

의류  
선별적  
접근 필요

의류. 형권분



## 의류 중립(유지)

### 선별적 접근 필요

**'25년도 녹록치 않다  
브랜드 경쟁력과 미국 관세가  
내년 핵심 관전 포인트**

2024년 의류 산업은 고물가, 고금리, 경기부진의 영향으로 부진했으며, 여기에 상장사 브랜드의 경쟁력 약화로 최악의 한 해를 보냈다. 2025년에도 내수 소비가 약할 것으로 전망되어 업황은 녹록치 않을 것으로 전망하는 가운데, 내년 핵심 키워드는 ① 브랜드 경쟁력과, ② 트럼프 관세 정책이 될 것으로 전망한다. 브랜드 경쟁력의 개선이 확인되거나, 트럼프 관세 정책에 대한 사업 노출도가 적거나, 관세 정책의 수혜를 받을 수 있는 종목의 주가가 업종 내에서 아웃퍼포먼스할 것이다.

**트럼프 관세 정책은 OEM에  
긍·부정적 요인 혼재  
시장은 불확실성을 반영할 것**

트럼프의 관세 정책의 경우 ① 보편 관세 부과는 OEM 업황에 부정적으로, ② 중국 관세 인상은 긍정적으로 작용할 것이다. 아직 내용과 시점에 대한 불확실성이 높기 때문에 당분간은 OEM에 대한 투자 센티먼트 약세 요인으로 작용하겠다. 만약 보편 관세를 부과하지 않고, 중국 관세만 대폭 인상할 경우 한국 OEM이 반사수혜를 받을 것으로 전망한다. 2018~2019년 미중 무역 분쟁 당시에도 한국 OEM의 주가는 강세를 보였다.

**휠라홀딩스 최선호주  
화승엔터프라이즈 차선호주 제시**

내년 휠라홀딩스를 의류 업종 내 최선호주로, 화승엔터프라이즈를 차선호주로 제시한다. 휠라홀딩스의 핵심 투자포인트는 ① 휠라코리아의 브랜드 턴어라운드와, ② 높은 주주환원율이다. 휠라홀딩스의 경우 휠라코리아는 '22년부터 리브랜딩 작업을 시작해 현재까지 3년째 진행 중이며, 그 결과 유통채널 구성, 마케팅, 제품에서 긍정적인 변화가 관찰되고 있다. 이를 근거로 내년 휠라코리아의 실적 턴어라운드 가능성은 높게 평가한다.

높은 주주환원율도 동사의 장점이다. 동사는 자회사 배당금수익과 로열티 수익을 통해 안정적인 현금흐름 재원을 확보하고 있으며, 이를 토대로 자사주매입, 배당 등 주주환원에 적극적으로 나서고 있다. 내년에도 의류 업종의 부진이 예상되는 가운데, 동사의 높은 주주환원율을 토대로 주가의 하방 리스크가 제한될 것이다.

Analyst 형권훈

Kh.hyung@skc.co.kr / 3773-9997

## 24년 리뷰: 최악의 한 해였다

### 무너진 업황 따라 무너진 투자심리

'24년 의류업종 투자심리는  
최악이었다

의류업종 지수는 올해 YTD 수익률 -19%로 연중 내내 부진한 흐름을 보였다. 고물가, 고금리, 경기부진의 비우호적인 맥락로 환경이 지속되었고, 기업들의 매출과 영업이익 모두 작년 대비 감소하는 추세를 보였기 때문이다. 11월에는 중국 부양책 실망감과 트럼프 당선인의 관세 정책에 대한 불안감이 더해져 의류업종에 대한 투자심리 약세가 지속되고 있다.

