한화투자증권

Hanwha 기업분석팀
| 2025년 5월 22일 |

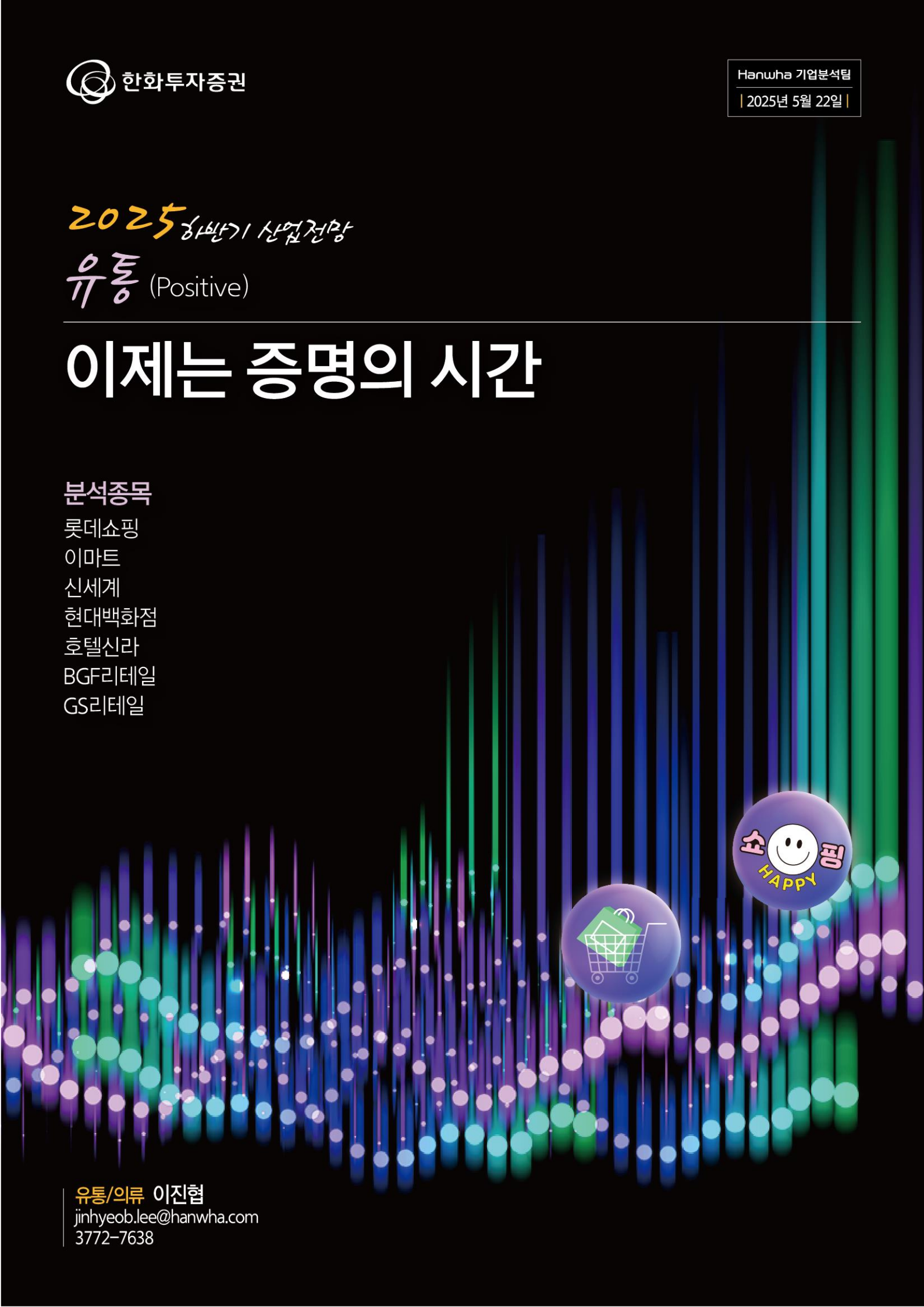
2025 하반기 산업전망

유통 (Positive)

이제는 증명의 시간

분석종목

롯데쇼핑
이마트
신세계
현대백화점
호텔신라
BGF리테일
GS리테일



유통/의류 이진협
jinhyeob.lee@hanwha.com
3772-7638

Contents

I. 핵심요약 03

II. 주요도표 04

III. 1H25 Reivew 05

1. 유통업종, Kospi 대비 13%p 아웃퍼폼 05

2. 1Q25 실적 Review 06

IV. 2H25 전망 - 증명의 시간 08

1H25 기대감 → 2H25 증명 08

V. 투자전략 18

단기 백화점, 장기 대형마트 선호 18

VI. 기업분석 19

1. 롯데쇼핑 (023530) 20

2. 이마트 (139480) 24

3. 신세계 (004170) 27

4. 현대백화점 (069960) 30

5. 호텔신라 (008770) 33

6. BGF리테일 (282330) 36

7. GS리테일 (007070) 40

I. 핵심 요약

확실한 추가 주가 상승을 위해선 실적전망치 상향 필요

상반기 유통업종의 주가 수익률이 견조했다. 유동성 확대 구간 진입에 따른 소비 개선 기대감, 특정 업태가 아닌 전방위적 유통업 플레이어 탈락에 따른 경쟁완화 기대감이 반영된 결과이다. 기대감으로 유통업종 주가를 견인했던 백화점, 대형마트 등 전통 유통 업체의 P/E 멀티플은 6배에서 8배까지 확대되었다. 최근 3년 간 박스권의 상단이다. 물론 22년과 25년은 유통업종을 둘러싼 외부 환경이 180도 전환되었기 때문에 밸류에이션 상단을 뚫을 수 있다고 판단하나, 확실한 주가 상승을 기대하기 위해선 추가 실적 전망치 상향이 필요한 구간에 진입했다.

외형 성장을 통해 증명해야

4Q24에 이어 1Q25 유통업종의 실적은 견조한 모습이었다. 소비 부진에도 효율화 작업에 따른 실적 개선이었다. 효율화 작업에 따른 실적 영향은 1Q25 실적을 통해 확인할 수 있었으며, 전망치 상향도 이어졌다. 추가적인 전망치 상향을 위해선 결국 외형 성장이 나타날 필요가 있겠다. 즉, 기대감이 이제는 외형 성장을 통해 증명되어야 하는 시점이다.

백화점은 이미 증명 모멘텀 확대 구간 진입

백화점은 전년의 높은 기저에도 불구하고 1Q25 +LSD% 수준의 성장을 이뤄냈다. 외형 성장을 증명해냈다고 판단되는 데, 2Q25부터 기저가 낮아지며, 하반기 역성장 기저로 향해가는 방향성이기 때문이다. 더욱이 2Q25부터는 외국인 인바운드 성수기에 진입한다. 높은 원/달러 환율로 외국인들의 상대적 구매력이 높아진 것을 감안 시, 외국인 매출 비중 확대 모멘텀이 강해질 수 있겠다. 이것이 단기적으로 유통업 내 백화점의 선호도가 높은 이유이다.

대형마트, 편의점 증명이 필요 시간은 오래 걸리지 않을 것

대형마트와 편의점은 외형 성장률 측면에서는 아직은 아쉬운 감이 있다. 외형성장의 증명이 필요한 데, 그 시간이 그리 길지 않을 것이다. 대형마트는 지금껏 홈플러스의 영업력 저하에 따른 자연스러운 M/S 상승을 기대했다면, 홈플러스의 회생계획안 제출 이후에는 폐점에 따른 물리적 M/S 상승을 기대하는 구간으로 넘어가게될 것이다. 물리적 M/S 상승 구간의 효과가 훨씬 강력할 것으로 전망되는 것은 당연하다. 대형마트 역시, 기저는 1Q25를 고점으로 낮아진다.

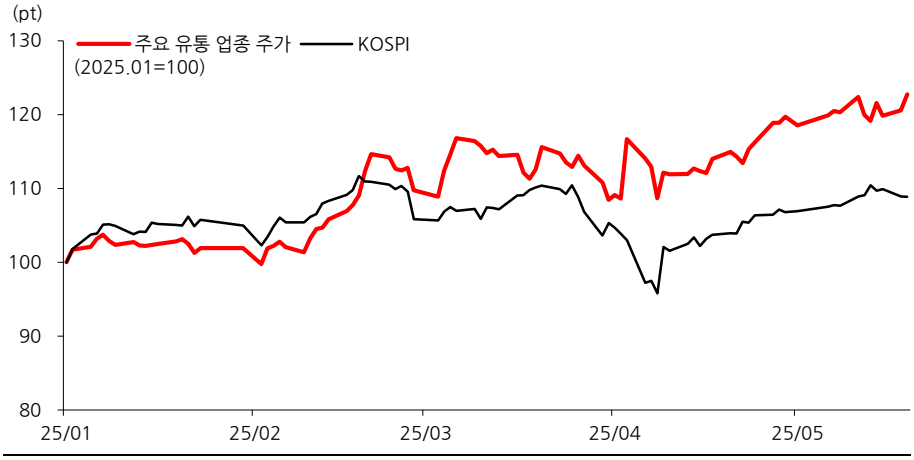
편의점은 2분기 성수기 진입에 따른 외형 성장이 기대된다. 최근의 기후 변화는 편의점에게 유리하다. 겨울과 여름이 길어져 비수기는 더 비수기로 성수기는 더 성수기로 만들어주지만, 이익 기여 측면에서 비수기 실적 부진보다 성수기 실적 개선 효과가 크기 때문이다.

유통업종 Overweight, 롯데쇼핑 최선호주 의견 유지

종합적으로 유통업종에 대해 Overweight 의견을 유지하며, 유통업종 선호도를 백화점 3사 〉 이마트 〉 BGF리테일로 제시한다. 롯데쇼핑이 유통업종 최선호주이다. 차별화된 백화점 증익, 대형마트 구조조정 수혜, 해외 사업 비중 확대 등이 롯데쇼핑의 투자포인트이다.

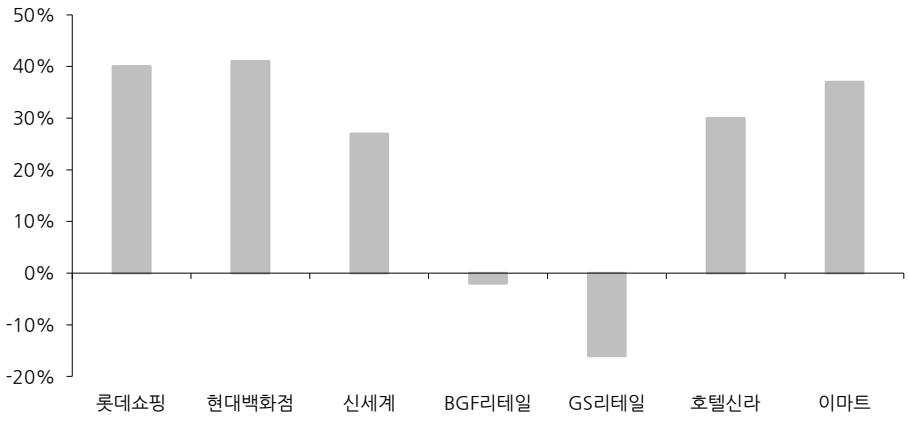
Ⅱ. 주요 도표

[그림1] 상반기 유통업종 주가 퍼포먼스



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 연초대비 기업별 주가 상승률



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 22 년 VS 25 년 유통 업종 환경

	22년	25년
외부환경	• 코로나19 이후 유동성 확대 • 물가 상승 시작, 금리 인상 사이클 진입	• 물가 상승, 금리 인상으로 유동성 위축 • 물가 둔화 금리 인하 사이클 진입
소비	• 소비 호황	• 소비 침체
경쟁환경	• 코로나19로 인한 이커머스 성장률 확대 • 높은 유동성으로 투자유치 활발 • 이커머스 기반 신규 플레이어 중심으로 성장	• 이커머스를 비롯한 전반적 유통업 성장률 둔화 • 금리 인상기를 지나면서 유동성 위축은 투자금 감소로 이어짐 • 위기를 극복하지 못한 플레이어 탈락 본격화
유통업 주가 영향	• 소비 피크아웃, 경쟁 심화 등 우려로 호실적에서 주가 하락 = 밸류에이션 하락	• 소비 개선, 경쟁 완화 기대감으로 유통업종 주가 상승 • 소비 부진에도 효율화 작업으로 실적마저 견조

자료: 한화투자증권 리서치센터

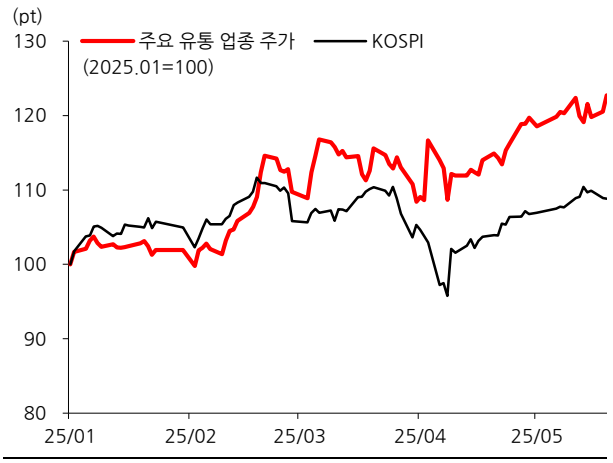
III. 1H25 Review

1. 유통업종, Kospi 대비 13%p 아웃퍼폼

25년 상반기 유통업종 시장 아웃퍼폼 22년과 정반대의 방향성

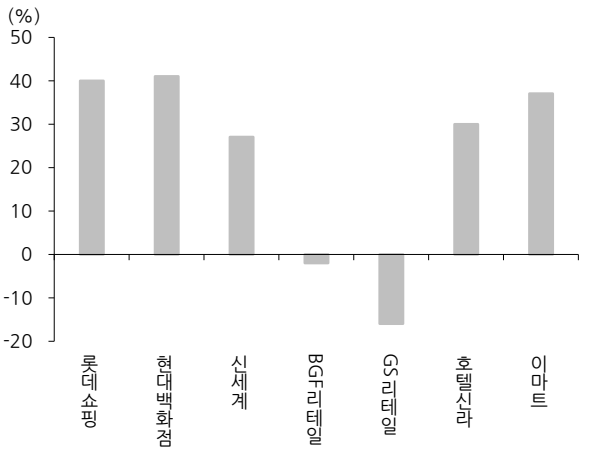
1H25 유통업종은 연초대비 20% 상승하면서 Kospi 대비 13%p 초과 상승하였다. 양호한 유통업종의 주가 상승은 1)유동성 확장에 따른 내수 소비 개선에 대한 기대 2)플레이어 감소에 따른 경쟁 완화 기대 등 두 가지 기대가 주효했다. 두 가지 상승 요인 모두 22년과는 정반대의 방향성을 가리키고 있다.

[그림4] 상반기 유통업종 주가 퍼포먼스



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 연초대비 기업별 주가 상승률



주: 5/20 종가 기준
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

22년의 유통업종 부진, '유동성 위축 & 경쟁심화'이 야기

22년은 소비 호조에 따른 유통업종 실적 호조와는 별개로 유통업종의 주가가 부진했다. 22년의 내수 소비 확장은 코로나19 팬데믹을 극복하기 위한 유동성 확대가 이끈 것이었다. 하지만 소비의 확장으로 물가가 자극되었으며, 그 결과는 금리 상승으로 이어져 유동성이 축소되는 구간에 본격적으로 진입한 것도 이 시기였다. 유동성의 축소를 우려했던 투자자들은 현재의 내수 소비 호조보다는 미래의 내수 소비 위축에 집중했고, 실적 확장에도 주가 하락은 불가피하였다.

경쟁은 심화되었다. 코로나19 팬데믹이라는 외부 환경과 풍부한 유동성은 이커머스를 중심으로 유통 시장에 진입한 신규 플레이어의 성장을 자극하였다.

25년 유동성 확대구간 진입

25년은 22년과 정확히 반대의 모습을 보이고 있다. 현재의 내수 소비가 좋다고 말하기는 어려운 구간이나, 24년 하반기를 기점으로 금리 인하 사이클이 본격화되면서 유동성이 풀리는 구간으로 접어들고 있다. 상반기 중 12조원 규모의 추경이 편성되어 집행되고 있으며 조기 대선 이후 하반기 2차 추경 편성 가능성도 충분히 열려있다. 미국의 관세 정책에 대응하기 위해서도 필요하다. 미국의 관세 정책으로 수출과 기업투자를 기대하기 어려운 상황에서 GDP 성장률 방어를 위해선 정부지출과 내수 소비 부양이 필수적이기 때문이다. 이 같은 유동성 확장은 내수 소비의 반등을 기대케 하는 요인이다.

25년 경쟁 완화도 목격

경쟁 완화도 나타나고 있다. 지난해 하반기부터 홈플러스, 티메프와 같은 굵직한 유통업체들뿐만 아니라 코로나19 팬데믹 기간 중 폭발적으로 성장했던 스타트업들이 어려움을 겪고 있다는 뉴스플로우가 지속적으로 흘러나왔다. 이커머스, 대형마트, 편의점, 면세점 등 업태를 가리지 않고 있다. 유통업종 전방위적으로 플레이어가 감소하고 있는 것이다. 특히 이커머스의 경우, 산업 성장률은 둔화되고 유동성 위축으로 신규 투자 유치에 어려움을 겪으면서, 성장성보다는 수익성에 집중하는 모습이 집중되고 있다.

[그림6] 22 년 VS 25 년 유통 업종 환경

	22년	25년
외부환경	• 코로나19 이후 유동성 확대 • 물가 상승 시작, 금리 인상 사이클 진입	• 물가 상승, 금리 인상으로 유동성 위축 • 물가 둔화 금리 인하 사이클 진입
소비	• 소비 호황	• 소비 침체
경쟁환경	• 코로나19로 인한 이커머스 성장률 확대 • 높은 유동성으로 투자유치 활발 • 이커머스 기반 신규 플레이어 중심으로 성장	• 이커머스를 비롯한 전반적 유통업 성장률 둔화 • 금리 인상기를 지나면서 유동성 위축은 투자금 감소로 이어짐 • 위기를 극복하지 못한 플레이어 탈락 본격화
유통업 주가 영향	• 소비 피크아웃, 경쟁 심화 등 우려로 호실적에서 주가 하락 = 밸류에이션 하락	• 소비 개선, 경쟁 완화 기대감으로 유통업종 주가 상승 • 소비 부진에도 효율화 작업으로 실적마저 견조

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 1Q25 실적 Review

또 다시 견조한 실적을 확인

4Q24에 이어 한 차례 더 확인한 견조한 1Q25 실적도 유통업종의 비중을 늘릴 수 있는 이유였다. 4Q24, 1Q25 모두 소비가 아직까지는 개선되지 못한 구간이었음에도 불구하고 유통업종의 실적은 효율화를 통해 견조한 실적을 보였다. 소비 개선 기대감에도 내수 의류업종의 주가가 유통업종 대비 약세를 보이는 원인이겠다. 유통업종은 소비 침체 구간에도 실적 방어에 성공하고 있지만, 내수 의류업종은 소비 침체에 따른 외형 약세가 그대로 실적 부진으로 이어지고 있기 때문이다.

