

새 정부 출범 그리고 소비

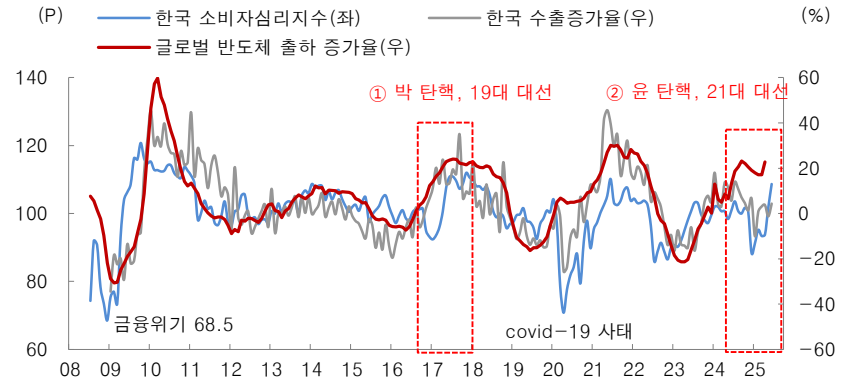
대신증권 유정현



대내외 소비 환경

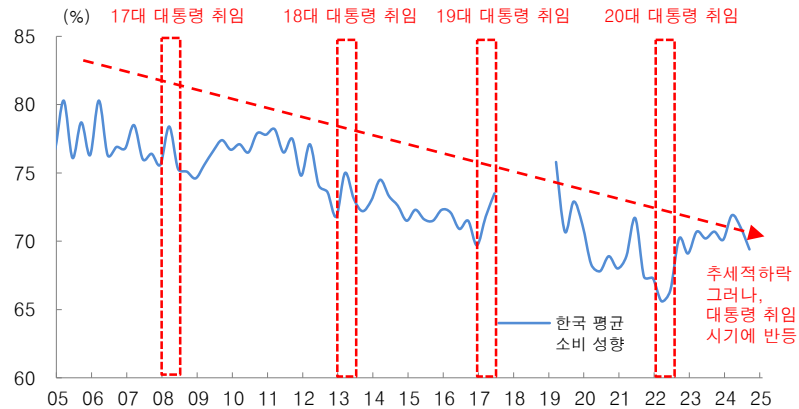
- 한국의 소비는 수출 상황에 크게 영향을 받는 구조. 올해 우리나라는 트럼프 2기 출범에 따른 통상 마찰 등 수출 부진 예상
- 한국의 소비 성향은 장기적으로 하향 추세. 그러나 대통령 취임 시기에 일시적으로 크게 상승하는 경향 보임. 정치적 불확실성 제거되고 6월 조기 대선으로 소비심리 크게 회복. 4월 93.8 → 5월 101.8 → 6월 108.7. **2021년 6월 이후 최고**
- 소비 심리 회복은 구매 건수를 자극. 소비 심리 개선 시 백화점 채널 1차적으로 수혜

수출증가율과 소비심리



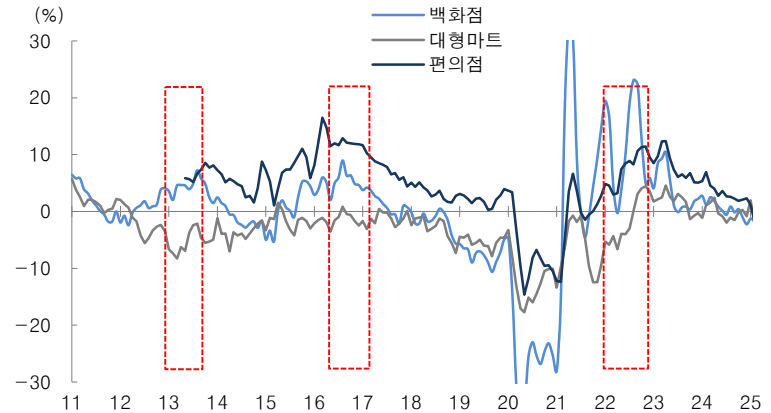
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

★ 대선과 소비성향



주: 17년 하반기 데이터 산출 기준 변경으로 17-18년 데이터 단절
 자료: 통계청, 대신증권 Research Center

구매건수 증가율

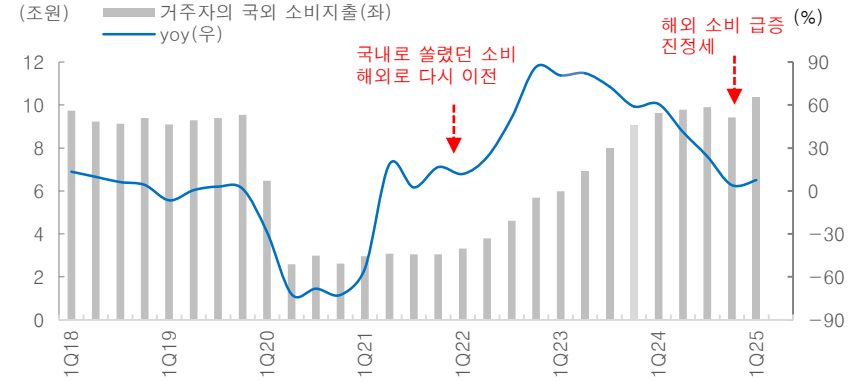


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경

- 코로나 기간 동안 억눌렸던 해외 소비로 국내 소비 거품 형성. 22년 4분기부터 해외 여행이 시작되면서 23-24년 해외 소비가 급증. 24년 분기당 해외 소비는 코로나 이전 9조원대에 진입하며 완벽하게 회복
- 25년 1분기 해외 소비는 yoy 8% 증가. 그러나 현지 통화 기준으로 감소(25년 1분기 원/달러 환율은 yoy 9% 이상 상승)
- 일방적으로 해외 소비가 늘던 부분이 진정되는 현상은 국내 소비를 boost up 하기에도 긍정적

거주자의 해외 소비



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

국내 소매판매액 vs. 거주자의 국외 소비지출



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

소비자 심리지수 vs. 소매판매 증가율

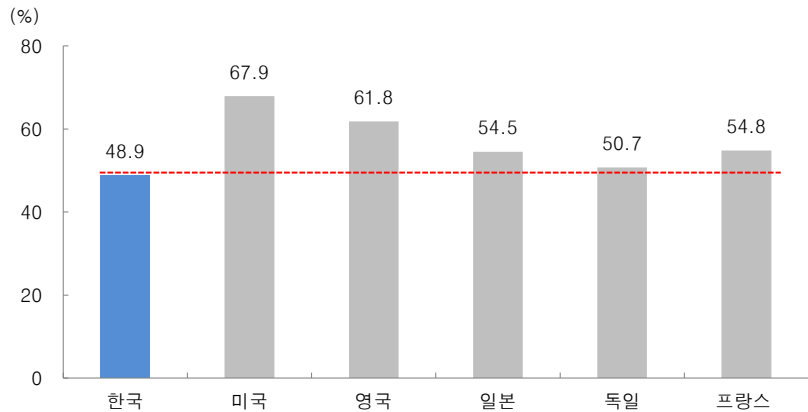


자료: 한국은행, 통계청, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경

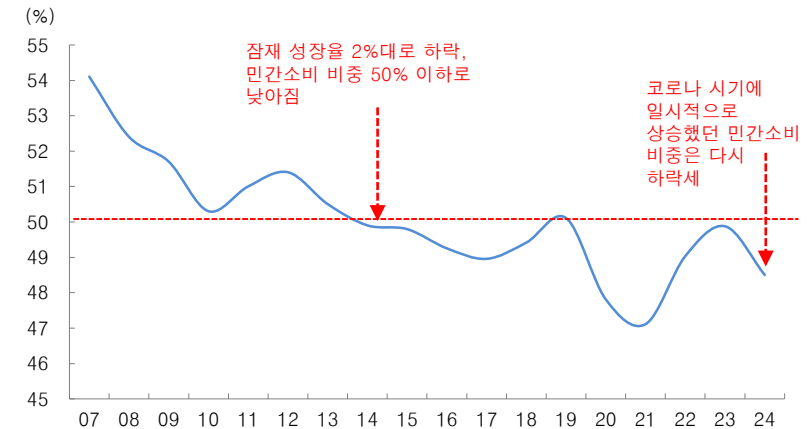
- 주요국별 GDP에서 민간소비가 차지하는 비중은 우리나라가 제일 낮은 편에 속함. 우리나라의 경우 2013년을 기점으로 민간 소비 비중이 50% 이하로 하락. 이는 잠재 성장률이 기존의 3%대에서 2%대로 낮아지면서 나타난 현상. 그만큼 소비가 구조적으로 위축되고 있다는 것을 의미 (참고 : 2017-2019년 민간 소비 비중)
- 글로벌 GDP의 약 25%를 차지하는 미국의 민간 소비 비중은 미국 GDP의 68%를 차지. 즉 미국의 민간 소비 영역은 글로벌 GDP의 17%를 차지하는 매우 큰 시장
- 일본의 경우 민간 소비 비중 55% 수준이 유지되고 있는데 인구 1억 3천만명의 인구 대국이기 때문에 가능
- 한편 우리나라와 같이 GDP의 수출 의존도가 높은 독일의 경우 역시 중국과 제조업 분야에서 경쟁 심화로 민간 소비가 구조적 부진한 상황에 빠짐

주요국의 GDP 대비 민간 소비 비중(2023년)



자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

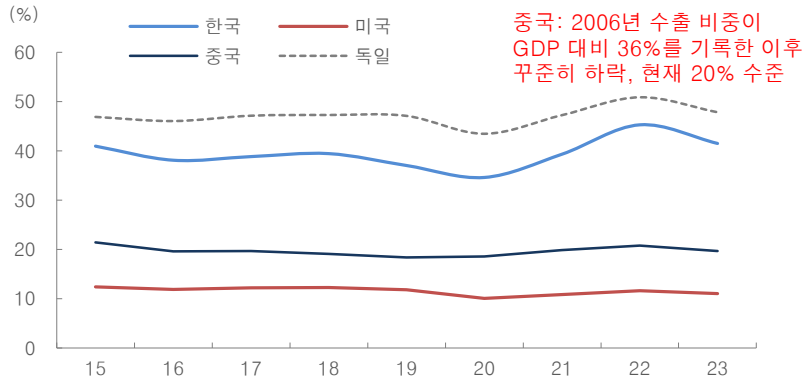
한국 GDP 대비 민간 소비



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

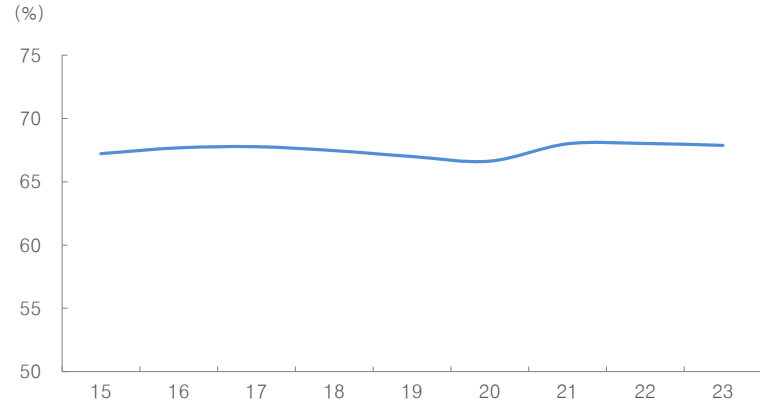
대내외 소비 환경

주요국의 GDP 대비 수출 비중



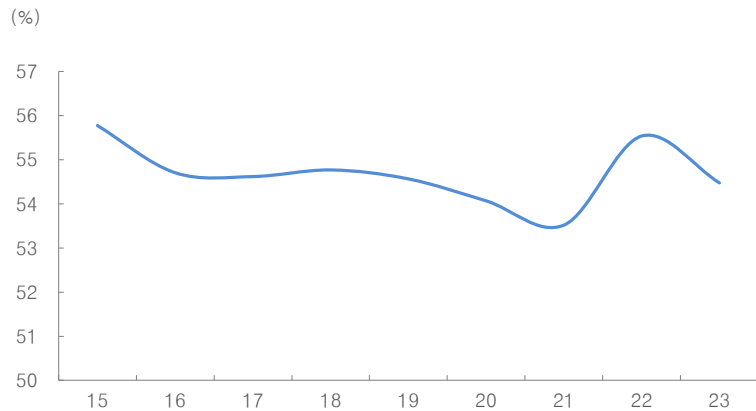
자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

