

2H25 OUTLOOK

RETAIL / CONSUMER

2025.05.28 | OVERWEIGHT

DIET BEFORE & AFTER

유통/화장품/패션 이혜니 02)368-6155 hnlee@eugenefn.com



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, 캐פק스 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, 액세서라이즈를 활용할 것이다. 패션은 고무한 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

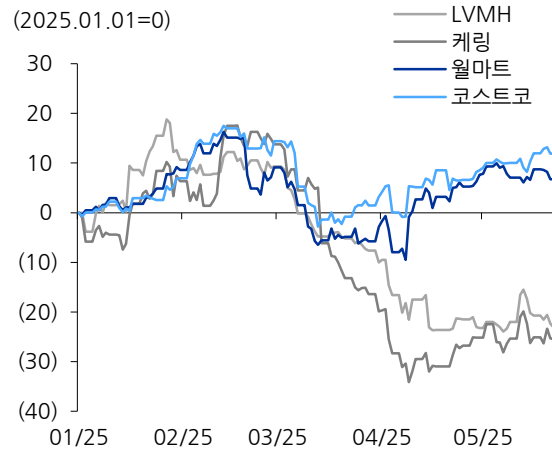
2H25 OUTLOOK

Overview

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

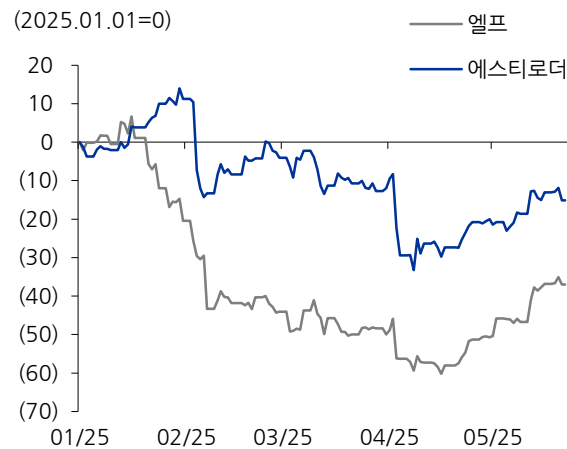
- 1H25 트럼프 대통령 관세 기조의 물가 상승 촉진 우려로 소비재 가이드선스 하향 및 주가 하락. 2H25 미국 관세 종료 여부와 중국 소비 회복 관망
- 미국 명품주 vs. 마트주: 월마트 +6.7%, 코스트코 +11.9%, 타겟 -31.2%
- 미국 화장품: 고가 대표주 에스티로더 -15.1%, 저가 대표주 엘프 -37.0%
- 중국 소비재: 중국 정부에서 보조금을 지원했던 전기전자 관련주 샤오미 +54.1%, 임의 소비재(화장품) 관련주 프로야 +10.0%

미국 소비 관련주: 명품주 vs. 마트주



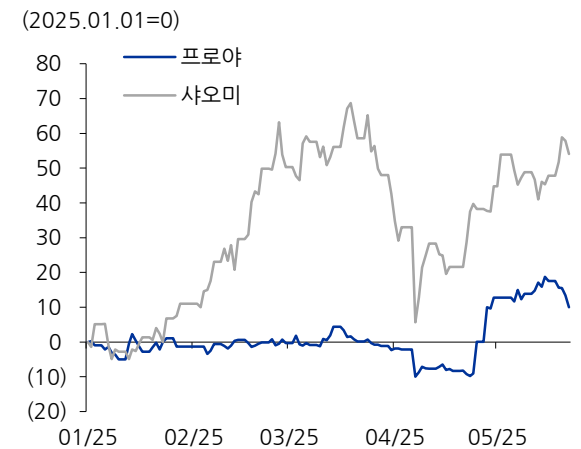
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 화장품 관련주: 에스티로더 vs. 엘프



자료: Bloomberg, 유진투자증권

중국 소비 관련주: 샤오미 vs. 프로야



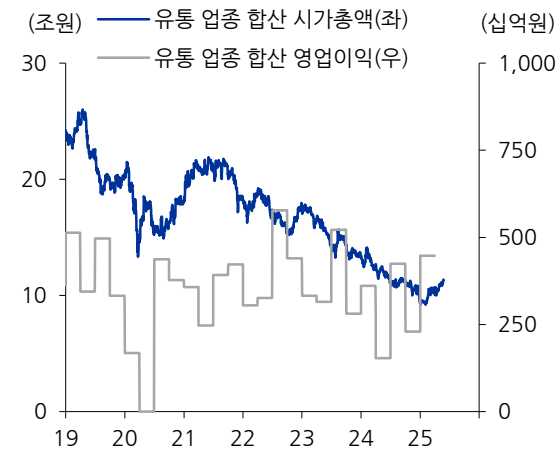
자료: Bloomberg, 유진투자증권

Overview

국내 소비재 Overview

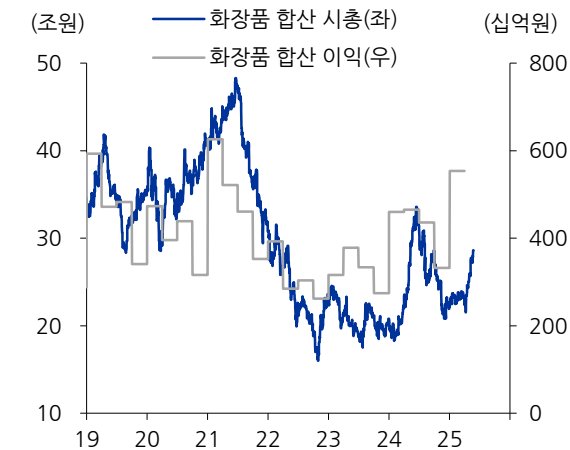
- 늘 그렇듯 어려운 국내외 환경. 1H25 정치·사회 이슈 산재하여 소비 심리 위축. 2H25 정치 리스크 및 미국발 관세 리스크 해소가 소비 촉진 요소
- 유통 합산 시총은 8.5조원 수준. 이익의 감소와 성장성 제한이 시총 하락의 이유. 고강도의 비용 효율화, 사업 다각화(온라인, 해외) 성과 중요
- 패션 합산 시총은 8.5조원 수준. 국내 소비 하락이 실적 부진 야기. 낮은 베이스로 인한 기저효과, 해외 매출 증가 기대 잔존
- 화장품 합산 시총은 25.7조원 수준. 미국 관세 반사 수혜 산업 예상으로 반등. 미국 안정적 성장,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

유통 커버리지 합산 영업이익, 시가총액 추이



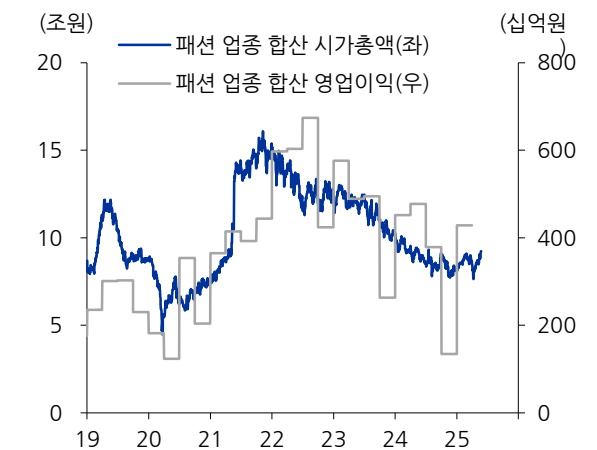
자료: QuantiWise, 유진투자증권

화장품 커버리지 합산 영업이익, 시가총액 추이



자료: QuantiWise, 유진투자증권

패션 커버리지 합산 영업이익, 시가총액 추이



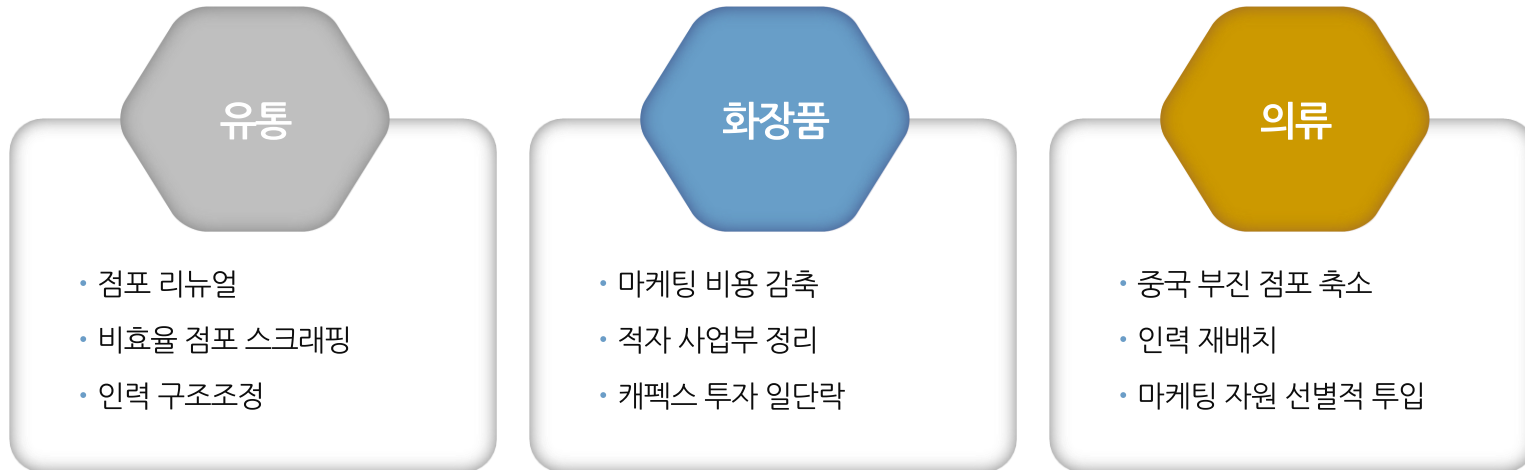
자료: QuantiWise, 유진투자증권

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, 캐פק스 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

