

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

Compliance Notice

- 당사는 10월 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

3Q25 Preview: 온기 속 냉기



3분기 섬유·의복 업종은 부진할 전망, 투자의견 중립을 유지. 이번 분기도 브랜드사들은 매출 성장이 제한적일 전망이고, OEM 업체들은 매출 성장은 견조하나 관세 영향으로 수익성 축소가 불가피하기 때문. 한편 향후 OEM 업체들의 실적과 투자심리는 각 업체의 마진 방어력과 고객사의 관세 대응 전략에 따라 달라질 것으로 예상. 그나마 영원무역은 스포츠, 아웃도어 의류 OEM사 이기에, 상대적으로 마진 방어력이 높다고 판단, 최선호주로 영원무역을 제시.

>>> 투자의견 중립, 최선호주는 영원무역

3분기에도 섬유·의복 업종은 부진한 흐름이 지속될 전망이다. 브랜드사들의 경우 매출 성장이 제한적일 것으로 예상되며, OEM 업체들은 매출 성장은 견조하나 관세 영향으로 수익성 축소가 불가피하다.

내수: 방한 외국인 증가, 소비 쿠폰 등 영향으로 국내 소비 채널은 회복세를 보이고 있으나, 의류 상장사들은 수혜에서 빗겨갈 전망이다. 상장 브랜드사들은 해외 인지도가 높지 않아 인바운드 수혜가 제한적이고, 내국인 소비자의 수요도 신형 인디 패션 브랜드들의 강세로 인해 일부 분산되고 있기 때문이다. 이번 3분기에도 브랜드사들의 국내 실적은 성장이 제한적일 것으로 예상되기에, 실적 눈높이를 낮출 필요가 있다.

미국: 미국의 의류 수요는 전반적으로 안정적이다. 주요 지표에서도 8월 의류 소매판매는 +8.3% YoY, 7월 도/소매 재고는 각각 -1.0% YoY, +0.4% YoY를 기록했고, 개별 기업들의 미주 지역 내 성장도 대체로 평이했다.

다만 관련 기업인 국내 OEM 사들의 실적은 성장이 제한적일 것으로 예상된다. 매출 성장은 견조할 것으로 예상되나, 관세로 인한 단가 인하 압박으로 수익성이 축소될 전망이다기 때문이다.

향후 OEM 업체들의 실적은 마진 방어력과 고객사들의 관세 대응 정책에 따라 달라질 것으로 예상된다. 현재 주요 생산국(베트남, 방글라데시)과 미국과의 관세율은 정해졌지만, 위 변화가 OEM사들의 실적에 실질적으로 얼마나 하방 압력으로 작용할지는 아직 불확실하다. 이번 3분기 실적을 통해 시장은 관세 정책이 업체 실적에 미치는 여파 범위를 가늠할 것이며, 실적 발표 이전까지는 업종 전반의 주가 모멘텀은 제한적일 것으로 예상된다. 그후부터는 관세 리스크가 점차 가격에 반영 및 해소되는 구간으로 진입하면서, 당분간 업체들의 주가는 마진 방어력과 주요 고객사의 관세 대응 정책에 따라 차별화 현상이 나타날 가능성이 높다.

섬유의복 업종에 대한 투자의견 중립을 유지하며, 영원무역을 최선호주로 제시한다. 영원무역은 스포츠, 아웃도어 OEM사로, 업종 내 타 업체 대비 상대적으로 가격 협상력이 높아 마진 방어력을 보유하고 있다.

섬유·의복 산업 주요 업체 3Q25 실적 정리 (십억원)

	3Q25			YoY			컨센서스			차이		
	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM
F&F	461.8	114.3	24.8%	2%	6%	0.7%	472.0	115.7	24.5%	-2%	-1%	0.2%
신세계 인터내셔널	308.6	-0.5	-0.2%	4%	적전	-0.9%	315.9	5.0	1.6%	-2%	-	-1.7%
한섬	305.7	1.9	0.6%	-3%	-68%	-1.3%	315.1	4.4	1.4%	-3%	-57%	-0.8%
한세실업	533.2	14.7	2.8%	0%	-67%	-5.7%	533.1	24.6	4.6%	0%	-40%	-1.9%
영원무역	1,215.9	135.2	11.1%	14%	29%	1.3%	1,156.6	129.5	11.2%	5%	4%	-0.1%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

섬유·의복 산업 주요 업체 연간 실적 정리

		키움증권			컨센서스			과리율			멀티플
		매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익	OPM	PER (배)
F&F	25E	1,909.2	446.1	23.4%	1,933.1	455.5	23.6%	-1.2%	-2.1%	-0.2%	6.8
	26E	2,196.8	535.1	24.4%	2,062.7	497.8	24.1%	6.5%	7.5%	0.2%	6.2
신세계 인터내셔널	25E	1,328.7	6.9	0.5%	1,331.2	15.7	1.2%	-0.2%	-56.1%	-0.7%	16.2
	26E	1,380.6	34.7	2.5%	1,415.7	37.3	2.6%	-2.5%	-7.0%	-0.1%	8.5
한섬	25E	1,455.6	54.7	3.8%	1,478.5	56.8	3.8%	-1.6%	-3.6%	-0.1%	7.2
	26E	1,513.8	79.5	5.3%	1,525.5	70.5	4.6%	-0.8%	12.7%	0.6%	6.1
한세실업	25E	1,890.3	56.7	3.0%	1,876.8	69.5	3.7%	0.7%	-18.4%	-0.7%	8.5
	26E	1,947.0	87.6	4.5%	1,961.4	94.1	4.8%	-0.7%	-6.9%	-0.3%	6.6
영원무역	25E	3,900.0	418.1	10.7%	3,853.7	409.1	10.6%	1.2%	2.2%	0.1%	6.9
	26E	4,092.0	578.7	14.1%	4,016.6	495.8	12.3%	1.9%	16.7%	1.8%	5.9

자료: FnGuide, 키움증권리서치

매크로 지표는
회복세를 보이지만
상장사 실적은
저조할 전망

최근 국내 소비 시장은 회복세를 보이고 있다. 최근 소비자지출전망조사에서 의류 관련 CSI 지수는 점진적인 개선세를 보이고 있으며, 백화점 소매판매 데이터에서도 의류 품목의 회복 흐름이 관찰되고 있다. 그러나 3분기에도 상장사들의 국내 매출은 해외 명품 사업부를 제외하면 대부분 역성장이 예상된다. 주요 기업별로는 신세계인터내셔널 패션 부문이 +2%(자체 -7%, 수입 +7%), 한섬 -3% YoY, F&F 내수 -5% YoY를 기록할 전망이다.

1) 인바운드 관광객
증가 수혜에서
벗어나 있기 때문

전반적인 소비 지표가 개선되고 있음에도 불구하고 상장사들의 실적이 회복세를 보이지 않는 이유는, 최근 소비 회복에 인바운드 관광객 증가가 기여하고 있기 때문이다. 최근 알려진 바에 따르면 백화점 유통 3사의 외국인 매출은 +30~40% 성장을 기록했다. 그러나 현재 주요 상장 브랜드사들은 대부분 해외 인지도가 낮고, 외국인 소비자들의 선호도 낮은 편이다. 대신 현재 인바운드 관광객 증가의 수혜를 한껏 누리고 있는 업체들은 마리떼 프랑소와 저버, 마르디 메르퀴 등 K-인디 패션 브랜드들로, 높은 해외 인지도와 트렌디한 감성으로 외국인 관광객들의 선택을 받고 있다. 이에 현재 국내 소비가 회복을 보이고 있음에도 불구하고, 상장 브랜드사들은 매출은 지지부진할 수 밖에 없다.

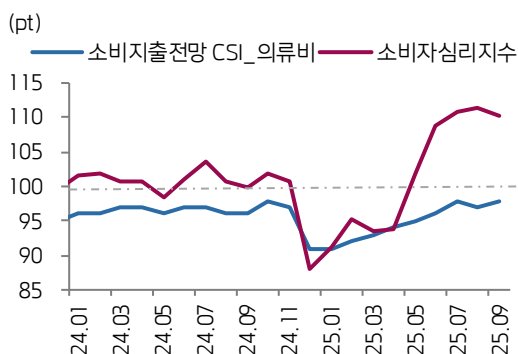
2) 신형 브랜드들의
등장도 국내 성장을
제약하는 요인

한편 K인디 패션 브랜드들은 내국인 소비자들 사이에서도 빠르게 영향력을 확대하고 있다. 이들은 빠른 트렌드 대응, 한정판 및 협업 컬렉션 등 차별화된 전략을 통해 브랜드 경쟁력을 높여가고 있으며, 29CM, 무신사 등 온라인 플랫폼을 중심으로 외형을 확대하고 있다. 이로 인해 내국인 수요 일부가 인디 브랜드로 분산되면서, 기존 상장 브랜드사들의 내수 성장을 제약하는 또 다른 요인으로 작용하고 있다.

실제로 작년 경기 부진으로 상장 브랜드사들의 매출은 저조한 흐름을 이어갔던 반면, 신형 브랜드들은 기민한 소비 트렌드 대응으로 구조적 성장을 이어갔다. 24년 한섬 매출은 -3% YoY, 신세계인터내셔널 자체 패션 부문은 -12% YoY 감소한 것으로 추정되는 반면, 마뎡킴 +29% YoY, 마르디 메르퀴 +50% YoY, 마리떼 프랑소와 저버 +60% YoY로 인디 브랜드들의 고성장이 지속되었다. 신형 브랜드들을 유통하는 플랫폼들도 성장세를 보였는데, 무신사 +12% YoY, 지그재그 +20% YoY, 에이블리 +29% YoY, 29CM +53% YoY의 매출 성장을 기록했다.

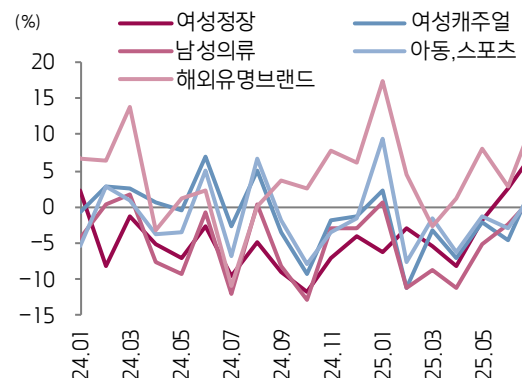
작년과 달리 올해는 의류 경기가 회복 조짐을 보이고 있음에도 불구하고, 소비 트렌드의 구조적 변화로 인해 상장 브랜드사들은 회복 국면의 수혜를 온전히 누리지 못하고 있다.