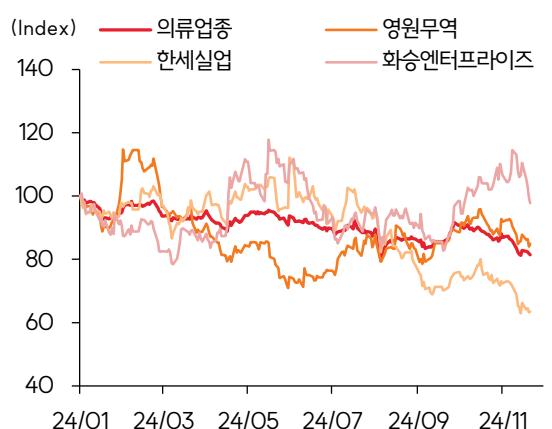
브랜드사의 주가가 업종 내에서  
특히 부진

브랜드사의 경우 심각한 내수 소비 부진으로 매출과 수익성 모두 감소했다. 당사의 커버리지 중에서는 F&F 와 신세계인터내셔날의 YTD 주가 수익률은 모두 업종 대비 25%p 언더퍼퓸해 가장 성과가 안 좋았다. 휠라홀딩스와 감성코퍼레이션은 YTD 수익률을 기준으로 업종을 아웃퍼퓸했다. 휠라홀딩스는 실적 부진이 충분히 예견된 한편, 적극적인 주주환원으로 주가 방어에 성공했다. 감성코퍼레이션은 국내에서 브랜드 성장이 지속되는 가운데 해외 수출 모멘텀을 받았다.

OEM도 예상보다 업황 회복의  
강도가 약했다

OEM은 올해 1분기부터 매출액이 턴어라운드했으나, 고객사들의 보수적인 재고매입 기조가 지속되면서 오더의 회복세가 약했다. 여기에 한세실업은 ASP의 하락이, 영원무역은 방글라데시 최저임금 인상과 SCOTT 부문의 실적부진이 실적의 하방 요인으로 작용했다. 당사 커버리지 중에서 화승엔터프라이즈만이 명확한 실적 회복세를 보였으며, 주가도 YTD 수익률 기준 업종은 16%p 아웃퍼퓸했다.

의류업종 및 주요 OEM 상장사 YTD 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

의류업종 및 주요 브랜드 상장사 YTD 주가 추이



자료: Quantwise, SK 증권

## 25년 전망: 시계 제로

### 불확실성 산재, 선별적 접근 필요

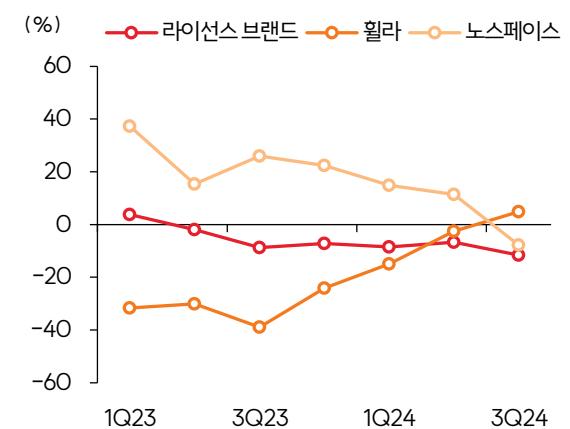
'25년은 브랜드 경쟁력, 트럼프 관세정책이 관전 포인트

2025년 의류 업종의 핵심 키워드로 ① 브랜드 경쟁력, ② 트럼프 관세정책을 제시한다. 각 키워드가 의류 업종의 방향성을 결정지을 만큼 영향력이 클 것으로 전망한다. 특히 트럼프 관세정책의 경우 내용과 시기의 불확실성이 높아 추후 정책 방향성에 따라 OEM 주가가 큰 변동성을 보일 것이다.

상장 브랜드의 경쟁력 약화 우려 해소 여부가 관건

먼저 브랜드 경쟁력 관련해서, 최근 브랜드 상장사들의 브랜드 경쟁력에 대한 의구심이 커지고 있다. 휠라홀딩스의 '휠라'와 영원아웃도어의 '노스페이스' 정도를 제외하면 대부분의 상장 브랜드가 라이선스 브랜드인데, 국내 패션 산업에서 라이선스 브랜드는 대부분 2010년대 중후반 성장기를 거쳐 현재 성숙기에 진입했다. 최근 라이선스 브랜드의 국내 패션 산업 내 시장점유율 하락이 관찰됨에 따라 브랜드 성숙기를 지나 쇠퇴기로의 전환을 우려하게끔 한다. 투자의 관점에서 경쟁력 약화 우려가 있는 브랜드에 대해서는 최대한 보수적인 시각으로 접근할 것을 추천한다.

