



## Overweight (Maintain)



음식료/유통  
Analyst 박상준, CFA  
sjpark@kiwoom.com

# 유통

## 소비경기 회복에 더해지는 모멘텀



백화점과 할인점 업황의 회복 기대감이 올라오고 있다. 내수 소비경기가 반등하고 있고, 인바운드 증가 모멘텀이 확대되고 있으며, 할인점 산업 구조조정에 대한 기대감이 커지고 있기 때문이다. 주요 백화점, 할인점 업체들은 2분기 실적 시즌에 강한 차익 실현을 경험하였으나, 하반기 실적 개선 모멘텀을 감안한다면, 유통 업종에 대한 비중 확대가 필요할 것으로 판단된다.

### >>> 백화점, 소비경기 반등 구간에서 인바운드 모멘텀 장착

**7월 한국의 전체 입국자 수와 중국인 입국자 수가 전월대비 각각 +7%, +26% 증가하였다. 전년동기 대비로도 각각 +23%, +31% 증가한 수치이다.** “케이팝 데몬 헌터스” 등 K-콘텐츠의 전 세계적인 인기와 한국 문화에 대한 관심 증가로 방한 외국인 관광객이 꾸준히 증가하고 있다. 특히, 최근 증가하고 있는 외국인 관광객들은 백화점에서 명품과 식품을 중심으로 소비를 늘려 나가고 있다. 주요 백화점 업체들의 외국인 매출은 두 자릿수 성장세가 지속되고 있으며, 전통적인 명동 상권 외의 여의도/강남 상권의 점포들은 더 높은 성장률이 나타나고 있는 상황이다.

이에 따라, **3분기 백화점 업체들의 기존점 성장을 전망치가 상향될 가능성이 높아지고 있다.** 금리 인하 누적, 전년동기 낮은 기저 등의 영향으로 내국인 소비가 반등하고 있는 가운데, 인바운드 증가 모멘텀이 더해지고 있기 때문이다. 4분기부터는 중국 단체관광객 무비자 입국 영향이 나타날 가능성이 높기 때문에, 인바운드 증가 모멘텀이 더욱 확대될 수 있다.

### >>> 할인점, 홈플러스 폐점 가속화로 경쟁사 반사수혜 전망

지난 8/13에 15개점 폐점을 발표한 홈플러스는 올해 11월에 5점, 12월에 10점을 폐점하겠다고 밝힌 상황이다. 기존 방침은 내년 5월까지 순차 폐점이었는데, 폐점 시기가 앞당겨진 느낌이다. 이에 따라, **동사의 올해 말 예상 할인점 점포 수는 108점으로 연초 대비 18점 순감할 것으로 추산된다.**

할인점은 추석 시점 차이와 소비쿠폰 사용처 제외 등의 영향으로 3분기 매출이 고전할 것으로 예상되나, **4분기부터는 소비경기 회복과 전년동기 낮은 기저 등의 영향으로 인해, 매출 반등의 가시성이 높은 편이다.** 더불어, **내년 1분기에는 경쟁사 폐점 효과가 앞당겨져 반영되면서, 기존점 성장을 상승세가 더욱 탄력을 받을 가능성이 높아졌다.**

홈플러스의 이번 조기 폐점 결정은 동사의 현금흐름이 예상 보다 좋지 않음을 시사한다. 만약, 9/22까지 “인가 전 M&A”가 이뤄지지 않는다면, 추가적인 점포 순감 가능성을 열어 두어야 할 것이다. 따라서, 향후 할인점 산업 구조조정에 대한 기대감이 주요 할인점 업체들의 밸류에이션에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

