

2025-03-19



[의류]

관세 격변기, OEM 산업의 명과 암

SK증권 의류. 형권훈



의류

관세 격변기, OEM 산업의 명과 암

SK증권 리서치센터



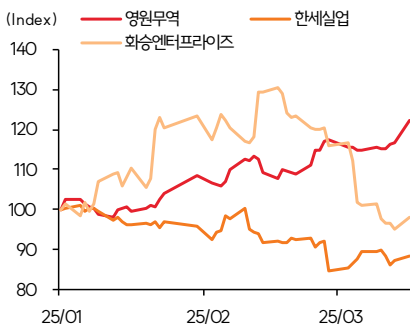
Analyst
형권훈

kh.hyung@sks.co.kr
3773-9997

관세, 지나치게 우려할 필요는 없다

의류 OEM의 관점에서 미국의 관세로 인한 영향은 생산 밸류체인에 미치는 1차 영향과, 미국 소비 심리 약화에 미치는 2차 영향으로 나눌 수 있다. 먼저 1차적 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 한국 OEM의 주요 생산 지역인 동남아시아 의류 제품의 대미 수입 관세율은 미국 대비 현저히 낮기 때문이다. 설령 동남아 지역에 상호 관세를 발표하더라도 베트남을 비롯한 동남아 국가들이 이미 협상에 적극적으로 나서고 있어 실질적인 관세 상승 가능성은 매우 낮다. 반면 2차적인 영향은 우려할 만하다. 하반기에 관세 불확실성이 잦아들기 전까지 상반기에 미국 향 OEM 출하는 약세 압력을 받을 수 있다. 그럼에도 불구하고 ① 재고조정 사이클을 거치며 글로벌 의류 재고가 많이 깨끗 해졌고, ② '24년 상반기 OEM 출하의 기저가 낮고, ③ 유럽 쪽 소비 경기가 회복 중이므로 올해 OEM 전체 출하량은 +7% 성장할 것이며, 유럽 향 출하의 상대적 강세를 전망한다.

주요 OEM 상장사 YTD 추가 추이



자료 : Quantwise, SK증권

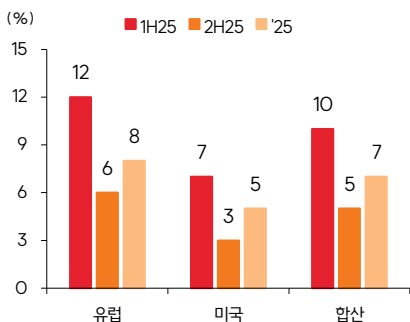
미국의 중국 저가 플랫폼 견제가 가져올 산업 모멘텀

미국 정부는 최근 ① 중국 추가 관세, ② 소액면세 규정 폐지, ③ UFLPA 위반 리스트 등재 검토를 통해 알리, 테무, 쉬인 등 중국 저가 플랫폼을 정조준하고 있다. 위 조치들이 실제 시행될 경우 중국 저가 플랫폼의 미국 사업 경쟁력에 큰 타격이 있을 것이다. 미국 의류 시장에서 중국 플랫폼의 점유율이 높기 때문에 중국 플랫폼의 미국 사업이 위축된다면 그 빈자리를 다른 저가 의류 브랜드가 채우는 효과가 유의미하게 나타날 것으로 전망한다. 이와 관련한 모멘텀에 가장 큰 수혜를 받는 건 미국 저가 의류 브랜드, 리테일러를 주요 고객사로 둔 한세실업이 될 것이다.

어떻게 투자할 것인가

① OEM 출하 성장, ② 미국 대비 유럽 향 출하 상대적 강세 전망, ③ 관세 노이즈를 고려해 상반기에는 유럽 향 매출 노출도가 상대적으로 크고, 관세 이슈에 상대적으로 중립적인 포지션인 영원무역의 투자 매력도가 상대적으로 높다고 평가한다. 하반기에는 예상대로 미국의 관세 불확실성이 해소된다면 매출과 이익의 턴어라운드 예상되는 한세실업의 상대적 매력도가 높아질 것으로 예상한다. 또한 미국의 중국 플랫폼 견제가 실제로 시행될 경우에도 그에 따른 수혜가 예상되는 반면 밸류에이션 매력도 높은 한세실업에 주목할 만하다. 화승엔터프라이즈는 CB 전환 가능 시점인 9월 말 전까지 추천할 만하다. 산업 업황과 관세 노이즈와 무관하게 가장 강한 바텀업 모멘텀을 가졌다.

유럽, 미국 OEM 총 출하량 성장률 전망치



자료 : SK증권

Contents

0. 작성 배경 및 결론 요약	4
1. OEM 업황 현황 및 전망	7
2. 의류 섹터 관련 트럼프 관세 정책 정리	13
3. 미국의 무역정책이 가져올 의류산업 파급효과	17
4. 패션 브랜드는 어떻게 관세에 대응할까?	26
5. 한국 OEM 은 관세에 얼마나 영향을 받을까?	31
6. 그래서 OEM 에 어떻게 투자하는게 좋을까?	36
<기업분석>	
1) 영원무역 (111770/KS/TP 62,000/매수)	39
2) 화승엔터프라이즈 (241590/KS/TP 15,000/매수)	44
3) 한세실업 (105630/KS/TP 15,000/매수)	49

Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 19일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

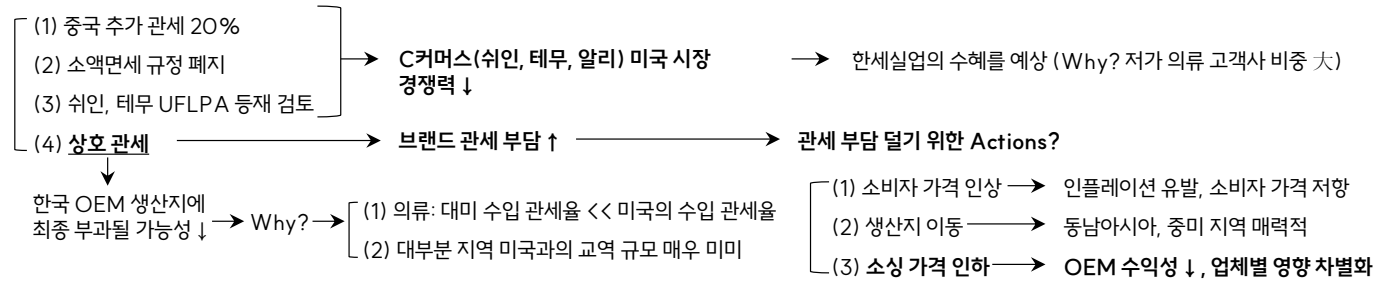
보고서 한 눈에 보기

① OEM 업황 = 의류 소비 + Δ의류 재고

유럽	1H24	2H24	1H25E	2H25E
의류 소비	Weak	Neutral	Neutral	Neutral
Δ의류 재고	Weak	Neutral	Neutral	Neutral

미국	1H24	2H24	1H25E	2H25E
의류 소비	Strong	Strong	Weak	Neutral
Δ의류 재고	Weak	Neutral	Neutral	Neutral

② 관세 정책과 파급효과



③ C커머스의 미국 사업 타격

<C커머스의 경쟁력>

- (1) 저렴한 소싱 비용 = 중국의 고도화된 밸류체인 내재화 + 저렴한 원부자재 사용 + (불법노동, 위구르 면화 사용)
- (2) 무관세(미국 소액면세 규정)

<미국 정부의 견제>

- (1) 중국 추가 관세 20%
- (2) 소액면세 규정 폐지 예정 → 미국 소비자의 체감 가격 40% 상승 예상, 배송시간 증가(2~7일), 유해성 검사 의무
- (3) UFLPA 등재 검토 → 위구르와의 무관성 입증 못 할 경우 미국 내 수입 거부 가능

→ <C커머스의 대응?>
사실상 생산지를 동남아로 이전하는 것 밖에 없음
↓
소싱 비용 대폭 상승

④ 커버리지 OEM의 관세 영향 평가

	생산지 다변화 리스크	소싱 가격 인하 리스크	중국 생산 관련 리스크	C커머스 관련 기회
영원무역	Neutral	Defensive	Defensive	Neutral
한세실업	Defensive	Vulnerable	Defensive	Beneficiary
화승엔터프라이즈	Neutral	Neutral	Defensive	Neutral

⑤ 커버리지 OEM 투자전략

전략 구성 = 업황 요인 (유럽 > 미국) + 관세 요인 (Defensive vs. Vulnerable) + 바텀업 실적 모멘텀

	1H25E	2H25E	투자포인트	리스크
영원무역	Outperform	Neutral	유럽향 매출 비중 ↑, 관세 이슈에 Neutral, 실적 증익	SCOTT 과잉 재고
한세실업	Underperform	Outperform	C커머스 모멘텀, 하반기 실적 증익, 밸류에이션 매력	상반기 미국 소비 심리 위축, 관세 이슈에 Vulnerable
화승엔터프라이즈	Outperform	Outperform (~9.30 CB 전환 가능일)	아디다스 매출 호조, 신규 오더, 관세 이슈에 Neutral	9월 말 CB 전환 가능

O. 작성 배경 및 결론 요약

(1) 작성 배경

올해 초 트럼프 2기 행정부가 출범하자마자 여러 관세 정책들을 예고하고, 발표하면서 미국 수출주에 대한 우려 섞인 시선들이 나오고 있다. 의류 섹터도 예외가 아니다. 한국 의류 OEM의 주요 수출국가가 미국이기 때문에, 관세로 인한 사업 불확실성이 최근 OEM의 주가에 반영되고 있다. 관세가 OEM에 미칠 1차적인 영향뿐만 아니라, 미국의 인플레이션과 소비 둔화 같은 2차적인 영향에 대해서도 시장은 우려하고 있다.

이러한 시장의 우려 속에서 본 보고서는 글로벌 의류 산업의 관점에서 미국의 주요 관세 정책들을 자세히 분석하고, 이것이 한국 OEM에 어떤 영향을 미칠지 분석했다. 또한 그러한 분석을 바탕으로 앞으로의 OEM 업황을 전망하고, 결과적으로 어떤 종목에 어떻게 투자하는 것이 좋을지에 대한 내용도 다뤘다.

(2) 결론 요약

① 투자 전략

타다운, 바텀업 관점에서
상반기에는 영원무역을 추천

상반기에 영원무역을, 하반기에 한세실업을 추천한다. 영원무역은 미국의 관세 정책으로 인한 파급효과에 가장 중립적인 위치에 위치해 있다. 또한 상반기에 미국 대비 유럽향 출하가 아웃퍼폼할 것으로 전망하는데, 유럽향 매출 노출도가 영원무역에 상대적으로 크다. 실적 관점에서는 작년에 대폭 인상된 방글라데시 최저임금으로 인한 비용 부담도 올해에는 사라진다. SCOTT의 재고 문제는 여전히 해결해야 할 문제이나 이와 관련한 우려는 이미 작년 주가에 충분히 반영되었으며, SCOTT의 영업적자 폭도 작년 대비 감소할 것으로 전망한다.

관세 이슈 진정될 경우
하반기에는 한세실업을 추천

한세실업은 하반기에 추천할 만하다. 미국의 관세 정책이 미칠 수 있는 부정적 영향에 대한 사업의 노출도가 상대적으로 크기 때문이다. 다만 미국의 경기 흐름이 침체로 진행되지 않는다면 상반기에 상호관세가 확정되고 나서 하반기에는 관세와 관련한 불확실성이 해소되는 흐름을 예상한다. 또한 한세실업은 올해 하반기에 매출 기저 효과와 비용 기고 효과로 매출액과 영업이익 모두 성장 구간에 진입할 것으로 전망한다. 이 외에도 당사는 미국의 견제에 따라 쉬인, 테무, 알리 등 중국 C 커머스의 미국 사업 경쟁력이 크게 훼손될 것으로 전망하는데, 한세실업이 해당 모멘텀에 가

장 큰 수혜를 받을 것이다.

바텀업 관점에서
화승엔터프라이즈 추천. 다만 CB
물량 부담은 염두할 필요 有

화승엔터프라이즈는 OEM 업황이나, 관세의 영향에 중립적인 위치에 위치해 있으며, 당사 OEM 커버리지 기업 중 가장 강한 실적 펀더멘탈을 보유하고 있다. 산업논리와 관세 이슈와 무관하게 바텀 업 실적 모멘텀으로 지속해서 추천할 만하다. 다만 9월 말 CB 전환 가능시점이 도래한다는 점은 유념할 필요가 있다.

글로벌 의류 재고조정 종료.
지역별 수요 차별화로 OEM
출하량 유럽>미국 전망

② OEM 업황 전망

의류 재고 조정이 완료됨에 따라 OEM 출하량은 올해 평년 수준을 기록할 것으로 본다. 유럽과 미국향 '25년 연간 의류 출하량은 전년대비 각각 +8%, +5% 증가할 것으로 예상하며, 두 지역 합산 기준 +7% 성장할 것으로 전망한다. 출하의 기저 효과를 고려하면 두 지역 모두 상반기가 하반기 대비 출하량 성장이 더 클 것이다. 유럽향 출하 성장률을 미국보다 높게 추정한 이유는 작년 상반기에 워낙 유럽의 소비가 안 좋았기 때문에 발생한 출하의 기저 효과와, 올해 상반기에 미국의 의류 소비가 관세 이슈로 작년 대비 둔화될 것으로 보기 때문이다.

관세로 인한 밸류체인상의 부정적
영향은 제한적일 것

③ 관세 영향

관세가 OEM 업황에 미칠 영향은 밸류체인에 미치는 1 차적인 영향과, 미국 인플레이션 및 소비심리의 경로를 타고 미치는 2 차적 영향으로 구분할 수 있다. 우선 1 차적인 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 한국 OEM 의 중국 생산 비중은 거의 없다시피 하고, 주력 생산지역인 동남아시아에 대한 의류 관세가 높아질 가능성이 낮다고 보기 때문이다. 다만 만약 실제로 관세가 부과된다면 그에 따른 부정적 영향의 크기는 한세실업 > 화승엔터프라이즈 > 영원무역 순으로 클 것이다.

관세로 인한 미국 소비 불안은
상반기까지 지속될 것

관세의 2 차적인 영향은 상반기까지 지속되다 4 월 상호관세 발표를 기점으로 하반기부터는 점차 약해질 것으로 전망한다. 관세 불확실성이 안정되기 전까지는 불안한 소비심리와 이로 인한 전방 고객사의 보수적인 재고매입 기조가 지속될 것으로 전망한다.

미국의 무역 정책이 C커머스에
미칠 영향은 매우 엄중

④ 중국 저가 플랫폼의 미국 사업 경쟁력 약화 모멘텀

2월 발표된 트럼프 행정부의 대중국 무역 정책들을 살펴보면 하나하나가 쉬인, 알리, 테무 등 중국 저가 플랫폼의 미국 사업을 견제하기 위한 목적임을 알 수 있다. 관련 된 핵심적인 정책은 ① 중국 추가관세 20%, ② 소액면세 규정 폐지, ③ 쉬인 테무 UFLPA 위반 리스트 등재 검토다. 이러한 조치들이 실제 얼마나 제대로 시행될지는 지켜봐야겠지만, 중국 제조업을 견제하기 위한 목적이 배경에 깔려 있는 만큼 지속적으로 정책적인 드라이브를 걸 가능성이 높다.

C커머스 미국 경쟁력 약화될
경우 한세실업 가장 큰 수혜 예상

의류 플랫폼인 쉬인의 미국 의류 소비시장 점유율이 3.4%로 추정되고, 여기에 테 무와 알리까지 합산하면 중국 플랫폼이 미국 의류 시장에 미치는 영향력이 매우 큰 것으로 분석한다. 따라서 위와 같은 조치가 실제 시행될 경우 중국 저가 플랫폼의 미국 사업에는 큰 타격이 있을 것이며, 기존 중국 저가 플랫폼의 빈자리를 다른 저가 브랜드가 주로 흡수할 것으로 예상된다. 한세실업이 미국의 저가 의류 브랜드를 주요 고객사로 두고 있기 때문에 이와 같은 모멘텀에 가장 큰 수혜를 받을 것이다.

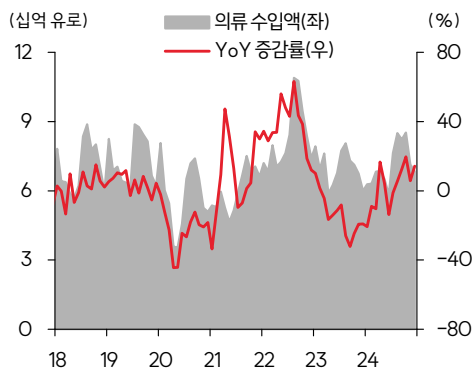
1. OEM 업황 현황 및 전망

(1) 4 분기에 오더 정상화 확인 (feat. 재고 정상화, 소비 견조)

유럽 및 미국향 OEM 출하는
4 분기에 평년 수준으로 회복

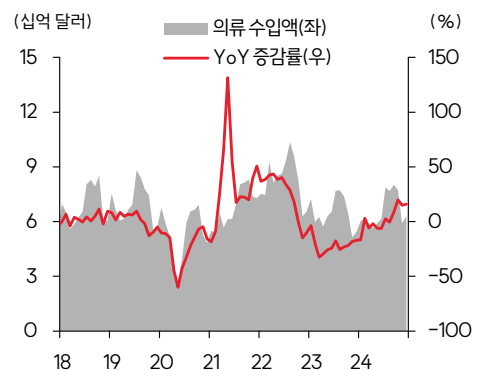
한국 OEM의 주요 수출 지역은 미국과 유럽이다. 두 지역의 의류 수입 데이터는 평년 수준으로의 정상화 국면에 진입했으나, 아직 명확한 업사이클 징후는 보이지 않는다. 이 두 지역의 의류 수입량(Q) 데이터는 4 분기 들어 전년 대비 두 자릿수 대의 성장률을 보여주고 있는데, 이는 '23 년의 의류 수입량의 기저가 워낙 낮아 성장률이 높아 보이는 것일 뿐이며, 실질적으로는 평년 수준의 수입량 정도를 기록하고 있다.

