



## 패션/경제 비 온 뒤 땅이 굳는다

연초 한국 의류 소매판매 금액 반등 속도는 주요 국가들 중 가장 빠르다. 기저효과에 더해, 부동산과 주식시장에서 자산효과가 크게 발생했고, 2025년 이후 혼인건수와 출생아 수도 반등했기 때문이다. 2026년 패션 브랜드 업종은 과도한 조정을 겪은 이후 균형점을 찾을 것이다. 지난 3년간 재고 효율화, 비용 통제, 저마진 SKU 축소, 유통 채널 재편 등 체질 개선을 강화해온 바, 준내구재 회복 사이클과 맞물려 매출 회복과 마진 상승이 기대된다. 내수 기업의 수익성에 있어 가장 중요한 요인은 정상가 판매율인데, 현재 백화점 중심 소비와 양질의 매출 증가로 총이익률 회복 사이클 진입 전망한다. 특히, 영업이익 개선 가시성이 비교적 명확한 한섬과 신세계인터내셔널을 Top-picks로, 안정적인 성장이 예상되는 감성코퍼레이션을 관심 종목으로 제시한다.

정지윤 (패션/화장품)  
02)768-7705, jiyoon@nhsec.com

정여경 (한국경제)  
02)2229-6757, jyk120@nhsec.com

백준기 (미드/스물갑)  
02)768-7066, jack.baek@nhsec.com

# C/O/N/T/E/N/T/S

---

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| I. Summary .....                 | 3  |
| II. 4년 만에 찾아온 내수 의류 회복 사이클 ..... | 5  |
| 1. 한국 소비심리 개선, 준내구재 수요 증가        |    |
| 2. 글로벌에서도 돋보이는 한국 의류 소비 반등       |    |
| III. 조정 이후 균형점을 찾는 패션 업종 .....   | 10 |
| 1. 매출 회복과 체질 개선 통한 마진 회복 기대      |    |
| 2. 백화점 채널 내 명품, 컨템포러리 룩 최수혜      |    |
| <hr/>                            |    |
| [기업분석]                           |    |
| 한섬 (Buy, TP 35,000원) .....       | 14 |
| 신세계인터내셔널 (Buy, TP 17,000원) ..... | 21 |
| 감성코퍼레이션 (Not Rated) .....        | 29 |
| F&F (Buy, TP 95,000원) .....      | 34 |
| 미스토홀딩스 (Buy, TP 61,000원) .....   | 41 |

---

## I. Summary

### 돋보이는 한국의 의류 소비 반등

미국-이란 전쟁으로 유가, 금리, 환율이 급등하면서 역사상 두 번째로 높은 수준이었던 한국 소비심리는 반락했다. 그럼에도 불구하고 한국 소비심리는 여전히 지난 8년래 최고 수준이다. 가계는 2025년부터 이어진 부동산 및 주식시장 상승에 따른 자산효과를 보유하고 있기 때문이다. 2026년 평균 유가가 상승함에 따라 소비심리 압박이 이어지면서 인플레이션에 따른 가격 저항과 금리 상승에 민감한 내구재 소비는 부진할 수 있다. 반면, 일부 준내구재(의류) 및 서비스(엔터테인먼트, 음식/숙박/레저), 사치재 소비는 확대 흐름을 이어가는 양극화가 진행될 전망이다.

2026년 초 한국의 의류 소매판매 금액 반등 속도는 주요 국가 중 가장 빠르다. 이유는 크게 세 가지다. 첫째, 기저효과가 크다. 둘째, 부동산과 주식시장에서 동시에 자산효과가 크게 발생했다. 셋째, 2025년 이후 혼인건수와 출생아 수가 반등했다.

한국 의류 소비는 2026년에도 강한 확장을 지속할 가능성이 높다. 첫째, 의류/신발 물가는 헤드라인 수준으로 안정되었다. 둘째, 서비스 소비에 몰두했던 가계의 소비 패턴에서 변화가 감지된다. 셋째, 한국 소득 여건은 최근 3년 내 가장 양호하다.

### 조정 이후 균형점을 찾는 2026년, 패션 업종 이익 개선 전망

2026년은 패션 업종이 과거와 같은 고성장 보다는 조정 이후 균형점을 찾는 변곡점이 될 것이다. 2021~2022년 보복소비 국면 이후 2023~2025년 준내구재 소비 둔화, 소비심리 위축, 고금리 부담과 실질 구매력 약화 등이 복합적으로 영향을 미치면서 실적 감소세가 지속되었다. 브랜드 간 양극화도 심화되는 양상이다. 명확한 정체성을 갖춘 브랜드는 성장에 성공한 반면 중간 포지셔닝 브랜드는 구조조정 압력이 확대되었다.

올해는 외형 확장보다는 포트폴리오 재편과 수익 구조 개선이 기업 성과를 좌우하는 시기가 될 것으로 전망된다. 지난 3년간 패션 기업들은 재고 효율화, 비용 통제, 저마진 SKU 축소, 인건비 포함 고정비 개선, 유통 채널 재편 등 체질 개선을 강화해온 바, 수익성 개선이 기대된다. 내수 패션 기업의 수익성 측면에서 가장 중요한 요인 중 하나가 정상이 판매율인데, 현재 백화점 중심의 소비와 매출이 증가 중이다. 양질의 매출 회복에 힘입어 총이익률 개선 사이클 진입을 예상한다.

### 추천 종목: 한섬, 신세계인터내셔널, 감성코퍼레이션

연초부터 백화점 의류 매출이 급증하고 있으며, 4년 만에 준내구재 회복 사이클과 맞물리며 수혜가 집중되고 있다. 한국 소비 양극화를 보여주는 가장 대표적인 품목이 의류다. 이익 개선 가시성이 비교적 명확한 종목 중심으로 추천한다. 또한, 인바운드 증가와 중화권향 수출로 멀티플 확장을 도모하는 기업도 주목할 만하다. 이에 Top-picks로 한섬, 신세계인터내셔널, 관심 종목으로 감성코퍼레이션을 제시한다.

#### 패션 업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

| 종목명      | 코드        | 투자의견      | 목표주가 (12M) | 현재가    | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       | 순차입금  |       |
|----------|-----------|-----------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          |           |           |            |        | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F |
| 한섬       | 020000.KS | Buy(유지)   | 35,000(상향) | 24,100 | 6.4   | 5.5   | 0.3   | 0.3   | 5.6   | 6.2   | -64   | -119  |
| 신세계인터내셔널 | 031430.KS | Buy(유지)   | 17,000(상향) | 12,170 | 10.9  | 8.2   | 0.5   | 0.5   | 4.6   | 5.9   | 169   | 130   |
| 감성코퍼레이션  | 036620.KQ | Not Rated | -          | 5,310  | 10.7  | 8.3   | 3.1   | 2.4   | 31.3  | 32.7  | -49   | -81   |
| F&F      | 383220.KS | Buy(유지)   | 95,000(하향) | 63,400 | 6.3   | 6.1   | 1.1   | 1.0   | 19.3  | 17.5  | -444  | -776  |
| 미스토홀딩스   | 081660.KS | Buy(유지)   | 61,000(유지) | 40,350 | 8.8   | 7.6   | 1.0   | 1.0   | 12.1  | 13.1  | 707   | 426   |

주: 3월 30일 증가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표1. 패션 업종 1Q26E Preview Summary

|          |         | 실적 추정 요약 |         |         |       |                 |         |               |
|----------|---------|----------|---------|---------|-------|-----------------|---------|---------------|
|          |         | 1Q25     | 2Q25    | 3Q25    | 4Q25  | 1Q26E<br>당사 추정치 | (% y-y) | 1Q26E<br>컨센서스 |
| 한섬       | 매출액     | 380.3    | 338.1   | 309.6   | 463.7 | 416.3           | 9.5     | 407.1         |
|          | 영업이익    | 21.8     | 0.7     | 2.5     | 27.2  | 38.0            | 74.3    | 30.5          |
|          | 영업이익률   | 5.7      | 0.2     | 0.8     | 5.9   | 9.1             |         | 7.5           |
|          | (지배)순이익 | 18.4     | 2.5     | 1.8     | 23.6  | 31.9            | 73.9    | 23.0          |
| 신세계인터내셔널 | 매출액     | 304.2    | 308.6   | 310.4   | 399.9 | 294.6           | -3.1    | 283.8         |
|          | 영업이익    | 4.7      | -2.3    | -2.0    | 1.3   | 12.0            | 157.6   | 8.6           |
|          | 영업이익률   | 1.5      | -0.7    | -0.7    | 0.3   | 4.1             |         | 3.0           |
|          | (지배)순이익 | 4.5      | 0.1     | -1.9    | 1.5   | 11.7            | 159.9   | 8.5           |
| 감성코퍼레이션  | 매출액     | 46.7     | 53.6    | 45.9    | 104.0 | 56.5            | 21.1    | 54.0          |
|          | 영업이익    | 6.8      | 8.7     | 6.2     | 22.8  | 9.3             | 36.2    | 8.0           |
|          | 영업이익률   | 14.7     | 16.3    | 13.5    | 22.0  | 16.5            |         | 14.8          |
|          | (지배)순이익 | 5.7      | 6.9     | 4.7     | 18.1  | 7.4             | 30.5    | -             |
| F&F      | 매출액     | 505.6    | 378.9   | 474.3   | 575.3 | 528.0           | 4.4     | 525.9         |
|          | 영업이익    | 123.6    | 84.0    | 128.0   | 132.9 | 133.5           | 8.0     | 133.9         |
|          | 영업이익률   | 24.4     | 22.2    | 27.0    | 23.1  | 25.3            |         | 25.5          |
|          | (지배)순이익 | 83.0     | 62.8    | 98.2    | 154.5 | 95.6            | 15.2    | 93.5          |
| 미스트홀딩스   | 매출액     | 1,237.5  | 1,227.7 | 1,088.2 | 915.2 | 1,246.0         | 0.7     | 1,222.0       |
|          | 영업이익    | 162.7    | 181.9   | 131.9   | -1.8  | 188.0           | 15.6    | 195.0         |
|          | 영업이익률   | 13.1     | 14.8    | 12.1    | -0.2  | 15.1            |         | 16.0          |
|          | (지배)순이익 | 81.8     | 85.8    | 63.2    | -6.6  | 85.0            | 3.9     | -             |

주1: 3월 30일 기준 컨센서스

주2: 신세계인터내셔널은 중단사업 반영 이전 실적 대비 성장률 기준

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 패션 업종 주요 종목 투자포인트 요약

| 종목       | 주요 투자 포인트   |
|----------|---|
| 한섬       | - 2026년 매출액 1조5,847억원(+6% y-y), 영업이익 1,003억원(+92% y-y) 전망<br>- ① 백화점 소비 집중과 여성/남성복 컨템포러리 룩 수혜, ② 정상이 판매율 상승에 따른 마진 회복도 기대   |
| 신세계인터내셔널 | - 2026년 매출액 1조2,150억원(-8% y-y), 영업이익 360억원(+2,094% y-y) 전망<br>- ① 내수 소비 양극화와 인바운드 증가로 해외 수입 패션 판매 호조, ② 화장품 및 해외법인 손익 개선 예상 |
| 감성코퍼레이션  | - 2026년 매출액 3,046억원(+22% y-y), 영업이익 577억원(+29% y-y) 전망<br>- ① 마진 개선 및 중국 대형 매장 출점 확대, ② 배당수익률 3.8%로 주주가치 제고 노력              |
| F&F      | - 2026년 매출액 2조354억원(+5% y-y), 영업이익 5,060억원(+8% y-y) 전망<br>- ① 안정적인 실적에 기반한 밸류에이션 메리트 부각, ② 테일러메이드 딜 관련 업사이드 유효              |
| 미스트홀딩스   | - 2026년 매출액 4조5,806억원(+3% y-y), 영업이익 5,254억원(+11% y-y) 전망<br>- ① 탄탄한 아쿠슈네트 지분가치와 미스토 부문 이익 개선, ② 연간 천억원 이상의 주주환원 규모 예상      |

주: 신세계인터내셔널은 중단사업 반영 이전 실적 대비 성장률 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## II. 4년 만에 찾아온 내수 의류 회복 사이클

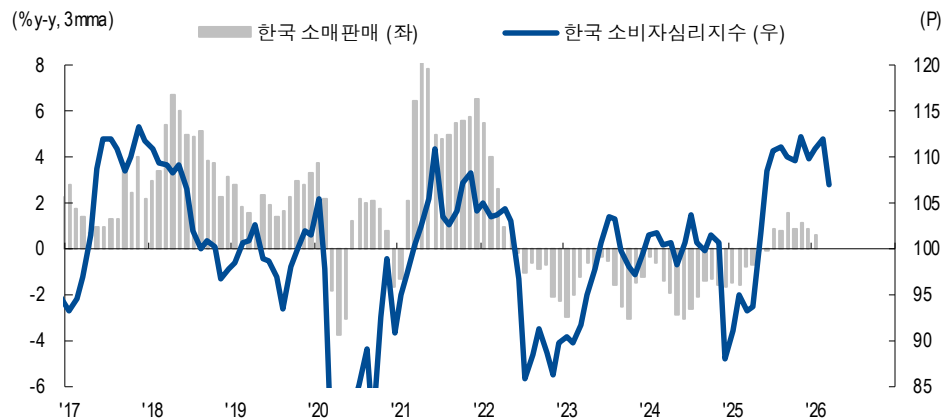
### 1) 한국 소비심리 개선, 준내구재 수요 증가

소비자 심리,  
역사상 두 번째로  
높음

한국 소비자심리지수는 역사상 두 번째로 높은 수준이다(그림1). 미국-이란 전쟁으로 유가, 금리, 환율이 급등하면서 3월 한국 소비심리가 반락했지만, 여전히 지난 8년래 최고 수준이다. 그 배경에는 정부의 머니무브 정책, 기업의 수출 빅사이클, 가계의 금융자산 확대가 있다. 특히 가계는 2025년부터 이어진 부동산 및 주식시장 상승에 따른 자산효과를 보유하고 있다.

2026년 평균 유가가 상승함에 따라 소비심리 압박이 이어지면서 인플레이션에 따른 가격 저항과 금리 상승으로 내구재 소비는 부진할 수 있다. 반면, 일부 준내구재(의류) 및 서비스(엔터테인먼트, 음식/숙박/레저), 사치재 소비는 확대 흐름을 이어가는 양극화가 진행될 전망이다. 고환율로 일부 해외여행 수요가 국내여행 수요로 전환될 가능성도 높아보인다.

그림1. 역사상 두 번째로 높은 수준이었던 한국 소비자심리는 미국-이란 전쟁으로 소폭 반락

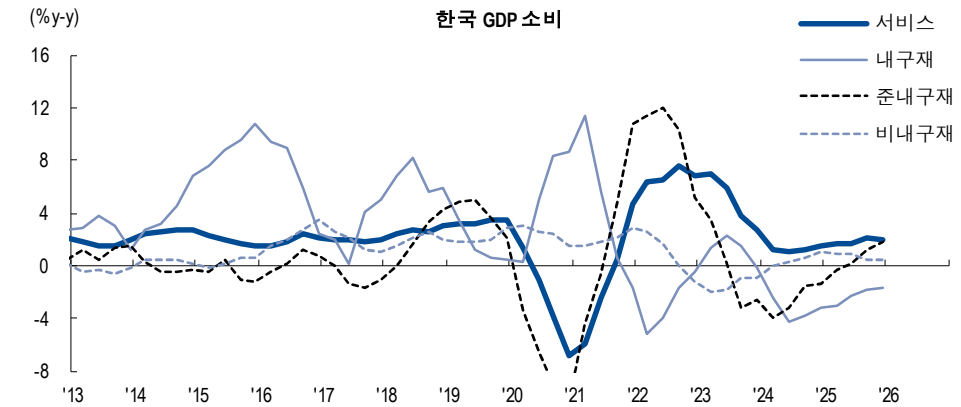


자료: 한국통계청, 한국은행, NH투자증권 리서치본부

### 준내구재 바닥권 탈피

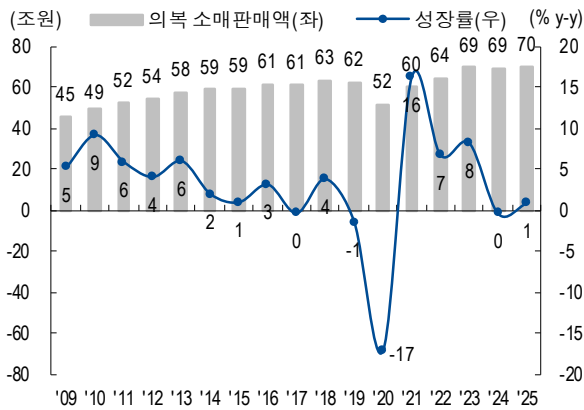
한국 GDP 내에서 서비스, 재화(내구재, 준내구재) 모두 바닥권에서 탈피하여 반등 추세를 보이고 있다(그림2). 특히 준내구재 소비 반등이 돋보인다. 준내구재는 1년 이상 사용할 수 있으나, 내구재(3년 이상)만큼 오래가지 않는 상품을 가리킨다. 1~2년 지나면 새로 구매하는 물품으로써 의류, 신발, 스포츠용품이 대표적인 준내구재이다(그림 3,4).

그림2. 준내구재가 소비 확장 견인



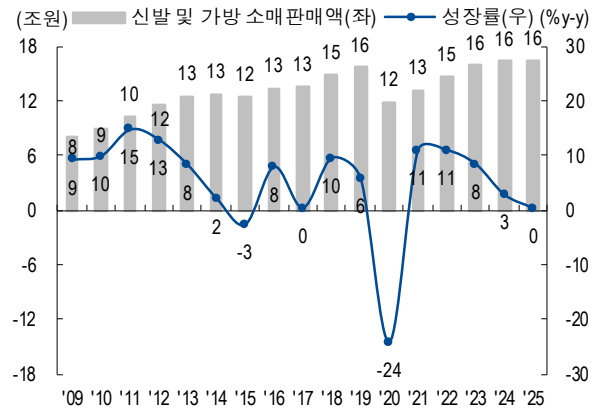
자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림3. 내수 준내구재(의류) 매출 시계열



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림4. 내수 준내구재(신발 및 가방) 매출 시계열



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

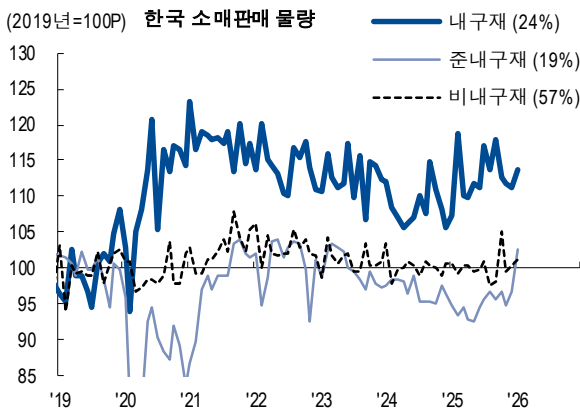
**의류 소비,  
3년만에 최고**

2026년 1월, 지난 3년간 부진했던 준내구재 소비가 급증했다. 의류 소비 물량이 3년만에 최고치를 기록했다 때문이다(그림5,6). 월간으로 집계되는 한국 소매판매액(재화)에서 의류와 자동차가 동일하게 11%를 차지한다.

한국 소매판매액(=가격 변동 반영된 경상금액 기준) 가운데 내구재(자동차, 가전, IT기기, 가구) 비중은 24%, 준내구재(의류, 신발/악세서리, 스포츠/오락용품) 비중은 19%, 비내구재(음식, 의약품, 화장품, 레저용품) 비중은 57%이다.

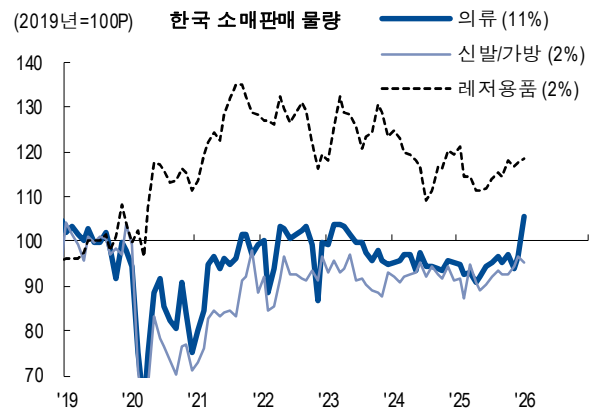
한국인들의 소비액 가운데 패션용품(의류, 신발/가방/악세서리)에 지출하는 금액은 소매판매액의 13%로써, 미국(6%)의 두 배이다(그림7). 즉, 한국은 의식주 가운데 옷(衣)에 높은 가치를 부여하는 소비 패턴을 보인다. 계절변화가 심해서 시즌마다 옷장 리뉴얼 패턴이 있고(=환경적 요인), 외모/패션에 대한 사회적 기대치가 높아(문화적 요인) 패션 소비가 큰 비중을 차지하는 것으로 해석된다.

그림5. 2026년 1월 소매판매: 준내구재 소비 급증



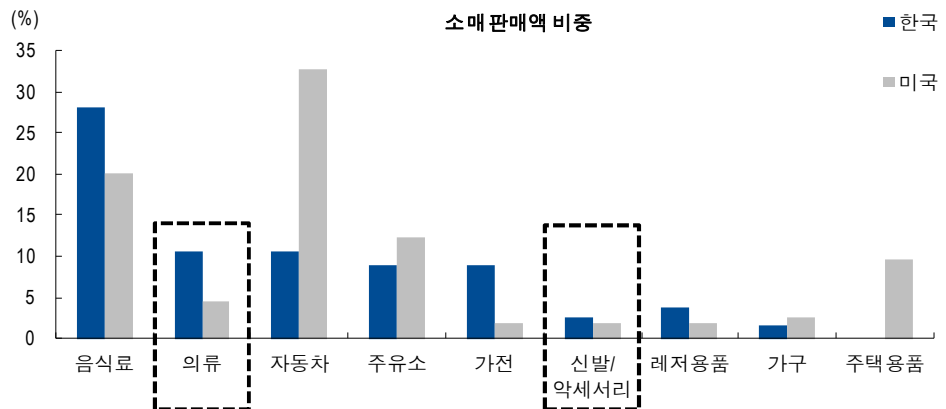
주: 괄호 안의 비중은 전체 소매판매금액 기준  
자료: 국가데이터처, NH투자증권 리서치본부

그림6. 의류가 견인



주: 괄호 안의 비중은 전체 소매판매금액 기준  
자료: 국가데이터처, NH투자증권 리서치본부

그림7. 소매판매에서 패션용품 비중은 한국(13%)이 미국(6%)의 두 배



자료: 국가데이터처, 미국인구조사국, NH투자증권 리서치본부

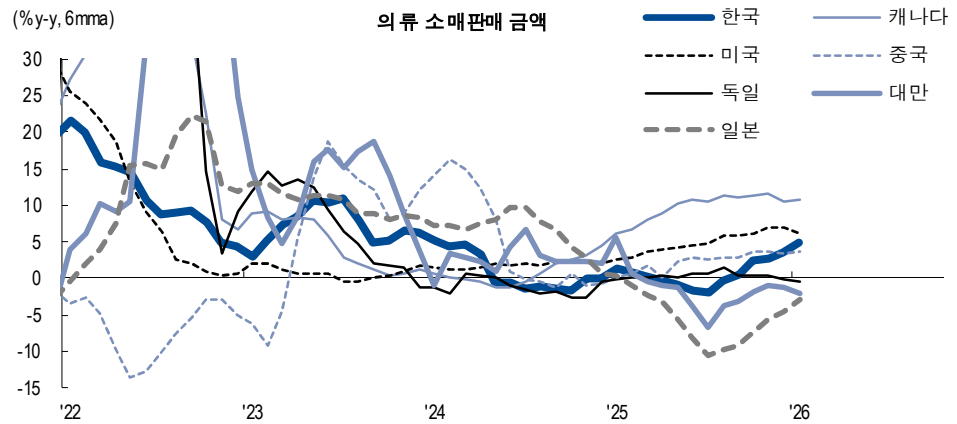
## 2) 글로벌에서도 돋보이는 한국 의류 소비 반등

### 주요국 가운데 한국 의류 소비가 가장 강력한 이유

2026년초 한국의 의류 소매판매 금액 반등 속도는 주요 국가 가운데 가장 빠르다(그림 8). 증가율로 비교해보자면, 2026년 1월 한국의 의류 소매판매액 증가율(+12%y-y)은 미국(+3%y-y)도 상회했다. 지난 6개월간 개선 속도가 지속되고, 기저효과가 더해질 것이므로(=1H25 극심한 한국 민간소비 부진), 2026년 상반기에는 한국의 의류 판매 증가율은 미국의 의류 판매 증가율을 상회할 것으로 예상된다.

2025년 한국과 함께 주가지수 급등을 겪은 일본과 대만의 의류 판매 증가율이 (-)인 것과 대조적이다. 첫째, 기저효과가 크다. 2024년 이후 한국의 의류 소비 위축 정도가 주요국 가운데 가장 컸다. 둘째, 한국은 2025년에 부동산과 주식시장에서 동시에 자산 효과가 발생했다(그림9). 셋째, 한국의 혼인건수와 출생아 수가 증가했다(그림10). 2025년 한국 혼인 건수(잠정치 24만건)가 2018년 이후 최고치, 출생아(25만명)는 4년만에 최고치를 기록했다. 이는 웨딩예복, 하객룩 수요로 인한 여성복과 남성복 매출 증가와 아동복 매출을 끌어올린 것으로 해석된다.

그림8. 한국의 의류 판매 반등이 가장 강함



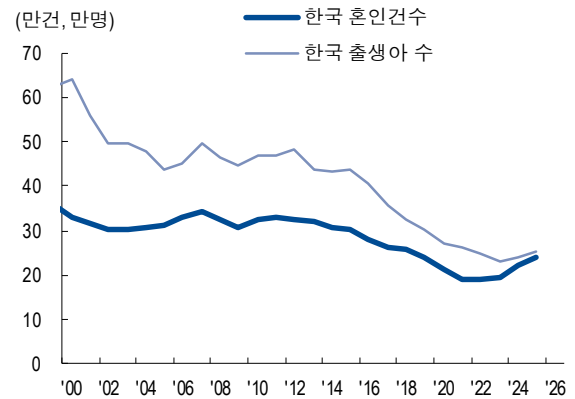
자료: 각 국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림9. 2025년 한국 부동산 및 주식시장 동반 상승



자료: 한국거래소, 국민은행, NH투자증권 리서치본부

그림10. 2025년 한국 혼인건수와 출생아 수 큰 폭 반등



자료: 국가데이터처, NH투자증권 리서치본부

**재화 소비 확대,  
물가 안정,  
강건한 소득 여건**

2023년 의류 소비 위축에는 고물가가 있었다. 한국 의류/신발 물가는 2022년 가파르게 상승하여 2023년에는 전년대비 +8% 상승에 도달했다. 물가 급등 구간에서 의류 관련 소비가 크게 위축되었다(그림11). 의류는 필수 소비가 아닌 재량 소비이므로, 의식주 가운데 가장 먼저 줄일 수 있는 품목이었기 때문이다.

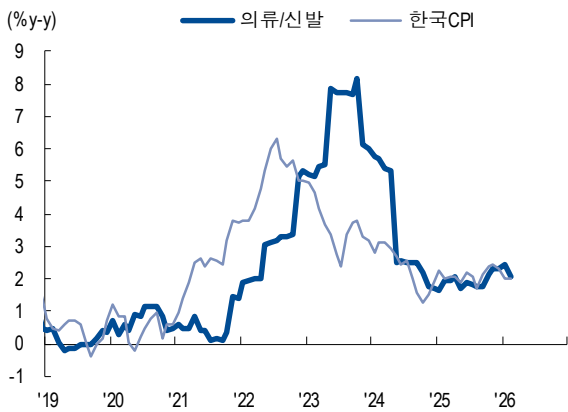
2026년 한국 의류 소비가 강한 확장을 지속할 가능성이 높아 보인다.