미국 GDP 대비 민간소비



자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

일본 GDP 대비 민간 소비



자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

독일 GDP 대비 민간 소비

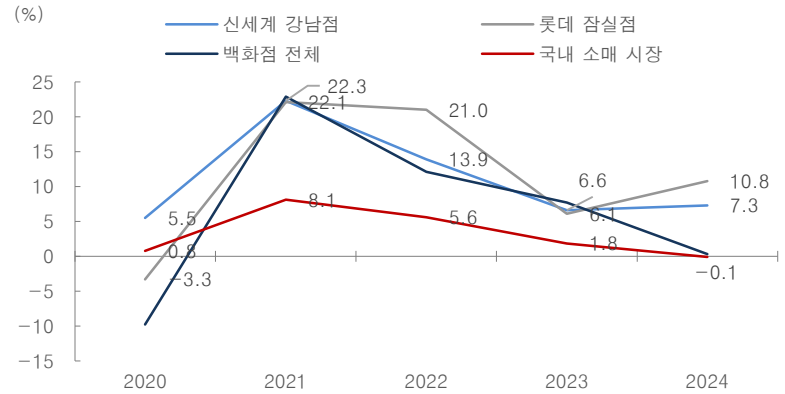


자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

유통산업 환경 : 백화점

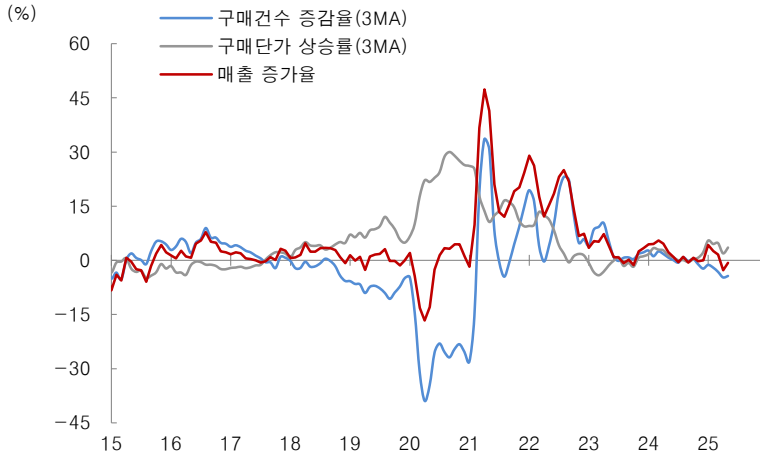
- 코로나 때 럭셔리 매장 오픈런 사태(해외 소비 대신 국내 소비로 집중) 등 백화점 시장 거품 형성
- 이후 점포별 차이 극대화 : 대형화, 집중화(서울, 수도권) 심화
- 2025년 1분기 (카테고리별) 매출 신장율 : 전체 성장률 2% 내외, 하이엔드 시계, 주얼리 50%, 럭셔리 부띠끄 10%, 남녀 패션 -5%(신세계 강남점, 롯데 잠실점 11-12% 성장)
- 상위 10개사 대형점이 차지하는 비중 2019년 39% → 2024년 47%. 지방 중소도시 점포 폐쇄 가속화

백화점 서울, 수도권 대형 점포만 성장



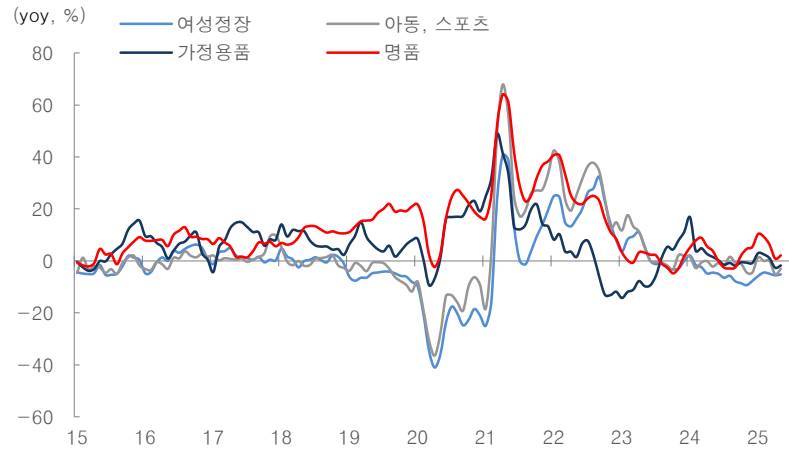
자료: 각사, 대신증권 Research Center

백화점 구매건수 & 구매단가 변화



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 품목별 증가율

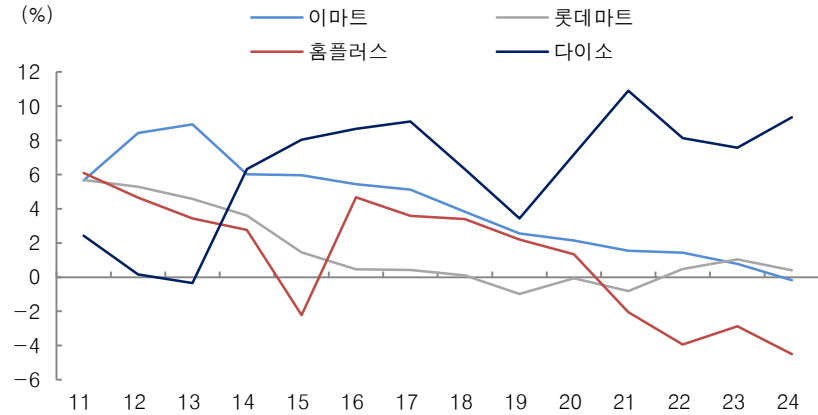


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

유통산업 환경: 대형마트

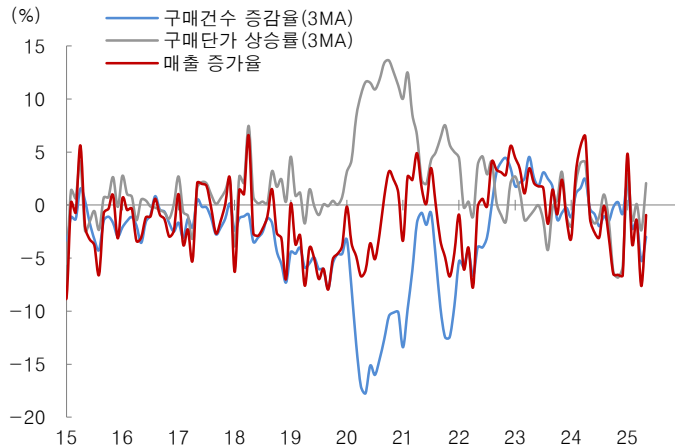
- 국내 대형마트 산업은 세계 최고의 이커머스 침투율로 대변되는 한국 이커머스 업계와 경쟁하며 매우 어려운 상황 지속. 이미 10년 전부터 전통시장과 경쟁하는 구도가 아닌, 이커머스와 경쟁하는 구도가 됨
- 물가 상승률 보다도 못한 성장 지속(2015-2019년 국내 대형마트 산업 연평균 성장률 -0.3%)
- 대기업 3사 모두 사실상 제로 마진 상태 상황. 이는 글로벌 대형마트 산업과 사뭇 다른 상황(ex. 미국의 월마트, 코스트코)

대형마트 3개사 영업이익률(국내 부문) & 다이소



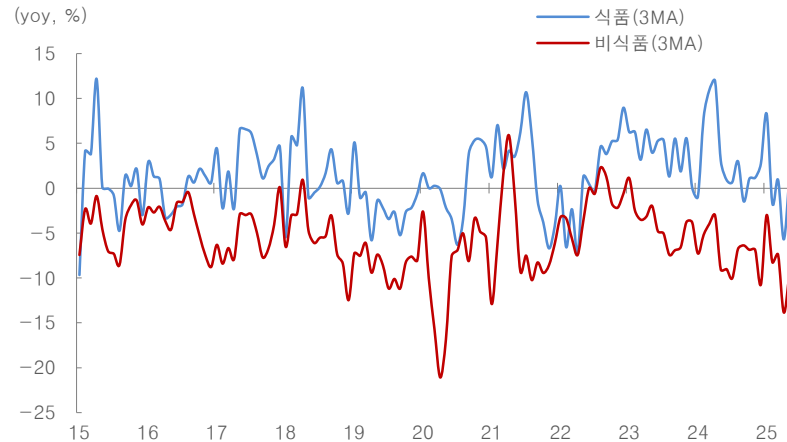
자료: 각사, 대신증권 Research Center

대형마트 구매건수 & 구매단가 변화



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대형마트 품목별 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

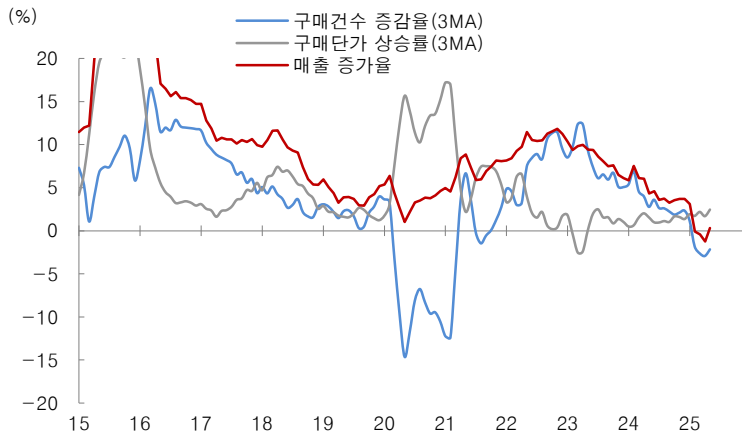
유통산업 환경: 편의점 & 슈퍼마켓

- 편의점

: 2025년 들어 편의점 구매건수 증가율 마이너스 전환. 이는 2024년부터 나타나기 시작한 과출점 영향에 심해졌기 때문인 것으로 판단
 구매단가는 물가 상승률 수준에 수렴

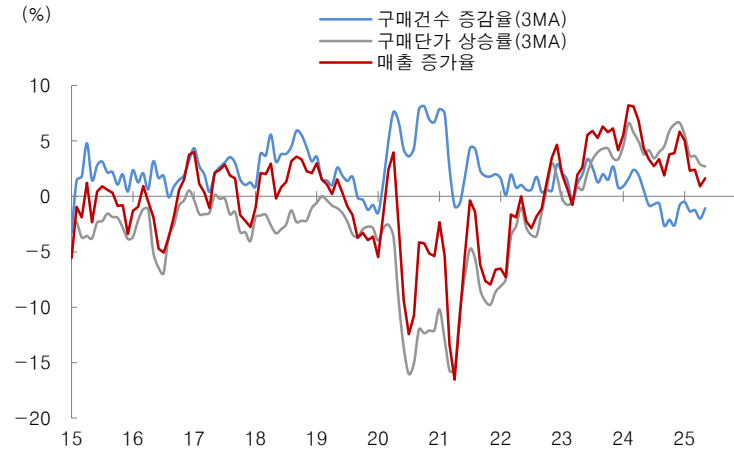
- 슈퍼마켓 : 대형마트와 마찬가지로 구매건수의 마이너스 성장이 지속되고 있는 상황

편의점 구매건수 & 구매단가 변화



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓 구매건수 & 구매단가 변화

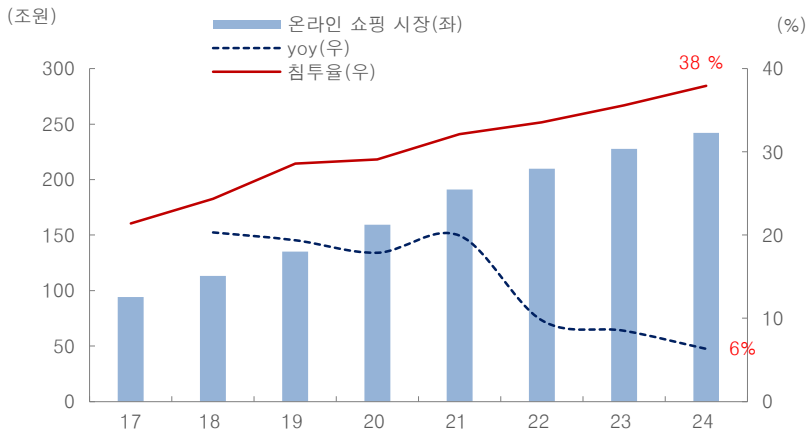


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

이커머스

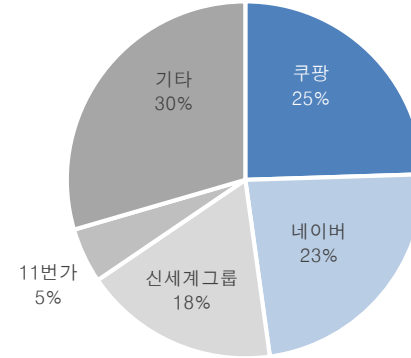
- 2024년 한국 이커머스 소매 시장 침투율은 38%로 세계 최고 수준. 최근 이커머스 시장 성장률은 한 자릿 수대로 크게 둔화
- 한국 이커머스 시장은 쿠팡과 네이버의 양강 구도. 쿠팡은 2015년 소프트뱅크로부터 10억 달러를 유치하며 본격적으로 가격 경쟁에 뛰어듦. 이후 대규모 누적 적자를 기록하다 2018년 로켓프레시 출시로 신선식품 시장에 진출. 2020년 코로나 사태로 압도적 시장 지배 사업자로 등극
- 네이버는 온라인 쇼핑을 위해 필히 거쳐가는 검색 포털(portal) 지위를 이용하여 커머스에서도 압도적 지배력
- 2023년부터 알리익스프레스 등 C-커머스의 한국 시장 공략 본격화

이커머스 시장 규모 & 침투율



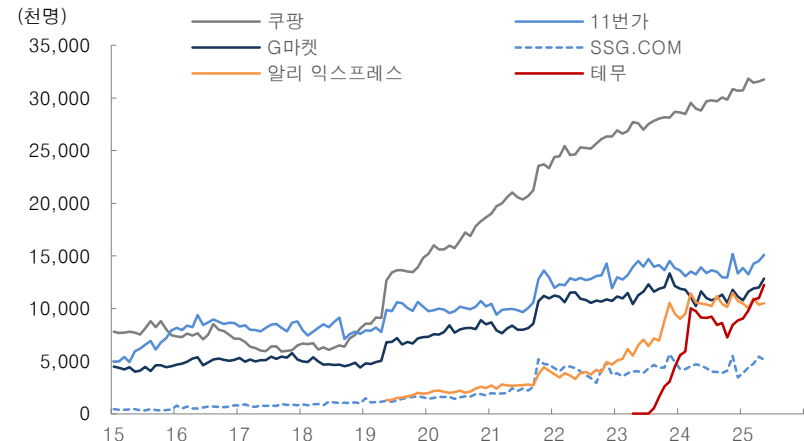
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

