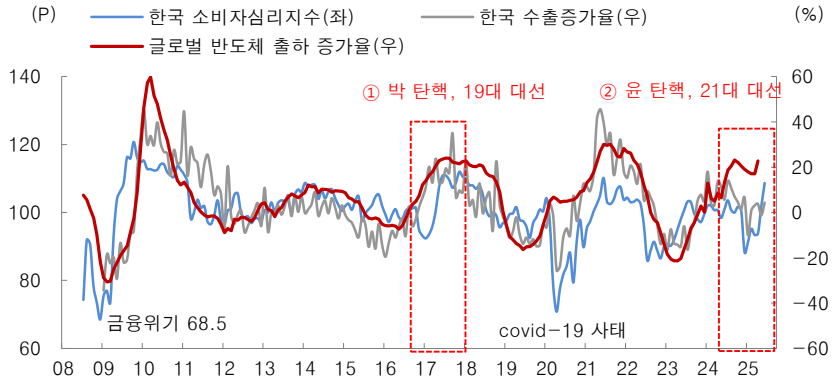
유통 & 의류

대신증권 유정현

대내외 소비 환경

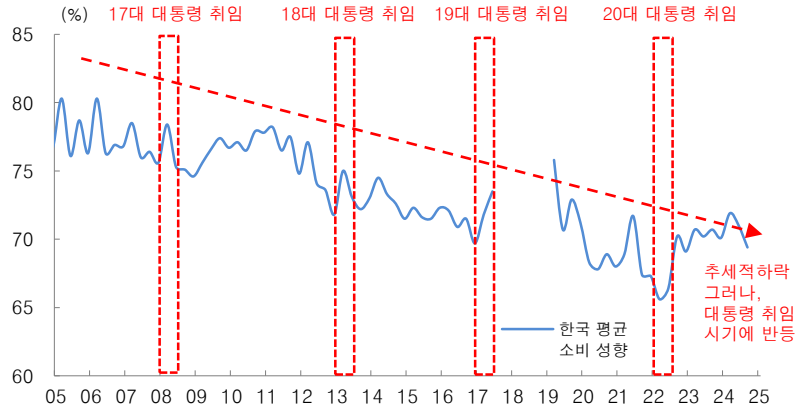
- 한국의 소비는 수출 상황에 크게 영향을 받는 구조. 올해 우리 나라는 트럼프 2기 출범에 따른 통상 마찰 등 수출 부진 예상
- 한국의 소비 성향은 장기적으로 하향 추세. 그러나 대통령 취임 시기에 일시적으로 크게 상승하는 경향 보임. 정치적 불확실성 제거되고 6월 조기 대선으로 소비심리 크게 회복. 4월 93.8 → 5월 101.8 → 6월 108.7. 2021년 6월 이후 최고
- 소비 심리 회복은 구매 건수를 자극. 소비 심리 개선 시 백화점 채널 1차적으로 수혜

수출증가율과 소비심리



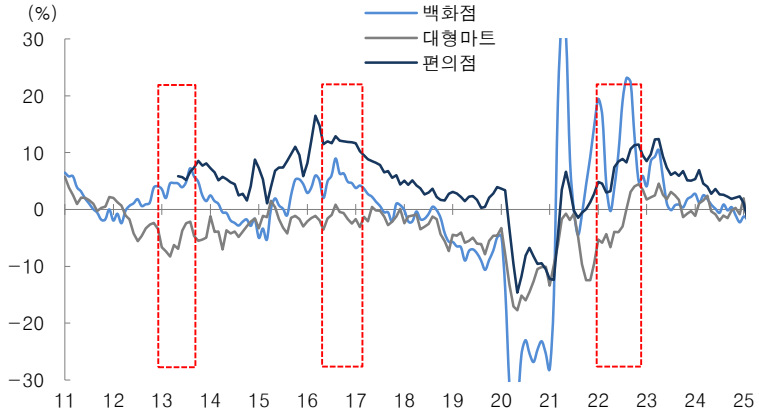
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

★대선과 소비성향



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

구매건수 증가율

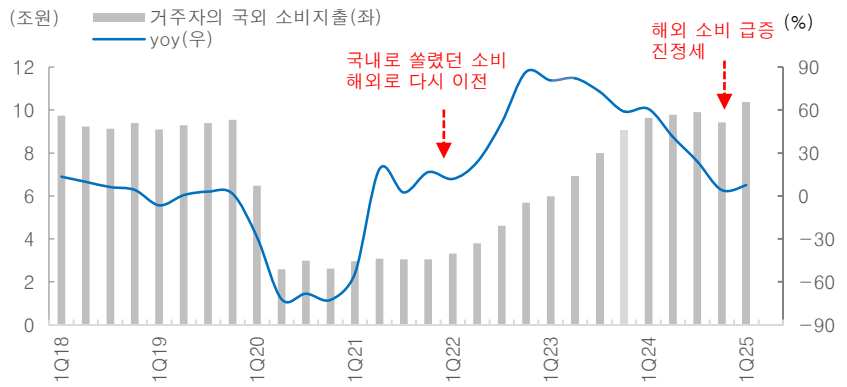


자료:산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경

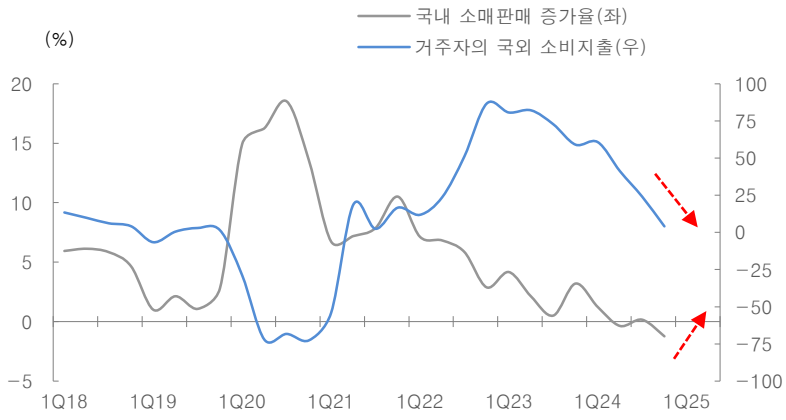
- 코로나 기간 동안 억눌렸던 해외 소비로 국내 소비 거품 형성. 22년 4분기부터 해외 여행이 시작되면서 23-24년 해외 소비가 급증. 24년 분기당 해외 소비는 코로나 이전 9조원대에 진입하며 완벽하게 회복
- 25년 1분기 해외 소비는 yoy 8% 증가. 그러나 현지 통화 기준으로 감소(25년 1분기 원/달러 환율은 yoy 9% 이상 상승)
- 일방적으로 해외 소비가 늘던 부분이 진정되는 현상은 국내 소비를 boost up 하기에도 긍정적

거주자의 해외 소비



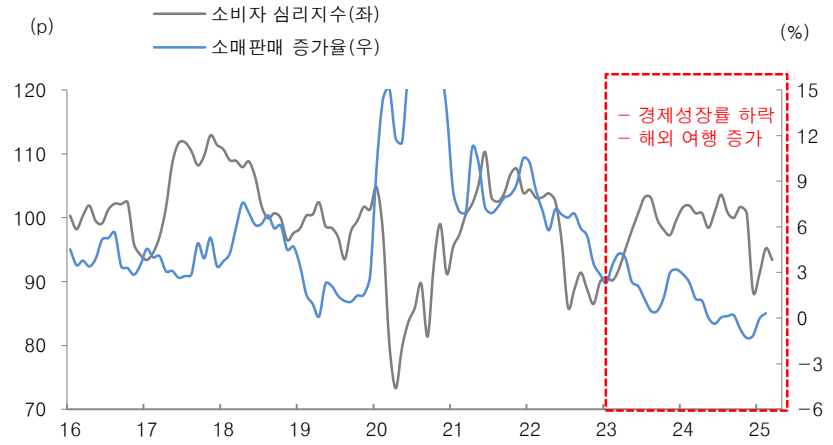
자료: 통계청, 대신증권 Research Center

국내 소매판매액 vs. 거주자의 국외 소비지출



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

소비자 심리지수 vs. 소매판매 증가율

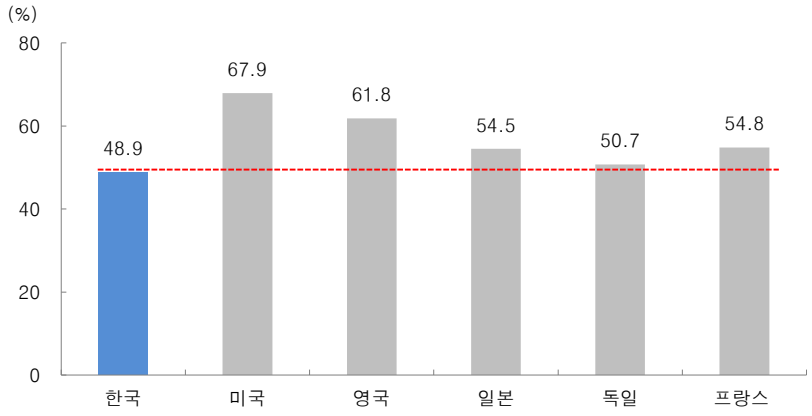


자료:한국은행, 통계청, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경

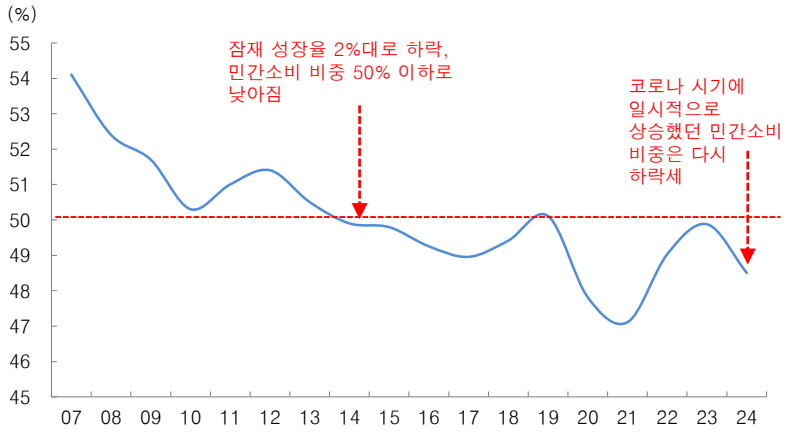
- 주요국별 GDP에서 민간소비가 차지하는 비중은 우리나라가 제일 낮은 편에 속함. 우리나라의 경우 2013년을 기점으로 민간 소비 비중이 50% 이하로 하락. 이는 잠재 성장률이 기존의 3%대에서 2%대로 낮아지면서 나타난 현상. 그만큼 소비가 구조적으로 위축되고 있다는 것을 의미 (참고 : 2017-2019년 민간 소비 비중)
- 글로벌 GDP의 약 25%를 차지하는 미국의 민간 소비 비중은 미국 GDP의 68%를 차지. 즉 미국의 민간 소비 영역은 글로벌 GDP의 17%를 차지하는 매우 큰 시장
- 일본의 경우 민간 소비 비중 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

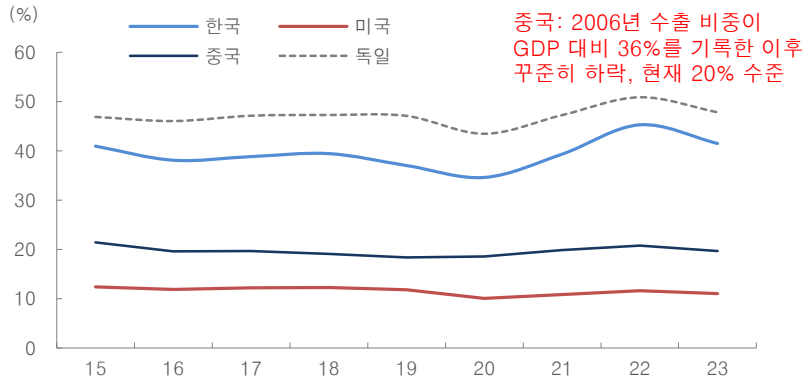
한국 GDP 대비 민간 소비



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

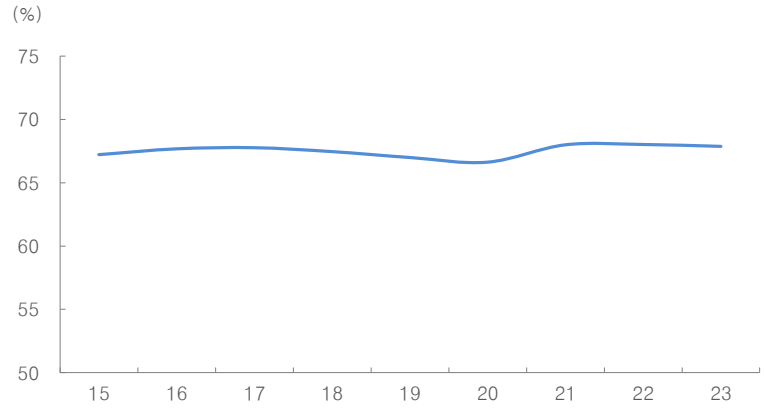
대내외 소비 환경

주요국의 GDP 대비 수출 비중



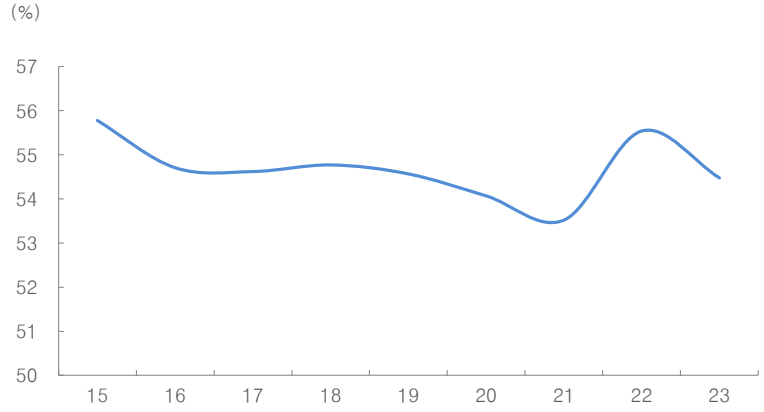
자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

미국 GDP 대비 민간소비



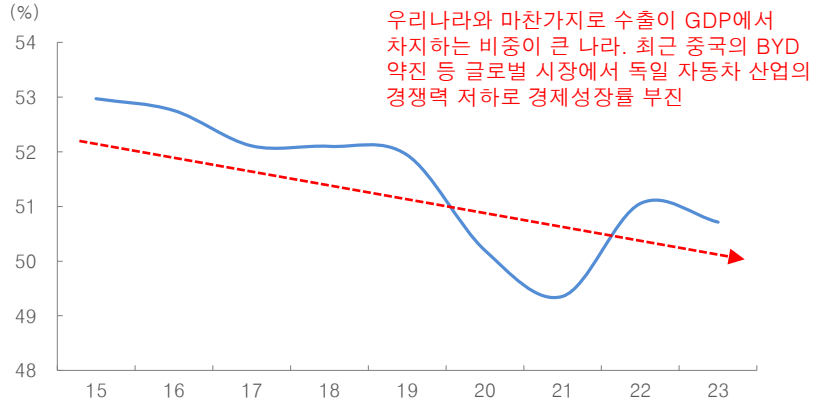
자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

일본 GDP 대비 민간 소비



자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

독일 GDP 대비 민간 소비

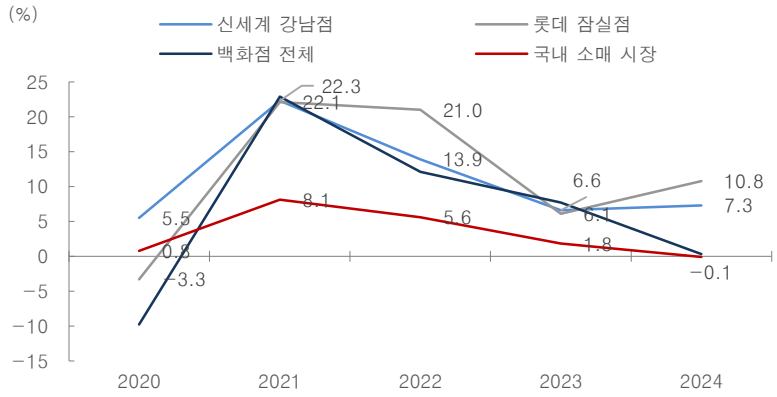


자료: 각국 통계청, 대신증권 Research Center

유통산업 환경 : 백화점

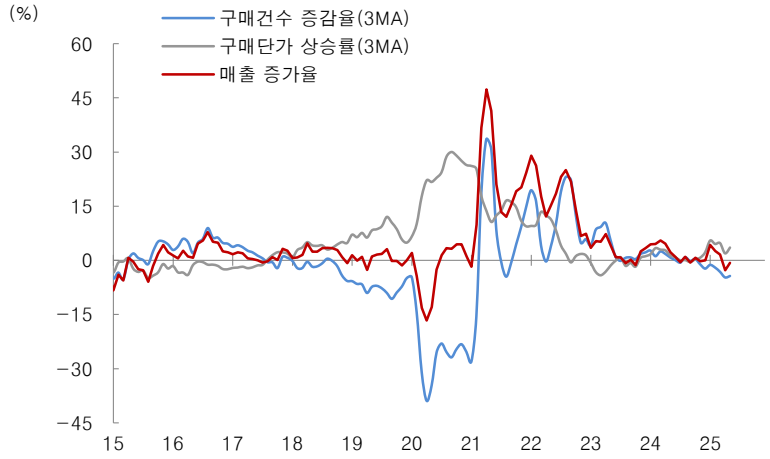
- 코로나 때 럭셔리 매장 오픈런 사태(해외 소비 대신 국내 소비로 집중) 등 백화점 시장 거품 형성
- 이후 점포별 차이 극대화 : 대형화, 집중화(서울, 수도권) 심화
- 2025년 1분기 (카테고리별) 매출 신장율 : 전체 성장률 2% 내외, 하이엔드 시계, 주얼리 50%, 럭셔리 부띠끄 10%, 남녀 패션 –5%(신세계 강남점, 롯데 잠실점 11–12% 성장)
- 상위 10개사 대형점이 차지하는 비중 2019년 39% → 2024년 47%. 지방 중소도시 점포 폐쇄 가속화