첫째, 의류/신발 물가가 헤드라인 수준으로 안정되었다.

둘째, 가계의 소비 패턴에서 변화가 감지된다. 2023년 리오프닝으로 가계는 서비스 소비에 몰두했으나, 2025년 처음으로 가계 소비에서 엔터/문화서비스에 지출하는 비중이 감소했다(그림12). 재화 소비 비중이 올라올 수 있는 여건으로 판단된다.

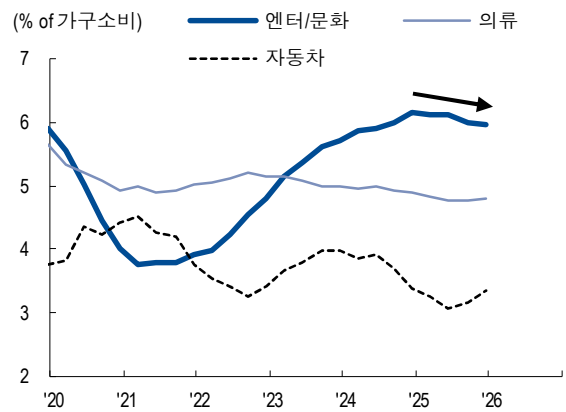
셋째, 한국 소득 여건은 지난 3년 중에 가장 강건하다(그림13). 실질임금 상승률은 2024년 하반기부터 구조적으로 플러스(+)로 돌아섰다. 동시에 가계 이자부담은 축소되었다. 한국의 가계 원리금상환 비율은 소득의 11% 수준(3Q25)으로 4년 내 최저치이다. 내수 반등과 이자부담 축소가 구매력을 뒷받침할 전망이다.

그림11. 2022~2023년 의류/신발 가격 급등으로 소비 위축



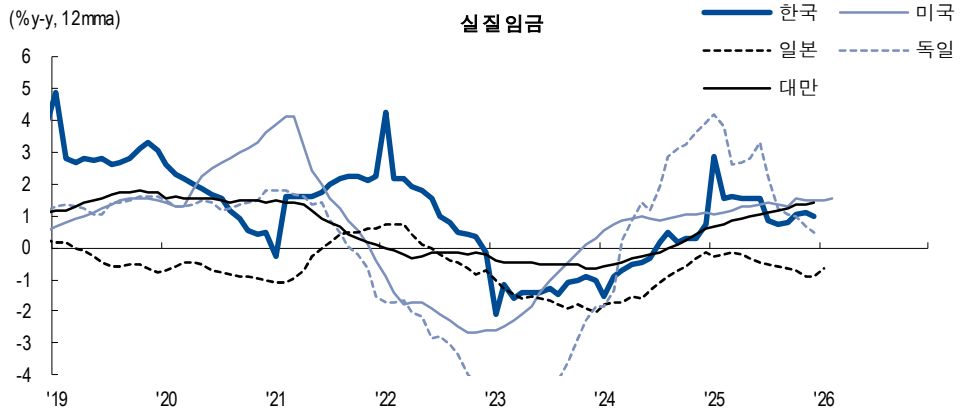
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림12. 가구 소비지출에서 엔터/문화서비스 비중 축소



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림13. 한국 소득 여건은 3년래 가장 강건



자료: 각 국 통계청, NH투자증권 리서치본부

### III. 조정 이후 균형점을 찾는 패션 업종

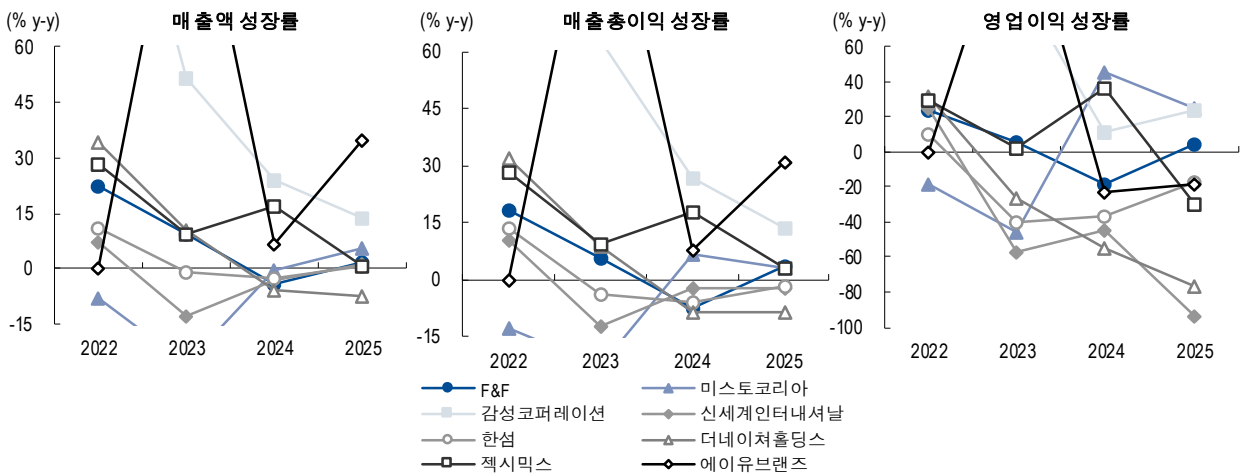
#### 1) 매출 회복과 체질 개선 통한 마진 회복 기대

##### 포트폴리오 재편과 수익 구조 개선 전망

2026년 패션 업종은 과거와 같은 고성장을 시험하기 보다는 조정 이후 균형점을 찾는 변곡점이 될 것이다. 2021~2022년 보복소비 구간 이후 2023~2025년 준내구재 소비 둔화, 소비심리 위축, 고금리 부담과 실질 구매력 약화 등 복합적인 영향이 이어지면서 매출 감소와 마진 하락이 지속되었다.

실제 주요 상장 패션 브랜드 8개사의 이익률을 살펴보면, 대체로(감성코퍼레이션, 미스 토코리아 제외) 2022년 이후 줄곧 하락 추세를 보였다(그림14). 매출 감소와 할인 판매 등으로 매출 총이익률이 하락하며 적게는 -2%p, 많게는 -17%p까지 영업 마진 훼손을 경험했다(표3). 브랜드와 카테고리 간 양극화도 심화되는 양상이다. 명확한 정체성을 갖춘 브랜드는 성장에 성공한 반면 중간 포지셔닝 브랜드는 구조조정 압력이 확대되었다. 따라서 향후 외형 고성장보다는 포트폴리오 재편과 수익 구조 개선이 실적 성과를 좌우하는 시기가 될 것으로 전망한다.

그림14. 패션 브랜드 8개사 2022~2025년 매출액, 매출총이익, 영업이익 성장률(y-y) 추이



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

표3. 패션 브랜드 8개사 매출총이익률, 영업이익률 추이

(단위: %)

| 기업명      | 매출총이익률(%) |      |      |      |      |      |      |      | 영업이익률(%) |      |       |      |      |      |      |      |
|----------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|----------|------|-------|------|------|------|------|------|
|          | 2018      | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2018     | 2019 | 2020  | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| F&F      | 65.9      | 67.8 | 67.7 | 72.8 | 70.6 | 68.0 | 65.8 | 66.8 | 13.7     | 16.6 | 14.6  | 28.6 | 29.0 | 27.9 | 23.8 | 24.2 |
| 미스토코리아   | 59.5      | 62.9 | 60.7 | 60.2 | 56.9 | 59.2 | 63.3 | 61.8 | 11.3     | 18.3 | 17.8  | 19.7 | 17.4 | 12.6 | 18.4 | 21.8 |
| 감성코퍼레이션  | 11.6      | 19.7 | 35.4 | 56.0 | 63.0 | 67.8 | 69.2 | 69.2 | -17.5    | 0.4  | -31.2 | 2.4  | 13.8 | 18.1 | 16.4 | 17.8 |
| 신세계인터내셔널 | 55.7      | 58.7 | 56.1 | 59.1 | 60.9 | 61.1 | 61.7 | 59.7 | 4.4      | 5.9  | 2.5   | 6.3  | 7.4  | 3.6  | 2.1  | 0.1  |
| 한섬       | 57.5      | 59.6 | 59.0 | 60.1 | 61.3 | 59.4 | 57.5 | 56.3 | 7.0      | 8.5  | 8.5   | 11.0 | 10.9 | 6.6  | 4.3  | 3.5  |
| 더네이처홀딩스  | 61.4      | 64.4 | 68.3 | 69.3 | 68.0 | 67.1 | 64.9 | 64.0 | 14.3     | 16.8 | 18.6  | 18.6 | 18.2 | 12.2 | 5.8  | 1.5  |
| 체크믹스     | 62.7      | 60.7 | 61.3 | 60.1 | 60.1 | 60.0 | 60.4 | 61.7 | 20.9     | 15.5 | 5.8   | 8.3  | 8.4  | 7.8  | 9.2  | 6.3  |
| 에이유브랜드   |           |      |      |      | 68.9 | 67.5 | 68.4 | 66.5 |          |      |       |      | 33.7 | 38.7 | 27.9 | 16.8 |

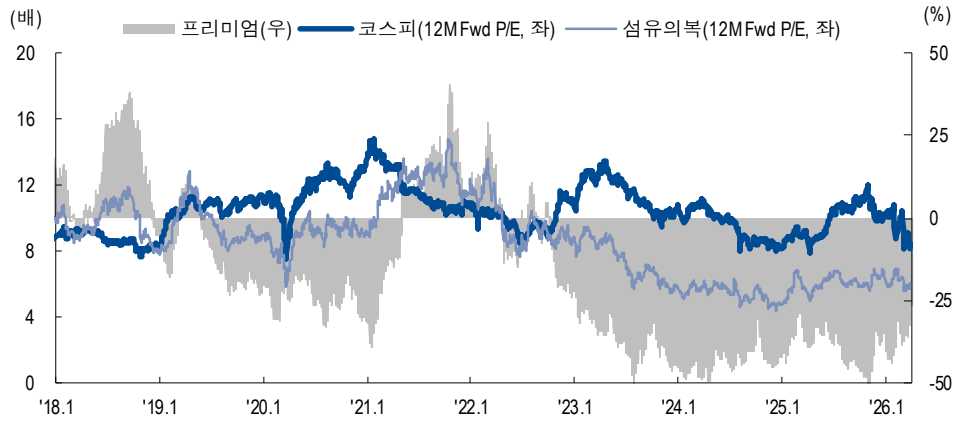
주: 신세계인터내셔널은 종료 사업부문 반영 이전 이익률 기준. 자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

**올해 업종 마진 개선, 주가와 밸류에이션 회복 기대**

다행인 점은 지난 3년간 재고 효율화, 비용 통제, 저마진 SKU 축소, 인건비 포함 고정비 개선, 유통 채널 재편 등 체질 개선을 강화해 왔기에 향후 매출 회복에 따른 총이익률, 영업이익률 향상이 기대된다. 내수 기업의 수익성에 있어 가장 중요한 요인 중 하나가 바로 정상이 판매율이다. 현재 백화점 중심의 소비와 매출이 증가하면서 양질(할인율이 낮은)의 매출 회복에 힘입어 매출 총이익률 개선 사이클 진입을 예상한다.

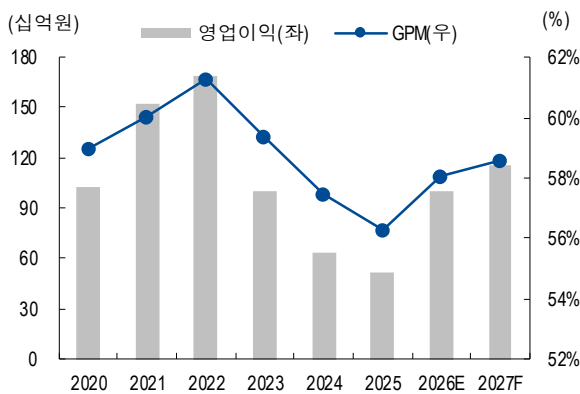
상장 패션 업종 밸류에이션은 3년째 12M Fwd PER 6배에 머물러 있으며, 최근 8년 중 가장 저점을 형성하고 있다(그림15). 그러나 올해는 브랜드 업종 전반적으로 매출 회복에 따른 이익 레버리지 효과가 나타날 전망이다. 따라서 코로나19(2020년) 시기를 제외한 업종 평균 밸류에이션(12M Fwd PER 8배 이상) 수준은 회복할 것으로 기대한다. 특히, 상대적으로 명확한 실적 가시성을 확보한 한섬과 신세계인터내셔널은 현재 주가 레벨에서 비중 확대 유효하다 판단한다(그림16,17).

그림15. 패션 업종 12M Fwd PER 추이



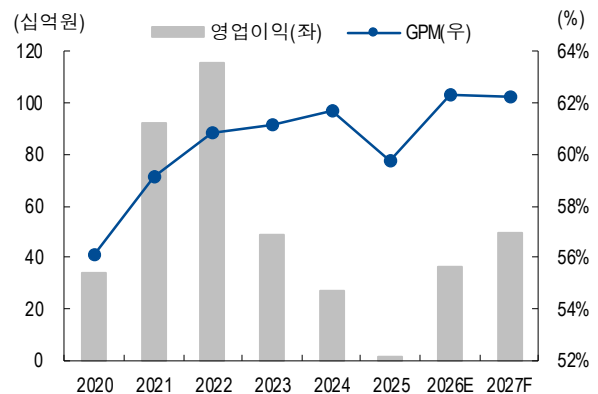
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림16. 한섬 매출총이익률, 영업이익 추이 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 추정

그림17. 신세계인터내셔널 매출총이익률, 영업이익 추이 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 추정

## 2) 백화점 채널 내 명품, 컨템포러리 룩 최수혜

### 명품과 컨템포러리 룩 증가율 돋보여

현재 한국 소비 턴어라운드 국면에서 양극화가 심화되며, 백화점 중심의 소비 집중 양상이 두드러진 모습이다. 2025년 하반기부터 백화점 매출 증가율은 급등한 반면, 대형마트 매출 증가율은 급락했다(그림18). 2026년 1월, 2월 고객당 구매액이 백화점은 14.2만원, 14.9만원, 대형마트는 5.5만원, 5.8만원인데, 고객당 구매액 차이가 가장 크다. 2026년 고객당 백화점 구매액은 박스권을 돌파할 것으로 예상된다(그림19).

한국 소비의 양극화를 보여주는 가장 대표적인 품목이 의류이다(그림20). 대형마트의 의류 매출은 2025년 하반기에 저점을 통과했으나, 여전히 마이너스(-) 증가율 국면에 머물러 있다. 반면, 백화점에서 판매하는 여성 캐주얼, 정장, 남성복은 급증했다.

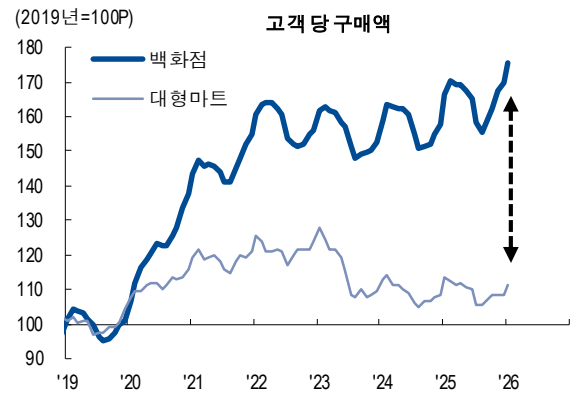
초기 백화점 내 가장 높은 증가율을 보이는 것은 해외 유명 브랜드(=럭셔리)다(그림21). 럭셔리 제품이 백화점 매출의 37.5%를 차지하는데, 증가율('26년 1월 +31% y-y, 2월 +23% y-y)도 빠르게 올라오고 있다. 금융자산을 소유했던 계층의 자산효과가 곧장 반영된 것으로 해석된다. 그 다음 여성복('26년 1월~2월 정장/캐주얼 평균 +19%)과 남성복('26년 1월 +12% y-y, 2월 +20% y-y) 매출 회복이 뒤따라온다.

그림18. 3년만에 백화점 매출 증가율 급등



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

그림19. 고객당 백화점 구매액은 박스권 돌파



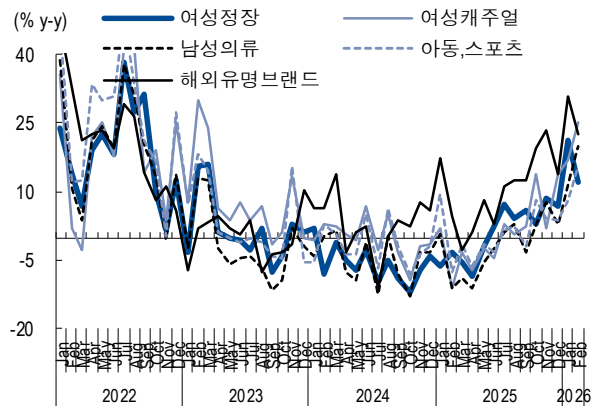
자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

그림20. 백화점 의류 매출은 급증, 대형마트 의류 매출은 위축



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

그림21. 백화점 패션 카테고리별 매출 성장률(y-y) 추이



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

**백화점 패션 매출  
증가율,  
4년만에 최고치**

2021~2022년 보복소비 구간에서 명품과 남성복 매출 성장률이 유독 돋보였다. 코로나 19 시기 이후에 남성들의 패션 관여가 높아지고, 고감도 브랜드에 대한 관심이 늘며 캐주얼 및 컨템포러리 룩에 대한 소비가 증가하는 추세다. 2026년 준내구재 회복 사이클에서도 동일한 양상이 나타날 것으로 전망한다. 최근 중동 전쟁과 유가 상승 등으로 소비 심리가 악화될 수 있다는 우려도 상존한다. 그러나 내국인의 해외 여행 소비와 수요가 일부 국내로 흡수될 가능성도 있으며, 우호적인 환율(원화 절하) 효과로 인해 상대 구매력이 좋아진 중국과 일본 관광객의 집객도 당분간 지속될 전망이다.

특히, 한섬과 신세계인터내셔널은 상대적으로 중고가 브랜드와 수입 브랜드 포트폴리오 다변화, 남성 컨템포러리 브랜드가 잘 구축되어 있다(표4,5). 양사의 백화점 매출 비중은 한섬 약 55%, 신세계인터내셔널 패션 사업 부문 약 70%로 백화점 중심의 강한 소비 반등 수혜가 집중될 것으로 예상된다(그림22,23).

**표4. 한섬 브랜드 포트폴리오**

|                 |                   |                   |                |                |
|-----------------|-------------------|-------------------|----------------|----------------|
| TIME            | MINE              | LANVIN COLLECTION | OBZEE          | the CASHMERE   |
| LÄTT            | SYSTEM            | SJSJ              | O'2nd          | SJYP           |
| rounge & lounge | TIME HOMME        | SYSTEM HOMME      | TOMME HILFIGER | TOMMY JEANS    |
| CLUB MONACO     | DKNY              | BALLY             | LANVIN         | ROCHAS         |
| 3.1 PHILLIP LIM | MUE               | TOM GREYHOUND     | FOURM          | FOURM LOUNGE   |
| OUR LEGACY      | LANVIN BLANC      | GABRIELA HEARST   | TOTEME         | VERONICA BEARD |
| MOOSE KNUCKLES  | LONDON UNDERGROND | ASPESI            | KITH           | RE/DONE        |
| AGNONA          | FEAR OF GOD       | NILI LOTAN        | Tenc           | etc...         |

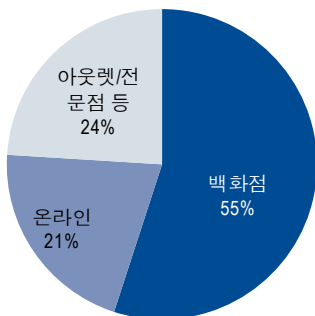
자료: 한섬, NH투자증권 리서치본부

**표5. 신세계인터내셔널 패션 부문 브랜드 포트폴리오**

|                |                    |                         |                  |
|----------------|--------------------|-------------------------|------------------|
| GIORGIO ARMANI | BRUNELLO CUCINELLI | CHROME HEARTS           | AKRIS            |
| ERDEM          | Courrèges          | ENFANTS RICHES DÉPRIMÉS | RICK OWENS       |
| HERNO          | UGG                | VUORI                   | J.LINDBERG       |
| SACAI          | ENFÖLD             | CFCL                    | Yohji Yamamoto   |
| ALEXANDER WANG | PAUL SMITH         | EMPORIO ARMANI          | STELLA MCCARTNEY |
| LARDINI        | PHILIPP PLEIN      | DRIES VAN NOTEN         | ARMANI EXCHANGE  |
| LALIQUE        | LIAIGRE            | DELLA LANA              | ILAIL            |
| STUDIO TOMBOY  | VOICE OF VOICES    | MAN ON THE BOON         | etc...           |

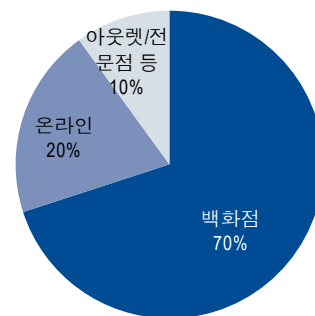
자료: 신세계인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

**그림22. 한섬 백화점 매출 비중**



자료: 한섬, NH투자증권 리서치본부 추정

**그림23. 신세계인터내셔널 패션 부문 백화점 매출 비중**



자료: 신세계인터내셔널, NH투자증권 리서치본부 추정

# 한섬 (020000.KS)

## 한섬 is handsome

**역대 최대 1분기 매출 기록할 전망. 전 채널 강한 매출 반등 중. 타임, 마인 등 자체 브랜드 채널 다변화 노력과 남성복 컬렉션 강화로 내수 소비 반등의 수혜 집중. 이에 연중 수익성 개선도 두드러질 것**

Analyst 정지윤  
02)768-7705, jiyoony@nhsec.com

※ESG Index/Event는 16페이지 참조

### 폼이 돌아왔다, 역대 최대 1분기 매출 전망

투자 의견 Buy 유지하며, 목표주가를 35,000원(기존 30,000원)으로 상향 제시. 예상보다 강한 의류 소비 반등과 정상이 판매 확대로 2026E 영업이익 추정치율 +17% 조정된 데 기인. 연중 이익 개선 흐름 이어질 전망. 현재 주가(3/30, 24,100원)는 2026E PER 6.4배, PBR 0.3배로 밸류에이션 메리트도 겸비

내수 소비 반등에 더해 매장 다변화와 브랜드 이미지 제고 노력도 가미. 최근 강남 대치동 콘셉트스토어 더한섬하우스 오픈 이후 객단가 상승 변화 포착. 청담동에는 타임 단독 플래그십스토어를 오픈하며 브랜드 아이덴티티 유지 중. 타임은 지난 2~3년간 불황에도 상대적으로 매출 방어에 성공했으며, 국내 여성 기성복 브랜드 중 최초로 2026 F/W 파리 패션위크 공식 캘린더에 등재. 남성복도 매출 성장률이 3분기 +5%, 4분기 +15% 기록하며 전사 성장률 대비 아웃퍼폼. 남성 컬렉션 강화 및 시스템 옴므 파리 컬렉션 공개 등으로 브랜드 재정의 중

### 1Q26 Preview: 컨센서스 상회 전망

1분기 연결기준 매출액 4,163억원(+9% y-y), 영업이익 380억원(+74% y-y)으로 컨센서스 영업이익을 25% 상회할 전망. 업황 호조로 전 채널 성장 시현. 국내 유통업체 매출 동향(y-y)에 따르면, 백화점 매출은 1월 +13%, 2월 +26% 증가. 동기간 패션(여성정장 +21%, +12%/여성캐주얼 +17%, +25%/남성복 +12%, +20%/아동·스포츠 +8%, +16%) 카테고리도 대부분 고성장 기록. 2월 설 연휴로 아웃렛 매출도 두 자릿수 성장률을 보였으며, 3월 역시 안정적인 성장세 이어갈 것. 그간 할인 판매와 일부 매출 볼륨이 큰 해외 브랜드 부진이 마진 훼손의 주요인으로 작용했으나, 모두 개선되며 매출총이익률(+1.2%p y-y) 및 영업이익률(+3.4%p y-y) 회복 시현할 것으로 예상

한섬 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

|         | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26E |      |       |       |       | 2Q26F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|         |       |       |       |       | 예상치   | y-y  | q-q   | 기존 추정 | 컨센서스  |       |
| 매출액     | 380.3 | 338.1 | 309.6 | 463.7 | 416.3 | 9.5  | -10.2 | 410.0 | 407.1 | 358.0 |
| 영업이익    | 21.8  | 0.7   | 2.5   | 27.2  | 38.0  | 74.3 | 39.7  | 31.2  | 30.5  | 9.9   |
| 영업이익률   | 5.7   | 0.2   | 0.8   | 5.9   | 9.1   |      |       | 7.6   | 7.5   | 2.8   |
| 세전이익    | 21.8  | 3.1   | 4.1   | 26.6  | 38.9  | 78.4 | 46.3  | 31.9  | 30.0  | 10.6  |
| (지배)순이익 | 18.4  | 2.5   | 1.8   | 23.6  | 31.9  | 73.9 | 35.1  | 26.5  | 23.0  | 8.1   |

자료: 한섬, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

|                       |                     |            |             |
|-----------------------|---------------------|------------|-------------|
| <b>목표주가</b>           | <b>35,000원 (상향)</b> |            |             |
| <b>현재가 (26/03/30)</b> | <b>24,100원</b>      |            |             |
| <b>업종(NHICS)*</b>     | <b>패션</b>           |            |             |
| KOSPI / KOSDAQ        | 5,277.30 / 1,107.05 |            |             |
| 시가총액(보통주)             | 540.7십억원            |            |             |
| 발행주식수(보통주)            | 21.5백만주             |            |             |
| 52주 최고가('26/03/20)    | 26,800원             |            |             |
| 최저가('25/04/09)        | 14,030원             |            |             |
| 평균거래대금(60일)           | 3,545백만원            |            |             |
| 배당수익률(2026E)          | 3.11%               |            |             |
| 외국인지분율                | 19.1%               |            |             |
| <b>주요주주</b>           |                     |            |             |
| 현대홈쇼핑                 | 40.5%               |            |             |
| 베어링자산운용               | 7.5%                |            |             |
| <b>주가상승률</b>          | <b>3개월</b>          | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
| 절대수익률 (%)             | 50.6                | 59.0       | 54.6        |
| 상대수익률 (%p)            | 20.3                | 3.2        | -25.1       |

|           | 2025  | 2026E | 2027F | 2027F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,492 | 1,585 | 1,627 | 1,659 |
| 증감률       | 0.4   | 6.2   | 2.7   | 2.0   |
| 영업이익      | 52    | 100   | 116   | 128   |
| 증감률       | -17.8 | 92.3  | 15.6  | 10.4  |
| 영업이익률     | 3.5   | 6.3   | 7.1   | 7.7   |
| (지배지분)순이익 | 46    | 82    | 95    | 104   |
| EPS       | 2,061 | 3,763 | 4,421 | 4,839 |
| 증감률       | 8.8   | 82.6  | 17.5  | 9.4   |
| PER       | 7.8   | 6.4   | 5.5   | 5.0   |
| PBR       | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| EV/EBITDA | 3.0   | 2.8   | 2.2   | 1.8   |
| ROE       | 3.3   | 5.6   | 6.2   | 6.4   |
| 부채비율      | 20.7  | 20.3  | 19.4  | 18.6  |
| 순차입금      | 11    | -64   | -119  | -180  |

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)  
 주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

한섬은 1987년 5월에 설립되어 여성 의류 제조 및 판매업을 영위하고 있고, 1996년 7월 코스피 상장. TIME, SYSTEM, MINE, SJSJ 등 자체 브랜드를 탄생시키며 한국 High-end 패션 대표 기업으로 부상. 더한섬닷컴, EQL 등 자사 온라인 몰 운영을 통해 패션 플랫폼 역량을 키워나가는 중. 향후 향수, 화장품 등 뷰티 카테고리 다양화, 더한섬하우스, EQL 등 체험형 매장과 온라인 유통 채널 다변화 등을 통해 중장기적 성장을 도모해 나갈 예정

