

2H25 OUTLOOK RETAIL / CONSUMER

2025.05.28 | OVERWEIGHT

DIET BEFORE & AFTER



CONTENTS

| | | |
|------------|--------------|----|
| 01/ | 2H25 OUTLOOK | 05 |
| 02/ | 유통 산업 | 13 |
| 03/ | 화장품 산업 | 33 |
| 04/ | 패션 산업 | 43 |
| 05/ | 유통 기업 | 53 |
| 06/ | 화장품 기업 | 67 |
| 07/ | 패션 기업 | 77 |

DIET BEFORE & AFTER

산업과 사업의 전면 재정비

늘 그렇듯 국내외 환경은 쉽지 않다. 하반기 미국의 상호 관세 협상 종료와 중국의 소비 회복 여부에 따라 한국 소비재 주가는 큰 폭의 변동성을 보일 것이다. 하반기 한국은 정치 리스크 및 미국발 관세 리스크 해소에 따라 소비 촉진이 일어날 것이다. 유통 합산 시총은 8.5조원 수준으로 고강도의 비용 효율화, 사업 다각화(온라인, 해외) 성과가 중요하다. 패션 합산 시총은 8.5조원 수준으로 전년 낮은 베이스로 인한 기저효과와 해외 매출 증가 기대가 잔존한다. 화장품 합산 시총은 25.7조원 수준으로 미국 안정적 성장, 중국 회복, 기타 국가 매출 발생이 주가 모멘텀이다.

소비재 기업들은 비효율을 타파하고 인력, 점포, 판관비를 재정비하고 있다. 유통은 점포 리뉴얼, 비효율 점포 축소, 조직 구조 효율화. 화장품/의류는 마케팅 비용 감축, 적자 사업 정리, 캐专线 투자 축소가 일어났다. 또한 온라인의 범람에도 살아남으려 발버둥 치고 있다. 유통은 특성화 매장(저가, 대량, 체험, 테마)에 집중한다. 화장품은 선케어 성수기 도래와 아시아를 타 대륙 매출 발생이 투자 포인트다. 신규 구매 유인 및 마케팅 전략으로 가시적인 성분, 신규 제형/재질, 액세서리즈를 활용할 것이다. 패션은 고루한 이미지를 탈피 및 젊은 고객층 소구를 위한 써드브랜드 운영, PB 출시로 빠른 턴오버, 유통 마진, 마케팅 비용을 최소화한다. 트럼프의 상호 관세는 끝난 것이 아니기 때문에 대비책을 마련했다. 화장품은 미국 현지 생산 가능한 생산 기지 보유로 바이어의 수요에 선제적 대응 중이다. 글로벌 의류 시장은 관세 전쟁 일단락되며 가격 상승은 일어나지 않았으나 잔존 리스크로 대규모 재고 수주는 힘들 듯하다. 생산 기지에 고관세 부과 시, 해외 브랜드는 직접적 영향이, 의류 OEM은 우회적 충격이 예상된다. 의류 OEM 생산 기지에 대한 높은 상호 관세 부과 발표 후 미국의 소비재 기업/의류 OEM 주가는 출렁했으나 각 국 협의 노력으로 최저점 통과 중이다.

Executive Summary

by 이해니

01

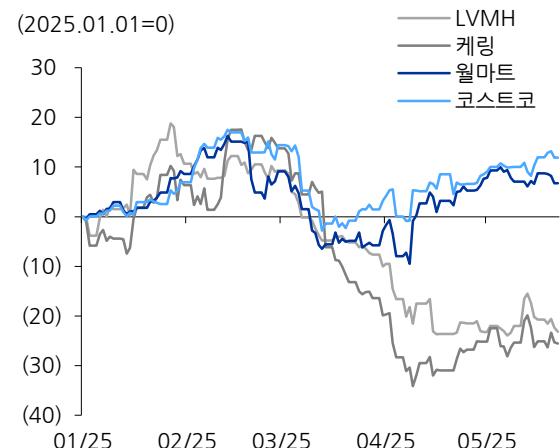
2H25 OUTLOOK

Overview

글로벌 소비재 Overview: 새 술을 새 포대에 담는 괴로운 과정 넘어가는 중

- 1H25 트럼프 대통령 관세 기조의 물가 상승 촉진 우려로 소비재 가이던스 하향 및 주가 하락. 2H25 미국 관세 종료 여부와 중국 소비 회복 관망
- 미국 명품주 vs. 마트주: 월마트 +6.7%, 코스트코 +11.9%, 타겟 -31.2%
- 미국 화장품: 고가 대표주 에스티로더 -15.1%, 저가 대표주 엘프 -37.0%
- 중국 소비재: 중국 정부에서 보조금을 지원했던 전기전자 관련주 샤오미 +54.1%, 임의 소비재(화장품) 관련주 프로야 +10.0%

미국 소비 관련주: 명품주 vs. 마트주



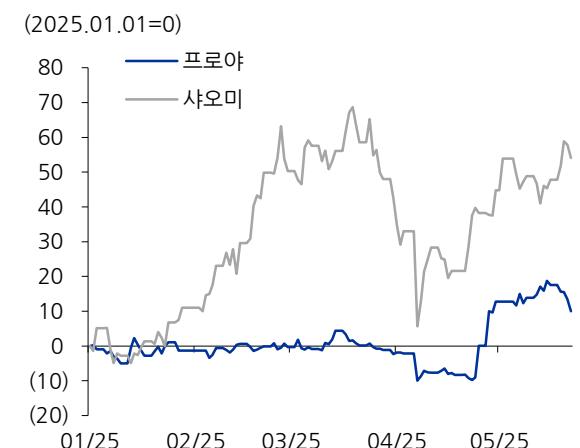
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 화장품 관련주: 에스티로더 vs. 엘프



자료: Bloomberg, 유진투자증권

중국 소비 관련주: 샤오미 vs. 프로야



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Overview

국내 소비자 Overview

- 늘 그렇듯 어려운 국내외 환경. 1H25 정치·사회 이슈 산재하여 소비 심리 위축. 2H25 정치 리스크 및 미국발 관세 리스크 해소가 소비 촉진 요소
- 유통 합산 시총은 8.5조원 수준. 이익의 감소와 성장성 제한이 시총 하락의 이유. 고강도의 비용 효율화, 사업 다각화(온라인, 해외) 성과 중요
- 패션 합산 시총은 8.5조원 수준. 국내 소비 하락이 실적 부진 야기. 낮은 베이스로 인한 기저효과, 해외 매출 증가 기대 잔존
- 화장품 합산 시총은 25.7조원 수준. 미국 관세 반사 수혜 산업 예상으로 반등. 미국 안정적 성장, 중국 회복 시그널, 기타 국가 매출 발생 모멘텀

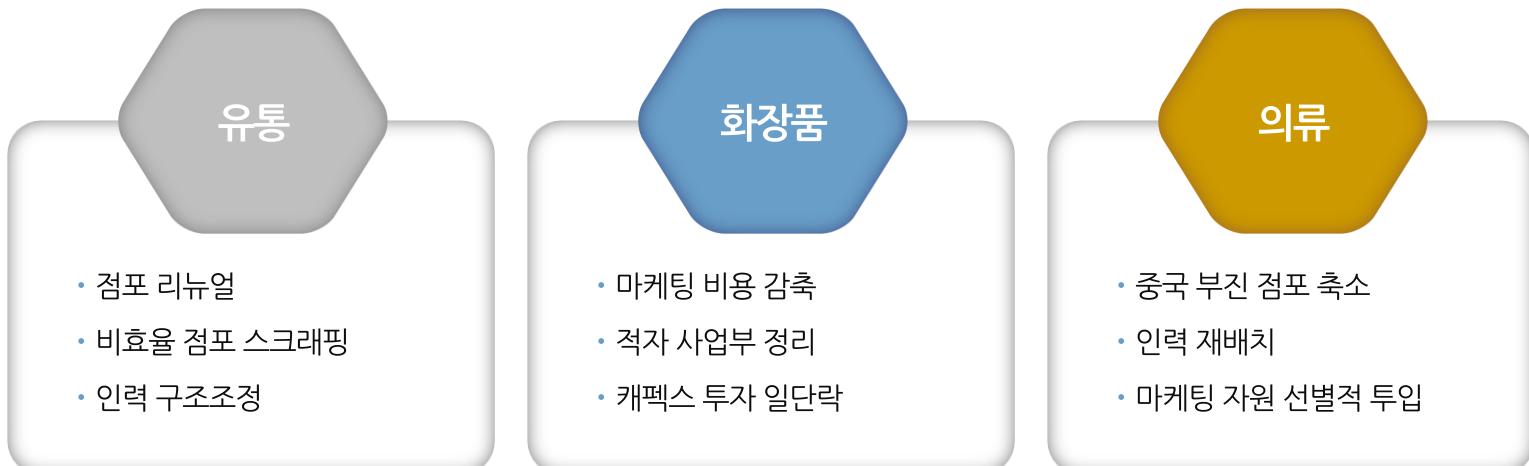


비효율 타파

인력, 점포, 판관비 효율화

- 2023년부터 본격적으로 각 산업에서 시작된 효율화 작업은 2025년부터 효과 나타나고 있음
- 유통 산업에서는 점포 리뉴얼, 비효율 점포 스크래핑, 인력 구조조정으로 조직 구조 재정비 작업중
- 롯데쇼핑이 가장 적극적으로 인력 감축, 점포 축소, 사업부 정리에 나섰으며 이에 힘입어 증익
- 화장품/의류 산업은 마케팅 비용 감축, 적자 사업부 정리, 캐펙스 투자 일단락
- 화장품은 중국 외 타국가로의 매출을 늘려가며 부진 점포 축소, 인력 재배치, 마케팅 자원 선별적 투입 등이 이익 개선 견인

각 산업별 효율화 과정



자료: 유진투자증권

살아남기

할 수 있는 모든 방법을 동원해서 살아남기

- 코로나 시기부터 시작된 온라인의 시장 점유율 침투로 전통적인 오프라인에 치중된 소비재 대형사들의 위기 시작
- 유통: 특성화 유통 업체가 대세. 저가(다이소, 노브랜드), 대량(코스트코, 트레이더스), 체험(이케아, 무인양품), 테마(아크앤북, 챕터원)
- 화장품: 선케어 제품 성수기 도래한 가운데 성분(나이아신아마이드, PDRN) 집중, 신규 제형/재질 강조, 액세서라이즈(미니마이즈)로 마케팅
- 패션: 1) 써드브랜드: 대형사의 고루한 이미지를 탈피하고 젊은 고객층에게 소구되기 위해 써드브랜드 운영 (브랜드 하단 참조), 2) PB 브랜드/제품 출시: 트렌드에 맞춰 빠른 제품 출시, 브랜드 유통 마진, 마케팅 비용 등 최소화(브랜드 하단 참조)

각 산업별 전략 추진 사항

| 유통 | |
|--------|-------------|
| 특성화 점포 | |
| 저가 | 다이소, 노브랜드 |
| 대량 | 코스트코, 트레이더스 |
| 체험 | 이케아, 무인양품 |
| 테마 | 아크앤북, 챕터원 |

| 화장품 | |
|--------------|-----------------------------------|
| 성분&제형&액세서라이즈 | |
| 성분·효과 | 나이아신아마이드, PDRN |
| 신규 제형/재질 | 캡슐 크림, 니들 세럼, 하이드로겔 팩 |
| 액세서라이즈 | 같은 제품을 미니 사이즈로 재출시, 혹은 키링 액세서리 제공 |

| 의류 | |
|-----------|---|
| 정체 숨기기 | |
| 써드브랜드 | 던스트(LF), 야카이브앱스(삼성물산), 구호플러스(삼성물산), LE(현대백화점) |
| PB 브랜드/제품 | 신세계인터내셔날(자주, 텐먼스), 현대백화점 한섬(레이택, 더한섬하우스) |

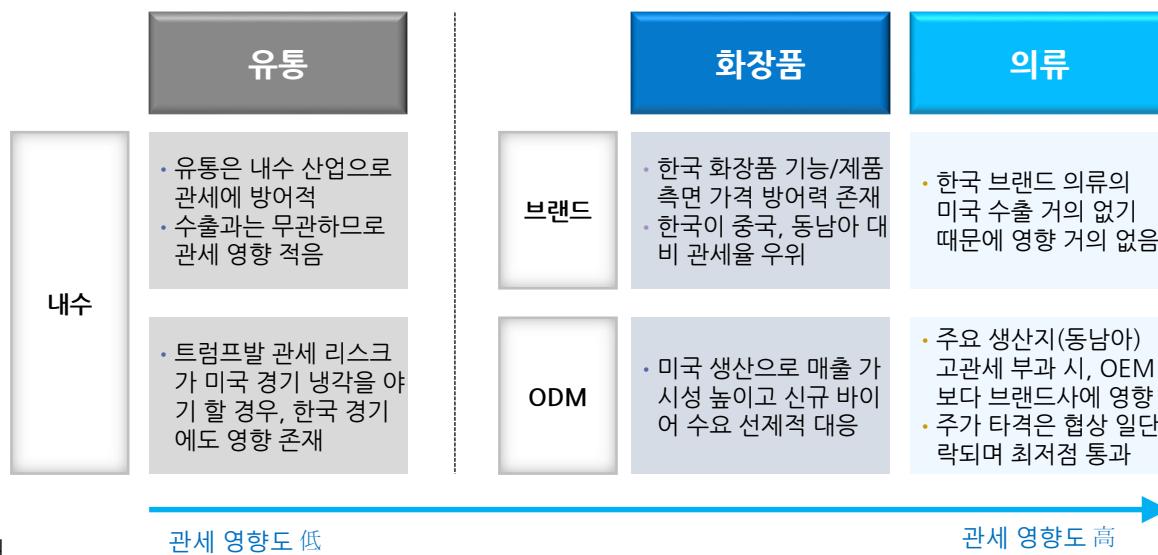
자료: 유진투자증권

美 관세 영향

관세 Free zone: 유통/ 관세 수혜 zone: 화장품/ 관세 관여 zone: 의류

- 트럼프발 관세는 대표적인 내수 산업인 유통을 제외하고 화장품, 의류 산업에 큰 영향을 주는 요소
- 화장품 브랜드: 미국 경쟁 브랜드 대비 가격 경쟁력 존재하고 생산지가 한국일 경우 중국이나 동남아 대비 관세 영향 낮음. 트럼프 1기 미국의 대중 고관세율의 수혜를 가장 많이 받음(미국 화장품 수입액 중 중국 비중은 17년 21%에서 21년 10%까지 하락. 한국 비중은 9%에서 13%까지 상승)
- 화장품 ODM: 미국 현지 생산 기지 보유로 신규 바이어의 수요에 선제적으로 대응. 미중국 관계 악화 시 반사 수혜 가능
- 의류 브랜드: 미국 수출 물량 거의 없기 때문에 별 영향 없음. 미국 수입 의류 국가 비중은 24년 금액 기준 1위 중국, 2위 베트남, 3위 방글라데시
- 의류 OEM: 주요 생산지인 동남아 고관세 부과 시, 의류 OEM 간접 영향 < 해외 브랜드 직접 영향. 이에 주가 타격 심했으나 주가 최저점 통과 중

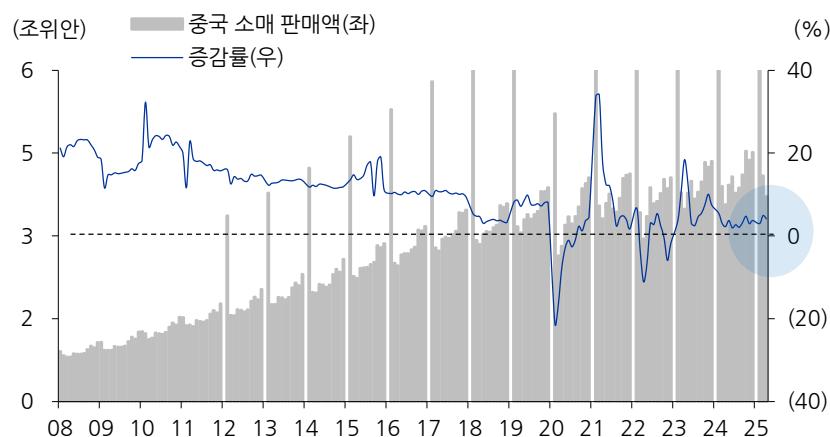
각 산업별 전략 추진 사항



中 소비 회복

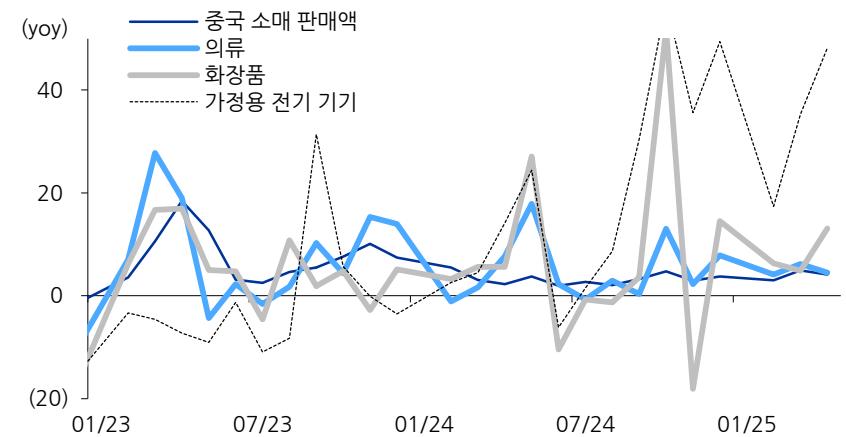
- 중국 소매 판매액은 3,717.4억달러(+4.1% yoy, +3.7% ytd)를 기록
- 상반기 정부 보조금 집행했던 전기전자 매출액이 92.6억달러로 전년대비 +48.2% yoy, +29.5% ytd 성장하며 급등
- 이에 비해 화장품 매출액은 30.6억달러(+13.1% yoy, +7.2% ytd), 의류 매출액은 107.0억달러(+4.5% yoy, +4.7% ytd)로 다소 부진
- 전기전자에 비해서는 부진했으나 하반기 정부 보조금 선수요 일단락 된 후에는 저가의 임의 소비재인 화장품, 의류의 성장 기대
- 온라인 소매 판매액: 1,117.7억달러(+1.4% yoy, +7.5% ytd)

중국 소매 판매액 및 증감률 추이



자료: 중국국가통계국, 유진투자증권

중국 소매 판매액, 의류, 화장품, 가전기기 성장률 추이



자료: 중국국가통계국, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

02

유통 산업

유통 산업 Quick View

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

전망 및 현황

이슈

백화점

- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 하이엔드와 가성비의 양극화 지속
- 분기별 성장률: 1분기 +1.5%, 작년 3분기부터 시작된 역신장 흐름 중단
- 비중: 명품 36.1%, 식품 14.7%, 의류 17.0%

- P: 명품의 단가 상승이 가성비 브랜드의 낮은 ASP 상쇄 예상
- Q: 비효율 매장 구조 조정과 상위권 매출 매장 리뉴얼로 매장수 유지
- C: 경영 효율화 및 판관비 감소 효과 일부 발생하며 비용 절감 기대

편의점

- 연간 매출 미드싱글 성장 전망. 과거 매장수 성장기 만큼의 매출 성장은 어려우나 대형 기업 위주 개편 예상
- 분기별 성장률: 1분기 -0.5%, 16분기만 역신장 시현
- 비중: 비식품 45.1%(담배 40.2%), 식품 54.9%

- P: 물가 상승이 반영되며 ASP 상승 기조
- Q: 사회, 정치 이슈 대두되며 소비 심리 악화. 구매 건수 증감률 -3.7%로 13분기만 하락
- C: 전년 보부 임차형 점포 개점은 일단락되며 점포 판관비 부담 감소

대형마트

- 연간 매출 로우싱글 하락 전망. 내식 수요 증가는 긍정적이나 훔플러스 영업 종료 들어날수록 전체 매출에는 악영향
- 분기별 성장률: 1분기 -1.0%
- 비중: 식품 70.8%, 생활용품 11.0%, 가전 9.0%, 의류 2.9%

- P: ASP는 52,838원으로 전년대비 +0.4%
- Q: 업계의 비효율 점포 스크래핑 및 리뉴얼 오픈 지속
- C: 비효율 점포 영업 종료와 대규모 인력 구조 조정 효과 관망

면세점

- 연간 매출 미드싱글 하락 전망. 대형 면세 기업 중 일부 작년부터 따이공 고객에 대응하지 않아 매출 외형 타격
- 분기별 성장률: 1분기 -24.6% 성장. 전년 높은 기저로 큰 폭 하락
- 1분기 매출액 -24.6% yoy

- P: 내국인 객단가는 소폭 하락, 외국인 객단가는 큰 폭 하락
- Q: 외국인은 기저 효과로 소폭 증가하는데 내국인은 증가폭 둔화
- C: 국내 인천 공항 및 해외 공항 객수 들어나며 임차료 부담 증가. 공항 점포 노출도 낮은 기업이 유리

온라인

- 연간 매출 더블디짓 성장 전망. 온라인 채널 선호 지속
- 분기별 성장률: 1분기 +14.8%, 6분기 연속 더블디짓 성장
- 비중: 식품 31.8%, 생활(전자, 도서 등) 31.5%, 서비스 19.8%, 패션의류 5.2%, 화장품 5.2%

- 티麦프 사태로 이커머스 시장 내 쿠팡/네이버 양강 구도 강화
- 쿠팡은 커머스 외 연계 서비스 강화로 고객 락인 및 신규 고객 유인
- 네이버는 컬리와의 협업을 통해 각 사업체 보완 및 강점 공유

유통 기업 Quick View

Top pick: 현대백화점

| (원, 십억원, %) | 현대백화점 | 신세계 | 롯데쇼핑 | 호텔신라 | BGF리테일 | GS리테일 |
|-------------|--------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY |
| 목표주가 | 87,000원 ▲ | 220,000원 ▲ | 100,000원 ▲ | 56,000원 ▲ | 140,000원 ▼ | 18,000원 ▼ |
| 현재주가 | 69,700원 | 173,200원 | 77,300원 | 48,900원 | 101,200원 | 14,800원 |
| 2025E | 매출액 | 4,336 | 6,835 | 14,150 | 4,072 | 9,128 |
| | 영업이익 | 399 | 506 | 599 | 52 | 269 |
| | 세전손익 | 326 | 349 | 246 | 31 | 255 |
| | 당기순이익 | 261 | 279 | 212 | 52 | 204 |
| | EPS(원) | 9,210 | 20,625 | 6,508 | 1,316 | 11,821 |
| | PER(배) | 7.6 | 8.4 | 11.9 | 37.1 | 8.6 |
| | ROE(%) | 4.7 | 4.8 | 1.2 | 4.0 | 16.3 |
| | PBR(배) | 0.3 | 0.4 | 0.1 | 1.5 | 1.3 |
| | EV/EBITDA(배) | 5.2 | 4.8 | 7.2 | 30.8 | 4.6 |
| | 매출액 | 4,459 | 7,113 | 14,400 | 4,235 | 9,543 |
| 2026E | 영업이익 | 414 | 532 | 621 | 92 | 275 |
| | 세전손익 | 317 | 387 | 264 | 75 | 261 |
| | 당기순이익 | 253 | 310 | 250 | 92 | 209 |
| | EPS(원) | 8,959 | 22,883 | 8,621 | 2,340 | 12,095 |
| | PER(배) | 7.8 | 7.6 | 9.0 | 20.9 | 8.4 |
| | ROE(%) | 4.4 | 5.3 | 1.6 | 6.9 | 15.0 |
| | PBR(배) | 0.3 | 0.4 | 0.1 | 1.4 | 1.2 |
| | EV/EBITDA(배) | 4.9 | 6.2 | 6.7 | 23.2 | 5.2 |
| | 매출액 | 4,582 | 7,213 | 14,500 | 4,335 | 9,643 |
| | 영업이익 | 430 | 552 | 637 | 98 | 281 |

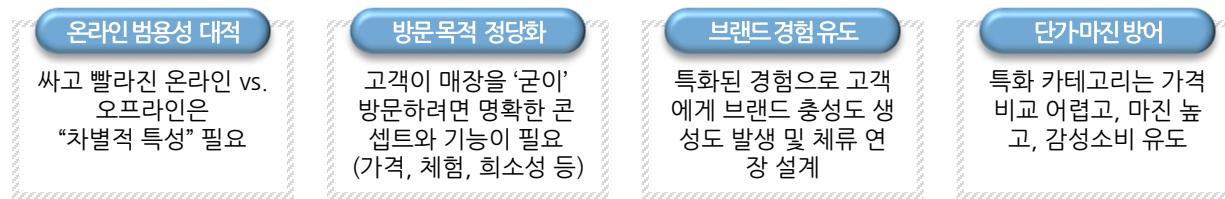
자료: 유진투자증권

유통: 특성화 승부

오프라인은 특성화로 승부

- 오프라인에서는 특성화 유통 업체가 대세로 자리잡고 있음. 크게는 저가, 대량, 체험으로 구분
- 저가: 다이소, 노브랜드. 저렴한 가격에 맞춘 제품 설계(PB, 특화 제품)로 초저가 책정 가능. 수요/회전율 높아지면 매출로 제품 매입 단가 협상력 高
- 대량: 코스트코, 트레이더스. 제한된 SKU 운영(운영 효율) 및 유료 멤버십(반복 매출)으로 대형 패키지, 초저가 제품 제공 가능. 이를 통한 고객 락인
- 체험: 이케아, 무인양품. 오프라인 체험을 바탕으로 고객이 온/오프라인 양 채널 어디서든 구매할 수 있도록 유도
- 테마: 아크엔북, 챕터원, 젠틀몬스터플래그십. 공간 자체를 브랜드 아이덴티티를 드러내거나 편집샵처럼 컨텐츠와 결합해 감성 소비 유도

특성화로 승부하는 오프라인 유통



| | | |
|----|-------------|--|
| 저가 | 다이소, 노브랜드 | • PB, 특화 제품 등 저렴한 가격대(1~5천원) + 빠른 회전율 = 제품 매입 협상력 UP |
| 대량 | 코스트코, 트레이더스 | • 제한된 SKU + 유료 멤버십 고객 락인(대형 패키지, 초저가 상품 유인) |
| 체험 | 이케아, 무인양품 | • 오프라인 체험 중심 → 온라인 구매 유도 |
| 테마 | 아크엔북, 챕터원 | • 공간 자체를 브랜딩, 컨텐츠와 결합 |

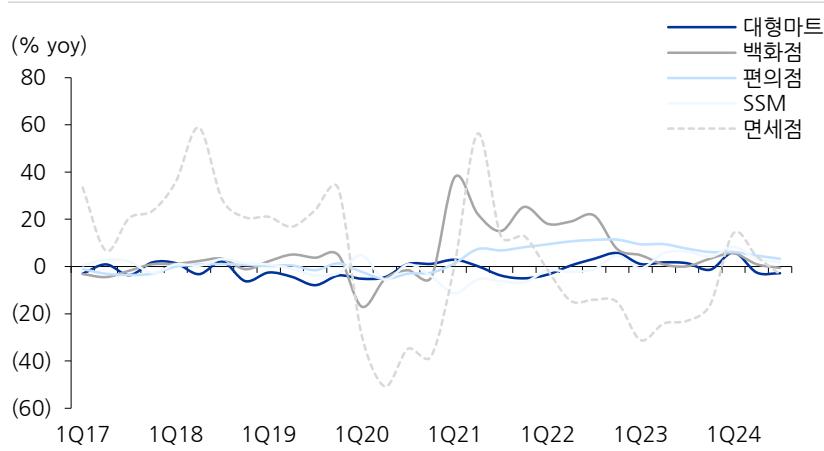
자료: 유진투자증권

유통: 업종별 성장률 추이

연간 성장률 예상

- 온라인 더블디짓 성장, 오프라인(면세 미포함)로 우싱글 성장
- 백화점, 편의점, SSM로 우싱글 성장
- 대형마트로 우싱글 하락
- 면세점 미드싱글 하락

유통 업종별 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

| (% yoy) | 대형마트 | 백화점 | 편의점 | SSM | 온라인 | 오프라인 | 면세점 |
|---------|-------|--------|-------|--------|------|-------|--------|
| 2020 | (1.9) | (7.1) | (3.3) | (1.0) | 18.5 | (3.7) | (38.1) |
| 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 | |
| (% yoy) | 대형마트 | 백화점 | 편의점 | SSM | 온라인 | 오프라인 | 면세점 |
| 1Q20 | (5.2) | (17.0) | (2.3) | 4.8 | 20.5 | (7.0) | (28.8) |
| 2Q20 | (4.5) | (5.3) | (5.3) | (5.6) | 15.4 | (4.9) | (50.7) |
| 3Q20 | 1.1 | (1.6) | (3.0) | 0.9 | 17.8 | (1.2) | (34.8) |
| 4Q20 | 1.1 | (4.5) | (2.6) | (4.2) | 20.4 | (1.6) | (37.9) |
| 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) |

자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 업종별 ASP 추이

| | 대형마트 (원) | 백화점 (원) | 편의점 (원) | SSM (원) | 면세점 (달러) |
|-------------|---------------|----------------|--------------|---------------|--------------|
| 분기 | ASP | ASP | ASP | ASP | ASP |
| 1Q20 | 52,562 | 98,326 | 6,197 | 16,980 | 576 |
| 2Q20 | 50,182 | 100,750 | 6,260 | 15,553 | 1,956 |
| 3Q20 | 53,824 | 102,026 | 6,353 | 16,310 | 2,294 |
| 4Q20 | 51,682 | 116,069 | 6,493 | 15,987 | 2,156 |
| 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 |

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 |

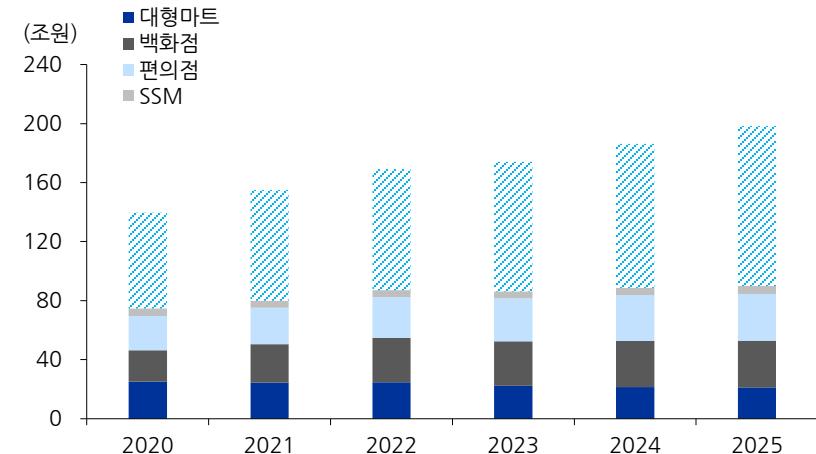
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

유통: 업종별 성장률 추이

| (조원, 십억달러) | 전체 총매출액 | 대형마트 | 백화점 | 편의점 | SSM | 온라인 | 면세점 |
|----------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|------------|
| 2018 | 126.8 | 28.3 | 23.4 | 21.7 | 5.5 | 47.9 | 17.2 |
| 2019 | 132.2 | 25.7 | 23.5 | 22.6 | 5.6 | 54.7 | 21.3 |
| 2020 | 139.6 | 25.0 | 21.4 | 23.1 | 5.2 | 64.8 | 13.2 |
| 2021 | 155.1 | 24.4 | 26.2 | 24.8 | 4.8 | 75.1 | 15.6 |
| 2022 | 169.2 | 24.6 | 30.2 | 27.4 | 4.8 | 82.2 | 13.8 |
| 2023 | 174.2 | 22.2 | 30.3 | 29.1 | 4.8 | 87.9 | 10.5 |
| 2024 | 186.3 | 97.7 | 88.6 | 21.4 | 31.2 | 31.0 | 5.0 |
| 2025E | 198.4 | 108.5 | 89.8 | 21.1 | 31.7 | 31.8 | 5.2 |
| <i><% yoy></i> | | | | | | | |
| 2019 | 4.2 | (9.0) | 0.6 | 4.2 | 0.7 | 15.9 | 34.6 |
| 2020 | 5.6 | (2.7) | (9.0) | 2.3 | (6.3) | 14.2 | 23.7 |
| 2021 | 11.1 | (2.7) | 22.3 | 6.9 | (8.1) | 18.4 | (38.1) |
| 2022 | 9.1 | 0.9 | 15.7 | 10.9 | 0.2 | 15.8 | 18.0 |
| 2023 | 3.0 | (9.8) | 0.1 | 6.2 | (0.7) | 9.4 | (11.5) |
| 2024 | 6.9 | 11.2 | 2.6 | (3.5) | 3.0 | 6.3 | 5.3 |
| 2025E | 6.5 | 11.0 | 1.5 | (1.3) | 1.5 | 2.8 | 4.6 |

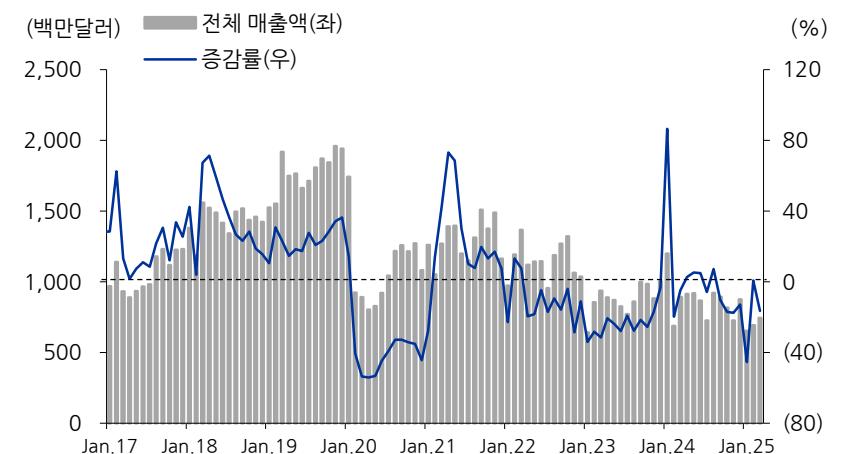
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

주요 업종별 매출액 및 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

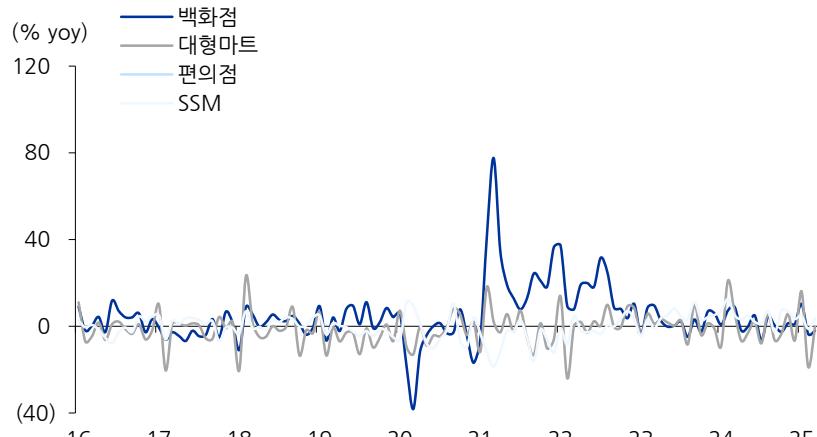
면세점 매출액 및 증감률 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

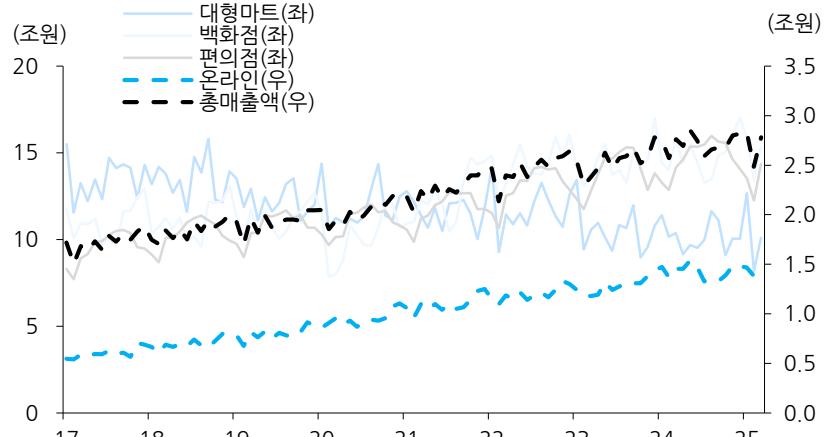
유통: 채널별 주요 CHART

유통 채널별 매출 증감률 추이



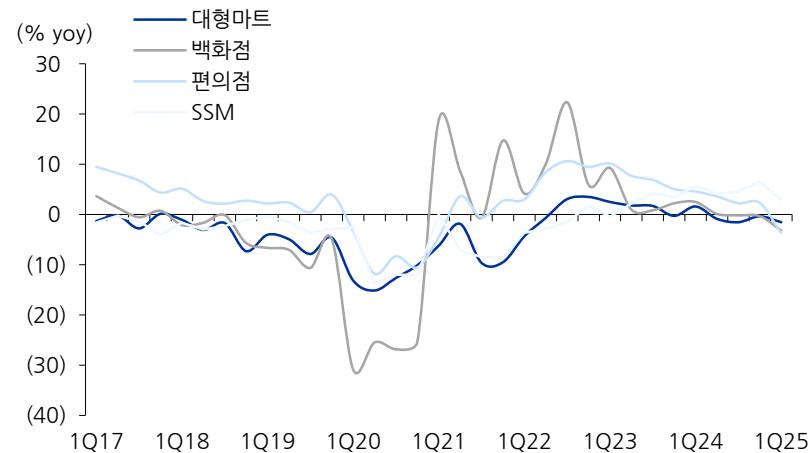
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 총매출액 추이



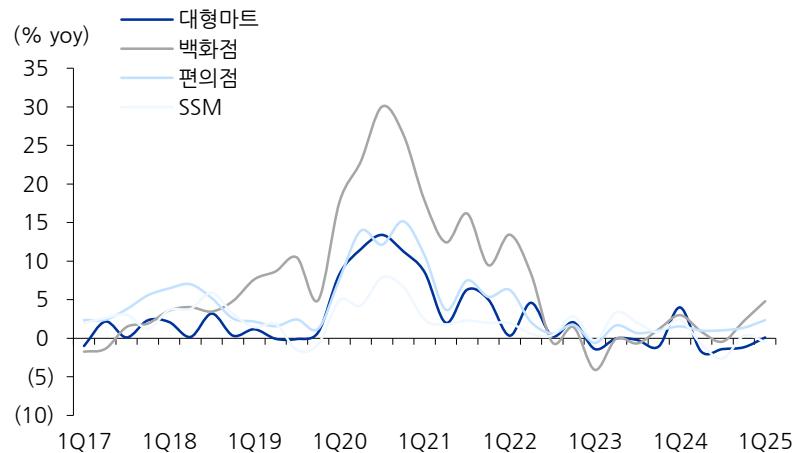
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 구매 건수 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 구매 단가 증감률 추이

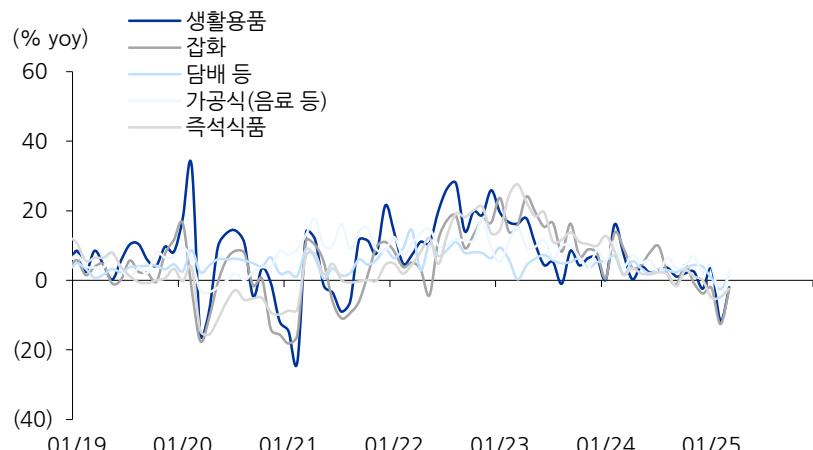


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 편의점

- 연간 매출 미드싱글 성장 전망. 과거 매장수 성장기 만큼의 매출 성장은 기대할 수 없으나 1~2위 대형 기업 위주의 개편 예상
- 분기별 성장률: 1분기 -0.5%. 16분기만에 역신장 시현
- 비중: 비식품 45.1%(담배 40.2%), 식품 54.9%
- P: 물가 상승이 반영되며 ASP 상승 기조. ASP 7,348원으로 전년대비 +1.8%
- Q: 전반적인 사회, 정치 이슈 대두되며 소비 심리 악화. 구매 건수 증감률 -3.7%로 13분기만에 하락하는 모습
- C: 전년 본부 임차형 점포 개점은 일단락되며 점포 관련 판관비(임차료, 유지비, 감가상각비) 부담은 줄어들 듯