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(아크앤텍, 챗터원)
- 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		화장품		의류	
특성화 점포		성분&제형&액세서라이즈		정체 숨기기	
저가	다이소, 노브랜드	성분·효과	나이아신아마이드, PDRN	써드브랜드	던스트(LF), 아카이브앳스(삼성물산), 구호플러스(삼성물산), LE(현대백화점)
대량	코스트코, 트레이더스	신규 제형/재질	캡슐 크림, 니들 세럼, 하이드로겔 팩		
체험	이케아, 무인양품	액세서라이즈	같은 제품을 미니 사이즈로 재출시, 혹은 키링 액세서리 제공	PB 브랜드/제품	신세계인터내셔널(자주, 텐먼스), 현대백화점 한섬(레이팩, 더한섬하우스)
테마	아크앤텍, 챗터원				

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



자료: 유진투자증권

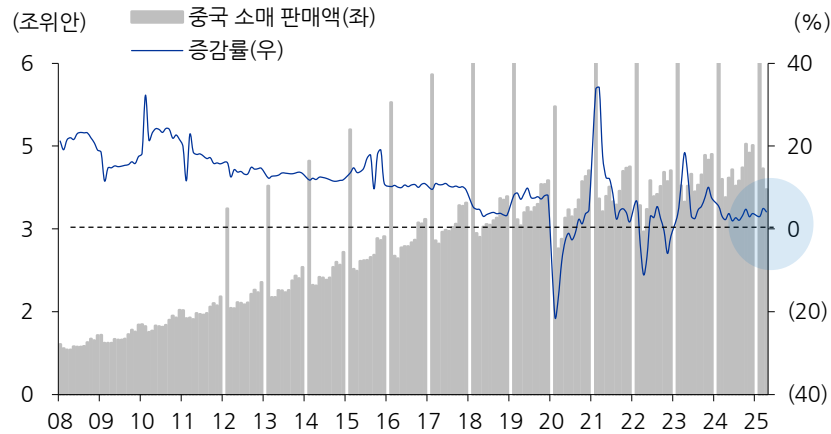
관세 영향도 低

관세 영향도 高

中 소비 회복

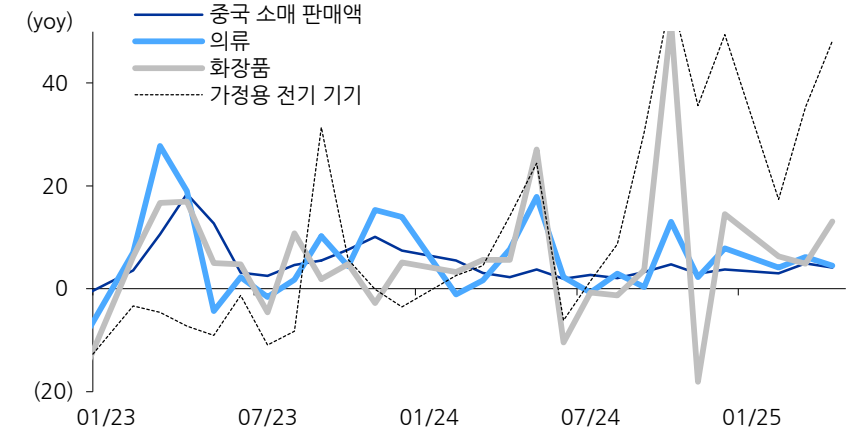
- 중국 소매 판매액은 3,717.4억달러(+4.1% yoy, +3.7% ytd)를 기록
- 상반기 정부 보조금 집행했던 전기전자 매출액이 92.6억달러로 전년대비 +48.2% yoy, +29.5% ytd 성장하며 급등
- 이에 비해 화장품 매출액은 30.6억달러(+13.1% yoy, +7.2% ytd), 의류 매출액은 107.0억달러(+4.5% yoy, +4.7% ytd)로 다소 부진
- 전기전자에 비해서는 부진했으나 하반기 정부 보조금 선수요 일단락 된 후에는 저가의 임의 소비재인 화장품, 의류의 성장 기대
- 온라인 소매 판매액: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

중국 소매 판매액 및 증감율 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

백화점

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

편의점

- 연간 매출 미드싱글 성장 전망. 과거 매장수 성장기만큼의 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%

대형 마트

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

면세점

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

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%

이슈

- 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

- 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 본부 임차형 점포 개점은 일단락되며 점포 판관비 부담 감소

- 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

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

- 티메프 사태로 이커머스 시장 내 쿠팡/네이버 양강 구도 강화
- 쿠팡은 커머스 외 연계 서비스 강화로 고객 락인 및 신규 고객 유인
- 네이버는 컬리와 협업을 통해 각 사 단점 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	11,999
	영업이익	399	506	599	52	269	247
	세전손익	326	349	246	31	255	141
	당기순이익	261	279	212	52	204	110
	EPS(원)	9,210	20,625	6,508	1,316	11,821	1,424
	PER(배)	7.6	8.4	11.9	37.1	8.6	10.4
	ROE(%)	4.7	4.8	1.2	4.0	16.3	3.7
	PBR(배)	0.3	0.4	0.1	1.5	1.3	0.4
	EV/EBITDA(배)	5.2	4.8	7.2	30.8	4.6	2.4
2026E	매출액	4,459	7,113	14,400	4,235	9,543	12,363
	영업이익	414	532	621	92	275	267
	세전손익	317	387	264	75	261	181
	당기순이익	253	310	250	92	209	145
	EPS(원)	8,959	22,883	8,621	2,340	12,095	1,643
	PER(배)	7.8	7.6	9.0	20.9	8.4	9.0
	ROE(%)	4.4	5.3	1.6	6.9	15.0	4.2
	PBR(배)	0.3	0.4	0.1	1.4	1.2	0.4
	EV/EBITDA(배)	4.9	6.2	6.7	23.2	5.2	3.9

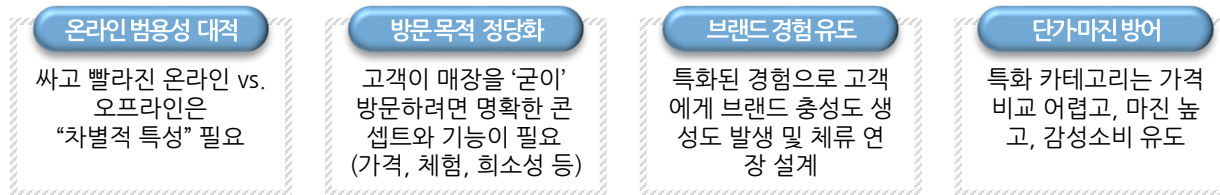
자료: 유진투자증권

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/회전을 높이면 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: 아크앤크, 챗터원, 젠틀몬스터플래그십**, 공간 자체를 브랜드 아이덴티티를 드러내거나 편집샵처럼 콘텐츠와 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	아크앤크, 챗터원	• 공간 자체를 브랜딩, 콘텐츠와 결합

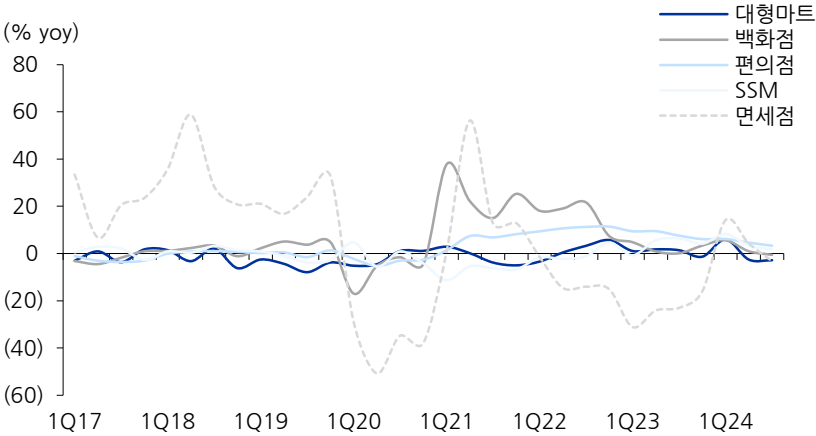
자료: 유진투자증권

유통: 업종별 성장률 추이

연간 성장률 예상

- 온라인 더블디жит 성장, 오프라인(면세 미포함) 로우싱글 성장
- 백화점, 편의점, SSM 로우싱글 성장
- 대형마트 로우싱글 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

