

유통 & 의류

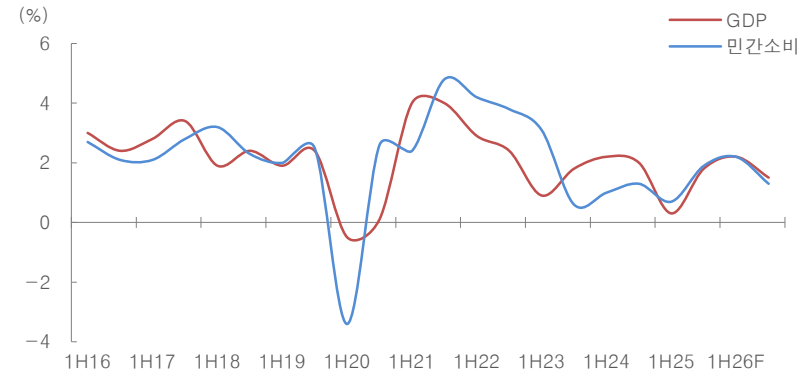
대신증권 유정현



대내외 소비 환경

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

GDP 성장률 & 민간소비 성장률



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국은행 경제전망

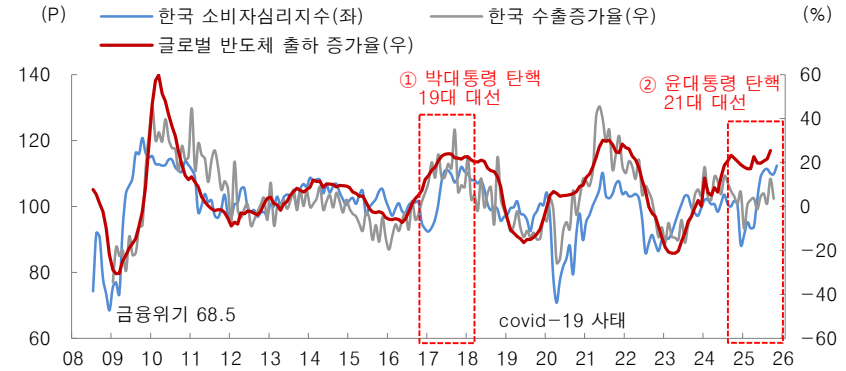
	2017			2018	2019	2020	2021			2022	2023	2024	2025F			2026F			2027F
	상반	하반	연간	연간	연간	연간	상반	하반	연간	연간	연간	연간	상반	하반	연간	상반	하반	연간	연간
GDP	2.8	3.4	3.2	2.7	2.0	-0.2	4.0	4.0	4.0	2.6	1.4	2.0	0.3	1.8	1.0	2.2	1.5	1.8	1.9
민간소비	2.1	2.8	2.6	2.7	1.9	-0.4	2.4	4.8	3.6	4.0	1.8	1.1	0.7	1.9	1.3	2.2	1.3	1.7	1.7
설비투자	15.9	12.8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

주: 1) 만명 기준 2) 억달러 기준

대내외 소비 환경

- 한국의 소비는 수출 상황에 크게 영향을 받는 구조. 글로벌 반도체 산업 호황으로 9월 세계 반도체 출하액 695억달러(yoy +25%)로 역대 최대 >> 한국 수출도 호조
- 한국은 6월 대선 이후 정부의 적극적인 내수 경기 부양 의지, 그리고 반도체 호황과 관세 이슈가 일단락되면서 소비 회복 시작. 소비자심리지수 4월 93.8 → 5월 101.8 → 11월 112.4
- 소비 심리 회복은 구매 건수를 자극. 소비 심리 개선 시 백화점 채널 1차적으로 수혜

수출증가율과 소비심리



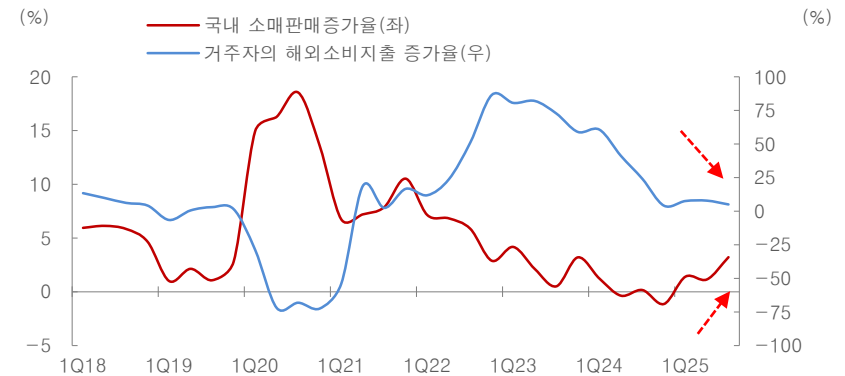
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

거주자의 해외 소비



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

거주자의 해외 소비 & 국내 소매판매액 증가율

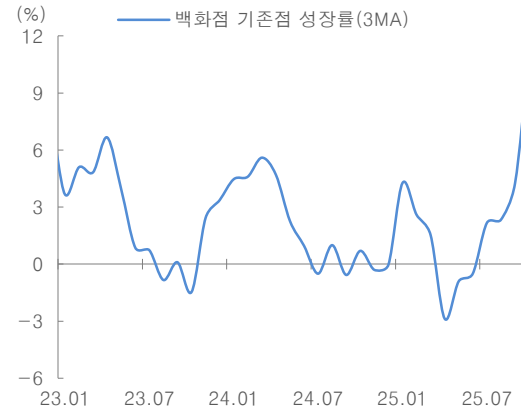


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경

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

백화점 기존점 성장률 추이



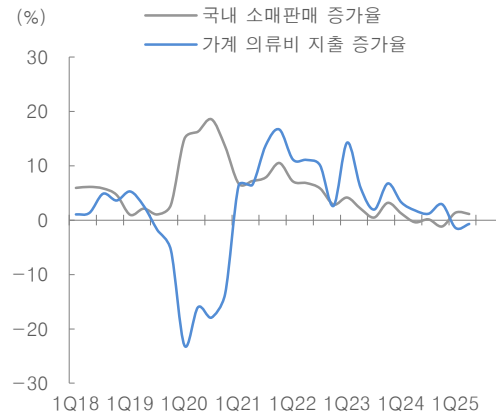
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 복종별 매출액 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

가계의 의류비 지출 증가율



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

의류비 지출 CSI

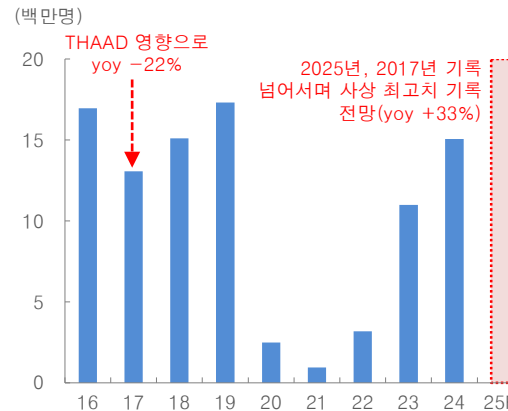


자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

인바운드 관광객 증대 효과

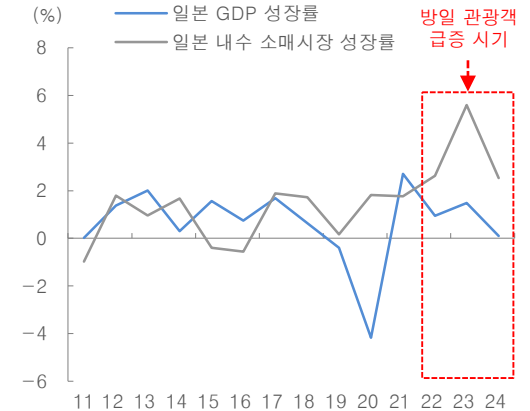
- 올해 한국을 방문하는 외국인 수는 코로나 이전인 2019년을 처음으로 넘어설 전망. 약 2000만명 입국 예상
- 우리보다 1년 먼저 코로나 이전 수준을 넘어선 일본의 경우 방일 외국인 수가 급증했던 2022-2024년 GDP 성장률이 각각 0.9%, 1.5%, 0.1%였던 것과 대조적으로 일본 내수 소매 시장은 각각 2.6%, 5.6%, 2.5% 성장
- 같은 기간 일본 주요 유통사들 주가도 급등
- 우리나라 백화점의 외국인 매출 비중은 약 5% 수준인데 이는 2년 전 일본 수준. 향후 외국인 매출 비중 상승하며 re-rating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

방한 외국인 수(연간)



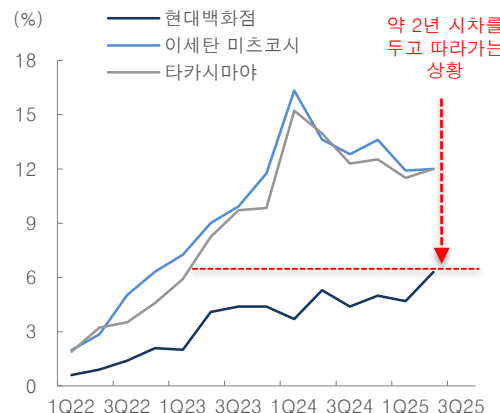
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

