

IBKS 2025년 유통산업 투자전략

생 존 소 비

유통·식자재/지주

남 성 현

02) 6915-5672

rockrole@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK 투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

1. 투자 아이디어.....	3
GDP 구성요소 분석을 통한 2025년 소비시장 점검 및 전략 도출.....	3
2. 2025년 소비시장 개선에 대한 고민.....	5
GDP를 통한 소비시장 점검 필요성.....	5
(1) 가계소비(C): 개선이 쉽지 않은 Macro 환경.....	5
(2) 투자동향(I): 설비투자지수, 국내기계수주액, 건설기성액, 건설수주액.....	9
(3) 정부지출(G): 줄어든 정부 예산.....	11
(4) 순수출(X-M): 반도체와 환율.....	14
2025년 기획재정부 GDP 1.8% 예상 → GDP 2% 이하에서 소비시장은?.....	16
3. 투자전략: 타이밍과 필수 소비재.....	17
(1) 2025년 유통시장은 上低下高.....	17
(2) 계단식 소비시장 개선: 상반기(비식품 부문 부진, 내구재보다는 필수소비재) → 하반기: 점진적 비중확대 시기, 내구재로 관심 이동.....	18
(3) 그래도 보수적으로 접근: 이익 레버리지가 기대되는 업체에 주목.....	20
기업분석.....	21
이마트 (139480) / 매수(유지) / 목표주가: 83,000원.....	22
교촌에프앤비 (339770) / 매수(유지) / 목표주가: 6,250원.....	26
현대지에프홀딩스 (005440) / 매수(유지) / 목표주가: 7,000원.....	30

1. 투자 아이디어

GDP 구성요소 분석을 통한 2025년 소비시장 점검 및 전략 도출

GDP 구성요소 중
민간투자, 정부지출,
순수출 개선사항 점검

2025년 국내 소비시장 전망을 위해서는 GDP 구성요소인 C(가계소비), I(민간투자), G(정부지출), [X-M](순수출) 항목별 분석이 필수적이라 판단. 특히, C(가계소비)의 개선이 구조적으로 어려운 현재 상황에서 I(민간투자), G(정부지출), [X-M](순수출)의 개선 가능성을 점검하여 향후 소비시장 방향성을 확인하려 한다.

소득 증가를 통한 가계소비
개선은 구조적 한계

1. C(가계소비): 구조적인 가계소비 개선은 쉽지 않을 것으로 분석한다. 가계소비 증가는 가계소득의 증가 즉, 인구수 증가와 1인당 소득 증가가 전제되어야 한다. 그러나, 현재 **1) 절대 인구수 및 노동가능 감소 구간에 진입하고 있고, 2) 65세 인구비중 20%를 넘어서는 초고령사회에 진입하였으며, 3) 경기 악화에 따른 기업 구조조정 여파로 고용 시장 악화가 전망**되기 때문이다.

반도체 제외 시 투자동향
부진, SOC 예산도 감소

2. I(민간투자): 투자동향도 긍정적인 상황으로 보기는 어렵다. 24년 10월과 11월 설비투자는 전월대비 각각 -5.9%, -1.6% 감소하였다. 전년대비로는 +5.5%, +2.6% 증가하였으나, 동기간 반도체제조용기계 부문의 성장(+12.6%, +9.7%)을 제외하면 설비투자는 부진한 것으로 파악된다. 건설수주는 증가하는 모습을 보였으나, 건설기성은 감소하였다. **2025년 역시 전 산업에 걸친 생산 부진과 SOC 예산 감소**로 현 추세 반전은 쉽지 않을 것으로 해석한다.

정부지출규모 증가를
감소로 성장기여도 하락

3. G(정부지출): 2025년 정부의 소비 진작 기여도는 더욱 낮아질 것으로 전망한다. 정부의 재정 정상화 기조에 따라, **25년 정부지출규모는 +2.5% 증가에 그쳤고**, KDI는 이에 따른 정부 부문 성장 기여도를 +0.5%p 수준으로 전망하였다. 19~23년까지의 연평균 +10%에 가까운 정부지출 확대와 동기간 연평균 +0.8%p에 달하는 성장 기여도에 비하면 긍정적인 평가는 어렵다.

순수출은 유일하게 우호적
그러나, 내수 소비로
이어지는 효과는 미약

4. [X-M](순수출): 순수출은 유일하게 우호적일 것으로 판단한다. 24년 12월 무역수지는 +65억 달러로 15개월 연속 흑자, 수출 증가율도 5개월 만에 반등하는 흐름이 이어졌다. 한국무역협회는 이러한 흐름이 이어져 **2025년 연간 +430억 달러의 무역수지 흑자를 전망**했다. 다만, 흑자폭은 2024년(+518억 달러) 대비 다소 감소한 수치이며, 환율 상승과 반도체 이외 산업군의 부진으로 **전체 내수 소비로 이어지는 효과는 크지 않을 것**으로 판단한다.

25년 GDP 성장률 1.8%
GDP 성장률 2% 하회 시
최종소비지출 성장도 부진

기획재정부는 2025년 국내 GDP 성장률을 1.8%로 하향조정하였으며, 동 수치는 국내 불확실성을 감안하지 않은 수치로, 잠재성장률(약 2%) 하회를 예상하는 부정적 전망이라 판단한다. **국내 GDP 성장률이 2%를 하회하는 상황에서의 최종소비지출 성장률 평균이 0.5% 수준임을 고려하면, 소비시장 부진은 지속될 가능성이 높다고 판단**한다.

2025년 유통시장은
상저하고(上低下考)

이같은 환경에서 2025년 유통시장은 상저하고로 전망한다. 1분기에는 1) 원화가치 평가 절하로 인한 수입물가 상승, 2) 약한 정부 예산 편성, 3) 24년 1분기 높은 기저에 따른 부담 등으로 소비시장 개선은 어려울 것으로 판단하며, 하반기 소비와 환율에 대한 기저부담이 완화되는 시점부터 점진적 회복이 이루어진다고 보는 것이 합리적이다.

25년 상반기 전략:
필수 소비재 판매채널

당사에서는 상반기 필수 소비재를 판매하는 채널에 주목할 필요가 있다고 본다. 그 이유는 1) 내수소비 위축에 따른 고가 상품 판매 부진이 지속될 것으로 예상되고, 2) 인플레이션 수용 능력이 식품 등 비내구재 상품이 유리하다고 보기 때문이다. 실제로 내구재는 24년 9월 이후 판매량 부진을 겪으며 성장률 하락 추세가 이어지고 있지만, 반면 필수소비재인 식품부문은 상대적으로 견조한 모습을 보여주고 있다.

25년 하반기 전략:
내구재 비중 점진적 확대

하반기는 반대로 점진적 비중 확대가 필요하다고 판단하는데, 이는 1) 정부의 통화정책에 따른 효과가 본격화될 가능성이 높고, 2) 환율 베이스 효과에 따른 인플레이션 부담이 완화될 전망이며, 3) 대내외 안정화와 소비진작을 위한 정책 활용 가능성이 높기 때문이다. 즉, ▶ 금리인하 및 대출규제 완화, ▶ 부동산경기 둔화 완화, ▶ 인플레이션 압박 감소, ▶ 추경 등 소비진작을 위한 정부 정책 강화 등으로 소비 개선이 나타날 가능성은 높다고 판단한다.

계단식 개선 예상되나 미약,
기업 이익성장으로
이어지기도 어려울 듯

결론적으로, 2025년 소비시장은 계단식 개선을 예상하지만, ▶ 인구수 감소 구간 진입, ▶ 편향된 국내 산업구조(반도체 위주)를 감안하면 동 폭은 크지 않을 것으로 판단하며, 개선이 되더라도 기업들의 이익 성장으로 이어질 가능성은 높지 않다고 본다.

Top Pick: 이마트,
교촌에프앤비
관심: 현대지에프홀딩스

이러한 시점에서는 선제적 구조조정과 사업구조 변경을 통해 이익 레버리지를 확대시킬 수 있는 업체들의 펀더멘탈이 더욱 빠르게 강화될 것으로 전망하며, 이에 주목할 것을 권고한다. 당사에서는 이마트(139480), 교촌에프앤비(339770)를 Top Pick으로 추천한다. 이외 현대지에프홀딩스(005440)에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

2. 2025년 소비시장 개선에 대한 고민

GDP를 통한 소비시장 점검 필요성

$$\begin{aligned} \text{GDP} &= C + I + G + [X - M] \\ &= \text{가계소비} + \text{민간투자} \\ &\quad + \text{정부지출} + \text{순수출} \end{aligned}$$

2025년 국내 소비시장은 어떨까? 어느 시점이면 개선이 가능할까? 이를 전망하기 위해서는 GDP 항목을 점검하는 것이 필수적이라 판단하고 있다. 이론적으로 GDP는 크게 4가지 항목으로 구성되어 있다. C(가계소비) + I(민간투자) + G(정부지출) + [X-M](순수출)이다. 물론 소비시장은 가계소비 자체적으로 개선되는 것이 가장 중요한 요소이다. 하지만, 가계소비 개선이 구조적으로 개선되기 어려운 상황을 감안하면, 앞서 언급한 위 3가지 항목이 우호적으로 작용하면서 소비로 전환되는 효과를 기대할 수 밖에 없는 상황이다. 이에 동 3가지의 개선 가능성을 점검하는 것이 향후 소비시장에 방향을 점칠 수 있는 상황으로 판단한다.

(1) 가계소비(C): 개선이 쉽지 않은 Macro 환경

소득 증가를 통한 가계소비 개선은 구조적 한계

당사에서는 가계소비가 구조적으로 개선되기는 쉽지 않을 것으로 분석하고 있다. 정확하게 이야기하자면 위 3가지(민간, 투자, 순수출) 변수를 제외할 경우 소득 증가를 통한 가계소비 증가는 제한될 수 있다는 의미이다. 가계소비가 증가하기 위해서는 가계소득이 증가해야 하는 구조가 이루어져야 하는데 이는 인구수 및 1인당 소득 증가가 전제되어야 한다. 하지만, 현재 국내 인구 구조 및 산업구조를 고려할 경우 구조적으로 전환되기에는 한계가 있다고 판단되어 뚜렷한 소비회복을 점치기란 쉽지 않다.

①인구수 감소 시작

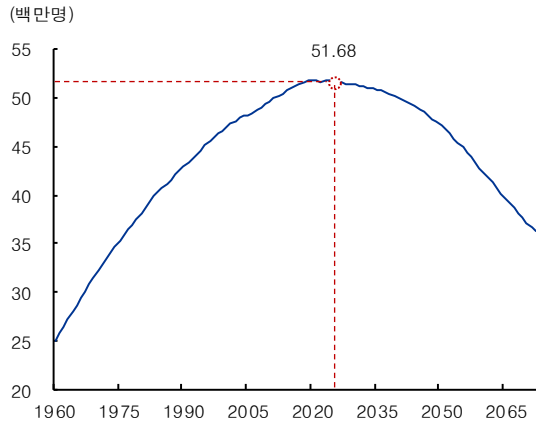
그렇게 생각하는 근거는 1) 절대 인구수가 감소하는 구간에 진입하고 있고, 2) 고령화 인구 비중이 20%를 상회함에 따라 노동 가능 인구가 점진적으로 낮아지고 있으며, 3) 국내 경기 악화에 따른 구조조정 여파로 고용 시장이 악화되고 있기 때문이다.

국내 인구수는 감소하는 추세로 전환되었다. 2025년 인구수는 5,168만명으로 2024년 대비 -0.67% 감소할 것으로 예상되는 상황이다. 문제는 인구수 감소가 2025년에 본격화되고 있다는 점이다. 동 추세는 이어지면서 2070년까지 구조적으로 감소할 가능성이 높다. 2025년의 경우 그전과는 달리 인구수가 감소하는 구간에 진입한다는 점이다. 2000년 이후 2024년까지 인구 연평균 증가율은 0.4% 수준에 달하였다는 점을 고려하면 인구수에 따른 차이는 약 0.5% 수준으로 판단한다. 물론 2021년과 2022년 인구수가 감소했던 구간도 있었지만, 동 시점 코로나에 따른 일시적 소비시장 변화가 있었다는 점을 감안하면 정확한 비교는 쉽지 않다.

②초고령사회 진입

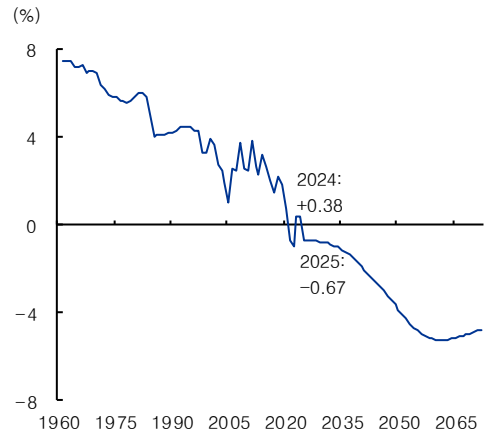
고령화 인구 비중이 20%를 상회하고 있다는 점도 소비에 부정적으로 작용할 수 있다. 2025년 65세 이상 인구 비중은 20.3%로 초고령사회로 진입할 것으로 전망한다. 고령화 인구 비중이 높아짐에 따라 소비여력 축소에 따른 소비 감소도 가팔라질 것으로 예상된다. 특히, 경제적 여유가 높았던 베이비붐 세대의 은퇴가 본격화되는 구간에 진입하면서 소득 계층 감소에 따른 영향이 작용할 가능성이 높다.

