

유통/의류
overweight

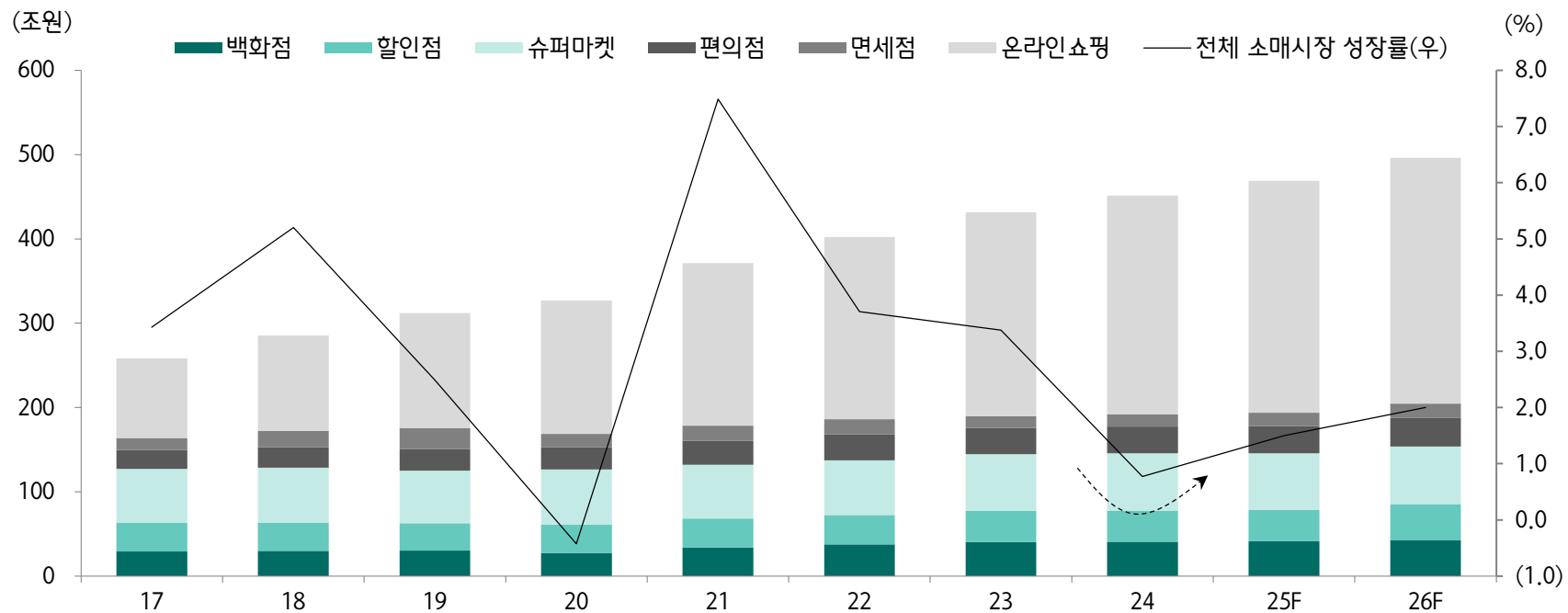
ALLBUY

✧ Analyst 서현정 ✧



경기순환과 구조적 성장의 구간

- 유통업은 매크로와 마이크로가 같이 좋아지는 국면에 진입
- 매크로: 금리 인하에 따른 긍정적 소비 환경 + 정부지원에 따른 소비진작 효과, 높은 소비심리 개선 가능성
- 마이크로: 1위 사업자의 Re-rating, 영업환경 변화에 따라 점유율 상승 국면에 있는 업체들 중심 중장기 투자 유효



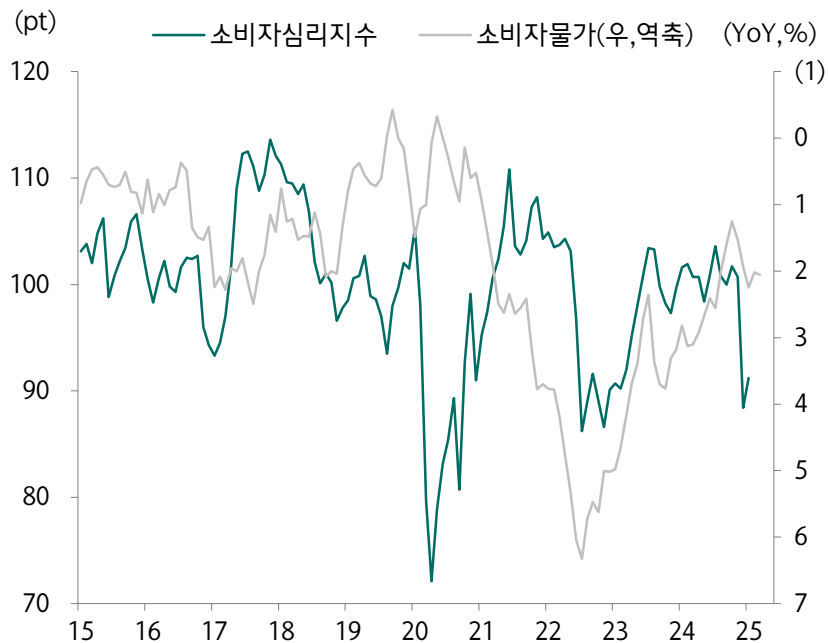
자료: 통계청, 하나증권



MACRO: 우호적 소비 환경

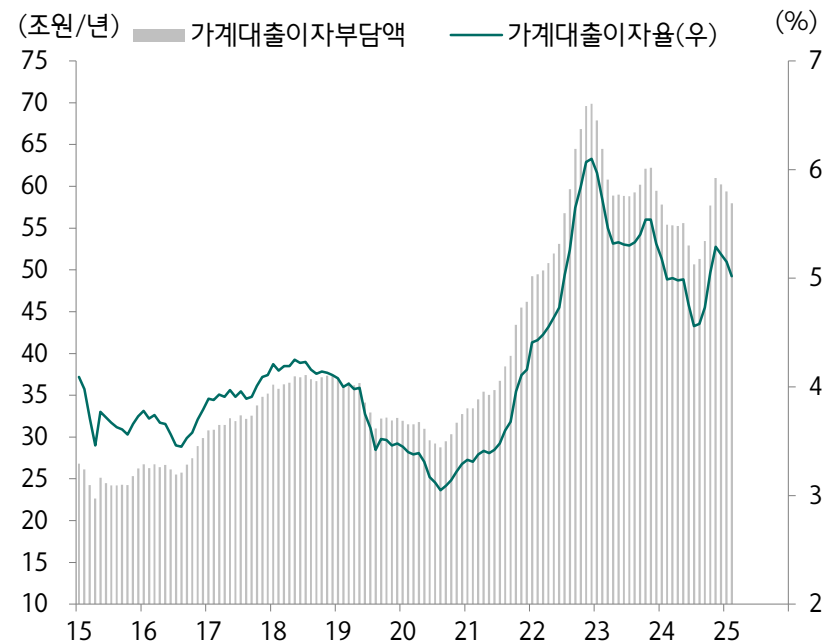
- 국제유가와 환율 하락으로 물가 안정화, 금리 인하에 따른 이자율 하락으로 가계 구매력 개선 전망 ⇒ 긍정적 소비 환경
- 선행지표인 수출 경기 둔화 우려, 다만 관세 불확실성 완화 및 정부소비 확대 시 소비심리는 탄력적 반등 기대
- 실질 소비 개선은 다소 지연되더라도, 매크로 모멘텀은 상반기 바닥을 다지고 하반기 우호적으로 돌아설 전망