이커머스 시장 점유율



주: 신세계그룹 - SSG.COM G마켓, 옥션 모두 포함
 자료: 와이즈리테일, 대신증권 Research Center

이커머스 MAU(Monthly Active User, 월간 활성 이용자수)



자료: 코리아 클릭, 대신증권 Research Center

이커머스 : 쿠팡

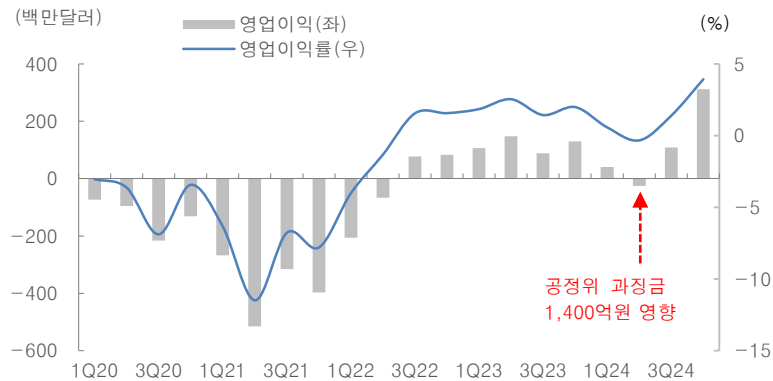
- 2024년 전체 이커머스 성장률 6%, 이 중 쿠팡 거래액 23.6% 증가, 쿠팡을 제외한 2024년 한국 이커머스 시장 성장률 2.7%로 추정 (쿠팡과 네이버를 제외한 타 이커머스업체들 상황도 쉽지 않음)
- 쿠팡 회비 인상 : 2022년 6월 1차 인상 직후 분기 영업이익 흑자 전환, 2024년 4월 2차 인상 후(8월 전면 인상) 분기 영업이익 3억 달러대로 급증

* 쿠팡 회비 인상 효과

A. 와우 회원수(천명)	B. 해지율	C. 월 회비(원)	D. 개월 수	연간 회비 수익(십억원) (=A*(1-B)*C*D)	회비 증액효과 (십억원)	비고
14,000	0.00%	4,990	12	838	-	
	0.00%	7,890	12	1,326	487	
	10.00%	7,890	12	1,193	355	이익 구간
	20.00%	7,890	12	1,060	222	
	30.00%	7,890	12	928	90	
	36.65%	7,890	12	840	1	
	40.00%	7,890	12	795	-43	손해 구간
	50.00%	7,890	12	663	-176	

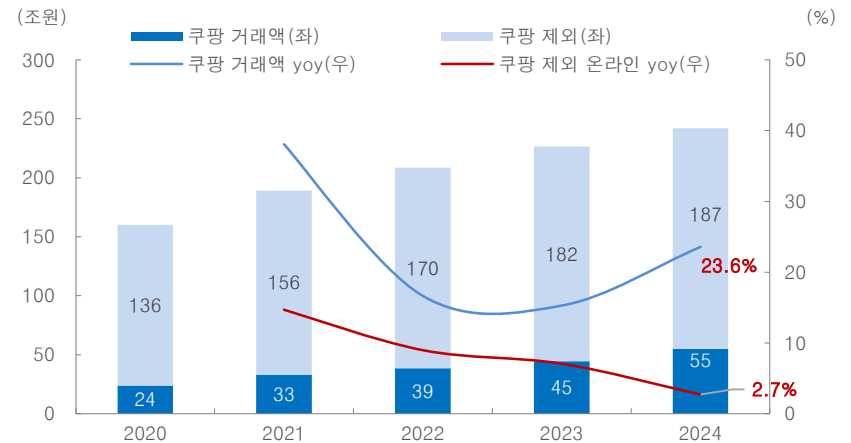
자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

쿠팡 영업이익(률)



자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

쿠팡 vs. 이커머스 시장 성장률

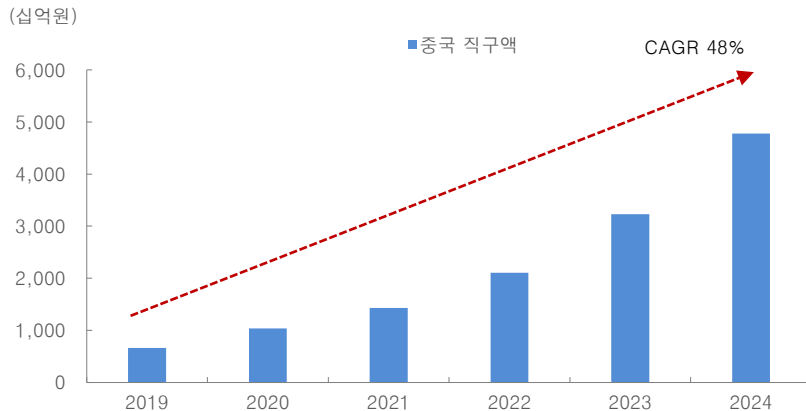


자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

이커머스 : C-커머스

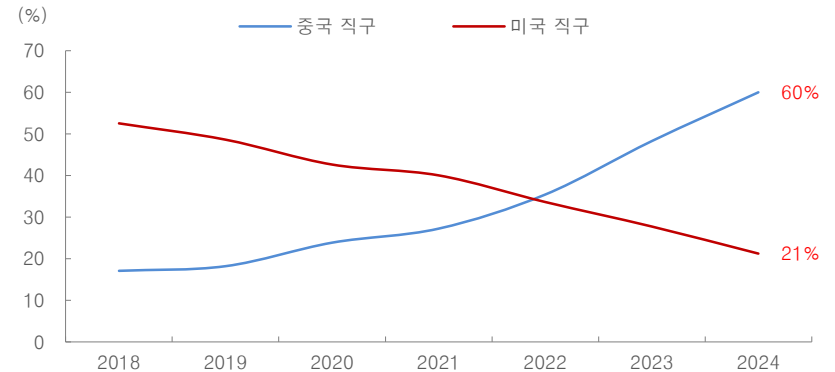
- 한국 소비자들의 중국 직구 플랫폼 이용 증가는 MAU(Monthly Active Users), 즉 한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수 이용자 수로도 확인 가능. 알리익스프레스의 평균 MAU는 2022년 395만 수준이었으나 2023년 11월 1,000만을 넘어섬
- 2023년 7월 한국 진출한 테무 MAU는 매달 100만씩 추가되며 현재 900만 수준까지 매우 가파른 속도로 상승
- C-커머스 사용자 급증으로 인해 한국의 해외 직구액은 중국이 미국을 2023년에 넘어섬. 전세계적으로 고물가 현상이 가격 경쟁력이 있는 중국산 저가 공산품 인기 상승을 견인하며 C-커머스 사용자수 급증 유도(한두번 쓰고 버리는 저렴한 공산품 구매 급증)

우리나라 중국 직구액



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

우리나라 중국 & 미국 직구 비중



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

이커머스 : C-커머스

- 알리와 테무의 비즈니스 구조 : 알리익스프레스나 테무와 같이 국경을 넘어 물건을 판매하는 판매하거나 구매할 수 있는 플랫폼을 “크로스보더 플랫폼” 이라고 함
- 중국의 크로스보더 이커머스 플랫폼은 1차적으로 14억 인구를 가진 중국의 거대한 내수 시장을 바탕으로 대량 생산을 통해 상품의 생산원가 절감을 통해 저렴한 단가 책정 가능. 알리익스프레스는 이미 2022년 유럽연합(EU)에서 크로스보더 이커머스 플랫폼 중 거래 규모 1위를 차지할 정도로 한국 이외의 시장에서도 많은 사용자 확보. 더 많은 고객을 확보할수록 더 저렴하게 상품을 공급할 수 있다는 점에서 거대한 자국 내수 시장과 이미 구축해 놓은 해외 시장에서 확보된 가격 경쟁력은 한국 시장에서 소비자들이 원하는 저가 정책을 시행하기에 최적
- 이용자가 많아 원가를 낮추는 구조가 가능했던 알리익스프레스는 유통 중간 단계를 줄임으로써 가격을 한단계 더 낮추는 구조 확보. 과거 직구 방식은 오픈마켓 같은 커머스 플랫폼에서 해외에서 물건을 사입하여 마진을 붙여 파는 구조였는데 알리익스프레스와 테무는 중국 생산자와 한국 소비자를 직접 연결해 중간 유통 단계를 없애면서 더 저렴한 가격으로 물건을 공급

알리익스프레스 & 테무 국내 유통 과정



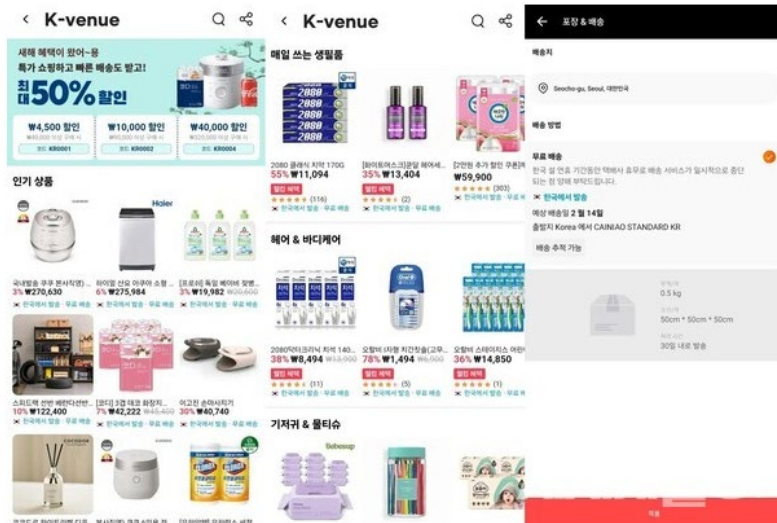
유럽의 Top 10 이커머스 마켓플레이스

1	알리익스프레스
2	엣시(Etsy)
3	아마존
4	이베이
5	디스코스
6	내스퍼스
7	밴드 캠프
8	우버 이츠
9	테무(Temu)
10	빈티드

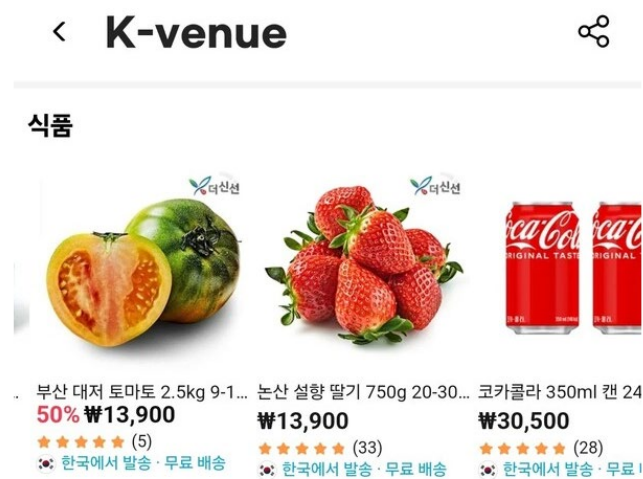
이커머스 : C-커머스

- 로켓배송, 새벽배송이 일상인 한국에서 알리익스프레스나 테무에서에서 구입한 물건을 3-5일 혹은 5-7일 기다릴 수 있는 여유는 가격이 저렴하기 때문. 그런데 알리가 국내 상품을 판매하는 'K-venue' 를 통해 한국 업체들의 입점을 공개적으로 모집하기 시작
- 사용자가 많을수록 시도해 볼 수 있는 전략들이 많아질 수 있음. 소비자들이 최상의 가치로 인식하는 가격과 배송, 이 두가지를 모두 만족시킬 수 있다면 한국 이커머스 시장은 지금과 또 다른 국면이 맞이할 가능성 존재. 쿠팡이 처음에 소비자를 lock-in했던 생필품 정기 배송도 가능해짐. 이는 싼 물건을 가끔씩 사는 것과 생필품을 주기적으로 구매하는 것은 상황이 많이 다름. 향후 한국 이커머스 시장 판도 변화는 알리익스프레스의 한국 사업 의지에 달려 있음

K-venue



K-venue 신선식품 사업



투자포인트(유통)

- 구조적 소비 회복 가능성이 높지 않지만, 1) 정부 취임 이벤트(정책 효과), 2) 상법개정안과 같은 제도적 장치로 valuation이 개선될 여지, 3) KOSPI 강세 흐름에 따른 자산 가치 상승 효과 등 소비 반등 기대감이라는 큰 틀 안에서 새 정부의 주가 부양을 위한 각종 제도적 장치, 그리고 이에 따른 자산 효과가 같이 작용할 경우 소비 관련주의 상승 흐름이 이어지기에 충분하다고 판단
- 유통 대표주들마다 개별 이슈(면세점 등 자회사 개선, 주주가치 제고, 낮은 valuation 등)로 실적 개선에 대한 기대감도 큰 상황

