

Neutral
(Maintain)화장품/섬유의복 Analyst
조소정 sojcho@kiwoom.com

Compliance Notice

- 당사는 4월 21일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

섬유의복

1Q25 Preview: 중국에 슬슬 주목할 때



1분기 브랜드사들의 실적은 내수 시장 노출도가 높을수록 부진할 것으로 예상. 수출 비중이 있는 업체는 상대적으로 양호할 전망. 이 흐름은 당분간 지속될 듯. 한편 OEM 업체는 스포츠/아웃도어 고객사를 둔 업체만 성장하고, 그 외 중저가/캐주얼 의류 생산 업체는 부진할 것으로 예상. 주요 생산 품목과 고객사의 경기 민감도에 따라 실적 차별화 현상 발생 전망. 앞으로 관세 이슈는 OEM업체 주가에 부담으로 작용할 듯. 내수와 OEM은 트레이딩 관점에서 접근할 것을 권함.

>>> 1Q25 브랜드사: 내수보다는 수출이 좋음

1분기 브랜드사들의 실적은 내수 시장 노출도가 높을수록 부진할 가능성이 크다. 이번 분기에도 국내 소비 침체가 이어졌기 때문이다. 반면, 수출 비중이 높은 브랜드사는 상대적으로 내수 부진의 영향이 제한적일 것으로 예상된다.

- 신세계인터내셔널: 매출 Flat, 영업이익 -54%, OPM -1.9%p
- 한섬: 매출 -6%, 영업이익 -25%, OPM -1.7%p
- F&F: 매출 -3%, 영업이익 -12%, OPM -2.3%p (중국 매출 +5%)

>>> 1Q25 OEM: 스포츠/아웃도어 OEM 성장 예상

1분기에는 스포츠/아웃도어 브랜드를 주요 고객사로 둔 OEM 업체들만이 실적 성장 흐름을 이어갈 전망이다. 스포츠/아웃도어 카테고리는 경기 민감도가 상대적으로 낮아, 매크로 불확실성에도 불구하고 안정적인 오더 흐름이 이어지고 있다. 실제로 롤루레몬, 아크테릭스, 아디다스 등 주요 브랜드사들은 양호한 실적과 재고 투자 기조를 유지 중이다. (후면 P4~5 테이블 참고) 이에 영원무역과 화승엔터프라이즈는 1분기에도 견조한 실적 성장세를 이어갈 것으로 보인다.

반면, 중저가/캐주얼 의류 비중이 높은 OEM 업체는 부진할 전망이다. 한세실업의 경우, 중저가/캐주얼 카테고리 특성상 경기 민감도가 높아 수요 회복이 더딘 상황이다. 일부 브랜드사향 오더가 매출 감소를 일부 상쇄하겠지만, 달러 매출은 전년과 유사한 수준에 그칠 가능성이 크다. 특히 수주량 감소에 따른 고정비 부담 증가로 인해 이익은 전년 대비 감소할 전망이다.

- 한세실업: 매출 +9%, 영업이익 -34%, OPM -3.7%p
- 영원무역: 매출 +10%, 영업이익 +22%, OPM +1.0%p (OEM사업: 매출 +18%, 영업이익 +15%)
- 화승엔터프라이즈: 매출 +25%, 영업이익 +183%, OPM +2.0%p

>>> 섬유의복 업종 투자의견 중립, 최선호주는 F&F

내수 중심의 사업 구조를 지닌 브랜드사들은 당분간 뚜렷한 실적 반등이 어렵다. 현재 실적 부진의 가장 큰 원인은 소비 위축인데, 단기적으로 소비 회복 가능성이 제한적이기 때문이다. 다만 현재 국회에서 논의 중인 추경 계획안에 내수 진작을 위한 정책들이 대거 포함되어 있어, 이에 대한 기대감이 주가 반등으로 이어질 수는 있다. 따라서 신세계인터내셔널과 한섬 등 내수 브랜드사는 단기 트레이딩 관점에서 접근할 것을 추천한다.

한편 의류 OEM 업체들은 미국의 관세 인상 정책이 현실화될 경우 타격이 불가피하다. 국내 주요 OEM 업체들의 생산기지는 대부분 동남아시아(베트남, 방글라데시 등)에 위치하고 있으며, 아직 해당 국가들과 미국 간의 관세율 및 적용 시기는 확정되지 않았다. 관세가 약 10%에 머무를 경우 OEM 업체의 수익성 영향은 제한적일 수 있으나, 이보다 높은 수준으로 인상될 경우 고객사들이 비용 분담을 요구할 가능성이 있다. 이에 향후 OEM 업체의 주가는 관세 관련 뉴스플로우에 따라 변동성이 확대될 수 있으며, 역시 트레이딩 관점에서 접근할 것을 권한다.

섬유 의복 업종 전반에 대해 투자 의견 '중립'을 유지, F&F를 최선호주로 제시한다. F&F는 내수 비중이 비교적 낮고, 중국 시장 중심의 성장 모멘텀이 뚜렷하다. 1분기 중국의 의류·신발 등 소매판매는 전년 동기 대비 +3.4% 증가했으며, 소비 경기 또한 점진적인 회복세를 보이고 있다. 2025년에도 MLB의 탄탄한 브랜드 수요와 Discovery 채널 확장(연내 100개 매장 목표)에 힘입어 지속적인 성장이 기대된다.

섬유 의복 산업 주요 업체 1Q25 실적 정리 (십억원)

	1Q25			YoY			컨센서스			차이		
	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM
F&F	489.4	114.6	23.4%	-3%	-12%	-2.3%	497.6	120.3	24.2%	-2%	-5%	-0.8%
신세계 인터내셔널	312.2	5.2	1.7%	1%	-54%	-1.9%	313.1	10.8	3.4%	0%	-52%	-1.8%
한섬	368.9	24.2	6.6%	-6%	-25%	-1.7%	396.8	30.6	7.7%	-7%	-21%	-1.1%
한세실업	450.0	25.2	5.6%	9%	-34%	-3.7%	445.7	31.3	7.0%	1%	-20%	-1.4%
영원무역	781.4	86.4	11.1%	10%	22%	1.0%	811.8	74.0	9.1%	-4%	17%	1.9%
화승엔터 프라이즈	430.5	15.1	3.5%	25%	183%	2.0%	451.3	19.1	4.2%	-5%	-21%	-0.7%

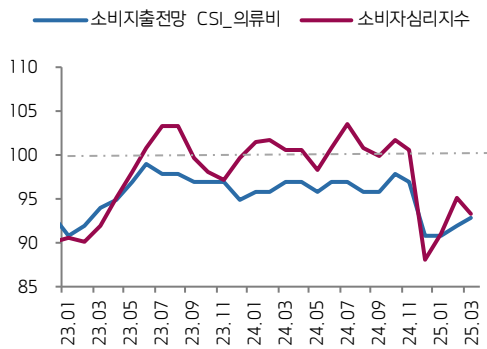
자료: FnGuide, 키움증권리서치

섬유·의복 산업 주요 업체 연간 실적 정리

		키움증권			컨센서스			괴리율			멀티플
		매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익	OPM	PER (배)
F&F	25E	2,006.3	484.0	24.1%	1,981.3	473.1	23.9%	1.3%	2.3%	0.2%	7.0
	26E	2,219.1	545.9	24.6%	2,090.7	518.2	24.8%	6.1%	5.3%	-0.2%	6.4
신세계	25E	1,354.4	33.9	2.5%	1,359.9	44.5	3.3%	-0.4%	-23.8%	-0.8%	7.8
인터내셔널	26E	1,383.8	51.6	3.7%	1,417.1	59.3	4.2%	-2.4%	-13.0%	-0.5%	6.5
한섬	25E	1,366.4	63.1	4.6%	1,510.1	77.0	5.1%	-9.5%	-18.0%	-0.5%	5.9
	26E	1,434.8	94.9	6.6%	1,568.8	89.7	5.7%	-8.5%	5.8%	0.9%	5.0
한세실업	25E	1,891.0	132.4	7.0%	1,914.9	152.0	7.9%	-1.2%	-12.9%	-0.9%	4.4
	26E	1,947.8	155.8	8.0%	2,000.7	174.0	8.7%	-2.6%	-10.4%	-0.7%	3.6
영원무역	25E	3,381.0	410.8	12.2%	3,737.5	488.2	13.1%	-9.5%	-15.8%	-0.9%	5.0
	26E	3,456.0	538.7	15.6%	3,901.0	554.3	14.2%	-11.4%	-2.8%	1.4%	4.6
화승엔터	25E	1,915.7	105.2	5.5%	1,902.1	117.3	6.2%	0.7%	-10.3%	-0.7%	5.4
프라이즈	26E	2,051.6	127.2	6.2%	2,105.9	142.0	6.7%	-2.6%	-10.4%	-0.5%	4.2

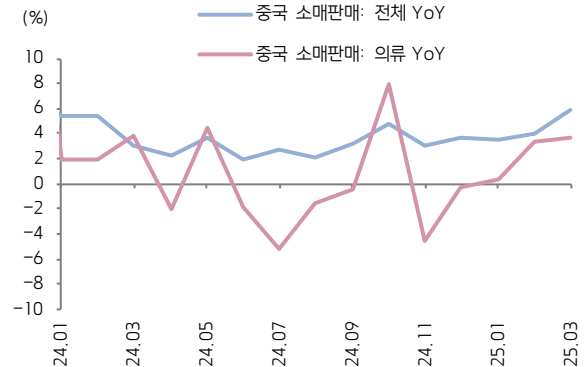
자료: FnGuide, 키움증권리서치

국내 소비자심리지수 (전체/CSI의류)



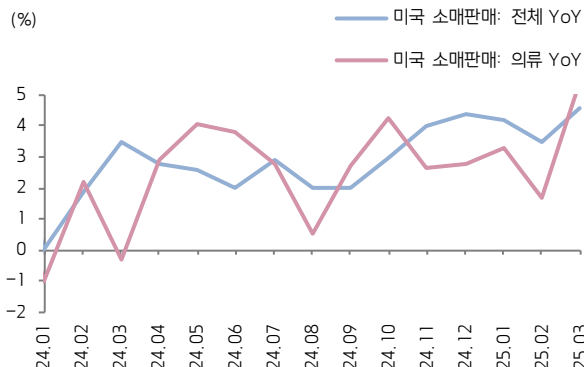
자료: 통계청, 키움증권리서치

중국 소매판매 YoY (의류 등)



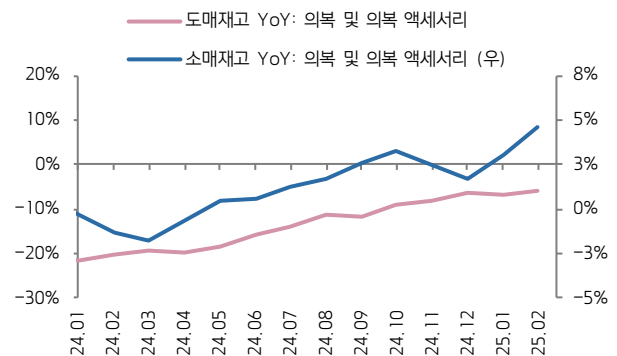
자료: 중국 국가통계국, 키움증권리서치

미국 소매판매 YoY 추이 (전체/의류)



