SECTOR UPDATE

2025. 11. 27

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

의류 (OVERWEIGHT)

2026년, 회복에서 성장으로

- 브랜드: 내수는 실적 부진 폭 낮추고, 해외가 성장 견인 전망. 해외 진출 모멘텀 있는 기업에 주목
- OEM: 관세 변수보다 중요한 건 고객사 믹스로 각 OEM사별 고객사 포트폴리오에 따라 실적 차별화될 것
- Top picks: 브랜드사 중에서는 F&F, OEM사 중 영원무역 최선호

▶ 종목 정보

F&F (383220 KS, 71,800)		
목표주가	95,000원	32.3%
BUY		
미스토홀딩스 (081660 KS, 41,900)		
목표주가	54,000원	28.9%
BUY		
영원무역 (111770 KS, 93,800)		
목표주가	117,000원	25.0%
BUY		
한세실업 (105630 KS, 13,450)		
목표주가	15,000원	11.5%
BUY		
화승엔터프라이즈 (241590 KS, 4,905)		
목표주가	5,600원	14.1%
HOLD		

WHAT'S THE STORY?

2026년 전망-(1) 브랜드: 내수는 실적 부진 폭 낮추고, 해외가 성장 견인: '26년 국내 브랜드사들은 (1) 국내 의류 소매 시장의 완만한 회복세에 힘입어 실적 부진 폭을 축소하고, (2) 본격적인 해외 시장 진출이 성장을 견인할 것으로 전망한다. 의류 소매 시장이 회복될 것으로 판단하는 핵심 이유는 정부의 소비 진작 정책이 실제 의류 수요 개선으로 이어지고 있기 때문이다. 따라서 '26년에도 정부의 소비 진작 정책이 지속될 가능성을 감안하면, 국내 의류 소매 시장의 완만한 회복과 이에 따른 브랜드사들의 내수 실적 부진 폭 감소가 지속될 것으로 전망한다. 내수 시장 회복에 더해 결국 '26년 국내 브랜드사들의 성장을 견인하는 핵심 요소는 해외 시장 진출이 될 전망이다. 특히 '25년은 국내 브랜드사들의 해외 출점이 연초 계획에 미치지 못했던 만큼, '26년에는 '25년의 낮은 기저에 해외 매출이 더해진다는 것만으로도 의미가 있다.

2026년 전망-(2) OEM: 관세 변수보다 중요한 건 고객사 믹스: '26년 OEM사들은 각 기업의 고객사 포트폴리오 특성에 따라 실적 차별화가 커질 전망이다. OEM사들의 실적 흐름을 보면, '22~24년까지는 OEM사 대부분이 유사한 성장 패턴을 유지했지만, 올해 2분기부터 전방 고객사별 주문량과 재고 전략 차이로 인해 이미 실적 격차가 나타나기 시작했다. 그리고 이는 향후 각 고객사의 수요와 자체적인 재고 관리에 따라 격차는 더욱 확대될 가능성이 높다. 고객사 중에서는 1) 미국 매출 비중이 낮은 고객사(관세 리스크 완화)와 2) 가격 탄력성이 낮은 프리미엄, 스포츠·아웃도어 브랜드의 수요가 상대적으로 견조할 것으로 전망한다. 특히 이들 브랜드사를 고객사를 확보한 영원무역은 '26년에도 타 OEM사와의 실적 격차를 벌릴 가능성이 높다는 판단이다.

해외 진출 모멘텀 갖춘 브랜드사와 탄탄한 고객사 확보한 OEM사에 주목 - F&F, 영원무역 최선호: (1) '26년 국내 브랜드사는 매출액 9.8조원, 영업이익 1.2조원을 기록하며 각각 4%, 16% 성장할 것으로 전망한다. 특히 F&F는 내년 디스커버리의 중국 출점 확대로 '26년의 매출액 +10%, 영업이익 +13% 기록, 매출과 이익 성장이 더욱 가속화될 것으로 전망한다. (2) '26년 국내 OEM사들은 매출액 8조원, 영업이익 7,630억원으로 전년 동기 대비 각각 +7%, +35% 성장할 것으로 전망한다. OEM사 중 영원무역을 최선호 기업으로 제시하며, 동사는 프리미엄 스포츠·아웃도어 고객사 포트폴리오를 기반으로 '26년 매출액 +9%, 영업이익 +32%를 기록할 것으로 기대된다.

REPORT
CONTENTS

01 2025년 리뷰-기대에 못 미친 회복 흐름 3p

1) 브랜드- 국내와 해외 모두 아쉽다

2) OEM -오랜만에 오더 정상화, 다만 관세가 변수

02 2026년 전망-(1) 브랜드: 내수는 실적 부진 낮추고, 해외가 성장 견인 5p

1) 회복하는 국내

2) 이미 해외에서 K-패션 인기는 확인, 해외 매장 출점이 관건

03 2026년 전망-(2) OEM: 관세 변수보다 중요한 건 고객사 믹스 7p

1) OEM 실적을 결정할 고객사 포트폴리오

2) 저성장을 강화된 주주환원으로 보답

04 2026년 의류 산업 투자의 초점 – 개별 기업 모멘텀에 주목 13p

1) 브랜드사: 해외 진출 모멘텀 있는 기업에 주목

2) OEM사: 탄탄한 고객사 포트폴리오 확보한 기업에 주목

3) 최선호 기업 – F&F 및 영원무역, 차선호 - 미스토홀딩스

4) 한편 '26년은 신규 상장할 의류 기업에도 관심 필요

기대에 못 미친 회복 흐름

2025년 리뷰

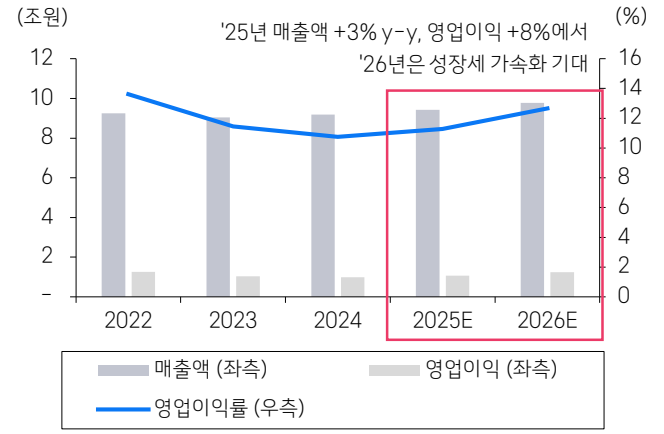
브랜드 – 국내와 해외 모두 아쉽다.

2025년 국내 상장 브랜드사 (F&F, 미스토홀딩스, 감성코퍼레이션, 신세계인터내셔날, 한섬)는 매출액은 9.4조원, 영업이익 1.1조원으로 각각 전년 동기 대비 2.6%, 7.6% 성장에 그칠 것으로 전망한다. 낮은 성장의 요인은 (1) 상반기 내수 의류 소매 시장 둔화와 (2) 계획 대비 부진한 해외 진출 성과에 기인한다.

연초 정치적 이슈에 따라 국내 내수 성장 둔화 폭이 확대되었으며, 이로 인해 의류 시장 역시 부진한 흐름을 보였다. '25년 1,2분기 국내 소매판매액 (자동차 제외) 성장률은 각각 0.6%, -0.2%를 기록했으며, 경기 민감도가 높은 의류 소매 시장은 -0.2%, -2.7% 성장하며, 전체 시장 대비로도 역성장 폭이 컸다.

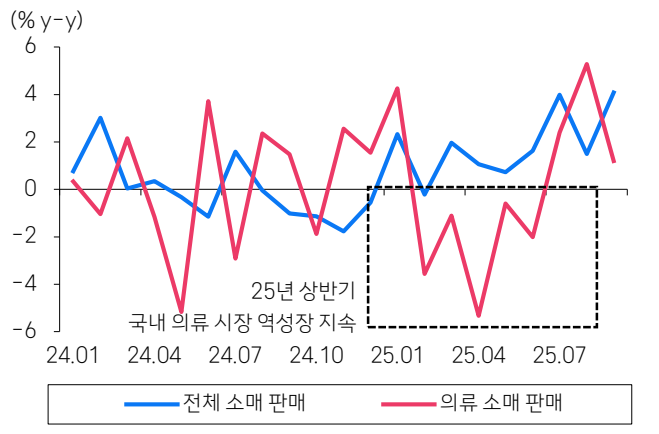
내수 시장 회복에 거는 기대가 낮았던 만큼, 시장은 각 브랜드사의 해외 진출이 성장을 견인해줄 것으로 기대했으나, 예상과는 달리 브랜드사들의 해외 진출은 빠르게 확대되지 못했다. 이는 최근 브랜드들의 해외 진출 전략 변화에 따른 것으로, 과거 브랜드사는 빠른 출점과 가파른 성장을 중요시했다면, 현재는 브랜드 가치를 유지하며, 중장기적으로 안정적인 성장을 추구하는 전략 변화에 의한 것으로 판단된다.

브랜드사 실적 추이 및 전망



참고: 감성코퍼레이션, 한섬, 신세계인터내셔날은 컨센서스 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

국내 전체 소매판매 및 의류 소매판매 추이



자료: 통계청, 삼성증권

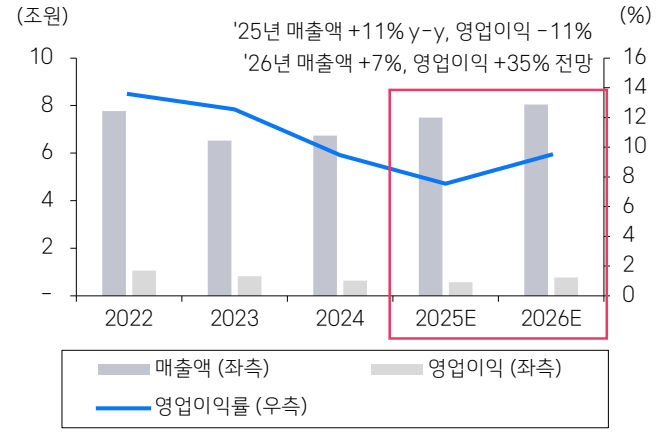
OEM – 오랜만에 오더 정상화, 다만, 관세가 변수

2025년 국내 OEM사들은 매출액 7.5조원, 영업이익 5,662억원을 기록하며, 전년 동기 대비 각각 +11%, -11% 성장할 것으로 전망한다. 매출액은 연초 기대 대비 낮은 수준의 성장률과 영업이익은 역성장할 것으로 전망하는데, 이는 결국 관세에 따른 일부 고객사들의 오더 감소와 OEM사들의 마진 하락에 기인한다.

연초 OEM 산업은 약 2년 만의 오더 사이클 확장 국면에 진입하면서 회복 기대감이 높았다. '23년에는 글로벌 브랜드사들이 과잉 재고 소진에 집중한 영향으로 국내 OEM사들의 실적 부진이 이어졌으나, '24년 들어 브랜드사들의 재고 정상화가 마무리되며 오더가 점차 회복되기 시작했다. 실제로 '24년 하반기부터 OEM사들은 매출과 영업이익 모두 성장 흐름을 나타냈고, 이러한 개선세는 '25년 연간으로 이어질 것으로 전망됐다.