백화점 서울, 수도권 대형 점포만 성장



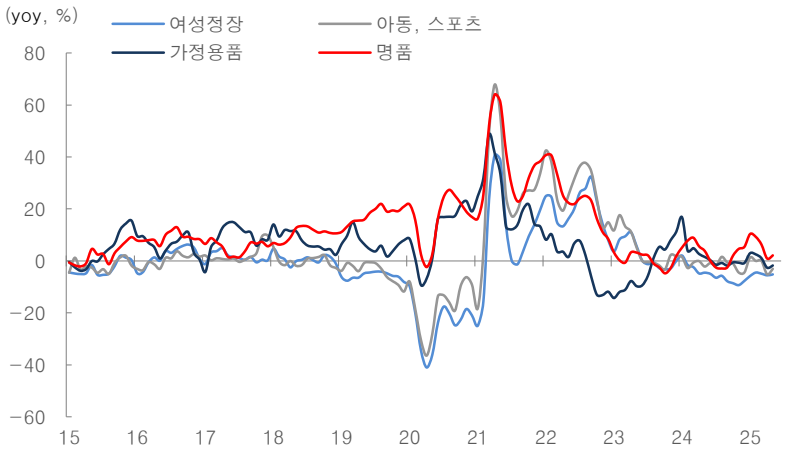
자료: 각사, 대신증권 Research Center

백화점 구매건수 & 구매단가 변화



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 품목별 증가율

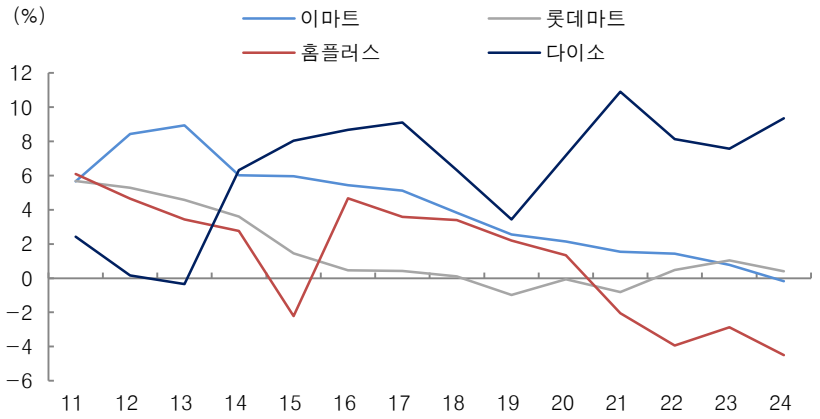


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

유통산업 환경: 대형마트

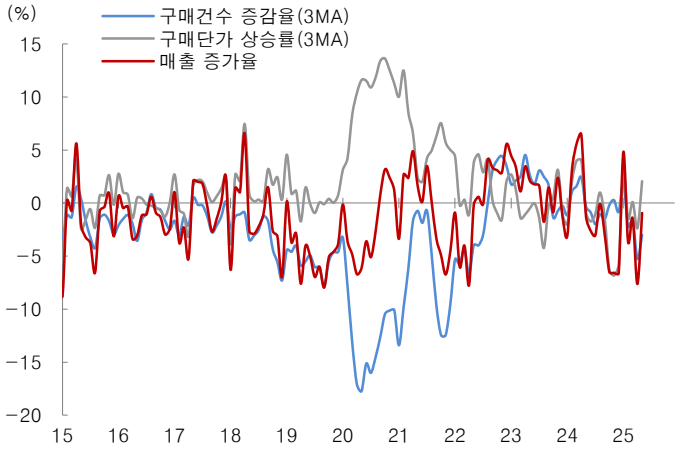
- 국내 대형마트 산업은 세계 최고의 이커머스 침투율로 대변되는 한국 이커머스 업계와 경쟁하며 매우 어려운 상황 지속. 이미 10년 전부터 전통시장과 경쟁하는 구도가 아닌, 이커머스와 경쟁하는 구도가 됨
- 물가 상승률 보다도 못한 성장 지속(2015-2019년 국내 대형마트 산업 연평균 성장률 -0.3%)
- 대기업 3사 모두 사실상 제로 마진 상태 상황. 이는 글로벌 대형마트 산업과 사뭇 다른 상황(ex. 미국의 월마트, 코스트코)

대형마트 3개사 영업이익률(국내 부문) & 다이소



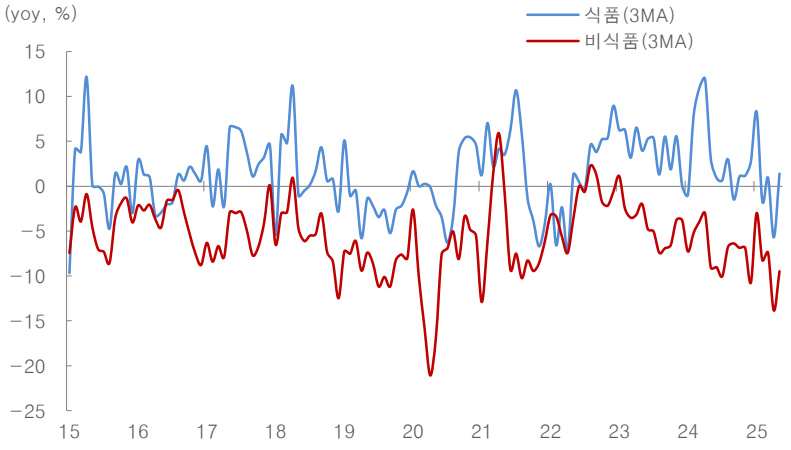
자료: 각사, 대신증권 Research Center

대형마트 구매건수 & 구매단가 변화



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대형마트 품목별 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

유통산업 환경: 편의점 & 슈퍼마켓

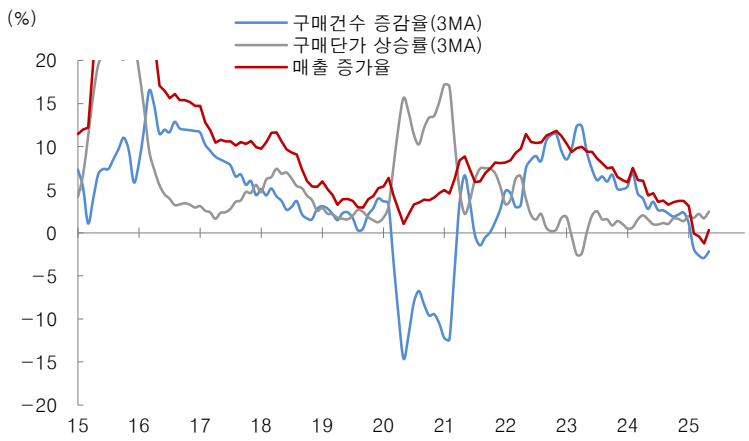
- 편의점

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

  구매단가는 물가 상승률 수준에 수렴

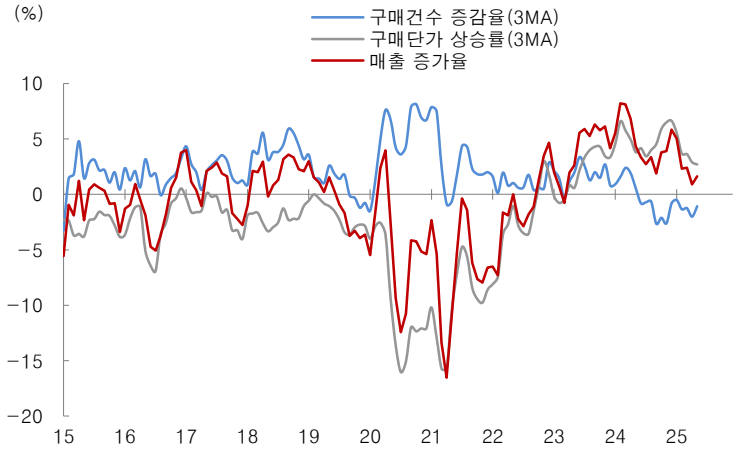
- 슈퍼마켓 : 대형마트와 마찬가지로 구매건수의 마이너스 성장이 지속되고 있는 상황

편의점 구매건수 & 구매단가 변화



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓 구매건수 & 구매단가 변화

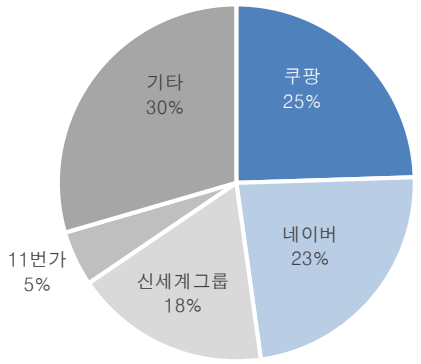


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

이커머스

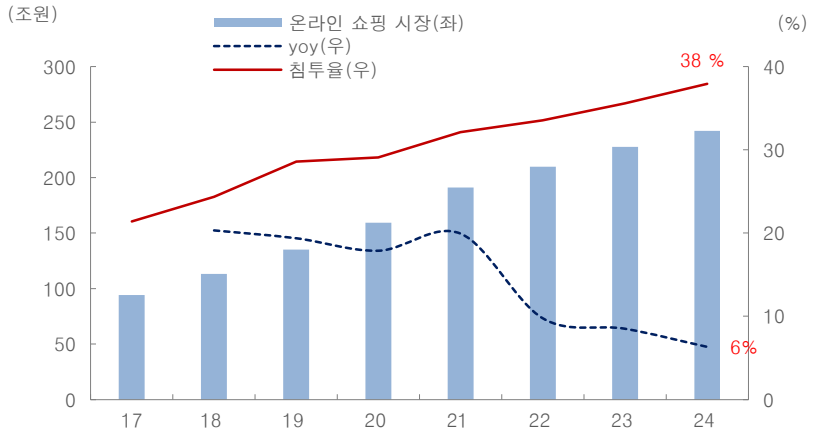
- 2024년 한국 이커머스 소매 시장 침투율은 38%로 세계 최고 수준. 최근 이커머스 시장 성장률은 한 자릿 수대로 크게 둔화
- 한국 이커머스 시장은 쿠팡과 네이버의 양강 구도. 쿠팡은 2015년 소프트뱅크로 부터 10억 달러를 유치하며 본격적으로 가격 경쟁에 뛰어듦. 이후 대규모 누적 적자를 기록하다 2018년 로켓프레시 출시로 신선식품 시장에 진출. 2020년 코로나 사태로 압도적 시장 지배 사업자로 등극
- 네이버는 온라인 쇼핑을 위해 필히 거쳐가는 검색 포털(portal) 지위를 이용하여 커머스에서도 압도적 지배력
- 2023년부터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

이커머스 시장 점유율



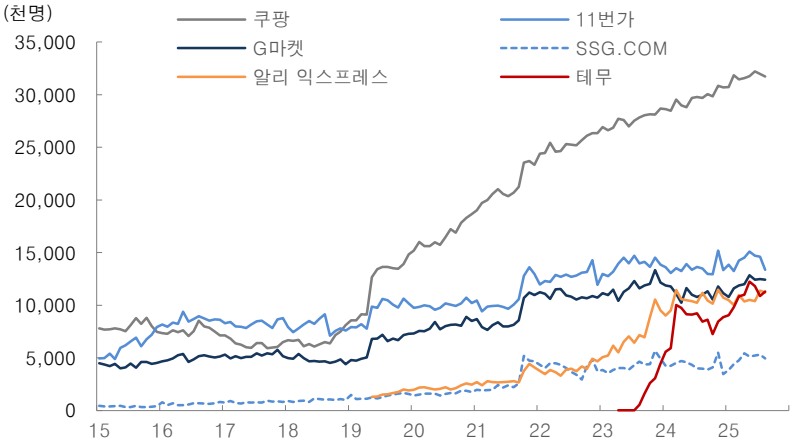
주: 신세계그룹 – SSG.COM G마켓, 옥션 모두 포함
자료: 와이즈리테일, 대신증권 Research Center

이커머스 시장 규모 & 침투율



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

이커머스 MAU(Monthly Active User, 월간 활성 이용자수)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center

이커머스 : 쿠팡

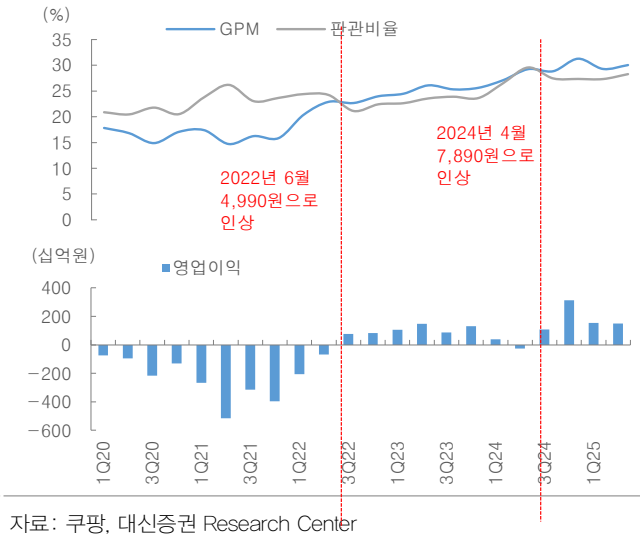
- 2024년 전체 이커머스 성장률 6%, 이 중 쿠팡 거래액 23.6% 증가, 쿠팡을 제외한 2024년 한국 이커머스 시장 성장률 2.7%로 추정 (쿠팡과 네이버를 제외한 타 이커머스업체들 상황도 쉽지 않음)
- 쿠팡 회비 인상 : 2022년 6월 1차 인상 직후 분기 영업이익 흑자 전환, 2024년 4월 2차 인상 후(8월 전면 인상) 분기 영업이익 3억 달러대로 급증

*** 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	BEP 구간
	40.00%	7,890	12	795	-43	손해 구간
	50.00%	7,890	12	663	-176	

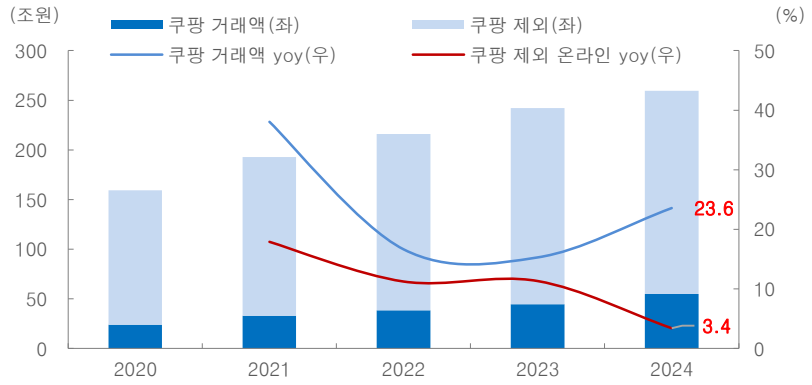
자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

쿠팡 영업이익(률)



자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

쿠팡 vs. 이커머스 시장 성장률

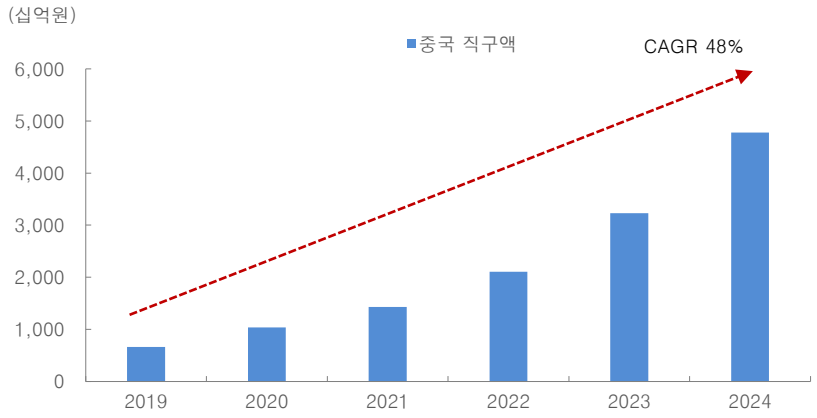


자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

이커머스 : C-커머스

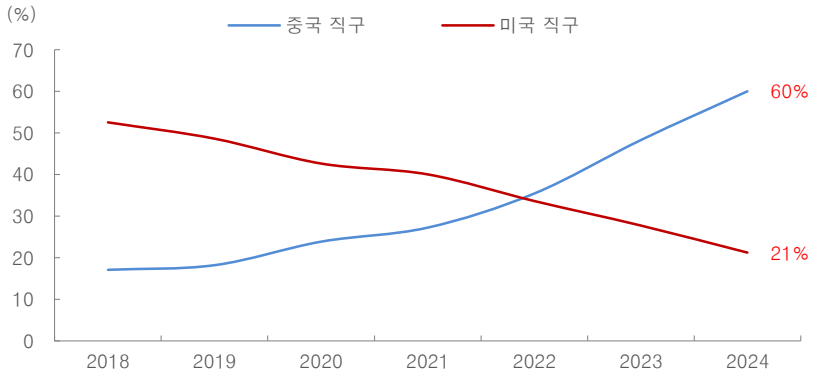
- 한국 소비자들의 중국 직구 플랫폼 이용 증가는 MAU(Monthly Active Users), 즉 한 달 동안 해당 서비스를 이용한 순수 이용자 수로도 확인 가능. 알리익스프레스의 평균 MAU는 2022년 395만 수준이었으나 2023년 11월 1,000만을 넘어섬
- 2023년 7월 한국 진출한 테무 MAU는 매달 100만씩 추가되며 현재 900만 수준까지 매우 가파른 속도로 상승
- C-커머스 사용자 급증으로 인해 한국의 해외 직구액은 중국이 미국을 2023년에 넘어섬. 전세계적으로 고물가 현상이 가격 경쟁력이 있는 중국산 저가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

