

# 패션

1Q23 Preview: 우려 반, 반영 반



유통/패션 이해니  
02)368-6155  
hnlee@eugenefn.com



## CONTENTS

<b>01/</b>	산업 분석: 브랜드	07
<b>02/</b>	산업 분석: OEM	23
<b>03/</b>	기업 분석	31

# 1Q23 Preview: 우려 반, 반영 반

2023년 전반적인 소비 상황은 보복 소비에서 해외 소비로의 전환으로 설명된다. 이에 따른 국내 소비재, 서비스재 소비 둔화가 예상된다. 해외 소비 지출액 증감율은 2021년 4분기를 기점으로 턴어라운드 후 앞으로는 상승할 요소만 남았다. 해외 소비 지출액 증가는 결국 국내 소비 지출액에 위험 요소이다.

1Q23E 브랜드 의류 매출은 미드싱글 신장, OEM 매출은 소폭의 역신장을 추정한다.

(브랜드) 큰 폭의 성장은 어렵지만 Peak-out 논리가 작년부터 선반영 되었고, 의류 평균 PER은 최근 5년 내 최저 수준이다. 소비재 기업이 역대급 실적을 보였던 작년 3Q~4Q 에도 주가는 계속 하락했었다.

(OEM) 미국 의류 재고 수요가 하락세를 멈추고 경상 수준을 찾고 있다. 올해 1월 미국 의류 재고 수요는 -4.1%p로 플러스 전환은 못 했지만 2022년 3월부터 시작된 수요 급락 국면에서 벗어났다고 판단한다.

내국인의 해외 여행은 국내 소비를 저해하는 요소지만, 동시에 외국인의 한국 내방을 의미한다. 해외 입국자는 2019년 월평균 대비 33%까지 회복되었다. 명동 상권의 공실률은 2022년 초 42%에서 연말 22%까지 떨어졌다. 소비재 기업들은 주요 상권에 매장을 열고 보다 적극적인 집객, 판매에 나서고 있다.

디깅(Digging) 소비 트렌드에 주목한다. 깊이 파다는 영어단어 'dig'에서 파생된 단어로, 취향에 연관된 부분만 소비하는 것을 의미한다. 외출이 시작되어 소비의 선택지가 넓어졌다. 한정된 자원 내 소비의 분산이 일어난다. 점진적으로 소비의 큰 트렌드는 사라지고 소비 주기는 더욱 짧아진다.

## Executive Summary

by 이해니

# 목표주가 및 실적 개요

Top pick: F&F

(원, 십억원, %)		☆ F&F	힐라홀딩스	영원무역	한세실업	화승엔터프라이즈
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		230,000	47,000	66,000	20,000	12,000
1Q23E	매출액	481.0	1,100.6	741.1	17.6	326.7
	영업이익	139.0	132.1	134.9	23.2	(2.1)
	영업이익률	28.9	12.0	18.2	5.0	(0.6)
2023E	매출액	2,167.2	4,195.2	3,852.3	2,150.9	1,742.5
	영업이익	622.7	422.9	678.8	152.7	49.7
	영업이익률	28.7	10.1	17.6	7.1	2.9



---

01

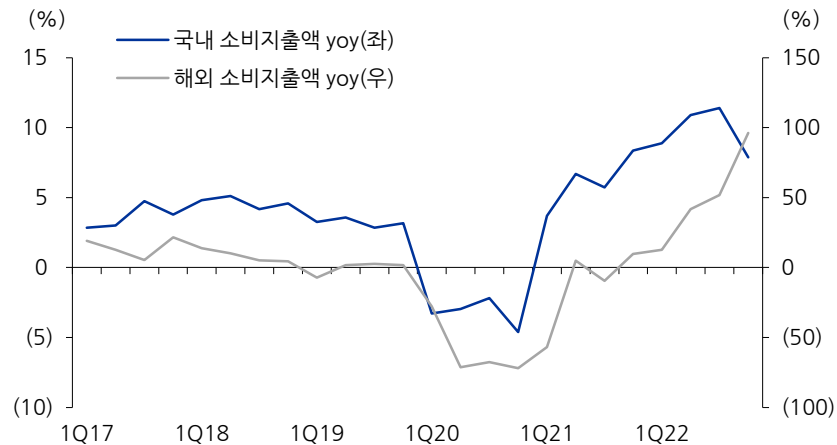
## 산업 분석: 브랜드

# 연간 소비 상황: 보복 소비 → 해외 소비

## 코로나 이전 수준을 되찾으려는 해외 소비 지출액

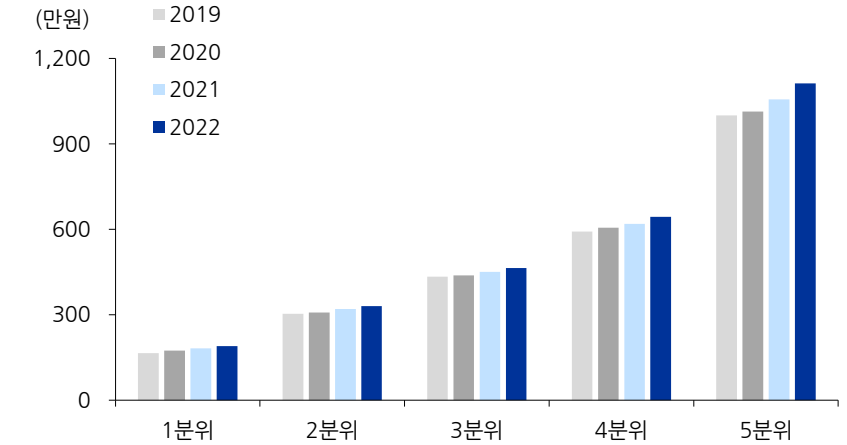
- 2023년 전반적인 소비 상황은 보복 소비에서 해외 소비로의 전환으로 설명된다. 해외 소비 지출액 증감율은 2021년 4분기를 기점으로 턴어라운드 후 고성장 국면을 맞이했다. 앞으로는 상승할 요소한 존재한다. 2019년을 경상 수준으로 본다면 업사이드는 114% 남아있다. 이는 국내 소비 지출액에는 위험 요소이다. 절대 금액은 국내와 해외 각각 997조원, 17조원 수준이다.
- 리치세션(Richcession)이 오고있다는 뉴스가 종종 들려온다. 리치세션은 부자(Rich)와 불황(Recession)의 합성어이다. 고소득층도 경제적 타격을 입는 시기라는 의미를 갖고 있다. 그러나 아직까지는 리치세션(고소득자의 자산 감소)을 확인할만한 데이터가 부재하다. 2022년 기준 상위 20%에 해당하는 5분위 소득자의 소득은 5.4% 늘었다. 평균 소득 대비해서 103% 높다.

### 국내 해외 소비 지출액 추이



자료: KOSIS, 유진투자증권

### 분위별 연간 소득 추이



자료: 한국통계청, 유진투자증권



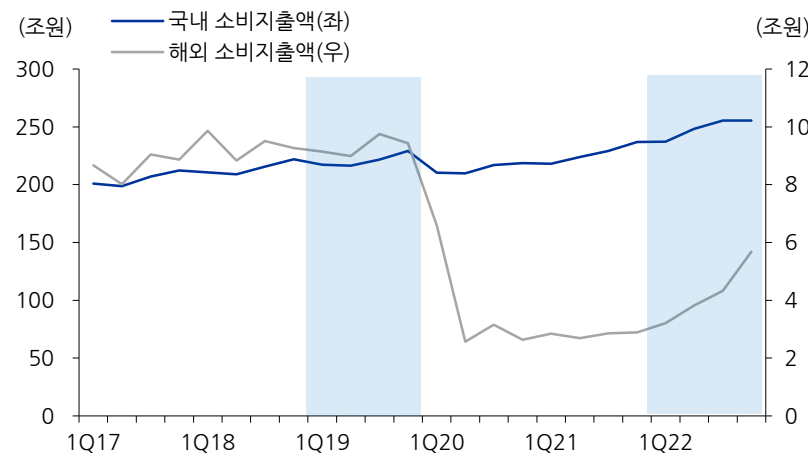
Table.1 분위별 소득

(만원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
1분위	148.3	135.0	135.6	132.7	168.2	159.2	167.8	162.5	161.7	182.4	175.9	174.9	164.4	173.7	181.9	189.0
2분위	279.7	267.7	273.4	267.0	306.4	299.5	309.7	296.9	298.5	315.8	314.6	303.0	303.1	307.9	320.4	329.9
3분위	412.9	382.5	404.9	398.0	442.7	426.7	441.3	421.9	437.6	446.5	441.9	427.8	433.2	438.4	450.8	464.3
4분위	583.8	534.2	568.7	549.8	610.8	574.5	595.9	585.0	624.6	602.4	603.9	591.6	591.5	605.6	619.0	643.8
5분위	1,060.1	909.6	977.3	921.5	1,080.3	983.0	987.8	949.8	1,114.4	967.4	1,003.8	966.5	1,000.2	1,013.0	1,055.8	1,112.6

<% yoy>	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
1분위	(3.9)	14.6	4.8	7.6	9.8	(2.6)	8.8	3.4	4.7	6.9	(0.8)	5.2	19.2	5.6	4.7	3.9
2분위	(2.6)	5.4	1.6	2.0	6.4	(1.0)	6.3	4.6	3.4	4.0	1.0	3.4	11.5	1.6	4.1	2.9
3분위	(1.2)	4.6	0.2	1.4	3.1	(3.6)	7.3	4.6	3.8	4.7	(0.3)	4.1	8.4	1.2	2.8	3.0
4분위	2.2	4.9	1.3	1.1	1.3	(3.6)	7.0	4.1	2.0	7.6	1.8	5.0	5.8	2.4	2.2	4.0
5분위	3.2	(1.6)	1.6	1.8	(4.4)	3.8	7.9	10.8	13.2	4.4	1.2	2.7	3.4	1.3	4.2	5.4

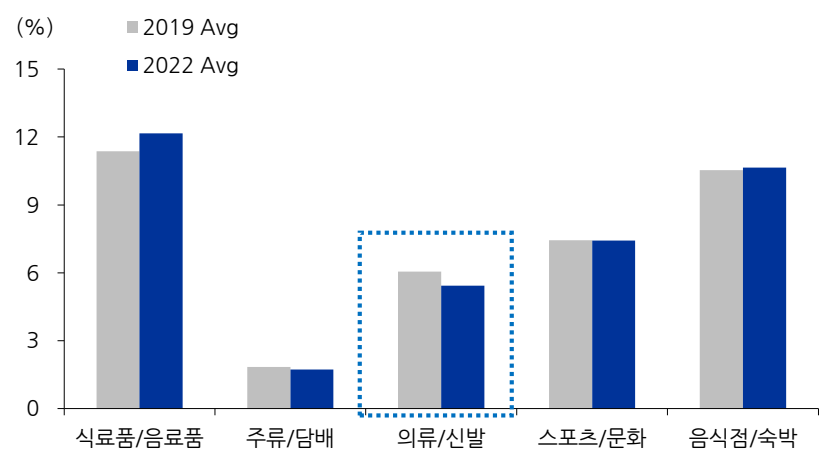
자료: 유진투자증권

국내/해외 소비 지출액 추이



자료: KOSIS, 유진투자증권

기간별 카테고리 지출 금액 비교



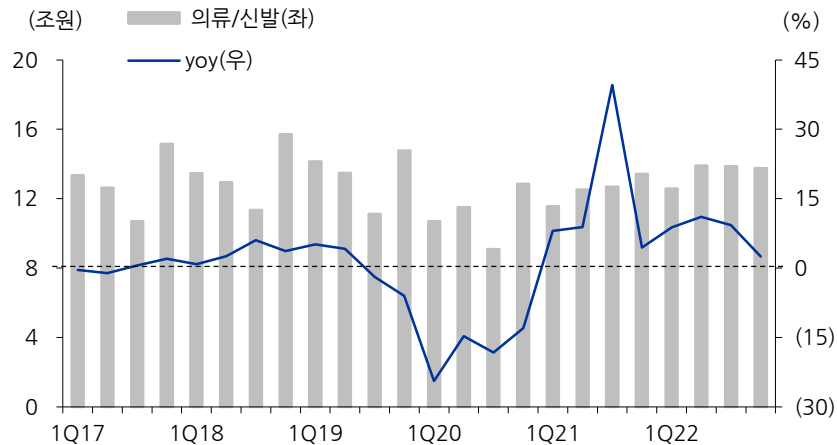
자료: KOSIS, 유진투자증권

# 연간 소비 상황: 국내 소비재, 서비스재 지출액 둔화

## 의료 지출액과 서비스 지출액 성장 둔화 국면

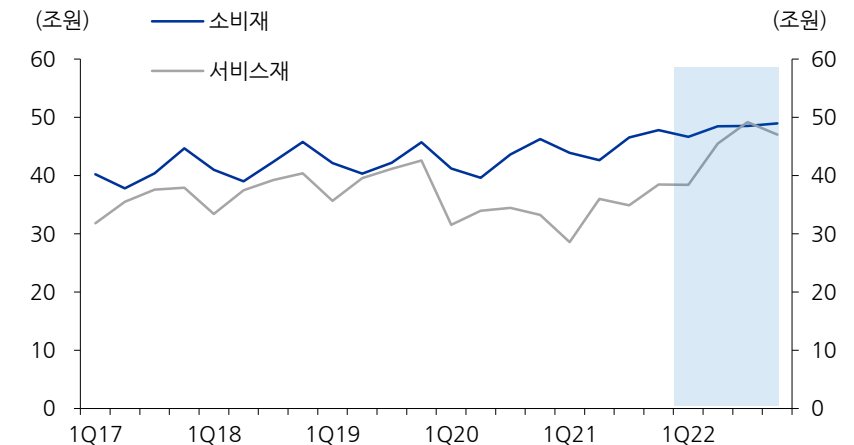
- 해외 소비 지출액 증가와 함께 소비재/서비스재 소비 지출액의 상승 둔화를 예상한다. 서비스재 지출액은 2022년 180조원(+31%)까지 늘었다. 서비스재 지출액은 스포츠, 문화, 음식점, 숙박 지출액의 합계이다. 소비재 지출액은 192조원으로 전년동기대비 6% 증가했다. 소비재 지출액은 식품, 주류, 담배, 의료, 신발 지출액을 더한 금액이다.
- 이 중 의료 지출액은 2022년 54조원으로 전년동기대비 7.8% 성장하며 마감했다. 2019년 수준 대비해서는 1%밖에 증가하지 못 했다. 전체 소비 지출액 내 비중은 아직 5.4%대에 그치는 수준이다. 3개년(2017-2019년) 평균 의료 지출 비중이 6.2%대인 것을 감안하면 아직 약 10%는 성장 가능하다고 판단한다.

의료 소비 지출액, 증감율 추이



자료: KOSIS, 유진투자증권

소비재, 서비스 지출액 추이



자료: KOSIS, 유진투자증권

# Table.2 카테고리별 소비 지출액

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
국내 소비지출액	217,986	223,969	229,315	236,807	237,331	248,378	255,451	255,489	884,592	855,626	908,075	996,649
식료품/음료품	28,201	25,808	29,614	30,196	29,733	30,179	30,314	31,021	100,544	109,982	113,819	121,247
주류/담배	4,153	4,302	4,250	4,198	4,353	4,377	4,322	4,187	16,315	16,619	16,903	17,238
의류/신발	11,561	12,524	12,697	13,417	12,578	13,911	13,878	13,755	53,529	44,148	50,199	54,121
임대료/수도	42,956	39,342	41,253	41,456	42,265	42,375	42,980	44,712	154,786	158,762	165,006	172,332
가계시설/운영	7,662	8,249	8,001	8,391	8,009	7,595	7,983	7,790	26,753	29,427	32,303	31,377
의료보건	11,864	13,198	13,892	13,900	14,806	14,588	15,164	14,977	48,806	50,342	52,853	59,535
교통	23,211	25,588	24,438	24,844	25,237	26,919	27,991	27,783	94,704	94,156	98,080	107,930
정보 통신	13,934	11,192	12,641	12,988	12,849	12,429	12,252	12,335	45,926	47,855	50,754	49,865
오락/스포츠/문화	11,606	14,579	14,440	16,159	15,502	18,368	20,250	19,911	65,765	52,273	56,785	74,030
교육 서비스	11,142	11,393	11,408	12,097	12,411	13,141	12,826	13,219	48,375	40,516	46,039	51,597
음식점/숙박	16,970	21,414	20,435	22,322	22,929	27,148	28,930	27,105	93,210	80,927	81,141	106,112
해외 소비지출액	2,851	2,696	2,853	2,895	3,213	3,821	4,333	5,679	37,316	14,961	11,295	17,047
<% yoy>	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
국내 소비지출액	3.7	6.7	5.7	8.4	8.9	10.9	11.4	7.9	3.2	(3.3)	6.1	9.8
식료품/음료품	6.9	7.6	(1.3)	2.0	5.4	16.9	2.4	2.7	2.3	9.4	3.5	6.5
주류/담배	0.7	3.6	(6.0)	9.9	4.8	1.7	1.7	(0.3)	(0.9)	1.9	1.7	2.0
의류/신발	8.1	8.9	39.6	4.4	8.8	11.1	9.3	2.5	0.1	(17.5)	13.7	7.8
임대료/수도	2.9	1.9	9.1	2.1	(1.6)	7.7	4.2	7.9	2.3	2.6	3.9	4.4
가계시설/운영	15.3	6.7	(1.2)	20.6	4.5	(7.9)	(0.2)	(7.2)	3.2	10.0	9.8	(2.9)
의료보건	3.9	5.7	(2.3)	13.7	24.8	10.5	9.2	7.8	10.0	3.1	5.0	12.6
교통	8.3	4.3	1.9	2.7	8.7	5.2	14.5	11.8	1.5	(0.6)	4.2	10.0
정보 통신	7.5	1.7	4.9	9.7	(7.8)	11.1	(3.1)	(5.0)	(0.7)	4.2	6.1	(1.8)
오락/스포츠/문화	(7.8)	13.5	8.5	19.4	33.6	26.0	40.2	23.2	5.4	(20.5)	8.6	30.4
교육 서비스	5.7	12.0	14.0	23.5	11.4	15.3	12.4	9.3	3.9	(16.2)	13.6	12.1
음식점/숙박	(10.6)	1.5	(3.4)	13.3	35.1	26.8	41.6	21.4	5.7	(13.2)	0.3	30.8
해외 소비지출액	(56.8)	4.8	(9.6)	9.7	12.7	41.8	51.9	96.1	(0.5)	(59.9)	(24.5)	50.9
<% 비중>	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
국내 소비지출액	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
식료품/음료품	12.9	11.5	12.9	12.8	12.5	12.2	11.9	12.1	11.4	12.9	12.5	12.2
주류/담배	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.8	1.9	1.9	1.7
의류/신발	5.3	5.6	5.5	5.7	5.3	5.6	5.4	5.4	6.1	5.2	5.5	5.4
임대료/수도광열	19.7	17.6	18.0	17.5	17.8	17.1	16.8	17.5	17.5	18.6	18.2	17.3
가계시설/운영	3.5	3.7	3.5	3.5	3.4	3.1	3.1	3.0	3.0	3.4	3.6	3.1
의료보건	5.4	5.9	6.1	5.9	6.2	5.9	5.9	5.9	5.5	5.9	5.8	6.0
교통	10.6	11.4	10.7	10.5	10.6	10.8	11.0	10.9	10.7	11.0	10.8	10.8
정보 통신	6.4	5.0	5.5	5.5	5.4	5.0	4.8	4.8	5.2	5.6	5.6	5.0
오락/스포츠/문화	5.3	6.5	6.3	6.8	6.5	7.4	7.9	7.8	7.4	6.1	6.3	7.4
교육 서비스	5.1	5.1	5.0	5.1	5.2	5.3	5.0	5.2	5.5	4.7	5.1	5.2
음식점/숙박	7.8	9.6	8.9	9.4	9.7	10.9	11.3	10.6	10.5	9.5	8.9	10.6

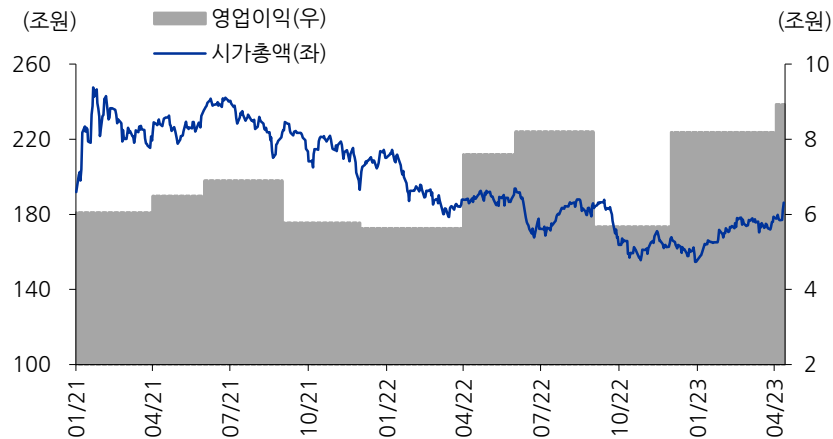
자료: KOSIS, 유진투자증권

# 1Q23E 소비 상황: 예견된 소비 Peak-out

2023년 1분기는 밸류에이션 최저점 수준. Peak-out 논리는 2022년부터 반영 중

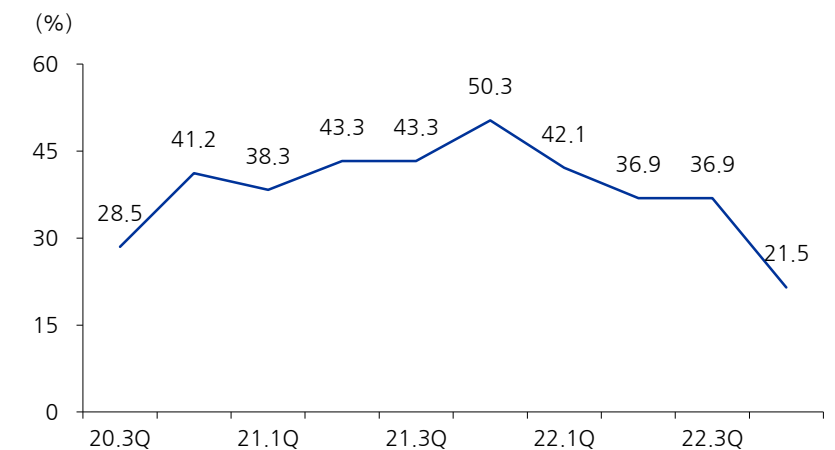
- 시장은 소비 피크아웃을 이미 선반영했다. 소비가 좋았던 2022년 내내 피크아웃에 대한 우려로 소비재 주가는 주춤했었다. 소비재 기업들이 역대급 호실적을 보였던 3Q22~4Q22 에도 주가는 계속 하락했다. 의류 평균 PER은 이미 최근 5개년 내 가장 낮은 수준이다. 5개년 평균 PER은 브랜드, OEM 각각 9.7배, 12.3배였다.
- 국내 지출액은 내국인이 여행을 가는 만큼 줄어들 가능성이 높다. 반대로 외국인 관광객도 한국을 찾는다. 해외 입국자는 2019년 월평균 대비 33% 까지 회복되었다. 외국인이 가장 많이 방문하는 명동 상권의 공실률은 2022년 초 42%에서 연말 22%까지 떨어졌다. 소비재 기업들은 주요 상권에 매장을 열고 보다 적극적인 집객, 판매에 나서고 있다. 외국인 관광객의 pick을 받는 제품은 신규 고객이 유입되는 효과가 생길 것이다.

