



CONTENTS

01/	2026 OUTLOOK	03
02/	유통 산업	11
03/	유통 기업	25

01

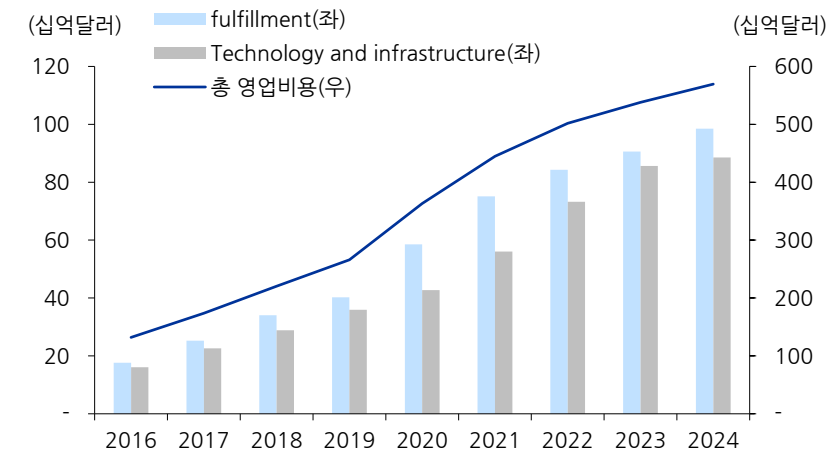
2026 OUTLOOK

Global Retail

사람이 필요 없어지는 해외 유통업의 물류

- 한국에서 단기간에 물류 사업 전체를 자동화 할 수는 없으나 점차 자동화 물류 시스템을 100%에 가깝게 도입하게 될 것
- 아마존은 2033년까지 사업 운영의 약 75%를 자동화하겠다는 목표 하에 미국 내 최대 60만 명의 인력 로봇으로 대체하겠다는 내부 문건 발견
- 2027년까지 미국 내 16만명(전체 인력의 약 30%)을 자동화 인력으로 대체 목표. 자동화 목표 현실화되면 배송 건당 약 30센트의 비용 절감 효과 발생되며 약 3년간 약 126억 달러의 운영비 절감 가능하게 됨
- 한국: 롯데쇼핑이 오카도 자동화물류센터에 약 9,500억(전국 6개 지역, 2030년까지) 투자, 내년 상반기 부산 1공장(2,000억원 투자, 면적 4.2만㎡) 가동 예정으로 배송 처리량을 기존 2배 확대 목표/ 쿠팡 풀필먼트센터는 인공지능 기반 오토메이션 팩토리 보유했으며 자동화 인력 연내 1천명 예상

아마존 물류 관련 비용 추이



자료: 회사자료, 유진투자증권

롯데쇼핑 오카도 공장



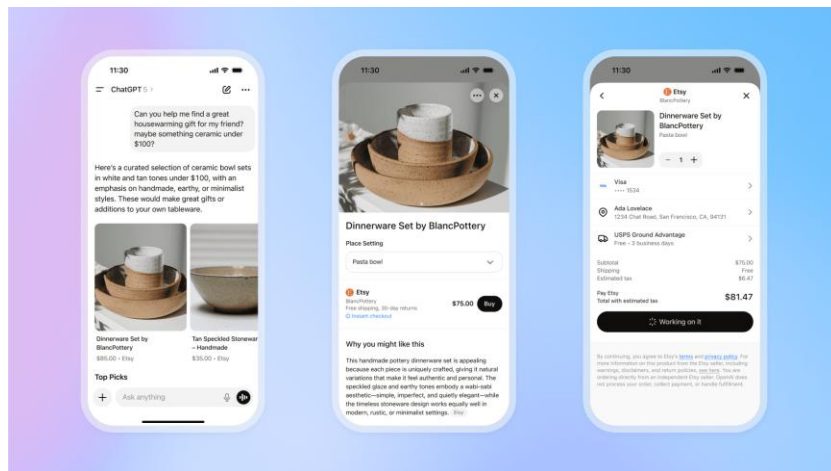
자료: 언론보도, 유진투자증권

Global Retail

사람이 필요 없어지는 해외 유통업의 서비스센터

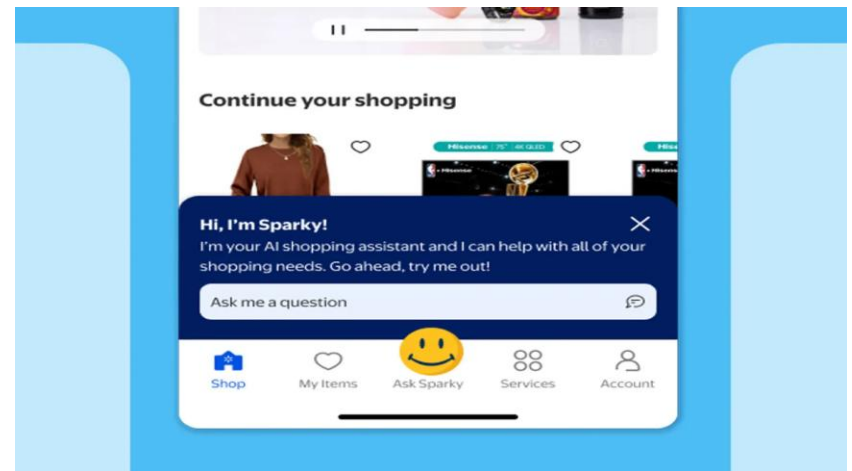
- 챗GPT와 월마트가 제공하는 AI 쇼핑(Instant Checkout)은 고객과 AI가 대화를 통해 제품 검색-추천-비교-결제까지 할 수 있는 새로운 소비 패턴 '에이전틱 커머스(Agentic Commerce)의 시작 알림. 고객들이 챗GPT의 대화창에서 바로 쇼핑을 할 수 있는 '즉시 결제' 서비스 도입
- 챗GPT는 커머스 플랫폼간 결합 모색 중: 지난달에는 쇼피파이, 오티와도 유사한 협력을 발표
- 이미 월마트는 스파키(앱 내장), 아마존은 루퍼스라는 자체 AI 쇼핑 도우미 보유했지만 외부 채널을 통해 제품 구입 유인이라는 점이 다름
- 향후 챗GPT 내 쇼핑 시, 제품 추천 알고리즘과 유통 기업들과의 광고 수입 배분 관련 노이즈 발생 가능성 존재

Instant Checkout 화면



자료: 언론 보도, 유진투자증권

월마트의 Sparky 화면



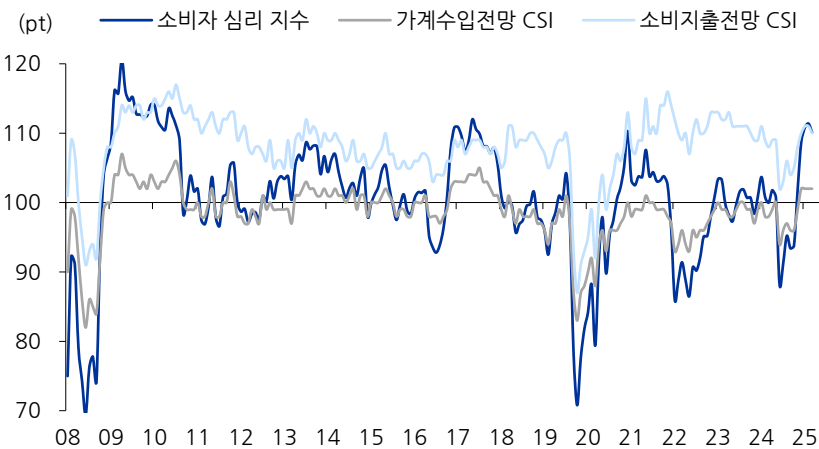
자료: 언론 보도, 유진투자증권

소비 심리의 반등

2025년 소비쿠폰 소비 심리 물꼬로 소비심리지수 110대까지 반등

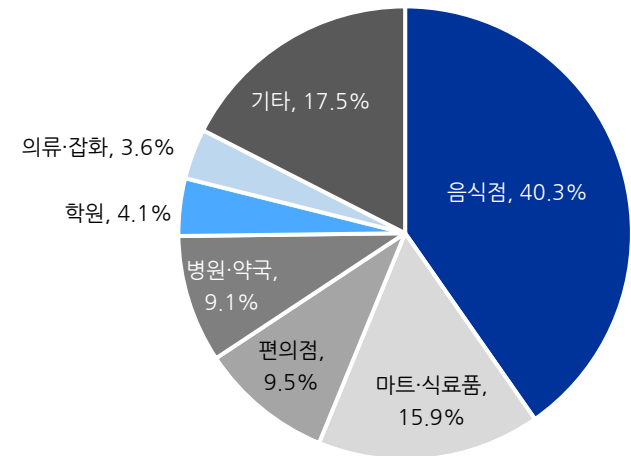
- 2025년 소비쿠폰은 소비 심리에 물꼬를 트는 작용했으며 내년 상반기까지 낮은 기저 효과 누릴 것. 다만 내년 하반기부터는 기저 부담 다소 높아짐
- 2025년 민생회복 소비쿠폰 지급액(10/13 기준)은 1차 9조693억원(전체 중 98.96% 지급), 2차 3조4,080억(전체 중 74.7% 지급)
- 지원금은 주로 신발, 의복, 안경 등 준내구재에 사용되어 소매판매액 증가율을 큰 폭 상승시키지는 못 했지만 하락폭을 줄이는데 기여했을 것
- 소비처: 전연령대는 외식(30.4%), 생필품(30.2%), 2030은 문화,여가,취미활동, 미용, 4050은 생필품, 교육, 학원비, 60대는 생필품, 건강, 의료
- 업종별 사용액: 음식점(40.3%), 마트·식료품(15.9%), 편의점(9.5%), 병원·약국(9.1%), 학원(4.1%), 의류·잡화(3.6%)순

소비자심리지수 추이



자료: 한국은행, 유진투자증권

민생회복지원금 사용처



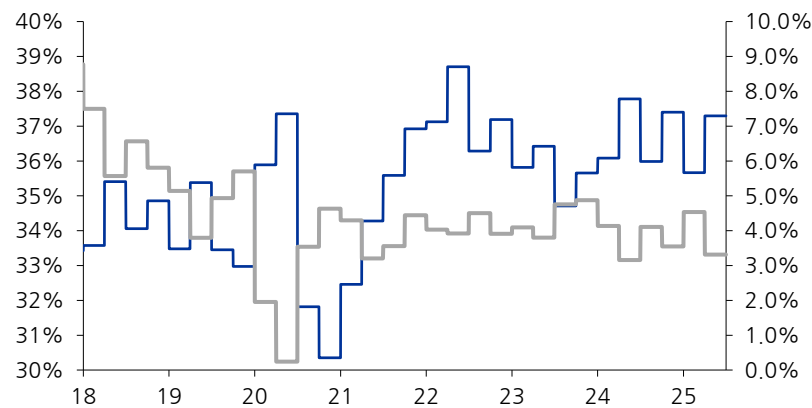
자료: 언론자료, 유진투자증권

한결 가벼워진 비용

비용효율화 효과 나타나는 시기

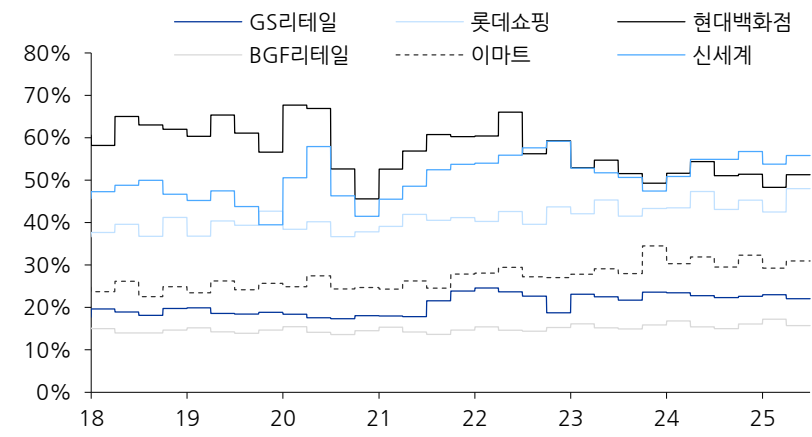
- 2023년부터 고정비(유틸리티, 감가상각비, 광고판관비) 증가 추세였으나 2024년부터 감축 가능한 고정 비용 절감 노력 이어지고 있음
- 2026년부터 불필요한 비용 감축 및 소비 심리 회복으로 본격 영업이익 증익 가능할 것

유통 6사 평균 판관비율과 영업이익율 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권
참고: 유통6사는 현대백화점, 신세계, 이마트, GS리테일, BGF리테일, 롯데쇼핑,

유통 6사 판관비율 추이



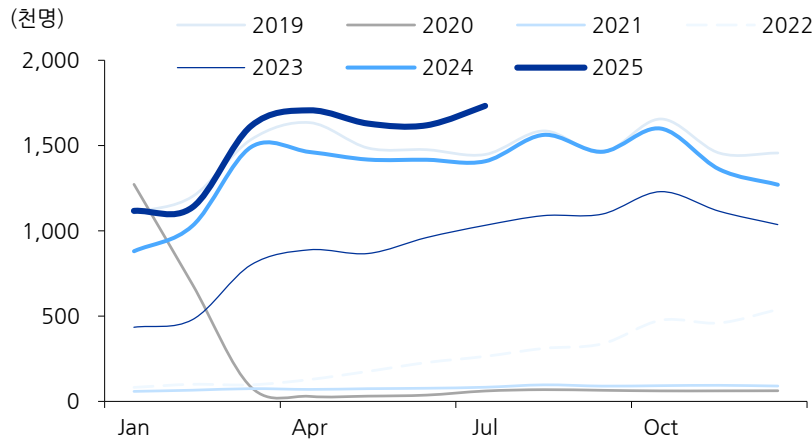
자료: Quantiwise, 유진투자증권
참고: 유통6사는 현대백화점, 신세계, 이마트, GS리테일, BGF리테일, 롯데쇼핑,

폭발적으로 늘어날 외국인 방문객

새로운 고객군의 등장

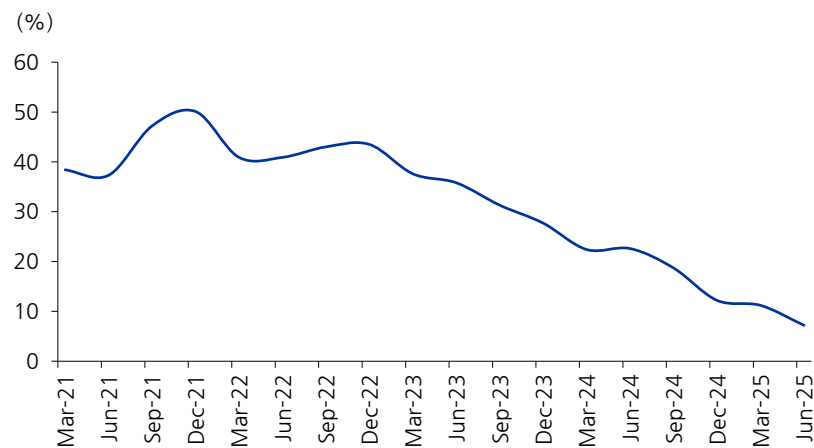
- 외국인 방문객수 2025년 7월 누적 기준 1,056만명 기록. 올해 2019년 역대 최대 입국인수 1,750만명 도달할 것으로 보임
- 유통은 내수 성장이 크지 않기 때문에 외국인 관광객이라는 신규 고객은 매출 모멘텀으로 작용 가능한 요소
- 유통 주요 상권 외국인 매출 비중 20% 이상 기록. 빠르게 성장중 명동 공실률 7.2%까지 줄어듦
- 기존 외국인 방문 대표 유통 채널이었던 면세점보다는 놀거리·먹거리 갖춘 백화점, 신형 유통 채널(올리브영, 다이소, 무신사)에 활기

외국인 입국객 추이



자료: TourGo, 유진투자증권

명동 중대형 상가 공실률 추이



자료: 한국부동산원, 유진투자증권

올해부터 살며시 시작되는 매장 출점

올해부터 복합쇼핑몰 위주의 매장 출점 시작

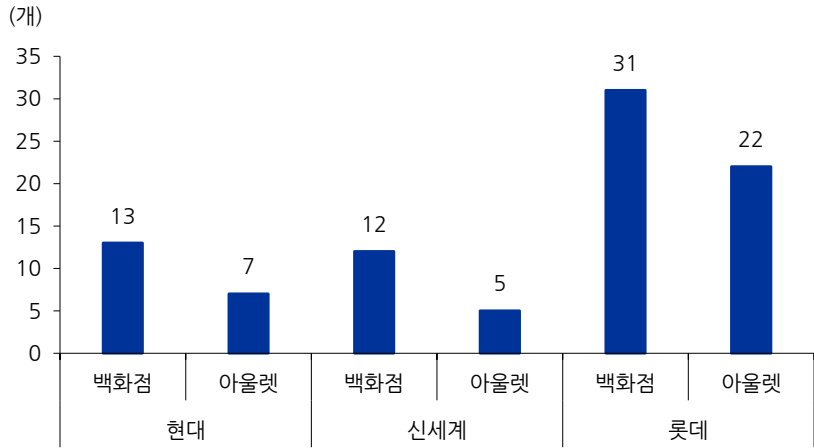
- 유통 산업에서 2025년 멈췄던 매장 출점은 2026년부터 시작
- 신규 매장은 서울 내 백화점 보다는 서울 외 지역 복합쇼핑몰 출점하는 기조로 출점 비용 감축하고 수익성 확보 측면 유리
- 백화점은 기존 매장에 명품 입점, 리뉴얼로 상위 매출 매장에 자원 집중시키는 전략으로 판단
- 2025년 현재 기준 점포수 현대백화점 백화점 13개, 아울렛 7개/ 신세계 백화점 12개 아울렛 5개/ 롯데 백화점 31개 아울렛 22개

백화점/복합쇼핑몰 개점 계획

연도	개점 예상	유통사	업태	점포명	위치
2026	하반기	롯데	복합쇼핑몰	타임빌라스 송도	인천 연수구 송도동
	하반기	롯데	복합쇼핑몰	타임빌라스 수성	대구 수성알파시티
2027	상반기	현대	복합쇼핑몰	더현대 부산	부산 강서구 에코델타시티
	연말	신세계	복합쇼핑몰	스타필드 청라	인천시 서구 경서동 청라 국제도시
2028	상반기	현대	백화점	더현대 광주	광주광역시 북구 임동
	하반기	신세계	복합쇼핑몰	스타필드 창원	창원시 의창구 중동
	-	신세계	복합 문화단지	더 그레이트 광주 (백화점 확장 개점)	광주광역시 서구 광천동
2029	-	신세계	백화점	수서점	서울 강남구 수서역 환승센터
2030	-	신세계	복합 문화공간	송도점	

자료: 언론종합, 유진투자증권

대형 유통사별 백화점/복합쇼핑몰 매장수



자료: 언론종합, 유진투자증권

유통업계 셀럽들

거물이 되어가는 비상장사

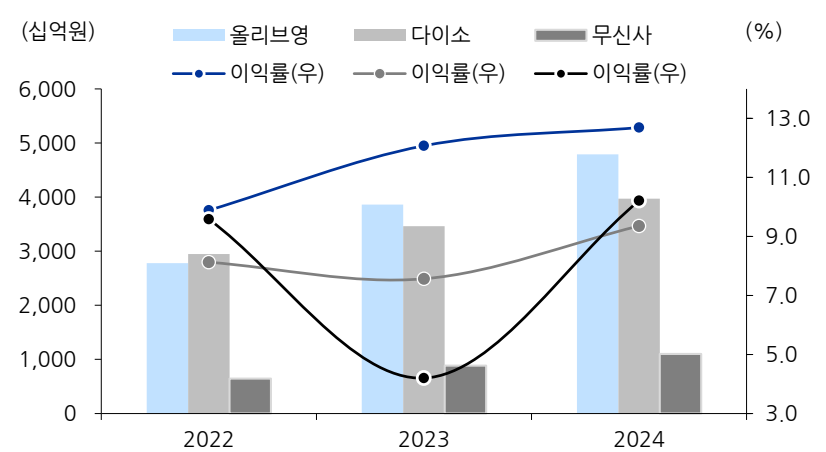
- **올리브영**: K-뷰티 인기와 관광 특화 매장 활용해 글로벌몰(미국, 일본, 동남아, 영국 등 150여 개국) 및 PB 해외 판매 확대 집중. 해외 오프라인 매장은 내년 상반기 미국 LA 오픈 예정. 1H25 기준 글로벌몰 매출 70% 증가, 회원 335만 명, 미국·일본·동남아 매출 전년대비 2~3배 성장
- **무신사**: 일본, 중국, 동남아에서 플랫폼·브랜드 동시 진출, 5년 내 글로벌 거래액 3조원 달성 목표. 25년 일본 글로벌 스토어 거래액이 전년대비 2배 성장, 1분기 최초 분기 흑자. 올해 12월 중국 매장 오픈 예정 및 5년 내 100개 오픈 계획. 물류 투자 확대, 현지 브랜드 육성, 로컬 파트너십 추진
- **다이소**: 저가 상품, 생활용품 중심 외에도 화장품, 건기식으로 사업 포트폴리오를 강화. 점포 확대보다는 대형화 리뉴얼, 해외 카드 결제 매출 및 외국인(특히 중국·일본인) 고객 성장에 집중