우리나라 중국 직구액



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

우리나라 중국 & 미국 직구 비중

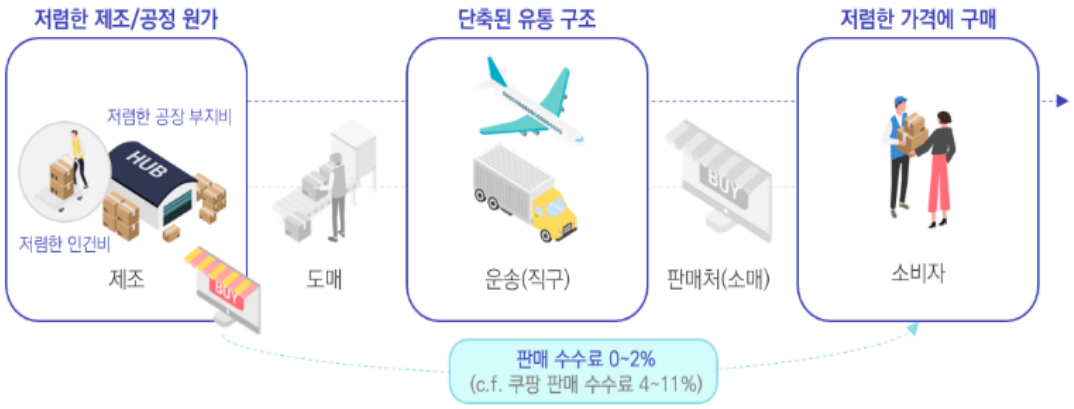


자료: 통계청, 대신증권 Research Center

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



자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

유럽의 Top 10 이커머스 마켓플레이스

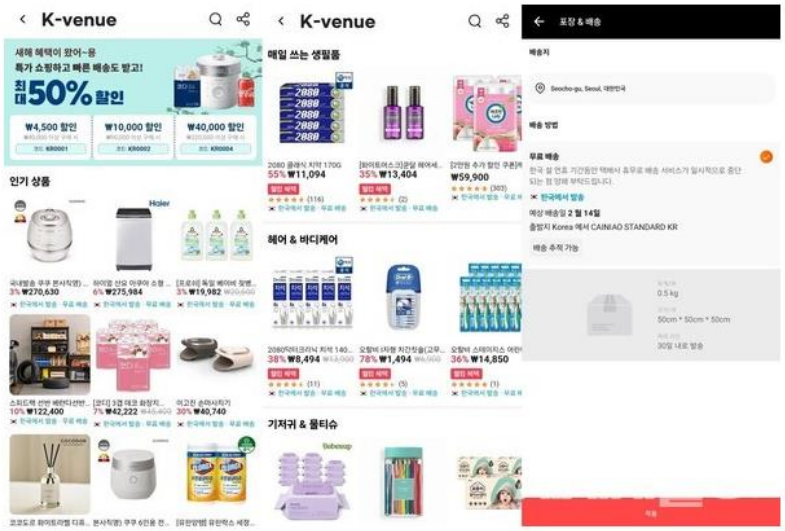
1	**알리익스프레스**
2	엣시(Etsy)
3	아마존
4	이베이
5	디스코스
6	내스퍼스
7	밴드 캠프
8	우버 이츠
9	**테무(Temu)**
10	빈티드

자료: CCE(Cross-border Commerce Europe), 대신증권 Research Center

이커머스 : C-커머스

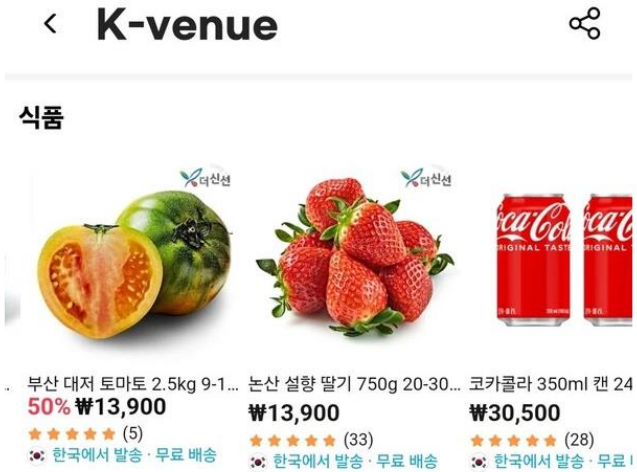
- 로켓배송, 새벽배송이 일상인 한국에서 알리익스프레스나 테무에서에서 구입한 물건을 3-5일 혹은 5-7일 기다릴 수 있는 여유는 가격이 저렴하기 때문. 그런데 알리가 국내 상품을 판매하는 'K-venue'를 통해 한국 업체들의 입점을 공개적으로 모집하기 시작
- 사용자가 많을수록 시도해 볼 수 있는 전략들이 많아질 수 있음. 소비자들이 최상의 가치로 인식하는 가격과 배송, 이 두가지를 모두 만족시킬 수 있다면 한국 이커머스 시장은 지금과 또 다른 국면이 맞이할 가능성 존재. 쿠팡이 처음에 소비자를 lock-in했던 생필품 정기 배송도 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



자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

K-venue 신선식품 사업



자료: 언론보도 인용, 대신증권 Research Center

글로벌 소매업체 재고자산 추이

재고자산 추이 (단위: Local bil)

기업명	Costco	Nike	YoY	QoQ
Ticker	COST	NKE	NKE	NKE
19.02	11.36	5.4	0.9	0.6
05	11.30	5.6	6.8	3.7
08	11.40	5.8	11.7	3.9
11	13.82	6.2	15.0	6.2
20.02	11.85	5.8	7.2	-6.3
05	11.01	7.4	31.1	26.9
08	12.24	6.7	14.9	-9.0
11	14.90	6.1	-1.8	-9.2
21.02	13.87	6.7	15.1	9.9
05	13.98	6.9	-7.1	2.4
08	14.22	6.7	-0.1	-2.2
11	16.94	6.5	6.9	-2.8
22.02	16.49	7.7	15.1	18.3
05	17.62	8.4	22.9	9.4
08	17.91	9.7	44.2	14.7
11	18.57	9.3	43.3	-3.5
23.02	16.08	8.9	15.6	-4.5
05	16.32	8.5	0.4	-5.1
08	16.65	8.7	-10.0	2.9
11	18.00	8.0	-14.4	-8.3
24.02	17.08	7.7	-13.2	-3.2
05	17.43	7.5	-11.0	-2.7
08	18.65	8.3	-5.1	9.8
11	19.86	8.0	0.0	-3.3
25.02	18.75	7.5	-2.4	-5.5
05	18.61	7.5	-0.4	-0.7

기업명	Adidas	Puma	Acushnet	VFC	YoY				QoQ			
Ticker	ADS	PUM	GOLF	VFC	Adidas	Puma	Acushnet	VFC	Adidas	Puma	Acushnet	VFC
19.03	3.3	0.9	0.4	1.4	2.2	19.7	-2.8	-23.1	-4.6	-1.1	-2.8	-23.3
06	3.6	1.1	0.3	1.7	4.4	19.1	0.0	-16.5	8.8	16.5	-8.6	16.3
09	3.7	1.1	0.4	1.9	14.3	28.1	9.4	-15.9	2.8	7.5	9.4	13.5
12	4.1	1.1	0.4	1.6	18.6	20.7	11.1	-16.2	11.1	-2.6	14.3	-17.2
20.03	4.3	1.1	0.4	1.3	31.6	24.2	2.9	-9.7	5.9	1.8	-10.0	-17.3
06	5.2	1.3	0.4	1.4	45.5	21.7	12.5	-15.8	20.3	14.2	0.0	8.4
09	4.7	1.2	0.3	1.4	27.2	7.0	-8.6	-24.1	-10.2	-5.4	-11.1	2.3
12	4.4	1.1	0.4	1.1	7.6	2.7	-10.0	-31.3	-6.0	-6.6	12.5	-25.0
21.03	3.9	1.2	0.3	1.1	-9.0	8.0	-8.3	-17.9	-10.5	7.0	-8.3	-1.3
06	4.1	1.4	0.3	1.2	-22.3	7.8	-16.7	-13.3	2.8	13.9	-9.1	14.6
09	3.7	1.4	0.3	1.5	-21.8	11.5	3.1	2.1	-9.6	-2.2	10.0	20.4
12	4.0	1.5	0.4	1.3	-8.9	30.7	13.9	19.7	9.6	9.6	24.2	-12.1
22.03	4.5	1.6	0.5	1.4	15.2	32.8	36.4	33.6	13.2	8.7	9.8	10.2
06	5.5	2.0	0.5	2.3	35.3	42.4	56.7	92.5	20.7	22.2	4.4	65.1
09	6.3	2.4	0.5	2.7	72.7	72.8	63.6	87.8	15.3	18.7	14.9	17.4
12	6.0	2.2	0.7	2.6	49.0	50.7	64.4	101.3	-5.5	-4.5	24.8	-5.7
23.03	5.7	2.1	0.6	2.3	25.0	32.5	42.0	61.5	-5.0	-4.4	-5.2	-11.6
06	5.5	2.1	0.5	2.8	0.4	8.1	11.9	19.1	-3.1	-0.3	-17.7	21.7
09	4.8	1.9	0.5	2.5	-23.3	-20.3	-2.2	-9.7	-11.8	-12.4	0.4	-11.0
12	4.5	1.8	0.6	2.1	-24.7	-19.8	-8.8	-17.1	-7.2	-3.9	16.5	-13.4
24.03	4.4	1.8	0.5	1.8	-22.0	-16.9	-16.0	-22.9	-1.6	-0.8	-12.7	-17.8
06	4.5	2.0	0.5	2.1	-17.4	-8.4	-8.4	-24.7	2.6	9.9	-10.2	18.9
09	4.5	1.8	0.5	2.1	-6.7	-3.4	-5.8	-16.1	-0.4	-7.6	3.2	-0.9
12	5.0	2.0	0.6	1.8	10.9	11.9	-6.3	-16.5	10.3	11.2	15.8	-13.8
25.03	5.1	2.1	0.5	1.6	14.6	16.3	0.2	-7.9	1.7	3.1	-6.6	-9.3
06	5.3	2.2	0.5	2.1	15.8	9.7	10.7	1.7	3.7	3.6	-0.8	31.2

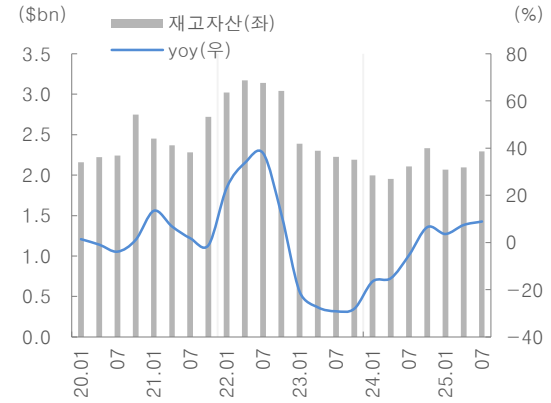
기업명	Walmart	Target	GAP	Lululemon	Macy's	YoY					QoQ				
Ticker	WMT	TGT	GPS	LULU	M	Walmart	Target	GAP	Lululemon	Macy's	Walmart	Target	GAP	Lululemon	Macy's
19.01	44.3	9.5	2.1	0.4	5.3	1.1	14.5	6.5	21.2	1.5	-12.1	-23.3	-20.2	-20.0	-26.4
04	44.8	9.1	2.2	0.4	5.5	3.3	4.7	9.8	18.9	4.0	1.1	-4.6	5.2	10.0	4.6
07	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
20.01	44.4	9.0	2.2	0.5	5.2	0.4	-5.4	1.4	30.0	-1.3	-13.8	-21.1	-20.6	-17.5	-28.5
04	41.2	8.6	2.2	0.6	4.9	-7.9	-5.3	-0.9	43.2	-10.5	-7.2	-4.6	2.8	21.2	-5.2
07	41.1	8.9	2.2	0.7	3.6	-6.9	-2.6	-3.9	36.7	-28.8	-0.3	3.5	0.9	6.3	-27.2
10	51.8	12.7	2.8	0.8	5.1	0.6	11.5	1.1	22.2	-29.2	26.2	43.1	22.8	14.9	43.6
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

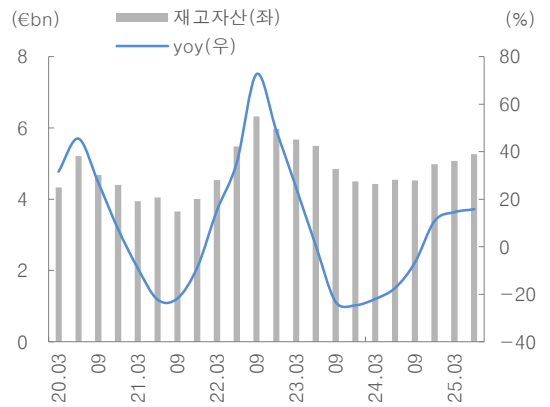
- 영원무역 Scott 기말 재고 레벨이 다음 분기, 2025년 실적에 매우 중요할 듯

GAP 재고



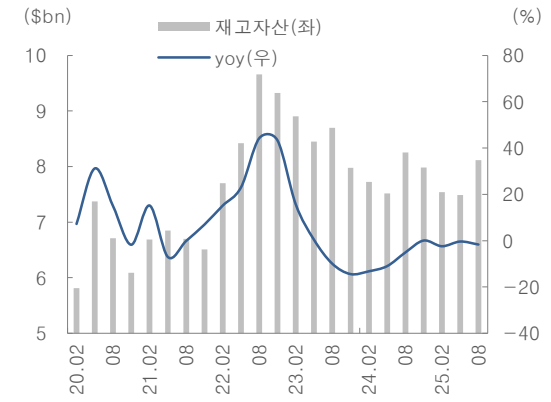
자료: GAP, 대신증권 Research Center

Adidas 재고



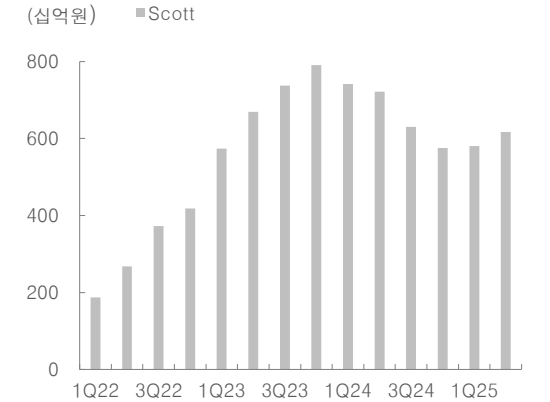
자료: Adidas, 대신증권 Research Center

Nike 재고



자료: Nike, 대신증권 Research Center

영원무역 Scott 재고



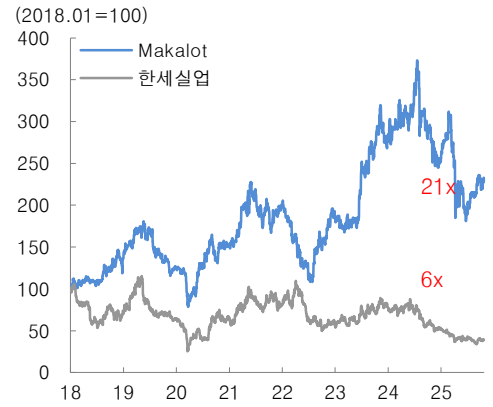
자료: 영원무역, 대신증권 Research Center

Buyer – OEM 주가 상관관계

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

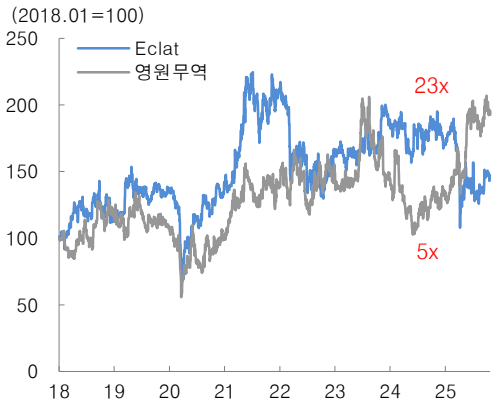
- 유럽이 주요 시장인 아디다스의 부진 〉〉 오히려 하반기 회복 가속화 전망

Makalot vs. 한세실업 주가



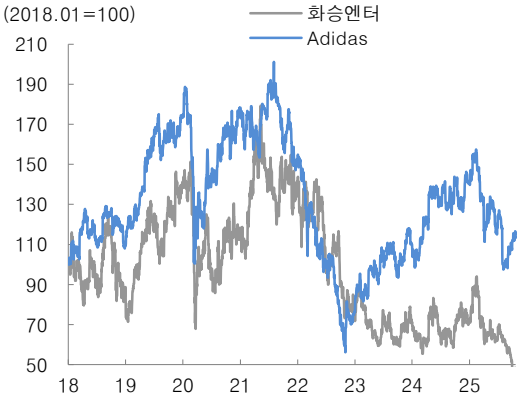
자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