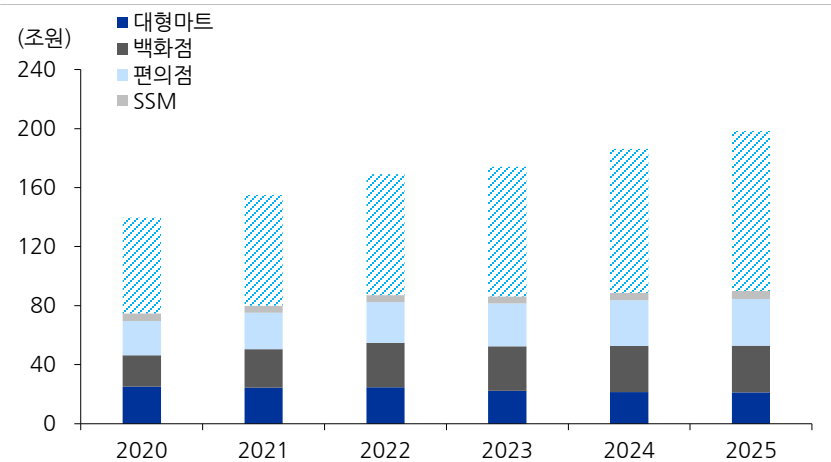
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

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
<% yoy>							
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

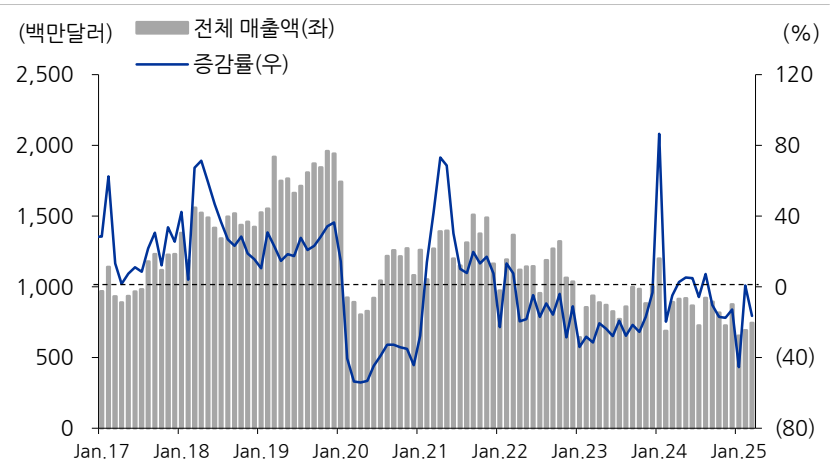
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 유진투자증권

주요 업종별 매출액 및 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

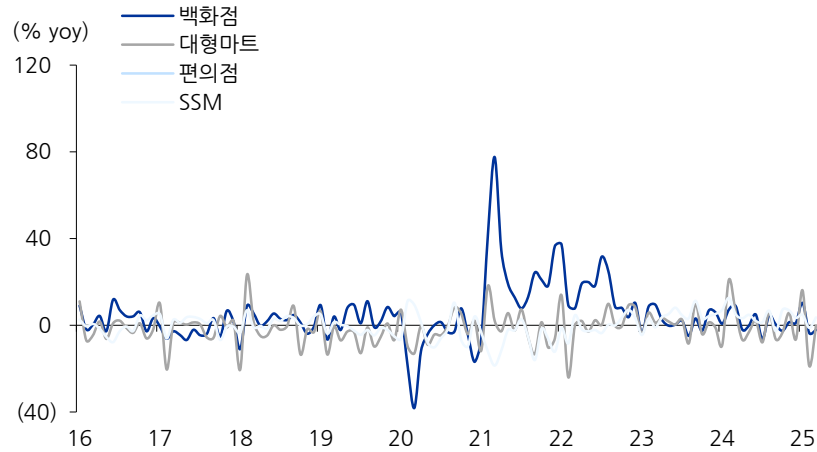
면세점 매출액 및 증감율 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

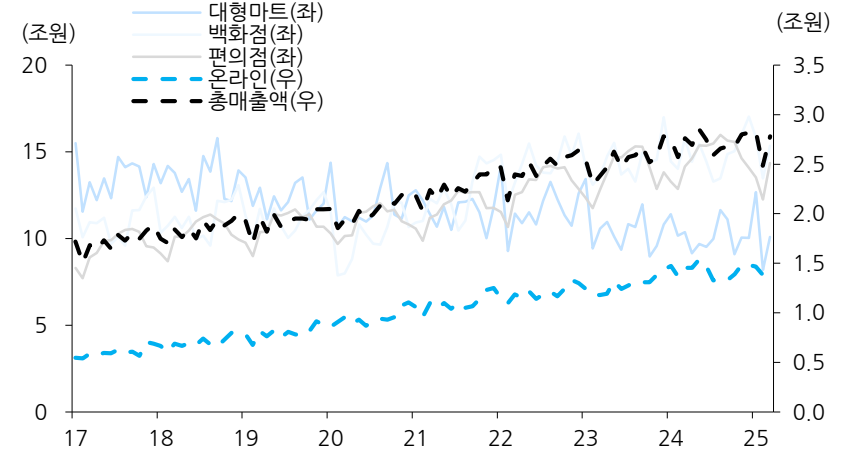
유통: 채널별 주요 CHART

유통 채널별 매출 증감율 추이



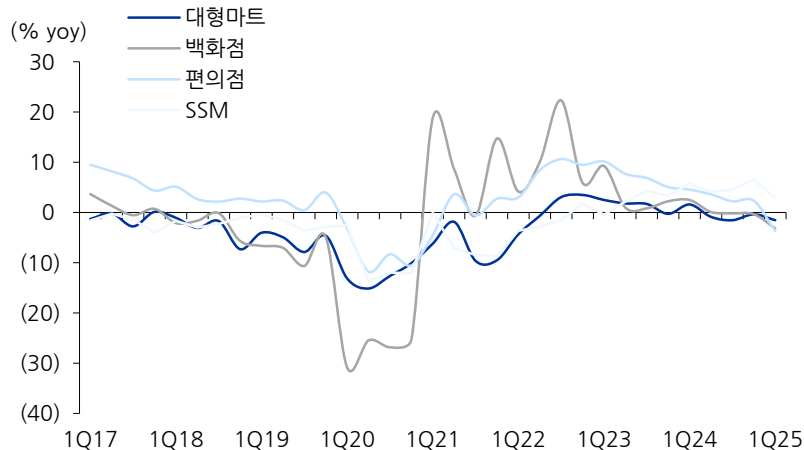
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 총매출액 추이



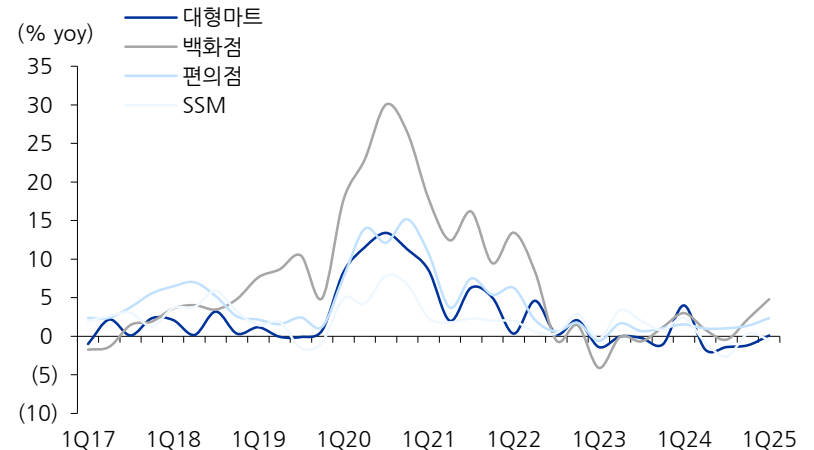
자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 구매 건수 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통 채널별 구매 단가 증감율 추이

