

패션

4Q23 Preview: 천천히



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



CONTENTS

01/	산업분석	03
02/	기업분석	17



01

산업분석

4Q23E 산업분석



4분기 패션 실적: OEM > 브랜드

브랜드

1) 글로벌 패션 트렌드

- 패스트패션을 넘어서 리얼타임패션 유행
- 한국은 익일배송, 무료배송, 중저가 가격 가진 로컬 패션 앱 존재하므로 타국가만큼의 침투 가능성은 낮음

2) SPA 브랜드의 조용한 부활

- vs. 고물가에 따른 소비 위축 여파로 저렴한 의류에 대한 수요 상승
- 올드머니 트렌드로 로고리스 선호 현상 증가. 국내 로고플레이 브랜드 매출 감소

3) 의류 지출액 백화점, 대형마트 소폭 하락

- 4분기(10~11월) 백화점 의류 총매출액 전년대비 -0.3% 기록
- 동기간 대형마트 의류 총매출액 전년대비 -1.3% 기록

OEM

1) 미국 도매 재고 수요는 안정적 추세 돌입

- 도매 재고 수요는 소매보다 선행하여 증가
- 미국 소매 의류 판매액 +4.3%, 재고액 +0.3% 기록
- 미국 도매 의류 판매액 -12.8%, 재고액 -23.3% 기록

2) 마트, 의류 브랜드 재고는 느리게 감소 중

- 마트와 의류 브랜드 재고 yoy 감소하나 여전히 높은 수준
- 마트 판매액 +3.6%, 재고액 -4.4% 기록
- 의류 브랜드 판매액 +6.8%, 재고액 +10.8% 기록



패션 4분기 Preview

Top pick: 한세실업

(원, 십억원, %)		☆ 한세실업	화승엔터프라이즈	영원무역	F&F	힐라홀딩스
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		30,000	11,000	70,000	110,000	45,000
4Q23	매출액	360	395	860	637	743
	영업이익	15	12	124	169	(16)
	영업이익률	4.2	3.1	14.4	26.6	(2.2)
2023E	매출액	1,714	1,283	3,707	2,033	3,988
	영업이익	156	17	681	577	329
	영업이익률	9.1	1.3	18.4	28.4	8.2

자료: 유진투자증권

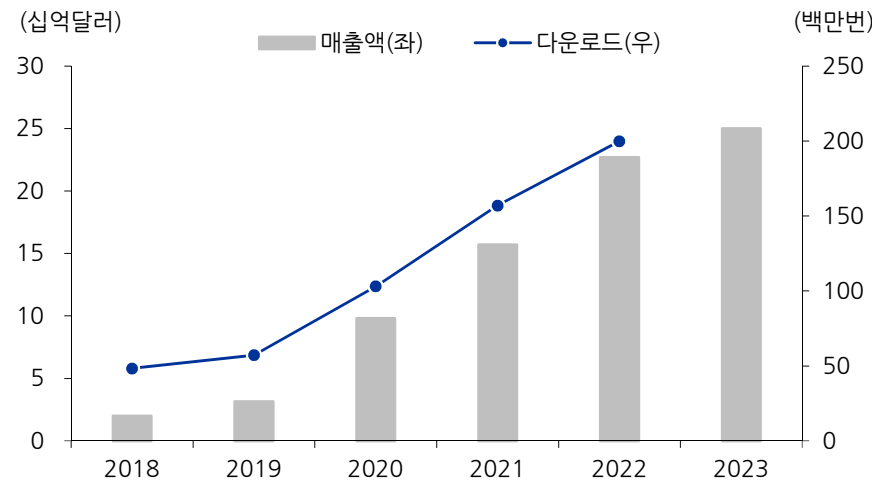


브랜드: 글로벌 패션 트렌드

패스트패션을 넘어선 리얼타임패션 유행

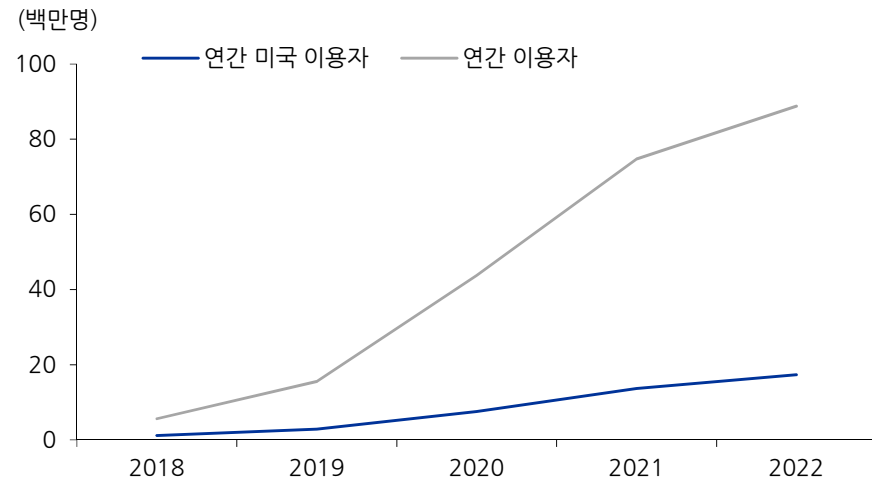
- 쉬인: 디자인, 생산, 유통까지 3주 이하로 소요되는 리얼타임패션 기업. 온라인 베이스 회사로 150개 이상의 국가에 서비스 제공 중
- 경쟁력은 1) 저렴한 가격(광저우 의류 도매 시장, 의류 공장을 통해 낮은 비용으로 생산 및 유통 가능), 2) AI 예측 모델 활용하여 최신 트렌드 반영한 빠른 제품 생산 주기 보유(1년간 31만여개 의류 생산)
- 기업가치는 660억달러(23년 5월 기준)로 평가되는 중. 미국 IPO 예정이나 중국 사이버공간관리국의 사이버 보안 조사 영향으로 잠시 연기
- 한국에는 익일배송, 무료배송, 중저가 가격으로 무장한 로컬 패션 앱들이 있기 때문에 타국가만큼의 침투 가능성은 낮다고 판단

쉬인 매출액 및 다운로드수 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

쉬인 연간 이용자, 미국 이용자 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

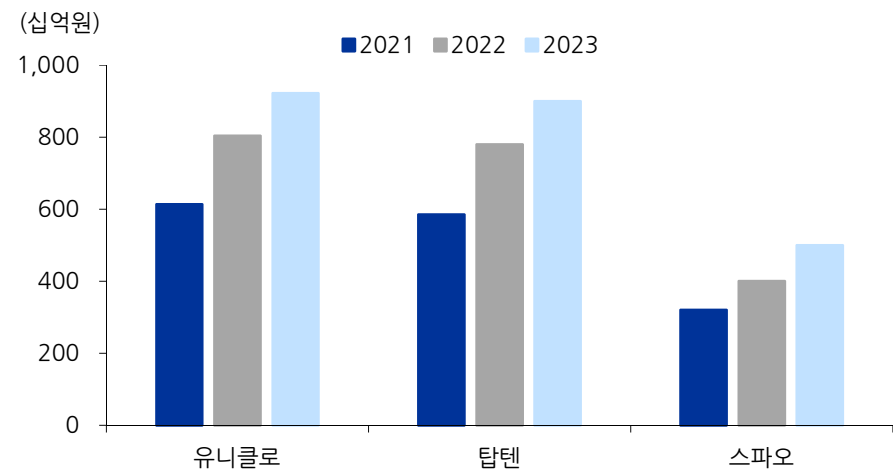


브랜드: 국내 패션 트렌드

SPA 브랜드의 조용한 부활

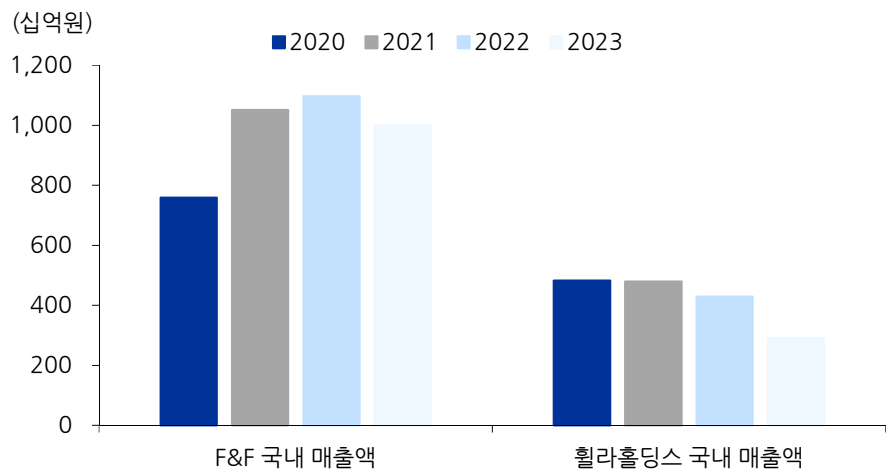
- 고물가에 따른 소비 위축 여파로 저렴한 의류에 대한 수요 상승
- 올드머니 트렌드 여파로 로고리스(Logoless) 선호 현상 증가. 국내 로고플레이 브랜드 매출 감소
- 유니클로 2023년(2022.09~2023.08) 매출액 9,219억원으로 전년대비 31% 성장 기록 예상, 일본 불매 운동에서 벗어나는 모습
- 탑텐(신성통상) 2023년 매출액 9,000억원 기록, 스파오(이랜드월드) 2023년 매출액 5,000억원 예상

SPA 브랜드 국내 매출액 추이



자료: 언론 자료, 유진투자증권

국내 대표 로고플레이 의류 브랜드 매출액 추이



자료: 회사 자료, 유진투자증권

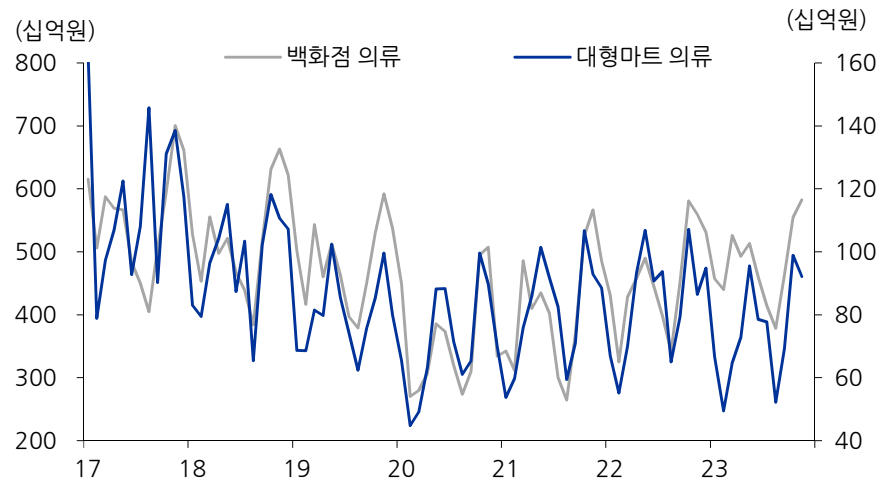


브랜드: 국내 소비 현황_채널별 총매출액

주요 유통 채널 의류 지출액은 백화점, 대형마트 소폭 하락

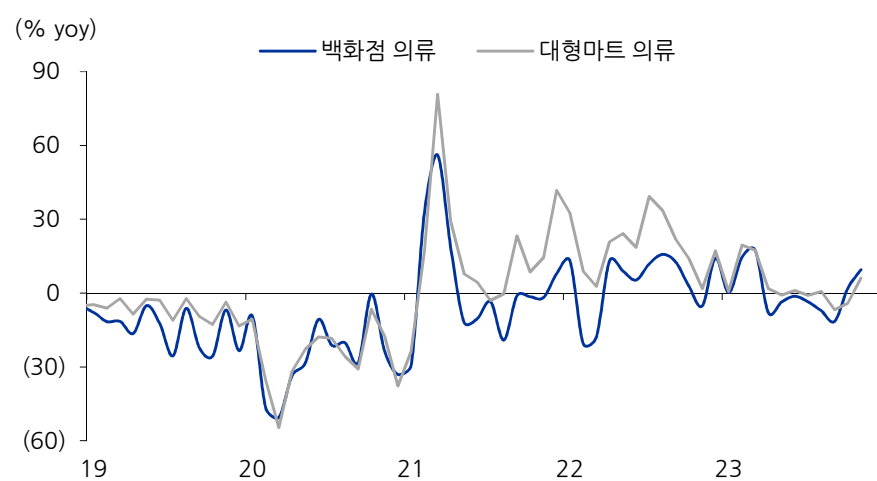
- 4분기(10~11월) 백화점 의류 총매출액 1,136.8조원으로 전년대비 -0.3% 기록
- 4분기(10~11월) 대형마트 의류 총매출액 191.1조원으로 전년대비 -1.3% 기록
- 의류/잡화 가격 상승을 반영하지 못 하고 10~11월 누적 매출 역신장 기록, 12월 매출은 소폭 신장했을 것으로 예상

백화점/대형마트 의류 총매출액 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

백화점/대형마트 의류 매출 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

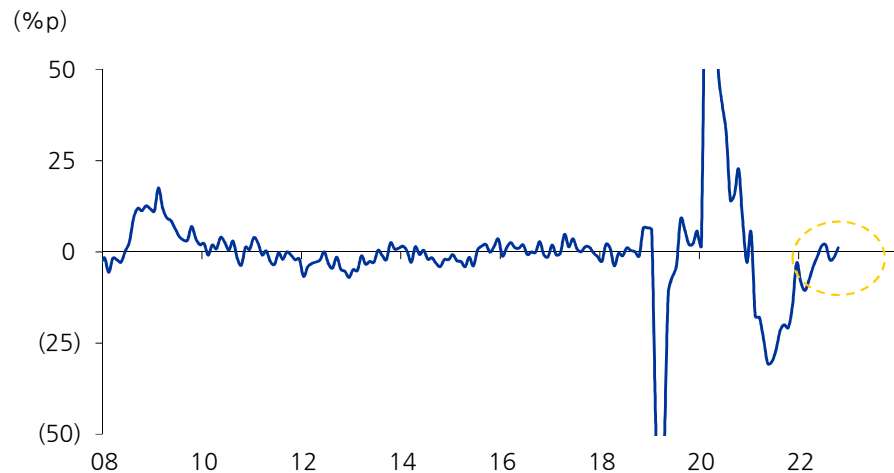


OEM: 미국 도소매 판매액 및 재고액

미국 도매 재고 수요는 안정적 추세 돌입

- 도매 재고 수요가 소매 재고 수요보다 선행하여 반응하고 있는 점 긍정적
- 미국 소매 의류 판매액 증감율은 +4.3%, 재고액 증감율은 +0.3% 기록
- 미국 도매 의류 판매액 증감율은 -12.8%, 재고액 증감율은 -23.3% 기록

소매 의류 재고 수요



자료: Bloomberg, 유진투자증권/ 주: (소매 의류 판매 증감율 - 소매 의류 재고 증감율)