그림 1. 국내 인구수 추이 및 전망



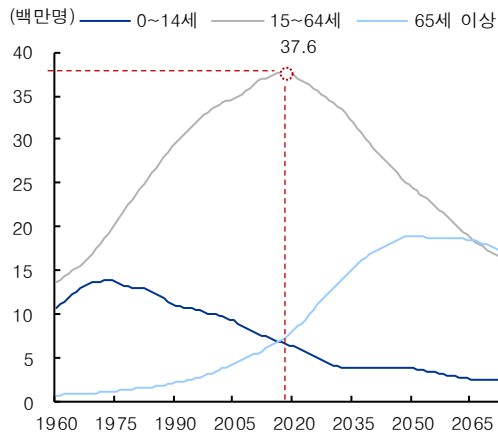
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 2. 국내 인구수 성장률 추이 및 전망



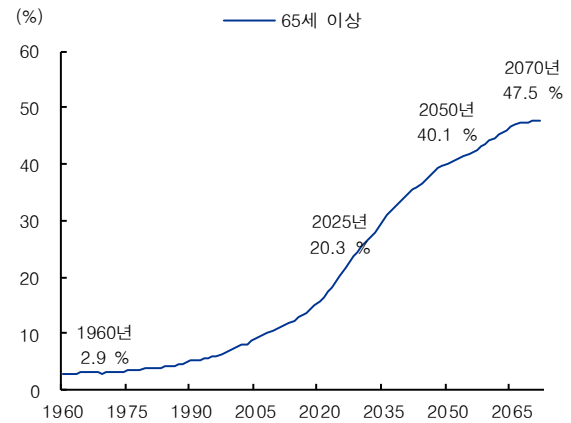
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 3. 국내 연령계층별 인구수 추이 및 전망



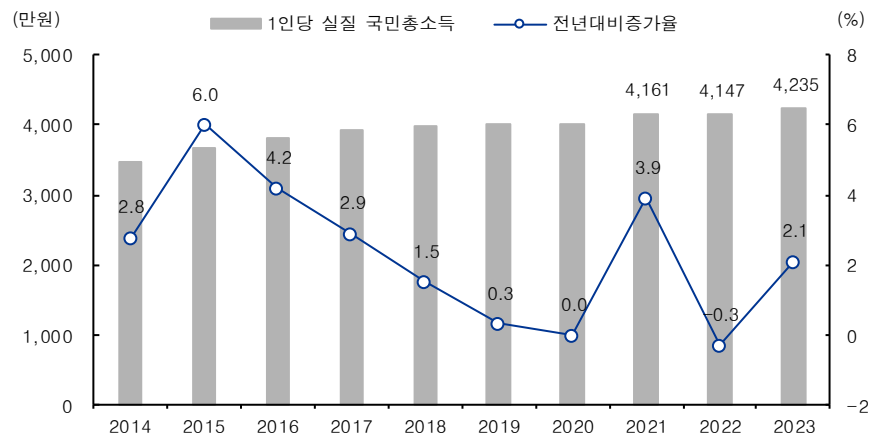
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 4. 국내 65세 이상 인구 비중 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 5. 1인당 실질 국민총소득 및 증가율 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

2024년 소비시장 악화는 지속

경기 악화에 따른 구조조정 여파도 소비둔화를 가속화시키는 원인으로 작용할 것으로 전망한다. KDI에 따르면 2024년 국내 소비시장은 1.5% 증가에 그치며 소비경기 악화는 지속되고 있는 추세이다. 주요 그룹사들은 낮아지는 구매력과 높아지는 고정비를 감당하기 어려워지면서 본격적인 인력 구조조정을 시행하고 있다.

③주요 대기업 포함 구조조정 진행

2024년 12월 기준으로 정리해보면, 삼성전자는 2024년 하반기부터 해외 법인을 중심으로 대대적인 구조조정을 실시한다고 밝혔다. 동남아시아와 라틴 아메리카 인력의 약 10%를 감축하였다. KT도 전체 임직원의 약 20%를 대상으로 구조조정을 단행하였고, 희망퇴직을 실시한 인원은 약 2,800여명 수준에 달한다. 이외에도 SK, 롯데그룹, 신세계그룹, 엔씨소프트 등 주요 업체들이 희망퇴직 및 구조조정을 진행하고 있다.

그림 6. 2024년 주요 기업 구조조정 현황

삼성

- 삼성전자 해외 법인 중심의 구조조정 실시(동남아, 라틴아메리카 인력 약 10% 감축)

KT

- 전체 임직원의 약 20% 대상 구조조정(신설 자회사로 인력 재배치 등)

SK

- SK온 희망퇴직 및 무급휴직 시행, 종속회사 감축(23년 말 716 → 1H24 말 > 667개) 등

LG

- LG디스플레이 파주 · 구미 사업장 근로자 1,400명 대상 희망퇴직 시행

신세계

- 이마트 희망퇴직 2회 시행, 신세계푸드, SSG닷컴, G마켓 등 계열사 희망퇴직 시행

롯데

- 롯데온, 롯데호텔, 롯데면세점, 코리아세븐 등 희망퇴직, 임원 연봉 삭감 등 시행

엔씨소프트

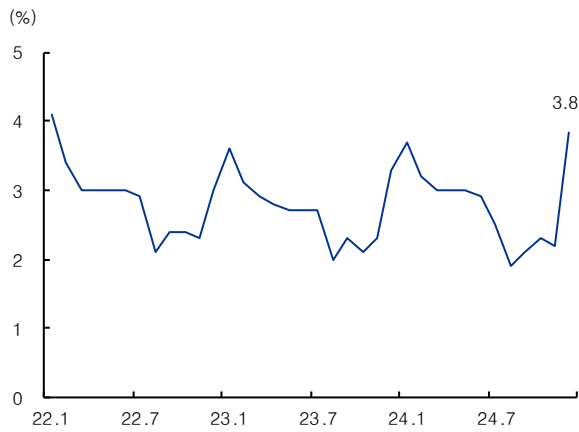
- 12년 만의 대규모 희망퇴직(전체 임직원의 약 10% 수준) 시행

자료: 각 사 종합, 언론보도, IBK투자증권

기업별 구조조정 진행되며 실업률은 확대 가능

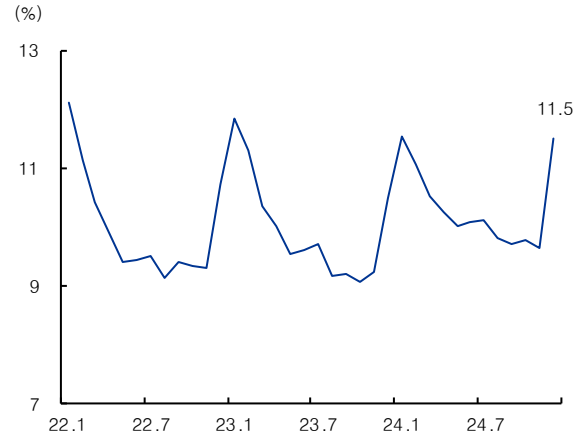
고용동향만 보면 나쁘지 않게 생각할 수 있다. 2024년 11월 실업률은 2.2%로 전년동월대비 0.1%p 하락하면서 긍정적으로 비춰질 수 있다. 하지만, 비경제활동인구 중 20대 항목을 보면 오히려 실업률은 증가했을 가능성이 높다. 실업률은 실업자를 경제활동인구로 나누어서 산정하는데, 일시적으로 근로 활동을 하지 않고 있는 대상을 비경제활동인구로 편입한다. 이렇게 되면 실업자가 낮아져 보이게 되면서 실질 실업률은 실측치보다 개선되는 것으로 해석될 여지가 높다. 실제 실업률이 낮아졌다고 하더라도 각 기업들의 구조조정 속도를 감안하면 실업률은 재차 확대될 가능성이 높다. 국내 소비경기가 1분기 이후 빠르게 침체되었다는 점을 고려하면, 실업률 증가에 따른 영향은 2025년 소비를 위축시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

그림 7. 실업률=(실업자/경제활동인구)



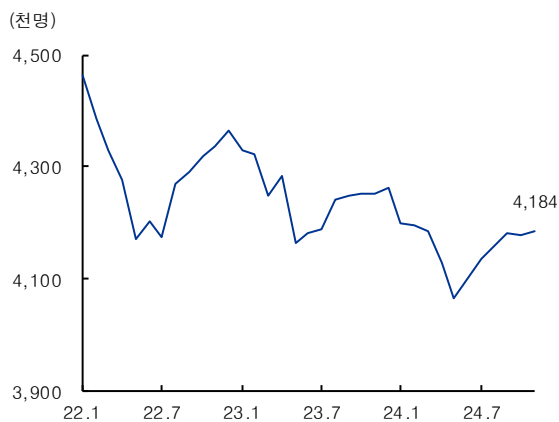
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 8. 조정실업률=(실업자+쉬었음)/(경제활동인구+쉬었음)



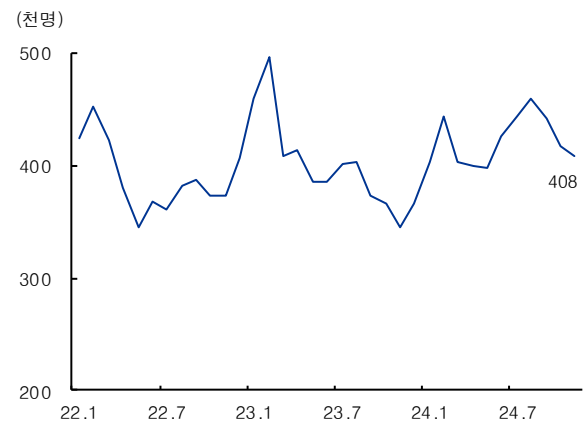
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 9. 15~29세 비경제활동 인구 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 10. 15~29세 비경제활동인구 중 쉬었음 인구



자료: 통계청, IBK투자증권

[2] 투자동향II: 설비투자지수, 국내기계수주액, 건설기성액, 건설수주액

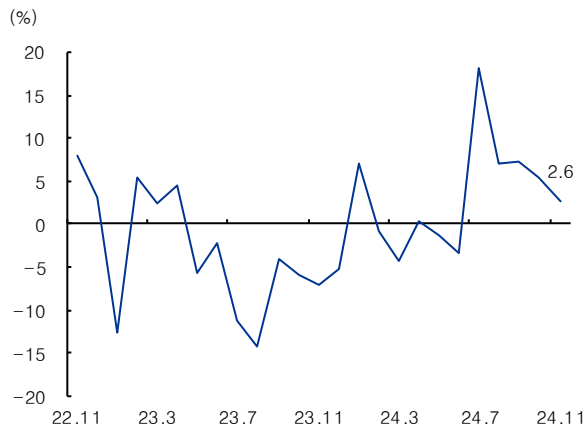
반도체 제외 투자 부진

민간투자자로 판단할 수 있는 투자동향도 긍정적인 상황으로 보기는 어렵다. 2024년 11월 산업활동동향을 보면 설비투자는 전월대비 -1.6%, 건설기성은 -0.2% 감소하였다. 설비투자는 기계류(-2.0%)에서 부진한 결과가 나타났다. 전년동월대비 전체적으로는 2.6% 증가하였으나, 반도체 호황에 따른 반도체제조용 기계 부문에서(전년동월대비 +9.7%) 대부분 성장하였다는 점을 감안하면 설비투자는 전체적으로 부진한 것으로 판단한다.

추세 반전은 어려울 듯 ①SOC 예산 편성 감소 ②반도체 이외 투자 제한

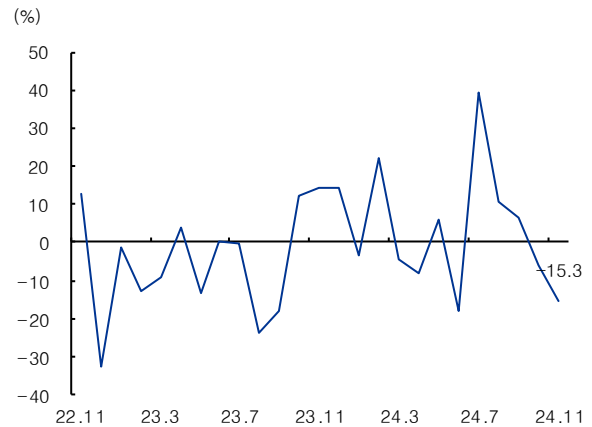
국내기계수주도 감소하고 있는 상황이다. 공공 및 민간에서 각각 -63.3%, -10.8% 줄어들면서 전년동월대비 -15.3% 감소하였다. 건설기성(전월대비 -0.2%, 전년동월대비 -12.9%)도 감소하였으나, 건설수주(전년동월대비 +62.9%)는 증가하였다. 민간 및 공공부문의 투자는 소비를 불러 일으키는 중요한 요소로 평가될 수 있다. 2025년에는 고금리 완화 및 지난해 기저효과로 일부 설비투자는 개선될 가능성이 있다. 그러나, ▶ 전산업생산이 부진한 흐름을 이어가고 있고, ▶ SOC 예산 편성 금액이 감소하였으며, ▶ 반도체를 제외한 전체적인 투자가 제한되고 있다는 점을 고려하면 현 추세를 반전시키기란 쉽지 않을 것으로 예상된다.

그림 11. 설비투자금액(YoY)



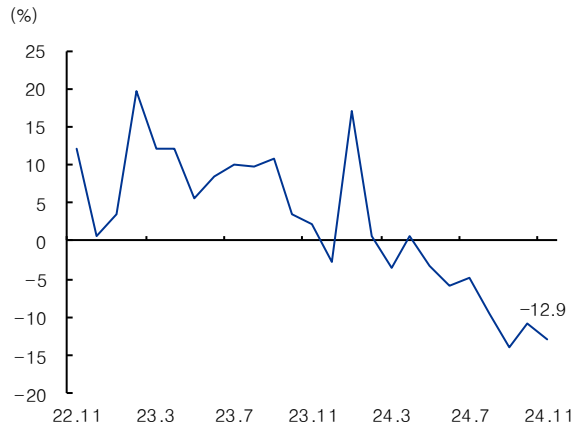
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 12. 국내기계수주액(YoY)



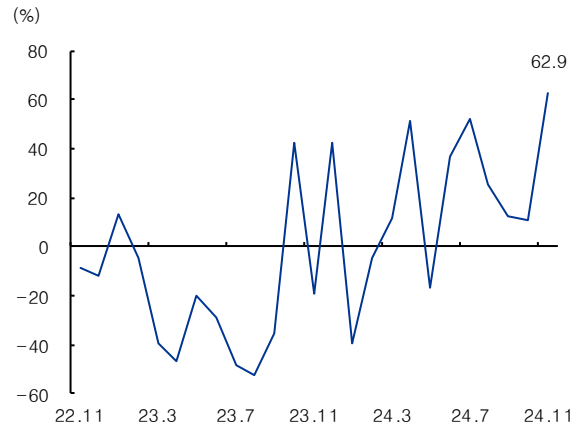
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 13. 건설기성(불변, YoY)



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 14. 건설수주(경상, YoY)



자료: 통계청, IBK투자증권

[3] 정부지출(G): 줄어든 정부 예산

정부지출 증가율

25년: +2.5%

24년: +2.8%

19~23년 평균: +8.3%

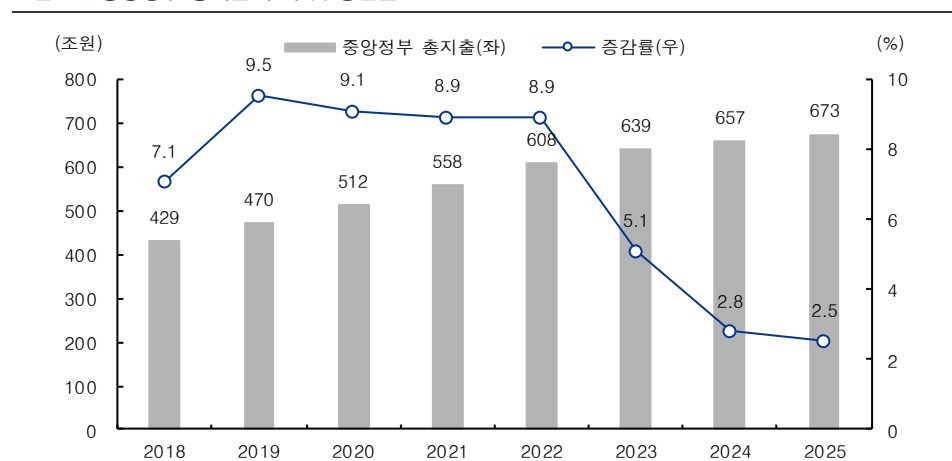
2024년에 이어서 2025년 정부예산도 우호적인 상황은 아니라 판단한다. 아니 어찌 보면 2025년 정부가 소비 진작에 기여하는 수준은 더욱 낮아질 것으로 전망한다. 2025년 정부가 지출 총규모는 673.3조원으로 전년대비 +16.7조원 약 2.5%가 증가한 수치로 결정되었다. 참고로 지난해 정부 총지출은 656.6조원에 달하였다. 2025년 정부 지출 규모가 소비 증가율에 미치는 영향은 제한적일 가능성이 높다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 실질 물가 상승률을 고려하면 지출규모 증가폭이 크지 않고, 2) 지출 항목에서 고용과 소비를 유발할 수 있는 항목 증가폭이 제한되기 때문이다. 중요한 부분은 정부지출 예산안 증가율이 2024년부터 감소하고 있다는 점이다. 정부 부채 부담에 따른 정책이 이어지고 있는 것으로 소비진작을 위한 부분은 제한되고 있어 정부 지출에 따른 효과를 기대하기는 2025년에도 쉽지 않을 전망이다.

