

유통/의류

Neutral

쌀 때 사는 지혜

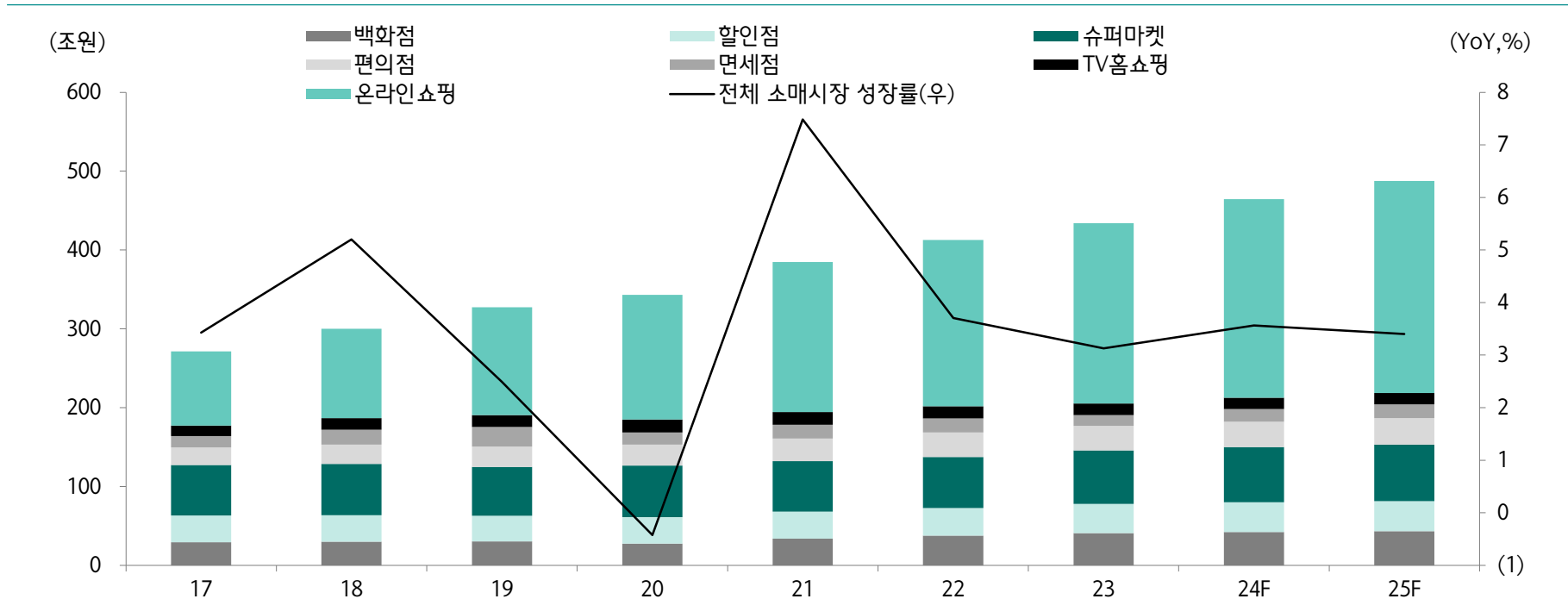
Analyst

서현정



오프라인과 온라인 모두 싸게 살 수 있는 기회

- 구조적 + 경기적 요인에 의해서 끊임없이 De-rating을 겪고 있는 한국 유통업, 현재 업종 12MF PER 9배까지 하락
- 비우호적 소비 여건 + 특히 유통의 온라인화(C-커머스의 위협)로 인한 경쟁심화 등 부정적 요인 확대
- 다만, 중장기적인 하락세를 감안해도 단기 밸류에이션 상승 여력 충분. 안정적 실적 모멘텀 유지되고 있는 종목 저가 매수 유효

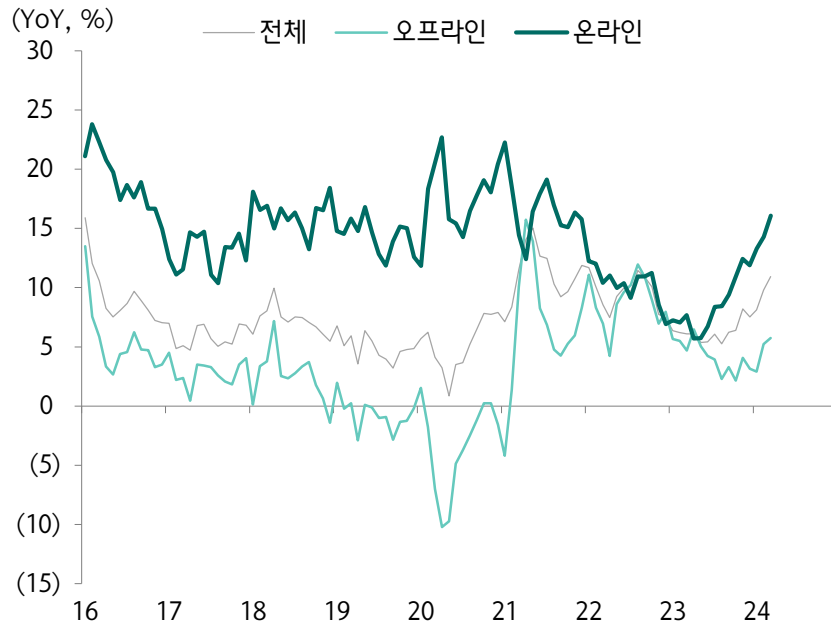


자료: 통계청, 하나증권

소비 시장의 특징 – 가성비/저가 트렌드

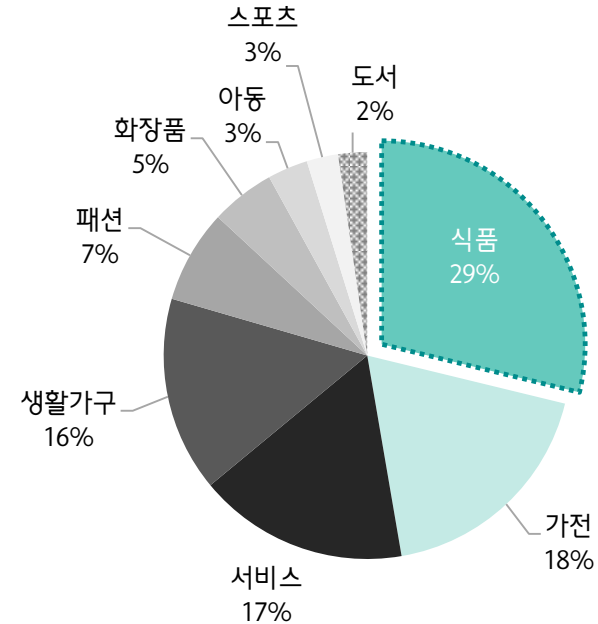
- 전통 오프라인 유통 업체 성장률 둔화, 객수 하락이 가장 큰 요인. 상대적으로 가격 저항 낮은 순으로 선전(백화점>마트>수퍼>편의점)
- 가파른 온라인 성장률, 24년 1분기 기준 온라인 침투율 46%까지 확대, 생필품/식품 등 필수 소비재 카테고리 매출 고신장
- 화장품도 인디 브랜드/H&B 채널(면세 선호도 하락) 중심 성장 지속, 백화점 내 의류 성장률 역성장 vs. SPA 브랜드 성장