도매 의류 재고 수요

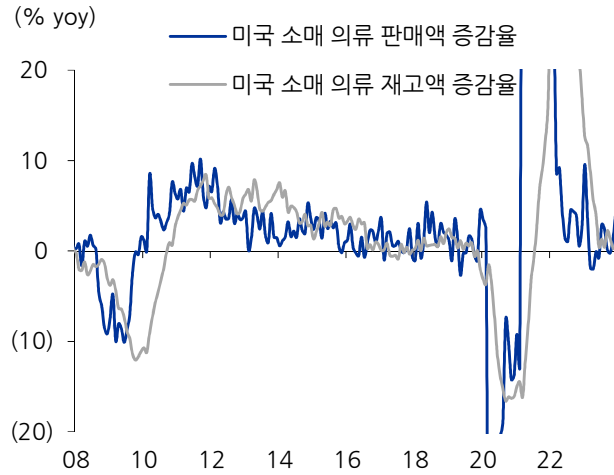


자료: Bloomberg, 유진투자증권/ 주: (도매 의류 판매 증감율 - 도매 의류 재고 증감율)



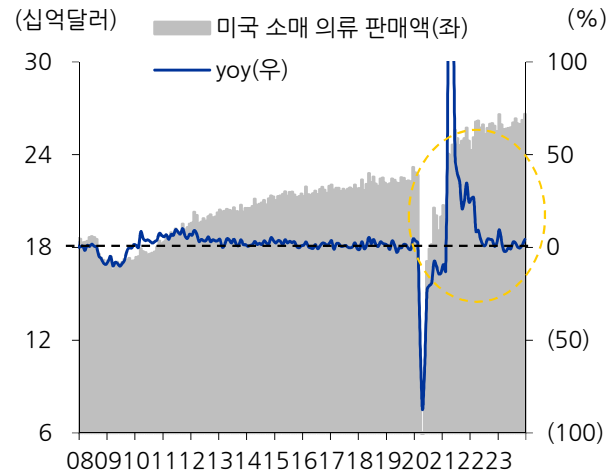
미국 도소매 판매액 및 재고액 CHART

미국 소매 의류 판매액, 재고액 증감율 추이



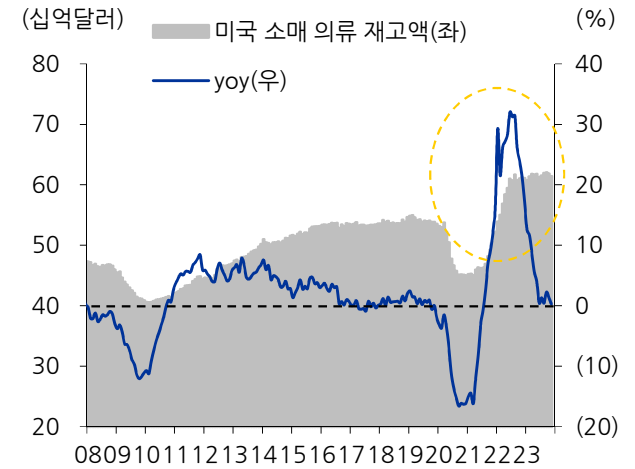
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 소매 의류 판매액 및 증감율 추이



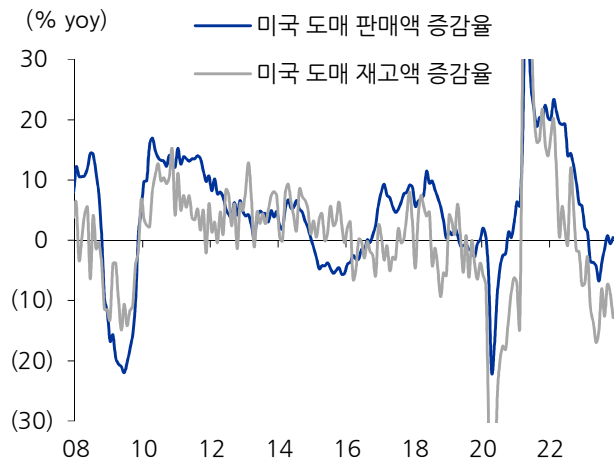
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 소매 의류 재고액 및 증감율 추이



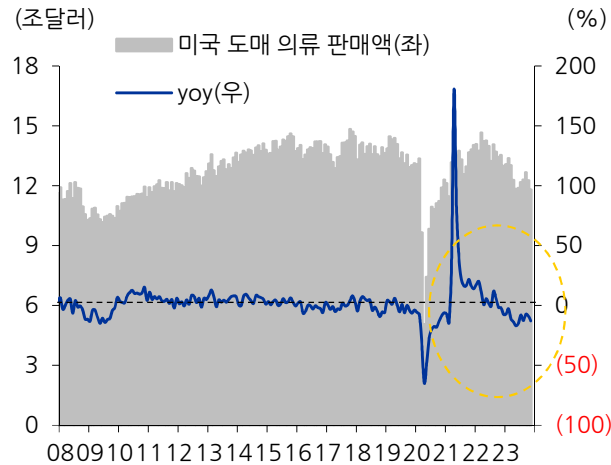
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 도매 의류 판매액, 재고액 증감율 추이



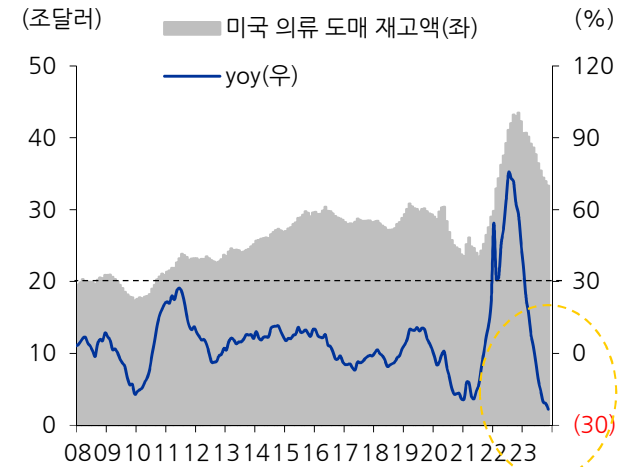
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 도매 의류 판매액 및 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 도매 의류 재고액 및 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권



Buyer & OEM MATCHING

Buyer \ OEM		의류					신발			
		한세실업	영원무역	Makalot	Eclat	Shenzhou	화승엔터프라이즈	Pouchen	Yueyuen	Feng Tay
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

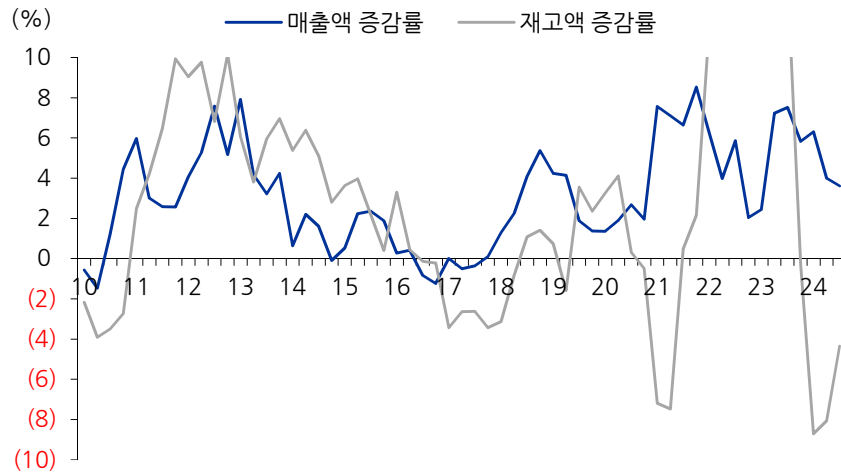


OEM: 마트, 의류 브랜드 매출액 및 재고액

마트, 의류 브랜드 재고는 느린 속도로 감소 중

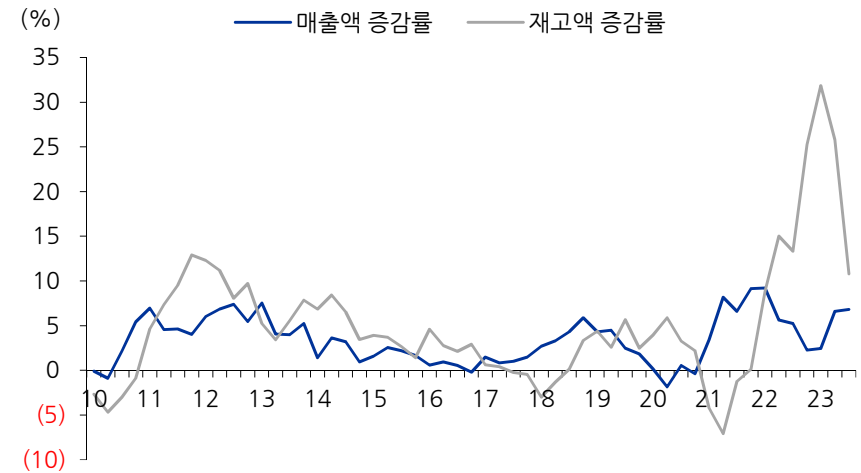
- 마트와 의류 브랜드 재고 yoy 감소는 하고 있지만 여전히 높은 수준
- 마트 판매액 증감율은 +3.6%, 재고액 증감율은 -4.4% 기록
- 의류 브랜드 판매액 증감율은 +6.8%, 재고액 증감율은 +10.8% 기록

마트 합산 매출액 및 재고액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

의류 브랜드 합산 매출액 및 재고액 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권



Buyer Key Indices

기업명	(단위: mn USD, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
WALMART	매출액	138,310	141,048	140,525	152,871	141,569	152,859	152,813	164,048	152,301	161,632	160,804
	매출액 증감률	2.7	2.4	4.3	0.5	2.4	8.4	8.7	7.3	7.6	5.7	5.2
	재고자산	46,383	47,754	57,484	56,511	61,229	59,921	64,706	56,576	56,932	56,722	63,951
	재고 증감률	12.5	16.2	10.9	25.7	32.0	25.5	12.6	0.1	(7.0)	(5.3)	(1.2)
TARGET	매출액	24,197	25,160	25,652	30,996	25,170	26,037	26,518	31,395	25,322	24,773	25,398
	매출액 증감률	23.4	9.5	13.3	9.4	4.0	3.5	3.4	1.3	0.6	(4.9)	(4.2)
	재고자산	10,539	11,259	14,958	13,902	15,083	15,320	17,117	13,499	12,616	12,684	14,731
	재고 증감률	22.8	26.8	17.7	30.5	43.1	36.1	14.4	(2.9)	(16.4)	(17.2)	(13.9)
GAP	매출액	3,991	4,211	3,943	4,525	3,477	3,857	4,039	4,243	3,276	3,548	3,767
	매출액 증감률	89.4	28.6	(1.3)	2.3	(12.9)	(8.4)	2.4	(6.2)	(5.8)	(8.0)	(6.7)
	재고자산	2,370	2,281	2,721	3,018	3,169	3,135	3,043	2,389	2,299	2,226	2,377
	재고 증감률	6.9	1.7	(0.9)	23.1	33.7	37.4	11.8	(20.8)	(27.5)	(29.0)	(21.9)
NIKE	매출액	12,248	11,357	10,871	12,234	12,687	13,315	12,390	12,825	12,939	13,388	-
	매출액 증감률	15.6	1.0	5.0	(0.9)	3.6	17.2	14.0	4.8	2.0	0.5	-
	재고자산	6,699	6,506	7,700	8,420	9,662	9,326	8,905	8,454	8,698	7,979	-
	재고 증감률	(0.1)	6.8	15.0	22.8	44.2	43.3	15.6	0.4	(10.0)	(14.4)	-
ADIDAS	매출액	5,949	5,957	6,450	5,320	5,659	5,817	6,528	-	-	-	-
	매출액 증감률	(6.3)	(2.6)	(4.9)	(9.4)	(4.9)	(2.4)	1.2	-	-	-	-
	재고자산	5,033	5,748	6,182	6,398	6,168	6,049	5,129	-	-	-	-
	재고 증감률	8.8	19.7	45.8	40.2	22.5	5.2	(17.0)	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 유진투자증권



Buyer Key Indices

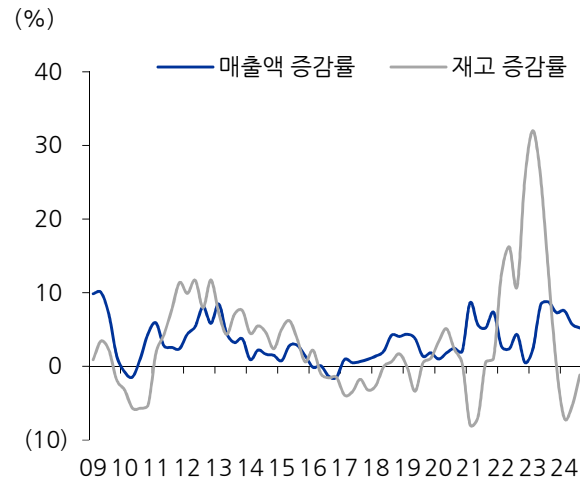
기업명	(단위: mn USD, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
H&M	매출액	5,362	5,630	5,596	5,733	5,271	5,519	5,690	-	-	-	-
	매출액 증감률	11.5	2.5	(13.8)	(12.1)	(1.7)	(2.0)	1.7	-	-	-	-
	재고자산	4,150	4,248	4,425	3,999	3,937	3,553	3,686	-	-	-	-
	재고 증감률	(5.4)	(1.8)	3.6	(3.0)	(5.1)	(16.4)	(16.7)	-	-	-	-
INDITEX	매출액	5,922	8,395	8,655	9,519	7,450	8,461	8,177	10,012	8,211	10,088	9,389
	매출액 증감률	63.8	58.2	21.2	24.9	25.8	0.8	(5.5)	5.2	10.2	19.2	14.8
	재고자산	3,330	3,039	4,212	3,413	3,710	3,744	4,597	3,467	4,059	3,764	4,657
	재고 증감률	15.8	19.5	17.9	21.1	11.4	23.2	9.2	1.6	9.4	0.5	1.3
FAST RETAILING	매출액	5,582	5,161	4,393	3,962	4,974	5,660	5,016	4,374	-	-	-
	매출액 증감률	(5.3)	(7.7)	(3.3)	0.3	(10.9)	9.7	14.2	10.4	-	-	-
	재고자산	3,581	3,044	2,736	3,503	4,092	3,223	2,772	3,088	-	-	-
	재고 증감률	(7.6)	(8.5)	(13.1)	(2.4)	14.2	5.9	1.3	(11.9)	-	-	-
VF	매출액	2,825	2,262	3,081	3,531	2,740	2,086	3,034	-	-	-	-
	매출액 증감률	9.4	3.1	(3.7)	(2.6)	(3.0)	(7.7)	(1.5)	-	-	-	-
	재고자산	1,419	2,341	2,750	2,592	2,293	2,787	2,481	-	-	-	-
	재고 증감률	33.6	92.4	87.7	101.4	61.6	19.0	(9.8)	-	-	-	-
LULULEMON	매출액	1,226	1,451	1,450	2,129	1,613	1,868	1,857	2,772	2,001	2,209	2,204
	매출액 증감률	88.1	60.7	29.8	23.1	31.6	28.8	28.0	30.2	24.0	18.2	18.7
	재고자산	733	790	944	966	1,275	1,462	1,742	1,447	1,580	1,661	1,664
	재고 증감률	17.1	17.4	22.4	49.3	74.0	85.1	84.5	49.8	23.9	13.6	(4.5)
ABERCROMBIE	매출액	781	865	905	1,161	813	805	880	1,200	836	935	1,056
&FITCH	매출액 증감률	61.0	23.8	10.4	3.5	4.0	(6.9)	(2.8)	3.3	2.9	16.2	20.0
	재고자산	389	416	544	526	563	708	742	506	448	493	595
	재고 증감률	(8.9)	(8.3)	(0.3)	30.1	44.7	70.4	36.5	(3.8)	(20.4)	(30.3)	(19.8)