Eclat & 영원무역 주가



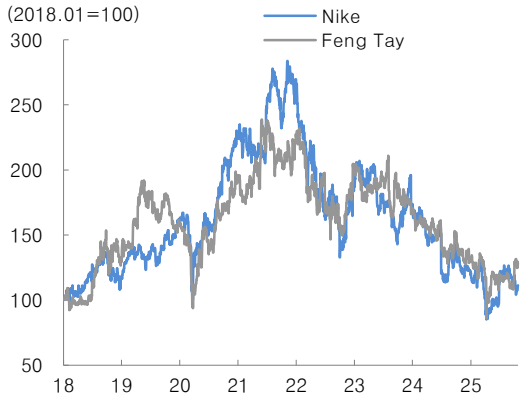
자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

Adidas & 화승엔터 주가



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

NIKE & Feng Tay 주가



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

투자포인트(유통)

		3Q24	3Q25F	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025F	2026F	YoY	투자포인트
신세계	Sales	1,540	1,636	6.2%	1,637	-0.1%	6,570	6,934	7,685	5.5%	- 백화점 기존점 성장률 4~5% 수준, 해외 럭셔리 10%대 성장, 국내 패션 LSD% - 3분기 백화점 감가비 부담 +80억원 증가. 백화점 손익은 flat - 면세점 구조조정 통해 적자 대폭 감소(3Q24 OP -160억원) - 본점 리뉴얼 공사로 외국인 매출 비중 11%까지 하락했으나 공사 완료 후 2026년부터 다시 20%대로 상승 전망 - 동사의 핵심 사업부가 인바운드 증가에 대부분 수혜. 연말~2026년 re-rating 기대 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배
	OP	93	99	6.5%	104	-4.9%	477	469	545	-1.7%	
롯데쇼핑	Sales	3,568	3,581	0.4%	3,549	0.9%	13,987	14,466	15,285	3.4%	- 백화점 기존점 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 - 2025년부터 중간배당 실시 - 2022년말 CEO 교체, PBR 0.1배
	OP	155	148	-4.5%	151	-1.9%	473	521	628	10.1%	
현대백화점	Sales	1,037	1,088	4.9%	1,021	6.5%	4,188	4,559	4,771	8.9%	- 백화점 기존점 성장률 +5% 내외 - 카테고리별: 시계 주얼리 고성장, 고마진 패션이 3분기 MSD%까지 성장 - 3분기 면세점 흑자전환 안착(3Q24 영업적자 80억원) - 지누스 부진 불구 백화점, 면세점 실적 호전으로 상쇄 - 자사주 매입 등 주주가치 제고 노력 최선 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배
	OP	65	78	20.0%	79	-1.4%	284	410	456	44.4%	
이마트	Sales	7,056	7,599	7.7%	7,515	1.1%	29,021	30,198	30,979	4.1%	- 3분기 기존점 성장률 -5% 수준 - 민생회복지원금 대형마트 사용 불가로 트래픽 이탈 - G마켓 글로벌 3분기까지 연결에 반영되며 실적에 부담, 환율 상승으로 스타벅스 실적도 부진 전망 - 백화점 보다 비선호 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배
	OP	-35	115	흑전	165	-30.3%	47	503	621	970.2%	
BGF리테일	Sales	2,326	2,413	3.7%	2,432	-0.8%	8,699	8,979	9,422	3.2%	- 편의점 기존점 성장률 4% 수준 전망 - 다만 민생회복지원금이 담배 구매에 집중되면서 마진율은 다소 하락할 전망 - 올해 업계 점포 구조조정 완료되고 나면 2026년부터 완만한 실적 개선 전망
	OP	91	96	5.5%	96	0.2%	252	256	274	1.6%	
GS리테일	Sales	3,055	3,142	2.8%	3,151	-0.3%	11,627	11,902	12,330	2.4%	- 3Q 편의점 기존점 성장률 2-3% 전망. 편의점 손익 개선, 슈퍼 기존점 성장률은 -MSD%으로 실적 다소 부진 - 가장 뒤늦게 구조조정 시작한 채널 - 2025년부터 점포 구조조정(연간 800개씩 출점에서 400-500개로 축소) - 구조조정 이후 2026년부터 업황 개선 예상 - 2026년 지방선거 이후 담배 가격 인상 가능성 - 어바웃펫 매각 >> 구조조정 의지 피력
	OP	81	99	22.2%	93	6.1%	239	279	308	16.7%	
호텔신라	Sales	1,016	1,116	9.8%	1,070	4.3%	3,948	4,131	4,483	4.6%	- 해외 공항 적자, 그러나 임차료 감면으로 전년동기대비 손익 개선 - 시내점 경쟁사 따이공 영업중단으로 흑자 지속 - 호텔/레져: 제주도 관광 수요 감소 불구 인바운드 관광객 증가에 따른 ADR 상승으로 양호한 실적 유지 전망
	OP	-17	18	NA	18	NA	-5	59	133	흑전	

투자포인트(의류)

		3Q24	3Q25F	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025F	2026F	YoY	투자포인트
영원무역	Sales	1,068	1,151	7.8%	1,157	-0.5%	3,518	3,870	4,008	10.0%	- OEM 3분기 달러 매출 성장률 +8% 전망 - 아크테릭스가 새로운 성장동력으로 부상하며 호실적 견인 - 스캇은 3분기 영업적자 240억원 전망(추가적으로 대규모 적자 없을 가능성 전망) - 지난 1월, 스캇과 분쟁관련하여 국제상업회의소에서 영원무역에 매우 유리한 판결. 스캇 잔여지분 50%에 대해 동사의 콜옵션 행사 가능 결론. 또한 스캇이 손해배상 지급해야 함 - 미국 관세부과로 어려운 상황에서도 업계 최고 경쟁력으로 매우 안정적인 실적 기록 중. PBR 0.4배
	OP	105	114	8.6%	130	-12.0%	316	402	532	27.2%	
화승엔터프라이즈	Sales	386	325	-15.8%	422	-22.9%	1,610	1,581	1,692	-1.8%	- 3분기로 일부 이연된 2분기 매출에 대한 기대감 있었으나 실제는 9월에 선적이 크게 감소 - 이는 미 관세 영향에 따라 고객사의 보수적인 재고 정책에 따른 것 - 매출 성장률 둔화되며 영업이익률도 낮아질 전망 - 매출 감소와 효율 하락으로 영업이익 크게 부진할 것으로 전망
	OP	19	5	-73.7%	17	-70.6%	83	32	68	-61.4%	
한세실업	Sales	534	512	-4.1%	533	-4.0%	1,798	1,860	1,857	3.4%	- 3분기 매출 성장율 -LSD% 성장 전망(달러 기준) - 고가 제품 매출 증가, 그러나 저가 수주 더 크게 감소하며 공장 효율 하락 - 관세 영향으로 고객들의 발주 축소로 매출 성장률 마이너스 전환 - 매출 감소와 해외 현지 법인 인력 충원에 따른 비용 증가로 영업이익 대폭 감소 전망
	OP	45	20	-55.6%	25	-18.7%	142	66	71	-53.5%	
F&F	Sales	451	459	1.8%	472	-2.8%	1,896	1,883	2,027	-0.7%	- 국내 D -18%, MLB +3%, MLB 면세 +flat%) - 중국 12% 성장 전망 - 디스커버리 부진이 다소 아쉬운 상황 - 내수 상황은 2026년에 개선 예상. 중국 성장 고려하면 저평가(PER 6배)
	OP	108	118	9.3%	116	2.0%	451	456	503	1.1%	
미스토홀딩스	Sales	1,049	1,059	1.0%	1,056	0.3%	4,269	4,376	4,436	2.5%	- 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 - 올해 1,700억원 자사주 매입 시작으로 주가 하방 경직성 확보
	OP	93	122	31.2%	120	2.1%	361	470	518	30.2%	
한섬	Sales	314	308	-1.9%	315	-2.3%	1,485	1,482	1,541	-0.2%	- 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 10개 분기 연속 GPM 하락 - 2025년 다년차 재고 대부분 정리 중. 판관비 효율화 이미 완료. 매출 회복 시 이익 대폭 증가 가능성 - 2026년은 재고 판매가 줄면서 2025년 부진 씻고 실적 개선 전망
	OP	6	4	-33.3%	4	-9.1%	63	58	71	-7.9%	

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

Valuation

유통 Coverage valuation 비교 (2025.10.24 기준)

		호텔신라	롯데쇼핑	신세계	현대백화점	이마트	GS리테일	BGF리테일
		008770	023530	004170	069960	139480	007070	282330
목표주가		60,000	90,000	260,000	100,000	105,000	20,000	150,000
주가		49,250	67,500	178,800	81,900	73,800	17,250	104,800
시가총액(십억원)		1,933	1,909	1,725	1,853	2,037	1,442	1,811
매출액(십억원)	24A	3,948	13,987	6,570	4,188	29,021	11,627	8,699
	25F	4,131	14,466	6,934	4,559	30,198	11,902	8,979
	26F	4,483	15,285	7,658	4,771	30,979	12,330	9,422
영업이익(십억원)	24A	-5	473	477	284	47	239	252
	25F	59	521	469	410	503	279	256
	26F	133	628	545	456	621	308	284
EPS(원)	24A	-1,538	-34,219	10,948	-1,543	-21,166	25	11,295
	25F	446	5,758	15,506	10,523	7,431	1,840	11,262
	26F	1,602	9,262	21,366	12,844	10,606	2,154	12,518
OPM(%)	24A	-0.1	3.4	7.3	6.8	0.2	2.1	2.9
	25F	1.4	3.6	6.8	9.0	1.7	2.3	2.9
	26F	3.0	4.1	7.1	9.5	2.0	2.5	3.0
PER(배)	24A	-24.0	-1.6	12.1	-30.6	-3.0	666.9	9.1
	25F	110.5	11.7	11.5	7.8	9.9	9.4	9.3
	26F	30.7	7.3	8.4	6.4	7.0	8.0	8.4
PBR(배)	24A	1.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.5	1.5
	25F	1.5	0.1	0.4	0.4	0.2	0.4	1.4
	26F	1.4	0.1	0.4	0.4	0.2	0.4	1.2
EV/EBITDA(배)	24A	21.3	9.4	8.3	6.0	8.8	4.0	3.2
	25F	19.9	10.0	8.7	5.7	7.8	4.1	3.5
	26F	13.5	9.5	8.4	5.2	7.4	3.9	3.7
ROE(%)	24A	-6.5	-7.7	2.5	-0.8	-5.4	0.1	17.3
	25F	1.4	1.0	3.4	5.3	2.0	4.7	15.6
	26F	4.8	1.7	4.4	6.1	2.8	5.1	15.7
ROA(%)	24A	-0.2	1.4	3.2	2.5	0.1	2.7	7.6
	25F	1.6	1.3	3.0	3.6	1.5	3.7	7.6
	26F	3.5	1.6	3.3	4.0	1.9	4.2	8.3

자료: 대신증권 Research Center

Valuation

글로벌 유통 valuation 비교 (2025.10.24 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)		106.86	942.05	94.25	221.09	171.90	31.16	13.19
시가총액 (USDmn)		851,979	417,497	42,827	2,357,905	410,159	56,807	34,358
매출액 (USDmn)	24A	648,125	242,290	107,412	637,959	131,313	30,268	68,904
	25F	709,408	296,939	104,598	708,941	145,867	34,910	69,491
	26F	743,451	319,389	106,402	783,124	161,851	40,661	65,150
영업이익 (USDmn)	24A	27,105	8,505	5,809	68,593	20,304	509	3,737
	25F	30,497	11,476	4,836	80,175	15,152	823	2,762
	26F	33,975	12,692	5,041	97,908	22,124	1,680	2,828
EPS (USD)	24A	2.2	14.9	9.1	5.62	7.1	0.1	1.0
	25F	2.6	20.0	7.4	8.30	7.0	0.2	0.7
	26F	2.9	22.1	7.9	9.14	9.6	0.6	0.7
OPM (%)	24A	4.2	3.5	5.4	10.8	15.5	1.7	5.4
	25F	4.3	3.9	4.6	11.3	10.4	2.4	4.0
	26F	4.6	4.0	4.7	12.5	13.7	4.1	4.3
PER (X)	24A	24.9	36.6	16.0	39.0	10.2	191.1	26.3
	25F	40.9	47.0	12.7	26.6	24.7	174.1	19.7
	26F	36.3	42.6	11.9	24.2	18.0	53.8	18.7
PBR (X)	24A	5.3	9.6	5.0	8.13	1.3	9.6	1.6
	25F	8.8	12.4	2.8	6.40	2.7	11.8	1.3
	26F	7.9	10.3	2.7	5.22	2.3	9.6	1.3
EV/EBITDA (X)	24A	12.2	21.6	9.1	17.8	4.0	24.4	7.9
	25F	20.2	29.0	6.9	14.0	15.1	30.2	9.4
	26F	18.4	26.7	6.8	11.8	11.0	21.0	9.6
ROE (%)	24A	22.4	28.9	34.2	24.7	13.2	5.3	10.3
	25F	21.1	28.1	22.7	21.8	10.1	6.9	6.5
	26F	22.5	25.6	22.6	19.7	11.9	18.0	7.0
ROA (%)	24A	7.3	9.9	7.8	10.5	7.4	1.5	3.5
	25F	7.9	10.8	5.9	10.8	6.1	2.4	2.9
	26F	8.4	10.5	6.0	10.7	7.3	5.8	2.9

자료: 대신증권 Research Center

Valuation

의류 Coverage valuation 비교 (2025.10.24 기준)

		한세실업	영원무역	화승 엔터프라이즈	한섬	미스토홀딩스	신세계인터	F&F
		105630	111770	241590	020000	081660	031430	383220
목표주가		13,000	80,000	9,000	20,000	52,000	15,000	100,000
주가		10,510	60,800	5,770	14,980	38,750	9,660	66,100
시가총액 (십억원)		420	2,694	350	336	2,329	341	2,532
매출액 (십억원)	24A	1,798	3,518	1,610	1,485	4,269	1,309	1,896
	25F	1,860	3,870	1,581	1,496	4,376	1,337	1,883
	26F	1,857	4,008	1,692	1,552	4,436	1,414	2,027
영업이익 (십억원)	24A	142	316	83	63	361	27	451
	25F	66	402	32	58	470	31	456
	26F	71	532	68	70	518	50	503
EPS (원)	24A	1,451	9,637	546	1,894	1,398	910	9,408
	25F	909	7,453	172	1,787	3,570	1,085	9,243
	26F	1,098	10,152	638	2,220	3,865	1,498	10,183
OPM (%)	24A	7.9	9.0	5.1	4.3	8.5	2.1	24
	25F	3.6	10.4	2.0	3.9	10.7	2.3	24.2
	26F	3.8	13.3	4.0	4.5	11.7	3.5	24.8
PER (X)	24A	9.8	4.4	15.8	7.8	28.8	11.1	5.8
	25F	10.2	7.6	41.0	8.3	11.8	10.1	7.4
	26F	8.5	5.6	11.1	6.7	10.9	7.3	6.7
PBR (X)	24A	0.8	0.48	0.93	0.25	0.89	0.43	1.3
	25F	0.5	0.60	0.74	0.23	0.8	0.44	1.4
	26F	0.5	0.55	0.69	0.23	0.7	0.42	1.2
EV/EBITDA (X)	24A	5.4	2.5	6.8	2.6	8.0	7.8	4.2
	25F	7.6	3.2	9.5	2.7	6.4	9.1	4.8
	26F	7.1	2.1	6.2	2.2	5.2	7.7	4.3
ROE (%)	24A	8.6	12.3	6.4	3.2	4.3	3.8	25.3
	25F	5.1	8.6	2.0	2.8	9.7	4.5	20.7
	26F	5.9	10.8	6.9	3.4	8.5	6.0	19.4
ROA (%)	24A	10.7	5.9	5.7	3.7	6.9	2.0	21.0
	25F	4.6	7.4	2.2	3.3	8.2	2.3	19.3
	26F	4.8	9.4	4.7	4.0	8.3	3.6	19.8

자료:대신증권 Research Center

Valuation

글로벌 스포츠 브랜드 valuation 비교 (2025.10.24 기준)