이마트의 실적이 발군이었다. 이마트는 영업이익 1,593억원(+238% YoY)을 기록하며, 시장 기대치를 크게 상회하였는 데, 기존점성장률이 부진(-0.6% YoY)했음에도, 통합매입 효과 및 판관비 효율화를 통해 할인점 등 별도법인의 영업이익이 +43% YoY 개선된 영향이었다.

1Q25 면세점의 수익성 개선도 눈에 띄었다. 면세점 3사의 1Q25 영업적자는 -92억원(+820억원 QoQ)을 기록해 당사 전망치(-268억원)를 크게 상회했다. 따이공 영업을 중단한 호텔롯데의 1Q25 영업이익은 153억원을 기록해 흑자전환에 성공하기까지 했다. 여전히 업황 자체가 회복되었다고 말하긴 어려우나, 수익성 개선을 위해 따이공향 매출 비중을 축소하는 등 체질 개선 중인 면세점 업계의 노력이 빛을 발하기 시작한 것이다.

백화점 중에선 롯데쇼핑의 이익 개선이 차별화되었다. 높은 기저에 의해 1Q25의 매출 성장은 제한적이었다(롯데/현대 +1% YoY, 신세계 +2.5% YoY). 이에 따라 신세계와 현대백화점은 전년 수준의 백화점 영업이익 수준을 방어하는 데 그쳤다. 반면 롯데백화점(국내)은 +39% YoY 증익을 기록했는 데 업황 자체는 크게 다르지 않았으나, 고정비 절감에 따른 영향이었다. 롯데쇼핑은 백화점의 호실적 외에도 해외사업의 성장에 따른 이익 기여도 확대가 주목되었다. 해외 사업의 영업이익 기여도는 16%로 +2%p YoY 확대되었다.

편의점의 실적은 다소 아쉬웠다. BGF리테일은 -31% YoY 감익했으며, GS리테일의 편의점도 -35% YoY 감익을 기록했다. 전년의 윤달 기고(전년 2월, 29 영업일)와 비우호적인 기상환경 등이 외형 성장에 악영향을 미치며, 부진했던 것으로 판단된다. 다만 1Q25 실적에 과도하게 매몰될 필요는 없겠다. 편의점의 1분기 영업이익 기여도가 10% 남짓에 불과하기 때문이다.

[표1] 유통업종 1Q25 영업이익 Summary (단위: 억 원)

기업	부문별	1Q25	YoY	당사 1Q25 추정치	1Q25 컨센서스	컨센서스 대비
이마트	전사	1,593	*238%*	1,486	1,293	23%
	할인점(별도)	1,333	*43%*	1,331		
롯데쇼핑	전사	1,482	*29%*	1,347	1,317	13%
	백화점	1,279	*42%*	1,067		
	할인점	281	*-35%*	329		
신세계	전사	1,323	*-19%*	1,302	1,356	-2%
	백화점	1,079	*-5%*	1,099		
	면세점	-23	*적전*	-88		
현대백화점	전사	1,125	*63%*	967	976	15%
	백화점	972	*-6%*	1,019		
	면세점	-19	*적지*	-38		
호텔신라	전사	-25	*-121%*	-90	-66	n/a
	면세점	-50	*적전*	-142		
BGF 리테일	전사(편의점)	226	*-31%*	318	314	-28%
GS 리테일	전사	386	*-22%*	410	442	-13%
	편의점	172	*-35%*	171		
유통	전사	5,884	*29%*	5,422	5,318	11%
	할인점	1,614	*18%*	1,660		
	백화점	3,330	*8%*	3,185		
	편의점	398	*-32%*	489		
	면세점	-92	*적전*	-268		

주: GS리테일 1Q24 실적은 호텔 실적 제외
자료: 각 사, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 2H25 전망 - 증명의 시간

1H25 기대감 → 2H25 증명

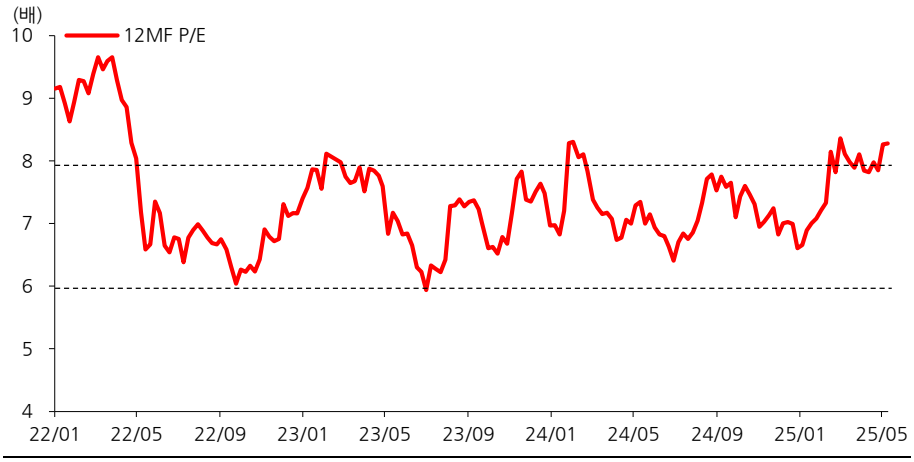
추가 상승은 외형성장에 따른 실적 전망치 상향을 통해 가능할 것

상반기 유통업종의 주가 상승은 전술했듯이 소비 개선의 '기대감', 경쟁 완화에 대한 '기대감'에 기인한다. 즉 기대감이 주가에 반영된 것이다. 2H25 추가 주가 상승을 위해선 시장의 기대감을 증명할 필요가 있겠다. 상반기 유통업종의 주가 상승을 이끌었던 대형마트와 백화점의 합산 12MF P/E는 현재 8배를 초과한 상황이다. 지난 25년과 22년이 정반대의 상황이기에 '소비 개선 & 경쟁 완화' 기대감으로 인해 밸류에이션의 추가 상승 가능성은 충분하다.

다만 22년부터 현재까지의 합산 P/E가 6배 ~ 8배 박스권에서 움직였다는 점을 감안할 때 밸류에이션 측면에서의 불편함이 전혀 없다고도 말하기 어렵겠다. 이 때문에 주가의 확실한 추가 상승을 위해선 밸류에이션의 확장에만 기댈 것이 아니라 실적 전망치의 의미 있는 상향이 필요하다.

4Q24와 1Q25 실적을 확인하면서 유통업종 개별 업태/기업의 효율화 작업 영향에 따른 실적 전망치 상향은 두 차례 반영되었다고 판단한다. 추가 실적 전망치 상향은 '소비 개선 & 경쟁 완화' 등 기대감이 현실화되면서 외형 성장률과 마진 개선에 반영되는 것이 필요하겠다. 즉, 기대감을 이제는 증명해야하는 시기에 도래했다.

[그림7] 유통업 P/E 추이



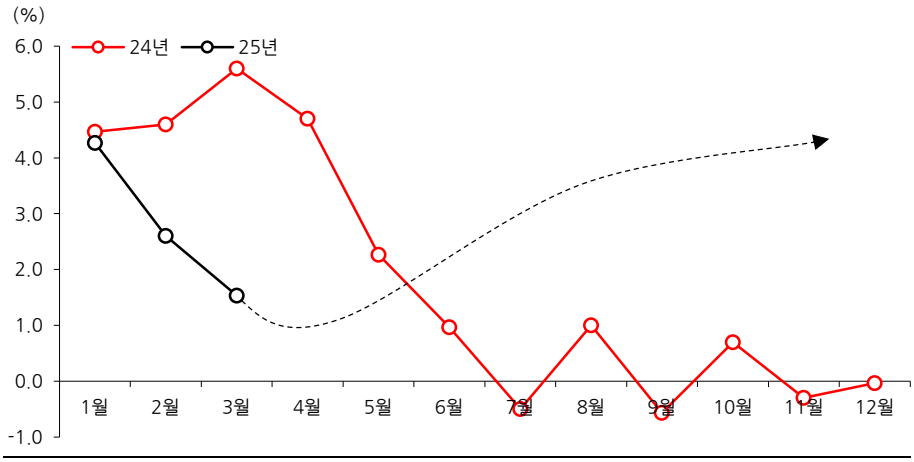
자료: Quantiwise, 한화투자증권

>> 백화점 - 이미 증명해낸 성장률

높은 기저에도 외형성장을 증명한 백화점

백화점은 외형 성장률 측면에서 일정부분 증명을 해냈다고 판단한다. 백화점의 1Q25 기존점성장률은 롯데/현대 +1% YoY, 신세계 +2.5% YoY를 기록했다. 1Q25 성장률만 놓고 보면 유의미하지 않을 수 있으나, 전년의 기저를 감안할 때는 이야기가 달라진다. 백화점의 1Q24의 관리 기준 기존점성장률은 각각 신세계 +9.3% YoY, 현대백화점 +7.6% YoY, 롯데쇼핑 +3.5% YoY이었으며, 연중 최대로 기저가 높았다. 1Q25 이후, 2Q25에는 3사 평균 +LSD% 수준으로 둔화되고, 하반기에는 역성장 기저구간으로 들어간다. 전반적인 소비가 좋았던 것은 아니지만, 지난해 하반기 일시 중지되었던 명품(특히 주얼리)의 가격 인상이 재개되면서 1Q25 평균 +HSD% 수준의 기저를 뚫어낸 것이다. 명품의 가격 인상 효과가 유지, 추가되면서 전반적 소비개선이 나타난다면, 2Q25부터 낮아진 기저를 발판으로 성장률이 반등할 수 있을 것이라 기대된다.

[그림8] 백화점 기존점 성장률 기저 및 전망



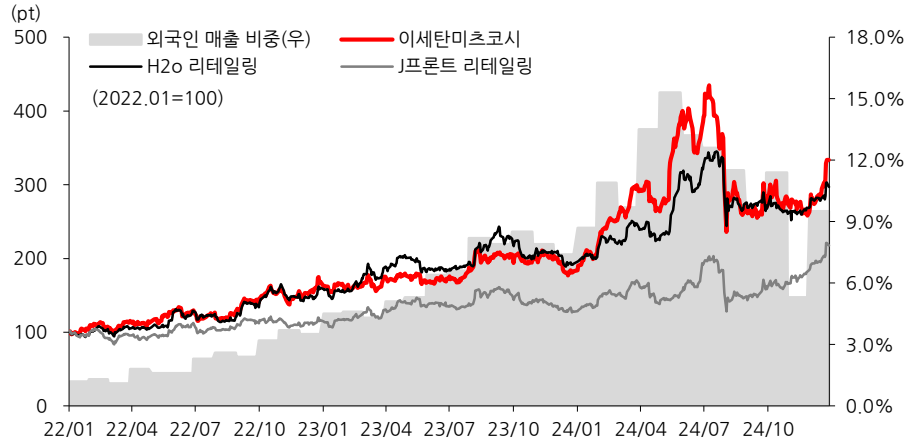
자료: 산업자원통상부, 한화투자증권 리서치센터

외국인 인바운드 성수기 진입에 따른 모멘텀 확대 전망

한 가지 더 기대할 것이 있다면, 외국인 매출비중 확대겠다. 지난해 일본 백화점의 주가 상승을 견인했던 것도 일본 내수의 턴어라운드에 더해 역대급 엔저에 따라 외국인 매출 비중이 확대되었기 때문이었다. 특히 2~3분기 주가 수익률이 눈에 띄었는 데, 엔저 효과가 지속되는 와중에 외국인 인바운드의 성수기에 진입한 효과가 가미되면서 외국인 매출비중이 크게 증가하였기 때문이다. 2H24 이후 엔화는 강세로 돌아섰다. 반면, 원화는 여전히 절하되어있는 상태가 유지되고 있다. 또한 2분기부터 외국인 인바운드 성수기 구간에 진입한다. 일본 백화점의 사례와 같이 2Q25부터 외국인 매출비중의 확대가 본격화될 수 있을 것으로 전망하며, 백화점의 성장률에 힘을 보탤 수 있을 전망이다. 물론 구조적으로 일본 백화점의 사례와 같은 폭발적인 외국인 매출 기여는 기대하기 어렵지만, +LSD ~ MSD% 수준의 기여는 가능할 것이라 전망한다.

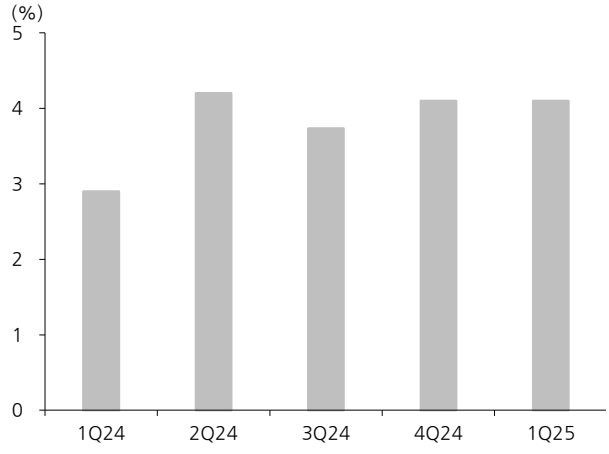
원화 약세 영향은 이미 확인되고 있다. 외국인 인바운드 성수기인 3Q24보다 비수기 구간인 4Q24, 1Q25에도 QoQ로 외국인 매출 비중이 확대되고 있기 때문이다.

[그림9] 일본 백화점 사례



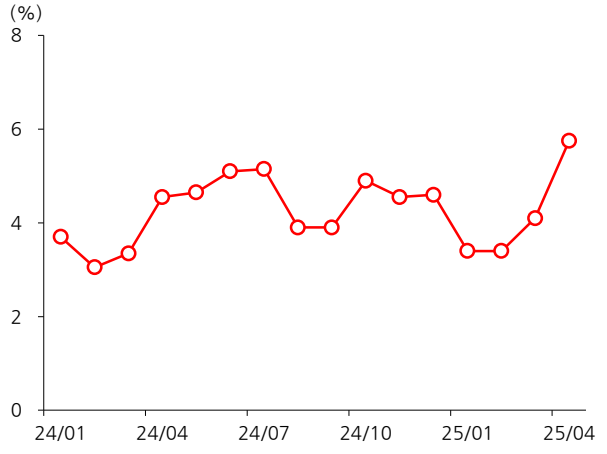
자료: Bloomberg, 일본백화점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 국내 백화점 분기별 평균 외국인 매출 비중 추이



자료: 업계, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국내 백화점 월별 평균 외국인 매출 비중 추이



자료: 업계, 한화투자증권 리서치센터

>> 대형마트 - 보다 분명해질 홈플러스 효과

자연스러운 M/S 확대
→ 물리적 폐점에 따른 M/S 확대

대형마트는 외형 성장의 증명이 필요하다. 홈플러스의 기업회생과 구조조정, 그에 따른 대형마트의 수혜에 대한 기대감이 이미 주가에 녹아있기에 더욱 그 중요성은 높아진다.

홈플러스와 관련해 대형마트 양 사간 코멘트는 차이가 있다. 롯데마트는 4월 하순부터 홈플러스와의 경합점에서 매출 상승 효과를 경험하고 있다고 밝혔다. 반면 이마트는 홈플러스의 기업회생 영향을 밝히는 데 있어 조심스러운 모습이었다. 최근 대형마트의 기존점성장률 동향도 엇갈린다. 롯데마트는 3월은 물론 4월에도 성장하는 추세를 보이는 것으로 추정되지만, 이마트는 3월에 이어 4월에도 -LSD% 수준의 역성장을 기록했다. 양 사의 차이는 프로모션 전략에 기인한다고 판단된다. 롯데마트는 홈플러스와의 경합점에 점포 단위에서 M/S 확대를 위한 프로모션을 진행 중이라 밝혔지만, 이마트는 경합점에 특별한 프로모션을 취하지 않는다고 코멘트하기도 하였다. 즉 개별 기업의 전략에 따라 홈플러스의 기업회생 영향이 엇갈린 것이다.

지금까지는 홈플러스의 재무적 리스크에 따른 재고 조달 등 영업 경쟁력 저하에 따라 자연스럽게 경쟁사인 이마트와 롯데마트가 수혜를 보는 것을 기대했다. 홈플러스가 여전히 정상 영업을 하고 있기 때문이다.

하지만 하반기부터는 그 양상은 달라질 것이다. 홈플러스는 6월 12일까지 법원에 회생계획안을 제출하여야 한다. 회생계획안에는 구조조정에 대해 보다 구체적인 계획이 포함될 것으로 전망되는 데, 홈플러스의 구조조정안이 확정되면 물리적인 점포 폐점이 본격화되게 된다. 이미 홈플러스는 최근 언론 발표를 통해 17개 임차점에 대해 계약 해지를 밝혔다. 이미 폐점이 확정된 9개점을 더하면 총 26개 점포로 홈플러스 전체 점포의 약 20%에 해당한다. 폐점이 진행됨에 따라 이제는 영업 경쟁력 저하에 따른 자연스러운 M/S 감소가 아닌 물리적 폐점에 따른 M/S 감소가 나타나는 것이고, 반대로 경쟁사는 물리적인 M/S 확대를 기대해볼 수 있게 되는 것이다.

홈플러스의 폐점이 진행되면서 대형마트 사업자들의 외형 성장률 확대는 본격화될 수 있을 것으로 전망한다. 대형마트도 백화점과 마찬가지로 1Q25의 기저가 상대적으로 높고 2Q25부터는 낮아진다는 점 또한 외형 성장률 반등에 긍정적 요인이다.

