



2024년 11월 26일 | 키움증권 리서치센터 | 산업분석

화장품/섬유의복 2025 연간전망: 수출이 답이다

화장품/섬유의복 Analyst 조소정 sojcho@kiwoom.com



Contents

- I. Summary p.03
- II. 화장품 산업전망 p.05
- III. 섬유의복 산업전망 p.18
- IV. 기업분석 p.33
 - 실리콘투(257720) ★
 - 한국콜마(161890)
 - 아모레퍼시픽(090430)
 - F&F(383220) ★
 - 영원무역(111770)



Part I. Summary



Summary

>>> 화장품: K뷰티 성장세 지속 전망

- 브랜드사들의 해외 진출 의지는 당분간 굳건할 예정, 가성비와 더마 선호 트렌드 덕분에 K뷰티 브랜드에게 우호적인 시장 환경도 그대로일 듯. 이에 K뷰티의 해외 확장 흐름은 지속될 전망
- 다만 美 시장 내 경쟁 심화 현상이 포착되고 있기에, 향후 브랜드사의 성장에 있어서 채널과의 긴밀한 협력, 트렌디한 마케팅 전략의 중요성은 더욱 강조될 전망.
- 화장품 업종에 대해 투자의견 비중확대 유지. 채널/마케팅 전략에 따라 성패가 갈릴 수 있는 브랜드사 보다는 K뷰티 수출 호황 흐름에 올라탈 수 있는 비브랜드사 업태를 선호. 이에 세부 업태별 선호도는 ‘유통》ODM》브랜드사’ 순이며, 최선호주 실리콘밸리, 관심종목은 한국콜마와 아모레퍼시픽을 제시.

>>> 섬유의복: 전방시장의 불확실성은 여전, 그래도 성장을 찾자면 스포츠/아웃도어

- 내수는 여전히 부진할 수 밖에 없고, 수출을 잘할 업체를 모색해야 함.
- 美: 미국 의류 시장은 저가 부문에 수요가 집중되고 있음. 한편 스포츠/아웃도어 시장은 경기 불확실성으로 인해 업체별로 차별화된 흐름이 보이고 있고, 특히 도매 채널의 재고 투자가 부진한 듯.
- 中: 중국 의류 경기도 부진. 다만 스포츠/아웃도어 시장은 생각보다 양호, 실제로 해외 스포츠/아웃도어 브랜드의 中 채널 실적 성장도 견조한 편. 이는 정부의 스포츠 산업 육성 정책과 소득이 안정적인 80/90후우의 스포츠 취미 수요 덕분인 듯.
- 섬유의복 산업에 대해 투자의견 중립 유지. 경기 불확실성으로 인해 의류 산업에 대한 투자심리가 반등하기는 어려울 듯. 그러나마 성장을 기대해볼 수 있는 中 스포츠/아웃도어 시장에 주목. 이에 최선호주는 F&F, 관심종목은 영원무역을 제시.

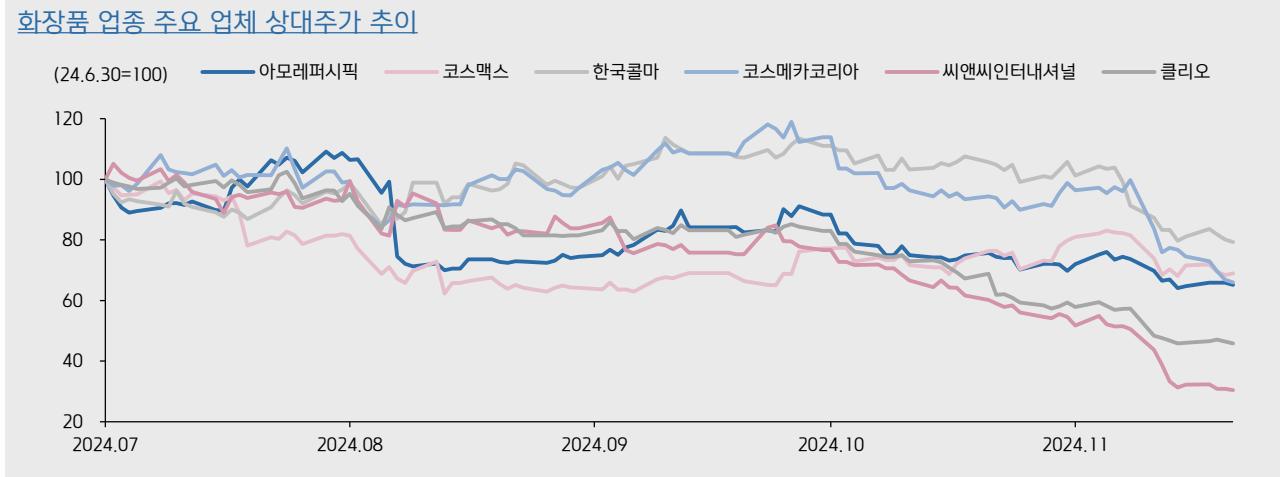
Part II. 화장품 산업전망



화장품 업종 3Q24 Review

◎ 화장품 업종 하반기 주가 하락세 지속

- 상반기 이후 섹터 내 성장 기대감이 확대되었으나, 1) 3분기 비수기 맞이, 2) 8~11월 쇼핑 이벤트 부재로 인해 3분기 대부분업체들의 실적이 시장기대치보다 하회했음 → 실적 추정치 조정, 기대감 축소되면서 화장품 섹터 주가도 하향세.



3Q24 화장품 업종 실적 비교

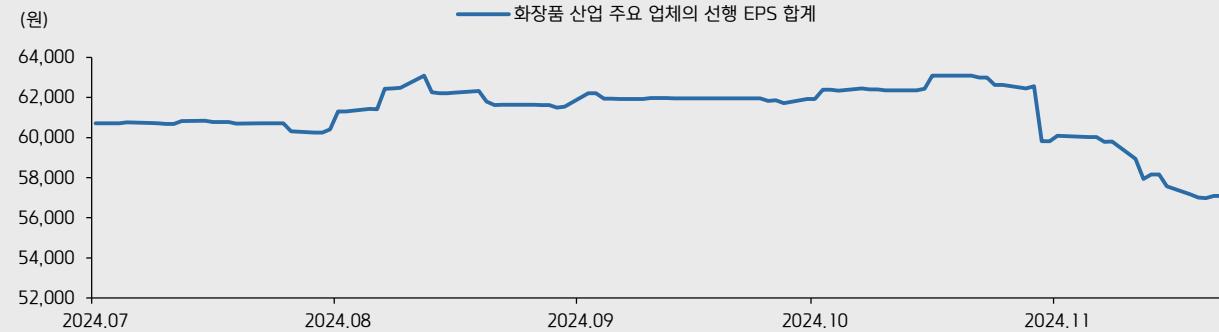
화장품 업종 3Q24 실적 비교

	3Q24			YoY			시장기대치			컨센서스 대비		
	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM	매출	OP	OPM
	십억원				%		십억원				%	
아모레퍼시픽	977.2	65.2	6.7%	10%	278%	4.7%	980.95	42.9	4.4%	0%	52%	2.3%
LG생활건강	1,713.6	106.1	6.2%	-2%	-17%	-1.2%	1,717.26	142.3	8.3%	0%	-25%	-2.1%
클리오	87.6	6.4	7.3%	3%	-39%	-5.0%	98.82	11.6	11.7%	-11%	-45%	-4.4%
아이파밀리에스씨	50.1	9.1	18.1%	35%	37%	0.3%	51.58	9.8	19.0%	-3%	-7%	-0.9%
코스맥스	529.8	43.4	8.2%	16%	30%	0.9%	523.63	43.4	8.3%	1%	0%	-0.1%
한국콜마	626.5	54.5	8.7%	21%	76%	2.7%	623.83	57.6	9.2%	0%	-5%	-0.5%
코스메카코리아	126.6	15.2	12.0%	9%	11%	0.2%	139.31	18.7	13.4%	-9%	-19%	-1.4%
씨엔씨인터내셔널	74.1	7.1	9.6%	38%	5%	-2.9%	85.16	13.1	15.3%	-13%	-46%	-5.8%

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권리서치

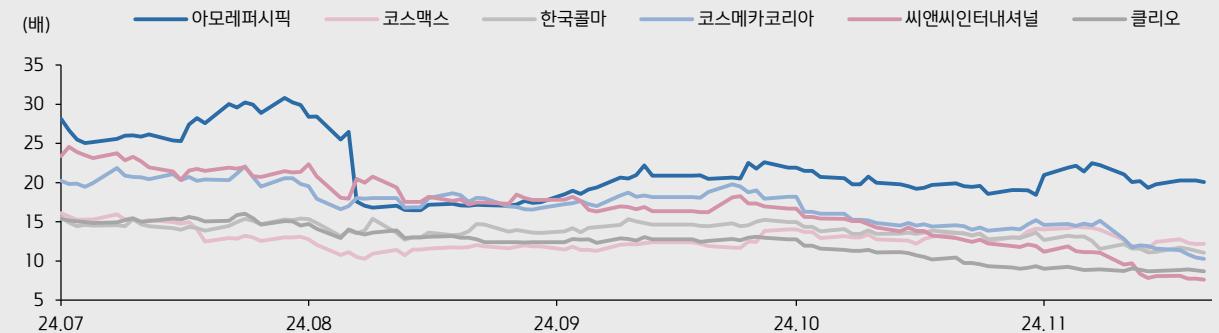
화장품 Fwd12M EPS 하향조정

화장품 업종 주요 업체 선행 EPS 합계 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

화장품 업종 주요 업체 선행 PER 추이



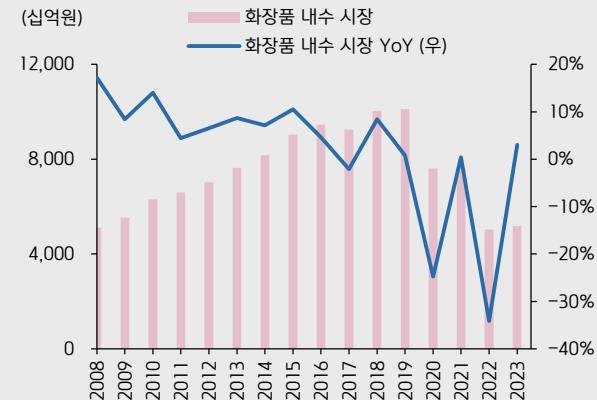
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권리서치

화장품, 2025년에도 수출 성장 모멘텀은 지속될 전망

◎ 내수 시장은 한계가 분명, 향후 성장을 위해서 브랜드사의 수출 성장 전략은 지속될 예정

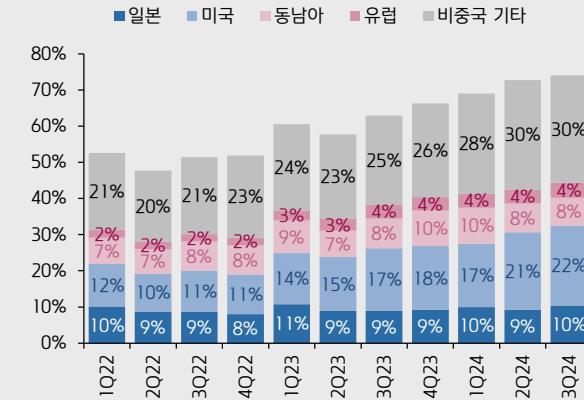
- 24년 1~10월 누적 화장품 수출 +42%, 비중국 채널 비중 60% → 70%로 확대. 인디 뷰티 브랜드들이 수출 성장을 견인.
- 내수 시장은 성장을 기대하기 어려운 상황이며, 경쟁 심화 현상 지속. 성장성 확보를 위해 브랜드사들의 해외 수출 수요는 계속 늘어날 것으로 예상.

내수 화장품 시장 규모 추이



자료: 통계청, 키움증권리서치

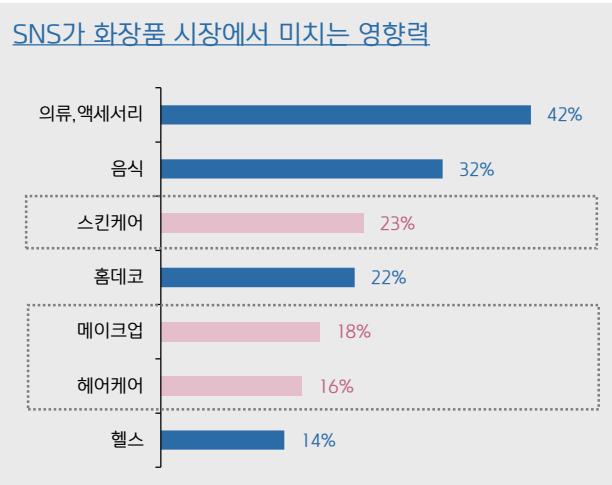
국내 화장품 국가별 수출 비중 추이 (비중국)



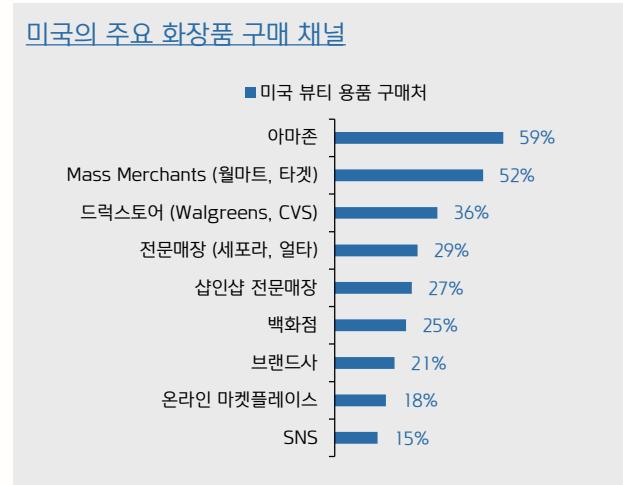
자료: Trass, 키움증권리서치

주요 국가는 직접, 기타 국가는 협력을 통해 공략

- ◎ 미국 시장의 강력한 소프트 파워로 인해, 브랜드사의 미국 시장에 대한 공략 의지는 더욱 강화될 듯
 - 미국의 화장품 시장 내 온오프라인 비중은 약 2:8로 추정. 그 중에서도 온라인은 아마존, 오프라인은 마트, 뷰티 전문 채널의 규모가 큰 편.
 - 브랜드사의 해외 진출에서 채널을 통한 외형 확장이 중요한데, 소형 브랜드사의 경우 채널과의 관계가 약할 수 밖에 없음. 따라서 진입 장벽이 낮은 채널을 (아마존, SNS 등) 통해 외형 확장과 인지도 향상이 필요
- ◎ 미국 → 타 국가 순서대로 공략 예정, 점진적인 확대를 예상
 - 대부분 브랜드사는 해외 현지 시장에 대한 이해가 부족하기 때문에 공격적인 확장이 어려움.
 - 미국 외 타 국가 진출에서는 SNS와 B2B 밴더의 역할이 중요. 마케팅 측면에서는 SNS를 통해 타 국가 소비자와 친밀감을 쌓고, 채널 측면에서는 B2B 밴더를 통해 현지 시장의 니즈를 파악하면서 접근할 수 있음



자료: Styleseat, 키움증권리서치



자료: DigitalCommerce360, 키움증권리서치

화장품 업종 내 SNS 마케팅 성공 사례

티르티르-Miss Darcei 마케팅 사례



TIRTIR Mask Fit Red Cushion Foundation | Full coverage, Weightless, Skin fit, Satin Glow Finish, Korean cushion foundation (#24N Latte, 0.63 Fl Oz (Pack of 1))

Visit the [TIRTIR Store](#)
4.0 ★★★★☆ 20,408 ratings | Search this page
2K bought in past month

Black Friday Deal
-40% \$15.00 (\$22.81 / Fl Oz)
List Price: \$24.00

FREE International Returns ▾
No Import Charges & \$6.72 Shipping to Republic of Korea [Details](#) ▾
Extra Savings! Save 10% on 10 Buy a Cushion & Enjoy an Extra 10% OFF... 2 Applicable Promotion(s) ▾

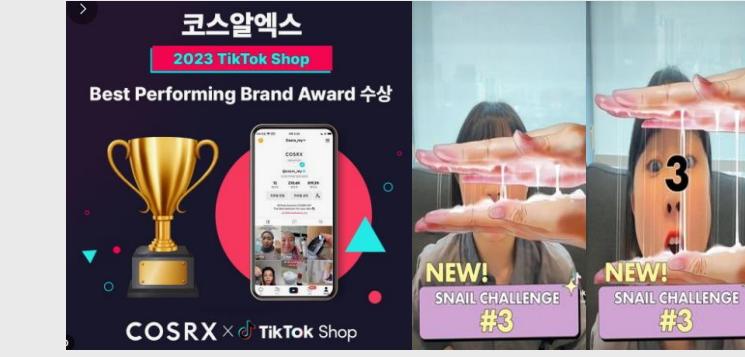
Size: 0.63 Fl Oz (Pack of 1)
0.15 Fl Oz (Pack of 1) 0.63 Fl Oz (Pack of 1)

