

유통 & 의류

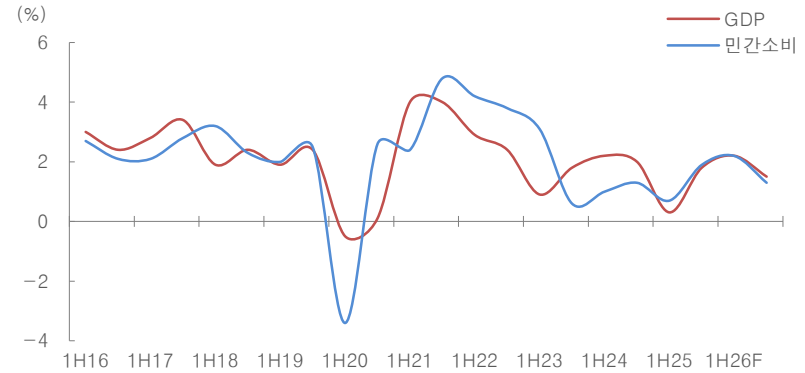
대신증권 유정현



대내외 소비 환경

- 국내 소비 환경 및 주가 흐름 : 2017년 상황과 유사
- 2017년 GDP 성장률 3.2% 기록. 상반기 2.8%, 하반기 3.4% 기록. 주가는 상반기 중 5월-6월에 1차 고점 기록
- 2026년 경우 상반기 GDP 성장률 2.2%, 하반기 1.5% 성장률 전망. 주가는 1분기 실적이 발표되는 상반기 중 단기 고점 기록한 후 하반기 외국인 매출 증가율, 반도체 업황 호황, 코스피 흐름과 같은 매크로 변수에 따라 결정될 것으로 전망

GDP 성장률 & 민간소비 성장률



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국은행 경제전망

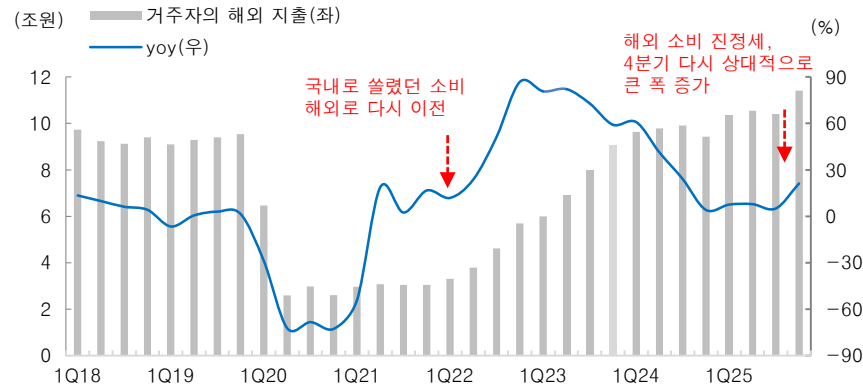
	2017			2018	2019	2020	2021			2022	2023	2024	2025F			2026F			2027F
	상반	하반	연간				연간	연간	연간				연간	연간	연간	상반	하반	연간	
GDP	2.8	3.4	3.2	2.7	2.0	-0.2	4.0	4.0	4.0	2.6	1.4	2.0	0.3	1.8	1.0	2.2	1.5	1.8	1.9
민간소비	2.1	2.8	2.6	2.7	1.9	-0.4	2.4	4.8	3.6	4.0	1.8	1.1	0.7	1.9	1.3	2.2	1.3	1.7	1.7
설비투자	15.9	12.8	14.6	-0.3	-7.8	1.5	12.6	4.1	8.3	-0.9	0.5	1.7	4.5	0.8	2.6	2.8	1.3	2.0	1.9
지식재생산산물투자	2.6	3.4	3.0	2.5	2.7	2.2	4.0	3.7	3.9	5.0	1.6	1.2	1.9	4.0	3.0	3.4	2.7	3.1	2.5
건설투자	9.4	5.4	7.6	-2.3	-4.3	-2.2	-1.5	-1.5	-1.5	-2.8	1.4	-3.3	-12.2	-5.3	-8.7	2.5	2.7	2.6	1.9
상품수출	4.2	3.0	3.8	3.5	-0.4	-2.1	14.4	6.0	9.8	3.6	2.9	6.4	1.7	4.0	9.8	2.3	0.5	1.4	2.4
상품수입	9.3	5.3	7.4	2.1	-1.6	-0.2	12.5	11.2	11.8	4.3	-0.6	1.3	1.7	2.9	2.3	4.1	0.8	2.4	2.6
취업자수 증감 ¹⁾	36.0	27.0	32.0	9.0	28.0	3.0	12.0	62.0	37.0	82.0	33.0	16.0	18.0	19.0	18.0	14.0	15.0	15.0	15.0
실업률	4.1	3.4	3.7	3.8	3.8	4.0	4.5	2.9	3.7	2.9	2.7	2.8	3.1	2.5	2.8	3.1	2.6	2.8	2.8
고용률	60.3	61.1	60.8	60.7	60.7	60.7	59.8	61.2	60.5	62.1	62.6	62.7	59.8	61.2	60.5	62.7	63.2	62.9	63.0
소비자물가	2.0	1.9	1.9	1.6	0.4	0.3	2.0	3.0	2.5	5.1	3.6	2.3	2.1	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
경상수지 ²⁾	357	428	785	700	570	570	418	465	883	258	300	990	494	656	1,150	567	733	1,300	1,200

주: 1) 만명 기준 2) 억달러 기준

대내외 소비 환경 - 수출

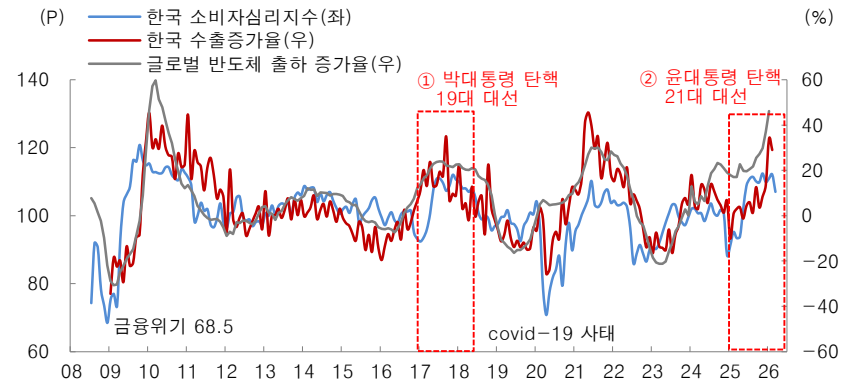
- 한국의 소비는 수출에 크게 영향을 받는 구조. 글로벌 반도체 산업 호황으로 한국 수출 급증(수출 비중 24년 21% → 26년 1분기 38%)
- 한국은 반도체 등 주요 산업 호황 및 정부의 적극적인 증시 부양 정책으로 자산 효과에 따른 소비 회복. 소비자 심리지수 25년 4월 93.8 → 26년 2월 112.1 기록. 그러나 3월 미국-이란 전쟁 발발로 소비 심리 주춤(107.0)
- 거주자의 해외 소비는 고환율 여건이 지속됨에 따라 진정되는 흐름이었다가 4분기에 +21% 증가(원/달러 환율 +3.7%). 소비가 국내외 전반에 모두 고르게 회복한 것으로 파악
- 국내 소매판매액 증가율은 25년 1, 2분기에 1%대에 그쳤으나 3분기부터 3%대 진입하며 의미 있는 성장세 나타나기 시작

거주자의 해외 소비



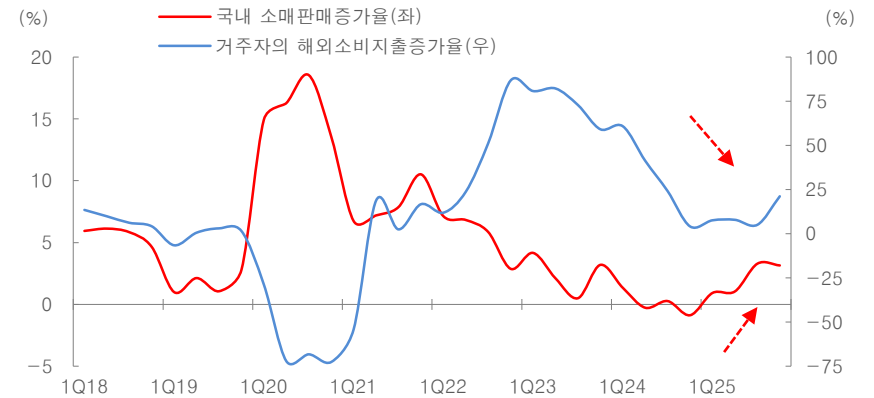
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

수출증가율과 소비심리



자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

거주자의 해외 소비 & 국내 소매판매액 증가율

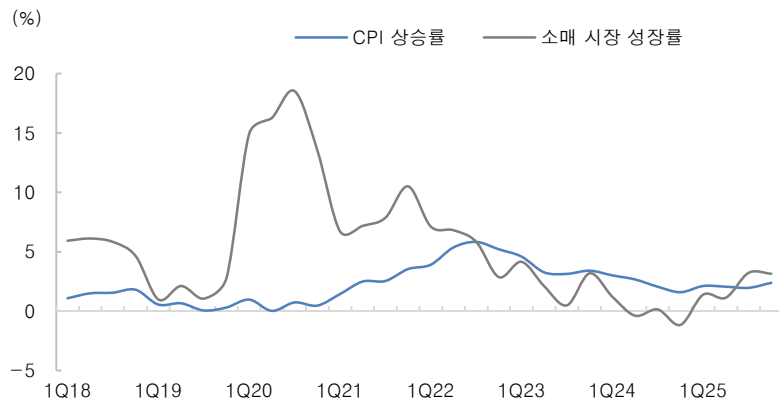


자료: 한국은행, 통계청, 대신증권 Research Center

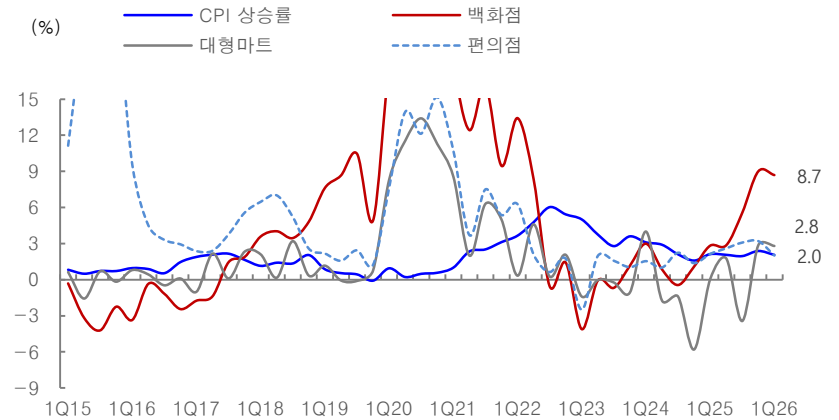
대내외 소비 환경 - 물가

- 한국의 CPI 상승률은 약 2% 내외, 22년 하반기부터 물가 상승률을 하회하는 소매 시장 성장률 기록 : 사람들이 소비를 정말 많이 줄였다는 의미
- 25년 3분기부터 소매 시장 성장률이 CPI 상승률을 상회하기 시작. 새정부의 민생회복쿠폰 지급 효과와 자산 가격 상승(KOSPI) 효과가 원인
- 채널의 구매단가 상승률이 CPI 상승률을 상회하는 것은 가격 전가력 혹은 채널의 경쟁력이 있다는 의미
- 백화점 ASP가 외국인 매출(주로 럭셔리) 증가와 소비 회복에 따른 정상이 판매율 상승으로 HSD% 수준 이상의 상승률 기록
- 편의점도 2% 이상 구매단가 상승률 기록 중
- 대형마트는 월 편차가 크게 나타나지만 최근에 회복세 기록

CPI 상승률 & 국내 소매판매액 증가율



CPI 상승률 & 소매 채널별 ASP 상승률



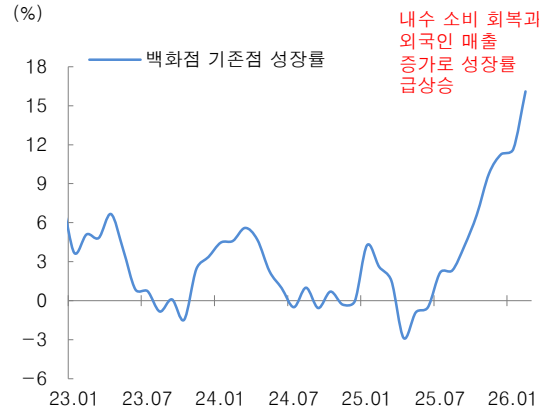
자료: 산업통상자원부, 한국은행, 대신증권 Research Center

자료: 한국은행, 산업통상부, 대신증권 Research Center

대내외 소비 환경 – 사치성 소비재 소비 증가

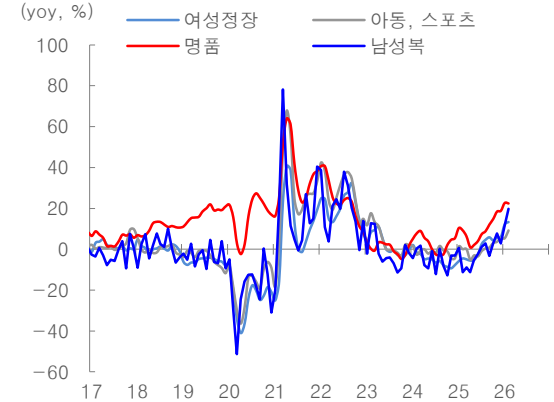
- 25년 3분기부터 소매 시장 회복 시작. 외국인 소비 및 기존 럭셔리 브랜드 매출 호조 외에도 중산층, 즉 marginal customer들의 소비가 증가하면서 백화점 기존점 성장률 크게 상승
- 26년 1분기 국내 패션 카테고리 평균 12-15% 상승하며 백화점 기존점 성장률에 크게 기여

백화점 기존점 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 복종별 매출액 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

백화점 전년동월 대비 상품군별 매출 증감률 추이

(단위: %)