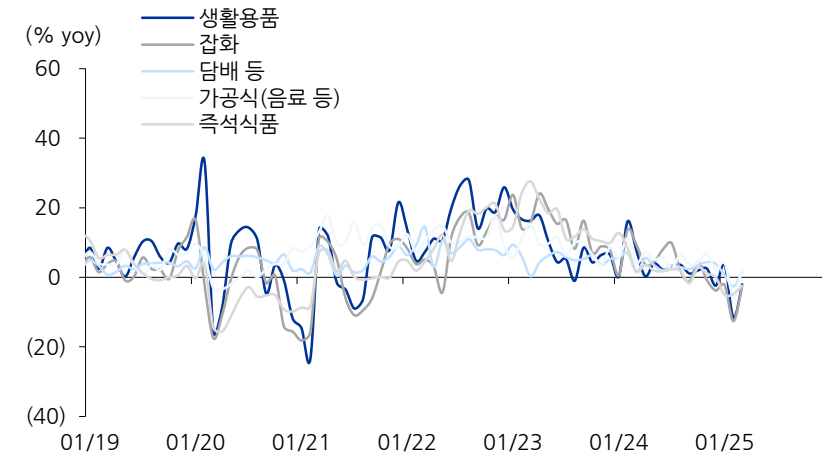


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 편의점

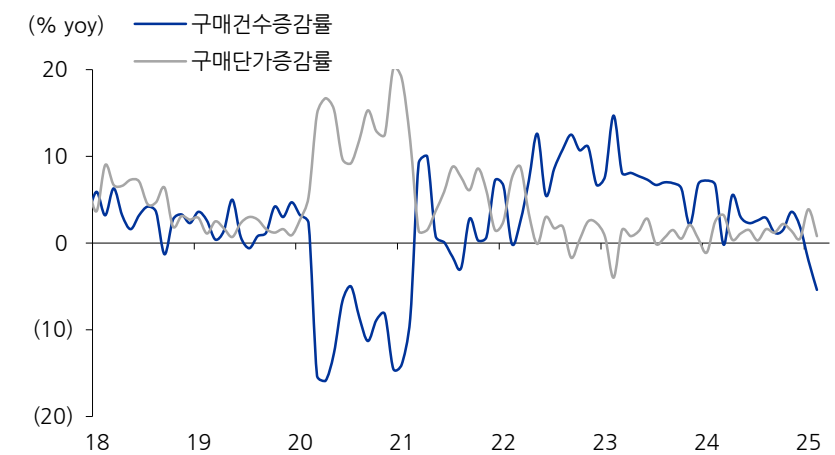
- 연간 매출 미드싱글 성장 전망. 과거 매장수 성장기 만큼의 매출 성장은 기대할 수 없으나 1~2위 대형 기업 위주의 개편 예상
- 분기별 성장률: 1분기 -0.5%, 16분기만에 역신장 시현
- 비중: 비식품 45.1%(담배 40.2%), 식품 54.9%
- P: 물가 상승이 반영되며 ASP 상승 기조. ASP 7,348원으로 전년대비 +1.8%
- Q: 전반적인 사회, 정치 이슈 대두되며 소비 심리 악화. 구매 건수 증감률 -3.7%로 13분기만에 하락하는 모습
- C: 전년 본부 임차형 점포 개점은 일단락되며 점포 관련 판관비(임차료,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

편의점 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

편의점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

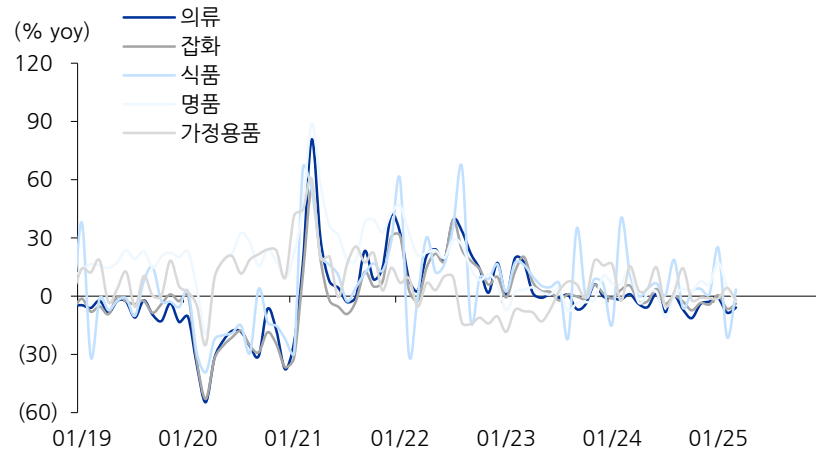


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 백화점

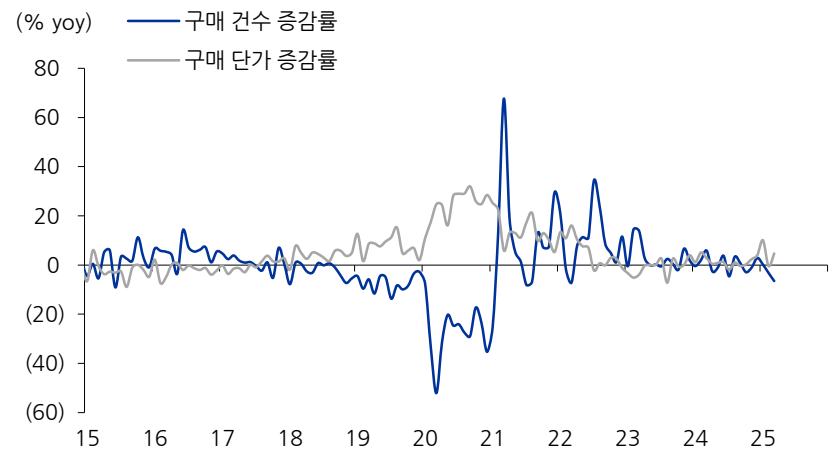
- 연간 매출 로우싱글 성장 전망. 주얼리·와치를 필두로한 하이엔드 명품과 가성비 브랜드의 양극화 매출 기조 이어질 것
- 분기별 성장률: 1분기 +1.5%, 작년 3분기부터 시작된 역신장 흐름 중단
- 비중: 명품 36.1%, 식품 14.7%, 의류 17.0%
- P: 명품의 단가 상승이 가성비 브랜드의 낮은 ASP 상쇄 예상. ASP 134,854원으로 전년대비 +2.4%
- Q: 비효율 매장 구조 조정과 상위권 매출 매장 리뉴얼로 매장수 유지
- C: 경영 효율화 및 판관비(수도광열비, 인건비, 임대료, 광고마케팅비) 감소 효과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

백화점 주요 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

백화점 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

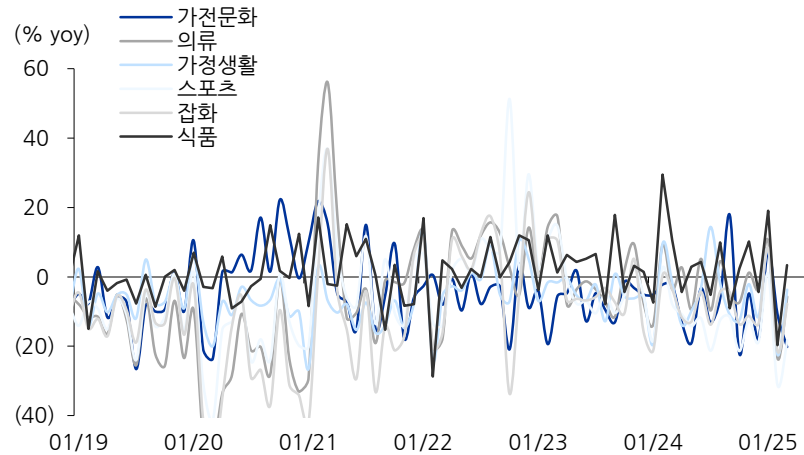


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 대형마트

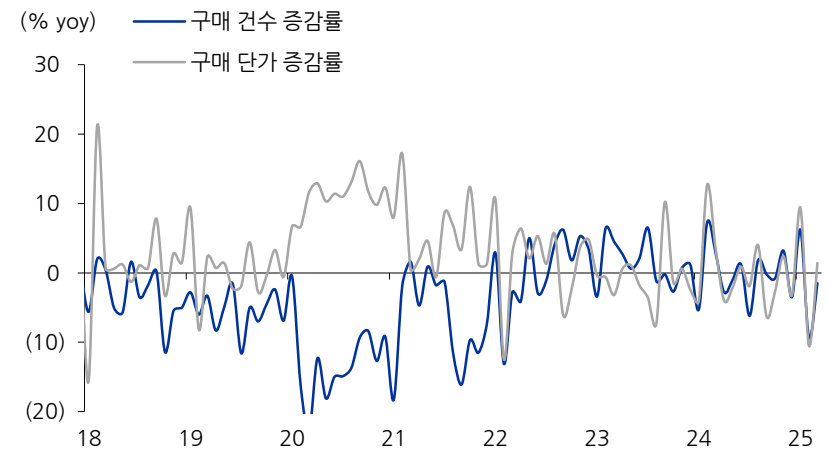
- 연간 매출 로우싱글 하락 전망. 내식 수요 증가는 긍정적이지만 홈플러스 영업 종료 매장이 늘어날수록 전체 매출에는 악영향
- 분기별 성장률: 1분기 -1.0%, 전년 높은 기저 영향 작용
- 비중: 식품 70.8%, 생활용품 11.0%, 가전 9.0%, 의류 2.9%
- P: ASP는 52,838원으로 전년대비 +0.4%
- Q: 업계의 비효율 점포 스크래핑 및 리뉴얼 오픈 지속
- C: 비효율 점포 영업 종료와 대규모 인력 구조 조정 효과 관망