#### Compliance Notice

- 당사는 9월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

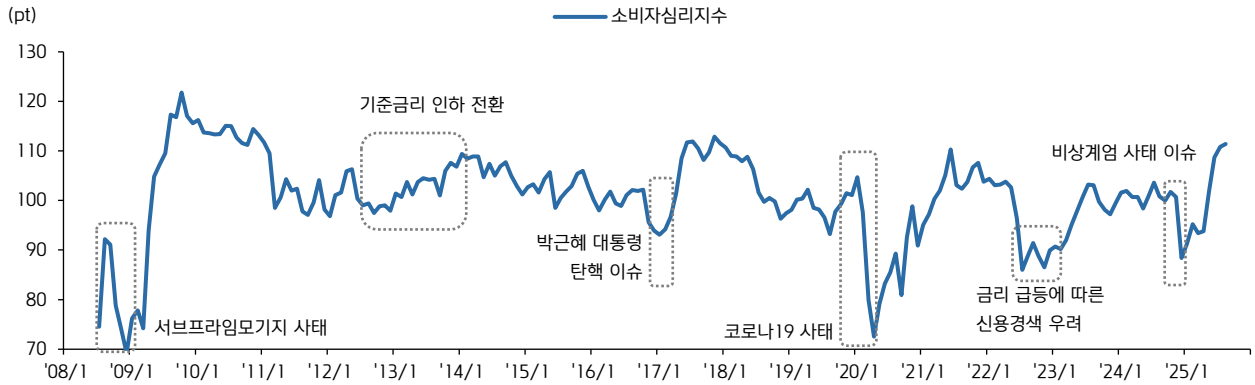
월별 주요 유통업체 매출 동향

구분	'24/10	'24/11	'24/12	'25/1	'25/2	'25/3	'25/4	'25/5	'25/6	'25/7	'25/8	'25/9
휴일 수(日)	10	9	10	12	8	11	8	11	11	8	11	8
휴일 YoY(日)	-1	1	-1	3	-2	0	-1	1	0	0	1	-4
한국 소비자심리지수(pt)	101.7	100.7	88.4	91.2	95.2	93.4	93.8	101.8	108.7	110.8	111.4	
한국 전체 수출금액 YoY(%)	4.6	1.3	6.6	-10.1	0.4	2.7	3.5	-1.3	4.4	5.8	1.3	
산자부 전체 매출 YoY(%)	6.7	8.0	8.9	11.7	4.4	9.2	7.0	7.0	7.3	9.1		
산자부 오프라인 매출(전점) YoY(%)	0.0	3.9	-0.3	8.8	-7.7	-0.2	-1.9	0.9	-1.1	2.7		
대형마트	-3.4	5.7	-6.6	16.1	-18.8	-0.2	-3.1	0.2	-2.8	-2.4		
백화점	-2.6	1.4	1.1	10.3	-3.6	-2.1	-2.9	2.3	-0.9	5.1		
편의점	3.7	5.1	2.4	1.7	-4.6	1.4	-0.6	-0.2	-0.7	3.9		
SSM	7.1	6.8	3.4	4.8	-1.2	3.6	0.2	1.0	2.1	1.8		
이마트 기준점 YoY(%)	-5.8	3.4	-9.6		-0.2	-1.5	-2.6	2.5	-2.7	1.8		
신세계 기준점 YoY(%)	-3.2	-1.9	0.6	10.4	-7.0	-4.7	-2.5	2.3	0.1	1.8		
산자부 편의점 점포 수 YoY(%)	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.3	-0.2	-0.6	-1.3	-2.0		
산자부 온라인 매출 YoY(%)	13.9	11.8	18.8	14.6	16.7	19.0	15.8	13.0	15.9	15.3		
통계청 온라인 매출 YoY(%)	1.4	2.0	4.6	1.6	3.7	2.5	2.8	0.6	1.9	7.3		
F&B 상품 + 서비스	15.4	12.4	13.6	14.9	7.4	12.0	11.8	10.4	12.2	12.5		
의복	-2.9	0.3	9.9	1.3	-3.9	1.5	1.5	-0.4	3.0	0.0		
재화 전체	0.1	0.7	4.9	-0.5	5.7	2.0	3.1	1.8	4.6	8.1		
식품	16.0	11.3	12.4	13.1	5.0	9.9	10.0	7.0	11.6	13.7		
농축수산물	15.8	10.7	10.2	22.7	-2.7	11.1	13.1	9.6	13.2	16.8		
음식료품	16.1	11.6	13.3	9.2	8.3	9.5	9.0	6.1	11.0	12.6		
서비스 전체	4.3	4.9	4.0	5.8	-0.3	3.7	2.3	-1.8	-3.4	5.8		
음식서비스	14.7	13.8	15.1	17.5	10.4	14.6	14.1	14.7	12.9	11.0		
면세점 시장규모(조원)	1.11	1.01	1.26	0.95	1.00	1.08	1.18	1.05	1.09	0.92		
면세점 시장규모 YoY(%)	-16.4	-12.2	-3.8	-40.0	9.3	-8.6	-5.2	-16.1	-9.5	-8.6		
중국 화장품 소매매매 YoY(%)	40.1	-26.4	-26.4		4.4	1.1	7.2	4.4	-2.3	4.5		

