

패션ODM, 관세 공포를 정면에서 바라보면

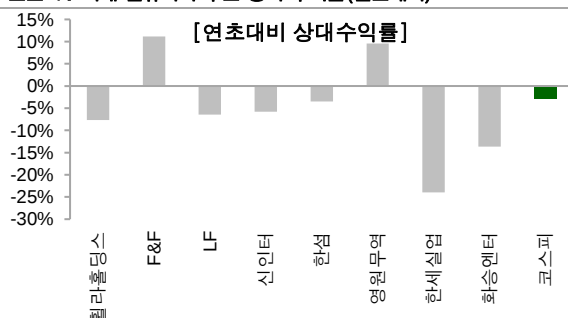
1. 패션의 관점에서 본 상호관세

지난 주 미국의 상호관세 발표로 글로벌 증시가 출렁이는 가운데 국내 섬유·의복 ODM업체들의 주가도 크게 조정 받고 있다[도표 1, 2] 동남아에서 의류를 생산하여 북미 지역으로 수출하는 구조를 정착화 한 지 오래되었고 매출에서 차지하는 비중도 높은 한국의 의류 ODM업체들에게, 중국 다음으로 높은 세율이 부과된다는 사실은 당장 큰 충격과 혼란을 가져올 만한 일이다. 하지만 늘 그래왔듯이 혼란과 공포 속에서 투자자들에게 새로운 기회가 있고, 이번 또한 기회인지를 판단하기 위해서는 관세에 대한 막연한 공포심을 잠시 뒤로 하고 합리적으로 상황을 직시해볼 필요가 있다. 다음 두 가지 사안을 살펴보자.

* 왜 미국 무역 적자국도 아닌 동남아 국가들이 타겟인 듯 보이는 것인지?

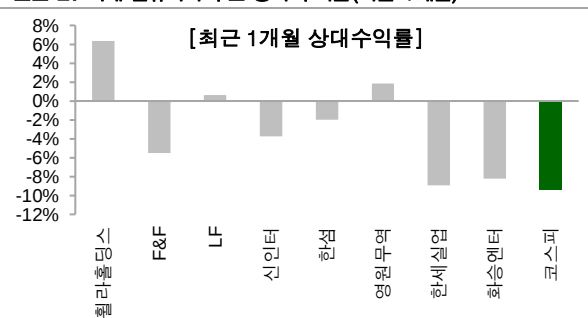
* 협상의 여지가 전혀 없는 최악의 상황이 될 경우, 미국인들이 입는 옷에 대안이 있는지?

도표 1. 국내 섬유·의복 주요 종목 수익률(연초대비)



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 2. 국내 섬유·의복 주요 종목 수익률(최근 1개월)



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국의 10대 무역적자국(2024년)

순위	국가	적자액
1위	중국	294,432
2위	멕시코	171,186
3위	베트남	123,456
4위	아일랜드	86,538
5위	독일	84,682
6위	대만	74,101
7위	일본	68,264
8위	한국	65,845
9위	캐나다	62,974
10위	태국	45,773

자료: K-stat, 신영증권 리서치센터

도표 4. 미국의 10대 무역흑자국(2024년)

순위	국가	흑자액
1위	네덜란드	54,383
2위	홍콩	21,212
3위	아랍에미리트 연합	19,421
4위	호주	17,979
5위	영국	12,369
6위	파나마	10,031
7위	브라질	7,406
8위	벨기에	7,353
9위	도미니카 공화국	5,531
10위	과테말라	4,763