유통 온/오프라인 매출 증가율



자료: 산업통상자원부, 하나증권

온라인 상품군별 매출 비중

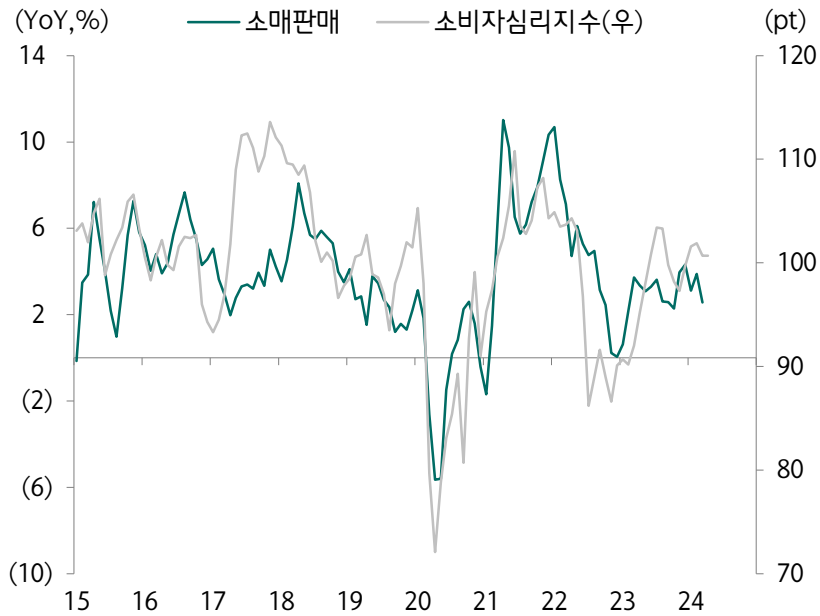


자료: 산업통상자원부, 하나증권

오프라인 업체별 전략 – 외형 확장 대신 비용 효율화

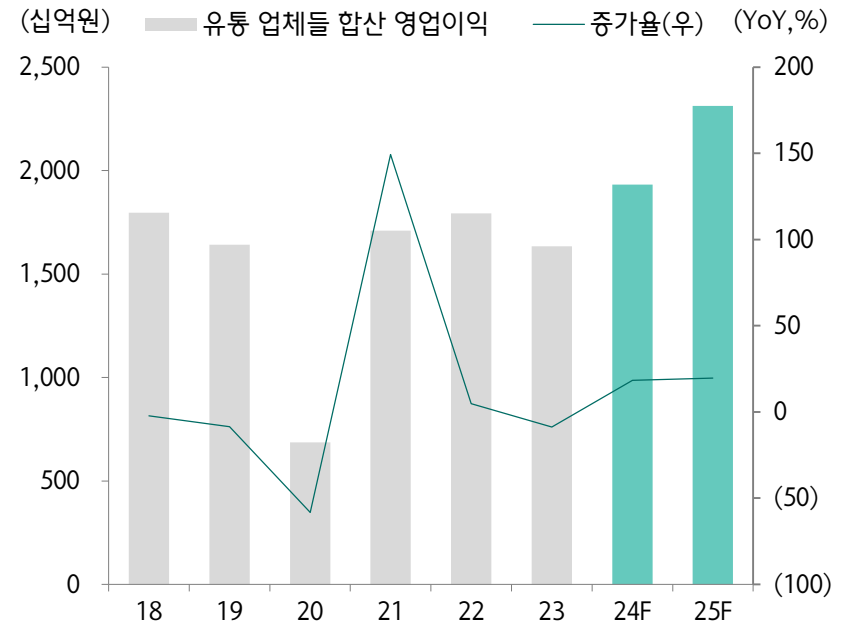
- 경기적으로 제한적 소비 모멘텀 예상. 상대적으로 약한 수출 → 설비 투자 → 임금/고용 → 소비 개선의 연결고리
- 이에, 유통 업체들 외형 확장 대신 비용 효율화를 통한 수익성 개선 초점(2024년 OP 18% 증익 전망)
- 상대적으로 온라인/소비 환경 변화에 빗겨가고 있고, 실적 뒷받침 되는 일부 종목 중심 투자 유효

