



의류 (Positive)

의류 OEM 4Q25 Preview : 머지않은 리스톡킹 구간

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

의류 OEM 4Q25 Preview

의류 OEM 2개사의 실적은 직전 3Q25 실적의 호조세를 이어가겠다.

영원무역은 4Q25 매출액 9,909억원(+17% YoY), 영업이익 719억원(흑전 YoY)을 기록할 것으로 추정되어, 시장 기대치를 상회하겠다. OEM은 매출액 6,623억원(+19% YoY), 영업이익 885억원(+16% YoY)가 예상된다. 아크테릭스 등 주요 브랜드의 호조세와 신규 브랜드 유입 효과로 달러 기준 오더는 +15% YoY 성장하겠다. OPM는 13%로 상호관세 영향에도 오더 증가에 따른 효율 개선으로 전년 수준을 유지할 것으로 보인다. 스캇의 영업적자는 -215억원(+857억원 YoY)를 추정한다. 프랑와 기준으로도 매출 반등이 나타나고 있고, 재고 규모(현지화 기준 -30% YoY)가 축소되고 있어 24년 하반기와 같은 대규모 재고 충당금을 반영할 가능성은 낮아진 것으로 판단한다.

한세실업은 4Q25 매출액 4,488억원(+11% YoY), 영업이익 184억원(+20% YoY)을 기록할 것으로 추정되어, 시장 기대치를 역시 상회하겠다. 달러 기준 오더는 +9% YoY 성장이 추정된다. 단가 중심의 성장을 보였던 직전 분기와는 달리 수량도 반등한 것으로 확인된다. OPM은 상호관세에도 전년 대비 소폭 개선된 4%를 기록할 것으로 추정되는 데, 수량 증가에 따른 효율 개선, 환율 상승 효과, 전년도 일회성 비용 등의 영향이다.

OEM 비중 확대 유효 구간 판단 : 머지않은 리스톡킹

의류 OEM에 대해 비중 확대가 유효한 구간이라 판단한다. 미국 재고 리스톡킹 구간이 머지않은 것으로 예상하기 때문이다.

우선 미국 소비 지표는 우려와 달리 여전히 견조하게 유지되고 있으며, 소비자 기업들의 실적도 견조한 모습을 보이고 있다. 미국 역시 우리나라와 같이 유동성 확장 효과가 나타나고 있는 것이다. 또한 중간선거를 앞둔 현 시점에서 트럼프 대통령이 가계 구매력을 확대시킬 수 있는 경기 부양책을 꺼내들 수 있는 시점이기도 하다.

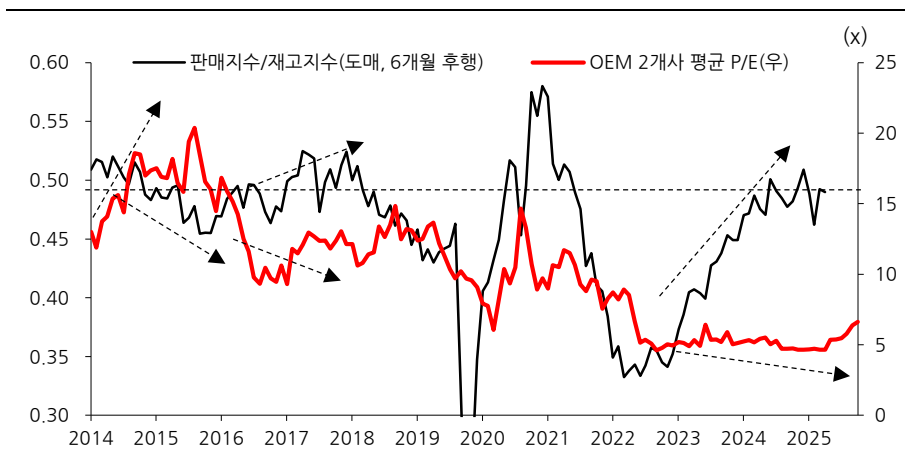
미국 현지 의류 재고 레벨은 과잉재고 구간을 지나 정상화되었다고 판단한다. 미국 의류 도매판매 지수를 도매재고 지수로 나눈 재고회전율 Proxy[그림1]는 25년 내내 0.5 내외 수준을 유지하고 있다. 코로나19 이전 평균이 0.49 였다는 점을 감안 시, 평균 수준까지 재고회전율이 회복한 것이다. 공급망 문제로 과잉재고 문제가 최고조로 달했던 23년, 해당지수는 0.33까지 낮아졌었다. 이 지표가 25년 내내 유지되었다는 점은 바이어들이 관세 우려로 인해 보수적인 재고 관리 기조를 가져갔음을 확인할 수 있다.