편의점 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

편의점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

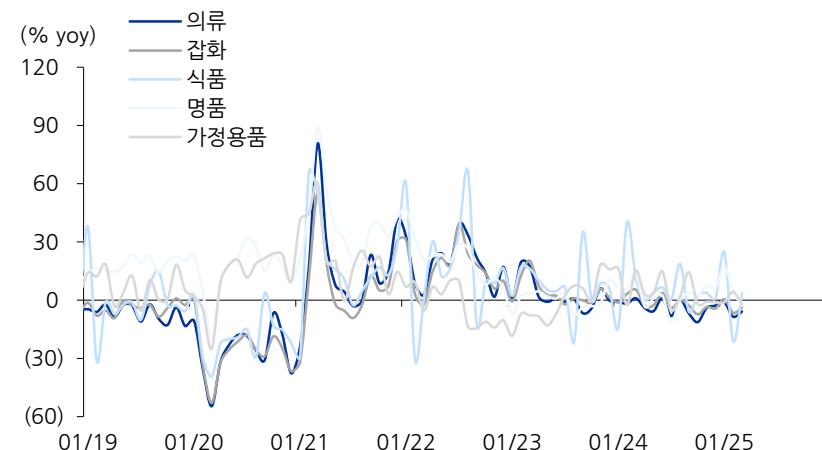


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 백화점

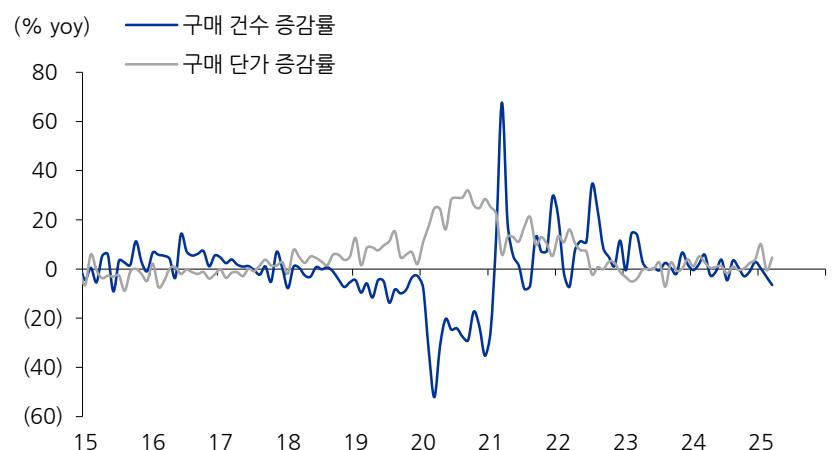
- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 쥬얼리·와치를 필두로한 하이엔드 명품과 가성비 브랜드의 양극화 매출 기조 이어질 것
 - 분기별 성장률: 1분기 +1.5%, 작년 3분기부터 시작된 역신장 흐름 중단
 - 비중: 명품 36.1%, 식품 14.7%, 의류 17.0%
-
- P: 명품의 단가 상승이 가성비 브랜드의 낮은 ASP 상쇄 예상. ASP 134,854원으로 전년대비 +2.4%
 - Q: 비효율 매장 구조 조정과 상위권 매출 매장 리뉴얼로 매장수 유지
 - C: 경영 효율화 및 판관비(수도광열비, 인건비, 임대료, 광고마케팅비) 감소 효과 일부 발생하며 비용 절감 기대

백화점 주요 카테고리별 매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

백화점 구매 건수, 구매단가 증감률 추이

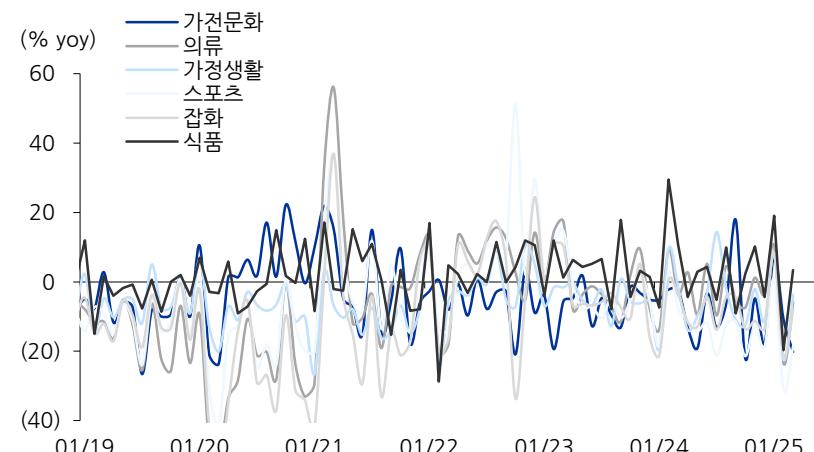


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 대형마트

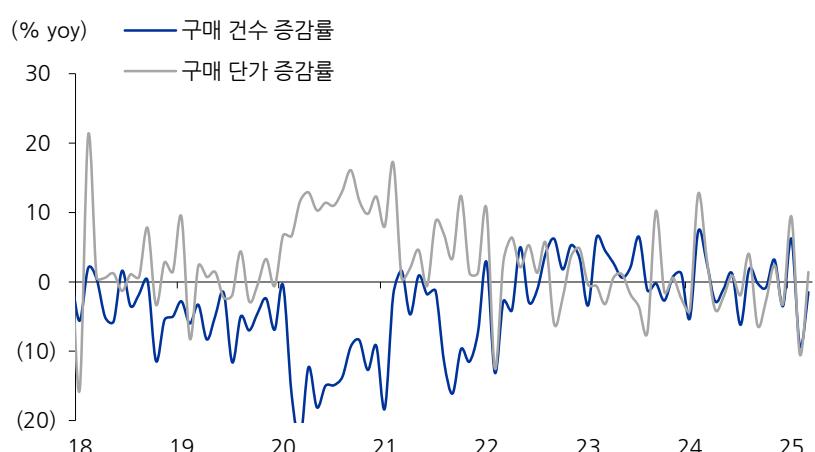
- 연간 매출 로우싱글 하락 전망. 내식 수요 증가는 긍정적이지만 홈플러스 영업 종료 매장이 늘어날수록 전체 매출에는 악영향
 - 분기별 성장률: 1분기 -1.0%, 전년 높은 기저 영향 작용
 - 비중: 식품 70.8%, 생활용품 11.0%, 가전 9.0%, 의류 2.9%
-
- P: ASP는 52,838원으로 전년대비 +0.4%
 - Q: 업계의 비효율 점포 스크래핑 및 리뉴얼 오픈 지속
 - C: 비효율 점포 영업 종료와 대규모 인력 구조 조정 효과 관망

대형마트 카테고리별 매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

대형마트 구매 건수, 구매단가 증감률 추이

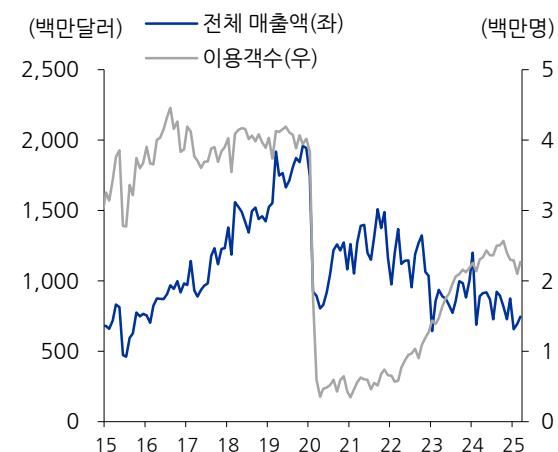


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 면세점

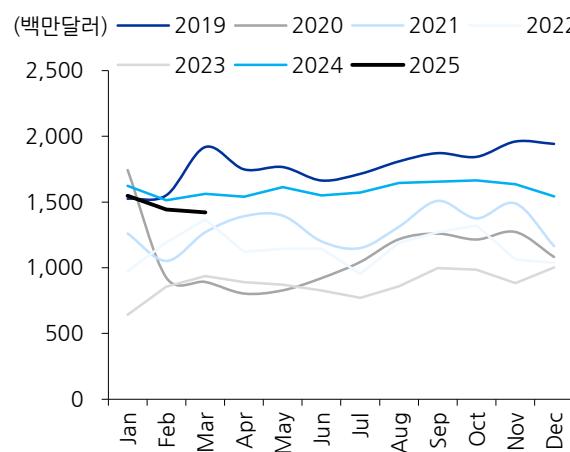
- 연간 매출 미드싱글 하락 전망. 대형 면세 기업 중 일부 작년부터 라이선스 고객에 대응하지 않아 매출 외형에 타격
- 분기별 성장률: 1분기 -24.6%. 전년 높은 기저(1Q24 +14.1%) 영향으로 큰 폭 하락
- 1분기 매출액 20.9억달러(-24.6% 이하 yoy). 내국인 5.0억달러(-12.7%), 외국인 15.8억달러(-27.8%)
- 시내 면세점 15.8억달러(-30.2%), 출국 면세점 4.3억달러(+9.1%)
- P: 내국인 객단가는 소폭 하락, 외국인 객단가는 큰폭 하락. YTD ASP 내국인 114달러, 외국인 707달러
- Q: 외국인은 기저 효과로 소폭이나마 증가하는데 반해 내국인은 증가폭 둔화
- C: 국내 인천 공항 및 해외 공항(싱가폴, 홍콩, 마카오 등) 객수 늘어나며 임차료 부담 증가. 공항 점포 노출도 낮은 기업이 유리

면세점 매출액, 이용객 추이



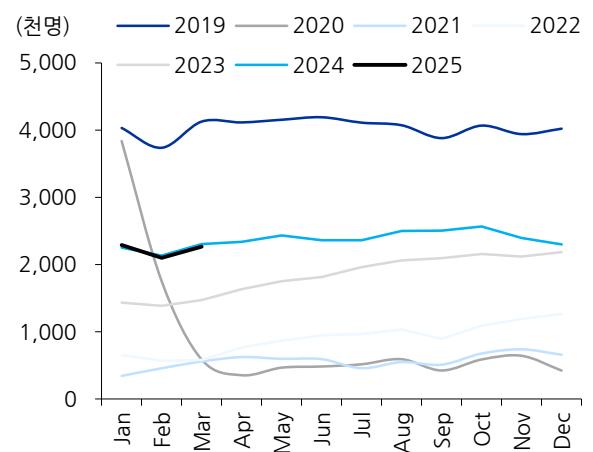
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 월별 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 월별 이용객 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

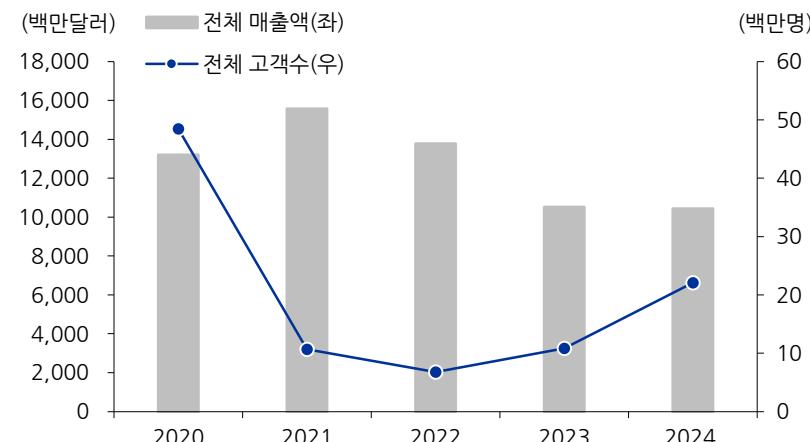
유통: 면세점

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) |

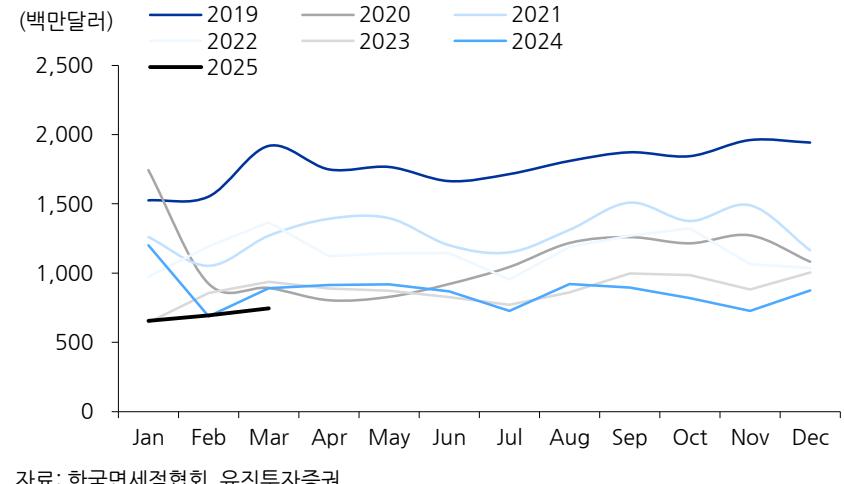
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 매출액 및 고객수 추정



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

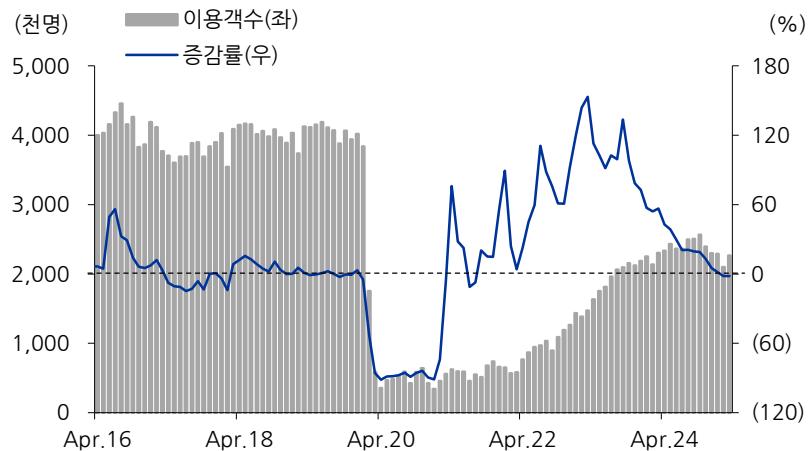
면세점 월별 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

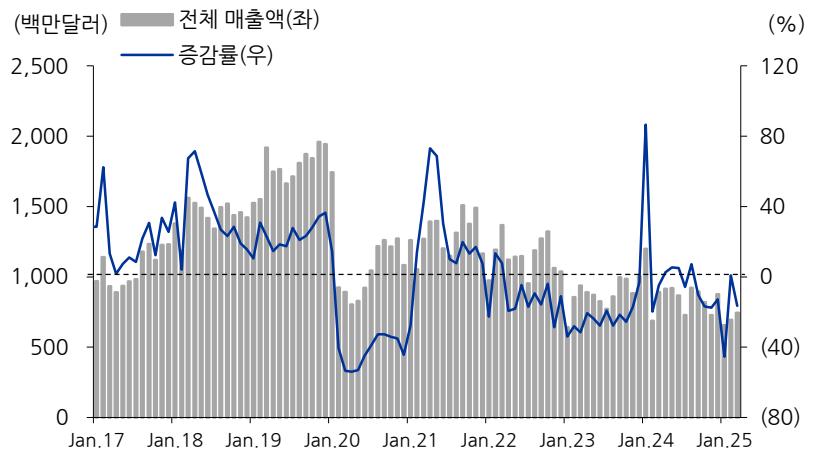
유통: 면세점 관련 CHART

면세점 이용객수 증감률 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 매출액 증감률 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 더블디짓 성장 전망. 온라인 채널 선호 지속
- 분기별 성장률: 1분기 +14.8%, 6분기 연속 더블디짓 성장중
- 비중: 식품 31.8%, 생활(전자, 도서 등) 31.5%, 서비스 19.8%, 패션의류 5.2%, 화장품 5.2%
- 티메프 사태로 상위권 이커머스 독식 시장으로 개편되며 재무 구조 약한 중소 이커머스 기업들 출출히 도산중
- 티몬은 오아시스에 25년 4월 181억원에 인수(티몬 지분 100% 신주 인수 116억원+미지급금 65억), 위메프는 제너시스비비큐에 인수의향서 제출
- 이외 1300K, 알렛츠, 사자마켓, 캐치패션, 바보사랑 영업 종료

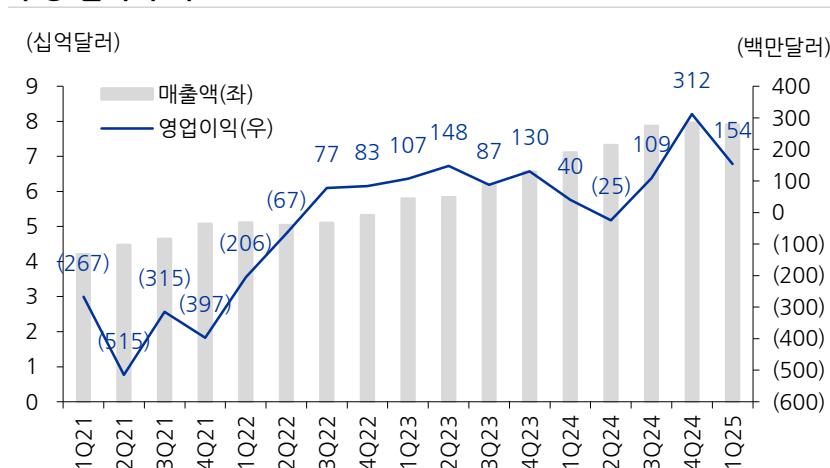
영업 종료한 이커머스 기업 목록

| 기업 | | 사업 종료 시기 | 상세 |
|-------------------|-------------------------------------|--|---|
| 캐치패션 | 럭셔리 제품 판매 플랫폼 | 2024.03 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 2019년 설립 이후 2년만에 누적 GMV 800억원 달성 ▪ 21년까지 약 380억원의 투자 유치 ▪ 22년, 추가 투자유치 불발과 영업환경 악화로 매출 40억, 영업적자 69억원 기록 ▪ 24년 3월 서비스 종료 |
| 발란 | 럭셔리 제품 판매 플랫폼 | 2025.03 (기업회생 신청) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 15년 설립 이후 지속적인 적자 기록 ▪ 23년 GMV 4,000억 달성하였으나 매출 392억, 영업적자 100억원 기록 ▪ 최근 입점사에 지급해야 할 판매대금 미지급 사태 발발 (25.03.24) ▪ 이후, 카드사 및 PG사가 서비스를 철수하며 결제 시스템이 마비 (25.03.28) ▪ 이에 따라, 플랫폼 운영 전면 중단됨 (25.03.28) ▪ 기업회생 절차 신청 후, 매각 추진 중 (25.03.31) |
| 머스트잇 | 럭셔리 제품 판매 플랫폼 | | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 직원 50% 구조조정 진행 중 ▪ 발란 미정산 사태에 선정산 시스템 가동 중 |
| 티몬, 위메프 (큐텐그룹) | 오픈마켓 | 2024.08 (서비스 종료 x, 정산 무기한 지연 선언) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 판매대금 미정산 사태 발발, 이후 큐텐그룹 기업 회생절차 개시 ▪ 오아시스에 25년 4월 181억원에 인수(티몬 지분 100% 신주 인수 116억원+미지급금 65억) ▪ 위메프는 제너시스비비큐에 인수의향서 제출 |
| 바보사랑 알렛츠 | 문구 소품 쇼핑몰 인테리어, 가구 및 가전제품 판매 플랫폼 | 2024.06 2024.08 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 정산 없이 폐업 후 잠적 ▪ 급작스러운 영업종료 고지 후 정산없이 폐업 |
| 한스타일 | 럭셔리 제품 판매 플랫폼 | 2024.08 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 비상경영체제 돌입에도 경영악화 지속하여 정산 정상 처리 후 영업종료 |
| 사자마켓 1300K | 공동구매 플랫폼 디자인상품 전문몰 | 2024.09 2024.09 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 24년 9월 30일부로 영업종료 ▪ 사업 중단 |
| 셀러허브 | 중간 도매 플랫폼 | 서비스 종료 x, 정산 지연 상태 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 판매자의 제품을 티메프에 위탁판매 사업 영위 ▪ 티메프 사태의 연쇄작용으로 서비스 종료는 하지 않았으나, 현재 정산 지연 상태 |
| 트렌드헌터 | B2B 위탁판매 및 교육 담당 플랫폼 | 서비스 종료 x, 정산 지연 상태 | <ul style="list-style-type: none"> ▪ 온라인 사업자를 대상으로 도매, 위탁판매 지원 |

유통: 온라인

- 티메프 사태가 촉발한 중소 이커머스 불신과 상위권 이커머스 위주 시장 개편은 결국 쿠팡과 네이버 양강 구도 강화
- 쿠팡은 커머스 외 연계 서비스(쿠팡 이츠, 쿠팡 플레이 등) 강화로 기존 고객 락인 및 신규 고객 유인. 작년부터 호실적 지속 기록중
- 쿠팡 매출액은 약 11조 4,876억원(+21% yoy)으로 분기 역대 최대 매출 기록. 영업이익은 약 2,337억원으로 전년대비 4배 이상 증가. 순이익은 약 1,656억원으로 전년 318억원 적자에서 흑전 성공
- 쿠팡X쿠팡플레이(OTT): 쿠팡 플레이 제공자를 '와우 멤버십' 미가입자까지 확대하며 신규 고객 유인 작용. 추가로 유료 구독 서비스 'PASS' 런칭
- 쿠팡X쿠팡이츠(음식 배달): 쿠팡의 유료 멤버십인 '와우 멤버십' 이용자에게는 쿠팡이츠 배달비 할인 혜택 제공

쿠팡 실적 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

쿠팡 분기별 실적

| (단위: 백만달러) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2023 | 2024 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 매출 | 7,114 | 7,323 | 7,866 | 7,965 | 7,908 | 24,383 | 30,268 |
| 판매관리비 | 1,889 | 2,167 | 2,160 | 2,179 | 2,162 | 5,717 | 8,395 |
| 영업이익 | 40 | -25 | 109 | 312 | 154 | 473 | 436 |
| 영업이익률(%) | 0.56 | -0.34 | 1.39 | 3.92 | 1.95 | 1.94 | 1.44 |
| 순이익 | 5 | -77 | 70 | 156 | 107 | 1,360 | 154 |
| <% yoy> | | | | | | | |
| 매출 | 23 | 25 | 27 | 21 | 11 | 18 | 24 |
| 판매관리비 | 44 | 57 | 46 | 41 | 14 | 19 | 47 |
| 영업이익 | -63 | 적전 | 25 | 140 | 285 | 흑전 | -8 |
| 순이익 | -94 | 적전 | -23 | -85 | 2,040 | 흑전 | -89 |

자료: Bloomberg, 유진투자증권

유통: 온라인

- 티메프 사태가 촉발한 중소 이커머스 불신과 상위권 이커머스 위주 시장 개편은 결국 쿠팡과 네이버 양강 구도 강화
- 네이버는 컬리와의 협업을 통해 각 사의 단점은 보완하고 강점은 공유하는 시너지 효과 기대
- 네이버 베네핏: 컬리의 자체 콜드체인, 새벽배송 물류 시스템 활용. 컬리의 높은 반복 구매율은 저관여, 비반복 중심의 네이버 쇼핑에 도움
- 컬리 베네핏: 네이버 검색, 쇼핑, 스마트스토어를 통해 노출도 증가하며 자체 앱만으로는 어려운 신규 고객 유입 및 매출 증가 기대

네이버의 기존 단점과 협업을 통한 보완

| 구 분 | 기존 단점 | 협업을 통한 보완 |
|---------------|--|---------------------------------|
| 식품 전문성 | 신선식품 유통 경험 및 풀필먼트 역량이 경쟁사 대비 약함 | 컬리의 프리미엄 식품 물류 및 소싱 역량을 흡수 |
| 프리미엄 브랜드 큐레이션 | 스마트스토어 내 식품군은 중소 셀러 위주로 품질 균일성 낮음 | 컬리의 프리미엄 큐레이션 노하우로 품질 이미지 강화 |
| 재구매 유도력 | 네이버페이 기반 리텐션은 높지만, 식품 분야의 높은 재구매율을 충분히 활용하지 못함 | 컬리의 반복구매 강점으로 식품 중심 리텐션 확대 가능 |
| 물류 인프라 | 네이버 자체 물류 인프라는 없으며, 제휴 중심 | 컬리의 새벽배송 및 풀필먼트 시스템을 공동 활용할 가능성 |

자료: 언론종합, 유진투자증권

컬리의 기존 단점과 협업을 통한 보완

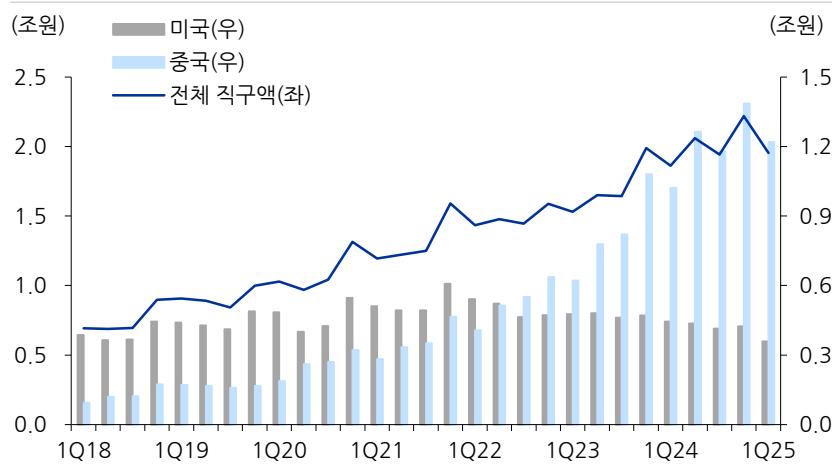
| 구 분 | 기존 단점 | 협업을 통한 보완 |
|-------------|------------------------------|----------------------------------|
| 트래픽 및 검색 유입 | 자체 앱/웹 트래픽은 제한적, 사용자 유입에 한계 | 네이버 검색, 쇼핑 탭 통해 노출 증가 및 신규 유입 확보 |
| 마케팅/광고 효율 | 높은 고객획득비용 → 마케팅 비용 부담 | 네이버 생태계 내 광고/노출 채널 통한 효율적 고객 획득 |
| 사업 다변화 | 컬리 단독 플랫폼 중심 구조, 외부 채널 확장 부족 | 네이버 스마트스토어 입점으로 새로운 판매 채널 확보 |
| 수익성 문제 | IPO 불발 후 재무 안정성 이슈 존재 | 네이버와의 시너지로 매출 확대 및 재무 안정성 회복 기대 |

자료: 언론종합, 유진투자증권

유통: 온라인 직구

- 25년 1분기 누계 전체 직구액 1.96조원(+5.0% yoy)
- 동기간 중국 직구액 1.2조원(+19.2% yoy), 미국 직구액 3,588억원(-19.2% yoy)
- 중국 직구액은 높은 기저에도 불구하고 더블디짓 성장 전망
- 소비자들의 직구 수요 폭증에 따라 쿠팡(로켓직구)은 해외 직구 카테고리 운영중, SSG닷컴(2024년 12월 이마트- 알리바바 합작 법인 설립 발표. 1H25 합작법인 설립 완료 예정. 2H25~1H26 기술통합, 물류협력, 셀러 연동 등 실제 플랫폼 개선 단계 돌입)
- 2024년 전체 직구액 8.09조원(+18.6% yoy)으로 신장. 중국 4.85조원(+46.9% yoy), 미국 1.72조원(-9.0% yoy) 기록

국가별 직구 금액 추이



자료: KOSIS, 유진투자증권

국가별 직구 금액 추이

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2022 | 2023 | 2024 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 전체 구매액 | 1,862.9 | 2,060.7 | 1,943.1 | 2,219.5 | 1,955.1 | 5,945.4 | 6,815.8 | 8,086.3 |
| 미국 | 444.0 | 435.8 | 414.0 | 424.2 | 358.8 | 1,999.2 | 1,887.5 | 1,718.0 |
| 중국 | 1,021.6 | 1,263.7 | 1,179.8 | 1,386.1 | 1,220.5 | 2,107.4 | 3,301.4 | 4,851.2 |
| 일본 | 132.1 | 137.7 | 137.8 | 143.8 | 141.6 | 425.4 | 472.7 | 551.4 |
| <yoY> | | | | | | | | |
| 전체 구매액 | 21.6 | 24.8 | 18.2 | 11.6 | 5.0 | 13.1 | 14.6 | 18.6 |
| 미국 | (6.8) | (9.2) | (10.1) | (9.8) | (19.2) | (5.0) | (5.6) | (9.0) |
| 중국 | 64.5 | 62.3 | 43.7 | 28.2 | 19.5 | 47.1 | 56.7 | 46.9 |
| 일본 | 14.9 | 17.0 | 25.5 | 10.5 | 7.2 | 28.1 | 11.1 | 16.7 |

자료: KOSIS, 유진투자증권

유통: 온라인 직구

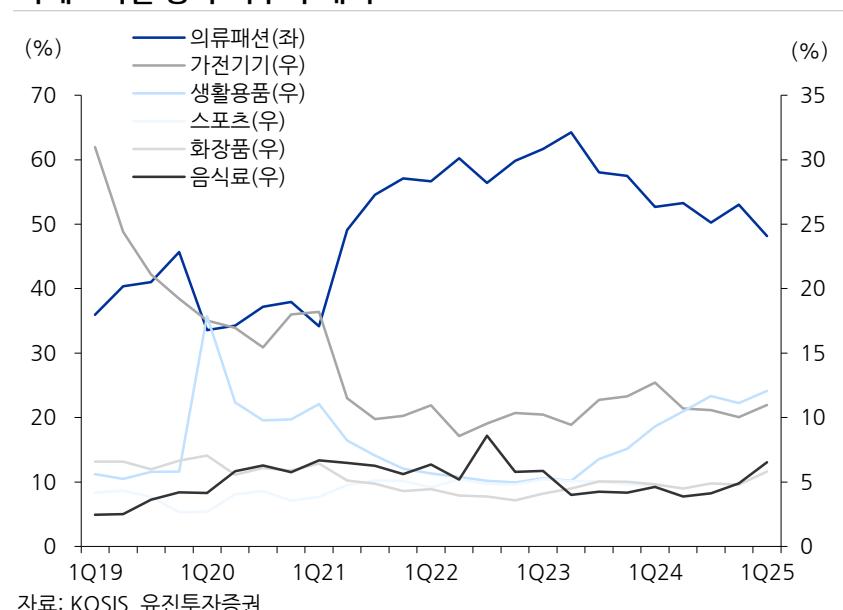
- 2025년 1분기 중국 직구 품목 1위는 의류패션, 2위 생활용품, 3위 가전**
- 직구 금액: 의류패션 5,879억원(비중 48%), 생활용품 1,473억원(비중 12%), 가전 1400억원(비중 11%)
- 의류의 비중 압도적이지만 타 카테고리 신장하면서 비중은 감소 흐름**
- 직구액에는 중국 이커머스에서 구매하여 판매하는 소매상(SNS, 오픈마켓) 매출 포함된 것으로 추정

카테고리별 중국 직구 금액 추이

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 의류패션 | 1,021.6 | 1,263.7 | 1,179.8 | 1,386.1 | 1,220.5 | 2,107.4 | 3,301.4 | 4,851.2 |
| 가전기기 | 538.5 | 673.6 | 592.6 | 734.8 | 587.9 | 1,231.0 | 1,981.3 | 2,539.4 |
| 생활용품 | 129.8 | 135.2 | 124.9 | 139.0 | 134.0 | 207.0 | 356.3 | 529.0 |
| 스포츠 | 95.3 | 132.6 | 137.8 | 154.1 | 147.4 | 110.5 | 210.0 | 519.7 |
| 화장품 | 48.0 | 63.4 | 56.9 | 55.1 | 43.9 | 102.8 | 165.4 | 223.3 |
| 음식료 | 49.2 | 56.8 | 57.8 | 66.6 | 70.9 | 82.6 | 156.2 | 230.5 |
| 아동 | 47.2 | 49.0 | 48.8 | 68.0 | 79.6 | 136.6 | 147.7 | 212.9 |
| 문구서적 | 19.3 | 25.7 | 24.8 | 29.1 | 26.2 | 42.7 | 53.3 | 98.8 |
| 소프트웨어 | 15.7 | 21.1 | 22.2 | 23.9 | 24.0 | 23.3 | 38.0 | 82.9 |
| <비중> | | | | | | | | |
| 의류패션 | 52.7 | 53.3 | 50.2 | 53.0 | 48.2 | 58.4 | 60.0 | 52.3 |
| 가전기기 | 12.7 | 10.7 | 10.6 | 10.0 | 11.0 | 9.8 | 10.8 | 10.9 |
| 생활용품 | 9.3 | 10.5 | 11.7 | 11.1 | 12.1 | 5.2 | 6.4 | 10.7 |
| 스포츠 | 4.7 | 5.0 | 4.8 | 4.0 | 3.6 | 4.9 | 5.0 | 4.6 |
| 화장품 | 4.8 | 4.5 | 4.9 | 4.8 | 5.8 | 3.9 | 4.7 | 4.8 |
| 음식료 | 4.6 | 3.9 | 4.1 | 4.9 | 6.5 | 6.5 | 4.5 | 4.4 |
| 아동 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | 1.6 | 2.0 |
| 문구서적 | 1.5 | 1.7 | 1.9 | 1.7 | 2.0 | 1.1 | 1.2 | 1.7 |
| 소프트웨어 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |

자료: KOSIS, 유진투자증권

카테고리별 중국 직구 구매액



편집상의 공백페이지입니다

03

화장품 산업

화장품 산업 Quick View

- 패션 산업별 매출 성장 전망: ODM > 브랜드

이슈 I

브랜드

- 1) 선케어 제품의 여를 성수기 도래와 아시아를 넘어선 북미, 유럽, 중동 매출 발생이 투자 포인트
- 2) 신규 구매 유인 및 마케팅 전략으로 활용
- 인기 성분: 나이아신아마이드, PDRN
- 신규 제형/재질: 캡슐 크림, 니들 세럼, 하이드로겔 팩
- 액세서리아이즈화: 같은 제품을 미니 사이즈로 재출시 혹은 키링 같은 사운 phẩm 제공

이슈 II

- 1) 트럼프 1기(17년~21년), 미국 국가별 수입 화장품 비중을 보면 한국 화장품은 미국의 대중 고관세율의 수혜를 가장 많이 받은 국가
- 2) 미국 화장품 수입액 중 중국 비중은 2017년 21.1%에서 2021년 10.4%까지 하락. 한국의 비중은 8.5%에서 13.3%까지 상승

ODM

- 1) 트럼프 1기 미중 무역분쟁 이후 한국이 생산지로 부상하며 미국향 주문 증가. 코스맥스는 17년~18년 평균 28% 성장, 한국콜마는 동기간 29% 성장
- 2) 대형 화장품 ODM의 미국 생산 기지 구축은 트럼프 정부의 니어쇼어링 니즈와 맞아 떨어짐

- 1) 미국 현지 생산 가능한 생산 기지 보유하며 로컬/수출 바이어의 수요에 선제적 대응
- 2) 4월 초 미국의 관세 발표 후 한국 ODM 미국 법인에 고객사들 온쇼어 생산 문의 급증
- 3) 25E 코스맥스, 한국콜마의 미국 법인 공장 캐파은 각각 9,880만개, 1억 8,800만개(현 캐파 연 3,000만개 기준 1Q25 캐파 9,800만개)

화장품 기업 Quick View

Top pick: 한국콜마, 아모레퍼시픽

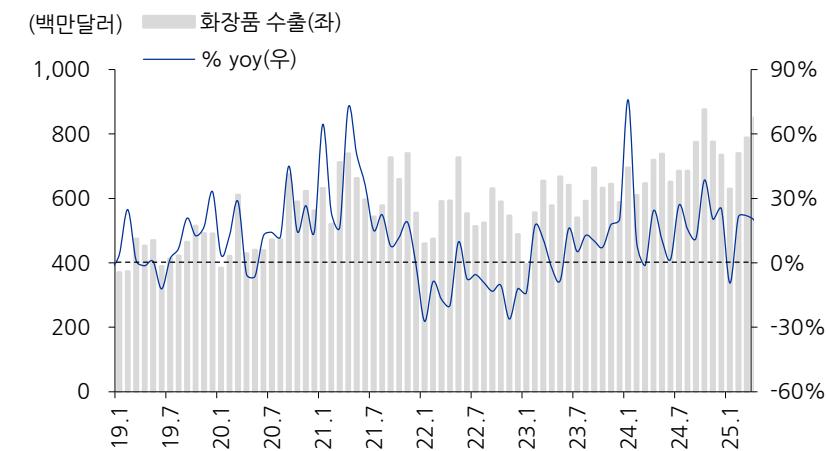
| (원, 십억원, %) | 한국콜마 | 코스맥스 | 아모레퍼시픽 | LG생활건강 |
|-------------|--------------|------------|------------|------------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY |
| 목표주가 | 115,000원 - | 270,000원 ▲ | 170,000원 ▼ | 420,000원 - |
| 현재주가 | 83,900원 | 207,500원 | 136,300원 | 324,500원 |
| 2025E | 매출액 | 2,756 | 2,516 | 4,292 |
| | 영업이익 | 254 | 221 | 400 |
| | 세전손익 | 206 | 181 | 422 |
| | 당기순이익 | 169 | 144 | 348 |
| | EPS(원) | 5,530 | 11,009 | 6,008 |
| | PER(배) | 15.2 | 18.8 | 22.7 |
| | ROE(%) | 15.3 | 25.6 | 6.5 |
| | PBR(배) | 2.2 | 4.7 | 1.7 |
| | EV/EBITDA(배) | 8.5 | 10.1 | 15.5 |
| | 매출액 | 3,019 | 2,748 | 4,462 |
| 2026E | 영업이익 | 294 | 252 | 418 |
| | 세전손익 | 244 | 209 | 442 |
| | 당기순이익 | 200 | 167 | 354 |
| | EPS(원) | 6,770 | 13,619 | 6,267 |
| | PER(배) | 12.4 | 15.2 | 21.8 |
| | ROE(%) | 16.3 | 27.3 | 6.5 |
| | PBR(배) | 1.9 | 3.7 | 1.6 |
| | EV/EBITDA(배) | 7.7 | 9.0 | 15.3 |
| | 매출액 | 3,309 | 3,047 | 4,811 |
| | 영업이익 | 324 | 282 | 468 |

화장품: 브랜드

K-Beauty 누가 지겹대?