자료: Bloomberg, 키움증권리서치

미국 의류 도매/소매 재고 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권리서치

국내 의류 OEM 관련 북미 상장 업체 최근 실적 코멘트 정리

날짜	업체	컨퍼런스 콜 내용
1/29	VF (노스페이스)	3Q25 실적 - 분기 매출: -16% (노스페이스 -6%) - 지역별: 미국 -16%, EMEA +4%, APAC +1% (노스페이스: 미국 -17%, EMEA +7%, APAC +6%) - 전체 재고: -20% (노스페이스 작년대비 재고 정상화 중, 특히 북미에서 재고 소진 위해 프로모션 확대) 가이드 - FY25 매출 -LSD% (하반기 플랫 예상) - FY26 매출 성장 기대
2/20	Walmart	4Q25 실적 - 분기 매출 +6% (동일점 +4%) - 의류 카테고리 매출은 감소 - 전체 재고: -4.5% (의류/일반 상품 중심 축소) 가이드 - FY26 매출 +3~4% 성장 기대
2/25	Amer Sports (아크테릭스)	4Q24 실적 - 분기 매출: +26% (아크테릭스 +35%) - 지역별: 미국 +27%, EMEA +49%, APAC+40% - 채널별: DTC +39%, 도매 +25% - 재고: -4% 감소 (하반기부터 핵심 브랜드 중심 재고 감소 추세) 가이드 - FY25 매출 +MT% (아크테릭스 +DD%) - 아크테릭스는 동사 내 성장률이 가장 가파를 듯, 중국/유럽 채널 내 신규 출점 확대 지속 계획
3/5	Adidas	4Q24 실적 - 분기 매출: -8% (환증립 +1%) - 지역별: 북미 -21%, 아태 -6%, EMEA -1%, 라틴아메리카 +6%, 중국 +37% - 채널별: DTC +4% (이커머스 +8%), 도매 -1% - 전체 재고: -24% (정상화 완료, 북미 재고 -50% 축소) 가이드 - FY25 매출 +HSD% - 북미 매출은 하반기부터 기대 - 중국 성장세 긍정적, 퍼포먼스 카테고리에 집중 예정
3/5	Target	4Q24 실적 - 분기 매출: +1.7% (동일점 -4%) - 의류 매출 +1.6% 성장했으나 P 감소로 약세 지속, 백 투 스쿨 및 연말 시즌에서 가벼운 회복 조짐 - 전반적으로 고객들은 가격에 예민한 모습 - 전체 재고: -4% (의류 재고 -DD% 감소) 가이드 - FY25 동일점 -3%~+1% - 향후 의류는 제품 구성과 가격대를 더 유연하게 운영 계획

3/6	GAP	4Q24 실적 - 분기 매출: +1% (동일점 +3%) - 지역별: 북미 -1% (북미 판매량 감소했으나 P 인상으로 방어), 해외 +4% - 브랜드별: Old Navy +6%, Gap +4%, Banana Rep. -2%, Athleta -4% - 전체 재고: -16% (재고 수준 양호하다고 코멘트) 가이드스 - FY25 매출 Flat~LSD% 성장 예상
3/20	Lululemon	4Q24 실적 - 분기 매출: +13% - 지역별: 미국 +1%, 캐나다 +11%, 해외 +22% - 채널별: 오프라인 +13%, 온라인 +4% - 카테고리별: 남성 +12%, 여성 +6%, 기타 +9% - 전체 재고: +9% YoY (가이드스 LT 대비 소폭 하회, 재고 수준 양호) 가이드스 - FY25 매출 +5%~7% - 미국 매출은 긍정적, 중국 +20~30%, 기타 +20% - 1분기 재고 +HT% 증가 전망 (기저효과)
3/27	Nike	3Q25 실적 - 분기 매출: -9% - 채널별: DTC -10% (온라인 -15%, 오프라인 -2%), 도매 -4% - 지역별: 북미 -4% (D2C -10%, 도매 +3%) EMEA -6%, 중국 -15% - 전체 재고: -2% (재고 수준 아직 높음, D2C 선매입이 원인) 가이드스 - 4Q25 매출: -MT% (가이드스 하단 예상) - FY26 부터 Win Now 전략 추진, 상반기는 재고 정리 여파 있고, 하반기부터 점진적인 회복 예상

자료: 각 업체, 키움증권리서치

1) F&F 1Q Preview

투자의견 BUY 유지,
TP 90,000원 상향조정

F&F의 1분기 매출액은 4,894억원 (-3% YoY), 영업이익은 1,146억원 (-12% YoY, OPM 23.4%) 시장예상치에 부합할 전망이다. 중국향 실적은 점차 좋아지는 흐름이 보이나, 내수 실적은 아직 부진하다.

국내: 1분기 내수는 -9%, 면세는 -16% 감소를 예상한다. 내수와 면세 둘다 채널이 부진한 영향이 크다. 내수는 국내 의류 경기 부진 영향이 컸고, 면세는 B2B 채널이 축소된 영향이 있었다. 상대적으로 브랜드 디스커버리의 매출 하락폭이 컸는데, 경기 부진에도 불구하고 할인을 축소했기 때문인 것으로 파악된다.

중국: 1분기 중국 법인 매출 +5% 성장을 예상한다. 현지 의류 경기는 3월부터 회복세가 나타나고 있다. MLB는 오프라인 매장 효율화 작업이 지속되면서 15개 매장이 축소되었고, 1분기 말 기준 매장 수는 1,099개로 추정된다. 한편 디스커버리의 매장 수는 총 6개로, 이번 분기는 1개 매장이 늘었다.

올해 실적은 상저하고 흐름을 보일 것으로 예상된다. 중국 지역에서의 성장이 하반기부터 본격화될 것으로 기대되기 때문이다. 현지 소비 경기가 점진적으로 회복세를 보일 것으로 전망되는 가운데, 핵심 성장 동력으로 기대되는 디스커버리의 신규 출점이 하반기에 집중될 예정이다. 아웃도어 브랜드 특성상 주력 제품군이 F/W 시즌에 집중되어 있어, 성수기인 하반기를 겨냥한 출점 및 마케팅 집행이 이루어질 것으로 보인다. 동사는 올해 말까지 중국 내 디스커버리 오프라인 매장을 100개 수준으로 확대할 계획이며, 매장 수 증가와 브랜드 수요 확산에 따라 성장 모멘텀이 본격화될 것으로 판단한다. 브랜드사 중 최선후주 의견을 유지한다.

F&F 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	507.0	391.5	451.0	546.4	489.4	388.7	512.5	615.7	1,895.9	2,006.3	2,219.1
	+2%	-3%	-8%	-6%	-3%	-1%	+14%	+13%	-4.2%	+6%	+11%
(채널) 면세	41.2	38.4	30.7	40.3	34.8	35.1	32.5	40.3	150.6	142.7	136.8
	-12%	-14%	-17%	-25%	-16%	-9%	+6%	+0%	-18%	-5%	-4%
내수	177.1	158.3	117.1	243.2	160.6	155.4	115.3	245.3	695.7	692.2	698.8
	-11%	-9%	-14%	-12%	-9%	-2%	-2%	+1%	-11%	-0%	+1%
해외	266.2	179.6	282.5	239.5	293.1	196.7	360.7	323.2	967.8	1,173.7	1,383.6
	+10%	+1%	-6%	+2%	+10%	+10%	+28%	+35%	+1%	+21%	+18%
(브랜드) MLB	235.2	162.3	314.5	220.0	228.8	159.0	316.3	220.0	932.0	999.5	1,046.8
	-8%	-20%	-13%	-13%	-3%	-2%	+1%	+0%	-13%	+7%	+5%
면세	35.5	33.1	25.0	30.5	29.1	29.8	26.8	30.5	124.1	116.2	110.3
	+0%	-16%	-19%	-31%	-18%	-10%	+7%	+0%	-21%	-6%	-5%
내수	55.3	58.4	46.2	58.0	55.3	58.4	46.2	58.0	217.9	217.9	224.4
	-19%	-16%	-17%	-12%	+0%	+0%	+0%	+0%	-16%	+0%	+3%
MLB Kids	30.3	19.8	27.1	26.2	29.4	19.1	26.5	25.3	103.4	100.2	100.2
	+3%	-15%	-13%	-19%	-3%	-4%	-2%	-4%	-11%	-3%	+0%
Discovery	106.7	87.4	62.6	175.8	92.2	86.8	65.5	183.1	432.5	443.2	492.5
(수출 포함)	-4%	-1%	-11%	-10%	-14%	-1%	+5%	+4%	-7%	+2%	+11%
영업이익	130.2	91.8	108.3	120.4	114.6	81.2	136.6	151.6	450.7	484.0	545.9
YoY	-13%	-17%	-27%	-16%	-12%	-12%	+26%	+26%	-18.3%	+7%	+13%
OPM	25.7%	23.4%	24.0%	22.0%	23.4%	20.9%	26.6%	24.6%	23.8%	24.1%	24.6%
순이익	96.3	74.0	79.8	105.9	85.1	60.2	110.0	127.1	356.0	382.3	428.8
YoY	-19%	-15%	-33%	+6%	-12%	-19%	+38%	+20%	-16%	+7%	+12%
NPM	19.0%	18.9%	17.7%	19.4%	17.4%	15.5%	21.5%	20.6%	18.8%	19.1%	19.3%

자료: F&F, 키움증권 리서치

F&F 해외 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
해외	261.2	171.7	265.8	233.5	275.7	184.7	333.7	276.7	932.2	1,070.9	1,222.7
	+15%	+8%	-4%	+3%	+6%	+8%	+26%	+19%	+5%	+15%	+14%
MLB 중국	239.0	154.5	250.2	213.2	251.5	164.5	309.6	241.9	857.8	967.5	1,015.9
	+15%	+10%	-4%	+4%	+5%	+6%	+24%	+13%	+6%	+13%	+5%
오프라인	215.1	132.9	235.2	170.6	226.4	141.4	291.8	193.5	753.7	851.4	893.9
	+15%	+13%	-4%	+0%	+5%	+6%	+24%	+13%	+5%	+13%	+5%
온라인	23.9	21.6	15.0	42.6	25.2	23.0	17.8	48.4	103.2	116.1	121.9
	+15%	-2%	+5%	+23%	+5%	+6%	+18%	+13%	+12%	+13%	+5%
MLB 홍콩	22.2	17.2	15.6	20.3	22.2	17.2	16.1	20.9	75.3	76.4	81.3
	+15%	-9%	-11%	-4%	+0%	+0%	+3%	+3%	-2%	+1%	+6%
Discov 중국	-	-	-	1.0	2.0	3.0	8.1	14.0	-	27.0	125.6
	-	-	-	-	-	-	-	+1295%	-	-	+365%