		2Q24	2Q25F	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025F	2026F	YoY	투자포인트
신세계	Sales	1,604	1,722	7.4%	1,678	2.6%	6,570	6,963	7,685	6.0%	- 백화점 기준점 성장률 1% 수준(4월 -2.5%, 5월 +5.6%, 6월 +0.5%) - 면세점 구조조정 통해 적자 대폭 감소(1분기 영업이익자 23억원, 임차료 감면 효과 45억원 포함) - 3, 6월 각각 제 2터미널 면세점 정규 매장 추가 오픈, 임차료 증가는 럭셔리 부띠끄 매출로 일정 부분 상쇄 전망
	OP	117	94	-19.7%	98	-4.1%	477	514	594	7.8%	- 백화점 점포 리뉴얼 완료 작업 시기별 고려 시, 하반기 손익 개선 가시화(감가비 +400억원, 내년 +200억원) - 올해 백화점 기준점 성장률 +6% 제시. 신세계 본점 본관, 신관, 구 SC 제일은행 건물 전면 리뉴얼 개점 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배
롯데쇼핑	Sales	3,428	3,457	0.8%	3,470	-0.4%	13,987	14,796	15,439	5.8%	- 백화점 기준점 성장률 +1% 내외(4월 -3~-4%, 5월 +4.9%, 6월 +1%) - 지난 해 자산재평가로 감가상각비 연 800억원 이상 감소 예상. 이 중 80%가 백화점 부문
	OP	56	65	16.1%	70	-6.9%	473	592	669	25.2%	- 2025년부터 중간배당 실시 - 2022년말 CEO 교체, PBR 0.1배
현대백화점	Sales	1,024	1,131	10.4%	1,084	4.3%	4,188	4,799	4,971	14.6%	- 백화점 기준점 성장률 +1% 내외(4월 -4%, 5월 +2~3%, 6월 +1%) - 카테고리별: 시계 주얼리 고성장, 고마진 패션이 1분기 -mid single에서 5월 flat 수준까지 회복 - 지뉴스 1분기 관세 환급 167억원, 2분기에도 그 이상 환급 예상(연간 환급액 400억원 예상) - 3분기 면세점 흑자전환 안착(4월 이미 흑자 전환)
	OP	43	82	90.7%	84	-2.4%	284	408	444	43.7%	- 자사주 매입 등 주주가치 제고 노력 최선(2분기 실적 발표 후에도 기대) - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배
이마트	Sales	7,056	7,599	7.7%	7,180	5.8%	29,021	30,198	30,979	4.1%	- 2분기 기준점 성장률 -1% 수준 - 1분기에 GPM 개선(yoy 60bps) 원인은 지난 해말 통합매입작업으로 벤더들과 모두 재계약
	OP	-35	115	흑전	30	283.3%	47	503	621	970.2%	- 할인점 GPM 개선과 자회사 손익 개선으로 올해 영업이익 크게 개선 - 백화점 보다 비선호 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배
GS리테일	Sales	2,937	2,991	1.8%	3,022	-1.0%	11,627	11,919	12,342	2.5%	- 가장 뒤늦게 구조조정 시작한 채널 - 2025년부터 점포 구조조정(연간 800개씩 출점에서 400-500개로 축소) - 구조조정 이후 2026년부터 업황 개선 예상 - 현 정부의 지역화폐 정책 수혜주
	OP	57	76	33.3%	73	4.1%	239	270	304	13.0%	- 2025년 CEO 교체 - 2026년 지방선거 이후 담배 가격 인상 가능성 높음

투자포인트(의류)

- 구조적 소비 회복 가능성이 높지 않지만, 1) 정부 취임 이벤트(정책 효과), 2) 상법개정안과 같은 제도적 장치로 valuation이 개선될 여지, 3) KOSPI 강세 흐름에 따른 자산 가치 상승 효과 등 소비 반등 기대감이라는 큰 틀 안에서 새 정부의 주가 부양을 위한 각종 제도적 장치, 그리고 이에 따른 자산 효과가 같이 작용할 경우 소비 관련주의 상승 흐름이 이어지기에 충분하다고 판단
- 국내 일반 (의류 브랜드) 소비주들의 경우 백화점 주식에 시차를 두고 동행하는 경향 보임

		2Q24	2Q25F	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025F	2026F	YoY	투자포인트
영원무역	Sales	893	952	6.6%	995	-4.3%	3,518	3,752	3,884	6.7%	- OEM 1분기 달러 매출 성장률 +6% 기록. 2분기도 +high single% 이상(1분기말 동부문 재고자산 yoy +21%) - 아크테릭스가 새로운 성장동력으로 부상하며 호실적 견인 - 스카트는 1분기에 적자 280억원 기록. 그러나 신제품 판매로 7개 분기만에 매출이 + 성장 전환 - 2분기 적자도 예상 수준(추가적으로 대규모 적자 없을 가능성 전망) - 지난 1월, 스카트와 분쟁 관련하여 국제상업회의소에서 영원무역에 매우 유리한 판결. 스카트 잔여지분 50%에 대해 동사의 몰수권 행사 가능 결론. 또한 스카트가 손해배상 지급해야 함 - PBR 0.4배
	OP	166	165	-0.6%	162	1.9%	316	457	595	44.6%	
화승엔터프라이즈	Sales	392	463	18.1%	481	-3.7%	1,610	1,916	2,227	19.0%	- 2분기 매출 3분기로 일부 이연. 매출 성장률 둔화되며 영업이익률도 낮아질 전망 - 3분기부터 관세 영향 본격 시작. 이에 따라 마진 압박 일부 가능성 - 4분기부터 주가 회복 전망
	OP	19	20	5.3%	26	-23.1%	83	99	137	19.3%	
한세실업	Sales	448	467	4.2%	474	-1.5%	1,798	1,953	2,036	8.6%	- 2분기 매출 성장률 LSD% 성장 전망(달러 기준) - 고가 제품 매출 증가, 그러나 저가 수주 더 크게 감소하며 공장 효율 하락
	OP	43	20	-53.5%	33	-39.4%	142	101	137	-28.9%	- 1분기 고환율에 매입한 원부자재 2분기 낮은 환율 매출 제품에 투입 원가를 상승 전망 - 3분기까지 비슷한 양상 지속 전망. 4분기 증익 조심스럽게 전망
F&F	Sales	391	387	-1.0%	390	-0.8%	1,896	1,936	2,059	2.1%	- 국내 2분기 날씨 및 소비 영향으로 부진(D -20%, MLB -3%, MLB 면세 -20%) - 중국 1분기에 이어 high single% 성장 - 글로벌 exposure 있는 의류 기업 중 매력적인 valuation(PER 8배) - 국내 소비 회복, 중국 성장 등 양측으로 성장
	OP	92	83	-9.8%	87	-4.6%	451	451	511	0.0%	
미스토홀딩스	Sales	1,175	1,309	11.4%	1,217	7.6%	4,269	4,269	4,506	0.0%	- 국내 브랜드 equity 희석 후 회복이 잘 안되고 있는 단점. 다만 글로벌 exposure 있고, 안정적 수익원 확보 - 중국 수수료는 안정적, 그러나 로열티는 감소 전망. 다만 고환율 상황으로 원화 환산 성장률은 상대적으로 양호
	OP	140	193	37.9%	168	15.0%	361	502	517	39.1%	- 1,500억원 자사주 매입 시작으로 주가 하방 경직성 확보
한섬	Sales	342	342	0.0%	337	1.4%	1,485	1,512	1,592	1.8%	- 일명 작은 백화점 주식, 소비 회복 시 백화점과 동반 실적 개선되는 기업 - 2023년 1분기까지 국내 고가 의류 시장 고성장, 이후 재고 과잉, 소비 부진으로 할인판매 증가하며 8개 분기 연속 GPM 하락
	OP	4	4	0.0%	4	0.0%	63	72	86	14.3%	- 2025년 1분기 드디어 다년차 재고 대부분 정리. 관관비 효율화 이미 완료. 매출 회복 시 이익 대폭 증가 가능성 - 2024년 2, 3분기 영업이익이 각각 40억원, 60억원으로 규모가 작아 영업이익 증가세 전환할 경우 주가 상승률 크게 나타날 듯
신세계인터내셔널	Sales	321	323	0.6%	324	-0.3%	1,309	1,337	1,414	2.1%	- 해외 패션 소품 증가, 그러나 경기 민감한 국내 패션 두 자릿 수 이상 감소 지속 - 코스메틱 부문 어뮤즈 매출 증가, OPM 상승으로 손익 기여
	OP	13	5	-65.4%	9	-48.9%	27	31	50	14.8%	- 매출 부진에 따라 영업이익 감소세 지속, 그러나 4분기로 갈수록 손익 개선 모멘텀 클 전망

주주가치 제고 사항(Value-up)

유종	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	4000	36.2	21.1	2.3
롯데쇼핑	107	107			107	107	-968	219		48.9	3,800	3800		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	2000		25.4	2.3
★BGF리테일	71	73			71	73	195	199	36.3	36.5	4,100	4200	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
★휠라홀딩스	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

Valuation

유통 Coverage valuation 비교 (2025.08.18 기준)

	호텔신라 008770	롯데쇼핑 023530	신세계 004170	현대백화점 069960	이마트 139480	GS리테일 007070	BGF리테일 282330	
목표주가	60,000	90,000	220,000	100,000	105,000	20,000	150,000	
주가	49,700	66,900	164,100	72,700	78,500	16,640	119,000	
시가총액(십억원)	1,951	1,893	1,583	1,645	2,166	1,391	2,057	
매출액(십억원)	24A	3,948	13,987	6,570	4,188	29,021	11,627	8,699
	25F	4,131	14,466	7,080	4,717	30,198	11,908	8,979
	26F	4,483	15,285	7,658	4,952	30,979	12,330	9,422
영업이익(십억원)	24A	-5	473	477	284	47	239	252
	25F	55	536	484	410	503	265	256
	26F	133	620	522	485	621	290	284
EPS(원)	24A	-1,538	-34,219	10,948	-1,543	-21,166	25	11,295
	25F	370	6,130	16,376	10,517	7,431	1,725	11,262
	26F	1,602	9,057	20,022	13,717	10,606	2,011	12,518
OPM(%)	24A	-0.1	3.4	7.3	6.8	0.2	2.1	2.9
	25F	1.3	3.7	6.8	8.7	1.7	2.2	2.9
	26F	3.0	4.1	6.8	9.8	2.0	2.4	3.0
PER(배)	24A	-24.0	-1.6	12.1	-30.6	-3.0	666.9	9.1
	25F	131.2	12.7	11.5	7.2	11.3	9.6	10.6
	26F	30.3	8.6	9.4	5.5	7.9	8.3	9.5
PBR(배)	24A	1.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.5	1.5
	25F	1.5	0.1	0.3	0.3	0.2	0.4	1.6
	26F	1.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.4	1.4
EV/EBITDA(배)	24A	21.3	9.4	8.3	6.0	8.8	4.0	3.2
	25F	20.7	10.1	8.8	5.8	7.8	4.2	3.5
	26F	13.7	9.7	8.8	5.0	7.4	4.0	3.7
ROE(%)	24A	-6.5	-7.7	2.5	-0.8	-5.4	0.1	17.3
	25F	1.1	1.1	3.6	5.3	2.0	4.4	15.6
	26F	4.8	1.6	4.2	6.5	2.8	4.8	15.7
ROA(%)	24A	-0.2	1.4	3.2	2.5	0.1	2.7	7.6
	25F	1.5	1.4	3.1	3.6	1.5	3.5	7.6
	26F	3.5	1.6	3.1	4.3	1.9	3.9	8.3

Valuation

의류 Coverage valuation 비교 (2025.08.18 기준)

		한세실업	영원무역	화승 엔터프라이즈	한섬	미스토홀딩스	신세계인터	F&F
		105630	111770	241590	020000	081660	031430	383220
목표주가		15,000	70,000	11,000	20,000	52,000	15,000	100,000
주가		10,190	58,000	7,470	15,090	36,600	10,650	62,900
시가총액(십억원)		408	2,570	453	339	2,200	376	2,410
매출액 (십억원)	24A	1,798	3,518	1,610	1,485	4,269	1,309	1,896
	25F	1,953	3,862	1,732	1,512	4,399	1,337	1,928
	26F	2,036	4,008	2,091	1,592	4,363	1,414	2,045
영업이익 (십억원)	24A	142	316	83	63	361	27	451
	25F	101	414	60	72	456	31	453
	26F	137	600	104	86	518	50	508
EPS (원)	24A	1,451	9,637	546	1,894	1,398	910	9,408
	25F	1,327	7,674	525	2,285	3,466	1,085	9,179
	26F	2,510	10,169	1,103	2,743	3,863	1,498	10,290
OPM (%)	24A	7.9	9.0	5.1	4.3	8.5	2.1	24
	25F	5.2	10.7	3.5	4.8	10.4	2.3	23.5
	26F	6.8	15.0	5.0	5.4	11.9	3.5	24.8
PER (X)	24A	9.8	4.4	15.8	7.8	28.8	11.1	5.8
	25F	7.8	7.9	14.8	6.9	10.4	10.1	8.4
	26F	4.1	6.0	7.0	5.8	9.3	7.3	7.5
PBR (X)	24A	0.8	0.48	0.93	0.25	0.89	0.43	1.3
	25F	0.6	0.64	0.78	0.25	0.7	0.44	1.6
	26F	0.5	0.58	0.70	0.24	0.6	0.42	1.3
EV/EBITDA (X)	24A	5.4	2.5	6.8	2.6	8.0	7.8	4.2
	25F	6.1	3.5	7.8	2.5	6.0	9.1	5.4
	26F	4.6	2.1	5.2	2.1	4.7	7.7	4.8
ROE (%)	24A	8.6	12.3	6.4	3.2	4.3	3.8	25.3
	25F	7.3	8.9	5.9	3.6	9.5	4.5	20.6
	26F	12.8	10.8	11.3	4.2	8.6	6.0	19.6
ROA (%)	24A	10.7	5.9	5.7	3.7	6.9	2.0	21.0
	25F	7.0	7.6	4.0	4.1	7.9	2.3	19.2
	26F	9.1	10.6	6.9	4.8	8.3	3.6	20.0

롯데쇼핑(023530)