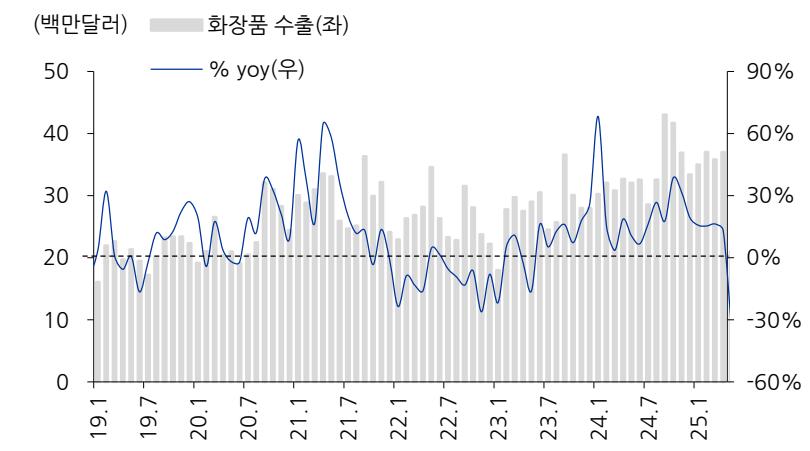
- 사재기 이슈는 K-Beauty에 대한 관심 척도라고 판단. 미국에서 한국 화장품의 가격 사승 전 사재기 수요 있다는 뉴스 나왔지만 확인은 어려움
- K-Beauty는 단기적 트렌드 보다는 Beauty의 한 카테고리로서 자리잡고 있다는 판단. 구글트렌드에 관련 키워드 추세는 계속 우상향. 특히 한국의 스킨케어 트렌드, 성분, 제형은 여전히 유행을 선도하고 있음. Glass skin, Glossy Lip, 미용기기 등
- 선케어 제품 여름 성수기 도래. 기온이 오르고 야외 활동이 늘어남에 따라 자외선 차단 수요 높아짐. 작년부터 시즈널리티를 무시하며 선케어 매출 상승하고 있기는 하지만 여전히 가장 기대되는 계절은 여름. 전년 높은 기저에도 불구하고 선케어 매출 큰 폭의 상승 기대

한국 화장품 월별 수출액 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

한국 화장품 월별 일평균 수출액 추이



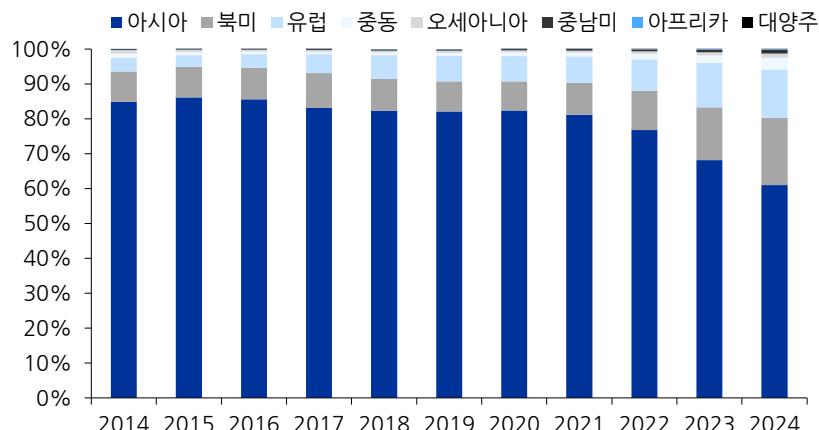
자료: TRASS, 유진투자증권

화장품: 브랜드

K-Beauty Anywhere

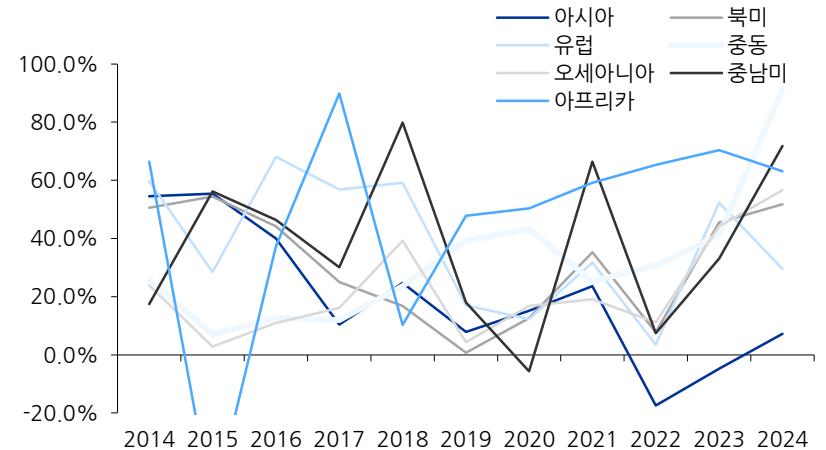
- 한국 화장품의 인기는 아시아를 넘어서 북미, 유럽, 중동까지 다각화 되고 있음
- 2024년 한국 화장품 수출액 국가별 비중은 아시아 61%, 북미 19%, 유럽 14%, 중동 3%, 오세아니아 1.3% 중남미 1.0%, 아프리카 0.3%
- 2019년 비중과 비교 시, 아시아는 중국 영향으로 -21% 했으나 북미는 +11%, 유럽은 +6%, 중동 +2%, 오세아니아 +1% 기록
- 화장품 수출액 국가별 성장을 역시 아시아를 제외하고는 모두 성장 추세

연간 화장품 수출액 국가별 비중 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

연간 화장품 수출액 국가별 성장을 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

화장품: 브랜드

K-Beauty Trend

- 성분을 알아야 산다.** 고객들의 니즈 세분화되면서 피부에 직접 작용하는 성분 위주의 화장품 유행. 최근 주목받는 성분은 나이아신아마이드(모공 축소, 미백, 여드름 개선), PDRN(피부 재생, 탄력 증진, 주름 개선)
- 새로운 제형/재질을 위해.** 기존 제품 카테고리에 새로운 제형/재질을 적용하여 새로운 사용감 제공하는 제품들 인기. 캡슐 크림(기존 크림 -> 콜라겐 캡슐 추가), 니들 세럼(기존 세럼 -> 미세침 역할 하는 실리카 성분 첨가), 하이드로겔 팩(기존 면, 부직포 재질-> 하이드로겔)
- 미니하거나 키링하거나.** 같은 제품을 미니 사이즈로 재출시하거나 사은품으로 제공 혹은 키링처럼 만든 제품 출시. 용량 대비 비싼 가격에 팔지만 수익성이 특별히 좋지는 않고, 고객의 신규 구매를 이끌거나 마케팅용으로 활용

인기 성분

| 성분 이름 | 기능 및 효과 | 대표 제품명(브랜드) |
|--------------|---|--|
| 나이아신 아마이드 | <ul style="list-style-type: none"> 모공축소 미백 여드름 개선 | <ul style="list-style-type: none"> 나이아신아마이드 10%+징크스 1% (디오디너리) 100% 나이아신아마이드 파우더 (디오디너리) 더 나이아신아마이드 15 세럼 (COSRX) |
| PDRN | <ul style="list-style-type: none"> 피부 재생 탄력 증진 주름 개선 | <ul style="list-style-type: none"> 연어 PDRN 핑크 앰플 (메디큐브) 3초 광채 PDRN 눈물세럼 (아누아) |

자료: 언론종합, 유진투자증권

제형/재질



자료: 언론종합, 유진투자증권

액세서리아이즈



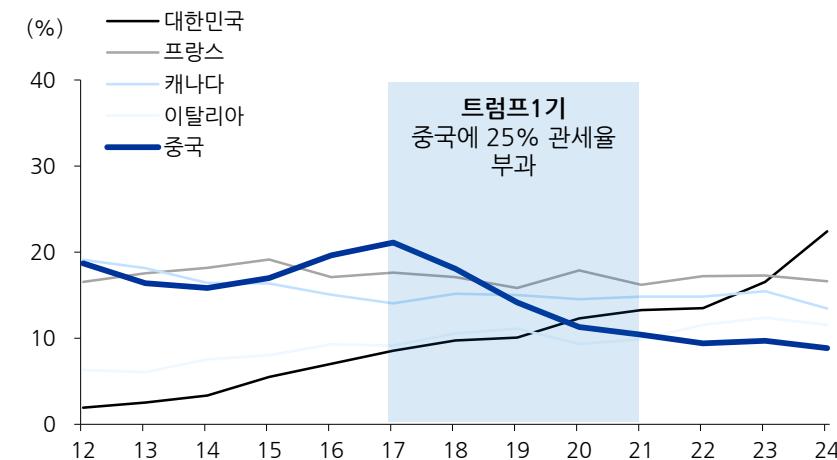
자료: 언론종합, 유진투자증권

화장품: 브랜드

트럼프 2기 미중 무역 분쟁 수혜 기대

- 트럼프 1기(17년~21년), 미국 국가별 수입 화장품 비중을 보면 한국 화장품은 미국의 대중 고관세율의 수혜를 가장 많이 받은 국가. 트럼프 1기 미국은 중국에 25%의 관세를 부과. 중국 화장품의 경쟁력이 약해지며 대미 수출액은 감소했고, 반대로 한국의 대미 수출액은 증가
- 미국 화장품 수입액에서 중국이 차지하는 비중은 2017년 21.1%에서 2021년 10.4%까지 하락. 한국의 비중은 같은 기간 8.5%에서 13.3%까지 상승. 이번에는 K-컬쳐의 위력과 미중 분쟁 상황 아래 더 빠른 시장점유율 확대 기대
- 미국에 진출한 한국 화장품은 기능과 제품력을 강조하며 성장했기에 소폭의 가격 상승에도 방어력이 존재. 화장품은 미국 수입품 중 비교적 브랜드 충성도와 기능성 중심의 소비자로, 가격 상승만으로 수요가 꺾이지는 않는 특성 존재

미국 화장품 수입액 국가별 비중 추이



글로벌 고가 화장품 vs. 한국의 화장품 선크림 비교

| 브랜드 | 제품명 | SPF | 용량 (ml) | 가격 (USD) |
|--------|--|--------|---------|----------|
| 에스티로더 | Perfectionist Pro Multi-Defense Aqua UV Gel | 50 | 30 | 52 |
| 랑콤 | UV Expert Aquagel Defense Primer & Moisturizer | 50+ | 50 | 60 |
| 라로슈포제 | Anthelios Ultra-Light Fluid Facial Sunscreen | 60 | 50 | 33 |
| 고가 ASP | | | | 48 |
| 조선미녀 | Relief Sun: Rice + Probiotics | 50+ PA | 50 | 18 |
| 아누아 | Heartleaf Silky Moisture Sun Cream | 50+ PA | 50 | 24 |
| 이니스프리 | UV Defense Invisible Broad Spectrum Sunscreen | 36 | 50 | 18 |
| 저가 ASP | | | | 20 |

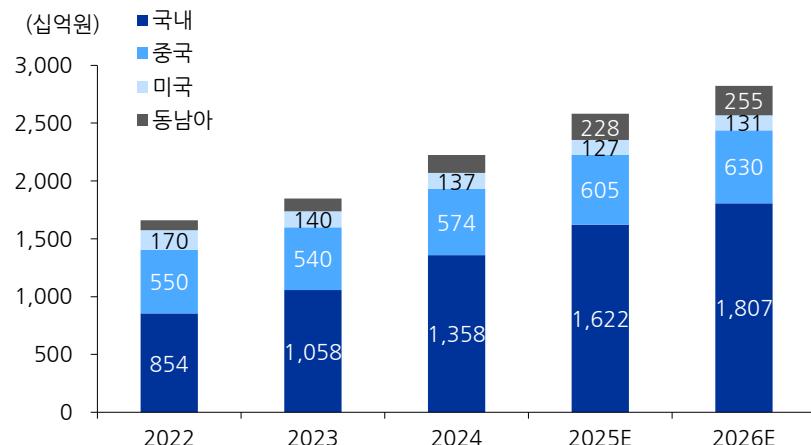
자료: 언론종합, 유진투자증권

화장품: ODM

미국 관세 부과 대응

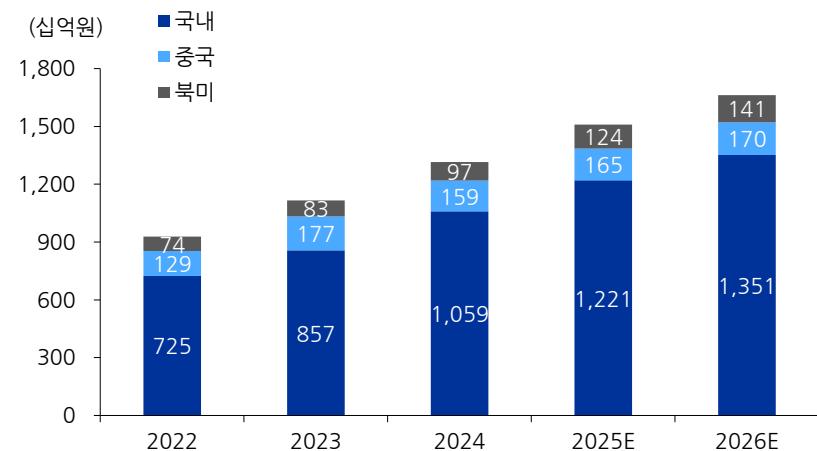
- 미국 정부가 한국 화장품에 부과한 관세율은 10%. 발표 직후 한국 화장품 주가 출렁였으나 1분기 호실적과 2분기~하반기의 긍정적인 실적 톤 언급 후 주가는 발표 직후 대비 상승
- 화장품 ODM들의 대미 수출 실적은 브랜드사만큼 직접 드러나진 않지만, 간접적으로 크게 성장. 트럼프 1기 미·중 무역분쟁 이후 중국을 대체할 생산지로 한국이 부상하면서 미국향 주문이 증가. 코스맥스는 17년~18년 평균 28% 성장, 한국콜마는 동기간 29% 성장
- 한국 ODM 기업들은 미국 현지 생산으로 판로를 확보하여 매출 가시성을 높이고 신규 바이어의 수요에 선제적으로 대응. 대형 화장품 ODM 기업들의 미국 생산 기지 구축은 트럼프 정부 고관세 부과의 목적인 니어쇼어링과도 맞아 떨어짐

코스맥스 국가별 매출액 추이



자료: 코스맥스, 유진투자증권

한국콜마 국가별 매출액 추이



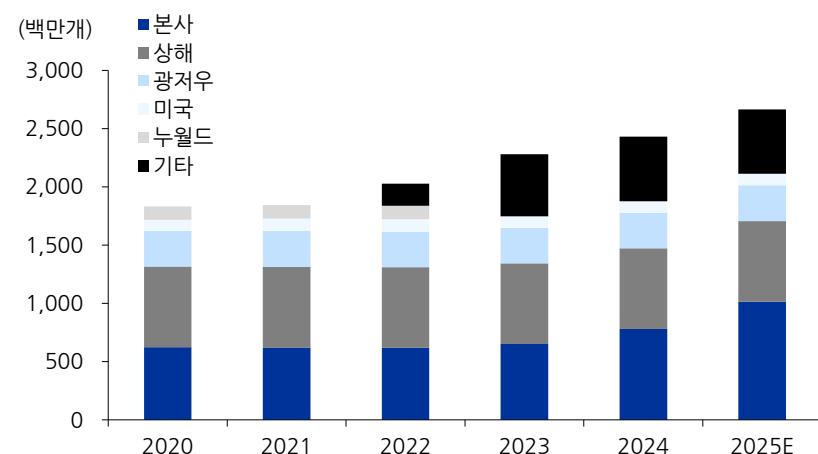
자료: 한국콜마, 유진투자증권

화장품: ODM

미국 현지 생산 기지 확보

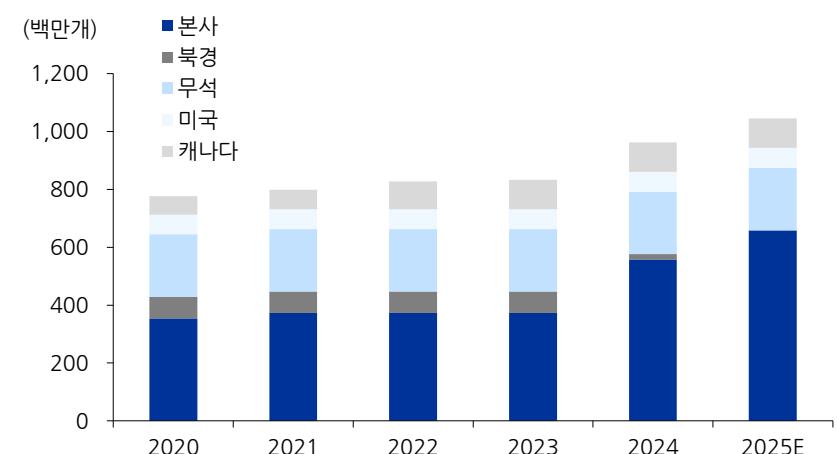
- 한국발 인디 브랜드의 해외 매출 확대 지속되고 있는데 한국 ODM 상위 고객사에서 레거시 브랜드의 비중 낮추고 차트인 할 정도로 급성장 중
- 한국콜마의 자동화 설비에 공들인 미국 제2공장은 25년 6월 가동 예정. 펜실베니아에 위치, 캐파는 약 1.5억만개로 자동화율이 약 80~90%로 생산 단가 크게 낮출 수 있을 것. 또한 자체 물류 창고를 구축해서 물류에서 발생하는 보관 비용, 소요 시간 절감 가능. 기존 제1공장 캐파는 약 1.63억개로 펜실베니아에 위치
- 4월 초 미국의 관세 정책 발표 후 한국 대형 ODM 미국 법인에 한국과 글로벌 고객사들 온쇼어 생산 문의 급증. 한국콜마: 일부 2공장에서 하반기 생산 예정, 다수는 26년부터 본격적인 생산 예상. 코스맥스: 생산 논의 중인 회사들의 매출 연결은 하반기~1년후 가능할 것
- 2025E 코스맥스, 한국콜마의 미국 법인 공장 캐파은 각각 9,880만개, 1억 8,800만개(현 캐파 연 3,000만개 기준 1Q25 캐파 9,800만개)

코스맥스 국가별 캐파



자료: 코스맥스, 유진투자증권

한국콜마 국가별 캐파



자료: 한국콜마, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

04

패션 산업

패션 산업 Quick View

- 패션 산업별 매출 성장 전망: 브랜드 > OEM

이슈 I

브랜드

- 1) 국내 의류 시장 규모는 2024년 49.6조 원 기록(+2.3% yoy)하며 4년 연속 성장하지만 경쟁은 지속 심화 중
- 2) 최근 의류 기업들의 전략
 - 써드 브랜드 위장
 - PB 브랜드/제품 출시

이슈 II

- 1) 브랜드 기업의 해외 진출 시작 및 실적 가시화. 매출 1,000억 원 이하 브랜드도 한국 발판으로 바로 해외 진출
- 2) 해외 매출 나오는 종목에 대한 프리미엄 부여. 국내 의류 브랜드 평균 PER 7배. 해외 고성장 시 PER 20배까지도 가능
- 3) 훨씬, F&F 정도가 일정 수준의 해외 실적 발생. 브랜드 엑스코퍼레이션, 더네이쳐홀딩스, 감성코퍼레이션은 진출 초기 단계

OEM

- 1) 전방 시장인 글로벌 의류 전망은 아직 난항 중. 관세 전쟁 일단락되며 가격 상승은 일어나지 않았으나 잔존 리스크로 대규모 재고 수주 힘들 듯
- 2) 미국 주요 브랜드, 마트 합산 재고액은 상승 흐름, 매출액은 하락 흐름보이며 글로벌 저가 유통/브랜드사의 선별적인 수주 예상

- 1) 생산기지에 고관세 부과 시, 해외 브랜드는 직접적 영향이, 의류 OEM은 우회적 충격이 예상
- 2) 의류 OEM 생산 기지에 대한 높은 상호 관세 부과 발표 후 미국의 소비재 기업/의류 OEM 주가는 출렁했으나 각국 협의 노력으로 최저점 통과 중

패션 기업 Quick View

Top pick: F&F / 차선호주: 브랜드엑스코퍼레이션

| (원, 십억원, %) | | F&F | 화승엔터프라이즈 | 한세실업 |
|-------------|--------------|-----------|----------|-------|
| 투자의견 | BUY | BUY | BUY | BUY |
| 목표주가 | 95,000원 - | 13,000원 - | 14,000원▼ | |
| 현재주가 | 76,600원 | 7,610원 | 10,400원 | |
| 2025E | 매출액 | 1,980 | 1,951 | 1,922 |
| | 영업이익 | 468 | 116 | 127 |
| | 세전손익 | 495 | 78 | 97 |
| | 당기순이익 | 391 | 66 | 77 |
| | EPS(원) | 10,207 | 1,049 | 1,924 |
| | PER(배) | 7.5 | 7.3 | 5.4 |
| | ROE(%) | 22.7 | 13.4 | 10.7 |
| | PBR(배) | 1.6 | 1.1 | 0.6 |
| | EV/EBITDA(배) | 5.5 | 1.8 | 2.0 |
| | 매출액 | 2,085 | 2,112 | 1,968 |
| 2026E | 영업이익 | 506 | 128 | 136 |
| | 세전손익 | 535 | 94 | 106 |
| | 당기순이익 | 422 | 79 | 85 |
| | EPS(원) | 11,026 | 1,256 | 2,109 |
| | PER(배) | 6.9 | 6.1 | 4.9 |
| | ROE(%) | 20.6 | 16.6 | 11.0 |
| | PBR(배) | 1.3 | 0.9 | 0.5 |
| | EV/EBITDA(배) | 4.7 | 2.1 | 2.3 |

자료: 유진투자증권

I. 패션 브랜드

의류 브랜드의 경쟁 속 성장 전략

- 국내 의류 시장 규모는 2024년 49.6조원 기록(+2.3% yoy)하며 4년 연속 성장하지만 경쟁은 지속 심화중. 낮은 가격 중심의 브랜드와 글로벌 스트리트 브랜드가 대중적으로 선호되고 있음. 최근 대형 의류 기업들의 전략 1) 써드 브랜드 위장, 2) PB 브랜드/제품 출시
- 1) 써드 브랜드 위장:** 최근 인기를 얻고 있는 브랜드 중 일부는 대기업에서 운영. 대형사들의 고루한 이미지를 탈피하고 젊은 고객층에게 소구되기 위한 노력. 던스트(LF), 아카이브앱스(삼성물산), 구호플러스(삼성물산), LE(현대백화점)
- 2) PB 브랜드/제품 출시:** 트렌드에 맞춰 빠른 제품 출시가 가능하고 생산 통제력이 높아 재고 관리 쉬움. 브랜드 유통 마진, 마케팅 비용 등 고정비 최소화하여 큰 매출 없이도 적정 마진 확보 가능. 신세계인터내셔날(자주, 텐먼스), 현대백화점 한섬(레오텍, 더한섬하우스)

대형 의류 기업들의 써드 브랜드 전개

| 브랜드명 | 운영사 | 주요 특징 |
|--------|-----------------------|--|
| 던스트 | LF | 미니멀, 젠더리스 감성의 유니섹스 브랜드. 감성 무드와 합리적 가격으로 2030 타겟 |
| 테이트 | 인디에프 | 심플, 모던한 캐주얼 감성. 가성비 높은 데일리웨어 중심 |
| 커스텀멜로우 | 코오롱FnC | 감도 높은 남성복 브랜드. 디자이너 컬래버 및 예술적 감성이 특징 |
| 아카이브앱스 | 삼성물산 패션부문 | 미니멀한 디자인과 소재 실험, 젠더리스 실루엣 강조. Y2K와 테크니컬 무드도 혼합 |
| 구호 플러스 | 삼성물산 패션부문 | 여성 컨템포러리 브랜드 구호의 세컨 브랜드. 젊고 트렌디한 감성으로 Z세대 타깃. 온라인 전용 중심 전개 |
| 비욘드클로젯 | 고태용 디자이너 CJ/롯데와 유통 협업 | 디자이너 기반의 감성 브랜드, 대형 유통망과의 협업. 캐릭터 그래픽과 위트 강점 |

자료: 언론종합, 유진투자증권

대형 의류 기업들의 PB 브랜드 전개

| 운영사 | 브랜드명 | 개요 및 특징 | 타깃 |
|-----------|-------------|---|--------------|
| 신세계 인터내셔널 | 텐먼스 | 미니멀한 감성의 여성 캐주얼 PB 브랜드. 온라인 전용으로 전개되며, 기본에 충실한 아이템 구성 | 2030 여성 |
| | 자주 | 생활용품 브랜드지만, 속옷, 양말, 흄웨어 등 데일리 의류 제품 포함. SPA형 구조로 가성비 지향 | 전 연령 |
| 현대백화점 한섬 | 레오텍 | 한섬의 온라인 PB 브랜드. 합리적인 가격대, 간결한 디자인의 캐주얼. 공식몰 '더한섬닷컴' 중심 유통 | 2030 여성 |
| | 더한섬 하우스 | 한섬의 PB 브랜드와 수입 브랜드를 함께 판매하는 편집숍. 이 안에 들어간 자체 제작 제품군 존재 | 전 연령, 여성 직장인 |
| 롯데GFR | 모그 | 오프라인 백화점과 온라인몰 '바바더닷컴' 주력 자체 여성복 브랜드. 간결한 실루엣, 포멀/캐주얼 위주 | 3040 여성 |
| | 바바더닷컴 PB 라인 | 바바더닷컴 전용 기획 상품 브랜드 다수 존재 | 2040 여성 |

자료: 언론종합, 유진투자증권

I. 패션 브랜드

아직은 뚜렷한 해외 성과 無

- 2024년부터 한국의 중소형 상장사 브랜드들 해외 진출 시작했지만 아직까지 훨라, F&F 정도의 실적 보여주는 기업 없음
- 작은 국내 시장 규모를 벗어날 수 있는 해외 매출이 나오는 종목에 대한 프리미엄 부여는 반드시 존재
- 최근 국내 의류 브랜드 기업 평균 PER 7배 수준. 다만 과거 의류 브랜드 해외 진출 고성장 모멘텀 발생 시 PER 20배까지 받았음
- 브랜드엑스코퍼레이션, 감성코퍼레이션, 더네이쳐홀딩스 진출 후 답보 상태
- 훨라의 3마(마르디메크르디, 마리떼프랑소와, 마뗑김)은 순항 중으로 보이지만 성과 발표하지 않고 있음

중국 진출 의류 브랜드 기업 정리

| 기업명 | 브랜드명 | 진출 시기 | 2024년 매출액(억원) | 2024년 매장수(개) | 1Q25 매장수(개) | 2025년 매장수 추정(개) |
|------------|---|---------|---------------|--------------|-------------|-----------------|
| F&F | MLB | 2019 | 3,935 | 1,110 | 1,100 | 1,100 |
| | 디스커버리 | 2024/11 | - | 1 | 8 | 100 |
| | FILA(ANTA JV) | 2009 | 378 | 1,981 | 1,981 | 미정 |
| | 마르디메크르디 마리떼프랑소와 마뗑김 R&R 레이브 | 2024 | - | 마르디 9 | 50 | 미정 |
| 브랜드엑스코퍼레이션 | 젝시믹스 | 2024/7 | 22 | 8 | 10 | 50 |
| 더네이쳐홀딩스 | 내셔널지오그래픽 | 2023/7 | - | 6 | 6 | 50 |
| 감성코퍼레이션 | 스노우피크 | 2023/12 | - | 1 | - | 미정 |

자료: 각 사, 유진투자증권

주: 훨라 중국 매출은 DSF(로열티) 금액/ 중국은 홍콩, 대만 제외한 본토 기준

I. 패션 브랜드

한국 화장품의 발자국을 따라가는 한국 인디 패션 브랜드

- 국내의 안정적인 매출을 바탕으로 해외로 진출하는 비상장 인디 브랜드 다수. 화장품 극초기와 비슷한 모습으로 매출다각화 및 성장 확보 긍정적
- 젠틀몬스터: 해외에서 인지도 가장 높은 국내 자체 브랜드. 2024년 해외 매출 비중 40%. 국내외 브랜드력 여전하므로 높은 영업이익률 유지중
- 마르디메크르디: 2024년 매출 1,138억원, 영업이익 282억원 기록. 국내 2개, 해외 10개 오픈 예정(현재 해외 39개 운영중)
- 마리떼프랑소와: 2024년 매출 1,507억원, 영업이익 335억원 기록. 국내/해외 합산 47개 오픈 예정(해외 상반기 7개, 하반기 7개 오픈 예정)
- 마땡김: 2024년 매출 1,287억원, 영업이익 387억원 기록. 향후 5년간 27개의 글로벌 매장 오픈 계획(일본 내 15개 목표, 현재 1개 운영중)

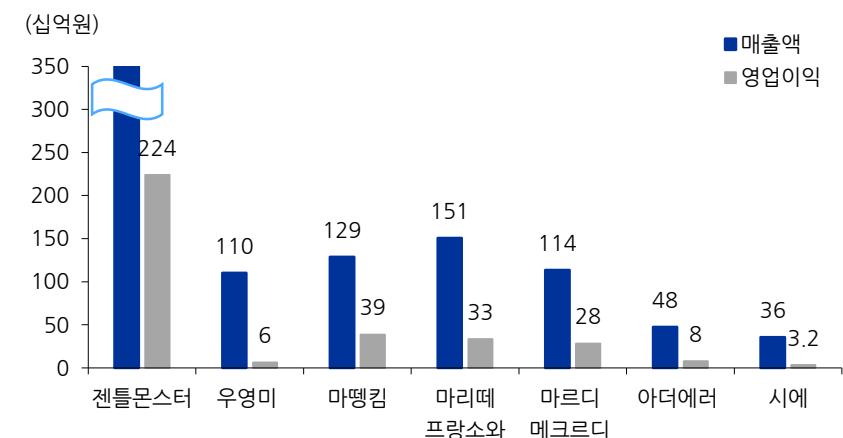
패션 브랜드 2024년 매출액 및 영업이익

| 브랜드명 | 기업명 | 로고 | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) |
|---------|----------|---------------------------------------|--------------|---------------|
| 젠틀몬스터 | 아이아이컴바인드 | GENTLE MONSTER | 789.1 | 223.9 |
| 우영미 | 슬리드 | WOOYOUNGMI PARIS | 110.3 | 6.2 |
| 마땡김 | 하고하우스 | Matin Kim | 128.7 | 38.7 |
| 마리떼프랑소와 | 레이어 | MARITHE FRANCOIS GIRBAUD PARIS | 150.7 | 33.5 |
| 마르디메크르디 | 피스피스스튜디오 | Mardi Mercredi | 113.8 | 28.2 |
| 아더에러 | 파이브스페이스 | ADERERROR | 47.5 | 7.9 |
| 시에 | 시즌리스 | SSIE | 35.6 | 3.2 |

자료: 각 사, 유진투자증권

주: 젠틀몬스터 외 별도 기준 실적

패션 브랜드 2024년 매출액 및 영업이익



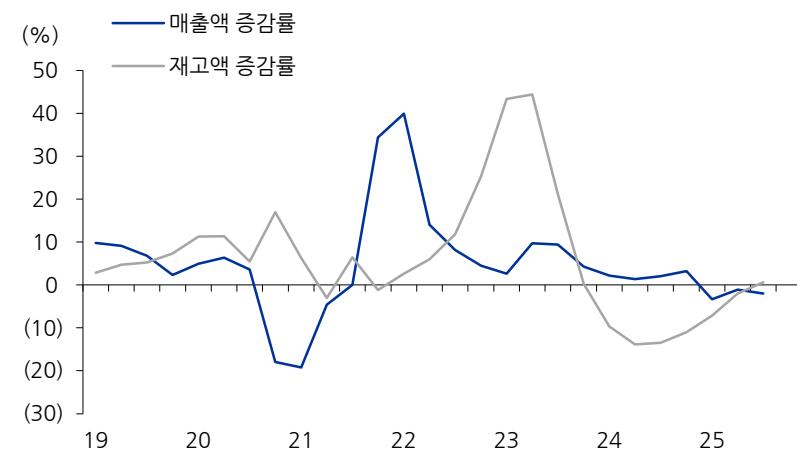
자료: 각 사, 유진투자증권

II. 패션 OEM

반등 기회 노리기

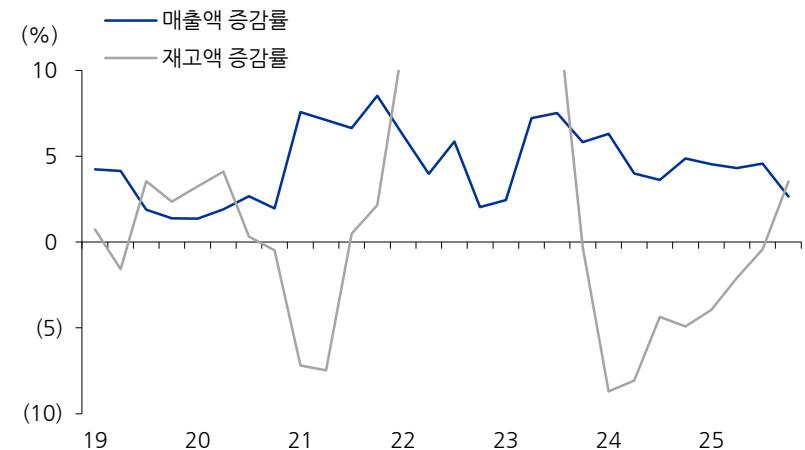
- 전방 시장인 글로벌 의류 전망은 아직 난항. 관세 협상 일단락되었으나 잔존 리스크로 재고 대규모 수주 힘듦.
- Walmart(4Q25 컨콜): We have to acknowledge that we are in an uncertain time. And we don't want to get out over our skis here
- Target(4Q25 컨콜): Persistent economic uncertainty has consumers taking a cautious approach to spending, particularly in discretionary categories.
- 미국 주요 브랜드, 마트 합산 재고액은 상승 흐름, 매출액은 하락 흐름보이며 글로벌 저가 유통/브랜드사의 선별적인 수주 예상
- 25년 YTD 환율 1,440원으로 전년동기간대비 +5.5%로 우호적인 환경 조성됐지만 1~4월 대비 5월 환율은 -3.5% 하락하며 안정화되는 추세

주요 브랜드 합산 매출액, 재고액 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권/ 주: 결산분기 같은 주요 브랜드 7사 합산

주요 마트 합산 매출액, 재고액 증감율 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권/ 주: 주요 마트 3사 합산

II. 패션 OEM

관세 영향은 최저점 통과중

- 생산기지에 고관세가 부과될 경우, 원칙적으로는 의류 OEM에 영향이 적고, 해외 브랜드사에 영향이 크지만 OEM에 주는 간접적인 파급력 큼
- 미국의 글로벌 사우스(아시아, 라틴아메리카, 아프리카) 국가에 높은 상호관세 부과 발표 후 미국의 소비자 기업과 한국/대만 의류 OEM 기업들의 OEM 생산 기지의 많은 국가가 동남아에 위치해있기 때문에 주가는 출렁. 다행히 각 국간 협의 노력으로 최저점 통과하는 중
- 국내 의류 OEM 기업 대부분 수출 형태를 FOB(Free On Board) 방식으로 택하기 때문에 판매 국가 도착 후 부과되는 관세는 바이어 책임. 다만 이런 관세 부과 리스크에 대해 오더를 주는 바이어 브랜드 기업들이 고관세로 높아지는 원가 상승을 OEM과 함께 부담하자고 할 가능성 시사
- 생산 국가를 다변화하려는 움직임이 생겨나지만 동남아, 아프리카 외 생산 가능 지역은 많지 않음. 미국 외 다른 국가로의 매출 다변화를 시도할 것

대형 OEM 기업들의 미국 매출 비중과 생산 국가 비중

| 기업명 | 미국매출 비중 | 생산국가 | 대응 전략 |
|------|---------|----------------------------|---------------------------------------|
| 한세실업 | 약90% | 베트남40%, 중미50% | 중미비중 확대, Texolini 활용, 바이어와 관세분담 협상 |
| 영원무역 | 약30% | 방글라데시중심 | 유럽 거래선 확대, 방글라데시외 생산지 확보 추진 |
| 화승엔터 | 약20% | 베트남50%, 인도네시아40%, 중국10% | 인도네시아 생산비중 확대, 미국 유럽 수출 확대 |
| 세아상역 | 약60% | 베트남, 방글라데시, 아이티 | 아이티 생산 확대, 유럽 바이어 확대, 필요시 신규 투자 |

자료: 각 사, 유진투자증권

미국 트럼프 정부의 국가별 관세

| | 1기 | 4/2 발표 상호관세율 | 현재 관세 | 국가별 대응 상황 |
|----------|-----|-----------------|-------|---|
| 한국 대만 | - | 25% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| | - | 32% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 중국 | 25% | 145% | 30% | ▪ 5월 12일 90일간 관세 완화 협정 체결 ▪ 대중국 관세율 30%로 일시적 인하하였음 ▪ 중국은 미국 제품에 대한 관세를 125% → 10%로 완화 |
| 베트남 | - | 46% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 태국 | - | 36% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 인도네시아 | - | 32% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 방글라데시 | - | 37% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 미얀마 | - | 44% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 파테말라 | - | 10% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 캄보디아 | - | 49% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 ▪ 7월 8일까지 임시 무역 협정 체결 예정 |
| 인도 | - | 26% | 10% | ▪ 민감한 산업 보호 위해 쿼터제 혹은 최소 수입 가격 제도 도입할 계획 |
| 스위스 | - | 31% | 10% | ▪ 7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중 |
| 호주 | - | 10% | 10% | ▪ 미국의 철강, 알루미늄 25% 추가 관세에 대응 위해 반덤핑 규제 강화 계획 |

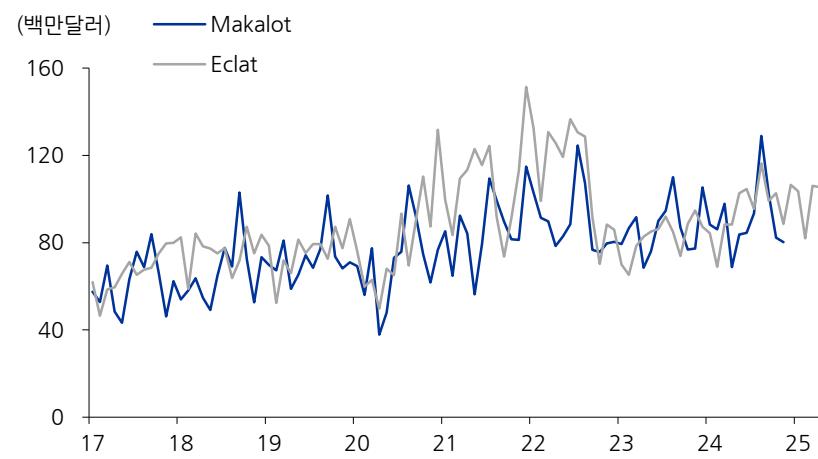
자료: 언론종합, 유진투자증권

II. 패션 OEM

대만 OEM 기업 중 ECLAT 매출 월별 성장 흐름. 바이어 공유하는 영원무역 커플링

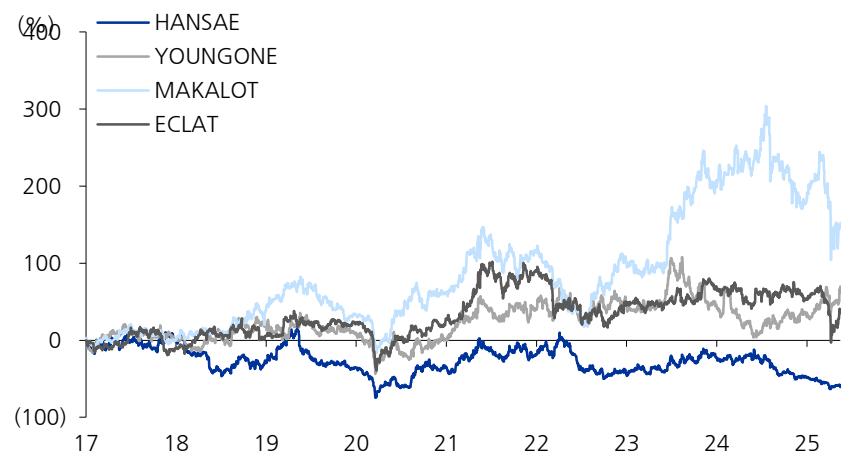
- Makalot 1월 증감률 +23.2%(1월 이후 발표 없음), Eclat 4월 누적 증감률 +20.4%
- Pouchen 4월 누적 증감률 +3.8%, Yueyuen 4월 누적 증감률 +1.2%
- 한세실업은 Makalot과 바이어(Walmart, Target, Kohl's, H&M, Fast Retailing) 공유/ Uniqlo 비공유
- 영원무역은 Eclat과 바이어(Lululemon, Under Armour) 공유
- 화승엔터프라이즈는 Pouchen, Yueyuen과 바이어(Adidas) 공유

대만 OEM 기업 월별 매출 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

대만 OEM 기업 vs. 국내 OEM 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

패션: Global Buyer & OEM MATCHING

| Buyer | OEM | 의류 | | | | | 신발 | | |
|----------------|-------|------|------|---------|-------|----------|----------|---------|---------|
| | | 한세실업 | 영원무역 | Makalot | Eclat | Shenzhou | 화승엔터프라이즈 | Pouchen | Yueyuen |
| Walmart | 유통 | O | | O | | | | | |
| Target | 유통 | O | | O | | | | | |
| Kohl's | 유통 | O | | O | | | | | |
| H&M | SPA | O | | O | | | | | |
| Inditex | SPA | O | | | | | | | |
| Fast Retailing | SPA | | | O | | O | | | |
| Nike | BRAND | | | | O | O | O | O | O |
| Adidas | BRAND | | | | | O | O | O | O |
| Puma | BRAND | | | | | O | | | O |
| Gap | BRAND | O | | O | | | | | |
| VF | BRAND | | O | | | | | | |
| Lulu Lemon | BRAND | | O | | O | O | | | |
| Ralph Lauren | BRAND | O | | | | | | | |
| Under Amour | BRAND | O | | | O | | | | |

자료: 유진투자증권

04

유통 기업

현대백화점 TP: 87,000원(상향)

- 2Q25E 매출액 1.05조원(+2.7%, 이하 yoy), 영업이익 833억원(+94.4%) 전망, 2025E 매출액 4.34조원(+3.5%), 영업이익 3,988억원(+40.4%) 전망
- 백화점: 2분기보다는 하반기부터 국내 외부 소비 심리 회복되며 실적도 터어라운드 예상. 더현대서울점 임차료 구조에 따른 기저 부담은 2분기부터 상쇄
- 면세점: 면세 산업 경쟁 강도 완화로 대량 판매 마진율 개선 및 부진점 폐점을 통한 운영 비용 효율화로 연간 흑자 전환 기대
- 지누스: 미국의 상호 관세 영향은 피할 수 없으나 판매가 협상 진행중. 하반기 7월 아마존프라임데, 블랙프라이데이 등 대규모 행사에 판가 인상 반영 기대