자료: F&F, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978.5	1,896.0	2,006.3	2,219.1	2,401.1
매출원가	632.3	649.0	693.7	776.7	840.4
매출총이익	1,346.2	1,247.0	1,312.6	1,442.4	1,560.7
판관비	794.4	796.3	828.6	896.5	970.0
영업이익	551.8	450.7	484.0	545.9	590.7
EBITDA	625.7	551.9	589.6	540.6	624.8
영업외손익	3.1	26.6	25.8	25.8	25.8
이자수익	5.9	6.8	42.2	66.0	89.1
이자비용	11.5	11.8	14.8	17.7	17.7
외환관련이익	16.0	22.9	14.4	14.4	14.4
외환관련손실	12.3	13.9	11.5	11.5	11.5
종속 및 관계기업손익	7.7	28.0	28.0	28.0	28.0
기타	-2.7	-5.4	-32.5	-53.4	-76.5
법인세차감전이익	554.9	477.3	509.8	571.7	616.5
법인세비용	129.9	121.3	127.4	142.9	154.1
계속사업순손익	425.0	356.0	382.3	428.8	462.4
당기순이익	425.0	356.0	382.3	428.8	462.4
지배주주순이익	425.1	360.4	382.3	428.8	462.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.4	-4.2	5.8	10.6	8.2
영업이익 증감율	5.1	-18.3	7.4	12.8	8.2
EBITDA 증감율	3.4	-11.8	6.8	-8.3	15.6
지배주주순이익 증감율	-3.8	-15.2	6.1	12.2	7.8
EPS 증감율	-3.8	-15.2	6.1	12.2	7.8
매출총이익율(%)	68.0	65.8	65.4	65.0	65.0
영업이익률(%)	27.9	23.8	24.1	24.6	24.6
EBITDA Margin(%)	31.6	29.1	29.4	24.4	26.0
지배주주순이익률(%)	21.5	19.0	19.1	19.3	19.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	477.0	398.8	636.6	385.3	464.2
당기순이익	425.0	356.0	382.3	428.8	462.4
비현금항목의 가감	205.5	202.4	178.1	61.7	89.3
유형자산감가상각비	66.5	78.6	76.1	-30.7	12.4
무형자산감가상각비	7.3	22.5	29.6	25.3	21.7
지분법평가손익	-7.8	-33.1	-28.0	-28.0	-28.0
기타	139.5	134.4	100.4	95.1	83.2
영업활동자산부채증감	-13.1	-24.1	163.4	-23.4	-17.5
매출채권및기타채권의감소	14.5	-9.6	-9.5	-18.3	-15.7
재고자산의감소	-19.2	30.2	124.4	-21.3	-18.2
매입채무및기타채무의증가	-21.6	-22.8	15.6	22.1	21.5
기타	13.2	-21.9	32.9	-5.9	-5.1
기타현금흐름	-140.4	-135.5	-87.2	-81.8	-70.0
투자활동 현금흐름	-100.3	-452.9	13.6	13.6	13.5
유형자산의 취득	-23.2	-434.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-50.7	-64.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	16.6	-0.3	-0.3	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	-0.1	14.7	-0.7	-0.8	-0.8
기타	-24.9	14.7	14.6	14.7	14.6
재무활동 현금흐름	-261.3	-44.9	-28.2	6.9	-86.5
차입금의 증가(감소)	-164.6	107.7	90.0	90.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-33.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-61.0	-64.8	-63.9	-28.7	-32.2
기타	-35.7	-54.4	-54.3	-54.4	-54.3
기타현금흐름	2.6	-1.1	40.4	40.4	40.4
현금 및 현금성자산의 순증가	118.0	-100.2	662.4	446.2	431.5
기초현금 및 현금성자산	102.0	220.0	119.8	782.3	1,228.4
기말현금 및 현금성자산	220.0	119.8	782.3	1,228.4	1,659.9

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	745.6	636.8	1,187.2	1,676.2	2,145.0
현금 및 현금성자산	220.0	119.8	782.3	1,228.4	1,659.9
단기금융자산	21.7	6.9	7.6	8.4	9.2
매출채권 및 기타채권	148.5	163.3	172.8	191.2	206.8
재고자산	341.1	325.0	200.6	221.9	240.1
기타유동자산	14.3	21.8	23.9	26.3	29.0
비유동자산	1,259.5	1,649.1	1,571.8	1,605.5	1,599.7
투자자산	654.1	665.6	693.9	722.2	750.6
유형자산	135.2	501.3	425.2	455.9	443.6
무형자산	177.7	213.7	184.1	158.8	137.0
기타비유동자산	292.5	268.5	268.6	268.6	268.5
자산총계	2,005.1	2,285.9	2,759.0	3,281.6	3,744.7
유동부채	486.9	522.1	587.7	659.8	681.3
매입채무 및 기타채무	248.3	198.9	214.5	236.6	258.1
단기금융부채	86.4	203.6	253.6	303.6	303.6
기타유동부채	152.2	119.6	119.6	119.6	119.6
비유동부채	200.5	186.5	226.5	266.5	266.5
장기금융부채	173.0	157.4	197.4	237.4	237.4
기타비유동부채	27.5	29.1	29.1	29.1	29.1
부채총계	687.4	708.6	814.2	926.3	947.8
지배지분	1,290.5	1,562.2	1,929.7	2,340.2	2,781.8
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	317.5	317.5	317.5	317.5	317.5
기타자본	-19.1	-52.5	-52.5	-52.5	-52.5
기타포괄손익누계액	0.5	10.0	23.9	37.9	51.8
이익잉여금	987.8	1,283.4	1,637.0	2,033.5	2,461.2
비지배지분	27.2	15.1	15.1	15.1	15.1
자본총계	1,317.7	1,577.3	1,944.8	2,355.3	2,796.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,096	9,408	9,981	11,194	12,070
BPS	33,689	40,781	50,375	61,091	72,618
CFPS	16,458	14,576	14,631	12,805	14,402
DPS	1,700	1,700	765	858	925
주가배수(배)					
PER	8.0	5.8	6.3	5.6	5.2
PER(최고)	14.0	9.5	7.5		
PER(최저)	7.1	5.0	5.4		
PBR	2.65	1.33	1.25	1.03	0.86
PBR(최고)	4.62	2.19	1.48		
PBR(최저)	2.35	1.16	1.07		
PSR	1.73	1.10	1.20	1.08	1.00
PCFR	5.4	3.7	4.3	4.9	4.4
EV/EBITDA	5.5	4.2	3.5	3.2	2.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	15.3	17.9	7.5	7.5	7.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	3.1	1.2	1.4	1.5
ROA	23.8	16.6	15.2	14.2	13.2
ROE	38.4	25.3	21.9	20.1	18.1
ROIC	75.1	37.6	35.5	44.6	48.1
매출채권회전율	12.8	12.2	11.9	12.2	12.1
재고자산회전율	6.2	5.7	7.6	10.5	10.4
부채비율	52.2	44.9	41.9	39.3	33.9
순차입금비용	1.3	14.9	-17.4	-29.5	-40.3
이자보상배율	47.8	38.1	32.7	30.8	33.3
총차입금	259.4	361.1	451.1	541.1	541.1
순차입금	17.7	234.3	-338.8	-695.8	-1,128.1
NOPLAT	625.7	551.9	589.6	540.6	624.8
FCF	400.8	-81.2	632.1	380.7	459.6

2) 신세계인터내셔널 1Q Preview

투자의견 BUY 유지,
TP 12,000원 하향조정

신세계인터내셔널의 1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다. 매출액은 3,122억원(Flat), 영업이익은 52억원(-54% YoY, OPM 1.7%)으로, 내수 경기 침체와 고환율 영향이 실적에 부담으로 작용한 것으로 보인다.

의류: 의류 매출은 1,514억원(-7% YoY)으로 추정되며, 수입 브랜드는 전년 수준을 유지한 반면, 국내 브랜드는 -15%로 크게 감소한 것으로 예상된다. 일부 고가 브랜드나 인기 브랜드는 견조한 흐름을 보였으나, 전반적인 소비 위축 영향이 컸다.

의류 외: 화장품 부문은 1,224억원(+17% YoY)으로 성장세를 유지할 전망이다. 수입 브랜드 일부의 채널 축소 영향이 있었지만, 어뮤즈 연결 효과와 자체 브랜드들의 성장이 이를 상쇄한 것으로 보인다. 생활용품 부문은 489억원(-9% YoY)으로 부진한 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 내수 소비 둔화 영향이 전반적인 매출 감소로 이어졌다.

전반적으로 내수 소비 위축과 고환율 등 비우호적인 영업 환경이 지속되고 있다. 단기적으로는 보수적인 접근이 불가피하지만, 향후 추경 혹은 내수 진작 관련 정책 발표 시 투자심리가 회복될 가능성이 크다. 내수 소비 회복 기대감에 따라 변동성이 확대될 수 있기에, 트레이딩 관점에서 접근해보자.

신세계인터내셔널 세부 실적 추이 전망

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출		309.4	320.9	296.0	382.3	312.2	331.7	312.4	398.1	1,308.6	1,354.4	1,383.8
	YoY	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	+0.9%	+3.4%	+5.6%	+4.1%	-3.4%	+3.5%	+2.2%
수입패션		81.3	90.9	94.8	130.5	81.3	90.9	94.8	130.5	397.5	397.5	409.4
	YoY	-4.6%	-4.7%	+1.5%	+0.2%	+0.0%	+0.0%	+0.0%	+0.0%	-1.7%	+0.0%	+3.0%
자체패션		70.1	61.5	48.9	83.7	59.6	57.2	45.5	77.8	264.2	240.1	240.1
	YoY	-6.0%	-11.6%	-12.7%	-13.1%	-15.0%	-7.0%	-7.0%	-7.0%	-12.0%	-9.1%	+0.0%
화장품		104.3	105.3	93.3	112.1	122.4	123.5	110.1	130.9	415.0	487.0	504.4
	YoY	+13.5%	+9.0%	-1.3%	+15.8%	+17.4%	+17.3%	+18.0%	+16.8%	+9.3%	+17.3%	+3.6%
생활용품		53.7	63.3	59.1	56.0	48.9	60.1	62.1	58.8	232.1	229.9	229.9
	YoY	-5.6%	-12.3%	-17.9%	-19.1%	-9.0%	-5.0%	+5.0%	+5.0%	-14.1%	-1.0%	+0.0%
매출총이익		192.8	202.2	178.8	233.6	181.3	193.6	178.5	237.5	807.3	790.8	808.0
	YoY	-1.7%	-3.3%	-4.1%	-1.1%	-5.9%	-4.2%	-0.2%	+1.7%	-2.5%	-2.0%	+2.2%
	GPM	62%	63%	60%	61%	58%	58%	57%	60%	62%	58%	58%
영업이익		11.2	13.3	2.1	0.3	5.2	10.4	7.1	11.2	26.9	33.9	51.6
	YoY	+8.6%	-27.1%	-65.1%	-97.9%	-53.7%	-21.9%	+238.5%	+3626.1%	-44.7%	+25.9%	+52.4%
	OPM	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.7%	3.1%	2.3%	2.8%	2.1%	2.5%	3.7%
세전이익		14.0	18.6	5.6	-6.6	6.4	11.6	8.3	12.4	31.6	38.6	56.3
	YoY	+29.0%	-22.6%	-44.2%	적전	-54.5%	-37.9%	+48.1%	흑전	-48.4%	+22.2%	+46.0%
	%	5%	6%	2%	-2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	4%
당기순이익		12.6	15.6	4.9	-0.4	5.0	9.0	6.5	9.6	32.7	30.1	43.9
	YoY	+41.0%	-19.9%	+89.6%	적전	-60.6%	-42.0%	+31.7%	흑전	-17.6%	-7.9%	+46.0%
	NPM	4%	5%	2%	0%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	3%