소비자심리지수와 소비자물가 추이



자료: 한국은행, 하나증권

가계대출부담



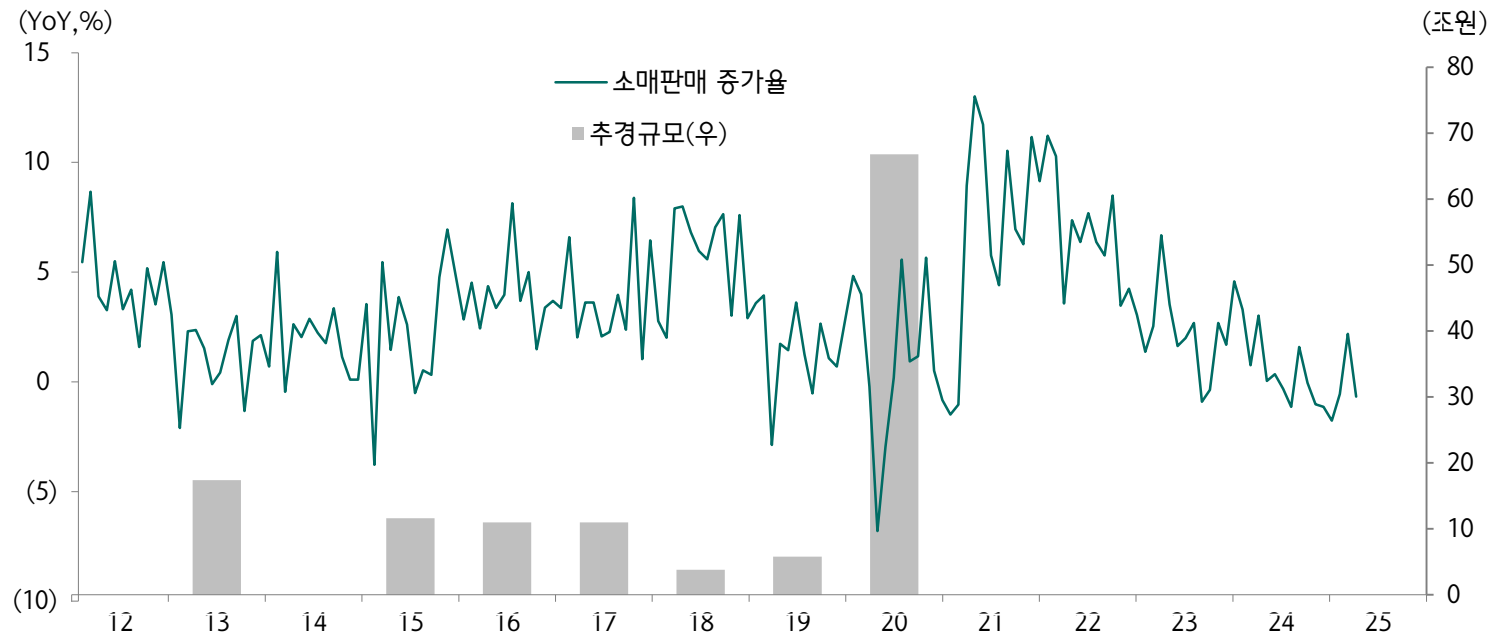
자료: 한국은행, 하나증권



하반기 정책 기대감

- 1차 추경 13.8조원 편성, 조기 대선 이후 2차 추경에 대한 논의 기대, 추경 집행은 기준금리 인하와 함께 소비경기 부진 벗어나는 시초
- 현재 민생 지원에 약 5.1조원 예정되어 있으며, 이는 전체 소매판매 1%p 이상 제고시켜 줄 수 있는 금액, 대부분 3분기 반영 예상
- 국정 불안 요인 해소는 소비심리 개선 요인, 6월 이후 소비 경기 회복을 위한 다양한 정책들은 추가적 주가 모멘텀 작용할 듯

