

▶ 종목 정보

영원무역 (111770KS, 53,400)

목표주가 65,000

BUY

화승엔터프라이즈 (241590KS, 7,860)

목표주가 11,000

BUY

한세실업 (105630KS, 10,230)

목표주가 15,000

BUY

노브랜드 (145170KQ, 5,170)

목표주가 n/a

Not Rated

무신사 (비상장)

목표주가 n/a

Not Rated



리서치센터 리포트
바로가기

의류 (OVERWEIGHT)

OEM과 플랫폼의 차별화된 성과를 기대

- 다양한 브랜드로 트렌드 대응 가능한 OEM과 플랫폼으로 패러다임 이동
- OEM-고객사의 해외 시장 진출과 오더 사이클의 회복 구간 진입으로 성장 기대.
플랫폼- 해외 진출과 브랜드 투자로 밸류업
- 단기 최선호 OEM 중 영원무역 제시, 중장기적으로는 플랫폼 선호

빠른 트렌드 변화, 패션 산업의 챌린지: 과거 섬유 의복 산업은 브랜드사가 주도하던 시장이었다. 브랜드사의 히트 아이템과 해외 시장 진출은 20배 이상의 높은 멀티플을 받기에 충분했다. 하지만 최근 이러한 브랜드사의 경쟁력이 약해지며, 시장을 주도하는 기업이 부재한 상황이다. 이는 빠른 패션 트렌드 변화로 브랜드사가 절대적 우위를 지속하기 어려우며, 유통의 온라인화로 브랜드 시장 진입장벽이 낮아졌기 때문이다. 그리고 이러한 구조적인 변화는 플랫폼과 OEM의 경쟁력을 더욱 부각시켰다. 이들은 다양한 브랜드를 확보해 트렌드 변화에 대응 가능하고, 높은 진입 장벽을 지닌 만큼, 패션 산업의 구조적 변화 속에서 수혜를 얻을 수 있다는 판단이다.

패션 산업의 패러다임이 OEM으로 이동: OEM은 ① 빠른 트렌드 변화 속 다양한 브랜드사를 고객으로 확보. 일부 브랜드사가 지는 리스크를 헤지하고, 히트 브랜드를 통한 업사이드는 온전히 누릴 수 있다. ② 벤더 통폐합을 통해 높아진 진입 장벽과, ③ 브랜드사의 제한된 해외 진출과 달리, OEM사는 글로벌 유명 브랜드를 고객사로 확보. 전방 고객사의 해외 시장 진출을 통한 수혜를 누릴 수 있다. 또한 ④ 오더 사이클이 회복되는 현 상황은 실적 모멘텀을 더욱 부각시키며, OEM 3개사 '25년 매출액 YoY +9.4%, 영업이익 +16.6%, '26년 매출액 +6.0%, 영업이익 +23.1% 성장을 전망한다.

플랫폼, 패러다임 변화 속 추가 성장 기회 확보: ① 플랫폼이 해외로 나간다. 플랫폼은 트렌드를 빠르게 읽는 능력으로 각 브랜드에 특화된 마케팅과 브랜딩을 통해 해외 시장에서 성과를 거두고 있다. 플랫폼의 해외 시장 진출은 아직 초기 단계이나, 글로벌에서 K-패션에 대한 관심이 뜨거운 만큼 올해는 해외 사업이 성장하는 시작점이 될 것으로 예상된다. 또한 ② 플랫폼은 브랜드 지분 투자와 자체 브랜드 런칭을 통한 외형 성장과 수익성 개선에 나서는 만큼, 향후 패션 플랫폼은 전체 패션 시장 성장을 상회할 수 있을 것으로 전망한다. (패션 전문물 시장 '25년 YoY +5.4%, '26년 +5.2% vs. 전체 패션 시장 '25년 +2.0%, '26년 +1.0% 전망)

Top picks: 영원무역: 패션 산업의 구조적 변화 속에서 OEM과 향후 성장할 플랫폼사를 기대하며, 섬유 의복 업종에 대한 비중확대 의견을 제시한다. 단기 최선호 기업군은 OEM이며, 영원무역을 최선호 기업으로 제시한다. 탄탄한 고객사 포트폴리오로 강화된 OEM 수익성(OEM OPM 20% 이상)과 전방 고객사가 안정적인 매출 성장('24년 롤루레온 매출 YoY +10%, 아크테릭스 +18% 등)이며, '25년 매출액 YoY +7.3%, 영업이익 18.1% 성장 전망한다. 이외 화승엔터프라이즈는 아디다스 성장('24년 아디다스 매출액 +10.5%, 25E+HSD)에 따른 낙수 수혜 이어가는 만큼, '25년은 매출(+18.2%)과 영업이익(+38.7%) 개선이 기대된다. 중장기적으로는 플랫폼과 그 중 무신사를 주목할 필요가 있다. 무신사는 패션 시장 성장 둔화에도 불구하고, 높은 매출 성장률(CAGR +38%, '20~'24년)을 기록하고 있다. 또한 현재 카테고리 다양화, 자체 브랜드 런칭, 일본 시장 진출로 사업을 확대하는 만큼, 향후 성장성과 수익성이 공고히 될 수 있는 가능성이 존재한다.

EXECUTIVE SUMMARY

PART 01

패션 산업의 패러다임 이동 1. 브랜드 경쟁력 약화

과거 브랜드사가 주도했던 섬유·의복 산업
빠른 트렌드 변화와 낮아진 진입장벽으로 브랜드 경쟁력 약화
브랜드 시장 경쟁력 약해졌으나, 트렌드를 리딩하는 기업은 성장

PART 02

패션 산업의 패러다임 이동 2. 브랜드 보다 OEM

OEM 투자 포인트 1. 리스크 낮추고 업사이드는 높아지고
OEM 투자 포인트 2. 높은 시장 진입 장벽
OEM 투자 포인트 3. 전방 브랜드사 타고 해외 확장 수혜 기대
OEM 투자 포인트 4. 업황 회복, 전방 고객사의 오더 확대 구간

PART 03

패션 산업의 패러다임 이동 3. 의류 커머스도 플랫폼이 대세

플랫폼 투자 포인트 1. 다양한 브랜드 포트폴리오로 빠른 트렌드 변화 속 수혜
플랫폼 투자 포인트 2. 패션 플랫폼의 시장 선점 효과
플랫폼 투자 포인트 3. 패션 플랫폼은 K-패션과 함께 해외로
플랫폼 투자 포인트 4. 브랜드 투자로 밸류체인 확대

PART 04

패션 산업 투자의 초점: OEM 그리고 플랫폼 상장

돌아온 OEM 성장 사이클
향후 플랫폼 기업들 상장 대기
패션 플랫폼 상장은 End 가 아닌 And
Top Pick: 영원무역

EXECUTIVE SUMMARY

기업분석

영원무역 | 탄탄한 고객사 포트폴리오가 성장 견인

강화된 이익 체력과 안정적 실적 성장 전망, 목표주가 65,000 원 제시

화승엔터프라이즈 | 아디다스 성장 낙수 수혜

아디다스 성장에 따른 수혜 지속, 목표주가 11,000 원 제시

한세실업 | 생산성 향상으로 투자릿수 OP 마진 전망

낮아진 주가 수준과 중장기적 수익성 개선 기대, 목표주가 15,000 원 제시

노브랜드 | 아웃도어 OEM 인수 효과로 실적 방어

디자인 플랫폼 역량과 아웃도어 OEM, '유니코' 인수 효과로 실적 방어 기대

무신사 | 패션 플랫폼 그 이상, 3조원 넘는 기업가치

카테고리 다양화, 무신사스탠다드 오프라인 확장, 해외 진출로 성장 동력 확보

패션산업 Overweight OEM과 플랫폼의 차별화된 성과를 기대

패션 산업의 패러다임 움직임이다.

과거 섬유복 산업은 브랜드사가 주도하던 시장이었다. 브랜드사의 히트 아이템과 해외 시장 진출은 높은 20배 이상의 멀티플을 받기에 충분했다. 하지만 최근 이러한 브랜드사의 경쟁력이 약해지며, 시장을 주도하는 기업이 부재한 상황이다. 이는 빠른 패션 트렌드 변화로 브랜드사가 절대적 우위를 지속하기 어려우며, 유통의 온라인화로 브랜드 시장 진입장벽이 낮아졌기 때문이다. 그리고 이러한 구조적인 변화는 플랫폼과 OEM의 경쟁력을 더욱 부각시켰다. 이들은 빠른 트렌드 변화 속 다양한 브랜드사를 고객으로 확보. 일부 브랜드사가 지는 리스크를 헤지하고, 히트 브랜드를 통한 업사이드는 온전히 누릴 수 있다. 또한 브랜드사 대비 높은 진입 장벽을 지닌 만큼, 패션 산업의 구조적 변화 속에서 수혜를 얻을 수 있다는 판단이다.

(OEM) OEM은 ① 빠른 트렌드 변화 속 다양한 브랜드사를 고객으로 확보. 일부 브랜드사가 지는 리스크를 헤지하고, 히트 브랜드를 통한 업사이드는 온전히 누릴 수 있다. ② 벤더 통폐합을 통해 높아진 진입 장벽과, ③ 브랜드사의 제한된 해외 진출과 달리, OEM사는 글로벌 유명 브랜드를 고객사로 확보. 전방 고객사의 해외 시장 진출을 통한 수혜를 누릴 수 있다. 또한 ④ 오더 사이클이 회복되는 현 상황은 실적 모멘텀을 부각시킨다. 이에 따라 향후 국내 OEM 3개사의 안정적 실적 개선을 기대, '25년 매출액 YoY +9.4%, 영업이익 +16.6%, '26년 매출액 +6.0%, 영업이익 +23.1% 성장을 전망한다.

(플랫폼) 온라인 패션 전문몰(무신사, 에이블리 등 패션 전문 플랫폼)은 (1) '유통의 온라인화'와 (2) 다양한 브랜드 포트폴리오를 통한 수혜로 연평균 CAGR 16%('17~24년)로 성장, 전체패션 소매판매액 성장률인 2%를 아웃퍼폼했다. 그리고 ① 이제는 패션 전문 플랫폼이 해외로 나간다. 플랫폼은 트렌드를 빠르게 읽는 능력으로 각 브랜드에 특화된 마케팅과 브랜딩을 통해 해외 시장에서 일부 성과를 거두고 있다. 비록 플랫폼의 해외 시장 진출은 아직 초기 단계이나, 글로벌에서 K-패션에 대한 관심이 뜨거운 만큼 올해는 플랫폼의 해외 사업이 성장하는 시작점이 될 것으로 예상된다. 또한 ② 브랜드 투자와 자체 브랜드 런칭을 통한 외형 성장이 기대되는 만큼, '25년과 '26년 패션 전문 플랫폼은 전체 패션 시장 성장을 상회할 수 있을 것으로 전망한다. (패션 전문몰 '25년 YoY +5.4%, '26년 +5.2% vs. 전체 패션 시장 성장률 '25년 +2.0%, '26년 +1.0% 전망)

Top pick: 영원무역

패션 산업의 구조적 변화 속에서 OEM사와 향후 성장할 플랫폼 기업의 성장을 기대하며, 섬유복 업종에 대한 비중확대 의견을 제시한다. 단기 최선호 기업군은 OEM이며, 그 중 영원무역을 최선호 기업으로 제시한다. 탄탄한 고객사 포트폴리오로 강화된 OEM 수익성('20년 OEM OPM 13.2% → '21년 20.6%, '22년 27.2%, '23년 25.7%, '24년 21.2%, '25E 20%)과 전방 고객사가 안정적인 성장('24년 최대 고객사인 롤루레몬 매출 YoY +10%, 아크테릭스 +18% 등)을 이어가는 만큼, '25년 매출액 YoY +7.3%, 영업이익 +18.1% 성장 전망한다.

이외 화승엔터프라이즈는 아디다스 성장('24년 매출액 +10.5%, 25E +HSD)에 따른 낙수 수혜로 향후 외형 성장과 수익성 개선('25년 매출 YoY +18.2%, 영업이익 +38.7%)이 예상된다. 한편 한세실업과 노브랜드는 미국 소매 시장의 회복이 지연되고 있으나, 관세 정책 발표 이후 낮아진 주가 수준과 향후 관세 정책의 불확실성이 해소되는 시점에 오더 반등 가능하다고 판단한다.

중장기적으로는 플랫폼과 그 중 무신사를 주목할 필요가 있다. 무신사는 국내 패션 시장 성장 둔화에도 불구하고 높은 매출 성장률(CAGR +38%, '20~'24년)을 기록하고 있다. 또한 현재 카테고리 다양화, 자체 브랜드 런칭, 일본 시장 진출로 사업 영역을 확대하는 만큼, 향후 성장성과 수익성이 공고히 될 수 있는 가능성이 있다.

섬유복 커버리지 기업 투자 의견 및 예상 실적

	투자의견	목표주가 (원)	25년 매출액	증감률 (YoY)	26년 매출액	증감률 (YoY)	25년 영업이익	증감률 (YoY)	26년 영업이익	증감률 (YoY)	25E PER	25E PBR
영원무역	BUY	65,000	3,775	+7.3%	3,940	+4.4%	373	+18.1%	442	+18.5%	5.2	0.6
화승엔터프라이즈	BUY	11,000	1,903	+18.2%	2,109	+10.8%	115	+38.7%	136	+18.7%	7.3	0.8
한세실업	BUY	15,000	1,907	+6.1%	1,988	+4.3%	143	+0.3%	200	+39.9%	4.3	0.5
*노브랜드	N/R	-	546.2	+19.0%	-	-	175	+67.6%	-	-	n/a	0.8
*무신사	N/R	-	1,243	+25.1%	-	-	103	흑전	-	-	n/a	n.a

참고: 단위-십억원 / 영원무역, 화승엔터프라이즈, 한세실업 2025년 추정치 / 무신사, 노브랜드 2024년 실적
자료: 삼성증권 추정

섬유복 업종 투자 포인트

섬유복 업종 투자 포인트	
패션 산업의 패러다임 변화	1) 브랜드사의 경쟁력 약화 2) 다양한 브랜드로 트렌드 대응 가능한 OEM, 플랫폼 경쟁력 확대
OEM사	1) 고객사 포트폴리오로 리스크 낮추고 업사이드 높이고 2) 높아지는 OEM 시장 진입 장벽 3) 전방 고객사의 해외 진출 확대에 인한 수혜 4) 약 2년 만의 오더 확대 사이클 진입
플랫폼사	1) 트렌드 리드, 대세가 될 수 밖에 2) 나타나는 패션 플랫폼의 시장 선점 효과 3) K-패션과 함께 해외 진출 확대 4) 브랜드 투자 및 자체 브랜드 런칭으로 밸류체인 확대

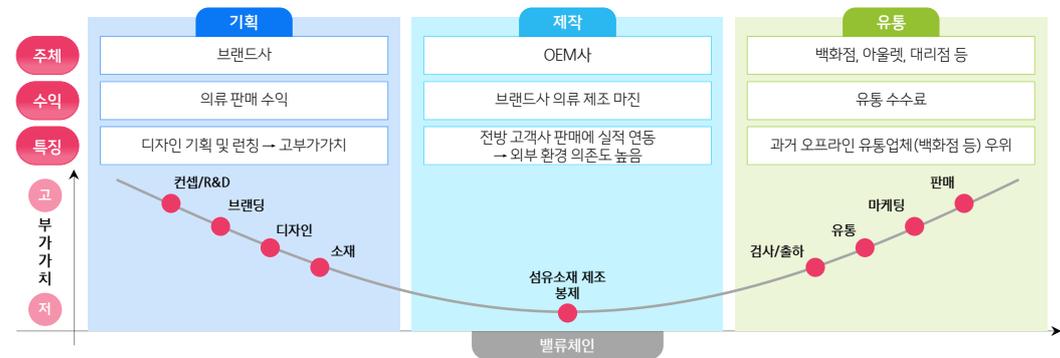
자료: 삼성증권 정리

패션 산업의 패러다임 이동 ① 브랜드 경쟁력의 약화

과거 브랜드사가 주도했던 섬유 의복 산업

과거 섬유 의복 산업은 브랜드사가 주도하던 시장이었다. OEM사는 전방 브랜드사의 판매 실적에 따라 기업 실적이 결정되는 만큼, 외부 환경에 의존도가 높다는 리스크가 있으며, 유통사는 수수료 수익으로 성장이 제한적인 한계가 있다. 반면 브랜드사는 밸류체인의 최전방에서 의류 디자인을 맡고 있는 만큼, 높은 성장 가능성과 수익성으로 고부가가치를 창출했다. 브랜드사는 높은 브랜드 가치를 기반으로 한 히트 아이템과 해외 시장 진출을 통해 업종 센터멘트를 주도했으며, 2018년 힐라의 디스럽터 슈즈와 2021년 MLB의 중국 진출은 국내 브랜드사의 대표적인 성공 사례로 여겨진다. 하지만 최근에는 이러한 브랜드사의 경쟁력 약화로 국내 섬유 의복 상장 시장을 이끄는 브랜드사가 부재한 상황이다.

섬유 의복 산업 밸류체인



자료: 삼성증권 정리

산업 상장사 시가총액 추이

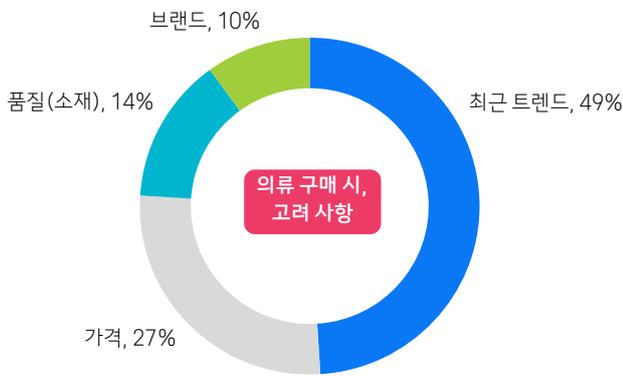


참고: 브랜드사(F&F, 힐라홀딩스, 한섬, 신세계인터내셔널의 합계), OEM(한세실업, 영원무역 합계)
자료: Quantwise, 삼성증권

브랜드 경쟁력 약해지는 이유 1. 빠른 트렌드 변화로 브랜드 로열티 하락

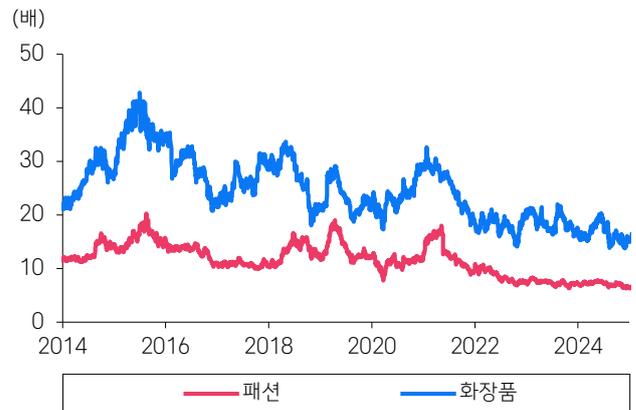
빠른 패션 트렌드 변화로 절대적 우위를 지속하는 브랜드사가 부재하다. 패션 트렌드는 소비자가 의류 구매 시, 1순위로 고려할 정도로 패션 산업에서 중요한 요소이다. 하지만 역설적으로 트렌드는 국내 패션 브랜드사의 멀티플을 낮추는 가장 큰 요인으로 작용한다. 실제로 전 산업 중 트렌드 변화가 가장 빠른 산업은 패션 산업이나, 의류 제작은 소비 트렌드 조사-디자인-원단 매입-가공 작업에 상대적으로 긴 시간이 소요된다. 비록 최근에는 브랜드사가 반응 생산 방식을 확대하며 트렌드 변화에 대응하고 있으나, 이는 초과수요에 대한 매출을 일정 부분 포기한 방식으로 매출의 성장성이 낮다는 문제가 있다. 또 다른 이슈는 이러한 트렌드의 변화 속도가 더욱 빨라지고 있다는 점이다. 소비자의 취향 다변화로 한 시점에 다수의 트렌드가 존재하기도 하며, 숏폼, 밌 등 일시적 형태의 유행이 대세로 자리잡으며 트렌드의 주기는 더욱 짧아졌다.

의류 구매 시, 패션 트렌드를 1순위로 고려



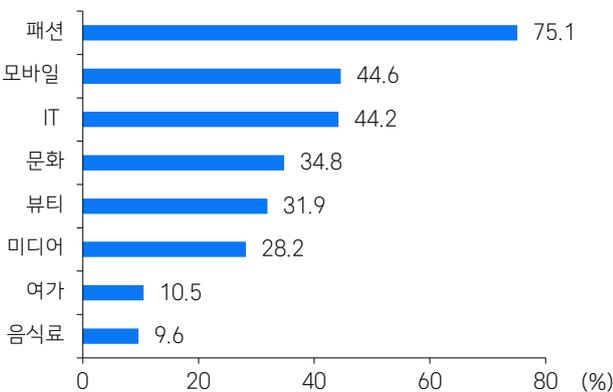
자료: 국제섬유신문, 삼성증권

패션 vs. 뷰티 브랜드사: 평균 12m Forward PER 비교



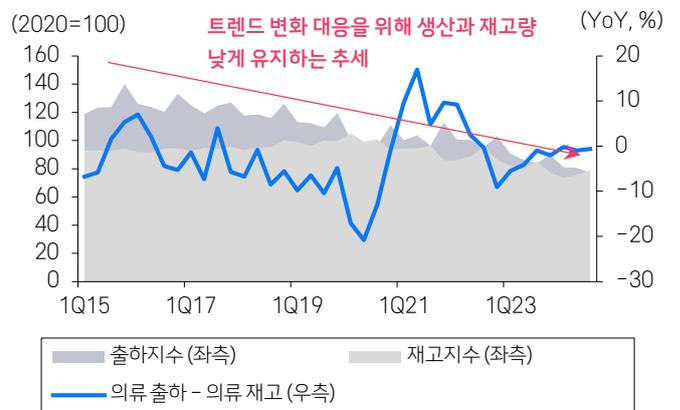
참고: 패션 상장사 - F&F, 휠라홀딩스, 한섬, 신세계인터내셔널
화장품 상장사 - LG생활건강, 한국콜마, 아모레퍼시픽, 브이티, 코스맥스
자료: Quantwise, 삼성증권

트렌드 변화가 빠른 분야: 패션 산업 압도적 1위



참고: N=1,000, 중복응답
자료: 트렌드모니터, 삼성증권

반응 생산 방식 도입, 감소하는 재고 수준

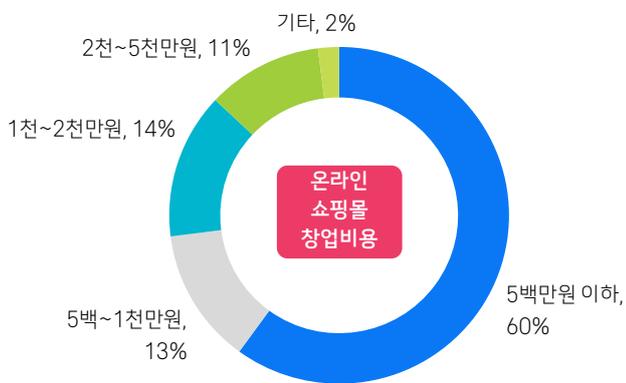


자료: 통계청, 삼성증권

2. 낮은 브랜드 시장 진입 장벽

브랜드 경쟁력 약화의 두번째 요인은 브랜드 시장 진입 장벽이 낮다는 점이다. 과거 백화점, 아울렛 중심의 유통 채널에서는 오프라인 매장을 확보하는 것이 중요했다. 하지만 유통의 온라인화는 소자본으로 브랜드 런칭을 가능하게 만들며 시장 진입 장벽을 낮췄다. 오프라인 매장 런칭 비용은 최소 5~7천만원이 요구되나, 온라인 쇼핑몰은 최소 500만원으로도 브랜드 런칭이 가능해 브랜드 수가 빠르게 증가했다. 일례로 '24년 무신사의 입점 브랜드 수는 약 8천여 개로 '18년 기준 3천개에서 2배 이상 증가하며, 브랜드 시장 경쟁은 가속화되고 있다.

진입장벽 낮은 브랜드 시장: 온라인 쇼핑몰 창업 비용 감소



참고: 오프라인 매장 최소 5~7천만원 비용 소요
자료: 메이크샵, 삼성증권

증가하는 무신사 입점 브랜드 수

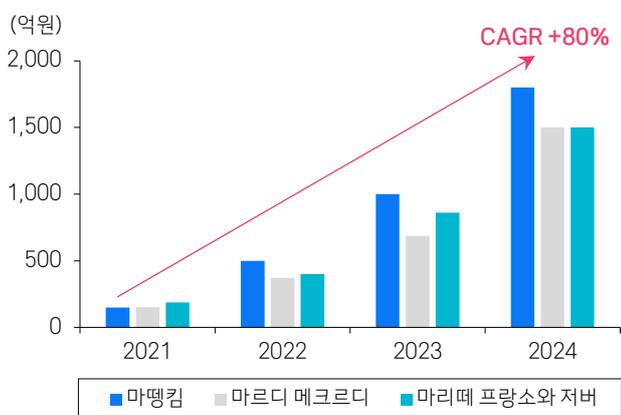


자료: 언론보도, 삼성증권

브랜드 시장 경쟁력 약해졌으나, 트렌드를 리딩하는 기업은 성장

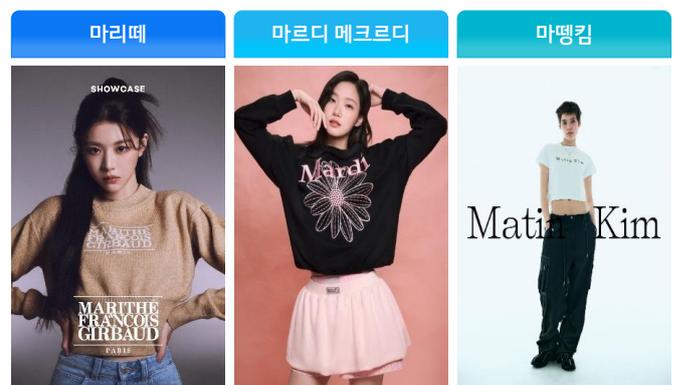
(국내) 패션 산업 내 브랜드사가 갖는 영향력은 약해졌으나, 트렌드 변화에 빠르게 대응하는 기업들은 여전히 좋은 퍼포먼스를 보여준다. 특히 3마(마리데, 마리떼, 마뎅김)과 같이 온라인 기반 브랜드들은 SNS를 통해 트렌드를 빠르게 읽어내는 경쟁력으로 높은 성장세 기록했다.

3마 브랜드 매출액 추이



자료: Dart, 삼성증권

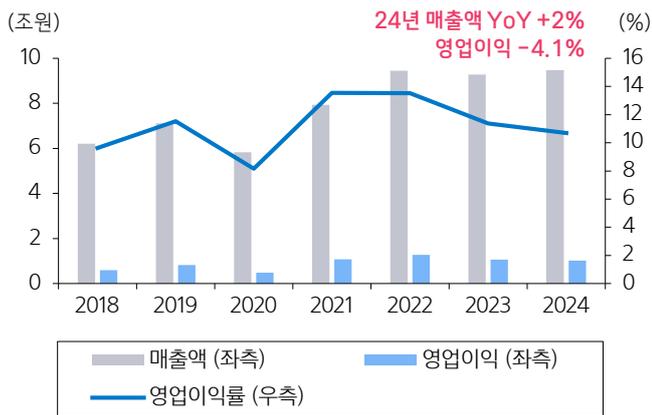
주목받는 3마 브랜드



자료: 각 사, 삼성증권

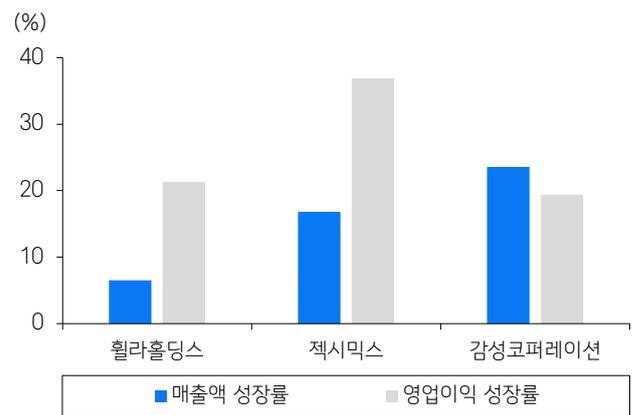
'24년 국내 상장 브랜드사 합산 매출액은 2% 상승에 그치며, 전반적으로 성장 둔화되는 모습이나, 높은 성장을 기록한 개별 기업은 존재한다. 20%의 높은 이익 성장률을 기록한 휠라홀딩스(현 미스토홀딩스)와 젝시믹스, 감성코퍼레이션('스노우피크' 브랜드 운영 기업)이 그 예시이다. 휠라는 브랜드 가치 제고를 위한 전략이 결과로 나타나기 시작했으며, 젝시믹스와 스노우피크는 애슬레저와 골프코어 트렌드의 일부 수혜를 입은 것으로 판단된다.

국내 상장 브랜드사 매출액 및 영업이익 추이



참고: F&F, 휠라, 한섬, 신세계인터내셔널, 브랜드엑스코퍼레이션, 감성코퍼레이션 합산
자료: Dart, 삼성증권

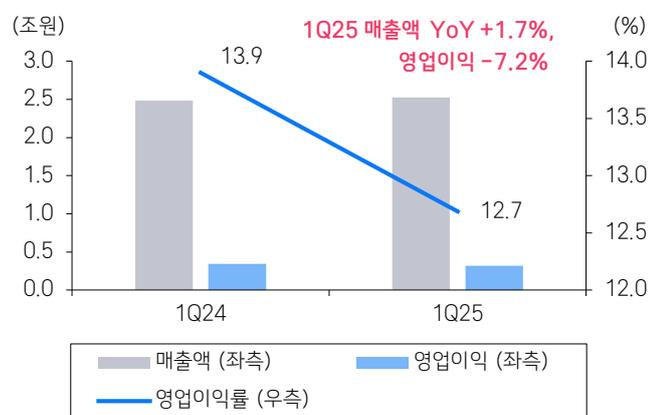
24년 트렌드를 이끈 기업: 휠라, 젝시믹스, 스노우피크



참고: 23년 대비 24년 성장률
자료: Dart, 삼성증권

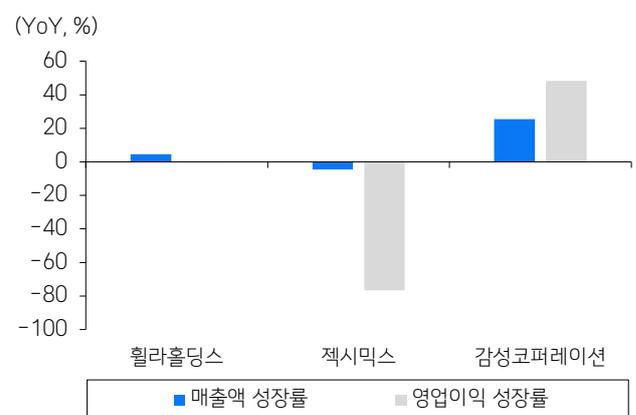
추가로 '25년 1분기 국내 상장 브랜드사 합산 매출액 성장률은 1.7%, 영업이익 성장률은 -7.2%를 기록, 국내 브랜드사의 성장 둔화는 지속되고 있다. 다만, '24년 높은 성장세를 이어간 기업들은 '25년에 들어, 기업별로 실적 차별화가 나타난 상황이다. 휠라홀딩스는 히트 아이템('에사페' 신발 라인)성장은 지속되고 있으나, 의류 제품 판매가 둔화되며 매출액 성장률 +4.6%, 영업이익 YoY flat에 그쳤다. 젝시믹스는 국내 애슬레저 시장 경쟁 심화 및 법인명 변경 등 판관비 증가로 매출과 영업이익 모두 감소했다. 하지만 감성코퍼레이션은 1분기 매출액이 전년 동기 대비 25% 성장, 영업이익은 48% 성장하며, 골프코어 트렌드 수혜와 자체적인 브랜드 경쟁력으로 성장세를 이어가고 있다.

25년 1분기: 국내 상장 브랜드사 매출액 및 영업이익 추이



참고: F&F, 휠라, 한섬, 신세계인터내셔널, 젝시믹스, 감성코퍼레이션 합산
자료: Quantwise, 삼성증권

25년 1분기 실적: 휠라, 젝시믹스, 스노우피크

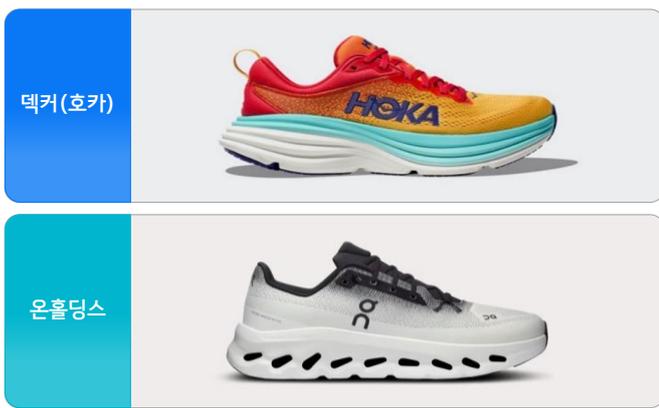


참고: 1Q24 대비 1Q25 성장률
자료: Dart, 삼성증권

(해외) 트렌드가 중요한 이유: '24년은 온과 호카의 시대

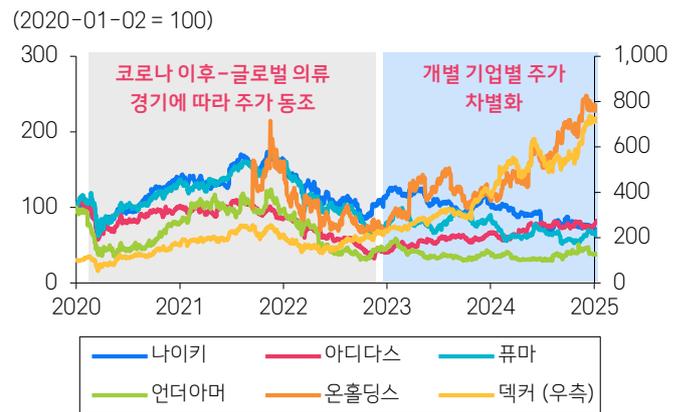
해외 또한 '24년은 온, 텍커 등 예상치 못했던 기업들이 성장하는 한 해였다. 특히 북미 내 런닝 트렌드 확산과 함께 온과 호카 등 런닝화 브랜드가 주목을 받았다. 이 브랜드들은 기존 나이키, 아디다스 등 전통 스포츠 브랜드 대비 비교적 인지도가 낮았으나, 독특한 제품 디자인으로 트렌드를 주도하며 빠르게 성장하는 모습을 보여주었다.

아디다스와 나이키의 자리를 위협하는 호카와 온



자료: 각 사, 삼성증권

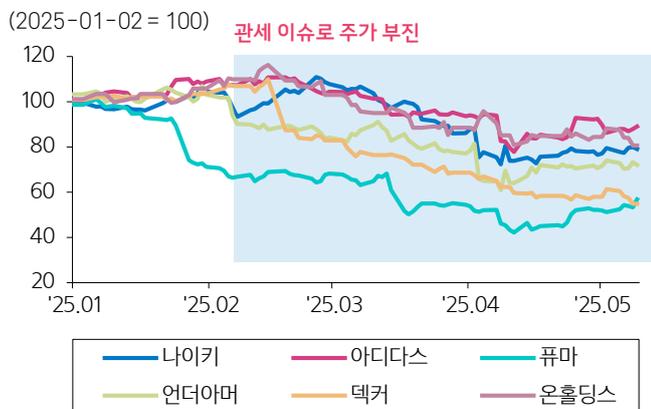
해외 스포츠 브랜드별 주가 차별화



자료: Bloomberg, 삼성증권

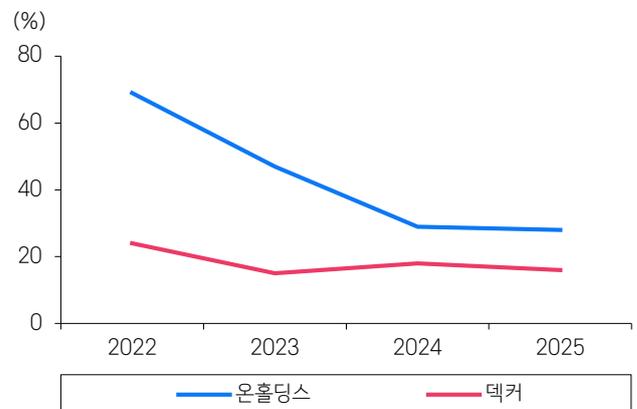
'25년은 관세로 인한 수요 둔화 우려로 글로벌 브랜드사들의 주가는 전반적으로 하락했으나, 일부 기업은 여전히 견조한 매출 성장을 이어가고 있다. 그 중 온 홀딩스는 '25년 1분기 전년 대비 43% 성장한 매출액 7억 2,660만 스위스 프랑(8억 6,350만 달러)를 기록, '24년의 성장 트렌드를 이어가는 모습이다. (온홀딩스 매출액 성장률 1Q24 YoY +21%, 2Q24 +28%, 3Q24 +32%, 4Q24 +36%) 텍커 또한 지난 2월 2025년('24년 4월 ~'25년 3월)의 매출 성장률 전망을 기존 12%에서 15%로 상향 조정하며, 여전히 호카의 판매 모멘텀은 견조한 것으로 판단된다.

관세 발표 이후 글로벌 스포츠 브랜드 주가 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

온홀딩스 및 텍커: 매출액 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

패션 산업의 패러다임 이동 ② 브랜드보다 OEM

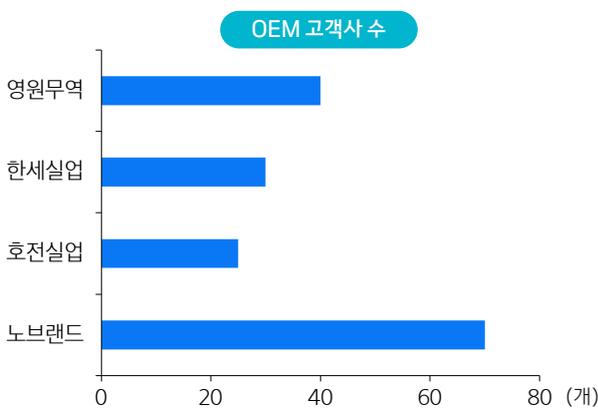
OEM 투자 포인트 1. 리스크 낮추고 업사이드는 높아지고

패션 산업의 중심이 브랜드에서 OEM사로 이동한다. 빠른 트렌드 변화에 대응할 수 있는 방법은 크게, (1) 브랜드를 많이 보유하거나, (2) 트렌드를 예측해, 빠르게 제품을 생산하는 방법이 있다. 후자의 경우, 초과 수요에 대응하기 어려워 업사이드가 낮다. 또한 트렌드 리딩에 실패할 경우, 한 시즌의 매출을 놓칠 수 있기 때문에 리스크가 높은 단점이 있다. 하지만 첫번째 방식인 다양한 브랜드 확보는 일부 브랜드의 매출 감소를 헤지하고, 히트 브랜드의 성장은 온전히 누릴 수 있기 때문에, 상대적으로 쉬운 선택지가 될 수밖에 없다.

국내 브랜드사가 단일 브랜드, 혹은 2~3개의 브랜드 전개에 집중하고 있는 것과 달리, 국내 OEM사는 20~70여 개의 글로벌 고객사를 확보, 간접적으로 트렌드 대응에 나서고 있다. 실제로 영원무역의 경우 기존 최대 고객사였던 노스페이스의 모회사, VFC의 매출 하락으로 인해 OEM 오더 감소가 있었으나, 고객사인 룰루레몬의 가파른 매출 성장으로 OEM 매출 하락을 방어할 수 있었다.

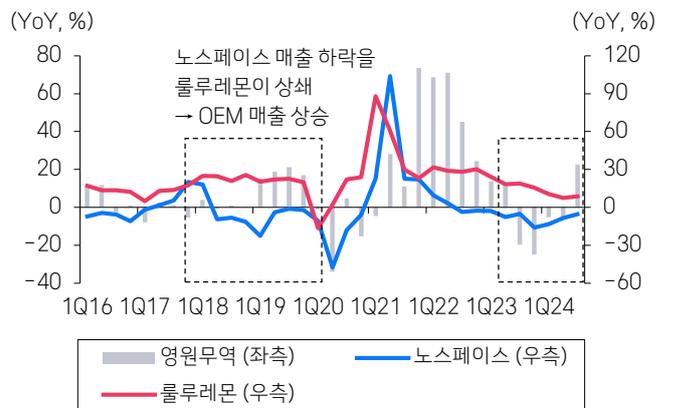
또한 전방 시장에서 브랜드 수가 증가하는 현상은 OEM사에게는 잠재적 고객사가 늘어나고 있다는 것을 의미한다. 이러한 구조적 변화는 OEM의 고객사 수 확장으로 이어지고, 중장기적으로는 브랜드 포트폴리오의 경쟁력을 강화시키는 요인으로 작용할 것으로 기대된다.