정부지출의 성장 기여도는

0.5%P로 낮은 수준

2025년 정부 지출에 대한 기여도는 크지 않을 것으로 보고 있다. 세수결손이 이어지고 있는 상황에서 정부 지출 금액의 급격한 증가가 제한될 것으로 보고 있기 때문이다. 정부의 재정기조는 재정 정상화를 모토로 낭비적 지출을 제거하여 재정 건전성 악화를 완화하려는 목적을 가지고 있다. 지출 금액 증가 대부분이 ▶ 약자복지(복지 강화), ▶ 미래준비 체질개선, ▶ 안전한 사회, ▶ 글로벌 중추 외교, ▶ 경제활력 확산 등에 집중되어 있기 때문이다. 경제활력 확산도 재정 집중 상황이지만, SOC 예산이 전년대비 오히려 감소했다는 점에서 동 영향은 제한적이라 판단한다. KDI는 동 예산안 편성에 있어 2025년 정부부문의 성장 기여도는 0.5%P 수준에 머무를 것으로 전망하였다. 이는 2024년보다 높게 측정한 수치이지만, 2019~2023년 연평균 0.8%P보다 낮은 수준이라는 점을 고려하면 긍정적으로 평가하기는 어렵다는 판단이 든다.

그림 15. 중앙정부 총지출 추이 및 증감율



자료: 기획재정부, IBK투자증권

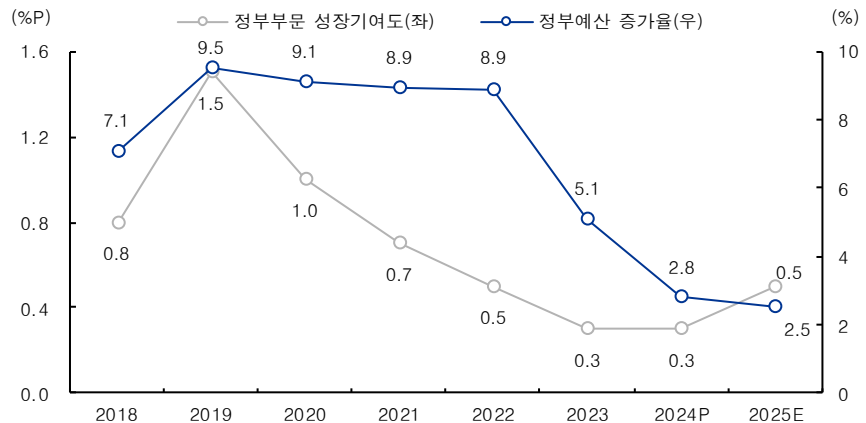
표 1. 12대 주요 분야별 정부예산 증감

(단위: 조원, %)

구분	분야별 정부예산안			전년대비증감율		
	2023년	2024년	2025년	2023년	2024년	2025년
보건·복지·고용	226.6	237.6	248.7	8.9 (4.1)	11.0 (4.9)	11.1 (4.7)
교육	96.1	95.2	98.5	11.9 (14.1)	-0.9 (-0.9)	3.3 (3.5)
문화·체육·관광	8.5	8.7	8.8	-0.6 (-6.6)	0.2 (2.4)	0.1 (1.1)
환경	12.4	12.5	13.0	0.5 (4.2)	0.1 (0.8)	0.5 (4.0)
R&D	30.7	26.5	29.6	0.9 (3.0)	-4.2 (-13.7)	3.1 (11.7)
산업·중소기업·에너지	25.7	28.0	28.2	-5.6 (-17.9)	2.3 (8.9)	0.2 (0.7)
SOC	25.1	26.4	25.4	-2.9 (-10.4)	1.3 (5.2)	-1.0 (-3.8)
농림·수산·식품	24.2	25.4	25.9	0.5 (2.1)	1.2 (5.0)	0.5 (2.0)
국방	57.1	59.4	61.2	2.5 (4.6)	2.3 (4.0)	1.8 (3.0)
외교·통일	6.4	7.5	7.7	0.4 (6.7)	1.1 (17.2)	0.2 (2.7)
공공질서·안전	22.9	24.4	25.0	0.6 (2.7)	1.5 (6.6)	0.6 (2.5)
일반·지방행정	111.7	110.5	110.7	13.6 (13.9)	-1.2 (-1.1)	0.2 (0.2)

자료: IBK투자증권

그림 16. 정부예산 GDP 성장 기여도 VS 정부예산 증감율



자료: KDI, 한국은행, IBK투자증권

주: 24년, 25년 정부부문 성장기여도는 KDI 추정치

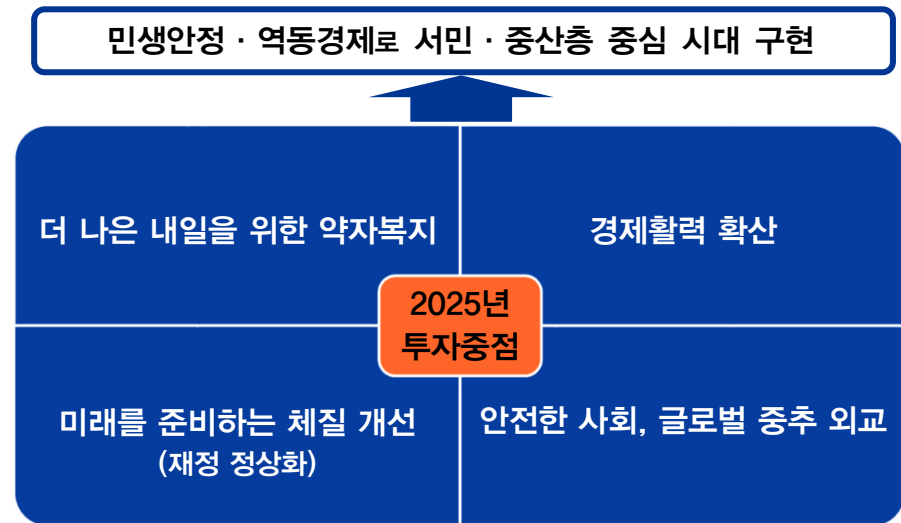
표 2. 국세수입 증감

(단위: 조원, %)

		(2023년 1월~11월)	(2024년 1월~11월)	증감율
일반회계	소득세	107.8	109.2	+1.3
	법인세	78.0	60.2	-22.8
	부가가치세	72.3	79.6	+10.1
	그 외	57.0	57.5	+0.9
	소계	315.1	306.5	-2.7
특별회계	소계	9.1	9.2	+1.2
총계		324.2	315.7	-2.6

자료: 국세청, IBK투자증권

그림 17. 2025년 정부 예산 집행 방향성



자료: 기획재정부, IBK투자증권

(4) 순수출(X-M): 반도체와 환율

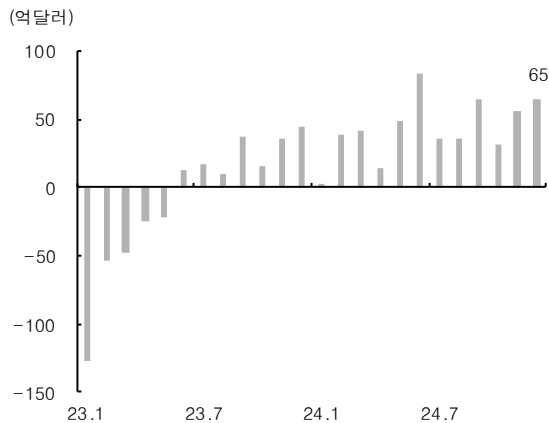
순수출은 유일하게 우호적

그나마 순수출은 우호적일 가능성이 높다. 2024년 12월 수출입 실적을 보면 수출은 전년대비 +6.6% 증가한 614억 달러, 수입은 +3.3% 증가한 549억 달러를 기록하면서 무역수지는 +65억 달러 흑자를 기록했다. 15개월 연속 수출 플러스 효과를 기록하였고, 수출 증가율도 5개월 만에 반등하는 흐름이 이어졌다. 한국무역협회는 이러한 수출입 흐름이 2025년에도 이어갈 것으로 예상하고 있다. 동 기관에서는 2025년 수출은 1.8% 증가한 6,970억 달러, 수입은 2.5% 증가한 6,540억 달러로 무역수지는 430억 달러를 전망하고 있다.

무역수지 흑자폭은
전년대비 감소 전망

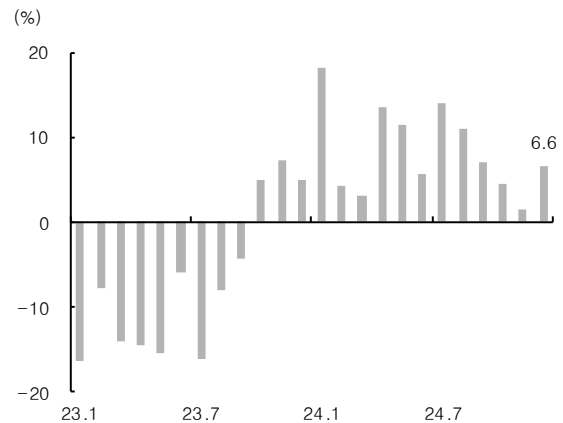
무역협회에 따르면 반도체·무선통신기기 등 글로벌 IT수요 증가가 견인할 것으로 판단하고 있다. 다만, 자동차 역기저 효과에 따른 부담과 수입물가 상승으로 인한 부담 역수지 흑자폭은 감소할 가능성이 높다고 보고 있다.

그림 18. 월별 무역수지 추이



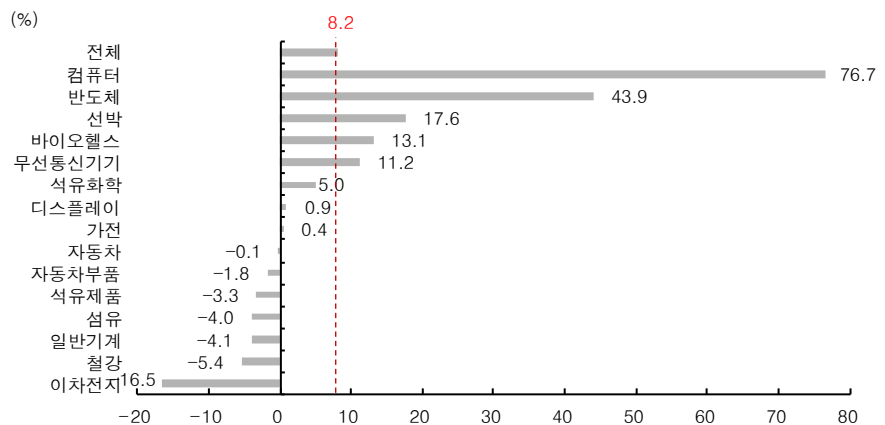
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 19. 수출증감율 추이



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 20. 2024년 15대 주요 품목별 수출증감율

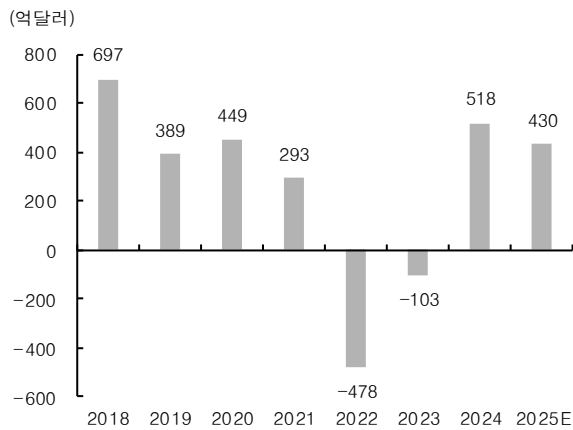


자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

순수출 흑자 지속에도
낙수효과 기대는 제한

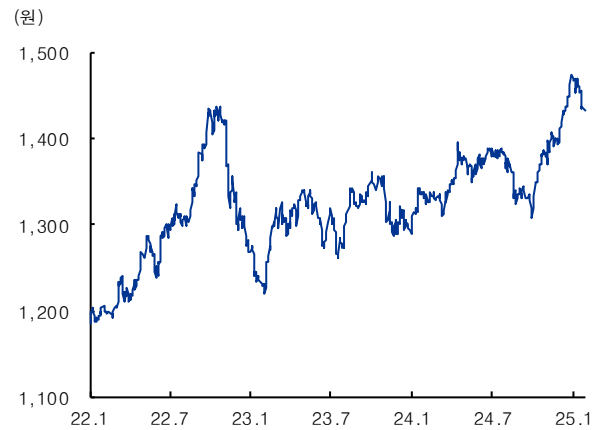
당사에서는 순수출 흑자가 지속됨에도 불구하고 내수시장으로 이전되는 낙수 효과는 제한적일 것으로 전망하고 있다. 그러한 이유는 1) 앞서 언급했듯이 순수출 규모가 2024년대비 낮아질 가능성이 높고, 2) 인플레이션 안정화에도 불구하고 환율 상승에 따른 수입물가 상승이 내수시장에 불안 요소로 작용할 수 있으며, 3) 반도체를 제외한 산업군 수출 물량이 감소함에 따라 전체 내수 소비로 이전되는 효과는 크지 않을 것으로 판단하기 때문이다.

그림 21. 연간 무역수지 추이 및 전망



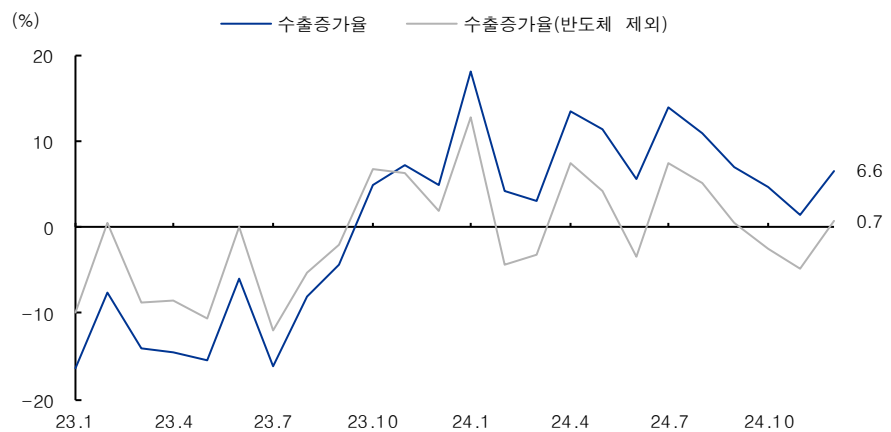
자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, IBK투자증권

그림 22. 원/달러 환율 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 23. 반도체 제외 수출 실적 추이



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

2025년 기획재정부 GDP 1.8% 예상 → GDP 2% 이하에서 소비시장은?

