발간일자 2025.05.22

다시 고르는 승자

유통리셋

[유통] 장민지 선임연구원

m12345@iprovest.com
02-3771-6668

KYOBO
교보증권

CONTENTS

8 1. 가계 소비, 하반기 개선 기대감 유효

1-1. 물가 안정에 따른 실질 소득 증가

1-2. 해외 여행 지출 감소로 인한 국내 소비 여력 개선

1-3. 대내외 불확실성 해소에 따른 소비 심리 회복 기대

14 2. 전환의 시작, 반등의 출발

2-1. 백화점: 워치&주얼리로 진화하는 소비, 식품으로 재설계된 공간

2-2. 면세점: 같은 중국, 달라질 면세점

2-3. 마트: 위기는 기회, 마트는 체질 개선 중

38 3. 유통업 투자 의견 제시

투자의견: 비중확대 / Top Pick: 현대백화점 / 관심종목: 호텔신라

40 ▶ 기업분석

현대백화점 (069960)

호텔신라 (008770)

이마트 (139480)

신세계 (004170)

Summary

1) 하반기 국내 가계 소비 개선 기대감 유효

2025 년 하반기 한국 가계 소비는 상반기 대비 개선된 모습을 보일 것으로 예상. 이는 ① 물가 안정에 따른 실질 소득 증가, ② 해외 여행 지출 감소로 인한 국내 소비 여력 개선 ③ 대내외 불확실성 해소에 따른 소비 심리 회복이 기대되기 때문

2) 유통업태별 의견: 투자 선호도 백화점 > 면세점 > 마트

① 백화점: 고가 소비 수요 저변 확대에 따른 실적 성장 전망. 고가 소비 수요는 명품에서 워치&주얼리 카테고리로 확대 중, 이에 따라 백화점 고가 수요 기반은 한층 더 강화될 것. 또한, 식품관 중심의 리뉴얼 전략에 따른 객수 유입 및 매출 확대 효과 기대. 이는 내국인뿐 아니라 외국인 관광객 유입에도 긍정적 영향을 미칠 것

② 면세점: 국내 면세 업계는 중장기적으로 이익 구조 개선과 외형 성장을 실현할 수 있을 것으로 판단. 이는 다이공 할인율 축소, FIT 고객 비중 확대에 따른 고객군 믹스 개선, 중국 단체관광 비자 면제 등의 요인에 기인

③ 마트: 국내 마트 업종의 핵심 투자 포인트는 수익성 중심 체질 변화를 통한 실적 개선. 이와 더불어 SSM 의 성장 가능성과 대형마트의 중소형 매장 전환 및 식품군 강화 전략에 따른 실적 개선 기대

3) 투자의견 및 Top pick 제시

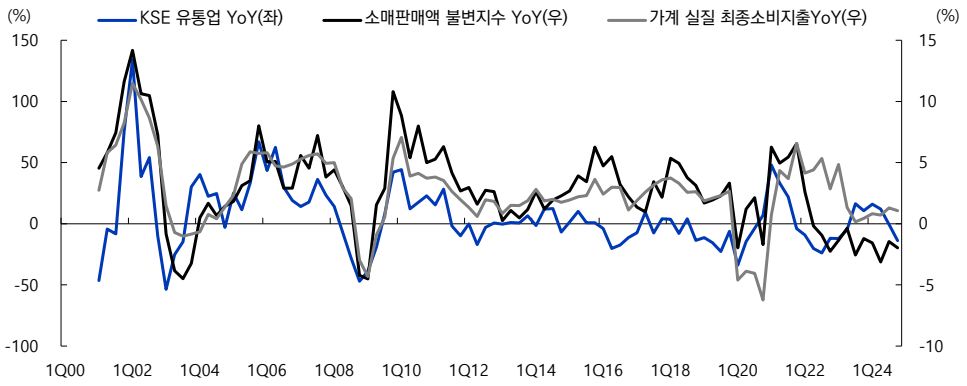
유통업종 분석 개시, 업종 투자 의견 비중 확대 제시

Top pick으로는 현대백화점(TP: 88,000원) 제시. 현대백화점의 백화점 부문은 워치&주얼리 부문을 통한 안정적인 실적 흐름 기대. 동대문 면세점 폐점에 따른 적자 축소와 지누스 영업이익 회복 또한 주가에 긍정적으로 작용할 전망. FY25E 기준 P/B는 0.3배, P/E는 6.4배 수준으로, 현 주가는 밸류에이션 측면에서도 매력적인 구간으로 판단

관심 종목은 호텔신라(TP: 55,000원) 제시. 면세업황의 회복세는 아직 제한적이나, 중국 다이공 대상 할인율 축소, FIT 고객 비중 확대, 그리고 3분기 중국 단체 관광객 유입 확대에 따른 매출 기대감이 유효한 시점. 현재 유통업 중 주가 측면에서 가장 소외된 업태는 면세점이며, 향후 실적 개선이 확인될 경우, 면세업 비중이 가장 큰 호텔신라의 주가 상승 여력이 가장 클 것으로 예상

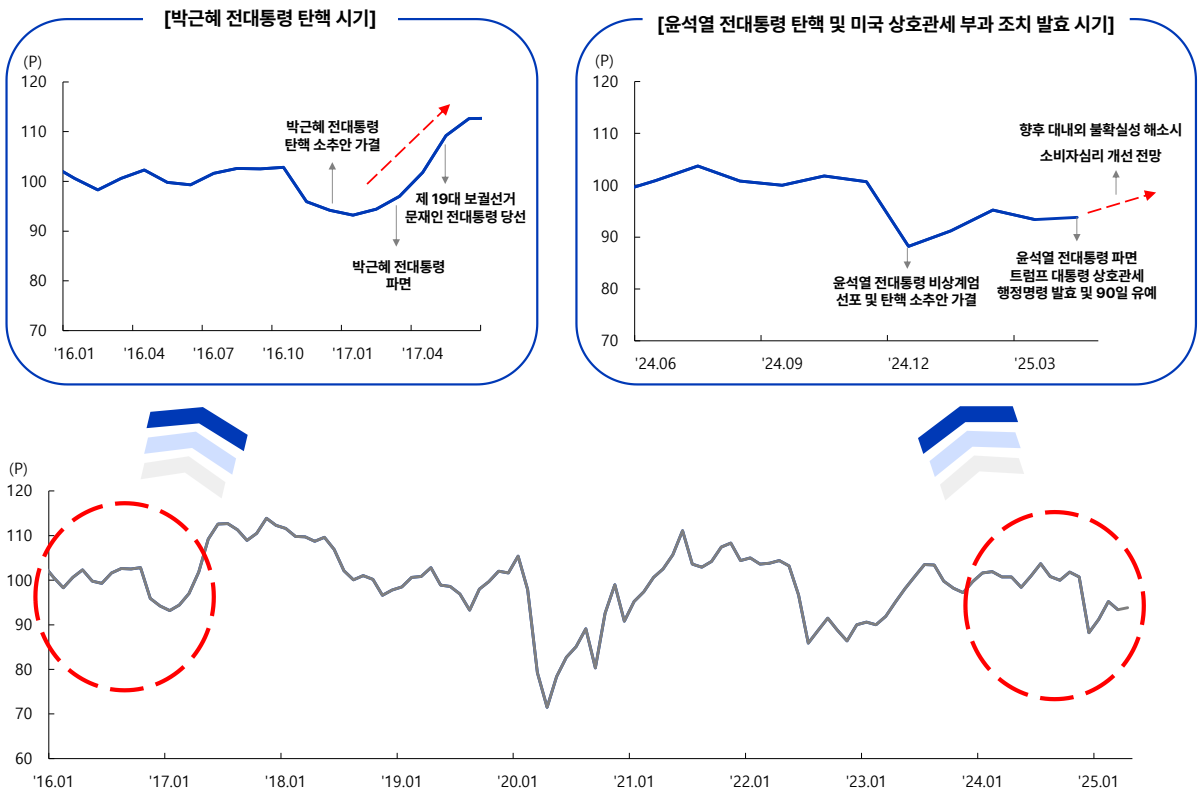
Key Chart

[도표 1] 유통업 지수, 가계 최종소비지출 및 소매판매액지수 증가율 추이



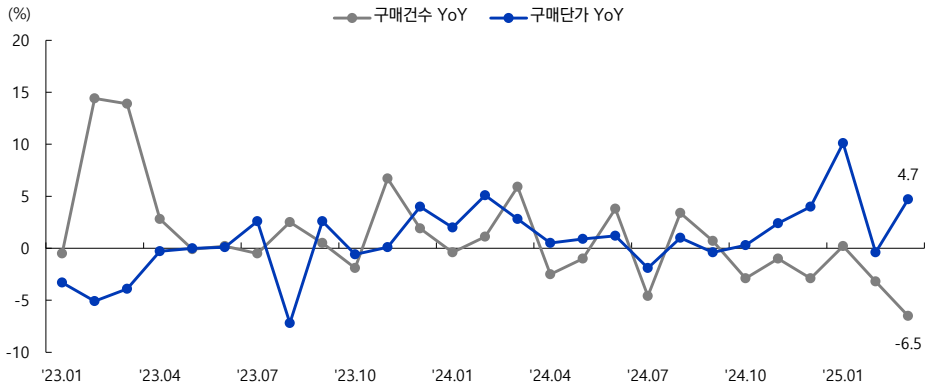
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 시기별 소비자심리지수 변동 요인



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 주요 백화점 3 사 구매건수 및 구매단가 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 현대백화점 워치&주얼리 브랜드 입점 · 팝업 사례

[롤렉스 현대백화점 판교점 ('25년 1월 오픈)]

[부체라티 현대백화점 무역센터점 ('24년 12월 오픈)]

[현대백화점 무역센터점 불가리 팝업스토어 '25.04-'25.07]

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 신세계 워치&주얼리 브랜드 입점 · 팝업 사례

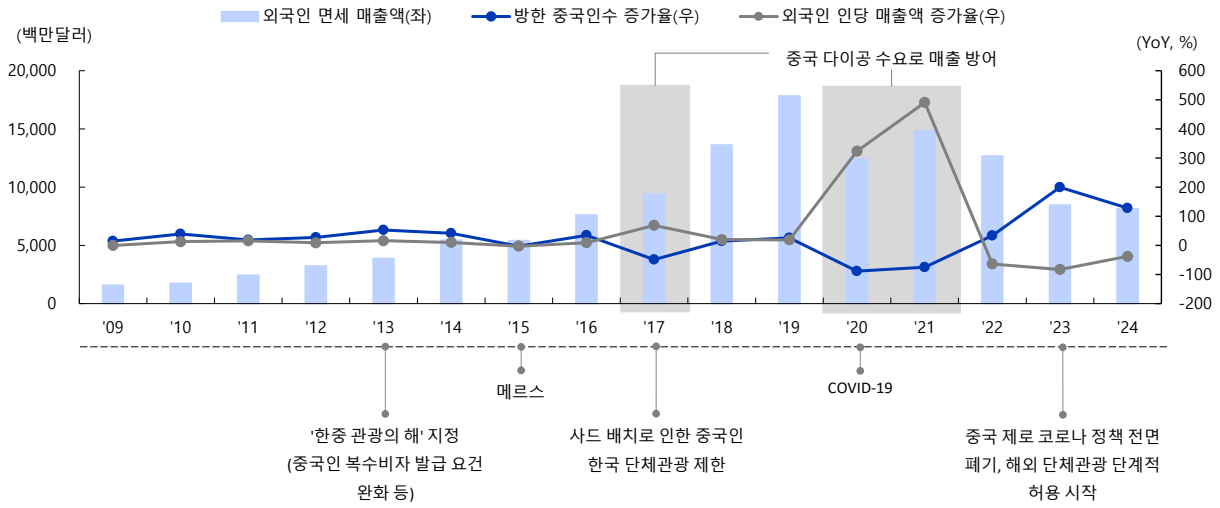
[신세계 더 헤리티지 샤넬 워치&화인 주얼리 공간]

[신세계 워치&주얼리 페어 개최 '25.05.15~25]

[신세계 신관 메시카, 포멜라토 등 명품 쥬얼리 브랜드 입점]

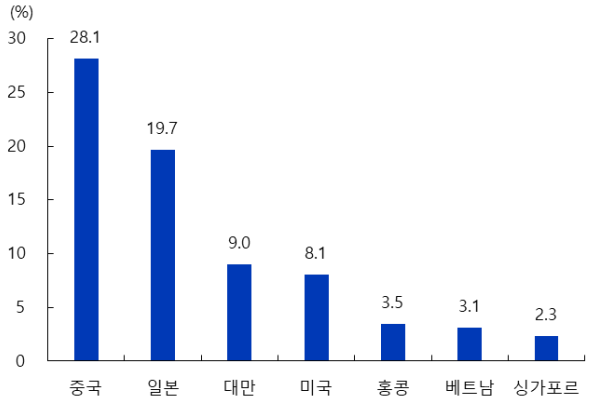
자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 국내 외국인 면세 매출액 및 방한 중국인수 증가율 추이: 중국 중심의 외형성장을 이뤄왔던 국내 면세점



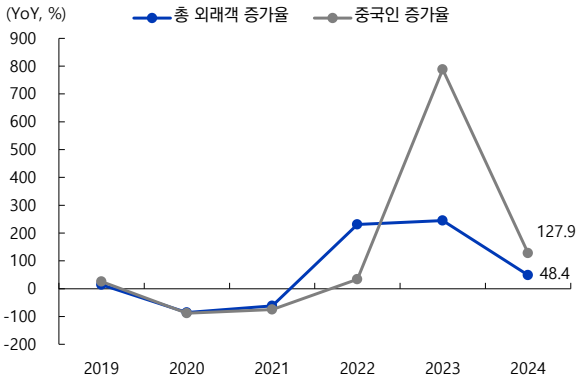
자료: 한국면세점협회, 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 2024 년 방한 외래관광객 국적별 비중



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 방한 외래관광객 연간 증가율 추이(전체 및 중국인)



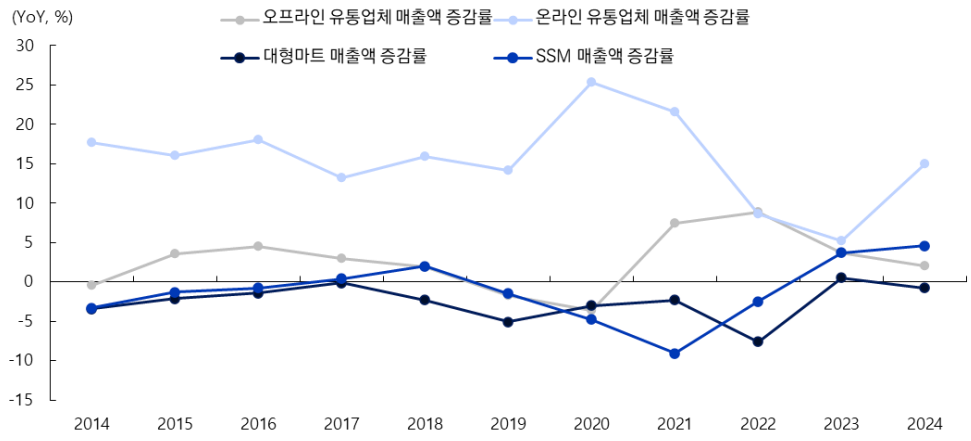
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 중국인 방한 7 대 트렌드

트렌드	주요 내용
개별화, 소규모화	**- 방한 중국관광객의 동반 인원 감소 등 관광의 개별화, 소규모화 추세 강화**
여성이 주도하는 관광시장	- 여성이 주도하는 방한 중국관광 추세 지속
2030 세대가 관광의 중심축	- 20-30 대 젊은 층이 방한관광을 선도
대량소비에서 합리적 소비로	- 쇼핑관광 비중 감소 및 쇼핑 행태 변화
관광정보 채널의 디지털 전환	- 관광정보 수집 시 소셜미디어, 동영상 사이트 이용 비중 증가
더 오래 체류하는 관광	- 방한 중국관광객의 체류 기간 증가
문화체험 중심의 지출 증가	- 문화서비스/오락 관련 지출 증가

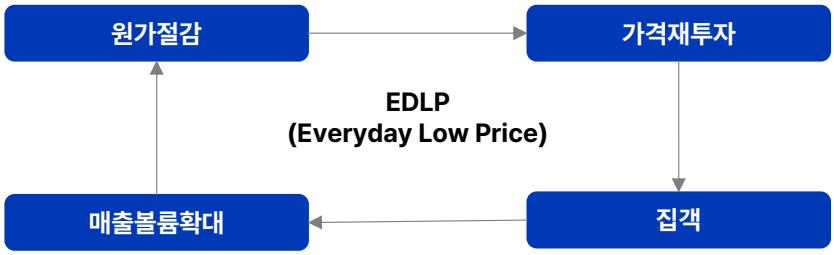
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 주요 유통업체별 매출액 증감률 추이(대형마트, SSM, 오프라인, 온라인)



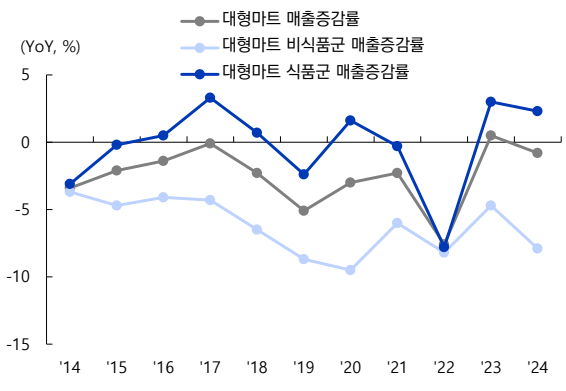
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 이마트 상품 차별화 및 가격 재투자를 통한 선순환 구조 구축 계획



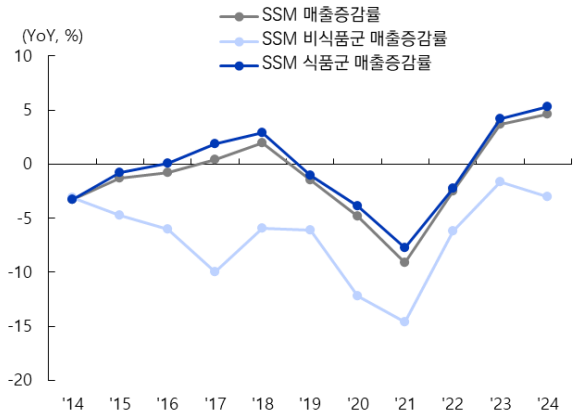
자료: 이마트, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 대형마트 제품별 매출증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 13] SSM 제품별 매출증감률 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

1. 가계 소비, 하반기 개선 기대감 유효

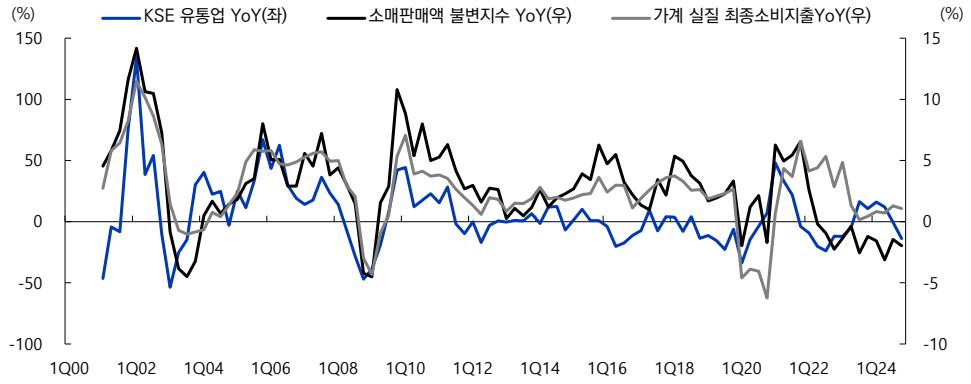
유통업은 생산자가 창출한 가치를 최종 소비자에게 전달하는 산업으로, 최종 소비자의 수요와 소비 흐름이 그 방향을 결정한다.

2024년 가계 실질 최종소비지출액은 1,046.4조원으로 전년동기비 1%대로 소폭 증가한 수준에 그쳤다. 이는 2000년 이후 역사적 평균(2.9%) 뿐만 아니라, 코로나 19 이전인 2019년(YoY 2.2%)과 2023년 (YoY 1.7%) 보다도 낮은 수치다.

가계 실질 최종소비지출액과 마찬가지로 소매판매액 지수 또한 부진한 흐름을 이어가고 있다. 2024년 소매판매 소매판매액 불변지수는 전년 대비 -2.1% 감소하였으며, 이 또한 2000년 이후 평균(3.2%)을 감안하였을 때 악화된 모습이다.

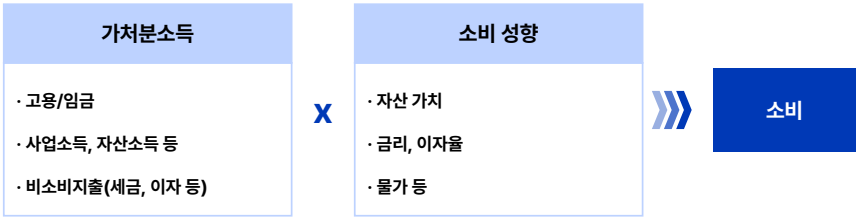
하지만 2025년 하반기 한국 가계 소비는 상반기 대비 개선된 모습을 보일 수 있을 것으로 전망한다. 이는 ① 물가 안정에 따른 실질 소득 증가, ② 해외 여행 지출 감소로 인한 국내 소비 여력 개선 ③ 대내외 불확실성 해소에 따른 소비 심리 회복이 기대되기 때문이다.

[도표 14] 유통업 지수, 가계 최종소비지출 및 소매판매액지수 증가율 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 가계 소비 변수 요인



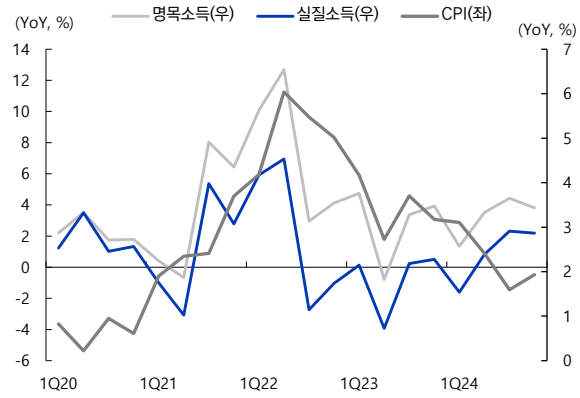
자료: 교보증권 리서치센터

1-1. 물가 안정에 따른 실질 소득 증가

가계의 소비 여력을 구성하는 핵심 요인 중 하나는 소득이다. 현재 가계 소득은 개선되는 흐름을 보이고 있다. 2024년 4분기 가구당 실질 소득은 전년 동기 대비 2.2% 증가했으며, 이는 명목 소득의 증가와 더불어 물가 상승률의 둔화가 동반된 결과다. 처분가능소득과 평균소비성향 또한 회복세를 보이고 있다. 처분가능소득은 전년 동기 대비 3.2% 증가했으며, 평균소비성향은 69.6%로 전분기 대비 4%p 상승했다.

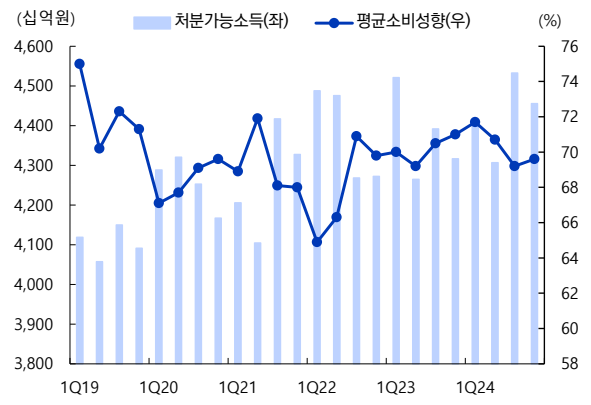
향후 가계 소득은 안정적인 물가 흐름을 기반으로 추가적인 개선이 가능할 것으로 판단한다. 현재 관세 영향에도 불구하고 수입물가 하락과 원자재 가격 안정 등으로 인해 물가는 2%대의 안정적인 상승률을 유지하고 있다. 2025 년 4 월 기준 수입물가는 전월 대비 -1.9%, 전년 동월 대비 -2.3% 하락했으며, 이는 원/달러 환율 하락과 함께 화학제품·석탄류 등 주요 수입 품목 가격이 낮아진 영향에 기인한다. 미국 경기 둔화에 따른 달러 약세 가능성과 원자재 가격 안정 등을 고려할 때, 수입물가와 생활물가 모두 점진적인 안정세를 보일 수 있으며, 이에 따라 실질 소득 증가 효과는 더욱 가시화될 가능성이 높다.

.[도표 16] 한국 실질/명목 소득 및 CPI 증가율 추이



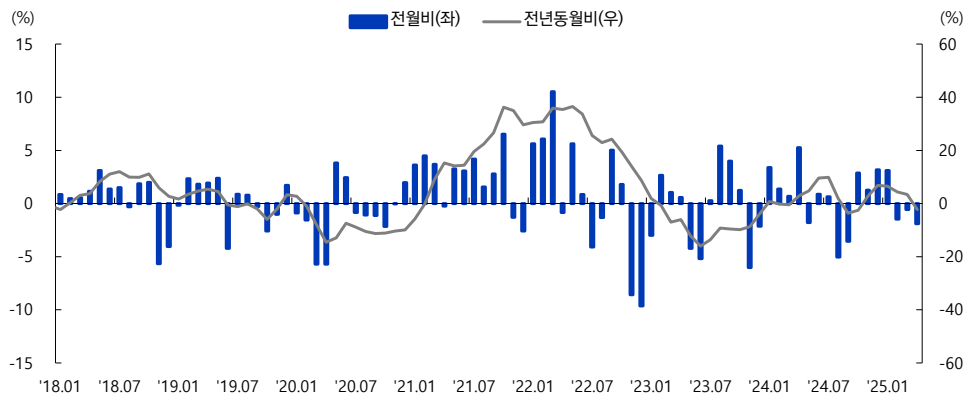
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 한국 가계 처분가능소득 및 평균소비성향 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 수입물가 전월비 및 전년동월비 증가율 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

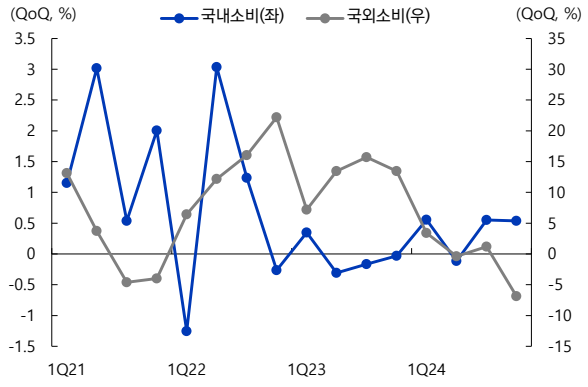
1-2. 해외 여행 지출 감소로 인한 국내 소비 여력 개선

해외 여행 지출이 감소하고 있는 상황은 국내 여행 수요 확대 가능성과 함께 국내 소비에 대한 여력이 개선될 수 있음을 보여준다. 실제 COVID-19 이후 여행 지출이 크게 증가하며 국내 소비와 관련성이 높은 항목에 대한 지출이 감소한 바 있다. 통계청 가계수지 통계에 따르면, '20년 대비 '24년 오락·문화 지출은 약 46.9% 증가하였으며, 특히 단체 여행비는 448.6% 급증하였다. 이와 반대로 국내 소비와 관련성이 높은 식료품 및 가구 부문은 감소세를 나타냈다.

현재 해외 여행 지출 및 관광객 증가율이 감소하고 있다. '25년 3월 기준 우리나라 국민의 해외여행 지출 금액은 YoY -1.2%, 1인당 해외여행 지출액은 -3.8%를 기록하였다. 가계 국외 소비 또한 4Q24 기준 QoQ -6.9%를 기록하며 감소세를 보이고 있다. 국민 해외관광객의 경우, 3월 기준 YoY 2.3%를 기록하였으며, 이는 2024년(YoY 26.3%) 에 비해 둔화되고 있는 모습이다. 이는 팬데믹 시기 왜곡되었던 여행 지출 구조의 정상화를 시사하며, 향후 국내 여행 지출의 안정적 확대 가능성을 의미한다. 실제 2022년 해외 여행 지출이 전년 대비 76.2% 감소했던 시기, 국내 여행 지출이 33.3% 증가한 바 있으며, 이는 현재와 유사한 환경에서 국내 여행 지출이 정상화될 여지가 있음을 보여준다.

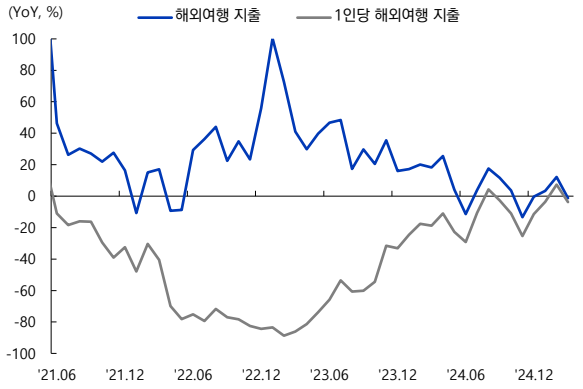
추가적으로 주요 지출 항목이 팬데믹 이전 정상화레벨로 회귀하고 있다. 오락·문화 지출의 YoY 증가율은 '23년 8.4%에서 '24년 2.5%로 둔화되었으며, 식료품 부문은 '23년 -1.8%에서 '24년 -0.3%로 감소폭이 축소되었고, 가구 부문도 같은 기간 -3.7%에서 -2.5%로 개선되는 흐름을 보이고 있다. 즉, 리오프닝 이후 해외 여행 소비 등 국외 지출이 점차 감소함에 따라 국내 소비 여력 확대 가능성은 증가할 것으로 판단한다.

[도표 19] 한국 국내외 소비 증가율



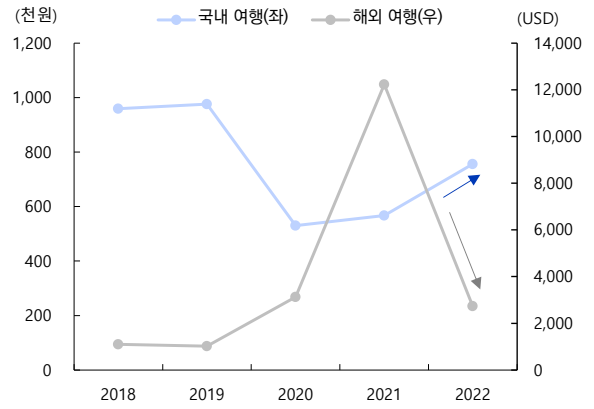
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 한국 가계 해외여행 지출 증가율



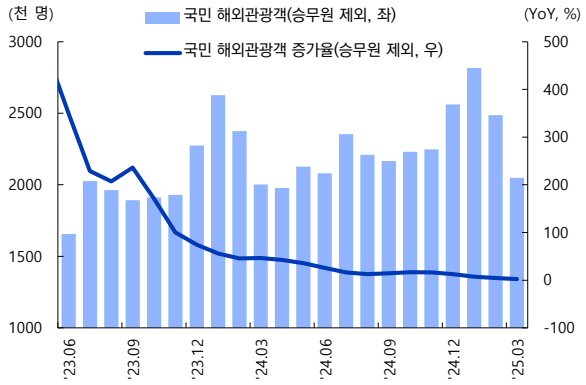
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 한국 국내외 소비 증가율



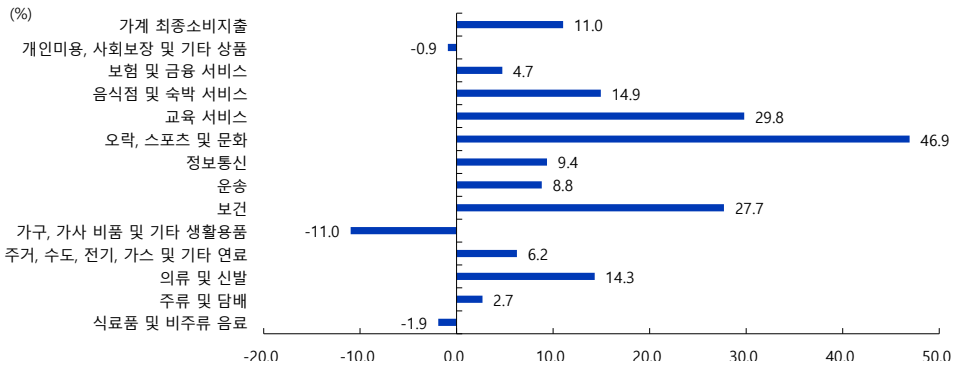
자료: 한국관광데이터랩, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 한국 가계 해외여행 지출 증가율



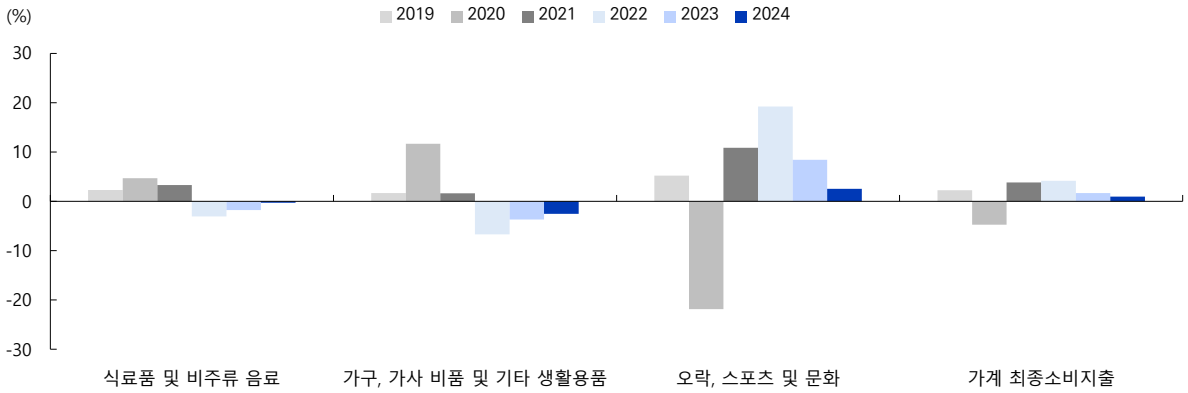
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 가계최종소비지출 항목별 2020 년 대비 2024 년 증감률 비교



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 가계최종소비지출 항목별 연간 증감률 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

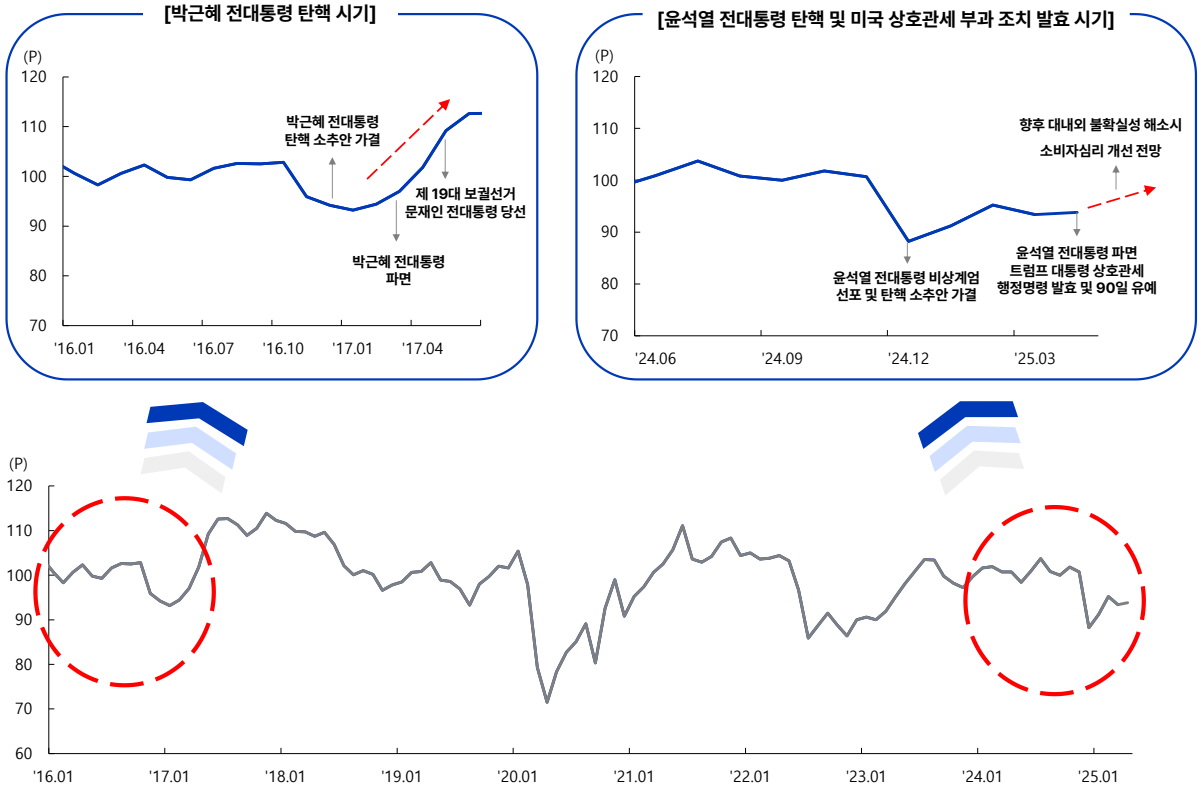
1-3. 대내외 불확실성 해소에 따른 소비 심리 회복 기대

마지막으로 대내외 정치 불확실성 완화에 따른 소비자 심리 회복이 기대된다.