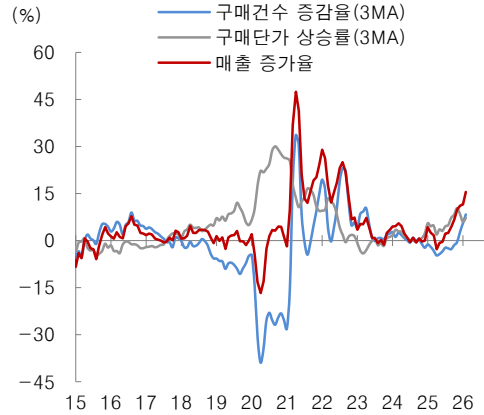
구분	잡화	여성 정장	여성 캐주얼	비식품			해외유명 브랜드	비식품 소계	식품	합계
				남성류	아동 스포츠	가정용품				
25. 1월	0.5	-6.2	2.2	0.7	9.3	-1.1	17.3	7.2	24.9	10.3
2월	-6.5	-3.1	-11.2	-11.3	-7.6	4.3	4.5	-0.7	-21.2	-3.6
3월	-3.8	-5.4	-3.3	-8.9	-1.6	-2.2	-2.7	-3.3	3.5	-2.1
4월	-6.5	-8.1	-7.1	-11.3	-6.2	-6.2	1.1	-3.9	4.5	-2.9
5월	-5.7	-2.0	-2.2	-5.3	-1.3	2.0	8.1	1.9	4.4	2.3
6월	-13.3	2.5	-4.7	-2.4	-3.1	-2.1	2.9	-1.6	1.3	-0.9
7월	-10.3	7.3	2.7	1.2	1.7	8.9	11.3	5.3	3.4	5.1
8월	-5.5	4.2	0.9	2.8	2.4	0.1	12.4	5.1	-9.9	2.8
9월	-1.5	6.1	2.4	-3.2	-1.7	-4.3	12.6	4.2	4.1	4.8
10월	6.8	2.8	13.9	2.8	8.3	-0.8	19.5	10.5	16.4	12.2
11월	3.9	8.4	2.2	7.7	4.3	5.7	23.3	12.0	5.0	12.3
12월	3.4	7.0	13.9	2.9	3.7	3.8	13.7	9.0	6.5	9.3
26. 1월	7.3	21.1	17.0	11.6	8.0	11.6	31.0	19.7	-18.8	13.4
26. 2월	12.8	11.9	25.1	19.8	15.7	12.7	22.6	18.4	65.0	25.6

자료: 산업통상부, 대신증권 Research Center

유통 채널별 현황

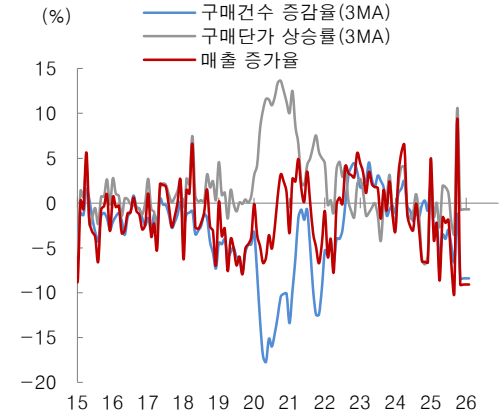
- 25년 3분기부터 소매 시장 회복 시작. 외국인 소비 및 기존 럭셔리 브랜드 매출 호조 외에도 중산층, 즉 marginal customer들의 소비가 증가하면서 백화점 기존점 성장률 크게 상승

백화점 구매건수 & 구매단가 증가율



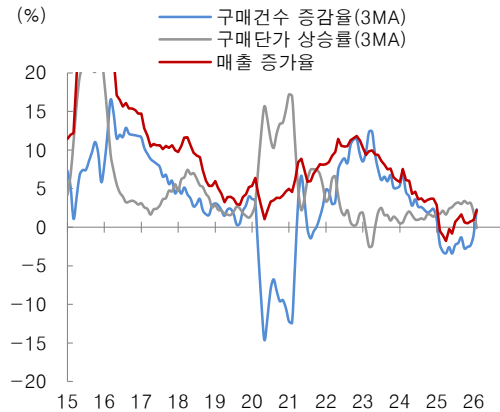
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

대형마트 구매건수 & 구매단가 증가율



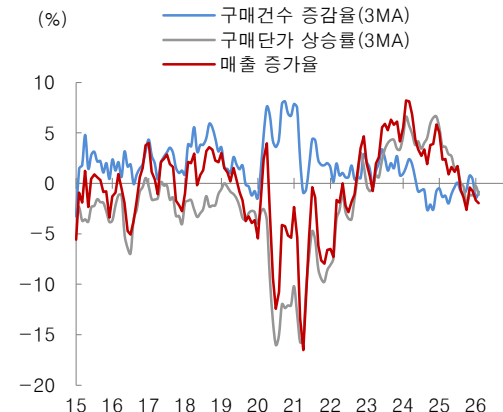
자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

편의점 구매건수 & 구매단가 증가율



자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

슈퍼마켓 구매건수 & 구매단가 증가율

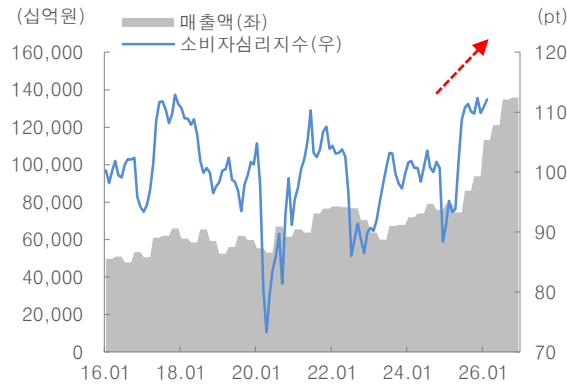


자료: 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

우리나라 산업과 지수 구성의 핵심이 되는 반도체 Top 2 기업, 그리고 소비 상관 관계

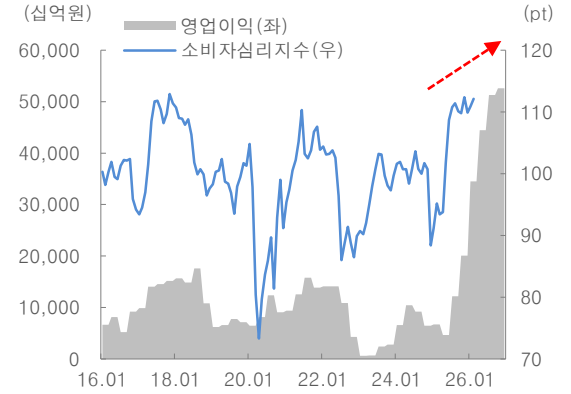
- 우리나라 수출에서 25%를 차지하는 반도체 top2 기업인 삼성전자, 하이닉스의 실적과 소비는 매우 밀접한 관계
- 이는 반도체 시황 호조가 수출 호조로 이어지며 GDP 성장을 견인할 경우 GDP에서 수출이 차지하는 비중이 큰 우리나라의 내수 소비 심리가 좋아지는 구조이기 때문
- 이 때문에 일반적으로 반도체 upturn cycle과 소비 회복 cycle이 동행하는 경향 더 뚜렷해짐. 소비가 반도체 산업에 대한 의존도 더 심화
- SK하이닉스 성과급(2027년 1분기 지급 예정) 16조원(예상)은 국내 소매 시장 규모 대비 2.4%에 해당. 세후 실질 지급액 약 9.6조원은 1.5%에 해당

삼성전자 매출액 & 소비심리



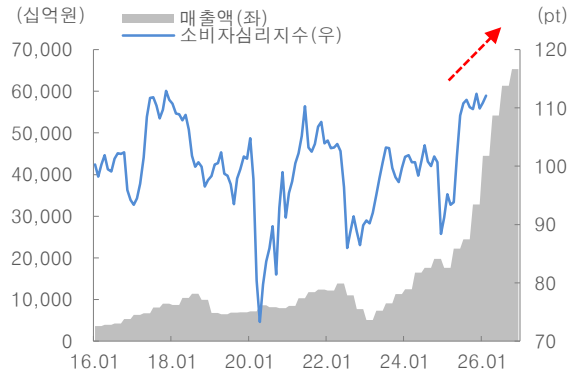
주: 2026년 실적은 컨센서스(1분기 실적 반영 전)
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

삼성전자 영업이익 & 소비심리



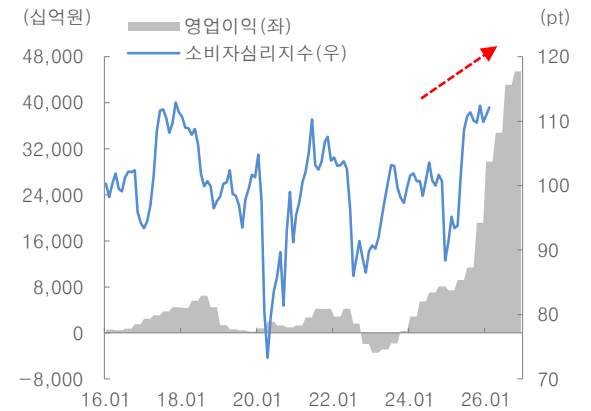
주: 2026년 실적은 컨센서스(1분기 실적 반영 전)
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

SK하이닉스 매출액 & 소비심리



주: 2026년 실적은 컨센서스
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

SK하이닉스 영업이익 & 소비심리

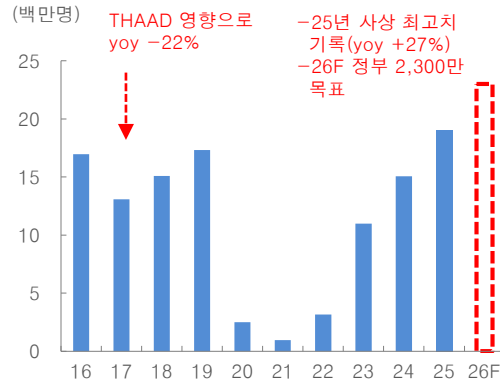


주: 2026년 실적은 컨센서스
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

외부에서 유입되는 수요 : 인바운드 관광객 증대 효과

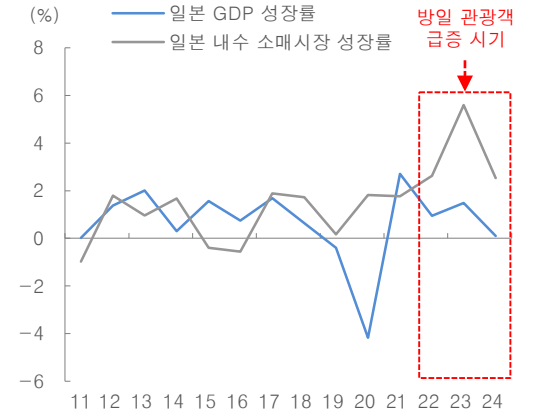
- 25년 한국을 방문하는 외국인 수는 코로나 이전인 2019년을 처음으로 넘어섬. 올해 정부 목표치 2,300만명(+20%)
- 일본의 인바운드 효과** : 우리보다 1년 먼저 코로나 이전 수준을 넘어선 일본의 경우 방일 외국인 수가 급증했던 2022-2024년 GDP 성장률이 각각 0.9%, 1.5%, 0.1% 였던 것과 대조적으로 일본 내수 소매 시장은 각각 2.6%, 5.6%, 2.5% 성장
- 한국 내수 시장에서 **외국인 카드 사용액 비중은 3.0%를 상회**(vs. 일본 5.3%). 한국 백화점의 외국인 매출 비중은 약 5~7% 수준인데 이는 2년 전 일본 수준. 향후 외국인 매출 비중 상승하며 내수 소비에 큰 축을 담당하게 될 것으로 전망

방한 외국인 수(연간)



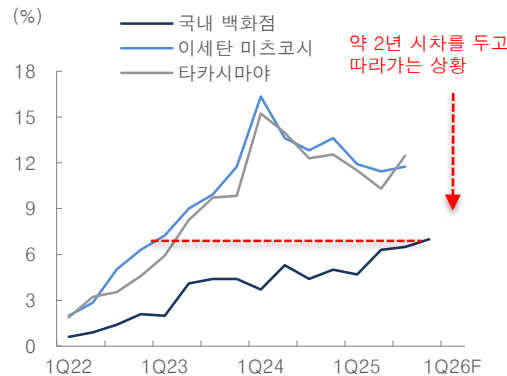
자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

일본 소매 시장 성장률 vs. GDP 성장률



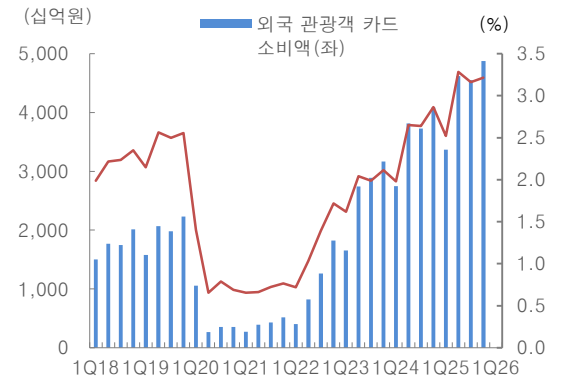
자료: 일본통계국, 대신증권 Research Center

한국 & 일본 주요 백화점 외국인 매출 비중



자료: 각사, 대신증권 Research Center

국내 소매 시장 대비 외국인 카드 사용액



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

외부에서 유입되는 수요 : 인바운드 관광객 증대 효과

- 서울(명동, 강남, 잠실)과 부산 지역에 랜드마크 점포가 있는지 중요해짐
- 부산 지역 : 서울에 이어 외국인이 많이 방문하는 주요 도시(CNN 뉴스의 일기 예보에 얼마전부터 등장)

* 백화점 주요 점포별 매출액 순위

2024년 순위	점포명	매출(십억원)	신장률(%)
1	신세계 강남점	3,327	7.3
2	롯데 잠실점	3,055	10.8
3	신세계 센텀시티점	2,108	4.9
4	롯데 본점	2,060	2.3
5	현대 판교점	1,731	3.9
6	신세계 대구점	1,577	5.1
7	현대 무역센터점	1,266	0.4
8	신세계 본점	1,214	1.5
9	현대 본점	1,202	1.3
10	더현대서울	1,199	8.2
11	롯데 부산본점	1,185	-2.0
12	갤러리아 명품관	1,173	-1.5
13	신세계 art&Science	971	2.5
14	신세계 광주점	810	-2.2
15	롯데 인천점	789	4.8
16	신세계 사우스시티	660	-2.0
17	갤러리아 타임월드점	627	-7.5
18	신세계 타임스퀘어점	624	-5.5
19	현대 목동점	610	-6.7
20	더현대 대구점	607	1.4
21	갤러리아 광교점	526	-12.9
22	AK 수원점	479	-6.5
23	롯데 평촌점	458	-0.6
24	현대 중동점	440	-6.8
25	롯데 동탄점	423	-2.1
26	롯데 노원점	416	-3.4
27	현대 울산점	407	-4.9
28	신세계 의정부점	401	-2.4
29	롯데 광복점	392	-3.1
30	현대 천호점	390	-0.7
45	신세계 하남점	264	-1.8
46	롯데 울산점	261	-3.1
47	롯데 강남점	246	-6.1
48	현대 디큐브점	209	-9.4
49	롯데 중동점	209	-3.7
50	롯데 동래점	202	1.6