소매판매와 소비심리



자료: 한국은행, 통계청, 하나증권

유통 업체들 합산 영업이익의 증가율 전망

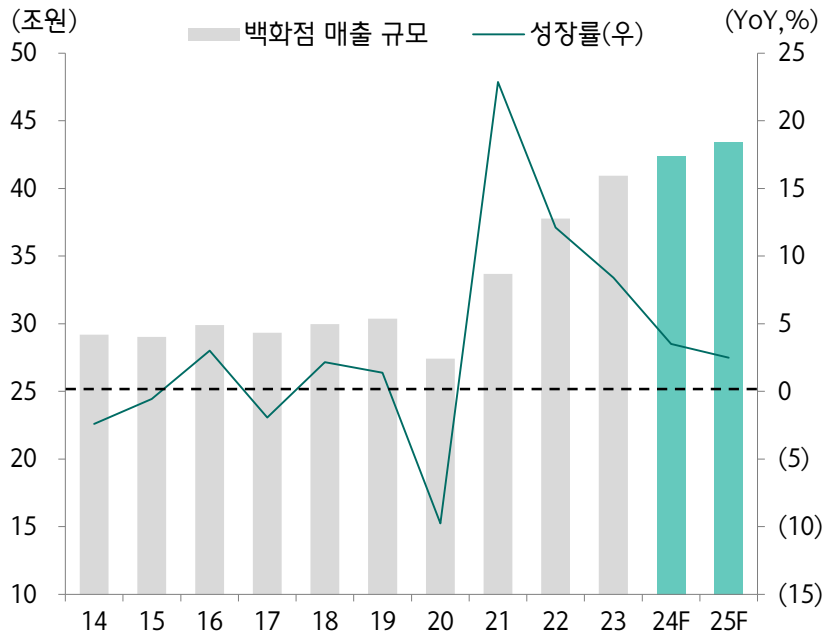


주: 하나증권 커버리지 대상
자료: 각 사, 하나증권

백화점 – 실적은 바닥을 지났다

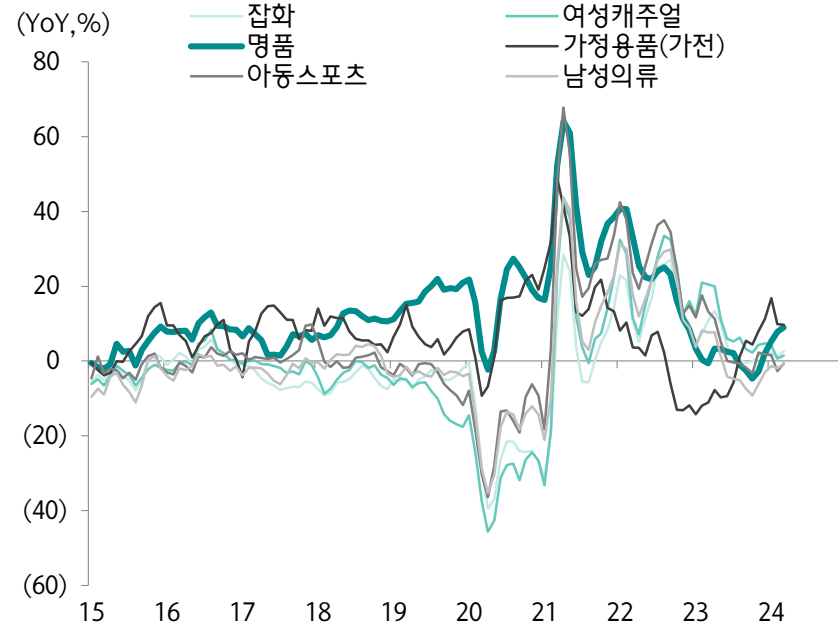
- 1) 온라인 채널 침투 일단락, 2) 최소 민간소비성장률 이상 기록, 3) 명품 중심 고소득층 소비 채널로 안정적 수요층 확보
- 고정비 부담 점차 완화되며 1분기 이후 추세적 증익 전환, 리뉴얼 및 기저효과 감안 양호한 성장률 회복 전망
- 안정적 실적 + 밸류에이션 매력(12MF PER 5배 미만) 부각 가능, 계열사 실적까지 개선되는 신세계 선호

백화점 매출 규모 및 성장률 추이



자료: 통계청, 하나증권

백화점 상품군별 매출



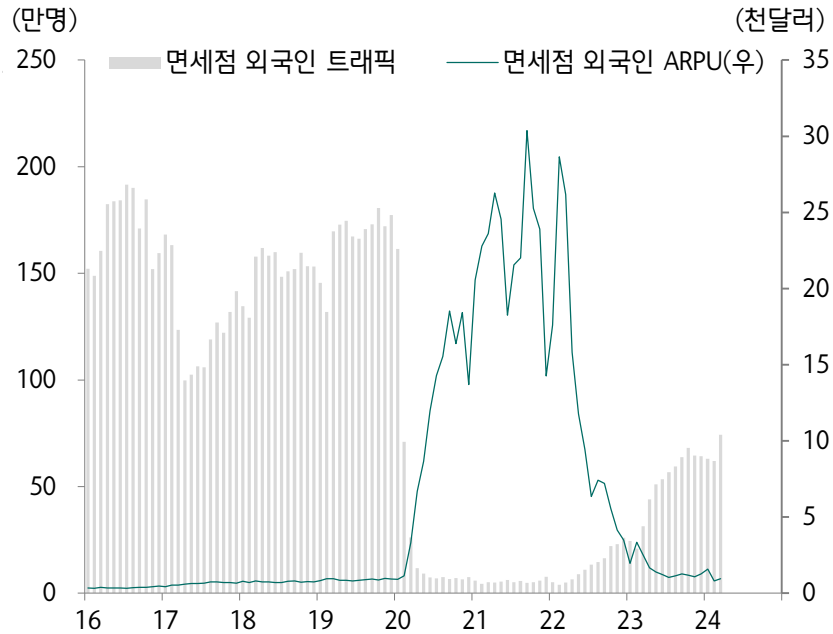
자료: 산업통상자원부, 하나증권

2. 2024년 유통 업체별 전망

면세점 – 남아있는 불확실성

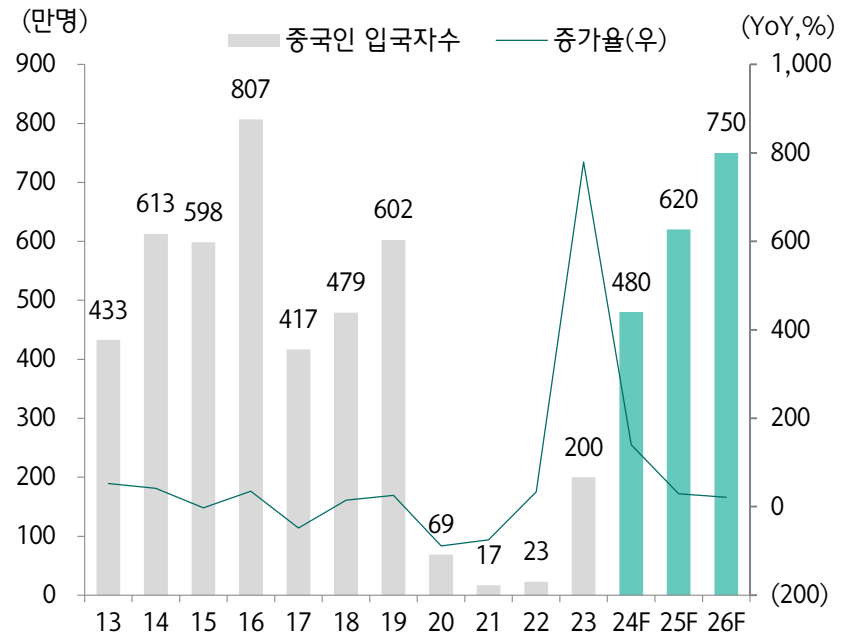
- 면세점 사업의 지속 성장 가능성에 대한 불확실성, 실적 전망과 밸류에이션 모두 하락
- 중국인 인바운드(Q) 지표 개선에도 불구하고 예상보다 약한 실적 회복 폭, 면세 산업 중장기 성장 여력에 대한 신뢰성 개선 관건
- 다만 2024년 기저효과 + 개별 여행객 중심 높은 외형성장 전망(YoY 17%), 2~3분기 성수기 실적 모멘텀 회복 염두 단기 투자 유효