자유 소비재 합산 시가총액, 영업이익 추이



자료: QuantiWise, 유진투자증권

명동 공실률 추이



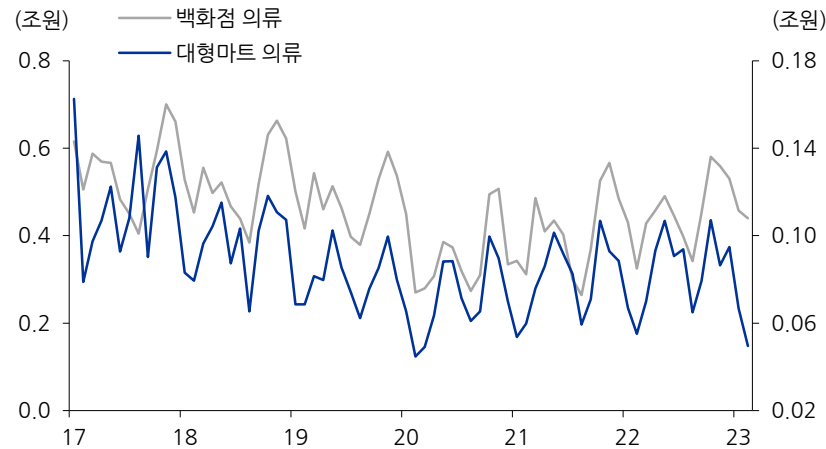
자료: 언론 자료, 유진투자증권

# 1Q23E 소비 상황: 의류 미드싱글 성장, OEM 역신장

## 역시 의류는 외출과 동행한다

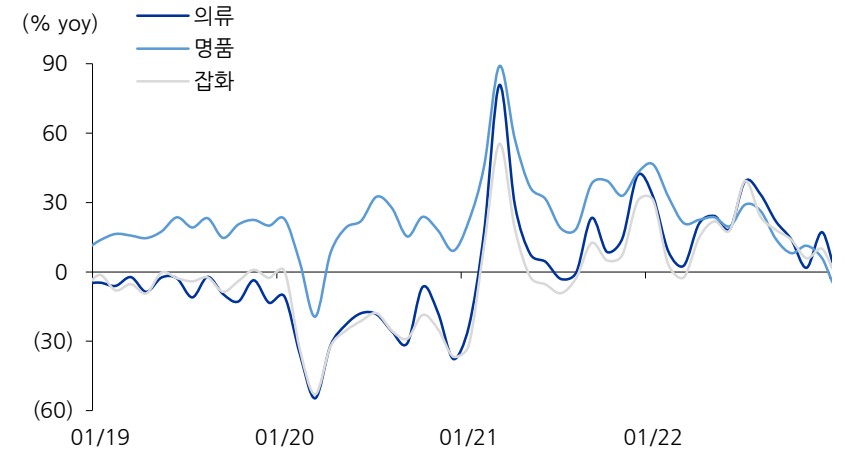
- 1Q23E 브랜드 의류 매출은 미드싱글 신장, OEM 매출은 소폭의 역신장을 추정한다. 백화점, 대형마트에서 의류/잡화 매출은 9%대 성장을 기록했다. 부의 효과가 사라진 현 시점 소비자의 지갑이 어디로 열리는지를 명확히 보여주고 있다. 일반 고객의 과시성 소비는 줄어들고, 실수요 의류/액세서리에 대한 소비는 이어진다.
- 백화점의 순수 의류 매출은 1~2월 기준 yoy 10% 증가했다. 2021년에서 2022년의 성장률이 23%였고, 브랜드 제품 가격이 10% 이상 상승했으므로 사실은 flat으로 볼 수 있다. 백화점 세부적으로는 의류 +10.1%, 잡화 +6.1%, 명품은 -5.1%의 신장률을 기록했다. 대형마트 의류 매출은 7.4% 증가했다.

채널별 의류 총매출액 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

월별 백화점 카테고리별 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

# Table.3 유통 채널 내 의류 매출

(십억원)	백화점	여성 정장	여성 캐주얼	남성 의류	아동 스포츠	명품	잡화
1Q19	5.79	535.4	588.4	337.2	600.7	758.2	753.3
2Q19	5.75	520.3	577.4	338.8	641.2	734.0	800.3
3Q19	5.56	490.1	471.9	264.3	555.7	731.6	726.6
4Q19	6.40	645.5	611.4	402.2	764.4	742.1	805.0
1Q20	4.80	408.5	342.8	247.9	423.7	710.6	529.5
2Q20	5.22	400.8	392.6	273.1	550.1	842.3	580.1
3Q20	5.26	370.9	321.3	210.7	448.3	849.1	535.9
4Q20	6.10	526.5	459.2	350.4	706.7	909.3	576.0
1Q21	5.99	444.9	401.8	293.5	640.9	986.2	514.8
2Q21	6.45	462.3	458.1	327.0	656.8	997.3	498.1
3Q21	6.09	379.9	331.6	222.8	580.8	1,025.7	604.6
4Q21	7.62	629.8	541.2	406.6	930.2	1,111.3	777.6
1Q22	7.02	512.9	392.9	278.2	709.4	1,032.6	679.2
2Q22	7.70	528.5	523.5	341.5	932.3	1,021.2	861.4
3Q22	7.35	493.5	438.8	260.5	775.9	968.1	818.3
4Q22	8.18	662.8	613.2	394.9	1,069.7	898.8	860.1

<yoy>							
1Q19	2.2	(6.5)	(5.0)	(1.5)	(1.9)	15.3	(4.9)
2Q19	5.1	(4.4)	(5.7)	(3.8)	(0.5)	18.6	(4.1)
3Q19	3.7	(4.7)	(14.3)	(3.7)	(6.2)	19.0	(5.0)
4Q19	4.8	(8.1)	(17.6)	(4.1)	(8.2)	21.0	(1.9)
1Q20	(17.0)	(34.4)	(37.6)	(28.8)	(30.4)	2.6	(28.7)
2Q20	(5.3)	(23.8)	(31.2)	(17.6)	(13.5)	16.5	(26.3)
3Q20	(1.6)	(24.8)	(31.9)	(18.3)	(19.1)	25.1	(24.1)
4Q20	(4.5)	(21.0)	(26.7)	(14.3)	(9.2)	16.9	(26.7)
1Q21	37.8	23.7	24.1	26.4	49.0	52.2	11.6
2Q21	22.1	13.4	11.8	16.1	24.8	41.9	3.8
3Q21	15.0	3.8	5.9	10.3	26.1	25.2	0.2
4Q21	25.3	19.6	22.4	22.7	33.5	38.4	14.3
1Q22	18.1	14.8	11.6	17.8	23.6	33.4	10.6
2Q22	19.1	20.0	21.8	21.8	31.4	21.9	18.2
3Q22	21.6	32.4	32.4	29.8	34.5	23.2	27.1
4Q22	7.3	8.0	16.0	9.0	14.9	8.5	9.9

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

(십억원)	대형마트	의류
1Q19	6.71	218.7
2Q19	6.16	267.5
3Q19	6.80	212.3
4Q19	6.07	264.8
1Q20	6.35	159.3
2Q20	5.80	240.0
3Q20	6.76	197.8
4Q20	6.13	259.2
1Q21	6.37	189.3
2Q21	5.77	279.2
3Q21	6.39	212.9
4Q21	5.83	288.2
1Q22	6.10	192.2
2Q22	5.81	290.9
3Q22	6.60	238.1
4Q22	6.07	288.4

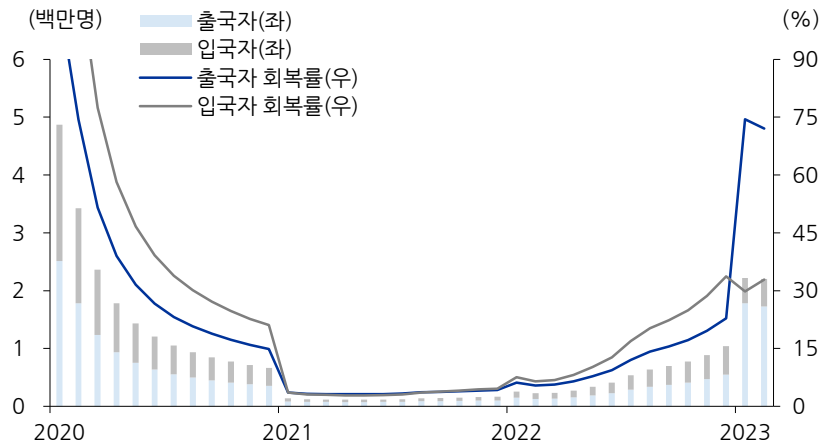
<yoy>		
1Q19	(2.5)	(10.3)
2Q19	(4.4)	(11.3)
3Q19	(7.9)	(18.0)
4Q19	(3.8)	(18.6)
1Q20	(5.2)	(35.5)
2Q20	(4.5)	(24.2)
3Q20	1.1	(23.2)
4Q20	1.1	(19.1)
1Q21	2.9	19.8
2Q21	0.1	(1.4)
3Q21	(3.8)	(7.9)
4Q21	(5.0)	1.5
1Q22	(3.4)	(8.4)
2Q22	0.4	9.2
3Q22	3.3	13.4
4Q22	5.7	3.9

# 1Q23E 소비 상황: 오프라인

## 오프라인 상권을 노리는 소비재 기업들

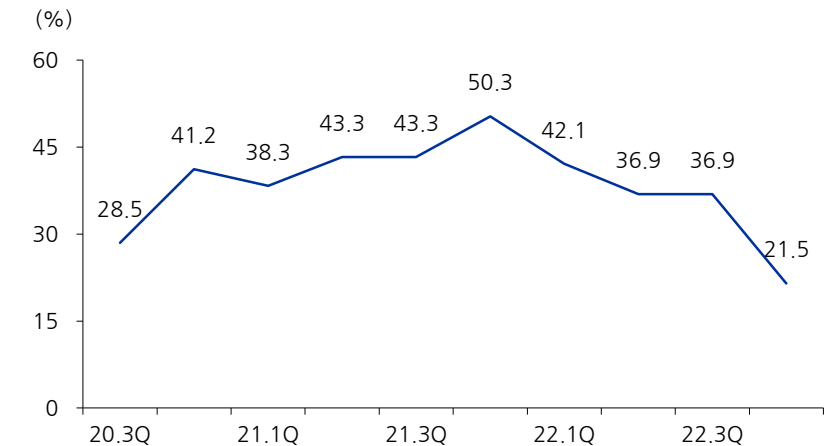
- 1Q23E 오프라인 소비는 실외 활동이 가능한 날씨가 시작되며 외출/여행/스포츠 의류, 잡화, 장비의 매출 회복 시그널이 기대된다. 마스크를 벗고 외출하는 첫 해를 맞이했다. 1월 전년보다 낮은 기온에 외출 인구는 잠시 줄었다가 3월 따듯한 날씨에 외부 활동이 빠르게 늘고 있다. 3월 말 주말 고속도로 교통량을 보면 4주 전 대비 토요일은 30만대, 일요일은 40만대가 증가했다. 소비재 기업들은 오프라인 출점, 프로모션을 적극 진행하고 있다.
- 내국인의 활동 뿐만 아니라 외국인의 입국도 폭발적으로 늘었다. 입국자수는 2019년 월평균 대비 33% 늘어난 48만명을 기록했다. 명동 상권의 공실률은 22%까지 떨어졌다. 내국인의 해외 여행은 국내 소비를 저해하는 요소지만, 동시에 외국인의 한국 내방을 의미하기도 한다.

출입국자수, 2019년 대비 회복률 추이



자료: TourGo, 유진투자증권

명동 공실률 추이



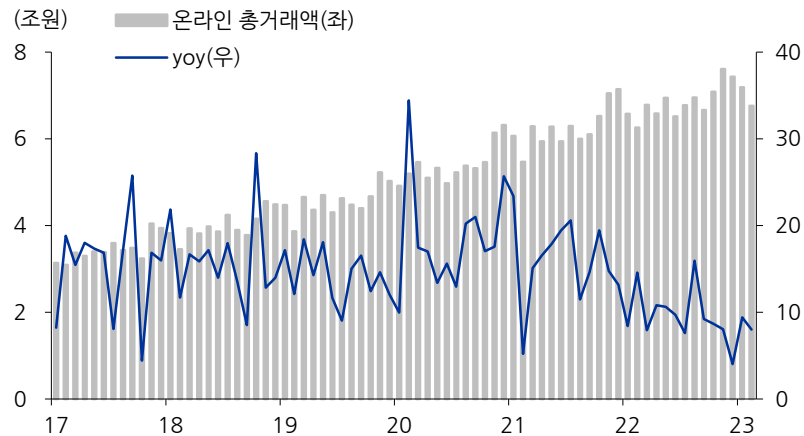
자료: 언론 자료, 유진투자증권

# 1Q23E 소비 상황: 온라인

## 온라인 성장세는 둔화되었지만 앞으로가 더욱 중요한 채널

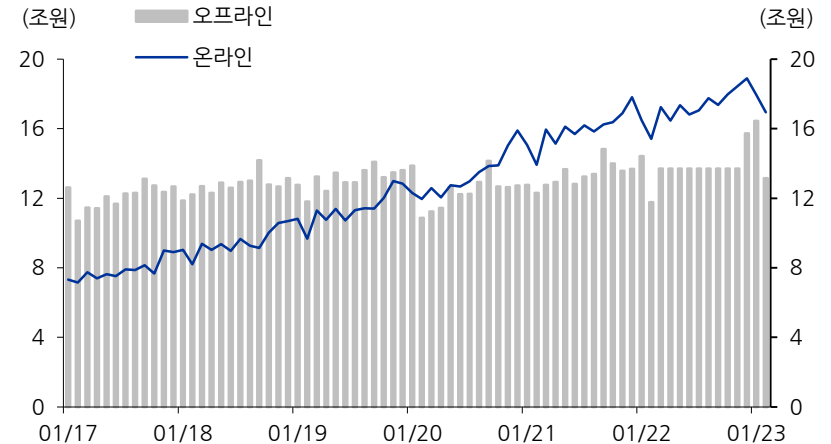
- 온라인 매출액의 증가는 코로나 기간 대비 주춤하고 있다. 2023년 1~2월 평균 증감율은 9%를 기록했는데 2020년의 19%, 2021년의 16%과 비교해서는 다소 하락했다. 억제되어 있던 오프라인 활동이 늘어나면서 반대 급부로 온라인 활동이 감소했고, 거래액도 줄어든 것이다.
- 온/오프라인 패션 기업 모두 온라인 모객이나 광고 판촉비에 비용을 줄이고 있다. 온라인 패션 기업들은 Q(Quantity)를 더 이상 크게 늘릴 수 없는 상황에서 고객을 유지시키고 ASP 상승을 위한 노력을 하고 있다. 중소형 온라인 패션에서는 옥석이 가려지는 시기이다. 투자금으로 연명하던 기업들은 도산하거나 M&A될 가능성이 높다. 온라인 거래액이 줄어드는데도 성장을 하거나 두드러지는 행보를 보인 업체들은 살아남게 될 것이다.

### 온라인 총거래액 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

### 온/오프라인 소매판매액 추이



자료: 한국통계청, 유진투자증권

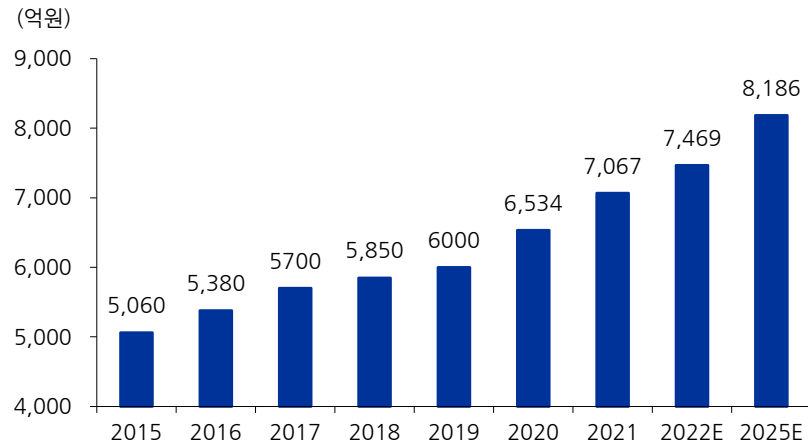


# 소비 트렌드: 디깅(Digging) 소비

## 더욱 세분화된 취향에 맞춘 소비. 그만큼 파편화된 작은 시장

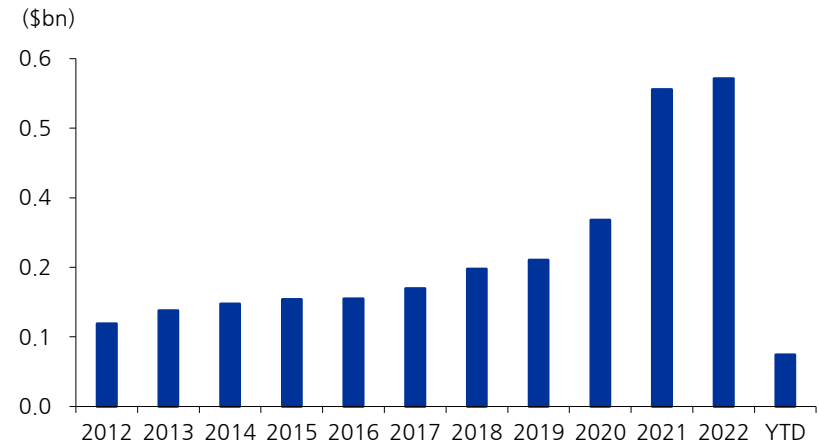
- 외출이 시작되었기 때문에 소비의 선택지가 넓어졌다. 한정된 자원 내에서 소비의 분산이 이루어지게 된다. 점진적으로 소비의 큰 트렌드는 사라지고 소비 주기는 더욱 짧아지고 있다. 이런 현상을 가장 잘 대변하는 소비 트렌드이나 신조어는 디깅 소비이다.
- 디깅(Digging) 소비는 깊이 파다는 영어단어 'dig'에서 파생된 단어로, 취향에 연관된 특정 부분에만 소비를 하는 것을 의미한다. 나노 소비, 마이크로 소비라고 불리기도 한다. 주로 패션, 식음료, 예술, 스포츠에 집중되어 있지만 적용 범위는 무한하다. 대표적인 예로는 니치향수/운동화/식기 수집, 와인/위스키 마니아, 소셜/미식 클럽 가입이 있다. 적용 범위가 넓은 만큼 파편화 되어 있기 때문에 시장을 조성하기에는 규모가 작은 경우가 많다.

국내 향수 시장 규모 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

국내 와인 수입액 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

# 소비 트렌드: 디깅(Digging) 소비

## 디깅 소비와 스포츠, 그리고 중고시장

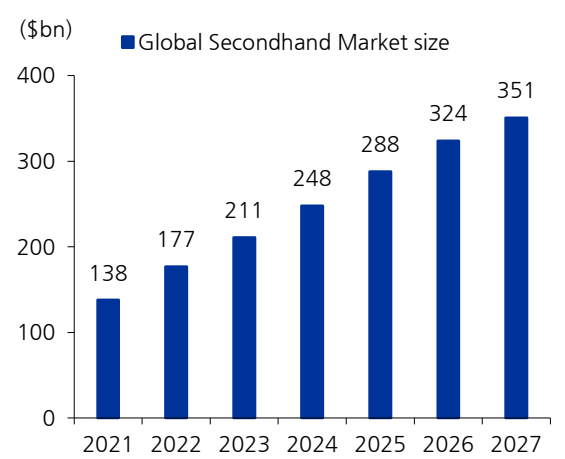
- 스포츠와 디깅 소비는 패션과 가장 관련이 깊고 적용이 쉽다. 농구, 축구 관련 패션 기업은 나이키, 아이다스를 필두로 소비자의 일상 생활에 가장 많은 접점이 있다. 요가, 필라테스, 헬스, 골프, 테니스, 수영, 캠핑, 자전거 의류를 비롯해 액세서리와 관련된 기업들이 성장을 시현하고 있다.
- 중고 시장도 디깅 소비와 관련이 깊다. 한정판이나 판매가 중단된 제품을 원할 경우에는 중고 시장에서라도 찾기 때문이다. 스레드업이라는 유명한 중고 기업의 전망에 따르면 중고 시장 규모는 2025년 288십억달러까지 늘어날 것으로 본다. 해외에서는 브랜드 자체에서 재판매를 할 수 있는 프로그램 만들고 있다. 이미 2021년 35개에서 2022년 124개까지 늘었다. 한국에서는 크림(한정판 거래 플랫폼)이 롯데 잠실점에 오프라인 매장을 오픈했다.