EU 월별 의류 수입액 추이



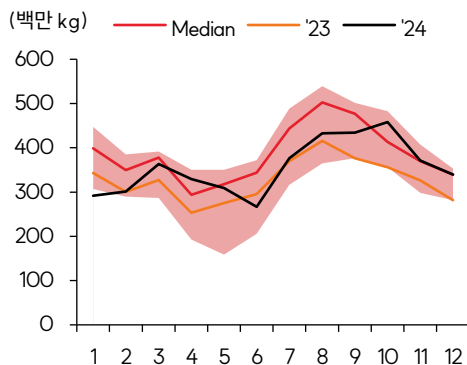
자료: Eurostat, SK 증권
주: EU 소속 27개국의 HS Code 61, 62 합산 수치임 (EU 외 국가로부터의 수입)

미국 월별 의류 수입액 추이



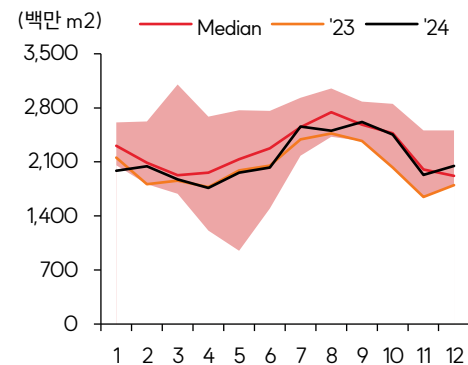
자료: OTEXA, SK 증권
주: HS Code 61, 62 합산 수치임

EU 월별 의류 수입량 추이 비교



자료: Eurostat, SK 증권
주1: EU 소속 27개국의 HS Code 61, 62 합산 수치임 (EU 외 국가로부터의 수입)
주2: 분홍색 영역은 '15~'23년 월별 최소, 최대치의 범위임

미국 월별 의류 수입량 추이 비교



자료: OTEXA, SK 증권
주1: HS Code 61, 62 합산 수치임
주2: 분홍색 영역은 '15~'23년 월별 최소, 최대치의 범위임

(2) '25년 미국 의류 업황은 '상저하고'

미국 소비 전망에 드리운 먹구름

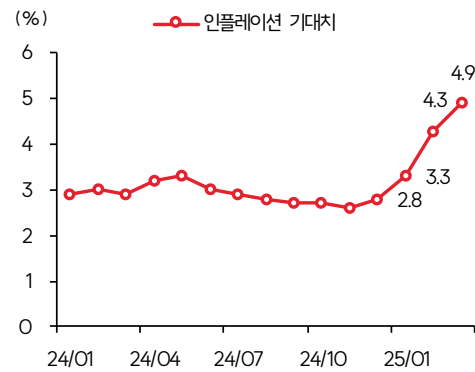
미국의 경우 의류 소비는 '24년까지 양호했으나 '25년 들어서면서부터 분위기가 달라지는 중이다. 2월 데이터 기준 미시간대 소비자심리지수는 시장 기대치를 대폭 하회했고, 인플레이션 기대치는 대폭 상회했다. 결국 트럼프의 임기 시작 직후부터 쏟아진 관세 정책이 물가 상승에 영향을 줄 것이라는 우려가 소비심리에 부정적인 영향을 끼친 것으로 분석한다.

미시간대 소비자 심리지수 급락



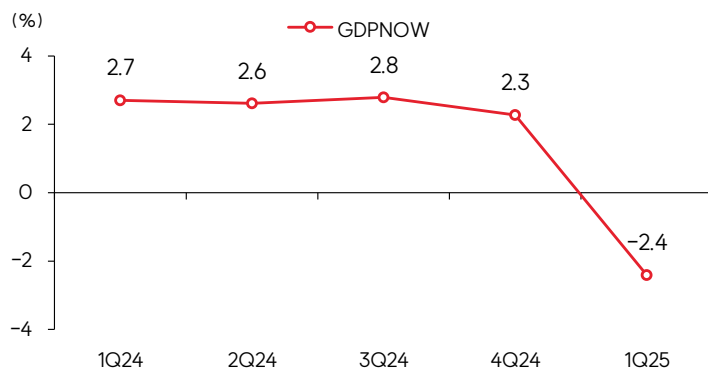
자료: Michigan Univ., SK 증권

미시간대 인플레이션 기대치 급등



자료: Michigan Univ., SK 증권

미국 분기별 GDP 성장률 추정치



자료: FRED, SK 증권
주: 연율화 기준임

**부정적인 미국 소비 센터먼트에
관련기업 실적 가이드선도
보수적으로 제시**

소비재 기업단에서 체감하는 불확실성도 커지는 양상을 보이고 있다. 하단의 표에 정리해 놓은 것처럼 많은 미국 소비재 기업들은 4 분기 실적발표에서 관세로 인한 불확실성과 이로 인한 소비심리 약화에 대한 우려를 언급했다. 이를 반영해 '25 년 연간 매출액 가이드선도 당초 시장 컨센서스 대비 보수적으로 제시했으며, 주가 반응도 대체로 부정적이었다.

주요 미국 소비재 기업 CY4Q24 실적발표 중 소비심리 관련 언급

기업명	발표일	소비심리 관련 언급
Walmart	'25.02.20	'우리의 전망은 비교적 안정된 거시경제 환경을 가정하고 있지만, 소비자 행동과 글로벌 경제 및 지정학적 여건과 관련된 불확실성이 여전히 존재한다는 점을 인지하고 있다.'
Target	'25.03.04	'지속되고 있는 소비자 불확실성, 2월의 소폭 순매출 감소, 관세 관련 불확실성, 그리고 회계연도 내 특정 비용 발생 예상 시기 등을 종합적으로 고려할 때, 당사는 올해 1분기 이익이 나머지 분기들과 비교해 전년 동기 대비 상당한 압박을 받을 것으로 예상하고 있다.'
Kontoor Brands	'25.02.25	'회사의 성장 요인들이 소매업체들의 보수적인 재고 관리와 전 세계적으로 다소 위축된 소비자 지출에 의해 부분적으로 상쇄될 것으로 예상하고 있다.'
Ross Stores	'25.03.04	'매출 추세는 1월 후반부터 2월까지 약해지기 시작했다. (중략) 이러한 외부 요인들에 대한 가시성이 부족한 상황이기 때문에, 특히 연초인 현지점에서는 비즈니스 전망에 있어 신중한 접근을 취하는 것이 현명하다고 생각한다.'
Foot Locker	'25.03.05	'2월에 들어서면서 소비자들의 불확실성이 조금씩 높아지기 시작했다고 볼 수 있습니다. 이런 현상은 전반적으로 나타났고, 그로 인해 매출이 다소 불규칙하게 나타났습니다. 우리가 봤을 때 소비자들의 성향은 확실히 매력적인 구매 유인이 있을 때는 구매하려 나오지만, 그런 이벤트가 없을 때는 신중한 모습을 보인다.'

자료: 언론보도 종합, SK 증권

**무역 불확실성으로 상반기 미국
의류 소비에 대한 보수적인 시각
제시**

따라서 소비심리 위축을 촉발한 관세 불확실성이 해소되기 전까지는 건조했던 미국 의류 소비가 다소 둔화되는 구간에 진입할 것으로 본다. 트럼프 미 대통령이 상호관세 시행일을 4월 2일로 못 박은 바, 관세와 관련된 소비 불확실성은 올해 상반기에 극에 달해 이후 하반기부터는 점차 완화될 것으로 전망한다.

**미국 의류 도소매 재고 매우
Clean한 점은 긍정적**

한편 재고의 경우 소매와 도매 모두 매우 건전하다. 지난 2년동안 지속된 Destocking 국면은 완전히 종료되었다고 본다. 올해 1월 기준 도매 재고비율(매출액 대비 재고금액)은 2.03으로 2015년부터 현재까지의 기간을 기준으로 평균치를 하회하는 수준이다. 소매 재고비율은 작년 12월 기준으로 2.25이며, 이 또한 과거 평균 대비 낮은 수준이다.

미국 의류 도매 재고비율



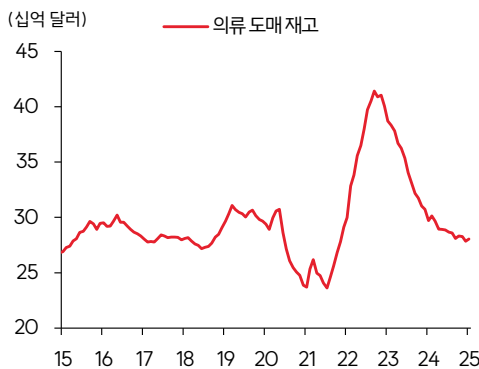
자료: FRED, SK 증권

미국 의류 소매 재고비율



자료: FRED, SK 증권

미국 의류 도매 재고



자료: FRED, SK 증권

미국 의류 소매 재고



자료: FRED, SK 증권

재고가 Clean 하기에 미국 소비
둔화에도 추가적인 재고조정은
없을 것

미국 모든 의류 채널에서 재고가 상당히 건전하기 때문에 미국의 소비가 단기적으로 약세를 보이더라도 재고를 추가적으로 낮춰야 하는 상황이 아니므로, 미국의 소비 약세가 OEM 실적에 미칠 영향은 제한적일 것이다. 특히 '22 년 말부터 '23 년에 있었던 OEM 업황 침체기와는 상황이 매우 다르다. 재고가 건전한 지금과는 달리 당시에는 미국에서 소비 둔화와 강도 높은 재고 조정이 함께 덮쳤기 때문이다.

(3) '25년 유럽 및 미국향 OEM 출하량은 +7% 증가를 전망

'25년 유럽과 미국향 OEM 출하량은 각각 전년 대비 +8%, +6% 증가할 것으로 전망하며, 이를 가중평균한 출하량은 전년 대비 +7% 증가할 것으로 전망한다. 미국과 유럽 모두 '15년 이후 시점 기준 평년 수준의 의류 수입량을 회복할 것을 전제해 추정했다.

유럽향 출하량의 경우 상반기 +12%, 하반기 +6%의 성장률로 상고하저의 흐름을 보일 것으로 전망한다. 미국 역시 상고하저의 흐름을 보일 것으로 전망하며, 상반기 +7%, 하반기 +3% 성장을 전망한다. 대체로 작년 상반기까지만 해도 재고조정의 영향으로 출하가 평년 수준을 밑돌아 기저가 낮기 때문에 하반기보다 높은 성장을 보일 것이다.

미국 의류 재고매입 Cyclical Index



자료: FRED, SK 증권

주1: Cyclical Index는 의류 도, 소매 채널의 전년비 재고 매입 성장률의 단순평균치임

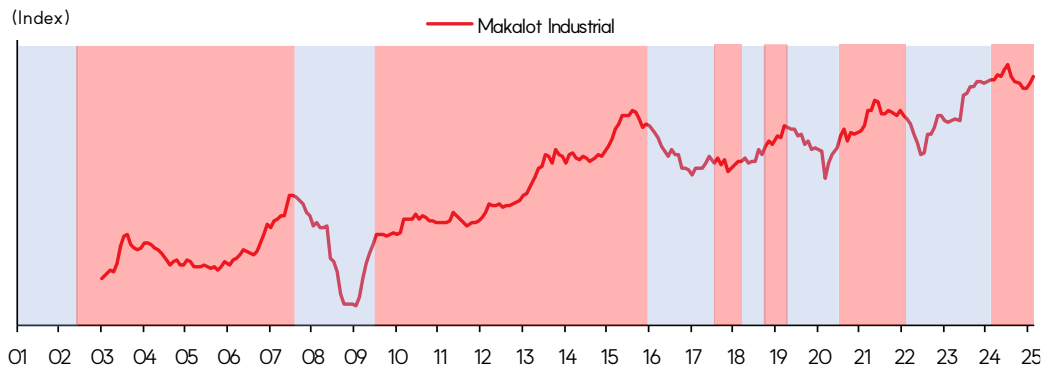
주2: 도, 소매 채널의 전년비 재고 매입 성장률은 각 채널별 매출 변화율에 재고 변화율을 더한 값임

미국 의류 재고매입 Cycle 국면별 한세실업 증가 추이



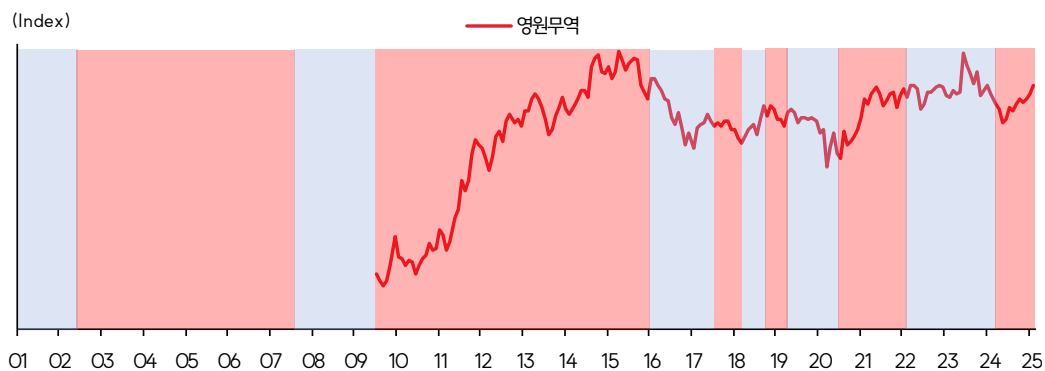
자료: Quantiwise, SK 증권

미국 의류 재고매입 Cycle 국면별 대만 Makalot(한세실업 Peer) 주가 추이



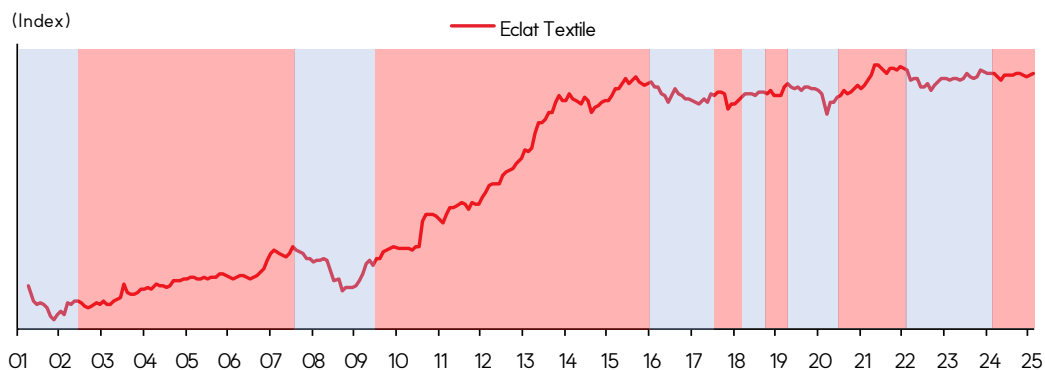
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 의류 재고매입 Cycle 국면별 영원무역 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

미국 의류 재고매입 Cycle 국면별 대만 Eclat(영원무역 Peer) 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2. 의류 섹터 관련 트럼프 관세 정책 정리

의류 산업 관련 트럼프 행정부의 주요 무역 정책

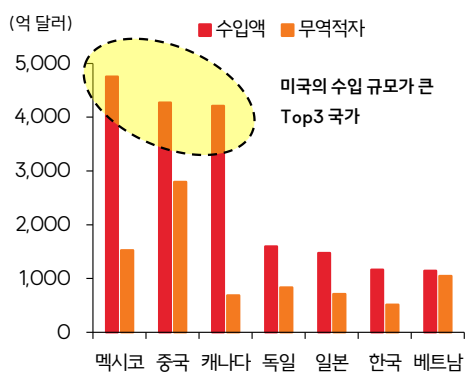
정책	발표일	상세 내용
중국, 멕시코, 캐나다 추가 관세 부과	'25.02.04	- 중국 수입품에 대해 10% 추가 관세 부과 (3월에 10% 관세 추가로 부과 발표) - 캐나다, 멕시코 수입품에 대해 25% 추가 관세 부과
중국, 멕시코, 캐나다 De Minimis 규정 폐지	'25.02.02	- 중국, 캐나다, 멕시코 수입품에 대해 De Minimis Tax Exemption 규정 폐지 - 행정 시스템 준비 기간 거친 뒤 시행할 예정
상호관세	'25.04.02 국가별 검토 후 발표 예정	- 미국산 수입품에 대해 국가별로 부과하고 있는 관세율을 미국이 똑같이 부과 - 단순 관세율 뿐만 아니라 비관세 무역장벽도 함께 고려
UFLPA 등재 검토	'25.02.04	- 쉬인과 테무를 UFLPA(위구르 강제노동 방지법) 위반 제재 리스트 등재하는 것을 검토

자료: 언론보도 종합, SK 증권

(1) 중국, 멕시코, 캐나다 관세 압박

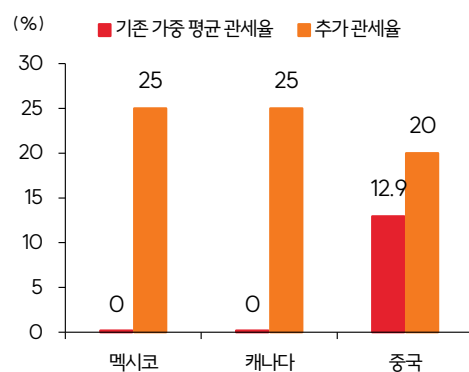
트럼프는 중국산 제품에 일괄적으로 20%의 추가 관세를 부과하고, 캐나다와 멕시코에는 25%의 관세를 부과하는 행정명령에 서명했다. 중국이 캐나다와 멕시코 지역을 통해 펜타닐을 미국으로 유입시키고 있다는 명목이었지만 사실상 미국의 주요 수입국 상위 3개 국가를 우선 타겟 한 측면도 있는 듯 하다.

