14.3	-15.1	-7.0	-3.7	-3.5	1.4	
BGF리테일				7,939	8,408	9,409	10,857	12,503	13,169	13,877	14,923	15,855	16,787	17,762	18,458	
GS리테일		6,307	7,138	7,774	8,290	9,285	10,728	12,429	13,107	13,918	14,688	15,499	16,448	17,390	18,112	
세븐일레븐				7,160	7,231	8,000	8,556	9,231	9,555	10,016	10,501	11,173	14,265	13,130	12,152	
이마트24				87	501	1,058	1,765	2,652	3,236	4,488	5,169	5,857	6,365	6,598	6,130	
미니스톱				1,913	2,022	2,200	2,346	2,462	2,462	2,462	2,597	2,568				
세븐 +미니				9,073	9,253	10,200	10,902	11,693	12,017	12,478	13,098	13,741	14,265	13,130	12,152	
BGF리테일					5.9	11.9	15.4	15.2	5.3	5.4	7.5	6.2	5.9	5.8	3.9	
GS리테일			13.2	8.9	6.6	12.0	15.5	15.9	5.5	6.2	5.5	5.5	6.1	5.7	4.2	
세븐일레븐					1.0	10.6	6.9	7.9	3.5	4.8	4.8	6.4	27.7	-8.0	-7.4	
이마트24					475.9	111.2	66.8	50.3	22.0	38.7	15.2	13.3	8.7	3.7	-7.1	
미니스톱					5.7	8.8	6.6	4.9	0.0	0.0	5.5	-1.1				
세븐 +미니					2.0	10.2	6.9	7.3	2.8	3.8	5.0	4.9	3.8	-8.0	-7.4	

Appendix : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기

외국인에게 보여진 서울 이미지

자료: 에어비앤비, 대신증권 Research Center

독일 여성 관광객 서울 여행 후기



자료: 대신증권 Research Center

독일 여성 관광객 서울 여행 – 항목별 평가

자료: 대신증권 Research Center

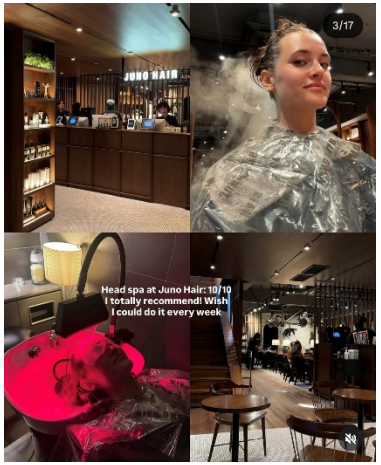
음식

Food:10/10

So many options on every corner! And it's delicious

자료: 대신증권 Research Center

미용실 – 준오헤어



Head spa at Juno Hair:10/10

I totally recommend! Wish I could do it every week

자료: 대신증권 Research Center

날씨

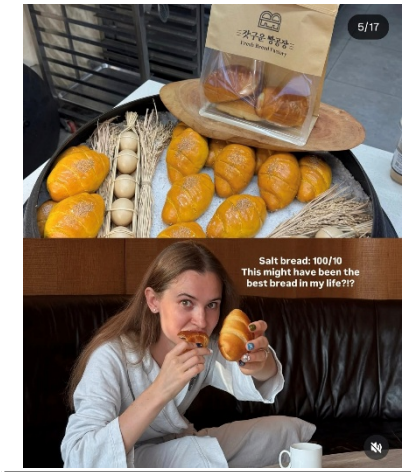
Heat and 82% humidity :2/10

I love when it's hot outside but it was hard to walk a lot

자료: 대신증권 Research Center

Appendix : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기

베이커리(명동 갓 구운 빵공장)

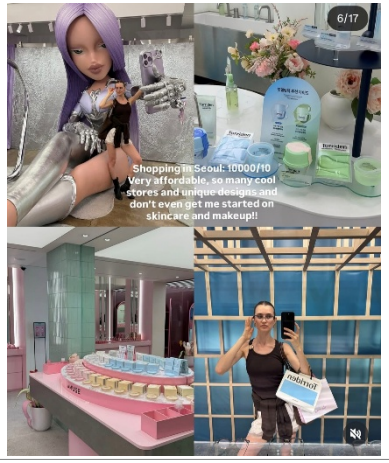


Salt bread :100/10

This might have been the best bread in my life?!?

자료: 대신증권 Research Center

쇼핑



Shopping in Seoul :10000/10

Very affordable, so many cool stores and unique designs and don't even get me started on skin care and makeup!!