(Wbn. %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	5,237	5,423	5,436	5,434	4,990	5,078	5,125	5,261	4,953	4,873	4,919	5,078	4,891	4,945	4,921	5,248
매출액	3,771	3,902	4,013	3,790	3,562	3,622	3,739	3,633	3,513	3,428	3,568	3,477	3,457	3,659	3,691	3,989
백화점	740	828	769	890	796	800	732	932	816	836	755	912	806	844	763	921
할인점	1,482	1,441	1,560	1,421	1,447	1,422	1,517	1,571	1,618	1,319	1,442	1,333	1,486	1,313	1,403	1,437
슈퍼마켓	349	332	352	310	326	325	347	309	329	330	335	303	305	334	338	306
홈쇼핑	275	272	271	274	231	231	22	260	228	232	208	257	228	232	208	257
롯데하이마트	841	887	875	734	626	680	726	579	525	589	686	556	529	592	700	582
컬처웍스	73	121	188	115	112	128	154	169	115	114	131	92	86	90	88	80
이커머스	27	26	25	36	29	36	32	38	30	28	27	35	33	31	30	40
영업이익	69	74	150	93	113	51	142	202	115	56	155	147	148	65	173	205
백화점	103	104	109	205	129	64	75	210	90	59	71	180	127	72	97	210
할인점	16	-7	33	6	32	-3	51	8	43	-16	45	-7	28	-29	36	17
슈퍼마켓	3	-6	6	-5	8	5	14	-2	12	13	12	-8	3	2	5	3
홈쇼핑	31	28	21	-2	4	2	-8	10	10	16	10	14	12	16	18	14
롯데하이마트	-8	0	1	-45	-26	8	36	-10	-16	2	31	-6	-11	3	25	5
컬처웍스	-29	11	21	-2	-11	2	3	-3	1	6	9	-16	-10	-8	-5	0
이커머스	-45	-49	-38	-24	-20	-21	-23	10	-22	-20	-4	-7	-9	-7	-6	-6
영업이익률	1.3	1.4	2.8	1.7	2.3	1.0	2.8	3.8	2.3	1.2	3.2	2.9	3.0	1.3	3.5	3.9
YoY																
매출액	-0.4	1.9	1.1	-0.4	-4.7	-6.4	-5.7	-3.2	-0.7	-4.0	-4.0	-3.5	-1.3	1.5	0.0	3.3
영업이익	11.2	88.2	418.6	-14.9	63.7	-30.8	-5.3	117.4	2.1	8.9	9.1	-27.3	29.1	15.8	11.7	39.5

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
21,414	21,529	20,454	19,823	20,005	20,719
15,574	15,476	14,556	13,987	14,796	15,439
2,888	3,227	3,260	3,319	3,335	3,343
5,715	5,904	5,957	5,712	5,640	5,925
1,453	1,343	1,307	1,296	1,282	1,295
1,104	1,092	744	925	925	925
3,877	3,337	2,610	2,357	2,403	2,616
234	497	563	452	344	363
108	114	135	120	134	146
208	386	508	473	592	669
349	521	478	400	507	517
-31	48	88	65	52	86
-5	-2	25	29	13	24
108	78	8	50	60	65
113	-52	8	11	22	32
-133	1	-9	0	-23	9
-156	-156	-54	-53	-28	-31
1.0	1.8	2.5	2.4	3.0	3.2
-0.2	0.5	-5.0	-3.1	0.9	3.6
-40.0	86.0	31.6	-7.0	25.1	13.1

신세계(004170)

(parent)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	1,172	1,271	1,202	1,373	1,206	1,242	1,205	1,486	1,318	1,304	1,205	1,560	1,792	1,369	1,284	1,661
영업이익	87	83	75	103	70	78	60	92	70	35	49	75	108	63	77	94
영업이익률	7.4	6.5	6.2	7.5	5.8	6.3	5.0	6.2	5.3	2.7	4.1	4.8	6.0	4.6	6.0	5.7
YoY																
총매출액	12.9	18.3	17.9	6.5	2.9	-2.3	0.3	8.2	9.3	5.0	0.0	5.0	35.9	5.0	6.5	6.5
영업이익	42.7	73.8	157.5	5.5	-19.2	-5.5	-20.5	-10.6	-1.3	-55.5	-17.2	-18.3	55.0	80.1	55.9	24.7

2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
4,420	5,017	5,139	5,388	6,106	6,503
236	348	300	229	341	465
5.3	6.9	5.8	4.3	5.6	7.2
16.4	13.5	2.4	4.8	13.3	6.5
85.8	47.8	-13.7	-23.7	49.0	36.3

(Consolidated)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	2,841	3,061	3,067	3,526	2,675	2,732	2,604	3,121	2,819	2,782	2,709	3,187	2,878	2,976.6	2,838	3,417
신세계	1,172	1,271	1,202	1,373	1,670	1,702	1,645	2,030	1,801	1,746	1,688	2,033	2,448	1,833	1,798	2,165
신세계DF	772	813	857	997	511	585	499	555	561	563	570	562	562	562	562	562
신세계인터내셔널	352	384	388	430	312	334	316	393	309	321	296	382	304	331	302	394
센트럴시티	70	80	85	89	84	89	94	82	89	95	94	97	89	100	99	102
영업이익	164	187	153	141	152	150	132	206	163	118	93	106	132	94	113	175
신세계	87	83	75	103	70	78	60	92	70	35	49	75	108	71	85	154
신세계DF	-2	29	5	-26	24	40	13	9	7	9	-16	-36	-2	-4	-2	3
신세계인터내셔널	33	39	24	19	10	18	6	14	11	13	2	0	5	4	5	13
센트럴시티	15	7	23	19	22	9	25	23	26	11	26	23	22	12	25	25
영업이익률	5.8	6.1	5.0	4.0	5.7	5.5	5.1	6.6	5.8	4.2	3.4	3.3	4.6	3.2	4.0	5.1
YoY																
총매출액	30.6	32.4	19.4	11.7	-5.8	-10.7	-15.1	-11.5	5.4	1.8	4.0	2.1	2.1	7.0	4.8	7.2
영업이익	32.4	94.8	49.4	-27.6	-6.8	-20.2	-13.9	45.8	7.0	-21.5	-29.4	-48.5	-18.8	-19.8	21.3	64.8

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
10,213	12,494	11,132	11,497	12,109	12,779
4,420	5,017	7,047	7,268	8,244	8,500
2,633	3,439	2,150	2,256	2,414	2,583
1,451	1,554	1,354	1,309	1,330	1,397
263	324	350	375	389	409
517	645	640	480	514	594
236	348	300	396	417	449
78	5	87	-36	-6	12
92	115	49	27	27	32
53	63	78	86	84	87
5.1	5.2	5.7	4.2	4.2	4.6
32.4	22.3	-10.9	3.3	5.3	5.5
485.2	24.7	-0.9	-25.0	7.2	15.6

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	2,552	2,544	2,948
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	3.0	4.6	8.4
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	1,131	1,190	1,381
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	10.4	13.3	17.5
GP	653	814	864	1,007	659	586	592	655	560	600	594	712	643	618	622	781
%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	24.2	24.4	26.5
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	3.0	4.6	9.8
SG&A	564	743	771	938	581	531	518	559	491	557	529	604	530	536	543	646
%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	21.0	21.4	21.9
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	-3.7	2.6	6.9
OP	89	71	92	69	78	56	74	96	69	43	65	108	113	82	78	136
%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	3.2	3.1	4.6
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	91.0	21.4	25.7

백화점																
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	1,826	1,727	2,055
yoy	154	188	258	91	43	1	9	75	33	-6	-55	-110	-54	36	34	150
net/gross	100	11.7	17.4	4.9	2.5	0.0	0.5	3.9	1.9	-0.3	-3.2	-5.5	-3.1	2.0	2.0	7.9
Net sales	544	589	561	597	573	594	580	656	594	612	568	661	589	685	665	812
GP	653	327	359	368	385	327	352	382	392	326	346	361	380	332	358	389
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	43.7	41.0
OP	103	85	97	95	95	61	80	120	103	71	71	114	97	71	75	122
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	4.3	5.9
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	5.6	7.2

Duty Free																
Gross sales	587	637	658	885	399	477	567	440	510	481	465	526	589	510	530	590
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%	6.0%	14.1%	12.0%
OP	-14	-13	-15	-23	-16	-1	1	-16	-5	-4	-8	-12	-2	-1	-1	10
%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	-0.2	1.7

지누스																
Sales	291	264	268	318	229	220	222	282	152	206	273	289	250	217	287	303
yoy(%)																
OP	28	9	11	17	8	5	3	2	-19	-14	12	16	28	23	15	15
%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	10.6	5.2	4.9

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
9,077	10,522	10,133	10,061	10,599	10,876	11,063
32.8	15.9	-3.7	-0.7	5.3	2.6	1.7
3,573	5,014	4,207	4,201	4,799	4,971	5,040
57.2	40.3	-16.1	-0.2	14.2	3.6	1.4
2,340	2,569	2,493	2,465	2,663	2,733	2,780
25.8	24.4	24.6	24.5	25.1	25.1	25.1
63.9	9.8	-3.0	-1.1	8.0	2.6	1.7
2,076	2,281	2,189	2,181	2,255	2,288	2,305
22.9	21.7	21.6	21.7	21.3	21.0	20.8
60.6	9.9	-4.0	-0.4	3.4	1.5	0.7
265	321	304	284	408	444	474
2.9	3.0	3.0	2.8	3.9	4.1	4.3
94.9	21.2	-5.4	-6.4	43.7	8.8	6.8
		343	325	452	454	488

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
6,479	7,169	7,297	7,158	7,324	7,451	7,488
1,092	690	128	-138	166	127	37
20.3	10.7	1.8	-1.9	2.3	1.7	0.5
2,150	2,290	2,403	2,435	2,430	2,835	2,849
33.2	31.9	32.9	34.0	33.2	38.0	38.0
17.2	6.5	4.9	1.3	-0.2	16.6	0.5
1,568	1,706	1,445	1,424	1,412	1,501	1,524
24.2	23.8	19.8	19.9	19.3	20.2	20.3
5.7	-0.4	-4.0	0.1	-0.6	0.9	0.2
2,281	3,017	2,189	2,181	1,690	3,993	4,925
35.2	42.1	30.0	30.5	23.1	53.6	65.8
297	379	356	359	365	384	385
4.6	5.3	4.9	5.0	5.0	5.1	5.1
49.7	27.3	-5.9	0.8	1.8	5.0	0.5

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
2,598	2,767	1,884	1,982	2,218	2,316	2,410
79.7	6.5	-31.9	5.2	11.9	4.4	4.1
-41	-65	-31	-29	6	29	36
-1.6	-2.4	-1.7	-1.5	0.3	1.3	1.5

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	587	952	920	1,057	1,109	1,165
	28	18	-5	81	66	67
	4.8	1.9	-0.6	7.6	5.9	5.8

이마트(139480)

(Parent)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	4,219	3,961	4,537	4,186	4,110	3,939	4,439	4,063	4,203	3,839	4,673	4,253	4,626	4,265	4,755	4,398
이마트	3,093	2,900	3,311	3,112	3,017	2,861	3,216	2,993	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,783	3,106	2,902
트레이더스	841	797	952	796	818	801	914	810	916	833	965	836	967	874	1,013	878
영업이익	92	-19	105	81	64	-26	110	39	93	-21	123	-73	133	13	136	85
이마트	76	-36	76	62	48	-50	78	17	51	-55	71	-87	78	-30	84	38
트레이더스	15	14	28	13	8	14	23	13	31	22	20	34	42	33	42	37
영업이익률	2.2	-0.5	2.3	1.9	1.6	-0.7	2.5	1.0	2.2	-0.5	2.6	-1.7	2.9	0.3	2.9	1.9
이마트	2.5	-1.3	2.3	2.0	1.6	-1.7	2.4	0.6	1.7	-2.0	2.3	-3.1	2.6	-1.1	2.7	1.3
트레이더스	1.8	1.7	2.9	1.6	1.0	1.7	2.5	1.6	3.3	2.6	2.1	4.1	4.4	3.8	4.1	4.2
YoY																
총매출액	0.5	1.7	4.6	4.0	-2.6	-0.5	-2.2	-2.9	2.3	-2.5	5.3	4.7	10.1	11.1	1.8	3.4
이마트	3.0	4.1	6.4	5.8	-2.5	-1.3	-2.9	-3.8	0.6	-3.7	-4.4	-6.4	0.3	1.0	1.0	3.6
트레이더스	0.3	-0.4	5.2	3.3	-2.7	0.5	-4.1	1.7	11.9	3.9	5.7	3.2	5.6	5.0	5.0	5.0
영업이익	-18.8	-338.8	-3.7	5.6	-29.9	35.1	4.8	-51.7	44.9	-18.6	11.6	-286.3	43.0	-163.1	10.7	-215.7

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
16,451	16,902	16,550	16,967	18,043	18,379	18,710
11,842	12,415	12,087	11,667	11,833	11,974	12,093
3,315	3,387	3,343	3,550	3,732	3,913	4,109
281	233	151	102	323	365	377
183	177	93	-20	169	181	187
95	57	58	121	154	142	149
2.4	1.9	1.2	0.9	2.7	3.0	3.1
1.5	1.4	0.8	-0.2	1.4	1.5	1.5
2.9	1.7	1.7	3.4	4.1	3.6	3.6
5.9	2.7	-2.1	2.5	6.3	1.9	1.8
5.5	4.8	-2.6	-3.5	1.4	1.2	1.0
14.5	2.2	-1.3	6.2	5.1	4.9	5.0
-14.8	-16.9	-35.3	-32.8	218.5	12.8	3.4