자료: 한국은행, 산업통상자원부, 이마트, 신세계, 통계청, 한국면세점협회, Bloomberg, 키움증권 리서치

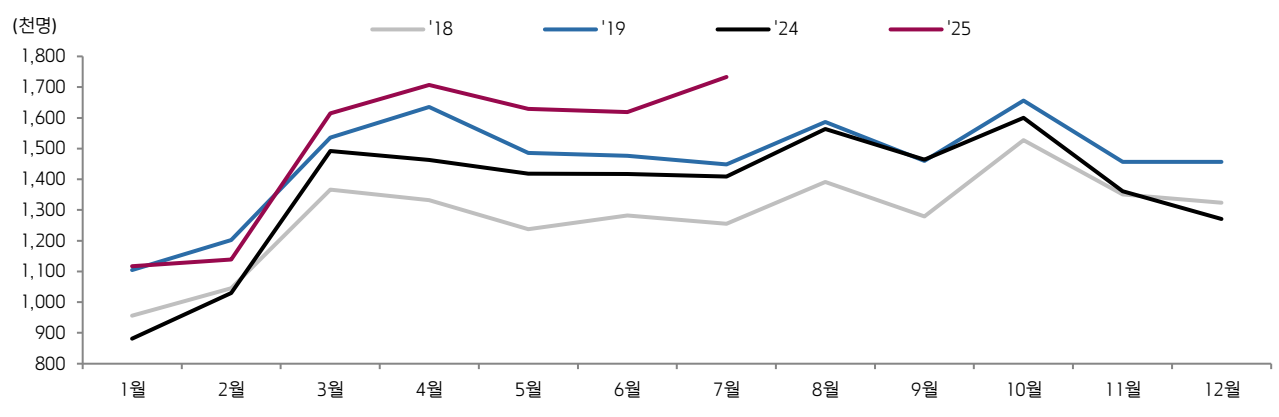
주: 1) 1월과 8월 데이터가 없는 경우, 당해 2월과 9월 데이터는 각각 1~2월 누계, 8~9월 누계 기준임.