먼저, 국내에서는 신정부 출범을 앞두고 정치적 불확실성 완화가 진행되고 있다. 과거 박근혜 전 대통령 탄핵 당시 소비자심리지수는 102.6pt에서 93.2pt로 하락했으나, 파면 및 제19대 보궐선거 이후 회복세를 보인 바 있다. 지금 또한 윤석열 전 대통령 파면 이후 대선을 앞두고 있으며, 향후 정치 불확실성 해소 기대감이 소비 심리에 긍정적으로 작용할 가능성이 크다. 더불어, 신정부 출범과 함께 추경과 같은 경기 부양책에 대한 기대감도 동반되고 있으며, 이는 소비 심리 개선의 추가 동력이 될 전망이다.

미국과의 상호관세 협의가 본격화되며 관세 리스크 완화 기대감 또한 확대되고 있다. 2025년 4월 2일, 미국의 상호관세 행정명령이 발효된 이후 현재는 90일의 유예기간이 적용되고 있다. 한국은 5월 20일부터 품목별·개별국가 상호 관세 문제를 조율하기 위한 실무 통상 협의를 진행 중이다. 앞서 4월 한미 고위급 협의에서는 관세 유예 종료 시점인 7월까지 합의를 마무리하자는 데 양국이 공감대를 형성한 바 있다. 이에 따라 향후 합의 도출이 기대되는 가운데, 대외 불확실성 해소에 따른 소비 심리 회복 가능성 역시 확대되고 있는 시점이다.

[도표 25] 시기별 소비자심리지수 변동 요인



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

이 페이지는 편집상 공백입니다.

2. 전환의 시작점, 반등의 출발선

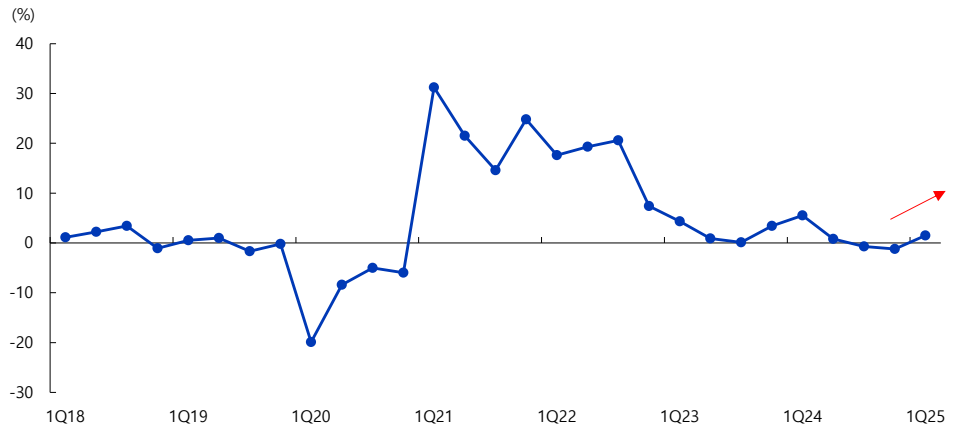
2-1. 백화점: 워치&주얼리로 진화하는 소비, 식품으로 재설계된 공간

백화점 실적은 고가 소비 수요의 저변 확대에 따라 재도약 국면에 진입하고 있다. 팬데믹 기간 고가 소비를 견인해온 명품 수요가 Peak-out 구간에 진입하면서 국내 백화점 산업에 대한 조정 우려가 확대되고 있다. 실제 백화점 매출(주요 3사 기준)은 '22년 YoY 15.8%에서 '24년 YoY 1.4%로 성장세가 둔화된 모습이다. 그러나 고가 소비 수요는 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있다. 실제로 '23년 기준 백화점 매출 구성에서 해외 유명 브랜드 비중은 전년 대비 0.8%p 증가한 33.0%를 기록하였다.

고가 소비 수요는 명품에서 워치&주얼리(Watch & Jewelry) 카테고리로 확대 중이며, 이에 따라 백화점 고가 수요 기반은 한층 더 강화될 것으로 전망한다. 1Q25 기준 현대백화점의 해당 부문은 전년 동기 대비 29% 성장하며 빠른 성장세를 기록한 것으로 추정된다. 워치&주얼리 부문은 ① 희소성과 자산가치, ② 혼인 수요 회복, ③ 상위 소비 계층의 소비 여력에 의해 성장 가능성이 열려 있으며, 이에 따라 백화점의 고가 소비 흐름은 지속적으로 확장될 것이라 판단한다.

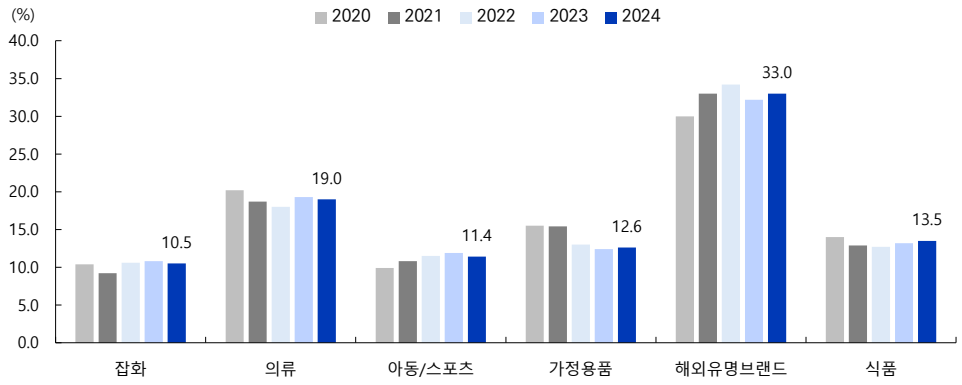
또한, 식품 콘텐츠 중심 공간 리뉴얼에 따른 객수 유입 및 매출 확대 가능성이 존재한다. 현재 현대백화점 및 신세계 백화점은 식음 콘텐츠 및 식품관 리뉴얼을 통한 외형 성장 및 고객 체류 시간 증대 효과를 도모하고 있다. 향후 '쇼핑 장소'와 더불어 '식도락 공간'으로서의 정체성까지 강화될 시 백화점 매출 성장 가능성은 더욱 확대될 전망이다.

[도표 26] 주요 백화점 3사 분기별 전년동기비 매출 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

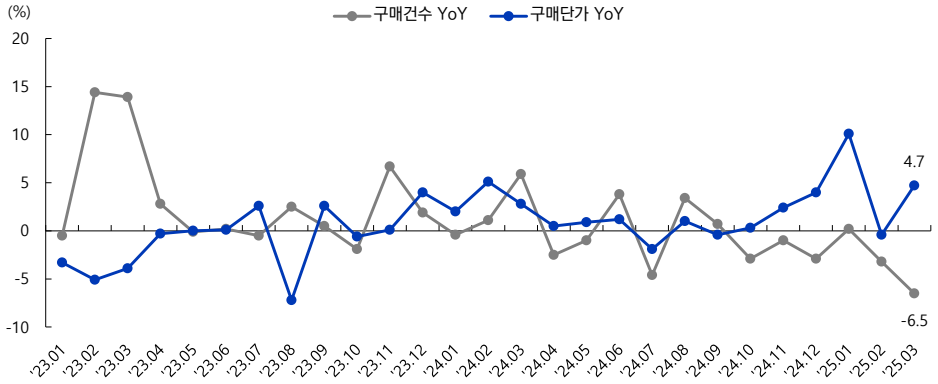
[도표 27] 백화점 제품별 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

고가 소비 수요는 명품에서 워치&주얼리로 확대되고 있다. 2025년 백화점 내 구매 건수는 감소하고 있는 반면, 구매 단가는 상승하는 흐름을 보이고 있다('25년 3월 기준, 구매 건수 YoY -6.5%, 구매 단가 YoY +4.7%). 이는 소비자들이 구매 빈도는 줄이되, 보다 가치 있는 소비 대상을 선택하는 방향으로 소비 트렌드가 전환되고 있음을 시사한다. 이러한 변화는 단순히 가격이 높은 제품 선호가 아닌, 희소성/상징성/자산성을 함께 고려한 소비로 확장되고 있으며, 이 과정에서 워치&주얼리(Watch & Jewelry)에 대한 수요가 증가하고 있다.

[도표 28] 주요 백화점 3 사 구매건수 및 구매단가 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 현대백화점 워치&주얼리 브랜드 입점 · 팝업 사례

[롤렉스 현대백화점 판교점 ('25년 1월 오픈)]

[부체라티 현대백화점 무역센터점 ('24년 12월 오픈)]

[현대백화점 무역센터점 불가리 팝업스토어 '25.04-'25.07]

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 신세계 워치&주얼리 브랜드 입점 · 팝업 사례

[신세계 더 헤리티지 샤넬 워치&화인 주얼리 공간]

[신세계 워치&주얼리 페어 개최 '25.05.15~25]

[신세계 신관 메시카, 포멜라토 등 명품 쥬얼리 브랜드 입점]

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

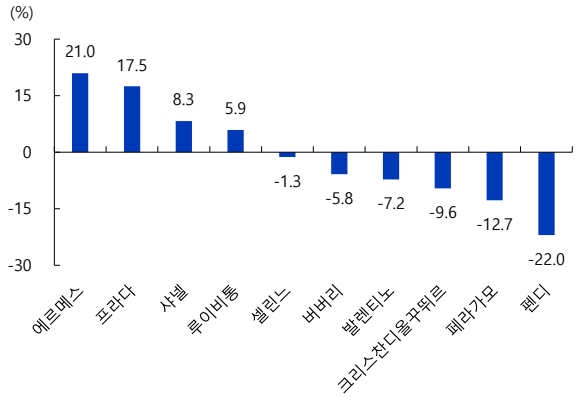
워치&주얼리 부문에 대한 수요는 ① 희소성 기반의 소비 트렌드 ② 혼인 건수 증가, ③ 상위 소비 계층의 소비 여력 유지에 따라 지속될 것으로 판단한다.

① 희소성 기반의 소비 트렌드

최근 명품 시장에서는 소비 양극화 현상이 뚜렷하게 나타나고 있다. '에루샤(에르메스·루이비통·샤넬)'로 대표되는 초고가 브랜드의 매출은 여전히 성장세를 보이고 있는 반면, 중위 브랜드는 정체 또는 역성장 흐름을 보이고 있다. 이는 소비자들이 단순 소비가 아닌 희소성과 가치 보존 가능성을 핵심 기준으로 삼고 있다는 점을 시사한다.

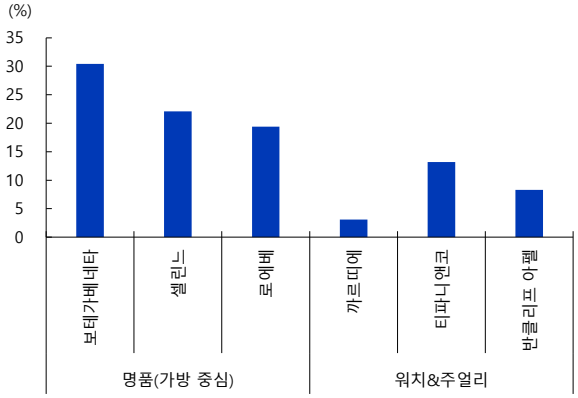
이러한 소비 성향을 충족하는 대표적인 카테고리가 바로 워치&주얼리(Watch & Jewelry)다. 해당 제품군은 희소성과 자산 가치를 동시에 갖춘 소비재로, 이 같은 특성은 중고 명품 시장에서도 확인된다. 중고 명품 거래 플랫폼 기준, 워치&주얼리는 에르메스 등 일부 초고가 브랜드를 제외한 명품 브랜드 대비 약 10%p 이상 낮은 할인율을 기록하고 있다. 이는 워치&주얼리가 보유 자산으로서의 가치를 인정받고 있음을 보여주는 지표이며, 이러한 특성을 기반으로 해당 카테고리는 고가 소비 수요의 새로운 중심축으로 부상할 가능성이 높다.

[도표 31] 명품 브랜드별 2024 매출 증감률(국내 법인 기준)



자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 명품 및 워치&주얼리 정가 대비 할인율 비교



* 리셀가>정가인 경우 제외, 인기순 기준 3 제품 평균으로 제품별 수치 상이

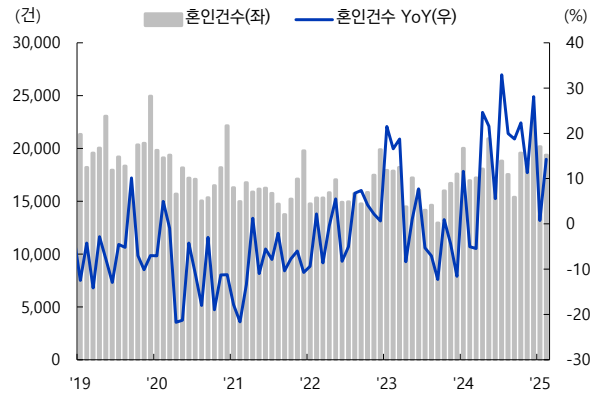
자료: KREAM, 각 사, 교보증권 리서치센터

② 혼인 건수 증가

혼인 건수의 증가는 워치&주얼리 수요를 견조히 뒷받침할 것으로 판단한다. 혼인 건수는 2023년 YoY 1.0% 증가에 그쳤으나, 2024년에는 YoY 14.8%로 큰 폭의 반등을 나타냈으며, 2025년 2월 기준으로도 YoY 14.3%를 기록하며 증가세를 이어가고 있다. 이러한 회복 흐름은 워치&주얼리 부문의 매출 성장으로도 이어지고 있다. 실제로 2024년 국내 예물 주얼리 시장은 7,265억원 규모로, 전년 대비 18.3% 성장한 것으로 나타났다.

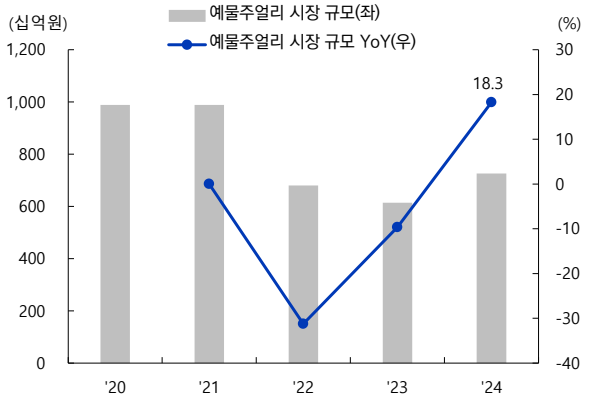
주목할 점은 향후 혼인 수요가 추가로 확대될 가능성이 크다는 점이다. 통계청에 따르면, 연령별 혼인 건수는 남녀 모두 30~34세 구간에서 가장 높은 수치를 보이고 있으며, 2026년 해당 연령대 인구는 2025년 대비 남성은 1.4%, 여성은 1.2% 증가할 것으로 추정된다. 예물 주얼리가 필요에 기반한 소비라는 점을 감안할 때, 워치&주얼리 수요는 구조적으로 유지될 가능성이 높으며, 혼인 수요 확대는 해당 시장의 안정적인 성장세를 뒷받침할 것으로 판단한다.

[도표 33] 혼인 건수 증가 추이



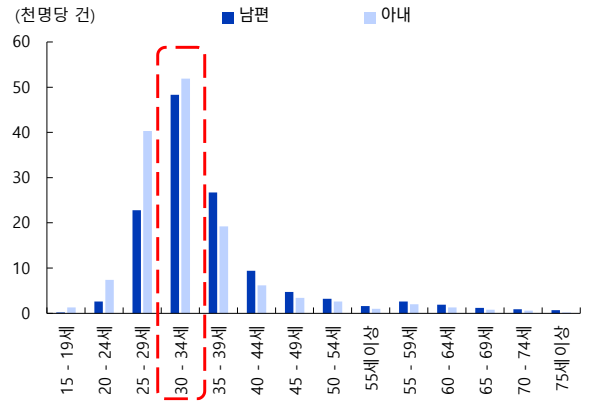
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 국내 예물주얼리 시장 규모 추이



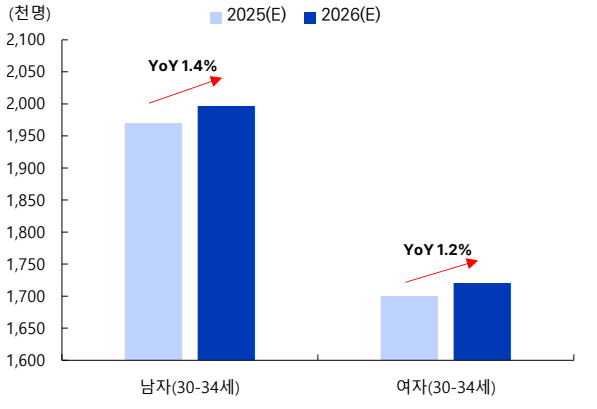
자료: 월곡주얼리산업연구소, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 국내 연령대별 혼인율



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 장래 인구 30-34 세 2025 년 및 2026 년 전망



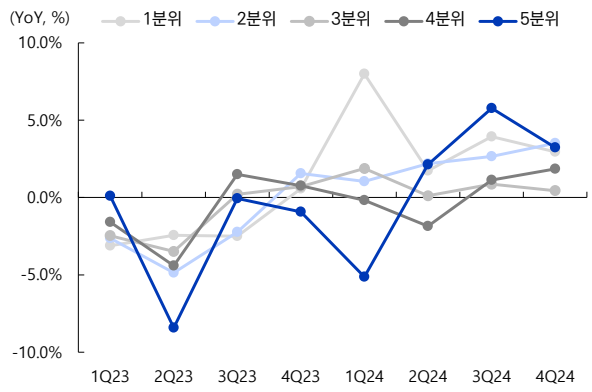
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

③ 상위 소비계층의 소비 여력 견조

마지막으로, 초고가 브랜드 제품의 수요를 견인할 수 있는 상위 소비층의 소비 여력이 여전히 건재하다. 초고가 브랜드에 대한 수요는 상징성과 희소성이 소비를 유발하는 핵심 요소로 작용하지만, 실질적인 구매로 이어지기 위해서는 일정 수준 이상의 소비 여력이 전제되어야 한다. 이러한 측면에서 전년 대비 증가한 4·5분위 가구의 처분가능소득은 백화점의 고가 소비 확대에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. 5분위 가구의 처분가능소득은 2023년까지 전년대비 감소세가 지속되었으나, 2024년 1분기 이후 증가세로 전환됐으며, 4분기에는 YoY 3.2%를 기록하였다. 4분위 가구 또한, 4Q24 YoY 1.8%로 '24년 2분기 이후 회복세를 보이고 있다.

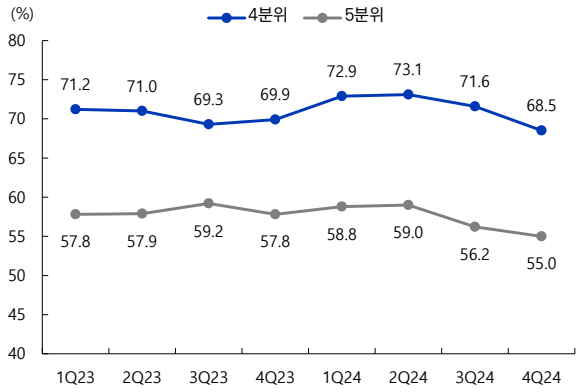
한편, 4·5분위 가구의 평균 소비성향은 각각 68.5%, 55.0%로 2023년과 2024년 중 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 그러나 앞서 언급했던 것처럼, 대내외 불확실성 해소 및 실질 소득 개선 시 소비심리가 회복될 가능성이 존재하며, 이에 따라 상위 소비 계층 소비 확대 가능성은 확대될 수 있을 것으로 전망한다.

[도표 37] 소득분위별 처분가능소득 증기율



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 4 분위 및 5 분위 가구 평균소비성향 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

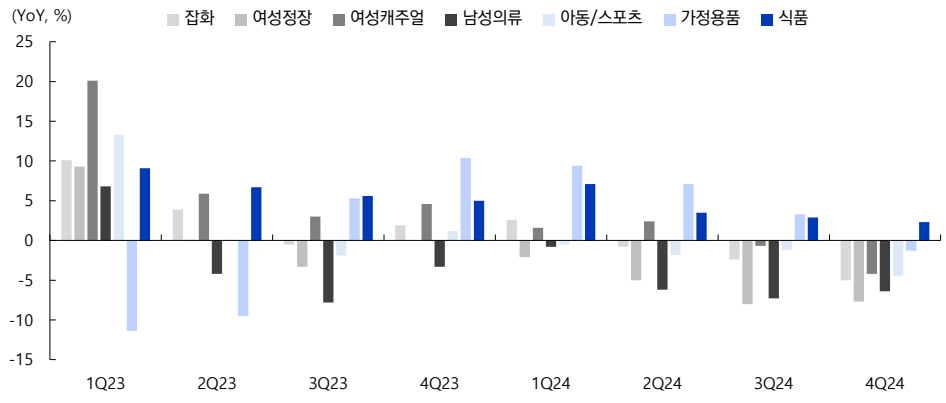
최근 백화점 업계의 경험 중심 전략 강화에 따라 객수 유입 및 매출 확대에 대한 기대가 유효한 상황이다. 현재 백화점은 단순히 물건을 구매하는 '목적형 소비 공간'에서 벗어나, 체류 시간을 늘리는 '경험형 소비 공간'으로의 전환을 통해 매출 증대를 도모하고 있다. 대표적으로, 경험형 백화점의 대표주자인 더현대 서울은 2021년 주말 기준 여의도 방문객 중 약 21.76%가 매장을 방문한 것으로 나타났으며, 2023년 국내 백화점 중 최단 기간 내 연매출 1조 원을 돌파한 것으로 추정된다.

이러한 흐름에 발맞춰 각 백화점사는 체험 공간 중심의 리뉴얼을 본격화하고 있으며, 그 중심에는 '식품 콘텐츠'가 있다.

예컨대, 더현대 서울에는 글로벌 아사이볼 브랜드 '오크베리(OAKBERRY)'와 미국 유명 버거 브랜드 '파이브가이즈(Five Guys)' 등이 입점해 젊은 소비층 유입을 유도하고 있으며, 푸드 브랜드의 팝업스토어를 지속 운영하며 MZ세대의 취향을 반영한 식음 콘텐츠 강화에 힘쓰고 있다. 신세계백화점 역시 2024년 2월 '스위트파크', 6월 '강남 하우스 오브 신세계' 등 식품관 리뉴얼 공간을 순차적으로 오픈하며 체류형 소비 경험 확대에 집중하고 있다. 언론에 따르면, 신세계 강남점은 리뉴얼 이후 2024년 연간 매출 신장률 7.3%를 기록하며, 전년 상승률(6.6%)을 상회하는 성과를 거두었다.

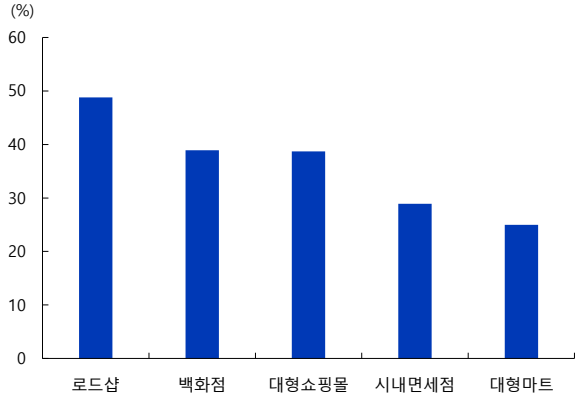
식품관 중심의 리뉴얼 전략은 내국인뿐 아니라 외국인 관광객 유입에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망한다. 한국문화관광연구원이 발표한 2024년 외래관광객 조사에 따르면, '식도락 관광'은 방한 외국인의 방한 고려 관광활동 중 가장 높은 수치를 보이고 있으며, '쇼핑'은 그 다음 순위를 기록하고 있다. 외래 관광객의 주요 쇼핑 장소로 백화점이 로드숍에 이어 2위를 차지하고 있는 가운데, 백화점이 '식도락 공간'으로서의 정체성까지 강화할 경우, 외국인의 쇼핑 및 식도락 수요를 동시에 흡수할 가능성이 높다고 판단한다.

[도표 39] 주요 백화점 3 사 분기별 매출 증가율 추이(식품 부문 모든 분기 성장)



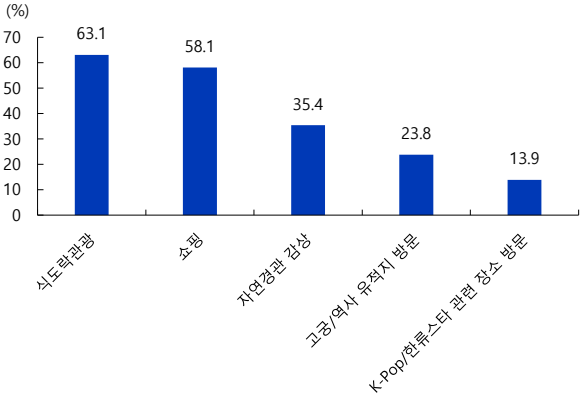
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 2024 외래 관광객 쇼핑 장소 설문 비중(중복 응답)



자료: 한국문화관광연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 2024 외국인 방한 고려 관광활동 응답률(중복 응답)



자료: 한국문화관광연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 더현대 식품 부문별 입점 브랜드 현황

부문	입점 브랜드
식당	파이브가이즈, 호우섬, 수티, 정돈 등
카페	오크베리, 블루보틀, 고디바, 카멜 커피, 테일러 커피 등
베이커리	런던베이글 뮤지엄, 레이어드, 리치몬드 과자점 등

자료: 현대백화점, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 신세계 강남점 식품관 리뉴얼 현황

시기	구분	상세 내용
'24.02	스위트파크 오픈	- 글로벌 디저트 브랜드 및 전통 한과, K-디저트 입점
		- 약 1600 평 규모의 디저트 특화 공간 조성
		- 유동 인구 최대 지역(지하철·버스터미널·백화점 교차) 내 위치
'24.06	하우스오브신세계 오픈	- JW 메리어트 호텔과 연계된 신개념 식음 공간
		- 푸드홀(식사공간), 패션·뷰티 편집숍 등 위치
		- 밤 10 시까지 운영되는 식품관 모델
'25.02	신세계 마켓 오픈	- 기존 슈퍼마켓 리뉴얼, 프리미엄 식품관으로 전환
		- 산지 직송 기획상품·PL(자체브랜드) 강화
		- 이탈리아, 프랑스 등 최고급 식료품 브랜드 입점

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

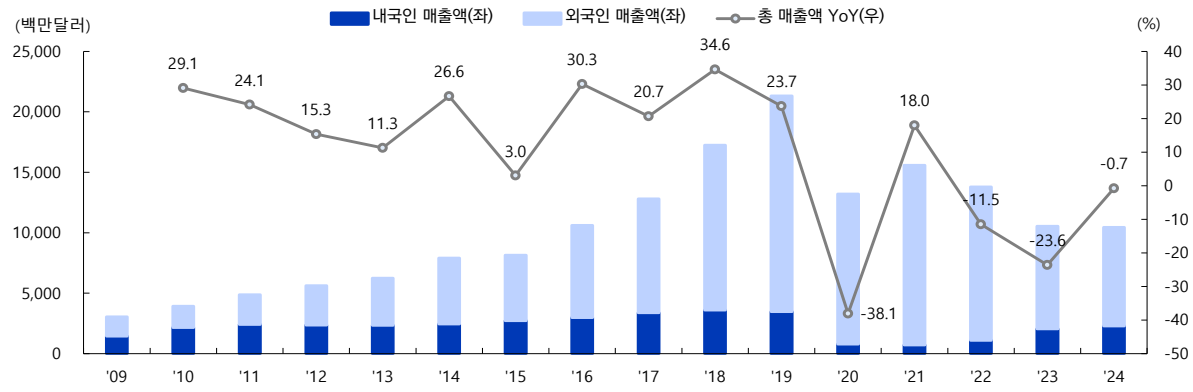
2-2. 면세점: 같은 중국, 달라질 면세점

2024년 국내 면세점 매출액은 104.4억 달러(원화 약 14.2조 원)로, 전년 대비 0.7% 감소하였다. 역성장 기조는 지속되었으나, '22년(YoY -11.5%), '23년(YoY -23.6%) 대비 감소 폭이 크게 축소된 점은 긍정적이다. 세부적으로는 외국인이 81.6억 달러(YoY -3.6%), 내국인이 22.8억 달러(YoY 11%)를 기록하였다.

면세업계는 여전히 여러 구조적 어려움에 직면해 있다. 시내면세점의 경우, 객단가 하락이 업황 회복에 제약 요인으로 작용하고 있다. 1Q25 기준 시내점 이용객 수는 YoY 9.2% 증가했으나, 인당 지출금액은 YoY -36.1%를 기록하였다. 공항 면세점은 임차료 부담에 따라 마진율 개선이 쉽지 않은 상황이다. '24년 12월 아시아나 항공 이전에 따라 일부 매장 임차료가 매출 연동 방식으로 산정되며 부담이 다소 완화되긴 했으나, 여전히 매출 대비 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 추정된다.

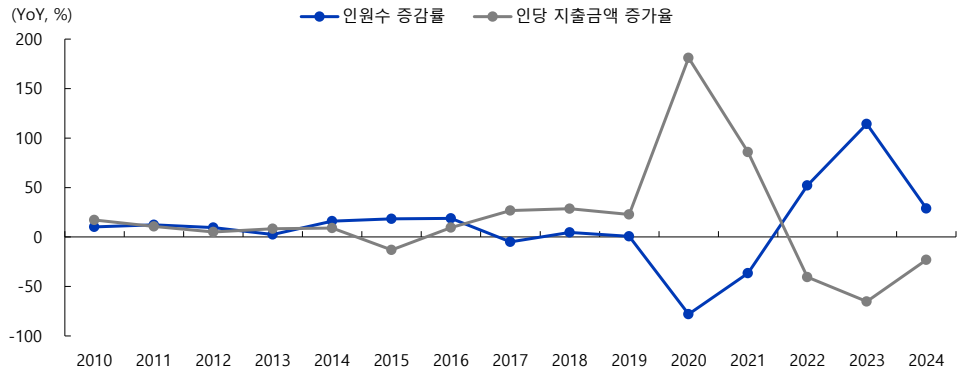
이러한 상황에도 불구하고, 국내 면세 업계는 중장기적으로 이익 구조 개선과 외형 성장을 실현할 수 있을 것이라 전망한다. 이는 ① 다이공 할인율 축소, ② FIT 고객 비중 확대에 따른 고객군 믹스 개선, ③ 중국 단체관광 비자 면제 등의 요인이 맞물리며, 면세업계 회복에 대한 초기 신호가 감지되고 있기 때문이다. 할인율 축소, 고객 구성 변화, 이용객 수 증가는 마진율 회복의 기반이 될 수 있는 만큼, 수익성 개선 및 외형 성장에 따른 실적 개선 가능성은 유효하다고 판단한다.