자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치센터

주: 사업부별 실적은 키움증권 추정치임

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,354.3	1,308.6	1,354.4	1,383.8	1,431.5
매출원가	526.6	501.4	563.6	575.8	595.7
매출총이익	827.7	807.2	790.8	808.0	835.8
판관비	779.0	780.4	757.0	756.4	777.5
영업이익	48.7	26.8	33.8	51.6	58.3
EBITDA	107.9	85.4	93.8	95.2	90.1
영업외손익	12.4	4.7	4.7	4.7	4.7
이자수익	4.5	4.3	8.0	12.1	14.6
이자비용	8.9	10.8	10.8	10.8	10.8
외환관련이익	6.8	5.5	4.5	4.5	4.5
외환관련손실	8.0	18.3	6.0	6.0	6.0
종속 및 관계기업손익	16.0	15.0	15.0	15.0	15.0
기타	2.0	9.0	-6.0	-10.1	-12.6
법인세차감전이익	61.1	31.6	38.6	56.3	63.1
법인세비용	21.5	-1.1	8.5	12.4	13.9
계속사업순손익	39.6	32.7	30.1	43.9	49.2
당기순이익	39.6	32.7	30.1	43.9	49.2
지배주주순이익	39.2	32.5	32.2	47.0	52.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.8	-3.4	3.5	2.2	3.4
영업이익 증감율	-57.8	-45.0	26.1	52.7	13.0
EBITDA 증감율	-37.5	-20.9	9.8	1.5	-5.4
지배주주순이익 증감율	-66.9	-17.1	-0.9	46.0	11.9
EPS 증감율	-66.8	-17.1	-1.0	46.0	12.0
매출총이익율(%)	61.1	61.7	58.4	58.4	58.4
영업이익률(%)	3.6	2.0	2.5	3.7	4.1
EBITDA Margin(%)	8.0	6.5	6.9	6.9	6.3
지배주주순이익률(%)	2.9	2.5	2.4	3.4	3.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	114.8	26.0	69.5	72.0	58.8
당기순이익	39.6	32.7	30.1	43.9	49.2
비현금항목의 가감	85.3	64.9	66.1	49.6	36.7
유형자산감가상각비	48.2	47.0	46.2	33.1	23.8
무형자산감가상각비	11.0	11.6	13.8	10.5	8.0
지분법평가손익	-16.0	-15.0	0.0	0.0	0.0
기타	42.1	21.3	6.1	6.0	4.9
영업활동자산부채증감	4.8	-57.6	-23.3	-18.2	-24.8
매출채권및기타채권의감소	21.8	-9.3	-5.0	-3.2	-5.2
재고자산의감소	4.1	-30.3	-11.3	-7.2	-11.8
매입채무및기타채무의증가	-19.5	4.0	-3.2	-3.4	-2.7
기타	-1.6	-22.0	-3.8	-4.4	-5.1
기타현금흐름	-14.9	-14.0	-3.4	-3.3	-2.3
투자활동 현금흐름	-26.5	-94.2	-68.8	-68.9	-68.9
유형자산의 취득	-28.1	-34.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	4.2	2.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-9.5	-8.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-15.4	-19.7	-15.5	-15.5	-15.5
단기금융자산의감소(증가)	28.0	19.4	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-5.7	-53.3	-53.2	-53.3	-53.3
재무활동 현금흐름	15.1	-48.7	-31.8	-31.8	-31.8
차입금의 증가(감소)	47.9	2.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-18.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-18.0	-14.3	-13.9	-13.9	-13.9
기타	-14.8	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9
기타현금흐름	1.3	1.3	64.5	64.5	64.5
현금 및 현금성자산의 순증가	104.7	-115.6	33.3	35.8	22.6
기초현금 및 현금성자산	48.8	153.5	37.9	71.2	107.0
기말현금 및 현금성자산	153.5	37.9	71.2	107.0	129.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	598.2	524.5	577.9	628.6	673.5
현금 및 현금성자산	153.5	37.9	71.2	107.0	129.6
단기금융자산	20.1	0.7	0.7	0.8	0.9
매출채권 및 기타채권	124.6	142.6	147.6	150.8	156.0
재고자산	282.1	322.2	333.4	340.7	352.4
기타유동자산	17.9	21.1	25.0	29.3	34.6
비유동자산	725.9	808.6	764.1	735.9	719.6
투자자산	230.1	249.7	265.2	280.6	296.1
유형자산	253.7	260.9	214.7	181.6	157.8
무형자산	67.1	115.4	101.6	91.1	83.1
기타비유동자산	175.0	182.6	182.6	182.6	182.6
자산총계	1,324.1	1,333.1	1,342.0	1,364.5	1,393.1
유동부채	326.2	328.8	325.6	322.2	319.5
매입채무 및 기타채무	106.9	109.8	106.5	103.1	100.4
단기금융부채	193.8	207.6	207.6	207.6	207.6
기타유동부채	25.5	11.4	11.5	11.5	11.5
비유동부채	146.2	157.8	157.8	157.8	157.8
장기금융부채	131.5	142.2	142.2	142.2	142.2
기타비유동부채	14.7	15.6	15.6	15.6	15.6
부채총계	472.4	486.6	483.4	480.0	477.3
지배지분	849.0	841.5	855.7	884.6	919.2
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	119.8	119.7	119.7	119.7	119.7
기타자본	0.0	-18.9	-18.9	-18.9	-18.9
기타포괄손익누계액	2.8	4.3	0.2	-4.0	-8.1
이익잉여금	690.7	700.6	718.9	752.0	790.8
비지배지분	2.7	5.0	3.0	-0.1	-3.5
자본총계	851.7	846.5	858.6	884.6	915.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,098	910	901	1,316	1,473
BPS	23,781	23,571	23,968	24,780	25,749
CFPS	3,499	2,734	2,693	2,621	2,406
DPS	400	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	16.7	11.1	10.4	7.1	6.3
PER(최고)	23.8	20.2	12.0		
PER(최저)	13.5	10.8	9.8		
PBR	0.77	0.43	0.39	0.38	0.36
PBR(최고)	1.10	0.78	0.45		
PBR(최저)	0.62	0.42	0.37		
PSR	0.48	0.28	0.25	0.24	0.23
PCFR	5.2	3.7	3.5	3.6	3.9
EV/EBITDA	7.5	7.9	6.5	6.0	6.1
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	36.0	42.4	46.0	31.5	28.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.2	4.0	4.3	4.3	4.3
ROA	3.0	2.5	2.2	3.2	3.6
ROE	4.7	3.8	3.8	5.4	5.8
ROIC	4.1	3.6	3.2	5.0	5.8
매출채권회전율	9.9	9.8	9.3	9.3	9.3
재고자산회전율	4.7	4.3	4.1	4.1	4.1
부채비율	55.5	57.5	56.3	54.3	52.1
순차입금비용	17.8	36.8	32.4	27.3	23.9
이자보상배율	5.5	2.5	3.1	4.8	5.4
총차입금	325.3	349.8	349.8	349.8	349.8
순차입금	151.7	311.2	277.8	241.9	219.2
NOPLAT	107.9	85.4	93.8	95.2	90.1
FCF	60.7	-11.0	63.1	65.6	52.4

3) 한섬

1Q Preview

투자의견 BUY 유지

TP 19,000원 하향조정

한섬의 1분기 매출액은 3,689억원 (-6.3% YoY), 영업이익은 242억원 (-25% YoY, OPM 6.6%)으로 시장예상치를 하회할 전망이다. 내수 소비 위축과 비우호적이었던 날씨 영향이 크다.

채널 YoY는 오프라인 -9%, 온라인 -2% 감소를 예상했다. 두 채널 모두 내수 소비 위축으로 매출 감소가 불가피했으나, 그나마 온라인 채널은 비교적 높은 가격 경쟁력 덕분에 감소폭이 적은 편이었다. 월별로 살펴보면, 대체로 1월은 전년과 비슷한 편이었으나, 2월부터 내수 소비 부진과 비우호적인 날씨 영향이 컸던 것으로 파악된다.

현재 실적 부진의 가장 큰 이유는 대외환경이다. 날씨, 경기 등 전반적인 조건이 동사에게 불리한 상황이다. 당장은 큰 개선을 기대하기 어려운 상황이지만, 현재 국회에서 논의되고 있는 추경안 내 내수진작 관련 내용이 비중있게 실리고 있기 때문에, 향후 관련 정책이 현실화될 경우 투자 심리가 개선될 것으로 예상된다. 트레이딩 관점에서 접근해보자.

한섬 연결기준 실적 추이 및 전망

십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	393.6	341.7	314.2	435.7	368.9	316.7	287.0	393.8	1,485.3	1,366.4	1,434.8
YoY	-3.0%	-1.2%	-3.0%	-3.8%	-6.3%	-7.3%	-8.7%	-9.6%	-2.8%	-8.0%	+5.0%
오프라인	305.2	269.2	242.3	333.0	276.5	241.7	219.8	308.9	1,149.7	1,046.9	1,113.8
YoY	-5%	-3%	-5%	-9%	-9%	-10%	-9%	-7%	-5.6%	-8.9%	+6.4%
온라인	87.7	71.9	71.4	86.7	86.3	69.9	70.0	86.5	317.6	312.7	314.1
YoY	+2%	+5%	+3%	-0%	-2%	-3%	-2%	-0%	+2.4%	-1.5%	+0.5%
매출총이익	239.2	191.7	184.2	257.1	210.3	177.7	168.2	232.4	872.2	788.5	856.6
YoY	-8%	-3%	-5%	-0%	-12%	-7%	-9%	-10%	-4%	-10%	+9%
GPM	60.8%	56.1%	58.6%	59.0%	57.0%	56.1%	58.6%	59.0%	58.7%	57.7%	59.7%
영업이익	32.5	4.1	6.0	27.7	24.2	5.1	7.8	25.9	70.3	63.1	94.9
YoY	-40%	-29%	-32%	-12%	-25%	+24%	+30%	-6%	-30%	-10%	+50%
OPM	8.3%	1.2%	1.9%	6.4%	6.6%	1.6%	2.7%	6.6%	4.7%	4.6%	6.6%
세전이익	30.2	2.6	7.2	28.6	22.0	3.6	9.0	26.8	68.5	61.3	93.2
YoY	-47%	-40%	+6%	-11%	-27%	+38%	+25%	-6%	-32%	-10%	+52%
%	7.7%	0.8%	2.3%	6.6%	6.0%	1.1%	3.1%	6.8%	4.6%	4.5%	6.5%
당기순이익	23.7	1.7	5.0	22.3	17.1	2.8	7.0	20.9	52.6	47.8	72.7
YoY	-47%	-80%	-9%	-2%	-28%	+66%	+41%	-6%	-35%	-9%	+52%
%	6.0%	0.5%	1.6%	5.1%	4.6%	0.9%	2.4%	5.3%	3.5%	3.5%	5.1%