추경과 이에 따른 소매판매 증가율 변화

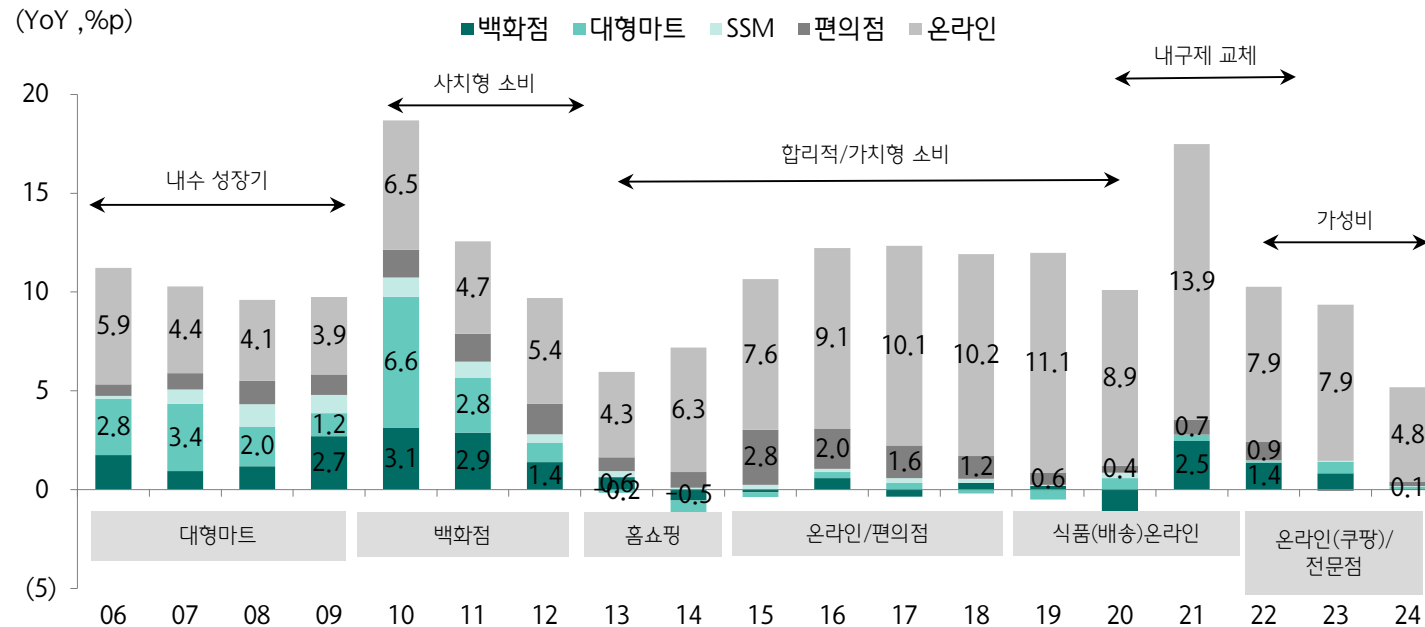


자료: 통계청, 하나증권

THE WINNER TAKES IT ALL

- 유통은 대부분의 매출이 국내에서 발생하고, 시장이 과점화/포화되어 있기에 성장의 한계로 지속적인 디레이팅 진행되어 왔음
- 최근 산업의 경쟁강도 완화(하위사업자 이탈)에 따라 사업규모와 이익이 레벨업되고 있는 상위사업자들이 부각되는 중
- 온라인(쿠팡) → 면세점(호텔신라) → 할인점(이마트) → 편의점(BGF리테일/GS리테일) 중심으로 산업의 구조적 변화 나타날 것

유통 채널별 기여도 추이



자료: 통계청, 하나증권



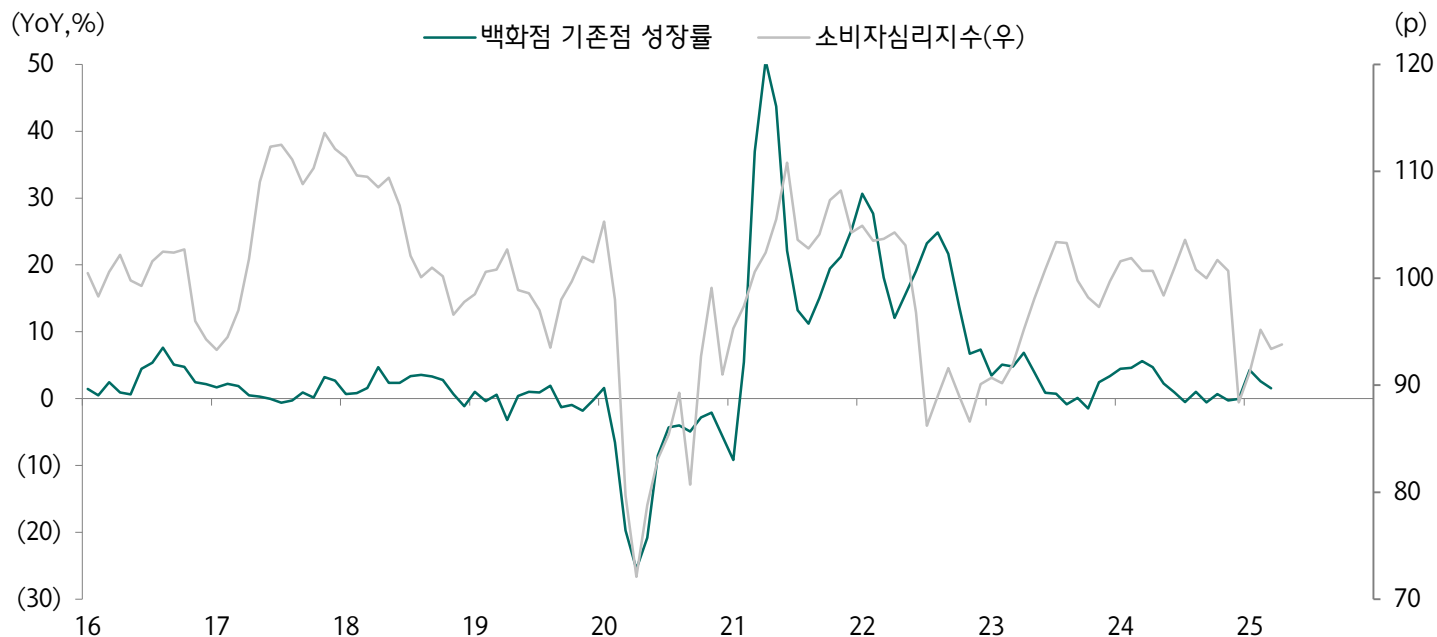
3. 2025년 채널별 전망 - 백화점



백화점: 소비심리 회복 기대감

- 소비심리 개선과 점진적 소비 회복 가능성은 백화점 업종 밸류에이션 상승 요인으로 추가적인 주가 상승 여력 기대할 수 있음
- 명품 카테고리가 외형성장을 방어하고 있으며, 하반기 기저효과 + 패션 수요 상승에 따라 성장을 반등 예상
- 본업인 백화점 이익모멘텀 3분기부터 YoY(+) 전환 + 면세 본격적 수익성 회복, 하반기 강한 실적 모멘텀 기대