Share price drivers/Earnings Momentum

- 온라인 사업의 가시적 성과
- 아시아 시장 내 K-Fashion의 확산
- 화장품 카테고리 다변화
- 패션 수입 브랜드 다변화

Downside Risk

- 내수 소비 경기 둔화
- 패션 온라인 몰 경쟁 심화
- 국내 자체 브랜드 파워 약화
- 자체 화장품 실적 부진

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F |
| LVMH    | 19.7  | 17.1  | 3.1   | 2.9   | 16.1  | 17.3  |
| Hermes  | 34.7  | 30.2  | 7.8   | 6.7   | 23.6  | 23.5  |
| Kering  | 33.0  | 22.8  | 1.9   | 1.8   | 5.5   | 7.8   |
| Prada   | 11.1  | 10.0  | 1.8   | 1.7   | 18.0  | 17.6  |

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2024 | 2025 | 2026E | 2027F | 2028F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 7.8  | 7.8  | 6.4   | 5.5   | 5.0   |
| PBR        | 0.2  | 0.2  | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| PSR        | 0.2  | 0.2  | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| ROE        | 3.2  | 3.3  | 5.6   | 6.2   | 6.4   |
| ROIC       | 3.6  | 3.4  | 6.5   | 7.5   | 8.0   |

자료: NH투자증권 리서치본부

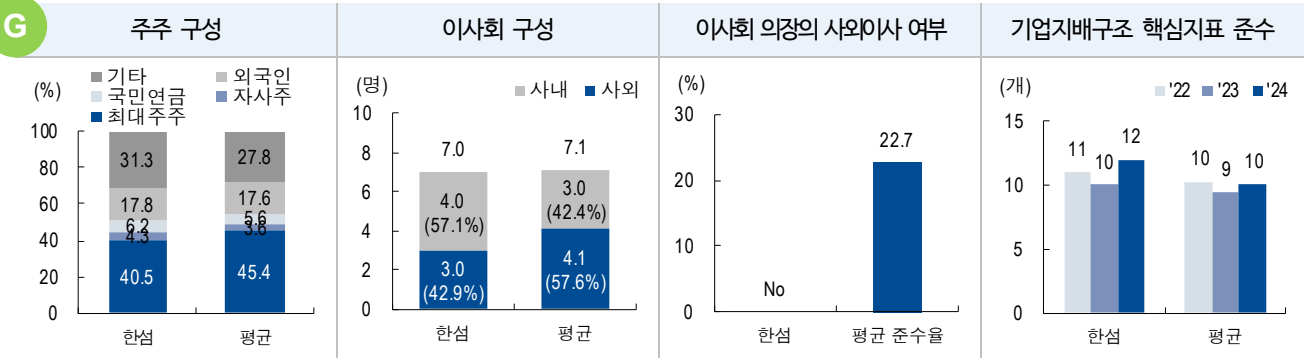
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

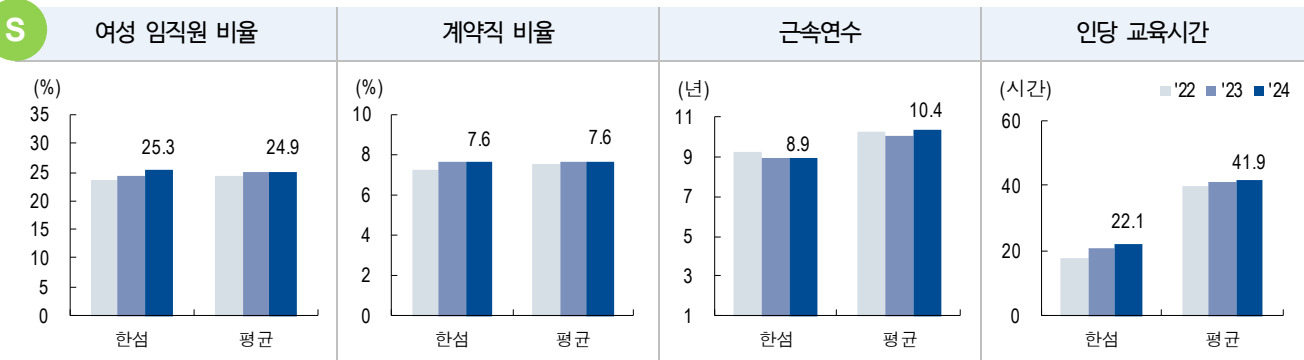
|                | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액            | 1,229  | 1,299  | 1,260  | 1,196  | 1,387  | 1,542  | 1,529  | 1,485  | 1,492  |
| 영업이익           | 55     | 91     | 107    | 102    | 152    | 168    | 100    | 63     | 52     |
| 영업이익률(%)       | 4.5    | 7.0    | 8.5    | 8.5    | 11.0   | 10.9   | 6.6    | 4.3    | 3.5    |
| 세전이익           | 67     | 95     | 114    | 112    | 155    | 162    | 101    | 57     | 56     |
| 순이익            | 54     | 72     | 85     | 85     | 112    | 121    | 81     | 43     | 46     |
| 지배자분순이익        | 54     | 72     | 85     | 85     | 115    | 123    | 84     | 45     | 46     |
| EBITDA         | 86     | 132    | 161    | 155    | 205    | 226    | 167    | 135    | 122    |
| CAPEX          | 23     | 9      | 27     | 17     | 60     | 53     | 195    | 33     | 59     |
| Free Cash Flow | 50     | 206    | 109    | 132    | 112    | 14     | -140   | 69     | 58     |
| EPS(원)         | 2,187  | 2,940  | 3,462  | 3,455  | 4,651  | 4,995  | 3,405  | 1,894  | 2,061  |
| BPS(원)         | 37,575 | 40,224 | 42,450 | 45,559 | 50,255 | 54,250 | 56,716 | 60,094 | 64,048 |
| DPS(원)         | 350    | 400    | 450    | 450    | 600    | 750    | 750    | 750    | 750    |
| 순차입금           | 117    | -54    | -100   | -34    | -78    | -44    | 17     | 37     | 11     |
| ROE(%)         | 6.0    | 7.6    | 8.4    | 7.9    | 9.7    | 9.6    | 6.1    | 3.2    | 3.3    |
| ROIC(%)        | 3.1    | 13.3   | 8.1    | 8.5    | 11.1   | 10.8   | 6.4    | 3.6    | 3.4    |
| 배당성장(%)        | 14.3   | 12.1   | 11.6   | 11.6   | 11.5   | 13.4   | 19.6   | 36.1   | 34.8   |
| 배당수익률(%)       | 1.1    | 1.1    | 1.4    | 1.5    | 1.7    | 2.8    | 3.9    | 5.1    | 4.7    |
| 순차입금 비율(%)     | 12.6   | -5.4   | -9.6   | -3.0   | -6.3   | -3.3   | 1.2    | 2.6    | 0.8    |

자료: 한섬, NH투자증권 리서치본부

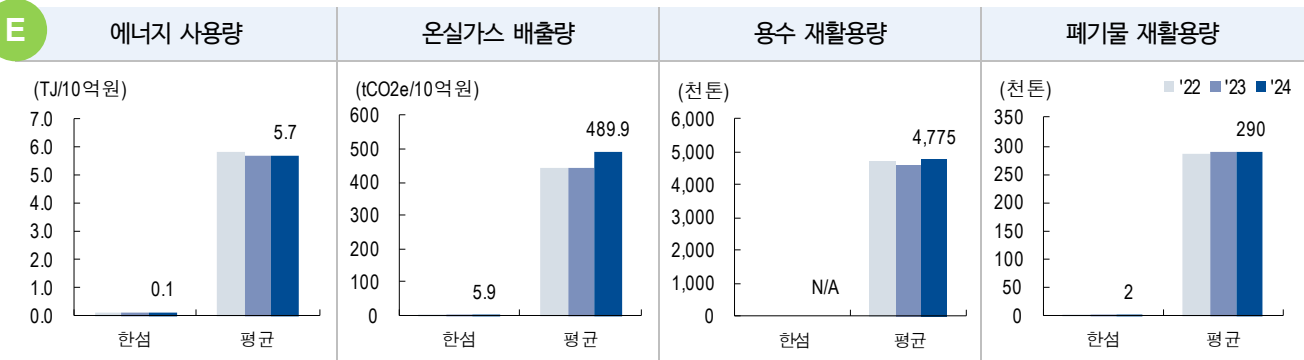
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 한섬, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 한섬, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 한섬, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

|   |         |  |
|---|---------|--|
| E | 2022.6  | - 세계공정무역기구 회원사인 핀란드 미푸코사와 함께 친환경 '라피아 바스켓 컬렉션'을 선보일 예정   |
| S | 2020.12 | - UN SDGs협회가 주관하는 UN SDGBI(Sustainable Development Goals Business Index, 지속가능발전목표경영지수) 최우수 그룹에 선정됨 |
| G | 2021.10 | - 현대백화점그룹 정지선 회장이 백화점과 유통 부문을, 차남 정교선 부회장이 비유통 부문을 이끌게 되면서 향후 정교선 부회장의 한섬 지배력이 강화될 것으로 관측됨         |

자료: 언론보도, 한섬, NH투자증권 리서치본부

표1. 한섬 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

| 항 목           | 기업가치(십억원)  | 주당가치(원)       | 비 고                    |
|---------------|------------|---------------|------------------------|
| 12M Fwd 지배순이익 | 85         | 3,965         | 12M Fwd 지배순이익 추정치      |
| Target PER    | X 9        | X 9           | 의류 브랜드 업종 PER 밴드 평균 적용 |
| <b>한섬 가치</b>  | <b>767</b> | <b>35,687</b> |                        |
| 발행주식수(주)      | 21,501,212 | 21,501,212    |                        |
| 목표주가          |            | 35,000        | 3/30 기준 업사이드 여력 45%    |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

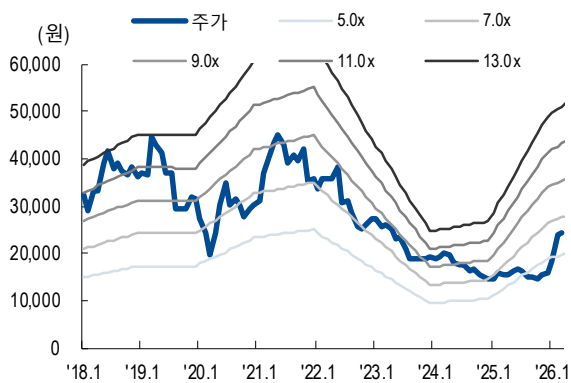
표2. 한섬 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|             |        | 2025  | 2026E | 2027F | 2028F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | - 수정 후 | 1,492 | 1,585 | 1,627 | 1,659 |
|             | - 수정 전 | -     | 1,572 | 1,612 | 1,642 |
|             | - 변동률  | -     | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 영업이익        | - 수정 후 | 52    | 100   | 116   | 128   |
|             | - 수정 전 | -     | 86    | 98    | 106   |
|             | - 변동률  | -     | 17.1  | 18.0  | 21.1  |
| 영업이익률(수정 후) |        | 3.5   | 6.3   | 7.1   | 7.7   |
| EBITDA      |        | 122   | 171   | 189   | 203   |
| (지배지분)순이익   |        | 46    | 82    | 95    | 104   |
| EPS         | - 수정 후 | 2,061 | 3,763 | 4,421 | 4,839 |
|             | - 수정 전 | -     | 3,235 | 3,766 | 4,061 |
|             | - 변동률  | -     | 16.3  | 17.4  | 19.2  |
| PER         |        | 7.8   | 6.4   | 5.5   | 5.0   |
| PBR         |        | 0.2   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| EV/EBITDA   |        | 3.0   | 2.8   | 2.2   | 1.8   |
| ROE         |        | 3.3   | 5.6   | 6.2   | 6.4   |

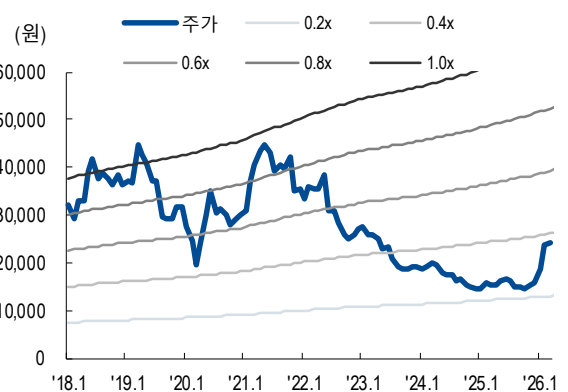
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 한섬 12M Fwd PER Band Chart



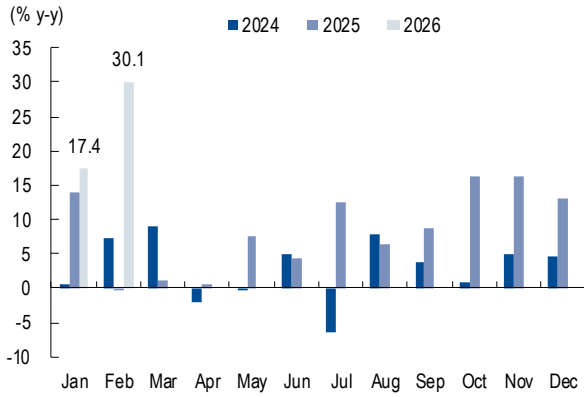
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 한섬 12M Trailing PBR Band Chart



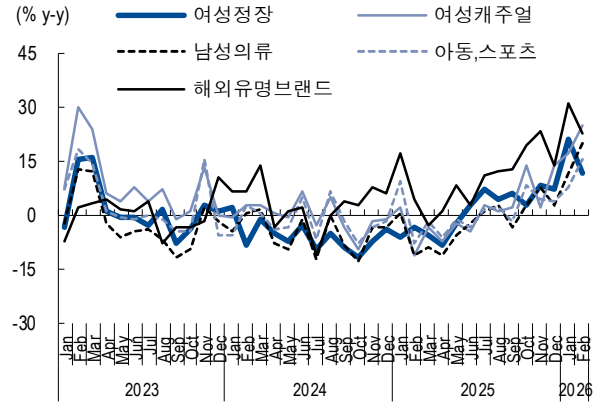
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 국내 백화점 기준점 매출 성장률(y-y) 추이



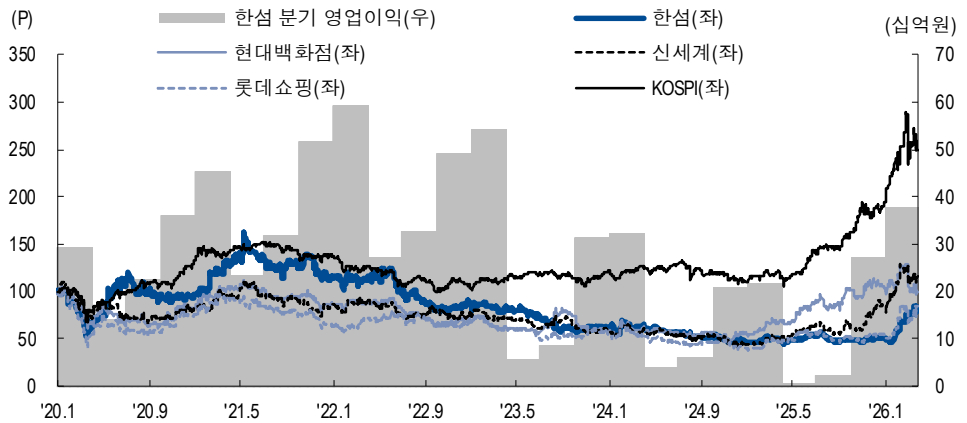
자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

그림4. 국내 백화점 월별 의류 카테고리 성장률(y-y) 추이



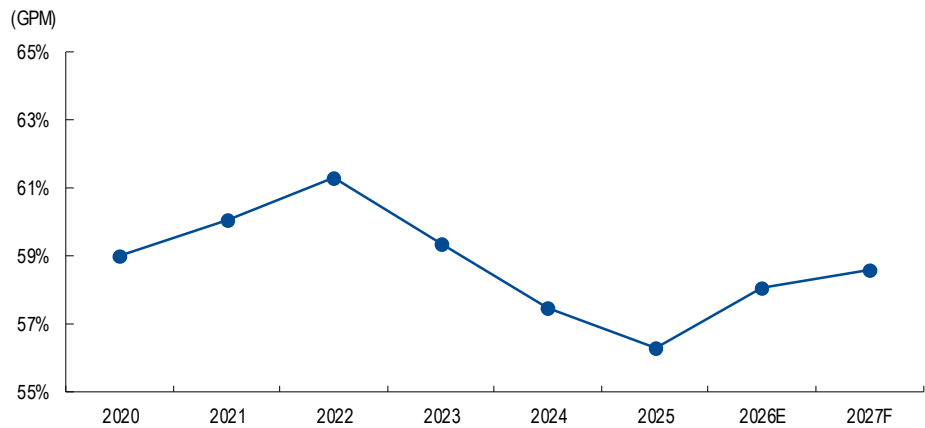
자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

그림5. 한섬 상대주가 및 분기별 실적 추이 - 실적 턴어라운드 초입



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 한섬 연간 매출총이익률 추이 - 매출총이익률 추가 개선 여지 남은 상황



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

| 표3. 한성 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) |              |              |              |              |                |              |              |              |              |                | (단위: 십억원, %)   |  |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|--|
| 구 분                          | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 2025           | 1Q26E        | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2026E          | 2027F          |  |
| <b>매출액</b>                   | <b>380.3</b> | <b>338.1</b> | <b>309.6</b> | <b>463.7</b> | <b>1,491.8</b> | <b>416.3</b> | <b>358.0</b> | <b>329.8</b> | <b>480.6</b> | <b>1,584.7</b> | <b>1,627.2</b> |  |
| 증감률(y-y)                     | -3%          | -1%          | -1%          | 6%           | 0%             | 9%           | 6%           | 7%           | 4%           | 6%             | 3%             |  |
| 온라인                          | 86.1         | 73.5         | 70.2         | 93.0         | 322.8          | 92.9         | 76.8         | 74.2         | 97.0         | 340.9          | 351.6          |  |
| 증감률(y-y)                     | -2%          | 3%           | -2%          | 6%           | 2%             | 8%           | 4%           | 6%           | 2%           | 5%             | 3%             |  |
| 오프라인/기타                      | 294.3        | 264.5        | 239.4        | 370.7        | 1,168.9        | 323.4        | 281.2        | 255.7        | 383.6        | 1,243.8        | 1,275.6        |  |
| 증감률(y-y)                     | -4%          | -2%          | -1%          | 7%           | 0%             | 10%          | 6%           | 7%           | 4%           | 7%             | 3%             |  |
| <b>매출총이익</b>                 | <b>223.6</b> | <b>184.8</b> | <b>177.9</b> | <b>253.7</b> | <b>840.0</b>   | <b>249.9</b> | <b>200.8</b> | <b>192.6</b> | <b>276.4</b> | <b>919.7</b>   | <b>953.4</b>   |  |
| 증감률(y-y)                     | -7%          | -4%          | -3%          | 6%           | -2%            | 12%          | 9%           | 8%           | 9%           | 9%             | 4%             |  |
| 매출총이익률                       | 59%          | 55%          | 57%          | 55%          | 56%            | 60%          | 56%          | 58%          | 58%          | 58%            | 59%            |  |
| <b>영업이익</b>                  | <b>21.8</b>  | <b>0.7</b>   | <b>2.5</b>   | <b>27.2</b>  | <b>52.2</b>    | <b>38.0</b>  | <b>9.9</b>   | <b>9.6</b>   | <b>42.8</b>  | <b>100.3</b>   | <b>116.0</b>   |  |
| 증감률(y-y)                     | -33%         | -82%         | -59%         | 30%          | -18%           | 74%          | 1,240%       | 289%         | 58%          | 92%            | 16%            |  |
| 영업이익률                        | 6%           | 0%           | 1%           | 6%           | 3%             | 9%           | 3%           | 3%           | 9%           | 6%             | 7%             |  |
| <b>세전이익</b>                  | <b>21.8</b>  | <b>3.1</b>   | <b>4.1</b>   | <b>26.6</b>  | <b>55.6</b>    | <b>38.9</b>  | <b>10.6</b>  | <b>10.3</b>  | <b>43.9</b>  | <b>103.8</b>   | <b>120.2</b>   |  |
| 증감률(y-y)                     | -28%         | 21%          | -42%         | 58%          | -2%            | 78%          | 239%         | 151%         | 65%          | 87%            | 16%            |  |
| 세전이익률                        | 6%           | 1%           | 1%           | 6%           | 4%             | 9%           | 3%           | 3%           | 9%           | 7%             | 7%             |  |
| <b>지배순이익</b>                 | <b>18.4</b>  | <b>2.5</b>   | <b>1.8</b>   | <b>23.6</b>  | <b>46.2</b>    | <b>31.9</b>  | <b>8.1</b>   | <b>7.1</b>   | <b>34.9</b>  | <b>82.0</b>    | <b>95.0</b>    |  |
| 증감률(y-y)                     | -24%         | 3%           | -63%         | 81%          | 4%             | 74%          | 231%         | 291%         | 48%          | 77%            | 16%            |  |
| 순이익률                         | 5%           | 1%           | 1%           | 5%           | 3%             | 8%           | 2%           | 2%           | 7%           | 5%             | 6%             |  |

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

| Statement of comprehensive income |          |          |          |          |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                             | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 매출액                               | 1,492    | 1,585    | 1,627    | 1,659    |
| 증감률 (%)                           | 0.4      | 6.2      | 2.7      | 2.0      |
| 매출원가                              | 652      | 665      | 674      | 681      |
| 매출총이익                             | 840      | 920      | 953      | 978      |
| Gross 마진 (%)                      | 56.3     | 58.0     | 58.6     | 59.0     |
| 판매비와 일반관리비                        | 788      | 819      | 837      | 850      |
| 영업이익                              | 52       | 100      | 116      | 128      |
| 증감률 (%)                           | -17.8    | 92.3     | 15.6     | 10.4     |
| OP 마진 (%)                         | 3.5      | 6.3      | 7.1      | 7.7      |
| EBITDA                            | 122      | 171      | 189      | 203      |
| 영업외손익                             | 3        | 3        | 4        | 5        |
| 금융수익(비용)                          | 0        | 1        | 1        | 2        |
| 기타영업외손익                           | 4        | 3        | 3        | 3        |
| 종속, 관계기업관련손익                      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 세전계속사업이익                          | 56       | 104      | 120      | 133      |
| 법인세비용                             | 9        | 22       | 25       | 29       |
| 계속사업이익                            | 46       | 82       | 95       | 104      |
| 당기순이익                             | 46       | 82       | 95       | 104      |
| 증감률 (%)                           | 6.8      | 77.3     | 15.8     | 9.4      |
| Net 마진 (%)                        | 3.1      | 5.2      | 5.8      | 6.3      |
| 지배주주지분 순이익                        | 46       | 82       | 95       | 104      |
| 비지배주주지분 순이익                       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 기타포괄이익                            | 1        | 0        | 0        | 0        |
| 총포괄이익                             | 47       | 82       | 95       | 104      |

| Valuations/profitability/stability |          |          |          |          |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
|                                    | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| PER(배)                             | 7.8      | 6.4      | 5.5      | 5.0      |
| PBR(배)                             | 0.2      | 0.3      | 0.3      | 0.3      |
| PCR(배)                             | 2.7      | 3.0      | 2.8      | 2.6      |
| PSR(배)                             | 0.2      | 0.3      | 0.3      | 0.3      |
| EV/EBITDA(배)                       | 3.0      | 2.8      | 2.2      | 1.8      |
| EV/EBIT(배)                         | 7.1      | 4.8      | 3.6      | 2.8      |
| EPS(배)                             | 2,061    | 3,763    | 4,421    | 4,839    |
| BPS(배)                             | 64,048   | 70,015   | 73,672   | 77,699   |
| SPS(배)                             | 66,469   | 72,734   | 75,765   | 77,249   |
| 자기자본이익률(ROE, %)                    | 3.3      | 5.6      | 6.2      | 6.4      |
| 총자산이익률(ROA, %)                     | 2.7      | 4.6      | 5.1      | 5.4      |
| 투자자본이익률(ROIC, %)                   | 3.4      | 6.5      | 7.5      | 8.0      |
| 배당수익률(%)                           | 4.7      | 3.1      | 3.3      | 3.5      |
| 배당성장률(%)                           | 34.8     | 18.8     | 17.3     | 16.8     |
| 총현금배당금(십억원)                        | 16       | 15       | 16       | 17       |
| 보통주 주당배당금(원)                       | 750      | 750      | 800      | 850      |
| 순부채(현금)/자기자본(%)                    | 0.8      | -4.2     | -7.5     | -10.8    |
| 총부채/자기자본(%)                        | 20.7     | 20.3     | 19.4     | 18.6     |
| 이자발생부채                             | 70       | 70       | 70       | 70       |
| 유동비율(%)                            | 327.2    | 344.0    | 367.7    | 394.2    |
| 총발행주식수(백만주)                        | 22       | 21       | 21       | 21       |
| 액면가(원)                             | 500      | 500      | 500      | 500      |
| 주가(원)                              | 16,000   | 24,100   | 24,100   | 24,100   |
| 시가총액(십억원)                          | 359      | 541      | 541      | 541      |

| Statement of financial position |          |          |          |          |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                           | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 현금및현금성자산                        | 20       | 94       | 148      | 207      |
| 매출채권                            | 95       | 101      | 104      | 106      |
| 유동자산                            | 819      | 879      | 949      | 1,026    |
| 유형자산                            | 616      | 623      | 631      | 641      |
| 투자자산                            | 34       | 39       | 41       | 43       |
| 비유동자산                           | 916      | 929      | 941      | 953      |
| 자산총계                            | 1,735    | 1,808    | 1,890    | 1,979    |
| 단기성부채                           | 38       | 38       | 38       | 38       |
| 매입채무                            | 43       | 45       | 46       | 47       |
| 유동부채                            | 250      | 255      | 258      | 260      |
| 장기성부채                           | 32       | 32       | 32       | 32       |
| 장기충당부채                          | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 비유동부채                           | 48       | 49       | 50       | 50       |
| 부채총계                            | 298      | 305      | 308      | 310      |
| 자본금                             | 12       | 12       | 12       | 12       |
| 자본잉여금                           | 122      | 122      | 122      | 122      |
| 이익잉여금                           | 1,330    | 1,397    | 1,475    | 1,562    |
| 비지배주주지분                         | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 자본총계                            | 1,437    | 1,504    | 1,582    | 1,669    |

| Cash flow statement |          |          |          |          |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)               | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 영업활동 현금흐름           | 116      | 175      | 154      | 165      |
| 당기순이익               | 46       | 82       | 95       | 104      |
| + 유/무형자산상각비         | 70       | 71       | 73       | 75       |
| + 종속, 관계기업관련손익      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| + 외화환산손실(이익)        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| Gross Cash Flow     | 133      | 173      | 188      | 200      |
| - 운전자본의증가(감소)       | -13      | 23       | -13      | -14      |
| 투자활동 현금흐름           | -63      | -86      | -85      | -89      |
| + 유형자산 감소           | 0        | 0        | 0        | 0        |
| - 유형자산 증가(CAPEX)    | -59      | -59      | -62      | -65      |
| + 투자자산의매각(취득)       | -2       | -5       | -3       | -2       |
| Free Cash Flow      | 58       | 116      | 93       | 100      |
| Net Cash Flow       | 54       | 90       | 69       | 76       |
| 재무활동 현금흐름           | -51      | -16      | -15      | -16      |
| 자기자본 증가             | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 부채증감                | -51      | -16      | -15      | -16      |
| 현금의증가               | 3        | 73       | 54       | 60       |
| 기말현금 및 현금성자산        | 20       | 94       | 148      | 207      |
| 기말 순부채(순현금)         | 11       | -64      | -119     | -180     |

# 신세계인터내셔널 (031430.KS)

## 패션과 화장품 모두 좋아져

1분기 영업이익 컨센서스 큰 폭 상회 전망. 해외 패션 브랜드의 고신장으로 영업이익 개선은 물론 해외법인 손실도 전분기 대비 축소될 것으로 예상. 비디비치를 제외하면 화장품 부문 매출도 안정적인 성장 중