(Consolidated)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	7,004	7,147	7,707	7,475	7,135	7,271	7,710	7,356	7,207	7,056	7,509	7,250	7,219	7,588	7,849	7,542
이마트 (순매출액)	3,876	3,618	4,161	3,832	3,772	3,597	4,074	3,699	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,881	4,327	4,002
SSG.COM	425	423	441	456	421	427	430	401	413	395	391	376	357	443	437	422
G마켓 글로벌	316	337	331	334	303	293	281	319	255	253	226	228	201	248	0	0
스타벅스코리아	602	666	658	667	683	707	759	781	735	760	788	818	762	798	827	859
emart24	484	536	564	534	501	574	598	552	511	565	568	519	466	537	539	534
신세계조선호텔	91	117	133	140	119	139	147	152	131	149	187	188	165	156	196	198
신세계푸드	324	354	373	360	349	370	393	377	382	394	385	374	359	406	397	385
영업이익	34	-12	101	13	14	-53	78	-86	47	-35	112	-77	159	48	181	115
이마트	92	-19	105	81	64	-26	112	39	93	-21	123	-73	133	13	136	85
이마트 연결자회사	-57	7	-4	-69	-51	-27	-34	-125	-46	-14	-11	-4	26	35	45	30
SSG.COM	-26	-41	-23	-22	-16	-18	-31	-38	-14	-17	-24	-25	-18	-20	-25	-25
G마켓 글로벌	-19	-18	-15	-13	-11	-11	-10	0	-9	-8	-5	-33	-12	-10	0	0
스타벅스코리아	29	48	27	19	21	36	50	33	33	43	55	49	35	45	57	52
emart24	0	4	6	-3	-4	3	-3	-19	-13	-3	-3	-14	-10	-3	-3	-3
신세계조선호텔	-7	1	13	15	4	9	15	13	5	7	10	10	2	7	10	10
신세계푸드	4	9	4	4	5	8	8	6	5	10	6	-2	8	6	6	6
영업이익률	0.5	-0.2	1.3	0.2	0.2	-0.7	1.0	-1.2	0.7	-0.5	1.5	-1.1	2.2	0.6	2.3	1.5
이마트	2.4	-0.5	2.5	2.1	1.7	-0.7	2.7	1.1	2.4	-0.6	2.8	-1.9	3.1	0.3	3.1	2.1
이마트 연결자회사	-1.6	0.2	-0.1	-1.7	-1.3	-0.7	-0.8	-3.0	-1.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.7	0.9	1.3	0.8
YoY																
순매출액	18.8	21.9	22.1	9.0	1.9	1.7	0.0	-1.6	1.0	-3.0	-2.6	-1.4	0.2	7.5	4.5	4.0
영업이익	-72.1	-261.8	-7.3	-83.2	-60.2	330.9	-22.6	-768.0	243.8	-34.7	43.4	-9.8	238.2	-239.5	62.0	-248.8

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
24,933	31,277	31,354	30,853	30,762	30,979	31,838
15,195	15,487	15,142	15,570	16,469	16,725	17,026
1,495	1,745	1,678	1,576	1,658	1,857	2,080
118	1,318	1,196	961	448	0	0
1,285	2,593	2,930	3,100	3,246	3,408	3,578
1,918	2,118	2,225	2,076	2,076	2,139	2,203
311	480	556	715	715	751	788
1,333	1,411	1,489	1,546	1,546	1,593	1,640
317	136	-47	47	503	621	652
235	259	190	122	367	365	367
82	-123	-236	-75	136	257	285
-108	-111	-103	-80	-88	-60	-60
4	-66	-32	-54	-22	0	0
58	123	140	179	189	205	218
-3	7	-23	-19	-19	13	13
-50	22	40	29	29	65	65
29	21	27	26	26	24	24
1.3	0.4	-0.1	0.2	1.6	2.0	2.0
1.5	1.7	1.3	0.8	2.2	2.2	2.2
0.7	-0.8	-1.5	-0.5	1.0	1.8	1.9
13.2	25.4	0.2	-1.6	-0.3	0.7	2.8
33.6	-57.2	-134.6	-200.4	968.3	23.5	4.9

영원무역(111770 KS)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F			
	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	1,370	1,350
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	0.9	-3.6
Sales-OEM(\$mn)	365	452	556	421	386	486	455	325	356	451	539	389	371	482	566	413
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	7.0	5.0	6.0
Sales(Wbn)	766	946	1,162	1,030	841	1,008	999	757	710	893	1,068	847	811	952	1,128	861
OEM	439	570	745	572	493	639	597	429	473	618	732	545	538	676	775	557
Outdoor Research	37	41	34	72	44	34	57	70	33	35	50	79	47	36	51	81
Scott	290	335	385	387	304	335	345	259	204	240	287	223	226	240	301	223
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	6.6	5.5	1.7
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	9.4	5.9	2.2
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	3.0	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	0.0	5.0	0.0
COGs	520	621	756	697	555	671	690	555	509	593	824	696	601	635	793	656
%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	66.7	70.3	76.2
SG&A	101	116	130	146	119	126	129	144	129	133	140	197	128	152	192	138
%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	16.0	17.0	16.0
OP	146	208	276	193	167	210	180	82	71	166	105	-14	82	165	143	67
OEM	103	163	223	155	137	193	161	64	83	187	165	82	106	189	163	81
Outdoor Research	4	-1	-2	1	3	3	7	1	4	0	8	2	4	1	1	2
Scott	38	46	55	37	27	7	12	3	-16	-21	-68	-107	-28	-25	-21	-15
check										270	1091	24.8%		295	1214	24.3%
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	17.3	12.7	7.8
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	28.0	21.0	14.5
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	2.0	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	-10.5	-6.9	-6.8
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	-1.0	36.8	-594.4
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	1.2	-1.3	-1.2

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
1,148	1,291	1,306	1,365	1,393	1,345	1,330
-2.7	12.4	1.2	4.5	2.1	-3.5	-1.1
1,398	1,794	1,652	1,735	1,832	1,949	2,124
27.7	28.4	-7.9	5.0	5.6	6.4	9.0
2,793	3,905	3,604	3,518	3,752	3,884	4,145
1,613	2,326	2,158	2,368	2,547	2,622	2,825
135	183	205	197	215	222	228
1,053	1,398	1,242	954	990	1,040	1,092
13.2	39.8	-7.7	-2.4	6.7	3.5	6.7
24.9	44.2	-7.2	9.7	7.6	3.0	7.7
7.6	35.2	11.9	-4.0	9.5	3.0	3.0
0.4	32.7	-11.1	-23.2	3.8	5.0	5.0
1,965	2,594	2,471	2,621	2,685	2,686	2,997
70.4	66.4	68.5	74.5	71.6	69.2	72.3
398	494	518	600	609	602	515
14.3	12.6	14.4	17.1	16.2	15.5	12.4
442	823	639	328	457	595	633
334	643	555	517	539	583	613
6	3	15	13	8	4	5
102	177	49	-202	-89	8	15
15.8	21.1	17.7	9.3	12.2	15.3	15.3
20.7	27.7	25.7	21.8	21.2	22.2	21.7
4.3	1.7	7.1	6.6	3.6	2.0	2.0
9.7	12.6	3.9	-21.1	-9.0	0.8	1.4
70.2	86.2	-22.4	-48.6	39.3	30.2	6.2
85.9	92.4	-13.7	-6.8	4.2	8.2	5.2

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
고객 2	-	-	136	133	116	167	183	250	330	253	251
고객 3	-	-	-	-	-	109	126	241	446	452	538
고객 4	-	-	-	-	-	141	94	114	96	189	
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
고객 2				-2.2	-12.6	44.0	9.3	36.5	32.1	-23.3	-0.6
고객 3							15.9	91.7	84.8	1.5	18.9
고객 4							-33.4	21.1	-15.7	97.8	
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	

VFC
Patagonia
lululemon
Engelbert Strauss

VFC
Patagonia
lululemon
Engelbert Strauss

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)	2020	2021	2022	2023	2024
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
Youngone OEM	1,258	1,095	1,398	1,794	1,652

yoy	2020	2021	2022	2023	2024
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)	2020	2021	2022	2023	2024
VFC	4,691	4,371	5,386	5,264	5,516
Lululemon	1,756	1,938	2,648	3,618	4,010

고객사내 비중	2020	2021	2022	2023	2024
VFC	2.9%	3.8%	4.3%	5.7%	4.6%
Lululemon	5.3%	5.5%	7.9%	9.5%	8.6%
	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

롤루레몬 내 영원무역 MS(추정)

영원무역 Top 4 매출액 & 비중

(십억원, %)	1Q25	1Q24	yoy	1Q25	1Q24
고객1 롤루레몬	126.5	116.8	8%	27%	22%
고객2 VFC	74.00	67.3	10%	16%	12%
고객3 파타고니아	70.1	51.1	37%	15%	9%
고객4 아크테릭스	50.6	27.0	87%	11%	5%
Top 4 매출액 합	321.2	262.2	23%	60%	55%

영원무역(111770 KS)

* 영원무역그룹 주주 구성과 배당

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

그림 1. 영원무역홀딩스의 지배구조

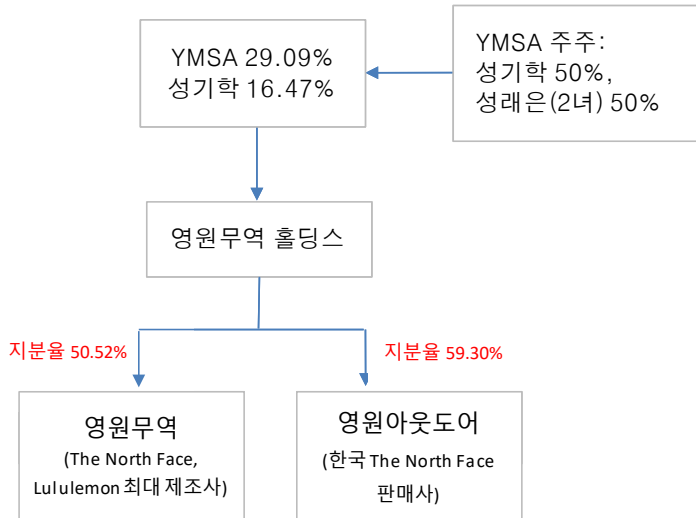


표 1. 영원무역홀딩스 배당액 수취 추이

구분		2022	2023	2024	yoy(24/23)
영원아웃도어	주당 배당액(원)				
	중간배당	17,821	58,200	159,500	
	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	74%
영원무역	주당 배당액(원)				
	중간배당	0	0	0	
	기말배당	1,530	1,300	1,400	
	합	1,530	1,300	1,400	
배당 총액(십억원)	배당총액	67	57	60	
	양사로부터 수취하는 영원무역홀딩스의 배당 수익	83	94	144	53%

표 2. 영원무역홀딩스의 배당 추이(홀딩스 주주들에게 나가는 배당)

구분		2022	2023	2024	yoy(24/23)
영원무역홀딩스	주당 배당액(원)				
	중간배당	0	1,600	2,400	50%
	기말배당	3,050	2,370	2,950	24%
	합	3,050	3,970	5,350	35%
배당 총액(십억원)	중간배당	0.0	18.6	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 자회사들 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 유도)
이 기업의 경우도 6% 정도 배당 수익률 예상되나, 향후 성래은에게 부를 이전해 주기 위해서는 배당을 계속 늘릴 가능성이 높고 상법 개정안이 시행될 경우 거버넌스 개선 예상되는 기업으로 valuation re-rating 예상

F&F(007700 KS)

(Wbn, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Sales	437	371	442	559	497	405	492	583	507	391	450	547	506	387	460	584
DISCOVERY	111	97	79	205	111	89	70	195	107	87	63	176	88	71	64	188
MLB	288	233	325	259	319	249	360	315	330	247	321	303	343	249	341	334
면세점	67	58	51	62	42	40	31	45	36	33	25	31	29	26	26	31
비면세채널	71	68	63	76	68	70	56	66	55	58	46	58	56	57	47	59
MLB China(Tmall+off)	151	107	212	121	208	140	261	205	239	155	250	214	259	166	268	244
MLB KIDS	30	20	13	32	29	23	31	32	22	20	27	20	20	18	28	21
MLB Hong Kong	10	12	11	17	18	19	18	21	22	17	15	19	21	18	16	20
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	32.0	10.0	20.0

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	1,809	1,978	1,895	1,936	2,059	2,207
DISCOVERY	492	465	432	411	433	455
MLB	1,105	1,244	1,201	1,267	1,352	1,461
면세점	238	157	124	112	118	124
비면세채널	277	260	218	218	229	241
MLB China(Tmall+off)	591	813	859	936	1,005	1,097
MLB KIDS	95	116	89	87	92	96
MLB Hong Kong	51	76	73	75	78	82
ETC	66.3	78.3	77.5	96.2	104	112

