

2026. 01. 21

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 유통 In-Depth

쏟림, 줄임, 채움

유통·식자재/지주 **남성현**

02) 6915-5672

rockrole@ibks.com



CONTENTS

1. 유통시장 3가지 투자 키워드	3
소비 양극화, 할인점 시장 재편, 방한수요.....	3
2. 2026년 상반기: 구조적 요인과 정책적 소비 확대 가능성.....	4
정부 지출과 순수출 효과 상반기 집중	4
(1) 정부지출 증가로 성장률 견인: 3년만에 정책적 변화	4
(2) 2026년 기업 이익증가로 소비 시장 개선.....	7
(3) 높아지는 방한 효과: 2026년 방한 외국인 약 2,100만명, 역대 최고치 경신 지속	9
3. 2026년 하반기: 환율과 추경에 따른 기저는 부담	12
(1) 원화의 평가절하: 수입물가 상승에 따른 부담 작용	12
(2) 추경에 따른 역기저: 2025년 하반기 소비쿠폰 지급효과는 부담.....	15
4. 2026년 Key Word: 소비 양극화, 할인점 시장 재편, 방한수요.....	18
(1) 소비 양극화: 극단적인 소비 지속.....	19
(2) 할인점 시장 재편: 2개 사업자 과점 시장으로 전환	22
(3) 방한수요: 호텔은 필수 소비재.....	24
기업분석	25
신세계 (004170): 이제 백화점이 아니다.....	26
이마트 (139480): 행운의 원년.....	30
GS피앤엘 (499790): 필수 소비재 호텔.....	34

1. 유통시장 3가지 투자 키워드

소비 양극화, 할인점 시장 재편, 방한수요

2026년 국내 소비시장
상고하저(上高下低) 전망

당사에서는 2026년 국내 소비시장을 상고하저(上高下低)로 예상하고 있다. 긍정적 요인과 부정적 요인이 여전히 혼재되어 있지만, 2026년 상반기는 뚜렷하게 개선될 가능성이 높다. 다만, 하반기 부정적인 효과도 존재한다는 점을 감안할 때 2026년 전체적인 성장률은 크지 않을 것으로 판단한다.

2026년 상반기 소비회복

- 1) 정부지출 금액 증가
- 2) 기업이익 증가
- 3) 외국인 관광객 확대

상반기 소비 회복을 기대하는 이유는 크게 세가지로, 첫째, 정부지출 금액 증가이다. 2026년 정부지출 예산안은 727.9조원으로 2025년 대비 8.1% 증가한 금액으로 국회를 통과하였다. 지난 2년간 정부예산 증가율이 2%대였던 점을 감안하면, 2026년 정부지출 금액 증가가 성장에 기여하는 부분은 클 것으로 예상된다. 둘째, 기업이익 증가에 따른 소비시장 개선이다. 2025년 코스피 기업들의 영업이익은 역대 최대인 300조 원 수준이 예상되며, 2026년은 이보다 더 높은 430조 원 수준으로 전망된다. 반도체를 중심으로한 순수출 규모도 2025년과 비슷한 780억 달러(115조 원) 수준으로 전망된다. 셋째, 외국인 관광객 확대에 따른 소비기여 확대다. 2025년 방한 외국인 관광객은 약 1,900만명 수준으로 역대 최고치를 경신한 것으로 추정되며, 2026년은 보다 늘어난 2,100만명 수준이 전망된다. 항공, 숙박 등 직접적인 소비 이외에도, 국내에서 먹고 소비하며 이들이 내수시장에 기여하는 비중도 점점 높아질 것으로 기대된다.

2026년 하반기 소비둔화

- 1) 원화 평가절하
- 2) 정책 기저효과

하반기에 접어들면서 소비여력은 낮아질 전망이다. 그렇게 생각하는 근거는 2가지로, 첫째, 높은 환율이다. 한-미 금리차가 지속적으로 유지되고 있고, 대미투자 및 해외자산 투자 비중이 지속적으로 높아지면서 환율상승 압력이 지속되고 있다. 이에 원화 평가절하에 따른 악순환(환율↑ → 수입물가↑ → 생산자물가↑ → 소비자물가↑ → 소비여력↓)이 이어질 것으로 전망한다. 둘째, 정책 기저효과이다. 2025년 하반기에 집행된 추경, 특히 13.9조 원에 달했던 소비쿠폰은 2025년 8~11월에 대부분 사용되어 국내 소비시장에 긍정적인 영향을 주었지만, 반대로 2026년 하반기에는 높은 기저효과로 작용할 것으로 전망한다.

2026년 유통산업 키워드

- 1) 소비 양극화
- 2) 할인점 구조조정
- 3) 방한수요 확대

2026년 유통산업을 관통하는 Key Word는 세가지로, 첫째, 소비의 양극화이다. 자산가치 상승과 특정산업으로 이익 쏠림이 발생하며 나타나는 현상으로, 상위소비만이 집중될 것으로 예상되며, 유통사별 차이는 확대될 전망이다. 둘째, 할인점(대형마트) 구조조정이다. 2025년 3월 홈플러스가 기업회생을 신청하며 점포폐점 및 구조조정이 진행되고 있다. 이로 인해 할인점 시장은 상위 3개 업체에서 2개 업체(이마트, 롯데마트)로 재편될 것으로 예상한다. 셋째, 방한수요(외국인관광객) 확대이다. 2026년에도 방한 외국인관광객은 역대 최고치를 경신할 것으로 예측되며, 관광의 필수 소비재인 호텔은 공급 부족과 늘어나는 내/외국인 수요로 역대급 실적을 달성할 것으로 전망한다.

Top Picks: 신세계,
이마트, GS피앤엘

2026년 ▶ 소비의 양극화, ▶ 산업의 구조조정 가능성, ▶ 방한 수요 증가에 따른 공급 부족 산업에 대해서 선별적 접근을 권고하며, 확실한 이익 모멘텀을 장착한 종목에 투자할 필요가 있다는 판단이다. 소비 양극화: 신세계(004170), 할인점 구조조정: 이마트(139480), 호텔 공급부족: GS피앤엘(499790)을 Top Picks으로 추천한다.

2. 2026년 상반기: 구조적 요인과 정책적 소비 확대 가능성

정부 지출과 순수출 효과 상반기 집중

2026년 국내 소비시장
상고하저(上高下低) 전망

당사에서는 2026년 국내 소비시장을 상고하저로 예상하고 있다. 상반기 소비 회복을 기대하는 이유는 크게 세가지이다. 첫째, 정부지출 금액 증가에 따른 부양. 둘째, 반도체를 중심으로 순수출 기여도 상승. 셋째, 외국인 관광객 유입에 따른 간접적 효과가 기대되기 때문이다.

(1) 정부지출 증가로 성장을 견인: 3년만에 정책적 변화

2026년 정부지출:
727.9조원(YoY +8.1%)

2026년 상반기 소비회복을 가장 크게 기대하는 이유 중 하나는 정부지출 금액이 큰 폭으로 증가한다는 점이다. 국회는 2025년 12월 2일 본회의에서 727조 9,000억원(총기출 기준) 규모의 2026년 정부 예산안을 가결했다. 이는 2025년 673조 3,000억 원과 비교할때 약 8.1% 증가한 수치이다. 지난 2년간 정부 예산안이 정채 혹은 소폭 증가에 머물렀다라는 점을 감안하면, 2026년 정부지출 금액 증가가 소비시장에 미치는 영향은 높을 것으로 분석한다.

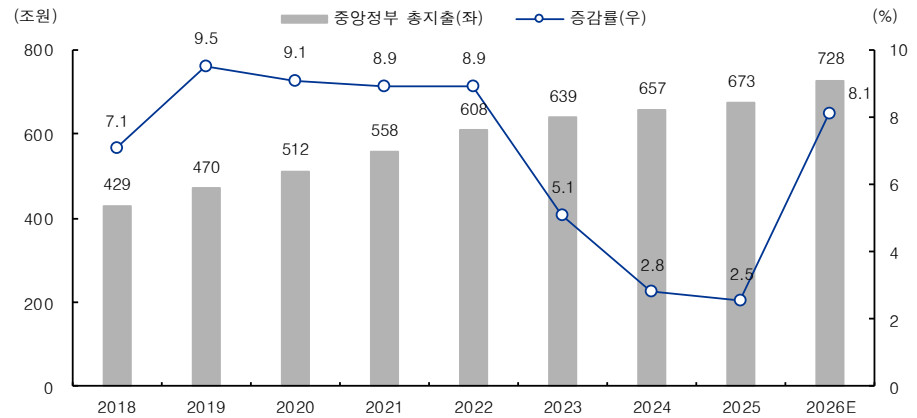
2024년 GDP 기준
정부지출 비중은
25년: 25.4%
26년: 27.5%(YoY +2.1%P)

정부지출 예산안은 우리나라 GDP의 약 30% 수준에 육박하는 수치로, 2024년과 2025년 각각 28.0%, 25.4% 수준을 기록하였다. 2025년 GDP 총 규모가 발표되지는 않았지만, 2024년 기준으로 환산해보면 27.5%에 달하는 수치로 정부지출 금액 증가는 긍정적으로 작용할 수 밖에 없다. 특히, 국내 소비시장 환경이 구조적으로 둔화되고 있다는 점을 고려하면 더욱 그러하다.

2026년 정부지출 증가에
따른 GDP 성장 기여도는
+0.5~1.0%P 추정

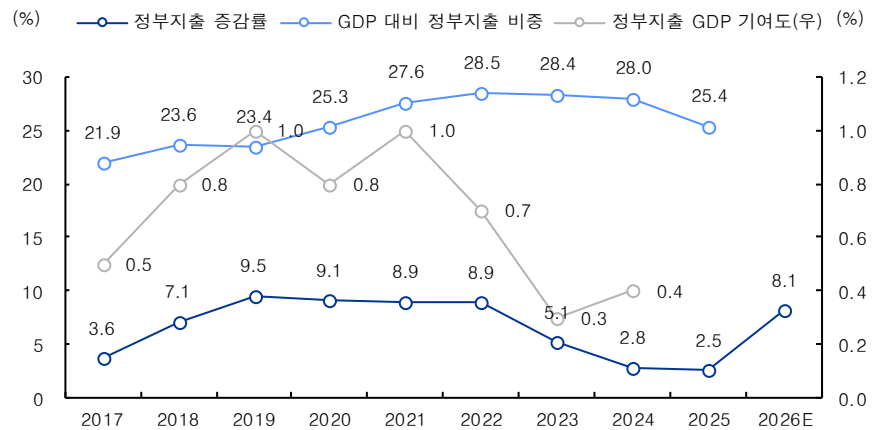
그렇게 생각하는 이유는 1) 동 지출규모는 3년만에 가장 높은 수치로 물가 상승률을 크게 상회하고 있고, 2) 지출 항목에서 고용과 소비를 유발할 수 있는 항목 증가폭이 개선되었기 때문이다. 이번 지출안은 전체적으로 증액되는 구조를 보여주고 있지만, 특히, R&D, 산업·중소기업·에너지, SOC 등 지출폭은 크게 확대되었다. 2025년 예산안이 재정 건전성 개선을 위한 목적이 컸다면, 2026년 예산안은 산업 전반적인 지원폭을 증가시켜, 미래 성장동력 확보와 신산업투자를 확대하는 부분에 집중된 것으로 분석한다. 2026년 정부지출 GDP 기여도는 +0.5~+1.0%P 수준으로 추정된다. 2024년이 +0.4%P 수준이라는 점을 감안하면 정부지출 증가가 미치는 영향은 더욱 높아질 전망이다.

그림 1. 중앙정부 총지출 및 증감률 추이



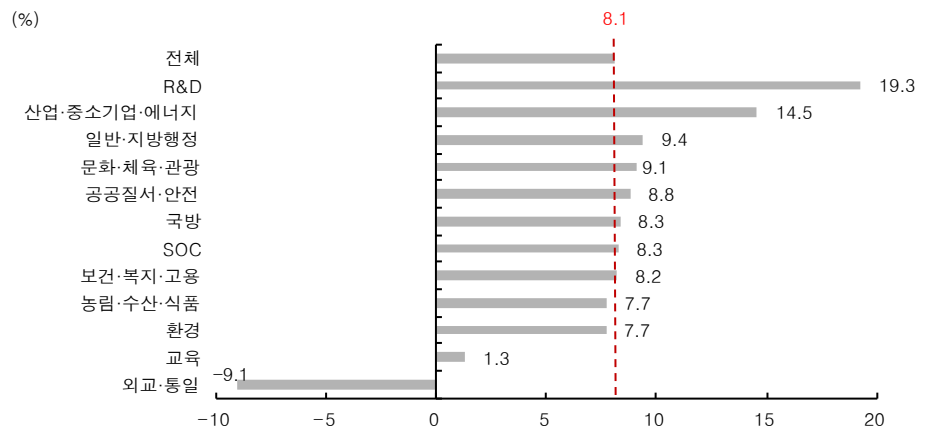
자료: 기획재정부, IBK투자증권

그림 2. 중앙정부 총지출 증감률 및 GDP 기여도 추이



자료: 기획재정부, IBK투자증권

그림 3. 2026년 정부지출 12대 분야별 증감율



자료: 기획재정부, IBK투자증권

표 1. 12대 주요 분야별 정부예산 증감

(단위: 조 원)

구분	분야별 정부예산안			전년대비증감(율)					
	2024년	2025년	2026년	2024년		2025년		2026년	
보건·복지·고용	237.6	248.7	269.1	11.0	4.9%	11.1	4.7%	20.4	8.2%
교육	95.2	98.5	99.8	-0.9	-0.9%	3.3	3.5%	1.3	1.3%
문화·체육·관광	8.7	8.8	9.6	0.2	2.4%	0.1	1.1%	0.8	9.1%
환경	12.5	13.0	14.0	0.1	0.8%	0.5	4.0%	1.0	7.7%
R&D	26.5	29.6	35.3	-4.2	-13.7%	3.1	11.7%	5.7	19.3%
산업·중소기업·에너지	28.0	28.2	32.3	2.3	8.9%	0.2	0.7%	4.1	14.5%
SOC	26.4	25.4	27.5	1.3	5.2%	-1.0	-3.8%	2.1	8.3%
농림·수산·식품	25.4	25.9	27.9	1.2	5.0%	0.5	2.0%	2.0	7.7%
국방	59.4	61.2	66.3	2.3	4.0%	1.8	3.0%	5.1	8.3%
외교·통일	7.5	7.7	7.0	1.1	17.2%	0.2	2.7%	-0.7	-9.1%
공공질서·안전	24.4	25.0	27.2	1.5	6.6%	0.6	2.5%	2.2	8.8%
일반·지방행정	110.5	110.7	121.1	-1.2	-1.1%	0.2	0.2%	10.4	9.4%

자료: 기획재정부, IBK투자증권

[2] 2026년 기업 이익증가로 소비 시장 개선

기업이익: 2026년 KOSPI
영업이익 성장률 +43.2%

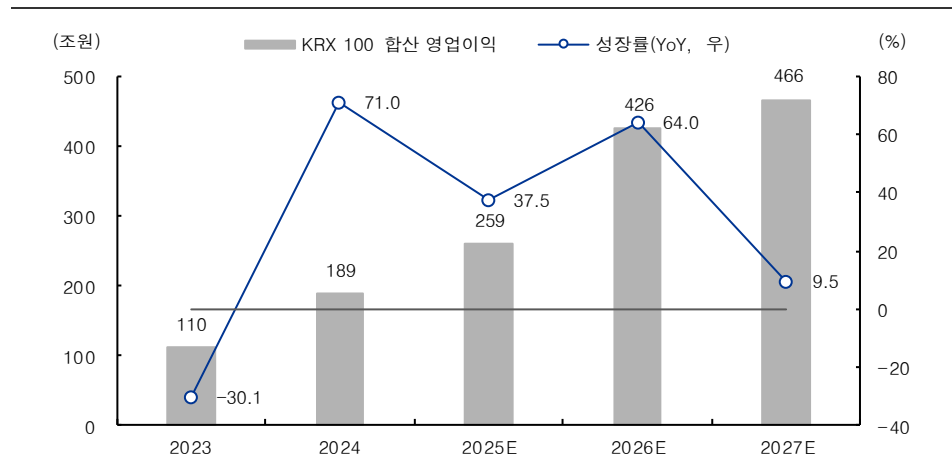
주요 기업들의 이익 증가는
근로소득 증가로 연결 가능

25년 수출 하반기에 집중,
26년 상반기 성장은 양호

2026년 기업들의 이익 증가는 소비시장에 긍정적인 효과로 작용할 전망이다. 2026년 주요 기업들의 영업이익 추정치는 지속적으로 상향 중이다. KOSPI 전체 영업이익은 427.4조원으로 전년대비 +43.2% 증가할 것으로 예상하고 있으며, 주요 업체를 중심으로 실적 추정치 상향 추세가 나타나고 있다. 특히, 반도체 등 해외로 수출하는 기업들을 중심으로 이익 성장이 예상되고 있으며, 이외 주요 대기업들도 이익 상승이 기대된다. 기업들의 이익 상승은 근로소득 증가로 이어진다. SK하이닉스는 연간 영업이익의 10% 수준을 성과급으로 지급하고 있으며, 2025년 성과급은 약 2.3조원, 2026년 4.5조원에 달할 것으로 추정된다. 삼성전자도 실적이 우상향하고 있고, 이외 주요 기업들도 이익이 증가하고 있는 만큼 근로소득 증가로 이어질 가능성이 높다. 물론, 상위 대기업들의 이익 증가가 전체 소비시장을 자극하기란 쉽지 않다. 하지만, 그동안 주요 기업들의 이익 증가도 제한되었던 만큼 동 효과는 2025년 대비 긍정적으로 작용할 가능성도 높다.