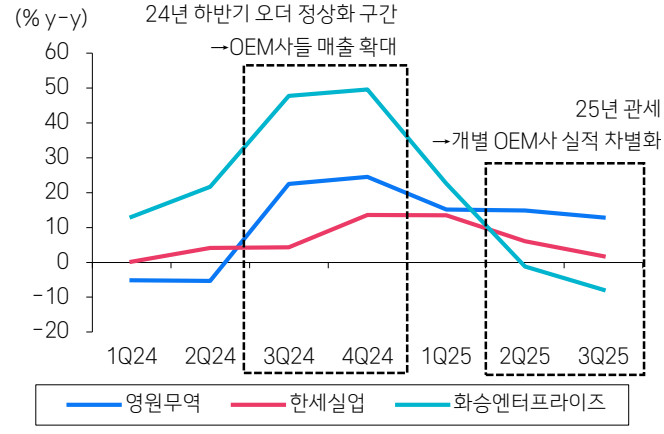
그러나 지난 4월 미국의 상호관세 발표로 기대감은 우려로 전환되었다. 주요 생산지에 상호관세가 부과될 경우 OEM사들은 ① 가격 인상에 따른 전방 수요 둔화 및 오더 감소, ② 관세 비용 공동 부담으로 인한 마진 하락을 피하기 어려운 상황이다. 실제로 3분기부터 관세 영향이 본격 반영되며, 전년 동기 대비 오더와 영업이익이 큰 폭으로 감소한 기업들도 다수 확인됐다. 다만 이 중 영원무역은 관세 영향에도 불구 OEM 매출과 이익률 모두 성장하며, 프리미엄 브랜드 포트폴리오를 통해 지속 성장 가능성을 확인한 만큼, 26년에는 보다 개별 OEM 기업의 실적 모멘텀에 더욱 주목할 필요가 있다.

OEM사 실적 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

OEM사 매출 성장률 추이: 고객사 실적 차별화 확대



참고: 영원무역은 OEM 매출 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

내수는 실적 부진 낮추고, 해외가 성장 견인

2026년 전망 – (1) 브랜드

회복하는 국내

소비 확대 정책에 따라 국내 의류 소매 시장의 완만한 회복 전망

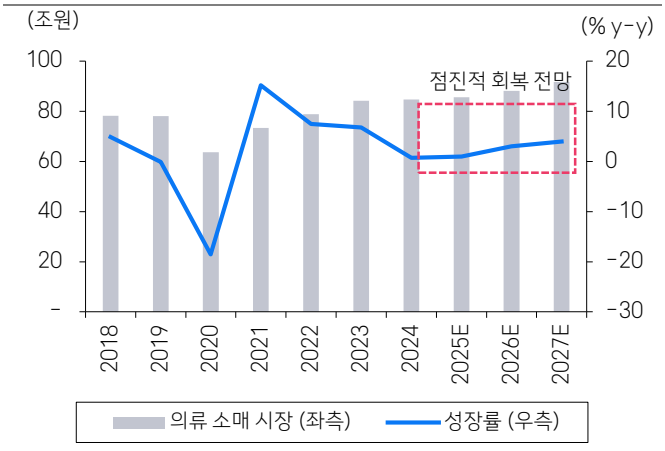
'26년 국내 브랜드사들의 실적은 국내 의류 소매 시장의 완만한 회복세에 힘입어 부진 폭을 축소할 것으로 예상된다. 의류 소매 시장이 회복될 것으로 판단하는 핵심 이유는 정부의 소비 진작 정책이 실제 의류 수요 개선에 직접적인 효과를 보여왔기 때문이다.

실제로 '25년 7월 정부가 소비 쿠폰을 발행한 이후 국내 의류 소매 시장은 25년 상반기 -1% 성장에서 7월 +2.4%, 8월 +5.3%로 플러스 성장 전환되며 정책 효과가 즉각적으로 나타났다. 또한 과거 코로나 재난 지원금 역시 의류 소비를 직접적으로 견인해, '21년 9월 지원금 지급 이후 같은 달 국내 의류 소매 판매는 전년 대비 +27%의 높은 성장률을 기록한 바 있다.

브랜드사 실적 회복까지 이어지는 소비 확대 정책

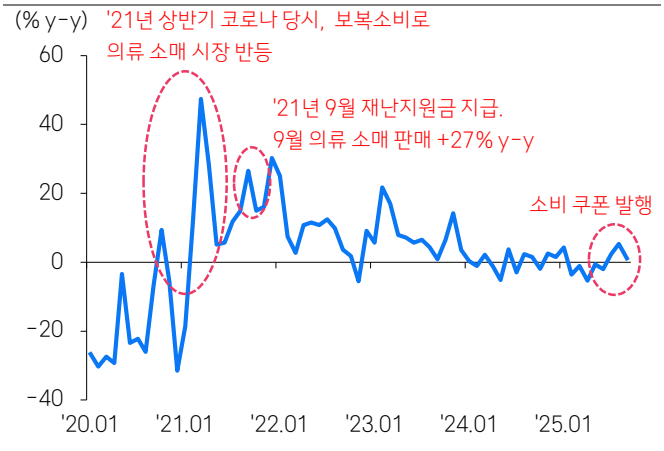
따라서 '26년에도 정부의 소비 확대 정책이 지속될 가능성을 감안하면, 국내 의류 소매 시장은 완만한 회복 흐름을 이어갈 가능성이 높다. 또한 주목할 점은 이러한 의류 소매 시장의 회복이 브랜드사들의 실적 개선으로 이어진다는 점이다. 실제로 '25년 3분기 실적 발표에서 국내 브랜드사들은 대부분 국내 실적 부진폭을 줄이거나, 플러스 성장 전환하는 등 정책 효과가 실적 개선으로 이어지고 있음을 입증한 만큼, '26년은 브랜드사들의 국내 실적 회복이 지속될 것으로 전망한다.

국내 의류 소매 판매 시장 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

월별 의류 소매 판매 성장률 추이



자료: 통계청, 삼성증권

이미 해외에서 K-패션 인기는 확인, 해외 매장 출점이 관건

내수 시장 회복과 함께 '26년 국내 상장 브랜드사들의 성장을 견인하는 핵심 요소는 해외 시장 진출이 될 전망이다. 특히 '25년은 국내 브랜드사들의 해외 출점이 연초 계획에 미치지 못했던 만큼, '26년에는 낮은 기저에 해외 매출이 더해진다는 것만으로도 의미가 있다. 실제로 '25년 연말 기준 국내 상장 브랜드사들의 해외 진출 계획 이행률은 연초 목표 대비 40~50% 수준인 것으로 파악된다.

결국 '25년 해외 출점이 부진했던 만큼, '26년은 브랜드사들의 본격적인 매장 확대로 성장세가 확대될 것으로 전망한다. 우선 올해 출점 부진의 요인은 국내 브랜드사들이 해외에서 공격적으로 점포를 확장하기보단, (1) 신규 시장 진입에 따른 초기 반응 점검이 우선 시 하고, (2) 예상보다 핵심 상권 확보에 시간이 소요된 것으로 판단된다. 반면 '26년은 (1) 올해 진출한 일부 매장을 통해 시장 반응을 확인할 수 있었고, (2) 주요 후보 입지에 대한 검토도 상당 부분 진행되었을 것으로 판단되는 만큼, 출점 가속화 여건이 마련됐다는 판단이다.

국내 브랜드사들은 해외 진출 확대로 (1) 현재 중국, 일본 등 주요 아시아 시장에서 높아지는 K-패션의 인기에 따른 수혜와, (*10월 29일 발간된 "K-패션의 새로운 성장 스토리" 리포트 참고), (2) F&F와 같은 대리점 방식의 진출의 경우, 매장 오픈 초기의 초도 물량 효과와 고정비 부담이 없는 만큼, 매출과 이익의 동시 개선을 기대할 수 있다는 판단이다.

국내 브랜드사: 해외 시장 진출 계획

기업	중장기 해외 진출 전략	'25년 연초 현황	'25년 연말 현황
F&F	• MLB: '19년 중국 진출 이후 온오프라인 동시 운영 중. 향후 매장 확대 보다는 점당 효율성 개선에 집중할 계획. 중국 외 동남아 지역은 매장 확대 진행 중 • **디스커버리: '24년 하반기부터 중국 진출 시작. 향후 점진적으로 오프라인 매장 확대 목표**	• MLB: 25년 상반기 기준 매장 60개 리뉴얼 완료. 리뉴얼 매장 1H25 기준 점당 매출액 성장률 +10% 기록 • 디스커버리: 25년 중국 내 매장 60개 확보를 목표로 연초 기준 5개 확보 완료	• MLB: 25년 3분기 누적 기준 리뉴얼 매장의 점당 매출액 성장률 +16% 기록하며, 효율성 개선 지속 • **디스커버리: 기존 중국 60개 매장 확보에서 25개로 목표 하향 조정**. 3분기 말 기준 매장 21개 확보 완료
미스토홀딩스	• 휠라: 일부 라이선스 전개 지역을 직진출로 전환 계획. 브랜드 컨트롤 파워 높이기 위한 목적 • **휠라 외 브랜드: 국내 K-패션 브랜드의 중화권 매장 점진적 확대 목표 및 브랜드 수 확대할 것**	• 기타 브랜드: 연초 기준 5개 K-패션 브랜드 전개 및 중화권 지역 내 50개 매장 확보	• 기타 브랜드: 10월 말로 마르디 계약 완료. 총 4개 브랜드 유통 및 중화권 내 약 60개 이상 매장 확보
감성코퍼레이션 (스노우피크)	• 일본: 일본의 경우, 스노우피크 본사 매장 내 이류 제품 공급하는 형식으로 진출 • 대만: 유통사, '스타라이크'와 사업 전개. 점진적인 매장 확대 지속 • 중국: 유통사, '비인러펀'과 중국 내 점진적인 매장 확대 계획 **('26년 매장 30개 타겟)**	• 일본: 스노우피크 본사 약 100개 매장 중 16개 매장 내 의류 제품 공급 중 • 대만: 연초 기준 약 13개 매장 운영 • 중국: '23년 오픈한 상해 1개 매장 외 추가 출점 없음	• 일본: 스노우피크 본사 약 100개 매장 중 24개 매장 내 의류 제품 공급 중 • 대만: 현재 약 29개 매장 운영 중 • 중국: 3분기 말 기준 추가 출점 없으나, 연내 1~5개 오픈 목표. 이외 광군제 이후 온라인 몰 오픈 예정
젝시믹스	• 일본: 직진출 방식. '26년 매장 최대 7개까지 확대할 계획이며, 향후 일본 시장에 더욱 집중할 계획 • 대만: 직진출 방식. '26년 매장 약 4-5개까지 확대 계획 • 중국: 유통사, 'YY스포츠'와 중국 내 점진적인 매장 확대 계획. (대리점 방식)	• 일본: 연초 기준 매장 3개 • 대만: '24년 말 기준 오프라인 매장 없었으나, 1분기 기준 1개 매장 확보 완료 • 중국: '25년 매장 50개 오픈을 목표로, 연초 기준 10개 매장 확보	• 일본: 3분기 기준 매장 4개 운영. 계획대로 확대 진행 중 • 대만: 3분기 기준 3개 매장 운영. 계획대로 매장 확대 진행 중 • 중국: 3분기 기준 매장 30개. 연초 기준 목표 50개에서 30개로 하향 조정하며, 연내 추가 매장 오픈 없을 것
에이유브랜즈	• 중국: JV 설립. 온라인(티몰, 샤오홍슈) 입점 및 오프라인 8+ 출점 예정 • 일본: 프리미엄 패션 브랜드 전문 유통 기업과 홀세일 계약 체결. 25년 하반기부터 정규 매장 오픈 시작 • 대만: 프리미엄 편집숍 운영사와 홀세일 계약 체결 완료. 오프라인 점진적 확장 목표 • '25년 말 기준 글로벌 전체 내 30개 매장 확보 목표	• 상반기 기준 글로벌 시장 내 5개 매장 확보 완료	• 3분기 기준 글로벌 시장 내 18개 매장 확보 완료. • 4분기 신규 출점: 중국 3개(베이징, 상해, 소주), 일본 1개(오사카), 대만 1개(타이베이 중산) 오픈 예정

자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

관세 변수보다 중요한 건 고객사 믹스

2026년 전망 – (2) OEM

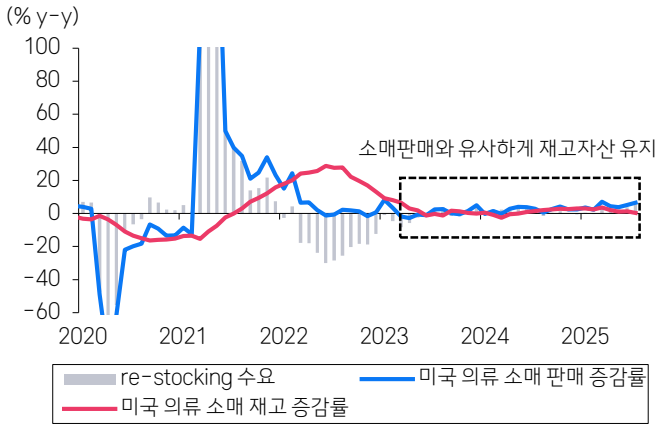
OEM 실적을 결정할 고객사 포트폴리오

2026년 OEM 산업은 고객사 포트폴리오 구조에 따라 기업별 실적 차별화가 확대될 전망이다. 이미 올해 2분기부터 OEM 업체 간 실적이 갈리기 시작했는데, 이는 전방 브랜드사들의 수요 흐름·재고 전략·관세 대응 방식이 서로 다르게 나타났기 때문이다.

