

Overweight
(Maintain)음식료/유통 Analyst 박상준, CFA
sjpark@kiwoom.comRA 권용일
kwonnyy@kiwoom.com

Compliance Notice

- 당사는 10월 14일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

유통

3Q25 Preview: "반등" 은 경고하다



소비심리 회복에도 불구하고, 非주력 사업의 부진으로 인해, 주요 유통 업체들의 3분기 실적 레벨은 다소 아쉬운 편이다. 하지만, 소비심리 반등, 국내 주식 시장 강세, 방한 외국인 관광객 증가 등을 감안한다면, 유통 업체들의 매출은 4분기에도 양호한 흐름이 이어질 전망이다. 따라서, 3분기 실적 시즌 전후 시장의 불안감을 비중확대의 기회로 활용할 것으로 추천한다.

>>> 본업 반등 vs 부업 부진

소비심리 반등과 백화점, 편의점 업황 회복에도 불구하고, 주요 유통 업체들의 3분기 실적은 시장 기대치 대비 아쉬운 모습을 보일 전망이다. 3분기 백화점과 편의점의 매출 성장률이 2분기 대비 의미 있게 반등할 것으로 판단되나, 非주력 사업의 실적이 부진하면서, 본업 매출 회복 대비 전사 영업이익이 약할 것으로 판단된다.

3분기 **백화점** 기존점 성장률은 +4% 내외로 전망된다. 소비심리 회복, 외국인 매출 증가, 패션 장르 반등 등에 힘입어, 주요 기업들의 펀더멘탈이 개선되고 있다(관리기준: 신세계/현대 +5%, 롯데 +3%), **편의점** 매출 성장률도 상반기 대비 반등한 +4% 내외로 전망된다. 7월과 9월에 두 차례 소비쿠폰이 사용되면서, 담배와 가공식품 등의 판매가 골고루 성장한 덕이다. 다만, **할인점**은 기존점 매출이 크게 감소할 전망이다. 소비쿠폰 사용처에서 제외가 되었고, 추석 시점 차이에 따른 악영향이 백화점 대비 컸기 때문이다. **면세점**은 인바운드 증가에도 불구하고, 시내점 매출이 여전히 약한 흐름이고, 공항점 임차료 부담만 증가하고 있어서 상대적으로 부진한 수익성이 예상된다.

>>> 4분기도 양호한 매출 흐름 전망

소비자심리지수가 여전히 110pt 내외에서 머물러 있고, 국내 주식 시장이 강세를 보이고 있으며, 방한 외국인 관광객도 꾸준히 증가하고 있다. 게다가 **추석 명절이 10월에 위치한 영향으로 4분기에는 긍정적인 효과가 기대된다.** 따라서, 주요 유통 업체의 매출은 긍정적인 흐름이 지속될 전망이다. 특히, **할인점**이 3분기 대비 매출 성장률의 반등 폭이 클 가능성이 높다. 소비쿠폰 사용처 제외와 명절 시점 차이에 따른 부정적 영향으로 매출이 크게 부진했었기 때문이다.

백화점은 구조적 성장 모멘텀이 강화되고 있다. 소비심리 회복에 따른 수혜가 지속되는 가운데, 외국인 매출이 전년동기 대비 +30~40% 정도 성장하면서, 전사 기존점 성장을 기여도가 1~2%p 수준으로 확대되고 있기 때문이다. **편의점**은 소비쿠폰 영향이 사라지면서, 3분기 대비 매출 성장률이 둔화되겠으나, 소비심리 회복에 따른 효과는 여전히 유효한 상황으로 판단된다.

신라면세점의 인천공항 DF1 사업권 반납과 영향

한편, 공항면세점은 신라면세점이 DF1 사업권 반납을 결정하면서, 경쟁강도 완화가 본격화될 전망이다. 신세계면세점도 과도한 임차료 부담으로 공항점 영업적자가 크게 늘어난 상황이기 때문에, 신라면세점의 이번 결정에 영향을 받을 수 있다.

따라서, **향후 인천공항공사와 신세계면세점의 대응에 주목할** 필요가 있다. 만약, 신세계면세점이 공항면세점 사업권을 일부 반납한다면, 영업적자가 크게 줄어들 수 있다. 또한, 인천공항공사가 재입찰 시기와 방법, 임차료 레벨 등을 어떻게 정하느냐에 따라, 기존 면세점 사업자 외에 신규 진입을 노리는 다른 사업자들의 실적 전망에도 영향을 줄 수 있기 때문이다.

홈플러스 폐점 여부도 주목

또한, 홈플러스의 폐점 본격화 여부도 주목할 필요가 있다. 본래 홈플러스는 11~12월에 할인점 15개점을 폐점할 계획이었으나, 매수자가 결정될 때까지 폐점하지 않겠다는 언론 보도가 나오면서, 실제 폐점 여부에 혼선이 생긴 상황이다. **현재 법원 인가 전 M&A 시한이 11월 10일이고, 아직까지 유력한 인수자 후보에 대한 언론보도는 없는 상황**이다. 따라서, 4분기부터 홈플러스의 폐점 확대가 본격화될 수 있다. 만약, 폐점 강도가 강해진다면, 경쟁사들의 반사수혜가 내년 1분기부터 확대될 수 있다.

유통 업종 투자전략

유통 업종에 대한 투자 의견 Overweight을 유지하고, 업종 최선호주로 현대백화점, 신세계, 이마트를 제시한다. **현대백화점과 신세계**는 소비심리 회복, 외국인 매출 증가, 공항면세점 경쟁강도 완화 등에 힘입어, 주력 사업의 실적 개선이 지속될 전망이다. **이마트**는 올해 4분기부터 기존점 성장률이 반등하는 가운데, 홈플러스 영업력 약화에 따른 반사수혜가 확대되면서, 실적 개선 모멘텀이 확대될 것으로 기대된다.

유통 연결기준 3Q25 실적 Preview (단위: 억원)

회사명	구분	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	YoY	4Q25E	YoY	2024	2025E	YoY
BGF 리테일	매출액	23,256	22,165	20,165	22,901	24,180	4.0%	22,603	2.0%	86,988	89,850	3.3%
	영업이익	912	516	226	694	940	3.1%	570	10.4%	2,516	2,431	-3.4%
	OPM	3.9%	2.3%	1.1%	3.0%	3.9%	0.0%p	2.5%	0.2%p	2.9%	2.7%	-0.2%p
	순이익	699	435	134	528	731	4.7%	454	4.4%	1,952	1,847	-5.4%
GS 리테일	매출액	30,547	29,340	27,546	29,806	31,581	3.4%	29,801	1.6%	116,269	118,733	2.1%
	영업이익	806	277	404	845	991	22.9%	477	72.0%	2,391	2,717	13.6%
	OPM	2.6%	0.9%	1.5%	2.8%	3.1%	0.5%p	1.6%	0.7%p	2.1%	2.3%	0.2%p
	순이익	-609	-319	67	153	775	흑전	352	흑전	25	1,347	5185.6%
신세계	매출액	15,401	18,212	16,658	16,938	16,264	5.6%	18,170	-0.2%	65,704	68,030	3.5%
	영업이익	930	1,036	1,323	753	920	-1.0%	1,639	58.2%	4,770	4,636	-2.8%
	OPM	6.0%	5.7%	7.9%	4.4%	5.7%	-0.4%p	9.0%	3.3%p	7.3%	6.8%	-0.4%p
	순이익	210	-528	575	-23	244	15.7%	765	흑전	1,078	1,562	44.9%
현대백화점	매출액	10,368	11,752	10,981	10,803	10,277	-0.9%	11,882	1.1%	41,876	43,943	4.9%
	영업이익	646	1,077	1,125	869	740	14.6%	1,471	36.5%	2,840	4,204	48.0%
	OPM	6.2%	9.2%	10.2%	8.0%	7.2%	1.0%p	12.4%	3.2%p	6.8%	9.6%	2.8%p
	순이익	212	200	679	451	450	112.0%	837	318.3%	-359	2,417	흑전
롯데쇼핑	매출액	35,684	34,771	34,568	33,497	34,049	-4.6%	36,112	3.9%	139,866	138,226	-1.2%
	영업이익	1,550	1,472	1,482	406	1,225	-20.9%	2,417	64.2%	4,731	5,531	16.9%
	OPM	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	3.6%	-0.7%p	6.7%	2.5%p	3.4%	4.0%	0.6%p
	순이익	-1	-9,550	162	-204	200	흑전	1,516	흑전	-9,680	1,675	흑전
이마트	매출액	75,085	72,497	72,189	70,390	70,038	-6.7%	69,442	-4.2%	290,209	282,060	-2.8%
	영업이익	1,117	-771	1,593	216	1,310	17.2%	1,213	흑전	471	4,332	819.7%
	OPM	1.5%	-1.1%	2.2%	0.3%	1.9%	0.4%p	1.7%	2.8%p	0.2%	1.5%	1.4%p
	순이익	1,206	-5,917	708	-523	410	-66.0%	259	흑전	-5,900	854	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(순이익은 지배주주순이익 기준임)

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

종목명		BGF 리테일	GS 리테일	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드		282330	007070	004170	069960	023530	139480
종가(10/14, 원)		105,700	16,220	176,000	81,300	66,900	73,900
시가총액(10/14, 조원)		1.83	1.36	1.70	1.84	1.89	2.04
매출액	'24	8,699	11,627	6,570	4,188	13,987	29,021
	'25E	8,985	11,873	6,803	4,394	13,823	28,206
	'26E	9,203	12,165	6,920	4,390	14,160	27,775
영업이익	'24	252	239	477	284	473	47
	'25E	243	272	464	420	553	433
	'26E	253	281	504	421	582	565
OPM	'24	2.9%	2.1%	7.3%	6.8%	3.4%	0.2%
	'25E	2.7%	2.3%	6.8%	9.6%	4.0%	1.5%
	'26E	2.8%	2.3%	7.3%	9.6%	4.1%	2.0%
순이익	'24	195	3	108	-36	-968	-590
	'25E	185	135	156	242	167	85
	'26E	190	150	189	266	224	224
PER	'24	9.1	666.9	12.1	-30.6	-1.6	-3.0
	'25E	9.9	10.1	11.1	7.6	11.3	24.1
	'26E	9.6	9.0	9.0	6.9	8.5	9.2
PBR	'24	1.50	0.43	0.31	0.24	0.10	0.17
	'25E	1.41	0.41	0.39	0.40	0.12	0.20
	'26E	1.30	0.40	0.38	0.38	0.12	0.19
ROE	'24	17.3%	0.1%	2.5%	-0.8%	-7.7%	-5.4%
	'25E	14.9%	4.1%	3.6%	5.4%	1.1%	0.8%
	'26E	14.1%	4.5%	4.2%	5.7%	1.4%	2.1%
배당수익률	'24	4.0%	3.0%	3.4%	3.0%	7.0%	3.2%
	'25E	4.1%	4.3%	2.7%	2.2%	5.7%	3.4%
	'26E	4.1%	4.3%	2.8%	2.5%	5.7%	3.4%

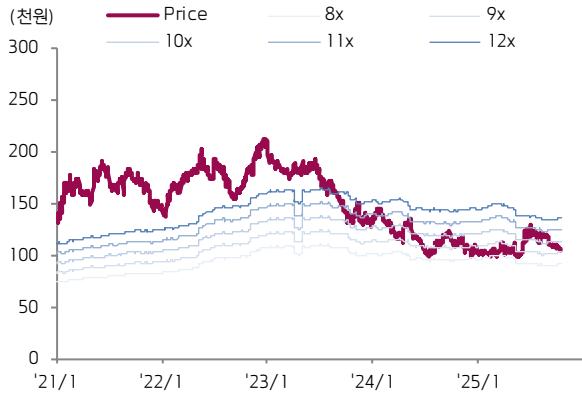
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

유통 업종 투자이견 및 목표주가 변경 내역

종목코드	종목명	변경내역	변경사유
282330	BGF 리테일	투자이견: Outperform → BUY	주가 하락에 따른 기대 수익률 확대
139480	이마트	목표주가: 130,000 원 → 120,000 원	실적 추정치 하향