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순매출액 | 934.4 | 1,125.2 | 1,372.1 | 1,582.4 | 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 | 1,051.4 | 1,005.0 | 1,181.3 | 5,014.1 | 4,207.5 | 4,187.6 | 4,335.9 | 4,458.5 |
| 백화점 | 543.3 | 588.8 | 560.7 | 596.8 | 572.7 | 594.1 | 580.2 | 655.6 | 593.6 | 611.9 | 568.3 | 660.8 | 589.0 | 613.3 | 613.6 | 652.8 | 2,289.6 | 2,402.6 | 2,434.6 | 2,468.7 | 2,498.5 |
| 면세점 | 424.3 | 570.3 | 558.0 | 704.4 | 332.0 | 194.2 | 237.3 | 234.3 | 240.5 | 240.5 | 228.2 | 263.0 | 293.5 | 256.7 | 132.0 | 348.7 | 2,257.0 | 997.8 | 972.2 | 1,030.9 | 1,081.4 |
| 지누스 | 290.8 | 264.2 | 322.1 | 318.4 | 229.1 | 219.5 | 221.5 | 282.2 | 152.2 | 206.3 | 272.9 | 289.0 | 249.9 | 216.6 | 294.7 | 192.7 | 1,195.5 | 952.3 | 920.4 | 954.0 | 985.3 |
| 영업이익 | 88.9 | 71.2 | 92.2 | 68.6 | 77.9 | 55.6 | 74.0 | 96.0 | 68.9 | 42.8 | 64.6 | 107.7 | 112.5 | 83.3 | 101.4 | 101.7 | 320.9 | 303.5 | 284.0 | 398.8 | 414.0 |
| % | 9.5 | 6.3 | 6.7 | 4.3 | 7.1 | 5.7 | 7.4 | 8.5 | 7.2 | 4.2 | 6.2 | 9.2 | 10.2 | 7.9 | 10.1 | 8.6 | 6.4 | 7.2 | 6.8 | 9.2 | 9.3 |
| 백화점 | 102.7 | 89.0 | 89.0 | 94.5 | 95.2 | 61.3 | 79.8 | 119.9 | 103.1 | 71.0 | 71.0 | 113.8 | 97.2 | 80.3 | 89.0 | 102.3 | 375.2 | 356.2 | 358.9 | 368.9 | 375.8 |
| 면세점 | (14.0) | (13.8) | (13.8) | (23.3) | (15.7) | (0.8) | 1.0 | (15.7) | (5.2) | (3.9) | (8.0) | (11.8) | (1.9) | (5.1) | 2.8 | 7.4 | (64.9) | (31.2) | (28.9) | 3.1 | 7.6 |
| 지누스 | 28.3 | 9.2 | 10.6 | 17.4 | 8.3 | 5.2 | 3.2 | 1.7 | (19.1) | (14.2) | 11.9 | 16.1 | 27.5 | 14.1 | 15.6 | (1.9) | 65.6 | 18.4 | (5.3) | 55.3 | 59.1 |
| 지배순이익 | 62.5 | 45.7 | 49.9 | (14.1) | 56.6 | 17.9 | 54.3 | (208.5) | 68.3 | (145.5) | 21.2 | 20.0 | 67.9 | 19.8 | 23.2 | 97.4 | 144.1 | (79.8) | (35.9) | 208.4 | 202.7 |
| % | 6.7 | 4.1 | 3.6 | (0.9) | 5.2 | 1.8 | 5.4 | (18.4) | 7.2 | (14.2) | 2.0 | 1.7 | 6.2 | 1.9 | 2.3 | 8.2 | 2.9 | (1.9) | (0.9) | 4.8 | 4.5 |
| < % yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 순매출액 | 36.8 | 30.3 | 48.4 | 43.8 | 17.5 | (13.8) | (26.8) | (28.3) | (13.3) | 5.5 | 3.2 | 3.5 | 15.4 | 2.7 | (3.1) | 0.5 | 40.4 | (16.1) | (0.5) | 3.5 | 2.8 |
| 백화점 | 9.1 | 8.3 | 13.2 | 5.3 | 5.4 | 0.9 | 3.5 | 9.9 | 3.6 | 3.0 | (2.1) | 0.8 | (0.8) | 0.2 | 8.0 | (1.2) | 8.8 | 4.9 | 1.3 | 1.4 | 1.2 |
| 면세점 | 97.0 | 62.6 | 22.1 | 24.0 | (21.8) | (65.9) | (57.5) | (66.7) | (27.6) | 23.8 | (3.8) | 12.2 | 22.0 | 6.7 | (42.2) | 32.6 | 41.8 | (55.8) | (2.6) | 6.0 | 4.9 |
| 지누스 | - | - | - | - | (21.2) | (16.9) | (31.2) | (11.4) | (33.6) | (6.0) | 23.2 | 2.4 | 64.2 | 5.0 | 8.0 | (33.3) | - | (20.3) | (3.3) | 3.7 | 3.3 |
| 영업이익 | 36.7 | 23.5 | 94.1 | (27.2) | (12.4) | (21.9) | (19.8) | 40.0 | (11.6) | (23.0) | (12.7) | 12.2 | 63.3 | 94.4 | 56.9 | (5.6) | 21.4 | (5.4) | (6.4) | 40.4 | 3.8 |
| 백화점 | 34.4 | 28.4 | (9.7) | (9.9) | (7.3) | (31.1) | (10.3) | 26.9 | 8.3 | 15.8 | (11.0) | (5.1) | (5.7) | 13.2 | 25.3 | (10.1) | 7.4 | (5.1) | 0.8 | 2.8 | 1.9 |
| 면세점 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 144.8 |
| 지누스 | 13.1 | (30.8) | (46.3) | 7.2 | (70.7) | (43.7) | (69.8) | (90.2) | 적전 | 적전 | 271.9 | 847.1 | 흑전 | 흑전 | 31.3 | 적전 | (11.8) | (71.9) | 적전 | 흑전 | 6.8 |
| 순이익 | 44.1 | 12.9 | (6.8) | 적전 | (9.4) | (60.9) | 8.7 | 적지 | 20.7 | 적전 | (60.9) | 흑전 | (0.6) | 흑전 | 9.5 | 387.0 | (23.9) | 적전 | 적지 | 흑전 | (2.7) |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

현대백화점(069960.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계 | 11,713 | 11,218 | 11,354 | 11,566 | 11,890 |
| 유동자산 | 3,118 | 3,046 | 3,677 | 4,024 | 4,459 |
| 현금성자산 | 241 | 143 | 768 | 1,085 | 1,429 |
| 매출채권 | 1,133 | 1,113 | 1,052 | 1,063 | 1,111 |
| 재고자산 | 613 | 617 | 671 | 678 | 709 |
| 비유동자산 | 8,595 | 8,172 | 8,153 | 7,542 | 7,431 |
| 투자자산 | 1,707 | 1,160 | 1,207 | 1,256 | 1,307 |
| 유형자산 | 5,607 | 5,790 | 5,790 | 5,192 | 5,089 |
| 기타 | 1,281 | 1,222 | 1,156 | 1,093 | 1,035 |
| 부채총계 | 5,433 | 4,983 | 4,967 | 5,008 | 5,095 |
| 유동부채 | 3,447 | 3,288 | 3,252 | 3,273 | 3,340 |
| 매입채무 | 1,336 | 1,355 | 1,312 | 1,326 | 1,386 |
| 유동성이자부채 | 1,452 | 1,231 | 1,231 | 1,231 | 1,231 |
| 기타 | 659 | 702 | 709 | 716 | 723 |
| 비유동부채 | 1,987 | 1,695 | 1,714 | 1,734 | 1,755 |
| 비유동성이자부채 | 1,399 | 1,210 | 1,210 | 1,210 | 1,210 |
| 기타 | 588 | 486 | 505 | 524 | 545 |
| 자본총계 | 6,279 | 6,234 | 6,387 | 6,558 | 6,794 |
| 자자지분 | 4,468 | 4,395 | 4,548 | 4,719 | 4,955 |
| 자본금 | 117 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| 자본잉여금 | 612 | 612 | 612 | 612 | 612 |
| 이익잉여금 | 3,908 | 3,754 | 3,931 | 4,103 | 4,339 |
| 기타 | (169) | (87) | (113) | (113) | (113) |
| 비자자지분 | 1,812 | 1,839 | 1,839 | 1,839 | 1,839 |
| 자본총계 | 6,279 | 6,234 | 6,387 | 6,558 | 6,794 |
| 총차입금 | 2,850 | 2,441 | 2,441 | 2,441 | 2,441 |
| 순차입금 | 2,609 | 2,298 | 1,673 | 1,356 | 1,011 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 758 | 734 | 699 | 394 | 425 |
| 당기순이익 | (40) | (1) | 261 | 253 | 338 |
| 차산상각비 | 424 | 428 | 222 | 185 | 163 |
| 기타비현금성손익 | 402 | 361 | 247 | (45) | (61) |
| 운전자본증감 | 131 | 90 | (41) | (9) | (24) |
| 매출채권감소(증가) | (31) | 77 | 61 | (11) | (48) |
| 재고자산감소(증가) | 108 | 18 | (54) | (7) | (31) |
| 매입채무증가(감소) | (18) | (31) | (43) | 14 | 60 |
| 기타 | 72 | 26 | (5) | (5) | (5) |
| 투자현금 | (595) | (193) | (44) | (46) | (48) |
| 단기투자자산감소 | (193) | 186 | (1) | (1) | (1) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 67 | (1) | (2) | (2) |
| 설비투자 | 357 | 475 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 2 | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (13) | (3) | (1) | (1) | (1) |
| 재무현금 | (195) | (586) | (31) | (32) | (34) |
| 차입금증가 | (156) | (516) | 0 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (41) | (41) | (31) | (32) | (34) |
| 배당금지급 | 41 | 38 | 31 | 32 | 34 |
| 현금 증감 | (31) | (38) | 624 | 316 | 344 |
| 기초현금 | 195 | 164 | 126 | 750 | 1,067 |
| 기말현금 | 164 | 126 | 750 | 1,067 | 1,410 |
| Gross Cash flow | 786 | 789 | 740 | 403 | 449 |
| Gross Investment | 271 | 289 | 84 | 54 | 71 |
| Free Cash Flow | 515 | 500 | 656 | 349 | 378 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 매출액 | 4,207 | 4,188 | 4,336 | 4,459 | 4,569 |
| 증가율(%) | (16.1) | (0.5) | 3.5 | 2.8 | 2.5 |
| 매출원가 | 1,715 | 1,722 | 1,774 | 1,816 | 1,852 |
| 매출총이익 | 2,493 | 2,465 | 2,561 | 2,643 | 2,718 |
| 판매 및 일반관리비 | 2,189 | 2,181 | 2,163 | 2,229 | 2,291 |
| 기타영업손익 | (27) | (0) | (1) | 3 | 3 |
| 영업이익 | 303 | 284 | 399 | 414 | 427 |
| 증가율(%) | (5.4) | (6.4) | 40.4 | 3.8 | 3.1 |
| EBITDA | 727 | 712 | 621 | 599 | 590 |
| 증가율(%) | 6.7 | (2.1) | (12.8) | (3.5) | (1.6) |
| 영업외손익 | (262) | (278) | (73) | (97) | (4) |
| 이자수익 | 51 | 57 | 40 | 48 | 49 |
| 이자비용 | 111 | 102 | 97 | 97 | 97 |
| 지분법손익 | 26 | (95) | 5 | 5 | 5 |
| 기타영업손익 | (228) | (137) | (22) | (54) | 38 |
| 세전순이익 | 42 | 6 | 326 | 317 | 422 |
| 증가율(%) | (83.1) | (85.3) | 5,236.3 | (2.7) | 33.3 |
| 법인세비용 | 81 | 7 | 65 | 63 | 84 |
| 당기순이익 | (40) | (1) | 261 | 253 | 338 |
| 증가율(%) | 40 | 1 | 261 | 253 | 338 |
| 지배주주지분 | (80) | (36) | 208 | 203 | 270 |
| 증가율(%) | (80) | (36) | 208 | 203 | 270 |
| 비자자지분 | 40 | 35 | 52 | 51 | 68 |
| EPS(원) | (3,409) | (1,589) | 9,210 | 8,959 | 11,944 |
| 증가율(%) | 40 | 1 | 261 | 253 | 338 |
| 수정EPS(원) | (3,409) | (1,589) | 9,210 | 8,959 | 11,944 |
| 증가율(%) | (3,409) | (1,589) | 9,210 | 8,959 | 11,944 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (3,409) | (1,589) | 9,210 | 8,959 | 11,944 |
| BPS | 190,900 | 194,238 | 200,981 | 208,540 | 218,984 |
| DPS | 1,300 | 1,400 | 1,400 | 1,500 | 1,600 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | n/a | n/a | 7.6 | 7.8 | 5.9 |
| PBR | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 5.3 | 4.7 | 5.2 | 4.9 | 4.4 |
| 배당수익률 | 2.5 | 3.0 | 2.0 | 2.1 | 2.3 |
| PCR | 1.5 | 1.4 | 2.1 | 3.9 | 3.5 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 7.2 | 6.8 | 9.2 | 9.3 | 9.3 |
| EBITDA이익률 | 17.3 | 17.0 | 14.3 | 13.4 | 12.9 |
| 순이익률 | (0.9) | (0.0) | 6.0 | 5.7 | 7.4 |
| ROE | (1.8) | (0.8) | 4.7 | 4.4 | 5.6 |
| ROIC | (3.5) | (0.4) | 3.8 | 4.1 | 4.4 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자자본 | 41.6 | 36.9 | 26.2 | 20.7 | 14.9 |
| 유동비율 | 90.4 | 92.6 | 113.0 | 122.9 | 133.5 |
| 이자보상배율 | 2.7 | 2.8 | 4.1 | 4.3 | 4.4 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 매출채권회전율 | 3.7 | 3.7 | 4.0 | 4.2 | 4.2 |
| 재고자산회전율 | 6.4 | 6.8 | 6.7 | 6.6 | 6.6 |
| 매입채무회전율 | 3.2 | 3.1 | 3.3 | 3.4 | 3.4 |

신세계 TP: 220,000원(상향)

- 2Q25E 매출액 1.66조원(+3.2%, 이하 yoy), 영업이익 1,004억원(-14.6%), 2025E 매출액 6.83조원(+4.0%), 영업이익 5,065억원(+6.2%) 전망
- 백화점: 2분기까지 큰 폭의 매출 회복 어렵지만 하반기부터 리뉴얼 매장 오픈 효과 및 대선 이후 정치·경제 상황 안정화되며 소비 심리 강화 예상
- 면세점: 남은 영업 면적을 단기 높은 명품으로 채우며 매출 신장 기대. 임차료 감면 협상은 긍정적으로 진행중이며 이에 따라 적자폭 개선 가능
- 백화점 리뉴얼 매장: 3월 본점 디에스테이트(명품 및 주얼리), 4월 본점 및 더헤리티지 오픈(국내 최대 규모 샤넬)/ 면세점 폐점 매장: 부산점 2024년 폐점

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순매출액 | 1,766.5 | 1,877.1 | 1,955.1 | 2,214.0 | 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 | 1,655.2 | 1,620.3 | 1,893.4 | 7,812.8 | 6,357.1 | 6,570.4 | 6,834.7 | 7,113.0 |
| 백화점 | 585.3 | 623.5 | 609.6 | 668.6 | 621.0 | 628.4 | 604.3 | 703.4 | 664.2 | 641.6 | 620.3 | 713.9 | 655.5 | 659.3 | 631.4 | 749.3 | 2,487.0 | 2,557.0 | 2,640.0 | 2,695.4 | 2,749.2 |
| 면세점 | 772.1 | 813.2 | 856.6 | 996.7 | 511.2 | 485.1 | 436.1 | 484.1 | 486.7 | 492.4 | 471.7 | 555.2 | 561.8 | 512.6 | 514.8 | 565.6 | 3,438.6 | 1,916.5 | 2,006.0 | 2,154.8 | 2,286.7 |
| 인터넷셔널 | 352.2 | 383.9 | 387.5 | 430.3 | 312.2 | 333.8 | 315.8 | 392.5 | 309.4 | 320.9 | 296.0 | 382.3 | 304.2 | 324.4 | 308.4 | 399.0 | 1,553.9 | 1,354.3 | 1,308.6 | 1,336.1 | 1,396.2 |
| 센트럴시티 | 69.5 | 80.0 | 85.4 | 89.1 | 84.3 | 89.1 | 94.2 | 82.3 | 88.9 | 95.0 | 94.4 | 97.1 | 88.7 | 98.1 | 98.3 | 102.7 | 324.0 | 349.9 | 375.4 | 387.8 | 398.7 |
| 까사미아 | 73.2 | 67.8 | 67.9 | 59.2 | 52.7 | 55.1 | 62.3 | 64.9 | 68.5 | 65.1 | 68.6 | 67.3 | 62.3 | 64.0 | 71.3 | 72.8 | 268.1 | 235.0 | 269.5 | 270.3 | 270.5 |
| 라이브쇼핑 | - | - | - | - | 6.7 | 70.3 | 66.2 | 80.4 | 78.2 | 81.5 | 77.0 | 91.6 | 81.1 | 88.0 | 83.2 | 99.0 | 0.0 | 223.6 | 328.3 | 351.3 | 376.2 |
| 영업이익 | 163.6 | 187.4 | 153.0 | 141.4 | 152.4 | 149.6 | 131.8 | 206.0 | 163.0 | 117.5 | 93.0 | 103.6 | 132.3 | 100.4 | 117.1 | 156.6 | 645.4 | 639.8 | 477.0 | 506.5 | 531.6 |
| % | 9.3 | 10.0 | 7.8 | 6.4 | 9.7 | 9.5 | 8.8 | 12.0 | 10.2 | 7.3 | 6.0 | 5.7 | 7.9 | 6.1 | 7.2 | 8.3 | 8.3 | 10.1 | 7.3 | 7.4 | 7.5 |
| 백화점 | 140.3 | 126.4 | 115.9 | 159.6 | 110.2 | 92.2 | 92.8 | 144.7 | 113.7 | 81.8 | 88.3 | 121.8 | 107.9 | 84.9 | 91.7 | 140.4 | 542.2 | 439.9 | 405.6 | 424.9 | 436.1 |
| 면세점 | (2.1) | 28.7 | 5.1 | (26.3) | 24.3 | 40.2 | 13.3 | 8.9 | 7.2 | 8.6 | (16.2) | (35.5) | (2.3) | (9.7) | (4.6) | (13.5) | 5.4 | 86.7 | (35.9) | (30.2) | 22.9 |
| 인터넷셔널 | 33.1 | 38.7 | 24.2 | 19.3 | 10.3 | 18.4 | 6.0 | 14.0 | 11.2 | 13.3 | 2.1 | 0.3 | 4.7 | 8.8 | 6.5 | 10.1 | 115.3 | 48.7 | 26.9 | 30.1 | 41.9 |
| 센트럴시티 | 15.3 | 6.5 | 22.6 | 18.9 | 21.8 | 8.7 | 24.9 | 24.0 | 26.2 | 10.9 | 25.9 | 22.7 | 22.2 | 10.5 | 26.2 | 30.0 | 63.3 | 79.4 | 85.7 | 88.9 | 89.4 |
| 까사미아 | 0.1 | (4.2) | (5.8) | (17.8) | (8.8) | (5.3) | (1.8) | (1.0) | 1.0 | (0.5) | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | (27.7) | (16.9) | 1.0 | 2.2 | 3.2 |
| 라이브쇼핑 | - | - | - | - | (0.6) | 2.4 | 1.2 | 10.1 | 5.6 | 5.9 | 1.3 | 4.9 | 5.7 | 4.6 | 4.2 | 4.2 | 3.6 | 13.1 | 17.7 | 18.6 | 21.8 |
| 지배순이익 | 121.0 | 50.7 | 68.2 | 166.1 | 106.4 | 56.5 | 43.3 | 18.9 | 102.9 | 36.6 | 21.0 | (52.8) | 57.5 | 32.0 | 49.7 | 63.8 | 406.1 | 225.1 | 107.8 | 203.1 | 225.3 |
| % | 6.9 | 2.7 | 3.5 | 7.5 | 6.8 | 3.6 | 2.9 | 1.1 | 6.4 | 2.3 | 1.4 | (2.9) | 3.5 | 1.9 | 3.1 | 3.4 | 5.2 | 3.5 | 1.6 | 3.0 | 3.2 |
| < % yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 연결 순매출액 | 33.8 | 34.5 | 17.3 | 14.5 | (11.5) | (16.0) | (23.4) | (22.3) | 2.6 | 1.8 | 2.8 | 5.9 | 3.8 | 3.2 | 5.2 | 4.0 | 23.7 | (18.6) | 3.4 | 4.0 | 4.1 |
| 백화점 | 18.7 | 25.5 | 19.6 | 4.8 | 6.1 | 0.8 | (0.9) | 5.2 | 7.0 | 2.1 | 2.7 | 1.5 | (1.3) | 2.7 | 1.8 | 5.0 | 16.4 | 2.8 | 3.2 | 2.1 | 2.0 |
| 면세점 | 61.2 | 45.1 | 7.5 | 21.1 | (33.8) | (40.3) | (49.1) | (51.4) | (4.8) | 1.5 | 8.2 | 14.7 | 15.4 | 4.1 | 9.1 | 1.9 | 29.3 | (44.3) | 4.7 | 7.4 | 6.1 |
| 인터넷셔널 | 3.0 | 12.7 | 10.7 | 3.0 | (11.4) | (13.1) | (18.5) | (8.8) | (0.9) | (3.9) | (6.3) | (2.6) | (1.7) | 1.1 | 4.2 | 4.4 | 7.1 | (12.8) | (3.4) | 2.1 | 4.5 |
| 센트럴시티 | 16.4 | 22.0 | 41.6 | 15.1 | 21.3 | 11.4 | 10.3 | (7.6) | 5.5 | 6.6 | 0.2 | 18.0 | (0.2) | 3.3 | 4.1 | 5.7 | 23.2 | 8.0 | 7.3 | 3.3 | 2.8 |
| 까사미아 | 47.9 | 40.4 | 12.8 | (17.9) | (28.0) | (18.7) | (8.2) | 9.6 | 30.0 | 18.1 | 10.1 | 3.7 | (9.1) | (1.7) | 3.9 | 8.1 | 16.5 | (12.3) | 14.7 | 0.3 | 0.1 |
| 라이브쇼핑 | - | - | - | - | - | - | - | - | -1,067.2 | 15.9 | 16.3 | 13.9 | 3.7 | 8.0 | 8.0 | 8.1 | - | - | 46.8 | 7.0 | 7.1 |
| 영업이익 | 32.4 | 94.7 | 49.4 | (27.5) | (6.9) | (20.2) | (13.9) | 45.7 | 6.9 | (21.5) | (29.5) | (49.7) | (18.8) | (14.6) | 26.0 | 51.2 | 24.7 | (0.9) | (25.4) | 6.2 | 5.0 |
| 순이익 | 72.9 | 1,137.4 | (61.1) | 190.5 | (12.1) | 11.3 | (36.5) | (88.6) | (3.3) | (35.2) | (51.4) | 적전 | (44.1) | (12.6) | 136.2 | 흑전 | 32.3 | (44.6) | (52.1) | 88.4 | 10.9 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

신세계(004170.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계 | 14,752 | 15,072 | 15,184 | 15,428 | 15,708 |
| 유동자산 | 2,674 | 2,343 | 2,945 | 3,316 | 3,599 |
| 현금성자산 | 979 | 675 | 1,208 | 1,560 | 1,808 |
| 매출채권 | 716 | 597 | 610 | 617 | 629 |
| 재고자산 | 891 | 979 | 1,034 | 1,046 | 1,067 |
| 비유동자산 | 12,078 | 12,729 | 12,240 | 12,112 | 12,109 |
| 투자자산 | 4,239 | 4,360 | 4,537 | 4,721 | 4,913 |
| 유형자산 | 7,280 | 7,795 | 7,174 | 6,902 | 6,744 |
| 기타 | 560 | 574 | 530 | 489 | 452 |
| 부채총계 | 8,412 | 8,697 | 8,913 | 8,976 | 9,057 |
| 유동부채 | 4,944 | 4,947 | 5,134 | 5,166 | 5,216 |
| 매입채무 | 1,787 | 1,803 | 1,980 | 2,003 | 2,043 |
| 유동성이자부채 | 2,263 | 2,229 | 2,229 | 2,229 | 2,229 |
| 기타 | 894 | 915 | 924 | 934 | 943 |
| 비유동부채 | 3,468 | 3,750 | 3,779 | 3,810 | 3,841 |
| 비유동성이자부채 | 2,597 | 2,965 | 2,965 | 2,965 | 2,965 |
| 기타 | 871 | 785 | 814 | 845 | 876 |
| 자본총계 | 6,340 | 6,375 | 6,271 | 6,452 | 6,651 |
| 자자지분 | 4,209 | 4,265 | 4,162 | 4,343 | 4,541 |
| 자본금 | 49 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 자본잉여금 | 403 | 424 | 424 | 424 | 424 |
| 이익잉여금 | 3,655 | 3,718 | 3,881 | 4,062 | 4,261 |
| 기타 | 101 | 74 | (193) | (193) | (193) |
| 비자자지분 | 2,131 | 2,110 | 2,110 | 2,110 | 2,110 |
| 자본총계 | 6,340 | 6,375 | 6,271 | 6,452 | 6,651 |
| 총차입금 | 4,860 | 5,194 | 5,194 | 5,194 | 5,194 |
| 순차입금 | 3,881 | 4,519 | 3,986 | 3,634 | 3,386 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 791 | 776 | 774 | 605 | 513 |
| 당기순이익 | 312 | 187 | 279 | 310 | 340 |
| 차산상각비 | 497 | 481 | 675 | 321 | 203 |
| 기타비현금성손익 | 374 | 374 | (298) | (38) | (45) |
| 운전자본증감 | (121) | (41) | 118 | 12 | 15 |
| 매출채권감소(증가) | (165) | 127 | (13) | (7) | (12) |
| 재고자산감소(증가) | (14) | (78) | (54) | (12) | (21) |
| 매입채무증가(감소) | 45 | 3 | 177 | 23 | 40 |
| 기타 | 13 | (94) | 8 | 8 | 8 |
| 투자현금 | (912) | (981) | (205) | (212) | (220) |
| 단기투자자산감소 | 52 | (7) | (4) | (4) | (4) |
| 장기투자증권감소 | (2) | (24) | (80) | (83) | (86) |
| 설비투자 | 601 | 895 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 5 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (13) | (13) | (9) | (9) | (9) |
| 재무현금 | (16) | (17) | (39) | (44) | (49) |
| 차입금증가 | 179 | 203 | 0 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (163) | (216) | (39) | (44) | (49) |
| 배당금지급 | 79 | 82 | 39 | 44 | 49 |
| 현금 증감 | (136) | (220) | 530 | 348 | 244 |
| 기초현금 | 938 | 802 | 582 | 1,112 | 1,460 |
| 기말현금 | 802 | 582 | 1,112 | 1,460 | 1,704 |
| Gross Cash flow | 1,184 | 1,041 | 656 | 593 | 498 |
| Gross Investment | 1,085 | 1,016 | 83 | 196 | 201 |
| Free Cash Flow | 99 | 26 | 573 | 396 | 297 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 6,357 | 6,570 | 6,835 | 7,113 | 7,386 |
| 증가율(%) | (18.6) | 3.4 | 4.0 | 4.1 | 3.8 |
| 매출원가 | 2,502 | 2,518 | 2,626 | 2,732 | 2,836 |
| 매출총이익 | 3,855 | 4,053 | 4,209 | 4,381 | 4,550 |
| 판매 및 일반관리비 | 3,215 | 3,576 | 3,702 | 3,849 | 3,993 |
| 기타영업손익 | (28) | 11 | 4 | 4 | 4 |
| 영업이익 | 640 | 477 | 506 | 532 | 557 |
| 증가율(%) | (0.9) | (25.4) | 6.2 | 5.0 | 4.7 |
| EBITDA | 1,137 | 958 | 1,182 | 853 | 760 |
| 증가율(%) | (7.1) | (15.8) | 23.4 | (27.8) | (10.9) |
| 영업외손익 | (187) | (282) | (158) | (145) | (131) |
| 이자수익 | 55 | 59 | 47 | 57 | 59 |
| 이자비용 | 169 | 196 | 201 | 201 | 201 |
| 지분법손익 | (5) | (12) | (16) | (16) | (16) |
| 기타영업손익 | (68) | (133) | 11 | 15 | 26 |
| 세전순이익 | 453 | 195 | 349 | 387 | 426 |
| 증가율(%) | (13.2) | (57.1) | 79.3 | 10.9 | 10.0 |
| 법인세비용 | 141 | 8 | 70 | 77 | 85 |
| 당기순이익 | 312 | 187 | 279 | 310 | 340 |
| 증가율(%) | (43.0) | (40.2) | 49.6 | 10.9 | 10.0 |
| 자배주주지분 | 225 | 108 | 203 | 225 | 248 |
| 증가율(%) | (44.6) | (52.1) | 88.4 | 10.9 | 10.0 |
| 비자자지분 | 87 | 79 | 76 | 84 | 93 |
| EPS(원) | 22,865 | 10,948 | 20,625 | 22,883 | 25,161 |
| 증가율(%) | (44.6) | (52.1) | 88.4 | 10.9 | 10.0 |
| 수정EPS(원) | 22,865 | 10,948 | 20,625 | 22,883 | 25,161 |
| 증가율(%) | (44.6) | (52.1) | 88.4 | 10.9 | 10.0 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 22,865 | 10,948 | 20,625 | 22,883 | 25,161 |
| BPS | 427,477 | 433,221 | 422,724 | 441,107 | 461,269 |
| DPS | 4,000 | 4,500 | 4,500 | 5,000 | 5,300 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 7.7 | 12.1 | 8.5 | 7.7 | 7.0 |
| PBR | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 4.9 | 6.1 | 4.8 | 6.2 | 6.7 |
| 배당수익률 | 2.3 | 3.4 | 2.6 | 2.9 | 3.0 |
| PCR | 1.5 | 1.3 | 2.6 | 2.9 | 3.5 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 10.1 | 7.3 | 7.4 | 7.5 | 7.5 |
| EBITDA이익률 | 17.9 | 14.6 | 17.3 | 12.0 | 10.3 |
| 순이익률 | 4.9 | 2.8 | 4.1 | 4.4 | 4.6 |
| ROE | 5.4 | 2.5 | 4.8 | 5.3 | 5.6 |
| ROIC | 5.1 | 5.1 | 4.5 | 5.0 | 5.4 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 61.2 | 70.9 | 63.6 | 56.3 | 50.9 |
| 유동비율 | 54.1 | 47.4 | 57.4 | 64.2 | 69.0 |
| 이자보상배율 | 3.8 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.8 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 매출채권회전율 | 10.0 | 10.0 | 11.3 | 11.6 | 11.9 |
| 재고자산회전율 | 7.2 | 7.0 | 6.8 | 6.8 | 7.0 |
| 매입채무회전율 | 3.7 | 3.7 | 3.6 | 3.6 | 3.7 |

롯데쇼핑 TP: 100,000원(상향)

- 2Q25E 순매출액 3.50조원(+2.1%, 이하 yoy), 영업이익 701억원(+25.0%) 전망, 2025E 순매출액 14.15조원(+1.2%), 영업이익 5,989억원(+26.6%) 전망
- 백화점: 2분기는 본점, 잠실점, 전주점 리뉴얼 오픈으로 1분기 대비 실적 개선 가능할 것/ 그로서리: 경쟁사 영업 종료 반사 수혜, PB/가성비 제품 매출 성장 예상
- 해외 백화점은 기존 운영점인 하노이, 호치민, 자카르타 영업이익률 5% 수준 연간 유지 가능, 최근 오픈한 웨스트레이크 1분기 흑자는 연간 유지 기대
- 해외 그로서리는 인도네시아, 베트남의 K-FOOD/CULTURE 인기와 한국형 모델로 지속 성장, PB, 자동화 통한 판관비 효율화로 영업이익률 추가 개선 충분

| (십억원, %) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 순매출액 | 3,561.6 | 3,622.2 | 3,739.1 | 3,632.9 | 3,513.3 | 3,427.8 | 3,568.4 | 3,477.1 | 3,456.8 | 3,498.7 | 3,648.2 | 3,546.0 | 3,504.1 | 3,551.8 | 3,721.0 | 3,623.4 | 15,476.0 | 14,555.9 | 13,986.6 | 14,150.0 | 14,400.4 |
| 백화점 | 804.7 | 830.2 | 761.5 | 940.0 | 815.6 | 836.1 | 755.3 | 912.3 | 806.3 | 848.7 | 769.2 | 929.3 | 815.3 | 853.4 | 769.4 | 937.4 | 3,227.1 | 3,336.4 | 3,319.3 | 3,353.5 | 3,375.5 |
| 그로서리 | 1,772.5 | 1,747.1 | 1,863.7 | 1,657.6 | 1,811.2 | 1,649.4 | 1,776.6 | 1,635.3 | 1,792.5 | 1,709.7 | 1,831.9 | 1,678.6 | 1,836.2 | 1,758.1 | 1,878.0 | 1,725.9 | 7,247.5 | 7,040.9 | 6,872.5 | 7,012.8 | 7,198.2 |
| 하이마트 | 616.1 | 679.7 | 725.9 | 578.5 | 525.1 | 589.3 | 685.9 | 556.4 | 529.0 | 585.6 | 701.0 | 560.5 | 510.0 | 571.3 | 723.7 | 571.1 | 3,336.8 | 2,599.9 | 2,356.4 | 2,375.7 | 2,375.8 |
| 홈쇼핑 | 231.2 | 230.8 | 219.5 | 260.1 | 227.5 | 232.3 | 208.1 | 257.0 | 227.6 | 229.4 | 200.3 | 259.1 | 239.5 | 242.5 | 203.4 | 269.0 | 1,077.8 | 942.1 | 925.4 | 916.9 | 954.9 |
| 컬처웍스 | 111.9 | 126.8 | 154.1 | 169.2 | 115.0 | 114.2 | 130.6 | 91.9 | 86.3 | 117.6 | 132.9 | 92.8 | 86.7 | 117.5 | 132.2 | 92.9 | 497.3 | 561.9 | 451.6 | 429.5 | 429.2 |
| 이커머스 | 29.3 | 36.3 | 31.6 | 38.0 | 29.8 | 27.8 | 26.9 | 35.3 | 28.3 | 28.9 | 28.0 | 36.7 | 29.5 | 30.1 | 29.1 | 38.2 | 113.1 | 135.3 | 119.9 | 122.0 | 126.9 |
| 영업이익 | 112.5 | 51.5 | 142.0 | 202.4 | 114.9 | 56.1 | 155.0 | 147.2 | 148.3 | 70.1 | 172.6 | 207.9 | 146.0 | 72.9 | 181.6 | 220.5 | 386.2 | 508.4 | 473.1 | 598.9 | 621.0 |
| OPM(%) | 3.2 | 1.4 | 3.8 | 5.6 | 3.3 | 1.6 | 4.3 | 4.2 | 4.3 | 2.0 | 4.7 | 5.9 | 4.2 | 2.1 | 4.9 | 6.1 | 2.5 | 3.5 | 3.4 | 4.2 | 4.3 |
| 백화점 | 132.2 | 64.7 | 76.9 | 212.7 | 90.3 | 58.9 | 70.7 | 180.0 | 130.0 | 61.3 | 75.7 | 214.8 | 134.2 | 63.8 | 78.5 | 247.3 | 497.0 | 486.5 | 399.9 | 481.8 | 523.8 |
| 그로서리 | 40.3 | 1.8 | 65.0 | 5.8 | 55.2 | (3.4) | 57.4 | (14.9) | 31.3 | (3.0) | 59.2 | (3.1) | 32.7 | 2.3 | 60.9 | 18.4 | 46.4 | 112.9 | 94.3 | 84.3 | 114.2 |
| 하이마트 | (25.8) | 7.8 | 36.2 | (10.0) | (16.0) | 2.8 | 31.2 | (16.3) | (11.1) | 2.8 | 28.7 | (5.8) | (9.2) | 2.7 | 29.6 | (4.2) | (51.8) | 8.2 | 1.7 | 14.6 | 19.0 |
| 홈쇼핑 | 3.8 | 2.0 | (7.6) | 10.0 | 9.8 | 16.3 | 9.8 | 13.9 | 12.1 | 19.3 | 11.3 | 17.5 | 12.9 | 20.6 | 11.6 | 18.4 | 78.1 | 8.2 | 49.8 | 60.3 | 63.5 |
| 컬처웍스 | (11.0) | 2.2 | 3.2 | (2.7) | 1.1 | 6.2 | 9.0 | (16.0) | (10.4) | 3.2 | 4.6 | 1.0 | (10.3) | 1.6 | 2.3 | 0.5 | 1.3 | (8.3) | 0.3 | (1.7) | (6.0) |
| 이커머스 | (20.0) | (21.2) | (23.3) | (21.1) | (22.4) | (19.9) | (19.2) | (7.0) | (8.5) | (10.3) | (8.0) | (6.6) | (4.4) | (4.2) | (3.4) | (156.0) | (85.6) | (68.5) | (33.4) | (17.4) | |
| 지배순이익 | 56.3 | 109.5 | 49.8 | (41.2) | 77.9 | (90.8) | (0.1) | (977.4) | 17.4 | 9.4 | 57.9 | 100.8 | 17.9 | 14.0 | 57.0 | 155.2 | (324.6) | 174.4 | (990.4) | 185.5 | 244.1 |
| NPM(%) | 1.6 | 3.0 | 1.3 | (1.1) | 2.2 | (2.6) | (0.0) | (28.1) | 0.5 | 0.3 | 1.6 | 2.8 | 0.5 | 0.4 | 1.5 | 4.3 | (2.1) | 1.2 | (7.1) | 1.3 | 1.7 |
| <% yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 순매출액 | (5.5) | (7.2) | (6.8) | (4.1) | (1.4) | (5.4) | (4.6) | (4.3) | (1.6) | 2.1 | 2.2 | 2.0 | 1.4 | 1.5 | 2.0 | 2.2 | (0.6) | (5.9) | (3.9) | 1.2 | 1.8 |
| 백화점 | 8.7 | 0.3 | (1.0) | 5.6 | 1.4 | 0.7 | (0.8) | (2.9) | (1.1) | 1.5 | 1.8 | 1.9 | 1.1 | 0.6 | 0.0 | 0.9 | 11.7 | 3.4 | (0.5) | 1.0 | 0.7 |
| 그로서리 | (3.2) | (1.5) | (2.5) | (4.3) | 2.2 | (5.6) | (4.7) | (1.3) | (1.0) | 3.7 | 3.1 | 2.6 | 2.4 | 2.8 | 2.5 | 2.8 | 1.1 | (2.9) | (2.4) | 2.0 | 2.6 |
| 하이마트 | (26.7) | (23.4) | (16.9) | (21.2) | (14.8) | (13.3) | (5.5) | (3.8) | 0.7 | (0.6) | 2.2 | 0.7 | (3.6) | (2.4) | 3.2 | 1.9 | (13.9) | (22.1) | (9.4) | 0.8 | 0.0 |
| 홈쇼핑 | (15.9) | (15.1) | (14.3) | (5.2) | (1.6) | 0.6 | (5.2) | (1.2) | 0.0 | (1.2) | (3.7) | 0.8 | 5.2 | 5.7 | 1.5 | 3.8 | (2.4) | (12.6) | (1.8) | (0.9) | 4.1 |
| 컬처웍스 | 53.3 | 4.8 | (18.0) | 47.3 | 2.8 | (9.9) | (15.2) | (45.7) | (25.0) | 2.9 | 1.7 | 1.0 | 0.5 | (0.0) | (0.5) | 0.0 | 112.5 | 13.0 | (19.6) | (4.9) | (0.1) |
| 이커머스 | 12.7 | 39.6 | 26.4 | 5.8 | 1.7 | (23.4) | (14.9) | (7.1) | (5.0) | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 3.8 | 19.6 | (11.4) | 1.8 | 4.0 | |
| 영업이익 | 63.7 | (30.8) | (5.3) | 117.4 | 2.1 | 8.9 | 9.1 | (27.3) | 29.1 | 25.0 | 11.4 | 41.2 | (1.5) | 4.0 | 5.2 | 6.1 | 86.0 | 31.6 | (6.9) | 26.6 | 3.7 |
| 지배순이익 | 16.3 | 330.2 | 흑전 | 적지 | 38.4 | 적전 | 적전 | 적지 | (77.7) | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 2.8 | 49.0 | (1.6) | 54.1 | 적지 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 31.6 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