백화점 기준점 성장률과 소비자심리지수

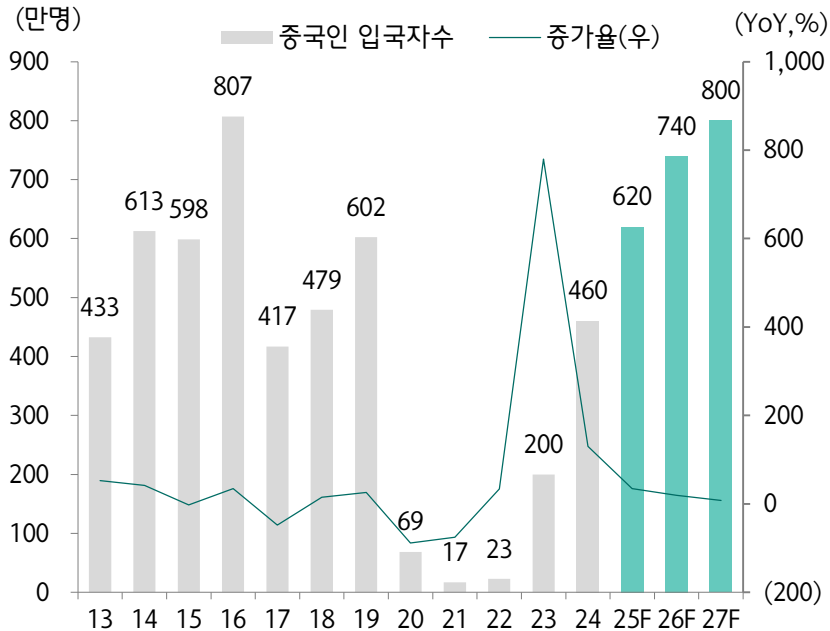


자료: 한국은행, 산업통상자원부, 하나증권

면세점 – 명확해진 이익 턴어라운드

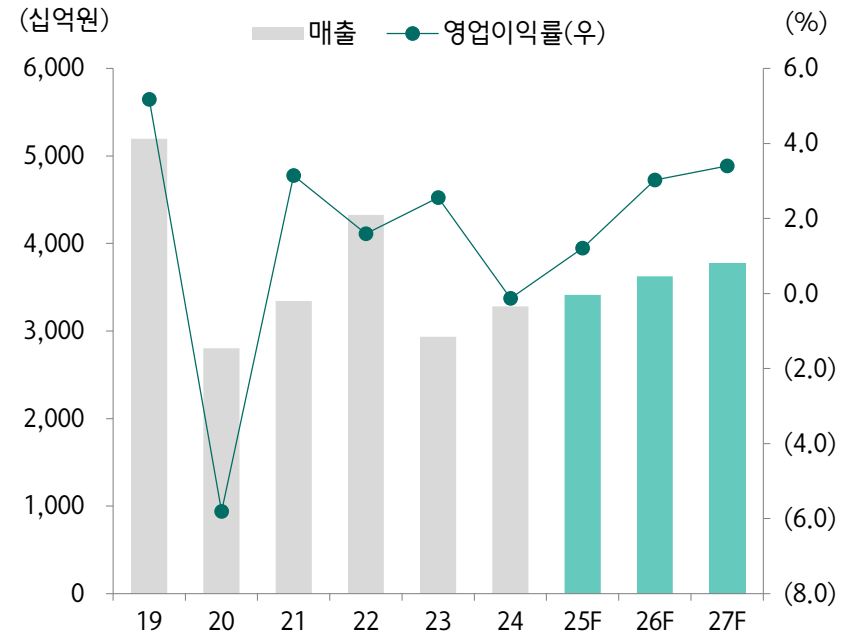
- 시내 면세점 경쟁 구도 완화. 롯데면세점 대형 다이고 거래 중단, 현대백화점 면세점 동대문점 폐점
- 경쟁 완화와 고객 믹스 개선으로 호텔신라와 신세계 시내점 마진은 자연스럽게 개선될 것, 공항점 임차료 부담은 점차 완화 추세
- 외국인 인바운드 증가세, 3분기 단체관광 무비자 허용, 중국 경기 회복 등 모멘텀 다수, 업황과 실적은 단기 바닥을 지났다는 판단

중국 인바운드 추이와 전망



자료: 한국관광통계, 하나증권

호텔신라 매출과 영업이익률 추이



자료: 호텔신라, 하나증권



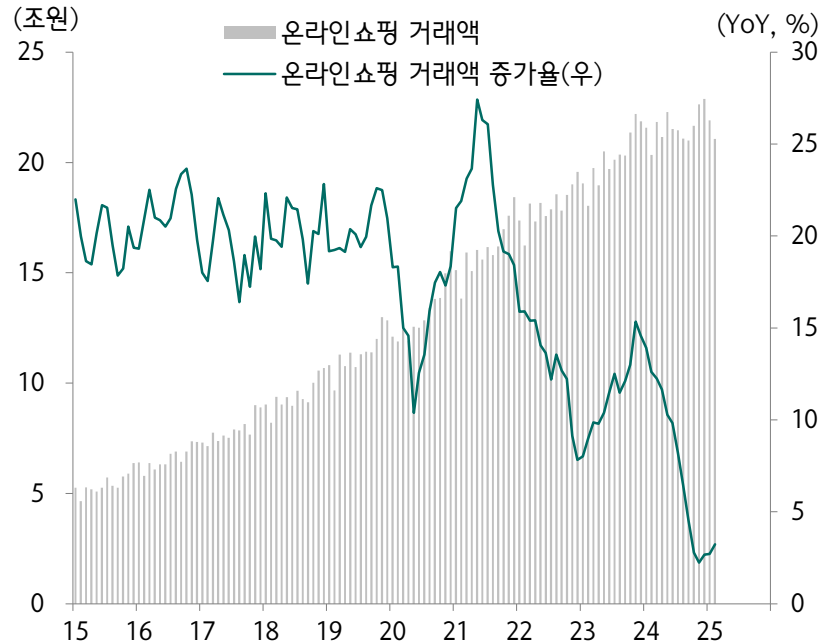
3. 2025년 채널별 전망 - 할인점



할인점 – 구조적 변화의 초입

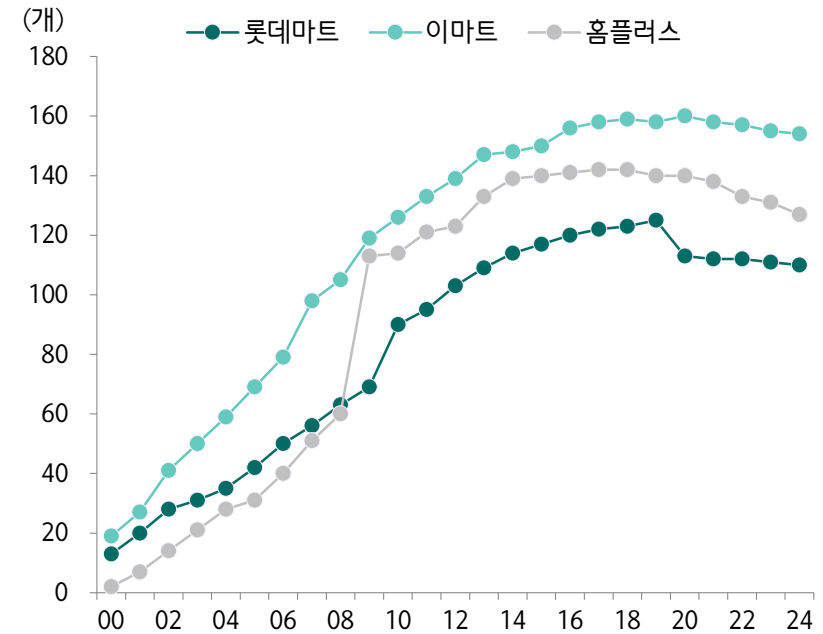
- 구조적 변화의 초입. 온라인 시장의 둔화 + MS 2위 사업자인 홈플러스의 영업 경쟁력 약화
- 이마트는 구조조정 + 통합소싱 + 비효율 SKU/프로모션 축소 등 핵심경쟁력 제고에 초점을 두고있음
- 1분기부터 본업의 총이익률 개선 추세는 가시화되었고, 한국 식품 유통 선두주자로서 입지를 견고히 하며 Re-rating 가능성 존재