2025년 순위	점포명	매출(십억원)	신장률(%)
1	신세계 강남점	3,672	10.4
2	롯데 잠실점	3,301	8.0
3	신세계 센텀시티점	2,264	7.4
4	롯데 본점	2,186	6.1
5	현대 판교점	2,029	17.2
6	신세계 대구점	1,663	5.6
7	더현대	1,286	7.3
8	현대본점	1,277	6.2
9	현대 무역센터	1,273	0.5
10	신세계 본점	1,253	3.2
11	롯데 부산본점	1,233	4.0
12	갤러리아 명품관	1,151	5.4
13	신세계 art&Science	1,041	7.2
14	롯데 인천점	830	5.1
15	신세계 광주점	819	1.1
16	신세계 사우스시티	663	0.5
17	신세계 타임스퀘어점	656	5.2
18	갤러리아 타임월드점	603	-3.6
19	더현대 대구점	592	-2.5
20	현대 목동점	573	-6.0
21	갤러리아 광교점	513	-0.1
22	AK 수원점	457	-4.7
23	현대 중동점	453	3.0
24	롯데 평촌점	453	-1.0
25	롯데 수원점	452	18.8
26	롯데 동탄점	445	5.3
27	롯데 광복점	396	1.1
28	롯데 창원점	385	10.3
29	신세계 의정부점	384	-4.3
30	롯데 노원점	375	-9.7
45	롯데 울산점	254	-2.9
46	롯데 강남점	245	-0.2
47	롯데 대전점	213	7.6
48	롯데 중동점	199	-4.8
49	신세계 김해점	198	5.0
50	롯데 동래점	184	-8.9

외부에서 유입되는 수요 : 인바운드 관광객 증대 효과

- 서울(명동, 강남, 잠실)과 부산 지역에 랜드마크 점포가 있는지 중요해짐
- 부산 지역 : 서울에 이어 외국인이 많이 방문하는 주요 도시(CNN 뉴스의 일기 예보에 얼마전부터 등장)
- 신세계, 롯데의 서울 명동 본점 및 강남, 잠실점 매출 비중은 약 37~38%대. **서울 주요 점포** 매출 성장률이 20% 이상 차지하며 **7~8% 이상의 성장 창출**. 외국인이 많이 찾는 **부산지역 점포**는 매출의 13~17%를 차지하는데 이들 점포가 두 자릿 수 성장하면서 **1~2%p 추가 성장률 확보**(서울 명동, 강남지역 및 부산지역 점포만으로 성장률이 10% 이상 생성)

롯데

(십억원)	2024	2025	1Q26
백화점 국내 전체	13,568	14,256	
명동 본점, 잠실점	5,115	5,487	
부산 3개점	1,779	1,813	

점포 매출 비중	2024	2025
명동 본점, 잠실점	38%	38%
부산 3개점	13%	13%

성장률(yoy)

전체	5.1%	약 12%
명동 본점, 잠실점	7.3%	본점 22%, 잠실 20%
부산 3개점	1.9%	부산 3개점 12%

* 1분기

- * 외국인 매출 증가율: 전점 90%, 본점 +101%, 잠실 +89%, 부산 3개점 +96%
- * 외국인 매출 비중: 전체 5%, 본점 22.4%, 잠실 5.6%, 부산 3개점 5.6%

* 백화점 점포 매출액은 어패럴 뉴스 수치 기준

신세계

(십억원)	2024	2025	1Q26
백화점 전체	12,628	13,361	
본점, 강남점	4,541	4,924	
센텀시티점	2,108	2,264	

점포 매출 비중	2024	2025
명동 본점, 강남점	36%	37%
센텀시티점	17%	17%

성장률(yoy)

전체	5.8%	20% 이상
명동 본점, 강남점	8.4%	본점 53%, 강남 20%
센텀시티점	7.4%	센텀 17%

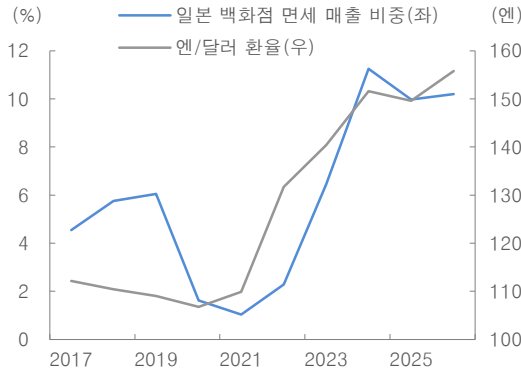
* 1분기

- * 외국인 매출 증가율: 전점 80~90%, 본점 +141%, 강남 +54%, 센텀 +98%
- * 외국인 매출 비중: 전체 7%, 본점 28.9%, 강남 6.3%, 센텀 6.1%

외부에서 유입되는 수요 : 일본 백화점 사례

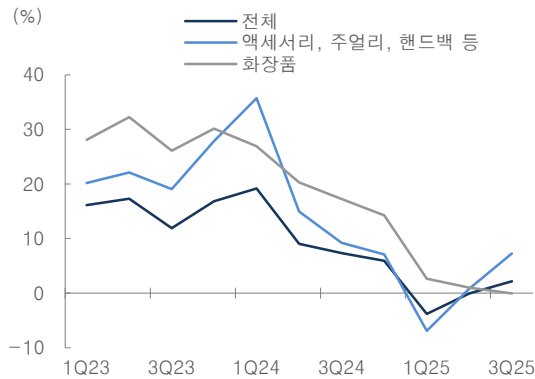
- 일본 백화점 : "믿을 수 있는 정품 쇼핑 채널"이라는 인식. 중국 및 동남아 고소득층 사이에서 인기. "소유 가치가 큰 고급 소비재 구매"로 옮겨갔고 이로써 백화점 매출에서 액세서리, 핸드백, 주얼리와 같은 고가 럭셔리 매출이 크게 증가. 엔저 현상도 매출에 크게 기여
- 22-24년 일본 백화점업계는 연평균 9% 성장. 같은 기간 면세 매출액은 연평균 144% 성장. 영업이익률은 각각 2%p씩 개선
- 당시 일본 백화점 업체들은 가파른 실적 개선이 뒷받침되며 valuation re-rating을 경험

일본 백화점 면세 매출 비중 & 엔달러환율



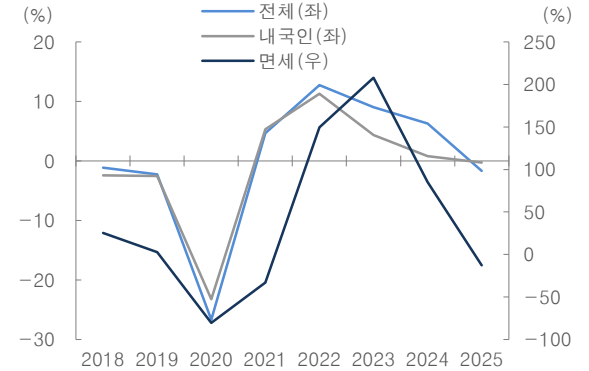
자료: 일본 백화점협회, 한국은행, 대신증권 Research Center

일본 백화점 품목별 매출 비중



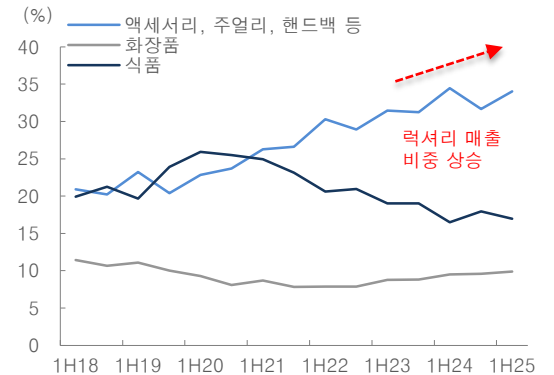
자료: 일본 백화점협회, 대신증권 Research Center

일본 백화점 내국인, 면세 매출 성장률



자료: 일본 백화점협회, 대신증권 Research Center

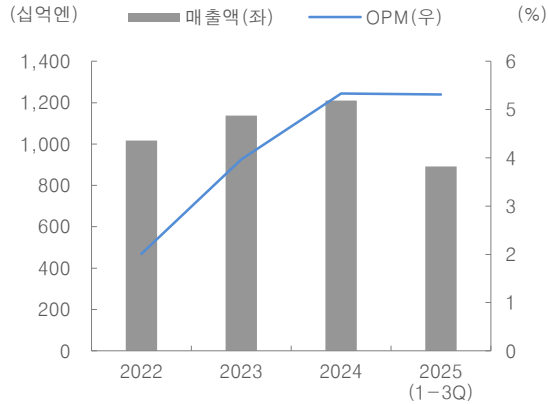
일본 백화점 품목별 매출 성장률



자료: 일본 백화점협회, 대신증권 Research Center

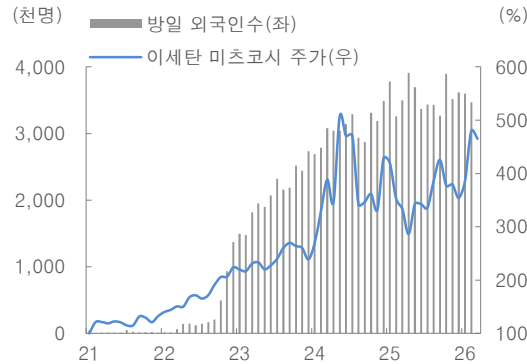
외부에서 유입되는 수요 : 일본 백화점 사례

이세탄 미츠코시 매출액 & 영업이익률



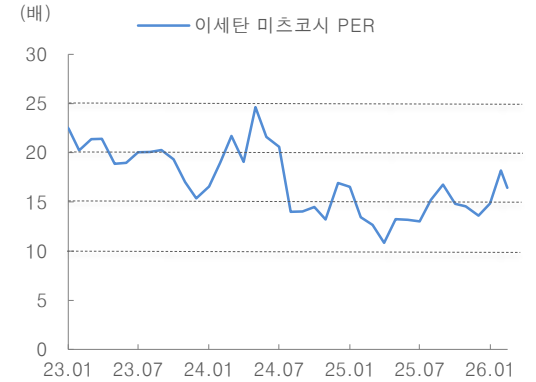
자료: 이세탄미츠코시, 대신증권 Research Center

이세탄 미츠코시 주가 & 방일 외국인수



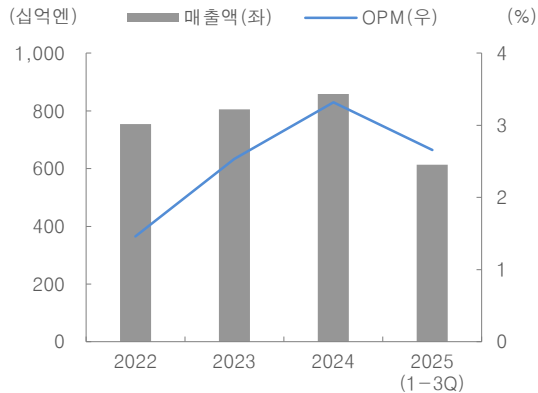
자료: Bloomberg, 일본 관광청, 대신증권 Research Center

이세탄 미츠코시 PER



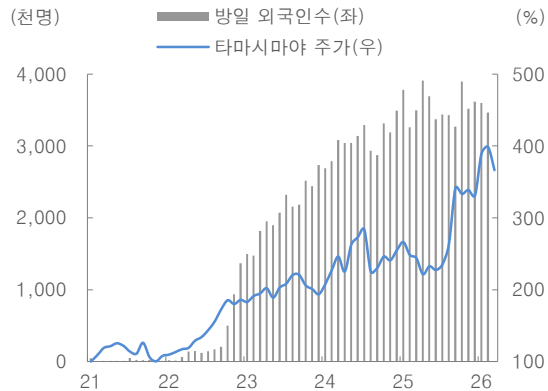
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

타카시마야 매출액 & 영업이익률



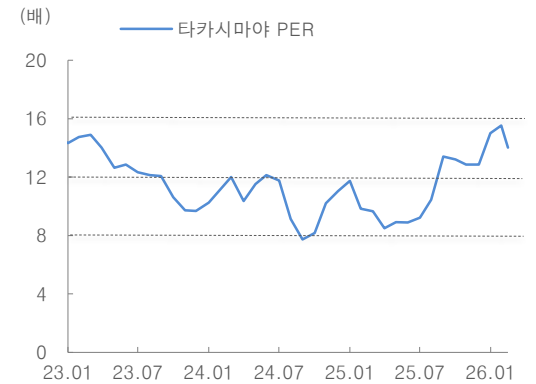
자료: 타카시마야, 대신증권 Research Center

타마시카야 주가 & 방일 외국인수



자료: Bloomberg, 일본 관광청, 대신증권 Research Center

타마시마야 PER



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

편의점

- 편의점 실적 개선 이유 : 2)지난 2년간 점포 구조조정 2)1분기 주식시장 호황으로 저녁 모임 횟수가 많아지며 야간 트래픽이 크게 개선 (숙취 해소제, 아이스크림)
- 편의점 성장성 둔화는 과출점으로 인한 트래픽 성장률이 둔화된 것도 문제였지만 저녁 술 약속이 줄어들면서 야간 트래픽이 감소한 것도 기저에 주요 원인으로 작용한 것으로 판단
- 2026년 실적 개선 전망. 근거는 1) 2년간 구조조정, 2) 소비 회복, 3) 고환율 여건으로 해외 소비 증가 둔화

한국 편의점	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액(조원)	8.4	10.1	11.7	12.8	13.2	16.5	19.5	22.2	24.4	25.7	26.5	28.4	31.2	31.0	31.7	31.6
점포 수(개)	16,937	21,221	24,559	24,859	26,020	28,994	32,611	36,824	38,451	40,672	48,094	51,475	53,475	55,580	54,852	53,266
점당 매출액(백만원)						568	597	604	635	632	551	552	583	557	579	594
점당 커버리지 인구수(명)						1,778	1,581	1,400	1,479	1,267	1,077	1,001	964	930	943	969
yoy																
매출액			15.3	9.4	3.4	24.3	18.4	14.1	9.8	5.3	3.2	7.2	9.7	-0.7	2.5	-0.4
점포 수		25.3	15.7	1.2	4.7	11.4	12.5	12.9	4.4	5.8	18.2	7.0	3.9	3.9	-1.3	-2.9
점당 매출액							5.3	1.1	5.1	-0.5	-12.7	0.1	5.6	-4.5	3.8	2.6
점당 커버리지 인구수							-11.1	-11.4	5.7	-14.3	-15.1	-7.0	-3.7	-3.5	1.4	2.7
BGF리테일				7,939	8,408	9,409	10,857	12,503	13,169	13,877	14,923	15,855	16,787	17,762	18,458	
GS리테일		6,307	7,138	7,774	8,290	9,285	10,728	12,429	13,107	13,918	14,688	15,499	16,448	17,390	18,112	
세븐일레븐				7,160	7,231	8,000	8,556	9,231	9,555	10,016	10,501	11,173	14,265	13,130	12,152	
이마트24				87	501	1,058	1,765	2,652	3,236	4,488	5,169	5,857	6,365	6,598	6,130	
미니ストップ				1,913	2,022	2,200	2,346	2,462	2,462	2,462	2,597	2,568				
세븐 +미니				9,073	9,253	10,200	10,902	11,693	12,017	12,478	13,098	13,741	14,265	13,130	12,152	
BGF리테일					5.9	11.9	15.4	15.2	5.3	5.4	7.5	6.2	5.9	5.8	3.9	
GS리테일			13.2	8.9	6.6	12.0	15.5	15.9	5.5	6.2	5.5	5.5	6.1	5.7	4.2	
세븐일레븐					1.0	10.6	6.9	7.9	3.5	4.8	4.8	6.4	27.7	-8.0	-7.4	
이마트24					475.9	111.2	66.8	50.3	22.0	38.7	15.2	13.3	8.7	3.7	-7.1	
미니ストップ					5.7	8.8	6.6	4.9	0.0	0.0	5.5	-1.1				
세븐 +미니					2.0	10.2	6.9	7.3	2.8	3.8	5.0	4.9	3.8	-8.0	-7.4	