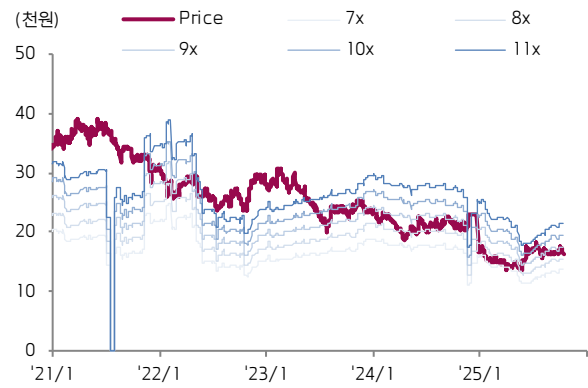
자료: 키움증권 리서치

BGF리테일 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

GS리테일 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

신세계 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide

현대백화점 FW12M PER 밴드 추이



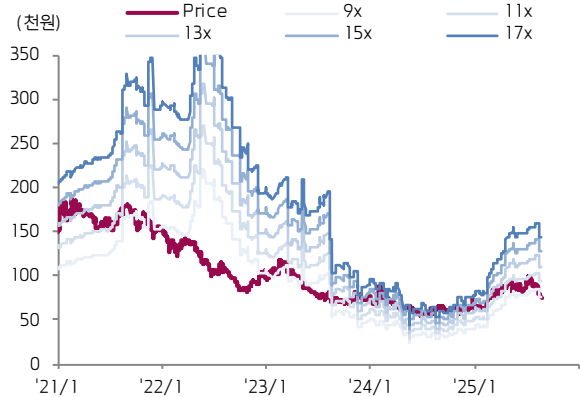
자료: Fn Guide

롯데쇼핑 FW12M PER 밴드 추이



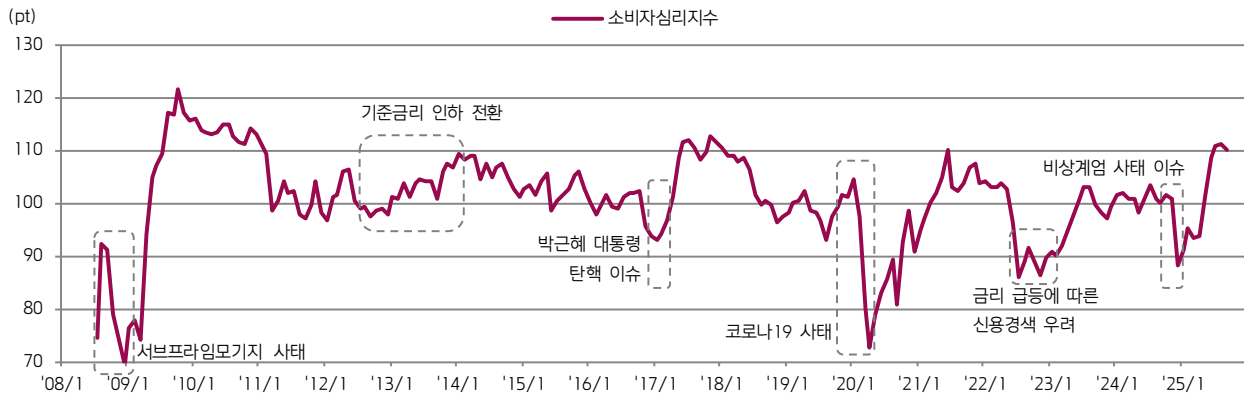
자료: Fn Guide

이마트 FW12M PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide

한국 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치

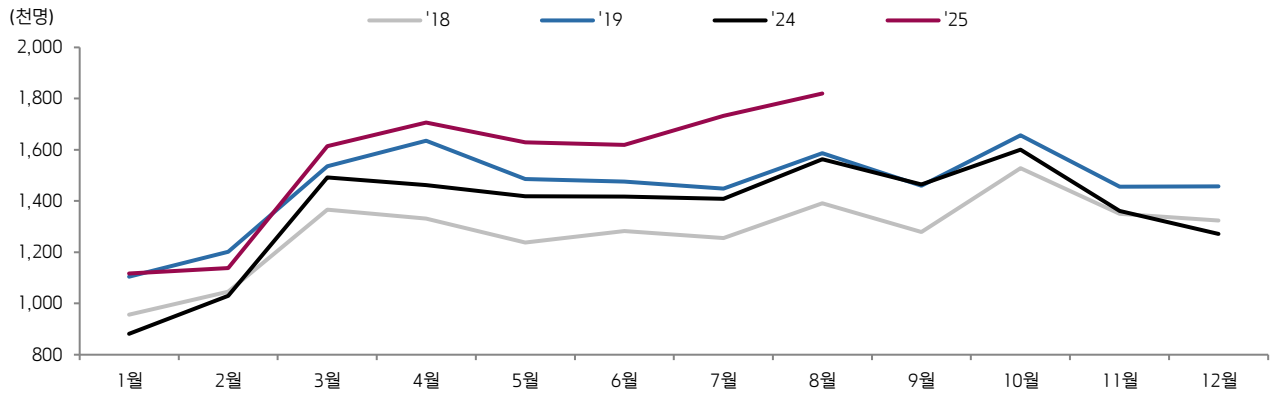
월별 주요 유통업체 매출 동향

구분	'24/10	'24/11	'24/12	'25/1	'25/2	'25/3	'25/4	'25/5	'25/6	'25/7	'25/8	'25/9
휴일 수(日)	10	9	10	12	8	11	8	11	11	8	11	8
휴일 YoY(日)	-1	1	-1	3	-2	0	-1	1	0	0	1	-4
한국 소비자심리지수(pt)	101.7	100.7	88.4	91.2	95.2	93.4	93.8	101.8	108.7	110.8	111.4	110.1
한국 전체 수출금액 YoY(%)	4.6	1.3	6.6	-10.1	0.4	2.7	3.5	-1.3	4.4	5.8	1.3	12.7
산자부 전체 매출 YoY(%)	6.7	8.0	8.9	11.7	4.4	9.2	7.0	7.0	7.3	9.1	3.7	
산자부 오프라인 매출(전점) YoY(%)	0.0	3.9	-0.3	8.8	-7.7	-0.2	-1.9	0.9	-1.1	2.7	-3.1	
대형마트	-3.4	5.7	-6.6	16.1	-18.8	-0.2	-3.1	0.2	-2.8	-2.4	-15.6	
백화점	-2.6	1.4	1.1	10.3	-3.6	-2.1	-2.9	2.3	-0.9	5.1	2.8	
편의점	3.7	5.1	2.4	1.7	-4.6	1.4	-0.6	-0.2	-0.7	3.9	1.1	
SSM	7.1	6.8	3.4	4.8	-1.2	3.6	0.2	1.0	2.1	1.8	-5.9	
이마트 기준점 YoY(%)	-5.8	3.4	-9.6		-0.2	-1.5	-2.6	2.5	-2.7	1.8		
신세계 기준점 YoY(%)	-3.2	-1.9	0.6	10.4	-7.0	-4.7	-2.5	2.3	0.1	1.8	0.7	1.3
산자부 편의점 점포 수 YoY(%)	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.3	-0.2	-0.6	-1.3	-2.0	-1.6	
산자부 온라인 매출 YoY(%)	13.9	11.8	18.8	14.6	16.7	19.0	15.8	13.0	15.9	15.3	10.5	
통계청 온라인 매출 YoY(%)	1.4	2.0	4.6	1.6	3.7	2.5	2.8	0.6	1.9	7.8	6.6	
F&B 상품 + 서비스	15.4	12.4	13.6	14.9	7.4	12.0	11.8	10.4	12.2	13.0	7.7	
의복	-2.9	0.3	9.9	1.3	-3.9	1.5	1.5	-0.4	3.0	0.2	2.1	
재화 전체	0.1	0.7	4.9	-0.5	5.7	2.0	3.1	1.8	4.6	8.1	7.0	
식품	16.0	11.3	12.4	13.1	5.0	9.9	10.0	7.0	11.6	13.6	6.6	
농축수산물	15.8	10.7	10.2	22.7	-2.7	11.1	13.1	9.6	13.2	16.8	8.7	
음식료품	16.1	11.6	13.3	9.2	8.3	9.5	9.0	6.1	11.0	12.5	5.8	
서비스 전체	4.3	4.9	4.0	5.8	-0.3	3.7	2.3	-1.8	-3.4	7.1	5.8	
음식서비스	14.7	13.8	15.1	17.5	10.4	14.6	14.1	14.7	12.9	12.2	9.0	
면세점 시장규모(조원)	1.11	1.01	1.26	0.95	1.00	1.08	1.18	1.05	1.09	0.92	1.02	
면세점 시장규모 YoY(%)	-16.4	-12.2	-3.8	-40.0	9.3	-8.6	-5.2	-16.1	-9.5	-8.6	-18.0	
중국 화장품 소매판매 YoY(%)	40.1	-26.4	-26.4		4.4	1.1	7.2	4.4	-2.3	4.5	5.1	

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

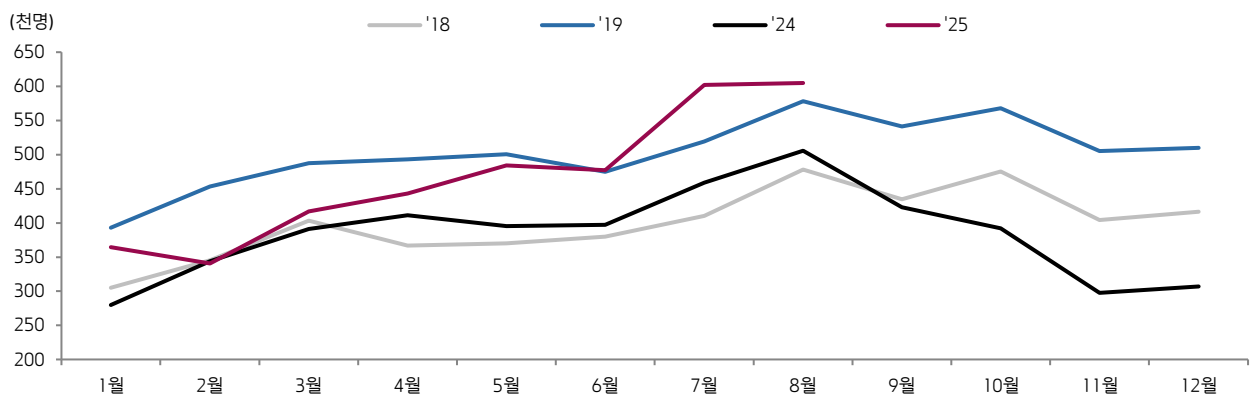
주: 1) 1월과 8월 데이터가 없는 경우, 당해 2월과 9월 데이터는 각각 1~2월 누계, 8~9월 누계 기준임.

한국의 전체 입국자 수 추이



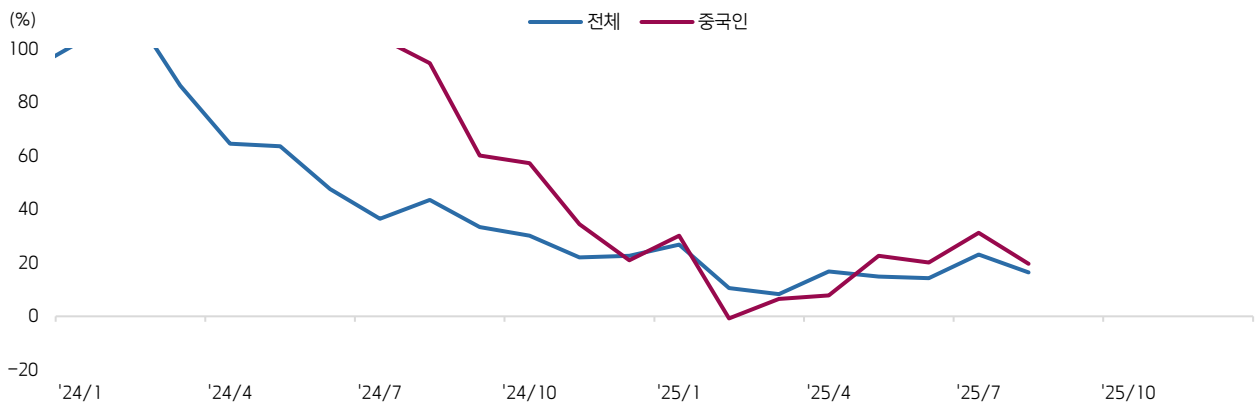
자료: 관광지식정보시스템

한국의 중국인 입국자 수 추이



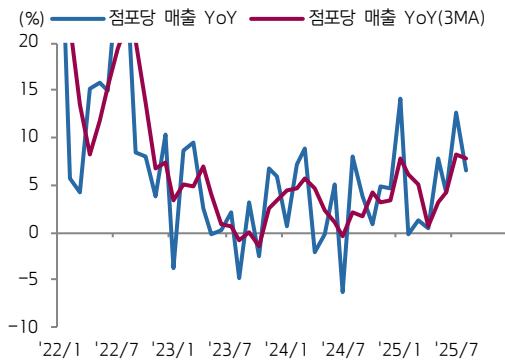
자료: 관광지식정보시스템

한국의 입국자 수 YoY 증감률 추이



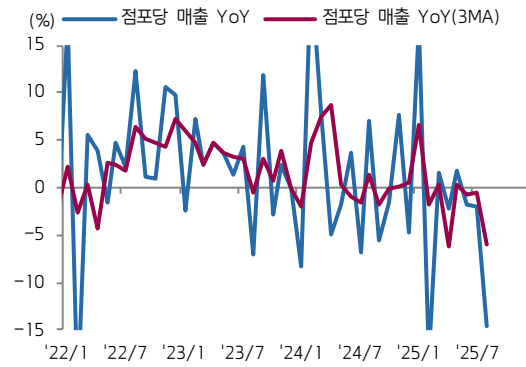
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

백화점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



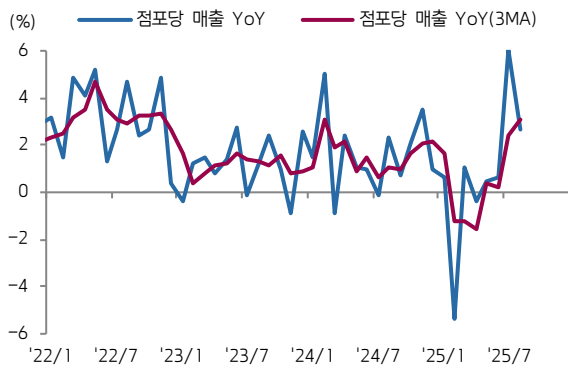
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

대형마트 점포당 매출 YoY 증가율 추이



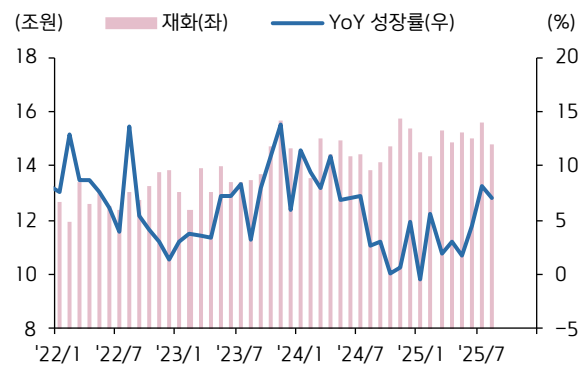
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

편의점 점포당 매출 YoY 증가율 추이



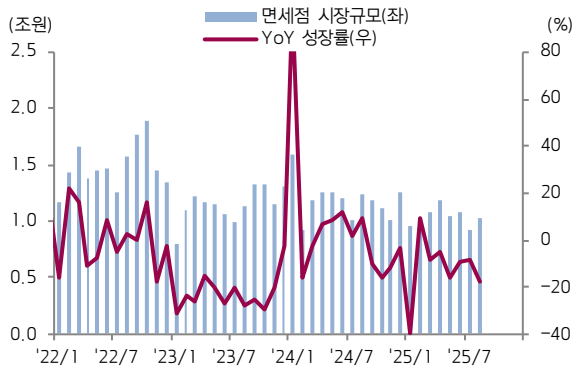
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

이커머스 재화 시장규모 추이(서비스 제외 기준)



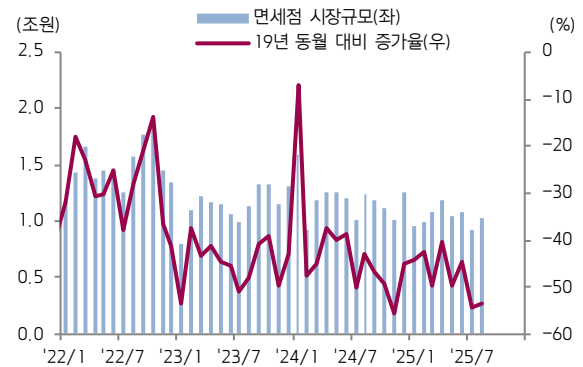
자료: 통계청, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장규모 및 YoY 성장률 추이