온라인쇼핑 거래액과 증가율



자료: 통계청, 하나증권

대형마트 3사 점포수 추이



자료: 각 사, 하나증권



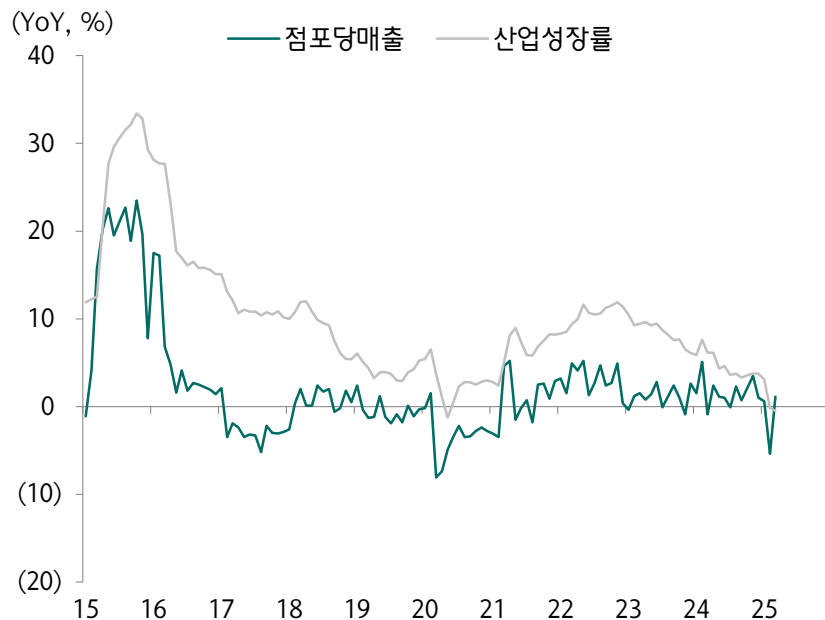
3. 2025년 채널별 전망 - 편의점



편의점: 산업 성장률 추세적 회복 여부 중요

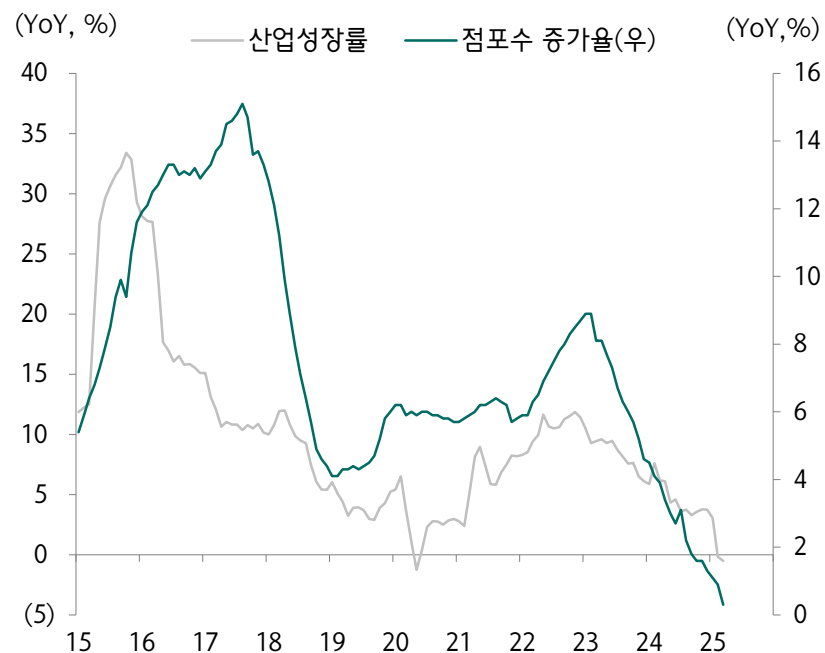
- 점포수 증가율 둔화 국면, 결국 점포당 매출 회복되면서 저성장에도 불확실성 완화되어야 함
- Top 2 중심 시장 재편 가속화 추세(하위사업자 외형/수익성 모두 저하), 다만 전체 산업 성장률이 낮으면 재편 효과도 한계
- 2~3분기 편의점 성수기 성장률 주목 필요, 향후 업황 회복 시 레버리지 효과 가능한 BGF리테일 선호