스포츠별 의류/잡화 브랜드

운동	브랜드	기업
요가, 필라테스, 헬스	젝시믹스	브랜드엑스 코퍼레이션
	안다르	에코마케팅
골프	핑, 파리게이츠, 마스터버니 등	크리스에프앤씨
테니스	세르지오 타키니	F&F
	힐라	힐라홀딩스
수영	배럴	더네이처홀딩스
캠핑	스노우피크	감성코퍼레이션
자전거 의류	브롬튼	더네이처홀딩스

자료: 유진투자증권

글로벌 중고 시장 규모 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

브랜드별 리세일샵 리스트

Rank	Brand	Resale Shop Listings (March 2023)
1	H&M	26,077
2	Athleta	23,763
3	Madewell	23,650
4	Tea Collection	22,750
5	Merrel	22,028

자료: ThredUp, 유진투자증권

# 국내외 Buyer 기업 Key Indices

(USD m)		WALMART	TARGET	KOHL'S	H&M	ITX	FAST RETAILING	NIKE	ADIDAS	PUMA	GAP	VF	LULU LEMON
Category		유통			SPA			BRAND					
Local currency		USD	USD	USD	SEK	EUR	JPY	USD	EUR	EUR	USD	USD	USD
Share price(Local)		140	163	23	125	29	27,395	126	143	53	10	22	299
Share price(USD)		140	163	23	12	31	207	126	154	58	10	22	299
Market cap(USD m)		378,524	74,906	2,557	19,935	97,735	65,789	194,766	27,661	8,680	3,508	8,395	38,129
Sales	2021	572,754	106,005	19,433	19,246	29,847	16,097	46,710	22,867	7,329	16,670	11,842	6,257
	2022	611,289	109,120	18,098	21,624	35,073	17,366	-	24,242	9,116	15,616	-	-
	2023E	629,939	109,850	17,063	23,220	37,065	20,460	52,800	22,727	9,759	15,130	11,799	9,033
	2024E	649,511	113,272	16,905	23,952	39,043	21,977	56,522	24,775	10,654	15,281	12,562	10,301
Operating profit	2021	25,942	8,946	1,680	1,476	4,612	1,853	6,675	2,139	600	810	1,632	1,333
	2022	20,428	3,848	246	693	5,943	2,200	-	720	690	(69)	-	-
	2023E	24,830	5,443	512	1,216	6,339	2,854	6,665	(598)	693	320	1,158	1,965
	2024E	26,544	6,747	733	1,684	2,568	3,078	7,962	1,285	873	516	1,351	2,249
Net profit	2021	13,673	6,946	938	973	3,492	1,282	6,046	2,279	333	256	1,387	975
	2022	11,680	2,780	(19)	345	4,448	2,063	-	659	381	(202)	-	-
	2023E	16,901	3,937	137	896	4,793	1,840	5,603	(386)	392	111	806	1,402
	2024E	17,619	4,863	319	1,146	1,256	2,065	6,684	793	521	304	975	1,618
EBITDA	2021	38,874	11,957	2,816	3,635	7,736	3,196	7,985	3,367	909	2,262	2,335	1,773
	2022	33,679	6,996	1,318	2,733	9,065	3,561	-	2,034	1,103	1,295	-	-
	2023E	36,133	8,067	1,284	3,200	9,121	4,158	7,020	998	1,111	1,017	1,380	2,339
	2024E	38,462	9,487	1,529	3,786	4,227	4,486	8,556	2,468	1,310	1,017	1,643	2,647
OPM (%)	2021	4.5	8.4	8.6	7.7	15.5	0.1	14.3	9.4	8.2	4.9	13.8	21.3
	2022	3.3	3.5	1.4	3.2	16.9	0.1	-	3.0	7.6	(0.4)	-	-
	2023E	3.9	5.0	3.0	5.2	17.1	0.1	12.6	(2.6)	7.1	2.1	9.8	21.7
	2024E	4.1	6.0	4.3	7.0	6.6	0.1	14.1	5.2	8.2	3.4	10.8	21.8
ROE (%)	2021	16.7	50.9	19.0	17.5	21.4	0.1	43.1	30.3	15.7	9.6	42.1	36.8
	2022	14.6	23.1	(0.5)	6.4	25.2	0.2	-	9.8	15.1	(8.2)	-	-
	2023E	19.6	33.0	6.5	18.1	25.3	0.1	38.4	(5.7)	14.4	8.2	24.3	37.8
	2024E	21.0	37.3	8.4	25.7	26.2	0.1	45.6	15.9	16.8	13.3	26.2	34.5
P/E(x)	2021	28.7	11.4	3.6	18.7	27.9	0.4	32.8	13.1	25.8	14.1	6.1	39.7
	2022	32.7	27.0	-	57.6	21.9	0.2	-	42.7	22.6	-	-	-
	2023E	22.9	19.2	20.6	23.0	20.2	0.3	34.7	-	21.9	29.9	10.4	26.8
	2024E	21.1	15.1	8.0	17.0	426.1	0.2	28.8	33.7	16.6	10.4	8.5	23.1
P/B(x)	2021	4.7	6.0	0.6	3.4	5.8	0.1	12.9	3.6	3.6	1.3	2.4	14.0
	2022	4.9	6.7	0.7	4.0	5.3	0.0	-	5.1	3.2	1.6	-	-
	2023E	4.5	6.1	0.7	4.2	5.2	0.0	13.0	5.2	3.0	1.6	2.4	8.9
	2024E	4.1	3.2	0.6	4.1	4.9	0.0	12.2	4.6	2.7	1.5	2.2	6.9
EV/EBITDA(x)	2021	10.8	7.1	2.8	6.5	12.1	0.1	24.3	8.5	10.4	3.9	6.0	21.3
	2022	12.7	13.1	7.6	9.1	10.2	0.1	-	16.2	9.0	6.4	-	-
	2023E	11.4	11.0	5.4	7.0	9.4	0.1	27.6	29.2	8.3	4.4	9.1	15.7
	2024E	10.7	9.4	4.2	5.9	20.0	0.1	22.8	11.7	6.9	3.9	7.4	13.7

자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 국내 브랜드 의류 기업 재고 수준

	(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
F&F	매출액	-	-	329	563	437	371	442	559	-	-	1,089	1,809
	영업이익	-	-	96	184	135	95	138	157	-	-	-	525
	재고자산	-	187	259	242	256	236	329	297	-	-	242	297
	재고 증감률	-	-	-	-	-	27	27	23	-	-	-	23
	재고자산회전일수	-	-	247	162	208	242	233	205	-	-	81	60
힐라홀딩스	매출액	988	1,019	927	859	1,074	1,172	1,080	897	3,450	3,129	3,794	4,222
	영업이익	184	174	110	25	169	152	122	(8)	471	341	493	435
	재고자산	588	552	618	758	865	977	1,221	1,291	735	616	758	1,291
	재고 증감률	(17)	(20)	1	23	47	77	98	70	-	(16)	23	70
	재고자산회전일수	222	204	230	292	276	287	372	511	78	72	73	112
신인터	매출액	342	342	350	350	352	352	387	430	1,452	1,314	1,384	1,522
	영업이익	21	21	14	14	33	33	24	19	96	38	71	110
	재고자산	260	260	289	289	261	261	322	289	286	296	289	289
	재고 증감률	(5)	(5)	(2)	(2)	0	0	11	(0)	-	4	(2)	(0)
	재고자산회전일수	297	278	286	302	285	270	275	259	72	82	76	69
한섬	매출액	333	313	296	445	391	357	341	452	1,260	1,196	1,387	1,542
	영업이익	45	23	32	52	59	27	33	49	107	102	152	168
	재고자산	428	429	481	460	460	478	560	563	448	446	460	563
	재고 증감률	(7)	(8)	(4)	3	7	11	16	22	-	(0)	3	22
	재고자산회전일수	479	500	560	386	429	479	554	453	130	136	121	133
더네이처 홀딩스	매출액	65	60	52	193	92	89	96	221	235	291	370	498
	영업이익	10	9	3	47	15	18	11	47	40	55	69	91
	재고자산	66	62	93	82	93	85	151	137	51	60	82	137
	재고 증감률	-	-	-	36	40	36	62	66	-	18	36	66
	재고자산회전일수	355	393	542	166	347	364	448	238	80	76	81	101

자료: QuantiWise, 유진투자증권

# 국내 브랜드 의류 기업 재고 수준

	(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
삼성 코퍼레이션	매출액	6	9	10	33	16	26	24	52	9	16	59	117
	영업이익	(1)	(0)	(0)	1	1	3	2	10	(1)	(5)	(1)	16
	재고자산	9	9	12	10	16	15	34	33	1	7	10	33
	재고 증감률	128	122	83	52	73	81	189	213		453	52	213
	재고자산회전일수	479	342	356	122	300	222	378	232	48	153	65	102
에스제이 그룹	매출액	34	39	33	44	48	57	44	49	109	107	150	198
	영업이익	7	10	5	8	10	15	6	5	16	18	29	36
	재고자산	18	14	19	24	25	19	27	35	16	19	24	35
	재고 증감률	(1)	(1)	2	24	38	31	40	49		19	24	49
	재고자산회전일수	199	151	185	179	186	140	188	231	54	65	58	65
브랜드엑스 코퍼레이션	매출액	39	48	43	43	42	57	55	58	64	139	173	213
	영업이익	2	2	6	1	2	4	4	6	10	8	11	17
	재고자산	30	31	36	34	33	32	42	52	10	33	34	52
	재고 증감률	175		13	4	10	1	16	53		229	4	53
	재고자산회전일수	298	236	285	295	290	206	243	298	57	87	72	90
크리스	매출액	66	103	85	122	74	121	82	104	259	292	376	381
	영업이익	11	27	19	31	13	27	15	23	38	50	87	78
	재고자산	106	102	110	107	123	72	111	143	107	98	107	143
	재고 증감률	(8)	(7)	(2)	10	15	(29)	1	33		(8)	10	33
	재고자산회전일수	565	369	455	324	566	293	408	448	150	122	104	137
영원무역 홀딩스	매출액	644	752	859	986	890	1,048	1,226	1,370	2,738	2,851	3,241	4,534
	영업이익	93	117	158	203	181	229	296	296	300	341	570	1,002
	재고자산	661	737	697	717	901	1,017	1,137	1,120	622	566	717	1,120
	재고 증감률	(22)	(16)	12	27	36	38	63	56		(9)	27	56
	재고자산회전일수	348	339	305	262	332	334	321	301	83	72	81	90

자료: QuantiWise, 유진투자증권

# 해외 브랜드 의류 기업 재고 수준

	(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
NIKE	매출액	10,357	12,344	12,248	11,357	10,871	12,234	12,687	13,315	40,781	38,254	46,306	49,107
	영업이익	1,678	1,913	2,124	1,454	1,629	1,468	1,695	1,587	5,238	3,698	7,169	6,379
	재고자산	6,693	6,854	6,699	6,506	7,700	8,420	9,662	9,326	6,199	6,090	6,506	9,326
	재고 증감률	15	(7)	(0)	7	15	23	44	43		(2)	7	43
	재고자산회전일수	225	200	202	212	238	240	260	260	55	58	51	69
ADIDAS	매출액	6,348	6,119	6,780	5,873	5,949	5,957	6,450	5,320	26,463	20,885	25,119	23,675
	영업이익	848	654	792	75	490	417	568	(739)	2,985	976	2,370	737
	재고자산	4,627	4,804	4,240	4,565	5,033	5,748	6,182	6,398	4,587	5,375	4,565	6,398
	재고 증감률	(3)	(18)	(23)	(15)	9	20	46	40		17	(15)	40
	재고자산회전일수	288	281	243	274	294	330	338	432	63	94	66	99
LULU LEMON	매출액	1,226	1,226	1,450	2,129	1,613	1,868	1,857	2,772	3,397	3,539	6,032	8,111
	영업이익	194	194	258	591	260	401	352	314	609	475	1,236	1,328
	재고자산	733	733	944	966	1,275	1,462	1,742	1,447	627	771	966	1,447
	재고 증감률	17	17	22	25	74	99	85	50		23	25	50
	재고자산회전일수	224	218	211	164	254	267			67	80	58	65
INDITEX	매출액	5,922	8,395	8,655	9,519	7,450	8,461	8,177	10,012	31,566	23,680	32,490	34,100
	영업이익	682	1,340	1,882	1,124	1,143	1,459	1,739	1,412	5,323	1,818	5,028	5,753
	재고자산	3,330	3,039	4,212	3,413	3,710	3,744	4,597	3,467	2,515	2,817	3,413	3,467
	재고 증감률	16	19	18	21	11	23	9	2		12	21	2
	재고자산회전일수	189	138	153	146	174	161			29	43	38	37
FAST RETAILING	매출액	5,593	4,545	3,951	5,582	5,161	4,393	3,962	4,974	20,763	18,716	19,670	18,491
	영업이익	515	531	204	1,046	601	617	210	821	2,265	1,607	2,296	2,248
	재고자산	3,325	3,148	3,591	3,581	3,044	2,736	3,503	4,092	3,881	3,875	3,581	4,092
	재고 증감률	2	(11)	(9)	(8)	(8)	(13)	(2)	14		(0)	(8)	14
	재고자산회전일수	235	260	311	234	234	240	287	279	68	76	66	81
GAP	매출액	3,991	4,211	3,943	4,525	3,477	3,857	4,039	4,243	16,383	13,800	16,670	15,616
	영업이익	240	409	153	8	(197)	(28)	186	(30)	574	(862)	810	(69)
	재고자산	2,370	2,281	2,721	3,018	3,169	3,135	3,043	2,389	2,156	2,451	3,018	2,389
	재고 증감률	7	2	(1)	23	34	37	12	(21)		14	23	(21)
	재고자산회전일수	220	202	232	231	325	298			48	65	66	56

자료: Bloomberg, 유진투자증권

---

02

## 산업 분석: OEM

# Buyer & OEM MATCHING

OEM		의류					신발			
		한세실업	영원무역	Makalot	Eclat	Shenzhou	화승엔터프라이즈	Pouchen	Yueyuen	Feng Tay
Buyer										
Walmart	유통	O		O						
Target	유통	O		O						
Kohl's	유통	O		O						
H&M	SPA	O		O						
Inditex	SPA	O								
Fast Retailing	SPA			O		O				
Nike	BRAND				O	O		O	O	O
Adidas	BRAND					O	O	O	O	
Puma	BRAND					O			O	
Gap	BRAND	O		O						
VF	BRAND		O							
Lulu Lemon	BRAND		O		O	O				
Ralph Lauren	BRAND	O								
Under Amour	BRAND	O			O					

자료: 유진투자증권

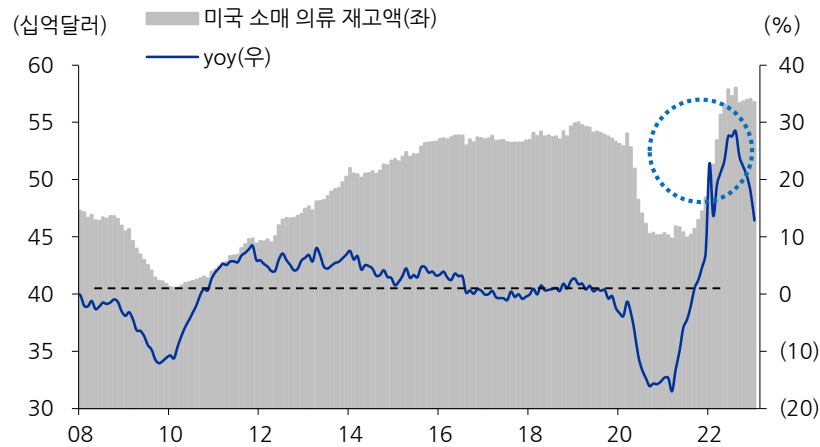


# 1Q23E : 미국 의류 재고

## 급한 불(재고 급등)은 껴다. 아직 절대 재고는 고점 수준

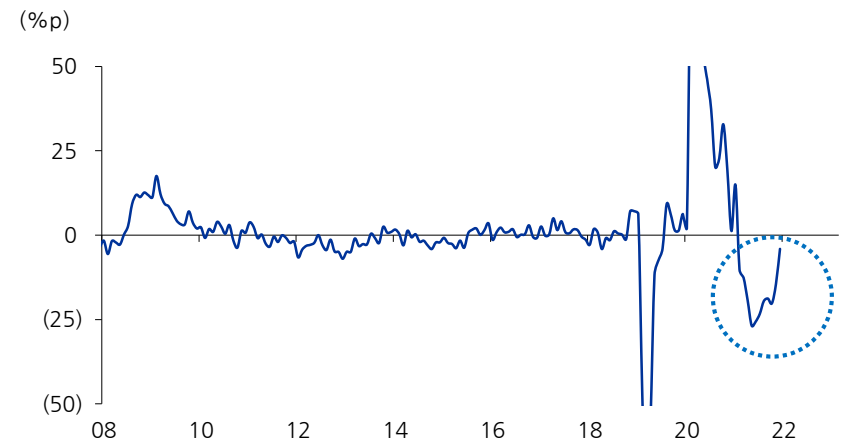
- 미국 의류 재고 수요가 하락세를 멈추고 경상 수준으로 돌아오고 있다. 금년 1월 미국 의류 재고 수요는 -4.1%p로 아직 플러스 전환에는 못 미쳤으나 2022년 3월부터 시작된 수요 급락 국면에서 벗어났다고 판단한다. 월별 재고 수요는 12월 -14.5%p, 11월 -20.2%p, 10월 18.8%p였다. 의류 재고 수요 산식은 소매 의류 판매액 증감율 - 소매 의류 재고액 증감율로 가정했다.
- 미국 의류 재고 증감율은 2022년 8월 28.4%로 코로나 이후 최고점을 찍었다가 하락하는 추세이다. 재고 수준은 상당히 높은 레벨에 있다. 하지만 2022년 3분기부터 유통사와 브랜드사는 재고 소진에 힘쓰고 있다. 올해 내 재고 과잉은 일정 부분 해소 될 것이다. 그렇게 되면 2024년 의류 수요에 따른 하반기 주문(Re-stocking)이 발생할 가능성이 있다고 판단한다.

### 미국 의류 재고액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 의류 재고 수요 추이



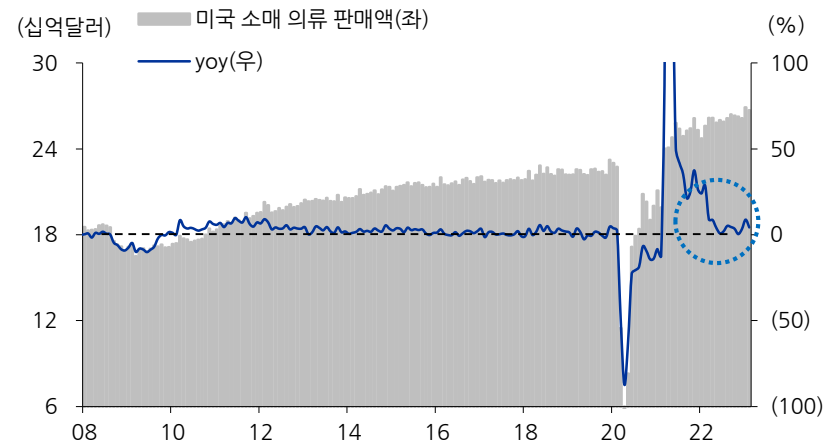
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 1Q23E : 미국 의류 판매액

## 소매 의류 판매액은 역대 최대 레벨, 큰 폭의 상승 기대는 어려운 상황

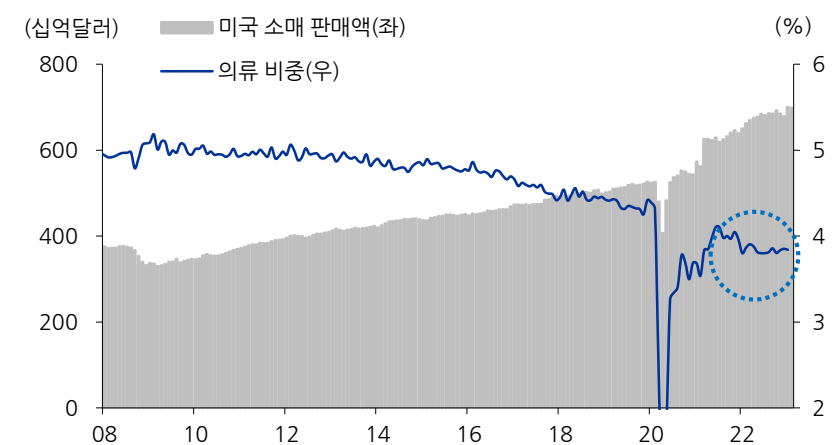
- 미국 의류 판매액 증감율은 2022년 11월 0.3%로 2년 만에 최저점을 찍고 12월부터 반등하기 시작했다. 미국 의류 판매액은 2019년 대비 2022년 16% 상승했다. 더 이상 큰 폭의 상승을 기대하기는 어렵다. 최근 로우싱글 정도의 판매액 증감율은 작년 4분기 소비 침체 우려 부담감을 반영했다고 판단한다. 2023년 2월 기준 미국 의류 판매액은 267억달러(+4.3% yoy), 미국 의류 재고액은 567억달러(+12.9%)를 기록했다.
- 2월 기준 전체 소매 판매액에서 의류가 차지하는 비중은 3.8%이다. 2019년을 경상수준으로 가정했을 때 경상 의류 비중 4.4%에 못 미치는 수준이다. 전반적인 소비 환경이 좋아지면 의류에 지출할 의향이 이전 수준만큼은 높아질 여력이 있다고 이해할 수 있다.