국내 소비자심리지수 (전체/CSI의류)



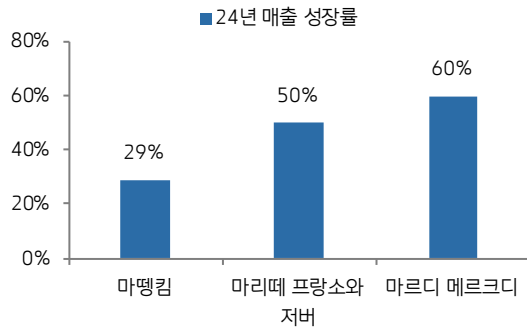
자료: 한국은행, 키움증권리서치

국내 백화점 소매판매



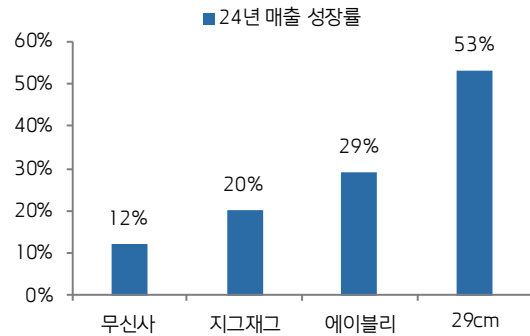
자료: 통계청, 키움증권리서치

3MA 브랜드 매출 성장률 (24년)



자료: 언론종합, 키움증권리서치

주요 패션 플랫폼 매출 성장률 (24년)



자료: 언론종합, 키움증권리서치

안정적인

미국 의류 수요

미국 의류 경기는 여전히 견조한 흐름을 보이고 있다. 주요 지표들을 보면, 미국 8월 의류 소매판매는 +8.3% YoY, 7월 도/소매 재고는 각각 -1.0% YoY, +0.4% YoY로 안정적인 모습을 유지하고 있다. 개별 기업 실적에서도 북미 채널은 소비자 트렌드를 따라가지 못한 일부 업체를 제외하면 대체로 매출 성장세를 유지했다.

고객사들의

관세 대응책은

밴더사의 실적에

영향을 미칠 전망

다만 관세로 인한 부담은 업체별로 상이한 것으로 파악된다. Amer Sports는 높은 브랜드 파워를 기반으로 영향이 제한적이라 평가하는 반면, VF와 GAP은 하반기부터, Lululemon은 내년까지 부담이 이어질 것으로 전망한다. 이처럼 관세로 인한 수익성 부담 규모나 영향 시기는 업체마다 상이하나, 마진 방어를 위해 밴더와의 가격 협상, 소비자 가격 전가, 소싱처 재구성 등 전략을 취하려는 점은 같다. (하단 테이블 참조)

이들의 관세 방어 전략은 국내 의류 OEM 실적에도 영향을 미칠 수밖에 없다. 주요 생산국 (베트남, 방글라데시 등)과 미국과의 관세율은 결정되었으나, 그 변화가 실질적으로 업체의 마진에 얼마나 영향을 미칠지는 아직 가늠하기가 어려운데, 이번 3분기는 관세 영향 범위를 확인할 수 있는 첫 분기가 될 것이다.

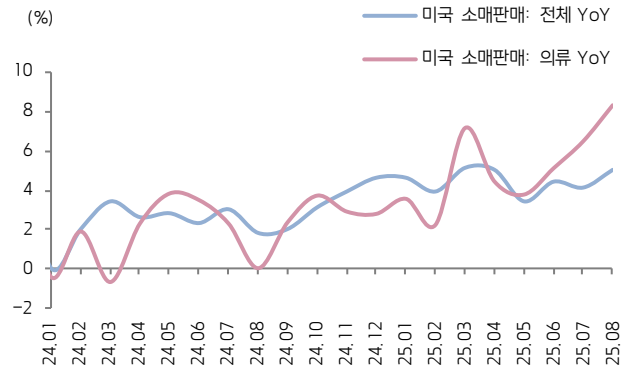
3Q 실적 확인 이후

주가 차별화 현상

예상

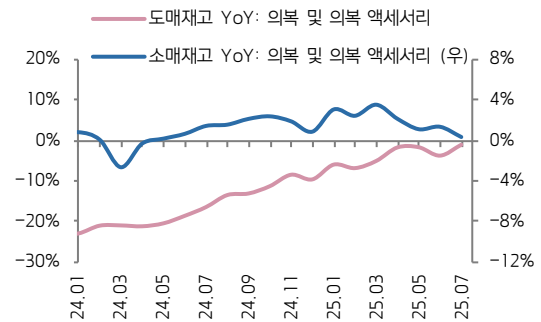
이에 따라 실적 발표 전까지는 업종 전반의 주가 모멘텀이 제한적일 수밖에 없으며, 주요 업체들의 주가도 횡보할 가능성이 높다. 실적 확인 이후부터는 관세 리스크가 점차 가격에 반영 및 해소되는 구간으로 진입할 것으로 예상되며, 당분간 업체별 마진 방어력과 주요 고객사의 관세 방어 정책에 따라 주가 차별화가 본격화될 전망이다.

미국 소매판매 YoY 추이 (전체/의류)



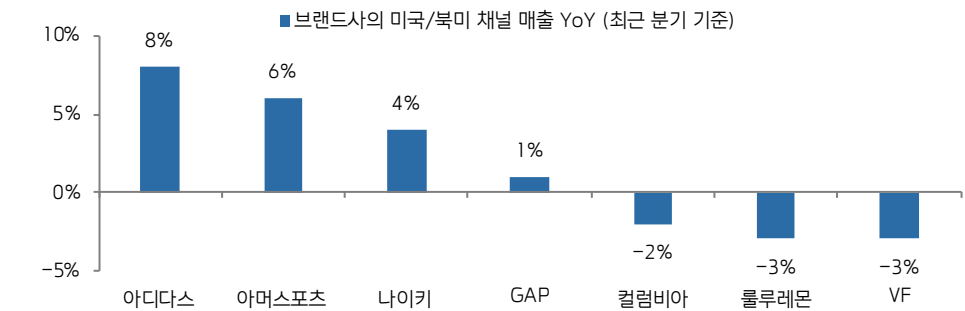
자료: Bloomberg, 키움증권리서치

미국 의류 도매/소매 재고 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권리서치

글로벌 브랜드사의 복미 실적 YoY



자료: 각 사, 키움증권리서치

국내 의류 OEM 관련 복미 상장 업체 최근 실적 코멘트 정리

날짜	업체	컨퍼런스 콜 내용
7/30	VF	1Q26 실적 - 매출 -2% YoY, 환증립 Flat: Vans 부진 영향으로 매출 성장은 제한적, 그 외 브랜드 성장은 견조 - 브랜드별: NorthFace +5%, Timberland +9%, Vans -15% (Vans는 재고 조정 및 채널 축소 중) - 지역별: APAC +4%, EMEA -2%, Americas -3% (Vans 제외 시 +3%) - 채널별: 소매 -4%, 도매 Flat - 재고: YoY +4% (환증립 +1%) 가이드런스 - 2Q26 매출 YoY -2%~-4% (환증립 기준) - Vans는 채널 조정 영향으로 부진 지속 전망, 4Q부터 턴어라운드 기대 - NorthFace 신성장 카테고리 성장 견조, 복미는 다소 약하지만, 개선 여지 있음 관세 - 관세 영향으로 FY26 2.5~2.7억 비용 증가 예상 (기존 1.5억 달러에서 상향조정), Q3부터 실적 반영 예상 - 가격 인상 등 조치로 방어하고 있으나, 손익 0.6~0.7억 달러 축소 전망 - FY27부터 완전 상쇄할 수 있을 것으로 예상
8/19	Amer Sports	2Q25 실적 - 연결 매출 +23% YoY - 채널별 매출 DTC +40%, 도매 +9% - 지역별 매출 APAC +45%, 중국 +42%, EMEA +18%, 미주 +6% - 기능성 의류 (아크테릭스 비중 대부분): 매출 23%, 여성/신발이 성장을 견인, 정상가 판매율 확대 - 재고 +29%: 관세 영향에 대비하여 FW 제품 조기 입고, 해상 운송 전환으로 운송 중 재고 인식 규모 증가한 영향, 내년부터 재고 수준 정상화 전망 가이드런스 - 25년 연결 매출 +20~21% YoY 상향조정 (기존 15~17% YoY) - 관세 여파는 가격 인상, 믹스 개선 전략으로 충분히 방어할 수 있을 전망 (관세율은 중국 30%, 베트남 20%, 유럽 15%로 가정)
8/20	Target	2Q25 실적 - 연결 매출 -0.9% YoY, Comp -1.9% - 재고 +2%: 수량은 감소했으나 단가 상승 영향으로 상승 - 관세 관련 일회성 비용은 이번엔 반영 완료, 하반기 부담은 완화될 전망. - 의류 매출 +28%: 여성 데님 등 신제품 판매 호조 기록 가이드런스 - FY25 가이드런스 유지 - 향후 생산국 다변화 및 소싱 국가 조정 계획, 협력업체와의 가격 협상으로 소비자 가격 전가는 최소화할 계획

8/21	Walmart	2Q26 실적 - 연결 매출 +5.6% (환증립), 미국 재고 +2.2%로 양호한 편 - 미국 월마트 Comp +4.6%, General Merchandise (의류 포함) 플러스 전환 - 관세 영향은 수익성 부담 요소가 맞고, 하반기까지 점진적인 압력 확대 예상. 다만 가격 인상은 최대한 늦출 것이고, 제품 믹스/ 광고/ 멤버십 등으로 부담 완화 시킬 계획 가이드라인 - 연간 가이드라인 +3.75~4.75% 성장으로 상향 (기존 3.0~4.0%) - 상반기 매출이 생각보다 양호했고, 경기 둔화 국면에서도 거래량/트래픽 기반의 실질 성장이 확인되었기 때문
8/29	GAP	2Q25 실적 - 연결 매출 Flat YoY, Comp +1% - Athleta 제외 Comp 플러스 성장: Old Navy +2%, GAP +4%, Banana Rep +4% - 재고 +9%: 관세 영향으로 조기 입고 조치 여파 가이드라인 - FY25 연결 가이드라인 유지 (매출 +1~2%) - 3Q 매출 가이드라인 +1.5%~2.5% YoY - 관세로 인한 부담은 3Q 부터 반영 예정, 소싱처 다변화, 믹스 변화 등으로 부담 방어 계획. 26년에는 추가적인 영향 없을 것으로 예상하며, 장기적으로 상쇄 충분히 가능하다고 설명
9/4	Lululemon	2Q25 실적 - 연결 매출 +7% (환증립 +6%), Comp +1% - 재고 +21% (수량 +13%, 나머지는 단가 영향) 가이드라인 - FY25 매출 성장 가이드라인 +2~4% 성장으로 하향조정 (기존 가이드라인 매출 성장 + 5~7% YoY) - 해외 지역 성장은 견조하나, 미국 지역 매출 부진 (2Q25 미국 Comp -3%) 영향, 제품 주기만 길어지고 컬러만 바뀌는 식상한 상품 구성으로 인해 소비자 수요가 약화되었다고 반성. 향후 신상품 비중을 확대하고, 고객 피드백 반영 속도 개선 계획 - 올해 관세 영향으로 올해 GPM 하락 예상, 26 년에도 영향 예상 (영향 규모 3.2 억 달러 전망), 비용 절감 및 밴더 협상으로 50% 방어하고, 나머지는 가격 인상으로 상쇄할 계획

자료: 각 업체, 키움증권리서치

1) F&F 3Q Preview

투자의견 BUY 유지,
TP 100,000원 유지

F&F의 3분기 매출액은 4,618억원 (+2% YoY), 영업이익 1,143억원 (+6% YoY, OPM 24.8%)으로 시장예상치에 부합할 전망이다. 내수는 여전히 부진하나, 해외 수출이 성장을 견인할 것으로 기대된다.