[도표 44] 국내 면세 매출액 및 증가율 추이



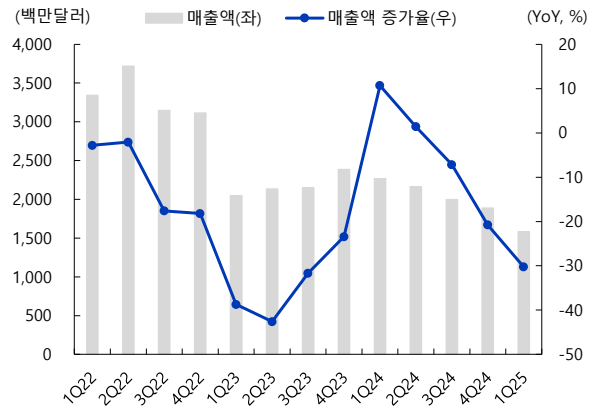
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 국내 면세점 인원수 및 인당 지출금액 증가율 추이



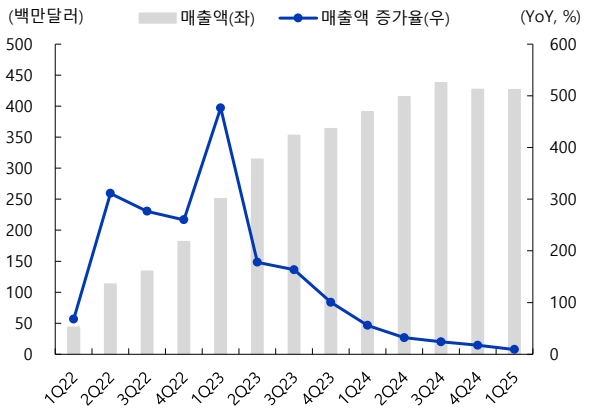
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 시내 면세점 매출액 및 증가율 추이



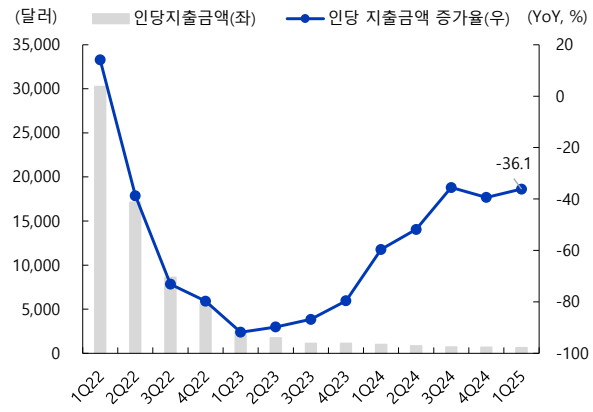
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 출국장 면세점 매출액 및 증감률 추이



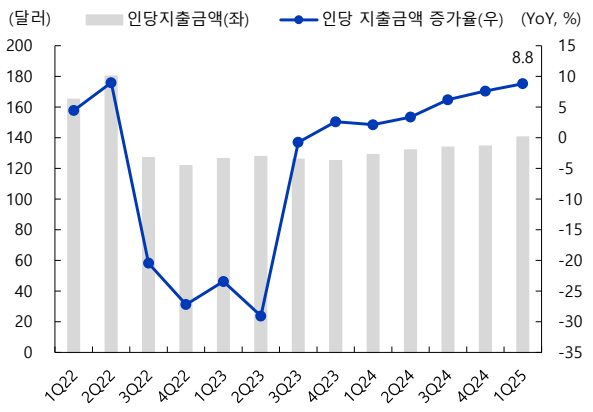
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 시내 면세점 인당 지출금액 및 증감률 추이



자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 출국장 면세점 인당 지출금액 및 증감률 추이



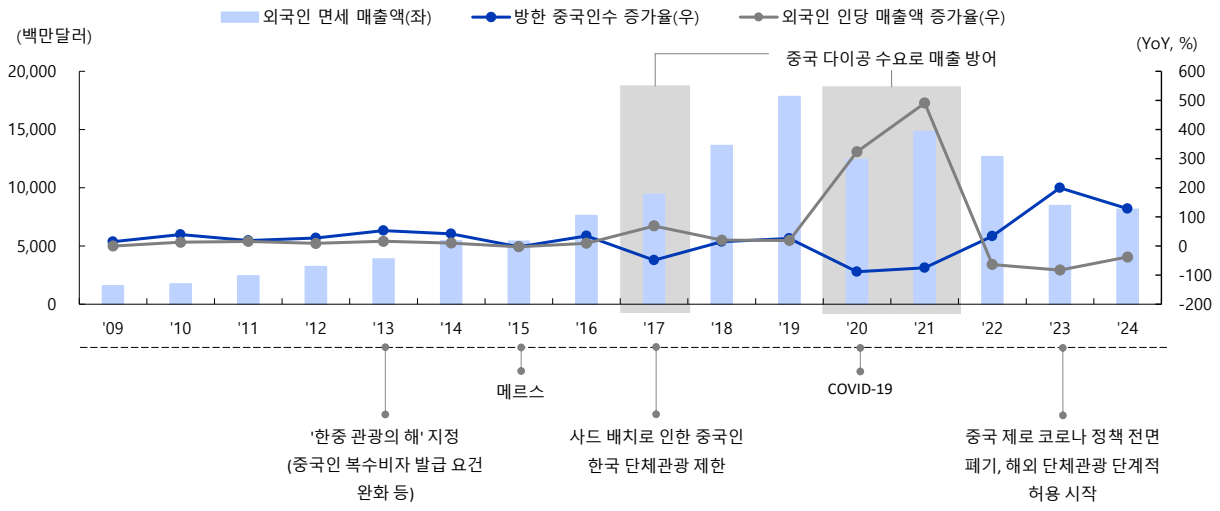
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

과거 면세산업이 중국 관광객 유입과 다이공(보따리상)을 통해 외형 성장을 이어왔다면, 2025년에는 중국 고객군에 대한 마진율 개선이 업황 회복의 주요 동력으로 작용할 것으로 판단한다.

국내 면세점 산업은 과거부터 중국 관광객과 높은 연관성을 기반으로 성장해왔다. 2000년대 중반까지는 내국인 출국자가 주요 고객이었지만, 2010년대 이후 중국의 해외여행 수요 급증에 힘입어 면세점 매출 구조는 빠르게 외국인, 특히 중국인 관광객 중심으로 재편되었다. 2016년 중국 관광객 수가 전년 대비 34.8% 증가했으며, 외국인 면세 매출액은 같은 기간 전년 대비 40.6% 급증하는 등 중국 수요가 곧 면세업의 성장 지표로 기능했다.

2017년 사드 사태 이후 중국 단체관광이 제한되자, 면세업계는 '다이공(보따리상)' 중심 매출 구조로 전환을 시작하였으며, 코로나 사태로 다이공 중심의 거래는 더욱 확대되었다. 이에 따라 해당 시기 방한 중국인 수는 "17년 YoY -48.3%, '20년 YoY -88.6%, '21년 YoY -75.2%를 기록한 반면, 외국인 인당 매출액은 '17년 YoY 68.8%, '20년 YoY 323.6%, '21년 YoY 491.7% 성장하였다. 한편, 높은 할인율을 적용한 다이공과의 거래는 외형 성장 유지에 기여하였으나, 실질적인 수익성에는 부담 요인으로 작용하였다.

[도표 50] 국내 외국인 면세 매출액 및 방한 중국인수 증가율 추이: 중국 중심의 외형성장을 이뤄왔던 국내 면세점



자료: 한국면세점협회, 통계청, 교보증권 리서치센터

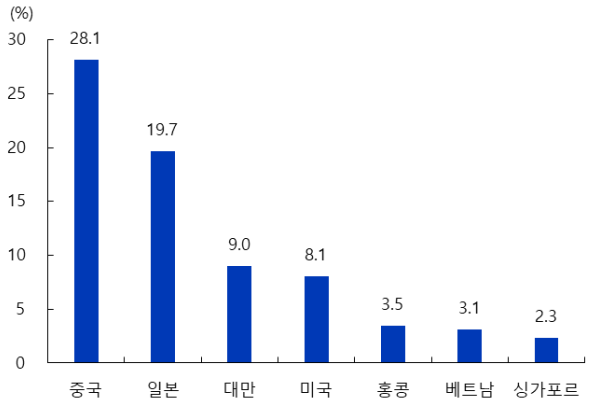
2024년 기준 중국인은 전체 인바운드 관광객의 28.1%를 차지하며 방한 국적 1위를 기록하였고, 방한 중국인 수는 전년 대비 127.9% 증가하는 등 증가세를 보이고 있다. 이는 현재 시점의 면세 실적 또한 중국인 수요에 따라 좌우될 수 있음을 보여준다.

2025년 면세 산업의 실적 핵심 또한 방한 중국인에 있다고 판단되지만, 그 방향성은 효율화에 초점이 맞춰질 것이라 판단한다. 최근 면세 업계는 무리한 외형 확장보다는 수익성 개선을 중시하는 흐름으로 전환되고 있으며, 손익 부담이 컸던 다이공 중심 구조에서 벗어나려는 움직임이 뚜렷하다. 실제로 다이공에 대한 할인율이 축소되고, FIT 중심의 고객 믹스로 전환하고자 하는 노력이 확인되고 있다.

먼저, 2025년 들어 다이공과의 거래자 감소가 본격화되며 다이공 할인율 축소가 진행되고 있다. 다이공은 높은 매출 기여에도 불구하고 과도한 할인율로 인해 수익성 악화의 주된 요인으로 지목되어 왔다. 롯데면세점은 업계에서 가장 먼저 중국 다이공과의 거래를 중단하며, 1분기 기준 흑자 전환에 성공하였다(영업이익 1Q25 152억원, 1Q24 -280억원). 중요한 점은, 거래자 수 축소가 업계 전반의 협상력 강화로 이어지며 타 면세 사업자들의 할인율도 함께 축소되고 있다는 점이다. 실제 호텔신라 2025년 1분기 시내 면세점 영업이익률은 한 자릿수 후반 수준까지 개선된 것으로 추정되며, 이는 전분기 대비 축소된 다이공 할인율(QoQ -1.5%p 추정)이 주요 요인으로 작용한 것으로 파악된다.

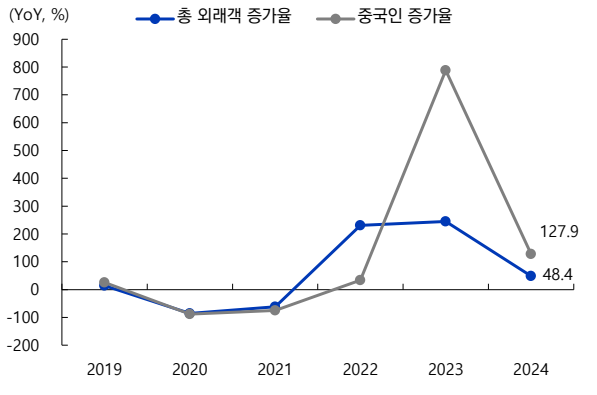
중국인의 여행 방식 변화 또한 면세 산업의 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것이라 전망한다. 최근 중국인 관광객 중 FIT 비중이 확대되고 있으며, 2023년 12월 한국문화관광연구원이 발표한 '방한 7대 트렌드'에 따르면 중국인의 여행 패턴은 소규모화 및 개별화로 빠르게 전환되고 있는 것으로 분석된다. FIT는 다이공 대비 할인율이 낮아, 객단가가 다소 낮더라도 수익성 측면에서는 유리하게 작용할 수 있다. 최근 시내 면세점 공급자 수가 줄어들면서, 일부 사업자의 경우 다이공 비중이 다시 확대되는 양상이 나타나고 있다. 다만 마진율 개선을 위한 고객 믹스 전략이 각사에서 지속적으로 추진되고 있어, 향후 FIT 고객 증대에 따른 수익성 개선 가능성은 더욱 커질 것으로 판단한다.

[도표 51] 2024 년 방한 외래관광객 국적별 비중



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 방한 외래관광객 연간 증가율 추이(전체 및 중국인)



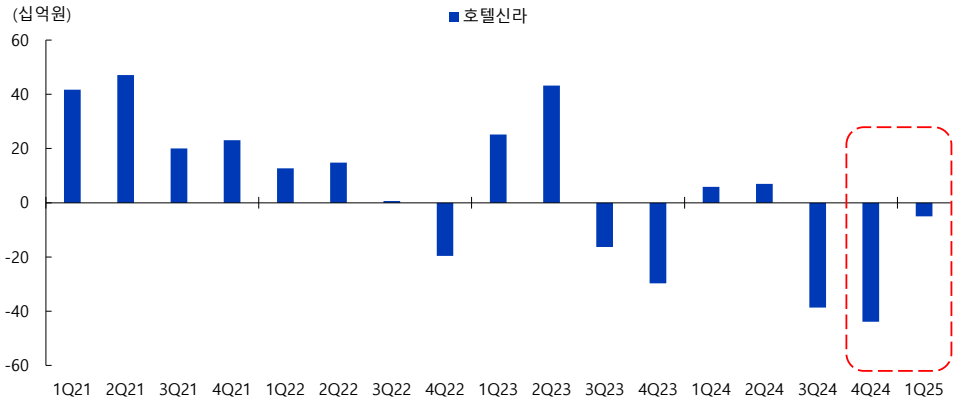
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 중국인 방한 7 대 트렌드

트렌드	주요 내용
개별화, 소규모화	**- 방한 중국관광객의 동반 인원 감소 등 관광의 개별화, 소규모화 추세 강화**
여성이 주도하는 관광시장	- 여성이 주도하는 방한 중국관광 추세 지속
2030 세대가 관광의 중심축	- 20-30 대 젊은 층이 방한관광을 선도
대량소비에서 합리적 소비로	- 쇼핑관광 비중 감소 및 쇼핑 행태 변화
관광정보 채널의 디지털 전환	- 관광정보 수집 시 소셜미디어, 동영상 사이트 이용 비중 증가
더 오래 체류하는 관광	- 방한 중국관광객의 체류 기간 증가
문화체험 중심의 지출 증가	- 문화서비스/오락 관련 지출 증가

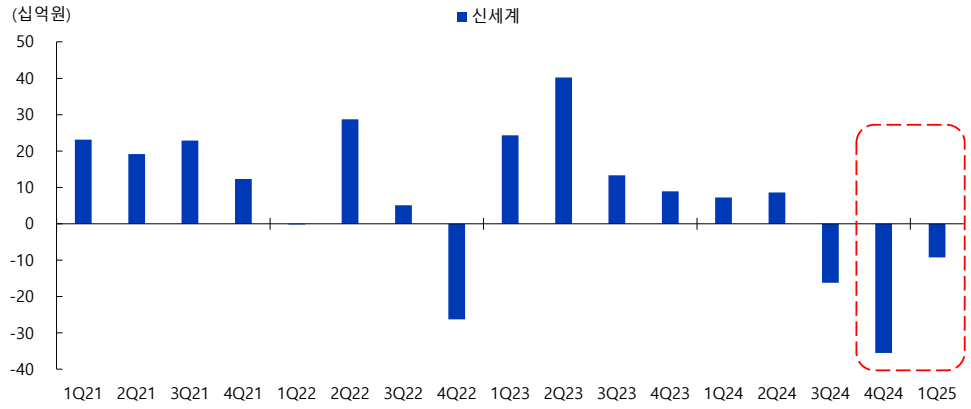
자료: 한국문화관광연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 호텔신라 면세부문 영업이익 추이



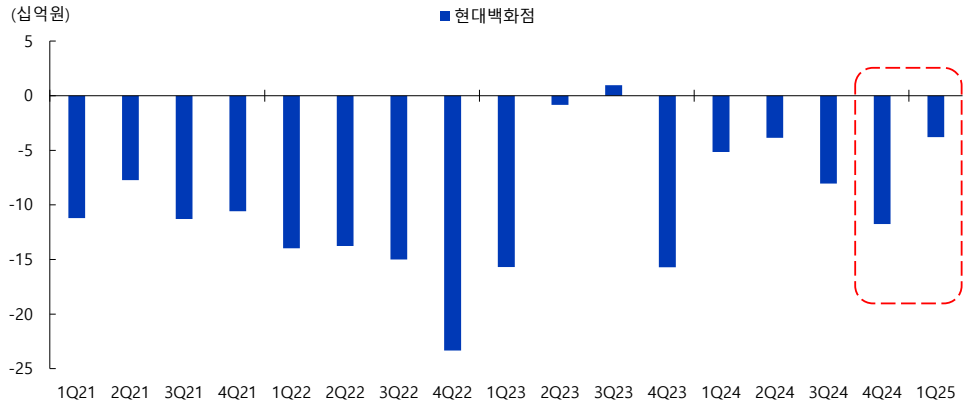
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 신세계 면세부문 영업이익 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 현대백화점 면세부문 영업이익 추이



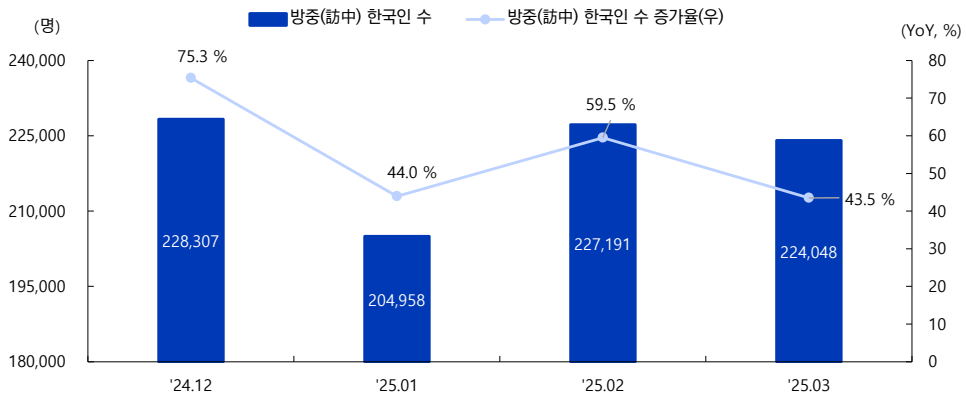
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

2025년 면세업계는 효율화 중심의 수익성 개선 전략을 추진하고 있으나, 외형 성장의 관점에서는 여전히 중국 관광객 회복이 핵심 변수로 작용할 것으로 판단한다. 이러한 측면에서 올해 3분기 시행 예정인 '중국 단체관광객 대상 한시 비자 면제' 정책은 면세 수요 확대에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

무비자 정책은 실제 관광 수요에 직접적인 영향을 미치며, 이는 최근 중국 사례를 통해 확인할 수 있다. 2024년 11월 중국은 한국인 관광객에 대해 무비자 입국을 허용하였으며 이후 '24년 12월부터 '25년 3월까지 중국으로 출국한 한국인 수는 전년 동기 대비 평균 55.6% 증가하였다. 이는 비자 제도 변화가 관광 수요에 미치는 파급력을 보여주는 사례로, 향후 한국이 단체관광객 대상 비자를 면제할 경우, 중국인 방한 수요 또한 유의미한 증가세를 보일 가능성을 시사한다.

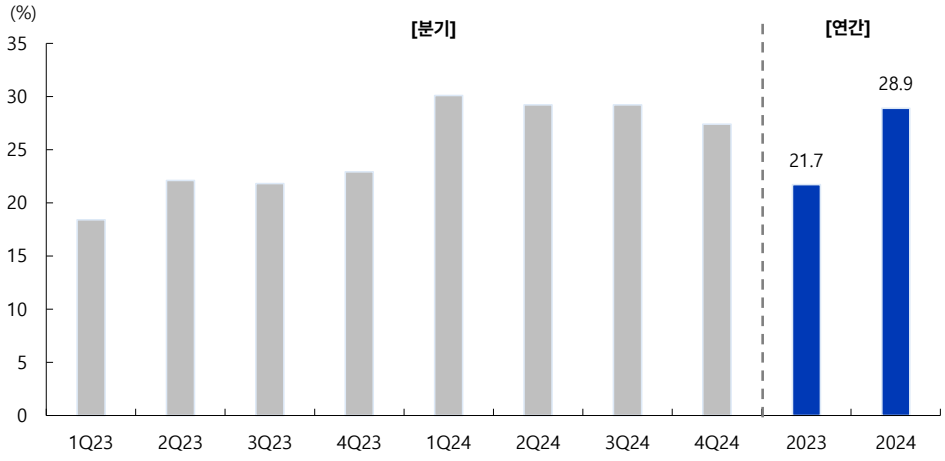
중국 단체관광객의 유입 가능성이 확대되는 가운데, 외국인 관광객의 주요 쇼핑 장소로 시내 면세점이 다시 부각되고 있는 점은 긍정적이다. '24년 외래관광객 방한 고려 관광활동 중 쇼핑 비율이 증가하는 상황에서, 외국인이 주요 쇼핑 장소로 시내 면세점을 선택한 비중은 28.9%로 전년대비 7.2%p 상승하였다. 이러한 상황에서 중국 단체관광객 유입이 본격화될 경우, 면세점은 외국인 수요 증가에 따라 실적 개선이 이루어질 가능성이 높다.

[도표 57] 중국행 출국자 수(한국인 기준)



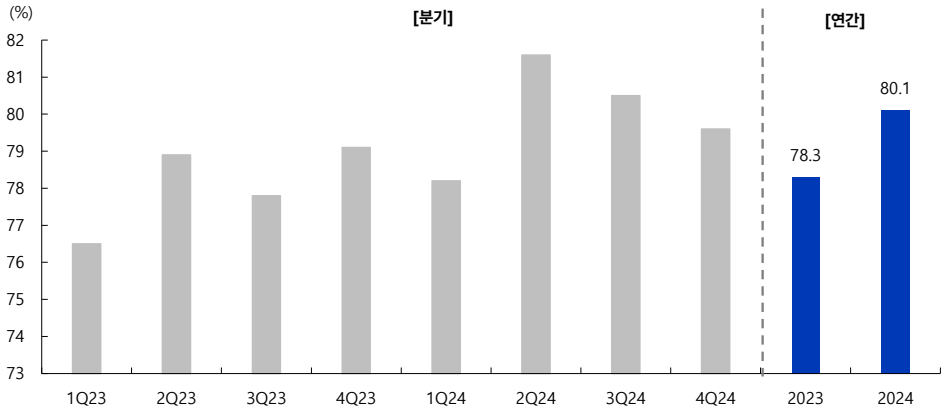
자료: 법무부, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 외래관광객 주요 쇼핑 장소 중 시내 면세점 비율(중복응답)



자료: 한국문화관광연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 외래관광객 방한 고려 관광활동 중 쇼핑 비율 (중복 응답)



자료: 한국문화관광연구원, 교보증권 리서치센터

2-3. 마트: 위기는 기회, 마트는 체질 개선 중

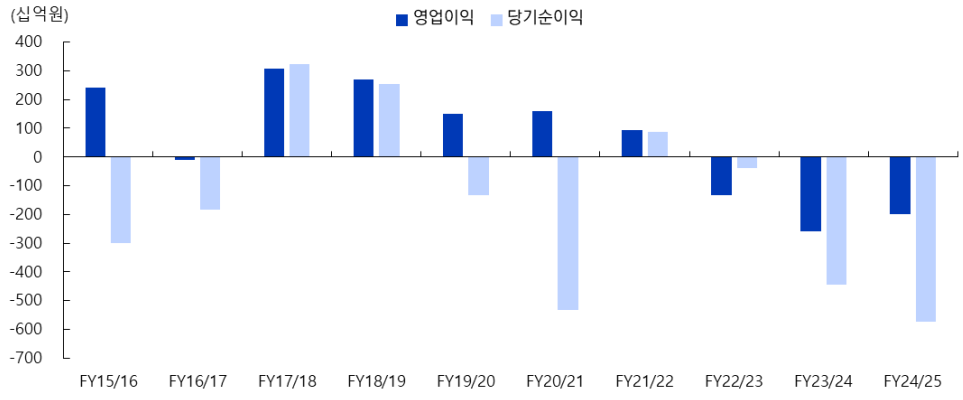
2025년 3월 홈플러스의 회생절차 신청으로 대형마트 산업 전반에 대한 구조조정 가능성이 제기되고 있다. 홈플러스는 2015년 MBK파트너스에 약 7.2조 원에 인수된 이후 실적 부진이 이어졌으며, 점포 매각 등 자산 정리를 중심으로 구조조정을 추진해왔다. '25년 2월 한국기업평가는 홈플러스의 신용등급을 A3에서 A3-로 하향하였고, 이에 MBK파트너스는 '25년 3월 회생절차를 신청하였다. 홈플러스 측은 회생담보권 조사기간이 5월 8일부로 마무리됨에 따라, 6월 12일까지 회생계획안을 제출할 예정이다.

다만, 이번 사태를 대형마트 전반의 위기로 일반화하는 것은 무리라는 판단이다. 홈플러스는 인수 당시 LBO(차입매수) 방식으로 거래되어 이자비용 부담이 확대되었다. 또한, 경영 과정 중 세일앤리스백(Sale and Leaseback) 방식을 활용하며 임차료 등 고정비 부담이 급격히 증가하였다. 즉, 업황 부진보다 기업 자체의 재무구조 및 운용 방식이 경영 위기로 다가왔던 것이다.

대형마트 업황 둔화가 지속되는 것은 사실이나, 이마트·롯데마트 등 주요 유통사는 점포 리뉴얼, 식품 특화 전략, 온라인 물류 고도화 등을 통해 체질 개선을 추진하고 있다. 또한, 실제 파산 여부에 따라 영향 정도는 달라질 수 있으나, 홈플러스 사태는 점유율 재편과 경쟁 완화 측면에서 마트 업계에 긍정적 영향을 미칠 가능성이 있다. 실제 홈플러스 회생 신청 다음 날인 3월 5일, 이마트 주가는 전일 대비 5.7% 상승하였으며, 이는 홈플러스 사태에 대한 반사이익 기대감이 반영된 결과라고 판단한다.

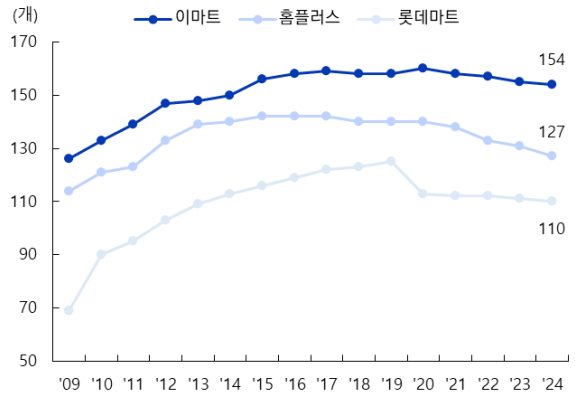
결론적으로, 홈플러스 사태는 업황의 둔화뿐만 아니라 특정 기업의 구조적 부담이 복합적으로 작용한 결과이며, 업계 전반의 구조조정 신호로 해석하기보다 오히려 경쟁구도 변화에 따른 기회 요인으로 작용할 가능성이 높다.

[도표 60] 홈플러스 영업이익 및 당기순이익 추이



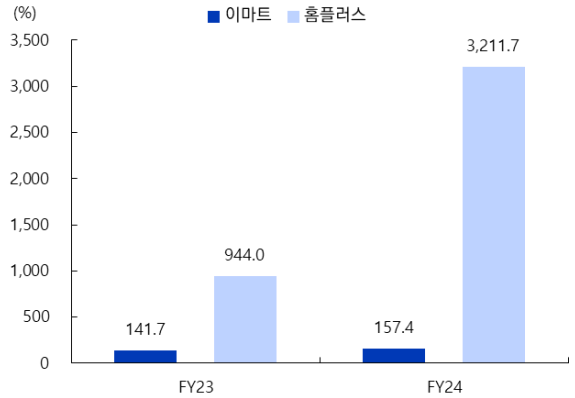
주: 홈플러스는 2월 말 결산 법인
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 국내 주요 마트 브랜드 점포 수 추이



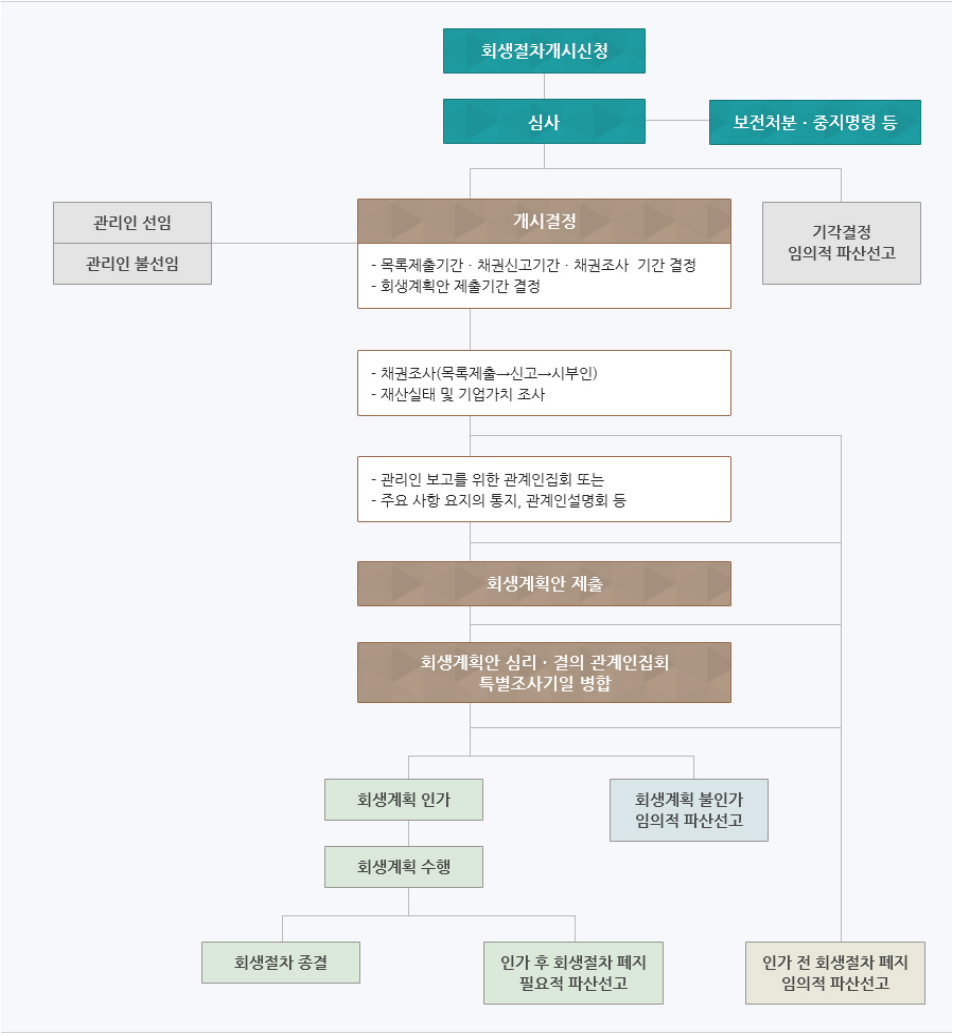
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 이마트 및 홈플러스 부채비율 비교



주: FY24 홈플러스는 '23.03~'24.02 기준, 자료: DART, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 법인 회생절차 흐름도



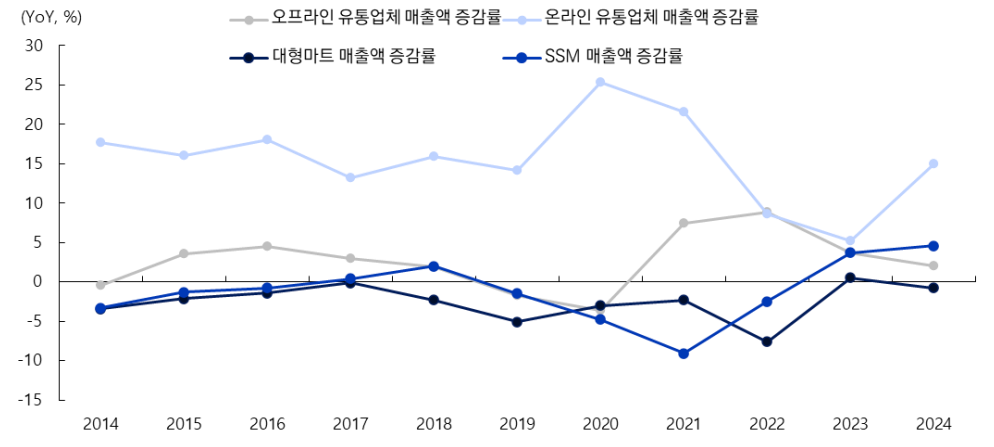
자료: 서울회생법원, 교보증권 리서치센터

국내 마트 업종의 핵심 투자 포인트는, 업황 역풍 속에서도 수익성 중심 체질 개선을 통해 실적 반등을 모색하고 있다는 점이다. 대표적으로 이마트는 2027년까지 영업이익 1조 원 달성을 목표로, 통합매입, 인건비 절감 등 수익성 위주의 전략을 전개하고 있다. 실제 성과도 가시화되고 있다. 2025년 1분기 이마트 할인점 부문의 판관비율은 전년 대비 0.9%p 개선되었으며, 온라인 상품공급 제외 기준 GPM(매출총이익률)은 0.6%p 상승하는 등 체질 개선 흐름이 확인되고 있다.

이마트는 주요 수익 개선 방안인 통합 매입 전략을 통해 실적 개선 모멘텀을 더욱 강화할 전망이다. 이마트는 과거 할인점, 전문점 등 사업 부문별로 상품을 각각 발주했으나, 현재는 이를 통합해 대량 매입함으로써 규모의 경제 효과를 도모하고 있다. 더욱 긍정적인 점은 해당 전략을 통한 외형 성장 효과가 기대된다는 점이다. 이마트는 원가 절감 효과의 일부를 판매가 인하에 반영해 가격 경쟁력 확보에 나설 계획이다. 가격 경쟁력 강화가 실제 소비자 유입으로 이어질 경우, 고객 방문 증가에 따른 매출 확대의 선순환 구조가 형성될 것으로 판단한다.

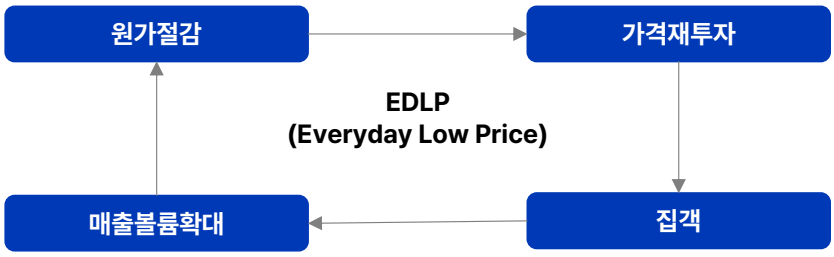
물류 협업 또한 이마트 체질 개선에 기여할 전망이다. 지난해 신세계와 CJ그룹간 체결된 사업 제휴를 기반으로, 이마트의 e커머스 부문인 G마켓과 SSG닷컴은 CJ대한통운과 물류 협업을 강화하고 있다. '24년 7월 CJ대한통운은 자사 배송브랜드를 통해 G마켓의 익일 배송서비스를 시작하였으며, '25년 3월 SSG 닷컴의 100% 도착보장서비스인 스타배송을 전담 운영하고 있다. 이러한 물류 협약은 물류비 절감과 더불어 사업 본연에 더욱 집중할 수 있다는 점에서 이마트 수익성 개선에 기여할 것으로 판단한다.