롯데쇼핑 (023530.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 자산총계 | 30,645 | 39,003 | 39,018 | 39,341 | 39,775 |
| 유동자산 | 5,564 | 5,517 | 5,880 | 6,249 | 6,662 |
| 현금성자산 | 2,991 | 2,963 | 3,407 | 3,725 | 4,060 |
| 매출채권 | 993 | 724 | 782 | 799 | 827 |
| 재고자산 | 1,269 | 1,540 | 1,399 | 1,430 | 1,478 |
| 비유동자산 | 25,081 | 33,486 | 33,138 | 33,093 | 33,112 |
| 투자자산 | 8,915 | 8,428 | 8,556 | 8,903 | 9,265 |
| 유형자산 | 15,007 | 24,306 | 23,867 | 23,510 | 23,201 |
| 기타 | 1,159 | 752 | 715 | 680 | 647 |
| 부채총계 | 19,808 | 21,969 | 21,992 | 22,179 | 22,411 |
| 유동부채 | 10,903 | 9,836 | 10,267 | 10,351 | 10,476 |
| 매입채무 | 3,355 | 3,127 | 3,148 | 3,216 | 3,326 |
| 유동성이자부채 | 5,863 | 5,213 | 5,593 | 5,593 | 5,593 |
| 기타 | 1,685 | 1,496 | 1,526 | 1,542 | 1,557 |
| 비유동부채 | 8,905 | 12,133 | 11,725 | 11,828 | 11,935 |
| 비유동성이자부채 | 8,487 | 9,612 | 9,112 | 9,112 | 9,112 |
| 기타 | 418 | 2,521 | 2,613 | 2,716 | 2,823 |
| 자본총계 | 10,836 | 17,034 | 17,026 | 17,163 | 17,364 |
| 자자지분 | 9,494 | 15,504 | 15,289 | 15,426 | 15,627 |
| 자본금 | 141 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 자본잉여금 | 3,574 | 3,574 | 3,574 | 3,574 | 3,574 |
| 이익잉여금 | 8,630 | 7,498 | 7,574 | 7,710 | 7,911 |
| 기타 | (2,852) | 4,291 | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| 비자자지분 | 1,343 | 1,530 | 1,737 | 1,737 | 1,737 |
| 자본총계 | 10,836 | 17,034 | 17,026 | 17,163 | 17,364 |
| 총차입금 | 14,351 | 14,825 | 14,705 | 14,705 | 14,705 |
| 순차입금 | 11,359 | 11,862 | 11,298 | 10,980 | 10,645 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업현금 | 1,640 | 1,588 | (5,277) | 1,701 | 1,764 |
| 당기순이익 | 169 | (994) | 212 | 250 | 319 |
| 차산상각비 | 1,174 | 1,116 | 1,278 | 1,344 | 1,324 |
| 기타비현금성손익 | 391 | 1,592 | (7,088) | 25 | 27 |
| 운전자본증감 | (137) | (115) | 256 | 33 | 46 |
| 매출채권감소(증가) | (106) | 55 | 42 | (17) | (27) |
| 재고자산감소(증가) | 117 | (69) | 138 | (31) | (49) |
| 매입채무증가(감소) | (24) | (8) | 141 | 69 | 109 |
| 기타 | (124) | (92) | (65) | 12 | 12 |
| 투자현금 | (199) | (1,068) | (1,142) | (1,334) | (1,380) |
| 단기투자자산감소 | 326 | (39) | (51) | (59) | (61) |
| 장기투자증권감소 | (23) | 15 | (42) | (58) | (62) |
| 설비투자 | 816 | 906 | 853 | 933 | 963 |
| 유형자산처분 | 93 | 26 | 1 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (46) | (21) | (19) | (19) | (19) |
| 재무현금 | (1,651) | (498) | 6,828 | (107) | (110) |
| 차입금증가 | (967) | 60 | (141) | 0 | 0 |
| 자본증가 | (150) | (143) | 6,941 | (107) | (110) |
| 배당금지급 | 150 | 143 | 107 | 107 | 110 |
| 현금 증감 | (211) | (35) | 410 | 259 | 274 |
| 기초현금 | 1,801 | 1,590 | 1,555 | 1,965 | 2,224 |
| 기말현금 | 1,590 | 1,555 | 1,965 | 2,224 | 2,498 |
| Gross Cash flow | 1,734 | 1,714 | (5,523) | 1,667 | 1,718 |
| Gross Investment | 662 | 1,144 | 835 | 1,242 | 1,273 |
| Free Cash Flow | 1,072 | 570 | (6,357) | 425 | 445 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 14,556 | 13,987 | 14,150 | 14,400 | 14,860 |
| 증가율(%) | (5.9) | (3.9) | 1.2 | 1.8 | 3.2 |
| 매출원가 | 7,781 | 7,251 | 7,279 | 7,404 | 7,636 |
| 매출총이익 | 6,775 | 6,735 | 6,870 | 6,996 | 7,224 |
| 판매 및 일반관리비 | 6,266 | 6,262 | 6,272 | 6,375 | 6,572 |
| 기타영업손익 | (3) | (0) | 0 | 2 | 3 |
| 영업이익 | 508 | 473 | 599 | 621 | 653 |
| 증가율(%) | 31.6 | (6.9) | 26.5 | 3.7 | 5.1 |
| EBITDA | 1,682 | 1,589 | 1,877 | 1,965 | 1,976 |
| 증가율(%) | 4.4 | (5.5) | 18.1 | 4.7 | 0.6 |
| 영업외손익 | (324) | (1,494) | (353) | (357) | (316) |
| 이자수익 | 182 | 166 | 162 | 169 | 174 |
| 이자비용 | 595 | 621 | 589 | 589 | 589 |
| 지분법손익 | 89 | 97 | 24 | 24 | 24 |
| 기타영업손익 | (1) | (1,136) | 50 | 38 | 74 |
| 세전순이익 | 184 | (1,021) | 246 | 264 | 336 |
| 증가율(%) | 15 | (27) | 34 | 13 | 17 |
| 법인세비용 | 169 | (994) | 212 | 250 | 319 |
| 당기순이익 | 174 | (968) | 184 | 244 | 311 |
| 증가율(%) | 17 | (28) | 6 | 8 | 8 |
| EPS(원) | 6,165 | (34,219) | 6,508 | 8,621 | 11,003 |
| 증가율(%) | 13.5 | (32.5) | 32.5 | 27.6 | 27.6 |
| 수정EPS(원) | 6,165 | (34,219) | 6,508 | 8,621 | 11,003 |
| 증가율(%) | 13.5 | (32.5) | 32.5 | 27.6 | 27.6 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 6,165 | (34,219) | 6,508 | 8,621 | 11,003 |
| BPS | 335,593 | 548,061 | 540,474 | 545,295 | 552,398 |
| DPS | 3,800 | 3,800 | 3,800 | 3,900 | 4,000 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 12.2 | n/a | 12.0 | 9.0 | 7.1 |
| PBR | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| EV/EBITDA | 8.0 | 8.4 | 7.2 | 6.7 | 6.5 |
| 배당수익률 | 5.1 | 7.0 | 4.9 | 5.0 | 5.1 |
| PCR | 1.2 | 0.9 | n/a | 1.3 | 1.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 3.5 | 3.4 | 4.2 | 4.3 | 4.4 |
| EBITDA이익률 | 11.6 | 11.4 | 13.3 | 13.6 | 13.3 |
| 순이익률 | 1.2 | (7.1) | 1.5 | 1.7 | 2.1 |
| ROE | 1.8 | (7.7) | 1.2 | 1.6 | 2.0 |
| ROIC | 2.3 | 1.5 | 1.9 | 2.3 | 2.4 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 104.8 | 69.6 | 66.4 | 64.0 | 61.3 |
| 유동비율 | 51.0 | 56.1 | 57.3 | 60.4 | 63.6 |
| 이자보상배율 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 매출채권회전율 | 16.3 | 16.3 | 18.8 | 18.2 | 18.3 |
| 재고자산회전율 | 11.0 | 10.0 | 9.6 | 10.2 | 10.2 |
| 매입채무회전율 | 4.5 | 4.3 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |

호텔신라 TP: 56,000원(상향)

- 2Q25E 매출액 10,452억원(+4.2%, 이하 yoy), 영업이익 79억원(-71.4%) 전망, 2025E 매출액 4.07조원(+3.2%, 이하 yoy), 영업이익 517억원(흑전) 전망
- 전체 면세 매출은 비효율 도매 매출 하락을 공항점 소매 매출 증가가 상쇄하며 연간 flat 추정
- 면세 수익성은 개선 여지(도매 고객 할인율 하락, 공항 임차료 2~30% 감소 협상, 비효율 인력 인력 감축, 비주력 사업 정리)
- 비주력 사업 정리로 창출되는 현금은 차입금 상환을 계획 중이며 부채비율 관리해나갈 예정. 매각 가능성 있는 자회사는 SBTM

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,094 | 1,166 | 1,362 | 1,300 | 752 | 867 | 1,012 | 938 | 980.8 | 1,002.7 | 1,016.2 | 947.8 | 971.8 | 1,045.2 | 1,052.5 | 1,002.9 | 4,922.0 | 3,568.5 | 3,947.6 | 4,072.4 | 4,235.3 |
| 면세 | 979 | 1,010 | 1,198 | 1,140 | 609 | 708 | 845 | 772 | 830.7 | 832.9 | 844.8 | 773.5 | 821.7 | 869.5 | 875.9 | 821.3 | 4,326.3 | 2,933.7 | 3,281.9 | 3,393.9 | 3,544.2 |
| 시내 | 897 | 884 | 1,053 | 955 | 335 | 325 | 343 | 372 | 400.3 | 375.4 | 370.7 | 311.0 | 316.1 | 375.4 | 378.1 | 344.5 | 3,788.7 | 1,374.5 | 1,457.4 | 1,414.1 | 1,414.6 |
| 공항 | 82 | 126 | 145 | 185 | 274 | 383 | 503 | 400 | 430.4 | 457.5 | 474.1 | 462.5 | 511.0 | 494.1 | 497.8 | 476.8 | 537.6 | 1,559.2 | 1,824.5 | 1,979.7 | 2,129.6 |
| 호텔/레저 | 116 | 156 | 164 | 160 | 144 | 159 | 167 | 166 | 150.1 | 169.8 | 171.4 | 174.3 | 144.7 | 175.7 | 176.5 | 181.6 | 595.7 | 634.7 | 665.6 | 678.6 | 691.1 |
| 영업이익 | 15 | 43 | 27 | (7) | 35 | 67 | 8 | (18) | 12.1 | 27.6 | (17.0) | (27.9) | (2.5) | 7.9 | 16.3 | 30.0 | 78.3 | 91.2 | (5.2) | 51.7 | 91.8 |
| % | 1.4 | 3.7 | 2.0 | (0.5) | 4.6 | 7.8 | 0.8 | (1.9) | 1.2 | 2.8 | (1.7) | (2.9) | (0.3) | 0.8 | 1.5 | 3.0 | 1.6 | 2.6 | (0.1) | 1.3 | 2.2 |
| 면세 | 13 | 15 | 1 | (20) | 25 | 43 | (16) | (30) | 5.9 | 7.0 | (38.7) | (43.9) | (5.0) | (2.5) | 2.7 | (2.8) | 8.5 | 22.4 | (69.7) | (7.6) | 18.7 |
| % | 1.3 | 1.5 | 0.1 | (1.7) | 4.1 | 6.1 | (1.9) | (3.8) | 0.7 | 0.8 | (4.6) | (5.7) | (0.6) | (0.3) | 0.3 | (0.3) | 0.2 | 0.8 | (2.1) | 0.0 | 0.5 |
| 호텔/레저 | 2 | 28 | 26 | 13 | 9 | 24 | 24 | 11 | 6.2 | 20.6 | 21.7 | 16.0 | 2.5 | 19.7 | 20.3 | 16.7 | 69.8 | 68.8 | 64.5 | 59.2 | 73.2 |
| % | 2.1 | 18.2 | 15.9 | 8.1 | 6.5 | 15.1 | 14.4 | 6.9 | 4.1 | 12.1 | 12.7 | 9.2 | 1.7 | 11.2 | 11.5 | 9.2 | 11.7 | 10.8 | 9.7 | 8.7 | 10.6 |
| 지배순이익 | (8) | 25 | 14 | (81) | 53 | 72 | (3) | (36) | (1.6) | 27.4 | (23.3) | (64.0) | (3.4) | (2.3) | 3.5 | 27.8 | (50.2) | 86.0 | (61.5) | 25.6 | 61.9 |
| % | (0.7) | 2.1 | 1.0 | (6.2) | 7.1 | 8.3 | (0.3) | (3.9) | (0.2) | 2.7 | (2.3) | (6.8) | (0.4) | (0.2) | 0.3 | 2.8 | (1.0) | 2.4 | (1.6) | 0.6 | 1.5 |
| < % yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 50.5 | 22.3 | 40.6 | 15.1 | (31.3) | (25.6) | (25.7) | (27.9) | 30.4 | 15.7 | 0.4 | 1.1 | (0.9) | 4.2 | 3.6 | 5.8 | 30.2 | (27.5) | 10.6 | 3.2 | 4.0 |
| 면세 | 34.0 | 7.0 | 25.7 | 2.0 | (37.8) | (29.9) | (29.4) | (32.3) | 36.5 | 17.6 | (0.0) | 0.2 | (1.1) | 4.4 | 3.7 | 6.2 | 15.6 | (32.2) | 11.9 | 3.4 | 4.4 |
| 시내 | 60.4 | 14.4 | 34.2 | 3.3 | (62.7) | (63.2) | (67.5) | (61.0) | 19.7 | 15.4 | 8.2 | (16.4) | (21.0) | 0.0 | 2.0 | 10.8 | 24.6 | (63.7) | 6.0 | (3.0) | 0.0 |
| 공항 | 11.4 | 71.2 | 99.0 | 121.8 | 234.6 | 203.8 | 247.8 | 115.9 | 57.1 | 19.5 | (5.7) | 15.7 | 18.7 | 8.0 | 5.0 | 3.1 | 77.3 | 190.0 | 17.0 | 8.5 | 7.6 |
| 호텔/레저 | 22.3 | 45.7 | 47.7 | 30.5 | 23.9 | 1.9 | 1.6 | 3.6 | 4.5 | 6.9 | 2.8 | 5.3 | (3.6) | 3.5 | 3.0 | 4.2 | 36.9 | 6.5 | 4.9 | 1.9 | 1.9 |
| 영업이익 | (43.0) | (6.8) | 27.7 | 적전 | 128.0 | 55.6 | (70.9) | 적지 | (64.9) | (58.9) | 적전 | 적지 | 적전 | (71.4) | 흑전 | 흑전 | (34.1) | 16.4 | 적전 | 흑전 | 77.8 |
| 지배순이익 | (69.5) | (68.6) | (97.0) | 적전 | 98.4 | 191.9 | 적전 | 적지 | (76.6) | (83.8) | 적지 | 적지 | 적전 | 적전 | 흑전 | 적지 | (93.6) | 163.5 | 적전 | 적지 | 흑전 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

호텔신라(008770.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 3,007 | 3,814 | 3,946 | 4,418 | 4,769 |
| 유동자산 | 1,380 | 1,411 | 1,559 | 2,032 | 2,374 |
| 현금성자산 | 448 | 417 | 578 | 1,047 | 1,281 |
| 매출채권 | 270 | 336 | 308 | 320 | 352 |
| 재고자산 | 630 | 623 | 637 | 628 | 704 |
| 비유동자산 | 1,626 | 2,403 | 2,387 | 2,386 | 2,396 |
| 투자자산 | 1,024 | 844 | 878 | 914 | 951 |
| 유형자산 | 573 | 1,536 | 1,495 | 1,462 | 1,435 |
| 기타 | 29 | 23 | 15 | 10 | 10 |
| 부채총계 | 2,398 | 2,530 | 2,665 | 3,045 | 3,298 |
| 유동부채 | 1,188 | 1,150 | 1,181 | 1,279 | 1,377 |
| 매입채무 | 677 | 609 | 639 | 686 | 782 |
| 유동성이자부채 | 417 | 412 | 412 | 462 | 462 |
| 기타 | 95 | 129 | 131 | 132 | 133 |
| 비유동부채 | 1,210 | 1,380 | 1,484 | 1,766 | 1,921 |
| 비유동성이자부채 | 1,183 | 1,247 | 1,347 | 1,647 | 1,797 |
| 기타 | 27 | 133 | 137 | 119 | 124 |
| 자본총계 | 608 | 1,284 | 1,281 | 1,373 | 1,472 |
| 지배자분 | 608 | 1,284 | 1,281 | 1,373 | 1,472 |
| 자본금 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 자본잉여금 | 197 | 206 | 206 | 206 | 206 |
| 이익잉여금 | 304 | 223 | 275 | 367 | 465 |
| 기타 | (92) | 655 | 600 | 600 | 600 |
| 비지배자분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 608 | 1,284 | 1,281 | 1,373 | 1,472 |
| 총차입금 | 1,600 | 1,658 | 1,758 | 2,108 | 2,258 |
| 순차입금 | 1,152 | 1,241 | 1,181 | 1,061 | 977 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 243 | 69 | (491) | 274 | 254 |
| 당기순이익 | 86 | (62) | 52 | 92 | 108 |
| 차산상각비 | 128 | 132 | 50 | 38 | 32 |
| 기타비현금성손익 | (1) | 86 | (692) | 44 | 67 |
| 운전자본증감 | 12 | (98) | 44 | 45 | (10) |
| 매출채권감소(증가) | 35 | (38) | 28 | (12) | (32) |
| 재고자산감소(증가) | (67) | 29 | (15) | 9 | (76) |
| 매입채무증가(감소) | 78 | (93) | 30 | 47 | 97 |
| 기타 | (34) | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 투자현금 | (231) | (95) | (154) | (157) | (162) |
| 단기투자자산감소 | 3 | 5 | (2) | (2) | (2) |
| 장기투자증권감소 | (1) | (21) | (119) | (119) | (119) |
| 설비투자 | 55 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | 0 | 1 | 0 | (1) | (5) |
| 재무현금 | (138) | (30) | 804 | 350 | 140 |
| 차입금증가 | (93) | 21 | 100 | 350 | 150 |
| 자본증가 | (8) | (8) | 704 | 0 | (10) |
| 배당금지급 | 8 | 8 | 0 | 0 | 10 |
| 현금 증감 | (122) | (41) | 159 | 468 | 231 |
| 기초현금 | 534 | 412 | 370 | 529 | 997 |
| 기말현금 | 412 | 370 | 529 | 997 | 1,228 |
| Gross Cash flow | 213 | 156 | (535) | 230 | 264 |
| Gross Investment | 223 | 199 | 109 | 110 | 170 |
| Free Cash Flow | (10) | (42) | (644) | 120 | 94 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 3,568 | 3,948 | 4,072 | 4,235 | 4,391 |
| 증가율(%) | (27.5) | 10.6 | 3.2 | 4.0 | 3.7 |
| 매출원가 | 2,150 | 2,260 | 2,315 | 2,400 | 2,484 |
| 매출총이익 | 1,419 | 1,687 | 1,757 | 1,836 | 1,908 |
| 판매 및 일반관리비 | 1,327 | 1,692 | 1,705 | 1,744 | 1,799 |
| 기타영업손익 | (51) | 28 | 1 | 2 | 3 |
| 영업이익 | 91 | (5) | 52 | 92 | 108 |
| 증가율(%) | 16.4 | 적전 | 흑전 | 77.8 | 18.0 |
| EBITDA | 219 | 127 | 102 | 130 | 141 |
| 증가율(%) | 6.9 | (41.9) | (20.0) | 27.5 | 8.6 |
| 영업외손익 | 16 | (42) | (20) | (16) | (12) |
| 이자수익 | 29 | 27 | 23 | 27 | 28 |
| 이자비용 | 52 | 60 | 59 | 66 | 75 |
| 지분법손익 | (3) | (36) | (118) | (118) | (118) |
| 기타영업손익 | 42 | 28 | 133 | 140 | 153 |
| 세전순이익 | 107 | (47) | 31 | 75 | 96 |
| 증가율(%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 141.7 | 27.1 |
| 법인세비용 | 21 | 14 | (20) | (16) | (12) |
| 당기순이익 | 86 | (62) | 52 | 92 | 108 |
| 증가율(%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 77.8 | 18.0 |
| 자배주주지분 | 86 | (62) | 52 | 92 | 108 |
| 증가율(%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 77.8 | 18.0 |
| 비지배지분 | (0) | 0 | (0) | (0) | (0) |
| EPS(원) | 2,191 | (1,567) | 1,316 | 2,340 | 2,762 |
| 증가율(%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 77.8 | 18.0 |
| 수정EPS(원) | 2,191 | (1,567) | 1,316 | 2,336 | 2,756 |
| 증가율(%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 77.4 | 18.0 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,191 | (1,567) | 1,316 | 2,340 | 2,762 |
| BPS | 15,212 | 32,108 | 32,034 | 34,331 | 36,791 |
| DPS | 200 | 0 | 0 | 250 | 300 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 29.9 | n/a | 36.8 | 20.7 | 17.6 |
| PBR | 4.3 | 1.1 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 17.2 | 21.3 | 30.7 | 23.1 | 20.7 |
| 배당수익률 | 0.3 | 0.0 | n/a | 0.5 | 0.6 |
| PCR | 12.3 | 9.4 | n/a | 8.5 | 7.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 2.6 | (0.1) | 1.3 | 2.2 | 2.5 |
| EBITDA이익률 | 6.1 | 3.2 | 2.5 | 3.1 | 3.2 |
| 순이익률 | 2.4 | (1.6) | 1.3 | 2.2 | 2.5 |
| ROE | 15.0 | (6.5) | 4.0 | 6.9 | 7.6 |
| ROIC | 4.5 | (0.2) | 1.5 | 2.7 | 3.3 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 189.4 | 96.7 | 92.1 | 77.3 | 66.4 |
| 유동비율 | 116.1 | 122.7 | 132.0 | 158.9 | 172.4 |
| 이자보상배율 | 1.8 | (0.1) | 0.9 | 1.4 | 1.4 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 매출채권회전율 | 13.7 | 13.0 | 12.7 | 13.5 | 13.1 |
| 재고자산회전율 | 6.0 | 6.3 | 6.5 | 6.7 | 6.6 |
| 매입채무회전율 | 5.6 | 6.1 | 6.5 | 6.4 | 6.0 |

BGF리테일 TP: 140,000원(하향)

- 2Q25E 매출액 2.30조원(+4.5%, 이하 yoy), 영업이익 808억원(+6.0%) 전망, 2025E 매출액 9.13조원(+4.9%, 이하 yoy), 영업이익 2,686억원(+6.8%) 전망
- 1분기 객수 감소가 매출 둔화로 이뤄졌던 만큼, 2분기~하반기는 객수 증가를 위한 노력 펼칠 것
- 건기식, 뷰티, 음반 등 중장기 카테고리 강화하며 신규 고객 창출과 식품 외 매출 다각화 노력
- 전년 본부 임차형 매장 출점으로 인한 판관비(임대료, 감가상각비, 수도광열비) 부담은 올해 매장 성장 둔화로 일단락. 올해는 우량점, 중대형 점포 구성 확대 목표

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,692 | 1,919 | 2,056 | 1,949 | 1,849.6 | 2,098.2 | 2,206.8 | 2,040.2 | 1,953.8 | 2,202.9 | 2,325.6 | 2,216.5 | 2,043.0 | 2,301.0 | 2,430.3 | 2,354.1 | 7,615.8 | 8,194.8 | 8,698.8 | 9,128.4 | 9,543.1 |
| 편의점 | 1,687 | 1,909 | 2,044 | 1,938 | 1,838.4 | 2,081.8 | 2,187.5 | 2,024.0 | 1,950.0 | 2,174.3 | 2,290.8 | 2,177.0 | 2,039.1 | 2,271.7 | 2,394.6 | 2,264.7 | 7,577.8 | 8,131.7 | 8,592.1 | 8,970.2 | 9,331.2 |
| 기타 | 6 | 9 | 12 | 11 | 11.2 | 16.4 | 19.3 | 16.2 | 3.8 | 28.6 | 34.8 | 39.5 | 3.9 | 29.3 | 35.7 | 89.4 | 38.0 | 63.1 | 106.7 | 158.3 | 211.9 |
| 점포수 | 16,055 | 16,255 | 16,505 | 16,787 | 16,987 | 17,187 | 17,437 | 17,762 | 17,935 | 18,108 | 18,283 | 18,458 | 18,633 | 18,808 | 18,983 | 19,158 | 16,787 | 17,762 | 18,458 | 19,158 | 19,858 |
| 점당매출액 | 105 | 117 | 124 | 115 | 108.2 | 121.1 | 125.5 | 114.0 | 108.7 | 120.1 | 125.3 | 117.9 | 109.4 | 120.8 | 126.1 | 118.4 | 451.4 | 457.8 | 465.5 | 468.2 | 469.9 |
| 매출총이익 | 298 | 351 | 387 | 350 | 335.0 | 396.9 | 416.3 | 374.6 | 361.1 | 416.1 | 440.2 | 408.3 | 375.6 | 435.8 | 460.2 | 443.6 | 1,386.2 | 1,522.8 | 1,625.7 | 1,715.1 | 1,728.8 |
| % | 17.6 | 18.3 | 18.8 | 17.9 | 18.1 | 18.9 | 18.9 | 18.4 | 18.5 | 18.9 | 18.9 | 18.4 | 18.4 | 18.9 | 18.9 | 18.8 | 18.2 | 18.6 | 18.7 | 18.8 | 18.1 |
| 판관비 | 261 | 280 | 296 | 297 | 298.0 | 318.8 | 329.3 | 323.5 | 328.5 | 339.9 | 349.0 | 356.7 | 343.5 | 355.0 | 364.5 | 383.5 | 1,133.8 | 1,269.6 | 1,374.1 | 1,446.5 | 1,454.0 |
| % | 15.4 | 14.6 | 14.4 | 15.3 | 16.1 | 15.2 | 14.9 | 15.9 | 16.8 | 15.4 | 15.0 | 16.1 | 16.8 | 15.4 | 15.0 | 16.3 | 14.9 | 15.5 | 15.8 | 15.8 | 15.2 |
| 영업이익 | 38 | 71 | 92 | 52 | 37.0 | 78.1 | 87.0 | 51.1 | 32.6 | 76.2 | 91.2 | 51.6 | 32.1 | 80.8 | 95.7 | 60.1 | 252.4 | 253.2 | 251.6 | 268.6 | 274.8 |
| % | 2.2 | 3.7 | 4.5 | 2.7 | 2.0 | 3.7 | 3.9 | 2.5 | 1.7 | 3.5 | 3.9 | 2.3 | 1.6 | 3.5 | 3.9 | 2.6 | 3.3 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| 지배순이익 | 26 | 57 | 69 | 41 | 27.7 | 59.5 | 70.0 | 38.6 | 23.4 | 58.5 | 69.9 | 43.5 | 23.6 | 61.4 | 74.4 | 44.9 | 193.5 | 195.8 | 195.2 | 204.3 | 209.1 |
| % | 1.5 | 3.0 | 3.4 | 2.1 | 1.5 | 2.8 | 3.2 | 1.9 | 1.2 | 2.7 | 3.0 | 2.0 | 1.2 | 2.7 | 3.1 | 1.9 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| < % yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 12.7 | 12.8 | 11.9 | 11.8 | 9.3 | 9.4 | 7.3 | 4.7 | 5.6 | 5.0 | 5.4 | 8.6 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 6.2 | 12.3 | 7.6 | 6.2 | 4.9 | 4.5 |
| 편의점 | 12.6 | 12.6 | 11.5 | 11.6 | 9.0 | 9.0 | 7.0 | 4.4 | 6.1 | 4.4 | 4.7 | 7.6 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 4.0 | 12.1 | 7.3 | 5.7 | 4.4 | 4.0 |
| 기타 | 59.1 | 92.7 | 172.0 | 75.0 | 98.5 | 77.0 | 59.3 | 47.7 | (65.8) | 74.0 | 80.1 | 144.3 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 126.4 | 99.2 | 66.1 | 69.2 | 48.4 | 33.9 |
| 점포수 | 5.9 | 5.6 | 5.7 | 5.9 | 5.8 | 5.7 | 5.6 | 5.8 | 5.6 | 5.4 | 4.9 | 3.9 | 3.9 | 3.9 | 3.8 | 3.8 | 5.9 | 5.8 | 3.9 | 3.8 | 3.7 |
| 점당매출액 | 6.3 | 6.6 | 5.6 | 5.4 | 3.0 | 3.1 | 1.3 | (1.3) | 0.5 | (0.9) | (0.1) | 3.5 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 5.8 | 1.4 | 1.7 | 0.6 | 0.4 |
| 영업이익 | 74.5 | 20.7 | 31.7 | 5.3 | (2.0) | 10.3 | (4.9) | (2.3) | (11.8) | (2.4) | 4.8 | 1.1 | (1.7) | 6.0 | 5.0 | 16.3 | 26.6 | 0.3 | (0.6) | 6.8 | 2.3 |
| 지배순이익 | 63.7 | 22.6 | 40.5 | 14.6 | 6.6 | 3.7 | 1.1 | (5.6) | (15.5) | (1.7) | (0.2) | 12.6 | 0.8 | 4.9 | 6.5 | 3.4 | 31.1 | 1.2 | (0.3) | 4.7 | 2.3 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

BGF리테일(282330.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 3,219 | 3,403 | 3,442 | 3,672 | 3,859 |
| 유동자산 | 979 | 1,052 | 1,236 | 1,507 | 1,693 |
| 현금성자산 | 524 | 558 | 748 | 966 | 1,131 |
| 매출채권 | 248 | 244 | 236 | 264 | 275 |
| 재고자산 | 177 | 212 | 214 | 239 | 249 |
| 비유동자산 | 2,240 | 2,351 | 2,206 | 2,165 | 2,166 |
| 투자자산 | 1,426 | 1,438 | 1,497 | 1,558 | 1,621 |
| 유형자산 | 776 | 834 | 629 | 527 | 464 |
| 기타 | 37 | 79 | 80 | 81 | 82 |
| 부채총계 | 2,145 | 2,218 | 2,116 | 2,208 | 2,246 |
| 유동부채 | 1,191 | 1,296 | 1,192 | 1,283 | 1,319 |
| 매입채무 | 784 | 871 | 767 | 856 | 891 |
| 유동성이자부채 | 343 | 353 | 353 | 353 | 353 |
| 기타 | 64 | 72 | 73 | 74 | 75 |
| 비유동부채 | 953 | 922 | 924 | 926 | 928 |
| 비유동성이자부채 | 911 | 881 | 881 | 881 | 881 |
| 기타 | 42 | 41 | 43 | 45 | 47 |
| 자본총계 | 1,074 | 1,184 | 1,326 | 1,464 | 1,613 |
| 지배자분 | 1,074 | 1,184 | 1,326 | 1,464 | 1,613 |
| 자본금 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 자본잉여금 | 322 | 322 | 322 | 322 | 322 |
| 이익잉여금 | 712 | 831 | 964 | 1,103 | 1,252 |
| 기타 | 23 | 14 | 22 | 22 | 22 |
| 비지배자분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,074 | 1,184 | 1,326 | 1,464 | 1,613 |
| 총차입금 | 1,254 | 1,234 | 1,234 | 1,234 | 1,234 |
| 순차입금 | 730 | 676 | 486 | 268 | 103 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 647 | 769 | 332 | 362 | 313 |
| 당기순이익 | 196 | 195 | 204 | 209 | 222 |
| 차산상각비 | 478 | 515 | 214 | 112 | 72 |
| 기타비현금성손익 | 72 | 77 | 12 | 4 | 4 |
| 운전자본증감 | (39) | 28 | (98) | 37 | 15 |
| 매출채권감소(증가) | (49) | 20 | 8 | (28) | (11) |
| 재고자산감소(증가) | (52) | (35) | (2) | (25) | (10) |
| 매입채무증가(감소) | 16 | 56 | (104) | 89 | 35 |
| 기타 | 45 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 투자현금 | (244) | (346) | (81) | (83) | (86) |
| 단기투자자산감소 | 99 | 34 | (9) | (10) | (10) |
| 장기투자증권감소 | 0 | (12) | (4) | (4) | (4) |
| 설비투자 | 206 | 219 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (7) | (5) | (10) | (10) | (10) |
| 재무현금 | (369) | (400) | (71) | (71) | (73) |
| 차입금증가 | (298) | (329) | 0 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (71) | (71) | (71) | (71) | (73) |
| 배당금지급 | 71 | 71 | 71 | 71 | 73 |
| 현금 증감 | 34 | 22 | 181 | 208 | 155 |
| 기초현금 | 269 | 302 | 325 | 506 | 714 |
| 기말현금 | 302 | 325 | 506 | 714 | 868 |
| Gross Cash flow | 745 | 788 | 430 | 325 | 299 |
| Gross Investment | 382 | 351 | 169 | 36 | 61 |
| Free Cash Flow | 363 | 437 | 261 | 289 | 237 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 8,195 | 8,699 | 9,128 | 9,543 | 9,908 |
| 증가율(%) | 7.6 | 6.2 | 4.9 | 4.5 | 3.8 |
| 매출원가 | 6,672 | 7,073 | 7,413 | 7,814 | 8,168 |
| 매출총이익 | 1,523 | 1,626 | 1,715 | 1,729 | 1,740 |
| 판매 및 일반관리비 | 1,270 | 1,374 | 1,447 | 1,454 | 1,449 |
| 기타영업손익 | 12 | 8 | 5 | 1 | (0) |
| 영업이익 | 253 | 252 | 269 | 275 | 291 |
| 증가율(%) | 0.3 | 0.6 | 6.8 | 2.3 | 5.9 |
| EBITDA | 731 | 767 | 482 | 387 | 364 |
| 증가율(%) | 8.5 | 5.0 | (37.1) | (19.8) | (6.0) |
| 영업외손익 | (5) | (6) | (13) | (14) | (14) |
| 이자수익 | 26 | 28 | 27 | 32 | 33 |
| 이자비용 | 47 | 51 | 189 | 189 | 189 |
| 지분법손익 | (0) | (1) | (2) | (2) | (2) |
| 기타영업손익 | 17 | 17 | 152 | 146 | 145 |
| 세전순이익 | 248 | 245 | 255 | 261 | 277 |
| 증가율(%) | (2.3) | (1.2) | 4.1 | 2.3 | 6.1 |
| 법인세비용 | 53 | 50 | 51 | 52 | 55 |
| 당기순이익 | 196 | 195 | 204 | 209 | 222 |
| 증가율(%) | 1.2 | 0.3 | 4.7 | 2.3 | 6.1 |
| 자배주주지분 | 196 | 195 | 204 | 209 | 222 |
| 증가율(%) | 1.2 | 0.3 | 4.7 | 2.3 | 6.1 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EPS(원) | 11,331 | 11,295 | 11,821 | 12,095 | 12,836 |
| 증가율(%) | 1.2 | 0.3 | 4.7 | 2.3 | 6.1 |
| 수정EPS(원) | 11,331 | 11,295 | 11,821 | 12,095 | 12,836 |
| 증가율(%) | 1.2 | (0.3) | 4.7 | 2.3 | 6.1 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 11,331 | 11,295 | 11,821 | 12,095 | 12,836 |
| BPS | 62,165 | 68,511 | 76,706 | 84,702 | 93,338 |
| DPS | 4,100 | 4,100 | 4,100 | 4,200 | 4,300 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 11.6 | 9.1 | 8.6 | 8.4 | 7.9 |
| PBR | 2.1 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 4.1 | 3.2 | 4.7 | 5.2 | 5.1 |
| 배당수익률 | 3.1 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.2 |
| PCR | 3.0 | 2.2 | 4.1 | 5.4 | 5.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 2.9 | 2.9 |
| EBITDA이익률 | 8.9 | 8.8 | 5.3 | 4.1 | 3.7 |
| 순이익률 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| ROE | 19.2 | 17.3 | 16.3 | 15.0 | 14.4 |
| ROIC | 12.1 | 11.1 | 12.0 | 12.8 | 13.9 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 67.9 | 57.1 | 36.6 | 18.3 | 6.4 |
| 유동비율 | 82.2 | 81.1 | 103.7 | 117.5 | 128.4 |
| 이자보상배율 | 5.4 | 4.9 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 2.7 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.6 |
| 매출채권회전율 | 38.3 | 35.3 | 38.0 | 38.2 | 36.8 |
| 재고자산회전율 | 54.3 | 44.7 | 42.8 | 42.2 | 40.7 |
| 매입채무회전율 | 10.8 | 10.5 | 11.1 | 11.8 | 11.3 |

GS리테일 TP: 18,000원(하향)

- 2Q25E 매출액 3.04조원(+3.6%, 이하 yoy), 영업이익 524억원(-35.4%) 전망, 2025E 매출액 12.0조원(+3.2%), 영업이익 2,468억원(+3.2%) 전망
- 편의점: 편의점 전체 객수 하락과 당사 매장수 순감 진행되며 실적 부진 기록. 연간 매장수 출점 하향(500~600->250~300개) 되며 실적 타격 불가피
- 슈퍼: 연간 매장수 출점은 70개 유지. 전년 높은 기준점 성장을 기저로 올해는 성장 다소 둔화될 것
- CEO 변경되며 사업 재정비 기간 갖는 중. 당분간은 주요 사업부의 외부/내부적 상승 모멘텀 부재하나 재정비 이후 다시 관심 필요

| (십억원, %) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|------------------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 2,674 | 2,813 | 2,947 | 2,797 | 2,701 | 2,937 | 3,055 | 2,934 | 2,761 | 3,042 | 3,175 | 3,021 | 2,874 | 3,154 | 3,296 | 3,040 | 11,187 | 11,230 | 11,627 | 11,999 | 12,363 |
| 편의점 | 1,867 | 2,092 | 2,221 | 2,066 | 1,968 | 2,194 | 2,307 | 2,197 | 2,012 | 2,271 | 2,399 | 2,209 | 2,095 | 2,355 | 2,495 | 2,167 | 7,780 | 8,246 | 8,666 | 8,891 | 9,111 |
| 슈퍼마켓 | 341 | 357 | 390 | 359 | 381 | 394 | 424 | 410 | 416 | 426 | 453 | 440 | 446 | 455 | 480 | 476 | 1,322 | 1,448 | 1,608 | 1,735 | 1,857 |
| 홈쇼핑 | 290 | 286 | 260 | 295 | 276 | 273 | 251 | 252 | 258 | 269 | 248 | 296 | 258 | 267 | 246 | 320 | 1,239 | 1,131 | 1,052 | 1,071 | 1,090 |
| 기타 | 105 | 99 | 93 | (469) | 75 | (165) | (267) | 76 | 75 | 77 | 74 | 76 | 76 | 77 | 75 | 77 | 354 | (172) | (281) | 302 | 308 |
| 매출총이익 % | 682 | 723 | 746 | 747 | 683 | 751 | 762 | 691 | 674 | 743 | 766 | 808 | 690 | 754 | 784 | 859 | 2,876 | 2,897 | 2,887 | 2,991 | 3,088 |
| 영업이익 % | 25.5 | 25.7 | 25.3 | 26.7 | 25.3 | 25.6 | 25.0 | 23.5 | 24.4 | 24.4 | 24.1 | 26.8 | 24.0 | 23.9 | 23.8 | 28.3 | 25.7 | 25.8 | 24.8 | 24.9 | 25.0 |
| 영업이익 % | 63 | 89 | 106 | 80 | 50 | 81 | 81 | 28 | 39 | 52 | 61 | 95 | 32 | 42 | 56 | 137 | 268 | 339 | 239 | 247 | 267 |
| 편의점 % | 2.4 | 3.2 | 3.6 | 2.9 | 1.8 | 2.8 | 2.6 | 0.9 | 1.4 | 1.7 | 1.9 | 3.1 | 1.1 | 1.3 | 1.7 | 4.5 | 2.4 | 3.0 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| 편의점 % | 23 | 65 | 78 | 52 | 26 | 65 | 73 | 31 | 17 | 60 | 72 | 39 | 18 | 63 | 76 | 36 | 219 | 218 | 195 | 188 | 193 |
| 슈퍼마켓 % | 1.2 | 3.1 | 3.5 | 2.5 | 1.3 | 3.0 | 3.2 | 1.4 | 0.9 | 2.6 | 3.0 | 1.8 | 0.9 | 2.7 | 3.0 | 1.7 | 2.8 | 2.6 | 2.2 | 2.1 | 2.1 |
| 슈퍼마켓 % | 4 | 4 | 13 | 5 | 10 | 7 | 14 | 1 | 8 | 6 | 15 | 4 | 8 | 7 | 16 | 4 | 22 | 27 | 32 | 33 | 35 |
| 홈쇼핑 % | 1.3 | 1.2 | 3.4 | 1.5 | 2.6 | 1.6 | 3.3 | 0.3 | 1.9 | 1.5 | 3.2 | 1.0 | 1.9 | 1.5 | 3.3 | 0.9 | 1.6 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 |
| 홈쇼핑 % | 32 | 27 | 21 | 37 | 33 | 27 | 19 | 29 | 22 | 25 | 17 | 38 | 23 | 25 | 17 | 39 | 143 | 117 | 107 | 104 | 104 |
| 기타 % | 10.9 | 9.5 | 8.2 | 12.4 | 11.9 | 10.0 | 7.4 | 11.3 | 8.7 | 9.5 | 7.0 | 13.0 | 8.8 | 9.5 | 7.1 | 12.2 | 11.5 | 10.3 | 10.2 | 9.7 | 9.6 |
| 기타 % | (17) | (29) | (39) | (41) | (44) | (18) | (25) | (32) | (9) | (39) | (43) | 13 | (17) | (53) | (53) | 58 | (186) | (126) | (118) | (78) | (66) |
| 지배순이익 % | 17 | 52 | 68 | (120) | 36 | 60 | (61) | (32) | 7 | 8 | 11 | 93 | 16 | 18 | 30 | 75 | 40 | 18 | 3 | 119 | 137 |
| 지배순이익 % | 0.6 | 1.9 | 2.3 | (4.3) | 1.3 | 2.0 | (2.0) | (1.1) | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 3.1 | 0.5 | 0.6 | 0.9 | 2.5 | 0.4 | 0.2 | 0.0 | 1.0 | 1.1 |
| < % yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 3.9 | 0.2 | (0.3) | (1.8) | 1.0 | 4.4 | 3.7 | 4.9 | 2.2 | 3.6 | 3.9 | 3.0 | 4.1 | 3.7 | 3.8 | 0.6 | 15.4 | 0.4 | 3.5 | 3.2 | 3.0 |
| 편의점 | 6.3 | 7.1 | 6.6 | 3.9 | 5.4 | 4.9 | 3.9 | 6.3 | 2.2 | 3.5 | 4.0 | 0.6 | 4.1 | 3.7 | 4.0 | (1.9) | 7.9 | 6.0 | 5.1 | 2.6 | 2.5 |
| 슈퍼마켓 | 7.6 | 14.1 | 10.6 | 5.7 | 11.6 | 10.3 | 8.5 | 14.2 | 9.2 | 8.0 | 7.0 | 7.4 | 7.1 | 7.0 | 6.0 | 8.3 | 8.9 | 9.5 | 11.1 | 7.9 | 7.1 |
| 홈쇼핑 | (4.0) | (12.5) | (10.2) | (8.0) | (4.8) | (4.5) | (3.4) | (14.7) | (6.7) | (1.5) | (1.0) | 17.5 | 0.0 | (1.0) | (1.0) | 8.3 | 0.2 | (8.7) | (7.0) | 1.8 | 1.8 |
| 기타 | (35.3) | (30.2) | (26.0) | 적지 | (28.3) | 적전 | 적전 | 흑전 | 0.0 | 흑전 | 흑전 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | (17.5) | 적전 | 적지 | 흑전 | 2.0 |
| 영업이익 | 132.0 | 88.5 | 21.2 | (24.2) | (21.5) | (9.4) | (24.1) | (65.5) | (22.3) | (35.4) | (24.6) | 242.4 | (17.5) | (20.0) | (8.7) | 44.6 | 22.3 | 26.4 | (29.5) | 3.2 | 8.0 |
| 지배순이익 | 76.2 | 4.7 | 67.8 | 적지 | 114.7 | 14.3 | 적전 | 적지 | (81.1) | (86.1) | 흑전 | 흑전 | 131.4 | 111.9 | 170.4 | (19.8) | (95.0) | (56.4) | (85.5) | 4,573.1 | 15.4 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