대형마트 카테고리별 매출액 증감율 추이



자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

대형마트 구매 건수, 구매단가 증감율 추이

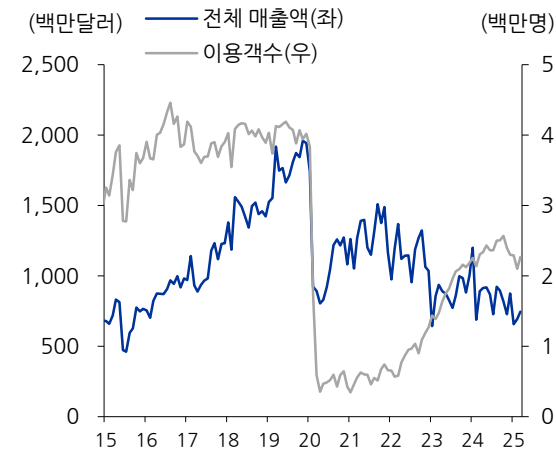


자료: 산업통상자원부, 유진투자증권

유통: 면세점

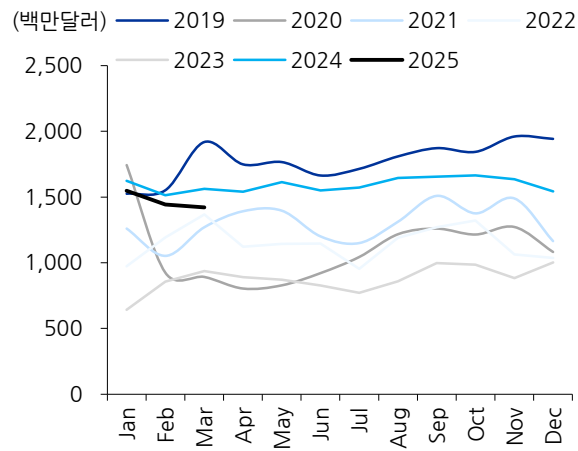
- 연간 매출 미드싱글 하락 전망. 대형 면세 기업 중 일부 작년부터 타이공 고객에 대응하지 않아 매출 외형에 타격
- 분기별 성장률: 1분기 -24.6%. 전년 높은 기저(1Q24 +14.1%) 영향으로 큰 폭 하락
- 1분기 매출액 20.9억달러(-24.6% 이하 yoy). 내국인 5.0억달러(-12.7%), 외국인 15.8억달러(-27.8%)
- 시내 면세점 15.8억달러(-30.2%), 출국 면세점 4.3억달러(+9.1%)
- P: 내국인 객단가는 소폭 하락, 외국인 객단가는 큰폭 하락. YTD ASP 내국인 114달러, 외국인 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



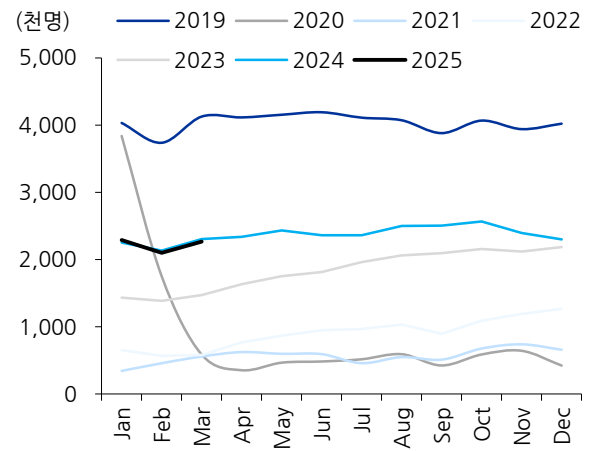
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 월별 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 월별 이용객 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

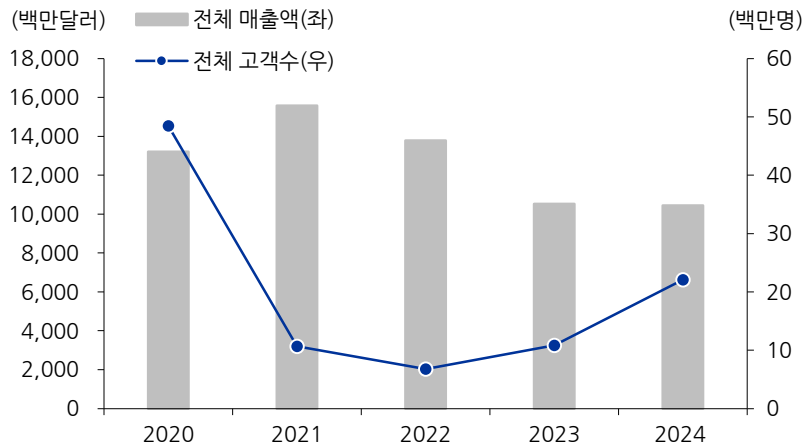
유통: 면세점

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)

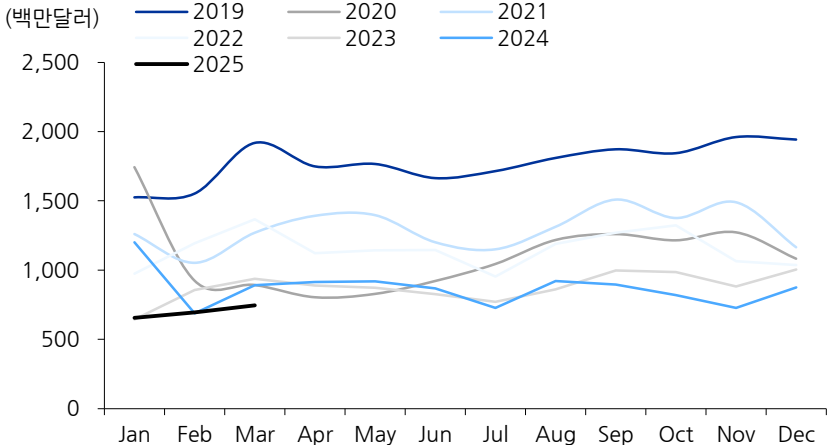
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 매출액 및 고객수 추정



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

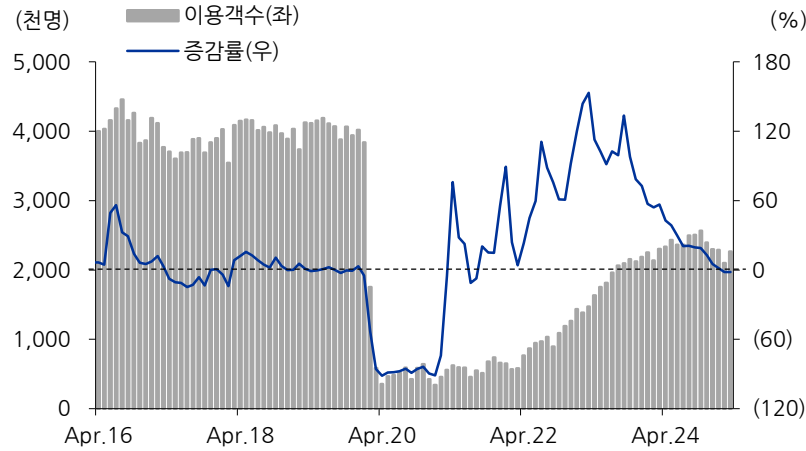
면세점 월별 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

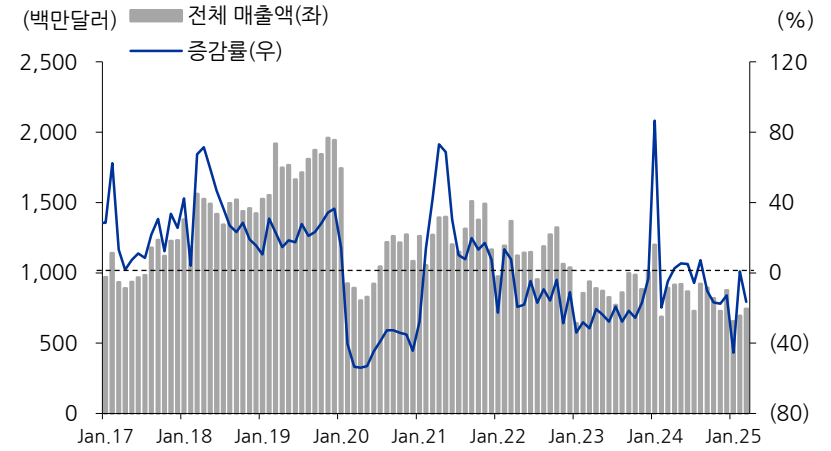
유통: 면세점 관련 CHART

면세점 이용객수 증감을 추이



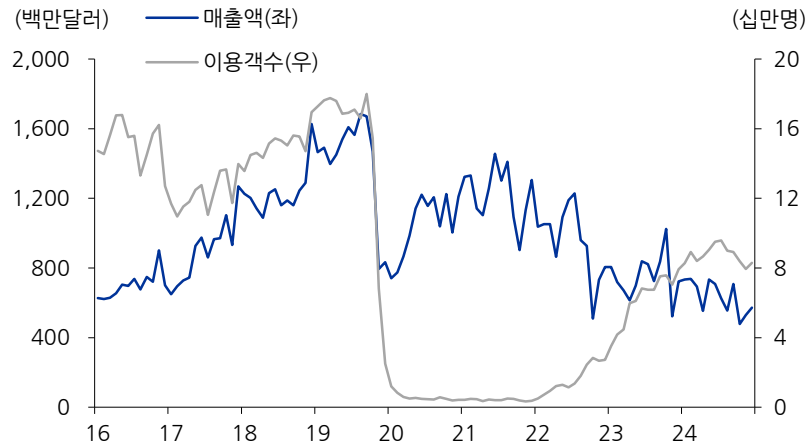
자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