올다무 전략 정리

기업	해외 진출	주요 국가	주요 성과/매출	향후 전략
올리브영	글로벌몰(직구), 관광객 유치	미국, 일본, 동남아, 영국 등 150 개국(글로벌몰)	글로벌몰 회원 335만명, 매출 70% 성장	PB브랜드 해외, 글로벌몰 물류 고도화, 인큐베이팅
무신사	글로벌몰, 일부 오프라인	일본, 중국, 미국, 동남아, 유럽, 중동	일본 거래액 17배 성장, 1분기 2배 성장	오프라인 글로벌 매장 순차 오픈, 파트너십, 현지화
아성다이소	국내 중점, 관광객 유치	-	-	PB·신사업, 글로벌 소싱확대, 관광객 소비, 공급망 혁신

자료: 유진투자증권

올다무 실적 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

02

유통 산업

유통 산업 Quick View

- 유통 산업 채널별 매출 성장 전망: 온라인 > 백화점 > 편의점 > 대형마트 > 면세점

전망 및 현황

백화점

- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 하이엔드와 가성비비의 양극화 지속 전망
- 분기별 성장률: 2분기 -0.5%, 8월 누적 +0.5%
- 비중: 명품 35.8%, 식품 13.8%, 의류 16.9%

편의점

- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 매장 출점수 25년 대비 소폭성장 전망
- 분기별 성장률: 2분기 -0.5%, 8월누적 -0.6%
- 비중: 비식품 44.0%(담배 39.1%), 식품 56%

대형 마트

- 연간 매출 로우싱글 하락 전망. 내식 수요 증가는 긍정적, 홈플러스 영업 종료는 부정적
- 분기별 성장률: 2분기 -1.9%, 8월 누적 -1.6%
- 비중: 식품 69.9%, 생활용품 11.3%, 가전 5.9%, 의류 3.4%

면세점

- 연간 매출 미드싱글 하락 전망. 대형 면세 기업 중 일부 작년부터 타이공 고객에 대응하지 않아 매출 외형 타격
- 분기별 성장률: 2분기 -12.2%, 8월누적 -17.7%
- 2분기 내국인 -0.7%, 외국인 -15.3%

온라인

- 연간 매출 하이싱글 성장 전망. 온라인 채널 선호 지속
- 분기별 성장률: 2분기 +14.9%, 7분기 연속 더블디짓 성장
- 비중: 식품 32.6%, 생활(전자,도서 등) 33.5%, 서비스 18.4%, 패션의류 5.3%, 화장품 5.3%

이슈

- P: 와치, 주얼리 판매 호조 덕분에 전체 ASP 상승
- Q: 소비심리 반등 영향으로 역신장폭 축소 예상
- C: 매장 출점 적은 시기 인건비, 감상비, 관리비 감소 효과 발생하며 일부 비용 절감

- P: 물가 상승이 반영되며 ASP 상승 기조
- Q: P의 부담 영향으로 구매건수 하락 지속 예상
- C: 매장 출점수 하락 및 분부 임차형 매장 오픈 일단락되어 감상비 상승폭 둔화 기대

- P: ASP는 49,807원으로 전년대비 -0.1%
- Q: 구매건수 증감을 1월 제외 하락 지속. 대체 채널 영향으로 매장 방문객 감소한 것이 원인으로 추정
- C: 계속되는 인력 감축 및 관리비 축소 노력 지속

- P: 내국인 객단가는 소폭 하락, 외국인 객단가는 큰폭 하락
- Q: 외국인 +17.4%, 내국인 소폭 증가. K-culture 부흥 및 중국 무비자 영향으로 외국인 관광객 증가
- C: 인천 및 해외 공항 임차료 부담 증가. 인천공항 감면효과 내년부터 줄 것

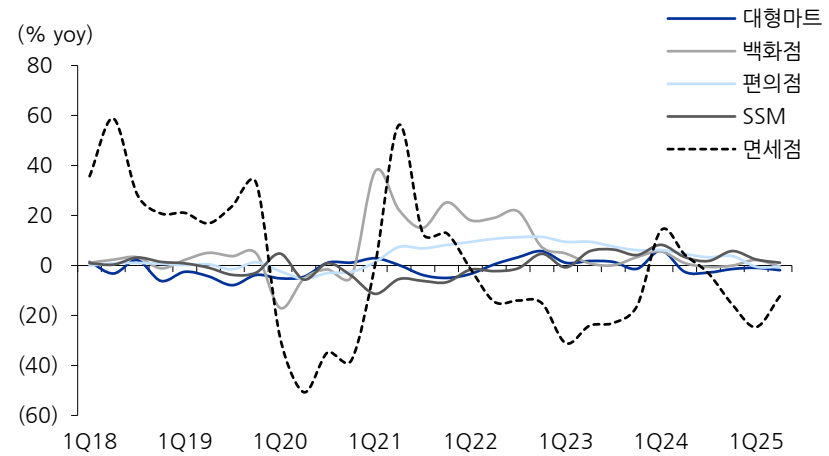
- 이커머스 양강구도 견조(쿠팡,네이버). 쿠팡은 수평적 확장, 네이버는 수직적 확장으로 생태계 조성
- 티몬은 오아시스에 인수, 운영 정상화 위해 추가 출자 했으나 아직 리오프닝 못한 상황

유통: 업종별 성장률 추이

연간 성장률 예상

- 온라인 하이싱글 성장, 오프라인(면세 미포함) 플랫폼
- 백화점 로우싱글 성장, 편의점 플랫폼
- 대형마트 미드싱글 하락, SSM 로우싱글 하락
- 면세점 로우싱글 성장

유통 업종별 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 분기별 업종 성장률

(% yoy)	대형마트	백화점	편의점	SSM	온라인	오프라인	면세점
2021	(1.5)	25.1	6.0	(7.4)	15.8	7.7	18.0
2022	1.5	16.5	10.7	(0.1)	9.7	8.9	(11.5)
2023	0.7	2.3	8.1	3.9	8.9	3.9	(23.6)
2024	(0.2)	1.5	4.5	4.8	16.4	2.2	(0.7)
(% yoy)	대형마트	백화점	편의점	SSM	온라인	오프라인	면세점
1Q21	2.9	37.8	1.4	(11.4)	14.4	10.1	0.7
2Q21	0.1	22.1	7.4	(5.4)	17.9	8.3	56.3
3Q21	(3.8)	15.0	6.8	(6.2)	15.3	4.3	12.8
4Q21	(5.0)	25.3	8.2	(6.7)	15.8	8.3	12.9
1Q22	(3.4)	18.1	9.4	(1.7)	10.4	7.0	(1.4)
2Q22	0.4	19.1	10.7	(2.3)	10.4	9.6	(14.5)
3Q22	3.3	21.6	11.3	(1.1)	10.9	10.9	(14.0)
4Q22	5.7	7.3	11.4	4.7	6.9	8.0	(15.1)
1Q23	1.1	4.8	9.4	(0.8)	7.7	4.7	(31.1)
2Q23	1.8	0.9	9.5	5.7	6.7	4.2	(24.1)
3Q23	1.4	0.1	7.6	6.4	9.4	3.3	(23.0)
4Q23	(1.3)	3.4	6.1	4.2	11.9	3.2	(16.1)
1Q24	6.0	5.6	6.2	8.3	16.1	5.7	14.1
2Q24	(2.6)	1.0	4.6	3.3	19.0	1.5	4.3
3Q24	(2.8)	(0.6)	3.3	1.8	15.5	0.4	(3.2)
4Q24	(1.4)	(0.0)	3.7	5.8	14.8	1.2	(15.6)
1Q25	(1.0)	1.5	(0.5)	2.4	14.8	2.2	(24.6)
2Q25	(1.9)	(0.5)	(0.5)	1.1	14.9	(0.7)	(12.2)

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 업종별 ASP 추이

	대형마트 (원)	백화점 (원)	편의점 (원)	SSM (원)	면세점 (달러)
분기	ASP	ASP	ASP	ASP	ASP
1Q21	57,030	115,621	6,914	16,951	2,633
2Q21	51,209	113,273	6,489	15,825	2,197
3Q21	57,463	119,260	6,831	16,970	2,613
4Q21	54,176	128,265	6,838	16,312	1,942
1Q22	57,361	133,268	7,279	17,622	1,962
2Q22	49,655	122,938	6,706	15,390	1,320
3Q22	53,366	115,674	6,811	16,731	1,177
4Q22	55,424	130,155	6,951	17,561	965
1Q23	52,312	127,865	7,106	17,033	568
2Q23	49,653	122,840	6,689	15,909	497
3Q23	51,053	114,918	6,992	16,611	430
4Q23	49,350	127,709	7,000	16,529	444
1Q24	52,637	131,640	7,216	17,865	415.1
2Q24	47,141	123,884	6,833	16,546	378.6
3Q24	51,166	117,295	7,065	16,852	345.4
4Q24	48,921	134,562	7,090	16,905	333.5
1Q25	52,838	134,854	7,348	17,555	314.6
2Q25	48,097	128,183	7,026	16,228	314.8

자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

	대형마트 (원)	백화점 (원)	편의점 (원)	SSM (원)	면세점 (달러)
연간	ASP	ASP	ASP	ASP	ASP
2008	44,619	71,600	-	-	-
2009	44,982	72,240	-	-	-
2010	45,090	75,894	-	-	-
2011	46,440	79,679	-	-	-
2012	45,397	78,555	3,935	13,869	-
2013	44,895	76,777	4,009	14,133	-
2014	42,843	75,830	4,116	14,129	232.7
2015	42,598	74,483	4,925	14,434	200.6
2016	42,390	73,077	5,102	14,626	219.5
2017	43,793	73,025	5,244	14,513	278.4
2018	45,802	74,855	5,528	15,409	358.1
2019	47,085	80,783	5,618	15,632	440.1
2020	52,063	104,293	6,326	16,208	1,236.8
2021	54,970	119,105	6,768	16,514	2,299.8
2022	53,951	125,509	6,937	16,826	1,272.3
2023	50,592	123,333	6,947	16,521	476.5
2024	49,966.2	126,845	7,050.7	17,042.0	367.1

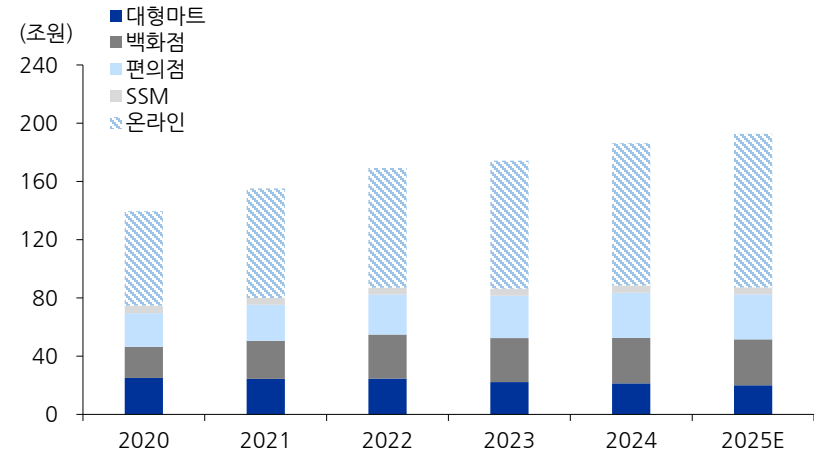
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

유통: 업종별 성장률 추이

(조원, 십억달러)	전체 총매출액	온라인	오프라인	대형마트	백화점	편의점	SSM
2019	132.2	54.7	77.4	25.7	23.5	22.6	5.6
2020	139.6	64.8	74.8	25.0	21.4	23.1	5.2
2021	155.1	75.1	80.0	24.4	26.2	24.8	4.8
2022	169.2	82.2	87.0	24.6	30.2	27.4	4.8
2023	174.2	87.9	86.3	22.2	30.3	29.1	4.8
2024	186.3	97.7	88.6	21.4	31.2	31.0	5.0
2025E	192.7	105.4	87.2	20.0	31.5	30.9	4.9
2026E	199.4	112.3	87.1	19.0	32.2	31.2	4.7
<% yoy>							
2020	5.6	18.4	(3.4)	(2.7)	(9.0)	2.3	(6.3)
2021	11.1	15.8	7.0	(2.7)	22.3	6.9	(8.1)
2022	9.1	9.4	8.8	0.9	15.7	10.9	0.2
2023	3.0	7.0	(0.8)	(9.8)	0.1	6.2	(0.7)
2024	6.9	11.2	2.6	(3.5)	3.0	6.3	5.3
2025E	3.4	7.9	(1.5)	(6.5)	1.0	(0.3)	(3.0)
2026E	3.5	6.5	(0.2)	(5.0)	2.1	1.2	(3.4)

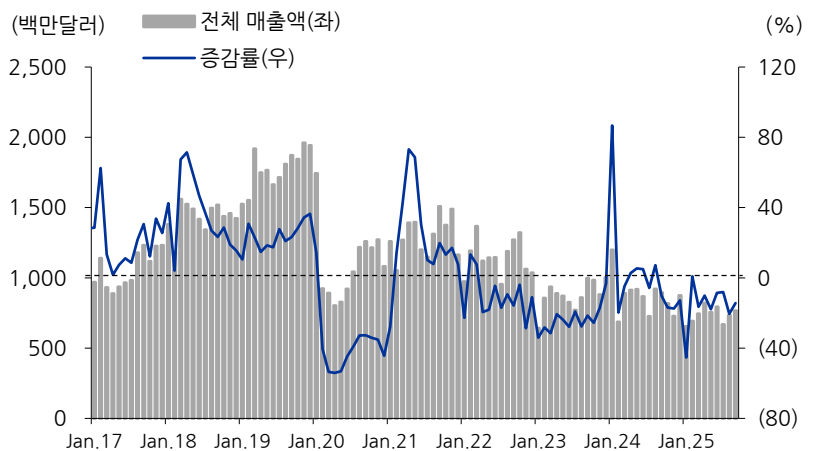
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

주요 업종별 매출액 및 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

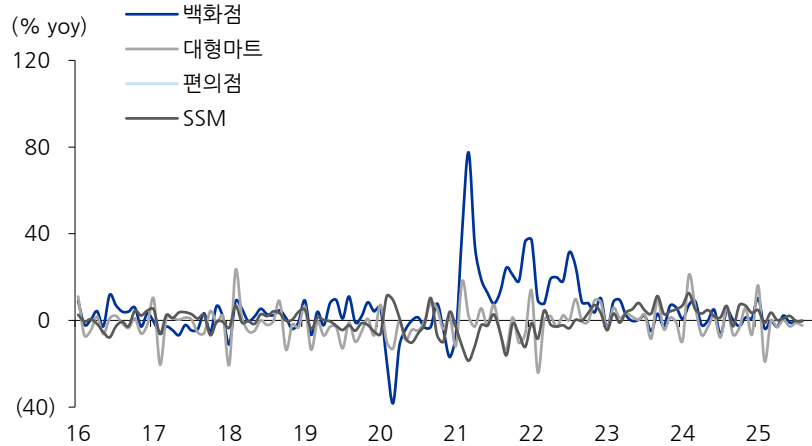
면세점 매출액 및 증감율 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

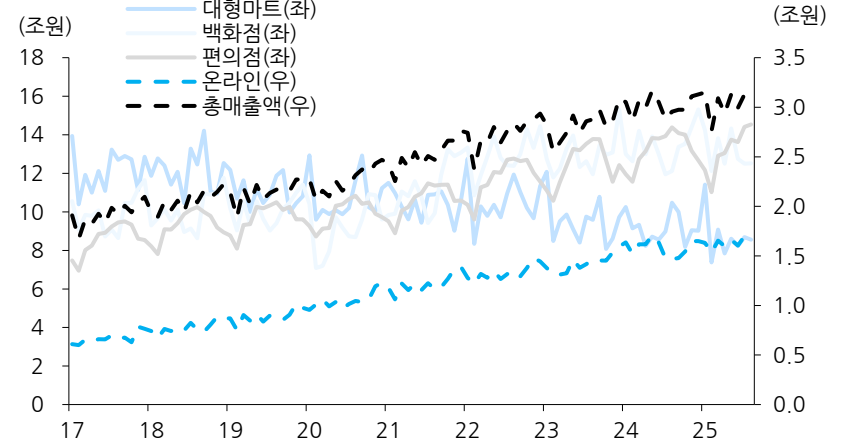
유통: 채널별 주요 CHART

유통 채널별 매출 증감을 추이



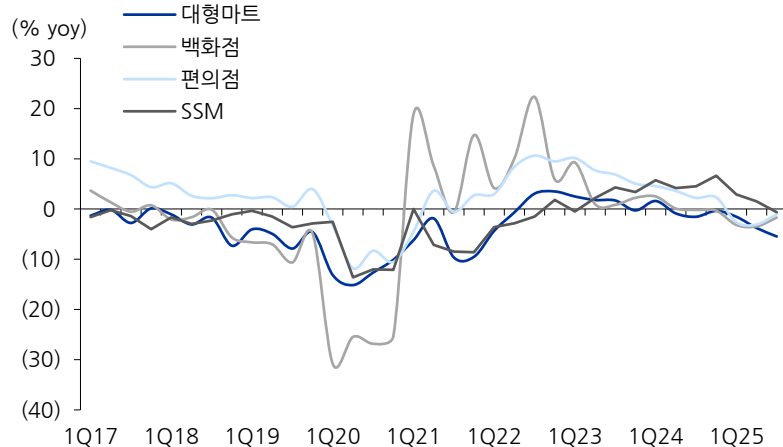
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 총매출액 추이



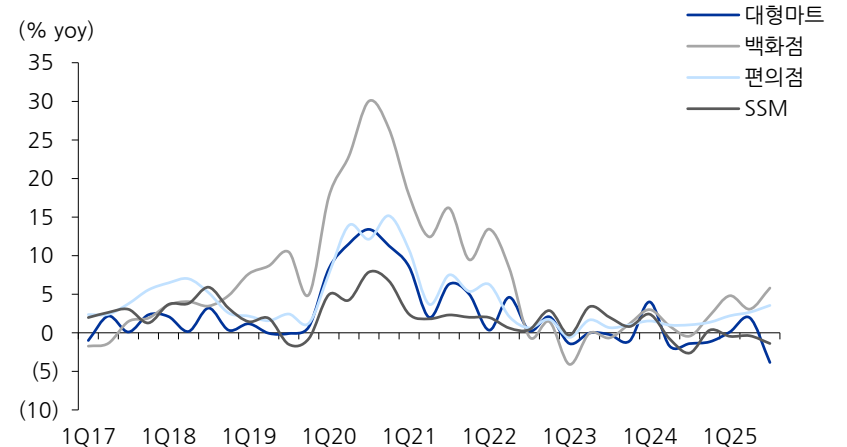
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 구매 건수 증감을 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 구매 단가 증감을 추이