[도표 64] 주요 유통업체별 매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 이마트 상품 차별화 및 가격 재투자를 통한 선순환 구조 구축 계획



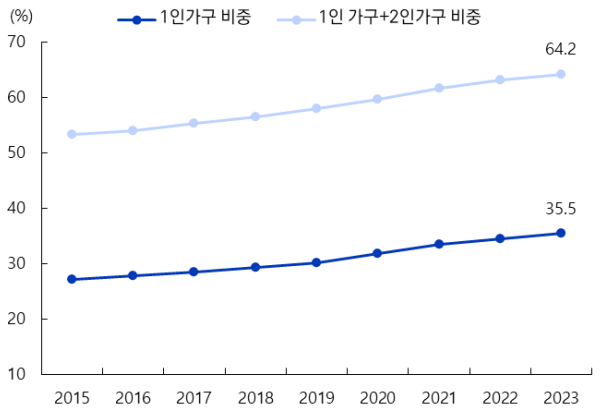
자료: 이마트, 교보증권 리서치센터

한편, SSM은 마트 업계의 새로운 성장 동력이 될 수 있을 것으로 판단한다. 국내 가구 구조의 소형화 및 식품 중심 소비 트렌드에 따라 SSM의 성장 가능성은 더욱 확대될 것이라 판단하기 때문이다. SSM은 기업형 슈퍼마켓으로 대형 유통업체가 1,000~3,000㎡ 규모로 운영하는 소매점을 지칭한다. 2024년 기준 SSM의 성장률은 YoY 4.6%로 견조한 성장세를 이어가고 있으며, 온라인 채널 비중이 확대되는 가운데서도 2024년 SSM의 오프라인 유통 내 점유율은 전년 대비 0.1%p 감소에 그쳤다 (전체 오프라인 유통업 비중 YoY -3.3%p).

SSM은 낱개·소량 단위 소비 수요 트렌드 속 대표 오프라인 채널로 부상할 것이라 전망한다. 현재 1인 및 2인 가구 증가에 따라 '조금씩, 자주 사는' 소비 트렌드가 지속되고 있다. 2025년 오픈서베이 조사에 따르면 오프라인 채널 이용자의 56.6%가 식료품을 낱개 또는 소량 단위로 구매한다고 응답하였다. 이러한 소비패턴에서는 점포 수가 많고 생활권에 밀착된 채널이 편의성과 접근성에서 경쟁우위를 가질 수 있다. 실제 할인점 대비 약 두 배 이상 많은 SSM 점포망을 확보한 기존 마트 업계는, 촘촘한 커버리지를 기반으로 근거리 소비 수요에 보다 효과적으로 대응할 수 있다.

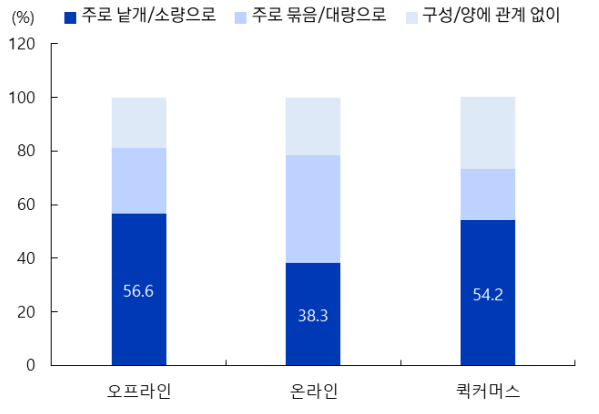
또한, SSM은 식품 중심의 경영을 통해 편의점과 명확히 차별화된 포지셔닝으로 매출 증대를 이룰 것이라 판단한다. SSM은 편의점과 동일하게 근거리 채널이라는 공통점을 지니나, 식품 중심의 상품 구성과 매장 전략 측면에서 뚜렷한 차별성을 보인다. 2024년 기준 편의점의 식품 매출 비중은 55.8%에 불과한 반면, SSM은 92.3%로 압도적으로 높다. 또한 대부분의 SSM은 매장 입구부터 식품을 전면 배치해 식품 중심 소비 경험을 강화하며, 식품 특화 유통 채널로서의 정체성을 공고히 하고 있다.

[도표 66] 총 가구 대비 1인 가구 및 2인 가구 비중 추이



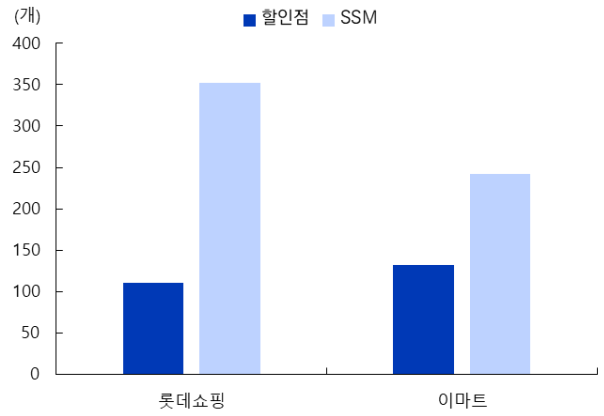
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 유통 채널별 식료품 구매 단위 선호도 비교



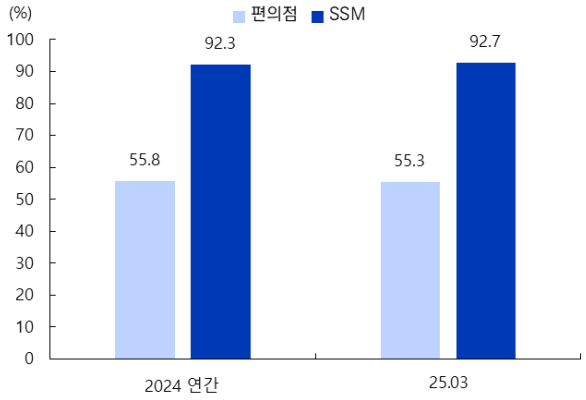
자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터

[도표 68] 마트 브랜드별 할인점 및 SSM 점포 수(4Q24 기준)



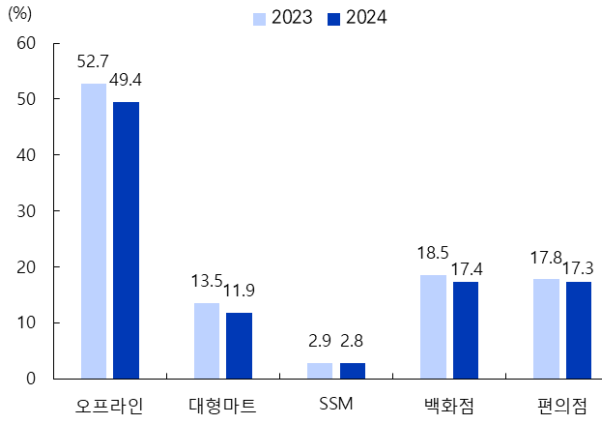
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 식품군 비중 비교(SSM vs 편의점)



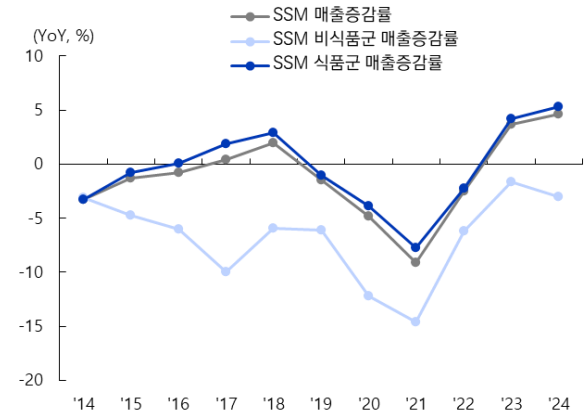
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 70] '23 년 및 '24 년 연간 업태별 매출 구성비



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 71] SSM 제품별 매출증감률 추이



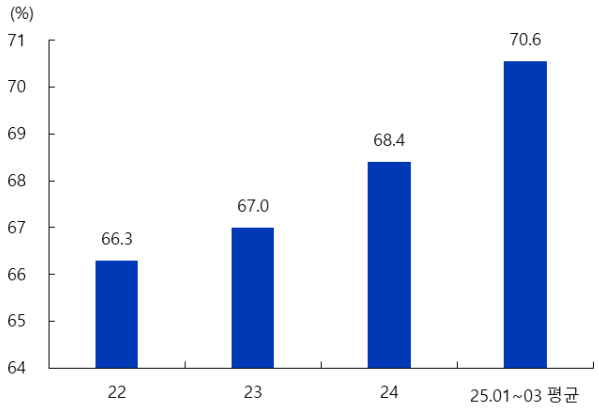
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

대형마트의 경우, 이커머스의 확산으로 '매장 크기=매출' 공식이 깨지면서, 중소형 매장 전환과 식품군 특화 전략을 강화하고 있다. 언론에 따르면, 2025년 4월 오픈한 이마트 고덕점은 기존 매장 대비 면적을 약 25% 수준으로 축소하였으나, 전체 상품 중 식품 비중을 80% 이상으로 확대하였다('24년 대형마트 평균 식품 비중: 68.4%). 이는 식품관 중심의 리모델링을 통해 고객 유입을 도모하려는 전략으로 해석된다. 매장 면적의 축소는 수익성 개선에도 긍정적이다. 기존 매장이 축소된 공간에 경쟁력 있는 테넌트를 유치하여 안정적인 임차료 수입과 객수 증대 효과를 도모할 수 있기 때문이다(테넌트는 세입자, 임차인 등을 의미). 이마트 고덕점 또한 다이소를 테넌트로 신규 유치하며 해당 전략을 활용 중인 것으로 파악된다.

대형마트는 배송 인프라 고도화를 병행하며 온라인 경쟁력 확보에도 나서고 있다. 이마트는 '새벽배송', '주간 배송', '트레이더스 배송' 등으로 배송 유형을 세분화하여, 다양한 시간대의 수요와 품목 수요에 대응하고 있다. 향후 물류체계 개편을 통한 지방권역 새벽배송 및 트레이더스 당일배송을 통해 물류 경쟁력을 더욱 강화할 계획이다.

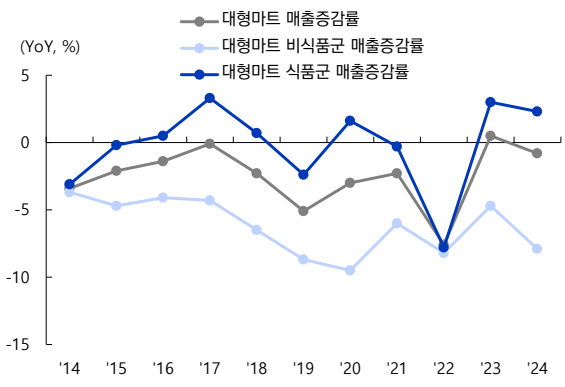
대형마트는 이마트·홈플러스·롯데마트의 3강 체제로 재편된 후, 유통산업발전법 개정과 온라인 채널의 급성장에 따라 구조적인 하향세를 겪고 있다. 그러나 식품 특화, 테넌트 유치 등 실적 개선 전략을 활용할 시 오프라인 공간의 재정의를 통해 실적 반등의 실마리를 찾을 수 있을 것이라 판단한다.

[도표 72] 대형마트 식품군 비중 추이



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 대형마트 제품별 매출증감률 추이



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 국내 식품 이커머스 플랫폼 비교 (단위: 원)

플랫폼 구분	최소주문금액	무료 배송 최소 주문금액	배송비	비고
쓱 주간배송	X	40,000	3,000	오후 1 시~2 시 반까지 주문시 당일 배송, 시간 지정 가능
쓱 새벽배송	X	40,000	3,000	오후 10 시~자정까지 주문시 당일 배송
트레이더스 배송(이마트)	X	90,000	4,000	트레이더스 물품 연계 배송
쿠팡 프레시	15,000	-	-	와우 회원만 가능, 당일·새벽배송
쿠팡 로켓배송	19,800	-	업체별 상이	당일·새벽 배송
홈플러스	X	40,000	3,000	낮 주문시 익일 도착
롯데마트 제타	10,000	40,000	3,000	당일 배송 불가·시간 지정 가능
마켓컬리 샛별배송	X	40,000	3,000	당일·새벽 배송
오아시스	X	30,000	5,000	새벽 배송

자료: 각 사, 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 국내 주요 이커머스 동향

구분	주요 동향
쿠팡	- 로켓 배송 통한 압도적 편익 제공, 시장 내 지배적 위치 - 멤버십 통한 수익 극대화
네이버	- 포털 트래픽 바탕의 지배적 입지 구축 - 멤버십 및 페이 시스템으로 소비자 락인 효과 강화
SSG 닷컴	- 수익성 강화 초점 - 멤버십 이원화 중심의 타깃 마케팅 전략으로 소비자 락인 효과 주력
11 번가	- 비즈니스 전반에 걸친 효율화 작업 통해 비용 절감 노력
롯데온	- 영국 대형 유통업체 오카도의 최첨단 물류센터 구축 통해 물류 효율화 노력 - 롯데그룹 계열사간 시너지 극대화한 월간롯데 이벤트 통해 소비자 유인

자료: 삼정KPMG, 교보증권 리서치센터

3. 유통업 투자의견 제시

투자의견: 비중확대 / Top Pick: 현대백화점 / 관심종목: 호텔신라

유통업 투자의견은 '비중확대'를, 업태별 투자 선호도는 백화점 > 면세 > 마트 순으로 제시한다. 향후 국내외 불확실성 해소시 가계 소비 여력 증대에 따라 유통업계의 실적 개선이 기대되는 시점이다. 백화점은 고가 소비 중심의 견조한 실적, 면세점은 비용 효율화를 통한 업황 회복, 마트 부문은 원가 절감 및 점포 효율화 전략을 통한 실적 개선을 전망한다.

Top pick으로는 현대백화점을 제시한다. 현대백화점 백화점 부문은 워치&주얼리 부문을 통한 안정적인 실적 흐름이 전망되며, 동대문 면세점 폐점에 따른 적자 축소와 지누스 영업이익 회복 또한 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. FY25E P/B는 0.3배, P/E는 6.7배 수준으로 밸류에이션 또한 매력적인 구간이다.

관심주로는 호텔신라를 제시한다. 면세업황의 회복세는 아직 제한적이나, 중국 다이공 대상 할인율 축소, FIT 고객 비중 확대, 그리고 3분기 중국 단체 관광객 유입 확대에 따른 매출 기대감이 유효한 시점이다. 현재 유통업 중 주가 측면에서 가장 소외된 업태는 면세점이며, 향후 실적 개선이 확인될 경우, 면세업 비중이 가장 큰 호텔신라의 주가 상승 여력이 가장 클 것으로 예상한다.

[도표 76] 커버리지 종목 2Q25 및 연간 실적전망 (단위: 십억원, %)

종목	항목	2Q25(E)	2Q24	YoY	FY25(E)	FY24	YoY
현대백화점	매출액	1,097.3	1,023.8	7.2%	4,459.8	4,187.6	6.5%
	영업이익	90.5	42.8	111.3%	413.3	284.0	45.5%
	지배순이익	45.1	-145.5	흑전	232.8	-35.9	흑전
	OPM	8.2%	4.2%	-	9.3%	6.8%	-
신세계	매출액	1,686.3	1,604.4	5.1%	6,839.0	6,570.4	4.1%
	영업이익	94.7	117.5	-19.4%	515.3	558.7	-7.8%
	지배순이익	36.2	36.6	-1.0%	221.2	107.8	105.3%
	OPM	5.6%	7.3%	-	7.5%	8.5%	-
호텔신라	매출액	1,027.1	1,002.7	2.4%	4,112.9	3,947.6	4.2%
	영업이익	18.6	27.6	-32.7%	65.6	-5.2	흑전
	지배순이익	7.2	27.4	-73.6%	26.0	-61.5	흑전
	OPM	1.8%	2.8%	-	1.6%	-0.1%	-
이마트	매출액	7,091.4	7,056.0	0.5%	29,235.7	29,020.9	0.7%
	영업이익	33.9	-34.6	흑전	497.6	47.1	956.7%
	지배순이익	-26.7	-146.4	적지	136.6	-590.0	흑전
	OPM	0.5%	-0.5%	-	1.7%	0.2%	-

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 77] 유통업 Valuation Table (단위: 십억원, 원, 배, %)

(원, 십억원, 배, %)	현대백화점	신세계	호텔신라	이마트
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	88,000	210,000	55,000	100,000
현재주가(05/21)	66,200	167,200	47,600	85,900
상승여력(%)	32.9%	25.6%	15.5%	16.4%
매출액(FY23)	4,207.5	6,357.1	3,568.5	29,472.2
매출액(FY24)	4,187.6	6,570.4	3,947.6	29,020.9
매출액(FY25E)	4,459.8	6,839.0	4,112.9	29,235.7
영업이익(FY23)	303.5	639.8	91.2	-46.9
영업이익(FY24)	284.0	477.0	-5.2	47.1
영업이익(FY25E)	413.3	515.3	65.6	497.6
순이익(FY23)	-39.8	312.0	86.0	-187.5
순이익(FY24)	-0.8	186.6	-61.5	-573.4
순이익(FY25E)	291.9	296.7	26.0	161.3
EPS(FY23)	-3,408.6	22,865.2	2,185.9	-3,196.1
EPS(FY24)	-1,542.7	10,947.7	-1,567.1	-21,166.0
EPS(FY25E)	10,287.2	22,945.1	663.5	4,941.6
P/E(FY23)	-15.2	7.7	29.9	-24.0
P/E(FY24)	-30.6	12.1	-23.5	-3.0
P/E(FY25E)	6.4	7.3	71.7	17.4
P/B(FY23)	0.3	0.4	4.3	0.2
P/B(FY24)	0.2	0.3	1.1	0.2
P/B(FY25E)	0.3	0.4	1.5	0.2
EV/EBITDA(FY23)	6.1	6.7	16.8	8.4
EV/EBITDA(FY24)	5.8	8.2	20.7	8.5
EV/EBITDA(FY25E)	5.2	8.1	16.4	6.9
ROE(FY23)	-1.8	5.4	15.0	-0.8
ROE(FY24)	-0.8	2.5	-6.5	-5.4
ROE(FY25E)	5.2	5.1	2.0	1.3

자료: 교보증권 리서치센터

Company Analysis

회사명	TP(원)	의견	상승여력
현대백화점(069960)	88,000	Buy	32.9%
호텔신라(008770)	55,000	Buy	15.5%
신세계(008770)	210,000	Buy	25.6%
이마트(139480)	100,000	Buy	16.4%

자료: 교보증권 리서치센터

KYOBO 교보증권

현대백화점 069960

백화점은 든든하고, 면세는 살아나고, 지누스는 잘하고!

May 22, 2025

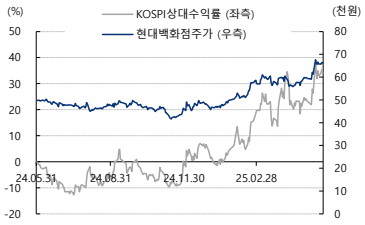
Buy 신규

TP 88,000 원 신규

Company Data

현재가(05/21)	66,200 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	67,600 원
52 주 최저가(보통주)	41,650 원
KOSPI (05/21)	2,625.58p
KOSDAQ (05/21)	723.62p
자본금	1,170 억원
시가총액	14,980 억원
발행주식수(보통주)	2,263 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	6.3 만주
평균거래대금(60 일)	40 억원
외국인지분(보통주)	22.77%
주요주주	
현대지에프홀딩스 외 2 인	39.71%
국민연금공단	11.45%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	14.7	54.9	33.2
상대주가	8.7	46.3	38.2

[유통] 장민지
3771- 6668,
m12345@iprovest.com

쇼핑하고, 눕고, 현대백화점이면 끝.

현대백화점은 백화점, 면세점, 가구(지누스) 부문을 중심으로 수익구조를 다변화 중. 1Q25 매출액은 1조 981억(YoY 15.4%), 영업이익은 1,125억원(YoY 64.2%)를 기록. 실적 개선은 워치·주얼리 중심의 견조한 백화점 매출, 시내 면세점의 수익성 회복, 지누스 스몰박스 매출 호조 등에 기인. 1Q25 기준 매출 비중은 백화점 53.6%, 면세점 26.7%, 지누스 22.8%로 구성. 한편, 반기 배당 시행, 총 배당금 확대, 자사주 매입 등을 통해 밸류업에 대한 실행 의지를 구체화하고 있음

백화점은 든든하고, 면세는 살아나고, 지누스는 잘하고!

① 백화점: 경기 둔화 속에서도 고신장 품목 중심의 매출 구조를 유지하며 실적 방어력을 입증. 또한, 1분기 이후 소비심리 회복에 따른 매출 증대 기대. 기존 점포 구조조정 및 중장기 출점 전략 또한 실적 성장에 긍정적으로 작용할 것. **② 면세점:** 1Q25 면세점 적자 -19억원으로 전년 및 전분기 대비 큰 폭 축소(1Q24 -52억원, 4Q24 -118억원), 동대문점 철수와 시내 면세점 경쟁 완화에 따라 수익성 개선은 지속될 전망. **③ 지누스(가구):** 과거 과잉 재고 해소 후, 주요 유통 채널 중심으로 정상 출고 재개되며 외형 성장 및 수익성 개선 흐름 확인. 스몰박스 전략이 실적을 견인하고 있으며, 관세 환경 변화에도 생산기지 이전 및 경쟁업체 대비 낮은 관세율로 가격 경쟁력 유지 가능할 것

목표주가 88,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

현대백화점에 대해 목표주가 88,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP(Sum of the parts) 밸류에이션을 통해 산출. 백화점 부문 1.7조원(12MF 지배순이익 추정치, Target PER 8배), 면세점 부문 2,029억원(12MF 지배순이익 추정치, Target PER 41.8배) 및 지누스 가치 757억원(최근 시가총액 한달 평균, 지분율 및 할인율 50% 적용) 추정. 현재 주가(05/21 66,200원) 대비 상승여력은 32.9%, 업종 Top pick으로 제시.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	4,207	4,188	4,460	4,403	4,501
YoY(%)	-16.1	-0.5	6.5	-1.3	2.2
영업이익(억원)	303	284	413	426	454
OP 마진(%)	7.2	6.8	9.3	9.7	10.1
순이익(억원)	-40	-1	292	316	342
EPS(원)	-3,409	-1,543	10,287	11,326	12,253
YoY(%)	적전	적지	흑전	10.1	8.2
PER(배)	-15.2	-30.6	6.4	5.8	5.4
PCR(배)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
PBR(배)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	6.1	5.8	5.2	5.0	4.7

쇼핑하고, 눕고, 현대백화점이면 끝.

현대백화점은 1971년 백화점 사업을 시작하였으며, 2002년 11월 현대지에프홀딩스(前 현대그린푸드)의 백화점 사업부문이 인적분할되어 설립된 후, 같은 해 코스피 시장에 재상장되었다. 현대백화점은 백화점, 면세점, 가구(지누스) 부문을 중심으로 수익 구조를 다변화하고 있다. 현재 총 15개의 백화점, 9개의 아울렛과 시내 면세점(코엑스, 동대문) 및 인천공항 면세점(DF5, DF7)을 운영 중이다. 가구 브랜드 지누스의 경우 2022년 6월 인수되어 연결 자회사로 편입되었다.

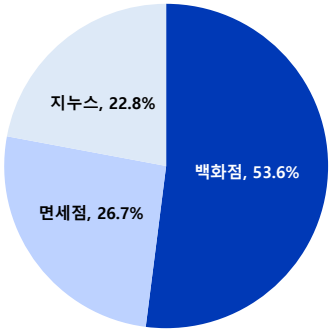
2025년 1분기 현대백화점의 총매출은 2조 5,546억원으로 전년 동기 대비 5.0% 증가했으며, 순매출은 1조 981억원으로 15.4% 성장하였다. 부문별로는 백화점 5,890억원(YoY -0.8%), 면세점 2,935억원(YoY 22.1%), 지누스 2,499억원(YoY 64.2%)을 기록하였다. 영업이익은 시내 면세점과 지누스의 실적 개선에 힘입어 1,125억원(YoY 63.3%)을 기록하였다. 1Q25 기준 매출 비중은 백화점 53.6%, 면세점 26.7%, 지누스 22.8%로 구성된다.

한편, 현대백화점은 기업가치제고 계획을 통해 주주환원 정책을 강화하고 있다. 2024년 11월 발표한 기업가치제고계획에 따르면, 현대백화점은 반기 배당을 최소 100억원 수준으로 시행하고, 2027년까지 연간 배당 총액(중간배당 포함)을 500억원 수준으로 단계적으로 확대할 방침이다. 실제 현대백화점은 현대지에프홀딩스에 대한 현대홈쇼핑 지분 매각으로 확보한 재원중 절반가량을 통해 자사주 매입(약 211억원)을 결정하였으며, 잔여 재원 또한 향후 자사주 매입에 활용할 예정이다.

[도표 78] 현대백화점 자회사 현황(2024 년 사업보고서 기준)

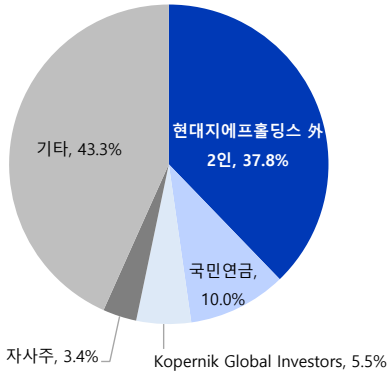
주: 지누스는 '22년 상반기 인수, 총지분율은 과반수에 미달하지만 종합적 고려시 실질적 지배력이 있는 것으로 판단하여 자회사로 분류
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 1Q25 기준 부문별 매출 비중



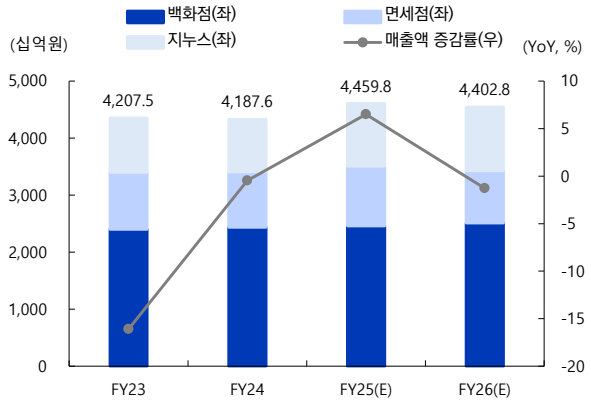
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 현대백화점 주주구성(2024 년 사업보고서 기준)



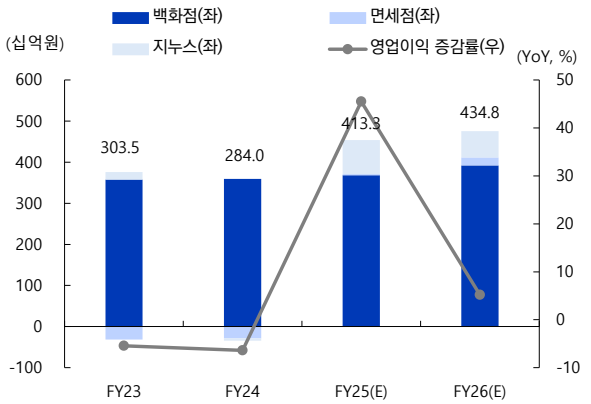
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 현대백화점 연간 매출액 추이 및 전망



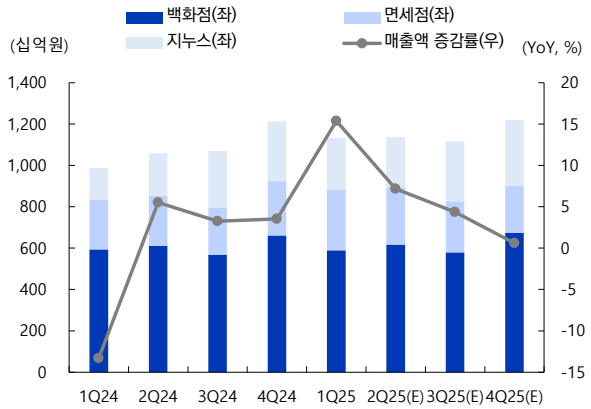
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 82] 현대백화점 연간 영업이익 추이 및 전망



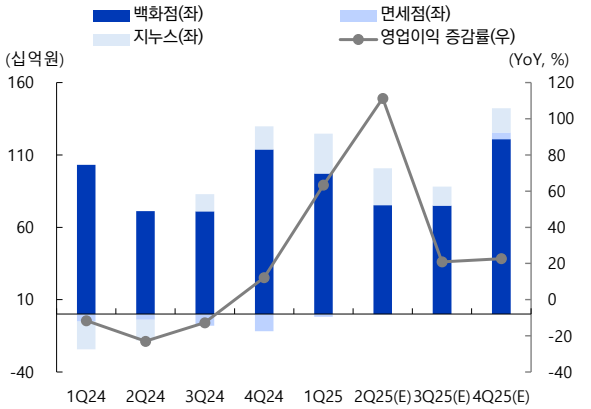
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 83] 현대백화점 분기 매출액 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 84] 현대백화점 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 현대백화점 주주환원 정책 확대 계획

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 86] 현대백화점 주주환원 계획 이행 현황 및 계획

① 주주환원 계획 이행 현황(밸류업 공시 '24년 11월 7일 공시)

밸류업 공시 內 주주환원 계획 발표 내용	당사 밸류업 공시 內 주주환원 계획 이행 현황
▪ 자기주식 1,547,255(6.6%) 中 773,628(3.3%) '24년 內 즉시 소각 ▪ '27년까지 연간 배당 지급총액 500억 수준으로 단계적 확대 → 기말 배당 규모 확대 + 중간 배당 100억 이상 시행	▪ **'24년 11월 14일 자기주식 773,629주 소각 완료** ▪ **기말 배당 지급 확대 '24년 284억** **→ '25년 306억(+22억)** **→ 중간배당시행안 공시 완료('25.02.11),** **→ 중간 배당금 총액 100억 이상 지급 예정('25.09.30 기준일)**

② 현대홈쇼핑 지분 매각 재원 활용 계획(자사주 매입)

1차 자기주식 취득 결정 공시 내용('25.05.09)	향후 재원 활용 계획
▪ **금번 홈쇼핑 지분 매각 통해 유입될 예정인 매각 재원(약 400억원)으로 1차 자기주식 매입 예정(약 200억원 예상)** ▪ 취득 예정 주식: 339,433주(취득 후 자기주식 3.4%→4.9% 예상) ▪ 취득 예상 기간: '25년 5월 12일~'25년 7월 31일	▪ **향후 잔여 재원(약 200억원)도 자기주식 취득에 활용하여 주주환원 정책 강화**

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

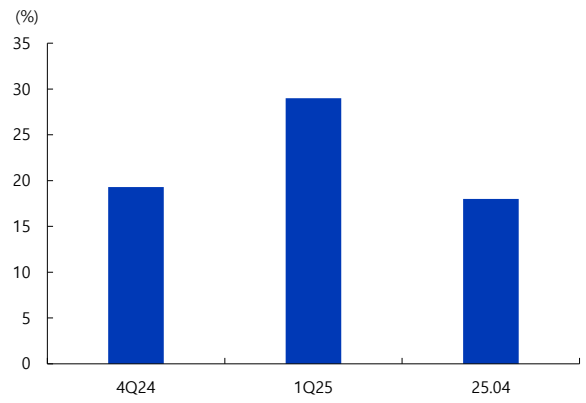
① 백화점: 고가 소비는 지속 중, 점포 전략은 진화 중

현대백화점의 백화점 부문은 경기 둔화 환경 속에서도 고신장 품목 중심의 매출 구조를 통해 실적 방어력을 입증하고 있다. 1Q25 기준 백화점 순매출은 5,890억원으로 전년동기대비 0.8% 감소하였고, 영업이익은 972억원으로 전년 대비 5.7% 감소하였다. 그러나 주요 품목인 워치&주얼리 부문은 1분기 약 29% 성장을 기록한 것으로 추정되며, 이로 인해 전체 매출 감소폭은 제한적인 수준에 그친 것으로 파악된다.

상반기 이후 백화점 부문은 실적 방어 국면을 넘어, 소비 심리 회복에 따른 매출 증대가 기대된다. 향후 정치 불확실성 해소와 함께, 경기 부양책에 대한 기대감이 형성되며 소비 회복세가 나타날 것으로 예상된다. 4월 워치&주얼리 부문은 전년동월대비 약 18% 성장하며, 소비 위축 국면에서도 안정적인 수요를 유지하고 있는 것으로 추정된다. 이러한 견조한 흐름 속 외부 요인이 긍정적으로 작용할 경우, 백화점 부문 매출은 성장세로 전환될 가능성이 높다고 판단한다.

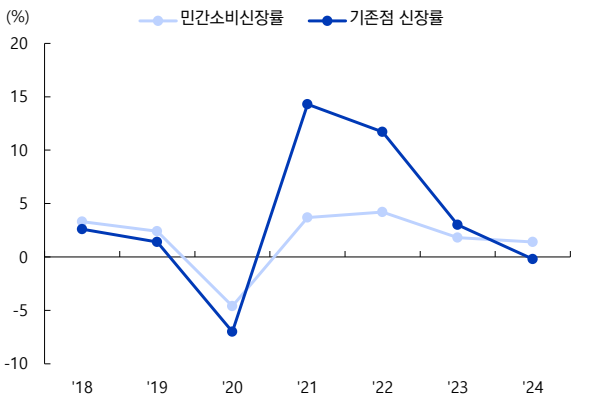
현대백화점의 기존 점포 구조조정 및 중장기 출점 전략 또한 실적에 긍정적으로 작용할 것이라 판단된다. 2025년 6월에는 저효율 점포인 디큐브점을 철수할 예정이며, 이후 부산 아울렛(2027년 상반기), 더현대 광주(2027년 하반기), 경산 아울렛(2028년 하반기) 등 신규 점포 출점을 통해 외형 성장을 도모할 계획이다. 특히 언론에 따르면 '더현대 서울'은 국내 백화점 중 최단기간에 매출 1조원을 달성하는 등 '더현대' 브랜드의 차별화된 경쟁력이 입증되고 있는 상황이다. 이에 따라 향후 신규 점포 출점 역시 수익성 확보 측면에서 긍정적인 성과가 기대된다.