내수: 내수 채널 매출은 -5% YoY 감소가 예상되며, 브랜드별로 MLB는 -5%, Discovery는 -19% 감소를 예상한다. 프로모션 규모가 작고, SS 상품 구색이 적은 편인 Discovery의 매출 감소폭이 큰 편이었고, MLB는 상대적으로 선방한 편이었던 것으로 파악된다.

중국: 중국 매출은 +11% YoY 성장을 예상한다. 브랜드 MLB가 전반적인 성장을 견인했던 것으로 파악된다. 이번 분기부터 Discovery의 첫 중국 타겟 제품이 출시될 예정이며, 3분기 말 매장 수는 19개로 파악된다. (2Q 대비 +7개 증가)

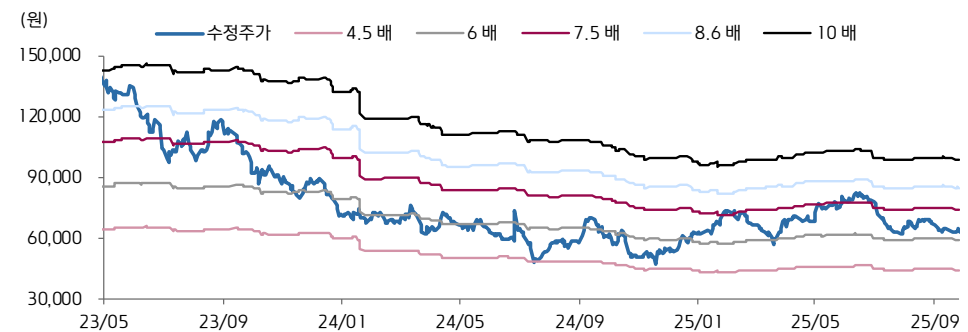
시장 내 관심은 단기 실적보다는 테일러메이드 인수 가능성에 집중되고 있다. 동사는 내수와 중국 채널에 대한 노출도가 높은 편인데, 두 채널 모두 당장 기대할 수 있는 성장 업사이드는 크지 않다. 반면 테일러메이드 인수가 현실화된다면, 연결 편입 효과와 사업적인 시너지로 기대할 수 있는 성장성이 훨씬 커지기 때문에, 시장에서는 관련 이슈에 대해 더욱 주목하고 있다. 현재 동사는 테일러메이드에 대한 우선매수권과 매각동의권을 보유하고 있으며, 인수 의지를 보이고 있다. 만약 동사가 인수권을 행사할 경우 시장은 단기 재무 부담보다는 동사의 성장성에 더 주목할 가능성이 높고, 이와 함께 주가 변동성이 확대될 것으로 예상되기에, 관련 이슈를 계속 모니터링할 필요가 있다.

테일러메이드 인수 SPC 구조 (2027년 만기 예정)

테일러메이드 인수 SPC 구조				
구분		금액	F&F 출자금	지분율
선순위	인수금융	1 조원	-	-
중순위	메자닌	4,633 억원	1,957 억원	41.5%
후순위	에쿼티	6,059 억원	3,580 억원	57.8%

자료: F&F, 키움증권리서치

F&F 선행 12개월 PER 추이



자료: Fnguide, 키움증권리서치

연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	1,953.2	2,265.5	1,909.2	2,196.8	-2%	-3%	1,937.6	2,064.5	-1%	6%
영업이익	473.9	572.0	446.1	535.1	-5.9%	-6.4%	454.1	496.4	-2%	8%
OPM	24.5%	25.5%	23.4%	24.4%	-1.2%	-1.1%	23.4%	24.0%	0.1%	-0.3%
순이익	385.8	403.1	341.3	410.4	-11.5%	1.8%	352.5	389.0	-3%	6%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

분기 실적 추정치 비교

	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
매출	461.8	450.963	2.4%	378.9	21.9%	471.9	-2.1%
영업이익	114.3	108.3	5.5%	84.0	36.0%	114.9	-0.5%
OPM	24.8%	24.0%	0.7%	22.2%	2.6%	24.3%	0.4%
순이익	91.6	79.8	14.8%	62.6	46.3%	90.1	1.7%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

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	505.6	378.9	461.8	562.9	1,895.9	1,909.2	2,196.8
	+2%	-3%	-8%	-6%	-0%	-3%	+2%	+3%	-4.2%	+1%	+15%
(채널) 면세	41.2	38.4	30.7	40.3	35.0	33.8	32.7	32.0	150.6	133.5	128.0
	-12%	-14%	-17%	-25%	-15%	-12%	+7%	-20%	-18%	-11%	-4%
내수	176.4	158.3	117.1	246.0	165.9	136.8	102.8	226.4	697.8	628.8	635.1
	-11%	-9%	-14%	-11%	-6%	-14%	-12%	-8%	-11%	-10%	+1%
해외	267.0	179.6	282.5	239.5	288.9	195.1	326.3	304.5	968.5	1,114.8	1,433.8
	+10%	+1%	-6%	+2%	+8%	+9%	+16%	+27%	+1%	+15%	+29%
(브랜드) MLB	235.2	162.3	314.5	220.0	267.0	209.5	314.2	214.8	932.0	968.0	1,014.1
	-8%	-20%	-13%	-13%	+14%	+29%	-0%	-2%	-13%	+4%	+5%
면세	35.5	33.1	25.0	30.5	28.5	28.4	27.0	27.0	124.1	110.9	105.4
	+0%	-16%	-19%	-31%	-20%	-14%	+8%	-11%	-21%	-11%	-5%
내수	55.3	58.4	46.2	58.0	55.7	55.4	43.9	56.3	217.9	211.2	217.6
	-19%	-16%	-17%	-12%	+1%	-5%	-5%	-3%	-16%	-3%	+3%
MLB Kids	30.3	19.8	27.1	26.2	26.1	21.3	26.5	25.3	103.4	99.2	99.2
	+3%	-15%	-13%	-19%	-14%	+8%	-2%	-4%	-11%	-4%	+0%
Discovery	106.7	87.4	62.6	175.8	95.2	66.3	51.3	154.2	432.5	366.5	366.5
	-4%	-1%	-11%	-10%	-11%	-24%	-18%	-12%	-7%	-15%	+0%
영업이익	130.2	91.8	108.3	120.4	123.6	84.0	114.3	124.1	450.7	446.1	535.1
YoY	-13%	-17%	-27%	-16%	-5%	-8%	+6%	+3%	-18.3%	-1%	+20%
OPM	25.7%	23.4%	24.0%	22.0%	24.4%	22.2%	24.8%	22.0%	23.8%	23.4%	24.4%
순이익	96.3	74.0	79.8	105.9	82.6	62.6	91.6	104.4	356.0	341.3	410.4
YoY	-19%	-15%	-33%	+6%	-14%	-15%	+15%	-1%	-16%	-4%	+20%
NPM	19.0%	18.9%	17.7%	19.4%	16.3%	16.5%	19.8%	18.6%	18.8%	17.9%	18.7%

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	215.4	278.0	187.0	297.8	268.6	914.1	1,032.1	1,218.7
	+15%	+8%	-4%	-5%	+6%	+9%	+12%	+25%	+3%	+13%	+18%
MLB 중국	239.0	154.5	250.2	213.0	256.0	170.0	276.7	235.3	856.7	937.9	1,023.4
	+15%	+10%	-4%	+4%	+7%	+10%	+11%	+10%	+5%	+9%	+9%
오프라인	215.1	132.9	235.2	170.4	227.8	141.1	260.8	188.2	753.6	825.3	900.6
	+15%	+13%	-4%	+0%	+6%	+6%	+11%	+10%	+4%	+10%	+9%
온라인	23.9	21.6	15.0	42.6	28.2	28.9	15.9	47.1	103.1	112.5	122.8
	+15%	-2%	+5%	+22%	+18%	+34%	+6%	+10%	+12%	+9%	+9%
MLB 홍콩	22.2	17.2	15.6	20.3	20.7	15.7	15.6	20.9	75.3	72.9	77.7
	+15%	-9%	-11%	-4%	-7%	-9%	+0%	+3%	-2%	-3%	+7%
Discov 중국				1.3	1.3	1.3	5.6	12.5		20.6	117.6
							+859%				+470%

자료: F&F, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978.5	1,896.0	1,909.2	2,196.8	2,377.7
매출원가	632.3	649.0	660.7	759.9	822.5
매출총이익	1,346.2	1,247.0	1,248.6	1,436.9	1,555.2
판관비	794.4	796.3	802.5	901.7	976.0
영업이익	551.8	450.7	446.1	535.1	579.2
EBITDA	625.7	551.9	551.7	529.8	613.3
영업외손익	3.1	26.6	12.1	12.1	12.1
이자수익	5.9	6.8	40.0	61.3	82.2
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	-44.0	-62.4	-83.3
법인세차감전이익	554.9	477.3	458.2	547.2	591.3
법인세비용	129.9	121.3	116.9	139.6	150.8
계속사업순손익	425.0	356.0	341.3	407.6	440.5
당기순이익	425.0	356.0	341.3	407.6	440.5
지배주주순이익	425.1	360.4	545.0	651.0	703.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.4	-4.2	0.7	15.1	8.2
영업이익 증감율	5.1	-18.3	-1.0	20.0	8.2
EBITDA 증감율	3.4	-11.8	0.0	-4.0	15.8
지배주주순이익 증감율	-3.8	-15.2	51.2	19.4	8.0
EPS 증감율	-3.8	-15.2	51.2	19.4	8.1
매출총이익율(%)	68.0	65.8	65.4	65.4	65.4
영업이익률(%)	27.9	23.8	23.4	24.4	24.4
EBITDA Margin(%)	31.6	29.1	28.9	24.1	25.8
지배주주순이익률(%)	21.5	19.0	28.5	29.6	29.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	477.0	398.8	596.1	349.8	441.0
당기순이익	425.0	356.0	341.3	407.6	440.5
비현금항목의 가감	205.5	202.4	169.7	63.1	92.9
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	92.0	96.5	86.8
영업활동자산부채증감	-13.1	-24.1	164.0	-37.7	-18.8
매출채권및기타채권의감소	14.5	-9.6	-1.1	-24.8	-15.6
재고자산의감소	-19.2	30.2	134.1	-28.8	-18.1
매입채무및기타채무의증가	-21.6	-22.8	10.3	26.2	21.4
기타	13.2	-21.9	20.7	-10.3	-6.5
기타현금흐름	-140.4	-135.5	-78.9	-83.2	-73.6
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	-5.3	-103.2
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	-41.0	-48.9
기타	-35.7	-54.4	-54.3	-54.3	-54.3
기타현금흐름	2.6	-1.1	40.4	40.4	40.4
현금 및 현금성자산의 순증가	118.0	-100.2	622.0	398.4	391.6
기초현금 및 현금성자산	102.0	220.0	119.8	741.8	1,140.2
기말현금 및 현금성자산	220.0	119.8	741.8	1,140.2	1,531.8