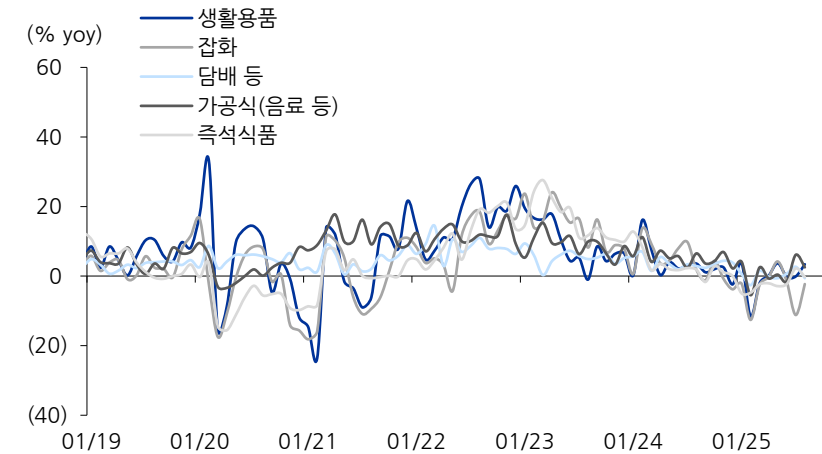


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 편의점

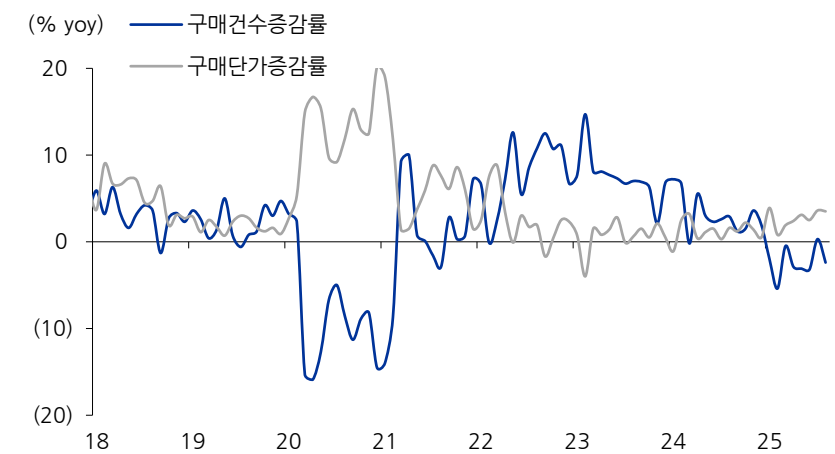
- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 매장 출점수는 25년(300개 수준) 대비해서는 늘어나겠지만 24년(700개) 수준까지 회복은 어려울 듯
- 분기별 성장률: 1분기 -0.5%, 2분기 -0.5%, 25/08 누적 -0.6%
- 비중(25/08 누적 기준): 비식품 44.0%(담배 39.1%), 식품 56.0%
- P: ASP 7,224원으로 전년대비 +2.7%. 전반적인 물가 상승이 반영될 것
- Q: 구매 건수 증감률 -2.4%로 연초부터 7월 빼고 역신장세 지속. P의 부담 영향으로 구매 건수 하락 지속 예상
- C: 매장 출점수 하락 및 본부 임차형 매장 오픈 일단락되어 감가상각비 상승폭 둔화 기대

편의점 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

편의점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

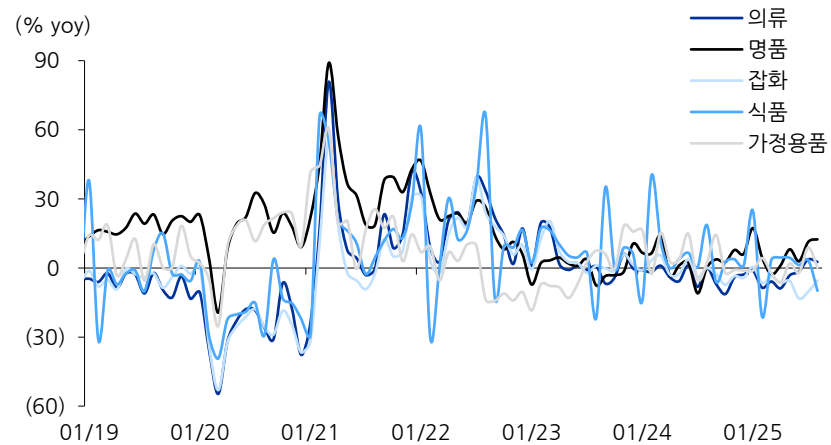


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 백화점

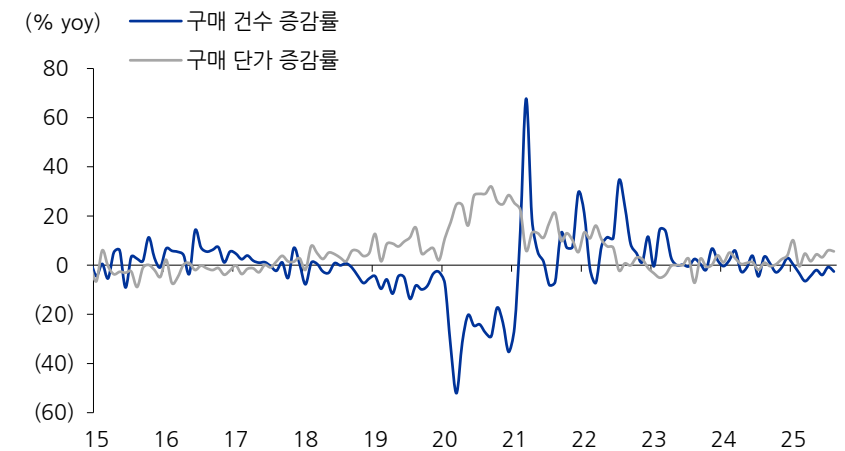
- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 주얼리·와치를 필두로한 하이엔드 명품과 가성비 브랜드의 양극화 매출 기조 이어질 것
- 분기별 성장률: 1분기 +2.2%, 2분기 -0.5%, 25/08 누적 +0.5%
- 비중(25/08 누적 기준): 명품 35.8%, 식품 13.8%, 의류 16.9%
- P: ASP 127,467원으로 전년대비 +3.6%. 명품(와치, 주얼리) 판매 호조 덕분에 전체 ASP 상승 추정
- Q: 구매 건수 증감률 -2.9%로 1월 제외하고는 지속 하락. 소비 심리 반등 영향으로 역신장폭 축소 예상
- C: 매장 출점 적은 시기 인건비, 감가상각비, 관리비 감소 효과 발생하며 일부 비용 절감 가능

백화점 주요 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

백화점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

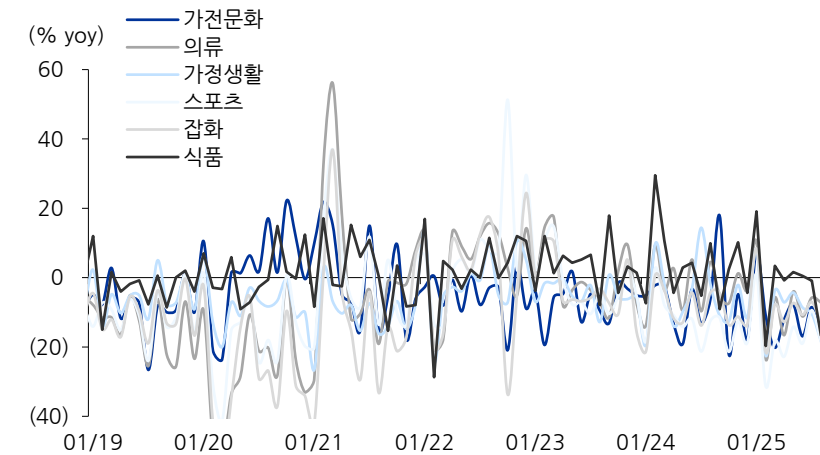


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 대형마트

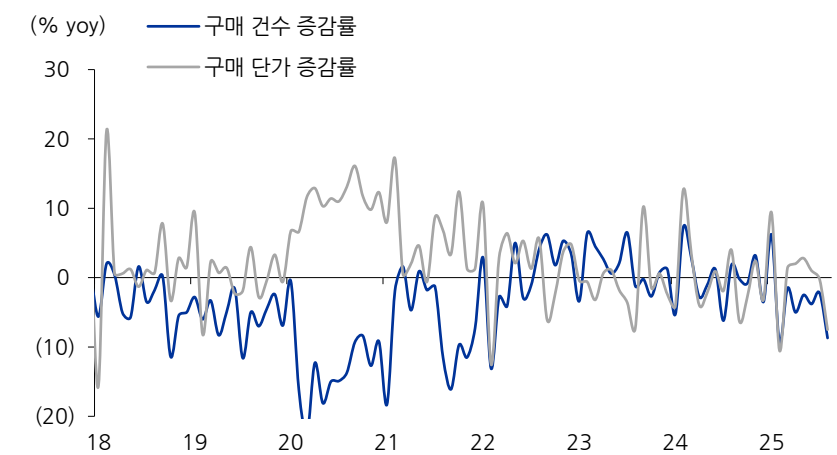
- 연간 매출 로우싱글 하락 전망. 내식 수요 증가는 긍정적이지만 홈플러스 영업 종료 매장이 늘어날수록 전체 매출에는 악영향
- 분기별 성장률: 1분기 -1.0%, 2분기 -1.9%, 25/08 누적 -1.6%
- 비중(25/08 누적 기준): 식품 69.9%, 생활용품 11.3%, 가전문화 5.9%, 의류 3.4%
- P: ASP는 49,807원으로 전년대비 -0.1%. 큰 변화 없는 현 수준 예상
- Q: 구매 건수 증감률 -3.4%로 1월 빼고는 하락 계속되는 모습. 대체 채널 영향으로 매장 방문객 감소 추정
- C: 계속되는 인력 감축과 관리비 축소 노력 꾸준히 이어짐

대형마트 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

대형마트 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

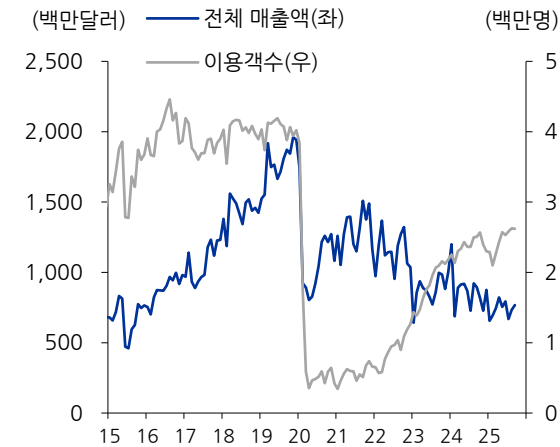


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 면세점

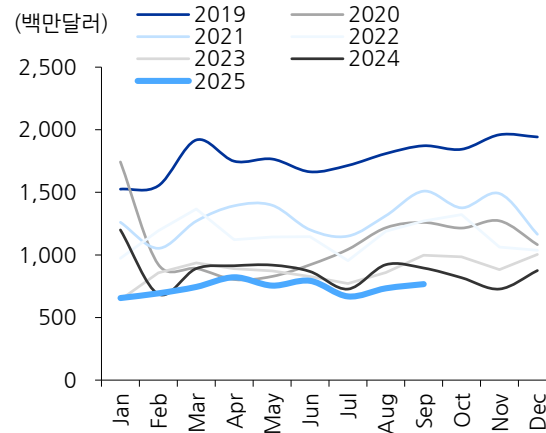
- 연간 매출 미드싱글 하락 전망. 대형 면세 기업 중 일부 작년부터 다이공 고객에 대응하지 않아 매출 외형에 타격
- 분기별 성장률: 1분기 -24.6%, 2분기 -12.2%, 25/08 누적 -17.7%
- 1분기 내국인 5.0억달러(-12.7%), 외국인 15.9억달러(-27.8%), 2분기 내국인 5.6억달러(-0.7%), 외국인 18.1억달러(-15.3%)
- P: 내국인 객단가는 -0.8%, 외국인 객단가는 -33.2%. YTD ASP 내국인 120달러, 외국인 616달러. 외국인 객단가는 600달러 수준에서 멈출 것
- Q: 외국인 +17.4% 성장하지만 내국인은 소폭 증가. K-culture 부흥 및 중국인 관광객 무비자 영향으로 외국인 관광객 증가 확실시됨
- C: 인천공항 및 해외 공항(싱가폴, 홍콩, 마카오 등) 객수 증가로 임차료 확대. 인천공항 감면 효과는 내년부터는 줄어들 것

면세점 매출액, 이용객 추이



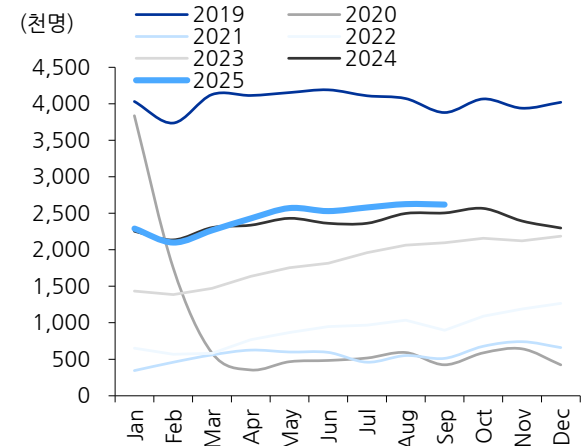
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 월별 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 월별 이용객 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

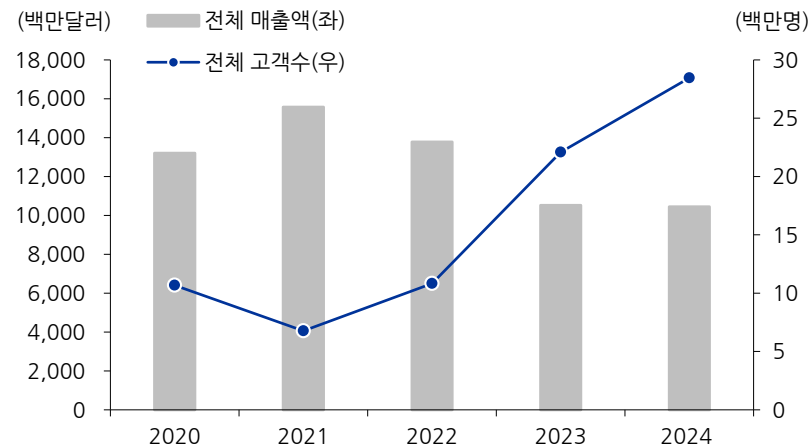
유통: 면세점

면세점 매출액 및 이용객수 추이

(구분)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
전체 매출액(백만달러)	8,143	10,607	12,803	17,238	21,318	13,202	15,573	13,780	10,523	10,445
내국인 매출액(백만달러)	2,726	2,990	3,377	3,602	3,476	786	722	1,099	2,057	2,284
외국인 매출액(백만달러)	5,417	7,617	9,427	13,636	17,842	12,416	14,851	12,681	8,466	8,161
전체 고객수(천명)	40,600	48,331	45,987	48,138	48,444	10,674	6,771	10,831	22,083	28,452
내국인 고객수(천명)	24,548	27,723	30,876	29,938	28,427	7,386	6,106	9,268	16,061	19,117
외국인 고객수(천명)	16,051	20,608	15,111	18,199	20,016	3,288	666	1,563	6,022	9,335
전체 인당 매출액(달러)	201	219	278	358	440	1,237	2,300	1,272	477	367
내국인 인당 매출액(달러)	111	108	109	120	122	106	118	119	128	119
외국인 인당 매출액(달러)	337	370	624	749	891	3,776	22,313	8,113	1,406	874
< yoy >										
전체 매출액(백만달러)	-	30.3	20.7	34.6	23.7	(38.1)	18.0	(11.5)	(23.6)	(0.7)
내국인 매출액(백만달러)	-	9.7	12.9	6.7	(3.5)	(77.4)	(8.2)	52.3	87.1	11.0
외국인 매출액(백만달러)	-	40.6	23.8	44.6	30.8	(30.4)	19.6	(14.6)	(33.2)	(3.6)
전체 고객수(천명)	-	19.0	(4.9)	4.7	0.6	(78.0)	(36.6)	60.0	103.9	28.8
내국인 고객수(천명)	-	12.9	11.4	(3.0)	(5.0)	(74.0)	(17.3)	51.8	73.3	19.0
외국인 고객수(천명)	-	28.4	(26.7)	20.4	10.0	(83.6)	(79.8)	134.8	285.3	55.0
전체 인당 매출액(달러)	-	9.4	26.9	28.6	22.9	181.0	86.0	(44.7)	(62.5)	(23.0)
내국인 인당 매출액(달러)	-	(2.9)	1.4	10.0	1.6	(13.0)	11.1	0.3	8.0	(6.7)
외국인 인당 매출액(달러)	-	9.5	68.8	20.1	19.0	323.6	490.9	(63.6)	(82.7)	(37.8)

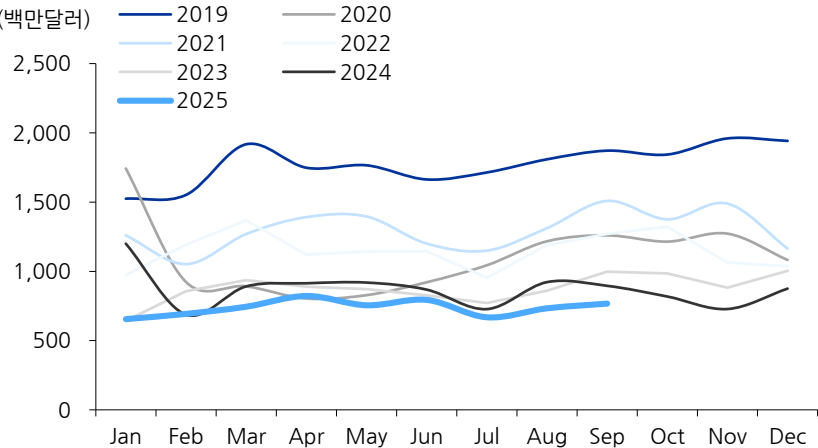
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 매출액 및 고객수 추정



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

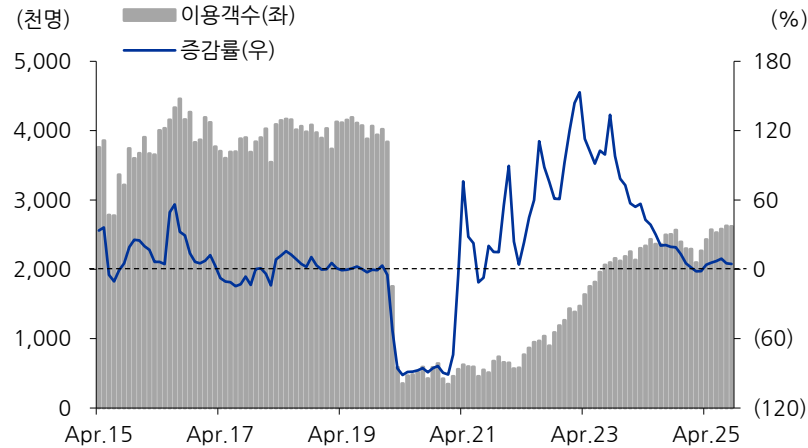
면세점 월별 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

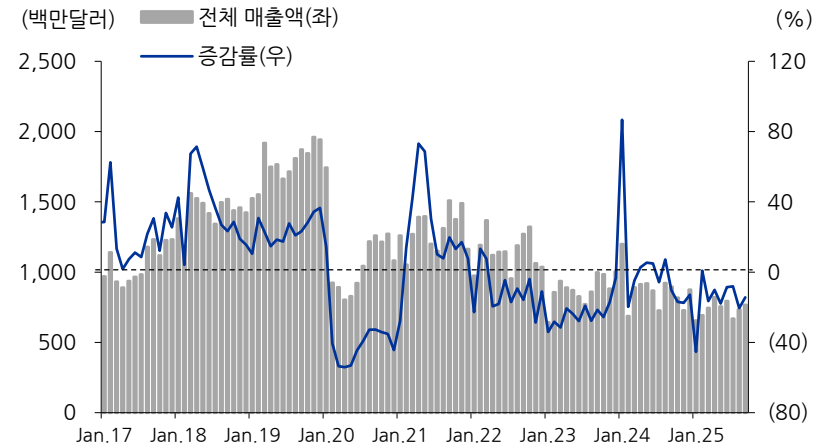
유통: 면세점 관련 CHART

면세점 이용객수 증감을 추이



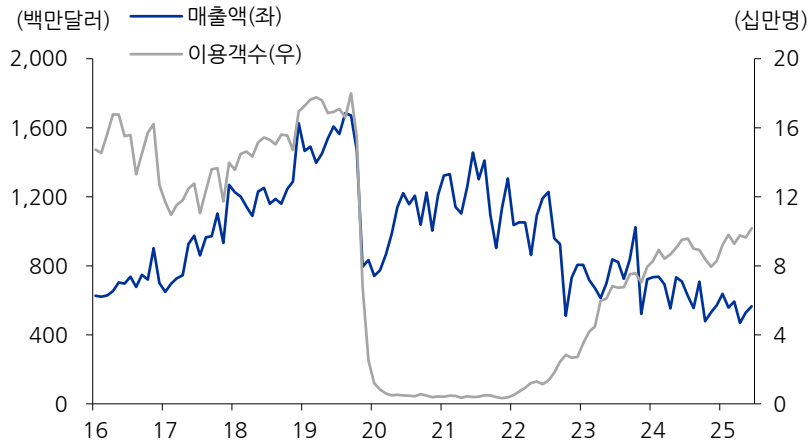
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 매출액 증감을 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