편의점 성장률과 점포당 매출



자료: 산업통상자원부, 하나증권

편의점 산업 성장률과 점포수 증가율

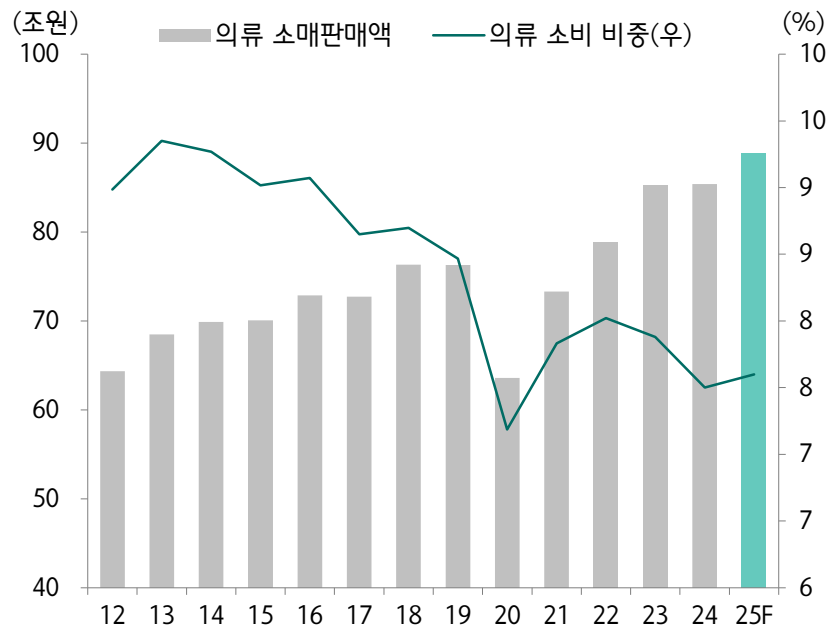


자료: 산업통상자원부, 하나증권

섬유/의복 – 성장 모멘텀은 중국에서

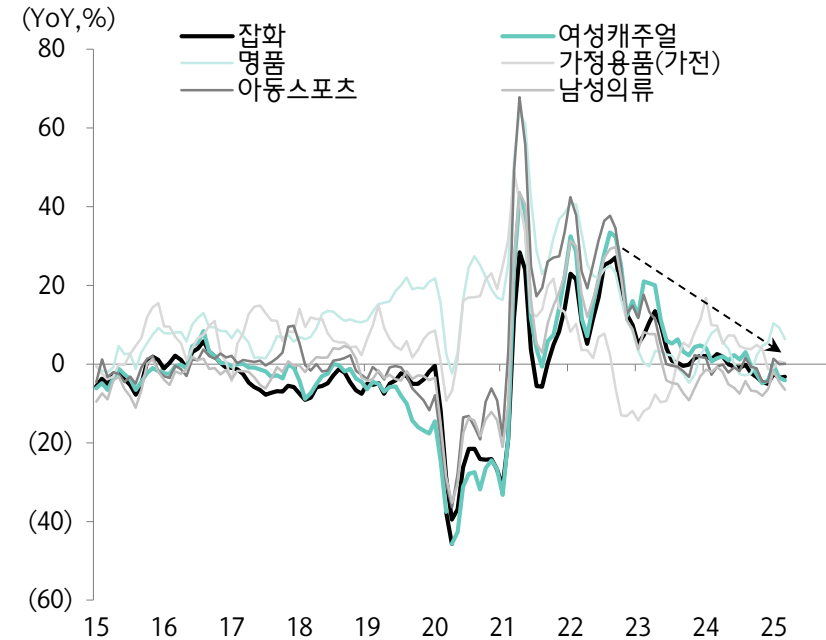
- 내수: 소비 둔화에 따라 부진한 모습, 하반기 점진적으로 매출과 이익 회복 구간 예상되나, 개선 폭은 제한적일 듯
- 하반기 의류 소매판매액 반등 예상, 다만 저성장 + 시장 성숙기 진입에 따라 의미있는 성장은 제한적
- 의류 브랜드의 경우 중국 외 지역에서의 대안이 없는 상황. 어느 시점보다 중국의 중요도 투자 매력 부각될 시점

연간 의류 소매판매액과 소비 비중



자료: 통계청, 하나증권

백화점 상품군별 매출 추이

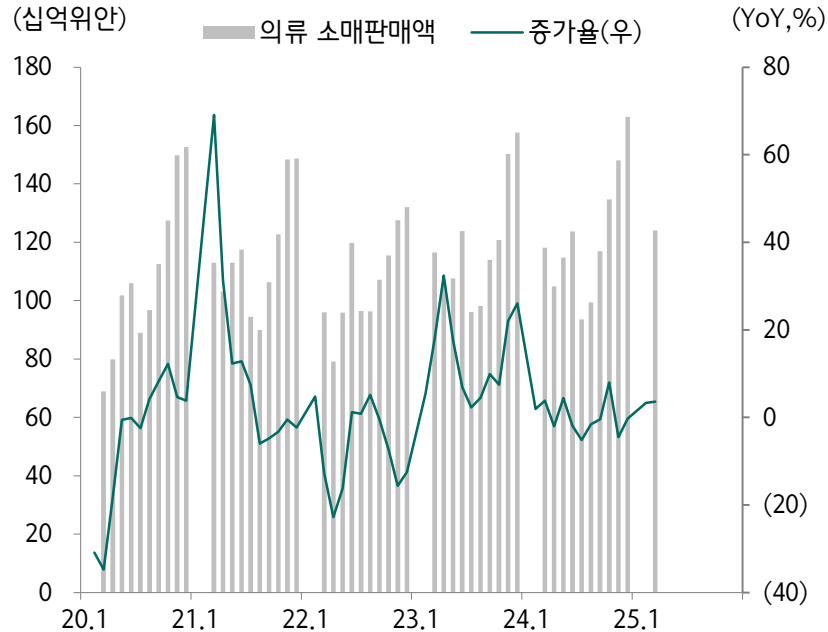


자료: 산업통상자원부, 하나증권

중국 저점 통과

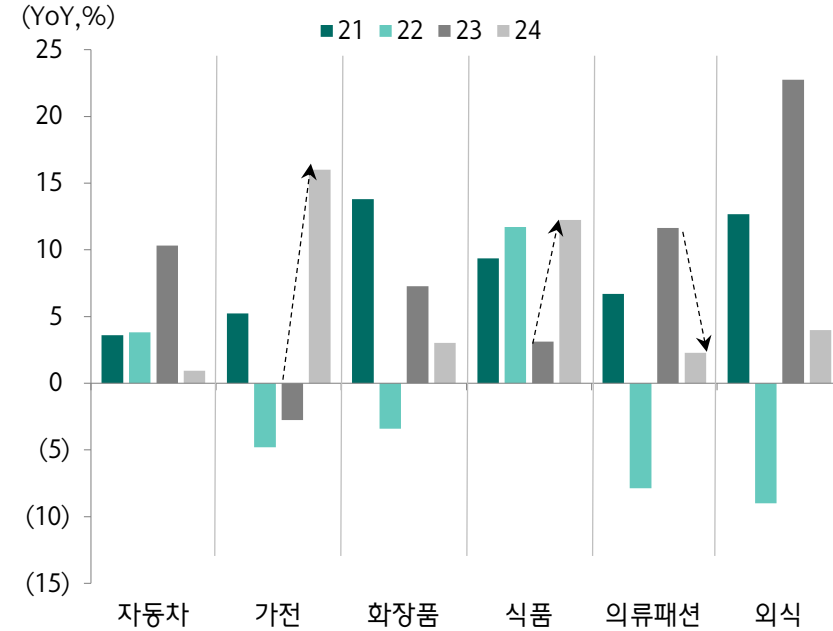
- 1분기 중국 소매판매 YoY 5.9% 증가, 특히 가전제품/자동차/통신기기 등 중심 성장하며 내수 소비 효과 가시화되는 중
- 다만 의류 소매판매액은 코로나19 이전만큼도 못한 수준. 2013~19년 추세를 하회하고 있으며, 지난 3년간 성장률 2%에 불과
- 점진적 중국 소비 개선 시, 기저효과 + 이연 수요까지 감안 의류 카테고리 역시 강한 반등세 전망

중국 의류 소매판매 추이



자료: CEIC, 하나증권

중국 품목별 소매판매 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권



4. 2025년 의류 산업 전망

중국 진출 원년

- 중국 소비만 올라온다면 중국시장 노출도가 높은 국내 브랜드업체들의 편더멘탈 개선 가파를 것으로 예상
- 디스커버리(F&F), 스노우피크(감성코퍼레이션), 잭시믹스 등 2025년 본격적으로 중국 진출 목표
- 소비재 업체들은 해외 비중이 10% 이상을 상승하면서 밸류에이션 Re-rating 진행되었음(10배→20배)