OEM: 다수의 고객사 확보로 트렌드 대응 가능



자료: 각 사, 삼성증권 정리

영원무역: 노스페이스의 매출 하락을 룰루레몬이 헷지

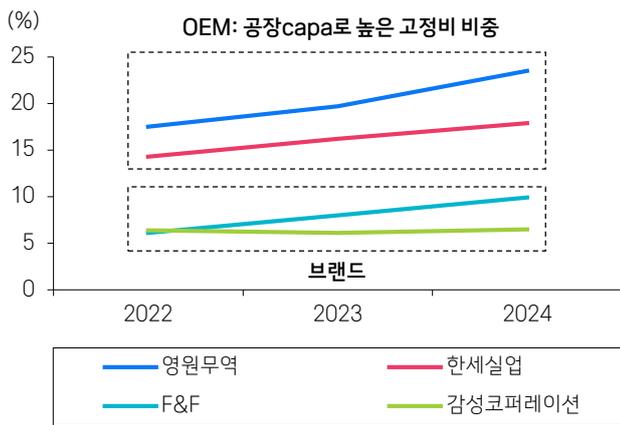


참고: 노스페이스 모회사인 VFC 매출 성장률 및 영원무역 OEM 사업부 성장률
자료: Bloomberg, 영원무역, 삼성증권

OEM 투자 포인트 2. 높은 시장 진입 장벽

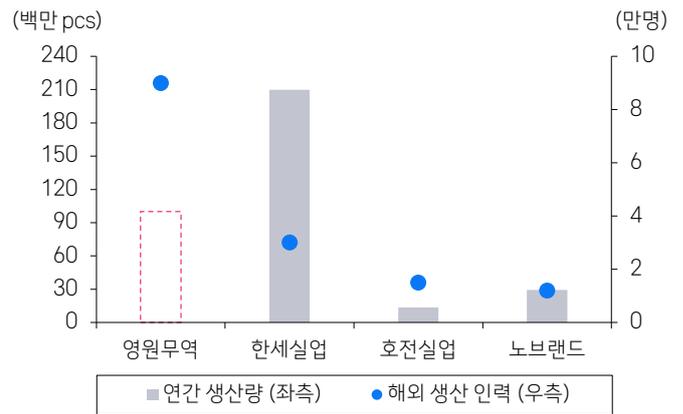
OEM사의 두번째 투자 포인트는 높은 진입 장벽이다. 국내 OEM은 연간 최대 1억 장 이상의 의류를 생산하는 만큼 동남아와 남미에 대규모 생산 캐파와 2~10만 명 규모의 생산 인력을 보유하고 있다. 또한 (1) 코로나로 영세한 OEM사의 구조조정, (2) '22년 글로벌 공급망 병목 이슈로 대량 생산이 가능한 대형 벤더 위주로 오더가 집중되며, 이러한 진입 장벽은 더욱 높아진 상황이다.

OEM vs. 브랜드: 매출액 대비 변동비 비중



자료: 각 사, 삼성증권 정리

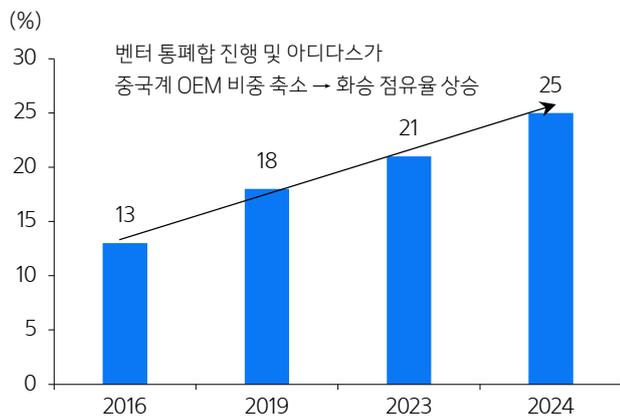
생산 공정 확보로 높은 진입 장벽



참고: 영원무역 생산량 비공개

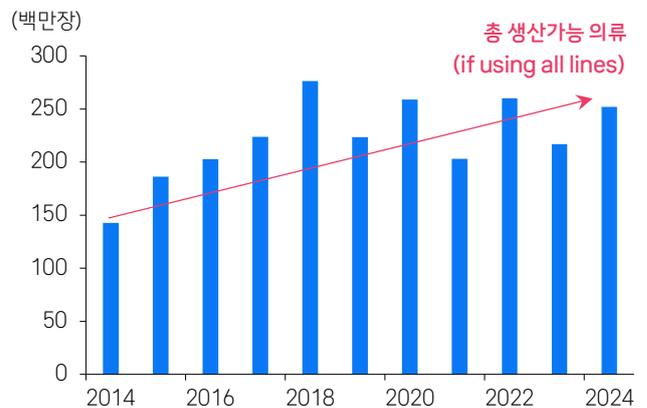
자료: 각 사, 삼성증권 추정

아디다스 벤더 내 화승엔터프라이즈 점유율



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

한세실업: 연간 약 2억장 이상의 의류 생산 가능



자료: 한세실업, 삼성증권 추정

OEM 투자 포인트 3. 전방 브랜드사 타고 해외 확장 수혜 기대

국내 패션 산업의 멀티플을 낮추는 요인 중 하나는 제한된 해외 시장 진출이다. 비록 과거 브랜드사들은 중국 등 아시아 지역으로 사업 확장에 나섰다, 이젠 중국 시장 진출 뉴스는 더 이상 패션 산업의 트리거가 되지 못하는 모습이다. 또한 특히 가장 큰 패션 마켓인 북미와 유럽 시장 진출이 제한적인 것은 화장품과 음식료 산업과 크게 대비되는 모습이다.

하지만 브랜드사와 달리 국내 OEM사는 이미 미국, 유럽 등 글로벌 인지도가 높은 브랜드를 고객사로 확보하고 있어, 전방 고객사의 해외 시장에서의 높은 성장세를 온전히 누릴 수 있다. 현재 국내 OEM사의 매출의 대부분은 미국, 유럽, 중국 등 다양한 지역에서 발생하고 있다. 또한 일부 고객사는 향후 아시아 등으로 해외 사업 확대 계획을 갖춘 만큼, 이에 따른 성장의 수혜를 추가적으로 누릴 것으로 기대된다.

OEM 고객사의 60% 이상은 미국 등 글로벌 브랜드사



참고: OEM 고객사 단순 평균
자료: 각 사, 삼성증권 정리

국내 의류 OEM사 바이어 현황

Buyer	영원무역	한세실업	화승엔터	호전실업	노브랜드
Walmart		○			○
Target		○			○
Kohl's		○			○
H&M		○			○
Inditex		○			
Gap		○			○
Adidas	○		○		
VF	○			○	
Lulu lemon	○			○	
Patagonia	○				
Under Armour				○	
Amer sports	○				

자료: 각 사, 삼성증권 정리

전방 바이어의 해외 시장 진출 계획

기업	기업개요	해외 진출 전략
롤루레몬	캐나다 기반 하이엔드 애슬레저 및 스포츠웨어 브랜드	26년까지 순수익 125억 달러 달성 목표. 그 중 중국을 성장 핵심 기동으로 지정 향후 2년 내 중국 내 200개 이상의 매장 설립 목표
아머스포츠	핀란드 기반 글로벌 스포츠 장비 및 의류 기업. 살로몬, 아토믹, 아크테릭스, 수운토 등 다양한 스포츠 브랜드 보유	2019년 안타스포츠가 아머스포츠 인수 이후, 중국 시장 확장 더욱 가속화 아크테릭스를 중심으로 중국 매장 확대 23년 기준 100개 매장 운영 중이며, 지속적으로 확대할 계획 또한 중국 외 한국, 일본, 동남아 확장 목표
VFC	노스페이스, 팀버랜드, 반스, 디키즈 등 글로벌 브랜드 운영 기업	북미, 유럽 시장 의존도 낮추기 위해 아시아(중국, 인도, 동남아) 및 남미 시장 확대 중국에서는 티몰, JD 등 온라인 채널 입점
아디다스	독일 기반의 스포츠웨어, 신발, 의류 브랜드	최근 로스앤젤레스에 새로운 플래그십 스토어 오픈, 북미 시장 내 인지도 확대 목표 26년 FIFA 월드컵과 28년 로스앤젤레스 하계 올림픽 대비를 위한 전략적 오픈 24년 1월부터 한국 시장을 아시아 지역 소속에서 단독 마켓으로 분리, 한국 시장 특화 제품 지속적으로 선보일 계획

자료: 각 사, 삼성증권 정리

OEM 업황 회복은 금상첨화, 전방 고객사의 오더 확대 구간

약 2년 만에 OEM 오더 사이클이 확장 국면에 진입했다. 과거에는 1) 코로나 당시 글로벌 공급망 대응을 위해 전방 고객사들이 선제적으로 다량의 재고 비축, 2) 예상대비 낮은 수요로 과잉 재고 현상 발생, 3) '23년까지 고객사들은 기존 재고 소진에 집중했으며, 이는 곧 OEM 오더 감소로 이어졌다. 다만, '23년 하반기부터는 고객사들의 재고 소진이 마무리되며, 신규 재고에 대한 오더를 확대하기 시작했다. ('24년 달러 기준 오더 영원무역 YoY +3.8%, 화승엔터프라이즈 +28.8%, 한세실업 +0.7%)

비록 미국 소매 시장의 회복의 강도가 약한점은 아쉬우나, OEM 오더는 여전히 상승 사이클에 있다고 판단한다. 국내 OEM사와 유사한 고객사 포트폴리오를 지닌 글로벌 경쟁사(Eclat, Makalot, Yue Yuen)가 '25년 상반기에도 10~20% 이상의 월별 매출액 성장세를 이어가는 것을 보아, 국내 OEM사의 오더 또한 확대된다는 것을 간접적으로 파악할 수 있다.

미국 의류 도매 시장: 완전한 Re-stocking 구간 진입



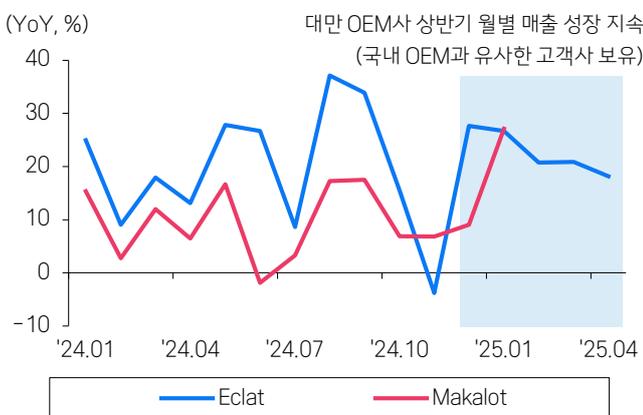
참고: re-stocking = 의류 도매 판매 성장률 - 의류 도매 재고 성장률
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 의류 소매 시장: Re-stocking 회복은 지켜볼 때



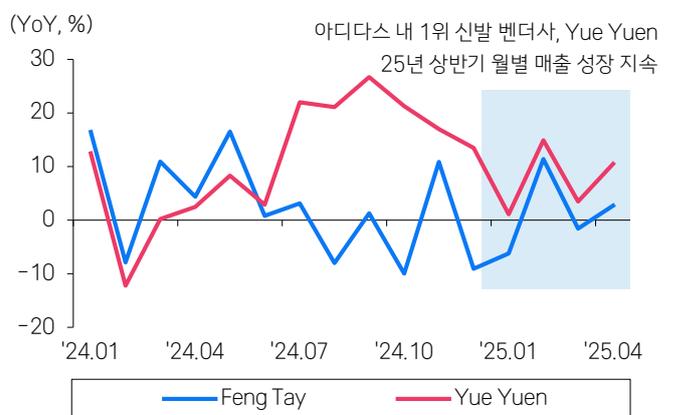
참고: re-stocking = 의류 소매 판매 성장률 - 의류 소매 재고 성장률
자료: Bloomberg, 삼성증권

Eclat, Makalot: 월별 매출액 성장률 추이



참고: Eclat-영원무역, Makalot-한세실업, 노브랜드 경쟁사
자료: 각 사, 삼성증권

Feng Tay, Yue Yuen: 월별 매출액 성장률 추이



참고: 화승엔터프라이즈 경쟁사
자료: 각 사, 삼성증권

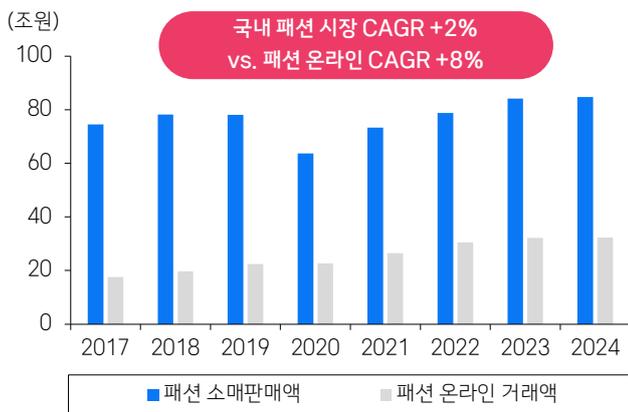
패션산업의 패러다임 이동 ③ 의류 커머스도 플랫폼이 대세

Why 플랫폼? ① 빠른 트렌드 변화 속 수혜

유통에 쿠팡이 있다면, 패션에는 플랫폼이 있다. 패션 산업의 온라인 거래액은 '24년 32조원을 기록, 연평균 8%('17~'24년)로 성장했으며, 전체(온오프합산) 패션 소매판매액 성장률인 2%를 아웃퍼폼했다. 이는 이커머스 침투율이 빠르게 늘었던 코로나 당시 일부 수혜를 얻은 것으로 판단되나, 이러한 성장의 원인을 단순 '유통의 온라인화' 수혜로만 볼 수는 없다. 이에 대한 이유는 '22년 이후부터는 이커머스 침투율이 정체되며 ('22년 EC 침투율 38.7%, '23년 38.2%, '24년 38.1%로 정체), 온라인 패션 산업의 성장률 또한 둔화되었기 때문이다. ('22년 성장률 YoY +15.2%, '23년 +5.4%, '24년 +0.4%)

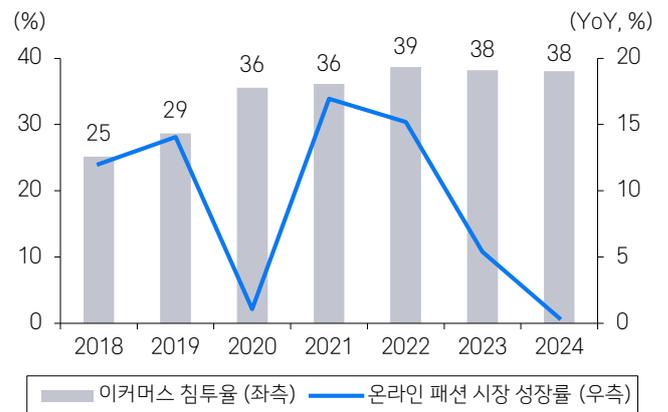
다만 주목할 점은 온라인 패션 시장(종합몰 + 전문몰) 중 무신사와, 에이블리와 같은 패션 전문몰의 성장은 지속되고 있다는 점이다. 패션 전문몰이 종합몰과 차별화되는 포인트는 1) 패션 전문 다양한 브랜드 포트폴리오를 통해 산업의 구조적 변화에 따른 수혜를 온전히 누릴 수 있으며, 2) 이제는 이들이 트렌드 자체를 창출하는 기업이라는 점이다. 패션 전문몰은 플랫폼 내 자체 커뮤니티를 제공하고, 패션에 관심이 있는 다수의 이용자들이 모인 만큼 그 안에서 다양한 트렌드가 탄생할 수 있는 계기가 된다. 결국 트렌드에 제일 민감한 패션 산업에서, 트렌드를 리딩하는 플랫폼은 필연적으로 대세가 될 수밖에 없는 상황이다.

패션 소매판매액 vs. 패션 온라인 소매판매액 추이



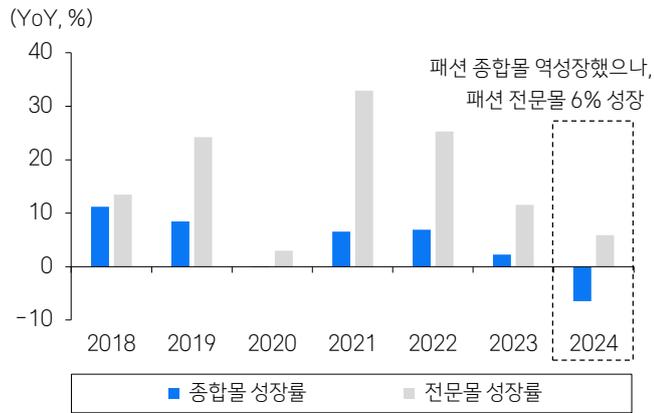
참고: 2017~2024년 CAGR
자료: 통계청, 삼성증권

이커머스 침투율 정체되며, 온라인 패션 시장 성장률 둔화



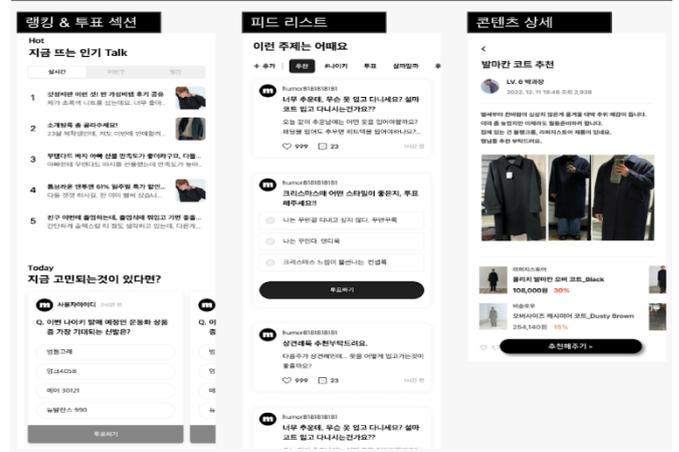
자료: 통계청, 삼성증권

온라인 패션: 패션 종합몰 vs. 패션 전문몰 성장률 추이



자료: 통계청, 삼성증권

패션 플랫폼 내 커뮤니티 예시



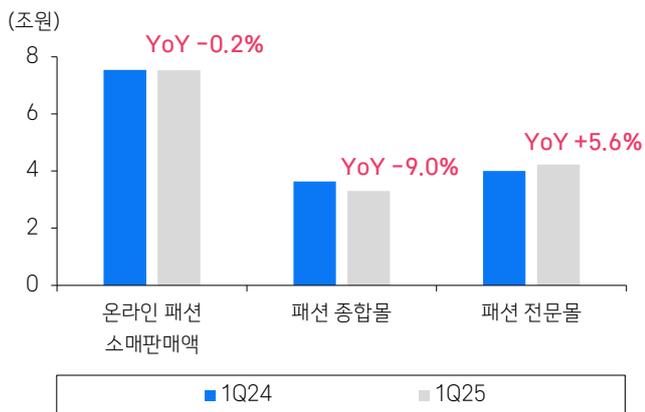
자료: 무신사, 삼성증권

'25년과 '26년 패션 전문몰 YoY +5% 이상 성장 전망

한편 '25년 1분기 패션 전문몰은 4.2조원(YoY +5.6%)을 기록, 온라인 패션 시장이 역성장(1Q25 YoY -0.2%)함에도 불구하고 성장세를 이어가고 있다. 비록 '25년은 글로벌 경기 둔화로 전체적인 패션 산업의 성장은 둔화될 것으로 예상되나, 패션 전문몰은 트렌드 변화가 더욱 빨라지는 산업의 구조적 변화 수혜를 지속적으로 누릴 수 있다는 판단이다.

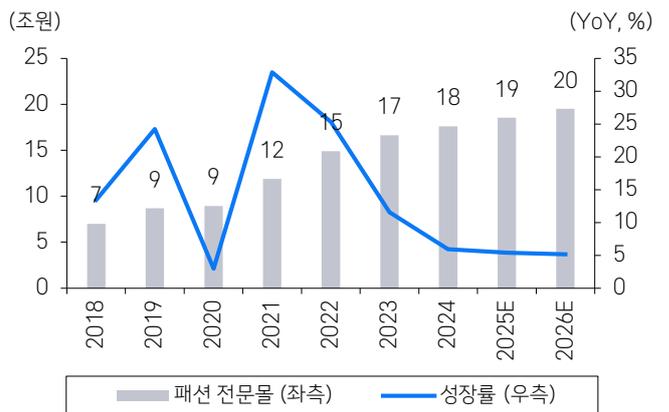
또한 (1) 올해부터 패션 전문 플랫폼들의 해외 시장 진출 실적이 가시화되고, (2) 브랜드 지분 투자 및 자체 브랜드 런칭으로 사업 확대에 나서는 만큼, '25년과 '26년 패션 전문 플랫폼은 전체 패션 시장 성장률을 상회할 수 있을 것으로 전망한다. (패션 전문몰 '25년 YoY +5.4%, '26년 +5.2% vs. 전체 패션 시장 성장률 '25년 +2%, '26년 +1% 전망)

25년 1분기 국내 패션 시장 현황



자료: 통계청, 삼성증권

패션 전문몰 시장 성장 추이 및 전망



자료: 통계청, 삼성증권 추정

Why 플랫폼? ② 패션 플랫폼들의 시장 선점 효과

이류 이커머스에서 선도 기업들이 이미 시장을 선점했다. 특히 코로나 당시 이커머스 기업에 대한 관심이 높아지며, 패션 플랫폼사들은 2~5천억원의 막대한 투자 자금을 통해 가파르게 성장했다. 이는 결국 높은 진입장벽으로 이어졌으며, 현재 패션 플랫폼 시장은 플랫폼 3사(무신사, 에이블리, 지그재그)가 점유율 50%를 차지하고 있다.

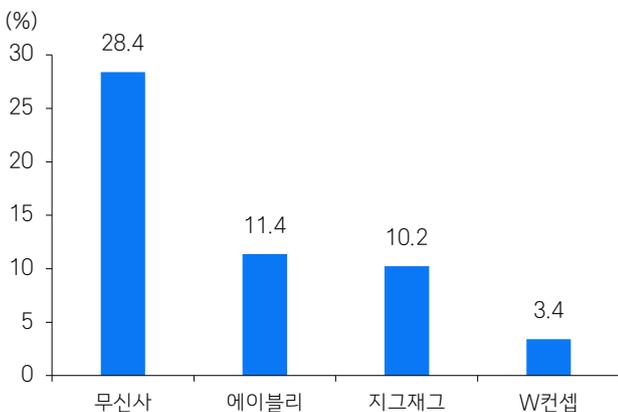
이러한 경쟁력을 기반으로 플랫폼사들은 차별화된 성장률을 달성하고 있으며, 국내 주요 패션 플랫폼(무신사, 에이블리, 지그재그, W컨셉)의 거래액은 코로나 이후 연평균 35%의 성장을 기록했다. 구체적으로 '24년 무신사는 약 5조원 이상의 거래액, 에이블리는 2조원, 지그재그 역시 약 1.8조원 규모의 거래액을 달성한 것으로 추정된다.

국내 주요 패션 플랫폼 투자 유치 현황

기업	투자 일자	투자 규모	투자 시리즈	기업가치	투자사
무신사	19년 11월	1,000억	A	2.2조원	세콰이어캐피탈
	21년 3월	1,300억	B	2.5조원	세콰이어캐피탈, IMM인베스트먼트
	23년 7월	2,400억	C	3.5조원	콜버그크래비스로버츠, 웰링턴매니지먼트
	23년 11월	400억	C	-	KDB산업은행, IMM인베스트먼트
	24년 10월	120억	C	3~4조원	신한벤처투자
에이블리	19년 6월	70억	A	-	LB인베스트먼트, 코오롱인베스트먼트
	20년 9월	370억	B	-	산업은행, 네오플렉스, LB인베스트먼트, 코오롱인베스트먼트, 시그나이트파트너스 등
	21년 5월	620억	B	-	SV인베스트먼트, 프리미어파트너스, 인터베스트
	22년 1월	670억	C	9,000억	신한캐피탈, LB인베스트먼트, SV인베스트먼트, 캡스톤파트너스, 코오롱인베스트먼트, 인터베스트
	2024년 7월	1,000억	C	3조원	알리바바
지그재그	16년 3월	30억	B	-	알토스벤처스
	17년 5월	70억	C	-	스톤브릿지캐피탈, 알토스벤처스
	21년 4월	-	M&A	1조원	카카오
더블유컨셉 코리아	2017년 10월	612억	M&A	800억원	IMM PE
	2021년 4월	2,650억	M&A	2,360억원	SSG닷컴
	2022년 3월	1,000억	B	5,000억원	IMM크레딧솔루션

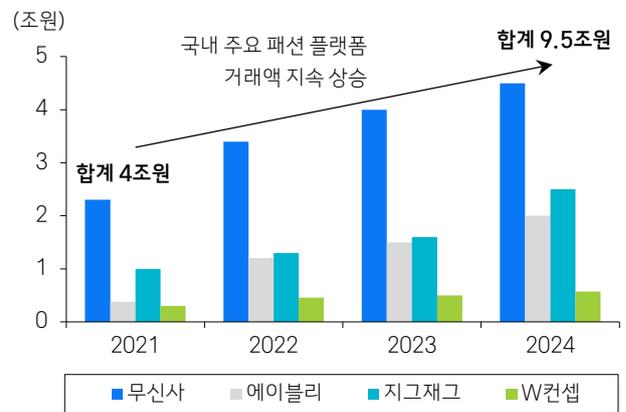
자료: 언론보도, 더브이씨, 삼성증권 정리

플랫폼별 시장 점유율: 과점 시장으로 진입장벽 확대



참고: 2024년 기준 / 패션 온라인 전문몰 판매액 기준
자료: 통계청, 언론보도, 삼성증권 추정

국내 주요 플랫폼사: 거래액 추이



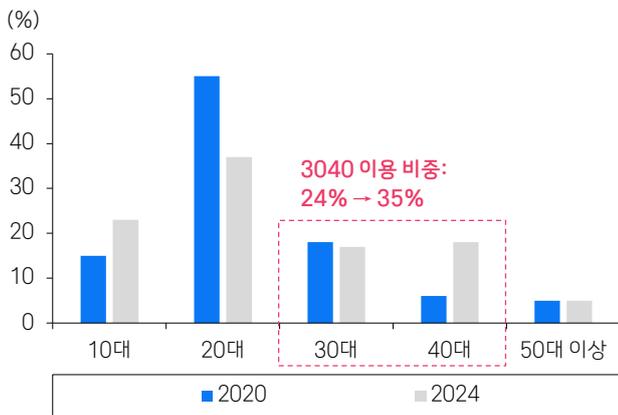
자료: 각 사, 언론보도, 삼성증권 추정

3040 도 플랫폼 열풍

3040 세대의 플랫폼 이용 확대는 패션 플랫폼으로의 패러다임 변화가 단순 일시적인 현상이 아님을 의미한다. 구매 패턴 변화가 유동적인 MZ세대 외 3040세대의 패션 이커머스 이용률이 증가하고 있다. 무신사의 연령별 사용자 수 추이를 살펴보면, 2020년 기준 3040세대 비중은 24%였으나, '24년 35%로 증가했다.

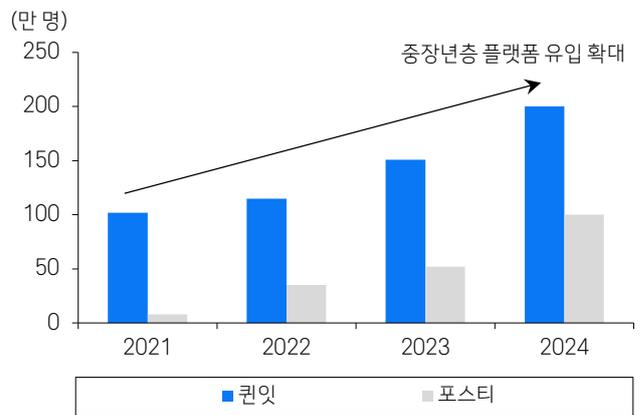
런칭 시점부터 중장년층을 타겟한 플랫폼도 등장하고 있다. 4050 여성을 위한 플랫폼, '퀸잇'은 '20년 런칭 이후 연 거래액 약 3,000억원과 매출액 711억원 (YoY +48.7%) 기록했으며, 4050 여성의 플랫폼 이용이 확대되고 있음을 알 수 있다. 또한 중년 남성을 위한 패션 플랫폼, '애슬러' 와 카카오택스타일의 중장년 패션 커머스, '포스티' 등 다양한 세대를 타겟하는 플랫폼이 등장하며, 이미 플랫폼은 전 세대를 아우르는 변화의 방향이 되고 있다.

무신사: 이용자수 연령별 비중 추이



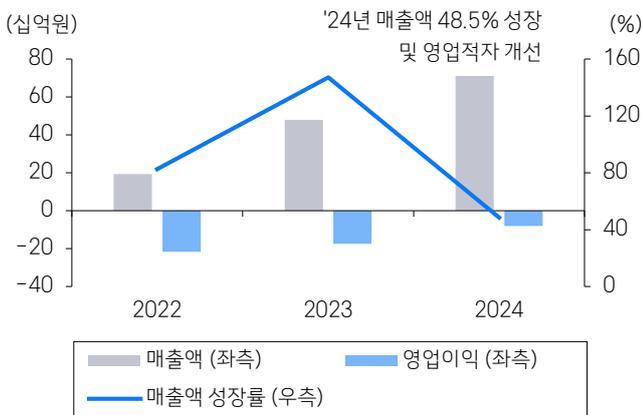
자료: 아이지에이웍스, 무신사, 삼성증권

중장년 플랫폼(퀸잇, 포스티) MAU 추이



자료: 아이지에이웍스, 언론보도, 삼성증권

퀸잇 매출액, 영업이익 추이



자료: 라포랩스, 삼성증권

퀸잇: 4050 여성을 위한 패션 플랫폼



자료: 라포랩스, 삼성증권

Why 플랫폼? ③ 패션 플랫폼은 K-패션과 함께 해외로

이제는 플랫폼이 직접 해외진출에 나선다. 과거 국내 브랜드사가 중국, 홍콩, 미국 등 글로벌 시장 진출을 통해 성장했듯이, 플랫폼 또한 해외 시장에 집중하고 있다. 플랫폼의 해외 진출은 크게 3가지로 분류, (1) 직접 진출(글로벌 사용자를 위한 플랫폼 런칭), (2) 독보적인 콘텐츠(자체 브랜드 혹은 입점 유명 브랜드)를 앞세워 진출, (3) 해외 관련 기업 인수로 나누어 진다. 그 중 국내 플랫폼사는 글로벌 플랫폼 런칭과 K-패션 브랜드를 중심으로 해외로 나가고 있다

글로벌 플랫폼은 해외 사용자를 위한 현지화된 플랫폼으로 입점 브랜드사의 번역, 결제, 통관, 물류, 현지 마케팅 등의 과정을 거쳐 제품을 판매하고 있다. 이와 직접 진출의 경우, 해외에서 인기를 얻고 있는 K-패션 브랜드를 중심으로 해외 오프라인 팝업, 매장 런칭으로 인지도 제고에 나서고 있다.

플랫폼사 해외 진출 사례

기업	해외 플랫폼	특징
무신사	무신사 글로벌 스토어	해외 시장 진출 희망 기업을 위해 현지 인플루언서 협업을 통한 마케팅, 물류 등 솔루션 제공 24년 3분기 글로벌 스토어 거래액 전년 동기 대비 2배 이상 증가 및 분기 기준 흑자 달성
에이블리 코퍼레이션	아무드 (일본)	에이블리 입점 마켓을 위한 일본 진출 솔루션 제공 23년 말 일본 진출 국내 쇼핑몰 약 3,000개
메디쿼터스	누구 (nugu)	일본 MZ세대를 위한 패션 플랫폼, '누구' 운영 24년 누구 플랫폼 매출 750억원 (전년 대비 3배 증가 전망)

자료: 각 사, 언론보도, 삼성증권 정리

무신사 글로벌 플랫폼



MUSINSAへようこそ!
新規会員限定のお得な特典を今チェックしてみてください。

자료: 무신사, 삼성증권

일례로 무신사는 2021년 1월 일본 법인 무신사 재팬을 설립하고 국내 브랜드가 일본 시장에 진출할 수 있도록 인프라를 구축했다. 또한 일본 주요 지역에 위치한 백화점에서 오프라인 팝업 스토어를 주기적으로 개최하며, 고객 접점을 확대하고 있다. 최근에는 '마뎡킴'과 '25년 1월 오사카 팝업 스토어를 운영했으며, 일주일간 진행된 행사에서 약 9,000여명의 방문자와 6억원 이상의 매출액을 성과를 거두었다. 비록 전체 실적에서 해외 매출 비중은 낮으나, 현지 유통업체에서도 K-패션이 새로운 사업 아이템으로 떠오르고 있는 만큼, 향후 해외 매출 비중 확대 가능하다는 판단이다.

무신사 글로벌 팝업 스토어 운영 현황

년도	현황 및 성과
23년 4월	일본 하라주쿠에서 첫 팝업 진행. 오픈 3일간 약 1만 명 이상 방문
23년 11월	국내 11개의 패션 브랜드사와 오사카에 팝업 스토어 운영. 약 2만 명 방문 현장에서 제품 구매하지 않아도, 무신사 글로벌로 유입될 수 있도록 다양한 이벤트 연계 팝업 기간 중 참여 브랜드의 글로벌 거래액은 전월 동기 대비 10배 이상 증가
24년 2월	국내 7개의 브랜드와 일본 도쿄에서 쇼룸 전시 진행 입점 브랜드에 대한 계약 문의 증가하며, K-패션 인지도 개선
24년 12월	일본 신진 브랜드와 협업한 컬렉션 발매 / 서울과 도쿄에서 각각 팝업스토어 운영
25년 1월	마뎡킴과 일주일간 오사카 팝업 스토어 운영. 약 9,000여명의 방문자와 약 6억원의 매출 기록 24년 11월 마뎡킴과 일본 시장 총판을 위한 파트너십 체결 현지에서 온오프라인 유통, 마케팅, 홍보 등 협력 진행

자료: 무신사, 언론보도, 삼성증권 정리

(Case Study #1) Asos와 Shein, 패스트패션 전략으로 미국 시장 점유율 확대

플랫폼의 해외 진출은 현지 시장 내 경쟁사, 현지화, 물류, 유통 등의 장벽으로 여러 어려움이 있다. 다만, 그 중, 영국의 아소스와 쉬인은 온라인을 기반으로 미국에 진출하며 유의미한 실적을 거둔 사례로 여겨진다. 아소스와 쉬인의 유의미한 해외 진출 성과를 낼 수 있었던 요인은 (1) 트렌디와 가격을 공략하는 패스트패션 중심, (2) 이커머스와 동시에 자체 브랜드 경쟁력을 확보했기 때문이다.

(Asos) 아소스가 미국 시장에 진출하던 시기, 글로벌 의류 시장 내 패스트패션이 빠르게 성장하던 때였다. (H&M 2000년대 매출액 CAGR +13.7%, 2010년대 +8.8%, Inditex(Zara) + 18.6%, 9.7%, 유니클로 CAGR +11.8%, 9.6%) 아소스는 해당 트렌드를 파악, 중간 정도의 품질과 저렴한 가격의 PB브랜드를 내세웠다. 또한 오프라인 매장에 제품을 배달할 필요 없이 온라인 기반으로 빠른 배송을 지원하며, 유의미한 매출 성장을 달성했다.

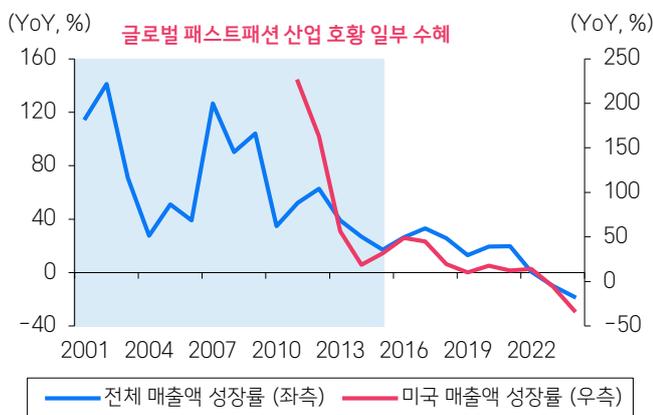
(Shein) 3세대 패스트패션 이커머스, 쉬인은 2017년 미국 시장에 진출했다. 쉬인은 1) 주문 후 24시간 이내 출고하는 울트라 패스트 패션과 2) 내부적으로 디자인팀을 강화하며, 자체 브랜드 판매를 확대했다. 또한 3) 기존 SPA 브랜드보다도 저렴한 압도적인 가격 경쟁력을 기반으로 '23년 기준 미국 패스트패션 시장 내 약 50%를 점유율을 차지할 수 있었다.

ASOS 및 SHEIN 해외 시장 진출 분석

	ASOS	SHEIN
기업개요	2000년 설립, 영국에서 시작된 온라인 패션 이커머스 기업. 플랫폼 내 자체 브랜드 및 아디다스, 나이키 등 브랜드만 850개 보유. 오프라인 매장 런칭 ×	싱가포르에 본사를 둔 글로벌 온라인 초저가 트렌드 의류 이커머스 2008년 중국 난징에서 시작, 글로벌 약 150개국에 서비스 제공 중 오프라인 매장 런칭 ×
미국 진출 시점	2010년대 초반(2009~2011년 무렵)	2017년 본격 진출
진출 초기 전략	런던 패션 감성의 트렌디한 패션을 강점으로 진출 기타 브랜드 외 자체 브랜드(Asos) 경쟁력 확보	초저가 트렌디 의류 중심과 디자인팀을 구성해 자체 브랜드 전개 전제품 24시간 내 출고와 5~8일 내 도착 보장 서비스 제공
물류 인프라	영국에서 미국 직배송 중심 (초기) 이후 미국 전용 물류 허브 운영	미국 내 로스앤젤레스 물류 거점 확보. 2022년 미국 전용 물류센터 설립 발표
전성기/성과	2010년대 초반~중반까지 미국 Z세대와 밀레니얼에게 인기 2010년대 미국 시장 내 매출 지속 성장	2020년대 Z세대 사이 급속한 인기, 2023년 미국 패스트패션 시장 점유율 50% 추정
최근 변화	미국 내 매출 성장 정체 및 브랜드 노후화 우려	최근 관세 인상과 IPO 지연 등으로 미국 외 런던 증시 상장 추진 중

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

아소스: 전체 매출액 성장률 및 미국 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

쉬인: 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

(Case Study #2) 일본의 당근마켓, 메루카리의 아쉬운 미국 진출

플랫폼 해외 진출은 자국 내 1위 사업자에게도 쉬운 일은 아니다. 2013년 설립된 메루카리는 일본을 대표하는 C2C 중고 거래 플랫폼으로, '중고거래=메루카리' 수준으로 인지도가 높다. (일본 온라인 중고 거래 시장 점유율 40% 추정).

메루카리는 2014년 미국 시장 진출을 위해 법인 설립 및 본격적인 서비스 확장에 나섰다. 하지만 미국 내 인지도 확보에 어려움을 겪으며 실적 부진을 겪고 있다. 메루카리가 해외 시장 진출에 어려움을 겪었던 요인은 (1) 현지 내 경쟁 플랫폼의 높은 진입 장벽과 (2) 중고거래라는 특성상 서비스 개선 외 차별화를 하기 어려웠던 것으로 판단된다.

메루카리 미국 시장 내 실적 변화

연도	주요 내용	영업 성과
2014	미국 법인 설립 및 앱 론칭	기대감 높았으나, 초기 유저 확보 난항
2017~2018	미국 내 사용자 수 증가, 일일 다운로드 수 상위권 달성	마케팅 비용 증가, 적자 지속
2020	코로나19 수혜로 거래량 일시 증가	미국 내 거래액 약 1조원 돌파
2022	조직 구조조정, 미국 법인 인력 15% 감축	적자 확대, 전략 조정 국면
2023~24	사업 정비 및 선택과 집중 전략 강화 (광고 축소, 효율 중심 운영)	미국 사업은 여전히 전체 실적의 발목

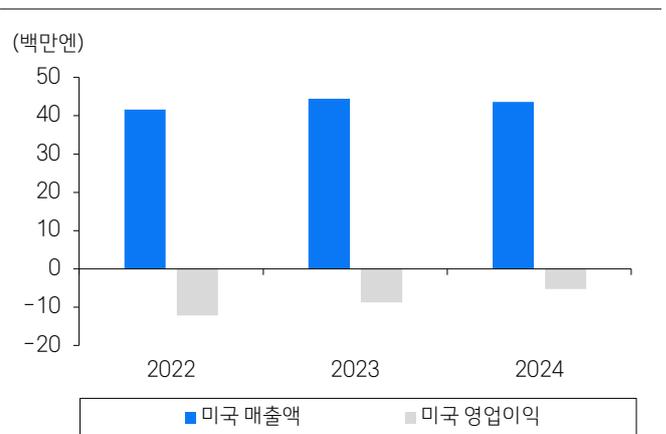
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

미국 내 중고거래 경쟁사 현황

플랫폼	시장 내 위치 및 특성
이베이	중고 거래 시장의 선도자. 글로벌 사용자 기반과 다양한 상품 카테고리
페이스북 마켓플레이스	지역 기반 거래에 강점. 소셜 네트워크 연계로 사용자 접근성 높음
포쉬마크	패션 중심의 리셀 플랫폼. 커뮤니티 기반 소셜 기능과 사용자간 상호작용 활발
오피업	모바일 중심의 로컬 거래 플랫폼. 직거래 및 간편한 사용자 인터페이스로 인기
메루카리	간편한 판매 프로세스와 저렴한 수수료로 주목 미국 시장 내에서는 경쟁 플랫폼 대비 점유율 낮음

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

메루카리: 미국 내 매출액 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

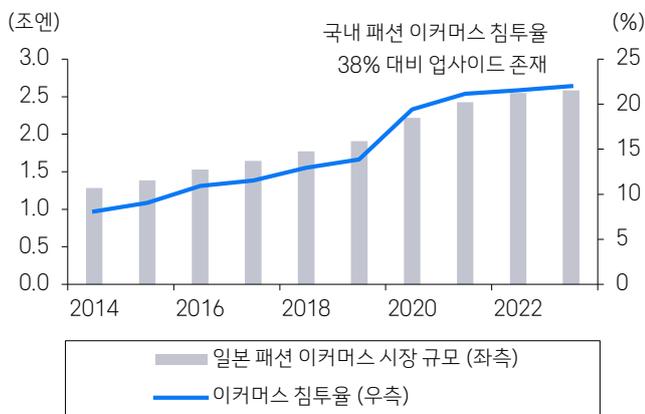
일본 내 국내 패션 플랫폼 기회 요인

앞의 사례를 통해 패션 기업은 해외 시장 진출 시 1) 글로벌 혹은 진출 국가의 트렌드를 파악하고, 2) 독보적인 콘텐츠(자체 브랜드 등)로 차별화가 중요하다는 것을 파악했다. 그리고 이를 통해 국내 플랫폼사의 해외 진출의 첫번째 마일스톤이 될 일본에서 몇 가지 기회요인을 확인해 보았다. 1) 현재 일본은 이커머스 침투율 확장과 패션 전문몰이 성장 추세로 국내 플랫폼이 '패션 전문 플랫폼'으로서의 기회를 확보할 수 있다. 2) 일본 현지 경쟁사와 달리, 국내는 트렌디 패션 중심이며 3) 일본 시장 내 K-패션의 인기로 수혜 가능할 것으로 전망한다.