### 미국 의류 판매액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

### 미국 소매 판매액 및 의류 비중 추이



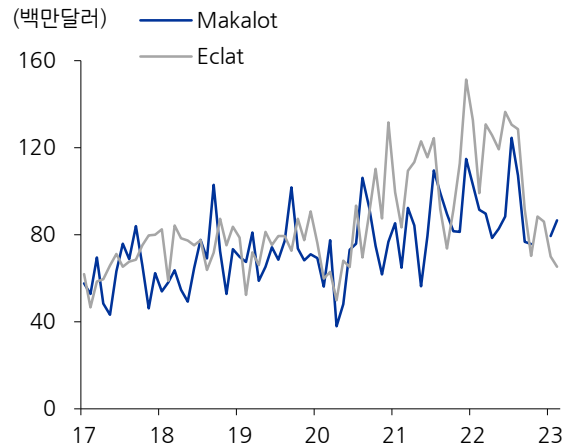
자료: Bloomberg, 유진투자증권

# 1Q23E : 글로벌 피어 월별 매출

## 여전히 부진한 중화권 OEM 기업 월별 매출

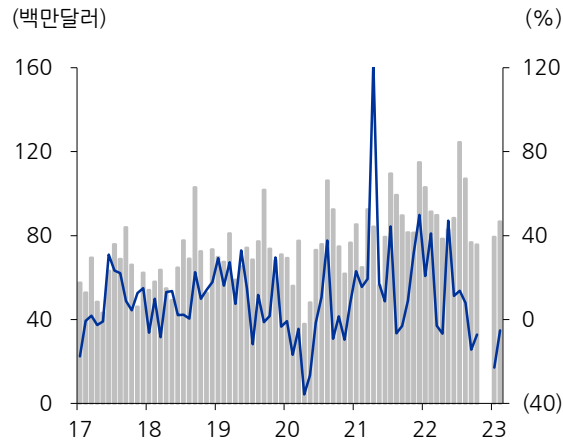
- 중화권 OEM 기업들의 최근 매출은 역신장이 지속인데, 국내 기업들도 크게 다르지 않을 것이다. 마카롯은 현지통화 기준 +3.8% 성장했고, 에클랏은 -27.8%이다. 달러기준으로는 각각 -5.3%, -34.1%이다.
- 중화권(중국, 대만)의 OEM 기업들은 월별 매출을 공시한다. 한국의 OEM 기업들과 많은 바이어를 공유한다. 분기별로 실적을 발표하는 국내 기업보다 선제적인 분위기를 파악하기 좋다. 마카롯은 Walmart, Target, Kohl's, H&M, Fast Retailing(Uniqlo) 등의 바이어를 갖고 있어 한세실업의 매출 트렌드를 볼 수 있고, 에클랏은 Lululemon, Under Amour 같은 바이어를 영원무역과 공유한다.

### 마카롯, 에클랏 매출 증감율 추이



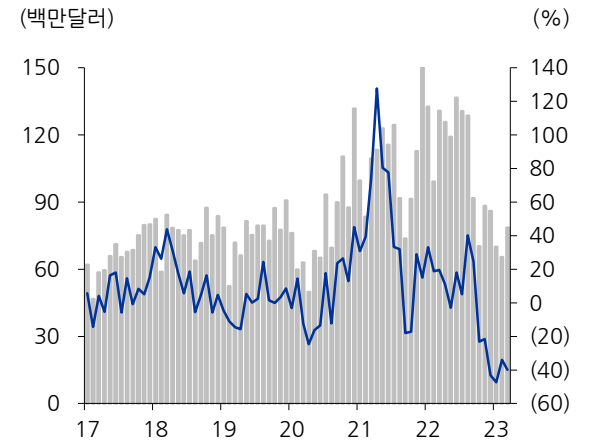
자료: 회사 자료, 유진투자증권

### 마카롯 매출액, 증감율 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권

### 에클랏 매출액, 증감율 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권

# 중화권 피어 월별 실적

(십억원)	Makalot	% yoy	Eclat	% yoy	Pouchen	% yoy	YueYuen	% yoy	FengTay	% yoy
1Q18	175,667	(2)	225,404	35	2,304,800	8	2,283,165	96	507,510	-
2Q18	168,536	9	230,802	17	2,470,852	5	2,506,874	13	520,737	-
3Q18	249,517	9	212,912	6	2,396,020	5	2,426,103	(60)	561,144	-
4Q18	198,608	14	245,990	5	2,563,012	6	2,585,353	(44)	548,997	-
1Q19	218,161	24	202,745	(10)	2,488,215	8	2,476,672	(4)	549,171	8
2Q19	198,388	18	222,568	(4)	2,596,364	5	2,600,297	6	579,862	11
3Q19	247,278	(1)	231,266	9	2,460,503	3	2,475,389	(47)	641,505	14
4Q19	212,887	7	255,508	4	2,608,408	2	2,606,435	(69)	626,841	14
1Q20	202,740	(7)	198,856	(2)	1,966,398	(21)	1,976,461	(364)	598,492	9
2Q20	158,966	(20)	182,982	(18)	2,128,764	(18)	2,127,162	(455)	534,880	(8)
3Q20	274,377	11	252,654	9	2,021,837	(18)	1,990,602	(762)	592,020	(8)
4Q20	213,224	0	329,319	29	2,398,859	(8)	2,319,124	(554)	621,817	(1)
1Q21	242,394	20	292,321	47	2,522,745	28	2,494,166	(235)	687,959	15
2Q21	219,853	38	351,717	92	2,331,958	10	2,310,946	(153)	707,723	32
3Q21	298,319	9	289,738	15	1,640,678	(19)	1,634,027	6	452,588	(24)
4Q21	277,632	30	355,406	8	2,108,616	(12)	2,083,240	51	675,427	9
1Q22	284,000	17	362,306	24	2,397,183	(5)	2,394,330	(118)	796,931	16
2Q22	249,653	14	381,270	8	2,323,539	(0)	2,337,937	(104)	842,345	19
3Q22	308,303	3	350,729	21	2,251,541	37	2,294,773	(297)	844,726	87
4Q22	75,722	(73)	244,495	(31)	2,010,058	(5)	2,043,104	(61)	730,790	8
1Q23	165,948	(42)	213,688	(41)	1,419,167	(41)	1,414,056	720	422,273	(47)

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 1Q23은 각 기업 발표 월까지의 누계

# 국내외 OEM 기업 Key Indices

(USD m)		HANSAE	YOUNGONE	HWASEUNG ENTERPRISE	MAKALOT	ECLAT	POU CHEN	FENG TAY	SHENZHOU	YUE YUEN
Country		한국			대만				중국	홍콩
Category		의류	의류	신발	의류	의류	신발	신발	의류	신발
Local currency		KRW	KRW	KRW	TWD	TWD	TWD	TWD	HKD	HKD
Share price(Local)		15,680	44,350	8,440	228	457	31	185	11	82
Share price(USD)		12	34	6	7	15	1	6	1	10
Market cap(USD m)		481	1,507	392	1,804	96	94	70	13	94
Sales	2021	1,303	1,892	856	817	924	8,195	2,261	2,935	1,076
	2022	1,282	2,142	873	949	1,178	7,865	2,306	3,039	1,088
	2023E	1,691	3,000	1,269	1,052	1,303	8,770	3,144	-	1,143
	2024E	1,640	2,893	1,519	1,097	1,201	9,142	3,260	3,961	1,166
Operating profit	2021	82	339	5	111	210	81	209	476	17
	2022	138	631	40	145	254	347	372	-	53
	2023E	121	529	76	147	232	389	379	783	54
	2024E	131	522	94	162	291	420	423	976	66
Net profit	2021	52	229	(5)	87	169	473	149	430	15
	2022	66	517	(8)	115	223	415	298	-	38
	2023E	83	329	46	113	186	398	271	691	38
	2024E	90	339	63	124	234	499	305	876	45
EBITDA	2021	104	404	53	128	231	630	292	623	91
	2022	163	700	97	164	280	843	466	-	116
	2023E	149	608	140	168	271	1,161	477	931	105
	2024E	157	601	155	186	323	1,276	534	1,133	117
OPM (%)	2021	6.4	15.8	0.6	11.7	17.8	1.0	9.1	15.7	1.6
	2022	8.1	21.0	3.2	13.8	19.5	4.0	11.8	-	4.6
	2023E	7.4	18.3	5.0	13.4	19.3	4.3	11.6	19.8	4.6
	2024E	7.6	17.2	5.6	13.6	20.3	4.3	11.9	21.5	5.2
ROE (%)	2021	15.2	14.7	(1.2)	22.3	25.5	10.6	25.6	12.3	2.9
	2022	17.1	26.8	(1.9)	24.2	0.0	10.3	42.1	-	7.2
	2023E	18.1	14.5	11.4	22.7	0.0	8.5	33.8	16.7	6.8
	2024E	17.3	13.2	14.0	24.0	25.4	9.6	34.2	18.8	7.7
P/E(x)	2021	9.1	6.5	-	20.3	24.3	6.3	35.8	4.8	1,143.4
	2022	7.2	2.9	-	15.7	18.5	7.2	17.9	-	444.1
	2023E	5.8	4.6	8.3	16.0	22.1	6.4	19.5	2.9	451.7
	2024E	5.3	4.3	6.3	14.6	17.6	6.0	17.3	2.4	378.5
P/B(x)	2021	1.3	0.9	1.0	4.0	5.9	0.7	9.0	0.6	32.2
	2022	1.1	0.7	1.0	3.6	-	0.9	6.5	-	31.5
	2023E	1.0	0.6	0.9	3.6	-	0.5	6.2	0.5	29.1
	2024E	0.9	0.5	0.8	3.4	4.3	-	5.7	0.4	28.1
EV/EBITDA(x)	2021	8.4	2.9	12.1	13.2	18.0	8.8	10.9	3.2	173.1
	2022	4.4	1.5	7.3	10.2	14.7	6.2	6.3	-	135.6
	2023E	5.1	1.1	5.0	10.6	15.2	-	6.3	2.2	149.9
	2024E	4.5	0.6	4.3	9.6	12.5	-	5.5	1.7	133.4

자료: Bloomberg, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

---

03

## 기업 분석

# F&F

## (383220)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**230,000원**  
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-5.2	-15.3	1.1
절대기준(%)	4.3	0.9	-4.2
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	230,000	230,000	-
영업이익(23)	623	623	-
영업이익(24)	674	674	-

유통/패션 이해니\_02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com

<b>현재주가(23.4.14)</b>	<b>140,300원</b>	<b>투자의견</b>	<b>BUY(유지)</b>
시가총액(십억원)	5,374	<b>목표주가(12M)</b>	<b>230,000원</b>
발행주식수(천주)	38,307		
52주 최고가(원)	166,500		
최저가(원)	117,000		
52주 일간 Beta	0.84		
60일 일평균거래대금(억원)	200		
외국인 지분율(%)	12.6		
배당수익률(2023E)(%)	0.8		
주주구성(%)			
F&F 홀딩스 (외 10인)	59.4		
국민연금공단 (외 1인)	8.4		

결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,089	1,809	2,167	2,328
영업이익	323	525	623	674
세전손익	314	605	710	764
당기순이익	226	443	526	570
EPS(원)	5,893	11,532	13,585	14,724
증감률(%)	적지	95.7	17.8	8.4
PER(배)	32.1	12.5	10.1	9.3
ROE(%)	n/a	77.2	87.4	67.3
PBR(배)	2.7	9.2	8.9	4.8
EV/EBITDA(배)	21.3	9.4	7.8	6.5

자료: 유진투자증권

## 1Q23E Preview: China Genes

### Investment Point

- 중국 외출 수혜:** 중국 매출이 1분기를 기점으로 턴어라운드 할 것이다. 1분기 중국 매출액은 1,696억원(+12.4% yoy)을 추정한다. 점포수는 1분기 기준 890개로 추산했다. 하반기로 갈수록 리오프닝(외출 증가) 및 매장 출점에 따라 매출은 빠르게 늘어날 것이다. 1분기 대비 2~3분기의 공격적인 출점을 기대한다.
- 테니스(세르지오 타키니) 브랜드:** 작년부터 고마진 의류 브랜드가 추가되었다. 2023년 보수적으로 200억원의 매출을 예상한다. 테니스가 최근 트렌드로 부상했지만 주류 스포츠로 자리 잡기는 어렵다. 당사에게 중요한 점은 캐주얼, 라이프스타일 의류에서 스포츠웨어로 카테고리 확장을 할 수 있다. 또한 높은 이익이 나는 구조를 깨지 않는다. 테니스 의류는 일반 의류 대비 마크업이 높아 이익도 높기 때문이다.

### 최근 실적 및 이슈

- 1Q23E 매출액 4,810억원(+10.0%, 이하 yoy), 영업이익 1,390억원(+3.3%), OPM 28.9%(-1.9%p) 전망
- 2023E 매출액 2.17조원(+19.8%, 이하 yoy), 영업이익 6,227억원(+18.6%), OPM 28.7%(-0.3%p) 예상
- 목표주가 230,000원 유지, 투자의견 '매수' 유지: 12MF FWD EPS 14,344원, PER Target PER 16.4배를 적용했다.



# F&F 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>166.0</b>	<b>166.8</b>	<b>159.6</b>	<b>345.2</b>	<b>277.7</b>	<b>312.4</b>	<b>328.9</b>	<b>563.2</b>	<b>437.1</b>	<b>371.4</b>	<b>441.7</b>	<b>558.7</b>	<b>481.0</b>	<b>479.5</b>	<b>525.3</b>	<b>681.4</b>	<b>910.3</b>	<b>837.6</b>	<b>1,482.1</b>	<b>1,808.9</b>	<b>2,167.2</b>
MLB 전체	76.3	74.1	95.4	126.1	152.0	184.2	248.9	294.0	262.5	170.0	313.0	240.0	264.4	184.7	313.7	319.2	432.9	371.9	879.1	985.5	1,082.0
면세	34.0	36.0	42.0	50.7	65.4	93.0	67.2	73.0	67.0	57.7	51.0	62.0	54.5	61.1	57.1	74.8	269.0	162.7	298.6	237.7	247.5
비면세	41.8	37.1	39.4	48.6	44.6	53.1	50.0	81.2	70.5	68.0	62.5	76.0	76.1	74.8	65.1	81.2	163.9	166.9	228.9	277.0	297.2
MLB KIDS	16.0	14.8	12.9	19.5	21.9	18.5	23.5	32.0	29.7	21.0	27.5	32.0	33.0	23.6	30.4	35.0	90.9	63.2	95.9	110.2	122.0
면세	-	-	-	-	-	-	-	-	2.7	1.2	2.2	3.8	2.8	1.3	2.6	4.8	-	-	-	9.9	11.6
비면세	-	-	-	-	-	-	-	-	20.0	19.0	13.0	23.5	22.6	21.1	14.3	24.5	-	-	-	75.5	82.5
MLB 중국	6.3	8.7	16.3	43.3	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	202.0	121.0	169.6	176.1	256.9	225.0	11.5	74.5	382.3	581.1	827.6
MLB 홍콩	4.5	4.3	4.8	9.4	10.2	9.5	9.0	13.5	10.3	11.7	11.3	17.3	12.4	14.3	13.7	19.3	30.4	23.1	42.2	50.6	59.6
디스커버리	65.0	65.1	52.1	179.1	94.8	75.8	61.3	209.4	111.2	96.0	79.3	205.0	120.7	102.3	83.2	211.4	324.0	361.3	441.4	491.5	517.6
<b>영업이익</b>	<b>17.3</b>	<b>20.5</b>	<b>12.6</b>	<b>72.1</b>	<b>69.2</b>	<b>75.4</b>	<b>95.7</b>	<b>183.7</b>	<b>134.6</b>	<b>95.0</b>	<b>138.4</b>	<b>156.9</b>	<b>139.0</b>	<b>118.8</b>	<b>161.9</b>	<b>203.0</b>	<b>150.7</b>	<b>122.6</b>	<b>424.1</b>	<b>524.9</b>	<b>622.7</b>
OPM(%)	10.4	12.3	7.9	20.9	24.9	24.1	29.1	32.6	30.8	25.6	31.3	28.1	28.9	24.8	30.8	29.8	16.6	14.6	28.6	29.0	28.7
<b>지배순이익</b>	<b>4.7</b>	<b>16.3</b>	<b>5.2</b>	<b>24.8</b>	<b>56.5</b>	<b>56.2</b>	<b>71.1</b>	<b>122.9</b>	<b>96.4</b>	<b>69.6</b>	<b>109.9</b>	<b>165.8</b>	<b>113.8</b>	<b>100.9</b>	<b>135.8</b>	<b>169.9</b>	<b>73.3</b>	<b>50.9</b>	<b>306.7</b>	<b>441.8</b>	<b>520.4</b>
NPM(%)	2.8	9.7	3.3	7.2	20.3	18.0	21.6	21.8	22.1	18.7	24.9	29.7	23.6	21.1	25.8	24.9	8.0	6.1	20.7	24.4	24.0
<% yoy>																					
<b>매출액</b>	<b>2.0</b>	<b>(17.2)</b>	<b>(26.3)</b>	<b>4.7</b>	<b>67.3</b>	<b>87.3</b>	<b>106.0</b>	<b>63.1</b>	<b>57.4</b>	<b>18.9</b>	<b>34.3</b>	<b>(0.8)</b>	<b>10.0</b>	<b>29.1</b>	<b>18.9</b>	<b>22.0</b>	<b>36.2</b>	<b>(8.0)</b>	<b>76.9</b>	<b>22.1</b>	<b>19.8</b>
MLB 전체	2.0	(33.3)	(20.5)	(0.7)	99.2	148.6	160.9	133.1	72.7	(7.7)	25.8	(18.4)	0.7	8.7	0.2	33.0	64.6	(14.1)	136.4	12.1	9.8
면세	(15.1)	(52.0)	(49.4)	(28.6)	92.4	158.3	60.0	44.0	2.4	(38.0)	(24.1)	(15.1)	(18.7)	6.0	12.0	20.6	99.4	(39.5)	83.5	(20.4)	4.2
비면세	20.3	2.7	6.5	(13.2)	6.7	43.1	26.9	67.1	58.1	28.1	25.0	(6.4)	8.0	10.0	4.1	6.9	27.9	1.8	37.1	21.0	7.3
MLB KIDS	(30.1)	(32.7)	(32.1)	(27.8)	36.9	25.0	81.9	64.1	35.6	13.5	17.2	0.0	11.3	12.2	10.7	9.4	17.0	(30.5)	51.7	15.0	10.7
MLB 중국	-	-	-	-	684.6	598.4	647.4	247.7	204.8	77.2	65.7	(19.5)	12.4	64.2	27.2	86.0	-	545.3	412.9	52.0	42.4
MLB 홍콩	(32.8)	(50.0)	(38.2)	30.8	124.4	118.9	87.2	43.1	1.3	23.2	25.6	28.1	20.1	21.8	21.5	11.4	69.8	(24.0)	82.5	20.0	17.9
디스커버리	14.1	30.2	(7.0)	11.2	45.9	16.5	17.7	16.9	17.3	26.6	29.3	(2.1)	8.5	6.5	5.0	3.1	9.3	11.5	22.2	11.4	5.3
<b>영업이익</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(29.2)</b>	<b>(61.2)</b>	<b>2.5</b>	<b>299.7</b>	<b>268.1</b>	<b>658.7</b>	<b>154.7</b>	<b>94.4</b>	<b>25.9</b>	<b>44.5</b>	<b>(14.6)</b>	<b>3.3</b>	<b>25.1</b>	<b>17.0</b>	<b>29.4</b>	<b>64.8</b>	<b>(18.7)</b>	<b>246.0</b>	<b>23.8</b>	<b>18.6</b>
<b>순이익</b>	<b>(78.9)</b>	<b>60.2</b>	<b>(76.3)</b>	<b>30.8</b>	<b>1,108.4</b>	<b>245.7</b>	<b>1,260.2</b>	<b>396.4</b>	<b>70.7</b>	<b>23.8</b>	<b>54.6</b>	<b>34.9</b>	<b>18.0</b>	<b>45.1</b>	<b>23.5</b>	<b>2.5</b>	<b>27.5</b>	<b>(30.5)</b>	<b>502.4</b>	<b>44.0</b>	<b>17.8</b>