일본 소매 시장 증가율 vs. GDP 성장률



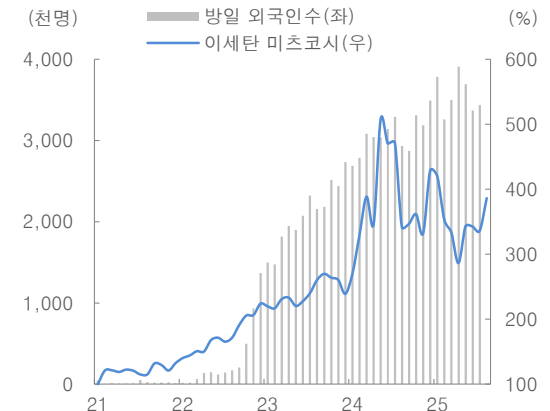
자료: 일본통계국, 대신증권 Research Center

한국 & 일본 주요 백화점 외국인 매출 비중



자료: 각사, 대신증권 Research Center

방일 외국인 수 & 이세탄 미츠코시 주가



자료: 이세탄 미츠코시, 대신증권 Research Center

글로벌 소매업체 재고자산 추이

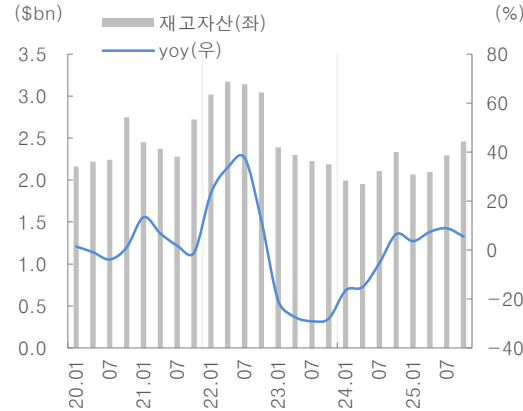
기업명	Nike	YoY	QoQ	기업명	Adidas	Acushnet	VFC	YoY	QoQ
Ticker	NKE	NKE	NKE	Ticker	ADS	GOLF	VFC	Adidas	Acushnet
19.02	5.4	0.9	0.6	19.03	3.3	0.4	1.4	2.2	-2.8
05	5.6	6.8	3.7	06	3.6	0.3	1.7	4.4	0.0
08	5.8	11.7	3.9	09	3.7	0.4	1.9	14.3	9.4
11	6.2	15.0	6.2	12	4.1	0.4	1.6	18.6	11.1
21.02	6.7	15.1	9.9	21.03	3.9	0.3	1.1	-9.0	-8.3
05	6.9	-7.1	2.4	06	4.1	0.3	1.2	-22.3	-16.7
08	6.7	-0.1	-2.2	09	3.7	0.3	1.5	-21.8	3.1
11	6.5	6.9	-2.8	12	4.0	0.4	1.3	-8.9	13.9
22.02	7.7	15.1	18.3	22.03	4.5	0.5	1.4	15.2	36.4
05	8.4	22.9	9.4	06	5.5	0.5	2.3	35.3	56.7
08	9.7	44.2	14.7	09	6.3	0.5	2.7	72.7	63.6
11	9.3	43.3	-3.5	12	6.0	0.7	2.6	49.0	64.4
23.02	8.9	15.6	-4.5	23.03	5.7	0.6	2.3	25.0	42.0
05	8.5	0.4	-5.1	06	5.5	0.5	2.8	0.4	11.9
08	8.7	-10.0	2.9	09	4.8	0.5	2.5	-23.3	-2.2
11	8.0	-14.4	-8.3	12	4.5	0.6	2.1	-24.7	-8.8
24.02	7.7	-13.2	-3.2	24.03	4.4	0.5	1.8	-22.0	-16.0
05	7.5	-11.0	-2.7	06	4.5	0.5	2.1	-17.4	-8.4
08	8.3	-5.1	9.8	09	4.5	0.6	2.1	-6.7	9.1
11	8.0	0.0	-3.3	12	5.0	0.6	1.8	10.9	-6.3
25.02	7.5	-2.4	-5.5	25.03	5.1	0.5	1.6	14.6	0.2
05	7.5	-0.4	-0.7	06	5.3	0.5	2.1	15.8	10.7
08	8.1	-1.7	8.3	09	5.5	0.5	1.9	20.9	-10.8

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

글로벌 소매업체 재고자산 추이

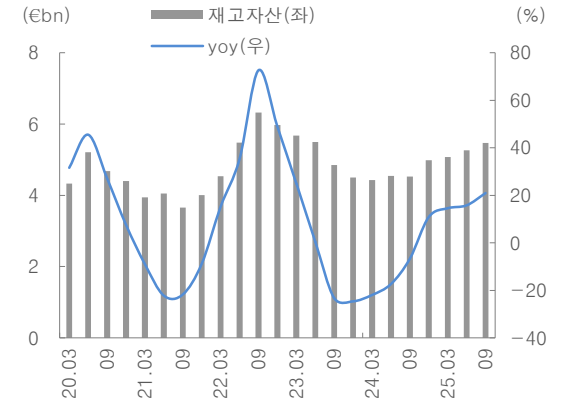
- 재고를 먼저 줄인 고객사 vendor에게 기회가 먼저 찾아옴
- 영원무역 Scott 기말 재고 레벨이 다음 분기, 2025년 실적에 매우 중요할 듯

GAP 재고



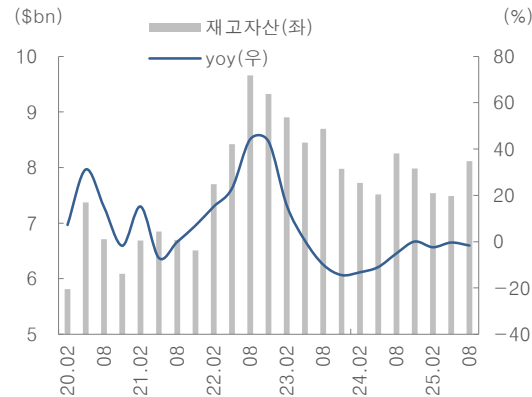
자료: GAP, 대신증권 Research Center

Adidas 재고



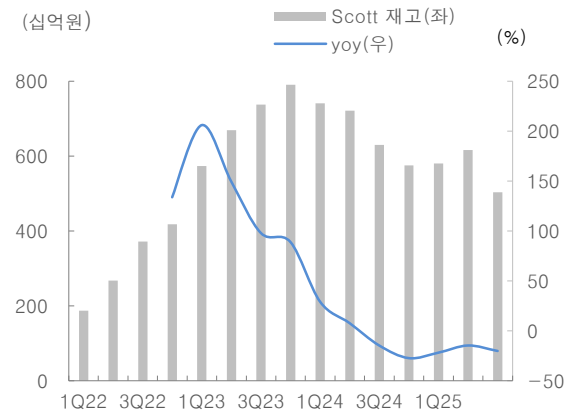
자료: Adidas, 대신증권 Research Center

Nike 재고



자료: Nike, 대신증권 Research Center

영원무역 Scott 재고

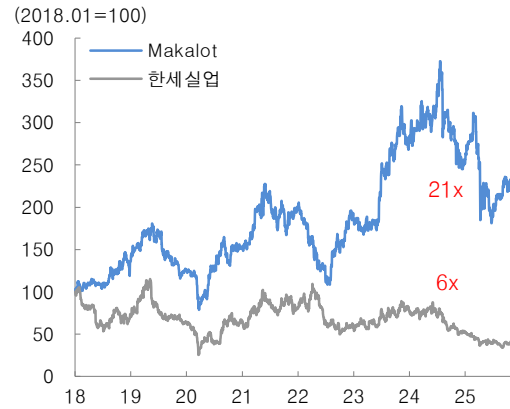


자료: 영원무역, 대신증권 Research Center

Buyer – OEM 주가 상관관계

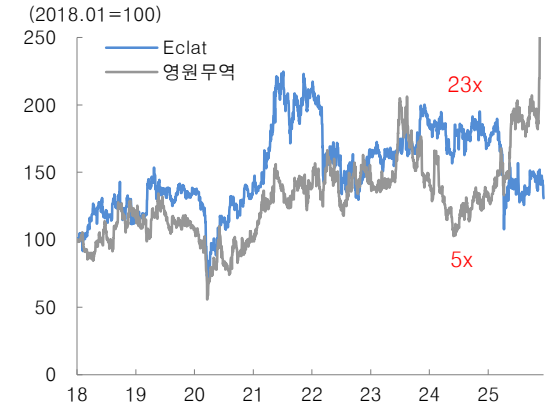
- 최근 대만 peer 기업 valuation 급등 >> 국내 기업 valuation 상승에 긍정적
- 유럽이 주요 시장인 아디다스의 부진 >> 오히려 하반기 회복 가속화 전망

Makalot vs. 한세실업 주가



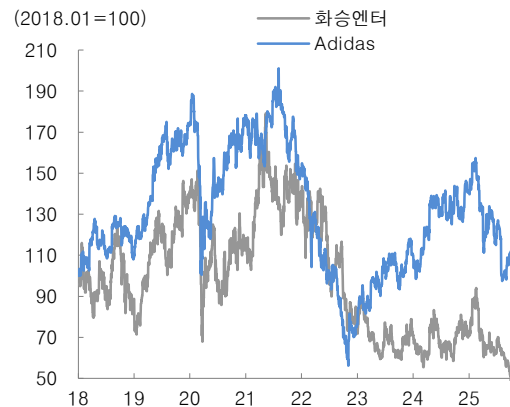
자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

Eclat & 영원무역 주가



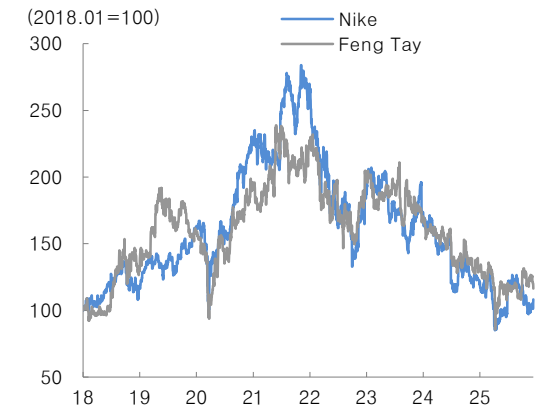
자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

Adidas & 화승엔터 주가



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

NIKE & Feng Tay 주가



자료: Bloomberg 대신증권 Research Center

투자포인트(유통)

신세계

구분	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus
순매출액	1,540	1,694	1,636	1,806	17.2	6.6	1,629
영업이익	93	75	98	100	7.2	32.2	101
순이익	21	-2	8	35	67.4	흑전	35

현대백화점

구분	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus
순매출액	1,037	1,080	1,088	1,010	-2.6	-6.5	1,026
영업이익	65	87	78	73	12.4	-16.4	79
순이익	21	45	61	39	85.9	-12.5	41

롯데쇼핑

구분	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus
순매출액	3,568	3,350	3,681	3,410	-4.4	1.8	3,518
영업이익	155	41	148	131	-15.8	221.1	142
순이익	22	-20	217	-44	적전	적지	48

GS리테일

구분	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus
매출액	3,055	2,974	3,142	3,205	5.3	7.8	3,145
영업이익	81	86	99	111	31.6	28.8	95
순이익	-61	15	89	95	흑전	519	62

BGF리테일

구분	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus
매출액	2,326	2,290	2,413	2,462	5.9	7.5	2,430
영업이익	91	69	96	98	7.1	40.7	95
순이익	70	53	75	79	13.4	50.3	74

★ Top pick 신세계

■ 경기 회복의 큰 맥락 속에

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

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
순매출액	6,934	7,658	7,121	7,479	2.7	-2.3
영업이익	469	545	469	573	0.0	5.1
지배지분순이익	150	206	71	222	-52.5	7.5
영업이익률	6.8	7.1	6.6	7.7		
순이익률	2.9	3.6	1.3	4.0		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
순매출액	4,559	4,771	4,482	4,833	-1.7	1.3
영업이익	410	456	405	469	-1.3	3.0
지배지분순이익	208	291	204	300	-1.9	3.1
영업이익률	9.0	9.5	9.0	9.7		
순이익률	4.6	6.1	4.6	6.2		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
순매출액	14,466	15,285	14,157	15,129	-2.1	-1.0
영업이익	521	628	527	621	1.2	-1.0
지배지분순이익	163	262	117	257	-28.0	-1.8
영업이익률	3.6	4.1	3.7	4.1		
순이익률	1.2	1.8	0.9	1.8		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	11,902	12,052	11,965	12,311	0.5	2.1
영업이익	260	272	289	307	10.2	11.5
지배지분순이익	144	162	161	189	10.6	14.5
영업이익률	2.3	2.3	2.4	2.5		
순이익률	1.4	1.3	1.5	1.6		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	8,979	9,422	9,061	9,457	0.9	0.4
영업이익	256	284	253	284	-1.5	0.0
지배지분순이익	195	216	197	222	1.0	2.5
영업이익률	2.9	3.0	2.8	3.0		
순이익률	2.2	2.3	2.2	2.3		