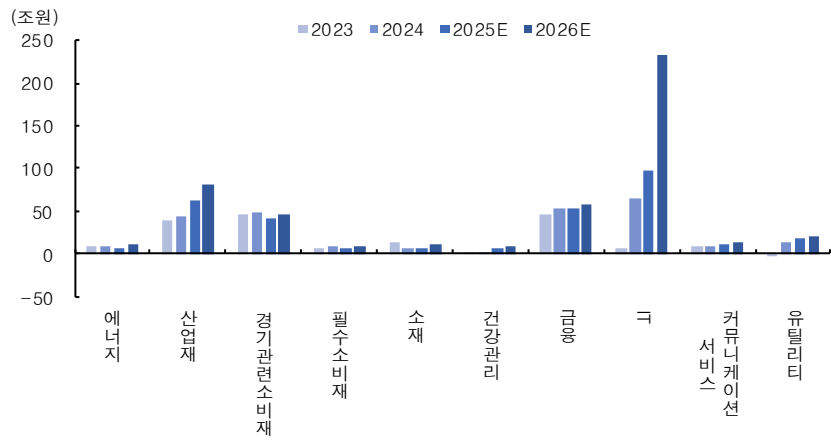
KDI, 한국금융연구원 등에서 예상하는 2026년 순수출 성장률은 다소 둔화될 것으로 전망하고 있다. 한 연구원은 2026년 총수출 성장률을 전년대비 +0.8% 성장한 수준으로 2025년 대비 성장이 둔화될 것으로 예상한다. 2025년은 교역 여건 악화 예상으로 인한 선행 선적이 있었고, 높은 AI 투자에 따른 기저가 부담으로 작용할 가능성이 높다. 다만, 글로벌 AI 투자의 지속가능성과 원화가치 하락에 따른 영향이 작용하면서 순수출 성장률은 소폭 증가할 전망이다. 순수출 증가율이 2025년 대비 낮아지는 것은 사실이나, 지난해 높은 기저를 감안할 경우 국내 경기를 뒷받침하는 요인으로 작용할 것으로 분석한다. 글로벌 AI 투자가 가속화되고 있다는 점을 고려하면 동 추정치는 향후 상향될 가능성도 높다는 분석이다. 다만, 2025년 수출이 하반기에 더 높았다는 점을 감안하면 순수출 규모 증가에 따른 영향도 상고하저로 작용할 가능성이 높다.

그림 4. 국내 시총 상위 100대 기업 합산 영업이익 추이 및 전망



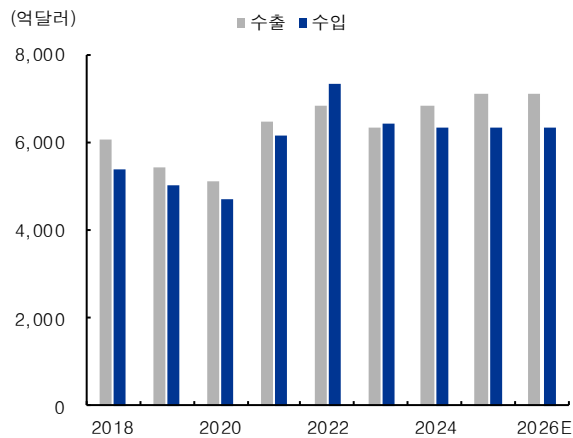
자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

그림 5. 국내 섹터별(WICS 기준) 상장사 합산 영업이익 추이 및 전망



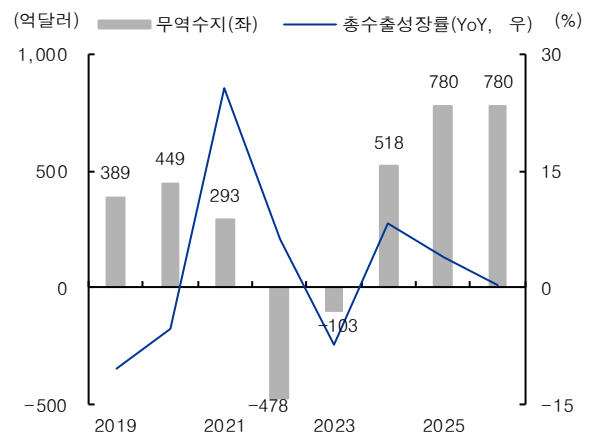
자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

그림 6. 한국 수출, 수입 규모 추이 및 전망



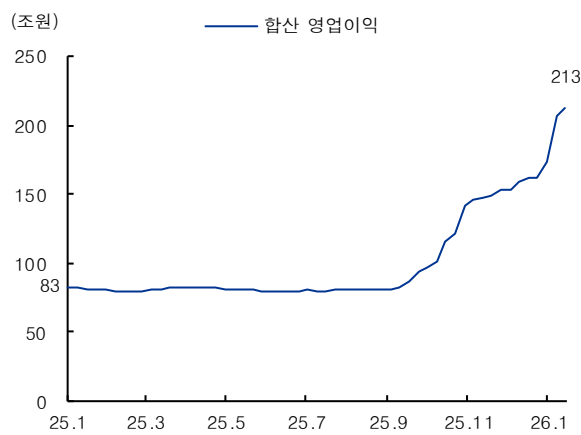
자료: 산업통상부, KDI, IBK투자증권

그림 7. 한국 무역수지 추이 및 전망



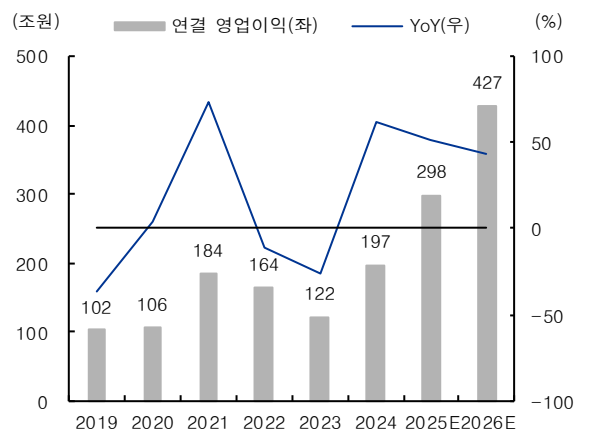
자료: 산업통상부, KDI, IBK투자증권

그림 8. 삼성전자+SK하이닉스 26년 합산 영업이익 컨센서스 추이



자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

그림 9. KOSPI 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: KRX, 에프앤가이드, IBK투자증권

[3] 높아지는 방한 효과: 2026년 방한 외국인 약 2,100만명, 역대 최고치 경신 지속

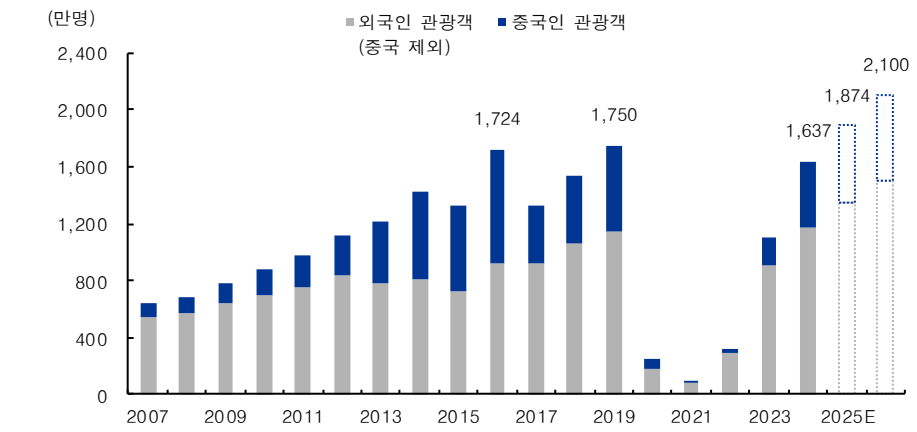
방한 외국인 관광객

25년 1,870만명(YoY +14.2%)

26년 2,100만명(YoY +12.3%)

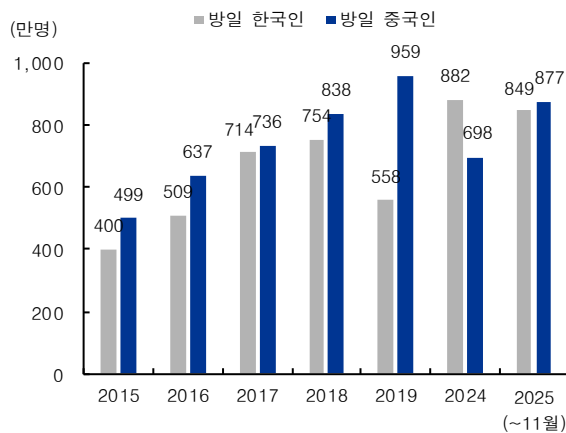
2025년 한국을 찾은 방한 외국인은 방문객수는 약 1,870만명에 이르는 것으로 추산한다. 11월 누적 기준 1,750만명을 기록하였고, 동 추세가 유지될 경우 1,870만명으로 추정한다. 동 흐름은 2026년에도 이어질 것으로 전망하며, 당사에서는 약 2,100만명이 한국을 방문할 것으로 예상하고 있다. 당사에서 방한외국인 수요가 증가할 것으로 전망하는 이유는 1) 중국인 무비자 입국 허용에 따른 효과가 온전히 반영되는 구간이고, 2) 중국과 일본의 외교분쟁에 따른 반사이익, 3) K-콘텐츠의 글로벌 흥행에 따른 관광 유입 효과가 높아질 것으로 예상하기 때문이다.

그림 10. 방한 외국인 관광객 추이 및 전망(연도별)



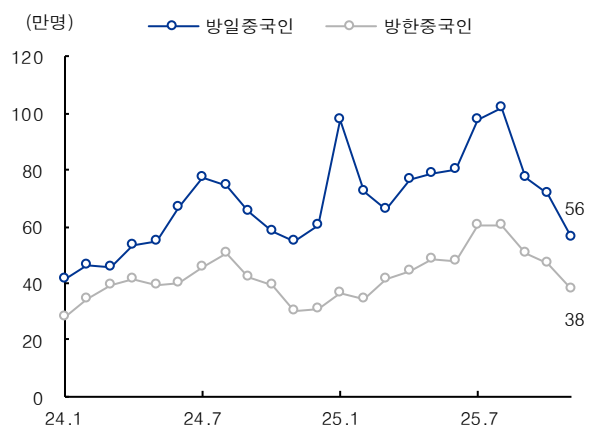
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 11. 방일 외국인 관광객 추이



자료: JNTO, IBK투자증권

그림 12. 중국인 해외 관광객 추이(월별)



자료: JNTO, 한국관광데이터랩, IBK투자증권

인천공항 수송 Capa 증가
25년 연 50만대 규모에서
26년 연 60만대로 확대

특히, 2026년부터 주목해야 하는 점은 인천공항 Capa가 증가했다는 점이다. 인천공항 4단계 확장공사가 마무리되며 기존 3개 활주로에서 1개 활주로가 추가로 설치되어, 2025년 12월 1일부터 4개가 모두 가동되기 시작하였다. 2001년 2개 활주로를 운영하였고, 2008년, 2021년 각각 활주로를 확장하면서 총 4개를 확보하였다. 하지만, 2021년 이후 기존 활주로 개보수 작업을 진행함에 따라 4개 활주로 가동이 온기 시작되는건 2026년부터이다. 활주로 증가에 따라 항공기 처리 능력은 기존 시간 당 90회 → 시간당 107회로, 기존 연 50만 회 → 연 60만회로 확대될 것으로 전망한다. 방한 외국인이 추가적으로 증가하기 위해서는 수송 능력도 뒷받침되어야 한다는 점을 고려하면 긍정적인 효과로 판단되는 부분이다.

국가차원의 관광지원 확대

- 1) 의료관광
- 2) 웰니스관광
- 3) MICE 관광

정부의 정책도 적극적이라는 점에 주목할 필요가 있다. 지난해 말(2025년) 정부도 의료관광, 웰니스관광, MICE 관광을 집중 육성해 2030년까지 방한 관광객 3,000만명, 2033년까지 4,000만명 달성이라는 전략 목표를 발표하였다. 이에 관광객 유입 활성화를 위한 무비자 입국 허용국가 확대 및 직항 노선 증가 등에 집중할 가능성이 높다.

표 2. 인천공항 확장 추이

구분 (공사기간)	2001년 (1단계 확장: '92~'00년)	2008년 (2단계 확장: '02~'08년)	2017년 (3단계 확장: '09~'17년)	2019년 (최대 교통량)	2024년 (4단계 확장: '17~'24년)
취항 국가	44개국	53개국	54개국	60개국	54개국
취항 노선수	167개 노선	171개 노선	189개 노선	210개 노선	178개 노선
활주로	2개	3개			4개
처리 능력(운항편 기준)	330,000대	500,000대			600,000대
실제 운항 횟수	86,839대	211,102대	360,295대	404,104대	356,224대
운항 CAPA	26.3%	42.2%	72.1%	80.8%	59.4%

자료: 인천공항공사, 한국항공협회, IBK투자증권

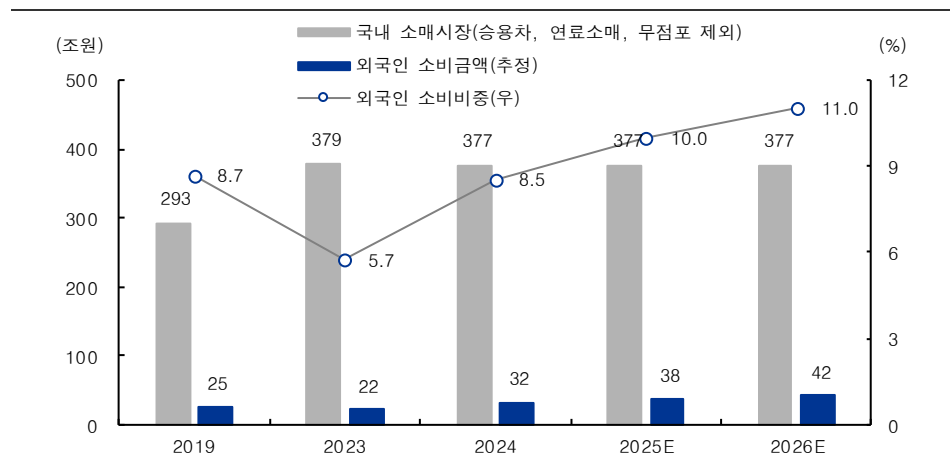
방한외국인 소비금액
25년 37조원 추정
26년 41조원 추정

최근 방한외국인이
국내 소비시장에서
차지하는 비중은
약 10% 수준

방한외국인 1명이 소비하는 금액(항공운임 제외)은 2024년 기준 약 1,347달러(원화기준 약 190~200만원) 수준으로 알려져 있다. 2025년 기준(약 1,900만명)으로 환산해보면 방한외국인 연간 소비 금액은 36.1조원 ~ 38.0조원 수준으로 추산된다. 2026년 방한외국인 수요(약 2,100만명)를 고려할 경우 외국인 소비지출 금액은 39.9조원 ~ 42.0조원 수준에 이를 것으로 추정한다. 이는 전년대비 +10.5% 증가를 예상한 수치이다.

2024년 국내 소매판매액은 약 640.5조원, 이중 외국인 소비가 미치지 못하는 부분을 제외한(승용차 및 연료 소매점, 무점포 소매) 규모가 377조원 수준임을 감안할 때 방한외국인 소비가 미치는 영향은 약 10% 수준으로 추정된다. 동 수치는 항공료와 숙박비가 제외된 규모이다. 여행 경비 중 상당 부분이 숙박비로 지출되는 만큼 동 수치를 포함할 경우 국내 소비시장에 미치는 영향은 더욱 크다고 볼 수 있다.