Analyst 정지윤  
02)768-7705, jiyoony@nhsec.com

※ESG Index/Event는 23페이지 참조

Buy (유지)

### 선택과 집중의 결실을 맺을 2026년

투자 의견 Buy 유지하며, 목표주가를 17,000원(기준 14,500원)으로 상향. 4년 만에 유의미한 내수 소비 반등 및 외국인 인바운드 증가 등으로 백화점 업황 호조. 특히, 동사는 해외 패션 브랜드와 중고가 컨템포러리 룩 포지셔닝이 잘 구축되어 있음. 관련 매출이 증가하며 이익도 개선 중임을 고려해 2026E/2027F EPS 추정치를 각각 +7%, +6% 조정한 데 기인. 연중 실적 개선 이어갈 전망

### 1Q26 Preview: 컨센서스 상회 전망

1분기 연결기준 매출액 2,946억원(-3% y-y), 영업이익 120억원(+158% y-y)으로 영업이익 컨센서스 40% 상회할 전망. 전년 동기 라이프스타일(JAJU) 부문 제거 시 매출액 성장률(y-y)은 +15% 추정, 전사 이익 턴어라운드 시작

**패션(별도)** 매출액 1,278억원(+36% y-y), 영업이익 70억원(흑자전환 y-y)으로 수입/자체 매출 성장률(y-y) 각각 +41%, +2% 추정. UGG, 브루넬로쿠치넬리, 릭오웬스, 에르노, 꾸레주, 더로우 등 수입 브랜드 포트폴리오 전반 강한 매출 성장 시현하며 수익성 개선 본격화. **톰보이** 매출액 448억원(-8% y-y), 영업이익 4억원(-13% y-y) 추정. 일부 자체 브랜드 리브랜딩 및 축소 여파에 기인

**코스메틱(별도)** 매출액 1,057억원(+9% y-y), 영업이익 77억원(+5% y-y)으로 수입/자체 매출 성장률(y-y) 각각 +16%, -13% 추정. 수입 향수 브랜드는 고성장 지속, 비디비치를 제외한 자체 브랜드는 +20% y-y 기록하며 국내 채널 다변화 진행. **어뮤즈** 순매출 126억원(+13% y-y) 추정. 1분기 유럽 라파엘로 백화점 팝업 스토어 오픈 등 기존 일본 중심에서 수출 권역 다변화 진행 중

신세계인터내셔널 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

|         | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26E |       |       |       |       | 2Q26F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         |       |       |       |       | 예상치   | y-y   | q-q   | 기준 추정 | 컨센서스  |       |
| 매출액     | 304.2 | 308.6 | 310.4 | 399.9 | 294.6 | -3.1  | -26.3 | 279.4 | 283.8 | 278.5 |
| 영업이익    | 4.7   | -2.3  | -2.0  | 1.3   | 12.0  | 157.6 | 820.8 | 9.8   | 8.6   | 4.3   |
| 영업이익률   | 1.5   | -0.7  | -0.7  | 0.3   | 4.1   |       |       | 3.5   | 3.0   | 1.5   |
| 세전이익    | 6.0   | 0.4   | -2.2  | 2.3   | 13.7  | 130.1 | 506.4 | 11.1  | 9.6   | 6.3   |
| (지배)순이익 | 4.5   | 0.1   | -1.9  | 1.5   | 11.7  | 159.9 | 657.0 | 9.7   | 8.5   | 5.3   |

주: 중단사업 반영 이전 실적 기준; 자료: 신세계인터내셔널, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

| 목표주가               | 17,000원 (상향)        |
|--------------------|---------------------|
| 현재가 (26/03/30)     | 12,170원             |
| 업종(NHICS)*         | 패션                  |
| KOSPI / KOSDAQ     | 5,277.30 / 1,107.05 |
| 시가총액(보통주)          | 425.8십억원            |
| 발행주식수(보통주)         | 35.0백만주             |
| 52주 최고가('25/07/14) | 13,690원             |
| 최저가('25/04/09)     | 8,890원              |
| 평균거래대금(60일)        | 1,712백만원            |
| 배당수익률(2026E)       | 3.29%               |
| 외국인지분율             | 4.3%                |
| 주요주주               |                     |
| 신세계 외 1인           | 54.6%               |
| 네이버                | 6.9%                |
| 추가상승률              | 3개월 6개월 12개월        |
| 절대수익률 (%)          | 11.1 19.2 22.2      |
| 상대수익률 (%p)         | -11.2 -22.6 -40.8   |

|           | 2025  | 2026E | 2027F | 2028F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 1,110 | 1,215 | 1,280 | 1,336 |
| 증감률       | 3.4   | 9.5   | 5.4   | 4.3   |
| 영업이익      | -11   | 36    | 50    | 60    |
| 증감률       | 적전    | 흑전    | 37.7  | 20.5  |
| 영업이익률     | -1.0  | 3.0   | 3.9   | 4.5   |
| (지배)순이익   | 4     | 39    | 52    | 62    |
| EPS       | 121   | 1,118 | 1,492 | 1,769 |
| 증감률       | -86.7 | 825.4 | 33.5  | 18.6  |
| PER       | 90.7  | 10.9  | 8.2   | 6.9   |
| PBR       | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| EV/EBITDA | 12.7  | 6.5   | 5.5   | 4.8   |
| ROE       | 0.5   | 4.6   | 5.9   | 6.7   |
| 부채비율      | 70.5  | 68.0  | 66.4  | 64.1  |
| 순차입금      | 252   | 169   | 130   | 85    |

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

신세계인터내셔널은 신세계그룹 계열사로 1996년 별도 법인으로 분리 독립하였으며, 패션, 코스메틱, 라이프스타일 (JAJU) 브랜드들을 수입, 생산 및 유통하는 사업을 영위. 향후 패션 부문 판권 확보, 코스메틱 부문 브랜드 라인업 확대, 라이프스타일 부문 해외 진출, 자사 온라인몰 S.I.Village 강화 등을 통해 종합 글로벌 브랜드 기업으로 도약하고자 함. 2024년 8월 화장품 인디 브랜드 어뮤즈(AMUSE) 인수를 통해 글로벌 사업 본격화할 예정

Share price drivers/Earnings Momentum

- 온라인 자사몰 S.I.Village의 경쟁력 강화
- 자체 코스메틱 브랜드 국내외 성과 가시화
- 수입 의류 브랜드 라인업 확대
- 라이프스타일(JAJU)의 실적 턴어라운드

Downside Risk

- 국내외 소비경기 부진
- 중국 화장품 시장 내 경쟁 심화
- 자체 의류/화장품 브랜드 성과 부진
- 수입 브랜드 판권 계약 유지 여부

Cross valuations (단위: 배, %)

| Company | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F |
| LVMH    | 19.7  | 17.1  | 3.1   | 2.9   | 16.1  | 17.3  |
| Hermes  | 34.7  | 30.2  | 7.8   | 6.7   | 23.6  | 23.5  |
| Kering  | 33.0  | 22.8  | 1.9   | 1.8   | 5.5   | 7.8   |
| Prada   | 11.1  | 10.0  | 1.8   | 1.7   | 18.0  | 17.6  |

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

| Valuations | 2024 | 2025 | 2026E | 2027F | 2028F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 11.1 | 90.7 | 10.9  | 8.2   | 6.9   |
| PBR        | 0.4  | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| PSR        | 0.3  | 0.3  | 0.4   | 0.3   | 0.3   |
| ROE        | 3.8  | 0.5  | 4.6   | 5.9   | 6.7   |
| ROIC       | 1.5  | -1.4 | 3.7   | 5.2   | 6.3   |

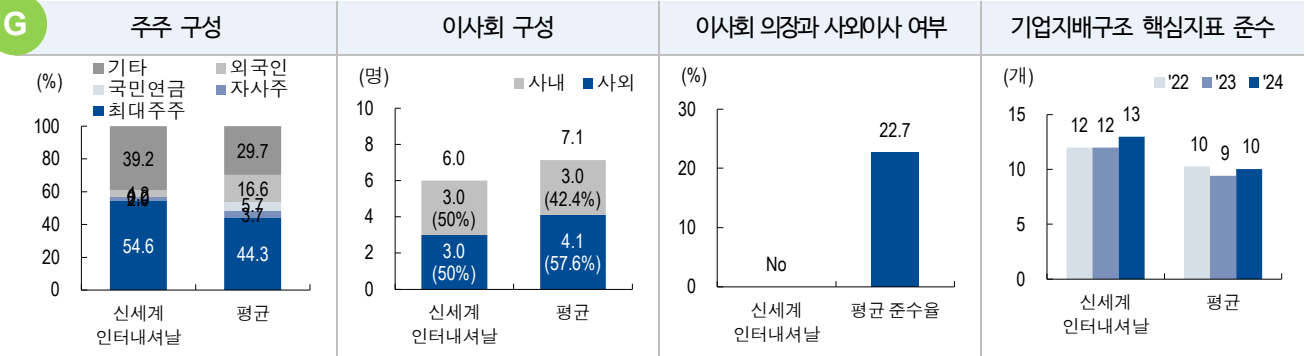
자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials (단위: 십억원, %)

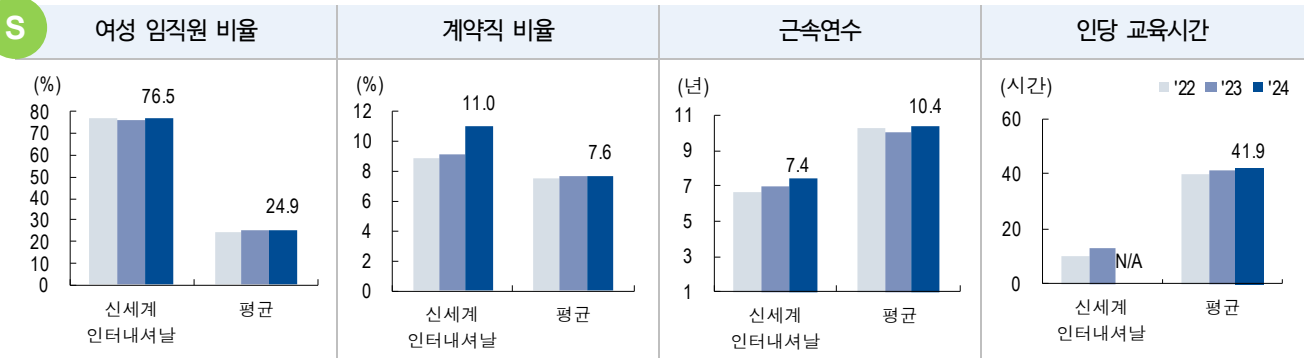
|                | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021    | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액            | 1,103  | 1,263  | 1,425  | 1,328  | 1,451   | 1,554  | 1,354  | 1,309  | 1,110  |
| 영업이익           | 25     | 56     | 84     | 34     | 92      | 115    | 49     | 27     | -11    |
| 영업이익률(%)       | 2.3    | 4.4    | 5.9    | 2.5    | 6.3     | 7.4    | 3.6    | 2.1    | -1.0   |
| 세전이익           | 32     | 59     | 100    | 53     | 105     | 137    | 61     | 32     | -6     |
| 순이익            | 24     | 58     | 74     | 51     | 83      | 119    | 40     | 33     | 4      |
| 지배자분순이익        | 24     | 57     | 74     | 51     | 82      | 118    | 39     | 33     | 4      |
| EBITDA         | 63     | 94     | 140    | 98     | 155     | 173    | 108    | 85     | 51     |
| CAPEX          | 33     | 27     | 36     | 80     | 33      | 37     | 28     | 35     | 45     |
| Free Cash Flow | -19    | 80     | 67     | 53     | 120     | 73     | 87     | -9     | -16    |
| EPS(원)         | 3,371  | 8,052  | 10,361 | 7,129  | 11,498  | 3,313  | 1,098  | 910    | 121    |
| BPS(원)         | 69,236 | 76,024 | 83,650 | 89,679 | 100,420 | 23,264 | 23,781 | 23,571 | 23,631 |
| DPS(원)         | 600    | 850    | 1,100  | 1,100  | 1,500   | 500    | 400    | 400    | 400    |
| 순차입금           | 335    | 284    | 237    | 182    | 101     | 91     | 38     | 181    | 252    |
| ROE(%)         | 5.0    | 11.1   | 13.0   | 8.2    | 12.1    | 15.3   | 4.7    | 3.8    | 0.5    |
| ROIC(%)        | 3.1    | 10.5   | 9.1    | 4.0    | 9.6     | 12.2   | 4.1    | 3.8    | -1.4   |
| 배당성장(%)        | 17.8   | 10.6   | 10.6   | 15.4   | 13.0    | 15.1   | 36.4   | 42.6   | 323.8  |
| 배당수익률(%)       | 0.8    | 0.4    | 0.5    | 0.7    | 1.0     | 2.0    | 2.2    | 4.0    | 3.7    |
| 순차입금 비율(%)     | 67.5   | 52.1   | 39.5   | 28.3   | 14.0    | 10.9   | 4.5    | 21.4   | 30.0   |

자료: 신세계인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

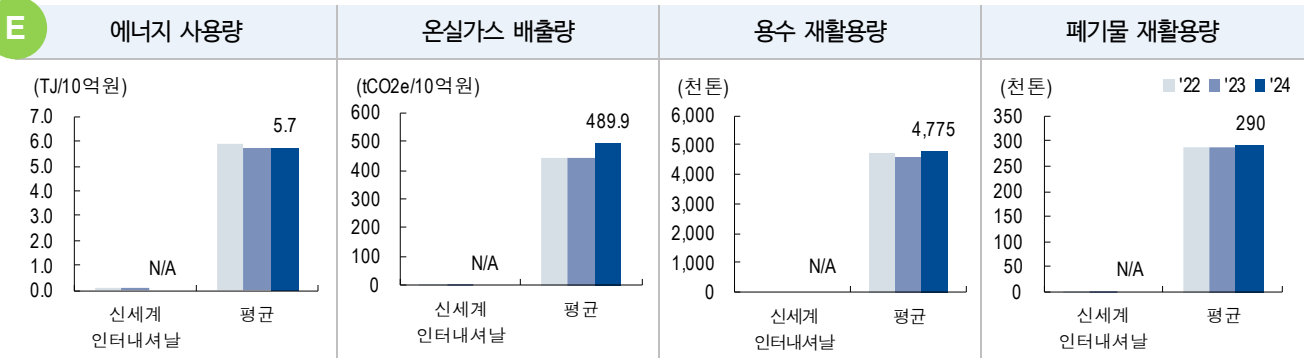
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 신세계인터내셔널, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주석: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 신세계인터내셔널, NH투자증권 리서치본부



주석: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 신세계인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

| ESG Event |         |  |  |
|-----------|---------|--|--|
| E         | 2023.12 | - 제품 배송에 사용되는 종이 포장재와 부자재 사용량을 1/3 이상 줄일 것으로 발표        |  |
| S         | 2023.7  | - 신세계인터내셔널은 동반성장위원회와 양극화 해소 자율협약 체결                    |  |
| G         | 2024.10 | - 신세계그룹은 이마트와 신세계백화점(신세계인터내셔널을 계열사로 두고 있음)의 계열 분리를 공식화 |  |

자료: 언론보도, 신세계인터내셔널, NH투자증권 리서치본부

**표1. 신세계인터내셔널 상대가치 밸류에이션** (단위: 십억원, 배, 원, 주)

| 항 목                | 기업가치(십억원)  | 주당가치(원)       | 비 고                                |
|--------------------|------------|---------------|------------------------------------|
| 12M Fwd 지배순이익      | 45         | 1,293         | 12M Fwd 지배순이익 추정치                  |
| Target PER         | X 13       | X 13          | 이익 비중 감안 국내 의류 및 화장품 업종 PER 가중치 적용 |
| <b>신세계인터내셔널 가치</b> | <b>582</b> | <b>16,810</b> |                                    |
| 총 발행주식 수           | 34,629,000 | 34,629,000    |                                    |
| 목표주가               |            | 17,000        | 3/30 기준 업사이드 여력 40%                |

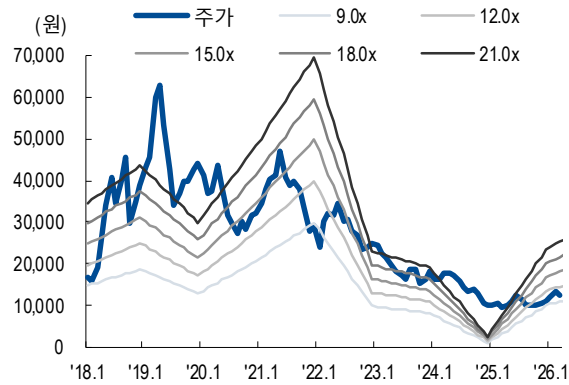
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**표2. 신세계인터내셔널 실적 전망 (IFRS 연결)** (단위: 십억원, 원, 배, %)

|             |        | 2025  | 2026E | 2027F | 2028F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | - 수정 후 | 1,110 | 1,215 | 1,280 | 1,336 |
|             | - 수정 전 | -     | 1,201 | 1,257 | 1,310 |
|             | - 변동률  | -     | 1.2   | 1.8   | 2.0   |
| 영업이익        | - 수정 후 | -11   | 36    | 50    | 60    |
|             | - 수정 전 | -     | 34    | 46    | 56    |
|             | - 변동률  | -     | 5.8   | 7.7   | 7.1   |
| 영업이익률(수정 후) |        | -1.0  | 3.0   | 3.9   | 4.5   |
| EBITDA      |        | 51    | 93    | 102   | 107   |
| (지배지분)순이익   |        | 4     | 39    | 52    | 62    |
| EPS         | - 수정 후 | 121   | 1,118 | 1,492 | 1,769 |
|             | - 수정 전 | -     | 1,043 | 1,402 | 1,655 |
|             | - 변동률  | -     | 7.1   | 6.4   | 6.9   |
| PER         |        | 90.7  | 10.9  | 8.2   | 6.9   |
| PBR         |        | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| EV/EBITDA   |        | 12.7  | 6.5   | 5.5   | 4.8   |
| ROE         |        | 0.5   | 4.6   | 5.9   | 6.7   |

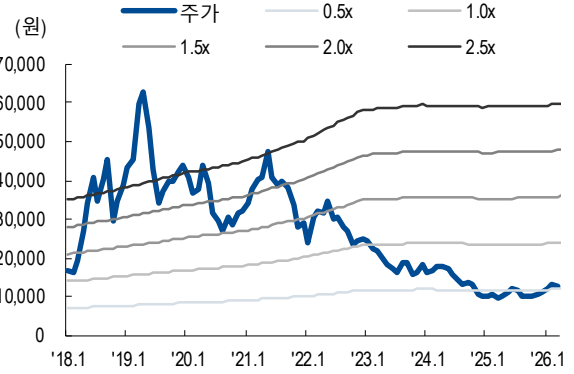
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 신세계인터내셔널 12M Fwd PER Band Chart



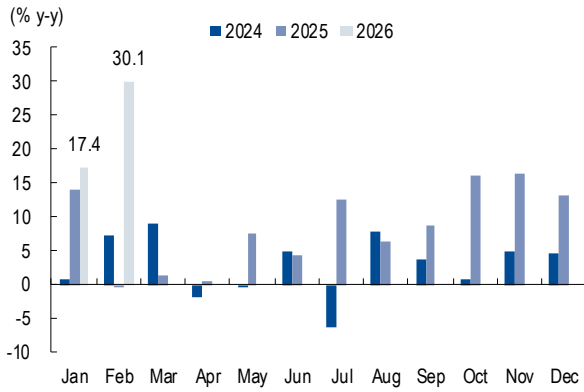
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 신세계인터내셔널 12M Trailing PBR Band Chart



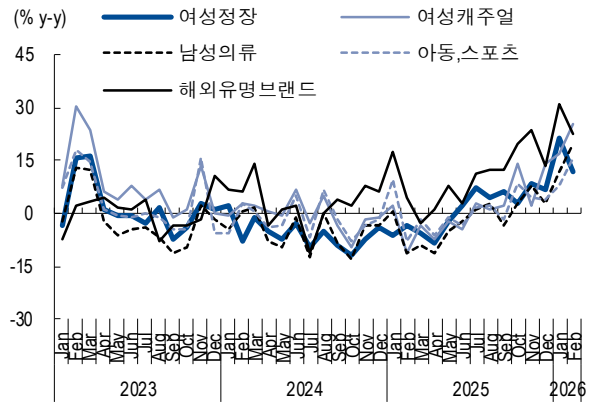
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 백화점 월별 매출 성장률 추이



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

그림4. 백화점 패션 카테고리별 매출 성장률 추이



자료: 산업통상부, NH투자증권 리서치본부

| 구분           | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 2025           | 1Q26E        | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2026E          | 2027F          |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>304.2</b> | <b>308.6</b> | <b>310.4</b> | <b>399.9</b> | <b>1,323.1</b> | <b>294.6</b> | <b>278.5</b> | <b>276.8</b> | <b>365.1</b> | <b>1,215.0</b> | <b>1,280.0</b> |
| 증감률(y-y)     | -2%          | -4%          | 5%           | 5%           | 1%             | -3%          | -10%         | -11%         | -9%          | -8%            | 5%             |
| 패션(별도)       | 94.1         | 94.5         | 111.3        | 164.9        | 464.8          | 127.8        | 112.1        | 120.8        | 178.0        | 538.7          | 574.6          |
| 증감률(y-y)     | 1%           | -8%          | 6%           | 12%          | 4%             | 36%          | 19%          | 9%           | 8%           | 16%            | 7%             |
| 코스메틱(별도)     | 96.9         | 92.6         | 95.5         | 102.6        | 387.6          | 105.7        | 99.6         | 103.9        | 110.1        | 419.3          | 438.6          |
| 증감률(y-y)     | -3%          | -10%         | 3%           | 8%           | -1%            | 9%           | 8%           | 9%           | 7%           | 8%             | 5%             |
| 라이프스타일*      | 48.7         | 55.4         | 53.7         | 55.4         | 213.2          | -            | -            | -            | -            | -              | -              |
| 증감률(y-y)     | -9%          | -12%         | -9%          | -1%          | -8%            | -            | -            | -            | -            | -              | -              |
| 통보이          | 48.4         | 43.1         | 34.4         | 64.0         | 189.9          | 44.8         | 41.4         | 33.0         | 61.2         | 180.4          | 184.0          |
| 증감률(y-y)     | -17%         | -14%         | -7%          | -7%          | -11%           | -8%          | -4%          | -4%          | -4%          | -5%            | 2%             |
| 기타/조정        | 16.1         | 23.0         | 15.5         | 13.0         | 67.6           | 16.3         | 25.5         | 19.1         | 15.7         | 76.6           | 82.7           |
| 증감률(y-y)     | 307%         | 724%         | 595%         | -15%         | 179%           | 1%           | 11%          | 23%          | 21%          | 13%            | 8%             |
| <b>매출총이익</b> | <b>191.1</b> | <b>188.9</b> | <b>181.7</b> | <b>228.3</b> | <b>790.0</b>   | <b>188.0</b> | <b>175.2</b> | <b>170.0</b> | <b>223.8</b> | <b>756.9</b>   | <b>796.8</b>   |
| 증감률(y-y)     | -1%          | -7%          | 2%           | -2%          | -2%            | -2%          | -7%          | -6%          | -2%          | -4%            | 5%             |
| 매출총이익률       | 63%          | 61%          | 59%          | 57%          | 60%            | 64%          | 63%          | 61%          | 61%          | 62%            | 62%            |
| <b>영업이익</b>  | <b>4.7</b>   | <b>-2.3</b>  | <b>-2.0</b>  | <b>1.3</b>   | <b>1.6</b>     | <b>12.0</b>  | <b>4.3</b>   | <b>8.2</b>   | <b>11.5</b>  | <b>36.0</b>    | <b>49.5</b>    |
| 증감률(y-y)     | -58%         | 적전           | 적전           | 341%         | -94%           | 158%         | 흑전           | 흑전           | 780%         | 2,094%         | 38%            |
| 영업이익률        | 2%           | -1%          | -1%          | 0%           | 0%             | 4%           | 2%           | 3%           | 3%           | 3%             | 4%             |
| 패션(별도)       | -1.1         | -2.3         | 4.0          | 7.8          | 8.4            | 7.0          | 3.7          | 6.5          | 11.7         | 29.0           | 36.4           |
| 증감률(y-y)     | 적전           | 적전           | 33%          | 609%         | 9%             | 흑전           | 흑전           | 63%          | 50%          | 245%           | 26%            |
| 코스메틱(별도)     | 7.3          | 2.0          | 4.3          | -0.7         | 12.9           | 7.7          | 3.6          | 5.3          | 1.0          | 17.6           | 20.1           |
| 증감률(y-y)     | 20%          | -56%         | 48%          | 적축           | 8%             | 5%           | 80%          | 24%          | 흑전           | 36%            | 14%            |
| 라이프스타일*      | -1.5         | 0.1          | -1.9         | -0.3         | -3.6           | -            | -            | -            | -            | -              | -              |
| 증감률(y-y)     | 적확           | -96%         | 적전           | 적확           | 적전             | -            | -            | -            | -            | -              | -              |
| 통보이          | 0.4          | 0.0          | -3.9         | 1.9          | -1.6           | 0.4          | 0.3          | 0.2          | 2.1          | 2.9            | 3.3            |
| 증감률(y-y)     | -89%         | 적전           | 적확           | -32%         | 적전             | -13%         | 흑전           | 흑전           | 10%          | -284%          | 11%            |
| 기타/조정        | -0.4         | -2.1         | -4.5         | -7.4         | -14.5          | -3.0         | -3.3         | -3.8         | -3.3         | -13.6          | -10.2          |
| 증감률(y-y)     | 적전           | 적전           | 적확           | 적확           | 적확             | 적확           | 적확           | 적축           | 적축           | 적축             | 적축             |
| <b>세전이익</b>  | <b>6.0</b>   | <b>0.4</b>   | <b>-2.2</b>  | <b>2.3</b>   | <b>6.4</b>     | <b>13.7</b>  | <b>6.3</b>   | <b>9.7</b>   | <b>14.5</b>  | <b>44.2</b>    | <b>59.6</b>    |
| 증감률(y-y)     | -57%         | -98%         | 적전           | 흑전           | -80%           | 130%         | 1,528%       | 흑전           | 539%         | 587%           | 35%            |
| 세전이익률        | 2%           | 0%           | -1%          | 1%           | 0%             | 5%           | 2%           | 4%           | 4%           | 4%             | 5%             |
| <b>지배순이익</b> | <b>4.5</b>   | <b>0.1</b>   | <b>-1.9</b>  | <b>1.5</b>   | <b>4.3</b>     | <b>11.7</b>  | <b>5.3</b>   | <b>8.9</b>   | <b>13.2</b>  | <b>39.2</b>    | <b>52.2</b>    |
| 증감률(y-y)     | -64%         | -100%        | 적전           | 흑전           | -87%           | 160%         | 8,372%       | 흑전           | 753%         | 816%           | 33%            |
| 지배순이익률       | 0%           | -1%          | 0%           | 5%           | 0%             | 4%           | 2%           | 3%           | 4%           | 3%             | 4%             |