GS리테일(007070.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 10,042 | 7,582 | 7,882 | 7,990 | 8,156 |
| 유동자산 | 1,857 | 1,481 | 2,664 | 3,064 | 3,209 |
| 현금성자산 | 517 | 180 | 1,215 | 1,604 | 1,747 |
| 매출채권 | 812 | 760 | 859 | 865 | 864 |
| 재고자산 | 304 | 307 | 355 | 357 | 357 |
| 비유동자산 | 8,185 | 6,100 | 5,218 | 4,926 | 4,947 |
| 투자자산 | 5,110 | 4,326 | 4,375 | 4,553 | 4,738 |
| 유형자산 | 2,831 | 1,542 | 645 | 204 | 65 |
| 기타 | 244 | 233 | 197 | 169 | 144 |
| 부채총계 | 5,608 | 4,400 | 4,710 | 4,722 | 4,778 |
| 유동부채 | 2,688 | 1,898 | 2,219 | 2,227 | 2,228 |
| 매입채무 | 1,378 | 950 | 1,037 | 1,044 | 1,043 |
| 유동성이자부채 | 1,146 | 795 | 1,027 | 1,027 | 1,027 |
| 기타 | 164 | 154 | 155 | 157 | 158 |
| 비유동부채 | 2,920 | 2,502 | 2,491 | 2,495 | 2,549 |
| 비유동성이자부채 | 2,250 | 2,175 | 2,185 | 2,185 | 2,235 |
| 기타 | 671 | 326 | 306 | 310 | 314 |
| 자본총계 | 4,434 | 3,182 | 3,172 | 3,268 | 3,378 |
| 자자지분 | 4,058 | 3,207 | 3,200 | 3,295 | 3,406 |
| 자본금 | 105 | 84 | 84 | 84 | 84 |
| 자본잉여금 | 1,209 | 980 | 980 | 980 | 980 |
| 이익잉여금 | 2,773 | 2,714 | 2,828 | 2,924 | 3,034 |
| 기타 | (29) | (570) | (692) | (692) | (692) |
| 비자자지분 | 375 | (25) | (27) | (27) | (27) |
| 자본총계 | 4,434 | 3,182 | 3,172 | 3,268 | 3,378 |
| 총차입금 | 3,396 | 2,971 | 3,212 | 3,212 | 3,262 |
| 순차입금 | 2,879 | 2,791 | 1,998 | 1,608 | 1,515 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 894 | 660 | 1,049 | 647 | 361 |
| 당기순이익 | 22 | 10 | 110 | 145 | 164 |
| 차산상각비 | 722 | 761 | 1,091 | 471 | 165 |
| 기타비현금성손익 | 389 | 380 | (16) | 21 | 20 |
| 운전자본증감 | (108) | (318) | (127) | (2) | (1) |
| 매출채권감소(증가) | (8) | (30) | (154) | (5) | 0 |
| 재고자산감소(증가) | (83) | 2 | (50) | (2) | 0 |
| 매입채무증가(감소) | 194 | (212) | 91 | 6 | (0) |
| 기타 | (211) | (78) | (15) | (1) | (1) |
| 투자현금 | (357) | (352) | (127) | (219) | (226) |
| 단기투자자산감소 | (14) | 24 | (1) | (4) | (4) |
| 장기투자증권감소 | 28 | 4 | (58) | (78) | (80) |
| 설비투자 | 386 | 439 | 76 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 2 | 17 | 3 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (6) | (6) | (1) | (1) | (1) |
| 재무현금 | (496) | (649) | 113 | (42) | 4 |
| 차입금증가 | (449) | (576) | 115 | 0 | 50 |
| 자본증가 | (19) | (60) | (42) | (42) | (46) |
| 배당금지급 | 49 | 59 | 42 | 42 | 46 |
| 현금 증감 | 41 | (338) | 1,035 | 386 | 139 |
| 기초현금 | 390 | 432 | 93 | 1,128 | 1,514 |
| 기말현금 | 432 | 93 | 1,128 | 1,514 | 1,653 |
| Gross Cash flow | 1,133 | 1,151 | 1,209 | 649 | 362 |
| Gross Investment | 451 | 695 | 253 | 217 | 223 |
| Free Cash Flow | 682 | 456 | 956 | 432 | 139 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액 | 11,134 | 11,627 | 11,999 | 12,363 | 12,724 |
| 증가율(%) | 0.9 | 4.4 | 3.2 | 3.0 | 2.9 |
| 매출원가 | 8,297 | 8,740 | 9,008 | 9,275 | 9,533 |
| 매출총이익 | 2,837 | 2,887 | 2,991 | 3,088 | 3,191 |
| 판매 및 일반관리비 | 2,545 | 2,648 | 2,744 | 2,822 | 2,904 |
| 기타영업손익 | 3 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| 영업이익 | 292 | 239 | 247 | 267 | 287 |
| 증가율(%) | (19.0) | (18.1) | 3.2 | 8.0 | 7.7 |
| EBITDA | 1,014 | 1,000 | 1,338 | 737 | 452 |
| 증가율(%) | (4.0) | (1.3) | 33.8 | (44.9) | (38.7) |
| 영업외손익 | (231) | (228) | (105) | (86) | (82) |
| 이자수익 | 54 | 51 | 37 | 34 | 35 |
| 이자비용 | 82 | 109 | 119 | 120 | 120 |
| 지분법손익 | (152) | (39) | (37) | (37) | (37) |
| 기타영업손익 | (51) | (131) | 12 | 37 | 41 |
| 세전순이익 | 61 | 11 | 141 | 181 | 206 |
| 증가율(%) | (71.2) | (81.7) | 1,166.7 | 27.9 | 13.7 |
| 법인세비용 | 47 | 41 | 31 | 36 | 41 |
| 당기순이익 | 22 | 10 | 110 | 145 | 164 |
| 증가율(%) | (53.5) | (55.8) | 1,023.6 | 31.4 | 13.7 |
| 자배주주지분 | 18 | 3 | 119 | 137 | 156 |
| 증가율(%) | (56.3) | (85.6) | 4,573.1 | 15.4 | 13.7 |
| 비자자지분 | 4 | 7 | (9) | 7 | 8 |
| EPS(원) | 169 | 30 | 1,424 | 1,643 | 1,869 |
| 증가율(%) | (56.3) | (82.0) | 4,573.1 | 154 | 13.7 |
| 수정EPS(원) | 169 | 30 | 1,424 | 1,643 | 1,869 |
| 증가율(%) | (56.3) | (82.0) | 4,573.1 | 15.4 | 13.7 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 169 | 30 | 1,424 | 1,643 | 1,869 |
| BPS | 38,755 | 38,356 | 38,270 | 39,414 | 40,733 |
| DPS | 500 | 500 | 500 | 550 | 600 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 136.5 | 541.5 | 10.0 | 8.7 | 7.7 |
| PBR | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 5.2 | 4.2 | 2.4 | 3.8 | 6.0 |
| 배당수익률 | 2.2 | 3.0 | 3.5 | 3.8 | 4.2 |
| PCR | 2.1 | 1.2 | 1.0 | 1.8 | 3.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 2.6 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.3 |
| EBITDA이익률 | 9.1 | 8.6 | 11.1 | 6.0 | 3.6 |
| 순이익률 | 0.2 | 0.1 | 0.9 | 1.2 | 1.3 |
| ROE | 0.4 | 0.1 | 3.7 | 4.2 | 4.7 |
| ROIC | 1.1 | (11.8) | 4.3 | 5.4 | 6.0 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 64.9 | 87.7 | 63.0 | 49.2 | 44.8 |
| 유동비율 | 69.1 | 78.0 | 120.1 | 137.6 | 144.0 |
| 이자보상배율 | 3.6 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.4 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 매출채권회전율 | 17.3 | 14.8 | 14.8 | 14.3 | 14.7 |
| 재고자산회전율 | 41.9 | 38.0 | 36.3 | 34.8 | 35.7 |
| 매입채무회전율 | 8.6 | 10.0 | 12.1 | 11.9 | 12.2 |

05

화장품 기업

LG생활건강 TP: 420,000원(유지)

- 2Q25E 매출액 1.76조원(+0.2%, 이하 yoy), 영업이익 1,365억원(-13.9%), OPM 7.7% 전망, 2025E 매출액 6.84조원(+0.5%), 영업이익 4,958억원(+8.0%)
- 2분기 다소 보수적 접근이 필요하나 하반기부터는 기저 낮아지며 실적 반등 기대. 국내 뿐만 아니라 중국 외 미국, 일본 등의 매출 성장 예상
- 해외 사업 확장을 위해 현지 시장 대응 강화. 1) 북미: CNP, TFS, 닥터그루트의 신성장 채널(아마존) 고성장에 힘입어 아마존 직접 운영을 통한 적극적 마케팅으로 매출 모멘텀 강조, 2) 일본: CNP, 힌스 일본 매출 안정적 성장 흐름. 수익성 역시 한자릿수 이상 기대

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,645 | 1,863 | 1,870 | 1,808 | 1,684 | 1,808 | 1,746 | 1,567 | 1,729 | 1,760 | 1,714 | 1,610 | 1,698 | 1,763 | 1,718 | 1,664 | 7,186 | 6,805 | 6,812 | 6,843 |
| 화장품 | 700 | 853 | 789 | 870 | 702 | 781 | 670 | 664 | 733 | 760 | 651 | 699 | 708 | 745 | 645 | 742 | 3,212 | 2,816 | 2,843 | 2,840 |
| 생활용품 | 553 | 543 | 587 | 527 | 563 | 546 | 570 | 503 | 561 | 521 | 563 | 500 | 573 | 528 | 569 | 506 | 2,210 | 2,182 | 2,144 | 2,177 |
| 음료 | 393 | 466 | 494 | 411 | 419 | 481 | 506 | 401 | 434 | 479 | 500 | 411 | 416 | 490 | 503 | 416 | 1,764 | 1,807 | 1,825 | 1,825 |
| 영업이익 | 176 | 217 | 190 | 129 | 146 | 158 | 128 | 55 | 151 | 159 | 106 | 43 | 142 | 136 | 134 | 83 | 711 | 487 | 459 | 496 |
| % | 10.7 | 11.6 | 10.2 | 7.1 | 8.7 | 8.7 | 7.4 | 3.5 | 8.7 | 9.0 | 6.2 | 2.7 | 8.4 | 7.7 | 7.8 | 5.0 | 9.9 | 7.2 | 6.7 | 7.2 |
| 화장품 | 69 | 93 | 68 | 79 | 61 | 70 | 8 | 7 | 66 | 73 | 11 | 11 | 59 | 47 | 35 | 29 | 309 | 147 | 162 | 170 |
| % | 9.9 | 10.9 | 8.6 | 9.1 | 8.7 | 9.0 | 1.2 | 1.1 | 9.0 | 9.6 | 1.8 | 1.6 | 8.3 | 6.3 | 5.4 | 3.9 | 9.6 | 5.2 | 5.7 | 6.0 |
| 생활용품 | 55 | 60 | 56 | 19 | 33 | 28 | 47 | 18 | 32 | 34 | 41 | 22 | 37 | 36 | 42 | 24 | 190 | 125 | 130 | 138 |
| % | 10.0 | 11.0 | 9.6 | 3.6 | 5.8 | 5.1 | 8.2 | 3.6 | 5.7 | 6.5 | 7.3 | 4.4 | 6.4 | 6.7 | 7.4 | 4.7 | 8.6 | 5.7 | 6.0 | 6.3 |
| 음료 | 51.4 | 63.7 | 66.3 | 30.8 | 52.0 | 60.2 | 73.8 | 29.2 | 52.5 | 51.9 | 53.5 | 10.2 | 52.5 | 54.0 | 56.3 | 30.7 | 212.2 | 215.2 | 168.1 | 193.6 |
| % | 13.1 | 13.7 | 13.4 | 7.5 | 12.4 | 12.5 | 14.6 | 7.3 | 12.1 | 10.8 | 10.7 | 2.5 | 12.6 | 11.0 | 11.2 | 7.4 | 12.0 | 11.9 | 9.2 | 10.6 |
| 지배순이익 | 110 | 119 | 120 | (113) | 91 | 89 | 84 | (122) | 107 | 100 | 68 | (86) | 98 | 87 | 81 | 30 | 237 | 143 | 189 | 296 |
| % | 6.7 | 6.4 | 6.4 | (6.2) | 5.4 | 4.9 | 4.8 | (7.8) | 6.2 | 5.7 | 4.0 | (5.3) | 5.8 | 4.9 | 4.7 | 1.8 | 3.3 | 2.1 | 2.8 | 4.3 |
| yoY | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -19.2 | -7.9 | -7.0 | -10.6 | 2.4 | -3.0 | -6.6 | -13.3 | 2.7 | -2.7 | -1.9 | 2.7 | -1.8 | 0.2 | 0.2 | 3.4 | -11.2 | -5.3 | 0.1 | 0.5 |
| 화장품 | -39.6 | -23.6 | -23.1 | -23.7 | 0.3 | -8.5 | -15.1 | -23.7 | 4.5 | -2.7 | -2.9 | 5.4 | -3.4 | -2.0 | -0.9 | 6.2 | -27.7 | -12.3 | 1.0 | -0.1 |
| 생활용품 | 6.1 | 9.5 | 8.8 | 5.0 | 1.9 | 0.5 | -2.9 | -4.5 | -0.3 | -4.6 | -1.3 | -0.7 | 2.2 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 7.4 | -1.3 | -1.7 | 1.5 |
| 음료 | 9.8 | 13.9 | 11.3 | 7.8 | 6.7 | 3.2 | 2.4 | -2.6 | 3.6 | -0.5 | -1.1 | 2.6 | -4.1 | 2.2 | 0.6 | 1.2 | 10.8 | 2.4 | 1.0 | 0.0 |
| 영업이익 | -52.6 | -35.5 | -44.5 | -46.5 | -16.9 | -27.1 | -32.4 | -57.6 | 3.5 | 0.4 | -17.4 | -20.7 | -5.7 | -13.9 | 25.9 | 92.1 | -44.9 | -31.5 | -5.7 | 8.0 |
| 화장품 | -72.9 | -57.4 | -68.6 | -57.7 | -11.3 | -25.0 | -88.2 | -90.8 | 8.3 | 4.0 | 42.5 | 50.7 | -11.2 | -35.6 | 207.0 | 162.6 | -64.7 | -52.6 | 10.2 | 5.1 |
| 생활용품 | -16.7 | 1.5 | -11.8 | -6.7 | -40.8 | -53.7 | -16.8 | -3.7 | -1.5 | 23.2 | -11.8 | 22.0 | 13.7 | 4.5 | 2.6 | 7.0 | -9.1 | -34.0 | 3.5 | 6.6 |
| 음료 | 2.5 | 10.0 | 4.9 | -8.0 | 1.2 | -5.5 | 11.3 | -5.3 | 1.0 | -13.8 | -27.5 | -65.0 | 0.0 | 4.1 | 5.3 | 201.0 | 3.7 | 1.4 | -21.9 | 15.1 |
| 지배순이익 | -57.0 | -46.2 | -48.7 | 적전 | -16.6 | -25.2 | -30.1 | -8.2 | 16.6 | 12.5 | -19.5 | 29.9 | -7.8 | -13.4 | 19.6 | 흑전 | -72.0 | -39.7 | 32.5 | 56.7 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

LG생활건강(051900.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 자산총계 | 7,220 | 7,406 | 7,710 | 8,000 | 8,311 |
| 유동자산 | 2,430 | 2,856 | 3,235 | 3,591 | 3,962 |
| 현금성자산 | 928 | 1,271 | 1,519 | 1,809 | 2,110 |
| 매출채권 | 571 | 609 | 710 | 738 | 767 |
| 재고자산 | 885 | 922 | 952 | 990 | 1,029 |
| 비유동자산 | 4,791 | 4,550 | 4,475 | 4,409 | 4,349 |
| 투자자산 | 476 | 359 | 374 | 389 | 405 |
| 유형자산 | 2,307 | 2,226 | 2,151 | 2,084 | 2,022 |
| 기타 | 2,008 | 1,964 | 1,950 | 1,936 | 1,923 |
| 부채총계 | 1,671 | 1,720 | 1,785 | 1,827 | 1,871 |
| 유동부채 | 1,090 | 1,296 | 1,351 | 1,383 | 1,416 |
| 매입채무 | 749 | 727 | 781 | 811 | 844 |
| 유동성이자부채 | 222 | 457 | 457 | 457 | 457 |
| 기타 | 119 | 112 | 113 | 115 | 116 |
| 비유동부채 | 582 | 424 | 434 | 444 | 454 |
| 비유동성이자부채 | 319 | 178 | 178 | 178 | 178 |
| 기타 | 263 | 246 | 256 | 266 | 277 |
| 자본총계 | 5,549 | 5,686 | 5,926 | 6,174 | 6,440 |
| 자자지분 | 5,433 | 5,566 | 5,806 | 6,054 | 6,321 |
| 자본금 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 |
| 자본잉여금 | 97 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 이익잉여금 | 5,604 | 5,696 | 5,918 | 6,166 | 6,432 |
| 기타 | (357) | (315) | (298) | (298) | (298) |
| 비자자지분 | 115 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 자본총계 | 5,549 | 5,686 | 5,926 | 6,174 | 6,440 |
| 총차입금 | 541 | 634 | 634 | 634 | 634 |
| 순차입금 | (387) | (637) | (884) | (1,175) | (1,475) |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 659 | 528 | 336 | 385 | 397 |
| 당기순이익 | 164 | 204 | 319 | 335 | 356 |
| 차산상각비 | 270 | 256 | 109 | 102 | 95 |
| 기타비현금성손익 | 266 | 257 | (27) | (29) | (29) |
| 운전자본증감 | 113 | (114) | (76) | (34) | (36) |
| 매출채권감소(증가) | 24 | (33) | (101) | (28) | (30) |
| 재고자산감소(증가) | 75 | (3) | (30) | (37) | (40) |
| 매입채무증가(감소) | 39 | (33) | 54 | 31 | 32 |
| 기타 | (25) | (45) | 1 | 1 | 1 |
| 투자현금 | (141) | (152) | (30) | (31) | (32) |
| 단기투자자산감소 | 4 | (5) | (0) | (1) | (1) |
| 장기투자증권감소 | 4 | (2) | 2 | 1 | 1 |
| 설비투자 | 152 | 131 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 22 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (10) | (16) | (20) | (20) | (20) |
| 재무현금 | (268) | (53) | (59) | (64) | (66) |
| 차입금증가 | (171) | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (97) | (60) | (59) | (64) | (66) |
| 배당금지급 | 97 | 60 | 59 | 64 | 66 |
| 현금 증감 | 255 | 343 | 247 | 290 | 300 |
| 기초현금 | 655 | 910 | 1,253 | 1,501 | 1,790 |
| 기말현금 | 910 | 1,253 | 1,501 | 1,790 | 2,090 |
| Gross Cash flow | 700 | 716 | 412 | 419 | 433 |
| Gross Investment | 32 | 261 | 106 | 64 | 67 |
| Free Cash Flow | 668 | 455 | 306 | 354 | 366 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 6,805 | 6,812 | 6,843 | 7,099 | 7,369 |
| 증가율(%) | (5.3) | 0.1 | 0.5 | 3.7 | 3.8 |
| 매출원가 | 3,178 | 3,251 | 3,284 | 3,386 | 3,492 |
| 매출총이익 | 3,627 | 3,561 | 3,559 | 3,714 | 3,877 |
| 판매 및 일반관리비 | 3,140 | 3,102 | 3,063 | 3,195 | 3,329 |
| 기타영업손익 | (5) | (1) | (1) | 4 | 4 |
| 영업이익 | 487 | 459 | 496 | 518 | 548 |
| 증가율(%) | (31.5) | (5.7) | 8.0 | 4.5 | 5.8 |
| EBITDA | 757 | 715 | 605 | 620 | 643 |
| 증가율(%) | (24.2) | (5.6) | (15.3) | 2.5 | 3.8 |
| 영업외손익 | (211) | (142) | (39) | (39) | (38) |
| 이자수익 | 27 | 34 | 34 | 40 | 42 |
| 이자비용 | 19 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 지분법손익 | 10 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 기타영업손익 | (228) | (165) | (62) | (67) | (68) |
| 세전순이익 | 276 | 317 | 456 | 479 | 510 |
| 증가율(%) | (33.8) | 14.6 | 44.1 | 5.0 | 6.4 |
| 법인세비용 | 113 | 113 | 137 | 144 | 154 |
| 당기순이익 | 164 | 204 | 319 | 335 | 356 |
| 증가율(%) | (36.7) | 24.7 | 56.7 | 4.9 | 6.3 |
| 자배주주지분 | 143 | 189 | 281 | 312 | 332 |
| 증가율(%) | (39.7) | 32.5 | 48.5 | 11.0 | 6.6 |
| 비자자지분 | 21 | 15 | 39 | 23 | 24 |
| EPS(원) | 9,140 | 12,110 | 17,987 | 19,967 | 21,283 |
| 증가율(%) | (39.7) | 32.5 | 48.5 | 11.0 | 6.6 |
| 수정EPS(원) | 9,140 | 12,110 | 17,496 | 19,462 | 20,764 |
| 증가율(%) | (39.7) | 32.5 | 44.5 | 11.2 | 6.7 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 9,140 | 12,110 | 17,987 | 19,967 | 21,283 |
| BPS | 306,665 | 314,161 | 327,689 | 341,684 | 356,738 |
| DPS | 3,500 | 3,500 | 3,610 | 3,710 | 3,810 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 38.8 | 25.2 | 17.8 | 16.1 | 15.1 |
| PBR | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 7.3 | 6.2 | 7.2 | 6.6 | 5.9 |
| 배당수익률 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| PCR | 9.0 | 7.5 | 13.8 | 13.6 | 13.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 7.2 | 6.7 | 7.2 | 7.3 | 7.4 |
| EBITDA이익률 | 11.1 | 10.5 | 8.8 | 8.7 | 8.7 |
| 순이익률 | 2.4 | 3.0 | 4.7 | 4.7 | 4.8 |
| ROE | 2.7 | 3.4 | 4.9 | 5.3 | 5.4 |
| ROIC | 5.6 | 5.9 | 7.0 | 7.4 | 7.8 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (7.0) | (11.2) | (14.9) | (19.0) | (22.9) |
| 유동비율 | 223.0 | 220.4 | 239.5 | 259.7 | 279.7 |
| 이자보상배율 | 25.1 | 26.6 | 28.9 | 30.2 | 31.9 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 매출채권회전율 | 11.6 | 11.5 | 10.4 | 9.8 | 9.8 |
| 재고자산회전율 | 7.4 | 7.5 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 매입채무회전율 | 9.4 | 9.2 | 9.1 | 8.9 | 8.9 |

아모레퍼시픽 : 170,000원(하향)

- 2Q25E 매출액 1.0조원(+10.5%, 이하 yoy), 영업이익 696억원(+1575%) 전망, 2025E 매출액 4.29조원(+10.5%), 영업이익 3,835억원(73.9%) 전망
- 화장품 해외(서구권): 북미 +79%, 유럽 +219% 고성장 시현하며 해외 내 서구권 비중 45% 달성하며 중국 외 국가로의 다각화 성공
- 인수한 코스알엑스 뿐만 아니라 자체 브랜드(라네즈, 이니스프리, 설화수, 에스트라)가 고르게 온오프라인 채널 확장과 신제품 출시 호조 지속되고 있음
- 코스알엑스는 유통 안정화 작업이 1분기 일단락 되며 2분기부터는 기존 재고 소진 및 신제품 출시로 매출 확대가 예상되지만 기존 높은 기저 영향은 아쉬움

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,165 | 946 | 936 | 1,088 | 914 | 945 | 889 | 926 | 911 | 905 | 977 | 1,092 | 1,068 | 1,000 | 1,037 | 1,187 | 4,135 | 3,674 | 3,885 | 4,292 |
| 국내 | 733 | 628 | 587 | 634 | 552 | 555 | 543 | 560 | 564 | 512 | 534 | 547 | 577 | 536 | 538 | 581 | 2,581 | 2,211 | 2,157 | 2,232 |
| 화장품 | 607 | 532 | 489 | 529 | 455 | 459 | 446 | 465 | 469 | 423 | 436 | 440 | 482 | 446 | 439 | 473 | 2,156 | 1,824 | 1,768 | 1,840 |
| 생활용품 | 126 | 96 | 98 | 105 | 97 | 96 | 98 | 96 | 95 | 89 | 98 | 107 | 96 | 89 | 99 | 109 | 425 | 386 | 389 | 393 |
| 해외 | 420 | 292 | 330 | 437 | 345 | 372 | 318 | 357 | 337 | 382 | 431 | 529 | 430 | 451 | 487 | 589 | 1,479 | 1,392 | 1,679 | 1,958 |
| 코스알엑스 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 94 | 154 | 142 | 102 | 131 | 146 | 186 | - | - | 390 | 565 |
| 영업이익 | 158 | -20 | 19 | 57 | 64 | 6 | 17 | 21 | 73 | 4 | 65 | 78 | 101 | 70 | 90 | 123 | 214 | 108 | 220 | 383 |
| % | 13.6 | -2.1 | 2.0 | 5.2 | 7.0 | 0.6 | 1.9 | 2.2 | 8.0 | 0.5 | 6.7 | 7.2 | 9.5 | 7.0 | 8.7 | 10.3 | 5.2 | 2.9 | 5.7 | 8.9 |
| 국내 | 112 | 37 | 29 | 45 | 38 | 37 | 19 | 52 | 49 | 15 | 48 | 36 | 48 | 41 | 44 | 53 | 223 | 146 | 148 | 186 |
| 화장품 | 104 | 40 | 28 | 42 | 35 | 31 | 22 | 48 | 47 | 21 | 44 | 31 | 46 | 41 | 40 | 49 | 215 | 136 | 143 | 176 |
| 생활용품 | 8 | -3 | 1 | 3 | 4 | 5 | -3 | 4 | 2 | -5 | 4 | 5 | 2 | 0 | 4 | 5 | 8 | 10 | 5 | 10 |
| 해외 | 42 | -43 | -9 | 13 | 32 | -33 | -8 | -34 | 32 | 5 | 25 | 43 | 54 | 46 | 65 | 76 | 3 | -43 | 104 | 240 |
| 코스알엑스 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 27 | 48 | 34 | 31 | 41 | 41 | 40 | - | - | 109 | 153 |
| 지배순이익 | 117 | -31 | 24 | 24 | 87 | 22 | 28 | 43 | 79 | 531 | 38 | -55 | 91 | 74 | 57 | 110 | 134 | 180 | 593 | 331 |
| % | 10.1 | -3.3 | 2.6 | 2.2 | 9.6 | 2.3 | 3.2 | 4.6 | 8.6 | 58.7 | 3.9 | -5.0 | 8.5 | 7.4 | 5.5 | 9.3 | 3.3 | 4.9 | 15.3 | 7.7 |
| yoY | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -7.0 | -19.6 | -15.6 | -17.9 | -21.6 | 0.0 | -5.1 | -14.9 | -0.2 | -4.3 | 9.9 | 17.9 | 17.1 | 10.5 | 6.1 | 8.7 | -15.0 | -11.1 | 5.7 | 10.5 |
| 국내 | -9.9 | -15.4 | -18.6 | -20.7 | -24.6 | -11.6 | -7.5 | -11.6 | 2.1 | -7.8 | -1.6 | -2.4 | 2.4 | 4.7 | 0.6 | 6.2 | -16.1 | -14.4 | -2.4 | 3.5 |
| 화장품 | -10.7 | -15.1 | -18.2 | -23.3 | -25.0 | -13.6 | -8.9 | -12.2 | 2.9 | -7.8 | -2.1 | -5.4 | 3.0 | 5.4 | 0.5 | 7.5 | -16.8 | -15.4 | -3.1 | 4.1 |
| 생활용품 | -5.8 | -16.6 | -20.7 | -4.3 | -22.9 | -0.4 | -0.6 | -8.4 | -2.0 | -7.7 | 0.4 | 12.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | -11.9 | -9.1 | 0.7 | 1.1 |
| 해외 | -6.1 | -34.4 | -14.2 | -16.8 | -17.9 | 27.5 | -3.6 | -18.4 | -2.3 | 2.5 | 35.8 | 48.3 | 27.6 | 18.3 | 13.0 | 11.3 | -18.0 | -5.9 | 20.6 | 16.6 |
| 코스알엑스 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 45.0 | |
| 영업이익 | -10.4 | 적전 | -62.6 | 122.9 | -59.3 | 흑전 | -8.2 | -63.7 | 12.9 | -29.5 | 277.7 | 279.6 | 39.2 | 1,575.0 | 38.0 | 56.5 | -37.6 | -49.5 | 103.8 | 73.9 |
| 국내 | -10.6 | -55.3 | -50.2 | 31.2 | -65.7 | 0.3 | -34.6 | 16.6 | 27.9 | -58.7 | 151.3 | -30.8 | -2.5 | 167.3 | -8.2 | 48.5 | -25.8 | -34.2 | 1.4 | 25.4 |
| 해외 | -19.5 | 적전 | 적전 | 흑전 | -24.9 | 적지 | 적지 | 적전 | 0.0 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 70.3 | 798.4 | 162.2 | 76.9 | -94.4 | 적전 | 흑전 | 130.4 |
| 코스알엑스 | -13.1 | 적전 | -0.4 | 흑전 | -0.3 | 흑전 | 0.2 | 80.8 | -9.9 | 23.0 | 0.3 | 적전 | 15.3 | -86.1 | 50.2 | 흑전 | -30.6 | 33.9 | 229.4 | -44.1 |
| 지배순이익 | 1,165 | 946 | 936 | 1,088 | 914 | 945 | 889 | 926 | 911 | 905 | 977 | 1,092 | 1,068 | 1,000 | 1,037 | 1,187 | 4,135 | 3,674 | 3,885 | 4,292 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

아모레퍼시픽(090430.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 자산총계 | 5,887 | 6,784 | 6,935 | 7,228 | 7,767 |
| 유동자산 | 1,952 | 1,735 | 2,158 | 2,865 | 3,405 |
| 현금성자산 | 681 | 519 | 865 | 1,578 | 1,625 |
| 매출채권 | 324 | 418 | 460 | 457 | 685 |
| 재고자산 | 394 | 498 | 533 | 530 | 795 |
| 비유동자산 | 3,934 | 5,049 | 4,777 | 4,364 | 4,362 |
| 투자자산 | 1,152 | 978 | 977 | 1,017 | 1,058 |
| 유형자산 | 2,442 | 2,296 | 2,234 | 2,181 | 2,133 |
| 기타 | 341 | 1,774 | 1,566 | 1,166 | 1,170 |
| 부채총계 | 1,014 | 1,457 | 1,337 | 1,348 | 1,581 |
| 유동부채 | 813 | 1,096 | 980 | 980 | 1,201 |
| 매입채무 | 374 | 530 | 442 | 440 | 659 |
| 유동성이자부채 | 299 | 367 | 338 | 338 | 338 |
| 기타 | 140 | 198 | 200 | 202 | 204 |
| 비유동부채 | 201 | 362 | 356 | 368 | 380 |
| 비유동성이자부채 | 51 | 73 | 66 | 66 | 66 |
| 기타 | 150 | 289 | 290 | 302 | 315 |
| 자본총계 | 4,873 | 5,326 | 5,598 | 5,881 | 6,186 |
| 자자지분 | 4,898 | 5,252 | 5,512 | 5,795 | 6,100 |
| 자본금 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 자본잉여금 | 794 | 623 | 620 | 620 | 620 |
| 이익잉여금 | 4,101 | 4,601 | 4,875 | 5,158 | 5,463 |
| 기타 | (32) | (6) | (17) | (17) | (17) |
| 비자자지분 | (25) | 74 | 86 | 86 | 86 |
| 자본총계 | 4,873 | 5,326 | 5,598 | 5,881 | 6,186 |
| 총차입금 | 350 | 440 | 404 | 404 | 404 |
| 순차입금 | (330) | (79) | (461) | (1,174) | (1,222) |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 영업현금 | 348 | 335 | 241 | 438 | 186 |
| 당기순이익 | 174 | 602 | 348 | 354 | (2,823) |
| 차산상각비 | 252 | 257 | 112 | 53 | 47 |
| 기타비현금성손익 | 16 | (286) | 21 | 26 | 3,233 |
| 운전자본증감 | (36) | (192) | (278) | 5 | (271) |
| 매출채권감소(증가) | (13) | (53) | (43) | 3 | (228) |
| 재고자산감소(증가) | (11) | (42) | (50) | 3 | (265) |
| 매입채무증가(감소) | 7 | (27) | 73 | (3) | 219 |
| 기타 | (19) | (70) | (258) | 2 | 2 |
| 투자현금 | (186) | (312) | 135 | 356 | (50) |
| 단기투자자산감소 | (82) | 282 | (33) | (3) | (3) |
| 장기투자증권감소 | 0 | (2) | (1) | (3) | (3) |
| 설비투자 | 134 | 81 | 19 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 27 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (39) | (21) | 214 | 400 | (4) |
| 재무현금 | (99) | (99) | (42) | (84) | (91) |
| 차입금증가 | (49) | (31) | (42) | 0 | 0 |
| 자본증가 | (47) | (74) | (78) | (84) | (91) |
| 배당금지급 | 47 | 63 | 78 | 84 | 91 |
| 현금증감 | 57 | (55) | 339 | 710 | 45 |
| 기초현금 | 450 | 506 | 452 | 791 | 1,501 |
| 기말현금 | 506 | 452 | 791 | 1,501 | 1,545 |
| Gross Cash flow | 441 | 573 | 539 | 433 | 457 |
| Gross Investment | 140 | 786 | 109 | (364) | 318 |
| Free Cash Flow | 301 | (212) | 430 | 797 | 139 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|--------|-------|---------|
| 매출액 | 3,674 | 3,885 | 4,292 | 4,462 | 3,300 |
| 증가율(%) | (11.1) | 5.7 | 10.5 | 4.0 | (26.0) |
| 매출원가 | 1,155 | 1,138 | 1,229 | 1,276 | 2,128 |
| 매출총이익 | 2,519 | 2,747 | 3,063 | 3,186 | 1,172 |
| 판매 및 일반관리비 | 2,411 | 2,526 | 2,663 | 2,767 | 4,182 |
| 기타영업손익 | (7) | 5 | 5 | 4 | 51 |
| 영업이익 | 108 | 220 | 400 | 418 | (3,010) |
| 증가율(%) | (49.5) | 103.8 | 81.5 | 4.6 | 적전 |
| EBITDA | 360 | 478 | 512 | 471 | (2,963) |
| 증가율(%) | (28.4) | 32.7 | 7.2 | (8.0) | 적전 |
| 영업외손익 | 172 | 400 | 21 | 24 | 441 |
| 이자수익 | 12 | 12 | 9 | 12 | 8 |
| 이자비용 | 16 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 39 | 393 | (2) | (2) | (2) |
| 기타영업손익 | 138 | 24 | 15 | 13 | 434 |
| 세전순이익 | 281 | 621 | 422 | 442 | (2,569) |
| 증가율(%) | 25.0 | 121.2 | (32.1) | 4.9 | 적전 |
| 법인세비용 | 107 | 19 | 74 | 88 | 254 |
| 당기순이익 | 174 | 602 | 348 | 354 | (2,823) |
| 증가율(%) | 34.5 | 246.0 | (42.2) | 1.7 | 적전 |
| 자배주주지분 | 180 | 593 | 351 | 367 | 396 |
| 증가율(%) | 33.9 | 229.4 | (40.8) | 4.3 | 8.1 |
| 비자자지분 | (6) | 8 | (4) | (13) | (3,219) |
| EPS(원) | 3,079 | 10,141 | 6,008 | 6,267 | 6,772 |
| 증가율(%) | 33.9 | 229.4 | (40.8) | 4.3 | 8.1 |
| 수정EPS(원) | 3,079 | 10,141 | 5,788 | 6,027 | 6,515 |
| 증가율(%) | 33.9 | 229.4 | (42.9) | 4.1 | 8.1 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,079 | 10,141 | 6,008 | 6,267 | 6,772 |
| BPS | 70,933 | 76,066 | 79,830 | 83,923 | 88,338 |
| DPS | 910 | 1,125 | 1,220 | 1,320 | 1,420 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 47.1 | 10.3 | 22.7 | 21.8 | 20.1 |
| PBR | 2.0 | 1.4 | 1.7 | 1.6 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 23.7 | 13.4 | 15.5 | 15.3 | n/a |
| 배당수익률 | 0.6 | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| PCR | 22.7 | 12.6 | 17.5 | 21.7 | 20.6 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 2.9 | 5.7 | 9.3 | 9.4 | (91.2) |
| EBITDA이익률 | 9.8 | 12.3 | 11.9 | 10.6 | (89.8) |
| 순이익률 | 4.7 | 15.5 | 8.1 | 7.9 | (85.5) |
| ROE | 3.7 | 11.7 | 6.5 | 6.5 | 6.7 |
| ROIC | 1.6 | 4.5 | 6.4 | 6.8 | (45.3) |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | (6.8) | (1.5) | (8.2) | (20.0) | (19.7) |
| 유동비율 | 240.0 | 158.3 | 220.1 | 292.4 | 283.5 |
| 이자보상배율 | 6.6 | 7.8 | | | |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.4 |
| 매출채권회전율 | 11.5 | 10.5 | 9.8 | 9.7 | 5.8 |
| 재고자산회전율 | 9.1 | 8.7 | 8.3 | 8.4 | 5.0 |
| 매입채무회전율 | 9.6 | 8.6 | 8.8 | 10.1 | 6.0 |

한국콜마 TP: 115,000원(유지)

- 2Q25E 매출액 7,353억원(+11.4%, 이하 yoy), 영업이익 817억원(+13.9%), 2025E 매출액 2.76조원(+12.4%), 영업이익 2,537억원(+30.9%)
- 국내(간접수출 포함)는 시장의 K-Beauty 트렌드 하락 우려 불식시킬 정도. 2분기는 선케어 성수기 감안 시 화장품 ODM(국내, 미국, 중국)은 양호한 실적 전망
- 미국 연간 가이던스 상향 기대. 트럼프 대통령의 관세 정책 발표 후 잠재 고객사들의 미국 생산 문의 폭주. 일부 고객은 하반기 생산 시작하고 대다수는 내년 시작될 것
- 미국 2공장 가동 6월로 연기되었음에도 현 생산 문의 감안 시 연간 100~120억 매출 가능. 미국 법인 연간 흑자 유지 기대

| (십억원) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 410.4 | 502.7 | 473.5 | 479.1 | 487.7 | 599.7 | 516.4 | 551.9 | 574.8 | 660.3 | 626.5 | 590.5 | 653.1 | 735.3 | 706.8 | 661.1 | 1,865.7 | 2,155.7 | 2,452.1 | 2,756.3 |
| 국내 | 179.4 | 205.8 | 175.5 | 163.9 | 201.8 | 254.4 | 186.1 | 214.5 | 247.8 | 297.0 | 273.1 | 241.3 | 274.3 | 344.5 | 321.6 | 280.4 | 724.6 | 856.8 | 1,059.2 | 1,220.9 |
| 중국 | 36.2 | 33.2 | 28.2 | 31.2 | 36.5 | 63.6 | 40.3 | 36.2 | 38.8 | 53.5 | 36.6 | 29.9 | 41.6 | 55.8 | 37.0 | 30.2 | 128.8 | 176.6 | 158.8 | 164.6 |
| 북미 | 17.6 | 16.8 | 21.1 | 18.6 | 18.5 | 22.6 | 20.8 | 21.5 | 15.9 | 26.0 | 26.7 | 28.7 | 30.4 | 31.6 | 31.5 | 30.8 | 74.1 | 83.3 | 97.4 | 124.3 |
| 미국 | 5.4 | 5.7 | 8.4 | 6.2 | 6.5 | 8.3 | 10.3 | 12.3 | 7.0 | 13.4 | 17.5 | 20.0 | 21.7 | 22.6 | 23.1 | 22.8 | 25.7 | 37.4 | 57.9 | 90.2 |
| 캐나다 | 12.2 | 11.1 | 12.7 | 12.4 | 12.0 | 14.3 | 10.5 | 9.1 | 9.0 | 12.6 | 9.2 | 8.7 | 8.7 | 9.0 | 8.4 | 8.0 | 48.4 | 45.9 | 39.5 | 34.1 |
| 연우 | 0.0 | 0.0 | 54.0 | 51.9 | 50.5 | 63.2 | 60.8 | 62.0 | 67.2 | 74.0 | 72.8 | 61.5 | 63.7 | 62.1 | 69.2 | 67.0 | 105.9 | 236.4 | 275.5 | 262.0 |
| 이노엔 | 180.2 | 251.9 | 198.2 | 216.3 | 184.9 | 204.4 | 215.6 | 224.1 | 212.6 | 219.3 | 229.5 | 235.8 | 247.4 | 246.2 | 252.2 | 257.0 | 846.5 | 828.9 | 897.1 | 1,002.7 |
| 영업이익 | 12.9 | 33.6 | 18.1 | 8.6 | 12.1 | 55.7 | 31.0 | 37.4 | 32.4 | 71.7 | 54.5 | 35.1 | 60.0 | 81.7 | 67.9 | 44.1 | 73.3 | 136.1 | 193.9 | 253.7 |
| % | 3.1 | 6.7 | 3.8 | 1.8 | 2.5 | 9.3 | 6.0 | 6.8 | 5.6 | 10.9 | 8.7 | 6.0 | 9.2 | 11.1 | 9.6 | 6.7 | 3.9 | 6.3 | 7.9 | 9.2 |
| 국내 | 14.4 | 22.9 | 10.4 | 21.4 | 13.5 | 34.7 | 13.1 | 18.4 | 22.8 | 44.2 | 37.3 | 18.1 | 33.9 | 52.7 | 45.1 | 25.0 | 69.1 | 79.7 | 122.4 | 156.6 |
| 중국 | (2.7) | (3.2) | (7.0) | (3.1) | (0.1) | 8.7 | 0.5 | 0.6 | 1.8 | 6.7 | 1.0 | (1.5) | 3.1 | 6.3 | 1.0 | (1.5) | (15.9) | 9.7 | 8.0 | 8.9 |
| 북미 | (3.3) | (5.1) | (2.5) | (3.6) | (3.9) | (1.9) | (2.7) | (2.9) | (4.6) | (2.2) | (5.2) | (0.9) | 0.2 | 0.0 | (0.6) | (0.8) | (14.5) | (11.4) | (12.9) | (1.2) |
| 연우 | 0.0 | 0.0 | (4.8) | (0.6) | (2.5) | 1.2 | 1.6 | (0.1) | (0.0) | 1.2 | 1.2 | (1.0) | (0.1) | 1.2 | 1.2 | 0.7 | (5.4) | 0.3 | 1.4 | 3.0 |
| 이노엔 | 4.2 | 17.7 | 22.3 | 8.4 | 5.6 | 15.3 | 22.4 | 22.5 | 17.3 | 24.3 | 22.2 | 24.4 | 25.4 | 23.1 | 26.3 | 27.0 | 52.5 | 65.9 | 88.2 | 101.8 |
| 지배순이익 | 10.0 | 14.8 | 0.8 | (47.6) | 5.8 | 34.8 | 11.5 | (46.9) | 6.3 | 34.9 | 15.4 | 33.5 | 13.2 | 41.6 | 33.1 | 42.5 | (22.0) | 5.2 | 90.1 | 130.5 |
| % | 2.4 | 3.0 | 0.2 | (9.9) | 1.2 | 5.8 | 2.2 | (8.5) | 1.1 | 5.3 | 2.5 | 5.7 | 2.0 | 5.7 | 4.7 | 6.4 | (1.2) | 0.2 | 3.7 | 4.7 |
| yoY | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 3.8 | 21.8 | 25.9 | 19.1 | 18.8 | 19.3 | 9.1 | 15.2 | 17.9 | 10.1 | 21.3 | 7.0 | 13.6 | 11.4 | 12.8 | 12.0 | 17.6 | 15.5 | 13.7 | 12.4 |
| 국내 | 4.1 | 20.9 | 23.7 | 10.4 | 12.4 | 23.6 | 6.0 | 30.9 | 22.8 | 16.7 | 46.7 | 12.5 | 10.7 | 16.0 | 17.8 | 16.2 | 14.5 | 18.2 | 23.6 | 15.3 |
| 중국 | 18.6 | -18.6 | -10.5 | -8.0 | 0.8 | 91.7 | 43.0 | 15.8 | 6.4 | -16.0 | -9.1 | -17.3 | 7.2 | 4.4 | 1.0 | 1.0 | -5.8 | 37.1 | -10.1 | 3.7 |
| 북미 | 12.1 | -6.3 | 16.8 | 42.6 | 4.9 | 34.8 | -1.5 | 15.2 | -13.6 | 15.2 | 28.5 | 33.8 | 90.6 | 21.4 | 17.9 | 7.3 | 14.5 | 12.4 | 16.9 | 27.6 |
| 미국 | 12.2 | -7.7 | 26.1 | -6.4 | 20.9 | 46.5 | 21.5 | 99.2 | 7.7 | 61.3 | 70.6 | 62.1 | 210.9 | 69.0 | 32.0 | 14.0 | 5.9 | 45.6 | 54.8 | 55.9 |
| 캐나다 | 12.0 | -5.6 | 11.3 | 93.0 | -2.1 | 28.8 | -16.9 | -26.7 | -25.1 | -11.5 | -12.5 | -4.6 | -3.0 | -29.0 | -9.0 | -8.0 | 19.6 | -5.2 | -13.9 | -13.8 |
| 연우 | -5.0 | -20.4 | -21.0 | -26.6 | -25.1 | 3.0 | 12.5 | 19.4 | 33.1 | 17.1 | 19.8 | -0.8 | -5.3 | -16.0 | -5.0 | 9.0 | -18.2 | 0.7 | 16.5 | -4.9 |
| 이노엔 | -3.5 | 36.2 | 5.1 | 3.3 | 2.6 | -18.9 | 8.8 | 3.6 | 15.0 | 7.3 | 6.4 | 5.2 | 16.4 | 12.3 | 9.9 | 9.0 | 10.0 | -2.1 | 8.2 | 11.8 |
| 영업이익 | -46.8 | 57.8 | 41.6 | -66.7 | -6.6 | 65.5 | 71.5 | 332.8 | 168.9 | 28.9 | 75.7 | -6.0 | 85.0 | 13.9 | 24.5 | 25.4 | -13.0 | 85.8 | 42.4 | 30.9 |
| 국내 | -8.6 | 14.8 | 0.4 | 9.2 | -5.9 | 51.4 | 25.7 | -14.1 | 68.6 | 27.6 | 185.0 | -1.9 | 48.5 | 19.1 | 21.0 | 38.3 | 5.2 | 15.3 | 53.7 | 27.9 |
| 중국 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| 북미 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| 연우 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | -95.7 | 적전 | 적전 | 116.6 |
| 이노엔 | -67.5 | 496.5 | 30.4 | -51.4 | 33.3 | -13.2 | 0.7 | 169.0 | 206.0 | 58.9 | -0.8 | 8.2 | 47.2 | -4.9 | 18.2 | 10.8 | 4.4 | 25.5 | 33.8 | 15.4 |
| 지배순이익 | -18.7 | 14.3 | -87.6 | 적전 | -41.8 | 134.3 | 1,348.1 | 1.5 | 8.7 | 0.2 | 33.8 | 흑전 | 109.3 | 19.4 | 115.4 | 26.9 | 적전 | 흑전 | 1,634.9 | 44.9 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