그림 13. 소매시장 중 외국인 소비 비중 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권

표 3. 소매시장 중 외국인 소비 비중 추이 및 전망

구분	단위	2019	2023	2024	2025E	2026E	비고
국내 소매시장(승용차, 연료소매, 무점포 제외)	십억원	293,117	379,264	377,007	377,007	377,007	24년 이후 동일 가정
방한외국인	명	17,502,756	11,031,665	16,369,629	19,000,000	21,000,000	
평균 소비금액(국제교통비 제외)	달러	1,257	1,513	1,372	1,347	1,347	24년 이후 동일 가정
기말 원/달러환율	원	1,156	1,304	1,434	1,467	1,467	
총 소비금액	십억원	25,431	21,769	32,225	37,564	41,518	
외국인 소비비중		8.7%	5.7%	8.5%	10.0%	11.0%	

자료: 통계청, 한국관광공사, IBK투자증권

3. 2026년 하반기: 환율과 추경에 따른 기저는 부담

2026년 하반기 소비둔화

- 1) 원화 평가절하
- 2) 정책 기저효과

다만, 동 효과는 하반기에 둔화될 것으로 예상된다. 이에 소비여력은 하반기에 접어들면서 낮아질 전망이다. 그렇게 생각하는 근거는 2가지로, 환율과 정책 기저효과이다.

[1] 원화의 평가절하: 수입물가 상승에 따른 부담 작용

원화 평가절하

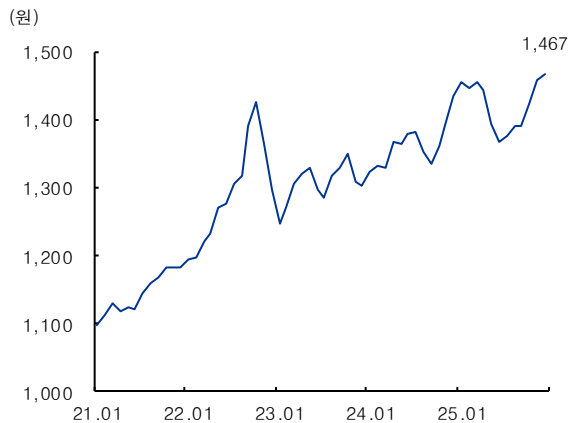
- 1) 한미 금리차 유지
- 2) 대미투자 확대
- 3) 해외투자자본 확대

당사에서 소비자물가 상승률에 대한 부담이 상존할 것으로 보고 있다. 특히, 수입물가 상승이 이를 주도할 것으로 보고 있으며, 1,400원대 환율이 유지되면서 부담으로 작용할 가능성이 높다. 2026년 주요기관 환율 전망을 보면 연평균 1,400원대 수준을 예상하고 있으며, 하반기 접어들면서 환율은 재차 상승할 것으로 보고 있다. 이는 한미 금리차가 지속적으로 유지되고 있고, 대미투자 확대, 해외투자의 구조적 요인이 작용할 가능성이 높기 때문이다.

환율 상승에 따른
수입물가 상승은
시차를 두고 반영

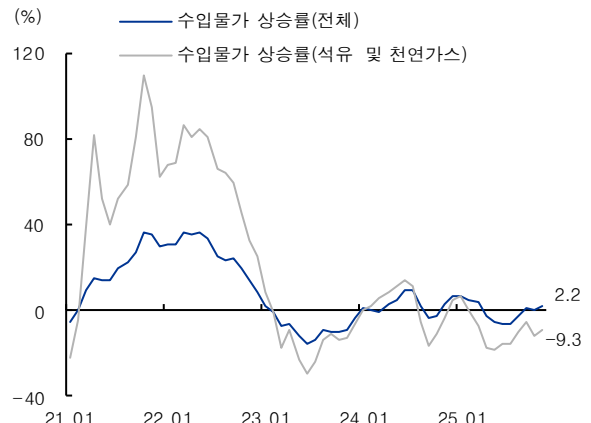
2025년 11월 수입물가 상승률은 전년동기대비 +2.2%로 8개월만에 가장 높은 수준을 기록하였다. 6개월 연속 상승하는 추세로 환율 상승에 따른 영향이 작용한 것으로 판단한다. 실제, 같은기간 국제유가(두바이유)는 월평균 0.8% 하락하였다. 수입물가상승은 시차를 두고 반영된다는 점을 고려할 때 물가 상승에 따른 소비여력 둔화 가능성은 높다는 판단이다. 동 부분이 부담되는 이유는 소비재 상품군의 물가 상승을 압박하는 데 있다. 특히, 석유류 제품 하락에도 불구하고 전체적으로 물가 상승이 이루어졌다는 점에서 실질 물가 상승률은 더욱 확대되었을 가능성이 높다.

그림 14. 원/달러 환율 추이(월말 기준)



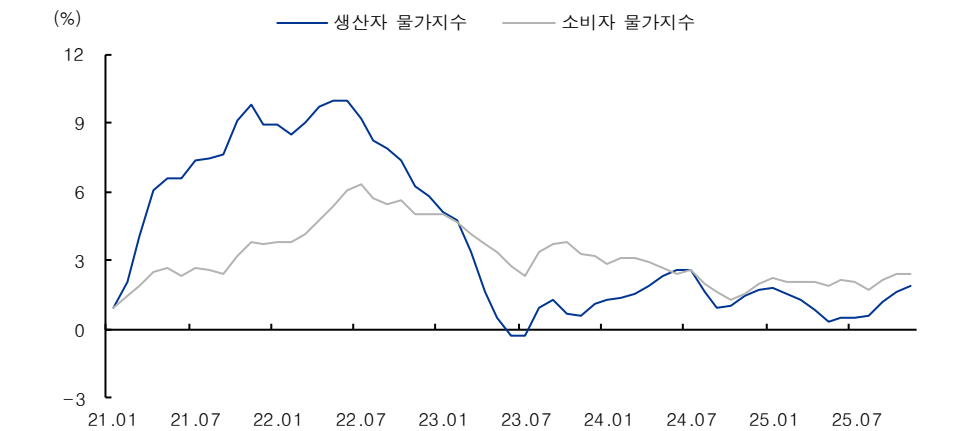
자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

그림 15. 원화기준 수입물가상승률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 16. 소비자 물가지수, 생산자 물가지수 상승률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

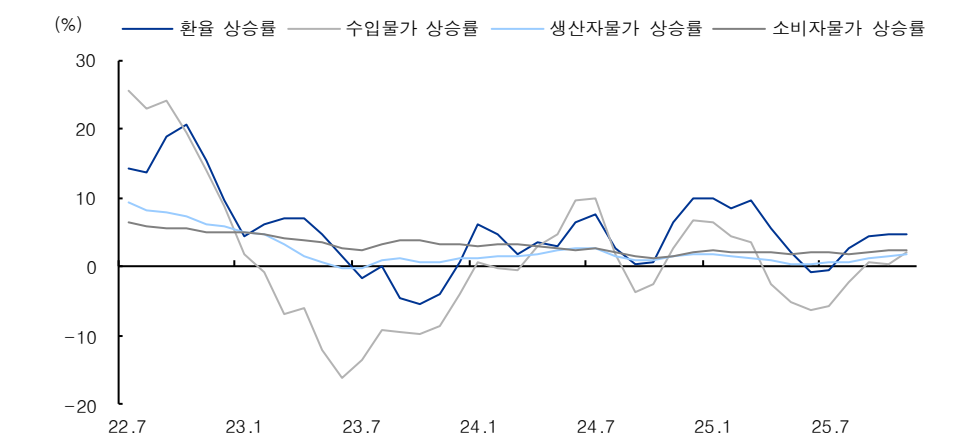
환율이 상승하면
 →수입물가 상승
 →생산자물가 상승
 →소비자물가 상승
 →소비여력 하락

원화가치의 구조적 하락은
 부담 요인

생산자물가지수도 5월 이후 지속적인 상승 추세를 보이고 있다. 당사에서는 환율 상승에 따른 점진적 상승 요인이 작용하는 것으로 해석하고 있다. 결국, 환율↑ → 수입물가↑ → 생산자물가↑ → 소비자물가↑ → 소비여력↓으로 연결될 가능성을 배제할 수 없다.

상반기의 경우 정부의 환율 개입과 정책적 노력으로 환율에 따른 수입물가 상승 부담은 완화될 가능성이 높다. 하지만, 원화가치가 구조적으로 상승하지 않는 한 동 부분은 당분간 부담으로 작용할 가능성이 높다.

그림 17. 환율, 수입물가, 생산자물가, 소비자물가 상승률(YoY) 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

표 4. 한국은행 경제전망 경로

(단위: %)

	24,3Q	24,4Q	25,1Q	25,2Q	25,3Q	25,4Q	26,1Q	26,2Q	26,3Q	26,4Q
GDP성장률(전년동기대비)										
↑ 2025,11			0.0	0.6	1.7	1.8	2.3	2.1	1.3	1.6
2025,8	1.4	1.1	0.0	0.5	1.6	1.5	2.1	1.9		
2025,5	1.5	1.2	-0.1	0.4	1.2	1.6	2.1			
2025,2	1.5	1.2	0.2	1.3	2.0	2.3				
2024,11	1.5	1.7	0.9	1.9	2.3					
GDP성장률(전기대비)										
↑ 2025,11			-0.2	0.7	1.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
2025,8	0.1	0.1	-0.2	0.6	1.1	0.2	0.3	0.3		
2025,5	0.1	0.1	-0.2	0.5	0.7	0.6	0.3			
2025,2	0.1	0.1	0.2	0.8	0.7	0.5				
2024,11	0.1	0.5	0.5	0.6	0.5					
소비자물가상승률										
↑ 2025,11			2.1	2.1	2.0	2.3	2.0	2.1	2.2	2.0
2025,8	2.1	1.6	2.1	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8		
2025,5	2.1	1.6	2.1	2.1	1.8	1.8	1.7			
2025,2	2.1	1.6	2.1	1.9	1.9	2.0				
2024,11	2.1	1.6	1.8	1.9	2.0					
근원물가상승률										
↑ 2025,11			1.9	2.0	1.7	2.1	2.0	1.9	2.1	2.0
2025,8	2.1	1.8	1.9	2.0	1.8	1.9	1.9	1.8		
2025,5	2.1	1.8	1.9	2.0	1.9	1.8	1.8			
2025,2	2.1	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8				
2024,11	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0					

자료: 한국은행, IBK투자증권

[2] 추경에 따른 역기자: 2025년 하반기 소비쿠폰 지급효과는 부담

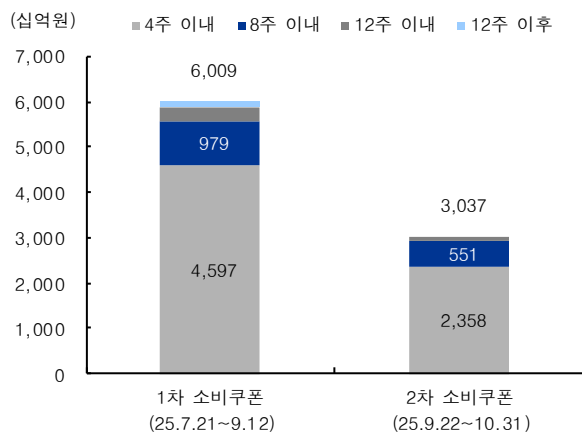
2H25 지급된 약 14조 원
규모 소비쿠폰 기저 존재

2025년 하반기 정부는 소비진작을 위해 소비쿠폰을 지급하였다. 1차와 2차에 걸쳐 진행하였고 1차는 전국민을 대상으로, 2차는 선별 방식을 통해 소득 상위 10%를 제외하고 지급하였다. 1차는 7~9월, 2차는 9~10월에 걸쳐서 지급되었다. 1~2차 합산 총 소비쿠폰 지급액은 13.9조원 수준으로 추정되며, 실질 사용률은 99.8%에 달하는 것으로 알려져 있다. 해당 지급액이 7월 21일 ~ 11월 30일 사이 사용됐다는 점을 감안하면 동 효과가 소비 시장에 미쳤을 가능성은 높다.

소비쿠폰 지급시기 동안
높은 소매판매 성장 기록

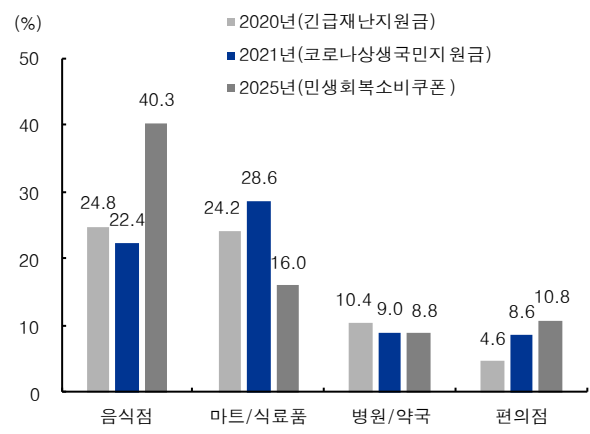
한국신용데이터(KCD) 분석에 따르면 3분기 소상공인(소비쿠폰 사용처) 사업자 평균 매출액은 전년동기 대비 약 +5.3% 증가한 것으로 알려져 있다. 또한, 3분기 카드 승인금액도 전년대비 +6.7% 증가하였다. 산업통상부에서 발표한 유통업체매출동향을 살펴보다도 부진했던 편의점 매출이 3분기부터 증가한 점을 확인할 수 있다. 7~11월까지 편의점 매출액은 성장세로 전환(7월부터 +3.9%, +1.1%, +0.9%, +0.7%, 0.7%) 되었으며, 점포당 매출액도 6월 대비 큰 폭으로 개선된 것이 목격되었다.

그림 18. 2025년 민생회복소비쿠폰 기간별 사용금액



자료: 행정안전부, IBK투자증권
주: 신용, 체크카드로 지급된 9조 668억 원에 한함

그림 19. 현금성 지원금의 사용처별 비중 비교



자료: 행정안전부, IBK투자증권
주: 신용카드 사용금액 기준

표 5. 현금성 지원금 사용처별 비중

(단위: %)

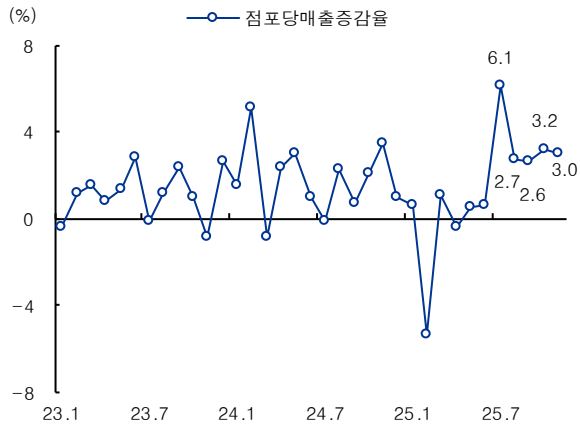
	2020년 (긴급재난지원금)	2021년 (코로나상생국민지원금)	2025년 (민생회복소비쿠폰)
음식점	24.8	22.4	40.3
마트/식품	24.2	28.6	16.0
병원/약국	10.4	9.0	8.8
편의점	4.6	8.6	10.8
기타	36.0	31.4	24.1
계	100.0	100.0	100.0

자료: 행정안전부, IBK투자증권

주1: 2020년, 2021년 통계의 조사기간은 지급 이후 약 2달간이며, 지급액의 각 90.7%, 90.5%가 사용된 상태임

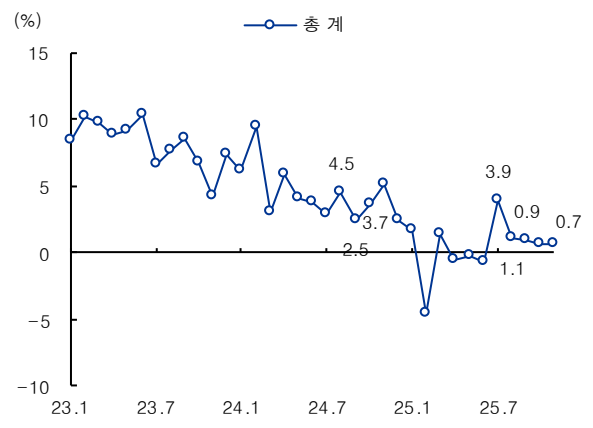
주2: 2025년 11월 30일 기준 신용-체크카드 지급액 9.1조원 중 9.0조원(99.8%)가 사용된 상태임

그림 20. 편의점 점포당 매출액 증감율(YoY)



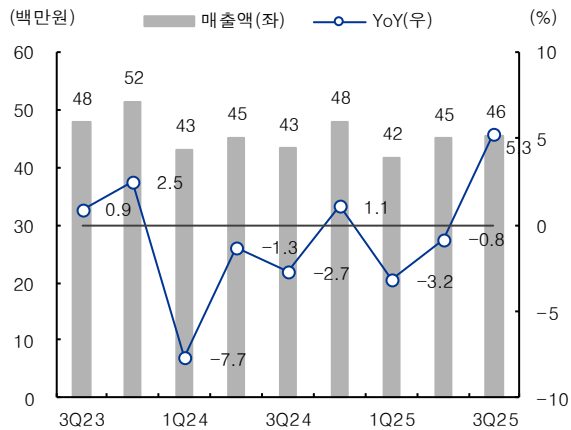
자료: 산업통상부, IBK투자증권

그림 21. 편의점 총 매출액 추이(YoY)