투자포인트(유통)

		1Q25	1Q26	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025P	2026F	YoY	투자포인트
신세계	Sales	1,666	1,793	7.6%	1,773	1.1%	6,570	6,929	7,043	1.6%	- 1Q26 기준점 14-15% 수준 - 면세점 구조조정 통해 4분기 흑자 기록, 1분기 적자폭도 예상 보다 감소 예상 - 본점 리뉴얼 공사로 하락했던 외국인 매출 비중 7%까지 상승(25년 연간 5.6%)
	OP	132	154	16.7%	150	2.7%	477	480	582	21.3%	- 모든 계열사가 실적 호전되는 해 - 동사의 핵심 사업부가 인바운드 증가에 대부분 수혜. 2026년 re-rating 기대
롯데쇼핑	Sales	3,457	3,602	4.2%	3,604	-0.1%	13,987	13,738	15,671	14.1%	- 1Q26 백화점 기준점 성장률 +12% - 마트 실적도 예상보다 호조, 백화점 사업부가 전체 실적 호전 견인 지속 전망
	OP	148	201	35.8%	195	3.1%	473	547	659	20.5%	- 명동, 부산에 대형 점포 보유하고 있는 점이 현대백화점 보다 우위 - 2025년부터 중간배당 실시. Valuation도 현실화
현대백화점	Sales	1,098	1,211	10.3%	1,038	16.7%	4,188	4,230	4,765	12.6%	- 1Q26 기준점 성장률 10% 수준 - 지누스 부진 지속. 2026년 상반기 실적에 다소 부담
	OP	113	106	-6.2%	100	5.8%	284	378	472	24.9%	- 그러나 자사주 매입 등 주주가치 제고 노력 최선. 백화점 3사 중 valuation 가장 저렴(P/E 6배)
이마트	Sales	7,219	7,312	1.3%	7,410	-1.3%	29,021	28,970	30,562	5.5%	- 1Q 할인점 기준점 성장률 +2%, 트레이더스 +5% - 스타벅스 기준점 +2%, 환율 상승으로 원가율 상승, 굿즈 리콜 일회성 비용 발생
	OP	159	166	4.4%	178	-6.7%	47	322	574	78.3%	- SSG.COM 적자 지속 그러나 감소 전망
BGF리테일	Sales	2,017	2,125	5.4%	2,090	1.7%	8,725	9,061	9,555	5.5%	- 편의점 기준점 성장률 +3% 이상. 1분기 1월 소폭 +. 2월 3~4%, 3월 4% 수준 - 25년 3분기까지 마이너스 성장에서 4분기에 + 전환
	OP	23	29	26.1%	28	2.1%	252	254	300	18.1%	- 지난 해 업계 점포 구조조정 완료된 후 2026년부터 실적 개선 전망 - 백화점주 랠리 이어서 2분기부터 주가 랠리 이어 받을 종목 가능성
GS리테일	Sales	2,761	2,867	3.8%	2,833	1.2%	11,496	11,972	12,311	2.8%	- 편의점 기준점 성장률 +3% 이상 상회. 1분기 1월 소폭 +. 2월 3~4%, 3월 4% 수준 - 25년 3분기부터 실적 개선 시작
	OP	39	50	28.2%	51	-2.0%	239	291	326	12.0%	- 지난 해 업계 점포 구조조정 완료된 후 2026년부터 실적 개선 전망
호텔신라	Sales	948	1,045	10.2%	1,032	1.3%	3,948	4,068	6,975	71.5%	- 해외 공항 적자, 그러나 임차료 감면으로 전년동기대비 손익 개선 - 인천공항 DF1 철수로 공항 적자 개선 전망
	OP	-28	-4	NA	14	-129.4%	-5	14	103	635.7%	- 시내점 OPM은 MSD% 수준 유지 - 호텔/레저: 제주도 관광 수요 감소 불구 인바운드 관광객 증가에 따른 ADR 상승으로 양호한 실적 유지 전망

투자포인트(의류)

		1Q25	1Q26	YoY	consensus	consensus 대비 당사	2024	2025P	2026F	YoY	투자포인트
영원무역	Sales	811	877	8.1%	880	-0.3%	3,518	4,064	4,355	7.2%	- OEM 1Q26 달러 매출 성장률 +HSD% 성장 전망 - 아크테릭스가 새로운 성장동력으로 부상하며 호실적 견인 - 2026년 신규 바이어가 또 다른 성장원으로 작용할 듯 - 스카트는 4분기 영업적자 200억원대 후반 기록(3분기 대비 적자폭 소폭 확대) - 스카트 지분 매입 완료로 26년 스카트 실적 개선 시 EPS 개선 효과 크게 나타날 듯
	OP	82	127	흑전	109	16.5%	316	514	664	29.2%	
화승엔터프라이즈	Sales	447	439	-1.8%	412	6.7%	1,610	1,606	1,804	12.3%	- 1Q26 달러 기준 매출 성장률 -LSD% 예상 - 고객사의 재고 정책이 더 보수적으로 바뀌면서 다품종 소량 생산체제로 효율 저하 - 6월 북중미 월드컵 앞두고 2분기부터 제품 제작 시작 가능성. 2분기 중 월별 실적 체크가 필요
	OP	18	9	-50.0%	10	-5.3%	83	32	73	128.1%	
한세실업	Sales	451	455	0.9%	468	-2.8%	1,798	1,942	2,029	4.5%	- 1Q26 매출 -LSD% 예상. 영업이익 크게 늘기 어려울 전망 - 2026년 3분기부터 방적공장 가동 시작. 비용 부담 증가 가능성
	OP	30	20	-32.4%	21	-3.8%	142	82	105	28.0%	
F&F	Sales	197	528	168.3%	526	0.5%	1,896	1,934	2,020	4.4%	- 26년 가이던스(팔호안은 1분기) 디커 5%(2%), MLB 국내 5%(5%), 중국 4%(6.5%) - 1Q26 디커 (-) 성장, MLB LSD% 성장, 중국 MSD% 성장 - Taylormade 인수 확정 시 valuation re-rating 가능 - 낮은 가이던스 제시하며 추가 크게 하락. 저평가 상태
	OP	120	131	9.3%	134	-2.2%	451	469	501	6.8%	
미스토홀딩스	Sales	1,230	1,240	0.8%	1,234	0.5%	4,269	4,416	4,430	0.3%	- 국내 브랜드 equity 희석 후 회복 매우 완만히 나타나고 있는 상황 - 미국 법인 영업 철수로 손익 개선 - 중국 수수료와 로열티는 교환을 여건으로 안정적 수입처 - 풍부한 Cash flow로 주주가치 제고에 적극적
	OP	178	180	흑전	192	-6.0%	361	479	518	8.1%	
한섬	Sales	392	420	7.1%	408	2.9%	1,485	1,492	1,545	3.6%	- 일명 작은 백화점 주식, 소비 회복 시 백화점과 동반 실적 개선되는 기업 - 백화점 업황 호조 속에 국내 패션업계도 회복세. 4Q25 매출 성장률 +6% 성장 - 2023년 1분기까지 국내 고가 의류 시장 고성장, 이후 재고 과잉, 소비 부진으로 할인판매 증가하며 12개 분기 연속 GPM 하락 - 25년 4분기부터 매출 회복되며 할인판매율 하락으로 13개 분기만에 영업이익 + 전환 - 내수 소비 기업 중 valuation 가장 저렴(P/E 6배)
	OP	29	34	17.2%	32	6.3%	63	52	85	63.5%	
신세계인터내셔널	Sales	310	275	-11.3%	286	-3.9%	1,309	1,323	1,187	-10.3%	- 25년말 대표 이사 변경으로 조직 분위기 쇄신 전망 - 1Q26 해외 패션 +38% 성장. 국내 패션도 대폭 개선 - 1분기부터 실적 회복 기대감으로 강한 주가 상승 흐름 전망
	OP	7	12	-	9	33.3%	27	2	50	2400.0%	

Valuation

유통 Coverage valuation 비교 (2026.04.10 기준)

		호텔신라 008770	롯데쇼핑 023530	신세계 004170	현대백화점 069960	이마트 139480	GS리테일 007070	BGF리테일 282330
목표주가		60,000	130,000	460,000	145,000	150,000	25,000	170,000
주가		48,950	111,200	346,500	80,300	94,500	22,450	147,800
시가총액(십억원)		1,921	3,146	3,342	1,817	2,608	1,877	2,555
매출액(십억원)	25A	4,068	13,738	6,929	4,230	28,970	11,957	9,061
	26F	3,975	16,227	7,076	4,765	30,562	12,402	9,562
	27F	4,264	16,814	7,580	4,867	31,378	12,713	10,073
영업이익(십억원)	25A	14	547	480	378	322	292	254
	26F	103	673	617	427	574	325	292
	27F	165	765	673	449	621	350	328
EPS(원)	25A	-4,317	1,822	1,440	9,177	4,922	519	11,297
	26F	761	9,352	28,012	12,402	9,444	2,266	13,381
	27F	2,134	11,682	31,157	14,737	11,425	2,766	15,050
OPM(%)	25A	0.3	4.0	6.9	8.9	1.1	2.4	2.8
	26F	2.6	4.1	8.7	9.0	1.9	2.6	3.1
	27F	3.9	4.6	8.9	9.2	2.0	2.8	3.3
PER(배)	25A	-10.5	39.8	171.5	9.7	16.4	38.7	9.3
	26F	64.3	11.9	12.4	6.5	10.0	9.9	11.0
	27F	22.9	9.5	11.1	5.4	8.3	8.1	9.8
PBR(배)	25A	1.6	0.1	0.4	0.3	0.2	0.5	1.4
	26F	1.7	0.2	0.7	0.4	0.2	0.5	1.7
	27F	1.6	0.2	0.7	0.3	0.2	0.5	1.5
EV/EBITDA(배)	25A	29.2	9.4	9.0	5.9	8.7	3.7	3.0
	26F	16.1	10.0	8.8	5.6	7.6	4.9	2.9
	27F	12.0	10.3	8.5	5.3	7.4	4.7	2.5
ROE(%)	25A	-14.4	0.3	0.3	4.6	1.3	1.3	15.6
	26F	2.7	1.7	5.8	5.8	2.5	5.6	16.6
	27F	7.1	2.2	6.1	6.4	2.9	6.4	16.6
ROA(%)	25A	0.4	1.4	3.1	3.4	1.0	3.9	7.3
	26F	2.9	1.7	3.9	3.8	1.8	4.4	8.1
	27F	4.6	1.9	4.3	3.9	1.9	4.7	8.9

Valuation

글로벌 유통 valuation 비교 (2026.04.10 기준)

		Walmart WMT US	Costco COST US	Target TGT US	Amazon AMZN US	Alibaba BABA US	Coupage CPNG US	Seven&l Holdings 3382 JP
주가 (USD)		129.13	1,032.03	124.03	233.65	127.68	19.66	13.24
시가총액 (USDmn)		1,029,476	457,863	56,168	2,512,026	304,825	35,942	34,477
매출액 (USDmn)	25A	680,985	254,453	106,566	716,924	137,996	34,534	67,866
	26F	748,225	298,803	105,225	806,346	150,459	38,063	63,115
	27F	783,845	321,580	107,987	901,702	166,862	43,162	64,697
영업이익 (USDmn)	25A	29,504	9,276	5,566	86,715	21,672	498	2,763
	26F	33,878	11,620	5,048	98,719	9,818	206	2,717
	27F	37,510	13,085	5,319	121,618	15,553	1,377	2,928
EPS (USD)	25A	2.51	16.54	8.86	6.99	9.01	0.12	0.59
	26F	2.93	20.43	8.02	9.15	4.62	0.09	0.69
	27F	3.29	22.77	8.46	10.84	7.47	0.55	0.80
OPM (%)	25A	4.3	3.6	5.2	12.1	15.7	1.4	4.1
	26F	4.5	3.9	4.8	12.2	6.5	0.5	4.3
	27F	4.8	4.1	4.9	13.5	9.3	3.2	4.5
PER (X)	25A	39.1	53.9	15.6	33.0	14.8	195.5	32.2
	26F	44.0	50.5	15.5	25.5	27.6	220.9	19.2
	27F	39.3	45.3	14.7	21.6	17.1	35.9	16.5
PBR (X)	25A	8.7	16.7	4.3	6.03	2.3	9.3	1.4
	26F	9.4	13.3	3.3	4.84	1.9	7.0	1.3
	27F	8.4	10.8	3.0	3.81	2.0	5.7	1.2
EV/EBITDA (X)	25A	18.9	33.3	8.5	15.2	8.8	24.1	8.5
	26F	22.0	31.4	8.1	11.9	12.9	21.0	9.9
	27F	20.1	28.4	7.8	9.6	9.3	13.6	9.5
ROE (%)	25A	23.2	30.2	29.1	21.7	15.7	5.2	6.0
	26F	21.4	28.9	21.9	18.7	8.0	4.4	6.9
	27F	22.1	26.2	21.2	18.3	9.0	17.2	7.7
ROA (%)	25A	7.9	10.6	7.2	10.5	8.8	1.4	2.1
	26F	8.2	11.1	6.0	9.9	4.8	3.1	3.2
	27F	8.7	10.7	6.1	10.3	5.7	5.8	3.2

Valuation

의류 Coverage valuation 비교 (2026.04.10 기준)

		한세실업	영원무역	화승 엔터프라이즈	한섬	미스토홀딩스	신세계인터	F&F
		105630	111770	241590	020000	081660	031430	383220
목표주가		18,000	140,000	8,000	35,000	60,000	17,000	90,000
주가		11,440	81,000	4,500	22,800	41,000	12,370	64,500
시가총액(십억원)		458	3,589	273	512	2,177	433	2,471
매출액(십억원)	25A	1,942	4,064	1,606	1,492	4,416	1,323	1,934
	26F	2,029	4,355	1,804	1,631	4,430	1,187	2,016
	27F	2,146	4,603	2,075	1,792	4,501	1,475	2,138
영업이익(십억원)	25A	82	514	32	52	479	2	469
	26F	105	664	73	101	518	40	502
	27F	117	731	115	125	536	62	531
EPS (원)	25A	1,422	9,659	167	2,061	4,117	116	10,404
	26F	1,747	13,740	708	3,675	4,372	1,375	11,559
	27F	1,981	13,888	1,249	4,602	4,566	1,820	11,943
OPM (%)	25A	4.2	12.7	2.0	3.5	10.8	0.1	24
	26F	5.2	15.2	4.1	6.2	11.7	3.4	24.9
	27F	5.5	15.9	5.5	6.9	11.9	4.2	24.9
PER (X)	25A	9.1	9.2	29.0	7.8	10.6	91.3	6.6
	26F	7.4	6.4	6.8	7.2	10.0	7.7	5.3
	27F	6.5	6.4	3.9	5.7	9.6	5.8	5.1
PBR (X)	25A	0.7	0.92	0.51	0.25	0.74	0.45	1.4
	26F	0.6	0.81	0.47	0.38	0.6	0.43	1.1
	27F	0.6	0.73	0.41	0.36	0.5	0.41	0.9
EV/EBITDA (X)	25A	7.8	4.9	8.2	3.0	6.5	14.7	4.7
	26F	6.4	3.4	5.1	3.4	5.4	8.0	3.7
	27F	5.8	2.9	3.6	3.0	3.9	7.2	3.4
ROE (%)	25A	7.8	11.1	1.9	3.3	9.9	0.5	23.2
	26F	9.1	14.1	7.7	5.4	8.5	5.7	21.6
	27F	9.6	12.7	12.2	6.4	6.9	7.2	19.1
ROA (%)	25A	5.7	9.3	2.1	3.0	8.3	0.1	19.0
	26F	7.0	11.3	5.0	5.8	8.3	3.0	18.3
	27F	7.5	11.6	7.5	6.9	6.7	4.3	18.1