자료: K-stat, 신영증권 리서치센터

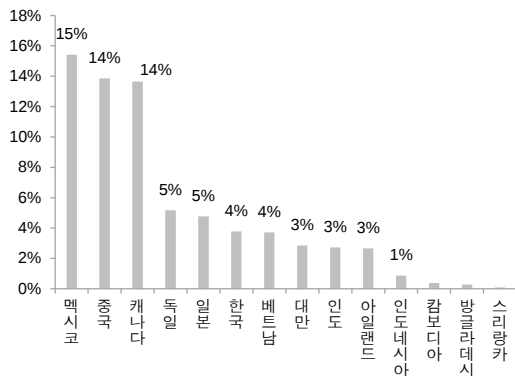
[도표 5]에서 보듯 금번 상호관세 발표에서 눈에 띄는 것은 베트남, 캄보디아, 라오스 등 주요 동남아 국가들에 높은 세율을 부과했다는 점이다. 베트남과 중국은 미국 입장에서 무역 적자 1, 3위에 해당하고 교역국으로서 서로 의존도도 꽤 높은 편이기에 높은 관세를 매기는 것이 일견 수궁이 간다[도표 6, 7]. 그런데 무역 적자국도 아니고 의존도가 높지 않으며 심지어 미얀마의 경우 대미 수출액이 거의 없는 나라임에도 불구하고 높은 관세율이 부과되었다. 왜일까? [도표 5]의 녹색 테두리 내의 국가들은 미국 입장에서 중국에 지리적, 정서적으로 가까울 수 있다고 판단되는, 일종의 생산공동체이기 때문이다. 한국 기업들이 다수 진출해 있는 베트남에서조차 중국 기업들이 많이 포진해있으며, 캄보디아, 라오스, 스리랑카는 한국 섬유·의복업체들에게는 다소 생소한 생산지역이지만 중국 기업들이 주력 생산기지로 활용하고 있는 대표적인 국가들이다. 미국은 이 점을 직시했을 것이다. 기대할 만한 점은 미국이 적어도 베트남과의 협상 가능성은 긍정적으로 언급하고 있다는 점이며, 베트남 정부 역시 연초부터 발빠른 대응을 하고 있는 것으로 파악된다.

도표 5. 주요 국가별 상호관세율 정리

구분	종전	상호 관세(2025.4.2 발표)
주요 내용		* 다음 품목을 제외한 전 품목에 보편(10%) 및 상호관세 부과 예정 - 철강, 알루미늄: 2025-03-12 부터 25% 관세 부과 시작 - 자동차, 자동차부품: 2025-04-03 부터 25% 관세 부과 시작 - 반도체, 의약품, 구리, 목재: 향후 품목별 관세 부과 예정 * 국가별 상호 관세는 보편 관세 10%가 포함된 수치임 * 보편관세는 4/5 부터, 상호관세는 4/9 부터 발효
캄보디아		49%
라오스		48%
베트남		46%
스리랑카		44%
미얀마		44%
방글라데시		37%
태국		36%
중국	전기차 100% 반도체 50% 태양광전지 50% 철강 25%	34%
인도네시아		32%
대만		32%
인도		26%
한국	FTA	25%
일본	철강 관세 0% (연한 125 만 t)	24%
유럽연합(EU)		20%
니카라과		18%
필리핀		17%
영국		10%
아이티		10%
파테말라		10%

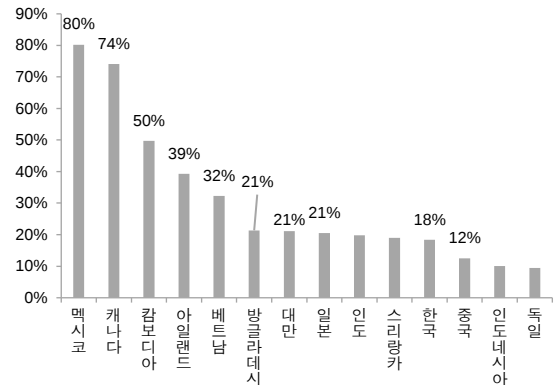
자료: CNBC, Guardian, 신영증권 리서치센터 정리

도표 6. 미국 총 수입액 중 국가별 의존도(2023년)



자료: K-stat, 신영증권 리서치센터

도표 7. 국가별 총 수출액 중 대미 의존도(2023년)



자료: K-stat, 신영증권 리서치센터

도표 8. 국가별 미국과의 교역 현황(2023년 기준)

국가	국가별 총 수출액	대미수출액	총 수출액 중 대미 비중	미국 총수입액 중 비중
멕시코	593,005	475,607	80.2%	15.4%
중국	3,422,171	427,229	12.5%	13.9%
캐나다	567,944	421,096	74.1%	13.7%
독일	1,688,405	159,720	9.5%	5.2%
일본	717,254	147,340	20.5%	4.8%
베트남	354,399	114,439	32.3%	3.7%
한국	632,603	116,235	18.4%	3.8%
대만	414,808	87,752	21.2%	2.8%
인도	423,492	83,768	19.8%	2.7%
아일랜드	209,538	82,290	39.3%	2.7%
인도네시아	267,367	26,807	10.0%	0.9%
캄보디아	23,272	11,578	49.8%	0.4%
방글라데시	38,769	8,282	21.4%	0.3%
스리랑카	14,980	2,843	19.0%	0.1%
미국 총 수입액	3,083,971			