- 10, 11월 전 부문 고른 성장, 기존점 성장을 두 자릿 수 성장 기록 중
 - 면세사업부 구조조정으로 손익 대폭 개선
 - 외국인 매출 증가율 9월 80%, 10월 60%(매출 비중 5~6%)
 - 신인터도 4분기부터 매출 두자릿 수 회복 등 전개열사 실적 개선 중
 - 국내 소비회복+ 인바운드 증가에 최적 포트폴리오
 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배

- 10, 11월 전 부문 고른 성장, 기존점 성장을 두 자릿 수 성장 기록 중
 - 면세점 흑자 구조 안정
 - 지누스 4분기 흑자 전환 가능 전망. 다만 2026년 상반기 실적 부담
 - 자사주 매입(200억원) 예정
 - 소비 회복 컨셉에 적합한 주식. 다만 신세계 대비 모멘텀 다소 열위
 - 2024년 CEO 교체, PBR 0.2배

- 10, 11월 전 부문 고른 성장, 기존점 성장을 두 자릿 수 성장 기록 중
 - 백화점 감가상각비 절감으로 영업이익 증익 효과 지속
 - 대형마트 부진은 4분기에 다소 해소될 듯
 - 주당 3,800원 이상 배당 가능성(배당수익률 약 5-6%)
 - PBR 0.2배

- 기존점 성장률 +4.4% 기록(소비회복 쿠폰 효과 +1.9%)
 - MD 개편 효과, 지난 해 늘었던 투자비 증가폭 둔화되며 손익 개선
 - 편의점 점포수 올해 연간 전년 수준 전망(YTD -120개)(기존 전망치 300-400개)
 - 새 CEO 부임 후 양적 성장 보다 질적 성장에 집중
 - 2025년 CEO 교체, PBR 0.4배

- 기존점 성장률 -0.2% 기록
 - 경쟁사 대비 성장률 다소 열위. 다만 상반기 -2% 기존점 성장률 하반기 들어 flat까지 회복
 - 2026년 후반으로 갈수록 성장률 회복 두드러질 전망(상반기 GS리테일 우위)
 - 업계 전체 점포 구조조정 효과는 공통적으로 동사에 긍정적 영향

투자포인트(의류)

영원무역

구분					3Q25		
	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus
매출액	1,068	1,038	1,151	1,205	12.8	16.0	1,169
영업이익	105	146	114	181	73.4	24.3	129
순이익	89	119	81	153	71.1	28.3	110

한세실업

구분					3Q25		
	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus
매출액	534	475	512	543	1.8	14.4	530
영업이익	45	12	20	37	-18.2	200.0	20
순이익	36	22	3	20	-45.2	-10.8	15

F&F

구분					3Q25		
	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus
매출액	451	379	460	459	1.7	21.1	472
영업이익	108	84	115	128	18.5	40.9	115
순이익	83	63	100	101	21.1	61.0	90

한섬

구분					3Q25		
	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus
매출액	314	338	323	310	-1.5	-8.4	314
영업이익	6	1	7	3	-59.0	239.2	4
순이익	5	2	3	2	-63.2	-27.4	4

미스토홀딩스

구분					3Q25		
	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus
순매출액	1,049	1,228	1,059	1,088	3.7	-11.4	1,063
영업이익	93	182	122	132	41.2	-27.5	118
순이익	13	86	22	31	129.5	-64.4	40

신세계인터

구분					3Q25		
	3Q24	2Q24	직전추정	확정치	YoY	QoQ	Consensus
순매출액	296	309	305	310	4.9	0.6	312
영업이익	2	-2	6	-2	적전	적지	2
순이익	5	0	8	-2	적전	적전	3

★ Top pick 영원무역

■ 경기 회복의 큰 맥락 속에 CEO 교체 기업 : 신세계인터

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	3,870	4,008	3,963	4,200	2.4	4.8
영업이익	402	532	487	619	21.3	16.3
지배지분순이익	330	450	413	553	25.0	22.9
영업이익률	10.4	13.3	12.3	14.7		
순이익률	7.8	11.2	9.5	13.2		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,860	1,857	1,905	1,973	2.4	6.3
영업이익	66	71	82	83	24.4	17.3
지배지분순이익	36	44	48	53	33.1	20.8
영업이익률	3.6	3.8	4.3	4.2		
순이익률	2.0	2.4	2.5	2.7		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,928	2,045	1,883	2,027	-2.3	-0.9
영업이익	453	508	456	503	0.7	-1.1
지배지분순이익	352	394	354	390	0.7	-1.0
영업이익률	23.5	24.8	24.2	24.8		
순이익률	18.2	19.3	18.8	19.2		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,496	1,552	1,483	1,541	-0.9	-0.7
영업이익	58	70	50	71	-13.2	0.6
지배지분순이익	40	50	36	52	-10.7	3.7
영업이익률	3.9	4.5	3.4	4.6		
순이익률	2.7	3.2	2.4	3.3		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	4,376	4,436	4,405	4,434	0.7	0.0
영업이익	470	518	479	518	2.0	-0.1
지배지분순이익	215	233	219	233	2.0	-0.1
영업이익률	10.7	11.7	10.9	11.7		
순이익률	6.6	7.0	6.6	7.0		

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,337	1,414	1,334	1,195	-0.2	-15.5
영업이익	31	50	6	40	-81.8	-20.7
지배지분순이익	38	53	9	45	-77.3	-15.3
영업이익률	2.3	3.5	0.4	3.3		
순이익률	2.8	3.6	0.6	3.6		

- 3분기 OEM 수주 12% 증가(달러 기준). Scott 적자는 전분기/전년동기비 모두 호전
- 4분기 수주도 3분기 수준. Scott 적자 개선 지속 전망. **3분기부터 큰 폭의 증익 구간 진입**
- 국제 상업회소 판결로 영원무역은 Scott 나머지 지분 50%에 대해 콜옵션 행사 결정
- Scott이 100% 자회사될 시 2025년 손익 개선 효과 더 크게 나타날 전망
(지배주주손익 기여도 50% >> 100%로 상승함에 따라 EPS 개선폭이 더 크게 나타날 것)
- 배당 성향 25% 공시. 현재 0.5배 수준인 PBR을 2030년까지 1.0배로 상향 달성 목표 제시

- 3분기 OEM 수주 flat% 성장. 우려대비 선전
- 관세 영향 고려하여 고단가 제품 믹스로 전환. P 상승, Q 감소
- 4분기 상황도 유사. 관세 우려 점점 지났다고 판단
- 다만 영원무역과 달리 경기 영향이 큰 품목 제조. 영원무역 대비 비선호

- 4분기부터 국내 성장률 마이너스폭 축소 시작
- 3분기 중국 14% 성장. 4분기도 두 자릿 수 성장 예상
- 소비자 관점에서 2026년 실적 개선 예상되지만 PER 7배 미만으로 저평가 매력

- 23년 1분기 이후 2년 넘게 실적 매우 부진
- 그런데 올해 3분기까지 과년차 재고 대부분 소진. 4분기부터 할인판매율 하락 전망
- Wealth effect로 10-11월 매출 성장률 두 자릿 수 기록 중(백화점 기준점 성장률과 동일)
- 실적에 대한 기대치가 매우 낮은 종목이라 4분기부터 주가는 편한 상승 흐름 전망

- 미국 법인 구조조정으로 올해 2분기부터 손익 급개선 중
- 풍부한 cash 구조, total return 높고, 자사주 매입 등 주주가치 제고 노력 긍정적
- 다만 "FILA"의 브랜드력 회복 시점은 미지수

- 10월부터 매출 두 자릿 수 성장 기록 중(한섬과 동일한 분위기)
- 올해말 인사에서 CEO 교체. 2026년 실적 개선 가능성 높다는 점에서 주목해야 할 주식

주주 가치 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	
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	
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 (2025.12.12기준)

		호텔신라 008770	롯데쇼핑 023530	신세계 004170	현대백화점 069960	이마트 139480	GS리테일 007070	BGF리테일 282330
목표주가		60,000	90,000	260,000	100,000	105,000	20,000	150,000
주가		45,700	72,500	256,000	95,500	79,100	21,900	109,600
시가총액(십억원)		1,794	2,051	2,469	2,161	2,183	1,831	1,894
매출액(십억원)	24A	3,948	13,987	6,570	4,188	29,021	11,627	8,699
	25F	3,984	14,157	7,121	4,482	29,201	11,965	9,061
	26F	4,102	15,129	7,479	4,833	30,689	12,311	9,457
영업이익(십억원)	24A	-5	473	477	284	47	239	252
	25F	29	527	469	405	435	289	253
	26F	119	621	573	469	574	307	284
EPS(원)	24A	-1,538	-34,219	10,948	-1,543	-21,166	25	11,295
	25F	-3,646	4,145	7,364	9,037	12,846	1,925	11,370
	26F	1,131	9,100	22,977	13,242	9,453	2,255	12,835
OPM(%)	24A	-0.1	3.4	7.3	6.8	0.2	2.1	2.9
	25F	0.7	3.7	6.6	9.0	1.5	2.4	2.8
	26F	2.9	4.1	7.7	9.7	1.9	2.5	3.0
PER(배)	24A	-24.0	-1.6	12.1	-30.6	-3.0	666.9	9.1
	25F	-12.5	17.5	34.8	10.6	6.2	11.4	9.6
	26F	40.4	8.0	11.1	7.2	8.4	9.7	8.5
PBR(배)	24A	1.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.5	1.5
	25F	1.6	0.1	0.6	0.5	0.2	0.5	1.4
	26F	1.5	0.1	0.5	0.4	0.2	0.5	1.3
EV/EBITDA(배)	24A	21.3	9.4	8.3	6.0	8.8	4.0	3.2
	25F	25.9	10.0	8.8	5.8	7.8	4.0	3.6
	26F	15.1	9.5	8.2	5.1	7.3	3.9	3.7
ROE(%)	24A	-6.5	-7.7	2.5	-0.8	-5.4	0.1	17.3
	25F	-12.0	0.8	1.6	4.6	3.4	4.9	15.8
	26F	3.9	1.6	4.8	6.3	2.4	5.3	16.0
ROA(%)	24A	-0.2	1.4	3.2	2.5	0.1	2.7	7.6
	25F	0.8	1.4	3.0	3.6	1.3	3.8	7.4
	26F	3.3	1.6	3.5	4.1	1.7	4.1	8.3

Valuation

글로벌 유통 valuation 비교 (2025.12.12 기준)