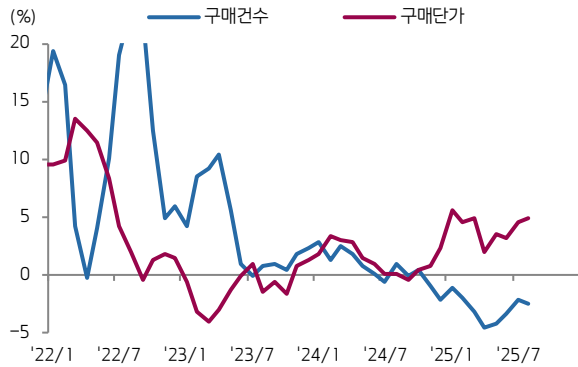
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장규모 및 19년 대비 증감률 추이



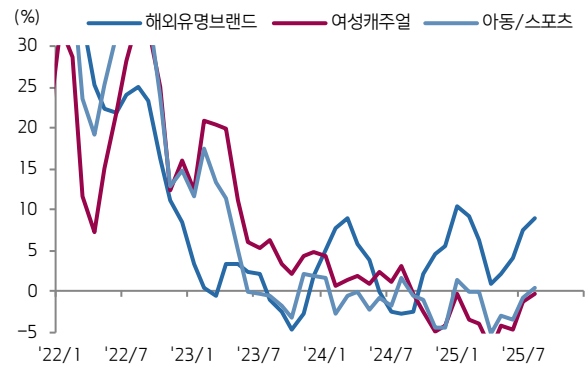
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

백화점 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



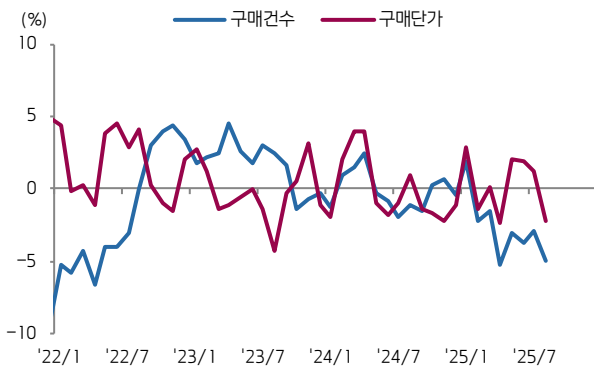
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

백화점 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



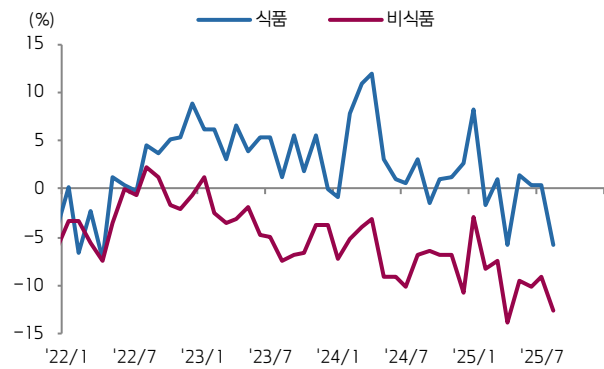
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

대형마트 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



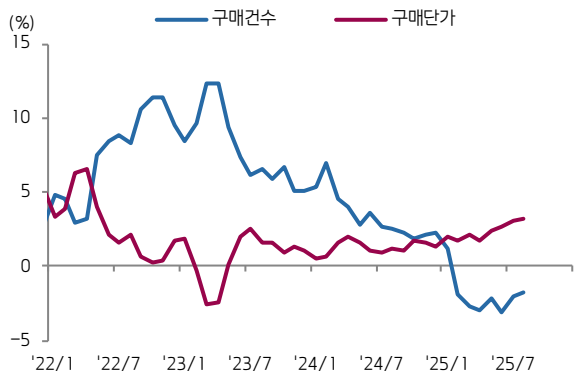
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

대형마트 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



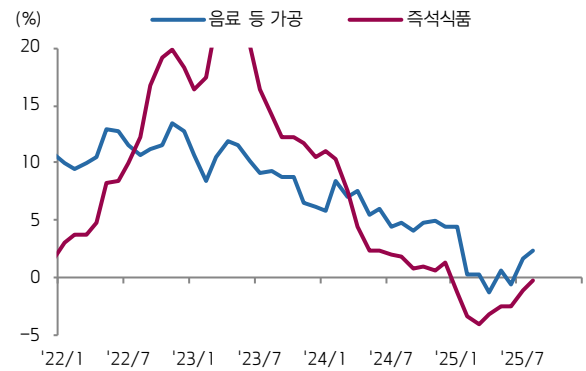
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

편의점 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

편의점 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

1) BGF리테일 3Q25 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 135,000원

BGF리테일의 3Q25 연결기준 영업이익은 940억원(+3% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망된다. 추석 시점 차이에 따른 부정적 영향에도 불구하고, 소비심리 회복, 민생회복 소비쿠폰 사용 효과 등에 힘입어, 3분기 편의점 순매출 성장률(별도기준 매출)은 +4% 수준으로 전분기 대비 개선될 전망이다. 다만, 소비쿠폰 사용이 수익성이 낮은 담배 카테고리에 상대적으로 집중되면서, 전사 영업이익 증가율은 매출 증가율 대비 약할 전망이다.

4분기에는 민생회복 소비쿠폰 사용 효과가 없어지면서, 3분기 대비 매출 성장률이 둔화될 것으로 판단되나, 소비심리 호조에 따른 영향은 여전히 긍정적으로 판단된다. 다만, 중기적으로 무인점포 채널 성장에 따른 영향은 지속되고 있기 때문에, 점포 순증과 동일점 성장률이 현재 수준에서 크게 반등하기는 어려울 전망이다.

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,953.8	2,202.9	2,325.6	2,216.5	2,016.5	2,290.1	2,418.0	2,260.3	8,698.8	8,985.0	9,203.2
(YoY)	5.6%	5.0%	5.4%	8.6%	3.2%	4.0%	4.0%	2.0%	6.2%	3.3%	2.4%
별도기준	1,950.0	2,174.3	2,290.8	2,177.1	1,975.3	2,238.3	2,383.2	2,220.9	8,592.1	8,817.8	9,036.0
(YoY)	6.1%	4.4%	4.7%	7.6%	1.3%	2.9%	4.0%	2.0%	5.7%	2.6%	2.5%
매출총이익	361.1	416.1	440.2	408.3	369.6	429.4	456.4	414.5	1,625.7	1,669.9	1,728.1
(GPM)	18.5%	18.9%	18.9%	18.4%	18.3%	18.7%	18.9%	18.3%	18.7%	18.6%	18.8%
별도기준	353.3	406.2	428.1	392.0	354.3	410.7	444.3	398.1	1,579.6	1,607.4	1,665.7
(GPM)	18.1%	18.7%	18.7%	18.0%	17.9%	18.3%	18.6%	17.9%	18.4%	18.2%	18.4%
판매비	328.5	339.9	349.0	356.7	347.0	359.9	362.4	357.5	1,374.1	1,426.8	1,475.0
(YoY)	10.2%	6.6%	6.0%	10.3%	5.6%	5.9%	3.8%	0.2%	8.2%	3.8%	3.4%
(판매비율)	16.8%	15.4%	15.0%	16.1%	17.2%	15.7%	15.0%	15.8%	15.8%	15.9%	16.0%
별도기준	319.9	336.8	345.7	346.8	331.1	350.4	359.1	347.6	1,349.2	1,388.2	1,436.4
(YoY)	10.7%	6.7%	6.2%	8.6%	3.5%	4.1%	3.9%	0.2%	8.0%	2.9%	3.5%
(판매비율)	16.4%	15.5%	15.1%	15.9%	16.8%	15.7%	15.1%	15.6%	15.7%	15.7%	15.9%
영업이익	32.6	76.2	91.2	51.6	22.6	69.4	94.0	57.0	251.6	243.1	253.2
(YoY)	-11.8%	-2.4%	4.8%	1.1%	-30.7%	-8.9%	3.1%	10.4%	-0.6%	-3.4%	4.1%
(OPM)	1.7%	3.5%	3.9%	2.3%	1.1%	3.0%	3.9%	2.5%	2.9%	2.7%	2.8%
별도기준	33.4	69.4	82.4	45.2	23.2	60.2	85.2	50.6	230.4	219.2	229.3
(YoY)	-16.0%	-2.8%	2.0%	-8.5%	-30.6%	-13.3%	3.4%	11.9%	-4.5%	-4.9%	4.6%
(OPM)	1.7%	3.2%	3.6%	2.1%	1.2%	2.7%	3.6%	2.3%	2.7%	2.5%	2.5%
세전이익	30.9	73.9	89.1	51.4	17.3	66.9	96.5	59.7	245.3	240.3	251.3
순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	52.8	73.1	45.4	195.2	184.7	190.5
(지배)순이익	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	52.8	73.1	45.4	195.2	184.7	190.5
(YoY)	-15.5%	-1.7%	-0.2%	12.6%	-42.9%	-9.7%	4.7%	4.4%	-0.3%	-5.4%	3.1%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

BGF리테일 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,194.8	8,698.8	8,985.0	9,203.2	9,455.6
매출원가	6,672.0	7,073.0	7,315.1	7,475.0	7,668.0
매출총이익	1,522.8	1,625.7	1,669.9	1,728.1	1,787.6
판매비	1,269.6	1,374.1	1,426.8	1,475.0	1,526.8
영업이익	253.2	251.6	243.1	253.2	260.8
EBITDA	403.9	413.5	416.1	440.6	458.5
영업외손익	-4.8	-6.3	-2.8	-1.9	2.9
이자수익	25.7	28.4	28.4	28.1	32.9
이자비용	46.9	50.9	48.1	46.9	46.9
외환관련이익	1.2	3.4	2.0	2.0	2.0
외환관련손실	1.0	0.5	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	16.5	14.2	15.8	15.8	15.8
법인세차감전이익	248.4	245.3	240.3	251.3	263.7
법인세비용	52.5	50.1	55.6	60.8	63.8
계속사업순이익	195.8	195.2	184.7	190.5	199.9
당기순이익	195.8	195.2	184.7	190.5	199.9
지배주주순이익	195.8	195.2	184.7	190.5	199.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.6	6.2	3.3	2.4	2.7
영업이익 증감율	0.3	-0.6	-3.4	4.2	3.0
EBITDA 증감율	0.0	2.4	0.6	5.9	4.1
지배주주순이익 증감율	1.2	-0.3	-5.4	3.1	4.9
EPS 증감율	1.2	-0.3	-5.4	3.1	4.9
매출총이익율(%)	18.6	18.7	18.6	18.8	18.9
영업이익률(%)	3.1	2.9	2.7	2.8	2.8
EBITDA Margin(%)	4.9	4.8	4.6	4.8	4.8
지배주주순이익률(%)	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	647.1	768.8	751.9	756.8	869.7
당기순이익	195.8	195.2	184.7	190.5	199.9
비현금항목의 가감	549.5	592.9	576.8	594.9	695.8
유형자산감가상각비	175.2	189.8	196.9	212.1	223.0
무형자산감가상각비	10.3	9.1	13.2	12.4	11.8
지분법평가손익	-0.3	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
기타	364.3	394.9	367.6	371.3	461.9
영업활동자산부채증감	-39.2	28.4	17.6	4.2	4.9
매출채권및기타채권의감소	-48.5	20.3	-10.2	-6.2	-7.1
재고자산의감소	-52.1	-35.3	11.2	-4.9	-5.6
매입채무및기타채무의증가	16.1	56.1	20.0	15.3	17.7
기타	45.3	-12.7	-3.4	0.0	-0.1
기타현금흐름	-59.0	-47.7	-27.2	-32.8	-30.9
투자활동 현금흐름	-244.1	-346.0	-369.2	-369.2	-369.2
유형자산의 취득	-206.2	-219.0	-250.0	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.5	-5.3	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-28.0	-14.3	-12.3	-12.3	-12.3
단기금융자산의감소(증가)	74.2	-11.1	0.0	0.0	0.0
기타	-78.0	-96.9	-96.9	-96.9	-96.9
재무활동 현금흐름	-369.2	-400.3	-392.8	-396.2	-396.2
차입금의 증가(감소)	-2.7	-7.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-70.8	-70.8	-70.8	-74.3	-74.3
기타	-295.7	-322.0	-322.0	-321.9	-321.9
기타현금흐름	0.0	0.0	10.2	2.1	-10.4
현금 및 현금성자산의 순증가	33.7	22.5	0.1	-6.5	93.8
기초현금 및 현금성자산	268.6	302.3	324.8	324.9	318.4
기말현금 및 현금성자산	302.3	324.8	324.9	318.4	412.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	979.0	1,051.8	1,050.9	1,055.5	1,162.1
현금 및 현금성자산	302.3	324.8	324.9	318.4	412.2
단기금융자산	221.9	233.0	233.0	233.0	233.0
매출채권 및 기타채권	248.3	244.0	254.2	260.4	267.6
재고자산	177.0	212.3	201.0	205.9	211.6
기타유동자산	251.4	270.7	270.8	270.8	270.7
비유동자산	2,240.1	2,350.8	2,482.1	2,609.0	2,645.6
투자자산	337.7	351.1	362.5	374.0	385.4
유형자산	776.4	833.7	886.8	924.6	951.6
무형자산	37.5	78.6	75.4	73.1	71.3
기타비유동자산	1,088.5	1,087.4	1,157.4	1,237.3	1,237.3
자산총계	3,219.1	3,402.6	3,533.0	3,664.5	3,807.8
유동부채	1,191.3	1,296.2	1,316.2	1,331.5	1,349.2
매입채무 및 기타채무	783.5	871.1	891.1	906.4	924.1
단기금융부채	343.3	352.8	352.8	352.8	352.8
기타유동부채	64.5	72.3	72.3	72.3	72.3
비유동부채	953.3	922.3	922.3	922.3	922.3
장기금융부채	910.9	880.9	880.9	880.9	880.9
기타비유동부채	42.4	41.4	41.4	41.4	41.4
부채총계	2,144.6	2,218.5	2,238.5	2,253.8	2,271.5
지배지분	1,074.5	1,184.1	1,294.5	1,410.7	1,536.3
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
기타자본	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄손익누계액	0.8	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	712.3	831.0	941.3	1,057.5	1,183.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,074.5	1,184.1	1,294.5	1,410.7	1,536.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,331	11,295	10,685	11,020	11,565
BPS	62,165	68,511	74,897	81,620	88,887
CFPS	43,126	45,601	44,059	45,437	51,824
DPS	4,100	4,100	4,300	4,300	4,300
주가배수(배)					
PER	11.6	9.1	9.9	9.6	9.1
PER(최고)	18.8	13.1	12.1		
PER(최저)	11.3	8.7	9.2		
PBR	2.11	1.50	1.41	1.30	1.19
PBR(최고)	3.43	2.16	1.73		
PBR(최저)	2.07	1.43	1.32		
PSR	0.28	0.20	0.20	0.20	0.19
PCFR	3.0	2.2	2.4	2.3	2.0
EV/EBITDA	6.0	5.0	5.1	4.8	4.8
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	36.2	36.3	40.2	39.0	37.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	3.1	4.0	4.1	4.1	4.1
ROA	6.4	5.9	5.3	5.3	5.4
ROE	19.2	17.3	14.9	14.1	13.6
ROIC	14.1	12.2	11.7	11.2	11.1
매출채권회전율	38.3	35.3	36.1	35.8	35.8
재고자산회전율	54.3	44.7	43.5	45.2	45.3
부채비율	199.6	187.3	172.9	159.8	147.9
순차입금비율	-13.9	-23.4	-21.4	-19.2	-23.8
이자보상배율	5.4	4.9	5.1	5.4	5.6
총차입금	374.5	280.3	280.3	280.3	280.3
순차입금	-149.6	-277.4	-277.6	-271.1	-364.9
NOPLAT	191.4	184.3	183.3	188.3	194.0
FCF	125.2	187.8	151.0	157.1	173.7

2) GS리테일 3Q25 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 21,000원

GS리테일의 3Q25 연결기준 영업이익은 991억원(+23% YoY)으로 시장 기대치를 소폭 상회할 것으로 전망된다. 추석 시점 차이에 따른 부정적 영향에도 불구하고, 소비심리 회복, 민생회복 소비쿠폰 사용 효과 등에 힘입어, 3분기 편의점 순매출 성장률(별도기준 매출)은 +4% 수준으로 전분기 대비 개선될 전망이다. 다만, 수퍼와 홈쇼핑은 동일점 매출과 거래액이 전년동기 대비 역신장하면서, 전반적으로 부진한 실적을 시현할 전망이다.