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 분할상장. 2020년 수치는 F&F 홀딩스

# F&F 분기별 실적 추정\_중국

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
중국 매출액	6.3	8.7	16.3	43.3	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	202.0	121.0	169.6	176.1	256.9	225.0	74.5	382.3	581.1	827.6
yoy			400.3	421.8	684.6	598.4	647.4	247.7	204.8	77.2	65.7	(19.5)	12.4	64.2	27.2	86.0	545.3	412.9	52.0	42.4
A. 온라인	5.9	8.0	7.1	16.6	10.4	12.5	10.5	29.1	16.6	17.2	14.1	32.7	18.9	19.2	16.5	37.0	37.6	62.5	80.6	91.7
% yoy					74.9	56.7	48.9	75.3	59.6	37.2	34.7	12.3	14.1	12.0	16.7	13.4	0.0	66.3	28.9	13.8
비중	94.2	92.1	43.2	38.4	21.0	20.7	8.6	19.3	11.0	16.0	7.0	27.0	11.2	10.9	6.4	16.5	50.4	16.3	13.9	11.1
일평균 매출액	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
B. 오프라인	0.4	0.7	9.3	26.7	39.1	48.0	111.4	121.3	134.3	90.0	187.9	88.3	150.7	156.8	240.4	188.0	37.0	319.8	500.5	735.9
% yoy	-	-	-	-	-	-	1,103.4	355.1	243.4	87.6	68.6	(27.2)	12.2	74.2	28.0	112.8	0.0	765.3	56.5	47.0
비중	5.8	7.9	56.8	61.6	79.0	79.3	91.4	80.7	89.0	84.0	93.0	73.0	88.8	89.1	93.6	83.5	49.6	83.7	86.1	88.9
매장수	2	3	34	75	112	239	415	500	562	681	769	865	890	962	1,034	1,100	75	500	865	1,100
점당 매출액	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.6	0.6	0.7
일평균 매출액	0.0	0.0	0.1	0.3	0.4	0.5	1.2	1.3	1.5	1.0	2.0	1.0	1.7	1.7	2.6	0.4	0.1	0.9	1.4	2.0

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 분할상장. 2020년 수치는 F&F 홀딩스

## < F&F 중국 매출 추이 및 전망 >

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022	2023E
오프라인 소매 매출액(환산)	78.2	96.0	222.8	242.6	268.6	180.1	375.7	176.7	73.9	639.6	1,001.1	1,471.9
오프라인 도매 매출액	39.1	48.0	111.4	121.3	134.3	90.0	187.9	88.3	37.0	319.8	500.5	735.9
qoq / yoy	46.7	22.7	132.1	8.9	10.7	- 33.0	108.6	- 53.0	-	765.3	56.5	47.0
매장수	112	239	415	500	562	681	769	865	75	500	865	1,100
점당 매출액	0.70	0.40	0.54	0.49	0.48	0.26	0.49	0.20	0.99	1.28	1.16	1.34
온라인 매출액	10.4	12.5	10.5	29.1	16.6	17.2	14.1	32.7	37.6	62.5	80.6	91.7
전체 매출액	49.5	60.5	121.9	150.4	150.9	107.2	202.0	121.0	74.5	382.3	581.1	827.6

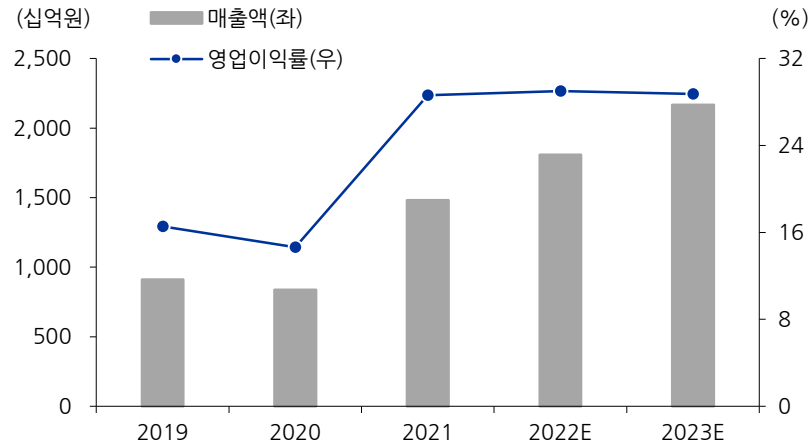
## < FILA CHINA 매출 추이 및 전망 >

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
오프라인 소매 매출액	134.0	197.0	327.7	466.7	737.0	1,400.3	2,463.2	2,936.7	3,938.9	4,040.4	4,282.8
yoy		47.0	66.4	42.4	57.9	90.0	75.9	19.2	34.1	2.6	8.7
매장수	416	519	591	802	1,086	1,652	1,951	2,006	2,054	1,984	1,974
점당 매출액	0.32	0.38	0.55	0.58	0.68	0.85	1.26	1.46	1.92	2.04	2.17

자료: 회사 자료, Bloomberg, 유진투자증권

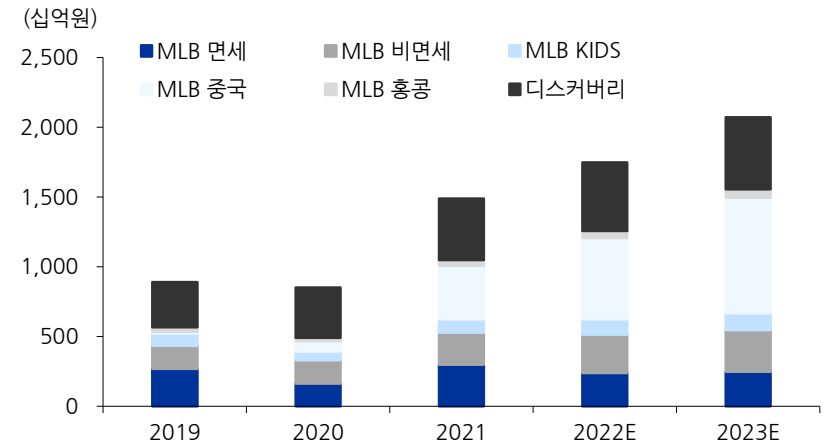
# F&F CHART

## 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



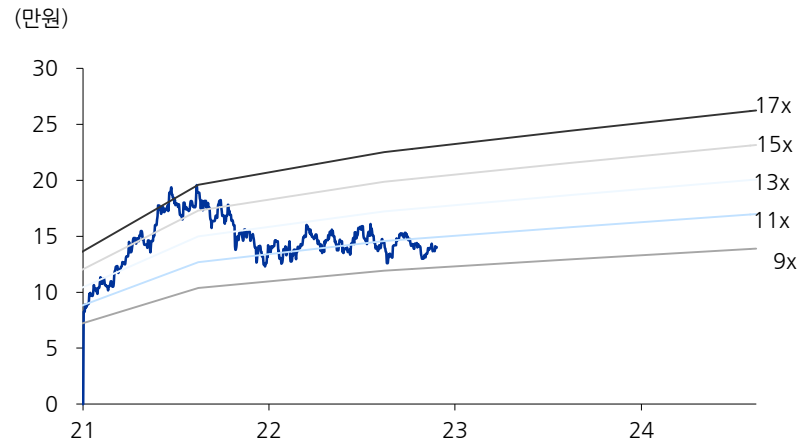
자료: 회사 자료, 유진투자증권

## 사업부 매출 추이 및 전망



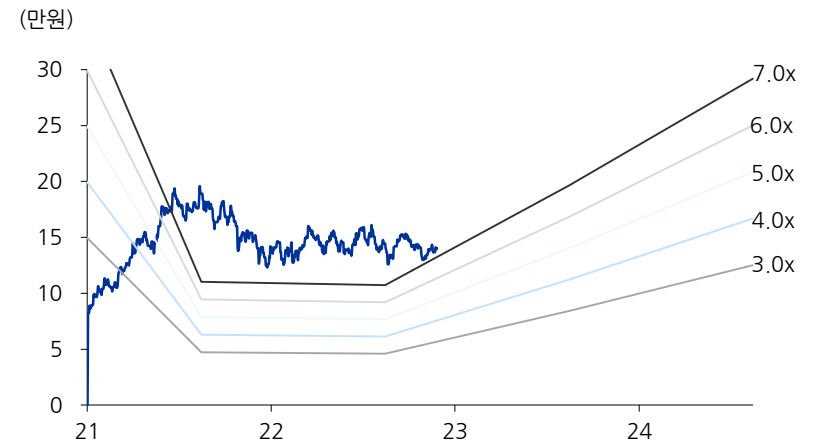
자료: 회사 자료, 유진투자증권

## PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

# F&F(383220.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>1,140.3</b>	<b>1,570.2</b>	<b>1,278.6</b>	<b>1,741.0</b>	<b>2,303.7</b>
유동자산	388.5	601.2	775.9	1,282.9	1,860.5
현금성자산	21.6	123.5	341.9	850.8	1,401.9
매출채권	118.4	160.6	148.4	159.5	169.9
재고자산	242.3	297.5	267.2	255.2	271.9
비유동자산	751.9	969.0	502.6	458.1	443.2
투자자산	663.4	758.9	322.1	306.0	308.0
유형자산	71.5	77.2	72.2	68.2	70.2
기타	17.0	132.9	108.3	83.9	65.0
<b>부채총계</b>	<b>599.1</b>	<b>627.0</b>	<b>669.8</b>	<b>644.9</b>	<b>684.9</b>
유동부채	563.7	575.9	617.8	596.7	626.5
매입채무	187.8	192.0	249.4	255.2	271.9
유동성이자부채	241.4	233.7	213.7	183.7	193.7
기타	134.6	150.2	154.7	157.8	160.9
비유동부채	35.4	51.1	52.0	48.2	58.4
비유동이자부채	29.6	27.0	27.0	22.0	32.0
기타	5.8	24.1	25.0	26.2	26.4
<b>자본총계</b>	<b>541.3</b>	<b>625.0</b>	<b>608.8</b>	<b>1,096.2</b>	<b>1,618.8</b>
자배지분	541.3	603.3	587.1	1,074.5	1,597.1
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	313.9	320.4	320.4	320.4
이익잉여금	226.0	625.4	301.1	788.5	1,311.1
기타	(2.4)	(339.7)	(38.2)	(38.2)	(38.2)
비자배지분	0.0	21.7	21.7	21.7	21.7
<b>자본총계</b>	<b>541.3</b>	<b>625.0</b>	<b>608.8</b>	<b>1,096.2</b>	<b>1,618.8</b>
총차입금	270.9	260.7	240.7	205.7	225.7
순차입금	249.4	137.2	(101.2)	(645.1)	(1,176.2)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>291.5</b>	<b>344.1</b>	<b>(169.1)</b>	<b>485.2</b>	<b>514.2</b>
당기순이익	225.8	442.7	525.7	569.8	611.9
자산상각비	28.3	80.3	39.1	30.4	25.4
기타비현금성손익	104.5	(89.2)	(839.5)	(125.8)	(116.6)
운전자본증감	(39.0)	(139.1)	105.5	10.8	(6.6)
매출채권감소(증가)	(39.6)	(23.3)	12.2	(11.0)	(10.4)
재고자산감소(증가)	(97.8)	(56.6)	30.3	12.0	(16.7)
매입채무증가(감소)	74.2	(20.0)	57.4	5.8	16.7
기타	24.1	(39.2)	5.7	4.0	3.9
<b>투자현금</b>	<b>(567.5)</b>	<b>(145.8)</b>	<b>445.3</b>	<b>130.3</b>	<b>110.1</b>
단기투자자산감소	20.8	(9.6)	23.0	1.0	0.8
장기투자증권감소	(553.7)	(12.6)	431.9	131.3	117.8
설비투자	(12.0)	(17.9)	0.0	0.0	(7.0)
유형자산처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(5.3)	(11.2)	(9.5)	(2.0)	(1.5)
<b>재무현금</b>	<b>158.4</b>	<b>(108.9)</b>	<b>(36.3)</b>	<b>(93.2)</b>	<b>(59.0)</b>
차입금증가	162.0	(51.4)	(20.0)	(30.0)	10.0
자본증가	(3.6)	(57.6)	(16.3)	(63.2)	(69.0)
배당금지급	0.0	42.1	61.0	63.2	69.0
<b>현금 증감</b>	<b>(114.5)</b>	<b>87.4</b>	<b>239.9</b>	<b>522.3</b>	<b>565.3</b>
기초현금	129.1	146	102.0	341.9	864.2
기말현금	14.6	102.0	341.9	864.2	1,429.5
Gross Cash flow	363.2	613.2	(274.7)	474.5	520.8
Gross Investment	627.4	275.4	(527.9)	(140.1)	(102.7)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(264.2)</b>	<b>337.9</b>	<b>253.2</b>	<b>614.6</b>	<b>623.5</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,089.2</b>	<b>1,808.9</b>	<b>2,167.2</b>	<b>2,328.4</b>	<b>2,480.7</b>
증가율(%)	적지	66.1	19.8	7.4	6.5
매출원가	292.8	532.7	631.7	678.5	727.8
<b>매출총이익</b>	<b>796.4</b>	<b>1,276.2</b>	<b>1,535.5</b>	<b>1,650.0</b>	<b>1,752.9</b>
판매 및 일반관리비	473.7	751.3	912.8	976.1	1,030.0
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>322.7</b>	<b>524.9</b>	<b>622.7</b>	<b>673.9</b>	<b>722.9</b>
증가율(%)	적지	62.7	18.6	8.2	7.3
<b>EBITDA</b>	<b>351.0</b>	<b>605.2</b>	<b>661.8</b>	<b>704.3</b>	<b>748.4</b>
증가율(%)	적지	72.4	9.3	6.4	6.3
<b>영업외손익</b>	<b>(8.4)</b>	<b>80.3</b>	<b>87.8</b>	<b>89.9</b>	<b>92.6</b>
이자수익	1.3	2.7	3.8	3.8	3.8
이자비용	4.7	10.5	1.5	2.0	1.7
지분법손익	(9.4)	88.9	109.7	115.2	119.8
기타영업외손익	4.5	(0.9)	(24.2)	(27.1)	(29.3)
<b>세전순이익</b>	<b>314.3</b>	<b>605.2</b>	<b>710.5</b>	<b>763.8</b>	<b>815.6</b>
증가율(%)	적지	92.5	17.4	7.5	6.8
법인세비용	88.6	162.5	184.7	194.0	203.7
<b>당기순이익</b>	<b>225.8</b>	<b>442.7</b>	<b>525.7</b>	<b>569.8</b>	<b>611.9</b>
증가율(%)	적지	96.1	18.8	8.4	7.4
지배주주지분	225.8	441.8	520.4	564.0	605.7
증가율(%)	적지	95.7	17.8	8.4	7.4
비지배지분	0.0	0.9	5.4	5.8	6.2
<b>EPS(원)</b>	<b>5,893</b>	<b>11,532</b>	<b>13,585</b>	<b>14,724</b>	<b>15,811</b>
증가율(%)	적지	95.7	17.8	8.4	7.4
수정EPS(원)	5,893	11,532	13,585	14,724	15,811
증가율(%)	적지	95.7	17.8	8.4	7.4

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,893	11,532	13,585	14,724	15,811
BPS	70,647	15,749	15,326	28,400	42,412
DPS	1,100	1,600	1,100	1,200	1,200
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	32.1	12.5	10.1	9.3	8.7
PBR	2.7	9.2	8.9	4.8	3.2
EV/EBITDA	21.3	9.4	7.8	6.5	5.4
배당수익률	0.6	1.1	0.8	0.9	0.9
PCR	19.9	9.0	n/a	11.1	10.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	29.6	29.0	28.7	28.9	29.1
EBITDA이익률	32.2	33.5	30.5	30.2	30.2
순이익률	20.7	24.5	24.3	24.5	24.7
ROE	n/a	77.2	87.4	67.3	44.7
ROIC	n/a	126.7	231.2	304.2	388.0
<b>안정성(배,%)</b>					
순차입금/자기자본	46.1	21.9	(16.6)	(59.3)	(73.1)
유동비율	68.9	104.4	125.6	217.3	301.3
이자보상배율	68.1	50.1	414.8	339.0	434.6
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	n/a	1.3	1.5	1.5	1.2
매출채권회전율	n/a	13.0	14.0	15.1	15.1
재고자산회전율	n/a	6.7	7.7	8.9	9.4
매입채무회전율	n/a	9.5	9.8	9.2	9.4

# 휠라홀딩스

(081660)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**47,000원**  
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-15.6	-0.7	10.9
절대기준(%)	-6.1	15.6	5.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	47,000	43,000	▲
영업이익(23)	423	542	▼
영업이익(24)	471	558	▼

유통/패션 이해니\_02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com

<b>현재주가(23.4.14)</b>	<b>36,000원</b>	<b>투자의견</b>	<b>BUY(유지)</b>
시가총액(십억원)	2,187	<b>목표주가(12M)</b>	<b>▲ 47,000원</b>
발행주식수(천주)	60,752		
52주 최고가(원)	40,900		
최저가(원)	26,500		
52주 일간 Beta	0.66		
60일 일평균거래대금(억원)	89		
외국인 지분율(%)	45.8		
배당수익률(2023E)(%)	3.9		
주주구성(%)			
피에몬테 (외 6인)	26.8		
국민연금공단 (외 1인)	7.7		

결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	3,794	4,222	4,195	4,394	4,575
영업이익	493	435	423	471	505
세전손익	513	453	474	536	570
당기순이익	338	468	361	408	433
EPS(원)	3,872	5,658	5,080	5,745	6,108
증감률(%)	69.2	46.1	-10.2	13.1	6.3
PER(배)	9.3	5.9	7.1	6.3	5.9
ROE(%)	16.2	19.7	16.2	16.9	15.9
PBR(배)	1.4	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.9	5.3	4.8	4.1	3.4

자료: 유진투자증권

## 1Q23E Preview: Tennis Genes

### Investment Point

- **테니스 원조 브랜드 FILA:** FILA라는 브랜드는 50년간 테니스 의류를 전개해왔다. 국내에 인수된 후 2018년까지는 트렌디한 디자인을 중심으로 매출을 발생시켜 왔었다. 작년부터는 테니스 헤리티지를 앞세워 스포츠웨어 브랜드로 전환하려는 노력 중이다. 최근 MZ세대의 취미로 테니스가 등장한 만큼 시기적으로 적기이다. 2023년 SS 시즌웨어부터는 작년 신규 영입한 디자이너가 참여를 시작했다는 점에 의미가 있다.
- **재고 소진 집중:** 글로벌 브랜드 모두가 재고 과잉에 시달리고 있다. 휠라도 마찬가지다. 22년 말 기준 재고가 전년대비 83% 증가한 1.26조원에 달한다. 특히 미국 주요 아울렛에 입점하는 방식으로 재고 해소에 나선다. 작년이 아닌 올해를 실적의 락바텀으로 보고 있다.

### 최근 실적 및 이슈

- 1Q23E 매출액 1.10조원(+2.5%, 이하 yoy), 영업이익 1,321억원(-21.7%), OPM 12.0%(-3.7%p) 전망
- 2023E 매출액 4.20조원(-0.6%, 이하 yoy), 영업이익 4,229억원(-2.8%), OPM 10.1%(-0.2%p) 예상
- 목표주가 47,000원으로 상향, 투자의견 '매수' 유지: 합산 기업 가치를 2.86조원으로 추정한다. 휠라홀딩스 기업 가치 1.21조원에 아쿠시네트 가치 1.60조원을 더한 수치이다.

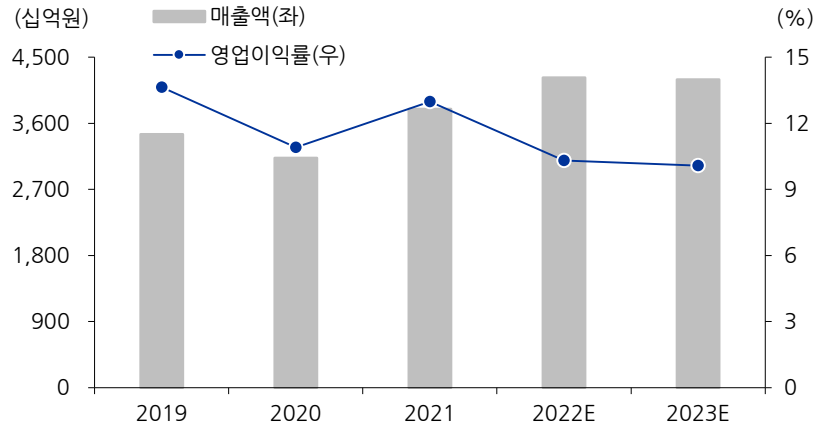
# 힐라홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	789.9	625.0	917.4	796.5	988.3	1,019.4	927.1	859.3	1,073.6	1,171.9	1,079.5	896.7	1,100.6	1,169.2	1,012.6	912.7	3,450.4	3,128.8	3,794.0	4,221.8	4,195.2
한국	121.1	130.7	111.4	119.8	122.9	122.1	101.9	132.3	116.9	110.5	103.0	99.1	111.9	107.5	104.6	114.8	573.7	482.8	479.3	429.5	438.9
중국	7.7	11.5	10.4	16.4	13.2	14.7	11.3	20.4	15.9	15.8	15.4	19.7	18.1	17.7	16.6	25.0	38.5	46.0	59.6	66.8	77.4
미국	126.8	69.5	160.3	153.4	147.3	127.4	153.8	140.1	135.3	117.8	122.4	88.2	117.8	97.3	80.8	96.7	625.5	510.0	568.6	463.7	392.6
로열티	18.8	12.2	17.2	18.4	15.2	17.2	16.2	17.4	17.4	19.7	21.5	20.8	18.7	20.3	20.9	20.5	84.1	66.5	66.1	79.4	80.4
기타	27.5	33.7	42.9	16.9	42.7	37.4	37.9	44.7	57.8	79.2	63.4	48.9	60.1	81.0	67.4	51.1	168.8	121.0	162.6	249.1	259.6
아쿠시네트	487.9	367.6	575.4	471.5	646.9	700.5	605.9	504.4	730.3	829.0	753.8	620.0	774.0	845.5	722.3	604.5	1,959.9	1,902.4	2,457.6	2,933.2	2,946.4
매출총이익	381.7	326.6	446.3	390.0	498.5	522.4	453.2	406.1	529.9	565.3	519.7	414.3	533.6	584.4	483.6	430.6	1,729.7	1,544.6	1,880.2	2,029.3	2,032.1
GPM(%)	48.3	52.3	48.6	49.0	50.4	51.3	48.9	47.3	49.4	48.2	48.1	46.2	48.5	50.0	47.8	47.2	50.1	49.4	49.6	48.1	48.4
영업이익	67.1	50.3	155.6	68.1	183.6	173.8	110.3	25.2	168.8	152.4	121.8	(7.9)	132.1	132.3	117.9	40.7	470.7	341.1	492.9	435.1	422.9
OPM(%)	8.5	8.0	17.0	8.5	18.6	17.0	11.9	2.9	15.7	13.0	11.3	(0.9)	12.0	11.3	11.6	4.5	13.6	10.9	13.0	10.3	10.1
지배순이익	33.6	39.9	59.6	5.9	85.0	90.4	53.9	5.9	76.0	74.2	59.3	134.3	87.8	97.3	82.6	41.0	266.8	139.0	235.2	343.7	308.6
NPM(%)	4.3	6.4	6.5	0.7	8.6	8.9	5.8	0.7	7.1	6.3	5.5	15.0	8.0	8.3	8.2	4.5	7.7	4.4	6.2	8.1	7.4
<% yoy>																					
매출액	(5.4)	(34.8)	5.8	0.9	25.1	63.1	1.1	7.9	8.6	15.0	16.4	4.4	2.5	(0.2)	(6.2)	1.8	16.8	(9.3)	21.3	11.3	(0.6)
한국	(8.1)	(13.6)	(21.3)	(19.8)	1.5	(6.5)	(8.5)	10.5	(4.9)	(9.6)	1.1	(25.1)	(4.3)	(2.6)	1.5	15.9	20.4	(15.8)	(0.7)	(10.4)	2.2
중국	5.3	20.0	24.2	23.7	70.8	28.4	9.2	24.1	20.1	7.3	35.9	(3.2)	13.9	12.0	7.7	26.8	65.7	19.4	29.7	12.0	15.8
미국	(19.5)	(57.9)	(8.6)	20.5	16.2	83.3	(4.0)	(8.7)	(8.1)	(7.5)	(20.4)	(37.1)	(12.9)	(17.4)	(34.0)	9.7	25.6	(18.5)	11.5	(18.4)	(15.3)
로열티	0.2	(40.6)	(23.8)	(17.6)	(19.0)	41.6	(5.4)	(5.3)	13.9	14.7	32.2	19.6	7.6	2.7	(2.5)	(1.7)	43.1	(20.9)	(0.6)	20.1	1.2
기타	(12.0)	(54.5)	115.7	(61.0)	55.2	10.9	(11.7)	163.6	35.4	111.8	67.3	9.4	4.1	2.3	6.4	4.5	68.0	(28.3)	34.4	53.2	4.2
아쿠시네트	0.0	(31.8)	15.2	8.7	32.6	90.6	5.3	7.0	12.9	18.3	24.4	22.9	6.0	2.0	(4.2)	(2.5)	9.0	(2.9)	29.2	19.3	0.4
영업이익	(42.0)	(65.3)	24.6	(20.0)	173.4	245.6	(29.1)	(63.0)	(8.0)	(12.3)	10.4	적전	(21.7)	(13.2)	(3.2)	흑전	31.8	(27.5)	44.5	(11.7)	(2.8)
지배순이익	(52.2)	(41.7)	(26.0)	(87.6)	152.8	126.6	(9.6)	0.9	(10.6)	(18.0)	10.1	2,158.0	15.5	31.1	39.4	(69.5)	85.8	(47.9)	69.2	46.1	(10.2)