		Walmart WMT US	Costco COST US	Target TGT US	Amazon AMZN US	Alibaba BABA US	Coupage CPNG US	Seven&I Holdings 3382 JP
주가 (USD)		115.52	884.48	96.97	230.28	156.90	25.86	13.99
시가총액 (USDmn)		920,714	392,672	43,909	2,461,743	374,376	47,237	36,443
매출액 (USDmn)	24A	648,125	242,290	107,412	637,959	131,313	30,268	68,904
	25F	712,774	296,878	103,688	714,555	147,021	34,917	67,299
	26F	748,148	319,148	105,481	795,241	162,611	40,576	63,230
영업이익 (USDmn)	24A	27,105	8,505	5,809	68,593	20,304	509	3,737
	25F	30,595	11,488	4,832	79,895	13,910	722	2,632
	26F	34,167	12,702	4,896	100,507	21,005	1,550	2,704
EPS (USD)	24A	2.2	14.9	9.1	5.62	7.1	0.1	1.0
	25F	2.6	20.1	7.3	8.65	5.9	0.2	0.7
	26F	3.0	22.1	7.7	9.43	9.2	0.5	0.7
OPM (%)	24A	4.2	3.5	5.4	10.8	15.5	1.7	5.4
	25F	4.3	3.9	4.7	11.2	9.5	2.1	3.9
	26F	4.6	4.0	4.6	12.6	12.9	3.8	4.3
PER (X)	24A	24.9	36.6	16.0	39.0	10.2	191.1	26.3
	25F	43.7	44.0	13.2	26.6	26.4	149.5	20.9
	26F	38.8	40.0	12.6	24.4	17.1	49.4	20.4
PBR (X)	24A	5.3	9.6	5.0	8.13	1.3	9.6	1.6
	25F	9.2	11.7	2.9	6.45	2.4	9.7	1.5
	26F	8.3	9.4	2.7	5.13	2.2	7.9	1.4
EV/EBITDA (X)	24A	12.2	21.6	9.1	17.8	4.0	24.4	7.9
	25F	21.7	26.9	7.2	14.6	14.9	24.3	10.0
	26F	19.7	24.7	7.1	12.0	10.6	17.7	10.2
ROE (%)	24A	22.4	28.9	34.2	24.7	13.2	5.3	10.3
	25F	21.7	28.1	22.4	22.2	10.4	7.1	6.6
	26F	21.9	25.7	21.7	19.7	11.5	17.0	6.9
ROA (%)	24A	7.3	9.9	7.8	10.5	7.4	1.5	3.5
	25F	8.3	10.7	5.7	11.2	5.9	2.0	2.9
	26F	8.6	10.6	5.8	10.7	7.0	5.5	2.8

Valuation

의류 Coverage valuation 비교 (2025.12.12 기준)

		한세실업	영원무역	화승 엔터프라이즈	한섬	미스토홀딩스	신세계인터	F&F
		105630	111770	241590	020000	081660	031430	383220
목표주가		13,000	100,000	9,000	20,000	52,000	15,000	100,000
주가		12,900	89,100	4,915	15,690	42,950	10,760	72,500
시가총액 (십억원)		516	3,948	298	352	2,581	380	2,777
매출액 (십억원)	24A	1,798	3,518	1,610	1,485	4,269	1,309	1,896
	25F	1,905	3,963	1,581	1,483	4,405	1,334	1,924
	26F	1,973	4,200	1,692	1,541	4,434	1,195	2,060
영업이익 (십억원)	24A	142	316	83	63	361	27	451
	25F	82	487	32	50	479	6	467
	26F	83	619	68	71	518	40	511
EPS (원)	24A	1,451	9,637	546	1,894	1,398	910	9,408
	25F	1,210	9,320	172	1,596	3,641	247	9,453
	26F	1,326	12,480	638	2,302	3,862	1,268	10,345
OPM (%)	24A	7.9	9.0	5.1	4.3	8.5	2.1	24
	25F	4.3	12.3	2.0	3.4	10.9	0.4	24.3
	26F	4.2	14.7	4.0	4.6	11.7	3.3	24.8
PER (X)	24A	9.8	4.4	15.8	7.8	28.8	11.1	5.8
	25F	7.7	6.1	41.0	9.3	11.6	43.0	7.6
	26F	7.0	4.5	11.1	6.5	10.9	8.3	7.0
PBR (X)	24A	0.8	0.48	0.93	0.25	0.89	0.43	1.3
	25F	0.5	0.59	0.74	0.23	0.8	0.45	1.5
	26F	0.5	0.52	0.69	0.23	0.7	0.43	1.2
EV/EBITDA (X)	24A	5.4	2.5	6.8	2.6	8.0	7.8	4.2
	25F	6.6	2.7	9.5	2.8	6.3	14.0	5.0
	26F	6.5	1.7	6.2	2.2	5.2	8.2	4.5
ROE (%)	24A	8.6	12.3	6.4	3.2	4.3	3.8	25.3
	25F	6.7	10.7	2.0	2.5	9.9	1.0	21.2
	26F	7.0	12.9	6.9	3.6	8.5	5.3	19.6
ROA (%)	24A	10.7	5.9	5.7	3.7	6.9	2.0	21.0
	25F	5.7	8.8	2.2	2.9	8.3	0.4	19.7
	26F	5.6	10.6	4.7	4.0	8.3	2.9	20.0

Valuation

글로벌 스포츠 브랜드 valuation 비교 (2025.12.12 기준)

		Acushnet GOLF US	미스토홀딩스 081660 KS	Nike NKE US	Adidas ADS GR	Asics 7936 JP EQUITY	DECKERS DECK US EQUITY	On Holding ONON US EQUITY	Lululemon LULU US
주가 (원, USD, 유로, 엔)		85.19	42,950	67.74	164.30	3,912	101.36	49.50	187.01
시가총액(local mn.)		4,997	2,581,116	100,133	29,574	2,873,295	14,773	16,343	21,937
매출액(local bil.)	24A	2,457	4,269	51.4	23.7	679	4.29	2.63	9.62
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	25F	2,535	4,405	46.8	24.9	803	5.36	3.72	10.96
	26F	2,594	4,434	49.2	27.0	895	5.76	4.57	11.44
영업이익(local bil.)	24A	269	361	6.74	1.41	100.1	0.93	0.24	2.21
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	25F	311	479	3.11	2.05	141.4	1.16	0.52	2.16
	26F	333	518	4.46	2.74	162.3	1.22	0.65	2.09
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	3,641	1.7	7.5	128.1	6.4	0.9	12.9
	26F	3.8	3,862	2.5	10.7	140.1	6.8	1.6	12.8
OPM (%)	24A	11.0	8.5	13.1	5.9	14.8	21.7	9.1	22.9
	25F	12.3	10.9	6.7	8.2	17.6	21.6	13.9	19.7
	26F	12.8	11.7	9.1	10.1	18.1	21.1	14.3	18.3
PER (X)	24A	24.2	28.8	24.1	55.8	35.2	32.2	59.2	38.0
	25F	24.4	11.6	40.2	21.8	30.5	15.8	51.4	14.5
	26F	22.6	10.9	27.0	15.3	27.9	14.8	30.2	14.6
PBR (X)	24A	5.6	0.9	9.9	7.7	9.5	11.4	10.3	14.3
	25F	6.0	0.8	7.8	4.7	10.9	5.3	7.9	4.5
	26F	5.2	0.7	7.7	3.9	8.5	4.4	6.1	3.7
EV/EBITDA (X)	24A	14.6	8.0	17.6	17.5	18.3	21.7	43.5	20.7
	25F	14.2	6.3	26.2	10.5	17.3	10.9	23.0	7.8
	26F	13.9	5.2	19.3	8.5	15.1	10.4	18.3	7.9
ROE (%)	24A	22.9	4.3	42.5	16.0	28.3	39.3	19.6	43.3
	25F	26.4	9.9	18.3	22.2	36.8	34.6	13.5	33.0
	26F	25.0	8.5	26.9	26.7	36.7	32.1	21.7	27.7
ROA (%)	24A	8.5	6.9	16.0	4.2	12.6	26.7	12.2	25.2
	25F	#N/A N/A	8.3	6.6	6.5	17.1	24.0	8.7	19.4
	26F	#N/A N/A	8.3	9.9	8.7	17.9	21.9	13.7	17.7

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	1,712	1,661
영업이익	87	83	75	103	70	78	60	92	70	35	49	75	108	71	84	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	4.9	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	42.0	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	70.0	76.5

(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	2,896	2,814	3,434
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	2,397	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	309	310	411
센트럴시티	70	80	85	89	84	89	94	82	89	95	94	97	89	96	98	102
영업이익	164	187	153	141	152	150	132	206	163	118	93	106	132	75	100	161
신세계	87	83	75	103	70	78	60	92	70	35	49	75	108	79	84	133
신세계DF	-2	29	5	-26	24	40	13	9	7	9	-16	-36	-2	-2	-6	3
신세계인터내셔널	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	28	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	2.6	3.5	4.7
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	4.1	3.9	7.7
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	7.3	52.1

2022	2023	2024F	2025F	2026F
5,017	5,139	5,388	6,912	6,503
348	300	229	396	413
6.9	5.8	4.3	5.7	6.4
13.5	2.4	4.8	28.3	-5.9
47.8	-13.7	-23.7	72.8	4.5

2022	2023	2024	2025F	2026F
12,494	11,132	11,497	12,022	12,649
5,017	7,047	7,268	9,349	9,638
3,439	2,150	2,256	2,414	2,583
1,554	1,354	1,309	1,334	1,195
324	350	375	385	404
645	640	480	469	573
348	300	396	404	449
5	87	-36	-6	40
115	49	27	6	7
63	78	86	85	87
5.2	5.7	4.2	3.9	4.5
22.3	-10.9	3.3	4.6	5.2
24.7	-0.9	-25.0	-2.3	22.3

현대백화점(069960)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Gross sales	2,282	2,432	2,666	3,143	2,366	2,493	2,538	2,737	2,432	2,477	2,431	2,720	2,555	2,474	2,320	2,782
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	-4.6	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	1,010	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	-3.8	10.0
GP	653	814	864	1,007	659	586	592	655	560	600	594	712	643	641	586	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	25.2	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	-1.4	4.4
SG&A	564	743	771	938	581	531	518	559	491	557	529	604	530	554	513	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	22.1	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	-3.1	1.0
OP	89	71	92	69	78	56	74	96	69	43	65	108	113	87	73	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	3.1	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	12.4	23.0

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	1,681	1,778	2,105
yoy	154	188	258	91	43	1	9	75	33	-6	-55	-110	-54	-109	85	201
Net sales	544	589	561	597	573	594	580	656	594	612	568	661	589	612	568	832
net/gross	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5
OP	103	85	97	95	95	61	80	120	103	71	71	114	97	71	89	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	25.8	14.7

Duty Free																
(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Gross sales	587	637	658	885	399	477	567	440	510	481	465	526	589	564	387	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%	-16.7%	-25.9%
Net sales	424	570	558	704	332	194	237	234	229	216	209	237	294	230	223	176
OP	-14	-13	-15	-23	-16	-1	1	-16	-5	-4	-8	-12	-2	-1	1	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	0.3	1.0

지누스																
(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Sales	291	264	268	318	229	220	222	282	152	206	273	289	250	230	242	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	-8	2
%sales	9.7	3.5	4.0	5.5	3.6	2.4	1.4	0.6	-12.5	-6.9	4.4	5.6	11.0	12.7	-3.2	0.7

2022	2023	2024	2025	2026	2027
10,522	10,133	10,061	10,130	10,190	10,411
15.9	-3.7	-0.7	0.7	0.6	2.2
5,014	4,207	4,201	4,482	4,833	4,890
40.3	-16.1	-0.2	6.7	7.8	1.2
2,569	2,493	2,465	2,612	2,627	2,684
24.4	24.6	24.5	25.8	25.8	25.8
9.8	-3.0	-1.1	5.9	0.6	2.2
2,281	2,189	2,181	2,207	2,158	2,181
21.7	21.6	21.7	21.8	21.2	20.9
9.9	-4.0	-0.4	1.2	-2.2	1.0
321	304	284	405	469	504
3.0	3.0	2.8	4.0	4.6	4.8
21.2	-5.4	-6.4	42.4	15.9	7.4
343	325	441	436	525	