면세점 매출액 증감을 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

시내 면세점 고객수 및 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

출국장 면세점 고객수 및 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 유진투자증권

유통: 온라인

- 연간 매출 더블디жит 성장 전망. 온라인 채널 선호 지속
- 분기별 성장률: 1분기 +14.8%, 6분기 연속 더블디жит 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 줄줄히 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

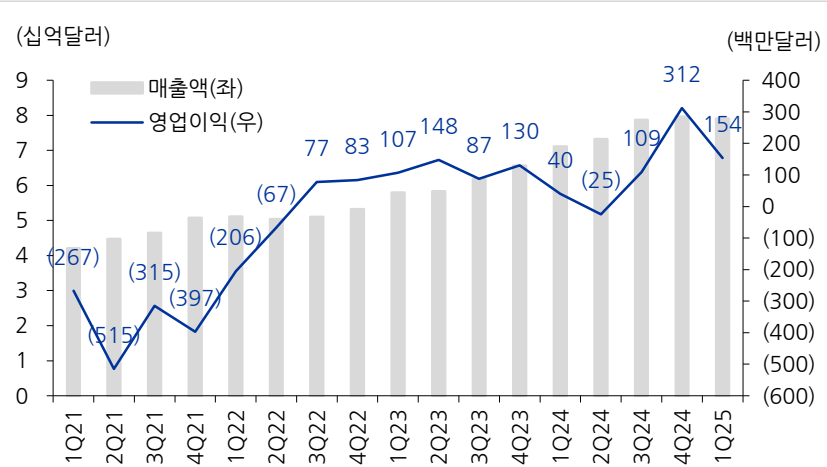
기업		사업 종료 시기	상세
캐치패션	럭셔리 제품 판매 플랫폼	2024.03	<ul style="list-style-type: none">▪ 2019년 설립 이후 2년만에 누적 GMV 800억원 달성▪ 21년까지 약 380억원의 투자 유치▪ 22년, 추가 투자유치 불발과 영업환경 악화로 매출 40억, 영업적자 69억원 기록▪ 24년 3월 서비스 종료
발란	럭셔리 제품 판매 플랫폼	2025.03 (기업회생 신청)	<ul style="list-style-type: none">▪ 15년 설립 이후 지속적인 적자 기록▪ 23년 GMV 4,000억 달성하였으나 매출 392억, 영업적자 100억원 기록▪ 최근 입점사에 지급해야할 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	문구 소품 쇼핑몰	2024.06	<ul style="list-style-type: none">▪ 정산 없이 폐업 후 잠적
알렛츠	인테리어, 가구 및 가전제품 판매 플랫폼	2024.08	<ul style="list-style-type: none">▪ 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

자료: 언론종합, 유진투자증권

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 컬리와 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

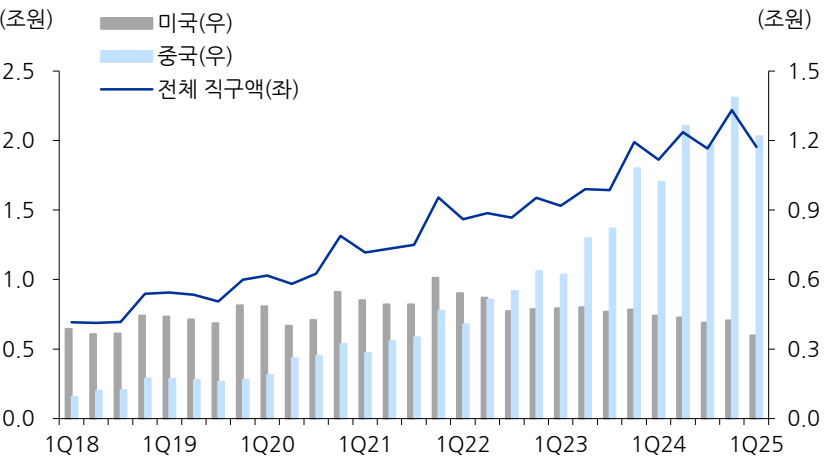
구 분	기존 단점	협업을 통한 보완
트래픽 및 검색 유입	자체 앱/웹 트래픽은 제한적, 사용자 유입에 한계	네이버 검색, 쇼핑 탭 통해 노출 증가 및 신규 유입 확보
마케팅/광고 효율	높은 고객획득비용 → 마케팅 비용 부담	네이버 생태계 내 광고/노출 채널 통한 효율적 고객 획득
사업 다변화	컬리 단독 플랫폼 중심 구조, 외부 채널 확장 부족	네이버 스마트스토어 입점으로 새로운 판매 채널 확보
수익성 문제	IPO 불발 후 재무 안정성 이슈 존재	네이버와의 시너지로 매출 확대 및 재무 안정성 회복 기대

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 더블디жит 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

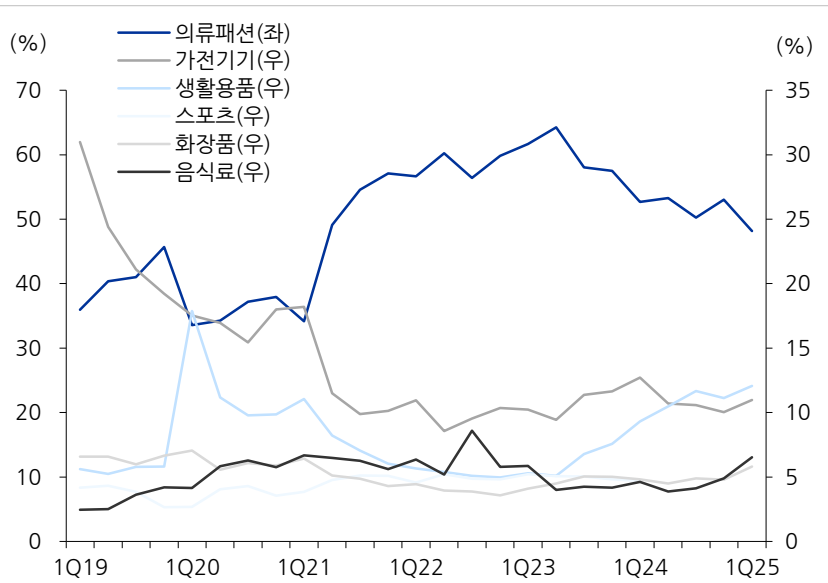
- 2025년 1분기 중국 직구 품목 1위는 의류패션, 2위 생활용품, 3위 가전
- 직구 금액: 의류패션 5,879억원(비중 48%), 생활용품 1,473억원(비중 12%), 가전 1400억원(비중 11%)
- 의류의 비중 압도적이지만 타 카테고리 신장하면서 비중은 감소 흐름
- 직구액에는 중국 이커머스에서 구매하여 판매하는 소매상(SNS, 오픈마켓) 매출 포함된 것으로 추정

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



자료: KOSIS, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

03

화장품 산업

화장품 산업 Quick View

- 패션 산업별 매출 성장 전망: ODM > 브랜드

이슈 I

브랜드

- 1) 선케어 제품의 여름 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
 - 액세서라이즈화: 같은 제품을 미니 사이즈로 재출시 혹은 키링 같은 사은품 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 캐파는 각각 9,880만개, 1억 8,800만개(현 캐파 연 3,000만개 기준 1Q25 캐파 9,800만개)

화장품 기업 Quick View

Top pick: 한국콜마, 아모레퍼시픽

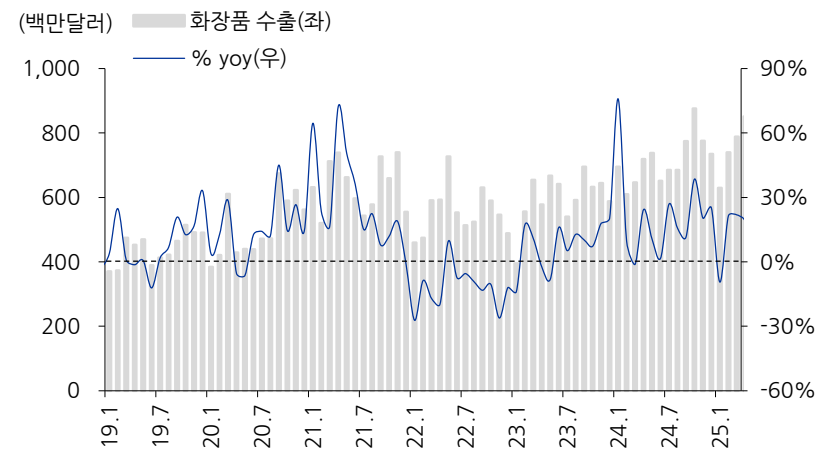
(원, 십억원, %)		한국콜마	코스맥스	아모레퍼시픽	LG생활건강
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		115,000원 -	270,000원 ▲	170,000원 ▼	420,000원 -
현재주가		83,900원	207,500원	136,300원	324,500원
2025E	매출액	2,756	2,516	4,292	6,843
	영업이익	254	221	400	496
	세전손익	206	181	422	456
	당기순이익	169	144	348	319
	EPS(원)	5,530	11,009	6,008	17,987
	PER(배)	15.2	18.8	22.7	18.0
	ROE(%)	15.3	25.6	6.5	4.9
	PBR(배)	2.2	4.7	1.7	1.0
	EV/EBITDA(배)	8.5	10.1	15.5	7.3
2026E	매출액	3,019	2,748	4,462	7,099
	영업이익	294	252	418	518
	세전손익	244	209	442	479
	당기순이익	200	167	354	335
	EPS(원)	6,770	13,619	6,267	19,967
	PER(배)	12.4	15.2	21.8	16.3
	ROE(%)	16.3	27.3	6.5	5.3
	PBR(배)	1.9	3.7	1.6	0.9
	EV/EBITDA(배)	7.7	9.0	15.3	6.7

화장품: 브랜드

K-Beauty 누가 지겹대?