4분기에는 민생회복 소비쿠폰 사용 효과가 없어지면서, 편의점의 매출 성장률이 3분기 대비 둔화될 것으로 판단되나, 소비심리 호조에 따른 영향은 여전히 긍정적으로 판단된다. 다만, 중기적으로 무인점포 채널 성장에 따른 영향은 지속되고 있기 때문에, 편의점의 점포 순증과 동일점 성장률이 현재 수준에서 크게 반등하기는 어려울 전망이다.

수퍼는 공격적인 점포 순증이 지속되고 있으나, 최근 동일점 매출 부진이 지속되고 있다. 따라서, 내년에도 현재 수준의 확장 전략이 유지될지 여부는 아직 확인할 수 없는 상황으로 판단된다.

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,693	2,930	3,055	2,934	2,755	2,981	3,158	2,980	11,627	11,873	12,165
(YoY)	0.7%	4.2%	3.7%	8.6%	2.3%	1.7%	3.4%	1.6%	4.4%	2.1%	2.5%
편의점	1,968	2,194	2,307	2,197	2,012	2,226	2,397	2,220	8,666	8,856	9,062
(YoY)	5.4%	4.9%	3.9%	6.3%	2.2%	1.5%	3.9%	1.0%	5.1%	2.2%	2.3%
수퍼	381	394	424	410	416	427	448	444	1,608	1,734	1,846
(YoY)	11.6%	10.3%	8.5%	14.2%	9.2%	8.3%	5.8%	8.4%	11.1%	7.9%	6.4%
홈쇼핑	276	273	251	252	258	257	241	244	1,052	1,000	970
(YoY)	-4.8%	-4.5%	-3.4%	-14.7%	-6.7%	-6.0%	-4.0%	-3.0%	-7.0%	-5.0%	-3.0%
개발	10	10	8	8	9	8	8	8	36	33	32
공통 및 기타	58	59	65	68	60	63	64	64	250	251	256
영업이익	52	83	81	28	40	84	99	48	239	272	281
(YoY)	-17.4%	-7.1%	-24.1%	-15.4%	-22.8%	1.7%	22.9%	72.0%	-18.1%	13.6%	3.6%
(OPM)	1.9%	2.8%	2.6%	0.9%	1.5%	2.8%	3.1%	1.6%	2.1%	2.3%	2.3%
편의점	26	65	73	31	17	59	76	27	195	180	195
(YoY)	15.9%	-0.5%	-6.5%	-41.8%	-34.6%	-9.1%	4.5%	-10.1%	-10.9%	-7.6%	8.6%
(OPM)	1.3%	3.0%	3.2%	1.4%	0.9%	2.7%	3.2%	1.2%	2.2%	2.0%	2.2%
수퍼	10	7	14	1	8	5	13	1	32	27	28
(OPM)	2.6%	1.6%	3.3%	0.3%	1.9%	1.3%	2.8%	0.3%	2.0%	1.6%	1.5%
홈쇼핑	33	27	19	29	22	25	17	27	107	91	84
(OPM)	11.9%	10.0%	7.4%	11.3%	8.7%	9.8%	7.0%	10.9%	10.2%	9.1%	8.6%
개발	-1	-3	-9	-23	0	2	-1	-1	-35	1	-2
공통 및 기타	-16	-13	-16	-9	-7	-7	-6	-7	-54	-27	-23
세전이익	41	65	-45	-44	14	17	101	47	11	179	193
순이익	39	64	-63	-30	5	14	76	34	10	130	146
(지배)순이익	36	60	-61	-32	7	15	77	35	3	135	150
(YoY)	114.6%	14.2%	적전	적지	-81.1%	-74.4%	흑전	흑전	-85.6%	5186%	11.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,134.1	11,626.9	11,873.3	12,165.3	12,443.6
매출원가	8,297.4	8,740.0	8,978.0	9,268.4	9,542.3
매출총이익	2,836.8	2,886.9	2,895.3	2,896.8	2,901.3
판매비	2,545.0	2,647.8	2,623.7	2,615.4	2,605.4
영업이익	291.8	239.1	271.7	281.4	295.9
EBITDA	550.2	503.8	544.9	573.0	622.8
영업외손익	-230.7	-227.9	-92.4	-88.4	-87.5
이자수익	51.2	49.7	51.7	49.4	50.3
이자비용	81.7	109.2	111.7	105.3	105.3
외환관련이익	0.3	1.3	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-154.8	-40.4	-24.0	-24.0	-24.0
기타	-45.2	-129.1	-8.4	-8.5	-8.5
법인세차감전이익	61.1	11.2	179.2	193.1	208.5
법인세비용	46.9	41.3	49.5	46.7	50.4
계속사업순손익	14.2	-30.1	129.7	146.3	158.0
당기순이익	22.1	9.8	129.7	146.3	158.0
지배주주순이익	17.7	2.5	134.7	150.3	162.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.9	4.4	2.1	2.5	2.3
영업이익 증감율	-19.0	-18.1	13.6	3.6	5.2
EBITDA 증감율	-13.7	-8.4	8.2	5.2	8.7
지배주주순이익 증감율	-56.2	-85.9	5,288.0	11.6	7.8
EPS 증감율	-56.3	-85.3	6,409.5	11.6	7.8
매출총이익률(%)	25.5	24.8	24.4	23.8	23.3
영업이익률(%)	2.6	2.1	2.3	2.3	2.4
EBITDA Margin(%)	4.9	4.3	4.6	4.7	5.0
지배주주순이익률(%)	0.2	0.0	1.1	1.2	1.3

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	894.1	660.2	795.0	864.0	990.0
당기순이익	22.1	9.8	129.7	146.3	158.0
비현금항목의 가감	1,111.1	1,141.0	829.8	836.7	953.2
유형자산감가상각비	281.1	296.7	305.6	321.2	354.3
무형자산감가상각비	42.9	36.6	36.2	39.0	41.2
지분법평가손익	-196.2	-201.3	-24.0	-24.0	-24.0
기타	983.3	1,009.0	512.0	500.5	581.7
영업활동자산부채증감	-108.1	-318.5	-55.0	-16.5	-15.7
매출채권및기타채권의감소	-7.9	-30.4	-42.4	-19.7	-18.8
재고자산의감소	-82.9	2.1	-5.1	-7.7	-7.3
매입채무및기타채무의증가	194.1	-211.9	9.2	10.9	10.4
기타	-211.4	-78.3	-16.7	0.0	0.0
기타현금흐름	-131.0	-172.1	-109.5	-102.5	-105.5
투자활동 현금흐름	-356.9	-352.2	-484.8	-484.8	-484.8
유형자산의 취득	-385.8	-439.2	-440.0	-440.0	-440.0
유형자산의 처분	1.7	17.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.2	-5.8	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	64.3	77.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-44.3	-8.3	0.0	0.0	0.0
기타	13.4	7.0	5.2	5.2	5.2
재무활동 현금흐름	-495.9	-648.8	-243.1	-409.5	-509.5
차입금의 증가(감소)	-448.8	-575.8	249.7	100.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	30.0	-0.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-48.6	-59.3	-41.8	-58.5	-58.5
기타	-28.5	-12.9	-451.0	-451.0	-451.0
기타현금흐름	0.1	2.3	-8.6	-4.0	17.6
현금 및 현금성자산의 순증가	41.3	-338.5	58.5	-34.4	13.3
기초현금 및 현금성자산	390.5	431.8	93.3	151.8	117.4
기말현금 및 현금성자산	431.8	93.3	151.8	117.4	130.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,857.1	1,481.2	1,587.1	1,580.1	1,619.6
현금 및 현금성자산	431.8	93.3	151.8	117.4	130.7
단기금융자산	214.5	222.8	222.8	222.8	222.8
매출채권 및 기타채권	811.8	760.3	802.7	822.5	841.3
재고자산	304.3	307.1	312.2	319.9	327.2
기타유동자산	309.2	320.5	320.4	320.3	320.4
비유동자산	8,185.0	6,100.5	6,324.7	6,530.5	6,600.9
투자자산	1,288.0	1,170.6	1,146.6	1,122.6	1,098.6
유형자산	2,831.2	1,542.0	1,676.4	1,795.2	1,880.9
무형자산	244.1	232.5	246.3	257.4	266.2
기타비유동자산	3,821.7	3,155.4	3,255.4	3,355.3	3,355.2
자산총계	10,042.0	7,581.6	7,911.8	8,110.6	8,220.5
유동부채	2,688.0	1,898.4	1,957.4	2,068.4	2,078.8
매입채무 및 기타채무	1,378.1	949.6	958.9	969.8	980.2
단기금융부채	1,117.9	772.4	822.2	922.2	922.2
기타유동부채	192.0	176.4	176.3	176.4	176.4
비유동부채	2,920.2	2,501.7	2,701.7	2,701.7	2,701.7
장기금융부채	2,249.7	2,167.9	2,367.9	2,367.9	2,367.9
기타비유동부채	670.5	333.8	333.8	333.8	333.8
부채총계	5,608.3	4,400.1	4,659.1	4,770.0	4,780.5
지배지분	4,058.4	3,206.8	3,283.0	3,374.8	3,478.4
자본금	104.7	83.6	83.6	83.6	83.6
자본잉여금	1,209.1	979.9	979.9	979.9	979.9
기타자본	-100.8	-691.8	-691.8	-691.8	-691.8
기타포괄손익누계액	72.2	121.3	121.3	121.3	121.3
이익잉여금	2,773.1	2,713.9	2,790.0	2,881.9	2,985.4
비지배지분	375.4	-25.3	-30.3	-34.3	-38.3
자본총계	4,433.7	3,181.5	3,252.7	3,340.5	3,440.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	169	25	1,611	1,798	1,938
BPS	38,755	38,356	39,267	40,365	41,603
CFPS	10,821	11,176	11,477	11,758	13,291
DPS	500	500	700	700	700
주가배수(배)					
PER	136.5	666.9	10.1	9.0	8.4
PER(최고)	183.0	966.0	11.4		
PER(최저)	116.1	654.8	8.3		
PBR	0.59	0.43	0.41	0.40	0.39
PBR(최고)	0.80	0.62	0.47		
PBR(최저)	0.51	0.42	0.34		
PSR	0.22	0.15	0.11	0.11	0.11
PCFR	2.1	1.5	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.0	3.8	3.8	3.9	3.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	233.5	426.7	45.1	40.0	37.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.2	3.0	4.3	4.3	4.3
ROA	0.2	0.1	1.7	1.8	1.9
ROE	0.4	0.1	4.1	4.5	4.7
ROIC	0.4	-15.9	3.2	3.3	3.4
매출채권회전율	17.3	14.8	15.2	15.0	15.0
재고자산회전율	41.9	38.0	38.3	38.5	38.5
부채비율	126.5	138.3	143.2	142.8	139.0
순차입금비율	11.7	17.6	23.1	26.5	25.4
이자보상배율	3.6	2.2	2.4	2.7	2.8
총차입금	1,166.8	876.2	1,126.0	1,226.0	1,226.0
순차입금	520.5	560.2	751.4	885.8	872.5
NOPLAT	20.0	-792.1	146.9	161.3	172.3
FCF	-154.4	-1,205.2	-56.2	15.0	62.1

3) 신세계 3Q25 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 225,000원

신세계의 3Q25 연결기준 영업이익은 920억원(-1% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 3분기 백화점 기존점 성장률(관리기준 +5%, 회계기준 +1%)이 2분기 대비 반등하면서, 백화점 리뉴얼 관련 감가상각비 증가 부담이 완화되었으나, 출입국자 수 증가에 따른 공항면세점의 임차료 부담 증가, 자회사 신세계인터내셔널의 실적 부진이 지속되면서, 시장 기대치를 하회할 것으로 판단된다.

다만, 한국 소비자심리지수가 110pt 내외로 여전히 높은 수준이고, 백화점의 외국인 매출 성장세가 견조하며, 작년 4분기는 통상임금 관련 일회성 비용 영향으로 기저도 낮기 때문에, 올해 4분기 전사 영업이익은 전년 동기 대비 무난하게 증가할 전망이다.

중기적으로는 공항면세점 이슈가 관건이다. 경쟁사 신라면세점이 인천공항 DF1 사업권을 반납하기로 결정하면서, 공항면세점 사업의 경쟁강도가 전반적으로 내려가고 있기 때문이다. 만약, 동사가 인천공항 DF2 사업권을 반납한다면, 면세점 사업의 영업적자가 극적으로 축소될 수 있다. 따라서, 향후 동사와 인천공항공사의 대응 방향과 사업권 재입찰 시점과 방법 등이 주가에 중요한 변수로 작용할 전망이다.