자료: 한섬, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,528.6	1,485.3	1,366.4	1,434.8	1,506.5
매출원가	621.0	631.3	577.9	578.1	617.7
매출총이익	907.6	853.9	788.5	856.6	888.8
판관비	807.1	790.5	725.5	761.7	784.6
영업이익	100.5	63.5	63.1	94.9	104.3
EBITDA	167.5	134.8	132.8	149.4	146.8
영업외손익	0.1	-6.7	-1.8	-1.8	-1.8
이자수익	5.2	2.2	6.5	8.5	10.5
이자비용	5.4	3.9	3.9	3.9	3.9
외환관련이익	1.6	1.6	0.9	0.9	0.9
외환관련손실	4.1	7.7	2.3	2.3	2.3
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.8	1.1	-3.0	-5.0	-7.0
법인세차감전이익	100.6	56.8	61.3	93.2	102.5
법인세비용	19.6	13.5	13.5	20.5	22.6
계속사업순손익	81.0	43.3	47.8	72.7	80.0
당기순이익	81.0	43.3	47.8	72.7	80.0
지배주주순이익	83.9	44.6	47.8	72.7	80.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.9	-2.8	-8.0	5.0	5.0
영업이익 증감율	-40.3	-36.8	-0.6	50.4	9.9
EBITDA 증감율	-26.0	-19.5	-1.5	12.5	-1.7
지배주주순이익 증감율	-31.8	-46.8	7.2	52.1	10.0
EPS 증감율	-31.8	-44.4	7.9	51.9	10.0
매출총이익율(%)	59.4	57.5	57.7	59.7	59.0
영업이익률(%)	6.6	4.3	4.6	6.6	6.9
EBITDA Margin(%)	11.0	9.1	9.7	10.4	9.7
지배주주순이익률(%)	5.5	3.0	3.5	5.1	5.3

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	828.9	839.5	934.2	1,043.6	1,148.6
현금 및 현금성자산	19.1	17.7	173.0	249.4	319.5
단기금융자산	62.8	62.3	61.9	61.4	61.0
매출채권 및 기타채권	119.7	119.2	109.7	115.2	120.9
재고자산	610.5	624.3	574.4	603.1	633.2
기타유동자산	16.8	16.0	15.2	14.5	14.0
비유동자산	895.3	906.6	836.9	782.4	739.9
투자자산	27.2	31.5	31.5	31.5	31.5
유형자산	553.1	583.0	534.5	496.5	466.8
무형자산	122.0	96.1	74.9	58.3	45.5
기타비유동자산	193.0	196.0	196.0	196.1	196.1
자산총계	1,724.3	1,746.2	1,771.1	1,826.0	1,888.4
유동부채	251.4	265.3	259.4	258.7	258.2
매입채무 및 기타채무	160.3	159.0	153.1	152.5	151.9
단기금융부채	42.3	57.7	57.7	57.7	57.7
기타유동부채	48.8	48.6	48.6	48.5	48.6
비유동부채	78.6	74.7	74.7	74.7	74.7
장기금융부채	12.4	29.5	29.5	29.5	29.5
기타비유동부채	66.2	45.2	45.2	45.2	45.2
부채총계	329.9	340.1	334.2	333.5	333.0
지배지분	1,396.9	1,406.1	1,436.9	1,492.5	1,555.4
자본금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자본잉여금	122.2	122.2	122.2	122.2	122.2
기타자본	-24.0	-29.6	-29.6	-29.6	-29.6
기타포괄손익누계액	-7.4	-8.7	-9.6	-10.5	-11.4
이익잉여금	1,293.8	1,309.9	1,341.6	1,398.2	1,462.0
비지배지분	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,394.3	1,406.1	1,436.9	1,492.5	1,555.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	54.3	102.0	232.8	153.9	147.6
당기순이익	0.0	0.0	47.8	72.7	80.0
비현금항목의 가감	78.6	88.9	84.7	74.3	62.5
유형자산감가상각비	40.1	44.2	48.5	37.9	29.7
무형자산감가상각비	26.9	27.1	21.3	16.5	12.8
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.6	17.6	14.9	19.9	20.0
영업활동자산부채증감	-80.5	-25.2	54.3	-34.2	-35.8
매출채권및기타채권의감소	-14.6	0.5	9.5	-5.5	-5.8
재고자산의감소	-54.7	-20.3	49.9	-28.7	-30.2
매입채무및기타채무의증가	-5.2	0.5	-5.9	-0.7	-0.5
기타	-6.0	-5.9	0.8	0.7	0.7
기타현금흐름	56.2	38.3	46.0	41.1	40.9
투자활동 현금흐름	-72.6	-65.1	0.8	0.8	0.8
유형자산의 취득	-194.5	-32.9	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-30.9	-28.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	5.1	-4.3	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	219.8	0.5	0.4	0.4	0.4
기타	-72.1	0.4	0.4	0.4	0.4
재무활동 현금흐름	-28.0	-38.5	-36.7	-36.7	-36.7
차입금의 증가(감소)	-0.1	8.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-9.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-16.5	-16.5	-16.1	-16.1	-16.1
기타	-11.4	-20.6	-20.6	-20.6	-20.6
기타현금흐름	0.0	0.1	-41.6	-41.6	-41.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-46.3	-1.5	155.3	76.4	70.1
기초현금 및 현금성자산	65.5	19.1	17.7	173.0	249.4
기말현금 및 현금성자산	19.1	17.7	173.0	249.4	319.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,405	1,894	2,044	3,106	3,417
BPS	56,716	60,094	61,410	63,787	66,476
CFPS	6,477	5,608	5,664	6,282	6,088
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	5.6	7.8	7.3	4.8	4.4
PER(최고)	8.3	11.4	8.2		
PER(최저)	5.2	7.5	6.7		
PBR	0.34	0.24	0.24	0.23	0.22
PBR(최고)	0.50	0.36	0.27		
PBR(최저)	0.31	0.24	0.22		
PSR	0.31	0.23	0.26	0.24	0.23
PCFR	3.0	2.6	2.6	2.4	2.5
EV/EBITDA	2.6	2.6	1.4	0.7	0.3
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	20.3	37.2	33.7	22.2	20.1
배당수익률(% ,보통주, 현금)	3.9	5.1	5.0	5.0	5.0
ROA	4.8	2.5	2.7	4.0	4.3
ROE	6.1	3.2	3.4	5.0	5.2
ROIC	7.3	3.8	4.2	6.7	7.5
매출채권회전율	13.6	12.4	11.9	12.8	12.8
재고자산회전율	2.6	2.4	2.3	2.4	2.4
부채비율	23.7	24.2	23.3	22.3	21.4
순차입금비율	-2.0	0.5	-10.3	-15.0	-18.9
이자보상배율	18.6	16.3	16.2	24.4	26.7
총차입금	54.7	87.2	87.2	87.2	87.2
순차입금	-27.2	7.2	-147.7	-223.6	-293.3
NOPLAT	167.5	134.8	132.8	149.4	146.8
FCF	-160.1	30.6	173.3	94.3	88.1

4) 한세실업

1Q Preview

투자의견 BUY 유지
TP 16,000원
하향조정

한세실업의 1분기 매출액은 4,500억원 (+9% YoY, 달러 Flat), 영업이익은 252억원 (-34% YoY, OPM 5.6%)으로 기대치를 하회할 전망이다. 에어로포스테일, 칼아트 등 브랜드향 고단가 오더가 늘면서 평균 단가는 상승했으나, 전체 수주량은 감소하면서 달러 매출은 전년과 유사할 전망이다. 한편 수익성은 수주량 감소로 인한 고정비 부담 증가로 축소될 가능성이 높다.

최근 관세 이슈로 인해 동사에 대한 우려가 커지고 있다. 동사는 전체 생산 물량의 약 60%를 베트남에서, 나머지를 중남미 등 타 지역에서 조달하고 있으며, 주요 고객사 대부분이 미국에 집중되어 있다. 특히 베트남 생산 물량의 약 85%가 미국으로 수출되고 있어, 미국발 관세 전쟁이 본격화될 경우 동사에 미치는 영향은 불가피할 것으로 보인다. 현재 우려되는 부분은 크게 두 가지다. 첫째, 관세 인상으로 인한 소비자 물가 부담 상승이 수요 위축으로 이어질 가능성. 둘째, 고객사가 관세 부담을 동사와 분담하게 될 경우, 동사의 마진이 축소될 수 있다는 점이다. 아직까지 관세 도입 여부나 시행 시기 등은 확정된 바 없으나, 이러한 이슈는 동사에 불확실성 요인으로 작용할 수밖에 없다. 이에 따라 단기적으로는 관세 관련 뉴스플로우에 따라 주가의 변동성이 확대될 가능성이 높으며, 트레이딩 관점에서 접근할 것을 권한다.

한세실업 연결기준 실적 추이 및 전망

십억 원, 백만 달러		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	원화	411.8	448.0	533.9	404.1	450.0	468.7	557.8	414.6	1,797.8	1,891.0	1,947.8
	YoY	+0%	+4%	+4%	+14%	+9%	+5%	+4%	+3%	+5%	+5%	+3%
	달러	310.0	326.8	392.8	289.3	310.0	330.0	392.8	291.9	1,318	1,325	1,364
	YoY	-4%	-0%	+0.6%	+7.4%	+0.0%	+1.0%	+0.0%	+0.9%	+0.7%	+0.5%	+3.0%
매출총이익		77.7	81.8	90.3	58.7	65.9	74.8	99.4	63.5	308.5	303.7	332.3
	YoY	+8%	-3%	-9%	-11%	-15%	-8%	+10%	+8%	-4%	-2%	+9%
	GPM	19%	18%	17%	15%	15%	16%	18%	15%	17%	16%	17%
영업이익		38.1	42.5	45.2	16.3	25.2	34.4	52.9	19.9	142.2	132.4	155.8
	YoY	+6%	-4%	-25%	-40%	-34%	-19%	+17%	+22%	-15%	-7%	+18%
	OPM	9.3%	9.5%	8.5%	4.0%	5.6%	7.3%	9.5%	4.8%	7.9%	7.0%	8.0%
세전이익		25.4	30.2	45.9	12.4	18.3	28.9	47.0	16.1	113.8	110.3	133.7
	YoY	-11%	-17%	-8%	-52%	-28%	-4%	+3%	+30%	-19%	-3%	+21%
	%	6%	7%	9%	3%	4%	6%	8%	4%	6%	6%	7%
당기순이익		18.1	22.3	35.8	9.3	13.7	21.7	35.3	12.1	85.5	82.9	100.5
	YoY	-25%	-24%	-10%	-51%	-24%	-3%	-1%	+30%	-24%	-3%	+21%
	%	4.4%	5.0%	6.7%	2.3%	3.0%	4.6%	6.3%	2.9%	5%	4%	5%