7,169	7,297	7,158	7,280	7,552	7,590
690	128	-138	122	272	38
10.7	1.8	-1.9	1.7	3.7	0.5
2,290	2,403	2,435	2,430	2,874	2,889
31.9	32.9	34.0	33.4	38.1	38.1
379	356	359	388	416	427
5.3	4.9	5.0	5.3	5.5	5.6
27.3	-5.9	0.8	8.1	7.3	2.6

2022	2023	2024	2025	2026	2027
2,767	1,884	1,982	1,930	1,600	1,740
6.5	-31.9	5.2	-2.6	-17.1	8.7
2,257	998	892	921	921	921
-65	-31	-29	2	24	41
-2.4	-1.7	-1.5	0.1	1.5	2.4

2022	2023	2024	2025	2026	2027
587	952	920	1,007	1,037	1,081
28	18	-5	51	37	57
4.8	1.9	-0.6	5.0	3.6	5.3

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	1,385	1,425
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	1.8
Sales-OEM(\$mn)	365	452	556	421	386	486	455	325	356	451	539	389	371	495	597	425
yoy	50.6	46.1	25.0	5.0	5.9	7.5	-18.2	-23.0	-7.9	-7.3	18.4	20.0	4.3	9.9	10.7	9.0
Sales(Wbn)	766	946	1,162	1,030	841	1,008	999	757	710	893	1,068	847	811	1,038	1,205	909
OEM	439	570	745	572	493	639	597	429	473	618	732	545	538	694	826	605
Outdoor Research	37	41	34	72	44	34	57	70	33	35	50	79	47	43	49	81
Scott	290	335	385	387	304	335	345	259	204	240	287	223	226	301	330	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	16.3	12.8	7.3
OEM	62.7	64.3	44.5	18.9	12.2	12.1	-19.8	-25.1	-4.1	-3.3	22.6	27.2	13.9	12.3	12.9	11.0
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
Scott	5.7	6.1	62.4	71.5	4.5	0.0	-10.4	-33.1	-32.8	-28.4	-17.0	-13.7	10.9	25.2	15.1	0.0
COGs	520	621	756	697	555	671	690	555	509	593	824	696	601	743	871	685
%COGs	67.8	65.7	65.0	67.7	66.0	66.6	69.1	73.2	71.8	66.4	77.1	82.1	74.1	71.6	72.3	75.4
SG&A	101	116	130	146	119	126	129	144	129	133	140	197	128	149	153	145
%SG&A	13.2	12.3	11.2	14.2	14.1	12.5	12.9	19.0	18.2	14.9	13.1	23.3	15.7	14.4	12.7	16.0
OP	146	208	276	193	167	210	180	82	71	166	105	-14	82	146	181	78
OEM	103	163	223	155	137	193	161	64	83	187	165	82	106	168	195	97
Outdoor Research	4	-1	-2	1	3	3	7	1	4	0	8	2	4	4	1	2
Scott	38	46	55	37	27	7	12	3	-16	-21	-68	-107	-28	-27	-20	-20
check																
OPM (%)	19.0	22.0	23.7	18.7	19.9	20.9	18.0	10.8	10.0	18.6	9.8	-1.6	10.1	14.0	15.0	8.6
OEM	23.5	28.6	29.9	27.0	27.8	30.2	26.9	15.0	17.6	30.3	22.5	15.0	19.7	24.2	23.6	16.0
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
Scott	13.2	13.7	14.3	9.6	8.9	2.1	3.4	1.2	-7.8	-8.6	-23.7	-47.9	-12.4	-8.8	-6.1	-9.1
yoy OP	97.2	98.3	96.7	57.3	14.6	1.1	-34.8	-57.8	-57.5	-20.9	-41.9	-116.7	15.9	-12.5	73.4	-674.4
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	-10.2	18.2	18.4

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1,148	1,291	1,306	1,365	1,416	1,400	1,400
	-2.7	12.4	1.2	4.5	3.8	-1.1	0.0
	1,398	1,794	1,652	1,735	1,887	2,028	2,210
	27.7	28.4	-7.9	5.0	8.8	7.5	9.0
	2,793	3,905	3,604	3,518	3,963	4,200	4,517
	1,613	2,326	2,158	2,368	2,664	2,841	3,094
	135	183	205	197	220	226	233
	1,053	1,398	1,242	954	1,080	1,134	1,190
	13.2	39.8	-7.7	-2.4	12.7	6.0	7.5
	24.9	44.2	-7.2	9.7	12.5	6.6	8.9
	7.6	35.2	11.9	-4.0	11.7	3.0	3.0
	0.4	32.7	-11.1	-23.2	13.2	5.0	5.0
	1,965	2,594	2,471	2,621	2,901	2,972	3,137
	70.4	66.4	68.5	74.5	73.2	70.8	69.4
	398	494	518	600	575	609	674
	14.3	12.6	14.4	17.1	14.5	14.5	14.9
	442	823	639	328	487	619	706
	334	643	555	517	566	601	672
	6	3	15	13	11	5	5
	102	177	49	-202	-95	13	30
	15.8	21.1	17.7	9.3	12.3	14.7	15.6
	20.7	27.7	25.7	21.8	21.2	21.2	21.7
	4.3	1.7	7.1	6.6	5.1	2.0	2.0
	9.7	12.6	3.9	-21.1	-8.8	1.2	2.5
	70.2	86.2	-22.4	-48.6	48.4	27.0	14.0
	85.9	92.4	-13.7	-6.8	9.4	6.3	11.7

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%		
yoy(%)				22	22	39	46	54	54	57		
				22	22	30	39	47	50	48	49	
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
Youngone OEM	1,258	1,095	1,398	1,794	1,652

yoy

VFC	-12%	28%	-2%	0%
-Outdoor	-18%	31%	0%	0%
Lululemon	11%	42%	30%	19%
Youngone OEM	-13%	28%	28%	-8%

COGS(\$mn)

VFC	4,691	4,371	5,386	5,264	5,516
Lululemon	1,756	1,938	2,648	3,618	4,010

고객사내 비중

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

* VFC는 3월 결산법인. 그래서 결산월 adjusted

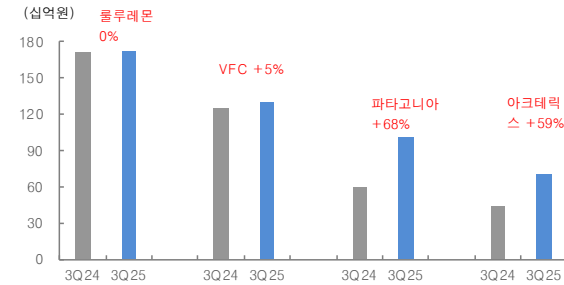
* Lululemon은 1월 결산법인. 1개월 시차 무시하고 계산

롤루레몬 내 영원무역 MS(추정)

* 영원무역 고객사별 매출액 추이

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

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



영원무역(111770 KS)

* 영원무역그룹 주주 구성과 배당

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

그림 1. 영원무역홀딩스의 지배구조

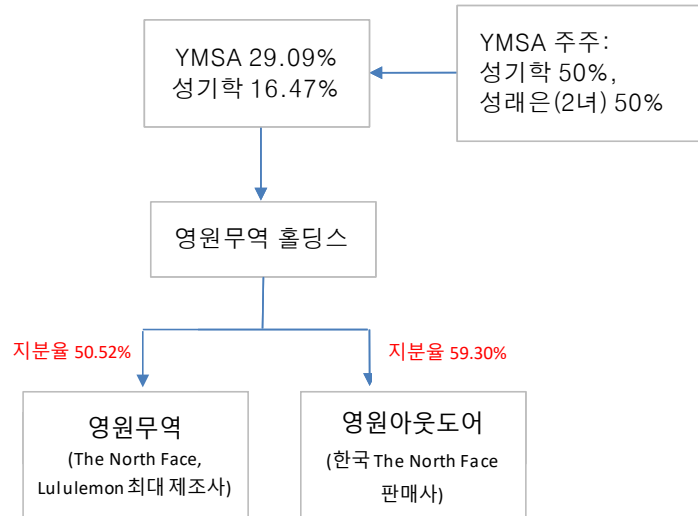


표 1. 영원무역홀딩스 배당액 수취 추이

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

표 2. 영원무역홀딩스의 배당 추이(홀딩스 주주들에게 나가는 배당)

구분			2022	2023	2024	2025
영원무역홀딩스	주당 배당액(원)	중간배당	0	1,600	2,400	2,400
		기말배당	3,050	2,370	2,950	
		합	3,050	3,970	5,350	
	배당 총액(십억원)		0.0	18.6	27.9	27.9
		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 자회사 배당이 급증함
(영원아웃도어 배당액 74% 증가, 영원무역홀딩스가 수취한 전체 배당액 53% 증가)
이는 결국 홀딩스가 배당을 많이 수취해서 YMSA의 50% 지분을 보유한 성래은에게 배당을 많이 하기 위함

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

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

한세실업(105630 KS)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025F			
	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	1,425
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	1.8
Sales(\$mn)	482	484	439	313	322	327	390	269	310	327	393	289	322	339	392	294
yoy	43.1	32.0	22.3	-20.0	-33.3	-32.4	-11.1	-13.9	-3.7	-0.1	0.7	7.2	3.9	3.8	-0.2	2.0
Sales(Wbn)	581	611	588	425	411	430	512	356	412	448	534	404	467	475	543	420
OEM	581	611	588	425	411	430	512	356	412	448	534	404	467	475	543	420
Brand(MK Trend from 4Q16)																
yoy																
Sales(Wbn)	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	4.3	13.6	13.5	6.0	1.8	3.8
OEM	54.7	48.5	41.3	-9.4	-29.3	-29.6	-13.0	-16.2	0.2	4.1	4.3	13.6	13.5	6.0	1.8	3.8
Brand(MK Trend from 4Q16)																
COGs	491	517	485	375	339	346	413	290	334	366	444	345	402	421	462	365
OEM	491	517	485	375	339	346	413	290	334	366	444	345	402	421	462	365
Brand(MK Trend from 4Q16)					-30.9	-33.0	-14.8	-22.6	-1.4	5.8	7.5	19.1	20.4	14.9	4.1	5.7
%COGs	84.4	84.6	82.4	88.3	82.5	80.5	80.6	81.5	81.1	81.7	83.1	85.0	86.1	88.6	85.0	87.0
OEM	84.4	84.6	82.4	88.3	82.5	80.5	80.6	81.5	81.1	81.7	83.1	85.0	86.1	88.6	85.0	87.0
Brand(MK Trend from 4Q16)	1.7	1.0	-4.9	2.6	-1.9	-4.2	-1.8	-6.8	-1.4	1.3	2.5	3.5	5.0	6.9	1.9	2.0
SG&A	41	38	38	39	36	40	39	38	40	39	45	42	45	42	45	42
OEM	41	38	38	39	36	40	39	38	40	39	45	42	45	42	45	42
Brand(MK Trend from 4Q16)																
%SG&A	7.1	6.3	6.5	9.2	8.8	9.2	7.5	10.8	9.6	8.8	8.4	10.5	9.6	8.8	8.2	10.0
OEM	7.1	6.3	6.5	9.2	8.8	9.2	7.5	10.8	9.6	8.8	8.4	10.5	9.6	8.8	8.2	10.0
Brand(MK Trend from 4Q16)																
OP	49	56	66	9	36	44	61	27	38	43	45	16	20	12	37	13
OEM	49	56	66	9	36	44	61	27	38	43	45	16	20	12	37	13
Brand(MK Trend from 4Q16)																
%OP	8.4	9.1	11.1	2.2	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	8.5	4.0	4.3	2.6	6.8	3.0
OEM	8.4	9.1	11.1	2.2	8.7	10.3	11.8	7.7	9.3	9.5	8.5	4.0	4.3	2.6	6.8	3.0
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	-18.2	-22.9
OEM	66.1	80.5	265.9	-66.9	-26.7	-20.2	-7.5	189.6	6.1	-4.1	-25.4	-40.3	-46.8	-71.0	-18.2	-22.9