\*2026년 1월 1일자로 라이프스타일 부문 자주는 신세계가사에 양도

주1: 어뮤즈는 2024년 4분기부터 연결편입. 4분기 매출액 99억원 반영. 참고로 2024년 연간 매출액 520억원 기록

주2: 사업 부문별 실적은 별도 당사 추정치 기준이며, 어뮤즈는 기타 매출로 반영

주3: 어뮤즈는 2025년 4분기 회계 조정으로 매출 차감 반영

주3: IFRS 연결기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**표4. 신세계인터내셔널 분기별 전체 패션 매출액 상세** (단위: 십억원, %)

| 구 분           | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 2025         | 1Q26E        | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2026E        | 2027F        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>패션 매출액</b> | <b>142.5</b> | <b>137.6</b> | <b>145.7</b> | <b>228.9</b> | <b>654.7</b> | <b>172.6</b> | <b>153.4</b> | <b>153.8</b> | <b>239.2</b> | <b>719.1</b> | <b>758.7</b> |
| 증감률(y-y)      | -6%          | -10%         | 3%           | 6%           | -1%          | 21%          | 12%          | 6%           | 4%           | 10%          | 6%           |
| 수입 브랜드        | 81.7         | 87.1         | 104.2        | 157.6        | 430.6        | 115.2        | 104.5        | 113.6        | 170.5        | 503.8        | 539.1        |
| 증감률(y-y)      | 0%           | -4%          | 12%          | 19%          | 8%           | 41%          | 20%          | 9%           | 8%           | 17%          | 7%           |
| 비중            | 57%          | 63%          | 72%          | 69%          | 66%          | 67%          | 68%          | 74%          | 71%          | 70%          | 71%          |
| 자체 브랜드        | 12.4         | 7.4          | 7.1          | 7.3          | 34.2         | 12.6         | 7.5          | 7.2          | 7.4          | 34.9         | 35.6         |
| 증감률(y-y)      | 3%           | -35%         | -41%         | -51%         | -32%         | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| 비중            | 9%           | 5%           | 5%           | 3%           | 5%           | 7%           | 5%           | 5%           | 3%           | 5%           | 5%           |
| 통보이           | 48.4         | 43.1         | 34.4         | 64.0         | 189.9        | 44.8         | 41.4         | 33.0         | 61.2         | 180.4        | 184.0        |
| 증감률(y-y)      | -17%         | -14%         | -7%          | -7%          | -11%         | -8%          | -4%          | -4%          | -4%          | -5%          | 2%           |
| 비중            | 34%          | 31%          | 24%          | 28%          | 29%          | 26%          | 27%          | 21%          | 26%          | 25%          | 24%          |

주: 사업부문별 실적은 별도 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**표5. 신세계인터내셔널 분기별 전체 코스메틱 매출액 상세** (단위: 십억원, %)

| 구 분             | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 2025         | 1Q26E        | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2026E        | 2027F        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>코스메틱 매출액</b> | <b>110.7</b> | <b>113.7</b> | <b>110.3</b> | <b>113.8</b> | <b>448.5</b> | <b>120.6</b> | <b>123.7</b> | <b>121.4</b> | <b>123.1</b> | <b>488.8</b> | <b>517.2</b> |
| 증감률(y-y)        | 8%           | 9%           | 16%          | 6%           | 9%           | 9%           | 9%           | 10%          | 8%           | 9%           | 6%           |
| 수입 브랜드          | 73.9         | 73.7         | 79.6         | 91.6         | 318.8        | 85.7         | 81.1         | 83.2         | 92.7         | 342.7        | 353.0        |
| 증감률(y-y)        | -8%          | -6%          | 12%          | 24%          | 5%           | 16%          | 10%          | 5%           | 1%           | 8%           | 3%           |
| 비중              | 67%          | 65%          | 72%          | 80%          | 71%          | 71%          | 66%          | 69%          | 75%          | 70%          | 68%          |
| 자체 브랜드          | 23.0         | 18.9         | 15.9         | 11.0         | 68.8         | 20.0         | 18.5         | 20.7         | 17.4         | 76.6         | 85.6         |
| 증감률(y-y)        | 15%          | -22%         | -27%         | -48%         | -21%         | -13%         | -2%          | 30%          | 58%          | 11%          | 12%          |
| 비중              | 21%          | 16%          | 14%          | 10%          | 15%          | 17%          | 15%          | 17%          | 14%          | 16%          | 17%          |
| 스위스퍼펙션          | 2.7          | 2.2          | 1.6          | 2.2          | 8.7          | 2.3          | 2.5          | 2.0          | 2.7          | 9.6          | 10.5         |
| 증감률(y-y)        | -7%          | -21%         | -43%         | -4%          | -19%         | -14%         | 14%          | 25%          | 24%          | 10%          | 10%          |
| 비중              | 2%           | 2%           | 1%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| 어뮤즈             | 11.1         | 18.9         | 13.2         | 9.0          | 52.2         | 12.6         | 21.6         | 15.6         | 10.3         | 60.0         | 68.0         |
| 증감률(y-y)        |              |              |              | -9%          | 426%         | 13%          | 14%          | 18%          | 14%          | 15%          | 13%          |
| 비중              | 10%          | 17%          | 12%          | 8%           | 12%          | 10%          | 17%          | 13%          | 8%           | 12%          | 13%          |

주1: 사업부문별 실적은 별도 기준; 주2: 중국 및 연결조정 항목은 제외  
 주3: 어뮤즈 실적은 2024년 4분기부터 연결 편입; 2025년 4분기 회계 조정으로 매출 차감 반영  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

| Statement of comprehensive income |          |          |          |          |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                             | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 매출액                               | 1,110    | 1,215    | 1,280    | 1,336    |
| 증감률 (%)                           | 3.4      | 9.5      | 5.4      | 4.3      |
| 매출원가                              | 439      | 458      | 483      | 504      |
| 매출총이익                             | 671      | 757      | 797      | 831      |
| Gross 마진 (%)                      | 60.4     | 62.3     | 62.3     | 62.3     |
| 판매비와 일반관리비                        | 682      | 721      | 747      | 772      |
| 영업이익                              | -11      | 36       | 50       | 60       |
| 증감률 (%)                           | 적전       | 흑전       | 37.7     | 20.5     |
| OP 마진 (%)                         | -1.0     | 3.0      | 3.9      | 4.5      |
| EBITDA                            | 51       | 93       | 102      | 107      |
| 영업외손익                             | 6        | 8        | 10       | 11       |
| 금융수익(비용)                          | -12      | -12      | -11      | -11      |
| 기타영업외손익                           | 0        | 1        | 1        | 1        |
| 종속, 관계기업관련손익                      | 18       | 20       | 21       | 21       |
| 세전계속사업이익                          | -6       | 44       | 60       | 71       |
| 법인세비용                             | 0        | 5        | 7        | 8        |
| 계속사업이익                            | -6       | 39       | 52       | 62       |
| 당기순이익                             | 4        | 39       | 52       | 62       |
| 증감률 (%)                           | -87.4    | 855.3    | 33.3     | 18.6     |
| Net 마진 (%)                        | 0.4      | 3.2      | 4.1      | 4.7      |
| 지배주주지분 순이익                        | 4        | 39       | 52       | 62       |
| 비지배주주지분 순이익                       | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 기타포괄이익                            | 3        | 0        | 0        | 0        |
| 총포괄이익                             | 7        | 39       | 52       | 62       |

| Valuations/profitability/stability |          |          |          |          |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
|                                    | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| PER(배)                             | 90.7     | 10.9     | 8.2      | 6.9      |
| PBR(배)                             | 0.5      | 0.5      | 0.5      | 0.5      |
| PCR(배)                             | 4.2      | 4.2      | 3.9      | 3.8      |
| PSR(배)                             | 0.3      | 0.4      | 0.3      | 0.3      |
| EV/EBITDA(배)                       | 12.7     | 6.5      | 5.5      | 4.8      |
| EV/EBIT(배)                         | N/A      | 16.7     | 11.3     | 8.7      |
| EPS(배)                             | 121      | 1,118    | 1,492    | 1,769    |
| BPS(배)                             | 23,631   | 24,596   | 25,642   | 26,916   |
| SPS(배)                             | 31,357   | 34,675   | 36,586   | 38,176   |
| 자기자본이익률(ROE, %)                    | 0.5      | 4.6      | 5.9      | 6.7      |
| 총자산이익률(ROA, %)                     | 0.3      | 2.7      | 3.5      | 4.1      |
| 투자자본이익률(ROIC, %)                   | -1.4     | 3.7      | 5.2      | 6.3      |
| 배당수익률(%)                           | 3.7      | 3.3      | 3.7      | 4.1      |
| 배당성장률(%)                           | 323.8    | 35.4     | 29.9     | 28.0     |
| 총현금배당금(십억원)                        | 14       | 14       | 16       | 17       |
| 보통주 주당배당금(원)                       | 400      | 400      | 450      | 500      |
| 순부채(현금)/자기자본(%)                    | 30.0     | 19.5     | 14.4     | 8.9      |
| 총부채/자기자본(%)                        | 70.5     | 68.0     | 66.4     | 64.1     |
| 이자발생부채                             | 407      | 400      | 405      | 409      |
| 유동비율(%)                            | 170.4    | 158.5    | 168.5    | 179.4    |
| 총발행주식수(백만주)                        | 35       | 35       | 35       | 35       |
| 액면가(원)                             | 1,000    | 1,000    | 1,000    | 1,000    |
| 주가(원)                              | 10,950   | 12,170   | 12,170   | 12,170   |
| 시가총액(십억원)                          | 387      | 426      | 426      | 426      |

| Statement of financial position |          |          |          |          |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                           | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 현금및현금성자산                        | 39       | 110      | 148      | 192      |
| 매출채권                            | 103      | 98       | 101      | 103      |
| 유동자산                            | 617      | 671      | 728      | 789      |
| 유형자산                            | 257      | 234      | 216      | 202      |
| 투자자산                            | 250      | 240      | 246      | 252      |
| 비유동자산                           | 817      | 785      | 774      | 767      |
| 자산총계                            | 1,433    | 1,455    | 1,502    | 1,555    |
| 단기성부채                           | 196      | 254      | 258      | 262      |
| 매입채무                            | 37       | 36       | 37       | 37       |
| 유동부채                            | 362      | 423      | 432      | 440      |
| 장기성부채                           | 210      | 146      | 146      | 146      |
| 장기충당부채                          | 7        | 7        | 7        | 8        |
| 비유동부채                           | 231      | 166      | 167      | 168      |
| 부채총계                            | 593      | 589      | 599      | 608      |
| 자본금                             | 36       | 36       | 36       | 36       |
| 자본잉여금                           | 120      | 120      | 120      | 120      |
| 이익잉여금                           | 686      | 711      | 748      | 793      |
| 비지배주주지분                         | 5        | 5        | 6        | 6        |
| 자본총계                            | 840      | 866      | 903      | 948      |

| Cash flow statement |          |          |          |          |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)               | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 영업활동 현금흐름           | 30       | 122      | 94       | 101      |
| 당기순이익               | 4        | 39       | 52       | 62       |
| + 유/무형자산상각비         | 62       | 57       | 52       | 48       |
| + 종속, 관계기업관련손익      | -18      | 0        | 0        | 0        |
| + 외화환산손실(이익)        | 2        | 0        | 0        | 0        |
| Gross Cash Flow     | 93       | 101      | 109      | 112      |
| - 운전자본의증가(감소)       | -65      | 26       | -11      | -9       |
| 투자활동 현금흐름           | -74      | -30      | -46      | -45      |
| + 유형자산 감소           | 0        | 0        | 0        | 0        |
| - 유형자산 증가(CAPEX)    | -45      | -25      | -25      | -25      |
| + 투자자산의매각(취득)       | 2        | 10       | -6       | -5       |
| Free Cash Flow      | -16      | 97       | 69       | 76       |
| Net Cash Flow       | -44      | 92       | 47       | 55       |
| 재무활동 현금흐름           | 44       | -20      | -9       | -12      |
| 자기자본 증가             | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 부채증감                | 44       | -20      | -9       | -12      |
| 현금의증가               | 1        | 72       | 38       | 43       |
| 기말현금 및 현금성자산        | 39       | 110      | 148      | 192      |
| 기말 순부채(순현금)         | 252      | 169      | 130      | 85       |

# 감성코퍼레이션 (036620.KQ)

## 단단한 국내 사업에 중국까지

올해 대형 매장 중심의 중국 수출 개시 및 연말 30개 매장 납품 예상. 국내도 믹스 개선과 규모의 경제 효과에 힘입어 매출 고성장과 이익률 상승 실현할 전망. 적극적인 주주환원 지속되고 있어 리레이팅 예상

**Analyst** 백준기  
02)768-7066, jack.baek@nhsec.com  
**RA** 목진원  
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

※ESG Index/Event는 31페이지 참조

### 마진 레벨 업 지속, 중국 사업은 이제 시작

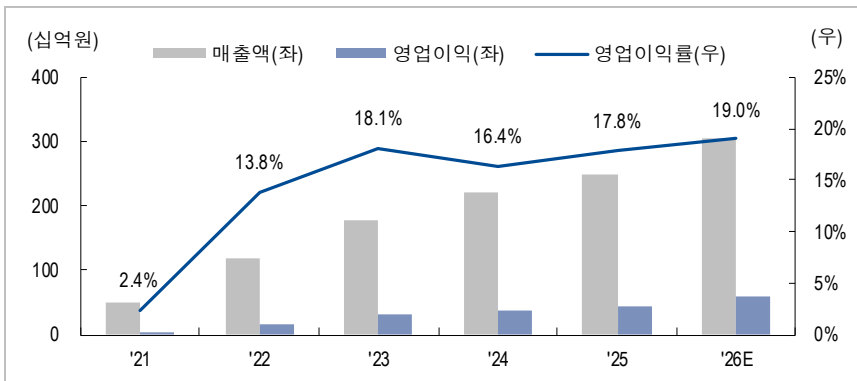
2025년 매출액 2,502억원(+13.5% y-y), 영업이익 446억원(+23.8% y-y) 달성. 2026년 1분기는 매출액 565억원(+21.1% y-y), 영업이익 93억원(+36.2% y-y)으로 양호한 성장 이어갈 전망. 1월과 2월 국내 소비경기 호조가 실적에 긍정적 영향을 주었을 것. 스노우피크 매출액 규모가 커지는 가운데 믹스 개선 및 규모의 경제 효과가 지속적으로 동사 마진 개선에 기여하고 있음

중국은 2분기부터 파트너사의 대형 매장 출점 확대, 3분기부터는 본격적인 수출 확대 예상. 2025년 상해 타이구리 백화점 입점에 이어 2분기 광저우 직영점, 타이구리 백화점 입점 등 대형 매장 중심으로 확장 지속할 예정. 2026년 말 기준 중국 내 매장 수는 30개점까지 확대되고, 동사 중국 수출액은 230억원으로 전년 대비 2배 이상 수준 기록할 것. 빠른 외형 확대 확인 가능할 전망

### 이익 성장과 해외 확장, 그리고 주주환원 → 완성형 소비재

3월 말 기준 주주에 지급되는 분기배당은 주당 200원으로 예상(배당수익률 3.5%). 분기배당은 기말배당과 달리 빠른 시일 내로 배당 지급을 할 수 있다는 장점 보유. 본격적인 중국 사업 확대는 물론 이와 같은 주주가치 제고 노력도 긍정적. 결론적으로 실적 성장, 해외 확장, 주주환원까지 동시에 나타나고 있어 코스닥150 소비재 기업 중 이상적인 성장 요인을 갖춘 기업으로 판단

### 2026년 전사 매출 3,000억원 도달 예상



자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부 전망

## Not Rated

|                       |                     |            |             |
|-----------------------|---------------------|------------|-------------|
| <b>현재가 (26/03/30)</b> | <b>5,310원</b>       |            |             |
| <b>업종(NHICS)*</b>     | <b>패션</b>           |            |             |
| KOSPI / KOSDAQ        | 5,277.30 / 1,107.05 |            |             |
| 시가총액(보통주)             | 480.6십억원            |            |             |
| 발행주식수(보통주)            | 90.5백만주             |            |             |
| 52주 최고가('25/02/10)    | 7,370원              |            |             |
| 최저가('24/04/07)        | 3,560원              |            |             |
| 평균거래대금(60일)           | 4,692백만원            |            |             |
| 배당수익률(2025P)          | 3.47%               |            |             |
| 외국인지분율                | 16.2%               |            |             |
| <b>주요주주</b>           |                     |            |             |
| 김호선 외 4인              | 29.7%               |            |             |
| <b>주가상승률</b>          | <b>3개월</b>          | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
| 절대수익률 (%)             | -8.0                | -10.9      | 36.2        |
| 상대수익률 (%p)            | -23.1               | -32.2      | -14.7       |

|                  | 2024 | 2025P | 2026E | 2027F |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>       | 220  | 250   | 305   | 361   |
| <b>증감률</b>       | 23.9 | 13.5  | 21.7  | 18.4  |
| <b>영업이익</b>      | 36   | 45    | 58    | 72    |
| <b>증감률</b>       | 11.8 | 23.8  | 29.4  | 24.9  |
| <b>영업이익률</b>     | 16.4 | 17.8  | 19.0  | 20.0  |
| <b>(지배지분)순이익</b> | 29   | 35    | 45    | 58    |
| <b>EPS</b>       | 322  | 386   | 496   | 637   |
| <b>증감률</b>       | 20.0 | 20.0  | 28.4  | 28.5  |
| <b>PER</b>       | 9.6  | 14.9  | 10.7  | 8.3   |
| <b>PBR</b>       | 2.5  | 4.0   | 3.1   | 2.4   |
| <b>EV/EBITDA</b> | 6.1  | 9.0   | 6.4   | 4.9   |
| <b>ROE</b>       | 30.7 | 29.2  | 31.3  | 32.7  |
| <b>부채비율</b>      | 37.2 | 34.6  | 31.2  | 27.0  |
| <b>순차입금</b>      | -25  | -29   | -49   | -81   |

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

1991년 아이오시스템으로 설립, 2000년 1월 코스닥 상장. 사명을 기존 버추얼텍에서 2021년 3월 감성코퍼레이션으로 변경. 김호선 대표 취임 이후 VR(가상현실) 관련 솔루션, 암호화폐 채굴 솔루션 등 기존 사업이 아닌 스노우피크 등 브랜드 사업에 집중. 휴대폰 주변기기(충전기) 사업에서 160억원 안팎의 매출이 안정적으로 발생 중. 최대주주는 김호선 대표로 24.3% 지분 보유 중이며 특수관계인 포함 지분 29.7%를 보유. 참고로 스노우피크가 4.2% 지분을 보유 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 스노우피크어패럴 점유율 확대 지속
- 중국 사업 확장 기대

Downside Risk

- 반일 이슈 불거질 경우 예상 대비 매출 감소 가능성

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F |
| F&F     | 6.3   | 5.9   | 1.1   | 1.0   | 19.7  | 17.8  |
| 더네이처홀딩스 | 2.6   | N/A   | 0.3   | N/A   | 12.8  | N/A   |
| 미스토홀딩스  | 7.6   | 6.9   | 0.9   | 0.8   | 13.0  | 12.0  |

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 11.8 | 9.6  | 14.9  | 10.7  | 8.3   |
| PBR        | 3.7  | 2.5  | 4.0   | 3.1   | 2.4   |
| PSR        | 1.6  | 1.3  | 2.1   | 1.6   | 1.3   |
| ROE        | 37.5 | 30.7 | 29.2  | 31.3  | 32.7  |
| ROIC       | 46.4 | 36.3 | 34.6  | 40.3  | 47.1  |

자료: NH투자증권 리서치본부

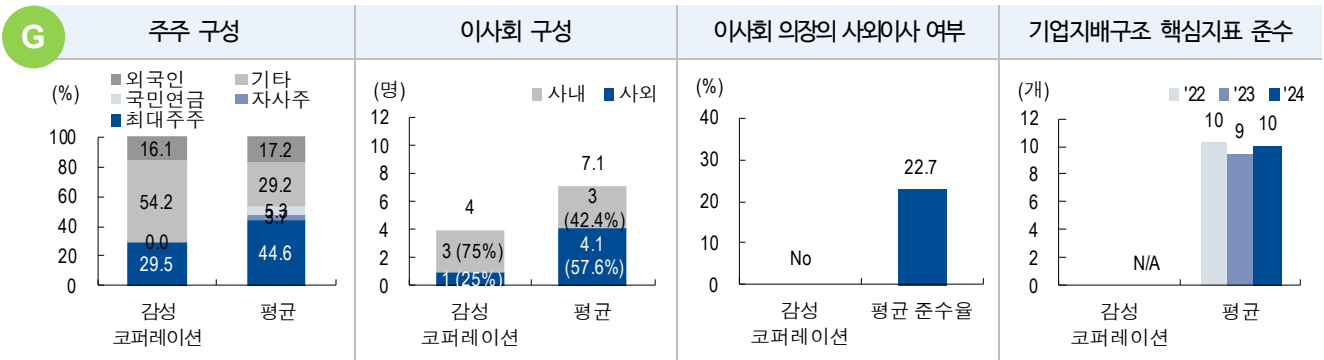
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

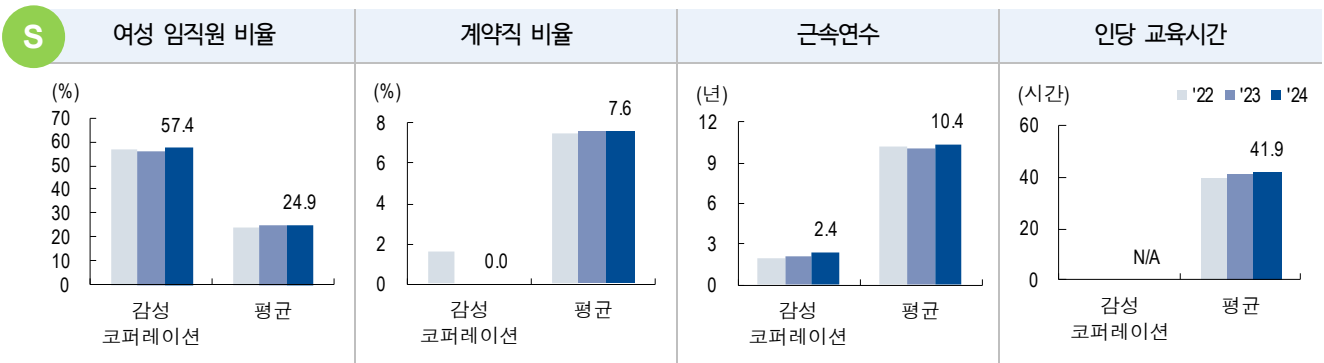
|                | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 10.9  | 14.8  | 9.1   | 7.5   | 16.4  | 48.9 | 117.4 | 177.9 | 220.4 |
| 영업이익           | -0.8  | 0.0   | -1.6  | 0.0   | -5.1  | 1.2  | 16.2  | 32.2  | 36.1  |
| 영업이익률(%)       | -7.1  | 0.1   | -17.5 | 0.4   | -31.2 | 2.4  | 13.8  | 18.1  | 16.4  |
| 세전이익           | 10.6  | 0.0   | -4.5  | -2.5  | -5.0  | 0.3  | 15.6  | 29.6  | 37.0  |
| 순이익            | 9.0   | -3.1  | -6.6  | -4.5  | -5    | 0.3  | 15.1  | 24.2  | 29.3  |
| 지배지분순이익        | 9.0   | -3.1  | -6.6  | -4.5  | -5    | 0.3  | 15.1  | 24.2  | 29.3  |
| EBITDA         | -0.4  | 0.1   | -1.5  | 0.3   | -4.1  | 2.9  | 18.9  | 37.0  | 41.8  |
| CAPEX          | 0.0   | 0.0   | 0.6   | 0.1   | 2.5   | 2.5  | 3.0   | 3.1   | 6.3   |
| Free Cash Flow | -1.0  | -0.7  | 1.1   | -1.7  | -11.1 | -3.6 | -3.0  | 23.6  | -0.4  |
| EPS(원)         | 504   | -129  | -215  | -100  | -82   | 4    | 180   | 268   | 322   |
| BPS(원)         | 621   | 334   | 267   | 314   | 342   | 373  | 568   | 859   | 1,210 |
| DPS(원)         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 순차입금           | 16.0  | 1.2   | -4.6  | -7.5  | 5.0   | -1.3 | -4.3  | -23.5 | -25.4 |
| ROE(%)         | 146.5 | -27.9 | -65.8 | -31.5 | -24.2 | 1.1  | 37.7  | 37.5  | 30.7  |
| ROIC(%)        | -15.5 | 0.2   | -82.1 | 0.6   | -31.7 | 4.6  | 37.7  | 46.4  | 36.3  |
| 배당성향(%)        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당수익률(%)       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 순차입금 비율(%)     | 129.9 | 12.4  | -43.4 | -42.2 | 21.3  | -4.4 | -8.5  | -30.2 | -22.5 |

자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

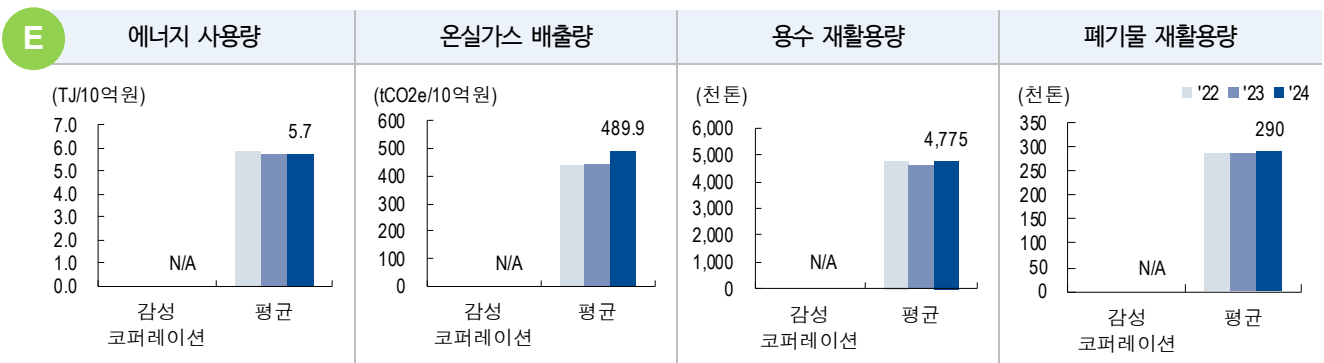
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 감성코퍼레이션, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

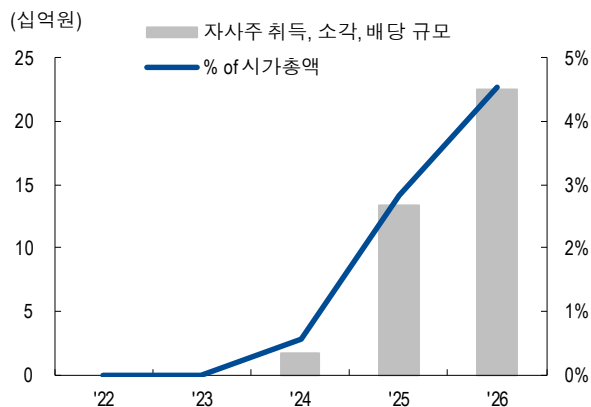


주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

| ESG Event |                                |
|-----------|--------------------------------|
| E         | N/A - N/A                      |
| S         | 2016.12 - 가족친화 우수기업 인증         |
|           | 2018.02 - 장애인 표준사업장 인증         |
| G         | 2018.02 - 종속회사 감성코퍼레이션네트웍스와 합병 |

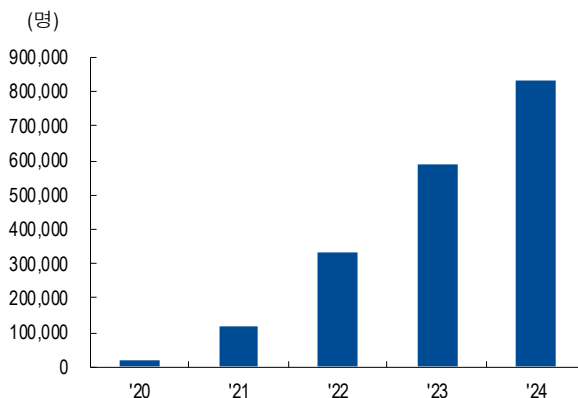
자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