[도표 87] 현대백화점 워치&주얼리 부문 성장률 추정



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 민간소비 신장률 및 현대백화점 기존점 신장률 비교



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 89] 현대백화점 위치&주얼리 브랜드 입점 · 팝업 사례

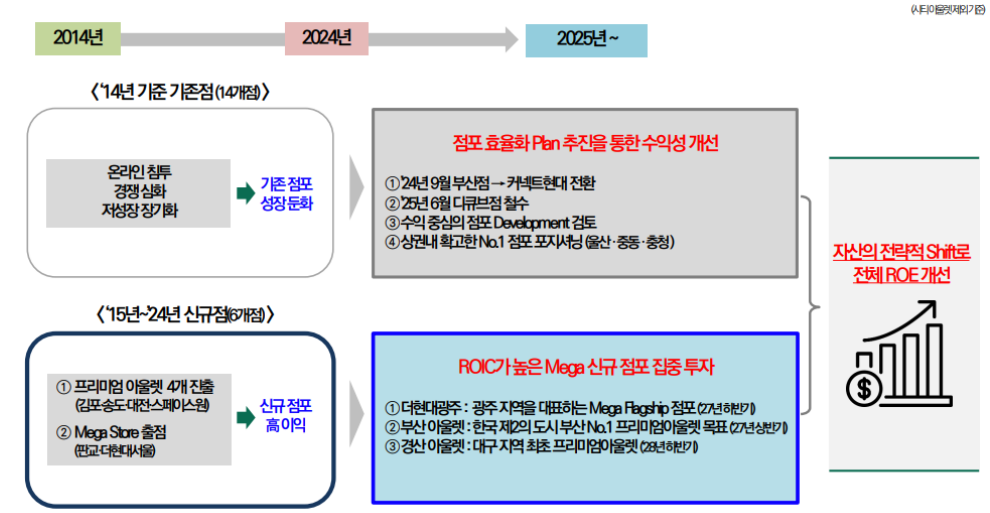
[롤렉스 현대백화점 판교점 ('25년 1월 오픈)]

[부체라티 현대백화점 무역센터점 ('24년 12월 오픈)]

[현대백화점 무역센터점 불가리 팝업스토어 '25.04-'25.07]

자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 90] 현대백화점 출점 전략



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

② 면세: 구조는 슬림하게, 실적은 탄탄하게

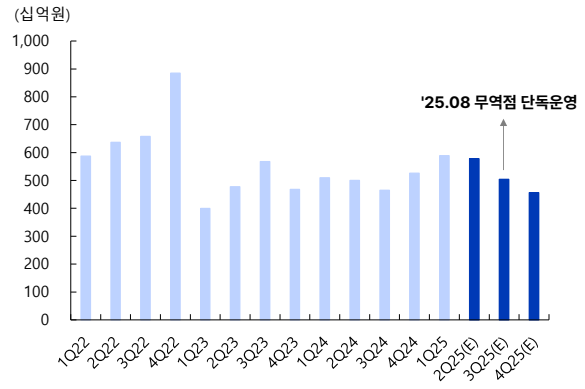
현대백화점의 면세 부문은 수익성 개선이 확인되고 있으며, 구조조정과 영업 전략 재편을 통해 실적 턴어라운드는 더욱 본격화될 것으로 전망한다. 1Q25 기준 면세점 적자는 -19억으로 전년 대비 큰 폭 축소되었으며(1Q24 -52억, 4Q24 -118억), 4월에는 흑자 전환이 이루어진 것으로 파악된다. 이는 업계 경쟁 완화에 따른 마진율 개선에 기인한다.

이러한 흐름 속에서 동대문점 철수는 수익성 개선 흐름을 지속시키는 계기가 될 전망이다. 회사는 2025년 8월부터 시내 면세점을 무역점 단독 체제로 전환할 계획이며, 이에 따라 시내 면세 업계의 경쟁 강도는 더욱 완화될 전망이다. 이 과정에서 중국 다이공 대상 할인율 축소 기조는 지속될 것으로 예상되며, 이는 시내 면세점의 수익성 제고로 이어질 가능성이 높다. 아울러, 동대문점 철수를 통해 면세 부문 고정비 중 약 350억원(전체 약 1,800억원) 절감에 따라 영업 레버리지 측면의 개선 효과도 기대된다.

중장기적으로는 MD 효율화 전략을 통해 매출 성장의 기반이 형성될 것으로 판단한다. 면세 시장은 중국 다이공 중심 구조에서 럭셔리 소비 중심으로 전환되고 있으며, 이에 따라 현대백화점은 공항점 명품 MD 보강과 함께 동대문점의 고효율 브랜드를 무역점으로 이전할 계획이다. 이러한 전략은 실제 매출 성장세로도 이어지고 있다. 1Q25 기준 현대 백화점 면세 부문 매출액은 럭셔리 상품군의 매출 증가 및 공항점의 영업 호조에 따라 전년 대비 22.1% 증가하였다.

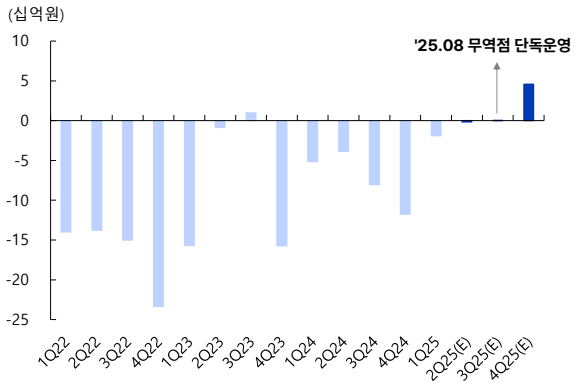
동대문점 철수 이후 경쟁 완화 및 수익성 중심의 매출 구조가 유지될 경우, 면세 부문은 하반기 흑자 전환에 성공할 가능성이 높다. 수익성 중심의 사업 구조 전환 국면에 진입하고 있다는 점에서, 현대백화점 면세 부문의 실적은 중장기적으로도 긍정적인 방향을 이어갈 것이라 판단한다.

[도표 91] 현대백화점 면세점 부문 매출액 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 92] 현대백화점 면세점 부문 영업이익 추이 및 전망

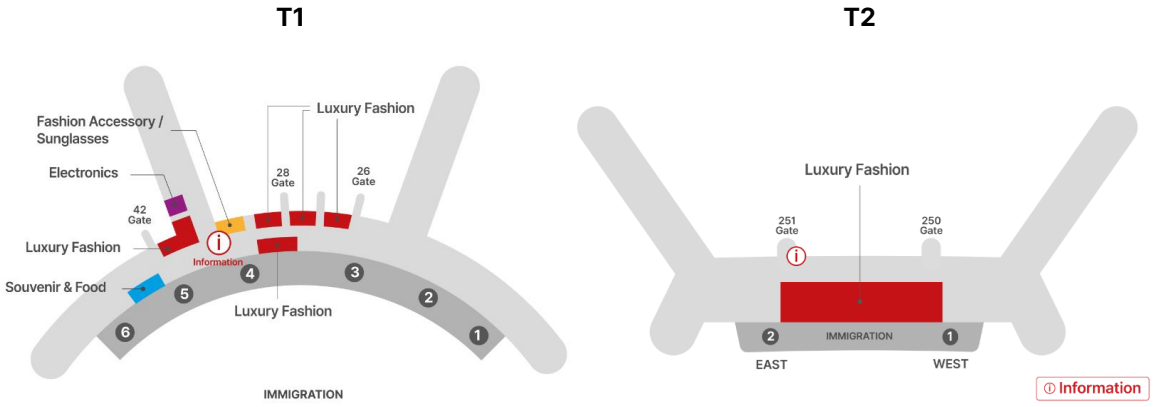


자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 93] 현대백화점 시내 면세점 운영 효율화 계획

자료: Companydata, 교보증권 리서치센터

[도표 94] 현대백화점 공항 면세점 입점 현황



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

③ 지누스: Small Box가 만든 Big Turnaround

지누스는 과거 과잉 재고에 따른 주문 감소가 해소되고, 주요 유통 채널 중심으로 정상 출고가 재개되며 수익성 개선 흐름이 확인되고 있다. 1Q25 매출액은 2,499억원(YoY 64.2%), 영업이익은 275억원으로 흑자 전환에 성공하였다. 반덤핑 환입(167억원)을 제외한 본업 기준 영업이익은 108억원으로, 매트리스 부문 매출이 전년 대비 두 배 이상 성장하며 실적을 견인하였다.

당사는 지난 4분기 수익성 높은 제품 위주의 포트폴리오 재정비 계획을 밝혔으며, 이에 따른 전략 효과가 확인되고 있는 구간이라 판단한다. 실제 1분기 실적 개선에는 스몰박스 물류 최적화에 기반한 가격 경쟁력 회복, 비효율 SKU 축소에 따른 손익 구조 정상화가 주된 요인으로 작용한 것으로 파악된다. 해당 전략이 지속될 경우, 중단기적으로 실적 안정세는 유지될 수 있을 것이라 판단한다.

한편, 관세 환경 변화에도 지누스 제품 가격 경쟁력은 유지될 것으로 전망한다. 현재 주요 생산기지인 인도네시아는 현재 14%의 관세율이 적용되고 있으며, 관세 유예 종료 후에도 36% 수준으로 멕시코산(50%) 대비 높은 경쟁 우위를 유지할 수 있다. 비매트리스 부문은 관세 부담을 완화하기 위해 캄보디아 공장으로의 생산 이전을 추진 중이며, 3분기부터 공급이 시작될 예정이다. 캄보디아산 제품은 중국산(50%) 대비 낮은 관세율(25%)이 적용될 전망으로, 원가 측면에서 우위를 확보할 수 있을 전망이다.

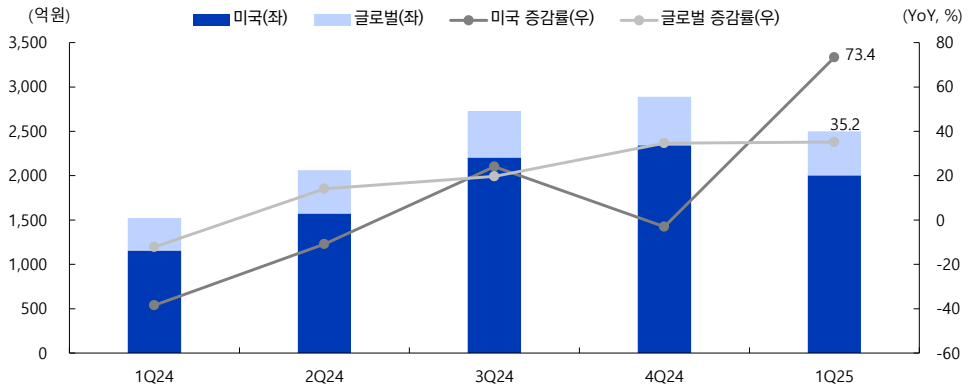
실적 안정화를 위한 매출처 다변화 전략도 병행되고 있다. 지누스는 한국, 캐나다, 호주, 멕시코, 인도네시아 등 주요 해외 시장에서 두 자릿수 성장을 이어가고 있으며, 1분기 글로벌 매출은 전년 동기 대비 35.2% 증가하였다. 2025년 중 UAE 진출이 예정되어 있어 중동 지역 내 외형 성장 모멘텀도 기대되는 상황이다.

[도표 95] 지누스 카테고리별 매출 현황 (단위: 억원, %)

	1Q25	1Q24	YoY	1Q23	'23 년 대비
전체	**2,499**	1,522	**64.2%**	2,291	9.1%
매트리스	**1,999**	980	**104.0%**	1,335	49.7%
침실가구(프레임류)	**456**	488	**-6.6%**	882	-48.3%
기타(거실가구 등)	**44**	54	**-18.5%**	74	-40.5%

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 지누스 국가별 매출액 및 매출액 증감률 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 지누스 공장별 가동 현황 (단위: 천개, %)

구분	CAPA					가동률				
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
전체	**1,955**	**2,039**	**2,755**	**2,688**	**2,476**	**66.9**	**85.8**	**95.1**	**96.1**	**96.5**
매트리스	**1,284**	**1,379**	**2,029**	**2,028**	**1,865**	**70.3**	**95.6**	**97.3**	**97.2**	**97.8**
인도네시아	**915**	**921**	**1,510**	**1,510**	**1,510**	**63.9**	**97.9**	**98.3**	**98.7**	**99.2**
중국	338	426	488	488	330	87.1	93.9	95.7	94.8	94.3
미국	31	32	31	30	25	75.1	54.0	73.2	58.7	58.5
비매트리스(중국)	**671**	**660**	**726**	**660**	**611**	**60.6**	**65.2**	**89.1**	**92.6**	**92.7**

주1: '24년 6월 1일부, 인도네시아 제3공장 가동 시작
주2: '25년 1월 중 중국 장포 공장 매각(2월부 Capa 미포함)
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 지누스 스몰박스 제품 소개

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

현대백화점에 대해 목표주가 88,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션으로 산정했다. 백화점 부문은 1.7조원으로 추정하였으며, 이는 해외 Peer (Isetan Mitsukoshi Holdings, Takashimaya, J.Front Retailing 평균에 할인 50% 적용) 평균 PER에 기인한다. 면세점 부문은 2,029억원으로 추정하였으며, 호텔신라 Target P/E를 적용하였다. 지누스는 최근 시가총액 한달 평균에 현대백화점의 지분율 38% 및 할인율 50%를 적용하여 기업가치를 산정하였다. 현재주가(05/21) 대비 상승여력은 32.9%다.

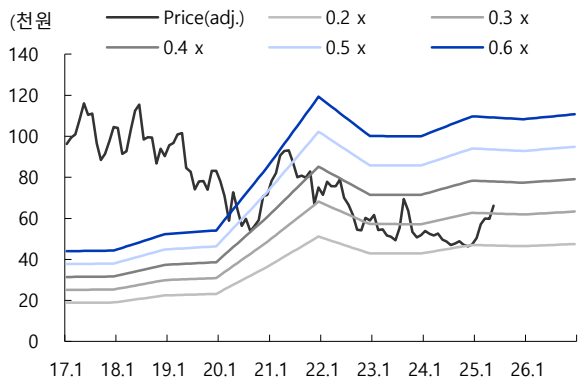
현대백화점은 백화점의 견조한 실적뿐만 아니라 향후 면세점 부문의 흑자 전환 및 지누스의 지속적인 성장세가 기대된다. 특히 시내점의 효율화를 통해 면세 업종을 영위하고 있는 회사 중 흑자 전환이 가장 가시화되고 있으며, 이에 따라 업종 내 Top pick으로 제시한다.

[도표 99] 현대백화점 SOTP Valuation (단위: 십억원, 원, 배, %),

구분	기업가치	비고
백화점 가치	1,709.9	
백화점 부문 지배순이익	213.7	12M Fwd 백화점 부문 추정치
TARGET P/E	8.0	글로벌 PEER 평균
면세점 가치	202.9	
면세점 부문 지배순이익	4.9	12M Fwd 면세점 부문 추정치
TARGET P/E	41.8	호텔신라 TARGET P/E
지누스 가치	75.7	
지누스 기업가치	398.5	최근 시가총액 한달 평균
지분율	38.0%	
할인율	50.0%	
기업가치(십억원)	1,988.5	
발행주식수(천주)	22,628.8	
적정주가 산출(원)	88,000	
현재주가	66,200	
상승여력	32.9%	

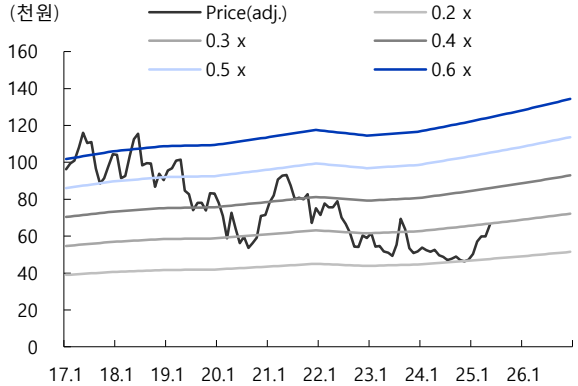
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 100] 현대백화점 12MF P/S Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 101] 현대백화점 12MF P/B Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 102] 현대백화점 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
총매출	2,432.0	2,477.3	2,431.1	2,720.3	2,554.6	2,626.3	2,517.1	2,730.8	10,060.6	10,428.8	10,358.6
백화점	1,790.5	1,792.2	1,690.5	1,919.3	1,739.1	1,806.0	1,723.1	1,956.8	7,192.3	7,225.1	7,377.5
면세점	509.9	500.1	464.7	526.4	588.9	577.8	504.3	456.5	2,001.1	2,127.5	1,865.4
지누스	152.3	206.3	272.9	289.0	249.9	242.4	289.7	317.5	920.4	1,099.5	1,115.7
순매출	951.7	1,023.8	1,036.8	1,175.2	1,098.1	1,097.3	1,082.1	1,182.3	4,187.6	4,459.8	4,402.8
백화점	594.0	611.9	568.3	660.8	589.0	616.6	579.3	673.7	2,435.0	2,458.6	2,510.5
면세점	240.5	240.5	228.2	263.0	293.5	277.9	247.6	228.1	972.2	1,047.1	918.9
지누스	152.3	206.3	272.9	289.0	249.9	242.4	289.7	317.5	920.4	1,099.5	1,115.7
영업이익	68.9	42.8	64.6	107.8	112.5	90.5	78.1	132.2	284.0	413.3	434.8
백화점	103.1	71.3	71.0	113.8	97.2	75.2	75.0	120.9	359.2	368.3	392.1
면세점	-5.2	-3.9	-8.0	-11.8	-1.9	-0.2	0.0	4.6	-28.8	2.5	19.6
지누스	-19.1	-14.2	11.9	16.0	27.5	25.6	13.1	16.8	-5.4	83.0	63.5
세전이익	93.6	-192.5	44.6	60.4	121.0	77.8	68.1	124.2	6.1	391.1	419.8
지배주주순이익	68.3	-145.5	21.2	20.0	67.9	47.5	41.6	75.8	-35.9	232.8	256.3
영업이익률	2.8%	1.7%	2.7%	4.0%	4.4%	3.4%	3.1%	4.8%	2.8%	4.0%	4.2%
백화점	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	4.2%	4.4%	6.2%	5.0%	5.1%	5.3%
면세점	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	0.0%	0.0%	1.0%	-1.4%	0.1%	1.1%
지누스	-12.5%	-6.9%	4.4%	5.5%	11.0%	10.5%	4.5%	5.3%	-0.6%	7.6%	5.7%
총매출(YoY, %)	2.8%	-0.6%	-4.2%	-0.6%	5.0%	6.0%	3.5%	0.4%	-0.7%	3.7%	-0.7%
백화점	1.4%	-1.4%	-3.8%	-4.2%	-2.9%	0.8%	1.9%	2.0%	-2.0%	0.5%	2.1%
면세점	27.7%	4.7%	-18.1%	12.6%	15.5%	15.5%	8.5%	-13.3%	4.7%	6.3%	-12.3%
지누스	-33.5%	-6.0%	23.2%	2.4%	64.1%	17.5%	6.2%	9.8%	-3.3%	19.5%	1.5%
영업이익(YoY, %)	-11.6%	-23.0%	-12.7%	12.2%	63.4%	111.3%	20.9%	22.7%	-6.4%	45.5%	5.2%
백화점	7.9%	15.6%	-11.4%	-5.4%	-5.7%	5.6%	5.6%	6.2%	0.4%	2.5%	6.5%
면세점	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	673.2%
지누스	적전	적전	277.1%	844.3%	흑전	흑전	10.2%	5.4%	적전	흑전	-23.6%
세전이익(YoY, %)	3.1%	적전	-48.5%	흑전	29.3%	흑전	52.6%	105.6%	-85.4%	6332.0%	7.3%
지배주주순이익(YoY, %)	20.8%	적전	-60.9%	흑전	-0.6%	흑전	95.8%	278.8%	적지	흑전	10.1%

주: 지누스 총매출액은 순매출액 기준으로 표기
주: 백화점 부문은 현대백화점+한무쇼핑+더현대광주 법인별 별도 합산/ 면세점은 현대면세점 별도/ 지누스는 연결 기준
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[현대백화점 069960]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,207	4,188	4,460	4,403	4,501
매출원가	1,715	1,722	1,754	1,703	1,741
매출총이익	2,493	2,465	2,706	2,700	2,761
매출총이익률 (%)	59.2	58.9	60.7	61.3	61.3
판관비	2,189	2,181	2,293	2,274	2,307
영업이익	303	284	413	426	454
영업이익률 (%)	7.2	6.8	9.3	9.7	10.1
EBITDA	727	712	830	834	854
EBITDA Margin (%)	17.3	17.0	18.6	18.9	19.0
영업외손익	-262	-278	-22	-6	0
관계기업손익	26	25	25	25	25
금융수익	61	63	81	98	108
금융비용	-116	-110	-95	-88	-81
기타	-232	-256	-34	-42	-52
법인세비용차감전순손익	42	6	391	420	454
법인세비용	81	7	99	103	112
계속사업순손익	-40	-1	292	316	342
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-40	-1	292	316	342
당기순이익률 (%)	-0.9	0.0	6.5	7.2	7.6
비지배지분순이익	40	35	59	60	65
지배지분순이익	-80	-36	233	256	277
지배순이익률 (%)	-1.9	-0.9	5.2	5.8	6.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-8	23	31	31	31
포괄순이익	-48	22	323	347	373
비지배지분포괄이익	42	71	48	51	55
지배지분포괄이익	-90	-48	275	296	318

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,118	3,046	3,080	3,185	3,304
현금및현금성자산	164	126	186	242	274
매출채권 및 기타채권	1,133	1,113	1,154	1,153	1,183
재고자산	613	617	657	648	663
기타유동자산	1,208	1,191	1,083	1,142	1,184
비유동자산	8,595	8,172	8,055	7,947	7,866
유형자산	5,607	5,790	5,736	5,687	5,644
관계기업투자금	593	86	86	86	86
기타금융자산	243	242	242	242	262
기타비유동자산	2,152	2,054	1,991	1,931	1,875
자산총계	11,713	11,218	11,135	11,132	11,170
유동부채	3,447	3,288	3,150	3,022	2,908
매입채무 및 기타채무	1,336	1,355	1,363	1,361	1,364
차입금	924	559	409	394	394
유동성채무	410	556	562	568	573
기타유동부채	776	818	817	699	577
비유동부채	1,987	1,695	1,466	1,289	1,113
차입금	59	211	161	161	111
사채	828	519	369	219	119
기타비유동부채	1,100	965	936	908	883
부채총계	5,433	4,983	4,616	4,310	4,021
지배지분	4,468	4,395	4,595	4,809	5,040
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,908	3,754	3,956	4,172	4,404
기타자본변동	-184	-113	-115	-117	-119
비지배지분	1,812	1,839	1,923	2,012	2,109
자본총계	6,279	6,234	6,518	6,822	7,148
총차입금	2,733	2,325	1,951	1,763	1,593

현금흐름표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	758	734	930	1,060	1,024
당기순이익	-40	-1	292	316	342
비현금항목의 가감	826	789	818	789	773
감가상각비	358	360	354	348	343
외환손익	4	-15	-9	-9	-9
지분법평가손익	0	0	-25	-25	-25
기타	464	444	498	475	464
자산부채의 증감	131	90	-69	46	-8
기타현금흐름	-159	-145	-111	-91	-83
투자활동 현금흐름	-595	-193	-313	-343	-347
투자자산	-164	200	0	0	0
유형자산	-357	-475	-300	-300	-300
기타	-75	82	-13	-43	-47
재무활동 현금흐름	-195	-586	-517	-341	-331
단기차입금	-129	-387	-150	-15	0
사채	499	200	-150	-150	-100
장기차입금	0	190	-50	0	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-41	-38	-31	-40	-45
기타	-523	-550	-136	-136	-136
현금의 증감	-31	-38	60	56	32
기초 현금	195	164	126	186	242
기말 현금	164	126	186	242	274
NOPLAT	-290	-35	308	321	342
FCF	-92	9	356	475	433

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-3,409	-1,543	10,287	11,326	12,253
PER	-15.2	-30.6	6.4	5.8	5.4
BPS	190,900	194,238	203,080	212,530	222,714
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	31,085	30,575	36,689	36,839	37,719
EV/EBITDA	6.1	5.8	5.2	5.0	4.7
SPS	179,787	179,718	197,086	194,567	198,922
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	-3,918	377	15,752	20,975	19,154
DPS	1,300	1,400	1,850	2,050	2,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-16.1	-0.5	6.5	-1.3	2.2
영업이익 증가율	-5.4	-6.4	45.5	3.0	6.6
순이익 증가율	적전	적지	흑전	8.4	8.2
수익성					
ROIC	-4.2	-0.5	4.5	4.7	4.9
ROA	-0.7	-0.3	2.1	2.3	2.5
ROE	-1.8	-0.8	5.2	5.5	5.6
안정성					
부채비율	86.5	79.9	70.8	63.2	56.3
순차입금비율	23.3	20.7	17.5	15.8	14.3
이자보상배율	2.7	2.8	4.7	5.3	6.2

자료: 현대백화점, 교보증권 리서치센터

이 페이지는 편집상 공백입니다.

KYOBO 교보증권

호텔신라 008770

면세 실적 회복하면, 호텔신라도 비행해야죠

May 22, 2025

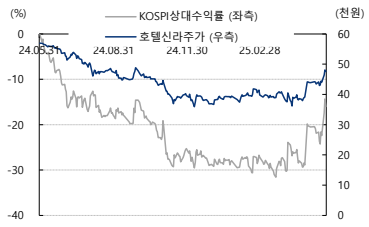
Buy 신규

TP 55,000 원 신규

Company Data

현재가(05/21)	47,600 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	57,500 원
52 주 최저가(보통주)	35,900 원
KOSPI (05/21)	2,625.58p
KOSDAQ (05/21)	723.62p
자본금	2,000 억원
시가총액	18,938 억원
발행주식수(보통주)	3,925 만주
발행주식수(우선주)	75 만주
평균거래량(60 일)	23.7 만주
평균거래대금(60 일)	104 억원
외국인지분(보통주)	14.00%
주요주주	
삼성생명보험 외 5 인	17.34%
국민연금공단	5.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	24.0	21.7	-17.2
상대주가	17.5	15.0	-14.1

사는 맛은 신라 면세점에서, 쉬는 맛은 신라호텔에서

호텔신라의 주력 사업은 면세(TR) 및 호텔&레저. TR 부문은 시내 및 공항 등을 운영하며 국내외 면세점을 운영. 호텔&레저 부문은 서울 및 제주 신라호텔을 중심으로 스테이, 모노그램을 런칭하며 호텔 브랜드 포트폴리오를 구축. 1Q25 기준 매출 비중은 공항 및 해외 면세점 52.6%, 시내 면세점 매출 32.5%, 호텔&레저부문 14.9%로 구성

면세 회복 + 호텔 견조 = 실적 모멘텀

호텔신라는 면세 부문의 회복과 호텔 부문의 견조한 흐름으로 실적 개선 구간에 진입 중. **① 면세:** 시내 면세점은 공급자 수 감소와 동사의 비효율 도소매 고객 축소 노력에 따라 다이공 할인율 축소 중, 이에 따라 수익성 개선 지속될 전망. 공항 면세점은 국내외 모두 객수 증가세인 점은 긍정적. 또한, 추후 2-3분기 내 해외 면세점 임대료 협상 결과에 따라 추가적 개선 여력 존재. **② 호텔&레저:** 서울 신라호텔은 1Q25 기준 OCC 및 ADR 견조한 흐름. 올해 스테이와 모노그램의 신규 점포 오픈 계획에 따라 외형성장 또한 기대되는 상황. 제주 신라호텔은 매출 감소 추이를 보이고 있으나, 1Q25기준 전체 매출 중 1.5% 수준으로 실적에 미치는 영향은 제한적

목표주가 55,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

목표주가 55,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시. 목표주가는 PER 밸류에이션을 기반으로 산정, 면세점 부문은 2.1조원으로 추정(12MF 지배주주순이익 추정, Target PER 41.8배 적용). 현재 주가(05/21 47,600원) 대비 상승여력은 15.5%. 향후 면세 업태 실적 개선시 상승 여력이 가장 높을 것으로 예상

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	3,568	3,948	4,113	4,305	4,474
YoY(%)	-27.5	10.6	4.2	4.7	3.9
영업이익(억원)	91	-5	66	137	176
OP 마진(%)	2.6	-0.1	1.6	3.2	3.9
순이익(억원)	86	-62	26	81	113
EPS(원)	2,186	-1,567	664	2,073	2,889
YoY(%)	흑전	적전	흑전	212.4	39.4
PER(배)	29.9	-23.5	71.7	23.0	16.5
PCR(배)	12.1	9.3	7.9	6.0	5.5
PBR(배)	4.3	1.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	16.8	20.7	16.4	11.7	10.2

[유통] 장민지
3771- 6668,
m12345@iprovest.com

사는 맛은 신라면세에서, 쉬는 맛은 신라호텔에서!

호텔신라는 1973년에 설립된 삼성그룹 계열의 기업으로, 면세(TR) 및 호텔·레저 부문을 주력 사업으로 영위하고 있다. 1986년 서울 면세점을 시작으로, 서울·제주 시내 면세점과 인천공항점, 용산 HDC신라아이파크면세점 등을 운영하고 있다. 해외에서는 '13년 싱가포르 창이공항, '14년 마카오, '17년 홍콩 첵랍콕 국제공항에 진출하며 글로벌 면세 시장 내 입지를 강화하고 있다. 호텔&레저 부문의 경우 서울 및 제주 신라호텔을 중심으로 신라스테이, 신라 모노그램을 런칭하며 호텔 브랜드 포트폴리오를 구축하고 있다.

호텔신라의 1Q25 매출액은 9,718억원(YoY -0.9%)으로, TR부문 8,271억원(YoY -0.4%) 호텔&레저부문 1,447억원을 기록하였다. 영업손익의 경우 -25억원(YoY 적자전환)으로, TR 부문은 -50억원(YoY 적자전환), 호텔&레저 부문은 25억원(YoY -59.7%)을 기록하였다. 1Q25 기준 매출 비중은 TR 부문 (공항 등 52.6%, 시내 32.5%), 호텔&레저부문 14.9%로 구성된다.

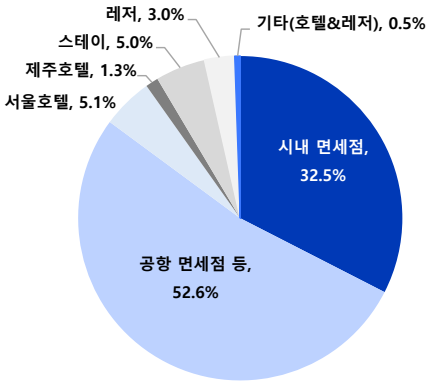
호텔신라는 현재 면세(TR)와 호텔&레저 양 사업부문의 수익성 제고와 외형 성장을 동시에 추진하고 있다. 면세 부문에서는 비효율적인 도소매 고객 축소로 수익성 개선을 도모하고 있으며, 호텔 부문에서는 신라모노그램과 신라스테이를 중심으로 국내외 호텔 포트폴리오를 확장하고 있다. 이에 따라 동사의 실적의 점진적 개선이 기대된다.