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1,148	1,291	1,306	1,365	1,416	1,406	1,381
	-2.7	12.4	1.2	4.5	3.8	-0.7	-1.8
	1,454	1,719	1,309	1,318	1,348	1,404	1,524
	1.1	18.2	-23.9	0.7	2.2	4.2	8.6
12%	1,672	2,205	1,709	1,798	1,905	1,973	2,103
	1,672	2,205	1,709	1,798	1,905	1,973	2,103
	0	0	0	0	0	0	0
	-1.5	31.9	-22.5	5.2	6.0	3.6	6.6
	-1.5	31.9	-22.5	5.2	6.0	3.6	6.6
	1,419	1,867	1,388	1,489	1,650	1,727	1,823
	1,419	1,867	1,388	1,489	1,650	1,652	1,823
	0	0					
	84.9	84.7	81.2	82.8	86.6	87.5	86.7
	84.9	84.7	81.2	82.8	86.6	83.7	86.7
	146	157	153	166	173	164	180
	146	157	153	166	173	164	180
	8.7	7.1	8.9	9.3	9.1	8.3	8.6
	8.7	7.1	8.9	9.3	9.1	8.3	8.6
	107	180	168	141	82	83	100
	107	180	168	142	82	83	100
	0	0	0	0	0	0	0
	6.4	8.1	9.8	7.9	4.3	4.2	4.8
	6.4	8.1	9.8	7.9	4.3	4.2	4.8
	81.3	68.3	-6.3	-16.0	-41.8	0.8	20.9
	64.9	68.3	-6.3	-15.5	-42.2	0.8	20.9

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	379	459	540
DISCOVERY	111	97	79	205	111	89	70	195	107	87	63	176	88	66	52	153
MLB	288	233	325	259	319	249	360	315	330	247	321	303	343	255	352	325
면세점	67	58	51	62	42	40	31	45	36	33	25	31	29	28	26	31
비면세채널	71	68	63	76	68	70	56	66	55	58	46	58	56	55	47	59
MLB China(Tmall+off)	151	107	212	121	208	140	261	205	239	155	250	214	259	171	280	235
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	16	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	24.6	10.0	20.0

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
	1,490	1,809	1,978	1,895	1,883	2,027	2,160
	442	492	465	432	359	375	394
	882	1,105	1,244	1,201	1,275	1,387	1,485
	299	238	157	124	114	120	126
	231	277	260	218	217	228	239
	384	591	813	859	944	1,040	1,120
	72	95	116	89	87	92	96
	41	51	76	73	72	76	80
	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
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
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
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
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
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
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
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	175.9	121.2	156.0	182.9
%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
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
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
%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
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
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	180.9	226.6
%sales	41.4	43.5	39.4	42.5	39.2	43.0	36.9	41.8	39.9	45.9	39.2	43.5	40.8	45.8	39.4	42.0
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	2.4	-4.7
OP	135	95	138	154	149	110	149	144	130	92	108	120	124	84	122	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	22.2	26.6	24.1
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	12.5	8.0

	77.8	21.4	9.3	-4.2	-0.7	7.6	6.6
	17.0	11.3	-5.5	-7.1	-16.8	4.3	5.2
	122.5	25.4	12.5	-3.4	6.2	8.8	7.0
	85.1	-20.5	-33.9	-21.2	-8.1	5.0	5.0
	44.7	19.8	-6.0	-16.3	-0.4	5.0	5.0
	412.6	53.8	37.7	5.6	9.9	10.2	7.7
	15.1	31.1	21.6	-23.2	-1.6	5.0	5.0
	86.1	22.0	49.9	-2.9	-1.5	5.0	5.0
	425	533	633	648	636	645	677
	31.0	29.5	32.0	34.2	33.8	31.8	31.3
	56.0	25.4	18.7	2.4	-1.8	1.4	5.0
	1,065.1	1,276.2	1,346.2	1,247.0	1,247	1,382	1,483
	71.5	70.5	68.1	65.8	66.2	68.2	68.7
	88.3	19.8	5.5	-7.4	0.0	10.8	7.3
	640.2	753.7	794.8	796	787	879	937
	43.0	41.7	40.2	42.0	41.8	43.4	43.4
	44.5	17.7	5.4	0.2	-1.1	11.7	6.6
	425	522	551	451	460	503	546
	28.5	28.9	27.9	23.8	24.4	24.8	25.3
	246.7	22.9	5.6	-18.3	2.0	9.4	8.7

미스토홀딩스(081660 KS)

FILA KOREA

(W/bn, %)	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	97.9	82.6	109.0
GP	84.3	84.5	67.0	89.0	80.0	74.6	63.7	64.0	57.9	59.0	46.3	54.3	53.5	62.8	49.6	66.3	60.6	64.6	52.9	71.9
GPM(%)	61.9	61.7	59.1	58.3	60.2	59.1	53.8	53.8	59.7	62.4	60.0	54.9	62.2	66.0	61.1	63.3	64.0	66.0	64.0	66.0
SG&A	58.4	56.8	47.2	56.3	54.4	48.9	43.5	49.1	40.8	44.5	38.4	47.4	41.3	43.6	43.6	40.6	40.7	41.1	34.7	42.5
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	39.0	39.0	39.0	39.0	39.0
OP	26	28	20	33	26	26	20	15	17	14	8	7	12	19	10	29	29	29	29	29
OPM(%)	19.0	20.3	17.4	21.4	19.3	20.3	17.1	12.5	17.7	15.3	10.2	7.0	14.3	20.1	12.8	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0
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	3.0	3.5	4.0
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	3.0	6.5	8.5
SG&A	1.6	-5.8	-3.1	-6.6	-6.8	-13.8	-7.9	-12.7	-25.1	-9.0	-11.6	-3.6	1.2	-2.0	13.6	-14.2	-1.3	-5.8	-20.5	4.6
OP	20.3	-1.1	-11.8	46.6	-1.4	-7.4	2.3	-54.7	-32.9	-43.5	-61.1	-53.4	-28.5	31.8	32.6	271.4	62.1	23.0	74.2	14.6

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

China fee(USD, 000)

yoy	11.7	13.0	9.5	17.0	13.1	12.2	10.7	15.7	13.4	13.1	10.8	18.1	13.4	14.4	11.0	21.5	15.1	15.8	11.6	22.2
Wbn	84.2	36.8	7.8	12.6	12.6	-6.3	12.3	-7.6	1.8	7.7	0.7	15.5	-0.1	9.6	1.9	18.9	13.5	9.8	5.6	3.0
	13.2	14.6	11.1	20.4	15.9	15.8	15.4	19.7	17.1	17.3	14.2	23.8	17.7	19.8	14.9	30.2	22.0	22.2	16.1	31.5
	84%	37%	8%	13%	13%	-6%	12%	-8%	2%	8%	1%	15%	0%	10%	2%	19%	13%	10%		
	75%	26%	5%	21%	20%	8%	39%	-3%	7%	10%	-8%	20%	4%	14%	5%	27%	24%	13%		
Korea earnings (excluded China fee)																				
Sales	123	122	102	132	117	110	103	99	80	77	63	75	68	75	66					77
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	-2.6	4.9					3.7
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	-0.6	-4.6	-4.5	-2.1	1.3	2.1	-2.1
OPM(%)	10.3%	10.7%	8.3%	9.3%	8.3%	8.9%	4.7%	-4.9%	0.1%	-3.6%	-10.0%	-22.4%	-8.4%	-0.9%	-7.0%	-6.0%	-2.9%	1.7%	3.1%	-2.7%
yoy	-9.2	-20.1	-29.1	126.1	-23.8	-24.7	-42.9	-139.7	-99.2	-128.3	-231.0	243.6	-7,093.9	-76.9	-26.7	-73.3	-63.2	-303.0	-145.3	-53.8

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

FILA USA

(W/bn, %)	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	147	127	154	140	135	118	122	88	77	92	65	53	86	76	53	51	33	37	13	15
GP	40	34	47	38	36	25	28	7	4	-44	6	18	22	7	17	-13	9	10		
GPM(%)	26.9	26.5	30.6	27.0	26.9	21.4	22.7	7.8	5.8	-47.8	9.2	34.4	26.1	9.7	32.3	-25.9	28.0	28.0		
SG&A	36	32	35	37	39	36	43	44	32	33	29	32	33	37	43	29	16	19		
SG&A(%)	24.2	25.4	22.9	26.8	29.0	30.5	35.2	50.1	42.3	36.4	44.2	60.4	56.8	50.0	51.0					
OP	4	1	12	-2	-3	-11	-15	-37	-28	-77										
OPM(%)	2.7	1.1	7.6	-1.1	-2.1	-9.1	-12.5	-42.3	-36.4	-84.2										
yoy																				
Sales	16.4	84.8	-3.4	-7.1	-8.2	-7.5	-20.6	-37.1	-43.3	-22.3	-46.7	-39.4	11.9	-16.6	-18.8	-5.3	-61.7	-52.1	-75.7	-69.6
GP	0.9	53.3	4.7	0.1	-8.2	-25.4	-41.1	-81.7	-87.7	-274.0	-78.5	166.7	399.1	-116.9	186.5	-171.1	-58.8	38.0		
SG&A	13.1	14.8	3.1	-6.5	9.8	11.2	21.8	17.9	-17.2	-7.4	-31.7	-28.3	2.1	9.9	44.8	-9.4	-50.3	-49.1		
OP	-48.9	-123.4	10.1	-31.2	-171.1	-849.6	-230.3	2,214.3	895.0	615.4	53.0	-63.9	-61.6	-62.1	8.6	210.1	-32.6	-71.2	-78.2	-89.8

이제 따로 공개 안함
그러나 사업보고서에서 매출액, 순익만
확인 가능

2023	2024	2025F	2026F	2027F
367.7	367.1	384.2	414.9	448.1
217.5	232.2	250.0	258.5	279.1
59.2	63.3	65.1	62.3	249.0
171.1	171.6	159.0	163.0	176.0
46.5	186.4	181.4	177.5	157.0
46	67	91	95	103
12.6	18.4	23.7	23.0	23.0
-25.9	-0.2	4.7	8.0	8.0
-22.9	6.8	7.7	3.4	8.0
-12.7	0.3	-7.3	2.5	8.0
-46.2	45.4	34.8	4.9	8.0