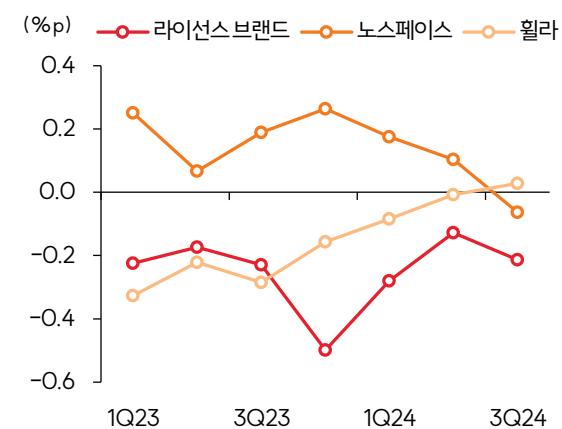
브랜드별 국내 매출액 전년 대비 증감률 추이



자료: 각 사, KOSIS, SK 증권

주: 라이선스 브랜드는 디스커버리, 엠엘비, 캉골, 스노우피크 어파럴, 내셔널지오그래픽 합산 수치임

브랜드별 국내 시장점유율 전년 대비 변화량 추이



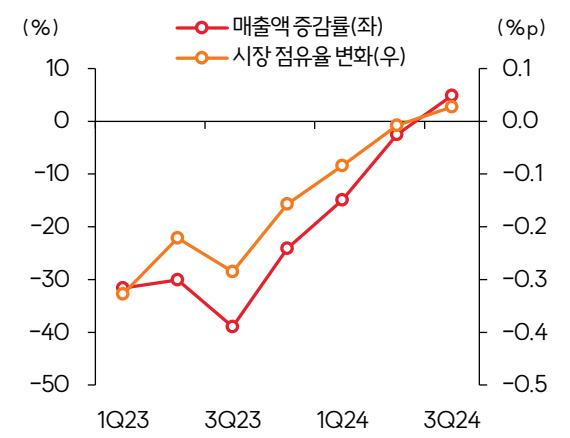
자료: 각 사, KOSIS, SK 증권

주: 라이선스 브랜드는 디스커버리, 엠엘비, 캉골, 스노우피크 어파럴, 내셔널지오그래픽 합산 수치임

## 내년 휠라의 브랜드 경쟁력 개선 전망

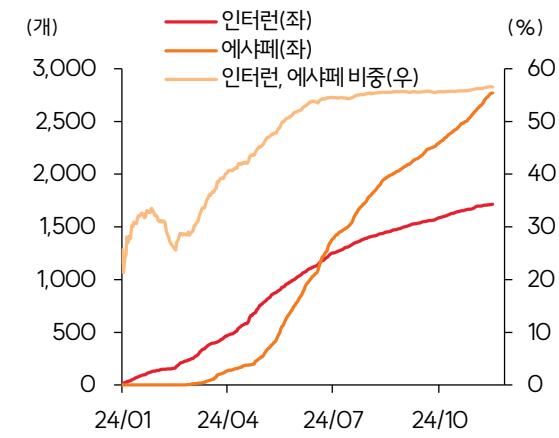
반대로 경쟁력 회복이 예상되는 휠라홀딩스에 대해서는 투자를 고려해볼 만하다. 휠라의 경우 '22년부터 유통채널 조정(홀세일 축소, 리테일 강화), 마케팅 강화(한소희 앰버서더로 채택), 제품 강화(인터런, 에셔페 출시)를 통해 브랜드 리빌딩 작업을 3년째 진행 중이다. 타 브랜드보다 훨씬 이른 시점에 이미 브랜드 경쟁력 약화를 경험했고, 브랜드 경쟁력을 되살리기 위한 노력도 그 만큼 더 빠르게 시작할 수 있었다. 휠라코리아의 경우 브랜드 턴어라운드를 위한 밑작업은 지난 3년의 시간 동안 대부분 마무리되었다고 판단한다. 올해 인터런, 에셔페 등 신제품들에 대한 소비자들의 반응이 좋았던 만큼, 내년 지속적으로 신제품이 출시되고 히트 상품의 SKU 수가 추가됨에 따라 브랜드 턴어라운드 가시성이 높다고 본다.