과거 2022~2024년까지는 대부분의 OEM 기업들이 비슷한 성장 패턴을 보였지만, 올해 들어서는 고객사별 수요 변화와 재고 정책 차이로 실적 양극화가 본격화됐다. 이는 (1) 코로나 시기 과잉 재고로 손실을 경험한 브랜드사들이 실제 수요 중심으로 재고를 타이트하게 운영하기 시작했고, (2) 이에 더해 관세 부담이 보수적인 재고 운용을 한 층 강화시킨 영향으로 해석된다.

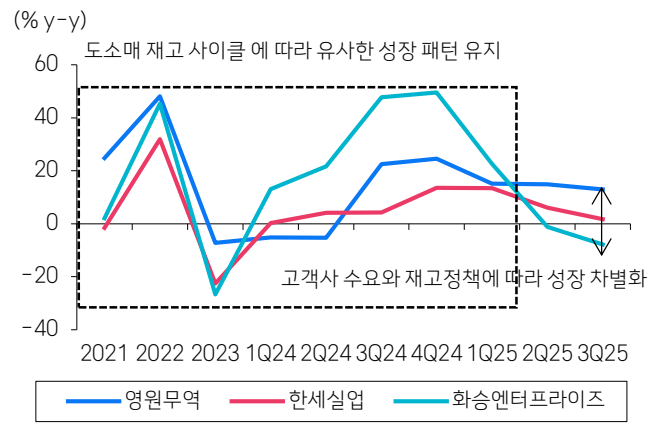
향후에도 (1) 전방 소비자의 수요에 따라 고객사별 오더 흐름도 다르게 나타날 것이며, (2) 관세 리크스 역시 지속적으로 실적 부담 요인으로 작용하는 만큼, '26년에는 각 고객사의 포트폴리오 특성에 따라 OEM사 간 실적 차별화가 더욱 뚜렷해질 가능성이 높아 보인다.

미국 의류 소매 시장 추이



참고: Re-stocking 수요 = 매출액 증가율 (y-y) – 재고자산 증가율 (y-y)
자료: Bloomberg, 삼성증권

국내 OEM사: 매출액 성장률 추이



참고: 영원무역은 OEM 사업부 매출만 적용
자료: 각 사, 삼성증권

가격 탄력성 낮은 고객사 포트폴리오 확보가 중요

'26년에도 안정적으로 수요가 유지될 수 있다고 전망하는 브랜드사는 (1) 가격 탄력성이 낮은 프리미엄 브랜드와 (2) 스포츠·아웃도어 브랜드의 수요는 상대적으로 견조할 것으로 전망한다. 글로벌 브랜드사 실적 추이를 보면, '25년 중저가 의류를 판매하는 마트 바이어들과 브랜드사의 매출은 역성장을 지속하고 있으나, 명품 브랜드사들은 3분기 이후 턴어라운드에 성공하며, 회복 국면으로 진입했다. 또한 글로벌에서 고프코어 트렌드가 지속되며, 아머스포츠, 노스페이스(모회사 VFC), 룰루레몬 등과 같은 스포츠·아웃도어 브랜드는 안정적으로 매출액 성장세를 지속하고 있는 만큼, '26년에도 상대적으로 수요가 유지될 수 있다는 판단이다.

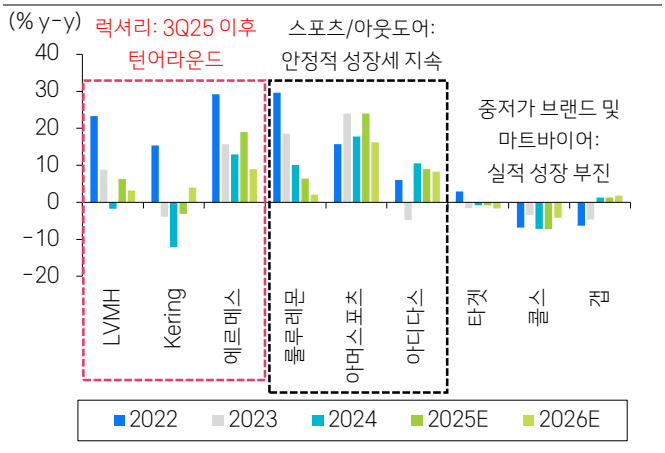
미국 매출 비중 낮을수록 관세에서 유리

고객사의 미국 매출 비중이 낮을수록 관세 리스크 완화에 유리할 수밖에 없다. 현재 관세는 간접적, 그리고 직접적으로 OEM사에게 영향을 주고 있다. (1) 전방 고객사들이 마진 방어를 위해 가격 인상을 하고 있으며, 이는 결국 전방 수요 둔화로 이어질 가능성이 있다. 또한 (2) 브랜드사들은 OEM사의 ASP를 일정 부분 인하하며 함께 관세 부담을 지고 있으며, 이는 결국 OEM사들의 매출 감소와 마진 축소가 불가피한 상황이다.

현재 고객사가 재고 관리에 보수적인가?

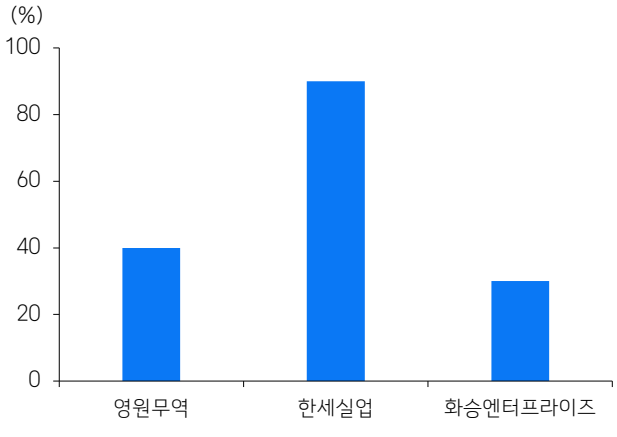
일부 고객사는 안정적인 전방 수요에도 불구하고, 재고 레벨을 축소하는 등 보수적으로 재고를 관리하고 있는 상황이다. 일례로 아디다스의 경우에는 '25년 상반기 매출액 +14% y-y, 3분기 +12%를 기록하며, 높은 성장세를 지속하고 있다. 하지만 아디다스는 '26년 월드컵 전까지 보수적으로 재고를 관리하겠다는 입장을 발표하며, 이에 따라 관련 OEM사들의 실적 부진이 불가피한 상황이다.

브랜드별: 매출액 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

OEM사별 미국 매출 비중



자료: 각 사, 삼성증권

프리미엄 스포츠·아웃도어 OEM, 영원무역의 실적 차별화 지속될 것

국내 OEM사 중 영원무역은 (1) 경쟁 업체 대비 낮은 미국 매출 비중(약 40%)와 (2) 프리미엄 스포츠, 아웃도어 브랜드사들을 고객사로 확보하고 있는 만큼, '26년에도 안정적인 성장 이어가며 타 OEM사와의 실적 격차를 벌릴 가능성이 높다는 판단이다.

이외 한세실업은 (1) 미국 매출 비중이 높고 (약 90%), (2) 가격 탄력성이 높은 중저가 브랜드사를 고객사로 확보하고 있어, 큰 폭의 오더 확대는 제한적일 것으로 전망한다. 실제로 콜스, 타겟 등 한세실업 오더의 대부분을 차지하는 마트바이어들은 현재 매출액 성장률이 재고자산 증가율에 못 미치는 상황인 만큼, 단기적인 오더 회복은 어려울 것으로 판단한다. 다만, 한세실업은 '26년 하반기 과테말라에 원단 생산 공정 가동 예정으로, 과테말라는 미국과 가까운 지리적 이점과 주요 동남아 생산지 대비 관세율이 낮은 장점을 갖춘 만큼, 이에 따른 일부 매출 회복과 마진 방어가 가능할 것으로 기대한다.

화승엔터프라이즈는 (1) 주요 고객사인 아디다스의 미국 매출 비중이 20%~25% 수준임을 감안하면, 관세 비용 부담이 크지 않을 것으로 보인다. 다만, (2) 아디다스가 현재의 보수적 재고 전략을 유지하는 한, 단기적인 실적 방어는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

주요 고객사 Re-stocking 수요 추이

(%y-y)	영원무역		화승엔터프라이즈		한세실업				
고객사	룰루레몬	VFC (노스페이스)	아머스포츠 (아크테릭스)	아디다스	Walmart	Target	Kohl's	GAP	AEO
1Q21	71.0	40.8	-	29.4	(9.8)	0.6	85.1	82.5	76.9
2Q21	43.3	117.2	-	73.7	(13.8)	(17.3)	29.2	26.8	15.6
3Q21	7.4	20.5	-	25.1	(6.6)	(4.3)	14.6	(0.3)	(8.6)
4Q21	(26.2)	2.3	-	8.7	(25.2)	(21.1)	(12.6)	(20.9)	(19.8)
1Q22	(42.4)	(24.2)	-	(14.7)	(29.7)	(39.1)	(44.5)	(46.6)	(44.2)
2Q22	(56.3)	(89.4)	-	(25.0)	(17.1)	(32.6)	(55.7)	(45.8)	(36.1)
3Q22	(56.5)	(91.4)	-	(60.9)	(3.8)	(11.1)	(40.8)	(9.4)	(10.5)
4Q22	(19.6)	(103.9)	-	(47.6)	7.2	4.2	(11.4)	14.6	(6.5)
1Q23	0.1	(64.6)	-	(25.5)	14.6	17.0	1.7	21.7	10.8
2Q23	4.7	(32.0)	-	(5.6)	11.1	12.4	9.2	21.0	7.5
3Q23	23.2	4.6	-	16.8	6.4	9.7	7.8	15.2	8.4
4Q23	24.2	(4.1)	(10.8)	16.7	8.7	13.6	8.6	17.8	2.7
1Q24	25.3	5.0	(7.1)	25.5	8.8	3.9	7.3	18.5	(3.2)
2Q24	21.3	16.0	(19.1)	26.9	6.7	3.4	5.1	10.2	3.3
3Q24	0.5	10.5	6.3	14.0	6.5	(1.9)	(5.2)	3.6	(5.5)
4Q24	3.7	18.4	13.1	13.7	1.3	(10.3)	(11.6)	(7.1)	(3.8)
1Q25	(15.5)	3.3	8.3	(1.8)	(1.2)	(14.0)	(6.2)	(5.2)	0.5
2Q25	(14.0)	(4.2)	(5.2)	(13.5)	1.0	(3.1)	(0.0)	(8.7)	(8.8)
3Q25	-	12.5	1.9	(18.0)	2.6	0.2	-	(2.5)	-

참고: Re-stocking = 매출액 성장률 – 재고자산 성장률. (+일수록 오더 확대 여력 있다는 것을 의미)
자료: Bloomberg, 삼성증권

저성장을 강화된 주주환원 정책으로 보답

의류 기업들은 과거와 달리 주주환원 정책을 강화하며, 저성장 국면에서 주주에게 보답하려는 움직임이 뚜렷하다. 내년은 의류 업체들 전반적으로 완만한 회복을 기대하지만, 일부 기업을 제외하고는 여전히 높은 성장을 기대하기 어려운 만큼, 주주환원에 적극적인 기조를 유지하려는 것으로 판단된다.