자료: 한세실업, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,708.8	1,797.8	1,891.0	1,947.8	2,006.2
매출원가	1,388.0	1,489.3	1,587.4	1,615.5	1,643.9
매출총이익	320.8	308.5	303.7	332.3	362.3
판관비	152.6	166.3	171.3	176.4	181.7
영업이익	168.2	142.2	132.4	155.8	180.6
EBITDA	199.9	176.5	173.6	185.5	201.9
영업외손익	-27.3	-53.1	-22.1	-22.1	-22.1
이자수익	10.1	10.8	18.6	27.6	37.2
이자비용	26.8	29.2	29.2	29.2	29.2
외환관련이익	59.0	61.4	43.5	43.5	43.5
외환관련손실	59.3	79.1	46.9	46.9	46.9
종속 및 관계기업손익	0.3	2.3	10.1	10.1	10.1
기타	-10.6	-19.3	-18.2	-27.2	-36.8
법인세차감전이익	140.9	89.1	110.3	133.7	158.5
법인세비용	28.9	30.7	27.4	33.3	39.4
계속사업순손익	112.0	58.4	82.9	100.5	119.1
당기순이익	112.0	58.4	82.9	100.5	119.1
지배주주순이익	112.0	58.0	82.5	100.0	118.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.5	5.2	5.2	3.0	3.0
영업이익 증감율	-6.3	-15.5	-6.9	17.7	15.9
EBITDA 증감율	-5.9	-11.7	-1.6	6.9	8.8
지배주주순이익 증감율	30.8	-48.2	42.2	21.2	18.6
EPS 증감율	30.8	-48.2	42.2	21.3	18.5
매출총이익율(%)	18.8	17.2	16.1	17.1	18.1
영업이익률(%)	9.8	7.9	7.0	8.0	9.0
EBITDA Margin(%)	11.7	9.8	9.2	9.5	10.1
지배주주순이익률(%)	6.6	3.2	4.4	5.1	5.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	190.0	56.3	124.7	139.5	149.1
당기순이익	112.0	58.4	82.9	100.5	119.1
비현금항목의 가감	89.8	110.3	102.4	87.7	75.9
유형자산감가상각비	31.3	33.7	39.9	28.6	20.5
무형자산감가상각비	0.4	0.6	1.3	1.1	0.9
지분법평가손익	-1.2	-4.8	-10.1	-10.1	-10.1
기타	59.3	80.8	71.3	68.1	64.6
영업활동자산부채증감	41.4	-59.6	-26.2	-17.4	-18.2
매출채권및기타채권의감소	-6.1	-11.2	-10.8	-6.6	-6.7
재고자산의감소	45.8	-36.6	-15.7	-9.6	-9.8
매입채무및기타채무의증가	4.8	7.0	3.3	2.0	2.1
기타	-3.1	-18.8	-3.0	-3.2	-3.8
기타현금흐름	-53.2	-52.8	-34.4	-31.3	-27.7
투자활동 현금흐름	-150.3	-83.9	-14.0	-14.8	-15.6
유형자산의 취득	-44.0	-58.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.2	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.9	-0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-43.1	-74.1	12.1	12.1	12.1
단기금융자산의감소(증가)	-66.5	67.4	-7.9	-8.7	-9.5
기타	3.0	-18.3	-18.2	-18.2	-18.2
재무활동 현금흐름	-141.3	20.5	-34.5	-34.5	-34.5
차입금의 증가(감소)	-112.0	55.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.6	-19.7	-19.7	-19.7	-19.7
기타	-9.7	-14.8	-14.8	-14.8	-14.8
기타현금흐름	0.4	4.0	23.7	23.7	23.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-101.2	-3.1	99.9	114.0	122.6
기초현금 및 현금성자산	173.1	71.9	68.8	168.8	282.8
기말현금 및 현금성자산	71.9	68.8	168.8	282.8	405.4

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	679.1	688.5	825.8	967.9	1,120.4
현금 및 현금성자산	71.9	68.8	168.8	282.8	405.4
단기금융자산	146.2	78.8	86.7	95.4	104.9
매출채권 및 기타채권	181.4	207.6	218.4	224.9	231.7
재고자산	259.0	302.8	318.5	328.1	337.9
기타유동자산	20.6	30.5	33.4	36.7	40.5
비유동자산	558.2	736.1	692.8	661.1	637.7
투자자산	239.5	315.9	313.8	311.8	309.7
유형자산	218.2	283.3	243.4	214.8	194.4
무형자산	11.3	29.1	27.8	26.7	25.8
기타비유동자산	89.2	107.8	107.8	107.8	107.8
자산총계	1,237.2	1,424.5	1,518.6	1,629.0	1,758.1
유동부채	500.5	567.9	571.2	573.2	575.3
매입채무 및 기타채무	71.6	84.5	87.8	89.8	91.9
단기금융부채	379.7	434.4	434.4	434.4	434.4
기타유동부채	49.2	49.0	49.0	49.0	49.0
비유동부채	93.1	146.9	146.9	146.9	146.9
장기금융부채	64.0	103.0	103.0	103.0	103.0
기타비유동부채	29.1	43.9	43.9	43.9	43.9
부채총계	593.6	714.9	718.1	720.2	722.2
지배지분	643.7	709.7	800.1	908.1	1,034.6
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타자본	-14.7	-14.7	-14.7	-14.7	-14.7
기타포괄손익누계액	1.2	34.4	62.0	89.6	117.2
이익잉여금	578.6	611.4	674.2	754.6	853.5
비지배지분	0.0	0.0	0.3	0.8	1.3
자본총계	643.7	709.7	800.5	908.9	1,035.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,801	1,451	2,063	2,501	2,964
BPS	16,092	17,742	20,003	22,702	25,864
CFPS	5,046	4,218	4,630	4,703	4,873
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	7.5	9.8	5.1	4.2	3.5
PER(최고)	8.7	17.5	6.9		
PER(최저)	5.0	9.1	4.7		
PBR	1.31	0.80	0.52	0.46	0.41
PBR(최고)	1.52	1.43	0.71		
PBR(최저)	0.88	0.74	0.48		
PSR	0.49	0.32	0.22	0.22	0.21
PCFR	4.2	3.4	2.3	2.2	2.2
EV/EBITDA	5.3	5.4	4.0	3.1	2.2
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.6	33.7	23.8	19.6	16.5
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.4	3.5	4.8	4.8	4.8
ROA	9.0	4.4	5.6	6.4	7.0
ROE	19.0	8.6	10.9	11.7	12.2
ROIC	21.2	12.6	12.4	14.9	17.4
매출채권회전율	9.5	9.2	8.9	8.8	8.8
재고자산회전율	6.0	6.4	6.1	6.0	6.0
부채비율	92.2	100.7	89.7	79.2	69.7
순차입금비용	35.0	54.9	35.2	17.5	2.6
이자보상배율	6.3	4.9	4.5	5.3	6.2
총차입금	443.7	537.5	537.5	537.5	537.5
순차입금	225.5	389.8	282.0	159.3	27.2
NOPLAT	199.9	176.5	173.6	185.5	201.9
FCF	165.8	6.7	114.4	129.3	138.8

5) 영원무역 1Q Preview

투자의견
Outperform
하향조정,
TP 54,000원
유지

영원무역의 1분기 매출은 7,814억원 (+10% YoY), 영업이익은 864억원 (+22% YoY, OPM 11%)를 기록할 전망이다. 기존 고객사들의 수주가 견조한 가운데, 신규 고객사가 유입된 덕분이다.

OEM 사업 매출액은 5,536억원 (+18% YoY, 달러 +9%), 영업이익은 955억원 (+15% YoY, OPM 17%)을 기록할 전망이다. 신규 고객사 유입에 따른 오더 증가와 강달러 덕분에 매출이 증가할 것으로 예상되고, 낮은 기저 덕분에 이익도 크게 성장할 전망이다.

Scott 매출액은 1,818억원 (-7% YoY, 스위스 프랑 -13%), 영업손실은 130억원 (적자지속)을 기록할 전망이다. 전방시장 내 수요 부진으로 매출 감소가 불가피하다.

대부분의 의류 OEM 업체들과 마찬가지로, 동사 역시 관세 이슈에서 자유롭지 않다. 동사의 주요 생산 거점은 방글라데시이며, 미국향 수출 비중은 약 50% 수준이다. 향후 미국의 관세 정책이 본격화될 경우, 가격 인상에 따른 수요 위축과 관세 부담 분담에 따른 수익성 저하가 불가피할 것으로 보인다. 현재로서는 관세 도입 여부 및 시기 등이 불확실한 상황이기 때문에, 하반기부터 내년까지의 실적 가시성은 다소 낮아질 전망이다. 관세 관련 뉴스플로우에 따라 변동성이 확대될 가능성이 있기에, 트레이딩 관점에서 접근할 것을 추천한다.

영원무역 연결기준 실적 추이 및 전망

십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	709.7	892.7	1,068.5	846.9	781.4	994.0	1,047.4	796.9	3,518	3,381	3,456
YoY	-16%	-11%	+7%	+12%	+10%	+11%	-2%	-6%	-2%	-4%	+2%
OEM	467.6	604.4	732.0	558.8	553.6	716.9	742.5	537.7	2,363	2,512	2,587
YoY	-5%	-5%	+23%	+25%	+18%	+19%	+1%	-4%	+9%	+6%	+3%
Scott	196.2	239.8	286.6	231.1	181.8	228.6	254.9	202.2	953.7	868.9	868.9
YoY	-35%	-28%	-17%	-11%	-7%	-5%	-11%	-13%	-23%	-9%	+0%
영업이익	71.0	166.5	104.5	-26.4	86.4	139.1	129.8	55.5	315.6	410.8	538.7
YoY	-58%	-20.9%	-42%	적전	+22%	-16%	+24%	흑전	-51%	+30%	+31%
OPM	10%	18.6%	10%	-3%	11%	14%	12%	7%	9%	12%	16%
OEM	83.1	183.0	164.8	76.5	95.5	148.0	148.0	85.9	507.5	477.3	517.5
YoY	-39%	-5%	+3%	+9%	+15%	-19%	-10%	+12%	-10%	-6%	+8%
OPM	18%	30%	23%	14%	17%	21%	20%	16%	21%	19%	20%
Scott	-16.1	-20.8	-68.2	-107.2	-13.0	-13.0	-26.1	-34.8	-212.3	-86.9	0.9
YoY	적전	적전	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적전	적자	흑전
OPM	-8%	-9%	-24%	-46%	-7%	-6%	-10%	-17%	-22%	-10%	0%
당기순이익	79.2	164.3	48.9	2.1	87.4	131.3	103.4	51.8	294.5	373.9	455.4
YoY	-44%	+2%	-70%	-97%	+10%	-20%	+112%	+2331%	-45%	+27%	+22%
NPM	11%	18%	5%	0%	11%	13%	10%	6%	8%	11%	13%