시내 면세점 고객수 및 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

출국장 면세점 고객수 및 매출액 추이

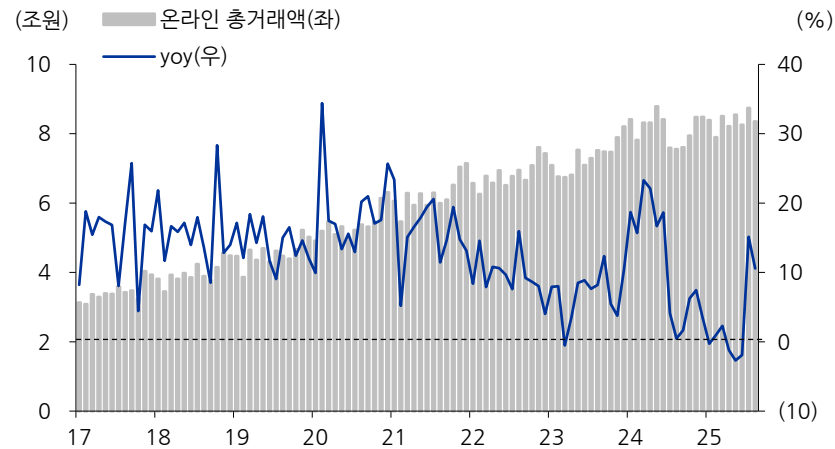


자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

유통: 온라인

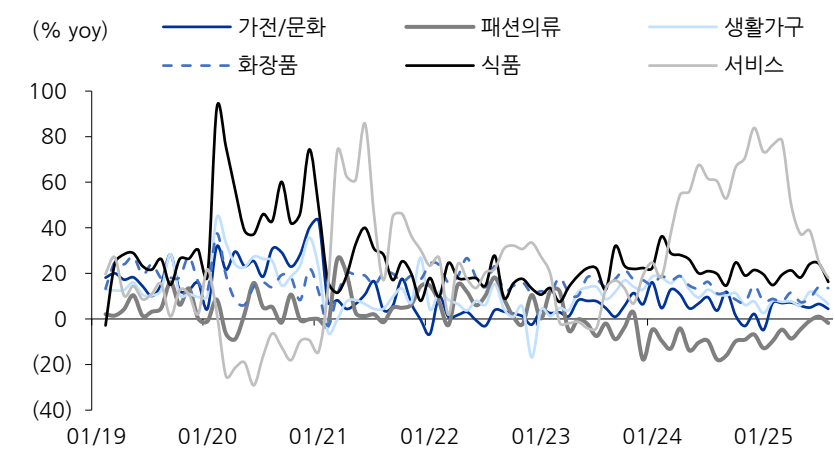
- 연간 매출 하이싱글 성장 전망. 2023년을 기점으로 온라인 채널 비중이 오프라인 비중보다 높은 수준 유지
- 분기별 성장률: 1분기 +14.8%, 2분기 +14.9%
- 비중: 식품 32.6%, 생활(전자,도서 등) 33.5%, 서비스 18.4%, 패션의류 5.3%, 화장품 5.3%
- 온라인 식품 매출 비중(24년 29.6% → 25년 YTD 32.6%) 빠르게 늘어나는 것은 대형마트, SSM, 편의점의 점유율 빼앗는 것으로 판단
- 이커머스 양강 구도(쿠팡, 네이버) 견조한 상황. 쿠팡은 수평적 확장(쿠팡이츠, 쿠팡플레이, 대만 진출)으로 성과 실현. 네이버는 수직적 확장으로 생태계(콘텐츠-검색-거래-결제-물류-광고) 조성
- 티몬은 오아시스에 25년 4월 181억원에 인수(티몬 지분 100% 신주 인수 116억원+미지급금 65억), 운영 정상화 위해 500억원 추가 출자했으나 아직 리오프닝 못 한 상황

온라인 총거래액, 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

온라인 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

03

유통 기업

유통 기업 Quick View

Top pick: 현대백화점

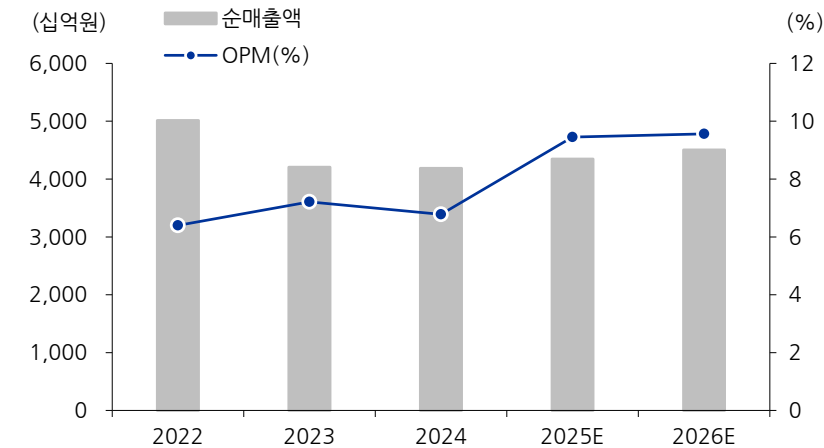
(원, 십억원, %)		현대백화점	신세계	롯데쇼핑	호텔신라	BGF리테일	GS리테일
투자의견		BUY	BUY	BUY	HOLD ▼	BUY	BUY
목표주가		115,000원	230,000원	93,000원 ▼	56,000원	140,000원 ▼	20,000원 ▲
현재주가		82,900원	176,700원	64,100원	48,500원	103,400원	17,890원
2025E	매출액	4,346	6,813	13,936	4,089	9,035	11,926
	영업이익	411	447	541	36	243	271
	세전손익	319	289	160	15	230	181
	당기순이익	255	231	138	23	184	147
	EPS(원)	9,027	17,465	4,168	573	10,648	1,628
	PER(배)	9.3	10.2	15.5	84.9	9.7	11
	ROE(%)	4.6	4	0.8	2.5	14.8	4.2
	PBR(배)	0.4	0.4	0.1	3.5	1.4	0.5
2026E	EV/EBITDA(배)	4.6	5.6	7.7	27.9	2.5	2.8
	매출액	4,505	7,066	14,177	3,951	9,336	12,211
	영업이익	431	490	576	113	261	282
	세전손익	347	345	218	97	247	196
	당기순이익	278	276	186	113	198	157
	EPS(원)	9,813	20,844	6,394	2,888	11,444	1,780
	PER(배)	8.6	8.5	10.1	16.8	9.1	10.1
	ROE(%)	4.8	4.8	1.2	18.7	14.4	4.6
	PBR(배)	0.4	0.4	0.1	2.9	1.3	0.5
	EV/EBITDA(배)	4.8	6	6.8	23.3	3	3.5

자료: 유진투자증권

현대백화점 TP: 115,000원(유지)

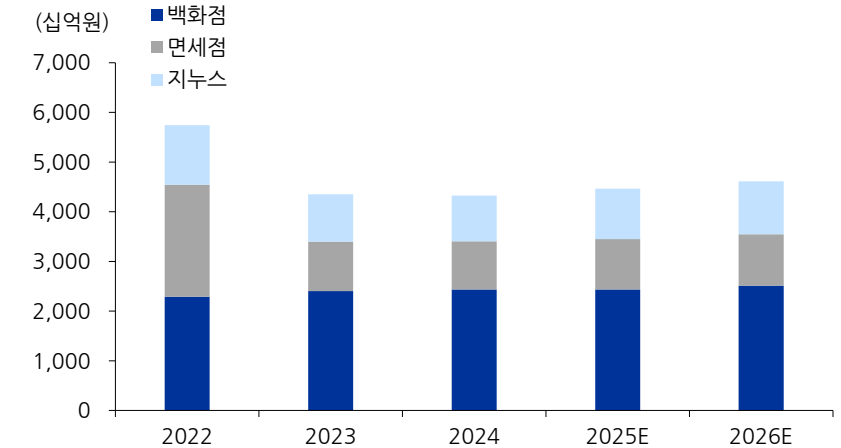
- 3Q25E 순매출액 1.00조원(-3.7%, 이하 yoy), 영업이익 780억원(20.7%) 전망
- 백화점 매출액 5,861억원(+3.1%), 영업이익 809억원(+13.9%), 면세점 매출액 2,192억원(-3.9%), 영업이익 8억원(흑전), 지누스 매출액 2,287억원(-16.2%), 영업이익 43억원(-63.5%) 전망
- 2026E 순매출액4.50조원(+3.7%, 이하 yoy), 영업이익 4,308억원(+4.9%) 전망
- 백화점: 올해 하반기부터 소비 쿠폰 배포로 회복된 소비 심리가 2026년 상반기까지 이어질 것. 기저가 높지 않은 상황에서 외국인 고객까지 늘어나며 긍정적
- 면세점: 올해 부진점 폐점에 따른 비용효율화 및 철수 비용 해결하여 2026년 연간 흑자 전환 기대. 면세점 피어 대비 계약 종료 관련 일회성 비용, 임차료 부담 등에서 자유로움
- 지누스: 미국-인도네시아간 상호 관세 상승 여파는 올해 하반기 실적 하락으로 일단락. 2026년부터는 인상된 판가 영향으로 매출 확대 기대

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

현대백화점 TP: 115,000원(유지)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
순매출액	1,097.7	970.3	1,004.2	1,135.2	951.7	1,023.8	1,036.8	1,175.2	1,098.1	1,080.3	998.0	1,169.6	4,207.5	4,187.6	4,345.9	4,504.9
백화점	572.7	594.1	580.2	655.6	593.6	611.9	568.3	660.8	589.0	590.1	586.1	671.9	2,402.6	2,434.6	2,437.0	2,512.6
면세점	332.0	194.2	237.3	234.3	240.5	240.5	228.2	263.0	293.5	293.5	219.2	207.0	997.8	972.2	1,013.2	1,034.5
지누스	229.1	219.5	221.5	282.2	152.2	206.3	272.9	289.0	249.9	229.5	228.7	305.3	952.3	920.4	1,013.4	1,064.5
영업이익	77.9	55.6	74.0	96.0	68.9	42.8	64.6	107.7	112.5	86.9	78.0	133.4	303.5	284.0	410.8	430.8
%	7.1	5.7	7.4	8.5	7.2	4.2	6.2	9.2	10.2	8.0	7.8	11.4	7.2	6.8	9.5	9.6
백화점	95.2	61.3	79.8	119.9	103.1	71.0	71.0	113.8	97.2	69.3	80.9	125.5	356.2	358.9	372.9	389.5
면세점	(15.7)	(0.8)	1.0	(15.7)	(5.2)	(3.9)	(8.0)	(11.8)	(1.9)	(1.3)	0.8	3.0	(31.2)	(28.9)	0.5	7.2
지누스	8.3	5.2	3.2	1.7	(19.1)	(14.2)	11.9	16.1	27.5	29.1	4.3	13.0	18.4	(5.3)	74.0	67.1
지배순이익	56.6	17.9	54.3	(208.5)	68.3	(145.5)	21.2	20.0	67.9	45.1	12.6	78.7	(79.8)	(35.9)	204.3	222.1
%	5.2	1.8	5.4	(18.4)	7.2	(14.2)	2.0	1.7	6.2	4.2	1.3	6.7	(1.9)	(0.9)	4.7	4.9
< % yoy >																
순매출액	17.5	(13.8)	(26.8)	(28.3)	(13.3)	5.5	3.2	3.5	15.4	5.5	(3.7)	(0.5)	(16.1)	(0.5)	3.8	3.7
백화점	5.4	0.9	3.5	9.9	3.6	3.0	(2.1)	0.8	(0.8)	(3.6)	3.1	1.7	4.9	1.3	0.1	3.1
면세점	(21.8)	(65.9)	(57.5)	(66.7)	(27.6)	23.8	(3.8)	12.2	22.0	22.0	(3.9)	(21.3)	(55.8)	(2.6)	4.2	2.1
지누스	(21.2)	(16.9)	(31.2)	(11.4)	(33.6)	(6.0)	23.2	2.4	64.2	11.2	(16.2)	5.6	(20.3)	(3.3)	10.1	5.1
영업이익	(12.4)	(21.9)	(19.8)	40.0	(11.6)	(23.0)	(12.7)	12.2	63.3	102.8	20.7	23.8	(5.4)	(6.4)	44.6	4.9
백화점	(7.3)	(31.1)	(10.3)	26.9	8.3	15.8	(11.0)	(5.1)	(5.7)	(2.4)	13.9	10.3	(5.1)	0.8	3.9	4.4
면세점	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	1,329.4
지누스	(70.7)	(43.7)	(69.8)	(90.2)	적전	적전	271.9	847.1	흑전	흑전	(63.5)	(19.1)	(71.9)	적전	흑전	(9.3)
순이익	(9.4)	(60.9)	8.7	적지	20.7	적전	(60.9)	흑전	(0.6)	흑전	(40.8)	293.4	적전	적지	흑전	8.7

자료: 회사 자료, 유진투자증권

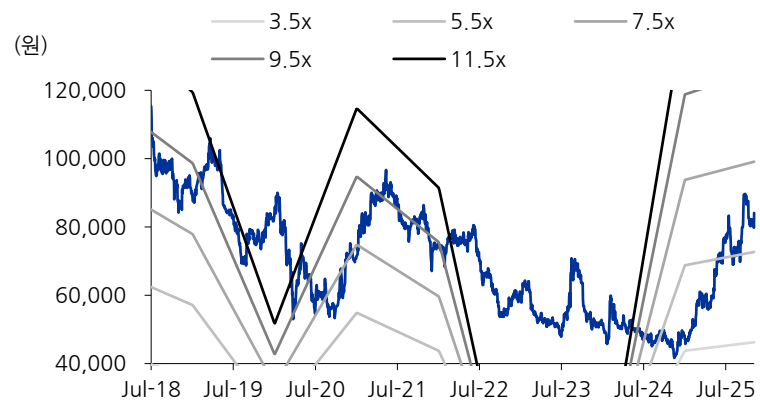
현대백화점 TP: 115,000원(유지)

Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	219	
EPS(원)	9,682	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	115,000	
Target PER(X)	11.9	
현재주가(원)	82,900	
현재주가 PER(X)	8.6	
Upside(%)	38.7	

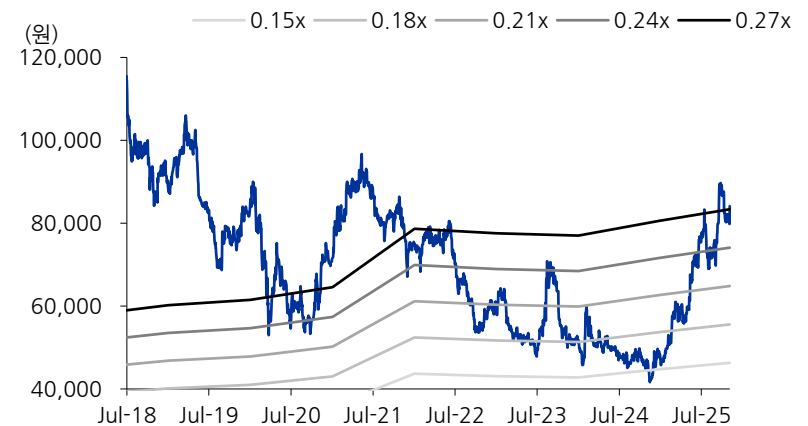
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: 유진투자증권

PBR BAND



자료: 유진투자증권

현대백화점(069960.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	11,713	11,218	11,532	11,928	11,956
유동자산	3,118	3,046	3,529	4,176	4,352
현금성자산	241	143	634	1,041	1,465
매출채권	1,133	1,113	1,060	1,202	1,041
재고자산	613	617	649	736	637
비유동자산	8,595	8,172	8,015	7,752	7,604
투자자산	1,707	1,160	1,061	1,104	1,148
유형자산	5,607	5,790	5,790	5,540	5,399
기타	1,281	1,222	1,164	1,109	1,056
부채총계	5,433	4,983	5,172	5,377	5,199
유동부채	3,447	3,288	3,862	4,049	3,851
매입채무	1,336	1,355	1,345	1,525	1,321
유동성이자부채	1,452	1,231	1,807	1,807	1,807
기타	659	702	709	716	723
비유동부채	1,987	1,695	1,310	1,328	1,347
비유동이자부채	1,399	1,210	846	846	846
기타	588	486	464	482	501
자본총계	6,279	6,234	6,361	6,551	6,757
자배지분	4,468	4,395	4,524	4,714	4,921
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,908	3,754	3,924	4,114	4,321
기타	(169)	(87)	(129)	(129)	(129)
비자배지분	1,812	1,839	1,837	1,837	1,837
자본총계	6,279	6,234	6,361	6,551	6,757
총차입금	2,850	2,441	2,653	2,653	2,653
순차입금	2,609	2,298	2,019	1,612	1,188

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	758	734	868	485	506
당기순이익	(40)	(1)	255	278	300
자산상각비	424	428	450	303	202
기타비현금성손익	402	361	(3)	(52)	(56)
운전자본증감	131	90	189	(53)	50
매출채권감소(증가)	(31)	77	7	(142)	161
재고자산감소(증가)	108	18	(50)	(87)	99
매입채무증가(감소)	(18)	(31)	68	180	(204)
기타	72	26	165	(5)	(5)
투자현금	(595)	(193)	(617)	(47)	(49)
단기투자자산감소	(193)	186	(394)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	67	(1)	(3)	(3)
설비투자	357	475	363	0	0
유형자산처분	2	41	12	0	0
무형자산처분	(13)	(3)	(6)	(8)	(8)
재무현금	(195)	(586)	241	(32)	(34)
차입금증가	(156)	(516)	299	0	0
자본증가	(41)	(41)	(46)	(32)	(34)
배당금지급	41	38	31	32	34
현금 증감	(31)	(38)	487	406	423
기초현금	195	164	126	613	1,019
기말현금	164	126	613	1,019	1,442
Gross Cash flow	786	789	758	538	456
Gross Investment	271	289	34	100	(2)
Free Cash Flow	515	500	724	438	458

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,207	4,188	4,346	4,505	4,654
증가율(%)	(16.1)	(0.5)	3.8	3.7	3.3
매출원가	1,715	1,722	1,779	1,830	1,881
매출총이익	2,493	2,465	2,567	2,675	2,773
판매 및 일반관리비	2,189	2,181	2,157	2,244	2,317
기타영업손익	(27)	(0)	(1)	4	3
영업이익	303	284	411	431	455
증가율(%)	(5.4)	(6.4)	44.6	4.9	5.7
EBITDA	727	712	861	733	657
증가율(%)	6.7	(2.1)	20.9	(14.8)	(10.4)
영업외손익	(262)	(278)	(92)	(84)	(80)
이자수익	51	57	53	48	51
이자비용	111	102	97	98	98
지분법손익	26	(95)	5	5	5
기타영업외손익	(228)	(137)	(53)	(39)	(38)
세전순이익	42	6	319	347	375
증가율(%)	(83.1)	(85.3)	5,130.3	8.7	8.1
법인세비용	81	7	64	69	75
당기순이익	(40)	(1)	255	278	300
증가율(%)	적전	적지	흑전	8.7	8.1
지배주주지분	(80)	(36)	204	222	240
증가율(%)	적전	적지	흑전	8.7	8.1
비지배지분	40	35	51	56	60
EPS(원)	(3,409)	(1,589)	9,027	9,813	10,613
증가율(%)	적전	적지	흑전	8.7	8.1
수정EPS(원)	(3,409)	(1,589)	9,027	9,813	10,613
증가율(%)	적전	적지	흑전	8.7	8.1

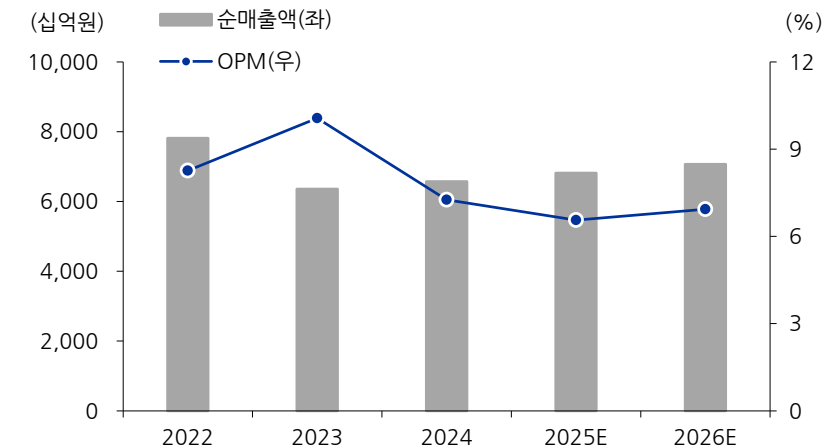
주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(3,409)	(1,589)	9,027	9,813	10,613
BPS	190,900	194,238	199,919	208,332	217,445
DPS	1,300	1,400	1,400	1,500	1,600
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	n/a	9.3	8.6	7.9
PBR	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	5.3	4.7	4.6	4.8	4.7
배당수익률	2.5	3.0	1.7	1.8	1.9
PCR	1.5	1.4	2.5	3.5	4.2
수익성(%)					
영업이익률	7.2	6.8	9.5	9.6	9.8
EBITDA이익률	17.3	17.0	19.8	16.3	14.1
순이익률	(0.9)	(0.0)	5.9	6.2	6.5
ROE	(1.8)	(0.8)	4.6	4.8	5.0
ROIC	(3.5)	(0.4)	4.0	4.3	4.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	41.6	36.9	31.7	24.6	17.6
유동비율	90.4	92.6	91.4	103.1	113.0
이자보상배율	2.7	2.8	4.3	4.4	4.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	3.7	3.7	4.0	4.0	4.2
재고자산회전율	6.4	6.8	6.9	6.5	6.8
매입채무회전율	3.2	3.1	3.2	3.1	3.3