주요 국가별 미국 수입액 및 무역적자 규모('23)



자료: KITA, US Census Bureau, SK 증권

멕시코, 캐나다, 중국 기존 및 추가 관세율



자료: KIEP, 언론보도, SK 증권

주1: 캐나다 에너지 수입품은 추가 관세율이 10%임

주2: 멕시코와 캐나다는 기존에 USMCA 체결

(2) De minimis 규정 폐지

De minimis 규정 폐지는 C 커머스를 정조준한 것

추가 관세 정책에 이어 트럼프 행정부는 2월 4일부로 중국, 캐나다, 멕시코에서 수입한 소포에 대해 'De minimis(이하 소액면세)' 규정을 폐지했다. 소액면세 규정은 개인이 수입한 개별 소포의 금액이 \$800 이하일 경우 관세가 면제되는 규정이다. 미국의 이러한 조치는 대표적인 중국 C 커머스인 '쉬인(Shein)'과 '테무(Temu)'의 미국 사업을 저격하기 위함으로 해석한다. '23년 6월 미국 의회 데이터에 따르면 소액면세를 적용받은 수입 소포 중 30%가 쉬인과 테무로부터 왔다. 또한 '24년 CBP에 따르면 소액면세 적용을 받은 수입 소포의 수가 '23년 대비 36% 증가했다. 따라서 소액면세 규정 폐지의 배경에는 해당 규정을 중국 기업이 가장 적극적으로 활용한 결과 미국 현지 소매업체들의 피해를 키웠다는 판단이 있는 것으로 본다. 소액면세 규정 폐지에 따라 예상되는 파급효과는 뒤에서 자세히 다루겠다.

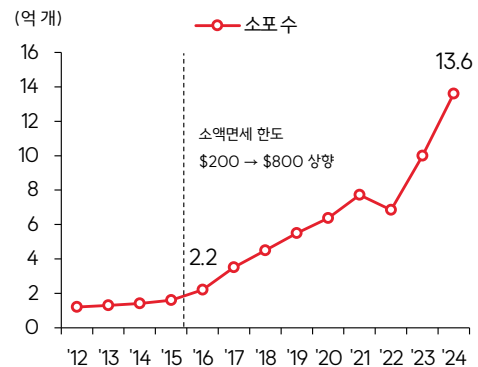
미국의 소액 면세 규정 주요 내용

"De Minimis Tax Exemption(소액 면세)"

- 개인이 하루에 수입하는 물품의 가치가 \$800 이하인 경우 관세와 세금을 면제
- 2016년 면세 한도를 \$200에서 \$800으로 상향
- 통관 절차를 거치긴 하나 정식 통관 절차보다 대폭 간소화

자료: U.S. CBP, SK 증권

미국의 소액 면세 대상 수입 소포 수



자료: U.S. CBP, SK 증권

소액면세 폐지는 행정절차 준비되는대로 시행될 예정

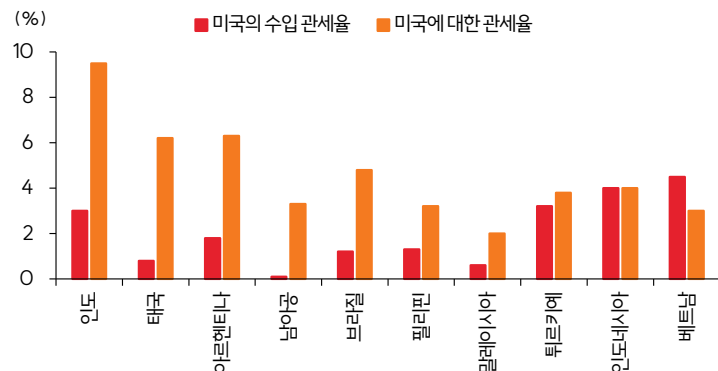
트럼프 대통령이 소액면세 폐지 행정명령에 서명한 직후 미 연방우정청(USPS)는 중국과 홍콩에서 들어오는 국제 소포 반입을 잠정 중단했으나 그 다음 날 다시 반입을 재개했다. 소액면세 폐지 행정명령이 급하게 시행되는 바람에 행정기관에서 이를 처리할 시스템이 구축되지 않았기 때문이다. 3월 현재 기준으로 C 커머스에 대한 소액면세 규정은 아직 적용되고 있다. 트럼프 행정부는 미 상무부가 소액 소포에 대한 관세 징수 시스템이 정비되는 대로 곧바로 소액면세 규정 폐지 행정명령을 시행할 예정이다.

(3) 상호 관세

4월 2일 상호관세 발표 예정

또한 트럼프 행정부는 '상호관세' 카드를 꺼내 들었다. 타 국가가 미국산 수입품에 부과하는 관세율에 맞춰 미국의 수입 관세율을 높이겠다는 게 주요 골자다. 이는 대부분의 국가에서 미국 수출품에 대한 가중평균 관세율이 미국이 해당 국가에 부과하는 관세율보다 높다는 것과, 단순히 관세율뿐만 아니라 세금, 규제, 통화 정책 등 비관세 무역장벽을 세우고 있다는 주장에 근거하고 있다. 미국 정부는 국가별 상호관세 내용을 검토해 4월 2일부터 시행해 나설 예정이다.

국가별 미국의 vs. 미국에 대한 가중평균 유효 수입 관세율



자료: WITS, SK증권

(4) 쉬인, 테무의 UFLPA 위반 리스트 등재 검토

쉬인, 테무 UFLPA 등재 검토

관세 외적으로 트럼프 행정부는 쉬인과 테무를 UFLPA(위구르 강제노동 방지법) 위반 기업 리스트에 등재하는 것을 검토하겠다고 발표해 중국 C 커머스를 정조준했다. UFLPA는 조 바이든 전 대통령이 '21년 12월 서명해 제정된 법으로, 중국 신장 위구르 지역의 강제노동을 직간접적으로 활용한 것으로 의심되는 기업을 제재해 제품의 미국 내 수입을 금지하는 법안이다. 아직까지는 쉬인과 테무를 위반 리스트에 등재하는 것을 검토하는 단계이나, 실제로 등재될 경우 수입품이 위구르 강제노동과 무관함을 미국 정부에 소명해야 하며, 소명이 불충분할 경우 수입을 거부당할 수 있다.

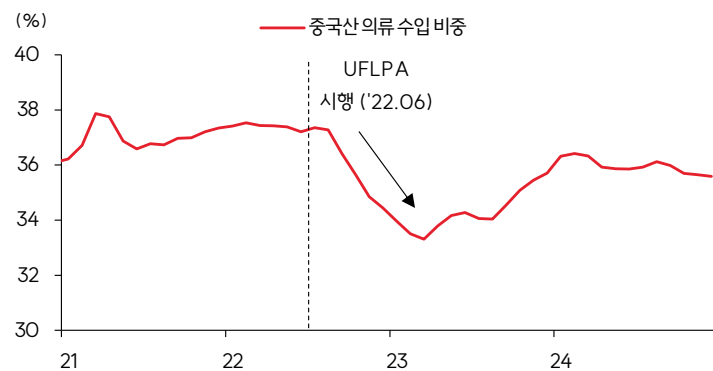
위구르 강제노동 방지법 주요 내용 정리

“위구르 강제노동 방지법(UFLPA)”

- 신장 위구르 자치구에서 강제노동을 통해 생산된 제품, 또는 그걸 원재료나 부품으로 사용한 제품의 미국 수입을 금지
- 신장 위구르 자치구에서 생산 및 제조된 모든 제품은 강제노동으로 만들어진 것으로 간주
- 기업이 강제노동과 무관하다는 명확한 증거를 제시하지 않는 한 수입 금지
- '25년 1월 기준 UFLPA 제재 대상 기업 수 144 개

자료: U.S. DHS, SK 증권

UFLPA 시행 직후 미국의 중국산 의류 수입 비중 급락



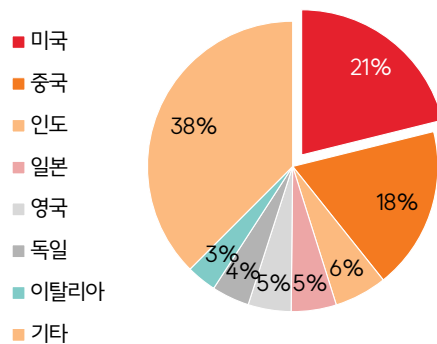
자료: OTEXA, SK 증권

3. 미국의 무역정책이 가져올 의류산업 파급효과

미국은 의류 소비가 매우 큰 가운데 제품 대부분을 수입에 의존

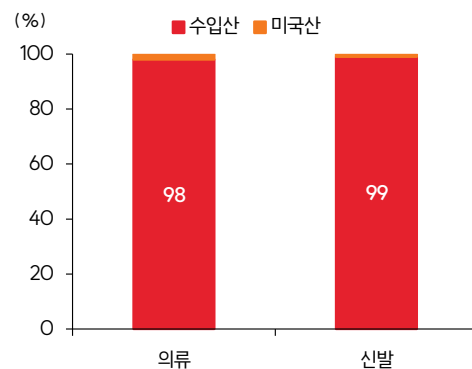
미국은 글로벌 의류 소비 시장의 약 21%를 차지하고, 소비되는 의류의 98%, 신발의 99%를 수입에 의존하고 있는 만큼, 글로벌 패션 브랜드와 OEM 의 입장에서 명실상부 가장 큰 시장이다. 따라서 급변하고 있는 미국의 무역 정책은 글로벌 패션 산업에 상당한 파급력이 있을 것으로 예상된다.

미국은 글로벌 의류 소비 시장의 21%를 차지



자료: Uniform Market, SK 증권

미국은 소비되는 의류, 신발의 거의 전부를 수입에 의존



자료: United States Fashion Industry Association, SK 증권

이번 항목에서는 최근 시행되었거나 시행 예정인 미국의 무역 정책들이 중국 의류 밸류체인 및 중국 외 브랜드에 어떤 영향을 미칠지 자세히 살펴보겠다.

(1) C 커머스 미국 사업 타격 (#소액면세, #추가관세, #UFLPA)

트럼프 행정부는 소액면세 규정 폐지, 중국과 멕시코, 캐나다 추가 관세, UFLPA 위반 리스트 등재를 통해 C 커머스의 미국 사업 경쟁력을 견제하고 있다. C 커머스가 미국에서 얼마나 영향력이 크기에 미국이 대놓고 견제에 나서고 있으며, 또 미국의 이번 무역 정책들이 실제로 C 커머스에 어떤 영향을 얼마나 줄 수 있을까?

▶ C 커머스 영향력: 미국 패션 시장 점유율은 꽤나 높다

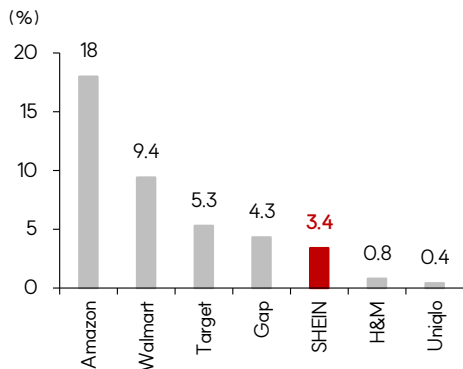
쉬인만 해도 미국 전체 의류 시장
점유율 3.4%로 추정

중국 초저가 패스트패션 리테일 플랫폼인 '쉬인'을 대표로 살펴보면, 쉬인의 글로벌 매출은 코로나를 기점으로 폭발적으로 성장해 오고 있다. '19 년 약 30 억 불이었던 매출액은 '24 년 약 400 억 불까지 연 평균 68% 성장했다. '24 년 기준 약 107 억 불이 미국에서 발생하는 것으로 추정되는데, 미국 전체 의류 소매시장 내 점유율이 약 3.4%인 것으로 추정한다.

쉬인의 미국 패스트패션 시장
점유율은 압도적

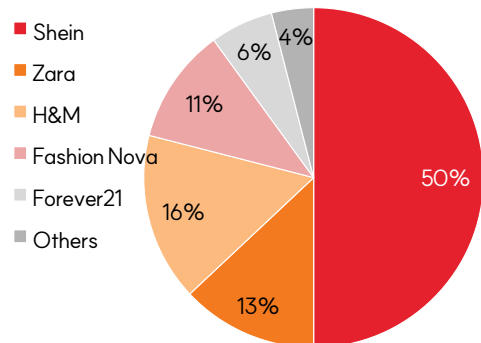
시장 범위를 미국 패스트패션 시장으로 좁혀 보면 쉬인의 입지는 더욱 놀라운 수준이다. 'Bloomberg Second Measure'에 따르면 '23 년 공식 온라인 및 매장 매출액을 기준으로 쉬인의 미국 패스트패션 시장 점유율은 50% 수준이다. 전통의 강호인 Zara(13%), H&M(16%) 등을 모두 제치고 압도적인 시장 점유율을 확보하고 있다.

주요 패션 플랫폼 및 브랜드별 미국 패션시장 점유율('24)



자료: Fred, 각 사, 언론보도, SK 증권

브랜드별 미국 패스트 패션 시장 점유율



자료: Bloomberg Second Measure, SK 증권
주: 공식 사이트 매출 추정치에 기반한 것임

▶ C 커머스 경쟁력: 쉬인은 어떻게 물건을 싸게 팔 수 있는걸까?

쉬인 저가 경쟁력 = 소싱비용 +
무관세

쉬인이 최근 몇 년간 이렇게 급성장할 수 있었던 배경에는 이커머스 산업의 성장, Trading Down 트렌드 같은 환경적 요인도 중요하지만 결국 쉬인의 핵심 경쟁력은 '압도적으로 낮은 가격'에 있다. 미국 공식 온라인몰을 기준으로 Zara, H&M, Uniqlo 등에서 판매하는 무지 면 반팔티의 가격이 대략 10 불에서 20 불인 것과 비교해서 쉬인은 5 불 정도로 경쟁 브랜드 대비 최소 절반 이하다. 쉬인이 이렇게 저렴한 가격에 물건을 판매할 수 있는 배경에는 ① 저렴한 소싱비용, ② 무관세 적용이 있는 것으로 분석한다.

중국 모든 의류 생산 밸류체인
내재화된 유일한 국가

그렇다면 쉬인은 어떻게 저렴하게 제품을 소싱할 수 있었을까? 쉬인은 판매하는 물건의 대부분을 중국 광둥성에 위치한 대규모 의류 생산단지에서 위탁생산 방식을 통해 소싱한다. 중국은 면화, 원면, 합성섬유 등 의류의 원재료부터 단추, 지퍼와 같은 부자재와 완제품까지 의류 생산의 모든 밸류체인 내재화가 매우 고도화되어 있는 국가다. 모든 원부자재를 중국 내에서 조달하기 때문에 운송료, 재고비용, 중간마진을 절약할 수 있다.

서구권 국가는 쉬인의 불법
임금과 정부의 보조금을 의심

또한 쉬인과 중국 정부는 공식적으로 인정하지 않지만, 불법 저임금 노동과 정부 보조금도 쉬인의 소싱 가격을 낮추는 역할을 하는 것으로 추정한다. 애초에 중국에서 동남아시아로 의류 생산기지가 꾸준히 이동해 왔던 것은 의류 생산이 노동집약적 산업인데 중국의 최저임금 급상승으로 인건비 부담이 크게 증가했기 때문이다. 그런데 쉬인이 중국에서 이토록 낮은 가격에 제품을 소싱한다는 건 앞서 언급한 불법 노동과 정부 보조금을 충분히 의심할 만한 대목이다.

위구르 면화 사용 여부도
명확하게 밝혀지지 않음

불법 노동과 이어지는 내용인데 쉬인은 위구르산 면화를 사용했다는 의혹도 받고 있다. '20 년과 '21 년에 위구르산 면화는 중국 내 면화 공급량의 87%를, 글로벌 공급량의 23%를 차지했다. '22 년 6 월부터 미국이 UFLPA 를 발의했기 때문에 원재료 이든 완제품의 형태이든 중국 외 국가로의 수출이 제한된 점을 생각하면 사실상 위구르산 면화 거의 대부분이 중국 내에서 사용되는 것으로 추정한다.

쉬인은 위구르 면화 사용에 대해
명확하게 밝히지 않는 중

서구권 국가기관에서는 이미 쉬인의 위구르산 면화 사용 의혹에 대한 소명을 요구한 바 있다. '23 년 5 월에 미국 의원들은 증권거래위원회(SEC)에 서한을 보내 쉬인과 위구르 강제 노동 간의 관련성을 감사하고 검증해야 한다고 요구했다. 이는 쉬인이 미국 주식시장에 상장할 수 있다는 예상 속에 나왔다. 또한 올해 1월에는 영국 의회가 청문회에 쉬인의 변호인을 소환해 강제노동이 동원된 면화 사용이 있었는지 여

러 차례 질문했으나 쉬인 측은 이에 대한 명확한 답변을 내놓지 않았다.

소액 면세 규정에 따른 무관세도 쉬인의 비즈니스 모델의 핵심

쉬인이 판매하는 제품이 미국에 무관세 적용을 받고 있던 것도 가격 경쟁력의 핵심이다. 통상 미국은 중국에서 수입한 의류 완제품에 10.3%의 관세율을 부과하고 있는데, 쉬인은 소액면세 규정을 통해 무관세 적용을 받아왔다. B2C로 개인 소비자의 물건을 개별 배송하는 만큼 대부분의 소포가 \$800 이하이기 때문이다. 만약 소액 면세 규정이 없었다면 쉬인의 미국 소비자들은 지금 가격에 관세만큼을 추가로 부담해야 한다.