[표2] 홈플러스 폐점 계획 및 경쟁점 현황

폐점 확정 점포 - 9개

점포	인근 점포
서울 신내	이마트 묵동(2km), 홈플러스 서울상봉(3.2km), 롯데마트 중계(4.3km)
부산 반여	롯데마트 동래(5km), 홈플러스 센텀시티(5km), 이마트 연제(6km)
순천 풍덕	이마트 순천(0.5km), 홈플러스 순천(3.2km)
부천 상동	이마트 중동(1.4km), 롯데마트 삼산(2.2km)
안산 선부	롯데마트 선부(1.6km), 이마트 안산고잔(4.4km)
부천 소사	이마트 부천(3km)
대구 내당	이마트 칠성(5km), 홈플러스 남대구(5km)
서울 동대문	이마트 왕십리(1.6km), 롯데마트 청량리(1.9km)
충청 동청주	홈플러스 청주성안(4.2km), 롯데마트 상당(7km)

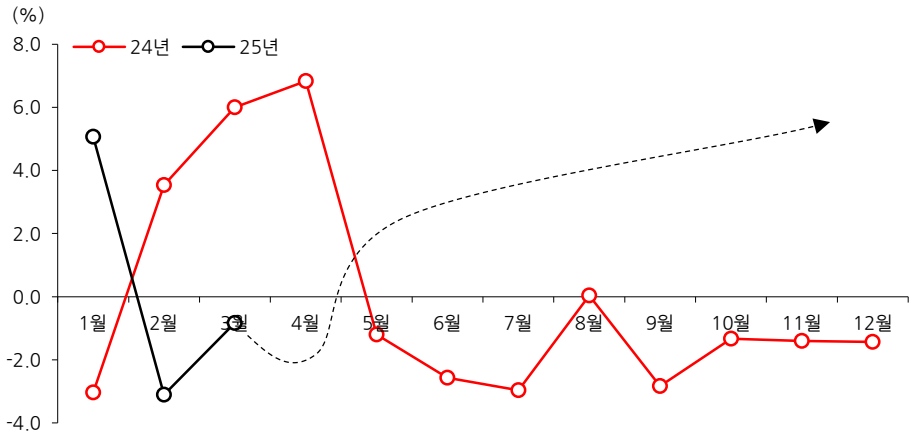
계약 해지 점포 - 17개

점포	인근 점포
가양	홈플러스 강서(1.7km), 이마트 신월(4.4km), 롯데마트 김포공항(5.4km)
시흥	롯데마트 금천(1.9km), 홈플러스 금천(3.4km), 이마트 광명소하(4km), 이마트 구로(4.6km)
일산	이마트 일산(2km), 롯데마트 주엽(2.7km), 홈플러스 고양터미널(3.7km)
잠실	롯데마트 월드타워(0.9km), 롯데마트 제타플렉스 잠실(1.3km)
계산	롯데마트 계양(0.2km), 이마트 계양(1.1km), 홈플러스 작전(2.8km)
인천 숭의	이마트 동인천(2.5km), 홈플러스 인하(3.6km)
인천 논현	홈플러스 인천연수(4.3km), 이마트 연수(5.4km), 롯데마트 연수(5.6km)
원천	이마트 흥덕(1.8km), 롯데마트 광교(3.2km), 홈플러스 수원영통(3.5km), 롯데마트 권선(3.8km)
안산 고잔	롯데마트 안산(3.2km), 이마트 안산고잔(3.5km)
화성 동탄	이마트 동탄(2.1km), 홈플러스 병점(3.7km)
천안 신방	이마트 천안(1.6km), 롯데마트 성정(5.3km)
천안	이마트 천안(3.8km), 이마트 천안터미널(3.9km), 롯데마트 성정(4.9km)
동촌	롯데마트 대구율하(5.3km), 이마트 만촌(5.7km)
장림	롯데마트 사하(1.3km)
울산 북구	롯데마트 진장(6.7km), 홈플러스 울산(8km)
부산 감만	이마트 문현(4km), 홈플러스 영도(6.7km)
조치원	

주: 거리는 차량 이동 거리 기준, 서울 등 5km 내외 점포 / 지방 10km 내외 거리 기준

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 대형마트 기존점 성장률 기저 및 전망



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

>> 편의점 - 편의점 역시, 업계 구조조정 중

BGF리테일, One & Only

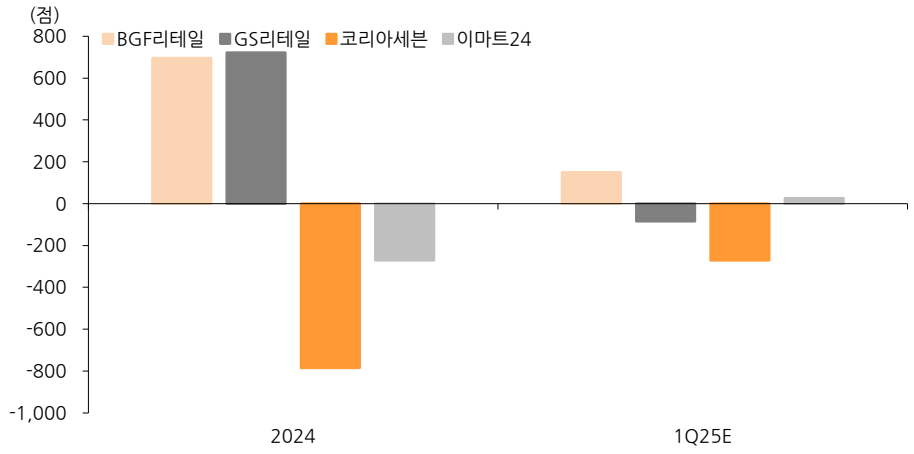
편의점 업계 역시, 타 유통업태와 마찬가지로 업계가 재편되고 있음이 확인되고 있다. 3위 사업자인 세븐일레븐의 점포 수가 23년 대비 24년 785개점 감소했으며, 4위 사업자인 이마트24의 점포 수도 -271개 감소하였다. 반면 CU와 GS25의 점포 수는 약 700개 수준으로 순증하는 모습을 보였다. 상위권 사업자 중심으로 업계가 재편되고 있는 것이다.

상위권 사업자 중심의로 업계 재편이 당연시 여겨지던 상황에서 변수가 발생했다. 1Q25 GS25의 점포 마저도 -85개 QoQ로 감소하는 모습을 보였기 때문이다. CU의 경우엔 여전히 분기 150개 ~ 200개 내외의 출점을 이어나가고 있는 것과는 상이한 모습이다. 상위권 사업자인 GS25마저도 점포 수가 순감을 하니 편의점에 대한 우려가 커지고 있는 상황이기도 하다. 동시다발적으로 나타나는 업계 구조조정은 분명, 과거와는 달리 편의점 산업이 성숙한 영향이 있다. 다만, 과도한 우려는 지양할 필요가 있겠다.

오비이락이기는 하지만, 개별 기업의 사정도 편의점 점포 수 순감에 영향을 미쳤기 때문이다. GS리테일은 탑 매니지먼트 변경 이후, 비효율을 찾고 걷어내는 사업 포트폴리오 재조정 과정에서 나타난 변화라 추정된다. 이마트24도 마찬가지다. 이마트의 전반적 기조 자체가 탑 매니지먼트 변화 이후 신 사업의 확장보다는 기존 사업의 안정에 초점이 맞춰져있다. 코리아세븐은 지난해 연말 불거진 롯데그룹의 재무리스크와 미니스톱 인수 이후 비효율 확대 등이 최근 점포 수 확장보다는 수익성 개선에 무게를 싣게하는 원인이 되었을 수 있다.

우리가 주목해야하는 것은 CU의 점포 수 순증세는 경쟁사의 상황과는 무관하게 지속되고 있다는 것이다. 여러 이슈가 혼재되어 상위권 사업자가 아닌 BGF리테일 중심의 업계 재편이 되고 있는 중이기 때문이다. 관리의 BGF리테일이 쇠퇴하고 있는 편의점에 여전히 낙관적으로 접근하고 있는 등의 오판 가능성은 아직까지는 낮아보인다.

[그림13] 편의점 점포 순증 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

기후 변화는 연간으로 봤을 때, 편의점에게 유리

1Q25 BGF리테일의 부진한 기존점성장률 역시, 편의점 업계에 대한 우려를 자극하고 있는 것도 사실이다. 다만 편의점은 트래픽이 중요한 업태이며, 트래픽은 결국 날씨가 좌우한다. 날씨의 탓을 하는 것이 변명으로 들릴 수 있겠으나, 편의점 외에도 패션 기업들 역시 기상환경의 부담으로 1Q25 부진할 실적을 기록했던 것이 사실이다. BGF리테일에서 제공한 데이터 역시, 1Q25의 날씨가 매출 부진의 주요 원인이었음을 지목하고 있다.

그런데, 최근의 기후 변화는 편의점에 유리하다. 겨울이 길어지며, 비수기가 더 비수기가 되고 있고, 성수기는 더 성수기가 되고 있다. 이 때문에 1분기의 실적에 과도한 매물은 금물이라는 판단이다.

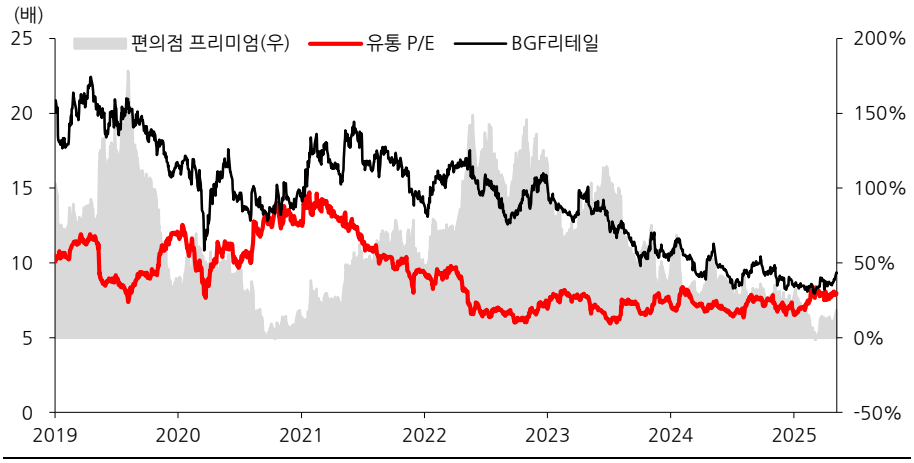
[그림14] 기온에 따른 기존점 성장률 방향성

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

편의점에 대한 밸류에이션 프리미엄은 여전히 인정받아야

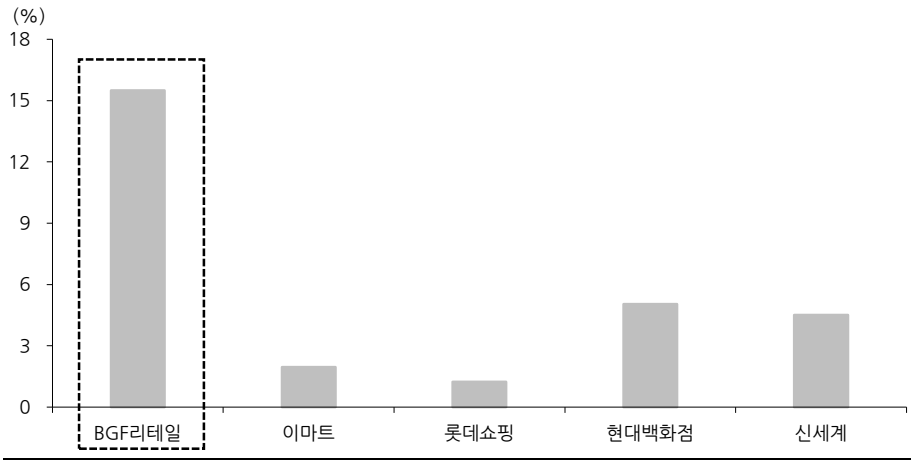
여전히 편의점에 대한 전통 유통업체 대비 밸류에이션 프리미엄이 용인되는 구간이다. 성장률 둔화로 프리미엄의 갭이 축소되는 것은 불가피하나, 프랜차이즈라는 비즈니스 모델 상 타 유통업태 대비 자산이 가볍다는 특징이 있기 때문이다. 이 때문에 편의점업에 기대되는 ROE 레벨은 15~20% 수준이다. LSD~MSD% 수준인 전통 유통업태 대비 현저히 높고, 이는 밸류에이션의 프리미엄 요소이다.

[그림15] 유통주 대비 편의점 밸류에이션 프리미엄



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 유통업종 25 년 ROE 전망 비교



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

>> 면세점 - 협상력의 전환

따이공과의 관계 재정립 중, 급한 것은 따이공

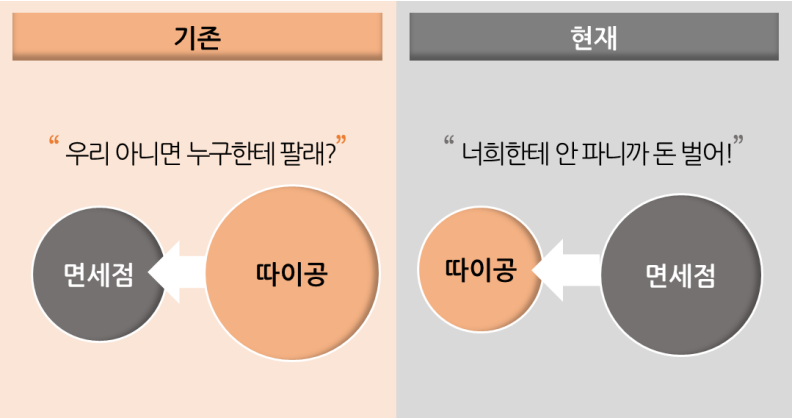
1Q25 실적 발표 이후 투자자들의 관심이 늘어나고 있는 업태가 면세점이다. 위기를 맞고 있는 면세점업계가 구조 개편에 나서면서, 4Q25 대비 빠르게 수익성이 개선되고 있기 때문이다. 핵심은 기존 따이공과의 관계 재정립이겠다. 코로나19 이후 지난해까지 따이공의 영향력을 면세점업계는 무시하지 못했다. 코로나19 시기에는 그들 외에는 판매할 소비자가 마뜩치 않았으며, 코로나19 이후 관광객 수요가 늘어나긴 했지만, 과거와는 달랐다. 관광객의 선호도 변화도 있었을 것이며, 높아진 원/달러 환율도 면세품에 대한 선호도를 낮추게 했다.

이 같은 상황에서 면세점업태는 따이공과의 거래 비중을 오히려 줄이는 전략을 펼쳤다. 관광객의 비중이 당장은 아니더라도 종국에는 늘어날 것이며, 외형을 유지하기 위해 더 이상 따이공에 끌려다닐 수만은 없다는 판단에서였다. 그리고 그 전략은 적중했다. 대형 따이공과의 거래를 끊어낸 롯데면세점은 1Q25 흑자전환에 성공했으며, 상장 면세점 3사 모두 큰 폭의 수익성 개선에 성공하였다. 1Q25 실적 발표 이후 면세점과 따이공의 관계 재정립 속도는 더욱 빨라질 것이다. 과거엔 따이공이 '우리 아니면 누구에게 팔건데?'라는 논리를 통해이 협상을 주도했다면, 1Q25 실적 이후에는 면세점이 '너희에게 안파니 돈을 번다!'라는 논리로 협상을 주도할 수 있게 되었기 때문이다.

더욱이 하반기 현대면세점 동대문점 폐점 등 면세점 업계 구조조정도 진행되고 있어, 협상에 있어 급해진 것은 오히려 따이공일 수 밖에 없다.

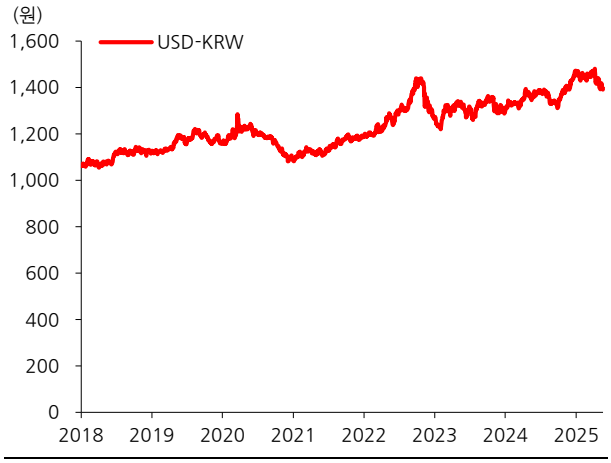
앞으로 면세점에 확인할 것은 외형 성장이 나타날 수 있느냐는 것이겠다. 중국의 소비 부양 정책의 강도는 하반기 더욱 강해질 수 있고, 원/달러, 위안/달러 등 환율이 하향 안정화된다면, 기대감이 커질 수 있는 구간임에는 분명하다.

[그림17] 면세점 협상력 변화



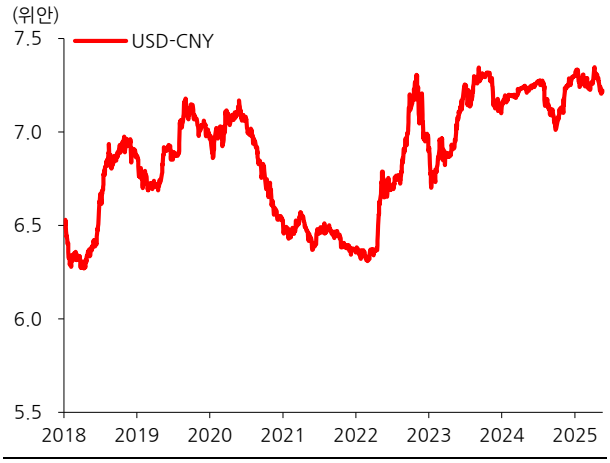
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 위안달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

V. 투자전략

단기 백화점, 장기 대형마트 선호

>> 단기 선호도 백화점 3 사 > 이마트 > BGF 리테일 제시

유통업종 최선호주 롯데쇼핑 제시

유통업종에 대해 Overweight 의견을 유지하며, 단기 선호도는 백화점 3사 〉 이마트 〉 BGF리테일 순으로 제시한다. 소비 개선에 있어서 백화점이 민감도가 가장 크다는 측면과 외국인 인바운드 성수기 진입에 따라 모멘텀 확대 가능성이 높다는 측면에서 2~3분기 백화점에 대한 주목이 필요하겠다. 백화점은 1Q25 기존점성장률을 통해 높은 기저에도 성장하는 체력을 증명해냈다는 점도 당분간 백화점이 유통업태 중 선호도가 높은 요인이겠다.

백화점 3사 중 선호도는 롯데쇼핑 〉 신세계 〉 현대백화점으로 제시하며, 롯데쇼핑에 대한 유통업종 최선호주 의견을 유지한다. 고정비 절감에 따른 차별화된 백화점 증익과 마트의 홈플러스 수혜, 성장하는 해외 사업 등이 경쟁사 대비 높은 평가를 가능케 하는 요소이다.

이제는 면세점 익스포저가 큰 것이 유리한 구간

면세점 수익성 개선으로 비중을 확대할 필요가 있는 구간이다. 오히려 면세점에 대한 익스포저가 높은 것이 기저가 낮은 하반기 높은 이익 성장률을 담보하는 요소겠다. 이것이 신세계를 현대백화점보다 선호하는 이유이다.