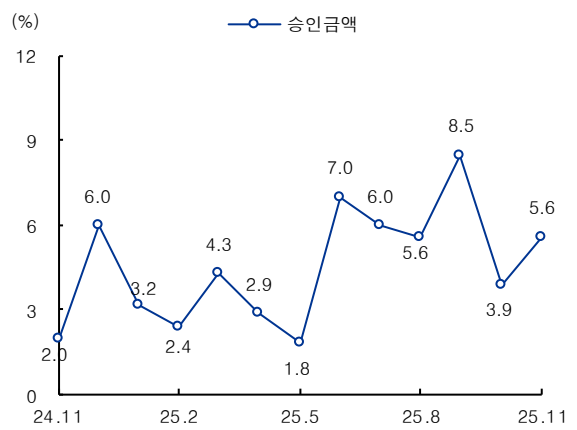
자료: 산업통상부, IBK투자증권

그림 22. 소상공인 매출액 증감율(YoY)



자료: 한국신용데이터, IBK투자증권

그림 23. 카드사 승인금액 추이(YoY)

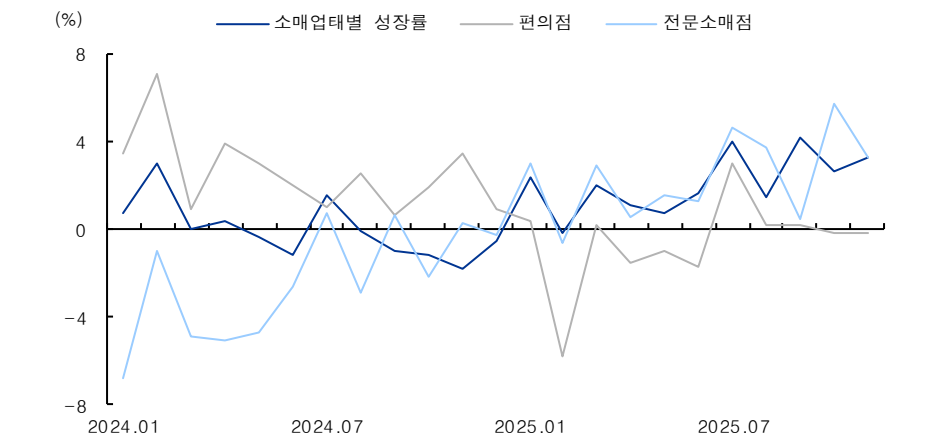


자료: 여신금융협회, IBK투자증권

소비쿠폰이 직접적으로
사용된 채널에 효과 확대

소매업체별 판매액도 8~11월까지 약 2.6% 증가한 것으로 알려져 있으며, 특히 소비쿠폰 사용이 가능한 채널 성장률은 이보다 높은 것으로 분석된다. 정부의 소비진작을 위한 정책적 효과가 실질적으로 반영된 것으로 해석하는 이유이다.

그림 24. 2025년 소매업체별 및 소비쿠폰 사용 업종 성장률 추이(YoY)



자료: 산업통상부, IBK투자증권

소비쿠폰 지급에 따른 기저효과로 인해 2026년 하반기 소비 시장 개선폭은 상반기 대비 높지 않을 가능성이 크다. 정부가 소비쿠폰과 같은 유사한 정책을 펼치지 않는 한 단기간에 소득 상승 효과가 나타나기 어렵기 때문이다. 하지만, 2026년에도 동 정책을 지속하기란 쉽지 않을 것으로 예상된다.

4. 2026년 Key Word: 소비 양극화, 할인점 시장 재편, 방한수요

2026년 유통산업 키워드

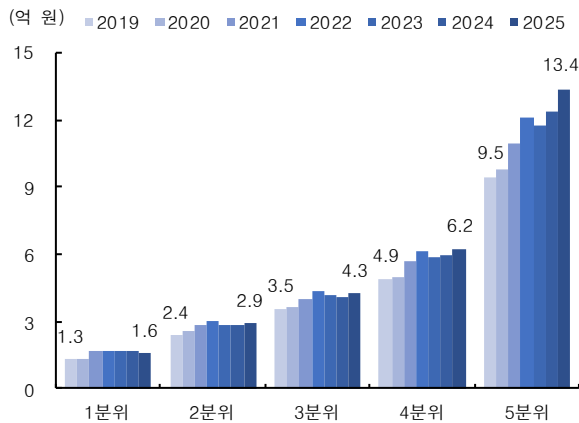
- 1) 소비 양극화
- 2) 할인점 구조조정
- 3) 호텔(방한수요)

2026년에는 소비의 양극화가 가속화되는 구간으로 판단한다. 상위소비만이 집중되는 현상이 이루어질 것으로 예상되어, 유통사별 차이는 더욱 확대될 전망이다. 양극화 소비를 예상하는 이유는 자산가치 상승과 특정산업으로 이익이 쏠리는 현상 때문이다.

할인점 구조조정도 주목해야 할 사항이다. 홈플러스는 2025년 3월 4일 법원에 기업회생절차(법정관리)를 신청하였다. 신용등급 하락(단기 신용등급 A3 → A3-)에 따른 유동성 문제가 발생하였기 때문이다. 이후 공급물품이 감소하고 운영에 따른 불확실성이 확대되고 있는 상황이다. 주요 인수자를 물색하고 있지만, 구조적인 업황 부진과 낮은 수익성으로 인해 인수절차는 이루어지지 않고 있다. 이러한 추세가 지속될 경우 홈플러스의 사업지속은 어려울 것으로 판단되며, 상대적으로 경쟁사가 수혜를 받을 것으로 예상된다.

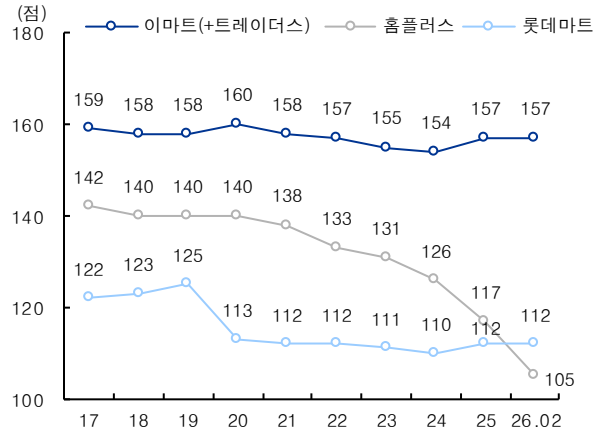
방한외국인 수요 증가에 따라 가장 주목하고 있는 산업은 호텔이다. 앞서 언급했듯이 국내 방한외국인 수요는 전년대비 +10.6% 증가한 2,100만명에 이를 전망이며, 이에 따라 호텔 산업 업황 호조는 지속될 것으로 예상된다.

그림 25. 소득 5분위별 가구 자산 보유액 추이



자료: 행정안전부, IBK투자증권

그림 26. 할인점 3사 점포수 추이 및 전망



자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

(1) 소비 양극화: 극단적인 소비 지속

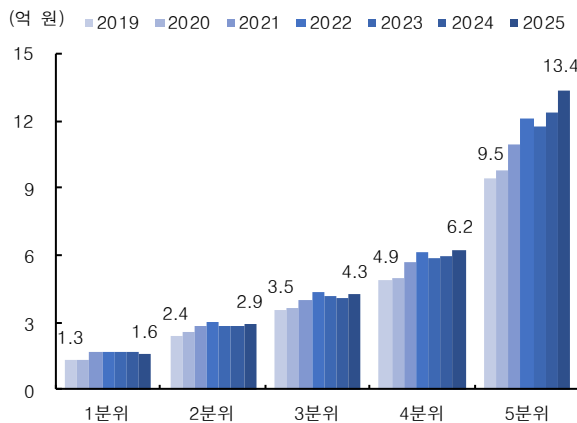
전체 소비시장은 위축
최상위 소비만 증가

당사에서는 이러한 소비시장 위축에 따라 소비행태는 더욱 더 극단적인 양극화 현상이 나타날 것으로 판단한다. 좀 더 정확하게 언급하자면 양극화가 아닌 단극화 소비가 더욱 뚜렷해질 것으로 예상한다. 즉, 전체 소비시장은 위축될 가능성이 높지만, 효용의 만족도를 충족시키기 위한 극단적 소비가 증가한다는 의미이다. 이미 이러한 현상은 목격되고 있으며, 소득 수준의 격차가 이를 더욱 가속화시킬 가능성이 높다.

상위소득 증가가
전체를 견인하는 양극화

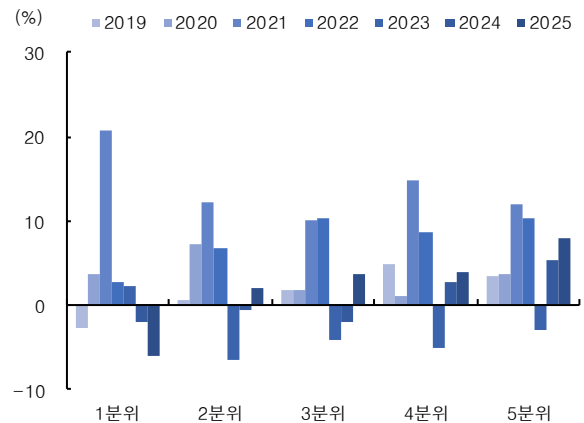
2025년 가계금융조사에 따르면 상위소득 계층인 소득 4~5분위 자산 보유액은 2024년 대비 각각 +4.0%, +8.0% 증가하였다. 반면 1~3분위 자산 보유액은 전년대비 -6.1%, +1.9%, +3.6%로 차별화 되는 흐름이 이어졌다. 이에 따라 상위소득 계층의 자산 점유율은 약 69.0%로, 전년대비 +1.3%p 증가하였다.

그림 27. 소득 5분위별 가구 자산 보유액 추이



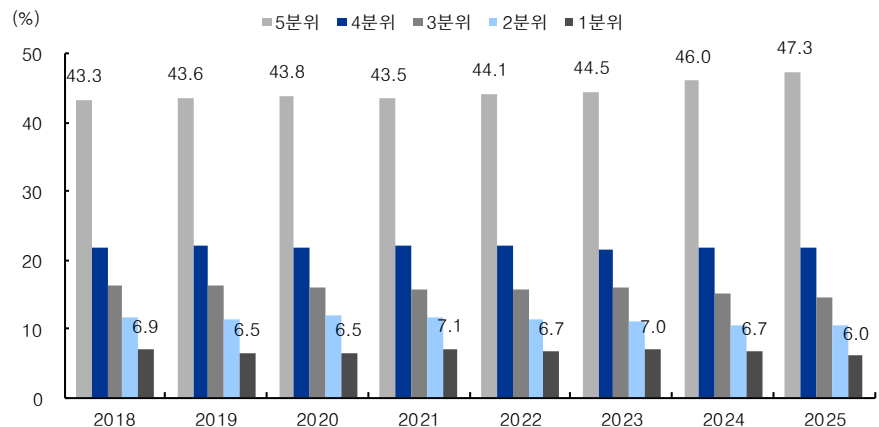
자료: 행정안전부, IBK투자증권

그림 28. 소득 5분위별 가구 자산 증가율



자료: 행정안전부, IBK투자증권

그림 29. 소득 5분위별 가구당 순자산 보유비중



자료: 행정안전부, IBK투자증권

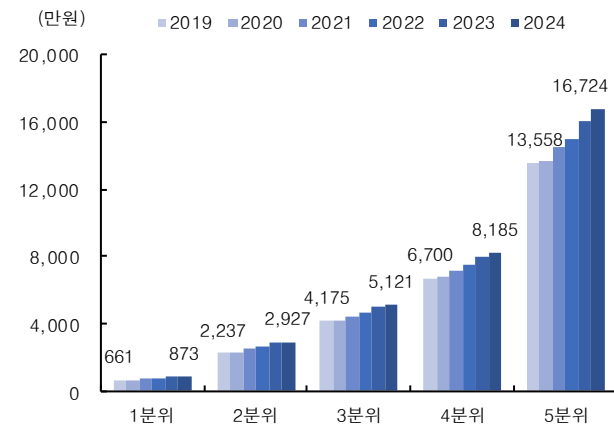
재산소득의 중요도는
지속해서 증가

자산 보유액이 중요한 이유는 무엇일까? 가구소득은 크게 보면 근로소득/사업소득/재산소득/이전소득으로 이루어져 있다. 근로소득과 사업소득이 같은 범주에서 다루어지는 부분을 감안할 때 소득의 상승을 결정짓는 변수중에서 재산소득이 미치는 영향은 무시할 수 없다.

2025년 하반기 이후
부동산, 주식 등 자산의
급등으로 양극화 확대

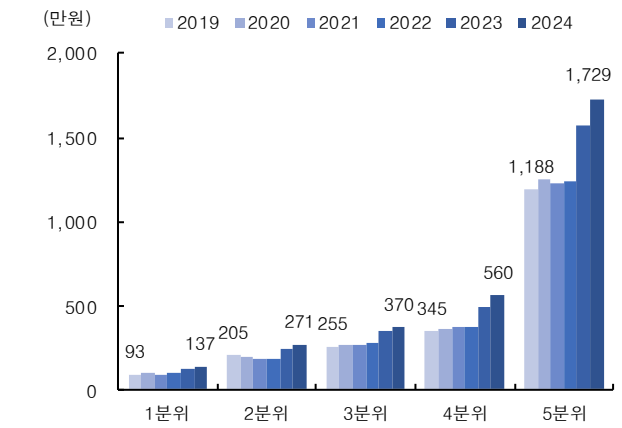
자산의 구성요소는 금융자산과 실물자산으로 나누어져 있는데, 2025년 기준 총 자산 중 실물자산 비율은 75.8%, 이중 부동산 자산은 71.1%를 차지하고 있다. 상대적으로 자산의 규모가 클수록 그리고 부동산 보유액이 높을수록 소득이 증가한 것이다. 이는 소득의 격차를 더욱 가속화시키는 요인으로 작용할 수 있다. 하위소득 계층은 이전소득(공적) 증가가 소득을 받쳐주는 역할을 하고 있다. 이전소득도 물론 중요한 부분이지만, 이는 정부 정책의 일환으로 기본 생활권을 보장해주는 수준에 머무를 수 밖에 없다. 즉, 실질 소비로 이어질 수 있는 소득으로 보기는 어렵다.

그림 30. 소득 5분위별 가구 소득 추이(공적이전소득 제외)



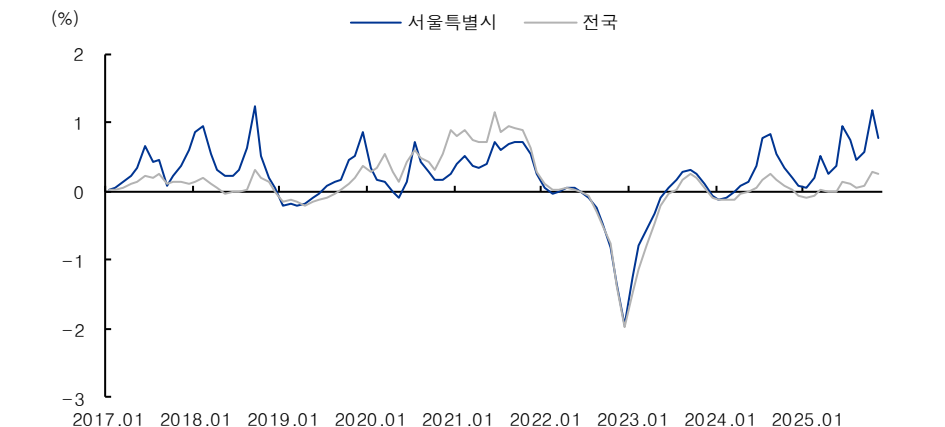
자료: 행정안전부, IBK투자증권

그림 31. 소득 5분위별 가구 소득 추이(재산소득)



자료: 행정안전부, IBK투자증권

그림 32. 주택매매가격변동률(서울, 전국)



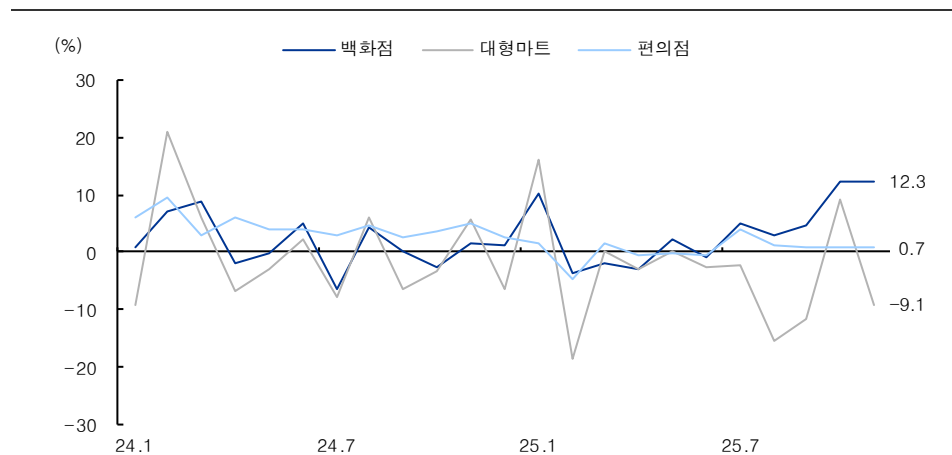
자료: 한국부동산원, IBK투자증권

소비의 양극화는 이미 일상생활에서 진행되고 있다. 명품(럭셔리, 주얼리, 와치) 등 고가 상품군 판매는 매우 빠르게 늘어나는 반면, 필수소비재의 경우 저가 상품군이 더욱 성장하는 특징을 보여주고 있다.