일본 이커머스 침투율이 확대된다: 일본 패션 산업에서 이커머스 침투율이 확대된다. 일본 패션 이커머스 시장은 '22년 기준 약 2.5조엔 ('14년~'22년 CAGR +9%) 및 이커머스 침투율은 21.6% (+13.5%p)를 기록했으며, 이는 국내 38% 침투율 대비 업사이드가 높다. 또한 향후 온라인에 익숙한 MZ세대가 주요 소비 주체가 됨과 일본 정부의 자체적인 디지털 전환 노력(ex. 정부가 주도적으로 간편결제 사용 및 캐시리스 정책 시행)으로 EC 침투율은 지속적으로 확장 가능하다고 판단된다.

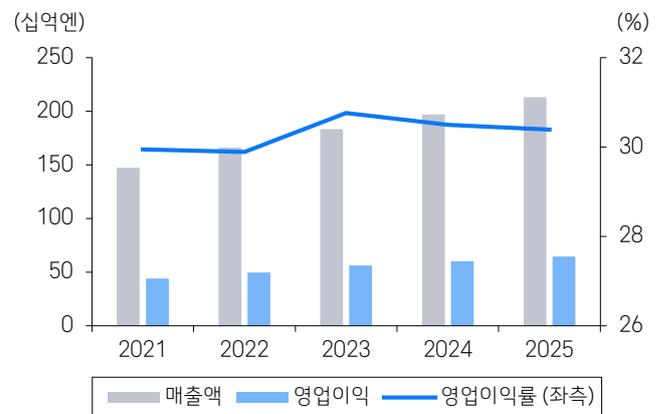
일본 내 패션 전문 플랫폼 성장 주목: 일본 이커머스 시장 내 패션 전문몰의 성장도 눈여겨볼 필요가 있다. 일본의 대표 패션 플랫폼, '조조타운'은 2025년('24년 4월~'25년 3월) 기준 GMV 6,144억엔 (YoY +7.0%)과 매출액 2,131억엔(+8.2%)를 기록, 일본 또한 패션 전문몰에 대한 수요가 증가하고 있는 상황이다. (조조타운은 일본 내 1위 패션 전문 플랫폼으로 여겨짐)

일본 패션 이커머스 시장 규모 및 EC 침투율 추이



자료: 일본 경제산업성, 삼성증권

조조타운 매출액 및 영업이익 추이

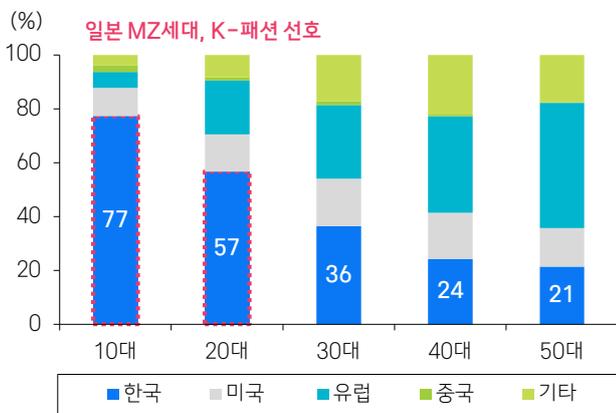


참고: 2025년은 25년 3월 결산 실적
자료: Bloomberg, 삼성증권

K-패션 인기 뜨겁다: K-패션 팝업 스토어가 지속적으로 인기를 끌며, 일본 유통 업체에게 K-패션이 새로운 사업 아이템으로 떠올랐다. 도쿄 신주쿠 이세탄 백화점에서는 한국 브랜드 행사를 연이어 런칭하고 있으며, 한국에 방문해 신규 브랜드를 발굴에 나서고 있다. 일례로 일본 대기업, '이토추상사' 또한 한국 브랜드와 라이선스 체결을 추진하고 있다. 이렇게 일본 기업의 K-패션에 대한 수요와 해외 진출을 원하는 국내 패션 플랫폼의 니즈가 일치하는 것은 과거에는 볼 수 없었던 경험이다.

트렌디한 K-패션으로 제품 차별화: 국내 플랫폼이 갖춘 트렌디함은 또 하나의 기회 요인이 될 수 있다. (1) 일본 이커머스 시장 점유율 1, 2위인 아마존 재팬(28.2%)과 라쿠텐(22.3%)은 종합몰로 전문몰 대비 다양한 취향을 반영한 트렌드한 상품이 상대적으로 부족하고, (2) 전문몰인 조조타운의 최다 이용 연령대가 3040인 점을 고려하면, 젊은 감성을 갖춘 국내 플랫폼이 경쟁 우위가 있다는 판단이다.

일본 여성 연령별 주요 패션국 선호율



자료: 라쿠텐, 삼성증권

국내 및 일본 패션 플랫폼 비교



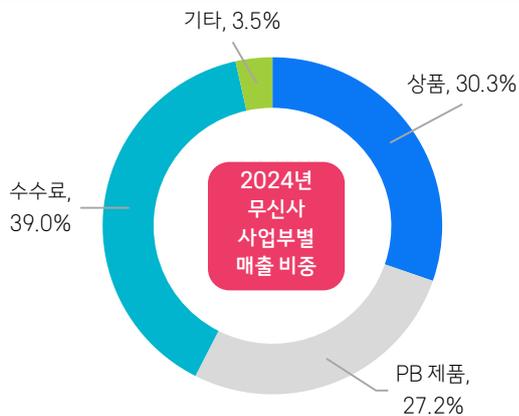
자료: 삼성증권 정리

Why 플랫폼? ④ 브랜드 투자로 밸류체인 확대

플랫폼은 다양한 브랜드를 다루는 만큼 트렌드 파악이 빨라 브랜드 런칭 관련 경쟁 우위가 있다. 이러한 경쟁력은 곧 자체 브랜드 런칭으로 이어졌다. 대표적으로 무신사는 자체 패션 브랜드 '무신사스탠다드'와 화장품 브랜드인 '오드타입'과 라이프 스타일 브랜드, '이구에디션'을 운영하고 있다. '24년 무신사의 제품 매출액(대부분 무신사스탠다드 매출액으로 추정, 이외 오드타임 등)은 약 3,383억원(YoY+30%)으로, 런칭 이후 연평균 20% 이상 성장률 기록하며, PB 브랜드 경쟁력을 입증했다.

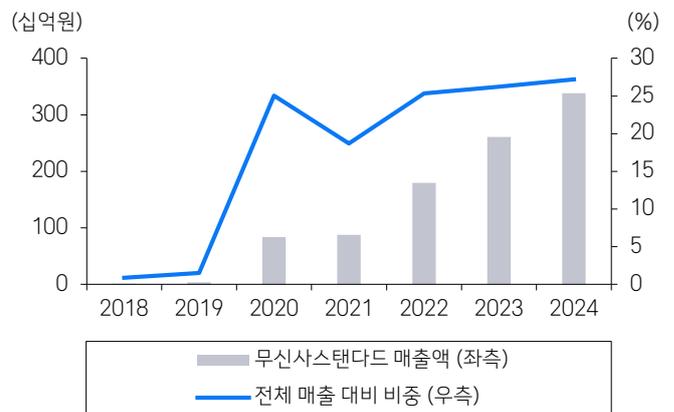
비록 자체 브랜드 런칭은 1) 단기적으로는 수수료 매출 비중 감소에 따른 이익률 하락과 2) 재고 부담을 떠안아야 한다는 리스크가 있다. 하지만 중장기적으로는 1) 수수료 수입 대비 매출 규모 확대, 2) 상품 매입매출 대비 낮은 매출원가율 (무신사 상품 매출원가율 80~90%+ vs. 무신사스탠다드 원가율 60~70%), 3) 브랜드 가치가 상승할 수록, OPM 개선이 가능하기 때문에 향후 수익성을 개선할 수 있는 기반이 된다.

무신사 사업부별 매출액 비중



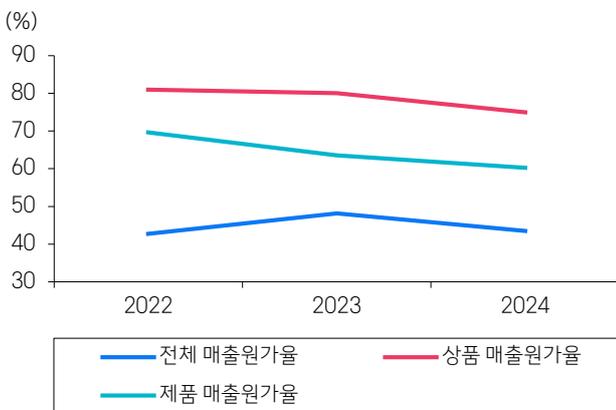
자료: Dart, 삼성증권

무신사 스탠다드 매출 및 전체 매출 대비 비중 추이



자료: Dart, 삼성증권

무신사 상제품 매출원가율 추이



참고: 제품(무신사스탠다드), 상품(입점 브랜드 매입 상품)
자료: Dart, 삼성증권 추정

무신사 PB 화장품 브랜드, 오드타입 / 29cm PB 라이프 스타일 브랜드, 이구에디션



자료: 무신사, 삼성증권

브랜드 지분 투자로 락인 효과 제고

플랫폼의 브랜드 지분 투자도 활발하다. 무신사는 CVC인 무신사파트너스(‘25년 기준 AUM 약 1,400억 원)를 통해 중소 브랜드사에 대한 투자를 확대하고 있다. (현재 약 900억원을 75개(커버넛, 내셔널지오그래픽, 안다르, 락피쉬웨어웨어, 앤더슨벨 등) 브랜드에 투자 유치) 플랫폼은 피투자 브랜드의 매출 성장을 이끌며, 플랫폼 거래액과 투자 수익이 함께 증가하는 윈윈 전략을 전개하고 있다. 또한 투자 유치는 곧 입점 브랜드 락인으로 이어지며, 계약 기간 동안 플랫폼에 입점해 거래액 성장에 기여 가능하다.

무신사 투자 브랜드 현황

기업	투자 및 기업 현황
마르디 메크리디	2021년 10월 마르디에 10억원 투자 유치
	24년 1월 보유 지분 전량 기준 투자자들에게 매각
	21년 투자 당시 매출액 152억원 대비 23년 매출액 587억원 기록
코드그래피	2021년 투자 진행 (21년 투자 이후 22년 전년 대비 2배 성장한 매출 380억원기록)
쿠어	2017년 투자. 오프라인 진출했으며, 22년 더현대 크리에이티브 그라운드 매출 탑 3 기록
락피쉬웨어웨어	2022년 무신사가 지분 20% 확보. 2024년 4월 IPO (지분 20% 확보, 공모가 기준 시가총액 2,266억원 규모)
더네이처홀딩스	2020년 상장 당시 투자금 회수

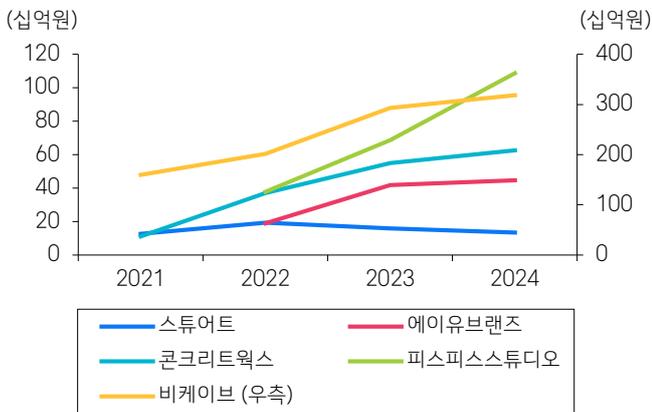
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

패션 산업 내 브랜드사 투자 현황

분류	기업	CVC	특징
브랜드	F&F	F&F파트너스	소비재, 콘텐츠 투자
	LF	LF인베스트먼트	'던스트' 패션 브랜드 투자
	신세계인터내셔널	시그나이트	패션 잡화, '로우로우' 지분 투자
	코웰패션	-	온라인 기반 가방 브랜드, '분크 투자'
OEM	영원무역	YOHCVC	친환경, 특수소재 등 투자
플랫폼	무신사	무신사파트너스	10~20억원 규모로 투자 플랫폼 입점 브랜드 약 75개사+ 투자 (커버넛, 내셔널지오그래픽, 안다르)
	하고하우스	-	플랫폼 내 브랜드 2,300개 자체 투자 브랜드 25개(마케팅)

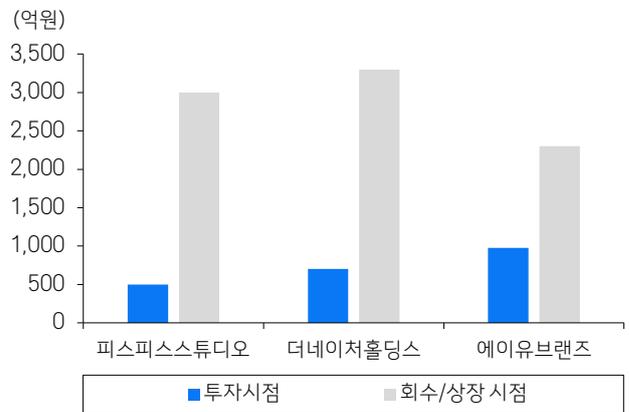
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

무신사가 투자한 브랜드 매출액 추이



자료: 각 사, 삼성증권

무신사: 투자한 브랜드의 기업가치 추이



참고: 더네이처홀딩스, 에이유브랜드는 공모가 기준 시가총액 적용(에이유브랜드 회수전)
더네이처홀딩스 상장 직후 지분 매각, 약 4.7배 수익 실현

자료: 언론보도, 삼성증권 추정

패션 산업 투자의 초점

OEM 그리고 플랫폼 상장

돌아온 OEM 성장 사이클

패션 산업의 패러다임이 OEM으로 이동한다. OEM은 ① 빠른 트렌드 변화 속 다양한 브랜드사를 고객으로 확보. 단일 브랜드사가 지는 리스크를 헤지하고, 히트 브랜드를 통한 업사이드는 온전히 누릴 수 있다. ② 벤더 통합을 통해 높아진 진입 장벽은 국내 OEM사를 글로벌 벤더사로 성장시켰다. ③ 브랜드사의 제한된 해외 진출과 달리, OEM사는 글로벌 유명 브랜드를 고객사로 확보. 전방 고객사의 해외 사업 확대에 따른 수혜를 얻을 수 있다. 또한 ④ 오더 사이클이 회복되는 현 상황은 실적 모멘텀을 더욱 부각시키는 요소로 작용한다.

향후 플랫폼 기업들 상장 대기

중장기적으로는 향후 상장할 플랫폼사에 대한 기대가 높다. 현재 국내 플랫폼사들은 투자 시리즈 C, D 단계로 향후 2~3년 내의 상장이 기대되는 상황이다. 비록 구체적인 상장 시점이 결정되진 않았으나, 무신사, 에이블리와 같은 대형 플랫폼은 2조원 이상의 기업가치를 지닌 만큼 지속적인 관심이 요구된다.

'25년은 먼저 신규 브랜드사의 상장에 주목할 필요가 있다. 무신사가 약 20%의 지분을 확보하고 있는 '에이유브랜즈'(락피쉬웨어웨어)를 시작으로, 현재 패션 시장 내 가장 큰 관심을 받고 있는 피스피스튜디오(마르디 메크리디, 기업가치 약 1조원 이상 논의 중)가 올해 상장 예정인 만큼, '25년부터는 섬유·의복 상장 시장에 대한 관심을 키울 시기이다.

향후 패션 플랫폼 및 관련 기업 상장 계획

모기업	플랫폼/브랜드	투자 시리즈 및 누적 투자 규모	기업가치	코멘트
무신사	무신사, 29CM, SLDT, 무신사스탠다드	시리즈 C 5,600억원	4조원+	- 세콰이어 투자 당시 24년 내 상장 계약 조건 유 - 올해 상장 주관사 선정 예정(기업가치 약 4.5조원 추정, 언론보도)
에이블리 코퍼레이션	에이블리 4910(남성용)	시리즈 C 3,300억원	3조원	- 알리바바로부터 1,000억원 규모 투자 (알리바바 첫 국내 플랫폼 기업 투자 사례)
네이버	크림	시리즈 D 3,906억원+	1조원+	- 전문 셀러 유치 확대 및 글로벌 진출 가속화 - 네이버웹툰 이후 차기 IPO 예정 (출처: 언론보도)
메디쿼터스	누구	시리즈 C/715억원	2,800억원	- 25년 내 상장 계획으로 현재 주관사 선정 진행 중
에이유브랜즈	락피쉬웨어웨어	시드	2,000억원	- 22년 레인부츠 브랜드, 락피쉬를 패션 브랜드로 리브랜딩(25년 4월 상장)
피스피스튜디오	마르디메크리디	시리즈 A 500억원	1조원 (논의)	- 25년 상장 예정으로 현재 기업가치 1조원 이상 논의 (25년 예상 순이익 500억원에 PER 20배, 주관사 선정 완료)
코크리트웍스	코드그래피	-	-	- 24년 7월 NH투자증권을 상장 주관사로 선정, 25~26년내 코스닥 시장 진출 계획

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

패션 플랫폼 상장은 End가 아닌 And

신규 브랜드사와 대형 플랫폼사의 상장은 국내 섬유 의복 상장 시장에 다음과 같은 새로운 변화를 가져올 것이다. 첫번째는 국내 패션 상장 시장의 규모 성장이다. '24년 말 국내 섬유 의복 상장사의 시가총액은 약 8.6조원 규모이며, 다른 소비재 시장 대비 작은 규모로 크게 주목받지 못했다. 하지만 향후에는 1조원 이상의 패션 브랜드사와 플랫폼 기업들의 IPO가 예정되어 있는 만큼, 섬유 의복의 상장 시장의 규모 확대가 기대된다.

두번째는 카테고리 다양화이다. 기존 브랜드, OEM 외 (1) '유통'을 담당하는 플랫폼사의 진입과 (2) 스포츠, 아웃도어 위주의 브랜드에서 '마르디메크르디'와 같은 캐주얼 브랜드의 등장은 카테고리를 다양화 이끌며, 투자자들의 선택의 폭을 넓힐 수 있을 것으로 판단한다.

Top picks: 영원무역

패션 산업의 구조적 변화 속에서 사이클 확장 국면에 진입한 OEM사의 성장과 향후 상장할 플랫폼 기업을 기대하며, 섬유 의복 업종에 대한 비중 확대 의견을 제시한다. 단기 최선호 기업군은 OEM사이며, 그 중에서도 영원무역을 최선호 기업으로 제시한다. 코로나 이후 강화된 OEM 수익성과 전방 고객사가 안정적인 실적 성장('24년 롤루레몬 매출 YoY +10%, 아크테릭스 +18% 등)을 보이고 있는 만큼, '25년은 글로벌 탑 OEM의 역량을 증명할 해가 될 것이다.

이외 화승엔터프라이즈는 '25년에도 아디다스 성장('24년 아디다스 매출액 +10.5%, 25E +HSD 전망)에 따른 낙수 수혜 이어갈 것으로 전망되는 만큼 주목할 필요가 있다. 한편 한세실업과 노브랜드는 미국 소매 시장의 회복이 지연되고 있으나, 관세 정책 발표 이후 낮아진 주가 수준과 향후 관세 정책의 불확실성이 해소되는 시점에 오더 반등 가능하다고 판단한다.

중장기적으로는 상장을 앞둔 플랫폼 기업을 선호하며, 그 중 무신사를 주목할 필요가 있다. 무신사는 플랫폼 기업 중 국내 패션 시장 성장 둔화에도 불구하고, '24년에도 20% 이상의 매출 성장을 기록했다. 또한 현재 카테고리 다양화, 자체 브랜드 런칭, 일본 시장 진출로 사업 영역을 확대하는 만큼, 향후 성장성과 수익성이 강화될 가능성이 있는 상황이다.

(참고) 국내 패션 플랫폼 기업 현황

	기업	플랫폼	투자 (억원)	기업가치	거래액 (억원)				매출액 (억원)			
					2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
패션 전문몰	무신사	무신사,29CM	시리즈 C/5,600	3.5조원	23,000	34,000	40,000	45,000	4,667	7,085	9,931	12,427
	신세계	W컨셉	시리즈 B/4,312	5천억원	3,000	4,581	5,000	5,722	1,014	1,368	1,426	1,455
	카카오 스타일	지그재그	시리즈C/100+	1조원	10,000	13,000	16,000	20,000	652	1,018	1,651	2,004
	에이블리	에이블리	시리즈 C/3,300	3조원	3,800	12,000	-	25,000	934	1,785	2,595	3,343
	뉴넥스	브랜드	시리즈 D/1,339	1조원	5,000	-	-	-	1,382	1,172	571	-
	메디쿼터스	누구(nugu)	시리즈 C/715	2,800억원	-	-	-	월 5억엔	648	909	927	2,300

자료: Dart, 언론보도, 삼성증권 정리

(참고) OEM Peer valuation

기업		영원무역	한세실업	*화승엔터프라이즈	Eclat	Makalot	ShenZhou	*Yue Yuen	*Feng Tay
단위		KRW	KRW	KRW	TWD	TWD	CNY	USD	TWD
매출액 (십억)	2023	3,604	1,709	1,214	30.8	32.5	25.0	7.9	85.8
	2024	3,518	1,798	1,610	36.8	35.5	28.7	8.2	87.5
	2025E	3,770	1,907	1,903	41.4	37.7	31.7	8.4	89.6
	2026E	3,940	1,988	2,109	44.1	38.4	34.9	8.7	92.9
영업이익 (십억)	2023	637	168	13	6.5	4.8	4.1	0.4	6.6
	2024	316	142	83	7.8	5.3	5.9	0.5	7.4
	2025E	373	143	115	8.9	5.3	7.2	0.5	8.0
	2026E	442	200	136	9.6	5.4	8.0	0.6	8.6
순이익 (십억)	2023	516	112	-26	5.2	4.0	4.6	0.3	5.0
	2024	427	58	33	6.6	4.1	6.2	0.4	5.9
	2025E	470	95	67	7.1	4.1	6.6	0.4	5.5
	2026E	555	132	90	7.7	4.2	7.3	0.4	6.3
OPM (%)	2023	17.7	9.8	1.1	21.3	14.9	16.6	4.9	7.7
	2024	9.0	7.9	5.1	21.1	14.9	20.6	6.6	8.4
	2025E	9.9	7.5	6.0	21.5	14.2	22.6	6.1	8.9
	2026E	11.2	10.0	6.4	21.8	14.2	23.0	6.4	9.3
P/E (배)	2023	3.9	7.4	-	29.8	21.5	24.1	6.5	34.7
	2024	4.3	9.6	15.8	21.0	19.2	14.0	9.2	22.4
	2025E	5.2	4.5	7.6	17.5	16.9	12.1	6.2	22.2
	2026E	4.4	3.2	5.6	16.1	16.6	10.8	5.7	19.4
P/B (배)	2023	0.6	1.3	1.0	6.0	5.4	3.3	0.4	7.5
	2024	0.5	0.8	1.0	4.8	5.4	2.4	0.8	4.9
	2025E	0.6	0.5	0.8	4.0	4.9	2.0	0.5	4.6
	2026E	0.5	0.5	0.7	3.7	4.8	1.8	0.5	4.4
P/S (배)	2023	0.6	0.5	0.4	5.0	2.6	4.4	0.2	2.0
	2024	0.5	0.3	0.3	3.8	2.2	3.1	0.4	1.5
	2025E	0.7	0.3	0.4	3.0	1.9	2.5	0.3	1.4
	2026E	0.6	0.2	0.3	2.8	1.8	2.3	0.3	1.3
EV/EBITDA (배)	2023	2.3	5.3	11.8	20.6	15.7	18.8	3.0	18.8
	2024	2.4	5.4	7.2	15.4	13.3	10.7	4.5	12.8
	2025E	2.4	4.5	5.1	12.2	11.3	8.4	2.9	10.2
	2026E	1.3	3.1	4.1	11.2	11.1	7.4	2.6	9.5
ROE (%)	2023	17.0	19.0	-5.0	20.4	25.6	14.3	6.5	20.7
	2024	12.3	8.6	6.4	24.3	27.0	18.2	9.0	23.5
	2025E	12.1	12.8	11.7	23.6	28.0	17.4	9.1	20.9
	2026E	12.8	15.7	14.0	23.4	27.8	17.6	9.3	22.9
배당성향 (%)	2023	11.1	17.6	-	71.6	99.4	61.2	67.4	85.4
	2024	14.0	33.9	8.2	70.2	101.7	56.0	68.3	85.8
	2025E	12.7	20.6	4.2	68.6	93.6	59.9	67.5	89.3
	2026E	10.7	15.0	3.1	69.3	95.8	60.0	66.8	82.7
EPS	2023	11,762	2,801	-434	18.9	16.2	3.0	0.2	5.0
	2024	9,846	1,454	546	24.2	16.7	4.2	0.2	5.9
	2025E	10,617	2,385	1,076	26.1	16.9	4.4	0.2	5.6
	2026E	12,519	3,291	1,457	28.4	17.2	4.9	0.3	6.4

참고: 5월 16일 기준

* 신발 제조 기업

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2025. 5. 20

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyein.lee@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	65,000원	21.7%
현재주가	53,400원	
시가총액	2.4조원	
주식수 (유동주식 비중)	44,311,468주 (45.3%)	
52주 최저/최고	32,350원/53,400원	
60일-평균거래대금	26.3억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
영원무역 (%)	15.0	35.5	45.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	9.7	28.7	51.9

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	Not Rated	
목표주가	65,000	n/a	n/a
2025E EPS	10,258	n/a	n/a
2026E EPS	11,997	n/a	n/a

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	60,375
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

영원무역 (111770)

탄탄한 고객사 포트폴리오가 성장 견인

- 글로벌 스포츠, 아웃도어 브랜드의 의류 OEM 사업 전개 및 자전거 브랜드, '스캇' 과 '아웃도어 리서치' 인수로 브랜드 시장 진출
- 25년 상반기는 전방 고객사 오더 확대로 OEM 매출 성장과 스캇 적자 개선으로 수익성 개선 기대
- 강화된 이익 체력과 안정적 실적 성장 전망, 목표주가 65,000원 (Target PER 6.3 배), BUY 의견 제시

WHAT'S THE STORY?

기업개요: 영원무역은 1974년 설립된 의류 OEM 기업으로 스포츠, 아웃도어 브랜드 의류 제조를 담당한다. 방글라데시와 베트남에 주요 생산 거점 두고 있으며, 롤루레몬, 노스페이스, 파타고니아 등 약 40여개의 글로벌 브랜드를 고객사로 보유하고 있다. 이외 '13년 프리미엄 자전거 브랜드, '스캇'의 지분 20% 확보 및 '15년 추가로 30.01%의 지분을 매입, 경영권을 확보하며 자전거 시장에 진출했다. 또한 '14년 미국 아웃도어 브랜드, '아웃도어리서치' 인수하며, 글로벌 아웃도어 브랜드 시장에서 입지 강화 및 브랜드 포트폴리오 확대 전략을 추진 중이다.

OEM 성장으로 25년 실적 개선 이어질 것: '25년에도 OEM 실적 개선이 이어지며 연간 매출 3.77조원(YoY+7.3%), 영업이익 3,728억원 (+18.1%)를 기록할 것으로 전망한다. 핵심은 전방 고객사 오더 성장과 자전거 사업부 적자 개선이다.

(1) 전방 고객사 오더 성장이 매출 성장 견인: 최대 고객사인 롤루레몬(비중 20%)과 노스페이스(15%)가 '24년 하반기부터 재고 비축을 위한 오더를 확대하며 OEM 매출 성장을 견인 (달러 기준 OEM 매출1Q24 YoY -9.0%, 2Q24 -9.2%, 3Q24 +18.4%, 4Q24 +17.5%, 1Q25 +5.4%), '25년 또한 긍정적 흐름 유지할 것으로 전망한다.

(2) 자전거 사업부인, 스캇의 적자 개선 기대: 자전거 사업부는 글로벌 소비 경기 둔화로 수요 회복이 빠르게 이루어지지 못하는 상황이다. 다만, '24년 말 스캇 재고는 전년 대비 27% 감소한 5,730억원을 기록하며 재고 소진은 빠르게 진행 중이다. 또한 자전거 구매 사이클은 약 4~5년으로 지난 '21년 피크였던 사이클이 회복 국면에 진입하고 상반기는 자전거 시장 성수기인 만큼 수요가 소폭 회복될 것으로 전망한다.

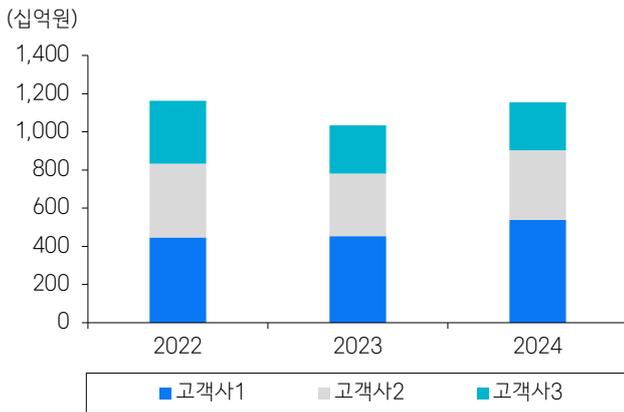
안정적인 실적 개선 지속, 목표주가 65,000원 제시: 올해 역시 OEM 사업 중심으로 안정적인 성장 전망, BUY 투자 의견과 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 해외 경쟁사인 Eclat과 Makalot의 25E 평균 PER에 65% 할인한 6.3배를 적용했다. 한편 동사는 현재 25E PER 5.2배, PBR 0.6배로 밸류에이션 ('14년 이후 멀티플: PER 4~20배, PBR 0.4~2.9배) 하단에서 거래되고 있다. 즉 현재 주가 수준에서 다운사이드 리스크는 제한적인 반면, 강화된 이익 체력으로 연간 20%의 OEM 영업이익률을 달성하는 것을 고려, 현재 주가는 저평가 되어 있다고 판단한다.

1. 기업 개요

영원무역은 의류 OEM 기업으로 스포츠, 아웃도어 브랜드 등 약 40여개의 글로벌 브랜드를 고객사로 보유하고 있다. 상위 10개 기업 내 고객사로는 룰루레몬, 노스페이스, 파타고니아, 앵겔베르트 스트라우스, 아크테릭스 등이 있는 것으로 추정된다. 지역별 매출 비중은 전방 고객사의 해외 시장 판매 실적에 따라 결정되나, 현재 약 50~60%가 북미향 매출이며, 그 외 유럽과 아시아로 구성되어 있다. 방글라데시(65%)와 베트남(33%)이 주요 생산 거점이며, 엘살바도르와 에티오피아 등에서 일부 생산, 향후 인도를 신규 생산 거점으로 개발 중에 있다.

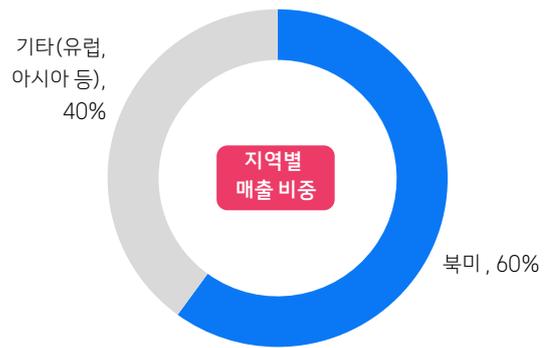
동사는 브랜드 시장 진출을 위해 '13년 프리미엄 자전거 브랜드, '스캇'의 지분 20% 확보 및 '15년 추가로 30.01%의 지분을 매입, 경영권을 확보하며 자전거 시장에 진출했다. 또한 '14년 미국 아웃도어 브랜드, '아웃도어리서치' 인수하며, 글로벌 아웃도어 브랜드 시장에서 입지 강화 및 브랜드 포트폴리오 확대 전략을 추진 중이다.

상위 3개 고객사 매출액 합계 추이



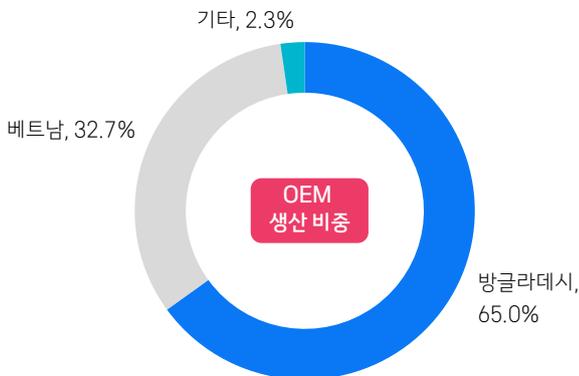
자료: 영원무역, 삼성증권

지역별 매출액 현황



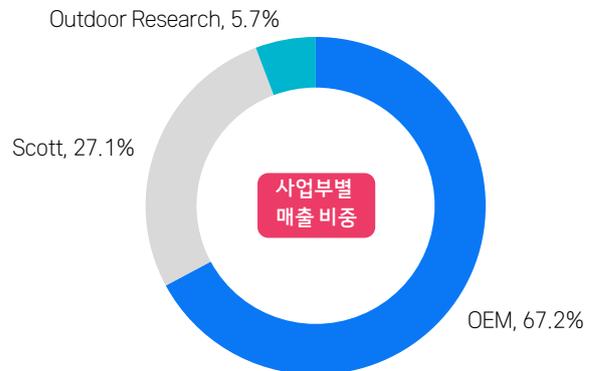
자료: 영원무역, 삼성증권

지역별 생산 비중(2024년 기준)



자료: 영원무역, 삼성증권

사업부별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 영원무역, 삼성증권

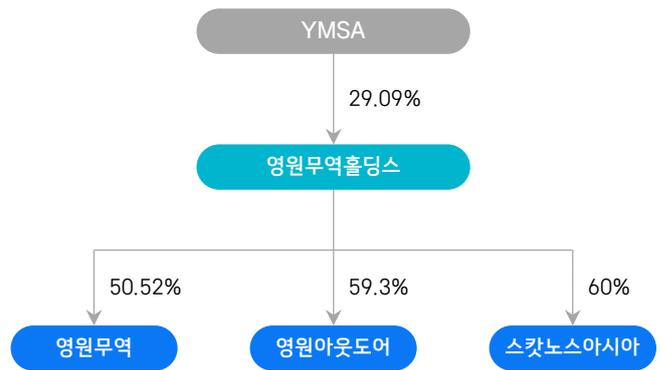
한편 영원무역은 1974년 설립됐으며, 당시 섬유 산업이 수출 효자 산업으로 부상하던 시기 국내에서 의류를 생산해 미국, 유럽 등으로 수출하는 OEM 사업을 시작했다. 이후 2009년 7월 인적분할을 통해 지주회사(영원무역홀딩스)와 사업회사(영원무역)로 회사를 분할하고, 아웃도어 및 스포츠 의류 제조 사업 부를 영원무역으로 승계했다. 현재 지주회사인 영원무역홀딩스는 영원무역을 통해 OEM 사업과 영원이웃도어를 통해 국내 노스페이스 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다.

영원무역 History

연도	개요
1974년	영원무역(주) 설립. 수출 중심의 의류 제조업
1980년대	원가 경쟁력 확보를 위해 방글라데시 진출. (해외 직접 투자로 방글라데시에 진출한 최초 한국 기업 중 하나)
1990년대	OEM 생산 확대 및 고객사 다변화 (노스페이스 등 글로벌 브랜드 확보)
2000년대	베트남, 중국, 에티오피아 등 생산지 다변화
2009년	인적분할을 통해 지주회사, '영원무역홀딩스'와 사업회사, '영원무역' 분리
2010년대	영원이웃도어 설립(노스페이스 국내 독점 유통)

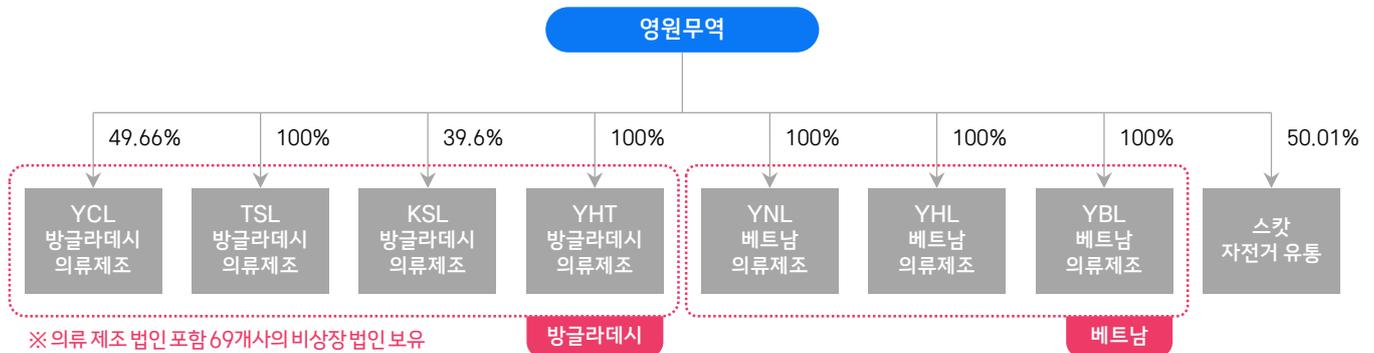
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

영원무역홀딩스 지배구조



자료: 영원무역홀딩스, 삼성증권

영원무역 지배구조



※ 의류 제조 법인 포함 69개사의 비상장법인 보유

자료: 영원무역, 삼성증권

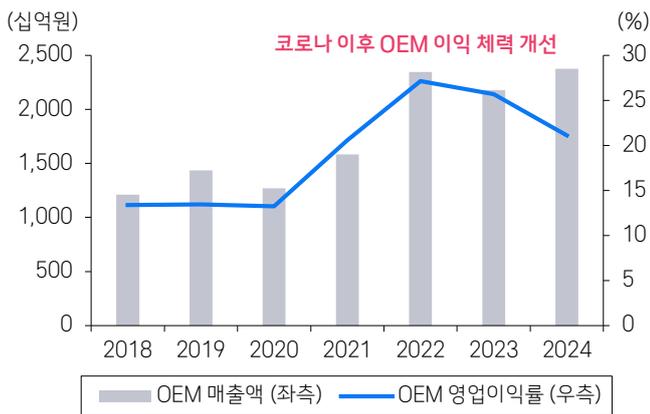
'24년, OEM만 턱어라운드

'24년 매출액 3,510억원(YoY -2.4%), 영업이익 3,155억원 (-50.5%)를 기록했다. 사업부별로는 OEM은 '24년 매출액 2,360억원(+8.5%), 영업이익 5,017억원(YoY -10.4%)를 기록. 하반기부터 전방 고객사의 오더 확대로 매출은 턱어라운드 (달러 기준 OEM 매출 YoY: 1Q24 -9.0%, 2Q24 -9.2%, 3Q24 +18.4%, 4Q24 +17.5%)했다. '24년 방글라데시 최저임금 인상(YoY+56%)으로 매출원가율('23년 매출원가율 68% → '24년 74.5%)이 증가하며 영업이익은 감소했다.

다만 방글라데시는 임금 상승에도 불구하고 여전히 타 생산지 대비 임금이 매우 낮은 상황이고 약 5년에 걸쳐 최저임금을 인상(2013년 5,300타카(6만원/월) → '19년 8,000타카(9만원/월) → '24년 12,500타카(14만원/월))했기 때문에, '25년에는 인건비 추가 상승 부담을 덜어낼 수 있을 것으로 보인다.

스카트 사업부는 '24년 매출액 9,537억원 (YoY -23.2%), 영업손실 2,128억원(적전) 기록했다. 코로나 시기 비대면 이동 수단으로 자전거 수요가 급증하며 스카트 성장을 견인했으나, '24년에는 글로벌 경기 둔화로 자전거 시장 수요가 감소하며, 매출액이 하락했다. 또한 '23년 자전거 수요에 대응하기 위해 확보한 노후화된 스카트 재고자산을 할인 판매하며, 영업적자를 기록했다.