		Acushnet GOLF US	휠라홀딩스 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)		81.29	38,750	69.68	189.25	4,004	102.54	43.23	179.06
시가총액(local mn.)		4,768	2,328,714	103,001	34,065	2,940,867	15,211	14,116	21,234
매출액(local bil.)	24A	2,457	4,269	51.4	23.7	679	4.29	2.63	9.62
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	25F	2,516	4,376	46.8	25.0	791	5.42	3.75	10.96
	26F	2,575	4,436	49.2	27.2	866	5.85	4.64	11.45
영업이익(local bil.)	24A	269	361	6.74	1.41	100.1	0.93	0.24	2.21
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	25F	296	470	3.08	2.02	135.6	1.16	0.48	2.17
	26F	319	518	4.44	2.73	154.3	1.24	0.63	2.10
EPS (원, 엔, 유로, USD)	24A	2.9	1,398	4.0	4.5	85.6	4.9	0.9	12.6
	25F	3.5	3,570	1.7	7.6	123.3	6.4	0.8	12.8
	26F	3.7	3,865	2.5	10.8	133.4	6.9	1.5	12.9
OPM (%)	24A	11.0	8.5	13.1	5.9	14.8	21.7	9.1	22.9
	25F	11.8	10.7	6.6	8.1	17.1	21.4	12.7	19.8
	26F	12.4	11.7	9.0	10.0	17.8	21.3	13.5	18.3
PER (X)	24A	24.2	28.8	24.1	55.8	35.2	32.2	59.2	38.0
	25F	23.0	11.8	41.6	24.9	32.5	16.1	57.2	13.9
	26F	22.3	10.9	27.8	17.5	30.0	14.9	28.2	13.9
PBR (X)	24A	5.6	0.9	9.9	7.7	9.5	11.4	10.3	14.3
	25F	5.7	0.8	7.8	5.4	10.7	5.2	7.3	4.3
	26F	5.1	0.7	7.6	4.6	8.7	4.3	6.0	3.6
EV/EBITDA (X)	24A	14.6	8.0	17.6	17.5	18.3	21.7	43.5	20.7
	25F	14.2	6.4	27.4	12.0	18.9	11.2	21.5	7.5
	26F	13.6	5.2	20.1	9.7	16.9	10.5	16.8	7.6
ROE (%)	24A	22.9	4.3	42.5	16.0	28.3	39.3	19.6	43.3
	25F	26.5	9.7	18.0	22.2	35.5	34.0	9.8	32.9
	26F	23.8	8.5	26.3	26.8	34.8	31.8	21.7	27.7
ROA (%)	24A	8.5	6.9	16.0	4.2	12.6	26.7	12.2	25.2
	25F	9.4	8.2	6.4	6.6	16.4	23.9	7.2	19.4
	26F	8.2	8.3	9.7	8.8	17.2	22.4	13.9	17.7

자료:대신증권 Research Center

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	2,390	2,782
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	-1.7	2.3
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	1,088	1,293
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	3.5	10.0
GP	653	814	864	1,007	659	586	592	655	560	600	594	712	643	641	590	743
%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	24.7	26.7
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	-0.6	4.4
SG&A	564	743	771	938	581	531	518	559	491	557	529	604	530	554	512	610
%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	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	-0.5	-3.2	1.0
OP	89	71	92	69	78	56	74	96	69	43	65	108	113	87	78	133
%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	3.3	4.8
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	20.6	23.0
													123	99	88	142
백화점													-10	-12	-10	-9
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**	**1,778**	**2,105**
	154	188	258	91	43	1	9	75	33	-6	-55	-110	-54	-109	85	201
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	5.0	10.5
OP	**103**	**85**	**97**	**95**	**95**	**61**	**80**	**120**	**103**	**71**	**71**	**114**	**97**	**71**	**84**	**131**
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	17.7	14.7

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
9,077	10,522	10,133	10,061	10,200	10,180	10,400
32.8	15.9	-3.7	-0.7	1.4	-0.2	2.2
3,573	5,014	4,207	4,201	4,559	4,771	4,828
57.2	40.3	-16.1	-0.2	8.5	4.6	1.2
2,340	2,569	2,493	2,465	2,617	2,612	2,668
25.8	24.4	24.6	24.5	25.7	25.7	25.7
63.9	9.8	-3.0	-1.1	6.1	-0.2	2.2
2,076	2,281	2,189	2,181	2,207	2,156	2,179
22.9	21.7	21.6	21.7	21.6	21.2	20.9
60.6	9.9	-4.0	-0.4	1.2	-2.3	1.0
265	321	304	284	410	456	490
2.9	3.0	3.0	2.8	4.0	4.5	4.7
94.9	21.2	-5.4	-6.4	44.3	11.1	7.5
		343	325	451	449	525
6,479	**7,169**	**7,297**	**7,158**	**7,280**	**7,552**	**7,590**
1,092	690	128	-138	122	272	38
20.3	10.7	1.8	-1.9	1.7	3.7	0.5
297	**379**	356	359	382	413	427
4.6	5.3	4.9	5.0	5.3	5.5	5.6
49.7	27.3	-5.9	0.8	6.5	8.0	3.5

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	380	390
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%	-18.2%	-25.9%
OP	**-14**	**-13**	**-15**	**-23**	**-16**	**-1**	**1**	**-16**	**-5**	**-4**	**-8**	**-12**	**-2**	**-1**	**2**	**4**
%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	0.5	1.0

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
2,598	2,767	1,884	1,982	1,923	1,600	1,740
79.7	6.5	-31.9	5.2	-3.0	-16.8	8.7
-41	**-65**	**-31**	**-29**	**3**	**33**	**41**
-1.6	-2.4	-1.7	-1.5	0.1	2.1	2.4

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	232	286
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	2	7
%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	0.9	2.4

2021	2022	2023	2024	2025	2026	2026
	587	952	920	997	1,027	1,070
	28	18	-5	66	48	57
	4.8	1.9	-0.6	6.6	4.7	5.3

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**	**1,747**	**1,284**	**1,661**
영업이익	**87**	**83**	**75**	**103**	**70**	**78**	**60**	**92**	**70**	**35**	**49**	**75**	**108**	**71**	**82**	**133**
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**	**4.1**	**6.4**	**8.0**
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	33.9	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	104.1	65.9	76.5

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
4,420	**5,017**	**5,139**	**5,388**	**6,484**	**6,503**
236	**348**	**300**	**229**	**394**	**413**
5.3	**6.9**	**5.8**	**4.3**	**6.1**	**6.4**
16.4	13.5	2.4	4.8	20.3	0.3
85.8	47.8	-13.7	-23.7	71.9	5.0

(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**	**3,329**	**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**	**2,338**	**1,798**	**2,165**
신세계DF	**772**	**813**	**857**	**997**	**511**	**585**	**499**	**555**	**561**	**563**	**570**	**562**	**562**	**562**	**562**	**562**
신세계인터내셔날	**352**	**384**	**388**	**430**	**312**	**334**	**316**	**393**	**309**	**321**	**296**	**382**	**304**	**309**	**302**	**394**
센트럴시티	**70**	**80**	**85**	**89**	**84**	**89**	**94**	**82**	**89**	**95**	**94**	**97**	**89**	**96**	**99**	**102**
영업이익	**164**	**187**	**153**	**141**	**152**	**150**	**132**	**206**	**163**	**118**	**93**	**106**	**132**	**75**	**98**	**163**
신세계	87	83	75	103	70	78	60	92	70	35	49	75	108	79	82	133
신세계DF	**-2**	**29**	**5**	**-26**	**24**	**40**	**13**	**9**	**7**	**9**	**-16**	**-36**	**-2**	**-2**	**-2**	**5**
신세계인터내셔날	33	39	24	19	10	18	6	14	11	13	2	0	5	-2	-2	5
센트럴시티	15	7	23	19	22	9	25	23	26	11	26	23	22	10	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	2.3	3.5	4.8
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	19.6	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	-35.9	5.4	53.6

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
10,213	**12,494**	**11,132**	**11,497**	**12,461**	**13,132**
4,420	**5,017**	**7,047**	**7,268**	**8,749**	**9,020**
2,633	**3,439**	**2,150**	**2,256**	**2,414**	**2,583**
1,451	**1,554**	**1,354**	**1,309**	**1,308**	**1,374**
263	**324**	**350**	**375**	**386**	**405**
517	**645**	**640**	**480**	**469**	**545**
236	348	300	396	402	449
78	**5**	**87**	**-36**	**-1**	**31**
92	115	49	27	5	6
53	63	78	86	82	85
5.1	5.2	5.7	4.2	3.8	4.2
32.4	22.3	-10.9	3.3	8.4	5.4
485.2	24.7	-0.9	-25.0	-2.3	16.4

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**	**4,291**	**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	2,770	3,106	2,902
트레이더스	841	797	952	796	818	801	914	810	916	833	965	836	967	900	1,013	878
영업이익	**92**	**-19**	**105**	**81**	**64**	**-26**	**110**	**39**	**93**	**-21**	**123**	**-73**	**133**	**16**	**88**	**85**
이마트	76	-36	76	62	48	-50	78	17	51	-55	71	-87	78	-34	47	38
트레이더스	15	14	28	13	8	14	23	13	31	22	20	34	42	31	31	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**	**0.4**	**1.9**	**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	-1.2	1.5	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	3.4	3.1	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	11.8	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	0.5	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	8.1	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	-174.3	-27.9	-215.7

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
16,451	**16,902**	**16,550**	**16,967**	**18,069**	**18,392**	**18,722**
11,842	12,415	12,087	11,667	11,820	11,974	12,093
3,315	3,387	3,343	3,550	3,758	3,913	4,109
281	**233**	**151**	**102**	**270**	**365**	**377**
183	177	93	-20	128	181	187
95	57	58	121	141	142	149
2.4	**1.9**	**1.2**	**0.9**	**2.3**	**3.0**	**3.1**
1.5	1.4	0.8	-0.2	1.1	1.5	1.5
2.9	1.7	1.7	3.4	3.8	3.6	3.6
5.9	2.7	-2.1	2.5	6.5	1.8	1.8
5.5	4.8	-2.6	-3.5	1.3	1.3	1.0
14.5	2.2	-1.3	6.2	5.9	4.1	5.0
-14.8	-16.9	-35.3	-32.8	165.6	35.3	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**	**7,039**	**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**	**3,971**	**4,327**	**4,002**
SSG.COM	425	423	441	456	421	427	430	401	413	395	391	376	357	350	437	422
G마켓 글로벌	316	337	331	334	303	293	281	319	255	253	226	228	201	181	0	0
스타벅스코리아	602	666	658	667	683	707	759	781	735	760	788	818	762	796	827	859
emart24	484	536	564	534	501	574	598	552	511	565	568	519	466	532	539	534
신세계조선호텔	91	117	133	140	119	139	147	152	131	149	187	188	165	188	196	198
신세계푸드	324	354	373	360	349	370	393	377	382	394	385	374	359	372	397	385
영업이익	**34**	**-12**	**101**	**13**	**14**	**-53**	**78**	**-86**	**47**	**-35**	**112**	**-77**	**159**	**22**	**131**	**103**
이마트	92	-19	105	81	64	-26	112	39	93	-21	123	-73	133	16	88	85
이마트 연결자회사	-57	7	-4	-69	-51	-27	-34	-125	-46	-14	-11	-4	26	6	43	18
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	-10	0
스타벅스코리아	29	48	27	19	21	36	50	33	33	43	55	49	35	45	45	40
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**	**0.3**	**1.7**	**1.4**
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**	**0.4**	**2.0**	**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**	**0.2**	**1.2**	**0.5**
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	-0.2	4.5	4.0

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
24,933	**31,277**	**31,354**	**30,982**	**30,820**	**30,840**	**31,685**
15,195	**15,487**	**15,142**	**15,570**	**16,559**	**16,737**	**17,037**
1,495	1,745	1,678	1,576	1,566	1,754	1,964
118	1,318	1,196	961	382	0	0
1,285	2,593	2,930	3,100	3,243	3,406	3,576
1,918	2,118	2,225	2,071	2,071	2,134	2,198
311	480	556	747	747	784	823
1,333	1,411	1,489	1,512	1,512	1,557	1,604
317	**136**	**-47**	**47**	**415**	**621**	**652**
235	**259**	**190**	**122**	**322**	**365**	**367**
82	**-123**	**-236**	**-75**	**93**	**257**	**285**
-108	-111	-103	-80	-88	-60	-60
4	-66	-32	-54	-32	0	0
58	123	140	179	165	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**	**1.3**	**2.0**	**2.1**
1.5	**1.7**	**1.3**	**0.8**	**1.9**	**2.2**	**2.2**
0.7	**-0.8**	**-1.5**	**-0.5**	**0.7**	**1.8**	**1.9**
13.2	25.4	0.2	-1.2	-0.5	0.1	2.7

BGF리테일(282330)

(Wbn, %)	2022 1Q	2Q	3Q	4Q	2023 1Q	2Q	3Q	4Q	2024 1Q	2Q	3Q	4Q	2025 1Q	2Q	3Q	4Q	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	1,692	1,919	2,056	1,949	1,850	2,098	2,207	2,040	1,954	2,230	2,326	2,216	2,017	2,290	2,413	2,259	6,781	7,616	8,195	8,725	8,979	9,422	9,881
yoy	*12.7*	*12.8*	*11.9*	*11.8*	*9.3*	*9.4*	*7.4*	*4.7*	*5.6*	*6.3*	*5.4*	*8.6*	*3.2*	*2.7*	*3.8*	*2.0*	*9.7*	*12.3*	*7.6*	*6.5*	*2.9*	*4.9*	*4.9*
분할 후																							
yoy																							
#of stores	16,055	16,255	16,455	16,787	17,037	17,287	17,487	17,687	17,937	18,187	18,437	18,617	18,797	18,817	18,837	18,917	15,855	16,787	17,762	18,617	18,917	19,401	19,901
net increase	200	200	200	332	250	250	200	200	250	250	250	180	180	20	20	80	**932**	**932**	**975**	**696**	**300**	**484**	**500**
yoy	*5.8*	*5.4*	*5.1*	*5.9*	*6.1*	*6.3*	*6.3*	*5.4*	*5.3*	*5.2*	*5.4*	*5.3*	*4.8*	*3.5*	*2.2*	*1.6*	*6.2*	*5.9*	*5.8*	*4.8*	*1.6*	*2.6*	*2.6*
sales/store(Wmn)	105	118	125	116	109	121	126	115	109	123	127	117	110	123	128	119	428	454	461	469	475	486	497
yoy	6.5	7.1	6.5	5.6	3.0	2.8	1.0	-0.7	***0.3***	***1.0***	***1.0***	***1.0***	***1.0***	***0.0***	***0.5***	***2.5***	3.3	6.1	1.7	1.6	1.3	2.3	2.2
yoy(%)																							
SSSG(산업데이터)	*3.2*	*3.5*	*3.3*	*2.7*	*0.8*	*1.7*	*1.2*																
Q	*5.8*	*5.4*	*5.1*	*3.2*	*12.3*	*6.3*	*5.9*	*5.4*	*5.3*	*5.2*	*5.4*	*5.3*	*4.8*	*3.5*	*2.2*	*1.6*	*6.2*	*5.9*	*5.8*	*4.8*	*1.6*	*2.6*	*2.6*
P	*6.9*	*7.4*	*6.8*	*2.1*	*-2.5*	*3.0*	*1.5*	*-0.7*	*0.4*	*1.1*	*0.0*	*3.3*	*-1.6*	*-0.7*	*1.6*	*0.3*	*3.5*	*6.4*	*1.8*	*1.7*	*1.3*	*2.4*	*2.3*
sales mix(%)																							
식품	12.7	12.4	12.4	13.9	13.6	13.3	12.6	13.9	13.6	13.0	12.4	14.1	13.7	13.5			12	13					
가공식품	41.2	43.2	44.2	42.2	42.1	43.9	45.0	42.7	42.6	45.0	46.2	43.3	43.0	44.4			43	43					
담배	38.5	38.4	37.0	37.5	38.5	37.1	36.5	37.3	38.1	36.9	36.2	37.2	38.2	37.1			40	38					
비식품	7.6	6.0	6.4	6.4	5.8	5.7	5.9	6.1	5.7	5.5	5.2	5.4	5.1	5.0			6	7					
담배	39	38	37	38	39	37	37	37	38	37	36	37	38	37			40	38					
non-담배	62	62	63	63	62	63	64	63	62	63	64	63	62	63			61	62					
GPM	***17.6***	***18.3***	***18.8***	***17.9***	***18.1***	***18.9***	***18.9***	***18.4***	***18.5***	***18.7***	***18.9***	***18.4***	***18.3***	***18.8***			***17.4***	***18.2***					
non-담배 비중 yoy%p	*2.4*	*1.2*	*1.4*	*1.9*	*0.0*	*1.3*	*0.5*	*0.2*	*0.4*	*0.2*	*0.3*	*0.1*	*-0.1*	*-0.2*			*1.3*	*1.7*					
GPM yoy%p	*0.9*	*0.6*	*1.4*	*0.4*	*0.5*	*0.6*	*0.0*	*0.4*	*0.4*	*-0.3*	*0.1*	*0.1*	*-0.2*	*0.1*			*0.3*	*0.8*					
	1Q22 진단키드 OP 50억원 발생																						
COGs	1,394	1,568	1,668	1,600	1,515	1,701	1,790	1,666	1,593	1,813	1,885	1,807	1,647	1,861	1,954	1,843	5,604	6,230	6,672	7,099	7,304	7,639	8,001
%sales	*82.4*	*81.7*	*81.2*	*82.1*	*81.9*	*81.1*	*81.1*	*81.6*	*81.5*	*81.3*	*81.1*	*81.6*	*81.7*	*81.2*	*81.0*	*81.6*	*82.6*	*81.8*	*81.4*	*81.4*	*81.3*	*81.1*	*81.0*
yoy	*11.5*	*12.0*	*10.0*	*11.2*	*8.7*	*8.5*	*7.3*	*4.1*	*5.2*	*6.6*	*5.3*	*8.5*	*3.4*	*2.6*	*3.6*	*2.0*	*9.3*	*11.2*	*7.1*	*6.4*	*2.9*	*4.6*	*4.7*
GP	298	351	387	350	335	397	416	375	361	416	440	408	370	429	459	416	1,177	1,386	1,523	1,626	1,675	1,783	1,880
GPM	*17.6*	*18.3*	*18.8*	*17.9*	*18.1*	*18.9*	*18.9*	*18.4*	*18.5*	*18.7*	*18.9*	*18.4*	*18.3*	*18.8*	*19.0*	*18.4*	*17.4*	*18.2*	*18.6*	*18.6*	*18.7*	*18.9*	*19.0*
yoy	*18.6*	*16.8*	*21.0*	*14.6*	*12.3*	*13.1*	*7.5*	*7.2*	*7.8*	*4.8*	*5.7*	*9.0*	*2.4*	*3.2*	*4.3*	*2.0*	*11.9*	*17.8*	*9.9*	*6.8*	*3.0*	*6.5*	*5.4*
(y-y difference)	0.9	0.6	1.4	0.4	0.5	0.6	0.0	0.4	0.4	-0.3	0.1	0.1	-0.2	0.1	***0.1***	***0.0***	0.3	0.8	0.4	0.1	0.0	0.3	0.1
SG&A	261	280	296	297	298	319	329	324	328	340	349	357	347	360	363	348	978	1,134	1,270	1,374	1,418	1,509	1,582
%sales	*15.4*	*14.6*	*14.4*	*15.2*	*16.1*	*15.2*	*14.9*	*15.9*	*16.8*	*15.2*	*15.0*	*16.1*	*17.2*	*15.7*	*15.1*	*15.4*	*14.4*	*14.9*	*15.5*	*15.7*	*15.8*	*16.0*	*16.0*
yoy	*13.3*	*15.9*	*18.0*	*16.5*	*14.3*	*13.8*	*11.4*	*8.8*	*10.2*	*6.6*	*6.0*	*10.3*	*5.6*	*5.9*	*4.1*	*-2.5*	*9.9*	*16.0*	*12.0*	*8.2*	*3.2*	*6.4*	*4.9*
OP	38	71	92	52	37	78	87	51	33	76	91	52	23	69	96	69	199	252	253	252	256	274	298
OPM	*2.2*	*3.7*	*4.5*	*2.7*	*2.0*	*3.7*	*3.9*	*2.5*	*1.7*	*3.4*	*3.9*	*2.3*	*1.1*	*3.0*	*4.0*	*3.0*	*2.9*	*3.3*	*3.1*	*2.9*	*2.9*	*2.9*	*3.0*
yoy	*74.5*	*20.7*	*31.7*	*5.3*	*-2.0*	*10.3*	*-4.9*	*-2.3*	*-11.9*	*-2.4*	*4.8*	*1.0*	*-30.7*	*-8.9*	*5.0*	*33.2*	*23.0*	*26.6*	*0.3*	*-0.6*	*1.9*	*7.0*	*8.5*
(y-y difference)	*0.8*	*0.2*	*0.7*	*-0.2*	*-0.2*	*0.0*	*-0.5*	*-0.2*	*-0.3*	*-0.3*	*0.0*	*-0.2*	*-0.5*	*-0.4*	*0.0*	*0.7*	*0.3*	*0.4*	*-0.2*	*-0.2*	*0.0*	*0.1*	*0.1*