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,819	2,782	2,709	3,187	2,878	2,896	2,781	3,214	11,497	11,769	11,925
(YoY)	5.4%	1.8%	4.0%	2.1%	2.1%	4.1%	2.7%	0.8%	3.3%	2.4%	1.3%
백화점	1,801	1,746	1,688	2,008	1,792	1,747	1,709	2,068	7,244	7,316	7,407
(YoY)	7.9%	2.6%	2.1%	-1.1%	-0.5%	0.0%	1.3%	3.0%	2.7%	1.0%	1.2%
신세계 DF	561	563	570	632	637	685	609	590	2,326	2,521	2,533
(YoY)	-1.6%	-0.1%	14.2%	13.8%	13.7%	21.5%	6.9%	-6.6%	6.3%	8.4%	0.5%
순매출액	1,605	1,604	1,540	1,821	1,666	1,694	1,626	1,817	6,570	6,803	6,920
(YoY)	2.6%	1.8%	2.8%	5.9%	3.8%	5.6%	5.6%	-0.2%	3.4%	3.5%	1.7%
백화점	664	642	616	718	655	625	624	740	2,640	2,644	2,677
(YoY)	6.9%	2.1%	1.9%	2.1%	-1.3%	-2.6%	1.3%	3.0%	3.2%	0.2%	1.2%
신세계인터	309	321	296	382	304	301	306	388	1,309	1,299	1,364
(YoY)	-0.9%	-3.9%	-6.3%	-2.6%	-1.7%	-6.3%	3.2%	1.6%	-3.4%	-0.8%	5.0%
신세계 DF	487	492	472	555	562	605	539	521	2,006	2,227	2,239
(YoY)	-4.8%	1.5%	8.2%	14.7%	15.4%	22.9%	14.2%	-6.1%	4.7%	11.0%	0.5%
신세계까사	69	65	69	67	62	58	71	69	270	261	268
센트럴시티	89	95	94	97	89	96	94	97	375	377	377
기타 및 연결조정	-13	-11	-6	1	-7	8	-6	1	-29	-4	-4
영업이익	163	117	93	104	132	75	92	164	477	464	504
(YoY)	6.9%	-21.5%	-29.5%	-49.7%	-18.8%	-35.9%	-1.0%	58.2%	-25.4%	-2.8%	8.6%
(OPM)	5.8%	4.2%	3.4%	3.3%	4.6%	2.6%	3.3%	5.1%	4.1%	3.9%	4.2%
백화점	114	82	88	122	108	71	79	143	406	400	414
(OPM)	6.3%	4.7%	5.2%	6.1%	6.0%	4.1%	4.6%	6.9%	5.6%	5.5%	5.6%
신세계인터	11	13	2	0	5	-2	-3	9	37	8	21
(OPM)	3.6%	4.1%	0.7%	0.1%	1.5%	-0.8%	-0.9%	2.2%	2.8%	0.6%	1.5%
신세계 DF	7	9	-16	-36	-2	-2	-7	-6	-36	-16	-6
(OPM)	1.3%	1.5%	-2.8%	-5.6%	-0.4%	-0.2%	-1.1%	-0.9%	-1.5%	-0.6%	-0.3%
신세계까사	1	-1	0	0	0	-2	0	0	1	-2	-2
센트럴시티	26	11	26	23	22	10	27	24	86	83	87
기타 및 연결조정	4	3	-7	-6	0	0	-5	-6	-16	-11	-11
세전이익	155	74	51	-85	105	12	50	126	195	293	340
순이익	130	58	37	-38	77	8	38	96	187	219	258
(지배)순이익	103	37	21	-53	58	-2	24	77	108	156	189
(YoY)	-3.3%	-35.2%	-51.4%	적전	-44.1%	적전	15.7%	흑전	-52.1%	44.9%	20.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) OPM은 총매출액 대비 영업이익률을 의미

신세계 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,357.1	6,570.4	6,803.0	6,920.3	7,038.7
매출원가	2,502.1	2,517.7	2,603.7	2,682.0	2,771.6
매출총이익	3,855.0	4,052.7	4,199.3	4,238.3	4,267.0
판관비	3,215.2	3,575.7	3,735.7	3,734.7	3,713.1
영업이익	639.8	477.0	463.6	503.6	553.9
EBITDA	969.8	836.5	830.0	893.5	975.3
영업외손익	-186.6	-282.4	-171.1	-163.6	-152.2
이자수익	41.5	41.5	39.8	34.1	37.6
이자비용	168.8	195.9	200.0	186.8	178.9
외환관련이익	32.4	24.9	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	27.4	55.7	20.0	20.0	20.0
종속 및 관계기업손익	-6.8	-12.3	-21.9	-21.9	-21.9
기타	-57.5	-84.9	11.0	11.0	11.0
법인세차감전이익	453.2	194.6	292.6	340.0	401.7
법인세비용	141.2	8.0	73.8	82.3	97.2
계속사업순손익	312.0	186.6	218.8	257.8	304.5
당기순이익	312.0	186.6	218.8	257.8	304.5
지배주주순이익	225.1	107.8	156.2	188.9	220.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-18.6	3.4	3.5	1.7	1.7
영업이익 증감율	-0.9	-25.4	-2.8	8.6	10.0
EBITDA 증감율	2.9	-13.7	-0.8	7.7	9.2
지배주주순이익 증감율	-44.6	-52.1	44.9	20.9	16.6
EPS 증감율	-44.6	-52.1	44.9	23.5	16.7
매출총이익률(%)	60.6	61.7	61.7	61.2	60.6
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.8	7.3	7.9
EBITDA Margin(%)	15.3	12.7	12.2	12.9	13.9
지배주주순이익률(%)	3.5	1.6	2.3	2.7	3.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	791.4	775.8	675.7	759.7	831.6
당기순이익	312.0	186.6	218.8	257.8	304.5
비현금항목의 가감	871.9	854.8	727.5	732.1	759.3
유형자산감가상각비	312.4	337.7	343.4	367.1	398.9
무형자산감가상각비	53.3	54.8	55.9	55.7	55.5
지분법평가손익	-8.2	-12.3	0.0	0.0	0.0
기타	514.4	474.6	328.2	309.3	304.9
영업활동자산부채증감	-120.6	-41.1	-69.4	-28.0	-26.4
매출채권및기타채권의감소	-165.3	127.4	-82.8	-11.7	-11.8
재고자산의감소	-13.7	-77.6	10.8	-16.7	-16.8
매입채무및기타채무의증가	45.4	2.9	4.4	2.2	2.2
기타	13.0	-93.8	-1.8	-1.8	0.0
기타현금흐름	-271.9	-224.5	-201.2	-202.2	-205.8
투자활동 현금흐름	-912.2	-981.4	-653.1	-753.1	-683.1
유형자산의 취득	-600.6	-895.4	-570.0	-670.0	-600.0
유형자산의 처분	4.6	10.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.8	-13.3	-55.0	-55.0	-55.0
투자자산의감소(증가)	-112.8	50.3	21.9	21.9	21.9
단기금융자산의감소(증가)	-3.8	124.8	0.0	0.0	0.0
기타	-186.8	-258.3	-50.0	-50.0	-50.0
재무활동 현금흐름	-15.6	-16.9	55.5	-86.3	-88.1
차입금의 증가(감소)	382.6	248.2	105.3	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-83.9	-134.1	35.8	0.0	0.0
배당금지급	-78.9	-82.1	-39.5	-41.2	-43.0
기타	-235.4	-48.9	-45.1	-45.1	-45.1
기타현금흐름	0.9	2.4	-67.6	-11.9	-4.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-135.5	-220.0	10.5	-91.7	56.4
기초현금 및 현금성자산	938.0	802.5	582.5	592.9	501.2
기말현금 및 현금성자산	802.5	582.5	592.9	501.2	557.6

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,673.7	2,342.7	2,425.2	2,361.8	2,446.9
현금 및 현금성자산	802.5	582.5	593.0	501.2	557.6
단기금융자산	174.0	49.2	49.2	49.2	49.2
매출채권 및 기타채권	715.8	596.6	679.5	691.2	703.0
재고자산	891.2	979.1	968.3	985.0	1,001.8
기타유동자산	90.2	135.3	135.2	135.2	135.3
비유동자산	12,078.3	12,729.1	12,932.9	13,213.2	13,391.9
투자자산	2,286.2	2,235.9	2,214.0	2,192.1	2,170.2
유형자산	7,279.9	7,795.4	8,022.0	8,324.9	8,526.0
무형자산	559.5	574.1	573.1	572.4	572.0
기타비유동자산	1,952.7	2,123.7	2,123.8	2,123.8	2,123.7
자산총계	14,752.0	15,071.8	15,358.1	15,575.0	15,838.7
유동부채	4,943.9	4,947.4	5,057.0	5,059.2	5,061.4
매입채무 및 기타채무	1,787.4	1,802.9	1,807.3	1,809.5	1,811.7
단기금융부채	2,262.3	2,229.2	2,334.5	2,334.5	2,334.5
기타유동부채	894.2	915.3	915.2	915.2	915.2
비유동부채	3,468.1	3,749.7	3,749.7	3,749.7	3,749.7
장기금융부채	2,597.2	2,927.8	2,927.8	2,927.8	2,927.8
기타비유동부채	870.9	821.9	821.9	821.9	821.9
부채총계	8,412.0	8,697.1	8,806.7	8,808.9	8,811.2
지배지분	4,208.6	4,265.1	4,379.1	4,525.0	4,702.4
자본금	49.2	49.2	48.2	48.2	48.2
자본잉여금	403.1	423.9	423.9	423.9	423.9
기타자본	-87.5	-192.5	-156.7	-156.7	-156.7
기타포괄손익누계액	188.6	266.9	266.9	266.9	266.9
이익잉여금	3,655.2	3,717.6	3,796.8	3,942.7	4,120.1
비지배지분	2,131.4	2,109.6	2,172.2	2,241.1	2,325.2
자본총계	6,340.0	6,374.7	6,551.3	6,766.1	7,027.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	22,865	10,948	15,863	19,583	22,845
BPS	427,477	433,221	454,019	469,148	487,539
CFPS	120,245	105,774	96,116	102,630	110,294
DPS	4,000	4,500	4,700	4,900	4,900
주가배수(배)					
PER	7.7	12.1	11.1	9.0	7.7
PER(최고)	10.5	17.4	13.0		
PER(최저)	7.0	11.4	8.1		
PBR	0.41	0.31	0.39	0.38	0.36
PBR(최고)	0.56	0.44	0.46		
PBR(최저)	0.38	0.29	0.28		
PSR	0.27	0.20	0.25	0.25	0.24
PCFR	1.5	1.3	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.2	8.6	9.3	8.9	8.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.1	21.1	18.8	16.7	14.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.3	3.4	2.7	2.8	2.8
ROA	2.1	1.3	1.4	1.7	1.9
ROE	5.4	2.5	3.6	4.2	4.8
ROIC	5.7	4.4	3.7	4.0	4.3
매출채권회전율	10.0	10.0	10.7	10.1	10.1
재고자산회전율	7.2	7.0	7.0	7.1	7.1
부채비율	132.7	136.4	134.4	130.2	125.4
순차입금비율	49.9	59.5	59.3	58.8	55.8
이자보상배율	3.8	2.4	2.3	2.7	3.1
총차입금	4,138.4	4,422.7	4,528.0	4,528.0	4,528.0
순차입금	3,162.0	3,791.0	3,885.8	3,977.5	3,921.1
NOPLAT	442.0	363.1	322.1	356.8	394.9
FCF	78.3	-183.8	27.0	26.6	167.8

4) 현대백화점 3Q25 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 100,000원

현대백화점의 3Q25 연결기준 영업이익은 740억원(+15% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 3분기 백화점 기준점 성장률(관리기준 +5%) 반등과 패션 장르 매출 증가로 백화점 부문의 호실적이 기대되나, 지누스 매출 부진에 따른 이익 감소가 예상보다 크게 나타나면서, 시장 기대치를 하회할 전망이다. 지누스는 미국 상호관세 부과 영향으로 인해, 상반기에 선출고 된 물량이 있었고, 주요 고객사 대상으로 가격 인상 협상을 진행하면서, 3분기에 일시적 매출 공백이 발생한 것으로 판단된다. 따라서, 4분기에 가격 인상 협상이 완료되고 출고가 정상화되면, 실적이 다시 반등할 것으로 기대된다.

다만, 한국 소비자심리지수가 110pt 내외로 여전히 높은 수준이고, 백화점의 외국인 매출 성장세가 견조하며, 작년 4분기는 통상임금 관련 일회성 비용 영향으로 기저도 낮기 때문에, 올해 4분기 전사 영업이익은 전년동기 대비 무난하게 증가할 전망이다.

중기적으로는 공방면세점 이슈가 관건이다. 경쟁사 신라면세점이 인천공항 DF1 사업권을 반납하기로 결정하면서, 공방면세점 사업의 경쟁강도가 전반적으로 내려가고 있기 때문이다. 특히, 향후 신세계와 인천공항공사의 대응 방향과 사업권 재입찰 시점 및 방법 등이 추가에 중요한 변수로 작용할 것으로 판단된다. 동사는 타사와 달리 공방면세점 사업권 반납 전력이 없기 때문에, 향후 재입찰이 진행되었을 때 경쟁 과정에서 상대적으로 유리할 여지가 있다.