55	61	65	69	73
7.2	9.1	7.0	6.5	6.0
72	83	92	96	99
7%	9%	7%	6%	6%
8%	14%	11%	5%	3%
312	307	319	346	375
-29.8	-1.8	4.2	8.3	8.4
162	172	185	189	206
51.9	56.0	58.0	54.8	54.9
-25.9	-15.1	-0.7	-0.4	4.4
-8.3	-4.9	-0.2	-0.1	1.2
-232.9	-41.6	-95.7	-36.9	-1,166.0

2023	2024	2025F	2026F	2027F
287	266	213	28	0
-15	34	21		
-5.2	12.7	9.7		
127	141	124		
44.2	53.1	58.4		
-142	-107	-25	-7	
-49.5	-40.3	-12.0		
-38.1	-7.4	-19.9		
-115.5	-326.8	-38.9		
-21.9	11.2	-11.8		
적지	적지	적지		

미스토홀딩스(081660 KS)

Royalty Income

(Wbn, %)	2021				2022				2023				2024				2025F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
TOTAL (Adjusted)	15.3	17.2	16.2	20.9	17.4	19.7	21.5	20.8	19.0	20.0	18.5	20.4	16.9	17.5	17.6	15.2	17.2	16.6	16.3	14.6
yoy																				
Total	-18.6	42.5	-5.6	1.8	37.4	44.6	77.4	-0.2	-9.0	-12.7	-28.9	6.0	-11.2	10.0	16.6	-3.7	1.1	22.8	21.6	40.0
TOTAL (Adjusted)	-18.8	42.4	-5.4	14.9	13.7	14.7	32.2	-0.2	9.7	1.1	-13.7	-1.9	-11.2	-12.6	-5.2	25.7	1.5	-4.7	-7.3	-3.6

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	59	이제 따로 공개 안함 그러나 사업보고서에서 확인 가능	621	445	703	721	635	456		
GP	311	335	269	204	317	344	295	224	366	369	30		337	208	337	354	330	237		
GPM(%)	53.5	53.6	51.5	48.6	52.3	52.2	52.8	50.0	53.3	53.5	52		54.4	46.7	47.9	49.2	52.0	52.0		
SG&A	193	226	216	226	212	255	219	212	241	262	230	234	257	227	255	213	223	244	248	251
SG&A(%)	33.2	36.2	41.5	53.8	34.9	38.7	39.2	47.4	35.1	38.0	38.7	56.8	36.3	33.3	41.1	47.8	31.6	33.9	39.0	55.0
OP	120	109	52	-22	105	89	76	12	125	107	79	-25	121	106	82	-5	115	110	80	-8
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	15.2	12.6	-1.8
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	-9.5	9.4	-1.0	-10.8	6.3	-2.1	14.2
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	-13.2	11.0	-9.2	-13.2	7.5	-3.0	17.9
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	3.6	-2.8	61.3

(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	648	701	604	504	730	831	747	607	876	907	778	541	941	938	843	623	1,022	1,010	908	648
GP	346	376	311	245	382	434	395	304	467	485	405	275	502	457	458	291	490	497	472	324
GPM(%)	53.5	53.6	51.5	48.6	52.3	52.2	52.8	50.0	53.3	53.5	52.0	50.8	53.4	48.8	54.4	46.7	47.9	49.2	52.0	50.0
SG&A	213	253	251	271	255	322	293	288	311	345	302	307	341	314	347	298	323	349	349	336
SG&A(%)	33.2	36.2	41.5	53.8	34.9	38.7	39.2	47.4	35.1	38.0	38.7	56.8	36.3	33.3	41.1	47.8	31.6	33.9	39.0	55.0
OP	134	122	61	-26	127	112	102	16	156	140	103.1	-32	161	143	111	-7	166	148	123	-12
OPM(%)	20.7	17.4	10.1	-5.2	17.4	13.5	13.6	2.6	17.8	15.4	13.2	-6.0	17.2	15.2	13.2	-1.2	16.3	14.6	13.6	-1.8
yoy																				
Sales	32.7	91.4	5.3	7.3	12.8	18.6	23.7	20.4	20.0	9.1	4.1	-10.9	7.4	3.4	8.3	15.2	8.6	7.7	7.7	4.0
GP	39.7	96.8	4.0	-0.2	10.3	15.5	26.8	23.9	22.2	11.7	2.5	-9.5	7.6	-5.7	13.2	5.8	-2.5	8.7	3.0	11.4
SG&A	-4.4	43.5	26.4	26.0	20.0	26.9	17.0	6.1	21.8	7.1	2.9	6.7	9.8	-8.8	15.0	-3.0	-5.2	11.0	0.6	12.7
OP	423.3	753.9	-40.0	-187.2	-5.1	-8.2	67.4	-159.9	23.1	24.8	1.3	-305.4	3.2	2.0	8.1	-77.5	3.1	3.4	10.5	63.6

Total IFRS

Sales	988	1,019	927	859	1,074	1,172	1,080	896	1,109	1,147	990	761	1,183	1,175	1,049	861	1,237	1,228	1,088	852
COGs	490	497	474	453	544	607	560	482	552	612	500	372	567	552	482	430	591	552	505	426
GP	499	522	453	406	530	565	520	414	557	535	490	389	616	623	567	432	646	676	584	426
SG&A	315	349	343	381	361	413	398	422	397	443	397	411	452	483	474	468	484	494	452	423
OP	183	174	110	25	169	152	122	-8	160	92	93	-41	163	140	93	-36	163	182	132	3
GPM(%)	50.4	51.3	48.9	47.3	49.4	48.2	48.1	46.2	50.2	46.6	49.5	51.1	52.1	53.0	54.0	50.1	52.2	55.0	53.6	50.0
SG&A(%)	31.9	34.2	37.0	44.3	33.6	35.2	36.9	47.1	35.8	38.6	40.1	54.0	38.3	41.1	45.1	54.3	39.1	40.2	41.5	49.6
OPM(%)	18.5	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.3	-0.9	14.5	8.0	9.3	-5.4	13.8	11.9	8.9	-4.2	13.1	14.8	12.1	0.4
yoy																				
Sales	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	15.0	16.4	4.3	3.3	-2.1	-8.3	-15.1	6.7	2.5	6.0	13.2	4.6	4.5	3.7	-1.1
COGs	20.0	66.5	0.6	11.5	11.0	22.1	18.1	6.5	1.5	0.9	-10.6	-22.8	2.8	-9.8	-3.6	15.4	4.3	0.0	4.6	-0.7
GP	30.6	60.0	1.5	4.1	6.3	8.2	14.7	2.0	5.1	-5.4	-5.8	-6.2	10.6	16.5	15.8	11.1	5.0	8.4	2.9	-1.4
SG&A	0.2	26.2	17.9	18.3	14.5	18.4	16.1	10.8	9.8	7.3	-0.2	-2.7	14.1	9.0	19.3	13.8	6.9	2.2	-4.7	-9.6
OP	172.9	245.6	-29.1	-63.0	-7.9	-12.3	10.4	-131.4	-5.0	-39.7	-24.0	420.5	1.8	52.4	0.9	-12.7	-0.4	29.8	41.2	-108.3

Acushnet 제외 FILA 브랜드

Sales%	34	31	35	41	32	29	31	32	21	21	21	29	20	20	20	28	17	18	17	24
OP %	27	30	45	204	25	26	16	299	3	-52	-11	21	1	-2	-19	80	-2	19	7	499

2023	2024	2025F	2026F	2027F
81.1	67.1	64.7	67.1	67.3
-2.0	-8.1	22.4	10.7	-0.9
2.1	-17.2	-3.6	3.7	0.3

2023	2024	2025F	2026F	2027F
2,351	2,457	2,515	2,641	2,773
1,228	1,256	1,259	1,387	1,457
52.2	51.1	50.1	52.5	52.5
927	952	966	1,077	1,131
39.4	38.8	38.4	40.8	40.8
285	304	296	310	326
12.1	12.4	11.8	11.8	11.8
3.5	4.5	2.4	5.0	5.0
0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
3.2	2.7	1.4	11.5	5.0
1.2	6.6	-2.8	5.0	5.0

2023	2024	2025F	2026F	2027F
3,102	3,344	3,587	3,675	3,688
1,372	1,709	1,782	1,841	1,895
44.2	51.1	49.7	50.1	51.4
1,099	1,300	1,357	1,406	1,459
35.4	38.9	37.8	38.3	39.6
367	408	425	433	440
11.8	12.2	11.9	11.8	11.9
6.4	7.8	7.3	2.4	0.4
4.4	24.5	4.3	3.3	2.9
6.6	18.4	4.4	3.6	3.8
2.9	11.2	4.2	1.8	1.6

4,007	4,269	4,405	4,434	4,505
2,201	2,031	2,074	2,142	2,160
2,056	2,238	2,331	2,292	2,345
1,630	1,877	1,852	1,774	1,809
304	361	479	518	536
51.3	52.4	52.9	51.7	52.1
40.7	44.0	42.0	40.0	40.2
7.6	8.5	10.9	11.7	11.9
-5.1	6.5	3.2	0.6	1.6
0.4	-7.7	2.1	3.3	0.8
1.3	8.8	4.2	-1.7	2.3
2.2	15.2	-1.3	-4.2	2.0
-30.2	18.8	32.9	8.1	3.5

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

신세계인터내셔널(031430)

(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	87.1	104.2	144.3
%sales	35.9	37.2	36.6	38.4	27.3	28.6	29.4	33.2	26.3	28.3	31.4	34.6	26.9	28.2	33.6	35.1
yoy	31.8	27.3	29.3	4.2	-32.6	-33.3	-34.5	-21.2	-4.6	-4.7	-0.1	1.6	0.5	-4.1	12.1	9.0
OP	20.5	23.0	18.8	16.1	4.9	5.6	5.0	9.7	2.7	2.4	5.0	3.7	2.1	1.4	7.2	11.5
OPM	16.2	16.1	13.2	9.7	5.8	5.9	5.4	7.4	3.3	2.6	5.4	2.8	2.6	1.6	6.9	8.0
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	-41.7	44.7	212.0
Domestic div.	90.4	75.9	77.5	104.0	78.7	69.6	56.0	96.3	70.1	61.5	48.9	83.7	60.8	50.5	41.5	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	16.4	13.4	21.6
yoy	31.7	27.4	17.2	60.5	-12.9	-8.3	-27.7	-7.4	-10.9	-11.6	-12.8	-13.1	-13.3	-17.8	-15.0	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	-3.7	-7.1	1.8
OPM	8.8	7.0	2.2	8.4	3.0	4.9	-3.6	5.7	3.9	3.3	-9.5	0.1	-4.6	-7.3	-17.1	2.0
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	-285.0	52.6	2665.9
Cosmetic div	75.5	91.6	96.1	85.7	91.9	96.6	94.0	96.8	104.3	105.3	95.1	110.2	113.1	115.6	111.1	120.4
%sales	21.4	23.9	24.8	19.9	29.4	28.9	29.8	24.7	33.7	32.8	32.1	28.8	37.2	37.5	35.8	29.3
yoy	-18.0	12.5	13.5	8.2	21.7	5.5	-2.2	13.0	13.5	9.0	1.2	13.8	8.4	9.8	16.8	9.3
비디비치 >> 자체 브랜드	19.2	26.6	28.6	17.2	20.3	24.3	19.1	15.3	23.9	27.1	23.9	36.4	39.2	41.9	31.5	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	54.6	31.8	7.7
제조	16.4	23.2	27.0	13.1	18.0	19.3	16.1	11.3	23.9	27.1	23.9	36.4	39.2	41.8	31.5	38.2
스위스퍼펙션	3.0	3.1	1.4	1.3	1.8	3.5	1.7	3.0	2.9	2.8	2.8	2.3	2.7	2.2	1.6	2.8
기타(내부 조정)	-0.2	2.3	2.4	2.7	1.1	1.5	1.3	1.0	-2.9	-2.8	-2.8	-2.3	-2.7	-2.1	-1.6	-1.8
수입화장품	59.4	68.1	69.8	72.2	71.6	72.3	75.4	81.5	80.4	78.2	71.2	73.8	73.9	73.7	79.6	81.2
yoy	4.4	15.4	10.1	20.3	20.5	6.2	8.0	12.9	12.3	8.2	-5.6	-9.4	-8.1	-5.8	11.8	10.0
OP	7.3	7.2	4.1	-2.7	5.0	6.8	5.0	-1.5	6.5	6.0	1.7	-3.3	6.9	0.0	-0.2	1.2
OPM	9.7	7.9	4.3	-3.2	5.4	7.0	5.3	-1.5	6.2	5.7	1.8	-3.0	6.1	0.0	-0.2	1.0
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	-100.0	-111.5	-136.0
Life style	56.7	70.1	69.8	70.4	56.9	72.2	72.0	69.2	53.7	63.3	59.1	56.0	48.7	55.4	53.7	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	18.0	17.3	14.0
yoy	5.4	12.8	4.0	3.2	0.4	3.0	3.2	-1.7	-5.6	-12.3	-17.9	-19.1	-9.3	-12.5	-9.1	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	0.1	-1.9	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	0.2	-3.5	1.0