중국 노출도 있는 국내 업체 현황

기업명	진출 시기	진출 브랜드	전개 형태	매출/이익 규모(비중)	사업 전략
F&F	2017년 (중국 법인 2019년)	MLB , Discovery	• 현지 법인 통한 직영점과 대리상 전개 형태로 수출 • 2024년 기준 오프라인 매장수 1,120개	24년 매출 8,578억원 이익기여도 60% 추정	• 대부분 대리상 형태 오프라인 전개로 고정비 부담 완화 • 온라인(티몰/VIP/위챗) 확장 중 • 올해 디스커버리 중국 신규 진출 통해 중국법인 YoY 12% 성장 목표
필라홀딩스	2009년	FILA	• 중국 ANTA와 JV(필라코리아 지분율 15%) 형태로 전개 • 안타스포츠가 매장 확대 및 마케팅 비용 부담 • 3마(마르디/마땡킴/마리떼) 중화권 유통 중. 매장수 50여개	24년 매출 2.7조원(도매가 기준)	• 향후 K-인디브랜드 중심 더욱 확장할 것
감성코퍼레이션	2023년	스노우피크	• 중국 어패럴 사업 본격적으로 전개 예정 • 하반기 내 중국 유통사 선정 목표	X. 대만 매출 10억원 중후반	• 중국 시장 재진출을 위한 전략 변경 중
잭시믹스	2022년	잭시믹스	• YY스포츠와 협업통해 중국 사업 진행 중		• 24년 10개점, 25년 50개 매장 오픈 목표 • 온라인 채널 활성화 예정
호텔신라	2001년	X	• 직매입 형태로 글로벌 화장품 브랜드 소싱	24년 면세 매출 2조원 매출의 70%는 중국인 면세 적자 지속	• 다이고 축소. 개별여행객과 단체관광 중심 수요 규모 확대





5. Top Picks



현대백화점(069960) | BUY | TP 85,000원 | CP(5월22일) 68,800원

- 본업인 백화점 회복, 불확실성 요인이었던 면세점 완화, 자회사 지누스 턴어라운드로 하반기 높은 실적 모멘텀 예상
- 2025년 하반기 이익 측면 백화점 YoY 8%, 면세점과 지누스 흑자전환
- 12MF PER 6배로 높은 밸류에이션 매력, 자사주 매입/소각, 배당 확대 등 주주환원책 강화로 저평가 우려 해소 전망

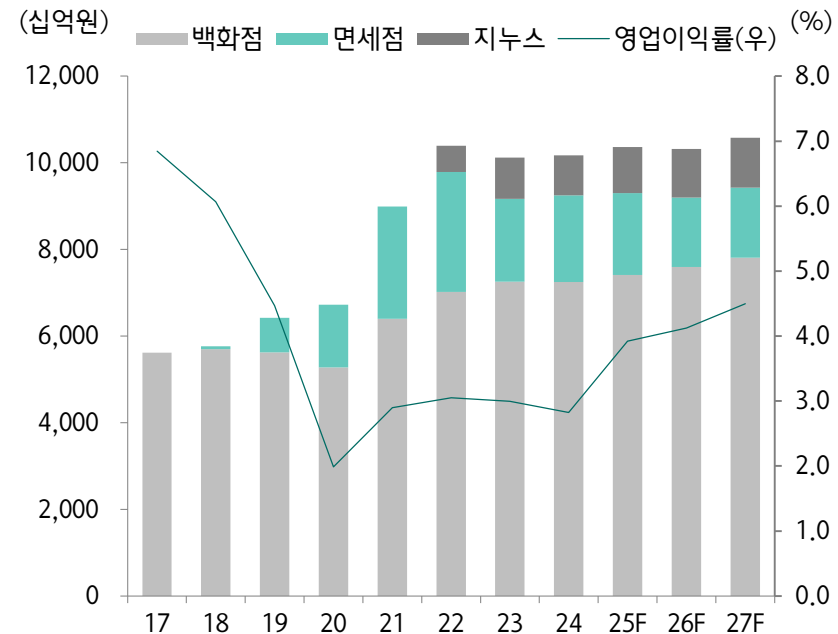
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,303.4	4,284.8
영업이익	303.5	284.0	411.6	431.1
순이익	(79.8)	(35.9)	244.8	256.8
증감률	적전	적지	흑전	4.9
PER	(15.20)	(30.62)	6.12	5.83
PBR	0.26	0.24	0.32	0.30
ROE	(1.76)	(0.81)	5.44	5.44
DPS	1,300	1,400	1,400	1,400

자료: 하나증권

현대백화점 매출과 영업이익 추이



자료: 현대백화점, 하나증권





5. Top Picks



이마트(139480) | BUY | TP 100,000원 | CP(5월22일) 87,300원

- 할인점 본업의 사업구조 개선으로 수익성 구조적으로 개선 추세
- 온라인 시장 성장 둔화와 경쟁사 영업력 약화에 따른 반사수혜 폭 클 듯
- 2025년 연간 영업이익 4,790억원(YoY 917%)으로 가장 높은 이익턴어라운드 전망

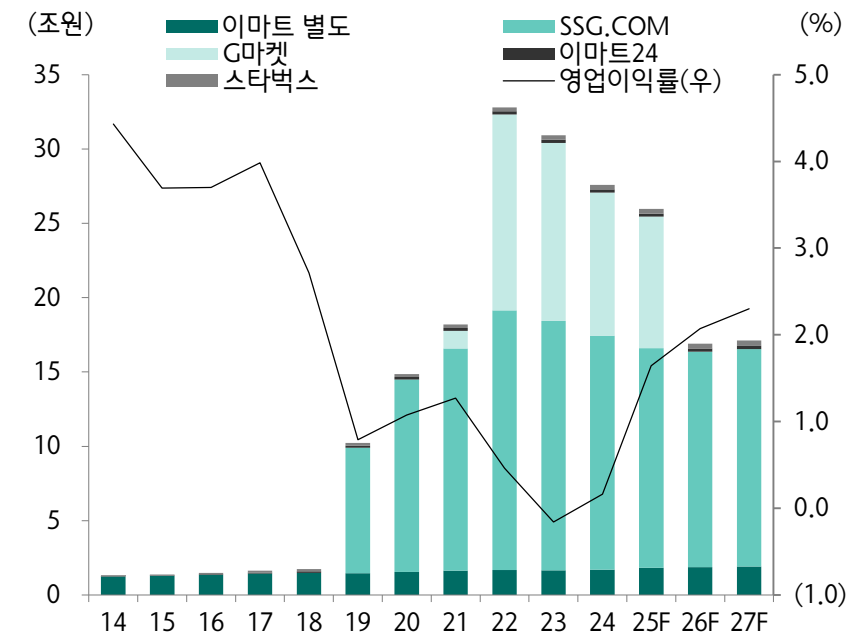
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	29,472.2	29,020.9	29,159.7	29,363.7
영업이익	(46.9)	47.1	479.1	608.4
순이익	(89.1)	(590.0)	184.3	268.5
증감률	적전	적지	흑전	46.0
PER	(23.97)	(3.00)	12.90	8.83
PBR	0.18	0.17	0.22	0.22
ROE	(0.79)	(5.40)	1.76	2.53
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000