Color: #24N Latte



자료: Youtube, Amazon, 키움증권리서치

코스알엑스-Tiktok 마케팅 사례



COSRX X TikTok Shop
2023 TikTok Shop
Best Performing Brand Award 수상

COSRX

COSRX Snail Mucin 96% Peptide Booster Set
Exclusive - Korean Skin Care, G Women, Advanced Snail Mucin
Visit the [COSRX Store](#)
4.5 ★★★★☆ 66 ratings | Search this page
2K bought in past month

Black Friday Deal
-31% \$23.99 (\$23.99 / Fl Oz)
List Price: \$33.99

No Import Charges & \$8.07 Shipping to Republic of Korea

Color: Snail 96% Peptide Set

\$33.99 List Price (\$33.99 / Fl Oz)	\$23.99 (\$23.99 / Fl Oz)
--	------------------------------

Item Form: Serum
Brand: COSRX
Product Benefits: Revitalization, Replenish
Skin Type: All
Active Ingredients: Peptide

자료: 언론종합, Amazon, 키움증권리서치

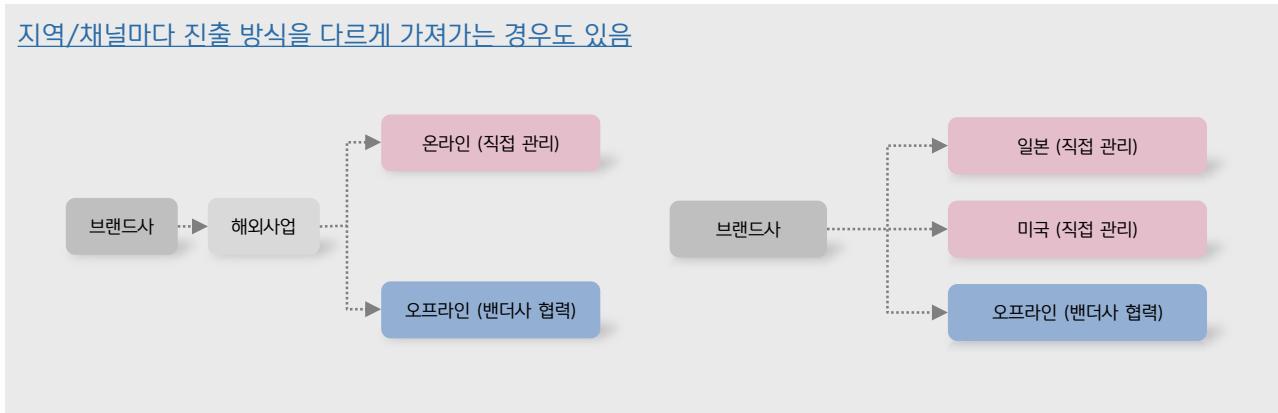
브랜드사-채널 간 협력 더욱 공고해질 전망

브랜드의 해외 진출 VS 간접 진출 비교

	직진출	간접진출
	해외 법인 설립을 통해 직접 해외 사업을 영위	현지 벤더와의 협력을 통해 해외 사업을 영위
특징	마케팅 전략 설정, 채널 확장 등, 해외 사업 추진에 브랜드사의 의중이 많이 반영됨	벤더사가 제품을 사입하고, 현지 마케팅, 판매 채널을 스스로 관리
	대형사에서 많이 쓰이는 방식	중소형사에서 많이 쓰이는 방식
현지 브랜딩	브랜드의 글로벌 브랜딩 전략 하에 사업 계획이 추진	현지 채널 마다 브랜드 컨셉/전략이 다를 수 있음
관리 인력 투자	현지 인력 채용, 판매 채널 관리 인력이 필요	현지 인력 채용, 판매 채널 관리 인력이 필요 없음

자료: 키움증권리서치

지역/채널마다 진출 방식을 다르게 가져가는 경우도 있음

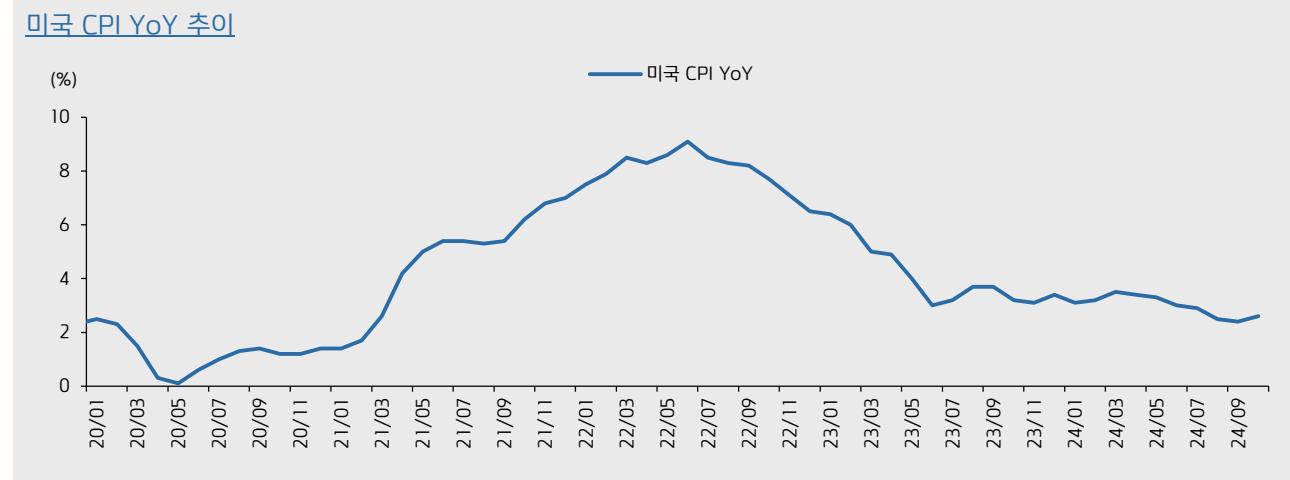


자료: 키움증권리서치

美 소비 시장 내 가성비 트렌드 지속 전망

◎ 인플레이션 완화되고 있으나, 물가 부담은 여전. 가성비 선호 트렌드 지속 전망

- 아마존 뷰티 카테고리의 상위 순위 제품 가격대는 \$10~20수준, 국내 중소형 뷰티 제품들과 유사한 가격대
- 가성비 선호 트렌드가 지속될 경우, 국내 인디 뷰티 브랜드사에게 우호적인 시장 환경이 유지될 확률이 높음



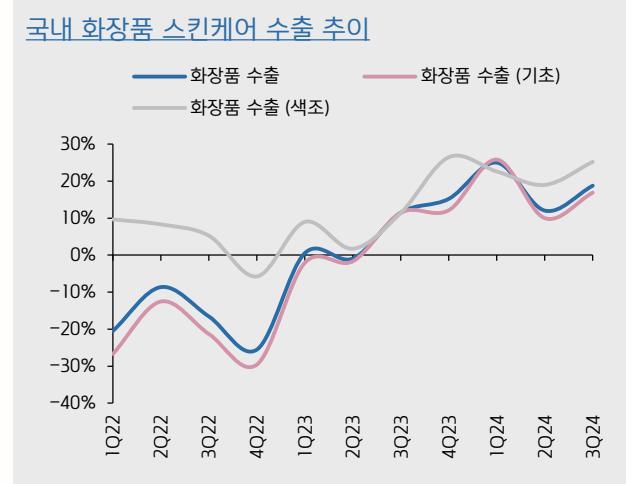
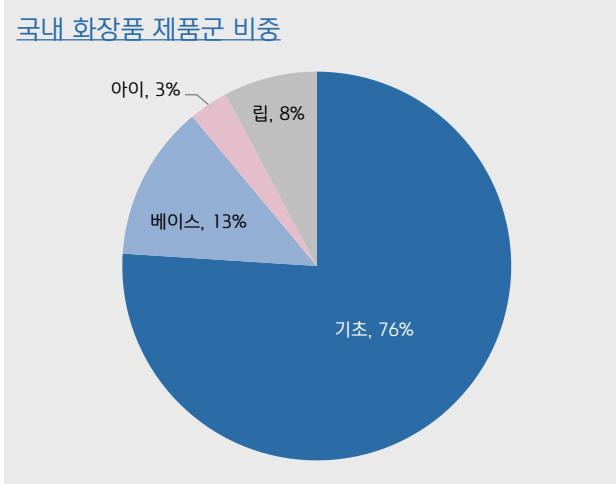
스킨케어 카테고리에 더욱 주목해야 하는 이유

◎ 미국에서도 더마 브랜드들이 큰 인기를 끌고 있음

- CeraVe, La-Roche Posay 등, 미국 내 더마 트렌드는 여전. 성분의 과학적 기전, 피부과 추천 코멘트를 마케팅에 사용하는 트렌드는 지속될 전망.

◎ 스킨케어의 수출 성장세는 지속될 전망

- 스킨케어는 1) 글로벌 더마 트렌드 덕분에 국내/해외 소비자 니즈가 유사하고, 2) 인종 구분 없어 SKU확장이 필요하지 않기 때문에, 2025년에도 성장이 기대됨
- 2025년에도 美 아마존의 스킨케어 카테고리 내 국내 브랜드의 제품들을 자주 보게 될 것으로 기대.



글로벌 더마 트렌드는 여전할 듯

美 아마존 스킨케어 판매 순위 내 국내 브랜드 상위권 기록

순위	브랜드	제품	순위	브랜드	제품
1	Biodance	Bio-Collagen Real Mask	11	Burt's Bee	Lip Balm
2	Hero cosmetics	Mighty Patch	12	La Roche-Posay	Toleriane Double Repair Face Moisturizer
3	CosRX	Snail Mucin 96% Power Face Serum	13	E.L.F.	Squeeze Me Lip Balm
4	EOS	Shea Better Body Lotion	14	Tru Skin	Vitamin C Serum
5	Grace&Stella	Under Eye Mask	15	Dove	Body Wash
6	Tree Hut	Vanilla Shea Sugar Exfoliating&Hydrating Body Scrub	16	Medicube	Collagen Jelly Cream
7	CosRX	Snail Mucin 92% Face Moisturizer	17	CeraVe	Moisturizing Cream
8	PanOxyl	Acne Foaming Wash Benzoyl Peroxide 10% Maximum Strength Antimicrobial	18	Laneige	Lip Glowy Balm Hydrate
9	Medicube	Zero Pore Pads 2.0	19	Lip Smacker	Coca-Cola Flavored Balm
10	Medicube	Collagen Overnight Wrapping Peel Off Facial Mask Pack	20	Laneige	Lip Sleeping Mask

자료: Amazon, 키움증권리서치

주: 24/11/24일

美 인기 스킨케어 브랜드들의 더마 마케팅은 지속될 전망

The image contains two side-by-side advertisements. On the left, a doctor in a white coat is shown with a speech bubble asking about ingredients for acne marks. Below him is a product shot of CeraVe Retinol Treatment. On the right, a doctor in a white coat is shown with a patient, with text claiming 90,000 dermatologists recommend the brand worldwide.

자료: 로레알, 키움증권리서치

다만 시장이 좋은 만큼, 경쟁 강도는 더욱 치열해질 전망

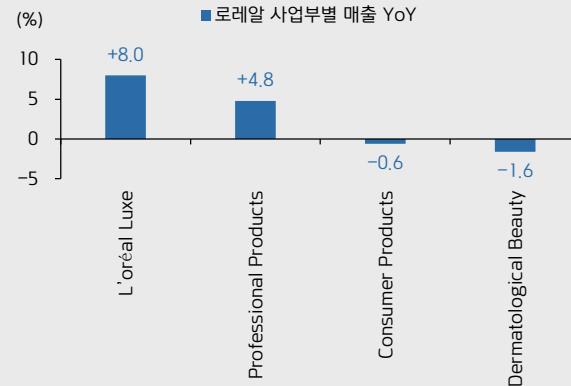
◎ 국내 브랜드사들의 아마존 내 순위 경쟁, 채널 확대 경쟁은 더욱 치열해질 가능성이 높음

- 국내 대형 브랜드사는 북미 채널 확장에 적극적. 아모레퍼시픽의 라네즈, 이니스프리, 코스알엑스, LG생활건강의 TFS, Belief는 美 오프라인 채널 기진입 (세포라, 얼타 등). 중소형사도 마찬가지로 채널 확장에 집중. 마녀공장 기진입(코스트코, 얼타). 클리오 진입 예정 (타겟).

◎ 경쟁 강도는 앞으로 더욱 확대될 전망

- 북미 더마 시장 내 경쟁 심화 현상: 로레알의 3Q24 더마 사업부 매출 감소, CeraVe의 북미 매출 감소가 원인. 이는 최근 K뷰티 브랜드의 북미 확장에 기인한 것으로 추정. (타겟 고객/시장이 겹치기 때문)
- 브랜드사의 채널 확장, 마케팅 전략의 중요성 더욱 커질 전망이며, 이에 따라 향후의 성패가 결정될 가능성이 높음

로레알 3Q24 사업부별 실적



자료: 로레알, 키움증권리서치

로레알 3Q24 컨퍼런스 콜 (24.10.22)

CeraVe has got a 19% share on that market. So there's a value driven reduction. There's a few consumers in the U.S. that left the derma sector to mostly young Gen Zs that went to try a few other brands.

… after years of extraordinary growth of the dermocosmetics market, particularly in the U.S. and particularly driven by CeraVe, it has slowed down a bit. But what is true is that the appetite for dermatological beauty has not really changed. It's true that many brands have tried to tap into that trend.

Cerave의 미국 시장 점유율 19%, 가성비 트렌드와 Gen Z가 신규 더마 브랜드를 체험해보고 싶어하면서 점유율이 감소했음

… 지난 몇년간 미국 더마코스메틱 시장은 놀라운 성장을 경험했고, 이러한 흐름에서 Cerave도 크게 성장. 비록 최근 Cerave 미국 매출 성장이 둔화되었지만, 미국 내 더마코스메틱 트렌드는 지속되고 있으며, 많은 브랜드들이 이 트렌드에 올라타기 위해 노력 중

자료: 로레알, 키움증권리서치

투자아이디어: 브랜드사 < 비브랜드사 선호

◎ 브랜드사보다는 비브랜드사 (ODM/유통업체) 선호

- 시장 성장에 대해서는 긍정적이나, 플레이어 증가로 경쟁이 확대될 것으로 예상. 마케팅/채널 전략에 따라 각 브랜드사들의 성과가 달라질 수 있음. → K뷰티 글로벌 확장 흐름에 올라탈 수 있는 비브랜드사를 선호.

◎ 그 중에서도 유통업체, 실리콘투를 최선호주로 제시

- ODM은 사업 구조 특성상 수익성을 확보하기 위해서는 소품종 대량생산이 필요하지만, 성장성을 확보하기 위해서는 다품종 소량생산으로 갈 수밖에 없는 구조. 수익성 vs 성장성이 충돌하기 때문에 OPM 확보에 제한이 있을 수 있음. (15% 상한선 예상)
- 최선호주 유통업체 실리콘투, 관심종목은 ODM 업체 한국콜마, 브랜드사 아모레퍼시픽을 제시.