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	-1.1	2.1	6.8	
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	-19.0	3.0	7.0	
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	0.8	6.0	10.5	
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	-20.0	3.0	3.0	
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	-3.0	1.0	2.0	
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	6.7	7.3	13.8	
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	-10.0	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	-10.0	-10.0	5.0	5.0	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	176.0	124.7	156.3	189.7	
%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	32.2	34.0	32.5	
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	3.7	-5.4	0.9	
GP	315.6	256.4	312.4	391.8	344.0	284.3	330.1	387.8	332.5	271.3	284.9	358.5	329.7	262.5	303.4	394.0	
%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	67.8	66.0	67.5	
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	-3.2	6.5	9.9	
S&GA	181.0	161.4	174.0	237.3	195.2	174.3	181.5	243.8	202.3	179.5	176.6	238.1	206.0	179.8	188.5	263.7	
%sales	41.4	43.5	39.4	42.5	39.2	43.0	36.9	41.8	39.9	45.9	39.2	43.6	40.8	46.4	41.0	45.2	
yoy	39.2	15.2	21.9	4.4	7.8	8.0	4.3	2.8	3.6	3.0	-2.7	-2.3	1.9	0.1	6.7	10.8	
OP	135	95	138	154	149	110	149	144	130	92	108	120	124	83	115	130	
%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	21.4	25.0	22.3	
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	-9.9	6.1	8.2	

yoy						
Sales	21.4	9.3	-4.2	2.2	6.3	7.2
DISCOVERY	11.3	-5.5	-7.1	-4.8	5.2	5.2
MLB	25.4	12.5	-3.4	5.5	6.7	8.1
면세점	-20.5	-33.9	-21.2	-9.6	5.0	5.0
비면세채널	19.8	-6.0	-16.3	0.2	5.0	5.0
MLB China(Tmall+off)	53.8	37.7	5.6	9.0	7.3	9.2
MLB KIDS	31.1	21.6	-23.2	-1.6	5.0	5.0
MLB Hong Kong	22.0	49.9	-2.9	1.4	5.0	5.0
COGS	533	633	648	647	654	691
%sales	29.5	32.0	34.2	33.4	31.8	31.3
yoy	25.4	18.7	2.4	-0.2	1.1	5.6
GP	1,276.2	1,346.2	1,247.2	1,290	1,405	1,517
%GPM	70.5	68.1	65.8	66.6	68.2	68.7
yoy	19.8	5.5	-7.4	3.4	8.9	8.0
S&GA	753.7	794.8	796	838	894	959
%sales	41.7	40.2	42.0	43.3	43.4	43.4
yoy	17.7	5.4	0.2	5.2	6.6	7.3
OP	522	551	451	451	511	558
%OPM	28.9	27.9	23.8	23.3	24.8	25.3
yoy	22.9	5.6	-18.3	0.2	13.2	9.2

한섬(020000 KS)

(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 sales	333	313	296	445	392	357	341	452	406	346	324	453	394	342	314	436	380	337	316	455	
COGS	130	133	110	181	144	147	126	180	147	148	130	196	154	150	130	197	157	140	131	198	
GP	204	180	186	264	247	210	216	272	259	197	194	258	239	192	184	239	224	197	185	257	
SG&A	158	156	154	212	188	182.8	183	223	204	192	185	226	207	188	178	218	202	191	176	222	
OP	45	23	32	52	59	27	33	49	54	6	9	32	32	4	6	21	22	6	9	35	
%COGS	38.9	42.5	37.3	40.7	36.9	41.2	36.8	39.8	36.3	42.9	40.1	43.2	39.2	43.9	41.4	45.2	41.2	41.5	41.4	43.5	
%GP	61.1	57.5	62.7	59.3	63.1	58.8	63.2	60.2	63.7	57.1	59.9	56.8	60.8	56.1	58.6	54.8	58.8	58.5	58.6	56.5	
%SG&A	47.5	50.0	52.0	47.7	48.0	51.1	53.6	49.3	50.3	55.4	57.2	49.8	52.5	54.9	56.7	50.0	53.1	56.7	55.7	48.8	
%OP	13.6	7.5	10.7	11.6	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	1.8	2.9	7.8	
yoy %p																					
GPM	-1.7	0.8	1.6	2.7	2.0	1.3	0.5	0.9	0.6	-1.7	-3.3	-3.3	-3.0	-1.0	-1.3	-2.0	-2.0	2.4	0.0	1.7	
SG&A	-4.5	-1.6	-0.5	0.4	0.5	1.2	1.6	1.6	2.3	4.3	3.6	0.5	2.2	-0.5	-0.5	0.2	0.6	1.8	-1.0	-1.2	
OPM	2.8	2.4	2.1	2.3	1.5	0.2	-1.2	-0.7	-1.7	-6.0	-6.9	-3.9	-5.1	-0.5	-0.8	-2.2	-2.5	0.6	1.0	3.0	
yoy																					
Sales	22.8	13.0	13.5	15.1	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	-1.4	0.5	4.4	
COGS	28.4	10.9	8.9	7.9	11.3	10.8	13.8	-0.7	2.0	0.7	3.4	8.7	4.9	1.1	0.1	0.6	1.5	-6.8	0.4	0.4	
GP	19.4	14.7	16.4	20.7	21.4	16.9	16.0	3.1	4.6	-6.1	-10.0	-5.3	-7.5	-2.9	-5.2	-7.3	-6.5	2.8	0.5	7.7	
SG&A	12.2	9.6	12.3	16.2	18.6	16.9	18.8	5.0	8.7	4.8	1.2	1.4	1.2	-2.1	-3.9	-3.4	-2.3	1.9	-1.3	1.8	
OP	54.5	65.9	41.0	43.3	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	48.2	54.8	69.1	
분기 비중																					
Sales	27.9	26.1	24.8	37.2	32.7	29.9	28.6	37.8	33.9	28.9	27.1	37.9	32.9	28.6	26.3	36.4	31.8	28.2	26.4	38.0	
OP	44.3	23.0	31.2	50.7	58.0	26.9	32.0	48.2	53.2	5.7	8.5	31.1	31.8	4.0	5.8	20.4	21.3	6.0	9.0	34.6	
온라인 매출	71	62	69	86	88	70	73	85	86	68	69	87	88	72	72	86	86	72	73	88	
더한섬닷컴 H패션몰																					
오프라인 매출	263	251	227	359	304	287	269	366	319	277	255	366	306	270	243	350	294	265	243	367	
매출 비중																					
%온라인	21	20	23	19	22	20	21	19	21	20	21	19	22	21	23	20	23	22	23	19	
%오프라인	79	80	77	81	78	80	79	81	79	80	79	81	78	79	77	80	77	78	77	81	
yoy																					
온라인	15.7	6.9	38.4	25.5	24.1	13.7	5.3	-1.1	-2.3	-2.8	-4.6	1.9	2.5	4.8	3.3	-1.4	-1.6	1.0	2.0	2.0	
더한섬닷컴 H패션몰																					
오프라인	24.8	11.6	7.6	12.9	15.7	14.5	18.2	2.2	5.0	-3.4	-5.2	-0.1	-4.1	-2.6	-4.8	-4.5	-3.9	-2.0	0.0	5.0	

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
1,387	1,542	1,529	1,485	1,488	1,547	1,565
554	597	621	631	625	642	647
833	945	908	854	863	905	920
681	777	807	790	791	821	835
152	168	101	63	72	84	102
39.9	38.7	40.6	42.5	42.0	41.5	41.3
60.1	61.3	59.4	57.5	58.0	58.5	58.8
49.1	50.4	52.8	53.2	53.1	53.0	53.3
11.0	10.9	6.6	4.3	4.9	5.5	6.5
16.0	11.2	-0.9	-2.9	0.2	4.0	1.2
13.1	7.8	4.0	1.7	-1.0	2.8	0.7
18.1	13.4	-3.9	-5.9	1.1	4.9	1.7
12.8	14.0	3.9	-2.1	0.0	3.8	1.7
49.2	10.6	-40.3	-37.0	14.0	16.9	20.3
288	316	310	317	319	329	339
1,099	1,226	1,217	1,168	1,168	1,218	1,270
21	21	20	21	21	21	22
79	79	80	79	79	79	81
21.2	9.8	-1.8	2.1	0.8	3.0	3.0
14.0	11.5	-0.7	-4.0	0.0	4.3	4.3

신세계인터내셔널(031430 KS)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
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	93.6	97.6	141.7
%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	29.3	32.2	35.0
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	3.0	5.0	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	8.6	7.2	12.8
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	9.2	7.4	9.0
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	258.9	44.1	244.6
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	55.4	51.3	88.7
%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	17.3	16.9	21.9
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	-10.0	5.0	6.0
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	-0.6	2.1	3.5
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	-1.0	4.0	4.0
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	-127.7	-144.1	5431.8
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	112.1	99.7	116.7
%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	35.1	32.9	28.8
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	6.5	4.9	5.9
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	40.2	35.7	39.2
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	48.3	49.2	7.7
제조 매출액	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	39.3	34.7	38.2
스위스퍼펙트	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	2.8	2.8	2.8
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	-1.9	-1.8	-1.8
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	71.9	64.1	77.5
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	-8.0	-10.0	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	9.0	7.0	10.5
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	8.0	7.0	9.0
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	49.5	301.7	-414.1
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	58.2	54.4	57.7
%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	18.2	17.9	14.3
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	-8.0	-8.0	3.0
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	-0.6	-0.5	0.6
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	-1.0	-1.0	1.0

2022년에 톰보이 매출
합산으로 매출액 커짐

2021년까지 수치는
비디비치 only
매출액

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Imported div.	477	577	404	398	415	444	475
%sales	32.9	37.1	29.8	30.4	31.1	31.5	31.7
yoy	21.0	21.0	-30.0	-1.6	4.3	7.0	7.0
Domestic div.	57.8	78.4	25.2	13.8	30.6	38.8	42
%sales	12.1	13.6	6.2	3.5	7.4	8.8	8.8
yoy	122.7	35.6	-67.9	-45.3	122.3	26.8	7.0
Cosmetic div.	259	348	301	264	256	270	284
%sales	17.9	22.4	22.2	20.2	19.2	19.2	19.0
yoy	-1.1	34.2	-13.6	-12.1	-3.0	5.3	5.3
수입화장품	-2.4	23.7	9.3	0.1	2.2	7.2	7.6
yoy	-0.9	6.8	3.1	0.0	0.9	2.7	2.7
OP	-82.6	-1097.1	-60.8	-98.8	1936.3	222.8	5.5
OPM	337	349	379	415	442	469	505
%sales	23.3	22.5	28.0	31.7	33.2	33.3	33.7
yoy	1.3	3.4	8.7	9.4	6.5	6.2	7.6
비디비치 >> 자체 브랜드	88	92	79	111	154	167	188
yoy		4.1	-13.8	40.9	38.6	8.5	12.2
제조 매출액		80	65	111	151	159	172
스위스퍼펙트		9	10	11	11	13	17
기타(내부 조정)		7	5	-11	-8	-5	-2
수입화장품	239	270	301	304	287	302	317
yoy	25.9	12.6	11.6	0.9	-5.3	5.0	5.0
OP	28.8	15.9	15.3	10.9	11.3	39	42
OPM	8.5	4.6	4.0	2.6	2.6	8.3	8.3
yoy	-13.1	-44.9	-3.8	-28.8	3.7	243.4	7.6
Life style	251	267	270	232	219	226	232
%sales	17.3	17.2	20.0	17.7	16.4	16.0	15.5
yoy	11.5	6.2	1.2	-14.1	-5.6	3.0	3.0
OP	-3.7	0.4	-2.0	2.0	1.2	2.0	2.1
OPM	-1.5	0.1	-0.7	0.9	0.5	0.9	0.9

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
IFRS Total																
Sales	352	384	387	430	312	334	316	393	309	321	296	382	304	319	303	405
COGS	140	141	158	170	116	125	129	156	117	119	117	149	113	126	118	162
GP	213	243	230	260	196	209	186	236	193	202	179	234	191	194	185	243
SG&A	179	205	205	241	186	191	180	222	182	189	177	233	186	188	179	233
OP	33	39	24	19	10	18	6	14	11	13	2	0	5	5	6	10
%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	39.4	39.0	40.0
%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	60.6	61.0	60.0
%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	59.0	59.0	57.5
%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	1.6	2.0	2.5
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	-0.5	2.3	5.9
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	-61.5	191.2	3315.6

COGS tab

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2026F
IFRS Total	1,451	1,554	1,354	1,309	1,331	1,408	1,496
Sales	593	608	527	501	519	551	586
COGS	857	946	828	824	812	857	910
GP	765	831	779	775	786	807	850
OP	92	115	49	27	26	50	60
%COGS	40.9	39.1	38.9	38.3	39.0	39.2	39.2
%GP	59.1	60.9	61.1	63.0	61.0	60.8	60.8
%SG&A	52.8	53.5	57.5	59.2	59.1	57.3	56.8
%OP	6.3	7.4	3.6	2.1	1.9	3.5	4.0
yoy							
Sales	9.5	7.1	-12.8	-3.4	1.7	5.8	6.2
OP	172.4	25.3	-57.7	-44.9	-3.3	91.7	20.3

미스토홀딩스(081660 KS)

FILA KOREA

(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
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	102.7	87.7	113.2
GP	84.3	84.5	67.0	89.0	80.0	74.6	63.7	64.0	57.9	59.6	46.3	54.3	53.5	62.8	49.6	66.3	60.6	67.7	56.1	69.0
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	61.0
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	43.1	36.8	45.3
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	40.0
OP	26	28	20	33	26	26	20	15	17	14	8	7	12	20	19	14	19	19	19	24
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	20	17	22	22	22	21.0
yoy																				
Sales	5.7	-3.7	-7.0	12.1	-2.5	-7.8	4.6	-22.2	-26.9	-25.0	-34.9	-16.7	-11.3	0.4	5.4	5.9	10.1	8.0	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	-15.1	-7.6	6.3	7.2	22.1	13.2	8.0	13.2	4.1
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	-1.2	-15.6	11.4
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	28.9	85.0	-7.4

세부 수치 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출, 순익
만 확인 가능

China fee(USD, 000)