Valuation

글로벌 스포츠 브랜드 valuation 비교 (2026.04.10 기준)

		Acushnet GOLF US	미스토홀딩스 081660 KS	Nike NKE US	Adidas ADS GR	Asics 7936 JP EQUITY	DECKERS DECK US EQUITY	On Holding ONON US EQUITY	Lululemon LULU US
주가 (원, USD, 유로, 엔)		98.60	41,000	44.00	136.95	4,407	109.77	34.44	166.51
시가총액(local mn.)		5,774	2,176,765	65,159	24,651	3,236,863	15,582	11,400	19,248
매출액(local bil.)	25A	2,559	4,416	46.3	24.8	811	4.99	3.64	10.59
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	26F	2,658	4,430	46.4	26.3	959	5.44	4.45	11.51
	27F	2,721	4,501	46.9	28.3	1,064	5.81	5.34	12.04
영업이익(local bil.)	25A	312	479	3.70	2.13	142.5	1.19	0.46	2.51
(Acushnet, Callaway는 백만달러)	26F	339	518	2.78	2.43	176.0	1.24	0.65	2.01
	27F	355	536	3.51	2.85	199.6	1.27	0.79	2.12
EPS (원, 엔, 유로, USD)	25A	3.5	4,117	2.2	7.8	138.1	6.4	0.8	14.6
	26F	3.8	4,372	1.5	9.4	163.9	6.9	1.6	12.4
	27F	4.0	4,566	2.0	11.5	188.6	7.3	2.0	13.3
OPM (%)	25A	12.2	10.8	8.0	8.6	17.6	23.8	12.6	23.7
	26F	12.7	11.7	6.0	9.2	18.3	22.8	14.6	17.5
	27F	13.0	11.9	7.5	10.1	18.8	21.9	14.9	17.6
PER (X)	25A	22.8	10.6	28.1	22.7	27.2	17.6	54.2	28.3
	26F	25.9	10.0	28.8	14.6	26.9	16.0	21.7	13.5
	27F	24.5	9.6	22.4	11.9	23.4	15.0	17.4	12.5
PBR (X)	25A	5.9	0.7	6.8	5.2	9.8	6.7	6.7	11.6
	26F	7.6	0.6	4.7	3.8	9.3	6.2	4.3	3.4
	27F	7.7	0.5	4.8	3.3	7.5	4.9	3.4	3.0
EV/EBITDA (X)	25A	14.2	6.5	17.8	10.4	15.7	11.4	20.5	15.2
	26F	15.7	5.4	18.5	7.9	15.8	10.3	12.7	6.8
	27F	15.1	3.9	15.7	7.2	14.0	10.0	10.4	6.5
ROE (%)	25A	27.4	9.9	23.3	24.6	39.1	42.1	13.7	42.4
	26F	28.1	8.5	16.7	26.5	38.9	39.4	20.3	26.5
	27F	30.2	6.9	21.9	28.4	36.0	35.5	19.9	24.7
ROA (%)	25A	9.4	8.3	8.6	6.8	17.9	29.0	7.9	24.7
	26F	9.7	8.3	6.0	8.3	18.4	26.8	12.8	16.2
	27F	10.0	6.7	7.7	9.7	18.3	24.1	12.4	16.3

신세계(004170)

(parent)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	1,172	1,271	1,202	1,373	1,206	1,242	1,205	1,486	1,318	1,304	1,205	1,560	1,792	1,747	1,712	1,661	1,908	1,458	1,367	1,769
영업이익	87	83	75	103	70	78	60	92	70	35	49	75	108	71	84	148	116	101	90	534
영업이익률	7.4	6.5	6.2	7.5	5.8	6.3	5.0	6.2	5.3	2.7	4.1	4.8	6.0	4.1	4.9	8.9	6.1	6.9	6.6	30.2
YoY																				
총매출액	12.9	18.3	17.9	6.5	2.9	-2.3	0.3	8.2	9.3	5.0	0.0	5.0	35.9	33.9	42.0	6.5	6.5	-16.5	-20.1	6.5
영업이익	42.7	73.8	157.5	5.5	-19.2	-5.5	-20.5	-10.6	-1.3	-55.5	-17.2	-18.3	55.0	104.1	70.0	96.5	7.5	42.5	7.1	260.9

2023	2024	2025	2026F	2027F
5,139	5,388	6,912	6,503	6,926
300	229	411	841	793
5.8	4.3	5.9	12.9	11.4
2.4	4.8	28.3	-5.9	6.5
-13.7	-23.7	79.3	104.7	-5.7

(Consolidated)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	2,841	3,061	3,067	3,526	2,675	2,732	2,604	3,121	2,819	2,782	2,709	3,187	2,878	2,896	2,814	3,187	3,162	3,150	3,061	3,420
신세계	1,172	1,271	1,202	1,373	1,670	1,702	1,645	2,030	1,801	1,746	1,688	2,033	1,791	1,746	1,712	2,180	1,967	1,886	1,849	2,311
신세계DF	0	0	0	0	0	585	499	555	561	563	570	562	562	562	562	562	562	562	562	562
신세계인터내셔널	352	384	388	430	312	334	316	393	309	321	296	382	304	309	310	344	292	287	275	374
센트럴시티	70	80	85	89	84	89	94	82	89	95	94	97	89	96	98	110	93	101	103	115
영업이익	164	187	153	141	152	150	132	206	163	118	93	106	132	75	100	173	153	118	130	216
신세계	87	83	75	103	110	92	93	145	114	82	88	122	108	79	84	143	134	102	111	155
신세계DF	-2	29	5	-26	24	40	13	9	7	9	-16	-36	-2	-2	-6	0	-6	2	5	6
신세계인터내셔널	33	39	24	19	10	18	6	14	11	13	2	0	5	-2	-2	-3	12	10	9	20
센트럴시티	15	7	23	19	22	9	25	23	26	11	26	23	22	10	28	29	25	25	25	25
영업이익률	5.8	6.1	5.0	4.0	5.7	5.5	5.1	6.6	5.8	4.2	3.4	3.3	4.6	2.6	3.5	5.4	4.8	3.7	4.3	6.3
YoY																				
총매출액	30.6	32.4	19.4	11.7	-5.8	-10.7	-15.1	-11.5	5.4	1.8	4.0	2.1	2.1	4.1	3.9	0.0	9.9	8.8	8.8	7.3
영업이익	32.4	94.8	49.4	-27.6	-6.8	-20.2	-13.9	45.8	7.0	-21.5	-29.4	-48.5	-18.8	-35.9	7.3	62.6	15.7	56.3	30.6	25.4

2023	2024	2025	2026F	2027F
11,132	11,497	11,775	12,060	13,598
7,047	7,268	7,430	7,660	7,898
1,639	2,256	2,414	2,583	2,764
1,354	1,309	1,268	1,228	1,300
350	375	393	413	433
640	480	480	617	673
440	396	414	449	449
87	-36	-9	7	21
49	27	-2	51	57
78	86	89	100	106
5.7	4.2	4.1	5.1	5.0
-10.9	3.3	2.4	2.4	12.8
-0.9	-25.0	0.1	28.6	9.0

롯데쇼핑(023530)

(Wbn, %)	2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
총매출액	4,990	5,078	5,125	5,261	4,953	4,873	4,919	5,078	4,891	4,759	4,761	5,172	5,425	5,245	5,278	5,827
매출액	3,562	3,622	3,739	3,633	3,513	3,428	3,568	3,477	3,457	3,350	3,410	3,522	3,960	3,881	3,958	4,428
백화점	796	800	732	932	816	836	755	912	806	816	765	953	887	873	811	1,019
할인점	1,447	1,422	1,517	1,571	1,618	1,319	1,442	1,491	1,486	1,295	1,334	1,517	1,640	1,567	1,598	1,675
슈퍼마켓	326	325	347	309	329	330	335	303	305	309	314	315	308	312	317	318
홈쇼핑	231	231	22	260	228	232	208	257	228	231	211	236	228	231	211	236
롯데하이마트	626	680	726	579	525	589	686	556	529	594	653	524	601	632	730	653
컬처웍스	112	128	154	169	115	114	131	92	86	92	128	128	91	97	135	135
이커머스	29	36	32	38	30	28	27	35	33	27	23	32	37	30	25	40
영업이익	113	51	142	202	115	56	155	147	148	41	131	228	206	64	160	242
백화점	129	64	75	210	90	54	71	180	127	65	83	220	163	88	93	233
할인점	32	-3	51	8	43	-16	45	-7	28	-39	12	-20	33	-30	17	14
슈퍼마켓	8	5	14	-2	12	13	12	-8	3	3	5	-3	3	5	5	-5
홈쇼핑	4	2	-8	10	10	16	10	14	12	12	10	10	12	13	10	10
롯데하이마트	-26	8	36	-10	-16	2	31	-6	-11	11	19	-9	-8	15	20	-10
컬처웍스	-11	2	3	-3	1	6	9	-16	-10	-8	8	-2	10	-3	4	0
이커머스	-20	-21	-23	10	-22	-20	-4	-7	-9	-7	3	-3	-8	-8	-10	-5
영업이익률	2.3	1.0	2.8	3.8	2.3	1.2	3.2	2.9	3.0	0.9	2.7	4.4	3.8	1.2	3.0	4.2
YoY																
매출액	-4.7	-6.4	-5.7	-3.2	-0.7	-4.0	-4.0	-3.5	-1.3	-2.3	-3.2	1.8	10.9	10.2	10.9	12.7
영업이익	63.7	-30.8	-5.3	117.4	2.1	8.9	9.1	-27.3	29.1	-27.6	-15.8	54.7	39.2	58.2	22.8	6.3

2023	2024	2025	2026F	2027F
20,454	19,823	19,582	21,773	22,565
14,556	13,987	13,738	16,227	16,814
3,260	3,319	3,339	3,420	3,724
5,957	5,870	5,632	6,479	6,857
1,307	1,296	1,242	1,255	1,267
744	925	906	906	906
2,610	2,357	2,300	2,616	2,622
563	452	435	458	484
135	120	114	132	160
508	473	547	673	765
478	396	496	577	597
88	65	-20	34	48
25	29	8	8	14
8	50	45	45	45
8	11	10	17	21
-9	0	-12	11	10
-54	-53	-15	-31	-28
2.5	2.4	2.8	3.1	3.4
-5.0	-3.1	-1.2	11.2	3.6
31.6	-7.0	15.6	23.0	13.7

현대백화점(069960)

(Wbn, %)	2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Gross sales	2,366	2,493	2,538	2,737	2,432	2,477	2,431	2,720	2,555	2,474	2,320	2,523	2,469	2,461	2,438	2,724
yoy(%)	3.7	2.5	-4.8	-12.9	2.8	-0.6	-4.2	-0.6	5.0	-0.1	-4.6	-7.3	-3.3	-0.5	5.1	8.0
Net sales	1,098	970	1,004	1,135	952	1,024	1,050	1,175	1,098	1,080	1,010	1,042	1,211	1,154	1,162	1,238
yoy(%)	17.5	-13.8	-26.8	-28.3	-13.3	5.5	4.6	3.5	15.4	5.5	-3.8	-11.4	10.2	6.8	15.0	18.9
GP	659	586	592	655	560	600	594	712	643	641	586	681	617	615	615	708
%gross sales	27.9	23.5	23.3	23.9	23.0	24.2	24.4	26.2	25.2	25.9	25.2	27.0	25.0	25.0	25.2	26.0
yoy(%)	0.9	-28.0	-31.5	-34.9	-15.0	2.3	0.4	8.6	14.7	6.9	-1.4	-4.3	-4.0	-4.0	5.1	4.0
SG&A	581	531	518	559	491	557	529	604	530	554	513	575	511	546	500	572
%gross sales	24.6	21.3	20.4	20.4	20.2	22.5	21.8	22.2	20.8	22.4	22.1	22.8	20.7	22.2	20.5	21.0
yoy(%)	3.0	-28.6	-32.9	-40.4	-15.5	4.9	2.2	7.9	7.9	-0.5	-3.1	-4.8	-3.6	-1.4	-2.5	-0.5
OP	78	56	74	96	69	43	65	108	113	87	73	106	106	69	116	136
%gross sales	3.3	2.2	2.9	3.5	2.8	1.7	2.7	4.0	4.4	3.5	3.1	4.2	4.3	2.8	4.7	5.0
yoy(%)	-12.3	-22.0	-19.7	39.9	-11.6	-23.0	-12.7	12.4	63.3	103.0	12.4	-1.6	-5.6	-20.7	59.2	28.2
백화점									123	99	83	93	92	75	93	142
Net sales	573	594	580	656	594	612	568	661	589	612	568	682	662	688	688	836
net/gross	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5	36.5	37.5	38.5	39.5
OP	95	61	80	120	103	71	71	114	97	71	89	114	109	81	89	138
OPM	5.7	4.5	5.3	5.9	5.7	3.5	4.5	5.5	5.5	4.0	4.7	6.2	6.0	4.4	5.0	6.5
y-y	-7.3	-27.9	-17.3	26.9	8.3	15.8	-11.0	-5.1	-5.7	0.0	25.8	0.0	12.0	13.7	0.1	20.9
Duty Free																
(Wbn, %)	2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Gross sales	399	477	567	440	510	481	465	526	589	564	387	374	400	390	400	410
yoy(%)	-32.0%	-25.0%	-13.8%	-50.3%	27.7%	0.8%	-18.1%	19.6%	15.5%	17.2%	-16.7%	-29.0%	-32.1%	-30.8%	3.3%	9.7%
OP	-16	-1	1	-16	-5	-4	-8	-12	-2	-1	1	2	1	2	2	2
%sales	-3.9	-0.2	0.2	-3.6	-1.0	-0.8	-1.7	-2.2	-0.3	-0.2	0.3	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5