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	745.6	636.8	1,128.7	1,583.8	2,012.5
현금 및 현금성자산	220.0	119.8	741.8	1,140.2	1,531.8
단기금융자산	21.7	6.9	7.6	8.4	9.2
매출채권 및 기타채권	148.5	163.3	164.5	189.2	204.8
재고자산	341.1	325.0	190.9	219.7	237.8
기타유동자산	14.3	21.8	23.9	26.3	28.9
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	2,700.5	3,189.2	3,612.2
유동부채	486.9	522.1	582.4	658.6	680.0
매입채무 및 기타채무	248.3	198.9	209.2	235.4	256.8
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	808.9	925.1	946.5
지배지분	1,290.5	1,562.2	2,080.2	2,696.2	3,360.7
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	1,787.4	2,389.5	3,040.0
비지배지분	27.2	15.1	-188.7	-432.0	-695.0
자본총계	1,317.7	1,577.3	1,891.5	2,264.2	2,665.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,096	9,408	14,228	16,994	18,363
BPS	33,689	40,781	54,303	70,384	87,730
CFPS	16,458	14,576	13,339	12,288	13,922
DPS	1,700	1,700	1,090	1,302	1,407
주가배수(배)					
PER	8.0	5.8	4.4	3.7	3.4
PER(최고)	14.0	9.5	5.9		
PER(최저)	7.1	5.0	3.8		
PBR	2.65	1.33	1.16	0.90	0.72
PBR(최고)	4.62	2.19	1.54		
PBR(최저)	2.35	1.16	0.99		
PSR	1.73	1.10	1.26	1.10	1.02
PCFR	5.4	3.7	4.7	5.1	4.5
EV/EBITDA	5.5	4.2	3.5	2.6	1.2
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	15.3	17.9	12.0	12.0	12.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.9	3.1	1.7	2.1	2.2
ROA	23.8	16.6	13.7	13.8	13.0
ROE	38.4	25.3	29.9	27.3	23.2
ROIC	75.1	37.6	32.7	43.8	47.0
매출채권회전율	12.8	12.2	11.6	12.4	12.1
재고자산회전율	6.2	5.7	7.4	10.7	10.4
부채비율	52.2	44.9	42.8	40.9	35.5
순차입금비용	1.3	14.9	-15.8	-26.8	-37.5
이자보상배율	47.8	38.1	30.2	30.2	32.6
총차입금	259.4	361.1	451.1	541.1	541.1
순차입금	17.7	234.3	-298.4	-607.5	-1,000.0
NOPLAT	625.7	551.9	551.7	529.8	613.3
FCF	400.8	-81.2	601.9	355.6	446.8

2) 신세계인터내셔널 3Q Preview

투자의견 Outperform
하향조정,
목표주가 11,000원
하향조정

신세계인터내셔널의 3분기 매출액은 3,086억원 (+4.7% YoY), 영업손실 5억원 (적자전환, OPM -0.2%)으로 시장예상치를 하회할 전망이다. 자체 패션 사업 매출이 감소하면서 고정비 부담이 불가피할 것으로 예상된다.

의류: 의류 사업 매출은 1,469억원 (+2% YoY), 자체 패션 -7% YoY, 수입 패션 +7% YoY 기록을 예상된다. 양극화 현상이 두드러지면서 초고가 브랜드들이 아웃퍼폼을 기록한 반면, 나머지 브랜드들의 성장은 제한적이었다.

의류 외: 화장품 부문은 1,097억원 (+18% YoY)을 예상된다. 어뮤즈의 연결 실적 편입 효과와 향수 카테고리의 아웃퍼폼 덕분이다. 한편 생활용품 사업은 532억원 (-10% YoY)을 기록할 전망이다. 내수 소비 둔화 영향으로 매출이 감소할 것으로 예상된다.

이번 3분기는 실적이 바닥을 통과하는 구간이고, 이번 4분기는 성수기 진입으로 실적 회복이 기대된다. 다만 패션 사업의 본질적인 어려움인 소비 트렌드 변화와 대외 환경 불확실성이 아직 해소되었다고 보기는 어렵기 때문에, 실적의 본격적인 추세 전환을 논하기는 아직 이르다고 판단한다.

연간 실적 추정치를 하향조정하여, 목표주가 및 투자의견을 변경하였다.

신세계인터내셔널 세부 실적 추이 전망

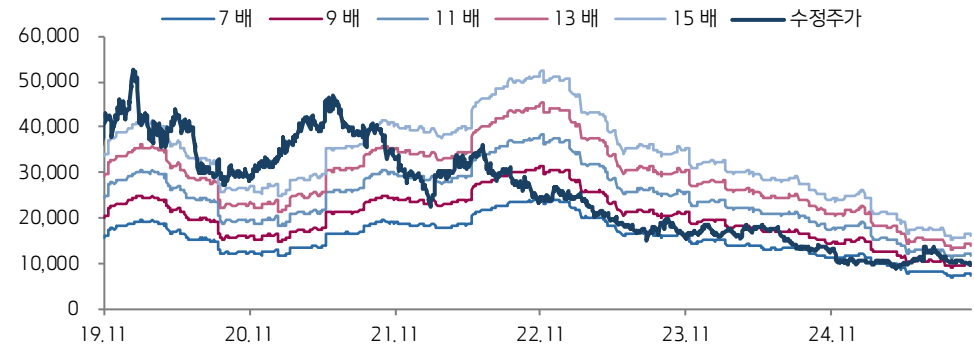
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출		309.4	320.9	296.0	382.3	304.2	308.6	309.8	406.1	1,308.6	1,328.7	1,380.6
	YoY	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	-3.8%	+4.7%	+6.2%	-3.4%	+1.5%	+3.9%
수입패션		81.3	90.9	94.8	130.5	81.7	87.1	101.4	143.6	397.5	413.8	426.2
	YoY	-4.6%	-4.7%	+1.5%	+0.2%	+0.5%	-4.2%	+7.0%	+10.0%	-1.7%	+4.1%	+3.0%
자체패션		70.1	61.5	48.9	83.7	60.8	50.5	45.5	81.2	264.2	238.0	238.0
	YoY	-6.0%	-11.6%	-12.7%	-13.1%	-13.3%	-17.9%	-7.0%	-3.0%	-12.0%	-9.9%	+0.0%
화장품		104.3	105.3	93.3	112.1	113.1	115.6	109.7	130.9	415.0	469.3	508.8
	YoY	+13.5%	+9.0%	-1.3%	+15.8%	+8.4%	+9.8%	+17.6%	+16.8%	+9.3%	+13.1%	+8.4%
생활용품		53.7	63.3	59.1	56.0	48.7	55.4	53.2	50.4	232.1	207.7	207.7
	YoY	-5.6%	-12.3%	-17.9%	-19.1%	-9.3%	-12.5%	-10.0%	-10.0%	-14.1%	-10.5%	+0.0%
매출총이익		192.8	202.2	178.8	233.6	191.1	188.9	170.9	231.3	807.3	782.2	812.8
	YoY	-1.7%	-3.3%	-4.1%	-1.1%	-0.8%	-6.6%	-4.4%	-1.0%	-2.5%	-3.1%	+3.9%
	GPM	62%	63%	60%	61%	63%	61%	55%	57%	62%	59%	59%
영업이익		11.2	13.3	2.1	0.3	4.7	-2.3	-0.5	5.0	26.9	6.9	34.7
	YoY	+8.6%	-27.1%	-65.1%	-97.9%	-58.0%	적전	적전	+1566.7%	-44.7%	-74.3%	+402.5%
	OPM	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.5%	-0.7%	-0.2%	1.2%	2.1%	0.5%	2.5%
세전이익		14.0	18.6	5.6	-6.6	6.0	0.4	0.7	6.2	31.6	13.3	39.4
	YoY	+29.0%	-22.6%	-44.2%	적전	-57.1%	-97.9%	-87.8%	흑전	-48.4%	-58.0%	+197.3%
	%	5%	6%	2%	-2%	2%	0%	0%	2%	2%	1%	3%
당기순이익		12.6	15.6	4.9	-0.4	4.5	0.1	0.5	4.8	32.7	9.9	29.6
	YoY	+41.0%	-19.9%	+89.6%	적전	-63.9%	-99.7%	-89.2%	흑전	-17.6%	-69.6%	+197.3%
	NPM	4%	5%	2%	0%	1%	0%	0%	1%	2%	1%	2%

자료: 신세계인터내셔널, 키움증권 리서치센터

주: 사업부별 실적은 키움증권 추정치임

신세계인터내셔널 선행 12개월 PER 추이

(원)



자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	1,354.4	1,383.8	1,328.7	1,380.6	-1.9%	-0.2%	1,329.3	1,409.3	0.0%	-2.0%
영업이익	33.8	51.6	6.9	34.7	-79.6%	-32.8%	16.6	38.3	-58.4%	-9.5%
OPM	2.5%	3.7%	0.5%	2.5%	-2.0%	-1.2%	1.2%	2.7%	-0.7%	-0.2%
순이익	32.2	47	9.9	29.6	-69.1%	-37.1%	23.7	41.5	-58.0%	-28.8%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