### 휠라코리아 국내 매출 및 시장 점유율 추이



자료: 휠라홀딩스, KOSIS, SK 증권

### 무신사 채널 내 휠라 브랜드 리뷰 트래픽 추이



자료: 무신사, SK 증권

주: 비중은 휠라 전체 누적 리뷰 수 중 인터런과 에셔페 합산 누적 리뷰 수의 비중임

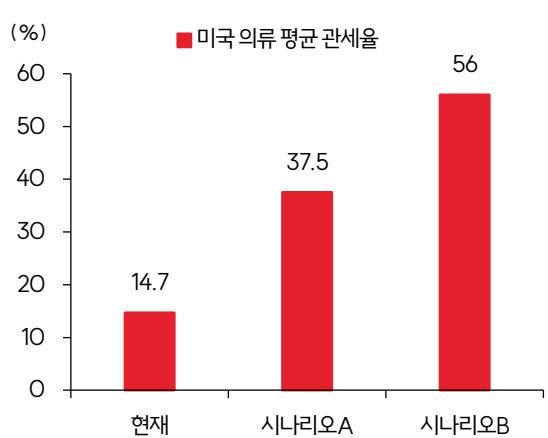
### 관세 정책은 (1) 보편 관세, (2) 중국 관세 인상이 관전 포인트

다음으로 트럼프의 관세 정책에 따라 OEM 기업들의 실적과 의류 업종 투자 센티먼트의 방향성이 결정될 것으로 전망한다. 보편 관세(세율 10~20%)의 시행 여부와 중국 수입품에 얼마나 높은 관세율(세율 60~100%)을 적용할 것인가가 관건이다.

### 보편 관세 시행될 경우 OEM 의 P 와 Q 동시 하락 예상

보편 관세가 시행될 경우 OEM 업황에 미칠 영향은 두 가지로 예상된다. ① 브랜드 업체들이 관세 부담을 가격 인상을 통해 소비자에게 전가할 경우 미국 내 의류 소비 감소와 이에 따른 OEM 오더 감소할 수 있다. ② 관세 부담이 일부 OEM에 전가될 경우 단가 인하 압박으로 인해 OEM의 수익성이 감소할 수 있다. 관세 부과 여부가 아직 정해지지 않았고, 과세를 부과하더라도 이러한 영향은 시간을 두고 OEM의 실적에 서서히 반영될 것이다. 하지만 현실화될 경우 OEM 업황에 부정적인 영향을 미칠 것이 분명하기 때문에 관세 정책의 방향성이 확정될 때까지 OEM에 대한 시장의 투자심리에 부정적으로 작용할 것이다.