SHEIN이 초저가 비즈니스 모델 핵심 구성 요소	
전략	세부내용
온라인 DTC 판매	· 오프라인 매장 없이 온라인으로 직접 소비자에게 판매 · 매장 운영 비용, 재고 비용 절감
반응 생산	· 우선 소량 생산한 뒤 소비자 반응이 좋은 상품 위주로 추가 생산 · 불필요한 재고 비용 감소
저렴한 소싱비용	· 완전 수직계열화 된 중국 광둥성 대규모 의류 생산 밸류체인을 활용 · 대규모 주문으로 높은 가격 협상력 보유 · 저렴한 중국산 원부자재 사용 (신장 위구르 면화 사용 의혹) · 불법노동 의혹
높은 마케팅 효율성	· 인플루언서 마케팅을 통해 마케팅 효율성 증대
소액면세 규정 적극 활용	· 미국 수출 시 무관세 적용. 관세만큼 타 브랜드 대비 소비자 체감 가격 하락 · 간소화된 통관절차를 적용 받아 배송기간 단축(미국 통관절차에는 평균 7일 소요) · 간소화된 통관절차로 제품 유해성 등의 검사 없이 자동 통관

자료: SK 증권

De Minimis 간이 통관과 정식 통관 절차 비교		
구분	간이 통관(De Minimis 적용)	정식 통관
적용 기준	\$800 이하의 소액 수입품	\$800 초과 수입품
관세 및 세금	면제 (0%)	부과 (품목별 세율)
수입 신고	간소화 또는 면제	필수 (송장, 신고서 제출)
세관 검사 가능성	낮음 (랜덤 검사 가능)	높음 (품목별 규제 기관 검사 포함)
유해성 검사	면제 (의약품, 식품 등 일부 규제 품목은 검사)	필수
처리 속도	수시간 ~ 24시간 내 완료	2~7일 이상 소요
규제 기관 개입 가능성	낮음 (대부분 자동 통관)	높음

자료: U.S. CBP, SK 증권

▶ 미국의 견제: 어떻게 C 커머스를 견제하고 나섰나

트럼프가 최근 서명한 여러 행정명령들은 이러한 쉬인의 경쟁력을 정조준하고 있다. 먼저 중국에 대해 소액면세 규정을 폐지했다. 행정 절차를 준비하기 위해 아직 실제로 시행되고 있진 않지만 시행될 경우 쉬인의 미국 소비자들은 제품을 구입할 때마다 관세를 부담해야 해 체감 가격이 상승하는 효과가 있을 것이다.

소액면세 폐지될 경우 미국
소비자의 체감가격 30% 상승

여기에 중국산 수입품에 대해 20%의 추가 관세를 부과했다. 기존에 미국이 중국산 의류 제품에 대해 부과하는 관세율은 가중평균 기준 약 10% 수준이었는데, 앞으로는 30%의 관세를 부과하게 되었다. 쉬인 입장에서는 타격이 더 클 수밖에 없다. 기존에 면세 적용을 받았기 때문에 관세율이 0%였으나, 이제 쉬인에서 물건을 구매한 미국 소비자들은 구입가액의 30%의 관세를 부담해야 한다. 하루 아침에 쉬인의 가격이 30% 오른 것과 같은 효과다.

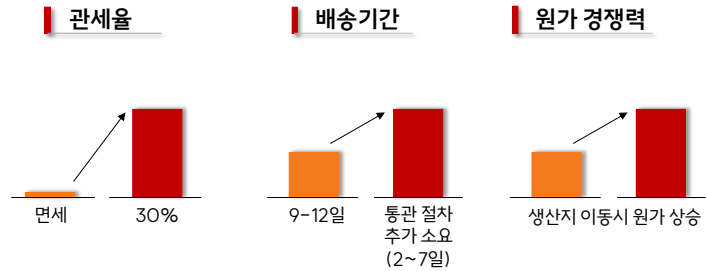
정식 통관절차 거칠 경우
배송기간 증가

또한 소액면세 규정을 적용 받지 못하게 되면 배송기간도 늘어난다. 기존에 미국 소비자가 쉬인의 'Standard Shipping'을 이용할 경우 배송에 9~12 일이 소요되었는데, 이는 쉬인의 제품이 소액면세 규정을 적용 받아 간이 통관 절차를 거치기 때문이다. 그렇지 못할 경우에는 정식 통관절차를 거쳐야 한다. 기존 간이 통관 절차가 통상 24 시간 내 자동 통관되는 것과 달리 미국의 통관에는 보통 빠르면 이틀에서 일주일 이상까지도 소요된다.

유해성 검사로 인한 규제 강화도
걸림돌로 작용할 것

배송기간뿐만이 아니다. 정식 통관 절차를 거치게 되면 유해성 검사 절차가 훨씬 강화된다. 기존 간이 통관 절차에서는 의약품이나 화장품 등 일부 규제 품목에 대해서만 검사가 필수적으로 이뤄지며, 쉬인의 주력 상품인 의류에 대해서는 유해성 검사가 생략된다. 반면 정식 통관절차의 경우 제품의 유해성 검사가 필수적으로 수행된다.

미국의 대중국 무역 정책이 SHEIN에 미칠 대표적인 영향들



자료: SK 증권

UFLPA 등재될 경우 미국의 수입 거부도 가능

조금 더 대놓고 C 커머스를 저격하는 조치로는 '쉬인과 테무를 UFLPA 제재 위반 리스트에 등재하는 것'이 있다. 정확히는 리스트에 등재하는 것을 검토 중이라고 발표했으며, 아직 실제로 등재하지는 않았다. 아직은 트럼프 행정부가 중국 정부와의 협상에서 우위를 점하기 위한 압박의 용도로 해당 내용을 언급한 것으로 보이나, 실제 시행될 경우 C 커머스의 미국 사업에 미칠 영향은 타 무역정책과는 비교하기 힘들 만큼 치명적이다. 미국 정부의 입맛대로 쉬인이 신고한 수입품에 대해 수입 거절을 할 수 있는 명분이 생기기 때문이다.

▶ 쉬인 입장에서 마땅한 출구가 보이지 않는다

이번 미국의 조치로부터 쉬인을 비롯한 C 커머스가 빠져나갈 구석이 명확히 보이지 않는다. 원래 같았으면 미국과 FTA를 맺고 있는 캐나다나 멕시코의 보세창고를 거쳐 미국에 무관세로 우회 수출하는 방법을 생각해볼 수 있겠으나, 미국이 캐나다와 멕시코에 대해서도 관세를 부과하겠다고 발표했으므로 이 역시 실현 가능성이 낮다.

피할 곳이 없어 보인다. 생산기지 이전이 가장 깨끗한 방법이나, 이 경우 원가 경쟁력 잃을 것

결국에는 쉬인이 제품 소싱 국가를 중국 바깥으로 옮기는 것이 미국의 대중국 무역 제재를 피하는 데 가장 효과적이다. 다만 이 경우 기존에 중국에서 누렸던 저렴한 소싱 단가는 더 이상 활용할 수 없게 된다. 쉬인이 제품 소싱의 가격 측면에서 타 브랜드 대비 크게 유리했던 지위를 내려놓고 다른 브랜드와 같은 출발선에 서게 되는 것이다. 쉬인이 중국에서 계속 제품을 소싱하면서 미국의 제재를 받든, 중국 바깥으로 소싱처를 옮겨 미국의 제재를 피하는 대신 저렴한 소싱 가격을 포기하든 쉬인의 핵심 경쟁력 중 하나였던 '가격 경쟁력'에는 큰 타격이 있을 수밖에 없다.

관세 이후로 쉬인의 IPO 예상 기업가치 반토막

시장에서도 미국의 정책과 이로 인해 예상되는 타격을 쉬인의 기업가치에 반영 중이다. 쉬인은 미국 거래소 상장 시도가 무산된 이후 최근 영국 런던 거래소 상장을 시도하고 있다. 쉬인의 예상 기업가치는 '22 년 약 1,000 억 달러로 평가받았으나 올해 2 월 트럼프 무역정책이 발표되면서 공모 기업가치를 300 억 달러로 낮춰야 한다는 투자자들의 압박을 받고 있다는 외신 보도가 있었다. 또한 당초 4 월 상장을 목표로 하고 있었으나 상장 시점이 연기될 가능성도 나오고 있다.

쉬인 기업가치는 이번 무역 정책으로 급락



자료: Bloomberg, SK 증권

쉬인은 생산공장에 베트남으로의 이전을 요구

"SHEIN to move production to Vietnam"

"SHEIN is shifting production to Vietnam, urging key Chinese suppliers to set up manufacturing facilities by offering incentives such as larger order guarantees and up to 30% higher procurement prices"

"쉬인은 중국 공급사에 생산공장을 베트남으로 옮겨줄 것을 촉구하며, 이에 대한 대가로 더 큰 오더 물량과 30%의 가격 프리미엄을 제시했다"

- TextileToday '25.02.11 일자 보도 내용 중 일부 발췌

자료: TextileToday, SK 증권

관세 정책으로 쉬인은 미국에서 마케팅 활동 일시중단

"Fashion brands cut influencer marketing due to tariffs"

"Popular brands Shein and Halara have reportedly put some influencer campaigns on hold, citing the business impact of new tariffs... Instead of absorbing the increases expenses, some are choosing to cut budgets elsewhere including influencer marketing"

"Shein, Halara 는 새로운 관세 정책의 사업 영향으로 인플루언서 캠페인을 일시중지했다. 마케팅비 절감을 통해 비용부담 완화를 선택하고 있다"

- COSMICO '25.02.10 일자 보도 내용 중 일부 발췌

자료: COSMICO, SK 증권

정리하면 미국 패션 시장에서 큰 부분을 차지했던 쉬인은 트럼프 행정부의 견제로 미국에서의 입지를 크게 위협받고 있다. 미국의 견제를 피하기 위해서는 생산지를 중국 외 국가로 이동하는 것이 가장 확실한 방법이겠으나, 이렇게 될 경우 쉬인은 더 이상 중국에서 생산함으로써 누릴 수 있었던 매우 낮은 소싱 단가를 포기해야 한다. 쉬인이 관세를 감내하든, 생산지를 이동하든 어떤 선택을 해도 압도적으로 저렴한 물건을 판매하는 비즈니스 모델에는 큰 타격이 있을 것이다. 쉬인의 미국에서의 입지가 하락할 경우 미국 패션 시장과 한국 OEM 에 미칠 파급효과에 대해서는 뒤에서 자세히 다루겠다.

(2) 중국 외 브랜드의 관세 영향 (#상호관세, #중국 추가관세)

▶ 실적, 공급망, 소비심리 대 혼돈

관세 시행될 경우 브랜드 업체
EPS 하락

관세 조치로 인해 C 커머스뿐만 아니라 중국 외 브랜드의 발등에 불이 떨어졌다. 트럼프 1기를 거치며 많은 브랜드들이 중국 소싱 비중을 크게 낮춰 놓았음에도 Steve Madden은 80%, Skechers 40%, Crocs 28% 등 여전히 중국 소싱 비중이 높은 패션 브랜드들이 있으며, 원재료 30%를 멕시코와 캐나다에서 수입하는 Kontoor Brands 같은 브랜드도 관세로 인한 이익 훼손이 예상된다.

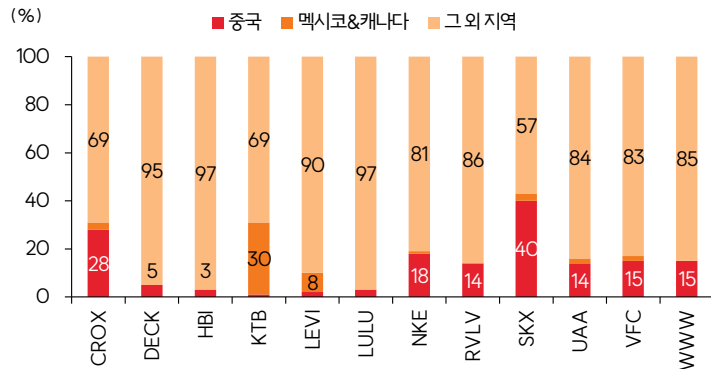
의류 뿐만 아니라 소비재
전반적으로 관세는 큰 문제

의류 기업뿐만 아니라 소비재 전반적으로 중국에서 소싱하는 비중이 큰 것도 문제다. 대표적인 소비재 리테일 업체인 월마트의 경우 트럼프 1기를 거치며 중국 소싱 비중을 2018년 80%에서 2023년 60%로 크게 낮췄지만 여전히 중국에 대한 의존도가 절대적으로 높다. 타깃의 경우에도 중국 소싱 비중을 '17년 60%에서 '24년 30%까지 낮췄으나 여전히 큰 비중을 차지하고 있다.

기업들은 관세로 인한 가격 인상,
소비 둔화를 이미 언급 중

미국의 대표격인 두 유통업체의 상황을 미국 전체 소비 시장으로 확장해서 생각해 보면, 사실상 미국에서 소비되는 제품의 대부분에 중국 관세가 영향을 줄 수밖에 없다. 이미 월마트, 타깃, 마텔, 로우스 등 소비재 기업들이 관세 정책으로 인한 가격 인상 가능성을 언급하고 있다.

주요 패션 브랜드별 중국, 멕시코, 캐나다산 제품 소싱 비중



자료: STIFEL, SK 증권

소비재 기업의 관세 관련 영향 언급

기업	관련 내용
Walmart	- 실적 발표 후 관세 인상이 소비자 가격 상승을 초래할 수 있다고 언급 - 관세가 대폭 증가하면 여전히 인플레이션 영향을 받고 있는 소비자들에게 추가적인 비용 부담을 줄 수 있다고 언급
Target	- 실적 발표에서 중국 소싱 비중을 올해 30%에서 25%까지 낮출 것임을 발표 - 관세로 인해 가격 인상이 빠른 시일 내에 이뤄질 수 있다고 언급
Lowe's	- 제품 원가의 약 40%를 미국 외부에서 조달하며, 관세 인상 시 제품 가격 오를 가능성 매우 높다고 언급
Mattel	- 전 세계 장난감 생산의 약 40%가 중국에서 이루어지고 있으며, 관세 부과로 바비인형과 같은 인기 제품의 가격 인상을 고려하고 있다고 언급
Kontoor	- 멕시코와 캐나다에서 제품 30%를 소싱하고 있는데 이번 관세로 EPS 23% 감소할 수 있음 - 관세의 영향으로 제품 가격을 인상할 수 있음을 언급
Steve Madden	- 새로운 관세는 실적에 부정적인 영향을 줄 것이며, 중국 외 지역으로 생산 다변화를 공격적으로 추진할 것 - 제품 가격 인상 계획임을 언급

자료: Reuter, CBS, Bloomberg, FashionNetwork, CNN, SK 증권

4. 패션 브랜드는 어떻게 관세에 대응할까?

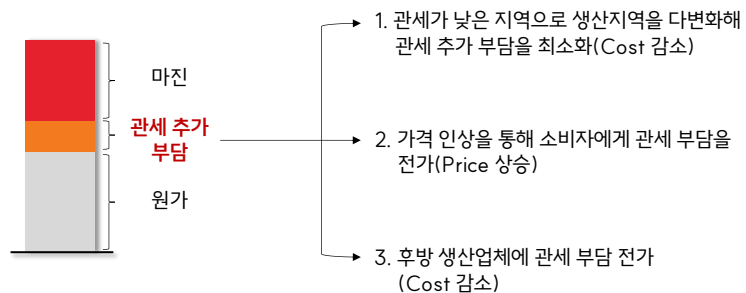
관세는 원칙적으로 브랜드사가 부담

관세 부담 증가가 패션 브랜드에 미치는 재무적 효과는 C 의 증가가 가장 직접적이면서도 크다. 통상적으로 OEM 과 브랜드 사이의 수출입 거래는 FOB 인도 조건으로 이뤄지기 때문에 수입하는 브랜드사가 모든 관세 인상분을 직접적으로 부담해야 한다. 관세가 인상될 경우 브랜드는 당장 제품 소싱 금액에 추가 관세율을 곱한 만큼의 금액을 비용으로 떠안게 된다.

관세 부담을 덜기 위한
브랜드사의 3 가지 선택지

패션 브랜드 기업들을 인터뷰한 여러 외신 보도를 정리한 결과, 이런 재무적 부담을 해소하기 위해 패션 브랜드가 검토 중인 대응책은 ① 관세율이 낮은 지역으로 생산지 이동, ② 가격 인상을 통해 관세 부담을 소비자에게 전가, ③ 소싱 가격 인하를 통해 후방업체에 관세 부담 전가 이렇게 3 가지로 압축된다.

브랜드 업체가 관세 부담을 덜기 위해 취할 것으로 전망하는 3 가지 방안



자료: 언론보도 종합, SK 증권

(1) 관세율이 낮은 지역으로 생산지 이동

생산지 이동은 오래 걸리지만
가장 확실한 방법

시간이 오래 걸리고 단기적으로 리스크가 존재하지만, 중장기적으로 관세 부담 완화에 가장 효과적인 방법이다. 특히 중국 소싱 비중이 높은 브랜드의 경우 동남아시아나 중미 지역 등 관세율이 상대적으로 낮은 국가로 이동할 가능성이 높다. 다만 트럼프 임기는 이제 막 시작했고, 아직 상호관세가 본격적으로 시행되지 않았기 때문에 앞으로 어떤 지역에 얼마만큼의 관세가 부과될 지는 알 수 없다. 따라서 명확히 어떤 국가가 관세 위협으로부터 안전할 지 미리 짐작하기도 어렵다.

이러한 리스크를 헷징하기 위한 방법은 결국 생산지역 포트폴리오를 다변화하는 것이다. 앞으로 남은 트럼프의 임기 4년 간 상존할 공급망 불확실성을 헷징할 목적으로 관세 인상 가능성이 낮은 국가로 생산지 일부를 다변화할 것으로 전망한다.

생산지 다변화 관점에서
동남아시아와 중미지역이 가장
매력적

현 시점 기준으로 생산지역 다변화의 관점에서 매력도가 가장 높은 지역은 동남아시아 및 중미지역이다. 일단 중미지역은 미국과 중미자유무역협정(이하 CAFTA)를 맺어 미국에 무관세로 수출이 가능하다. 또한 지리적으로 미국과 매우 가깝기 때문에 재고 관리가 생명인 패션 산업에서 생산지로서의 매력도가 충분하다. 미국으로의 수출 규모와 무역흑자 규모도 타 국가 대비 매우 작아 미국의 관세 공격의 대상이 될 가능성도 낮다.