자료: 회사 자료, 유진투자증권

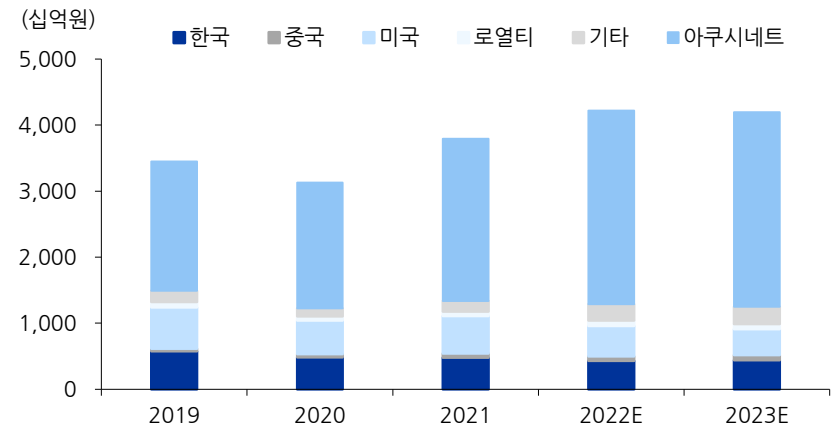
# 힐라홀딩스 CHART

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



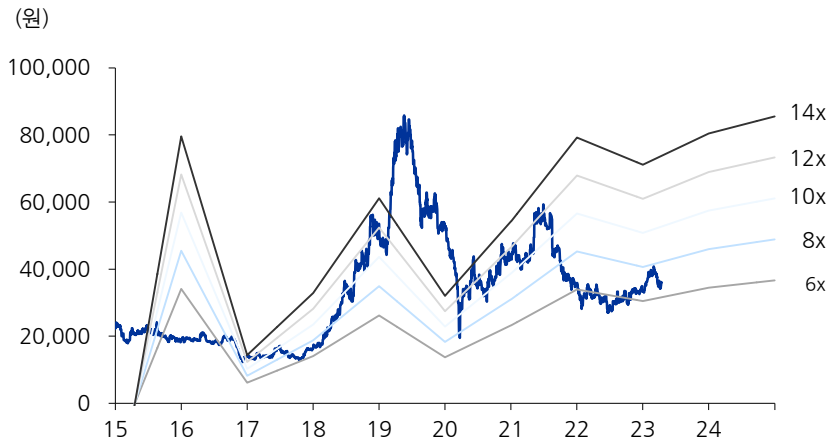
자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출 추이 및 전망



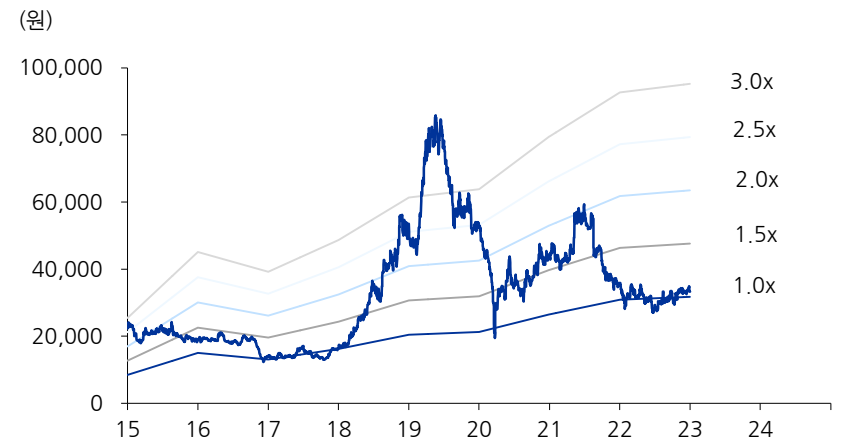
자료: 회사 자료, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

# 힐라홀딩스(081660.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>4,288.9</b>	<b>4,821.8</b>	<b>4,850.2</b>	<b>5,007.5</b>	<b>5,202.5</b>
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,387.5	2,583.8	2,811.7
현금성자산	709.9	429.5	803.3	1,015.2	1,231.3
매출채권	471.2	480.8	471.2	481.5	501.3
재고자산	757.8	1,290.5	1,022.9	999.1	990.1
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,462.7	2,423.7	2,390.8
투자자산	276.7	287.7	283.4	296.8	309.0
유형자산	418.2	499.8	464.5	437.8	418.0
기타	1,552.8	1,740.9	1,714.8	1,689.1	1,663.8
<b>부채총계</b>	<b>1,982.4</b>	<b>2,247.2</b>	<b>2,223.6</b>	<b>2,116.9</b>	<b>2,031.9</b>
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,096.4	1,049.4	1,014.5
매입채무	566.3	554.9	574.7	601.9	626.7
유동성이자부채	326.9	427.3	411.3	392.3	371.3
기타	158.2	110.5	110.5	55.2	16.6
비유동부채	931.0	1,154.6	1,127.1	1,067.5	1,017.4
비유동이자부채	505.8	882.2	852.2	833.2	804.2
기타	425.2	272.4	275.0	234.3	213.2
<b>자본총계</b>	<b>2,306.5</b>	<b>2,574.6</b>	<b>2,626.6</b>	<b>2,890.6</b>	<b>3,170.6</b>
자배지분	1,610.9	1,876.6	1,928.6	2,192.6	2,472.6
자본금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
자본잉여금	108.1	53.2	53.2	53.2	53.2
이익잉여금	1,406.0	1,649.9	1,863.6	2,127.6	2,407.5
기타	35.7	112.3	(49.4)	(49.4)	(49.4)
비자배지분	695.5	698.0	698.0	698.0	698.0
<b>자본총계</b>	<b>2,306.5</b>	<b>2,574.6</b>	<b>2,626.6</b>	<b>2,890.6</b>	<b>3,170.6</b>
총차입금	832.7	1,309.5	1,263.5	1,225.5	1,175.5
순차입금	122.8	880.0	460.2	210.3	(55.8)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>524.6</b>	<b>(138.7)</b>	<b>488.0</b>	<b>325.2</b>	<b>338.6</b>
당기순이익	337.8	467.5	360.5	407.7	433.5
자산상각비	99.2	112.5	124.4	118.3	113.8
기타비현금성손익	(92.0)	(92.9)	(420.6)	(325.7)	(321.9)
운전자본증감	4.4	(602.9)	299.4	(12.5)	(25.7)
매출채권감소(증가)	52.6	(25.2)	9.6	(10.3)	(19.8)
재고자산감소(증가)	(114.9)	(524.2)	267.6	23.8	9.0
매입채무증가(감소)	74.4	5.0	19.8	27.2	24.8
기타	(7.7)	(58.5)	2.5	(53.2)	(39.7)
<b>투자현금</b>	<b>(39.6)</b>	<b>(202.8)</b>	<b>1.2</b>	<b>(9.3)</b>	<b>(10.4)</b>
단기투자자산감소	0.0	0.0	10.3	12.3	12.6
장기투자증권감소	0.0	0.0	53.8	44.3	45.6
설비투자	(50.2)	(85.4)	(62.9)	(65.9)	(68.6)
유형자산처분	0.6	6.2	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(6.5)	(122.9)	0.0	0.0	0.0
<b>재무현금</b>	<b>(297.2)</b>	<b>29.4</b>	<b>(111.0)</b>	<b>(104.1)</b>	<b>(112.1)</b>
차입금증가	(196.3)	417.9	(16.0)	(19.0)	(21.0)
자본증가	(41.9)	(146.2)	(95.0)	(85.1)	(91.1)
배당금지급	41.9	146.2	95.0	85.1	91.1
<b>현금 증감</b>	<b>228.6</b>	<b>(291.8)</b>	<b>378.2</b>	<b>211.9</b>	<b>216.1</b>
기초현금	470.6	699.2	407.4	785.6	997.5
기말현금	699.2	407.4	785.6	997.5	1,213.6
Gross Cash flow	462.5	611.5	188.6	337.7	364.3
Gross Investment	35.2	805.7	(290.3)	34.0	48.7
<b>Free Cash Flow</b>	<b>427.3</b>	<b>(194.2)</b>	<b>478.9</b>	<b>303.6</b>	<b>315.6</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>3,794.0</b>	<b>4,221.8</b>	<b>4,195.2</b>	<b>4,393.6</b>	<b>4,574.6</b>
증가율(%)	21.3	11.3	(0.6)	4.7	4.1
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,163.0	2,260.9	2,344.9
<b>매출총이익</b>	<b>1,880.3</b>	<b>2,029.3</b>	<b>2,032.1</b>	<b>2,132.6</b>	<b>2,229.7</b>
판매 및 일반관리비	1,387.4	1,594.2	1,609.2	1,661.3	1,725.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	<b>492.9</b>	<b>435.1</b>	<b>422.9</b>	<b>471.4</b>	<b>504.5</b>
증가율(%)	44.5	(11.7)	(2.8)	11.5	7.0
<b>EBITDA</b>	<b>592.1</b>	<b>547.5</b>	<b>547.3</b>	<b>589.7</b>	<b>618.3</b>
증가율(%)	34.1	(7.5)	(0.0)	7.7	4.8
<b>영업외손익</b>	<b>19.9</b>	<b>18.1</b>	<b>51.4</b>	<b>65.1</b>	<b>65.8</b>
이자수익	2.3	5.9	2.2	2.3	2.2
이자비용	23.0	35.0	32.6	34.5	38.7
지분법손익	48.6	45.6	50.1	52.9	53.4
기타영업외손익	(7.9)	1.5	31.7	44.4	48.9
<b>세전순이익</b>	<b>512.8</b>	<b>453.1</b>	<b>474.4</b>	<b>536.4</b>	<b>570.4</b>
증가율(%)	50.9	(11.6)	4.7	13.1	6.3
법인세비용	175.0	(14.4)	113.8	128.7	136.9
<b>당기순이익</b>	<b>337.8</b>	<b>467.5</b>	<b>360.5</b>	<b>407.7</b>	<b>433.5</b>
증가율(%)	70.8	38.4	(22.9)	13.1	6.3
지배주주지분	235.2	343.7	308.6	349.0	371.1
증가율(%)	69.2	46.1	(10.2)	13.1	6.3
비지배지분	102.6	123.8	51.9	58.7	62.4
<b>EPS(원)</b>	<b>3,872</b>	<b>5,658</b>	<b>5,080</b>	<b>5,745</b>	<b>6,108</b>
증가율(%)	69.2	46.1	(10.2)	13.1	6.3
수정EPS(원)	3,872	5,658	5,080	5,745	6,108
증가율(%)	69.2	46.1	(10.2)	13.1	6.3

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,872	5,658	5,080	5,745	6,108
BPS	26,517	30,889	31,746	36,091	40,699
DPS	1,000	1,580	1,400	1,500	1,800
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	9.3	5.9	6.8	6.0	5.6
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0	0.8
EV/ EBITDA	3.9	5.3	4.6	3.9	3.3
배당수익률	2.8	4.8	4.1	4.4	5.2
PCR	4.7	3.3	11.1	6.2	5.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	13.0	10.3	10.1	10.7	11.0
EBITDA이익률	15.6	13.0	13.0	13.4	13.5
순이익률	8.9	11.1	8.6	9.3	9.5
ROE	16.2	19.7	16.2	16.9	15.9
ROIC	14.2	11.4	10.4	12.3	13.2
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	5.3	34.2	17.5	7.3	(1.8)
유동비율	194.1	209.9	217.7	246.2	277.1
이자보상배율	21.4	12.4	13.0	13.7	13.0
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	7.7	8.9	8.8	9.2	9.3
재고자산회전율	5.5	4.1	3.6	4.3	4.6
매입채무회전율	7.6	7.5	7.4	7.5	7.4



# 영원무역 (111770)

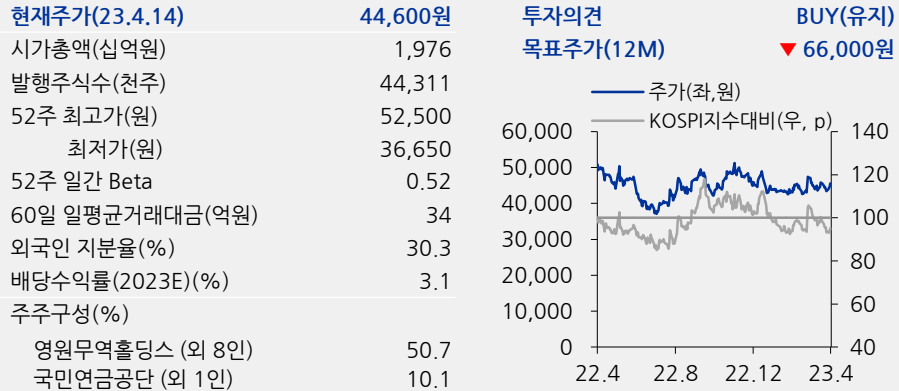
투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**66,000원**  
(하향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-12.2	-14.2	-6.9
절대기준(%)	-2.7	2.1	-12.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	66,000	70,000	▼
영업이익(23)	679	679	-
영업이익(24)	699	699	-

유통/패션 이해니\_02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com



결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	2,793	3,911	3,852	3,991	4,095
영업이익	443	823	679	699	714
세전손익	451	882	691	713	730
당기순이익	334	743	539	556	569
EPS(원)	6,727	15,222	11,040	11,398	11,665
증감률(%)	101.9	126.3	-27.5	3.2	2.3
PER(배)	6.5	3.1	4.0	3.9	3.8
ROE(%)	14.7	26.8	16.5	15.2	13.7
PBR(배)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	2.7	1.6	1.2	0.7	0.1

자료: 유진투자증권

## 1Q23E Preview: 모범생이 갖는 부담

### Investment Point

- **기저 부담이 존재하는 OEM:** 당사의 OEM 사업부문은 2021년 2분기부터 평균 40%에 달하는 성장을 시현했다. 작년 하반기부터 시작되 재고 과잉은 당사의 바이어(노스페이스, 룰루레몬, 파타고니아, 앵겔버트 스트라우스)도 빚겨가지 않았다. 올해는 실적 기대치를 다소 낮춰 보아야 한다. 다만 재고 소진이 진행되고 소비 심리가 돌아섰을 때, 회복 탄력성이 가장 좋은 브랜드들을 바이어로 가지고 있다.
- **Scott:** 1분기 Scott 매출액은 2,950억원(+1.6% yoy)을 추정한다. 유럽의 친환경 기조와 동행한다. 코로나 기간의 E-bike 매출 호조는 다소 무뎠지만, 외출에 따른 MTB 매출이 늘어날 것으로 본다.

### 최근 실적 및 이슈

- 1Q23E 매출액 7,411억원(-3.3%, 이하 yoy), 영업이익 1,349억원(-7.6%), OPM 18.2%(-1.2%p) 전망
- 2023E 매출액 3.85조원(-1.5%, 이하 yoy), 영업이익 6,788억원(-17.5%), OPM 17.6%(-3.4%p) 예상
- 목표주가 66,000원으로 하향, 투자의견 '매수' 유지: 12MF FWD EPS 11,278원, PER Target PER 5.9배를 적용했다.

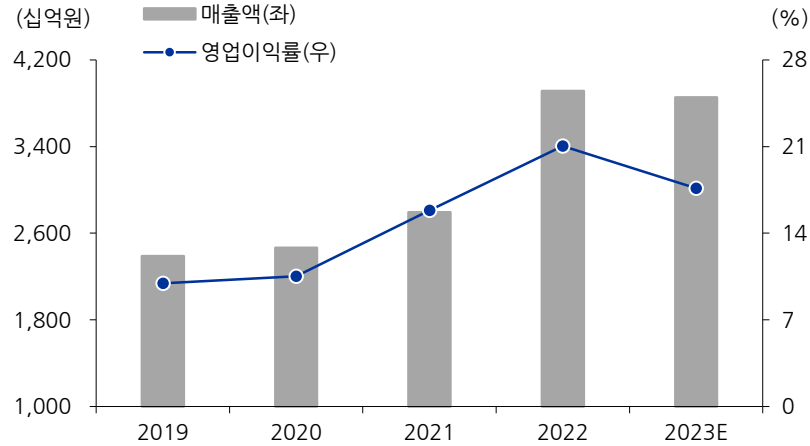
# 영원무역 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	529.0	545.5	807.6	584.2	568.2	677.7	795.2	751.5	766.4	945.6	1,162.3	1,036.7	741.1	924.9	1,176.5	1,009.8	2,388.3	2,466.4	2,792.5	3,911.0	3,852.3
OEM	269.2	260.1	463.0	276.8	257.1	333.3	513.3	480.4	433.8	570.1	744.6	598.0	403.3	521.1	734.4	564.0	1,503.0	1,269.1	1,584.1	2,346.5	2,222.8
Scott	231.2	260.3	302.2	255.4	274.5	315.9	237.5	225.6	290.5	337.4	385.3	384.4	295.0	362.8	407.8	390.6	792.7	1,049.0	1,053.5	1,397.5	1,456.2
영업이익	50.6	51.7	109.0	48.3	74.0	104.9	140.3	123.3	145.9	208.1	275.9	193.1	134.9	178.0	219.2	146.7	237.6	259.7	442.5	823.0	678.8
OEM	38.2	34.6	69.4	27.2	36.7	75.6	122.5	93.7	104.5	162.2	185.9	130.4	86.0	115.5	162.4	123.5	193.5	169.5	328.5	583.0	487.4
Scott	12.9	20.2	40.1	18.6	37.4	31.1	18.3	18.7	41.3	45.9	90.0	62.8	48.8	62.5	56.8	23.2	44.7	91.8	105.4	240.0	191.3
OPM(%)	9.6	9.5	13.5	8.3	13.0	15.5	17.6	16.4	19.0	22.0	23.7	18.6	18.2	19.2	18.6	14.5	10.0	10.5	15.8	21.0	17.6
OEM	14.2	13.3	15.0	9.8	14.3	22.7	23.9	19.5	24.1	28.5	25.0	21.8	21.3	22.2	22.1	21.9	12.9	13.4	20.7	24.8	21.9
Scott	5.6	7.8	13.3	7.3	13.6	9.8	7.7	8.3	14.2	13.6	23.4	16.3	16.5	17.2	13.9	5.9	5.6	8.8	10.0	17.2	13.1
지배순이익	42.4	29.2	72.2	3.9	49.3	62.0	115.4	71.5	98.8	171.0	226.5	178.2	94.5	135.9	172.8	85.9	166.3	147.7	298.1	674.5	489.2
NPM(%)	8.0	5.3	8.9	0.7	8.7	9.1	14.5	9.5	12.9	18.1	19.5	17.2	12.8	14.7	14.7	8.5	7.0	6.0	10.7	17.2	12.7
<% yoy>																					
매출액	9.7	(18.6)	18.3	5.5	7.4	24.2	(1.5)	28.6	34.9	39.5	46.2	37.9	(3.3)	(2.2)	1.2	(2.6)	13.7	3.3	13.2	40.1	(1.5)
OEM	(1.0)	(34.0)	4.6	(29.8)	(4.5)	28.2	10.8	73.6	68.7	71.0	45.1	24.5	(7.0)	(8.6)	(1.4)	(5.7)	17.5	(15.6)	24.8	48.1	(5.3)
Scott	25.8	5.5	47.3	62.5	18.8	21.4	(21.4)	(11.7)	5.8	6.8	62.2	70.4	1.6	7.5	5.9	1.6	6.0	32.3	0.4	32.7	4.2
영업이익	20.3	(42.7)	54.6	39.0	46.2	102.8	28.7	155.1	97.2	98.3	96.7	56.6	(7.6)	(14.5)	(20.5)	(24.0)	18.2	9.3	70.4	86.0	(17.5)
OEM	9.6	(48.8)	14.8	(10.7)	(3.8)	118.1	76.5	243.7	184.6	114.7	51.8	39.2	(17.7)	(28.8)	(12.7)	(5.2)	16.6	(12.4)	93.8	77.5	(16.4)
Scott	65.1	2.0	300.3	163.1	190.6	53.5	(54.5)	0.7	10.5	47.9	392.5	235.5	18.1	36.0	(36.8)	(63.1)	15.0	105.3	14.9	127.6	(20.3)
지배순이익	38.3	(56.1)	46.8	(80.4)	16.3	112.3	59.8	1,721.6	100.5	176.1	96.3	149.3	(4.3)	(20.5)	(23.7)	(51.8)	47.1	(11.2)	101.9	126.3	(27.5)
<재고>																					
재고자산	750.9	791.7	515.7	497.8	591.9	671.3	621.5	644.0	770.3	913.0	974.9	983.9									
yoy	21.2	25.1	(7.7)	(7.9)	(21.2)	(15.2)	20.5	29.4	30.1	36.0	56.9	52.8									
회전율	41.7	33.7	70.8	54.6	47.2	52.8	79.4	75.9	61.4	67.7	78.9	61.1									
회전일수	218.2	269.9	129.9	168.4	190.7	172.4	115.9	121.2	146.7	134.3	116.6	150.7									