OEM 사업부 매출액, 영업이익률 추이



자료: 영원무역, 삼성증권

국가별 최저임금 현황



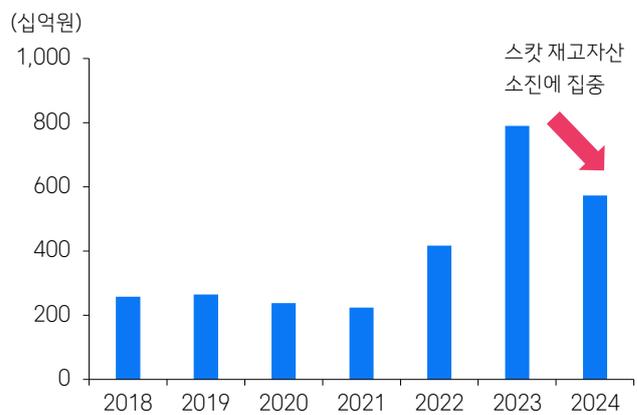
참고: 인도네시아 자카르타 기준
자료: 언론보도, 삼성증권

스카트 사업부 매출액, 영업이익률 추이



자료: 영원무역, 삼성증권

스카트 재고자산 추이



자료: 영원무역, 삼성증권

2. '25년 매출 YoY+7.3%, YoY+18.1% 전망

'25년에도 OEM 실적 개선이 이어지며 연간 매출 3.77조원(YoY+7.3%), 영업이익 3,738억원 (+18.1%)를 기록할 것으로 전망한다. (1) 최대 고객사인 롤루레몬(비중 20%)과 노스페이스(15%)가 '24년 하반기부터 재고 비축을 위한 오더를 확대하며 동사 OEM 매출 성장을 견인하고 있다. (달러 기준 OEM 매출 YoY: 1Q24 -9.0%, 2Q24 -9.2%, 3Q24 +18.4%, 4Q24 +17.5%, 1Q25 +5.4%). 현재 주요 바이어인 롤루레몬과 노스페이스, 아크테릭스 등 스포츠, 아웃도어 브랜드들의 매출 성장이 긍정적 흐름 유지하고 있다.

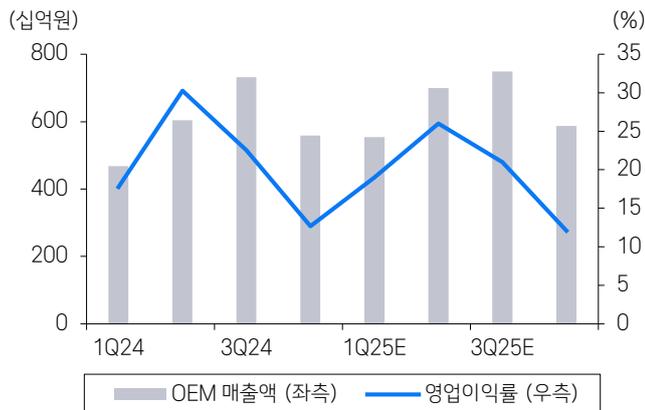
(2) 스카트 적자 개선을 기대한다. 글로벌 소비 경기 둔화로 자전거 시장의 수요 회복이 빠르게 이루어지지 못하는 상황이나, '24년 말 스카트 재고는 전년 대비 27% 감소한 5,730억원을 기록하며 재고 소진은 빠르게 진행 중이다. 또한 자전거 구매 사이클은 약 4~5년으로 '21년 피크였던 사이클의 회복 국면에 진입하고 상반기 자전거 시장 성수기 도래하는 만큼 수요가 소폭 회복될 것으로 전망한다.

영원무역 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	710	893	1,068	847	811	995	1,091	878	3,518	3,775	3,940
OEM 사업	468	604	732	559	538	695	744	583	2,571	2,561	2,688
SCOTT 사업	196	240	287	231	226	249	295	236	973	1,006	1,037
영업이익	71	166	105	-26	82	158	113	19	316	373	442
OEM 사업	83	183	165	71	106	181	156	71	502	514	550
SCOTT 사업	(16)	(21)	(68)	(107)	(28)	(27)	(51)	(56)	(212)	(162)	(132)
순이익	79	164	49	2	70	154	119	45	295	388	457
매출액 대비 (%)											
영업이익	10.0	18.6	9.8	(3.1)	10.1	15.9	10.4	2.2	9.0	9.9	11.2
OEM 사업	17.8	30.3	22.5	12.7	19.7	26.0	21.0	12.1	21.1	20.0	20.5
SCOTT 사업	(8.2)	(8.7)	(23.8)	(46.4)	(12.4)	(10.9)	(17.2)	(23.6)	(22.3)	(16.1)	(12.7)
순이익	11.2	18.4	4.6	0.3	8.7	15.5	10.9	5.1	8.4	10.3	11.6

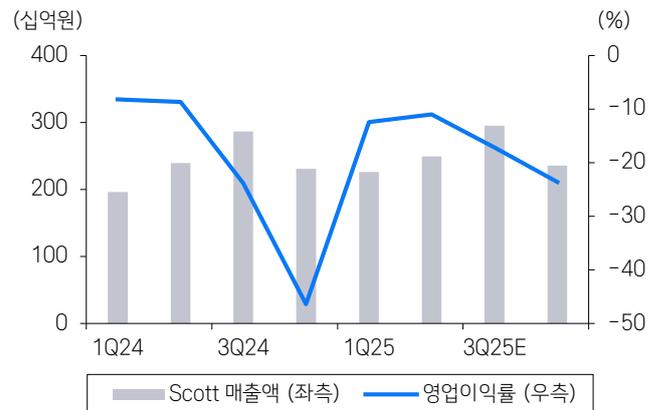
자료: 영원무역, 삼성증권 추정

OEM 사업부 매출액 및 영업이익 전망



자료: 영원무역, 삼성증권 추정

스카트 사업부 매출액 및 영업이익 전망

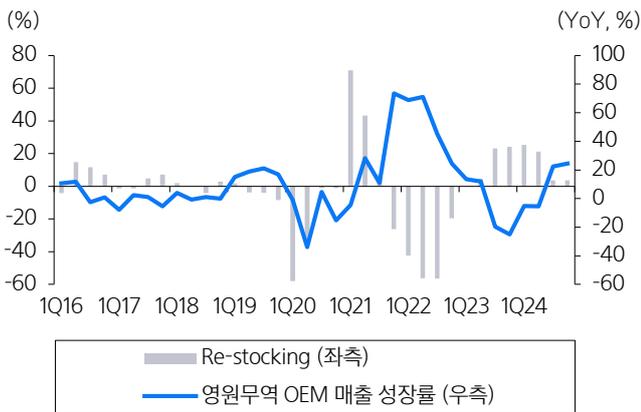


자료: 영원무역, 삼성증권 추정

2-1. 전방 고객사 오더 확대로 OEM 매출 성장

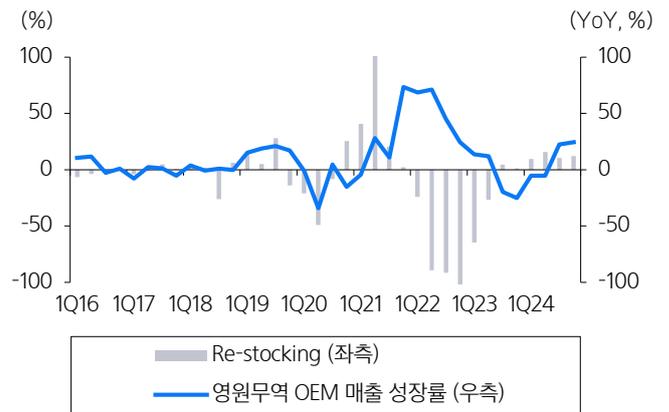
최대 고객사인 룰루레몬(매출 비중 20%)와 노스페이스(15%)가 Re-Stocking(매출 증가율 - 재고자산 증가율) 구간에 진입한다. 동사의 OEM 매출은 전방 고객사의 재고 비축 구간 진입 시기 대비 3~4분기 후행하는 성격을 지닌다. 전방 고객사가 '23년 하반기 오더를 확대하며, 동사의 OEM 매출은 '24년 하반기부터 본격적으로 증가하는 모습이다. (달러 기준 OEM 매출 YoY: 1Q24 -9.0%, 2Q24 -9.2%, 3Q24 +18.4%, 4Q24 +17.5%, 1Q25 +5.4%).

룰루레몬 Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
자료: Bloomberg, 삼성증권

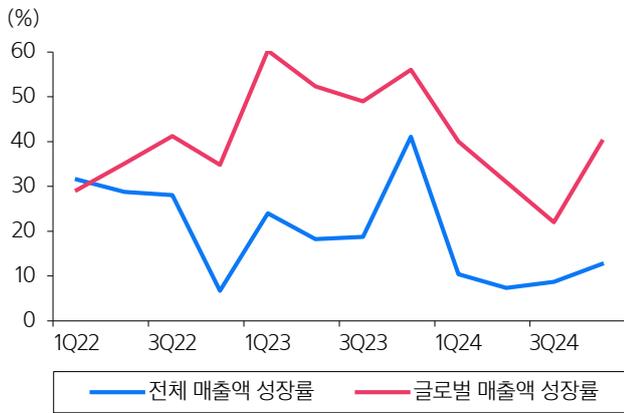
VFC Re-stocking vs. 영원무역 OEM 매출



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
자료: Bloomberg, 삼성증권

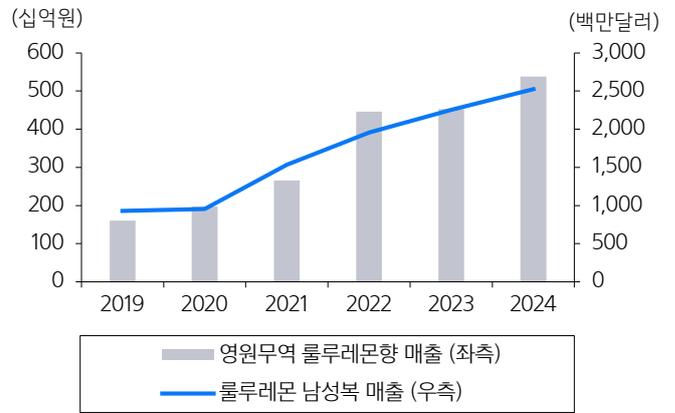
(룰루레몬) 해외 시장 성장과 남성복 비중 확대는 직접적 수혜: 최대 고객사인 룰루레몬이 높은 해외 시장 성장률을 보이고 있다. 룰루레몬은 '24년 4분기 해외 매출 성장률 40% 이상 기록했으며, 특히 중국은 미국 대비 높은 가격에도 불구하고, '24년 매출액이 YoY 43% 성장했다. 향후 룰루레몬이 중국 내 갖는 프리미엄 이미지와 향후 중국 정부 주도에 따른 전국민 스포츠 활성화로 추가적인 수혜가 기대된다. 또한 동사는 룰루레몬 제품 중 남성 라인을 담당하고 있으며, 룰루레몬이 '26년까지 남성복 매출 비중 50%(현재 25% 내외)를 목표로 하는 만큼, 향후 남성복 오더 확대에 인한 수주 증가를 전망한다.

룰루레몬 해외 매출 성장률 추이



참고: 글로벌- 미주 외 중국 등 기타 지역 매출액 성장률
자료: Bloomberg, 삼성증권

영원무역 룰루레몬향 매출 및 룰루레몬 남성복 매출 추이

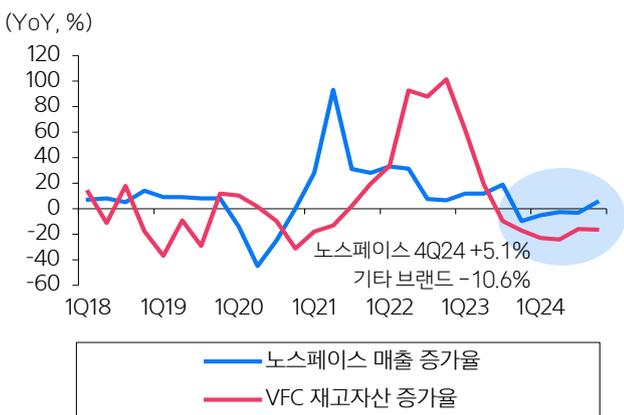


자료: Bloomberg, 영원무역, 삼성증권 추정

(노스페이스, 아크테릭스) 아웃도어 열풍: VFC(노스페이스 모회사)는 현재 재고 수준을 유지하겠다는 입장. 다만, VFC 내 타 브랜드(반스, 팀버랜드, 디키즈 등) 대비 노스페이스의 판매가 좋았던 만큼, (4Q24 노스페이스 매출액 +5.1%, 기타 브랜드 -10.6%), 노스페이스향 오더는 증가 가능할 것이라 판단한다.

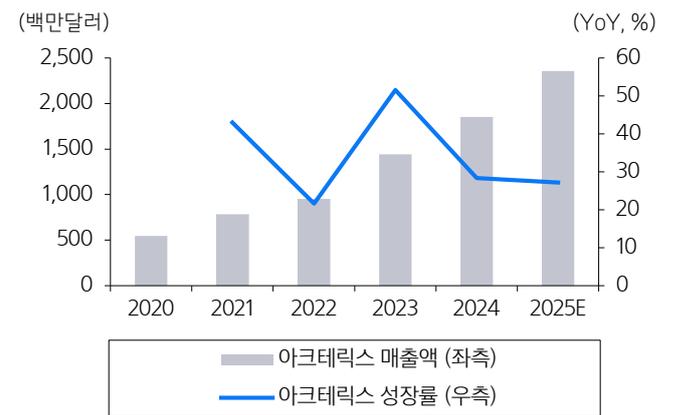
한편 동사는 아크테릭스를 신규 고객사로 확보했으며, 주목할 점은 아크테릭스가 글로벌 전 지역에서의 매출 성장이 지속된다는 점이다. 현재 아크테릭스향 매출 비중은 하이싱글 수준으로 추정되나, 높은 매출 성장률 ('22년 YoY+22%, '23년 +52%, '24년 +35.9%, '25E+20%) 고려 시, 향후 두 자릿 수 매출 비중 달성 가능할 것으로 판단된다. (노스페이스 '24년 매출액 USD 3.7b, 영원무역 내 비중 15% vs. 아크테릭스 USD 1.8b, 비중 5~7% → 25E USD 2.4b 성장 시, 비중 확대 전망)

노스페이스 매출 반등



자료: Bloomberg, 삼성증권

아크테릭스 매출액 및 성장률 추이

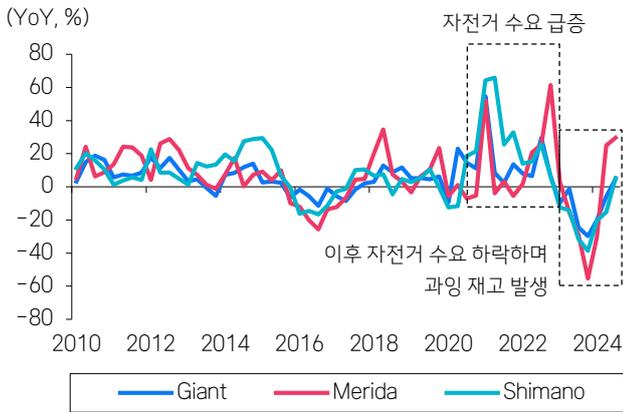


자료: Bloomberg, 영원무역, 삼성증권 추정

2-2. 바닥을 지나는 스캣, '25년은 적자 개선 기대

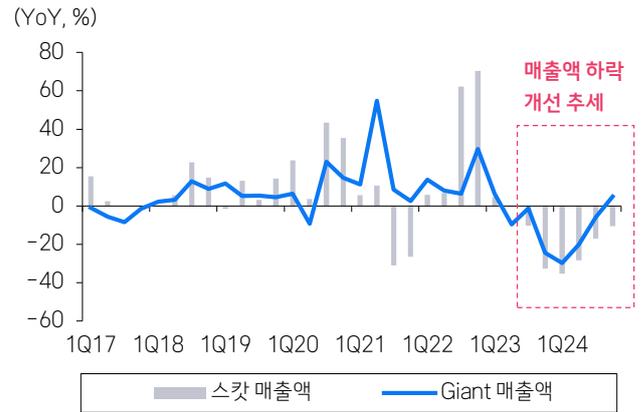
'25년에도 스캣 사업부는 적자 개선에 집중할 계획이다. 글로벌 소비 경기 둔화로 자전거 시장의 수요 회복이 빠르게 이루어지지 못하는 상황이나, 4분기 스캣 재고는 전분기 대비 9% 감소한 5,730억원을 기록하며, 재고 소진이 빠르게 진행 중이다. 또한 자전거 구매 사이클은 약 4~5년으로, 하반기 이후부터는 '21년 피크였던 자전거 구매 사이클이 회복 국면에 진입하고, 상반기는 자전거 시장 성수기인 만큼 수요가 소폭 회복될 것으로 전망한다.

자전거 관련 브랜드사 및 OEM사 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

스캣 및 Giant(자전거 OEM) 매출액 성장률 추이



자료: 영원무역, Bloomberg, 삼성증권

2-3. 수직계열화 전략 지속, 이익 체력 강화

중장기적으로는 원단 생산 비중 확대를 통해 '원단 차제 개발 - 의류 제조' 수직 계열화를 통한 수익성 개선에 집중한다. 현재 동사는 20% 이상의 높은 OEM 이익률을 기록하고 있다. 이는 코로나 당시 (1) 롤루레몬이 '22년 이후 최대 고객사로 성장, 비수기 시즌(SS시즌) 물량 확대로 가동률이 상승했으며, (2) 공급망 이슈로 대형 벤더사에 물량이 집중, 가격 협상력이 높아지며 이익 체력이 개선됐기 때문이다. ('19년 OEM OPM 13.4%, '20년 13.2% → '22년 27.2%, '23년 25.7%, '24년 21.1%). 하지만 OEM은 근본적으로 바이어 중심의 마켓이고, 전방 고객사와의 협상을 통한 마진 개선에는 한계가 있는 산업이다.

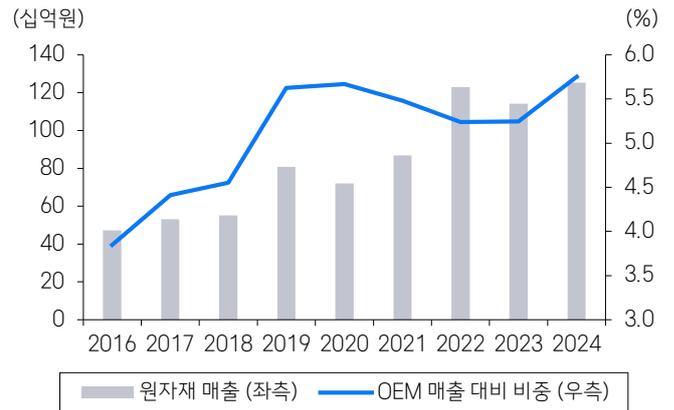
따라서 동사는 직접 개발한 기능성 니트 원단과 원단 제직/가공 공정 설립하며 수직 계열화 비중을 확대 중이다. 수직계열화 통해 안정적 마진을 달성하는 Eclat(경쟁사)은 원단 개발 기업으로 시작한만큼, 원단 매출 비중 약 40% 차지하고 연간 20% 이상의 높은 영업이익률을 달성하고 있다. 현재 동사는 Eclat 대비 수직계열화 비중 (영원무역 원부자재 매출 비중 5.8% vs. Eclat 35.5%) 낮은 상황이다. 다만, 동사는 주요 생산지인 방글라데시의 낮은 인건비와 비수기 가동률 상승으로 이익 체력이 개선된 만큼, 향후 수직 계열화 비중 상승 시, 추가 이익 개선 가능하다고 판단한다.

OEM: 수직계열화로 고부가가치 창출 필요



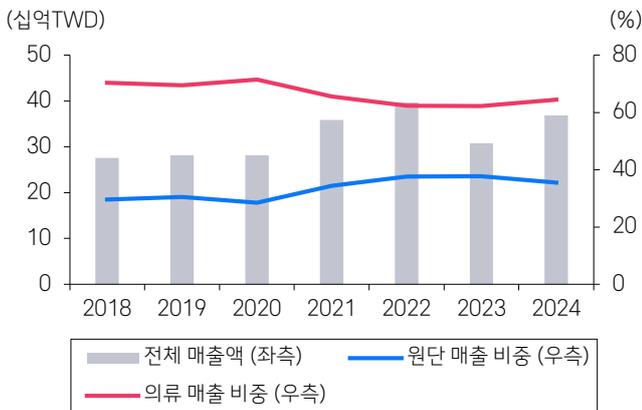
자료: 삼성증권 정리

영원무역: 증가하는 원부자재 매출



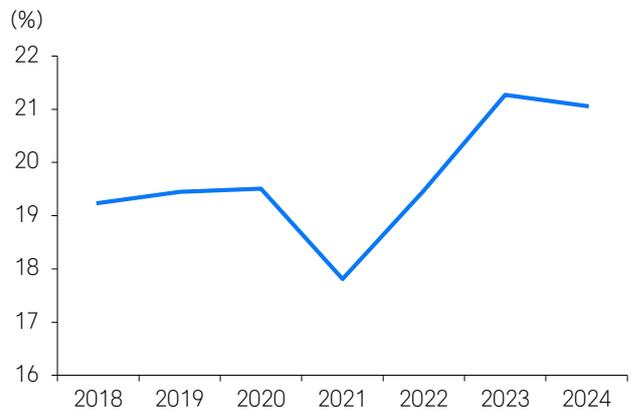
참고: 원단 개발, 제직, 가공, 의류 부품 생산 자회사 매출 합계
자료: 영원무역, 삼성증권 정리

Eclat: 원자재 매출 비중 약 35% 달성



자료: Bloomberg, 삼성증권

Eclat: 수직계열화로 20% 이상의 영업이익률 기록



자료: Bloomberg, 삼성증권

3. 목표주가 65,000 원(Target PER 6.3 배), BUY 의견 제시

올해 역시 OEM 사업 중심으로 안정적인 성장 전망, BUY 투자 의견과 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 해외 경쟁사인 Eclat과 Makalot의 25E 평균 PER에 65% 할인한 6.3배를 적용했다. 동사는 '18년부터 글로벌 경쟁사(Eclat, Makalot) 대비 50% 이상의 디스카운트를 받아왔다. 이에 대한 이유는 (1) 글로벌 경쟁사 대비 낮은 ROE (2) 낮은 배당성향과, (3) '22년 이후부터는 스카트의 부진으로 EPS 성장률이 하락하며, 할인율이 70% 이상 확대됐다.

다만, 현재 동사는 OEM 사업의 강화된 이익 체력이 스카트의 부진을 상쇄하고 있으며, 올해는 OEM 실적 성장과 스카트 적자 개선이 기대되는 상황이다. 이에 따라 동사의 OEM 이익 체력이 개선되던 '21년 하반기~'23년 상반기, 60~65%의 디스카운트를 고려, 글로벌 평균 PER 18.0배에 65% 할인한 6.3배를 적용했다.

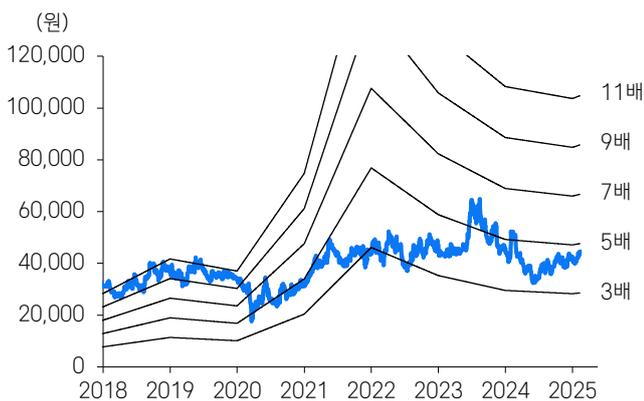
한편 동사는 현재 25E PER 5.2배, PBR 0.6배로 밸류에이션 ('14년 이후 멀티플: PER 4~20배, PBR 0.4~2.9배) 하단에서 거래되고 있다. 즉 현재 주가 수준에서 다운사이드 리스크는 제한적인 반면, 강화된 이익 체력으로 연간 20%의 OEM 영업이익률을 달성하는 것을 고려, 현재 주가는 저평가 되어 있다고 판단한다.

목표주가 산정 테이블

구분	2025E	비고
EPS(원)	10,258	2025년 삼성증권 추정 EPS 적용
Target P/E (배)	6.3	2025년 해외 기업 평균 P/E 18.0배에서 65% 할인 (21년 하반기~23년 상반기 OEM 이익 체력이 개선되던 당시 평균 디스카운트 60~65%. 25년도 OEM 실적 개선 전망하며 65% 디스카운트 적용)
목표주가 (원)	65,000	

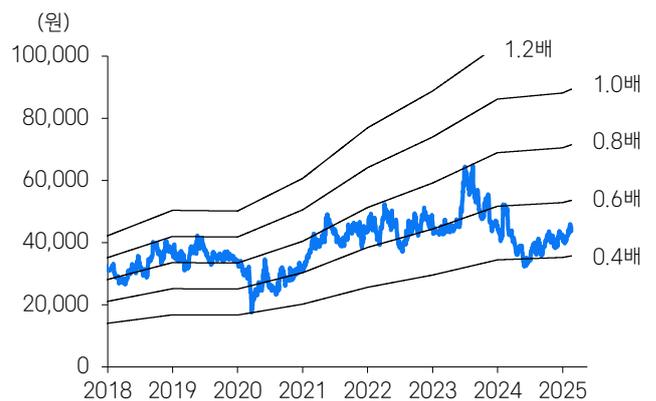
자료: 삼성증권 추정

영원무역 12m FWD PER 밴드



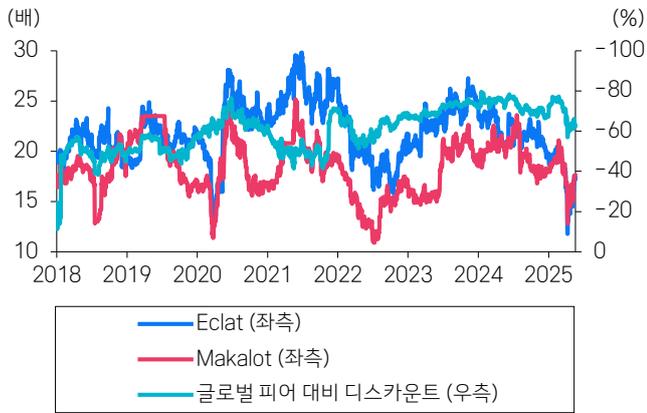
참고: 25년 5월 16일 기준
자료: Quantwise, 삼성증권

영원무역 12m FWD PBR 밴드



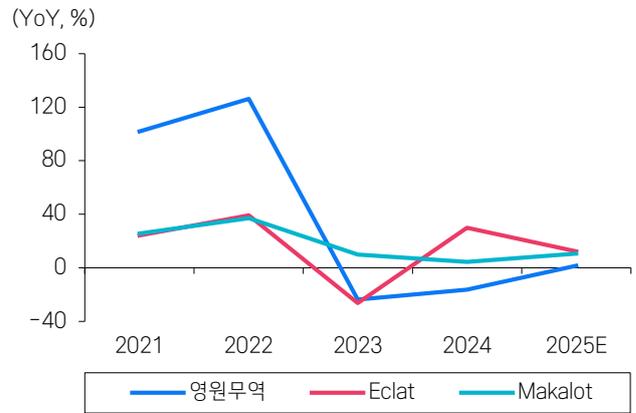
참고: 25년 5월 16일 기준
자료: Quantwise, 삼성증권

경쟁사12m FWD PER 및 영원무역 디스카운트 추이



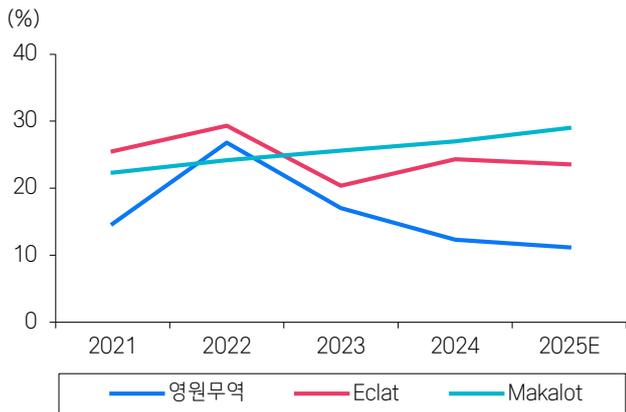
자료: Bloomberg, 삼성증권

EPS growth: 영원무역 vs. 경쟁사



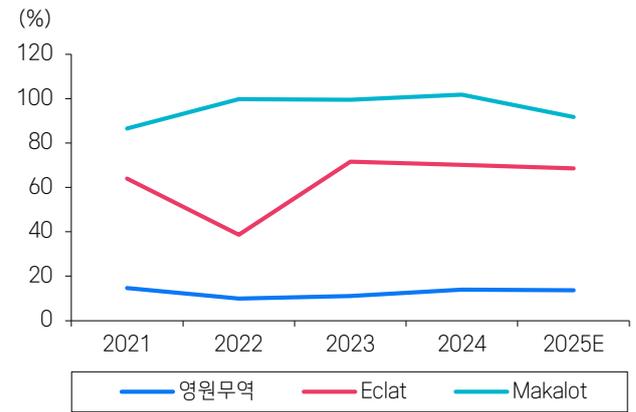
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

ROE: 영원무역 vs. 경쟁사



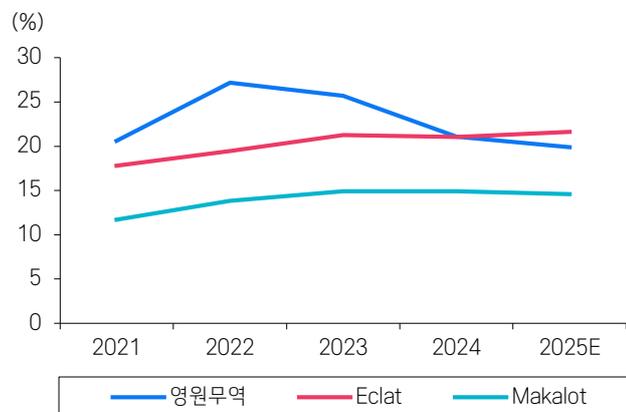
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

배당성향: 영원무역 vs. 경쟁사



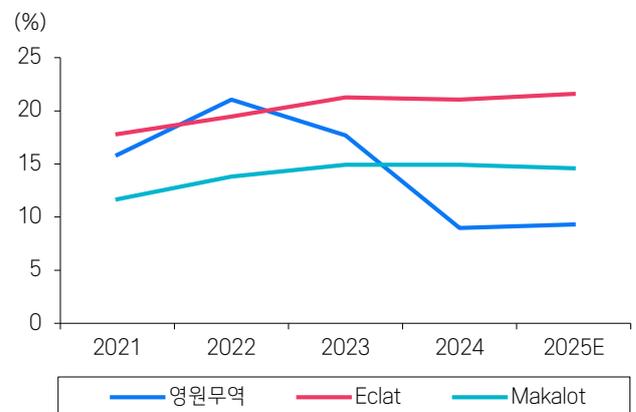
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

OEM OPM: 영원무역 vs. 경쟁사



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

전사 OPM: 영원무역 vs. 경쟁사

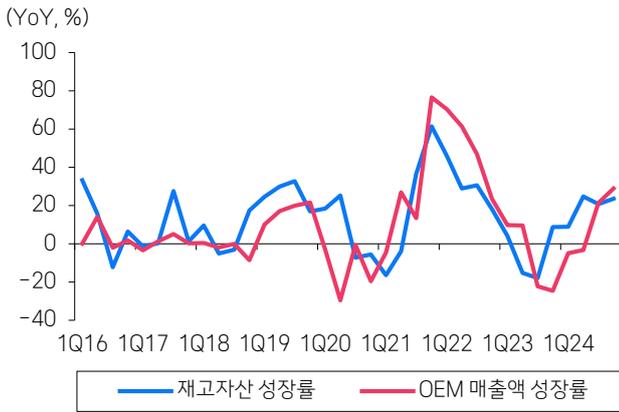


자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

4. 리스크 요인: 하반기 관세 부과 우려되나, 상반기 오더 성장 지속

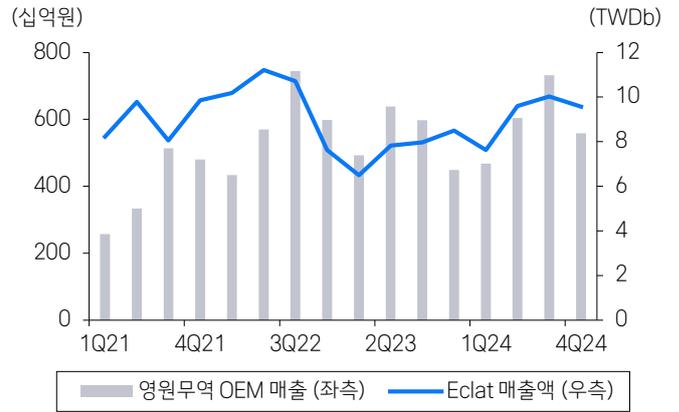
단기적으로는 '25년 상반기 OEM 매출액은 1.23조원 (YoY +15.1%), 영업이익 2,867원(+7.7%) 기록할 것으로 전망, (1) 4Q24 OEM 재고자산은 YoY + 25.9%, 1Q25 +22.4% 상승, 전분기 원재료 증가는 다음 분기의 매출 성장을 의미하는 만큼, 상반기는 완만한 OEM 매출 성장을 전망한다. 또한 (2) 경쟁사인 Eclat이 상반기 월별 매출액 성장('25년 1월 Eclat 매출액 YoY +26.7%, 2월 +20.7%, 3월 +20.9%, 4월 +18.2%) 기록하며, 긍정적인 흐름 유지하고 있다.

전분기 재고자산 증가는 곧 다음 분기 매출 성장을 의미



자료: 영원무역, 삼성증권

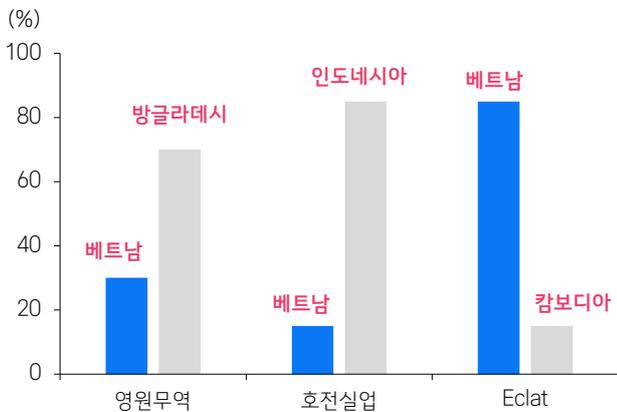
영원무역 OEM 매출액 vs. Eclat 매출액 추이



자료: 영원무역, Bloomberg, 삼성증권

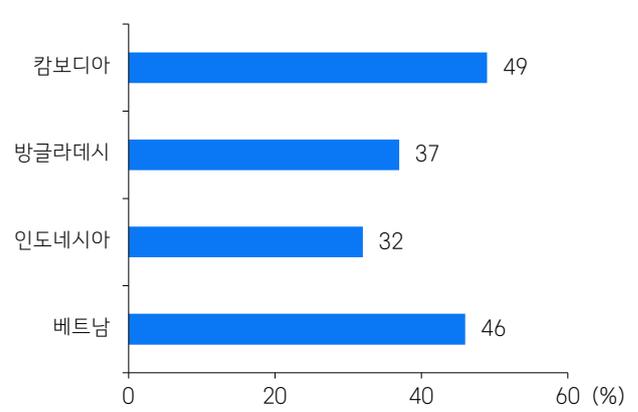
하반기로 갈수록 관세 부과에 대한 우려는 확대될 가능성이 있다. 미국의 상호관세 발표에 따라 주요 생산지인 방글라데시와 베트남에 각각 37%, 46%의 상호 관세 적용 및 전방 의류 시장 성장에 대한 우려가 확대되는 상황이다. 다만, 동사와 같은 복종을 생산하는 경쟁사 역시 베트남과 인도네시아(상호관세 32%), 캄보디아(49%)에 생산 시설을 보유하고 있다. 따라서, 기존 오더 물량의 이전에 대한 우려는 적으며, 상반기는 관세 유예로 인해 오더 집중 현상이 나타날 가능성 있다고 판단한다.

영원무역 및 경쟁사 생산지 비중



참고: 2024년 기준
자료: 각 사, 삼성증권 정리

생산지별 상호관세 적용 현황



자료: 언론보도, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,604	3,518	3,775	3,940	4,184
매출원가	2,449	2,621	2,805	2,905	3,054
매출총이익	1,155	896	970	1,034	1,130
(매출총이익률, %)	32.0	25.5	25.7	26.3	27.0
판매 및 일반관리비	518	581	597	592	613
영업이익	637	316	373	442	517
(영업이익률, %)	17.7	9.0	9.9	11.2	12.3
영업외손익	44	93	138	158	175
금융수익	37	42	49	57	67
금융비용	31	32	40	41	44
지분법손익	2	-2	1	0	0
기타	36	84	128	142	151
세전이익	682	408	511	600	691
법인세	149	114	123	138	166
(법인세율, %)	21.8	27.8	24.1	23.0	24.0
계속사업이익	533	295	388	462	525
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	533	295	388	462	525
(순이익률, %)	14.8	8.4	10.3	11.7	12.6
지배주주순이익	516	427	455	532	604
비지배주주순이익	17	-133	-66	-69	-79
EBITDA	735	423	489	550	618
(EBITDA 이익률, %)	20.4	12.0	13.0	14.0	14.8
EPS (지배주주)	11,644	9,637	10,258	11,997	13,636
EPS (연결기준)	12,030	6,647	8,759	10,432	11,857
수정 EPS (원)*	11,644	9,637	10,258	11,997	13,636

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	525	624	465	526	567
당기순이익	533	295	388	462	525
현금유출입이없는 비용 및 수익	280	256	232	227	234
유형자산 감가상각비	92	101	111	103	97
무형자산 상각비	7	6	5	5	5
기타	182	148	116	119	132
영업활동 자산부채 변동	-110	192	-32	-38	-53
투자활동에서의 현금흐름	-437	-255	-100	-181	-99
유형자산 증감	-169	-108	-60	-60	-60
장단기금융자산의 증감	-117	-176	-26	-88	-46
기타	-152	29	-13	-33	7
재무활동에서의 현금흐름	21	-412	-59	-109	-108
차입금의 증가(감소)	174	-243	1	-49	-49
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-67	-57	-60	-60	-60
기타	-86	-112	0	-0	0
현금증감	160	-97	256	213	356
기초현금	736	896	800	1,056	1,269
기말현금	896	800	1,056	1,269	1,624
Gross cash flow	813	550	620	690	760
Free cash flow	354	507	405	466	507

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 영원무역, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,347	3,430	3,782	4,165	4,682
현금 및 현금등가물	896	800	1,056	1,269	1,625
매출채권	491	546	566	589	622
재고자산	1,329	1,225	1,270	1,323	1,397
기타	631	859	890	984	1,039
비유동자산	1,950	1,960	1,952	1,968	1,931
투자자산	488	450	498	522	527
유형자산	811	906	856	812	775
무형자산	195	153	147	182	177
기타	457	451	451	451	451
자산총계	5,297	5,390	5,734	6,132	6,613
유동부채	1,123	728	803	832	873
매입채무	456	425	441	459	485
단기차입금	399	26	76	76	76
기타 유동부채	269	276	286	297	312
비유동부채	586	766	730	697	671
사채 및 장기차입금	77	258	208	158	108
기타 비유동부채	508	508	523	539	563
부채총계	1,709	1,494	1,533	1,529	1,544
지배주주지분	3,247	3,687	4,058	4,530	5,074
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	453	453	453	453	453
이익잉여금	2,713	3,083	3,477	3,949	4,494
기타	59	129	105	105	105
비지배주주지분	341	209	143	73	-6
자본총계	3,588	3,896	4,200	4,603	5,069
순부채	-723	-1,049	-1,330	-1,678	-2,128

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-7.8	-2.4	7.3	4.4	6.2
영업이익	-22.6	-50.5	18.1	18.5	16.9
순이익	-28.3	-44.7	31.8	19.1	13.7
수정 EPS**	-23.5	-17.2	6.4	16.9	13.7
주당지표					
EPS (지배주주)	11,644	9,637	10,258	11,997	13,636
EPS (연결기준)	12,030	6,647	8,759	10,432	11,857
수정 EPS**	11,644	9,637	10,258	11,997	13,636
BPS	74,013	86,238	95,343	106,434	119,231
DPS (보통주)	1,300	1,400	1,400	1,400	1,400
Valuations (배)					
P/E***	3.9	4.4	5.2	4.5	3.9
P/B***	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.2	2.5	2.4	1.4	0.4
비율					
ROE (%)	17.0	12.3	11.7	12.4	12.6
ROA (%)	10.9	5.5	7.0	7.8	8.2
ROIC (%)	21.6	9.2	11.4	13.6	15.5
배당성향 (%)	11.1	14.0	13.1	11.2	9.9
배당수익률 (보통주, %)	2.9	3.3	2.6	2.6	2.6
순부채비율 (%)	-20.1	-26.9	-31.7	-36.5	-42.0
이자보상배율 (배)	20.5	10.0	8.8	11.5	15.1

COMPANY UPDATE

2025. 5. 20

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	11,000원	39.9%
현재주가	7,860원	
시가총액	4,762.3억원	
주식수 (유동주식 비중)	60,589,276주 (31.3%)	
52주 최저/최고	7,020원/11,290원	
60일-평균거래대금	24.5억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
화승엔터프라이즈 (%)	5.8	-10.1	-19.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.9	-14.6	-15.3

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	Not Rated	
목표주가	11,000	n/a	n/a
2025E EPS	1,076	n/a	n/a
2026E EPS	1,457	n/a	n/a

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	6
목표주가	13,500
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

화승엔터프라이즈 (241590)

아디다스 성장 낙수 수혜 지속

- 아디다스 신발 생산 OEM으로 아디다스 내 점유율 2위 벤더사로 성장
- 아디다스 신발 판매 호조로 인한 Q 성장과 제품 믹스 개선으로 ASP 증가. 가동률 상승으로 인한 영업 레버리지 효과로 수익성 개선 전망
- 아디다스 성장에 따른 수혜 지속, 목표주가 11,000원 (Target PER 10.2배), BUY 의견 제시

WHAT'S THE STORY?