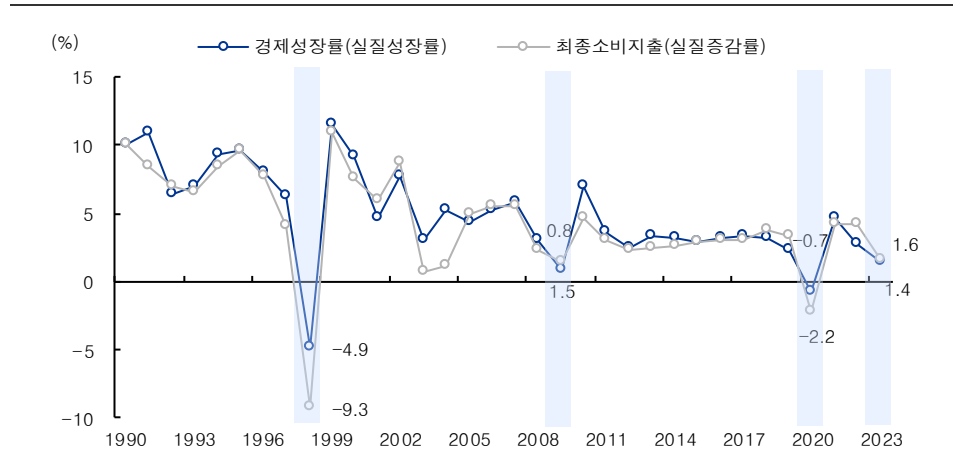
2025년 GDP 성장률 전망
1.8%로 하향(기획재정부)

GDP 성장률 2% 이하에서
최종소비지출 성장률
회복은 쉽지 않을 것

2025년 1월 1일 기획재정부는 경제정책방향을 발표하면서 25년 국내 GDP 성장률을 1.8%로 하향조정하였다. 국내 불확실성을 감안하지 않았음에도 불구하고 잠재성장률을(약 2%) 하회할 것으로 예상하고 있는 것으로 부정적으로 해석하고 있는 것이다. 부진한 흐름을 예상하는 이유는 반도체 등 대외수출 불확실성이 확대되고, 건설투자 부진이 지속되면서 경기 회복을 위한 동기 요인이 부족하다고 보는 것이다.

1990년부터 2023년까지 국내 GDP 성장률이 2% 이하였던 시점은 1998년, 2009년, 2020년, 2023년 4개년이다. 이중 1998년(IMF)을 제외할 경우 동기간 최종소비지출 증가율 평균은 0.3%에 불과하다. 동기간 경제성장률(실질기준) 평균이 0.5% 수준이라는 점을 고려할 때 GDP 성장률이 2% 이하인 시점에 최종소비지출 성장률 회복은 쉽지 않을 것으로 전망한다. 앞서 언급했듯이 2025년 GDP 성장률은 1.8%로 예상하고 있다는 점을 고려하면 소비시장은 여전히 부진할 가능성이 높다.

그림 24. 경제성장률 vs 최종소비지출 증가율 비교



자료: 통계청, 한국은행, IBK투자증권

표 3. GDP 성장률 및 최종소비지출 증가율 비교

(단위: %)

구분	1998년	2009년	2020년	2023년	평균 (1998년 제외)
실질 GDP 성장률	-4.9	0.8	-0.7	1.4	0.5
최종소비지출 증가율	-9.3	1.5	-2.2	1.6	0.3

자료: 한국은행, IBK투자증권

3. 투자전략: 타이밍과 필수 소비재

(1) 2025년 유통시장은 上低下高

2025년 1분기 전망

- 1) 원화가치 평가 절하
- 2) 약한 예산 정책
- 3) 높은 기저 부담

1Q24 의외의 민간소비
성장으로 높은 기저

기간 평균 환율

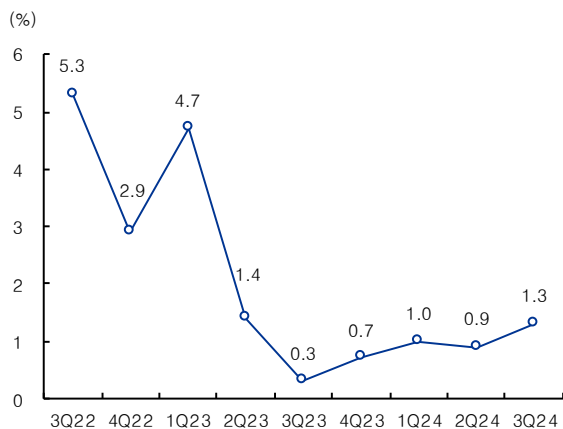
24년 1월: 1,328원
24년 7~11월: 1,368원
24년 12월: 1,430원
25년 1월: 1,456원

2025년 유통업체는 상저하고로 전망하며, 1분기 이후 점진적으로 개선되는 추세가 나타날 것으로 예상하고 있다. 1분기 경기 회복은 쉽지 않을 것으로 보고 있다. 그러한 이유는 1) 원화가치 평가 절하로 수입물가가 인플레이션을 자극할 가능성이 높고, 2) 정책적으로 공격적인 내수 진작을 기대하기 어려우며, 3) 지난해 높은 기저에 따른 부담이 있기 때문이다.

정부는 경제정책방향을 제시하면서 상반기에 집중적인 정부 지출을 편성한다는 계획을 가지고 있다. 하지만, 지난해 1분기 민간소비가 전년대비 +1.0% 증가하면서 의외의 성장률을 기록한 만큼 기저가 높고, 지난해의 경우 윤달 및 휴일 영업일수 증가 등의 효과도 있어서 부담되는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 정부의 내수 활성화를 위한 정책적 부분이 변수로 작용할 수는 있지만, 현 시점 추정 논의가 이루어지고 있지 않다는 점을 감안할 때 이를 반영하기는 어렵다.

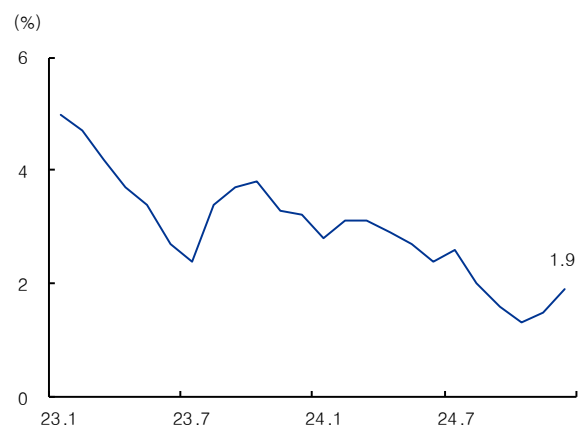
수입물가 상승도 부담되는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 12월 소비자물가 상승률은 전년동월대비 +1.9%로 +2.0%이하를 기록하였지만, 전월(11월)대비 0.4%p 상승하는 추세를 기록하고 있다. 이러한 상승 추세는 이어질 것으로 보이는데, 그러한 이유는 환율 상승에 따른 수입물가 상승폭이 확대될 가능성이 높기 때문이다. 2024년 12월 평균환율은 약 1,430원으로 12월을 제외한 7월 1일부터 11월30일까지 5개월 평균 환율이 1,368원, 2024년 1월 환율이 1,328원이라는 점을 감안하면 환율에 따른 부담은 가중되는 상황이다. 한국은행도 고환율로 소비자물가 상승률은 더욱 높아질 것으로 예상하고 있다. 특히, 11월 중순 이후 환율 상승폭이 크다는 점을 고려하면 1월은 2%를 넘어서는 소비자물가 상승률을 기록할 것으로 전망한다. 결론적으로, 1분기는 지난해 기저와 높은 물가 상승률이 소비시장 개선의 발목을 잡을 가능성이 높다고 판단한다. 이에 이러한 부담이 완화되는 시점부터 점진적 회복이 이루어진다고 보는 것이 합리적이라 생각한다.

그림 25. 민간소비지출 성장률(YoY)



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 26. 소비자물가상승률(YoY)



자료: 통계청, IBK투자증권

(2) 계단식 소비시장 개선: 상반기(비식품 부문 부진, 내구재보다는 필수소비재) → 하반기: 점진적 비중확대 시기, 내구재로 관심 이동

비식품 부문 부진 지속

부진한 경기 회복이 이어지는 과정에서 비식품 부문 부진은 당분간 이어질 가능성이 높다. 지난해 부진에 따른 기저가 존재하는 것은 분명하지만, 의미있는 반등은 쉽지 않을 것으로 판단한다.

2025년 상반기: 필수소비재 주목

당사에서는 상반기는 필수 소비재를 판매하는 채널에 주목할 필요가 있다고 본다. 그러한 이유는 1) 내수경기 위축에 따라 고가 상품 판매 부진이 이어질 가능성이 높고, 2) 인플레이션 수용 능력이 식품 등 비내구재 상품이 유리하다고 보기 때문이다. 즉, 필수적인 소비재를 제외한 상품군 판매는 부진할 가능성이 높다는 의미이다. 이는 지난해 3분기부터 이미 목격되고 있다. 9월 이후 내구재는 판매량 부진을 겪으면서 전년동월대비 감소하는 추세가 나타나기 시작하였다. 동시기 성장률은 -2.3%, -2.2%, -0.4%를 기록하면서 성장세가 주춤되고 있다. 소비경기 악화로 필수적인 상품군을 제외한 판매가 부진한 흐름을 이어간 것으로 보인다.

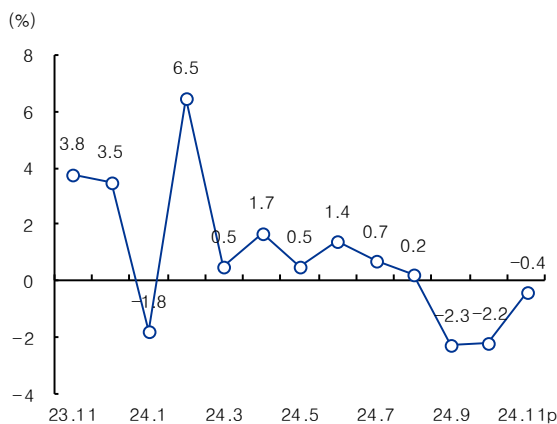
식품 부문 성장은 견조

반면, 필수소비재인 식품부문의 매출액은 상대적으로 견조한 양상을 보여주고 있다. 채널별로 차이가 있지만 식품위주 채널 성장이 돋보였고, 상품군에서도 식품이 성장을 주도하였다. 이는 소비경기가 악화되는 과정에서 더욱 두드러진 것으로 해석되며, 가격 및 경기에 대한 민감도가 상대적으로 크지 않음을 시사한다. 다만, 전체적으로 소비가 둔화된다는 점은 고려해야 할 것이다.

2025년 하반기: 내구재 비중 점진적 확대

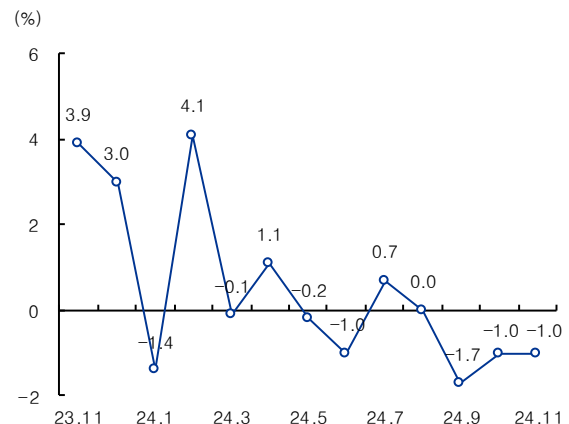
하반기 전략은 상반기와는 반대로 점진적으로 비중을 확대해야 하는 시기로 판단하고 있다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 정부의 통화정책에 따른 효과가 본격화될 가능성이 높고, 2) 환율 베이스 효과에 따라 인플레이션에 대한 부담감이 완화될 전망이다, 3) 대내외 안정화와 소비진작을 위한 정책을 펼칠 가능성이 높기 때문이다. 즉, ▶ 금리 인하 및 대출규제 완화, ▶ 부동산경기 둔화 완화, ▶ 인플레이션 압박 감소, ▶ 추경 등 소비진작을 위한 정부 정책 강화 등으로 소비 개선 가능성을 높게 보고 있다.

그림 27. 소매판매 증감율(승용차 제외, YoY)



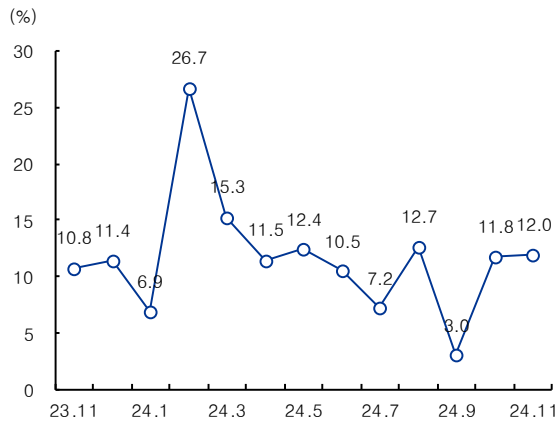
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 28. 주요 유통업체 월별 매출증감율(YoY)



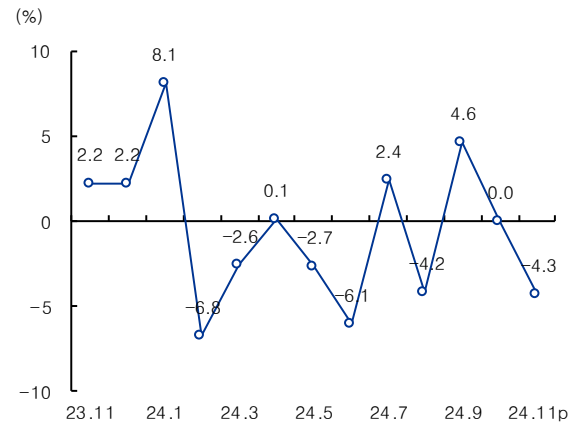
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 29. 유통업체 식품 부문 매출증감율(YoY)



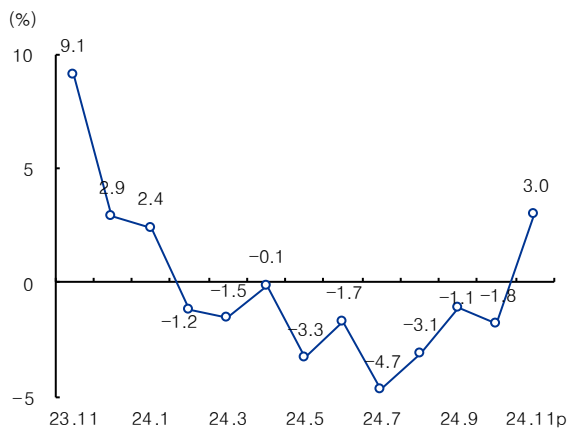
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 30. 소매판매 내구재 부문 증감율(YoY)



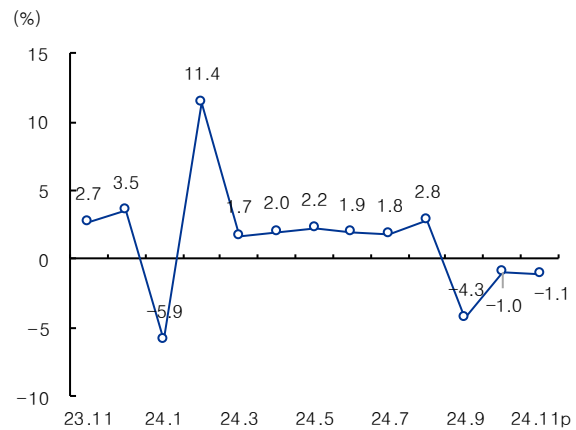
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 31. 소매판매 준내구재 부문 증감율(YoY)



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 32. 소매판매 비내구재 부문 증감율(YoY)



자료: 통계청, IBK투자증권

[3] 그래도 보수적으로 접근: 이익 레버리지가 기대되는 업체에 주목

하반기 개선폭은 낮을 듯
①인구수 감소 구간 진입
②반도체 위주 산업구조

앞서 언급했듯이 2025년 소비시장은 계단식으로 개선될 것으로 예상된다. 하지만, 개선폭을 예단하기는 어렵지만, ▶ 인구수 감소 구간 진입, ▶ 편향된 국내 산업구조(반도체 위주)를 감안할 경우 동 폭은 크지 않을 가능성이 높다. 아니 정확하게 개선이 되더라도 기업들의 이익 성장에 대한 기대치를 높게 보는 것은 합리적이지 않다.