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	2,432	2,279	2,244	3,106	2,555	2,474	2,108	2,991	10,061	10,128	9,831
(YoY)	2.8%	-8.6%	-4.5%	6.2%	5.0%	8.6%	-6.1%	-3.7%	-0.7%	0.7%	-2.9%
순매출액	952	1,024	1,037	1,175	1,098	1,080	1,028	1,188	4,188	4,394	4,390
(YoY)	-13.3%	5.5%	3.2%	3.5%	15.4%	5.5%	-0.9%	1.1%	-0.5%	4.9%	-0.1%
백화점	594	612	568	661	589	590	574	673	2,435	2,427	2,444
(YoY)	3.6%	3.0%	-2.1%	0.8%	-0.8%	-3.6%	1.1%	1.9%	1.3%	-0.3%	0.7%
(기준점 성장률)	7.6%	3.0%	-2.1%	-0.2%	1.0%	-0.3%	4.6%	5.0%	2.0%	2.6%	3.0%
면세점	240	240	228	263	294	294	269	263	972	1,119	1,059
(YoY)	-27.6%	23.8%	-3.9%	12.2%	22.0%	22.0%	18.0%	-0.1%	-2.6%	15.1%	-5.3%
지누스	152	206	273	289	250	229	217	290	920	986	1,024
(YoY)	-33.5%	-6.0%	23.2%	2.4%	64.2%	11.2%	-20.6%	0.3%	-3.4%	7.1%	3.8%
기타 및 연결조정	-35	-35	-33	-38	-34	-33	-33	-38	-140	-137	-137
영업이익	69	43	65	108	112	87	74	147	284	420	421
(YoY)	-11.6%	-23.0%	-12.7%	12.2%	63.3%	102.8%	14.6%	36.5%	-6.4%	48.0%	0.1%
(OPM)	2.8%	1.9%	2.9%	3.5%	4.4%	3.5%	3.5%	4.9%	2.8%	4.2%	4.3%
백화점	103	71	71	114	97	69	84	142	359	392	414
(OPM)	5.8%	4.0%	4.2%	5.9%	5.6%	4.1%	4.9%	7.2%	5.0%	5.5%	5.8%
면세점	-5	-4	-8	-12	-2	-1	0	1	-29	-2	-1
(OPM)	-1.0%	-0.8%	-1.7%	-2.2%	-0.3%	-0.2%	0.1%	0.1%	-1.4%	-0.1%	-0.1%
지누스	-19	-14	12	16	28	29	0	15	-5	72	48
(OPM)	-10.7%	-6.1%	3.7%	4.9%	10.1%	11.5%	0.1%	4.7%	-0.5%	6.6%	4.3%
기타 및 연결조정	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-41	-41	-40
세전이익	94	-192	45	60	121	78	60	132	6	390	392
순이익	71	-145	28	46	88	54	46	100	-1	289	299
(지배)순이익	68	-145	21	20	68	45	45	84	-36	242	266
(YoY)	20.7%	적전	-60.9%	흑전	-0.6%	흑전	112.0%	318.3%	적지	흑전	10.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치 / 주: 1) OPM은 총매출액 대비 영업이익률을 의미

현대백화점 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,207.5	4,187.6	4,394.3	4,390.0	4,428.3
매출원가	1,714.8	1,722.2	1,801.5	1,811.3	1,802.8
매출총이익	2,492.6	2,465.4	2,592.7	2,578.6	2,625.6
판매비	2,189.2	2,181.4	2,172.3	2,158.0	2,184.8
영업이익	303.5	284.0	420.4	420.7	440.8
EBITDA	608.8	593.5	733.8	747.6	781.6
영업외손익	-261.8	-277.9	-30.3	-28.6	-20.4
이자수익	46.9	52.8	50.5	52.9	49.4
이자비용	110.7	102.2	95.7	96.4	84.7
외환관련이익	43.3	68.1	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	40.4	44.1	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	25.9	25.4	25.0	25.0	25.0
기타	-226.8	-277.9	-10.1	-10.1	-10.1
법인세차감전이익	41.6	6.1	390.1	392.1	420.3
법인세비용	81.4	6.9	101.3	93.5	100.3
계속사업순이익	-39.8	-0.8	288.8	298.6	320.0
당기순이익	-39.8	-0.8	288.8	298.6	320.0
지배주주순이익	-79.8	-35.9	241.7	266.5	288.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-16.1	-0.5	4.9	-0.1	0.9
영업이익 증감율	-5.4	-6.4	48.0	0.1	4.8
EBITDA 증감율	7.0	-2.5	23.6	1.9	4.5
지배주주순이익 증감율	적전	적지	흑전	10.3	8.4
EPS 증감율	적전	적지	흑전	10.3	8.4
매출총이익율(%)	59.2	58.9	59.0	58.7	59.3
영업이익률(%)	7.2	6.8	9.6	9.6	10.0
EBITDA Margin(%)	14.5	14.2	16.7	17.0	17.7
지배주주순이익률(%)	-1.9	-0.9	5.5	6.1	6.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	757.8	733.9	686.3	711.6	743.2
당기순이익	-39.8	-0.8	288.8	298.6	320.0
비현금항목의 가감	825.7	789.4	544.7	553.7	559.1
유형자산감가상각비	258.4	258.5	265.6	279.0	292.6
무형자산감가상각비	66.1	68.2	64.9	65.2	65.4
지분법평가손익	-25.9	-146.1	-25.0	-25.0	-25.0
기타	527.1	608.8	239.2	234.5	226.1
영업활동자산부채증감	131.2	90.2	-14.6	-17.6	-14.2
매출채권및기타채권의감소	-30.8	76.7	-65.5	1.2	-10.3
재고자산의감소	107.8	18.1	53.4	-14.3	-5.0
매입채무및기타채무의증가	-18.0	-30.6	6.2	-0.1	1.2
기타	72.2	26.0	-8.7	-4.4	-0.1
기타현금흐름	-159.3	-144.9	-132.6	-123.1	-121.7
투자활동 현금흐름	-595.4	-192.6	-736.8	-530.0	-330.0
유형자산의 취득	-356.8	-474.7	-860.0	-460.0	-260.0
유형자산의 처분	2.1	41.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-12.7	-3.4	-70.0	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-42.3	507.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-251.5	173.8	193.2	0.0	0.0
기타	65.8	-437.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-194.7	-585.6	190.5	-130.8	-494.3
차입금의 증가(감소)	-47.9	-404.5	332.6	20.0	-339.1
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-3.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-41.3	-37.8	-30.6	-39.3	-43.7
기타	-105.5	-139.7	-111.5	-111.5	-111.5
기타현금흐름	1.3	6.2	4.9	0.0	7.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-31.0	-38.1	144.9	50.8	-73.9
기초현금 및 현금성자산	195.0	164.1	125.9	270.8	321.6
기말현금 및 현금성자산	164.1	125.9	270.8	321.6	247.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,117.5	3,046.2	3,010.0	3,073.9	3,015.3
현금 및 현금성자산	164.1	125.9	270.8	321.6	247.7
단기금융자산	1,139.7	965.9	772.8	772.8	772.8
매출채권 및 기타채권	1,132.9	1,112.8	1,178.3	1,177.1	1,187.4
재고자산	612.6	616.8	563.4	577.6	582.7
기타유동자산	1,207.9	1,190.7	997.5	997.6	997.5
비유동자산	8,595.1	8,171.5	8,796.0	9,006.8	9,003.8
투자자산	835.9	328.3	353.3	378.3	403.3
유형자산	5,607.0	5,789.6	6,384.0	6,565.0	6,532.5
무형자산	1,281.5	1,221.6	1,226.7	1,231.5	1,236.1
기타비유동자산	870.7	832.0	832.0	832.0	831.9
자산총계	11,712.6	11,217.7	11,806.0	12,080.7	12,019.1
유동부채	3,446.7	3,288.0	3,226.8	3,246.6	3,247.8
매입채무 및 기타채무	1,336.2	1,354.8	1,361.0	1,360.9	1,362.0
단기금융부채	1,451.6	1,231.0	1,163.6	1,183.6	1,183.6
기타유동부채	658.9	702.2	702.2	702.1	702.2
비유동부채	1,986.8	1,695.3	2,095.3	2,095.3	1,756.2
장기금융부채	1,398.5	1,209.8	1,609.8	1,609.8	1,270.7
기타비유동부채	588.3	485.5	485.5	485.5	485.5
부채총계	5,433.5	4,983.3	5,322.1	5,341.9	5,004.0
지배지분	4,467.5	4,395.4	4,597.7	4,820.5	5,065.5
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-183.9	-112.7	-112.7	-112.7	-112.7
기타포괄손익누계액	14.8	25.2	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	3,907.5	3,753.7	3,956.0	4,178.8	4,423.8
비지배지분	1,811.6	1,839.1	1,886.2	1,918.3	1,949.6
자본총계	6,279.1	6,234.4	6,483.9	6,738.8	7,015.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,409	-1,543	10,680	11,776	12,761
BPS	190,900	194,238	203,179	213,023	223,852
CFPS	33,584	33,844	36,834	37,665	38,849
DPS	1,300	1,400	1,800	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	-15.2	-30.6	7.6	6.9	6.4
PER(최고)	-21.0	-40.1	8.5		
PER(최저)	-13.9	-26.9	4.3		
PBR	0.27	0.24	0.40	0.38	0.36
PBR(최고)	0.38	0.32	0.45		
PBR(최저)	0.25	0.21	0.22		
PSR	0.29	0.26	0.42	0.42	0.42
PCFR	1.5	1.4	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	6.5	6.2	6.6	6.5	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	-71.4	-4,060.4	13.6	14.6	13.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	2.5	3.0	2.2	2.5	2.5
ROA	-0.3	0.0	2.5	2.5	2.7
ROE	-1.8	-0.8	5.4	5.7	5.8
ROIC	-3.8	-2.1	3.8	3.7	3.8
매출채권회전율	3.7	3.7	3.8	3.7	3.7
재고자산회전율	6.4	6.8	7.4	7.7	7.6
부채비율	86.5	79.9	82.1	79.3	71.3
순차입금비율	14.7	12.0	17.5	16.3	11.9
이자보상배율	2.7	2.8	4.4	4.4	5.2
총차입금	2,227.7	1,842.7	2,175.3	2,195.3	1,856.2
순차입금	923.9	750.8	1,131.7	1,100.9	835.7
NOPLAT	-293.3	-154.1	298.5	307.3	322.5
FCF	-205.0	-174.3	-315.5	103.8	336.4

5) 롯데쇼핑 3Q25 Preview

투자의견 BUY,
목표주가 95,000원

롯데쇼핑의 3Q25 연결기준 영업이익은 1,225억원(-21% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 3분기 백화점 기존점 성장률(관리기준 +3%)이 2분기 대비 반등하면서, 국내 백화점 부문의 영업이익은 전년동기 대비 증가할 전망이다. 다만, 소비쿠폰 사용처 제외와 명절 시점 차이 영향으로 할인점 기존점 매출이 부진하고(-13% YoY), e그로서리 사업 확대에 따른 비용 부담이 지속되고 있으며, 컬처웍스/홈쇼핑의 업황 회복이 지연되고 있다. 이에 따라, 3분기 전사 영업이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 판단된다.

다만, 한국 소비자심리지수가 110pt 내외로 여전히 높은 수준이고, 백화점의 외국인 매출 성장세가 견조하며, 작년 4분기는 통상임금 관련 일회성 비용 영향으로 기저도 낮기 때문에, 올해 4분기 전사 영업이익은 전년동기 대비 무난하게 증가할 전망이다.