면세점 외국인 트래픽과 ARPU



자료: 한국면세점협회, 하나증권

중국 인바운드 추이와 전망

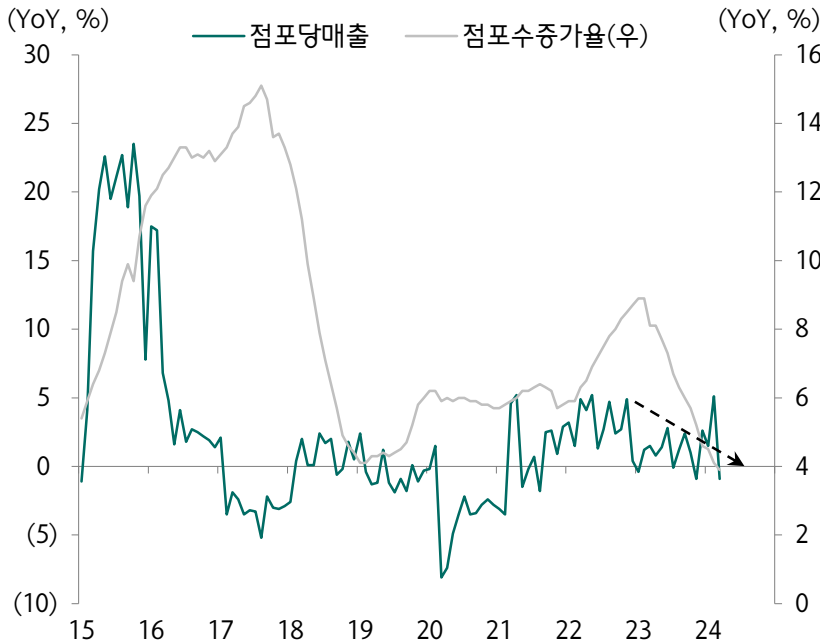


자료: 한국관광공사, 하나증권

편의점 – 점포당 성장률 제고 관건

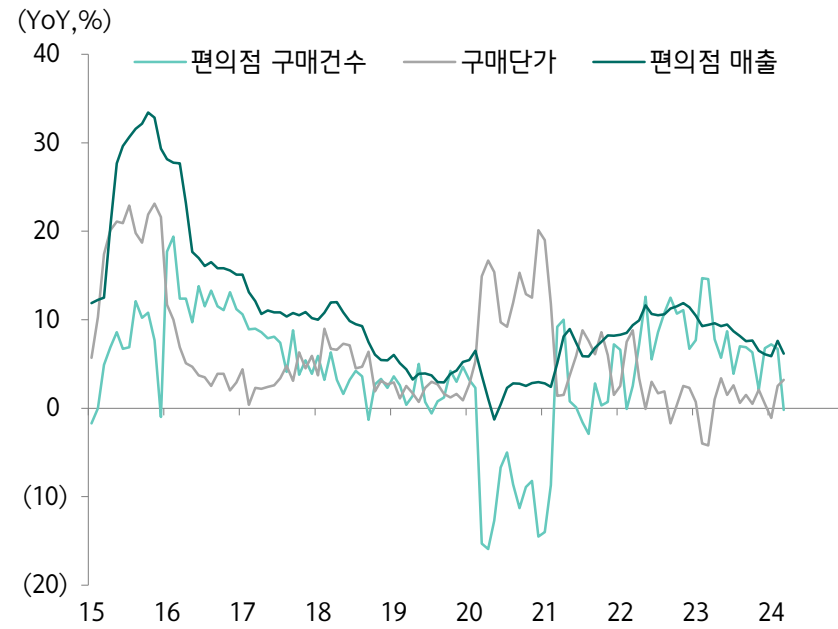
- 2024년 산업 성장률 YoY 5% 내외 예상, 점포수 증가 효과 4%, 점포당 매출 효과 1% 추산
- 점포당 매출 YoY 1% 내외 둔화 De-rating 요인, 1~2인 가구와 근거리 쇼핑 채널로 가격경쟁력 높은 슈퍼와의 ‘카니발리제이션’ 불가피
- 상품 믹스 개선 + 신규 서비스 확대로 기존점 성장률 제고 초점, 점포당 매출 회복 여부에 따라 밸류에이션/실적 추정치 상승 가능

편의점 점포당 매출과 점포수 증가율



자료: 산업통상자원부, 하나증권

편의점 구매단가/건수, 판매성장률



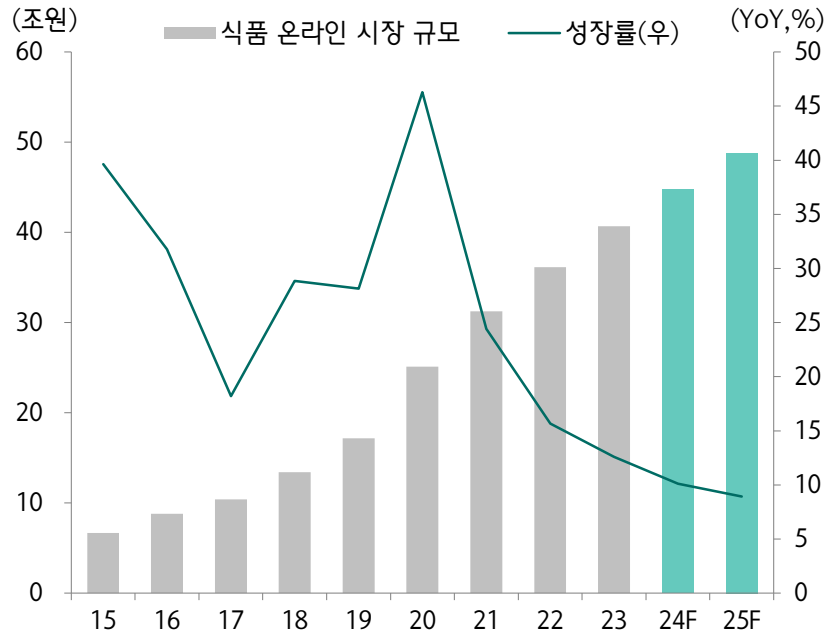
자료: 산업통상자원부, 하나증권

2. 2024년 유통 업체별 전망

마트 – 사업구조 개선 한계

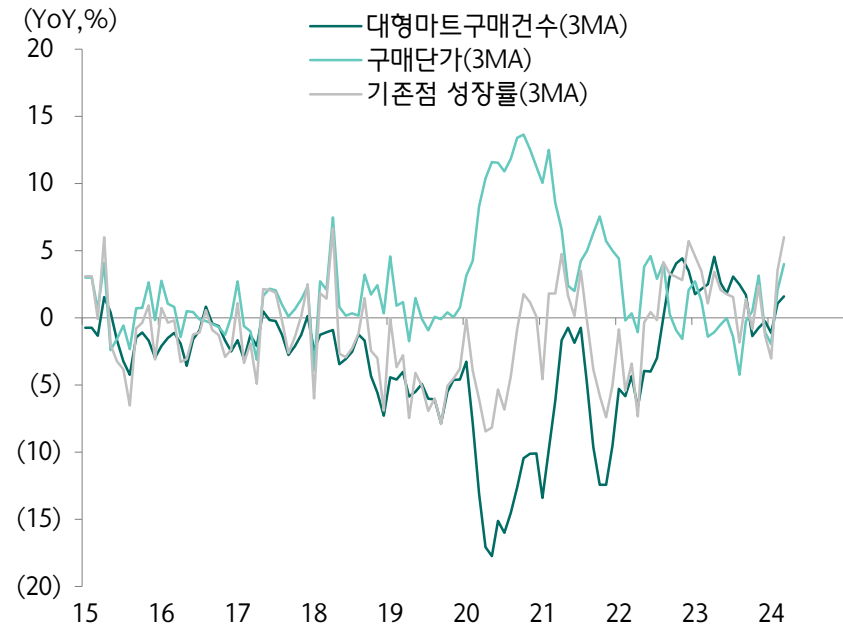
- 경기적 요인보다 구조적 요인에 의한 성장률 저하 가능성 큼
- 객수 증가에도 불구하고 1) 바스켓 사이즈 감소(식료품 제한적 쇼핑), 2) 공산품 구매 온라인 채널 이동, 3) 온라인 사업 성과 미진
- 다만, 점포 수 축소 및 사업 효율화 작업 진행 중, 향후 구조조정 효과는 명확하게 나타날 듯