자료: Bloomberg, 유진투자증권



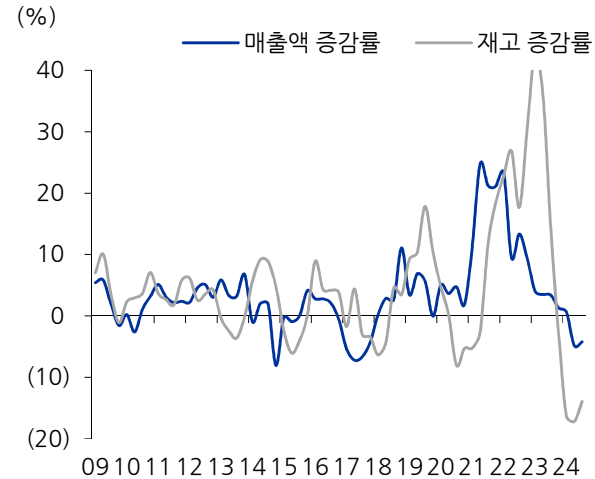
바이어 매출액 및 재고액 증감율 추이 CHART

월마트 매출액 및 재고액 증감율 추이



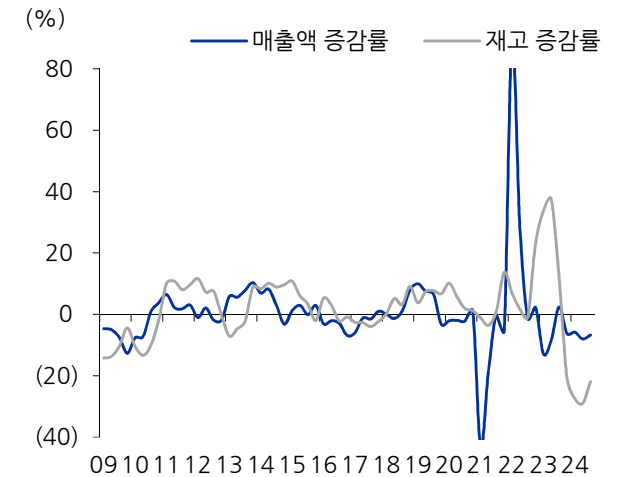
자료: Bloomberg, 유진투자증권

타겟 매출액 및 재고액 증감율 추이



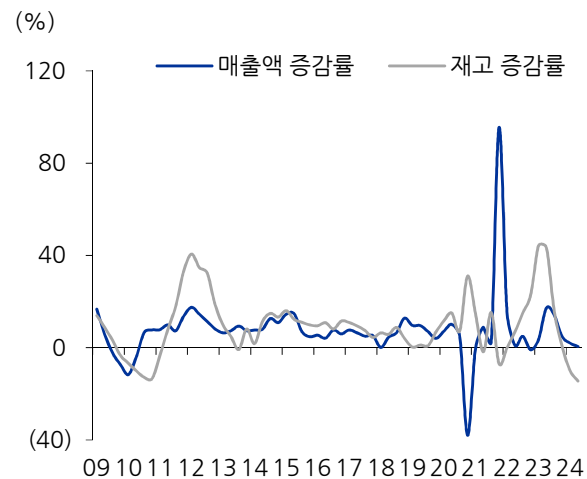
자료: Bloomberg, 유진투자증권

갭 매출액 및 재고액 증감율 추이



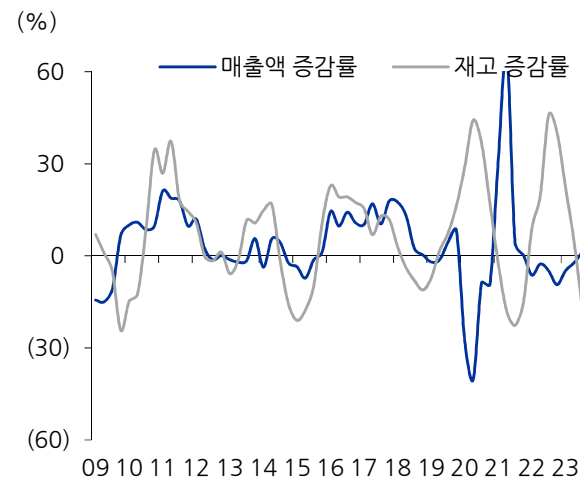
자료: Bloomberg, 유진투자증권

나이키 매출액 및 재고액 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

아디다스 매출액 및 재고액 증감율 추이

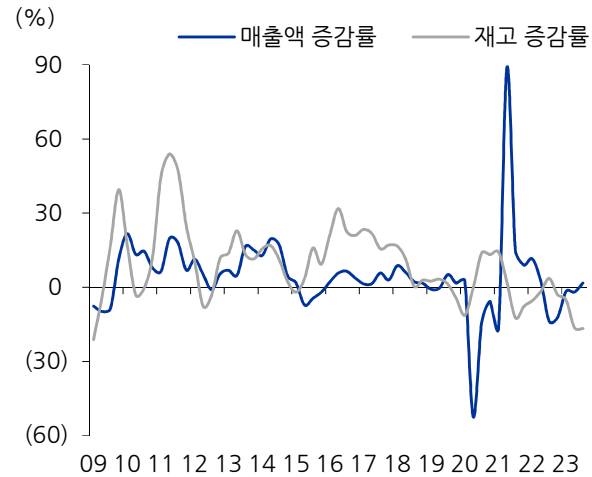


자료: Bloomberg, 유진투자증권



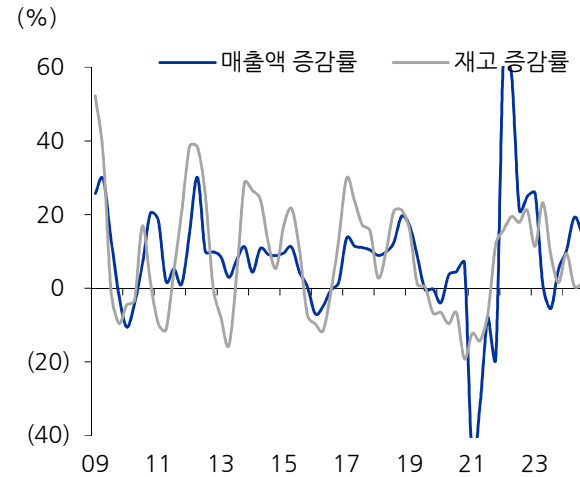
바이어 매출액 및 재고액 증감율 추이 CHART

H&M 매출액 및 재고액 증감율 추이



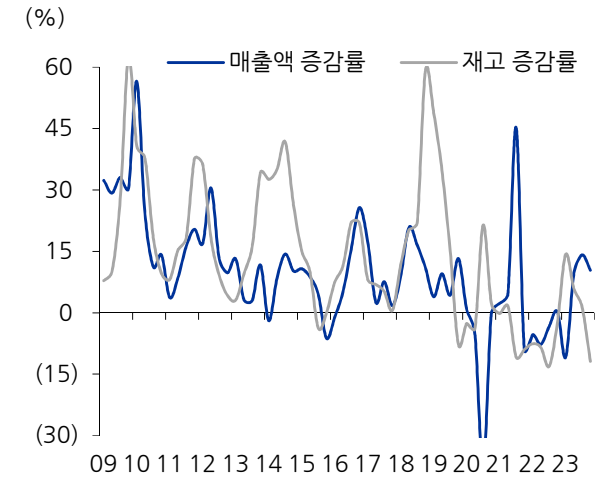
자료: Bloomberg, 유진투자증권

인디텍스 매출액 및 재고액 증감율 추이



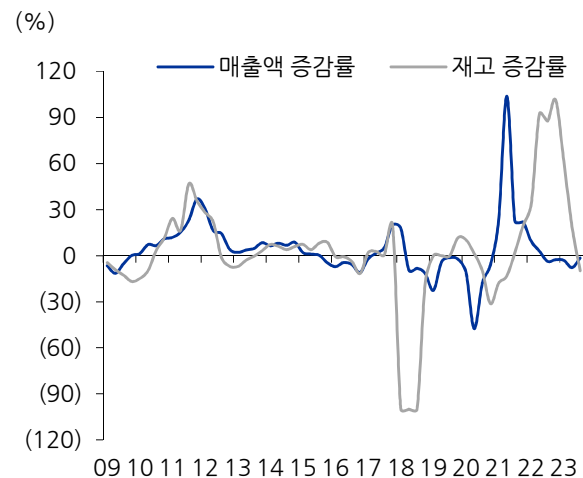
자료: Bloomberg, 유진투자증권

패스트리테일링 매출액 및 재고액 증감율 추이



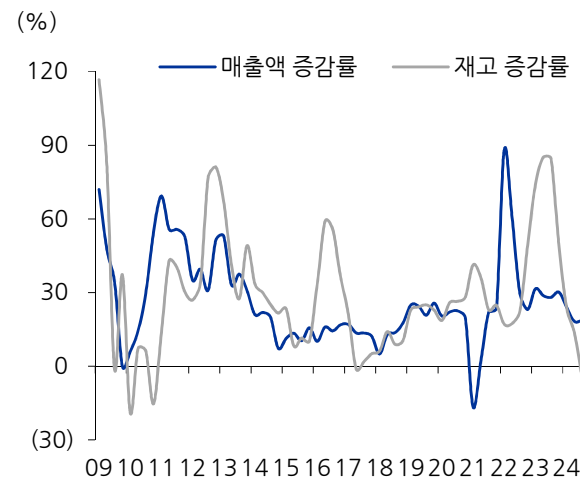
자료: Bloomberg, 유진투자증권

VF 매출액 및 재고액 증감율 추이



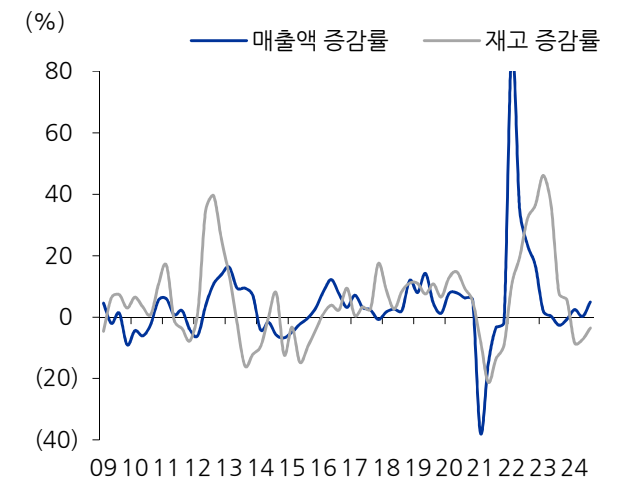
자료: Bloomberg, 유진투자증권

롤루레몬 매출액 및 재고액 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

아베크롬비 매출액 및 재고액 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권



02

기업분석

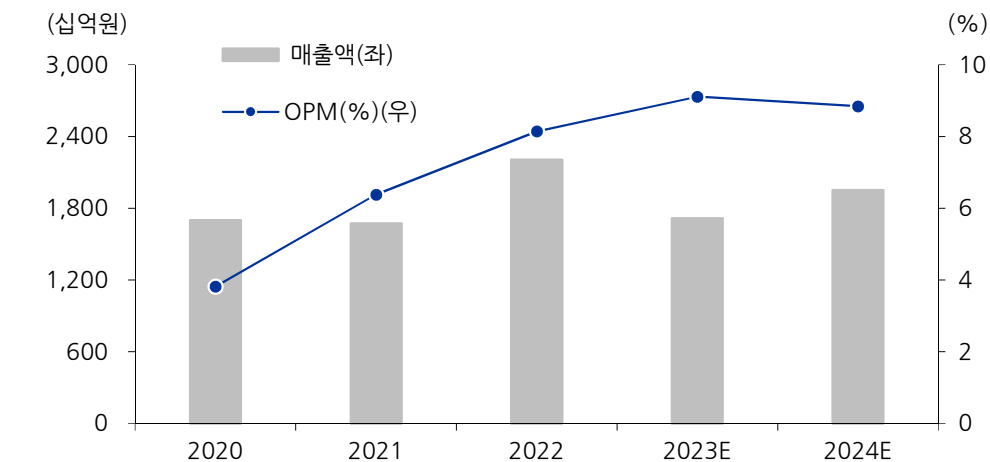
4Q23 Preview



한세실업 TP: 30,000원으로 하향

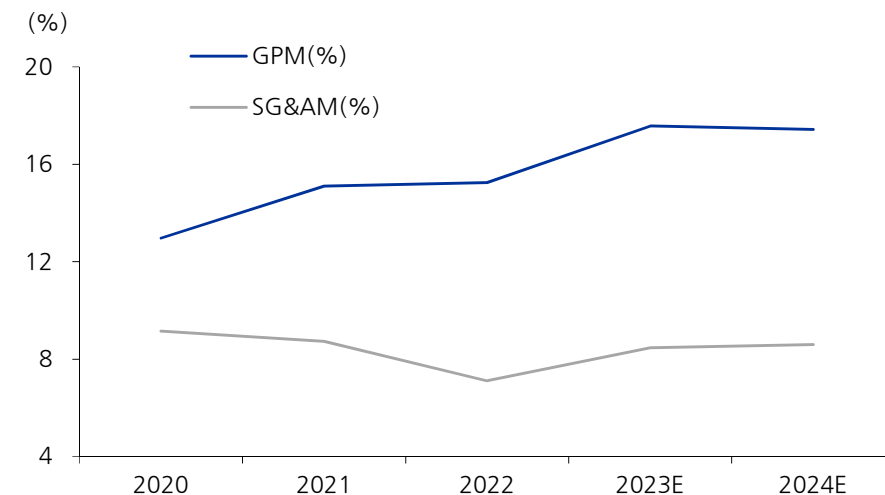
- 4Q23E 매출액 3,605억원(-15.1%, 이하 yoy), 영업이익 153억원(+61.6%) 전망
- 2023E 매출액 1.71조원(-22.3%, 이하 yoy), 영업이익 1,561억원(-23.1%) 전망
- 저가 브랜드(갭, 올드네이비) 양호, 마트(월마트, 타겟) FLAT, 브랜드(칼하트, 핑크) 부진
- 마트(월마트, 타겟, 코홀) 합산 재고 yoy -4.4% 기록하며 일정 수준의 재고 비축 가능성 존재