베트남 vs. 과테말라 운송 및 관세 측면에서의 비교

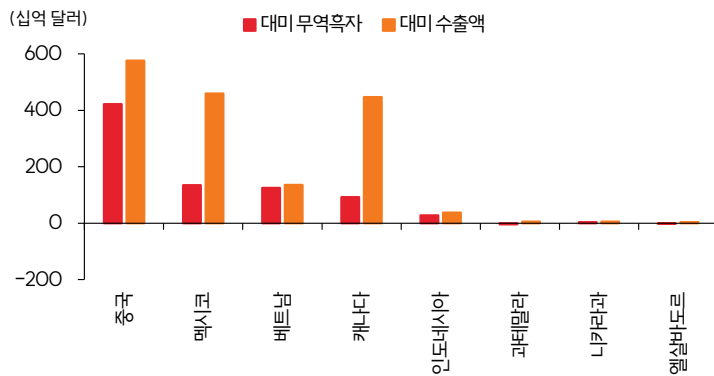
국가	해상운송거리 (to. 미국 서부)	해상운송 소요시간	대미 수출 관세
베트남	12,000 ~ 13,000km	3 ~ 4 주	부과
과테말라	3,500 ~ 4,000km	1 ~ 2 주	면세(CAFTA)

자료: SK 증권

동남아시아 지역에 대한 관세의
실질적인 영향은 미미할 것

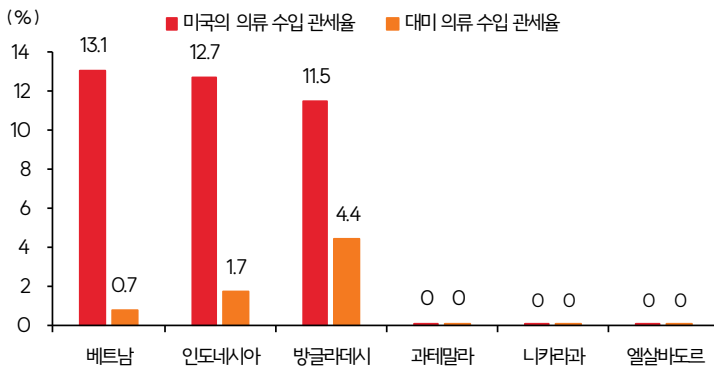
동남아시아의 경우 상호 관세 조치의 영향이 미미할 것으로 분석하기 때문에 매력적이라고 본다. 베트남을 제외하면 동남아시아 국가들의 대미 수출 규모나 무역흑자 규모가 미미할 정도로 작다. 한편 베트남의 경우 대미 무역흑자 규모가 3위로 큰 편이다. 그럼에도 베트남에 추가 관세 부과가 이뤄질 가능성은 낮다고 보는데, 베트남이 이미 미국에 적극적인 협상 의지를 피력하고 있기 때문이다. 2월 미국의 관세 정책들이 쏟아져 나옴과 동시에 베트남 정부는 미국과의 무역 협상에 적극적으로 임할 준비가 되어 있다고 밝혔으며, 미국산 항공기, 농산물, LNG 등 수입을 확대할 계획임을 밝혔다. 또한 의류 제품에 한해 상호 관세율을 살펴봐도 미국에 비해 현저히 낮은 수준이기 때문에, 미국의 상호 관세 정책으로 인해 한국 OEM의 주력 생산 지역에 대한 의류 제품의 관세율이 실제로 상승할 가능성은 매우 낮다고 본다.

동남아시아, 중앙아메리카 국가의 대미 무역규모는 대체로 매우 미미한 수준



자료: WITS, SK 증권
주: 2022년 무역 데이터 기준임

OEM 주요 생산지의 대미 의류 수입 관세율은 미국 대비 현저히 낮다



자료: WITS, SK 증권
주: 방글라데시는 2015년 기준, 나머지 국가는 2022년 기준이며, 가중평균 관세율임

(2) 가격 인상을 통해 소비자에게 전가

가격 인상은 가장 간단하지만
가장 어려운 선택지

가능하기만 하다면 단기적으로 가장 효과적인 방법이긴 하나, 최근 몇 년간 지속되고 있는 인플레이션 환경이 브랜드의 가격 전가를 어렵게 하는 요소로 작용할 것이다. 글로벌 인플레이션이 지속됨에 따라 가격에 대한 소비자들의 민감도와 저항이 높아졌기 때문이다.

인플레이션 환경을 제외하고 봐도 브랜드별로 가격 전가 능력이 차별화될 것이다. 브랜드에 대한 소비자의 충성도가 높고 가격 경쟁이 심하지 않은 산업의 경우 가격 전가가 용이하고, 반대로 가격 경쟁이 심한 저가 의류 브랜드의 경우 가격 전가에 어려움이 있을 것이다.

소비재 기업의 관세 관련 영향 언급	
기업	관련 내용
Walmart	- 실적 발표 후 관세 인상이 소비자 가격 상승을 초래할 수 있다고 언급 - 관세가 대폭 증가하면 여전히 인플레이션 영향을 받고 있는 소비자들에게 추가적인 비용 부담을 줄 수 있다고 언급
Target	- 실적 발표에서 중국 소싱 비중을 올해 30%에서 25%까지 낮출 것임을 발표 - 관세로 인해 가격 인상이 빠른 시일 내에 이뤄질 수 있다고 언급
Lowe's	- 제품 원가의 약 40%를 미국 외부에서 조달하며, 관세 인상 시 제품 가격 오를 가능성 매우 높다고 언급
Mattel	- 전 세계 장난감 생산의 약 40%가 중국에서 이루어지고 있으며, 관세 부과로 '바비인형'과 같은 인기 제품의 가격 인상을 고려하고 있다고 언급
Kontoor	- 멕시코와 캐나다에서 제품 30%를 소싱하고 있는데 이번 관세로 EPS 23% 감소할 수 있음 - 관세의 영향으로 제품 가격을 인상할 수 있음을 언급
Steve Madden	- 새로운 관세는 실적이 부정적인 영향을 줄 것이며, 중국 외 지역으로 생산 다변화를 공격적으로 추진할 것 - 제품 가격 인상 계획임을 언급

자료: Reuter, CBS, Bloomberg, FashionNetwork, CNN, SK 증권

(3) 후방 업체에 관세 부담 전가

바잉 파워 큰 업체일 경우
후방으로의 관세부담 전가는
충분히 가능

후방 업체에 소싱 단가 인하 압박을 넣음으로써 브랜드의 관세 부담을 완화하는 방식이다. 소비자에 대한 가격 전가를 최소화할 수 있다는 장점 때문에 대부분의 브랜드가 이 방식을 검토 중일 것으로 예상된다. Mass 브랜드의 경우 OEM 에 주는 오더의 수량이 커서 가격 협상력에서 OEM 대비 우위에 있는 것이 일반적이다. 따라서 브랜드 중에서도 특히 소비자 가격 인상이 어려운 저가 브랜드의 경우 후방 업체인 OEM에 공임비 인하를 요구할 가능성이 있다.

공임비를 깎을 경우 OEM은
수익성 훼손될 것

이상 예상되는 브랜드의 대응 옵션 3 가지 중 OEM에 가장 부정적인 영향을 주는 것은 후방업체에 관세 부담을 전가하는 경우다. 통상적으로 OEM의 ASP는 원재료비에 공임비가 더해지는 구조로 형성되기 때문에 공임비는 OEM의 공익이익률을 결정하는 매우 중요한 변수다. 브랜드가 이러한 공임비를 낮춰줄 것을 OEM에 요구할 경우 OEM의 이익률에 타격이 있을 것으로 예상된다.

다만 해당 리스크가 실제로 한국 OEM에 미칠 영향은 제한적일 것으로 본다. 후방 업체로 관세 부담을 전가하기 위해서는 브랜드 입장에서 명분이 있어야 한다. 해당 업체의 공장이 속한 지역에 대해 미국이 관세를 인상하는 경우가 여기에 해당한다. 하지만 앞서 언급했듯이 한국 OEM의 주력 생산지역에서 생산된 의류 제품에 대해 미국이 관세율을 인상할 가능성은 매우 낮다. 따라서 후방 업체로 관세 부담을 전가하는 리스크도 시장의 우려에 비해서는 영향이 제한적일 것이다.

5. 한국 OEM 은 관세에 얼마나 영향을 받을까?

3 가지 관점에서 평가한 관세 취약성

한국 OEM 이 미국 관세 정책에 얼마나 취약한지는 트럼프 2 기 기간 OEM 투자에 있어 중요한 요소로 작용할 것이며, 취약성에 따라 관세 이슈에 대한 주가 민감도가 달라질 것이다. 본 보고서에서는 OEM 의 관세 취약성을 ① 후방업체로의 관세부담 전가 가능성, ② 중국 생산비중, ③ 생산지역 다변화 정도 총 3 가지 관점에서 평가했다. 여기서 후방업체로의 관세 부담 전가 가능성은, 해당 OEM 의 생산 공장이 위치한 국가에 미국이 부과하는 의류 관세가 상승했을 경우를 가정해 분석했다.

(1) 후방업체로의 관세부담 전가 가능성

실제 관세가 상승할 가능성은 낮지만, 실제로 OEM 의 생산 공장이 위치한 국가에 미국이 부과하는 의류 관세가 상승할 경우, 브랜드가 소송 비용을 줄여 관세 부담을 완화하려고 할 수 있다. 이 경우 후방업체인 OEM 에 공임비 인하를 요구할 가능성이 있다. 이러한 가능성은 다시 ① 브랜드의 협상력(오더의 규모, OEM 의존도), ② 브랜드의 전방 가격 전가 능력(브랜드 파워와 속한 산업의 가격 경쟁 강도)으로 나눠서 평가할 수 있다.

후방업체로의 관세부담 전가 가능성 요약

기업명	평가	주요 고객사	소비자 가격 전가 여력	후방 전가 가능성
한세실업	Vulnerable	Gap, Old Navy, Walmart, Target, Aeropostale, Carhartt, Victoria Secret	낮음	높음
영원무역	Defensive	The North Face, Lululemon, Engelbert, Arcteryx, Patagonia	높음	낮음
화승엔터프라이즈	Neutral	Adidas	중간	중간

자료: SK 증권

▶ 한세실업: Vulnerable

한세실업의 주요 고객사는 Gap, Old Navy, Walmart, Target 등 상대적으로 낮은 가격대의 브랜드로 구성되어 있다. 따라서 소비자들의 가격 민감도가 높다고 판단하며, 브랜드의 소비자 가격 결정력이 낮다고 평가한다. 또한 위 고객사들이 한세실업 매출에서 차지하는 비중도 유의미하게 높기 때문에 결론적으로 한세실업 공장이 위치한 지역에 관세율이 인상되면 후방업체인 한세실업으로의 관세부담 전가 가능성이 높다고 평가한다.

▶ 영원무역: Defensive

영원무역의 주요 고객사는 롤루레몬, 노스페이스, 앵겔버트 스트라우스, 아크테릭스, 파타고니아 등이며, 이들 브랜드의 제품은 상대적으로 높은 가격대를 형성하고 있고, 무엇보다 소비자의 충성도가 높은 브랜드이므로 고객사의 소비자 가격 전가 능력을 높게 평가한다. 따라서 후방업체인 영원무역에 관세부담을 전가할 가능성은 상대적으로 낮다고 평가한다.

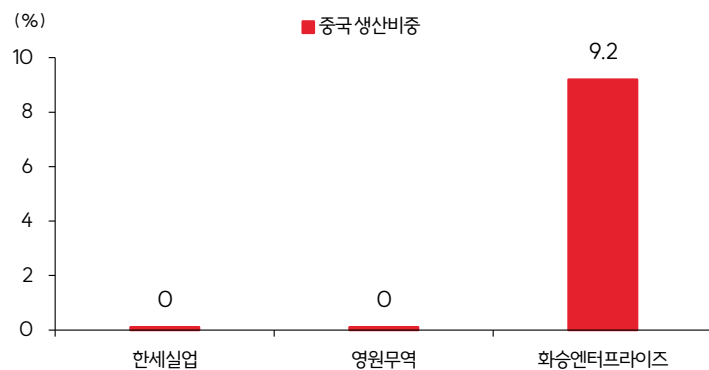
▶ 화승엔터프라이즈: Neutral

화승엔터프라이즈 신발 부문 오더는 거의 대부분 아디다스에 의존하고 있다. 또한 최근 아디다스의 매출 호조로 오더 규모가 크게 증가하고 있어 가격 협상력은 낮다고 평가한다. 다만 기본적으로 신발 제품군이 의류에 비해 브랜드의 가격 결정력이 높다. 브랜드 간의 제품 차별화 정도가 높고, 브랜드에 대한 소비자 충성도도 높기 때문이다. 따라서 후방업체인 화승엔터프라이즈에 관세 부담을 전가할 가능성은 Neutral로 평가한다.

(2) 중국 생산비중

▶ 한세실업, 영원무역, 화승엔터프라이즈 모두 '낮음'

중국 생산 비중 ('23년 기준)



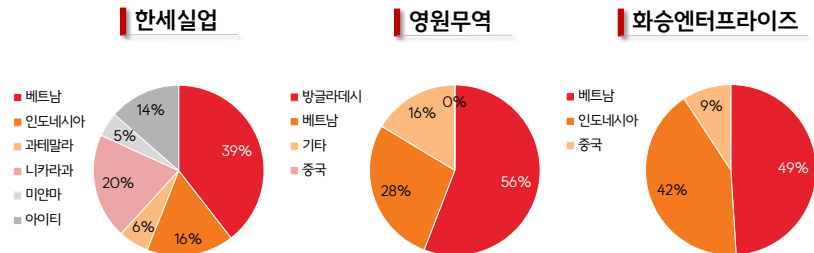
자료: 전자공시시스템, SK 증권

먼저 한세실업과 영원무역은 중국 생산 비중이 거의 제로(0%)에 수렴하기 때문에 중국 공급망과 관련된 직접적인 리스크는 사실상 없다고 평가한다. 화승엔터프라이즈의 경우 중국 생산 비중이 전체 생산량의 약 10%를 차지한다. 다만 이는 어디까지나 해외 수출용이 아닌 중국 내수용 제품이다. 따라서 해당 물량은 대중국 관세와는 무관하다고 본다. 결론적으로 3개 업체 모두 중국과 관련한 관세 취약성을 낮다고 평가한다.

(3) 생산지역 다변화 정도

관세는 공급망 리스크를 높이는 요소이고, 브랜드는 리스크 헷징을 위해 생산지역을 다변화하고자 할 것이다. 생산지역 다변화에는 시간이 걸리겠지만 중장기적인 시계열로 봤을 때 관세 인상 리스크가 높은 특정 지역에 의존하던 브랜드는 미국과 우호적인 관계를 갖고 있거나, 관세율이 상대적으로 낮은 국가로 생산지역을 일부 이동시킬 것으로 전망한다.

OEM 별 국가별 생산 비중 추정치 비교



자료: 전자공시시스템

주: 한세실업, 화승엔터프라이즈는 완제품 생산량 기준, 영원무역은 매출액 기준

▶ 한세실업: 'Defensive'

한세실업의 지역별 생산량을 보게 되면 베트남, 인도네시아, 니카라과, 과테말라, 아이티, 미얀마 등 동남아시아뿐만 아니라 중미지역까지 다변화가 잘 되어 있다. 또한 중미지역에 Capa 확장을 앞두고 있어 생산지 다변화는 앞으로 더욱 진행될 것이다. 따라서 한세실업은 생산지역과 관련한 관세 리스크에 방어적인 것으로 평가한다.

▶ 영원무역: 'Neutral'

영원무역은 방글라데시와 베트남 두 국가를 주요 생산거점으로 삼고 있다. 여기에 '22년 인도 투자 계획을 발표해 생산지역 다변화를 준비하고 있다. 인도는 바이어들이 차기 주력 생산지로 눈여겨 보고 있는 국가다. 인도 자체적으로도 소비 잠재력이 매우 큰 시장임과 동시에 인건비가 동남아시아에 비해서도 현저히 낮고, 동남아시아 이에 비해 유럽과 지리적으로 가깝기 때문이다. 인프라 부족이나 노동 생산성 측면에서는 아직 넘어야 할 산이 많지만, 중장기적 관점에서 인도는 충분히 매력적인 지역임이 분명하다. 아직 인도 진출 전이고, 동남아시아에 생산 Capa가 편중되어 있기에 지역 다변화와 관련된 관세 리스크를 'Neutral'로 평가한다.

▶ 화승엔터프라이즈: 'Neutral'

화승엔터프라이즈는 베트남과 인도네시아, 중국에 생산공장을 운영 중이며, 이 중 베트남과 인도네시아가 주력 생산지다. 표면적으로 보면 두 국가에 생산공장이 편중되어 있지만, 아직 동사는 아디다스만을 고객사로 두고 있기 때문에 아디다스의 지역별 다변화 니즈에 맞춰 생산공장에 투자해 놓은 상태다. 앞으로 아디다스의 추가적인 생산지 다변화 요구가 있지 않거나, 신규 바이어를 확보하기 위해 선투자를 진행하는 게 아닌 이상 추가적인 생산지 다변화는 필요하지 않다고 평가한다.

5. 그래서 OEM에 어떻게 투자하는 게 좋을까?

지금까지 OEM 업황에 대한 전망과, 관세 이슈가 OEM 산업에 미칠 영향을 분석했다. 분석한 내용을 요약하면 다음과 같다.

(1) 고려사항 #1: 차별화된 업황

연간 기준으로 유럽향 출하 >
미국향 출하 전망

'25년 연간 출하량은 유럽이 전년 대비 +8%, 미국이 +6% 성장해 가중평균한 총 출하량은 +7% 성장할 것이다. 유럽이 미국에 비해 상대적으로 출하의 기저가 낮으며, 특히 상반기에는 미국의 경우 관세와 관련한 소비심리 약세의 영향이 OEM 출하에도 영향을 줄 것으로 예상하기 때문에, 관세 영향에 상대적으로 중립적인 유럽향 출하의 상대적 강세가 나타날 것이다. 유럽향 OEM 출하는 상반기에 +12%, 하반기에 +6% 성장할 것으로 전망한다.