자료: 하나증권

이마트 매출 및 영업이익률 추이



자료: 이마트, 하나증권





5. Top Picks



F&F(383220) | BUY | TP 95,000원 | CP(5월22일) 73,100원

- 중국 진출 4년차, 단일 브랜드인 MLB 기존점 성장세 만으로 YoY 7% 이상 신장세 나오는 중
- 올해 중국법인 성장 전환 예상. 25년 중국 성장률 10% 전망, MLB 기존점 성장률 7%, 디스커버리 신규 진출로 3% 내외 가정
- 중국향 수출은 마진 높은 채널로, 중국 비중 확대에 따라 영업레버리지 효과 또한 기대

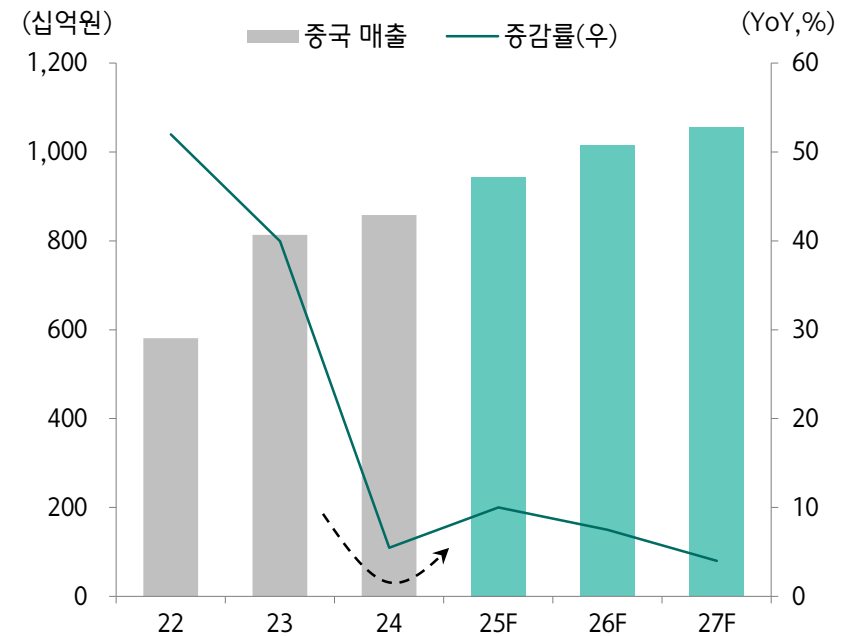
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,978.5	1,896.0	1,995.0	2,110.3
영업이익	551.8	450.7	484.6	519.7
순이익	425.1	360.4	381.6	412.6
증감률	(3.8)	(15.2)	5.9	8.1
PER	8.04	5.77	6.88	6.36
PBR	2.61	1.29	1.36	1.15
ROE	38.43	25.27	22.17	20.08
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700

자료: 하나증권

F&F 중국 연간 매출 추이 및 전망



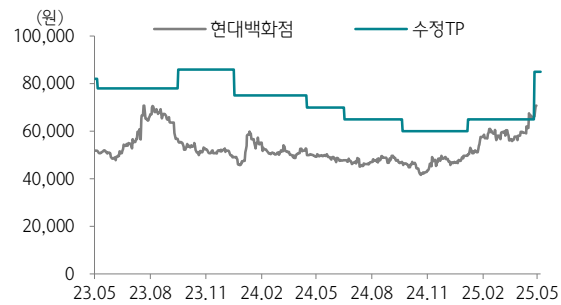
자료: F&F, 하나증권





투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

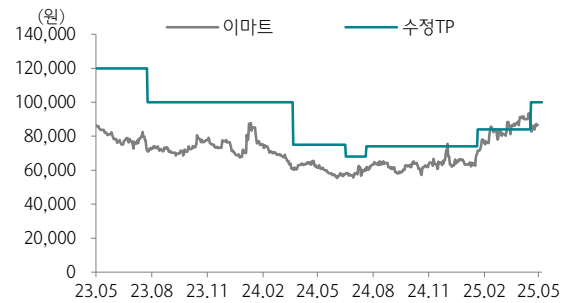
현대백화점



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.21	BUY	85,000		
25.1.31	BUY	65,000	-10.78%	4.00%
24.10.15	BUY	60,000	-22.94%	-17.08%
24.7.11	BUY	65,000	-27.13%	-23.46%
24.5.10	BUY	70,000	-29.91%	-28.00%
24.1.11	BUY	75,000	-31.11%	-20.13%
23.10.10	BUY	86,000	-39.32%	-35.47%
23.5.30	BUY	78,000	-25.10%	-9.23%
23.2.14	BUY	82,000	-35.11%	-30.24%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트

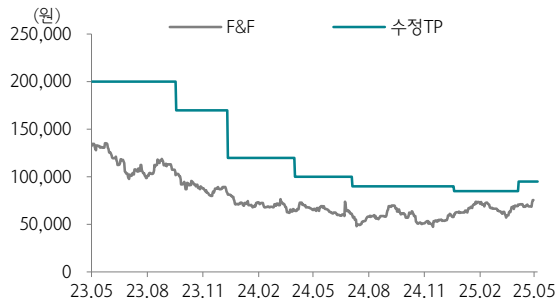


날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.13	BUY	100,000		
25.2.14	BUY	84,000	-0.87%	11.31%
24.8.14	BUY	74,000	-14.29%	2.03%
24.7.11	BUY	68,000	-14.08%	-7.94%
24.4.15	BUY	75,000	-19.31%	-12.67%
23.8.18	BUY	100,000	-26.91%	-12.20%
23.5.12	BUY	120,000	-33.37%	-26.50%



투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

F&F



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.30	BUY	95,000		
25.1.13	BUY	85,000	-21.67%	-13.18%
24.7.29	BUY	90,000	-36.76%	-22.33%
24.4.25	BUY	100,000	-34.98%	-26.00%
24.1.5	BUY	120,000	-41.18%	-32.17%
23.10.12	BUY	170,000	-47.40%	-39.29%
23.1.26	BUY	200,000	-36.46%	-23.50%

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(서현정)는 2025년 5월 26일 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 23일