이러한 시점에서는 선제적 구조조정과 사업구조 변경을 통해 이익 레버리지를 확대시킬 수 있는 업체들의 펀더멘탈이 더욱 빠르게 강화될 것으로 전망하며, 이에 주목할 것을 권고한다. 당사에서는 이마트(139480), 교촌에프앤비(339770)를 Top Pick으로 추천한다. 이외 현대지에프홀딩스(005440)도 주목하고 있다.

Top Pick:
이마트, 교촌에프앤비

이마트: 동사를 최선호주로 추천하는 이유는 1) 식품 위주 채널이라는 점과, 2) 2024년 희망퇴직을 통한 고정비 절감 효과가 본격화될 가능성이 높고, 3) 금리인하에 따라 신세계건설 부담이 완화될 전망이며, 4) 온라인 사업전략 변경을 통해 물류비 감소가 예상되기 때문이다.

교촌에프앤비: 동사는 2025년 실적 성장이 가장 빠르게 이루어질 것으로 예상된다. 2025년 매출액은 5,005억 원(전년대비 +5.8%), 영업이익 561억 원(전년대비 +11.2%)을 달성할 것으로 추정한다. 그러한 이유는 1) 지역가맹본부 전환 마무리에 따른 구조적 수익성 개선, 2) 물류비 효율화 지속, 3) 스포츠이벤트 계약 종료에 따른 이익 증가, 4) 신 사업부 확대를 통한 성장이 예상되기 때문이다.

관심종목:
현대지에프홀딩스

현대지에프홀딩스: 동사에 대한 긍정적 시각도 제시하는데, 이유는 1) 주요 배당재원을 감안할 경우 매크로 환경 영향이 제한적이고, 2) 지분율 확대에 따라 배당 재원이 증가하는 추세이며, 3) 주요 종속회사 절대배당액 발표에 따라 주주환원 정책의 신뢰성이 높기 때문이다. 현대지에프홀딩스는 앞서 언급한 구조조정과 사업구조 변경을 통한 포인트는 아니지만, 불확실한 경기 상황에도 불구하고 안정적인 배당금 지급이 가능하다는 점에서 주목할 필요가 있다는 판단이다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
이마트 (139480)	매수(유지)	83,000원
교촌에프앤비 (339770)	매수(유지)	6,250원
현대지에프홀딩스 (005440)	매수(유지)	7,000원

매수 (유지)

목표주가 83,000원
현재가 (1/31) 64,500원

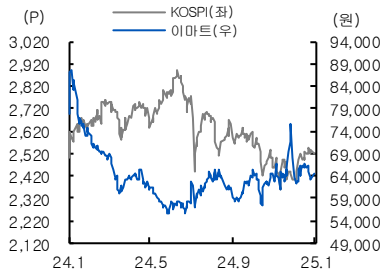
KOSPI (1/31)	2,517.37pt
시가총액	1,798십억원
발행주식수	27,876천주
액면가	5,000원
52주 최고가	87,800원
최저가	55,500원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	18.3%
배당수익률 (2024F)	3.2%

주주구성	
정용진 외 1 인	28.56%
국민연금공단	10.01%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-3%	18%	-18%
절대기준	2%	7%	-17%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	83,000	83,000	-
EPS(24)	-868	-1,394	▲
EPS(25)	1,903	2,540	▼

이마트 상대주가 (%)



이마트 (139480)

2025년 비용 효과와 모멘텀

2024년 4분기 1회성 비용은 부담

2024년 4분기 이마트 실적은 당사의 기존 추정치를 하회할 것으로 전망한다. 4분기 연결기준 매출액은 7조 3,202억 원(전년동기대비 -1.2%), 영업손실 -126억 원(적자폭 축소)을 달성할 것으로 예상된다. 당초 예상치를 하회할 것으로 보는 이유는 1) 대내 정국 불확실성 확대에 따라 소비경기가 급격하게 둔화되었고, 2) 23년 대비 공휴일 영업일수가 하루 적었으며, 3) 행사 시점 차이에 따른 영향, 4) 희망퇴직 및 통상임금에 따른 일시적 비용 발생 때문이다.

24년 4분기 이마트 기존점 성장률은 -4%, 트레이더스는 +0.5% 수준으로 파악되는데, 3분기까지는 고정비 통제를 통해 수익성 개선이 이루어졌지만, 지난 4분기는 예상보다 부진한 기존점 성장률로 이를 커버하지는 못할 것으로 판단한다. 하지만, ▶ SCK 등 주요 종속회사 실적 회복, ▶ 23년 기저, ▶ 속닥점 실적 개선 등을 고려할 경우 적자폭은 축소될 것으로 전망한다.

2025년 비용 효과 온라인 물류 효율화

4분기 실적은 아쉽지만, 동사에 대한 긍정적 시각은 바뀔 것이 없다는 판단이다. 2025년 동사를 긍정적으로 보는 이유는 1) 지난해 고정비 절감에 따른 효과가 본격화될 가능성이 높고, 2) 신세계건설에 대한 부담이 점진적으로 완화될 전망이며, 3) 주요 종속회사 사업부 개선 작업 효과와, 4) 온라인(지마켓+속닥점) 사업부 전략 변경에 따른 물류비 감소와 점유율 증가가 기대되기 때문이다. 당사에서는 구조적 산업 둔화에도 불구하고 동사의 실적은 점진적으로 개선될 것으로 예상하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 83,000원으로 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 83,000원을 유지한다. 구조적 개선 노력의 결과는 2025년에도 이어질 것으로 예상되며, 특히, 온라인 사업부에 대한 가시적인 성과를 기대한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	29,332	29,472	29,091	29,939	30,657
영업이익	136	-47	112	249	273
세전이익	1,252	-212	-51	132	292
당기순이익	1,029	-89	-24	53	174
EPS(원)	36,924	-3,196	-868	1,903	6,255
증가율(%)	-34.5	-108.7	-72.8	-319.2	228.7
영업이익률(%)	0.5	-0.2	0.4	0.8	0.9
순이익률(%)	3.4	-0.6	-0.1	0.3	0.7
ROE(%)	9.6	-0.8	-0.2	0.5	1.6
PER	2.7	-24.0	-73.0	33.9	10.3
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.8	6.6	5.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

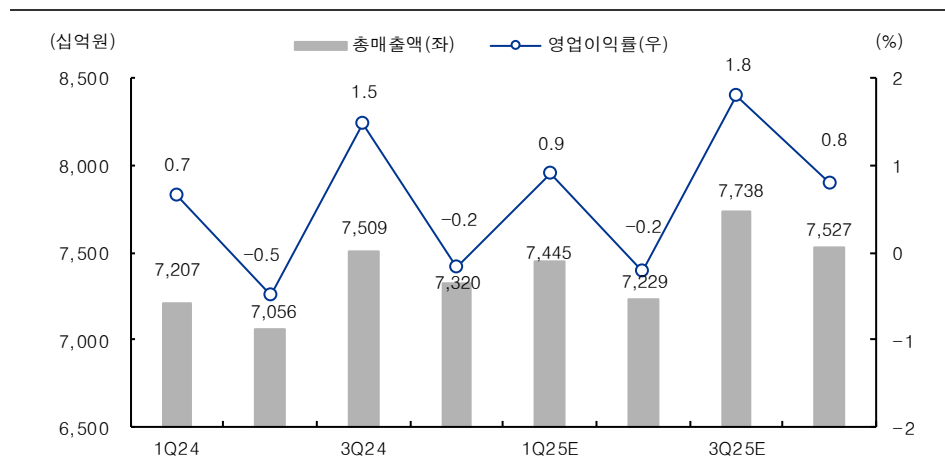
표 4. 이마트 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
총매출액	72,067.0	70,560.0	75,085.0	73,201.8	74,452.6	72,293.9	77,375.2	75,268.5	290,913.8	299,390.3	306,568.8
YoY, %	2.9	-1.3	-2.6	-2.1	3.3	2.5	3.1	2.8	-0.8	2.9	2.4
매출원가	49,756.0	48,396.0	51,794.0	48,993.6	51,403.1	49,512.9	53,373.8	50,376.8	198,939.6	204,666.6	209,499.0
YoY, %	-0.6	-4.3	-6.0	-10.0	3.3	2.3	3.1	2.8	-5.3	2.9	2.4
매출총이익	22,311.0	22,164.0	23,291.0	24,208.3	23,049.6	22,780.9	24,001.4	24,891.7	91,974.3	94,723.6	97,069.8
YoY, %	11.5	6.0	5.9	19.1	3.3	2.8	3.1	2.8	10.5	3.0	2.5
매출총이익률, %	31.0	31.4	31.0	33.1	31.0	31.5	31.0	33.1	31.6	31.6	31.7
판관비	21,840.0	22,510.0	22,174.0	24,334.2	22,379.5	22,934.9	22,611.1	24,304.1	90,858.2	92,229.7	94,343.3
YoY, %	11.1	7.0	5.7	20.5	2.5	1.9	2.0	-0.1	11.0	1.5	2.3
_인건비	7,459.0	7,198.6	7,497.2	7,935.7	7,121.8	7,143.0	7,438.6	7,873.1	30,090.6	29,576.6	0.0
_감가상각비	2,954.8	2,954.8	2,954.8	2,954.8	3,043.4	3,043.4	3,043.4	3,043.4	11,819.1	12,173.7	12,538.9
_무형자산상각비	587.7	587.7	587.7	587.7	605.3	605.3	605.3	605.3	2,350.7	2,421.2	2,493.9
_광고선전비	649.6	750.8	677.9	844.3	745.5	841.5	776.0	943.4	2,922.6	3,306.4	0.0
_기타 판관비	10,189.0	11,018.1	10,456.4	12,011.7	10,863.5	11,301.7	10,747.8	11,838.9	43,675.3	44,751.8	79,310.6
영업이익	471.0	-346.0	1,117.0	-126.0	670.0	-153.9	1,390.3	587.6	1,116.0	2,494.0	2,726.5
YoY, %	36.9	적지	10.9	적전	42.3	적지	24.5	흑전	-17.7	123.5	9.3
영업이익률, %	0.7	-0.5	1.5	-0.2	0.9	-0.2	1.8	0.8	0.4	0.8	0.9

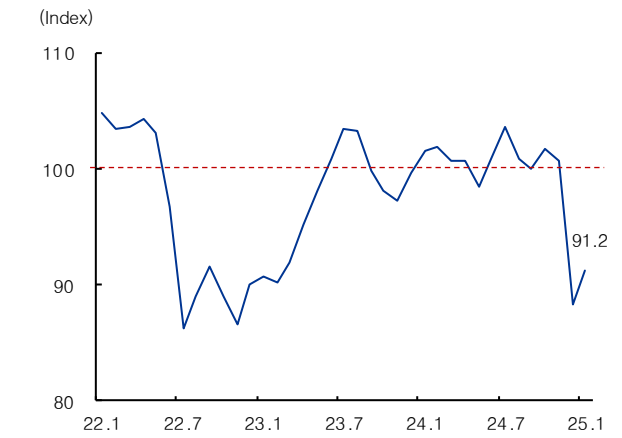
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 33. 이마트 영업실적 추이 및 전망



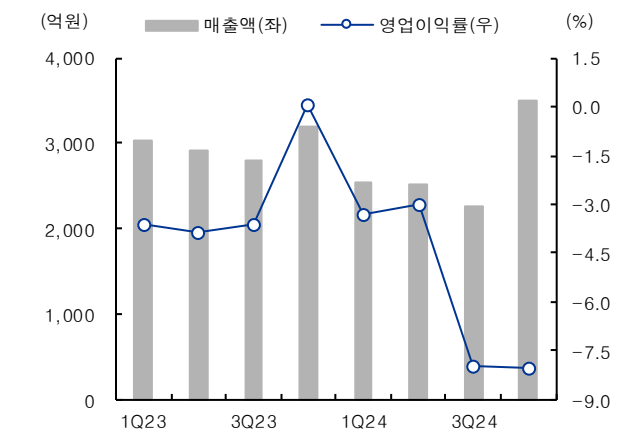
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 34. 소비자 심리지수 추이



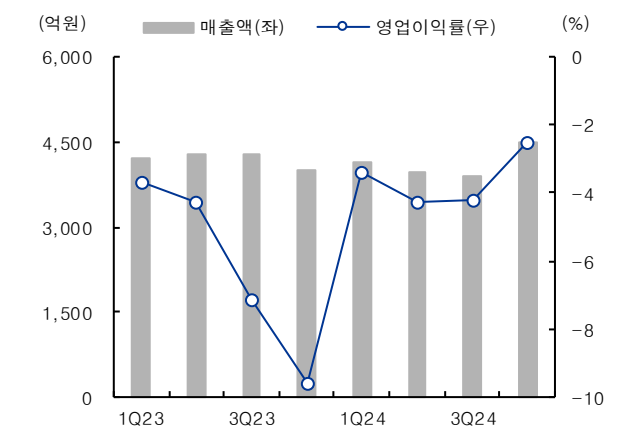
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 35. G마켓 분기별 영업실적 추이 및 전망