자료: 대신증권 Research Center

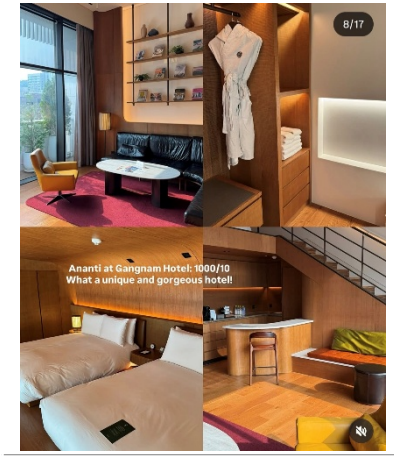
호텔(롯데 명동호텔)

Lotte Hotel at Myeondong :10/10

Absolutely amazing! The view, the room, the breakfast, the location!

자료: 대신증권 Research Center

호텔(아난티 강남)



Ananti at Gangnam Hotel:1000/10

What a unique and gorgeous hotel!

자료: 대신증권 Research Center

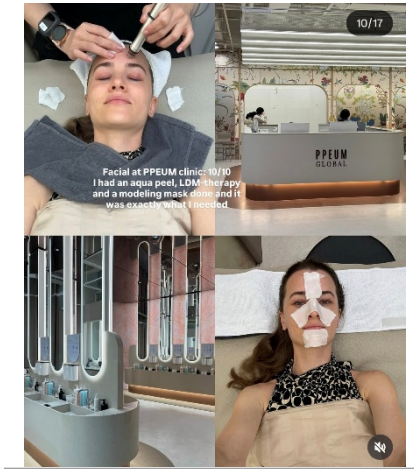
지하철

Public transport :10/10

Very convenient and was easy for me to navigate. And it had AC!

자료: 대신증권 Research Center

피부과 클리닉(쁨 클리닉)



Facial at PPEUM clinic :10/10

I had an aqua peel, LDM-therapy and a modeling mask done and it was exactly what I needed

자료: 대신증권 Research Center

Appendix : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기

식당

Portion sizes:9/10

They're huge! I felt like we wasted food sometimes because we couldn't finish them even though we usually ordered 1 dish to share

자료: 대신증권 Research Center

관광지

Places:10/10

Very beautiful, unique, simply majestic!

자료: 대신증권 Research Center

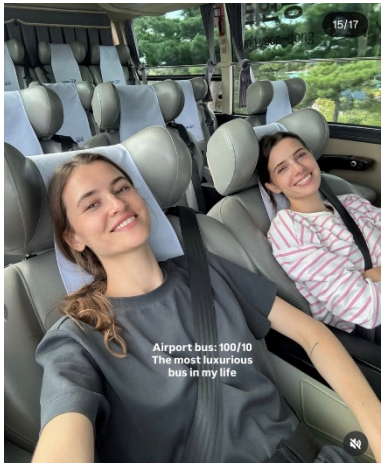
편의점(세븐일레븐)

Food at 7-Eleven:7/10

Loved the onigiri and the drinks, not sure about the rest

자료: 대신증권 Research Center

공항버스

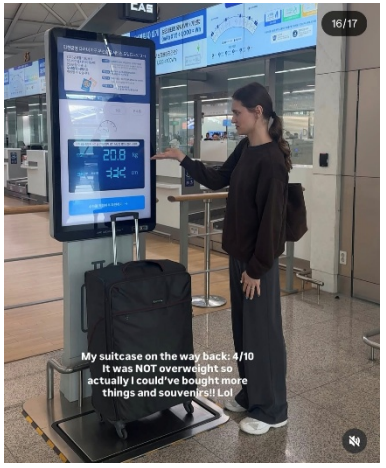


Airport bus: 100/10

The most luxurious bus in my life

자료: 대신증권 Research Center

쇼핑을 덜 한데 대한 아쉬움

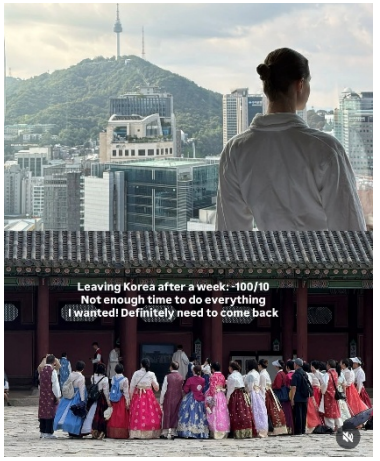


My suitcase on the way back: 4/10

It was NOT overweight so actually I could've bought more things and souvenirs!! Lol

자료: 대신증권 Research Center

총평



Leaving Korea after a week: -100:10

Not enough time to do everything I wanted! Definitely need to come back

자료: 대신증권 Research Center

감사합니다