Part III. 섬유의복 산업전망



섬유의복 3Q24 Review

- ◎ 글로벌 의류 경기 불황 지속되고 있는 가운데, 특히 내수 브랜드사 타격이 큼
- ◎ OEM사 실적은 전방시장 분위기에 따라 차별화된 분위기
 - 한세실업: 저가 수주 증가로 믹스 악화, 일회성 운송비 증가
 - 영원무역: OEM 사업 턴어라운드, 아크테릭스/룰루레몬 수주 견조, 노스페이스가 하반기 성장을 견인. Scott 부진은 아쉬움.
 - 화승엔터프라이즈: 아디다스 회복 덕분에 이익 개선

섬유의복 업종 주요 업체 3Q24 실적 비교

	3Q24			YoY			시장기대치			컨서스 대비		
	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM	매출	영업이익	OPM
	십억원		%	십억원		%	십억원		%	십억원		%
F&F	451.0	108.3	24.0%	-8%	-27%	-6.1%	474.61	122.5	25.8%	-5%	-12%	-1.8%
신세계인터내셔널	296.0	2.1	0.7%	-6%	-65%	-1.2%	310.28	6.6	2.1%	-5%	-68%	-1.4%
한섬	314.244	6.03	1.9%	-3%	-31%	-0.8%	330.73	11.5	3.5%	-5%	-48%	-1.6%
한세실업	534.0	45.2	8.5%	4%	-25%	-3.4%	530.98	57.2	10.8%	1%	-21%	-2.3%
영원무역	1,068.5	104.5	9.8%	7%	-42%	-8.2%	978.42	135.2	13.8%	9%	-23%	-4.0%
화승엔터프라이즈	386.1	19.1	5.0%	48%	흑전	5.6%	378.00	19.7	5.2%	2%	-3%	-0.3%

자료: FnGuide 컨서스, 키움증권리서치

내수 업황은 비슷할 듯, 2025년도 수출에 주목해야

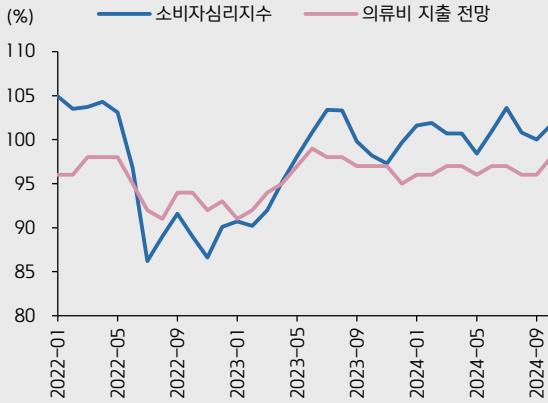
- ◎ 매크로 환경이 크게 개선되지 않는 이상, 2025년 내수 의류 업황은 비슷할 전망
- ◎ 해외 수출 모멘텀이 있는 업체를 모색할 필요가 있음

국내 가계 금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권리서치

소비자심리지수 (의류CSI)

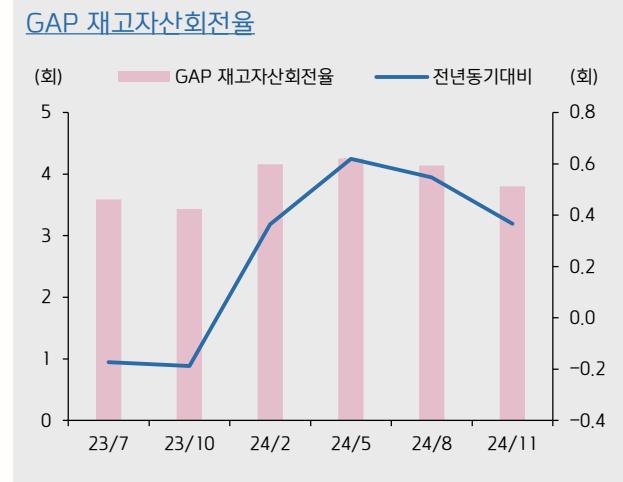
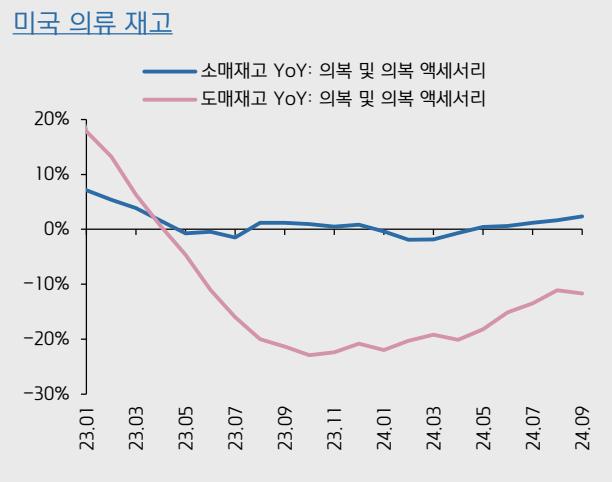


자료: 한국은행, 키움증권리서치

미국 소비 시장은 가성비 트렌드가 지속될 전망

◎ 경기 불확실성 → 가성비 선호 트렌드 지속될 전망

- 소비자들의 저가 선호 현상 지속. 저가를 제외한 의류 업체들의 실적 성장 제한적, 중가 고객사들의 재고 투자 보수적일 듯
- 저가/캐주얼 의류 브랜드사, GAP 재고자산회전율 개선세 지속, 연간 가이던스 상향조정. (+1.5% → +2.0%)
- 유통채널 월마트: Upper-Income 고객의 유입 지속, 소비자들의 가성비 선호 여전



美 주요 업체 실적 컨퍼런스 콜: 가성비 선호 트렌드 여전

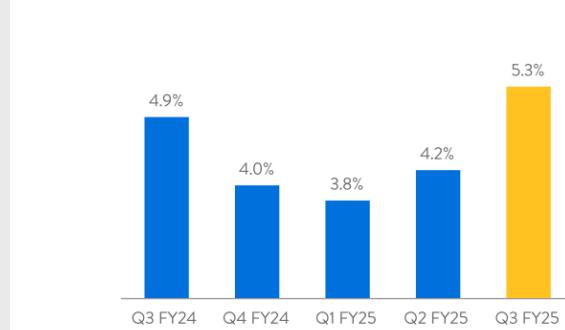
GAP FY24 가이던스 상향조정

METRIC	FY 2024 OUTLOOK
Net sales	1.5% to 2.0% growth on a 52-week basis ⁽¹⁾
Gross margin	Approximately 220 bps expansion vs 38.8% LY
Operating expense	Approximately \$5.1 billion
Operating income	Mid to High 60% growth range vs \$606 million LY ⁽²⁾
Effective tax rate	Approximately 26.5%
Capital expenditures	Approximately \$500 million



자료: GAP, 키움증권리서치

월마트 실적: 미국 소비자들의 가성비 선호 증가, 상위 소득 고객 증가 지속



- Strong momentum as customers respond to value & convenience offering
- Comp sales +5.3% driven by growth in transactions and unit volumes across both stores and eCommerce channels
 - Transactions ex fuel: +3.1%
 - Average ticket ex fuel: +2.1%
- Share gains across income cohorts, led by upper-income households
- Total like-for-like inflation +10 bps

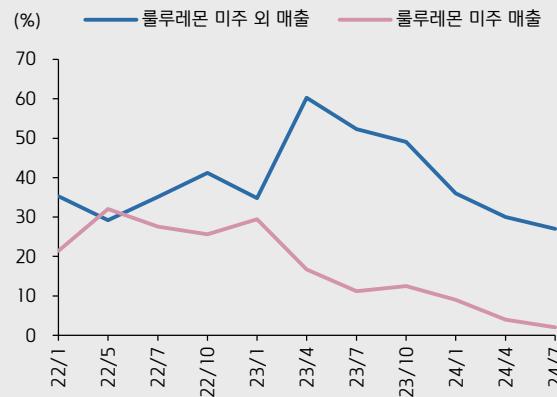
자료: Walmart, 키움증권리서치

美 스포츠 시장도 보수적인 재고 투자는 여전

◎ 스포츠 시장은 업체마다 차별화된 흐름을 보이고 있으나, 대체적으로 보수적인 관점이 필요

- 애슬레저: 룰루레몬, 뷔오리, 알로요가 간의 삼파전 지속. 이에 룰루레몬은 1) 카테고리 확대와 2) 해외 진출로 성장 드라이브를 걸고 있음.
- 아웃도어/종합스포츠: 북미 시장 대부분 성장성은 제한적. 특히 도매 채널의 재고 매입이 부진한 편, 이에 나이키, 컬럼비아, 아디다스, 노스페이스의 북미 채널 상황 대체로 비슷하고, 아크테릭스만 소폭 성장을 보임.

룰루레몬 매출 추이 (미국/해외)



자료: Lululemon, 키움증권리서치

Piper Sandler 설문조사

순위	23년 Fall	24년 Spring
2	LuluLemon	LuluLemon
11	-	Alo Yoga
15	-	Vuori
24	Vuori	-
35	Alo Yoga	-

자료: PiperSandler, 키움증권리서치

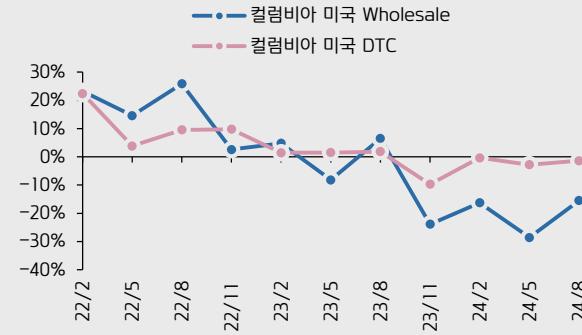
주요 스포츠 브랜드의 북미 채널 대부분 부진, 특히 도매

나이키 북미 채널 (도매/소매)



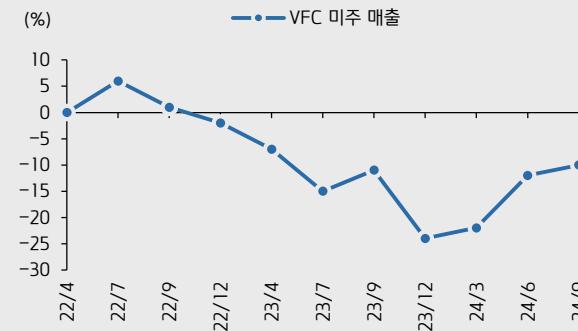
자료: 나이키, 키움증권리서치

컬럼비아 미국 채널 (도매/소매)



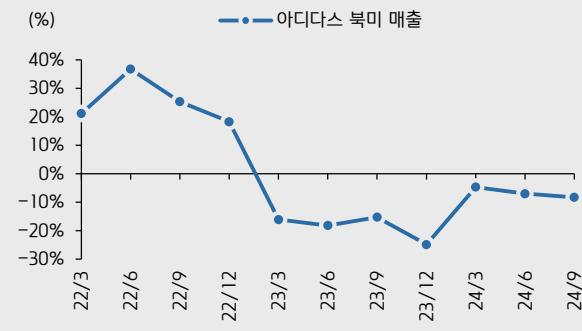
자료: 컬럼비아, 키움증권리서치

VFC 북미 매출



자료: VFC, 키움증권리서치

아디다스 미국 채널



자료: 아디다스, 키움증권리서치

실적 컨콜에서도 북미 의류 시장 내 업체별 차별화 현상 지속

컬럼비아 스포츠웨어, 연간 가이던스 하향 조정: 북미 지역 불확실성 확대, 특히 도매 채널

2024 Financial Outlook		Outlook compared to 2023
Net sales	\$3.31B to \$3.38B (prior \$3.35B to \$3.42B)	-5.0% to -3.0% (prior -4.0% to -2.0%)
Anticipated net sales declines primarily reflect:		
<ul style="list-style-type: none"> Net sales declines are expected to be led by the SOREL brand down mid-20% and prAna down MSD%. Mountain Hardwear is expected to be up MSD% and the Columbia brand approximately flat to down modestly. By region, a LDD% decline in Canada and a HSD% decline in the U.S. are expected to be partially offset by growth in LAAP and EMEA. From a channel perspective, DTC is anticipated to grow LSD%, driven by DTC B&M growth, while DTC.com is expected to be down MSD%. Wholesale is anticipated to be down HSD%. <ul style="list-style-type: none"> DTC B&M sales growth includes the annualization of new stores opened in 2023, as well as the contribution from 11 net new stores in the U.S., 1 net new store in Canada, and 6 net new stores in Europe-direct markets planned for 2024. DTC B&M sales growth also includes the favorable net sales impact of temporary clearance locations. 		

자료: 컬럼비아, 키움증권리서치

VF: 미국 사업은 아직 매출 감소 중

Our America business improved sequentially with revenue down 9% in Q2 compared to down 13% in Q1. The new fully operational regional platform is starting to deliver tangible results, driven by a quarter, or greater emphasis on brand elevation and full price sales, ... The North Face revenue was down 4%, in line with the guideline we gave you last quarter, given the strong prior year Q2 comp of up 17% from shipping timing normalization.

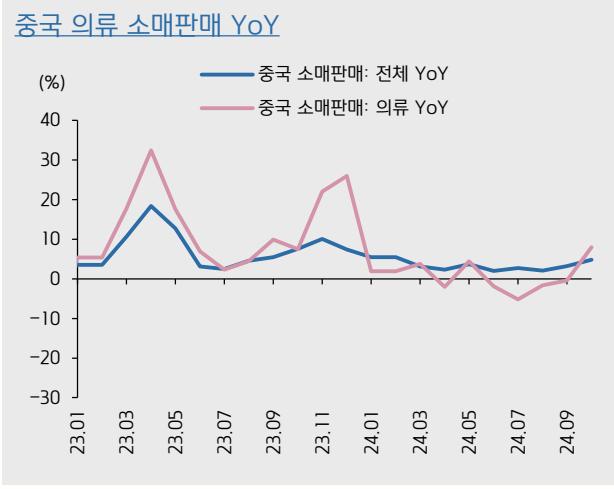
우리 미국 사업은 1Q 매출 -13%에서 -9%로 점차 좋아지는 모습을 보임. 새로운 협력 채널들이 성과를 보이고 있고, 브랜드 이미지와 정상화 판매율 개선 흐름이 보이고 있음... 노스페이스 매출은 -4% 감소로 지난 분기 가이던스와 일치, 전년동기 선적 시기 차이로 인한 기고 효과가 있었음.

자료: VF, 키움증권리서치

中 부진한 수요, 의류 경기도 별반 다르지 않은 편

◎ 중국 수요 부진 지속, 의류 경기도 마찬가지

- 소비 경기 침체 영향으로 의류 경기도 부진한 편
- 1~10월 소매판매 전체 +3.5%, 의류 +1.1% 기록



한편 스포츠 브랜드들은 생각보다 선방 중

◎ 의류 경기 부진한 와중에도 해외 스포츠 브랜드사의 中 실적은 생각보다 견조

- 최근 분기 실적 내 중국 성장률: 아크테리스 +56%, 컬럼비아 +20%, VFC +9% 기록. 중국에서 양호한 성장세.
- 해당 업체들의 실적 컨퍼런스 콜에서도 중국 내 스포츠/아웃도어 수요가 견조함을 확인.

컬럼비아 스포츠웨어, 최근 분기 실적 컨퍼런스 콜

The North American outdoor marketplace remains challenged and we are working to maximize sales in a soft consumer demand environment. Outside of North America, we continue to experience positive momentum in most direct and distributor businesses led by our China and Europe direct business.

북미 아웃도어 시장은 여전히 도전적인 상황이며, 우리는 소비자들의 약한 수요에도 판매를 극대화하기 위해 노력 중. 북미를 제외하면, 중국/유럽의 도소매 채널 모두 성장 모멘텀이 긍정적.

자료: 컬럼비아 스포츠웨어, 키움증권리서치
주: 24/10/30일

VFC, 최근 분기 실적 컨퍼런스 콜

The North Face revenue was down 4%, in line with the guardrails we gave you last quarter, given the strong prior year Q2 comp of up 17% from shipping timing normalization. Greater China continued its strong momentum, but this was offset by ongoing Americas pressure.

노스페이스 매출은 -4% 감소로 지난 분기 가이던스와 일치. 전년동기 선적 시기 차이로 인한 기고 효과가 있었음. 중국 지역 성장 모멘텀 여전히 우수하며, 미국의 부진을 상쇄시켜주고 있음

자료: VFC, 키움증권리서치
주: 24/10/28일

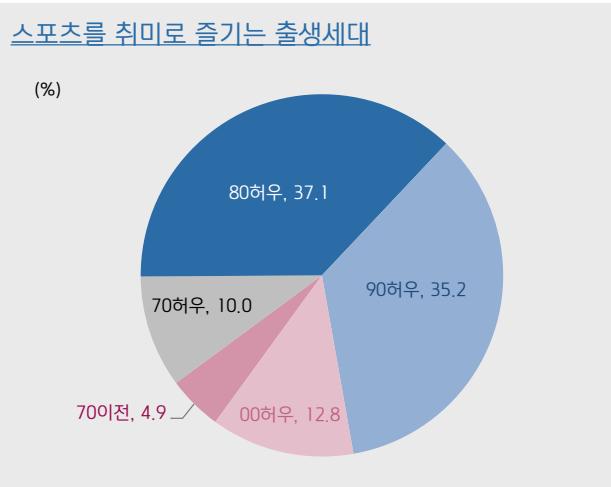
중국 스포츠/아웃도어 시장, 생각보다 성장성 양호

◎ 중국 스포츠/아웃도어 시장 2025년까지 약 3조 위안 달성 전망.