미국의 경우 상반기에는 관세와 관련한 사업 불확실성과, 연초부터 급락 중인 소비자심리를 반영해 바이어들이 재고매입에 소극적인 스탠스를 취할 것으로 예상된다. 그럼에도 재고가 매우 건전하기 때문에 OEM 출하는 하방 경직적일 것이다. 미국향 OEM 출하는 상반기에 +7% 성장할 것으로 전망한다.

관세 불확실성 지나갈 경우
하반기 미국 출하 반등 충분히
가능

하반기의 경우 불확실성이 아직 많은 상황이나, 4월 2일 상호관세가 확정될 경우 관세와 관련한 우려가 진정될 수 있다. 미국 내 의류 재고가 소매와 도매 모두 매우 건전한 수준이기 때문에 미국이 상반기에 약간의 소비 둔화를 경험하고, 하반기에 다시 소비심리가 반등한다면 언제든지 OEM 출하가 증가할 수 있는 상황이다. 다만 연초 불확실성이 바이어의 하반기 매입 스케줄에 영향을 주었을 수 있다는 보수적인 가정 하에 하반기 미국향 OEM 출하는 +3% 성장할 것으로 전망한다.

(2) 고려사항 #2: 관세 영향

관세가 한국 OEM 생산지역에 실제로 미칠 영향은 제한적일 것

우선 한국 OEM 기업들의 주요 생산지가 위치한 동남아시아와 중미 지역에 실제로 의류 관세율이 인상될 가능성이 매우 낮다고 본다. 하지만 트럼프 무역 정책의 불확실성이 워낙 크고, 주식시장이 불확실성을 기피하는 경향이 있기 때문에 관세와 관련한 우려는 이슈가 진정되기 전까지 OEM 투자センチ먼트에 지속적으로 영향을 줄 것이다.

그럼에도 투자センチ 측면에서 관세에 대한 취약성을 평가하자면?

당사가 커버 중인 OEM 기업의 관세 취약성을 평가하자면 영원무역이 관세와 관련한 리스크에 가장 중립적이고, 그 다음 화승엔터프라이즈와 한세실업 순으로 영향을 덜 받을 것이라고 평가한다.

(3) 결론: 상반기 영원무역, 하반기 한세실업 추천

상반기: 영원무역 (유럽향 출하 비중 높, 관세 중립적 포지셔닝)

상반기에는 영원무역을 추천한다. ① 상반기에 미국보다 유럽 지역의 OEM 출하량 성장률이 더 높을 것으로 전망하는데 영원무역 OEM 매출의 유럽 노출도가 한세실업보다 높기 때문이다. ② 또한 상반기에 관세와 관련된 노이즈들이 지속적으로 OEM 투자センチ먼트에 영향을 미칠 것으로 전망하는데, 영원무역이 한세실업에 비해 관세 관련한 영향에 상대적으로 중립적인 포지션에 위치하기 때문이다.

하반기: 한세실업 (미국 관세 불확실성 완화, C커머스 관련 모멘텀)

하반기에는 한세실업을 추천한다. ① 특정 고객사향 매출이 감소한 기고효과가 '25년 하반기에 소멸되고, ② '24년 하반기에 일회성 비용 약 140억 원 반영되었으며, ③ 하반기에 관세와 관련한 우려가 진정됨에 따른 투자センチ먼트 회복을 기대할 수 있으며, ④ 쉬인의 미국 사업 경쟁력 약화와 관련한 모멘텀을 받을 수 있기 때문이다.

10월 전까지: 화승엔터프라이즈 (강한 바텀업 모멘텀, But 전환사채는 부담 요인)

화승엔터프라이즈의 경우 무역분쟁에 어느정도 중립적인 포지션에 위치해 있다. 또한 고객사가 사실상 아디다스 하나이기 때문에 업황 논리에 대한 민감도가 상대적으로 덜하다. 당사 커버리지 중 바텀업 관점에서 가장 강한 실적 모멘텀을 보유하고 있기 때문에 지속적으로 매수 추천한다. 다만 9월 말 CB의 전환가능시점이 도래한다는 사실은 투자에 있어 유념할 필요가 있다.

Company Analysis

영원무역 (111770/KS)

상반기에 가장 편안한 선택지

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 62,000 원(상향)

현재주가: 49,850 원

상승여력: 24.4%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	4,431 만주
시가총액	2,209 십억원
주요주주	
영원무역홀딩스(외7)	50.74%
국민연금공단	10.01%

Stock Data

주가(25/03/18)	49,850 원
KOSPI	2,612.34 pt
52주 최고가	49,850 원
52주 최저가	32,350 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



매력적인 산업 내 포지셔닝

동사는 OEM 커버리지 중에서 미국의 관세 정책의 영향에 대해 가장 중립적인 포지션에 있다. 동남아시아에 실제로 의류 관세가 증가할 가능성은 낮지만 투자의 불확실성 측면에서는 부정적인 요인이다. 따라서 관세와 관련한 동사의 포지셔닝은 방어주로서 투자 매력도를 높게 평가할 만한 요소다. 또한 상반기에 관세 이슈로 인해 미국 소비심리가 약하고, 그에 비해 유럽의 소비가 상대적으로 강세를 보일 것으로 예상하는데, 동사의 유럽향 매출 비중이 타사 대비 높아 매출의 지역별 Mix 측면에서도 매력도가 높다. 노스페이스, 룰루레몬, 아크테릭스 등 브랜드 로열티가 강한 성장 브랜드를 주요 고객사로 두고 있는 점도 고객사의 Mix 측면에서 긍정적이다.

'25 실적 바텀 아웃: OEM은 증익, SCOTT은 적자폭 축소

올해 연간 실적은 매출액 3조 9,381억 원(+11.9%), 영업이익 4,493억 원(+42.4%, OPM 11.4%)로 전망한다. OEM 부문의 경우 달러 매출액이 상반기에 8.4%, 하반기에 4.6% 성장해 연간 기준 6.3% 성장할 것으로 전망한다. '24년에 방글라데시 최저임금 상승이 연초부터 비용에 반영되었기 때문에 '25년에는 매출 성장에 따라 이익이 동반 성장하는 흐름을 예상한다. SCOTT 부문은 작년에 과잉 재고를 소진하며 영업이익이 크게 훼손되었다. 재고는 '24년 말 기준 약 5,000억 원 수준으로 예상하는데, 코로나 19 이전 평년 수준인 2,000~3,000억 원보다 여전히 높다. 올해 상반기에 추가적인 재고 소진을 거쳐 상반기 말에는 정상 재고에 근접한 수준으로 재고가 감소할 것으로 전망한다. '24년 상반기에는 하반기 대비 재고조정 강도가 약했던 것을 고려해 '25년 상반기에 SCOTT 영업적자폭은 670억 원 확대될 것으로 전망한다. 하반기에는 재고 문제가 해결된다는 가정 하에 SCOTT 영업적자 폭이 1,553억 원 줄어든 것이다. 투자 관점에서 SCOTT의 재고 문제는 이미 노출된 악재이고, 추가적으로 악화되지는 않을 것이며, OEM 부문의 매력도는 높다. 영원무역 목표 주가를 12MF 이익 추정치 11.6% 상향 및 Target PER를 기존 6배에서 6.5배로 상향(실적 턴어라운드 고려)해 62,000원으로 상향하며, 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,793	3,911	3,604	3,518	3,938	4,072
영업이익	십억원	443	823	637	316	449	471
순이익(지배주주)	십억원	298	675	516	283	417	437
EPS	원	6,727	15,222	11,644	6,394	9,421	9,852
PER	배	6.5	3.1	3.9	6.6	5.3	5.0
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	3.1	1.9	2.2	3.3	2.6	2.2
ROE	%	14.7	26.8	17.0	8.4	11.4	10.9

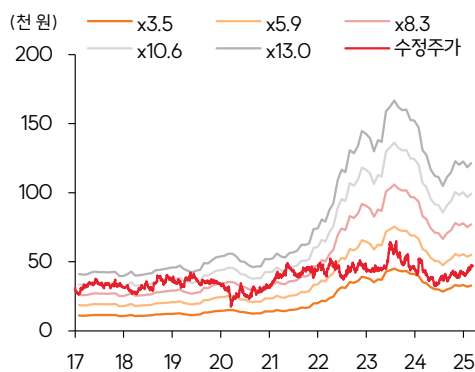
영원무역 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	22	23	24P	25E
매출액	710	893	1,068	847	868	1,043	1,128	900	3,911	3,604	3,518	3,938
/YoY	-16	-11	7	12	22	17	6	6	40	-8	-2	12
OEM	468	604	732	558	546	682	788	586	2,346	2,177	2,362	2,601
SCOTT	196	240	287	237	275	312	289	262	1,398	1,242	960	1,137
영업이익	71	166	105	-26	54	127	191	78	823	637	316	449
/YoY	-58	-21	-42	-133	-25	-23	82	-394	86	-23	-50	42
OEM	83	183	165	84	107	170	195	92	637	560	515	563
SCOTT	-16	-21	-68	-116	-56	-47	-10	-18	177	59	-221	-133
OPM	10	19	10	-3	6	12	17	9	21	18	9	11
OEM	18	30	23	15	20	25	25	16	27	26	22	22
SCOTT	-8	-9	-24	-49	-21	-15	-4	-7	13	5	-23	-12
매출액 YoY	-16	-11	7	12	22	17	6	6	40	-8	-2	12
OEM	-5	-5	23	24	17	13	8	5	48	-7	8	10
SCOTT	-35	-28	-17	-8	40	30	1	10	33	-11	-23	18
영업이익 YoY	-58	-21	-42	-133	-25	-23	82	-394	86	-23	-50	42
OEM	-39	-5	3	22	28	-7	18	10	95	-12	-8	9
SCOTT	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	67	-67	적전	적지

자료: 전자공시시스템, SK 증권

영원무역 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
12개월 선행 지배주주순이익	십억 원	(A)	421.5	(A) * (B)
Target PER	배	(B)	6.5	
목표 시가총액	십억 원	(C)	2,528.88	
총 발행주식 수	주	(D)	44,311,468	
목표주가	원	(E)	62,000	(C) / (D)
현재주가	원	(F)	49,850	(E) / (F) - 1
상승 여력	%	(G)	24.4	

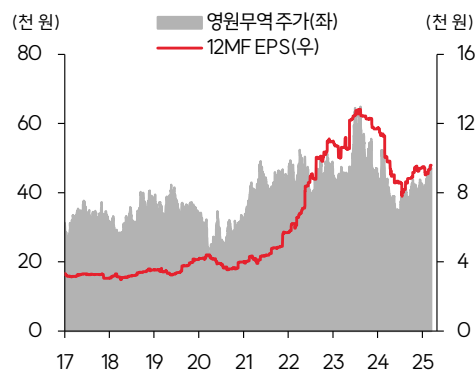
자료: SK 증권

영원무역 12MF PER 밴드차트



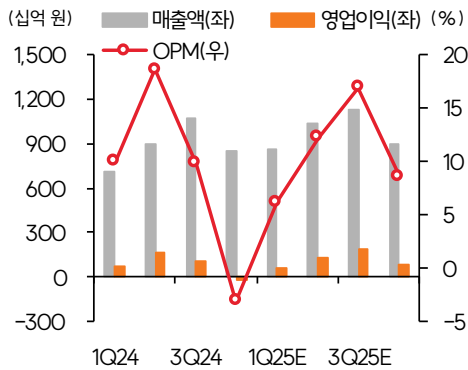
자료: Quantwise, SK 증권

영원무역 주가 vs. 12MF EPS



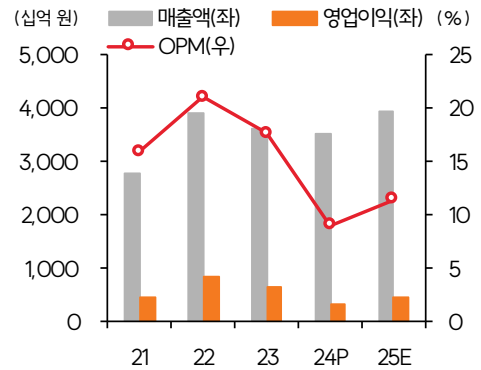
자료: Quantwise, SK 증권

영원무역 분기 실적 추이 및 추정치



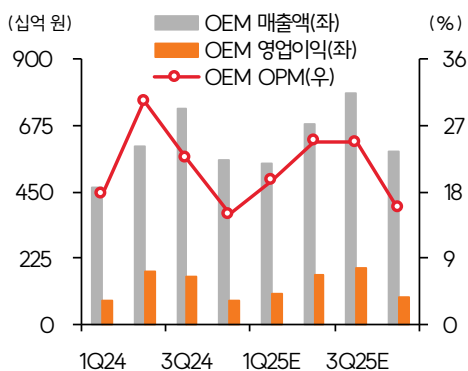
자료: 전자공시시스템, SK 증권

영원무역 연간 실적 추이 및 추정치



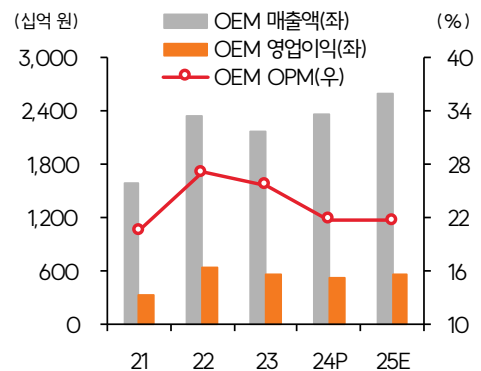
자료: 전자공시시스템, SK 증권

OEM 부문 분기 실적 추이 및 추정치



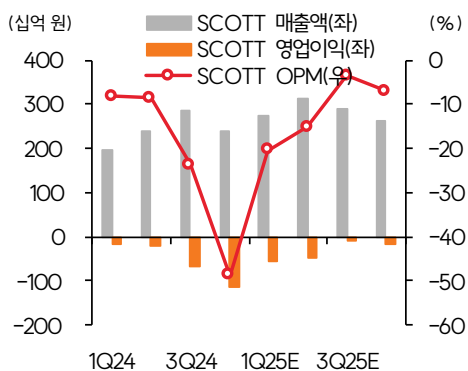
자료: 전자공시시스템, SK 증권

OEM 부문 연간 실적 추이 및 추정치



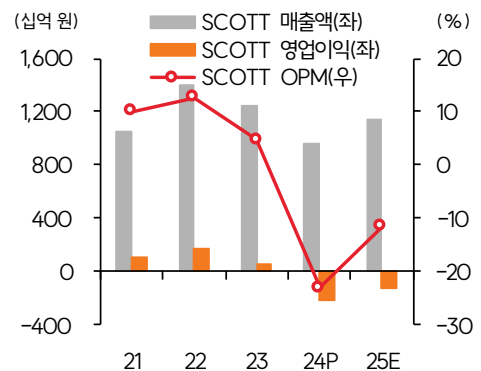
자료: 전자공시시스템, SK 증권

SCOTT 부문 분기 실적 추이 및 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

SCOTT 부문 연간 실적 추이 및 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,821	3,347	3,404	3,671	3,883
현금및현금성자산	736	896	917	887	931
매출채권 및 기타채권	529	523	511	572	591
재고자산	984	1,329	1,297	1,452	1,502
비유동자산	1,692	1,950	2,031	2,134	2,254
장기금융자산	401	437	479	536	613
유형자산	713	811	846	881	917
무형자산	179	195	200	205	209
자산총계	4,514	5,297	5,435	5,805	6,137
유동부채	823	1,123	1,055	1,034	987
단기금융부채	280	491	442	376	319
매입채무 및 기타채무	360	470	459	514	531
단기충당부채	11	10	10	11	12
비유동부채	577	586	557	576	568
장기금융부채	233	196	177	150	128
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,399	1,709	1,612	1,610	1,555
지배주주지분	2,815	3,247	3,473	3,831	4,203
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	453	453	453	453	453
기타자본구성요소	-59	-59	-59	-59	-59
자기주식	-16	-16	-16	-16	-16
이익잉여금	2,264	2,713	2,939	3,296	3,669
비지배주주지분	300	341	351	365	379
자본총계	3,114	3,588	3,824	4,195	4,582
부채와자본총계	4,514	5,297	5,435	5,805	6,137

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	459	525	377	382	499
당기순이익(손실)	743	533	293	431	451
비현금성항목등	263	280	208	223	231
유형자산감가상각비	86	92	97	102	107
무형자산상각비	7	7	7	7	7
기타	170	182	105	114	117
운전자본감소(증가)	-419	-110	18	-133	-48
매출채권및기타채권의감소(증가)	-120	27	13	-61	-19
재고자산의감소(증가)	-360	-293	32	-155	-49
매입채무및기타채무의증가(감소)	94	80	-11	55	17
기타	-251	-363	-257	-260	-262
법인세납부	-122	-185	-116	-122	-127
투자활동현금흐름	-390	-437	-241	-310	-388
금융자산의감소(증가)	-209	-179	-93	-123	-172
유형자산의감소(증가)	-111	-169	-132	-137	-142
무형자산의감소(증가)	-8	-10	-12	-12	-12
기타	-61	-80	-4	-38	-62
재무활동현금흐름	91	21	-126	-153	-143
단기금융부채의증가(감소)	89	105	-49	-66	-56
장기금융부채의증가(감소)	48	-19	-20	-26	-23
자본의증가(감소)	43	0	0	0	0
배당금지급	-44	-67	-57	-60	-64
기타	-45	2	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	94	160	20	-29	44
기초현금	642	736	896	917	887
기말현금	736	896	917	887	931
FCF	348	357	245	245	357