기업개요: 당사는 글로벌 스포츠 브랜드, 아디다스의 신발 OEM 기업으로 현재 아디다스 운동화 제조 업체 중 시장 점유율 2위를 차지하고 있다. ('19년 M/S 18% → '24년 25%). 특히 당사는 아디다스측 담당자가 현지 공장에 상주하며, 샘플 제품에 대한 빠른 테스트와 인증으로 리드타임을 90일에서 30일로 획기적으로 단축시키며, 점유율을 확대할 수 있었다. 또한 베트남 자회사, 'HS Polytech'에서는 아디다스 '부스트 폼'을 직접 생산해 완제품에 사용하며, 신발 반제품부터 완제품까지 수직계열화에 나서고 있다. 이외 '19년 모자 OEM, 'Unipax'와 의류 OEM 인수하며 고객사 및 생산 품목 다변화했다.

'25년 실적 개선이 본격화되는 해: '25년 매출 1.90조원(YoY+18.2%), 영업이익 1,145억원 (+38.7%)를 기록할 것으로 전망한다. '24년 흑자 전환에 성공한 후 '25년 당사의 턴어라운드 강화를 예상하는 이유는 다음 3 가지이다.

(1) 전방 고객사 오더 확대로 매출 성장: 아디다스의 오리지널 제품군(삼바, 가젤, 스페지알)이 인기를 끌며(아디다스 매출 증가율 YoY - 재고자산 증가율 YoY: 1Q24 +25.5%, 2Q24 +26.9%, 3Q24 +14.0%, 4Q24 +13.7%, 1Q25 +12.7%), 재고 비축을 위한 오더가 확대되고 있다.

(2) 스테디셀러 매출 비중 확대에 따른 ASP 개선: 현재 아디다스는 스테디셀러(오리지널 제품)가 성장을 견인하고 있으며, 당사는 기존 특수화 (스포츠용) 제품 생산 라인을 스테디셀러 생산 라인으로 교체하며 대응하고 있다. 오리지널 제품은 기타 제품 대비 높은 ASP(코어 \$9~14, 런닝화 \$20+, 오리지널 \$20+)와 단순한 신발 형태로 제조가 용이한 만큼, 향후 ASP 증가와 생산성 향상을 기대할 수 있다. ('25년 말까지 오리지널 제품 비중 20% 목표, 현재 5% 수준).

(3) 수익성 개선: 가동률 상승에 따른 레버리지 효과로 영업이익률도 6% 수준으로 개선될 것으로 기대한다. (vs. '23년 OPM 1.1%, '24년 5.1%)

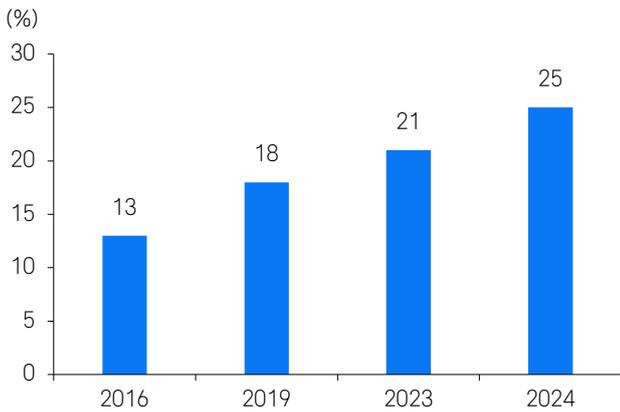
'25년에도 이어질 실적 개선, 목표주가 11,000원 제시: '24년 아디다스의 신발 판매 호조가 당사의 성장을 견인했으며, '25년에도 아디다스 성장에 따른 오더 확대와 가동률 상승으로 인한 수익성 개선이 기대된다. 현재 높은 EPS 성장률(+96.9%)을 고려, Target P/E 10.2배(경쟁사 평균 '25년 PER 12.8배에 20% 할인) 적용하며 목표주가 11,000원으로 BUY 의견 제시한다.

1. 기업 개요

동사는 글로벌 스포츠 브랜드, 아디다스의 신발 OEM 기업으로 현재 아디다스 운동화 제조 업체 중 시장 점유율 2위를 차지하고 있다. ('19년 M/S 18% → '24년 25%). 특히 동사는 아디다스측 담당자가 현지 공장에 상주하는 전략으로 샘플 제품에 대한 빠른 인증으로 리드타임을 90일에서 30일로 단축시키며, 점유율을 확대할 수 있었다. 또한 베트남 자회사, 'HS Polytech'에서는 아디다스 '부스트폼'을 직접 생산해, 신발 반제품부터 완제품까지 수직계열화에 나섰다. 이외 '19년 모자 OEM, 'Unipax'와 의류 OEM 인수하며 고객사 및 생산 품목을 다변화했다.

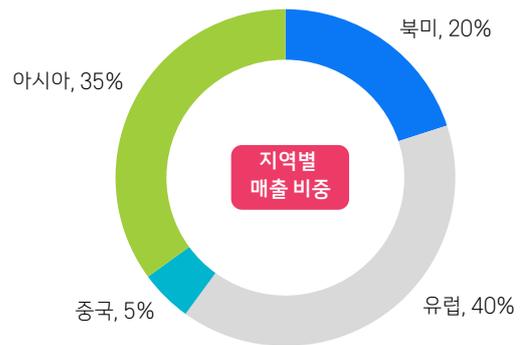
현재 동사는 베트남이 전체 생산 비중 50%를 담당하고 있으며, 인도네시아가 45%, 중국이 5%를 차지하고 있다. 중국은 주로 내수용 제품 생산과 베트남과 인도네시아에서 생산된 반제품의 조립을 담당하고 있다. 전방 매출의 90%가 아디다스향으로, 지역별 매출액도 아디다스의 매출 비중과 유사하다. 현재 매출 비중은 북미 20%, 유럽 30~40%, 이외 아시아 지역(중국 5%)으로 구성되어 있다.

아디다스 내 점유율 추이



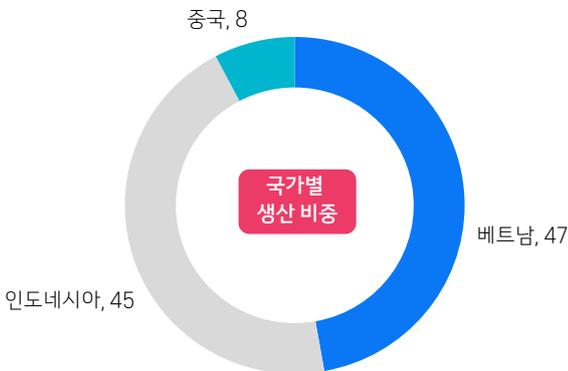
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

지역별 매출액 현황



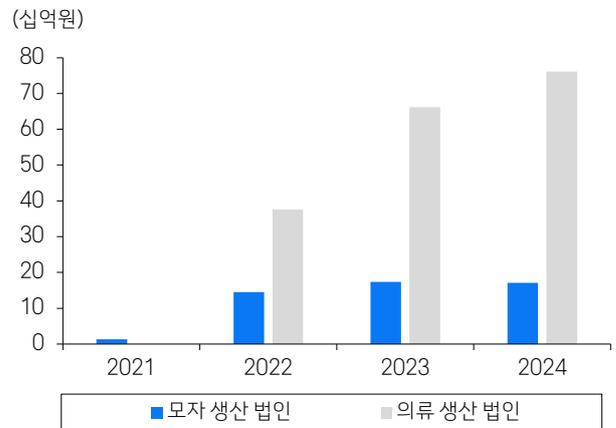
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

지역별 생산 비중('24년 기준)



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

자회사(모자 및 의류 생산 OEM) 매출액 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

화승그룹 내 신발 사업 담당

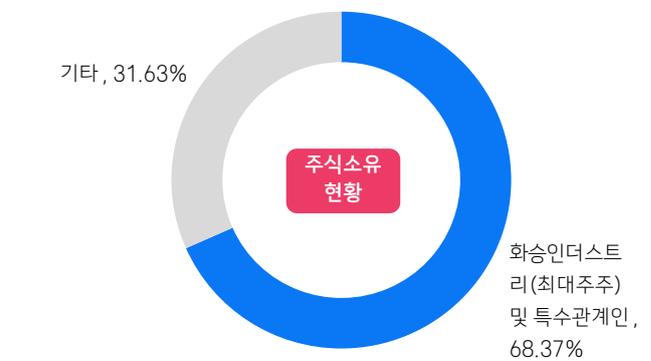
한편 화승그룹은 1953년 동양고무공업으로 시작했으며, 1) 신발 사업을 담당하는 화승인더스트리와 2) 자동차 부품 사업을 담당하는 '화승코퍼레이션'으로 나누어져 있다. 이 중 화승인더스트리는 1981년 나이키와의 계약을 기점으로 신발 OEM 사업에 적극 진출했다. 1986년 나이키와의 계약 종료 이후 글로벌 브랜드사인 리복 제품을 주력으로 생산했으며, 2006년 아디다스가 리복을 인수하면서 고객사가 확장됐다. 이후 본격적인 생산 능력 확장을 위해 2015년 화승인더스트리는 신발 제조를 전문으로 담당하는 화승엔터프라이즈를 설립했다. 화승엔터프라이즈는 공정 증설 자금 확보를 위해 2016년 10월 유가증권 시장에 상장했으며, 현재는 화승인더스트리의 신발 제조를 담당하는 핵심 자회사로 자리잡고 있다.

화승엔터프라이즈 지배구조



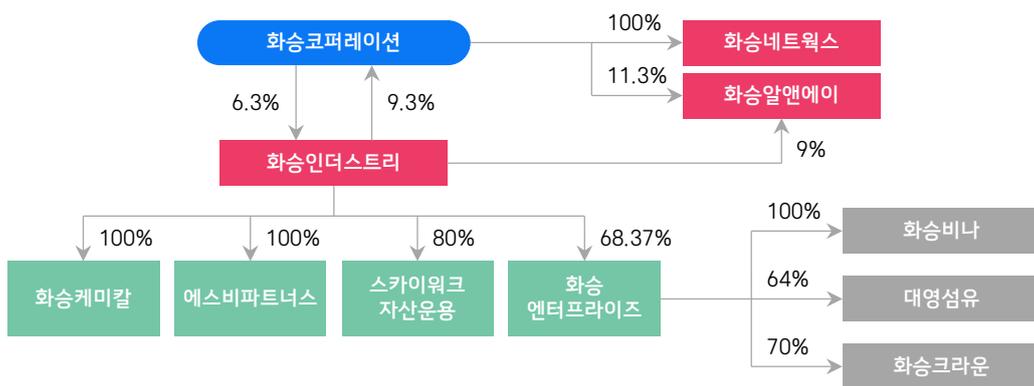
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

화승엔터프라이즈 주주



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

화승그룹 지분도

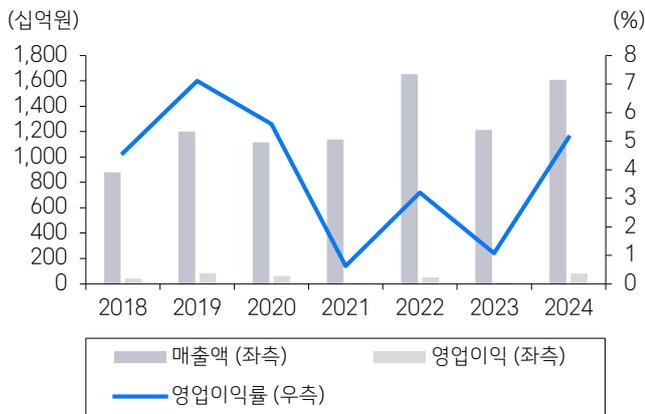


자료: dart, 삼성증권

2024년, 흑자 전환 성공

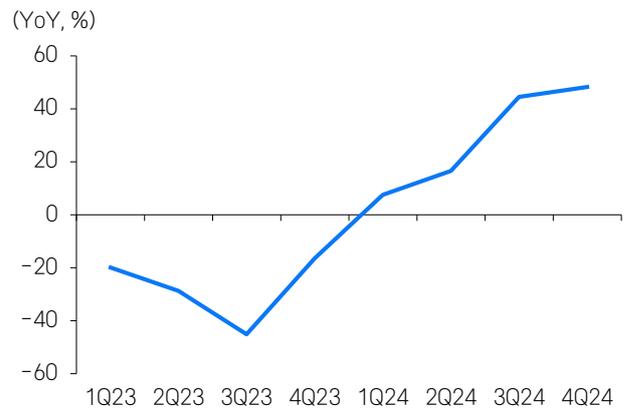
'24년 매출액은 1.6조원 (YoY +32.6%), 영업이익은 825억원(+537%, OPM 5.1%), 당기순이익은 흑자 전환한 344억원을 기록했다. '22~'23년에는 아디다스를 포함 글로벌 스포츠 브랜드들이 과잉 재고로 인해 오더량이 급감했으며, 유럽 시장에서의 소비 위축이 길어지며 아디다스의 회복세도 둔화됐다. 하지만 '24년부터는 아디다스의 인기 제품인 오리지널 라인 (삼바, 가젤, 스페지알)의 수요 증가가 동사 매출 성장을 견인했다. 또한 완제품 가동률이 '23년 88.3%에서 '24년 99.1%로 증가하며 영업 레버리지 효과로 인해 수익성이 개선됐다.

매출액 및 영업이익률 추이



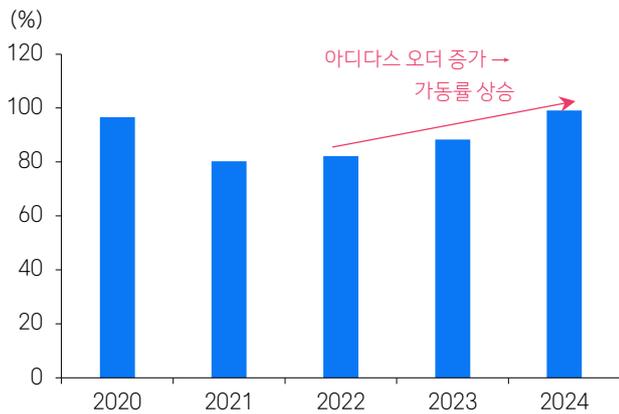
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

분기별 달러기준 오더 성장을 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

완제품 가동률 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

아디다스 신발 오리지널 라인



자료: 아디다스, 삼성증권

2. '25년 매출 YoY+18.2%, 영업이익 38.7% 성장 전망

'25년 매출 1.90조원(YoY+18.2%), 영업이익 1,145억원 (+38.7%)를 기록할 것으로 전망한다. (1) 전방 고객사인, 아디다스의 오더 확대가 두 자릿수 매출 성장을 견인할 전망이다, (2) 스테디셀러 생산 비중 확대에 따른 제품 믹스 개선이 ASP 상승으로 이어질 것이다. 또한 (3) 가동률 상승('24년 99% → '25년 100% 이상 전망)에 따른 레버리지 효과로 영업이익률도 6% 수준으로 개선될 것으로 기대한다. (vs. '23년 OPM 1.1%, '24년 5.1%)

화승엔터프라이즈 실적 추이 및 전망

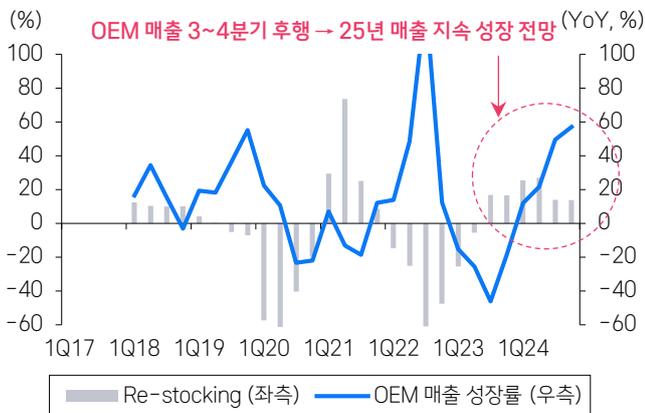
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	345	392	386	486	423	461	437	582	1,610	1,903	2,109
OEM 사업	307	352	347	452	396	421	397	546	1,458	1,760	1,963
기타	38	39	39	35	27	40	40	35	151	143	146
영업이익	5.3	18.8	19.1	39.4	13	24	31	46	83	115	136
OEM 사업	3.7	16.7	19.1	39.1	13	21	31	44	79	109	129
기타	1.6	2.1	0.0	0.2	1	3	1	2	4	6	7
순이익	(2)	7	8	21	1	13	20	33	34	67	90
매출액 대비 (%)											
영업이익	1.5	4.8	5.0	8.1	3.2	5.1	7.2	7.9	5.1	6.0	6.4
OEM 사업	1.2	4.7	5.5	8.7	3.2	5.0	7.8	8.0	5.4	6.2	6.6
기타	4.3	5.3	0.0	0.7	2.0	6.6	3.9	3.7	2.6	4.1	4.5
순이익	(0.5)	1.8	2.1	4.3	0.2	2.8	4.6	5.6	2.1	3.5	4.3

자료: 삼성증권 추정

2-1. 전방 고객사 오더 확대로 매출 성장

고객사인 아디다스 성장과 함께 '25년 18% 이상의 높은 매출 성장 이어갈 것으로 전망한다. 아디다스의 오리지널 제품군(삼바, 가젤, 스페지알)가 인기를 끌며, '24년 하반기에도 견조한 Footwear 매출 성장(1Q24+7.1%, 2Q24+15.2%, 3Q24+10.3%, 4Q24+33.6%, 1Q25+16%) 보여주고 있다. 이에 따라 동사의 '24년 달러 기준 매출액은 전년 대비 28% 성장, 이러한 추세는 올해에도 이어질 것으로 기대된다.

아디다스 Re-stocking vs. OEM 매출액 성장률



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
자료: Bloomberg, 삼성증권

아디다스 Footwear, Apparel 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

2-2. 스테디셀러 매출 비중 확대에 따른 ASP 개선

동사는 현재 오리지널 제품 생산 비중 5%에서 향후 20%까지 확대할 계획이다. 이에 따라 오리지널 제품의 매출 비중 확대에 생산성 개선과 ASP 상승이 기대된다. (1) 특수화 대비 단순한 신발 형태로 제조가 용이한 만큼, 생산성 향상이 가능하고, (2) 코어 제품 (ASP \$9~14) 대비 높은 \$20의 단가로 향후 ASP 상승이 가능하다. '25년은 스테디셀러 생산 확대에 24년 평균 ASP 19,507원 대비 상승한 ASP 20,900원으로 기록할 것으로 전망한다. (오리지널 비중 40% 시, ASP 21,600원 전망)

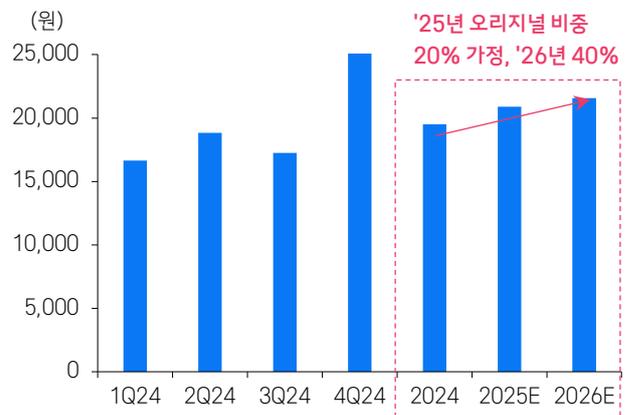
현재 동사의 스테디셀러(오리지널 섹션 - 삼바, 가젤, 스탠스미스 등) 매출 비중은 5% 수준이며, 아디다스 코어(중저가 라인)가 50%, 런닝화 20%, 특수화(스포츠용)가 20%의 매출 비중을 차지하고 있다. 중장기적으로는 코어 제품 비중을 30%까지 낮추며, 오리지널 제품 비중을 40%까지 확대할 계획이다. ('25년 말 오리지널 비중 타겟은 20%)

제품별 ASP



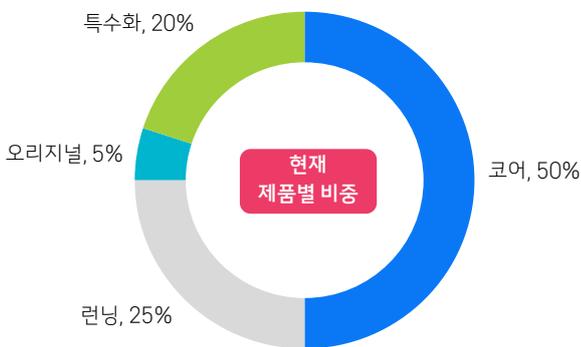
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

완제품 ASP 추이 및 전망



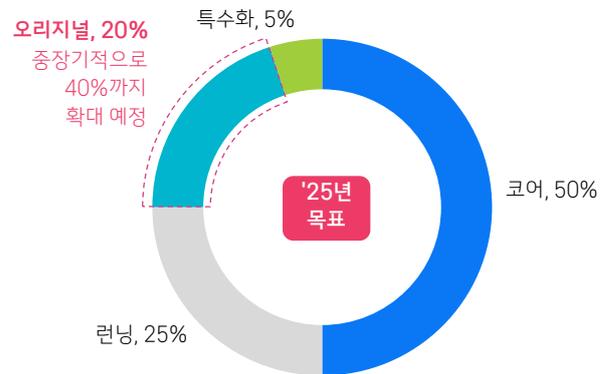
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

현재 아디다스 제품별 매출 비중



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

2025년 말 아디다스 제품별 매출 비중 전망



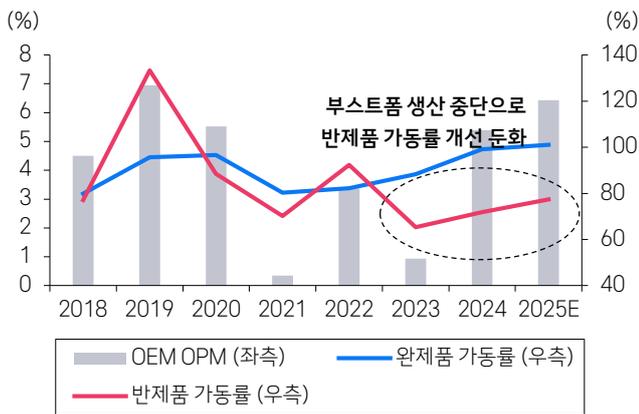
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

2-3. 가동률 상승에 따른 레버리지 효과로 이익률 개선

전방 매출 성장에 따른 가동률 상승으로 영업이익률을 '25년 6.0%까지 개선될 전망이다. (vs. '23년 1.1%, '24년 5.1%) '24년은 가동률이 완제품 99%, 반제품 77.4%까지 회복되며, 5.1% 이익률을 기록했다. 또한 '25년도 가동률 상승에 따른 레버리지 효과로 인해 OEM 마진은 개선 전망하며, 특히 현재 반제품 가동률이 회복되지 못함에도 영업이익이 빠르게 회복되는 점은 긍정적이다.

참고로 동사의 '25년 영업이익률 추정치 6.0%는 과거 7% 이상의 영업이익률을 달성했던, '17,'19년 (영업이익률 7.6%, 7.1%)도 대비 소폭 낮은 수준이다. 동사는 신발 밑창에 들어가는 반제품인, '부스트폼'을 직접 생산하는데, 당시에는 이지(Yeezy) 부스트 제품(부스트폼 적용)이 인기로 완제품과 반제품 가동률이 동시 상승하며 이익률이 큰 폭으로 개선되었다. 다만, 현재는 트렌드가 부스트폼이 적용되지 않는 스테디셀러 중심으로 부스트폼 생산 법인 매출은 감소세에 있으나, 올해에는 100% 이상의 완제품 가동률이 기대되는 만큼, 이익 개선 가능하다고 판단한다.

OEM 영업이익률 및 가동률 추이



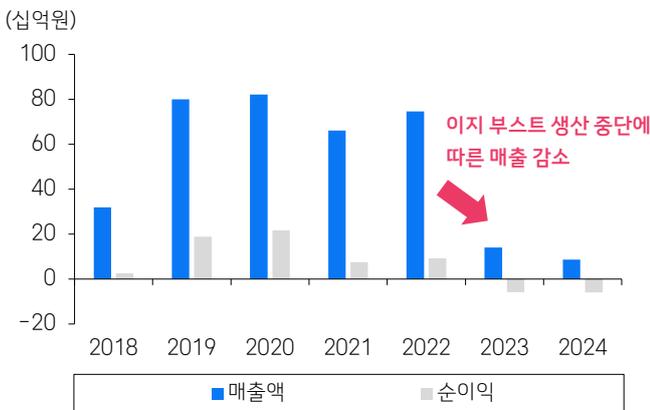
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

매출액 대비 고정비 비중 추이



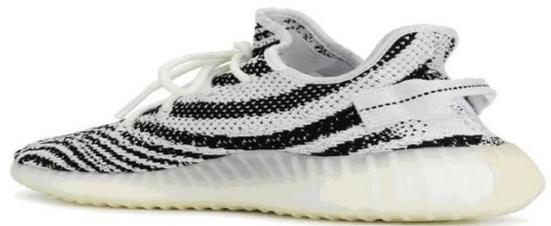
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

부스트폼 생산 법인(HSpolytech) 매출액 및 순이익 추이



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

부스트폼 미드솔 적용된 아디다스 제품 예시



참고: 인솔(깔창, 발바닥이 닿는 부분), 아웃솔(밑창, 지면과 닿는 부분), 미드솔(중창)은 인솔과 아웃솔 사이
자료: 아디다스, 삼성증권

3. 목표주가 11,000 원 (Target PER 10.2), BUY 의견 제시

동사의 높은 EPS 성장세(25E EPS +96.9%)를 고려, BUY 투자 의견과 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 해외 경쟁사인 Yue Yuen과 Feng Tay의 25E 평균 PER 12.8배에 20% 할인한 10.2배를 적용했다. 디스카운트 요인은 (1) 동사의 매출 대부분이 아디다스에 의존하고 있으며, 2) 이에 따른 높은 실적 변동성과 지속적인 이익 창출 여력에 대한 시장의 우려가 존재하기 때문이다.

다만, 동사는 '25년 아디다스의 오더 확대에 매출 성장과 수익성 개선이 전망되며, 25E EPS growth는 96.9%로 높은 성장률을 기록할 전망이다. 이에 따라 2019년 높은 EPS 성장률(화승엔터 + 263.5% vs. Yue yuen -9.5%, Feng tay +25.3%)과 OPM 7.1%를 기록했던 당시, 20~25%의 디스카운트를 받은 것을 고려해, 20% 할인된 멀티플을 적용했다. (Yue Yuen 25E EPS growth -3.7%, Feng Tay +2.5%, 출처: Bloomberg)

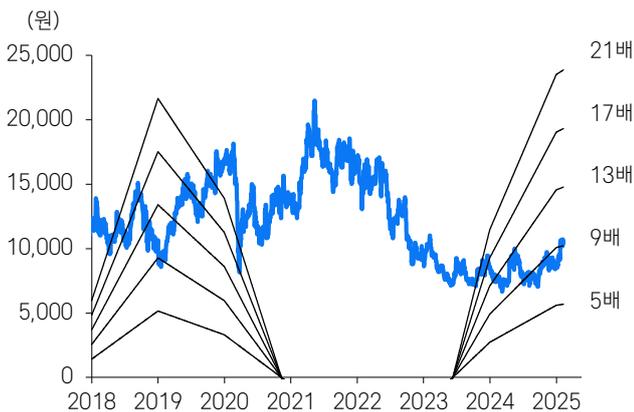
또한 동사는 현재 25E PER 7.3배, PBR 0.8배로 Valuation (적자 구간 제외 PER 4~13배, PBR 0.9~2.2배) 하단에서 거래되고 있다. 즉 현재 주가 수준에서 다운사이드 리스크는 제한적으로 판단되는 반면, 동사의 영업이익률이 7%까지 개선되었던 '19년도의 PER 13.4배 감안 시, 향후 동사의 영업이익률 개선 속도가 Valuation Re-rating의 관건이 될 것으로 전망한다.

목표주가 산정 테이블

구분	2025E	비고
EPS(원)	1,076	2025년 삼성증권 추정 EPS 적용
Target P/E (배)	10.2	글로벌 경쟁사 평균 P/E 멀티플 12.8배에 20% 할인한 10.2배 적용 (동사가 높은 EPS 성장률과 OPM을 기록했던 2019년 평균 디스카운트 20~25%)
목표주가 (원)	11,000	

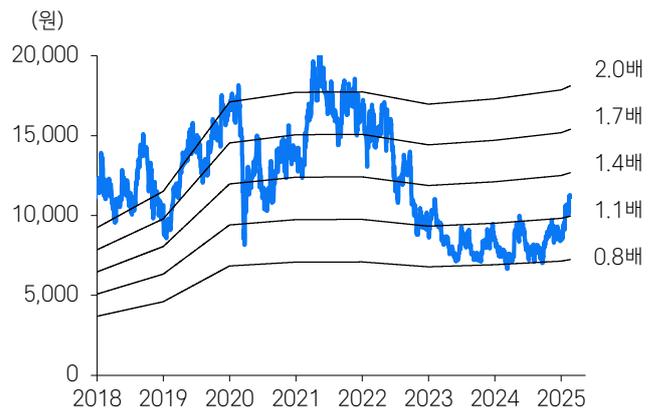
자료: 삼성증권 추정

화승엔터프라이즈 12m FWD PER 밴드



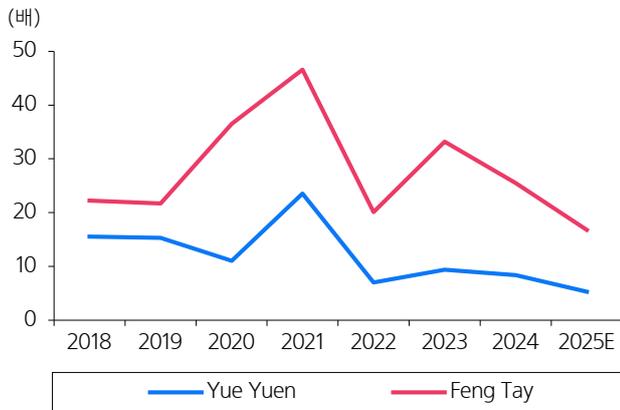
참고: 2025년 5월 16일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

화승엔터프라이즈 12m FWD PBR 밴드



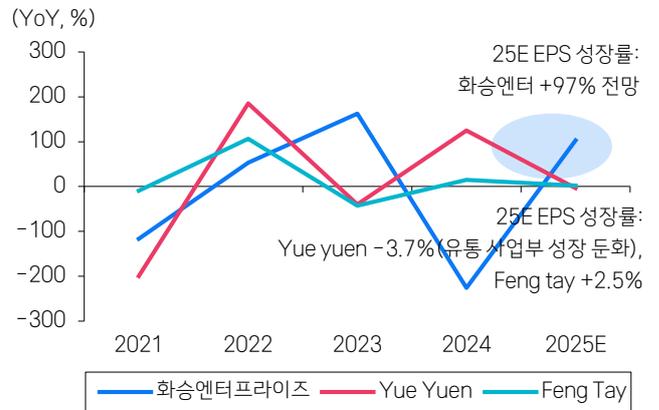
참고: 2025년 5월 16일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

경쟁사 연간 12m forward PER 추이



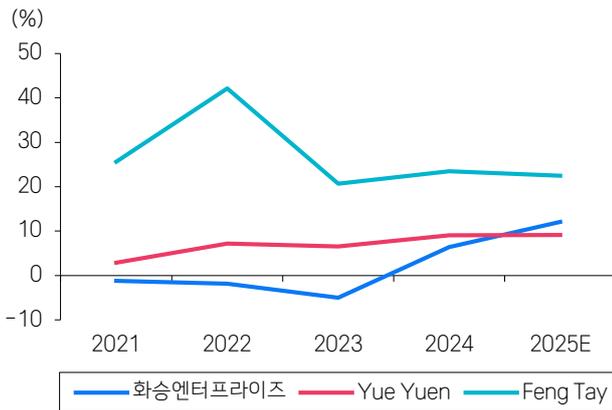
자료: Bloomberg, 삼성증권

EPS growth: 화승엔터 vs. 경쟁사



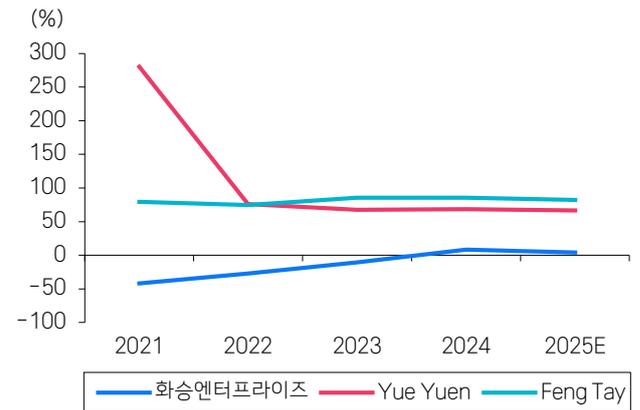
자료: Bloomberg, 삼성증권

ROE: 화승엔터프라이즈 vs. 경쟁사



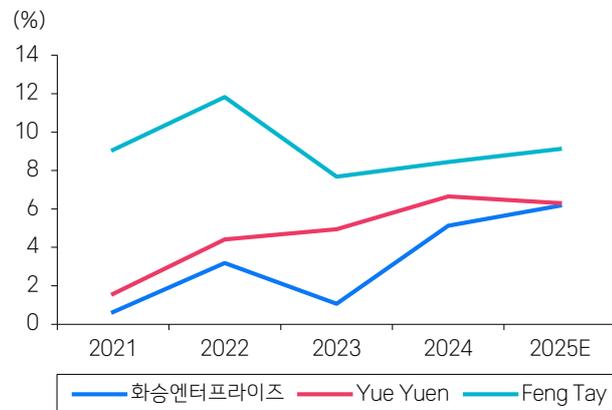
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

배당성향: 화승엔터프라이즈 vs. 경쟁사



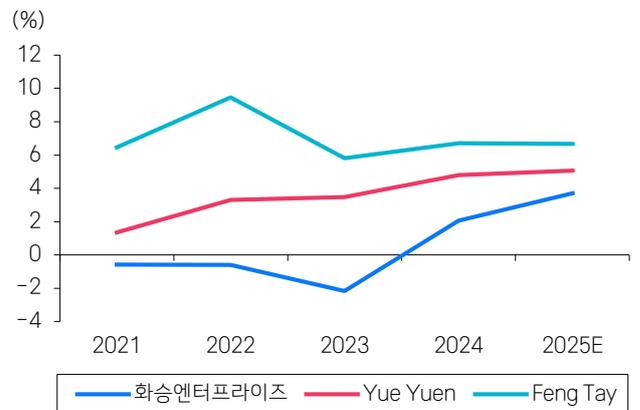
자료: Bloomberg, 삼성증권추정

OPM: 화승엔터프라이즈 vs. 경쟁사



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

NPM: 화승엔터프라이즈 vs. 경쟁사



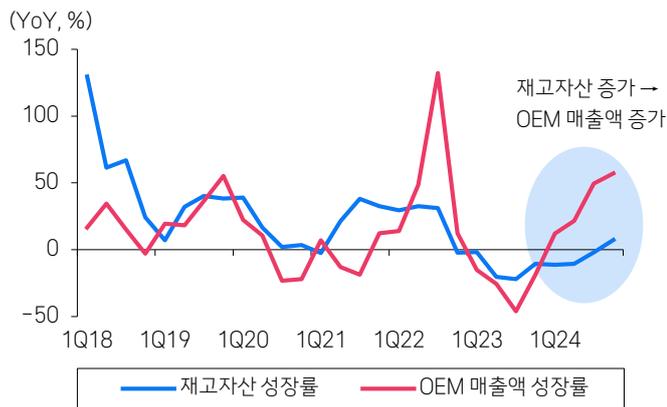
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

4. 매크로 불확실성 확대에도 단기 실적은 견조할 전망

현재 관세 이슈 등 매크로 불확실성 확대되는 구간이나, 단기적으로 '25년 상반기 매출액은 전년 대비 20% 성장할 것으로 전망한다. (1) 4Q24 재고자산은 YoY +7.3% 증가(재고자산 증가는 다음 분기의 매출 성장을 의미), 1Q25 재고자산 또한 YoY +5.3% 성장했다. (2) 아디다스 신발 1위 벤더사인, 'Yue Yuen'이 '25년 상반기 월별 매출액 성장 ('25년 1월 Yue Yuen 매출액 YoY +1.1%, 2월 +14.9%, 3월 +3.5%, 4월 +10.5%) 이어가고 있다.

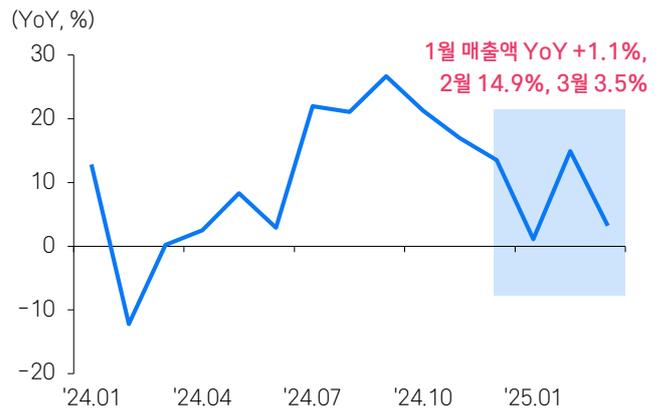
아디다스의 보수적인 가이드선 우려에도 불구하고, 동사는 올해에도 높은 실적 개선세를 보일 전망이다. 아디다스 2025년 블룸버그 컨센서스 (매출 +double digit y-y, 영업이익 21억 유로) 대비 낮은 가이드선(매출 +HSD y-y, 영업이익 17억~18억 유로)를 발표했다. 그러나 이는 미국 관세 영향과 소매 경기 둔화에 대한 우려를 반영한 보수적인 수치인 가운데, 여전히 HSD의 매출 성장은 동사의 '25년 실적을 견인할 수 있을 것으로 판단한다. ('24년 아디다스 매출 +10.5%, Footwear 매출 +15.7% 성장 → 화승 '24년 매출액 +32.6%)

화승엔터프라이즈 재고자산 증감률 및 OEM 매출액 성장률



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

Yue Yuen 월별 OEM 매출액 성장률 추이

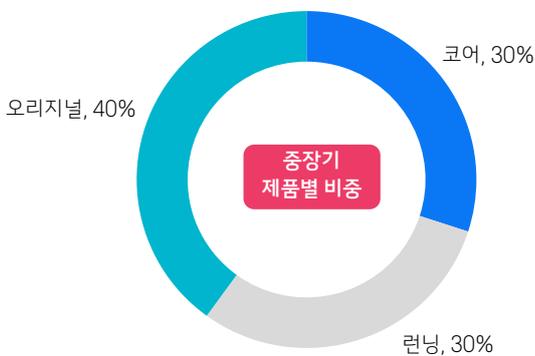


자료: Yue Yuen, 삼성증권

중장기적으로 원브랜드 리스크도 완화

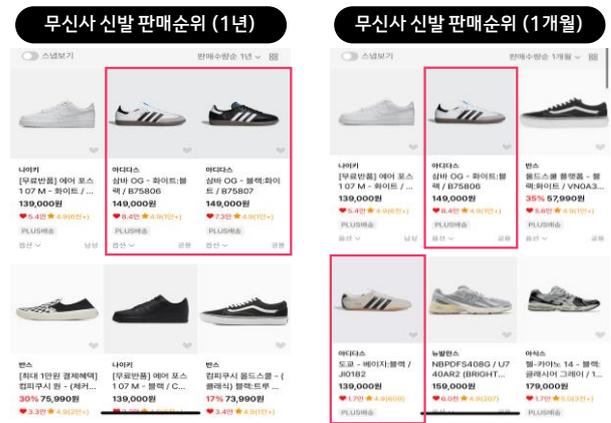
한편 동사는 아디다스 신발 매출 비중이 90% 이상으로 원브랜드 리스크가 제기되고 있다. 다만, 단기적 실적 우려는 과도하다고 판단. 이에 대한 이유는 동사는 1) 아디다스 신발 외 모자, 의류 등으로 나이키 등 고객을 확대하고 있으며, 2) 현재 아디다스 내 생산 제품군을 다양화 하면서 리스크에 대응함으로써 향후 제품별 유사한 매출 비중을 가져갈 계획이다. 또한 3) 오리지널 제품은 스테디셀러로 유행과 계절을 크게 타지 않는 디자인으로 매출 변동성이 크지 않기 때문에, 중장기적으로는 해당 리스크도 점차 완화될 전망이다.