(Wbn, %)	2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	5Q	6Q	7Q	8Q
Sales	229	220	222	282	152	206	273	289	250	230	242	192	255	236	251	198
yoy(%)			-17.4	-11.4	-33.6	-6.0	23.2	2.4	64.2	11.2	-15.0	-1.0	2.0	3.0	4.0	3.0
OP	8	5	3	2	-19	-14	12	16	28	29	-8	-23	-18	-8	2	2
%sales	3.6	2.4	1.4	0.6	-12.5	-6.9	4.4	5.6	11.0	12.7	-3.2	-12.1	-7.1	-3.4	0.8	1.0

2023	2024	2025	2026	2027	2028
10,133	10,061	9,871	10,093	10,311	10,421
-3.7	-0.7	-1.9	2.2	2.2	1.1
4,207	4,201	4,230	4,765	4,867	4,974
-16.1	-0.2	0.7	12.6	2.1	2.2
2,493	2,465	2,550	2,556	2,612	2,690
24.6	24.5	25.8	25.3	25.3	25.8
-3.0	-1.1	3.4	0.2	2.2	3.0
2,189	2,181	2,172	2,129	2,163	2,203
21.6	21.7	22.0	21.1	21.0	21.1
-4.0	-0.4	-0.4	-2.0	1.6	1.9
304	284	378	427	449	488
3.0	2.8	3.8	4.2	4.4	4.7
-5.4	-6.4	33.1	12.9	5.1	8.6
343	325	397	366	506	514

2,403	2,435	2,430	2,874	2,889	2,903
32.9	34.0	34.5	38.1	38.1	38.1
4.9	1.3	-0.2	18.3	0.5	0.5
356	359	371	416	437	453
4.9	5.0	5.3	5.5	5.8	5.9
-5.9	0.8	3.5	12.2	4.8	3.7

2023	2024	2025	2026	2027	2028
1,884	1,982	1,913	1,600	1,740	1,770
-31.9	5.2	-3.5	-16.4	8.7	1.7
-31	-29	0	7	18	27
-1.7	-1.5	0.0	0.4	1.0	1.5

2023	2024	2025	2026	2027	2027
952	920	913	941	981	1,023
18	-5	26	-22	51	53
1.9	-0.6	2.8	-2.3	5.2	5.2

영원무역(111770 KS)

(Wbn, %)	2023				2024				2025				2026F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
W/\$	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,371	1,358	1,400	1,452	1,401	1,385	1,452	1,450	1,420	1,420	1,420
yoy	6.0	4.3	-2.0	-2.7	4.1	4.3	3.6	6.0	9.2	2.2	2.0	3.7	-0.2	1.3	2.5	-2.2
Sales-OEM(\$mn)	386	486	455	325	356	451	539	389	371	495	597	476	408	535	638	509
yoy	5.9	7.5	-18.2	-23.0	-7.9	-7.3	18.4	20.0	4.3	9.9	10.7	22.1	10.0	8.0	7.0	7.0
Sales(Wbn)	841	1,008	999	757	710	893	1,068	847	811	1,038	1,205	1,009	877	1,120	1,303	1,056
OEM	493	639	597	429	473	618	732	545	538	694	826	691	591	759	907	723
Outdoor Research	44	34	57	70	33	35	50	79	47	43	49	53	48	45	50	55
Scott	304	335	345	259	204	240	287	223	226	301	330	266	237	316	346	279
yoy	9.7	6.6	-14.1	-26.5	-15.6	-11.4	7.0	11.8	14.3	16.3	12.8	19.2	8.1	7.9	8.1	4.6
OEM	12.2	12.1	-19.8	-25.1	-4.1	-3.3	22.6	27.2	13.9	12.3	12.9	26.7	9.8	9.4	9.7	4.6
Outdoor Research	20.5	-16.3	65.7	-2.2	-25.0	2.9	-11.8	12.2	41.5	24.0	-3.0	-32.2	3.0	3.0	3.0	3.0
Scott	4.5	0.0	-10.4	-33.1	-32.8	-28.4	-17.0	-13.7	10.9	25.2	15.1	19.0	5.0	5.0	5.0	5.0
COGs	555	671	690	555	509	593	824	696	601	743	871	752	623	771	893	767
%COGs	66.0	66.6	69.1	73.2	71.8	66.4	77.1	82.1	74.1	71.6	72.3	74.5	71.0	68.9	68.6	72.6
SG&A	119	126	129	144	129	133	140	197	128	149	153	146	127	162	189	153
%SG&A	14.1	12.5	12.9	19.0	18.2	14.9	13.1	23.3	15.7	14.4	12.7	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
OP	167	210	180	82	71	166	105	-14	82	146	181	105	127	186	221	136
OEM	137	193	161	64	83	187	165	82	106	168	195	125	124	182	218	123
Outdoor Research	3	3	7	1	4	0	8	2	4	4	1	10	1	3	3	1
Scott	27	7	12	3	-16	-21	-68	-107	-28	-27	-20	-31	-10	-5	0	3
check																
OPM (%)	19.9	20.9	18.0	10.8	10.0	18.6	9.8	-1.6	10.1	14.0	15.0	10.4	14.5	16.6	16.9	12.9
OEM	27.8	30.2	26.9	15.0	17.6	30.3	22.5	15.0	19.7	24.2	23.6	18.1	21.0	24.0	24.0	17.0
Outdoor Research	7.0	8.8	13.1	1.4	11.0	0.4	15.0	2.0	9.4	9.9	2.0	18.3	2.0	6.7	6.0	2.0
Scott	8.9	2.1	3.4	1.2	-7.8	-8.6	-23.7	-47.9	-12.4	-8.8	-6.1	-11.6	-4.2	-1.6	0.0	1.1
yoy OP	14.6	1.1	-34.8	-57.8	-57.5	-20.9	-41.9	-116.7	15.9	-12.5	73.4	-873.2	54.5	27.9	21.8	29.4
OEM	32.9	18.4	-27.8	-58.4	-39.2	-3.1	2.7	27.2	27.0	-10.2	18.2	53.0	17.3	8.5	11.6	-1.9
Scott	-29.5	-84.8	-78.4	-91.9	-159.3	-395.7	-671.4	-3666.7	75.6	28.0	-70.6	-71.2	-64.4	-81.1	-100.0	-109.7

2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
1,148	1,291	1,306	1,365	1,423	1,428	1,390	1,380
-2.7	12.4	1.2	4.5	4.2	0.3	-2.6	-0.7
1,398	1,794	1,652	1,735	1,938	2,090	2,278	2,460
27.7	28.4	-7.9	5.0	11.7	7.8	9.0	8.0
2,793	3,905	3,604	3,518	4,064	4,356	4,605	4,903
1,613	2,326	2,158	2,368	2,749	2,980	3,164	3,394
135	183	205	197	192	198	204	210
1,053	1,398	1,242	954	1,122	1,178	1,237	1,299
13.2	39.8	-7.7	-2.4	15.5	7.2	5.7	6.5
24.9	44.2	-7.2	9.7	16.1	8.4	6.2	7.3
7.6	35.2	11.9	-4.0	-2.4	3.0	3.0	3.0
0.4	32.7	-11.1	-23.2	17.7	5.0	5.0	5.0
1,965	2,594	2,471	2,621	2,967	3,054	3,178	3,382
70.4	66.4	68.5	74.5	73.0	70.1	69.0	69.0
398	494	518	600	576	632	688	733
14.3	12.6	14.4	17.1	14.2	14.5	14.9	14.9
442	823	639	328	514	671	739	789
334	643	555	517	594	647	694	744
6	3	15	13	19	8	9	9
102	177	49	-202	-105	-12	39	39
15.8	21.1	17.7	9.3	12.7	15.4	16.0	16.1
20.7	27.7	25.7	21.8	21.6	21.7	21.9	21.9
4.3	1.7	7.1	6.6	10.1	4.1	4.5	4.4
9.7	12.6	3.9	-21.1	-9.4	-1.0	3.2	3.0
70.2	86.2	-22.4	-48.6	56.7	30.3	10.2	6.7
85.9	92.4	-13.7	-6.8	14.9	8.9	7.3	7.2
40.4	73.4	-72.3	-512.4	-47.7	-88.6	-428.8	-1.0

영원무역(111770 KS)

(Wbn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
고객 1	159	180	152	132	153	160	197	266	388	328	366
고객 2	-	-	136	133	116	167	183	250	330	253	251
고객 3	-	-	-	-	-	109	126	241	446	452	538
고객 4	-	-	-	-	-	141	94	114	96	189	
Top 4	159	180	288	265	269	577	599	870	1,259	1,223	
OEM Total				1,227	1,228	1,469	1,292	1,613	2,326	2,158	2,368
Top 3 비중				22%	22%	30%	39%	47%	50%	48%	49%
Top 4 비중				22%	22%	39%	46%	54%	54%	57%	
yoy(%)				22	22	39	46	54	54	57	
				22	22	30	39	47	50	48	49
고객 1		13.5	-15.8	-13.3	16.1	4.8	22.8	35.0	45.9	-15.4	11.6
고객 2				-2.2	-12.6	44.0	9.3	36.5	32.1	-23.3	-0.6
고객 3							15.9	91.7	84.8	1.5	18.9
고객 4							-33.4	21.1	-15.7	97.8	
Top3 total							15.9	49.6	53.8	-11.2	11.8
Top4 total		13.5	59.6	-8.1	1.7	114.3	3.9	45.2	44.7	-2.9	

21-24 상위 3사 15%
21-24 OEM 전체 14%

F/X 1,165 1,180 1,148 1,291 1,306 1,365

Sales(\$mn)

VFC	10,489	9,239	11,842	11,600	11,600
-Outdoor	4,797	3,915	5,114	5,114	5,114
Lululemon	3,979	4,402	6,257	8,111	9,619
Youngone OEM	1,258	1,095	1,398	1,794	1,652

yoy

VFC			-12%	28%	-2%	0%
-Outdoor			-18%	31%	0%	0%
Lululemon			11%	42%	30%	19%
Youngone OEM			-13%	28%	28%	-8%

COGS(\$mn)

VFC	4,691	4,371	5,386	5,264	5,516
Lululemon	1,756	1,938	2,648	3,618	4,010

고객사내 비중

VFC	2.9%	3.8%	4.3%	5.7%	4.6%
Lululemon	5.3%	5.5%	7.9%	9.5%	8.6%
	5.3	5.5	7.9	9.5	8.6
				9.1	9.1

* VFC는 3월 결산법인. 그래서 결산월 adjusted

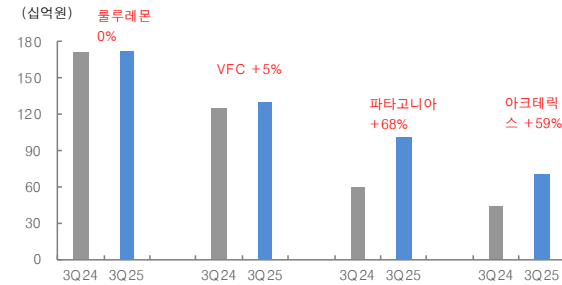
* Lululemon은 1월 결산법인. 1개월 시차 무시하고 계산

롤루레몬 내 영원무역 MS(추정)

* 영원무역 고객사별 매출액 추이

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	1Q25	2Q25	3Q25
고객1	롤루레몬	116.8	113.7	170.9	126.5	102.4
고객2	VFC	67.3	99.5	124.3	74.0	149.8
고객3	파타고니아	51.1	79.2	59.8	70.1	68.8
고객4	아크테릭스	27.0	70.3	44.6	50.6	88.5
Top 4 매출		262.2	362.7	399.6	321.2	409.5

(yoy, %)	1Q24	2Q24	3Q24	1Q25	2Q25	3Q25
고객1	롤루레몬			8.3	-9.9	0.4
고객2	VFC			10.0	50.6	4.5
고객3	파타고니아			37.2	-13.1	68.4
고객4	아크테릭스			87.4	25.9	59.0
Top 4 매출				22.5	12.9	18.4



영원무역(111770 KS)

* 영원무역그룹 주주 구성과 배당

- 지난 해 3월 성기학 회장이 YMSA의 지분 절반을 2녀인 성래은에게 증여

그림 1. 영원무역홀딩스의 지배구조

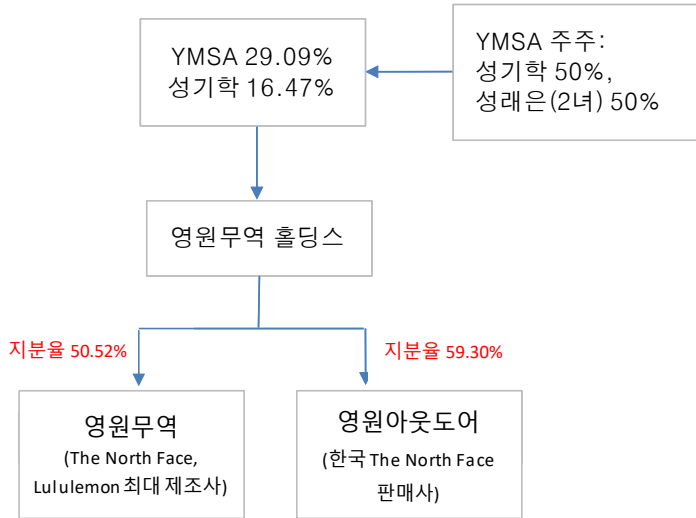


표 1. 영원무역홀딩스 배당액 수취 추이

구분		2022	2023	2024	2025
영원아웃도어	주당 배당액(원)				
	중간배당	17,821	58,200	159,500	67,000
	기말배당	121,160	124,666	159,500	152,632
	합	138,981	182,866	319,000	219,632
배당 총액(십억원)	중간배당	11	35	96	40
	기말배당	73	75	96	92
	합	83	110	191	132
영원무역	주당 배당액(원)				
	중간배당	0	0	0	700
	기말배당	1,530	1,300	1,400	1,400
	합	1,530	1,300	1,400	2,100
	배당 총액(십억원)	67	57	60	89
양사로부터 수취한 영원무역홀딩스의 배당 수익		83	94	144	124

표 2. 영원무역홀딩스의 배당 추이(홀딩스 주주들에게 나가는 배당)

구분		2022	2023	2024	2025
영원무역홀딩스	주당 배당액(원)				
	중간배당	0	1,600	2,400	2,400
	기말배당	3,050	2,370	2,950	4,176
	합	3,050	3,970	5,350	6,576
배당 총액(십억원)	중간배당	0.0	18.6	27.9	27.9
	기말배당	35.4	27.5	34.2	48.5
	합	35.4	46.1	62.1	76.3

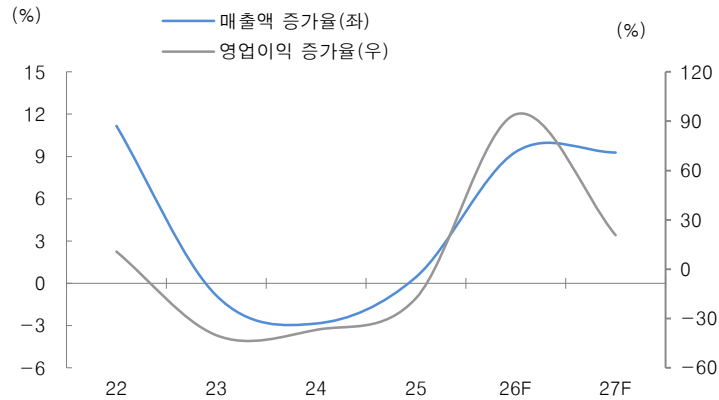
- 2세 성래은에게 2024년초 YMSA 지분 절반을 증여한 후 갑자기 자회사 배당이 급증함
(영원아웃도어 배당액 74% 증가, 영원무역홀딩스가 수취한 전체 배당액 53% 증가)
이는 결국 홀딩스가 배당을 많이 수취해서 YMSA의 50% 지분을 보유한 성래은에게 배당을 많이 하기 위함