특히 미스토홀딩스는 의류 기업 내에서 주주환원에 적극적인 기업이다. 동사는 향후 '25~27년간 배당과 자사주 매입으로 최대 5,000억원 규모의 주주환원을 실행할 예정이다. 특히 '25년 3분기 기준으로 (1) 약 1,700억원 규모의 자사주 매입과 (2) 500억원 규모의 배당 지급을 완료했으며, 올해에만 중장기 계획의 44% 이상을 이행한 상황이다.

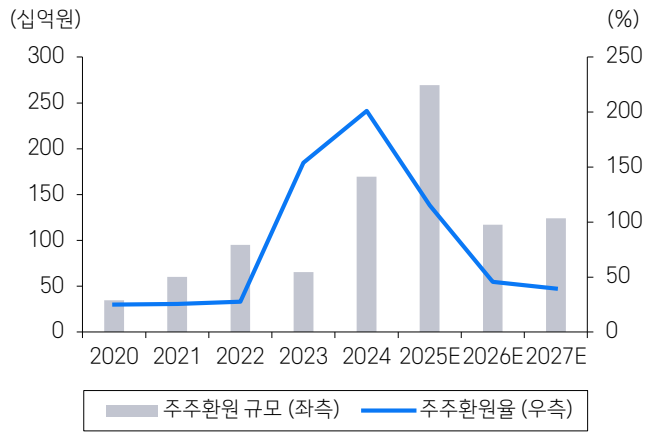
감성코퍼레이션 또한 업종 내에서 적극적인 주주환원 정책을 시행하고 있다는 점에도 주목할 필요가 있다. 동사는 '25~27년 순이익 50% 이상을 주주환원에 사용할 계획으로 1) '25년은 최소 150억원 규모('24년 순익 기준 주주환원율 약 51%)의 자사주 매입 및 소각을 완료할 예정이고, 2) '26년은 자사주 매입이 아닌 배당으로 주주환원에 나서며, '26년의 배당성향은 최대 50%를 기록할 것으로 기대된다.

국내 의류 상장사: 중장기 주주환원 정책 현황

기업	중장기 주주환원 정책	26E 배당성향	26E 배당수익률
F&F	•27년까지 별도 당기순이익 기준 배당성향 25%까지 확대 목표	•20%	•3.1%
미스토홀딩스	•25~27년 30% 이상의 배당 성향 유지 •같은 기간 50% 이상의 주주 환원율을 지속	•30~40%	•3.5%
감성코퍼레이션	•25~27년 순이익의 50% 이상을 주주환원에 사용할 계획 •특히 '25년은 자사주 소각으로 주주환원 재원을 다 사용했다면, '26년은 배당으로 주주환원에 나설 계획	•최대 50%	•4.4%
젝시믹스	•별도 당기순이익 기준 30% 이상의 배당성향 유지 계획 •'25년은 전년 대비 배당금 확대 예정	•최소 30%(별도기준)	•5.5%
영원무역	•27년 배당성향 25%를 목표로 점진적으로 배당성향 확대해갈 계획	•20%	•2.6%
한세실업	•최소 배당금 500원 유지 •향후 주당 배당금 5% 확대 검토 •올해부터 약360억원 수준의 감액 배당 실시 계획	•30%	•4.0%
화승엔터프라이즈	•최소 현재 DPS 45원 수준 유지	•14%	•0.9%

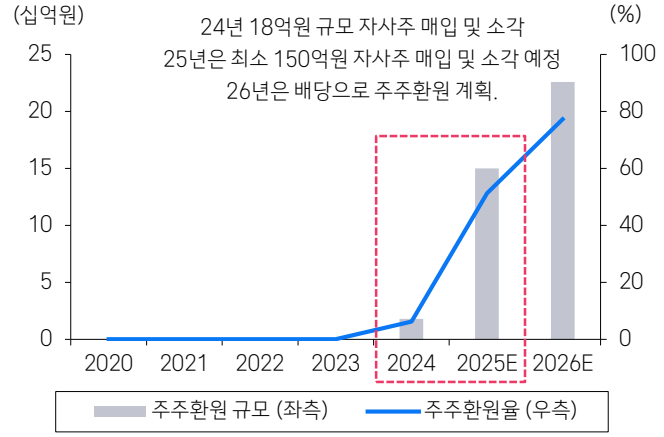
자료: 각 사, 삼성증권 추정

미스토홀딩스: 주주환원 규모 및 주주환원율 추이



자료: 미스토홀딩스, 삼성증권 추정

감성코퍼레이션: 주주환원 규모 및 주주환원율 추이



자료: 감성코퍼레이션, 삼성증권 추정

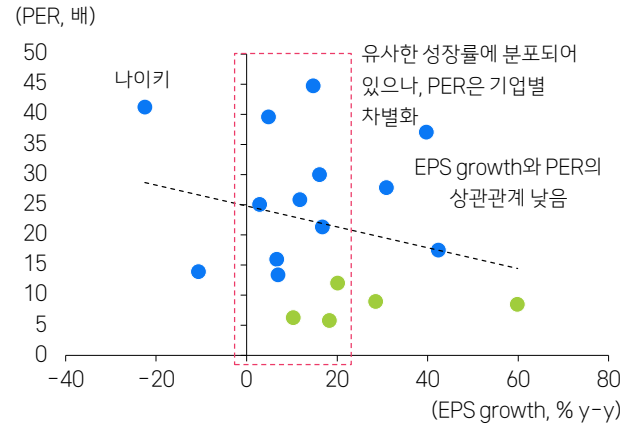
'26년 성장률 둔화에도 실망 말고, 주주환원 강화를 보자

특히 이러한 적극적인 주주환원 정책은 중장기적으로 밸류에이션 리레이팅에 기여할 수 있다는 점에서 의미가 있다. 패션 업체의 경우 EPS growth와 PER의 상관 관계가 매우 낮으나, 배당 성향과 PER은 비교적 높은 상관관계를 갖추고 있는 만큼, 주주 환원 강화가 밸류에이션 상승으로 이어질 가능성이 높다. 실제로 해외 경쟁 업체 중 낮은 성장률에도 불구하고 주주 환원 강화가 밸류에이션 상승을 견인한 사례를 볼 수 있다.

브랜드: 성장률 낮으나, 적극적인 주주환원이 높은 밸류에이션으로 귀결

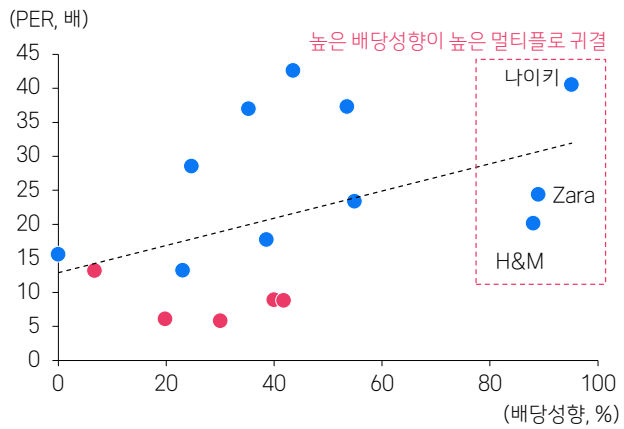
대표적인 예로 나이키, 자라, H&M은 낮은 성장률 전망에도 불구하고, 적극적인 주주 환원 정책을 통해 의류 업종 내에서 높은 밸류에이션을 받고 있다. 나이키는 '26년 매출액 성장률 전망치는 7%, 영업이익 -10%로 이익 역성장에도 불구, 26E PER은 40배에 거래되고 있다. 또한 자라와 H&M 역시, 각각 '26년 매출액 성장률 8%, 2%, 영업이익 8%, 12%이 전망되나, 적극적 주주 환원 정책을 통해 26E PER 20배 이상의 멀티플을 받고 있음을 알 수 있다. 따라서 국내 브랜드사 또한 강화된 주주환원 정책이 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 가능성이 있다고 판단한다.

브랜드사: EPS growth 및 PER 상관관계



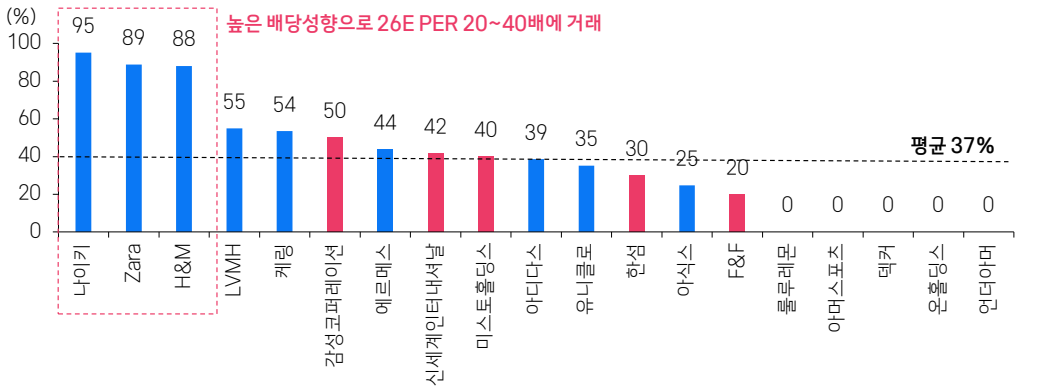
참고: 2026E 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

브랜드사: 배당 성향 및 PER 상관관계



참고: 2026E 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

국내외 브랜드사 기업 배당 성향 (2026E)



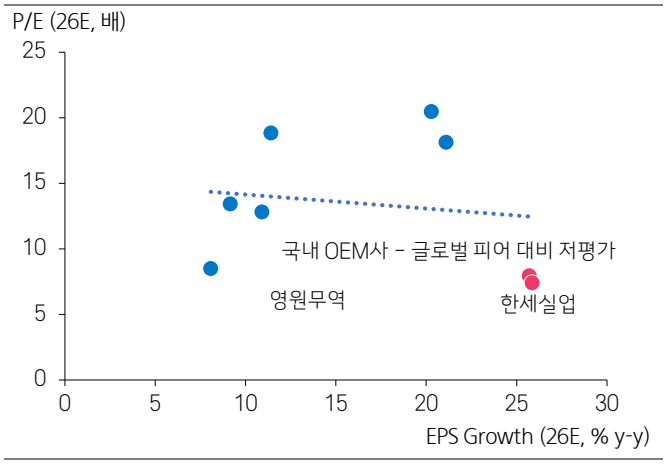
자료: Bloomberg, 삼성증권

OEM: 주주환원 강화로 글로벌 피어 대비 디스카운트 완화 기대

OEM 산업 역시 브랜드 산업과 유사하게, 배당성향과 멀티플을 유의미한 상관관계를 확인할 수 있다. '26년 국내 OEM사들은 글로벌 경쟁 업체와 유사한 혹은 높은 EPS 성장세가 전망되나, 글로벌 경쟁사 대비 약 60%의 밸류에이션 디스카운트 받고 있다. 저평가 요인은 중 일부는 글로벌 경쟁사 대비 낮은 배당성향에 기인하는 것으로 판단된다.