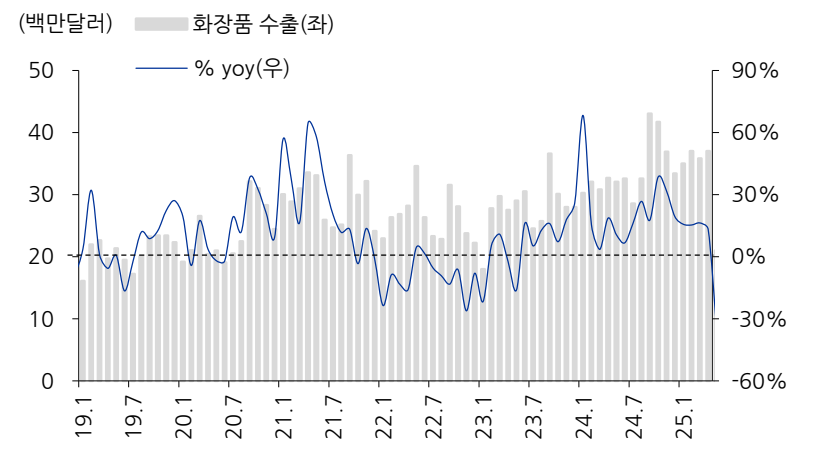
- 사재기 이슈는 K-Beauty에 대한 관심 척도라고 판단. 미국에서 한국 화장품의 가격 상승 전 사재기 수요 있다는 뉴스 나왔지만 확인은 어려움
- K-Beauty는 단기적 트렌드 보다는 Beauty의 한 카테고리로서 자리잡고 있다는 판단. 구글트렌드에 관련 키워드 추세는 계속 우상향. 특히 한국의 스킨케어 트렌드, 성분, 제형은 여전히 유행을 선도하고 있음. Glass skin, Glossy Lip, 미용기기 등
- 선크어 제품 여름 성수기 도래. 기온이 오르고 야외 활동이 늘어남에 따라 자외선 차단 수요 높아짐. 작년부터 시즈널리티를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

한국 화장품 월별 수출액 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

한국 화장품 월별 일평균 수출액 추이



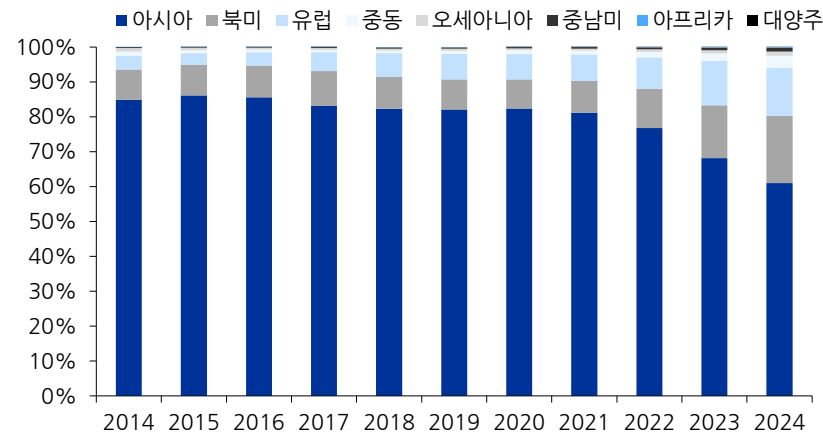
자료: TRASS, 유진투자증권

화장품: 브랜드

K-Beauty Anywhere

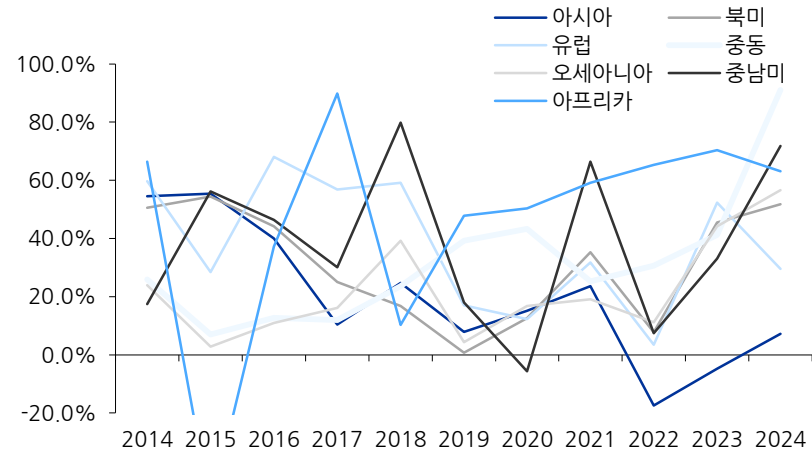
- 한국 화장품의 인기는 아시아를 넘어서 북미, 유럽, 중동까지 다각화 되고 있음
- 2024년 한국 화장품 수출액 국가별 비중은 아시아 61%, 북미 19%, 유럽 14%, 중동 3%, 오세아니아 1.3% 중남미 1.0%, 아프리카 0.3%
- 2019년 비중과 비교 시, 아시아는 중국 영향으로 -21% 했으나 북미는 +11%, 유럽은 +6%, 중동 +2%, 오세아니아 +1% 기록
- 화장품 수출액 국가별 성장률 역시 아시아를 제외하고는 모두 성장 추세

연간 화장품 수출액 국가별 비중 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

연간 화장품 수출액 국가별 성장률 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)
나이아신아마이드	<ul style="list-style-type: none"> 모공축소 미백 여드름 개선 	<ul style="list-style-type: none"> 나이아신아마이드10%+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

액세서라이즈



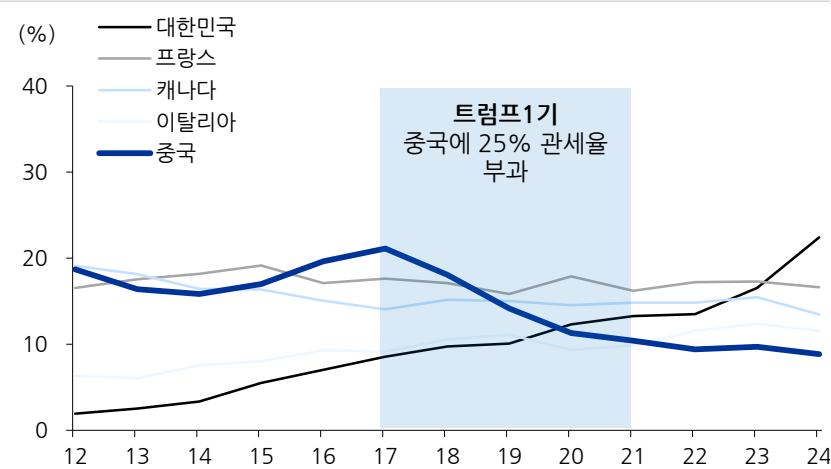
자료: 언론종합, 유진투자증권

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-컬처의 위력과 미중 분쟁 상황 아래 더 빠른 시장점유율 확대 기대
- 미국에 진출한 한국 화장품은 기능과 제품력을 강조하며 성장했기에 소품의 가격 상승에도 방어력이 존재. 화장품은 미국 수입품 중 비교적 브랜드 충성도와 기능성 중심의 소비재로, 가격 상승만으로 수요가 꺾이지는 않는 특성 존재