- 《中国户外运动产业发展报告(2023-2024)》 발표. 中 정부는 스포츠 시장 육성에 적극적, 후속 정책도 계속 등장.
- 21년 말 기준 中 스포츠를 취미로 즐기는 인구 약 4억 명 기록. 25년까지 아웃도어 시장은 약 2,400억 위안, 전체 스포츠 관련 시장은 3조 위안 달성 전망. 80허우, 90허우 스포츠/아웃도어 향유 수요 증가에 기인

◎ 中 스포츠/아웃도어를 취미로 향유하는 소비층 증가하는 중 (80/90허우)

- 中 취미용 스포츠 1인당 연평균 소비액 2,000~5,000 위안, 그중 러닝 2,110위안, 캠핑 3,323위안, 자전거 4,033위안, 스노우보드 4,910위안
- 24년 vs 23년 상반기 소비 규모 비교: 자전거(+102.3%), 낚시 (+29.6%), 서핑, 요트, 패러글라이딩 증가, 승마 (-31.9%), 캠핑 (-23.6%) 등은 감소 (中 국가체육총국, 《中国户外运动产业发展报告(2023-2024)》 참고)



중국 스포츠 시장 육성 정책

지방정부	발표 날짜	정책 이름
베이징시	2023/02	《엔칭구 "스포츠도시" 건설 3년 계획안 (23-25)》
운남성	2023/05	《운남성 스포츠 산업 육성 계획 (23-25)》
티벳자치구	2023/08	《티벳자치구 스포츠 산업 육성 계획 (23-25)》
충칭시	2023/09	《무룽구 스포츠 산업 육성 계획 (23-25)》
후난성	2023/10	《후난성 스포츠 산업 육성 계획 (23-25)》
지린성	2023/11	《지린성 스포츠 산업 육성 계획 (23-25)》
산동성	2023/11	《청다오시 스포츠 산업 육성 계획 (23-25)》
후베이성	2023/12	《후베이성 승마 산업 육성 3년 계획안 (23-25)》
후베이성	2024/01	《후베이성 동계 스포츠 산업 육성 3년 계획안 (24-25)》
허베이성	2024/03	《허베이성 스포츠 산업 육성 계획 (24-25)》
허난성	2024/04	《허난성 스포츠 산업 육성 계획 (24-25)》
스촨성	2024/07	《스촨성 스포츠 산업 육성 계획 (24-25)》

자료: 언론종합, 키움증권리서치

F&F, Discovery로 중국향 성장 모멘텀 이어나갈 예정

◎ F&F, 브랜드 Discovery의 아시아 사업권 취득

- 24년부터 39년까지 (중국, 동남아 포함) 아시아 지역 사업권을 취득, 이후 추가 15년 연장에 대한 우선협상권 보유
- 위 영업권 및 자산 일체를 523.9억원에 취득 (약 \$3,780만 달러)

◎ 올해부터 브랜드 Discovery 통해 중국 아웃도어 시장 공략 예정

- 4Q 중국 상하이 매장 4개 오픈, 2025년 말까지 100개 오픈 예정

디스커버리 중국 제품 사진



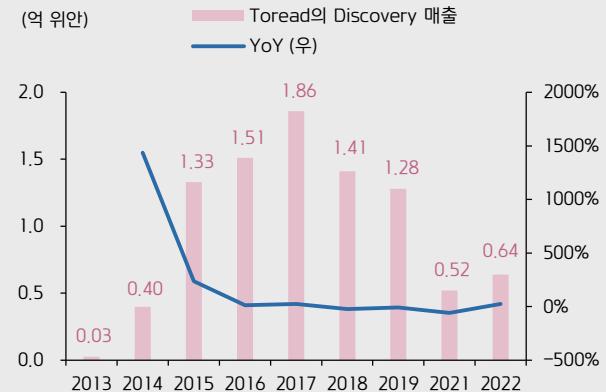
자료: Tmall, 키움증권리서치

과거 中 Discovery 사업 영위했던 Toread (300005.SZ)

◎ 기존 사업자 Toread 13년부터 22년까지 中 Discovery 사업 영위

- 2013년 중국 내 Discovery 사업권 취득 이후, 13~18년도 까지 매장 확장 등, 사업 전개에 적극적이었으나, 이후 자체 브랜드 사업 영위에 집중. 19년부터 채널 축소, 22년 5월 Discovery에 대한 사업 중단 및 재고 청산 계획을 공시
- Toread의 13년도 사업 전개 초기 점당 매출 약 65만 위안 (한화 1억원 이상) 이후 100만 위안 이상까지 확대됨.

토리드의 Discovery 매출 추이



주: Wind, 키움증권리서치

토리드의 Discovery 매장 수, 매장 당 매출 추이



주: Wind, 키움증권리서치

F&F가 디스커버리 사업을 영위한다면

◎ F&F는 2025년까지 中 Discovery 매장 100개 출점 예정

- 매장 당 한화 1억원 씩 붙는다고 생각했을 때, 오프라인 리테일 매출 최소 100억 원 (실제 연결 실적에는 할인율 적용 필요)
- 향후 성장성은 Discovery에 대한 현지 수요가 중요. 만약 시장 반응 긍정적일 경우, 오프라인 채널 성장성은 기존 사업자의 점당 매출 성장 추이를 참고하여 추정해볼 수 있음. (Toread 사업 전개 2-3년차 Discovery 점당 매출은 70만~150만 위안)
- 온라인 채널 확장까지 감안했을 때, 추가적인 성장 모멘텀 기대 가능.

F&F MLB 매장 수/오프라인 매출 성장 추이



자료: F&F, 키움증권리서치
주: 직영+대리점 포함, 원/위안화 환율 190원 가정

중국 스포츠 브랜드 광군제 순위

순위	브랜드	순위	브랜드
1	Nike	11	Jordan
2	Fila	12	Pelliot
3	Adidas	13	Skechers
4	Lining	14	Xtep
5	Anata	15	Puma
6	Lululemon	16	Asics
7	Camel	17	Kolon Sport
8	The North Face	18	MLB
9	New Balance	19	361
10	Descente	20	Decathlon

자료: Tmall, 키움증권리서치

투자아이디어: 내수 < 수출업체 선호

◎ 2025년 내수 시장에 대해서는 보수적인 관점이 필요, 그나마 수출 업체는 나을 듯

- 글로벌 경기 불확실성 여전할 것으로 예상되기 때문에, 의류 시장 전반적으로 보수적인 관점이 필요
- 중국 경기 불확실성은 지속될 가능성이 크나, 스포츠/아웃도어 시장은 생각보다 양호. 해외 기업들의 中 실적 양호한 흐름 보이고 있고 (컬럼비아, 노스페이스 등), 스포츠/아웃도어 취미를 소비하는 80/90후우들의 수요는 견조한 것으로 파악됨

◎ 최선호주는 F&F, 관심종목은 영원무역

- F&F: 브랜드 Discovery를 통해 中 아웃도어 시장 진출을 계획하고 있음. 올해 말 상하이 매장 4개, 2025년 말 까지 매장 100개 출점 계획. 현재 매크로 상황으로 인해 우려는 과도한 반면, 성장성은 충분히 기대해봐도 좋을 듯.
- 영원무역: 최근 실적에서 OEM사업의 텐어라운드가 확인 됨. 르루레몬, 아크테릭스의 수주가 견조한 가운데, 노스페이스가 성장을 견인. OEM 사업은 저점 통과, 점진적 회복을 기대. 다만 자회사 Scott의 부진은 아직 유의할 필요가 있음.

Part IV. 기업분석

- 실리콘투(257720) ★
- 한국콜마(161890)
- 아모레퍼시픽(090430)
- F&F(383220) ★
- 영원무역(111770)



실리콘투(257720): K뷰티 성장 = 실리콘투 성장

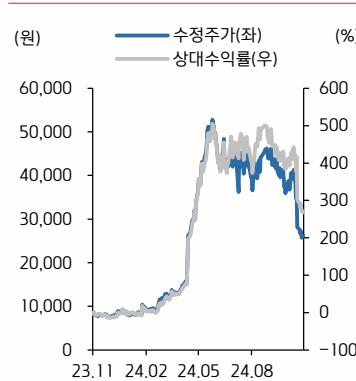
BUY (Maintain)

화장품/섬유의복 Analyst 조소정 sojcho@kiwoom.com

목표주가: 60,000원

주가(11/26): 24,850원

KOSDAQ (11/26)	693.15pt
시가총액	1조 5,127억원
52주 주가통향	최고가 52,800원 최저가 7,500원
최고/최저가대비	-52.9% 231.3%
주가수익률	절대 상대 1M -30.9% -27.5% 6M -26.8% -11.4% 1Y 204.2% 255.8%
발행주식수	60,873천주
일평균 거래량(3M)	1,682천주
외국인 지분율	9.5%
배당수익률(2024E)	0.0%
BPS(2024E)	4,164원
주요 주주	김성운 외 6인 42.0%



◎ 4분기에도 성장 견조할 전망

- 4Q24 매출 1,929억원 (+83% YoY), 영업이익 385억원 (+159% YoY, OPM 20%) 기록 전망.
- 블랙프라이데이, 홀리데이 쇼핑 이벤트 맞이로 성장 흐름 유지 기대

◎ K뷰티 성장 = 실리콘투 성장

- 가성비/더마 등, K뷰티에게 우호적인 트렌드 지속될 전망. 25년에도 K뷰티 해외 확장 기대.
- 국내 브랜드사들의 해외 진출 의지는 여전히 굳건. 기존 미국 시장 뿐 아니라, 기타 지역에 대한 브랜드사들의 수출 수요 증가 기대. 다양한 지역 내 물류/유통망 확보하고 있는 동사 수혜 가능.

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 60,000원 유지

- 최근 분기 실적 예상치 하회 이후 주가 낙폭 과도, PER 9~10배에서 거래되고 있음. 성장 속도는 기존 예상보다 완만할 수 있으나, 성장 방향성에 대해서는 의심의 여지가 없음. 지금이 매수 기회.

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	165.3	342.9	710.9	958.7	1,150.4
영업이익	14.2	47.8	149.5	216.2	248.0
EBITDA	16.9	51.5	155.3	220.6	251.3
세전이익	14.3	48.1	148.3	212.1	243.9
순이익	11.2	38.0	118.1	165.5	190.2
자배주주지분순이익	11.2	38.0	118.1	165.5	190.2
EPS(원)	185	631	1,947	2,718	3,125
증감률(% YoY)	19.4	241.2	208.8	39.6	15.0
PER(배)	13.3	12.2	13.5	9.7	8.4
PBR(배)	1.53	3.45	6.30	3.81	2.62
EV/EBITDA(배)	8.1	9.7	9.8	6.4	5.0
영업이익률(%)	8.6	13.9	21.0	22.6	21.6
ROE(%)	12.2	32.9	60.8	49.2	37.0
순차입금비율(%)	-11.7	23.3	-27.5	-45.9	-57.1

자료: 키움증권 리서치

실리콘투(257720)

실리콘투 세부 실적 추정치

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출	58.0	78.2	101.0	105.7	149.9	181.4	186.7	192.9	343	711	959
YoY	64%	110%	119%	127%	158%	132%	85%	83%	107%	107%	35%
CA	45.6	61.3	79.3	85.8	125.7	154.2	166.3	174.0	272	620	870
YoY	72%	100%	100%	177%	176%	152%	110%	103%	113%	128%	40%
PA	4.1	4.6	5.5	3.3	4.9	5.7	6.1	5.2	18	22	24
YoY	-30%	-20%	11%	-52%	18%	24%	11%	59%	-25%	25%	9%
Fulfillment	8.3	12.3	16.1	16.6	19.3	21.5	13.7	13.7	53	68	65
YoY	187%	1443%	996%	89%	134%	75%	-15%	-17%	283%	28%	-6%
영업이익	7.4	10.4	15.1	14.9	29.5	38.9	42.6	38.5	48	150	216
YoY	223%	315%	204%	232%	297%	275%	182%	159%	236%	213%	45%
OPM	13%	13%	15%	14%	20%	21%	23%	20%	14%	21%	23%
순이익	6.3	8.6	13.1	10.0	25.5	33.3	29.9	29.4	38.0	118.1	165.5
YoY	220%	221%	197%	378%	303%	289%	127%	194%	241%	211%	40%
NPM	11%	11%	13%	9%	17%	18%	16%	15%	11%	17%	17%

자료: 실리콘투, 키움증권리서치

실리콘투(257720) 재무제표

프괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억원)
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
매출액	165.3	342.9	710.9	958.7	1,150.4	
매출원가	112.5	227.8	467.6	627.5	753.0	
매출총이익	52.8	115.1	243.3	331.2	397.4	
판관비	38.5	67.3	93.8	115.0	149.5	
영업이익	14.2	47.8	149.5	216.2	248.0	
EBITDA	16.9	51.5	155.3	220.6	251.3	
영업외손익	0.0	0.3	-1.3	-4.1	-4.1	
이자수익	0.8	0.7	3.0	5.7	9.2	
이자비용	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7	
외환차액이익	3.8	3.9	3.8	3.8	3.8	
외환차액손실	4.9	4.6	3.1	3.1	3.1	
증속 및 관계기업손익	0.4	1.5	1.8	2.0	2.0	
기타	0.2	-0.5	-6.1	-11.8	-15.3	
법인세차감전이익	14.3	48.1	148.3	212.1	243.9	
법인세비용	3.1	10.1	30.1	46.7	53.7	
계속사업부순손익	11.2	38.0	118.1	165.5	190.2	
당기순이익	11.2	38.0	118.1	165.5	190.2	
지배주주순이익	11.2	38.0	118.1	165.5	190.2	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	26.2	107.4	107.3	34.9	20.0	
영업이익 증감률	62.1	236.6	212.8	44.6	14.7	
EBITDA 증감률	51.2	204.7	201.6	42.0	13.9	
지배주주순이익 증감률	35.7	239.3	210.8	40.1	14.9	
EPS 증감률	19.4	241.2	208.8	39.6	15.0	
매출액이익률(%)	31.9	33.6	34.2	34.5	34.5	
영업이익률(%)	8.6	13.9	21.0	22.6	21.6	
EBITDA Margin(%)	10.2	15.0	21.8	23.0	21.8	
지배주주순이익률(%)	6.8	11.1	16.6	17.3	16.5	

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억원)
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	9.8	-18.5	105.1	126.8	159.8	
당기순이익	11.2	38.0	118.1	165.5	190.2	
비현금항목의 가감	8.3	14.7	31.8	44.2	46.7	
유형자산감가상각비	2.6	3.7	5.6	4.3	3.3	
무형자산감가상각비	0.1	0.0	0.3	0.2	0.1	
지분법평가손익	-1.6	-2.9	-2.5	-2.5	-2.5	
기타	7.2	13.9	28.4	42.2	45.8	
영업활동자산부채증감	-7.7	-67.0	-17.0	-41.2	-31.9	
매출채권및기타채권의감소	-2.0	-17.9	-25.0	-16.8	-13.0	
재고자산의감소	-7.3	-49.8	7.4	-24.8	-19.2	
매입채무및기타채무의증가	1.3	-0.6	0.8	0.6	0.6	
기타	0.3	1.3	-0.2	-0.2	-0.3	
기타현금흐름	-2.0	-4.2	-27.8	-41.7	-45.2	
투자활동 현금흐름	-20.1	-18.4	-4.7	-4.7	-4.7	
유형자산의취득	-22.8	-18.3	0.0	0.0	0.0	
유형자산의처분	0.1	5.5	0.0	0.0	0.0	
무형자산의취득	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	-5.3	-4.9	-4.7	-4.7	-4.7	
단기금융자산의감소(증가)	9.3	0.1	0.1	0.1	0.1	
기타	-1.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	
재무활동 현금흐름	15.6	32.9	-2.1	-2.4	-2.4	
차입금의증가(감소)	18.8	34.9	0.0	0.0	0.0	
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0.9	0.4	0.2	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	-4.1	-2.4	-2.3	-2.4	-2.4	
기타현금흐름	-0.2	0.0	3.0	3.0	3.0	
현금 및 현금성자산의 순증가	5.1	-4.0	101.2	122.7	155.8	
기초현금 및 현금성자산	16.1	21.2	17.2	118.5	241.2	
기말현금 및 현금성자산	21.2	17.2	118.5	241.2	396.9	