자료: 회사 자료, 유진투자증권

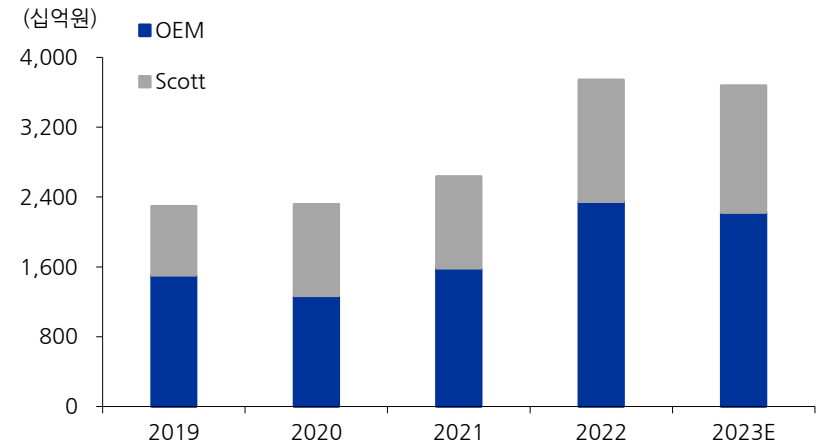
# 영원무역 CHART

## 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



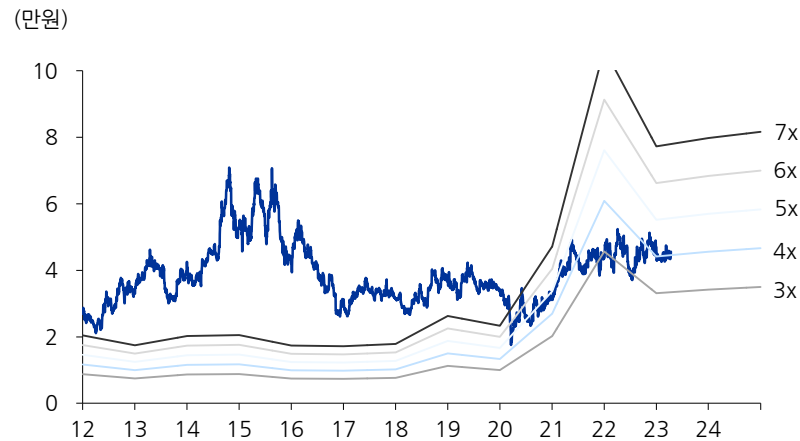
자료: 회사 자료, 유진투자증권

## 사업부 매출 추이 및 전망



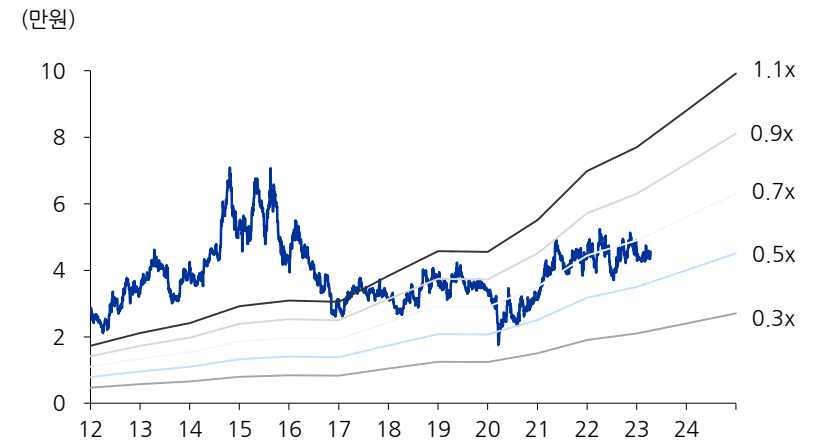
자료: 회사 자료, 유진투자증권

## PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

# 영원무역(111770.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,547.6	4,513.6	4,746.3	5,149.4	5,585.4
유동자산	2,044.8	2,821.4	3,125.4	3,565.4	4,038.7
현금성자산	862.8	1,145.4	1,602.1	1,993.1	2,429.7
매출채권	400.0	528.7	517.2	535.8	549.7
재고자산	644.0	983.9	844.3	874.7	897.5
비유동자산	1,502.9	1,692.2	1,620.9	1,584.0	1,546.7
투자자산	640.6	800.5	808.6	837.7	859.5
유형자산	694.1	712.9	632.0	563.4	501.4
기타	168.2	178.8	180.3	182.9	185.8
부채총계	1,113.4	1,399.3	1,344.1	1,304.2	1,289.7
유동부채	525.2	822.7	754.0	783.5	796.8
매입채무	316.5	422.0	348.3	371.8	381.4
유동성이자부채	115.3	280.3	285.3	285.3	285.1
기타	93.4	120.5	120.5	126.5	130.3
비유동부채	588.2	576.6	590.1	520.7	492.9
비유동이자부채	243.9	233.2	243.2	243.2	243.2
기타	344.2	343.4	346.9	277.5	249.7
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,402.2	3,845.2	4,295.6
자배지분	2,218.9	2,814.5	3,102.4	3,545.4	3,995.9
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	410.5	410.5	410.5	410.5	410.5
이익잉여금	1,633.0	2,263.7	2,685.7	3,128.8	3,579.2
기타	153.3	118.2	(15.9)	(15.9)	(15.9)
비자배지분	215.3	299.8	299.8	299.8	299.8
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,402.2	3,845.2	4,295.6
총차입금	359.3	513.5	528.5	528.5	528.3
순차입금	(503.5)	(632.0)	(1,073.7)	(1,464.6)	(1,901.5)

현금흐름표 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	287.4	458.8	525.3	466.6	508.7
당기순이익	334.3	743.2	538.6	556.1	569.1
자산상각비	86.6	93.0	95.4	86.0	77.4
기타비현금성손익	140.3	170.3	(498.4)	(539.0)	(536.0)
운전자본증감	(173.4)	(419.0)	79.1	(19.5)	(23.2)
매출채권감소(증가)	(11.8)	(120.2)	11.6	(18.6)	(13.9)
재고자산감소(증가)	(108.8)	(359.6)	139.6	(30.4)	(22.7)
매입채무증가(감소)	50.1	94.3	(73.7)	23.5	9.7
기타	(102.9)	(33.5)	1.6	6.0	3.8
투자현금	(211.6)	(389.5)	(6.5)	27.4	24.1
단기투자자산감소	(79.1)	(209.3)	22.3	63.2	53.9
장기투자증권감소	0.3	(45.7)	(12.7)	(15.8)	(11.6)
설비투자	(129.2)	(145.6)	(7.7)	(10.0)	(8.2)
유형자산처분	16.1	34.5	0.4	0.0	0.2
무형자산처분	(12.8)	(8.2)	(8.7)	(10.0)	(10.3)
재무현금	(104.4)	90.5	(62.1)	(62.0)	(66.7)
차입금증가	(82.8)	136.2	5.0	0.0	(0.2)
자본증가	(21.9)	(43.9)	(67.1)	(62.0)	(66.5)
배당금지급	21.9	43.9	67.1	62.0	66.5
현금증감	(23.1)	94.2	456.7	431.9	466.1
기초현금	664.9	641.8	735.9	1,192.6	1,624.6
기말현금	641.8	735.9	1,192.6	1,624.6	2,090.7
Gross Cash flow	561.2	1,006.5	446.2	486.1	531.9
Gross Investment	305.9	599.1	(50.3)	55.3	53.1
Free Cash Flow	255.3	407.3	496.5	430.8	478.8

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,792.5	3,911.0	3,852.3	3,991.0	4,094.7
증가율(%)	13.2	40.1	(1.5)	3.6	2.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,629.6	2,732.3	2,802.2
매출총이익	827.6	1,316.6	1,222.7	1,258.6	1,292.6
판매 및 일반관리비	385.1	493.6	544.0	559.6	578.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	442.5	823.0	678.8	699.1	714.4
증가율(%)	70.4	86.0	(17.5)	3.0	2.2
EBITDA	529.1	916.1	774.2	785.0	791.8
증가율(%)	54.0	73.1	(15.5)	1.4	0.9
영업외손익	8.7	58.7	11.8	13.9	15.3
이자수익	7.0	13.2	22.9	24.5	24.2
이자비용	21.4	20.2	37.8	40.0	39.6
지분법손익	0.1	0.8	0.7	0.8	0.9
기타영업외손익	23.1	64.9	26.0	28.6	29.8
세전순이익	451.3	881.8	690.5	712.9	729.6
증가율(%)	80.9	95.4	(21.7)	3.2	2.3
법인세비용	116.9	138.6	151.9	156.8	160.5
당기순이익	334.3	743.2	538.6	556.1	569.1
증가율(%)	83.3	122.3	(27.5)	3.2	2.3
지배주주지분	298.1	674.5	489.2	505.1	516.9
증가율(%)	101.9	126.3	(27.5)	3.2	2.3
비지배지분	36.2	68.6	49.4	51.0	52.2
EPS(원)	6,727	15,222	11,040	11,398	11,665
증가율(%)	101.9	126.3	(27.5)	3.2	2.3
수정EPS(원)	6,727	15,222	11,040	11,398	11,665
증가율(%)	101.9	126.3	(27.5)	3.2	2.3

주요투자지표	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,727	15,222	11,040	11,398	11,665
BPS	50,076	63,517	70,014	80,012	90,177
DPS	1,000	1,530	1,400	1,500	1,600
밸류에이션(배, %)					
PER	6.5	3.1	3.9	3.8	3.7
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	2.7	1.6	1.1	0.6	0.0
배당수익률	2.3	3.3	3.2	3.5	3.7
PCR	3.4	2.1	4.3	4.0	3.6
수익성(%)					
영업이익률	15.8	21.0	17.6	17.5	17.4
EBITDA이익률	18.9	23.4	20.1	19.7	19.3
순이익률	12.0	19.0	14.0	13.9	13.9
ROE	14.7	26.8	16.5	15.2	13.7
ROIC	22.4	37.8	27.1	28.9	29.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(20.7)	(20.3)	(31.6)	(38.1)	(44.3)
유동비율	389.3	343.0	414.5	455.1	506.9
이자보상배율	20.6	40.8	18.0	17.5	18.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	7.5	8.4	7.4	7.6	7.5
재고자산회전율	4.9	4.8	4.2	4.6	4.6
매입채무회전율	9.8	10.6	10.0	11.1	10.9

# 한세실업

(105630)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**20,000원**  
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-5.7	1.4	-33.5
절대기준(%)	3.8	17.6	-38.9
	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	20,000	20,000	-
영업이익(23)	153	177	▼
영업이익(24)	166	172	▼

유통/패션 이해니\_02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com

<b>현재주가(23.4.14)</b>	<b>17,110원</b>	<b>투자의견</b>	<b>BUY(유지)</b>
시가총액(십억원)	684	<b>목표주가(12M)</b>	<b>20,000원</b>
발행주식수(천주)	40,000		
52주 최고가(원)	28,700		
최저가(원)	13,100		
52주 일간 Beta	1.20		
60일 일평균거래대금(억원)	39		
외국인 지분율(%)	10.9		
배당수익률(2023E)(%)	7.3		
주주구성(%)			
한세에스24홀딩스 (외 10인)	56.6		
국민연금공단 (외 1인)	9.9		

결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	1,672	2,205	2,151	2,239	2,335
영업이익	107	180	153	166	178
세전손익	98	130	125	134	157
당기순이익	67	86	98	105	123
EPS(원)	1,684	2,141	2,438	2,617	3,066
증감률(%)	92.0	27.2	13.9	7.3	17.2
PER(배)	13.0	7.2	7.0	6.5	5.6
ROE(%)	15.2	17.1	17.0	16.5	17.7
PBR(배)	1.9	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	10.4	4.5	5.1	4.6	4.0

자료: 유진투자증권

## 1Q23E Preview: 미국 재고 소진 First

### Investment Point

- 여전히 많은 미국 리테일러/의류 기업 재고: 높은 비중을 차지하는 고객들의 재고가 여전히 많다. 유통 기업(Walmart, Target, KOHL's) 뿐만 아니라 의류 기업(Gap, Ralph Lauren, Undre Amour 등)까지 재고의 절대금액 자체가 높다. 재고 증감율은 전년동기대비 유통 바이어 +25%, 의류 바이어는 +24% 수준이다. 재고 증감 속도는 그쳤으나 절대 금액 자체는 의류 생산을 시작하기에는 부담스러운 수준이다.
- 하반기 수주 기대 + 부담 없는 밸류에이션: 유통 바이어의 재고 상승은 아직 상승 중이고, 의류 바이어의 재고는 하락하는 흐름을 보인다. 하반기 의류 바이어들의 수주를 기대해 볼 수 있다. 현재 주가 PER 기준 6.7배이다. 2010년 PER 7.6배 수준에도 미치지 못 한다.

### 최근 실적 및 이슈

- 1Q23E 매출액 4,651조원(-20.0%, 이하 yoy), 영업이익 232억원(-52.7%), OPM 12.0%(-3.4%p) 전망
- 2023E 매출액 2.15조원(-2.4%, 이하 yoy), 영업이익 1,527억원(-15.0%), OPM 7.1%(-1.0%p) 예상
- 목표주가 20,000원 유지, 투자의견 '매수' 유지: 12MF FWD EPS 2,557원, PER Target PER 7.7배를 적용했다.

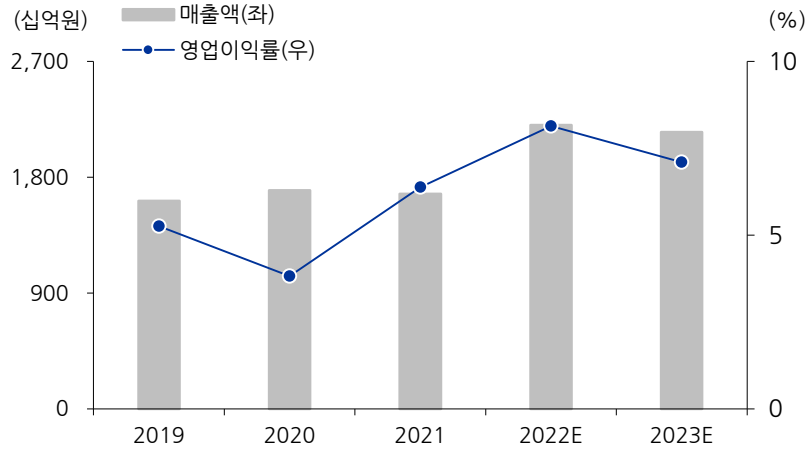
# 한세실업 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	394.1	453.6	636.1	214.5	375.6	411.3	416.3	468.8	581.2	610.6	588.3	424.6	465.1	547.0	640.0	498.8	1,615.0	1,698.3	1,672.0	2,204.8	2,150.9
매출액(달러)	329.8	371.7	535.4	192.1	337.1	366.8	359.1	396.2	482.1	484.5	449.1	319.3	364.5	417.5	484.9	383.7	1,385.5	1,439.1	1,460.3	1,722.5	1,727.6
매출총이익	75.6	72.8	117.1	(45.3)	64.9	67.5	53.0	67.3	90.4	93.9	103.6	48.3	63.7	71.9	109.5	85.3	239.4	220.3	252.6	336.3	330.3
GPM	19.2	16.1	18.4	(21.1)	17.3	16.4	12.7	14.3	15.6	15.4	17.6	11.4	13.7	13.1	17.1	17.1	14.8	13.0	15.1	15.3	15.4
판관비	70.4	74.3	66.7	(56.0)	35.4	36.7	35.1	38.8	41.4	38.3	38.1	38.9	40.5	39.7	50.9	46.5	154.5	155.4	146.0	156.7	177.6
판관비율	17.9	16.4	10.5	(26.1)	9.4	8.9	8.4	8.3	7.1	6.3	6.5	9.2	8.7	7.3	8.0	9.3	9.6	9.2	8.7	7.1	8.3
영업이익	5.2	(1.5)	50.4	10.8	29.5	30.8	17.9	28.5	49.0	55.6	65.6	9.4	23.2	32.2	58.6	38.7	84.9	64.9	106.7	179.6	152.7
OPM(%)	1.3	(0.3)	7.9	5.0	7.8	7.5	4.3	6.1	8.4	9.1	11.1	2.2	5.0	5.9	9.2	7.8	5.3	3.8	6.4	8.1	7.1
지배순이익	(15.9)	8.7	42.2	0.03	21.6	30.3	(2.7)	18.2	31.4	24.5	29.4	0.4	5.0	24.3	34.0	34.3	(0.2)	35.1	67.3	85.6	97.5
NPM(%)	(4.0)	1.9	6.6	0.01	5.7	7.4	(0.6)	3.9	5.4	4.0	5.0	0.1	1.1	4.4	5.3	6.9	(0.0)	2.1	4.0	3.9	4.5
< % yoy >																					
매출액	(6.8)	5.6	11.1	12.8	(4.7)	(9.3)	(34.6)	118.6	54.7	48.5	41.3	(9.4)	(20.0)	(10.4)	8.8	17.5	(5.7)	5.2	(1.5)	31.9	(2.4)
매출액(달러)	(12.2)	0.9	11.6	18.8	2.2	(1.3)	(32.9)	106.2	43.0	32.1	25.1	(19.4)	(24.4)	(13.8)	8.0	20.2	(11.0)	3.9	1.5	18.0	0.3
영업이익	1.9	적전	29.0	(50.2)	465.8	흑전	(64.4)	164.9	66.1	80.5	265.9	(66.9)	(52.7)	(42.1)	(10.6)	310.4	119.8	(23.6)	64.5	68.3	(15.0)
순이익	적전	31.5	123.0	흑전	흑전	246.7	적전	64,115	45.3	(19.0)	흑전	(97.9)	(84.1)	(1.1)	15.7	8,944.1	적지	흑전	92.0	27.2	13.9