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

매출총이익률, 판관비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권



한세실업 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	394	454	636	214	376	411	416	469	581	611	588	425	411	430	512	360	1,698	1,672	2,205	1,714	1,951
매출액(달러)	330	372	535	192	337	367	359	396	482	484	439	313	322	327	390	273	1,439	1,461	1,706	1,312	1,489
매출총이익	76	73	117	- 45	65	67	53	67	90	94	104	48	72	84	99	46	220	253	336	301	340
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	17.5	19.5	19.4	12.8	13.0	15.1	15.3	17.6	17.4
판관비	70	74	67	- 56	35	37	35	39	41	38	38	39	36	40	39	31	155	146	157	145	167
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	8.8	9.2	7.5	8.6	9.2	8.7	7.1	8.5	8.5
영업이익	5	- 1	50	11	29	31	18	28	49	56	66	9	36	44	61	15	65	107	180	156	174
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	8.7	10.3	11.8	4.2	3.8	6.4	8.1	9.1	8.9
지배순이익	- 16	9	42	0	22	30	- 3	18	31	25	29	0	24	29	40	9	35	67	86	103	114
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	5.8	6.8	7.8	2.6	2.1	4.0	3.9	6.0	5.8
< % 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)	(29.3)	(29.6)	(13.0)	(15.1)	5.2	(1.5)	31.9	(22.3)	13.9
매출액(달러)	(12.2)	0.9	11.7	18.8	2.2	(1.3)	(32.9)	106.3	43.1	32.0	22.1	(21.1)	(33.3)	(32.4)	(11.1)	(12.7)	3.9	1.5	16.8	(23.1)	13.5
영업이익	1.9	적전	29.0	(50.2)	465.8	흑전	(64.4)	164.9	66.1	80.5	265.9	(66.9)	(26.7)	(20.2)	(7.5)	61.6	(23.6)	64.5	68.3	(13.1)	11.2
순이익	적전	31.5	123.0	흑전	흑전	246.7	적전	64,115	45.3	(19.0)	흑전	(97.9)	(23.5)	19.4	35.7	2,392.4	흑전	92.0	27.2	19.8	10.7

자료: 회사 자료, 유진투자증권



한세실업(105630.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,216.2	1,239.2	1,297.8	1,346.2	1,406.1
유동자산	770.0	772.3	912.0	944.2	996.6
현금성자산	48.1	210.6	330.9	395.8	467.4
매출채권	267.3	178.6	187.8	176.4	171.8
재고자산	388.7	309.0	319.2	299.3	286.3
비유동자산	446.3	466.9	385.8	402.0	409.5
투자자산	285.7	283.8	220.6	251.2	269.0
유형자산	154.0	177.0	159.5	145.6	135.6
기타	6.5	6.1	5.7	5.3	4.9
부채총계	751.8	702.1	683.9	638.8	596.1
유동부채	641.9	620.6	602.1	579.0	567.5
매입채무	85.1	64.3	56.3	64.1	68.7
유동성이자부채	508.3	495.8	495.8	464.8	448.8
기타	48.4	60.5	50.0	50.0	50.0
비유동부채	110.0	81.5	81.8	59.8	28.6
비유동이자부채	77.6	53.7	53.7	34.7	5.7
기타	32.4	27.8	28.1	25.2	22.9
자본총계	464.4	537.1	613.8	707.4	810.0
지배지분	464.4	537.1	613.8	707.4	810.0
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
이익잉여금	420.6	487.7	570.7	664.3	766.8
기타	(34.8)	(29.2)	(35.5)	(35.5)	(35.5)
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	464.4	537.1	613.8	707.4	810.0
총차입금	585.9	549.5	549.5	499.5	454.5
순차입금	537.8	338.9	218.6	103.6	(12.9)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(153.9)	196.7	132.8	174.4	161.4
당기순이익	67.3	85.6	102.6	113.6	124.5
자산상각비	29.6	32.8	39.3	35.8	33.4
기타비현금성손익	(23.4)	(50.9)	(117.8)	(164.9)	(172.6)
운전자본증감	(285.9)	48.2	(37.9)	40.6	23.8
매출채권감소(증가)	(116.9)	58.0	(9.2)	11.4	4.7
재고자산감소(증가)	(172.0)	83.3	(10.3)	19.9	13.1
매입채무증가(감소)	16.6	(14.6)	(8.0)	7.8	4.6
기타	(13.6)	(78.4)	(10.5)	1.5	1.5
투자현금	(4.2)	(36.1)	7.1	(58.5)	(51.8)
단기투자자산감소	29.6	(5.2)	(13.3)	(17.7)	(18.0)
장기투자증권감소	(9.5)	3.8	41.7	(19.3)	(10.8)
설비투자	(24.4)	(27.4)	(21.3)	(21.5)	(23.0)
유형자산처분	1.0	1.3	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.3)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	81.3	(10.7)	(19.6)	(51.0)	(38.0)
차입금증가	101.0	8.9	0.0	(31.0)	(16.0)
자본증가	(19.6)	(19.6)	(19.6)	(20.0)	(22.0)
배당금지급	19.6	19.6	19.6	20.0	22.0
현금증감	(75.4)	151.8	120.2	65.0	71.6
기초현금	96.7	21.3	173.1	293.3	358.3
기말현금	21.3	173.1	293.3	358.3	429.9
Gross Cash flow	99.9	133.1	170.7	133.9	137.7
Gross Investment	319.6	(17.3)	17.6	0.2	10.1
Free Cash Flow	(219.8)	150.4	153.2	133.6	127.6

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,672.0	2,204.8	1,713.6	1,951.1	2,089.6
증가율(%)	(1.5)	31.9	(22.3)	13.9	7.1
매출원가	1,419.4	1,868.5	1,412.4	1,610.8	1,723.1
매출총이익	252.6	336.3	301.1	340.3	366.5
판매 및 일반관리비	146.0	156.7	145.0	166.7	175.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	106.7	179.6	156.1	173.6	191.1
증가율(%)	64.5	68.3	(13.1)	11.2	10.1
EBITDA	136.3	212.4	195.4	209.4	224.5
증가율(%)	33.0	55.8	(8.0)	7.2	7.2
영업외손익	(8.3)	(49.2)	(28.9)	(31.6)	(31.4)
이자수익	7.1	9.8	6.2	6.4	6.4
이자비용	7.4	15.9	14.3	12.5	14.3
지분법손익	6.1	(0.5)	(0.3)	1.0	1.0
기타영업손익	(14.1)	(42.5)	(20.5)	(26.4)	(24.6)
세전순이익	98.4	130.4	127.3	142.0	159.7
증가율(%)	39.7	32.6	(2.4)	11.6	12.4
법인세비용	31.0	44.8	24.7	28.4	35.1
당기순이익	67.3	85.6	102.6	113.6	124.5
증가율(%)	160.7	27.2	19.8	10.7	9.6
지배주주지분	67.3	85.6	102.6	113.6	124.5
증가율(%)	92.0	27.2	19.8	10.7	9.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	1,684	2,141	2,564	2,840	3,114
증가율(%)	92.0	27.2	19.8	10.7	9.6
수정EPS(원)	1,684	2,141	2,564	2,840	3,114
증가율(%)	92.0	27.2	19.8	10.7	9.6

주요투자지표

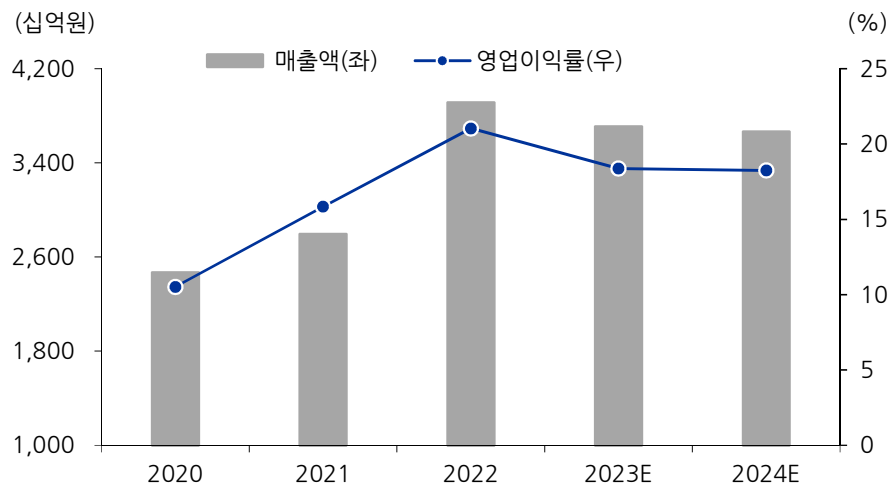
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,684	2,141	2,564	2,840	3,114
BPS	11,610	13,427	15,346	17,686	20,249
DPS	500	500	500	550	600
밸류에이션(배, %)					
PER	13.0	7.2	6.3	5.7	5.2
PBR	1.9	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/ EBITDA	10.4	4.5	4.4	3.6	2.8
배당수익률	2.3	3.2	3.1	3.4	3.7
PCR	8.8	4.6	3.8	4.8	4.7
수익성(%)					
영업이익률	6.4	8.1	9.1	8.9	9.1
EBITDA이익률	8.2	9.6	11.4	10.7	10.7
순이익률	4.0	3.9	6.0	5.8	6.0
ROE	15.2	17.1	17.8	17.2	16.4
ROIC	10.1	16.0	18.3	20.9	23.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	115.8	63.1	35.6	14.7	(1.6)
유동비율	120.0	124.4	151.5	163.1	175.6
이자보상배율	14.3	11.3	10.9	13.8	13.4
활동성(회)					
총자산회전율	1.5	1.8	1.4	1.5	1.5
매출채권회전율	8.0	9.9	9.4	10.7	12.0
재고자산회전율	5.5	6.3	5.5	6.3	7.1
매입채무회전율	22.6	29.5	28.4	32.4	31.5



영원무역 TP: 70,000원 유지

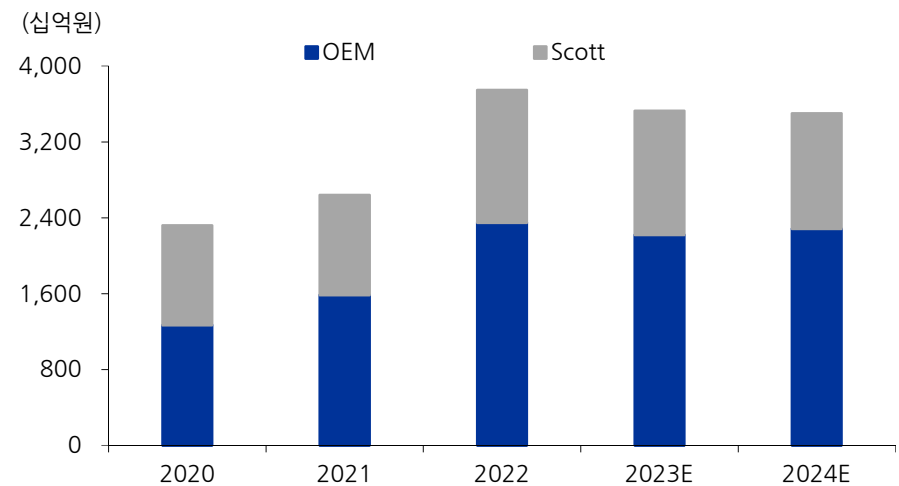
- 4Q23E 매출액 8,603억원(-17.0%, 이하 yoy), 영업이익 1,237억원(-35.9%) 전망
- 2023E 매출액 3.71조원(-5.2%, 이하 yoy), 영업이익 6,814억원(-17.2%) 전망
- OEM: 전년 높은 베이스 부담 및 비수기 영향으로 전년대비 매출액, 영업이익 하락
- 스캇: 바이크 업황은 경기 침체 여파로 이전 수준의 매출 발생하지 않음. 원부자재 수급과 판매 시점의 격차로 영업이익 하락

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권



영원무역 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	529	546	808	584	568	678	795	752	766	946	1,162	1,037	841	1,008	999	860	2,466	2,793	3,911	3,707	3,665
OEM	269	260	463	277	257	333	513	480	434	570	745	598	493	639	597	491	1,269	1,584	2,346	2,220	2,284
Scott	231	260	302	255	275	316	237	226	290	337	385	384	304	335	345	324	1,049	1,053	1,398	1,308	1,214
영업이익	51	52	109	48	74	105	140	123	146	208	276	193	167	211	180	124	260	443	823	681	669
OEM	38	35	69	27	37	76	123	94	105	162	223	147	142	196	159	114	169	328	636	610	596
Scott	11	18	34	10	33	30	16	26	38	46	55	37	27	17	12	8	73	105	177	64	63
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	19.9	20.9	18.0	14.4	10.5	15.8	21.0	18.4	18.2
OEM	14.2	13.3	15.0	9.8	14.3	22.7	23.9	19.5	24.1	28.5	29.9	24.5	28.7	30.6	26.7	23.2	13.4	20.7	27.1	27.5	26.1
Scott	4.8	7.1	11.1	4.0	12.1	9.5	6.7	11.6	13.2	13.7	14.2	9.7	8.9	5.0	3.5	2.6	7.0	10.0	12.6	4.9	5.1
지배순이익	42	29	72	4	49	62	115	71	99	171	226	178	135	156	158	78	148	298	675	526	517
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	16.0	15.5	15.8	9.0	6.0	10.7	17.2	14.2	14.1
<% 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	9.7	6.6	(14.1)	(17.0)	3.3	13.2	40.1	(5.2)	(1.2)
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	13.6	12.0	(19.8)	(17.9)	(15.6)	24.8	48.1	(5.4)	2.9
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	4.5	(0.6)	(10.4)	(15.8)	32.3	0.4	32.7	(6.4)	(7.2)
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	14.6	1.2	(34.8)	(35.9)	9.3	70.4	86.0	(17.2)	(1.9)
OEM	9.6	(48.8)	14.8	(10.7)	(3.8)	118.1	76.5	243.7	184.6	114.7	81.6	56.6	35.4	20.6	(28.3)	(22.3)	(12.4)	93.8	93.6	(4.0)	(2.3)
Scott	124.0	(14.0)	713.6	2,450.0	196.4	63.0	(52.4)	157.3	15.4	54.4	241.9	41.8	(29.5)	(63.7)	(78.1)	(77.7)	137.3	43.7	67.4	(63.7)	(2.4)
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	36.3	(9.0)	(30.3)	(56.5)	(11.2)	101.9	126.3	(22.0)	(1.6)
<재고>																					
재고자산	751	792	516	498	592	671	622	644	770	913	975	984	1,193	1,234	1,230		498	644	984		
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	54.8	35.2	26.2		(7.9)	29.4	52.8		
회전율	42	34	71	55	47	53	79	76	61	68	79	61	45	53	48		55	76	61		
회전일수	218	273	130	167	191	174	116	120	147	136	117	149	199	175	190		167	120	149		