[도표 103] 호텔신라 사업부문

사업 부문	사업장 구분
TR(Travel Retail) 부문	신라면세점 서울점
	신라 인터넷면세점
	신라면세점 제주점
	신라아이파크 면세점
	신라면세점 인천국제공항점
	신라면세점 싱가포르 창이국제공항점
	신라면세점 홍콩 첵랍콕국제공항점
	신라면세점 마카오국제공항점
호텔&레저 부문	서울신라호텔
	제주신라호텔
	신라스테이/신라스테이 플러스(임차, 위탁운영)
	신라모노그램(위탁운영)
	거제삼성호텔(위탁운영)
	여행사업(BTM)
	CFC(Corporate Fitness Center)
	레포츠사업

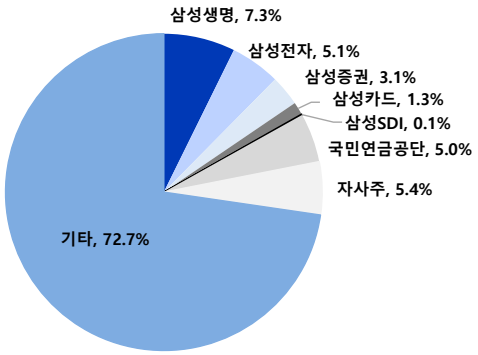
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 104] 1Q25 기준 부문별 매출 비중



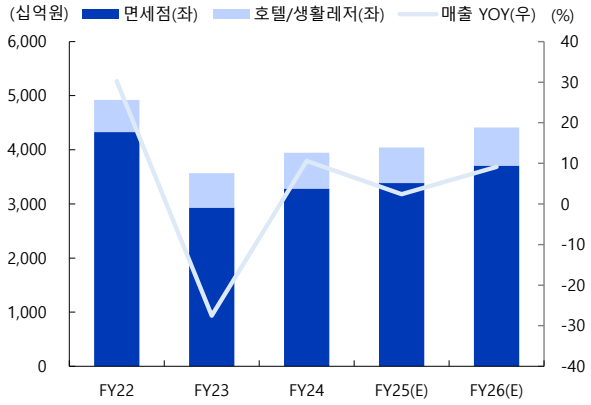
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 105] 호텔신라 주주구성(1Q25 분기 보고서 기준)



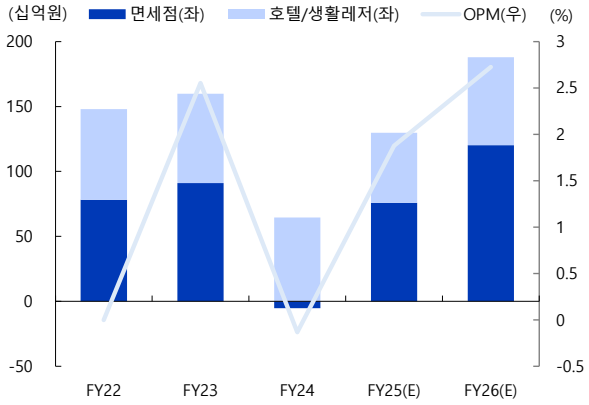
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 106] 호텔신라 연간 매출액 추이 및 전망



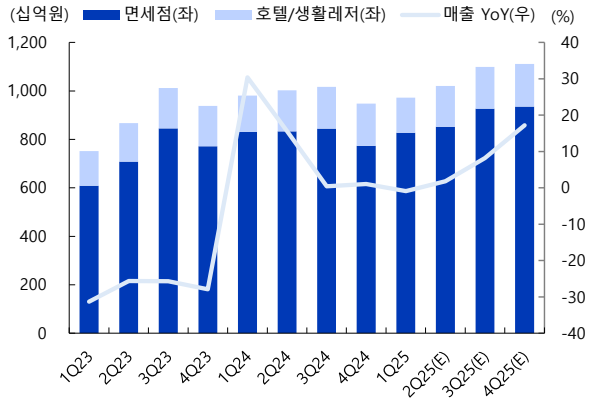
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 107] 호텔신라 연간 영업이익 실적 추이 및 전망



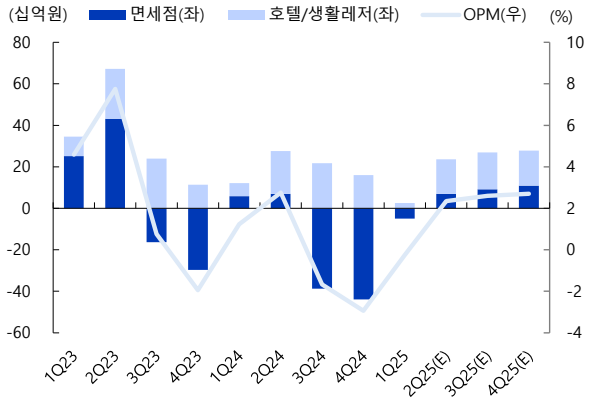
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 108] 호텔신라 분기 매출액 추이 및 전망



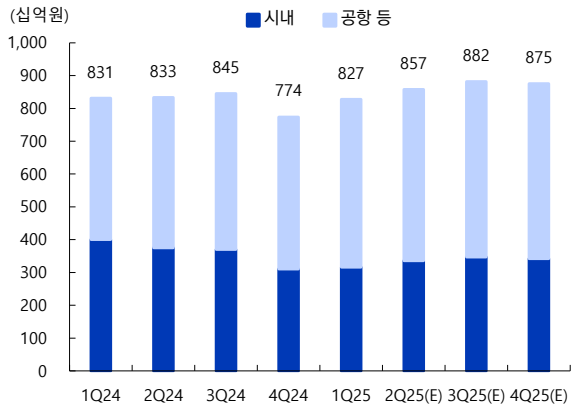
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 호텔신라 분기 영업이익 실적 추이 및 전망



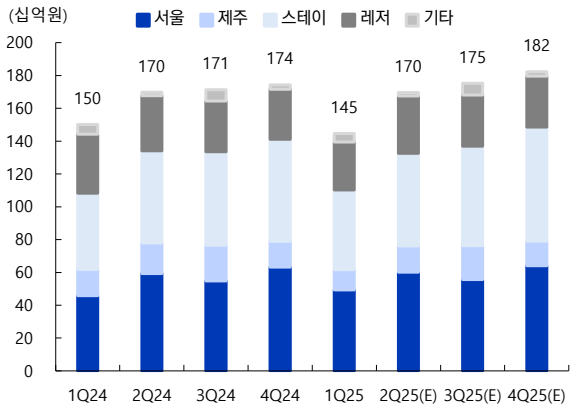
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 면세 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 111] 호텔&레저 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 112] 호텔신라 주요 연혁

연도	내용
1979	서울호텔 OPEN
1986	서울면세점 OPEN
1989	제주면세점 OPEN
1990	제주호텔 OPEN
1991	기업공개(IPO)
2008	인천공항 면세점 OPEN
2011	김포공항 면세점 OPEN
2013	인천공항 루이비통매장 OPEN
2014	싱가폴 창이공항 면세점 진출
	신라스테이 주식회사 설립
	싱가폴 창이공항 화장품 매장 OPEN
	마카오공항 면세점 OPEN
2015	HDC 신라면세점 주식회사 설립
2016	신라아이파크 면세점 OPEN
	푸켓 시내면세점 OPEN
2017	홍콩 첵랍콕공항 면세점 OPEN
2018	인천공항 T2 면세점 OPEN
2019	김포공항 면세점 OPEN
2020	신라모노그램 다낭점 OPEN
2023	인천공항 면세점(4 기) OPEN

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

① 면세: 다시 뛰는 신라의 실적엔진

현재 호텔신라의 시내점 및 공항점의 TR 부문의 수익성 개선 가능성이 높아지고 있으며, 이는 주가 상승 요인으로 작용할 가능성이 높다. 2024년 TR 부문의 매출 비중은 83.1%, 1Q25 기준으로는 85.1%에 달하며, 이에 따라 동사의 주가는 사실상 TR 부문 실적에 큰 영향을 받는다. 최근 호텔신라 주가는 면세 업황에 대한 우려로 부진한 흐름을 보였으나, 1Q25 시내 면세점의 수익성이 개선되며 실적 발표 다음 영업일인 4월 28일, 주가가 13.03% 급등하였다. 즉, TR 부문의 수익성 회복 가능성은 향후 주가 흐름에 있어 핵심 변수로 작용할 것으로 판단되며, 이에 따라 TR 부문 수익성 개선 가능성을 점검해보고자 한다.

1) 시내 면세점: 구조조정 효과에 따른 수익성 개선 구간 진입

시내 면세점은 업계 전반의 경쟁 완화와 호텔신라의 마진 개선 노력에 힘입어 수익성 개선 구간에 진입하고 있다. 그간 낮아진 객단가와 다이공 대상 과도한 할인 구조는 채널 전반의 마진을 악화시켜왔다. 그러나 롯데면세점의 다이공 거래 중단, 호텔신라의 SKU별 할인율 정상화 및 비효율 고객 정리 등 수익성 중심의 정책이 병행되며, 구조적 부담은 점차 완화되고 있다. 실제 1Q25 호텔신라 시내점은 하이싱글디짓 수준의 영업이익률을 기록하며, 의미있는 회복세를 보여주었다(4Q24 BEP 수준 추정). 여기에 8월 예정된 현대백화점 동대문점 철수는 시내 면세 업계의 경쟁 강도를 더욱 낮출 것으로 예상되며, 이에 따라 시내 면세점 부문의 실적 개선 흐름은 더욱 뚜렷해질 전망이다.

2) 공항 및 해외 면세점: 수요 회복과 임차료 협상 모멘텀 기대

공항 면세점 부문은 임차료 완화와 객수 회복에 따른 수익성 개선이 기대된다. 현재 호텔신라는 인천공항을 포함해 홍콩, 마카오, 싱가포르 등 4개 공항에서 면세점을 운영 중이다.

인천공항 면세점(DF1, DF3)의 경우, 1Q25 출국장 면세점의 객단가 증가가 매출 개선에 기여하고 있다. 1Q25기준 국내 출국장 면세점 이용객수는 YoY 0.2% 소폭 증가하였으나, 인당지출금액은 8.8% 증가하며 총 매출액은 42.6억달러(YoY 9.1%)를 기록하였다.

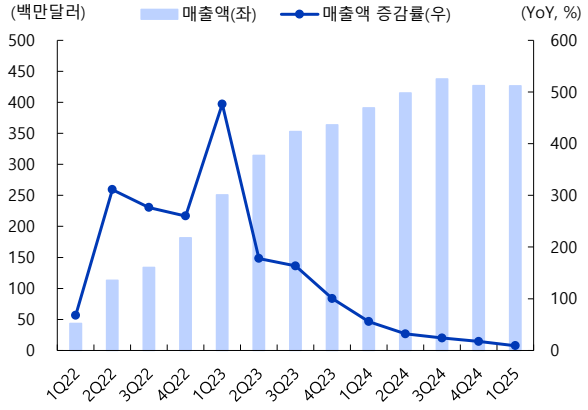
다만, 아시아나 항공의 제2터미널 이전에 따라 임차료 산정 방식 변경으로 임차료 부담이 일부 완화되었음에도, 여전히 고정비에 따른 부담은 높은 수준이다. 공항공사와 지속적으로 임차료를 협의 중이나, 수익성 개선을 위해서는 객수 및 객단가의 추가 회복이 필요한 시점으로 판단된다.

이러한 맥락에서, 고가 브랜드 중심의 부띠끄 매장 오픈은 단위 매출당 수익성 제고를 통한 고정비 부담 완화 요인으로 작용할 수 있다. 현재 호텔신라 공항 면세점은 약 85~90% 수준의 정규 매장을 운영 중이며, 연내 부띠끄 매장 오픈을 계획 중이다. 이에 따른 객단가 상승 효과가 가시

화될 경우, 실적 개선 흐름을 추가로 뒷받침할 수 있을 것으로 기대된다.

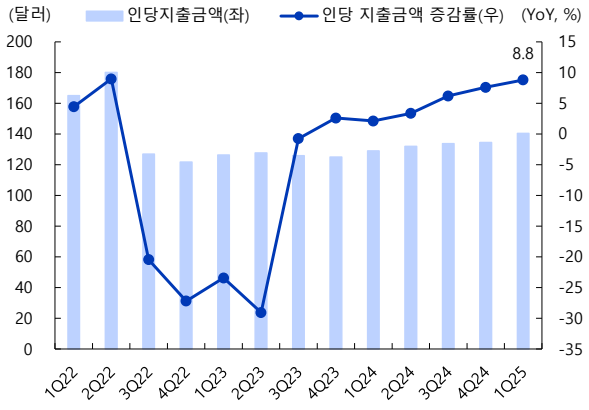
해외 면세점의 경우 비용 측면에서 긍정적인 요인이 발견되고 있다. 현재 회사는 해외 공항 임차료 협상을 진행 중이며, 올해 2~3분기 중 가시적 성과가 나올 것으로 기대되는 상황이다. 해외 면세점 또한 임차료 부담이 지속되어 왔던 만큼, 이번 협의 결과가 도출될 경우 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 예상한다.

[도표 113] 출국장 면세점 매출액 및 증감률 추이



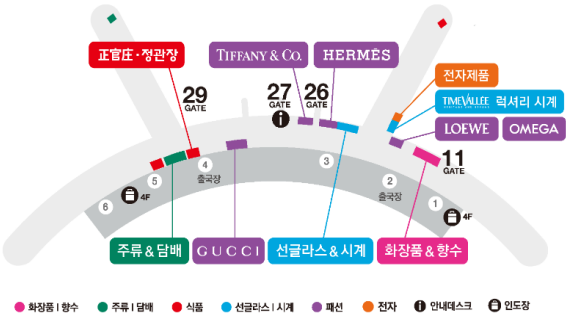
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 출국장 면세점 인당 지출금액 및 증감률 추이



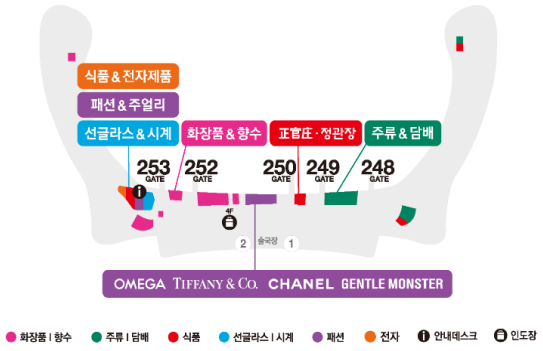
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 115] 호텔신라 인천공항점 T1



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 116] 호텔신라 인천공항점 T2



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

② 호텔&레저: 묵묵히 강한 서울 형님, 야무지게 크는 막내라인

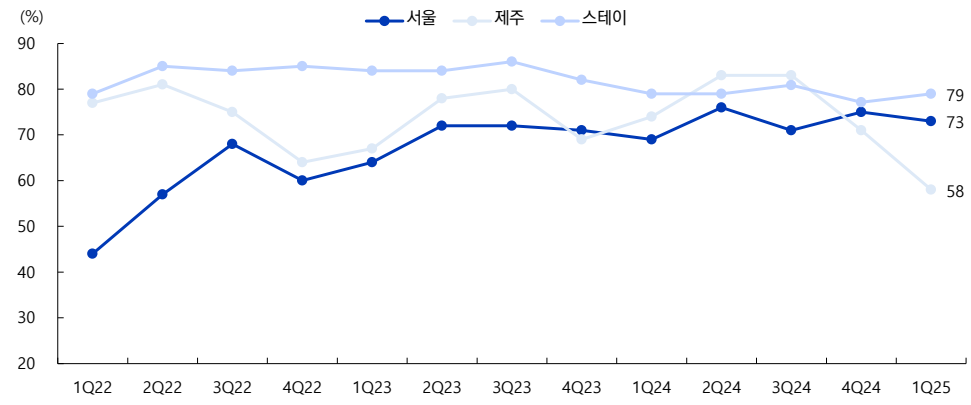
호텔 부문은 안정적인 수익성과 브랜드 확장을 통해 호텔신라의 실적 기반을 뒷받침할 것으로 기대된다.

특히 서울 신라호텔은 2025년 1분기 기준 객실 점유율(OCC) 73%로 전년 동기 대비 4%p 상승했으며, 가용 객실당 수익(RevPAR) 또한 1.7% 수준 증가한 것으로 추정된다. 서울 신라호텔은 7년 연속 '포브스 트래블 가이드' 5성 호텔로 선정되는 등 브랜드 위상을 유지하고 있어, 중장기적 실적 안정성이 기대된다.

프리미엄 비즈니스 호텔 '신라스테이'와 업스케일 브랜드 '신라모노그램'의 외형 확장 또한 가시화되고 있다. 현재 호텔신라는 프리미엄 비즈니스 호텔 '신라스테이'(15개) 및 '신라스테이 플러스'(1개), 업스케일 브랜드 '신라모노그램'을 운영 중이며, 올해 3개 내외의 신규 지점 오픈을 계획 중이다. 브랜드 라인업 다변화를 통한 매출 외형 확대는 중장기 실적에 긍정적으로 기여할 것으로 전망한다.

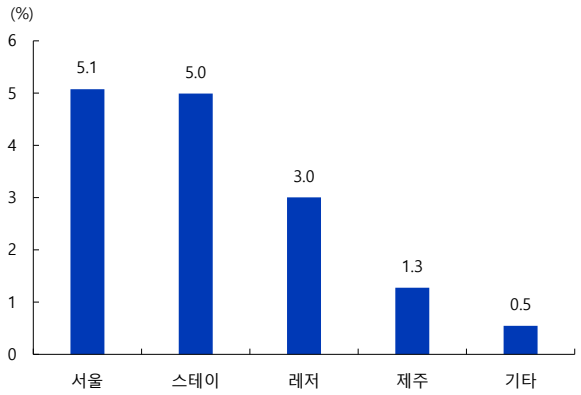
한편, 제주 신라호텔은 매출 감소 추세가 이어질 것으로 보이나, 호텔신라 전체 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 1Q25 기준 제주 호텔의 매출액은 124 억원으로, 전년 동기 대비 22.5% 감소하였다. 제주 지역 관광객 수 감소가 지속되는 만큼, 과거 수준의 매출 회복은 당분간 어려울 것으로 예상한다. 다만, 제주 호텔의 매출 비중은 1Q25 기준 1.3%, 2024 년 연간 기준 1.8%에 불과하다. 따라서 해당 부문의 실적 부진이 전체 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단한다.

[도표 117] 호텔 부문별 객실 점유율(OCC) 추이



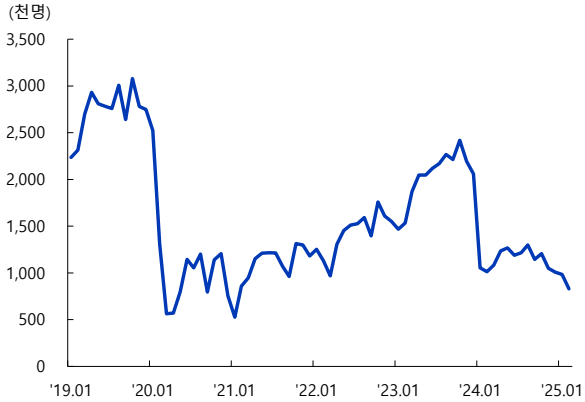
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 118] 1Q25 기준 전체 매출액 대비 호텔&레저 부문별 비중



자료: 마카오 국제공항, 교보증권 리서치센터

[도표 119] 제주도 방문객 수 추이



자료: 제주관광빅데이터랩, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

호텔신라에 대해 목표주가 55,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 PER 밸류에이션을 기반으로 산정하였으며, 면세점 부문은 12MF 지배순이익에 Target PER 41.8 배를 적용하였다. Target PER은 2017년 하반기 수준을 적용하였으며, 이는 당시와 현재 상황의 유사성을 고려하여 선정하였다. 당시와 현재의 시장 환경이 유사하다고 판단하는 근거는 다음과 같다. ① 사드 사태로 인해 급감한 중국인 관광객 수 회복에 대한 기대가 2017년 하반기에 존재했으며, 현재 역시 3분기 중국 단체관광객 유입에 따른 면세 업황 개선 기대가 유효하다. ②2017~2018년 면세점 산업 내 사업자 철수로 경쟁 강도가 완화되었던 것처럼, 현재도 시내 면세점 시장에서 경쟁 강도 완화 흐름이 나타나고 있다. ③ 2017년 3분기 알선 수수료 인하로 OP마진이 개선되었는데, 최근에도 유사한 수익성 회복 흐름이 관찰되고 있다.

현재 국내 면세 사업은 실적 개선 노력이 가시적인 성과로 나타나고 있다. 호텔신라의 경우, 이러한 내부 체질 개선에 더해 향후 중국 단체관광객의 본격적인 회복과 해외 면세점 임차료에 대한 협상이 긍정적으로 마무리될 경우, 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 판단한다. 면세 업태는 그간 시장 내에서 가장 소외되어 왔던 만큼, 실적 반등 시 주가 상승 가능성이 가장 높은 종목으로 평가한다.

[도표 120] 호텔신라 PER 밸류에이션 (단위: 십억원, 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
호텔신라 기업가치	2,149.7	(A) * (B)
(A) 호텔신라 12MF (지배)순이익	51.6	
(B) Target PER	41.8	호텔신라 2017 년 하반기 평균 P/E
보통주주식수	39,248	
적정주가 산출	55,000	
현재 주가	47,600	2025 년 5 월 21 일 종가
상승여력	15.5%	

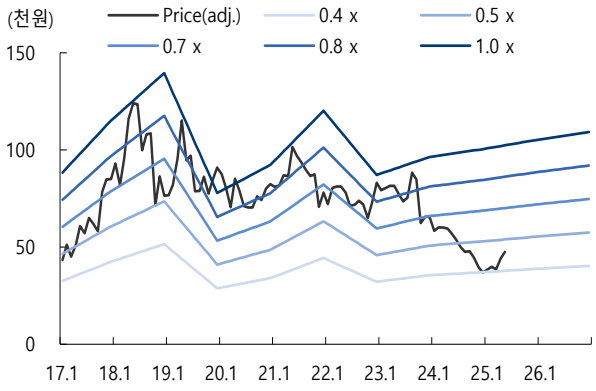
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 121] 호텔신라 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25(E)	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출	980.8	1,002.7	1,016.2	947.8	971.8	1,027.1	1,056.8	1,057.2	3,947.6	4,112.9	4,304.8
면세점	830.7	832.9	844.8	773.5	827.1	857.4	881.6	874.8	3,281.9	3,441.0	3,593.8
호텔/생활레저	150.1	169.8	171.4	174.3	144.7	169.7	175.2	182.3	665.6	671.9	711.0
영업이익	12.1	27.6	-17.0	-27.9	-2.5	18.6	28.2	21.3	-5.2	65.6	137.0
면세점	5.9	7.0	-38.7	-43.9	-5.0	-0.1	8.8	4.7	-69.7	8.4	70.1
호텔/생활레저	6.2	20.6	21.7	16.0	2.5	18.7	19.4	16.6	64.5	57.2	66.8
세전이익	2.6	40.4	-26.7	-63.4	-4.3	8.6	18.2	11.3	-47.0	33.8	96.1
지배주주순이익	-1.6	27.4	-23.3	-64.0	-6.2	7.2	15.4	9.5	-61.5	26.0	81.3
매출(YoY, %)	30.4%	15.7%	0.4%	1.1%	-0.9%	2.4%	4.0%	11.5%	10.6%	4.2%	4.7%
면세점	36.5%	17.6%	0.0%	0.2%	-0.4%	2.9%	4.4%	13.1%	11.9%	4.8%	4.4%
호텔/생활레저	4.5%	6.9%	2.8%	5.3%	-3.6%	-0.1%	2.2%	4.6%	4.9%	0.9%	5.8%
영업이익(YoY, %)	-64.9%	-58.9%	적전	적지	적전	-32.7%	흑전	흑전	적전	흑전	108.7%
면세점	-76.6%	-83.8%	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	적전	흑전	732.4%
호텔/생활레저	-33.3%	-14.2%	-9.6%	40.4%	-59.7%	-9.4%	-10.4%	3.7%	-6.1%	-11.3%	16.8%
영업이익률(%)	1.2%	2.8%	-1.7%	-2.9%	-0.3%	1.8%	2.7%	2.0%	-0.1%	1.6%	3.2%
세전이익률(%)	0.3%	4.0%	-2.6%	-6.7%	-0.4%	0.8%	1.7%	1.1%	-1.2%	0.8%	2.2%
지배주주순이익률(%)	-0.2%	2.7%	-2.3%	-6.8%	-0.6%	0.7%	1.5%	0.9%	-1.6%	0.6%	1.9%

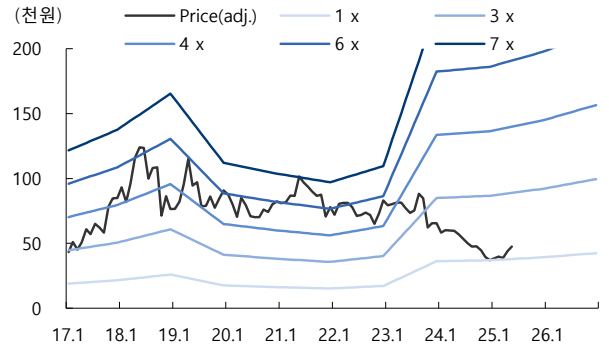
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 122] 호텔신라 12MF P/S Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 호텔신라 12MF P/B Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[호텔신라 008770]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,568	3,948	4,113	4,305	4,474
매출원가	2,150	2,260	2,346	2,459	2,554
매출총이익	1,419	1,687	1,767	1,846	1,920
매출총이익률 (%)	39.8	42.7	43.0	42.9	42.9
판관비	1,327	1,692	1,702	1,709	1,745
영업이익	91	-5	66	137	176
영업이익률 (%)	2.6	-0.1	1.6	3.2	3.9
EBITDA	219	127	187	263	294
EBITDA Margin (%)	6.1	3.2	4.5	6.1	6.6
영업외손익	16	-42	-32	-41	-42
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	42	27	26	26	24
금융비용	-52	-62	-62	-65	-62
기타	25	-7	5	-3	-4
법인세비용차감전순손익	107	-47	34	96	134
법인세비용	21	14	8	15	21
계속사업순손익	86	-62	26	81	113
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	-62	26	81	113
당기순이익률 (%)	2.4	-1.6	0.6	1.9	2.5
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	86	-62	26	81	113
지배순이익률 (%)	2.4	-1.6	0.6	1.9	2.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-10	735	735	735	735
포괄순이익	76	674	761	817	849
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	76	674	761	817	849

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,380	1,411	1,457	1,529	1,562
현금및현금성자산	412	370	361	369	336
매출채권 및 기타채권	270	336	352	369	386
재고자산	630	623	649	679	706
기타유동자산	69	82	95	112	134
비유동자산	1,626	2,403	2,398	2,433	2,431
유형자산	573	1,536	1,516	1,534	1,515
관계기업투자금	35	22	43	64	85
기타금융자산	295	278	278	278	278
기타비유동자산	723	568	562	558	554
자산총계	3,007	3,814	3,855	3,963	3,993
유동부채	1,188	1,150	917	779	555
매입채무 및 기타채무	677	609	618	628	637
차입금	150	11	10	-37	-275
유동성채무	190	320	75	0	0
기타유동부채	172	210	215	188	193
비유동부채	1,210	1,380	1,627	1,792	1,933
차입금	0	0	0	0	0
사채	749	854	1,117	1,297	1,453
기타비유동부채	461	525	510	495	480
부채총계	2,398	2,530	2,544	2,571	2,488
지배지분	608	1,284	1,310	1,392	1,505
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
이익잉여금	304	223	249	331	444
기타자본변동	-104	-104	-104	-104	-104
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	608	1,284	1,310	1,392	1,505
총차입금	1,523	1,577	1,579	1,622	1,525

현금흐름표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	243	69	159	216	243
당기순이익	86	-62	26	81	113
비현금항목의 가감	127	218	193	207	204
감가상각비	115	122	115	121	115
외환손익	-3	-10	12	12	12
지분법평가손익	3	30	0	0	0
기타	13	77	66	73	77
자산부채의 증감	12	-98	-18	-22	-19
기타현금흐름	18	11	-42	-51	-56
투자활동 현금흐름	-231	-95	-130	-179	-139
투자자산	-122	-26	-21	-21	-21
유형자산	-55	-74	-95	-140	-95
기타	-55	5	-14	-18	-23
재무활동 현금흐름	-138	-30	-106	-66	-206
단기차입금	-50	-140	-1	-47	-238
사채	299	431	263	180	156
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-8	0	0	0
기타	-380	-314	-368	-199	-124
현금의 증감	-122	-41	-9	8	-33
기초 현금	534	412	370	361	369
기말 현금	412	370	361	369	336
NOPLAT	73	-7	51	116	149
FCF	158	-47	58	80	153

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	2,186	-1,567	664	2,073	2,889
PER	29.9	-23.5	71.7	23.0	16.5
BPS	15,212	32,108	32,759	34,792	37,627
PBR	4.3	1.1	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	5,472	3,177	4,666	6,566	7,341
EV/EBITDA	16.8	20.7	16.4	11.7	10.2
SPS	90,921	100,579	104,791	109,682	113,987
PSR	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
CFPS	3,942	-1,170	1,456	1,995	3,819
DPS	200	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-27.5	10.6	4.2	4.7	3.9
영업이익 증가율	16.4	적전	흑전	108.7	28.2
순이익 증가율	흑전	적전	흑전	212.4	39.4
수익성					
ROIC	9.5	-0.5	2.8	6.2	7.8
ROA	2.9	-1.8	0.7	2.1	2.9
ROE	15.0	-6.5	2.0	6.0	7.8
안정성					
부채비율	394.1	197.0	194.2	184.7	165.3
순차입금비율	50.7	41.3	41.0	40.9	38.2
이자보상배율	1.8	-0.1	1.1	2.2	3.0

자료: 호텔신라, 교보증권 리서치센터

이 페이지는 편집상 공백입니다.

KYOBO 교보증권

이마트 139480

비용 줄인 자리에 실적 들어갑니다

May 22, 2025

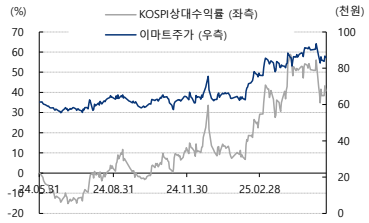
Buy 신규

TP 100,000 원 신규

Company Data

현재가(05/21)	85,900 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	93,500 원
52 주 최저가(보통주)	55,500 원
KOSPI (05/21)	2,625.58p
KOSDAQ (05/21)	723.62p
자본금	1,394 억원
시가총액	23,705 억원
발행주식수(보통주)	2,760 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	20.5 만주
평균거래대금(60 일)	180 억원
외국인지분(보통주)	20.13%
주요주주	
정용진 외 1 인	28.85%
국민연금공단	12.71%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-2.9	37.2	37.9
상대주가	-8.0	29.6	43.1

[유통] 장민지
3771- 6668,
m12345@iprovest.com

수익은 다(多) 이마트가 낼게요

이마트는 할인점(이마트), 창고형 매장(트레이더스), 전문점(노브랜드 등), 에브리데이 등을 운영하며 전국 단위의 점포망을 운영. 주요 자회사로는 SSG.COM, SCK컴퍼니(스타벅스코리아), 이마트24, PK Retail Holdings(미국 그로서리 법인), 신세계 프라퍼티 등 존재. 현재 이마트는 실적 개선과 더불어 지배구조 및 주주환원 정책 측면에서 구조적인 변화를 추진. 이는 기업 체질 변화와 함께 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용할 것

바뀐 체질, 바뀔 실적

이마트는 FY27 영업이익 1조원 달성을 목표로 체질 개선을 진행 중. 이는 ① 통합 매입을 통한 원가 절감, ② 인건비 절감 ③ G마켓 PPA 상각비 및 영업손익 영향 제거를 통해 추진. 업황 부담으로 가이던스 달성 여부에 어려움이 존재하는 것은 사실. 그럼에도 불구하고 트레이더스 부문의 성장, 스타벅스 및 이마트 24의 신규 점포 출점, SSG.com 물류 효율화, 신세계 프라퍼티 회계 처리 변경 등에 따른 외형 성장과 수익성 개선 여지는 가이던스 달성을 향한 실마리가 될 수 있을 것

목표주가 100,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

이마트에 대해 목표주가 100,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션을 기반으로 산출. 이마트 및 SSG.COM을 포함한 영업가치는 5.0조원, 주요 자회사 가치는 5.4조원, 주요 지분법 회사 가치는 1,356억원, 비영업가치는 5,754억원으로 추정. 현재 주가(05/21, 85,900원) 대비 상승 여력은 16.4%.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	29,472	29,021	29,236	29,915	30,533
YoY(%)	0.5	-1.5	0.7	2.3	2.1
영업이익(억원)	-47	47	498	571	625
OP 마진(%)	-0.2	0.2	1.7	1.9	2.0
순이익(억원)	-187	-573	161	188	226
EPS(원)	-3,196	-21,166	4,942	5,770	6,941
YoY(%)	적전	적지	흑전	16.8	20.3
PER(배)	-24.0	-3.0	17.4	14.9	12.4
PCR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR(배)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	8.4	8.5	6.9	6.5	5.9

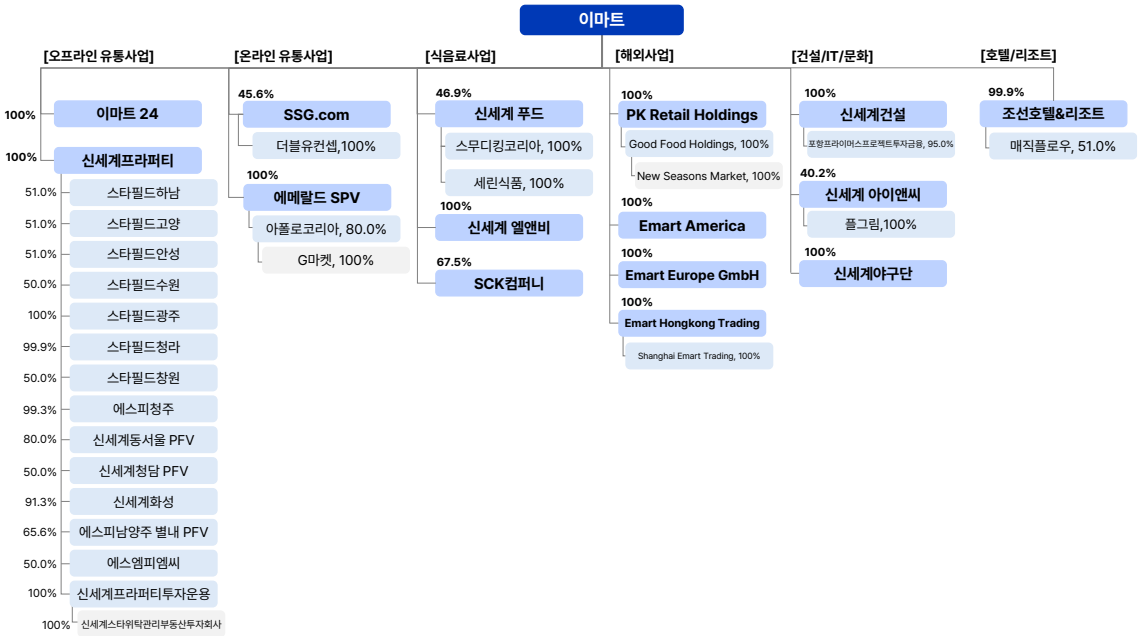
수익은 다(多) 이마트가 낼게요

이마트는 2011년 신세계의 대형마트 사업부문이 인적분할되며 설립된 회사로, 1993년 국내 최초의 대형 할인점을 개점한 이후 대형마트 업계를 선도해왔다. 현재 할인점, 창고형 매장(트레이더스), 전문점(노브랜드 등), 에브리데이 등을 운영하며 전국 단위의 점포망을 확보하고 있다. 현재 주요 자회사인 SSG.COM, SCK컴퍼니(스타벅스코리아), 이마트24, PK Retail Holdings(미국 그로서리 법인), 신세계 프라퍼티 등을 통해 다양한 유통 포트폴리오를 확보하고 있다.

이마트의 1Q25 매출액은 7조 2,189억원(YoY 0.2%)이며, 이마트 별도 기준 4조 2,592억원(YoY 10.7%), SCK컴퍼니 7,619억원(YoY 3.7%), 이마트24 4,658억원(YoY -8.9%), SSG.COM 3,568억원(YoY -13.7%), PK Retail Holdings 5,766억원(YoY 13.5%), 신세계 프라퍼티 1,040억원(YoY 33.3%)을 기록했다. 영업이익은 연결 기준 1,593억원(YoY 238.2%), 별도 기준 1,333억원(YoY 43.1%)을 기록하였다. 1Q25 기준 매출 비중은 이마트(별도) 59.0%, SCK컴퍼니 10.6%, PK Retail Holdings 8.0%, 이마트 24 6.5% 등으로 구성된다.