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	4.1	9.1	5.0
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	21.0	16.6	31.2
	84%	37%	8%	13%	13%	-6%	12%	-8%	2%	8%	1%	15%	0%	10%	2%	19%				
	75%	26%	5%	21%	20%	8%	39%	-3%	7%	10%	-8%	20%	4%	14%	5%	27%				
Korea earnings (excluded China fee)																				
Sales	123	122	102	132	117	110	103	99	80	77	63	75	68	2	4	2	2	2	71	82
yoy	1.4	-6.3	-8.3	10.9	-4.9	-9.6	1.1	-25.1	-31.6	-30.0	-38.9	-24.1	-14.6					4	7.9	9.7
GP																				
GPM(%)																				
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					6	2.7	-7.4
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%	-0.5%	-7.0%	-6.0%	-2.9%	4.5%	3.9%	-9.1%
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	-662.9	-159.4	65.9

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

FILA USA

(mn\$, %)	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
Sales	132	114	133	118	112	93	91	65	60	70	50	41	65	56	39	36	23	28		
GP	36	30	41	32	30	20	21	5	4	-33	5	14	17	5	13	-9	6	8		
GPM(%)	26.9	26.5	30.6	26.7	26.9	21.5	22.9	7.8	5.8	-47.8	9.2	34.4	26.1	9.7	32.3	-25.9	28.0	28.0		
SG&A	32	29	31	31	33	29	32	33	25	25	22	24	25	27	31	21	11	14		
SG&A(%)	24.2	25.4	22.9	26.5	29.0	30.7	35.5	50.1	42.3	36.4	45.1	58.8	38.6	47.9	79.9	58.5	50.0	50.0		
OP	4	1	10	-2	-2	-9	-11	-27	-22	-59	-18	-10	-8	-21	-19	-30	-5	-6		
OPM(%)	2.7	1.1	7.6	-1.4	-2.1	-9.2	-12.6	-42.3	-36.4	-84.2	-35.9	-24.4	-12.5	-38.2	-47.6	-84.3	-22.0	-22.0		
yoy																				
Sales	24.6	101.1	-0.9	-12.7	-15.1	-18.1	-31.9	-44.9	-46.5	-25.1	-45.2	-37.2	7.5	-20.0	-21.5	-11.4	-64.9	-50.0		
GP	8.0	66.8	7.5	-6.8	-15.1	-33.7	-49.0	-83.9	-88.4	-266.8	-78.0	177.0	379.7	-116.2	176.6	-166.5	-62.3	44.3		
SG&A	21.1	24.9	5.8	-13.0	1.6	-1.1	5.4	4.1	-21.8	-11.2	-30.3	-26.3	-1.9	5.4	3.9	-11.9	-54.5	-47.8		
OP	-45.3	-125.5	12.9	-22.9	-165.7	-766.5	-212.8	1,599.7	839.8	586.0	56.2	-63.8	-63.1	-63.7	39.0	206.7	-38.3	-71.2		

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
539.0	496.3	367.7	367.1	398.3	430.1	464.5
324.7	282.2	217.5	232.2	253.5	268.0	289.4
60.2	56.9	59.2	63.3	63.7	62.3	249.0
218.6	195.9	171.1	171.6	166.0	169.0	182.5
40.6	39.5	46.5	186.4	181.4	177.5	157.0
106	86	46	67	88	99	107
19.7	17.4	12.6	18.4	22.0	23.0	23.0
1.9	-7.9	-25.9	-0.2	8.5	8.0	8.0
1.2	-13.1	-22.9	6.8	9.2	5.7	8.0
-3.5	-10.4	-12.7	0.3	-3.3	1.8	8.0
12.5	-18.7	-46.2	45.4	29.8	13.0	8.0

52	52	55	61	65	69	73
36.5	-0.2	7.2	9.1	7.0	6.5	6.0
60	67	72	83	91	93	97
36%	0%	7%	9%	7%	6%	6%
33%	12%	8%	14%	10%	2%	5%
487	445	312	307	333	361	391
-0.8	-8.7	-29.8	-1.8	8.8	8.3	8.4
273	230	162	172	189	199	216
56.0	51.8	51.9	56.0	56.6	55.1	55.3
46.6	19.5	-25.9	-15.1	-3.3	6.2	9.7
9.6	4.4	-8.3	-4.9	-1.0	1.7	2.5
-5.9	-58.2	-232.9	-41.6	-78.3	-289.8	55.3

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
497	361	220	195	51		
138	76	-11	26	14		
27.7	21.0	-5.1	13.1	28.0		
123	126	97	104	25		
24.7	34.8	44.1	53.2	50.0		
13	-50	-108	-78	-11		
2.7	-13.8	-49.2	-40.1	-22.0		
15.0	-27.4	-39.0	-11.2	-74.2		
12.4	-44.9	-114.7	-328.1	-44.6		
7.3	2.5	-22.7	7.0	-75.7		
60.0	-472.7	117.5	-27.6	-85.8		

미스토홀딩스(081660 KS)

Royalty Income

(mn\$, %)	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
KOREA	1.6	1.6	2.1	2.6	1.6	1.5	2.2	2.1	1.2	1.2	1.4	1.7	1.0	1.2	1.5	1.8	1.1	1.3	1.6	2.0
Subsidiaries	4.6	4.0	3.5	3.9	3.9	3.3	2.4	2.2	2.1	2.1	1.3	1.4	2.2	1.7	1.0	1.2	0.8	0.8	1.0	1.2
Asia	4.2	3.8	2.5	5.6	4.9	5.2	5.1	6.1	6.2	5.6	6.2	5.6	4.4	5.3	4.8	4.8	5.0	5.0	5.0	5.0
N. America	1.6	2.5	1.7	1.8	1.4	1.4	1.8	1.4	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	3.0	3.0	3.0	3.0
S. America	0.5	1.7	1.5	1.4	1.9	2.6	3.3	2.6	1.5	1.7	1.7	1.6	1.3	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
EMEA	6.7	6.7	7.6	8.0	8.2	9.7	10.6	10.1	7.0	7.7	6.3	8.3	5.6	8.4	8.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Category	0.6	0.7	0.7	0.6	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
TOTAL (Adjusted)	13.7	15.4	14.0	17.4	14.4	15.7	16.0	15.3	14.9	15.2	14.1	15.5	12.7	12.7	12.9	10.8	11.8	12.1	12.3	10.3
yoy																				
TOTAL (Adjusted)	-13.1	55.0	-2.9	7.0	5.2	1.9	14.3	-11.9	3.6	-2.9	-11.9	0.9	-14.8	-16.3	-8.4	-29.9	-7.1	-5.0	-5.0	-5.0

Acushnet

(mn\$, %)	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
Sales	581	625	522	421	606	659	558	447	686	689	593	413	708	684	621	445	703	718	652	467
GP	311	335	269	204	317	344	295	224	366	369	309	210	378	372	337	208	337	388	339	243
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	54.4	46.7	47.9	54.0	52.0	52.0	52.0
SG&A	193	226	216	226	212	255	219	212	241	262	230	234	257	266	255	213	223	273	254	257
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	38.9	41.1	47.8	31.6	38.0	39.0	55.0
OP	120	109	52	-22	105	89	76	12	125	107	79	-25	121	106	82	-5	115	115	85	-14
OPM(%)	20.7	17.4	10.1	-5.2	17.4	13.5	13.6	2.6	18.2	15.4	13.2	-6.0	17.2	15.5	13.2	-1.2	16.3	16.0	13.0	-3.0
yoy																				
Sales	42.1	108.3	8.0	-0.1	4.3	5.4	7.0	6.4	13.2	4.6	6.3	-7.7	3.1	-0.8	4.0	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
GP	49.5	114.1	6.7	-7.1	2.0	2.7	9.7	9.4	15.4	7.1	4.6	-6.2	3.4	0.9	9.4	-1.0	-10.8	4.3	0.4	17.0
SG&A	3.6	56.2	29.7	17.3	9.6	12.8	1.2	-6.3	13.8	2.7	5.0	10.6	6.6	1.4	11.0	-9.2	-13.2	2.7	-0.5	20.7
OP	460.3	829.2	-38.4	-181.2	-12.2	-18.3	44.8	-152.9	18.5	19.7	3.4	-312.8	-2.8	-0.4	4.4	-78.9	-5.6	8.4	3.2	169.2

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	1,216	1,226	1,066	837
COGs	490	497	474	453	544	607	560	482	552	612	500	372	567	552	482	430	640	575	513	417
GP	499	522	453	406	530	565	520	414	557	535	490	389	616	623	567	432	577	651	553	420
SG&A	315	349	343	381	361	413	398	422	397	443	397	411	452	483	474	468	410	475	417	427
OP	183	174	110	25	169	152	122	-8	160	92	93	-41	163	140	93	-36	166	176	135	-7
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	47.4	53.1	51.9	50.2
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	33.8	38.7	39.2	51.0
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	13.7	14.4	12.7	-0.8
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	2.8	4.3	1.6	-2.8
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	12.8	4.2	6.4	-3.0
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	-6.4	4.4	-2.6	-2.6
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	-9.3	-1.7	-11.9	-8.7
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	1.7	25.8	44.7	-81.5

Acushnet 제외 FILA 브랜드

Sales	341	319	323	355	343	341	332	289	232	240	212	220	242	238	207	238	195	221	167	192
OP	49	52	50	51	42	40	20	-24	4	-48	-11	-9	2	-5	-18	-29	0	15	18	13
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	-2.2	-8.7	-12.0	-0.1	7.0	10.9	6.6
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	-19.5	-7.0	-19.4	-19.4
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	-89.2	71.4	224.2	-113.2	-395.4	-200.8	-144.2

Sales%	34	31	35	41	32	29	31	32	21	21	21	29	20	20	20	28	16	18	16	23
OP %	27	30	45	20.4	25	26	16	29.9	3	-5.2	-11	21	1	-4	-19	80	0	9	13	-190

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
8.0	7.3	6.9	5.5	6.0	6.4	6.5
16.0	11.7	9.9	6.1	3.8	3.8	3.8
16.1	21.2	22.5	19.2	20.0	20.0	20.0
7.6	5.9	5.5	3.7	12.0	12.0	12.0
5.2	10.4	10.0	7.9	9.1	9.1	9.1
29.0	38.6	37.4	32.9	40.0	40.0	40.0
2.7	3.3	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7
60.5	61.4	59.7	49.2	46.5	49.1	49.7
7.3	1.6	-2.8	-17.6	-5.6	5.5	1.3

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
2,148	2,271	2,351	2,457	2,540	2,667	2,801
1,119	1,180	1,228	1,295	1,307	1,401	1,471
52.1	51.9	52.2	52.7	51.4	52.5	52.5
86.2	89.8	92.7	99.1	1,007	1,089	1,144
40.1	39.5	39.4	40.3	39.6	40.8	40.8
260	282	285	304	300	312	328
12.1	12.4	12.1	12.4	11.8	11.7	11.7
33.2	5.7	3.5	4.5	3.4	5.0	5.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
24.7	4.2	3.2	6.9	1.6	8.2	5.0
78.6	8.6	1.2	6.6	-1.4	4.0	5.0

3,794	4,221	4,007	4,269	4,345	4,334	4,501
1,914	2,192	2,201	2,031	2,145	2,080	2,157
1,880	2,029	2,056	2,238	2,201	2,254	2,344
1,388	1,594	1,630	1,877	1,730	1,741	1,810
492	435	304	361	471	513	534
49.6	48.1	51.3	52.4	50.6	52.0	52.1
36.6	37.8	40.7	44.0	39.8	40.2	40.2
13.0	10.3	7.6	8.5	10.8	11.8	11.9
21.3	11.3	-5.1	6.5	1.8	-0.3	3.9
20.8	14.6	0.4	-7.7	5.6	-3.0	3.7
21.7	7.9	1.3	8.8	-1.7	2.4	4.0
15.3	14.9	2.2	15.2	-7.8	0.6	4.0
44.1	-11.5	-30.2	18.8	30.5	9.1	4.1

1,337	1,305	914	925	774	743	776
202	78	-66	-50	46	92	98
15.1	6.0	-7.2	-5.4	5.9	12.3	12.7
8.6	-2.4	-29.9	1.2	-16.3	-4.1	4.5
18.9	-61.2	-183.8	-23.7	-191.9	99.3	7.3

35	31	23	22	18	17	17
41	18	-22	-14	10	18	18

미스토홀딩스(081660 KS)

- 미스토홀딩스 Cash 유입 구조

- 중국 수수료 700억원, 글로벌 로열티 800억원 = 1,500억원
- Acushnet으로부터 배당 약 3000만불(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

Appendix. 편의점 산업

일본 편의점	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액(조엔)	8.1	8.8	9.5	9.9	10.4	11.0	11.4	11.7	12.1	12.3	10.7	10.8	11.2	11.7	11.8
점포 수(개)	42,347	43,373	47,801	50,234	52,725	54,505	53,628	55,322	55,743	55,620	55,924	55,950	55,950	57,019	55,792
점당 매출액(백만엔)	192	202	198	197	198	202	213	211	216	222	191	193	200	204	216
점당 커버리지 인구수(명)	2,912	2,843	2,579	2,454	2,338	2,262	2,299	2,229	2,212	2,217	2,205	2,204	2,233	2,148	2,218
yoy															
매출액		8.1	8.0	4.2	5.6	5.5	4.1	2.2	3.1	2.2	-13.4	1.0	3.9	4.1	1.2
점포 수							-1.6	3.2	0.8	-0.2	0.5	0.0	0.0	1.9	-2.2
점당 매출액							5.8	-0.9	2.3	2.4	-13.9	1.0	3.9	2.1	5.4
점당 커버리지 인구수							1.6	-3.1	-0.8	0.2	-0.5	0.0	1.3	-3.8	3.3
한국 편의점	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
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
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
점당 매출액						5.3	5.3	5.3	5.1	-0.5	-12.7	0.1	5.6	-4.5	3.8
점당 커버리지 인구수						-11.1	-11.4	-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

감사합니다