(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	309	310	411
COGS	140	141	158	170	116	125	129	156	117	119	117	149	113	120	129	169
GP	213	243	230	260	196	209	186	236	193	202	179	234	191	189	182	242
SG&A	179	205	205	241	186	191	180	222	182	189	177	233	186	191	184	236
OP	33	39	24	19	10	18	6	14	11	13	2	0	5	-2	-2	5
%COGS	39.7	36.6	40.7	39.5	37.2	37.4	41.0	39.8	37.7	37.0	39.6	38.9	37.2	38.8	41.5	41.2
%GP	60.3	63.4	59.3	60.5	62.8	62.6	59.0	60.2	62.3	63.0	60.4	61.1	62.8	61.2	58.5	58.8
%SG&A	50.9	53.3	53.0	56.0	59.5	57.1	57.1	56.6	58.7	58.9	59.7	61.0	61.3	62.0	59.2	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	-0.7	-0.6	1.3
yoy																
Sales	3.0	12.7	10.6	3.0	-11.4	-13.1	-18.5	-8.8	-0.9	-3.9	-6.3	-2.6	-1.7	-3.8	4.9	7.5
OP	55.6	46.0	71.0	-35.8	-69.0	-52.5	-75.1	-27.2	8.9	-27.8	-65.4	-97.9	-58.3	-117.3	-196.1	1703.9

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
477	577	404	398	417	447	478
32.9	37.1	29.8	30.4	31.3	37.4	37.4
21.0	21.0	-30.0	-1.6	5.0	7.0	7.0
57.8	78.4	25.2	13.8	22.2	39.0	42
12.1	13.6	6.2	3.5	5.3	8.7	8.7
122.7	35.6	-67.9	-45.3	61.5	75.2	7.0

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
259	348	301	264	242	255	268
17.9	22.4	22.2	20.2	18.1	21.3	21.0
-1.1	34.2	-13.6	-12.1	-8.5	5.4	5.4
-2.4	23.7	9.3	0.1	-11.8	3.5	3.7
-0.9	6.8	3.1	0.0	-4.9	1.4	1.4
-82.6	-1097.1	-60.8	-98.8	적전	흑전	6.1

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
337	349	379	415	460	494	531
23.3	22.5	28.0	31.7	34.5	41.3	41.6
1.3	3.4	8.7	9.4	10.9	7.4	7.4
88	92	79	111	152	167	187
	4.1	-13.8	40.9	36.4	9.8	12.1
	80	65	111	151	158	172
	9	10	11	9	13	17
	7	5	-11	-8	-5	-2
239	270	301	304	308	327	344
25.9	12.6	11.6	0.9	1.6	6.2	5.0
28.8	15.9	15.3	10.9	11.3	21	44
8.5	4.6	4.0	2.6	2.5	4.3	8.3
-13.1	-44.9	-3.8	-28.8	3.7	86.4	108.2

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
251	267	270	232	215		
17.3	17.2	20.0	17.7	16.1		
11.5	6.2	1.2	-14.1	-7.2		
-3.7	0.4	-2.0	2.0	1.2		
-1.5	0.1	-0.7	0.9	0.6		

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
1,451	1,554	1,354	1,309	1,334	1,195	1,277
593	608	527	501	531	468	500
857	946	828	824	803	727	777
765	831	779	775	798	688	732
92	115	49	27	6	40	45

2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
40.9	39.1	38.9	38.3	39.8	39.1	39.1
59.1	60.9	61.1	63.0	60.2	60.9	60.9
52.8	53.5	57.5	59.2	59.8	57.5	57.3
6.3	7.4	3.6	2.1	0.4	3.3	3.5
9.5	7.1	-12.8	-3.4	2.0	-10.4	6.8
172.4	25.3	-57.7	-44.9	-78.7	594.0	14.1

신세계인터내셔널(031430) : CEO 교체

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

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

Appendix. 편의점 산업

일본 편의점	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액(조원)	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 : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기

외국인에게 보여진 서울 이미지



자료: 에어비앤비, 대신증권 Research Center

독일 여성 관광객 서울 여행 후기

← annfedieva :

 Hanna
1,829 게시물 2.6만 팔로워 92 팔로잉

디지털 크리에이터
— thoughts on life, chronic migraines, my dog Shoni and all things pretty 🌸
— based in Berlin
💌 hannadaily.pr@gmail.com
🔗 linktr.ee/annfedieva
@ annfedieva

자료: 대신증권 Research Center

독일 여성 관광객 서울 여행 - 항목별 평가



자료: 대신증권 Research Center

음식

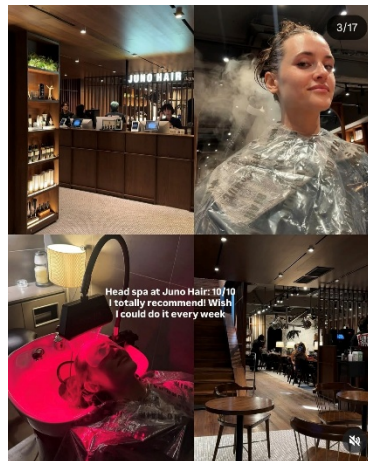


Food:10/10

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

자료: 대신증권 Research Center

미용실 - 준오헤어



Head spa at Juno
Hair:10/10

I totally recommend! Wish I could do it every week

자료: 대신증권 Research Center

날씨



Heat and 82% humidity:2/10

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

자료: 대신증권 Research Center

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

베이커리(명동 갓 구운 빵공장)

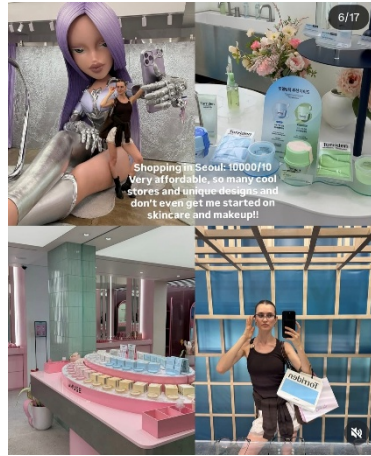


Salt bread :100/10

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

자료: 대신증권 Research Center

쇼핑



Shopping in Seoul :10000/10

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

자료: 대신증권 Research Center

호텔(롯데 명동호텔)



Lotte Hotel at Myeondong :10/10

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

자료: 대신증권 Research Center

호텔(아난티 강남)

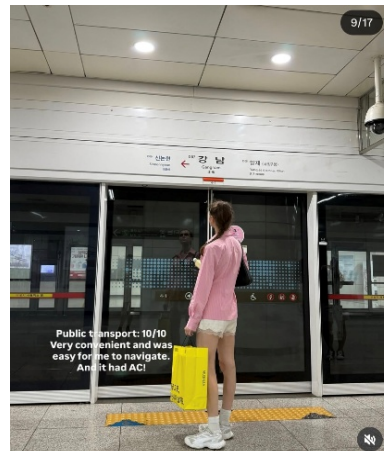


Ananti at Gangnam Hotel:1000/10

What a unique and gorgeous hotel!

자료: 대신증권 Research Center

지하철

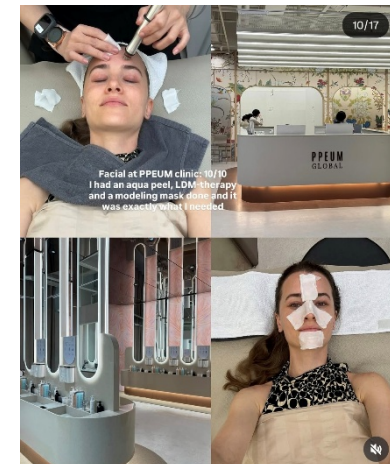


Public transport :10/10

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

자료: 대신증권 Research Center

피부과 클리닉(뽀뽀 클리닉)



Facial at PPEUM clinic :10/10

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

자료: 대신증권 Research Center

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

식당

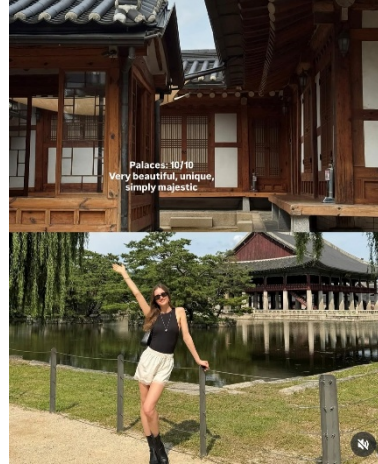


Portion sizes: 9/10

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

자료: 대신증권 Research Center

관광지



Places: 10/10

Very beautiful, unique, simply majestic!

자료: 대신증권 Research Center

편의점(세븐일레븐)



Food at 7-Eleven: 7/10

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

자료: 대신증권 Research Center

공항버스

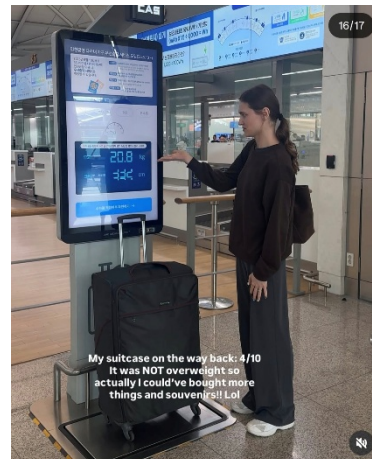


Airport bus: 100/10

The most luxurious bus in my life

자료: 대신증권 Research Center

쇼핑을 덜 한데 대한 아쉬움



My suitcase on the way back: 4/10

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

자료: 대신증권 Research Center

총평



Leaving Korea after a week: -100:10

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

자료: 대신증권 Research Center

감사합니다