중장기 제품별 매출 비중 목표



자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권

아디다스 오리지널 라인: 플랫폼 내 판매 상위 랭킹 유지



자료: 무신사 삼성증권

2025. 5. 20

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,214	1,610	1,903	2,109	2,237
매출원가	1,050	1,388	1,646	1,820	1,923
매출총이익	163	222	258	289	314
(매출총이익률, %)	13.5	13.8	13.5	13.7	14.0
판매 및 일반관리비	150	139	143	153	159
영업이익	13	83	115	136	155
(영업이익률, %)	1.1	5.1	6.0	6.4	6.9
영업외손익	-32	-42	-33	-26	-19
금융수익	13	20	20	23	25
금융비용	40	43	46	41	36
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-5	-18	-8	-8	-8
세전이익	-19	41	81	110	136
법인세	7	6	15	19	24
(법인세율, %)	-35.6	15.8	18.0	17.6	17.6
계속사업이익	-25	34	67	90	112
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	-25	34	67	90	112
(순이익률, %)	-2.1	2.1	3.5	4.3	5.0
지배주주순이익	-26	33	65	88	110
비지배주주순이익	1	1	1	2	2
EBITDA	84	154	188	205	220
(EBITDA 이익률, %)	6.9	9.6	9.9	9.7	9.8
EPS (지배주주)	-434	546	1,076	1,457	1,811
EPS (연결기준)	-417	567	1,100	1,489	1,851
수정 EPS (원)*	-434	546	1,076	1,457	1,811

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	59	81	88	154	173
당기순이익	-25	34	67	90	112
현금유출입이없는 비용 및 수익	115	125	120	114	107
유형자산 감가상각비	67	68	71	66	62
무형자산 상각비	4	3	3	3	3
기타	44	53	46	45	43
영업활동 자산부채 변동	8	-42	-50	-3	-1
투자활동에서의 현금흐름	-56	-41	-43	-27	-26
유형자산 증감	-45	-50	-30	-30	-30
장단기금융자산의 증감	-3	10	-17	-1	-0
기타	-8	-1	4	4	4
재무활동에서의 현금흐름	-67	-56	-117	-84	-84
차입금의 증가(감소)	-60	93	-113	-80	-80
자본금의 증가(감소)	-1	-40	0	0	0
배당금	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-3	-106	-2	-2	-1
현금증감	-62	-6	-73	43	63
기초현금	183	121	116	42	86
기말현금	121	116	42	86	149
Gross cash flow	90	159	186	204	220
Free cash flow	5	29	58	124	143

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	647	747	797	847	912
현금 및 현금등가물	121	116	42	86	149
매출채권	107	184	220	222	222
재고자산	263	282	337	340	341
기타	155	165	198	199	200
비유동자산	714	791	748	709	674
투자자산	9	10	11	11	11
유형자산	565	614	573	537	505
무형자산	41	42	38	35	33
기타	98	125	125	125	125
자산총계	1,361	1,538	1,545	1,555	1,586
유동부채	719	900	839	762	683
매입채무	145	228	272	274	275
단기차입금	457	563	463	363	263
기타 유동부채	117	109	104	124	144
비유동부채	82	74	78	78	78
사채 및 장기차입금	39	26	26	26	26
기타 비유동부채	43	48	52	52	52
부채총계	801	974	917	840	761
지배주주지분	514	524	587	672	779
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	169	129	129	129	129
이익잉여금	140	200	263	348	455
기타	174	165	165	165	165
비지배주주지분	45	40	41	43	45
자본총계	559	564	628	715	825
순부채	376	485	428	304	161

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-26.6	32.6	18.2	10.8	6.0
영업이익	-75.5	537.0	38.7	18.7	14.4
순이익	적지	흑전	94.0	35.4	24.3
수정 EPS**	적지	흑전	96.9	35.4	24.3
주당지표					
EPS (지배주주)	-434	546	1,076	1,457	1,811
EPS (연결기준)	-417	567	1,100	1,489	1,851
수정 EPS**	-434	546	1,076	1,457	1,811
BPS	8,485	8,652	9,683	11,095	12,860
DPS (보통주)	45	45	45	45	45
Valuations (배)					
P/E***	n/a	15.8	7.3	5.4	4.3
P/B***	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.1	6.8	5.0	4.0	3.1
비율					
ROE (%)	-5.0	6.4	11.7	14.0	15.1
ROA (%)	-1.8	2.4	4.3	5.8	7.1
ROIC (%)	1.8	7.0	8.9	10.8	12.8
배당성향 (%)	-10.4	8.2	4.2	3.1	2.5
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
순부채비율 (%)	67.3	86.0	68.2	42.6	19.5
이자보상배율 (배)	0.4	2.1	2.6	3.5	4.6

COMPANY UPDATE

2025. 5. 20

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyein.lee@samsung.com

종목 정보

BUY

목표주가 15,000원 46.6%

현재주가 10,230원

시가총액 4,092.0억원

주식수 (유동주식 비중) 40,000,000주 (32.8%)

52주 최저/최고 9,850원/23,600원

60일-평균거래대금 12.5억원

수익률

1개월 6개월 12개월

한세실업 (%) -4.7 -24.7 -54.1

Kospi 지수 대비 (%pts) -9.1 -28.5 -52.0

주요 전망치 변화

(원) 신규 기존 증감

투자의견 BUY Not Rated

목표주가 15,000 n/a n/a

2025E EPS 2,385 n/a n/a

2026E EPS 3,291 n/a n/a

컨센서스

커버 증권사 수 6

목표주가 15,833

추천 점수 3.8

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

한세실업 (105630)

생산성 향상으로 투자릿수 OP 마진 전망

- 미국 마트 바이어와 브랜드사의 의류 제조 OEM
- 베트남에 이어 중남미 수직계열화 비중 확대와 이에 따른 생산성 향상으로 10%대의 OPM 달성 전망
- 낮아진 주가 수준과 중장기적인 수익성 개선 기대, 목표주가 15,000원 (Target PER 6.3배), BUY 제시

WHAT'S THE STORY?

기업개요: 1982년 설립된 의류 OEM 기업으로 겹, 아에로포스테일, 칼하트, 아메리칸 이글 등 브랜드사와 타겟, 월마트, 콜스 등 마트 바이어의 의류 제조를 담당하고 있다. 주요 생산 거점은 베트남, 인도네시아와 니카라과, 과테말라, 아이티 등으로 연간 약 4억 장의 의류 생산이 가능하다. 특히 1998년 니카라과에 생산 법인을 설립, 미국 시장과의 지리적 근접성과 생산지 다변화를 위해 남미 시장에 진출했다. 이후 과테말라와 아이티 등으로 생산 거점을 확대했다. 과테말라는 원단 생산부터 봉제까지 수직계열화 진행 중으로, '26년부터 원단 염색 공장과 방적공장이 본격 가동 예정이다.

수직계열화 비중 확대로 10% OPM 달성까지: 2025년 연간 매출 1.90조원(YoY +6.1%), 영업이익 1,426억원 (+0.3%, OPM 7.5%) 추정, 다만 '26년에는 투자릿수 OP 마진(OPM 10.0%)을 전망한다. 수익성 개선을 예상하는 이유는 다음과 같다.

(1) 원단 가공 전문 법인, C&T Vina의 제3공장 가동 본격화: 원단 염색 공장, C&T Vina (베트남)의 3공장이 작년 12월부터 개시했다. 올해는 본격적인 가동률 상승으로 1) 생산 가능 원단 capa 50% 증가(기존 1,2 공장 원단 합산 10만kg/일 생산 + 3공장 5만kg/일)와 2) 이에 따른 원단 생산-봉제 수직계열화 비중 확대로 수익성 개선이 기대된다. ('21년, '22년 매출원가율 84.9%, 84.7% → '23년 81.2%, '24년 82.8%).

(2) '26년부터는 과테말라 수직계열화 확대로 투자릿수 OP 마진 기대: 중남미 원단 염색 공장인 'C&T 과테말라'와 방적공장, 'Ecospin'이 '26년 2분기 이후 가동 예정이다. 중남미는 베트남에 이은 두번째 주요 생산 거점으로 1) 향후 수직계열화 확대와 2) 기존 일반 원면이 아닌 화섬(주로 스포츠용 원단) 생산으로 ASP 상승에 기여하는 만큼, '26년에는 투자릿수 OPM 달성을 기대한다. ('26년 OPM 10% 기록 추정). 비록 현재 전망 소매 판매 회복이 더딘 것은 아쉬우나, 자체적인 수익성 개선 노력과 향후 업황 회복 시 레버리지 효과에 따른 추가적인 수익 개선 전망한다.

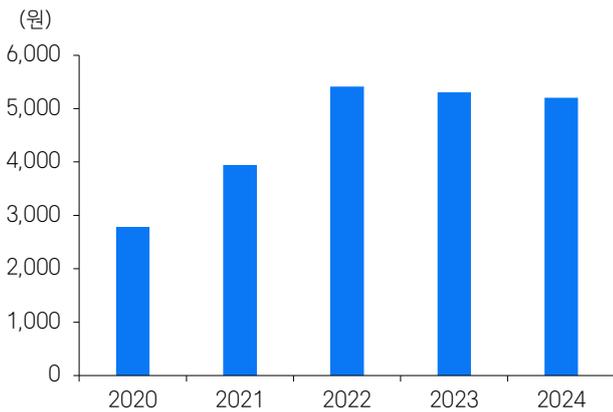
중장기적인 수익성 개선 기대, 목표주가 15,000원 제시: 미국 소매 판매 회복이 더딘 상황이나 중장기적으로 베트남과 과테말라 수직계열화 비중 확대를 통한 수익성 개선 전망, BUY 투자 의견과 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 글로벌 기업 평균 PER에서 65% 디스카운트한 6.3배 적용, 현재 25E PER 4.5배, PBR 0.6배로 역사적 밸류에이션 하단에서 거래되는 만큼 다운사이드 리스크는 제한적이며, 향후 수익성 개선이 주가 Re-rating이 관건이 될 것이다.

1. 기업개요

1982년 설립된 의류 OEM 기업으로 겹, 아에로포스테일, 칼하트, 아메리칸이글 등 브랜드사와 타겟, 월마트, 콜스 등 마트 바이어의 의류 제조를 담당하고 있다. 주요 생산 거점은 베트남, 인도네시아와 니카라과, 과테말라, 아이티 등으로 연간 약 4억 장(외주 공장 포함)의 의류를 생산할 수 있는 Capa를 확보하고 있다. 특히 1998년 니카라과에 생산 법인을 설립, 미국 시장과 지리적 근접성과 생산지 다변화를 위해 본격적으로 남미 시장에 진출했다. 이후 과테말라와 아이티 등으로 생산 거점을 확대했다.

과테말라에 원단 염색 공장인 'C&T 과테말라'와 방직 공장인 'HANSAE ECOSPIN' 설립 중으로, 향후 원사 생산부터 봉제까지 수직계열화 비중 확대할 계획이다. 또한 기존 캐주얼 의류 제품에 사용되는 니트 제품 생산을 넘어 (니트 제품 생산 비중 90% 이상), '24년 9월 미국의 액티브웨어 원단 제조 기업, '텍솔리니' (주요 고객사: 뉴발란스, 챔피언, 파타고니아, 알로요가 등)를 인수하며 액티브웨어, 수영복, 요가복 등 생산 품목 다변화에 나섰다. 해당 인수는 중남미 수직계열화의 일환으로 진행되었으며, 향후 과테말라 내 애슬레저 원단 생산 공장 증설로 품목 다변화와 단가 상승에 나설 계획이다.

연간 ASP 추이



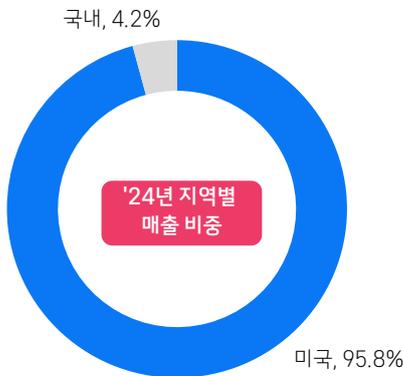
자료: 한세실업, 삼성증권

연간 의류 생산량 추이



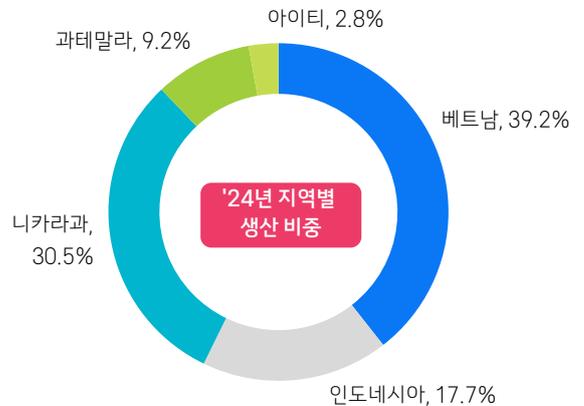
자료: 한세실업, 삼성증권

지역별 매출액 현황



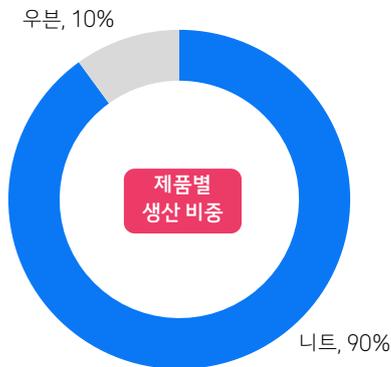
자료: 한세실업, 삼성증권

지역별 생산 비중



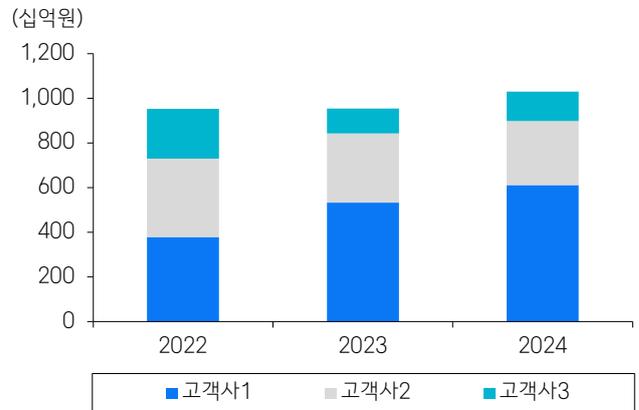
자료: 한세실업, 삼성증권

니트/우븐 생산 비중



자료: 한세실업, 삼성증권

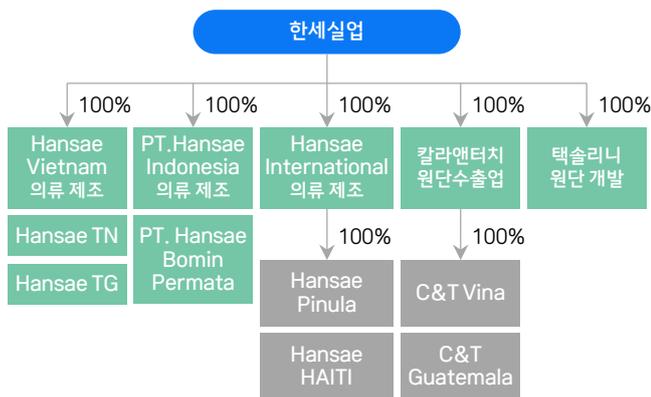
상위 3개 고객사 매출액 합계 추이



자료: 한세실업, 삼성증권

한편 한세실업은 1982년 설립됐으며, 2000년대 중반까지 의류 OEM 사업을 영위함과 동시에 온라인 서점인 예스24, 패션 브랜드(TBJ, NBA) 등으로 사업을 확장했다. 다만, 사업 간 비즈니스 모델 차이로 사업 구조가 복잡해짐에 따라 운영 효율성 개선을 위해 2009년 지주회사 체제로 전환했다. 기존의 한세실업은 분할 후 지주회사인 '한세예스24홀딩스'로, 의류 제조 사업은 사업 회사인 '한세실업'이 담당하게 됐다. 현재 한세예스24홀딩스는 한세실업의 OEM 사업 외 한세엠케이(캐주얼, 유아동 의류 판매), 예스24(온라인 도서 판매) 등의 사업을 영위하고 있다.

한세실업 지배구조



자료: 한세실업, 삼성증권 정리

한세예스24홀딩스 지배구조



자료: 한세예스24홀딩스, 삼성증권 정리

'24년, 고객사 업황 둔화와 대내외 불확실성으로 실적 부진

한편 당사는 '24년 매출액 1.79조원 (YoY +5.2%), 영업이익 1,422억원 (YoY -15.5%, OPM 7.9%)를 기록했다. 달러 강세와 칼라엔터치의 등 원단 사업 부분이 매출 성장에 기여했다. 다만 수익성은 저마진 위주의 수주와 원가 상승으로 인해 하락했다. ('24년 상반기 오더 확대 대응을 위한 인력 확충에 나섰으나, 예상 대비 오더 회복이 더뎠으며 생산 효율성 악화) 또한 아이티 법인의 생산공장 축소(현지 정치적 불안정성으로 납기 리스크 발생, 아이티 내 3개 공장 중 2개 가동 중지)에 따른 설비자산 손상과 퇴직급여 충당금(인력 구조조정 비용)이 비용 부담으로 작용하며, 4분기 영업이익은 전년 대비 40% 하락한 163억원을 기록했다

매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 한세실업, 삼성증권

아이티 법인 전체 생산량 대비 생산 비중 추이



자료: 한세실업, 삼성증권

2. 수직계열화 비중 확대로 '26년 10% OPM 달성까지

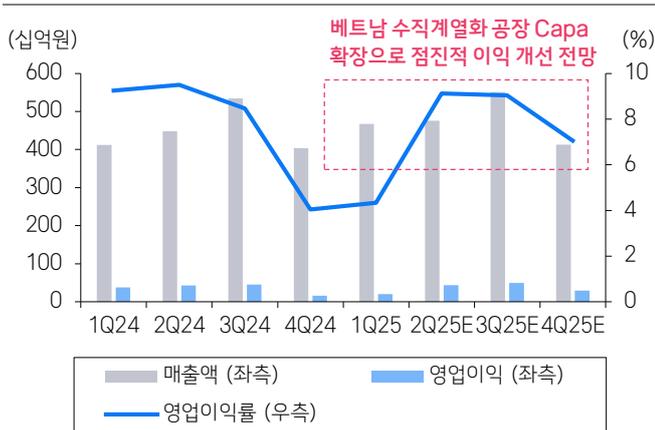
2025년 연간 매출 1.90조원(YoY +6.1%), 영업이익 1,426억원 (+0.3%, OPM 7.5%) 기록할 것으로 전망한다. (1) 원단 염색 공장, C&T Vina (베트남)의 3공장이 작년 12월부터 가동 개시했으며, 올해 본격적인 가동률 상승과 (2) '26년 과테말라 내 애슬레저 원단 생산 및 염색, 방정 공장 가동 예정으로 베트남 외 중남미 수직계열화와 액티브웨어 비중 확대로 수익성 개선 효과가 기대된다. ('26년 OPM 10% 기록 추정). (3) 비록 현재 전방 소매 판매 회복이 더뎠던 매출 성장 폭이 크지 않은 것은 아쉬우나, 자체적인 수익성 개선 노력과 함께, 향후 업황 회복 시 추가적인 수익 개선 전망한다.

한세실업 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	412	448	534	404	467	476	551	413	1,798	1,907	1,988
OEM 사업	399	427	516	383	441	453	532	390	1,726	1,816	1,894
원단 및 기타	13	21	18	21	27	23	19	22	72	90	95
영업이익	38	43	45	16	20	43	50	29	142	143	200
OEM 사업	37	40	43	12	17	41	48	25	133	130	184
원단 및 기타	1	2	2	5	4	2	2	5	9	12	15
순이익	18	22	36	(18)	9	29	35	22	58	95	132
매출액 대비 (%)											
영업이익	9.3	9.5	8.5	4.0	4.3	9.1	9.0	7.1	7.9	7.5	10.0
OEM 사업	9.4	9.5	8.4	3.1	3.8	9.1	9.0	6.3	7.7	7.2	9.7
원단 및 기타	5.2	10.3	10.8	21.1	14.0	9.4	10.2	20.5	12.7	13.7	15.9
순이익	4.4	5.0	6.7	(4.4)	2.0	6.0	6.4	5.4	3.2	5.0	6.6

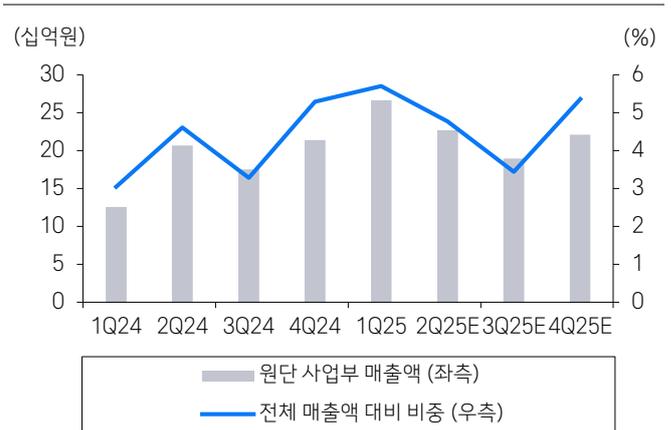
자료: 삼성증권 추정

전사 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 한세실업, 삼성증권 추정

원단 사업부의 매출 비중 상승 전망



자료: 한세실업, 삼성증권 추정

2-1. 베트남 원단 생산 공정, C&T Vina 3공장 가동 본격화

원단 염색, 워싱 등 후가공 전문 법인, C&T Vina의 제3공장 가동이 본격화된다. 3공장 가동으로 인해 (1) 염색 가능 원단 capa 50% 증가(1,2 공장 원단 10만kg/일 + 3공장 5만kg/일)와 (2) 향후 원단 생산-봉제 수직계열화 비중 확대로 수익성 개선이 기대된다. OEM 산업은 바이어 중심의 마켓으로, 전방 고객사와의 협상을 통한 마진 개선에는 한계가 있으며, 특히 동사는 중저가 중심의 니트 제품을 생산하고 있는 만큼 가격 전가가 어렵다.

따라서 동사는 자체적인 생산성 개선과 원가 절감을 위해 '13년 원단 염색, 워싱 등 원단 가공을 담당하는 'C&T Vina'를 인수했으며 해당 공정을 기반으로 '14년 원단 전문법인, '칼라앤티치'를 설립했다. 현재 C&T Vina는 한세실업의 봉제 공장으로서 출고되는 원단과 이외 기타 고객사를 위한 원단 후가공을 담당하고 있으며, 현재 전체 매출액 중 약 65%가 한세실업항으로 추정된다.

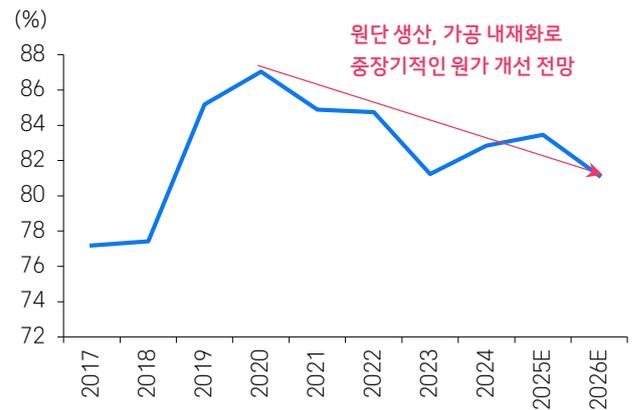
기존 C&T 1,2 공장을 통해 '자체 원단 생산-봉제' 수직계열화를 이루며 매출원가율 개선을 이룬 만큼 ('21년, '22년 매출원가율 84.9%, 84.7% → '23년 81.2%, '24년 82.8%), 이번 3공장 가동으로 자체 원단 생산 내재화를 통한 원가 개선이 가능할 것으로 판단된다.

한세실업 수직계열화 비중 확대 추세



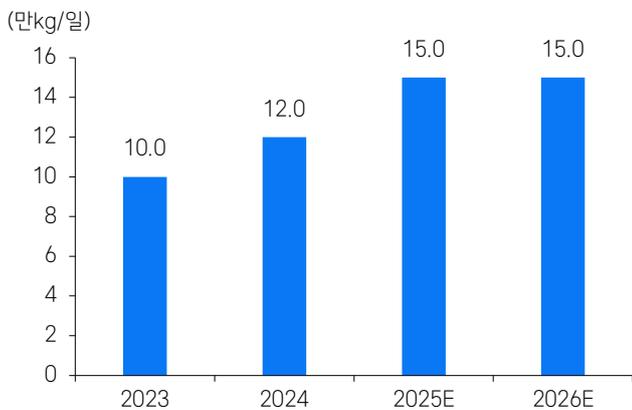
자료: 한세실업, 삼성증권

매출원가율 추이 및 전망



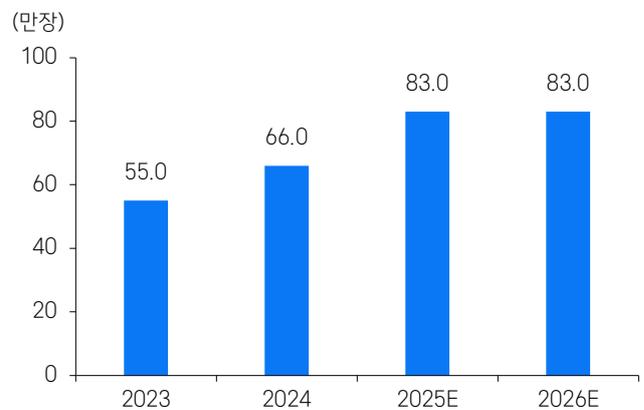
자료: 한세실업, 삼성증권 추정

C&T Vina: capa 추이 및 전망 (염색 가능 원단)



자료: 한세실업, 삼성증권 추정

C&T Vina: capa 추이 및 전망 (티셔츠 생산량)



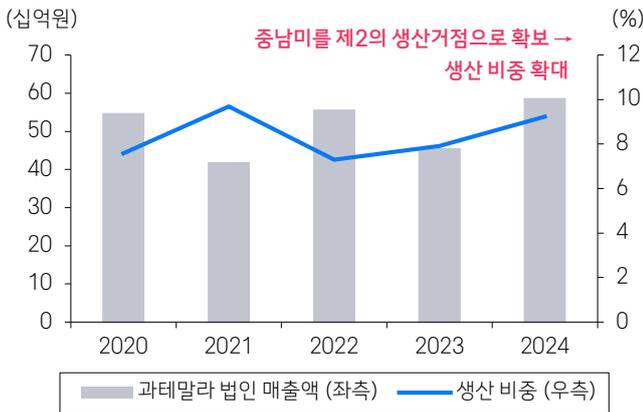
참고: 반팔 티셔츠 무게 180g 가정
자료: 한세실업, 삼성증권 추정

2-2. 제2의 생산거점, 중남미 수직계열화

과테말라는 C&T Vina의 성공 모델을 기반으로, 수직계열화를 진행하는 제 2의 거점이다. 동사는 2005년 과테말라에 첫 진출하며 생산기지를 확보했고, 이후 '22년부터 수직계열화를 위해 투자를 확대했다. ('26년까지 1억 7천만 달러 투자 계획) 이에 따라 원단 염색 공장인 C&T 과테말라와 방직 공장인 HANSAE ECOSPIN이 현재 설립 중으로, '26년 2분기부터 본격적인 가동 예정이다.

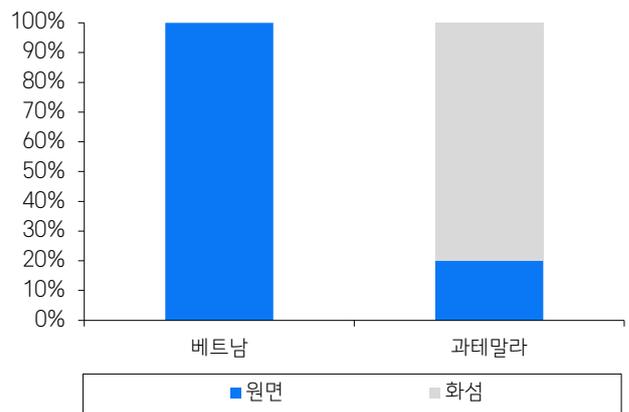
과테말라 수직계열화가 기존 베트남과 차별화되는 점은 베트남은 원면 중심이나, 과테말라는 화섬 원단 등 액티브웨어에 주로 사용되는 원단 생산에 집중한다. 과테말라는 작년 8월 인수한 텍솔리니(미국 섬유 제조 기업)의 합성섬유 제조 기술을 기반으로 화섬 원단 생산을 담당하며, 향후 (1) 액티브웨어 고객사 신규 확보, (2) 고단가인 화섬 제품 생산 비중 확대로 ASP 개선에 기여할 전망이다. (*'24년 8월 미국의 섬유 제조 기업, '텍솔리니' 인수. 텍솔리니는 합성섬유 원단 제작, 염색, 연구개발 등 담당하며 주요 고객사로 파타고니아, 뉴발란스, 챔피언, 알로 요가 등 보유하고 있다.)

한세실업 과테말라 생산 비중 추이



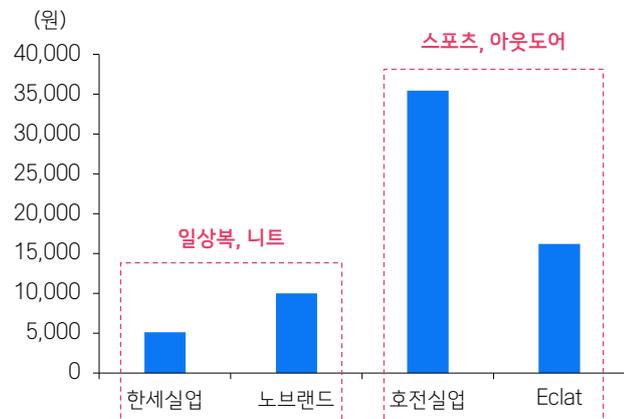
자료: 한세실업, 삼성증권

베트남 - 원면 생산 / 과테말라 - 화섬 생산에 집중



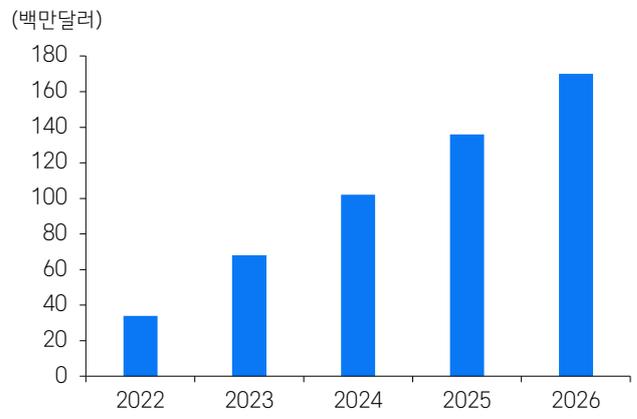
참고: 원면(천연섬유, 일상복), 화섬(합성섬유, 스포츠웨어 및 기능성)
 자료: 한세실업, 삼성증권

생산 품목에 따른 기업별 ASP 차이



자료: 각 사, 삼성증권

과테말라 수직계열화 관련 capex 투자 추이 (누적)



자료: 한세실업, 삼성증권

2-3. 길어지는 미국 의류 소매 판매 회복

비록 현재 전방 소매 판매 회복이 더딘 것은 아쉬운 상황이다. '24년에는 재고 비축을 위한 오더 확대가 나타날 것으로 전망했으나, 1) 주요 고객사들의 매출 성장 둔화, 2) 관세 우려로 인한 소극적 재고 운영으로 동사의 달려 기준 오더는 '24년에도 지속적으로 감소했다. (1Q24 -3.5%, 2Q24 -0.9%, 3Q24 -0.5%, 4Q24 +3.6%, 1Q25 +1.1%).

또한 '25년 1분기 매출액 4,673억원 (YoY +13.5%)을 기록. (1) 고단가 브랜드 비중 확대로 인한 ASP 상승(YoY +13.9%)과 (2) 원단 생산 법인인 '칼라엔터치' 매출액이 623억원 (+85.2%)을 기록하며 매출 상승에 기여했으나, 전체적인 출하량은 전년 대비 1.1% 성장에 그쳤다. 따라서 향후 본격적인 오더 회복은 관세 불확실성이 완화되고, 고객사 재고 비축 사이클이 도래하는 시점에서 가능할 것으로 판단된다.

미국 의류 도매 시장 추이



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
 자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 소매 의류 시장 추이



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
 자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 고객사 Re-stocking 수요 추이

(백만원)	Walmart	Target	Kohl's	GAP	AEO
1Q21	(9.8)	0.6	85.1	99.8	76.9
2Q21	(13.8)	(17.3)	29.2	41.0	15.6
3Q21	(6.6)	(4.3)	14.6	1.1	(8.6)
4Q21	(25.2)	(21.1)	(12.6)	(4.1)	(19.8)
1Q22	(29.7)	(39.1)	(44.5)	(28.6)	(44.2)
2Q22	(17.1)	(32.6)	(55.7)	(36.3)	(36.1)
3Q22	(3.8)	(11.1)	(40.8)	(11.5)	(10.5)
4Q22	7.2	4.2	(11.4)	(10.6)	(6.5)
1Q23	14.6	17.0	1.7	0.7	10.8
2Q23	11.1	12.4	9.2	6.4	7.5
3Q23	6.4	9.7	7.8	5.4	8.4
4Q23	8.7	13.6	8.6	9.6	2.7
1Q24	8.8	3.9	7.3	4.2	(3.2)
2Q24	6.7	3.4	5.1	1.4	3.3
3Q24	6.5	(1.9)	(5.2)	(6.4)	(5.5)
4Q24	1.3	(10.3)	(11.6)	(12.4)	(3.8)

자료: Bloomberg, 삼성증권

3. 목표주가 15,000 원, BUY 의견 제시

미국 소매 판매 회복이 더딘 상황이나 중장기적으로 베트남과 과테말라 수직계열화 비중 확대를 통한 수익성 개선 전망, BUY 투자 의견과 목표주가 15,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 해외 경쟁사인 Eclat과 Makalot의 25E 평균 PER에 65% 할인한 6.3배를 적용했다. 동사는 '18년부터 글로벌 경쟁사 대비 40% 이상의 디스카운트를 받아왔다. 이에 대한 요인은 (1) 경쟁사 대비 낮은 ROE, (2) 낮은 배당 성향에 더해 (3) 최근에는 미국 소매 판매 둔화와 관세 부과 우려로 인해 '25년 디스카운트는 75%까지 확대됐다.

다만, 현재 동사는 베트남과 과테말라에 수직계열화 공정 가동으로 '26년까지 두자릿수 영업이익률 달성이 기대되는 상황이다. 이에 따라 동사가 높은 OPM을 기록했던 '22년(OPM 8.1%), '23년(9.8%) 당시, 평균 45%~60%의 디스카운트를 고려, 글로벌 평균 PER 18.0배에 65% 할인한 6.3배를 적용했다.

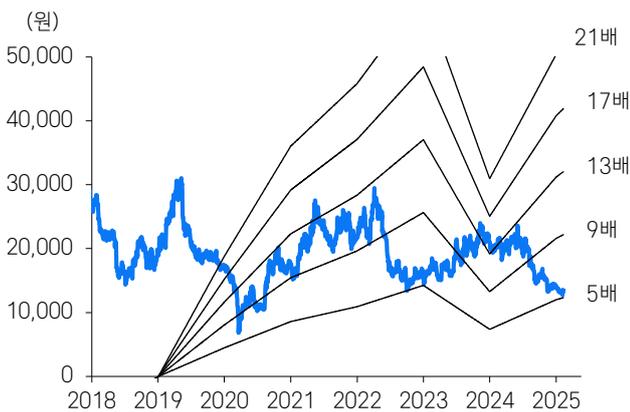
또한 동사의 현재 멀티플은 25E PER 4.5배, PBR 0.6배로 관세 정책 발표 이후 낮아진 주가로 Valuation ('14년 이후 멀티플: PER 3.7~24.3배, PBR 0.48~5.28) 하단에서 거래되고 있다. 따라서 현재의 주가 수준에서 다운사이드 리스크는 제한적이고 자체적인 수익성 개선 노력이 영업이익률 상승으로 이어지는 것이 Valuation Re-rating의 관건이 될 것으로 전망한다.

목표주가 산정 테이블

구분	2025E	비고
EPS(원)	2,385	2025년 삼성증권 추정 EPS 적용
Target P/E(배)	6.3	2025년 해외 기업 평균 P/E 18.0배에서 65% 할인 (22년, 23년 OPM 8.1%, 9.8%, 당시 평균 디스카운트 45~60%)
목표주가(원)	15,000	

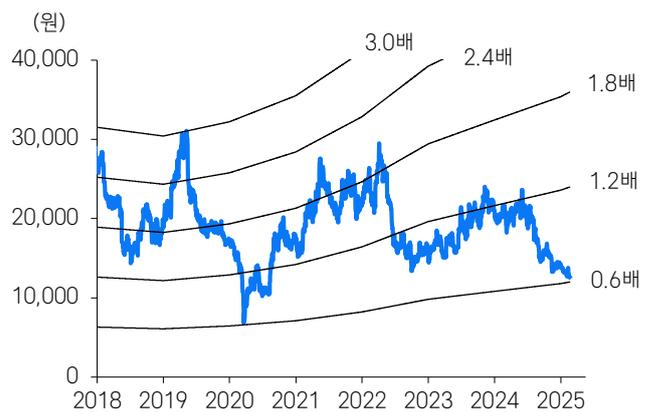
자료: 삼성증권 추정

한세실업 12m FWD PER 밴드



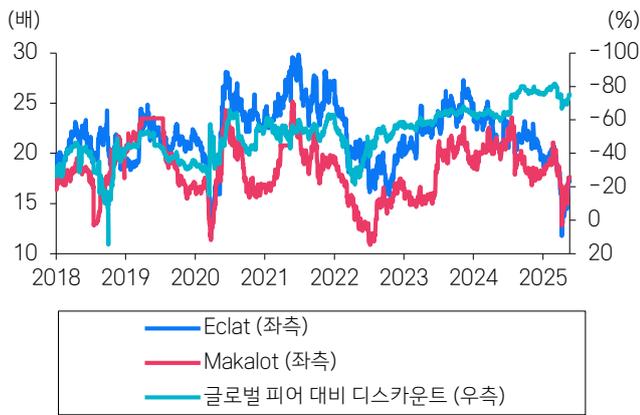
참고: 25년 5월 16일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

한세실업 12m FWD PBR 밴드



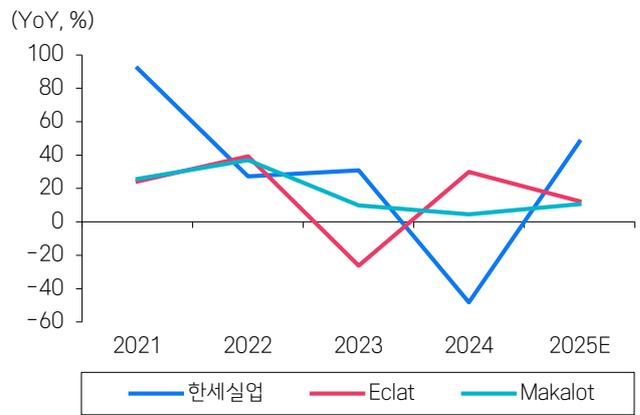
참고: 25년 5월 16일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

경쟁사12m FWD PER 및 한세실업 디스카운트 추이



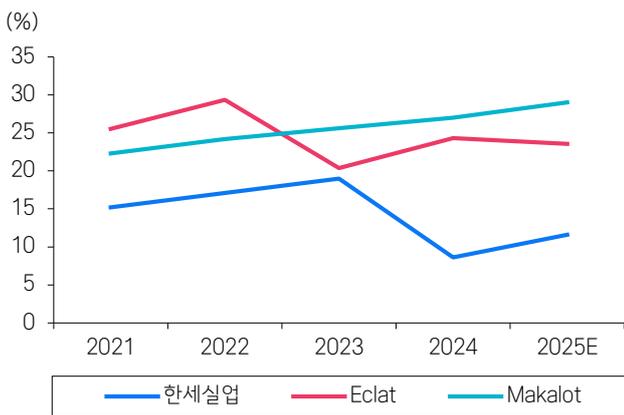
자료: Bloomberg, 삼성증권

EPS growth: 한세실업 vs. 경쟁사



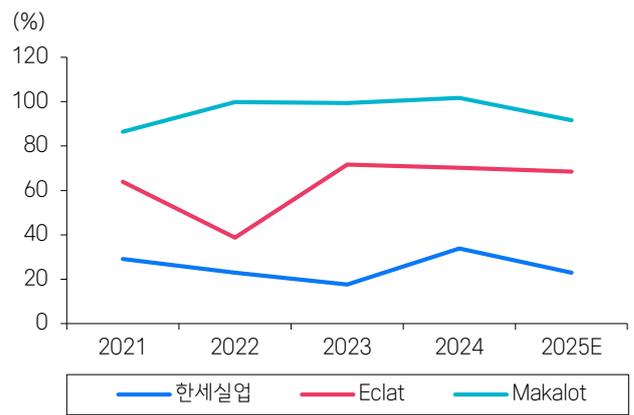
자료: Bloomberg, 삼성증권

ROE: 한세실업 vs. 경쟁사



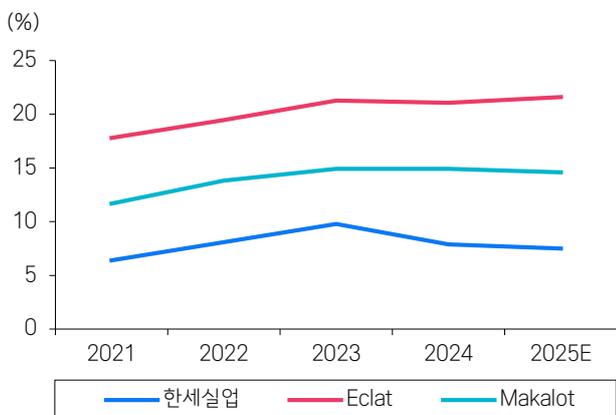
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

배당성향: 한세실업 vs. 경쟁사



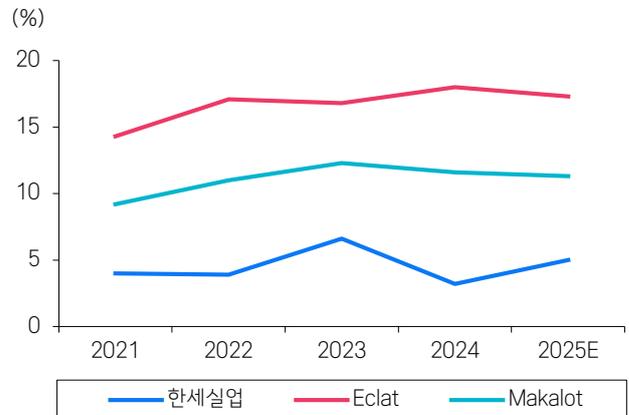
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

OPM: 한세실업 vs. 경쟁사



자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

NPM: 한세실업 vs. 경쟁사



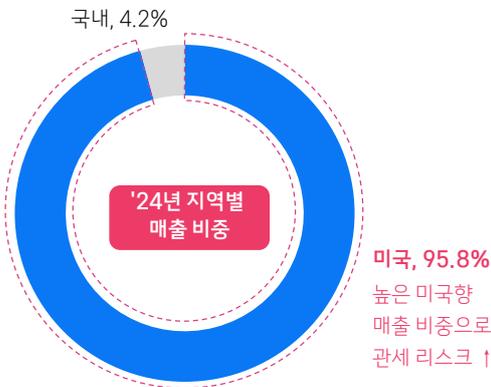
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

4. 리스크: 관세 고려 시, 높은 미국향 매출은 부정적

한세실업은 미국향 매출 비중이 90%로 기타 OEM사 대비 관세 부과에 대한 리스크가 높은 상황이다. 또한 중저가 의류 제품을 생산하는 만큼, 비용 인상에 따른 가격 전가 또한 쉽지 않다.