GS리테일(007070)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
매출액	**2,599**	**2,817**	**2,956**	**2,889**	**2,603**	**2,958**	**3,090**	**2,932**	**2,701**	**2,806**	**3,055**	**2,934**	**2,761**	**2,981**	**3,142**	**3,025**
편의점	1,756	1,953	2,083	1,988	1,867	2,092	2,221	2,066	1,968	2,194	2,307	2,197	2,012	2,226	2,356	2,253
슈퍼마켓	317	313	353	339	341	357	390	359	381	394	424	410	416	427	469	444
홈쇼핑	302	327	289	321	290	286	260	295	276	273	251	252	258	266	255	255
기타	162	141	126	119	7	99	93	77	-34	66	65	76	75	62	62	72
영업이익	**27**	**47**	**88**	**85**	**47**	**97**	**127**	**91**	**50**	**81**	**81**	**28**	**39**	**85**	**99**	**55**
편의점	34	67	75	43	23	65	78	53	26	65	73	31	17	59	82	38
슈퍼마켓	8	0	9	4	4	4	13	4	10	7	14	1	8	5	6	1
홈쇼핑	26	32	26	58	32	27	21	38	33	27	19	29	22	25	18	26
기타	-50	-60	-54	-53	-36	-23	-20	-32	-19	-15	-25	-32	-9	-5	-7	-10
영업이익률	**1.1**	**1.7**	**3.0**	**3.0**	**1.8**	**3.3**	**4.1**	**3.1**	**1.8**	**2.9**	**2.6**	**0.9**	**1.4**	**2.8**	**3.2**	**1.8**
편의점	1.9	3.4	3.6	2.2	1.2	3.1	3.5	2.6	1.3	3.0	3.2	1.4	0.9	2.7	3.5	1.7
슈퍼마켓	2.6	0.1	2.6	1.2	1.3	1.2	3.4	1.1	2.6	1.6	3.3	0.3	1.9	1.3	1.3	0.2
홈쇼핑	8.6	9.8	9.1	18.2	10.9	9.5	8.2	12.8	11.9	10.0	7.4	11.3	8.7	9.5	7.0	10.0
YoY																
매출액	23.7	23.2	9.1	9.9	0.2	5.0	4.5	1.5	3.8	-5.1	-1.1	0.1	2.2	6.2	2.9	3.1
편의점	6.5	7.6	8.2	9.1	6.3	7.1	6.6	3.9	5.4	4.9	3.9	6.3	2.2	1.5	2.1	2.6
슈퍼마켓	-8.1	5.3	8.1	16.1	7.7	14.1	10.6	5.7	11.6	10.3	8.5	14.2	9.2	8.3	10.7	8.4
	-1.6	2.8	-1.2	-1.9	-3.9	-12.5	-10.2	-8.0	-4.8	-4.5	-3.4	-14.7	-6.7	-2.7	1.5	1.5
영업이익	**-27.2**	**10.7**	**-16.0**	**180.6**	**70.7**	**105.1**	**44.7**	**7.2**	**6.4**	**-16.7**	**-36.4**	**-69.7**	**-22.0**	**4.3**	**23.2**	**98.0**

2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
11,032	**11,613**	**11,496**	**11,908**	**12,330**	**12,639**
7,780	8,246	8,666	8,848	8,897	9,372
1,322	1,448	1,608	1,755	1,817	1,931
1,239	1,131	1,052	1,034	1,049	1,065
549	276	172	272	272	272
245	**362**	**239**	**275**	**308**	**333**
219	219	195	197	222	236
22	28	32	20	28	28
143	118	107	91	89	91
-217	-110	-92	-31	-32	-27
2.2	**3.1**	**2.1**	**2.3**	**2.5**	**2.6**
2.8	2.7	2.2	2.2	2.5	2.5
1.6	1.9	2.0	1.2	1.5	1.4
11.5	10.4	10.2	8.8	8.5	8.5
13.1	5.3	-1.0	3.6	3.5	2.5
7.9	6.0	5.1	2.1	0.6	5.3
4.9	9.5	11.1	9.2	3.5	6.3
-0.5	-8.7	-7.0	-1.8	1.5	1.5
34.0	**25.0**	**-34.0**	**15.3**	**11.7**	**8.2**

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**	**1,420**	**1,148**	**1,291**	**1,306**	**1,365**	**1,415**	**1,355**	**1,330**
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	1.4	-2.7	12.4	1.2	4.5	3.7	-4.2	-1.8
Sales-OEM($mn)	365	452	556	421	386	486	455	325	356	451	539	389	371	495	577	413	1,398	1,794	1,652	1,735	1,855	1,974	2,152
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	**7.0**	**6.0**	27.7	28.4	-7.9	5.0	7.0	6.4	9.0
Sales(Wbn)	**766**	**946**	**1,162**	**1,030**	**841**	**1,008**	**999**	**757**	**710**	**893**	**1,068**	**847**	**811**	**1,038**	**1,151**	**890**	**2,793**	**3,905**	**3,604**	**3,518**	**3,891**	**4,008**	**4,256**
OEM	439	570	745	572	493	639	597	429	473	618	732	545	538	694	799	586	1,613	2,326	2,158	2,368	2,617	2,675	2,862
Outdoor Research	37	41	34	72	44	34	57	70	33	35	50	79	47	43	51	81	135	183	205	197	223	229	236
Scott	290	335	385	387	304	335	345	259	204	240	287	223	226	301	301	223	1,053	1,398	1,242	954	1,051	1,103	1,158
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**	**7.7**	**5.1**	13.2	39.8	-7.7	-2.4	10.6	3.0	6.2
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	9.1	7.5	24.9	44.2	-7.2	9.7	10.5	2.2	7.0
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	13.2	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	**5.0**	**0.0**	0.4	32.7	-11.1	-23.2	10.2	5.0	5.0
COGs	520	621	756	697	555	671	690	555	509	593	824	696	601	743	841	687	1,965	2,594	2,471	2,621	2,873	2,854	3,090
%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**	**73.1**	**77.2**	**70.4**	**66.4**	**68.5**	**74.5**	**73.8**	**71.2**	**72.6**
SG&A	101	116	130	146	119	126	129	144	129	133	140	197	128	149	196	142	398	494	518	600	615	621	515
%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**	**17.0**	**16.0**	**14.3**	**12.6**	**14.4**	**17.1**	**15.8**	**15.5**	**12.1**
OP	**146**	**208**	**276**	**193**	**167**	**210**	**180**	**82**	**71**	**166**	**105**	**-14**	**82**	**146**	**114**	**61**	**442**	**823**	**639**	**328**	**403**	**532**	**651**
OEM	103	163	223	155	137	193	161	64	83	187	165	82	106	168	136	76	334	643	555	517	486	514	621
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	-23	-25	102	177	49	-202	-102	13	26
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**	**9.9**	**6.8**	**15.8**	**21.1**	**17.7**	**9.3**	**10.4**	**13.3**	**15.3**
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	17.0	13.0	20.7	27.7	25.7	21.8	18.6	19.2	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	-7.5	-11.2	9.7	12.6	3.9	-21.1	-9.7	1.2	2.2
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	9.3	-547.8	70.2	86.2	-22.4	-48.6	22.8	32.0	22.3
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	-17.7	-6.8	85.9	92.4	-13.7	-6.8	-6.1	5.9	20.7
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	-66.8	-76.6	40.4	73.4	-72.3	-512.4	-49.3	-113.2	89.3

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)

(십억원)		1Q24	2Q24	1Q25	2Q25
고객1	룰루레몬	116.8	113.7	126.5	102.4
고객2	VFC	67.3	99.5	74.0	149.8
고객3	파타고니아	51.1	79.2	70.1	68.8
고객4	**아크테릭스**	**27.0**	**70.3**	**50.6**	**88.5**
Top 4 매출		**262.2**	**362.7**	**321.2**	**409.5**

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

▪ 관세 영향

– OEM 부문 매출액 약 8,000억원 중 미국향 30% 매출액 2,400억원 가정 시 19% 관세율 적용하면 관세는 약 480억원. 이를 약 30% 고객사가 영원무역에게 부담 요청할 경우 160억원에서 200억원 영향

– 전체 영업이익률 2–3% 영향

영원무역(111770 KS)

* 영원무역그룹 주주 구성과 배당

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

그림 1. 영원무역홀딩스의 지배구조

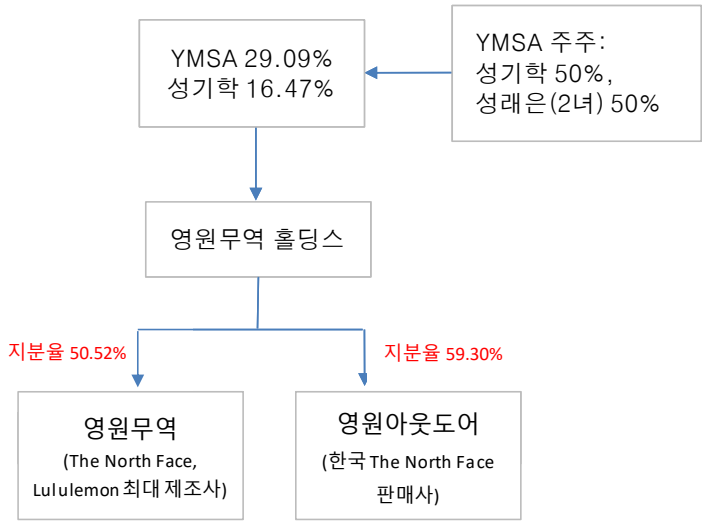


표1. 영원무역홀딩스 배당액 수취 추이

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

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**	**1,380**	**1,148**	**1,291**	**1,306**	**1,365**	**1,405**	**1,345**	**1,330**
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	-1.4	-2.7	12.4	1.2	4.5	2.9	-4.2	-1.1
Sales($mn)	482	484	439	313	322	327	390	269	310	327	393	289	322	339	370	294	1,454	1,719	1,309	1,318	1,325	1,380	1,498
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	**-6.0**	**2.0**	1.1	18.2	-23.9	0.7	0.5	4.2	8.6
																	12%						
Sales(Wbn)	**581**	**611**	**588**	**425**	**411**	**430**	**512**	**356**	**412**	**448**	**534**	**404**	**467**	**475**	**512**	**406**	**1,672**	**2,205**	**1,709**	**1,798**	**1,860**	**1,857**	**1,992**
OEM	581	611	588	425	411	430	512	356	412	448	534	404	467	475	512	406	1,672	2,205	1,709	1,798	1,860	1,857	1,992
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**	**3.5**	**-0.2**	**7.3**
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	-4.2	0.6	**-1.5**	**31.9**	**-22.5**	**5.2**	**3.5**	**-0.2**	**7.3**
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
COGs	491	517	485	375	339	346	413	290	334	366	444	345	402	421	448	356	1,419	1,867	1,388	1,489	1,627	1,632	1,730
OEM	491	517	485	375	339	346	413	290	334	366	444	345	402	421	448	356	1,419	1,867	1,388	1,489	1,627	1,614	1,730
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	0.9	2.9	0	0					
%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	87.5	87.5	84.9	84.7	81.2	82.8	87.4	87.9	86.8
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**	**87.5**	**87.5**	**84.9**	**84.7**	**81.2**	**82.8**	**87.4**	**86.9**	**86.8**
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	4.4	2.5							
SG&A	41	38	38	39	36	40	39	38	40	39	45	42	45	42	44	38	146	157	153	166	168	154	171
OEM	41	38	38	39	36	40	39	38	40	39	45	42	45	42	44	38	146	157	153	166	168	154	171
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	8.5	9.3	8.7	7.1	8.9	9.3	9.0	8.3	8.6
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	8.5	9.3	8.7	7.1	8.9	9.3	9.0	8.3	8.6
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
OP	**49**	**56**	**66**	**9**	**36**	**44**	**61**	**27**	**38**	**43**	**45**	**16**	**20**	**12**	**20**	**13**	**107**	**180**	**168**	**141**	**66**	**71**	**92**
OEM	**49**	**56**	**66**	**9**	**36**	**44**	**61**	**27**	**38**	**43**	**45**	**16**	**20**	**12**	**20**	**13**	**107**	**180**	**168**	**142**	**66**	**71**	**92**
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**	**4.0**	**3.2**	**6.4**	**8.1**	**9.8**	**7.9**	**3.6**	**3.8**	**4.6**
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**	**4.0**	**3.2**	6.4	8.1	9.8	7.9	3.6	3.8	4.6
Brand(MK Trend from 4Q16)																							
yoy																							
OP	66.1	80.5	265.9	-65.3	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.1	-4.1	-25.4	-40.3	-46.8	-71.0	-54.7	-20.4	81.3	68.3	-6.3	-16.0	-53.2	6.8	29.7