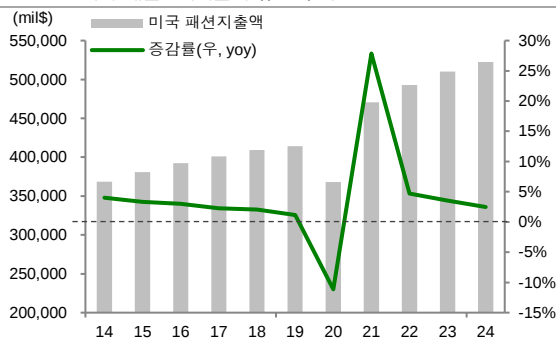
자료: K-stat, 신영증권 리서치센터

2. 미국인이 입는 옷에 대안이 있는가

반도체, 가전, 자동차 등 단일 상품의 가격이 비싼 경우 관세는 매우 큰 부담이 된다. 반면 옷의 경우 가령 FOB가격 10불짜리에 50%의 관세를 매긴다 한들 절대 금액은 푼돈에 해당한다. 물론 기업의 마진을 훼손한다는 점에서 1만불 짜리든 10불짜리든 해당 산업에서 느끼는 부담감은 비슷할 수 있다. 강조하고 싶은 것은, 미국이 굳이 이제 와서 섬유·의복업의 제조 경쟁력을 높이겠다고 이런 난리를 피우고 있는 것은 아닐 것이란 점이다. 데이터로 판단해 보자.

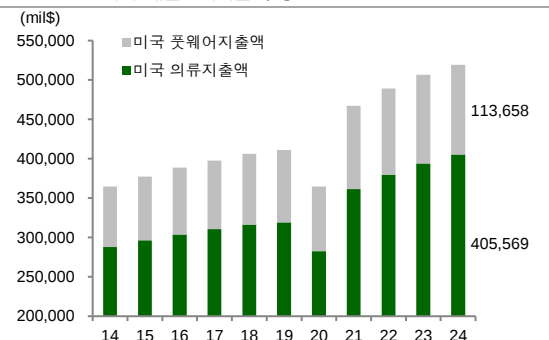
2024년 기준 미국인의 연간 패션소비 지출액은 4,055억불로 약 588조원에 달한다[도표 9]. 미국에서는 패션제품 유통이 홀세일 채널에서 큰 비중으로 이루어지는데 작년 연간 약 1,600억불 규모를 기록했다[도표 13]. 한편, 미국의 지난 해 연간 어패럴 수입액은 793억불로 약 120조원에 달했다. 리테일과 홀세일, 국내 및 해외소비 등 조합을 고려할 때 정확한 계산이 힘들지만 주요 패션업체인 GAP, 나이키, 아디다스, 톨루레몬의 매출원가율이 40~50%에 달하고 미국 내 홀세일 판매액이 어패럴 수입액의 약 2배인 점을 감안하면 미국인이 입는 옷의 대부분은 수입품, 즉 해외생산 제품이라는 결론에 도달한다. 국가의 미래 부와 안보 및 산업경쟁력을 결정할 핵심 산업이 아닌 이상 미국이 자국에서 옷을 생산한다는 것은 명분도, 효율도 없다.