한편, 이마트는 실적 개선과 더불어 지배구조 및 주주환원 정책 측면에서 구조적인 변화를 추진하고 있다. 2025년 1월 정용진 회장이 이마트 지분 10%를 매입하며 그룹 내 지배구조 개편을 마무리했으며, 같은 해 발표된 기업가치 제고 방안에 따라 FY25~27년 연간 최저 배당금을 기존 2,000원에서 2,500원으로 상향하고, 발행주식 총수의 2% 이상에 대해 단계적인 자사주 소각을 예고했다. 실제로 2025년 4월 10일에는 자사주 28만주(372억원 규모) 소각을 공시하며, 기업가치 제고에 대한 의지를 드러냈다. 이와 같은 지배구조 안정화 및 주주환원 정책은 이마트 체질 개선과 함께 밸류에이션 리레이팅 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

[도표 124] 이마트 지분구조



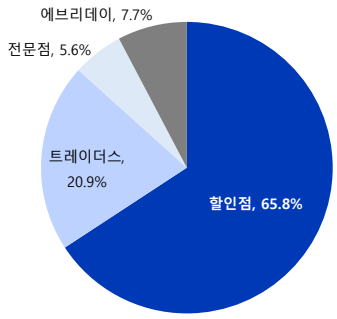
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 125] 이마트 주요 연혁

연도	내용
'93	1 호점 오픈(창동점)
'04	온라인몰 오픈
'06	월마트코리아 인수
'10	트레이더스 오픈
'14	편의점 사업(이마트 24) 런칭
'16	스타필드 하남 오픈
'21	이베이코리아 지분인수, 스타벅스코리아 지분 추가 인수
'24	이마트에브리데이 합병

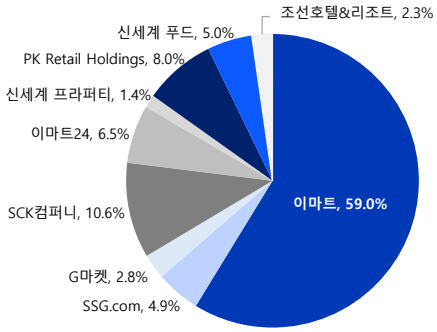
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 1Q25 기준 이마트 별도 부문별 매출 비중



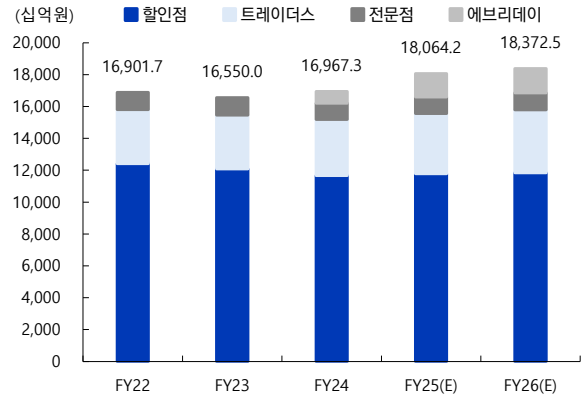
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 127] 1Q25 기준 이마트 연결 부문별 매출 비중



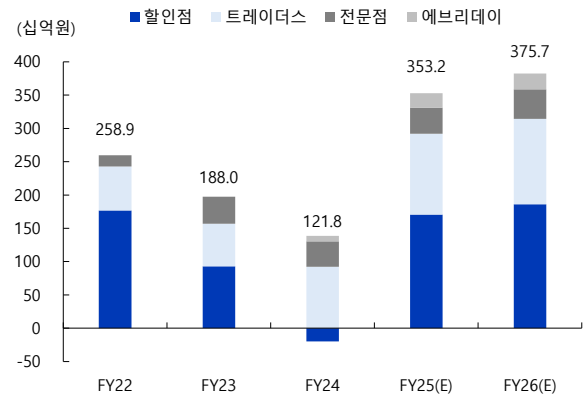
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 128] 이마트(별도) 연간 총매출액 추이 및 전망



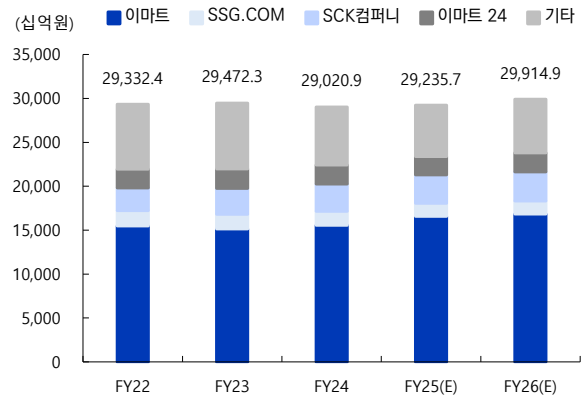
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 129] 이마트(별도) 연간 영업이익 추이 및 전망



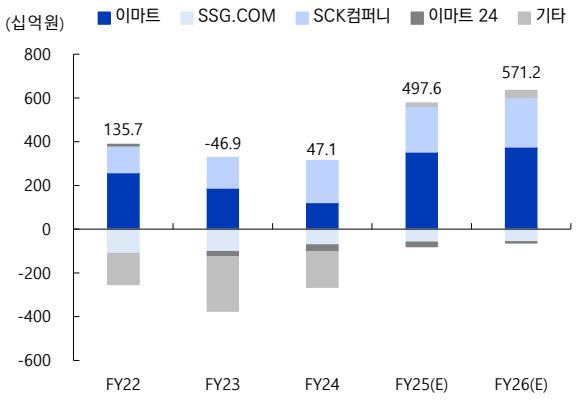
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 130] 이마트(연결) 연간 매출액 추이 및 전망



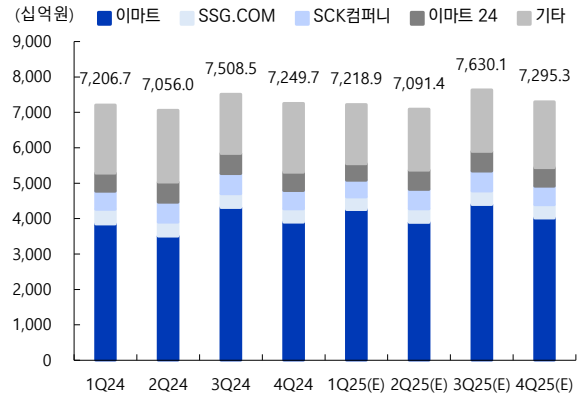
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 131] 이마트(연결) 연간 영업이익 추이 및 전망



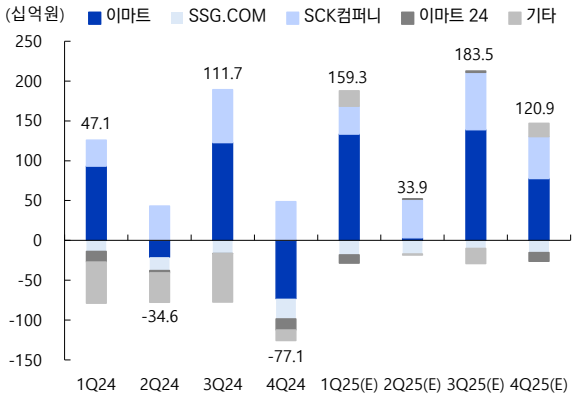
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 132] 이마트(연결) 분기 매출액 추이 및 전망



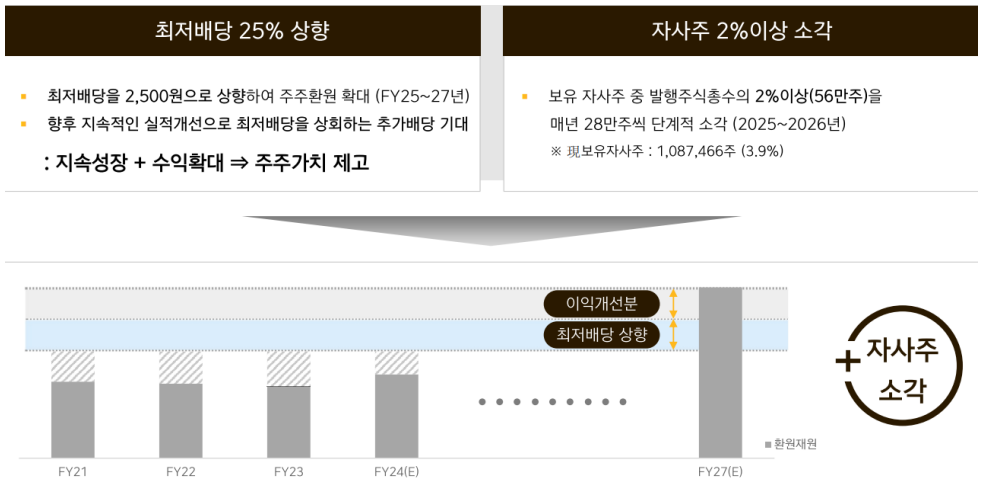
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 133] 이마트(연결) 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 134] 이마트 기업가치제고계획: 주주환원 확대 방안



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

바뀐 체질, 바뀔 실적

이마트는 2025년 기업가치 제고 계획을 통해 2027년까지 영업이익 1조원 달성 목표를 발표했으며, 이후 체질 개선에 본격적으로 나서고 있다. 이는 ① 통합 매입을 통한 원가 절감(연간 약 1,000억~2,000억원 추정), ② 희망퇴직에 따른 인건비 절감(약 550억원 추정), ③ 신세계-알리바바 JV 설립에 따른 G마켓 연결 편출로 인한 PPA 상각비 제거 및 영업손익의 지분법손익 전환(2025년 기준 약 1,200억원 수준) 등을 통해 추진될 예정이며, FY24에 반영된 일회성 비용(연결 기준 1,895억원 수준)을 감안할 때 수익 개선 가능성은 더욱 높다고 판단한다. 실제 1Q25 할인점 판관비율은 0.9%p, GPM은 온라인 상품 공급 제외시 0.6%p 개선되는 등 수익성 개선이 가시화되고 있다.

물론 업황 부담으로 가이던스 달성 여부에 어려움이 존재하는 것은 사실이다. 마트 업황 둔화에 따라 할인점 기존점 성장률은 역성장세를 보이고 있으며(1Q25 기존점 성장률 -0.6% 추정), 주요 자회사인 SCK컴퍼니도 전년 대비 영업이익률은 개선됐으나, 고환율 등 외부 변수로 인해 가격 인상 효과가 제한적으로 나타나고 있다.

그럼에도 불구하고 외형 성장과 추가적인 수익성 개선 여지는 가이던스 달성을 향한 실마리가 될 수 있을 것으로 판단한다. 이마트 트레이더스는 1분기 기존점 성장률 1.9%를 기록하며 견조한 성장세를 보이고 있다. 실제 트레이더스 마곡점은 오픈 당일 최고 매출을 기록한 이후 흑자를 달성한 것으로 파악된다. 또한 최근 경쟁사 구조조정에 따른 경쟁 강도 완화가 점차 가시화될 경우, 할인점 부문 또한 점진적인 외형 회복이 가능할 것으로 보인다. 이외에도 물류 효율화, 신세계프라퍼티 회계처리 변경 등 구조적인 변화에 따른 이익 개선 여지가 존재해, 전사적인 체질 개선 효과는 더욱 뚜렷해질 것으로 기대된다.

[도표 135] 이마트 기업가치제고계획: 지속가능성장 및 수익 개선 방안

① 성장성

상품 차별화 및 가격 재투자

- 통합 매입 통한 원가절감분 가격재투자로 가격경쟁력 확보
  -EDLP(Everyday Low Price) 선순환구조 구축
- 차별화 상품 개발
  - 그로서리중심 초저가 PL 런칭 / 해외소싱 독점상품 확대

구조혁신을 통한 지속 출점과 리뉴얼

- 집객강화를 위한 구조혁신(이마트 푸드마켓, 스타필드마켓)
- 이마트 및 트레이더스 신규출점('25년 3점/ '26년 2점/ '27년 3점)
- SCK컴퍼니 매장출점 지속
- 신세계프라퍼티 스타필드 창원('27년), 청라('28년) 출점

온·오프라인 시너지 창출

- SSG.COM 강점 핵심MD 경쟁력 강화를 위해 이마트와 협업
- 지방권역 새벽배송 및 트레이더스 당일 배송권역 단계적 확대
  - 새벽배송: '24년 충청권, '25년 광역시 / 트레이더스: 수도권

② 수익성

비용 및 자산효율화

- 기능통합 등 조직최적화로 생산효율성 증대
- 오프라인 점포별 자산효율 제고(프랜차이즈 전환, 매각, 폐점 등)
- SCK컴퍼니 수익구조 고도화
  - 전략적 구매 통한 원가개선 / 매장단위 마케팅 강화
- 온라인 광고사업 활성화
  - 신규 Display 광고 도입 및 브랜드 니즈 반영한 광고영역 확장
- 건설부문 지속적인 재무구조 및 사업 안정화 도모

통합매입 성과창출

- 매입조직 통합을 통한 원가경쟁력 극대화
  - 매입 전문성, 규모의 경제를 통한 바잉파워 강화
- 온오프 상품경쟁력 동반강화

물류효율 극대화

- 외부 협업통한 물류체계 개편
  - 위탁물류 방식전환을 통한 물류체계 효율화 개선

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

이마트에 대해 목표주가 100,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션을 기반으로 산정하였으며, 해외 Peer 기반으로 Target Multiple 선정 시 해외 및 국내 상장 시장 간 멀티플 차이를 감안하여 디스카운트를 적용하였다. 또한 자회사 및 지분법 적용 회사의 경우, 50%의 할인율을 적용하여 기업 가치를 산정하였다.

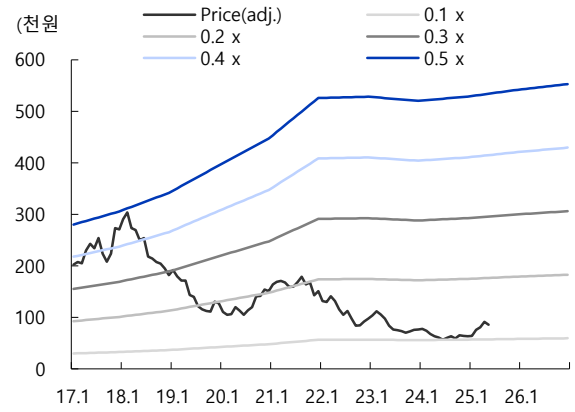
이마트는 실적 개선과 구조적 변화가 본격화되며, 밸류에이션 리레이팅 구간에 진입한 것으로 판단한다. 현재 통합 매입 시스템 구축, 인건비 절감, 주주환원 계획 확대, 지배구조 정리 등 긍정적 시나리오가 전개되고 있다. 향후 이러한 요인들이 실적 개선으로 가시화되고, 이에 따른 매출 선순환 구조가 확인될 경우, 밸류에이션 리레이팅은 더욱 확대될 것으로 전망한다.

[도표 136] 이마트 SOTP Valuation (단위: 십억원, 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
영업가치(A)	5,046.6	
이마트 가치	4,691.0	
이마트(별도)	364.2	이마트 별도 부문 12MF EBITDA 추정치
Target EV/EBIT	12.9	Walmrt 12MF EV/EBIT * Discount 50%
SSG.COM 가치	355.6	
SSG.COM	683.8	SSG.COM 12MF 매출 추정치 * 지분율
Target EV/Sales	0.5	Coupang EV/Sales 12MF EV/Sales * Discount 60%
주요 자회사 가치(B)	5,413.7	
SCK 컴퍼니(스타벅스코리아)	2,109.9	Starucks(미국, SBUX) 12MF EV/EBIT * Discount 60%
상장 자회사	149.5	25 년 5 월 21 일 시가총액 * Discount 50%
비상장자회사	3,154.2	4Q24 장부가액 * 지분율 * Discount 50%
주요 지분법 회사 가치(C)	135.6	
스타필드 하남, 안성, 수원	135.6	4Q24 장부가액 * 지분율 * Discount 50%
비영업 가치(D)	575.4	
삼성생명 지분	538.1	25 년 5 월 21 일 종가 * 주식수 * Discount 50%
네이버 지분	36.0	25 년 5 월 21 일 종가 * 주식수 * Discount 50%
고바이오랩 지분	1.3	25 년 5 월 21 일 종가 * 주식수 * Discount 50%
순차입금(E)	9,266.5	2025E
이마트 기업가치(A+B+C+D-E)	1,904.7	
발행주식수(천주)	18,827.8	
적정주가 산출(원)	101,166	
현재 주가(원)	85,900	
상승여력(%)	16.4%	

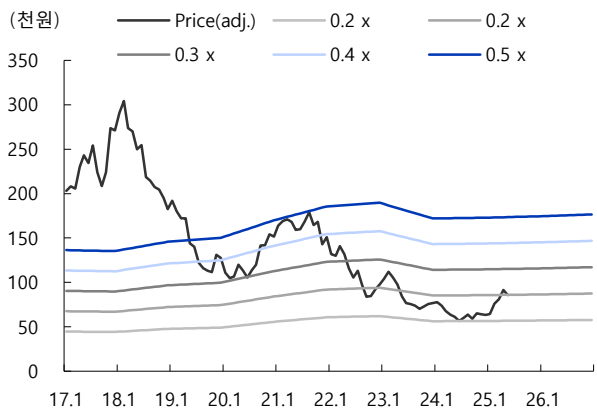
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 137] 이마트 12MF P/S Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 138] 이마트 12MF P/B Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 139] 이마트 별도 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25(E)	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
총매출액	4,203.0	3,839.2	4,672.6	4,252.5	4,625.8	4,261.1	4,787.1	4,390.1	16,967.3	18,064.2	18,372.5
할인점	3,033.8	2,755.5	3,075.0	2,802.2	3,042.2	2,789.2	3,125.3	2,829.1	11,666.5	11,785.8	11,837.6
트레이더스	915.7	801.1	965.2	836.0	966.7	851.5	1,022.7	929.0	3,518.0	3,769.9	3,952.8
전문점	253.5	251.0	262.3	252.7	260.4	256.6	267.7	257.6	1,019.5	1,042.4	1,061.5
에브리데이	-	-	369.9	361.6	356.4	363.9	371.4	374.4	731.5	1,466.0	1,520.5
영업이익	93.2	-21.0	122.8	-73.2	133.3	3.4	138.9	77.6	121.8	353.2	375.7
할인점	51.0	-54.7	70.5	-86.7	77.8	-40.7	79.9	53.8	-19.9	170.7	186.3
트레이더스	30.6	22.0	34.4	5.2	42.3	27.8	40.7	10.6	92.2	121.3	128.1
전문점	10.8	10.9	10.9	5.6	6.9	11.2	11.9	9.1	38.2	39.2	44.6
에브리데이	-	-	6.3	2.0	5.5	5.8	6.7	3.7	8.3	21.8	23.6
총매출(YoY, %)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	10.1%	11.0%	2.5%	3.2%	2.5%	6.5%	1.7%
할인점	0.6%	-3.7%	-4.4%	-6.4%	0.3%	1.2%	1.6%	1.0%	-3.5%	1.0%	0.4%
트레이더스	11.9%	0.0%	2.3%	3.2%	5.6%	6.3%	6.0%	11.1%	4.3%	7.2%	4.9%
전문점	-7.2%	-9.1%	-5.9%	-2.6%	2.7%	2.2%	2.1%	2.0%	-6.2%	2.2%	1.8%
에브리데이	-	-	-	-	-	-	0.4%	3.5%	-	100.4%	3.7%
영업이익(YoY, %)	44.9%	적지	11.5%	적전	43.1%	흑전	13.1%	흑전	-35.2%	189.9%	6.4%
할인점	6.9%	적지	-9.5%	적전	52.5%	적지	13.3%	흑전	적전	흑전	9.1%
트레이더스	112.5%	63.0%	48.3%	-59.7%	38.2%	26.3%	18.3%	103.5%	44.1%	31.6%	5.5%
전문점	30.1%	-19.3%	16.0%	-39.1%	-36.1%	2.9%	9.4%	63.2%	-5.4%	2.6%	13.7%
에브리데이	-	-	-	-	-	-	6.1%	87.2%	-	162.1%	8.4%

자료: Compnay data, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 이마트 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원,%)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
순매출액	7,206.7	7,056.0	7,508.5	7,249.7	7,218.9	7,091.4	7,630.1	7,295.3	29,020.9	29,235.7	29,914.9
이마트	3,848.4	3,505.9	4,315.0	3,900.3	4,259.2	3,896.8	4,398.7	4,017.9	15,569.6	16,572.7	16,835.9
SSG.com	413.4	395.2	390.5	376.4	356.8	381.7	383.9	376.7	1,575.5	1,499.2	1,500.7
G 마켓	255.2	252.6	225.7	227.8	200.6	252.9	226.2	228.1	961.3	907.7	908.7
SCK 컴퍼니	734.6	759.7	787.5	818.3	761.9	790.9	818.1	846.0	3,100.1	3,217.0	3,295.6
이마트 24	511.4	565.4	567.7	518.5	465.8	546.6	559.3	523.0	2,163.0	2,094.7	2,172.6
신세계 프라퍼티	78.1	75.2	78.0	138.8	104.0	92.0	94.9	103.9	370.1	394.7	401.1
PK Retail Holdings	508.3	543.7	553.9	608.7	576.6	608.9	614.8	675.7	2,214.6	2,476.0	2,651.5
신세계 푸드	381.8	393.9	385.4	373.7	358.6	381.9	373.8	362.5	1,534.8	1,476.9	1,478.3
조선호텔&리조트	130.8	148.7	187.1	188.4	164.6	169.7	189.9	191.2	655.0	715.4	729.7
영업이익	47.1	-34.6	111.7	-77.1	159.3	33.9	183.5	120.9	47.1	497.6	571.2
이마트	93.2	-21.0	122.8	-73.2	133.3	3.4	138.9	77.6	121.8	353.2	375.7
SSG.com	-13.9	-16.9	-16.5	-25.3	-18.1	-17.0	-9.9	-15.2	-72.6	-60.2	-57.2
G 마켓	-8.5	-7.6	-18.0	-33.3	-12.1	-12.6	-13.6	-8.2	-67.4	-46.5	-46.0
SCK 컴퍼니	32.7	43.1	66.4	48.6	35.1	48.3	72.1	52.8	190.8	208.2	226.4
이마트 24	-13.1	-2.7	-0.1	-13.9	-10.4	0.5	1.7	-11.0	-29.8	-19.2	-6.1
신세계 프라퍼티	12.2	0.7	4.7	59.8	36.4	14.3	14.0	37.4	77.4	102.2	103.0
PK Retail Holdings	2.5	10.3	14.1	15.1	7.5	12.8	16.0	16.8	42.0	53.0	62.0
신세계 푸드	4.6	9.7	8.5	-2.0	7.9	9.6	8.2	0.4	20.8	26.1	31.9
조선호텔&리조트	5.4	6.9	19.4	9.8	1.8	3.1	9.8	8.0	41.5	22.8	23.6
세전이익(YoY, %)	32.9	-133.7	117.9	-622.5	119.2	-44.9	131.5	24.2	-605.4	229.9	268.1
지배주주 순이익(YoY, %)	27.5	-146.4	120.6	-591.7	70.8	-26.7	78.1	14.3	-590.0	136.6	159.2
순매출(YoY, %)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	0.5%	1.6%	0.6%	-1.5%	0.7%	2.3%
이마트	2.0%	-2.5%	5.9%	5.4%	10.7%	11.2%	1.9%	3.0%	2.8%	6.4%	1.6%
SSG.com	-1.9%	-7.4%	-9.1%	-6.0%	-13.7%	-3.4%	-1.7%	0.1%	-6.1%	-4.8%	0.1%
G 마켓	-15.8%	-13.9%	-19.7%	-28.7%	-21.4%	0.1%	0.2%	0.2%	-19.7%	-5.6%	0.1%
SCK 컴퍼니	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	4.1%	3.9%	3.4%	5.8%	3.8%	2.4%
이마트 24	2.0%	-1.6%	-5.0%	-6.0%	-8.9%	-3.3%	-1.5%	0.9%	-2.8%	-3.2%	3.7%
신세계 프라퍼티	11.1%	14.1%	-3.8%	75.7%	33.2%	22.3%	21.6%	-25.1%	24.9%	6.7%	1.6%
PK Retail Holdings	12.3%	10.5%	11.2%	11.2%	13.4%	12.0%	11.0%	11.0%	11.3%	11.8%	7.1%
신세계 푸드	9.3%	6.5%	-1.9%	-0.8%	-6.1%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	3.1%	-3.8%	0.1%
조선호텔&리조트	9.5%	7.4%	27.5%	24.3%	25.8%	14.1%	1.5%	1.5%	17.8%	9.2%	2.0%
영업이익(YoY, %)	245.1%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	64.3%	흑전	흑전	956.7%	14.8%
이마트	44.9%	적지	11.5%	적전	43.1%	흑전	13.1%	흑전	-35.2%	189.9%	6.4%
SSG.com	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
G 마켓	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
SCK 컴퍼니	59.5%	18.4%	33.3%	47.3%	7.3%	12.1%	8.5%	8.6%	36.6%	9.1%	8.7%
이마트 24	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지
신세계 프라퍼티	320.7%	흑전	-55.7%	676.6%	198.4%	1949.3%	198.7%	-37.4%	386.8%	32.0%	0.8%
PK Retail Holdings	흑전	15.7%	235.7%	52.5%	200.0%	23.8%	13.4%	11.0%	101.0%	26.2%	17.0%
신세계 푸드	0.0%	21.3%	9.0%	적전	71.7%	-1.1%	-3.2%	흑전	-21.5%	25.4%	22.3%
조선호텔&리조트	35.0%	-18.8%	30.2%	-24.6%	-66.7%	-54.4%	-49.3%	-18.8%	2.7%	-45.2%	3.6%
세전이익(YoY, %)	523.5%	적지	181.9%	적지	262.8%	적지	11.5%	흑전	적지	흑전	16.6%
지배주주 순이익(YoY, %)	146.1%	적지	192.4%	적지	157.4%	적지	-35.2%	흑전	적지	흑전	16.6%

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[이마트 139480]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	29,472	29,021	29,236	29,915	30,533
매출원가	20,728	19,980	20,022	20,485	20,893
매출총이익	8,744	9,041	9,214	9,430	9,640
매출총이익률 (%)	29.7	31.2	31.5	31.5	31.6
판관비	8,791	8,994	8,716	8,859	9,015
영업이익	-47	47	498	571	625
영업이익률 (%)	-0.2	0.2	1.7	1.9	2.0
EBITDA	1,549	1,675	2,078	2,112	2,130
EBITDA Margin (%)	5.3	5.8	7.1	7.1	7.0
영업외손익	-165	-653	-268	-303	-302
관계기업손익	12	23	23	23	23
금융수익	318	343	376	340	359
금융비용	-595	-742	-645	-599	-564
기타	99	-276	-22	-68	-121
법인세비용차감전순손익	-212	-605	230	268	322
법인세비용	-25	-32	69	80	96
계속사업순손익	-187	-573	161	188	226
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-187	-573	161	188	226
당기순이익률 (%)	-0.6	-2.0	0.6	0.6	0.7
비지배지분순이익	-98	17	25	29	35
지배지분순이익	-89	-590	137	159	192
지배순이익률 (%)	-0.3	-2.0	0.5	0.5	0.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-207	295	2	2	2
포괄순이익	-394	-279	164	190	228
비지배지분포괄이익	-120	18	-11	-12	-15
지배지분포괄이익	-274	-297	174	202	243

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,388	10,429	10,978	10,397	10,740
현금및현금성자산	1,771	1,775	2,375	1,774	2,089
매출채권 및 기타채권	1,834	1,624	1,547	1,507	1,479
재고자산	1,846	2,054	2,070	2,118	2,161
기타유동자산	937	4,976	4,987	4,999	5,011
비유동자산	27,056	23,501	23,423	23,370	23,343
유형자산	10,042	9,731	9,787	9,839	9,892
관계기업투자금	727	837	908	980	1,051
기타금융자산	3,053	3,405	3,405	3,405	3,405
기타비유동자산	13,234	9,528	9,322	9,146	8,995
자산총계	33,444	33,931	34,401	33,767	34,083
유동부채	10,374	10,804	11,310	10,788	10,824
매입채무 및 기타채무	4,364	3,657	3,667	3,699	3,729
차입금	1,159	961	711	711	711
유동성채무	1,975	2,204	2,944	2,384	2,384
기타유동부채	2,876	3,982	3,988	3,993	3,999
비유동부채	9,236	9,942	9,976	9,746	9,868
차입금	1,895	2,397	2,238	2,254	1,416
사채	2,845	3,253	3,253	2,693	2,693
기타비유동부채	4,495	4,292	4,485	4,799	5,759
부채총계	19,610	20,747	21,285	20,534	20,692
지배지분	11,453	10,391	10,337	10,429	10,554
자본금	139	139	138	138	138
자본잉여금	4,277	4,208	4,208	4,208	4,208
이익잉여금	5,359	4,638	4,721	4,814	4,938
기타자본변동	624	384	249	249	249
비지배지분	2,381	2,794	2,779	2,804	2,837
자본총계	13,834	13,184	13,116	13,233	13,391
총차입금	11,075	11,992	12,226	11,030	10,103

현금흐름표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,135	1,460	2,415	2,372	2,378
당기순이익	0	0	161	188	226
비현금항목의 가감	2,251	2,807	2,740	2,702	2,628
감가상각비	1,362	1,382	1,375	1,365	1,354
외환손익	31	109	43	43	43
지분법평가손익	-12	-23	-23	-23	-23
기타	870	1,339	1,346	1,318	1,255
자산부채의 증감	-353	-372	-123	-154	-150
기타현금흐름	-762	-975	-363	-365	-327
투자활동 현금흐름	-809	-892	-1,192	-1,175	-1,162
투자자산	-46	20	-48	-48	-48
유형자산	-766	-651	-1,358	-1,341	-1,328
기타	3	-261	215	214	214
재무활동 현금흐름	176	-153	-474	-1,784	-1,518
단기차입금	0	0	-250	0	0
사채	0	0	0	-560	0
장기차입금	484	632	-160	16	-838
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
현금배당	-146	-172	-54	-67	-67
기타	-161	-613	-9	-1,173	-613
현금의 증감	502	4	600	-601	315
기초 현금	1,269	1,771	1,775	2,375	1,774
기말 현금	1,771	1,775	2,375	1,774	2,089
NOPLAT	-41	45	349	401	438
FCF	435	650	448	447	465

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	-3,196	-21,166	4,942	5,770	6,941
PER	-24.0	-3.0	17.4	14.9	12.4
BPS	410,873	372,745	374,577	377,920	382,434
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDAPS	55,566	60,100	75,185	76,537	77,170
EV/EBITDA	8.4	8.5	6.9	6.5	5.9
SPS	1,057,269	1,041,078	1,057,774	1,084,036	1,106,436
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	15,617	23,316	16,206	16,197	16,864
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500

재무비율

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	0.5	-1.5	0.7	2.3	2.1
영업이익 증가율	적전	흑전	956.5	14.8	9.4
순이익 증가율	적전	적지	흑전	16.6	20.3
수익성					
ROIC	-0.3	0.3	2.4	2.8	3.0
ROA	-0.3	-1.8	0.4	0.5	0.6
ROE	-0.8	-5.4	1.3	1.5	1.8
안정성					
부채비율	141.7	157.4	162.3	155.2	154.5
순차입금비율	33.1	35.3	35.5	32.7	29.6
이자보상배율	-0.1	0.1	1.0	1.2	1.5

자료: 이마트, 교보증권 리서치센터

KYOBO 교보증권

신세계 004170

리뉴얼의 신세계, 실적의 전환점

May 22, 2025

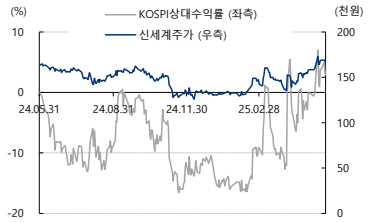
Buy 신규

TP 210,000 원 신규

Company Data

현재가(05/21)	167,200 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	173,400 원
52 주 최저가(보통주)	125,900 원
KOSPI (05/21)	2,625.58p
KOSDAQ (05/21)	723.62p
자본금	492 억원
시가총액	16,127 억원
발행주식수(보통주)	965 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3.6 만주
평균거래대금(60 일)	59 억원
외국인지분(보통주)	12.52%
주요주주	
정유경 외 3 인	29.17%
국민연금공단	11.42%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	7.9	29.0	-2.9
상대주가	2.3	21.9	0.7

다각화된 포트포롤리오의 중심, 유통의 신세계

신세계는 백화점, 면세점, 부동산·호텔업(신세계 센트럴시티), 도소매 및 브랜드 사업(신세계인터내셔날, 까사, 라이브쇼핑) 등 다양한 포트폴리오를 보유 중인 국내 유통 핵심 플레이어. 본업 경쟁력과 더불어 주주환원 의지를 기반으로 기업가치 제고 방안을 단계적으로 실행 중. 2024년 12월 발표한 기업가치 제고 계획에 따르면, 매년 자사주를 20만 주 이상 소각하고 주당 배당금을 5,200원 수준까지 확대할 계획

백화점도 면세점도 지금은 리뉴얼 중

① **백화점**: 매장 리뉴얼 효과에 따른 외형 성장 기대. 신세계는 2024년 '스위트파크', '강남 하우스 오브 신세계' 등 식품관 리뉴얼을 통해 외형 성장을 달성한 바 있음. 2025년에도 '더 헤리티지' 오픈, '더 리저브'의 순차적 매장 확장(현재 운영면적 약 70%) 등을 통해 추가 성장이 기대되는 구간

② **면세점**: 객단가 상승 및 할인율 개선에 따른 이익 개선 기대. 공항 면세점은 명품 브랜드 매장의 순차적 입점에 따른 객단가 상승 효과 확인. 시내면세점은 1분기 기준 할인율이 약 2%p 개선된 것으로 파악되며, 당분간 업계 전반의 손익 중심 정책 기조에 따라 실적 개선 흐름이 지속될 것으로 판단

목표주가 210,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션으로 산정. 백화점 부문은 1.5조원(12MF 지배순이익 추정치, Target PER 8배 적용), 면세점 부문은 1,465억원(12MF 지배순이익 추정치, Target P/E 41.8배 적용), 지분 가치 2,876억원 추정. 현재 주가(05/21 167,200원) 대비 상승여력은 25.6%

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	6,357	6,570	6,839	6,941	7,044
YoY(%)	-18.6	3.4	4.1	1.5	1.5
영업이익(십억원)	640	477	515	559	577
OP 마진(%)	10.1	7.3	7.5	8.1	8.2
순이익(십억원)	312	187	297	328	345
EPS(원)	22,865	10,948	22,945	25,396	26,697
YoY(%)	-44.6	-52.1	109.6	10.7	5.1
PER(배)	7.7	12.1	7.3	6.6	6.3
PCR(배)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	6.7	8.2	8.1	7.5	7.1

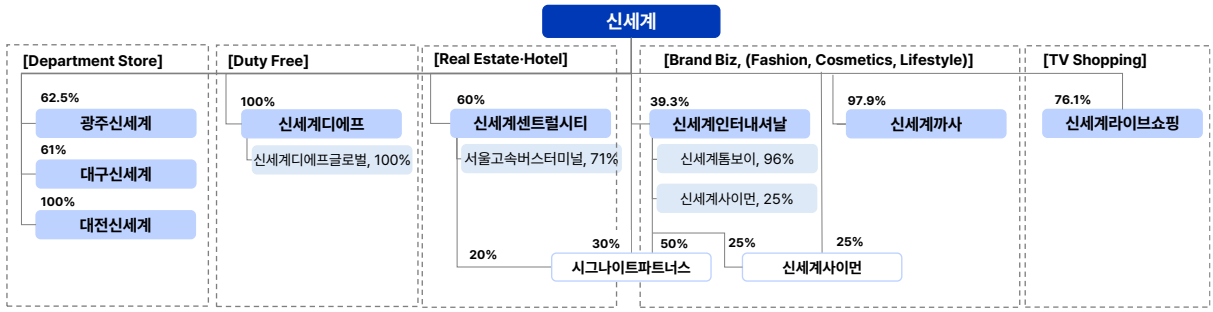
다각화된 포트폴리오의 중심, 유통의 신세계

신세계는 1955년 창설된 동화백화점을 모태로 하며, 1963년 '신세계백화점'으로 사명을 변경한 후 1985년 코스피 시장에 상장되었다. 현재 회사는 백화점, 면세점, 부동산·호텔업(신세계 센트럴시티), 도소매 및 브랜드 사업(신세계인터내셔날, 까사, 라이브쇼핑) 등을 영위하며, 국내 유통 시장 내 핵심 플레이어로 자리잡고 있다.