한국콜마(161890.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 3,009 | 3,127 | 3,280 | 3,470 | 3,659 |
| 유동자산 | 898 | 859 | 1,074 | 1,254 | 1,470 |
| 현금성자산 | 269 | 199 | 323 | 440 | 604 |
| 매출채권 | 324 | 294 | 342 | 372 | 397 |
| 재고자산 | 281 | 328 | 370 | 403 | 430 |
| 비유동자산 | 2,111 | 2,268 | 2,206 | 2,216 | 2,189 |
| 투자자산 | 180 | 208 | 216 | 225 | 234 |
| 유형자산 | 660 | 811 | 752 | 765 | 739 |
| 기타 | 1,271 | 1,249 | 1,238 | 1,227 | 1,216 |
| 부채총계 | 1,591 | 1,621 | 1,658 | 1,706 | 1,737 |
| 유동부채 | 1,284 | 1,215 | 1,251 | 1,286 | 1,315 |
| 매입채무 | 390 | 360 | 395 | 430 | 459 |
| 유동성이자부채 | 854 | 799 | 799 | 799 | 799 |
| 기타 | 40 | 56 | 56 | 57 | 57 |
| 비유동부채 | 307 | 406 | 408 | 420 | 422 |
| 비유동성이자부채 | 249 | 352 | 352 | 362 | 362 |
| 기타 | 58 | 54 | 56 | 58 | 60 |
| 자본총계 | 1,419 | 1,506 | 1,621 | 1,764 | 1,921 |
| 지배자분 | 649 | 793 | 908 | 1,051 | 1,208 |
| 자본금 | 11 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 자본잉여금 | 262 | 295 | 295 | 295 | 295 |
| 이익잉여금 | 368 | 488 | 601 | 744 | 901 |
| 기타 | 7 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 비지배자분 | 770 | 713 | 713 | 713 | 713 |
| 자본총계 | 1,419 | 1,506 | 1,621 | 1,764 | 1,921 |
| 총차입금 | 1,103 | 1,151 | 1,151 | 1,161 | 1,161 |
| 순차입금 | 835 | 952 | 828 | 721 | 557 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 112 | 215 | 161 | 189 | 202 |
| 당기순이익 | 25 | 125 | 169 | 200 | 222 |
| 차산상각비 | 94 | 92 | 76 | 55 | 48 |
| 기타비현금성손익 | 126 | 103 | (29) | (39) | (45) |
| 운전자본증감 | (76) | (40) | (55) | (28) | (23) |
| 매출채권감소(증가) | (60) | 40 | (48) | (30) | (25) |
| 재고자산감소(증가) | (41) | (53) | (43) | (33) | (27) |
| 매입채무증가(감소) | 26 | (7) | 35 | 35 | 29 |
| 기타 | (2) | (20) | 0 | 0 | 0 |
| 투자현금 | (156) | (205) | (22) | (67) | (23) |
| 단기투자자산감소 | (35) | 49 | (2) | (2) | (3) |
| 장기투자증권감소 | 1 | 14 | (2) | (2) | (2) |
| 설비투자 | 107 | 247 | 0 | 45 | 0 |
| 유형자산처분 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (16) | (13) | (11) | (11) | (11) |
| 재무현금 | (8) | (43) | (17) | (7) | (18) |
| 차입금증가 | 8 | 25 | 0 | 10 | 0 |
| 자본증가 | (17) | (19) | (17) | (17) | (18) |
| 배당금지급 | 17 | 19 | 17 | 17 | 18 |
| 현금 증감 | (49) | (29) | 121 | 115 | 161 |
| 기초현금 | 220 | 171 | 142 | 263 | 378 |
| 기말현금 | 171 | 142 | 263 | 378 | 539 |
| Gross Cash flow | 245 | 320 | 216 | 217 | 225 |
| Gross Investment | 197 | 295 | 75 | 93 | 43 |
| Free Cash Flow | 47 | 25 | 141 | 124 | 182 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,156 | 2,452 | 2,756 | 3,019 | 3,229 |
| 증가율(%) | 15.5 | 13.7 | 12.4 | 9.5 | 7.0 |
| 매출원가 | 1,578 | 1,753 | 1,952 | 2,131 | 2,273 |
| 매출총이익 | 578 | 699 | 805 | 887 | 956 |
| 판매 및 일반관리비 | 442 | 505 | 551 | 593 | 633 |
| 기타영업손익 | 12 | 14 | 9 | 8 | 7 |
| 영업이익 | 136 | 194 | 254 | 294 | 323 |
| 증가율(%) | 85.8 | 42.4 | 30.9 | 15.9 | 9.7 |
| EBITDA | 230 | 286 | 330 | 349 | 371 |
| 증가율(%) | 54.6 | 24.3 | 15.5 | 5.7 | 6.3 |
| 영업외손익 | (102) | (54) | (48) | (50) | (52) |
| 이자수익 | 9 | 8 | 7 | 8 | 9 |
| 이자비용 | 45 | 47 | 45 | 45 | 45 |
| 지분법손익 | 2 | 13 | (0) | (0) | (0) |
| 기타영업손익 | (68) | (28) | (9) | (13) | (15) |
| 세전순이익 | 34 | 140 | 206 | 244 | 271 |
| 증가율(%) | 102.3 | 307.1 | 47.3 | 18.6 | 10.9 |
| 법인세비용 | 9 | 14 | 37 | 44 | 49 |
| 당기순이익 | 25 | 125 | 169 | 200 | 222 |
| 증가율(%) | 흑전 | 398.5 | 34.7 | 18.6 | 10.9 |
| 자배주주지분 | 5 | 90 | 131 | 160 | 175 |
| 증가율(%) | 흑전 | 1,634.9 | 44.9 | 22.4 | 9.4 |
| 비지배지분 | 20 | 35 | 38 | 41 | 47 |
| EPS(원) | 227 | 3,816 | 5,530 | 6,770 | 7,406 |
| 증가율(%) | 흑전 | 1,581.7 | 44.9 | 22.4 | 9.4 |
| 수정EPS(원) | 227 | 3,816 | 5,530 | 6,770 | 7,406 |
| 증가율(%) | 흑전 | 1,581.7 | 44.9 | 22.4 | 9.4 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 227 | 3,816 | 5,530 | 6,770 | 7,406 |
| BPS | 28,347 | 33,579 | 38,481 | 44,531 | 51,187 |
| DPS | 600 | 720 | 720 | 750 | 780 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 236.2 | 14.4 | 15.2 | 12.4 | 11.3 |
| PBR | 1.9 | 1.6 | 2.2 | 1.9 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 9.0 | 7.9 | 8.5 | 7.7 | 6.8 |
| 배당수익률 | 1.1 | 1.3 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| PCR | 5.0 | 4.1 | 9.2 | 9.1 | 8.8 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 6.3 | 7.9 | 9.2 | 9.7 | 10.0 |
| EBITDA이익률 | 10.7 | 11.7 | 12.0 | 11.6 | 11.5 |
| 순이익률 | 1.2 | 5.1 | 6.1 | 6.6 | 6.9 |
| ROE | 0.8 | 12.5 | 15.3 | 16.3 | 15.5 |
| ROIC | 4.5 | 7.5 | 8.7 | 10.0 | 10.9 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 58.8 | 63.2 | 51.1 | 40.9 | 29.0 |
| 유동비율 | 70.0 | 70.7 | 85.8 | 97.5 | 111.8 |
| 이자보상배율 | 3.0 | 4.2 | 5.6 | 6.5 | 7.1 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 매출채권회전율 | 7.4 | 7.9 | 8.7 | 8.4 | 8.4 |
| 재고자산회전율 | 8.3 | 8.1 | 7.9 | 7.8 | 7.8 |
| 매입채무회전율 | 6.3 | 6.5 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |

코스맥스 TP: 270,000원(상향)

- 2Q25E 매출액 6,539억원(+18.6%, 이하 yoy), 영업이익 645억원(+38.2%), 2025E 매출액 2.52조원(+16.2%), 영업이익 2,214억원(+26.2%)
- 국내 매출(인디 브랜드)의 견조한 성장세와 더불어 동남아의 고성장 지속되며 다소 아쉬운 미국과 중국의 실적 상쇄시킬 것. 늘어나는 선케어 비중도 실적 받쳐줄 것
- 미국 트럼프 관세 우려에 따른 미국 생산 수요는 현재 브랜드들과 협상 중으로 하반기 혹은 내년 가시적인 성과 발생 가능
- 중국 수익성 개선은 상해법인의 브랜드 수주 증가(미스틴, 바이ჭ링, 루키스 등)와 더불어 타지역 생산 물량 이관되며 가동률 높아진 것 지속

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 397.9 | 405.0 | 396.8 | 400.5 | 403.3 | 479.3 | 458.3 | 436.7 | 526.8 | 551.5 | 529.8 | 558.0 | 588.6 | 653.9 | 633.5 | 640.2 | 1,600.1 | 1,777.5 | 2,166.1 | 2,516.1 |
| 국내 | 205.1 | 225.5 | 206.7 | 216.7 | 243.4 | 278.3 | 288.0 | 247.9 | 315.4 | 348.2 | 347.8 | 346.3 | 362.8 | 428.0 | 422.7 | 408.1 | 854.0 | 1,057.5 | 1,357.7 | 1,621.6 |
| 중국 | 145.1 | 143.6 | 134.3 | 127.4 | 121.2 | 151.9 | 122.4 | 144.8 | 157.4 | 147.6 | 114.4 | 155.0 | 162.7 | 160.2 | 125.3 | 156.9 | 550.4 | 540.3 | 574.4 | 605.1 |
| 상해 | 121.8 | 107.5 | 103.0 | 99.8 | 91.5 | 111.9 | 85.5 | 110.8 | 107.6 | 97.5 | 72.0 | 95.3 | 109.0 | 106.3 | 79.2 | 102.0 | 432.1 | 399.7 | 372.4 | 396.4 |
| 광저우 | 23.3 | 36.0 | 31.4 | 27.6 | 29.7 | 40.0 | 36.9 | 34.0 | 37.5 | 49.5 | 39.7 | 48.7 | 48.5 | 54.0 | 46.1 | 54.9 | 118.3 | 140.6 | 175.4 | 203.4 |
| 미국 | 45.2 | 38.1 | 45.8 | 40.6 | 27.1 | 38.1 | 36.9 | 37.8 | 38.8 | 36.0 | 32.5 | 29.8 | 28.7 | 28.6 | 35.3 | 34.3 | 169.6 | 139.9 | 137.1 | 126.8 |
| 동남아 | 16.8 | 18.1 | 25.1 | 26.2 | 24.2 | 27.4 | 29.8 | 29.3 | 33.4 | 35.5 | 43.1 | 43.6 | 53.2 | 55.1 | 61.1 | 58.2 | 86.1 | 110.8 | 155.6 | 227.7 |
| 인도네시아 | 14.0 | 14.7 | 18.3 | 19.7 | 19.1 | 20.6 | 23.3 | 22.3 | 23.9 | 25.2 | 32.0 | 31.0 | 29.4 | 30.9 | 38.3 | 36.8 | 66.7 | 85.3 | 112.1 | 135.4 |
| 태국 | 2.8 | 3.4 | 6.8 | 6.5 | 5.1 | 6.8 | 6.6 | 7.1 | 9.5 | 10.3 | 11.1 | 12.6 | 23.9 | 24.2 | 22.9 | 21.4 | 19.4 | 25.5 | 43.5 | 92.3 |
| 영업이익 | 13.7 | 17.2 | 19.7 | 2.4 | 13.8 | 46.0 | 33.3 | 22.5 | 45.5 | 46.7 | 43.4 | 39.8 | 51.3 | 64.5 | 62.0 | 43.4 | 53.1 | 115.7 | 175.4 | 221.4 |
| 국내 | 9.7 | 18.6 | 11.7 | 2.9 | 13.0 | 30.4 | 25.8 | 17.5 | 30.1 | 34.5 | 39.5 | 34.6 | 34.3 | 47.9 | 52.1 | 37.0 | 42.9 | 86.8 | 138.7 | 171.3 |
| 국내제외 % | 4.1 | (1.4) | 8.1 | (0.5) | 0.8 | 15.7 | 7.5 | 5.0 | 15.4 | 12.2 | 3.9 | 5.2 | 17.1 | 16.6 | 10.0 | 6.4 | 10.2 | 28.9 | 36.7 | 50.1 |
| 국내 | 3.5 | 4.3 | 5.0 | 0.6 | 3.4 | 9.6 | 7.3 | 5.2 | 8.6 | 8.5 | 8.2 | 7.1 | 8.7 | 9.9 | 9.8 | 6.8 | 3.3 | 6.5 | 8.1 | 8.8 |
| 해외 | 4.7 | 8.3 | 5.6 | 1.3 | 5.4 | 10.9 | 9.0 | 7.1 | 9.5 | 9.9 | 11.3 | 10.0 | 9.4 | 11.2 | 12.3 | 9.1 | 5.0 | 8.2 | 10.2 | 10.6 |
| 지배순이익 % | 15.3 | 11.5 | 11.3 | (17.2) | 6.7 | 30.4 | 15.2 | 4.7 | 19.2 | 33.6 | 21.1 | 11.9 | 8.1 | 36.8 | (3.1) | 83.1 | 20.8 | 57.1 | 85.8 | 124.9 |
| 국내 | 3.8 | 2.8 | 2.9 | (4.3) | 1.7 | 6.4 | 3.3 | 1.1 | 3.7 | 6.1 | 4.0 | 2.1 | 1.4 | 5.6 | (0.5) | 13.0 | 1.3 | 3.2 | 4.0 | 5.0 |
| 중국 | 10.4 | 23.2 | 21.7 | (155.9) | 22.7 | 8.6 | 6.7 | (19.9) | 29.0 | 29.9 | 17.1 | 30.7 | 16.5 | 33.6 | 36.5 | 25.9 | (100.6) | 18.2 | 106.7 | 112.4 |
| 미국 | 10.7 | 1.1 | 7.4 | (28.9) | 3.6 | 1.1 | 4.6 | 3.4 | 5.8 | (1.1) | (7.4) | 1.3 | (4.9) | 11.4 | 9.0 | 10.1 | (9.7) | 12.7 | (1.4) | 25.6 |
| 동남아 | (14.0) | (16.3) | (12.3) | (44.1) | (13.2) | (10.5) | (12.5) | (13.6) | (3.3) | (9.6) | (9.2) | (14.7) | (3.3) | (5.3) | (4.8) | (1.5) | (86.7) | (49.7) | (36.8) | (14.9) |
| 요yoy | 0.0 | (2.0) | (1.1) | 0.6 | 2.7 | 0.8 | (0.2) | (1.3) | 1.4 | 2.4 | 11.5 | 1.3 | 4.8 | 5.6 | 6.4 | 6.1 | (2.4) | 1.9 | 16.6 | 22.9 |
| 매출액 | 15.3 | -5.9 | 0.5 | -4.9 | 1.4 | 18.3 | 15.5 | 9.0 | 30.6 | 15.1 | 15.6 | 27.8 | 11.7 | 18.6 | 19.6 | 14.7 | 0.5 | 11.1 | 21.9 | 16.2 |
| 국내 | 8.8 | -2.0 | -5.0 | -0.2 | 18.6 | 23.4 | 39.3 | 14.4 | 29.6 | 25.1 | 20.8 | 39.7 | 15.0 | 22.9 | 21.6 | 17.8 | 0.1 | 23.8 | 28.4 | 19.4 |
| 중국 | 9.2 | -16.7 | -9.9 | -28.1 | -16.5 | 5.8 | -8.9 | 13.7 | 29.9 | -2.8 | -6.5 | 7.0 | 3.4 | 8.6 | 9.5 | 1.2 | -12.8 | -1.8 | 6.3 | 5.3 |
| 미국 | 39.9 | 10.5 | 21.9 | 28.7 | -40.1 | 0.1 | -19.4 | -6.7 | 43.2 | -5.6 | -11.8 | -21.3 | -26.0 | -20.5 | 8.5 | 15.0 | 24.9 | -17.5 | -2.0 | -7.5 |
| 동남아 | 24.7 | 22.4 | 61.6 | 71.0 | 44.2 | 51.7 | 18.9 | 12.2 | 38.0 | 29.4 | 44.5 | 48.6 | 59.4 | 55.3 | 41.8 | 33.6 | 45.8 | 28.7 | 40.4 | 46.4 |
| 영업이익 | -41.0 | -60.8 | -20.9 | -92.1 | 0.5 | 167.3 | 68.7 | 842.0 | 229.1 | 1.4 | 30.4 | 76.8 | 13.0 | 38.2 | 42.9 | 9.1 | -56.7 | 118.1 | 51.6 | 26.2 |
| 국내 | -39.3 | -9.0 | -43.5 | -85.8 | 35.0 | 63.3 | 121.5 | 499.2 | 130.7 | 13.6 | 52.7 | 97.6 | 14.0 | 38.8 | 31.9 | 7.0 | -44.8 | 102.5 | 59.8 | 23.5 |
| 국내제외 | -44.6 | 적전 | 86.5 | 적전 | -81.0 | 흑전 | -7.6 | 흑전 | 1,877.7 | -22.2 | -47.2 | 4.1 | 11.0 | 36.4 | 152.7 | 23.1 | -77.2 | 182.1 | 27.0 | 36.4 |
| 지배순이익 | -4.9 | -64.1 | 1.3 | 적전 | -56.1 | 165.0 | 34.7 | 흑전 | 187.0 | 10.5 | 38.2 | 149.9 | -57.7 | 9.5 | 적전 | 600.1 | -72.0 | 174.1 | 50.2 | 45.6 |
| 국내 | -50.0 | 35.3 | 흑전 | 적지 | 119.2 | -63.0 | -69.0 | 적지 | 27.6 | 247.7 | 153.9 | 흑전 | -43.1 | 12.3 | 113.2 | 적지 | 적전 | 486.3 | 5.4 | |
| 중국 | 11.7 | -90.8 | 흑전 | 적전 | -66.4 | 0.9 | -37.8 | 흑전 | 61.1 | 적전 | 적전 | -61.8 | 적전 | 흑전 | 677.4 | 적전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | |
| 미국 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | |
| 동남아 | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 9,787.9 | 흑전 | 적지 | 적전 | -48.2 | 224.7 | 흑전 | 237.4 | 130.7 | -44.4 | 380.6 | 적지 | 753.2 | 37.9 | | |

코스맥스(192820.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 1,557 | 1,934 | 2,120 | 2,302 | 2,525 |
| 유동자산 | 822 | 943 | 1,140 | 1,353 | 1,606 |
| 현금성자산 | 271 | 264 | 364 | 501 | 669 |
| 매출채권 | 283 | 357 | 432 | 478 | 529 |
| 재고자산 | 218 | 257 | 278 | 308 | 341 |
| 비유동자산 | 735 | 991 | 980 | 949 | 918 |
| 투자자산 | 134 | 150 | 154 | 160 | 166 |
| 유형자산 | 547 | 778 | 761 | 722 | 683 |
| 기타 | 54 | 63 | 65 | 67 | 69 |
| 부채총계 | 1,199 | 1,425 | 1,563 | 1,617 | 1,677 |
| 유동부채 | 989 | 1,114 | 1,267 | 1,317 | 1,373 |
| 매입채무 | 365 | 368 | 463 | 513 | 568 |
| 유동성이자부채 | 569 | 656 | 712 | 712 | 712 |
| 기타 | 56 | 91 | 92 | 93 | 93 |
| 비유동부채 | 209 | 311 | 297 | 300 | 303 |
| 비유동성이자부채 | 143 | 223 | 207 | 207 | 207 |
| 기타 | 66 | 88 | 89 | 93 | 96 |
| 자본총계 | 359 | 509 | 557 | 685 | 848 |
| 자본지분 | 363 | 473 | 501 | 630 | 792 |
| 자본금 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 자본잉여금 | 29 | 28 | 12 | 12 | 12 |
| 이익잉여금 | 313 | 384 | 484 | 612 | 775 |
| 기타 | 15 | 56 | (0) | (0) | (0) |
| 비자본지분 | (4) | 35 | 55 | 55 | 55 |
| 자본총계 | 359 | 509 | 557 | 685 | 848 |
| 총차입금 | 713 | 879 | 919 | 919 | 919 |
| 순차입금 | 442 | 615 | 555 | 418 | 250 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 231 | 73 | 133 | 189 | 195 |
| 당기순이익 | 38 | 88 | 144 | 167 | 199 |
| 차산상각비 | 59 | 69 | 66 | 57 | 52 |
| 기타비현금성손익 | 102 | 117 | (24) | (9) | (27) |
| 운전자본증감 | 79 | (127) | (7) | (26) | (29) |
| 매출채권감소(증가) | 8 | (68) | (75) | (46) | (52) |
| 재고자산감소(증가) | (15) | (20) | (24) | (30) | (33) |
| 매입채무증가(감소) | 60 | (38) | 63 | 49 | 55 |
| 기타 | 25 | (1) | 29 | 0 | 0 |
| 투자현금 | (105) | (160) | (44) | (26) | (21) |
| 단기투자자산감소 | (22) | (2) | (2) | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | 4 | 2 | (2) | (1) | (1) |
| 설비투자 | 86 | 165 | 33 | 12 | 7 |
| 유형자산처분 | 5 | 4 | 3 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (4) | (4) | (7) | (7) | (7) |
| 재무현금 | (39) | 68 | 9 | (26) | (6) |
| 차입금증가 | (39) | 73 | 9 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (115) | (6) | (26) | (26) | (6) |
| 배당금지급 | 0 | 6 | 26 | 26 | 6 |
| 현금 증감 | 88 | (1) | 99 | 136 | 167 |
| 기초현금 | 169 | 257 | 256 | 355 | 491 |
| 기말현금 | 257 | 256 | 355 | 491 | 659 |
| Gross Cash flow | 199 | 274 | 191 | 215 | 224 |
| Gross Investment | 4 | 286 | 48 | 52 | 50 |
| Free Cash Flow | 196 | (12) | 143 | 163 | 174 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|---------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,777 | 2,166 | 2,516 | 2,748 | 3,019 |
| 증가율(%) | 11.1 | 21.9 | 16.2 | 9.2 | 9.9 |
| 매출원가 | 1,484 | 1,748 | 2,031 | 2,212 | 2,424 |
| 매출총이익 | 294 | 418 | 485 | 536 | 595 |
| 판매 및 일반관리비 | 178 | 243 | 264 | 284 | 306 |
| 기타영업손익 | 17 | 36 | 9 | 8 | 8 |
| 영업이익 | 116 | 175 | 221 | 252 | 289 |
| 증가율(%) | 117.9 | 51.6 | 26.2 | 13.8 | 14.6 |
| EBITDA | 175 | 244 | 287 | 309 | 340 |
| 증가율(%) | 56.5 | 39.4 | 17.7 | 7.4 | 10.3 |
| 영업외손익 | (31) | (38) | (41) | (43) | (40) |
| 이자수익 | 7 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 이자비용 | 32 | 45 | 47 | 47 | 47 |
| 지분법손익 | (2) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 기타영업손익 | (4) | 0 | (2) | (5) | (2) |
| 세전순이익 | 84 | 138 | 181 | 209 | 249 |
| 증가율(%) | 1,265.1 | 63.4 | 31.2 | 15.7 | 19.1 |
| 법인세비용 | 46 | 49 | 36 | 42 | 50 |
| 당기순이익 | 38 | 88 | 144 | 167 | 199 |
| 증가율(%) | 133.9 | 63.3 | 15.7 | 19.1 | 19.1 |
| 자배주주지분 | 57 | 86 | 125 | 155 | 169 |
| 증가율(%) | 174.1 | 50.2 | 45.6 | 23.7 | 9.2 |
| 비자본지분 | (19) | 3 | 19 | 12 | 30 |
| EPS(원) | 5,034 | 7,560 | 11,009 | 13,619 | 14,870 |
| 증가율(%) | 174.1 | 50.2 | 45.6 | 23.7 | 9.2 |
| 수정EPS(원) | 5,034 | 7,560 | 11,009 | 13,619 | 14,870 |
| 증가율(%) | 174.1 | 50.2 | 45.6 | 23.7 | 9.2 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 5,034 | 7,560 | 11,009 | 13,619 | 14,870 |
| BPS | 31,941 | 41,711 | 44,187 | 55,506 | 69,826 |
| DPS | 500 | 2,300 | 2,300 | 550 | 600 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 25.1 | 19.7 | 19.2 | 15.5 | 14.2 |
| PBR | 4.0 | 3.6 | 4.8 | 3.8 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 10.7 | 9.4 | 10.3 | 9.1 | 7.8 |
| 배당수익률 | 0.4 | 1.5 | 1.1 | 0.3 | 0.3 |
| PCR | 7.2 | 6.2 | 12.5 | 11.2 | 10.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 6.5 | 8.1 | 8.8 | 9.2 | 9.6 |
| EBITDA이익률 | 9.9 | 11.3 | 11.4 | 11.2 | 11.3 |
| 순이익률 | 2.1 | 4.1 | 5.7 | 6.1 | 6.6 |
| ROE | 12.1 | 20.5 | 25.6 | 27.3 | 23.7 |
| ROIC | 6.6 | 12.1 | 16.0 | 18.4 | 21.2 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 123.2 | 120.9 | 99.6 | 61.0 | 29.5 |
| 유동비율 | 83.0 | 84.6 | 90.0 | 102.8 | 117.0 |
| 이자보상배율 | 3.6 | 3.9 | 4.7 | 5.4 | 6.1 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 매출채권회전율 | 5.9 | 6.8 | 6.4 | 6.0 | 6.0 |
| 재고자산회전율 | 8.5 | 9.1 | 9.4 | 9.4 | 9.3 |
| 매입채무회전율 | 5.7 | 5.9 | 6.1 | 5.6 | 5.6 |

편집상의 공백페이지입니다

05

패션 기업

F&F TP: 95,000원(유지)

- 2Q25E 매출액 3,922억원(+0.2%, 이하 yoy), 영업이익 905억원(-1.4%) 전망, 2025E 매출액 1.98조원(+4.5%), 영업이익 4,678억원(+3.8%) 전망
- 중국: 디스커버리 매장 25년 100개 출점 목표로 대부분 하반기 집행 예정(현 기준 8개). 올해부터는 현지화된 제품 비중 대거 늘어나며 매출 촉진 예상
- MLB 내수: SS 시즌 특화 제품 구성 탄탄히 마련. 여름 시즌 덥고 습할수록 당사의 기능성 제품 메리트 가지며 실적 회복 가능성 높음
- MLB/디스커버리의 내수 매출 하락 및 중국 MLB 매장 성장 둔화가 수익성 낮추는 요소. 디스커버리의 하반기 실적 기여가 있다면 이를 상쇄해줄 것

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 437.1 | 371.4 | 441.7 | 558.7 | 497.4 | 405.5 | 492.8 | 582.8 | 507.0 | 391.5 | 451.0 | 546.5 | 505.6 | 392.2 | 491.0 | 591.6 | 1,808.9 | 1,978.5 | 1,896.0 | 1,980.5 | 2,085.3 |
| MLB 전체 | 137.5 | 125.7 | 113.5 | 138.0 | 110.8 | 109.3 | 86.8 | 110.7 | 88.8 | 92.0 | 71.2 | 88.5 | 84.3 | 89.6 | 75.7 | 85.3 | 514.7 | 417.6 | 340.5 | 334.9 | 330.8 |
| 면세 | 67.0 | 57.7 | 51.0 | 62.0 | 42.4 | 39.6 | 30.9 | 44.5 | 33.5 | 33.1 | 25.0 | 30.5 | 28.5 | 28.4 | 26.3 | 28.6 | 237.7 | 157.4 | 122.1 | 111.7 | 103.2 |
| 비면세 | 70.5 | 68.0 | 62.5 | 76.0 | 68.4 | 69.7 | 55.9 | 66.2 | 55.3 | 58.9 | 46.2 | 58.0 | 55.8 | 61.2 | 49.4 | 56.8 | 277.0 | 260.2 | 218.4 | 223.2 | 227.6 |
| MLB KIDS | 22.7 | 20.2 | 15.2 | 27.3 | 22.3 | 19.2 | 15.2 | 24.8 | 20.7 | 16.1 | 13.9 | 21.8 | 19.1 | 14.5 | 14.2 | 25.5 | 85.4 | 81.5 | 72.5 | 73.2 | 75.5 |
| 면세 | 2.7 | 1.2 | 2.2 | 3.8 | 5.5 | 3.1 | 2.7 | 3.7 | 2.5 | 2.4 | 2.4 | 3.1 | 2.4 | 2.0 | 2.5 | 3.5 | 9.9 | 15.0 | 10.4 | 10.5 | 10.8 |
| 비면세 | 20.0 | 19.0 | 13.0 | 23.5 | 17.8 | 16.1 | 12.5 | 21.1 | 18.2 | 13.7 | 11.5 | 18.7 | 16.7 | 12.4 | 11.6 | 22.0 | 75.5 | 67.5 | 62.1 | 62.7 | 64.7 |
| MLB 중국 | 150.9 | 107.2 | 202.0 | 121.0 | 207.9 | 140.1 | 260.6 | 204.7 | 239.0 | 154.5 | 250.2 | 214.2 | 258.5 | 166.1 | 271.8 | 221.6 | 581.1 | 813.3 | 857.9 | 917.0 | 950.4 |
| MLB 홍콩 | 10.3 | 11.7 | 11.3 | 17.3 | 19.3 | 19.0 | 17.5 | 21.3 | 22.2 | 17.0 | 15.6 | 20.3 | 20.7 | 18.7 | 17.5 | 23.4 | 50.6 | 77.1 | 75.1 | 80.3 | 85.7 |
| 디스커버리 | 111.2 | 96.0 | 79.3 | 205.0 | 111.4 | 88.3 | 70.0 | 194.8 | 106.7 | 87.4 | 62.6 | 175.8 | 88.2 | 72.5 | 75.0 | 197.4 | 491.5 | 464.5 | 432.5 | 433.2 | 484.2 |
| 영업이익 | 134.6 | 95.0 | 138.4 | 156.9 | 148.8 | 110.4 | 148.5 | 144.1 | 130.2 | 91.8 | 108.3 | 120.4 | 123.6 | 90.5 | 116.1 | 137.6 | 524.9 | 551.8 | 450.7 | 467.8 | 506.2 |
| % | 30.8 | 25.6 | 31.3 | 28.1 | 29.9 | 27.2 | 30.1 | 24.7 | 25.7 | 23.5 | 24.0 | 22.0 | 24.4 | 23.1 | 23.6 | 23.3 | 29.0 | 27.9 | 23.8 | 23.6 | 24.3 |
| 지배순이익 | 96.4 | 69.6 | 109.9 | 165.8 | 118.6 | 85.8 | 119.1 | 101.6 | 95.7 | 74.2 | 83.5 | 107.0 | 83.5 | 74.9 | 94.5 | 138.6 | 441.8 | 425.1 | 360.4 | 391.4 | 422.4 |
| % | 22.1 | 18.7 | 24.9 | 29.7 | 23.9 | 21.1 | 24.2 | 17.4 | 18.9 | 19.0 | 18.5 | 19.6 | 16.5 | 19.1 | 19.2 | 23.4 | 24.4 | 21.5 | 19.0 | 19.8 | 20.3 |
| <% yoy> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 57.4 | 18.9 | 34.3 | (0.8) | 13.8 | 9.2 | 11.6 | 4.3 | 1.9 | (3.5) | (8.5) | (6.2) | (0.3) | 0.2 | 8.9 | 8.2 | 22.1 | 9.4 | (4.2) | 4.5 | 5.3 |
| MLB 전체 | 25.0 | (14.0) | (3.2) | (10.5) | (19.4) | (13.0) | (23.5) | (19.8) | (19.9) | (15.8) | (18.0) | (20.1) | (5.1) | (2.6) | 6.3 | (3.6) | (2.4) | (18.9) | (18.5) | (1.6) | (1.2) |
| 면세 | 2.4 | (38.0) | (24.1) | (15.1) | (36.7) | (31.3) | (39.4) | (28.2) | (21.0) | (16.4) | (19.1) | (31.5) | (14.9) | (14.2) | 5.0 | (6.3) | (20.4) | (33.8) | (22.4) | (8.5) | (7.7) |
| 비면세 | 58.1 | 28.1 | 25.0 | (6.4) | (3.0) | 2.5 | (10.6) | (12.9) | (19.2) | (15.5) | (17.4) | (12.4) | 0.9 | 3.9 | 7.0 | (2.1) | 21.0 | (6.1) | (16.1) | 2.2 | 2.0 |
| MLB KIDS | 12.9 | 23.2 | 1.6 | 3.4 | (1.8) | (5.0) | 0.0 | (9.2) | (7.2) | (16.1) | (8.6) | (12.1) | (7.7) | (10.2) | 1.9 | 16.8 | 9.7 | (4.6) | (11.0) | 0.9 | 3.2 |
| MLB 중국 | 204.8 | 77.2 | 65.7 | (19.5) | 37.8 | 30.7 | 29.0 | 69.2 | 15.0 | 10.3 | (4.0) | 4.6 | 8.2 | 7.5 | 8.6 | 3.4 | 52.0 | 40.0 | 5.5 | 6.9 | 3.6 |
| MLB 홍콩 | 1.3 | 23.2 | 25.6 | 28.1 | 87.4 | 62.4 | 54.9 | 23.1 | 15.0 | (10.5) | (10.9) | (4.7) | (6.8) | 10.0 | 12.0 | 15.3 | 20.0 | 52.4 | (2.6) | 6.9 | 6.8 |
| 디스커버리 | 17.3 | 26.6 | 29.3 | (2.1) | 0.2 | (8.0) | (11.7) | (5.0) | (4.2) | (1.0) | (10.6) | (9.8) | (17.3) | (17.0) | 19.8 | 12.3 | 11.4 | (5.5) | (6.9) | 0.2 | 11.8 |
| 영업이익 | 94.4 | 25.9 | 44.5 | (14.6) | 10.6 | 16.3 | 7.3 | (8.2) | (12.5) | (16.9) | (27.1) | (16.4) | (5.1) | (1.4) | 7.2 | 14.3 | 23.8 | 5.1 | (18.3) | 3.8 | 8.2 |
| 순이익 | 70.7 | 23.8 | 54.6 | 34.9 | 23.0 | 23.3 | 8.3 | (38.7) | (19.3) | (13.5) | (29.9) | 5.3 | (12.8) | 0.9 | 13.1 | 29.6 | 44.0 | (3.8) | (15.2) | 8.6 | 7.9 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