신세계 TP: 230,000원(유지)

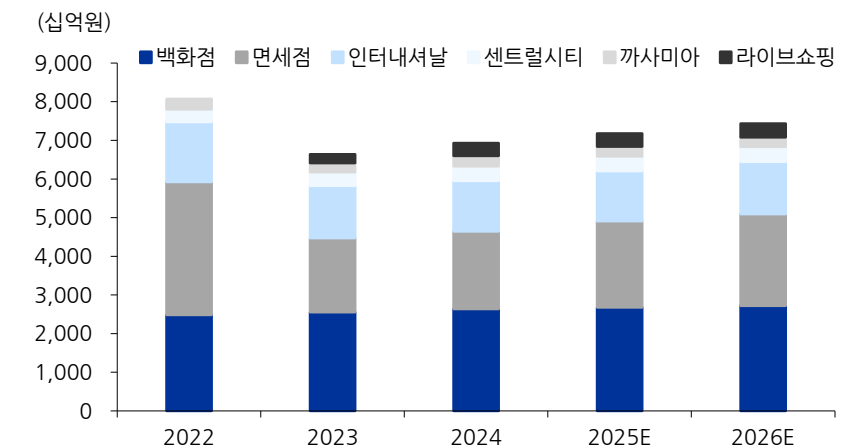
- **3Q25E 순매출액 1.58조원(+2.6%, 이하 yoy), 영업이익 989억원(+6.4%) 전망**
- 백화점 매출액 6,191억원(-0.2%), 영업이익 837억원. 면세점 매출액 4,953억원(+5.0%), 영업이익 -50억원 전망
- **2026E 매출액 7.07조원(+3.7%, 이하 yoy), 영업이익 4,900억원(+9.6%) 전망**
- 백화점: 2026년부터 매장 리뉴얼 완료 효과 및 외국인/내국인 매출 신장으로 낮아진 기저 부담 상쇄할 것
- 면세점: 인천공항 면세점 임차료 감면 협상에 따라 적자폭 개선 가능 여부가 갈리게 될 것. 경쟁사의 면세 1, 2구역 철수에 따른 반사 수혜는 일부 예상
- 자회사: 센트럴시티, 라이브쇼핑 꾸준한 수익원으로 작용/ 신인터, 까사미아의 부진은 회복 모멘텀 보이지 않음

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

신세계 TP: 230,000원(유지)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
순매출액	1,563.4	1,575.9	1,497.5	1,720.3	1,604.7	1,604.4	1,540.1	1,821.2	1,665.8	1,693.8	1,580.2	1,873.2	6,357.1	6,570.4	6,813.0	7,066.3
백화점	621.0	628.4	604.3	703.4	664.2	641.6	620.3	713.9	655.5	635.9	619.1	769.1	2,557.0	2,640.0	2,679.6	2,720.2
면세점	511.2	485.1	436.1	484.1	486.7	492.4	471.7	555.2	561.8	605.1	495.3	569.3	1,916.5	2,006.0	2,231.5	2,373.4
인터내셔널	312.2	333.8	315.8	392.5	309.4	320.9	296.0	382.3	304.2	308.6	311.4	370.0	1,354.3	1,308.6	1,294.2	1,352.4
센트럴시티	84.3	89.1	94.2	82.3	88.9	95.0	94.4	97.1	88.7	96.4	98.3	100.7	349.9	375.4	384.0	391.5
까사미아	52.7	55.1	62.3	64.9	68.5	65.1	68.6	67.3	62.3	58.3	63.8	65.7	235.0	269.5	250.1	244.7
라이브쇼핑	6.7	70.3	66.2	80.4	78.2	81.5	77.0	91.6	81.1	80.2	79.3	93.9	223.6	328.3	334.5	348.6
영업이익	152.4	149.6	131.8	206.0	163.0	117.5	93.0	103.6	132.3	75.3	98.9	140.4	639.8	477.0	446.9	490.0
%	9.7	9.5	8.8	12.0	10.2	7.3	6.0	5.7	7.9	4.4	6.3	7.5	10.1	7.3	6.6	6.9
백화점	110.2	92.2	92.8	144.7	113.7	81.8	88.3	121.8	107.9	70.9	83.7	142.1	439.9	405.6	404.6	418.9
면세점	24.3	40.2	13.3	8.9	7.2	8.6	(16.2)	(35.5)	(2.3)	(1.5)	(5.0)	(4.6)	86.7	(35.9)	(13.4)	(19.0)
인터내셔널	10.3	18.4	6.0	14.0	11.2	13.3	2.1	0.3	4.7	(2.3)	(1.9)	3.4	48.7	26.9	3.9	14.9
센트럴시티	21.8	8.7	24.9	24.0	26.2	10.9	25.9	22.7	22.2	9.8	26.7	25.5	79.4	85.7	84.2	85.1
까사미아	(8.8)	(5.3)	(1.8)	(1.0)	1.0	(0.5)	0.2	0.3	0.1	(1.8)	(0.2)	0.1	(16.9)	1.0	(1.8)	0.5
라이브쇼핑	(0.6)	2.4	1.2	10.1	5.6	5.9	1.3	4.9	5.7	6.0	1.6	4.4	13.1	17.7	17.7	18.6
지배순이익	106.4	56.5	43.3	18.9	102.9	36.6	21.0	(52.8)	57.5	(2.3)	43.8	69.4	225.1	107.8	168.4	201.0
%	6.8	3.6	2.9	1.1	6.4	2.3	1.4	(2.9)	3.5	(0.1)	2.8	3.7	3.5	1.6	2.5	2.8
< % yoy >																
연결 순매출액	(11.5)	(16.0)	(23.4)	(22.3)	2.6	1.8	2.8	5.9	3.8	5.6	2.6	2.9	(18.6)	3.4	3.7	3.7
백화점	6.1	0.8	(0.9)	5.2	7.0	2.1	2.7	1.5	(1.3)	(0.9)	(0.2)	7.7	2.8	3.2	1.5	1.5
면세점	(33.8)	(40.3)	(49.1)	(51.4)	(4.8)	1.5	8.2	14.7	15.4	22.9	5.0	2.5	(44.3)	4.7	11.2	6.4
인터내셔널	(11.4)	(13.1)	(18.5)	(8.8)	(0.9)	(3.9)	(6.3)	(2.6)	(1.7)	(3.8)	5.2	(3.2)	(12.8)	(3.4)	(1.1)	4.5
센트럴시티	21.3	11.4	10.3	(7.6)	5.5	6.6	0.2	18.0	(0.2)	1.5	4.1	3.7	8.0	7.3	2.3	2.0
까사미아	(28.0)	(18.7)	(8.2)	9.6	30.0	18.1	10.1	3.7	(9.1)	(10.4)	(7.0)	(2.4)	(12.3)	14.7	(7.2)	(2.2)
라이브쇼핑	-	-	-	-	1,067.2	15.9	16.3	13.9	3.7	(1.6)	3.0	2.5	-	46.8	1.9	4.2
영업이익	(6.9)	(20.2)	(13.9)	45.7	6.9	(21.5)	(29.5)	(49.7)	(18.8)	(35.9)	6.4	35.5	(0.9)	(25.4)	(6.3)	9.6
순이익	(12.1)	11.3	(36.5)	(88.6)	(3.3)	(35.2)	(51.4)	적전	(44.1)	적전	108.0	흑전	(44.6)	(52.1)	56.3	19.4

자료: 회사 자료, 유진투자증권

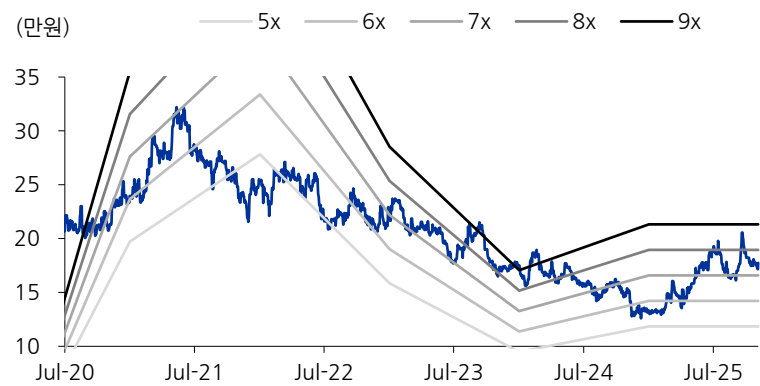
신세계 TP: 230,000원(유지)

Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	195.6	
EPS(원)	20,280	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	230,000	
Target PER(X)	11.3	
현재주가(원)	176,700	
현재주가 PER(X)	8.7	
Upside(%)	30.2	

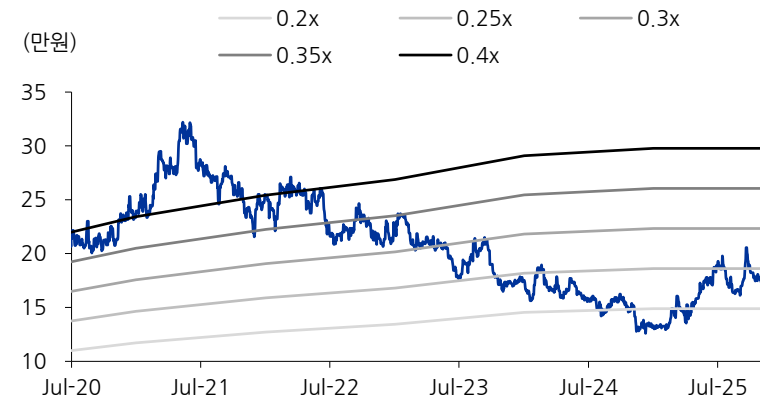
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: 유진투자증권

PBR BAND



자료: 유진투자증권

신세계(004170.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	14,752	15,072	15,077	15,267	15,492
유동자산	2,674	2,343	2,487	2,949	3,229
현금성자산	979	675	722	1,190	1,461
매출채권	716	597	607	605	608
재고자산	891	979	1,065	1,060	1,065
비유동자산	12,078	12,729	12,590	12,319	12,263
투자자산	4,239	4,360	4,600	4,787	4,981
유형자산	7,280	7,795	7,364	6,958	6,755
기타	560	574	626	574	527
부채총계	8,412	8,697	8,856	8,889	8,940
유동부채	4,944	4,947	4,825	4,826	4,844
매입채무	1,787	1,803	1,850	1,842	1,850
유동성이자부채	2,263	2,229	2,050	2,050	2,050
기타	894	915	924	934	943
비유동부채	3,468	3,750	4,032	4,063	4,096
비유동이자부채	2,597	2,965	3,192	3,192	3,192
기타	871	785	840	871	904
자본총계	6,340	6,375	6,221	6,379	6,552
자배지분	4,209	4,265	4,128	4,285	4,459
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	403	424	424	424	424
이익잉여금	3,655	3,718	3,812	3,969	4,143
기타	101	74	(157)	(157)	(157)
비자배지분	2,131	2,110	2,093	2,093	2,093
자본총계	6,340	6,375	6,221	6,379	6,552
총차입금	4,860	5,194	5,242	5,242	5,242
순차입금	3,881	4,519	4,520	4,052	3,781

현금흐름표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	791	776	511	750	566
당기순이익	312	187	231	276	305
자산상각비	497	481	662	464	256
기타비현금성손익	374	374	(274)	2	(5)
운전자본증감	(121)	(41)	(73)	8	9
매출채권감소(증가)	(165)	127	(15)	3	(3)
재고자산감소(증가)	(14)	(78)	(88)	5	(5)
매입채무증가(감소)	45	3	59	(8)	9
기타	13	(94)	(29)	8	8
투자현금	(912)	(981)	(410)	(241)	(249)
단기투자자산감소	52	(7)	(8)	(3)	(3)
장기투자증권감소	(2)	(24)	(100)	(118)	(121)
설비투자	601	895	236	0	0
유형자산처분	5	10	1	0	0
무형자산처분	(13)	(13)	(6)	(6)	(6)
재무현금	(16)	(17)	(24)	(43)	(48)
차입금증가	179	203	22	0	0
자본증가	(163)	(216)	(40)	(43)	(48)
배당금지급	79	82	39	43	48
현금 증감	(136)	(220)	75	465	268
기초현금	938	802	582	657	1,123
기말현금	802	582	657	1,123	1,391
Gross Cash flow	1,184	1,041	661	743	556
Gross Investment	1,085	1,016	475	231	237
Free Cash Flow	99	26	186	511	319

자료: 유진투자증권

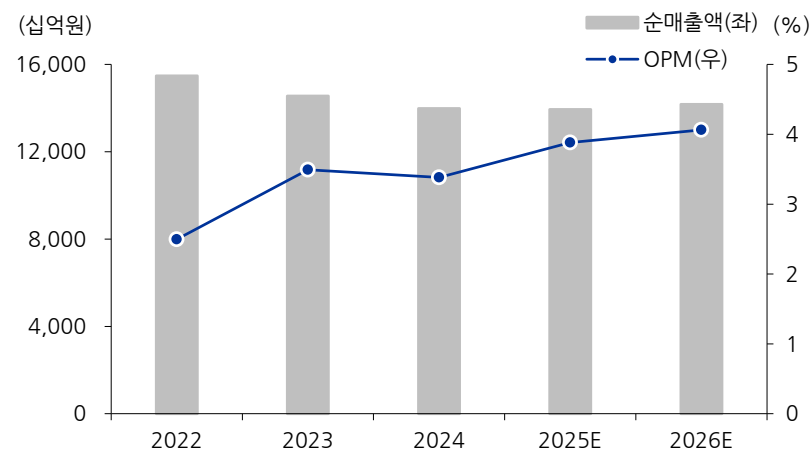
손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	6,357	6,570	6,813	7,066	7,319
증가율(%)	(18.6)	3.4	3.7	3.7	3.6
매출원가	2,502	2,518	2,631	2,722	2,818
매출총이익	3,855	4,053	4,182	4,344	4,500
판매 및 일반관리비	3,215	3,576	3,735	3,854	3,988
기타영업손익	(28)	11	4	3	3
영업이익	640	477	447	490	512
증가율(%)	(0.9)	(25.4)	(6.3)	9.6	4.5
EBITDA	1,137	958	1,109	954	768
증가율(%)	(7.1)	(15.8)	15.8	(13.9)	(19.5)
영업외손익	(187)	(282)	(158)	(145)	(131)
이자수익	55	59	65	57	59
이자비용	169	196	198	198	198
지분법손익	(5)	(12)	(42)	(46)	(46)
기타영업외손익	(68)	(133)	17	42	54
세전순이익	453	195	289	345	381
증가율(%)	(13.2)	(57.1)	48.7	19.4	10.3
법인세비용	141	8	58	69	76
당기순이익	312	187	231	276	305
증가율(%)	(43.0)	(40.2)	24.0	19.4	10.3
지배주주지분	225	108	168	201	222
증가율(%)	(44.6)	(52.1)	56.3	19.4	10.3
비지배지분	87	79	63	75	83
EPS(원)	22,865	10,948	17,465	20,844	22,992
증가율(%)	(44.6)	(52.1)	59.5	19.4	10.3
수정EPS(원)	22,865	10,948	17,465	20,844	22,992
증가율(%)	(44.6)	(52.1)	59.5	19.4	10.3

주요투자지표	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	22,865	10,948	17,465	20,844	22,992
BPS	427,477	433,221	427,942	444,286	462,278
DPS	4,000	4,500	4,500	5,000	5,300
밸류에이션(배, %)					
PER	7.7	12.1	10.2	8.5	7.7
PBR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	4.9	6.1	5.6	6.0	7.1
배당수익률	2.3	3.4	2.5	2.8	3.0
PCR	1.5	1.3	2.6	2.3	3.1
수익성(%)					
영업이익률	10.1	7.3	6.6	6.9	7.0
EBITDA이익률	17.9	14.6	16.3	13.5	10.5
순이익률	4.9	2.8	3.4	3.9	4.2
ROE	5.4	2.5	4.0	4.8	5.1
ROIC	5.1	5.1	3.9	4.5	4.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	61.2	70.9	72.7	63.5	57.7
유동비율	54.1	47.4	51.6	61.1	66.7
이자보상배율	3.8	2.4	2.3	2.5	2.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	10.0	10.0	11.3	11.7	12.1
재고자산회전율	7.2	7.0	6.7	6.7	6.9
매입채무회전율	3.7	3.7	3.7	3.8	4.0

롯데쇼핑 TP: 93,000원(하향)

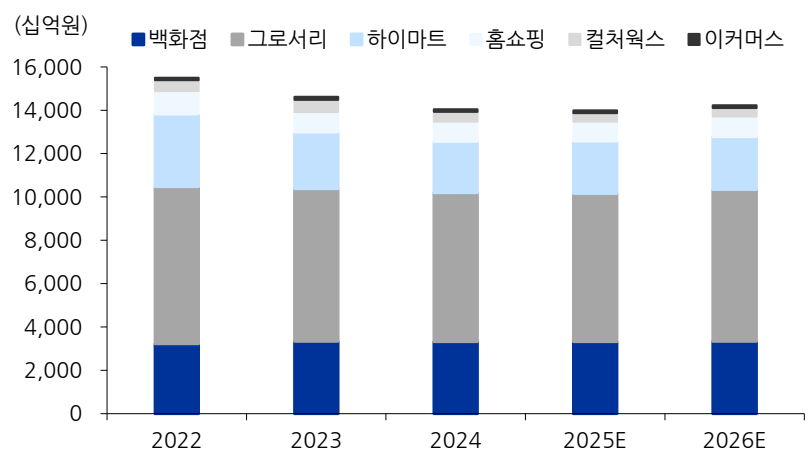
- 3Q25E 순매출액 3.53조원(-1.1%, 이하 yoy), 영업이익 1,227억원(-20.8%) 전망
- 백화점 7,671억원(+1.6% yoy), 영업이익 813억원(+14.9%), 그로서리 1.74조원(-2.2% yoy), 영업이익 325억원(-43.4%), 하이마트 7,010억원(+2.2% yoy), 영업이익 175억원(-43.8%) 전망, 이커머스 280억원(+4.0% yoy), 영업이익 -84억원(적지) 전망
- 2026E 순매출액 14.18조원(+1.7%, 이하 yoy), 영업이익 5,760억원(+6.4%) 전망
- 백화점: 소비 쿠폰 낙수 효과에 따른 소비 심리 회복이 백화점 부문 실적을 전년대비 성장하게 하는 모멘텀
- 그로서리(마트+슈퍼): 2025년 하반기 소비 쿠폰을 외식에 사용하여 내식 식자재 수요 줄어들며 낮은 기저로 작용
- 해외(백화점+마트): 해외 매출은 2024년 1.6조 대비 하이싱글 성장 중이며 영업이익 역시 더블디짓 확대중. 2030년까지 3조원 매출 달성 가능성 높아짐