식품 온라인 성장률 추이



자료: 통계청, 하나증권

대형마트 구매단가/건수, 판매성장률



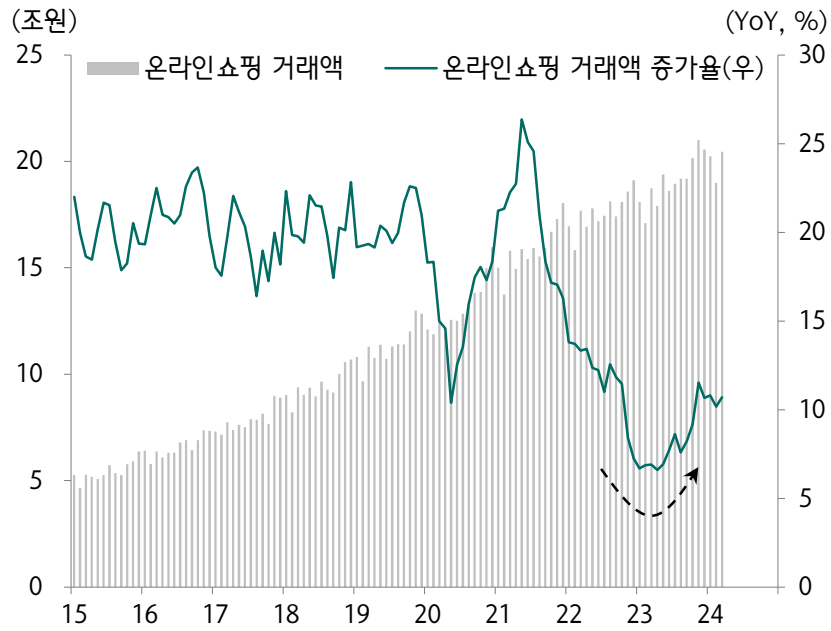
자료: 산업통상자원부, 하나증권

3. 2024년 온라인 유통 전망

온라인 시장 세번째 전환점

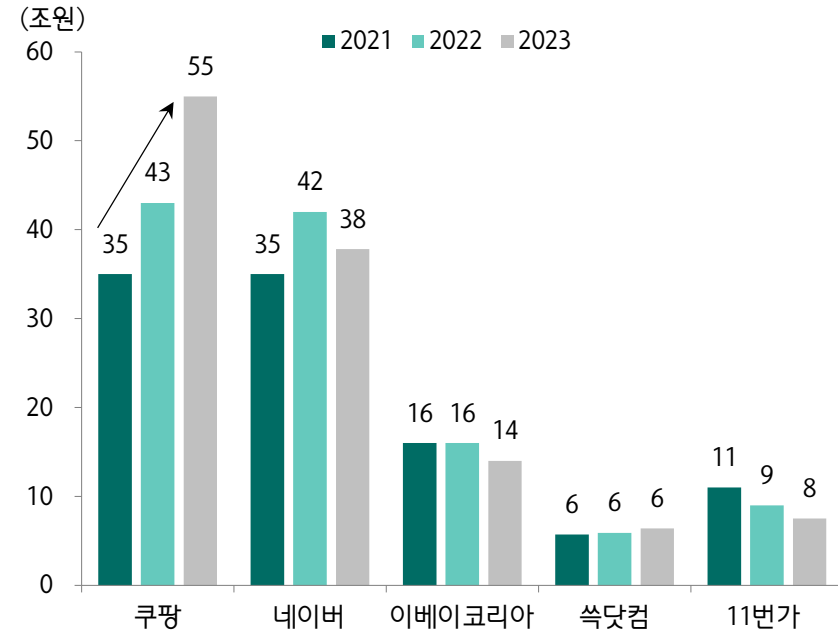
- 2023년 온라인 시장 YoY 8% 둔화 → 2024년 1분기 10%, 잠잠해졌던 온라인 유통시장 치열한 경쟁구도 진입
- 1) 온라인 유통업체들 외형 성장을 제고하는 방향으로 선회, 2) 적자 폭 확대, 3) C-커머스(알리/테무) 업체들의 높은 성장세
- 국내 온라인시장 MS 25%까지 커진 쿠팡, C-커머스의 성장세에 맞서 대응과 극복 가능할지 관건

온라인 쇼핑 거래액과 증가율



자료: 통계청, 하나증권

한국 주요 온라인 유통업체 거래액 규모



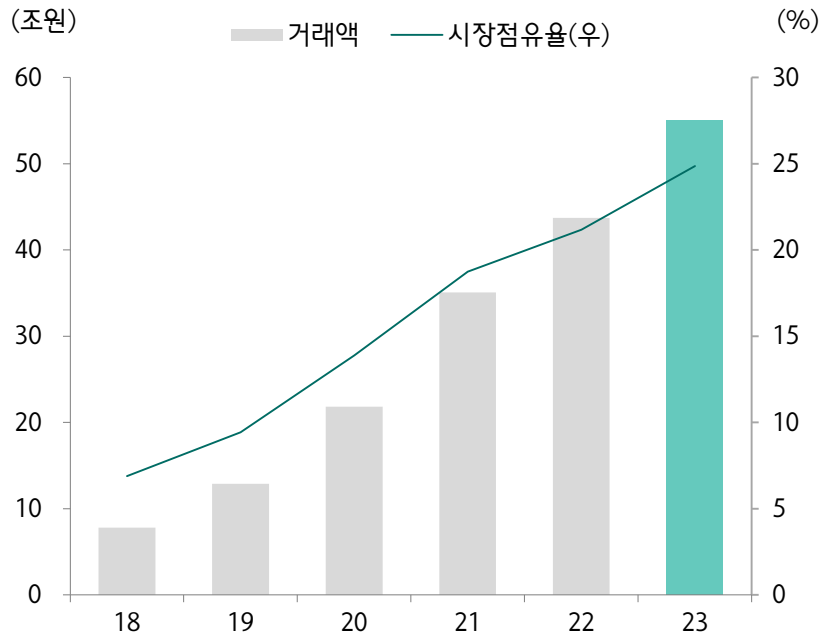
자료: 각 사, 언론보도, 하나증권

3. 2024년 온라인 유통 전망

쿠팡 공격수에서 수비수로

- 2026년까지 3년 동안 3조원 이상 투자(신규 물류센터 8곳 운영) 계획, 한국 제조업에 대한 지원금 확대
- 막대한 자금력을 가진 C-커머스 대응 + 투자금 회수 + 고객 Lock-In 효과 도모, 와우 멤버십 가격인상(4,990원 → 7,890원)
- 1분기 거래액 19조원(YoY 60%), 매출 성장률 23%, 여전히 압도적 외형성장 유지 중, 아직까지 영향은 제한적