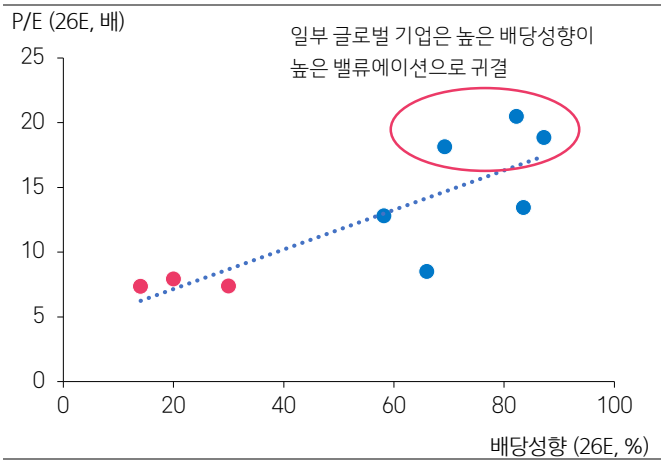
실제로 대만 OEM 업체인 Eclat과 Makalot의 26E EPS 성장률은 각각 +21%, 11% y-y를 기록할 것으로 전망되나, 양사 모두 높은 배당 성향 (각각 69%, 87%)으로 PER 18~20배 수준의 멀티플을 받고 있다. 따라서 국내 OEM사들 역시 강화된 주주환원 정책을 통해서 중장기적으로 글로벌 경쟁사 대비 밸류에이션 디스카운트가 완화될 수 있다는 판단이다.

OEM사: EPS growth 및 PER 상관관계



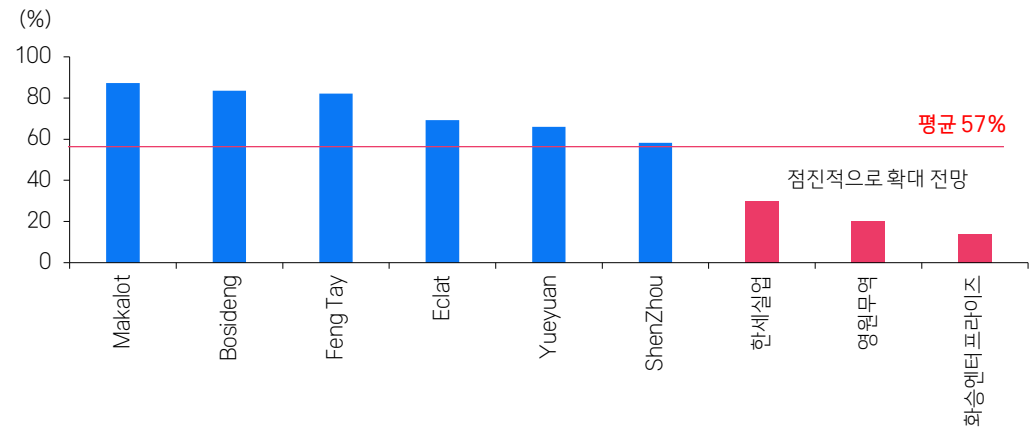
참고: 2026E 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

OEM사: 배당 성향 및 PER 상관관계



참고: 2026E 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

국내외 OEM 기업 배당 성향 (2026E)



자료: Bloomberg, 삼성증권

2026년 의류 산업 투자의 초점

개별 기업의 모멘텀에 집중

브랜드사: 해외 진출 모멘텀 있는 기업에 주목

'26년 국내 브랜드사 (F&F, 미스토홀딩스, 감성코퍼레이션, 신세계인터내셔날, 한섬) 매출액은 9.8조원, 영업이익 1.2조원을 기록하며 각각 4%, 16% 성장할 것으로 전망한다. 매출 성장률은 일부 내수 시장 익스포저가 큰 기업들로 인해 더딜 전망이나, 영업이익은 비용 효율화 전략(할인율 감소 및 비효율 매장 정리 등)과 고정비 부담 없는 해외 진출 확장 등으로 인해 높은 성장세를 보일 것으로 예상된다. 이는 국내에서 브랜드 경쟁력이 회복되고 있으며, 해외 시장에서 높은 성장 가능성을 확보하고 있다는 점에서 긍정적으로 판단한다.

결국 국내 브랜드사 중에서는 F&F, 감성코퍼레이션 등 해외 진출 모멘텀이 있는 기업들이 매출액과 이익 개선에 기여할 것으로 전망된다. 즉, '26년은 해외 실적이 가시적으로 더해질 수 있는 기업에 초점이 필요하다.

최선호-F&F: 디스커버리 중국, 내년은 진짜 간다

브랜드사 중 최선호 기업으로 'F&F'를 제시한다. F&F는 '26년의 매출액은 2.1조원, 영업이익은 5,330억원을 기록하며, 각각 +10%, +13% (vs 25년 매출액 +%, 영업이익 +5%)로 성장세가 가팔라질 것으로 전망한다. 실적 개선의 주요 요인은 중국 내 디스커버리 출점 확대로, 내년에는 기존 목표했던 60개 매장에 더해 추가 출점에 따른 매출과 이익 성장이 더욱 가속화될 것으로 전망한다.

차선호-미스토홀딩스: K-패션 유통 사업이 이끌 중장기 성장 기대

미스토홀딩스는 '26년 매출액 4.5조 원(+3% y-y), 영업이익 5,430억 원(+10%)를 기록할 것으로 전망한다 (vs 25년 매출액 +3%, 영업이익 +35%). 1) 휠라 및 신규 브랜드의 중국 유통 매출 성장이 미국 매출 감소를 상쇄하고, 2) 미국 사업 적자 폭 축소에 따른 턴어라운드가 지속될 것으로 전망됨에 따라, 영업이익 증가율이 보다 높게 나타날 것으로 예상한다.

다만, 미스토홀딩스의 주요 투자 포인트는 '26년보다 '27년의 가파른 성장세에 있다. '27년 매출과 이익 성장률 상승의 핵심은 동사의 K-브랜드 중국 유통 사업으로, 향후 중국 내 점진적 매장 확대와 유통 브랜드 수 확장을 통해 전사 실적 개선에 기여할 것으로 예상한다. ('27E 매출액 +6%, 영업이익 + 18%)

OEM: 탄탄한 고객사 포트폴리오 확보한 기업에 주목

'26년 국내 OEM사들은 매출액 8조원, 영업이익 7,630억원으로 전년 동기 대비 각각 +7%, +35% 성장할 것으로 전망한다. 매출액은 전방 고객사 수요가 견조한 영원무역이 대부분의 매출액 성장을 견인할 것으로 예상된다. 한편 매출액 대비 이익 성장률이 높은 이유는 (1) '25년은 일부 업체의 낮은 영업이익 기저와 ('25년 일부 OEM사는 전체 오더량 감소로 인해 생산성이 저하 및 영업이익이 큰 폭으로 감소), (2) 한세실업은 자체적인 수직계열화 노력에 따른 마진 개선과 (3) 영원무역의 스캇 적자 폭 축소등이 기대되기 때문이다.

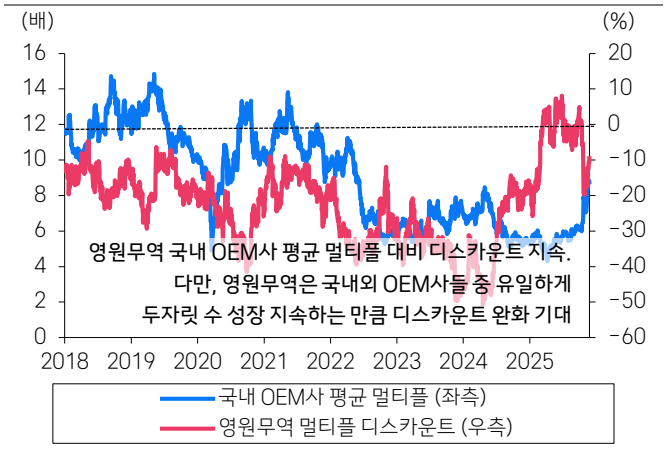
최선호-영원무역: 프리미엄 고객사로 멀티플 프리미엄까지

특히 이 중 영원무역을 최선호 기업으로 제시하며, 전방 고객사들의 안정적인 성장세가 지속되며 '26년 매출액 +9%, 영업이익 +32%를 기록할 것으로 기대된다. 이에 따라 영원무역 목표주가를 117,000원 (기존 85,000원에서 38% 인상)으로 상향, 이는 (1) 동사의 '26년 EPS 추정치를 2% 상향 및 (2) 멀티플을 기존 8배에서 10.4배로 확대한 것에 기인한다(목표 PER은 '19년 동사의 PER 고점 13배 대비 20% 할인. '19년의 경우, 미중 무역 전쟁에 따른 국내 OEM사들 반사 수혜 등 우호적 업황 고려해 디스카운트 적용. 한편 PER 10.4배는 글로벌 경쟁 업체 평균 PER 대비 약 45% 할인된 수준.)

특히 동사는 국내외 경쟁 업체 대비 멀티플 디스카운트가 완화되어야 한다는 판단이다. 동사는 (1) 국내외 OEM사들 중 유일하게 두 자릿 수의 OEM 오더 성장이 지속되고 있는 가운데, (2) 내년에도 영업이익이 32%의 차별화된 고성장을 보일 것으로 예상되는 반면, (3) 글로벌 경쟁사들의 평균 PER 19.2배에 비하면 여전히 60%라는 과도한 할인을 받고 있기 때문이다.

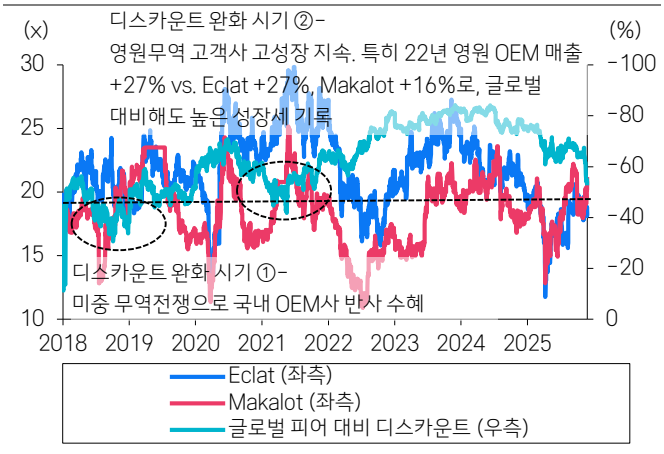
다만, 리스크 요인으로는 최근 주가가 단기간에 급등한 가운데, 단기적으로는 작년 4분기와 같은 스캇 관련 이례적 손실 인식에 따른 실적 부담을 고려할 필요가 있으나, 동사의 중장기적인 견조한 펀더멘털과 현재의 PER 8배의 밸류에이션을 감안할 때, 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

국내 OEM사 평균 PER 및 영원무역 디스카운트 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

영원무역: 글로벌 피어 대비 멀티플 디스카운트 수준



자료: Bloomberg, 삼성증권

한세실업: 자체적인 수직계열화 노력으로 마진 방어 기대

이외 한세실업은 '26년 매출액 +7%, 영업이익 +36% (vs 25년 매출액 +6%, 영업이익 -42%)를 기록할 것으로 전망한다 '25년의 낮은 매출액 기저와 고단가 브랜드 수주가 저단가인 마트바이어 오더 감소를 상쇄하고, 내년 하반기 과테말라 원단 생산 공정 가동을 통한 신규 고객사 확보와 이익 개선이 기대된다.