신세계는 1Q25 기준 매출액 1조 6,047억원(YoY 3.8%), 영업이익 1,630억원(YoY -1.2%)을 기록하였다. 영업이익 감소는 백화점 리뉴얼 오픈에 따른 감가상각비 증가(약 50억원), 공항 면세점 임차료 증가, 경기 침체 및 패션 소비 양극화로 인한 신세계인터내셔날의 매출 감소 등이 영향을 미쳤다. 향후 백화점 리뉴얼 매장의 순차적 오픈, 면세점 내 명품 브랜드 입점 확대에 따른 객단가 상승세 지속 등을 고려시 하반기에는 실적 개선이 더욱 가시화될 것으로 판단한다.

신세계는 2024년 12월 기업가치 제고 계획을 발표하며 주주환원 정책 확대에 대한 의지를 드러내고 있다. 회사는 향후 3년간 매년 자사주 20만주 이상 소각을 계획하고 있으며, 2024년 최소 배당금 4,000원을 적용하고 2027년까지 주당 배당금을 5,200원으로 점진적으로 확대해 나갈 방침이다. 이와 함께, 2025년부터는 배당 기준일을 배당금액 결정 이후로 변경하도록 정관을 개정하며, 자사주 소각과 배당 규모 확대를 통해 주주환원을 본격 강화하고 있다.

[도표 141] 신세계 지분구조



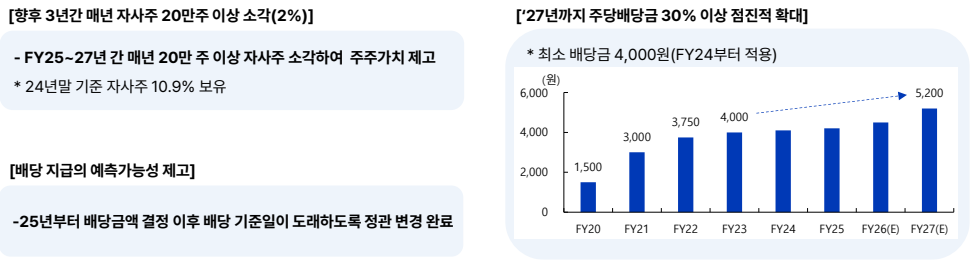
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 142] 신세계 주요 연혁

연도	내용
1955	'㈜동화백화점' 창설
1963	'㈜신세계백화점;으로 사명 변경
1985	기업공개 및 주식상장
2001	'㈜신세계'로 사명 변경
2011	㈜신세계, ㈜이마트 법인 분리
2015	㈜신세계디에프 설립
2017	신세계 강남점 국내 1위 달성
2018	㈜까사미아 인수
2022	㈜신세계라이브쇼핑 인수
2023	강남점 단일점포 최초 연간 거래액 3조원 달성 및 센텀시티점 지역점포 최초 연간 거래액 2조원 달성

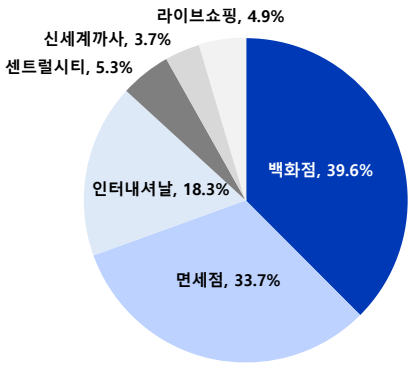
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 신세계 주주환원 계획



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 1Q25 기준 부문별 매출 비중



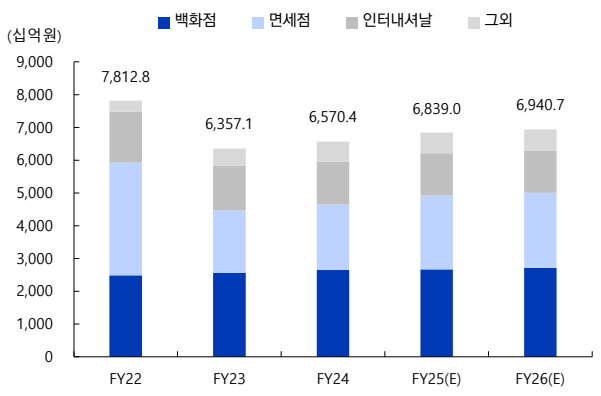
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 145] 신세계 최대주주 현황(1Q25 분기보고서 기준)

주주명	지분율	비고
정유경	18.95%	'25 년 5 월 30 일부로 이명희 총괄회장의 지분은 정유경 회장에게 증여될 예정
이명희	10.21%	

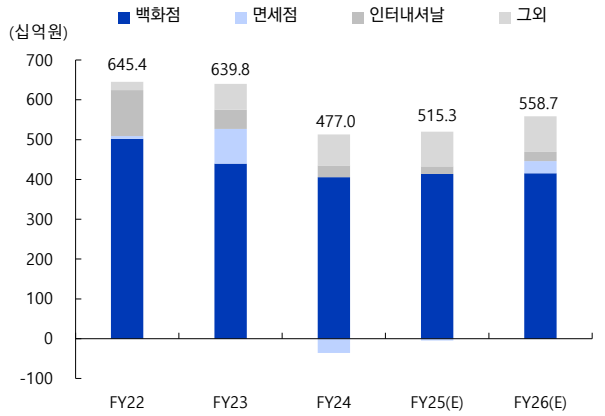
자료: 전자공시시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 146] 신세계 연간 매출액 추이 및 전망



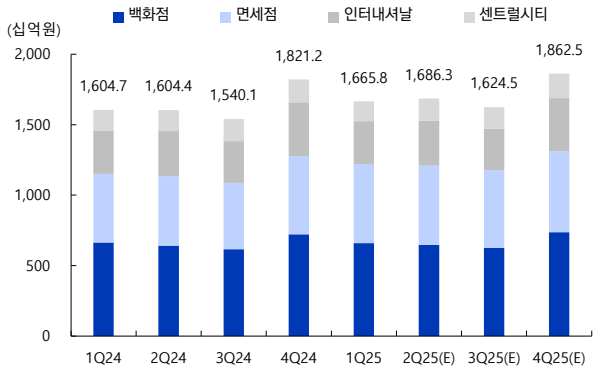
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 147] 신세계 연간 영업이익 실적 추이 및 전망



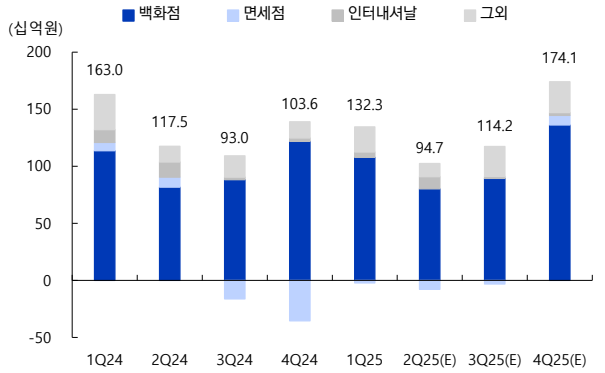
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 148] 신세계 분기 매출액 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 149] 신세계 분기 영업이익 실적 추이 및 전망



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

백화점도, 면세점도 지금은 리뉴얼 중

1) 백화점: 공간이 달라지면 숫자도 달라진다

신세계 백화점의 리뉴얼을 통한 공간 경쟁력 강화는 고객 유입과 객단가 모두에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다. 언론에 의하면, 2024년 2월 스위트파크, 6월 강남 하우스 오브 신세계 등 리뉴얼 공간 오픈 이후, 신세계 강남점의 연간 매출 신장률은 7.3%로 전년 상승률(6.6%)을 상회한 것으로 파악된다.

2025년에도 리뉴얼 작업은 지속되고 있다. 신세계 본점은 기존 본관·신관·SC제일은행 건물을 각각 더리저브, 디에스케이트, 더헤리티지로 리뉴얼하였으며, 1분기 중 더헤리티지와 디에스케이트가 순차적으로 오픈됐다. 현재 더리저브는 약 70%의 면적이 운영 중이며, 잔여 공간 역시 순차적으로 오픈될 예정이다. 또한, 신세계 강남점 내 델리 부문 역시 3분기 중 리뉴얼 오픈이 예정되어 있어 하반기 매출 성장에 추가적인 기여가 가능할 전망이다. **추후 리뉴얼 점포가 추가적으로 오픈된다는 점을 감안할 때, 하반기에 접어들며 외형 성장 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 예상한다.**

2) 면세점: 객단가 UP, 할인 DOWN, 면세 UP!

신세계 면세점은 공항점 객단가 상승과 시내점 할인율 정상화가 동시에 진행되며 수익성 개선 흐름이 나타나고 있다. 공항점은 에르메스, 루이비통, 디올 등 하이엔드 브랜드의 연이은 입점으로 1분기 기준 객단가가 전분기 대비 약 18% 상승한 것으로 추정된다. 시내점 또한 할인율이 전년 대비 약 2%p 개선되며, 업계 전반의 손익 기반 운영 기조와 공급자 축소 영향 속에 이익 회복세가 이어질 것으로 전망한다.

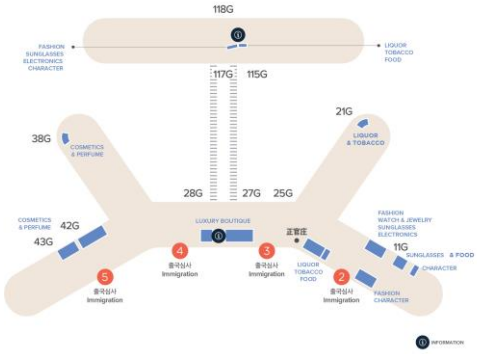
물론 여객수 증가에 따른 공항점 임차료 상승이 여전히 부담 요인으로 작용하고 있는 것은 사실이다. 다만, 비용 절감 노력이 지속되고 있으며, 3분기 예정된 중국 단체관광 무비자 정책 시행 시 객수 및 객단가의 동반 확대에 따라 수익성 개선 속도가 더욱 가속화 될 수 있다. 외부 모멘텀과 내부 체질 개선이 동반될 경우, 면세점 부문의 실질적인 턴어라운드 가능성은 더욱 높아질 것으로 판단한다.

[도표 150] 2024 년 국내 백화점 순위

점포	순위	변동
신세계 강남점	**1**	-
롯데잠실점	2	-
신세계 센텀시티점	**3**	**▲1**
롯데 본점	4	▼1
현대 판교점	5	-
신세계 대구점	**6**	-
현대 무역센터점	7	-
신세계 본점	**8**	**▲2**
현대 압구정본점	9	-
현대 더현대서울	10	▲2

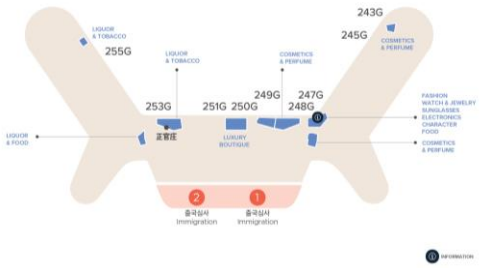
자료: 어패럴뉴스, 교보증권 리서치센터

[도표 151] 신세계 인천공항면세점(T1)



자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

[도표 152] 신세계 인천공항면세점(T2)



자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

투자의견 제시 및 Valuation

신세계에 대해 목표주가 210,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션으로 산정했다. 백화점 부문은 1.6조원으로 추정하였으며, 이는 해외 Peer (Isetan Mitsukoshi Holdings, Takashimaya, J.Front Retailing 평균에 할인 50% 적용) 평균 PER에 기인한다. 면세점 부문은 1,465억원으로 평가하였고, 호텔신라 Target P/E에 40% 할인한 배수를 적용하였다. 이외 신세계 인터내셔날 및 상장 주식 지분에 대해서는 할인율 50%를 적용하여 지분가치를 산정하였다.

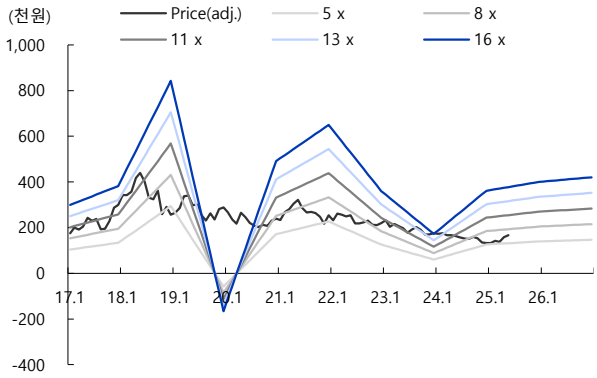
신세계는 백화점 부문의 리뉴얼 효과가 본격적으로 반영되고, 면세점 부문의 수익성 회복이 진행되는 등 핵심 사업 전반에서 개선 흐름이 이어지고 있다. 특히 스위트파크, 하우스 오브 신세계 등 리뉴얼을 마친 점포들은 매출 신장률이 높게 나타나고 있으며, 하반기에는 본점·강남점 리뉴얼 완료 효과까지 더해지며 외형 성장세가 강화될 것으로 예상된다. 면세점 부문 또한 공항점 브랜드 믹스 개선과 시내점 할인율 정상화가 맞물리며 수익성 회복 국면에 진입하고 있으며, 3분기 시행 예정인 중국 단체관광 무비자 정책은 추가적인 수요 확대를 견인할 것으로 기대된다. 여기에 더해, 2024년 발표한 기업가치 제고 방안에 따라 배당 확대 및 자사주 소각 등 주주환원 정책은 향후 주가에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다.

[도표 153] 신세계 SOTP Valuation (단위: 십억원, 원, 배, %)

구분	기업가치	비고
백화점 가치	1,581.2	
백화점부문 지배순이익	197.6	12M Fwd 백화점 부문 추정치
TARGET P/E	8.0	글로벌 PEER 평균
면세점 가치	146.5	
면세점 부문 지배순이익	3.5	12M Fwd 면세점 부문 추정치
TARGET P/E	41.8	호텔신라 TARGET P/E
지분가치	287.6	
신세계인터내셔날	69.8	최근 한달 평균 기준 시가총액 * 지분율 * Discount 50%
투자자산(상장주식) 가치	217.8	최근 한달 평균 주가 * 주식수 * Discount 50%
기업가치	2,015.3	
발행주식수(천주)	9,645.2	
적정주가 산출(원)	209,000	
현재주가(원)	167,200	
상승여력(%)	25.0%	

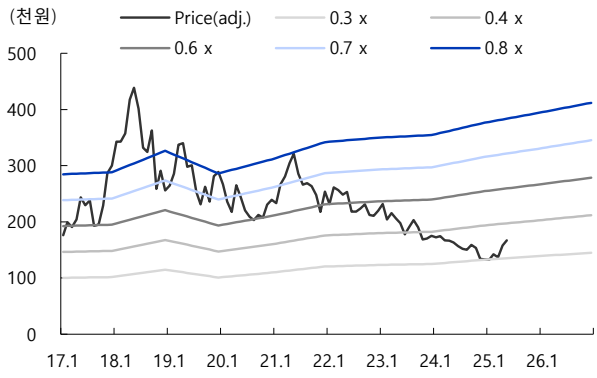
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 154] 신세계 12MF P/E Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 155] 신세계 12MF P/B Band



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 156] 신세계 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
총매출액	2,818.7	2,782.4	2,708.9	3,187.4	2,878.0	2,875.5	2,792.4	3,248.4	11,497.4	11,794.3	11,967.9
백화점	1,801.4	1,746.2	1,687.7	2,008.2	1,791.9	1,760.8	1,716.0	2,049.7	7,243.5	7,318.3	7,432.0
순매출액	1,604.7	1,604.4	1,540.1	1,821.2	1,665.8	1,686.3	1,624.5	1,862.5	6,570.4	6,839.0	6,940.7
백화점	664.1	641.7	616.0	722.0	659.0	646.8	626.2	736.8	2,643.8	2,668.9	2,710.8
면세점	486.7	492.4	471.7	555.2	561.8	562.5	551.6	573.2	2,006.0	2,249.1	2,292.0
인터내셔날	309.4	320.9	296.0	382.3	304.2	318.5	293.5	378.9	1,308.6	1,295.1	1,295.1
센트럴시티	88.9	95.0	94.4	97.1	88.7	99.4	96.4	100.2	375.4	384.7	393.3
신세계까사	68.5	65.1	68.6	67.3	62.3	62.2	67.0	65.9	269.5	257.4	261.2
라이브쇼핑	78.2	81.5	77.0	91.6	81.1	84.1	79.5	94.2	328.3	338.9	344.3
영업이익	163.0	117.5	93.0	103.6	132.3	94.7	114.2	174.1	477.0	515.3	558.7
백화점	113.7	81.8	88.3	121.8	107.9	80.3	89.4	136.2	405.6	413.7	415.6
면세점	7.2	8.6	-16.2	-35.5	-2.3	-7.8	-3.1	8.5	-35.9	-4.7	30.6
인터내셔날	11.2	13.3	2.1	3.0	4.7	10.6	1.7	2.4	29.6	19.3	23.2
센트럴시티	26.2	10.9	25.9	22.7	22.2	10.6	26.0	23.3	85.7	82.0	83.8
신세계까사	1.0	-0.5	0.2	0.3	0.1	0.0	1.3	1.3	1.0	2.7	2.8
라이브쇼핑	5.6	5.9	1.3	4.9	5.7	5.9	5.6	6.6	17.7	23.8	24.2
순매출(YoY, %)	2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	5.1%	5.5%	2.3%	3.4%	4.1%	1.5%
백화점	6.9%	2.1%	1.9%	2.6%	-0.8%	0.8%	1.7%	2.1%	3.4%	0.9%	1.6%
면세점	-4.8%	1.5%	8.2%	14.7%	15.4%	14.2%	16.9%	3.2%	4.7%	12.1%	1.9%
인터내셔날	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	-3.4%	-1.0%	0.0%
센트럴시티	5.5%	6.6%	0.2%	18.0%	-0.2%	4.7%	2.1%	3.2%	7.3%	2.5%	2.2%
신세계까사	30.0%	18.1%	10.1%	3.7%	-9.1%	-4.5%	-2.3%	-2.1%	14.7%	-4.5%	1.5%
라이브쇼핑	16.7%	15.9%	16.3%	13.9%	3.7%	3.2%	3.3%	2.8%	15.6%	3.2%	1.6%
영업이익(YoY, %)	6.9%	-21.5%	-29.5%	-49.7%	-18.8%	-19.4%	22.8%	68.0%	-25.4%	8.0%	8.4%
백화점	3.2%	-11.3%	-4.8%	-15.8%	-5.1%	-1.9%	1.3%	11.8%	-7.8%	2.0%	0.5%
면세점	-70.4%	-78.6%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전
인터내셔날	8.7%	-27.7%	-65.0%	-78.6%	-58.0%	-20.6%	-20.7%	-20.7%	-39.2%	-34.8%	20.0%
센트럴시티	20.2%	25.3%	4.0%	-5.4%	-15.3%	-3.1%	0.2%	2.6%	7.9%	-4.3%	2.3%
신세계까사	흑전	적지	흑전	흑전	-90.0%	흑전	550.0%	333.3%	흑전	170.0%	3.7%
라이브쇼핑	흑전	145.8%	8.3%	-51.5%	1.8%	0.3%	329.9%	35.3%	35.1%	34.7%	1.6%

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[신세계 004170]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	6,357	6,570	6,839	6,941	7,044
매출원가	2,502	2,518	2,662	2,687	2,734
매출총이익	3,855	4,053	4,177	4,254	4,311
매출총이익률 (%)	60.6	61.7	61.1	61.3	61.2
판관비	3,215	3,576	3,662	3,696	3,734
영업이익	640	477	515	559	577
영업이익률 (%)	10.1	7.3	7.5	8.0	8.2
EBITDA	1,137	958	1,016	1,066	1,089
EBITDA Margin (%)	17.9	14.6	14.9	15.4	15.5
영업외손익	-187	-282	-112	-112	-108
관계기업손익	-7	-12	-11	-13	-13
금융수익	140	143	131	139	141
금융비용	-231	-301	-259	-250	-246
기타	-88	-113	27	12	10
법인세비용차감전순손익	453	195	403	446	469
법인세비용	141	8	107	118	124
계속사업순손익	312	187	297	328	345
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	312	187	297	328	345
당기순이익률 (%)	4.9	2.8	4.3	4.7	4.9
비지배지분순이익	87	79	75	83	88
지배지분순이익	225	108	221	245	257
지배순이익률 (%)	3.5	1.6	3.2	3.5	3.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	69	-20	22	-18
포괄순이익	289	255	276	350	327
비지배지분포괄이익	84	76	82	103	97
지배지분포괄이익	205	180	195	246	230

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,674	2,343	2,206	2,279	2,298
현금및현금성자산	802	582	475	582	620
매출채권 및 기타채권	716	597	574	547	525
재고자산	891	979	1,019	1,034	1,050
기타유동자산	264	184	139	116	103
비유동자산	12,078	12,729	12,973	12,981	13,044
유형자산	7,280	7,795	8,056	8,073	8,139
관계기업투자금	935	930	954	978	1,002
기타금융자산	1,363	1,309	1,309	1,309	1,309
기타비유동자산	2,500	2,695	2,654	2,621	2,595
자산총계	14,752	15,072	15,179	15,260	15,342
유동부채	4,944	4,947	4,453	4,421	4,317
매입채무 및 기타채무	1,787	1,803	1,808	1,810	1,812
차입금	1,125	885	758	627	504
유동성채무	1,001	1,072	687	770	770
기타유동부채	1,030	1,187	1,200	1,214	1,230
비유동부채	3,468	3,750	4,092	3,901	3,768
차입금	368	120	120	270	205
사채	1,523	2,093	2,382	2,039	2,140
기타비유동부채	1,577	1,537	1,590	1,592	1,423
부채총계	8,412	8,697	8,545	8,322	8,085
지배지분	4,209	4,265	4,439	4,642	4,855
자본금	49	49	48	48	48
자본잉여금	403	424	424	424	424
이익잉여금	3,655	3,718	3,899	4,103	4,316
기타자본변동	-87	-193	-200	-200	-200
비지배지분	2,131	2,110	2,195	2,296	2,402
자본총계	6,340	6,375	6,634	6,938	7,257
총차입금	4,788	5,112	4,931	4,674	4,392

현금흐름표

단위: 십억원

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	791	776	842	911	932
당기순이익	312	187	297	328	345
비현금항목의 가감	872	855	936	938	943
감가상각비	444	426	460	474	486
외환손익	-1	35	-4	-4	-4
지분법평가손익	7	12	11	13	13
기타	422	381	469	455	449
자산부채의 증감	-121	-41	-141	-112	-112
기타현금흐름	-272	-224	-250	-244	-244
투자활동 현금흐름	-912	-981	-709	-625	-631
투자자산	-6	95	-24	-24	-24
유형자산	-601	-895	-665	-560	-555
기타	-306	-181	-21	-41	-52
재무활동 현금흐름	-16	-17	-319	-331	-180
단기차입금	226	-128	-127	-131	-123
사채	0	173	289	-343	101
장기차입금	157	202	0	150	-65
자본의 증가(감소)	0	0	-1	0	0
현금배당	-79	-82	-39	-42	-44
기타	-319	-183	-441	34	-49
현금의 증감	-136	-220	-107	107	38
기초 현금	938	802	582	475	582
기말 현금	802	582	475	582	620
NOPLAT	440	457	379	411	424
FCF	217	2	74	246	270

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS	22,865	10,948	22,945	25,396	26,697
PER	7.7	12.1	7.3	6.6	6.3
BPS	427,477	433,221	460,182	481,260	503,412
PBR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	115,513	97,292	105,344	110,479	112,896
EV/EBITDA	6.7	8.2	8.1	7.5	7.1
SPS	645,706	667,373	709,063	719,607	730,362
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	22,007	183	7,698	25,546	27,943
DPS	4,000	4,500	4,750	5,000	5,200

재무비율

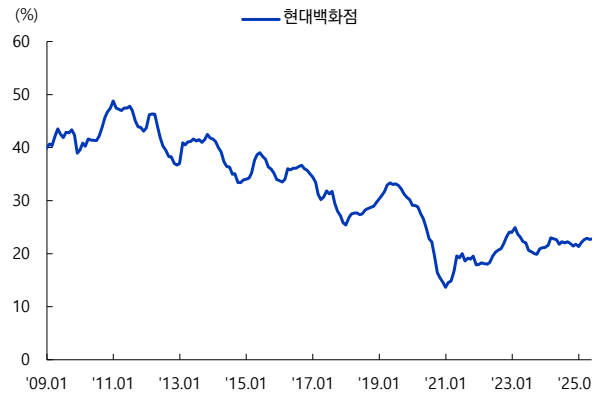
단위: 원, 배, %

12결산 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-18.6	3.4	4.1	1.5	1.5
영업이익 증가율	-0.9	-25.4	8.0	8.4	3.3
순이익 증가율	-43.0	-40.2	59.0	10.7	5.1
수익성					
ROIC	6.6	6.5	5.1	5.5	5.6
ROA	1.5	0.7	1.5	1.6	1.7
ROE	5.4	2.5	5.1	5.4	5.4
안정성					
부채비율	132.7	136.4	128.8	120.0	111.4
순차입금비율	32.5	33.9	32.5	30.6	28.6
이자보상배율	3.8	2.4	2.6	3.0	3.2

자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

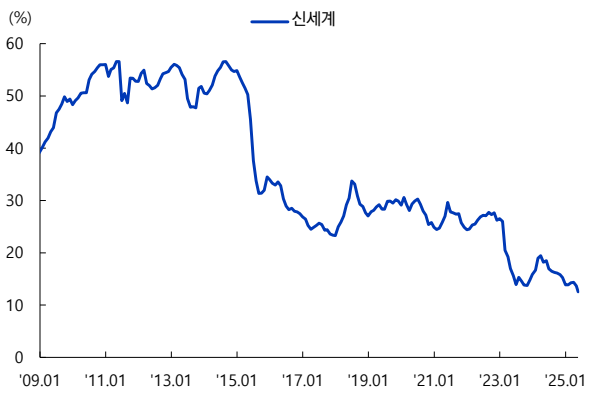
APPENDIX

[도표 157] 현대백화점 외국인 지분율



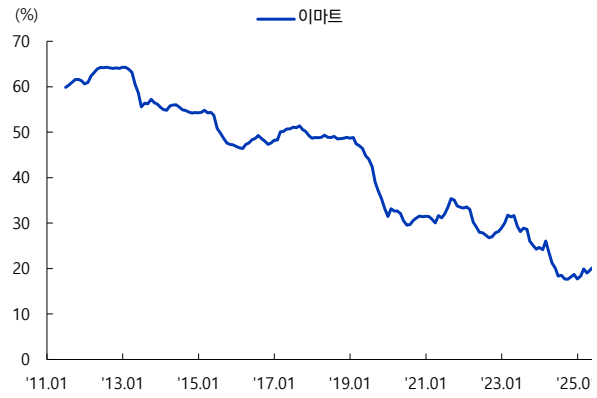
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 158] 신세계 외국인 지분율



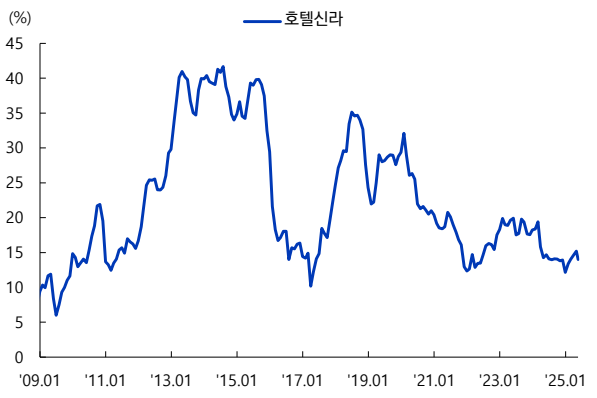
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 159] 이마트 외국인 지분율



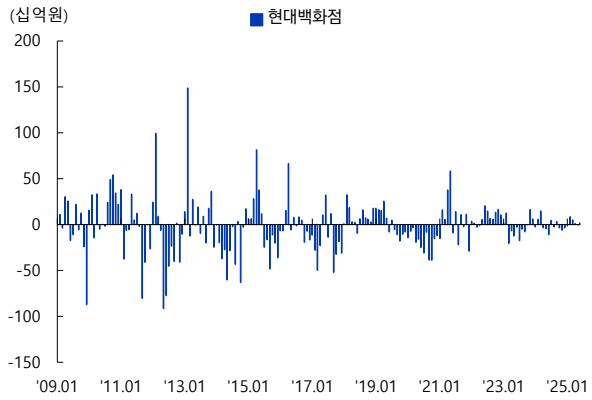
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 160] 호텔신라 외국인 지분율



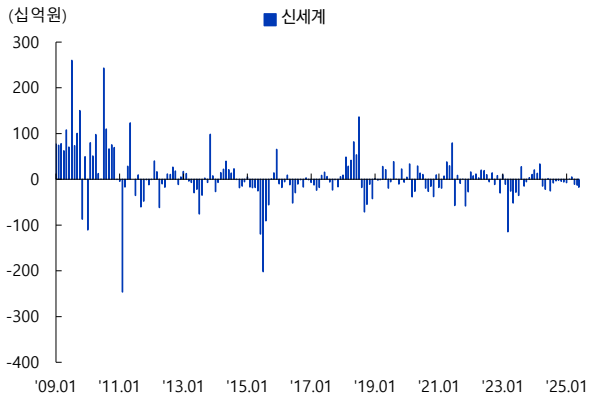
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 161] 현대백화점 외국인 순매수 추이



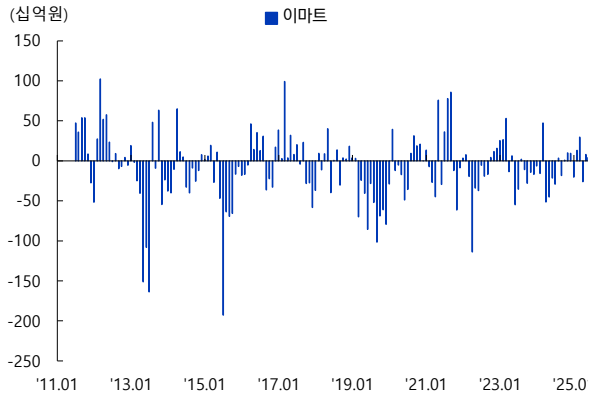
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 162] 신세계 외국인 순매수 추이



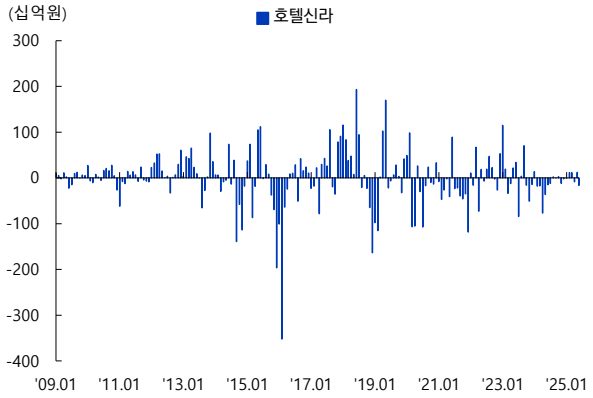
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 163] 이마트 외국인 순매수 추이



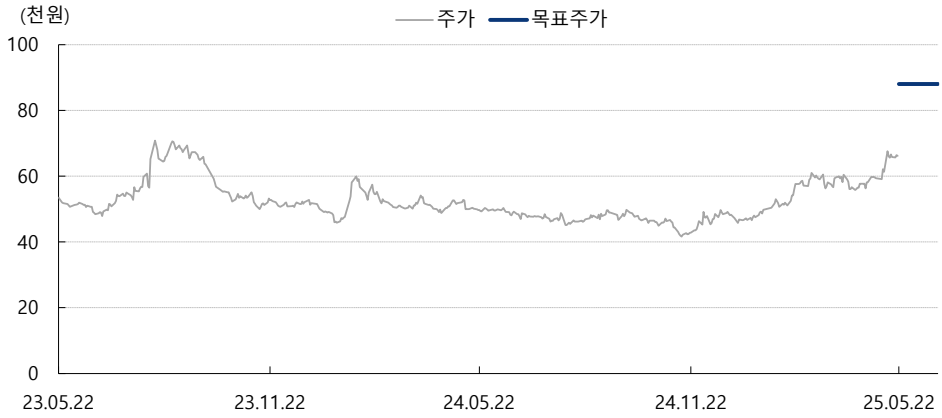
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

[도표 164] 호텔신라 외국인 순매수 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

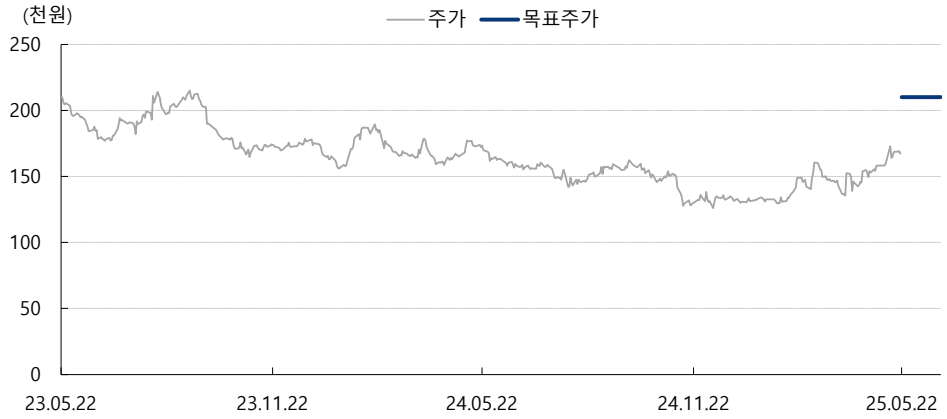
현대백화점 최근 2 년간 목표주가 변동추이



호텔신라 최근 2 년간 목표주가 변동추이

이마트 최근 2 년간 목표주가 변동추이

신세계 최근 2 년간 목표주가 변동추이



현대백화점 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-05-22	매수	88,000							

자료: 교보증권 리서치센터

호텔신라 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-05-22	매수	55,000							

자료: 교보증권 리서치센터

이마트 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-05-22	매수	100,000							

자료: 교보증권 리서치센터

신세계 최근 2 년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2025-05-22	매수	210,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5%	2.8%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하