자료: 회사 자료, 유진투자증권



영원무역(111770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,547.6	4,513.6	4,726.5	5,140.8	5,531.4
유동자산	2,044.8	2,821.4	3,119.0	3,608.3	4,046.1
현금성자산	862.8	1,145.4	1,517.2	2,009.3	2,420.8
매출채권	400.0	528.7	507.9	512.1	520.3
재고자산	644.0	983.9	914.2	903.6	918.1
비유동자산	1,502.9	1,692.2	1,607.6	1,532.5	1,485.3
투자자산	640.6	800.5	795.5	786.4	798.9
유형자산	694.1	712.9	631.8	563.2	500.6
기타	168.2	178.8	180.3	182.9	185.8
부채총계	1,113.4	1,399.3	1,287.6	1,253.0	1,188.7
유동부채	525.2	822.7	735.3	752.6	737.7
매입채무	316.5	422.0	325.0	321.3	285.6
유동성이자부채	115.3	280.3	310.3	330.3	350.1
기타	93.4	120.5	100.0	101.0	102.0
비유동부채	588.2	576.6	552.3	500.5	451.0
비유동이자부채	243.9	233.2	243.2	253.2	253.2
기타	344.2	343.4	309.1	247.3	197.8
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,438.9	3,887.7	4,342.7
지배지분	2,218.9	2,814.5	3,139.2	3,588.0	4,042.9
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	2,722.5	3,171.3	3,626.2
기타	153.3	118.2	(15.9)	(15.9)	(15.9)
비지배지분	215.3	299.8	299.8	299.8	299.8
자본총계	2,434.2	3,114.3	3,438.9	3,887.7	4,342.7
총차입금	359.3	513.5	553.5	583.5	603.3
순차입금	(503.5)	(632.0)	(963.7)	(1,425.8)	(1,817.5)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	287.4	458.8	395.0	508.1	435.5
당기순이익	334.3	743.2	547.2	538.4	547.1
자산상각비	86.6	93.0	95.4	85.9	77.3
기타비현금성손익	140.3	170.3	(638.7)	(593.6)	(653.0)
운전자본증감	(173.4)	(419.0)	(43.1)	(0.0)	(61.0)
매출채권감소(증가)	(11.8)	(120.2)	20.8	(4.2)	(8.2)
재고자산감소(증가)	(108.8)	(359.6)	69.7	10.5	(14.5)
매입채무증가(감소)	50.1	94.3	(96.9)	(3.7)	(35.7)
기타	(102.9)	(33.5)	(36.8)	(2.6)	(2.7)
투자현금	(211.6)	(389.5)	13.9	73.5	63.9
단기투자자산감소	(79.1)	(209.3)	41.4	86.5	87.0
장기투자증권감소	0.3	(45.7)	(11.8)	7.0	(5.5)
설비투자	(129.2)	(145.6)	(7.4)	(10.0)	(7.4)
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	(37.1)	(48.7)	(51.1)
차입금증가	(82.8)	136.2	30.0	20.0	19.8
자본증가	(21.9)	(43.9)	(67.1)	(68.7)	(70.9)
배당금지급	21.9	43.9	67.1	68.7	70.9
현금 증감	(23.1)	94.2	371.8	533.0	448.4
기초현금	664.9	641.8	735.9	1,107.7	1,640.7
기말현금	641.8	735.9	1,107.7	1,640.7	2,089.1
Gross Cash flow	561.2	1,006.5	438.1	508.2	496.5
Gross Investment	305.9	599.1	70.7	13.0	84.0
Free Cash Flow	255.3	407.3	367.5	495.2	412.5

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,792.5	3,911.0	3,707.4	3,664.8	3,723.4
증가율(%)	13.2	40.1	(5.2)	(1.2)	1.6
매출원가	1,964.9	2,594.3	2,524.8	2,493.4	2,537.0
매출총이익	827.6	1,316.6	1,182.6	1,171.4	1,186.4
판매 및 일반관리비	385.1	493.6	501.3	502.8	510.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	442.5	823.0	681.4	668.6	675.5
증가율(%)	70.4	86.0	(17.2)	(1.9)	1.0
EBITDA	529.1	916.1	776.8	754.5	752.8
증가율(%)	54.0	73.1	(15.2)	(2.9)	(0.2)
영업외손익	8.7	58.7	45.6	46.7	51.3
이자수익	7.0	13.2	24.1	24.3	24.6
이자비용	21.4	20.2	27.0	22.9	23.4
지분법손익	0.1	0.8	1.6	1.7	1.8
기타영업외손익	23.1	64.9	46.9	43.5	48.3
세전순이익	451.3	881.8	726.9	715.2	726.8
증가율(%)	80.9	95.4	(17.6)	(1.6)	1.6
법인세비용	116.9	138.6	179.8	176.9	179.7
당기순이익	334.3	743.2	547.2	538.4	547.1
증가율(%)	83.3	122.3	(26.4)	(1.6)	1.6
지배주주지분	298.1	674.5	525.9	517.5	525.9
증가율(%)	101.9	126.3	(22.0)	(1.6)	1.6
비지배지분	36.2	68.6	21.2	20.9	21.2
EPS(원)	6,727	15,222	11,869	11,678	11,867
증가율(%)	101.9	126.3	(22.0)	(1.6)	1.6
수정EPS(원)	6,727	15,222	11,869	11,678	11,867
증가율(%)	101.9	126.3	(22.0)	(1.6)	1.6

주요투자지표

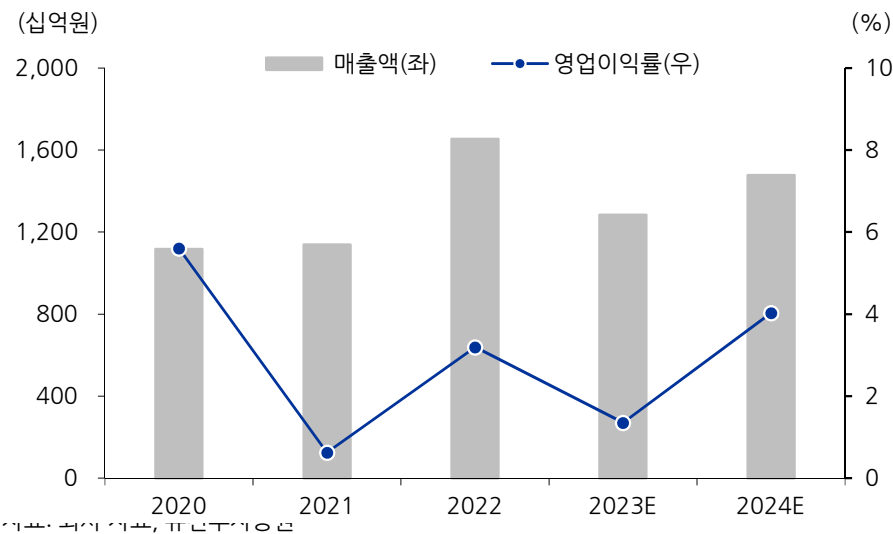
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,727	15,222	11,869	11,678	11,867
BPS	50,076	63,517	70,843	80,971	91,238
DPS	1,000	1,530	1,550	1,600	1,650
밸류에이션(배, %)					
PER	6.5	3.1	3.7	3.7	3.7
PBR	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	2.7	1.6	1.2	0.7	0.1
배당수익률	2.3	3.3	3.6	3.7	3.8
PCR	3.4	2.1	4.4	3.8	3.9
수익성(%)					
영업이익률	15.8	21.0	18.4	18.2	18.1
EBITDA이익률	18.9	23.4	21.0	20.6	20.2
순이익률	12.0	19.0	14.8	14.7	14.7
ROE	14.7	26.8	17.7	15.4	13.8
ROIC	22.4	37.8	25.3	25.0	25.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(20.7)	(20.3)	(28.0)	(36.7)	(41.9)
유동비율	389.3	343.0	424.2	479.5	548.5
이자보상배율	20.6	40.8	25.2	29.2	28.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
매출채권회전율	7.5	8.4	7.2	7.2	7.2
재고자산회전율	4.9	4.8	3.9	4.0	4.1
매입채무회전율	9.8	10.6	9.9	11.3	12.3



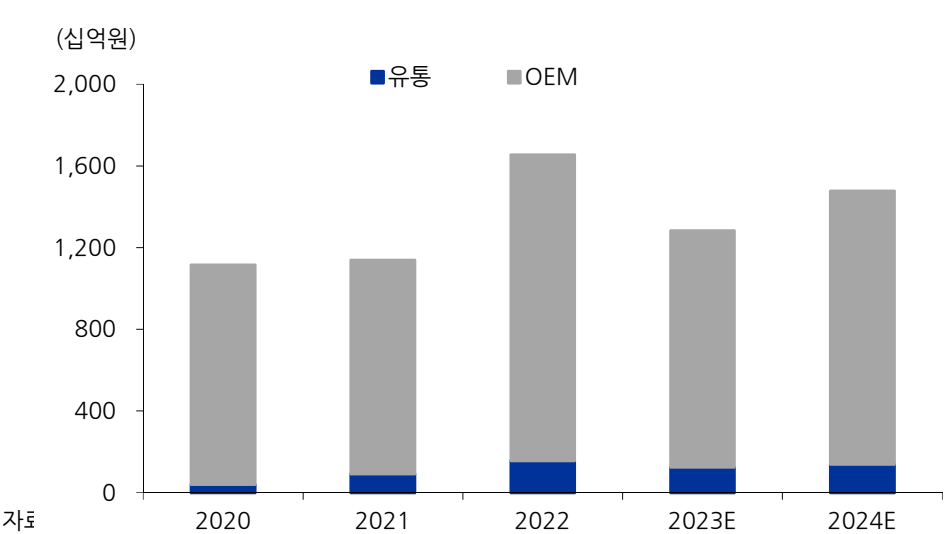
화승엔터프라이즈 TP: 11,000원으로 하향

- 4Q23E 매출액 3,948억원(+2.2%, 이하 yoy), 영업이익 123억원(+187.4%) 전망
- 2023E 매출액 1.28조원(-22.4%, 이하 yoy), 영업이익 173억원(-67.2%)
- 매출 턴어라운드 및 흑자 전환 성공 예상으로 아디다스 수주 시작의 신호 알릴 것
- 다만 전방 시장인 신발 산업과 아디다스 브랜드력 약화는 계속되고 있는 상황
- 아디다스의 신규 수주 지속성과 화승의 수주 수익성 지속 관찰 필요

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



사업부 매출액 추이 및 전망



화승엔터프라이즈 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	284	306	228	297	303	304	195	337	376	452	439	386	305	322	261	395	1,116	1,139	1,654	1,283	1,478
매출액(달러)	238	251	192	266	272	271	168	285	312	359	328	285	239	245	199	299	946	995	1,280	983	1,128
OEM	265	301	228	281	284	262	185	315	323	389	431	354	274	290	232	363	1,075	1,046	1,497	1,158	1,339
유통	19	5	0	16	19	42	9	22	53	63	9	32	31	32	29	32	41	92	157	125	139
매출총이익	46	33	33	49	40	39	7	31	41	61	53	44	31	47	34	49	160	116	199	162	190
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	10.2	14.6	13.1	12.5	14.3	10.2	12.0	12.6	12.9
영업이익	18	12	9	24	11	12	(18)	2	7	26	16	4	(1)	8	(2)	12	62	7	53	17	59
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	(0.3)	2.4	(0.6)	3.1	5.6	0.6	3.2	1.3	4.0
순이익	(6)	19	5	23	4	10	(16)	(5)	4	12	4	(30)	2	(4)	(17)	10	40	(7)	(10)	(9)	33
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)	0.6	(1.3)	(6.5)	2.5	3.6	(0.6)	(0.6)	(0.7)	2.2
< 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	(18.8)	(28.8)	(40.5)	2.2	(7.1)	2.0	45.3	(22.4)	15.1
매출액(달러)	15.2	(0.7)	(23.7)	(16.3)	14.2	7.9	(12.5)	7.1	14.8	32.4	94.8	(0.1)	(23.4)	(31.8)	(39.2)	5.1	(8.2)	5.2	28.7	(23.2)	14.8
OEM	22.4	10.6	(23.3)	(21.9)	7.1	(13.1)	(18.7)	12.2	13.9	48.6	132.3	12.4	(15.2)	(25.6)	(46.2)	2.4	(6.2)	(2.7)	43.1	(22.6)	15.6
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	(41.2)	(49.0)	244.5	0.7	(27.1)	126.8	69.9	(20.2)	10.9
영업이익	98.1	(32.7)	(64.1)	(30.2)	(38.9)	2.8	적전	(93.1)	(38.1)	117.5	흑전	163.4	적전	(71.0)	적전	187.4	(26.9)	(88.6)	643.8	(67.2)	243.9
순이익	적전	43.0	(74.2)	(9.7)	흑전	(48.8)	적전	적전	(20.1)	27.6	흑전	적지	(46.9)	적전	적전	흑전	(35.8)	적전	적지	적지	흑전

자료: 회사 자료, 유진투자증권



화승엔터프라이즈(241590.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,330	1,476	1,377	1,450	1,515
유동자산	698	757	752	877	992
현금성자산	212	277	324	437	521
매출채권	144	128	123	130	140
재고자산	301	294	246	251	272
비유동자산	633	718	625	573	523
투자자산	103	109	85	98	106
유형자산	497	567	501	439	383
기타	32	42	39	37	34
부채총계	780	885	965	1,007	1,034
유동부채	695	778	858	901	927
매입채무	245	201	281	324	350
유동성이자부채	443	564	564	564	564
기타	7	13	13	13	13
비유동부채	84	107	107	107	107
비유동이자부채	66	90	90	90	90
기타	19	17	17	17	17
자본총계	550	591	413	443	481
지배지분	537	537	359	389	427
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	166	170	170	170	170
이익잉여금	179	169	157	187	225
기타	161	168	2	2	2
비지배지분	14	54	54	54	54
자본총계	550	591	413	443	481
총차입금	509	654	654	654	654
순차입금	297	377	330	217	133

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	(8)	97	59	127	96
당기순이익	0	0	(10)	33	41
자산상각비	62	73	79	70	61
기타비현금성손익	(10)	47	(215)	(76)	(72)
운전자본증감	(67)	(12)	132	31	(5)
매출채권감소(증가)	8	27	4	(6)	(11)
재고자산감소(증가)	(49)	27	48	(5)	(21)
매입채무증가(감소)	5	(62)	80	43	27
기타	(31)	(4)	0	0	0
투자현금	(120)	(206)	(10)	(11)	(9)
단기투자자산감소	(7)	(4)	(1)	(4)	(6)
장기투자증권감소	1	2	1	(2)	(1)
설비투자	(95)	(131)	(10)	(5)	(2)
유형자산처분	0	9	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	48	118	(3)	(3)	(3)
차입금증가	57	79	0	0	0
자본증가	(4)	(3)	(3)	(3)	(3)
배당금지급	4	3	3	3	3
현금 증감	(73)	10	47	113	84
기초현금	246	173	183	231	344
기말현금	173	183	231	344	428
Gross Cash flow	73	140	(73)	96	101
Gross Investment	180	213	(123)	(24)	8
Free Cash Flow	(107)	(73)	50	120	93