한국 소비자심리지수 추이



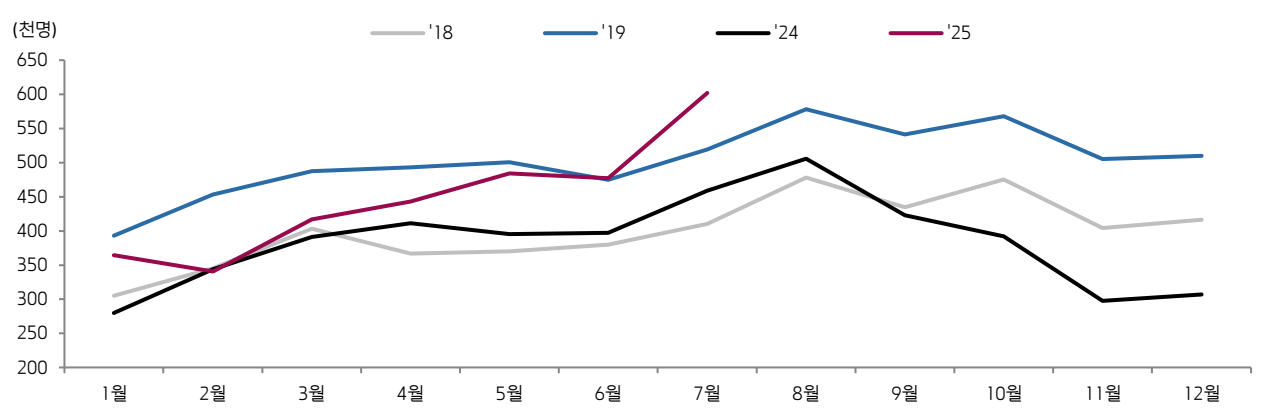
자료: 한국은행

### 한국의 전체 입국자 수 추이



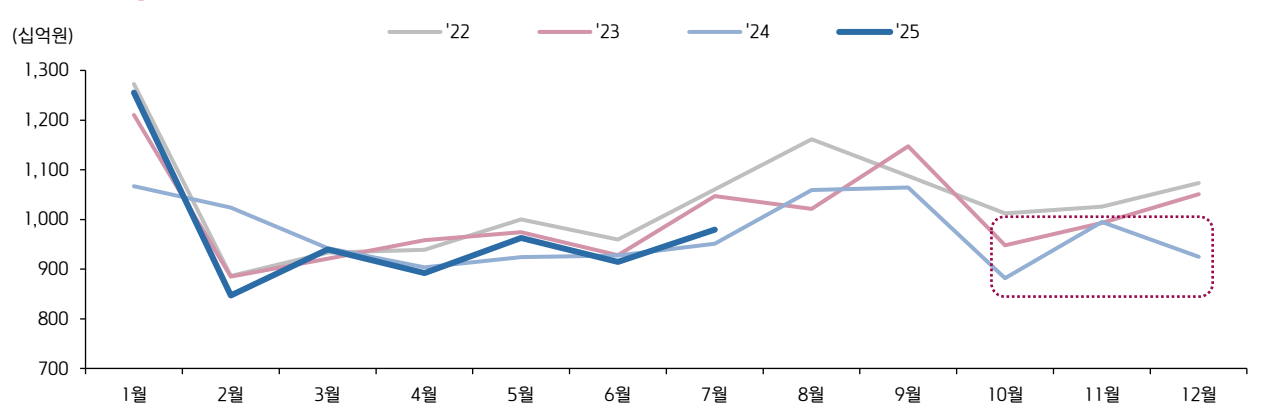
자료: 관광지식정보시스템

### 한국의 중국인 입국자 수 추이



자료: 관광지식정보시스템

### 월별 이마트 총매출액 추이



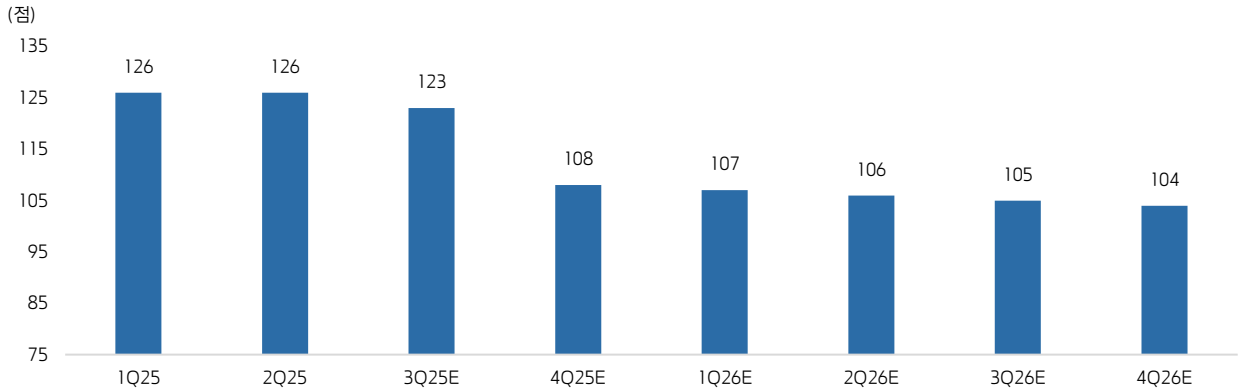
자료: 이마트

홈플러스 폐점 계획 + SNS에서 확산되고 있는 폐점 리스트 현황(할인점 기준)