양극화 진행으로 럭셔리,
주얼리 등 고가 상품군
소비 성향 확대
→ 수혜채널은 백화점

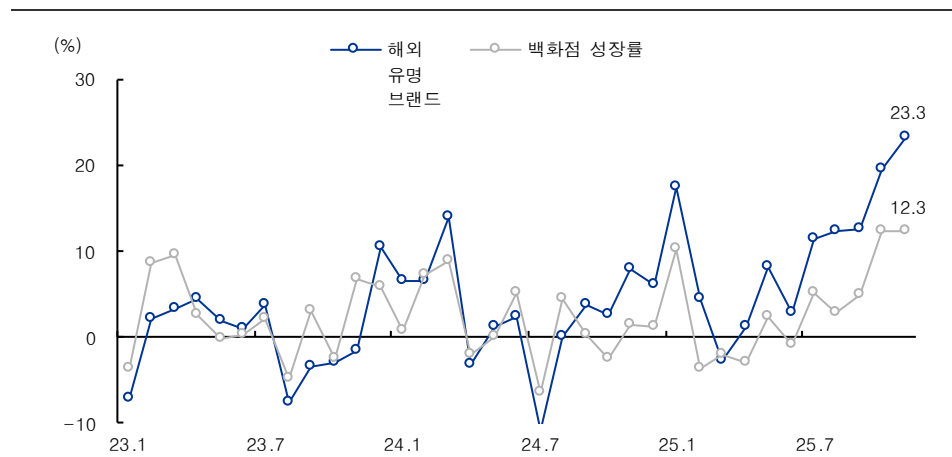
양극화가 지속될 경우 고가의 상품군을 소비하는 성향은 더욱 강해질 전망이다. 즉, 소비지출이 감소함에도 불구하고 일부 상품군 혹은 유통채널의 성장성은 더욱 부각될 가능성이 높은 것이다. 이는 우선 명품 그리고 백화점 산업 성장에서 확인할 수 있다. 당사에서는 동 추이가 지속될 것으로 보고 있다. 그러한 이유는 1) 자산가치 상승에 따른 효과가 2026년 온기로 반영될 가능성이 높고, 2) 하이엔드 소비 수요가 확산되는 현상이 나타나고 있기 때문이다. 최근 명품 시장을 주도하는 것은 주얼리, 시계 등으로 과거 가죽 피혁 제품군에서 확장되는 추세이다. 주요 백화점 업체들도 관련 비중을 확대시키며 성장하고 있다.

그림 33. 주요 유통채널별 성장률 추이



자료: 산업통상부, IBK투자증권

그림 34. 명품 및 백화점 채널 매출액 성장률 추이



자료: 산업통상부, IBK투자증권

[2] 할인점 시장 재편: 2개 사업자 과점 시장으로 전환

2026년 할인점 시장은
상위 3개 업체에서
2개 업체(이마트,
롯데마트)로 재편

회생절차 신청 1년만에
점포수 약 10% 감소

2026년 폐점 추세 가속
1) 임대료 및 고정비 부담
2) 유통망 축소, 공급차질
3) 인수자 물색 난항

2026년 접어들면서 할인점 시장은 상위 3개 업체에서 2개 업체로 재편될 것으로 예상하며, 홈플러스는 영업 활동이 쉽지 않아 부실 점포 폐점은 가속화 될 것으로 전망한다. 언론에 따르면 2025년 12월 29일 서울회생법원에 ‘회생계획안’을 제출했다. 동 제출안에는 홈플러스 익스프레스 매각과 부실 점포 폐점 등의 내용이 담겨져 있는 것으로 알려졌다. 이 중 수익성이 낮은 41개 점포를 폐점한다는 내용이 포함되었다. 실제 2025년 12월에 5개(서울 가양점, 부산 장림점, 경기 일산점, 수원 원천점, 울산 북구점), 2026년 1월에 5개(인천 계산점, 경기 시흥점, 안산 고잔점, 천안 신방점, 대전 동촌점), 2월에 7개(대전 문화점, 부산 감만점, 울산 남구점, 전주 완산점, 화성 동탄점, 천안점, 조치원점)의 점포가 영업을 종료한다고 밝혀 3개월 동안 총 17개의 점포가 폐점될 예정으로, 2026년 2월 말 기준 점포수가 105개로 감소할 예정이다. 이로 인해 기존 2위 할인점 사업자였던 홈플러스는 1위 이마트(157개), 2위 롯데마트(112개)에 이어 3위로 밀려날 예정이다. 2024년 12월 기준 홈플러스 매장수가 127개에 달하였다는 점을 감안하면 기업회생절차 신청 이후 1년만에 20% 가량의 점포수가 감소하는 것이다.

이러한 폐점 추세는 올해 가속화될 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 영업력 약화에 따라 임대료 및 고정비를 커버하기가 어려운 구조가 지속되고 있고, 2) 유통망 축소 및 상품공급 차질로 인해 외형과 마진을 유지가 어려울 전망이며, 3) 업황 부진을 고려할 때 인수자가 나타날 가능성이 낮기 때문이다.

홈플러스는 2017년 142개 점포를 운영하였으나, 운영상의 어려움이 겹치면서 운영자산을 매각하거나 폐점하는 전략을 구사하였다. 그럼에도 불구하고 지속 가능 경영은 어려운 상황에 도래하였다. 홈플러스의 잔여 점포 폐점이 이루어지지 않는다 하더라도 경쟁력이 약화된 점을 고려하면 할인점 시장은 상위 2개 업체로 재편될 가능성이 높다.

표 6. 홈플러스 기업어음 및 단기사채 등급 추이

평가일	등급	변동	재무기준일
2021.08.30	A2-	유지	2021.02.28
2022.02.24	A3+	하향	2021.08.31
2022.08.29	A3+	유지	2022.02.28
2023.02.27	A3	하향	2022.08.31
2023.08.30	A3	유지	2023.02.28
2024.02.28	A3	유지	2023.08.31
2024.08.30	A3	유지	2024.02.29
2025.02.27	A3-	하향	2024.08.31
2025.03.04	D	하향	2024.08.31

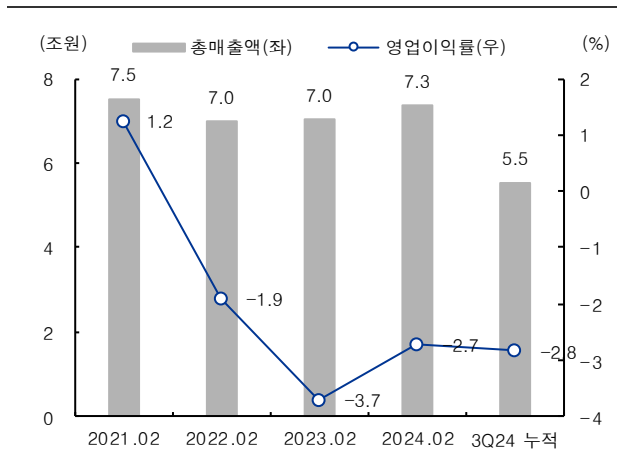
자료: 한국신용평가, IBK투자증권

표 7. 홈플러스 주요 회생계획안(2025년 12월 29일 제출)

구분	내용
운영자금확보	향후 3년 간, 자기점포 10개 매각
	3,000억원 DIP 대출(긴급운영자금대출)
	홈플러스익스프레스 분리매각
비용감축	향후 6년 간, 41개 적자점포 영업종료(임차 29개, 자가 12개) 인력재배치, 정년퇴직, 자발적퇴사 등(4,200명)
기타	기존 대주주(MBK파트너스)가 보유한 보통주 전량 무상소각

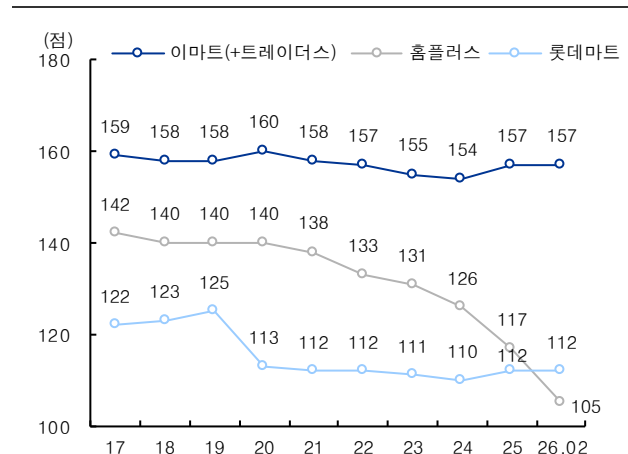
자료: 홈플러스, IBK투자증권

그림 35. 홈플러스 별도 영업실적 추이



자료: IBK투자증권, 한국신용평가, 홈플러스
 주: 결산기준일은 전년도 3월 1일부터 당해년도 2월 말까지임

그림 36. 대형마트 3사 점포수 추이 및 전망



자료: 각 사, 언론보도, IBK투자증권

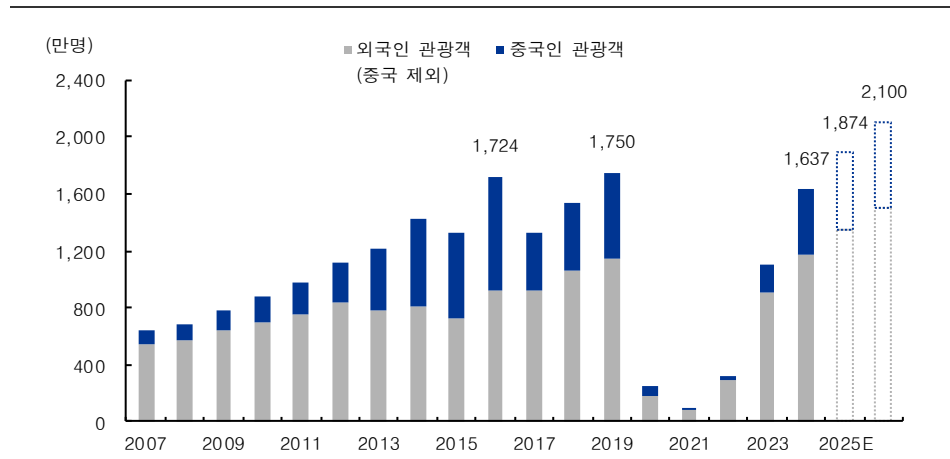
[3] 방한수요: 호텔은 필수 소비재

방한외국인 증가에 따른
가장 직접적인 수혜는
호텔

2026년 RevPAR 성장률
+3~5% 전망

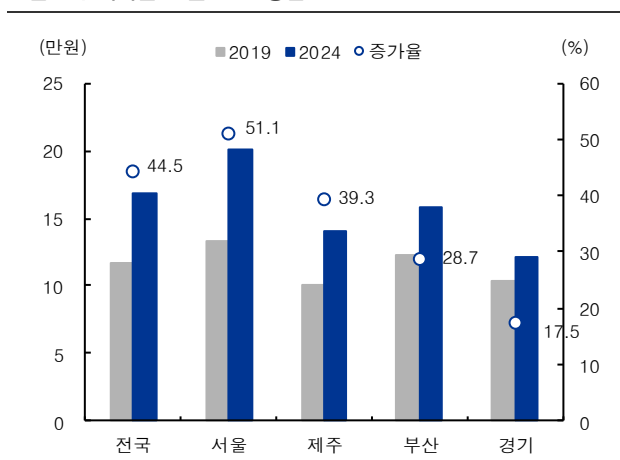
방한외국인 수요 증가에 따라 가장 주목하고 있는 산업은 호텔이다. 앞서 언급했듯이 국내 방한외국인 수요는 전년대비 +10.6% 증가한 2,100만명에 이를 전망이며, 이에 따라 호텔 산업 업황 호조는 지속될 것으로 예상된다. 호텔공급은 높아진 원가, 수년 전부터 이어져오던 공급 물량 감소로, 증가하는 수요를 대응하기란 쉽지 않을 전망이다. 숙박시설은 여행을 하기 위해서 반드시 선택해야 할 필수 소비재이다. 국내 숙박 시장이 호텔 위주로 재편되고 있고, 방한 외국인 수요도 증가하고 있는 점을 감안하면 외국인 수요 증가에 따른 성장은 지속될 전망이다. 당사에서는 2026년 RevPAR(객실당 공헌이익) 성장률을 3~5% 수준으로 추정하고 있으며, OCC(객실점유율)보다는 ADR(객실단가)이 주도할 것으로 예상하고 있다.

그림 37. 방한 외국인 관광객 추이 및 전망(연도별)



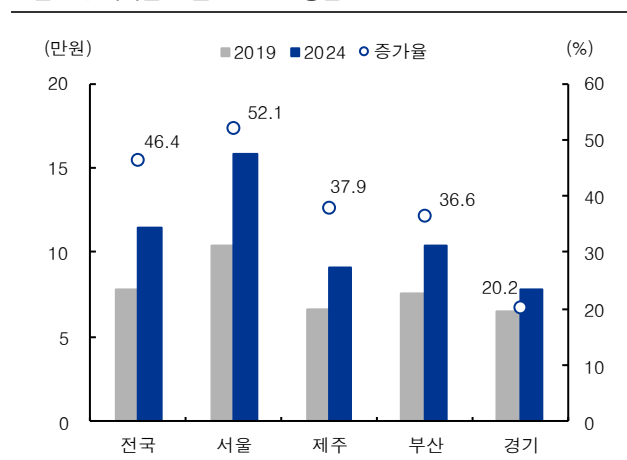
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 38. 지역별 호텔 ADR 증감



자료: 호텔업협회, IBK투자증권

그림 39. 지역별 호텔 RevPAR 증감



자료: 호텔업협회, IBK투자증권



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
신세계 (004170)	매수(유지)	360,000원(상향)
이마트 (139480)	매수(유지)	104,000원(유지)
GS피앤엘 (499790)	매수(유지)	56,000원(유지)

매수 (유지)

목표주가 (상향) 360,000원
현재가 (1/20) 282,500원

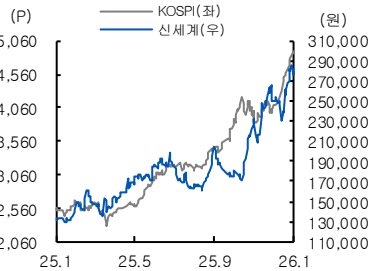
KOSPI (1/20)	4,885.75pt
시가총액	2,725십억원
발행주식수	9,645천주
액면가	5,000원
52주 최고가	285,500원
최저가	129,400원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	16.2%
배당수익률 (2025F)	1.9%

주주구성	
정유경 외 2 인	29.17%
국민연금공단	13.42%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-2%	8%
절대기준	13%	51%	110%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	360,000	300,000	▲
EPS(25)	652	652	-
EPS(26)	25,337	25,337	-

신세계 상대주가 (%)



신세계 (004170)

이제 백화점이 아니다!

2026년 YoY 영업이익 증가율 +18.3%

2025년 동사의 4분기 매출액은 1조 9,967억 원(YoY +9.6%), 영업이익 1,592억 원(YoY +53.8%)으로 추정한다. 긍정적 실적을 전망하는 근거는 1) 명품군 성장에 따라 기존점 성장률이 높은 한 자릿수를 기록할 가능성이 높고, 2) 의류 및 패션, 가전 등 상품군 성장도 나타나고 있으며, 3) 본점 리뉴얼 오픈에 따른 집객력 상승이 기대되기 때문이다. 동 추세는 유지될 가능성이 높다. 동사는 2025년 4월 본점 헤리티지, 11월 더리저브, 2026년 6월 디에스테이트 리뉴얼 오픈이 마무리될 예정이다. 2026년의 경우 더리저브(본관) 리뉴얼 효과가 본격화될 가능성이 높고, 이후 디에스테이트 상품 입점이 마무리되면 동 효과는 확대될 전망이다. 2025년 신세계 본점 성장률은 +3.2%로 경쟁업체 및 기타 매장에 비해서 낮은 수치를 보여주었다. 하지만, 올해의 경우 영업 정상화와 더리저브 효과로 기존점 성장세는 확대될 전망이다.