개별 바이어 별로 재고 리스톡킹을 재개하는 시점의 차이가 있을 수 있으나, 견조한 소비 지표와 건전한 재고 레벨은 리스톡킹이 머지않았음을 가리킨다. 참고로 재고회전율이 낮아질 때(과잉재고 구간 진입 시) 의류 OEM 밸류에이션은 확장되는 모습을 보여왔다.

영원무역 최선희주 의견 유지

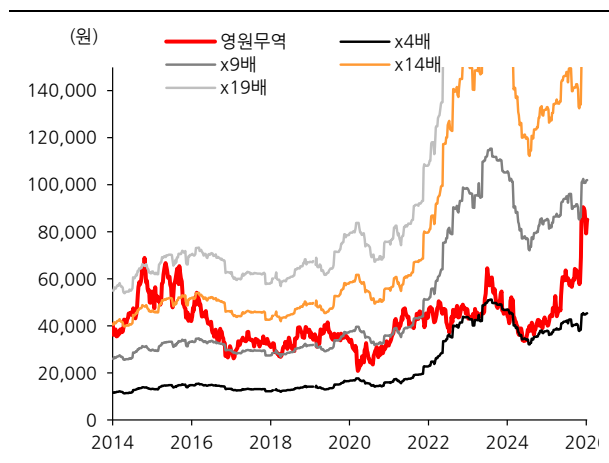
당사는 브랜드 포트폴리오의 우위로 견조한 실적이 이어지고 있는 영원무역을 의류업종 최선희주로 제시한다. 미국 리스 톡킹 구간 진입 시, 주가 레버리지는 오히려 상대적으로 부진했고, 미국향 매출 비중이 높은 한세실업이 주가의 베타가 크게 나타날 수 있겠다.

[그림1] 미국 의류 도매 재고회전율과 OEM 사 평균 P/E



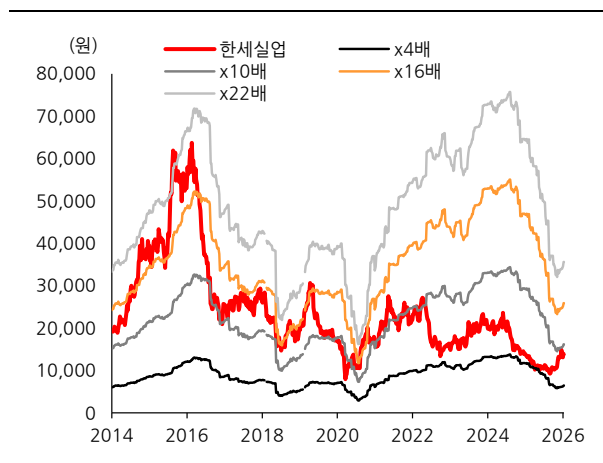
자료: Bloomberg, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 영원무역 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한세실업 P/E 밴드



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 영원무역 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	811	1,038	1,205	991	884	1,143	1,276	1,001	3,518	4,045	4,305
YoY	14%	16%	13%	17%	9%	10%	6%	1%	-2%	15%	6%
OEM	538	694	827	662	592	778	894	679	2,363	2,722	2,943
브랜드	273	344	378	329	293	365	382	322	1,155	1,323	1,362
SCOTT	226	300	330	269	244	320	331	259	954	1,125	1,154
매출총이익	210	295	334	258	241	324	359	269	896	1,097	1,192
GPM	26%	28%	28%	26%	27%	28%	28%	27%	25%	27%	28%
영업이익	82	146	181	72	106	170	199	77	316	481	552
YoY	16%	-12%	73%	흑전	29%	16%	10%	7%	-50%	52%	15%
OEM	106	168	195	88	116	188	217	87	507	557	609
브랜드	-24	-22	-14	-17	-10	-18	-18	-10	-192	-76	-57
SCOTT	-28	-26	-20	-22	-15	-19	-20	-16	-212	-96	-69
OPM	10%	14%	15%	7%	12%	15%	16%	8%	9%	12%	13%

자료: 영원무역, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한세실업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액(원화)	467	475	543	449	452	498	566	443	1,798	1,935	1,959
YoY	13%	6%	2%	11%	-3%	5%	4%	-1%	5%	8%	1%
매출액(달러)	322	338	392	312	312	348	404	321	1,316	1,364	1,386
YoY	4%	4%	0%	9%	-3%	3%	3%	3%	1%	4%	2%
매출총이익	65	54	82	58	62	65	87	53	308	258	268
GPM	14%	11%	15%	13%	14%	13%	15%	12%	-4%	-16%	4%
판매관리비	45	42	45	39	41	40	41	40	166	170	163
영업이익	20	12	37	18	21	25	46	13	141	88	105
OPM	4%	3%	7%	4%	5%	5%	8%	3%	8%	5%	5%
YoY	-47%	-71%	-18%	20%	3%	102%	24%	-30%	-16%	-38%	19%

자료: 한세실업, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026 년 1 월 13 일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 김나우)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%