화승엔터프라이즈: 턴어라운드는 아디다스의 오더 정상화 시점이 될 것

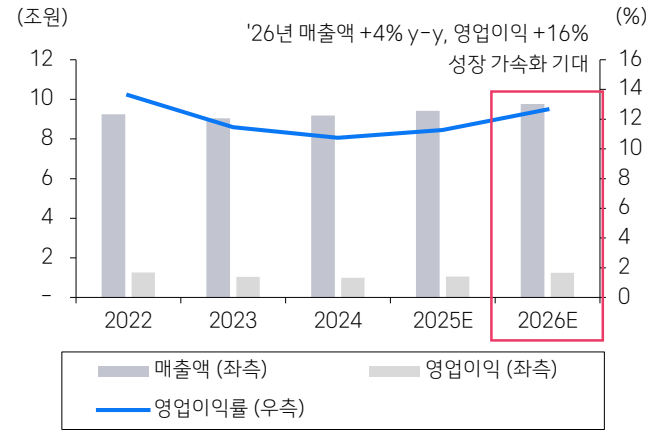
한편 화승엔터프라이즈는 현재 아디다스의 보수적인 재고 운영 정책으로 단기적으로 실적 부진 불가피할 것으로 전망, 목표주가 5,600원으로 하향 및 투자의견을 HOLD로 조정한다. 동사의 턴어라운드는 내년 상반기 북중미 월드 컵 전 아디다스의 오더가 정상화될 경우 가능하다는 판단이다.

국내 의류 커버리지 기업 투자 포인트

기업	투자포인트
F&F	중국 내 MLB의 견조한 성장에 더해 디스커버리 출점 확대 시 성장세 더욱 가파라질 것 이외 국내는 내수 의류 소매 시장 회복과 함께 역성장 폭 감소할 것으로 기대
미스토홀딩스	휠라 미국 법인 구조조정 완료하며 이익 개선 지속 국내 휠라 경쟁력 회복과 중국 유통 사업이 중장기적으로 매출 성장 견인할 것
영원무역	탄탄한 고객사 포트폴리오가 OEM 실적 견인 스캇 또한 적자 폭 축소 지속되며 이익 개선 전망
한세실업	높은 미국향 매출 비중과 중저가 브랜드 포트폴리오로 큰 폭의 오더 성장 어려우나, '26년 하반기부터 과테말라 공정 가동에 따른 이익률 개선 기대
화승엔터프라이즈	내년 6~7월 개최 예정인 북중미 월드컵 전, 아디다스 오더 정상화된다면, '26년 2분기부터 턴어라운드 기대

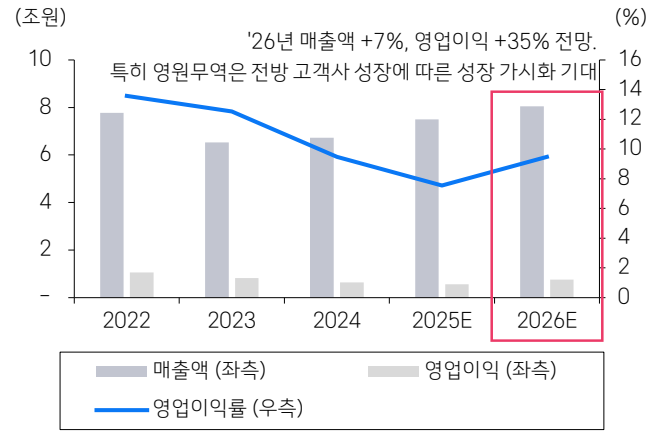
자료: 삼성증권 추정

브랜드사: 실적 추이 및 전망



참고: 감성코퍼레이션, 한섬, 신세계인터내셔날은 컨센서스 기준
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

OEM사: 실적 추이 및 전망



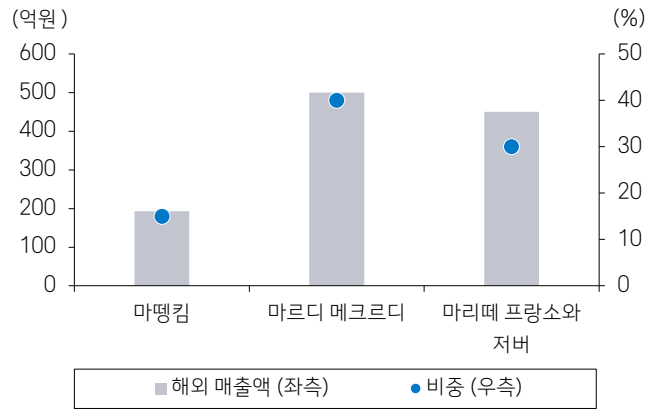
자료: Quantiwise, 삼성증권 추정

한편 26년은 새롭게 상장할 패션 기업에도 관심 필요

한편 '26년은 상장을 앞둔 의류 기업을 주목할 필요가 있다. (1) 상장 예정인 일부 플랫폼사들은 다양한 브랜드사를 확보하고 있는 만큼, 해외 수출 브랜드 수를 획기적으로 증가시킬 수 있어 해외 시장 내 성장 잠재력이 높다고 판단된다.

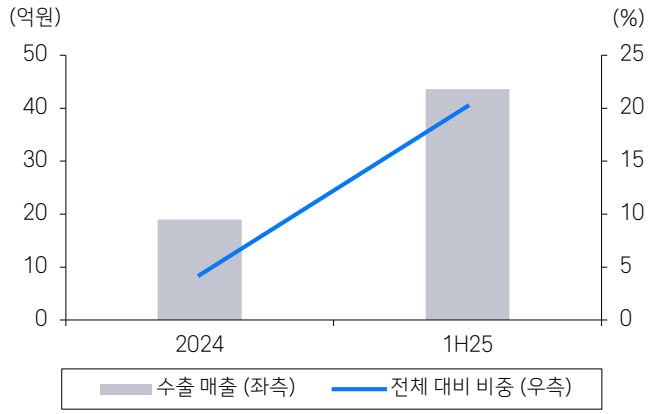
(2) 패션 브랜드사의 경우, 현재 아시아 주요 국 내 K-패션 인기에 가장 큰 수혜를 받을 것이며, 현재도 높은 해외 시장 매출 성장률을 보여주고 있다. 특히 현재 3마 브랜드 중 하나로 인기를 끌고 있는 '마르디메크르디(피스피스스튜디오)'가 '26년 상장 예정인 만큼, 관련 기업에 대한 관심을 키울 시기이다.

3마 브랜드: 해외 매출액 및 전체 대비 비중



참고: 2024년 기준
자료: 언론 보도, 삼성증권

신규 상장 브랜드, 에이유브랜즈: 해외 시장 성과



자료: 에이유브랜즈, 삼성증권

향후 패션 플랫폼 및 브랜드사 상장 계획

모기업	플랫폼/브랜드	투자 시리즈 및 누적 투자 규모	기업 가치	코멘트
무신사	무신사, 29CM, SLDT, 무신사스탠다드	시리즈 C 5,600억원	4조원+	•세콰이어 투자 당시 '24년 내 상장 계약 조건 有 •올해 상장 주관사 선정 진행 중 •'26~27년 중 상장 예정
에이블리 코퍼레이션	에이블리 4910(남성용)	시리즈 C 3,300억원	3조원	•알리바바로 부터 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
메디쿼터스	누구	시리즈 C/715억원	3,600억원	•'28년 IPO 계획 (주관사: KB증권)
피스피스스튜디오	마르디메크르디	시리즈 A 500억원	1조원 (논의)	•상장 주관사 선정 완료. 기업 가치 1조원 이상 논의 •'26년 상반기 상장 계획
콘크리트웍스	코드그라피	-	-	•'24년 7월 NH투자증권을 상장 주관사로 선정 •'25~26년 내 코스닥 시장 진출 계획

자료: 언론 보도, 삼성증권 정리

브랜드: Global peer valuation

기업명	시가총액	P/E (배)		EPS Growth (%)		P/B (배)		ROE (%)		배당 성향 (%)	
	(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
F&F	2,731	7.4	6.7	6.1	10.6	1.5	1.3	22.0	20.5	19.3	18.7
미스토홀딩스	2,509	11.3	9.6	41.1	18.1	1.2	1.0	10.6	11.8	44.5	40.4
감성코퍼레이션	517	15.7	10.7	-	47.0	3.6	2.8	23.5	27.6	-	5.4
신세계인터내셔날	356	20.0	10.4	(61.4)	93.6	0.4	0.4	2.2	4.4	79.6	48.3
한섬	351	8.6	7.8	(24.4)	10.3	0.2	0.2	2.9	3.2	42.8	40.3
국내 평균		**12.6**	**9.0**	**(9.7)**	**35.9**	**1.4**	**1.2**	**12.2**	**13.5**	**46.5**	**30.6**
나이키	138,062	29.5	37.9	(41.4)	(22.3)	7.2	7.3	23.4	18.1	72.3	94.8
아디다스	47,416	20.6	14.4	79.5	42.7	4.4	3.7	22.1	26.7	38.5	39.2
룰루레몬	30,874	12.4	13.8	15.4	(10.3)	4.6	4.2	39.5	33.0	0.0	0.0
아머스포츠	29,731	41.3	31.6	93.4	30.7	3.6	3.3	9.2	10.7	0.0	0.0
아식스	25,955	29.5	27.2	43.4	8.5	10.2	8.1	36.7	35.8	22.3	24.4
덱커	18,270	14.4	13.3	31.2	8.1	5.1	4.5	37.4	34.6	0.0	0.0
온홀딩스	20,222	43.8	25.5	(6.1)	71.8	6.7	5.2	13.5	21.7	0.0	0.0
해외 스포츠 평균		**27.4**	**23.4**	**30.8**	**18.5**	**6.0**	**5.2**	**26.0**	**25.8**	**19.0**	**22.6**
LVMH	523,982	28.9	25.7	(21.1)	12.2	4.3	4.0	15.8	16.8	57.2	54.6
Kering	62,600	48.1	33.3	(43.3)	44.3	2.4	2.2	5.0	7.0	61.0	54.3
Hermes	381,558	49.9	43.8	(0.6)	14.0	11.7	10.1	24.4	24.3	45.8	43.1
럭셔리 평균		**42.3**	**34.3**	**(21.7)**	**23.5**	**6.1**	**5.4**	**15.0**	**16.0**	**54.7**	**50.7**
유니클로	170,210	42.6	40.2	14.1	5.9	7.7	6.9	19.2	18.0	35.4	36.9
Inditex	251,872	25.2	24.5	9.6	2.9	7.5	7.2	30.4	29.9	86.6	88.6
H&M	42,662	24.0	20.4	0.2	17.6	6.4	6.2	25.7	30.9	96.5	87.4
SPA 평균		**30.6**	**28.4**	**8.0**	**8.8**	**7.2**	**6.8**	**25.1**	**26.3**	**72.8**	**70.9**