중기적으로는 국내 할인점과 해외 사업의 실적 방향성이 중요하다. 국내 할인점은 e그로서리 사업 확대에 따른 적자 확대가 여전히 부담이지만, 홈플러스 점포 폐점에 따른 반사수혜 가능성이 있고, 해외 사업은 베트남을 중심으로 구조적인 성장 잠재력을 보유하고 있기 때문이다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	4,953	4,873	4,919	5,078	4,891	4,759	4,754	5,270	19,823	19,674	20,106
(YoY)	-0.7%	-4.0%	-4.0%	-3.5%	-1.3%	-2.3%	-3.4%	3.8%	-3.1%	-0.8%	2.2%
백화점	2,092	2,104	1,932	2,325	2,069	2,038	1,966	2,407	8,453	8,480	8,610
국내	2,063	2,076	1,906	2,293	2,038	2,008	1,937	2,373	8,337	8,356	8,480
해외	29	28	26	33	31	30	29	34	116	124	130
할인점	1,618	1,468	1,584	1,490	1,621	1,442	1,427	1,574	6,160	6,064	6,281
국내	1,190	1,116	1,237	1,121	1,152	1,092	1,059	1,181	4,663	4,484	4,606
해외	428	352	347	370	469	350	369	393	1,497	1,581	1,675
이커머스	30	28	27	35	28	27	26	34	120	114	114
슈퍼	341	342	347	315	317	320	335	309	1,344	1,281	1,293
하이마트	537	604	702	573	553	620	708	582	2,357	2,380	2,442
홈쇼핑	232	236	212	259	230	234	210	256	939	930	930
컬처웍스	115	114	131	92	86	92	98	119	452	396	404
기타 및 연결조정	-11	-21	-15	-11	-13	-14	-15	-11	0	30	32
순매출액	3,513	3,428	3,568	3,477	3,457	3,350	3,405	3,611	13,987	13,823	14,160
(YoY)	-1.4%	-5.4%	-4.6%	-4.3%	-1.6%	-2.3%	-4.6%	3.9%	-3.9%	-1.2%	2.4%
영업이익	115	56	155	147	148	41	123	242	473	553	582
(YoY)	2.1%	8.9%	9.1%	-27.3%	29.0%	-27.5%	-20.9%	64.2%	-6.9%	16.9%	5.2%
(OPM)	3.3%	1.6%	4.3%	4.2%	4.3%	1.2%	3.6%	6.7%	3.4%	4.0%	4.1%
백화점	90	59	71	180	130	65	82	230	400	507	523
(YoY)	-31.7%	-9.0%	-8.1%	-15.4%	44.0%	10.4%	16.0%	28.0%	-17.8%	26.9%	3.0%
(OPM)	11.5%	7.3%	9.7%	20.5%	16.8%	8.3%	11.1%	25.3%	12.0%	15.2%	15.4%
국내	92	60	73	181	128	63	80	225	406	496	506
해외	-2	-1	-3	-1	2	2	3	5	-6	12	17
할인점	43	-16	45	-7	28	-39	24	12	65	25	32
국내	25	-26	35	-18	7	-48	15	0	17	-27	-26
해외	18	10	10	11	21	9	10	13	48	53	58
이커머스	-22	-20	-19	-7	-9	-8	-8	-8	-69	-34	-34
슈퍼	12	13	12	-8	3	3	6	-4	29	8	9
하이마트	-16	3	31	-16	-11	10	18	-3	2	15	19
홈쇼핑	10	16	10	14	12	12	9	12	50	45	41
컬처웍스	1	6	9	-16	-10	-6	-4	-5	0	-26	-20
기타 및 연결조정	-3	-5	-4	7	5	4	-4	7	-4	12	12
세전이익	83	-73	29	-1,060	45	-24	38	206	-1,021	265	325
순이익	73	-80	7	-994	18	-10	29	156	-994	193	247
(지배)순이익	78	-91	0	-955	16	-20	20	152	-968	167	224
(YoY)	38.4%	적전	적전	적지	-79.2%	적지	흑전	흑전	적전	흑전	33.5%
기준점 성장률											
국내 백화점	3.5%	0.9%	-0.1%	-0.1%	1.0%	0.5%	3.0%	3.5%	1.0%	2.0%	1.5%
국내 할인점	4.7%	-3.9%	-4.6%	1.0%	0.0%	2.0%	-13.0%	4.0%	-0.8%	-2.0%	2.3%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,555.9	13,986.6	13,822.6	14,159.9	14,464.1
매출원가	7,781.2	7,251.4	7,157.4	7,395.6	7,599.2
매출총이익	6,774.7	6,735.2	6,665.3	6,764.3	6,864.9
판매비	6,266.3	6,262.1	6,112.2	6,182.2	6,266.3
영업이익	508.4	473.1	553.1	582.1	598.6
EBITDA	1,181.0	1,085.0	1,070.7	1,130.1	1,174.5
영업외손익	-324.4	-1,494.3	-288.2	-256.7	-267.3
이자수익	161.3	144.8	115.1	95.1	76.5
이자비용	595.4	621.3	570.8	537.3	537.3
외환관련이익	35.3	18.9	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	55.1	195.5	25.0	25.0	25.0
종속 및 관계기업손익	147.1	142.6	106.0	124.0	132.0
기타	-17.6	-983.8	61.5	61.5	61.5
법인세차감전이익	184.0	-1,021.2	264.9	325.4	331.2
법인세비용	14.8	-27.2	72.3	78.7	80.2
계속사업순손익	169.2	-994.1	192.6	246.6	251.1
당기순이익	169.2	-994.1	192.6	246.6	251.1
지배주주순이익	174.4	-968.0	167.5	223.6	228.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.9	-3.9	-1.2	2.4	2.1
영업이익 증감율	31.6	-6.9	16.9	5.2	2.8
EBITDA 증감율	11.0	-8.1	-1.3	5.5	3.9
지배주주순이익 증감율	흑전	적전	흑전	33.5	2.4
EPS 증감율	흑전	적전	흑전	33.5	2.4
매출총이익률(%)	46.5	48.2	48.2	47.8	47.5
영업이익률(%)	3.5	3.4	4.0	4.1	4.1
EBITDA Margin(%)	8.1	7.8	7.7	8.0	8.1
지배주주순이익률(%)	1.2	-6.9	1.2	1.6	1.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,639.8	1,587.9	1,582.8	1,528.5	1,536.8
당기순이익	169.2	-994.1	192.6	246.6	251.1
비현금항목의 가감	1,564.7	2,707.7	1,441.8	1,400.7	1,402.0
유형자산감가상각비	549.5	553.7	470.5	503.9	534.2
무형자산감가상각비	123.1	58.1	47.0	44.1	41.7
지분법평가손익	-254.7	-204.9	-106.0	-124.0	-132.0
기타	1,146.8	2,300.8	1,030.3	976.7	958.1
영업활동자산부채증감	-137.4	-114.8	20.6	-40.1	-36.1
매출채권및기타채권의감소	-106.2	54.6	-124.4	-20.7	-18.7
재고자산의감소	117.1	-68.6	152.1	-33.9	-30.6
매입채무및기타채무의증가	-24.3	-8.4	-7.1	14.5	13.1
기타	-124.0	-92.4	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	43.3	-10.9	-72.2	-78.7	-80.2
투자활동 현금흐름	-198.9	-1,067.6	-846.4	-666.4	-685.0
유형자산의 취득	-816.0	-906.0	-1,100.0	-900.0	-900.0
유형자산의 처분	93.3	26.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-46.0	-21.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	53.8	127.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	294.7	8.4	0.0	0.0	0.0
기타	221.3	-303.2	283.6	263.6	245.0
재무활동 현금흐름	-1,650.9	-497.6	-1,313.2	-1,288.3	-1,288.3
차입금의 증가(감소)	-385.2	703.4	8.5	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-149.5	-143.2	-107.4	-107.4	-107.4
기타	-1,116.2	-1,057.8	-1,214.3	-1,180.9	-1,180.9
기타현금흐름	-1.1	-57.6	-27.2	19.3	57.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-211.1	-34.9	-604.1	-406.8	-378.5
기초현금 및 현금성자산	1,800.8	1,589.7	1,554.8	950.8	543.9
기말현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	950.8	543.9	165.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,563.8	5,516.9	4,885.2	4,532.9	4,203.6
현금 및 현금성자산	1,589.7	1,554.8	950.8	543.9	165.4
단기금융자산	1,347.6	1,339.2	1,339.2	1,339.2	1,339.2
매출채권 및 기타채권	993.0	724.1	848.5	869.2	887.8
재고자산	1,269.2	1,540.5	1,388.4	1,422.2	1,452.8
기타유동자산	364.3	358.3	358.3	358.4	358.4
비유동자산	25,080.9	33,486.1	34,204.5	34,710.5	35,196.6
투자자산	3,160.9	3,033.2	3,139.2	3,263.2	3,395.2
유형자산	15,006.7	24,306.4	24,935.9	25,332.0	25,697.8
무형자산	1,158.8	751.6	734.6	720.5	708.7
기타비유동자산	5,754.5	5,394.9	5,394.8	5,394.8	5,394.9
자산총계	30,644.7	39,003.0	39,089.7	39,243.4	39,400.2
유동부채	10,903.4	9,836.0	9,837.5	9,852.0	9,865.1
매입채무 및 기타채무	3,355.1	3,126.7	3,119.7	3,134.2	3,147.3
단기금융부채	5,862.8	5,209.9	5,218.4	5,218.4	5,218.4
기타유동부채	1,685.5	1,499.4	1,499.4	1,499.4	1,499.4
비유동부채	8,904.8	12,133.4	12,133.4	12,133.4	12,133.4
장기금융부채	8,450.5	9,610.1	9,610.1	9,610.1	9,610.1
기타비유동부채	454.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3	2,523.3
부채총계	19,808.2	21,969.4	21,970.9	21,985.4	21,998.5
지배지분	9,493.5	15,504.0	15,564.0	15,680.1	15,801.6
자본금	141.4	141.4	141.4	141.4	141.4
자본잉여금	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3	3,574.3
기타자본	-3,019.7	-3,048.4	-3,048.4	-3,048.4	-3,048.4
기타포괄손익누계액	-11.4	7,190.3	7,190.3	7,190.3	7,190.3
이익잉여금	8,630.1	7,497.7	7,557.7	7,673.8	7,795.3
비지배지분	1,342.9	1,529.7	1,554.8	1,577.9	1,600.1
자본총계	10,836.4	17,033.6	17,118.8	17,258.0	17,401.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,165	-34,219	5,920	7,903	8,091
BPS	335,593	548,061	550,184	554,289	558,582
CFPS	61,293	60,578	57,776	58,234	58,437
DPS	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
주가배수(배)					
PER	12.2	-1.6	11.3	8.5	8.3
PER(최고)	16.5	-2.7	14.2		
PER(최저)	10.5	-1.5	8.7		
PBR	0.22	0.10	0.12	0.12	0.12
PBR(최고)	0.30	0.17	0.15		
PBR(최저)	0.19	0.10	0.09		
PSR	0.15	0.11	0.14	0.13	0.13
PCFR	1.2	0.9	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	8.4	9.6	10.6	10.4	10.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	63.5	-10.8	55.8	43.6	42.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	5.1	7.0	5.7	5.7	5.7
ROA	0.5	-2.9	0.5	0.6	0.6
ROE	1.8	-7.7	1.1	1.4	1.5
ROIC	1.3	10.9	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	16.3	16.3	17.6	16.5	16.5
재고자산회전율	11.0	10.0	9.4	10.1	10.1
부채비율	182.8	129.0	128.3	127.4	126.4
순차입금비용	59.7	42.9	46.3	48.3	50.1
이자보상배율	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
총차입금	9,407.5	10,207.7	10,216.2	10,216.2	10,216.2
순차입금	6,470.2	7,313.6	7,926.2	8,333.0	8,711.6
NOPLAT	232.2	2,409.1	264.1	297.3	309.7
FCF	-1.4	2,005.4	-327.7	-124.8	-80.4

6) 이마트 3Q25 Preview

투자 의견 BUY,
목표주가 120,000원

이마트의 3Q25 연결기준 영업이익 1,310억원(+17% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 통합 매입 효과에 따른 비용 절감에도 불구하고, 소비쿠폰 사용처 제외, 명절 시점 차이 영향 등으로 인해, 3분기 할인점/트레이더스의 기존점 매출이 부진하고(각각 -4.5%, -2% 전망), G마켓 실적이 연결 손익에 잔류하고 환율 상승으로 스타벅스의 원가율이 상승하면서, 시장 기대치를 하회할 것으로 판단된다.

다만, 한국 소비자심리지수가 110pt 내외로 여전히 높은 수준이고, 할인점/트레이더스는 명절 시점 차이에 따른 긍정적 영향이 기대되며, 작년 4분기는 통상임금 관련 일회성 비용 영향으로 기저도 낮기 때문에, 올해 4분기 전사 실적은 전년동기 대비 무난하게 증가할 전망이다.

중기적으로는 홈플러스 점포 폐점에 따른 반사 수혜 확대 여부가 중요할 전망이다. 현재 홈플러스는 지속적으로 매각을 시도하고 있는 상황이다. 하지만, 적절한 매수자를 찾지 못한다면, 올해 4분기에 계획된 점포 15점 폐점이 진행되고, 내년에 추가 점포 폐점이 진행될 수 있다. 만약, 점포 폐점 속도가 빨라진다면, 경쟁점들의 반사 수혜가 확대될 수 있기 때문에, 향후 실적 전망치가 크게 변동할 가능성이 있다.