폐점 여부	점포명	지역	예상 폐점 일정과 폐점 소문 관련 정리	재입차 (재입점) 계획
폐점 완료 (8 점)	서면점	부산	24년 2월 폐점(매출 부진과 경쟁력 약화로 정리)	X
	목동점	서울	24년 6월 폐점(임대기간 만료)	X
	서대전점	대전	24년 8월 폐점(적자 점포 정리)	X
	안양점	경기	24년 8월 폐점(적자 점포 정리)	X
	계림점	광주	임대 기간 만료에 따른 폐점 또는 자산유동화 대상으로 알려진 바 있음 24년 12월 폐점. 주상복합 건물로 재개발 예정.	검토 중
	부천상동점	경기	25년 7월말 폐점. 신축 주상복합 건물은 30년에 준공 예정.	O
	내당점	대구	23년 8월 매각. 25년 8월 14일 폐점.	O
	안산신부점	경기	25년 8월 31일 폐점	X
기존 폐점 확정 (6 점)	동대문점	서울	임대 기간 만료에 따라 <b>26년 1월</b> 폐점 예정	O
	동정주점	충북	임대 기간 만료에 따라 <b>26년 상반기</b> 폐점 예정(적자 점포 정리)	X
	부산반여점	부산	24년 510억원에 매각. <b>26년</b> 폐점 예정. 주상복합 건물로 재개발 예정.	O
	부천소사점	경기	24년 5월 400억원대에 매각. 주택이나 오피스 등으로 개발 예정. <b>26년 7월 이후</b> 폐점 가능성 언급되고 있음.	O
	순천동덕점	전남	24년 9월 매각. <b>27년 상반기</b> 폐점 이후 초고층 주상복합으로 개발 예정	O
	신내점	서울	25년 3월 이랜드건설에 520억원에 매각. 향후 임대주택으로 재개발 계획.	O
지금 압박으로 추가 폐점 발표 (15 점)	울산북구점	울산		X
	수원 원천점	경기		X
	동촌점	대구	<b>25년 11월 16일</b> 폐점 예정	X
	장림점	부산		X
	계산점	인천		X
	울산남구점	울산		X
	시흥점	서울		X
	가양점	서울		X
	일산점	경기		X
	안산고잔점	경기		X
	화성동탄점	경기	<b>25년 12월 중</b> 폐점 예정	X
	천안신방점	충남		X
	문화점	대전		X
	전주완산점	전북		X
	부산 감만점	부산		X
재개발 가능성 언급 (1 점)	수원영통점	경기	22년 홈플러스 부지 투자업체가 수원시 건축위원회에 주상복합 건축 심의를 신청한 바 있음. 28년 임대계약 만료 예정.	
28년까지 임대계약 만료 예정 (5 점)	진주점	경남	27년 5월 임대계약 만료 예정	
	삼천포점	경남	27년 8월 임대계약 만료 예정	
	포항죽도점	경북	27~28년 임대계약 만료 예정	
	대구칠곡점	대구	27~28년 임대계약 만료 예정	
	천안점	충남	28년 임대계약 만료 예정	
구체적 내용 없음 (5 점)	강동점	서울		
	방학점	서울		
	잠실점	서울		
	작전점	인천		
	조치원점	세종		

자료: 언론보도 및 웹사이트, 키움증권 리서치 정리

홈플러스 할인점 점포 수 추이 전망



자료: 언론 보도, 키움증권 리서치

홈플러스 M&A 추진 세부 일정 요약

일자 / 기간	일정
25. 6. 17	M&A 및 매각주간사 선정 허가신청
25. 6. 24	매각전략 보고
25. 6. 25 ~ 7. 14	스토킹 호스 계약 준비
25. 7. 15	조건부 투자계약 체결
25. 7. 21	공개 경쟁입찰 매각공고
25. 7. 22 ~ 8. 11	공개 경쟁입찰 인수의향서(LOI) 접수
25. 8. 12 ~ 9. 2	공개 경쟁입찰 예비심사
25. 9. 5	공개 경쟁입찰 입찰서류 접수
25. 9. 12	공개 경쟁입찰 최고득점자 선정
25. 9. 15 ~ 19	스토킹 호스 우선매수권 행사기간
<b>25. 9. 22</b>	<b>최종 인수예정자 결정</b>
<b>25. 10. 17</b>	<b>희생계획안 제출</b>
25. 11. 7	관계인집회

자료: 언론 보도 인용, 키움증권 리서치

홈플러스 주요 재무지표 추이 (단위: 십억원)

구분	FY21/22 2022.02	FY22/23 2023.02	FY23/24 2024.02	FY24/25 2025.02
총차입금	5,500	5,193	5,313	5,468
리스부채	4,065	3,896	3,850	3,454
상환전환우선주	915	986	1,066	
조정총차입금	6,415	6,179	6,379	5,468
순차입금	5,254	5,085	5,104	5,329
순차입금-리스부채	1,188	1,189	1,254	1,875
자산총계	9,848	9,096	8,785	8,917
부채총계	8,559	8,225	8,520	7,431
자본총계	1,289	871	265	1,486
순매출액	6,481	6,601	6,932	6,992
판관비	2,201	2,315	2,377	2,472
<b>(판관비율)</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>
영업이익	-134	-260	-199	-314
EBITDA	334	221	272	154
<b>EBITDA-리스부채 상환</b>	<b>48</b>	<b>-61</b>	<b>-16</b>	<b>-162</b>
금융비용	386	391	457	555
당기순이익	-37	-446	-574	-676
홈플러스 기말 점포 수(점)	135	133	130	126