참고: '25년 11월 26일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

OEM: Global peer valuation

	시가총액	P/E		EPS Growth		P/B		ROE		배당성향	
기업	(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
영원무역	4,165	9.3	8.2	15.1	13.1	1.0	0.9	11.4	11.8	15.3	16.8
한세실업	536	9.4	7.4	(20.7)	25.9	0.7	0.7	7.7	9.4	35.5	29.4
화승엔터프라이즈	296	26.3	7.5	(68.0)	250.9	0.6	0.5	3.9	8.2	24.2	6.9
국내 평균		**15.0**	**7.7**	**(24.5)**	**96.6**	**0.8**	**0.7**	**7.7**	**9.8**	**25.0**	**17.7**
Eclat	5,542	21.9	18.1	(18.8)	21.1	4.0	3.7	18.6	21.7	72.1	69.3
Makalot	3,707	22.6	20.3	(15.7)	11.4	5.7	5.3	24.5	26.7	91.7	87.3
ShenZhou	19,660	14.5	13.1	12.4	11.1	2.4	2.2	17.1	17.3	59.2	58.1
Bosideng	11,076	14.5	13.3	23.3	9.1	3.3	2.8	23.9	22.0	82.6	83.5
Yueyuan	4,953	9.4	8.7	(17.1)	8.1	0.7	0.7	7.9	8.2	69.1	66.0
Feng Tay	5,963	24.6	20.6	(13.5)	19.8	4.8	4.5	20.1	23.4	83.6	83.2
해외 평균		**17.9**	**15.7**	**(4.9)**	**13.4**	**3.5**	**3.2**	**18.7**	**19.9**	**76.4**	**74.6**

참고: '25년 11월 26일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

COMPANY UPDATE

2025. 11. 27

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

영원무역 (111770)

프리미엄 고객사로 밸류에이션 프리미엄까지

- '26년 매출액 4.3조원 (+9% y-y), 영업이익 5,885억원(+32%) 기록하며, 올해에 이어 내년에도 매출과 이익의 동시 개선 지속될 것
- (1) 탄탄한 고객사 포트폴리오에 기반한 OEM 매출 성장과 (2) 스캇의 적자 감소에 따른 이익 개선 기대
- 목표주가를 기존 85,000원에서 117,000원으로 상향(Target PER 10.4배), BUY 투자 의견 유지

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	117,000원 25%
현재주가	93,800원
시가총액	4.2조원
주식수 (유동주식 비중)	44,311,468주 (45.3%)
52주 최저/최고	38,750원/93,800원
60일-평균거래대금	44.0억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
영원무역 (%)	56.3	54.3	133.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	55.6	3.0	48.5

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	117,000	85,000	38.0%
2025E EPS	9,551	9,400	1.6%
2026E EPS	11,277	11,127	1.5%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	9
목표주가	94,333
추천 점수	4.0

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

WHAT'S THE STORY?

2026년에도 매출과 영업이익 개선 지속: 동사는 26년 매출액 4.3조원 (+9% y-y), 영업이익 5,885억원(+32%)으로 내년에도 매출과 이익의 동반 성장 지속될 것으로 전망. (vs 25년 매출액 +13%, 영업이익 +42%). 사업부별로는 1) OEM 매출액 2.9조원 (+9%), 영업이익 5,901억원(+9%)으로, 탄탄한 고객사 포트폴리오에 기반한OEM 오더 성장 지속 기대. (2) 스캇은 매출액 1.2조원 (+10%), 영업적자 170억원 (적지) 전망. 스캇은 기존 제품의 재고 소진이 원활이 진행되는 가운데, 영업 적자 폭 축소가 지속될 것으로 기대. (3Q25 스캇 재고자산 5,040억원으로 전년 동기 대비 20%, 전분기 대비 18% 이상 감소)

목표주가 117,000원으로 상향, BUY 투자 의견 유지: 동사의 목표주가를 117,000원(기존 85,000원에서 38% 인상)으로 상향, 이는 (1) '26년 EPS 추정치를 2% 상향 및 (2) 타겟 멀티플을 기존 8배에서 10.4배로 확대한 것에 기인(목표 PER은 '19년 동사의 PER 고점 13배 대비 20% 할인. '19년의 경우, 미중 무역 전쟁에 따른 국내 OEM사들 반사 수혜 등 우호적 업황 고려해 디스카운트 적용.) 특히 동사는 (1) 국내외 OEM사들 중 유일하게 두 자릿 수의 OEM 오더 성장이 지속되고 있는 가운데, (2) 글로벌 경쟁사의 평균 PER 19.2배 대비 여전히 60%라는 과도한 할인을 받고 있는 만큼, 경쟁 업체 대비 멀티플 디스카운트가 완화되어야 한다는 판단이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	3,518	3,986	4,340	4,553
영업이익 (십억원)	316	447	589	636
순이익 (십억원)	295	369	463	502
EPS (adj) (원)	9,637	9,551	11,277	12,249
EPS (adj) growth (%)	-17.2	-0.9	18.1	8.6
EBITDA margin (%)	12.0	13.9	15.8	16.2
ROE (%)	12.3	11.2	12.3	12.1
P/E (adj) (배)	4.4	9.8	8.3	7.7
P/B (배)	0.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	2.5	6.1	4.5	3.8
Dividend yield (%)	3.3	1.9	2.5	3.4

자료: 영원무역, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**3,604**	**3,518**	**3,986**	**4,340**	**4,553**
매출원가	2,449	2,621	2,953	3,143	3,275
매출총이익	**1,155**	**896**	**1,032**	**1,197**	**1,278**
(매출총이익률, %)	32.0	25.5	25.9	27.6	28.1
판매 및 일반관리비	518	581	585	609	643
영업이익	**637**	**316**	**447**	**589**	**636**
(영업이익률, %)	17.7	9.0	11.2	13.6	14.0
영업외손익	**44**	**93**	**54**	**4**	**8**
금융수익	37	42	42	44	49
금융비용	31	32	29	30	32
지분법손익	2	-2	1	0	0
기타	36	84	40	-9	-9
세전이익	**682**	**408**	**501**	**593**	**644**
법인세	149	114	131	130	142
(법인세율, %)	21.8	27.8	26.2	22.0	22.0
계속사업이익	533	295	369	463	502
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**533**	**295**	**369**	**463**	**502**
(순이익률, %)	14.8	8.4	9.3	10.7	11.0
지배주주순이익	516	427	423	500	543
비지배주주순이익	17	-133	-54	-37	-40
EBITDA	735	423	555	686	736
(EBITDA 이익률, %)	20.4	12.0	13.9	15.8	16.2
EPS (지배주주)	11,644	9,637	9,551	11,277	12,249
EPS (연결기준)	12,030	6,647	8,334	10,438	11,338
수정 EPS (원)*	11,644	9,637	9,551	11,277	12,249

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**3,347**	**3,430**	**3,555**	**3,918**	**4,223**
현금 및 현금등가물	896	800	663	797	950
매출채권	491	546	600	639	670
재고자산	1,329	1,225	1,347	1,434	1,504
기타	631	859	944	1,048	1,099
비유동자산	**1,950**	**1,960**	**2,115**	**2,159**	**2,263**
투자자산	488	450	416	517	521
유형자산	811	906	1,065	976	1,082
무형자산	195	153	161	194	186
기타	457	451	473	473	473
자산총계	**5,297**	**5,390**	**5,670**	**6,077**	**6,486**
유동부채	**1,123**	**728**	**1,047**	**1,095**	**1,134**
매입채무	456	425	468	498	522
단기차입금	399	26	93	93	93
기타 유동부채	269	276	486	504	519
비유동부채	**586**	**766**	**615**	**592**	**565**
사채 및 장기차입금	77	258	68	18	-32
기타 비유동부채	508	508	547	574	596
부채총계	**1,709**	**1,494**	**1,662**	**1,688**	**1,699**
지배주주지분	**3,247**	**3,687**	**3,840**	**4,258**	**4,696**
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	453	453	453	453	453
이익잉여금	2,713	3,083	3,416	3,835	4,272
기타	59	129	-52	-52	-52
비지배주주지분	**341**	**209**	**169**	**131**	**91**
자본총계	**3,588**	**3,896**	**4,008**	**4,389**	**4,787**
순부채	-723	-1,049	-918	-1,193	-1,436

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**525**	**624**	**361**	**490**	**545**
당기순이익	533	295	369	463	502
현금유출입이없는 비용 및 수익	280	256	234	211	217
유형자산 감가상각비	92	101	101	89	93
무형자산 상각비	7	6	7	8	7
기타	182	148	127	113	117
영업활동 자산부채 변동	-110	192	-131	-63	-51
투자활동에서의 현금흐름	**-437**	**-255**	**-340**	**-126**	**-235**
유형자산 증감	-169	-108	-286	0	-200
장단기금융자산의 증감	-117	-176	-68	-93	-42
기타	-152	29	14	-33	7
재무활동에서의 현금흐름	**21**	**-412**	**-101**	**-130**	**-154**
차입금의 증가(감소)	174	-243	63	-49	-49
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-67	-57	-90	-81	-105
기타	-86	-112	-74	0	0
현금증감	160	-97	-137	135	153
기초현금	736	896	800	663	797
기말현금	896	800	663	797	950
Gross cash flow	**813**	**550**	**604**	**673**	**719**
Free cash flow	**354**	**507**	**66**	**340**	**195**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-7.8	-2.4	13.3	8.9	4.9
영업이익	-22.6	-50.5	41.6	31.7	8.0
순이익	-28.3	-44.7	25.4	25.2	8.6
수정 EPS**	-23.5	-17.2	-0.9	18.1	8.6
주당지표					
EPS (지배주주)	11,644	9,637	9,551	11,277	12,249
EPS (연결기준)	12,030	6,647	8,334	10,438	11,338
수정 EPS**	11,644	9,637	9,551	11,277	12,249
BPS	74,013	86,238	90,218	100,047	110,333
DPS (보통주)	1,300	1,400	1,735	2,391	3,187
Valuations (배)					
P/E***	3.9	4.4	9.8	8.3	7.7
P/B***	0.6	0.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	2.2	2.5	6.1	4.5	3.8
비율					
ROE (%)	17.0	12.3	11.2	12.3	12.1
ROA (%)	10.9	5.5	6.7	7.9	8.0
ROIC (%)	21.6	9.2	12.5	16.4	17.1
배당성향 (%)	11.1	14.0	17.5	20.4	25.0
배당수익률 (보통주, %)	2.9	3.3	1.9	2.5	3.4
순부채비율 (%)	-20.1	-26.9	-22.9	-27.2	-30.0
이자보상배율 (배)	20.5	10.0	15.4	22.5	26.8

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

COMPANY UPDATE

2025. 11. 27

금융/소비재팀

이혜인 Analyst

hyeining.lee@samsung.com

리서치센터 리포트 바로가기

화승엔터프라이즈 (241590)

아디다스 오더 정상화 시점에 턴어라운드 가능

- '26년 매출액 1.7조원 (+4% y-y), 영업이익 596억원(+41%) 전망.
- 단기적으로는 아디다스의 보수적인 재고 관리 정책에 따라 실적 부진 불가피. 향후 아디다스 오더 정상화 시점에 턴어라운드 가능할 것
- 목표주가 5,600원으로 하향 (기존 6,000원) 및 투자의견 HOLD로 하향.

▶ 종목 정보

HOLD

목표주가	5,600원	14.1%
현재주가	4,905원	
시가총액	2,971.9억원	
주식수 (유동주식 비중)	60,589,276주 (31.3%)	
52주 최저/최고	4,680원/11,290원	
60일-평균거래대금	10.3억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
화승엔터프라이즈 (%)	-13.0	-36.8	-44.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	-13.5	-57.8	-64.7

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	HOLD	BUY	
목표주가	5,600	6,000	-6.7%
2025E EPS	-30	-33	nm
2026E EPS	322	331	-2.7%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	4
목표주가	6,575
추천 점수	3.5

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

WHAT'S THE STORY?