화승엔터(241590 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**	**1,370**	**1,358**	**1,400**	**1,453**	**1,401**	**1,385**	**1,420**	**1,148**	**1,291**	**1,306**	**1,364**	**1,415**	**1,355**	**1,330**
yoy	8.1%	12.5%	15.6%	13.2%	6.0%	4.3%	-2.0%	-2.7%	4.1%	4.2%	3.6%	6.0%	9.3%	2.3%	2.0%	1.4%	-2.7%	12.4%	1.2%	4.5%	3.7%	-4.2%	-1.8%
실제 capa(mn, 사업보고서)	19.0	19.7	23.5	24.2	16.3	16.2	16.1	16.4	19.4	21.8	21.6	22.8	22.6	21.4	25.0	29.0	78.1	86.5	65.0	85.6	98.0	116.0	116.0
실제 output(mn, 사업보고서)	17.3	20.0	19.0	14.9	14.4	14.6	13.9	14.5	18.3	21.5	21.2	23.8	21.5	21.3	25.0	27.0	62.7	71.1	57.4	84.8	94.8	112.0	120.0
operation ratio	91%	101%	81%	61%	88%	90%	86%	88%	94%	99%	98%	104%	95%	100%	100%	93%	80%	82%	88%	99%	97%	97%	103%
월생산 capa																	6.5	7.2	5.4	7.1	8.2	9.7	9.7
yoy																							
실제 capa(mn, 사업보고서)	0.4%	8.7%	30.9%	5.1%	-14.6%	-17.9%	-31.4%	-32.3%	19.2%	34.8%	33.9%	39.1%	16.7%	-1.9%	15.7%	27.0%	-27%	11%	-25%	32%	14%	18%	0%
실제 output(mn, 사업보고서)	2.6%	27.4%	100.4%	-28.1%	-16.8%	-27.0%	-26.6%	-2.6%	27.4%	47.3%	52.0%	64.5%	17.3%	-0.9%	18.0%	13.2%	-21%	13%	-19%	48%	12%	18%	7%
Total Sales($mn)	312	359	328	285	239	245	199	246	260	286	284	347	291	276	235	324	992	1,284	929	1,177	1,126	1,249	1,366
yoy	14.9%	32.4%	95.0%	1.3%	-23.4%	-31.8%	-39.3%	-13.5%	8.6%	16.8%	42.7%	41.1%	12.2%	-3.4%	-17.5%	-6.7%	4.7%	29.4%	-27.6%	26.7%	-4.3%	10.9%	9.4%
OEM Sales($mn)	268	309	286	296	215	220	177	218	231	256	259	319	275	282	198	289	911	1,159	830	1,065	1,045	1,094	1,208
ASP($)	15.5	15.5	15.0	19.9	14.9	15.1	12.7	15.0	12.6	11.9	12.2	13.4	12.8	13.2	7.9	10.7	14.5	16.3	14.5	12.6	11.0	9.8	10.1
yoy	2.7%	3.7%	-10.9%	56.8%	-3.8%	-2.3%	-15.7%	-24.6%	-15.6%	-21.1%	-3.7%	-10.9%	1.5%	11.1%	**-35.0%**	**-20.0%**	26.7%	12.1%	-11.3%	-13.1%	-12.2%	-11.3%	3.1%
ASP-사업보고서(천원)	18.7	19.4	22.8	21.0	21.2	22.3	22.2	20.5	16.7	17.7	17.6	19.5	19.6	17.7			20	21	20				
ASP-사업보고서($)	15.5	15.4	17.0	15.5	16.6	17.0	17.0	15.5	12.5	12.9	12.9	13.9	13.5	12.7			18	16	16				
yoy																							
ASP(천원)	*10.3%*	*4.1%*	*45.5%*	*4.0%*	*13.7%*	*14.8%*	*-2.5%*	*-2.4%*	*-21.5%*	*-20.4%*	*-21.0%*	*-4.7%*	*17.9%*	*0.0%*			2%	4%	-2%				
ASP($)	*2.0%*	*-7.5%*	*25.9%*	*-8.2%*	*7.3%*	*10.1%*	*-0.4%*	*0.3%*	*-24.6%*	*-23.6%*	*-23.7%*	*-10.1%*	*7.9%*	*-2.2%*			5%	-7%	-4%				
Sales(Wbn)	**376**	**452**	**439**	**386**	**305**	**322**	**261**	**325**	**345**	**392**	**386**	**486**	**423**	**387**	**325**	**460**	**1,139**	**1,654**	**1,214**	**1,610**	**1,595**	**1,692**	**1,817**
OEM	323	389	383	402	274	290	232	287	307	351	351	446	400	395	275	410	1,046	1,497	1,083	1,456	1,480	1,482	1,607
etc(hat+)	53	63	57	-16	31	32	29	38	38	41	35	40	23	-8	50	50	92	157	131	154	115	210	210
yoy																							
Sales(Wbn)	24.2	48.9	125.4	14.7	-18.8	-28.8	-40.5	-15.8	13.1	21.7	47.8	49.6	22.6	-1.2	-15.9	-5.4	2.0	45.3	-26.6	32.6	-0.9	6.1	7.4
OEM	13.9	48.6	106.4	27.6	-15.2	-25.6	-39.4	-28.5	12.0	21.1	51.6	55.3	30.2	12.6	-21.8	-8.1	-2.7	43.1	-27.7	34.4	1.7	0.1	8.4
etc	175.2	50.9	497.8	-174.8	-41.2	-49.0	-48.0	-333.3	22.2	26.7	17.9	6.1	-38.8	-119.8	44.3	25.0	-2.7	69.9	-16.6	17.7	-24.9	82.1	0.0
							-36%																
GP	41	61	53	44	31	47	34	51	40	56	54	72	50	47	39	55	116	199	163	192	192	228	275
COGs	336	391	386	342	274	275	227	274	305	336	333	415	373	340	286	405	1,022	1,455	1,050	1,384	1,404	1,464	1,543
SG&A	34	35	38	40	32	39	36	43	35	37	34	32	37	38	34	51	109	146	150	139	160	161	164
																				86.0			
%COGs	89.2	86.5	87.9	88.5	89.8	85.4	86.9	84.3	88.3	85.7	86.1	85.3	88.1	87.7	**88.0**	**88.0**	89.8	88.0	86.5	86.0	88.0	86.5	84.9
%SG&A	9.0	7.7	8.6	10.4	10.5	12.2	13.7	13.2	10.1	9.5	8.9	6.6	8.7	9.9	10.5	11.0	9.6	8.9	12.4	8.6	10.0	9.5	9.0
OP	**7**	**26**	**16**	**4**	**-1**	**8**	**-2**	**8**	**5**	**19**	**19**	**39**	**13**	**9**	**5**	**5**	**7**	**53**	**13**	**83**	**32**	**68**	**111**
%OP	**1.8**	**5.8**	**3.5**	**1.1**	**-0.3**	**2.4**	**-0.6**	**2.5**	**1.5**	**4.8**	**5.0**	**8.1**	**3.2**	**2.4**	**1.5**	**1.0**	**0.6**	**3.2**	**1.1**	**5.1**	**2.0**	**4.0**	**6.1**

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	459	540	1,490	1,809	1,978	1,895	1,883	2,027	2,160
DISCOVERY	111	97	79	205	111	89	70	195	107	87	63	176	88	66	52	153	442	492	465	432	359	375	394
MLB	288	233	325	259	319	249	360	315	330	247	321	303	343	255	352	325	882	1,105	1,244	1,201	1,275	1,387	1,485
면세점	67	58	51	62	42	40	31	45	36	33	25	31	29	28	26	31	299	238	157	124	114	120	126
비면세채널	71	68	63	76	68	70	56	66	55	58	46	58	56	55	47	59	231	277	260	218	217	228	239
MLB China(Tmall+off)	151	107	212	121	208	140	261	205	239	155	250	214	259	171	280	235	384	591	813	859	944	1,040	1,120
MLB KIDS	30	20	13	32	29	23	31	32	22	20	27	20	20	18	28	21	72	95	116	89	87	92	96
MLB Hong Kong	10	12	11	17	18	19	18	21	22	17	15	19	21	16	16	20	41	51	76	73	72	76	80
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	10.0	20.0	52.5	66.3	78.3	77.5	88.8	97	105
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	1.9	-1.3	77.8	21.4	9.3	-4.2	-0.7	7.6	6.6
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	**-17.0**	-13.0	17.0	11.3	-5.5	-7.1	-16.8	4.3	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	9.6	7.5	122.5	25.4	12.5	-3.4	6.2	8.8	7.0
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	**3.0**	**3.0**	85.1	-20.5	-33.9	-21.2	-8.1	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	**1.0**	**2.0**	44.7	19.8	-6.0	-16.3	-0.4	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	11.9	9.6	412.6	53.8	37.7	5.6	9.9	10.2	7.7
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	**5.0**	5.0	15.1	31.1	21.6	-23.2	-1.6	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	86.1	22.0	49.9	-2.9	-1.5	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	156.0	182.9	425	533	633	648	636	645	677
%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	**34.0**	33.9	**31.0**	**29.5**	**32.0**	**34.2**	**33.8**	**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	-5.6	-2.7	56.0	25.4	18.7	2.4	-1.8	1.4	5.0
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	302.8	356.6	1,065.1	1,276.2	1,346.2	1,247.0	1,247	1,382	1,483
%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**	**66.0**	**66.1**	**71.5**	**70.5**	**68.1**	**65.8**	**66.2**	**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	6.3	-0.5	88.3	19.8	5.5	-7.4	0.0	10.8	7.3
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	184.4	226.6	640.2	753.7	794.8	796	791	879	937
%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**	**40.2**	**42.0**	**43.0**	**41.7**	**40.2**	**42.0**	**42.0**	**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	4.4	-4.7	44.5	17.7	5.4	0.2	-0.7	11.2	6.6
OP	**135**	**95**	**138**	**154**	**149**	**110**	**149**	**144**	**130**	**92**	**108**	**120**	**124**	**84**	**118**	**130**	**425**	**522**	**551**	**451**	**456**	**503**	**546**
%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	25.8	24.1	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	9.3	8.0	246.7	22.9	5.6	-18.3	1.2	10.2	8.7

미스토홀딩스(081660 KS)

FILA KOREA

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	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	84.1	109.0
GP	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	53.8	71.9
GPM(%)	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	66.0
SG&A	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	35.3	42.5
SG&A(%)	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	39.0
OP	**26**	**26**	**20**	**15**	**17**	**14**	**8**	**7**					**20**	**23**	**18**	**29**
OPM(%)	19.3	20.3	17.1	12.5	17.7	15.3	10.2	7.0					21.0	24.0	22.0	27.0
yoy																
Sales	-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	3.0	3.5	4.0
GP	-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	3.0	8.4	8.5
SG&A	-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	-19.1	4.6
OP	-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	77.3	14.6

세부 수치 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출, 순익만 확인 가능

												FP 매출액	733.3	739.6		
China fee(USD, 000)	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	12.0	21.8
yoy	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	9.1	1.2
Wbn	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	16.6	30.9
	13%	*-6%*	*12%*	*-8%*	*2%*	*8%*	*1%*	*15%*	*0%*	*10%*	*2%*	*19%*	*13%*	*10%*		
	20%	*8%*	*39%*	*-3%*	*7%*	*10%*	*-8%*	*20%*	*4%*	*14%*	*5%*	*27%*	*24%*	*12%*		
Korea earnings (excluded China fee)																
Sales	**117**	**110**	**103**	**99**	**80**	**77**	**63**						**73**	**76**	**67**	**78**
yoy	-4.9	-9.6	1.1	-25.1	-31.6	-30.0	-38.9	-24					6.5	0.6	2.2	4.4
GP																
GPM(%)																
OP	9.7	9.9	4.8	-4.9	0.1	-2.8	-6.3	-16					-2.1	1.3	1.9	-1.5
OPM(%)	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%	2.8%	-2.0%
yoy	-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	-140.7	-66.1

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

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	539.0	496.3	367.7	367.1	385.7	416.5	449.8
GP	324.7	282.2	217.5	232.2	251.0	259.5	280.2
GPM(%)	60.2	56.9	59.2	63.3	65.1	62.3	249.0
SG&A	218.6	195.9	171.1	171.6	159.7	163.6	176.7
SG&A(%)	40.6	39.5	46.5	186.4	181.4	177.5	157.0
OP	**106**	**86**	**46**	**67**	**91**	**96**	**104**
OPM(%)	19.7	17.4	12.6	18.4	23.7	23.0	23.0
yoy							
Sales	1.9	-7.9	-25.9	-0.2	5.1	8.0	8.0
GP	1.2	-13.1	-22.9	6.8	8.1	3.4	8.0
SG&A	-3.5	-10.4	-12.7	0.3	-7.0	2.5	8.0
OP	12.5	-18.7	-46.2	45.4	35.3	5.0	8.0
China fee(USD, 000)	52	52	55	61	65	69	73
yoy	36.5	-0.2	7.2	9.1	7.0	6.5	6.0
Wbn	60	67	72	83	92	96	99
	36%	*0%*	*7%*	*9%*	*7%*	*6%*	*6%*
	33%	*12%*	*8%*	*14%*	*11%*	*5%*	*3%*
Korea earnings (excluded China fee)							
Sales	**487**	**445**	**312**	**307**	**321**	**348**	**377**
yoy	-0.8	-8.7	-29.8	-1.8	4.7	8.3	8.4
GP	273	230	162	172	186	190	207
GPM(%)	56.0	51.8	51.9	56.0	58.0	54.8	55.0
OP	**46.6**	**19.5**	**-25.9**	**-15.1**	**-0.3**	**0.0**	**4.8**
OPM(%)	9.6	4.4	-8.3	-4.9	-0.1	0.0	1.3
yoy	-5.9	-58.2	-232.9	-41.6	-97.8	-86.0	

FILA USA

(mn$, %)	2022				2023				2024				2025F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	112	93	91	65	60	70	50	41	65	56	39	36	23	26	12	11
GP	30	20	21	5	4	-33	5	14	17	5	13	-9	6	7		
GPM(%)	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	33	29	32	33	25	25	22	24	25	27	31	21	11	13		
SG&A(%)	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	51.0		
OP	**-2**	**-9**	**-11**	**-27**	**-22**	**-59**	**-18**	**-10**	**-8**	**-21**	**-19**	**-30**	**-5**	**-6**	**-4**	**-3**
OPM(%)	-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	-23.0		
yoy																
Sales	-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	-70.0	-70.0
GP	-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	35.2		
SG&A	1.6	-1.1	5.4	4.1	-21.8	-11.2	-30.3	-26.3	-1.9	5.4	39.0	-11.9	-54.5	-50.2		
OP	-165.7	-766.5	-212.8	1,599.7	839.8	586.0	56.2	-63.8	-63.1	-63.7	3.9	206.7	-38.3	-71.8		

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	497	361	220	195	71	20	0
GP	138	76	-11	26	14		
GPM(%)	27.7	21.0	-5.1	13.1	19.1		
SG&A	123	126	97	104	25		
SG&A(%)	24.7	34.8	44.1	53.2	34.6		
OP	**13**	**-50**	**-108**	**-78**	**-18**		
OPM(%)	2.7	-13.8	-49.2	-40.1	-25.2		
yoy							
Sales	15.0	-27.4	-39.0	-11.2	-63.5		
GP	12.4	-44.9	-114.7	-328.1	-46.5		
SG&A	7.3	2.5	-22.7	7.0	-76.3		
OP	60.0	-472.7	117.5	-27.6	-77.1		

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	135	118	122	88	77	92	65	53						37	16	15
GP	36	25	28	7	4	-44	6	18						10		
GPM(%)	26.9	21.4	22.7	7.8	5.8	-47.8	9.2	34.4						28.0		
SG&A	39	36	43	44	32	33	29	32						19		
SG&A(%)	29.0	30.5	35.2	50.1	42.3	36.4	45.1	59.3	38.6	48.0	80.4	56.8	50.0	51.0		
OP	-3	-11	-15	-37	-28	-77	-23	-13	-11	-29	-25	-42	-7	-8	-6	-4
OPM(%)	-2.1	-9.1	-12.5	-42.3	-36.4	-84.2	-36.0	-25.2	-12.5	-38.2	-48.1	-82.6	-22.0	-23.0		
yoy																
Sales	-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	-69.4	-69.6
GP	-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		
SG&A	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		
OP	-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	-89.8

이제 따로 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출액, 순익만 확인 가능

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales	569	464	287	266	213	28	0
GP	158	96	-15	34	21		
GPM(%)	27.8	20.7	-5.2	12.7	9.7		
SG&A	141	162	127	141	124		
SG&A(%)	24.8	35.0	44.2	53.1	58.4		
OP	16	-66	-142	-107	-25	-7	
OPM(%)	2.7	-14.3	-49.5	-40.3	-12.0		
yoy							
Sales	12.4	-18.5	-38.1	-7.4	-19.9		
GP	9.9	-39.2	-115.5	-326.8	-38.9		
SG&A	5.0	15.3	-21.9	11.2	-11.8		
OP	56.1	적전	적지	적지	적지		

미스토홀딩스(081660 KS)

Royalty Income

(mn$, %)	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							
KOREA	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	1.2	1.6	2.0	8.0	7.3	6.9	5.5	5.9	6.4	6.5
Subsidiaries	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	0.3	0.4	16.0	11.7	9.9	6.1	2.3	2.3	2.3
Asia	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	16.1	21.2	22.5	19.2	20.0	20.0	20.0
N. America	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	7.6	5.9	5.5	3.7	12.0	12.0	12.0
S. America	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	5.2	10.4	10.0	7.9	9.1	9.1	9.1
EMEA	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	29.0	38.6	37.4	32.9	40.0	40.0	40.0
Category	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	2.7	3.3	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7
TOTAL (Adjusted)	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	11.9	12.3	10.3	**60.5**	**61.4**	**59.7**	**49.2**	**46.3**	**48.8**	**49.5**
yoy																							
TOTAL (Adjusted)	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	-6.8	**-5.0**	**-5.0**	7.3	1.6	-2.8	-17.6	-6.0	5.5	1.3

Acushnet

(mn$, %)	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							
Sales	606	659	558	447	686	689	593	413	708	684	621	445	703	721	652	467	2,148	2,271	2,351	2,457	2,543	2,670	2,803
GP	317	344	295	224	366	369	309	210	378	372	337	208	337	354	339	243	1,119	1,180	1,228	1,295	1,274	1,403	1,473
GPM(%)	52.3	52.2	52.8	50.0	53.3	53.5	52.0	50.8	53.4	54.4	54.4	46.7	47.9	49.2	**52.0**	**52.0**	52.1	51.9	52.2	52.7	50.1	52.5	52.5
SG&A	212	255	219	212	241	262	230	234	257	266	255	213	223	244	254	257	862	898	927	991	978	1,090	1,145
SG&A(%)	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	33.9	**39.0**	**55.0**	40.1	39.5	39.4	40.3	38.5	40.8	40.8
OP	105	89	76	12	125	107	79	-25	121	106	82	-5	115	110	85	-14	260	282	285	304	295	313	328
OPM(%)	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	15.3	13.0	-3.0	12.1	12.4	12.1	12.4	11.6	11.7	11.7
yoy																							
Sales	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	33.2	5.7	3.5	4.5	3.5	5.0	5.0
GP	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	-4.6	0.4	17.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
SG&A	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	-8.0	-0.5	20.7	24.7	4.2	3.2	6.9	-1.2	11.4	5.0
OP	-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	3.8	3.2	169.2	78.6	8.6	1.2	6.6	-3.0	5.9	5.0