분기 실적 추정치 비교

	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
매출	309.8	296.0	4.7%	308.6	0.4%	315.6	-1.8%
영업이익	-0.5	2.1	적자전환	-2.3	적자지속	4.1	-
OPM	-0.2%	0.7%	-0.9%	-0.7%	0.6%	1.3%	-1.5%
순이익	0.5	4.9	-89.2%	0.1	964.7%	5.8	-90.8%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,354.3	1,308.6	1,328.7	1,380.6	1,428.5
매출원가	526.6	501.4	546.5	567.8	587.5
매출총이익	827.7	807.2	782.2	812.8	841.0
판매비	779.0	780.4	775.3	778.1	797.9
영업이익	48.7	26.8	6.9	34.7	43.1
EBITDA	107.9	85.4	66.9	78.3	74.9
영업외손익	12.4	4.7	4.7	4.7	4.7
이자수익	4.5	4.3	6.6	8.2	9.6
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	-4.6	-6.2	-7.6
법인세차감전이익	61.1	31.6	11.6	39.4	47.8
법인세비용	21.5	-1.1	2.9	9.8	11.9
계속사업손손익	39.6	32.7	8.7	29.6	35.9
당기순이익	39.6	32.7	8.7	29.6	35.9
지배주주순이익	39.2	32.5	9.6	32.6	39.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-12.8	-3.4	1.5	3.9	3.5
영업이익 증감률	-57.8	-45.0	-74.3	402.9	24.2
EBITDA 증감률	-37.5	-20.9	-21.7	17.0	-4.3
지배주주순이익 증감률	-66.9	-17.1	-70.5	239.6	21.2
EPS 증감률	-66.8	-17.1	-70.4	238.9	21.4
매출총이익율(%)	61.1	61.7	58.9	58.9	58.9
영업이익률(%)	3.6	2.0	0.5	2.5	3.0
EBITDA Margin(%)	8.0	6.5	5.0	5.7	5.2
지배주주순이익률(%)	2.9	2.5	0.7	2.4	2.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	114.8	26.0	56.6	50.2	48.9
당기순이익	39.6	32.7	8.7	29.6	35.9
비현금항목의 가감	85.3	64.9	61.9	51.0	39.8
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	1.9	7.4	8.0
영업활동자산부채증감	4.8	-57.6	-14.8	-25.7	-21.4
매출채권및기타채권의감소	21.8	-9.3	-2.2	-5.7	-5.2
재고자산의감소	4.1	-30.3	-4.9	-12.8	-11.8
매입채무및기타채무의증가	-19.5	4.0	-3.9	-2.8	-2.7
기타	-1.6	-22.0	-3.8	-4.4	-1.7
기타현금흐름	-14.9	-14.0	0.8	-4.7	-5.4
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	20.4	14.0	12.7
기초현금 및 현금성자산	48.8	153.5	37.9	58.3	72.3
기말현금 및 현금성자산	153.5	37.9	58.3	72.3	85.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	598.2	524.5	555.9	592.8	627.8
현금 및 현금성자산	153.5	37.9	58.3	72.3	85.0
단기금융자산	20.1	0.7	0.7	0.8	0.9
매출채권 및 기타채권	124.6	142.6	144.8	150.5	155.7
재고자산	282.1	322.2	327.1	339.9	351.7
기타유동자산	17.9	21.1	25.0	29.3	34.5
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	1,319.9	1,328.7	1,347.4
유동부채	326.2	328.8	324.9	322.1	319.4
매입채무 및 기타채무	106.9	109.8	105.8	103.0	100.4
단기금융부채	193.8	207.6	207.6	207.6	207.6
기타유동부채	25.5	11.4	11.5	11.5	11.4
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	482.7	479.9	477.2
지배지분	849.0	841.5	833.1	847.7	872.7
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	696.4	715.1	744.3
비지배지분	2.7	5.0	4.1	1.1	-2.5
자본총계	851.7	846.5	837.3	848.8	870.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,098	910	269	913	1,108
BPS	23,781	23,571	23,336	23,745	24,446
CFPS	3,499	2,734	1,979	2,255	2,119
DPS	400	400	400	400	300
주가배수(배)					
PER	16.7	11.1	36.5	10.8	8.9
PER(최고)	23.8	20.2	52.0		
PER(최저)	13.5	10.8	32.8		
PBR	0.77	0.43	0.42	0.41	0.40
PBR(최고)	1.10	0.78	0.60		
PBR(최저)	0.62	0.42	0.38		
PSR	0.48	0.28	0.26	0.25	0.25
PCFR	5.2	3.7	5.0	4.4	4.6
EV/EBITDA	7.5	7.9	9.6	8.0	8.1
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	36.0	42.4	158.8	46.9	29.0
배당수익률(% ,보통주, 현금)	2.2	4.0	4.1	4.1	3.1
ROA	3.0	2.5	0.7	2.2	2.7
ROE	4.7	3.8	1.1	3.9	4.6
ROIC	4.1	3.6	0.6	3.3	4.1
매출채권회전율	9.9	9.8	9.2	9.4	9.3
재고자산회전율	4.7	4.3	4.1	4.1	4.1
부채비율	55.5	57.5	57.7	56.5	54.8
순차입금비율	17.8	36.8	34.7	32.6	30.3
이자보상배율	5.5	2.5	0.6	3.2	4.0
총차입금	325.3	349.8	349.8	349.8	349.8
순차입금	151.7	311.2	290.7	276.6	263.8
NOPLAT	107.9	85.4	66.9	78.3	74.9
FCF	60.7	-11.0	50.4	44.0	42.7

3) 한섬

3Q Preview

한섬의 3분기 3,057억원 (-3% YoY), 영업이익은 19억원 (-68% YoY, OPM 0.6%)으로 시장 예상치를 하회할 전망이다.

투자의견

Marketperform

유지,

TP 16,000원 하향조정

채널 YoY는 오프라인 -2.7%, 온라인 Flat을 예상한다. 소비 쿠폰 수혜나 인바운드 트래픽 증가 수혜에 해당하지 않아 성장이 쉽지 않았던 가운데, 그나마 온라인 채널은 비교적 높은 가격 경쟁력 덕분에 선방한 편이었다.

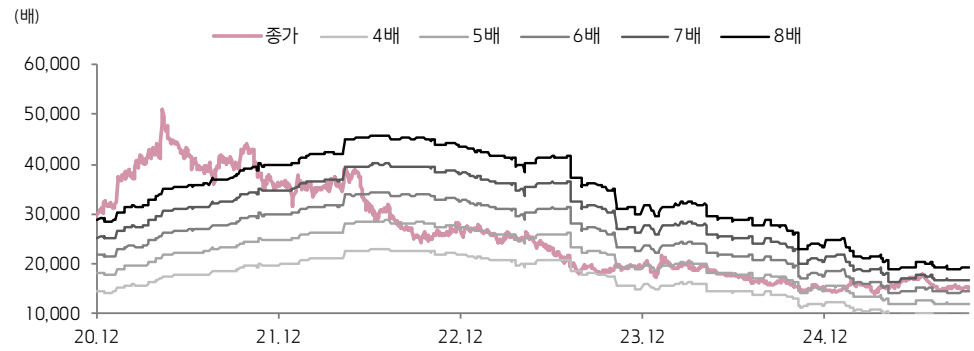
3분기는 아쉽지만, 1) 4분기 성수기 진입, 2) 다년차 재고 소진의 마무리 단계, 3) 낮은 기저 부담 등을 감안할 때, 4분기부터 실적 반등이 본격화될 가능성이 충분하다. 다만, 현재 본질적인 문제인 소비 트렌드 변화와 대외 환경의 불확실성이 해소되지 않아 본격적인 추세 전환을 논하기는 아직 이르며, 실적 개선 추세가 확인되는 시점에 접근할 것을 권한다.

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	380.3	338.1	305.7	431.5	1,485.3	1,455.6	1,513.8
YoY	-3.0%	-1.2%	-3.0%	-3.8%	-3.4%	-1.1%	-2.7%	-1.0%	-2.8%	-2.0%	+4.0%
오프라인	305.2	269.2	242.3	333.0	293.9	262.5	235.7	330.7	1,149.7	1,122.7	1,175.4
YoY	-5%	-3%	-5%	-9%	-4%	-3%	-3%	-1%	-5.6%	-2.3%	+4.7%
온라인	87.7	71.9	71.4	86.7	87.3	74.3	71.4	87.2	317.6	320.2	331.5
YoY	+2%	+5%	+3%	-0%	-1%	+3%	+0%	+1%	+2.4%	+0.8%	+3.5%
매출총이익	239.2	191.7	184.2	238.8	223.6	184.8	171.2	237.3	853.9	816.9	879.9
YoY	-8%	-3%	-5%	-7%	-7%	-4%	-7%	-1%	-6%	-4%	+8%
GPM	60.8%	56.1%	58.6%	54.8%	58.8%	54.7%	56.0%	55.0%	57.5%	56.1%	58.1%
영업이익	32.5	4.1	6.0	20.9	21.8	0.7	1.9	30.3	63.5	54.7	79.5
YoY	-40%	-29%	-32%	-34%	-33%	-82%	-68%	+45%	-37%	-14%	+45%
OPM	8.2%	1.2%	1.9%	4.8%	5.7%	0.2%	0.6%	7.0%	4.3%	3.8%	5.3%
세전이익	30.2	2.6	7.2	16.9	21.8	3.1	3.0	26.3	56.8	54.2	70.8
YoY	-47%	-40%	+6%	-48%	-28%	+21%	-57%	+56%	-44%	-5%	+31%
%	7.7%	0.8%	2.3%	3.9%	5.7%	0.9%	1.0%	6.1%	3.8%	3.7%	4.7%
당기순이익	23.7	1.7	5.0	13.0	18.4	2.5	2.4	20.5	43.3	43.7	55.3
YoY	-47%	-80%	-9%	-43%	-22%	+46%	-52%	+57%	-47%	+1%	+27%
%	6.0%	0.5%	1.6%	3.0%	4.8%	0.7%	0.8%	4.7%	2.9%	3.0%	3.7%

자료: 한섬, 키움증권 리서치

한섬 선행 12개월 PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	1,455.6	1,513.8	1,455.6	1,513.8	0.0%	0.0%	1,478.5	1,525.5	-1.6%	-0.8%
영업이익	60.0	79.9	54.7	79.5	-8.8%	-0.4%	56.8	70.5	-3.7%	12.8%
OPM	4%	5%	4%	5%	0%	0%	4%	5%	-0.1%	0.6%
순이익	46.6	54	43.7	55.3	-6.3%	2.3%	47	55.3	-7.1%	-0.1%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