자료: 키움증권 리서치



재무상태표

12월 결산, IFRS 연결						(단위: 십억원)
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
유동자산	73.2	136.4	255.3	419.8	608.0	
현금 및 현금성자산	21.2	17.2	118.5	241.2	396.9	
단기금융자산	15.2	15.1	15.0	14.9	14.8	
매출채권 및 기타채권	7.7	23.3	48.3	65.1	78.2	
재고자산	28.6	78.5	71.1	95.9	115.0	
기타유동자산	0.5	2.3	2.4	2.7	3.1	
비유동자산	56.0	78.9	79.2	81.0	83.8	
투자자산	11.1	17.5	23.7	29.9	36.1	
유형자산	42.8	54.1	48.6	44.3	41.0	
무형자산	0.1	0.7	0.4	0.2	0.1	
기타비유동자산	2.0	6.6	6.5	6.6	6.6	
자산총계	129.2	215.3	334.6	500.8	691.7	
유동부채	28.6	74.2	75.0	75.6	76.2	
매입채무 및 기타채무	3.1	3.0	3.8	4.4	5.0	
단기금융부채	21.1	57.8	57.8	57.8	57.8	
기타유동부채	4.4	13.4	13.4	13.4	13.4	
비유동부채	4.2	6.1	6.1	6.1	6.1	
장기금융부채	4.0	6.0	6.0	6.0	6.0	
기타비유동부채	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	
부채총계	32.8	80.3	81.1	81.7	82.3	
자본지분	96.4	135.0	253.4	419.0	609.4	
자본금	30.2	30.3	30.5	30.5	30.5	
자본잉여금	29.6	30.2	30.2	30.2	30.2	
기타자본	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	
기타포괄손익누계액	2.7	2.8	3.0	3.1	3.2	
이익잉여금	32.8	70.8	188.9	354.4	544.6	
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	96.4	135.0	253.4	419.0	609.4	
투자자료						
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F	
주당지표(원)						
EPS		185	631	1,947	2,718	3,125
BPS		1,602	2,235	4,164	6,884	10,011
CFPS		321	874	2,471	3,445	3,892
DPS		0	0	0	0	0
주가배수(배)						
PER(최고)		13.3	12.2	13.5	9.7	8.4
PER(최저)		37.2	16.8	27.8		
PER(평균)		9.2	3.7	3.9		
PBR(최고)		1.53	3.45	6.30	3.81	2.62
PBR(최저)		4.29	4.75	13.02		
PSR		0.90	1.36	2.24	1.67	1.39
PCFR		7.6	8.8	10.6	7.6	6.7
EV/EBITDA		8.1	9.7	9.8	6.4	5.9
주요비율(%)						
배당성향(%·보통주·현금)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주·현금)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA		9.8	22.1	43.0	39.6	31.9
ROE		12.2	32.9	60.8	49.2	37.0
ROI		17.6	33.1	77.8	95.2	92.2
매출채권회전율		24.0	22.1	19.9	16.9	16.1
재고인vent회전율		6.6	6.4	9.5	11.5	10.9
부채비율		34.1	59.5	32.0	19.5	13.5
순차입금비율		-11.7	23.3	-27.5	-45.9	-57.1
이자보상배수(현금)		49.8	67.2	210.2	304.1	348.7
종자입금		25.1	63.8	63.8	63.8	63.8
순차입금		-11.3	31.5	-69.7	-192.3	-348.0
NOPLAT		16.9	51.5	155.3	220.6	251.3
FCF		-17.0	-40.0	108.0	131.9	164.9

한국콜마(161890): 국내 법인 성장이 핵심

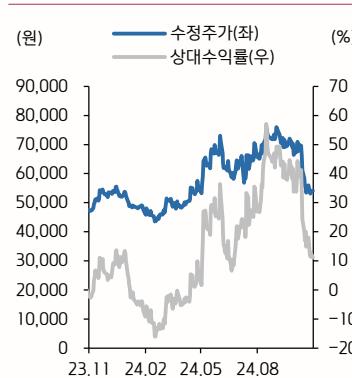
BUY (Maintain)

화장품/섬유의복 Analyst 조소정 sojcho@kiwoom.com

목표주가: 90,000원

주가(11/26): 54,500원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	1조 2,865억원
52주 주가동향	최고가 최저가 76,200원 43,500원
최고/최저가대비	-28.5% 25.3%
주가수익률	절대 상대 1M -17.9% -15.9% 6M 0.0% 6.6% 1Y 11.8% 10.1%
발행주식수	23,605천주
일평균 거래량(3M)	319천주
외국인 지분율	35.7%
배당수익률(2024E)	1.1%
BPS(2024E)	29,957원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.6%



◎ 당분간 국내 법인이 성장을 견인할 전망

- 4Q24 매출 6,265억원 (+15% YoY), 영업이익 533억원 (+43%, OPM 8%) 전망. 국내 고객사들의 수출 수요가 증가한 덕분에 국내 법인의 수주가 폭발적으로 증가, 영업레버리지 효과 덕분에 수익성도 개선 기대
- 25년 매출 2조 8,714억원 (+15% YoY), 영업이익 2,791억원 (+32% YoY, OPM 10%) 달성 기대. 25년에도 국내 고객사들의 수출 의지는 굳건, 24년 못지 않은 성장세가 기대됨.

◎ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 90,000원 유지

- 한국콜마는 수출 모멘텀 좋은 고객사들과 함께 성장할 수 있는 ODM 업체. 가성비, 더마 트렌드에 힘입어 K뷰티의 글로벌 확장 트렌드는 지속될 것으로 기대.

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,498.9	2,871.4	3,101.1
영업이익	73.3	136.1	211.8	279.1	319.2
EBITDA	148.7	229.9	304.3	357.4	385.6
세전이익	17.0	34.3	156.1	211.1	251.2
순이익	-4.1	25.1	112.9	164.7	196.0
자배주주지분순이익	-22.0	5.2	83.1	126.6	150.0
EPS(원)	-961	227	3,532	5,363	6,356
증감률(% YoY)	적전	흑전	1,456.7	51.8	18.5
PER(배)	-44.3	236.2	15.3	10.1	8.5
PBR(배)	1.47	1.89	1.81	1.58	1.37
EV/EBITDA(배)	17.1	12.3	8.8	6.9	5.5
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.5	9.7	10.3
ROE(%)	-3.3	0.8	12.3	16.7	17.2
순차입금비율(%)	52.0	57.9	40.8	20.5	-2.4

자료: 키움증권 리서치

한국콜마(161890)

한국콜마 세부 실적 추정치

(십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	FY23	FY24E	FY25E	
매출												
(연결)	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	660.3	626.5	637.3	2,155.7	2,498.9	2,871.4	
별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	297.0	273.6	269.7	856.8	1,088.1	1,360.1	
HK이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	229.5	248.6	828.9	910.0	1,000.0	
연우	50.5	63.2	61.2	61.6	67.2	74.0	72.8	65.9	236.5	279.9	279.9	
중국법인(무석)	33.0	56.4	36.1	32.6	34.6	52.7	36.6	35.0	158.1	158.9	160.2	
북미법인	18.5	22.6	21.8	20.5	16.0	26.0	26.7	23.9	83.4	92.6	106.1	
YoY	+19%	+19%	+9%	+15%	+18%	+10%	+21%	+15%	+16%	+16%	+15%	
별도	+12%	+24%	+6%	+31%	+23%	+17%	+47%	+26%	+18%	+27%	+25%	
HK이노엔	+3%	-19%	+9%	+4%	+15%	+7%	+6%	+11%	-2%	+10%	+10%	
연우	-25%	+3%	+13%	+19%	+33%	+17%	+19%	+7%	+1%	+18%	+0%	
중국법인	+5%	+97%	+51%	+17%	+5%	-7%	+5%	+5%	+41%	+0%	+1%	
북미법인	+5%	+35%	+3%	+10%	-14%	+15%	+22%	+17%	+13%	+11%	+15%	
영업이익												
(연결)	12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	71.7	54.5	53.3	136.1	211.9	279.1	
별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	44.2	37.1	26.0	79.7	130.1	158.4	
중국법인	0.6	9.2	1.5	1.2	1.8	6.7	1.0	1.4	12.5	10.9	9.3	
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.2	-2.2	-5.2	-2.9	-11.3	-14.5	-5.9	
HK이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.4	22.2	29.3	65.9	93.1	114.6	
연우	-2.5	1.2	1.5	0.0	0	1.2	1.2	1.3	0.2	3.7	2.8	
YoY	-7%	+65%	+72%	+333%	+169%	+29%	+76%	+43%	+86%	+56%	+32%	
연결	-6%	+51%	+26%	-14%	+69%	+28%	+184%	+41%	+15%	+63%	+22%	
별도	+0%	-538%	-137%	-186%	+200%	-27%	-33%	+0%	+8%	+7%	+6%	
중국법인	+33%	-13%	+1%	+169%	+206%	+59%	-1%	+30%	+26%	+41%	+23%	
북미법인	적자	적자	적자	적자								
HK이노엔	적전	적전	6%	흑전	흑전	+0%	-20%	+13.082%	-83%	+1671%	-25%	
연우	-5%	2%	2%	0%	0%	2%	2%	2%	0%	1%	1%	
OPM												
(연결)	2%	9%	6%	7%	5.6%	10.9%	8.7%	8.4%	6%	8%	10%	
별도	7%	13.6%	7%	9%	9%	14.9%	14%	10%	9%	12%	12%	
중국법인	2%	16%	4%	4%	5%	13%	3%	4%	8%	7%	6%	
북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-26%	-8%	-19%	-12%	-14%	-16%	-6%	
HK이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	11%	10%	12%	8%	10%	11%	
연우	-5%	2%	2%	0%	0%	2%	2%	2%	0%	1%	1%	
당기순이익												
(연결)	6.5	42.6	19.8	-	43.7	12.1	45.2	23.6	32.1	25.1	112.9	164.7
YoY	-55%	+89%	+204%	적자	+87%	+6%	+19%	흑전	흑전	+349%	+46%	

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

한국콜마(161890) 재무제표

프괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,498.9	2,871.4	3,101.1
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,773.7	2,013.3	2,173.9
매출총이익	468.8	578.1	725.2	858.1	927.1
판관비	395.6	442.0	513.4	578.9	607.9
영업이익	73.3	136.1	211.8	279.1	319.2
EBITDA	148.7	229.9	304.3	357.4	385.6
영업외손익	-56.3	-101.8	-55.7	-68.0	-68.0
이자수익	7.2	8.4	14.5	22.7	34.1
이자비용	32.7	45.0	45.0	45.0	45.0
외환영향이익	23.3	11.9	7.6	7.6	7.6
외환영향손실	21.3	11.4	7.1	7.1	7.1
증속 및 관계기업손익	-1.2	3.3	12.3	0.0	0.0
기타	-31.6	-69.0	-38.0	-46.2	-57.6
법인세차감전이익	17.0	34.3	156.1	211.1	251.2
법인세비용	21.1	9.2	43.2	46.5	55.3
계속사업부순손익	-4.1	25.1	112.9	164.7	196.0
당기순이익	-4.1	25.1	112.9	164.7	196.0
자체주주순이익	-22.0	5.2	83.1	126.6	150.0
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	17.6	15.5	15.9	14.9	8.0
영업이익 증감률	-13.0	85.7	55.6	31.8	14.4
EBITDA 증감률	4.2	54.6	32.4	17.4	7.9
지배주주순이익 증감률	-161.4	-123.6	1,498.1	52.3	18.5
EPS 증감률	점전	1,456.7	51.8	18.5	
매출액이익률(%)	25.1	26.8	29.0	29.9	29.9
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.5	9.7	10.3
EBITDA Margin(%)	8.0	10.7	12.2	12.4	12.4
지배주주순이익률(%)	-1.2	0.2	3.3	4.4	4.8

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	282.6	366.8	471.0
당기순이익	-4.1	25.1	112.9	164.7	196.0
비현금항목의 가감	185.0	219.4	219.5	212.5	198.0
유형자산감가상각비	61.6	72.7	72.1	59.9	49.7
무형자산감가상각비	13.8	21.1	20.3	18.4	16.6
지분법평가손익	-1.2	-4.2	-12.3	0.0	0.0
기타	110.8	129.8	139.4	134.2	131.7
영업활동자산부채증감	-32.3	-76.2	24.0	58.4	143.2
매출채권및기타채권의감소	-4.2	-59.5	-51.5	-55.9	-34.5
재고자산의감소	-9.7	-40.5	-44.7	-48.5	-29.9
매입채무및기타채무의증가	-7.0	25.9	119.3	161.6	206.5
기타	-11.4	-2.1	0.9	1.2	1.1
기타현금흐름	-57.8	-56.1	-73.8	-68.8	-66.2
투자활동 현금흐름	-145.2	-155.7	10.9	-2.4	-3.7
유형자산의 취득	-37.8	-106.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 취득	-17.4	-16.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-13.6	13.1	0.9	0.9
단기금융자산의감소(증가)	150.4	-28.5	-11.1	-12.2	-13.5
기타	-236.6	8.9	8.9	8.9	8.9
재무활동 현금흐름	82.0	-8.4	-26.6	-27.4	-27.4
차입금의 증가(감소)	135.1	21.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-14.8	-16.6	-13.7	-14.2	-14.2
기타	-14.1	-13.3	-13.3	-13.2	-13.2
기타현금흐름	1.3	2.6	-71.9	-71.9	-71.9
현금 및 현금성자산의 순증가	28.9	-49.2	194.9	265.0	368.0
기초현금 및 현금성자산	191.2	220.1	170.8	365.8	630.8
기말현금 및 현금성자산	220.1	170.8	365.8	630.8	998.8

자료: 키움증권 리서치



재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	816.3	898.4	1,199.3	1,579.8	2,024.6
현금 및 현금성자산	220.1	170.8	365.8	630.8	998.8
단기금융자산	82.6	111.2	122.3	134.5	148.0
매출채권 및 기타채권	260.9	323.8	375.3	431.3	465.8
재고자산	239.4	280.9	325.6	374.2	404.1
기타유동자산	13.3	11.7	10.3	9.0	7.9
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,017.8	1,938.7	1,871.5
투자자산	39.9	53.4	52.6	51.7	50.9
유형자산	608.8	660.4	588.3	528.4	478.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,250.7	1,232.3	1,215.6
기타비유동자산	166.5	126.3	126.2	126.3	126.3
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,217.1	3,518.5	3,896.1
유동부채	868.1	1,283.7	1,403.0	1,564.6	1,771.2
매입채무 및 기타채무	297.8	389.6	508.9	670.5	877.1
단기금융부채	532.1	854.0	854.0	854.0	854.0
기타유동부채	38.2	40.1	40.1	40.1	40.1
비유동부채	595.7	307.1	307.1	307.1	307.1
장기금융부채	534.7	248.9	248.9	248.9	248.9
기타비유동부채	61.0	58.2	58.2	58.2	58.2
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,710.1	1,871.8	2,078.3
자본지분	664.1	648.6	707.1	808.8	933.9
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄손익누계액	4.1	6.8	-3.9	-14.7	-25.4
이익잉여금	383.7	367.6	436.5	549.0	684.8
비자본지분	805.4	770.0	799.8	837.9	883.8
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,506.9	1,646.7	1,817.8
	(단위: 원, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-961	227	3,532	5,363	6,356
BPS	29,024	28,347	29,957	34,265	39,565
CFPS	7,905	10,688	14,132	15,979	16,692
DPS	500	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	-44.3	236.2	15.3	10.1	8.5
PER(최고)	-51.5	267.5	22.3		
PER(최저)	-33.6	162.8	12.2		
PBR	1.47	1.89	1.81	1.58	1.37
PBR(최고)	1.71	2.14	2.63		
PBR(최저)	1.11	1.30	1.44		
PSR	0.52	0.57	0.51	0.44	0.41
PCFR	5.4	5.0	3.8	3.4	3.2
EV/EBITDA	17.1	12.3	8.8	6.9	5.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-279.0	54.6	12.5	8.6	7.2
배당수익률(%·보통주·현금)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
ROA	-0.1	0.8	3.6	4.9	5.3
ROE	-3.3	0.8	12.3	16.7	17.2
ROI	0.0	4.2	7.1	10.7	13.4
매출채권회전율	7.6	7.4	7.1	7.1	6.9
재고인화전율	8.3	8.3	8.2	8.2	8.0
부채비율	99.6	112.1	113.5	113.7	114.3
순차입금비율	52.0	57.9	40.8	20.5	-2.4
이자부상배수(현금)	2.2	3.0	4.7	6.2	7.1
총차입금	1,064.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8
순차입금	764.1	820.8	614.8	337.5	-43.9
NOPLAT	148.7	229.9	304.3	357.4	385.6
FCF	-6.5	-12.3	269.6	354.4	458.5

아모레퍼시픽(090430): 서구권 채널 확장 기대

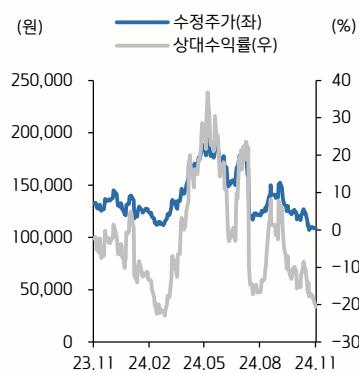
BUY (Maintain)

화장품/섬유의복 Analyst 조소정 sojcho@kiwoom.com

목표주가: 150,000원

주가(11/26): 109,400원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	6조 3,991억원
52주 주가동향	최고가 최저가 194,200원 107,000원
최고/최저가대비	-43.7% 2.2%
주가수익률	절대 상대 1M -6.7% -4.4% 6M -40.7% -36.8% 1Y -16.6% -17.9%
발행주식수	58,493천주
일평균 거래량(3M)	344천주
외국인 지분율	28.9%
배당수익률(2024E)	4.1%
BPS(2024E)	76,979원
주요 주주	아모레퍼시픽그룹 외 16인 50.2%



◎ 서구권 채널 성장이 돋보이는 브랜드사

- 3Q24 기준 AP 사업의 서구권 매출 +20% YoY: 미국 +15%, EMEA +60% 성장. 브랜드 라네즈의 브랜드 모멘텀 지속, 이니스프리의 채널 확장 효과 덕분. (미국: 라네즈 +18%, 이니스프리 +20%, EMEA: 라네즈 +세 자리 수% 기록)
- 4Q에도 기존 AP 사업의 서구권 채널 확장 흐름은 지속될 전망: 미국 +20%, EMEA +40% 성장 기대.