- 2024년 영원무역홀딩스 주주들에게 지급하는 배당액은 중간+기말 배당 포함해서 35% 증가한 주당 5,350원 현 주가 수준에서 약 6% 배당 수익률 예상

- KOSPI에서 배당 수익률 6% 예상되는 기업은 많아짐(정부의 밸류업 정책 유도로)
이 기업의 경우도 6% 정도 배당 수익률 예상되나, 향후 성래은에게 부를 이전해 주기 위해서는 배당을 계속 늘릴 가능성이 높고 민주당이 추진하는 상법 개정안이 시행될 경우 거버넌스 개선 예상되는 기업으로 valuation re-rating 예상

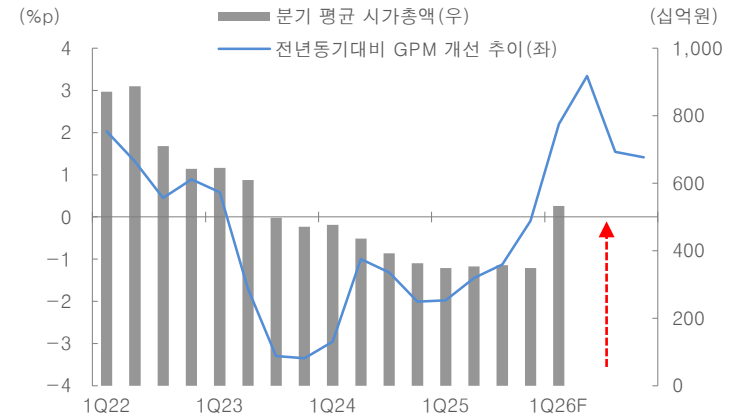
(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025				2026			2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q							4Q
Sales	392	357	341	452	406	346	324	453	394	342	314	436	380	338	310	464	420	368	339	504	1,542	1,529	1,485	1,492	1,631	1,782
OP	59	27	33	49	54	6	9	32	32	4	6	21	22	1	2	27	34	13	14	40	168	101	63	52	101	122
OPM	15.1	7.7	9.6	10.9	13.4	1.7	2.7	7.0	8.2	1.2	1.9	4.8	5.7	0.2	0.8	5.9	8.0	3.6	4.1	8.0	10.9	6.6	4.3	3.5	6.2	6.8
yoy																										
Sales	17.4	14.3	15.2	1.5	3.7	-3.3	-5.1	0.3	-3.0	-1.2	-3.0	-3.9	-3.4	-1.1	-1.5	6.4	10.4	8.8	9.4	8.7	11.2	-0.9	-2.9	0.4	9.3	9.3
OP	30.8	16.8	2.5	-4.9	-8.2	-78.8	-73.3	-35.4	-40.2	-29.3	-31.7	-34.4	-33.1	-82.0	-58.4	30.4	54.8	1,697.0	467.7	48.1	10.6	-40.3	-37.0	-17.8	94.1	20.6

한섬 매출액 & 영업이익 증가율



자료: 한섬, 대신증권 Research Center

한섬 GPM 개선 추이 & 시가총액 비교



자료: 한섬, 대신증권 Research Center

신세계인터내셔널(031430)

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Imported div.	126.5	143.0	142.0	165.3	85.2	95.4	93.0	130.3	81.3	90.9	92.9	132.4	81.7	87.1	104.2	157.6	112.7	104.6	119.8	181.2
%sales	35.9	37.2	36.6	38.4	27.3	28.6	29.4	33.2	26.3	28.3	31.4	89.9	26.9	28.2	33.6	39.4	37.4	36.6	41.3	46.7
yoy	31.8	27.3	29.3	4.2	-32.6	-33.3	-34.5	-21.2	-4.6	-4.7	-0.1	1.6	0.5	-4.1	12.1	19.0	38.0	20.0	15.0	15.0
OP	20.5	23.0	18.8	16.1	4.9	5.6	5.0	9.7	2.7	2.4	5.0	3.7	2.1	1.4	7.2	9.6	10.7	9.6	8.8	16.3
OPM	16.2	16.1	13.2	9.7	5.8	5.9	5.4	7.4	3.3	2.6	5.4	2.8	2.6	1.6	6.9	6.1	9.5	9.2	7.4	9.0
yoy	76.4	41.5	31.1	3.2	-76.1	-75.7	-73.4	-39.8	-44.9	-57.1	-0.5	-61.9	-22.2	-41.7	44.7	159.4	410.0	587.2	22.3	69.9
Domestic div.	90.4	75.9	77.5	104.0	78.7	69.6	56.0	96.3	70.1	61.5	48.9	83.7	60.8	50.5	41.5	71.3	59.6	51.5	42.8	75.6
%sales	25.7	19.8	20.0	24.2	25.2	20.9	17.7	24.5	22.7	19.2	16.5	56.8	20.0	16.4	13.4	17.8	19.8	18.0	14.8	19.5
yoy	31.7	27.4	17.2	60.5	-12.9	-8.3	-27.7	-7.4	-10.9	-11.6	-12.8	-13.1	-13.3	-17.8	-15.0	-14.8	-2.0	2.0	3.0	6.0
OP	8.0	5.3	1.7	8.7	2.4	3.4	-2.0	5.5	2.7	2.0	-4.7	0.1	-2.8	-3.7	-7.1	0.2	1.8	-3.8	1.7	3.0
OPM	8.8	7.0	2.2	8.4	3.0	4.9	-3.6	5.7	3.9	3.3	-9.5	0.1	-4.6	-7.3	-17.1	0.3	3.0	-7.3	4.0	4.0
yoy	1453.4	-1878.5	-163.1	8600.0	-70.0	-35.8	-217.6	-36.8	12.5	-41.2	132.7	-98.8	-203.7	-285.0	52.6	211.9	-163.8	2.0	-124.1	1411.6
Cosmetic div	75.5	91.6	96.1	85.7	85.7	91.9	96.6	94.0	96.8	104.3	105.3	95.1	110.2	113.1	115.6	111.1	115.3	129.1	129.7	130.9
%sales	21.4	23.9	24.8	19.9	29.4	28.9	29.8	24.7	33.7	32.8	32.1	74.9	37.2	37.5	35.8	28.8	42.8	45.4	43.9	33.8
yoy	-18.0	12.5	13.5	8.2	21.7	5.5	-2.2	13.0	13.5	9.0	1.2	13.8	8.4	9.8	16.8	4.6	14.2	12.2	14.6	13.5
비디비치 >> 자체 브랜드	19.2	26.6	28.6	17.2	20.3	24.3	19.1	15.3	23.9	27.1	23.9	36.4	39.2	41.9	31.5	24.9	42.7	45.0	35.8	28.3
yoy	-42.9	38.5	57.1	1.2	5.7	-8.6	-33.2	-11.0	17.7	11.5	25.1	137.9	64.0	54.6	31.8	-31.6	8.8	7.4	13.6	13.6
제조	16.4	23.2	27.0	13.1	18.0	19.3	16.1	11.3	23.9	27.1	23.9	36.4	39.2	41.8	31.5	23.9	41.2	43.9	33.1	25.1
스위퍼퍼렉션	3.0	3.1	1.4	1.3	1.8	3.5	1.7	3.0	2.9	2.8	2.8	2.3	2.7	2.2	1.6	2.8	2.8	2.8	3.8	3.8
기타(내부 조정)	-0.2	2.3	2.4	2.7	1.1	1.5	1.3	1.0	-2.9	-2.8	-2.8	-2.3	-2.7	-2.1	-1.6	-1.8	-1.3	-1.7	-1.1	-0.6
수입화장품	59.4	68.1	69.8	72.2	71.6	72.3	75.4	81.5	80.4	78.2	71.2	73.8	73.9	73.7	79.6	91.6	86.5	84.8	91.5	102.6
yoy	4.4	15.4	10.1	20.3	20.5	6.2	8.0	12.9	12.3	8.2	-5.6	-9.4	-8.1	-5.8	11.8	24.1	17.0	15.0	15.0	12.0
OP	7.3	7.2	4.1	-2.7	5.0	6.8	5.0	-1.5	6.5	6.0	1.7	-3.3	6.9	0.0	-0.2	-8.3	6.5	5.2	6.4	7.9
OPM	9.7	7.9	4.3	-3.2	5.4	7.0	5.3	-1.5	6.2	5.7	1.8	-3.0	6.1	0.0	-0.2	-7.2	5.0	4.0	5.0	6.0
yoy	-33.1	-7.3	-42.8	-190.0	-31.5	-5.6	22.0	-44.4	30.0	-11.8	-65.2	122.9	6.2	-100.0	-111.5	148.2	-6.4	#DIV/0!	-3282.9	-194.6
Life style	56.7	70.1	69.8	70.4	56.9	72.2	72.0	69.2	53.7	63.3	59.1	56.0	48.7	55.4	53.7	55.6				
%sales	16.1	18.3	18.0	16.4	18.2	21.6	22.8	17.6	17.4	19.7	20.0	38.0	16.0	18.0	17.3	13.9				
yoy	5.4	12.8	4.0	3.2	0.4	3.0	3.2	-1.7	-5.6	-12.3	-17.9	-19.1	-9.3	-12.5	-9.1	-0.7				
OP	-0.7	2.1	-0.1	-0.9	-3.0	2.6	-2.0	0.4	-0.7	2.8	0.0	-0.1	-1.5	0.1	-1.9	-0.2				
OPM	-1.2	3.0	-0.1	-1.3	-5.3	3.6	-2.8	0.6	-1.3	4.4	0.0	-0.2	-3.1	0.2	-3.5	-0.4				

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Imported div.	577	404	398	431	518	555	593
%sales	37.1	29.8	37.0	32.5	41.0	41.1	41.1
yoy	21.0	-30.0	-1.6	8.3	20.4	7.0	7.0
OP	78.4	25.2	13.8	20.3	45.5	49	52
OPM	13.6	6.2	3.5	4.7	8.8	8.8	8.8
yoy	35.6	-67.9	-45.3	47.3	123.9	7.0	7.0
Domestic div.	348	301	264	224	230	242	255
%sales	22.4	22.2	24.6	16.9	18.1	17.9	17.7
yoy	34.2	-13.6	-12.1	-15.1	2.4	5.3	5.3
OP	23.7	9.3	0.1	-13.4	2.7	2.9	3.1
OPM	6.8	3.1	0.0	-6.0	1.2	1.2	1.2
yoy	-1097.1	-60.8	-98.8	적전	흑전	6.1	6.1
Cosmetic div	349	379	415	455	517	554	594
%sales	22.5	28.0	38.6	34.4	40.9	41.0	41.2
yoy	3.4	8.7	9.4	9.7	13.6	7.2	7.2
비디비치 >> 자체 브랜드	92	79	111	138	152	171	191
yoy	4.1	-13.8	40.9	23.5	10.3	12.5	12.1
제조	80	65	111	136	143	155	169
스위퍼퍼렉션	9	10	11	9	13	17	18
기타(내부 조정)	7	5	-11	-8	-5	-2	-1
수입화장품	270	301	304	319	365	384	403
yoy	12.6	11.6	0.9	5.0	14.6	5.0	5.0
OP	15.9	15.3	10.9	11.3	25.9	45.7	49
OPM	4.6	4.0	2.6	2.5	5.0	8.3	8.3
yoy	-44.9	-3.8	-2.8	3.7	129.0	76.8	7.2
Life style	267	270	232	213			
%sales	17.2	20.0	21.6	16.1			
yoy	6.2	1.2	-14.1	-8.1			
OP	0.4	-2.0	2.0	1.2			
OPM	0.1	-0.7	0.9	0.6			

(Wbn, %)	2022				2023				2024				2025				2026			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
IFRS Total	352	384	387	430	312	334	316	393	309	321	296	147	304	309	310	400	301	286	290	388
Sales	140	141	158	170	116	125	129	156	117	119	117	48	113	120	129	172	115	113	115	143
COGS	213	243	230	260	196	209	186	236	193	202	179	99	191	189	182	228	187	173	175	244
GP	179	205	205	241	186	191	180	222	182	189	177	118	186	191	184	227	175	163	165	225
SG&A	33	39	24	19	10	18	6	14	11	13	2	-19	5	-2	-2	1	12	10	10	19
OP	39.7	36.6	40.7	39.5	37.2	37.4	41.0	39.8	37.7	37.0	39.6	32.8	37.2	38.8	41.5	42.9	38.0	39.5	39.5	37.0
%COGS	60.3	63.4	59.3	60.5	62.8	62.6	59.0	60.2	62.3	63.0	60.4	67.2	62.8	61.2	58.5	57.1	62.0	60.5	60.5	63.0
%GP	50.9	53.3	53.0	56.0	59.5	57.1	57.1	56.6	58.7	58.9	59.7	80.3	61.3	62.0	59.2	56.8	58.0	57.0	57.0	58.0
%SG&A	9.4	10.1	6.2	4.5	3.3	5.5	1.9	3.6	3.6	4.1	0.7	-13.1	1.5	-0.7	-0.6	0.3	4.0	3.5	3.5	5.0
%OP	3.0	12.7	10.6	3.0	-11.4	-13.1	-18.5	-8.8	-0.9	-3.9	-6.3	-62.5	-1.7	-3.8	4.9	171.6	-0.9	-7.4	-6.6	-3.0
yoy Sales	55.6	46.0	71.0	-35.8	-69.0	-52.5	-75.1	-27.2	8.9	-27.8	-65.4	-237.5	-58.3	-117.3	-196.1	-106.7	158.3	-534.5	-607.4	1391.2

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
IFRS Total	1,554	1,354	1,074	1,323	1,265	1,351	1,442
Sales	608	527	401	533	485	512	547
COGS	946	828	824	790	780	838	895
GP	831	779	775	788	728	774	822
SG&A	115	49	7	2	52	64	73
OP	39.1	38.9	37.4	40.3	38.4	37.9	37.9
%COGS	60.9	61.1	76.8	59.7	61.6	62.1	62.1
%GP	53.5	57.5	72.2	59.6	57.5	57.3	57.0
%SG&A	7.4	3.6	0.7	0.1	4.1	4.7	5.0
%OP	7.1	-12.8	-20.7	23.2	-4.4	6.8	6.8
yoy Sales	25.3	-57.7	-85.1	-77.0	2998.7	24.2	13.7