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

롯데쇼핑 TP: 93,000원(하향)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
순매출액	3,513.3	3,427.8	3,568.4	3,477.1	3,456.8	3,349.7	3,530.7	3,599.1	3,504.0	3,390.0	3,598.7	3,684.6	14,555.9	13,986.6	13,936.4	14,177.5
백화점	815.6	836.1	755.3	912.3	806.3	815.8	767.1	928.0	815.3	817.3	767.2	935.8	3,336.4	3,319.3	3,317.2	3,335.6
그로서리	1,811.2	1,649.4	1,776.6	1,635.3	1,792.5	1,604.0	1,738.2	1,700.6	1,836.2	1,639.6	1,780.0	1,747.9	7,040.9	6,872.5	6,835.4	7,003.7
하이마트	525.1	589.3	685.9	556.4	529.0	594.2	701.0	582.7	510.0	582.6	723.7	601.5	2,599.9	2,356.4	2,406.6	2,417.6
홈쇼핑	227.5	232.3	208.1	257.0	227.6	231.0	200.3	259.1	239.5	245.0	203.4	269.0	942.1	925.4	918.5	957.4
컬처웍스	115.0	114.2	130.6	91.9	86.3	91.9	111.0	102.9	86.7	91.5	110.1	103.2	561.9	451.6	392.0	391.4
이커머스	29.8	27.8	26.9	35.3	28.3	26.6	28.0	36.7	29.5	27.7	29.1	38.2	135.3	119.9	119.7	124.5
영업이익	114.9	56.1	155.0	147.2	148.2	40.6	122.7	229.5	155.4	42.8	130.4	247.4	508.4	473.1	541.1	576.0
OPM(%)	3.3	1.6	4.3	4.2	4.3	1.2	3.5	6.4	4.4	1.3	3.6	6.7	3.5	3.4	3.9	4.1
백화점	90.3	58.9	70.7	180.0	130.0	65.0	81.3	220.2	132.4	65.7	82.1	223.8	486.5	399.9	496.4	503.9
그로서리	55.2	(3.4)	57.4	(14.9)	31.3	(36.2)	32.5	12.2	27.2	(31.8)	33.6	27.9	112.9	94.3	39.8	56.9
하이마트	(16.0)	2.8	31.2	(16.3)	(11.1)	10.5	17.5	(2.5)	(9.2)	10.3	18.1	(0.8)	8.2	1.7	14.4	18.5
홈쇼핑	9.8	16.3	9.8	13.9	12.1	12.2	10.4	11.9	12.9	13.1	10.6	12.5	8.2	49.8	46.6	49.1
컬처웍스	1.1	6.2	9.0	(16.0)	(10.4)	(6.2)	(4.1)	(4.7)	(1.0)	(3.1)	(2.0)	(0.6)	(8.3)	0.3	(25.4)	(6.7)
이커머스	(22.4)	(19.9)	(19.2)	(7.0)	(8.5)	(8.4)	(8.4)	(8.1)	(6.2)	(6.1)	(6.1)	(5.9)	(85.6)	(68.5)	(33.4)	(24.3)
지배순이익	77.9	(90.8)	(0.1)	(977.4)	16.2	(20.4)	12.2	110.1	55.3	(12.2)	18.5	119.6	174.4	(990.4)	118.1	181.1
NPM(%)	2.2	(2.6)	(0.0)	(28.1)	0.5	(0.6)	0.3	3.1	1.6	(0.4)	0.5	3.2	1.2	(7.1)	0.8	1.3
< % yoy >																
순매출액	(1.4)	(5.4)	(4.6)	(4.3)	(1.6)	(2.3)	(1.1)	3.5	1.4	1.2	1.9	2.4	(5.9)	(3.9)	(0.4)	1.7
백화점	1.4	0.7	(0.8)	(2.9)	(1.1)	(2.4)	1.6	1.7	1.1	0.2	0.0	0.8	3.4	(0.5)	(0.1)	0.6
그로서리	2.2	(5.6)	(4.7)	(1.3)	(1.0)	(2.8)	(2.2)	4.0	2.4	2.2	2.4	2.8	(2.9)	(2.4)	(0.5)	2.5
하이마트	(14.8)	(13.3)	(5.5)	(3.8)	0.7	0.8	2.2	4.7	(3.6)	(1.9)	3.2	3.2	(22.1)	(9.4)	2.1	0.5
홈쇼핑	(1.6)	0.6	(5.2)	(1.2)	0.0	(0.6)	(3.7)	0.8	5.2	6.0	1.5	3.8	(12.6)	(1.8)	(0.7)	4.2
컬처웍스	2.8	(9.9)	(15.2)	(45.7)	(25.0)	(19.5)	(15.0)	12.0	0.5	(0.4)	(0.8)	0.2	13.0	(19.6)	(13.2)	(0.2)
이커머스	1.7	(23.4)	(14.9)	(7.1)	(5.0)	(4.3)	4.0	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	19.6	(11.4)	(0.2)	4.0
영업이익	2.1	8.9	9.1	(27.3)	29.0	(27.5)	(20.8)	55.9	4.8	5.3	6.2	7.8	31.6	(6.9)	14.4	6.4
지배순이익	38.4	적전	적전	적지	(79.2)	적지	흑전	흑전	241.6	적지	51.6	8.6	흑전	적전	흑전	53.4

자료: 회사 자료, 유진투자증권

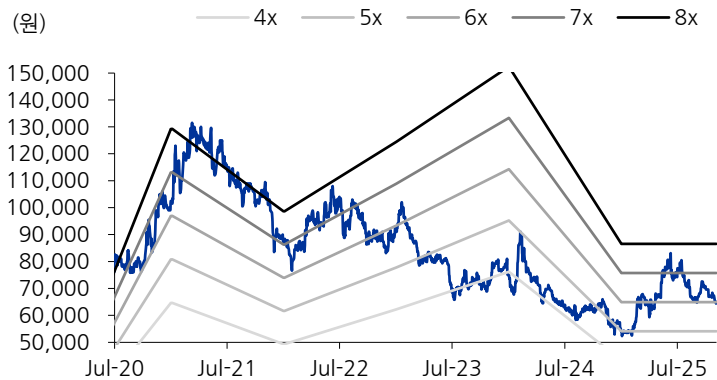
롯데쇼핑 TP: 93,000원(하향)

Valuation

(십억원)	(계산)	비고
롯데쇼핑 기업 가치(십억원)	2,636	$A=B \times C$
지배순자산(십억원)	17,140	B
Target PBR(x)	0.15	C 과거 3개년 평균 PBR
발행주식수(천주)	28,289	D
주당 가치(원)	93,175	A/D
목표주가(원)	93,000	
현재주가(원)	64,100	
Upside(%)	45.1	

자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: 유진투자증권

PBR BAND



자료: 유진투자증권

롯데쇼핑 (023530.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	30,645	39,003	38,816	39,080	39,448
유동자산	5,564	5,517	6,063	6,413	6,801
현금성자산	2,991	2,963	3,266	3,554	3,844
매출채권	993	724	831	851	883
재고자산	1,269	1,540	1,673	1,713	1,777
비유동자산	25,081	33,486	32,753	32,668	32,647
투자자산	8,915	8,428	8,172	8,503	8,849
유형자산	15,007	24,306	23,862	23,491	23,169
기타	1,159	752	720	673	629
부채총계	19,808	21,969	22,053	22,244	22,484
유동부채	10,903	9,836	10,044	10,135	10,270
매입채무	3,355	3,127	3,167	3,242	3,362
유동성이자부채	5,863	5,213	5,366	5,366	5,366
기타	1,685	1,496	1,511	1,526	1,542
비유동부채	8,905	12,133	12,009	12,110	12,214
비유동이자부채	8,487	9,612	9,456	9,456	9,456
기타	418	2,521	2,553	2,654	2,758
자본총계	10,836	17,034	16,763	16,836	16,964
자배지분	9,494	15,504	15,195	15,268	15,396
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	8,630	7,498	7,464	7,537	7,664
기타	(2,852)	4,291	4,016	4,016	4,016
비자배지분	1,343	1,530	1,568	1,568	1,568
자본총계	10,836	17,034	16,763	16,836	16,964
총차입금	14,351	14,825	14,822	14,822	14,822
순차입금	11,359	11,862	11,556	11,268	10,978

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,640	1,588	1,496	1,466	1,512
당기순이익	169	(994)	138	186	241
자산상각비	1,174	1,116	1,197	1,343	1,321
기타비현금성손익	391	1,592	(402)	(482)	(479)
운전자본증감	(137)	(115)	13	28	37
매출채권감소(증가)	(106)	55	(48)	(20)	(32)
재고자산감소(증가)	117	(69)	(149)	(40)	(64)
매입채무증가(감소)	(24)	(8)	235	75	120
기타	(124)	(92)	(26)	12	12
투자현금	(199)	(1,068)	(693)	(1,125)	(1,170)
단기투자자산감소	326	(39)	34	(54)	(56)
장기투자증권감소	(23)	15	60	109	106
설비투자	816	906	781	918	948
유형자산처분	93	26	1	0	0
무형자산처분	(46)	(21)	(10)	(7)	(7)
재무현금	(1,651)	(498)	(388)	(107)	(107)
차입금증가	(967)	60	66	0	0
자본증가	(150)	(143)	(107)	(107)	(107)
배당금지급	150	143	107	107	107
현금 증감	(211)	(35)	393	234	235
기초현금	1,801	1,590	1,555	1,948	2,182
기말현금	1,590	1,555	1,948	2,182	2,417
Gross Cash flow	1,734	1,714	1,491	1,438	1,474
Gross Investment	662	1,144	714	1,043	1,077
Free Cash Flow	1,072	570	777	395	398

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	14,556	13,987	13,936	14,177	14,630
증가율(%)	(5.9)	(3.9)	(0.4)	1.7	3.2
매출원가	7,781	7,251	7,184	7,304	7,533
매출총이익	6,775	6,735	6,753	6,874	7,098
판매 및 일반관리비	6,266	6,262	6,212	6,298	6,498
기타영업손익	(3)	(0)	(1)	1	3
영업이익	508	473	541	576	600
증가율(%)	31.6	(6.9)	14.3	6.4	4.2
EBITDA	1,682	1,589	1,738	1,919	1,921
증가율(%)	4.4	(5.5)	9.4	10.4	0.1
영업외손익	(324)	(1,494)	(381)	(357)	(316)
이자수익	182	166	161	167	172
이자비용	595	621	576	572	572
지분법손익	89	97	146	186	186
기타영업외손익	(1)	(1,136)	(112)	(139)	(103)
세전순이익	184	(1,021)	160	218	284
증가율(%)	흑전	적전	흑전	36.8	29.9
법인세비용	15	(27)	21	33	43
당기순이익	169	(994)	138	186	241
증가율(%)	흑전	적전	흑전	34.2	29.9
지배주주지분	174	(968)	118	181	235
증가율(%)	흑전	적전	흑전	53.4	29.9
비지배지분	(5)	(26)	20	5	6
EPS(원)	6,165	(34,219)	4,168	6,394	8,306
증가율(%)	흑전	적전	흑전	53.4	29.9
수정EPS(원)	6,165	(34,219)	4,168	6,394	8,306
증가율(%)	흑전	적전	흑전	53.4	29.9

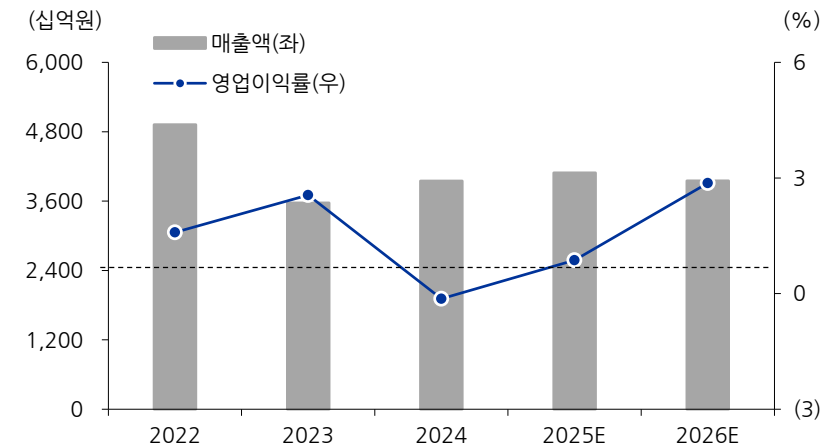
주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,165	(34,219)	4,168	6,394	8,306
BPS	335,593	548,061	537,135	539,729	544,235
DPS	3,800	3,800	3,800	3,800	3,800
밸류에이션(배,%)					
PER	12.2	n/a	15.5	10.1	7.8
PBR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/ EBITDA	8.0	8.4	7.7	6.8	6.7
배당수익률	5.1	7.0	5.9	5.9	5.9
PCR	1.2	0.9	1.2	1.3	1.2
수익성(%)					
영업이익률	3.5	3.4	3.9	4.1	4.1
EBITDA이익률	11.6	11.4	12.5	13.5	13.1
순이익률	1.2	(7.1)	1.0	1.3	1.6
ROE	1.8	(7.7)	0.8	1.2	1.5
ROIC	2.3	1.5	1.8	1.9	2.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	104.8	69.6	68.9	66.9	64.7
유동비율	51.0	56.1	60.4	63.3	66.2
이자보상배율	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	16.3	16.3	17.9	16.9	16.9
재고자산회전율	11.0	10.0	8.7	8.4	8.4
매입채무회전율	4.5	4.3	4.4	4.4	4.4

호텔신라 투자의견 중립으로 하향, 목표주가 5.6만원 유지

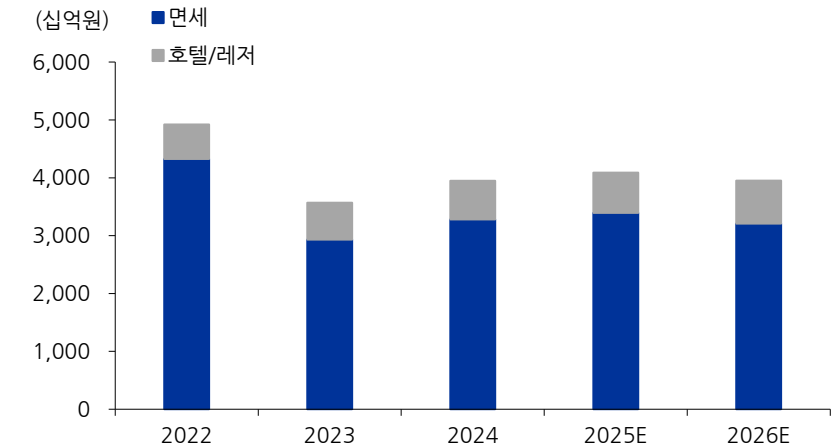
- 3Q25E 매출액 1.06조원(+4.2%, 이하 yoy), 영업이익 111억원(흑전) 전망
- 면세 매출액 8,759억원(+3.7%), 영업이익 -99억원(적지), 호텔/레저 매출액 1,825억원(+6.5%), 영업이익 210억원(-3.3%) 전망
- 2026E 매출액 3.95조원(-3.4%, 이하 yoy), 영업이익 1,133억원(+219.1%) 전망
- 면세점: 인천공항 DF1 영업 중단에 따른 영업손실 감소는 긍정적이지만 관련 비용(위약금 1900억원, 점포 철수, 인건비 지급, 재고 처리 등) 리스크 영향은 연내 지속될 것, 인천공항에서 발생하던 연간 700억원의 적자 감소 효과 및 비용 감축 효과는 내년부터 본격적으로 발생
- 호텔: 외국인 관광객 고성장하는 가운데 코로나 기간 동안 줄어든 5성급 호텔 공급의 부족은 쉽게 충족되지 못 하므로 내년까지 호텔 실적은 견조 예상

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

호텔신라 투자의견 중립으로 하향, 목표주가 5.6만원 유지

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	752	867	1,012	938	980.8	1,002.7	1,016.2	947.8	971.8	1,025.4	1,058.5	1,033.2	3,568.5	3,947.6	4,088.6	3,951.2
면세	609	708	845	772	830.7	832.9	844.8	773.5	827.1	850.2	875.9	840.6	2,933.7	3,281.9	3,393.9	3,208.6
시내	335	325	343	372	400.3	375.4	370.7	311.0	316.1	363.5	378.1	356.4	1,374.5	1,457.4	1,414.1	1,516.0
공항	274	383	503	400	430.4	457.5	474.1	462.5	511.0	486.7	497.8	484.2	1,559.2	1,824.5	1,979.7	1,692.7
호텔/레저	144	159	167	166	150.1	169.8	171.4	174.3	144.7	175.0	182.5	192.5	634.7	665.6	694.8	742.6
영업이익	35	67	8	(18)	12.1	27.6	(17.0)	(27.9)	(2.5)	8.7	11.1	18.5	91.2	(5.2)	35.5	113.3
%	4.6	7.8	0.8	(1.9)	1.2	2.8	(1.7)	(2.9)	(0.3)	0.8	1.0	1.8	2.6	(0.1)	0.9	2.9
면세	25	43	(16)	(30)	5.9	7.0	(38.7)	(43.9)	(5.0)	(11.3)	(9.9)	(0.6)	22.4	(69.7)	(27.0)	61.4
%	4.1	6.1	(1.9)	(3.8)	0.7	0.8	(4.6)	(5.7)	(0.6)	(1.3)	(1.1)	(0.1)	0.8	(2.1)	(0.8)	1.9
호텔/레저	9	24	24	11	6.2	20.6	21.7	16.0	2.5	20.0	21.0	19.0	68.8	64.5	62.5	52.0
%	6.5	15.1	14.4	6.9	4.1	12.1	12.7	9.2	1.7	11.4	11.5	9.9	10.8	9.7	9.0	7.0
지배순이익	53	72	(3)	(36)	(1.6)	27.4	(23.3)	(64.0)	(6.2)	(0.9)	0.3	19.3	86.0	(61.5)	12.4	79.5
%	7.1	8.3	(0.3)	(3.9)	(0.2)	2.7	(2.3)	(6.8)	(0.6)	(0.1)	0.0	1.9	2.4	(1.6)	0.3	2.0
< % yoy >																
매출액	(31.3)	(25.6)	(25.7)	(27.9)	30.4	15.7	0.4	1.1	(0.9)	2.3	4.2	9.0	(27.5)	10.6	3.6	(3.4)
면세	(37.8)	(29.9)	(29.4)	(32.3)	36.5	17.6	(0.0)	0.2	(0.4)	2.1	3.7	8.7	(32.2)	11.9	3.4	(5.5)
시내	(62.7)	(63.2)	(67.5)	(61.0)	19.7	15.4	8.2	(16.4)	(21.0)	(3.2)	2.0	14.6	(63.7)	6.0	(3.0)	7.2
공항	234.6	203.8	247.8	115.9	57.1	19.5	(5.7)	15.7	18.7	6.4	5.0	4.7	190.0	17.0	8.5	(14.5)
호텔/레저	23.9	1.9	1.6	3.6	4.5	6.9	2.8	5.3	(3.6)	3.1	6.5	10.5	6.5	4.9	4.4	6.9
영업이익	128.0	55.6	(70.9)	적지	(64.9)	(58.9)	적전	적지	적전	(68.7)	흑전	흑전	16.4	적전	흑전	219.1
지배순이익	흑전	195.0	적전	적지	적전	(62.1)	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	542.8

자료: 회사 자료, 유진투자증권

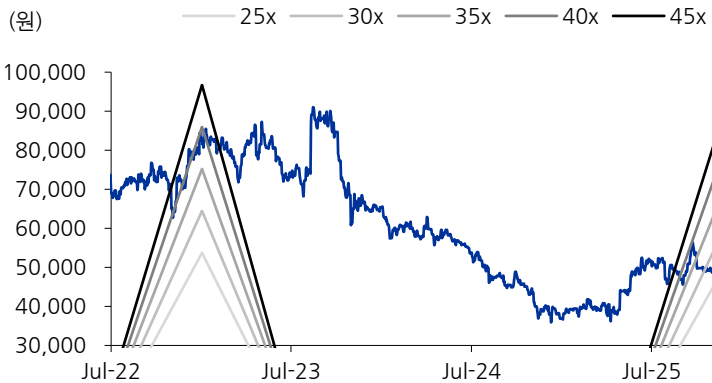
호텔신라 투자의견 중립으로 하향, 목표주가 5.6만원 유지

Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	68.3	
EPS(원)	1,741	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	56,000	
Target PER(X)	32.1	
현재주가(원)	48,500	
현재주가 PER(X)	27.9	
Upside(%)	15.5	

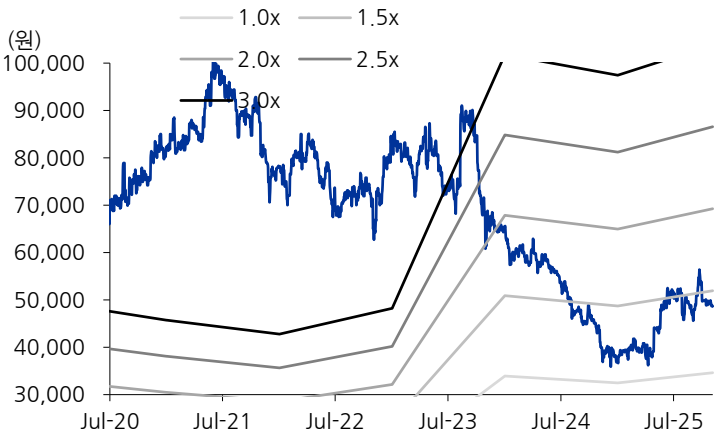
자료: 유진투자증권

PER BAND



자료: 유진투자증권

PBR BAND



자료: 유진투자증권

호텔신라(008770.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	3,007	3,814	3,285	3,883	4,197
유동자산	1,380	1,411	937	1,545	1,856
현금성자산	448	417	133	574	852
매출채권	270	336	208	315	322
재고자산	630	623	560	619	645
비유동자산	1,626	2,403	2,348	2,338	2,341
투자자산	1,024	844	816	849	884
유형자산	573	1,536	1,512	1,476	1,445
기타	29	23	19	13	12
부채총계	2,398	2,530	2,737	3,221	3,418
유동부채	1,188	1,150	1,287	1,492	1,534
매입채무	677	609	523	676	716
유동성이자부채	417	412	634	684	684
기타	95	129	131	132	133
비유동부채	1,210	1,380	1,449	1,729	1,884
비유동이자부채	1,183	1,247	1,312	1,612	1,762
기타	27	133	138	118	122
자본총계	608	1,284	548	662	779
자배지분	608	1,284	548	662	779
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	206	206	206	206
이익잉여금	304	223	246	360	477
기타	(92)	655	(104)	(104)	(104)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	608	1,284	548	662	779
총차입금	1,600	1,658	1,946	2,296	2,446
순차입금	1,152	1,241	1,813	1,722	1,594