단기적으로는 아디다스 오더 감소에 따른 실적 부진 지속될 것 -영업이익 개선은 기저 효과에 기인: 동사는 '26년 매출액 1.7조원 (+4%y-y), 영업이익 596억원(+41%) 기록할 것으로 전망. 동사는 다양한 고객사를 확보하고 있는 경쟁 업체들 대비 주요 고객사인 아디다스에 대한 의존도가 높은 상황. 따라서 현재 아디다스의 보수적인 재고 관리 전략 하에 단기적으로는 실적 부진 불가피. 다만, 매출액 대비 영업이익 개선 폭은 클 것으로 전망하는데, '25년은 1) 1분기 의류 OEM 자회사의 일회성 영업손실, 2) 2,3분기 출하 예정 물량 이연 이슈 (공정 가동률은 상승했으나, 가동에 따른 판관비 부담 발생)에 따른 이익 감소 등 '25년의 기저가 낮았던 것에 기인.

투자 의견 HOLD로 하향 (목표주가 5,600원으로 하향): 동사에 대한 투자 의견을 HOLD로 하향 조정. 이에 대한 이유는 현재 아디다스 전방 수요가 견조함에도 불구하고, 보수적으로 재고자산을 관리하고 있는 만큼 단기적으로는 실적 부진 불가피하기 때문. 턴어라운드 시점은 내년 6~7월 북중미 월드컵 등 스포츠 이벤트 시점 전후가 될 것으로 예상하나, 결국 본격적인 실적 회복을 위해서는 아디다스의 재고 관리 정책 변화가 우선시 되어야할 것으로 판단. 한편 동사에 대한 목표주가를 기존 6,000원에서 5,600원으로 하향. (26~27년의 평균 EPS 적용 및 Target PER 11배, 경쟁사 평균 PER 14.6배에 25% 디스카운트)

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,610	1,612	1,674	1,921
영업이익 (십억원)	83	42	60	86
순이익 (십억원)	34	-0	20	44
EPS (adj) (원)	546	-30	322	703
EPS (adj) growth (%)	흑전	적전	흑전	118.3
EBITDA margin (%)	9.6	7.4	7.8	7.8
ROE (%)	6.4	-0.4	4.0	8.2
P/E (adj) (배)	15.8	n/a	15.2	7.0
P/B (배)	1.0	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	6.8	6.4	5.6	4.4
Dividend yield (%)	0.5	0.9	0.9	0.9

자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,214**	**1,610**	**1,612**	**1,674**	**1,921**
매출원가	1,050	1,388	1,425	1,468	1,676
매출총이익	**163**	**222**	**186**	**206**	**245**
(매출총이익률, %)	13.5	13.8	11.6	12.3	12.8
판매 및 일반관리비	150	139	144	147	160
영업이익	**13**	**83**	**42**	**60**	**86**
(영업이익률, %)	1.1	5.1	2.6	3.6	4.5
영업외손익	**-32**	**-42**	**-38**	**-36**	**-34**
금융수익	13	20	12	8	8
금융비용	40	43	44	41	39
지분법손익	-0	0	0	0	0
기타	-5	-18	-6	-3	-3
세전이익	**-19**	**41**	**5**	**24**	**52**
법인세	7	6	5	4	8
(법인세율, %)	-35.6	15.8	109.2	15.8	15.8
계속사업이익	-25	34	-0	20	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-25**	**34**	**-0**	**20**	**44**
(순이익률, %)	-2.1	2.1	-0.0	1.2	2.3
지배주주순이익	-26	33	-2	20	43
비지배주주순이익	1	1	1	0	1
EBITDA	84	154	120	130	150
(EBITDA 이익률, %)	6.9	9.6	7.4	7.8	7.8
EPS (지배주주)	-434	546	-30	322	703
EPS (연결기준)	-417	567	-7	329	719
수정 EPS (원)*	-434	546	-30	322	703

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**647**	**747**	**668**	**703**	**794**
현금 및 현금등가물	121	116	90	88	101
매출채권	107	184	168	179	202
재고자산	263	282	258	275	310
기타	155	165	151	161	182
비유동자산	**714**	**791**	**713**	**673**	**610**
투자자산	9	10	9	10	10
유형자산	565	614	553	516	455
무형자산	41	42	40	36	33
기타	98	125	112	112	112
자산총계	**1,361**	**1,538**	**1,382**	**1,377**	**1,404**
유동부채	**719**	**900**	**837**	**813**	**798**
매입채무	145	228	208	222	250
단기차입금	457	563	524	444	364
기타 유동부채	117	109	105	148	184
비유동부채	**82**	**74**	**55**	**56**	**59**
사채 및 장기차입금	39	26	13	13	13
기타 비유동부채	43	48	42	43	46
부채총계	**801**	**974**	**892**	**870**	**856**
지배주주지분	**514**	**524**	**481**	**497**	**537**
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	169	129	120	120	120
이익잉여금	140	200	194	211	251
기타	174	165	137	137	137
비지배주주지분	**45**	**40**	**9**	**9**	**10**
자본총계	**559**	**564**	**490**	**507**	**548**
순부채	376	485	460	418	346

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**59**	**81**	**89**	**77**	**78**
당기순이익	-25	34	-0	20	44
현금유출이없는 비용 및 수익	115	125	121	103	99
유형자산 감가상각비	67	68	74	67	61
무형자산 상각비	4	3	4	4	3
기타	44	53	43	33	35
영업활동 자산부채 변동	8	-42	2	-15	-32
투자활동에서의 현금흐름	**-56**	**-41**	**-44**	**-35**	**-11**
유형자산 증감	-45	-50	-47	-30	0
장단기금융자산의 증감	-3	10	7	-5	-11
기타	-8	-1	-4	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	**-67**	**-56**	**-67**	**-44**	**-53**
차입금의 증가(감소)	-60	93	-58	-39	-49
자본금의 증가(감소)	-1	-40	-9	0	0
배당금	-3	-3	-3	-3	-3
기타	-3	-106	2	-2	-2
현금증감	-62	-6	-26	-2	13
기초현금	183	121	116	90	88
기말현금	121	116	90	88	101
Gross cash flow	**90**	**159**	**120**	**123**	**143**
Free cash flow	**5**	**29**	**41**	**47**	**68**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-26.6	32.6	0.1	3.9	14.8
영업이익	-75.5	537.0	-49.0	41.5	43.7
순이익	적지	흑전	적전	흑전	118.3
수정 EPS**	적지	흑전	적전	흑전	118.3
주당지표					
EPS (지배주주)	-434	546	-30	322	703
EPS (연결기준)	-417	567	-7	329	719
수정 EPS**	-434	546	-30	322	703
BPS	8,485	8,652	7,933	8,210	8,869
DPS (보통주)	45	45	45	45	45
Valuations (배)					
P/E***	n/a	15.8	n/a	15.2	7.0
P/B***	1.0	1.0	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.1	6.8	6.4	5.6	4.4
비율					
ROE (%)	-5.0	6.4	-0.4	4.0	8.2
ROA (%)	-1.8	2.4	-0.0	1.4	3.1
ROIC (%)	1.8	7.0	-0.4	5.4	7.9
배당성향 (%)	-10.4	8.2	-151.8	14.0	6.4
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.5	0.9	0.9	0.9
순부채비율 (%)	67.3	86.0	93.9	82.4	63.1
이자보상배율 (배)	0.4	2.1	1.1	1.7	2.6

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

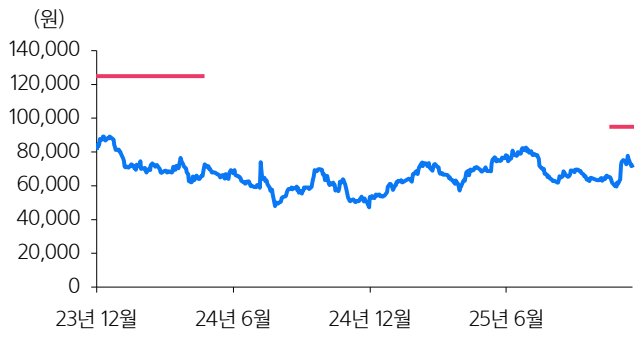
자료: 화승엔터프라이즈, 삼성증권 추정

Compliance notice

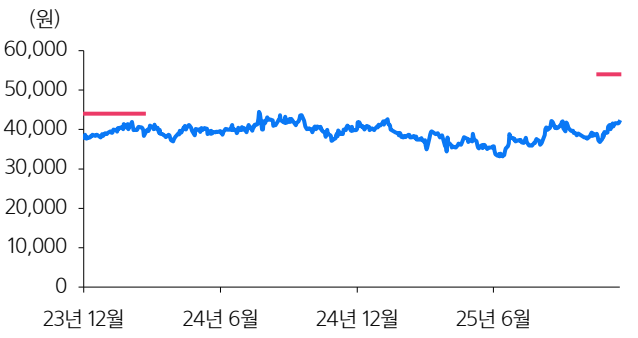
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 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

F&F

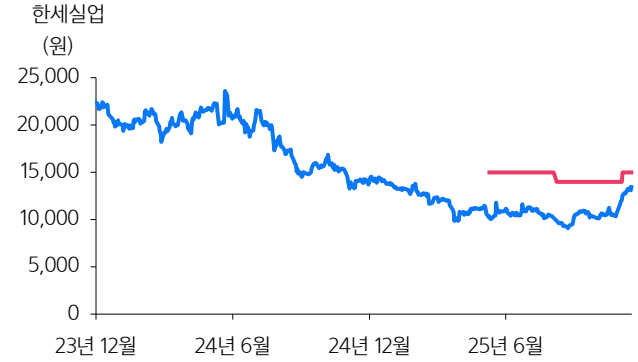


미스토홀딩스

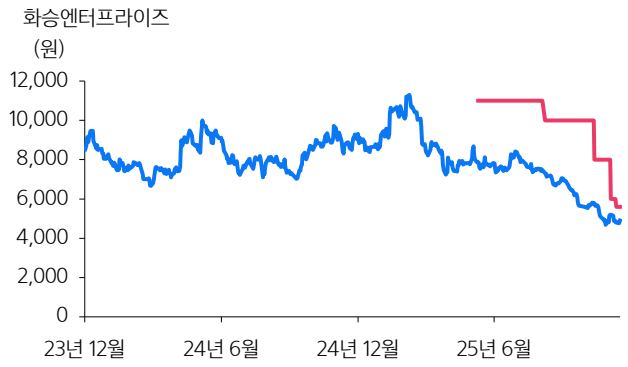


영원무역

한세실업



화승엔터프라이즈



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

F&F					
일 자	2023/10/23	2025/10/29			
투자의견	BUY	BUY			
TP (원)	125000	95000			
괴리율 (평균)	-38.07				
괴리율 (최대or최소)	-23.44				
미스토홀딩스					
일 자	2023/5/15	2025/10/29			
투자의견	BUY	BUY			
TP (원)	44000	54000			
괴리율 (평균)	-12.49				
괴리율 (최대or최소)	-4.77				
영원무역					
일 자	2025/5/20	7/16	10/17	11/17	11/27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	65000	70000	75000	85000	117000
괴리율 (평균)	-7.01	-14.48	-19.09	2.76	
괴리율 (최대or최소)	-1.54	-6.86	-7.73	10.35	
한세실업					
일 자	2025/5/20	8/18	11/14		
투자의견	BUY	BUY	BUY		
TP (원)	15000	14000	15000		
괴리율 (평균)	-28.61	-26.03			
괴리율 (최대or최소)	-21.47	-13.79			
화승엔터프라이즈					
일 자	2025/5/20	8/18	10/23	11/14	11/27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (원)	11000	10000	8000	6000	5600
괴리율 (평균)	-29.71	-35.00	-35.80	-18.66	
괴리율 (최대or최소)	-23.45	-27.10	-29.13	-14.17	

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 2025.09.30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·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

NCSI KS-SQI KCSI KCPI cc 소비자중심 Best Korea Brands 2024 1

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