그림1. 본격적인 주주환원 시작



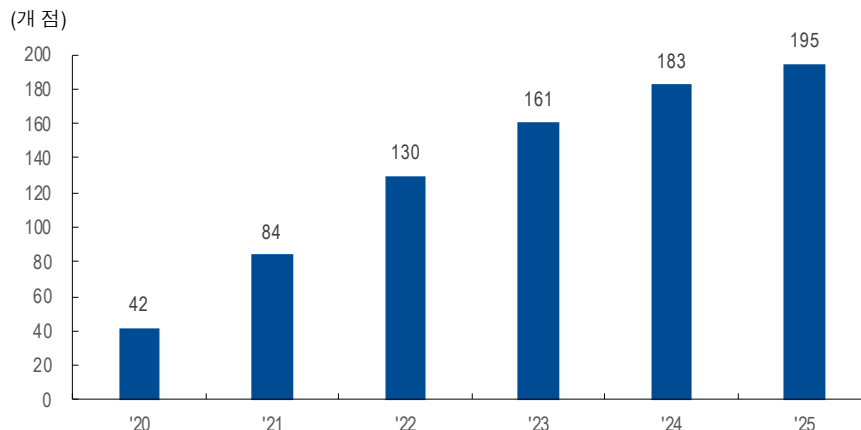
자료: 삼성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

그림2. 가파른 회원 수 성장



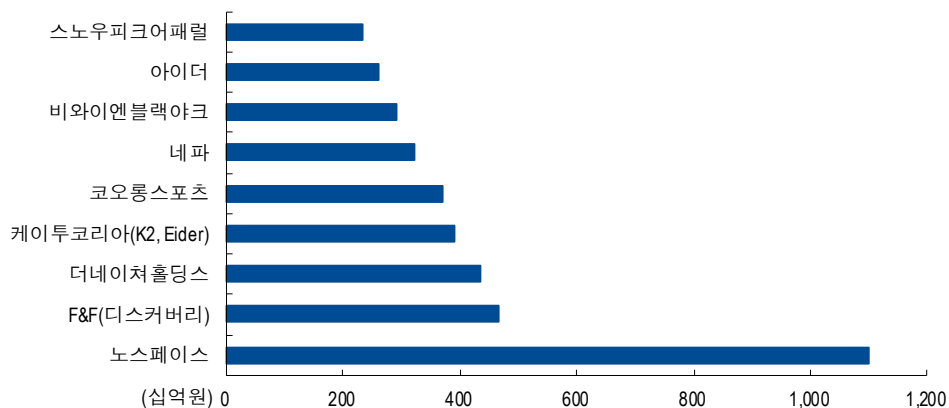
자료: 삼성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

그림3. 2025년 상반기 기준 매장 190개점 확보



자료: 삼성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

그림4. 2024년 주요 아웃도어 브랜드 매출, 여전히 메이저 브랜드 대비 높은 성장 여력 보유



자료: 삼성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부 정리

그림5. 스노우피크 광고모델 BTS 뷔 → 중국 진출 교두보



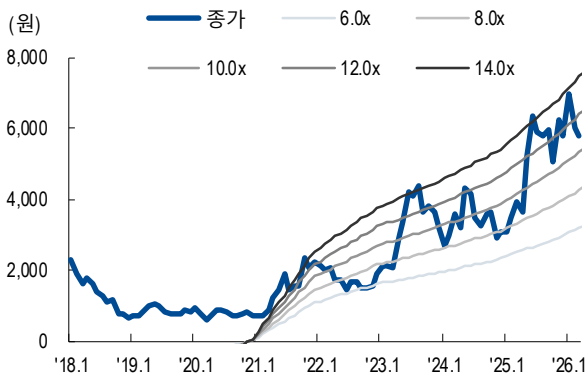
자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

그림6. 스노우피크 광고모델 BTS 뷔 → 중국 진출 교두보



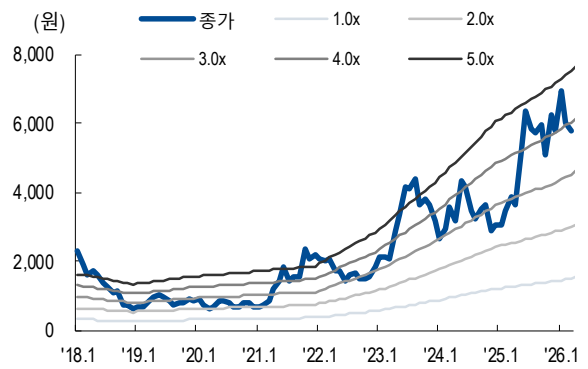
자료: 감성코퍼레이션, NH투자증권 리서치본부

그림7. 감성코퍼레이션 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림8. 감성코퍼레이션 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

# F&F (383220.KS)

## 우려 대비 탄탄한 이익 체력

1분기 실적 컨센서스 부합 예상. 동사 연초 '26년 매출 가이드를 다소 보수적으로 제시한 만큼, 하회할 가능성 크지 않다 판단. 현 주가는 2026E PER 6.3배에 불과. 이익 체력과 마진 감안 투자 의견 Buy 유지

Analyst 정지윤  
02)768-7705, jiyoon@nhsec.com

※ESG Index/Event는 36페이지 참조

### 연간 이익 체력과 마진을 감안하면 과도한 저평가

투자 의견 Buy 유지하며, 목표주가를 95,000원으로 5% 하향. 실적 추정치 변동 없으며, 2026E 업종 내 상대 성장을 감안해 Target PER 9배로 조정된 데 기인

동사는 지난해 중국 출고 기저(+39% y-y)와 미진한 현지 소비 동향으로 볼 때, 타이트한 재고 관리를 위해 다소 보수적인 매출 가이드(중국 +4% y-y, 국내 +5% y-y) 제시한 바 있음. 다만, 1~2월 중국 의류 소매 판매 증가율은 +10% y-y로 반등했고, 전년 4분기부터 전사 매출총이익률도 개선 중. 연중 증익 흐름 이어갈 것으로 전망되는 바, 가이드스 하회 가능성은 크지 않다고 판단. 아직 테일러메이드 우선매수권 행사 여부를 검토 중이나, 연내 신성장 동력을 갖춘다면 현재 과도한 저평가 상태(12M Fwd PER 6배) 또한 빠르게 탈피 가능할 것

### 1Q26 Preview: 컨센서스 부합 예상

1분기 연결기준 매출액 5,280억원(+4% y-y), 영업이익 1,335억원(+8% y-y)으로 컨센서스 영업이익 부합하는 무난한 실적 예상

국내 매출액 MLB 성인 2,574억원(-4% y-y), 면세 279억원(-2% y-y), MLB 내수 590억원(+6% y-y), MLB Kids 269억원(+3% y-y), Discovery 860억원(-2% y-y) 추정. MLB는 중국 인바운드 증가로 주요 관광 상권(가로수길/한남/명동/성수) 플래그십 스토어 매출 반등 지속. Discovery는 1~2월 매출이 전년 동월과 유사한 것으로 추정되며, 3월 성과가 성장 전환 방향성에 있어 중요한 것

해외 매출액 홍콩 212억원(+2% y-y), 중국 2,750억원(+6% y-y) 추정. 1~2월 중국 의류 소매 판매 성장률(y-y)은 +10.4%를 기록하며, 리테일은 예상보다 견조할 것으로 판단. 환 효과(1분기 평균 212위안/원, +6% y-y)도 우호적

F&F 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

|         | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 1Q26E |      |       |       |       | 2Q26F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|         |       |       |       |       | 예상치   | y-y  | q-q   | 기존 추정 | 컨센서스  |       |
| 매출액     | 505.6 | 378.9 | 474.3 | 575.3 | 528.0 | 4.4  | -8.2  | 529.2 | 525.9 | 396.1 |
| 영업이익    | 123.6 | 84.0  | 128.0 | 132.9 | 133.5 | 8.0  | 0.4   | 132.9 | 133.9 | 88.9  |
| 영업이익률   | 24.4  | 22.2  | 27.0  | 23.1  | 25.3  |      |       | 25.1  | 25.5  | 22.5  |
| 세전이익    | 110.7 | 86.1  | 135.3 | 209.8 | 128.8 | 16.4 | -38.6 | 130.8 | 124.9 | 92.8  |
| (지배)순이익 | 83.0  | 62.8  | 98.2  | 154.5 | 95.6  | 15.2 | -38.1 | 97.6  | 93.5  | 67.6  |

자료: F&F, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

|                    |                     |       |       |
|--------------------|---------------------|-------|-------|
| 목표주가               | 95,000원 (하향)        |       |       |
| 현재가 (26/03/30)     | 63,400원             |       |       |
| 업종(NHICS)*         | 패션                  |       |       |
| KOSPI / KOSDAQ     | 5,277.30 / 1,107.05 |       |       |
| 시가총액(보통주)          | 2,428.7십억원          |       |       |
| 발행주식수(보통주)         | 38.3백만주             |       |       |
| 52주 최고가('25/07/07) | 82,700원             |       |       |
| 최저가('25/04/09)     | 57,200원             |       |       |
| 평균거래대금(60일)        | 7,787백만원            |       |       |
| 배당수익률(2025P)       | 3.94%               |       |       |
| 외국인지분율             | 11.8%               |       |       |
| 주요주주               |                     |       |       |
| F&F 홀딩스 외 9인       | 62.8%               |       |       |
| 브이아이피자산운용          | 8.7%                |       |       |
| 주가상승률              | 3개월                 | 6개월   | 12개월  |
| 절대수익률 (%)          | -7.4                | 1.1   | -0.6  |
| 상대수익률 (%p)         | -26.1               | -34.4 | -51.8 |

|           | 2024  | 2025P  | 2026E  | 2027F  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 1,896 | 1,934  | 2,035  | 2,117  |
| 증감률       | -4.2  | 2.0    | 5.2    | 4.0    |
| 영업이익      | 451   | 469    | 506    | 532    |
| 증감률       | -18.3 | 4.0    | 8.0    | 5.2    |
| 영업이익률     | 23.8  | 24.2   | 24.9   | 25.2   |
| (지배지분)순이익 | 360   | 399    | 383    | 398    |
| EPS       | 9,408 | 10,404 | 10,007 | 10,399 |
| 증감률       | -15.2 | 10.6   | -3.8   | 3.9    |
| PER       | 5.8   | 6.6    | 6.3    | 6.1    |
| PBR       | 1.3   | 1.4    | 1.1    | 1.0    |
| EV/EBITDA | 3.8   | 4.4    | 3.3    | 2.6    |
| ROE       | 25.3  | 23.4   | 19.3   | 17.5   |
| 부채비율      | 44.9  | 41.3   | 35.4   | 30.7   |
| 순차입금      | 19    | -116   | -444   | -776   |

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)  
 주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

F&F는 2021년 5월 1일 F&F홀딩스의 패션사업 부문을 인적분할하여 설립됨. 브랜드별로 살펴보면 1997년 6월 라이선스 브랜드 MLB, 2010년 2월 키즈라인인 MLB Kids, 2012년 8월 Discovery, 2018년 5월 자체 브랜드인 Stretch Angels 론칭. 2022년 1월 메타버스 브랜드 SUPRA 리론칭 등으로 국내 스트리트 패션 시장을 주도. MLB의 경우 2017년 9월 홍콩에 F&F Hongkong을 설립하여 홍콩, 마카오, 대만 등 아시아 시장에 진출하였고, 2019년부터는 중국까지 유통 채널을 확장 중. 향후 히트 아이템 확장, 해외사업 전개, 신규 브랜드 도입 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

## Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 소비 경기 턴어라운드
- 중국 진출 브랜드 다변화
- 아시아 시장 내 K-Fashion의 확산
- 신규 브랜드 론칭 및 제품 출시

## Downside Risk

- 글로벌 소비 경기 둔화
- 중국 귀차오(애국 소비) 현상 심화
- 기존 라이선스 계약의 변화
- 국내 아웃도어 브랜드 경쟁 심화

## Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company     | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F |
| NIKE        | 32.8  | 22.4  | 5.7   | 5.6   | 17.3  | 24.2  |
| Adidas      | 13.8  | 11.3  | 3.4   | 2.9   | 26.0  | 27.1  |
| Lululemon   | 13.2  | 11.7  | 4.1   | 2.9   | 34.0  | 26.6  |
| ANTA Sports | 11.8  | 10.8  | 2.1   | 2.0   | 19.2  | 19.3  |

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

## Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2023 | 2024 | 2025P | 2026E | 2027F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 8.0  | 5.8  | 6.6   | 6.3   | 6.1   |
| PBR        | 2.6  | 1.3  | 1.4   | 1.1   | 1.0   |
| PSR        | 1.7  | 1.1  | 1.4   | 1.2   | 1.1   |
| ROE        | 38.4 | 25.3 | 23.4  | 19.3  | 17.5  |
| ROIC       | 78.8 | 41.1 | 34.1  | 37.8  | 41.2  |

자료: NH투자증권 리서치본부

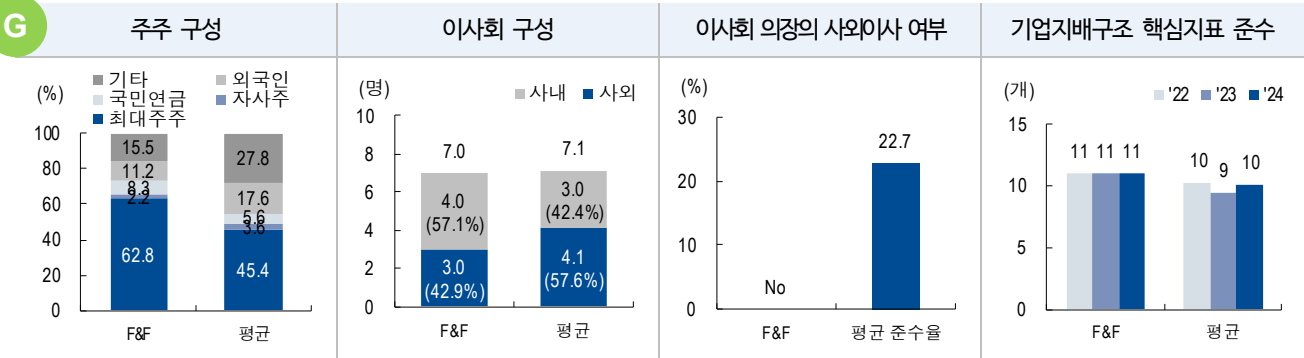
## Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

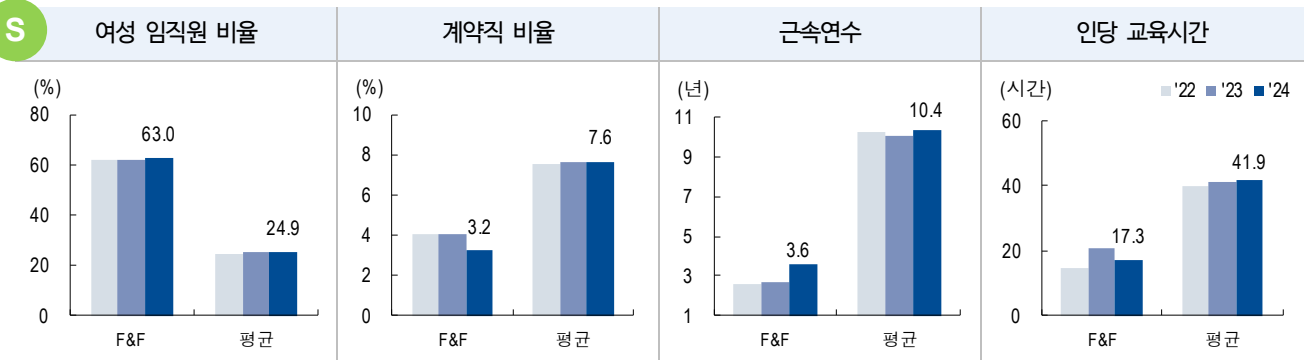
|                | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------------|------|------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액            | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 1,089  | 1,809  | 1,978  | 1,896  |
| 영업이익           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 323    | 525    | 552    | 451    |
| 영업이익률(%)       | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 29.6   | 29.0   | 27.9   | 23.8   |
| 세전이익           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 314    | 605    | 555    | 477    |
| 순이익            | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 226    | 443    | 425    | 356    |
| 지배지분순이익        | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 226    | 442    | 425    | 360    |
| EBITDA         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 351    | 605    | 626    | 552    |
| CAPEX          | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 12     | 18     | 23     | 435    |
| Free Cash Flow | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 280    | 326    | 454    | -36    |
| EPS(원)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 8,852  | 11,532 | 11,096 | 9,408  |
| BPS(원)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 14,129 | 24,055 | 33,689 | 40,781 |
| DPS(원)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 1,100  | 1,600  | 1,700  | 1,700  |
| 순차입금           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 189    | 72     | -211   | 19     |
| ROE(%)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 41.7   | 60.4   | 38.4   | 25.3   |
| ROIC(%)        | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A    | 126.3  | 78.8   | 41.1   |
| 배당성향(%)        | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 18.6   | 13.8   | 15.3   | 17.7   |
| 배당수익률(%)       | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 0.6    | 1.1    | 1.9    | 3.1    |
| 순차입금 비율(%)     | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 34.9   | 7.6    | -16.0  | 1.2    |

자료: F&amp;F, NH투자증권 리서치본부

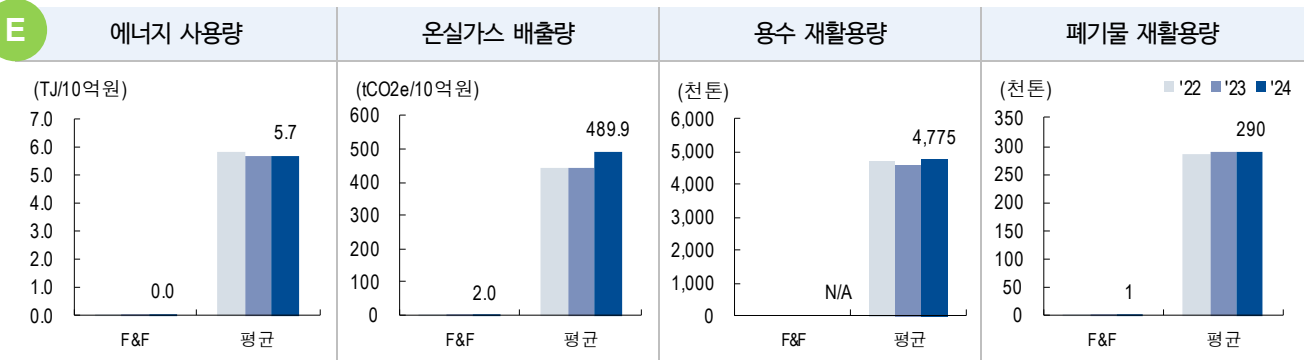
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: F&F, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: F&F, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: F&F, NH투자증권 리서치본부

| ESG Event |         |   |  |
|-----------|---------|---|--|
| E         | 2024.11 | - | F&F 브랜드 디스커버리, MLD 주요 매장에 '자원 순환'을 위한 의류 수거함 설치  |
| S         | 2024.2  | - | SFI(지속가능패션이니셔티브)가 'F&F를 우수 ESG 패션기업으로 선정   |
| G         | 2020.11 | - | 인적분할 방식으로 패션 사업부문 회사를 새로 설립하고, 자신은 에프앤에프홀딩스로 상호를 변경하여 지주사로 전환 하는 계획을 발표. 패션 사업부문의 경쟁력 및 전문성 강화, 그리고 지주회사의 자회사 관리 및 신규사업 투자에 집중 |

자료: 언론보도, F&F, NH투자증권 리서치본부

표1. F&F 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

| 항 목                 | 기업가치(십억원)    | 주당가치(원)       | 비 고                    |
|---------------------|--------------|---------------|------------------------|
| 12M Fwd 지배순이익       | 394          | 10,284        | 12M Fwd 지배순이익 추정치      |
| Target PER          | X9           | X9            | 의류 브랜드 업종 PER 밴드 평균 적용 |
| <b>F&amp;F 기업가치</b> | <b>3,545</b> | <b>92,554</b> |                        |
| 발행주식 수              | 38,307,075   | 38,307,075    | 총 발행 주식수               |
| 목표주가                |              | 95,000        | 3/30 기준 업사이드 여력 50%    |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

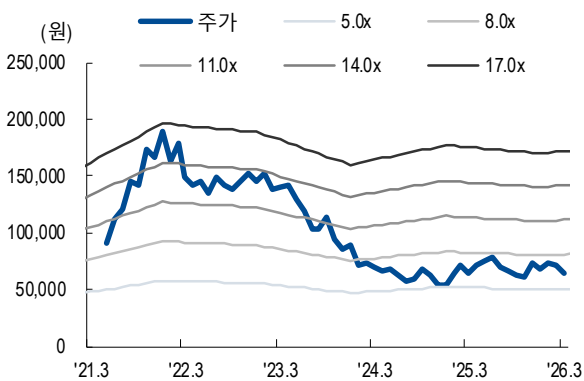
표2. F&F 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|             |        | 2024  | 2025P  | 2026E  | 2027F  |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액         | - 수정 후 | 1,896 | 1,934  | 2,035  | 2,117  |
|             | - 수정 전 | -     | -      | 2,040  | 2,120  |
|             | - 변동률  | -     | -      | -0.2   | -0.1   |
| 영업이익        | - 수정 후 | 451   | 469    | 506    | 532    |
|             | - 수정 전 | -     | -      | 504    | 534    |
|             | - 변동률  | -     | -      | 0.4    | -0.3   |
| 영업이익률(수정 후) |        | 23.8  | 24.2   | 24.9   | 25.2   |
| EBITDA      |        | 552   | 574    | 611    | 636    |
| (지배지분)순이익   |        | 360   | 399    | 383    | 398    |
| EPS         | - 수정 후 | 9,408 | 10,404 | 10,007 | 10,399 |
|             | - 수정 전 | -     | -      | 9,916  | 10,356 |
|             | - 변동률  | -     | -      | 0.9    | 0.4    |
| PER         |        | 5.8   | 6.6    | 6.3    | 6.1    |
| PBR         |        | 1.3   | 1.4    | 1.1    | 1.0    |
| EV/EBITDA   |        | 3.8   | 4.4    | 3.3    | 2.6    |
| ROE         |        | 25.3  | 23.4   | 19.3   | 17.5   |

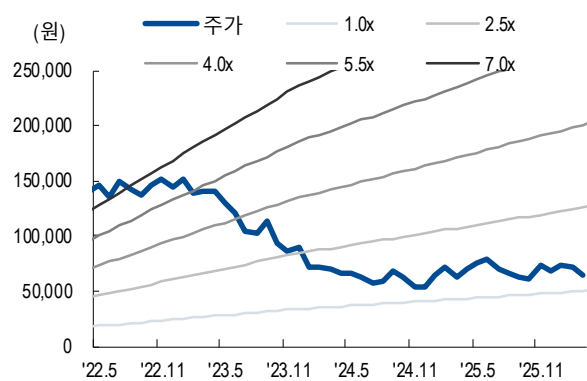
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. F&F 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. F&F 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. F&amp;F 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| 구분              | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25         | 4Q25         | 2025           | 1Q26E        | 2Q26E        | 3Q26E        | 4Q26E        | 2026E          | 2027F          |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>      | <b>505.6</b> | <b>378.9</b> | <b>474.3</b> | <b>575.3</b> | <b>1,934.0</b> | <b>528.0</b> | <b>396.1</b> | <b>503.2</b> | <b>608.2</b> | <b>2,035.4</b> | <b>2,117.2</b> |
| 증감률(y-y)        | 0%           | -3%          | 5%           | 5%           | 2%             | 4%           | 5%           | 6%           | 6%           | 5%             | 4%             |
| MLB - Korea     | 267.0        | 209.6        | 397.7        | 281.6        | 1,156.0        | 257.4        | 212.2        | 379.8        | 243.6        | 1,093.1        | 1,120.8        |
| 증감률(y-y)        | 14%          | 29%          | 27%          | 28%          | 24%            | -4%          | 1%           | -5%          | -13%         | -5%            | 3%             |
| 내수              | 55.8         | 55.4         | 47.6         | 63.5         | 225.4          | 59.0         | 58.2         | 50.2         | 66.4         | 233.9          | 240.0          |
| 증감률(y-y)        | 1%           | -5%          | 3%           | 9%           | 3%             | 6%           | 5%           | 6%           | 5%           | 4%             | 3%             |
| 면세점             | 28.5         | 28.4         | 22.2         | 29.1         | 108.2          | 27.9         | 28.4         | 22.2         | 29.2         | 107.7          | 107.7          |
| 증감률(y-y)        | -20%         | -14%         | -11%         | -5%          | -13%           | -2%          | 0%           | 0%           | 0%           | -1%            | 0%             |
| 수출              | 182.8        | 125.8        | 328.0        | 185.8        | 822.3          | 170.5        | 125.6        | 307.4        | 148.1        | 751.5          | 773.1          |
| 증감률(y-y)        | 27%          | 78%          | 35%          | 41%          | 39%            | -7%          | 0%           | -6%          | -20%         | -9%            | 3%             |
| Hong Kong       | 20.7         | 15.7         | 16.9         | 23.0         | 76.3           | 21.2         | 16.6         | 17.4         | 23.8         | 78.9           | 81.7           |
| 증감률(y-y)        | -7%          | -7%          | 9%           | 13%          | 2%             | 2%           | 5%           | 3%           | 4%           | 4%             | 4%             |
| China           | 258.5        | 170.7        | 283.9        | 247.2        | 960.3          | 275.0        | 179.4        | 294.6        | 253.1        | 1,002.1        | 1,046.1        |
| 증감률(y-y)        | 8%           | 10%          | 13%          | 15%          | 12%            | 6%           | 5%           | 4%           | 2%           | 4%             | 4%             |
| MLB Kids        | 26.1         | 21.3         | 28.9         | 28.0         | 104.2          | 26.9         | 22.0         | 29.5         | 28.9         | 107.4          | 110.6          |
| 증감률(y-y)        | -14%         | 7%           | 7%           | 7%           | 1%             | 3%           | 3%           | 2%           | 3%           | 3%             | 3%             |
| Discovery       | 88.1         | 66.3         | 50.2         | 149.3        | 353.9          | 86.0         | 68.9         | 52.7         | 158.7        | 366.3          | 379.1          |
| 증감률(y-y)        | -17%         | -24%         | -20%         | -15%         | -18%           | -2%          | 4%           | 5%           | 6%           | 4%             | 4%             |
| Duvetica        | 5.0          | 3.4          | 4.0          | 14.3         | 26.7           | 6.2          | 4.1          | 5.1          | 22.0         | 37.4           | 46.4           |
| 증감률(y-y)        | -40%         | 62%          | -37%         | 49%          | 2%             | 24%          | 20%          | 27%          | 54%          | 40%            | 24%            |
| Sergio Tacchini | 8.5          | 9.0          | 16.0         | 15.1         | 48.6           | 9.2          | 10.0         | 16.9         | 16.6         | 52.8           | 53.6           |
| 증감률(y-y)        | -8%          | -5%          | 92%          | 47%          | 31%            | 8%           | 12%          | 6%           | 10%          | 9%             | 2%             |
| SUPRA           | 0.7          | 1.1          | 0.6          | 0.6          | 3.0            | 0.8          | 1.0          | 0.6          | 0.7          | 3.0            | 3.2            |
| 증감률(y-y)        | -83%         | -48%         | -85%         | -45%         | -73%           | 7%           | -9%          | 0%           | 8%           | 0%             | 7%             |
| Entertainment   | 0.8          | 1.1          | 2.7          | 2.5          | 7.2            | 1.0          | 1.3          | 3.0          | 2.8          | 8.0            | 8.8            |
| 증감률(y-y)        | 83%          | 12%          | 247%         | 206%         | 136%           | 25%          | 12%          | 8%           | 12%          | 10%            | 10%            |
| <b>매출총이익</b>    | <b>329.7</b> | <b>258.9</b> | <b>309.0</b> | <b>394.2</b> | <b>1,291.8</b> | <b>347.3</b> | <b>271.3</b> | <b>328.8</b> | <b>414.3</b> | <b>1,361.7</b> | <b>1,416.9</b> |
| 증감률(y-y)        | -1%          | -5%          | 8%           | 10%          | 4%             | 5%           | 5%           | 6%           | 5%           | 5%             | 4%             |
| 매출총이익률          | 65%          | 68%          | 65%          | 69%          | 67%            | 66%          | 69%          | 65%          | 68%          | 67%            | 67%            |
| <b>영업이익</b>     | <b>123.6</b> | <b>84.0</b>  | <b>128.0</b> | <b>132.9</b> | <b>468.6</b>   | <b>133.5</b> | <b>88.9</b>  | <b>138.6</b> | <b>144.9</b> | <b>506.0</b>   | <b>532.5</b>   |
| 증감률(y-y)        | -5%          | -8%          | 18%          | 10%          | 4%             | 8%           | 6%           | 8%           | 9%           | 8%             | 5%             |
| 영업이익률           | 24%          | 22%          | 27%          | 23%          | 24%            | 25%          | 22%          | 28%          | 24%          | 25%            | 25%            |
| <b>세전이익</b>     | <b>110.7</b> | <b>86.1</b>  | <b>135.3</b> | <b>209.8</b> | <b>541.8</b>   | <b>128.8</b> | <b>92.8</b>  | <b>149.3</b> | <b>149.9</b> | <b>520.8</b>   | <b>541.2</b>   |
| 증감률(y-y)        | -14%         | -12%         | 23%          | 48%          | 14%            | 16%          | 8%           | 10%          | -29%         | -4%            | 4%             |
| 세전이익률           | 22%          | 23%          | 29%          | 37%          | 28%            | 24%          | 23%          | 30%          | 24%          | 26%            | 26%            |
| <b>지배순이익</b>    | <b>83.0</b>  | <b>62.8</b>  | <b>98.2</b>  | <b>154.5</b> | <b>398.5</b>   | <b>95.6</b>  | <b>67.6</b>  | <b>109.9</b> | <b>110.2</b> | <b>383.3</b>   | <b>398.3</b>   |
| 증감률(y-y)        | -13%         | -15%         | 18%          | 44%          | 11%            | 15%          | 8%           | 12%          | -29%         | -4%            | 4%             |
| 지배순이익률          | 16%          | 17%          | 21%          | 27%          | 21%            | 18%          | 17%          | 22%          | 18%          | 19%            | 19%            |