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,139	1,654	1,283	1,478	1,599
증가율(%)	2	45	(22)	15	8
매출원가	1,022	1,455	1,122	1,287	1,388
매출총이익	116	199	162	190	211
판매 및 일반관리비	109	146	144	131	142
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	7	53	17	59	69
증가율(%)	(89)	644	(67)	244	16
EBITDA	69	126	97	129	130
증가율(%)	(43)	83	(23)	34	1
영업외손익	(4)	(46)	(20)	(20)	(20)
이자수익	2	4	9	5	6
이자비용	10	21	52	28	33
지분법손익	1	0	(1)	(0)	(1)
기타영업손익	4	(29)	23	3	8
세전순이익	2	6	(2)	40	49
증가율(%)	(96)	202	적전	흑전	23
법인세비용	9	14	7	6	8
당기순이익	(7)	(8)	(10)	33	41
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	23
지배주주지분	(7)	(10)	(9)	33	41
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	23
비지배지분	(0)	2	(0)	0	0
EPS(원)	(108)	(165)	(155)	546	673
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	23
수정EPS(원)	(108)	(165)	(155)	546	673
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	23

주요투자지표

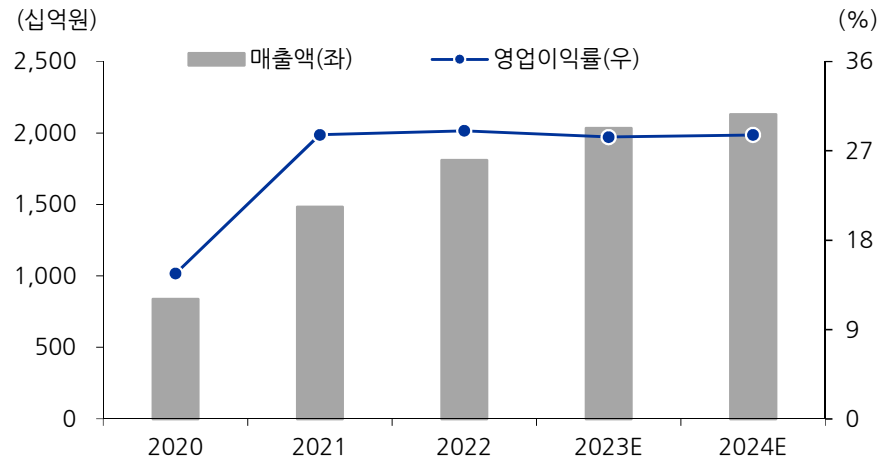
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	(108)	(165)	(155)	546	673
BPS	8,858	8,870	5,922	6,422	7,048
DPS	45	45	46	47	47
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	14.6	11.8
PBR	1.9	1.0	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	19.2	7.4	8.4	5.4	4.7
배당수익률	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	14.1	4.0	n/a	5.0	4.8
수익성(%)					
영업이익률	0.6	3.2	1.3	4.0	4.3
EBITDA이익률	6.0	7.6	7.5	8.7	8.1
순이익률	(0.6)	(0.5)	(0.7)	2.3	2.6
ROE	(1.2)	(1.9)	(2.1)	8.9	10.0
ROIC	(3.0)	(6.8)	1.5	7.2	9.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	53.9	63.8	80.0	48.9	27.6
유동비율	100.3	97.3	87.7	97.4	107.0
이자보상배율	0.7	2.6	0.3	2.2	2.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.2	0.9	1.0	1.1
매출채권회전율	8.5	12.2	10.2	11.7	11.9
재고자산회전율	4.3	5.6	4.8	5.9	6.1
매입채무회전율	5.0	7.4	5.3	4.9	4.7



F&F TP: 110,000원으로 하향

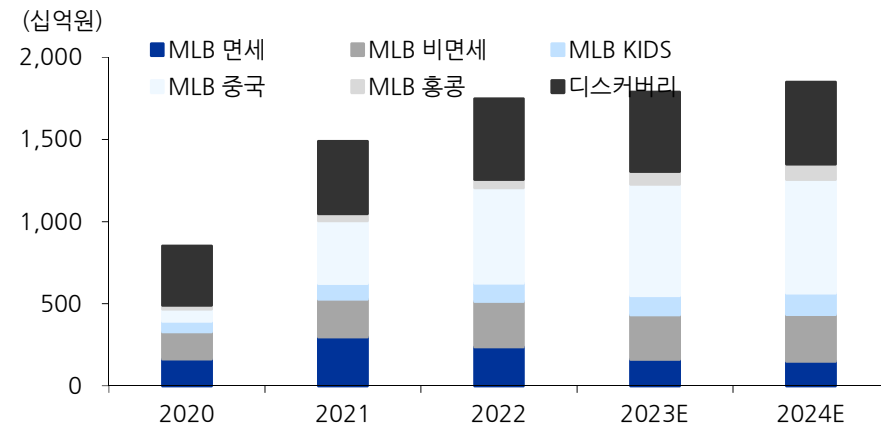
- 4Q23E 매출액 6,372억원(+14.1%, 이하 yoy), 영업이익 1,694억원(+8.0%) 전망
- 2023E 매출액 2.03조원(+12.4%, 이하 yoy), 영업이익 5,772억원(+10.0%) 전망
- 국내: 내수 소비 위축 영향 및 로고 플레이 트렌드 사그라들며 부진한 매출 기록 예상
- 디스커버리: 비우호적인 따듯한 날씨 지속 및 아웃도어 중상위 브랜드 경쟁 심화로 로우싱글 성장 추정
- 중국: 도매 발주 시기 차이 및 중국 소비 둔화 여파로 낮아진 성장세 시현 예상

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권



F&F 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	166	167	160	345	278	312	329	563	437	371	442	559	497	405	493	637	838	1,482	1,809	2,033	2,129
MLB 전체	76	74	95	126	152	184	249	294	263	170	313	240	255	202	360	286	372	879	986	1,103	1,197
면세	34	36	42	51	65	93	67	73	67	58	51	62	42	40	31	49	163	299	238	162	150
비면세	42	37	39	49	45	53	50	81	71	68	63	76	80	70	56	64	167	229	277	270	284
MLB KIDS	16	15	13	20	22	19	23	32	30	21	28	32	29	23	31	35	63	96	110	118	131
면세	-	-	-	-	-	-	-	-	3	1	2	4	6	3	3	3	-	-	10	14	17
비면세	-	-	-	-	-	-	-	-	20	19	13	24	18	16	13	22	-	-	76	69	72
MLB 중국	6	9	16	43	50	61	122	150	151	107	202	121	208	140	140	190	75	382	581	678	692
MLB 홍콩	5	4	5	9	10	10	9	14	10	12	11	17	19	19	18	22	23	42	51	78	94
디스커버리	65	65	52	179	95	76	61	209	111	96	79	205	111	88	70	213	361	441	492	483	500
영업이익	17	20	13	72	69	75	96	184	135	95	138	157	149	110	149	169	123	424	525	577	609
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	29.9	27.1	30.1	26.6	14.6	28.6	29.0	28.4	28.6
지배순이익	5	16	5	25	57	56	71	123	96	70	110	166	119	86	119	1	51	307	442	325	487
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	23.9	21.1	24.2	0.2	6.1	20.7	24.4	16.0	22.9
<% yoy>																					
매출액	2.0	(17.2)	(26.3)	4.7	67.3	87.3	106.0	63.1	57.4	18.9	34.3	(0.8)	13.8	9.2	11.6	14.1	(8.0)	76.9	22.1	12.4	4.7
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)	(2.9)	18.8	15.0	19.3	(14.1)	136.4	12.1	11.9	8.5
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)	(36.7)	(31.3)	(39.4)	(21.0)	(39.5)	83.5	(20.4)	(31.9)	(7.3)
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)	13.5	2.5	(10.4)	(16.0)	1.8	37.1	21.0	(2.7)	5.5
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	(1.0)	10.5	12.7	8.7	(30.5)	51.7	15.0	7.4	10.3
MLB 중국	-	-	-	-	684.6	598.4	647.4	247.7	204.8	77.2	65.7	(19.5)	37.8	30.7	(30.6)	57.0	545.3	412.9	52.0	16.7	2.0
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	87.4	62.4	54.9	26.0	(24.0)	82.5	20.0	53.4	20.9
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)	0.2	(8.0)	(11.7)	4.0	11.5	22.2	11.4	(1.7)	3.5
영업이익	(8.4)	(29.2)	(61.2)	2.5	299.7	268.1	658.7	154.7	94.4	25.9	44.5	(14.6)	10.6	15.9	7.4	8.0	(18.7)	246.0	23.8	10.0	5.5
순이익	(78.9)	60.2	(76.3)	30.8	1,108.4	245.7	1,260.2	396.4	70.7	23.8	54.6	34.9	23.0	23.3	8.3	(99.2)	(30.5)	502.4	44.0	(26.5)	49.9

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 분할상장. 2020년 수치는 F&F 홀딩스



F&F(383220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,140.3	1,570.2	1,240.8	1,641.0	2,132.8
유동자산	388.5	601.2	738.2	1,182.8	1,689.6
현금성자산	21.6	123.5	290.9	710.4	1,175.7
매출채권	118.4	160.6	150.4	157.5	180.2
재고자산	242.3	297.5	278.5	297.5	317.0
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
부채총계	599.1	627.0	632.0	608.3	643.0
유동부채	563.7	575.9	580.1	560.1	584.6
매입채무	187.8	192.0	211.6	221.7	236.2
유동성이자부채	241.4	233.7	213.7	183.7	193.7
기타	134.6	150.2	154.7	154.7	154.7
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
자본총계	541.3	625.0	608.8	1,032.7	1,489.9
자본지분	541.3	603.3	587.1	1,011.0	1,468.2
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	725.0	1,182.2
기타	(2.4)	(339.7)	(38.2)	(38.2)	(38.2)
비자본지분	0.0	21.7	21.7	21.7	21.7
자본총계	541.3	625.0	608.8	1,032.7	1,489.9
총차입금	270.9	260.7	240.7	205.7	225.7
순차입금	249.4	137.2	(50.2)	(504.6)	(950.0)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	291.5	344.1	(92.6)	476.6	508.2
당기순이익	225.8	442.7	462.9	487.1	522.3
자산상각비	28.3	80.3	39.1	30.4	25.4
기타비현금성손익	104.5	(89.2)	(649.2)	(25.7)	(12.5)
운전자본증감	(39.0)	(139.1)	54.6	(15.2)	(27.0)
매출채권감소(증가)	(39.6)	(23.3)	10.2	(7.1)	(22.7)
재고자산감소(증가)	(97.8)	(56.6)	19.0	(19.0)	(19.5)
매입채무증가(감소)	74.2	(20.0)	19.7	10.0	14.5
기타	24.1	(39.2)	5.7	0.9	0.7
투자현금	(567.5)	(145.8)	356.1	36.0	12.3
단기투자자산감소	20.8	(9.6)	22.1	0.4	0.4
장기투자증권감소	(553.7)	(12.6)	343.5	37.6	20.3
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)
재무현금	158.4	(108.9)	(74.5)	(93.2)	(55.1)
차입금증가	162.0	(51.4)	(20.0)	(30.0)	10.0
자본증가	(3.6)	(57.6)	(54.5)	(63.2)	(65.1)
배당금지급	0.0	42.1	61.0	63.2	65.1
현금 증감	(114.5)	87.4	189.0	419.4	465.3
기초현금	129.1	14.6	102.0	290.9	710.4
기말현금	14.6	102.0	290.9	710.4	1,175.7
Gross Cash flow	363.2	613.2	(147.2)	491.8	535.2
Gross Investment	627.4	275.4	(388.5)	(20.4)	15.2
Free Cash Flow	(264.2)	337.9	241.3	512.2	520.0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,089.2	1,808.9	2,032.9	2,129.2	2,268.4
증가율(%)	적지	66.1	12.4	4.7	6.5
매출원가	292.8	532.7	630.8	660.5	708.2
매출총이익	796.4	1,276.2	1,402.1	1,468.7	1,560.2
판매 및 일반관리비	473.7	751.3	824.9	859.7	906.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	322.7	524.9	577.2	609.0	653.4
증가율(%)	적지	62.7	10.0	5.5	7.3
EBITDA	351.0	605.2	616.3	639.4	678.8
증가율(%)	적지	72.4	1.8	3.8	6.2
영업외손익	(8.4)	80.3	18.7	15.4	16.2
이자수익	1.3	2.7	5.6	5.5	4.4
이자비용	4.7	10.5	12.1	11.9	11.5
지분법손익	(9.4)	88.9	21.3	21.5	22.3
기타영업외손익	4.5	(0.9)	3.9	0.4	0.9
세전순이익	314.3	605.2	595.9	624.4	669.6
증가율(%)	적지	92.5	(1.5)	4.8	7.2
법인세비용	88.6	162.5	132.9	137.4	147.3
당기순이익	225.8	442.7	462.9	487.1	522.3
증가율(%)	적지	96.1	4.6	5.2	7.2
지배주주지분	225.8	441.8	324.9	487.1	522.3
증가율(%)	적지	95.7	(26.5)	49.9	7.2
비지배지분	0.0	0.9	138.1	(0.0)	(0.0)
EPS(원)	5,893	11,532	8,481	12,716	13,634
증가율(%)	적지	95.7	(26.5)	49.9	7.2
수정EPS(원)	5,893	11,532	8,481	12,716	13,634
증가율(%)	적지	95.7	(26.5)	49.9	7.2

주요투자지표

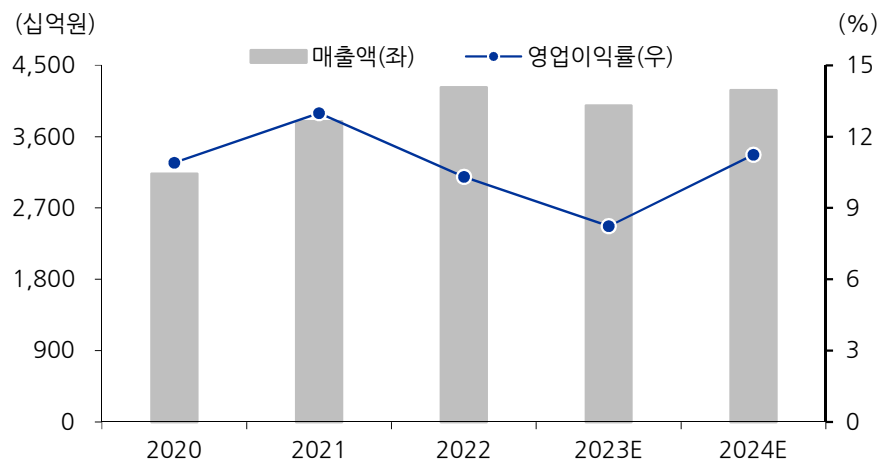
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,893	11,532	8,481	12,716	13,634
BPS	70,647	15,749	15,326	26,392	38,326
DPS	1,100	1,600	1,650	1,700	1,750
밸류에이션(배, %)					
PER	32.1	12.5	11.4	7.6	7.1
PBR	2.7	9.2	6.3	3.7	2.5
EV/ EBITDA	21.3	9.4	6.0	5.0	4.1
배당수익률	0.6	1.1	1.7	1.8	1.8
PCR	19.9	9.0	n/a	7.6	7.0
수익성(%)					
영업이익율	29.6	29.0	28.4	28.6	28.8
EBITDA이익율	32.2	33.5	30.3	30.0	29.9
순이익율	20.7	24.5	22.8	22.9	23.0
ROE	n/a	77.2	54.6	61.0	42.1
ROIC	n/a	126.7	199.5	207.2	224.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	46.1	21.9	(8.3)	(48.9)	(63.8)
유동비율	68.9	104.4	127.3	211.2	289.0
이자보상배율	68.1	50.1	47.6	51.1	56.8
활동성(회)					
총자산회전율	n/a	1.3	1.4	1.5	1.2
매출채권회전율	n/a	13.0	13.1	13.8	13.4
재고자산회전율	n/a	6.7	7.1	7.4	7.4
매입채무회전율	n/a	9.5	10.1	9.8	9.9