도표 9. 미국 패션소비지출액 규모 추이



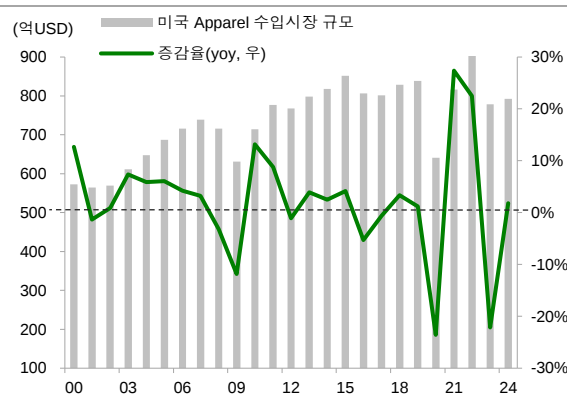
자료: BEA, 신영증권 리서치센터

도표 10. 미국 패션소비지출 구성



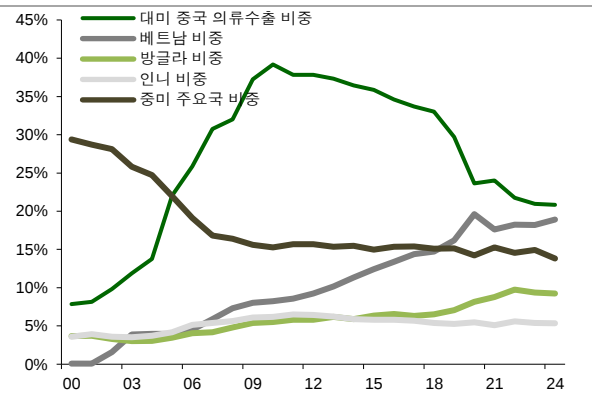
자료: BEA, 신영증권 리서치센터

도표 11. 미국 어패럴 수입시장 규모 추이



자료: OTEXA, 신영증권 리서치센터

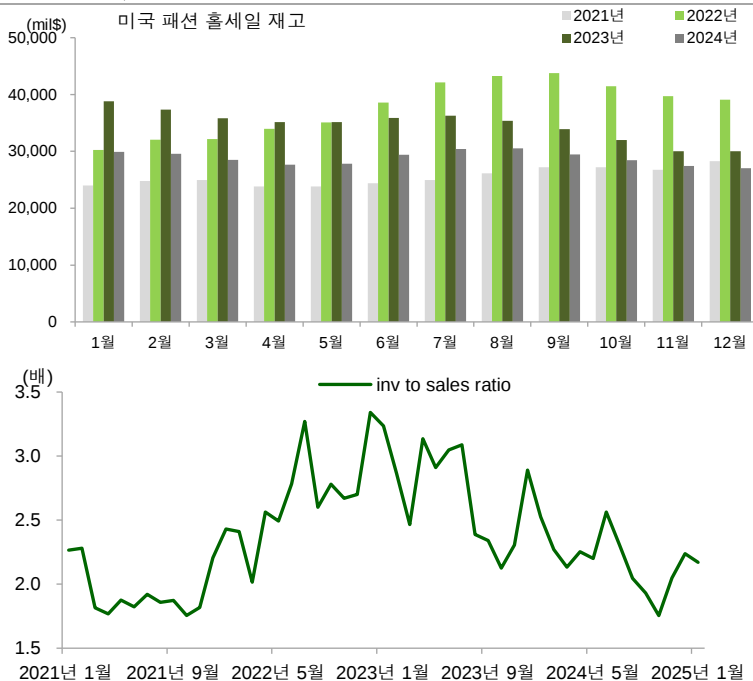
도표 12. 미국 어패럴 수입액의 주요생산국별 비중 추이



자료: OTEXA, 신영증권 리서치센터

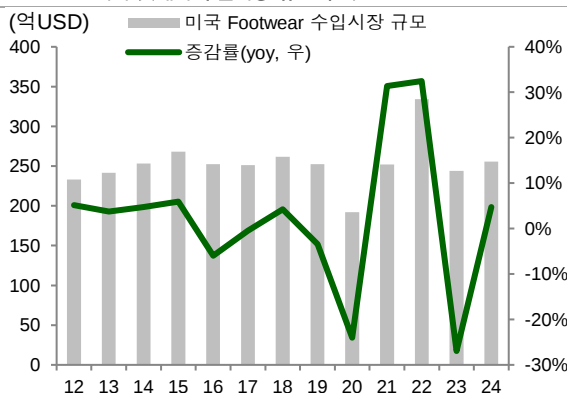
미국 의류수입국 중 중국 의존도는 역대 최저치인 21%까지 내려온 상황이다. 그 밖의 국가들, 특히 베트남, 방글라데시, 인도네시아 등에 대한 관세 협상 가능성이 열려 있다고 보는 것이 현실적이다. 협상이 이루어지지 않고 발표된 관세율대로 확정 고착화되는 최악의 시나리오가 펼쳐진다면 하더라도 변하지 않는 사실은 미국인이 입는 옷에 다른 대안이 별로 없다는 점이다. 관세율이 낮은 지역으로 생산기지를 단기에 옮기는 것이 쉽지 않고, 관세 부담을 피하려다 다른 원가(원부자재 조달, 물류, 인건비, 전력 인프라 등)가 더 높아지는 우를 범할 수 있어 ODM업체들 입장에서는 간단한 문제가 아니다. 결국 미국인이 비싸진 옷을 입는 방법 밖에 없다.