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액											
별도기준	4,203	3,839	4,673	4,253	4,269	3,928	4,610	4,557	16,967	18,083	18,658
(YoY)	2.3%	-2.5%	5.3%	4.7%	1.6%	2.3%	-1.3%	7.2%	2.5%	6.6%	3.2%
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,770	2,974	3,004	11,667	11,790	12,188
트레이더스	916	833	965	836	967	900	994	928	3,550	3,789	3,951
전문점	254	251	262	253	260	258	265	253	1,020	1,036	1,036
에브리데이			370	362	356	362	377	372	731	1,468	1,483
순매출액	7,207	7,056	7,508	7,250	7,219	7,039	7,004	6,944	29,021	28,206	27,775
(YoY)	1.0%	-3.0%	-2.6%	-1.4%	0.2%	-0.2%	-6.7%	-4.2%	-1.5%	-2.8%	-1.5%
별도기준	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,971	3,885	3,811	15,570	15,925	15,704
연결-별도	3,358	3,550	3,193	3,349	2,960	3,069	3,119	3,134	13,451	12,281	12,071
썬닷컴	413	395	391	376	357	350	340	350	1,576	1,397	1,429
G마켓글로벌	255	253	226	228	201	181	181		961	563	
SCK 컴퍼니	735	760	788	818	762	796	827	859	3,100	3,243	3,406
(YoY)	7.6%	7.5%	3.8%	4.8%	3.7%	4.7%	5.0%	5.0%	5.8%	4.6%	5.0%
이마트 24	511	565	568	519	466	532	540	507	2,163	2,045	2,166
기타 및 연결조정	1,444	1,577	1,222	1,408	1,175	1,209	1,231	1,418	5,651	5,033	5,071
영업이익	47	-35	112	-77	159	22	131	121	47	433	565
(YoY)	245.0%	적지	43.4%	적지	238.2%	흑전	17.2%	흑전	흑전	819.7%	30.5%
(OPM)	0.7%	-0.5%	1.5%	-1.1%	2.2%	0.3%	1.9%	1.7%	0.2%	1.5%	2.0%
별도기준	93	-21	123	-73	133	16	119	88	122	356	391
(OPM)	2.2%	-0.5%	2.6%	-1.7%	3.1%	0.4%	2.6%	1.9%	0.7%	2.0%	2.1%
할인점	51	-55	71	-87	78	-34	66	45	-20	155	184
트레이더스	31	22	34	5	42	31	34	30	93	138	151
전문점	11	11	11	6	7	13	11	8	38	38	38
에브리데이	4	4	6	2	6	5	7	4	8	22	15
썬닷컴	-14	-17	-17	-25	-18	-31	-28	-30	-73	-107	-102
G마켓글로벌	-9	-8	-18	-33	-12	-30	-30		-67	-72	
SCK 컴퍼니	33	43	66	49	35	40	63	55	191	194	195
(OPM)	4.5%	5.7%	8.4%	5.9%	4.6%	5.1%	7.7%	6.4%	6.2%	6.0%	5.7%
이마트 24	-13	-3	0	-14	-10	-4	-1	-11	-30	-26	-21
PPA 상각비	-40	-40	-40	-40	-16	-16	-16	-16	-159	-63	-62
기타 및 연결조정	-4	10	-3	60	47	47	23	34	63	151	165
영업외손익	-14	-99	6	-545	-40	-48	-81	-91	-653	-260	-269
이자수익-이자비용	-89	-95	-92	-90	-101	-98	-97	-96	-365	-392	-383
지분법손익	5	4	8	7	11	6	8	-2	23	23	5
기타	70	-8	90	-462	49	45	8	7	-310	109	109
세전이익	33	-134	118	-622	119	-26	50	30	-605	173	296
순이익	29	-112	105	-596	84	-31	38	25	-573	115	225
(지배)순이익	28	-146	121	-592	71	-52	41	26	-590	85	224
(YoY)	146.1%	적지	192.4%	적지	157.3%	적지	-66.0%	흑전	적지	흑전	162.5%
기준점 성장률											
이마트	1.4%	-3.0%	-2.9%	-4.1%	-0.6%	-0.9%	-4.5%	6.0%	-2.1%	-0.1%	2.9%
트레이더스	7.3%	0.1%	-1.3%	0.4%	1.9%	3.1%	-2.0%	6.0%	1.5%	2.1%	3.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472.2	29,020.9	28,206.0	27,774.8	28,571.5
매출원가	20,728.1	19,979.8	19,233.2	19,114.0	19,630.2
매출총이익	8,744.2	9,041.1	8,972.8	8,660.8	8,941.3
판관비	8,791.1	8,994.0	8,539.6	8,095.5	8,305.7
영업이익	-46.9	47.1	433.2	565.3	635.7
EBITDA	1,009.1	1,109.4	1,360.5	1,480.5	1,530.9
영업외손익	-165.4	-652.5	-260.3	-268.9	-258.2
이자수익	95.5	128.3	79.2	78.5	89.2
이자비용	417.7	493.7	471.4	461.4	461.4
외환관련이익	19.2	10.2	30.0	30.0	30.0
외환관련손실	54.6	161.7	30.0	30.0	30.0
종속 및 관계기업손익	12.4	23.0	13.3	-4.7	-4.7
기타	179.8	-158.6	118.6	118.7	118.7
법인세차감전이익	-212.3	-605.4	172.9	296.4	377.5
법인세비용	-24.8	-32.0	57.9	71.7	91.3
계속사업순손익	-187.5	-573.4	115.0	224.7	286.1
당기순이익	-187.5	-573.4	115.0	224.7	286.1
지배주주순이익	-89.1	-590.0	85.4	224.2	284.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.5	-1.5	-2.8	-1.5	2.9
영업이익 증감율	-134.6	흑전	819.7	30.5	12.5
EBITDA 증감율	-13.3	9.9	22.6	8.8	3.4
지배주주순이익 증감율	적전	적지	흑전	162.5	27.0
EPS 증감율	적전	적지	흑전	162.5	27.0
매출총이익률(%)	29.7	31.2	31.8	31.2	31.3
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.5	2.0	2.2
EBITDA Margin(%)	3.4	3.8	4.8	5.3	5.4
지배주주순이익률(%)	-0.3	-2.0	0.3	0.8	1.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,135.1	1,459.8	1,534.3	1,618.5	1,564.9
당기순이익	-187.5	-573.4	115.0	224.7	286.1
비현금항목의 가감	2,250.6	2,806.6	2,030.6	2,025.8	2,016.4
유형자산감가상각비	822.2	816.1	792.0	777.5	765.3
무형자산감가상각비	233.8	246.2	135.3	137.8	129.9
지분법평가손익	-12.4	-23.0	-13.3	4.7	4.7
기타	1,207.0	1,767.3	1,116.6	1,105.8	1,116.5
영업활동자산부채증감	-353.4	-372.2	50.2	34.0	-62.8
매출채권및기타채권의감소	-215.3	-1.9	-56.4	25.7	-47.5
재고자산의감소	40.6	-209.8	159.1	29.0	-53.5
매입채무및기타채무의증가	-159.9	-50.9	-39.1	-20.7	38.2
기타	-18.8	-109.6	-13.4	0.0	0.0
기타현금흐름	-574.6	-401.2	-661.5	-666.0	-674.8
투자활동 현금흐름	-809.1	-892.1	-760.0	-760.0	-760.0
유형자산의 취득	-765.7	-650.7	-700.0	-700.0	-700.0
유형자산의 처분	161.8	24.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-59.6	-26.8	-60.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-75.1	-428.9	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-228.4	204.7	0.0	0.0	0.0
기타	157.9	-14.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	176.0	-153.1	-1,046.3	-847.5	-592.5
차입금의 증가(감소)	483.8	631.9	-467.2	-255.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-146.4	-171.9	-53.6	-67.0	-67.0
기타	-161.4	-613.1	-525.5	-525.5	-525.5
기타현금흐름	0.0	-410.8	70.4	85.7	83.9
현금 및 현금성자산의 순증가	502.1	3.8	-201.6	96.7	296.3
기초현금 및 현금성자산	1,269.1	1,771.2	1,775.1	1,573.4	1,670.1
기말현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,573.4	1,670.1	1,966.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,387.8	10,429.1	10,124.8	10,166.9	10,564.2
현금 및 현금성자산	1,771.2	1,775.1	1,573.4	1,670.1	1,966.4
단기금융자산	715.7	511.0	511.0	511.0	511.0
매출채권 및 기타채권	1,834.0	1,624.2	1,680.5	1,654.9	1,702.3
재고자산	1,845.8	2,054.4	1,895.3	1,866.3	1,919.9
기타유동자산	221.1	4,464.4	4,464.6	4,464.6	4,464.6
비유동자산	27,056.1	23,501.5	23,347.5	23,187.5	23,047.6
투자자산	3,758.3	4,210.2	4,223.5	4,218.8	4,214.1
유형자산	10,042.4	9,730.9	9,638.9	9,561.4	9,496.1
무형자산	7,761.3	4,095.7	4,020.4	3,942.6	3,872.7
기타비유동자산	5,494.1	5,464.7	5,464.7	5,464.7	5,464.7
자산총계	33,443.9	33,930.6	33,472.3	33,354.4	33,611.7
유동부채	10,373.9	10,804.1	10,897.9	10,622.2	10,660.4
매입채무 및 기타채무	4,364.2	3,656.6	3,617.5	3,596.8	3,635.0
단기금융부채	3,706.3	3,748.3	3,881.2	3,626.2	3,626.2
기타유동부채	2,303.4	3,399.2	3,399.2	3,399.2	3,399.2
비유동부채	9,235.8	9,942.4	9,342.4	9,342.4	9,342.4
장기금융부채	7,908.9	8,745.5	8,145.5	8,145.5	8,145.5
기타비유동부채	1,326.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9	1,196.9
부채총계	19,609.6	20,746.6	20,240.3	19,964.6	20,002.8
지배지분	11,453.4	10,390.6	10,409.0	10,566.2	10,784.0
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,276.7	4,208.2	4,208.2	4,208.2	4,208.2
기타자본	623.7	384.1	384.1	384.1	384.1
기타포괄손익누계액	656.3	1,020.4	1,020.4	1,020.4	1,020.4
이익잉여금	5,358.6	4,638.4	4,656.9	4,814.1	5,031.9
비지배지분	2,380.8	2,793.5	2,823.1	2,823.5	2,824.9
자본총계	13,834.2	13,184.1	13,232.1	13,389.8	13,608.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12 월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,196	-21,166	3,064	8,042	10,215
BPS	410,873	372,745	373,406	379,046	386,859
CFPS	74,011	80,111	76,968	80,732	82,600
DPS	2,000	2,000	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	-24.0	-3.0	24.1	9.2	7.2
PER(최고)	-37.5	-4.2	33.2		
PER(최저)	-21.3	-2.6	20.2		
PBR	0.19	0.17	0.20	0.19	0.19
PBR(최고)	0.29	0.24	0.27		
PBR(최저)	0.17	0.15	0.17		
PSR	0.07	0.06	0.07	0.07	0.07
PCFR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.8	10.0	8.2	7.3	6.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-28.6	-9.3	58.3	29.8	23.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.6	3.2	3.4	3.4	3.4
ROA	-0.6	-1.7	0.3	0.7	0.9
ROE	-0.8	-5.4	0.8	2.1	2.7
ROIC	-1.8	-2.0	1.0	1.7	2.1
매출채권회전율	16.7	16.8	17.1	16.7	17.0
재고자산회전율	15.2	14.9	14.3	14.8	15.1
부채비율	141.7	157.4	153.0	149.1	147.0
순차입금비용	38.9	49.5	47.3	44.2	41.3
이자보상배율	-0.1	0.1	0.9	1.2	1.4
순차입금	7,874.4	8,816.2	8,349.0	8,094.0	8,094.0
순차입금	5,387.5	6,530.1	6,264.6	5,912.9	5,616.6
NOPLAT	-345.0	-364.6	187.0	313.3	366.7
FCF	-305.9	-327.5	404.5	502.6	439.1

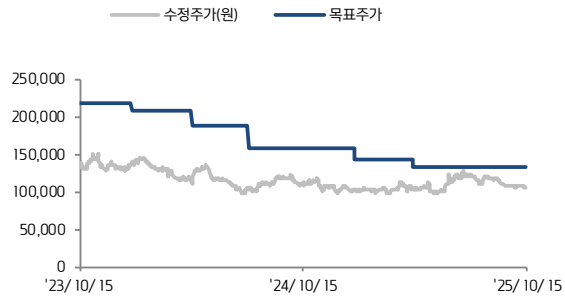
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
BGF리테일 (282330)	2023-11-03	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-33.68	-31.59	현대백화점 (069960)	2024-01-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-36.28	-25.00
	2023-11-16	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-37.99	-31.59		2024-02-05	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-35.11	-23.21
	2024-01-08	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-35.08	-30.43		2024-02-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-33.52	-23.21
	2024-03-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-37.94	-30.43		2024-04-15	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-26.03	-21.19
	2024-04-15	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-38.13	-28.32		2024-07-16	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-24.62	-21.03
	2024-07-16	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.43	-22.94		2024-10-10	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-26.18	-21.03
	2024-10-10	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-29.70	-22.94		2024-11-29	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.79	-21.03
	2024-11-18	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-30.99	-22.94		2025-01-07	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-25.77	-21.03
	2025-01-07	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-27.89	-22.21		2025-04-02	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.67	-19.47
	2025-04-11	BUY(Maintain)	135,000원	6개월	-18.14	-3.85		2025-04-11	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-21.93	-17.20
	2025-07-14	Underperform (Downgrade)	135,000원	6개월	-16.78	-3.85		2025-05-12	BUY(Maintain)	81,000원	6개월	-10.61	-2.96
	2025-10-15	BUY(Upgrade)	135,000원	6개월				2025-07-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-21.49	-12.32
								2025-08-07	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-26.92	-24.90
GS리테일 (007070)	2023-11-16	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-31.57	-27.86	이마트 (139480)	2024-01-08	Outperform (Maintain)	84,000원	6개월	-13.92	4.52
	2024-01-08	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-35.65	-27.86		2024-04-15	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.67	-3.68
	2024-04-15	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-32.32	-29.14		2024-10-10	Outperform (Maintain)	68,000원	6개월	-10.72	-3.68
	2024-05-10	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-31.20	-27.41		2025-01-07	Marketperform (Downgrade)	68,000원	6개월	1.01	22.35
	2024-05-20	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-31.04	-21.55		2025-03-07	BUY(Upgrade)	130,000원	6개월	-36.00	-32.00
	2024-06-04	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-29.08	-21.55		2025-04-11	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-34.03	-29.46
	2024-07-16	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-28.49	-21.55		2025-05-09	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-33.76	-28.08
	2024-08-08	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.48	-21.55		2025-05-13	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-33.85	-28.08
	2024-10-10	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-27.44	-21.55		2025-05-19	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-33.21	-23.62
	2024-11-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-25.46	-20.17		2025-07-14	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-35.04	-29.00
	2025-01-02	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-33.94	-33.73		2025-08-13	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-40.76	-38.92
	2025-01-07	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-41.00	-32.46		2025-08-27	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-41.63	-38.31
	2025-04-11	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-26.74	-15.95		2025-10-15	BUY(Maintain)	120,000원	6개월		
	2025-07-14	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-19.80	-13.05							
	2025-08-11	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-20.42	-13.05							
	2025-10-15	BUY(Maintain)	21,000원	6개월									
신세계 (004170)	2024-01-08	BUY(Maintain)	275,000원	6개월	-37.82	-31.09	롯데쇼핑 (023530)	2024-01-08	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-10.52	7.18
	2024-04-15	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-34.48	-30.72		2024-04-15	BUY(Maintain)	85,000원	6개월	-15.84	7.18
	2024-05-09	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-33.09	-29.16		2024-07-16	BUY(Maintain)	76,000원	6개월	-18.92	-15.79
	2024-05-20	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-36.58	-29.16		2024-10-10	BUY(Maintain)	76,000원	6개월	-18.64	-13.16
	2024-10-10	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-28.83	-25.62		2024-11-29	BUY(Maintain)	76,000원	6개월	-20.37	-13.16
	2024-11-11	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-31.99	-25.62		2025-01-07	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-16.44	-5.69
	2024-11-29	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-34.11	-25.62		2025-04-11	BUY(Maintain)	77,000원	6개월	-13.75	-6.36
	2025-01-07	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-25.87	-15.53		2025-05-12	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-15.18	-7.67
	2025-04-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-18.71	1.53		2025-07-07	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-18.02	-16.21
	2025-07-14	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-20.66	-12.09		2025-07-14	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-22.09	-15.26
	2025-08-11	BUY(Maintain)	225,000원	6개월	-21.29	-8.67		2025-08-11	BUY(Maintain)	95,000원	6개월	-26.05	-15.26
	2025-10-15	BUY(Maintain)	225,000원	6개월				2025-10-15	BUY(Maintain)	95,000원	6개월		

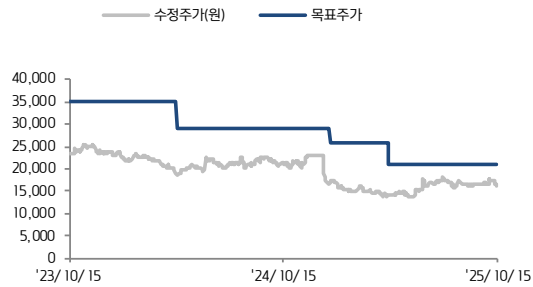
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

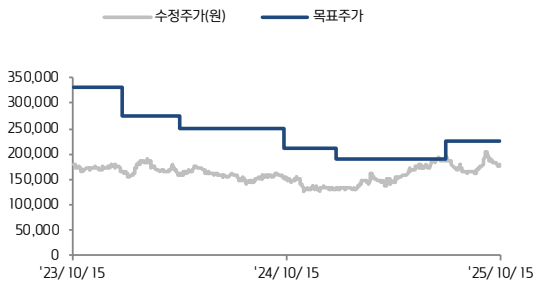
BGF리테일(282330)



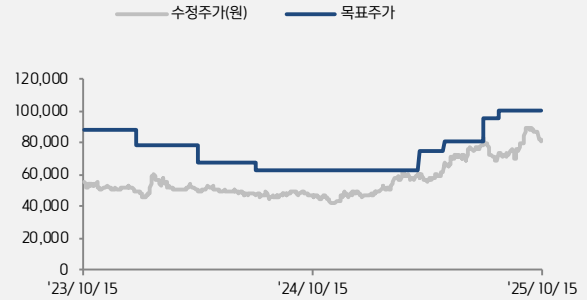
GS리테일(007070)



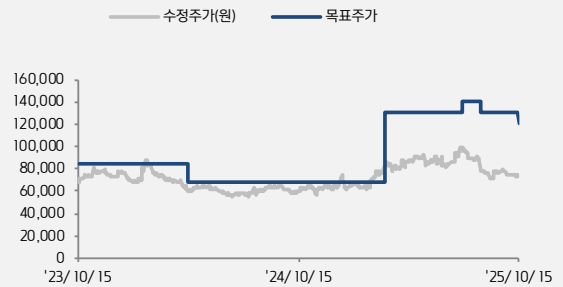
신세계(004170)



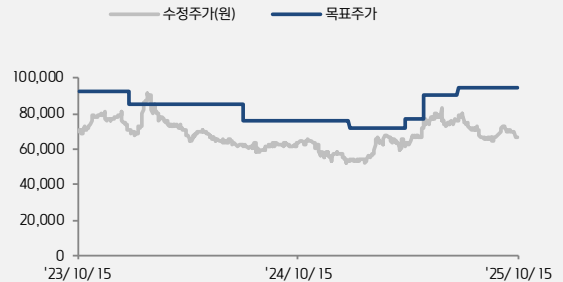
현대백화점(069960)



이마트(139480)



롯데쇼핑(023530)



고지사항

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

투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%