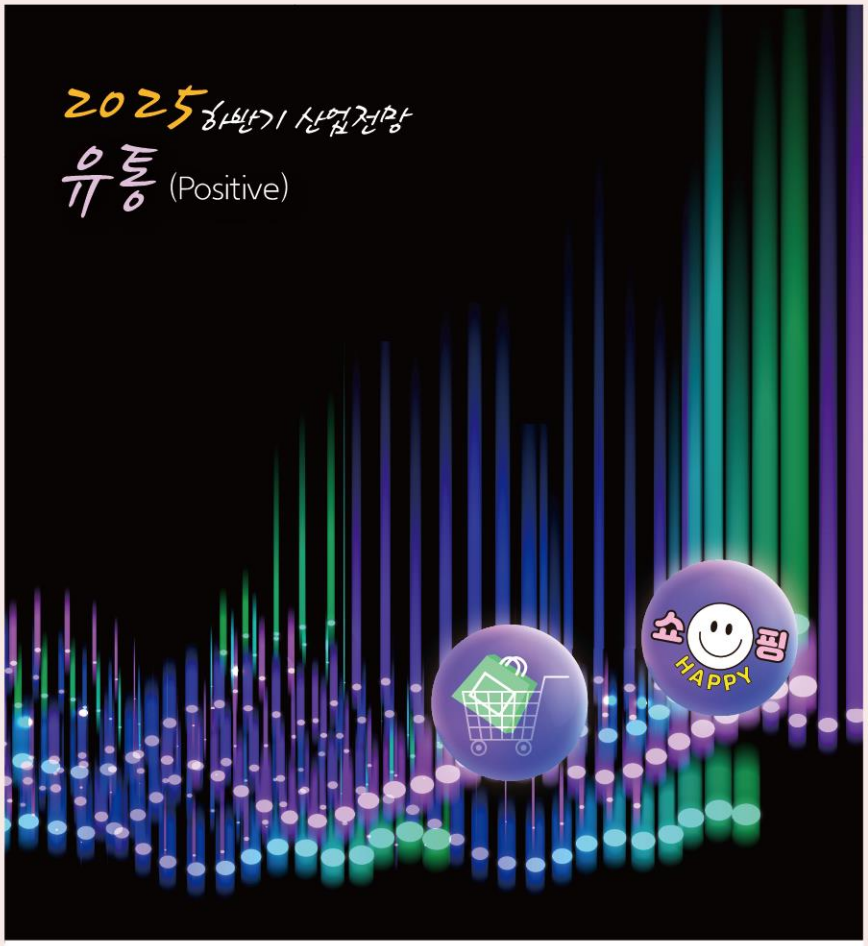
>> 이마트, BGF 리테일 - 증명 이후 다시 한 번 추세적 상승 전망

이마트, BGF리테일 증명의 시간이 길지 않을 것

이마트와 BGF리테일은 모두 외형성장에 있어 증명이 필요하다. 업계 구조조정이 공히 진행되고 있으나 1Q25 실적을 통해서는 외형성장을 증명해내지 못했다. 대형마트 역시, 1분기를 기점으로 기저가 점진적으로 낮아짐과 동시에 홈플러스의 폐점 등 구조조정이 본격화되는 과정에서 외형 성장을 증명해낼 수 있을 것으로 기대된다.

성장성에 우려가 있는 편의점도 마찬가지다. 결국 외형성장을 증명해야한다. 2분기 성수기 진입으로 외형 반등이 본격화될 수 있을 것으로 전망된다. 외형 성장만 확인할 수 있다면 주가의 반등을 기대해볼 수 있겠다. 우리의 투자포인트인 고정비 증가 속도 둔화는 이미 1Q25 실적을 통해 확인했기 때문이다.

이마트와 BGF리테일 모두, 증명의 시간이 길지 않을 것이다. 이마트가 BGF리테일보다 선호되는 요인은 구조조정의 규모가 대형마트가 편의점보다 크기 때문이다.



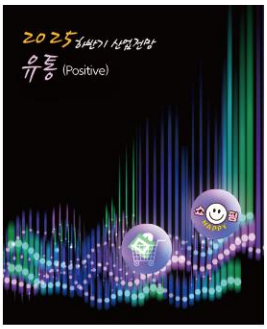
VI.

기업분석

1. 롯데쇼핑 (023530)
2. 이마트 (139480)
3. 신세계 (004170)
4. 현대백화점 (069960)
5. 호텔신라 (008770)
6. BGF리테일 (282330)
7. GS리테일 (007070)

2025년 05월 12일
기업분석

*기 공표된 자료



롯데쇼핑 (023530)

1Q25 Review : 자이언츠도 쇼핑도 잘해요

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(상향): 110,000원

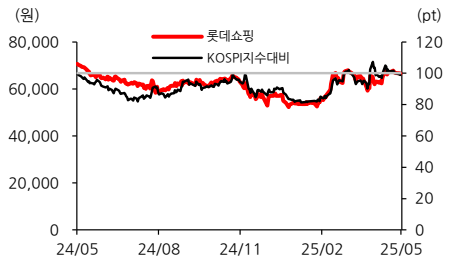
현재 주가(5/9)	72,100원
상승여력	▲52.6%
시가총액	20,396억원
발행주식수	28,289천주
52 주 최고가 / 최저가	72,100 / 52,300원
90 일 일평균 거래대금	47.24억원
외국인 지분율	8.0%
주주 구성	
롯데지주 (외 33 인)	60.4%
국민연금공단 (외 1 인)	7.0%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.3	28.8	14.1	2.0
상대수익률(KOSPI)	3.9	26.6	13.5	7.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	14,556	13,987	14,020	14,448
영업이익	508	473	639	721
EBITDA	1,682	1,589	1,731	1,806
지배주주순이익	174	-968	222	344
EPS	6,165	-34,219	7,864	12,151
순차입금	11,359	11,862	11,693	11,338
PER	12.2	-1.6	9.2	5.9
PBR	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	8.0	8.4	7.9	7.4
배당수익률	5.1	7.0	5.3	5.5
ROE	1.8	-7.7	1.4	2.2

주가 추이



1Q25 Review

롯데쇼핑은 1Q25 연결매출액 34,568억원(-2% YoY), 영업이익 1,482억원(+29% YoY)을 기록해 영업이익 기준 시장기대치(1,317억원)을 상회했다. 국내 백화점의 차별화된 증익이 호실적을 견인했다. 국내 백화점은 영업이익 1,279억원(+39% YoY)를 기록했는 데, SSSG는 +1% YoY로 경쟁사 수준이었지만, 비용 효율화 및 고정비 감소 영향으로 수익성이 큰 폭으로 개선됐다. 해외 사업의 성장성도 눈에 띄었다. 해외 사업의 영업이익은 235억원(+49% YoY)로 영업이익 기여도는 16%(+2%p YoY)로 확대됐다. 해외 백화점은 +6% YoY 성장하며 영업이익 21억원(흑전 YoY)으로 이익 기여를 시작했으며, 해외 할인점은 +10% YoY 성장하며 영업이익 214억원(+21% YoY)를 기록했다. 베트남 할인점은 OPM 11%에 육박했다. 이커머스도 플랫폼 거래액 성장(+12% YoY)과 수익성 개선 등으로 적자를 +140억원 YoY 감축하였다. 입장객 감소로 어려움을 겪은 컬처웍스를 제외한 연결자회사 하이마트와 홈쇼핑은 실적 턴어라운드를 지속했다. 국내 그로서리 사업은 다소 아쉬움이 있었다. 매출은 -4% YoY 감소하며, 영업이익 99억원(-73% YoY)을 기록했는 데, e그로서리 사업 이관(-109억원)과 소비 경기 둔화에 따른 매출 감소 등의 영향에 따른 것으로 판단된다.

모멘텀이 확대될 전망

낮은 기저 구간 진입 및 유동성 확대로 내수 소비 반등이 기대되고, 외국인 소비 유입 확대가 예상되면서 2Q25부터 백화점 모멘텀이 확대되겠다. 동사는 고정비 감소로 차별화된 백화점 증익을 지속하겠다. 그로서리는 통합매입 효과가 마무리로 증익의 모멘텀이 약화되는 구간이었으나, 홈플러스 영업력 하락, 이에 따른 M/S 확대가 2Q25부터 본격화되며, 다시금 모멘텀이 확대되겠다. 해외 사업의 확장도 기대되는 포인트이다. 또한 동사는 컬처웍스와 메가박스 간 합병을 추진 중인 데, 연결 편출될 가능성이 있다. 컬처웍스가 적자 자회사는 아니지만, 실적 변동성을 야기했던 만큼 연결 편출 시, 실적 안정성에 긍정적이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 11만원 상향, 최선호주 유지

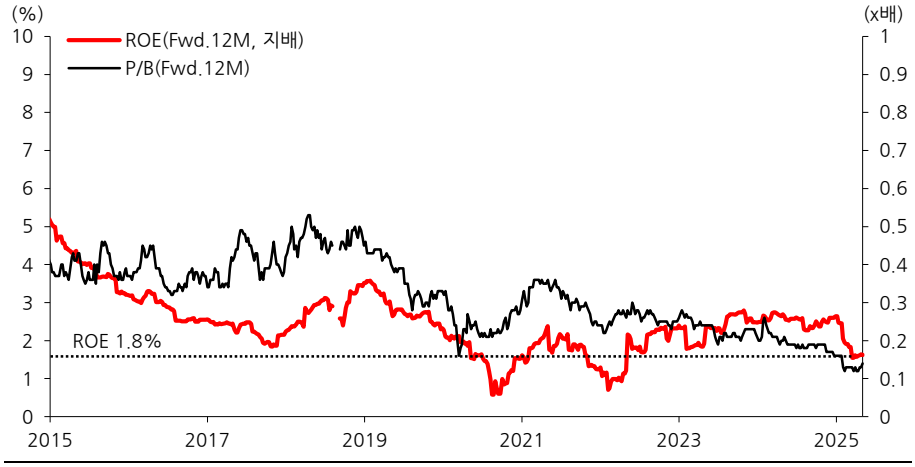
목표 P/B 상향으로 TP를 11만원으로 상향한다. 목표 P/B 0.2배는 12MF ROE 1.8%에서 기록했던 역사적 P/B 하단보다 낮다.

[표3] 롯데쇼핑 실적 테이블 (단위: 십억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**3,513**	**3,428**	**3,568**	**3,477**	**3,457**	**3,453**	**3,586**	**3,524**	**13,987**	**14,020**	**14,448**
YoY	*-1.4%*	*-5.4%*	*-4.6%*	*-4.3%*	*-1.6%*	*0.7%*	*0.5%*	*1.4%*	*-3.9%*	*0.2%*	*3.1%*
백화점	816	836	755	912	806	862	778	940	3,319	3,387	3,458
국내 백화점	786	808	729	880	775	832	751	906	3,204	3,265	3,330
할인점	1,483	1,319	1,442	1,333	1,487	1,342	1,469	1,377	5,576	5,675	5,968
국내 할인점	1,054	967	1,095	963	1,018	958	1,084	958	4,080	4,018	4,123
하이마트	537	589	686	556	553	607	693	573	2,368	2,426	2,474
수퍼	341	342	347	315	317	325	330	300	1,344	1,272	1,265
홈쇼핑	228	232	208	257	228	235	210	260	925	932	941
컬처웍스	115	114	131	92	86	108	124	87	452	406	426
기타	-11	-22	-15	-11	-13	-26	-18	-13	-59	-70	-84
영업이익	**115**	**56**	**155**	**147**	**148**	**87**	**172**	**232**	**473**	**639**	**721**
YoY	*1.7%*	*10.0%*	*9.2%*	*-27.3%*	*29.0%*	*54.5%*	*11.1%*	*57.7%*	*-6.9%*	*35.1%*	*12.8%*
백화점	90	59	71	180	130	84	96	232	400	541	558
국내 백화점	92	60	73	181	128	81	93	228	406	530	545
할인점	43	-16	45	-7	28	-24	32	-5	65	31	61
국내 할인점	25	-26	31	-18	7	-37	19	-19	13	-30	-12
하이마트	-16	3	31	-16	-11	6	34	0	2	29	40
수퍼	12	13	12	-8	3	8	8	-5	29	14	19
홈쇼핑	10	16	10	14	12	19	5	17	50	53	63
컬처웍스	1	6	9	-16	-10	0	2	-2	0	-9	-4
기타	-25	-25	-23	0	-4	-5	-5	-5	-73	-19	-16
영업이익률	**3.3%**	**1.6%**	**4.3%**	**4.2%**	**4.3%**	**2.5%**	**4.8%**	**6.6%**	**3.4%**	**4.6%**	**5.0%**
백화점	11.1%	7.0%	9.4%	19.7%	16.1%	9.7%	12.3%	24.6%	12.0%	16.0%	16.1%
국내 백화점	11.7%	7.4%	10.0%	20.6%	16.5%	9.7%	12.4%	25.2%	12.7%	16.2%	16.4%
할인점	2.9%	-1.2%	3.1%	-0.5%	1.9%	-1.8%	2.2%	-0.3%	1.2%	0.5%	1.0%
국내 할인점	2.4%	-2.7%	2.8%	-1.8%	0.7%	-3.9%	1.7%	-2.0%	0.3%	-0.8%	-0.3%
수퍼	3.5%	3.7%	3.5%	-2.5%	1.0%	2.4%	2.4%	-1.7%	2.2%	1.1%	1.5%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 롯데쇼핑 ROE 와 P/B Band



자료: 코웨이, Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 롯데쇼핑 P/B 밸류에이션 (단위: 억원, 배, 천주, 원)

구분	12MF	비고
지배기업 소유주지분	158,549	
Target P/B	0.20	12MF ROE 1.8% 전망
적정 시가총액	31,710	
발행주식수	28,103	
적정가치	**112,834**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	15,476	14,556	13,987	14,020	14,448
매출총이익	6,813	6,775	6,735	6,594	6,940
영업이익	386	508	473	639	721
EBITDA	1,611	1,682	1,589	1,731	1,806
순이자손익	-365	-413	-455	-461	-452
외화관련손익	-53	-20	-177	0	0
지분법손익	-2	89	97	169	189
세전계속사업손익	-567	184	-1,021	319	458
당기순이익	-319	169	-994	224	344
지배주주순이익	-325	174	-968	222	344
증가율(%)					
매출액	-44.9	-5.9	-3.9	0.2	3.1
영업이익	-67.5	31.6	-6.9	35.1	12.8
EBITDA	-22.8	4.4	-5.5	8.9	4.4
순이익	적전	흑전	적전	흑전	53.2
이익률(%)					
매출총이익률	44.0	46.5	48.2	47.0	48.0
영업이익률	2.5	3.5	3.4	4.6	5.0
EBITDA 이익률	10.4	11.6	11.4	12.3	12.5
세전이익률	-3.7	1.3	-7.3	2.3	3.2
순이익률	-2.1	1.2	-7.1	1.6	2.4

재무상태표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,180	5,564	5,517	5,511	5,753
현금성자산	3,473	2,991	2,963	2,931	3,087
매출채권	789	993	724	734	758
재고자산	1,386	1,269	1,540	1,545	1,595
비유동자산	25,524	25,081	33,486	33,346	33,240
투자자산	10,058	8,915	8,428	8,428	8,428
유형자산	14,325	15,007	24,306	24,187	24,099
무형자산	1,141	1,159	752	731	713
자산총계	31,704	30,645	39,003	38,857	38,993
유동부채	10,623	10,903	9,836	9,575	9,475
매입채무	3,151	3,355	3,127	3,066	3,166
유동성이자부채	5,657	5,863	5,213	5,013	4,813
비유동부채	10,046	8,905	12,133	12,133	12,133
비유동이자부채	9,563	8,487	9,612	9,612	9,612
부채총계	20,668	19,808	21,969	21,709	21,608
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	8,641	8,630	7,498	7,613	7,849
자본조정	-2,789	-2,852	4,291	4,142	4,142
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	11,035	10,836	17,034	17,149	17,385

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,628	1,640	1,588	1,058	1,254
당기순이익	-319	169	-994	224	344
자산상각비	1,225	1,174	1,116	1,091	1,085
운전자본증감	-98	-137	-115	-87	13
매출채권 감소(증가)	-122	-106	55	-10	-24
재고자산 감소(증가)	18	117	-69	-5	-50
매입채무 증가(감소)	5	-24	-8	-61	100
투자현금흐름	-623	-199	-1,068	-783	-790
유형자산처분(취득)	-550	-723	-880	-911	-939
무형자산 감소(증가)	-16	-46	-21	-40	-40
투자자산 감소(증가)	515	326	-39	0	0
재무현금흐름	-1,599	-1,651	-498	-307	-307
차입금의 증가(감소)	-992	-967	60	-200	-200
자본의 증가(감소)	-148	-150	-143	-107	-107
배당금의 지급	-148	-150	-143	-107	-107
총현금흐름	1,752	1,734	1,714	1,145	1,240
(-)운전자본증가(감소)	20	-208	398	87	-13
(-)설비투자	556	816	906	911	939
(+)자산매각	-9	47	5	-40	-40
Free Cash Flow	1,166	1,174	415	107	275
(-)기타투자	651	102	-155	-169	-189
잉여현금	515	1,072	570	275	463
NOPLAT	280	468	343	449	541
(+) Dep	1,225	1,174	1,116	1,091	1,085
(-)운전자본투자	20	-208	398	87	-13
(-)Capex	556	816	906	911	939
OpFCF	929	1,034	155	542	700

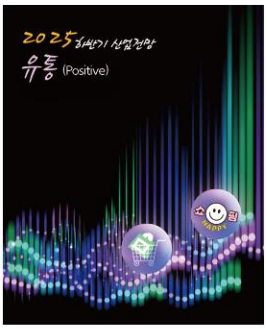
주요지표 (단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-11,473	6,165	-34,219	7,864	12,151
BPS	338,214	335,593	548,061	552,122	560,467
DPS	3,300	3,800	3,800	3,800	4,000
CFPS	61,925	61,293	60,578	40,474	43,845
ROA(%)	-1.0	0.6	-2.8	0.6	0.9
ROE(%)	-3.3	1.8	-7.7	1.4	2.2
ROIC(%)	1.3	2.3	1.5	1.7	2.0
Multiples(x,%)					
PER	-7.9	12.2	-1.6	9.2	5.9
PBR	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.5	1.2	0.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	8.9	8.0	8.4	7.9	7.4
배당수익률	3.6	5.1	7.0	5.3	5.5
안정성(%)					
부채비율	187.3	182.8	129.0	126.6	124.3
Net debt/Equity	106.5	104.8	69.6	68.2	65.2
Net debt/EBITDA	729.2	675.3	746.4	675.7	627.7
유동비율	58.2	51.0	56.1	57.6	60.7
이자보상배율(배)	0.8	0.9	0.8	1.1	1.2
자산구조(%)					
투하자본	60.5	62.9	70.3	70.3	69.9
현금+투자자산	39.5	37.1	29.7	29.7	30.1
자본구조(%)					
차입금	58.0	57.0	46.5	46.0	45.3
자기자본	42.0	43.0	53.5	54.0	54.7

주: IFRS 연결 기준

2025년 05월 12일
기업분석

*기 공표된 자료



이마트 (139480)

1Q25 Review : 확인된 것과 이제 확인해야할 것

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 120,000원

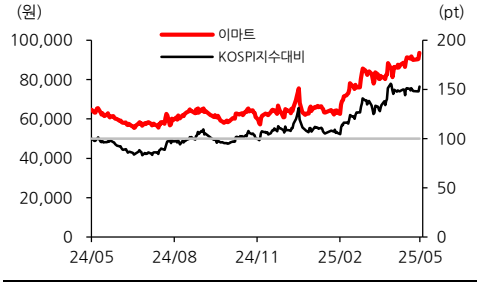
현재 주가(5/12)	86,600원
상승여력	▲38.6%
시가총액	23,898억원
발행주식수	27,596천주
52 주 최고가 / 최저가	93,500 / 55,500원
90 일 일평균 거래대금	187.85억원
외국인 지분율	20.0%
주주 구성	
정용진 (외 2 인)	28.9%
국민연금공단 (외 1 인)	12.7%
자사주 (외 1 인)	2.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.2	25.3	49.6	33.8
상대수익률(KOSPI)	-6.9	23.0	44.5	38.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	29,472	29,021	30,477	32,131
영업이익	-47	47	625	709
EBITDA	1,549	1,675	2,150	2,231
지배주주순이익	-89	-590	341	475
EPS	-3,196	-21,166	12,724	17,719
순차입금	9,201	10,227	10,221	9,718
PER	-24.0	-3.0	6.8	4.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.3	7.2	5.9	5.4
배당수익률	2.6	3.2	3.3	3.7
ROE	-0.8	-5.4	3.2	4.4

주가 추이



1Q25 Review

이마트는 1Q25 연결 매출액 72,189억원(+0.2% YoY), 영업이익 1,593억원(+238.2% YoY)을 기록하여 영업이익 기준 시장기대치(1,293억원)를 크게 상회했다. 이마트 별도법인 영업이익은 1,333억원(+43.1% YoY)을 기록했는 데, 할인점의 기존점성장률은 -0.6%로 부진했으나, 통합매입 효과에 따른 GPM 개선(할인점 실질효과 +0.6%p YoY, 트레이더스 +0.8%p YoY) 및 판관비 효율화로 시장 기대치(1,155억원)를 상회, 당사 전망치(1,331억원)에 부합했다. SCK컴퍼니(스타벅스)와 쓱닷컴 등 주요 자회사들의 실적은 기대치를 하회하였으나, 회계기준 변경으로 프라퍼티가 전년대비 +242억원 증익했으며, 건설의 적자가 전년대비 +137억원 감소하며 연결 실적 개선을 이끌었다. 스타벅스는 가격 인상효과에도 원/달러 환율 급등(+9% YoY)으로 OPM이 +0.1%p YoY 개선되는 데 그쳤으며, 쓱닷컴은 배송 커버리지 확대 관련 프로모션 비용으로 적자가 -42억원 YoY 확대되었다.