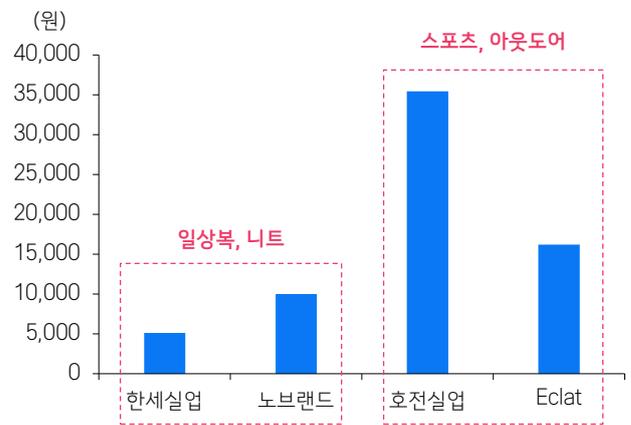
다만, 한세실업은 남미에 생산 시설을 보유하고 있는 만큼, 경쟁사 대비 관세 대응에 용이하다. 상호 관세로 주요 생산지 중 하나인 베트남(상호관세 46%), 인도네시아(32%)에 높은 관세 적용되었으나, 경쟁사와 달리 니카라과(상호관세 18%), 과테말라(10%) 생산으로 일부 관세 리스크를 헤지할 수 있다. (같은 복종을 생산하는 대만 경쟁사, 'Makalot'은 베트남 41%, 인도네시아 39%, 캄보디아 16%에 생산 시설 확보) 또한 과테말라에 추가 증설을 통한 수직계열화에 집중하고 있는 만큼, 향후 과테말라 생산 비중 확대로 미국 시장 접근성 개선과 관세 혜택으로 인한 수주 확대 가능성 있다고 판단한다.

지역별 매출액 비중



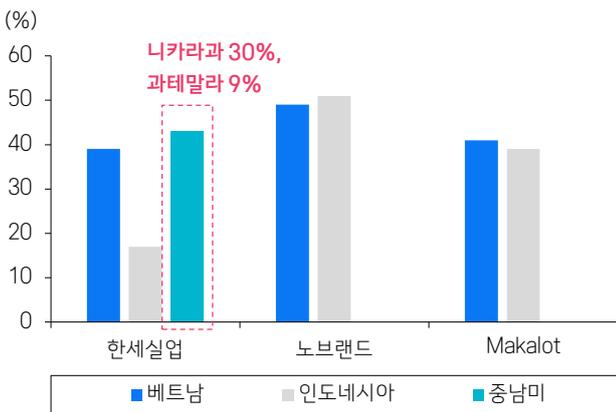
자료: 한세실업, 삼성증권

한세실업: 중저가 의류 생산



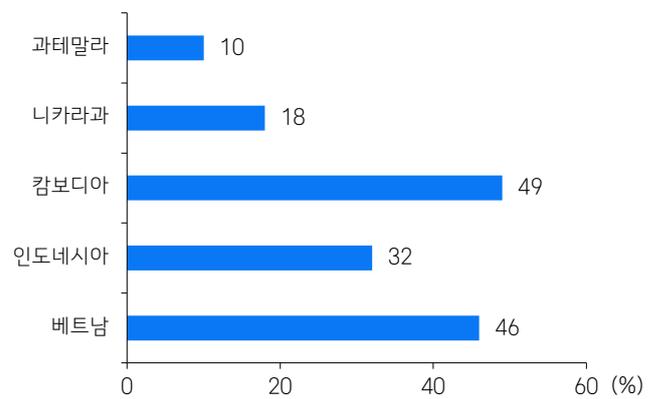
자료: 각 사, 삼성증권

한세실업 및 경쟁사 국가별 생산 비중 현황



자료: 각 사, 삼성증권

국가별 상호관세 현황



자료: 언론보도, 삼성증권

2025. 5. 20

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,709	1,798	1,907	1,988	2,074
매출원가	1,388	1,489	1,591	1,613	1,681
매출총이익	321	308	315	375	393
(매출총이익률, %)	18.8	17.2	16.5	18.9	19.0
판매 및 일반관리비	153	166	173	176	181
영업이익	168	142	143	200	212
(영업이익률, %)	9.8	7.9	7.5	10.0	10.2
영업외손익	-27	-53	-18	-31	-24
금융수익	10	11	17	23	30
금융비용	27	29	30	30	30
지분법손익	0	2	1	2	2
기타	-11	-37	-6	-26	-27
세전이익	141	89	125	169	188
법인세	29	31	29	37	41
(법인세율, %)	20.5	34.5	23.6	22.0	22.0
계속사업이익	112	58	95	132	146
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	112	58	95	132	146
(순이익률, %)	6.6	3.2	5.0	6.6	7.1
지배주주순이익	112	58	95	132	146
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	200	176	184	242	256
(EBITDA 이익률, %)	11.7	9.8	9.6	12.2	12.3
EPS (지배주주)	2,801	1,451	2,385	3,291	3,660
EPS (연결기준)	2,801	1,460	2,385	3,291	3,660
수정 EPS (원)*	2,801	1,451	2,385	3,291	3,660

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	679	688	756	865	991
현금 및 현금등가물	72	69	125	216	323
매출채권	178	205	209	216	222
재고자산	259	303	309	319	329
기타	170	112	113	114	116
비유동자산	558	736	745	754	762
투자자산	239	316	318	322	325
유형자산	218	283	291	297	302
무형자산	11	29	28	27	27
기타	89	108	108	108	108
자산총계	1,237	1,425	1,501	1,619	1,752
유동부채	500	568	571	576	580
매입채무	49	61	63	65	67
단기차입금	362	421	421	421	421
기타 유동부채	89	86	88	90	93
비유동부채	93	147	148	149	151
사채 및 장기차입금	44	72	72	72	72
기타 비유동부채	50	75	76	78	79
부채총계	594	715	719	725	731
지배주주지분	644	710	782	894	1,021
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	59	59	59	59	59
이익잉여금	579	611	687	799	926
기타	-14	20	17	17	17
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	644	710	782	894	1,021
순부채	349	463	407	316	209

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	190	56	140	166	175
당기순이익	112	58	95	132	146
현금유출입이없는 비용 및 수익	90	110	81	84	81
유형자산 감가상각비	31	34	40	42	43
무형자산 상각비	0	1	1	1	1
기타	58	76	40	41	37
영업활동 자산부채 변동	41	-60	-8	-12	-12
투자활동에서의 현금흐름	-150	-84	-34	-26	-18
유형자산 증감	-43	-58	-48	-48	-48
장단기금융자산의 증감	7	-54	-2	-3	-3
기타	-114	28	16	25	33
재무활동에서의 현금흐름	-141	21	-50	-50	-50
차입금의 증가(감소)	-106	94	0	0	0
자본금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금	-20	-20	-20	-20	-20
기타	-16	-54	-31	-31	-31
현금증감	-101	-3	56	91	107
기초현금	173	72	69	125	216
기말현금	72	69	125	216	323
Gross cash flow	202	169	177	215	228
Free cash flow	146	-3	92	118	127

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 한세실업, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-22.5	5.2	6.1	4.3	4.3
영업이익	-6.3	-15.5	0.3	39.9	6.2
순이익	30.8	-47.9	63.4	38.0	11.2
수정 EPS**	30.8	-48.2	64.3	38.0	11.2
주당지표					
EPS (지배주주)	2,801	1,451	2,385	3,291	3,660
EPS (연결기준)	2,801	1,460	2,385	3,291	3,660
수정 EPS**	2,801	1,451	2,385	3,291	3,660
BPS	16,345	18,020	19,869	22,711	25,929
DPS (보통주)	500	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	7.5	9.8	4.3	3.1	2.8
P/B***	1.3	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.0	5.8	4.4	3.0	2.4
비율					
ROE (%)	19.0	8.6	12.8	15.7	15.3
ROA (%)	9.0	4.4	6.5	8.4	8.7
ROIC (%)	20.7	12.8	13.4	18.7	19.4
배당성향 (%)	17.6	33.9	20.6	15.0	13.5
배당수익률 (보통주, %)	2.4	3.5	4.9	4.9	4.9
순부채비율 (%)	54.2	65.2	52.0	35.3	20.4
이자보상배율 (배)	6.3	4.9	4.6	6.5	6.9

COMPANY UPDATE

2025. 5. 20

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

▶ 종목 정보

Not Rated

목표주가	n/a
현재주가	5,170원
시가총액	874.2억원
주식수 (유동주식 비중)	16,908,405주 (46.4%)
52주 최저/최고	4,805원/28,365원
60일-평균거래대금	18.0억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
노브랜드 (%)	-5.1	-36.2	0.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-4.6	-38.7	0.0

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	Not Rated		
목표주가	n/a		
2025E EPS	n/a		
2026E EPS	n/a		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	n/a
목표주가	n/a
추천 점수	n/a

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

노브랜드 (145170)

아웃도어 OEM 인수 효과로 실적 방어

- 기획-디자인-제조까지 담당하는 디자인 플랫폼으로 기존 OEM 대비 경쟁력 확보
- '25년은 관세 우려로 매출액 3.6억 달러 (YoY -10%) 가이던스 제시
- 다만, 아웃도어 OEM, '유니코'의 실적 온기 반영되며 전사 실적 개선에 기여

WHAT'S THE STORY?

기업개요: 노브랜드는 기존 OEM사와 달리 단순 제조를 넘어, 선제적으로 제품을 기획-디자인하고 바이어에게 제시하는 디자인 플랫폼 기업이다. 동사는 대형 유통 업체 (타겟, 콜스, 월마트)부터 프리미엄 고객사(F&F, Arizia)까지 약 70여개의 다양한 고객사를 확보하며 패션 트렌드를 빠르게 파악하고, 높은 비중의 R&D 인력(본사 인력의 32%)으로 자체 디자인 경쟁력을 확보했다.

'24년 전방 고객사 오더 증가가 실적 견인: 2024년 노브랜드는 매출액 5,462억원 (YoY +19%)과 영업이익 176억원(+67.6%)을 기록하며 안정적인 성장을 달성했다. (1) '24년은 전방 바이어들이 낮아진 재고량에 대응, 재고 비축을 위한 오더 확대가 매출 성장을 견인했으며, (2) '24년 10월 인수한 아웃도어 OEM, '유니코글로벌'의 인수 효과가 더해졌다. (유니코 4Q24 매출액 196억원, 4분기 기준 매출 비중 15% 기록). 또한 (3) 전방 매출 성장과 함께 낮아진 고정비 비중에 따른 영업 레버리지 효과로 이익률이 개선됐다(OPM 3.2%, YoY +0.9%p). 당기순이익은 적자전환한 -121억원을 기록했다. (평가손실 제외 시, 당기순이익 약 123억원) 이는 약 200억원 규모의 상환 전환우선주와 전환사채 전환으로 인한 파생상품 손실 244억원에 기인한다. 다만 '24년 전액 전환으로 올해는 관련 자산의 추가적인 손실 발생 우려는 없는 상황이다.

'25년 매출액 3.6억 달러 가이던스 제시: '25년 매출액 3.6억 달러(YoY -10%, 유니코 OEM 매출액 제외) 가이던스를 제시, 관세 부과에 따른 미국 소매 시장의 성장 둔화와 오더 감소 우려를 반영했다. '25년 1분기 또한 달러 기준 매출액 1.1억 달러 (YoY +0.3%)를 기록, 관세로 인해 고객사들이 보수적으로 재고 운용을 하고 있는 것으로 판단된다. 다만 올해부터는 '24년 10월 인수한 아웃도어 OEM, '유니코'의 실적이 온기 반영되어 연결 실적 개선에 기여할 것으로 예상된다.

아웃도어 OEM 인수 효과로 실적 방어: '25년부터는 '유니코'의 실적이 온기 반영된다. 유니코는 '24년 연간 매출액 약 990억원 기록했으며, 이는 노브랜드 전체 매출 대비 약 18%에 달하는 수치이다. 또한 유니코는 아웃도어 생산 OEM으로 기존 니트 제품 대비 높은 ASP와 수익성으로, 노브랜드 전사 매출액 및 이익 개선에 기여할 수 있다. (유니코 '22년 OPM 5.6%, '23년 6.1%, '24년 적전, 코로나 당시 확보한 의료용품 원재료를 평가손실로 인식) 또한 동사는 유니코를 통해 관세 리스크를 완화할 수 있다. 이에 대한 이유는 1) 유니코의 미국향 매출 비중은 약 20%(노브랜드는 74%)로 국내, 유럽, 오세아니아 등으로 매출처를 다변화했다. 또한 2) 유니코는 프리미엄 브랜드사(K2, 아이더, 콜롬비아, 바버 등)가 주요 고객사로, 마트 바이어와 중저가 브랜드사 대비 소비자에게 가격전가가 유리해 오더 감소 우려가 적기 때문이다.

1. 기업개요: 디자인 플랫폼으로 OEM 대비 차별화

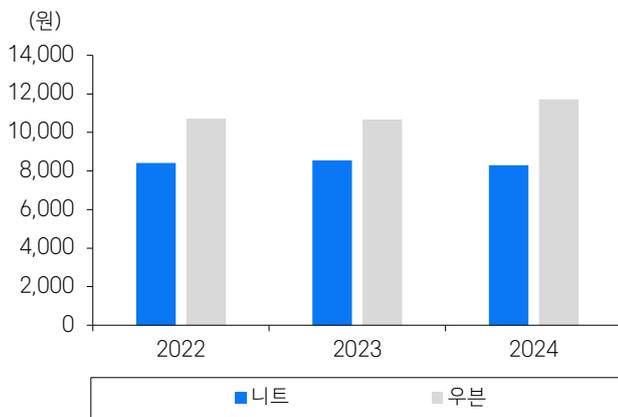
노브랜드는 기존 OEM사와 달리 단순 제조를 넘어, 선제적으로 제품을 기획-디자인하고 바이어에게 제시하는 디자인 플랫폼을 구축했다. 동사는 대형 유통 업체(타겟, 콜스, 월마트)부터 프리미엄 고객사(F&F, Aritzia)까지 약 70여개의 다양한 고객사를 확보하며 패션 트렌드를 빠르게 파악하고, 높은 비중의 R&D 인력(본사 인력의 32%)으로 자체 디자인 플랫폼 경쟁력을 확보했다. 디자인 플랫폼은 (1) 직접 디자인한 제품을 브랜드사에게 역제시하는 만큼 고객사 락인 효과를 높이고, (2) 기본 제품 대비 디자인이 가미된 제품으로 ASP를 높일 수 있다는 장점이 있다. 현재 디자인 플랫폼 매출 비중은 약 20%이며, 기존 고객사들의 추가 니즈가 있는 상황으로, 향후 디자인 플랫폼향 매출 비중은 더욱 확대될 가능성이 있다.

디자인 플랫폼 하우스의 차별화 포인트

	OEM	ODM	디자인 플랫폼
구분	주문자위탁생산 주문자상표부착생산	제조사 설계 생산	제조사 기획 생산
사업구조	생산	생산 + 디자인	생산 + 디자인 + 기획
장점	대량생산에 따른 규모의 경제	OEM 대비 높은 부가가치	ODM 대비 높은 부가가치 디자인 역량을 바탕으로 차별화된 서비스 제공
단점	계약 여부에 따라 높은 실적 변동성, 낮은 마진		유통채널 구축 및 디자인 기획에 시간, 비용 소요

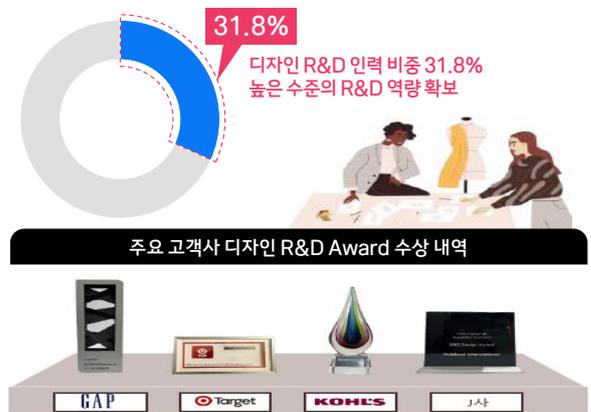
자료: 노브랜드, 삼성증권

노브랜드 ASP 추이



자료: 노브랜드, 삼성증권

높은 비중의 R&D 인력 보유



자료: 노브랜드, 삼성증권

자체 디자인 기반 빠른 생산으로 추가 오더 대응

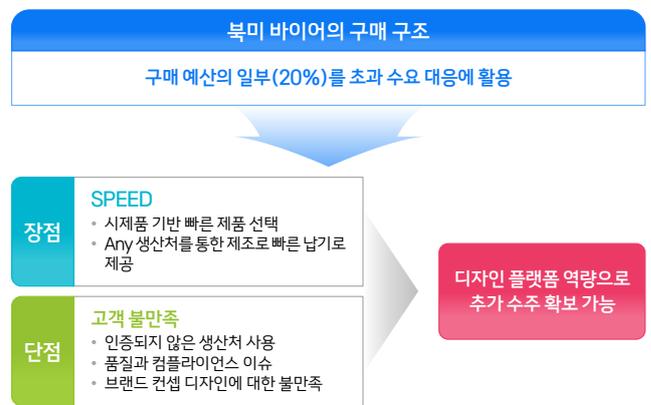
자체적으로 보유하고 있는 디자인은 바이어가 요청하는 디자인 대비 빠른 생산이 가능한 장점이 있다. 이는 바이어의 추가 오더에 신속하게 대응할 수 있어, 추가 수주 확보가 가능하다. 타겟, 콜스, 월마트 등 미국 바이어는 시즌 인기 상품의 초과 수요에 대응하기 위해, 연간 구매 예산의 20%를 별도로 할당하고 있다. 제품의 신속한 유통이 중요하기 때문에 브랜드사는 인기 상품과 유사한 디자인을 발굴해, 제품을 생산한다. 이러한 방식은 인증되지 않은 업체를 사용하는 경우가 많아 낮은 품질과 컨셉 미스로 브랜드 가치 하락 리스크가 있으나, 당사는 디자인 플랫폼 기반의 다양한 자체 디자인과 인증된 생산 라인을 통해, '높은 품질-빠른 제조'로 경쟁 우위를 확보했다.

노브랜드 고객사별 매출 비중



자료: 노브랜드, 삼성증권

자체 디자인-빠른 생산으로 고객사 추가 오더 대응



자료: 노브랜드, 삼성증권

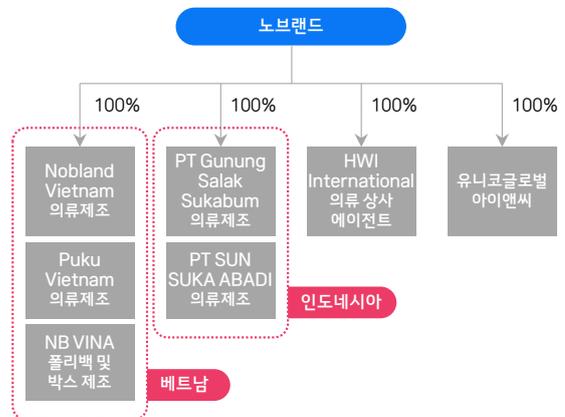
한편 노브랜드는 1994년 설립되었으며, 이외 지배기업인 노블인더스트리(노브랜드 지분율 54.55%)가 2001년 의류 제조와 판매 목적으로 설립됐다. 노브랜드는 중저가 브랜드 중심, 노블인더스트리는 하이엔드 브랜드 중심의 의류 제조를 담당하며 유사한 사업을 영위했다. 2019년 12월 두 회사의 사업 유사성을 고려해 역합병(피지배기업인 노브랜드가 존속)을 진행했으며, 경영 효율성 개선에 나섰다. 이후 2024년 5월 시설 자금을 확보하기 위해 코스닥 시장에 상장했다.

노브랜드 History

연도	개요
1994년	노브랜드 설립
2002년	베트남 Nobland Vietnam 법인 설립
2007년	인도네시아 CIPTA 법인 설립
2019년 12월	지배기업, 노블인더스트리와 역합병
2024년 5월	코스닥 시장 상장

자료: 삼성증권 정리

노브랜드 지배구조



자료: 노브랜드, 삼성증권

'24년 전방 고객사 오더 확대가 실적 견인

한편 2024년 노브랜드는 매출액 5,462억원(YoY +19%)과 영업이익 176억원(YoY +67.6%)을 기록하며 안정적인 성장을 달성했다. (1) '24년은 전방 바이어들이 낮아진 재고량에 대응, 재고 비축을 위한 오더 확대가 매출 성장을 견인했으며, (2) '24년 10월 인수한 아웃도어 OEM, '유니코글로벌'의 인수 효과가 더해졌다. (유니코 4Q24 매출액 196억원, 4분기 기준 매출 비중 15% 기록). 또한 (3) 전방 매출 성장과 함께 낮아진 고정비 비중에 따른 영업 레버리지 효과로 이익률이 개선됐다. (OPM 3.2%, YoY +0.9%p)

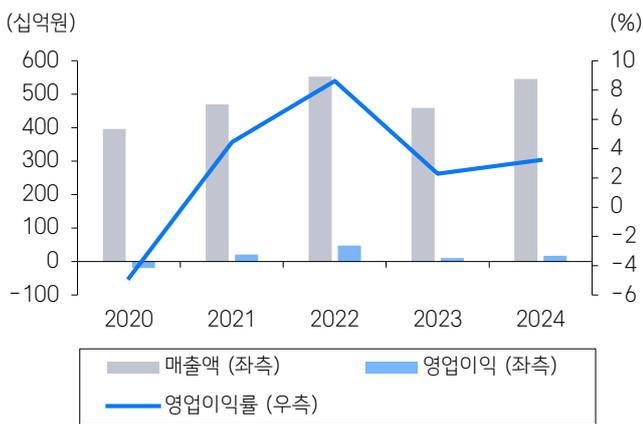
다만 당기순이익은 적자전환한 -121억원을 기록했다. (평가손실 제외 시, 당기순이익 약 123억원). 이는 약 200억원 규모의 상환전환우선주와 전환사채 전환으로 인한 파생상품 평가손실 244억원에 기인한다. 즉 동사가 발행한 상환전환우선주와 전환사채가 모두 전환, 잔여 물량이 없는 점을 감안하면 작년 적자 전환은 일회성으로 해석하는 것이 보다 합리적인 것으로 판단된다.

노브랜드 실적 추이

(백만원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2021	2022	2023	2024
매출액	120,619	108,414	134,724	95,345	149,716	123,470	143,228	129,831	163,204	469,630	552,897	459,102	546,245
(YoY, %)	-	-	-	-	24.1	13.9	6.3	36.2	9.0	18.4	17.7	-17.0	19.0
영업이익	5,103	-414.9	9,080	-3,285	11,295	1,844	12,079	-7,644	9,885	20,824	47,728	10,484	17,574
(YoY, %)	-	-	-	-	121.3	흑전	33.0	적전	-12.5	흑전	129.2	-78.0	67.6
순이익	1,768	-4,755	7,808	-4,918	8,007	-22,008	6,106	-9,078	4,649	10,860	29,346	842	-16,973
(YoY, %)	-	-	-	-	353.0	적지	-21.8	적지	-41.9	흑전	170.2	-97.1	적전
이익률 (%)													
영업이익	4.2	-0.4	6.7	-3.4	7.5	1.5	8.4	1.5	6.1	4.4	8.6	2.3	3.2
순이익	1.5	-4.4	5.8	-5.2	5.3	-17.8	4.3	-7.0	2.8	2.3	5.3	0.2	-3.1

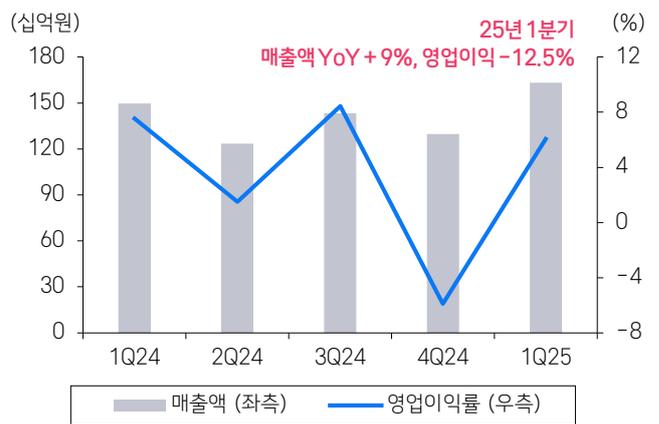
자료: 노브랜드, 삼성증권

노브랜드 연간 매출액 및 영업이익 추이



자료: 노브랜드, 삼성증권

노브랜드 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 노브랜드, 삼성증권

2. '25년 관세로 인한 오더 감소 우려로 매출액 3.6억 달러(YoY -10%) 제시

'25년 매출액 3.6억 달러(YoY -10%, 유니코OEM 매출액 제외) 가이드언스를 제시, 관세 부과에 따른 미국 소매 시장의 성장 둔화와 오더 감소 우려를 반영했다. '25년 1분기 또한 달러 기준 매출액 1.1억 달러(YoY +0.3%)로 성장세가 둔화되며, 관세로 인해 고객사들이 보수적으로 재고 운용을 하고 있는 것으로 판단된다. (달러 기준 매출액 추이: 1Q24 YoY+19.1%, 2Q24+9.2%, 3Q24+2.7%, 4Q24+28.4%, 1Q25 +0.3%) 다만 올해부터는 '24년 10월 인수한 아웃도어 OEM, '유니코'의 실적이 온기 반영되어 연결 실적 개선에 일부 기여할 것으로 예상된다.

미국 의류 도매 시장 추이



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
 자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 소매 의류 시장 추이



참고: Re-stocking 수요 = 매출 증가율(YoY) - 재고자산 증가율(YoY)
 자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 고객사 Re-stocking 수요 추이

(백만원)	GAP	Target	Koh's	F&F	ARITZIA
1Q21	76.9	0.6	85.1	-	-85.6
2Q21	12.3	-17.3	29.2	-	77.7
3Q21	-12.2	-4.3	14.6	-	45.7
4Q21	-23.4	-21.1	-12.6	-	34.8
1Q22	-44.9	-39.1	-44.5	-	45.0
2Q22	-33.9	-32.6	-55.7	-	-15.8
3Q22	-10.1	-11.1	-40.8	7.3	-100.0
4Q22	-6.3	4.2	-11.4	-23.6	-149.7
1Q23	1.2	17.0	1.7	-5.8	-81.2
2Q23	-2.7	12.4	9.2	-11.1	-49.0
3Q23	-5.6	9.7	7.8	-8.0	-8.4
4Q23	4.3	13.6	8.6	-10.3	26.5
1Q24	6.1	3.9	7.3	-4.0	34.2
2Q24	6.8	3.4	5.1	-6.5	26.0
3Q24	2.7	-1.9	-5.2	-0.5	18.9
4Q24	-6.3	-10.3	-11.6	-1.5	-4.9

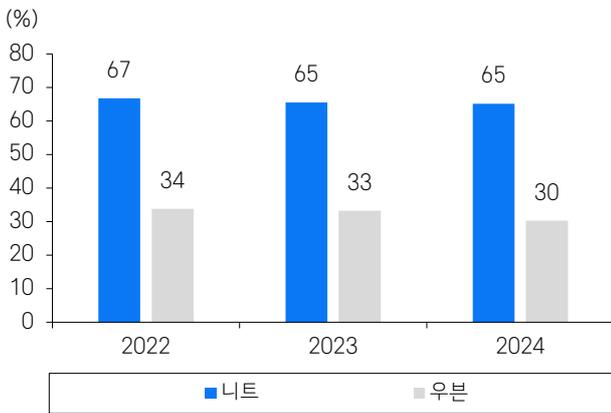
참고: Re-stocking: 매출액 YoY - 재고자산 YoY
 자료: Bloomberg, 삼성증권

3. 아웃도어 OEM 인수 효과로 실적 방어

'25년부터는 '유니코'의 실적이 온기 반영된다. 유니코는 '24년 연간 매출액 약 990억원 기록했으며, 이는 노브랜드 전체 매출 대비 약 18%에 달하는 수치이다. 또한 유니코는 아웃도어 생산 OEM으로 기존 니트 제품 대비 높은 ASP와 수익성으로, 노브랜드 전사 매출액 및 이익 개선에 기여할 수 있다. (유니코 '22년 OPM 5.6%, '23년 6.1%, '24년 적전, 코로나 당시 확보한 의료용품 원재료를 평가손실로 인식)

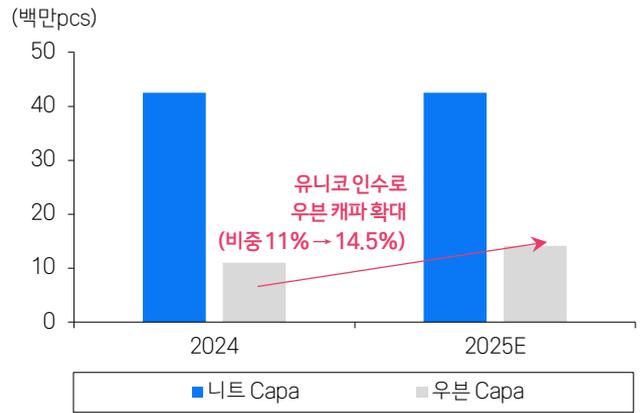
한편 노브랜드는 유니코를 통해 관세 리스크를 완화할 수 있다. 1) 유니코는 국내, 유럽, 오세아니아 등 지역별 매출 다변화로 인해 노브랜드 대비 미국 매출 비중이 작다. (유니코 미국향 매출 비중 약 20%, 노브랜드 74%). 또한 2) 프리미엄 브랜드사(K2, 아이더, 콜롬비아, 바버 등)를 고객사로 확보해, 상대적으로 소비자에게 가격 전가가 유리하다. 이는 곧 노브랜드의 기존 고객사인 마트바이어와 일부 중저가 브랜드사의 오더 감소를 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다.

노브랜드: 니트 및 우븐 제품 매출액 비중



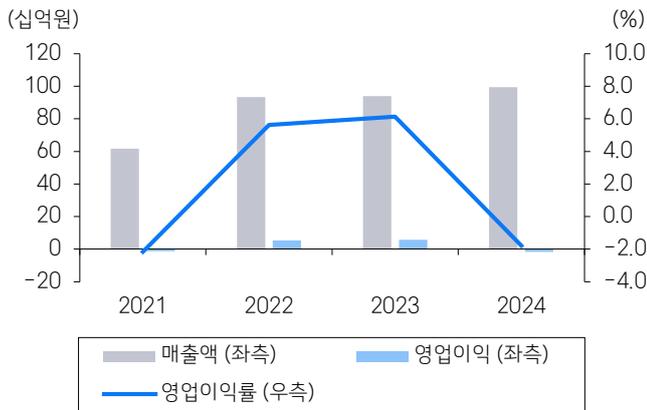
자료: 노브랜드, 삼성증권

아웃도어 OEM 인수로 CAPA 확장



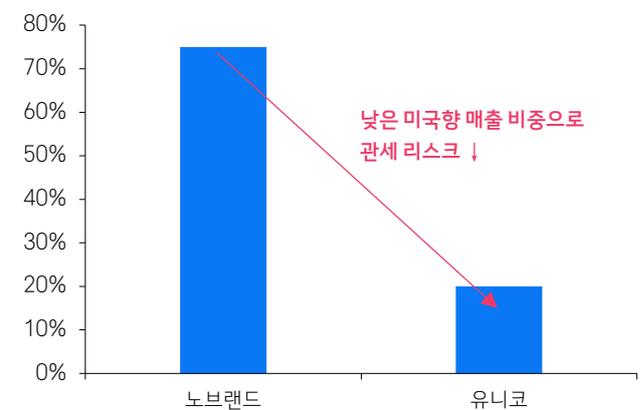
자료: 유니코글로벌아이앤씨, 삼성증권

유니코글로벌아이앤씨 개별 실적 추이



참고: 감사보고서 기준
자료: 유니코글로벌아이앤씨, 삼성증권

노브랜드 vs. 유니코: 미국향 매출 비중



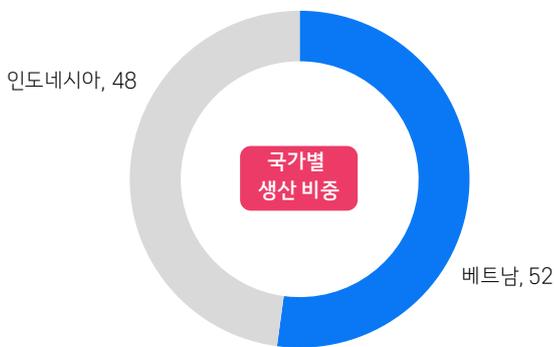
자료: 노브랜드, 삼성증권

4. 관세 부과로 인한 수요 둔화 리스크

노브랜드는 미국향 매출 비중이 74%로 기타 OEM사 대비 관세 부과에 대한 리스크가 높은 상황이다. 노브랜드는 현재 베트남(생산 비중 52%), 인도네시아(48%)에 생산시설을 보유, 하반기 상호 관세 부과에 따라 베트남에 46%, 인도네시아에 32%의 높은 관세가 적용될 가능성이 있다.

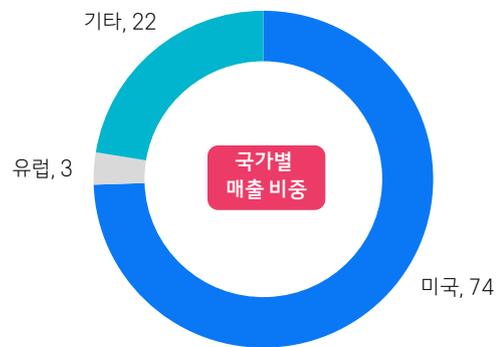
다만 동사는 자체적으로 관세 부과 리스크를 일부 감소시킬 수 있을 것으로 예상된다. (1) 디자인 플랫폼 경쟁력으로 타 OEM 대비 고객 락인 효과를 확보, 오더 하락을 방어할 수 있다. (2) 유니코 OEM의 경우, 미국 매출 비중이 낮기 때문이다. 또한 기존 유니코의 고객사는 주로 프리미엄 브랜드로 소비자에게 가격 전가가 가능한 만큼, 관세 영향을 완화할 수 있을 것으로 예상된다.

국가별 생산 비중 (2024년 기준)



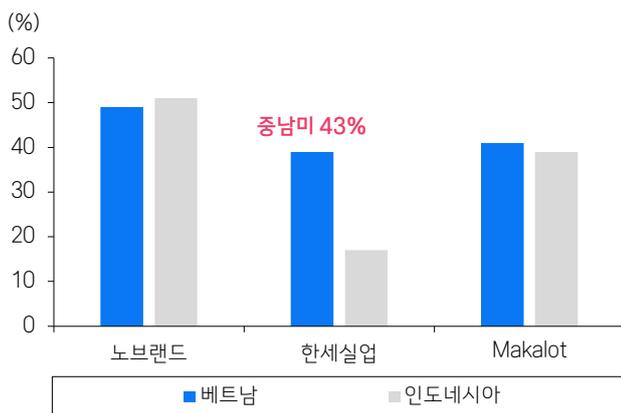
자료: 노브랜드, 삼성증권

국가별 매출 비중 (2024년 기준)



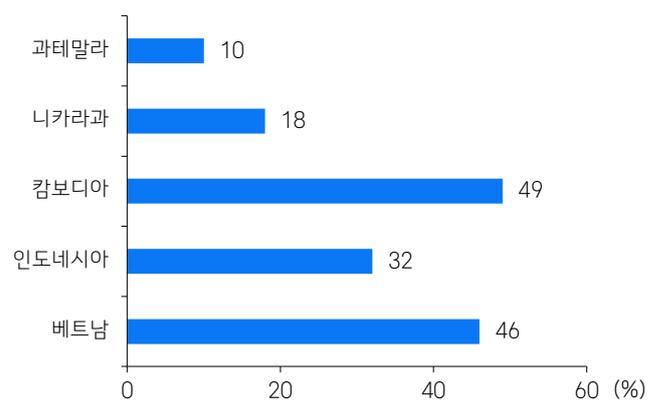
자료: 노브랜드, 삼성증권

노브랜드 및 경쟁사 국가별 생산 비중 현황



자료: 각 사, 삼성증권

국가별 상호관세 현황



자료: 노브랜드, 삼성증권

2025. 5. 20

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	397	470	553	459	546
매출원가	358	398	448	390	462
매출총이익	38	71	105	69	84
(매출총이익률, %)	9.7	15.2	19.0	15.1	15.3
판매 및 일반관리비	58	51	57	59	66
영업이익	(19)	21	48	10	18
(영업이익률, %)	(4.8)	4.4	8.6	2.3	3.2
영업외손익	(2)	(5)	(6)	(5)	(33)
금융수익	0	12	34	23	23
금융비용	5	19	39	26	57
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	2	2	(0)	(2)	1
세전이익	(21)	16	42	5	(16)
법인세	(4)	5	13	4	1
(법인세율, %)	17.5	30.9	30.0	83.2	(7.2)
계속사업이익	(18)	11	29	1	(17)
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(18)	11	29	1	(17)
(순이익률, %)	(4.4)	2.3	5.3	0.2	(3.1)
지배주주순이익	(18)	11	29	1	(17)
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	(13)	29	55	18	26
(EBITDA 이익률, %)	(3.2)	6.2	10.0	4.0	4.7
EPS (지배주주)	(1,339)	847	2,288	66	(1,096)
EPS (연결기준)	(1,339)	847	2,288	66	(1,096)
수정 EPS (원)*	(1,339)	847	2,288	66	(1,096)

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동에서의 현금흐름	(14)	(20)	59	(13)	14
당기순이익	(18)	11	29	1	(17)
현금유출입이없는 비용 및 수익	15	14	27	19	46
유형자산 감가상각비	5	7	7	7	7
무형자산 상각비	2	1	0	1	1
기타	8	6	20	11	38
영업활동 자산부채 변동	(11)	(43)	14	(14)	(8)
투자활동에서의 현금흐름	(1)	(1)	(7)	(4)	(29)
유형자산 증감	(1)	1	(0)	(3)	(3)
장단기금융자산의 증감	1	6	(4)	(2)	(3)
기타	(1)	(9)	(3)	0	(23)
재무활동에서의 현금흐름	25	13	(34)	8	31
차입금의 증가(감소)	13	32	(28)	13	44
자본금의 증가(감소)	11	(10)	0	0	66
배당금	0	(0)	(0)	(0)	(0)
기타	1	(10)	(6)	(5)	(79)
현금증감	9	(7)	17	(9)	17
기초현금	8	18	10	27	18
기말현금	17	10	27	18	35
Gross cash flow	(2)	25	57	20	29
Free cash flow	(16)	(21)	57	(16)	10

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 노브랜드, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	147	189	185	197	273
현금 및 현금등가물	17	10	27	18	35
매출채권	55	75	55	67	88
재고자산	62	93	91	94	123
기타	13	11	12	18	27
비유동자산	79	79	76	76	121
투자자산	13	6	7	6	5
유형자산	58	61	57	53	71
무형자산	1	3	6	4	15
기타	7	9	7	13	29
자산총계	226	268	262	273	394
유동부채	115	141	155	130	177
매입채무	30	30	16	20	32
단기차입금	72	90	61	69	123
기타 유동부채	13	20	78	41	21
비유동부채	50	60	10	45	63
사채 및 장기차입금	40	39	0	30	45
기타 비유동부채	10	22	10	15	18
부채총계	165	201	165	175	240
지배주주지분	62	67	96	98	154
자본금	3	3	3	3	9
자본잉여금	49	40	40	39	100
이익잉여금	24	34	66	67	49
기타	(14)	(10)	(12)	(12)	(3)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	62	67	96	98	154
순부채	94	132	84	103	126

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2020	2021	2022	2023	2024
증감률 (%)					
매출액	(17.8)	18.4	17.7	(17.0)	19.0
영업이익	적전	흑전	129.2	(78.0)	67.6
순이익	적전	흑전	170.2	(97.1)	적전
수정 EPS**	적전	흑전	170.2	(97.1)	적전
주당지표					
EPS (지배주주)	(1,339)	847	2,288	66	(1,096)
EPS (연결기준)	(1,339)	847	2,288	66	(1,096)
수정 EPS**	(1,339)	847	2,288	66	(1,096)
BPS	4,808	5,220	7,516	7,629	9,397
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	0.0	0.0	0.0	0.0	(6.8)
P/B***	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8
EV/EBITDA	(7.5)	4.6	1.5	5.6	7.5
비율					
ROE (%)	(26.1)	16.9	35.9	0.9	(13.5)
ROA (%)	(7.9)	4.4	11.1	0.3	(5.1)
ROIC (%)	(10.2)	8.3	17.8	0.9	8.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0
순부채비율 (%)	152.9	197.6	87.6	105.0	82.0
이자보상배율 (배)	(4.7)	5.1	8.5	1.4	2.3



리서치센터 리포트
바로가기

무신사 (비상장)

패션 플랫폼 그 이상, 3조원 넘는 기업가치

- 2024년 연간 거래액 4.5조원 (YoY + 12.5%, M/S 14%), 매출액 1.24조원 (YoY +25.1%) 영업이익 1,028억원(흑전) 기록
- 카테고리 다양화 / 무신사스탠다드 오프라인 확장 / 해외 진출로 성장 동력 확보
- 기업가치 3.5조원 기록 ('24년 실적 기준 EV/GMV 0.8배, EV/Sales 2.8배)

기업개요: 무신사는 2001년 '무진장 신발 사진 많은 곳'이라는 스트리트 패션 커뮤니티로 시작, '무신사스토어'를 중심으로 다양한 패션 브랜드와 소비자를 연결하며 성장했다. 이후 프리미엄 디자이너 브랜드 플랫폼, '29cm', 리셀 플랫폼, '솔드아웃' 등으로 플랫폼 영역을 확장했으며, 자체 브랜드, '무신사스탠다드' 런칭하며 브랜드 시장으로 진출했다. 이외 무신사는 신진 디자이너와 중소 브랜드를 지원하는 인큐베이팅 프로그램과 '무신사 글로벌 플랫폼' 런칭 등 국내를 넘어 해외 시장 진출을 확대하고 있다.