Total IFRS

Sales	1,074	1,172	1,080	896	1,109	1,147	990	761	1,183	1,175	1,049	861	1,237	1,228	1,075	847	3,794	4,221	4,007	4,269	4,387	4,363	4,499
COGs	544	607	560	482	552	612	500	372	567	552	482	430	591	552	526	429	1,914	2,192	2,201	2,031	2,098	2,094	2,157
GP	530	565	520	414	557	535	490	389	616	623	567	432	646	676	549	418	1,880	2,029	2,056	2,238	2,289	2,269	2,342
SG&A	361	413	398	422	397	443	397	411	452	483	474	468	484	494	423	433	1,388	1,594	1,630	1,877	1,833	1,751	1,809
OP	169	152	122	-8	160	92	93	-41	163	140	93	-36	163	182	126	-15	492	435	304	361	455	518	533
GPM(%)	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	51.1	49.3	49.6	48.1	51.3	52.4	52.2	52.0	52.1
SG&A(%)	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	39.4	51.1	36.6	37.8	40.7	44.0	41.8	40.1	40.2
OPM(%)	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	11.7	-1.8	13.0	10.3	7.6	8.5	10.4	11.9	11.9
yoy																							
Sales	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	2.4	-1.7	21.3	11.3	-5.1	6.5	2.8	-0.6	3.1
COGs	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	9.1	-0.1	20.8	14.6	0.4	-7.7	3.3	-0.2	3.0
GP	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	-3.2	-3.2	21.7	7.9	1.3	8.8	2.3	-0.9	3.2
SG&A	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	-10.7	-7.5	15.3	14.9	2.2	15.2	-2.3	-4.5	3.3
OP	-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	34.8	-58.4	44.1	-11.5	-30.2	18.8	26.2	13.8	3.0

Acushnet 제외 FILA 브랜드

Sales	**343**	**341**	**332**	**289**	**232**	**240**	**212**	**220**	**242**	**238**	**207**	**238**	**216**	**218**	**182**	**207**	**1,337**	**1,305**	**914**	**925**	**823**	**739**	**770**
OP	**42**	**40**	**20**	**-24**	**4**	**-48**	**-11**	**-9**	**2**	**-3**	**-18**	**-29**	**-4**	**34**	**10**	**4**	**202**	**78**	**-66**	**-48**	**44**	**91**	**97**
OPM(%)	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	5.4	2.1	15.1	6.0	-7.2	-5.1	5.4	12.4	12.6
Sales%	32	29	31	32	21	21	21	29	20	20	20	28	17	18	17	24	35	31	23	22	19	17	17
OP %	25	26	16	299	3	-52	-11	21	1	-2	-19	80	-2	19	8	-28	41	18	-22	-13	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

감성코퍼레이션(036620 KQ)

		2022.03	2022.06	2022.09	2022.12	2023.03	2023.06	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06	2024.09	2024.12	2025.03	2025.06	2025.09	2025.12
come Statement																	
les																	
매출액	1	**16**	**26**	**24**	**52**	**31**	**40**	**36**	**71**	**37**	**50**	**43**	**90**	**47**	**54**	**56**	**114**
증가율 (%, YoY), 입력																30.0	26.6
증가율 (%, YoY)		161.9	172.0	128.9	126.0	95.7	56.7	50.3	36.2	19.5	25.0	20.8	26.6	25.5	7.1	30.0	26.6
증가율 (%, QoQ)		-31.2	60.8	-7.3	120.2	-40.4	28.8	-11.0	99.5	-47.7	34.7	-14.0	109.2	-48.2	14.9	4.4	103.8
OGS																	
매출원가	1	7	9	10	18	11	12	12	22	12	14	15	26	15	16	16	33
(% of Sales), 입력																29.1	29.1
매출총이익		**9**	**16**	**14**	**34**	**20**	**28**	**24**	**49**	**25**	**36**	**28**	**64**	**32**	**38**	**40**	**81**
(% of Sales)		58.8	63.9	59.2	65.6	65.2	68.8	66.5	69.1	67.8	71.8	64.4	70.7	68.6	70.9	70.9	70.9
증가율 (%, YoY)		207.4	226.8	164.1	144.0	117.1	68.7	69.0	43.5	24.2	30.5	16.9	29.6	27.1	5.7	43.2	26.9
증가율 (%, QoQ)		-33.5	74.9	-14.1	144.1	-40.8	35.9	-14.0	107.3	-48.7	42.7	-22.9	129.9	-49.7	18.7	4.4	103.8
&A																	
판매비와관리비	4	**9**	**13**	**12**	**24**	**16**	**20**	**19**	**34**	**21**	**26**	**23**	**47**	**25**	**29**	**30**	**60**
(% of Sales)		54.4	50.7	49.9	46.5	50.8	49.5	52.0	48.2	55.4	51.8	52.6	52.6	54.0	54.6	53.4	52.5
영업이익		**1**	**3**	**2**	**10**	**4**	**8**	**5**	**15**	**5**	**10**	**5**	**16**	**7**	**9**	**10**	**21**
(% of Sales)		4.3	13.2	9.3	19.1	14.4	19.3	14.6	20.9	12.4	20.0	11.7	18.1	14.7	16.3	17.5	18.3
증가율 (%, YoY)		-159.3	-827.4	-962.2	228.2	552.0	128.1	135.5	49.0	3.3	29.8	-2.7	10.1	48.2	-12.9	93.9	28.0
분기비중(%)		4.2	20.8	13.6	61.4	13.9	24.0	16.1	46.1	12.8	27.8	14.0	45.3	14.8	18.9	21.2	45.2
법인세차감전계속사업이익		**1**	**3**	**2**	**10**	**4**	**4**	**5**	**17**	**6**	**9**	**5**	**17**	**7**	**8**	**19**	**30**
(% of Sales)		3.9	11.1	8.7	19.2	13.5	9.4	13.0	23.9	17.0	17.4	11.5	18.9	15.5	15.6	33.4	26.0
증가율 (%, YoY)		-152.5	-2,658.2	-375.1	331.4	573.0	32.4	126.6	69.2	50.1	130.9	6.6	0.0	14.3	-3.6	277.4	74.4
당기순이익		**2**	**2**	**2**	**8**	**4**	**3**	**4**	**14**	**5**	**7**	**4**	**13**	**6**	**7**	**15**	**23**
(% of Sales)		14.6	9.3	8.7	15.9	12.4	6.6	10.8	19.4	13.7	13.9	9.3	14.7	12.2	12.8	26.4	20.4
증가율 (%, YoY)		-295.1	-2,244.9	-375.1	257.3	65.9	10.6	88.1	66.1	32.6	163.0	3.2	-4.3	11.7	-1.3	271.3	75.9

감성코퍼레이션(036620 KQ)

- 2분기 실적 & 3분기 동향

– 2분기 매출은 스노우피크 9.4% 성장. 경쟁사 브랜드별로 보면 대부분 18~20% 역성장

– 영업이익률은 지난해 2분기 20%에서 올해 2분기 16%대로 떨어짐. 성과급과 로열티 수수료 인상, 보증금 영향 발생

(지난해는 성과급 지급이 3월, 올해는 4월, 라이선스율이 0.5~1.0%정도 올라감. 스노우피크 매출의 3.2%에서 4% 수준으로 상승)

– 라이선스 재계약은 올해 2월에 재계약. 라이선스 계약하며 보증금 170억원을 추가로 지급. 다시 돌려받는 조건이나 회계적으로는 현가화 해서 반영(5년에 나눠 20% 정도는 상환)

– 3분기 매출 성장률 30% 수준. 지난 해 광고선전비 95억원, 이 중 25억원 TV 광고. 올해는 TV광고 하지 않고 모델 교체 비용으로 일부 더 집행 예정(남성 모델 교체)

– 국내 아웃도어 시장 현황: 디스커버리, 내셔널지오그래픽 5,000억원 미만 수준. 당사 2천억 중후반대 매출 에서 계속 늘어나면서 면세 매출 등 발생할 경우 더 성장할 듯. 참고로 노스페이스 국내 매출이 8,000억원 수준

감성코퍼레이션(036620 KQ)

- 해외 시장 동향

– 대만 : 현지 매출 크지는 않음. 작년 매장 13개에서 올해 5개 추가되어 18개 매장. 상반기 수출 매출 20억원. 현지 매출로 환산하면 약 60-70억원 수준, 대만 현지에서 가장 매출이 큰 브래드는 1,500억원 정도임

– 중국 : 중국 관련해서는 비밀유지조항 있어 말씀드리지 못함. 코오롱 스포츠가 유일하게 결이 비슷한 경쟁사. 8년 전 중국 진출, 4~5년 전부터 안타와 손잡고 매장 늘렸으나 작년 현지 매출 8,000억원 수준, 올해 1조 2~3천억이 목표. 와중 코오롱 인더스트리 패션부문 아직 적자. 안타가 예전과 달라 수익을 많이 공유하지 않음. 코오롱스포츠 중국 매장 180개. 매출이 8,000억원 발생하기 위해 매장당 연 매출액이 40억원이 발생해야 함. 우리나라의 경우 매장 당 연매출액 12억원 규모면 양호한 수준. 연간 매장 하나가 20억원 넘어가면 잘하는 매장으로 구분. 코오롱은 중국 매장 평균이 40억원이다 보니 규모가 다른 점 알 수 있음

– 코오롱스포츠 5년차에 매장 180개. 스노우피크도 그런 추세로 진출할 계획. 타이구리 백화점 좋은 위치 선점하려면 4개월정도 걸림. 이외 스노우피크 차이나 매장 30개정도 있음

– 1분기 기준 면세점 매출 비중 작년 3%대에서 올해 6%대로 올라옴. 구성원은 50% 이상이 중국인, 나머지 40%가 대만인, 일본인, 나머지 동남아/한국 사람들

– 스노우피크 차이나 지분 구조는 계약파기 조항으로 되어있어서 공개 불가. 참고로 베인캐피탈이 일본 스노우피크 재팬 지분 참여 시 베인: 스토우피크 각각 55:45

– 스노우피크 재팬/차이나가 직접 어패럴을 할 리스크는 없다고 판단. 캠핑장비 위주다 보니 매장 자체가 접근성 좋은 곳에 있지 않음. 또 장인 정신도 있어 평생 AS, 광고를 안함. 체험 후 구매 권장. 어패럴 부문 디자이너 실직 위기

– 중국 올해 매장은 아직 10개 미만 예상. 다만 매장 숫자가 중요한게 아니라 퀄리티 보고 신중하게 들어가려는 계획

– 이 밖에 해외 진출 추진 중인 나라는 필리핀, 싱가폴, 인도네시아 중 한군데 내년 시작할 걸로 예상. 동남아부터 차근차근 진출할 계획

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	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

Walmart (NYSE: WMT)

- FY2Q26 (25.05–25.07) 실적: 매출액 $177.4bn (+4.8%), OP $7.29bn(–8.2%)
- 컨센서스: 매출액 $176bn, OP $8.67bn
- Walmart US 기존점 성장률(SSSG) +4.6%: Transaction +1.5%, Ticket +3.1%
- FY2026 가이던스 상향: 매출 +3.75~4.75% (기존 +3~4%), 조정 EPS $2.52 ~ 2.62 (기존 $2.50~2.60)
- 전체 매출액과 미국 기존점 성장률이 컨센서스를 상회. 관세 관련 비용 증가 우려에도 FY2026 가이던스 상향 조정

GAP (NYSE: GAP)

- FY2Q25 (25.05–25.07) 실적: 매출액 $3.73bn (+flat%), OP $292mn (–0.3%)
- 컨센서스: 매출 $3.74bn, OP $297mn
- 브랜드별 기존점 성장률: Old Navy +2%, GAP +4%, Banana Republic +4%, Athleta –9%
- 지역별 매출비중 및 성장률: US 88.2% (–0.1%), Canada 7.7% (–0.3%), 기타지역 4.1% (+5.6%)
- FY2025 연간 가이던스: 매출 +1~2% 성장, OPM 6.7~7% (관세 영향으로 –100~110bps 영향 예상)
- FY3Q25 가이던스: 매출 +1.5~2.5% 성장, GPM –150~170bps 하락 (관세영향 –200bps 포함)
- 지난 1분기 실적발표에서 언급한 관세 관련 비용(약 $100~150mn)이 이번 실적 발표에서 $150~175mn으로 상향 조정, 관세 영향 생각 보다 클 것으로 언급

Appendix

Nike (NYSE: NKE)

- 4Q25FY (25.03–25.05) 실적: 매출액 $11.1bn (–12%), 영업이익 $321mn (–79%)
- 컨센서스: 매출액 $10.7bn, 영업이익 $173mn
- 카테고리별 매출 성장률: Footwear –13%, Apparel –10%, Equipment –2%
- 지역별 매출 성장률: 북미 –1%, EMEA –9%, Greater China –21%, Asia Pacific & Latin America –8%
- 할인판매 증가, 채널 믹스 변경 등의 영향으로 GPM 하락: GPM 40.3%, (–440bps)
- 마케팅 비용(Demand Creation expense) 전년대비 +15% 증가
- 엘리엇 힐 CEO는 4분기 실적이 내부 예상치에는 부합했지만 만족스럽지는 못하다며 스포츠 카테고리 집중하는 전략을 재확인

Amer Sports (NYSE:AS)

- 2Q25 실적: 매출액 $1.24bn (+19.7%), 영업이익 $44mn (+31.6%)
- 컨센서스: 매출액 $1.18bn, 영업이익 $49.9mn
- 카테고리별 매출 성장률: Technical apparel +23%, Outdoor performance +35%, Ball & Racquet Sports +11%
- **지역별 매출 성장률(괄호안은 매출 비중): Americas +6%(32%), Greater China +42%(32%), EMEA +18%(25%), Asia Pacific +45%(11%)**

(→ 이 속도대로 성장한다면 다음분기부터 중국이 매출 1위 국가로 올라서게 됨)

- 채널별 매출 성장률: Wholesale +9%, DTC +40%
- 관세 상향 조정에도 불구하고 상반기 견조한 실적과 모멘텀을 반영해 연간 가이던스를 상향 조정
- 매출성장률: +20~21%, T.A. +22~25%, O.P. +22~25%, B&R +7~9%, GPM 약 57.5%, OPM 11.8~12.2%

Appendix

Adidas (ETR: ADS)

- 2Q25 실적: 매출액 €5.95bn (+2.2%), OP €546mn (+58%)
- 컨센서스: 매출액 €6.21bn, OP €503mn
- 지역별 매출 성장률: 유럽 +7%, 북미 +15%, 중국 +11%, 신흥국 +14%, 라틴아메리카 +23%, 한국/일본 +15%
- 카테고리별 매출 성장률: 신발 +9%, 의류 +17%, 악세서리 +7%
- 채널별 매출 성장률: Wholesale +14%, DTC +9% (매장 +9%, E-commerce +9%)
- 2025년 연간 가이던스: Adidas brands 매출 +DD% 성장 지속, OP € 1.7 ~ 1.8bn
- 2Q25 환 영향 제외 기준 Adidas Brand 전체 매출 +12% 기록하며 +DD% 성장 지속

Asics (TYO:7963)

- 2Q25 실적: 매출액 ￥194.4bn (+15.7%), OP ￥ 36.6bn (+45.4%), 컨센서스: 매출 ￥191.7bn, OP ￥31.2bn
- 지역별 매출 성장률(상반기 기준): 일본 +24.3%, 북미 +9.1%, 유럽 +24.2%, 중국 +16.9%
- 채널별 매출성장률: Wholesale +15.6%, Retail +29.3%, Ecommerce +12.9%, Running Services +8.3%
- 카테고리별 매출 성장률: Performance Running +4.8%, Core Performance Sports +8.2%, Sports Style +43%, Onitsuka Tiger +45.2%, Apparel Equipment +2.9%
- FY2025 연간 가이던스 상향조정: Net sales ￥800bn (+17.9%) vs. 기존 ￥780bn, OP ￥136bn (+35.8%) vs. 기존 ￥120bn, OPM 17% (yoy +2.2%p)
- FY2Q25 전 지역, 카테고리에 걸쳐 매출 성장하며 견조한 실적 기록. Performance running, SPS, OT 카테고리의 강한 성장에 힘입어 장기 성장 플랜인 Mid-Term Plan 2026은 계획보다 빨리 달성 가능할 것으로 예상

Appendix

Deckers Outdoor Corp (NYSE: DECK)

- FY1Q26 (25.04–25.06) 실적: 매출액 $964.5mn (+16.9%), OP $165.3mn (+24.5%)
- 컨센서스: 매출 $901.4mn, OP $117.5mn
- 채널별 매출 성장률: DTC +0.5%, Wholesale +26.7%
- 지역별 매출 성장률: Domestic −2.8%, International +49.7%
- 브랜드별 매출 성장률: UGG +18.9%, HOKA +19.8%, 기타 브랜드 −19%
- FY2Q26 가이던스: 순매출 $1.38~1.42bn, 희석 EPS $1.5~1.55
- CEO Stefano Caroti는 HOKA와 UGG의 실적이 기대했던 수준보다 좋았다고 언급

On Holding AG (NYSE: ONON)

- 2Q25 실적: 매출액 CHF 749.2mn (+35.7), OP CHF 92.8mn (+96.2%)
- 컨센서스: 매출 CHF 703.8mn, OP CHF83.3mn
- 지역별 매출 성장률: EMEA +42.9%, Americas +16.8%, Asia–Pacific +101.3%
- 카테고리별 매출 성장률: 신발 +29.9%, 의류 +67.5%, 악세서리 +133.3%
- 2025년 연간 가이던스 상향: 환 영향 제외기준 순매출 최소 +31% (vs. 기존 +28%)
- 연간 GPM 60.5%~61%, 조정 EBITDA 마진 17% – 17.5%
- 가이던스는 7월 31일 추가 발효된 상호관세 영향을 포함한 수치
- 분기 최대 매출 경신, DTC 채널 강세 지속되며 DTC 채널 매출 비중 역대 최대치인 41.1%까지 상승

감사합니다