자료: 영원무역, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,604.4	3,517.8	3,380.8	3,456.1	3,577.2
매출원가	2,449.4	2,621.5	2,371.8	2,301.3	2,361.9
매출총이익	1,155.0	896.3	1,008.9	1,154.8	1,215.3
판매비	517.8	580.8	598.2	616.1	634.6
영업이익	637.1	315.6	410.8	538.7	580.7
EBITDA	735.4	423.2	526.9	637.3	664.5
영업외손익	44.5	92.6	68.3	68.3	68.3
이자수익	32.3	34.5	48.6	62.5	76.4
이자비용	31.1	31.5	31.5	31.5	31.5
외환관련이익	188.0	288.7	157.8	157.8	157.8
외환관련손실	152.1	170.4	78.5	78.5	78.5
종속 및 관계기업손익	2.3	-1.7	0.0	0.0	0.0
기타	5.1	-27.0	-28.1	-42.0	-55.9
법인세차감전이익	681.6	408.2	479.0	607.0	649.0
법인세비용	148.6	113.6	119.8	151.7	162.3
계속사업손익	533.1	294.5	359.3	455.2	486.8
당기순이익	533.1	294.5	359.3	455.2	486.8
지배주주순이익	516.0	427.1	359.3	455.2	486.8
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.8	-2.4	-3.9	2.2	3.5
영업이익 증감율	-22.6	-50.5	30.2	31.1	7.8
EBITDA 증감율	-19.7	-42.5	24.5	21.0	4.3
지배주주순이익 증감율	-23.5	-17.2	-15.9	26.7	6.9
EPS 증감율	-23.5	-17.2	-15.9	26.7	6.9
매출총이익율(%)	32.0	25.5	29.8	33.4	34.0
영업이익률(%)	17.7	9.0	12.2	15.6	16.2
EBITDA Margin(%)	20.4	12.0	15.6	18.4	18.6
지배주주순이익률(%)	14.3	12.1	10.6	13.2	13.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	525.1	623.7	540.3	533.3	528.4
당기순이익	533.1	294.5	359.3	455.2	486.8
비현금항목의 가감	279.9	255.7	225.7	226.2	208.0
유형자산감가상각비	91.6	101.3	110.8	93.4	78.8
무형자산감가상각비	6.7	6.3	5.4	5.2	5.0
지분법평가손익	-2.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
기타	183.9	149.8	111.2	129.3	125.9
영업활동자산부채증감	-109.8	192.0	51.0	-34.4	-56.1
매출채권및기타채권의감소	26.5	20.0	22.6	-12.4	-19.9
재고자산의감소	-293.5	182.7	47.7	-26.2	-42.2
매입채무및기타채무의증가	79.9	-24.1	53.5	114.7	174.0
기타	77.3	13.4	-72.8	-110.5	-168.0
기타현금흐름	-178.1	-118.5	-95.7	-113.7	-110.3
투자활동 현금흐름	-437.5	-254.6	-240.1	-326.9	-444.6
유형자산의 취득	-171.6	-116.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	3.1	8.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-9.7	-7.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-37.7	36.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-127.3	-179.9	-243.9	-330.7	-448.4
기타	-94.3	3.7	3.8	3.8	3.8
재무활동 현금흐름	21.2	-412.1	-105.4	-105.4	-105.4
차입금의 증가(감소)	105.1	-268.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-41.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-67.1	-57.0	-59.9	-59.9	-59.9
기타	-16.8	-45.6	-45.5	-45.5	-45.5
기타현금흐름	51.6	-53.9	167.7	167.7	167.7
현금 및 현금성자산의 순증가	160.4	-96.9	362.5	268.6	146.1
기초현금 및 현금성자산	735.9	896.4	799.5	1,162.0	1,430.7
기말현금 및 현금성자산	896.4	799.5	1,162.0	1,430.7	1,576.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,346.9	3,429.7	4,038.6	4,787.1	5,611.6
현금 및 현금성자산	896.4	799.5	1,162.0	1,430.7	1,576.7
단기금융자산	505.7	685.6	929.6	1,260.3	1,708.6
매출채권 및 기타채권	523.5	579.2	556.6	569.0	589.0
재고자산	1,329.2	1,225.3	1,177.6	1,203.8	1,246.0
기타유동자산	92.1	140.1	212.8	323.3	491.3
비유동자산	1,950.2	1,960.0	1,842.1	1,741.8	1,656.3
투자자산	488.2	449.7	447.9	446.2	444.5
유형자산	810.5	906.5	795.7	702.3	623.5
무형자산	194.6	152.7	147.3	142.1	137.1
기타비유동자산	456.9	451.1	451.2	451.2	451.2
자산총계	5,297.1	5,389.7	5,880.7	6,528.9	7,267.9
유동부채	1,123.3	727.8	781.3	896.0	1,070.0
매입채무 및 기타채무	546.8	562.9	616.3	731.1	905.1
단기금융부채	490.2	66.8	66.8	66.8	66.8
기타유동부채	86.3	98.1	98.2	98.1	98.1
비유동부채	585.9	766.2	766.2	766.2	766.2
장기금융부채	196.2	377.5	377.5	377.5	377.5
기타비유동부채	389.7	388.7	388.7	388.7	388.7
부채총계	1,709.2	1,494.1	1,547.5	1,662.3	1,836.3
지배지분	3,246.7	3,686.7	4,124.2	4,657.7	5,222.7
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	453.3	453.3	453.3	453.3	453.3
기타자본	-58.7	-120.2	-120.2	-120.2	-120.2
기타포괄손익누계액	117.5	248.9	387.0	525.1	663.2
이익잉여금	2,712.5	3,082.6	3,382.0	3,777.4	4,204.3
비지배지분	341.3	209.0	209.0	209.0	209.0
자본총계	3,588.0	3,895.7	4,333.2	4,866.7	5,431.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,644	9,637	8,108	10,273	10,985
BPS	73,269	83,200	93,073	105,113	117,863
CFPS	18,347	12,418	13,201	15,378	15,680
DPS	1,300	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	3.9	4.4	5.7	4.5	4.2
PER(최고)	5.8	5.5	6.6		
PER(최저)	3.6	3.3	4.8		
PBR	0.62	0.51	0.50	0.44	0.39
PBR(최고)	0.93	0.63	0.57		
PBR(최저)	0.57	0.39	0.42		
PSR	0.56	0.53	0.61	0.59	0.57
PCFR	2.5	3.4	3.5	3.0	3.0
EV/EBITDA	2.2	2.5	1.2	0.0	-0.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	10.7	20.3	16.7	13.1	12.3
배당수익률(% ,보통주, 현금)	2.9	3.3	3.0	3.0	3.0
ROA	10.9	5.5	6.4	7.3	7.1
ROE	17.0	12.3	9.2	10.4	9.9
ROIC	21.8	7.7	12.8	17.7	19.5
매출채권회전율	6.9	6.4	6.0	6.1	6.2
재고자산회전율	3.1	2.8	2.8	2.9	2.9
부채비율	47.6	38.4	35.7	34.2	33.8
순차입금비용	-19.9	-26.7	-38.0	-46.2	-52.3
이자보상배율	20.5	10.0	13.0	17.1	18.4
총차입금	686.3	444.3	444.3	444.3	444.3
순차입금	-715.8	-1,040.9	-1,647.3	-2,246.7	-2,841.1
NOPLAT	735.4	423.2	526.9	637.3	664.5
FCF	315.5	375.0	475.2	468.2	463.3

6) 화승엔터프라이즈 1Q Preview

투자 의견 BUY 유지
TP 11,000원 하향조정

화승엔터프라이즈의 1분기 실적은 매출액 4,305억원(+25% YoY), 영업이익 151억원(+183% YoY, OPM 3.5%)으로 전년 대비 큰 폭의 성장세를 시현할 것으로 보이나, 시장 기대치에는 다소 미치지 못할 전망이다. 이는 일부 어패럴 제품의 납품 지연에 따른 것으로, 기저 효과를 감안하더라도 기대치를 하회할 가능성이 있다.

1분기는 계절적으로 동사의 비수기이며, 이 시기의 수익성은 고정비 부담을 상쇄할 수 있는 매출 수준 확보 여부에 크게 좌우된다. 이번 분기의 경우, 주요 고객사향 신발 주문은 견조했으나, 일부 어패럴 제품의 오더가 지연되면서 수익성에 부담 요인으로 작용했다. 어패럴 제품은 연간 기준 전체 매출의 약 5%에 불과하지만, 비수기에는 작은 매출 차이도 수익성에 큰 영향을 줄 수 있다. 다만 해당 오더는 2-3분기로 이연될 예정이기 때문에, 향후 실적에 대한 기대감은 더욱 커질 것으로 판단된다.

지난 3월 아디다스는 25년 실적 목표치로 매출은 252-257억 유로 (+높은 한 자리 수 성장), 영업이익은 17-18억 유로 (OPM 6.7~7.1%)를 제시했다. 지역별 매출 성장률은 중국/북미/신흥국/라틴아메리카가 두 자리 수 성장률을 기록할 것으로 기대되고, 유럽/한국/일본이 높은 한 자리 수 성장률을 기록할 전망이다. 한편, 아디다스의 1분기 실적은 4월 29일 발표될 예정이며, 실적 결과뿐만 아니라 관세 이슈에 따른 가이드선 변동 여부에도 주목할 필요가 있다.

화승엔터프라이즈 연결기준 실적 추이 및 전망

십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	345.4	391.7	386.1	416.5	430.5	507.1	477.2	500.9	1,539.6	1,915.7	2,051.6
YoY	13%	22%	48%	28%	25%	29%	24%	20%	27%	24%	7%
영업이익	5.3	18.8	19.1	23.3	15.1	29.4	28.2	32.6	66.5	105.2	127.2
YoY	흑자전환	148%	흑자전환	192%	183%	57%	47%	40%	413%	58%	21%
OPM	1.5%	4.8%	4.9%	5.6%	3.5%	5.8%	5.9%	6.5%	4.3%	5.5%	6.2%
순이익	-1.8	6.9	8.2	9.2	10.3	16.0	12.5	11.1	22.5	49.9	66.4
YoY	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	131%	52%	21%	흑전	121%	33%
NPM	-1%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	1%	3%	3%