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	243	69	(347)	118	171
당기순이익	86	(62)	23	113	127
자산상각비	128	132	99	44	36
기타비현금성손익	(1)	86	(735)	(27)	(2)
운전자본증감	12	(98)	248	(12)	9
매출채권감소(증가)	35	(38)	78	(107)	(7)
재고자산감소(증가)	(67)	29	53	(59)	(26)
매입채무증가(감소)	78	(93)	87	153	41
기타	(34)	3	30	1	1
투자현금	(231)	(95)	(94)	(31)	(37)
단기투자자산감소	3	5	95	(4)	(4)
장기투자증권감소	(1)	(21)	8	6	6
설비투자	55	74	31	0	0
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	0	1	0	(1)	(5)
재무현금	(138)	(30)	115	350	140
차입금증가	(93)	21	133	350	150
자본증가	(8)	(8)	0	0	(10)
배당금지급	8	8	0	0	10
현금 증감	(122)	(41)	(332)	437	274
기초현금	534	412	370	38	475
기말현금	412	370	38	475	749
Gross Cash flow	213	156	(597)	131	162
Gross Investment	223	199	(59)	40	24
Free Cash Flow	(10)	(42)	(538)	91	138

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	3,568	3,948	4,089	3,951	4,023
증가율(%)	(27.5)	10.6	3.6	(3.4)	1.8
매출원가	2,150	2,260	2,333	2,247	2,283
매출총이익	1,419	1,687	1,756	1,705	1,739
판매 및 일반관리비	1,327	1,692	1,720	1,591	1,612
기타영업손익	(51)	28	2	(7)	1
영업이익	91	(5)	36	113	127
증가율(%)	16.4	적전	흑전	217.0	12.5
EBITDA	219	127	134	157	164
증가율(%)	6.9	(41.9)	5.8	17.1	4.0
영업외손익	16	(42)	(20)	(16)	(12)
이자수익	29	27	27	25	26
이자비용	52	60	58	67	75
지분법손익	(3)	(36)	3	7	7
기타영업외손익	42	28	7	18	30
세전순이익	107	(47)	15	97	115
증가율(%)	흑전	적전	흑전	532.9	18.6
법인세비용	21	14	(7)	(16)	(12)
당기순이익	86	(62)	23	113	127
증가율(%)	흑전	적전	흑전	403.8	12.5
지배주주지분	86	(62)	23	113	127
증가율(%)	흑전	적전	흑전	403.8	12.5
비지배지분	(0)	0	(0)	(0)	(0)
EPS(원)	2,191	(1,567)	573	2,888	3,248
증가율(%)	흑전	적전	흑전	403.8	12.5
수정EPS(원)	2,191	(1,567)	573	2,883	3,242
증가율(%)	흑전	적전	흑전	402.9	12.4

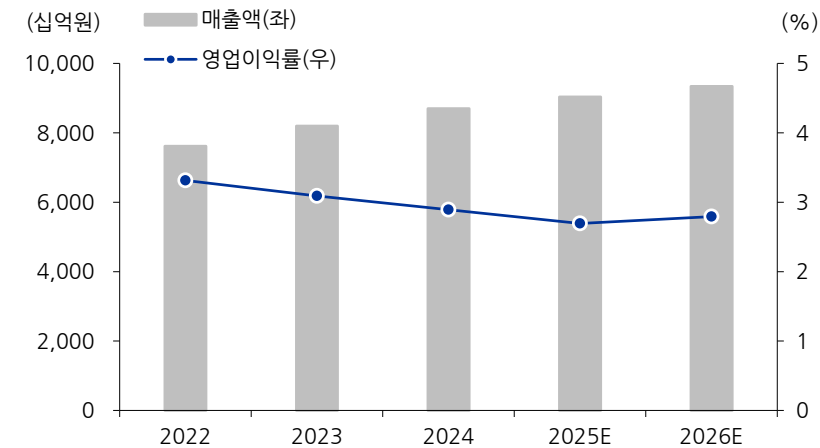
주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,191	(1,567)	573	2,888	3,248
BPS	15,212	32,108	13,705	16,538	19,475
DPS	200	0	0	250	300
밸류에이션(배, %)					
PER	29.9	n/a	84.9	16.8	15.0
PBR	4.3	1.1	3.5	2.9	2.5
EV/ EBITDA	17.2	21.3	27.9	23.3	21.6
배당수익률	0.3	0.0	n/a	0.5	0.6
PCR	12.3	9.4	n/a	14.9	12.0
수익성(%)					
영업이익률	2.6	(0.1)	0.9	2.9	3.2
EBITDA이익률	6.1	3.2	3.3	4.0	4.1
순이익률	2.4	(1.6)	0.6	2.9	3.2
ROE	15.0	(6.5)	2.5	18.7	17.7
ROIC	4.5	(0.2)	1.1	3.5	3.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	189.4	96.7	330.8	260.3	204.6
유동비율	116.1	122.7	72.8	103.6	121.0
이자보상배율	1.8	(0.1)	0.6	1.7	1.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
매출채권회전율	13.7	13.0	15.0	15.1	12.6
재고자산회전율	6.0	6.3	6.9	6.7	6.4
매입채무회전율	5.6	6.1	7.2	6.6	5.8

BGF리테일 TP: 140,000원(하향)

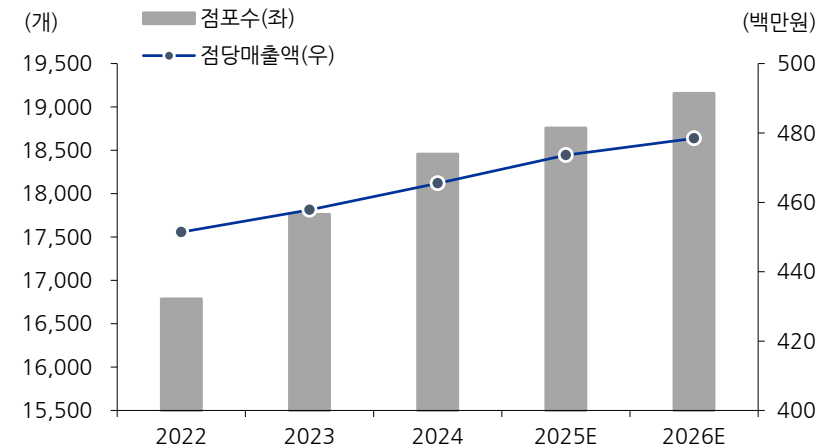
- 3Q25E 매출액 2.44조원(+5.0%, 이하 yoy), 영업이익 968억원(+6.2%) 전망
- 2026E 매출액 9.34조원(+3.3%, 이하 yoy), 영업이익 2,608억원(+7.2%) 전망
- 2H25 소비 쿠폰 지급액 중 10% 수준이 편의점에 사용되며 낮아진 출점 성장 매출 상쇄했지만, 이는 2026년에 기저 부담으로 작용할 가능성 존재
- 2026년 외국인 관광객 증가에 따른 관광 특화 제품 출시로 신규 매출 확대 기대
- 출점수는 2026년에도 2025년 수준을 유지하거나 소폭 늘어나는 수준 예상. 다만 본부임차형 매장 출점 속도 줄어들며 판관비(임대료, 감가상각비, 수도광열비) 부담 하락

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

점포 수 및 점당 매출액 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

BGF리테일 TP: 140,000원(하향)

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,849.6	2,098.2	2,206.8	2,040.2	1,953.8	2,202.9	2,325.6	2,216.5	2,016.5	2,290.1	2,440.9	2,287.6	8,194.8	8,698.8	9,035.1	9,335.7
편의점	1,838.4	2,081.8	2,187.5	2,024.0	1,950.0	2,174.3	2,290.8	2,177.0	1,975.3	2,238.3	2,409.6	2,261.0	8,131.7	8,592.1	8,884.2	9,166.0
기타	11.2	16.4	19.3	16.2	3.8	28.6	34.8	39.5	41.2	51.8	31.3	26.6	63.1	106.7	150.9	169.7
점포수	16,987	17,187	17,437	17,762	17,935	18,108	18,283	18,458	18,533	18,608	18,683	18,758	17,762	18,458	18,758	19,158
점당매출액	108.2	121.1	125.5	114.0	108.7	120.1	125.3	117.9	106.6	120.3	129.0	120.5	457.8	465.5	473.6	478.4
매출총이익	335.0	396.9	416.3	374.6	361.1	416.1	440.2	408.3	369.6	429.4	463.2	435.4	1,522.8	1,625.7	1,697.6	1,711.2
%	18.1	18.9	18.9	18.4	18.5	18.9	18.9	18.4	18.3	18.7	19.0	19.0	18.6	18.7	18.8	18.3
판매비	298.0	318.8	329.3	323.5	328.5	339.9	349.0	356.7	347.0	359.9	366.4	380.9	1,269.6	1,374.1	1,454.3	1,450.4
%	16.1	15.2	14.9	15.9	16.8	15.4	15.0	16.1	17.2	15.7	15.0	16.7	15.5	15.8	16.1	15.5
영업이익	37.0	78.1	87.0	51.1	32.6	76.2	91.2	51.6	22.6	69.4	96.8	54.5	253.2	251.6	243.3	260.8
%	2.0	3.7	3.9	2.5	1.7	3.5	3.9	2.3	1.1	3.0	4.0	2.4	3.1	2.9	2.7	2.8
지배순이익	27.7	59.5	70.0	38.6	23.4	58.5	69.9	43.5	13.4	52.8	74.3	43.6	195.8	195.2	184.0	197.8
%	1.5	2.8	3.2	1.9	1.2	2.7	3.0	2.0	0.7	2.3	3.0	1.9	2.4	2.2	2.0	2.1
< % yoy >																
매출액	9.3	9.4	7.3	4.7	5.6	5.0	5.4	8.6	3.2	4.0	5.0	3.2	7.6	6.2	3.9	3.3
편의점	9.0	9.0	7.0	4.4	6.1	4.4	4.7	7.6	1.3	2.9	5.2	3.9	7.3	5.7	3.4	3.2
기타	98.5	77.0	59.3	47.7	(65.8)	74.0	80.1	144.3	977.7	81.4	(10.0)	(32.6)	66.1	69.2	41.5	12.4
점포수	5.8	5.7	5.6	5.8	5.6	5.4	4.9	3.9	3.3	2.8	2.2	1.6	5.8	3.9	1.6	2.1
점당매출액	3.0	3.1	1.3	(1.3)	0.5	(0.9)	(0.1)	3.5	(2.0)	0.2	2.9	2.2	1.4	1.7	1.7	1.0
영업이익	(2.0)	10.3	(4.9)	(2.3)	(11.8)	(2.4)	4.8	1.1	(30.7)	(8.9)	6.2	5.5	0.3	(0.6)	(3.3)	7.2
지배순이익	6.6	3.7	1.1	(5.6)	(15.5)	(1.7)	(0.2)	12.6	(42.9)	(9.7)	6.3	0.3	1.2	(0.3)	(5.7)	7.5

자료: 회사 자료, 유진투자증권

BGF리테일 TP: 140,000원(하향)

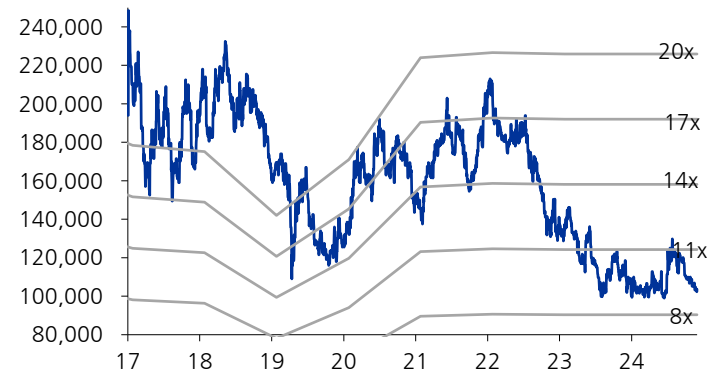
Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	195.5	
EPS(원)	11,311	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	140,000	
Target PER(X)	12.4	글로벌 편의점 업체 PER 평균 35% 할인
현재주가(원)	103,400	
현재주가 PER(X)	9.1	
Upside(%)	36.4	

자료: 유진투자증권

PER BAND

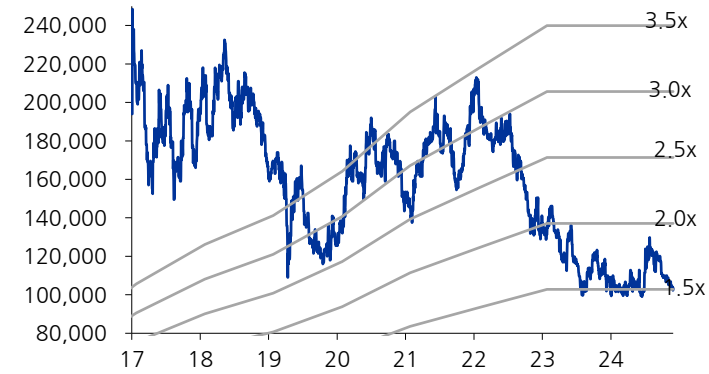
(원)



자료: 유진투자증권

PBR BAND

(원)



자료: 유진투자증권

BGF리테일(282330.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	3,219	3,403	3,461	3,648	3,805
유동자산	979	1,052	1,432	1,897	2,100
현금성자산	524	558	986	1,409	1,604
매출채권	248	244	216	237	242
재고자산	177	212	192	211	216
비유동자산	2,240	2,351	2,028	1,752	1,705
투자자산	1,426	1,438	1,469	1,529	1,591
유형자산	776	834	485	154	49
기타	37	79	74	69	65
부채총계	2,145	2,218	2,155	2,216	2,232
유동부채	1,191	1,296	1,197	1,255	1,268
매입채무	784	871	567	624	636
유동성이자부채	343	353	557	557	557
기타	64	72	73	74	75
비유동부채	953	922	958	961	964
비유동이자부채	911	881	888	888	888
기타	42	41	71	74	77
자본총계	1,074	1,184	1,305	1,432	1,573
자배지분	1,074	1,184	1,305	1,432	1,573
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	712	831	944	1,071	1,211
기타	23	14	22	22	22
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,074	1,184	1,305	1,432	1,573
총차입금	1,254	1,234	1,445	1,445	1,445
순차입금	730	676	459	36	(159)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	647	769	1,026	557	332
당기순이익	196	195	184	198	213
자산상각비	478	515	649	340	113
기타비현금성손익	72	77	46	2	2
운전자본증감	(39)	28	167	16	4
매출채권감소(증가)	(49)	20	(50)	(22)	(5)
재고자산감소(증가)	(52)	(35)	20	(19)	(4)
매입채무증가(감소)	16	56	(44)	57	13
기타	45	(13)	240	0	0
투자현금	(244)	(346)	(171)	(65)	(68)
단기투자자산감소	99	34	16	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	(12)	(8)	(16)	(16)
설비투자	206	219	101	0	0
유형자산처분	0	1	3	0	0
무형자산처분	(7)	(5)	(4)	(4)	(4)
재무현금	(369)	(400)	(247)	(71)	(73)
차입금증가	(298)	(329)	(176)	0	0
자본증가	(71)	(71)	(71)	(71)	(73)
배당금지급	71	71	71	71	73
현금 증감	34	22	609	421	192
기초현금	269	302	325	933	1,354
기말현금	302	325	933	1,354	1,546
Gross Cash flow	745	788	883	541	329
Gross Investment	382	351	20	47	62
Free Cash Flow	363	437	863	494	267

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,195	8,699	9,035	9,336	9,535
증가율(%)	7.6	6.2	3.9	3.3	2.1
매출원가	6,672	7,073	7,338	7,625	7,813
매출총이익	1,523	1,626	1,698	1,711	1,722
판매 및 일반관리비	1,270	1,374	1,454	1,450	1,442
기타영업손익	12	8	6	(0)	(1)
영업이익	253	252	243	261	280
증가율(%)	0.3	(0.6)	(3.3)	7.2	7.4
EBITDA	731	767	893	601	393
증가율(%)	8.5	5.0	16.4	(32.7)	(34.6)
영업외손익	(5)	(6)	(13)	(14)	(14)
이자수익	26	28	29	31	32
이자비용	47	51	0	0	0
지분법손익	(0)	(1)	0	0	0
기타영업외손익	17	17	(43)	(45)	(46)
세전순이익	248	245	230	247	266
증가율(%)	(2.3)	(1.2)	(6.2)	7.5	7.7
법인세비용	53	50	46	49	53
당기순이익	196	195	184	198	213
증가율(%)	1.2	(0.3)	(5.7)	7.5	7.7
지배주주지분	196	195	184	198	213
증가율(%)	1.2	(0.3)	(5.7)	7.5	7.7
비지배자분	0	0	0	0	0
EPS(원)	11,331	11,295	10,648	11,444	12,327
증가율(%)	1.2	(0.3)	(5.7)	7.5	7.7
수정EPS(원)	11,331	11,295	10,648	11,444	12,327
증가율(%)	1.2	(0.3)	(5.7)	7.5	7.7

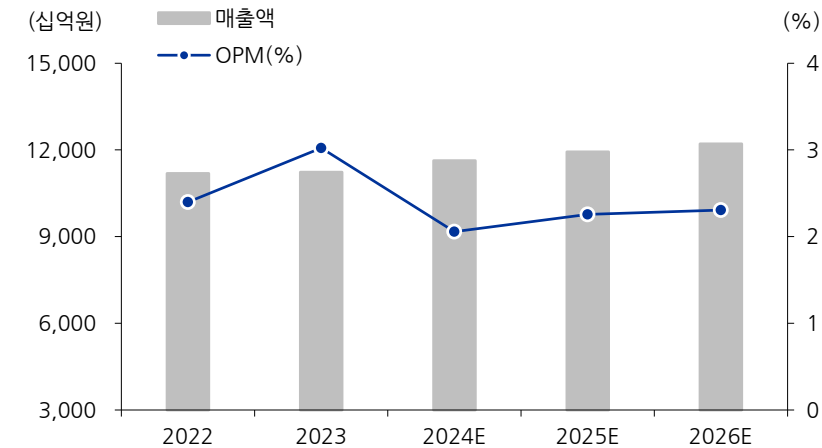
주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,331	11,295	10,648	11,444	12,327
BPS	62,165	68,511	75,525	82,869	90,996
DPS	4,100	4,100	4,100	4,200	4,300
밸류에이션(배,%)					
PER	11.6	9.1	9.7	9.1	8.4
PBR	2.1	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/ EBITDA	4.1	3.2	2.5	3.0	4.2
배당수익률	3.1	4.0	4.0	4.1	4.2
PCR	3.0	2.2	2.0	3.3	5.4
수익성(%)					
영업이익률	3.1	2.9	2.7	2.8	2.9
EBITDA이익률	8.9	8.8	9.9	6.4	4.1
순이익률	2.4	2.2	2.0	2.1	2.2
ROE	19.2	17.3	14.8	14.4	14.2
ROIC	12.1	11.1	12.2	17.2	21.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	67.9	57.1	35.1	2.5	(10.1)
유동비율	82.2	81.1	119.7	151.2	165.6
이자보상배율	5.4	4.9	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
매출채권회전율	38.3	35.3	39.3	41.2	39.8
재고자산회전율	54.3	44.7	44.7	46.3	44.7
매입채무회전율	10.8	10.5	12.6	15.7	15.1

GS리테일 TP: 20,000원(상향)

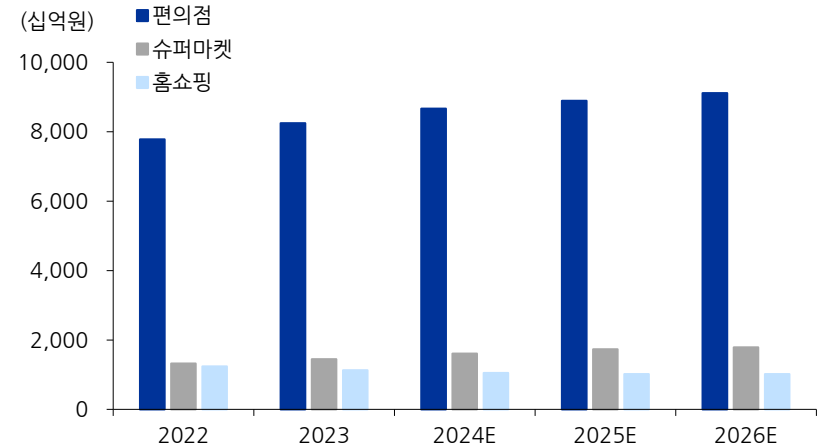
- 3Q25E 매출액 3.17조원(+3.9%, 이하 yoy), 영업이익 965억원(+19.7%) 전망
- 편의점 매출액 2.4조원(+4.0%), 영업이익 744억원(+2.0%), 슈퍼마켓 매출액 4,531억원(+7.0%), 영업이익 134억원(-3.7%), 기타 매출액 740억원(흑전), 영업이익 -78억원(적지) 전망
- 2026E 전체 매출액 12.21조원(+2.3%, 이하 yoy), 영업이익 2,816억원(+4.6%) 전망
- 편의점: 2026년 신규 고객인 외국인 매출 확대와 부진점 정리에 따른 비용 절감으로 실적 회복 기조
- 슈퍼: 2025년 소비 쿠폰 40%가 외식에 쓰이며 내식 수요 감소한 것이 슈퍼, 대형마트에 실적 타격이었으나 이는 2H26 기저로 작용할 것
- 기타 적자 축소: 부실 사업부(어바웃펫, 퍼스프, 인도네시아 슈퍼 법인) 정리에 따른 연간 적자 규모 축소. 추후 쿠팡, 요기요의 수익성 추이에 따른 지분 정리 가능성