도표 13. 연도별, 월별 미국 패션 홈세일 재고액 및 재고/판매 비율 추이



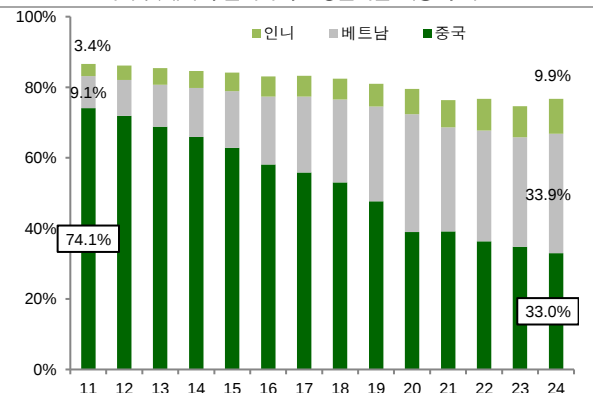
자료: US Census, 신영증권 리서치센터

도표 14. 미국 풋웨어 수입시장 규모 추이



자료: OTEXA, 신영증권 리서치센터

도표 15. 미국 풋웨어 수입액의 주요생산국별 비중 추이



자료: OTEXA, 신영증권 리서치센터

3. 패션ODM, 관세 공포 정면에서 볼 필요

베트남 생산비중이 높은 우리 ODM업체들 정말 큰일났다 싶은 투자자들의 마음이 최근 주가 하락에 고스란히 드러나고 있다. 두 가지를 더 생각해 볼 필요가 있다. 베트남에서 생산한 제품이 모두 미국으로 들어가는 것인지, 우리 업체들이 베트남에만 목을 매고 있는 상황인지.

가령 화승엔터가 베트남 생산공장에서 만드는 아디다스 운동화는 생산량의 약 10%만 미국으로 출고된다. 베트남 생산 강자로 알려져 있는 한세실업의 경우 아웃소싱을 제외한 자체 생산능력만 보면, 작년 기준 중미 지역 생산 비중이 이미 베트남과 비슷해졌다. 한세는 현재 과테말라 지역에 수직계열화를 위한 추가 투자도 한창 진행 중이다. 베트남과 미국 간 관세 협상이 긍정적인 방향으로 흘러가지 않더라도 국내 ODM 업체들의 생산지 다변화 전략은 이미 수년 전부터 진행되어 왔다는 점에 주목해야 한다. 한편, 하이엔드 아웃도어 백팩을 제조하는 동인기연(111380)의 경우 생산능력의 대부분을 필리핀에 보유하고 있고 경쟁사 물량을 이전해 올 수 있는 여유 캐파를 확보하고 있다는 점이 돋보인다. 최근 관세 이슈에 따른 주가 급락은 국내 주요 ODM업체들의 저가 매수 기회가 될 수 있다는 판단이다. 해당 종목은 [도표 17]에 정리하였다.

도표 16. 주요 바이어 및 ODM업체의 북미 매출 및 생산 현황

주요 바이어	GAP	월마트	타겟	룰루레몬	VF	아디다스
전체 매출	208	9,367	1,466	146	141	350
북미 지역 매출	183	7,602	1,466	109	73	76
북미 지역 비중	88.1%	81.2%	100.0%	74.9%	51.6%	21.7%
해당 ODM	한세실업			영원무역		화승엔터
생산지별 비중						
베트남	39%			26%		47%
방글라데시				61%		
인도네시아	18%					45%
중국						8%
니카라과	30%					
과테말라	9%					
아이티, 미얀마	3%					

자료: 각 회사, 신영증권 리서치센터

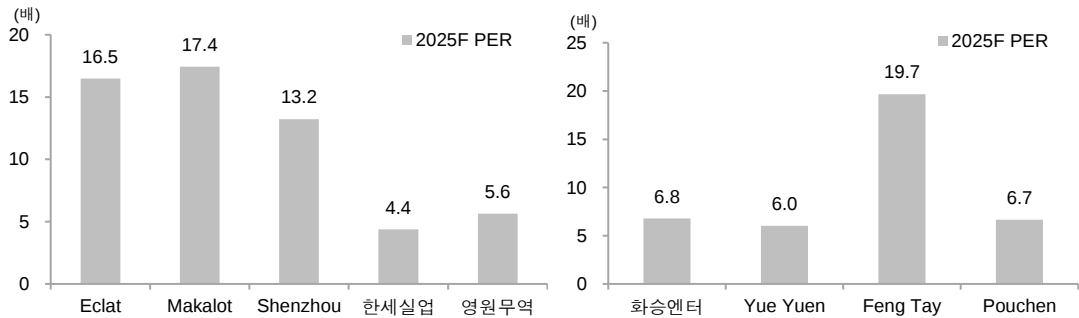
참고: 실적은 각 회사별 최근 결산기준임 / ODM업체의 생산지별 비중은 2024년 자체생산 능력 기준임(아웃소싱 제외)