힐라홀딩스 TP: 45,000원 유지

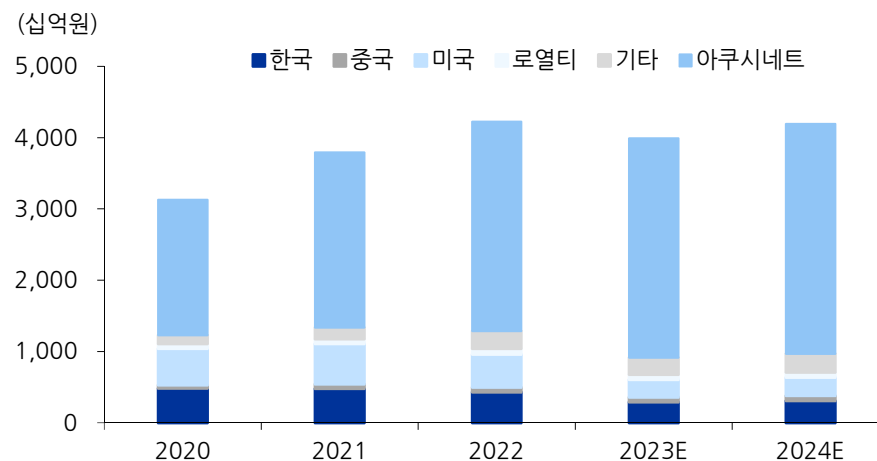
- 4Q23E 매출액 7,425억원(-17.2%, 이하 yoy), 영업이익 -164억원(적지) 전망
- 2023E 매출액 3.99조원(-5.5%, 이하 yoy), 영업이익 3,285억원(-24.5%) 전망
- 미국: 연말 미국 재고는 전년대비 약 50% 이상 감소한 것으로 추정하지만 여전히 큰 적자 규모 추정
- 국내: 홀세일 비중은 회사의 목표인 매출액 내 20%까지 줄었으나 리테일 매출이 여전히 일어나지 않는 상황
- 아쿠시네트: 골프 비수기 및 신제품 출시 효과 완화되며 BEP 수준 실현 예상

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권



힐라홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	790	625	917	796	988	1,019	927	859	1,074	1,172	1,080	897	1,109	1,147	990	743	3,129	3,794	4,222	3,988	4,186
한국	121	131	111	120	123	122	102	132	117	110	103	99	80	77	63	70	483	479	430	290	309
중국	8	11	10	16	13	15	11	20	16	16	15	20	17	17	14	19	46	60	67	67	70
미국	127	69	160	153	147	127	154	140	135	118	122	88	77	92	65	11	510	569	464	245	257
로열티	19	12	17	18	15	17	16	17	17	20	21	21	19	20	19	14	67	66	79	72	73
기타	27	34	43	17	43	37	38	45	58	79	63	49	40	35	50	116	121	163	249	242	261
아쿠시네트	488	368	575	472	647	701	606	504	730	829	754	620	875	906	779	512	1,902	2,458	2,933	3,072	3,221
매출총이익	382	327	446	390	499	522	453	406	530	565	520	414	557	535	490	346	1,545	1,880	2,029	1,928	2,052
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	50.2	46.6	49.5	46.6	49.4	49.6	48.1	48.3	49.0
영업이익	67	50	156	68	184	174	110	25	169	152	122	(8)	160	92	93	(16)	341	493	435	329	470
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)	14.5	8.0	9.3	(2.2)	10.9	13.0	10.3	8.2	11.2
한국	14	17	12	6	13	13	8	12	10	10	5	(5)	0	(3)	(6)	(9)	48	46	(3)	(18)	(1)
OPM(%)	16.7	19.7	18.4	16.4	19.0	20.3	17.4	21.4	19.3	20.3	17.1	12.5	17.7	15.3	10.2	10.9	17.8	19.7	17.4	13.8	18.1
미국	8	(6)	11	(2)	4	1	12	(2)	(3)	(11)	(15)	(37)	(28)	(77)	(23)	(34)	10	15	(66)	(162)	(100)
OPM(%)	6.1	(8.8)	6.7	(1.6)	2.7	1.1	7.5	(1.2)	(2.1)	(9.1)	(12.5)	(42.3)	(36.4)	(84.2)	(36.0)	(298.7)	1.9	2.7	(14.3)	(66.3)	(39.0)
아쿠시네트	49	27	105	29	134	122	61	(26)	127	111	103	16	156	140	107	1	211	291	357	404	398
OPM(%)	10.0	7.4	18.3	6.2	20.7	17.5	10.1	(5.2)	17.4	13.4	13.6	2.6	17.9	15.4	13.8	0.1	11.1	11.8	12.2	13.2	12.4
순이익	34	40	60	6	85	90	54	6	76	74	59	134	62	(7)	26	18	139	235	344	98	237
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	5.6	(0.6)	2.7	2.4	4.4	6.2	8.1	2.5	5.7
<% 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	3.3	(2.1)	(8.3)	(17.2)	(9.3)	21.3	11.3	(5.5)	4.9
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)	(31.6)	(30.1)	(38.9)	(29.2)	(15.8)	(0.7)	(10.4)	(32.4)	6.5
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)	7.5	9.5	(8.1)	(3.9)	19.4	29.7	12.0	1.0	3.1
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)	(43.3)	(22.3)	(46.7)	(87.2)	(18.5)	11.5	(18.4)	(47.2)	4.9
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	9.7	1.1	(13.7)	(31.8)	(20.9)	(0.6)	20.1	(9.6)	1.5
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	(30.1)	(55.8)	(20.4)	137.3	(28.3)	34.4	53.2	(3.0)	7.9
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	19.9	9.3	3.3	(17.4)	(2.9)	29.2	19.3	4.7	4.8
영업이익	(42.0)	(65.3)	24.6	(20.0)	173.4	245.6	(29.1)	(63.0)	(8.0)	(12.3)	10.4	적전	(5.0)	(39.7)	(24.0)	적지	(27.5)	44.5	(11.7)	(24.5)	43.2
순이익	(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	(18.7)	적전	(55.6)	(86.8)	(47.9)	69.2	46.1	(71.4)	141.1

자료: 회사 자료, 유진투자증권



힐라홀딩스(081660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	4,288.9	4,821.8	4,611.7	4,645.1	4,707.8
유동자산	2,041.1	2,293.3	2,156.6	2,230.7	2,331.9
현금성자산	709.9	429.5	591.4	674.9	752.9
매출채권	471.2	480.8	491.7	493.1	508.5
재고자산	757.8	1,290.5	983.4	974.7	981.5
비유동자산	2,247.7	2,528.5	2,455.1	2,414.3	2,375.9
투자자산	276.7	287.7	278.3	292.1	301.2
유형자산	418.2	499.8	461.9	433.1	410.9
기타	1,552.8	1,740.9	1,714.8	1,689.1	1,663.8
부채총계	1,982.4	2,247.2	2,195.2	2,088.4	1,996.5
유동부채	1,051.4	1,092.7	1,068.1	1,020.9	979.1
매입채무	566.3	554.9	546.3	573.4	591.3
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
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,416.4	2,556.7	2,711.3
지배지분	1,610.9	1,876.6	1,718.4	1,858.7	2,013.3
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	1,653.4	1,793.6	1,948.3
기타	35.7	112.3	(49.4)	(49.4)	(49.4)
비지배지분	695.5	698.0	698.0	698.0	698.0
자본총계	2,306.5	2,574.6	2,416.4	2,556.7	2,711.3
총차입금	832.7	1,309.5	1,263.5	1,225.5	1,175.5
순차입금	122.8	880.0	672.1	550.6	422.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	524.6	(138.7)	269.1	210.9	207.6
당기순이익	337.8	467.5	230.9	339.2	364.1
자산상각비	99.2	112.5	123.8	117.3	112.3
기타비현금성손익	(92.0)	(92.9)	(509.7)	(362.8)	(364.3)
운전자본증감	4.4	(602.9)	290.1	(18.9)	(43.9)
매출채권감소(증가)	52.6	(25.2)	(10.9)	(1.4)	(15.4)
재고자산감소(증가)	(114.9)	(524.2)	307.1	8.7	(6.8)
매입채무증가(감소)	74.4	5.0	(8.6)	27.0	17.9
기타	(7.7)	(58.5)	2.5	(53.2)	(39.7)
투자현금	(39.6)	(202.8)	8.2	(11.2)	(8.4)
단기투자자산감소	0.0	0.0	9.6	4.2	5.4
장기투자증권감소	0.0	0.0	58.4	47.4	51.0
설비투자	(50.2)	(85.4)	(59.8)	(62.8)	(64.7)
유형자산처분	0.6	6.2	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(6.5)	(122.9)	0.0	0.0	0.0
재무현금	(297.2)	29.4	(111.0)	(116.2)	(121.2)
차입금증가	(196.3)	417.9	(16.0)	(19.0)	(21.0)
자본증가	(41.9)	(146.2)	(95.0)	(97.2)	(100.2)
배당금지급	41.9	146.2	95.0	97.2	100.2
현금증감	228.6	(291.8)	166.3	83.5	78.0
기초현금	470.6	699.2	407.4	573.8	657.2
기말현금	699.2	407.4	573.8	657.2	735.2
Gross Cash flow	462.5	611.5	(21.0)	229.7	251.5
Gross Investment	35.2	805.7	(288.7)	34.3	57.7
Free Cash Flow	427.3	(194.2)	267.7	195.5	193.9

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	3,794.0	4,221.8	3,988.3	4,185.6	4,316.2
증가율(%)	21.3	11.3	(5.5)	4.9	3.1
매출원가	1,913.7	2,192.4	2,060.8	2,133.4	2,191.3
매출총이익	1,880.3	2,029.3	1,927.5	2,052.2	2,124.8
판매 및 일반관리비	1,387.4	1,594.2	1,599.0	1,581.8	1,626.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	492.9	435.1	328.5	470.3	498.0
증가율(%)	44.5	(11.7)	(24.5)	43.2	5.9
EBITDA	592.1	547.5	452.3	587.7	610.2
증가율(%)	34.1	(7.5)	(17.4)	29.9	3.8
영업외손익	19.9	18.1	22.3	14.2	22.2
이자수익	2.3	5.9	8.4	7.6	7.2
이자비용	23.0	35.0	59.9	54.0	54.6
지분법손익	48.6	45.6	54.7	56.4	56.9
기타영업손익	(7.9)	1.5	19.1	4.2	12.6
세전순이익	512.8	453.1	350.8	484.5	520.1
증가율(%)	50.9	(11.6)	(22.6)	38.1	7.3
법인세비용	175.0	(14.4)	119.9	145.4	156.0
당기순이익	337.8	467.5	230.9	339.2	364.1
증가율(%)	70.8	38.4	(50.6)	46.9	7.3
지배주주지분	235.2	343.7	98.5	237.4	254.9
증가율(%)	69.2	46.1	(71.4)	141.1	7.3
비지배지분	102.6	123.8	132.4	101.8	109.2
EPS(원)	3,872	5,658	1,621	3,908	4,195
증가율(%)	69.2	46.1	(71.4)	141.1	7.3
수정EPS(원)	3,872	5,658	1,621	3,908	4,195
증가율(%)	69.2	46.1	(71.4)	141.1	7.3

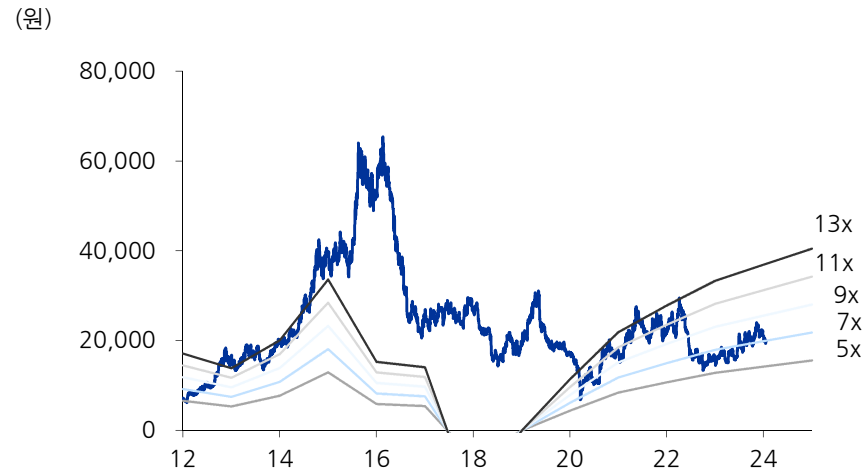
주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,872	5,658	1,621	3,908	4,195
BPS	26,517	30,889	28,286	30,594	33,139
DPS	1,000	1,580	1,600	1,650	1,700
밸류에이션(배, %)					
PER	9.3	5.9	21.2	8.8	8.2
PBR	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	3.9	5.3	6.1	4.5	4.1
배당수익률	2.8	4.8	4.7	4.8	5.0
PCR	4.7	3.3	n/a	9.1	8.3
수익성(%)					
영업이익률	13.0	10.3	8.2	11.2	11.5
EBITDA이익률	15.6	13.0	11.3	14.0	14.1
순이익률	8.9	11.1	5.8	8.1	8.4
ROE	16.2	19.7	5.5	13.3	13.2
ROIC	14.2	11.4	7.0	11.3	11.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	5.3	34.2	27.8	21.5	15.6
유동비율	194.1	209.9	201.9	218.5	238.2
이자보상배율	21.4	12.4	5.5	8.7	9.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	7.7	8.9	8.2	8.5	8.6
재고자산회전율	5.5	4.1	3.5	4.3	4.4
매입채무회전율	7.6	7.5	7.2	7.5	7.4