점포 개발 본격화. 수서, 반포, 송도, 광주

동사는 중장기적으로 개발사업을 중심으로 사업 영역을 확대해 나갈 개연성이 높다. 우선 신세계백화점 수서역, 광주신세계를 복합 사업으로 개발하고 장기적으로 신세계강남점 개발도 계획하고 있다. 이는 사업구조를 기존 백화점 중심에서 디벨로퍼로 진화하는 것으로 의미가 크다는 판단이다. 기존의 경쟁력을 바탕으로 사업모델을 확장하는 것이다. 백화점은 명품을 제외하면 뚜렷하게 성장하지는 않고 있다. 이에 점포 개발 노하우와 Key Contents를 결합하여 새로운 사업 영역으로 진입하는 것으로 해석한다. 단순 신규점 출점이 아닌 개발과 영업가치에 대한 시너지를 극대화하려는 모델인 것이다. 동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 360,000원으로 상향한다. 목표주가 변경은 Target Multiple(PER 12배 → 14배) 조정에 따라 이루어졌다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,357	6,570	6,992	7,098	7,022
영업이익	640	477	467	552	585
세전이익	453	195	100	382	444
지배주주순이익	225	108	6	244	273
EPS(원)	22,865	10,948	652	25,337	28,278
증가율(%)	-44.6	-52.1	-94.0	3,786.8	11.6
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.7	7.8	8.3
순이익률(%)	4.9	2.8	1.1	4.3	5.1
ROE(%)	5.4	2.5	0.1	5.4	5.7
PER	7.7	12.1	378.9	10.9	9.8
PBR	0.4	0.3	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.7	8.0	9.8	8.7	8.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

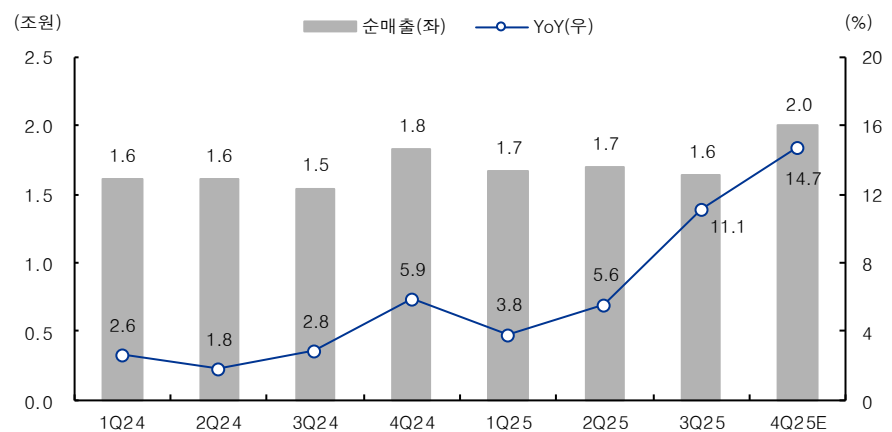
표 8. 신세계 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출	28,187	27,824	27,089	31,874	28,780	28,958	28,143	35,355	114,974	121,236	122,928
순매출	16,047	16,044	15,401	18,212	16,658	16,938	16,361	19,967	65,704	69,924	70,980
YoY, %	2.6	1.8	2.8	5.9	3.8	5.6	6.2	9.6	3.4	6.4	1.5
매출원가	6,255	6,062	6,017	6,841	6,381	6,731	6,567	7,715	25,175	27,394	26,932
YoY, %	6.9	-0.8	-1.0	-2.0	2.0	11.0	9.1	12.8	0.6	8.8	-1.7
매출총이익	9,792	9,982	9,384	11,371	10,277	10,207	9,794	12,252	40,529	42,530	44,048
YoY, %	0.1	3.5	5.5	11.3	5.0	2.3	4.4	7.7	5.1	4.9	3.6
매출총이익률, %	61.0	62.2	60.9	62.4	61.7	60.3	59.9	61.4	61.7	60.8	62.1
판매비와 관리비	8,162	8,807	8,454	10,334	8,954	9,454	8,797	10,660	35,757	37,865	38,527
YoY, %	-1.2	8.0	11.5	26.6	9.7	7.3	4.1	3.2	11.2	5.9	1.7
영업이익	1,630	1,175	930	1,035	1,323	753	997	1,592	4,770	4,665	5,521
YoY, %	7.0	-21.5	-29.4	-49.7	-18.8	-35.9	7.2	53.8	-25.4	-2.2	18.3
영업이익률, %	10.2	7.3	6.0	5.7	7.9	4.4	6.1	8.0	7.3	6.7	7.8

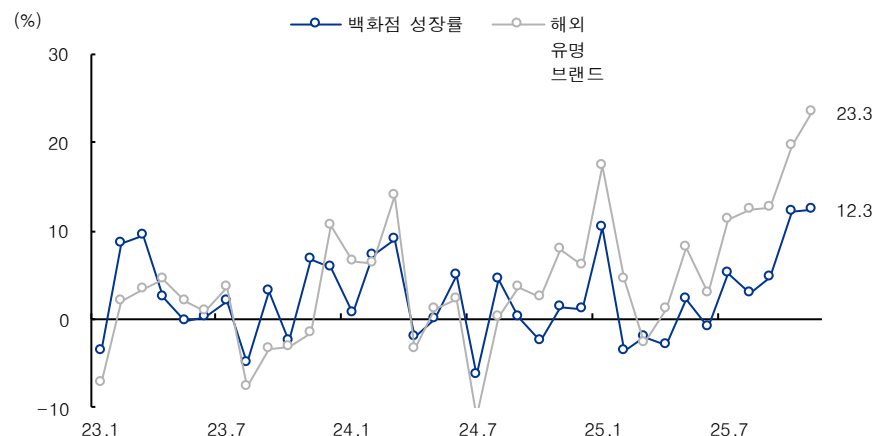
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 40. 신세계 순매출액 및 성장률 추이 및 전망



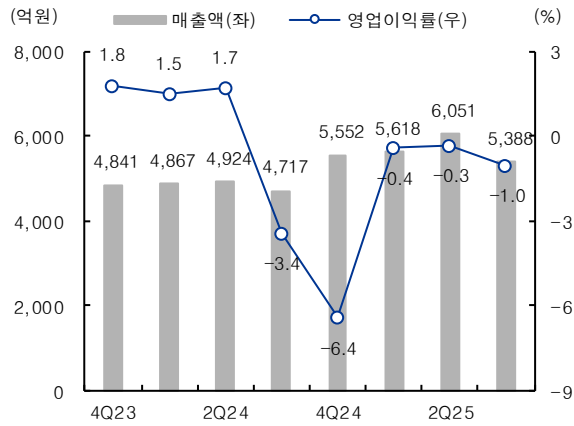
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 41. 명품 및 백화점 채널 매출액 성장률 추이



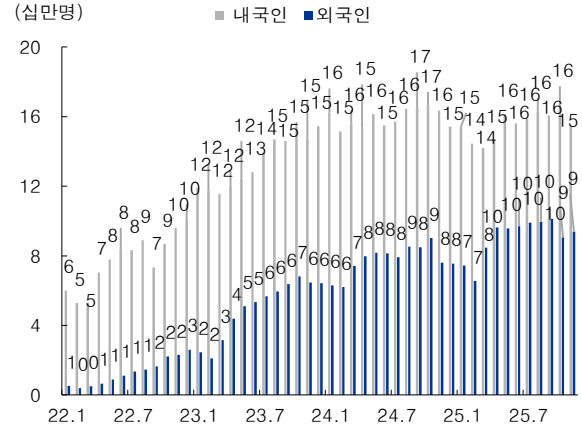
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 42. 신세계DF(면세점) 분기별 실적 추이



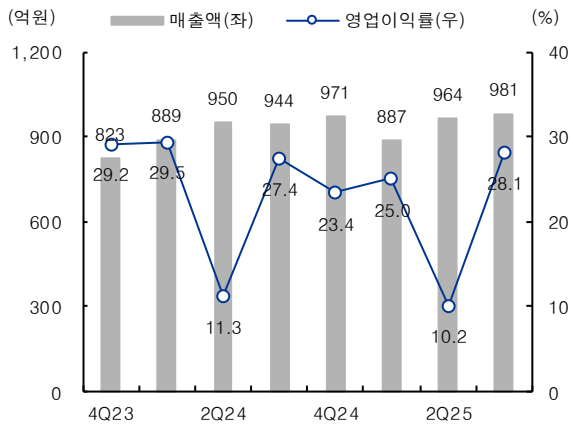
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 43. 월별 면세점 이용객 추이



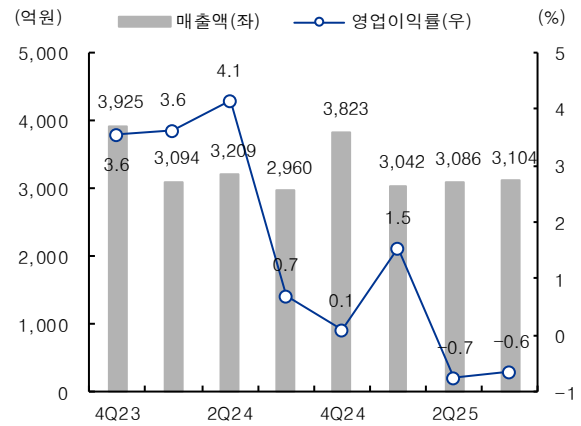
자료: 면세점협회, IBK투자증권

그림 44. 신세계 센트럴 분기별 실적 추이



자료: 신세계, IBK투자증권

그림 45. 신세계인터내셔널 분기별 실적 추이



자료: 신세계, IBK투자증권

신세계 (004170)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,357	6,570	6,992	7,098	7,022
증가율(%)	-18.6	3.4	6.4	1.5	-1.1
매출원가	2,502	2,518	2,739	2,693	2,588
매출총이익	3,855	4,053	4,253	4,405	4,434
매출총이익률 (%)	60.6	61.7	60.8	62.1	63.1
판매비	3,215	3,576	3,786	3,853	3,849
판매비율(%)	50.6	54.4	54.1	54.3	54.8
영업이익	640	477	467	552	585
증가율(%)	-0.9	-25.4	-2.2	18.3	6.0
영업이익률(%)	10.1	7.3	6.7	7.8	8.3
순금융손익	-91	-157	-149	-159	-131
이자손익	-127	-154	-158	-159	-131
기타	36	-3	9	0	0
기타영업외손익	-88	-113	-188	0	0
중속/관계기업손익	-7	-12	-29	-11	-11
세전이익	453	195	100	382	444
법인세	141	8	27	76	89
법인세율	31.1	4.1	27.0	19.9	20.0
계속사업이익	312	187	74	306	355
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	312	187	74	306	355
증가율(%)	-43.0	-40.2	-60.6	315.2	16.2
당기순이익률 (%)	4.9	2.8	1.1	4.3	5.1
지배주주당기순이익	225	108	6	244	273
기타포괄이익	-23	69	225	0	0
총포괄이익	289	255	299	306	355
EBITDA	1,137	958	947	1,026	1,068
증가율(%)	-7.1	-15.8	-1.1	8.3	4.1
EBITDA마진율(%)	17.9	14.6	13.5	14.5	15.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	22,865	10,948	652	25,337	28,278
BPS	427,477	433,221	461,996	483,243	506,976
DPS	4,000	4,500	4,500	5,000	5,500
밸류에이션(배)					
PER	7.7	12.1	378.9	10.9	9.8
PBR	0.4	0.3	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.7	8.0	9.8	8.7	8.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-18.6	3.4	6.4	1.5	-1.1
EPS증가율	-44.6	-52.1	-94.0	3,786.8	11.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.3	3.4	1.9	2.1	2.4
ROE	5.4	2.5	0.1	5.4	5.7
ROA	2.1	1.3	0.5	1.9	2.3
ROIC	4.8	2.7	1.0	4.2	4.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	132.7	136.4	139.1	128.5	121.8
순차입금 비율(%)	58.6	66.1	72.8	59.9	54.9
이자보상배율(배)	3.8	2.4	2.4	3.0	3.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	18.7	20.0	23.8	24.2	24.2
재고자산회전율	7.2	7.0	6.9	6.8	6.8
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,674	2,343	2,215	2,657	2,703
현금및현금성자산	802	582	235	852	858
유가증권	153	27	129	29	33
매출채권	369	289	299	287	293
재고자산	891	979	1,058	1,016	1,036
비유동자산	12,078	12,729	13,535	13,000	13,186
유형자산	7,280	7,795	7,780	7,839	7,914
무형자산	560	574	656	659	661
투자자산	2,298	2,239	2,801	2,260	2,343
자산총계	14,752	15,072	15,750	15,657	15,889
유동부채	4,944	4,947	5,128	4,808	4,710
매입채무및기타채무	99	123	239	203	215
단기차입금	1,125	885	1,163	1,073	990
유동성장기부채	1,001	1,072	929	849	769
비유동부채	3,468	3,750	4,035	3,996	4,014
사채	1,523	2,093	2,241	2,241	2,241
장기차입금	368	120	140	140	140
부채총계	8,412	8,697	9,162	8,804	8,724
지배주주지분	4,209	4,265	4,456	4,661	4,890
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	424	424	424	424
자본조정등	-87	-193	-157	-157	-157
기타포괄이익누계액	189	267	490	490	490
이익잉여금	3,655	3,718	3,650	3,855	4,084
비지배주주지분	2,131	2,110	2,131	2,193	2,275
자본총계	6,340	6,375	6,587	6,854	7,165
비이자부채	3742	3872	4005	3817	3900
총차입금	4,670	4,825	5,157	4,987	4,824
순차입금	3,715	4,215	4,794	4,106	3,933

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	791	776	769	806	836
당기순이익	312	187	74	306	355
비현금성 비용 및 수익	872	855	942	644	624
유형자산감가상각비	444	426	422	415	423
무형자산상각비	53	55	59	59	60
운전자본변동	-121	-41	-78	16	-13
매출채권등의 감소	-69	87	-8	12	-6
재고자산의 감소	-14	-78	-86	43	-20
매입채무등의 증가	-54	21	118	-36	12
기타 영업현금흐름	-272	-225	-169	-160	-130
투자활동 현금흐름	-912	-981	-1,150	181	-683
유형자산의 증가(CAPEX)	-601	-895	-447	-474	-498
유형자산의 감소	5	10	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	-13	-25	-62	-62
투자자산의 감소(증가)	-58	-19	-337	541	-83
기타	-245	-64	-343	176	-40
재무활동 현금흐름	-16	-17	33	-370	-147
차입금의 증가(감소)	157	202	-265	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-173	-219	298	-370	-147
기타 및 조정	1	2	1	0	0
현금의 증가	-136	-220	-347	617	6
기초현금	938	802	582	235	852
기말현금	802	582	235	852	858

매수 (유지)

목표주가 (유지) 104,000원
현재가 (1/20) 84,000원

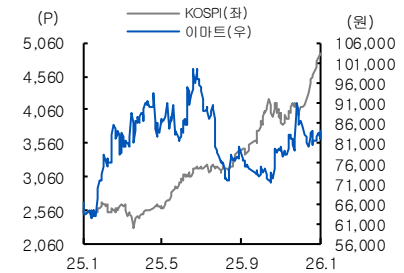
KOSPI (1/20)	4,885.75pt
시가총액	2,318십억원
발행주식수	27,596천주
액면가	5,000원
52주 최고가	99,400원
최저가	62,300원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	25.6%
배당수익률 (2025F)	3.1%

주주구성
정용진 외 1 인 28.85%
국민연금공단 7.89%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-19%	-43%	-35%
절대기준	-2%	-12%	27%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	104,000	104,000	-
EPS(25)	8,838	8,780	▲
EPS(26)	2,734	8,801	▼

이마트 상대주가 (%)



이마트 (139480)

행운의 원년

4분기 영업이익의 성장 기조 유지

동사의 4분기 영업이익은 흑자 전환 전환하며 매출액 7조 3,751억 원(전년 동기대비 +1.7%), 영업이익 1,143억 원(흑자전환)을 달성할 것으로 추정한다. 긍정적인 실적을 예상하는 이유는 1) 2024년 4분기 일회성 비용(통상 임금, 퇴직보상금 등) 1,895억 원 발생에 따른 기저와, 2) 고정비 감소 효과와 이어질 가능성이 높으며, 3) 지마켓 연결 편출에 따른 효과와, 4) 조선헤텔앤리조트의 실적 기여도 증가가 예상되기 때문이다. 다만, 할인점 기존점 성장률은 다소 부진한 것으로 추정되는데, 경기 회복 지연으로 필수소비재 판매가 둔화되며 나타나는 현상으로 해석한다.