도표 17. ODM패션 당사 커버리지 키데이터 정리

종목명	코드	목표주가 (원)	전일 증가 (원)	전일 시총 (억원)	25F PER	25F PBR	24A 배당수익률(%)
한세실업	A105630	28,000	10,070	4,028	4.1	0.5	3.5%
영원무역	A111770	75,000	43,300	19,187	4.6	0.5	3.3%
화승엔터프라이즈	A241590	11,000	7,240	4,387	5.2	0.7	0.5%
동인기연	A111380	32,000	13,920	853	5.2	-	3.4%

자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 18. 국내외 주요 패션 ODM업체 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 19. ODM패션 당사 커버리지 연도별 실적

한세실업	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	17,127	16,150	16,983	16,720	22,048	17,088	17,978	19,149
매출총이익	3,867	2,394	2,203	2,526	3,363	3,208	3,085	3,224
매출총이익률	22.6%	14.8%	13.0%	15.1%	15.3%	18.8%	17.2%	16.8%
영업이익	386	849	649	1,067	1,796	1,682	1,422	1,520
영업이익률	2.3%	5.3%	3.8%	6.4%	8.1%	9.8%	7.9%	7.9%
지배순이익	-508	-2	351	673	856	1,120	580	983
12개월 Fwd P/E	15.4	9.9	11.5	8.9	5.6	6.4	4.8	3.8
배당수익률	2.3%	2.9%	2.9%	2.3%	3.3%	2.4%	3.5%	5.2%

영원무역	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	21,013	23,883	24,664	27,925	39,110	36,044	35,178	37,127
매출총이익	5,691	6,059	6,283	8,276	13,166	11,550	8,964	10,745
매출총이익률	27.1%	25.4%	25.5%	29.6%	33.7%	32.0%	25.5%	28.9%
영업이익	2,010	2,376	2,597	4,425	8,230	6,371	3,156	4,895
영업이익률	9.6%	10.0%	10.5%	15.8%	21.0%	17.7%	9.0%	13.2%
지배순이익	1,131	1,663	1,477	2,981	6,745	5,160	4,271	4,187
12개월 Fwd P/E	10.9	8.3	8.0	7.7	4.3	3.9	4.5	4.5
배당수익률	0.9%	1.2%	1.6%	2.3%	3.3%	2.9%	3.3%	3.2%

화승엔터프라이즈	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	8,792	12,016	11,158	11,386	16,540	12,138	16,096	19,021
매출총이익	1,230	1,842	1,599	1,165	1,992	1,633	2,218	2,924
매출총이익률	14.0%	15.3%	14.3%	10.2%	12.0%	13.5%	13.8%	15.4%
영업이익	403	854	625	71	528	130	826	1,173
영업이익률	4.6%	7.1%	5.6%	0.6%	3.2%	1.1%	5.1%	6.2%
지배순이익	172	624	401	-65	-100	-263	331	849
12개월 Fwd P/E	12.3	12.9	12.7	12.7	7.7	11.1	6.9	4.7
배당수익률	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%

동인기연	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
매출액	1,263	1,665	1,151	1,666	2,506	2,161	2,267	2,455
매출총이익	272	379	245	334	776	673	671	-
매출총이익률	21.6%	22.8%	21.3%	20.1%	31.0%	31.1%	29.6%	-
영업이익	96	191	100	147	427	283	211	263
영업이익률	7.6%	11.5%	8.7%	8.8%	17.0%	13.1%	9.3%	10.7%
지배순이익	10	117	6	91	283	204	174	164
12개월 Fwd P/E	-	-	-	-	-	3.4	5.2	4.8
배당수익률	-	-	-	-	-	2.6%	3.4%	-

자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터 / 참고: 2025년 실적추정치는 컨센서스 기준임

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20250331)			
매수 : 87.76%	중립 : 11.56%	매도 : 0.68%	

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
한세실업	-	O	-	-	-	-	-	-
영원무역	-	-	-	-	-	-	-	-
화승엔터프라이즈	-	-	-	-	-	-	-	-
동인기연	-	-	-	-	-	-	-	-