자료: 회사 자료, 유진투자증권

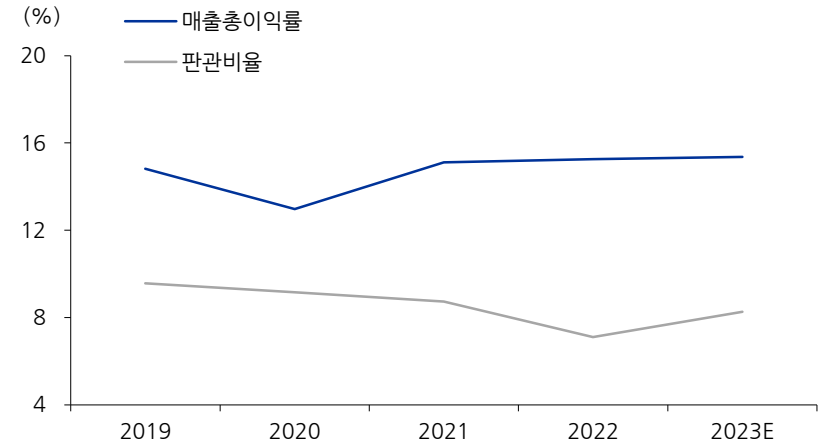
# 한세실업 CHART

## 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



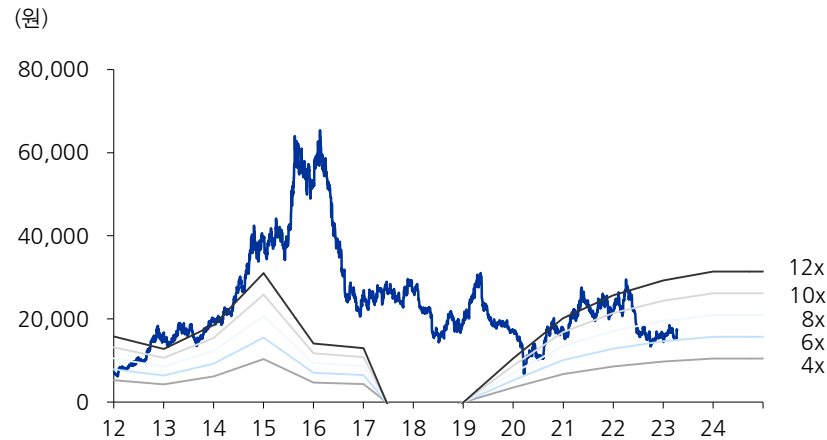
자료: 회사 자료, 유진투자증권

## 매출총이익률, 판관비율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

## PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

## PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

# 한세실업(105630.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>194,512</b>	<b>209,344</b>	<b>214,935</b>	<b>221,884</b>	<b>229,627</b>
유동자산	76,083	83,686	84,572	86,709	89,551
현금성자산	55,603	62,575	62,044	63,255	65,445
매출채권	6,893	7,279	7,550	7,889	8,126
재고자산	11,664	11,334	12,456	13,016	13,407
비유동자산	118,429	125,658	130,363	135,175	140,076
투자자산	80,331	85,888	89,375	93,004	96,781
유형자산	32,832	34,092	34,720	35,448	36,223
기타	5,266	5,678	6,268	6,722	7,072
<b>부채총계</b>	<b>118,146</b>	<b>133,003</b>	<b>134,170</b>	<b>135,473</b>	<b>136,571</b>
유동부채	53,314	59,460	60,214	61,089	61,741
매입채무	14,505	15,773	16,392	17,129	17,643
유동성이자부채	28,492	30,126	30,126	30,126	30,126
기타	10,317	13,560	13,696	13,833	13,971
비유동부채	64,832	73,544	73,956	74,385	74,831
비유동이자부채	53,834	62,597	62,597	62,597	62,597
기타	10,999	10,947	11,359	11,787	12,234
<b>자본총계</b>	<b>76,366</b>	<b>76,341</b>	<b>80,766</b>	<b>86,411</b>	<b>93,056</b>
자배지분	70,066	69,481	73,905	79,550	86,195
자본금	1,489	1,489	1,489	1,489	1,489
자본잉여금	4,197	4,190	4,190	4,190	4,190
이익잉여금	68,250	68,912	73,336	78,981	85,626
기타	(3,870)	(5,110)	(5,110)	(5,110)	(5,110)
비자배지분	6,300	6,860	6,860	6,860	6,860
<b>자본총계</b>	<b>76,366</b>	<b>76,341</b>	<b>80,766</b>	<b>86,411</b>	<b>93,056</b>
총차입금	82,325	92,724	92,724	92,724	92,724
순차입금	26,723	30,149	30,680	29,468	27,279

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>(153.9)</b>	<b>196.7</b>	<b>93.9</b>	<b>150.6</b>	<b>142.1</b>
당기순이익	67.3	85.6	97.5	104.7	122.7
자산상각비	29.6	32.8	40.3	37.3	35.1
기타비현금성손익	(23.4)	(50.9)	(181.2)	(184.6)	(208.7)
운전자본증감	(285.9)	48.2	(60.0)	12.1	8.4
매출채권감소(증가)	(116.9)	58.0	(57.1)	2.6	2.8
재고자산감소(증가)	(172.0)	83.3	(44.6)	(2.2)	(2.5)
매입채무증가(감소)	16.6	(14.6)	41.7	4.3	4.7
기타	(13.6)	(78.4)	0.0	7.4	3.3
<b>투자현금</b>	<b>(4.2)</b>	<b>(36.1)</b>	<b>(41.8)</b>	<b>(54.4)</b>	<b>(45.3)</b>
단기투자자산감소	29.6	(5.2)	(21.5)	(24.7)	(14.0)
장기투자증권감소	(9.5)	3.8	6.5	(5.0)	(5.7)
설비투자	(24.4)	(27.4)	(26.8)	(24.6)	(25.7)
유형자산처분	1.0	1.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>재무현금</b>	<b>81.3</b>	<b>(10.7)</b>	<b>(19.6)</b>	<b>(81.0)</b>	<b>(76.0)</b>
차입금증가	101.0	8.9	0.0	(31.0)	(16.0)
자본증가	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(50.0)	(60.0)
배당금지급	19.6	19.6	19.6	50.0	60.0
<b>현금 증감</b>	<b>(75.4)</b>	<b>151.8</b>	<b>32.4</b>	<b>15.2</b>	<b>20.7</b>
기초현금	96.7	21.3	173.1	205.6	220.7
기말현금	21.3	173.1	205.6	220.7	241.5
Gross Cash flow	99.9	133.1	153.8	138.4	133.7
Gross Investment	319.6	(17.3)	80.3	17.5	23.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(219.8)</b>	<b>150.4</b>	<b>73.6</b>	<b>120.9</b>	<b>110.7</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>105,746</b>	<b>103,998</b>	<b>117,250</b>	<b>122,526</b>	<b>126,202</b>
증가율(%)	9.2	(1.7)	12.7	4.5	3.0
매출원가	88,091	85,516	95,168	99,140	101,736
<b>매출총이익</b>	<b>17,655</b>	<b>18,482</b>	<b>22,081</b>	<b>23,385</b>	<b>24,466</b>
판매 및 일반관리비	14,050	16,087	15,033	15,898	16,375
기타영업손익	10	15	(7)	6	3
<b>영업이익</b>	<b>3,606</b>	<b>2,395</b>	<b>7,048</b>	<b>7,487</b>	<b>8,090</b>
증가율(%)	48.9	(33.6)	194.3	6.2	8.1
<b>EBITDA</b>	<b>7,437</b>	<b>6,580</b>	<b>11,574</b>	<b>12,206</b>	<b>12,977</b>
증가율(%)	20.3	(11.5)	75.9	5.5	6.3
<b>영업외손익</b>	<b>558</b>	<b>(301)</b>	<b>320</b>	<b>250</b>	<b>1,000</b>
이자수익	545	433	442	531	548
이자비용	317	362	473	473	473
지분법손익	543	162	465	465	465
기타영업외손익	(213)	(534)	(114)	(273)	(460)
<b>세전순이익</b>	<b>4,164</b>	<b>2,093</b>	<b>7,368</b>	<b>7,737</b>	<b>9,090</b>
증가율(%)	64.6	(49.7)	252.0	5.0	17.5
법인세비용	978	169	1,759	1,795	2,096
<b>당기순이익</b>	<b>3,186</b>	<b>1,925</b>	<b>5,609</b>	<b>5,942</b>	<b>6,995</b>
증가율(%)	93.7	(39.6)	191.5	5.9	17.7
지배주주지분	2,980	1,424	5,210	5,645	6,645
증가율(%)	97.6	(52.2)	265.8	8.3	17.7
비지배지분	206	500	399	297	350
<b>EPS(원)</b>	<b>13,947</b>	<b>6,667</b>	<b>24,384</b>	<b>26,420</b>	<b>31,099</b>
증가율(%)	101.3	(52.2)	265.8	8.3	17.7
수정EPS(원)	13,947	6,667	24,384	26,420	31,099
증가율(%)	101.3	(52.2)	265.8	8.3	17.7

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,684	2,141	2,438	2,617	3,066
BPS	11,610	13,427	15,220	16,586	18,153
DPS	500	500	1,250	1,500	1,800
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	13.0	7.2	6.6	6.2	5.3
PBR	1.9	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	10.4	4.5	4.9	4.4	3.9
배당수익률	2.3	3.2	7.7	9.3	11.1
PCR	8.8	4.6	4.2	4.7	4.8
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	6.4	8.1	7.1	7.4	7.6
EBITDA이익률	8.2	9.6	9.0	9.1	9.1
순이익률	4.0	3.9	4.5	4.7	5.3
ROE	15.2	17.1	17.0	16.5	17.7
ROIC	10.1	16.0	16.8	17.9	19.6
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	115.8	63.1	50.3	36.4	24.2
유동비율	120.0	124.4	136.9	143.8	149.1
이자보상배율	14.3	11.3	4.5	4.7	5.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	1.5	1.8	1.7	1.7	1.7
매출채권회전율	8.0	9.9	10.4	9.6	10.1
재고자산회전율	5.5	6.3	6.5	6.3	6.5
매입채무회전율	22.6	29.5	25.2	20.7	20.7



# 화승엔터 프라이즈

(241590)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

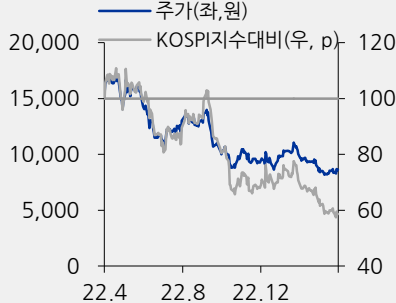
목표주가  
**12,000원**  
(하향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-7.6	-31.9	-39.3
절대기준(%)	1.9	-15.7	-44.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	12,000	14,000	▼
영업이익(23)	50	115	▼
영업이익(24)	73	131	▼

유통/패션 이해니\_02)368-6155\_hnlee@eugenefn.com

<b>현재주가(23.4.14)</b>	<b>8,640원</b>	<b>투자의견</b>	<b>BUY(유지)</b>
시가총액(십억원)	523	<b>목표주가(12M)</b>	<b>▼ 12,000원</b>
발행주식수(천주)	60,589		
52주 최고가(원)	17,300		
최저가(원)	8,060		
52주 일간 Beta	1.40		
60일 일평균거래대금(억원)	20		
외국인 지분율(%)	3.3		
배당수익률(2023E)(%)	0.5		
주주구성(%)			
화승인더스트리 (외 6인)	72.0		
국민연금공단 (외 1인)	8.6		



결산기(12월)(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	1,139	1,654	1,743	1,848	1,999
영업이익	7	53	50	73	85
세전손익	2	6	57	73	103
당기순이익	-7	-8	44	58	85
EPS(원)	-108	-165	660	867	1,267
증감률(%)	적전	na	흑전	31.3	46.2
PER(배)	na	na	13.1	10.0	6.8
ROE(%)	-1.2	-1.9	8.5	12.1	15.5
PBR(배)	1.9	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	19.2	7.4	6.7	5.0	4.1

자료: 유진투자증권

## 1Q23E Preview: 넘어야 할 산들

### Investment Point

- **전방 시장 부진은 넘어야 할 산:** 당사의 주요 고객인 아디다스의 재고 과잉이 여전하다. 올해 초 판매를 중단한 칸예의 이지부스트 라인의 재고만 해도 약 1조원이 남아있다. 당사가 생산하는 카테고리가 아닌 것은 다행이다. 그러나 재고 해소가 지속되며 신제품 생산이 지연되고 있다는 점이 당사 실적에도 영향을 미친다. 아디다스의 신제품은 3분기 중 출시 예정이며 생산은 빠르면 5월말로 추정한다.
- **전통적 비수기 영향 감안 필요:** 1분기는 OEM의 계절적 비수기이다. 생산 국가의 명절(중국의 춘절, 베트남의 쯏) 영향으로 생산 일수가 적기 때문이다. 당분기는 오더 수준도 낮고 제품 믹스 개선도 일어나지 않아 실적에 대한 기대를 줄일 필요가 있다.

### 최근 실적 및 이슈

- 1Q23E 매출액 3,267억원(-13.2%, 이하 yoy), 영업손실 21억원(적전), OPM -0.6%(-2.4%p) 전망
- 2023E 매출액 1.74조원(+5.4%, 이하 yoy), 영업이익 497억원(-5.8%), OPM 2.9%(-0.3%p) 예상
- 목표주가 12,000원으로 하향, 투자의견 '매수' 유지: 12MF FWD EPS 7,987원, PER Target PER 15배를 적용했다.

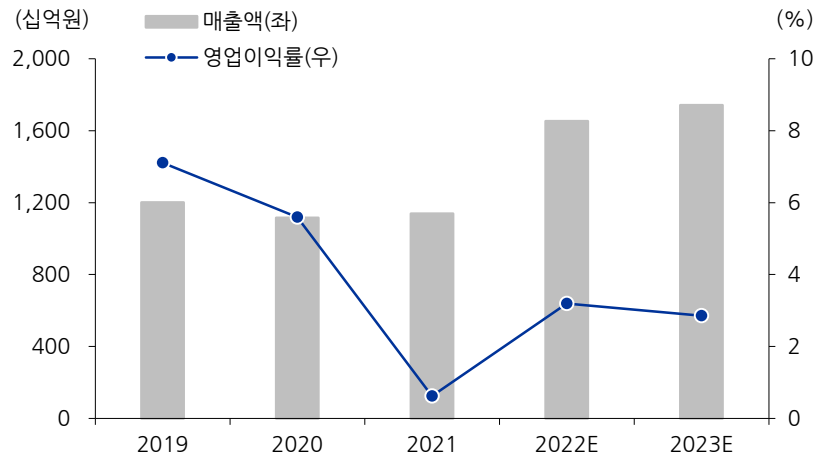
# 화승엔터프라이즈 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	284.4	306.3	228.3	296.7	303.1	303.8	194.9	336.8	376.3	452.4	439.2	386.2	326.7	404.0	483.6	528.2	1,201.6	1,115.8	1,138.6	1,654.0	1,742.5
OEM_신발	265.1	301.3	227.9	280.8	283.8	262.0	185.4	315.2	323.3	389.3	430.6	354.3	276.2	352.0	467.9	484.3	1,145.9	1,075.1	1,046.4	1,497.5	1,580.4
유통	19.3	4.9	0.4	15.9	19.3	41.8	9.5	21.6	53.1	63.0	8.5	31.9	50.6	52.0	15.6	44.0	55.7	40.6	92.1	156.5	162.2
매출총이익	45.6	33.2	32.5	48.5	39.7	38.9	6.8	31.1	40.6	61.0	53.1	44.5	34.9	53.7	57.5	59.8	184.2	159.9	116.5	199.2	205.9
GPM(%)	16.0	10.9	14.2	16.4	13.1	12.8	3.5	9.2	10.8	13.5	12.1	11.5	10.7	13.3	11.9	11.3	15.3	14.3	10.2	12.0	11.8
영업이익	18.2	11.7	9.0	23.6	11.1	12.0	(17.6)	1.6	6.9	26.1	15.5	4.3	(2.1)	12.5	17.9	21.4	85.4	62.5	7.1	52.8	49.7
OPM(%)	6.4	3.8	3.9	8.0	3.7	4.0	(9.0)	0.5	1.8	5.8	3.5	1.1	(0.6)	3.1	3.7	4.1	7.1	5.6	0.6	3.2	2.9
순이익	(6.0)	18.9	4.6	22.6	4.4	9.7	(15.7)	(4.9)	3.5	12.4	4.4	(30.3)	(1.6)	10.8	14.7	16.1	62.4	40.1	(6.5)	(10.0)	40.0
NPM(%)	(2.1)	6.2	2.0	7.6	1.4	3.2	(8.0)	(1.5)	0.9	2.7	1.0	(7.8)	(0.5)	2.7	3.0	3.0	5.2	3.6	(0.6)	(0.6)	2.3
<yoy>																					
매출액	22.3	3.9	(24.1)	(20.5)	6.6	(0.8)	(14.7)	13.5	24.2	48.9	125.4	14.7	(13.2)	(10.7)	10.1	36.8	36.7	(7.1)	2.0	45.3	5.4
OEM_신발	22.4	10.6	(23.3)	(21.9)	7.1	(13.1)	(18.7)	12.2	13.9	48.6	132.3	12.4	(14.6)	(9.6)	8.7	36.7	33.1	(6.2)	(2.7)	43.1	5.5
유통	19.9	(77.9)	(88.1)	15.8	(0.3)	747.1	2,137.6	35.7	175.2	50.9	(9.8)	47.4	(4.7)	(17.5)	83.2	37.9	209.1	(27.1)	126.8	69.9	3.6
영업이익	98.1	(32.7)	(64.1)	(30.2)	(38.9)	2.8	적전	(93.1)	(38.1)	117.5	흑전	163.4	적전	(52.3)	15.4	399.2	112.0	(26.9)	(88.6)	643.8	(5.8)
순이익	적전	43.0	(74.2)	(9.7)	흑전	(48.8)	적전	적전	(20.1)	27.6	흑전	적지	적전	(12.6)	233.5	흑전	263.5	(35.8)	적전	적지	흑전
<달러기준>																					
원달러 환율	1,195	1,220	1,188	1,116	1,114	1,121	1,159	1,183	1,205	1,261	1,340	1,330	1,276	1,310	1,320	1,300	1,166	1,180	1,145	1,280	1,245
매출액	238.0	251.0	192.2	265.8	272.1	270.9	168.1	284.6	312.2	358.7	327.7	290.3	256.1	308.4	366.3	406.3	1,030.8	945.5	994.4	1,292.2	1,399.6
OEM_신발	221.9	247.0	191.8	251.5	254.7	233.6	159.9	266.3	268.2	308.7	321.3	266.4	216.5	268.7	354.5	372.5	983.0	911.1	913.9	1,169.9	1,269.4
<yoy>																					
원달러 환율	6.2	4.7	(0.4)	(5.1)	(6.7)	(8.1)	(2.4)	6.0	8.2	12.5	15.6	12.4	5.9	3.9	(1.5)	(2.3)	5.9	1.2	(3.0)	11.8	(2.7)
매출액	15.1	(0.7)	(23.7)	(16.3)	14.3	7.9	(12.5)	7.1	14.8	32.4	94.9	2.0	(18.0)	(14.0)	11.8	39.9	29.0	(8.3)	5.2	30.0	8.3
OEM_신발	15.3	5.7	(23.0)	(17.8)	14.8	(5.4)	(16.6)	5.9	5.3	32.1	100.9	0.0	(19.3)	(13.0)	10.3	39.8	25.6	(7.3)	0.3	28.0	8.5

자료: 회사 자료, 유진투자증권

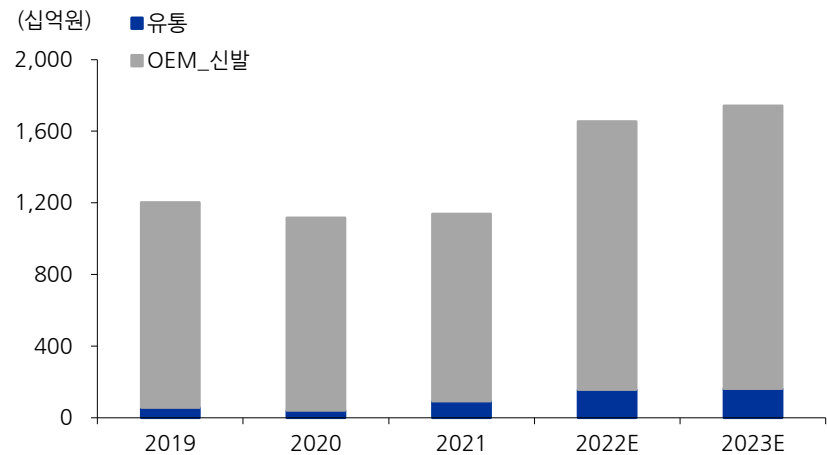
# 화승엔터프라이즈 CHART

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



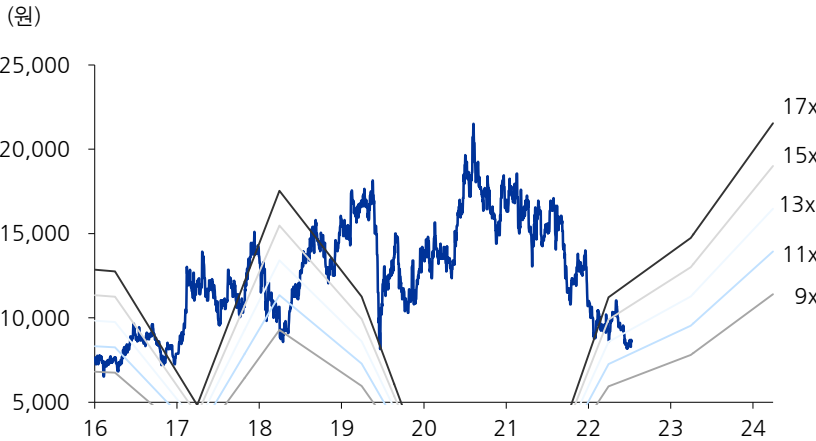
자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출 추이 및 전망



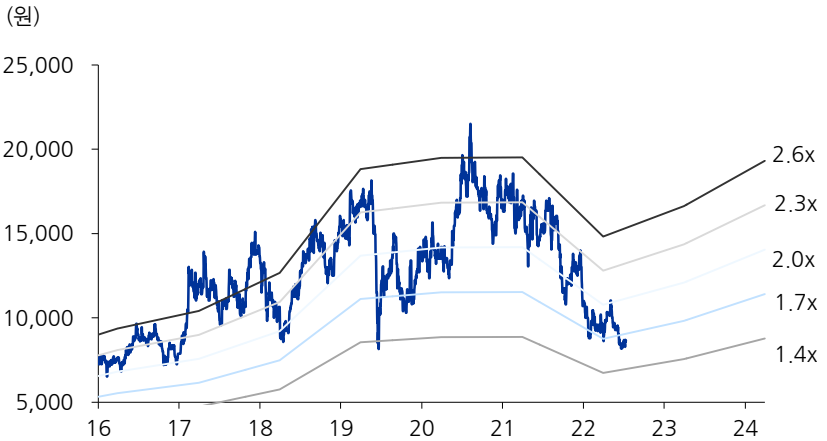
자료: 회사 자료, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

#

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율			당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		1%

(2023.03.31 기준)