분기 실적 추정치 비교

	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	컨센서스	차이
매출	305.7	314.2	-2.7%	338.1	-9.6%	315.1	-3.0%
영업이익	1.9	6.0	-68.1%	0.7	159.6%	4.4	-56.3%
OPM	0.6%	1.9%	-1.3%	0.2%	0.4%	1.4%	-0.8%
순이익	2.4	5.0	-52.1%	2.5	-3.2%	4.4	-46.1%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,528.6	1,485.3	1,455.6	1,513.8	1,589.5
매출원가	621.0	631.3	638.7	633.9	651.7
매출총이익	907.6	853.9	816.9	879.9	937.8
판관비	807.1	790.5	762.2	800.3	824.3
영업이익	100.5	63.5	54.7	79.5	113.5
EBITDA	167.5	134.8	124.5	134.0	156.0
영업외손익	0.1	-6.7	-0.5	-8.7	-8.7
이자수익	5.2	2.2	5.2	6.9	8.8
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	-0.4	-10.3	-12.2
법인세차감전이익	100.6	56.8	54.2	70.8	104.8
법인세비용	19.6	13.5	10.6	15.6	23.0
계속사업순손익	81.0	43.3	43.6	55.3	81.7
당기순이익	81.0	43.3	43.6	55.3	81.7
지배주주순이익	83.9	44.6	43.6	55.3	81.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-0.9	-2.8	-2.0	4.0	5.0
영업이익 증감율	-40.3	-36.8	-13.9	45.3	42.8
EBITDA 증감율	-26.0	-19.5	-7.6	7.6	16.4
지배주주순이익 증감율	-31.8	-46.8	-2.2	26.8	47.7
EPS 증감율	-31.8	-44.4	-1.5	26.6	47.9
매출총이익율(%)	59.4	57.5	56.1	58.1	59.0
영업이익률(%)	6.6	4.3	3.8	5.3	7.1
EBITDA Margin(%)	11.0	9.1	8.6	8.9	9.8
지배주주순이익률(%)	5.5	3.0	3.0	3.7	5.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	54.3	102.0	186.5	141.2	147.5
당기순이익	0.0	0.0	43.6	55.3	81.7
비현금항목의 가감	78.6	88.9	83.0	71.0	64.6
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	13.2	16.6	22.1
영업활동자산부채증감	-80.5	-25.2	12.2	-29.4	-37.6
매출채권및기타채권의감소	-14.6	0.5	2.4	-4.7	-6.1
재고자산의감소	-54.7	-20.3	12.5	-24.5	-31.8
매입채무및기타채무의증가	-5.2	0.5	-3.4	-1.0	-0.4
기타	-6.0	-5.9	0.7	0.8	0.7
기타현금흐름	56.2	38.3	47.7	44.3	38.8
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	109.0	63.7	70.0
기초현금 및 현금성자산	65.5	19.1	17.7	126.7	190.4
기말현금 및 현금성자산	19.1	17.7	126.7	190.4	260.4

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	828.9	839.5	932.5	1,024.2	1,131.0
현금 및 현금성자산	19.1	17.7	126.7	190.4	260.4
단기금융자산	62.8	62.3	61.9	61.4	61.0
매출채권 및 기타채권	119.7	119.2	116.9	121.5	127.6
재고자산	610.5	624.3	611.8	636.3	668.1
기타유동자산	16.8	16.0	15.2	14.6	13.9
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	1,769.3	1,806.6	1,870.9
유동부채	251.4	265.3	261.9	260.9	260.5
매입채무 및 기타채무	160.3	159.0	155.6	154.6	154.2
단기금융부채	42.3	57.7	57.7	57.7	57.7
기타유동부채	48.8	48.6	48.6	48.6	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	336.6	335.7	335.3
지배지분	1,396.9	1,406.1	1,432.7	1,470.9	1,535.6
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	1,337.4	1,376.6	1,442.2
비지배지분	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,394.3	1,406.1	1,432.7	1,470.9	1,535.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	3,405	1,894	1,865	2,362	3,493
BPS	56,716	60,094	61,231	62,864	65,629
CFPS	6,477	5,608	5,414	5,397	6,255
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	5.6	7.8	8.4	6.7	4.5
PER(최고)	8.3	11.4	9.7		
PER(최저)	5.2	7.5	7.3		
PBR	0.34	0.24	0.26	0.25	0.24
PBR(최고)	0.50	0.36	0.30		
PBR(최저)	0.31	0.24	0.22		
PSR	0.31	0.23	0.25	0.24	0.23
PCFR	3.0	2.6	2.9	2.9	2.5
EV/EBITDA	2.6	2.6	2.0	1.4	0.8
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	20.3	37.2	36.9	29.1	19.7
배당수익률(% ,보통주, 현금)	3.9	5.1	4.8	4.8	4.8
ROA	4.8	2.5	2.5	3.1	4.4
ROE	6.1	3.2	3.1	3.8	5.4
ROIC	7.3	3.8	3.7	5.4	7.9
매출채권회전율	13.6	12.4	12.3	12.7	12.8
재고자산회전율	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
부채비율	23.7	24.2	23.5	22.8	21.8
순차입금비율	-2.0	0.5	-7.1	-11.2	-15.3
이자보상배율	18.6	16.3	14.0	20.4	29.1
총차입금	54.7	87.2	87.2	87.2	87.2
순차입금	-27.2	7.2	-101.4	-164.7	-234.3
NOPLAT	167.5	134.8	124.5	134.0	156.0
FCF	-160.1	30.6	126.0	87.1	93.4

4) 한세실업 3Q Preview

투자 의견

Marketperform

하향조정,

TP 10,000원

하향조정

한세실업의 3분기 매출액은 5,332억원 (Flat YoY), 영업이익은 147억원 (-67% YoY, OPM 2.8%)로 시장예상치에 하회할 전망이다. 매출은 에어로포스테일, 칼아트 등 브랜드향 고단가 오더 증가와 저가 마트향 오더의 감소가 상쇄될 전망이다. 한편 수익성은 마트 대량 오더 감소에 따른 고정비 부담 증가 영향으로 전년동기대비 축소될 것으로 예상된다.

최근 미국 정부의 관세 정책 영향으로 당분간 마진 확보가 쉽지 않을 것으로 예상된다. 전체 수주량은 견조하더라도 수익성에 대해 보수적으로 접근할 필요가 있다. 이에 관련 우려로 단기 주가 하방 압력이 지속될 것으로 예상된다. 실적 추정치를 하향조정했으며, 투자 의견 Marketperform, 목표주가 10,000원을 제시한다.

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	534.0	404.1	467.3	475.0	533.2	414.8	1,797.8	1,890.3	1,947.0
	YoY	+0%	+4%	+4%	+14%	+13%	+6%	-0%	+3%	+5%	+5%	+3%
	달러	309.9	326.8	392.8	289.3	321.8	338.3	384.9	299.4	1,318	1,344	1,384
	YoY	-4%	-0%	+0.6%	+7.4%	+3.8%	+3.5%	-2.0%	+3.5%	+0.7%	+2.0%	+3.0%
매출총이익		77.7	81.8	90.3	58.7	64.9	54.1	61.2	53.0	308.5	233.2	269.4
	YoY	+8%	-3%	-9%	-11%	-16%	-34%	-32%	-10%	-4%	-24%	+16%
	GPM	19%	18%	17%	15%	14%	11%	11%	13%	17%	12%	14%
영업이익		38.1	42.6	45.2	16.3	20.3	12.3	14.7	9.4	142.2	56.7	87.6
	YoY	+6%	-4%	-25%	-40%	-47%	-71%	-67%	-43%	-15%	-60%	+55%
	OPM	9.3%	9.5%	8.5%	4.0%	4.3%	2.6%	2.8%	2.3%	7.9%	3.0%	4.5%
세전이익		25.4	30.2	45.9	-12.3	14.7	25.2	2.6	-0.3	89.1	42.2	73.1
	YoY	-11%	-17%	-8%	적자전환	-42%	-17%	-94%	적자	-37%	-53%	+73%
	%	6%	7%	9%	-3%	3%	5%	0%	0%	5%	2%	4%
당기순이익		18.1	22.3	35.8	-17.8	9.4	21.9	2.0	-0.2	58.4	27.6	47.9
	YoY	-25%	-24%	-10%	적자전환	-48%	-2%	-94%	적자	-48%	-53%	+73%
	%	4.4%	5.0%	6.7%	-4.4%	2.0%	4.6%	0.4%	0.0%	3%	1%	2%

자료: 한세실업, 키움증권리서치

3Q25 추정치 비교

	키움증권	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	533.2	534.0	0%	475.0	12%	533.1	0%
영업이익	14.7	45.23	-67%	12.3	20%	24.6	-40%
OPM	2.8%	8.5%	-6%	2.6%	0%	4.6%	-2%
순이익	2.0	35.78	-94%	21.9	-91%	16.8	-88%

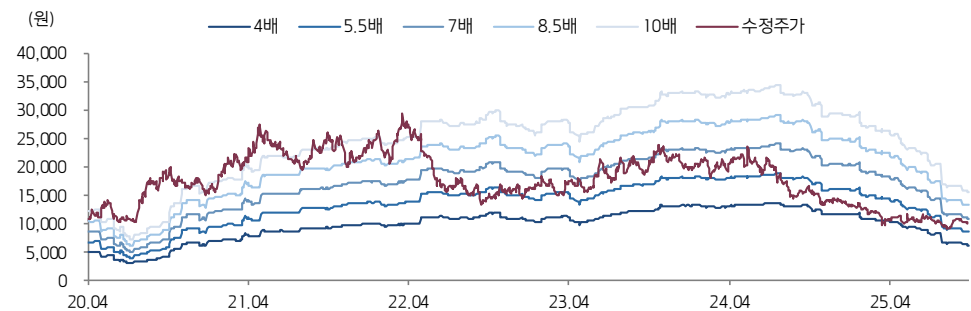
자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 비교

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	1,938.2	1,996.4	1,890.3	1,947.0	-2%	-2%	1,876.8	1,961.4	1,938.2	1,996.4
영업이익	116.3	119.8	56.7	87.6	-51%	-27%	69.5	94.1	116.3	119.8
OPM	6.0%	6.0%	3.0%	4.5%	-3.0%	-1.5%	3.7%	5%	6.0%	6.0%
순이익	70.5	73.1	27.6	47.9	-61%	-35%	50.1	64.8	70.5	73.1