자료 : 영원무역, SK증권 추정

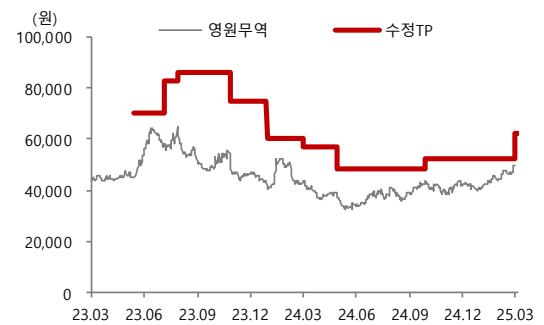
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,911	3,604	3,518	3,938	4,072
매출원가	2,594	2,449	2,642	2,880	2,963
매출총이익	1,317	1,155	876	1,059	1,109
매출총이익률(%)	33.7	32.0	24.9	26.9	27.2
판매비와 관리비	494	518	560	609	638
영업이익	823	637	316	449	471
영업이익률(%)	21.0	17.7	9.0	11.4	11.6
비영업손익	59	44	93	104	107
순금융손익	-11	1	-31	-22	-13
외환관련손익	50	36	37	25	18
관계기업등 투자손익	1	2	0	0	0
세전계속사업이익	882	682	408	553	578
세전계속사업이익률(%)	22.5	18.9	11.6	14.0	14.2
계속사업법인세	139	149	116	122	127
계속사업이익	743	533	293	431	451
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	743	533	293	431	451
순이익률(%)	19.0	14.8	8.3	11.0	11.1
지배주주	675	516	283	417	437
지배주주귀속 순이익률(%)	17.2	14.3	8.1	10.6	10.7
비지배주주	69	17	9	14	14
총포괄이익	724	541	293	431	451
지배주주	639	499	270	398	416
비지배주주	85	42	22	33	35
EBITDA	916	735	419	558	585

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	40.1	-7.8	-2.4	11.9	3.4
영업이익	86.0	-22.6	-50.5	42.4	4.8
세전계속사업이익	95.4	-22.7	-40.1	35.5	4.6
EBITDA	73.1	-19.7	-43.0	33.1	4.8
EPS	126.3	-23.5	-45.1	47.4	4.6
수익성 (%)					
ROA	18.4	10.9	5.5	7.7	7.6
ROE	26.8	17.0	8.4	11.4	10.9
EBITDA마진	23.4	20.4	11.9	14.2	14.4
안정성 (%)					
유동비율	343.0	298.0	322.7	355.0	393.5
부채비율	44.9	47.6	42.2	38.4	33.9
순차입금/자기자본	-20.3	-20.1	-22.6	-23.7	-26.5
EBITDA/이자비용(배)	45.4	23.7	11.2	19.5	30.1
배당성향	10.0	11.1	21.1	15.3	14.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,222	11,644	6,394	9,421	9,852
BPS	63,876	73,629	78,736	86,806	95,215
CFPS	17,322	13,862	8,729	11,874	12,422
주당 현금배당금	1,530	1,300	1,400	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER	3.1	3.9	6.6	5.3	5.0
PBR	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5
PCR	2.7	3.3	4.9	4.2	4.0
EV/EBITDA	1.9	2.2	3.3	2.6	2.2
배당수익률	3.3	2.9	3.3	3.2	3.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.03.19	매수	62,000원	6개월		
2024.10.15	매수	52,000원	6개월	-18.16%	-4.13%
2024.05.17	매수	48,000원	6개월	-22.42%	-11.04%
2024.03.19	매수	57,000원	6개월	-31.49%	-22.81%
2024.01.16	매수	60,000원	6개월	-23.37%	-12.83%
2023.11.15	매수	75,000원	6개월	-39.34%	-37.13%
2023.08.16	매수	86,000원	6개월	-38.78%	-30.93%
2023.07.24	매수	83,000원	6개월	-29.09%	-21.81%
2023.05.30	매수	70,000원	6개월	-18.78%	-7.86%



Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 19일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

화승엔터프라이즈 (241590/KS)

한 번쯤은 걸어볼 만한 자리

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 15,000 원(유지)

현재주가: 8,750 원

상승여력: 71.4%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com
3773-9997

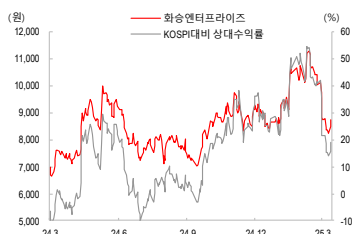
Company Data

발행주식수	6,059 만주
시가총액	530 십억원
주요주주	
화승인더스트리(외3)	68.65%
국민연금공단	6.18%

Stock Data

주가(25/03/18)	8,750 원
KOSPI	2,612.34 pt
52주 최고가	11,290 원
52주 최저가	7,020 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



올해에도 성장은 계속된다

동사의 업황은 OEM 산업 업황과 관세 이슈로부터 상대적으로 자유로우며, 최대 고객사인 아디다스의 업황에 연동되는 흐름을 올해에도 지속할 것이다. 결론적으로 올해에도 작년에 이어 매출액과 영업이익 모두 두 자릿수 성장하는 좋은 실적 흐름을 지속할 것으로 전망한다. 아디다스의 4Q24 호실적(YEEZY 제외 시 매출 성장률 +23%)과 '25 년에 대한 긍정적인 전망(YEEZY 제외 시 매출 성장률 +12% 제시)에서 확인할 수 있듯, 글로벌 스포츠웨어 산업에서 나이키 대비 상대적 우위가 지속되고 있다. 불확실한 매크로 환경 속에서도 홀세일 주문량이 최소 3 분기까지 매분기 성장하는 것으로 예약되어 있다는 언급에서도 현재 스포츠웨어 산업에서의 아디다스의 위치를 엿볼 수 있다. 아디다스 오리지널 시리즈 신규 오더에 대한 생산과 출하가 본격화될 것이라는 점도 올해 지속해서 동사의 실적 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.

또다시 벌어진 실적과 주가의 괴리

아디다스의 실적발표 직후인 3 월 6 일 동사의 주가는 10%가량 급락했다. 같은 날 피어 그룹인 Yue Yuen의 주가가 -2.5% 하락하고, 백산과 Feng Tay의 주가가 보합이었던 것과 확연한 온도차다. 아디다스의 실적 발표 내용 중 동사의 사업과 관련해 크게 우려할 만한 내용이 없었고, 피어 그룹의 주가 반응으로 보아 이 같은 온도차는 결국 주식시장의 수급적인 요인 때문에 발생한 것으로 본다. 동사의 12 개월 선행 영업이익 추정치는 꾸준히 우 상향 중이며, 이번 주가 하락으로 실적과 주가의 괴리가 크게 발생했으며, 12 개월 선행 PER 은 5.46 배로 코로나19 당시 수준까지 내려왔다. 전환사채가 주식으로 전환될 경우 예상되는 EPS 희석률을 고려해도 동사의 주가는 밸류에이션으로 설명하기 어려운 수준까지 내려왔다. 전환사채 물량의 매도 부담을 감안하더라도 주식 전환이 가능한 시점(9월 30일)까지는 아직 6개월 이상 남았다. 동사의 펀더멘탈에 변화가 없는 한, 목표주가 15,000 원과 투자 의견 '매수'를 유지한다.

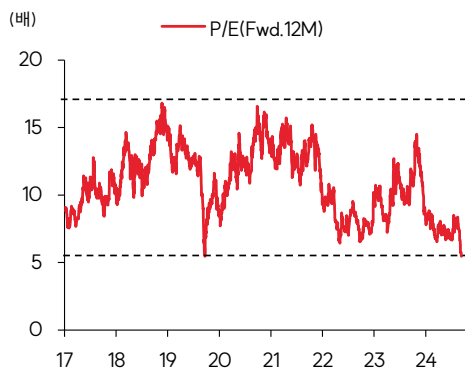
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	1,654	1,214	1,610	1,863	1,969	2,028
영업이익	십억원	53	13	83	116	135	148
순이익(지배주주)	십억원	-10	-26	33	81	94	106
EPS	원	-165	-434	546	882	1,020	1,152
PER	배	-55.9	-19.6	15.8	9.6	8.3	7.4
PBR	배	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	7.8	11.1	6.8	4.7	4.0	3.6
ROE	%	-1.9	-5.0	6.4	12.9	12.0	12.1

화승엔터프라이즈 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'22	'23	'24	'25E
매출액	345	392	386	486	424	488	430	521	1,654	1,214	1,610	1,863
신발 부문	307	352	347	452	380	446	388	486	1,497	1,083	1,458	1,700
매출총이익	40	56	54	72	55	69	60	75	199	163	222	259
/GPM	11.7	14.3	13.9	14.7	12.9	14.1	14.0	14.4	12.0	13.5	13.8	13.9
영업이익	5	19	19	39	22	33	28	33	53	13	83	116
/OPM	1.5	4.8	5.0	8.1	5.2	6.7	6.4	6.4	3.2	1.1	5.1	6.2
YoY Growth												
매출액	13.1	21.7	47.8	49.6	22.7	24.6	11.4	7.1	45.3	-26.6	32.6	15.7
신발 부문	12.0	21.6	49.6	57.2	23.7	26.5	11.9	7.5	43.1	-27.7	34.6	16.6
매출총이익	29.4	19.6	56.8	40.4	35.9	22.8	12.3	4.8	71.0	-18.0	35.8	16.8
영업이익	흑전	147.6	흑전	392.4	315.8	74.8	44.0	-15.7	643.8	-75.5	537.0	40.1

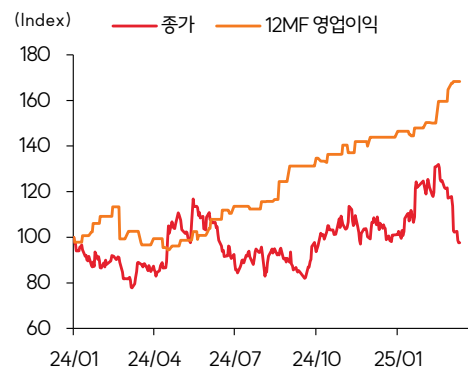
자료: 전자공시시스템, SK 증권

화승엔터프라이즈 12MF PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

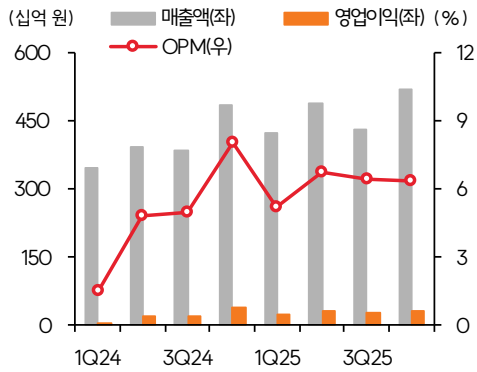
화승엔터프라이즈 주가 vs. 12MF 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권

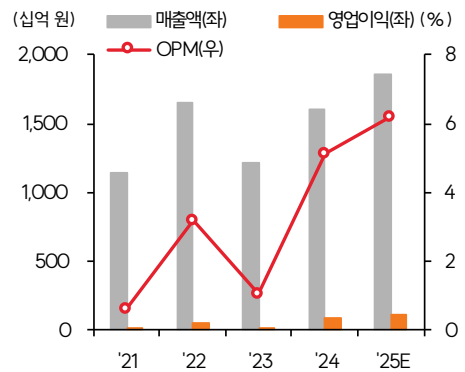
주: 2024-01-02 시점의 수치를 100으로 환산한 수치임

화승엔터프라이즈 분기별 실적 추이 및 추정치



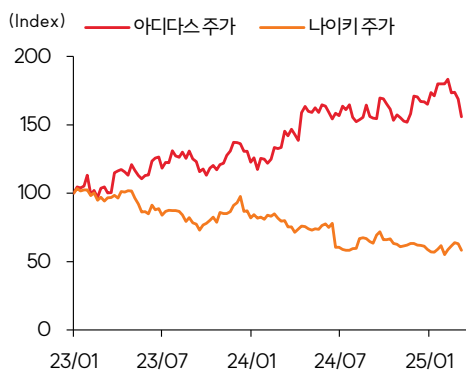
자료: 전자공시시스템, SK 증권

화승엔터프라이즈 연간 실적 추이 및 추정치



자료: 전자공시시스템, SK 증권

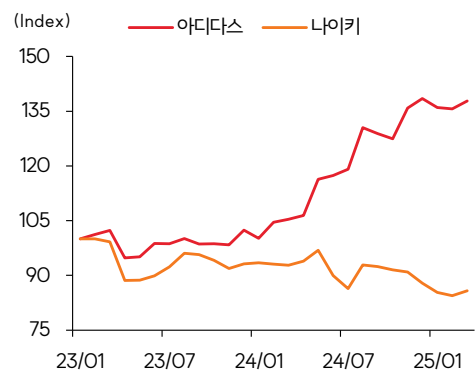
아디다스 vs. 나이키 주가 추이 ('23.01~)



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 2023-01-01 종가를 100으로 환산한 수치임

공식 온라인몰 웹 트래픽 월별 추이 ('23.01~)

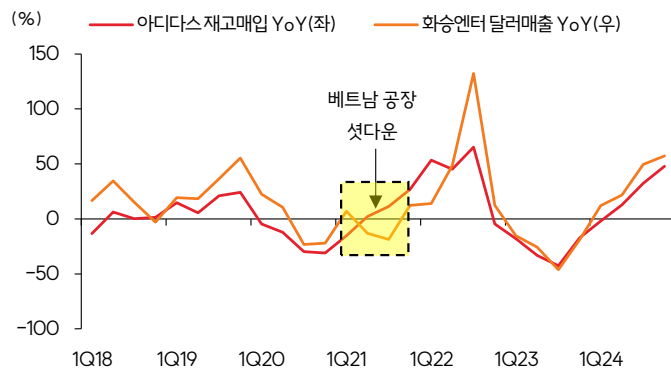


자료: SEMRUSH, SK 증권

주1: 아디다스는 독일, 영국, 프랑스, 미국 합산이며, 나이키는 글로벌 수치임

주2: 2023-01-01 트래픽을 100으로 환산한 수치임

아디다스 재고매입 vs. 화승엔터프라이즈 달러매출 성장률



자료: Adidas, 전자공시시스템, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	647	747	871	902	942
현금및현금성자산	121	116	115	103	119
매출채권 및 기타채권	129	206	238	252	260
재고자산	263	282	326	345	355
비유동자산	714	791	787	814	903
장기금융자산	4	4	6	13	13
유형자산	565	614	611	633	725
무형자산	41	42	39	36	33
자산총계	1,361	1,538	1,658	1,715	1,844
유동부채	719	900	801	769	792
단기금융부채	528	633	493	444	457
매입채무 및 기타채무	170	236	273	289	297
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	82	74	82	78	79
장기금융부채	65	53	59	54	54
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	801	974	883	847	871
지배주주지분	514	524	732	822	923
자본금	30	30	38	38	38
자본잉여금	169	129	251	251	251
기타자본구성요소	152	116	116	116	116
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	140	200	279	368	470
비지배주주지분	45	40	43	46	50
자본총계	559	564	775	868	973
부채외자본총계	1,361	1,538	1,658	1,715	1,844

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	59	81	109	146	185
당기순이익(손실)	-25	34	84	97	110
비현금성항목등	115	125	114	112	129
유형자산감가상각비	67	68	68	68	78
무형자산상각비	4	3	3	3	3
기타	44	53	43	41	48
운전자본감소(증가)	8	-42	-41	-17	-10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-107	-32	-14	-8
재고자산의감소(증가)	29	-2	-44	-19	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	17	74	37	16	9
기타	-51	-42	-72	-73	-72
법인세납부	-12	-6	-24	-27	-27
투자활동현금흐름	-56	-41	-72	-102	-173
금융자산의감소(증가)	-8	10	-15	-13	-3
유형자산의감소(증가)	-45	-50	-65	-90	-170
무형자산의감소(증가)	-3	-3	0	0	0
기타	-0	2	8	1	-0
재무활동현금흐름	-67	-56	-12	-62	6
단기금융부채의증가(감소)	-61	-4	-140	-49	13
장기금융부채의증가(감소)	-3	6	6	-5	0
자본의증가(감소)	-1	-40	130	0	0
배당금지급	-3	-3	-3	-4	-4
기타	1	-16	-5	-4	-4
현금의 증가(감소)	-62	-6	-1	-12	16
기초현금	183	121	116	115	103
기말현금	121	116	115	103	119
FCF	14	31	44	56	15

자료 : 화승엔터프라이즈, SK증권

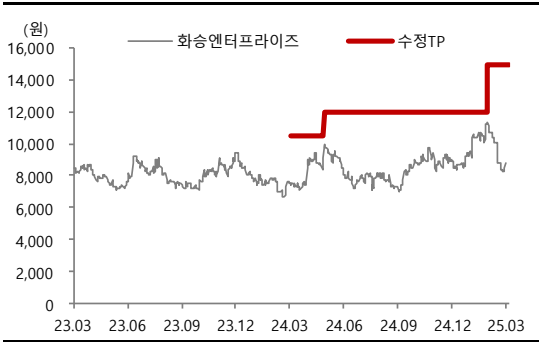
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,214	1,610	1,863	1,969	2,028
매출원가	1,050	1,388	1,604	1,687	1,729
매출총이익	163	222	259	282	299
매출총이익률(%)	13.5	13.8	13.9	14.3	14.7
판매비와 관리비	150	139	143	146	151
영업이익	13	83	116	135	148
영업이익률(%)	1.1	5.1	6.2	6.9	7.3
비영업손익	-32	-42	-8	-11	-11
순금융손익	-28	-32	-29	-22	-21
외환관련손익	4	10	10	8	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-19	41	108	124	137
세전계속사업이익률(%)	-1.5	2.5	5.8	6.3	6.8
계속사업법인세	7	6	24	27	27
계속사업이익	-25	34	84	97	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-25	34	84	97	110
순이익률(%)	-2.1	2.1	4.5	4.9	5.4
지배주주	-26	33	81	94	106
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.2	2.1	4.3	4.8	5.2
비지배주주	1	1	3	4	4
총포괄이익	-19	63	84	97	110
지배주주	-20	59	84	97	110
비지배주주	1	4	0	0	0
EBITDA	84	154	187	206	229