쿠팡의 거래액과 온라인 유통 시장점유율 추이



자료: 쿠팡, 하나증권

쿠팡 최근 실적 추이

(단위: 십억원)

	2020	2021	2022	2023
온라인 유통 시장 규모	157,320	190,223	211,124	228,861
YoY(%)	15.2	20.9	11.0	8.4
시장점유율(%)	13.9	18.4	20.7	24.9
거래액(추정)	21,833	35,071	43,729	56,917
매출	13,924	21,114	26,592	31,832
상품(1P)	12,851	18,913	23,692	27,707
3자거래	919	1,945	2,415	3,363
기타	154	256	484	762
매출총이익	2,341	3,385	6,103	8,084
영업이익	(550)	(1,710)	(116)	616

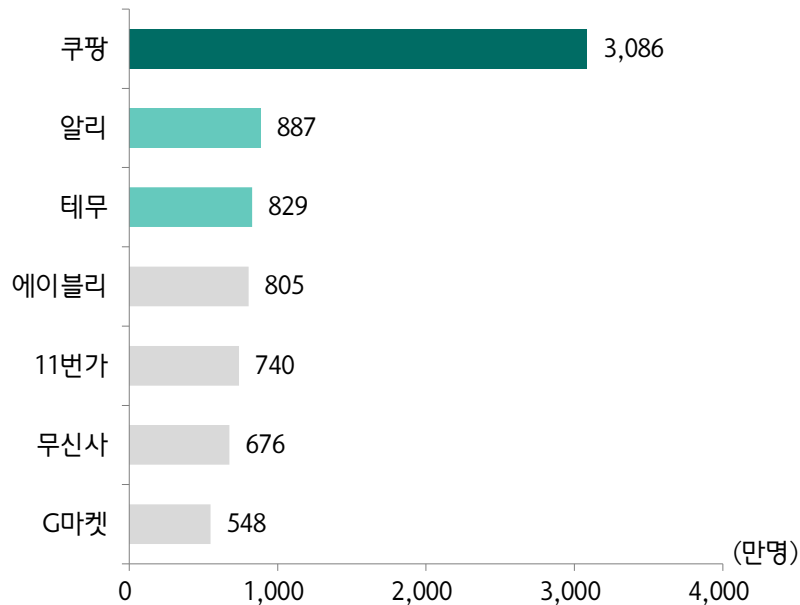
자료: 쿠팡, 하나증권

3. 2024년 온라인 유통 전망

알리와 테무의 국내 진출 전략

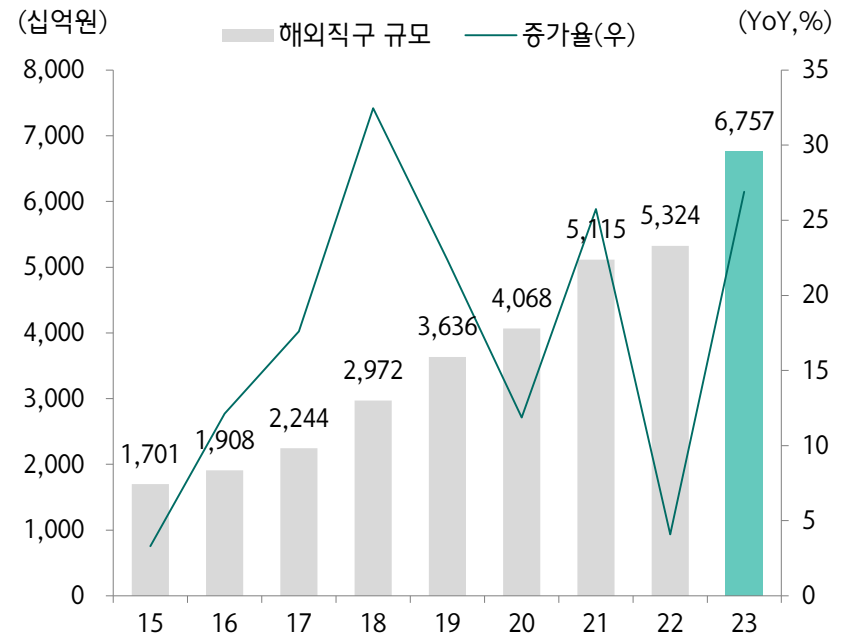
- 초저가 가격경쟁력 기반 한국 소비자들을 유인하고 있음. 중국의 낮은 제조원가 + 중간 유통마진 제거 때문
- 역마진 구조로 MS 확장 도모. 물류비와 마케팅비에 막대한 비용 투입. 향후 1.5조원 국내 투자 계획 + 1,000억원 페스타 등
- 다만 여전히 배송시간/품질/정부 규제 등의 한계 존재. 향후 해외직구/오픈마켓 제한적 시장 → 국내 온라인 유통시장 장악할지 관건

국내 쇼핑몰업 사용자 수 순위(3월 기준)