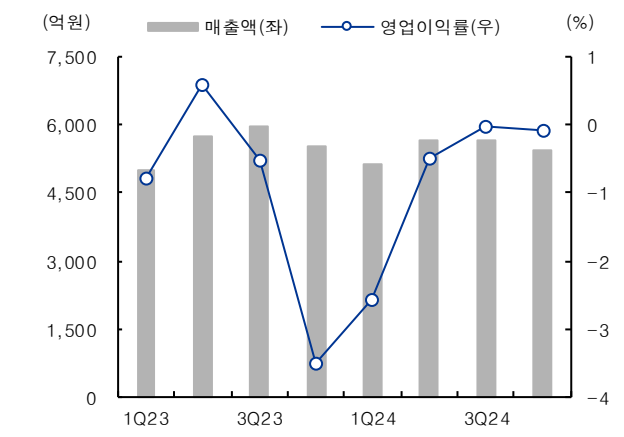
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 36. SSG.COM 분기별 영업실적 추이 및 전망



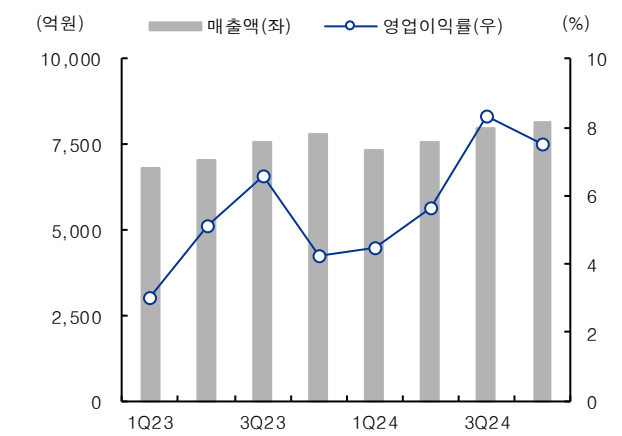
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 37. 이마트24 분기별 영업실적 추이 및 전망



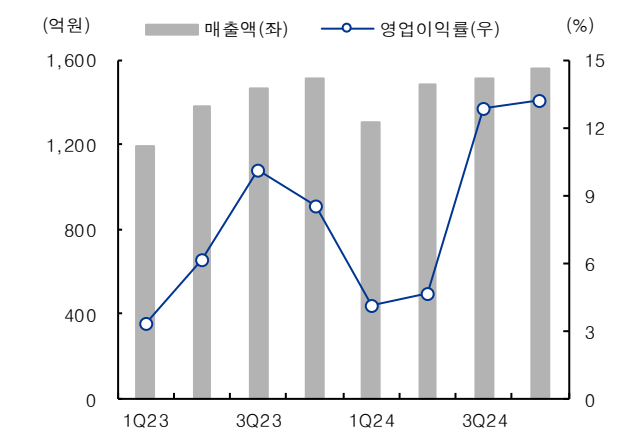
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 38. SCK(스타벅스코리아) 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 39. 조선호텔앤리조트 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권

이마트 (139480)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	29,332	29,472	29,091	29,939	30,657
증가율(%)	17.6	0.5	-1.3	2.9	2.4
매출원가	21,010	20,728	19,894	20,467	20,950
매출총이익	8,323	8,744	9,198	9,472	9,707
매출총이익률 (%)	28.4	29.7	31.6	31.6	31.7
판매비	8,187	8,791	9,086	9,223	9,434
판매비율(%)	27.9	29.8	31.2	30.8	30.8
영업이익	136	-47	112	249	273
증가율(%)	-57.2	-134.6	-337.7	123.5	9.3
영업이익률(%)	0.5	-0.2	0.4	0.8	0.9
순금융손익	-168	-277	-244	-158	-23
이자손익	-258	-322	-367	-335	-194
기타	90	45	123	177	171
기타영업외손익	1,273	99	54	14	12
종속/관계기업손익	11	12	27	27	30
세전이익	1,252	-212	-51	132	292
법인세	245	-25	-22	29	64
법인세율	19.6	11.8	43.1	22.0	21.9
계속사업이익	1,008	-187	-29	103	228
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,008	-187	-29	103	228
증가율(%)	-36.6	-118.6	-84.7	-458.7	121.4
당기순이익률 (%)	3.4	-0.6	-0.1	0.3	0.7
지배주주당기순이익	1,029	-89	-24	53	174
기타포괄이익	253	-207	220	0	0
총포괄이익	1,261	-394	191	103	228
EBITDA	1,696	1,549	1,678	1,864	1,973
증가율(%)	16.7	-8.7	8.3	11.1	5.9
EBITDA마진율(%)	5.8	5.3	5.8	6.2	6.4

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	36,924	-3,196	-868	1,903	6,255
BPS	402,052	410,873	383,256	383,237	387,570
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
밸류에이션(배)					
PER	2.7	-24.0	-73.0	33.3	10.1
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.8	6.6	5.9
성장성지표(%)					
매출증가율	17.6	0.5	-1.3	2.9	2.4
EPS증가율	-34.5	-108.7	-72.8	-319.2	228.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	2.6	3.2	3.1	3.1
ROE	9.6	-0.8	-0.2	0.5	1.6
ROA	3.1	-0.6	-0.1	0.3	0.7
ROIC	7.0	-1.3	-0.2	0.8	1.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	146.2	141.7	156.4	153.2	147.9
순차입금 비율(%)	66.5	63.5	65.4	59.0	52.7
이자보상배율(배)	0.4	-0.1	0.2	0.5	0.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	33.1	25.1	25.7	31.0	28.7
재고자산회전율	16.3	15.2	15.8	16.1	16.1
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,849	6,388	7,226	7,883	8,724
현금및현금성자산	1,269	1,771	2,521	3,119	3,690
유가증권	210	414	205	211	216
매출채권	1,034	1,315	952	978	1,157
재고자산	2,032	1,846	1,830	1,882	1,928
비유동자산	27,353	27,056	26,920	25,956	24,849
유형자산	10,345	10,042	9,541	8,552	7,471
무형자산	7,760	7,761	7,617	7,392	7,173
투자자산	3,733	3,780	4,296	4,393	4,489
자산총계	33,202	33,444	34,146	33,839	33,573
유동부채	9,942	10,374	11,216	10,885	10,608
매입채무및기타채무	1,678	1,479	0	0	0
단기차입금	1,429	1,159	691	677	704
유동성장기부채	1,234	1,975	2,474	2,474	2,474
비유동부채	9,777	9,236	9,613	9,587	9,424
사채	3,409	2,845	2,719	2,719	2,719
장기차입금	1,275	1,895	2,536	2,336	2,136
부채총계	19,718	19,610	20,829	20,472	20,032
지배주주지분	11,208	11,453	10,684	10,683	10,804
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,277	4,277	4,277	4,277
자본조정등	435	1,022	117	117	117
기타포괄이익누계액	666	656	876	876	876
이익잉여금	5,691	5,359	5,275	5,274	5,395
비지배주주지분	2,276	2,381	2,634	2,684	2,737
자본총계	13,483	13,834	13,317	13,367	13,541
비이자부채	9277	8639	9399	9256	8988
총차입금	10,441	10,971	11,430	11,216	11,044
순차입금	8,962	8,786	8,705	7,886	7,138

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	746	1,135	635	1,421	1,491
당기순이익	1,008	-187	-29	103	228
비현금성 비용 및 수익	749	2,251	2,063	1,732	1,681
유형자산감가상각비	1,341	1,362	1,330	1,389	1,482
무형자산상각비	220	234	237	226	219
운전자본변동	-582	-353	-1,046	-78	-224
매출채권등의 감소	-299	-218	-862	-27	-178
재고자산의 감소	-431	41	81	-52	-46
매입채무등의 증가	288	-197	-136	0	0
기타 영업현금흐름	-429	-576	-353	-336	-194
투자활동 현금흐름	-714	-809	-10	-603	-610
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,154	-766	-586	-400	-400
유형자산의 감소	93	162	21	0	0
무형자산의 감소(증가)	-40	-60	-16	0	0
투자자산의 감소(증가)	-211	-234	-161	-70	-66
기타	598	89	732	-133	-144
재무활동 현금흐름	222	176	129	-220	-311
차입금의 증가(감소)	570	484	340	-200	-200
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-348	-308	-211	-20	-111
기타 및 조정	5	0	-5	1	1
현금의 증가	259	502	749	599	571
기초현금	1,010	1,269	1,771	2,521	3,119
기말현금	1,269	1,771	2,521	3,119	3,690

매수 (유지)

목표주가 6,250원
현재가 (1/31) 4,900원

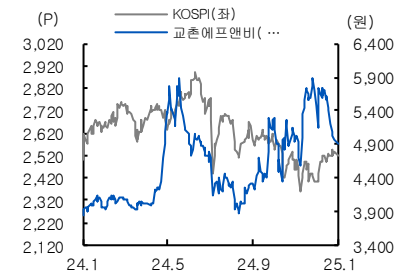
KOSPI (1/31) 2,517.37pt
시가총액 245십억원
발행주식수 49,965천주
액면가 500원
52주 최고가 5,890원
최저가 3,833원
60일 일평균거래대금 1십억원
외국인 지분율 0.8%
배당수익률 (2024F) 3.7%

주주구성
권원강 외 10인 69.40%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-14%	12%	27%
절대기준	-10%	2%	28%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	6,250	6,250	-
EPS(24)	524	524	-
EPS(25)	837	837	-

교촌에프앤비 상대주가 (%)



교촌에프앤비 (339770)

불안한 경기. 그럼에도 치킨은 팔린다.

2025년 이익 성장 구간. 실적 리스크는 없다.

2024년이 본질적인 체질 개선을 위한 구간이었다면, 2025년은 동 효과가 본격화되는 시점으로 판단하고 있다. 비용 효율화 및 유통구조 혁신에 따라 펀더멘탈이 개선되는 한해가 될 것으로 예상한다. 2025년 실적 성장을 전망하는 이유는 1) 가맹지역본부 전환 마무리에 따라 매출액 및 이익 증가가 동시에 이루어질 가능성이 높고, 2) 외식경기 악화에도 불구하고 상대적으로 치킨 수요는 견조한 흐름을 보이고 있으며, 3) 물류망 효율화를 통한 수익성 개선이 가능할 것으로 보이기 때문이다.

동사는 상반기부터 본격적인 펀더멘탈 개선 구간에 진입할 것으로 예상된다. 유통망 구조 개편으로 공급 마진 및 상품매출액 증가가 동시에 개선될 것으로 전망하고 있다. 당사에서는 상반기 영업이익 약 250억 원, 하반기 311억 원으로 추정하고 있으며, 올해 2분기의 경우 스포츠이벤트 후원 종료에 따라 영업실적 증가폭이 더욱 확대될 것으로 분석한다.

2025년 영업실적 상고하고

당사에서는 상반기 영업이익은 약 250억 원, 하반기 311억 원으로 추정하고 있으며, 올해 2분기의 경우 스포츠이벤트 후원 종료에 따라 영업실적 증가폭이 더욱 확대될 것으로 전망하고 있다. 하반기 펀더멘탈은 더욱 강화될 것으로 예상하는데, 그렇게 보는 이유는 1) 가맹지역본부 전환에 따른 1회성 비용이 기저로 깔리고, 2) 계절적 성수기 진입에 따른 영업레버리지 확대, 3) 물류망 개선 효과가 더욱 기대되기 때문이다. 상반기도 펀더멘탈이 개선될 것으로 보이지만, 하반기 동 폭이 확대되면서 연간으로 실적 성장을 구사할 것으로 전망한다. 불안한 소비환경에서도 구조적인 개선을 점치고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 6,250원 유지

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	517	445	473	501	536
영업이익	9	25	20	56	61
세전이익	7	18	16	53	59
당기순이익	5	14	13	42	46
EPS(원)	107	287	524	837	923
증가율(%)	-82.1	168.8	82.5	59.8	10.2
영업이익률(%)	1.7	5.6	4.2	11.2	11.4
순이익률(%)	1.0	2.9	1.9	7.4	7.6
ROE(%)	3.0	7.8	6.9	19.3	18.1
PER	43.1	13.0	10.4	5.9	5.4
PBR	1.3	1.0	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.0	5.9	5.0	3.5	3.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

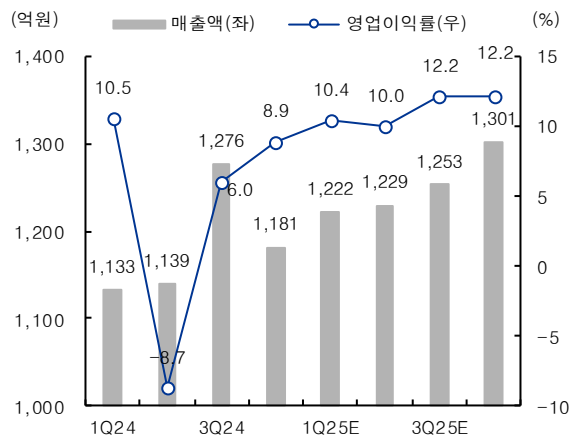
표 5. 교촌에프앤비 실적 테이블

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,132.6	1,139.0	1,275.7	1,181.3	1,221.5	1,229.5	1,252.7	1,301.4	4,728.6	5,005.1	5,363.6
YoY	-13.7	-13.9	1.9	-8.4	7.9	7.9	-1.8	10.2	-8.6	5.8	7.2
매출원가	803.0	801.0	869.3	804.5	862.4	861.0	849.9	882.3	3,277.9	3,455.6	3,687.4
YoY, %	-24.8	-28.2	-14.8	-25.4	7.4	7.5	-2.2	9.7	-23.4	5.4	6.7
매출총이익	329.6	338.0	406.4	376.8	359.1	368.5	402.8	419.0	1,450.8	1,549.5	1,676.2
YoY, %	0.7	15.5	25.7	36.4	20.2	5.6	3.3	5.1	19.0	8.2	5.5
매출총이익률, %	29.1	29.7	31.9	31.9	29.4	30.0	32.2	32.2	30.7	31.0	31.3
판매 및 일반관리비	210.1	437.0	329.9	271.7	232.1	245.9	250.5	260.3	1,248.7	988.8	1,062.7
YoY, %	33.0	120.0	64.0	9.7	10.5	-43.7	-24.1	-4.2	55.1	-20.8	7.5
영업이익	119.5	-99.0	76.4	105.1	127.0	122.6	152.3	158.8	202.0	560.7	613.5
YoY, %	37.7	적전	150.2	흑전	6.3	흑전	99.2	51.0	126.0	177.5	9.4
영업이익률, %	10.5	-8.7	6.0	8.9	10.4	10.0	12.2	12.2	4.3	11.2	11.4

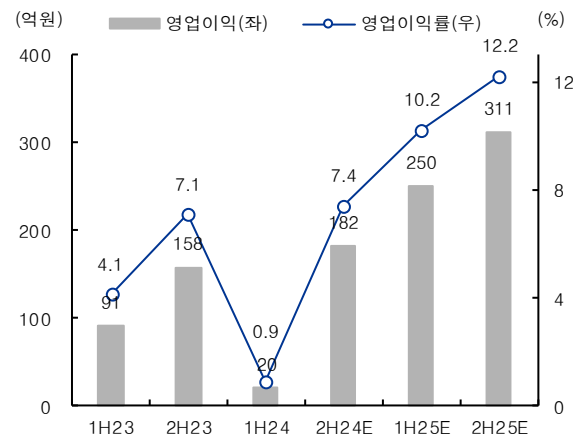
자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권