키는 성장률과 스타벅스가 쥐고 있음

통합매입과 판관비 효율화 등이 실적에 미치는 영향은 1Q25 실적을 통해 확인하였다. 추가적인 실적 전망치 상향의 키는 할인점의 기존점 성장률과 스타벅스의 마진 개선에 있다고 판단된다. 통합매입 재원을 통한 가격 재투자와 홈플러스의 기업회생에 따른 영업력 악화 등으로 할인점의 성장을 기대하고 있는 데, 4월 영업실적까지는 의미있게 확인되지 못하였다. 동사는 기저가 낮아지는 하반기의 외형 반등을 전망하고 있으며, 6월 홈플러스의 기업회생안 제출 이후 구체화될 구조조정 전략에 따른 수혜가 예상되기에 성장 반등의 무게는 하반기에 쏠리겠다. 스타벅스는 비우호적인 환율 영향으로 1Q25 유의미한 수익성 개선을 보여주지 못했다. 다행스럽게도 2Q25 현재, 원/달러 환율이 1,400원 내외로 다소 안정되었고, 환율의 전년 기저도 상대적으로 높아지기에 수익성 개선 효과가 2Q25부터 확대될 수 있을 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 12만원 유지

이마트의 대해 투자의견 BUY와 목표주가 12만원을 유지한다. 이마트에 대해 여전히 선호의견을 유지하나, 추가 실적 전망치 상향 요인이 확인되기 전까지는 백화점 대비 후순위로 선호도를 하향한다.

[표5] 이마트 별도 실적 테이블 (단위: 억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	**42,030**	**38,392**	**46,726**	**42,525**	**46,258**	**43,607**	**49,438**	**45,436**	**169,673**	**184,739**	**191,456**
YoY	2.5%	-2.5%	5.3%	4.7%	10.1%	13.6%	5.8%	6.8%	2.6%	8.9%	3.6%
할인점	30,338	27,555	30,750	28,022	30,422	28,366	32,201	29,416	116,665	120,405	122,548
트레이더스	9,157	8,011	9,652	8,360	9,667	8,626	10,619	9,589	35,180	38,502	42,024
전문점	2,535	2,761	2,623	2,527	2,604	2,982	2,833	2,729	10,446	11,148	12,040
에브리데이	0	0	3,699	3,616	3,564	3,573	3,725	3,641	7,315	14,503	14,605
기타	0	65	2	0	1	60	60	60	67	181	240
순매출액	38,484	35,059	43,150	39,003	42,592	39,900	45,236	41,574	155,696	169,302	175,182
매출총이익	10,479	9,630	11,791	10,632	11,617	11,063	12,524	11,370	42,532	46,575	48,037
영업이익	**932**	**-210**	**1,228**	**-731**	**1,333**	**372**	**1,770**	**991**	**1,219**	**4,466**	**4,984**
YoY	*45.0%*	*-18.6%*	*11.4%*	*적전*	*43.0%*	*흑전*	*44.2%*	*흑전*	*-35.1%*	*266.3%*	*11.6%*
영업이익률	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	2.9%	0.9%	3.6%	2.2%	0.7%	2.4%	2.6%

자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 이마트 연결 실적 테이블 (단위: 억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
순매출액	**72,067**	**70,560**	**75,085**	**72,497**	**72,189**	**74,004**	**80,873**	**77,707**	**290,209**	**304,773**	**321,310**
YoY	*1.0%*	*-3.0%*	*-2.6%*	*-1.4%*	*0.2%*	*4.9%*	*7.7%*	*7.2%*	*-1.5%*	*5.0%*	*5.4%*
이마트	38,484	35,059	43,150	39,003	42,592	39,900	45,236	41,574	155,696	169,302	175,182
SSG.Com	4,134	3,952	3,905	3,764	3,568	4,777	5,223	5,012	15,755	18,580	20,847
SCK 컴퍼니	7,346	7,597	7,875	8,183	7,619	7,989	8,575	8,787	31,001	32,971	35,577
G 마켓	2,552	2,526	2,257	2,278	2,006	2,147	2,483	2,346	9,613	8,982	9,880
이마트 24	5,114	5,659	5,677	5,185	4,658	5,435	5,522	5,310	21,635	20,924	21,436
프라퍼티	781	752	780	1,388	1,040	775	803	833	3,701	3,451	3,554
조선호텔	1,308	1,487	1,871	1,884	1,646	1,933	1,965	1,978	6,550	7,522	7,898
영업이익	**471**	**-346**	**1,117**	**-771**	**1,593**	**616**	**2,495**	**1,549**	**471**	**6,253**	**7,093**
YoY	*243.8%*	*적지*	*적지*	*6.2%*	*238.2%*	*흑전*	*123.3%*	*흑전*	*흑전*	*1227.5%*	*13.4%*
이마트	932	-210	1,228	-731	1,333	372	1,770	991	1,219	4,466	4,984
SSG.Com	-138	-169	-165	-253	-181	-166	-45	-132	-725	-524	-396
SCK 컴퍼니	327	431	664	486	351	533	766	720	1,908	2,371	2,593
G 마켓	-85	-76	-180	-333	-121	-133	-146	-123	-674	-523	-388
이마트 24	-131	-27	-1	-139	-104	1	27	-63	-298	-139	-99
프라퍼티	122	7	47	598	364	124	129	133	774	750	586
조선호텔	54	69	194	98	18	80	204	161	415	462	537
영업이익률	**0.7%**	**-0.5%**	**1.5%**	**-1.1%**	**2.2%**	**0.8%**	**3.1%**	**2.0%**	**0.2%**	**2.1%**	**2.2%**

자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	29,332	29,472	29,021	30,477	32,131
매출총이익	8,323	8,744	9,041	9,017	9,318
영업이익	136	-47	47	625	709
EBITDA	1,696	1,549	1,675	2,150	2,231
순이자손익	-203	-247	-317	-253	-251
외화관련손익	-88	-35	-152	0	0
지분법손익	187	13	62	41	46
세전계속사업손익	1,252	-212	-605	475	625
당기순이익	1,008	-187	-573	354	475
지배주주순이익	1,029	-89	-590	341	475
증가율(%)					
매출액	123.0	0.5	-1.5	5.0	5.4
영업이익	-76.7	적전	흑전	1,227.6	13.4
EBITDA	70.2	-8.7	8.2	28.4	3.7
순이익	245.2	적전	적지	흑전	34.2
이익률(%)					
매출총이익률	28.4	29.7	31.2	29.6	29.0
영업이익률	0.5	-0.2	0.2	2.1	2.2
EBITDA 이익률	5.8	5.3	5.8	7.1	6.9
세전이익률	4.3	-0.7	-2.1	1.6	1.9
순이익률	3.4	-0.6	-2.0	1.2	1.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	5,849	6,388	10,429	10,667	11,274
현금성자산	1,732	2,446	2,348	2,304	2,758
매출채권	1,691	1,834	1,624	1,803	1,873
재고자산	2,032	1,846	2,054	2,157	2,241
비유동자산	27,353	27,056	23,501	23,416	23,335
투자자산	9,248	9,252	9,675	9,675	9,675
유형자산	10,345	10,042	9,731	9,720	9,711
무형자산	7,760	7,761	4,096	4,022	3,949
자산총계	33,202	33,444	33,931	34,083	34,609
유동부채	9,942	10,374	10,804	10,630	10,716
매입채무	4,379	4,364	3,657	3,532	3,669
유동성이자부채	3,213	3,706	3,750	3,700	3,650
비유동부채	9,777	9,236	9,942	9,982	10,024
비유동이자부채	8,454	7,941	8,826	8,826	8,826
부채총계	19,718	19,610	20,747	20,612	20,740
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,277	4,208	4,208	4,208
이익잉여금	5,691	5,359	4,638	4,926	5,323
자본조정	1,100	1,679	1,405	1,405	1,405
자기주식	-145	-145	-145	-145	-145
자본총계	13,483	13,834	13,184	13,471	13,868

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	746	1,135	1,460	658	1,175
당기순이익	1,008	-187	-573	354	475
자산상각비	1,561	1,596	1,628	1,525	1,522
운전자본증감	-582	-353	-372	-406	-17
매출채권 감소(증가)	-306	-215	-2	-179	-70
재고자산 감소(증가)	-431	41	-210	-103	-83
매입채무 증가(감소)	289	-160	-51	-124	137
투자현금흐름	-714	-809	-892	-599	-594
유형자산처분(취득)	-1,061	-604	-626	-600	-600
무형자산 감소(증가)	-40	-60	-27	-40	-40
투자자산 감소(증가)	8	48	-53	0	0
재무현금흐름	222	176	-153	-104	-128
차입금의 증가(감소)	99	-8	106	-50	-50
자본의 증가(감소)	-262	-146	-172	-54	-78
배당금의 지급	-128	-146	-172	-54	-78
총현금흐름	1,757	2,063	2,233	1,065	1,192
(-)운전자본증가(감소)	243	-114	3,753	406	17
(-)설비투자	1,154	766	651	600	600
(+)자산매각	53	102	-2	-40	-40
Free Cash Flow	412	1,514	-2,172	18	535
(-)기타투자	-40	661	-3,194	-41	-46
잉여현금	452	853	1,022	60	581
NOPLAT	109	-34	34	466	539
(+) Dep	1,561	1,596	1,628	1,525	1,522
(-)운전자본투자	243	-114	3,753	406	17
(-)Capex	1,154	766	651	600	600
OpFCF	273	910	-2,741	985	1,444

주요지표

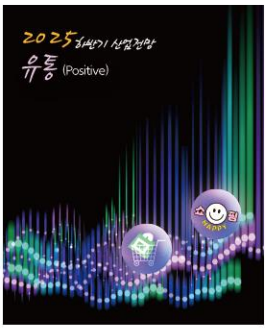
(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	36,924	-3,196	-21,166	12,724	17,719
BPS	402,052	410,873	372,745	383,050	397,291
DPS	2,000	2,000	2,000	2,900	3,200
CFPS	63,017	74,011	80,111	38,193	42,753
ROA(%)	3.2	-0.3	-1.8	1.0	1.4
ROE(%)	9.6	-0.8	-5.4	3.2	4.4
ROIC(%)	0.5	-0.2	0.2	2.3	2.6
Multiples(x,%)					
PER	2.7	-24.0	-3.0	6.8	4.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	1.6	1.0	0.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	7.5	7.3	7.2	5.9	5.4
배당수익률	2.0	2.6	3.2	3.3	3.7
안정성(%)					
부채비율	146.2	141.7	157.4	153.0	149.6
Net debt/Equity	73.7	66.5	77.6	75.9	70.1
Net debt/EBITDA	585.7	594.0	610.5	475.3	435.6
유동비율	58.8	61.6	96.5	100.4	105.2
이자보상배율(배)	0.4	n/a	0.1	1.3	1.5
자산구조(%)					
투하자본	65.6	63.6	62.9	63.3	62.3
현금+투자자산	34.4	36.4	37.1	36.7	37.7
자본구조(%)					
차입금	46.4	45.7	48.8	48.2	47.4
자기자본	53.6	54.3	51.2	51.8	52.6

주: IFRS 연결 기준

2025년 05월 14일
기업분석

*기 공표된 자료



신세계 (004170)

1Q25 Review : 백화점과 면세점이 함께 좋아진다면?

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(유지): 220,000원

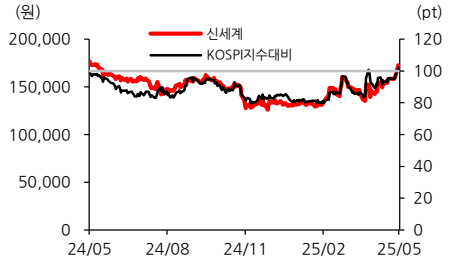
현재 주가(5/13)	164,000원
상승여력	▲34.1%
시가총액	15,818억원
발행주식수	9,645천주
52 주 최고가 / 최저가	176,800 / 125,900원
90 일 일평균 거래대금	55.4억원
외국인 지분율	13.0%
주주 구성	
정유경 (외 4 인)	29.2%
국민연금공단 (외 1 인)	11.4%
자사주 (외 1 인)	9.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.1	22.7	28.4	-7.2
상대수익률(KOSPI)	5.9	21.7	20.5	-2.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,357	6,570	7,346	8,124
영업이익	640	477	609	711
EBITDA	1,137	958	1,130	1,222
지배주주순이익	225	108	239	299
EPS	22,865	10,948	27,298	34,080
순차입금	3,881	4,519	4,066	3,670
PER	7.7	12.1	6.0	4.8
PBR	0.4	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.9	6.1	5.0	4.3
배당수익률	2.3	3.4	2.9	3.0
ROE	5.4	2.5	5.5	6.5

주가 추이



1Q25 Review

신세계는 1Q25 연결 총매출액 28,187억원(+2.1% YoY), 영업이익 1,323억원(-18.8% YoY)를 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. SI, 까사 등 연결 자회사의 실적이 당사 전망치 대비 부진했지만, 주요 사업부인 백화점의 영업이익은 당사 전망치(1,099억원)에 부합한 1,079억원(-5.1% YoY)를 기록했으며, 면세점 영업적자는 -23억원(-95억원 YoY)으로 당사 전망치(-88억원)을 상회했다. 높은 기저와 비우호적인 소비 환경에도 백화점의 1Q25 관리기준 기존점성장률은 +2.5% YoY 성장한 것으로 파악된다. 면세점은 특허수수료 감면(45억원)에 따른 일회성 이익이 있었으나, 이를 제외 시에도 QoQ로 약 290억원의 적자를 감축하였다. 업계 구조조정 영향에 따른 따이공향 할인률 개선 등으로 시내점의 총매출액 대비 영업이익률이 mid single 수준으로 개선된 것으로 추정되며, 공항 임차료 감면의 효과가 나타난 효과였다.

백화점 모멘텀 확대, 면세점 수익성 개선세 지속 전망

1Q25 이후 전년 기저는 점차 낮아지며, 유동성 확대로 내수 반등이 기대되고, 외국인 인바운드 성수기에 따른 소비 유입도 확대가 전망된다. 이에 따른 백화점 모멘텀이 확대되겠다. 일각에서는 동사의 감가상각비 증가에 대한 우려가 제기될 수 있으나, 더헤리티지(옛 제일은행) 오픈 등 영업면적 증가를 수반한 상각비 증가이기 때문에 매출이 증가한다면 충분히 상쇄가 가능할 것이다. 참고로 동사는 연초 관리 기준 기존점성장률 +6% YoY를 제시했는 데, 이는 신규 매장 오픈 및 리뉴얼 효과를 감안한 것이다. 여전히 높은 원/달러 환율 등 매크로 환경이 우호적이지 못하여 외형 성장을 전망하기는 쉽지 않지만, 하반기 현대백화점 동대문점의 철수가 예정되어 있는 만큼 업계 구조조정에 따른 면세점의 수익성 개선세도 지속되겠다. 하반기로 갈수록 면세점의 적자 기저가 낮아지는 만큼 면세점의 수익성 개선에 주목할 필요가 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 22만원 유지

신세계에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 22만원을 유지한다. 백화점과 면세점이 함께 좋아진다면, 동사의 선호도는 높아질 수 밖에 없다.