자료: FnGuide, 키움증권리서치

한세실업 Fwd 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,708.8	1,797.8	1,890.3	1,947.0	2,005.4
매출원가	1,388.0	1,489.3	1,657.1	1,677.6	1,677.8
매출총이익	320.8	308.5	233.2	269.4	327.7
판매비	152.6	166.3	176.5	181.8	187.3
영업이익	168.2	142.2	56.7	87.6	140.4
EBITDA	199.9	176.5	97.9	117.3	161.7
영업외손익	-27.3	-53.1	-14.5	-14.5	-14.5
이자수익	10.1	10.8	14.6	19.7	26.7
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	-6.6	-11.7	-18.7
법인세차감전이익	140.9	89.1	42.2	73.1	125.9
법인세비용	28.9	30.7	14.6	25.2	43.4
계속사업손익	112.0	58.4	27.6	47.9	82.4
당기순이익	112.0	58.4	27.6	47.9	82.4
지배주주순이익	112.0	58.0	27.5	47.6	82.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.5	5.2	5.1	3.0	3.0
영업이익 증감율	-6.3	-15.5	-60.1	54.5	60.3
EBITDA 증감율	-5.9	-11.7	-44.5	19.8	37.9
지배주주순이익 증감율	30.8	-48.2	-52.6	73.1	72.3
EPS 증감율	30.8	-48.2	-52.6	73.3	72.2
매출총이익율(%)	18.8	17.2	12.3	13.8	16.3
영업이익률(%)	9.8	7.9	3.0	4.5	7.0
EBITDA Margin(%)	11.7	9.8	5.2	6.0	8.1
지배주주순이익률(%)	6.6	3.2	1.5	2.4	4.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	190.0	56.3	69.7	87.0	112.5
당기순이익	112.0	58.4	27.6	47.9	82.4
비현금항목의 가감	89.8	110.3	93.5	87.5	90.4
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	62.4	67.9	79.1
영업활동자산부채증감	41.4	-59.6	-26.1	-17.4	-18.2
매출채권및기타채권의감소	-6.1	-11.2	-10.7	-6.5	-6.7
재고자산의감소	45.8	-36.6	-15.6	-9.6	-9.8
매입채무및기타채무의증가	4.8	7.0	3.2	2.0	2.1
기타	-3.1	-18.8	-3.0	-3.3	-3.8
기타현금흐름	-53.2	-52.8	-25.3	-31.0	-42.1
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	44.9	61.4	86.0
기초현금 및 현금성자산	173.1	71.9	68.8	113.7	175.1
기말현금 및 현금성자산	71.9	68.8	113.7	175.1	261.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	679.1	688.5	770.6	860.1	975.9
현금 및 현금성자산	71.9	68.8	113.7	175.1	261.2
단기금융자산	146.2	78.8	86.7	95.4	104.9
매출채권 및 기타채권	181.4	207.6	218.3	224.8	231.6
재고자산	259.0	302.8	318.4	328.0	337.8
기타유동자산	20.6	30.5	33.5	36.8	40.4
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	1,463.3	1,521.2	1,613.7
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	720.1	722.2
지배지분	643.7	709.7	745.1	800.7	890.6
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	619.2	647.2	709.5
비지배지분	0.0	0.0	0.1	0.4	0.8
자본총계	643.7	709.7	745.2	801.1	891.4

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,801	1,451	687	1,191	2,050
BPS	16,092	17,742	18,627	20,017	22,265
CFPS	5,046	4,218	3,028	3,384	4,321
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	7.5	9.8	15.5	9.0	5.2
PER(최고)	8.7	17.5	20.6		
PER(최저)	5.0	9.1	13.2		
PBR	1.31	0.80	0.57	0.53	0.48
PBR(최고)	1.52	1.43	0.76		
PBR(최저)	0.88	0.74	0.49		
PSR	0.49	0.32	0.23	0.22	0.21
PCFR	4.2	3.4	3.5	3.2	2.5
EV/EBITDA	5.3	5.4	7.8	5.9	3.7
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.6	33.7	71.3	41.1	23.9
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.4	3.5	4.7	4.7	4.7
ROA	9.0	4.4	1.9	3.2	5.3
ROE	19.0	8.6	3.8	6.2	9.7
ROIC	21.2	12.6	4.6	7.3	11.8
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	96.4	89.9	81.0
순차입금비용	35.0	54.9	45.2	33.3	19.2
이자보상배율	6.3	4.9	1.9	3.0	4.8
총차입금	443.7	537.5	537.5	537.5	537.5
순차입금	225.5	389.8	337.0	267.0	171.4
NOPLAT	199.9	176.5	97.9	117.3	161.7
FCF	165.8	6.7	52.3	69.6	95.1

5) 영원무역 3Q Preview

투자의견 BUY
유지,
TP 74,000원
유지

영원무역의 3분기 매출액은 1조 2,159억원 (+14% YoY), 영업이익 1,352억원 (+29% YoY, OPM 11%)으로 시장예상치에 부합할 전망이다.

OEM 사업 매출액은 8,109억원 (+11% YoY, 달러 +9% YoY), 영업이익은 1,436억원 (-13% YoY, OPM 18%)을 기록할 전망이다. 주요 고객사 노스페이스, 톨루레몬, 파타고니아의 수주 흐름이 견조한 가운데, 아크텍릭스의 성장기여가 가장 크게 나타날 것으로 예상된다. 다만 수익성은 미국 관세 정책에 따른 단가 인하 압박으로 보수적으로 접근할 필요가 있다. 올해 상반기 기준 미국향 매출은 전체 OEM 사업의 약 30%로, 관세 영향에서 완전히 자유롭지 않기 때문이다. 현재 동사의 지역별 생산 비중은 방글라데시 70%, 베트남 20%, 기타 10% (엘살바도르, 인도 등)인데, 최근 미국의 방글라데시 생산 물품에 대한 관세는 니트류 11.8%, 우븐 9.9%에서 20%로 인상되었다. 이전에 통보된 37%보다 훨씬 완화된 수준이나, 여전히 이익률에는 부정적인 영향을 미칠 전망이다.

Scott의 매출액은 3,551억원 (+24% YoY, 스위스 프랑 +12%), 영업손실 163억원 (적자축소)을 기록할 전망이다. 전방시장 내 수요 부진 흐름은 여전하나, 낮은 기저 영향으로 성장세를 기록할 전망이다.

동사는 아웃도어, 스포츠 의류 시장에 대한 노출도가 높아, 동종 업계 대비 상대적으로 경기 여파가 적은 편이다. 올해도 고객사들의 견조한 오더를 기반으로 수주는 꾸준히 성장 흐름을 보일 것으로 예상된다. 다만 아쉬운 점은 수익성이다. 업종 내 타 업체 보다 마진 방어력이 높을 것이나, 그래도 관세 영향에서 아예 자유로울 수는 없기 때문에, 이에 따른 단가 인하 압박이 발생할 전망이다. 현재 실적 가시성이 다소 낮아진 상황이며, 주가 역시 선행 PER 6 배 수준까지 하락했다. 이번 3분기 실적은 관세 여파의 실질적 범위를 확인하는 분기점이 될 것으로 보이며, 이에 따라 향후 주가 방향성이 결정될 것으로 예상된다.

영원무역 연결기준 실적 추이 및 전망

사업원		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출		709.7	892.7	1,068	846.9	811.4	1,038.2	1,216	945.8	3,518	3,900	4,092
	YoY	-16%	-11%	+7%	+12%	+14%	+16%	+14%	+12%	-2%	+11%	+5%
OEM		467.6	604.4	732.0	558.8	538.5	692.8	810.9	610.7	2,363	2,738	2,930
	YoY	-5%	-5%	+23%	+25%	+15%	+15%	+11%	+9%	+9%	+16%	+7%
Scott		196.2	239.8	286.6	231.1	226.2	302.0	355.1	278.0	953.7	1,162.0	1,162.0
	YoY	-35%	-28%	-17%	-11%	+15%	+26%	+24%	+20%	-23%	+22%	+0%
영업이익		71.0	166.5	104.5	-26.4	82.3	145.7	135.2	54.8	315.6	418.1	578.7
	YoY	-58%	-20.9%	-42%	적전	+16%	-12%	+29%	흑전	-51%	+32%	+38%
	OPM	10%	18.6%	10%	-3%	10%	14%	11%	6%	9%	11%	14%
OEM		83.1	183.0	164.8	76.5	106.0	167.9	143.6	61.0	507.5	478.5	556.6
	YoY	-39%	-5%	+3%	+9%	+28%	-8%	-13%	-20%	-10%	-6%	+16%
	OPM	18%	30%	23%	14%	20%	24%	18%	10%	21%	17%	19%
Scott		-16.1	-20.8	-68.2	-107.2	-28.1	-26.5	-16.3	-10.5	-212.3	-81.3	1.2
	YoY	적전	적전	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적전	적자	흑전
	OPM	-8%	-9%	-24%	-46%	-12%	-9%	-5%	-4%	-22%	-7%	0%
당기순이익		79.2	164.3	48.9	2.1	70.2	100.1	107.6	51.3	294.5	329.3	442.7
	YoY	-44%	+2%	-70%	-97%	-11%	-39%	+120%	+2308%	-45%	+12%	+34%
	NPM	11%	18%	5%	0%	9%	10%	9%	5%	8%	8%	11%

자료: 영원무역, 키움증권리서치

3Q25 추정치 비교

	키움증권	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	1,215.9	1,068.5	13.8%	1,038.2	17.1%	1156.6	5%
영업이익	135.2	104.5	29.4%	145.7	-7.2%	129.5	4%
OPM	11.1%	9.8%	1.3%	14.0%	-2.9%	11.2%	-0.1%
순이익	107.6	48.9	120.3%	107.6	0.0%	108.4	-1%

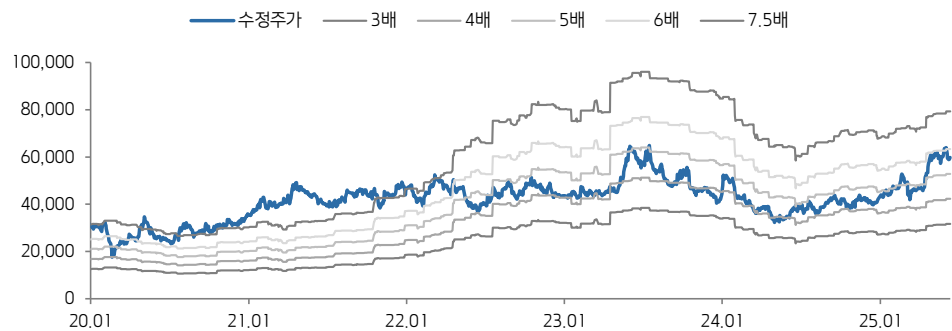
자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 비교

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	3822.5	4012.4	3,900	4,092	2%	2%	3853.7	4016.6	1%	2%
영업이익	472.3	602.5	418.1	578.7	-11%	-4%	409.1	495.8	2%	17%
OPM	12.4%	15.0%	10.7%	14.1%	-1.6%	-0.9%	10.6%	12.3%	-1.6%	-0.9%
순이익	405.4	503.1	329.3	442.7	-19%	-12%	393.5	455.5	-16%	-3%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