2026년 의미 있는 점유율 성장 기대

2026년에는 의미 있는 점유율 성장을 기대한다. 그러한 이유는 경쟁업체의 폐점이 올해 본격화될 것으로 예상하기 때문이다. 홈플러스가 2025년 12월 29일 서울회생법원에 제출한 회생계획안에는 홈플러스 익스프레스 분리매각, 최대 41개의 점포 구조조정을 밝혔다. 점포수 기준 전체의 약 30% 규모를 구조조정하는 것으로 경쟁사 폐점에 따른 반사이익은 본격화될 가능성이 높다. 또한, 홈플러스 폐점 → 매입력 감소 → 가격경쟁력 약화 등에 따라 홈플러스 익스프레스의 경쟁력도 낮아질 전망이다. 이는 이마트의 SSM 점유율도 확대 가능하다는 의미이다. 특히, 이마트 점유율 확대가 기대되는 이유는 1) 전국구 유통망을 고르게 갖추고 있어 상대적으로 상권에 미치는 영향이 크고, 2) 트레이더스를 중심으로 유통망 확대가 이루어지고 있기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 104,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 104,000원을 유지한다. 성장세는 2026년에도 이어질 것으로 예상된다. 할인점 시장 재편과 수익성 개선 그리고 종속회사 영업실적 상승에 따라 펀더멘탈은 강화될 전망이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472	29,021	29,034	31,692	33,228
영업이익	-47	47	447	570	624
세전이익	-212	-605	386	158	194
지배주주순이익	-89	-590	245	75	109
EPS(원)	-3,196	-21,166	8,838	2,734	3,948
증가율(%)	-108.7	562.3	-141.8	-69.1	44.4
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.5	1.8	1.9
순이익률(%)	-0.6	-2.0	1.1	0.4	0.5
ROE(%)	-0.8	-5.4	2.3	0.7	1.0
PER	-24.0	-3.0	9.2	30.1	20.8
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.6	8.6	7.6	6.6	5.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

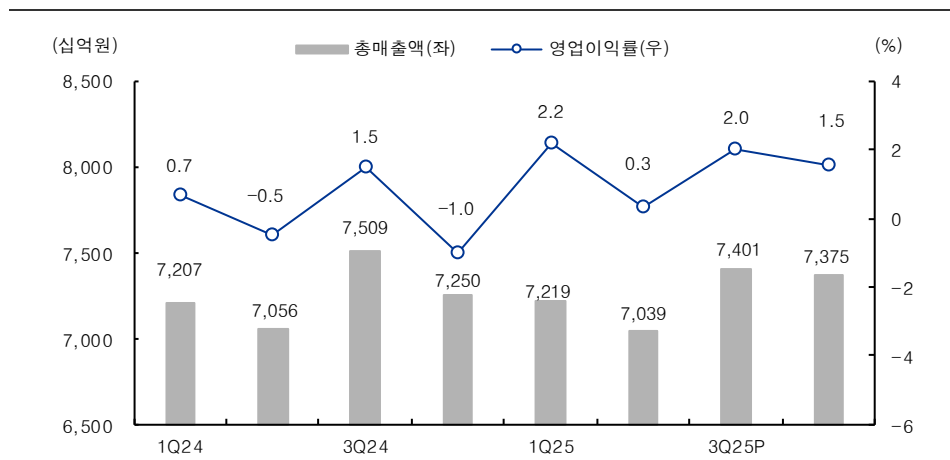
표 9. 이마트 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
총매출액	72,067	70,560	75,085	72,497	72,189	70,390	74,008	73,751	290,209	290,338	316,923
YoY, %	1.0	-2.2	-2.6	-2.2	0.2	-0.2	-1.4	1.7	-1.5	0.0	9.2
매출원가	49,756	48,396	51,794	49,802	49,470	48,396	50,973	50,664	199,748	199,503	217,694
YoY, %	-3.2	-6.2	-5.4	0.5	-0.6	0.0	-1.6	1.7	-3.6	-0.1	9.1
매출총이익	22,311	22,164	23,291	22,695	22,719	21,994	23,035	23,088	90,461	90,836	99,229
YoY, %	11.7	7.8	4.3	-7.4	1.8	-0.8	-1.1	1.7	3.5	0.4	9.2
매출총이익률, %	31.0	31.4	31.0	31.3	31.5	31.2	31.1	31.3	31.2	31.3	31.3
판매비	21,840	22,510	22,174	23,416	21,126	21,778	21,521	21,945	89,940	86,370	93,529
YoY, %	10.1	6.7	2.9	-7.9	-3.3	-3.3	-2.9	-6.3	2.3	-4.0	8.3
_인건비	7,997	7,918	7,882	9,775	7,923	7,679	7,568	8,081	33,572	31,250	29,055
_감가상각비	2,895	2,901	2,905	2,904	2,755	2,750	2,778	2,778	11,605	11,953	12,312
_무형자산상각비	585	590	596	607	356	361	359	359	2,378	2,449	2,522
_광고선전비	571	620	553	672	518	594	597	684	2,415	2,393	2,642
_기타 판매비	9,792	10,482	10,238	9,458	9,574	10,394	10,218	10,043	39,970	40,229	46,998
영업이익	471	-346	1,117	-726	1,593	216	1,514	1,143	516	4,466	5,700
YoY, %	245.0	적지	43.4	적지	238.2	흑전	35.5	흑전	흑전	765.5	27.6
영업이익률, %	0.7	-0.5	1.5	-1.0	2.2	0.3	2.0	1.5	0.2	1.5	1.8

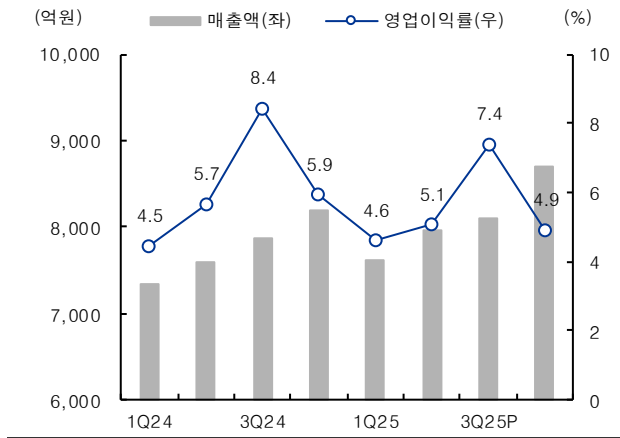
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 46. 이마트 분기별 영업실적 추이 및 전망



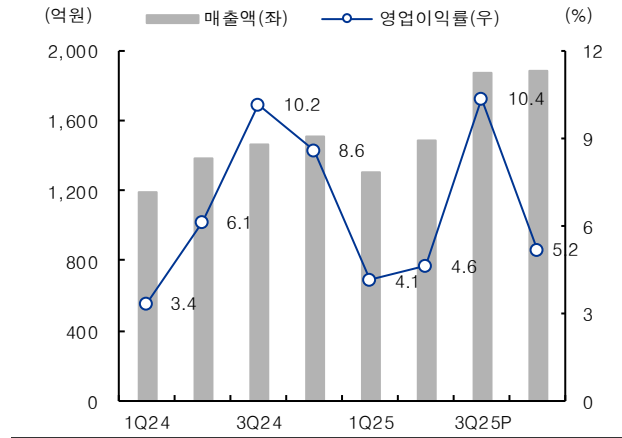
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 47. SKC(구, 스타벅스코리아) 영업실적 추이 및 전망



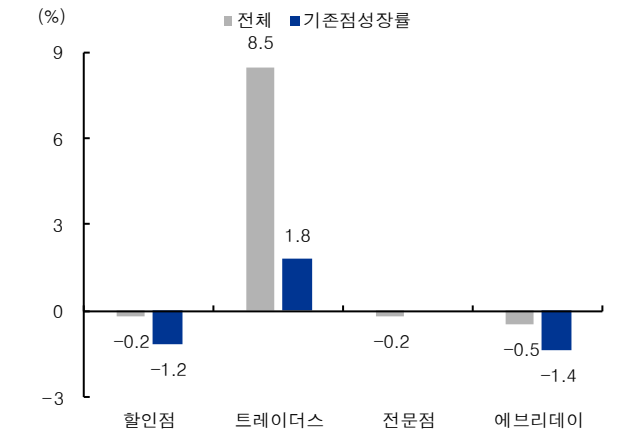
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 48. 조선평앤리조트 실적 추이 및 전망



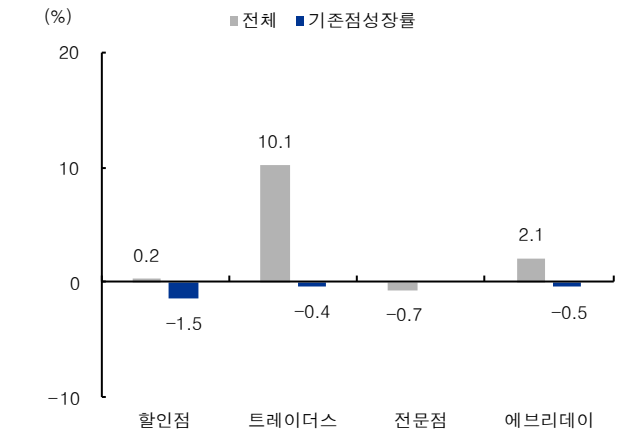
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 49. 2025년 누적 사업부별 신장률



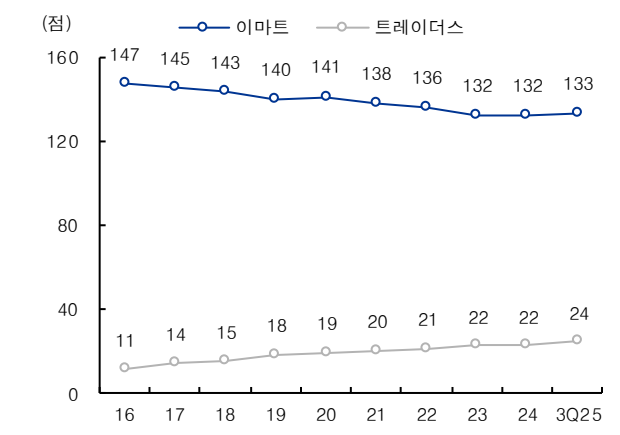
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 50. 2025년 12월 사업부별 신장률



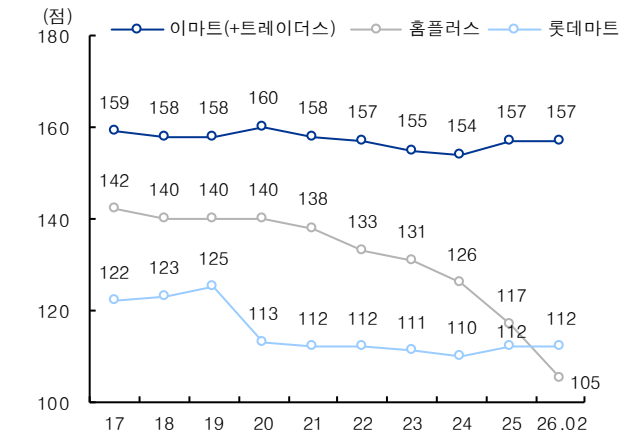
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 51. 이마트 할인점 기말 영업점포수 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 52. 국내 주요 할인점 기말 영업점포수 추이 및 전망



자료: 이마트, 언론보도, IBK투자증권

이마트 (139480)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	29,472	29,021	29,034	31,692	33,228
증가율(%)	0.5	-1.5	0.0	9.2	4.8
매출원가	20,728	19,980	19,950	21,769	22,816
매출총이익	8,744	9,041	9,084	9,923	10,412
매출총이익률 (%)	29.7	31.2	31.3	31.3	31.3
판매비	8,791	8,994	8,637	9,353	9,788
판매비율(%)	29.8	31.0	29.7	29.5	29.5
영업이익	-47	47	447	570	624
증가율(%)	-134.6	-200.3	848.4	27.6	9.4
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.5	1.8	1.9
순금융손익	-277	-399	-328	-398	-416
이자손익	-322	-365	-390	-364	-384
기타	45	-34	62	-34	-32
기타영업외손익	99	-276	239	-47	-50
종속/관계기업손익	12	23	28	33	36
세전이익	-212	-605	386	158	194
법인세	-25	-32	63	35	43
법인세율	11.8	5.3	16.3	22.2	22.2
계속사업이익	-187	-573	322	123	152
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-187	-573	322	123	152
증가율(%)	-118.6	205.9	-156.2	-61.7	22.9
당기순이익률 (%)	-0.6	-2.0	1.1	0.4	0.5
지배주주당기순이익	-89	-590	245	75	109
기타포괄이익	-207	295	532	0	0
총포괄이익	-394	-279	855	123	152
EBITDA	1,549	1,675	1,936	2,137	2,281
증가율(%)	-8.7	8.2	15.5	10.4	6.7
EBITDA마진율(%)	5.3	5.8	6.7	6.7	6.9

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-3,196	-21,166	8,838	2,734	3,948
BPS	410,873	372,745	400,898	401,205	402,241
DPS	2,000	2,000	2,500	3,000	3,500
밸류에이션(배)					
PER	-24.0	-3.0	9.2	30.1	20.8
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.6	8.6	7.6	6.6	5.9
성장성지표(%)					
매출증가율	0.5	-1.5	0.0	9.2	4.8
EPS증가율	-108.7	562.3	-141.8	-69.1	44.4
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	3.2	3.1	3.6	4.2
ROE	-0.8	-5.4	2.3	0.7	1.0
ROA	-0.6	-1.7	0.9	0.4	0.4
ROIC	-1.3	-4.5	3.0	1.3	1.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	141.7	157.4	149.9	152.4	153.3
순차입금 비율(%)	63.5	74.6	69.8	65.2	59.3
이자보상배율(배)	-0.1	0.1	0.9	1.2	1.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	25.1	22.9	22.8	22.7	22.1
재고자산회전율	15.2	14.9	14.1	14.6	14.2
총자산회전율	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	6,388	10,429	10,970	12,190	13,452
현금및현금성자산	1,771	1,775	1,528	2,140	2,950
유가증권	414	226	207	229	240
매출채권	1,315	1,216	1,328	1,470	1,540
재고자산	1,846	2,054	2,065	2,287	2,395
비유동자산	27,056	23,501	23,673	22,939	21,979
유형자산	10,042	9,731	9,289	7,998	6,690
무형자산	7,761	4,096	3,953	3,798	3,648
투자자산	3,780	4,242	5,419	5,729	5,918
자산총계	33,444	33,931	34,643	35,129	35,430
유동부채	10,374	10,804	11,002	11,292	11,454
매입채무및기타채무	1,479	1,393	1,416	1,568	1,643
단기차입금	1,159	961	905	941	980
유동성장기부채	1,975	2,204	2,021	2,021	2,021
비유동부채	9,236	9,942	9,780	9,920	9,988
사채	2,845	3,253	2,788	2,788	2,788
장기차입금	1,895	2,397	2,754	2,754	2,754
부채총계	19,610	20,747	20,783	21,212	21,442
지배주주지분	11,453	10,391	11,063	11,072	11,100
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,208	4,208	4,208	4,208
자본조정등	1,022	384	372	372	372
기타포괄이익누계액	656	1,020	1,543	1,543	1,543
이익잉여금	5,359	4,638	4,800	4,809	4,838
비지배주주지분	2,381	2,794	2,797	2,845	2,888
자본총계	13,834	13,184	13,861	13,917	13,988
비이자부채	8639	8909	9377	9769	9961
총차입금	10,971	11,838	11,406	11,443	11,481
순차입금	8,786	9,837	9,671	9,074	8,291

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,135	1,460	1,793	1,546	1,760
당기순이익	-187	-573	322	123	152
비현금성 비용 및 수익	2,251	2,807	1,837	1,978	2,086
유형자산감가상각비	1,362	1,382	1,338	1,411	1,507
무형자산상각비	234	246	151	156	150
운전자본변동	-353	-372	22	-191	-94
매출채권등의 감소	-218	4	-1,558	-143	-70
재고자산의 감소	41	-210	-168	-222	-109
매입채무등의 증가	-197	-96	1,605	152	74
기타 영업현금흐름	-576	-402	-388	-364	-384
투자활동 현금흐름	-809	-892	258	-1,043	-934
유형자산의 증가(CAPEX)	-766	-651	-557	-120	-200
유형자산의 감소	162	24	169	0	0
무형자산의 감소(증가)	-60	-27	-26	0	0
투자자산의 감소(증가)	-234	-440	-308	-471	-372
기타	89	202	980	-452	-362
재무활동 현금흐름	176	-153	-2,441	109	-16
차입금의 증가(감소)	484	632	-199	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-308	-785	-2242	109	-16
기타 및 조정	0	-411	143	0	0
현금의 증가	502	4	-247	612	810
기초현금	1,269	1,771	1,775	1,528	2,140
기말현금	1,771	1,775	1,528	2,140	2,950

매수 (유지)

목표주가 (유지) 56,000원
현재가 (1/20) 41,050원

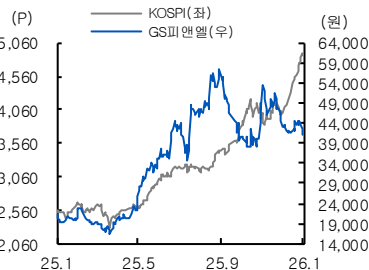
KOSPI (1/20) 4,885.75pt
시가총액 814십억원
발행주식수 19,831천주
액면가 1,000원
52주 최고가 57,600원
최저가 16,590원
60일 일평균거래대금 9십억원
외국인 지분율 12.2%
배당수익률 (2025F) 0.4%

주주구성
GS 외 2 인 58.62%
국민연금공단 6.06%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	-21%	-38%	-2%
절대기준	-5%	-6%	90%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	56,000	56,000	-
EPS(25)	1,577	1,577	-
EPS(26)	2,891	2,891	-

GS피앤엘 상대주가 (%)



GS피앤엘 (499790)

필수 소비재 호텔

구조적 성장 구간에서 매수는 필수

2026년 호텔산업은 다시 한번 성장할 것으로 예상된다. 특히, GS피앤엘의 경우 주요 사이트 호텔 실적이 개선되는 구간에 진입하는 만큼 긍정적 시각을 유지할 필요가 있다. 2026년 호텔 산업을 긍정적으로 예상하는 이유는 1) 2025년 K-컨텐츠 열풍이 방한 외국인 수요로 이어지기 시작했고, 2) 한일령 여파에 따라 중국인 수요가 본격화될 가능성이 높으며, 3) 호텔 공급부족 현상과, 4) 공항 운송 능력 확대에 따른 효과도 기대되기 때문이다. 2026년 방한 외국인 수요는 전년대비 +10.6% 증가한 2,100만명 수준으로 추정하고 있다. 이도 보수적이라 판단하는데, 이미 2025년 하반기 분기별 500만명에 육박하는 방한 외국인 수요가 나타났고, 중국인 무비자 입국 허용이 10월부터 이루어졌기 때문이다.