불황이 없는 성장: 2024년 연간 거래액 4.5조원 (YoY +12.5%, M/S 14%), 매출액 1.24조원 (YoY +25.1%) 영업이익 1,028억원(흑전) 기록하며, 국내 의류 소비 시장 둔화에도 높은 성장율을 달성했다. 1) 수수료 매출이 4,851억원 (+24.3%), 2) 상품 매출 3,760억원(+15.0%) 3) 제품(무신사스탠다드) 매출 3,383억 원(+29.9%) 기록. 또한 영업이익은 흑자전환한 1,028억원으로 1) 주식보상 비용 감소('24년 169억원, YoY -60.8%)와 2) 연결 자회사인 '에스엘디티(솔드아웃)'의 영업 적자 개선('24년 영업이익 -150억원, '23년 -288억원)이 전사 이익 개선에 기여했다.

향후 무신사는 다음의 3가지 전략을 통해 지속 성장 가능하다고 예상한다.

(1) 카테고리 다양화: 패션 외 뷰티, 가전, 라이프스타일 등 다양한 카테고리로 영역을 확장. 이는 TAM 확대에 따른 중장기 성장 업사이드를 확보했다는 점에서 의미가 있다. ('24년 온라인 패션 시장 약 32.3조원, 화장품, 생활용품 등 합산 시, 총 75조원)

(2) 무신사스탠다드는 오프라인 확장에 집중: 무신사스탠다드는 오프라인 매장 확대에 집중한다. ('24년 19개점 → '25년 30개점 목표) '24년 무신사스탠다드의 점당 매출액은 약 50억원으로 추정되며, 이는 백화점 입점 패션 브랜드의 연 평균 매출액과 비교해도 높은 수준이다. ('24년 롯데 본점 기준, 입점 아웃도어 브랜드의 연 평균 매출액 46.7억원, 남성복 8.7억원, 여성복 14.3억원) 이에 따라 '25년은 오프라인 매장 확장에 따른 매출 성장이 가능할 것이다.

(3) 일본을 중심으로 해외 진출 확대: 글로벌 플랫폼 런칭과 현지 팝업, 오프라인 스토어 운영 등 일본을 중심으로 해외 진출을 확대 중이다. 최근 일본 내 K-패션 인기와 이커머스 침투율 확대에 따른 일부 수혜 가능할 것으로 예상한다.

패션 플랫폼 그 이상, 3조원 넘는 기업가치: 무신사는 '23년 하반기 투자 유치 기준, 약 3.5조원의 기업가치를 기록했다. 이는 '24년 실적 기준 EV/GMV 약 0.8배, EV/Sales는 2.8배로 글로벌 플랫폼사의 '24년 평균 EV/Sales 1.6배 대비 높은 상황이다. 다만, 동사는 카테고리 다양화, 자체 브랜드 런칭, 일본 시장 진출로 사업 영역을 확대하는 만큼, 향후 성장성과 수익성은 더욱 공고히 될 수 있는 가능성이 존재한다.

1. 기업개요: 스트리트에서 글로벌까지

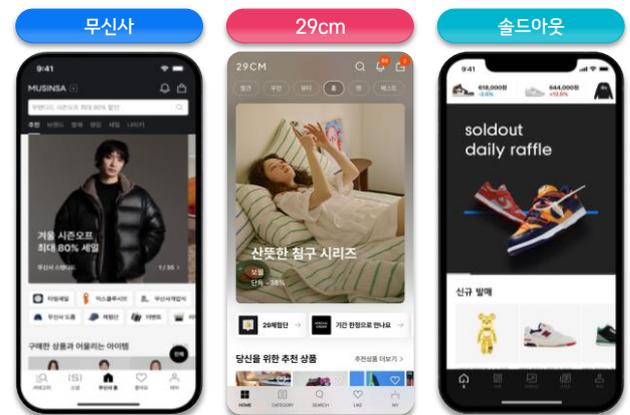
무신사는 2001년 창업자 조만호가 스니커즈 매니아들을 위한 '무진장 신발 사진 많은 곳'(줄임말, 무신사)이라는 스트리트 패션 커뮤니티로 설립됐다. 2003년에는 무신사닷컴이라는 웹매거진으로, 2009년에는 본격적으로 플랫폼 형태의 '무신사스토어' 오픈을 통해 다양한 패션 브랜드와 소비자를 연결하며 성장했다. 이후 프리미엄 디자이너 브랜드 플랫폼, '29cm', 리셀 플랫폼, '솔드아웃' 등으로 플랫폼 영역을 확장했으며, 자체 브랜드, '무신사 스탠다드' 런칭하며 브랜드 시장으로 진출했다. 이외 무신사는 신진 디자이너와 중소 브랜드를 지원하는 인큐베이팅 프로그램과 '무신사 글로벌 플랫폼' 런칭, 해외 오프라인 팝업 등 해외 시장 진출을 확대하며 종합 패션 기업으로 성장하고 있다.

무신사(무진장 신발 사진이 많은 곳) / '05년 무신사 매거진



자료: 무신사, 삼성증권

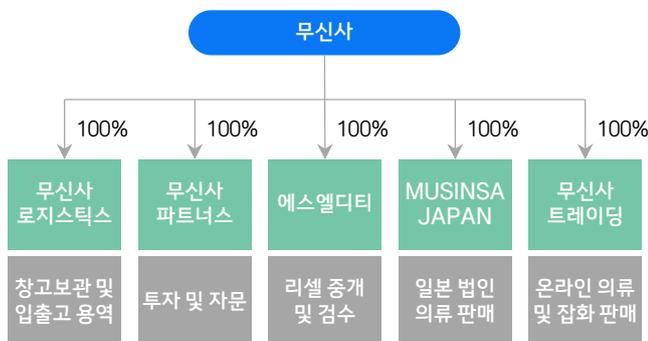
무신사 운영 플랫폼



자료: 무신사, 삼성증권

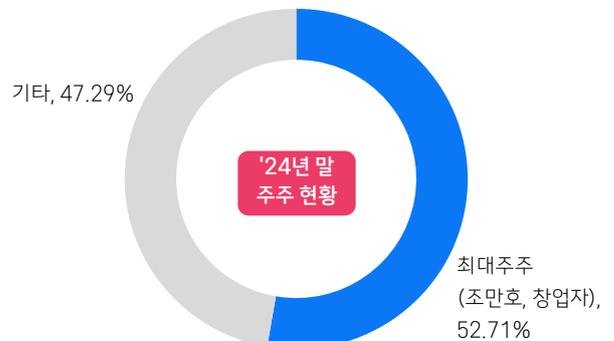
한편 무신사는 17개의 종속회사를 보유하고 있으며 주요 법인으로는 1) 에스엘디티(리셀 플랫폼, 솔드아웃 운영사), 2) 무신사 재팬 (일본 법인), 3) 무신사파트너스 (브랜드 투자 사업 영위) 등이 있다. '24년 말 주주 현황은 창업자인 조만호 대표가 약 53%의 지분을 소유하고 있으며, 그 외는 주요 투자사인 세콰이어캐피탈, IMM인베스트먼트, KKR, 웰링턴매니지먼트 등으로 구성되어 있다.

무신사 지배구조



자료: 무신사, 삼성증권

무신사 주주현황



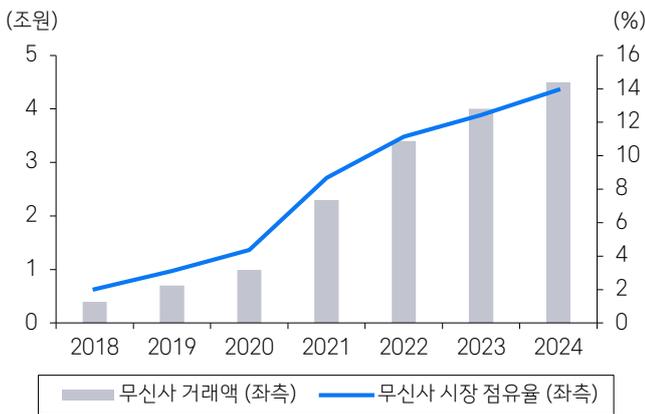
자료: 무신사, 삼성증권

불황이 없는 성장, '24년 매출액 YoY +25%, 영업이익 흑전

무신사는 2024년 연간 거래액 4.5조원 (YoY+12.5%, M/S 14%), 매출액 1.24조원 (YoY+25.1%) 영업이익 1,028억원(흑전) 기록하며, 국내 의류 소비 시장 둔화에도 높은 성장율을 달성했다. 사업 부문별로는 1) 수수료 매출이 4,851억원 (YoY +24.3%), 2) 상품 매출 3,760억원(+15.0%) 3) 제품(무신사스탠다드) 매출 3,383억 원(+29.9%)을 기록했다.

기존 패션 브랜드사 추가 입점 외 뷰티, 인테리어, 스포츠 등 카테고리 확장이 수수료 매출 성장을 견인했다. 또한 '24년은 무신사스탠다드 오프라인 매장 확대가 ('24년 기준 14개 매장 오픈, 누적 19개) 제품 매출 상승을 일부 견인한 것으로 판단된다. (제품 매출 대부분은 자체 브랜드인 무신사스탠다드 매출액으로 구성) 한편 영업이익은 흑자전환한 1,028억원으로 1) 주식보상 비용 감소('24년 169억원, YoY -60.8%)와 2) 연결 자회사인 '에스엘디티(솔드아웃 운영사)'의 영업 적자 개선('24년 영업이익 -150억원, '23년 -288억원)이 이익 개선에 기여했다.

무신사 거래액 및 시장 점유율 추이



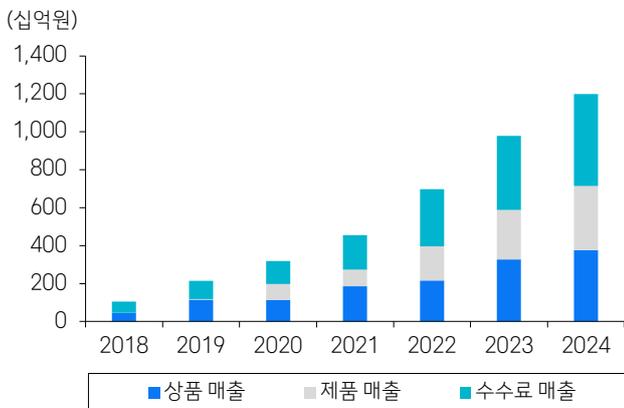
참고: 온라인 패션 산업 규모 대비 시장 점유율
자료: 무신사, 통계청, 삼성증권

무신사 매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



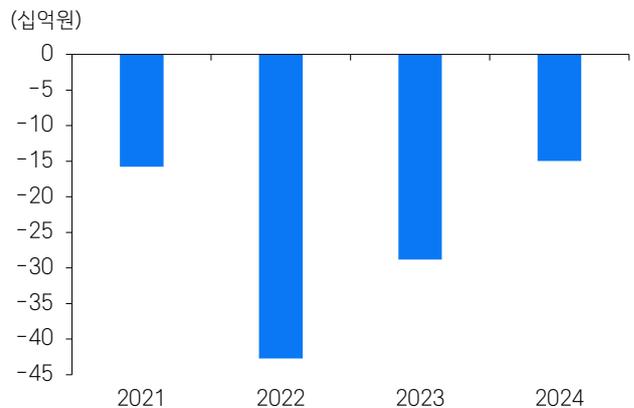
자료: 무신사, 삼성증권

무신사 사업부별 매출액 추이



자료: 무신사, 삼성증권

에스엘디티(솔드아웃) 영업이익 추이



자료: 무신사, 삼성증권

2. 카테고리 다양화/무신사스탠다드 오프라인 확장/해외 진출로 성장 동력 확보

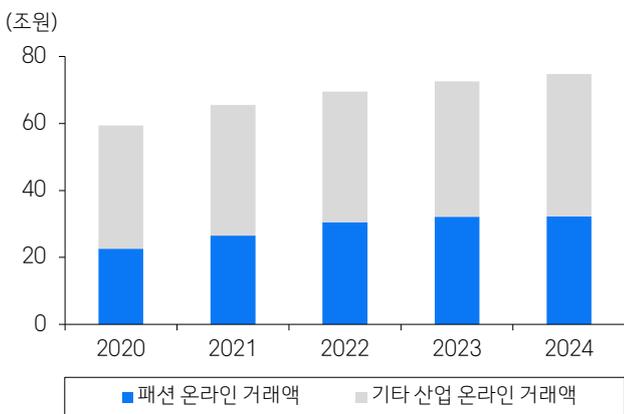
1. 카테고리 다양화로 전방 시장 2배 확장

무신사는 플랫폼 내 패션 카테고리 외 뷰티, 스포츠, 라이프스타일 등 다양한 카테고리로 사업 영역을 확장했다. 이러한 카테고리 다각화 전략은 2024년 무신사의 거래액 및 수수료 매출 증가(수수료 매출이 4,851억원 YoY+24.3%, 상품 매출 3,760억원 YoY+15.0%)에 일부 기여한 것으로 예상된다. 또한 이는 곧 TAM 확대에 따른 중장기적 성장 업사이드를 확보했다는 점에서 의미가 있다.

2024년 국내 온라인 패션 시장 규모는 약 32.3조원(전년 대비 +0.4%)을 기록하며 전방 패션 시장 성장은 소폭 둔화되는 모습이다. 다만, 스포츠(5.6조원), 화장품(12.7조원), 유아용품(5.3조원), 생활용품(18.9조원) 등 인접 카테고리까지 합산 시, 총 75조원 규모로 시장이 확대되며, 이는 패션 단일 시장 대비 약 132% 증가한 수치다.

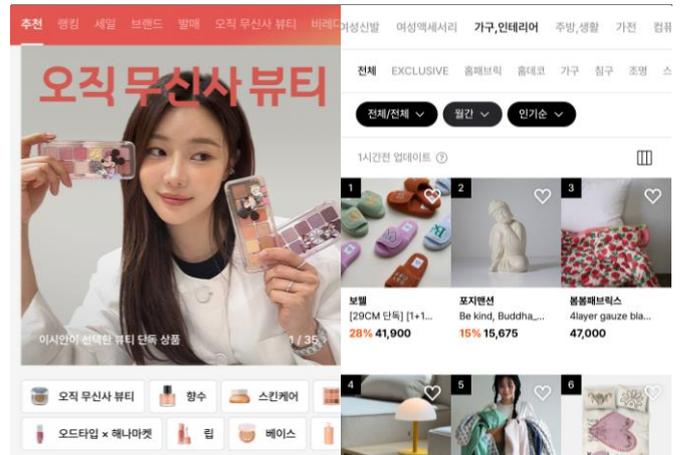
현재 무신사는 패션 단일 카테고리에서 약 4.5조원의 거래액을 기록하고 있으며, 이는 전체 온라인 패션 시장 중 약 14%에 달한다. 향후 5년 내 무신사가 패션 외 카테고리에서 점유율 2~3%를 확보할 경우(무신사 '13년 모바일 앱 출시 후 '18년 M/S 2%, '19년 3% 기록), 약 0.8~1.2조원의 거래액이 추가로 발생할 가능성이 있다.

카테고리 확장으로 TAM 확대



참고: 기타 - 스포츠, 화장품, 유아, 생활용품 등 합산 규모
자료: 통계청, 삼성증권

무신사 뷰티관 / 29cm 홈 카테고리 예시



자료: 무신사, 삼성증권

무신사 카테고리 다양화 전략 사례

	무신사 뷰티관	29cm
플랫폼 개요	23년 3월 런칭	23년 이구뷰티, 이구홈 등 전문관 강화
거래액 성장률	24년 3월 기준 거래액 약 5배 증가(전년 대비)	24년 거래액 1조원 (YoY +54%). 뷰티, 홈 거래액 증가도 일부 기여 추정
대표 행사	'무신사 뷰티 페스타' (3주간 진행, 대규모 할인 + 브랜드 협업)	'이구뷰티위크', '솟폼' 등 브랜드 노출 강화
주요 브랜드 입점	3CE, 클리오, 라운드랩 등 인기 뷰티 브랜드 중심	르쿠루제, 사브르 등 프리미엄 홈 브랜드 등과 파머시 등 뷰티 브랜드 확대
고객 반응	패션+뷰티 통합 쇼핑 경험 선호도 증가	홈소품, 데스크테리어 등 MZ세대 니즈 반영한 큐레이션 인기

자료: 언론보도, 삼성증권 정리

2. 유니클로 말고, 무신사스탠다드

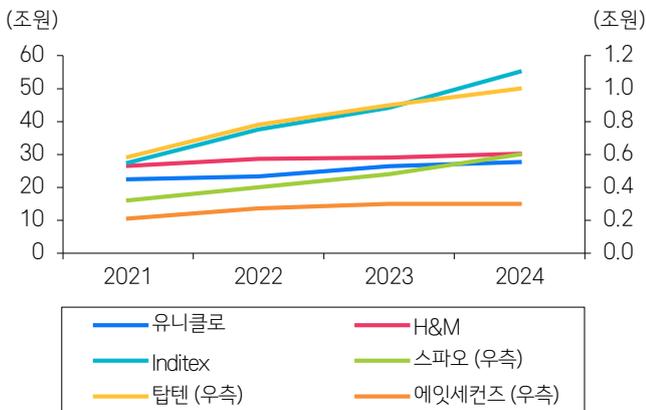
글로벌 경기 둔화에 따라 유니클로, 자라, H&M, 탑텐 등 중저가 SPA 브랜드에 대한 관심이 증가하는 가운데, 무신사스탠다드는 K-SPA 브랜드로써, '기본템'와 '가성비'를 전략으로 빠르게 성장 중이다.

(1) 기본템: 무신사스탠다드는 기본템(베이직 아이템)을 중심으로 브랜드를 전개하고 있다. 다만, 무신사가 기존의 SPA 브랜드와 차별화되는 점은 플랫폼 내 다수의 입점 브랜드를 통해 트렌드를 빠르게 파악할 수 있는 강점으로 보다 '트렌디한' 기본템을 제공하고 있다는 점이다.

(2) 가성비: 무신사스탠다드는 차별화된 제품 품질로 소비자 확보에 나서고 있다. 무신사스탠다드의 매출원가율은 약 60%~70%으로 추정, 이는 일반 SPA 브랜드의 매출원가율인 40~50% 대비 높은 수준이다. 이는 곧 상대적으로 높은 제품 퀄리티를 유지하면서도 합리적인 가격대로 제품을 제공하며, 인기를 얻고 있는 것으로 판단된다.

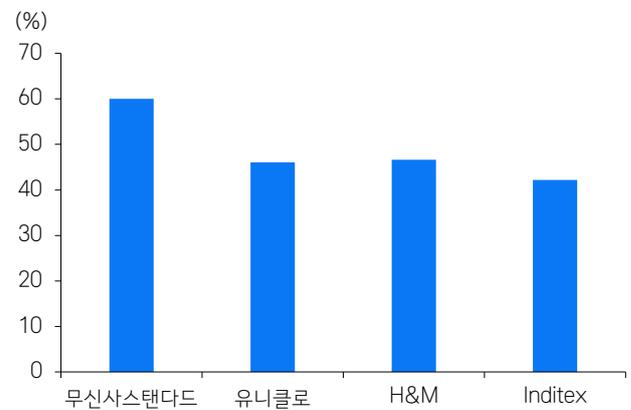
(3) 채널 확장: 현재 무신사스탠다드는 국내 약 19개 매장을 운영 중이며, 올해에는 수도권 및 지방 거점을 중심으로 오프라인 매장을 30개까지 확대할 계획이다. '24년 무신사스탠다드는 매장을 5개에서 19개까지 확대했으며, 전년 대비 오프라인 매출이 3배 이상 성장한 것으로 알려져 있다. ('24년 10월 무신사스탠다드 16개 매장 합산 매출액은 월 120억원, 연간 약 1,000억원 기록 추정) 한 매장 당 연간 50억원 수준의 매출을 기록한 것으로 추정되며, 이는 백화점 입점 패션 점포와 비교해도 높은 수준의 매출로 평가된다. ('24년 롯데 본점 기준, 입점 아웃도어 브랜드의 연 평균 매출액 46.7억원, 남성복 8.7억원, 여성복 14.3억원). 이에 따라 '25년은 오프라인 매장 확대에 따른 일부 매출 성장 가능할 것으로 예상된다.

국내외 SPA 브랜드 매출액 추이



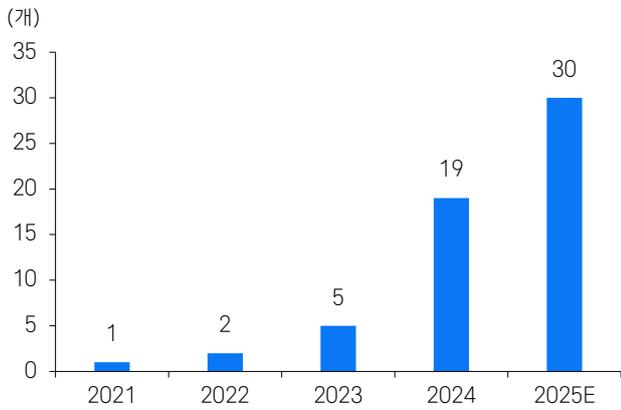
참고: Inditex - Zara 브랜드 운영
자료: Bloomberg, 무신사, 삼성증권

매출원가율: 무신사스탠다드 vs. 기타 SPA ('24년 기준)



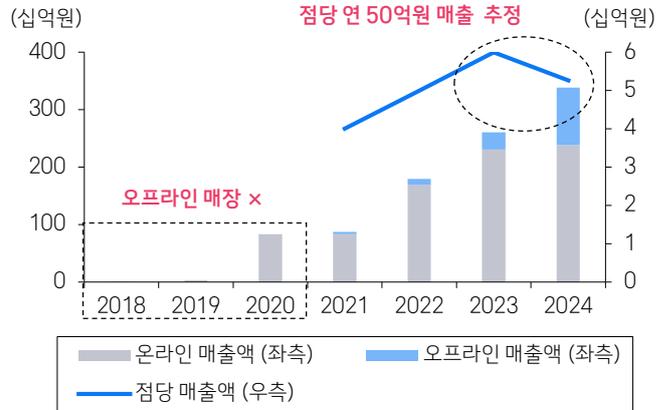
참고: Inditex - Zara 브랜드 운영
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

무신사스탠다드 오프라인 매장 런칭 추이



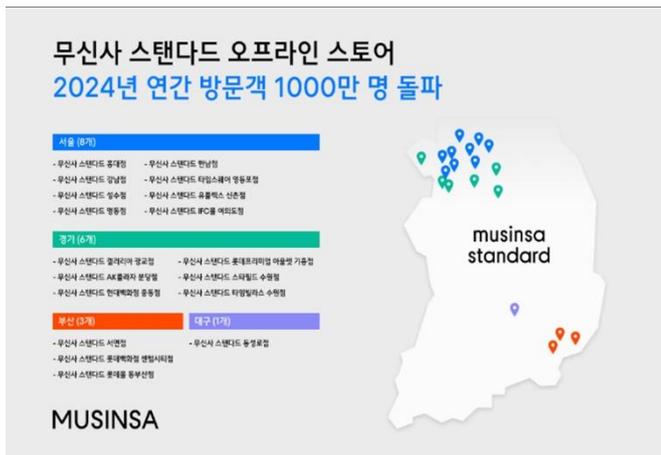
자료: 무신사, 삼성증권

무신사스탠다드 온오프라인 매출액 추이



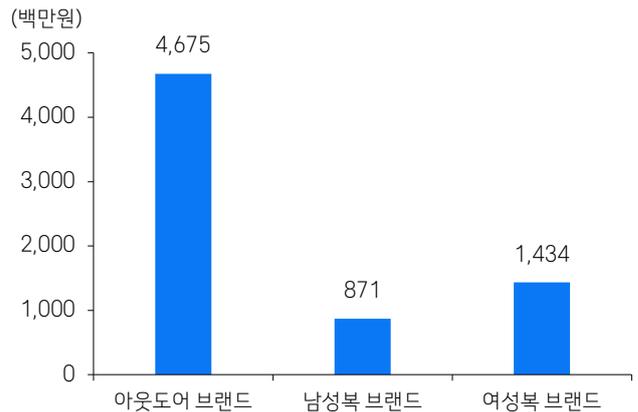
자료: 무신사, 삼성증권

무신사스탠다드 오프라인 스토어 런칭 현황



자료: 무신사, 삼성증권

'24년 롯데백화점 본점 입점 브랜드 연평균 매출액



참고: 롯데 백화점 본점 기준. 아웃도어 브랜드 10개사, 남성복 11개사, 여성복 13개사. 여성복 브랜드 매출액은 10월 누적 데이터를 12월로 환산

자료: 어패럴뉴스, 삼성증권

3. '25년 해외 시장 진출 원년

'24년 무신사의 수출 매출 비중은 1% 미만이나, 향후 다양한 해외 시장 전략을 통한 글로벌 확장이 기대된다. 현재 무신사는 (1)글로벌 플랫폼 런칭을 통해 현재 약 13개국에 800개의 국내 브랜드를 판매하고 있으며, (2)인기 K-패션 브랜드의 현지 오프라인 매장 런칭을 통해 해외고객 접점을 확대하고 있다.

특히 무신사는 2021년 1월 일본 현지 법인 '무신사 재팬'을 설립하고 국내 브랜드가 일본 시장에 진출할 수 있도록 인프라를 구축했다. 현지 유통사와 함께 매년 일본 주요 지역에 위치한 백화점에서 팝업 스토어를 개최하는 등 적극적인 고객 접점 확대 전략을 펼친 결과, 현재 일본은 무신사의 최대 해외 시장으로 성장한 것으로 판단된다.

이외 '25년 4월 국내 인기 패션 브랜드인 마뎡킴의 도쿄 첫 단독 매장을 오픈했으며, 5년 내 일본 전역에 15개의 매장을 추가 오픈 예정이다. 최근 일본 내 K-패션 인기와 이커머스 침투율이 확대되는 트렌드를 고려 했을때 (산업 P19, 일본 시장 내 국내 패션 플랫폼 기회요인 참고), 일본 확장에 따른 일부 수혜를 얻을 수 있다고 예상된다.

일본에서 진행된 마뎡킴 팝업스토어 현장



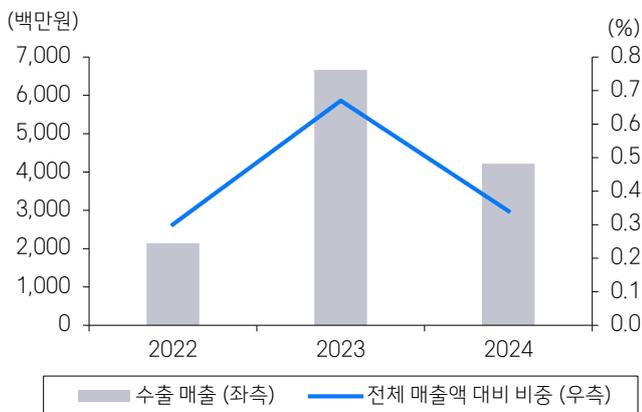
자료: 무신사, 삼성증권

도쿄 롯데면세점 내 무신사 스토어 오픈



자료: 무신사, 삼성증권

무신사 수출 매출액 및 비중 추이



자료: 무신사, 삼성증권

플랫폼별 해외 시장 진출 분석

	무신사	ASOS
특징	디자이너 브랜드 중심	패스트패션
전략	글로벌 플랫폼은 온라인 중심, 빠른 배송 지원	온라인에 집중
	일본은 법인 설립 후, 온라인 + 오프라인 진출에도 초점	패스트패션 전략과 빠른 배송 초점
	일본 최대 플랫폼, 조조타운과 협업하며 물류 지원 계획	자체 브랜드, ASOS도 인기
강점	국내 1위 패션 플랫폼 담게, 사용자 친화적 UI/UX	유럽, 미국 등은 패스트패션(자라, H&M, 쉬인 등)이 유명
	일본 내 K-패션이 관심이 증가하는 추이	패스트패션 중심의 전개가 글로벌 트렌드와 잘 맞았던 것으로 판단
	일본 시장 내 트렌디+K-패션으로 차별화	사이즈 문제 x

자료: 각 사, 언론보도, 삼성증권 정리

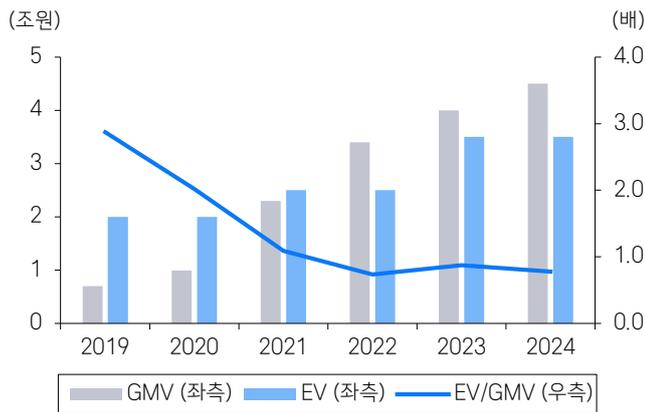
3.3 조원 이상 가치 평가를 받는 패션 플랫폼

현재 무신사의 기업가치는 최대 4조원까지도 거론되고 있다. 1) 국내외 투자자들로부터 누적 4,700억원의 투자를 유치 받는 과정에서 동사 가치는 지속적으로 상승했고, 2) 가장 최근 투자 일자 기준 ('23년 하반기) 무신사는 2,400억원 규모 투자를 받으며 3.5조원의 기업가치를 기록, 3) 현재 무신사 구주 매입을 논의 중인 EQT파트너스 또한 약 4조원의 기업가치를 제시한 것으로 알려졌다.

한편, 일각에서는 이와 관련해서 고평가 우려도 제기될 수 있다. 마지막 투자 유치 기준, 기업가치 3.5조원은 1) '24년 실적 기준 EV/GMV 0.8배, 2) EV/Sales 2.8배로 이는 글로벌 플랫폼의 '24년 평균 EV/Sales 1.6배 대비 높기 때문이다.

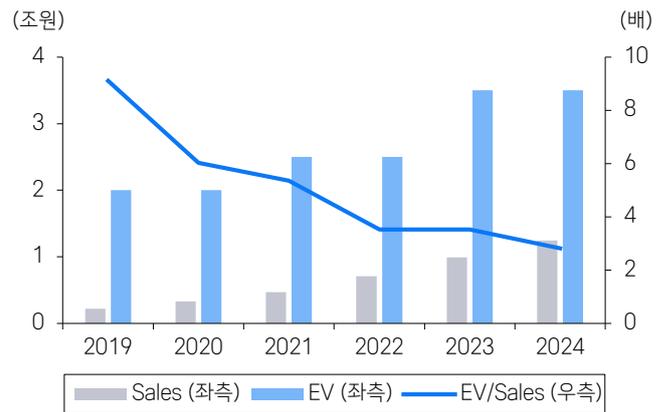
물론 향후 상장 시점의 업황 등에 따라 실제 IPO 가치는 달라질 수 있지만, 현 시점에서 다음 사항들을 고려할 필요가 있다. 1) 일본의 조조타운은 EV/Sales가 5~6배로 월등히 높은 가운데, 2) 무신사의 연평균 매출 성장률은 37.7%(2020년~2024년)으로 조조타운의 과거 연평균 매출 성장률인 11.8%을 상회하고 있다. 또한 3) 동사는 카테고리 다양화, 무신사스탠다드 오프라인 매장 추가 런칭, 일본 시장 진출 확대 등 사업 영역 확대하는 만큼, 향후 성장성과 수익성은 더욱 공고히 될 수 있는 여지가 존재한다. (플랫폼 상장 후: 조조타운 EV/Sales 2.4배, 쿠팡 5.6배, Zalando 2.3배, Mytheresa 4.1배, Mercari 11배)

EV/GMV 추이



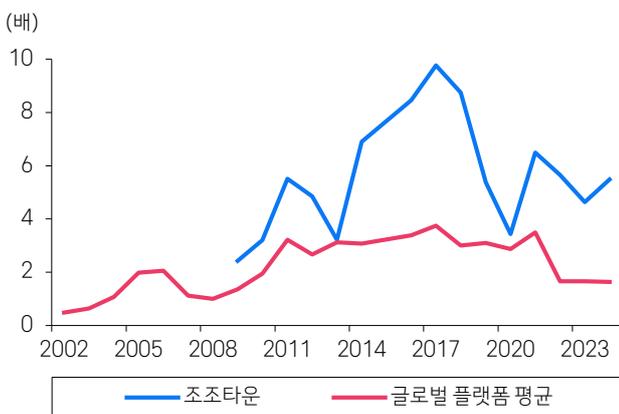
자료: 무신사, 삼성증권

EV/Sales 추이



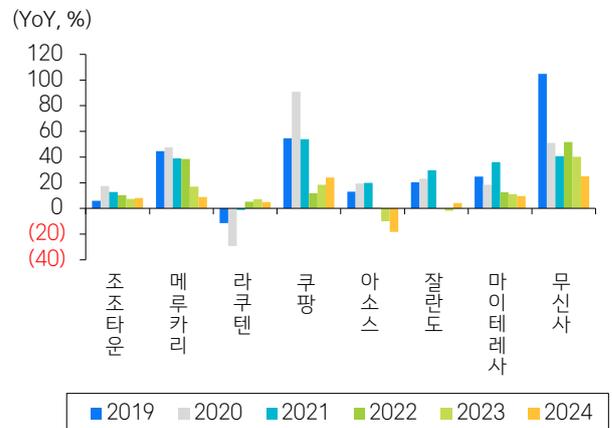
자료: 무신사, 삼성증권

경쟁사 평균 EV/Sales 추이



참고: 경쟁사(조조타운, 메루카리, 라쿠텐, 쿠팡, 아소스, 잘란도, 마이테레사)
자료: Bloomberg, 삼성증권

글로벌 플랫폼 기업 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

2025. 5. 20

플랫폼 Peer valuation table

기업		조조타운	메루카리	라쿠텐	쿠팡	ASOS	Zalando	Mytheresa
단위		JPY	JPY	JPY	USD	GBP	EUR	EUR
매출액 (십억)	2021	147.4	106.1	1,681.8	18.4	3.91	10.35	0.61
	2022	166.2	147.0	1,927.9	20.6	3.94	10.34	0.69
	2023	183.4	172.0	2,071.3	24.4	3.55	10.14	0.77
	2024	197.0	187.4	2,279.2	30.3	2.91	10.57	0.84
	2025E	214.7	194.7	2,479.1	34.3	2.70	11.25	0.92
영업이익 (십억)	2021	44.1	5.2	-194.3	-1.5	0.19	0.42	-0.03
	2022	49.7	-3.7	-359.7	-0.1	-0.02	0.08	0.00
	2023	56.4	16.4	-213.1	0.5	-0.25	0.19	-0.01
	2024	60.1	17.1	55.3	0.4	-0.33	0.39	-0.02
	2025E	67.2	24.5	61.9	1.1	-0.02	0.55	0.00
순이익 (십억)	2021	30.9	5.7	-133.8	-1.5	0.13	0.23	-0.03
	2022	34.5	-7.6	-372.9	-0.1	-0.03	0.02	-0.01
	2023	39.5	13.1	-339.5	1.4	-0.22	0.08	-0.02
	2024	44.3	13.5	-162.4	0.2	-0.34	0.25	-0.02
	2025E	47.3	16.9	-58.4	0.6	-0.07	0.31	0.03
OPM (%)	2021	30.0	4.9	(11.6)	(8.1)	4.9	4.1	(5.3)
	2022	29.9	(2.5)	(18.7)	(0.5)	(0.4)	0.8	0.6
	2023	30.8	9.5	(10.3)	1.9	(7.0)	1.9	(1.1)
	2024	30.5	9.1	2.4	1.4	(11.4)	3.7	(2.6)
	2025E	31.3	12.6	2.5	3.1	(0.9)	4.9	0.2
P/E (배)	2021	32.3	162.0	-	-	30.1	78.2	-
	2022	28.6	-	-	-	-	473.0	-
	2023	22.9	41.3	-	21.6	-	67.0	-
	2024	25.7	24.2	-	191.1	-	33.4	-
	2025E	27.3	22.4	-	70.0	-	26.5	22.0
P/B (배)	2021	18.0	23.5	2.4	23.7	3.7	8.4	5.8
	2022	17.9	8.3	2.0	10.8	0.7	4.0	1.8
	2023	11.8	9.9	2.6	7.1	0.6	2.4	0.7
	2024	13.3	4.6	3.5	9.6	0.8	3.2	0.9
	2025E	16.9	4.3	2.1	8.7	0.7	2.7	1.3
P/S (배)	2021	6.8	8.7	1.0	2.3	1.0	1.8	3.2
	2022	5.9	2.1	0.5	1.3	0.2	0.8	1.2
	2023	4.9	3.2	0.6	1.2	0.1	0.5	0.4
	2024	5.8	1.7	0.8	1.3	0.1	0.8	0.5
	2025E	6.3	2.0	0.7	1.3	0.1	0.7	1.0
EV/EBITDA (배)	2021	20.5	137.9	-	-	11.9	27.4	-
	2022	18.1	-	-	26.6	6.9	21.8	45.4
	2023	14.4	24.8	-	22.0	19.6	9.3	41.2
	2024	16.9	16.1	-	24.4	18.5	10.2	61.9
	2025E	18.1	18.5	4.7	21.0	4.0	7.6	19.9
EV/sales (백만)	2021	6.5	7.8	-	2.7	1.0	1.7	3.5
	2022	5.7	1.6	-	1.2	0.3	0.8	1.0
	2023	4.6	2.8	-	1.1	0.3	0.5	0.5
	2024	5.5	1.8	-	1.2	0.4	0.7	0.5
	2025E	6.1	2.5	0.7	1.2	0.2	0.6	0.9

참고: 5월 16일 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

Compliance notice

- 당사는 2025년 5월 19일 기준으로 지난 1년간 노브랜드의 증시 상장의 대표주관회사로 참여한 적이 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 5월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 5월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

영원무역	
일 자	2025/5/20
투자의견	BUY
TP (원)	65000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	
화승엔터프라이즈	
일 자	2025/5/20
투자의견	BUY
TP (원)	11000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	
한세실업	
일 자	2025/5/20
투자의견	BUY
TP (원)	15000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	
노브랜드	
일 자	2025/5/20
투자의견	Not Rated
TP (원)	n/a
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL (중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.03.31 기준
매수(79%)·중립(21%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA