

Neutral
(Maintain)화장품/섬유의복 Analyst
조소정 sojcho@kiwoom.com

섬유의복

2Q25 Preview: 폭풍전야



2분기에도 내수 부진은 이어지지만, 해외 시장 노출도가 높은 업체들은 선방할 전망이다. 중국 시장은 완만한 회복세가 지속될 것으로 기대되며, 미국 시장 역시 수요가 견조하다. 다만 하반기부터는 미국의 관세 부과 영향이 본격화되며, 이에 따라 밴더사들의 수익성은 고객사의 가격결정력과 관세 방어 전략에 따라 차별화될 것으로 예상된다. 업종 투자의견은 중립을 유지하며, 브랜드사 중에는 중국 중심의 성장 기대가 있는 F&F를, OEM 중에는 고객사 포트폴리오가 우수한 영원무역을 최선호주로 제시한다.

>>> 투자의견 중립, 최선호주는 F&F와 영원무역

섬유의복 업종은 노출 시장별로 차별화된 흐름을 보이고 있다. **내수는 여전히 부진하고, 해외 시장 노출도가 높은 업체들은 상대적으로 견조한 상황이다.**

중국: 2분기 중국 의류/신발/모자 소매판매는 전년대비 +4.5% 성장하며 완만한 회복세를 이어갔다. 올해 618 행사와 주요 브랜드들의 실적에서도 **중국 의류 시장의 회복 흐름이 확인되었고, 하반기에도 이러한 추세가 지속될 것으로 예상된다.**

미국: 미국은 의류 수요가 전반적으로 안정적이다. 소매판매, 도소매 지표도 긍정적이었고, 주요 업체들의 북미 실적도 대체로 양호하다.

다만, **하반기부터는 관세 정책으로 인한 불확실성이 본격화될 전망이다.** 최근 실적 발표에서 대부분의 해외 브랜드사들이 추가 관세로 인한 비용 상승을 언급했으며, 이에 대한 대응책으로 ① 가격 인상, ② 생산지 다변화, ③ 밴더와의 단가 조정을 계획하고 있다.

앞으로 OEM사의 실적은 고객사의 가격 결정력에 따라 차별화될 가능성이 크다. GAP, Target 등 가격 결정력이 낮은 고객사는 가격 인상보다는 공급망 효율화에 집중할 것으로 예상되며, 반면 Lululemon, 아크테릭스 등 고가 시장에 노출된 고객사들은 선제적인 가격 인상을 통해 수익성 방어에 나설 전망이다. 이에 따라 OEM사들의 수익성 하방 압력은 고객사 포트폴리오에 따라 달라질 것으로 보인다. 다만, 단가 인하가 있더라도 고객사의 생산지 다변화 정책으로 수주량이 증가할 경우, 영업 레버리지 효과를 통해 수익성 방어가 가능할 여지는 있다.

섬유의복 업종에 대한 투자의견은 중립을 유지하며, 브랜드사 중에서는 F&F, OEM 중에서는 영원무역을 최선호주로 제시한다. F&F는 내수 비중이 낮고, 중국 시장 중심의 성장세가 기대되기 때문이다. 영원무역은 가격 결정력이 높은 고객사 포트폴리오를 보유하고 있어 타 업체 대비 관세 부담에 따른 실적 타격이 제한적일 전망이고, 올해부터 Scott의 적자 축소로 전체 실적 성장이 기대된다.

Compliance Notice

- 당사는 7월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식 을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상 에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

섬유의복 산업 주요 업체 2Q25 실적 정리 (십억원)

	2Q25			YoY			컨센서스			차이		
	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM	매출	영업 이익	OPM
F&F	376.7	76.2	20.2%	-4%	-17%	-3.2%	386.6	84.2	21.8%	-3%	-10%	-1.6%
한세실업	473.3	26.7	5.6%	6%	-37%	-3.9%	472.0	28.4	6.0%	0%	-6%	-0.4%
영원무역	1,006.3	179.2	17.8%	13%	8%	-0.8%	993.6	162.8	16.4%	1%	10%	1.4%
화승엔터 프라이즈	473.2	20.8	4.4%	21%	11%	-0.4%	477.9	25.2	5.3%	-1%	-17%	-0.9%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

섬유의복 산업 주요 업체 연간 실적 정리

	키움증권			컨센서스			고리율			멀티플	
	매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익 (십억원)	OPM	매출	영업이익	OPM	PER (배)	
F&F	25E	1,993.9	489.3	24.5%	1,993.5	474.9	23.8%	0.0%	3.0%	0.7%	7.9
	26E	2,224.4	566.3	25.5%	2,114.0	518.5	24.5%	5.2%	9.2%	0.9%	7.2
한세실업	25E	1,983.2	116.0	5.8%	1,916.9	122.2	6.4%	3.5%	-5.1%	-0.5%	6.1
	26E	1,996.3	119.8	6.0%	1,998.6	146.5	7.3%	-0.1%	-18.2%	-1.3%	4.7
영원무역	25E	3,823.8	409.2	10.7%	3,723.3	440.8	11.8%	2.7%	-7.2%	-1.1%	6.4
	26E	4,012.0	602.5	15.0%	3,881.7	535.6	13.8%	3.4%	12.5%	1.2%	5.5
화승엔터 프라이즈	25E	2,044.9	94.2	4.6%	1,935.4	110.0	5.7%	5.7%	-14.4%	-1.1%	7.9
	26E	2,276.9	136.6	6.0%	2,135.8	131.1	6.1%	6.6%	4.2%	-0.1%	6.1

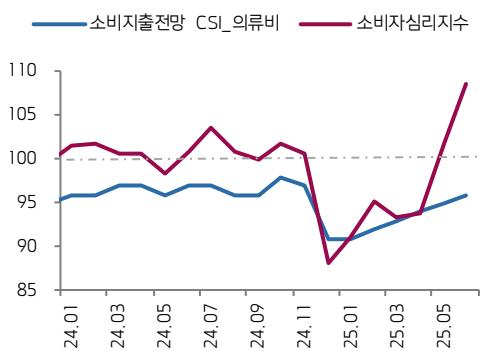
자료: FnGuide, 키움증권리서치

내수 의류 경기는 여전히 별로다

국내 의류 경기는 여전히 부진한 모습이다. 의류 CSI지수는 작년부터 기준선 (100pt)을 하회하고 있고, 의류 소매판매, 백화점 소매판매도 감소세가 이어지고 있다. 일부 초고가 혹은 트렌디한 브랜드들은 성장세를 보이고 있으나, 대체로 2분기에도 국내 브랜드사들의 내수 매출은 감소할 것으로 예상한다.

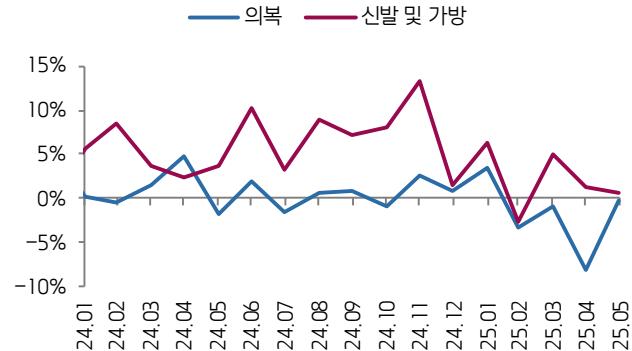
하반기에도 의류 업체들의 매출 반등은 쉽지 않을 것으로 예상한다. 최근 정부의 민생회복 소비쿠폰은 내수 경기에 긍정적인 영향을 미칠 전망이나, 내수 의류사의 직접적인 수혜는 기대하기 어려울 것이기 때문이다. 내수 의류 브랜드사인 한섬, 신세계인터내셔널 등은 백화점 채널에 대한 영향이 높은데, 이번 소비쿠폰의 사용처는 전통시장, 마트 등으로 제한되어 있기 때문이다. 이번 정책으로 내수 경기 부진 심화에 대한 우려가 축소될 수는 있겠으나, 단기적으로 내수 의류 업체들의 매출 반등을 기대하기는 어려울 전망이다.

국내 소비자심리지수 (전체/CSI의류)



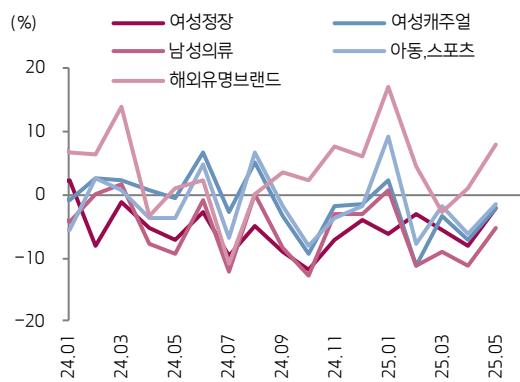
자료: 한국은행, 키움증권리서치

국내 의류 소매판매



자료: 통계청, 키움증권리서치

국내 백화점 소매판매



자료: 통계청, 키움증권리서치

중국은

완만한 회복세

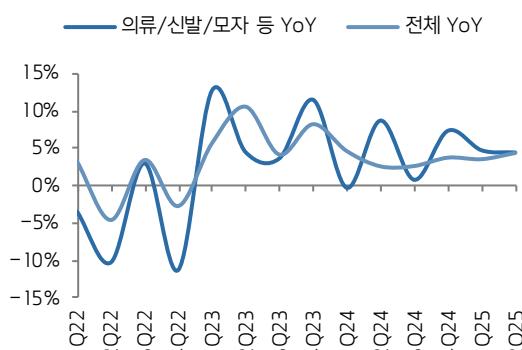
작년을 기점으로 중국 소비 경기는 바닥을 통과했으며, 의류 경기도 완만한 회복세를 보이고 있다. 2분기 중국 소매판매는 전년 대비 +4.4% 성장했고, 그 중 의류/신발/모자 소매판매는 +4.5%의 성장을 기록했다.

올해 618 행사에서도 회복 흐름이 확인됐다. 618 전체 GMV는 8,556억 위안으로 +15% 성장했다. 행사 기간이 전년 대비 길어졌고, 정부의 소비 쿠폰 발행 효과도 반영된 만큼 단순 비교는 어렵지만, 소비 심리가 개선되고 있음을 보여준다. 특히 이번 행사에서도 국내 주요 브랜드의 강세가 지속됐다. 618 기간 플래그십 스토어 기준 운동복 카테고리에서 Fila가 2위, MLB가 9위를 기록하며 높은 인기를 입증했다.

글로벌 브랜드사들도 중국에서 양호한 성과를 내고 있다. 강도 높은 재고 조정을 진행 중인 나이키를 제외하면 대부분 성장세를 이어갔다. 주요 브랜드의 최근 분기 중국 매출 성장률은 아마스포츠 +43%, 룰루레몬 +21%, 아디다스 +14%, 나이키 -20%를 기록했다.

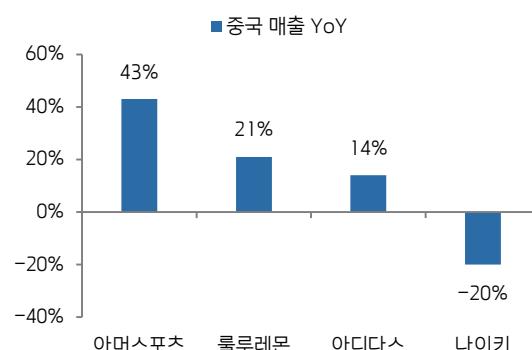
하반기에도 이러한 흐름이 유지될 것으로 보이며, 당분간 중국 의류 시장의 완만한 회복세가 이어질 전망이다.

중국 의류 소매판매



자료: 국가통계국, 키움증권리서치

최근 분기 글로벌 브랜드사들의 중국 매출 YoY



자료: 각 사, 키움증권리서치

25년 618행사 Tmall 운동복 카테고리 순위

Tmall 5.16~6.20 플래그쉽 스토어 순위

순위	브랜드	순위	브랜드
1	Lululemon	6	Lining
2	Fila	7	Nike
3	Descente	8	Decathlon
4	Adidas	9	MLB
5	Anta	10	Under Armour

자료: 언론종합, 키움증권리서치

주: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1835895123697904095&wfr=spider&for=pc>

안정적인**미국 의류 수요**

미국 의류 경기는 여전히 견조한 흐름을 보이고 있다. 의류 경기 흐름을 가늠할 수 있는 주요 지표들을 살펴보면, 미국 내 6월 의류 소매판매는 +3.9% YoY, 5월 도소매 재고는 각 +1.0% YoY, -0.7% YoY 으로 안정적인 모습을 보이고 있다. 개별 기업의 실적에서는 나이키, VF와 같은 일부 업체들이 재고 조정을 진행하며 매출이 감소하였으나, 이는 극히 일부에 불과하며 대체로 양호한 성장 흐름이 이어지고 있다.

하반기부터**관세 영향 본격화**

다만, 하반기부터는 미국의 관세 정책 영향으로 브랜드사들의 비용 부담이 확대될 전망이다. 실제로 최근 글로벌 의류 브랜드들의 컨퍼런스콜에서도 매출 성장 전망은 유지하고 있는 반면, 이익에 대해서는 대체로 보수적인 입장을 드러내고 있다. (7-9페이지 테이블 참고)

이러한 변화는 국내 의류 OEM 업체에도 큰 영향을 미칠 가능성이 높다. 현재 브랜드사들이 제시한 관세 대응 방안인 ① 가격 인상, ② 생산지 다변화, ③ 밴더와의 비용 협상은 업체들의 실적에 영향을 미칠 수 밖에 없다.

**OEM 업체의
수익성은
고객사의 가격결정력
에 따라 달라질 듯**

결국엔 고객사들의 가격 결정력이 가장 중요할 것이다. 고가 제품군이나 강력한 브랜드 파워를 보유한 고객사들은 가격 인상이 용이해 OEM사에 비용 부담을 전가할 유인이 상대적으로 낮은 반면, 저가 브랜드나 브랜드력이 약한 기업일수록 가격 인상이 어려워, 관세로 인한 비용 부담을 OEM사에 전가할 가능성이 높기 때문이다. 실제로 고가 시장에 강한 아머스포츠는 가격 인상, 밴더 단가 조정, 생산지 다변화 등 다양한 대응 방안을 마련한 반면, 저가 유통 채널 중심의 Target은 가격 인상보다는 공급망 재편에 집중하겠다고 밝혔다. 중저가 캐주얼 브랜드 GAP도 의미 있는 가격 인상 계획은 없으며, 밴더 협상을 통해 관세에 대응할 방침이다.

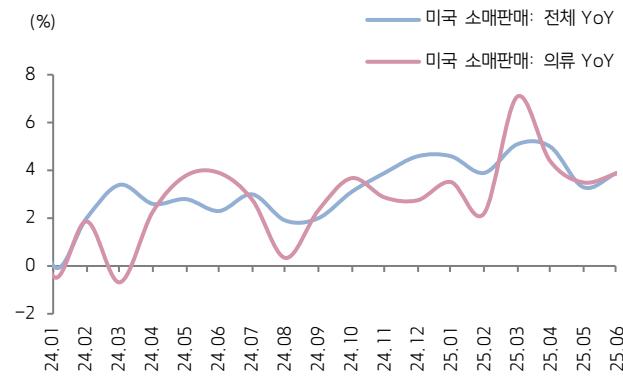
**생산 다변화에 따른
수주 증가
수익성을 얼마나
방어할 수 있을지는
지켜봐야 할 듯**

한편 악재만 있는 것은 아니다, 생산지 다변화 노력이 국내 OEM사에 기회가 될 수도 있기 때문이다. 24년 말 기준, 국내 OEM 업체들의 지역별 생산 비중은 한세실업 베트남 58%, 인도네시아 20%, 중남미 20%, 영원무역 방글라데시 70%, 베트남 20%, 기타 10% (엘살바도르, 인도 등), 화승엔터프라이즈 인도네시아 45%, 베트남 50%으로, 대부분 동남아 지역을 생산 거점지로 삼고 있다. 이번 관세 정책 발표 이후, 많은 글로벌 브랜드들이 공급망 다변화와 생산지 분산에 적극 나서고 있으며, 기존 중국 생산 물량을 대폭 축소하거나 철수하고 동남아로 이전하고 있다. OEM 업체들은 대량 생산에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성을 확보할 수 있기 때문에, 이번 변화에 따른 수주 증가가 단기 인하 영향을 얼마나 상쇄시킬 수 있을지는 지켜볼 필요가 있다.

**어쨌든 결론은
실적 가시성
악화될 전망**

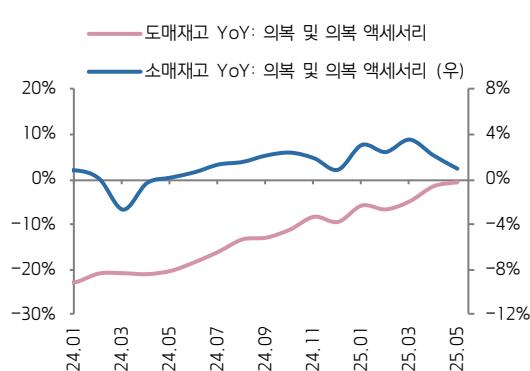
결론적으로, 하반기 관세 이슈는 국내 OEM사에게 불확실성 요인이다. 단가 인하 압력과 수주 증가 가능성의 공존하며, 관세 정책의 전개에 따라 실적 가시성이 저하될 수 있어 지속적인 모니터링이 필요하다.

미국 소매판매 YoY 추이 (전체/의류)



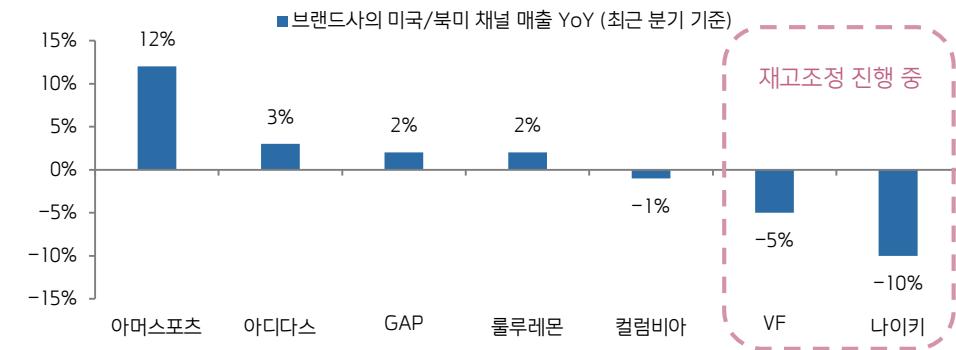
자료: Bloomberg, 키움증권리서치

미국 의류 도매/소매 재고 YoY 추이



자료: Bloomberg, 키움증권리서치

글로벌 브랜드사의 북미 실적 YoY



자료: 각 사, 키움증권리서치

국내 의류 OEM 관련 북미 상장 업체 최근 실적 코멘트 정리

날짜	업체	컨퍼런스 콜 내용
4/29	Adidas	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +13% - 재고 +15%, 계획된 수준, 성장 대응 차원에서 늘리는 중 - 지역별: 북미 +3% (아디다스 +13%), 유럽 +16%, 중국 +14%, 남미 +27% - 채널별: 도매 +18%, 소매 오프라인 +13%, 소매 온라인 -3% <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 매출 성장 가이던스 유지 (+HSD% 성장) <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 베트남/인니가 전체 생산의 2/3 을 차지할 전망 - 향후 생산지 조정, 벤더/리테일러 가격 조정으로 대응 예정
5/1	COLUMBIA	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +1% - 채널별: 도매 +2%, 소매 Flat (온라인 -HSD%, 오프라인 +LSD%) - 지역별: 미국 -1%, LAAP +14%, EMEA +7%, 캐나다 -2% <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - 2Q25 가이던스 +1~5% 성장 - 미국 소비 둔화 및 재고 부담 우려 있기에, 보수적인 재고 운영 예정 - 25년 하반기 관세 있을 수 있고, 26년부터 가격/비용 효율화로 회복 목표 <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 추가관세 10% 가정했을 때 올해 하반기 4~4.5 천만 달러 증가 예상 - 벤더와 비용 분담, 재고 이동, 생산 지역 다변화로 대응 중 - 추가 관세 인상 시 비용 부담 커질 전망
5/15	Walmart	<p>1Q26 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +4% - 지역별: 미국 동일점 +4.5%, 해외 +7.8% - 카테고리: 의류 +소폭 성장% - 재고: +3.8%, 적정수준 유지 <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - 관세 부담에도 불구하고 기존 가이던스 유지 (FY26 매출 +3~4%) <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 관세는 여전히 동사에게 부담 요소, 상품가격 인상은 불가피

5/20	Amer Sports (아크테릭스)	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +23% - 채널별: 소매 +39%, 도매 +12% - 지역별: APAC +49%, 중국 +43%, EMEA +12%, 미국 +12% - 재고 +15%, 건전한 수준 유지 <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +15%~17% 상향조정 (기존 +13%~15%) - 하반기 가이던스 추가 상향 여지 있음 <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 현재 관세 수준 (중국 30%, 기타 10%)은 실적 영향에 크지 않음. - 중국향 관세가 향후에 상향조정되더라도 단기적으로 EPS -\$0.05에 영향 그칠 듯 - 단기적으로는 가격 인상, 공급망 조정, 벤더/리테일 파트너와의 단가 조정으로 대응 예정 - 장기적으로는 당사가 가격 결정력을 갖고 있어서 관세 이슈에 충분히 대응할 수 있다고 언급 	
5/21	VF	<p>4Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 분기 매출 -3% (가이던스 부합) - 브랜드별: Vans -20%, North Face +4%, Timberland +13% - 재고: -4% <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY26 매출 -3%~-5% <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 현재 주요 소싱 국가는 베트남, 방글라데시, 캄보디아, 인도네시아 - 10% 추가관세 도입 가정시 연간 최대 1.5 억 달러 비용 추가 발생 - FY26 실적 내 관세 영향 예상, 주로 하반기 (실제 26년 1~6월) 	
5/21	Target	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 -3% (동일점 -3.8%) - 재고 +11% (판매 부진 영향) <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 EPS \$7~9으로 하향조정 (기존 \$8~10) - 관세 불확실성, 소비 위축 영향을 반영했음 - 재고조정과 관세 이슈는 마진 부담 요인으로 작용 예정, 관세 불확실성은 2분기 까지 영향 예상 <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 생산지 다변화, 주문 타이밍 조정, 벤더와의 협력으로 대응 예정, 가격 인상은 최후의 보루 	

		<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +2% - 브랜드별: 올드네이비 +3%, GAP +5%, Banana Rep. Flat, Athleta -8% - 재고: +7% (조기 입고 및 운송시간 단축 영향)
5/29	GAP	<p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 매출 +1~2% - 2Q25 매출 Flat <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 향후 공급망 내 중국 비중 축소 예정 - 관세 이슈로 GPM 타격 예상되며, 본격적인 영향은 올해 하반기부터 예상 - 밴더와의 협상으로 대응 예정이며, 유의미한 가격 인상 계획은 아직 없음
		<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +7% (Comp +1%) - 지역별: 미국 +2%, 캐나다 +4%, 중국 +21%, 기타 +16% - 카테고리별: 여성 +7%, 남성 +8%, 액세서리 등 +8% - 재고 +23% (수량 +16%)
6/5	Lululemon	<p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 매출 5~7% (미주 +LSD~+HSD%, 중국 +25%~30%, 기타 +20%) <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 가격 인상, 공급망 협상, 비용 절감 방법으로 대응 예정, 26년까지 점진적으로 적용 계획 - 가격 인상은 하반기 부터 예정
		<p>4Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 -12% - 채널별: 소매 -14% (온라인 -26%, 오프라인 +2%), 도매 -9% - 지역별: 북미 -10%, EMEA -10%, 중국 -20%, APLA -3% - 재고 Flat
6/26	Nike	<p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY26 매출 -MSD% 감소 - 1H26 클래식 제품 라인 축소, 2H26 재고 정상화 계획 <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 추가 비용 10 억 달러 예상, FY26 GPM -75bp, 1Q26 -100bp - FY26 기간 동안 여러 대응 방안을 통해 비용 상쇄 계획 - 대응 방안: 소싱 국가 조정, 밴더/리테일 파트너와 비용 분담, 올해 하반기부터 가격 인상

자료: 각 업체, 키움증권리서치

1) F&F

2Q Preview

투자의견 BUY 유지,

TP 100,000원 유지

F&F의 2분기 매출액은 3,767억원 (-3.8% YoY), 영업이익은 762억원 (-17% YoY, OPM 20.2%)으로 시장예상치보다 하회할 전망이다. 중국향 수출 실적은 성장 흐름을 유지하고 있으나, 내수가 기존 예상보다 부진할 전망이다.

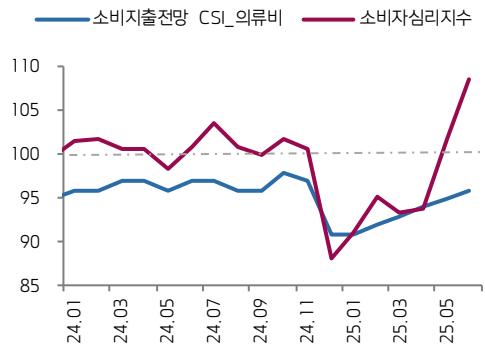
국내: 2분기 내수는 -12%, 면세는 -15% 감소를 예상한다. 내수는 국내 의류 경기 부진 영향 탓이 크고, 면세는 B2B 채널 축소 영향 때문이다.

중국: 2분기 중국 법인 매출은 +7% 성장을 예상한다. 2분기 중국 의류/모자/니트류 소매판매는 +4.5% 성장을 보인 가운데, 의류 경기가 완만한 회복세를 보이고 있다. 그 중에서도 동사의 MLB는 견고한 브랜드 수요 덕분에 성장세를 이어나가고 있다. 동사에 따르면, 올해 618 행사에서 MLB는 Tmall 모자 부문 1위, 티셔츠 부문 7위, 슈즈 부문 18위를 달성했다. 이처럼 기존 브랜드 사업이 견조한 성장세를 유지하고 있는 가운데, 신사업인 Discovery 사업도 원활하게 추진되고 있다. 중국 디스커버리 매장은 2분기 말 기준 12개 매장 출점이 마무리 되었고, 매장당 월 매출은 1억원 이상을 유지 중이다.

하반기부터 텐어라운드가 기대된다. 내수는 여전히 보수적인 시각이 필요하지만, 하반기부터 중국 내 신사업인 디스커버리 매장 출점이 본격화되며 해외 채널이 성장을 이끌 것으로 전망 한다. 동사는 올해 연말까지 중국 내 디스커버리 매장을 100개까지 확대할 계획이어서, 하반기부터 중국향 채널 성장이 가시화될 것으로 기대된다.

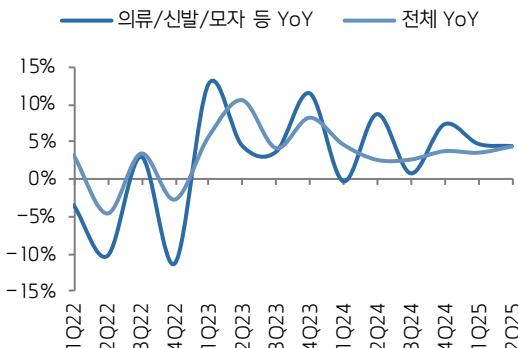
내수 부진 영향을 반영해 실적 추정치는 하향 조정했으나, 점진적인 회복세를 보이고 있는 중국 전방 시장의 분위기를 감안해 타겟 PER을 10% 상향한 10배로 적용하였다. 투자의견은 BUY, 목표주가 100,000원을 유지한다.

의류 CSI 지수 추이



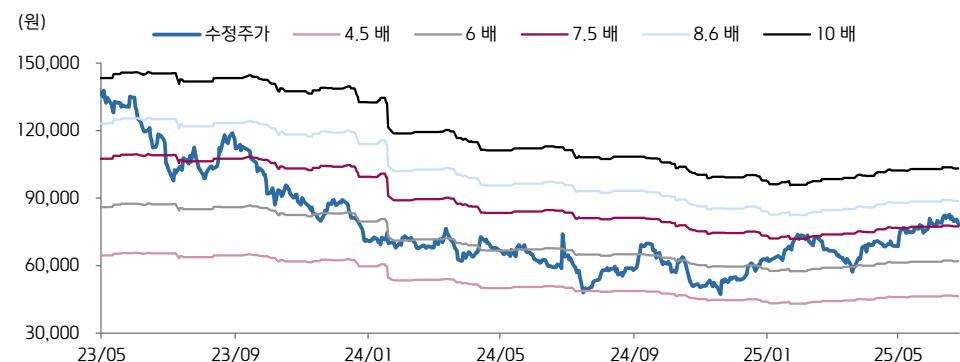
자료: 한국은행, 키움증권리서치

중국 의류/신발/모자/니트 소매판매 YoY



자료: Bloomberg, 키움증권리서치

F&F Fwd 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

2Q25 추정치 비교

	키움증권	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	376.7	391.5	-3.8%	505.6	-25.5%	386.6	-2.6%
영업이익	76.2	91.8	-17.0%	123.6	-38.3%	84.2	-9.5%
OPM	20.2%	23%	-3.2%	24.4%	-4.2%	21.8%	-1.6%
순이익	376.7	391.5	-3.8%	505.6	-25.5%	386.6	-2.6%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 비교

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	2,112.6	2,333.7	1,993.9	2,224.4	-6%	-5%	1,993.5	2,114.0	0%	5%
영업이익	534.6	609.1	489.3	566.3	-8.5%	-7.0%	474.9	518.5	3%	9%
OPM	25.3%	26.1%	24.5%	25.5%	-0.8%	-0.6%	23.8%	24.5%	-0.7%	-0.9%
순이익	442.7	498.9	368.6	426.8	-16.7%	-14.5%	377.5	413.8	-2%	3%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

F&F 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출		507.0	391.5	451.0	546.4	505.6	376.7	518.1	593.4	1,895.9	1,993.9	2,224.4
		+2%	-3%	-8%	-6%	-0%	-4%	+15%	+9%	-4.2%	+5%	+12%
(채널)	면세	41.2	38.4	30.7	40.3	35.0	32.8	32.7	32.4	150.6	132.9	127.4
		-12%	-14%	-17%	-25%	-15%	-15%	+7%	-20%	-18%	-12%	-4%
	내수	176.4	158.3	117.1	243.2	159.9	138.7	110.4	243.8	695.0	669.9	676.3
		-11%	-9%	-14%	-12%	-9%	-12%	-6%	+0%	-11%	-4%	+1%
	해외	267.0	179.6	282.5	239.5	288.9	205.2	369.1	311.2	968.5	1,174.4	1,420.8
		+10%	+1%	-6%	+2%	+8%	+14%	+31%	+30%	+1%	+21%	+21%
(브랜드)	MLB	235.2	162.3	314.5	220.0	267.0	154.9	315.6	215.3	932.0	958.9	1,004.2
		-8%	-20%	-13%	-13%	+14%	-5%	+0%	-2%	-13%	+3%	+5%
	면세	35.5	33.1	25.0	30.5	28.5	27.5	27.0	27.0	124.1	110.0	104.5
		+0%	-16%	-19%	-31%	-20%	-17%	+8%	-11%	-21%	-11%	-5%
	내수	55.3	58.4	46.2	58.0	55.7	56.6	45.3	56.8	217.9	214.5	220.9
		-19%	-16%	-17%	-12%	+1%	-3%	-2%	-2%	-16%	-2%	+3%
	MLB Kids	30.3	19.8	27.1	26.2	26.1	19.1	26.5	25.3	103.4	97.0	97.0
		+3%	-15%	-13%	-19%	-14%	-4%	-2%	-4%	-11%	-6%	+0%
	Discovery (수출 포함)	106.7	87.4	62.6	175.8	95.2	70.4	63.5	177.4	432.5	429.5	429.5
		-4%	-1%	-11%	-10%	-11%	-19%	+1%	+1%	-7%	-1%	+0%
영업이익		130.2	91.8	108.3	120.4	123.6	76.2	145.4	144.1	450.7	489.3	566.3
	YoY	-13%	-17%	-27%	-16%	-5%	-17%	+34%	+20%	-18.3%	+9%	+16%
	OPM	25.7%	23.4%	24.0%	22.0%	24.4%	20.2%	28.1%	24.3%	23.8%	24.5%	25.5%
순이익		96.3	74.0	79.8	105.9	82.6	54.2	113.9	118.0	356.0	368.6	426.8
	YoY	-19%	-15%	-33%	+6%	-14%	-27%	+43%	+11%	-16%	+4%	+16%
	NPM	19.0%	18.9%	17.7%	19.4%	16.3%	14.4%	22.0%	19.9%	18.8%	18.5%	19.2%

자료: F&F, 키움증권 리서치

F&F 해외 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
해외		261.2	171.7	265.8	215.4	278.0	184.7	299.3	256.5	914.1	1,019.7	1,202.6
		+15%	+8%	-4%	-5%	+6%	+8%	+13%	+19%	+3%	+12%	+18%
MLB 중국		239.0	154.5	250.2	213.0	256.0	165.8	276.4	223.0	856.7	921.2	1,006.4
		+15%	+10%	-4%	+4%	+7%	+7%	+10%	+5%	+5%	+8%	+9%
오프라인		215.1	132.9	235.2	170.4	227.8	142.6	260.5	178.4	753.6	810.7	885.7
		+15%	+13%	-4%	+0%	+6%	+7%	+11%	+5%	+4%	+8%	+9%
온라인		23.9	21.6	15.0	42.6	28.2	23.2	15.9	44.6	103.1	110.5	120.8
		+15%	-2%	+5%	+22%	+18%	+7%	+6%	+5%	+12%	+7%	+9%
MLB 홍콩		22.2	17.2	15.6	20.3	20.7	16.3	15.6	20.9	75.3	73.5	78.3
		+15%	-9%	-11%	-4%	-7%	-5%	+0%	+3%	-2%	-2%	+6%
Discov 중국					1.3	1.3	2.5	7.3	12.5	23.7	117.9	+398%
									+861%			

자료: F&F, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,978.5	1,896.0	1,993.9	2,224.4	2,405.9
매출원가	632.3	649.0	686.7	764.7	827.1
매출총이익	1,346.2	1,247.0	1,307.1	1,459.7	1,578.8
판관비	794.4	796.3	817.8	893.5	966.3
영업이익	551.8	450.7	489.3	566.3	612.5
EBITDA	625.7	551.9	595.0	560.9	646.6
영업외손익	3.1	26.6	2.7	2.7	2.7
이자수익	5.9	6.8	41.2	64.3	86.8
이자비용	11.5	11.8	14.8	17.7	17.7
외환관련이익	16.0	22.9	14.4	14.4	14.4
외환관련손실	12.3	13.9	11.5	11.5	11.5
증속 및 관계기업손익	7.7	28.0	28.1	28.1	28.1
기타	-2.7	-5.4	-54.7	-74.9	-97.4
법인세차감전이익	554.9	477.3	492.1	569.0	615.2
법인세비용	129.9	121.3	123.4	142.7	154.3
계속사업순손익	425.0	356.0	368.6	426.3	460.9
당기순이익	425.0	356.0	368.6	426.3	460.9
지배주주순이익	425.1	360.4	470.7	544.3	588.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	9.4	-4.2	5.2	11.6	8.2
영업이익 증감율	5.1	-18.3	8.6	15.7	8.2
EBITDA 증감율	3.4	-11.8	7.8	-5.7	15.3
지배주주순이익 증감율	-3.8	-15.2	30.6	15.6	8.1
EPS 증감율	-3.8	-15.2	30.6	15.6	8.1
매출총이익율(%)	68.0	65.8	65.6	65.6	65.6
영업이익률(%)	27.9	23.8	24.5	25.5	25.5
EBITDA Margin(%)	31.6	29.1	29.8	25.2	26.9
지배주주순이익률(%)	21.5	19.0	23.6	24.5	24.5

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	477.0	398.8	617.9	378.3	461.9
당기순이익	425.0	356.0	368.6	426.3	460.9
비현금항목의 가감	205.5	202.4	175.1	63.2	91.8
유형자산감가상각비	66.5	78.6	76.1	-30.7	12.4
무형자산감가상각비	7.3	22.5	29.6	25.3	21.7
지분법평가손익	-7.8	-33.1	-28.1	-28.1	-28.1
기타	139.5	134.4	97.5	96.7	85.8
영업활동자산부채증감	-13.1	-24.1	158.4	-27.8	-18.3
매출채권및기타채권의감소	14.5	-9.6	-8.4	-19.9	-15.6
재고자산의감소	-19.2	30.2	125.6	-23.1	-18.1
매입채무및기타채무의증가	-21.6	-22.8	14.9	23.1	21.5
기타	13.2	-21.9	26.3	-7.9	-6.1
기타현금흐름	-140.4	-135.5	-84.2	-83.4	-72.5
투자활동 현금흐름	-100.3	-452.9	13.7	13.6	13.5
유형자산의 취득	-23.2	-434.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-50.7	-64.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	16.6	-0.3	-0.3	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	-0.1	14.7	-0.7	-0.8	-0.8
기타	-24.9	14.7	14.7	14.7	14.6
재무활동 현금흐름	-261.3	-44.9	-28.2	0.3	-95.2
차입금의 증가(감소)	-164.6	107.7	90.0	90.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-33.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-61.0	-64.8	-63.9	-35.4	-40.9
기타	-35.7	-54.4	-54.3	-54.3	-54.3
기타현금흐름	2.6	-1.1	40.4	40.4	40.4
현금 및 현금성자산의 순증가	118.0	-100.2	643.7	432.6	420.6
기초현금 및 현금성자산	102.0	220.0	119.8	763.6	1,196.2
기밀현금 및 현금성자산	220.0	119.8	763.6	1,196.2	1,616.7

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	745.6	636.8	1,166.2	1,644.9	2,102.7
현금 및 현금성자산	220.0	119.8	763.6	1,196.2	1,616.7
단기금융자산	21.7	6.9	7.6	8.4	9.2
매출채권 및 기타채권	148.5	163.3	171.8	191.6	207.3
재고자산	341.1	325.0	199.4	222.4	240.6
기타유동자산	14.3	21.8	23.8	26.3	28.9
비유동자산	1,259.5	1,649.1	1,571.8	1,605.5	1,599.7
투자자산	654.1	665.6	693.9	722.2	750.6
유형자산	135.2	501.3	425.2	455.9	443.6
무형자산	177.7	213.7	184.1	158.8	137.0
기타비유동자산	292.5	268.5	268.6	268.6	268.5
자산총계	2,005.1	2,285.9	2,738.0	3,250.4	3,702.4
유동부채	486.9	522.1	587.0	660.1	681.6
매입채무 및 기타채무	248.3	198.9	213.8	236.9	258.3
단기금융부채	86.4	203.6	253.6	303.6	303.6
기타유동부채	152.2	119.6	119.6	119.6	119.7
비유동부채	200.5	186.5	226.5	266.5	266.5
장기금융부채	173.0	157.4	197.4	237.4	237.4
기타비유동부채	27.5	29.1	29.1	29.1	29.1
부채총계	687.4	708.6	813.5	926.6	948.1
자본지분	1,290.5	1,562.2	2,011.5	2,528.8	3,087.1
자본금	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	317.5	317.5	317.5	317.5	317.5
기타자본	-19.1	-52.5	-52.5	-52.5	-52.5
기타포괄손익누계액	0.5	10.0	23.9	37.9	51.8
이익잉여금	987.8	1,283.4	1,718.7	2,222.1	2,766.4
비지배지분	27.2	15.1	-87.0	-205.1	-332.7
자본총계	1,317.7	1,577.3	1,924.5	2,323.8	2,754.3

투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,096	9,408	12,289	14,210	15,364
BPS	33,689	40,781	52,510	66,015	80,588
CFPS	16,458	14,576	14,194	12,778	14,427
DPS	1,700	1,700	941	1,089	1,177
주가배수(배)					
PER	8.0	5.8	6.6	5.7	5.2
PER(최고)	14.0	9.5	6.8		
PER(최저)	7.1	5.0	4.4		
PBR	2.65	1.33	1.53	1.22	1.00
PBR(최고)	4.62	2.19	1.59		
PBR(최저)	2.35	1.16	1.03		
PSR	1.73	1.10	1.55	1.39	1.28
PCFR	5.4	3.7	5.7	6.3	5.6
EV/EBITDA	5.5	4.2	4.5	3.9	2.6
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	15.3	17.9	9.6	9.6	9.6
배당수익률(%), 보통주, 현금	1.9	3.1	1.2	1.4	1.5
ROA	23.8	16.6	14.7	14.2	13.3
ROE	38.4	25.3	26.3	24.0	21.0
ROIC	75.1	37.6	35.9	46.3	49.8
매출채권권회전율	12.8	12.2	11.9	12.2	12.1
재고자산회전율	6.2	5.7	7.6	10.5	10.4
부채비율	52.2	44.9	42.3	39.9	34.4
순차입금비율	1.3	14.9	-16.6	-28.6	-39.4
이자보상배율	47.8	38.1	33.1	31.9	34.5
총차입금	259.4	361.1	451.1	541.1	541.1
순차입금	17.7	234.3	-320.1	-663.5	-1,084.9
NOPLAT	625.7	551.9	595.0	560.9	646.6
FCF	400.8	-81.2	630.7	391.1	474.7

2) 한세실업

2Q Preview

투자의견 Outperform

하향조정,

TP 12,500원

하향조정

한세실업의 2분기 매출액은 4,733억원 (+6% YoY, 달러 +2%), 영업이익은 267억원 (-37% YoY, OPM 5.7%)을 기록할 전망이다. 에어로포스테일, 칼아트 등 브랜드향 고단가 오더는 늘고 있으나, 마트향 오더가 감소할 전망이다. 한편 수익성은 최근 엘살바도르 신규 라인 가동에 따른 고정비 부담 상승, 2분기 원달러 환율 절하, 관세 정책 도입에 따른 단가 인하 영향으로 전년동기 대비 축소될 전망이다.

최근 동사 고객사들은 관세 이슈에 대응하기 위해 1) 생산지 다변화, 2) 밴더사와의 단가 협상을 추진할 계획이다. 대체로 중저가 시장 노출도가 높아 가격 인상 여력이 제한적이기 때문에, 대신 생산지 다변화와 밴더사와의 협력을 통한 단가 재조정이 주된 대응 방안이 될 전망이다.

작년 말 기준 동사의 지역별 생산 비중은 베트남 58%, 인도네시아 20%, 중남미 20%로 구성되어 있다. 향후 생산지 다변화에 대한 수요가 확대될 경우, 동사는 수주 증가의 수혜가 기대되나, 단가 인하 압력으로 인한 마진 축소는 불가피할 것으로 보인다. 최근 미국-베트남 간 추가 관세 협상 결과, 동사의 주요 생산 품목에 대한 관세율은 면화류 16% → 36%, 화섬류 36% → 56%로 인상될 예정이다. 동사는 내년까지 중남미 생산 비중을 30%까지 확대해 관세 영향을 최소화하려 하고 있으나, 단기적으로는 수익성 악화가 불가피하다.

실적 추정치를 하향 조정했으며, 타겟 PER 6.5배를 적용하였다. 투자의견은 Outperform, 목표주가 12,500원으로 하향 조정한다.

한세실업 연결기준 실적 추이 및 전망

십억 원, 백만 달러		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	원화	411.8	448.0	533.9	404.1	467.3	473.3	568.9	428.7	1,797.8	1,938.2	1,996.3
	YoY	+0%	+4%	+4%	+14%	+13%	+6%	+7%	+6%	+5%	+8%	+3%
	달러	310.0	326.8	392.8	289.3	321.8	333.3	400.6	301.9	1,318	1,358	1,398
	YoY	-4%	-0%	+0.6%	+7.4%	+3.8%	+2.0%	+2.0%	+4.4%	+0.7%	+3.0%	+3.0%
매출총이익	YoY	77.7	81.8	90.3	58.7	64.9	68.0	89.4	69.9	308.5	292.2	301.0
	GPM	+8%	-3%	-9%	-11%	-16%	-17%	-1%	+19%	-4%	-5%	+3%
	OPM	19%	18%	17%	15%	14%	14%	16%	16%	17%	15%	15%
영업이익	YoY	38.1	42.5	45.2	16.3	20.3	26.7	43.0	26.2	142.2	116.3	119.8
	OPM	+6%	-4%	-25%	-40%	-47%	-37%	-5%	+61%	-15%	-18%	+3%
	%	9.3%	9.5%	8.5%	4.0%	4.3%	5.7%	7.6%	6.1%	7.9%	6.0%	6.0%
세전이익	YoY	25.4	30.2	45.9	12.4	13.4	21.2	37.1	22.5	113.8	94.2	97.7
	%	-11%	-17%	-8%	-52%	-47%	-30%	-19%	+81%	-19%	-17%	+4%
	당기순이익	6%	7%	9%	3%	3%	4%	7%	5%	6%	5%	5%
당기순이익	YoY	18.1	22.3	35.8	9.3	-3.4	15.9	27.8	16.9	85.5	70.8	73.4
	OPM	-25%	-24%	-10%	-51%	적자전환	-29%	-22%	+81%	-24%	-17%	+4%
	%	4.4%	5.0%	6.7%	2.3%	-0.7%	3.4%	4.9%	3.9%	5%	4%	4%

자료: 한세실업, 키움증권리서치

한세실업의 주요 고객사 실적 컨퍼런스 콜 내용 정리

날짜	업체	컨퍼런스 콜 내용
5/15	Walmart	<p>1Q26 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +4% - 지역별: 미국 동일점 +4.5%, 해외 +7.8% - 카테고리: 의류 +소폭 성장% - 재고: +3.8%, 적정수준 유지 <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - 관세 부담에도 불구하고 기존 가이던스 유지 (FY26 매출 +3~4%) <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 관세는 여전히 동사에게 부담 요소, 상품가격 인상은 불가피
5/21	Target	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 -3% (동일점 -3.8%) - 재고 +11% (판매 부진 영향) <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 EPS \$7~9으로 하향조정 (기존 \$8~10) - 관세 불확실성, 소비 위축 영향을 반영했음 - 재고조정과 관세 이슈는 마진 부담 요인으로 작용 예정, 관세 불확실성은 2분기 까지 영향 예상 <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 생산지 다변화, 주문 타이밍 조정, 밴더와의 협력으로 대응 예정, 가격 인상은 최후의 보루
5/29	GAP	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +2% - 브랜드별: 올드네이비 +3%, GAP +5%, Banana Rep. Flat, Athleta -8% - 재고: +7% (조기 입고 및 운송시간 단축 영향) <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 매출 +1~2% - 2Q25 매출 Flat <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 향후 공급망 내 중국 비중 축소 예정 - 관세 이슈로 GPM 타격 예상되며, 본격적인 영향은 올해 하반기부터 예상 - 밴더와의 협상으로 대응 예정이며, 유의미한 가격 인상 계획은 아직 없음

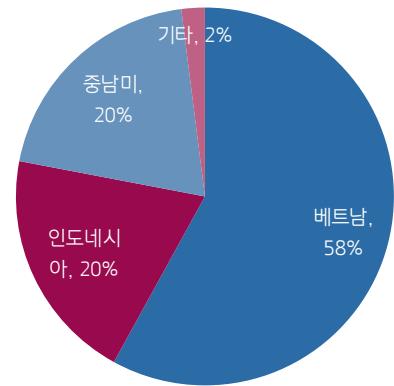
자료: 각 업체, 키움증권리서치

원달러 환율 추이



자료: 한국은행, 키움증권리서치

한세실업 지역별 생산 비중



자료: 한세실업, 키움증권리서치

2Q25 추정치 비교

	키움증권	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	473.3	448.0	6%	467.3	1%	472.0	0%
영업이익	26.7	42.54	-37%	20.3	32%	28.4	-6%
OPM	5.7%	9.5%	-4%	4.3%	1%	6.0%	0%
순이익	15.9	22.31	-29%	-3.4	흑전	15.7	1%

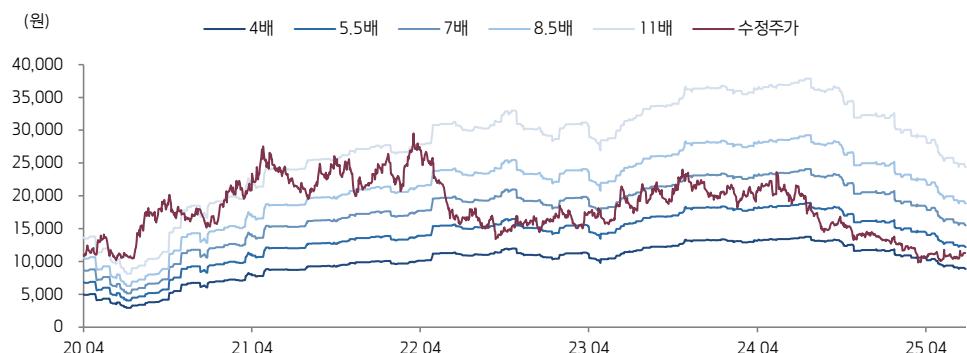
자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 비교

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	1891.0	1947.8	1,938.2	1,996.3	2%	2%	1916.9	1998.6	1.1%	-0.1%
영업이익	132.4	155.8	116.3	119.8	-12%	-23%	122.2	146.5	-4.8%	-18.2%
OPM	7.0%	8.0%	6.0%	6.0%	-1.0%	-2.0%	6.4%	7%	-0.4%	-1.3%
순이익	82.5	100.0	70.8	73.4	-14%	-27%	71.4	93.5	-0.9%	-21.5%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

한세실업 Fwd 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,708.8	1,797.8	1,938.2	1,996.4	2,056.2
매출원가	1,388.0	1,489.3	1,646.0	1,695.3	1,725.6
매출총이익	320.8	308.5	292.2	301.0	330.6
판관비	152.6	166.3	176.0	181.2	186.7
영업이익	168.2	142.2	116.3	119.8	143.9
EBITDA	199.9	176.5	157.5	149.4	165.3
영업외손익	-27.3	-53.1	-22.1	-22.1	-22.1
이자수익	10.1	10.8	16.9	23.8	31.4
이자비용	26.8	29.2	29.2	29.2	29.2
외환관련이익	59.0	61.4	43.5	43.5	43.5
외환관련손실	59.3	79.1	46.9	46.9	46.9
종속 및 관계기업손익	0.3	2.3	10.1	10.1	10.1
기타	-10.6	-19.3	-16.5	-23.4	-31.0
법인세차감전이익	140.9	89.1	94.2	97.7	121.8
법인세비용	28.9	30.7	23.4	24.3	30.3
계속사업순손익	112.0	58.4	70.8	73.4	91.5
당기순이익	112.0	58.4	70.8	73.4	91.5
지배주주순이익	112.0	58.0	70.5	73.1	91.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.5	5.2	7.8	3.0	3.0
영업이익 증감율	-6.3	-15.5	-18.2	3.0	20.1
EBITDA 증감율	-5.9	-11.7	-10.8	-5.1	10.6
지배주주순이익 증감율	30.8	-48.2	21.6	3.7	24.8
EPS 증감율	30.8	-48.2	21.4	3.7	24.7
매출총이익률(%)	18.8	17.2	15.1	15.1	16.1
영업이익률(%)	9.8	7.9	6.0	6.0	7.0
EBITDA Margin(%)	11.7	9.8	8.1	7.5	8.0
지배주주순이익률(%)	6.6	3.2	3.6	3.7	4.4

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	190.0	56.3	100.8	112.1	121.2
당기순이익	112.0	58.4	70.8	73.4	91.5
비현금항목의 가감	89.8	110.3	100.1	82.4	72.5
유형자산감가상각비	31.3	33.7	39.9	28.6	20.5
무형자산감가상각비	0.4	0.6	1.3	1.1	0.9
지분법평가손익	-1.2	-4.8	-10.1	-10.1	-10.1
기타	59.3	80.8	69.0	62.8	61.2
영업활동자산부채증감	41.4	-59.6	-38.0	-17.8	-18.5
매출채권및기타채권의감소	-6.1	-11.2	-16.2	-6.7	-6.9
재고자산의감소	45.8	-36.6	-23.7	-9.8	-10.1
매입채무및기타채무의증가	4.8	7.0	4.9	2.1	2.1
기타	-3.1	-18.8	-3.0	-3.4	-3.6
기타현금흐름	-53.2	-52.8	-32.1	-25.9	-24.3
투자활동 현금흐름	-150.3	-83.9	-14.0	-14.8	-15.6
유형자산의 취득	-44.0	-58.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	1.2	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.9	-0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-43.1	-74.1	12.1	12.1	12.1
단기금융자산의감소(증가)	-66.5	67.4	-7.9	-8.7	-9.5
기타	3.0	-18.3	-18.2	-18.2	-18.2
재무활동 현금흐름	-141.3	20.5	-34.5	-34.5	-34.5
차입금의 증가(감소)	-112.0	55.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.6	-19.7	-19.7	-19.7	-19.7
기타	-9.7	-14.8	-14.8	-14.8	-14.8
기타현금흐름	0.4	4.0	23.7	23.7	23.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-101.2	-3.1	76.1	86.6	94.8
기초현금 및 현금성자산	173.1	71.9	68.8	144.9	231.5
기말현금 및 현금성자산	71.9	68.8	144.9	231.5	326.2

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	679.1	688.5	815.3	930.4	1,055.4
현금 및 현금성자산	71.9	68.8	144.9	231.5	326.2
단기금융자산	146.2	78.8	86.7	95.4	104.9
매출채권 및 기타채권	181.4	207.6	223.8	230.5	237.4
재고자산	259.0	302.8	326.5	336.3	346.4
기타유동자산	20.6	30.5	33.4	36.7	40.5
비유동자산	558.2	736.1	692.8	661.1	637.7
투자자산	239.5	315.9	313.8	311.8	309.7
유형자산	218.2	283.3	243.4	214.8	194.4
무형자산	11.3	29.1	27.8	26.7	25.8
기타비유동자산	89.2	107.8	107.8	107.8	107.8
자산총계	1,237.2	1,424.5	1,508.1	1,591.5	1,693.1
유동부채	500.5	567.9	572.8	574.9	577.0
매입채무 및 기타채무	71.6	84.5	89.4	91.5	93.6
단기금융부채	379.7	434.4	434.4	434.4	434.4
기타유동부채	49.2	49.0	49.0	49.0	49.0
비유동부채	93.1	146.9	146.9	146.9	146.9
장기금융부채	64.0	103.0	103.0	103.0	103.0
기타비유동부채	29.1	43.9	43.9	43.9	43.9
부채총계	593.6	714.9	719.7	721.8	724.0
자본지분	643.7	709.7	788.1	869.1	968.2
자본금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
자본잉여금	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6
기타자본	-14.7	-14.7	-14.7	-14.7	-14.7
기타포괄손익누계액	1.2	34.4	62.0	89.6	117.2
이익잉여금	578.6	611.4	662.2	715.6	787.1
비자본지분	0.0	0.0	0.3	0.6	1.0
자본총계	643.7	709.7	788.4	869.7	969.2

투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,801	1,451	1,762	1,827	2,279
BPS	16,092	17,742	19,702	21,727	24,205
CFPS	5,046	4,218	4,272	3,896	4,102
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	7.5	9.8	6.2	6.0	4.8
PER(최고)	8.7	17.5	8.0		
PER(최저)	5.0	9.1	5.5		
PBR	1.31	0.80	0.55	0.50	0.45
PBR(최고)	1.52	1.43	0.72		
PBR(최저)	0.88	0.74	0.49		
PSR	0.49	0.32	0.23	0.22	0.21
PCFR	4.2	3.4	2.6	2.8	2.7
EV/EBITDA	5.3	5.4	4.7	4.3	3.3
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	17.6	33.7	27.8	26.8	21.5
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.4	3.5	4.6	4.6	4.6
ROA	9.0	4.4	4.8	4.7	5.6
ROE	19.0	8.6	9.4	8.8	9.9
ROIC	21.2	12.6	10.8	11.3	13.7
매출채권회전율	9.5	9.2	9.0	8.8	8.8
재고자산회전율	6.0	6.4	6.2	6.0	6.0
부채비율	92.2	100.7	91.3	83.0	74.7
순차입금비율	35.0	54.9	38.8	24.2	11.0
이자보상배율	6.3	4.9	4.0	4.1	4.9
총차입금	443.7	537.5	537.5	537.5	537.5
순차입금	225.5	389.8	305.9	210.6	106.3
NOPLAT	199.9	176.5	157.5	149.4	165.3
FCF	165.8	6.7	90.6	101.8	110.9

3) 영원무역 2Q Preview 영원무역의 2분기 매출액은 1조 63억원 (+13% YoY), 영업이익은 1,792억원 (+8% YoY, OPM 18%)를 기록할 전망이다.

투자의견 BUY
상향조정,
TP 74,000원
상향조정

OEM 사업 매출액은 6,699억원 (+11% YoY), 영업이익은 1,960억원 (+7% YoY, OPM 29%)을 예상한다. 1분기와 비슷한 흐름이 지속되고 있으며, 주요 고객사 룰루레몬, 아크테릭스 등의 발주가 꾸준하게 늘고 있다. 다만 작년 원재료 매입 시기 차이에 따른 베이스 부담으로 수익 성은 작년과 유사한 수준에 그칠 전망이다. 한편 Scott의 매출액은 2,879억원 (+20% YoY), 영업손실 210억원 (적자지속)을 예상한다. 전방시장 내 수요 부진 영향으로 매출 감소가 지속될 전망이다.

OEM사업의 견조함과 Scott의 적자 축소 영향으로 회복세를 보일 전망이다. OEM사업은 하반기에도 아크테릭스, 엥겔버트 스트라우스, 룰루레몬 등 주요 고객사와 신규 고객사 유입으로 매출은 꾸준한 성장세를 보일 전망이다. 동사의 경우 관세 정책에 따른 단가 조정 영향이 살짝 있을 수 있기에, 수익성은 전년과 비슷할 것으로 예상된다. 한편 Scott은 최악의 구간은 지난 것으로 파악되며, 점진적인 회복을 예상한다. 실적 추정치를 상향조정하였으며, 타겟 PER 7.5배를 적용하여, 투자의견 BUY, 목표주가 74,000원을 제시한다.

동사의 주가는 실적 회복에 따라 상승 흐름을 유지할 것으로 예상되나, 하반기 관세 이슈에 따른 주가 변동성 가능성은 유의할 필요가 있다. 동사의 생산 지역 비중은 방글라데시 70%, 베트남 20%, 기타 10% (엘살바도르, 인도 등)으로 추정된다. 최근 미국이 방글라데시에게 예고한 추가 세율은 37%지만, 아직 관세 협상이 진행되지 않았기 때문에, 향후 해당 이슈에 따라 주가 변동성이 확대될 가능성이 있다.

영원무역 연결기준 실적 추이 및 전망

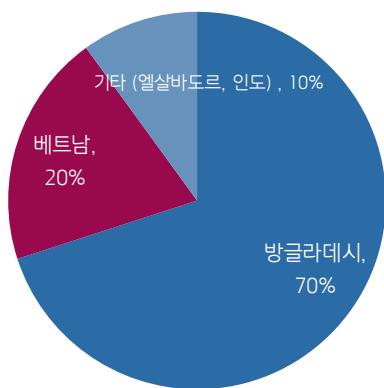
십억원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	709.7	892.7	1,068.5	846.9	811.4	1,006.3	1,185.4	940.2	3,518	3,823	4,012
	YoY -16%	-11%	+7%	+12%	+14%	+13%	+11%	+11%	-2%	+9%	+5%
OEM	467.6	604.4	732.0	558.8	538.5	669.9	814.3	622.2	2,363	2,713	2,903
	YoY -5%	-5%	+23%	+25%	+15%	+11%	+11%	+11%	+9%	+15%	+7%
Scott	196.2	239.8	286.6	231.1	226.2	287.9	321.1	261.0	953.7	1,109.7	1,109.7
	YoY -35%	-28%	-17%	-11%	+15%	+20%	+12%	+13%	-23%	+16%	+0%
영업이익	71.0	166.5	104.5	-26.4	82.3	179.2	149.0	61.7	315.6	409.2	602.5
	YoY -58%	-20.9%	-42%	적전	+16%	+8%	+43%	흑전	-51%	+30%	+47%
OPM	10%	18.6%	10%	-3%	10%	18%	13%	7%	9%	11%	15%
	YoY -39%	-5%	+3%	+9%	+28%	+7%	+1%	+9%	-10%	-4%	+19%
OEM	83.1	183.0	164.8	76.5	106.0	196.0	166.0	83.2	507.5	488.3	580.6
	OPM 18%	30%	23%	14%	20%	29%	20%	13%	21%	18%	20%
Scott	-16.1	-20.8	-68.2	-107.2	-28.1	-21.0	-25.0	-25.8	-212.3	-99.9	1.1
	YoY 적전	적전	적전	적전	적자	적자	적자	적자	적전	적자	흑전
OPM	-8%	-9%	-24%	-46%	-12%	-7%	-8%	-10%	-22%	-9%	0%
	YoY -44%	+2%	-70%	-97%	+6%	-1%	+142%	+2560%	-45%	+43%	+19%
당기순이익	79.2	164.3	48.9	2.1	84.2	162.6	118.4	56.6	294.5	421.8	503.3
	YoY 11%	18%	5%	0%	10%	16%	10%	6%	8%	11%	13%
자료: 영원무역, 키움증권리서치											

영원무역의 주요 고객사 실적 컨퍼런스 콜 내용 정리

날짜	업체	컨퍼런스 콜 내용
5/20	Amer Sports (아크테릭스)	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +23% - 채널별: 소매 +39%, 도매 +12% - 지역별: APAC +49%, 중국 +43%, EMEA +12%, 미국 +12% - 재고 +15%, 건전한 수준 유지 <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +15%~17% 상향조정 (기존 +13%~15%) - 하반기 가이던스 추가 상향 여지 있음 <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 현재 관세 수준 (중국 30%, 기타 10%)은 실적 영향에 크지 않음. - 중국향 관세가 향후에 상향조정되더라도 단기적으로 EPS \$-0.05에 영향 그칠 듯 - 단기적으로는 가격 인상, 공급망 조정, 벤더/리테일 파트너와의 단가 조정으로 대응 예정 - 장기적으로는 당사가 가격 결정력을 갖고 있어서 관세 이슈에 충분히 대응할 수 있다고 언급
5/21	VF	<p>4Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 분기 매출 -3% (가이던스 부합) - 브랜드별: Vans -20%, North Face +4%, Timberland +13% - 지역별: 미국 -5%, EMEA -2%, APAC +2% - 재고: -4% <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY26 매출 -3%~5% <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 현재 주요 소싱 국가는 베트남, 방글라데시, 캄보디아, 인도네시아 - 10% 추가관세 도입 가정시 연간 최대 1.5 억 달러 비용 추가 발생 - FY26 실적 내 관세 영향 예상, 주로 하반기 (실제 26년 1~6 월)
6/5	Lululemon	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none"> - 매출 +7% (Comp +1%) - 지역별: 미국 +2%, 캐나다 +4%, 중국 +21%, 기타 +16% - 카테고리별: 여성 +7%, 남성 +8%, 액세서리 등 +8% - 재고 +23% (수량 +16%) <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none"> - FY25 매출 5~7% (미주 +LSD~+HSD%, 중국 +25%~30%, 기타 +20%) <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none"> - 가격 인상, 공급망 협상, 비용 절감 방법으로 대응 예정, 26년까지 점진적으로 적용 계획 - 가격 인상은 하반기부터 예정

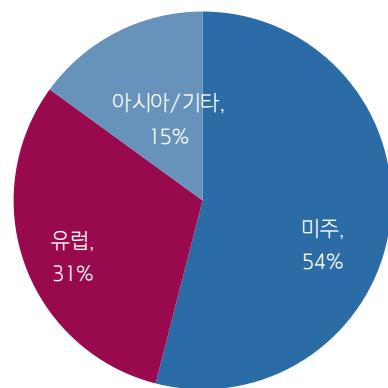
자료: 각 사, 키움증권리서치

영원무역 생산지 지역별 비중



자료: 영원무역, 키움증권리서치

영원무역 수출지 비중



자료: 영원무역, 키움증권리서치

2Q25 추정치 비교

	키움증권	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	1,006.3	892.7	12.7%	811.4	24.0%	994.2	1%
영업이익	179.2	166.5	7.7%	82.3	117.7%	162.3	10%
OPM	17.8%	18.6%	-0.8%	10.1%	7.7%	16.3%	1.5%
순이익	162.6	164.3	-1.0%	84.2	93.1%	144	13%

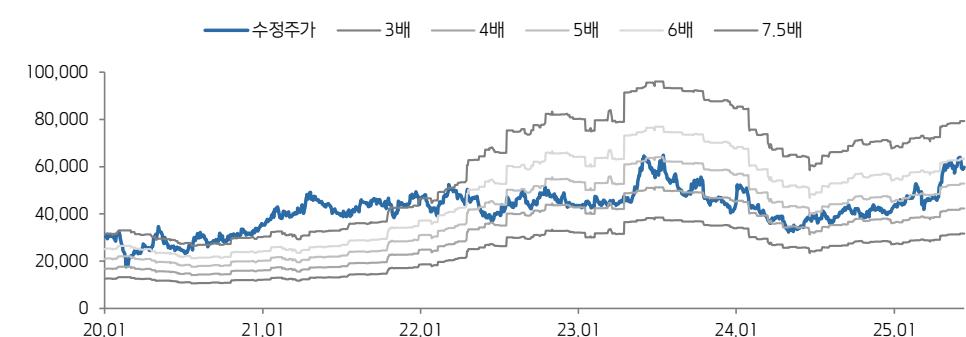
자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 비교

(십억원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	3380.8	3456.1	3,823	4,012	13%	16%	3723.3	3881.7	3%	3%
영업이익	410.8	538.7	409.2	602.5	0%	12%	440.8	535.6	-7%	12%
OPM	12.2%	15.6%	10.7%	15.0%	-1.4%	-0.6%	11.8%	13.8%	-1.4%	-0.6%
순이익	359.3	455.2	421.8	503.3	17%	11%	420.6	483.9	0%	4%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

영원무역 Fwd 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,604.4	3,517.8	3,822.5	4,012.4	4,213.0
매출원가	2,449.4	2,621.5	2,752.1	2,793.8	2,913.1
매출총이익	1,155.0	896.3	1,070.4	1,218.6	1,300.0
판관비	517.8	580.8	598.2	616.1	634.6
영업이익	637.1	315.6	472.3	602.5	665.3
EBITDA	735.4	423.2	588.4	701.1	749.1
영업외손익	44.5	92.6	68.3	68.3	68.3
이자수익	32.3	34.5	45.7	59.7	74.2
이자비용	31.1	31.5	31.5	31.5	31.5
외환관련이익	188.0	288.7	157.8	157.8	157.8
외환관련손실	152.1	170.4	78.5	78.5	78.5
증속 및 관계기업손익	2.3	-1.7	0.0	0.0	0.0
기타	5.1	-27.0	-25.2	-39.2	-53.7
법인세차감전이익	681.6	408.2	540.5	670.7	733.6
법인세비용	148.6	113.6	135.1	167.7	183.4
계속사업순손익	533.1	294.5	405.4	503.1	550.2
당기순이익	533.1	294.5	405.4	503.1	550.2
지배주주순이익	516.0	427.1	405.4	503.1	550.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-7.8	-2.4	8.7	5.0	5.0
영업이익 증감율	-22.6	-50.5	49.7	27.6	10.4
EBITDA 증감율	-19.7	-42.5	39.0	19.2	6.8
지배주주순이익 증감율	-23.5	-17.2	-5.1	24.1	9.4
EPS 증감율	-23.5	-17.2	-5.1	24.1	9.4
매출총이익율(%)	32.0	25.5	28.0	30.4	30.9
영업이익률(%)	17.7	9.0	12.4	15.0	15.8
EBITDA Margin(%)	20.4	12.0	15.4	17.5	17.8
지배주주순이익률(%)	14.3	12.1	10.6	12.5	13.1

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	525.1	623.7	413.2	536.2	560.6
당기순이익	533.1	294.5	405.4	503.1	550.2
비현금항목의 가감	279.9	255.7	244.0	245.0	231.3
유형자산감가상각비	91.6	101.3	110.8	93.4	78.8
무형자산감가상각비	6.7	6.3	5.4	5.2	5.0
지분법평가손익	-2.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
기타	183.9	149.8	129.5	148.1	149.2
영업활동자산부채증감	-109.8	192.0	-122.2	-79.4	-87.2
매출채권및기타채권의감소	26.5	20.0	-50.2	-31.3	-33.0
재고자산의감소	-293.5	182.7	-106.1	-66.1	-69.9
매입채무및기타채무의증가	79.9	-24.1	106.8	128.6	183.6
기타	77.3	13.4	-72.7	-110.6	-167.9
기타현금흐름	-178.1	-118.5	-114.0	-132.5	-133.7
투자활동 현금흐름	-437.5	-254.6	-240.1	-326.9	-444.6
유형자산의 취득	-171.6	-116.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	3.1	8.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-9.7	-7.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-37.7	36.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-127.3	-179.9	-243.9	-330.7	-448.4
기타	-94.3	3.7	3.8	3.8	3.8
재무활동 현금흐름	21.2	-412.1	-105.4	-105.4	-105.4
차입금의 증가(감소)	105.1	-268.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-41.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-67.1	-57.0	-59.9	-59.9	-59.9
기타	-16.8	-45.6	-45.5	-45.5	-45.5
기타현금흐름	51.6	-53.9	167.7	167.7	167.7
현금 및 현금성자산의 순증가	160.4	-96.9	235.4	271.6	178.3
기초현금 및 현금성자산	735.9	896.4	799.5	1,034.9	1,306.5
기밀현금 및 현금성자산	896.4	799.5	1,034.9	1,306.5	1,484.8

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,346.9	3,429.7	4,138.1	4,948.3	5,845.9
현금 및 현금성자산	896.4	799.5	1,034.9	1,306.5	1,484.8
단기금융자산	505.7	685.6	929.6	1,260.3	1,708.6
매출채권 및 기타채권	523.5	579.2	629.3	660.6	693.6
재고자산	1,329.2	1,225.3	1,331.4	1,397.6	1,467.4
기타유동자산	92.1	140.1	212.9	323.3	491.5
비유동자산	1,950.2	1,960.0	1,842.1	1,741.8	1,656.3
투자자산	488.2	449.7	447.9	446.2	444.5
유형자산	810.5	906.5	795.7	702.3	623.5
무형자산	194.6	152.7	147.3	142.1	137.1
기타비유동자산	456.9	451.1	451.2	451.2	451.2
자산총계	5,297.1	5,389.7	5,980.2	6,690.1	7,502.2
유동부채	1,123.3	727.8	834.7	963.3	1,146.9
매입채무 및 기타채무	546.8	562.9	669.7	798.3	981.9
단기금융부채	490.2	66.8	66.8	66.8	66.8
기타유동부채	86.3	98.1	98.2	98.2	98.2
비유동부채	585.9	766.2	766.2	766.2	766.2
장기금융부채	196.2	377.5	377.5	377.5	377.5
기타비유동부채	389.7	388.7	388.7	388.7	388.7
부채총계	1,709.2	1,494.1	1,600.9	1,729.5	1,913.1
자본지분	3,246.7	3,686.7	4,170.3	4,751.6	5,380.1
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	-120.2	-120.2	-120.2	-120.2
기타포괄손익누계액	117.5	248.9	387.0	525.1	663.2
이익잉여금	2,712.5	3,082.6	3,428.1	3,871.3	4,361.7
비지배지분	341.3	209.0	209.0	209.0	209.0
자본총계	3,588.0	3,895.7	4,379.3	4,960.6	5,589.0
투자지표					(단위 :원, %, 배)
12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,644	9,637	9,149	11,353	12,417
BPS	73,269	83,200	94,114	107,233	121,415
CFPS	18,347	12,418	14,655	16,882	17,637
DPS	1,300	1,400	1,400	1,400	1,400
주가배수(배)					
PER	3.9	4.4	6.6	5.3	4.9
PER(최고)	5.8	5.5	7.2		
PER(최저)	3.6	3.3	4.2		
PBR	0.62	0.51	0.64	0.56	0.50
PBR(최고)	0.93	0.63	0.70		
PBR(최저)	0.57	0.39	0.41		
PSR	0.56	0.53	0.70	0.67	0.63
PCFR	2.5	3.4	4.1	3.6	3.4
EV/EBITDA	2.2	2.5	2.3	1.1	0.2
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	10.7	20.3	14.8	11.9	10.9
배당수익률(%), 보통주, 현금	2.9	3.3	2.3	2.3	2.3
ROA	10.9	5.5	7.1	7.9	7.8
ROE	17.0	12.3	10.3	11.3	10.9
ROIC	21.8	7.7	14.3	18.2	20.2
매출채권회전율	6.9	6.4	6.3	6.2	6.2
재고자산회전율	3.1	2.8	3.0	2.9	2.9
부채비율	47.6	38.4	36.6	34.9	34.2
순차입금비율	-19.9	-26.7	-34.7	-42.8	-49.2
이자보상배율	20.5	10.0	15.0	19.1	21.1
총차입금	686.3	444.3	444.3	444.3	444.3
순차입금	-715.8	-1,040.9	-1,520.2	-2,122.5	-2,749.2
NOPLAT	735.4	423.2	588.4	701.1	749.1
FCF	315.5	375.0	348.1	471.1	495.5

4) 화승엔터프라이즈 2Q Preview 화승엔터프라이즈의 2분기 매출액은 4,732억원 (+21% YoY), 영업이익 208억원 (+11% YoY, OPM 4.4%)를 기록할 전망이다. 관세 정책 영향으로 일부 아디다스향 매출이 3분기로 이연될 것으로 예상되기 때문이다.

투자의견 BUY 유지

TP 10,000원 하향조정

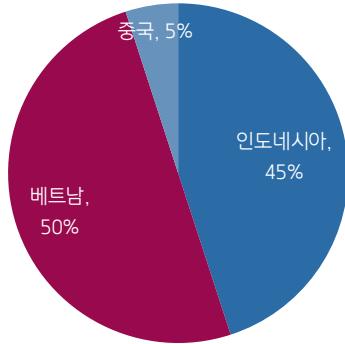
아디다스는 최근 관세 이슈에 대해 1) 생산지 조정, 2) 공급사/리테일 파트너와 비용 재논의로 대응할 방안이다. 향후 베트남, 인도네시아 생산 비중을 더욱 확대할 계획인 가운데, 마침 화승엔터프라이즈의 주요 생산 지역이 베트남과 인도네시아 (전체의 95%)라는 점을 고려하면, 이번 기회로 수주량이 더욱 증가할 것으로 예상된다. 발주량이 늘어나는 대신 단가가 인하될 가능성도 있지만, OEM 비즈니스는 대량 생산에 따른 영업 레버리지 효과로 수익성을 방어할 수 있기 때문에, 향후 수주 증가에 따른 영업 레버리지 효과와 단가 인하의 여파가 얼마나 상쇄될 수 있을지는 지켜볼 필요가 있다. 결론적으로, 이번 관세 이슈는 단기적으로 실적 가시성 악화로 이어질 전망이며, 이로 인해서 센티먼트가 약해질 수도 있다는 점은 유의할 필요가 있다. 타겟 PER을 10% 하향조정한 9배를 적용하여, 투자의견 BUY, 목표주가 10,000원으로 하향조정하였다.

아디다스의 컨퍼런스 콜 내용 정리

날짜	업체	컨퍼런스 콜 내용
4/29	Adidas	<p>1Q25 실적</p> <ul style="list-style-type: none">- 매출 +13%- 재고 +15%, 계획된 수준, 성장 대응 차원에서 늘리는 중- 지역별: 북미 +3% (아디다스 +13%), 유럽 +16%, 중국 +14%, 남미 +27%- 채널별: 도매 +18%, 소매 오프라인 +13%, 소매 온라인 -3% <p>가이던스</p> <ul style="list-style-type: none">- FY25 매출 성장 가이던스 유지 (+HSD% 성장) <p>관세</p> <ul style="list-style-type: none">- 현재 미국향 중국 생산 비중은 신발 3%, 의류 2% 미만, 앞으로 중국향 생산 비중 더 줄일 예정. 향후 신발은 베트남 1/3, 인도네시아 1/3, 기타는 다양하게 분산할 예정- 가격 인상은 당장 계획 없지만, 인상 가능성은 있음. 경쟁사 동향에 따라 대응 예정.- 밴더와의 단가 조정으로 관세 부담 완화 추진

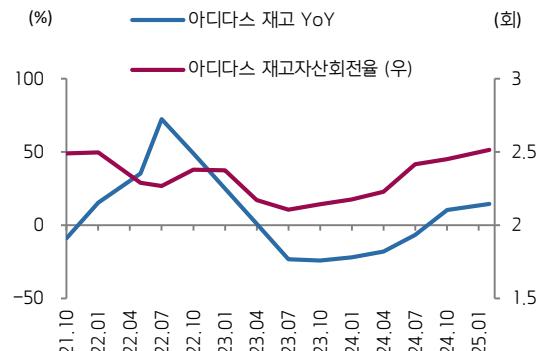
자료: 아디다스, 키움증권리서치

화승엔터프라이즈 생산지 지역별 비중



자료: 화승엔터프라이즈, 키움증권리서치

아디다스의 재고자산 추이



자료: 아디다스, 키움증권리서치

화승엔터프라이즈 연결기준 실적 추이 및 전망

집약원	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026
매출	345.4	391.7	386.1	486.5	423.4	473.2	503.7	644.5	1,609.6	2,044.9	2,276.9
YoY	13%	22%	48%	50%	23%	21%	30%	32%	33%	27%	11%
영업이익	5.3	18.8	19.1	39.4	13.4	20.8	27.7	32.2	82.6	94.2	136.6
YoY	흑자전환	148%	흑자전환	392%	152%	11%	45%	-18%	537%	14%	45%
OPM	1.5%	4.8%	4.9%	8.1%	3.2%	4.4%	5.5%	5.0%	5.1%	4.6%	6.0%
순이익	-1.8	6.9	8.2	24.7	4.2	12.8	18.3	15.6	38.0	50.9	82.3
YoY	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	85%	122%	-37%	흑전	34%	62%
NPM	-1%	2%	2%	5%	1%	3%	4%	2%	2%	2%	4%

자료: 화승엔터프라이즈, 키움증권리서치

2Q25 추정치 비교

	키움증권	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	시장 예상치	차이
매출	473.2	391.7	21%	423.4	12%	477.9	-1.0%
영업이익	20.8	18.8	11%	13.4	55%	25.5	-18.3%
OPM	4.4%	4.8%	-0.4%	3.2%	1.2%	5.3%	-0.9%
순이익	12.8	6.9	85%	4.2	흑전	13.1	-2.1%

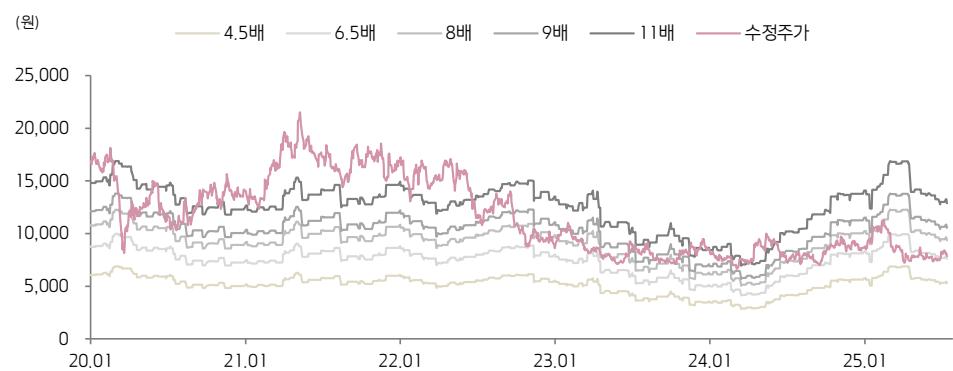
자료: FnGuide, 키움증권리서치

연간 추정치 비교

(집약원)	수정 전		수정 후		차이		컨센서스		차이	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
매출액	1915.7	2051.6	2,044.9	2,276.9	7%	11%	1935.4	2135.8	6%	7%
영업이익	105.2	127.2	94.2	136.6	-10%	7%	110	131.1	-14%	4%
OPM	5.5%	6.2%	4.6%	6.0%	-0.9%	-0.2%	5.7%	6.1%	-1.1%	-0.1%
순이익	50.1	66.6	50.9	82.3	2%	24%	60.6	78.3	-16%	5%

자료: FnGuide, 키움증권리서치

화승엔터프라이즈 Fwd 12M PER 추이



자료: FnGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,213.8	1,609.6	2,044.9	2,276.9	2,462.5
매출원가	1,050.5	1,387.9	1,806.6	1,991.8	2,156.9
매출총이익	163.3	221.8	238.3	285.1	305.6
판관비	150.4	139.2	144.1	148.5	152.9
영업이익	13.0	82.6	94.2	136.6	152.7
EBITDA	84.0	154.0	183.8	213.7	219.0
영업외손익	-31.6	-41.8	-25.2	-25.2	-25.2
이자수익	8.5	7.8	11.0	16.3	21.9
이자비용	36.8	40.2	40.2	40.2	40.2
외환관련이익	29.9	37.7	23.7	23.7	23.7
외환관련손실	26.1	28.2	18.5	18.5	18.5
증속 및 관계기업손익	-0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
기타	-7.0	-19.1	-1.6	-6.9	-12.5
법인세차감전이익	-18.6	40.8	68.9	111.4	127.4
법인세비용	6.6	6.4	17.9	28.9	33.1
계속사업순손익	-25.3	34.4	51.0	82.5	94.4
당기순이익	-25.3	34.4	51.0	82.5	94.4
지배주주순이익	-26.3	33.1	50.9	82.2	94.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-26.6	32.6	27.0	11.3	8.2
영업이익 증감율	-75.4	535.4	14.0	45.0	11.8
EBITDA 증감율	-33.4	83.3	19.4	16.3	2.5
지배주주순이익 증감율	흑전	-225.9	53.8	61.5	14.5
EPS 증감율	적지	흑전	53.7	61.6	14.4
매출총이익율(%)	13.5	13.8	11.7	12.5	12.4
영업이익률(%)	1.1	5.1	4.6	6.0	6.2
EBITDA Margin(%)	6.9	9.6	9.0	9.4	8.9
지배주주순이익률(%)	-2.2	2.1	2.5	3.6	3.8

현금흐름표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	59.1	80.9	106.9	159.8	169.1
당기순이익	0.0	0.0	51.0	82.5	94.4
비현금항목의 가감	115.3	124.7	145.6	138.9	126.7
유형자산감가상각비	67.5	68.1	86.2	74.0	63.5
무형자산감가상각비	3.5	3.3	3.4	3.1	2.8
지분법평가손익	-0.1	-0.7	-1.6	-1.6	-1.6
기타	44.4	54.0	57.6	63.4	62.0
영업활동자산부채증감	7.8	-42.1	-83.6	-49.6	-41.4
매출채권및기타채권의감소	-2.1	-106.9	-55.7	-29.7	-23.8
재고자산의감소	28.7	-2.1	-76.3	-40.7	-32.5
매입채무및기타채무의증가	17.0	74.1	54.2	27.1	21.8
기타	-35.8	-7.2	-5.8	-6.3	-6.9
기타현금흐름	-64.0	-1.7	-6.1	-12.0	-10.6
투자활동 현금흐름	-55.9	-41.0	11.5	10.6	9.7
유형자산의 취득	-54.3	-52.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	9.4	2.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.7	-2.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.1	-0.6	0.2	0.2	0.2
단기금융자산의감소(증가)	-2.7	10.2	9.1	8.1	7.3
기타	-5.5	2.2	2.2	2.3	2.2
재무활동 현금흐름	-66.7	-56.5	-67.0	-67.0	-67.0
차입금의 증가(감소)	-55.8	10.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
기타	-8.2	-64.3	-64.3	-64.3	-64.3
기타현금흐름	1.3	11.0	40.5	40.5	40.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-62.2	-5.6	91.9	143.9	152.3
기초현금 및 현금성자산	183.4	121.3	115.7	207.7	351.5
기말현금 및 현금성자산	121.3	115.7	207.7	351.5	503.9

재무상태표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	646.6	747.1	967.7	1,180.1	1,388.3
현금 및 현금성자산	121.3	115.7	207.7	351.5	503.9
단기금융자산	96.2	86.0	76.8	68.7	61.4
매출채권 및 기타채권	128.8	206.0	261.7	291.5	315.2
재고자산	263.0	282.1	358.4	399.1	431.6
기타유동자산	37.3	57.3	63.1	69.3	76.2
비유동자산	714.0	790.5	701.1	624.3	558.1
투자자산	9.1	10.0	10.2	10.5	10.7
유형자산	565.2	614.2	528.0	454.0	390.5
무형자산	41.2	41.6	38.3	35.2	32.4
기타비유동자산	98.5	124.7	124.6	124.6	124.5
자산총계	1,360.6	1,537.6	1,668.8	1,804.3	1,946.5
유동부채	718.8	899.8	954.0	981.1	1,002.8
매입채무 및 기타채무	187.3	261.0	315.2	342.2	364.0
단기금융부채	528.2	631.7	631.7	631.7	631.7
기타유동부채	3.3	7.1	7.1	7.2	7.1
비유동부채	82.4	74.0	74.0	74.0	74.0
장기금융부채	65.4	53.3	53.3	53.3	53.3
기타비유동부채	17.0	20.7	20.7	20.7	20.7
부채총계	801.2	973.9	1,028.0	1,055.1	1,076.9
자본지분	514.1	524.2	601.1	709.3	829.4
자본금	30.3	30.3	30.3	30.3	30.3
자본잉여금	169.2	128.8	128.8	128.8	128.8
기타자본	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
기타포괄손익누계액	22.6	48.9	77.6	106.3	135.1
이익잉여금	140.2	200.4	248.6	328.1	419.5
비자지분지분	45.3	39.5	39.7	39.9	40.2
자본총계	559.4	563.7	640.8	749.2	869.6

투자지표

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-434	546	840	1,357	1,553
BPS	8,485	8,652	9,921	11,707	13,689
CFPS	1,486	2,626	3,246	3,653	3,649
DPS	45	45	45	45	45
주가배수(배)					
PER	-19.6	15.8	9.4	5.8	5.1
PER(최고)	-26.2	18.6	14.3		
PER(최저)	-16.2	12.0	8.3		
PBR	1.00	1.00	0.79	0.67	0.57
PBR(최고)	1.34	1.17	1.21		
PBR(최저)	0.83	0.76	0.70		
PSR	0.42	0.33	0.23	0.21	0.19
PCFR	5.7	3.3	2.4	2.2	2.2
EV/EBITDA	11.1	6.8	5.0	3.7	2.9
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	-10.8	7.9	5.3	3.3	2.9
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
ROA	-1.8	2.4	3.2	4.7	5.0
ROE	-5.0	6.4	9.0	12.6	12.2
ROIC	1.2	6.9	6.7	9.9	11.3
매출채권회전율	9.5	9.6	8.7	8.2	8.1
재고자산회전율	4.4	5.9	6.4	6.0	5.9
부채비율	143.2	172.7	160.4	140.8	123.8
순차입금비율	67.3	85.7	62.5	35.3	13.8
이자보상배율	0.4	2.1	2.3	3.4	3.8
총차입금	593.6	685.0	685.0	685.0	685.0
순차입금	376.2	483.3	400.5	264.8	119.7
NOPLAT	84.0	154.0	183.8	213.7	219.0
FCF	42.9	44.6	75.8	128.7	138.0

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상		과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상		과리율(%)	
				평균 주가	최고 주가	시점 대비	최고 주가 대비					평균 주가	최고 주가	시점 대비	최고 주가 대비
한세실업 (105630)	2023-08-16	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-31.11	-20.00		영원무역 (111770)	2023-08-16	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-38.50	-27.76	
	2023-11-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.83	-20.00			2023-11-17	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-34.77	-32.71	
	2023-11-20	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.02	-20.00			2024-01-12	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-36.10	-25.29	
	2024-01-12	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.54	-20.00			2024-04-17	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-37.84	-31.72	
	2024-04-17	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-28.58	-25.67			2024-07-19	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.98	-21.98	
	2024-05-22	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-30.04	-21.33			2024-08-21	Buy(Maintain)	53,000원	6개월	-26.22	-19.43	
	2024-07-19	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-40.68	-36.09			2024-10-15	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-27.21	-21.96	
	2024-08-21	Buy(Maintain)	26,000원	6개월	-39.60	-33.04			2024-11-26	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-26.43	-21.79	
	2024-10-15	Buy(Maintain)	24,000원	6개월	-36.27	-29.83			2025-01-21	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-14.94	-2.22	
	2024-11-15	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-30.26	-27.35			2025-04-22	Outperform(Downdgrade)	54,000원	6개월	-5.16	18.52	
	2025-01-21	Buy(Maintain)	18,000원	6개월	-32.98	-23.39			2025-07-21	Buy(Upgrade)	74,000원	6개월			
	2025-04-22	Buy(Maintain)	16,000원	6개월	-32.05	-26.38									
	2025-07-21	Outperform(Downdgrade)	12,500원	6개월											
화승엔터 (241590)	2023-08-16	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-40.77	-34.69									
	2023-11-17	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-40.63	-34.69									
	2023-11-20	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-38.19	-27.15									
	2024-01-12	Buy(Maintain)	13,000원	6개월	-38.67	-27.15									
	2024-04-17	Buy(Maintain)	10,000원	6개월	-9.60	0.00									
	2024-05-22	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-27.45	-17.48									
	2024-07-19	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-28.90	-17.48									
	2024-08-21	Buy(Maintain)	11,500원	6개월	-30.10	-17.48									
	2024-10-15	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-25.45	-19.00									
	2025-01-21	Buy(Maintain)	12,000원	6개월	-23.52	-5.92									
	2025-04-22	Buy(Maintain)	11,000원	6개월	-28.88	-21.09									
	2025-07-21	Buy(Maintain)	10,000원	6개월											
F&F (383220)	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	-35.79	-26.00									
	2025-01-21	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-33.40	-21.18									
	2025-02-10	Buy(Maintain)	85,000원	6개월	-27.82	-13.18									
	2025-04-22	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-23.32	-21.44									
	2025-04-30	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-30.03	-29.00									
	2025-05-15	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-24.27	-17.30									
	2025-07-21	Buy(Maintain)	100,000원	6개월											

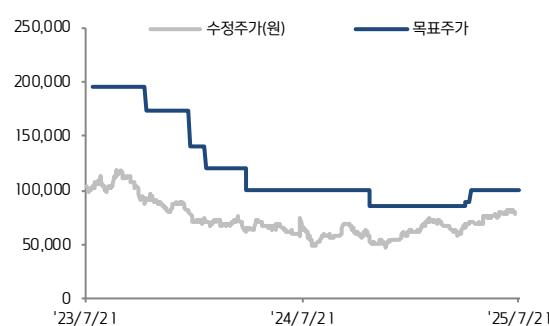
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

목표주가 추이 (2개년)

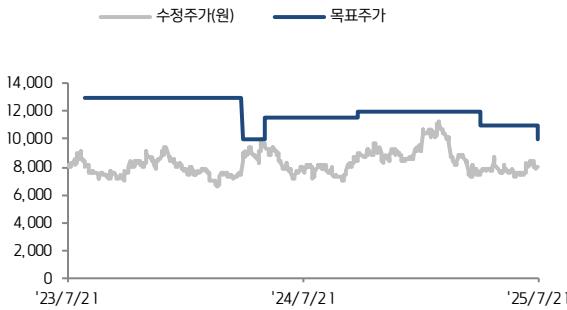
F&F



한세실업



화승엔터프라이즈



영원무역



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%