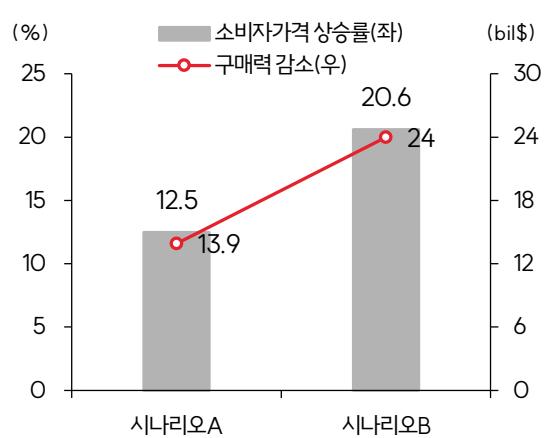
관세 시나리오별 미국 수입 의류 평균 관세율



자료: NRF, SK 증권

주: 시나리오 A는 보편10%/중국70%, 시나리오 B는 보편20%/중국120%

관세 시나리오별 의류 물가 및 구매력 영향



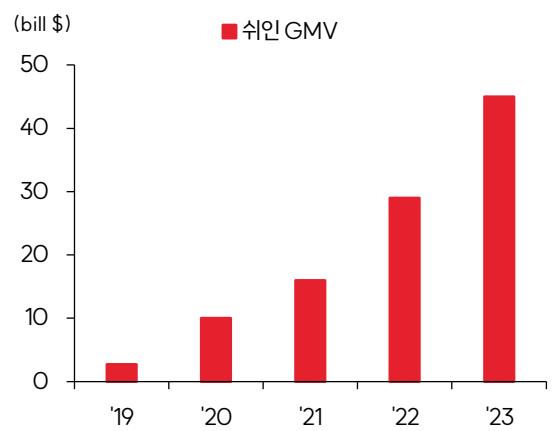
자료: NRF, SK 증권

주: 시나리오 A는 보편10%/중국70%, 시나리오 B는 보편20%/중국120%

### 중국 관세 인상 시행될 경우 한국 OEM의 Q 반사수혜 예상

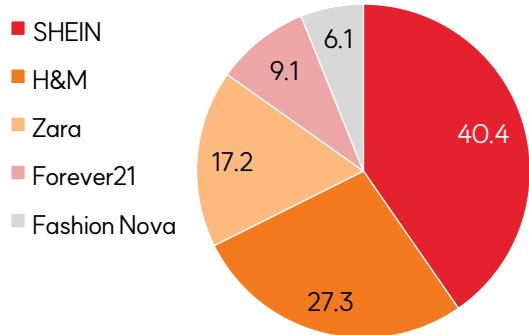
중국 관세가 시행될 경우 OEM 업황에 장기적으로 긍정적일 것으로 예상한다. 패션 업계의 C 커머스 대표주자인 '쉬인(Shein)'의 미국 패스트 패션 시장 점유율은 40% 이상으로 추정되는데, 코로나 19 이후 점유율이 급상승해 'Zara', 'H&M' 등 패스트 패션 전통 강자를 모두 밀어내고 압도적인 미국 내 1 위 패스트 패션 브랜드가 되었다. 경쟁 브랜드 대비 압도적으로 저렴한 가격이 쉬인의 가장 큰 경쟁력인 만큼, 중국산 수입품에 높은 관세가 부과될 경우 이러한 가격 경쟁력이 희석됨에 따라 시장 점유율이 축소될 수 있다. 이를 통해 Gap, Old Navy, Target, Walmart, H&M 등 글로벌 가성비 의류 브랜드의 점유율 회복을 기대해볼 수 있다. 그 결과 이들 브랜드를 주요 고객사로 두고 있는 한국 OEM의 오더 수혜가 예상된다.

'쉬인' 연도별 글로벌 GMV 추이



자료: SHEIN, SK 증권

'쉬인' 미국 Fast Fashion 시장 점유율



자료: Statista, SK 증권

또한 의류 생산 밸류체인의 탈중국화를 더욱 심화시키며, 동남아시아에 주요 생산시설을 보유한 한국 OEM으로 오더가 이동할 수 있다. 현재 중국 의류 수입품에 적용된 미국의 주된 규제는 ① 관세와, ② 위구르 강제노동 금지법이다. 미국의 견제로 미국의 중국산 의류 수입 의존도는 면적 기준으로 2019년 40%에서 최근 36%로 감소했다. 여전히 많은 부분을 중국에 의존하고 있는 이유는 저렴한 가격 때문이다. 미국 정부의 견제에도 의류 생산국으로서 경쟁력을 유지하기 위해 중국 OEM 들은 지속적으로 단가를 낮춰 브랜드사가 부담하는 밸류체인 리스크를 보상해 왔다.

미국의 중국산 의류 수입 비중 추이 (면적 기준)



자료: OTEXA, SK 증권

미국의 중국산 의류 수입 면적당 단가 추이



자료: OTEXA, SK 증권

**중국 관세 인상될 경우 트럼프  
1기와는 차원이 다른 중국  
엑소더스 발생 전망**

하지만 트럼프의 공약대로 60~100%의 관세가 중국산 의류에 부과될 경우 중국 의류 생산업체 입장에서는 단가 인하로 대응할 수 있는 영역을 벗어나게 된다. 따라서 의류 브랜드사들의 밸류체인 탈중국 움직임이 트럼프 1기 때와는 비교할 수 없을 만큼 강해지고, 중국을 떠난 오더는 동남아 지역에 생산시설을 두고 있는 한국 OEM 업체가 일부 흡수할 것으로 전망한다. 미국의 중국산 의류에 대한 수입 의존도가 면적 기준 30% 이상으로 높은 만큼, 관세와 탈중국이 현실화될 경우 글로벌 의류 OEM 쇼티지가 발생할 가능성도 열어둬야 한다.