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

사업부별 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 유진투자증권

GS리테일 TP: 20,000원(상향)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,701	2,937	3,055	2,934	2,761	2,981	3,175	3,016	2,874	3,091	3,296	2,950	11,230	11,627	11,932	12,211
편의점	1,968	2,194	2,307	2,197	2,012	2,226	2,399	2,254	2,095	2,308	2,495	2,213	8,246	8,666	8,891	9,111
슈퍼마켓	381	394	424	410	416	427	453	439	446	457	480	407	1,448	1,608	1,735	1,789
홈쇼핑	276	273	251	252	258	266	248	246	258	263	246	254	1,131	1,052	1,018	1,020
기타	75	(165)	(267)	76	75	62	74	76	76	63	75	77	(172)	(281)	288	294
매출총이익	683	751	762	691	674	741	799	761	698	750	795	807	2,897	2,887	2,975	3,050
%	25.3	25.6	25.0	23.5	24.4	24.9	25.2	25.2	24.3	24.3	24.1	27.4	25.8	24.8	24.9	25.0
영업이익	50	81	81	28	39	84	97	50	40	72	69	101	339	239	269	282
%	1.8	2.8	2.6	0.9	1.4	2.8	3.0	1.6	1.4	2.3	2.1	3.4	3.0	2.1	2.3	2.3
편의점	26	65	73	31	17	59	74	32	18	62	78	34	218	195	183	192
%	1.3	3.0	3.2	1.4	0.9	2.7	3.1	1.4	0.9	2.7	3.1	1.5	2.6	2.2	2.1	2.1
슈퍼마켓	10	7	14	1	8	5	13	1	8	6	14	0	27	32	28	29
%	2.6	1.6	3.3	0.3	1.9	1.3	3.0	0.2	1.9	1.3	3.0	0.0	1.9	2.0	1.6	1.6
홈쇼핑	33	27	19	29	22	25	17	27	23	25	17	25	117	107	91	90
%	11.9	10.0	7.4	11.3	8.7	9.5	6.7	11.1	8.8	9.6	6.7	9.9	10.3	10.2	9.0	8.8
기타	(44)	(18)	(25)	(32)	(9)	(5)	(8)	(11)	(9)	(21)	(40)	42	(126)	(118)	(33)	(28)
지배순이익	36	60	(61)	(32)	7	15	38	76	9	3	15	121	18	3	136	149
%	1.3	2.0	(2.0)	(1.1)	0.2	0.5	1.2	2.5	0.3	0.1	0.5	4.1	0.2	0.0	1.1	1.2
< % yoy >																
매출액	1.0	4.4	3.7	4.9	2.2	1.5	3.9	2.8	4.1	3.7	3.8	(2.2)	0.4	3.5	2.6	2.3
편의점	5.4	4.9	3.9	6.3	2.2	1.5	4.0	2.6	4.1	3.7	4.0	(1.8)	6.0	5.1	2.6	2.5
슈퍼마켓	11.6	10.3	8.5	14.2	9.2	8.3	7.0	7.1	7.1	7.0	6.0	(7.3)	9.5	11.1	7.9	3.1
홈쇼핑	(4.8)	(4.5)	(3.4)	(14.7)	(6.7)	(2.7)	(1.0)	(2.1)	0.0	(1.0)	(1.0)	2.9	(8.7)	(7.0)	(3.2)	0.2
기타	(28.3)	적전	적전	흑전	0.0	흑전	흑전	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8	적전	적지	흑전	2.0
영업이익	(21.5)	(9.4)	(24.1)	(65.5)	(22.3)	4.3	19.7	78.9	2.9	(14.7)	(28.3)	102.8	26.4	(29.5)	12.6	4.6
지배순이익	114.7	14.3	적전	적지	(81.1)	(74.4)	흑전	흑전	34.5	(79.3)	(60.0)	59.2	(56.4)	(85.5)	5,244.1	9.3

자료: 회사 자료, 유진투자증권

GS리테일 TP: 20,000원(상향)

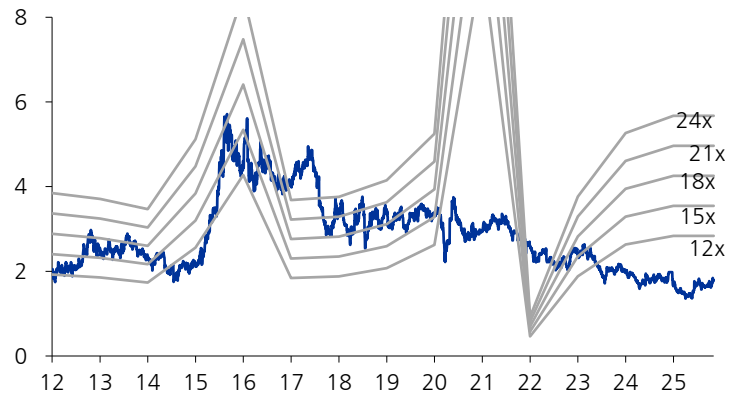
Valuation

(십억원)	(계산)	비고
12MF 연결 순이익	146.7	
EPS(원)	1,755	12MF 지배주주 EPS
목표주가(원)	20,000	
Target PER(X)	11.6	
현재주가(원)	17,890	
현재주가 PER(X)	10.2	
Upside(%)	11.8	

자료: 유진투자증권

PER BAND

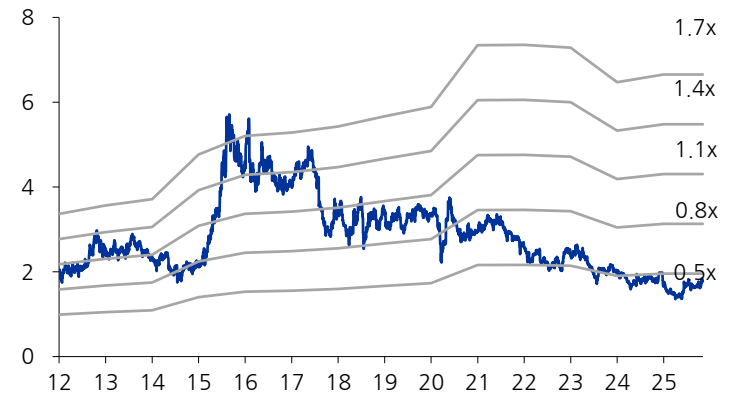
(만원)



자료: 유진투자증권

PBR BAND

(만원)



자료: 유진투자증권

GS리테일(007070.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	10,042	7,582	7,538	7,630	7,784
유동자산	1,857	1,481	2,227	2,748	2,923
현금성자산	517	180	818	1,361	1,562
매출채권	812	760	818	801	781
재고자산	304	307	355	347	339
비유동자산	8,185	6,100	5,311	4,882	4,861
투자자산	5,110	4,326	4,261	4,434	4,614
유형자산	2,831	1,542	849	269	85
기타	244	233	201	180	162
부채총계	5,608	4,400	4,350	4,335	4,368
유동부채	2,688	1,898	1,979	1,960	1,940
매입채무	1,378	950	927	907	885
유동성이자부채	1,146	795	896	896	896
기타	164	154	155	157	158
비유동부채	2,920	2,502	2,371	2,375	2,428
비유동이자부채	2,250	2,175	2,066	2,066	2,116
기타	671	326	305	309	313
자본총계	4,434	3,182	3,188	3,295	3,416
자배지분	4,058	3,207	3,217	3,324	3,444
자본금	105	84	84	84	84
자본잉여금	1,209	980	980	980	980
이익잉여금	2,773	2,714	2,845	2,952	3,073
기타	(29)	(570)	(692)	(692)	(692)
비자배지분	375	(25)	(28)	(28)	(28)
자본총계	4,434	3,182	3,188	3,295	3,416
총차입금	3,396	2,971	2,962	2,962	3,012
순차입금	2,879	2,791	2,144	1,601	1,450

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	894	660	1,054	852	470
당기순이익	22	10	147	157	175
자산상각비	722	761	1,042	611	211
기타비현금성손익	389	380	20	57	56
운전자본증감	(108)	(318)	(124)	5	5
매출채권감소(증가)	(8)	(30)	(29)	18	20
재고자산감소(증가)	(83)	2	(50)	8	8
매입채무증가(감소)	194	(212)	24	(20)	(22)
기타	(211)	(78)	(69)	(1)	(1)
투자현금	(357)	(352)	(134)	(270)	(277)
단기투자자산감소	(14)	24	1	(3)	(4)
장기투자증권감소	28	4	(64)	(123)	(125)
설비투자	386	439	125	0	0
유형자산처분	2	17	3	0	0
무형자산처분	(6)	(6)	(7)	(10)	(10)
재무현금	(496)	(649)	(281)	(42)	4
차입금증가	(449)	(576)	(238)	0	50
자본증가	(19)	(60)	(42)	(42)	(46)
배당금지급	49	59	42	42	46
현금 증감	41	(338)	639	540	197
기초현금	390	432	93	732	1,272
기말현금	432	93	732	1,272	1,469
Gross Cash flow	1,133	1,151	1,246	847	465
Gross Investment	451	695	259	262	268
Free Cash Flow	682	456	987	585	197

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	11,134	11,627	11,926	12,211	12,499
증가율(%)	0.9	4.4	2.6	2.4	2.4
매출원가	8,297	8,740	8,951	9,161	9,364
매출총이익	2,837	2,887	2,974	3,050	3,135
판매 및 일반관리비	2,545	2,648	2,703	2,768	2,834
기타영업손익	3	4	2	2	2
영업이익	292	239	271	282	301
증가율(%)	(19.0)	(18.1)	13.3	3.9	6.8
EBITDA	1,014	1,000	1,313	893	512
증가율(%)	(4.0)	(1.3)	31.3	(32.0)	(42.6)
영업외손익	(231)	(228)	(90)	(86)	(82)
이자수익	54	51	42	33	34
이자비용	82	109	108	104	104
지분법손익	(152)	(39)	(72)	(84)	(84)
기타영업외손익	(51)	(131)	48	69	72
세전순이익	61	11	181	196	219
증가율(%)	(71.2)	(81.7)	1,524.7	8.0	12.0
법인세비용	47	41	36	39	44
당기순이익	22	10	147	157	175
증가율(%)	(53.5)	(55.8)	1,399.2	6.7	12.0
지배주주지분	18	3	136	149	167
증가율(%)	(56.3)	(85.6)	5,244.1	9.3	12.0
비지배자분	4	7	11	8	9
EPS(원)	169	30	1,628	1,780	1,993
증가율(%)	(56.3)	(82.0)	5,244.1	9.3	12.0
수정EPS(원)	169	30	1,628	1,780	1,993
증가율(%)	(56.3)	(82.0)	5,244.1	9.3	12.0

주요투자지표

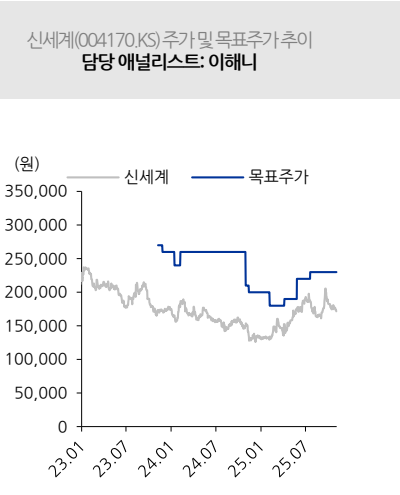
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	169	30	1,628	1,780	1,993
BPS	38,755	38,356	38,473	39,753	41,196
DPS	500	500	500	550	600
밸류에이션(배,%)					
PER	136.5	541.5	11.0	10.1	9.0
PBR	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	5.2	4.2	2.8	3.5	5.8
배당수익률	2.2	3.0	2.8	3.1	3.4
PCR	2.1	1.2	1.2	1.8	3.2
수익성(%)					
영업이익률	2.6	2.1	2.3	2.3	2.4
EBITDA이익률	9.1	8.6	11.0	7.3	4.1
순이익률	0.2	0.1	1.2	1.3	1.4
ROE	0.4	0.1	4.2	4.6	4.9
ROIC	1.1	(11.8)	4.7	5.5	6.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	64.9	87.7	67.2	48.6	42.4
유동비율	69.1	78.0	112.6	140.2	150.7
이자보상배율	3.6	2.2	2.5	2.7	2.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6
매출채권회전율	17.3	14.8	15.1	15.1	15.8
재고자산회전율	41.9	38.0	36.0	34.8	36.4
매입채무회전율	8.6	10.0	12.7	13.3	13.9

Compliance Notice

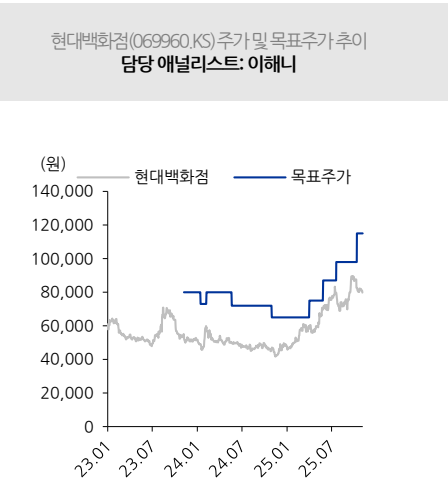
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대하할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율				당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)				
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50% 이상			0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15% 이상 ~ +50% 미만			97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10% 이상 ~ +15% 미만			3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10% 미만			0%
				(2025.09.30 기준)

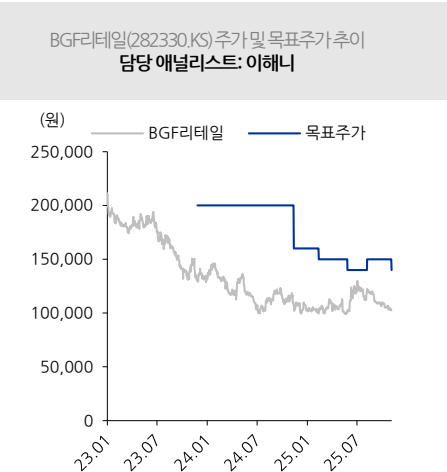
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-11-09	Buy	270,000	1년	-36	-35.4
2023-11-27	Buy	260,000	1년	-33.9	-31.3
2024-01-15	Buy	240,000	1년	-30.3	-22.8
2024-02-08	Buy	260,000	1년	-38.1	-27.1
2024-04-15	Buy	260,000	1년	-39.5	-31.9
2024-05-21	Buy	260,000	1년	-40.3	-33.3
2024-10-31	Buy	210,000	1년	-30.6	-27.6
2024-11-13	Buy	200,000	1년	-34	-30.9
2025-02-06	Buy	180,000	1년	-19.6	-10.8
2025-04-07	Buy	190,000	1년	-16.7	-7.7
2025-05-28	Buy	220,000	1년	-16.5	-10.1
2025-07-21	Buy	230,000	1년	-23.6	-10.7
2025-08-11	Buy	230,000	1년	-23.4	-10.7
2025-10-13	Buy	230,000	1년	-23.4	-21.4
2025-11-05	Buy	230,000	1년		



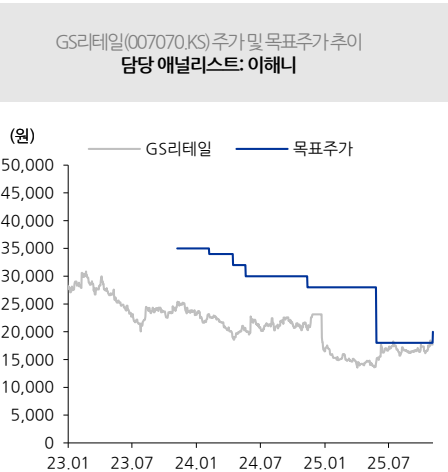
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-11-08	Buy	80,000	1년	-36	-33.5
2023-11-27	Buy	80,000	1년	-36.3	-34
2024-01-15	Buy	73,000	1년	-29.7	-17.9
2024-02-08	Buy	80,000	1년	-35.5	-28.3
2024-04-15	Buy	80,000	1년	-36.6	-34
2024-05-21	Buy	72,000	1년	-33.7	-30.1
2024-10-31	Buy	65,000	1년	-22.3	-6.2
2024-11-13	Buy	65,000	1년	-21.4	-6.2
2025-04-02	Buy	75,000	1년	-18.3	-5.7
2025-05-28	Buy	87,000	1년	-13.6	-4.3
2025-07-21	Buy	98,000	1년	-21.2	-8.5
2025-08-11	Buy	98,000	1년	-19.2	-8.5
2025-10-13	Buy	115,000	1년	-29.4	-28.5
2025-11-05	Buy	115,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-11-27	Buy	200,000	1년	-39.3	-27
2024-01-15	Buy	200,000	1년	-40.4	-27
2024-04-15	Buy	200,000	1년	-42.7	-31.9
2024-05-03	Buy	200,000	1년	-43.4	-31.9
2024-05-21	Buy	200,000	1년	-44	-38.4
2024-11-13	Buy	160,000	1년	-34.7	-31.3
2025-02-12	Buy	150,000	1년	-30.2	-24.7
2025-04-11	Buy	150,000	1년	-30.8	-24.7
2025-05-28	Buy	140,000	1년	-15.2	-7.3
2025-08-08	Buy	150,000	1년	-26.3	-19.1
2025-11-05	Buy	140,000	1년		

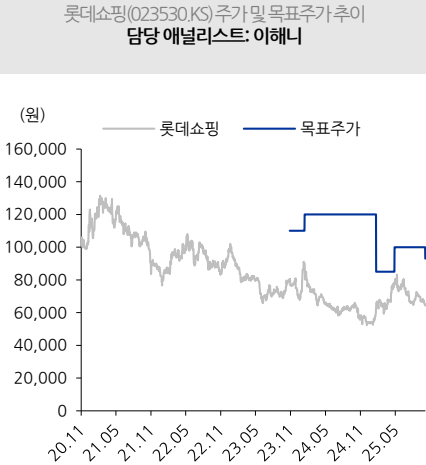


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2023-11-08	Buy	35,000	1년	-32.8	-27.6
2023-11-27	Buy	35,000	1년	-33.9	-29
2024-01-04	Buy	35,000	1년	-35.7	-32.3
2024-01-15	Buy	35,000	1년	-36.5	-33.7
2024-02-07	Buy	34,000	1년	-37	-32.5
2024-04-15	Buy	32,000	1년	-37.8	-34.2
2024-05-21	Buy	30,000	1년	-29.2	-24.2
2024-11-13	Buy	28,000	1년	-33.1	-17.3
2025-05-28	Buy	18,000	1년	-6.8	2.4
2025-11-05	Buy	20,000	1년		



과거 2년간 투자 의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자 의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	

2023-11-27	Buy	110,000	1년	-30.5	-17.2	
2024-01-31	Buy	110,000	1년	-20.0	-17.2	
2024-02-13	Buy	120,000	1년	-46.9	-29.2	
2025-02-21	Buy	85,000	1년	-21.0	-8.2	
2025-05-28	Buy	100,000	1년	-28.6	-16.9	
2025-07-21	Buy	100,000	1년	-31.4	-25.0	
2025-11-05	Buy	93,000	1년			



과거 2년간 투자 의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자 의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비	

2023-11-27	Buy	90,000	1년	-29.9	-26.7	
2024-01-04	Buy	90,000	1년	-33.2	-30.1	
2024-01-15	Buy	90,000	1년	-34.7	-33.2	
2024-01-29	Buy	80,000	1년	-26.1	-21.4	
2024-04-15	Buy	80,000	1년	-27.5	-25.5	
2024-05-02	Buy	80,000	1년	-26.7	-25.5	
2024-05-21	Buy	72,000	1년	-31.7	-20.6	
2024-11-13	Buy	54,000	1년	-27.6	-22.6	
2025-01-31	Buy	54,000	1년	-27.1	-22.6	
2025-04-28	Buy	45,000	1년	1.1	8.8	
2025-05-28	Buy	56,000	1년	-10.6	0.7	
2025-11-05	Hold	56,000	1년			