[표7] 신세계 실적 테이블 (단위: 억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
순매출액	**16,047**	**16,044**	**15,401**	**17,203**	**16,658**	**17,617**	**18,368**	**20,814**	**64,695**	**73,457**	**81,241**
YoY	*2.6%*	*1.8%*	*2.8%*	*0.0%*	*3.8%*	*9.8%*	*19.3%*	*21.0%*	*1.8%*	*13.5%*	*10.6%*
백화점	6,641	6,417	6,195	7,220	6,591	6,771	6,590	7,740	26,473	27,692	28,651
신세계인터내셔날	3,094	3,209	2,960	3,823	3,042	3,241	3,231	4,069	13,086	13,583	14,631
센트럴시티	889	950	944	971	887	979	972	1,000	3,754	3,838	3,953
신세계 DF	4,867	4,924	4,717	5,552	5,618	5,988	6,947	7,235	20,060	25,788	31,126
까사미아	685	651	686	673	623	684	720	707	2,695	2,734	2,870
라이브쇼핑	782	815	770	916	811	856	809	962	3,283	3,437	3,609
영업이익	**1,630**	**1,175**	**930**	**1,061**	**1,323**	**1,184**	**1,428**	**2,160**	**4,796**	**6,095**	**7,107**
YoY	*7.0%*	*-21.5%*	*-29.4%*	*-48.5%*	*-18.8%*	*0.8%*	*53.5%*	*103.6%*	*-25.0%*	*27.1%*	*16.6%*
백화점	1,137	818	883	1,217	1,079	908	1,004	1,639	4,055	4,630	4,720
신세계인터내셔날	112	133	21	3	47	136	71	120	269	374	572
센트럴시티	262	109	259	227	222	159	252	250	857	883	983
신세계 DF	72	86	-162	-355	-23	-46	86	30	-359	46	660
까사미아	10	-5	2	3	1	6	28	20	10	55	25
라이브쇼핑	56	59	13	49	57	72	36	151	177	317	347
영업이익률	**10.2%**	**7.3%**	**6.0%**	**6.2%**	**7.9%**	**6.7%**	**7.8%**	**10.4%**	**7.4%**	**8.3%**	**8.7%**

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,813	6,357	6,570	7,346	8,124
매출총이익	5,085	3,855	4,053	4,671	5,281
영업이익	645	640	477	609	711
EBITDA	1,224	1,137	958	1,130	1,222
순이자손익	-81	-113	-137	-148	-139
외화관련손익	-35	5	-31	0	0
지분법손익	-16	-5	-12	0	0
세전계속사업손익	522	453	195	428	531
당기순이익	548	312	187	320	398
지배주주순이익	406	225	108	239	299
증가율(%)					
매출액	213.5	-18.6	3.4	11.8	10.6
영업이익	136.0	-0.9	-25.4	27.8	16.6
EBITDA	177.1	-7.1	-15.8	18.0	8.1
순이익	194.3	-43.0	-40.2	71.2	24.7
이익률(%)					
매출총이익률	65.1	60.6	61.7	63.6	65.0
영업이익률	8.3	10.1	7.3	8.3	8.7
EBITDA 이익률	15.7	17.9	14.6	15.4	15.0
세전이익률	6.7	7.1	3.0	5.8	6.5
순이익률	7.0	4.9	2.8	4.4	4.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,654	2,674	2,343	2,827	3,214
현금성자산	1,042	979	675	929	1,124
매출채권	559	716	597	670	741
재고자산	865	891	979	1,136	1,256
비유동자산	11,695	12,078	12,729	12,619	12,520
투자자산	4,063	4,239	4,360	4,360	4,360
유형자산	7,011	7,280	7,795	7,745	7,698
무형자산	621	560	574	514	462
자산총계	14,348	14,752	15,072	15,446	15,733
유동부채	4,850	4,944	4,947	5,221	5,351
매입채무	1,689	1,787	1,803	2,177	2,407
유동성이자부채	2,214	2,263	2,229	2,129	2,029
비유동부채	3,247	3,468	3,750	3,650	3,550
비유동이자부채	2,445	2,597	2,965	2,865	2,765
부채총계	8,097	8,412	8,697	8,871	8,901
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	403	424	424	424
이익잉여금	3,479	3,655	3,718	3,918	4,175
자본조정	182	101	74	74	74
자기주식	-4	-87	-193	-193	-193
자본총계	6,252	6,340	6,375	6,575	6,832

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	903	791	776	903	849
당기순이익	548	312	187	320	398
자산상각비	578	497	481	521	511
운전자본증감	-39	-121	-41	143	39
매출채권 감소(증가)	-80	-165	127	-74	-71
재고자산 감소(증가)	-94	-14	-78	-157	-120
매입채무 증가(감소)	237	45	3	374	230
투자현금흐름	-774	-912	-981	-410	-412
유형자산처분(취득)	-378	-596	-885	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-10	-13	-13	-10	-12
투자자산 감소(증가)	-131	52	-7	0	0
재무현금흐름	233	-16	-17	-239	-241
차입금의 증가(감소)	277	179	203	-200	-200
자본의 증가(감소)	-54	-163	-216	-39	-41
배당금의 지급	-54	-79	-82	-39	-41
총현금흐름	1,106	1,184	1,041	760	810
(-)운전자본증가(감소)	-77	38	-65	-143	-39
(-)설비투자	381	601	895	400	400
(+)자산매각	-6	-8	-3	-10	-12
Free Cash Flow	796	537	208	493	437
(-)기타투자	371	438	182	0	0
잉여현금	424	99	26	493	437
NOPLAT	468	440	457	455	533
(+) Dep	578	497	481	521	511
(-)운전자본투자	-77	38	-65	-143	-39
(-)Capex	381	601	895	400	400
OpFCF	742	299	107	719	683

주요지표

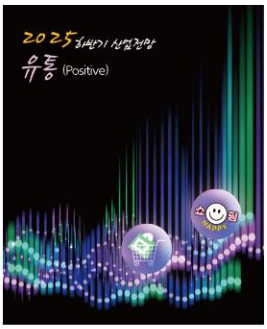
(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	41,245	22,865	10,948	27,298	34,080
BPS	417,836	427,477	433,221	453,524	479,688
DPS	3,750	4,000	4,500	4,700	4,900
CFPS	112,373	120,245	105,774	77,216	82,241
ROA(%)	2.9	1.5	0.7	1.6	1.9
ROE(%)	10.3	5.4	2.5	5.5	6.5
ROIC(%)	5.6	5.1	5.1	5.0	5.9
Multiples(x,%)					
PER	5.3	7.7	12.1	6.0	4.8
PBR	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	2.0	1.5	1.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	4.7	4.9	6.1	5.0	4.3
배당수익률	1.7	2.3	3.4	2.9	3.0
안정성(%)					
부채비율	129.5	132.7	136.4	134.9	130.3
Net debt/Equity	57.9	61.2	70.9	61.8	53.7
Net debt/EBITDA	295.6	341.3	471.8	359.7	300.4
유동비율	54.7	54.1	47.4	54.1	60.1
이자보상배율(배)	5.4	3.8	2.4	3.0	3.7
자산구조(%)					
투하자본	62.1	62.6	64.9	63.1	61.9
현금+투자자산	37.9	37.4	35.1	36.9	38.1
자본구조(%)					
차입금	42.7	43.4	44.9	43.2	41.2
자기자본	57.3	56.6	55.1	56.8	58.8

주: IFRS 연결 기준

2025년 05월 12일
기업분석

*기 공표된 자료



현대백화점 (069960)

1Q25 Review : 밸류업에 진심

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(상향): 87,000원

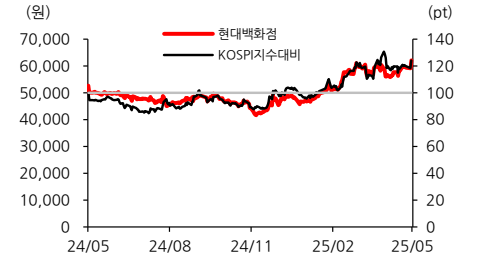
현재 주가(5/9)	61,300원
상승여력	▲41.9%
시가총액	13,871억원
발행주식수	22,629천주
52 주 최고가 / 최저가	62,100 / 41,650원
90 일 일평균 거래대금	40.6억원
외국인 지분율	22.5%
주주 구성	
현대지에프홀딩스 (외 3 인)	39.7%
국민연금공단 (외 1 인)	11.5%
KopernikGlobalInvestors,LLC (외 1 인)	7.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.3	20.9	38.2	16.5
상대수익률(KOSPI)	-3.1	18.7	37.6	21.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,207	4,188	4,081	4,145
영업이익	303	284	459	479
EBITDA	727	712	886	919
지배주주순이익	-80	-36	233	249
EPS	-3,409	-1,589	10,651	11,405
순차입금	2,609	2,298	2,275	2,251
PER	-15.2	-29.7	5.8	5.4
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.3	4.7	4.1	4.0
배당수익률	2.5	3.0	3.3	3.6
ROE	-1.8	-0.8	5.2	5.3

주가 추이



1Q25 Review

현대백화점은 1Q25 총매출액 25,546억원(+5% YoY), 영업이익 1,125억원(+63% YoY)를 기록해 영업이익 기준 시장 컨센서스(976억원)을 상회했다. 백화점의 영업이익은 당사 전망치(1,019억원)을 소폭 하회한 972억원(-6% YoY)을 기록했지만, 면세점 적자가 당사 전망치(-38억원)을 상회한 -19억원(+32억원 YoY)이었으며, 지누스가 강한 매출 반등(+64% YoY)과 반덤핑관세 환입(167억원)의 영향으로 275억원(+466억원 YoY)을 기록하며 호실적을 보였다. 백화점은 특이비용(78억원)의 영향으로 감익했으며 이를 제외 시, 전년대비 소폭 증익한 것으로 판단된다. 저마진의 럭셔리 중심의 외형성장에 따라 마진 부담이 불가피했으나, 비용 효율화로 수익성을 방어하는 추세가 이어졌다. 백화점의 1Q25 기존점성장률은 +1% YoY를 기록한 것으로 파악된다. 전년 기저가 +8% YoY 였다는 점을 감안하면 양호한 외형성장이다. 기저가 낮아지는 2Q25부터 백화점의 외형 성장이 본격화될 것으로 전망한다. 면세점은 업계 구조조정 흐름에 따라 따이공향 수익성 개선으로 시내점의 마진율이 개선되었다. 하반기 동대문점 철수가 진행되면서 면세점 수익성 반등이 본격화되겠다. 지누스는 미국 관세 우려가 상존하나, 2분기 추가 반덤핑관세 환입으로 QoQ 증익이 예상된다.

밸류업에 진심

동사는 보유하고 있는 현대홈쇼핑의 잔여지분(7.34%)를 현대지에프홀딩스에 매도하며 확보한 현금 약 400억원을 자사주 매입에 활용하기로 결정했다. 지난 5월 9일 1차 자사주 매입(약 200억원)을 발표하였으며, 향후 잔여 재원(약 200억원)에 대한 자사주 매입도 진행될 예정이다. 이는 지난해 발표한 기업가치제고 계획의 주주환원 정책(단계적 배당총액 500억원 확대)와 별개로 진행되는 특별 주주환원으로 밸류업에 진심인 동사의 의지를 보여준다고 판단한다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 8.7만원 상향

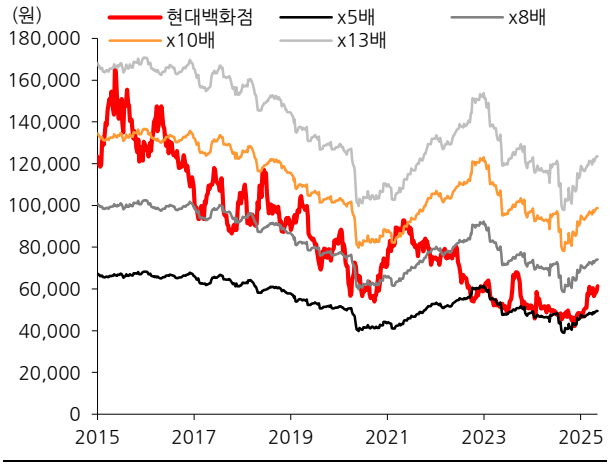
투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 8.7만원으로 상향한다. 면세점 가치를 추가 반영한 영향이다. 유동성 확대 구간에서 내수 소비 반등 및 외국인 수요 확대로 백화점 모멘텀이 확대될 것으로 예상되기에 백화점에 대한 비중확대 전략은 여전히 유효하다.

[표8] 현대백화점 실적 테이블 (단위: 억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	**24,320**	**24,773**	**24,311**	**27,370**	**25,546**	**27,651**	**25,715**	**27,307**	**100,774**	**106,219**	**107,100**
YoY	*2.8%*	*-0.6%*	*-4.2%*	*0.0%*	*5.0%*	*11.6%*	*5.8%*	*-0.2%*	*-0.5%*	*5.4%*	*0.8%*
백화점	17,900	17,918	16,905	19,193	17,391	18,456	17,412	19,769	71,916	73,027	74,488
면세점	5,099	5,001	4,647	5,264	5,889	6,604	5,737	4,804	20,011	23,035	22,010
지누스	1,522	2,065	2,729	3,254	2,727	2,891	2,865	3,035	9,570	11,518	11,802
순매출액	9,517	10,238	10,368	11,752	9,517	10,689	10,008	10,592	41,875	40,806	41,446
매출총이익	5,601	5,996	5,940	7,117	6,427	6,870	6,378	7,134	24,654	26,809	26,888
영업이익	**689**	**428**	**646**	**1,079**	**1,125**	**1,058**	**950**	**1,461**	**2,842**	**4,594**	**4,793**
YoY	*-11.6%*	*-23.0%*	*-12.7%*	*12.4%*	*63.3%*	*147.2%*	*47.1%*	*35.4%*	*-6.4%*	*61.7%*	*4.3%*
백화점	1,031	710	710	1,138	972	800	832	1,307	3,589	3,911	4,088
면세점	-52	-39	-80	-118	-19	37	52	61	-289	131	396
지누스	-191	-142	119	161	275	320	167	193	-53	955	709
영업이익률	**2.8%**	**1.7%**	**2.7%**	**3.9%**	**4.4%**	**3.8%**	**3.7%**	**5.4%**	**2.8%**	**4.3%**	**4.5%**
백화점	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	4.3%	4.8%	6.6%	5.0%	5.4%	5.5%
면세점	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	0.6%	0.9%	1.3%	-1.4%	0.6%	1.8%
지누스	-12.5%	-6.9%	4.4%	4.9%	10.1%	11.1%	5.8%	6.4%	-0.6%	8.3%	6.0%

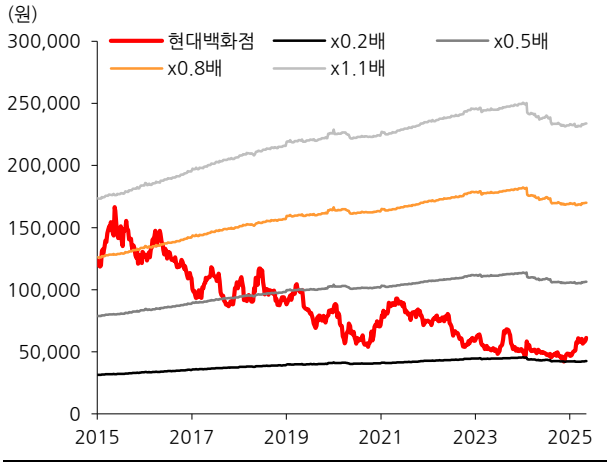
자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 현대백화점 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 현대백화점 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 현대백화점 P/E 밸류에이션 (단위: 억원, 배, 천주, 원)

구분	25E	비고
백화점 지배순이익	2,190	
Target P/E	8	
백화점 가치	17,522	
면세점 지배순이익	65	
Target P/E	18	호텔신라 목표 P/E 30% 할인
면세점 가치	1,136	
적정가치	18,658	
발행주식수	21,516	자사주 제외
적정 주당가치	**86,716**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	5,014	4,207	4,188	4,081	4,145
매출총이익	3,337	2,493	2,465	2,681	2,689
영업이익	321	303	284	459	479
EBITDA	682	727	712	886	919
순이자손익	-40	-60	-46	-53	-53
외화관련손익	0	3	24	0	0
지분법손익	18	26	-95	0	0
세전계속사업손익	247	42	6	426	427
당기순이익	186	-40	-1	311	312
지배주주순이익	144	-80	-36	233	249
증가율(%)					
매출액	223.1	-16.1	-0.5	-2.6	1.6
영업이익	-11.7	-5.4	-6.4	61.8	4.3
EBITDA	42.5	6.7	-2.1	24.3	3.8
순이익	-36.1	적전	적지	흑전	0.1
이익률(%)					
매출총이익률	66.6	59.2	58.9	65.7	64.9
영업이익률	6.4	7.2	6.8	11.3	11.6
EBITDA 이익률	13.6	17.3	17.0	21.7	22.2
세전이익률	4.9	1.0	0.1	10.4	10.3
순이익률	3.7	-0.9	0.0	7.6	7.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	3,116	3,118	3,046	2,885	2,995
현금성자산	238	241	143	166	190
매출채권	1,161	1,133	1,113	943	996
재고자산	707	613	617	602	635
비유동자산	8,954	8,595	8,172	8,346	8,507
투자자산	1,785	1,707	1,160	1,160	1,160
유형자산	5,614	5,607	5,790	6,007	6,211
무형자산	1,555	1,281	1,222	1,179	1,135
자산총계	12,069	11,713	11,218	11,231	11,502
유동부채	3,660	3,447	3,288	3,110	3,175
매입채무	1,295	1,336	1,355	1,176	1,242
유동성이자부채	1,588	1,452	1,231	1,231	1,231
비유동부채	2,042	1,987	1,695	1,695	1,695
비유동이자부채	1,447	1,399	1,210	1,210	1,210
부채총계	5,702	5,433	4,983	4,805	4,871
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	4,030	3,908	3,754	3,945	4,150
자본조정	-174	-169	-87	-87	-87
자기주식	-163	-163	-93	-93	-93
자본총계	6,367	6,279	6,234	6,426	6,631

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	489	758	734	665	669
당기순이익	186	-40	-1	311	312
자산상각비	361	424	428	426	440
운전자본증감	-94	131	90	6	-21
매출채권 감소(증가)	-181	-31	77	169	-53
재고자산 감소(증가)	-23	108	18	15	-34
매입채무 증가(감소)	53	-18	-31	-178	66
투자현금흐름	-1,133	-595	-193	-602	-602
유형자산처분(취득)	-257	-355	-434	-600	-600
무형자산 감소(증가)	-2	-13	-3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-182	-193	186	-1	-1
재무현금흐름	797	-195	-586	-42	-44
차입금의 증가(감소)	827	-156	-516	0	0
자본의 증가(감소)	-31	-41	-41	-42	-44
배당금의 지급	-31	-41	-38	-42	-44
총현금흐름	730	786	789	659	689
(-)운전자본증가(감소)	560	77	-35	-6	21
(-)설비투자	258	357	475	600	600
(+)자산매각	-1	-11	38	-1	-1
Free Cash Flow	-90	342	387	64	68
(-)기타투자	226	-173	-113	0	0
잉여현금	-315	515	500	64	68
NOPLAT	242	-290	-35	335	350
(+) Dep	361	424	428	426	440
(-)운전자본투자	560	77	-35	-6	21
(-)Capex	258	357	475	600	600
OpFCF	-215	-300	-46	168	169

주요지표

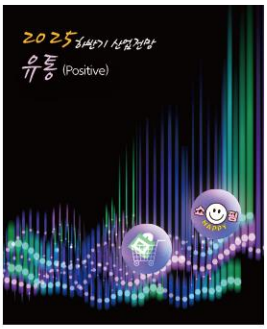
(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	6,157	-3,409	-1,589	10,651	11,405
BPS	195,892	190,900	194,238	202,689	211,772
DPS	1,300	1,300	1,400	2,000	2,200
CFPS	31,191	33,584	34,850	29,128	30,453
ROA(%)	1.4	-0.7	-0.3	2.1	2.2
ROE(%)	3.2	-1.8	-0.8	5.2	5.3
ROIC(%)	3.3	-3.5	-0.4	4.0	4.1
Multiples(x,%)					
PER	9.6	-15.2	-29.7	5.8	5.4
PBR	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	1.9	1.5	1.4	2.1	2.0
EV/EBITDA	6.1	5.3	4.7	4.1	4.0
배당수익률	2.2	2.5	3.0	3.3	3.6
안정성(%)					
부채비율	89.6	86.5	79.9	74.8	73.4
Net debt/Equity	43.9	41.6	36.9	35.4	33.9
Net debt/EBITDA	410.0	358.7	322.5	256.8	244.9
유동비율	85.1	90.4	92.6	92.8	94.3
이자보상배율(배)	4.6	2.7	2.8	4.8	5.0
자산구조(%)					
투하자본	80.8	80.8	86.5	86.6	86.6
현금+투자자산	19.2	19.2	13.5	13.4	13.4
자본구조(%)					
차입금	32.3	31.2	28.1	27.5	26.9
자기자본	67.7	68.8	71.9	72.5	73.1

주: IFRS 연결 기준

2025년 04월 28일
기업분석

*기 공표된 자료



호텔신라 (008770)

1Q25 Review : 수익성은 반등, 업황 회복은 아직

▶Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Hold (유지)

목표주가(유지): 41,000원

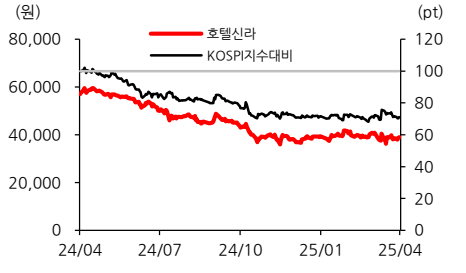
현재 주가(4/25)	39,100원
상승여력	▲4.9%
시가총액	15,346억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	59,600 / 35,900원
90 일 일평균 거래대금	46.19억원
외국인 지분율	14.0%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
자사주 (외 1 인)	5.4%
국민연금공단 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.5	-0.9	-9.1	-31.4
상대수익률(KOSPI)	-0.8	-1.3	-7.6	-28.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,568	3,948	4,241	4,885
영업이익	91	-5	97	216
EBITDA	219	127	228	339
지배주주순이익	86	-62	59	149
EPS	2,186	-1,567	1,572	4,001
순차입금	1,152	1,241	1,141	990
PER	29.9	-23.5	24.9	9.8
PBR	4.3	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.2	21.3	11.8	7.5
배당수익률	0.3	n/a	0.5	0.5
ROE	15.0	-6.5	4.5	10.5

주가 추이



1Q25 Review

호텔신라는 1Q25 매출액 9,718억원(-1% YoY), 영업적자 -25억원(적전 YoY)를 기록해 영업이익 기준 시장 기대치(-66억원)과 당사 전망치(-90억원)을 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 호텔/레저부문의 영업이익이 당사 추정(52억원)보다 부진한 25억원을 기록했으나, TR부문의 영업적자는 당사 추정(-142억원)을 크게 상회한 -50억원 수준을 기록한 것이 시장 기대치를 상회한 주 요인이었다. 전분기 대비 약 390억원의 적자 감축이 이뤄졌다는 것이 고무적이다. 기존 1위 경쟁사가 따이공 영업을 중단하였고, 동사 역시 비효율 도매 매출을 축소하겠다는 기조를 유지함에 따라 따이공 대비 면세점의 협상력이 높아졌다. 이는 할인율의 감소(-1.5%p QoQ)로 연결되어 수익성 개선으로 이어졌다. 4Q24 BEP까지 낮아졌던 시내점의 영업이익률은 1Q25 HSD 수준까지 반등한 것으로 파악된다. 더불어 국내공항점 임차료 감소도 수익성 반등에 기여하였다.