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 150,000원 하향조정

- 동사는 서구권 뷰티 주요 채널(세포라, 얼타, 마트 등)에 대한 확장성을 지니고 있는 브랜드사. 향후 기존 AP 브랜드의 서구권 향성 모멘텀에 주목.
- 한편 코스알엑스는 올해 하반기 까지는 전략적 휴식을 거치고, 25년부터 본격적인 성장 궤도에 다시 진입할 예정. 이에 추정치를 하향조정.

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,764.8	4,071.6	4,266.4
영업이익	214.2	108.2	230.3	349.6	371.7
EBITDA	502.9	360.0	470.1	552.3	543.0
세전이익	224.5	280.6	762.7	428.3	468.7
순이익	129.3	173.9	725.1	334.1	365.6
자체주주지분순이익	134.5	180.1	724.6	334.6	366.2
EPS(원)	1,947	2,608	10,494	4,846	5,303
증감률(% YoY)	-30.6	33.9	302.4	-53.8	9.4
PER(배)	70.6	55.6	10.3	22.4	20.4
PBR(배)	1.98	2.04	1.41	1.37	1.32
EV/EBITDA(배)	15.8	22.5	11.3	9.2	8.8
영업이익률(%)	5.2	2.9	6.1	8.6	8.7
ROE(%)	2.8	3.7	14.2	6.2	6.6
순차입금비율(%)	-12.3	-15.3	-25.5	-29.8	-34.0

자료: 키움증권 리서치

아모레퍼시픽(090430)

아모레퍼시픽 연결 실적

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출	(연결)	913.7	945.4	888.8	926.0	911.5	904.8	977.2	971.4	3,673.9	3,764.9	4,071.6
	YoY	-22%	-0%	-5%	-15%	-0%	-4%	+10%	+5%	-11%	+2%	+8%
영업이익	(연결)	64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	4.2	65.2	88.3	108.2	230.3	349.6
	YoY	-59%	흑전	-8%	-64%	+13%	-29%	+278%	+327%	-50%	+113%	+52%
	OPM	7%	1%	2%	2%	8%	1%	6.7%	9%	3%	6%	9%
지배주주순이익	(연결)	87.3	22.1	28.0	42.7	78.6	531.5	58.4	56.2	180.1	724.6	334.6
	YoY	-25%	흑전	+22%	+55%	-11%	+2648%	+119%	+47%	+34%	+302%	-54%
	NPM	9.8%	2.0%	3.0%	4.1%	8.8%	58.6%	6.0%	5.8%	5%	19%	8%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

코스알엑스 연결 실적

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출	(코스알엑스)	-	-	-	-	-	92.0	150.6	163.2	-	405.8	716.7
	YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	77%
영업이익		-	-	-	-	-	27.6	45.2	49.0	-	121.7	215.0
	YoY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	77%
	OPM						30%	30%	30%		30%	30%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

아모레퍼시픽(090430)

기준 사업 실적 추정치 (매출)

(십억 원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출	(기준 사업)	913.7	945.4	888.8	926.0	911.5	812.8	826.6	808.2	3,673.9	3,359.0	3,354.8
	국내	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	506.2	527.0	541.3	2,210.8	2,138.1	2,168.0
	화장품	552.2	555.0	543.2	560.4	563.6	506.2	527.0	541.3	2,210.8	2,138.1	2,168.0
	전통채널	167.1	134.1	108.1	113.0	141.0	117.7	106.5	108.3	522.3	473.6	479.6
	면세	80.5	113.8	122.2	134.5	112.7	81.9	85.5	87.4	451.0	367.6	325.6
	온라인	176.7	172.1	146.7	168.1	169.1	163.8	156.9	184.9	663.5	674.8	714.5
	생활용품	97.1	95.9	97.7	95.7	95.2	88.5	98.1	95.7	386.4	377.5	388.8
	해외	344.9	372.3	317.7	356.9	336.8	295.2	308.7	266.9	1,391.8	1,207.6	1,186.8
	중국	148.9	156.9	129.9	128.7	118.2	75.9	75.0	99.9	564.4	369.0	383.1
	북미	62.8	73.9	70.7	79.4	87.8	121.8	81.3	99.3	286.8	353.3	423.2
매출	(기준 사업)	-22%	-0%	-5%	-15%	-0%	-14%	-7%	-13%	-11%	-9%	-0%
	국내	-25%	-12%	-7%	-12%	+2%	-9%	-3%	-3%	-14%	-3%	+1%
	화장품	-25%	-14%	-9%	-12%	-1%	-12%	-8%	-4%	-15%	-7%	+4%
	전통채널	-6%	-7%	-10%	-7%	-16%	-12%	-2%	-4%	-8%	-9%	+1%
	면세	-53%	-19%	-17%	-29%	+40%	-28%	-28%	-35%	-30%	-18%	-11%
	온라인	-20%	-25%	-28%	+13%	-4%	-5%	+7%	+10%	-32%	+2%	+6%
	생활용품	-23%	-0%	-1%	-8%	-2%	-8%	+0%	+0%	-9%	-2%	+3%
	해외	-18%	+25%	-5%	-19%	-2%	-21%	-3%	-25%	-7%	-13%	-2%
	중국	-44%	+23%	-15%	-42%	-21%	-52%	-42%	-22%	-27%	-35%	+4%
	북미	+81%	+105%	+35%	+37%	+40%	+15%	+15%	+25%	+58%	+23%	+20%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

아모레퍼시픽(090430)

기준 사업 실적 추정치 (영업이익)

(십억 원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
영업이익		64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	-23.4	20.0	39.3	108.2	142.5	160.1
국내		37.8	38.6	25.6	54.4	41.1	15.2	36.6	44.0	156.3	136.9	176.0
	화장품	34.9	36.8	19.1	52.0	49.1	20.6	32.6	40.1	142.8	142.5	160.1
	생활용품	4.4	5.4	-2.7	4.1	1.7	-5.4	4.0	3.9	11.2	4.2	15.9
해외		26.6	-32.7	-8.3	-33.7	31.6	-11.0	-16.6	-4.7	-48.1	-0.7	-41.4
	중국 (추정)	0.1	-41.4	-21.6	-53.1	-9.5	-42.0	-30.0	-20.0	-115.9	-101.5	-108.9
	북미	7.5	3.0	5.7	6.4	10.5	18.3	2.4	9.9	22.5	41.2	42.3
YoY	(기준 사업)	-59%	흑전	-8%	-64%	+13%	적전	+16%	+90%	-50%	-0%	+12%
국내		-66%	+5%	-13%	+36%	+9%	-61%	+43%	-19%	-28%	-12%	+29%
	화장품	-67%	-8%	-33%	+36%	+41%	-44%	+71%	-23%	-32%	-0%	+12%
	생활용품	-44%	흑전	적전	+128%	-61%	적전	흑전	-5%	+60%	-62%	+277%
해외		-37%	적자	적자	적전	+19%	적자	적자	적자	적전	적자	적자
	중국 (추정)	-100%	적자	적자	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적자	적자
	북미 (추정)	-6%	+3%	-37%	-16%	+40%	+518%	-57%	+56%	-18%	+83%	+3%
OPM		7%	1%	2%	2%	8%	-2.9%	2%	5%	3%	4%	5%
국내		7%	7%	5%	10%	7%	3%	7%	8%	7%	6%	8%
	화장품	6%	7%	4%	9%	9%	4.1%	6%	7%	6%	7%	7%
	생활용품	5%	6%	-3%	4%	2%	-6%	4%	4%	3%	1%	4%
해외		8%	-9%	-3%	-9%	9%	-4%	-5%	-2%	-3%	0%	-3%
	중국 (추정)	0%	-26%	-17%	-41%	-8%	-55%	-40%	-20%	-21%	-28%	-28%
	북미 (추정)	12%	4%	8%	8%	12%	15%	3%	10%	8%	12%	10%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권리서치

아모레퍼시픽(090430) 재무제표

프괄승익계산서

	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,764.8	4,071.6	4,266.4
매출원가	1,337.5	1,155.1	1,120.2	1,130.8	1,239.9
매출총이익	2,797.4	2,518.9	2,644.6	2,940.8	3,026.5
판권비	2,583.2	2,410.7	2,414.3	2,591.2	2,654.8
영업이익	214.2	108.2	230.3	349.6	371.7
EBITDA	502.9	360.0	470.1	552.3	543.0
영업외손익	10.3	172.5	532.4	78.7	97.0
이자수익	8.9	11.9	18.5	21.5	24.7
이자비용	12.3	16.3	16.3	16.3	16.3
외환영향이익	60.1	31.1	27.6	27.6	27.6
외환영향손실	45.1	24.7	17.8	17.8	17.8
증속 및 관계기업손익	8.9	41.7	18.0	46.0	62.0
기타	-10.2	128.8	502.4	17.7	16.8
법인세차감전이익	224.5	280.6	762.7	428.3	468.7
법인세비용	95.2	106.8	37.6	94.2	103.1
계속사업부순손익	129.3	173.9	725.1	334.1	365.6
당기순이익	129.3	173.9	725.1	334.1	365.6
지배주주순이익	134.5	180.1	724.6	334.6	366.2
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-15.0	-11.1	2.5	8.1	4.8
영업이익 증감률	-37.6	-49.5	112.8	51.8	6.3
EBITDA 증감률	-28.7	-28.4	30.6	17.5	-1.7
지배주주순이익 증감률	-30.6	33.9	302.3	-53.8	9.4
EPS 증감률	-30.6	33.9	302.4	-53.8	9.4
매출액이익률(%)	67.7	68.6	70.2	72.2	70.9
영업이익률(%)	5.2	2.9	6.1	8.6	8.7
EBITDA Margin(%)	12.2	9.8	12.5	13.6	12.7
지배주주순이익률(%)	3.3	4.9	19.2	8.2	8.6

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	151.0	348.2	651.7	525.3	410.7
당기순이익	129.3	173.9	725.1	334.1	365.6
비현금항목의 가감	497.0	267.4	219.3	235.8	210.2
유형자산감가상각비	288.6	251.8	239.8	202.7	171.3
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-8.9	-44.7	0.0	0.0	0.0
기타	217.3	60.3	-20.5	33.1	38.9
영업활동자산부채증감	-345.1	-35.6	-257.3	44.4	-70.3
매출채권및기타채권의감소	2.2	-13.0	-8.0	-27.1	-17.2
재고자산의감소	55.2	-10.5	-9.7	-32.9	-20.9
매입채무및기타채무의증가	-53.4	7.3	-21.9	-14.8	-15.6
기타	-349.1	-19.4	-217.7	119.2	-16.6
기타현금흐름	-130.2	-57.5	-35.4	-89.0	-94.8
투자활동 현금흐름	-68.5	-186.2	-0.6	-20.6	-44.4
유형자산의취득	-99.3	-134.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의처분	4.0	26.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의취득	-35.5	-38.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	112.4	-55.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	97.9	-91.9	-108.8	-128.9	-152.7
기타	-148.0	108.3	108.2	108.3	108.3
재무활동 현금흐름	-154.6	-98.6	-134.6	-338.5	-204.1
차입금의증가(감소)	22.6	20.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.5	-0.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-68.1	-47.0	-62.9	-266.7	-132.3
기타	-106.6	-71.8	-71.7	-71.8	-71.8
기타현금흐름	-16.1	-6.7	-21.1	-21.1	-21.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-88.1	56.8	495.4	145.1	141.0
기초현금 및 현금성자산	537.7	449.6	506.4	1,001.8	1,146.9
기말현금 및 현금성자산	449.6	506.4	1,001.8	1,146.9	1,287.9

자료: 키움증권 리서치



재무상태표

	(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,735.0	1,952.2	2,588.0	2,937.1	3,285.6
현금 및 현금성자산	449.6	506.4	1,001.8	1,146.9	1,287.9
단기금융자산	497.7	589.6	698.4	827.3	980.1
매출채권 및 기타채권	317.5	324.2	332.2	359.3	376.5
재고자산	408.9	394.3	404.1	437.0	457.9
기타유동자산	61.3	137.7	151.5	166.6	183.2
비유동자산	4,066.8	3,934.3	3,694.5	3,491.9	3,320.6
투자자산	299.1	354.9	354.9	354.9	354.9
유형자산	2,475.3	2,441.6	2,201.8	1,999.2	1,827.8
무형자산	357.8	340.7	340.7	340.7	340.7
기타비유동자산	934.6	797.1	797.1	797.1	797.2
자산총계	5,801.8	5,886.5	6,282.5	6,429.0	6,606.2
유동부채	831.1	813.3	791.4	776.6	761.0
매입채무 및 기타채무	394.5	374.1	352.2	337.4	321.9
단기금융부채	292.4	299.5	299.5	299.5	299.5
기타유동부채	144.2	139.7	139.7	139.7	139.6
비유동부채	191.4	200.5	200.5	200.5	200.5
장기금융부채	64.8	50.9	50.9	50.9	50.9
기타비유동부채	126.6	149.6	149.6	149.6	149.6
부채총계	1,022.5	1,013.8	991.9	977.2	961.6
자본지분	4,798.6	4,898.0	5,315.4	5,477.2	5,570.6
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	791.6	793.9	793.9	793.9	793.9
기타자본	-18.1	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3
기타포괄손익누계액	-19.5	-18.5	-59.0	-99.5	-139.9
이익잉여금	4,010.1	4,101.4	4,559.3	4,761.6	4,995.5
비자본지분	-19.3	-25.3	-24.8	-25.4	-26.0
자본총계	4,779.3	4,872.7	5,290.6	5,451.8	5,644.6
	(단위: 원·백 %)				
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,947	2,608	10,494	4,846	5,303
BPS	69,494	70,933	76,979	79,322	82,122
CFPS	9,070	6,391	13,677	8,253	8,338
DPS	680	910	4,400	2,100	2,100
주가배수(배)					
PER	70.6	55.6	10.3	22.4	20.4
PER(최고)	99.1	59.7	19.1		
PER(최저)	44.6	36.0	10.0		
PBR	1.98	2.04	1.41	1.37	1.32
PBR(최고)	2.78	2.20	2.60		
PBR(최저)	1.25	1.32	1.36		
PSR	2.30	2.73	1.99	1.84	1.75
PCFR	15.2	22.7	7.9	13.1	13.0
EV/EBITDA	15.8	22.5	11.3	9.2	8.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	30.7	30.6	35.5	36.7	33.6
배당수익률(%·보통주·현금)	0.5	0.6	4.1	1.9	1.9
ROA	2.2	3.0	11.9	5.3	5.6
ROE	2.8	3.7	14.2	6.2	6.6
ROI	4.9	3.7	6.6	8.6	9.5
매출채권회전율	12.7	11.5	11.5	11.8	11.6
재고인화회전율	9.2	9.1	9.4	9.7	9.5
부채비율	21.4	20.8	18.7	17.9	17.0
순차입금비율	-12.3	-15.3	-25.5	-29.8	-34.0
이자보상배율(현금)	17.5	6.6	14.1	21.4	22.8
종자입금	357.2	350.4	350.4	350.4	350.4
순차입금	-590.1	-745.6	-1,349.8	-1,623.8	-1,917.6
NOPLAT	502.9	360.0	470.1	552.3	543.0
FCF	-25.4	195.5	201.5	519.8	390.9

F&F(383220): 디스커버리가 이끌 성장

BUY (Maintain)

목표주가: 85,000원

주가(11/26): 51,300원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	1조 9,652억원
52주 주가통향	최고가 최저가 89,200원 48,000원
최고/최저가대비	-42.5% 6.9%
주가수익률	절대 상대
1M	-10.3% -8.1%
6M	-21.1% -15.8%
1Y	-42.0% -42.9%
발행주식수	38,307천주
일평균 거래량(3M)	113천주
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(2024E)	4.7%
BPS(2024E)	41,078원
주요 주주	F&F홀딩스 외 9 인 62.8%



◎ 2025년부터 中 Discovery 사업 본격화, 중국향 성장 모멘텀 더욱 강화될 전망

- 중국 의류 경기 부진에도 불구하고, 80/90후우의 스포츠 취미 수요와 정책적 수혜 덕분에, 스포츠/아웃도어 시장은 성장. 실제로 현지에서 사업 영위하고 있는 글로벌 기업들의 中 채널 실적 성장도 양호 (컬럼비아, 노스페이스, 아크테릭스 등).
- F&F는 Discovery를 통해 中 스포츠/아웃도어 시장 공략 계획. 24년 4분기 상하이 4개 매장 출점, 25년 말까지 매장 100개 출점 계획.