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-26.6	32.6	15.7	5.7	3.0
영업이익	-75.5	537.0	40.1	17.1	9.2
세전계속사업이익	적전	흑전	163.8	15.6	10.0
EBITDA	-33.4	83.4	21.1	10.6	10.9
EPS	적지	흑전	61.4	15.6	13.0
수익성 (%)					
ROA	-1.8	2.4	5.3	5.8	6.2
ROE	-5.0	6.4	12.9	12.0	12.1
EBITDA마진	6.9	9.6	10.0	10.5	11.3
안정성 (%)					
유동비율	90.0	83.0	108.7	117.2	118.8
부채비율	143.2	172.7	113.9	97.6	89.5
순차입금/자기자본	67.3	86.0	43.6	33.4	29.2
EBITDA/이자비용(배)	2.3	3.8	6.0	8.7	10.1
배당성향	-10.4	8.2	5.1	4.4	3.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-434	546	882	1,020	1,152
BPS	8,485	8,652	7,985	8,959	10,066
CFPS	738	1,725	1,655	1,792	2,034
주당 현금배당금	45	45	45	45	45
Valuation지표 (배)					
PER	-19.6	15.8	9.6	8.3	7.4
PBR	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
PCR	11.5	5.0	5.1	4.7	4.2
EV/EBITDA	11.1	6.8	4.7	4.0	3.6
배당수익률	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.02.17	매수	15,000원	6개월		
2024.05.16	매수	12,000원	6개월	-28.35%	-6.67%
2024.03.19	매수	10,500원	6개월	-22.53%	-9.71%



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 19일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

한세실업 (105630/KS)

하반기에 반전을 모색

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 15,000 원(하향)

현재주가: 12,120 원

상승여력: 23.8%


Analyst
형권훈

 kh.hyung@sk.com.kr
 3773-9997

Company Data

발행주식수	4,000 만주
시가총액	485 십억원
주요주주	
한세에스24홀딩스(외 8)	64.68%
국민연금공단	10.76%

Stock Data

주가(25/03/18)	12,120 원
KOSPI	2,612.34 pt
52주 최고가	23,600 원
52주 최저가	11,660 원
60일 평균 거래대금	1 십억원

주가 및 상대수익률



Upside Risk: 미국 C 커머스 견제의 수혜

트럼프 미 대통령이 임기를 시작한 직후부터 쉬인과 테무로 대표되는 중국 C 커머스 업체들을 직접적으로 견제하고 있으며, 동사는 이와 관련해 국내 상장 OEM 중 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다. 트럼프 행정부는 소액면세 규정 폐지, 중국 수입품에 대한 20%의 추가 관세, 쉬인과 테무에 대한 UFLPA 위반 리스트 등재 검토를 통해 쉬인과 테무의 미국 사업의 핵심 경쟁력을 정조준하고 있다. 위 3 가지 조치가 모두 실시될 경우 C 커머스 업체들은 미국 사업의 핵심 경쟁력에 큰 타격을 받을 것으로 예상된다. ① 쉬인만 해도 미국 전체 의류 소매시장 점유율이 5%이고, 미국 패스트패션 시장 점유율이 50%로 추정될 만큼 큰 업체이기에 쉬인이 미국에서 경쟁력을 잃는다면 타 저가 브랜드가 이를 흡수할 것이다. ② 한세실업은 Gap, Old Navy, Walmart, Target, H&M, Aeropostale 등 저가 의류 리테일 업체의 오더 비중이 높기 때문에 C 커머스로부터 이탈된 점유율과 관련된 오더를 흡수할 가능성이 높다.

하반기에 매출과 이익 턴어라운드 예상

동사의 올해 실적은 매출액 1조 9,813 억 원(+10.2% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 1,517억 원(+6.7%, OMP 7.6%) 기록할 것으로 전망한다. 3분기부터 영업이익 기준으로 명확하게 턴어라운드할 것으로 보는데, ① 생산 인건비의 전년비 증가 효과가 소멸되는데, ② 관세 불확실성이 진정되며 오더 환경이 개선될 것으로 전망하기 때문이다. 최근 여러 관세 정책이 쏟아져 나오고, 미국의 스태그플레이션 우려까지 OEM 투자センチ먼트가 좋지 않으나, 역으로 현재 주가는 많은 우려를 반영해 12MF PER 기준 4.3 배로 역사적 저점 수준에 위치해 있다. 하반기부터 실적의 턴어라운드가 예상되고, 미국의 C 커머스 때리기의 수혜가 예상되기에 투자 손익비를 생각했을 때 매력적인 주가라고 판단한다. 투자의견 '매수' 유지하며, 목표주가는 기존 18,000 원에서 15,000 원으로 하향한다. 당사 추정치를 하회한 4 분기 실적을 반영해 12MF 이익 추정치를 12.4% 하향 적용했다.

영업실적 및 투자지표

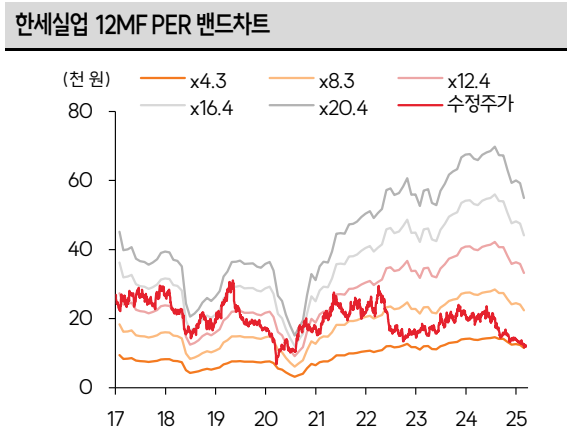
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,672	2,205	1,709	1,798	1,981	2,031
영업이익	십억원	107	180	168	142	152	172
순이익(지배주주)	십억원	67	86	112	58	101	121
EPS	원	1,684	2,141	2,801	1,460	2,529	3,026
PER	배	13.0	7.2	7.5	9.7	4.8	4.0
PBR	배	1.8	1.1	1.3	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	10.1	4.3	5.3	5.9	4.6	3.5
ROE	%	15.2	17.1	19.0	8.6	13.5	14.4

한세실업 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'22	'23	'24P	'25E
매출액	412	448	534	404	465	488	590	438	2,205	1,709	1,798	1,981
/YoY	0.2	4.1	4.3	13.6	13.0	8.9	10.4	8.5	31.9	-22.5	5.2	10.2
매출총이익	78	82	90	59	75	77	94	68	336	321	308	314
/GPM	18.9	18.3	16.9	14.5	16.2	15.7	16.0	15.6	15.3	18.8	17.2	15.9
영업이익	38	43	45	16	34	38	54	26	180	168	142	152
/OPM	9.3	9.5	8.5	4.0	7.3	7.8	9.1	5.9	8.1	9.8	7.9	7.7
KRW/USD	1,328	1,371	1,359	1,394	1,450	1,425	1,400	1,400	1,283	1,306	1,362	1,418
달러매출액	310	327	393	290	321	342	421	313	1,719	1,309	1,320	1,398
/YoY	-3.8	-0.1	0.7	7.7	3.5	4.8	7.2	8.1	17.7	-23.9	0.9	5.9
ASP(\$/Unit)	3.3	3.8	4.3	4.3	3.4	3.8	4.4	4.3	4.1	4.1	3.9	4.0
/YoY	-12.5	-9.6	1.5	4.0	3.0	2.0	1.0	1.0	14.2	-1.7	-4.7	2.0
출하량(백만 Unit)	92	83	88	64	92	85	93	70	416	322	341	354
/YoY	10.4	9.7	-2.0	0.0	0.0	2.0	6.0	8.0	3.1	-22.6	5.8	3.8

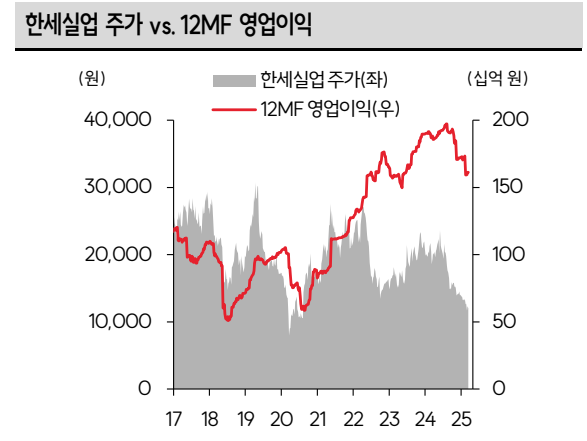
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 목표주가 산정 로직				
항목	단위	구분	내용	산식
12개월 선행 지배주주 순이익	십억 원	(A)	105.3	(A) / (B)
총 발행주식 수	주	(B)	40,000,000	
12개월 선행 EPS	원	(C)	2,633	
Target PER	배	(D)	6	
목표 주가	원	(E)	15,000	(C) * (D)
현재 주가	원	(F)	12,120	(E) / (F) - 1
주가 상승여력	%	(G)	23.8	

자료: SK 증권

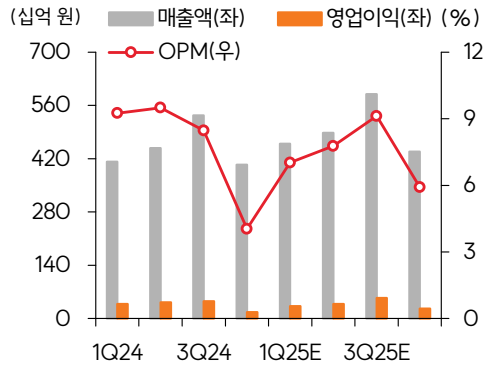


자료: Quantwise, SK 증권



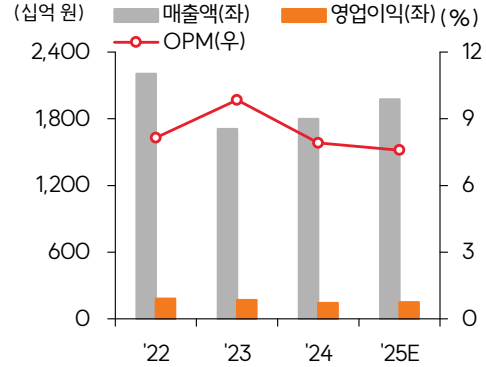
자료: Quantwise, SK 증권

한세실업 분기 매출 추이 및 추정치



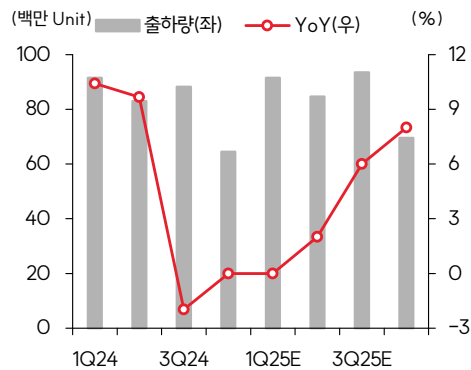
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 연간 매출 추이 및 추정치



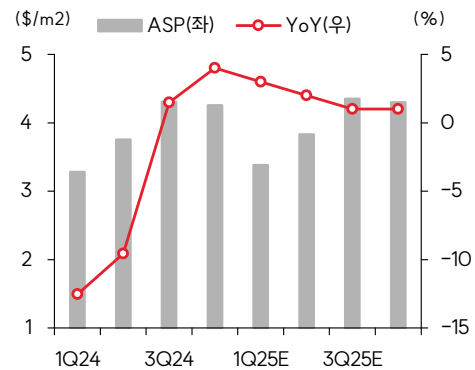
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 출하량 추이 및 추정치



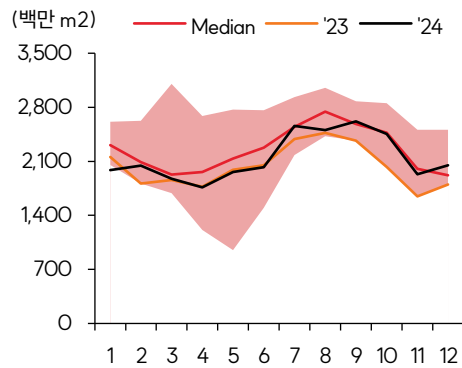
자료: 한세실업, SK 증권

한세실업 ASP 추이 및 추정치



자료: 한세실업, SK 증권

미국 월별 의류 수입량 추이 ('23 vs. '24)



자료: OTEXA, SK 증권

미국 의류 소매 재고비율 추이



자료: FRED, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	772	679	680	751	795
현금및현금성자산	173	72	53	86	113
매출채권 및 기타채권	179	181	216	238	244
재고자산	309	259	303	334	342
비유동자산	467	558	736	745	701
장기금융자산	180	203	214	190	182
유형자산	177	218	285	318	285
무형자산	6	11	29	26	24
자산총계	1,239	1,237	1,416	1,496	1,496
유동부채	621	500	562	551	492
단기금융부채	496	380	434	413	351
매입채무 및 기타채무	55	60	74	81	83
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	82	93	144	154	112
장기금융부채	54	64	103	108	65
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	702	594	706	705	604
지배주주지분	537	644	710	791	893
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
기타자본구성요소	-18	-15	-15	-15	-15
자기주식	-18	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	488	579	617	699	800
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	537	644	710	791	893
부채외자본총계	1,239	1,237	1,416	1,496	1,496

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	197	190	13	92	144
당기순이익(손실)	86	112	58	101	121
비현금성항목등	48	61	72	80	82
유형자산감가상각비	32	31	21	32	34
무형자산상각비	0	0	3	2	2
기타	15	29	48	46	46
운전자본감소(증가)	48	41	-63	-41	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	58	-6	-34	-22	-6
재고자산의감소(증가)	83	46	-44	-31	-8
매입채무및기타채무의증가(감소)	-15	5	13	8	2
기타	-11	-63	-85	-78	-82
법인세납부	-26	-38	-31	-29	-34
투자활동현금흐름	-36	-150	-109	2	-23
금융자산의감소(증가)	-5	-82	61	42	8
유형자산의감소(증가)	-26	-43	-88	-65	-40
무형자산의감소(증가)	0	-1	-20	0	0
기타	-5	-25	-62	25	10
재무활동현금흐름	-11	-141	74	-36	-125
단기금융부채의증가(감소)	0	0	55	-22	-62
장기금융부채의증가(감소)	9	-122	39	5	-43
자본의증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금지급	-20	-20	-20	-20	-20
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	152	-101	-19	32	28
기초현금	21	173	72	53	86
기말현금	173	72	53	86	113
FCF	171	147	-75	27	104

자료 : 한세실업, SK증권 추정

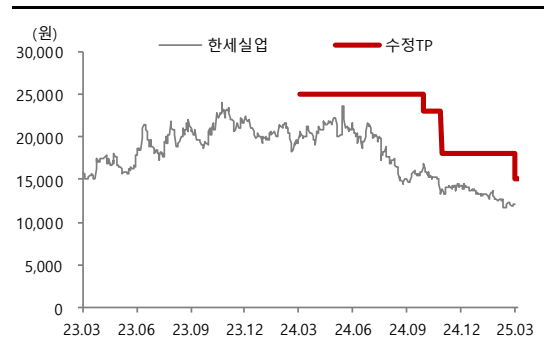
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,205	1,709	1,798	1,981	2,031
매출원가	1,868	1,388	1,489	1,667	1,692
매출총이익	336	321	308	314	339
매출총이익률(%)	15.3	18.8	17.2	15.9	16.7
판매비와 관리비	157	153	166	163	167
영업이익	180	168	142	152	172
영업이익률(%)	8.1	9.8	7.9	7.7	8.5
비영업손익	-49	-27	-53	-22	-17
순금융손익	-9	-17	-24	-21	-14
외환관련손익	-30	-0	6	3	2
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0	0
세전계속사업이익	130	141	89	130	155
세전계속사업이익률(%)	5.9	8.2	5.0	6.5	7.6
계속사업법인세	45	29	31	29	34
계속사업이익	86	112	58	101	121
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	86	112	58	101	121
순이익률(%)	3.9	6.6	3.2	5.1	6.0
지배주주	86	112	58	101	121
지배주주귀속 순이익률(%)	3.9	6.6	3.2	5.1	6.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	92	123	86	101	121
지배주주	92	123	86	101	121
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	212	200	166	186	208

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	31.9	-22.5	5.2	10.2	2.5
영업이익	68.3	-6.3	-15.5	6.7	13.5
세전계속사업이익	32.6	8.0	-36.8	45.5	19.6
EBITDA	55.8	-5.9	-17.1	12.3	11.7
EPS	27.2	30.8	-47.9	73.3	19.6
수익성 (%)					
ROA	7.0	9.0	4.4	6.9	8.1
ROE	17.1	19.0	8.6	13.5	14.4
EBITDA마진	9.6	11.7	9.2	9.4	10.2
안정성 (%)					
유동비율	124.4	135.7	121.1	136.4	161.7
부채비율	130.7	92.2	99.4	89.0	67.6
순차입금/자기자본	55.2	35.0	57.7	47.8	27.3
EBITDA/이자비용(배)	13.3	7.5	5.2	7.0	11.1
배당성향	22.9	17.6	33.7	19.5	19.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,141	2,801	1,460	2,529	3,026
BPS	13,868	16,450	18,108	20,145	22,679
CFPS	2,962	3,593	2,047	3,390	3,919
주당 현금배당금	500	500	500	500	600
Valuation지표 (배)					
PER	7.2	7.5	9.7	4.8	4.0
PBR	1.1	1.3	0.8	0.6	0.5
PCR	5.2	5.9	6.9	3.6	3.1
EV/EBITDA	4.3	5.3	5.9	4.6	3.5
배당수익률	3.2	2.4	3.5	4.2	5.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.03.19	매수	15,000원	6개월		
2024.11.15	매수	18,000원	6개월	-25.86%	-19.28%
2024.10.15	매수	23,000원	6개월	-33.80%	-26.78%
2024.03.19	매수	25,000원	6개월	-22.97%	-5.60%
2023.08.25	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(형권훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 19일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------