면세점 수익성 반등 전망, 다만 업황 회복은 지켜봐야

면세점 산업 구조조정 진행에 따른 수익성 개선 효과가 나타나고 있다. 하반기에는 현대면세점 동대문점 철수도 예정되어 있어 이에 따른 수혜도 추가적으로 기대된다. 동사는 해외공항과의 임차료 협의가 2~3분기 중 가시적인 성과가 도출될 수 있을 것으로 기대했다. 현재 면세점 수익성에 부담을 주는 국내외 공항면세점의 적자 축소를 기대해볼 수 있겠다. 면세점업의 수익성은 4Q24를 저점으로 반등하고 있는 것이다. 다만 수요의 회복은 유의미하지 않다. 여전히 높은 원/달러 환율에 면세품에 대한 관광객 수요는 제한적인 상황이다. 중국 소비 부양책에 대한 기대감이 존재하나, 면세점까지 온기가 확산될 지는 조금 더 지켜볼 필요가 있겠다.

투자의견 HOLD, 목표주가 4.1만원 유지

호텔신라에 대해 투자의견 HOLD와 목표주가 4.1만원을 유지한다. 수익성 반등이 기대되는 시점이기는 하나, 사실상 순수 면세점 사업자인 동사에 대한 비중확대를 위해서는 업황 회복까지 확인될 필요가 있다고 판단한다.

[표10] 호텔신라 실적 테이블 (단위: 억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**9,808**	**10,027**	**10,162**	**9,478**	**9,718**	**10,373**	**11,308**	**11,008**	**39,475**	**42,406**	**48,848**
YoY	*30.4%*	*15.7%*	*0.4%*	*1.1%*	*-0.9%*	*3.4%*	*11.3%*	*16.1%*	*10.6%*	*7.4%*	*15.2%*
TR	8,307	8,329	8,448	7,735	8,271	8,597	9,467	9,130	32,819	35,464	41,609
시내점	4,003	3,754	3,707	3,110	3,161	3,363	4,020	4,151	14,574	14,695	19,921
공항점	4,304	4,575	4,741	4,625	5,110	5,234	5,447	4,978	18,245	20,769	21,688
호텔&레저	1,501	1,698	1,714	1,743	1,447	1,776	1,841	1,878	6,656	6,943	7,240
영업이익	**121**	**276**	**-170**	**-279**	**-25**	**249**	**420**	**331**	**-52**	**974**	**2,165**
YoY	*-64.9%*	*-58.9%*	*적전*	*적지*	*적전*	*-9.8%*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*흑전*	*122.1%*
TR	59	70	-387	-439	-50	40	180	146	-697	316	1,395
호텔&레저	62	206	217	160	25	209	240	185	645	658	770
영업이익률	**1.2%**	**2.8%**	**-1.7%**	**-2.9%**	**-0.3%**	**2.4%**	**3.7%**	**3.0%**	**-0.1%**	**2.3%**	**4.4%**
TR	0.7%	0.8%	-4.6%	-5.7%	-0.6%	0.5%	1.9%	1.6%	-2.1%	0.9%	3.4%
호텔&레저	4.1%	12.1%	12.7%	9.2%	1.7%	11.8%	13.0%	9.8%	9.7%	9.5%	10.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	4,922	3,568	3,948	4,241	4,885
매출총이익	2,761	1,419	1,687	2,026	2,245
영업이익	78	91	-5	97	216
EBITDA	205	219	127	228	339
순이자손익	-30	-23	-33	-20	-13
외화관련손익	-9	-2	-2	0	0
지분법손익	-15	-3	-36	0	0
세전계속사업손익	-60	107	-47	84	204
당기순이익	-50	86	-62	59	149
지배주주순이익	-50	86	-62	59	149
증가율(%)					
매출액	69.2	-27.5	10.6	7.4	15.2
영업이익	-43.6	16.4	적전	흑전	122.1
EBITDA	0.9	6.9	-41.9	79.8	48.5
순이익	적전	흑전	적전	흑전	154.0
이익률(%)					
매출총이익률	56.1	39.8	42.7	47.8	46.0
영업이익률	1.6	2.6	-0.1	2.3	4.4
EBITDA 이익률	4.2	6.1	3.2	5.4	6.9
세전이익률	-1.2	3.0	-1.2	2.0	4.2
순이익률	-1.0	2.4	-1.6	1.4	3.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,479	1,380	1,411	1,537	1,750
현금성자산	648	448	417	417	469
매출채권	249	270	336	366	421
재고자산	555	630	623	717	825
비유동자산	1,460	1,626	2,403	2,332	2,269
투자자산	832	1,024	844	844	844
유형자산	592	573	1,536	1,474	1,416
무형자산	35	29	23	15	9
자산총계	2,939	3,007	3,814	3,869	4,019
유동부채	1,306	1,188	1,150	1,142	1,147
매입채무	590	677	609	701	806
유동성이자부채	618	417	412	312	212
비유동부채	1,093	1,210	1,380	1,384	1,389
비유동이자부채	1,068	1,183	1,247	1,247	1,247
부채총계	2,399	2,398	2,530	2,526	2,536
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	206	206	206
이익잉여금	242	304	223	282	423
자본조정	-99	-92	655	655	655
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	540	608	1,284	1,343	1,484

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	220	243	69	161	219
당기순이익	-50	86	-62	59	149
자산상각비	126	128	132	131	123
운전자본증감	13	12	-98	-33	-57
매출채권 감소(증가)	-5	35	-38	-31	-55
재고자산 감소(증가)	71	-67	29	-95	-107
매입채무 증가(감소)	-6	78	-93	92	105
투자현금흐름	-81	-231	-95	-60	-60
유형자산처분(취득)	-54	-53	-74	-60	-60
무형자산 감소(증가)	0	0	1	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	3	5	0	0
재무현금흐름	146	-138	-30	-100	-108
차입금의 증가(감소)	179	-93	21	-100	-100
자본의 증가(감소)	-8	-8	-8	0	-8
배당금의 지급	-8	-8	-8	0	-8
총현금흐름	206	213	156	194	276
(-)운전자본증가(감소)	-135	18	95	33	57
(-)설비투자	54	55	74	60	60
(+)자산매각	0	1	1	0	0
Free Cash Flow	286	141	-11	101	159
(-)기타투자	147	151	31	0	0
잉여현금	139	-10	-42	101	159
NOPLAT	57	73	-4	68	158
(+) Dep	126	128	132	131	123
(-)운전자본투자	-135	18	95	33	57
(-)Capex	54	55	74	60	60
OpFCF	264	128	-40	105	164

주요지표

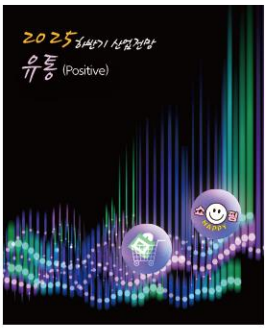
(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-1,283	2,186	-1,567	1,572	4,001
BPS	13,494	15,212	32,108	33,571	37,098
DPS	200	200	0	200	200
CFPS	5,146	5,323	3,912	4,851	6,905
ROA(%)	-1.8	2.9	-1.8	1.5	3.8
ROE(%)	-9.0	15.0	-6.5	4.5	10.5
ROIC(%)	3.4	4.5	-0.2	2.7	6.4
Multiples(x,%)					
PER	-64.8	29.9	-23.5	24.9	9.8
PBR	6.2	4.3	1.1	1.2	1.1
PSR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.3
PCR	16.1	12.3	9.4	8.1	5.7
EV/EBITDA	21.2	17.2	21.3	11.8	7.5
배당수익률	0.2	0.3	n/a	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	444.4	394.1	197.0	188.1	170.9
Net debt/Equity	192.3	189.4	96.7	85.0	66.7
Net debt/EBITDA	507.0	526.4	977.0	499.3	291.6
유동비율	113.2	116.1	122.7	134.6	152.6
이자보상배율(배)	1.8	1.8	n/a	2.2	5.8
자산구조(%)					
투하자본	51.0	53.9	66.5	66.1	65.1
현금+투자자산	49.0	46.1	33.5	33.9	34.9
자본구조(%)					
차입금	75.7	72.4	56.4	53.7	49.6
자기자본	24.3	27.6	43.6	46.3	50.4

주: IFRS 연결 기준

2025년 05월 09일
기업분석

*기 공표된 자료



BGF리테일 (282330)

1Q25 Review : 1분기 실적에 과도한 매몰은 금물

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Buy (유지)

목표주가(하향): 140,000원

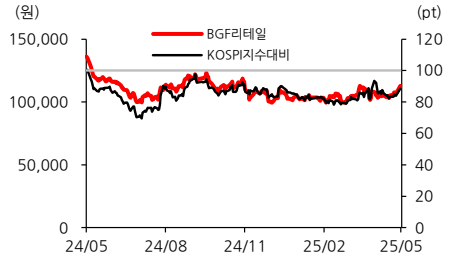
현재 주가(5/8)	112,600원
상승여력	▲24.3%
시가총액	19,462억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	136,200 / 99,400원
90 일 일평균 거래대금	49.45억원
외국인 지분율	28.6%
주주 구성	
비지에프 (외 19 인)	52.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.9	9.0	2.6	-17.3
상대수익률(KOSPI)	-5.6	6.7	1.8	-11.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,195	8,699	9,093	9,494
영업이익	253	252	257	289
EBITDA	731	767	798	843
지배주주순이익	196	195	187	215
EPS	11,331	11,295	10,809	12,445
순차입금	903	860	823	861
PER	11.6	9.1	10.4	9.0
PBR	2.1	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	4.3	3.4	3.5	3.3
배당수익률	3.1	4.0	3.8	4.2
ROE	19.2	17.3	15.0	15.7

주가 추이



1Q25 Review

BGF리테일은 1Q25 매출액 2.02조원(+3.2% YoY), 영업이익 226억원(-30.7% YoY)을 기록해 영업이익 기준 시장기대치(314억원)를 하회했다. 1Q25 기존점성장률의 부진이 뼈아팠다. 1Q25 기존점성장률은 -2.1% YoY를 기록했는 데, 전년 윤달 효과에 따른 영업일수 감소 및 이상 기후/대형 산불 등에 따른 트래픽 감소(-3.2% YoY)가 영향을 미쳤다. 동사가 제시한 자료(그림1)를 통해 전년대비 기온의 변화과 기존 점성장률의 방향성이 동일한 것을 확인할 수 있었다. 트래픽 부진에 따른 일반상품 매출 부진에 따른 저마진인 담배 매출 비중 증가로 상품 이익률이 -0.2%p YoY 하락한 것은 수익성에 부담으로 작용했다.

투자 포인트에 변화 없음. 1분기 실적에 과도한 우려는 금물

하위권 사업자들을 중심으로 편의점 산업의 구조조정이 진행되면서 업계 재편이 본격화되고 있다. 또한 1Q25 상각비 증가율은 +3~4% YoY 수준으로 추정되는 데, 23년 +13% YoY, 24년 +7% YoY 대비 고정비 증가 속도는 점차 완만해지고 있다. 즉 투자포인트에는 변화는 없지만, 대외 환경이 우호적이지 못한 것이 실적의 부진을 야기했다. 이 때문에 1분기 실적에 대한 우려가 과도할 필요는 없을 것이다. 1분기의 영업이익 비중은 10% 초반에 불과하다. 기후 변화로 겨울은 1분기까지로 길어졌고, 2분기부터 4분기까지도 우리는 여름을 경험하고 있다. 구조적으로 높은 기온에 매출이 증가하는 편의점에게 1분기는 보릿고개이지만, 보릿고개 후에는 더욱 긴 성수기를 향유할 수 있게 되어, 연간으로 봤을 때 기후변화는 오히려 편의점에게 긍정적이기 때문이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 14만원 하향

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가는 1분기 실적 부진을 반영하여 14만원으로 하향한다. 편의점이 일반적으로 전통 유통업종 대비 밸류에이션 프리미엄을 받아왔는데, 최근에 그 갭이 사라졌다. 편의점 성장률 둔화로 밸류에이션 갭의 축소는 불가피하다. 다만 타 유통업체들 대비 프랜차이즈 모델로 인한 Asset-light하다는 특징을 가지고 있어, 편의점에 대한 밸류에이션 프리미엄이 여전히 인정되어야 한다고 판단한다. 밸류에이션 관점에서 BGF리테일에 대한 비중 확대가 필요한 구간이다.

[표11] BGF 리테일 실적 테이블 (단위: 억 원)

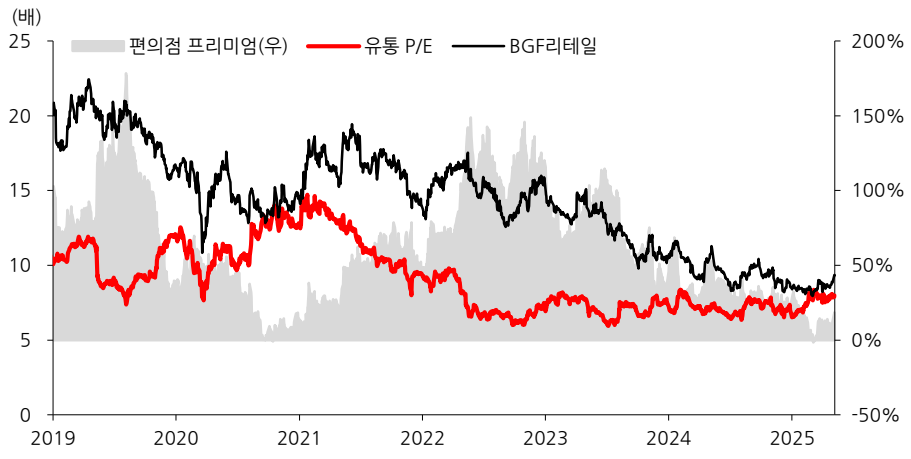
구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**19,538**	**22,029**	**23,256**	**22,165**	**20,165**	**23,202**	**24,381**	**23,182**	**86,988**	**90,930**	**94,935**
YoY	*5.6%*	*5.0%*	*5.4%*	*8.6%*	*3.2%*	*5.3%*	*4.8%*	*4.6%*	*6.2%*	4.5%	4.4%
매출총이익	3,611	4,161	4,402	4,084	3,696	4,370	4,601	4,233	16,258	16,900	17,681
영업이익	**326**	**762**	**912**	**516**	**226**	**804**	**957**	**584**	**2,516**	**2,571**	**2,888**
YoY	*-11.9%*	*-2.4%*	*4.8%*	*0.9%*	*-30.7%*	*5.5%*	*4.9%*	*12.8%*	*-0.6%*	*2.1%*	*12.3%*
영업이익률	1.7%	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.5%	3.9%	2.5%	2.9%	2.8%	3.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 기온에 따른 기존점성장률 방향성

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 유통주 대비 편의점 밸류에이션 프리미엄



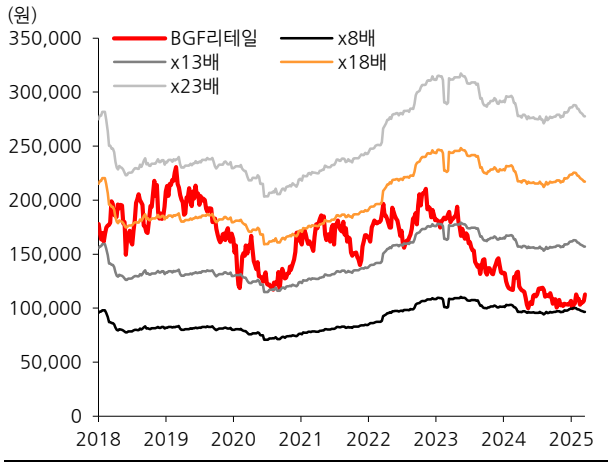
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표12] BGF 리테일 P/E 밸류에이션 (단위: 십억원, 배, 천주, 원)

구분	25E	비고
지배순이익	1,867	
Target P/E	13	
적정 시가총액	24,275	
발행주식 수	17,275	
적정주가	**140,520**	