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 85,000원 유지

- 中 Discovery 실적 성장의 변수는 1) 채널 확장 속도와 2) 브랜드에 대한 현지 수요. 후자를 살펴보자면, 기존 사업자 Toread가 Discovery 사업 초기인 13년에 점당 매출 67만 위안 (한화 1억원)을 기록, 동사도 비슷한 흐름을 보인다고 가정하면 사업 전개 2~3년차에 점당 매출 70만~150만 위안 까지 증가할 수 있음.
- 현재 동사는 차이나 리스크에 대한 우려로 인해 투자심리 약화된 상황. 향후 중국 채널 성장성 고려 시, 저가 매수를 추천.

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,808.9	1,978.5	1,910.5	1,977.8	2,076.7
영업이익	524.9	551.8	446.0	503.3	565.8
EBITDA	605.2	625.7	530.7	498.9	579.3
세전이익	605.2	554.9	446.6	500.5	563.0
순이익	442.7	425.0	333.1	375.4	422.2
자체주주지분순이익	441.8	425.1	374.2	392.7	441.7
EPS(원)	11,532	11,096	9,768	10,252	11,532
증감률(% YoY)	30.3	-3.8	-12.0	5.0	12.5
PER(배)	12.5	8.0	5.2	5.0	4.4
PBR(배)	6.01	2.65	1.24	1.04	0.88
EV/EBITDA(배)	9.4	5.5	2.9	2.1	0.8
영업이익률(%)	29.0	27.9	23.3	25.4	27.2
ROE(%)	60.4	38.4	26.1	22.8	21.5
순차입금비율(%)	14.5	1.3	-26.5	-46.0	-66.9

자료: 키움증권 리서치

F&F(383220)

F&F 연결 실적 세부 추정

(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출		497.4	405.5	492.8	583.2	507.0	391.5	451.0	561.0	1,978.9	1,910.5	1,977.8
		+14%	+9%	+12%	+4%	+2%	-3%	-8%	-4%	+9%	-3.5%	+4%
(채널별)	면세	46.8	44.9	37.0	54.0	41.2	38.4	30.7	34.0	182.8	144.3	128.7
		-36%	-27%	-34%	-24%	-12%	-14%	-17%	-37%	-30%	-21%	-11%
	내수	199.0	173.5	135.8	276.4	177.1	158.3	117.1	255.9	784.6	708.4	702.8
		+1%	-5%	-11%	-8%	-11%	-9%	-14%	-7%	-6%	-10%	-1%
	해외법인/수출	242.3	177.5	301.1	235.0	266.2	179.6	282.5	248.9	923.8	960.6	1,031.7
		+44%	+38%	+32%	+32%	+10%	+1%	-6%	+6%	+44%	+4%	+7%
(브랜드별)	MLB	255.0	202.0	360.0	253.6	235.2	162.3	314.5	204.1	1,070.6	916.1	947.4
		-3%	+18%	+15%	+4%	-8%	-20%	-13%	-20%	+8%	-14%	+3%
	면세	42.4	39.6	30.9	44.5	35.5	33.1	25.0	26.0	157.4	119.6	104.0
		-37%	-32%	-39%	-28%	+0%	-16%	-19%	-42%	-34%	-24%	-13%
	내수	68.4	69.7	55.9	66.2	55.3	58.4	46.2	56.3	260.2	216.2	216.2
		+3%	+4%	-10%	-13%	-19%	-16%	-17%	-15%	-4%	-17%	+0%
	MLB Kids	29.4	23.2	31.0	32.3	30.3	19.8	27.1	29.4	115.9	106.6	101.3
		+0%	+10%	+13%	+1%	+3%	-15%	-13%	-9%	+5%	-8%	-5%
	Discovery	111.4	88.0	70.0	194.8	106.7	87.4	62.6	185.1	464.2	441.8	454.0
		+0%	-8%	-12%	-5%	-4%	-1%	-11%	-5%	-6%	-5%	+3%
영업이익		148.8	110.4	148.5	144.1	130.2	91.8	108.3	115.7	551.8	446.0	503.3
	YoY	+11%	+16%	+7%	-8%	-13%	-17%	-27%	-20%	+5%	-19.2%	+13%
	OPM	29.9%	27.2%	30.1%	24.7%	25.7%	23.4%	24.0%	20.6%	27.9%	23.3%	25.4%
당기순이익		118.9	87.4	119.1	99.7	96.3	74.0	79.9	82.9	425.0	333.1	375.4
	YoY	+23%	+26%	+9%	-41%	-19%	-15%	-33%	-17%	-4%	-22%	+13%
	NPM	23.9%	21.5%	24.2%	17.1%	19.0%	18.9%	17.7%	14.8%	21.5%	17.4%	19.0%

자료: F&F, 키움증권리서치

F&F(383220)

F&F 해외 실적 세부 추정												
(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
해외		227.2	159.0	278.0	225.9	261.2	171.7	265.8	235.4	890.1	934.1	1,012.1
		+41%	+34%	+30%	+63%	+15%	+8%	-4%	+4%	+41%	+5%	+8%
	MLB 중국	207.9	140.0	260.5	204.7	239.0	154.5	250.2	218.2	813.1	861.9	931.5
		+38%	+31%	+29%	+69%	+15%	+10%	-4%	+7%	+40%	+6%	+8%
	오프라인	187.1	118.0	246.2	169.9	215.1	132.9	235.2	181.1	721.2	764.3	829.1
		+40%	+32%	+40%	+91%	+15%	+13%	-4%	+7%	+44%	+6%	+8%
	온라인	20.8	22.0	14.3	34.8	23.9	21.6	15.0	37.1	91.9	97.6	102.5
		+22%	+25%	+1%	+9%	+15%	-2%	+5%	+7%	+14%	+6%	+5%
	MLB 홍콩	19.3	19.0	17.5	21.2	22.2	17.2	15.6	17.2	77.0	72.2	68.3
		+86%	+62%	+54%	+23%	+15%	-9%	-11%	-19%	+52%	-6%	-5%
	Discov 중국								0.4			12.3

자료: F&F, 키움증권리서치

F&F(383220) 재무제표

프괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,808.9	1,978.5	1,910.5	1,977.8	2,076.7
매출원가	532.7	632.3	662.6	648.6	664.5
매출총이익	1,276.2	1,346.2	1,247.8	1,329.2	1,412.1
판관비	751.3	794.4	801.8	825.9	846.4
영업이익	524.9	551.8	446.0	503.3	565.8
EBITDA	605.2	625.7	530.7	498.9	579.3
영업외손익	80.3	3.1	0.5	-2.8	-2.8
이자수익	2.2	5.9	18.7	31.6	48.7
이자비용	10.5	11.5	15.6	19.6	23.6
외환차액이익	10.0	16.0	15.2	15.2	15.2
외환차액손실	12.5	12.3	10.8	10.8	10.8
증속 및 관계기업손익	88.9	7.7	7.8	7.8	7.8
기타	2.2	-2.7	-14.8	-27.0	-40.1
법인세차감전이익	605.2	554.9	446.6	500.5	563.0
법인세비용	162.5	129.9	113.5	125.1	140.7
계속사업부순손익	442.7	425.0	333.1	375.4	422.2
당기순이익	442.7	425.0	333.1	375.4	422.2
자체주주순이익	441.8	425.1	374.2	392.7	441.7
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	66.1	9.4	-3.4	3.5	5.0
영업이익 증감률	62.7	5.1	-19.2	12.8	12.4
EBITDA 증감률	72.4	3.4	-15.2	-6.0	16.1
지배주주순이익 증감률	95.7	-3.8	-12.0	4.9	12.5
EPS 증감률	30.3	-3.8	-12.0	5.0	12.5
매출액이익률(%)	70.6	68.0	65.3	67.2	68.0
영업이익률(%)	29.0	27.9	23.3	25.4	27.2
EBITDA Margin(%)	33.5	31.6	27.8	25.2	27.9
지배주주순이익률(%)	24.4	21.5	19.6	19.9	21.3

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	369.3	477.0	506.3	526.3	699.8
당기순이익	442.7	425.0	333.1	375.4	422.2
비현금항목의 가감	170.5	205.5	178.5	92.1	112.5
유형자산감가상각비	48.5	66.5	74.5	-13.9	4.6
무형자산감가상각비	31.8	7.3	10.2	9.5	8.9
지분법평가손익	-88.9	-7.8	-7.8	-7.8	-7.8
기타	179.1	139.5	101.6	104.3	106.8
영업활동자산부채증감	-113.9	-13.1	95.2	162.0	270.8
매출채권및기타채권의감소	-23.3	14.5	5.1	-5.1	-7.4
재고자산의감소	-56.6	-19.2	11.7	-11.6	-17.0
매입채무및기타채무의증가	-20.0	-21.6	100.1	175.9	293.2
기타	-14.0	13.2	-21.7	2.8	2.0
기타현금흐름	-130.0	-140.4	-100.5	-103.2	-105.7
투자활동 현금흐름	-171.0	-100.3	-32.8	-24.8	-24.8
유형자산의취득	-17.9	-23.2	-8.0	0.0	0.0
유형자산의처분	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의취득	-36.4	-50.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.2	-1.7	0.1	0.1	0.1
단기금융자산의감소(증가)	-14.5	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타	-109.4	-24.9	-24.8	-24.8	-24.8
재무활동 현금흐름	-108.9	-261.3	-105.7	-36.1	-36.1
자금금의증가(감소)	-14.9	-164.6	90.0	90.0	90.0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-15.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-42.1	-61.0	-64.8	-90.4	-90.4
기타	-36.4	-35.7	-35.7	-35.7	-35.7
기타현금흐름	-1.9	2.6	58.7	58.7	58.7
현금 및 현금성자산의 순증가	87.4	118.0	521.6	524.1	697.6
기초현금 및 현금성자산	14.6	102.0	220.0	741.6	1,265.7
기말현금 및 현금성자산	102.0	220.0	741.6	1,265.7	1,963.3

자료: 키움증권 리서치



재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	601.2	745.6	1,246.7	1,784.8	2,504.9
현금 및 현금성자산	102.0	220.0	741.6	1,265.7	1,963.3
단기금융자산	21.6	21.7	21.8	21.9	22.0
매출채권 및 기타채권	160.6	148.5	143.4	148.4	155.9
재고자산	297.5	341.1	329.3	341.0	358.0
기타유동자산	19.5	14.3	10.6	7.8	5.7
비유동자산	969.0	1,259.5	1,190.4	1,202.5	1,196.7
투자자산	644.7	654.1	661.8	669.5	677.1
유형자산	77.2	135.2	68.7	82.6	78.0
무형자산	132.9	177.7	167.5	157.9	149.0
기타비유동자산	114.2	292.5	292.4	292.5	292.6
자산총계	1,570.2	2,005.1	2,437.2	2,987.3	3,701.6
유동부채	575.9	486.9	637.0	862.8	1,206.0
매입채무 및 기타채무	192.0	248.3	348.4	524.3	817.4
단기금융부채	233.7	86.4	136.4	186.4	236.4
기타유동부채	150.2	152.2	152.1	152.1	152.2
비유동부채	51.1	200.5	240.5	280.5	320.5
장기금융부채	27.0	173.0	213.0	253.0	293.0
기타비유동부채	24.1	27.5	27.5	27.5	27.5
부채총계	627.0	687.4	877.5	1,143.3	1,526.5
자본지분	921.5	1,290.5	1,573.6	1,875.2	2,225.9
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	313.9	317.5	317.5	317.5	317.5
기타자본	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1	-19.1
기타포괄손익누계액	-2.5	0.5	-0.2	-1.0	-1.7
이익과잉금	625.4	987.8	1,271.6	1,573.9	1,925.3
비자본지분	21.7	27.2	-13.9	-31.3	-50.8
자본총계	943.2	1,317.7	1,559.7	1,843.9	2,175.1

투자지표

	(단위: 원·백 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	11,532	11,096	9,768	10,252	11,532
BPS	24,055	33,689	41,078	48,952	58,106
CFPS	16,008	16,458	13,354	12,204	13,960
DPS	1,600	1,700	2,400	2,400	2,400
주가배수(배)					
PER	12.5	8.0	5.2	5.0	4.4
PER(최고)	16.5	14.0	9.2		
PER(최저)	10.1	7.1	4.8		
PBR	6.01	2.65	1.24	1.04	0.88
PBR(최고)	7.90	4.62	2.18		
PBR(최저)	4.86	2.35	1.15		
PSR	3.06	1.73	1.02	0.99	0.94
PCFR	9.0	5.4	3.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	9.4	5.5	2.9	2.1	0.8
주당비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	13.8	15.3	27.1	24.1	21.4
배당수익률(%·보통주·현금)	1.1	1.9	4.7	4.7	4.7
ROA	32.7	23.8	15.0	13.8	12.6
ROE	60.4	38.4	26.1	22.8	21.5
ROI	126.4	75.1	58.1	95.5	243.4
매출채권회전율	13.0	12.8	13.1	13.6	13.6
재고인수회전율	6.7	6.2	5.7	5.9	5.9
부채비율	66.5	52.2	56.3	62.0	70.2
순자기임금비율	14.5	1.3	-26.5	-46.0	-66.9
이자보상배수(현금)	-50.1	47.8	-28.7	25.7	24.0
종자입금	260.7	259.4	349.4	439.4	529.4
순차입금	137.2	17.7	-414.1	-848.3	-1,456.0
NOPLAT	605.2	625.7	530.7	498.9	579.3
FCF	313.6	400.8	504.6	535.1	708.6

영원무역(111770): OEM 사업 드디어 턴어라운드

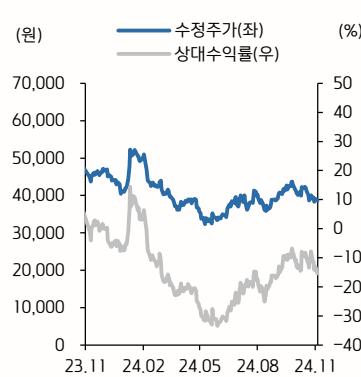
BUY (Maintain)

화장품/섬유의복 Analyst 조소정 sojcho@kiwoom.com

목표주가: 56,000원

주가(11/26): 40,200원

KOSPI (11/26)	2,520.36pt
시가총액	1조 7,813억원
52주 주가동향	최고가 52,300원 최저가 32,350원
최고/최저가대비	-23.1% 24.3%
주가수익률	절대 상대
1M	0.2% 2.8%
6M	18.9% 26.8%
1Y	-17.5% -18.7%
발행주식수	44,311천주
일평균 거래량(3M)	66천주
외국인 지분율	28.7%
배당수익률(2024E)	3.4%
BPS(2024E)	81,629원
주요 주주	영원무역홀딩스 외 7 인
(원)	(%)



◎ 3Q OEM 사업 매출 턴어라운드 기록

- 3Q24 매출 1조 685억원 (+7% YoY), 영업이익 1,045억원 (-42% YoY, OPM 10%). 그 중에서도 OEM 사업 매출은 7,320억원 (+23% YoY), 영업이익 1,648억원 (+3% YoY, OPM 23%)을 기록.
- 3Q 룰루레몬, 아크테릭스향 수주 흐름이 견조했던 가운데, 상반기에 부진했던 노스페이스향 수주가 반등을 보인 덕분.

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 56,000원 유지

- 아웃도어/스포츠 시장을 전방시장으로 두고 있기 때문에, 경기 민감도가 상대적으로 적은 편. OEM 사업의 고객사 수주 흐름은 당분간 크게 달라지지 않을 것으로 예상.
- 다만 Scott에 대한 우려는 여전, 4분기 재고자산 손상 인식 가능성성이 있기 때문.