**주가는 불확실성 회피 심리를  
우선 반영할 것**

정리해보면 트럼프의 관세정책이 한국 OEM 업체들의 펀더멘털에 미칠 영향에는 부정적, 긍정적 요소가 혼재되어 있다. 보편 관세는 OEM 업황에 단기적으로 부정적인 영향을, 중국 관세 인상은 장기적으로 긍정적 영향을 미칠 것이다. 관세 정책이 구체화되고, OEM 실적에 미칠 영향이 확정되기 전까지 전반적인 OEM 주가는 불확실성을 회피하고자 하는 심리로 인해 약한 흐름 보일 것으로 전망한다.

**휠라홀딩스 최선호주,  
화승엔터프라이즈 차선호주 제시**

결론적으로 내년 의류 업종은 ① 상장 브랜드의 경쟁력과 ② 트럼프의 관세 정책에 대한 불확실성의 영향으로 기업 실적과 투자 센티먼트의 약세가 지속될 것으로 전망한다. 이러한 Base Scenario 속에서 업종 대비 주가 아웃퍼퓸이 예상되는 종목으로 ① 개별 기업의 실적 모멘텀이 강하거나, ② 관세 정책의 영향을 상대적으로 덜 받는 종목을 추천하며, 이에 부합하는 종목으로 '휠라홀딩스'를 최선호주로 추천하며, '화승엔터프라이즈'를 차선호주로 제시한다.

## Top Picks: 휠라홀딩스

### 브랜드 턴어라운드 예상, 높은 주주환원율은 덤

2025년 연간 기준 의류 업종 내 Top Pick으로 휠라홀딩스를 제시한다. 내년 휠라홀딩스의 핵심 투자포인트는 ① 휠라코리아의 브랜드 턴어라운드와, ② 높은 주주환원율이다.

먼저 내년 휠라코리아의 실적 턴어라운드를 전망한다. 휠라코리아는 '22년부터 리브랜딩 작업을 시작해 현재까지 3년째 진행 중이다. 그간 휠라코리아의 리브랜딩 노력의 결과로 ① 유통 채널 구조조정(홀세일 축소, 리테일 강화), ② 마케팅 강화(한소희 앰버서더로 활용), ③ 제품 경쟁력 강화(인터런, 에셔페 등)가 관찰되고 있다. 특히 제품의 경우 2010년대 후반 디스럽터 2의 메가히트 이후 신제품 가뭄이 이어졌는데, 인터런과 에셔페의 긍정적인 소비자 반응을 근거로 동사의 제품 경쟁력이 개선되고 있다고 판단한다. 내년 출시될 신제품과, 이로 인한 휠라코리아의 매출 턴어라운드 가능성을 높게 평가한다.

높은 주주환원율도 동사의 장점이다. 작년 동사는 ① 아쿠쉬네트 배당수익 약 1,000억 원, ② Full Prospects 배당수익 약 160억 원, ③ DSF 수익 약 700억 원, ④ 글로벌 로열티 수익 약 780억 원을 통해 안정적인 현금흐름 재원을 확보하고 있다. 글로벌 브랜드 마케팅 활동에 경상적으로 사용되는 비용 약 600억 원을 감안해도 연간 2,000억 원의 안정적인 현금흐름 재원을 보유하고 있다. 동사는 이를 토대로 자사주매입, 배당 등 주주환원에 적극적으로 나서고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	3,794	4,222	4,007	4,237	4,211	4,429
영업이익	십억원	493	435	303	376	505	572
순이익(지배주주)	십억원	235	344	43	198	270	308
EPS	원	3,872	5,658	701	3,292	4,494	5,126
PER	배	9.3	5.9	55.2	12.2	8.9	7.8
PBR	배	1.3	1.1	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	5.0	6.6	8.8	7.9	6.1	5.4
ROE	%	16.2	19.7	2.3	10.2	13.0	13.5

### **Compliance Notice**

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

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

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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