영원무역 Fwd 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,604.4	3,517.8	3,900.0	4,091.6	4,296.2
매출원가	2,449.4	2,621.5	2,877.4	2,890.3	2,889.9
매출총이익	1,155.0	896.3	1,022.6	1,201.3	1,406.3
판관비	517.8	580.8	604.5	622.6	641.3
영업이익	637.1	315.6	418.1	578.7	765.0
EBITDA	735.4	423.2	534.2	677.3	848.8
영업외손익	44.5	92.6	10.1	10.1	10.1
이자수익	32.3	34.5	43.0	55.5	70.8
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	-80.7	-93.2	-108.5
법인세차감전이익	681.6	408.2	428.2	588.8	775.1
법인세비용	148.6	113.6	107.1	147.2	193.8
계속사업순이익	533.1	294.5	321.2	441.6	581.4
당기순이익	533.1	294.5	321.2	441.6	581.4
지배주주순이익	516.0	427.1	321.2	441.6	581.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.8	-2.4	10.9	4.9	5.0
영업이익 증감율	-22.6	-50.5	32.5	38.4	32.2
EBITDA 증감율	-19.7	-42.5	26.2	26.8	25.3
지배주주순이익 증감율	-23.5	-17.2	-24.8	37.5	31.7
EPS 증감율	-23.5	-17.2	-24.8	37.5	31.6
매출총이익율(%)	32.0	25.5	26.2	29.4	32.7
영업이익률(%)	17.7	9.0	10.7	14.1	17.8
EBITDA Margin(%)	20.4	12.0	13.7	16.6	19.8
지배주주순이익률(%)	14.3	12.1	8.2	10.8	13.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	525.1	623.7	298.6	474.1	590.2
당기순이익	533.1	294.5	321.2	441.6	581.4
비현금항목의 가감	279.9	255.7	218.6	228.6	245.1
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	104.1	131.7	163.0
영업활동자산부채증감	-109.8	192.0	-152.6	-80.0	-88.8
매출채권및기타채권의감소	26.5	20.0	-62.9	-31.6	-33.7
재고자산의감소	-293.5	182.7	-133.1	-66.8	-71.3
매입채무및기타채무의증가	79.9	-24.1	116.2	128.8	184.1
기타	77.3	13.4	-72.8	-110.4	-167.9
기타현금흐름	-178.1	-118.5	-88.6	-116.1	-147.5
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	120.8	209.4	207.9
기초현금 및 현금성자산	735.9	896.4	799.5	920.3	1,129.8
기말현금 및 현금성자산	896.4	799.5	920.3	1,129.8	1,337.7

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,346.9	3,429.7	4,063.2	4,812.2	5,741.4
현금 및 현금성자산	896.4	799.5	920.3	1,129.8	1,337.7
단기금융자산	505.7	685.6	929.6	1,260.3	1,708.6
매출채권 및 기타채권	523.5	579.2	642.1	673.6	707.3
재고자산	1,329.2	1,225.3	1,358.4	1,425.1	1,496.4
기타유동자산	92.1	140.1	212.8	323.4	491.4
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	5,905.3	6,554.0	7,397.7
유동부채	1,123.3	727.8	844.0	972.9	1,157.0
매입채무 및 기타채무	546.8	562.9	679.1	807.9	992.0
단기금융부채	490.2	66.8	66.8	66.8	66.8
기타유동부채	86.3	98.1	98.1	98.2	98.2
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	1,610.3	1,739.1	1,923.2
지배지분	3,246.7	3,686.7	4,086.1	4,606.0	5,265.6
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	3,343.9	3,725.6	4,247.2
비지배지분	341.3	209.0	209.0	209.0	209.0
자본총계	3,588.0	3,895.7	4,295.1	4,814.9	5,474.5

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,644	9,637	7,248	9,966	13,120
BPS	73,269	83,200	92,213	103,945	118,831
CFPS	18,347	12,418	12,181	15,126	18,652
DPS	1,300	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	3.9	4.4	8.4	6.1	4.6
PER(최고)	5.8	5.5	9.2		
PER(최저)	3.6	3.3	5.4		
PBR	0.62	0.51	0.66	0.59	0.51
PBR(최고)	0.93	0.63	0.73		
PBR(최저)	0.57	0.39	0.42		
PSR	0.56	0.53	0.69	0.66	0.63
PCFR	2.5	3.4	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	2.2	2.5	2.8	1.4	0.4
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	10.7	20.3	18.6	13.6	10.3
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.9	3.3	2.3	2.3	2.3
ROA	10.9	5.5	5.7	7.1	8.3
ROE	17.0	12.3	8.3	10.2	11.8
ROIC	21.8	7.7	12.5	17.3	22.9
매출채권회전율	6.9	6.4	6.4	6.2	6.2
재고자산회전율	3.1	2.8	3.0	2.9	2.9
부채비율	47.6	38.4	37.5	36.1	35.1
순차입금비용	-19.9	-26.7	-32.7	-40.4	-47.5
이자보상배율	20.5	10.0	13.3	18.3	24.3
총차입금	686.3	444.3	444.3	444.3	444.3
순차입금	-715.8	-1,040.9	-1,405.6	-1,945.8	-2,602.1
NOPLAT	735.4	423.2	534.2	677.3	848.8
FCF	315.5	375.0	277.2	452.6	568.7

투자의견 변동내역 (2개년)

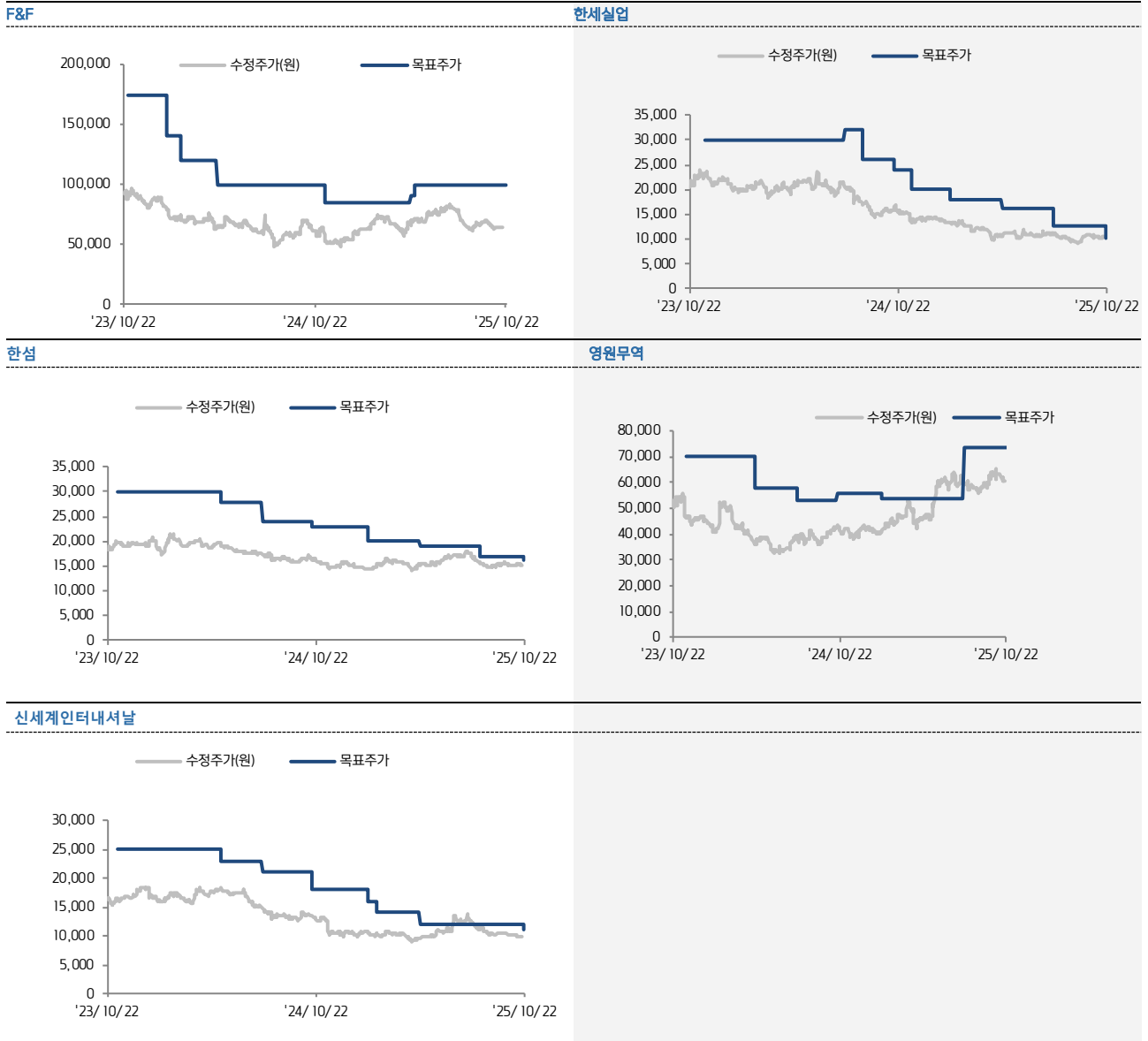
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한세실업 (105630)	2023-11-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-22.17	-22.17
	2023-11-20	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-28.21	-21.50
	2024-01-12	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-31.04	-21.50
	2024-04-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.70	-21.50
	2024-05-22	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.92	-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	-32.05	-26.38
	2025-07-21	Outperform(Downgrade)	12,500원	6개월	-17.95	-11.20
	2025-10-22	Marketperform(Downgrade)	10,000원	6개월		
한섬 (020000)	2023-11-07	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-35.03	-30.83
	2024-01-12	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-35.68	-30.83
	2024-02-07	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-34.96	-28.17
	2024-04-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-35.05	-28.17
	2024-05-08	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-35.45	-31.54
	2024-07-19	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-31.20	-26.13
	2024-10-15	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-30.97	-27.52
	2024-11-08	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-33.87	-27.52
	2025-01-21	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-23.24	-17.05
	2025-04-22	Buy(Maintain)	19,000원	6개월	-13.90	-5.37
	2025-08-05	Marketperform(Downgrade)	17,000원	6개월	-10.48	-7.53
	2025-10-22	Marketperform(Maintain)	16,000원	6개월		
F&F (383220)	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
	2024-11-11	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-39.68	-37.88
	2024-11-26	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-35.79	-26.00
	2025-01-21	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-33.40	-21.18
	2025-02-10	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-27.82	-13.18
	2025-04-22	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-23.32	-21.44
영원무역 (111770)	2023-11-17	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-34.77	-32.71
	2024-01-12	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-36.10	-25.29
	2024-04-17	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-37.84	-31.72
	2024-07-19	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.98	-21.98
	2024-08-21	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.22	-19.43
	2024-10-15	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-27.21	-21.96
	2024-11-26	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-26.43	-21.79
	2025-01-21	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-14.94	-2.22
	2025-04-22	Outperform(Downgrade)	54,000원	6개월	-5.16	18.52
	2025-07-21	Buy(Upgrade)	74,000원	6개월	-18.69	-11.89
	2025-10-22	Buy(Maintain)	74,000원	6개월		
신세계 인터내셔널 (031430)	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	-9.07	14.08
	2025-10-22	Outperform(Downgrade)	11,000원	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)



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 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%