그림 40. 교촌에프앤비 분기별 영업실적 추이 및 전망



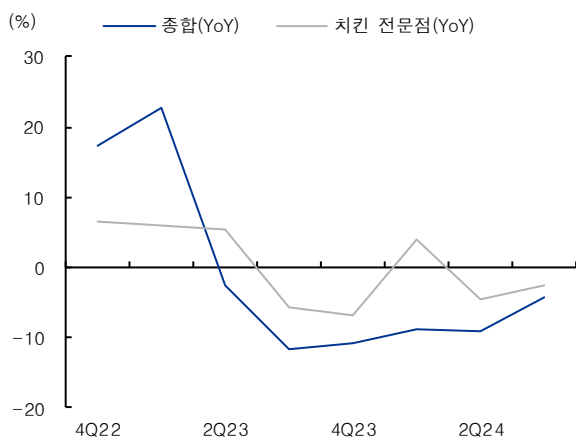
자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권

그림 41. 교촌에프앤비 반기별 영업이익 추이



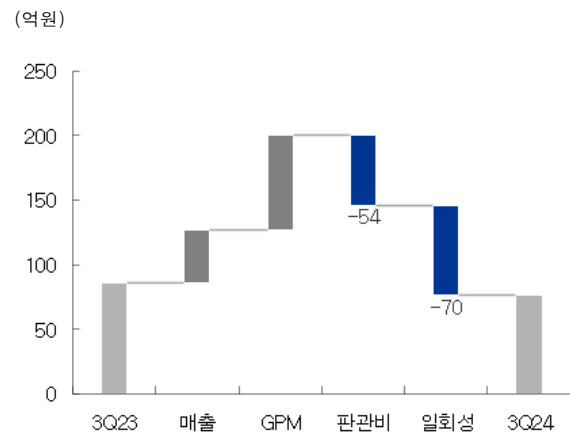
자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권

그림 42. 외식산업경기동향지수 추이



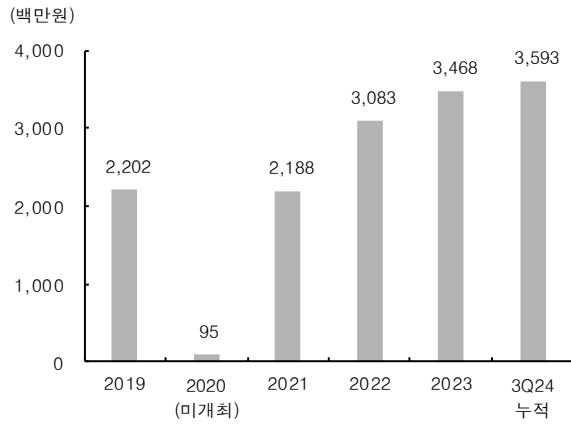
자료: 국가농식품통계서비스, IBK투자증권

그림 43. 2024년 3분기 영업실적 변동내역



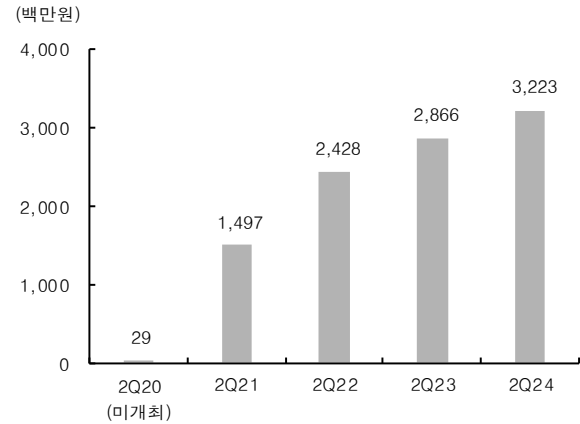
자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권

그림 44. 교촌에프앤비 연간 행사비(판관비 항목) 추이



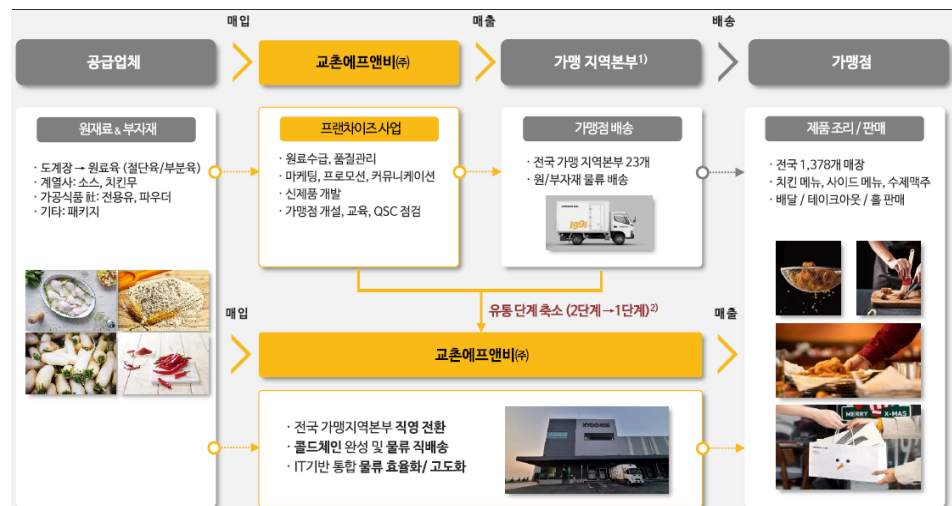
자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 45. 교촌에프앤비 2분기 행사비(판관비 항목) 추이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 46. 교촌에프앤비 가맹 지역본부 전환을 통한 물류 효율화



자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권

교촌에프앤비 (339770)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	517	445	473	501	536
증가율(%)	1.9	-14.0	6.3	5.8	7.2
매출원가	428	337	328	346	369
매출총이익	89	108	145	155	168
매출총이익률 (%)	17.2	24.3	30.7	30.9	31.3
판매비	81	83	125	99	106
판매비율(%)	15.7	18.7	26.4	19.8	19.8
영업이익	9	25	20	56	61
증가율(%)	-78.4	181.0	-18.6	177.2	9.4
영업이익률(%)	1.7	5.6	4.2	11.2	11.4
순금융손익	0	-1	-3	-3	-3
이자손익	0	-1	-3	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-6	-2	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	7	18	16	53	59
법인세	2	5	7	16	18
법인세율	28.6	27.8	43.8	30.2	30.5
계속사업이익	5	13	9	37	41
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	13	9	37	41
증가율(%)	-83.4	159.0	-29.7	310.4	10.1
당기순이익률 (%)	1.0	2.9	1.9	7.4	7.6
지배주주당기순이익	5	14	13	42	46
기타포괄이익	1	-1	0	0	0
총포괄이익	6	11	9	37	41
EBITDA	18	34	32	68	75
증가율(%)	-63.9	94.3	-6.8	113.5	9.6
EBITDA마진율(%)	3.5	7.6	6.8	13.6	14.0

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	107	287	524	837	923
BPS	3,579	3,737	7,690	4,831	5,354
DPS	100	150	200	400	500
밸류에이션(배)					
PER	43.1	13.0	10.4	5.9	5.4
PBR	1.3	1.0	0.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.0	5.9	5.0	3.5	3.0
성장성지표(%)					
매출증가율	1.9	-14.0	6.3	5.8	7.2
EPS증가율	-82.1	168.8	82.5	59.8	10.2
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	4.0	3.7	7.3	9.2
ROE	3.0	7.8	6.9	19.3	18.1
ROA	1.8	4.1	2.8	10.4	10.2
ROIC	3.2	7.4	4.8	18.5	19.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	70.2	75.9	73.1	63.5	62.5
순차입금 비율(%)	0.0	10.2	13.8	-0.9	-2.8
이자보상배율(배)	8.9	8.2	4.5	12.7	13.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	52.1	46.2	50.2	49.9	48.6
재고자산회전율	32.3	23.2	28.9	37.7	36.7
총자산회전율	1.8	1.4	1.4	1.4	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	111	111	92	128	142
현금및현금성자산	62	61	53	85	94
유가증권	15	15	14	15	17
매출채권	10	9	10	11	12
재고자산	18	20	13	14	15
비유동자산	194	215	236	254	271
유형자산	166	187	204	220	236
무형자산	6	6	6	5	5
투자자산	5	8	7	7	8
자산총계	305	326	327	382	413
유동부채	103	100	97	107	117
매입채무및기타채무	19	15	13	14	16
단기차입금	54	55	52	57	63
유동성장기부채	3	2	3	3	3
비유동부채	23	41	41	42	42
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	13	32	30	30	30
부채총계	126	141	138	148	159
지배주주지분	179	187	192	241	268
자본금	13	13	13	25	25
자본잉여금	53	53	51	51	51
자본조정등	-4	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	116	124	132	168	195
비지배주주지분	0	-1	-3	-8	-13
자본총계	179	186	189	234	254
비이자부채	49	47	45	50	55
총차입금	77	94	93	98	104
순차입금	0	19	26	-2	-7

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	20	25	48	53
당기순이익	5	13	9	37	41
비현금성 비용 및 수익	15	21	18	15	16
유형자산감가상각비	8	9	11	12	13
무형자산상각비	1	1	1	1	0
운전자본변동	-5	-12	6	-1	-1
매출채권등의 감소	0	1	0	-1	-1
재고자산의 감소	-4	-2	7	-1	-1
매입채무등의 증가	-4	-4	-2	1	1
기타 영업현금흐름	-10	-2	-8	-3	-3
투자활동 현금흐름	-28	-31	-19	-32	-33
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-32	-24	-28	-29
유형자산의 감소	0	4	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-2	-2	1	0	0
기타	-12	0	3	-4	-4
재무활동 현금흐름	36	10	-15	16	-11
차입금의 증가(감소)	7	20	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	12	0
기타	29	-10	-15	4	-11
기타 및 조정	1	0	1	0	0
현금의 증가	14	-1	-8	32	9
기초현금	48	62	61	53	85
기말현금	62	61	53	85	94

매수 (유지)

목표주가 7,000원
현재가 (1/31) 4,885원

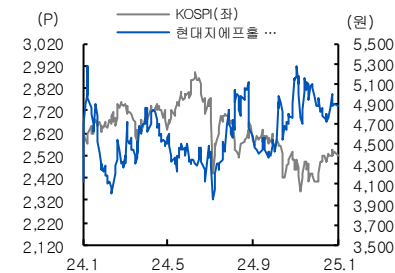
KOSPI (1/31)	2,517.37pt
시가총액	762십억원
발행주식수	155,904천주
액면가	500원
52주 최고가	5,280원
최저가	3,460원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	4.0%
배당수익률 (2024F)	4.1%

주주구성
정지선 외 2 인 77.15%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	23%	18%
절대기준	0%	12%	19%

	현재	현재	변동
투자의견	매수	매수	-
매수	7,000	7,000	-
EPS(24)	3,616	3,861	▼
EPS(25)	1,336	1,864	▼

현대지에프홀딩스 상대주가 (%)



현대지에프홀딩스 (005440)

KOSPI -1.3% VS 현대지에프홀딩스 +5.0%

2025년은 배당액 확대, 중간 배당도 실시

2025년 현대지에프홀딩스의 배당금액은 증가하는 구간에 진입할 것으로 판단한다. 또한, 중간 배당도 실시할 계획이어서 주주환원에 대한 매력도는 높아지고 있다는 생각이다. 동사의 주주환원에 대한 의지는 강하게 표명되고 있다. 지난번 기업가치 제고 계획을 발표하면서 이를 공표하였고, 올해 동 의지가 반영되는 해이기에 주목할 필요가 있다. 당사에서 동사의 주주환원 정책을 긍정적으로 보는 이유는 1) 주요 종속회사의 지분을 확대를 지속하고 있고, 2) 주요 계열사들의 배당액 증가가 이어지고 있으며, 3) 장기적으로 추가적인 배당 재원 확보를 위한 노력을 지속하고 있기 때문이다. 동사는 올해부터 중간 배당을 실시할 계획이다. 지난번 기업가치 제고 계획에서 밝힌 내용을 보면 최소 100억 원 이상을 지급한다고 밝혔고, 2027년까지 연간 배당금액 500억 원 수준을 지향한다고 언급하였다. 당사에서는 동 수치의 실현 가능성을 높게 보고 있어 긍정적인 시각을 제시한다.

배당 재원은 충분히 확보 가능

동사의 배당 가능성을 높게 점치는 이유는 주요 종속회사들의 배당 정책이 확대되는 것에 기인한다. 동사의 배당 재원은 크게 보면 4개 회사에 의존한다. 현대백화점, 현대홈쇼핑, 현대그린푸드, 현대차 등이다. 현대차를 제외한 주요 종속회사들은 배당 정책 확대를 밝혔는데, 현대백화점(지분율 30%) 23년 284억 원 → 27년 500억 원, 현대그린푸드(지분율 38.1%) 23년 110억 원 → 27년 200억 원으로 밝혔다. 현대차도 지속적으로 DPS를 늘리고 있다는 점에서 배당 재원은 추가적으로 증가하고 있다. 동사는 이외에도 관계사 지분율을 확대하였다. 현대홈쇼핑도 지난해 지분율을 50%까지 확대하였고, 현대이지웰(50%까지 확대), 대원강업도 증가시키고 있다. 결국, 이는 주주환원으로 전환될 것으로 예상하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 7,000원 유지

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,957	2,629	7,497	8,930	9,216
영업이익	-31	-11	204	323	364
세전이익	-60	763	603	347	409
당기순이익	59	1,127	564	208	248
EPS(원)	602	11,170	3,616	1,336	1,591
증가율(%)	35.3	1,755.9	-67.6	-63.0	19.1
영업이익률(%)	-1.6	-0.4	2.7	3.6	3.9
순이익률(%)	2.3	41.9	8.7	3.0	3.5
ROE(%)	3.2	49.8	18.9	6.2	7.0
PER	11.2	0.3	1.4	3.7	3.1
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	26.8	33.4	10.6	7.4	6.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