자료: 한국신용평가, 한국기업평가, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

주: 1) 조정총차입금 = 총차입금 + 상환전환우선주

2) 24년 3월에 토지 재평가를 통해 약 8,900억원의 자본 규모 확대가 있었음

3) 25년 2월에 상환전환우선주의 상환조건을 변경하면서, 상환전환우선주가 부채에서 자본으로 전환됨

4) 홈플러스 감사인 한영회계법인은 계속기업가정에 대한 불확실성과 주요 감사절차의 제약을 근거로 FY24/25 감사보고서에 '의견거절' 을 표명

유통 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

회사명	구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	YoY	4Q25E	YoY
BGF 리테일	매출액	23,256	22,165	20,165	22,901	24,166	3.9%	22,603	2.0%
	영업이익	912	516	226	694	1,022	12.1%	570	10.4%
	OPM	3.9%	2.3%	1.1%	3.0%	4.2%	0.3%p	2.5%	0.2%p
	순이익	699	435	134	528	783	12.1%	467	7.4%
GS 리테일	매출액	30,547	29,340	27,546	29,806	31,065	1.7%	29,470	0.4%
	영업이익	806	277	404	845	966	19.8%	494	78.3%
	OPM	2.6%	0.9%	1.5%	2.8%	3.1%	0.5%p	1.7%	0.7%p
	순이익	-609	-319	67	153	723	흑전	346	흑전
신세계	매출액	15,401	18,212	16,658	16,938	16,676	8.3%	18,396	1.0%
	영업이익	930	1,036	1,323	753	983	5.7%	1,727	66.7%
	OPM	6.0%	5.7%	7.9%	4.4%	5.9%	-0.1%p	9.4%	3.7%p
	순이익	210	-528	575	-23	288	36.8%	761	흑전
현대백화점	매출액	10,368	11,752	10,981	10,803	10,720	3.4%	11,767	0.1%
	영업이익	646	1,077	1,125	869	816	26.3%	1,402	30.1%
	OPM	6.2%	9.2%	10.2%	8.0%	7.6%	1.4%p	11.9%	2.7%p
	순이익	212	200	679	451	385	81.5%	689	244.3%
롯데쇼핑	매출액	35,684	34,771	34,568	33,497	35,328	-1.0%	36,112	3.9%
	영업이익	1,550	1,472	1,482	406	1,502	-3.1%	2,417	64.2%
	OPM	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	4.3%	-0.1%p	6.7%	2.5%p
	순이익	-1	-9,550	162	-204	379	흑전	1,530	흑전
이마트	매출액	75,085	72,497	72,189	70,390	69,772	-7.1%	69,524	-4.1%
	영업이익	1,117	-771	1,593	216	1,827	63.6%	1,306	흑전
	OPM	1.5%	-1.1%	2.2%	0.3%	2.6%	1.1%p	1.9%	2.9%p
	순이익	1,206	-5,917	708	-523	685	-43.2%	327	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(순이익은 지배주주순이익 기준임)

유통 업종 실적 전망 및 Valuation Table (단위: 십억원, 배)

종목명		BGF 리테일	GS 리테일	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드		282330	007070	004170	069960	023530	139480
종가(9/4, 원)		111,000	16,500	169,400	74,300	66,600	77,200
시가총액(9/4, 조원)		1.92	1.38	1.63	1.68	1.88	2.13
매출액	'24	8,699	11,627	6,570	4,188	13,987	29,021
	'25E	8,983	11,789	6,867	4,427	13,950	28,187
	'26E	9,202	12,109	6,957	4,411	14,292	27,961
영업이익	'24	252	239	477	284	473	47
	'25E	251	271	479	421	581	494
	'26E	257	278	494	417	610	615
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%	0.2%
	'25E	2.8%	2.3%	7.0%	9.5%	4.2%	1.8%
	'26E	2.8%	2.3%	7.1%	9.5%	4.3%	2.2%
순이익	'24	195	3	108	-36	-968	-590
	'25E	191	129	160	220	187	120
	'26E	194	142	177	226	244	253
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6	-3.0
	'25E	10.0	10.7	10.4	7.6	10.1	18.0
	'26E	9.9	9.7	9.4	7.5	7.7	8.5
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10	0.17
	'25E	1.47	0.42	0.38	0.37	0.12	0.21
	'26E	1.35	0.41	0.37	0.35	0.12	0.20
ROE	'24	17.3%	0.1%	2.5%	-0.8%	-7.7%	-5.4%
	'25E	15.4%	4.0%	3.7%	4.9%	1.2%	1.1%
	'26E	14.2%	4.3%	4.0%	4.8%	1.6%	2.4%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%	3.2%
	'25E	3.9%	4.2%	2.8%	2.4%	5.7%	3.2%
	'26E	3.9%	4.2%	2.9%	2.7%	5.7%	3.2%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%