웨스틴 파르나스, 나인트리, 제주파르나스 실적 기여도 확대

2026년 펀더멘탈이 강화될 것으로 예상되는 이유는 ▶ 웨스틴 파르나스 리뉴얼 후 영업재개, ▶ 나인트리 ADR 상승에 따른 기여도 확대, ▶ 내국인 제주 입도객 증가에 따른 제주파르나스 실적 확대가 기대되기 때문이다. 2025년 웨스틴 서울 파르나스는 리뉴얼로 인한 영업중단으로 -300억 원에 달하는 영업 적자를 기록하였다. 2026년에는 재오픈 이후 4개월로 접어든다는 점에서 영업이익은 흑자로 전환될 전망이다. 제주파르나스의 경우 2025년 상반기까지 내국인 입도객의 급격한 감소로 부진했지만, ▶ 외국인 수요 급증, ▶ 내국인 수요 회복에 따라 실적은 큰 폭으로 증가할 가능성이 높다. 2025년 제주파르나스 영업실적은 흑자로 전환된 것으로 추정되며, 올해, 영업이익 규모가 더욱 확대될 전망이다.

2026년은 전 사이트 실적 개선으로 펀더멘탈 개선이 예상되는 만큼 긍정적 시각을 제시한다. 투자의견 매수, 목표주가 56,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0	38	480	651	669
영업이익	0	0	75	118	126
세전이익	0	-1	60	107	124
지배주주순이익	0	-1	31	57	66
EPS(원)	0	-49	1,577	2,891	3,348
증가율(%)	0.0	0.0	-3,346.8	83.3	15.8
영업이익률(%)	0	0.0	15.6	18.1	18.8
순이익률(%)	0	-2.6	9.8	12.7	14.3
ROE(%)	0.0	-0.1	3.7	6.4	7.0
PER	0.0	-457.0	26.6	14.8	12.7
PBR	0.0	0.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	0.0	260.9	12.4	8.1	6.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

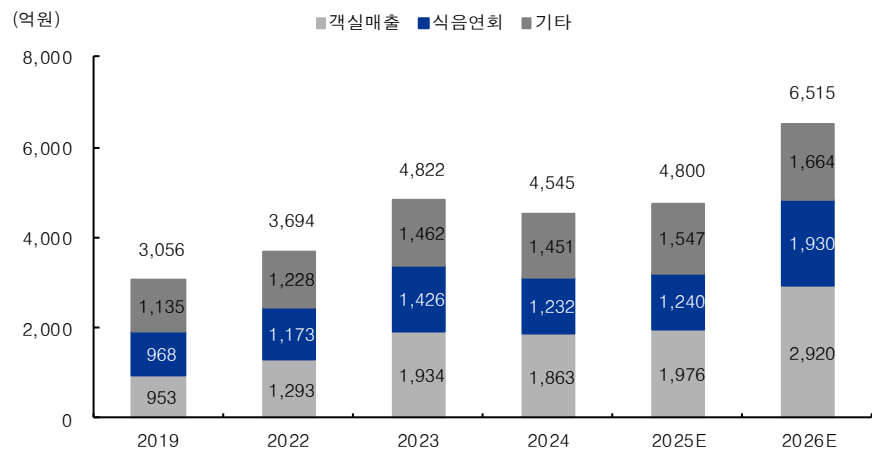
표 10. GS피앤엘 실적테이블

(단위: 억 원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	945	1,121	1,220	1,514	1,421	1,658	1,751	1,685	4,800	6,515
_ 객실매출	343	460	511	662	614	758	788	760	1,976	2,920
_ 연회 및 식음	228	271	293	448	414	489	526	501	1,240	1,930
_ 임대매출	234	241	238	239	246	253	249	251	952	999
_ 기타	139	150	179	164	146	158	188	173	596	664
매출원가	709	915	928	1,106	1,015	1,287	1,292	1,230	3,658	4,823
매출총이익	235	207	292	408	406	371	460	455	1,143	1,691
매출총이익률, %	24.9	18.4	24.0	27.0	28.6	22.4	26.3	27.0	23.8	26.0
판매 및 일반관리비	83	91	93	125	124	130	131	131	393	516
영업이익	152	116	199	283	282	241	329	324	750	1,176
영업이익률, %	16.1	10.3	16.3	18.7	19.9	14.5	18.8	19.2	15.6	18.0

자료: GS피앤엘, IBK투자증권

그림 53. 파르나호텔 분류별 매출액 추이 및 전망



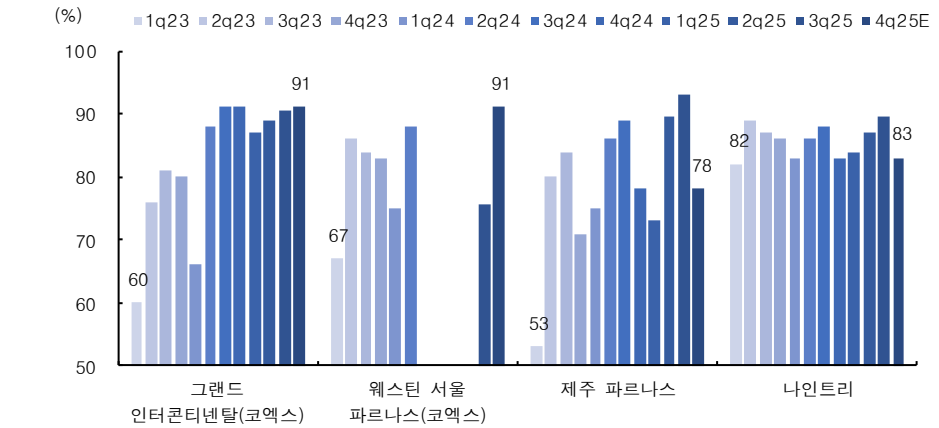
자료: GS피앤엘, IBK투자증권

표 11. GS피앤엘 보유 호텔 현황

구분	이름	지역	객실수	개관
5성급 (★★★★★)	그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	550실	88년 08월
	웨스턴 서울 파르나스	서울 강남구 삼성동	564실	25년 09월
	파르나스 호텔 제주	제주 서귀포시 색달동	307실	22년 07월
4성급 (★★★★)	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 II	서울 중구 초동	408실	17년 03월
	나인트리 바이 파르나스 서울 인사동	서울 종로구 관훈동	301실	19년 10월
	나인트리 바이 파르나스 서울 판교	성남시 수정구 시흥동	315실	21년 06월
	나인트리 프리미어 로카우스(위탁운영)	서울 용산구 한강로3가	274실	23년 04월
3성급 (★★★)	나인트리 바이 파르나스 서울 명동 I	서울 중구 명동	144실	12년 12월
	나인트리 바이 파르나스 서울 동대문	서울 중구 을지로	219실	20년 01월
레지던스	레스케이프 양양 바이 파르나스	경기도 양양군(낙산)	393실	27년 예정
합계 (레스케이프 양양 제외)			3,082실	

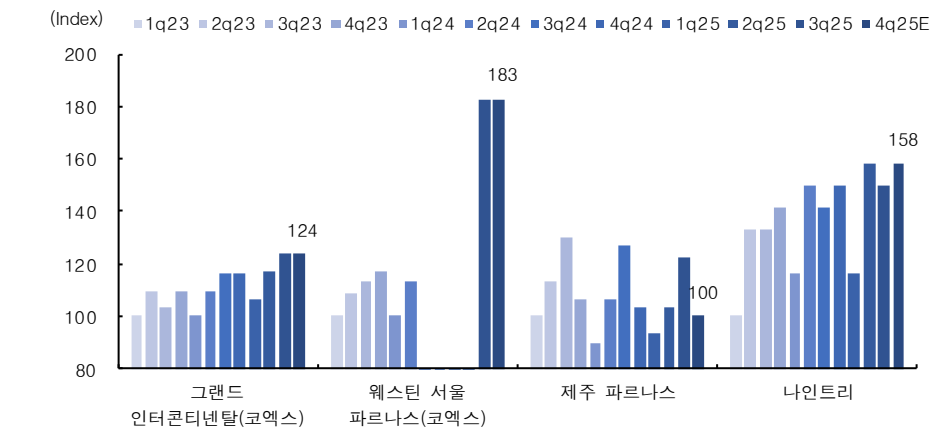
자료: GS피앤엘, IBK투자증권

그림 54. 파르나스호텔 OCC 추이



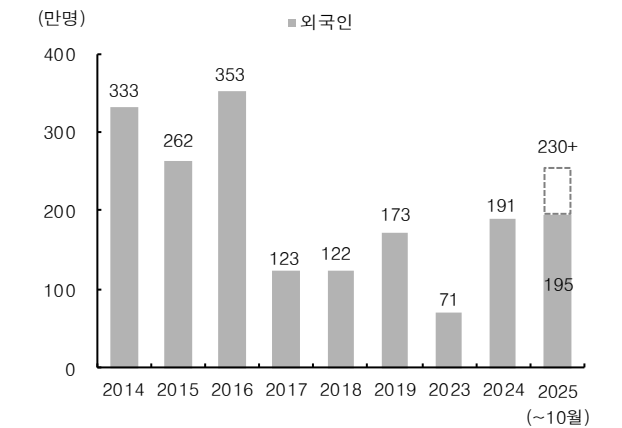
자료: 업계자료, IBK투자증권

그림 55. 파르나스호텔 ADR 추이 (1Q23=100)



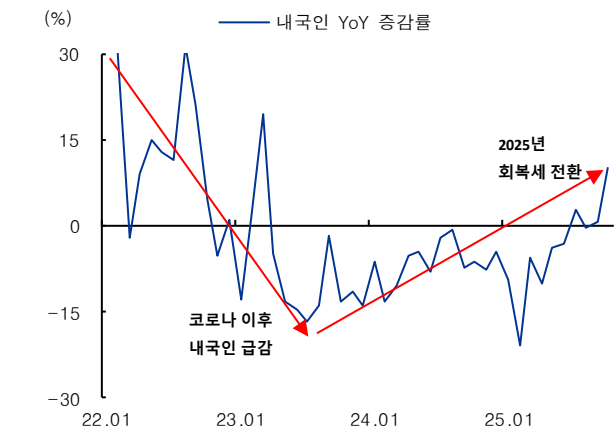
자료: 업계자료, IBK투자증권

그림 56. 제주도 외국인 관광객 추이



자료: 제주관광빅데이터, IBK투자증권

그림 57. 제주도 내국인 관광객 YoY 증감률 추이



자료: 제주관광빅데이터, IBK투자증권

GS피앤엘 (499790)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0	38	480	651	669
증가율(%)	na	na	1,152.5	35.7	2.8
매출원가	0	33	366	482	482
매출총이익	0	5	114	169	187
매출총이익률 (%)	0	13.2	23.8	26.0	28.0
판매비	0	5	39	52	61
판매비율(%)	0	13.2	8.1	8.0	9.1
영업이익	0	0	75	118	126
증가율(%)	na	na	na	56.7	7.2
영업이익률(%)	0	0.0	15.6	18.1	18.8
순금융손익	0	-1	-15	-10	-2
이자손익	0	-1	-14	-10	-2
기타	0	0	-1	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	-1	60	107	124
법인세	0	0	14	24	28
법인세율	na	0.0	23.3	22.4	22.6
계속사업이익	0	-1	47	83	96
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-1	47	83	96
증가율(%)	na	na	-4,192.0	79.0	15.8
당기순이익률 (%)	0	-2.6	9.8	12.7	14.3
지배주주당기순이익	0	-1	31	57	66
기타포괄이익	0	1	-1	0	0
총포괄이익	0	0	46	83	96
EBITDA	0	5	143	196	222
증가율(%)	na	na	2,736.5	37.0	13.1
EBITDA마진율(%)	0	13.2	29.8	30.1	33.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	0	-49	1,577	2,891	3,348
BPS	0	42,183	43,740	46,481	49,529
DPS	0	0	150	300	350
밸류에이션(배)					
PER	0.0	-457.0	26.6	14.8	12.7
PBR	0.0	0.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	0.0	260.9	12.4	8.1	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	1,152.5	35.7	2.8
EPS증가율	0.0	0.0	-3,346.8	83.3	15.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.4	0.7	0.8
ROE	0.0	-0.1	3.7	6.4	7.0
ROA	0.0	-0.1	2.0	3.3	3.6
ROIC	0.0	-0.1	3.9	6.9	8.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	83.5	93.4	93.6	87.5
순차입금 비율(%)	na	38.6	41.7	22.9	10.1
이자보상배율(배)	0.0	0.0	5.0	7.2	7.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	18.9	20.0	19.2
재고자산회전율	0.0	0.0	143.6	130.7	125.9
총자산회전율	0.0	0.0	0.2	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	0	34	125	347	510
현금및현금성자산	0	8	64	280	441
유가증권	0	0	15	17	17
매출채권	0	20	31	34	35
재고자산	0	2	5	5	5
비유동자산	0	2,236	2,343	2,280	2,204
유형자산	0	1,269	1,406	1,368	1,315
무형자산	0	13	14	13	12
투자자산	0	7	7	7	7
자산총계	0	2,270	2,467	2,627	2,714
유동부채	0	227	224	292	279
매입채무및기타채무	0	6	9	10	11
단기차입금	0	12	13	9	6
유동성장기부채	0	30	0	0	0
비유동부채	0	806	968	978	988
사채	0	0	100	100	100
장기차입금	0	140	210	210	210
부채총계	0	1,033	1,191	1,270	1,267
지배주주지분	0	837	867	922	982
자본금	0	20	20	20	20
자본잉여금	0	818	818	818	818
자본조정등	0	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	-1	31	85	145
비지배주주지분	0	400	409	435	465
자본총계	0	1,237	1,276	1,356	1,447
비이자부채	0	547	580	663	663
총차입금	0	486	611	607	604
순차입금	0	478	532	311	146

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	-5	123	160	192
당기순이익	0	-1	47	83	96
비현금성 비용 및 수익	0	7	95	89	98
유형자산감가상각비	0	5	67	78	95
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본변동	0	-9	7	-2	-1
매출채권등의 감소	0	0	-6	-3	-1
재고자산의 감소	0	0	-3	-1	0
매입채무등의 증가	0	0	2	1	0
기타 영업현금흐름	0	-2	-26	-10	-1
투자활동 현금흐름	0	-13	-202	-19	-20
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-14	-190	-40	-42
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-13	0	0
기타	0	1	1	21	22
재무활동 현금흐름	0	15	135	74	-10
차입금의 증가(감소)	0	15	42	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	0	93	74	-10
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	0	-3	56	215	162
기초현금	0	11	8	64	280
기말현금	0	8	64	280	441

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 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

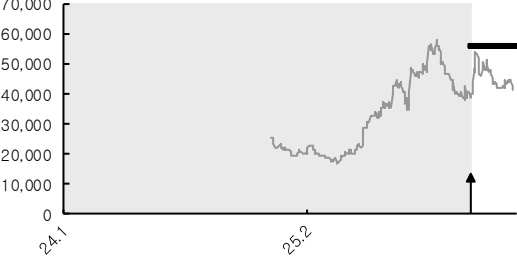
투자 등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자 등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

신세계	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.09	매수	240,000	-29.03	-24.17
	2024.02.07	매수	270,000	-38.85	-29.81
	2024.08.07	매수	220,000	-35.22	-26.23
	2025.02.05	매수	180,000	-7.07	14.17
	2025.11.10	매수	250,000	-11.81	-4.60
	2025.12.03	매수	300,000	-14.34	-4.83
	2026.01.21	매수	360,000		
이마트	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	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	-22.14	-9.04
	2025.02.21	매수	95,000	-14.39	-6.95
	2025.04.10	매수	104,000	-20.28	-4.42
	2026.01.21	매수	104,000		

GS피앤엘	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
(원) 	2025.11.11	매수	56,000	-18.58	-4.29
	2026.01.21	매수	56,000		



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kiith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“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 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	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