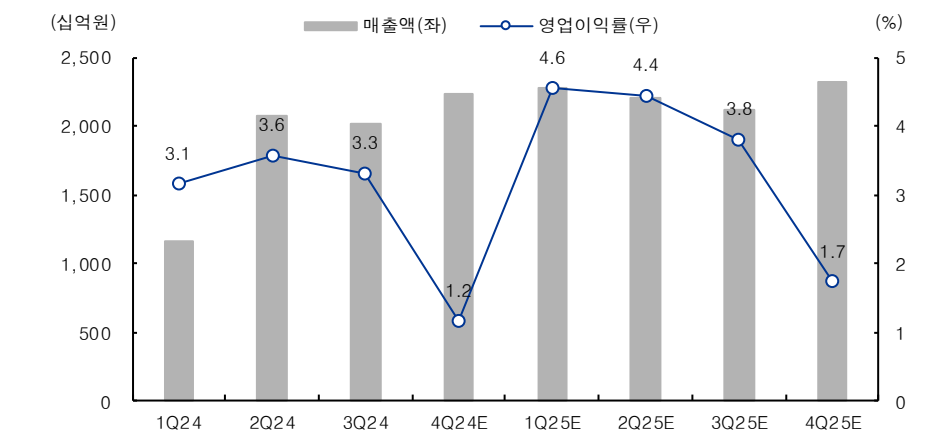
표 6. 현대지에프홀딩스 실적테이블

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
연결매출액	11,685	20,817	20,113	22,354	22,742	22,120	21,216	23,224	74,969	89,303	92,160
_별도	316	68	70	79	47	80	78	84	533	719	790
_현대홈쇼핑	-	9,527	8,995	11,416	10,635	10,223	9,612	11,955	29,938	42,425	43,615
_현대그린푸드	5,595	5,424	6,016	6,079	5,934	5,838	6,459	6,251	23,114	24,482	25,610
_현대리바트	5,048	4,970	4,541	3,966	4,872	5,082	4,420	4,057	18,525	18,430	18,839
_현대에버다임	701	709	611	793	722	715	671	792	2,814	2,901	2,900
_현대드림투어	100	113	102	129	107	122	135	134	444	497	501
_현대IT&E	154	156	-	78	158	160	-	80	388	397	405
_C&S푸드	93	94	87	91	93	94	87	91	365	365	365
_비노에이치	12	10	11	11	12	10	11	10	44	44	44
_연결 조정	-334	-254	-320	-287	-267	-203	-256	-230	-1,195	-956	-908
매출원가	9,630	14,382	13,896	15,444	15,712	15,282	14,658	16,045	53,351	61,698	63,671
매출총이익	2,055	6,435	6,217	6,910	7,030	6,838	6,558	7,179	21,617	27,606	28,489
GPM	17.6%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	28.8%	30.9%	30.9%
판매비	1,687	5,692	5,551	6,650	5,995	5,855	5,749	6,775	19,580	24,373	24,849
영업이익	368	743	666	260	1,036	983	809	404	2,037	3,232	3,639
OPM	3.1%	3.6%	3.3%	1.2%	4.6%	4.4%	3.8%	1.7%	2.7%	3.6%	3.9%

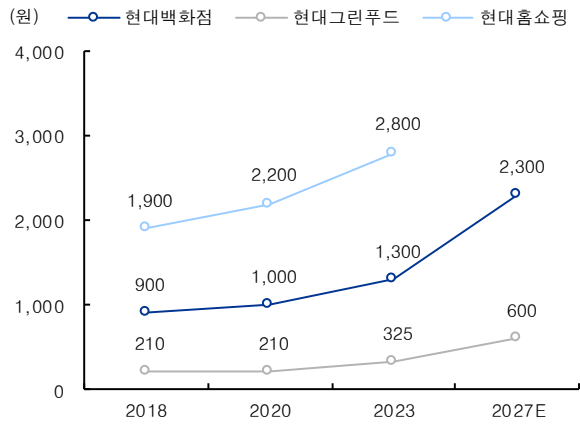
자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

그림 47. 현대지에프홀딩스 연결실적 추이 및 전망



자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

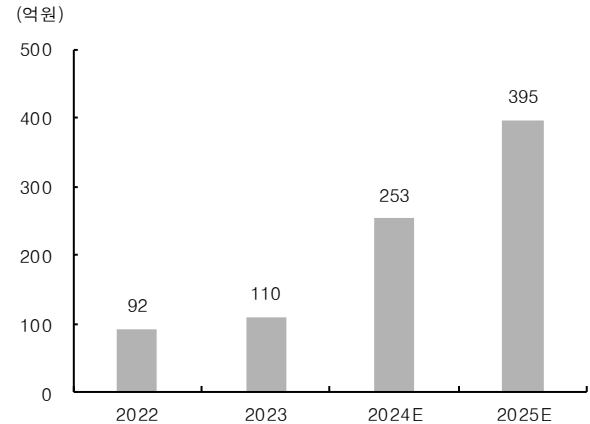
그림 48. 현대지에프홀딩스 주요 종속회사 DPS 추이 및 전망



자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

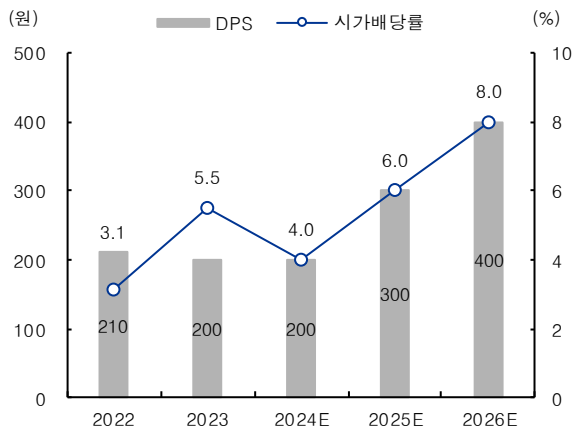
주: 2027년 전망치는 각 사 주주환원 정책 목표 기준

그림 49. 현대지에프홀딩스 배당금 수익 추이 및 전망



자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

그림 50. 현대지에프홀딩스 DPS 추이 및 전망



자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

주: 2024년 이후 시가배당률은 2025년 1월 31일 종가 기준

그림 51. 현대지에프홀딩스 주주환원 정책

'25년 부 100억 이상 반기 배당 실시

'27년 배당지급 총액^{주)} 500억(결산+반기) 수준 지향'25년 부 시가배당률^{주)} 5% 수준 지향주주환원율^{주)} (별도 기준) 80% 이상 지향

자료: 현대지에프홀딩스, IBK투자증권

표 7. 현대지에프홀딩스 지배구조 변동 현황 (손자회사는 제외)

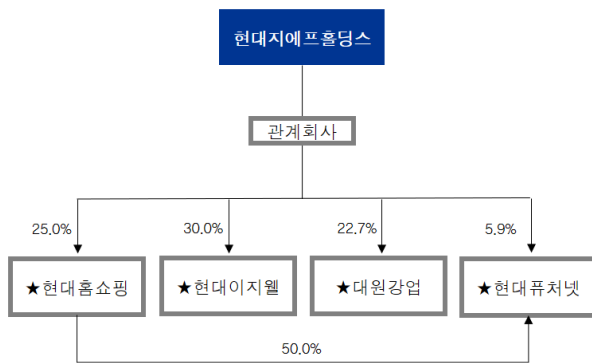
(단위: %)

구분		2023년	현재	증감(%P)	비고
종속(연결)	현대홈쇼핑	25.0	50.0	+25.0	자사주 24만주 추가 매입
	현대그린푸드	38.1	38.1	-	
	현대리바트	41.2	41.2	-	
	현대에버다임	45.2	45.2	-	
	씨엔에스푸드시스템	100	100	-	
	비노에이치	47.0	47.0	-	
	현대드림투어	100	100	-	
	현대이지웰	30.0	50.0	+20.0	공개매수 완료(연결편입)
관계사(지분법)	현대백화점	30.0	30.0	-	자사주 40만주 추가 매입
	대원강업	22.7	22.7	-	약 33%까지 확대 예정
	현대퓨처넷	5.9	5.9	-	현대홈쇼핑에 처분 예정

자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

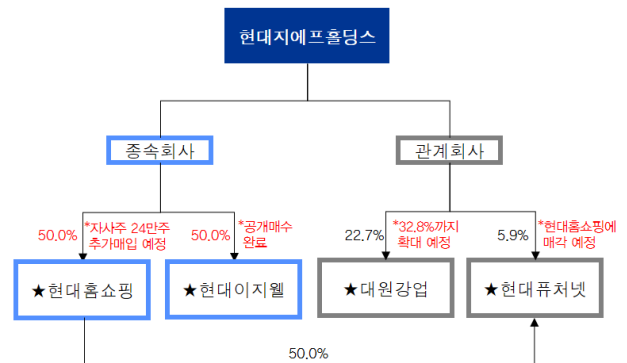
주: 지배구조는 2025년 1월 24일 공시 기준

그림 52. 현대지에프홀딩스 주요 지배구조 현황(2023년 말)



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

그림 53. 현대지에프홀딩스 주요 지배구조 현황(2025년 1월 말)



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

현대지에프홀딩스 (005440)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,957	2,629	7,497	8,930	9,216
증가율(%)	-43.9	34.4	185.1	19.1	3.2
매출원가	1,677	2,231	5,334	6,169	6,366
매출총이익	280	398	2,162	2,762	2,850
매출총이익률 (%)	14.3	15.1	28.8	30.9	30.9
판매비	311	409	1,958	2,438	2,486
판매비율(%)	15.9	15.6	26.1	27.3	27.0
영업이익	-31	-11	204	323	364
증가율(%)	-152.6	-64.2	-1,946.9	58.6	12.6
영업이익률(%)	-1.6	-0.4	2.7	3.6	3.9
순금융손익	6	3	16	23	46
이자손익	0	-8	-3	23	46
기타	6	11	19	0	0
기타영업외손익	-116	-1,043	362	0	0
중속/관계기업손익	81	1,814	21	0	0
세전이익	-60	763	603	347	409
법인세	-29	-251	-47	75	89
법인세율	48.3	-32.9	-7.8	21.6	21.8
계속사업이익	-31	1,014	650	271	320
중단사업손익	76	86	0	0	0
당기순이익	45	1,101	650	271	320
증가율(%)	9.5	2,331.4	-40.9	-58.3	18.1
당기순이익률 (%)	2.3	41.9	8.7	3.0	3.5
지배주주당기순이익	59	1,127	564	208	248
기타포괄이익	-39	21	24	0	0
총포괄이익	7	1,122	675	271	320
EBITDA	45	47	413	545	566
증가율(%)	-65.3	5.6	770.3	32.1	3.9
EBITDA마진율(%)	2.3	1.8	5.5	6.1	6.1

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	602	11,170	3,616	1,336	1,591
BPS	18,670	17,334	20,931	22,068	23,359
DPS	210	200	200	300	400
밸류에이션(배)					
PER	11.2	0.3	1.4	3.7	3.1
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	26.8	33.4	10.6	7.4	6.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-43.9	34.4	185.1	19.1	3.2
EPS증가율	35.3	1,755.9	-67.6	-63.0	19.1
수익성지표(%)					
배당수익률	3.1	5.5	4.1	6.3	8.4
ROE	3.2	49.8	18.9	6.2	7.0
ROA	1.4	26.7	8.6	2.6	3.0
ROIC	4.1	90.7	24.6	7.0	8.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	45.0	43.5	49.2	49.3	49.3
순차입금 비율(%)	7.7	5.5	1.5	-4.6	-10.4
이자보상배율(배)	-7.8	-0.9	5.0	4.7	5.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.9	4.7	9.2	8.4	8.3
재고자산회전율	5.6	6.6	7.6	5.7	5.6
총자산회전율	0.6	0.6	1.0	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,058	1,198	4,772	5,337	5,927
현금및현금성자산	57	77	910	1,366	1,834
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	528	581	1,048	1,089	1,134
재고자산	372	425	1,541	1,601	1,667
비유동자산	2,131	3,854	5,339	5,136	4,955
유형자산	579	747	1,868	1,714	1,573
무형자산	148	177	694	626	565
투자자산	1,225	2,753	2,464	2,471	2,479
자산총계	3,189	5,052	10,110	10,473	10,882
유동부채	752	866	2,236	2,323	2,418
매입채무및기타채무	287	348	607	631	657
단기차입금	188	220	818	849	885
유동성장기부채	0	0	8	8	8
비유동부채	238	665	1,098	1,134	1,173
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	44	44	44
부채총계	990	1,531	3,334	3,457	3,592
지배주주지분	1,824	2,702	3,263	3,440	3,642
자본금	49	79	79	79	79
자본잉여금	445	131	134	134	134
자본조정등	-76	-43	-44	-44	-44
기타포괄이익누계액	114	162	189	189	189
이익잉여금	1,293	2,373	2,906	3,083	3,285
비지배주주지분	375	818	3,513	3,576	3,648
자본총계	2,199	3,521	6,776	7,016	7,290
비이자부채	763	1,259	2,324	2,415	2,515
총차입금	227	272	1,010	1,042	1,077
순차입금	170	195	99	-324	-757

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	8	45	144	418	440
당기순이익	45	1,101	650	271	320
비현금성 비용 및 수익	130	-1,002	-185	198	157
유형자산감가상각비	68	50	146	154	141
무형자산상각비	8	8	63	68	61
운전자본변동	-167	-43	-283	-75	-83
매출채권등의 감소	-39	0	-75	-41	-45
재고자산의 감소	-48	-66	-248	-60	-66
매입채무등의 증가	8	37	31	24	26
기타 영업현금흐름	0	-11	-38	24	46
투자활동 현금흐름	-120	-47	288	-28	-31
유형자산의 증가(CAPEX)	-74	-34	-67	0	0
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	-23	0	0
투자자산의 감소(증가)	-52	-9	432	-7	-8
기타	7	-4	-55	-21	-23
재무활동 현금흐름	100	22	404	65	59
차입금의 증가(감소)	0	0	43	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	100	22	361	65	59
기타 및 조정	9	0	-2	0	0
현금의 증가	-3	20	834	455	468
기초현금	59	57	77	910	1,366
기말현금	57	77	910	1,366	1,834

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

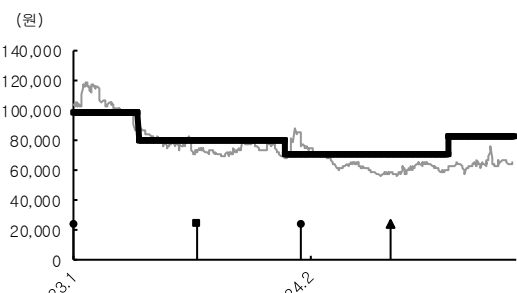
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

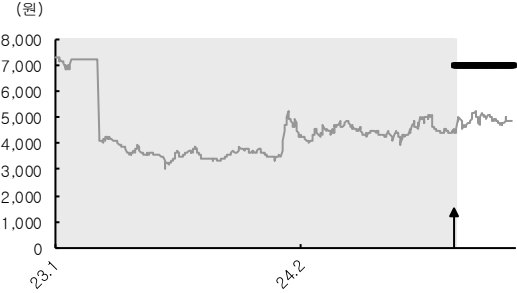
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

이마트	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.01.09	중립	98,000	6.45	-11.94
	2023.05.19	중립	80,000	-1.21	-11.13
	2023.08.23	Trading Buy	80,000	-8.24	0.88
	2024.01.19	Trading Buy	70,000	12.41	25.43
	2024.02.14	중립	70,000	-8.02	-20.71
	2024.07.12	매수	70,000	-13.24	-6.71
	2024.10.16	매수	83,000	-22.92	-9.04
	2025.01.31	매수	83,000		
교촌에프앤비	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.02.22	매수	5,805	-30.47	-27.24
	2024.05.16	매수	6,255	-23.04	-5.84
	2025.01.03	매수	6,250	-13.35	-8.16
	2025.01.31	매수	6,250		

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

현대지에프홀딩스	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.11.01	매수	7,000	-30.06	-24.71
	2025.01.31	매수	7,000		

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200