자료: 와이즈앱, 하나증권

해외직구 시장 규모



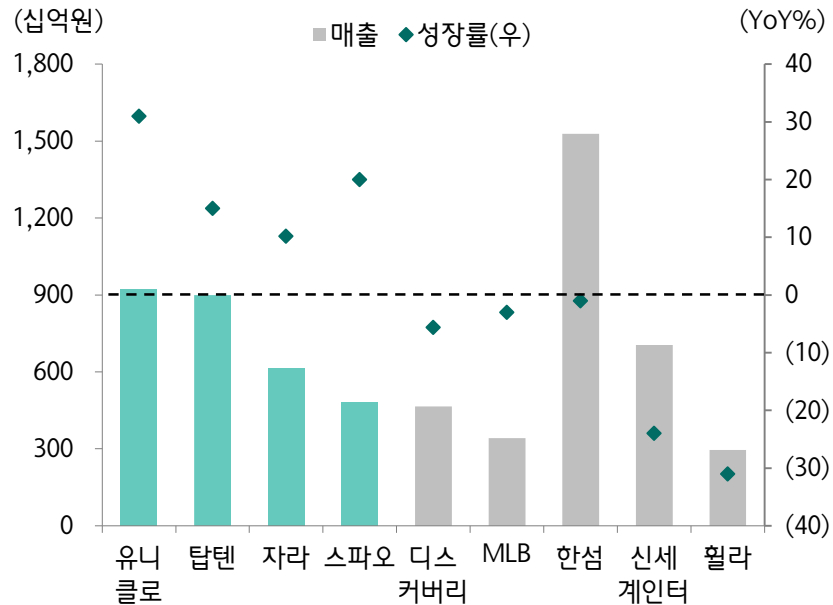
자료: 통계청, 하나증권

4. 2024년 의류 산업 전망

의류(브랜드) - 실적의 저점 확인 필요

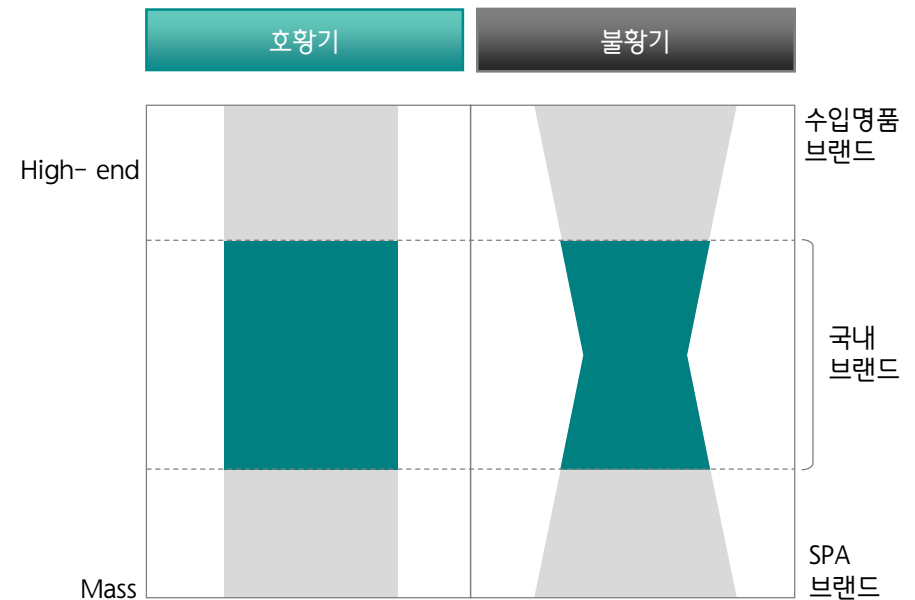
- 2023년 연간 의류 소매판매 YoY 7%, 백화점 여성 정장 성장률 Flat vs. 반면 SPA 브랜드 선전(저가 강세)
- 소비재 중 가장 경기에 민감한 카테고리, 낮은 브랜드력 + 시장점유율로 할인 경쟁과 재고부담 확대로 추가적 실적 저하 위험 존재
- 현재의 밸류에이션도 신뢰성이 떨어짐. 판매 회복 기다리면서 실적 저점 확인 필요

주요 의류 브랜드 2023년 매출과 성장률



주: 신세계인터내셔널과 힐라는 국내 패션 부문만 포함
 자료: 각 사, 언론보도, 하나증권

경기변동에 따른 의류 소비의 가격대별 변화

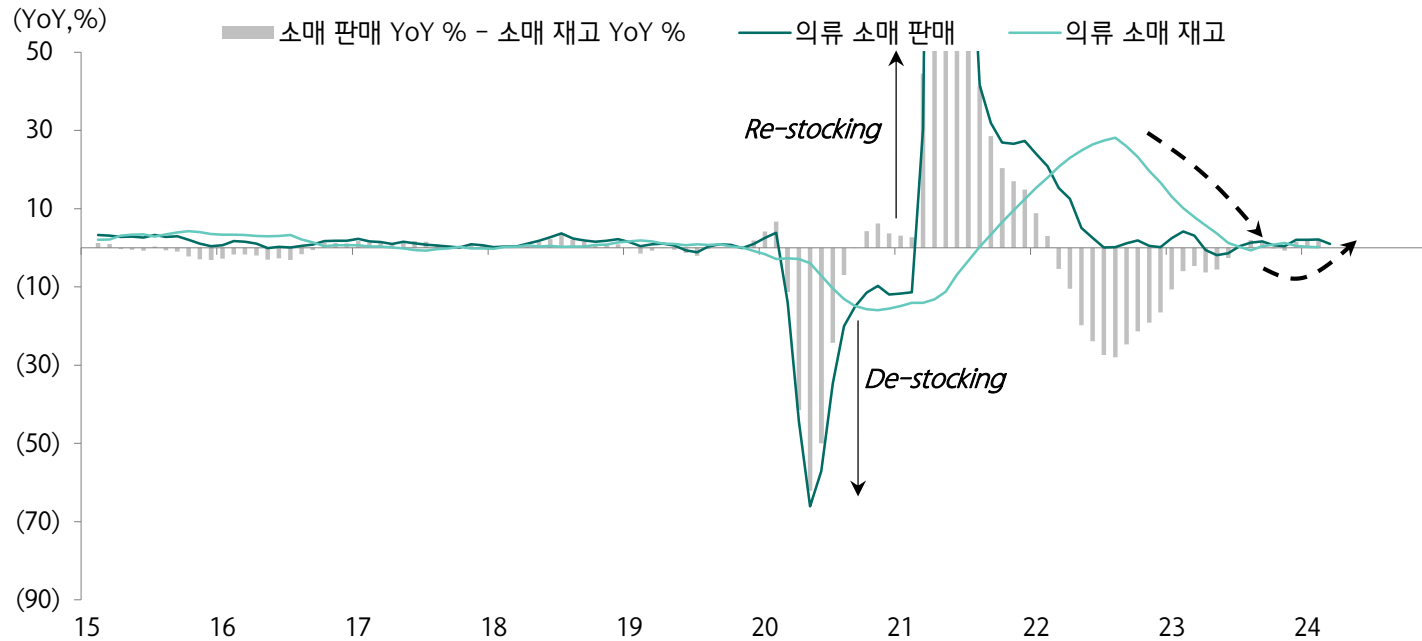


자료: Bloomberg, 하나증권

의류(OEM) - 시점은 지연되나 다가올 Re-stocking

- OEM들은 생산비용 절감에 초점을 맞추며 이익 레벨은 한 단계 높아진 상황
- 2022년말~2023년 De-stocking → 2024년 상반기 기점 재고 확충 방향 소폭 전환 → 하반기 re-stocking 본격화 전망(저가 바이어 중심)
- 전방 수요 부진/단납기 오더 증가 등 반등의 기울기는 완만할 것으로 전망, 다만 바닥은 통과했다고 판단