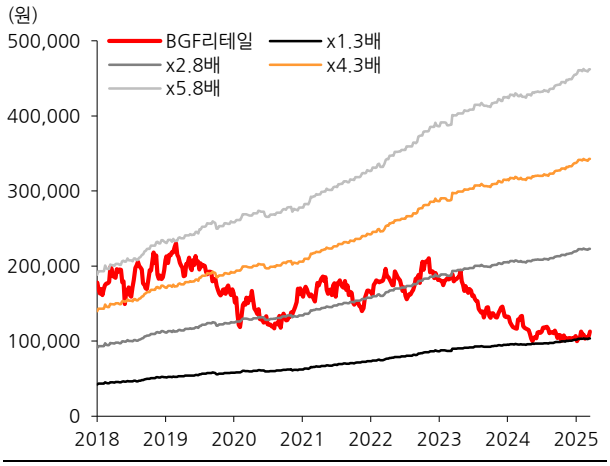
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] BGF 리테일 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] BGF 리테일 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,616	8,195	8,699	9,093	9,494
매출총이익	1,386	1,523	1,626	1,690	1,768
영업이익	252	253	252	257	289
EBITDA	673	731	767	798	843
순이자손익	-14	-21	-23	-17	-13
외화관련손익	1	0	3	0	0
지분법손익	-1	0	-1	0	0
세전계속사업손익	254	248	245	240	276
당기순이익	194	196	195	187	215
지배주주순이익	194	196	195	187	215
증가율(%)					
매출액	n/a	7.6	6.2	4.5	4.4
영업이익	n/a	0.3	-0.6	2.2	12.3
EBITDA	n/a	8.5	5.0	4.0	5.7
순이익	n/a	1.2	-0.3	-4.3	15.1
이익률(%)					
매출총이익률	18.2	18.6	18.7	18.6	18.6
영업이익률	3.3	3.1	2.9	2.8	3.0
EBITDA 이익률	8.8	8.9	8.8	8.8	8.9
세전이익률	3.3	3.0	2.8	2.6	2.9
순이익률	2.5	2.4	2.2	2.1	2.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	890	979	1,052	997	976
현금성자산	565	524	558	594	556
매출채권	180	248	244	152	159
재고자산	125	177	212	211	220
비유동자산	2,056	2,240	2,351	2,551	2,746
투자자산	1,328	1,426	1,438	1,618	1,798
유형자산	690	776	834	856	872
무형자산	38	37	79	77	76
자산총계	2,946	3,219	3,403	3,548	3,723
유동부채	1,102	1,191	1,296	1,326	1,359
매입채무	731	547	612	635	663
유동성이자부채	306	517	537	537	537
비유동부채	881	953	922	922	922
비유동이자부채	847	911	881	881	881
부채총계	1,984	2,145	2,218	2,248	2,282
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	600	712	831	947	1,088
자본조정	24	23	14	14	14
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	963	1,074	1,184	1,300	1,441

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	630	647	769	909	846
당기순이익	194	196	195	187	215
자산상각비	421	478	515	541	554
운전자본증감	-9	-39	28	121	16
매출채권 감소(증가)	-52	-49	20	92	-7
재고자산 감소(증가)	-16	-52	-35	2	-9
매입채무 증가(감소)	16	16	56	24	27
투자현금흐름	-98	-244	-346	-308	-308
유형자산처분(취득)	-222	-206	-218	-220	-220
무형자산 감소(증가)	-9	-7	-5	-8	-8
투자자산 감소(증가)	246	99	34	0	0
재무현금흐름	-318	-369	-400	-71	-74
차입금의 증가(감소)	-266	-298	-329	0	0
자본의 증가(감소)	-52	-71	-71	-71	-74
배당금의 지급	-52	-71	-71	-71	-74
총현금흐름	692	745	788	787	829
(-)운전자본증가(감소)	17	251	-45	-121	-16
(-)설비투자	223	206	219	220	220
(+)자산매각	-8	-6	-5	-8	-8
Free Cash Flow	444	282	610	681	618
(-)기타투자	105	-81	173	80	80
잉여현금	338	363	437	601	538
NOPLAT	192	200	200	200	225
(+) Dep	421	478	515	541	554
(-)운전자본투자	17	251	-45	-121	-16
(-)Capex	223	206	219	220	220
OpFCF	373	220	542	642	576

주요지표

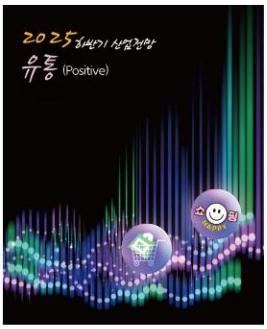
(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	11,198	11,331	11,295	10,809	12,445
BPS	55,695	62,165	68,511	75,216	83,358
DPS	4,100	4,100	4,100	4,300	4,700
CFPS	40,012	43,126	45,601	45,558	47,972
ROA(%)	7.0	6.4	5.9	5.4	5.9
ROE(%)	21.8	19.2	17.3	15.0	15.7
ROIC(%)	13.8	11.5	10.1	9.8	10.4
Multiples(x,%)					
PER	18.8	11.6	9.1	10.4	9.0
PBR	3.8	2.1	1.5	1.5	1.4
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
PCR	5.3	3.0	2.2	2.5	2.3
EV/EBITDA	6.3	4.3	3.4	3.5	3.3
배당수익률	1.9	3.1	4.0	3.8	4.2
안정성(%)					
부채비율	206.1	199.6	187.3	172.9	158.4
Net debt/Equity	61.2	84.1	72.6	63.3	59.8
Net debt/EBITDA	87.5	123.6	112.1	103.2	102.2
유동비율	80.7	82.2	81.1	75.2	71.8
이자보상배율(배)	8.9	5.4	4.9	5.0	5.7
자산구조(%)					
투하자본	44.7	50.1	50.0	48.4	48.9
현금+투자자산	55.3	49.9	50.0	51.6	51.1
자본구조(%)					
차입금	54.5	57.1	54.5	52.2	49.6
자기자본	45.5	42.9	45.5	47.8	50.4

주: IFRS 연결 기준

2025년 05월 12일
기업분석

*기 공표된 자료



GS리테일 (007070)

1Q25 Review : 포트폴리오 재정비의 시간이 필요

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638

Hold (하향)

목표주가(하향): 15,000원

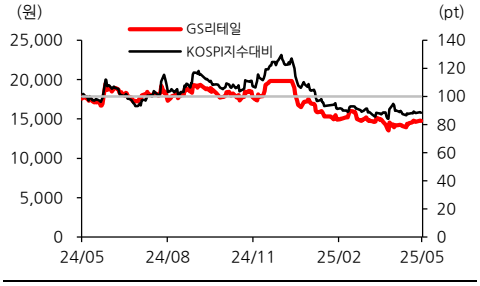
현재 주가(5/9)	14,050원
상승여력	▲6.8%
시가총액	11,747억원
발행주식수	83,607천주
52 주 최고가 / 최저가	19,800 / 13,550원
90 일 일평균 거래대금	24.35억원
외국인 지분율	8.9%
주주 구성	
GS (외 3 인)	58.6%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.9	-5.7	-21.0	-20.1
상대수익률(KOSPI)	-11.5	-7.9	-21.7	-15.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	11,134	11,627	11,992	12,373
영업이익	292	239	273	294
EBITDA	1,014	1,000	1,057	1,101
지배주주순이익	18	3	133	162
EPS	169	30	1,588	1,933
순차입금	2,879	2,791	2,833	2,822
PER	116.8	541.5	8.8	7.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	5.2	4.2	3.8	3.6
배당수익률	2.5	3.0	4.6	5.7
ROE	0.4	0.1	4.1	4.8

주가 추이



1Q25 Review

GS리테일은 1Q25 매출액 27,613억원(+2% YoY), 영업이익 386억원(-22.3% YoY)를 기록해 영업이익 기준 시장 기대치(442억원)을 하회했다. 편의점과 수퍼가 각각 -35% YoY, -21% YoY로 부진했으나, 당사 전망치 수준이었다. 홈쇼핑의 영업이익이 224억원(-32% YoY) 감익한 것이 시장 기대치 대비 하회의 주요 원인이라 판단된다. 홈쇼핑은 부진했지만 개발 및 기타 사업은 +104억원 YoY 증익하는 모습을 보였다. 실적보다 금번 실적이 우려되는 요인은 편의점의 점포 수였다. 부진점 효율화를 위한 폐점이 늘어나며 동사의 편의점 점포 수는 1Q25 기준으로 약 85점이 순감한 것으로 파악된다. 동사는 올해 편의점 순증 가이던스를 기존 500~600점에서 250~300점으로 하향하기도 하였다. 수퍼의 기존점성장률도 우려요인이다. 동사는 가맹점을 중심으로 수퍼 사업을 드라이브하였으나, 1Q25 기준으로 -2.8% YoY를 기록했다. 물론 출점이 지속되고 있고, 소비 침체 및 기상 환경의 악화 등 외부 요인이 비우호적이긴 하였다. 하지만 SSM이 구조적으로 성장하는 시장인지에 대해 의문이 있었던 상황에서 기존점성장률이 가파르게 둔화되다보니 우려를 낳게 한다.

안정화까지는 시간이 필요

허서홍 대표로 CEO 변경 이후, 확장보다는 사업 포트폴리오를 재정비하는 시간을 갖고 있다. 편의점의 폐점 확대 등 점포 재점검도 포트폴리오의 재정비 차원에서 해석해볼 수 있겠다. 소기의 성과는 도출되고 있는 것으로 판단된다. 기타 및 개발 사업의 수익성이 반등하였으며, 편의점의 판관비 증가 이슈도 1Q25에는 두드러지지 않았다. 다만 전사 실적의 턴어라운드를 기대하기 위해서는 기다림이 필요하겠다. 동사가 편의점 사업에 대한 재점검을 진행하는 동안 1~2위를 다투던 상위권 경쟁사와의 간격이 벌어질 수 있다는 점 또한 우려 요인이다.

투자의견 HOLD 하향, 목표주가 1.5만원 하향

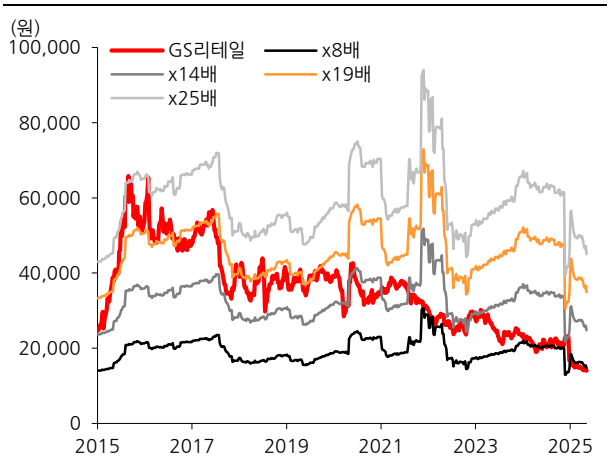
GS리테일에 대해 목표주가를 1.5만원으로 하향한다. 실적 전망치 하향과 목표 P/E 하향에 따른 것이다. 목표주가 하향에 따른 상승여력 제한으로 투자의견도 HOLD로 하향한다. 투자 비중 확대를 위해선 사업 포트폴리오 재정비의 효과가 가시화되는 것이 필요하다.

[표13] GS 리테일 분기별 실적 추이 (단위: 억 원)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**28,104**	**29,371**	**30,547**	**29,622**	**27,613**	**30,245**	**31,287**	**30,778**	**117,644**	**119,923**	**123,727**
YoY	*4.1%*	*-0.7%*	*-1.1%*	*1.0%*	*-1.7%*	*3.0%*	*2.4%*	*3.9%*	*0.7%*	*1.9%*	*3.2%*
편의점	19,683	21,938	23,068	21,972	20,123	22,395	23,429	22,401	86,661	88,347	91,143
수퍼	3,809	3,941	4,235	4,095	4,160	4,346	4,602	4,411	16,080	17,519	18,466
홈쇼핑	2,763	2,733	2,510	2,515	2,578	2,722	2,522	2,928	10,521	10,750	10,812
호텔	1,097	1,298	991	1,066	864	1,022	1,041	1,120	4,453	4,047	3,754
기타	753	782	734	1,039	752	782	734	1,039	3,308	3,307	3,307
영업이익	**739**	**810**	**806**	**277**	**386**	**772**	**914**	**655**	**2,632**	**2,727**	**2,944**
YoY	*58.6%*	*-16.7%*	*-36.4%*	*-65.5%*	*-47.8%*	*-4.6%*	*13.3%*	*136.5%*	*-25.0%*	*3.6%*	*8.0%*
편의점	263	649	729	305	172	598	720	428	1,946	1,918	2,050
수퍼	99	65	139	12	78	49	146	56	315	328	356
홈쇼핑	328	272	186	285	224	216	134	257	1,071	832	830
기타	-193	-176	-167	-324	-88	-90	-87	-86	-860	-351	-291
영업이익률	**2.6%**	**2.8%**	**2.6%**	**0.9%**	**1.4%**	**2.6%**	**2.9%**	**2.1%**	**2.2%**	**2.3%**	**2.4%**

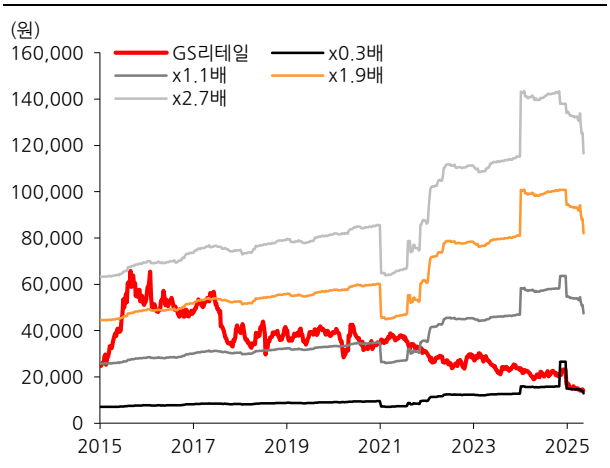
주: 1Q24까지 호텔실적 포함
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] GS 리테일 P/E 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] GS 리테일 P/B 밴드



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표14] GS 리테일 P/E 밸류에이션 (단위: 억원, 배, 천주, 원)

구분	25E	비고
GS 리테일(존속) 지배순이익	1,328	
Target P/E	9	BGF 리테일 목표 P/E 30% 할인
적정가치	12,255	
발행주식수	83,607	자사주 제외
적정 주당가치	**14,658**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	11,032	11,134	11,627	11,992	12,373
매출총이익	2,832	2,837	2,887	2,935	3,011
영업이익	360	292	239	273	294
EBITDA	1,056	1,014	1,000	1,057	1,101
순이자손익	-34	-27	-58	-59	-50
외화관련손익	0	0	1	0	0
지분법손익	-28	-152	-39	-32	-32
세전계속사업손익	212	61	11	178	213
당기순이익	48	22	10	131	162
지배주주순이익	40	18	3	133	162
증가율(%)					
매출액	122.3	0.9	4.4	3.1	3.2
영업이익	151.3	-19.0	-18.1	14.1	8.0
EBITDA	226.2	-4.0	-1.3	5.7	4.2
순이익	-57.2	-53.5	-55.8	1,236.7	23.5
이익률(%)					
매출총이익률	25.7	25.5	24.8	24.5	24.3
영업이익률	3.3	2.6	2.1	2.3	2.4
EBITDA 이익률	9.6	9.1	8.6	8.8	8.9
세전이익률	1.9	0.5	0.1	1.5	1.7
순이익률	0.4	0.2	0.1	1.1	1.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,366	1,857	1,481	1,500	1,540
현금성자산	479	517	180	138	149
매출채권	478	812	760	805	825
재고자산	227	304	307	324	332
비유동자산	8,466	8,185	6,100	6,202	6,294
투자자산	5,444	5,110	4,326	4,332	4,344
유형자산	2,767	2,831	1,542	1,637	1,715
무형자산	255	244	233	233	235
자산총계	9,832	10,042	7,582	7,702	7,834
유동부채	2,174	2,688	1,898	1,928	1,952
매입채무	1,201	1,378	950	979	1,003
유동성이자부채	830	1,146	795	795	795
비유동부채	3,239	2,920	2,502	2,502	2,502
비유동이자부채	2,528	2,250	2,175	2,175	2,175
부채총계	5,412	5,608	4,400	4,429	4,454
자본금	105	105	84	84	84
자본잉여금	1,209	1,209	980	980	980
이익잉여금	2,809	2,773	2,714	2,805	2,912
자본조정	-74	-29	-570	-570	-570
자기주식	-98	-68	-19	-19	-19
자본총계	4,420	4,434	3,182	3,273	3,380

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	713	894	660	478	549
당기순이익	48	22	10	131	162
자산상각비	696	722	761	784	807
운전자본증감	-139	-108	-318	-32	-4
매출채권 감소(증가)	-122	-8	-30	-45	-20
재고자산 감소(증가)	-34	-83	2	-17	-8
매입채무 증가(감소)	30	194	-212	29	25
투자현금흐름	20	-357	-352	-478	-484
유형자산처분(취득)	-349	-384	-422	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-5	-6	-6	-40	-40
투자자산 감소(증가)	47	-14	24	0	0
재무현금흐름	-433	-496	-649	-42	-54
차입금의 증가(감소)	-327	-449	-576	0	0
자본의 증가(감소)	-123	-19	-60	-42	-54
배당금의 지급	-123	-49	-59	-42	-54
총현금흐름	971	1,133	1,151	510	553
(-)운전자본증가(감소)	48	255	400	32	4
(-)설비투자	360	386	439	400	400
(+)자산매각	6	-4	11	-40	-40
Free Cash Flow	569	488	323	38	109
(-)기타투자	-237	-194	-133	38	44
잉여현금	806	682	456	0	65
NOPLAT	252	68	-646	201	224
(+) Dep	696	722	761	784	807
(-)운전자본투자	48	255	400	32	4
(-)Capex	360	386	439	400	400
OpFCF	540	149	-724	553	627

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	386	169	30	1,588	1,933
BPS	38,667	38,755	38,356	39,444	40,727
DPS	430	500	500	650	800
CFPS	9,275	10,821	13,764	6,097	6,614
ROA(%)	0.4	0.2	0.0	1.7	2.1
ROE(%)	1.0	0.4	0.1	4.1	4.8
ROIC(%)	4.4	1.1	-11.8	4.1	4.4
Multiples(x,%)					
PER	62.3	116.8	541.5	8.8	7.3
PBR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
PCR	2.6	1.8	1.2	2.3	2.1
EV/EBITDA	5.5	5.2	4.2	3.8	3.6
배당수익률	1.8	2.5	3.0	4.6	5.7
안정성(%)					
부채비율	122.5	126.5	138.3	135.3	131.8
Net debt/Equity	65.1	64.9	87.7	86.6	83.5
Net debt/EBITDA	272.6	284.1	279.0	268.0	256.2
유동비율	62.8	69.1	78.0	77.8	78.9
이자보상배율(배)	4.6	3.6	2.2	2.4	2.8
자산구조(%)					
투하자본	49.8	52.0	52.0	52.9	53.2
현금+투자자산	50.2	48.0	48.0	47.1	46.8
자본구조(%)					
차입금	43.2	43.4	48.3	47.6	46.8
자기자본	56.8	56.6	51.7	52.4	53.2

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 5 월 21 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
이 자료에서 롯데쇼핑, 이마트, 신세계, 현대백화점, 호텔신라, BGF 리테일, GS 리테일은 기 공표된 자료이므로 목표주가 및 투자의견 변동내역, 목표주가 변동 내역별 괴리율 등을 별도 고지하지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 3 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%