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

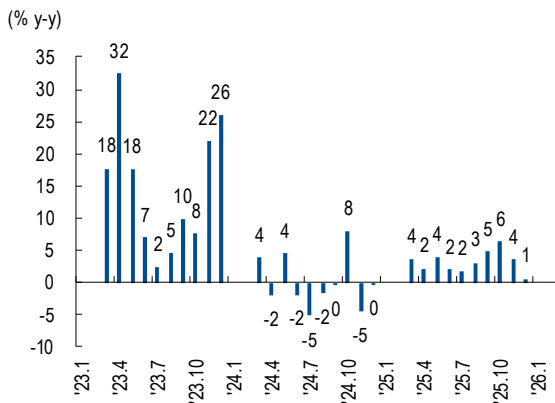
표4. F&F 중국 법인 실적 추정 상세

(단위: 십억원, 백만원, 개점, %)

| 구 분               | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2025  | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2026E   | 2027F   |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액               | 258.5 | 170.7 | 283.9 | 247.2 | 960.3 | 275.0 | 179.4 | 294.6 | 253.1 | 1,002.1 | 1,046.1 |
| 증감률(y-y)          | 8%    | 10%   | 13%   | 15%   | 12%   | 6%    | 5%    | 4%    | 2%    | 4%      | 4%      |
| 온라인(Tmall)        | 28.4  | 29.0  | 19.9  | 44.7  | 122.0 | 31.6  | 30.5  | 22.1  | 52.4  | 136.6   | 146.2   |
| 증감률(y-y)          | 19%   | 34%   | 32%   | 4%    | 18%   | 11%   | 5%    | 11%   | 17%   | 12%     | 7%      |
| Online 일매출 (백만원)  | 315.9 | 322.4 | 220.8 | 496.2 | 334.2 | 351.4 | 338.8 | 245.5 | 582.4 | 374.3   | 400.5   |
| 오프라인              | 230.1 | 141.7 | 264.0 | 202.5 | 812.2 | 243.4 | 148.9 | 272.5 | 200.7 | 865.5   | 899.9   |
| 증감률(y-y)          | 7%    | 7%    | 12%   | 18%   | 8%    | 6%    | 5%    | 3%    | -1%   | 7%      | 4%      |
| Offline 일매출 (백만원) | 2.4   | 1.5   | 2.7   | 2.1   | 2.1   | 2.5   | 1.5   | 2.8   | 2.0   | 2.2     | 2.2     |
| 매장 수              | 1,081 | 1,067 | 1,070 | 1,078 | 1,078 | 1,080 | 1,081 | 1,087 | 1,094 | 1,094   | 1,099   |
| 대리상               | 1,026 | 1,014 | 1,018 | 1,023 | 1,023 | 1,024 | 1,024 | 1,029 | 1,036 | 1,036   | 1,039   |
| 직영점               | 55    | 53    | 52    | 55    | 55    | 56    | 57    | 58    | 58    | 58      | 60      |
| Discovery         | 6     | 12    | 20    | 23    | 23    | 26    | 27    | 33    | 40    | 40      | 45      |

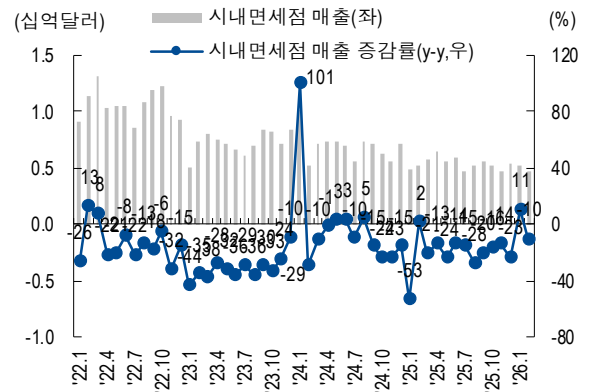
주: MLB 점포 수는 성인과 Kids 합산이며 임시 팝업 매장 제외 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 중국 월별 의류 소매판매 성장률(y-y) 추이



자료: 중국국가통계국, NH투자증권 리서치본부

그림4. 한국 월별 시내 면세점 매출 및 성장률(y-y,우)



자료: 면세점협회, NH투자증권 리서치본부

## Statement of comprehensive income

| (십억원)        | 2024/12A | 2025/12P | 2026/12E | 2027/12F |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액          | 1,896    | 1,934    | 2,035    | 2,117    |
| 증감률 (%)      | -4.2     | 2.0      | 5.2      | 4.0      |
| 매출원가         | 649      | 642      | 674      | 700      |
| 매출총이익        | 1,247    | 1,292    | 1,362    | 1,417    |
| Gross 마진 (%) | 65.8     | 66.8     | 66.9     | 66.9     |
| 판매비와 일반관리비   | 796      | 823      | 856      | 884      |
| 영업이익         | 451      | 469      | 506      | 532      |
| 증감률 (%)      | -18.3    | 4.0      | 8.0      | 5.2      |
| OP 마진 (%)    | 23.8     | 24.2     | 24.9     | 25.2     |
| EBITDA       | 552      | 574      | 611      | 636      |
| 영업외손익        | 27       | 73       | 15       | 9        |
| 금융수익(비용)     | 8        | -6       | 2        | 4        |
| 기타영업외손익      | -9       | -11      | -5       | -5       |
| 종속, 관계기업관련손익 | 28       | 90       | 18       | 10       |
| 세전계속사업이익     | 477      | 542      | 521      | 541      |
| 법인세비용        | 121      | 141      | 135      | 141      |
| 계속사업이익       | 356      | 401      | 385      | 400      |
| 당기순이익        | 356      | 401      | 385      | 400      |
| 증감률 (%)      | -16.2    | 12.6     | -3.8     | 3.9      |
| Net 마진 (%)   | 18.8     | 20.7     | 18.9     | 18.9     |
| 지배주주지분 순이익   | 360      | 399      | 383      | 398      |
| 비지배주주지분 순이익  | -4       | 2        | 2        | 2        |
| 기타포괄이익       | 14       | 0        | 0        | 0        |
| 총포괄이익        | 370      | 401      | 385      | 400      |

## Valuations/profitability/stability

|                  | 2024/12A | 2025/12P | 2026/12E | 2027/12F |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| PER(배)           | 5.8      | 6.6      | 6.3      | 6.1      |
| PBR(배)           | 1.3      | 1.4      | 1.1      | 1.0      |
| PCR(배)           | 3.7      | 4.1      | 4.0      | 3.9      |
| PSR(배)           | 1.1      | 1.4      | 1.2      | 1.1      |
| EV/EBITDA(배)     | 3.8      | 4.4      | 3.3      | 2.6      |
| EV/EBIT(배)       | 4.7      | 5.4      | 4.0      | 3.1      |
| EPS(배)           | 9,408    | 10,404   | 10,007   | 10,399   |
| BPS(배)           | 40,781   | 48,281   | 55,646   | 63,403   |
| SPS(배)           | 49,495   | 50,487   | 53,135   | 55,269   |
| 자기자본이익률(ROE, %)  | 25.3     | 23.4     | 19.3     | 17.5     |
| 총자산이익률(ROA, %)   | 16.6     | 16.3     | 13.9     | 13.1     |
| 투자자본이익률(ROIC, %) | 41.1     | 34.1     | 37.8     | 41.2     |
| 배당수익률(%)         | 3.1      | 3.9      | 4.3      | 4.3      |
| 배당성장률(%)         | 17.7     | 25.4     | 26.4     | 25.4     |
| 총현금배당금(십억원)      | 64       | 101      | 101      | 101      |
| 보통주 주당배당금(원)     | 1,700    | 2,700    | 2,700    | 2,700    |
| 순부채(현금)/자기자본(%)  | 1.2      | -6.2     | -20.7    | -31.7    |
| 총부채/자기자본(%)      | 44.9     | 41.3     | 35.4     | 30.7     |
| 이자발생부채           | 361      | 382      | 373      | 365      |
| 유동비율(%)          | 122.0    | 155.0    | 210.6    | 269.5    |
| 총발행주식수(백만주)      | 38       | 38       | 38       | 38       |
| 액면가(원)           | 100      | 100      | 100      | 100      |
| 주가(원)            | 54,300   | 68,500   | 63,400   | 63,400   |
| 시가총액(십억원)        | 2,080    | 2,624    | 2,429    | 2,429    |

## Statement of financial position

| (십억원)    | 2024/12A | 2025/12P | 2026/12E | 2027/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 120      | 283      | 590      | 893      |
| 매출채권     | 134      | 147      | 143      | 140      |
| 유동자산     | 637      | 904      | 1,203    | 1,512    |
| 유형자산     | 501      | 447      | 421      | 400      |
| 투자자산     | 666      | 746      | 747      | 747      |
| 비유동자산    | 1,649    | 1,734    | 1,709    | 1,691    |
| 자산총계     | 2,286    | 2,637    | 2,912    | 3,203    |
| 단기성부채    | 204      | 242      | 234      | 226      |
| 매입채무     | 103      | 105      | 107      | 110      |
| 유동부채     | 522      | 583      | 571      | 561      |
| 장기성부채    | 157      | 140      | 140      | 140      |
| 장기충당부채   | 2        | 0        | 1        | 1        |
| 비유동부채    | 186      | 187      | 190      | 192      |
| 부채총계     | 709      | 770      | 761      | 753      |
| 자본금      | 4        | 4        | 4        | 4        |
| 자본잉여금    | 318      | 318      | 318      | 318      |
| 이익잉여금    | 1,283    | 1,581    | 1,863    | 2,160    |
| 비지배주주지분  | 15       | 17       | 19       | 21       |
| 자본총계     | 1,577    | 1,867    | 2,151    | 2,450    |

## Cash flow statement

| (십억원)            | 2024/12A | 2025/12P | 2026/12E | 2027/12F |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름        | 399      | 417      | 509      | 518      |
| 당기순이익            | 356      | 401      | 385      | 400      |
| + 유/무형자산상각비      | 101      | 105      | 105      | 103      |
| + 종속, 관계기업관련손익   | -33      | 0        | 0        | 0        |
| + 외화환산손실(이익)     | -6       | 0        | 0        | 0        |
| Gross Cash Flow  | 558      | 635      | 607      | 616      |
| - 운전자본의증가(감소)    | -24      | -89      | 19       | 14       |
| 투자활동 현금흐름        | -453     | -201     | -93      | -106     |
| + 유형자산 감소        | 0        | 0        | 0        | 0        |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -435     | -24      | -50      | -50      |
| + 투자자산의매각(취득)    | 17       | -80      | -1       | -1       |
| Free Cash Flow   | -36      | 393      | 459      | 468      |
| Net Cash Flow    | -54      | 217      | 417      | 412      |
| 재무활동 현금흐름        | -45      | -43      | -109     | -109     |
| 자기자본 증가          | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 부채증감             | -45      | -43      | -109     | -109     |
| 현금의증가            | -100     | 163      | 307      | 303      |
| 기말현금 및 현금성자산     | 120      | 283      | 590      | 893      |
| 기말 순부채(순현금)      | 19       | -116     | -444     | -776     |

# 미스토홀딩스 (081660.KS)

## 더디지만 꾸준하게

1분기 실적 컨센서스 부합 예상. '26년 중화권 유통 사업 매출은 일부 브랜드 계약 종료로 축소되겠지만, 미스토 부문 손익 개선 지속. 올해도 천억원 규모의 주주환원 예상. 전일 자사주 100억원 매입 후 소각 공시

Analyst 정지윤  
02)768-7705, jjiyoony@nhsec.com

※ESG Index/Event는 43페이지 참조

### 본업 실적 개선에 안정적인 배당까지

투자 의견 Buy 및 목표주가 61,000원 유지. '25년부터 '27년까지 5,000억원 규모의 주주환원책 제시. 지난해 현금배당 및 자사주 소각 2,854억원 이행하며 목표 달성률 57.1% 기록. 올해도 천억원 이상의 환원 지속해 나갈 전망이며, 전일 (3/30) 100억원 규모의 자사주 매입 후 소각 공시로 주가 방어 노력 돋보여

동사 2026년 연결기준 가이드선으로 매출액 flat~+5% y-y, 영업이익 +5~15% y-y 성장 제시. 올해까지 미국 사업 축소 기조 지속될 것인 바, 미스토 부문 가이드선으로 매출액 -5%~flat y-y, 영업이익 +10~20% y-y 성장 제시. 중화권 유통 사업의 경우, 기존 라이선스 브랜드 중 마르디메크르디가 직진출하면서 2025년 기타 브랜드 매출액 1,625억원(+80% y-y) 대비 감소 추정하나, 2027년 남성 하이엔드, 여성 캐주얼, 애슬레저 브랜드 등 4개 이상 신규 론칭 예정

### 1Q26 Preview: 본업 수익성 개선 중

1분기 연결기준 매출액 1조2,460억원(+1% y-y), 영업이익 1,880억원(+16% y-y)으로 컨센서스 대체로 부합하는 실적 예상

MISTO 매출액 1,904억원(-12% y-y), 영업이익 202억원(+789% y-y) 추정. 부문별 매출 성장률(y-y)은 한국(DSF 제외) +8%, DSF +4%, 미국 -88%, 로열티 +1%, 기타 +5% 예상. 전년 동기 대비 미국 법인 적자 규모 축소, 신제품 출시 효과로 국내 매출 반등에 따른 점진적인 이익 개선 나타날 전망

Acushnet 매출액 1조556억원(+3% y-y), 영업이익 1,678억원(+5% y-y) 추정. 우호적 환율 효과와 1분기 중 골프공 신제품 출시로 안정적 실적 이어갈 것

**미스토홀딩스 1분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)** (단위: 십억원, %)

|         | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26E |      |      |       |       | 2Q26F |
|---------|------|------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
|         |      |      |      |      | 예상치   | y-y  | q-q  | 기준 추정 | 컨센서스  |       |
| 매출액     | 1237 | 1228 | 1088 | 915  | 1,246 | 0.7  | 36.1 | 1,204 | 1,220 | 1,312 |
| 영업이익    | 163  | 182  | 132  | -2   | 188   | 15.6 | 흑전   | 178   | 195   | 203   |
| 영업이익률   | 13.1 | 14.8 | 12.1 | -0.2 | 15.1  |      |      | 14.8  | 16.0  | 15.5  |
| 세전이익    | 191  | 169  | 125  | -27  | 185   | -3.1 | 흑전   | 179   | -     | 189   |
| (지배)순이익 | 82   | 86   | 63   | -7   | 85    | 3.9  | 흑전   | 80    | -     | 94    |

자료: 미스토홀딩스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

| Buy (유지)              |                               |
|-----------------------|-------------------------------|
| <b>목표주가</b>           | <b>61,000원 (유지)</b>           |
| <b>현재가 (26/03/30)</b> | <b>40,350원</b>                |
| <b>업종(NHICS)*</b>     | <b>패션</b>                     |
| KOSPI / KOSDAQ        | 5,277.30 / 1,107.05           |
| 시가총액(보통주)             | 2,142.3십억원                    |
| 발행주식수(보통주)            | 53.1백만주                       |
| 52주 최고가('26/02/09)    | 54,200원                       |
| 최저가('25/06/19)        | 33,200원                       |
| 평균거래대금(60일)           | 6,796백만원                      |
| 배당수익률(2026E)          | 4.93%                         |
| 외국인지분율                | 42.5%                         |
| <b>주요주주</b>           |                               |
| 피에몬테 외 3인             | 40.7%                         |
| 국민연금공단                | 7.7%                          |
| <b>주가상승률</b>          | <b>3개월 6개월 12개월</b>           |
| 절대수익률 (%)             | -5.5 4.7 3.3                  |
| 상대수익률 (%p)            | -24.5 -32.1 -49.9             |
|                       | <b>2025 2026E 2027F 2028F</b> |
| 매출액                   | 4,469 4,581 4,747 4,890       |
| 증감률                   | 4.7 2.5 3.6 3.0               |
| 영업이익                  | 475 525 576 617               |
| 증감률                   | 31.6 10.7 9.5 7.2             |
| 영업이익률                 | 10.6 11.5 12.1 12.6           |
| (지배)순이익               | 224 242 283 309               |
| EPS                   | 3,743 4,567 5,338 5,814       |
| 증감률                   | 167.8 22.0 16.9 8.9           |
| PER                   | 11.4 8.8 7.6 6.9              |
| PBR                   | 1.2 1.0 1.0 0.9               |
| EV/EBITDA             | 6.3 5.3 4.7 4.3               |
| ROE                   | 11.4 12.1 13.1 13.1           |
| 부채비율                  | 112.7 102.9 94.0 86.0         |
| 순차입금                  | 995 707 426 158               |

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)  
 주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

미스토홀딩스는 1991년 7월에 설립되었으며, 2005년 MBO(Management Buyout)을 통해 FILA Global Group으로부터 독립함. 2007년에는 LBO(Leverage Buyout)방식으로 FILA Global 상표권 및 사업권을 인수하였으며, 전 세계 라이선스를 통해 사업을 영위하고 있음. 2016년 Acushnet Holdings를 자회사로 편입했고, 2020년 물적분할을 통해 지주회사로 전환. 향후 리테일/온라인 채널 확대, 글로벌 브랜드 파워 강화 등 5개년 전략을 통해 지속적인 성장을 도모

Share price drivers/Earnings Momentum

- 홀세일/저마진 채널에서 리테일/온라인 비중 확대
- 글로벌 골프 산업 호황 및 아쿠쉬네트 실적 호조
- 안정적인 글로벌 로열티와 디자인수수료 수취
- 테니스, 동계 스포츠 등 카테고리 다변화

Downside Risk

- 글로벌 소비 경기 둔화
- FILA 본업 실적 부진 장기화
- FILA 북미 사업 일부 규모 축소
- 히트 아이템의 부재

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company   | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F | 2026E | 2027F |
| NIKE      | 32.8  | 22.4  | 5.7   | 5.6   | 17.3  | 24.2  |
| PUMA      | N/A   | 118.6 | 2.0   | 1.9   | -15.6 | 1.3   |
| Lululemon | 13.2  | 11.7  | 4.1   | 2.9   | 34.0  | 26.6  |
| Adidas    | 13.8  | 11.3  | 3.4   | 2.9   | 26.0  | 27.1  |

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2024 | 2025 | 2026E | 2027F | 2028F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 28.8 | 11.4 | 8.8   | 7.6   | 6.9   |
| PBR        | 1.2  | 1.2  | 1.0   | 1.0   | 0.9   |
| PSR        | 0.6  | 0.6  | 0.5   | 0.5   | 0.4   |
| ROE        | 4.3  | 11.4 | 12.1  | 13.1  | 13.1  |
| ROIC       | 7.3  | 9.6  | 10.9  | 11.6  | 12.2  |

자료: NH투자증권 리서치본부

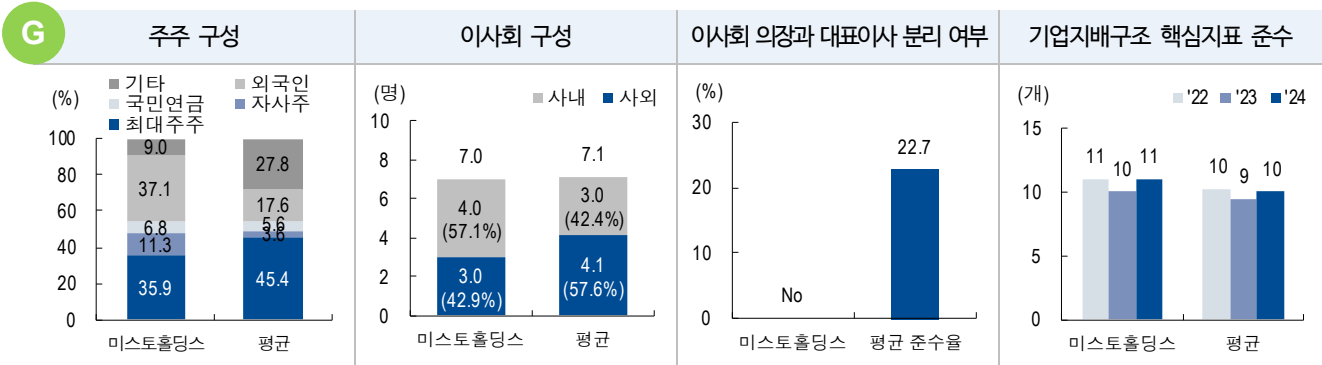
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

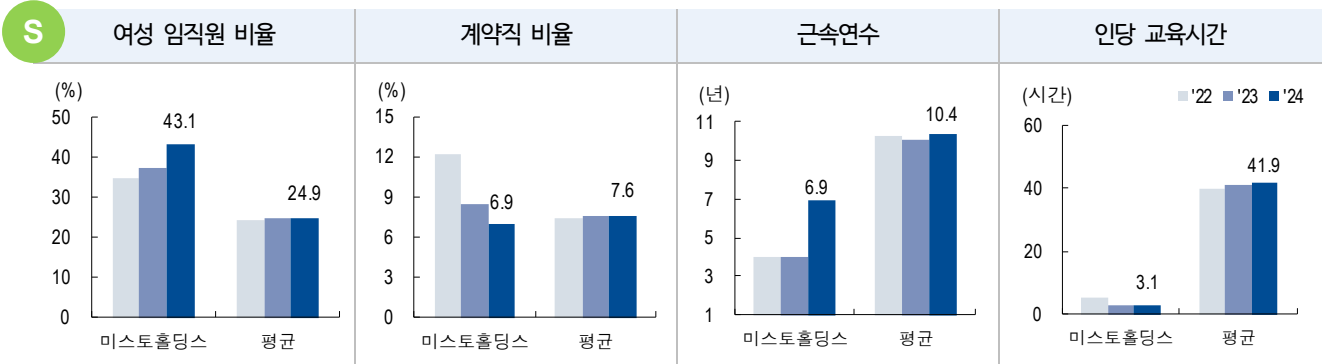
|                | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액            | 2,530  | 2,955  | 3,450  | 3,129  | 3,794  | 4,222  | 4,007  | 4,269  | 4,469  |
| 영업이익           | 217    | 357    | 471    | 341    | 493    | 435    | 303    | 361    | 475    |
| 영업이익률(%)       | 8.6    | 12.1   | 13.6   | 10.9   | 13.0   | 10.3   | 7.6    | 8.5    | 10.6   |
| 세전이익           | 182    | 337    | 471    | 340    | 513    | 453    | 277    | 339    | 458    |
| 순이익            | 108    | 210    | 338    | 198    | 338    | 468    | 153    | 208    | 349    |
| 지배지분순이익        | 62     | 144    | 267    | 139    | 235    | 344    | 43     | 84     | 224    |
| EBITDA         | 284    | 423    | 564    | 442    | 592    | 548    | 436    | 512    | 667    |
| CAPEX          | 39     | 85     | 47     | 39     | 50     | 85     | 160    | 146    | 239    |
| Free Cash Flow | -9     | 190    | 272    | 406    | 474    | -224   | 418    | 348    | 328    |
| EPS(원)         | 1,030  | 2,349  | 4,365  | 2,286  | 3,872  | 5,658  | 701    | 1,398  | 3,743  |
| BPS(원)         | 13,074 | 16,226 | 20,448 | 21,274 | 26,517 | 30,889 | 31,409 | 33,367 | 36,392 |
| DPS(원)         | 50     | 50     | 219    | 185    | 1,000  | 1,580  | 1,090  | 1,200  | 1,980  |
| 순차입금           | 1,001  | 822    | 665    | 387    | -3     | 714    | 666    | 743    | 995    |
| ROE(%)         | 7.5    | 16.0   | 23.8   | 10.9   | 16.2   | 19.7   | 2.3    | 4.3    | 11.4   |
| ROIC(%)        | 6.9    | 12.5   | 14.5   | 5.4    | 18.5   | 10.9   | 4.8    | 7.3    | 9.6    |
| 배당성향(%)        | 4.9    | 2.1    | 5.0    | 8.0    | 25.5   | 27.6   | 153.8  | 82.5   | 47.0   |
| 배당수익률(%)       | 0.3    | 0.1    | 0.4    | 0.4    | 2.8    | 4.8    | 2.8    | 3.0    | 4.6    |
| 순차입금 비율(%)     | 81.1   | 54.6   | 36.9   | 20.8   | -0.1   | 27.7   | 26.1   | 27.2   | 38.3   |

자료: 미스토홀딩스, NH투자증권 리서치본부

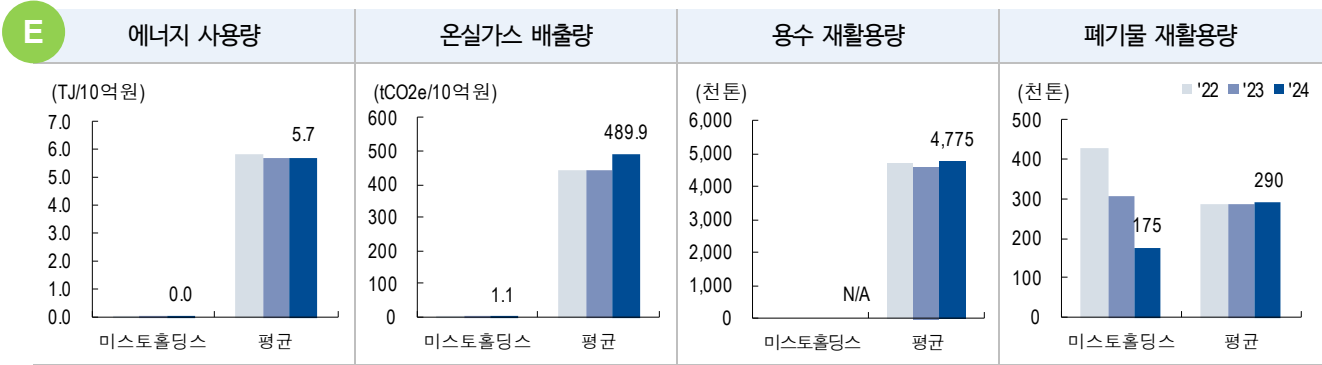
ESG Index & Event



주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 미스토홀딩스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 미스토홀딩스, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상  
 자료: 미스토홀딩스, NH투자증권 리서치본부

| ESG Event |   |
|-----------|---|
| E         | 2024.12 - 글로벌 ESG 지수인 FTSE4Good(사회책임투자지수)에 편입. 특히, 공급망 관리 항목에서 최고 점수를 달성  |
|           | 2012.6 - 국내 의류업계 최초로 친환경 제품 인증마크인 에코 퀄리티(Eco-Quality: EQ) 획득              |
| S         | 2022.12 - 투명한 공급망 관리 시스템을 체계화하는 등 2022 DJSI(다우존스 지속가능경영 지수) 코리아 지수에 신규 편입 |
| G         | 2025.6 - 2025.6.25 500억원 자사주 매입을 공시. 3월에는 700억, 5월에는 300억원 규모의 자사주 매입을 결의 |
|           | 2019.10 - 존속회사 힐라홀딩스가 신설회사 힐라코리아의 주식 100%를 보유하는 물적분할 방식을 통해 지주사 체제 전환     |