PER, PBR BAND CHART

한세실업 PER BAND



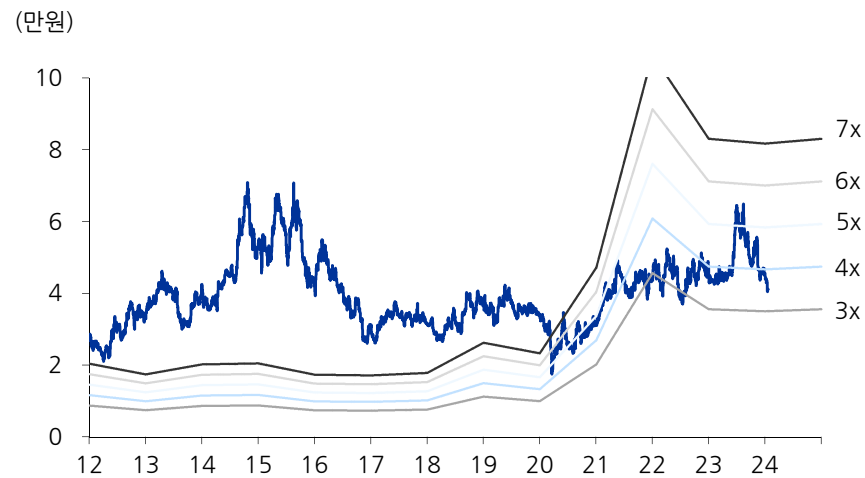
자료: QuantiWise, 유진투자증권

한세실업 PBR BAND



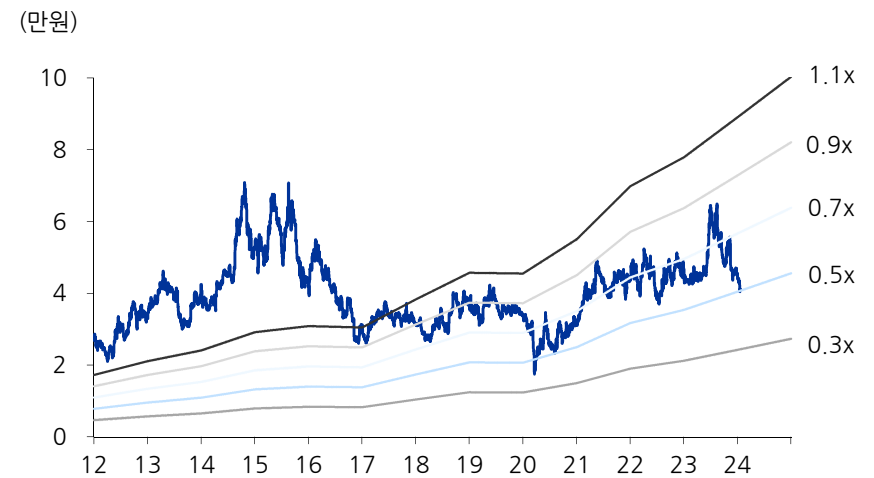
자료: QuantiWise, 유진투자증권

영원무역 PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

영원무역 PBR BAND



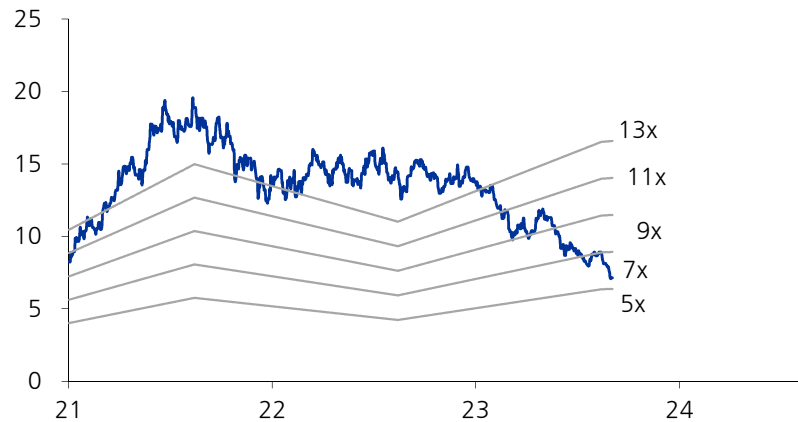
자료: QuantiWise, 유진투자증권



PER, PBR BAND CHART

F&F PER BAND

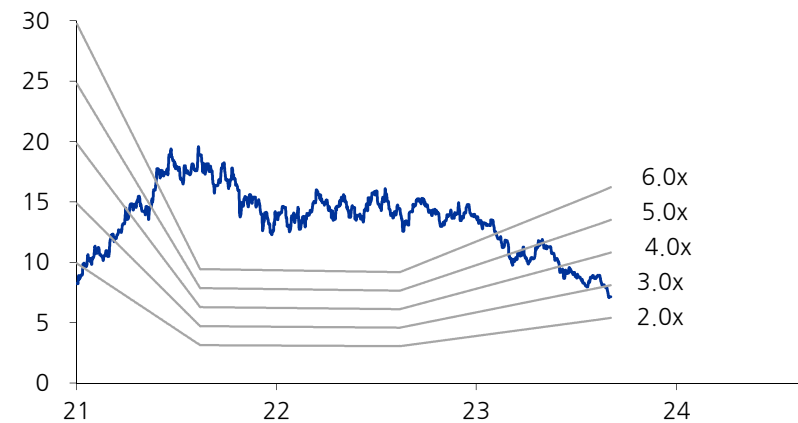
(만원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

F&F PBR BAND

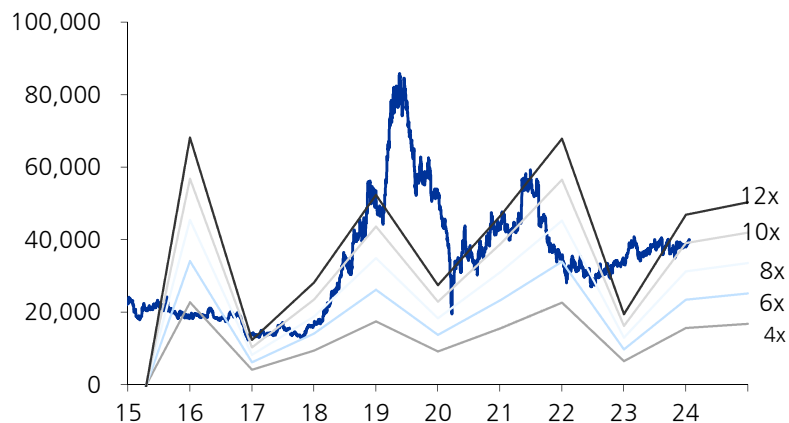
(만원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

힐라홀딩스 PER BAND

(원)



자료: QuantiWise, 유진투자증권

힐라홀딩스 PBR BAND

(원)

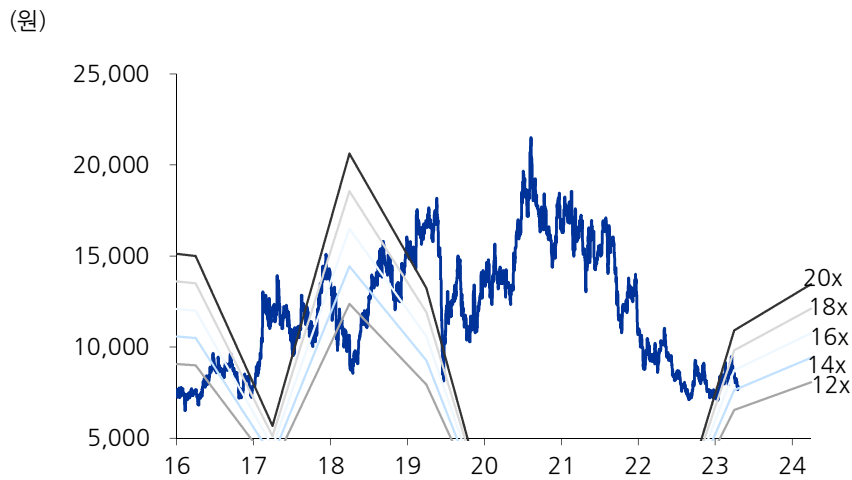


자료: QuantiWise, 유진투자증권



PER, PBR BAND CHART

화승엔터프라이즈 PER BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권

화승엔터프라이즈 PBR BAND



자료: QuantiWise, 유진투자증권



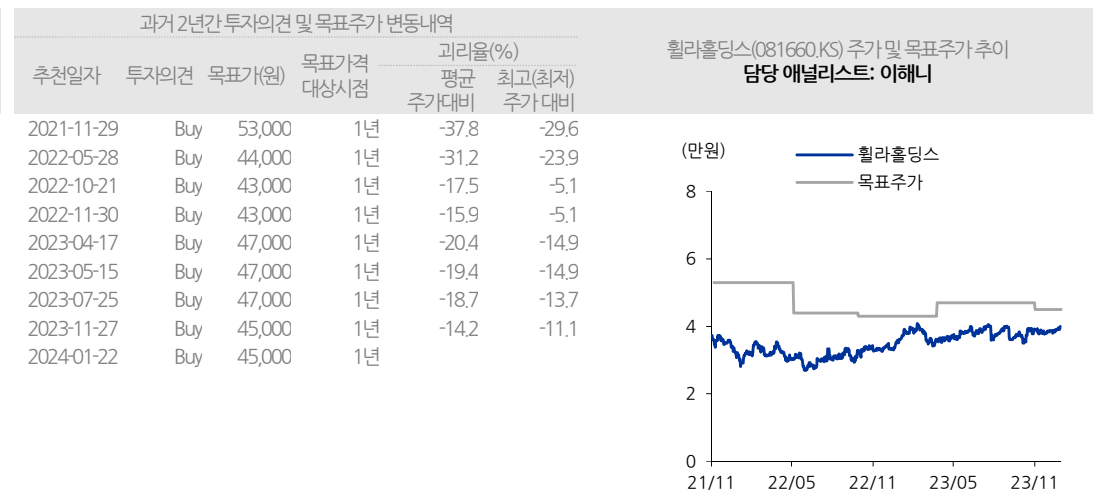
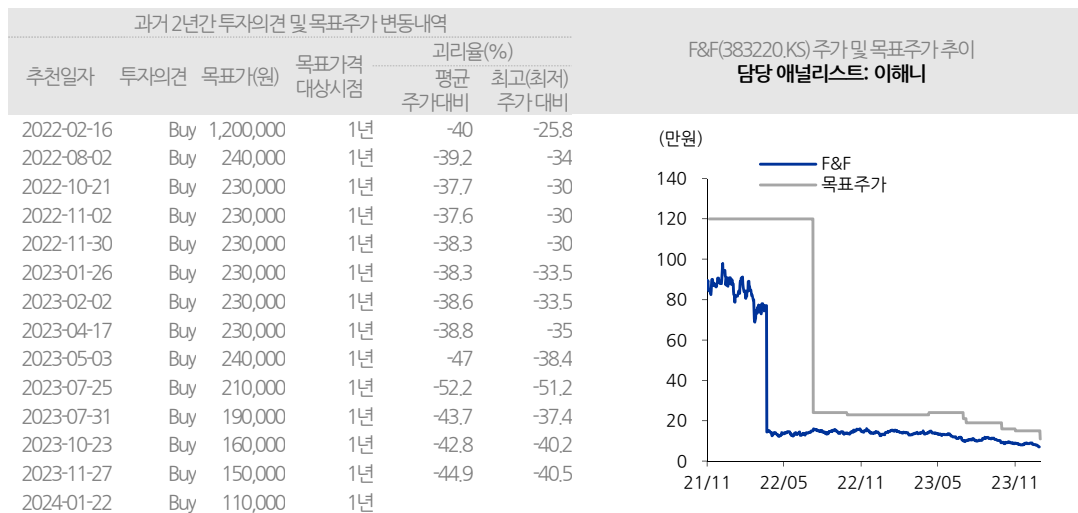
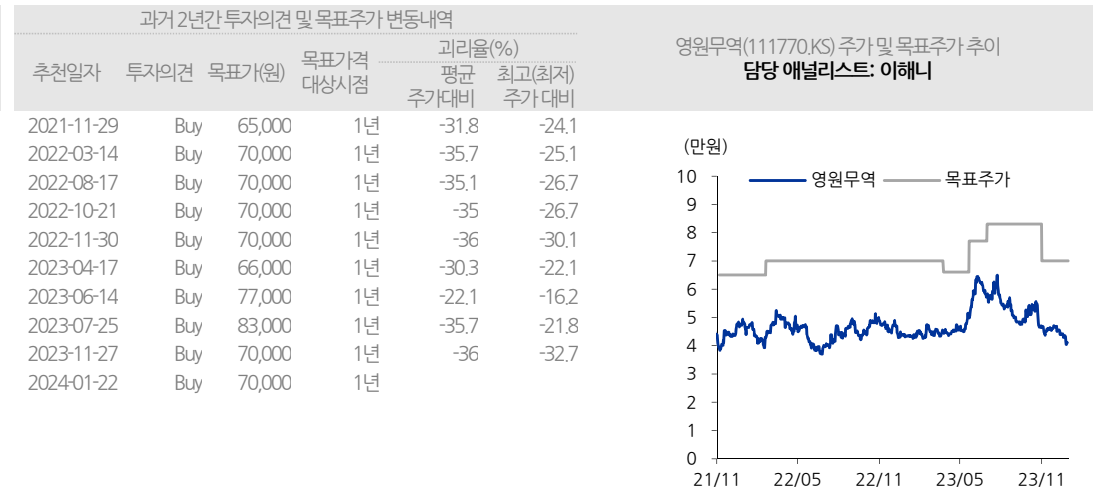
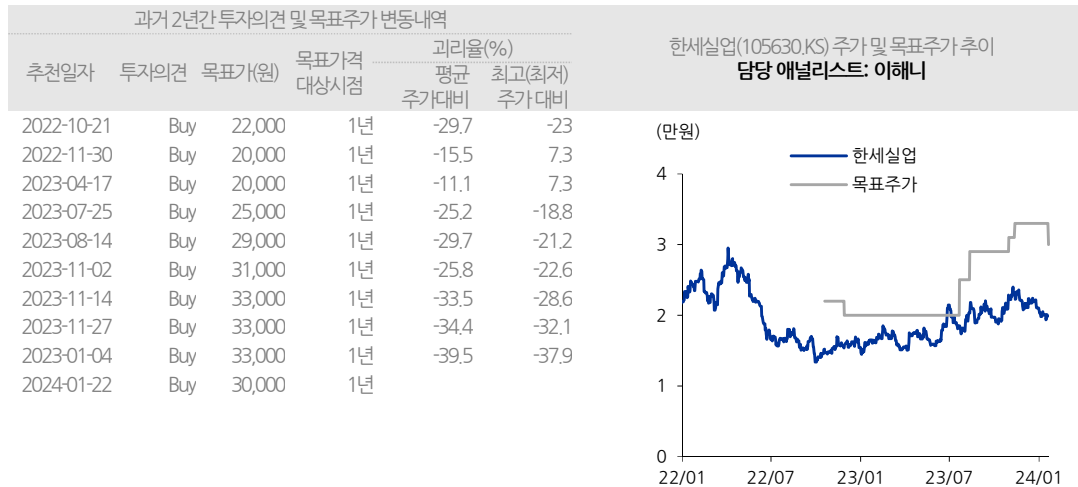
Compliance Notice

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

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		1%

(2023.12.31 기준)



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 기관투자가 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		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%
(2023.12.31 기준)		