주: 2021.05.27 분할상장. 2020년 수치는 F&F 헤딩스

F&F(383220.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 2,005 | 2,286 | 2,582 | 2,937 | 3,292 |
| 유동자산 | 746 | 637 | 940 | 1,282 | 1,617 |
| 현금성자산 | 242 | 127 | 382 | 707 | 1,050 |
| 매출채권 | 148 | 163 | 163 | 167 | 165 |
| 재고자산 | 341 | 325 | 374 | 385 | 379 |
| 비유동자산 | 1,259 | 1,649 | 1,641 | 1,655 | 1,675 |
| 투자자산 | 947 | 934 | 951 | 990 | 1,030 |
| 유형자산 | 135 | 501 | 492 | 483 | 477 |
| 기타 | 178 | 214 | 198 | 182 | 168 |
| 부채총계 | 687 | 709 | 689 | 698 | 697 |
| 유동부채 | 487 | 522 | 506 | 514 | 512 |
| 매입채무 | 248 | 199 | 251 | 258 | 254 |
| 유동성이자부채 | 86 | 204 | 134 | 134 | 134 |
| 기타 | 152 | 120 | 121 | 122 | 123 |
| 비유동부채 | 201 | 186 | 183 | 184 | 185 |
| 비유동성이자부채 | 173 | 157 | 152 | 152 | 152 |
| 기타 | 28 | 29 | 31 | 32 | 33 |
| 자본총계 | 1,318 | 1,577 | 1,893 | 2,239 | 2,595 |
| 지배자분 | 1,291 | 1,562 | 1,879 | 2,225 | 2,581 |
| 자본금 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 318 | 318 | 318 | 318 | 318 |
| 이익잉여금 | 988 | 1,283 | 1,610 | 1,956 | 2,312 |
| 기타 | (19) | (43) | (53) | (53) | (53) |
| 비지배자분 | 27 | 15 | 14 | 14 | 14 |
| 자본총계 | 1,318 | 1,577 | 1,893 | 2,239 | 2,595 |
| 총차입금 | 259 | 361 | 286 | 286 | 286 |
| 순차입금 | 18 | 234 | (96) | (421) | (764) |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 477 | 399 | 381 | 449 | 471 |
| 당기순이익 | 425 | 356 | 391 | 422 | 437 |
| 차산상각비 | 74 | 101 | 52 | 30 | 25 |
| 기타비현금성순익 | 132 | 101 | 34 | 4 | 4 |
| 운전자본증감 | (13) | (24) | (61) | (7) | 5 |
| 매출채권감소(증가) | 14 | (10) | 0 | (5) | 2 |
| 재고자산감소(증가) | (19) | 30 | (55) | (11) | 5 |
| 매입채무증가(감소) | (22) | (23) | (7) | 7 | (4) |
| 기타 | 13 | (22) | 2 | 1 | 1 |
| 투자현금 | (100) | (453) | (34) | (46) | (48) |
| 단기투자자산감소 | (6) | 16 | 6 | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | 0 | (0) | (22) | (31) | (32) |
| 설비투자 | 23 | 435 | 5 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (51) | (64) | (5) | (5) | (5) |
| 재무현금 | (261) | (45) | (84) | (77) | (80) |
| 차입금증가 | (212) | 53 | (84) | 0 | 0 |
| 자본증가 | (61) | (98) | (64) | (77) | (80) |
| 배당금지급 | 61 | 65 | 64 | 77 | 80 |
| 현금 증감 | 118 | (100) | 261 | 326 | 343 |
| 기초현금 | 102 | 220 | 120 | 381 | 707 |
| 기말현금 | 220 | 120 | 381 | 707 | 1,050 |
| Gross Cash flow | 630 | 558 | 479 | 456 | 466 |
| Gross Investment | 108 | 493 | 101 | 54 | 43 |
| Free Cash Flow | 523 | 65 | 378 | 402 | 423 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,978 | 1,896 | 1,980 | 2,085 | 2,101 |
| 증가율(%) | 9.4 | (4.2) | 4.5 | 5.3 | 0.8 |
| 매출원가 | 632 | 649 | 678 | 711 | 713 |
| 매출총이익 | 1,346 | 1,247 | 1,303 | 1,375 | 1,388 |
| 판매 및 일반관리비 | 794 | 796 | 835 | 868 | 865 |
| 기타영업순익 | 6 | 0 | 5 | 4 | (0) |
| 영업이익 | 552 | 451 | 468 | 506 | 524 |
| 증가율(%) | 5.1 | (18.3) | 3.8 | 8.2 | 3.5 |
| EBITDA | 626 | 552 | 519 | 536 | 549 |
| 증가율(%) | 3.4 | (11.8) | (5.9) | 3.2 | 2.4 |
| 영업외손익 | 3 | 27 | 27 | 28 | 29 |
| 이자수익 | 6 | 10 | 7 | 8 | 8 |
| 이자비용 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 지분법손익 | 8 | 33 | (3) | (3) | (3) |
| 기타영업순익 | 1 | (5) | 36 | 36 | 36 |
| 세전순이익 | 555 | 477 | 495 | 535 | 553 |
| 증가율(%) | (8.3) | (14.0) | 3.8 | 8.0 | 3.4 |
| 법인세비용 | 130 | 121 | 104 | 112 | 116 |
| 당기순이익 | 425 | 356 | 391 | 422 | 437 |
| 증가율(%) | (4.0) | (16.2) | 9.8 | 8.0 | 3.4 |
| 자배주주지분 | 425 | 360 | 391 | 422 | 437 |
| 증가율(%) | (3.8) | (15.2) | 8.5 | 8.0 | 3.4 |
| 비지배지분 | (0) | (4) | (0) | 0 | 0 |
| EPS(원) | 11,096 | 9,408 | 10,207 | 11,026 | 11,406 |
| 증가율(%) | (3.8) | (15.2) | 8.5 | 8.0 | 3.4 |
| 수정EPS(원) | 11,096 | 9,408 | 10,207 | 11,026 | 11,406 |
| 증가율(%) | (3.8) | (15.2) | 8.5 | 8.0 | 3.4 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 11,096 | 9,408 | 10,207 | 11,026 | 11,406 |
| BPS | 33,689 | 40,781 | 49,051 | 58,077 | 67,383 |
| DPS | 1,700 | 1,700 | 2,000 | 2,100 | 2,200 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 8.0 | 5.8 | 7.5 | 7.0 | 6.7 |
| PBR | 2.6 | 1.3 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 5.5 | 4.2 | 5.5 | 4.7 | 4.0 |
| 배당수익률 | 1.9 | 3.1 | 2.6 | 2.7 | 2.9 |
| PCR | 5.4 | 3.7 | 6.1 | 6.5 | 6.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 27.9 | 23.8 | 23.6 | 24.3 | 24.9 |
| EBITDA이익률 | 31.6 | 29.1 | 26.2 | 25.7 | 26.1 |
| 순이익률 | 21.5 | 18.8 | 19.7 | 20.3 | 20.8 |
| ROE | 38.4 | 25.3 | 22.7 | 20.6 | 18.2 |
| ROIC | 75.6 | 36.8 | 32.7 | 36.0 | 37.6 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 1.3 | 14.9 | (5.1) | (18.8) | (29.4) |
| 유동비율 | 153.2 | 122.0 | 186.0 | 249.3 | 316.0 |
| 이자보상배율 | 47.8 | 38.1 | 38.3 | 42.8 | 44.3 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| 매출채권회전율 | 12.8 | 12.2 | 12.2 | 12.6 | 12.6 |
| 재고자산회전율 | 6.2 | 5.7 | 5.7 | 5.5 | 5.5 |
| 매입채무회전율 | 9.0 | 8.5 | 8.8 | 8.2 | 8.2 |

화승엔터프라이즈 TP: 13,000원(유지)

- 2Q25 매출액 4,584억원(+17.0%, 이하 yoy), 영업이익 276억원(+47.1%) 전망, 2025E 매출액 1.95조원(+21.2%), 영업이익 1,157억원(+40.1%) 전망
- 주요 바이어인 아디다스의 가이던스는 매출액 통화 중립 기준 +mid-single-digit 성장(이지 제외 시 +10%), 영업이익률 5%대 중반 제시로 긍정적
- 올해부터는 주요 모델(삼바, 스텐스미스, 슈퍼스타, 가젤 등) 생산 시작되며 매출 및 믹스 개선에 따른 수익성 상승 기대. 위 모델들은 저단가지만 생산 효율성 높음

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|----------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 376 | 452 | 439 | 386 | 305 | 322 | 261 | 325 | 345 | 392 | 386 | 486 | 423 | 458 | 465 | 604 | 1,654 | 1,214 | 1,610 | 1,951 | 2,112 |
| 매출액(달러) | 312 | 359 | 328 | 285 | 239 | 245 | 199 | 246 | 260 | 286 | 284 | 347 | 291 | 345 | 349 | 444 | 1,280 | 929 | 1,193 | 1,453 | 1,564 |
| OEM | 323 | 389 | 431 | 354 | 274 | 290 | 232 | 287 | 307 | 352 | 347 | 452 | 396 | 413 | 417 | 564 | 1,497 | 1,083 | 1,458 | 1,790 | 1,946 |
| 유통 | 53 | 63 | 9 | 32 | 31 | 32 | 29 | 38 | 38 | 39 | 39 | 35 | 27 | 46 | 47 | 41 | 157 | 131 | 151 | 161 | 166 |
| 매출총이익 | 41 | 61 | 53 | 44 | 31 | 47 | 34 | 51 | 40 | 56 | 54 | 72 | 50 | 67 | 65 | 89 | 199 | 163 | 222 | 271 | 294 |
| GPM(%) | 10.8 | 13.5 | 12.1 | 11.5 | 10.2 | 14.6 | 13.1 | 15.7 | 11.7 | 14.3 | 13.9 | 14.7 | 11.9 | 14.5 | 14.1 | 14.6 | 12.0 | 13.5 | 13.8 | 13.9 | 13.9 |
| 영업이익 | 7 | 26 | 16 | 4 | (1) | 8 | (2) | 8 | 5 | 19 | 19 | 39 | 13 | 28 | 30 | 44 | 53 | 13 | 83 | 116 | 128 |
| OPM(%) | 1.8 | 5.8 | 3.5 | 1.1 | (0.3) | 2.4 | (0.6) | 2.5 | 1.5 | 4.8 | 5.0 | 8.1 | 3.2 | 6.0 | 6.6 | 7.3 | 3.2 | 1.1 | 5.1 | 5.9 | 6.1 |
| OEM | 5.4 | 23.2 | 17.1 | 4.8 | (0.8) | 7.4 | (2.6) | 6.2 | 3.7 | 16.7 | 19.1 | 39.1 | 12.9 | 20.1 | 23.3 | 42.0 | 50.5 | 10.2 | 78.6 | 98.2 | 107.8 |
| 유통/기타 | 1.5 | 2.9 | (1.6) | (0.5) | (0.1) | 0.2 | 0.9 | 1.8 | 1.6 | 2.1 | 0.0 | 0.2 | 0.6 | 7.5 | 7.2 | 2.2 | 2.3 | 2.8 | 4.0 | 17.4 | 20.6 |
| 순이익 | 4 | 12 | 4 | (30) | 2 | (4) | (17) | (7) | (1) | 6 | 8 | 21 | 0 | 14 | 14 | 35 | (10) | (26) | 33 | 64 | 76 |
| NPM(%) | 0.9 | 2.7 | 1.0 | (7.8) | 0.6 | (1.3) | (6.5) | (2.1) | (0.4) | 1.6 | 2.1 | 4.2 | 0.1 | 3.2 | 3.0 | 5.8 | (0.6) | (2.2) | 2.1 | 3.3 | 3.6 |
| 〈 yoy 〉 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 24.2 | 48.9 | 125.4 | 14.7 | (18.8) | (28.8) | (40.5) | (15.8) | 13.1 | 21.7 | 47.8 | 49.6 | 22.6 | 17.0 | 20.3 | 24.2 | 45.3 | (26.6) | 32.6 | 21.2 | 8.2 |
| 매출액(달러) | 14.8 | 32.4 | 94.8 | (0.1) | (23.4) | (31.8) | (39.2) | (13.5) | 8.6 | 16.7 | 42.7 | 41.1 | 12.2 | 20.7 | 22.9 | 27.9 | 28.7 | (27.4) | 28.3 | 21.8 | 7.6 |
| OEM | 13.9 | 48.6 | 132.3 | 12.4 | (15.2) | (25.6) | (46.2) | (18.9) | 12.0 | 21.6 | 49.6 | 57.2 | 28.9 | 17.1 | 20.3 | 24.8 | 43.1 | (27.7) | 34.6 | 22.7 | 8.7 |
| 유통 | 175.2 | 50.9 | (9.8) | 47.4 | (41.2) | (49.0) | 244.5 | 18.3 | 22.3 | 22.0 | 33.3 | (8.1) | (28.3) | 16.5 | 20.4 | 17.2 | 69.9 | (16.6) | 15.9 | 6.4 | 3.2 |
| 영업이익 | (38.1) | 117.5 | 흑전 | 163.4 | 적전 | (71.0) | 적전 | 86.3 | 흑전 | 147.6 | 흑전 | 392.4 | 151.9 | 47.1 | 59.5 | 12.2 | 643.8 | (75.5) | 537.0 | 40.1 | 11.0 |
| 순이익 | (20.1) | 27.6 | 흑전 | 적지 | (46.9) | 적전 | 적전 | 적지 | 적전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 136.7 | 73.3 | 70.7 | 적지 | 적지 | 흑전 | 92.0 | 19.7 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

화승엔터프라이즈(241590.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 1,361 | 1,538 | 1,502 | 1,578 | 1,656 |
| 유동자산 | 647 | 747 | 1,069 | 1,314 | 1,442 |
| 현금성자산 | 217 | 202 | 276 | 516 | 655 |
| 매출채권 | 129 | 206 | 338 | 340 | 334 |
| 재고자산 | 263 | 282 | 398 | 400 | 394 |
| 비유동자산 | 714 | 791 | 433 | 264 | 214 |
| 투자자산 | 108 | 135 | 135 | 140 | 146 |
| 유형자산 | 565 | 614 | 256 | 81 | 26 |
| 기타 | 41 | 42 | 42 | 43 | 43 |
| 부채총계 | 801 | 974 | 1,061 | 1,064 | 1,059 |
| 유동부채 | 719 | 900 | 986 | 988 | 982 |
| 매입채무 | 187 | 261 | 347 | 349 | 343 |
| 유동성이자부채 | 528 | 633 | 633 | 633 | 633 |
| 기타 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 비유동부채 | 82 | 74 | 75 | 76 | 77 |
| 비유동성이자부채 | 65 | 53 | 54 | 54 | 54 |
| 기타 | 17 | 21 | 22 | 23 | 23 |
| 자본총계 | 559 | 564 | 441 | 514 | 597 |
| 지배자분 | 514 | 524 | 423 | 496 | 579 |
| 자본금 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 자본잉여금 | 169 | 129 | 130 | 130 | 130 |
| 이익잉여금 | 140 | 200 | 261 | 334 | 417 |
| 기타 | 174 | 165 | 2 | 2 | 2 |
| 비지배자분 | 45 | 40 | 18 | 18 | 18 |
| 자본총계 | 559 | 564 | 441 | 514 | 597 |
| 총차입금 | 594 | 686 | 687 | 687 | 687 |
| 순차입금 | 376 | 485 | 411 | 171 | 32 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 59 | 81 | 209 | 251 | 150 |
| 당기순이익 | (25) | 34 | 66 | 79 | 89 |
| 차산상각비 | 71 | 71 | 373 | 178 | 59 |
| 기타비현금성손익 | 44 | 53 | (153) | (5) | (5) |
| 운전자본증감 | 8 | (42) | (77) | (3) | 6 |
| 매출채권감소(증가) | (2) | (108) | (68) | (2) | 6 |
| 재고자산감소(증가) | 29 | (2) | (117) | (2) | 7 |
| 매입채무증가(감소) | 17 | 74 | 104 | 2 | (6) |
| 기타 | (36) | (6) | 3 | (1) | (1) |
| 투자현금 | (56) | (41) | (29) | (8) | (9) |
| 단기투자자산감소 | (10) | (11) | (1) | 0 | 0 |
| 장기투자증권감소 | 9 | 23 | 0 | 1 | 1 |
| 설비투자 | 54 | 52 | 22 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 9 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (3) | (3) | (4) | (4) | (4) |
| 재무현금 | (67) | (56) | (20) | (3) | (3) |
| 차입금증가 | (64) | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (3) | (13) | (23) | (3) | (3) |
| 배당금지급 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 현금증감 | (62) | (6) | 160 | 240 | 139 |
| 기초현금 | 183 | 121 | 116 | 276 | 516 |
| 기말현금 | 121 | 116 | 276 | 516 | 655 |
| Gross Cash flow | 90 | 159 | 295 | 254 | 144 |
| Gross Investment | 38 | 73 | 106 | 11 | 3 |
| Free Cash Flow | 52 | 87 | 189 | 243 | 142 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 1,214 | 1,610 | 1,951 | 2,112 | 2,208 |
| 증가율(%) | (26.6) | 32.6 | 21.2 | 8.2 | 4.6 |
| 매출원가 | 1,050 | 1,388 | 1,680 | 1,817 | 1,899 |
| 매출총이익 | 163 | 222 | 271 | 294 | 309 |
| 판매 및 일반관리비 | 150 | 139 | 155 | 166 | 171 |
| 기타영업손익 | 3 | (7) | 11 | 7 | 3 |
| 영업이익 | 13 | 83 | 116 | 128 | 138 |
| 증가율(%) | (75.5) | 537.0 | 40.1 | 11.0 | 7.1 |
| EBITDA | 84 | 154 | 489 | 307 | 196 |
| 증가율(%) | (33.4) | 83.4 | 217.3 | (37.2) | (36.0) |
| 영업외손익 | (32) | (42) | (37) | (35) | (32) |
| 이자수익 | 9 | 8 | 8 | 10 | 10 |
| 이자비용 | 37 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 지분법손익 | (0) | (0) | 1 | 1 | 1 |
| 기타영업손익 | (3) | (9) | (7) | (6) | (4) |
| 세전순이익 | (19) | 41 | 78 | 94 | 106 |
| 증가율(%) | 42.7 | 100.0 | 21.7 | 12.7 | 12.7 |
| 법인세비용 | 7 | 6 | 12 | 15 | 17 |
| 당기순이익 | (25) | 34 | 66 | 79 | 89 |
| 증가율(%) | 42.7 | 100.0 | 21.7 | 12.7 | 12.7 |
| 자배주주지분 | (26) | 33 | 64 | 76 | 86 |
| 증가율(%) | 42.7 | 100.0 | 21.7 | 12.7 | 12.7 |
| 비지배자분 | 1 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| EPS(원) | (434) | 546 | 1,049 | 1,256 | 1,414 |
| 증가율(%) | 42.7 | 100.0 | 21.7 | 12.7 | 12.7 |
| 수정EPS(원) | (434) | 546 | 1,049 | 1,256 | 1,414 |
| 증가율(%) | 42.7 | 100.0 | 21.7 | 12.7 | 12.7 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (434) | 546 | 1,049 | 1,256 | 1,414 |
| BPS | 8,485 | 8,652 | 6,976 | 8,186 | 9,551 |
| DPS | 45 | 45 | 50 | 50 | 50 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | n/a | 15.8 | 7.4 | 6.2 | 5.5 |
| PBR | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA | 10.6 | 6.6 | 1.8 | 2.1 | 2.6 |
| 배당수익률 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| PCR | 5.7 | 3.3 | 1.6 | 1.8 | 3.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 1.1 | 5.1 | 5.9 | 6.1 | 6.2 |
| EBITDA이익률 | 6.9 | 9.6 | 25.0 | 14.5 | 8.9 |
| 순이익률 | (2.1) | 2.1 | 3.4 | 3.7 | 4.0 |
| ROE | (5.0) | 6.4 | 13.4 | 16.6 | 15.9 |
| ROIC | 1.0 | 7.1 | 10.4 | 14.3 | 17.9 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 67.3 | 86.0 | 93.3 | 33.2 | 5.4 |
| 유동비율 | 90.0 | 83.0 | 108.5 | 133.1 | 146.8 |
| 이자보상배율 | 0.4 | 2.1 | 2.9 | 3.2 | 3.5 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 매출채권회전율 | 9.5 | 9.6 | 7.2 | 6.2 | 6.6 |
| 재고자산회전율 | 4.4 | 5.9 | 5.7 | 5.3 | 5.6 |
| 매입채무회전율 | 6.2 | 7.2 | 6.4 | 6.1 | 6.4 |

한세실업 TP: 14,000원(하향)

- 2Q25E 매출액 4,721억원(+5.4%, 이하 yoy), 영업이익 312억원(-26.7%) 전망, 2025E 매출액 1.92조원(+6.9%), 영업이익 1,270억원(+8.7%) 전망
- 경기 민감도 높고 매출 비중 높은 마트 오더 단가 하락과 매출 부진은 미국의 상호 관세 이슈 해결 전까지 지속 예상하나 최저점 지나는 중이라고 판단. 고단가 브랜드 (에어로포스텔, 칼하트, 캡/올드네이비) 오더는 비교적 나은 수준
- 베트남 공장 라인 증설과 인도네시아 우븐 공장 가동 시작으로 운영 비용 증가하며 당분간 영업이익 하락 요소로 작용. 가동률 안정화 이후에는 실적 기여 요인

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|-----------|------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액 | 581 | 611 | 588 | 425 | 411 | 430 | 512 | 356 | 412 | 448 | 534 | 404 | 467 | 472 | 568 | 414 | 2,205 | 1,709 | 1,798 | 1,922 | 1,968 |
| 매출액(달러) | 482 | 484 | 439 | 313 | 322 | 327 | 390 | 269 | 310 | 327 | 393 | 289 | 322 | 355 | 427 | 305 | 1,706 | 1,308 | 1,317 | 1,432 | 1,458 |
| 매출총이익 | 90 | 94 | 104 | 48 | 72 | 84 | 99 | 66 | 78 | 82 | 90 | 59 | 65 | 76 | 96 | 74 | 336 | 321 | 308 | 311 | 320 |
| GPM(%) | 15.6 | 15.4 | 17.6 | 11.4 | 17.5 | 19.5 | 19.4 | 18.5 | 18.9 | 18.3 | 16.9 | 14.5 | 13.9 | 16.1 | 16.9 | 17.8 | 15.3 | 18.8 | 17.2 | 16.2 | 16.3 |
| 판관비 | 41 | 38 | 38 | 39 | 36 | 40 | 39 | 38 | 40 | 39 | 45 | 42 | 45 | 45 | 51 | 43 | 157 | 153 | 166 | 184 | 184 |
| SG&AM(%) | 7.1 | 6.3 | 6.5 | 9.2 | 8.8 | 9.2 | 7.5 | 10.8 | 9.6 | 8.8 | 8.4 | 10.5 | 9.6 | 9.5 | 8.9 | 10.5 | 7.1 | 8.9 | 9.3 | 9.6 | 9.4 |
| 영업이익 | 49 | 56 | 66 | 9 | 36 | 44 | 61 | 27 | 38 | 43 | 45 | 16 | 20 | 31 | 45 | 30 | 180 | 168 | 142 | 127 | 136 |
| OPM(%) | 8.4 | 9.1 | 11.1 | 2.2 | 8.7 | 10.3 | 11.8 | 7.7 | 9.3 | 9.5 | 8.5 | 4.0 | 4.3 | 6.6 | 8.0 | 7.3 | 8.1 | 9.8 | 7.9 | 6.6 | 6.9 |
| 지배순이익 | 31 | 25 | 29 | 0 | 24 | 29 | 40 | 19 | 18 | 22 | 36 | -18 | 9 | 22 | 32 | 13 | 86 | 112 | 58 | 77 | 84 |
| NPM(%) | 5.4 | 4.0 | 5.0 | 0.1 | 5.8 | 6.8 | 7.8 | 5.3 | 4.4 | 4.9 | 6.7 | (4.4) | 2.0 | 4.7 | 5.7 | 3.1 | 3.9 | 6.6 | 3.2 | 4.0 | 4.3 |
| < % yoy > | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 54.7 | 48.5 | 41.3 | (9.4) | (29.3) | (29.6) | (13.0) | (16.2) | 0.2 | 4.1 | 4.3 | 13.6 | 13.5 | 5.4 | 6.4 | 2.5 | 31.9 | (22.5) | 5.2 | 6.9 | 2.4 |
| 매출액(달러) | 43.1 | 32.0 | 22.1 | (21.1) | (33.3) | (32.4) | (11.1) | (13.9) | (3.7) | (0.1) | 0.7 | 7.2 | 3.8 | 8.7 | 8.7 | 5.5 | 16.8 | (23.3) | 0.7 | 8.7 | 1.8 |
| 영업이익 | 66.1 | 80.5 | 265.9 | (66.9) | (26.7) | (20.2) | (7.5) | 189.6 | 6.2 | (4.1) | (25.4) | (40.3) | (46.8) | (26.7) | 0.0 | 85.6 | 68.3 | (6.3) | (15.5) | (10.7) | 7.0 |
| 순이익 | 45.3 | (19.0) | 흑전 | (97.9) | (23.5) | 19.4 | 35.7 | 4,886.8 | (24.7) | (24.6) | (10.4) | 적전 | (47.7) | 0.4 | (9.0) | 흑전 | 27.2 | 30.8 | (48.2) | 32.6 | 9.6 |

자료: 회사 자료, 유진투자증권

한세실업(105630.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 1,237 | 1,425 | 1,489 | 1,559 | 1,637 |
| 유동자산 | 679 | 688 | 915 | 1,055 | 1,141 |
| 현금성자산 | 95 | 75 | 351 | 473 | 539 |
| 매출채권 | 181 | 208 | 181 | 187 | 195 |
| 재고자산 | 259 | 303 | 279 | 290 | 301 |
| 비유동자산 | 558 | 736 | 574 | 504 | 495 |
| 투자자산 | 329 | 424 | 409 | 426 | 443 |
| 유형자산 | 218 | 283 | 133 | 42 | 13 |
| 기타 | 11 | 29 | 32 | 36 | 39 |
| 부채총계 | 594 | 715 | 757 | 762 | 768 |
| 유동부채 | 500 | 568 | 591 | 594 | 598 |
| 매입채무 | 72 | 85 | 83 | 87 | 90 |
| 유동성이자부채 | 380 | 434 | 458 | 458 | 458 |
| 기타 | 49 | 49 | 49 | 50 | 50 |
| 비유동부채 | 93 | 147 | 166 | 168 | 170 |
| 비유동성이자부채 | 64 | 103 | 120 | 120 | 120 |
| 기타 | 29 | 44 | 46 | 48 | 50 |
| 자본총계 | 644 | 710 | 733 | 797 | 869 |
| 자자지분 | 644 | 710 | 733 | 797 | 869 |
| 자본금 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 자본잉여금 | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 이익잉여금 | 579 | 611 | 669 | 733 | 805 |
| 기타 | (14) | 20 | (15) | (15) | (15) |
| 비자자지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 644 | 710 | 733 | 797 | 869 |
| 총차입금 | 444 | 537 | 577 | 577 | 577 |
| 순차입금 | 349 | 463 | 227 | 105 | 38 |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 190 | 56 | 309 | 163 | 108 |
| 당기순이익 | 112 | 58 | 77 | 85 | 93 |
| 차산상각비 | 32 | 34 | 192 | 92 | 30 |
| 기타비현금성손익 | 58 | 76 | (31) | 2 | 2 |
| 운전자본증감 | 41 | (60) | 69 | (15) | (16) |
| 매출채권감소(증가) | (6) | (11) | 29 | (7) | (7) |
| 재고자산감소(증가) | 46 | (37) | 23 | (11) | (11) |
| 매입채무증가(감소) | 5 | 7 | (14) | 3 | 3 |
| 기타 | (3) | (19) | 32 | (1) | (1) |
| 투자현금 | (150) | (84) | (66) | (21) | (22) |
| 단기투자자산감소 | (82) | 60 | (41) | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | (13) | 4 | (12) | (11) | (11) |
| 설비투자 | 44 | 59 | 42 | 0 | 0 |
| 유형자산처분 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (1) | (1) | (4) | (4) | (4) |
| 재무현금 | (141) | 21 | 39 | (20) | (20) |
| 차입금증가 | (122) | 40 | 17 | 0 | 0 |
| 자본증가 | (20) | (20) | (20) | (20) | (20) |
| 배당금지급 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 현금 증감 | (101) | (3) | 281 | 122 | 66 |
| 기초현금 | 173 | 72 | 69 | 349 | 471 |
| 기말현금 | 72 | 69 | 349 | 471 | 538 |
| Gross Cash flow | 202 | 169 | 251 | 178 | 124 |
| Gross Investment | 27 | 204 | (45) | 36 | 37 |
| Free Cash Flow | 175 | (35) | 296 | 142 | 87 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1,709 | 1,798 | 1,922 | 1,968 | 2,015 |
| 증가율(%) | (22.5) | 5.2 | 6.9 | 2.4 | 2.4 |
| 매출원가 | 1,388 | 1,489 | 1,611 | 1,648 | 1,686 |
| 매출총이익 | 321 | 308 | 311 | 320 | 330 |
| 판매 및 일반관리비 | 153 | 166 | 184 | 184 | 184 |
| 기타영업손익 | (3) | 9 | 10 | 0 | 0 |
| 영업이익 | 168 | 142 | 127 | 136 | 145 |
| 증가율(%) | (6.3) | (15.5) | (10.7) | 7.0 | 6.8 |
| EBITDA | 200 | 176 | 319 | 228 | 175 |
| 증가율(%) | (5.9) | (11.7) | 81.0 | (28.8) | (23.2) |
| 영업외손익 | (27) | (53) | (30) | (30) | (30) |
| 이자수익 | 11 | 11 | 11 | 14 | 14 |
| 이자비용 | 27 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 2 | (1) | (1) | (1) |
| 기타영업손익 | (11) | (37) | (41) | (44) | (44) |
| 세전순이익 | 141 | 89 | 97 | 106 | 116 |
| 증가율(%) | 8.0 | (36.8) | 8.6 | 9.6 | 9.1 |
| 법인세비용 | 29 | 31 | 19 | 21 | 23 |
| 당기순이익 | 112 | 58 | 77 | 85 | 93 |
| 증가율(%) | 30.8 | (47.9) | 32.6 | 9.6 | 9.1 |
| 자배주주지분 | 112 | 58 | 77 | 84 | 92 |
| 증가율(%) | 30.8 | (48.2) | 32.6 | 9.6 | 9.1 |
| 비자자지분 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| EPS(원) | 2,801 | 1,451 | 1,924 | 2,109 | 2,300 |
| 증가율(%) | 30.8 | (48.2) | 32.6 | 9.6 | 9.1 |
| 수정EPS(원) | 2,801 | 1,451 | 1,924 | 2,109 | 2,300 |
| 증가율(%) | 30.8 | (48.2) | 32.6 | 9.6 | 9.1 |

주요투자지표

| | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,801 | 1,451 | 1,924 | 2,109 | 2,300 |
| BPS | 16,092 | 17,742 | 18,315 | 19,924 | 21,724 |
| DPS | 500 | 500 | 500 | 500 | 600 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | 7.5 | 9.8 | 5.4 | 4.9 | 4.5 |
| PBR | 1.3 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 6.0 | 5.8 | 2.0 | 2.3 | 2.6 |
| 배당수익률 | 2.4 | 3.5 | 4.8 | 4.8 | 5.8 |
| PCR | 4.2 | 3.4 | 1.7 | 2.3 | 3.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 9.8 | 7.9 | 6.6 | 6.9 | 7.2 |
| EBITDA이익률 | 11.7 | 9.8 | 16.6 | 11.6 | 8.7 |
| 순이익률 | 6.6 | 3.2 | 4.0 | 4.3 | 4.6 |
| ROE | 19.0 | 8.6 | 10.7 | 11.0 | 11.0 |
| ROIC | 18.4 | 10.9 | 12.3 | 16.1 | 18.1 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 54.2 | 65.2 | 31.0 | 13.2 | 4.4 |
| 유동비율 | 135.7 | 121.2 | 154.9 | 177.6 | 190.8 |
| 이자보상배율 | 6.3 | 4.9 | n/a | n/a | n/a |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 매출채권회전율 | 9.5 | 9.2 | 9.9 | 10.7 | 10.5 |
| 재고자산회전율 | 6.0 | 6.4 | 6.6 | 6.9 | 6.8 |
| 매입채무회전율 | 25.1 | 23.0 | 22.9 | 23.2 | 22.8 |

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 기관투자가 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당시의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당시의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당시 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

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월
(추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율
(%)

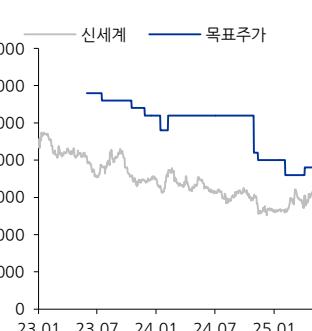
- STRONG BUY(매수) 추천기준일 종가대비 +50%이상 0%
- BUY(매수) 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 96%
- HOLD(중립) 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 4%
- REDUCE(매도) 추천기준일 종가대비 -10%미만 0%

(2025.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) |
| 2023-05-31 | Buy | 290,000 | 1년 | -35.7 | -31.8 |
| 2023-07-17 | Buy | 280,000 | 1년 | -29.2 | -23.2 |
| 2023-08-10 | Buy | 280,000 | 1년 | -28.5 | -23.2 |
| 2023-09-27 | Buy | 280,000 | 1년 | -35.6 | -33.9 |
| 2023-10-17 | Buy | 270,000 | 1년 | -36.3 | -33.9 |
| 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 | -16.9 | -7.7 |
| 2025-05-28 | Buy | 220,000 | 1년 | | |

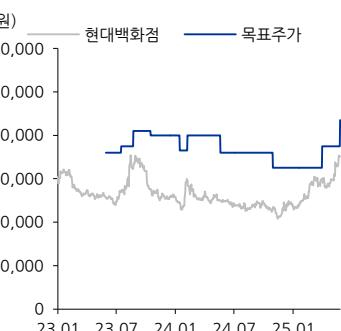
신세계(004170.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | |
|------------|------|--------|-----------|--------|--------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) |
| 2023-05-31 | Buy | 72,000 | 1년 | -29.5 | -24.4 |
| 2023-07-07 | Buy | 72,000 | 1년 | -259 | -24.4 |
| 2023-07-17 | Buy | 75,000 | 1년 | -20.7 | -5.6 |
| 2023-08-09 | Buy | 75,000 | 1년 | -11.7 | -5.6 |
| 2023-08-24 | Buy | 82,000 | 1년 | -21.2 | -13.9 |
| 2023-09-27 | Buy | 82,000 | 1년 | -31.3 | -27.8 |
| 2023-10-17 | Buy | 80,000 | 1년 | -35.2 | -31.1 |
| 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 | -18.6 | -5.7 |
| 2025-05-28 | Buy | 87,000 | 1년 | | |

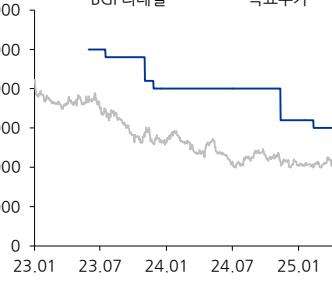
현대백화점(069960.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) |
| 2023-05-31 | Buy | 250,000 | 1년 | -28 | -22.4 |
| 2023-07-17 | Buy | 240,000 | 1년 | -36.3 | -28 |
| 2023-08-04 | Buy | 240,000 | 1년 | -37.7 | -28.5 |
| 2023-11-03 | Buy | 210,000 | 1년 | -33 | -28.3 |
| 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 | | |

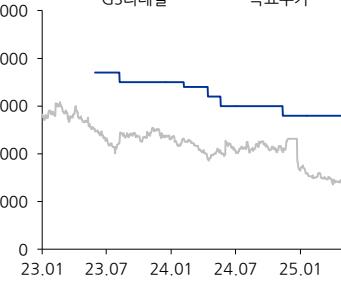
BGF리테일(282330.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | |
|------------|------|--------|-----------|--------|--------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) |
| 2023-05-31 | Buy | 37,000 | 1년 | -38.5 | -32.7 |
| 2023-07-17 | Buy | 37,000 | 1년 | -41.8 | -38.5 |
| 2023-08-09 | Buy | 35,000 | 1년 | -32.3 | -27.4 |
| 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 | | |

GS리테일(007070.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과거율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2023-05-31 | Buy | 110,000 | 1년 | -32.5 | -17.2 | |
| 2023-07-17 | Buy | 110,000 | 1년 | -32.4 | -17.2 | |
| 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 | -21.2 | -8.2 | |
| 2025-05-28 | Buy | 100,000 | 1년 | | | |

롯데쇼핑(023530.KS) 주가 및 목표주가추이
담당 애널리스트: 이해니

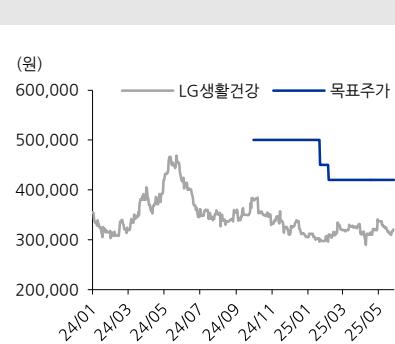
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과거율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2023-05-31 | Buy | 125,000 | 1년 | -40.4 | -37.3 | |
| 2023-07-17 | Buy | 115,000 | 1년 | -29 | -20.9 | |
| 2023-07-31 | Buy | 115,000 | 1년 | -27.3 | -20.9 | |
| 2023-09-27 | Buy | 115,000 | 1년 | -35.2 | -31.2 | |
| 2023-10-17 | Buy | 110,000 | 1년 | -36.8 | -34.9 | |
| 2023-10-30 | Buy | 90,000 | 1년 | -28.8 | -23.6 | |
| 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 | 0.7 | 8.8 | |
| 2025-05-28 | Buy | 56,000 | 1년 | | | |

호텔신라(008770.KS) 주가 및 목표주가추이
담당 애널리스트: 이해니

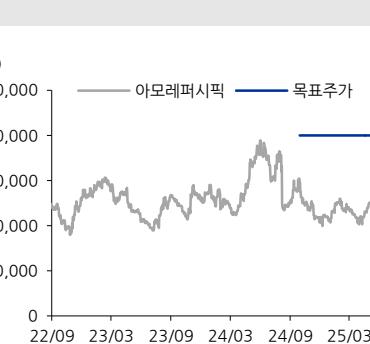
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과거율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2024-09-30 | Buy | 500,000 | 1년 | -33.8 | -23.1 | |
| 2024-10-30 | Buy | 500,000 | 1년 | -35.5 | -28.6 | |
| 2025-01-21 | Buy | 450,000 | 1년 | -33.3 | -31.8 | |
| 2025-02-05 | Buy | 420,000 | 1년 | -24.1 | -18.8 | |
| 2025-04-10 | Buy | 420,000 | 1년 | -23.8 | -18.8 | |
| 2025-04-29 | Buy | 420,000 | 1년 | -23.4 | -19.6 | |
| 2025-05-28 | Buy | 420,000 | 1년 | | | |

LG생활건강(051900.KS) 주가 및 목표주가추이
담당 애널리스트: 이해니

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

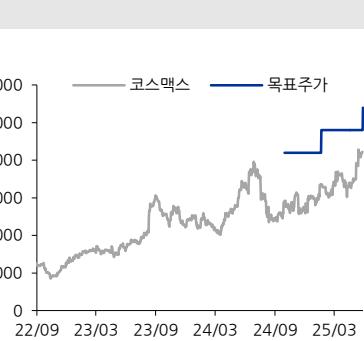
| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과거율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2024-09-30 | Buy | 200,000 | 1년 | -41.9 | -31.4 | |
| 2025-01-21 | Buy | 200,000 | 1년 | -41.6 | -32.3 | |
| 2025-02-07 | Buy | 200,000 | 1년 | -42.1 | -32.3 | |
| 2025-05-02 | Buy | 200,000 | 1년 | -37.4 | -32.3 | |
| 2025-05-28 | Buy | 170,000 | 1년 | | | |

아모레퍼시픽(090430.KS) 주가 및 목표주가추이
담당 애널리스트: 이해니

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2024-09-30 | Buy | 210,000 | 1년 | -31.6 | -19.9 | |
| 2025-01-21 | Buy | 240,000 | 1년 | -27.8 | -10.8 | |
| 2025-02-25 | Buy | 240,000 | 1년 | -25.5 | -10.8 | |
| 2025-04-25 | Buy | 240,000 | 1년 | -18.5 | -10.8 | |
| 2025-05-28 | Buy | 270,000 | 1년 | | | |

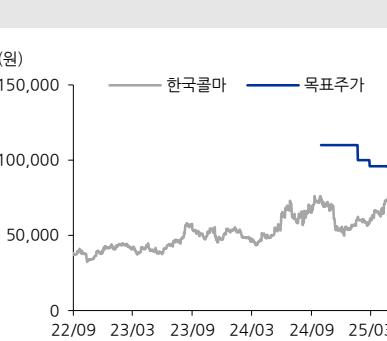
코스맥스(192820.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2024-09-30 | Buy | 110,000 | 1년 | -45.3 | -33.3 | |
| 2025-01-21 | Buy | 100,000 | 1년 | -41.0 | -38.0 | |
| 2025-02-26 | Buy | 96,000 | 1년 | -28.7 | -12.9 | |
| 2025-04-25 | Buy | 96,000 | 1년 | -19.4 | -12.9 | |
| 2025-05-12 | Buy | 115,000 | 1년 | -26.9 | -25.6 | |
| 2025-05-28 | Buy | 115,000 | 1년 | | | |

한국콜마(161890.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | | |
|------------|------|---------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2023-07-25 | Buy | 210,000 | 1년 | -52.2 | -51.2 | |
| 2023-07-31 | Buy | 190,000 | 1년 | -43.7 | -37.4 | |
| 2023-10-23 | Buy | 160,000 | 1년 | -42.8 | -40.2 | |
| 2023-11-27 | Buy | 150,000 | 1년 | -44.9 | -40.5 | |
| 2024-01-22 | Buy | 110,000 | 1년 | -36.6 | -30.5 | |
| 2024-04-24 | Buy | 100,000 | 1년 | -38.2 | -26 | |
| 2024-05-02 | Buy | 100,000 | 1년 | -38.4 | -26 | |
| 2024-05-21 | Buy | 100,000 | 1년 | -39.1 | -26 | |
| 2024-11-13 | Buy | 77,000 | 1년 | -29 | -18.3 | |
| 2025-01-21 | Buy | 82,000 | 1년 | -22 | -18.3 | |
| 2025-02-10 | Buy | 90,000 | 1년 | -25.1 | -18 | |
| 2025-04-14 | Buy | 90,000 | 1년 | -25 | -21.4 | |
| 2025-04-30 | Buy | 95,000 | 1년 | -25.8 | -19.1 | |
| 2025-05-28 | Buy | 95,000 | 1년 | | | |

F&F(007070.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 과리율(%) | | |
|------------|------|--------|-----------|--------|--------|------|
| | | | | 평균 | 최고(최저) | 주가대비 |
| 2023-07-25 | Buy | 25,000 | 1년 | -25.2 | -18.8 | |
| 2023-08-14 | Buy | 29,000 | 1년 | -29.7 | -21.2 | |
| 2023-11-02 | Buy | 31,000 | 1년 | -25.8 | -22.6 | |
| 2023-11-14 | Buy | 33,000 | 1년 | -35.2 | -28.6 | |
| 2023-11-27 | Buy | 33,000 | 1년 | -36.2 | -32.1 | |
| 2024-01-04 | Buy | 33,000 | 1년 | -39.5 | -37.9 | |
| 2024-01-22 | Buy | 30,000 | 1년 | -36.5 | -21.3 | |
| 2024-04-24 | Buy | 30,000 | 1년 | -38.5 | -21.3 | |
| 2024-05-21 | Buy | 30,000 | 1년 | -40 | -21.3 | |
| 2024-11-13 | Buy | 21,000 | 1년 | -40.6 | -30.8 | |
| 2025-05-28 | Buy | 14,000 | 1년 | | | |

한세실업(105630.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

| 추천일자 | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격 대상시점 | 고리율(%) | |
|------------|------|--------|--------------|------------|----------------|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023-10-31 | Buy | 12,000 | 1년 | -29.6 | -21.1 |
| 2024-01-22 | Buy | 11,000 | 1년 | -26.1 | -9.1 |
| 2024-05-21 | Buy | 11,000 | 1년 | -24.8 | -11.6 |
| 2024-11-29 | Buy | 13,000 | 1년 | -31.7 | -13.2 |
| 2025-05-28 | Buy | 13,000 | 1년 | | |

화승엔터프라이즈(241590.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이해니