미국 의류 소매 판매-재고 방향성 추이 및 전망



자료: US Census Bureau, 하나증권

5. Top Picks

신세계(004170.KS) | BUY | TP 250,000원 | CP(5월16일) 172,800원

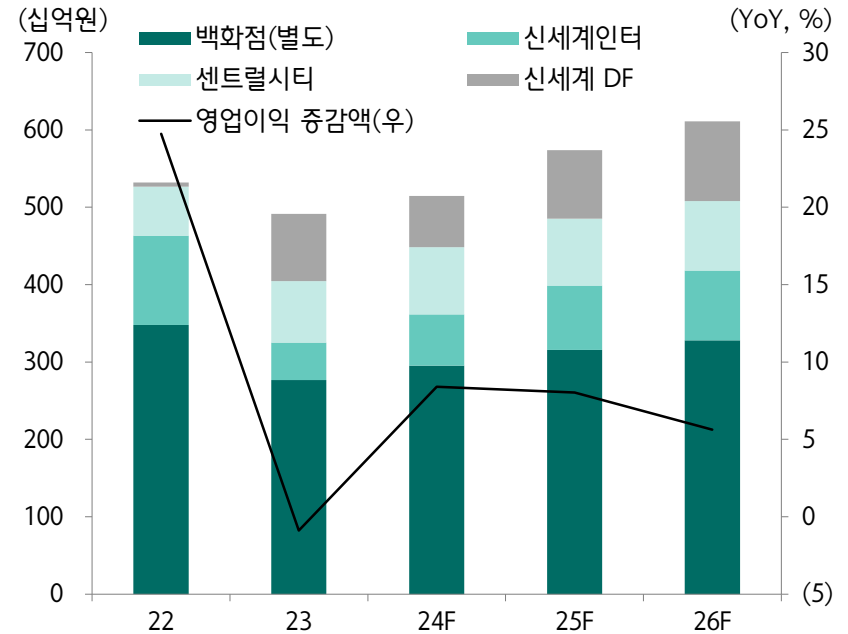
- 백화점 하반기 기저효과 본격화, 강남점 리뉴얼 + 외국인 매출 비중 확대 추가적 실적 개선 모멘텀, 연간 YoY 4% 성장 전망
- 면세점 분기별로 매출/이익 흐름 개선 전망, 기타 계열사 추세적 손익 개선 고무적
- 현재 주가 12MF PER 4.8배 불과, 자사주 취득 + 점진적 실적 회복 + 낮은 밸류에이션 감안 안정적 투자대안

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,812.8	6,357.1	6,882.3	7,398.7
영업이익	645.4	639.8	693.6	749.3
순이익	406.1	225.1	334.5	376.2
증감률	32.3	(44.6)	48.6	12.5
PER	5.33	7.66	5.09	4.53
PBR	0.53	0.40	0.37	0.35
ROE	10.34	5.41	7.68	8.05
DPS	3,750	4,000	4,000	4,000

자료: 하나증권

신세계 사업부별 영업이익 및 증감률 전망



자료: 신세계, 하나증권

5. Top Picks

한세실업(105630.KS) | BUY | TP 29,000원 | CP(5월16일) 22,200원

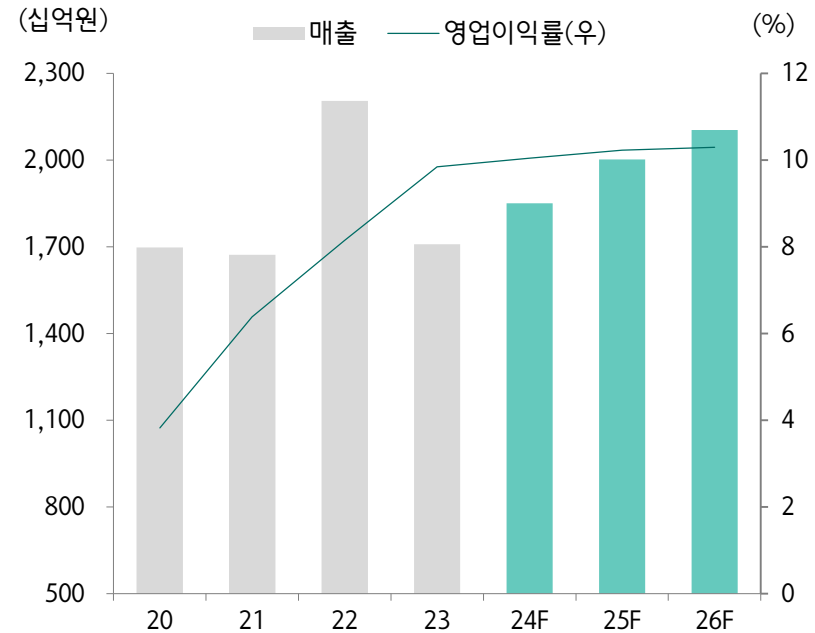
- 하반기부터 본격적인 재고확충(re-stocking) 사이클 예상, 하반기 오더 증감률 YoY 15% 전망
- 1) 강도높은 재고 조정 일단락, 2) 높아진 신제품 수요 발생 가능성, 3) 마트/캐주얼(저가) 바이어 중심 빠른 회복 폭 예상
- 실적/업황 모두 가장 빠르게 턴어라운드 예상

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,204.8	1,708.8	1,926.1	2,023.0
영업이익	179.6	168.2	184.1	194.5
순이익	85.6	111.3	121.0	136.3
증감률	27.1	29.9	8.7	12.6
PER	7.19	7.56	7.37	6.55
PBR	1.11	1.30	1.19	1.03
ROE	17.10	19.10	17.81	17.28
DPS	500	500	500	500

자료: 하나증권

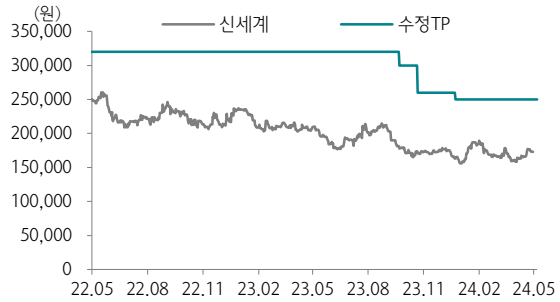
한세실업 매출과 영업이익률 추이



자료: 한세실업, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

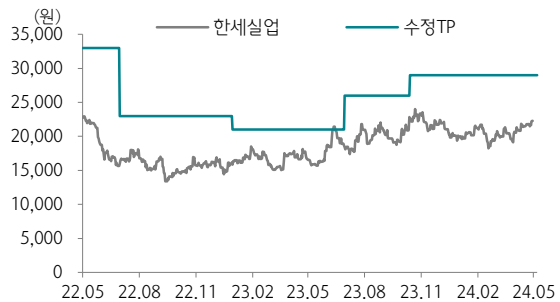
신세계



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.11	BUY	250,000		
23.11.9	BUY	260,000	-33.68%	-31.35%
23.10.10	BUY	300,000	-42.28%	-40.23%
22.12.2	BUY	320,000	-35.37%	-25.94%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.8.26	1년 경과		-	-
21.8.26	BUY	320,000	-23.35%	-12.19%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한세실업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.11.1	BUY	29,000		
23.7.18	BUY	26,000	-23.49%	-12.12%
23.1.17	BUY	21,000	-18.40%	2.14%
22.7.18	BUY	23,000	-31.36%	-21.30%
21.11.15	BUY	33,000	-30.81%	-10.61%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2024년 5월 20일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.12%	5.43%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 17일