자료: 언론보도, 미스토홀딩스, NH투자증권 리서치본부

표1. 미스토홀딩스 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

| 항 목                           | 기업가치(십억원)    | 주당가치(원)       | 비 고                                    |
|-------------------------------|--------------|---------------|--|
| <b>FILA 본업 영업 가치 (A)</b>      | <b>837</b>   | <b>15,762</b> |  |
| 12M Fwd 지배순이익                 | 93           | 1,751         | 12M Fwd 추정 FILA (연결 - Acushnet) 순이익 기준 |
| Target PER                    | X9           | X9            | 의류 브랜드 업종 PER 밴드 평균 적용                 |
| <b>Acushnet 지분 가치 (B)</b>     | <b>2,460</b> | <b>46,343</b> |  |
| 시가총액                          | 8,107        | 152,750       | Acushnet 3M 시가총액, 동기간 평균 환율 환산 적용      |
| 지분율                           | 50.3%        | 50.3%         | 유효 지분율                                 |
| 할인율                           | 40%          | 40%           | 지주사 할인율 40% 적용                         |
| <b>총 기업가치 (C) = (A) + (B)</b> | <b>3,297</b> | <b>62,105</b> |  |
| 총 발행주식 수                      | 53,091,840   | 53,091,840    |  |
| 목표주가                          |              | 61,000        | 3/30 종가 기준 업사이드 여력 51%                 |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

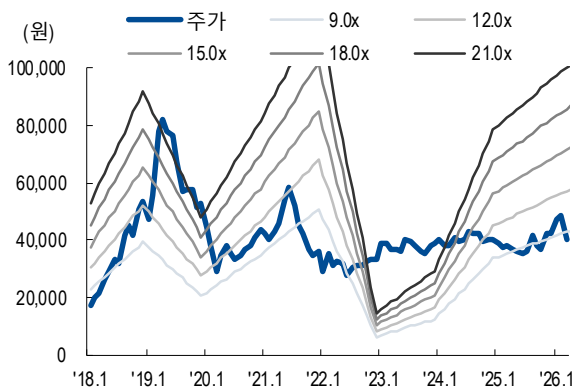
표2. 미스토홀딩스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|             |        | 2025  | 2026E | 2027F | 2028F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | - 수정 후 | 4,469 | 4,581 | 4,747 | 4,890 |
|             | - 수정 전 | -     | 4,431 | 4,570 | 4,671 |
|             | - 변동률  | -     | 3.4   | 3.9   | 4.7   |
| 영업이익        | - 수정 후 | 475   | 525   | 576   | 617   |
|             | - 수정 전 | -     | 543   | 591   | 618   |
|             | - 변동률  | -     | -3.2  | -2.6  | -0.1  |
| 영업이익률(수정 후) |        | 10.6  | 11.5  | 12.1  | 12.6  |
| EBITDA      |        | 667   | 692   | 746   | 782   |
| (지배지분)순이익   |        | 224   | 242   | 283   | 309   |
| EPS         | - 수정 후 | 3,743 | 4,567 | 5,338 | 5,814 |
|             | - 수정 전 | -     | 4,805 | 5,571 | 5,992 |
|             | - 변동률  | -     | -5.0  | -4.2  | -3.0  |
| PER         |        | 11.4  | 8.8   | 7.6   | 6.9   |
| PBR         |        | 1.2   | 1.0   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA   |        | 6.3   | 5.3   | 4.7   | 4.3   |
| ROE         |        | 11.4  | 12.1  | 13.1  | 13.1  |

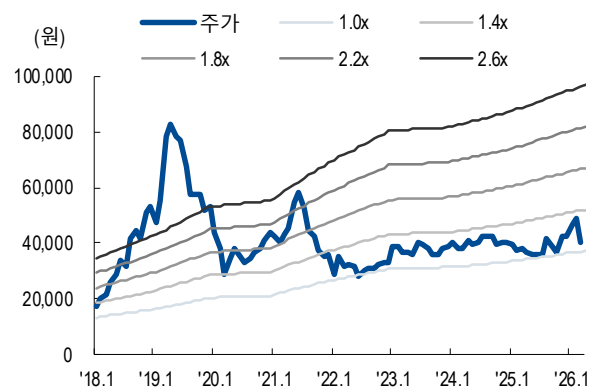
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 미스토홀딩스 12M Fwd PER Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 미스토홀딩스 12M Trailing PBR Band Chart



자료: NH투자증권 리서치본부

표3. 미스토홀딩스 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| 구 분                | 1Q25           | 2Q25           | 3Q25           | 4Q25         | 2025           | 1Q26E          | 2Q26E          | 3Q26E          | 4Q26E        | 2026E          | 2027F          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>         | <b>1,237.5</b> | <b>1,227.7</b> | <b>1,088.2</b> | <b>915.2</b> | <b>4,468.6</b> | <b>1,246.0</b> | <b>1,312.3</b> | <b>1,129.1</b> | <b>893.1</b> | <b>4,580.6</b> | <b>4,746.7</b> |
| 증감률 (y-y)          | 5%             | 4%             | 4%             | 6%           | 5%             | 1%             | 7%             | 4%             | -2%          | 3%             | 4%             |
| MISTO              | 215.7          | 216.3          | 180.6          | 216.9        | 829.6          | 190.4          | 196.3          | 173.9          | 203.9        | 764.6          | 829.9          |
| 증감률 (y-y)          | -11%           | -9%            | -12%           | -6%          | -10%           | -12%           | -9%            | -4%            | -6%          | -8%            | 9%             |
| FILA Korea         | 94.7           | 97.9           | 82.6           | 111.1        | 386.3          | 101.3          | 107.5          | 89.7           | 117.4        | 415.8          | 445.2          |
| 증감률 (y-y)          | 10%            | 3%             | 2%             | 6%           | 5%             | 7%             | 10%            | 9%             | 6%           | 8%             | 7%             |
| Domestic           | 72.3           | 76.6           | 66.3           | 78.1         | 293.3          | 78.1           | 83.5           | 72.2           | 82.9         | 316.8          | 342.1          |
| 증감률 (y-y)          | 6%             | 2%             | 0%             | 5%           | 3%             | 8%             | 9%             | 9%             | 6%           | 8%             | 8%             |
| Design Service Fee | 22.4           | 21.3           | 16.3           | 33.0         | 93.0           | 23.2           | 24.0           | 17.4           | 34.5         | 99.1           | 103.0          |
| 증감률 (y-y)          | 24%            | 8%             | 9%             | 10%          | 12%            | 4%             | 12%            | 7%             | 4%           | 6%             | 4%             |
| FILA USA           | 39.3           | 30.2           | 12.9           | 4.7          | 87.1           | 4.7            | 4.5            | 5.8            | 5.0          | 20.0           | 24.0           |
| 증감률 (y-y)          | -54%           | -60%           | -76%           | -91%         | -67%           | -88%           | -85%           | -55%           | 5%           | -77%           | 20%            |
| Royalty            | 17.0           | 16.6           | 16.2           | 17.6         | 67.4           | 17.2           | 17.2           | 17.2           | 17.7         | 69.4           | 71.0           |
| 증감률 (y-y)          | 0%             | -5%            | -8%            | 16%          | 1%             | 1%             | 4%             | 6%             | 1%           | 3%             | 2%             |
| 기타                 | 64.8           | 71.6           | 68.9           | 83.4         | 288.7          | 67.2           | 67.1           | 61.2           | 63.8         | 259.3          | 289.7          |
| 증감률 (y-y)          | 20%            | 47%            | 28%            | 36%          | 33%            | 4%             | -6%            | -11%           | -24%         | -10%           | 12%            |
| Acushnet           | 1,021.8        | 1,011.4        | 907.6          | 698.3        | 3,639.1        | 1,055.6        | 1,116.0        | 955.2          | 689.2        | 3,816.0        | 3,916.8        |
| 증감률 (y-y)          | 9%             | 8%             | 8%             | 11%          | 9%             | 3%             | 10%            | 5%             | -1%          | 5%             | 3%             |
| <b>매출총이익</b>       | <b>646.5</b>   | <b>675.5</b>   | <b>583.5</b>   | <b>476.2</b> | <b>2,381.7</b> | <b>669.9</b>   | <b>720.8</b>   | <b>612.8</b>   | <b>473.8</b> | <b>2,477.3</b> | <b>2,579.6</b> |
| 증감률 (y-y)          | 5%             | 8%             | 3%             | 10%          | 6%             | 4%             | 7%             | 5%             | -1%          | 4%             | 4%             |
| 매출총이익률             | 52%            | 55%            | 54%            | 52%          | 53%            | 54%            | 55%            | 54%            | 53%          | 54%            | 54%            |
| <b>영업이익</b>        | <b>162.7</b>   | <b>181.9</b>   | <b>131.9</b>   | <b>-1.6</b>  | <b>474.8</b>   | <b>188.0</b>   | <b>203.5</b>   | <b>141.2</b>   | <b>-7.2</b>  | <b>525.4</b>   | <b>575.5</b>   |
| 증감률 (y-y)          | 0%             | 30%            | 41%            | 적축           | 32%            | 16%            | 12%            | 7%             | 적확           | 11%            | 10%            |
| 영업이익률              | 13%            | 15%            | 12%            | 0%           | 11%            | 15%            | 16%            | 13%            | -1%          | 11%            | 12%            |
| MISTO              | 2.3            | 34.1           | 8.7            | 29.6         | 74.7           | 20.2           | 36.1           | 11.2           | 22.2         | 89.6           | 127.5          |
| 증감률 (y-y)          | -62%           | 흑전             | 흑전             | 흑전           | 흑전             | 789%           | 6%             | 30%            | -25%         | 20%            | 42%            |
| FILA Korea         | 18.4           | 21.5           | 11.3           | 33.1         | 84.4           | 22.3           | 24.7           | 16.6           | 36.2         | 99.8           | 111.3          |
| 증감률 (y-y)          | 50%            | 13%            | 8%             | 29%          | 25%            | 21%            | 15%            | 47%            | 9%           | 18%            | 12%            |
| Domestic           | -4.0           | 0.2            | -5.0           | 0.1          | -8.6           | -0.9           | 0.7            | -0.8           | 1.7          | 0.7            | 8.3            |
| 증감률 (y-y)          | 적축             | 흑전             | 적확             | 흑전           | 적축             | 적축             | 231%           | 적축             | 1,430%       | 흑전             | 1023%          |
| Design Service Fee | 22.4           | 21.3           | 16.3           | 33.0         | 93.0           | 23.2           | 24.0           | 17.4           | 34.5         | 99.1           | 103.0          |
| 증감률 (y-y)          | 24%            | 8%             | 9%             | 10%          | 12%            | 4%             | 12%            | 7%             | 4%           | 6%             | 4%             |
| FILA USA           | -19.6          | -8.0           | -10.3          | -5.6         | -43.5          | -6.1           | -5.9           | -6.9           | -5.1         | -24.0          | -20.4          |
| 증감률 (y-y)          | 적확             | 적축             | 적축             | 적축           | 적축             | 적축             | 적축             | 적축             | 적축           | 적축             | 적축             |
| Royalty            | 17.0           | 16.6           | 16.2           | 17.6         | 67.4           | 17.2           | 17.2           | 17.2           | 17.7         | 69.4           | 71.0           |
| 증감률 (y-y)          | 0%             | -5%            | -8%            | 16%          | 1%             | 1%             | 4%             | 6%             | 1%           | 3%             | 2%             |
| Acushnet           | 160.4          | 147.7          | 123.2          | -31.2        | 400.1          | 167.8          | 167.4          | 129.9          | -29.4        | 435.8          | 448.1          |
| 증감률 (y-y)          | 2%             | 3%             | 13%            | 적확           | 0%             | 5%             | 13%            | 5%             | 적축           | 9%             | 3%             |
| <b>세전이익</b>        | <b>190.5</b>   | <b>168.5</b>   | <b>125.3</b>   | <b>-26.6</b> | <b>457.7</b>   | <b>184.6</b>   | <b>188.7</b>   | <b>135.2</b>   | <b>-3.9</b>  | <b>504.7</b>   | <b>566.0</b>   |
| 증감률 (y-y)          | 17%            | 31%            | 61%            | 적축           | 35%            | -3%            | 12%            | 8%             | 적축           | 10%            | 12%            |
| 세전이익률              | 15%            | 14%            | 12%            | -3%          | 10%            | 15%            | 14%            | 12%            | 0%           | 11%            | 12%            |
| <b>지배순이익</b>       | <b>81.8</b>    | <b>85.8</b>    | <b>63.2</b>    | <b>-6.6</b>  | <b>224.3</b>   | <b>85.0</b>    | <b>94.4</b>    | <b>64.3</b>    | <b>-1.3</b>  | <b>242.4</b>   | <b>283.4</b>   |
| 증감률 (y-y)          | 13%            | 53%            | 375%           | 적축           | 166%           | 4%             | 10%            | 2%             | 적축           | 8%             | 17%            |
| 지배순이익률             | 7%             | 7%             | 6%             | -1%          | 5%             | 7%             | 7%             | 6%             | 0%           | 5%             | 6%             |

주1: 사업 부문별 실적은 당사 추정치 기준

주2: 아쿠쉬네트는 분기 평균 매매환율 적용

주3: Design Service Fee는 중국 JV Full Prospect의 흡세일 수익 3%를 디자인 수수료로 인식

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

| Statement of comprehensive income |          |          |          |          |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                             | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 매출액                               | 4,469    | 4,581    | 4,747    | 4,890    |
| 증감률 (%)                           | 4.7      | 2.5      | 3.6      | 3.0      |
| 매출원가                              | 2,087    | 2,103    | 2,167    | 2,231    |
| 매출총이익                             | 2,382    | 2,477    | 2,580    | 2,659    |
| Gross 마진 (%)                      | 53.3     | 54.1     | 54.3     | 54.4     |
| 판매비와 일반관리비                        | 1,907    | 1,952    | 2,004    | 2,042    |
| 영업이익                              | 475      | 525      | 576      | 617      |
| 증감률 (%)                           | 31.6     | 10.7     | 9.5      | 7.2      |
| OP 마진 (%)                         | 10.6     | 11.5     | 12.1     | 12.6     |
| EBITDA                            | 667      | 692      | 746      | 782      |
| 영업외손익                             | -17      | -21      | -10      | -12      |
| 금융수익(비용)                          | -114     | -108     | -100     | -107     |
| 기타영업외손익                           | 21       | 8        | 8        | 9        |
| 총속, 관계기업관련손익                      | 76       | 79       | 82       | 86       |
| 세전계속사업이익                          | 458      | 505      | 566      | 605      |
| 법인세비용                             | 109      | 121      | 136      | 145      |
| 계속사업이익                            | 349      | 384      | 430      | 460      |
| 당기순이익                             | 349      | 384      | 430      | 460      |
| 증감률 (%)                           | 67.8     | 10.0     | 12.1     | 6.9      |
| Net 마진 (%)                        | 7.8      | 8.4      | 9.1      | 9.4      |
| 지배주주지분 순이익                        | 224      | 242      | 283      | 309      |
| 비지배주주지분 순이익                       | 124      | 141      | 147      | 151      |
| 기타포괄이익                            | -19      | 0        | 0        | 0        |
| 총포괄이익                             | 330      | 384      | 430      | 460      |

| Valuations/profitability/stability |          |          |          |          |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
|                                    | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| PER(배)                             | 11.4     | 8.8      | 7.6      | 6.9      |
| PBR(배)                             | 1.2      | 1.0      | 1.0      | 0.9      |
| PCR(배)                             | 3.5      | 4.1      | 3.7      | 3.5      |
| PSR(배)                             | 0.6      | 0.5      | 0.5      | 0.4      |
| EV/EBITDA(배)                       | 6.3      | 5.3      | 4.7      | 4.3      |
| EV/EBIT(배)                         | 8.9      | 7.0      | 6.1      | 5.5      |
| EPS(배)                             | 3,743    | 4,567    | 5,338    | 5,814    |
| BPS(배)                             | 36,392   | 38,977   | 42,344   | 46,126   |
| SPS(배)                             | 74,573   | 86,276   | 89,406   | 92,107   |
| 자기자본이익률(ROE, %)                    | 11.4     | 12.1     | 13.1     | 13.1     |
| 총자산이익률(ROA, %)                     | 6.3      | 6.8      | 7.1      | 7.2      |
| 투자자본이익률(ROIC, %)                   | 9.6      | 10.9     | 11.6     | 12.2     |
| 배당수익률(%)                           | 4.6      | 4.9      | 4.9      | 5.1      |
| 배당성장률(%)                           | 47.0     | 43.4     | 36.9     | 34.9     |
| 총현금배당금(십억원)                        | 105      | 105      | 105      | 108      |
| 보통주 주당배당금(원)                       | 1,980    | 1,990    | 1,980    | 2,040    |
| 순부채(현금)/자기자본(%)                    | 38.3     | 24.6     | 13.3     | 4.5      |
| 총부채/자기자본(%)                        | 112.7    | 102.9    | 94.0     | 86.0     |
| 이자발생부채                             | 1,941    | 1,957    | 1,973    | 1,986    |
| 유동비율(%)                            | 212.6    | 239.2    | 262.8    | 286.7    |
| 총발행주식수(백만주)                        | 53       | 53       | 53       | 53       |
| 액면가(원)                             | 1,000    | 1,000    | 1,000    | 1,000    |
| 주가(원)                              | 42,700   | 40,350   | 40,350   | 40,350   |
| 시가총액(십억원)                          | 2,566    | 2,142    | 2,142    | 2,142    |

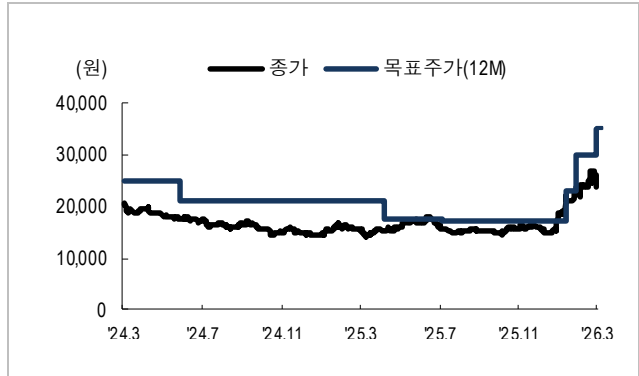
| Statement of financial position |          |          |          |          |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)                           | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 현금및현금성자산                        | 626      | 914      | 1,178    | 1,436    |
| 매출채권                            | 475      | 487      | 505      | 520      |
| 유동자산                            | 2,334    | 2,655    | 3,022    | 3,398    |
| 유형자산                            | 998      | 1,021    | 1,046    | 1,083    |
| 투자자산                            | 184      | 174      | 180      | 186      |
| 비유동자산                           | 3,185    | 3,174    | 3,183    | 3,204    |
| 자산총계                            | 5,519    | 5,828    | 6,205    | 6,602    |
| 단기성부채                           | 410      | 426      | 441      | 454      |
| 매입채무                            | 281      | 267      | 276      | 285      |
| 유동부채                            | 1,098    | 1,110    | 1,150    | 1,185    |
| 장기성부채                           | 1,531    | 1,531    | 1,531    | 1,531    |
| 장기충당부채                          | 135      | 142      | 147      | 152      |
| 비유동부채                           | 1,827    | 1,846    | 1,857    | 1,867    |
| 부채총계                            | 2,925    | 2,956    | 3,007    | 3,052    |
| 자본금                             | 61       | 61       | 61       | 61       |
| 자본잉여금                           | 82       | 82       | 82       | 82       |
| 이익잉여금                           | 1,479    | 1,616    | 1,795    | 1,996    |
| 비지배주주지분                         | 662      | 803      | 950      | 1,101    |
| 자본총계                            | 2,594    | 2,873    | 3,198    | 3,550    |

| Cash flow statement |          |          |          |          |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원)               | 2025/12A | 2026/12E | 2027/12F | 2028/12F |
| 영업활동 현금흐름           | 567      | 462      | 470      | 470      |
| 당기순이익               | 349      | 384      | 430      | 460      |
| + 유/무형자산상각비         | 192      | 167      | 170      | 165      |
| + 총속, 관계기업관련손익      | -100     | -79      | -82      | -86      |
| + 외화환산손실(이익)        | -7       | 0        | 0        | 0        |
| Gross Cash Flow     | 728      | 527      | 586      | 614      |
| - 운전자본의증가(감소)       | -64      | -9       | -48      | -69      |
| 투자활동 현금흐름           | -233     | -84      | -127     | -121     |
| + 유형자산 감소           | 0        | 0        | 0        | 0        |
| - 유형자산 증가(CAPEX)    | -239     | -146     | -153     | -161     |
| + 투자자산의매각(취득)       | 106      | 90       | 76       | 80       |
| Free Cash Flow      | 328      | 316      | 317      | 310      |
| Net Cash Flow       | 334      | 378      | 343      | 350      |
| 재무활동 현금흐름           | -382     | -89      | -80      | -91      |
| 자기자본 증가             | 11       | 0        | 0        | 0        |
| 부채증감                | -393     | -89      | -80      | -91      |
| 현금의증가               | -58      | 289      | 263      | 258      |
| 기말현금 및 현금성자산        | 626      | 914      | 1,178    | 1,436    |
| 기말 순부채(순현금)         | 995      | 707      | 426      | 158      |

투자이견 및 목표주가 변경내역

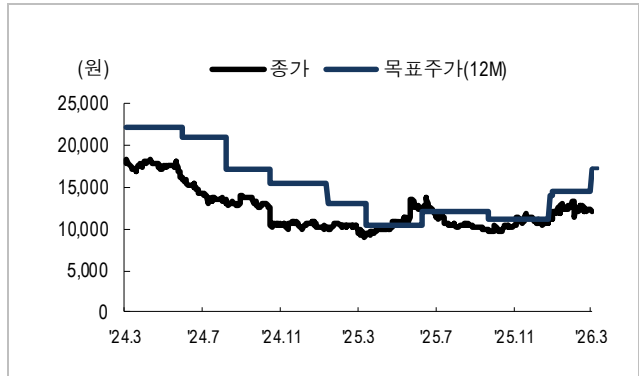
| 제시일자       | 투자이견 | 목표가           | 과리율 (%) |        |
|------------|------|---------------|---------|--------|
|            |      |               | 평균      | 최저/최고  |
| 2026.03.31 | Buy  | 35,000원(12개월) | -       | -      |
| 2026.02.26 | Buy  | 30,000원(12개월) | -17.9%  | -10.7% |
| 2026.02.10 | Buy  | 23,000원(12개월) | -8.2%   | -7.2%  |
| 2025.08.05 | Hold | 17,000원(12개월) | -8.4%   | -      |
| 2025.05.08 | Hold | 17,500원(12개월) | -5.3%   | -      |
| 2024.06.28 | Buy  | 21,000원(12개월) | -24.7%  | -      |
| 2023.10.06 | Buy  | 25,000원(12개월) | -23.4%  | -13.8% |

한섬 (020000.KS)



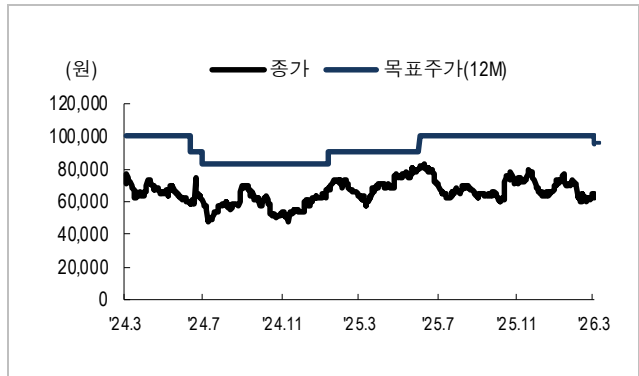
| 제시일자       | 투자이견 | 목표가           | 과리율 (%) |        |
|------------|------|---------------|---------|--------|
|            |      |               | 평균      | 최저/최고  |
| 2026.03.31 | Buy  | 17,000원(12개월) | -       | -      |
| 2026.01.28 | Buy  | 14,500원(12개월) | -14.7%  | -8.3%  |
| 2025.10.20 | Hold | 11,000원(12개월) | -4.0%   | -      |
| 2025.07.10 | Hold | 12,000원(12개월) | -8.9%   | -      |
| 2025.04.15 | Hold | 10,500원(12개월) | 3.6%    | -      |
| 2025.02.10 | Buy  | 13,000원(12개월) | -22.1%  | -17.2% |
| 2024.11.14 | Buy  | 15,500원(12개월) | -35.8%  | -35.8% |
| 2024.09.23 | Buy  | 17,000원(12개월) | -23.0%  | -17.7% |
| 2024.06.28 | Buy  | 21,000원(12개월) | -32.2%  | -24.2% |
| 2023.08.10 | Buy  | 22,000원(12개월) | -21.7%  | -9.5%  |

신세계인터내셔널 (031430.KS)



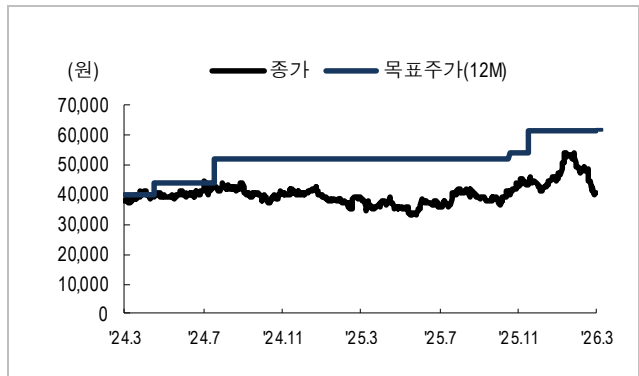
| 제시일자       | 투자이견 | 목표가            | 과리율 (%) |        |
|------------|------|----------------|---------|--------|
|            |      |                | 평균      | 최저/최고  |
| 2026.03.31 | Buy  | 95,000원(12개월)  | -       | -      |
| 2025.07.02 | Buy  | 100,000원(12개월) | -31.1%  | -17.3% |
| 2025.02.10 | Buy  | 90,000원(12개월)  | -21.9%  | -10.1% |
| 2024.07.29 | Buy  | 83,000원(12개월)  | -30.5%  | -15.8% |
| 2024.07.10 | Buy  | 90,000원(12개월)  | -29.7%  | -17.8% |
| 2024.02.08 | Buy  | 100,000원(12개월) | -31.8%  | -23.5% |

F&F (383220.KS)



| 제시일자       | 투자이견 | 목표가           | 과리율 (%) |        |
|------------|------|---------------|---------|--------|
|            |      |               | 평균      | 최저/최고  |
| 2025.12.17 | Buy  | 61,000원(12개월) | -       | -      |
| 2025.11.17 | Buy  | 54,000원(12개월) | -20.4%  | -16.6% |
| 2024.08.16 | Buy  | 52,000원(12개월) | -23.8%  | -18.9% |
| 2024.05.16 | Hold | 44,000원(12개월) | -8.3%   | -      |
| 2023.07.10 | Hold | 40,000원(12개월) | -2.8%   | -      |

미스트홀딩스 (081660.KS)



**종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지**

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 12월 31일 기준)

- 투자의견 분포

| Buy   | Hold  | Sell |
|-------|-------|------|
| 87.6% | 12.4% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 '감성코퍼레이션'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

**고지 사항**

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.