신세계인터내셔널(031430) : CEO 교체

- 2025년 10월 2일 동사는 임원 인사를 단행. 기존 뷰티&라이프부문을 코스메틱 1,2부문, 자주 부문으로 분할하고 4인 대표 체제를 구축(김홍극 대표가 기존 총괄 대표였으나 JAJU 사업부만 맡게 된 것은 신세계까사로 영업양수도를 염두한 인사조치였다고 추정). 신임 총괄 대표로 선임된 김덕주 대표는 해외 패션 본부장을 역임
- 월리엄킴 대표는 실적 부진의 책임으로 경질성 인사조치. 내부적으로 한국 소비 시장의 실정을 잘 모르는 임원이었다는 평가
- 코스메틱 사업부에 이승민 어뮤즈 대표를 제 2부문 대표로 선임. 80년대생인 이승민 대표는 코스메틱 시장의 새로운 분위기를 읽고 적절한 전략을 수립, 이행하는데 젊은 임원이 필요하다는 판단에서 비롯된 인사조치로 평가

구분	이름	생년	담당 업무	주요 경력
~2025	김홍극	1964년생	(전)신세계인터 대표 (현)자주 대표	이마트 신세계라이브쇼핑 신세계까사(22년) 대표 겸직
	월리엄킴	1972년생	(전)신세계인터 대표	버버리 올세인츠 삼성전자
2026~	김덕주	1970년생	총괄대표	샤넬코리아 신세계
	서민성	1980년생	코스메틱 1부문 대표(기초)	신세계
	이승민	1985년생	코스메틱 2부문 대표(색조)	어뮤즈 대표

F&F(007700 KS)

(Wbn, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Sales	437	371	442	559	497	405	492	583	507	391	450	547	506	379	474	575	525	400	502	587
DISCOVERY	111	97	79	205	111	89	70	195	107	87	63	176	88	66	50	143	86	70	53	150
MLB	288	233	325	259	319	249	360	315	330	247	321	303	343	255	354	340	360	269	374	350
면세점	67	58	51	62	42	40	31	45	36	33	25	31	29	28	22	29	28	30	23	31
비면세채널	71	68	63	76	68	70	56	66	55	58	46	58	56	55	48	64	59	58	50	67
MLB China(Tmall+off)	151	107	212	121	208	140	261	205	239	155	250	214	259	171	284	247	274	181	301	253
MLB KIDS	30	20	13	32	29	23	31	32	22	20	27	20	20	18	29	22	21	19	30	23
MLB Hong Kong	10	12	11	17	18	19	18	21	22	17	15	20	21	16	17	23	22	16	18	24
ETC	-2.3	9.8	12.9	45.9	20.3	25.1	13.4	19.5	26.8	20.7	10.0	20.0	34.2	24.6	24.6	47.9	36.2	26.6	26.6	40.0

디커 수출

4.6

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Sales	1,978	1,895	1,934	2,014	2,132	2,206
DISCOVERY	465	432	347	358	377	397
MLB	1,244	1,201	1,291	1,353	1,436	1,473
면세점	157	124	108	111	117	123
비면세채널	260	218	222	233	245	257
MLB China(Tmall+off)	813	859	960	1,009	1,074	1,092
MLB KIDS	116	89	88	93	97	102
MLB Hong Kong	76	74	76	80	84	88
ETC	78.3	77.5	131.2	129	137	145

비중

DISCOVERY	25	26	18	37	22	22	14	33	21	22	14	32	17	17	11	25	16	17	11	25	24	23	18	18	18	18
MLB	66	63	74	46	64	62	73	54	65	63	71	55	68	67	75	59	69	67	75	60	63	63	67	67	67	67
면세점	15	16	12	11	9	10	6	8	7	8	6	6	6	7	5	5	5	7	5	5	8	7	6	6	5	6
비면세채널	16	18	14	14	14	17	11	11	11	15	10	11	11	15	10	11	11	15	10	11	13	11	11	12	11	12
MLB China(Tmall+off)	34	29	48	22	42	35	53	35	47	40	56	39	51	45	60	43	52	45	60	43	41	45	50	50	50	50
MLB KIDS	7	5	3	6	6	6	6	6	4	5	6	4	4	5	6	4	4	5	6	4	6	5	5	5	5	5

yoy

Sales	53.0	18.9	34.3	-0.8	13.8	9.2	11.4	4.4	1.9	-3.5	-8.5	-6.3	-0.3	-3.2	5.4	5.3	3.9	5.6	5.8	2.1	9.3	-4.2	2.1	4.1	5.8	3.5
DISCOVERY	20.3	27.5	29.9	-3.7	0.2	-8.2	-11.4	-5.0	-4.2	-1.9	-10.6	-9.8	-17.3	-23.9	-19.8	-18.9	-2.0	5.0	5.0	5.0	-5.5	-7.1	-19.6	3.2	5.2	5.2
MLB	79.7	13.0	30.6	-2.7	10.5	7.1	10.7	21.8	3.5	-1.0	-10.7	-4.1	3.9	3.1	10.0	12.3	5.1	5.5	5.8	3.1	12.5	-3.4	7.5	4.8	6.1	2.6
면세점	3.1	-38.1	-23.9	-15.6	-36.7	-32.0	-39.4	-28.2	-16.3	-16.4	-19.1	-31.5	-19.7	-14.2	-11.2	-4.6	-3.0	5.0	5.0	5.0	-33.9	-21.2	-12.8	2.9	5.0	5.0
비면세채널	53.5	25.2	25.0	-6.2	-3.1	3.1	-10.6	-12.9	-19.2	-16.2	-17.4	-12.4	0.9	-5.1	3.0	9.5	5.0	5.0	5.0	5.0	-6.0	-16.3	2.0	5.0	5.0	5.0
MLB China(Tmall+off)	204.4	77.0	71.4	-19.5	38.0	30.8	23.1	69.2	15.0	10.9	-4.0	4.5	8.2	9.8	13.5	15.5	6.0	5.8	6.0	2.3	37.7	5.6	11.8	5.0	6.5	1.7
MLB KIDS	36.6	22.4	4.8	47.5	-1.7	14.3	134.8	0.9	-25.8	-14.7	-12.6	-37.2	-8.5	-10.1	6.6	8.4	5.0	5.0	5.0	5.0	21.6	-23.2	-0.4	5.0	5.0	5.0
MLB Hong Kong	5.1	30.0	26.7	25.9	73.1	62.4	53.5	24.7	23.3	-10.5	-13.1	-5.7	-6.8	-7.6	11.2	15.0	5.0	5.0	5.0	5.0	49.9	-1.7	2.6	5.0	5.0	5.0
COGS	121.5	115.0	129.3	167.1	153.4	121.1	162.7	195.4	174.5	120.2	165.2	188.0	175.9	121.2	160.8	188.1	173.4	126.0	170.6	176.2	633	648	646	646	668	688
%sales	27.8	31.0	29.3	29.6	30.8	29.9	33.1	33.5	34.4	30.7	36.7	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4	33.9	33.0	31.5	34.0	32.0	34.2	33.4	32.1	31.3	31.2
yoy	41.8	18.8	42.9	9.9	26.2	5.3	25.9	16.9	13.8	-0.8	1.5	-3.8	0.8	0.9	-2.6	0.1	-1.4	3.9	6.1	-6.3	18.7	2.4	-0.3	0.0	3.4	3.0
GP	315.6	256.4	312.4	391.8	344.0	284.3	330.1	387.8	332.5	271.3	284.9	358.3	329.7	257.6	313.5	387.1	352.0	274.0	331.1	411.0	1,346.2	1,247.0	1,288	1,368	1,464	1,517
%GPM	72.2	69.0	70.7	70.2	69.2	70.1	67.1	66.5	65.6	69.3	63.3	65.6	65.2	68.0	66.1	67.3	67.0	68.5	66.0	70.0	68.1	65.8	66.6	67.9	68.7	68.8
yoy	57.8	19.0	31.0	-4.7	9.0	10.9	5.7	-1.0	-3.3	-4.6	-13.7	-7.6	-0.8	-5.0	10.0	8.1	6.7	6.3	5.6	6.2	5.5	-7.4	3.3	6.2	7.0	3.6
S&GA	181.0	161.4	174.0	237.3	195.2	174.3	181.5	243.8	202.3	179.5	176.6	237.9	206.1	173.6	185.5	254.3	218.4	185.4	201.7	276.8	794.8	796	819	882	934	966
%sales	41.4	43.5	39.4	42.5	39.2	43.0	36.9	41.8	39.9	45.9	39.2	43.5	40.8	45.8	39.1	44.2	41.6	46.4	40.2	47.1	40.2	42.0	42.4	43.8	43.8	43.8
yoy	39.2	15.2	21.9	4.4	7.8	8.0	4.3	2.8	3.6	3.0	-2.7	-2.4	1.9	-3.3	5.0	6.9	5.9	6.8	8.7	8.9	5.4	0.2	2.9	7.7	5.9	3.4
OP	135	95	138	154	149	110	149	144	130	92	108	120	124	84	128	133	134	89	129	134	551	451	469	486	530	551
%OPM	30.8	25.6	31.3	27.6	29.9	27.1	30.2	24.7	25.7	23.5	24.1	22.0	24.4	22.2	27.0	23.1	25.4	22.1	25.8	22.9	27.9	23.8	24.2	24.1	24.9	25.0
yoy	92.3	25.9	44.5	-15.9	10.6	15.9	7.4	-6.8	-12.5	-16.6	-27.1	-16.4	-5.1	-8.5	18.2	10.4	8.1	5.4	1.1	1.0	5.6	-18.3	4.0	3.7	9.1	4.0

Appendix : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기


외국인에게 보여진 서울 이미지



자료: 에어비앤비, 대신증권 Research Center

독일 여성 관광객 서울 여행 후기

← annfedieva :

 Hanna
1,829 게시물 2.6만 팔로워 92 팔로잉

디지털 크리에이터
- thoughts on life, chronic migraines, my dog Shoni and all things pretty 🌸
- based in Berlin
📧 hannadaily.pr@gmail.com
🔗 linktr.ee/annfedieva

📍 annfedieva

자료: 대신증권 Research Center

독일 여성 관광객 서울 여행 - 항목별 평가



자료: 대신증권 Research Center

음식

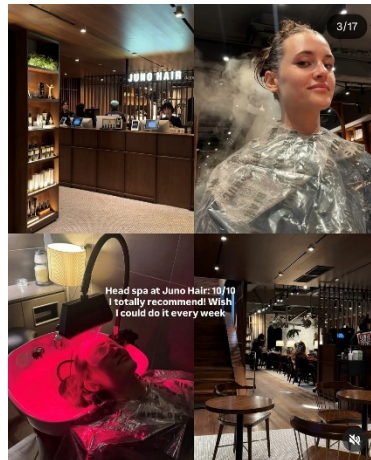


Food:10/10

So many options on every corner! And it's delicious

자료: 대신증권 Research Center

미용실 - 준오헤어



Head spa at Juno
Hair:10/10

I totally recommend! Wish I could do it every week

자료: 대신증권 Research Center

날씨



Heat and 82% humidity :2/10

I love when it's hot outside but it was hard to walk a lot

자료: 대신증권 Research Center

Appendix : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기

베이커리(명동 갓 구운 빵공장)

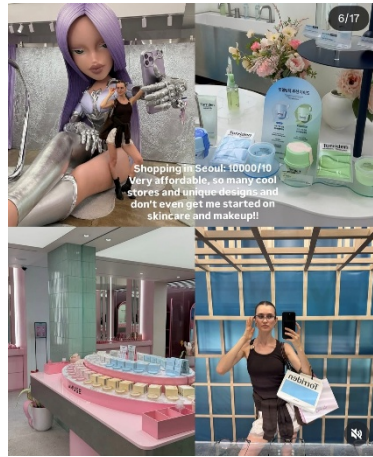


Salt bread :100/10

This might have been the best bread in my life?!

자료: 대신증권 Research Center

쇼핑



Shopping in Seoul :10000/10

Very affordable, so many cool stores and unique designs and don't even get me started on skin care and makeup!!

자료: 대신증권 Research Center

호텔(롯데 명동호텔)



Lotte Hotel at Myeongdong :10/10

Absolutely amazing! The view, the room, the breakfast, the location!

자료: 대신증권 Research Center

호텔(아난티 강남)



Ananti at Gangnam Hotel:1000/10

What a unique and gorgeous hotel!

자료: 대신증권 Research Center

지하철

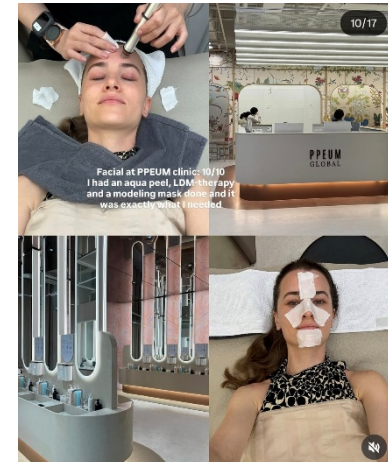


Public transport :10/10

Very convenient and was easy for me to navigate. And it had AC!

자료: 대신증권 Research Center

피부과 클리닉(뽀뽀 클리닉)



Facial at PPEUM clinic :10/10

I had an aqua peel, LDM-therapy and a modeling mask done and it was exactly what I needed

자료: 대신증권 Research Center

Appendix : K-culture의 부상 - 외국 여성 관광객의 한국 여행 후기

식당



Portion sizes:9/10

They're huge! I felt like we wasted food sometimes because we couldn't finish them even though we usually ordered 1 dish to share

자료: 대신증권 Research Center

관광지



Places:10/10

Very beautiful, unique, simply majestic!

자료: 대신증권 Research Center

편의점(세븐일레븐)



Food at 7-Eleven:7/10

Loved the onigiri and the drinks, not sure about the rest

자료: 대신증권 Research Center

공항버스

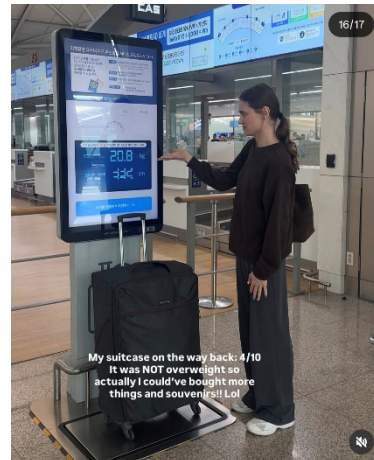


Airport bus: 100/10

The most luxurious bus in my life

자료: 대신증권 Research Center

쇼핑을 덜 한데 대한 아쉬움

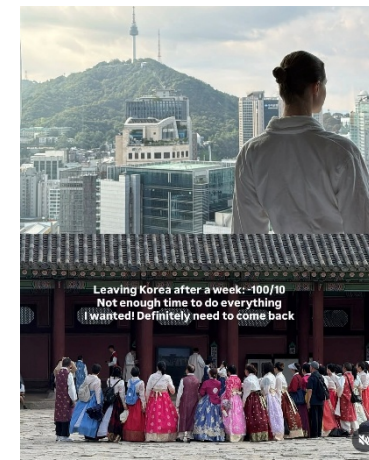


My suitcase on the way back: 4/10

It was NOT overweight so actually I could've bought more things and souvenirs!! Lol

자료: 대신증권 Research Center

총평



Leaving Korea after a week: -100/10

Not enough time to do everything I wanted! Definitely need to come back

자료: 대신증권 Research Center

감사합니다