(설명)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,911.0	3,604.4	3,524.2	3,574.1	3,752.8
영업이익	823.0	637.1	402.4	589.4	545.9
EBITDA	916.1	735.4	516.5	685.6	627.1
세전이익	881.8	681.6	493.0	656.9	613.5
순이익	743.2	533.1	384.4	512.2	478.3
자체주주지분순이익	674.5	516.0	418.3	512.2	478.3
EPS(원)	15,222	11,644	9,440	11,559	10,794
증감률(% YoY)	126.3	-23.5	-18.9	22.4	-6.6
PER(배)	3.1	3.9	4.1	3.3	3.6
PBR(배)	0.74	0.62	0.47	0.42	0.38
EV/EBITDA(배)	1.9	2.2	1.5	0.3	-0.4
영업이익률(%)	21.0	17.7	11.4	16.5	14.5
ROE(%)	26.8	17.0	12.2	13.3	11.1
순차입금비율(%)	-19.4	-19.9	-31.9	-41.6	-47.5

자료: 키움증권 리서치

영원무역(111770)

영원무역 세부 실적 추정												
(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
(원화)	매출	840.6	1,007.8	998.8	757.3	709.7	892.7	1,068.5	853.3	3,604.4	3,524.2	3,574.1
	YoY	+10%	+7%	-14%	-27%	-16%	-11%	+7%	+13%	-8%	-2%	+1%
	OEM	493.0	638.5	597.3	448.6	467.6	604.4	732.0	564.0	2,177.5	2,368	2,480
	YoY	+14%	+12%	-20%	-25%	-5%	-5%	+23%	+26%	-7%	+9%	+5%
	Scott	303.6	335.2	345.2	258.4	196.2	239.8	286.6	239.0	1,242.4	961.6	1,093.9
	YoY	+5%	-1%	-10%	-33%	-35%	-28%	-17%	-8%	-11%	-23%	+14%
영업이익		167.2	210.6	180.0	81.4	71.0	166.5	104.5	60.4	639.1	402.4	589.4
	YoY	+15%	+1%	-35%	-58%	-58%	-20.9%	-42%	-26%	-22%	-37%	+46%
	OPM	20%	21%	18%	11%	10%	18.6%	10%	7%	18%	11%	16%
	OEM	137.1	193.4	160.7	70.5	83.1	183.0	164.8	124.1	561.7	555.1	545.6
	YoY	+33%	+20%	-28%	-53%	-39%	-5%	+3%	+76%	-12%	-1%	-2%
	OPM	28%	30%	27%	16%	18%	30%	23%	22%	26%	23%	22%
	Scott	27.0	16.8	12.0	3.0	-16.1	-20.8	-68.2	-71.7	58.7	-176.8	19.7
	YoY	-29%	-64%	-78%	-92%	적전	적전	적전	적전	-67%	적전	흑전
	OPM	9%	5%	3%	1%	-8%	-9%	-24%	-30%	5%	-18%	2%
당기순이익		141.8	160.3	164.4	66.6	79.2	164.3	112.6	26.9	533.1	383.0	511.7
	YoY	+27%	-15%	-33%	-66%	-44%	+2%	-32%	-60%	-28%	-28%	+34%
	NPM	17%	16%	16%	9%	11%	18%	11%	3%	15%	11%	14%

자료: 영원무역, 키움증권리서치

영원무역(111770) 재무제표

프괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,911.0	3,604.4	3,524.2	3,574.1	3,752.8
매출원가	2,594.3	2,449.4	2,564.0	2,410.2	2,615.1
매출총이익	1,316.6	1,155.0	960.1	1,163.9	1,137.7
판관비	493.6	517.8	557.8	574.5	591.7
영업이익	823.0	637.1	402.4	589.4	545.9
EBITDA	916.1	735.4	516.5	685.6	627.1
영업외손익	58.7	44.5	90.6	67.6	67.6
이자수익	9.3	32.3	44.7	57.9	68.5
이자비용	20.2	31.1	31.1	31.1	31.1
외환차액이익	243.9	188.0	102.1	102.1	102.1
외환차액손실	193.8	152.1	77.4	77.4	77.4
종속 및 관계기업손익	0.8	2.3	2.3	2.3	2.3
기타	18.7	5.1	50.0	13.8	3.2
법인세차감전이익	881.8	681.6	493.0	656.9	613.5
법인세비용	138.6	148.6	108.6	144.7	135.2
계속사업부순손익	743.2	533.1	384.4	512.2	478.3
당기순이익	743.2	533.1	384.4	512.2	478.3
자체주주순이익	674.5	516.0	418.3	512.2	478.3
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	40.1	-7.8	-2.2	1.4	5.0
영업이익 증감률	86.0	-22.6	-36.8	46.5	-7.4
EBITDA 증감률	73.1	-19.7	-29.8	32.7	-8.5
지배주주순이익 증감률	126.3	-23.5	-18.9	22.4	-6.6
EPS 증감률	126.3	-23.5	-18.9	22.4	-6.6
매출액이익률(%)	33.7	32.0	27.2	32.6	30.3
영업이익률(%)	21.0	17.7	11.4	16.5	14.5
EBITDA Margin(%)	23.4	20.4	14.7	19.2	16.7
지배주주순이익률(%)	17.2	14.3	11.9	14.3	12.7

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	458.8	525.1	576.0	609.8	500.3
당기순이익	743.2	533.1	384.4	512.2	478.3
비현금항목의 가감	263.3	279.9	190.0	195.0	159.8
유형자산감가상각비	86.1	91.6	106.6	89.0	74.3
무형자산감가상각비	6.9	6.7	7.5	7.2	6.9
지분법평가손익	-0.8	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
기타	171.1	183.9	78.2	101.1	80.9
영업활동자산부채증감	-419.0	-109.8	91.6	15.5	-45.2
매출채권및기타채권의감소	-120.2	26.5	11.6	-7.2	-26.0
재고자산의감소	-359.6	-293.5	29.6	-18.4	-65.9
매입채무및기타채무의증가	94.3	79.9	0.5	18.1	35.8
기타	-33.5	77.3	49.9	23.0	10.9
기타현금흐름	-128.7	-178.1	-90.0	-112.9	-92.6
투자활동 현금흐름	-389.5	-437.5	-265.4	-322.7	-399.2
유형자산의취득	-145.6	-171.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의처분	34.5	3.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의취득	-8.2	-9.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-154.1	-37.7	-0.9	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	-170.5	-127.3	-170.2	-227.4	-303.9
기타	54.4	-94.3	-94.3	-94.4	-94.4
재무활동 현금흐름	90.5	21.2	-73.8	-72.4	-72.4
차입금의증가(감소)	149.5	105.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-43.9	-67.1	-57.0	-55.6	-55.6
기타	-15.1	-16.8	-16.8	-16.8	-16.8
기타현금흐름	-65.7	51.6	130.6	130.6	130.6
현금 및 현금성자산의 순증가	94.2	160.4	367.4	345.3	159.3
기초현금 및 현금성자산	641.8	735.9	896.4	1,263.8	1,609.1
기말현금 및 현금성자산	735.9	896.4	1,263.8	1,609.1	1,768.4

자료: 키움증권 리서치



재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,821.4	3,346.9	3,794.7	4,370.1	4,914.4
현금 및 현금성자산	735.9	896.4	1,263.8	1,609.1	1,768.4
단기금융자산	378.4	505.7	675.9	903.3	1,207.2
매출채권 및 기타채권	528.7	523.5	511.8	519.1	545.0
재고자산	983.9	1,329.2	1,299.6	1,318.0	1,383.9
기타유동자산	194.5	92.1	43.6	20.6	9.9
비유동자산	1,692.2	1,950.2	1,839.3	1,746.4	1,668.4
투자자산	448.2	488.2	491.4	494.7	497.9
유형자산	712.9	810.5	704.0	614.9	540.6
무형자산	178.8	194.6	187.1	179.9	173.0
기타비유동자산	352.3	456.9	456.8	456.9	456.9
자산총계	4,513.6	5,297.1	5,634.1	6,116.5	6,582.8
유동부채	822.7	1,123.3	1,123.7	1,141.9	1,177.7
매입채무 및 기타채무	422.0	546.8	547.3	565.4	601.2
단기금융부채	276.8	490.2	490.2	490.2	490.2
기타유동부채	123.9	86.3	86.3	86.3	86.3
비유동부채	576.6	585.9	585.9	585.9	585.9
장기금융부채	232.3	196.2	196.2	196.2	196.2
기타비유동부채	343.4	389.7	389.7	389.7	389.7
부채총계	1,399.3	1,709.2	1,709.6	1,727.7	1,763.5
자본지분	2,814.5	3,246.7	3,617.1	4,081.4	4,511.9
자본금	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
자본잉여금	453.3	453.3	453.3	453.3	453.3
기타자본	-58.7	-58.7	-58.7	-58.7	-58.7
기타포괄손익누계액	134.2	117.5	125.2	132.9	140.6
이익잉여금	2,263.7	2,712.5	3,075.2	3,531.9	3,954.6
비자본지분	299.8	341.3	307.4	307.4	307.4
자본총계	3,114.3	3,588.0	3,924.5	4,388.8	4,819.2
	(단위: 원·백 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	15,222	11,644	9,440	11,559	10,794
BPS	63,517	73,269	81,629	92,107	101,821
CFPS	22,713	18,347	12,961	15,960	14,401
DPS	1,530	1,300	1,300	1,300	1,300
주가배수(배)					
PER	3.1	3.9	4.1	3.3	3.6
PER(최고)	3.5	5.8	5.6		
PER(최저)	2.4	3.6	3.4		
PBR	0.74	0.62	0.47	0.42	0.38
PBR(최고)	0.83	0.93	0.65		
PBR(최저)	0.58	0.57	0.39		
PSR	0.53	0.56	0.48	0.48	0.46
PCFR	2.1	2.5	3.0	2.4	2.7
EV/EBITDA	1.9	2.2	1.5	0.3	-0.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	9.0	10.7	14.5	10.9	11.6
배당수익률(%·보통주·현금)	3.3	2.9	3.4	3.4	3.4
ROA	18.4	10.9	7.0	8.7	7.5
ROE	26.8	17.0	12.2	13.3	11.1
ROI	35.6	21.8	13.3	20.9	20.0
매출채권회전율	8.4	6.9	6.8	6.9	7.1
재고인수회전율	4.8	3.1	2.7	2.7	2.8
부채비율	44.9	47.6	43.6	39.4	36.6
순자기인금비율	-19.4	-19.9	-31.9	-41.6	-47.5
이자부담비율(현금)	40.8	20.5	12.9	19.0	17.6
총자기금	510.0	686.3	686.3	686.3	686.3
순자기금	-604.3	-715.8	-1,253.3	-1,826.0	-2,289.3
NOPLAT	916.1	735.4	516.5	685.6	627.1
FCF	258.3	315.5	519.4	571.2	461.7

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- 당사는 11월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기입	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

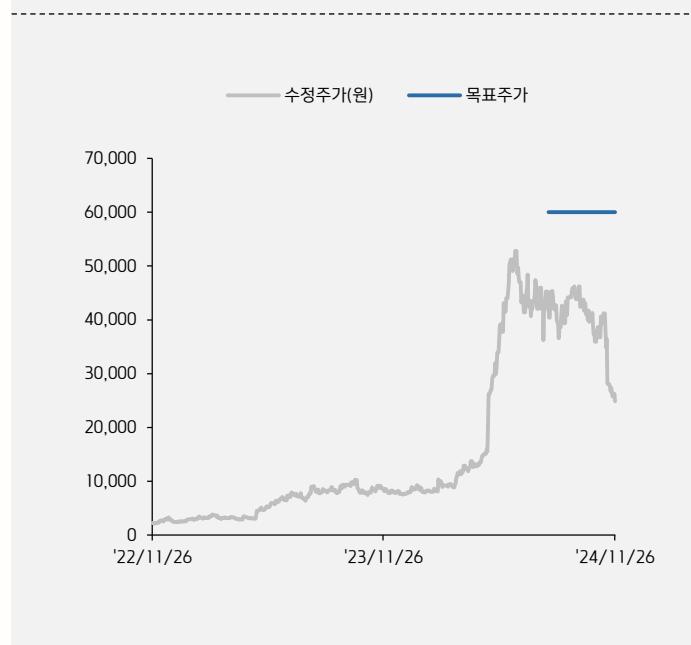
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
실리콘투 (257720)	2024-08-13	BUY(Initiate)	60,000원	6개월	-33.79	-23.00
	2024-11-26	BUY(Maintain)	60,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

실리콘투(257720)



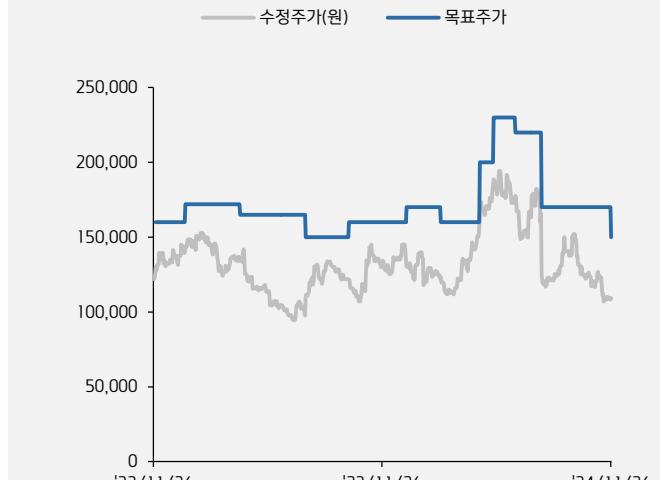
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
아모레퍼시픽 (090430)	2022-11-29	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-15.23	-9.38
	2023-01-16	Buy(Maintain)	172,000원	6개월	-15.09	-13.66
	2023-02-02	Buy(Maintain)	172,000원	6개월	-18.26	-11.05
	2023-04-13	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-21.83	-14.00
	2023-05-02	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-29.87	-14.00
	2023-06-23	Buy(Maintain)	165,000원	6개월	-32.87	-14.00
	2023-07-27	Buy(Maintain)	150,000원	6개월	-16.78	-10.73
	2023-10-04	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-28.47	-21.00
	2023-11-01	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-19.70	-9.38
	2024-01-04	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-22.46	-17.65
	2024-01-31	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-24.47	-17.65
	2024-02-28	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-27.01	-19.31
	2024-04-02	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-20.65	-2.56
	2024-04-30	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-14.33	-7.60
	2024-05-22	Buy(Maintain)	230,000원	6개월	-20.64	-15.57
	2024-06-26	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-25.03	-17.14
	2024-08-07	Marketperform (Downgrade)	170,000원	6개월	-22.96	-10.47
	2024-10-15	Buy(Upgrade)	170,000원	6개월	-24.01	-10.47
	2024-11-01	Buy(Maintain)	170,000원	6개월	-25.89	-10.47
	2024-11-26	Buy(Maintain)	150,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

아모레퍼시픽(090430)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
한국콜마(161890)	2023-01-20	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-19.77	-17.69
	2023-02-28	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-34.68	-30.41
	2023-03-21	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-33.86	-30.41
	2023-04-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-28.00	-21.40
	2023-05-15	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.69	-21.40
	2023-06-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-28.42	-21.40
	2023-06-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.86	-0.35
	2023-08-14	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-20.52	-18.17
	2023-09-05	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-25.74	-18.17
	2023-11-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-26.67	-18.17
	2024-01-17	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-27.00	-18.17
	2024-04-02	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-29.37	-22.25
	2024-05-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-22.51	-1.55
	2024-06-20	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-29.28	-18.89
	2024-08-21	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.49	-15.33
	2024-10-15	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.23	-15.33
	2024-11-11	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-39.23	-35.00
	2024-11-26	Buy(Maintain)	90,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

한국콜마(161890)



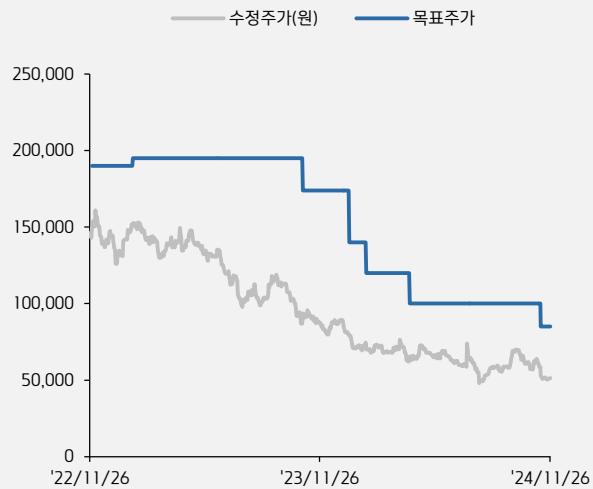
투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
F&F (383220)	2022-11-29	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-25.15	-15.26
	2023-01-16	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-24.96	-15.26
	2023-02-02	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.32	-21.54
	2023-04-21	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-27.53	-21.54
	2023-05-03	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-28.09	-21.54
	2023-06-08	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-29.31	-21.54
	2023-07-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-31.55	-21.54
	2023-08-01	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-44.26	-38.97
	2023-10-06	Buy(Maintain)	195,000원	6개월	-45.69	-38.97
	2023-10-30	Buy(Maintain)	174,000원	6개월	-49.93	-45.00
	2024-01-12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-47.98	-43.57
	2024-02-08	Buy(Maintain)	120,000원	6개월	-41.92	-36.25
	2024-04-17	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-35.23	-34.00
	2024-05-02	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.58	-26.00
	2024-07-19	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-34.82	-26.00
	2024-07-29	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-37.51	-26.00
	2024-10-15	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.54	-36.10
	2024-11-11	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-39.68	-37.88
	2024-11-26	Buy(Maintain)	85,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

F&F(383220)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
영원무역 (111770)	2023-04-21	Buy(Reinitiate)	60,000원	6개월	-17.02	7.50
	2023-07-06	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-29.89	-23.65
	2023-08-16	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-35.86	-23.65
	2023-11-17	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-34.77	-32.71
	2024-01-12	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-36.10	-25.29
	2024-04-17	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-37.84	-31.72
	2024-07-19	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.98	-21.98
	2024-08-21	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.22	-19.43
	2024-10-15	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-27.21	-21.96
	2024-11-26	Buy(Maintain)	56,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