자료: 화승엔터프라이즈, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,213.8	1,609.6	1,915.7	2,051.6	2,218.8
매출원가	1,050.5	1,387.9	1,651.5	1,760.6	1,912.6
매출총이익	163.3	221.8	264.2	291.0	306.3
판매비	150.4	139.2	159.0	163.8	168.7
영업이익	13.0	82.6	105.2	127.2	137.6
EBITDA	84.0	154.0	194.8	204.3	203.9
영업외손익	-31.6	-41.8	-38.4	-38.4	-38.4
이자수익	8.5	7.8	11.8	17.0	22.0
이자비용	36.8	40.2	40.2	40.2	40.2
외환관련이익	29.9	37.7	23.7	23.7	23.7
외환관련손실	26.1	28.2	18.5	18.5	18.5
종속 및 관계기업손익	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
기타	-7.0	-19.1	-15.6	-20.8	-25.8
법인세차감전이익	-18.6	40.8	66.8	88.8	99.1
법인세비용	6.6	6.4	16.7	22.2	24.8
계속사업손익	-25.3	34.4	50.1	66.6	74.4
당기순이익	-25.3	34.4	50.1	66.6	74.4
지배주주순이익	-26.3	33.1	50.1	66.6	74.4
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-26.6	32.6	19.0	7.1	8.1
영업이익 증감율	-75.4	535.4	27.4	20.9	8.2
EBITDA 증감율	-33.4	83.3	26.5	4.9	-0.2
지배주주순이익 증감율	흑전	-225.9	51.4	32.9	11.7
EPS 증감율	적지	흑전	51.3	33.0	11.7
매출총이익율(%)	13.5	13.8	13.8	14.2	13.8
영업이익률(%)	1.1	5.1	5.5	6.2	6.2
EBITDA Margin(%)	6.9	9.6	10.2	10.0	9.2
지배주주순이익률(%)	-2.2	2.1	2.6	3.2	3.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	59.1	80.9	126.8	159.5	152.1
당기순이익	0.0	0.0	50.1	66.6	74.4
비현금항목의 가감	115.3	124.7	143.6	131.4	118.3
유형자산감가상각비	67.5	68.1	86.2	74.0	63.5
무형자산감가상각비	3.5	3.3	3.4	3.1	2.8
지분법평가손익	-0.1	-0.7	-1.6	-1.6	-1.6
기타	44.4	54.0	55.6	55.9	53.6
영업활동자산부채증감	7.8	-42.1	-62.7	-34.0	-38.5
매출채권및기타채권의감소	-2.1	-106.9	-39.2	-17.4	-21.4
재고자산의감소	28.7	-2.1	-53.7	-23.8	-29.3
매입채무및기타채무의증가	17.0	74.1	35.9	13.5	19.2
기타	-35.8	-7.2	-5.7	-6.3	-7.0
기타현금흐름	-64.0	-1.7	-4.2	-4.5	-2.1
투자활동 현금흐름	-55.9	-41.0	11.5	10.6	9.7
유형자산의 취득	-54.3	-52.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	9.4	2.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.7	-2.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.6	0.2	0.2	0.2
단기금융자산의감소(증가)	-2.7	10.2	9.1	8.1	7.3
기타	-5.5	2.2	2.2	2.3	2.2
재무활동 현금흐름	-66.7	-56.5	-67.0	-67.0	-67.0
차입금의 증가(감소)	-55.8	10.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
기타	-8.2	-64.3	-64.3	-64.3	-64.3
기타현금흐름	1.3	11.0	40.5	40.5	40.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-62.2	-5.6	111.9	143.6	135.3
기초현금 및 현금성자산	183.4	121.3	115.7	227.6	371.2
기말현금 및 현금성자산	121.3	115.7	227.6	371.2	506.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	646.6	747.1	948.4	1,131.4	1,317.0
현금 및 현금성자산	121.3	115.7	227.6	371.2	506.5
단기금융자산	96.2	86.0	76.8	68.7	61.4
매출채권 및 기타채권	128.8	206.0	245.2	262.6	284.0
재고자산	263.0	282.1	335.8	359.6	388.9
기타유동자산	37.3	57.3	63.0	69.3	76.2
비유동자산	714.0	790.5	701.1	624.3	558.1
투자자산	9.1	10.0	10.2	10.5	10.7
유형자산	565.2	614.2	528.0	454.0	390.5
무형자산	41.2	41.6	38.3	35.2	32.4
기타비유동자산	98.5	124.7	124.6	124.6	124.5
자산총계	1,360.6	1,537.6	1,649.6	1,755.6	1,875.2
유동부채	718.8	899.8	935.7	949.2	968.4
매입채무 및 기타채무	187.3	261.0	296.9	310.4	329.5
단기금융부채	528.2	631.7	631.7	631.7	631.7
기타유동부채	3.3	7.1	7.1	7.1	7.2
비유동부채	82.4	74.0	74.0	74.0	74.0
장기금융부채	65.4	53.3	53.3	53.3	53.3
기타비유동부채	17.0	20.7	20.7	20.7	20.7
부채총계	801.2	973.9	1,009.8	1,023.2	1,042.4
지배지분	514.1	524.2	600.3	692.9	793.2
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.2	128.8	128.8	128.8	128.8
기타자본	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
기타포괄손익누계액	22.6	48.9	77.6	106.3	135.1
이익잉여금	140.2	200.4	247.8	311.7	383.3
비지배지분	45.3	39.5	39.5	39.5	39.5
자본총계	559.4	563.7	639.8	732.4	832.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-434	546	827	1,099	1,227
BPS	8,485	8,652	9,908	11,436	13,092
CFPS	1,486	2,626	3,197	3,268	3,180
DPS	45	45	45	45	45
주가배수(배)					
PER	-19.6	15.8	9.0	6.8	6.1
PER(최고)	-26.2	18.6	14.5		
PER(최저)	-16.2	12.0	8.4		
PBR	1.00	1.00	0.75	0.65	0.57
PBR(최고)	1.34	1.17	1.21		
PBR(최저)	0.83	0.76	0.70		
PSR	0.42	0.33	0.23	0.22	0.20
PCFR	5.7	3.3	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA	11.1	6.8	4.5	3.6	3.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	-10.8	7.9	5.4	4.1	3.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
ROA	-1.8	2.4	3.1	3.9	4.1
ROE	-5.0	6.4	8.9	10.3	10.0
ROIC	1.2	6.9	7.6	9.6	10.7
매출채권회전율	9.5	9.6	8.5	8.1	8.1
재고자산회전율	4.4	5.9	6.2	5.9	5.9
부채비율	143.2	172.7	157.8	139.7	125.2
순차입금비율	67.3	85.7	59.5	33.5	14.1
이자보상배율	0.4	2.1	2.6	3.2	3.4
총차입금	593.6	685.0	685.0	685.0	685.0
순차입금	376.2	483.3	380.5	245.1	117.1
NOPLAT	84.0	154.0	194.8	204.3	203.9
FCF	42.9	44.6	105.8	138.5	131.1

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표 주가	목표	과리율(%)	
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
한세실업 (105630)	2023-07-06	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-26.83	-16.15
	2023-08-16	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-31.11	-20.00
	2023-11-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.83	-20.00
	2023-11-20	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.02	-20.00
	2024-01-12	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.54	-20.00
	2024-04-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-28.58	-25.67
	2024-05-22	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.04	-21.33
	2024-07-19	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-40.68	-36.09
	2024-08-21	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-39.60	-33.04
	2024-10-15	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-36.27	-29.83
	2024-11-15	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-30.26	-27.35
	2025-01-21	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-32.98	-23.39
	2025-04-22	Buy(Maintain)	16,000원	6개월		
화승엔터 프라이즈 (241590)	2023-07-06	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-34.46	-29.85
	2023-08-16	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-38.84	-29.85
	2023-11-17	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-38.78	-29.85
	2023-11-20	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-37.38	-27.15
	2024-01-12	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-42.47	-37.77
	2024-04-17	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-9.60	0.00
	2024-05-22	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-27.45	-17.48
	2024-07-19	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-28.90	-17.48
	2024-08-21	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-30.10	-17.48
	2024-10-15	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-25.45	-19.00
	2025-01-21	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-23.52	-5.92
	2025-04-22	Buy(Maintain)	11,000원	6개월		
F&F (383220)	2023-05-03	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-29.49	-24.21
	2023-06-08	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-31.80	-24.21
	2023-07-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-35.39	-24.21
	2023-08-01	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-39.15	-24.21
	2023-10-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-40.54	-24.21
	2023-10-30	Buy(Maintain)	174,000원	6개월	-49.93	-45.00
	2024-01-12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-47.98	-43.57
	2024-02-08	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-41.92	-36.25
	2024-04-17	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.23	-34.00
	2024-05-02	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.58	-26.00
	2024-07-19	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.82	-26.00
	2024-07-29	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-37.51	-26.00
	2024-10-15	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.54	-36.10
신세계 인터내셔널 (031430)	2023-05-11	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-27.80	-22.84
	2023-07-06	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-29.57	-22.84
	2023-08-11	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-29.63	-20.36
	2023-11-09	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-31.17	-26.36
	2024-01-12	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-32.16	-26.36
	2024-02-07	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-32.18	-26.36
	2024-04-17	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-31.76	-26.36
	2024-05-09	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-26.91	-20.61
	2024-07-19	Buy(Maintain)	21,000원	6개월	-35.41	-30.43
	2024-10-15	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-28.25	-25.06
	2024-11-11	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-37.90	-25.06
	2025-01-21	Buy(Maintain)	16,000원	6개월	-36.18	-33.75
	2025-02-06	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-28.22	-23.14
	2025-04-22	Buy(Maintain)	12,000원	6개월		

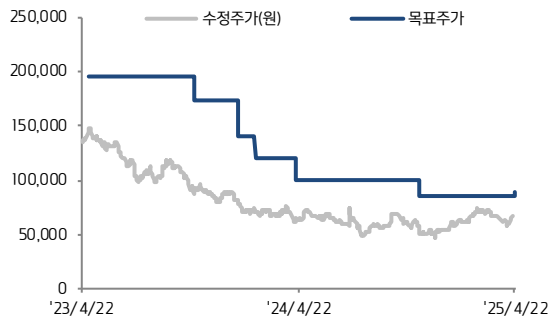
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

고지사항

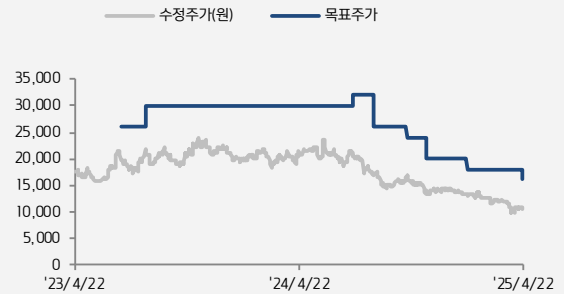
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

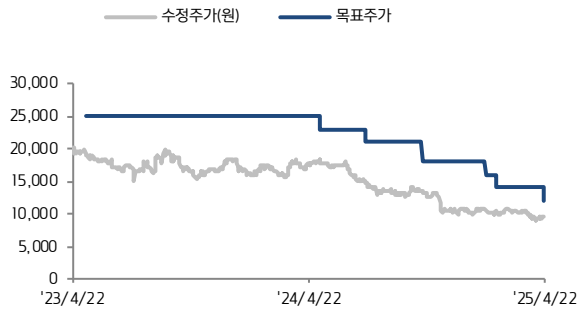
F&F



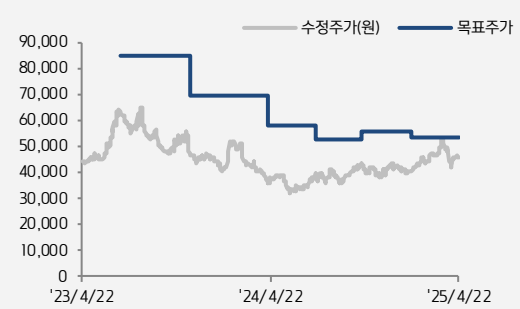
한세실업



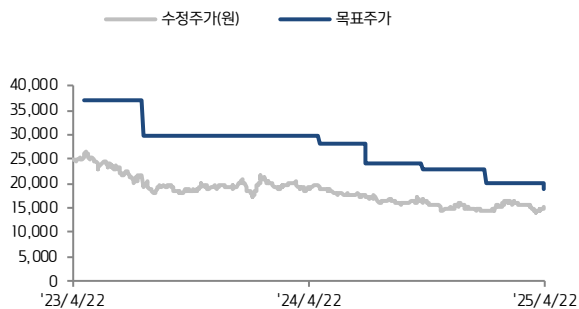
신세계인터내셔널



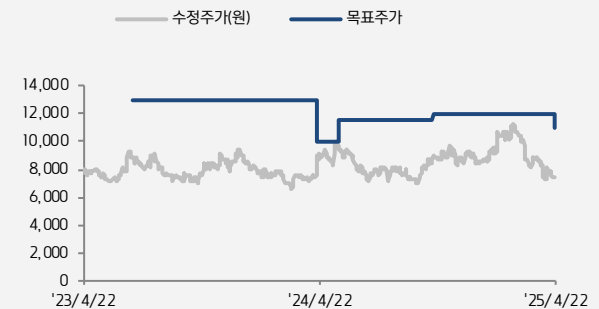
영원무역



한성



화승엔터프라이즈



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%