미국 화장품 수입액 국가별 비중 추이



자료: TRASS, 유진투자증권

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

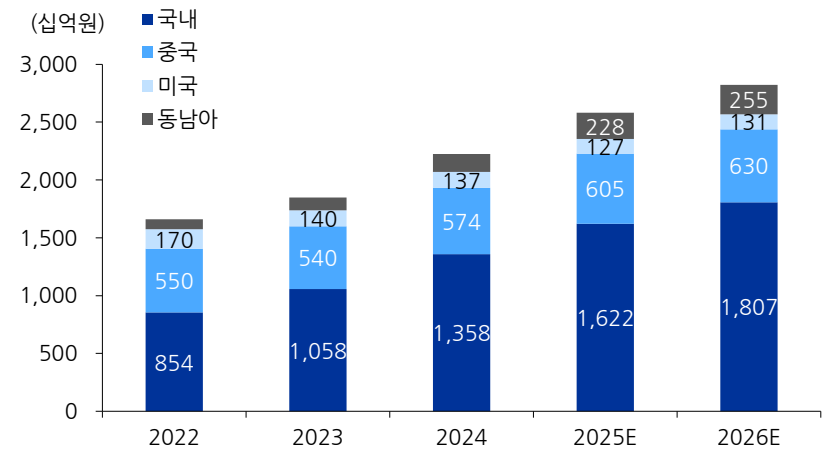
자료: 언론종합, 유진투자증권

화장품: ODM

미국 관세 부과 대응

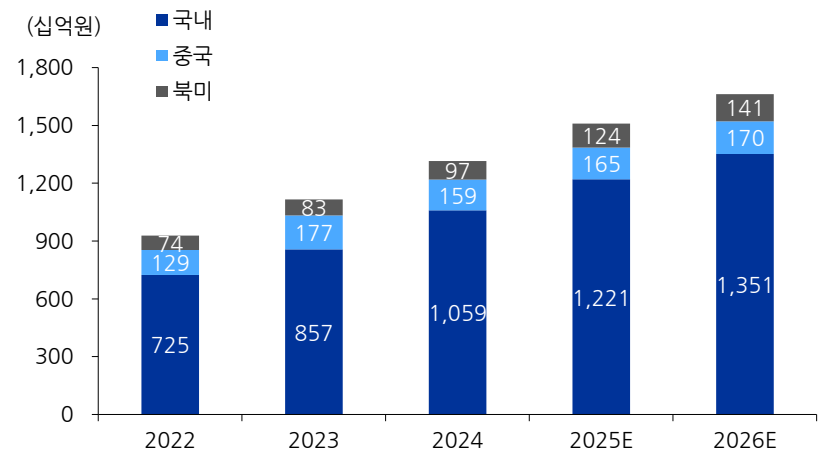
- 미국 정부가 한국 화장품에 부과한 관세율은 10%. 발표 직후 한국 화장품 주가 출렁였으나 1분기 호실적과 2분기~하반기의 긍정적인 실적 톤 언급 후 주가는 발표 직후 대비 상승
- 화장품 ODM들의 대미 수출 실적은 브랜드사만큼 직접 드러나진 않지만, 간접적으로 크게 성장. 트럼프 1기 미·중 무역분쟁 이후 중국을 대체할 생산지로 한국이 부상하면서 미국향 주문이 증가. 코스맥스는 17년~18년 평균 28% 성장, 한국콜마는 동기간 29% 성장
- 한국 ODM 기업들은 미국 현지 생산으로 판로를 확보하여 매출 가시성을 높이고 신규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

코스맥스 국가별 매출액 추이



자료: 코스맥스, 유진투자증권

한국콜마 국가별 매출액 추이



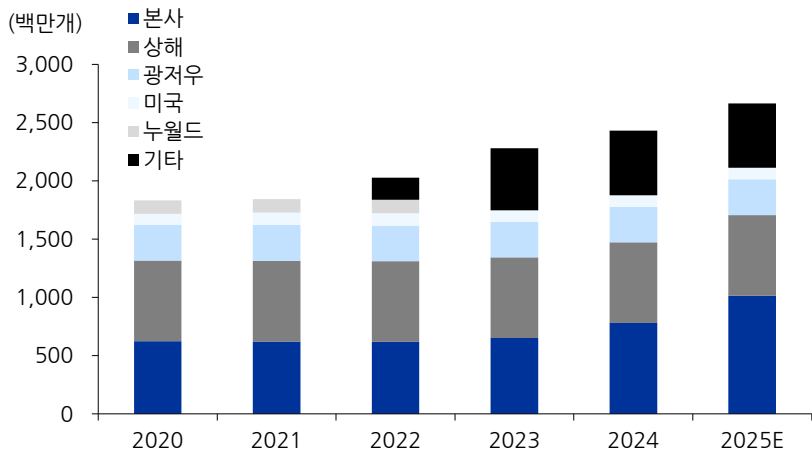
자료: 한국콜마, 유진투자증권

화장품: ODM

미국 현지 생산 기지 확보

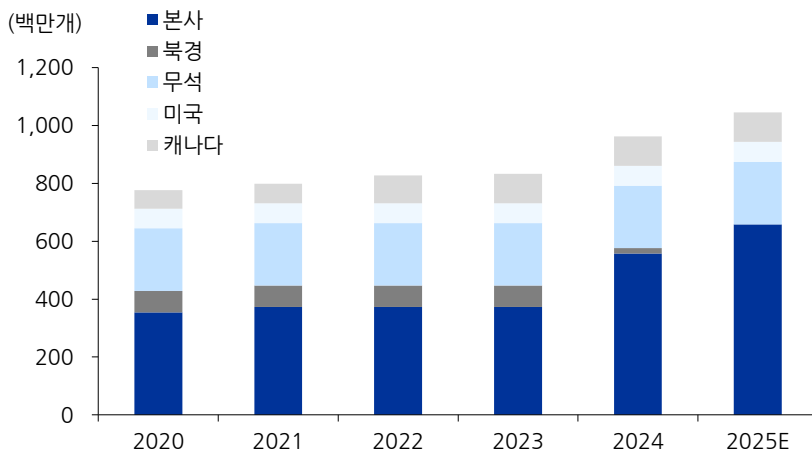
- 한국발 인디 브랜드의 해외 매출 확대 지속되고 있는데 한국 ODM 상위 고객사에서 레거시 브랜드의 비중 낮추고 차트인 할 정도로 급성장 중
- 한국콜마의 자동화 설비에 공들인 미국 제2공장은 25년 6월 가동 예정. 펜실베니아에 위치, 캐파는 약 1.5억만개로 자동화율이 약 80~90%로 생산 단가 크게 낮출 수 있을 것. 또한 자체 물류 창고를 구축해서 물류에서 발생하는 보관 비용, 소요 시간 절감 가능. 기존 제1공장 캐파는 약 1.63억개로 펜실베니아에 위치
- 4월 초 미국의 관세 정책 발표 후 한국 대형 ODM 미국 법인에 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 캐파는 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 49.6조원 기록(+2.3% yoy)하며 4년 연속 성장하지만 경쟁은 지속 심화중
- 2) 최근 의류 기업들의 전략
 - 씨드 브랜드 위장
 - PB 브랜드/제품 출시

이슈 II

- 1) 브랜드 기업의 해외 진출 시작 및 실적 가시화. 매출 1,000억원 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) 휠라, F&F 정도가 일정 수준의 해외 실적 발생. 브랜드엑스코퍼레이션, 더네이처홀딩스, 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 소비자 기업/의류 OEM 주가는 출렁했으나 각국 협의 노력으로 최저점 통과 중

패션 기업 Quick View

Top pick: F&F / 차선후주: 브랜드엑스코퍼레이션

(원, 십억원, %)		F&F	화승엔터프라이즈	한세실업
투자의견		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
2026E	EV/EBITDA(배)	5.5	1.8	2.0
	매출액	2,085	2,112	1,968
	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) 씨드 브랜드 위장, 2) PB 브랜드/제품 출시
- 1) 씨드 브랜드 위장: 최근 인기를 얻고 있는 브랜드 중 일부는 대기업에서 운영. 대형사들의 고루한 이미지를 탈피하고 젊은 고객층에게 소구되기 위한 노력. 던스트(LF), 아카이브앳스(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. 신세계인터내셔널(자주, 텐먼스), 현대백화점 한섬(레이택, 더한섬하우스)

대형 의류 기업들의 씨드 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
아카이브앳스	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 타겟. 온라인 전용 중심 전개
비온드클로젯	고태용 디자이너 CJ/롯데와 유통 협업	디자이너 기반의 감성 브랜드, 대형 유통망과의 협업. 캐릭터 그래픽과 윌트 강점

자료: 언론종합, 유진투자증권

대형 의류 기업들의 PB 브랜드 전개

운영사	브랜드명	개요 및 특징	타겟
신세계 인터내셔널	텐먼스	미니멀한 감성의 여성 캐주얼 PB 브랜드. 온라인 전용으로 전개되며, 기본에 충실한 아이템 구성	2030 여성
	자주	생활용품 브랜드지만, 속옷, 양말, 홈웨어 등 데일리 의류 제품 포함. SPA형 구조로 가성비 지향	전 연령
현대백화점 한섬	레이택	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 휠라, 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, 더네이처홀딩스 진출 후 답보 상태
- 휠라의 3마(마르디메크르디, 마리떼프랑소와, 마뎡킴)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
휠라홀딩스	FILA(ANTA JV)	2009	378	1,981	1,981	미정
	마르디메크르디 마리떼프랑소와 마뎡킴 R&R 레이브	2024	-	마르디 9 - -	50	미정
			-			
			-			
브랜드엑스코퍼레이션	젝시믹스	2024/7	22	8	10	50
더네이처홀딩스	내셔널지오그래픽	2023/7	-	6	6	50
감성코퍼레이션	스노우피크	2023/12	-	1	-	미정


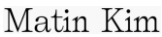



자료: 각 사, 유진투자증권
주: 휠라 중국 매출은 DSF(로열티) 금액/ 중국은 홍콩, 대만 제외한 본토 기준

I. 패션 브랜드

한국 화장품의 발자국을 따라가는 한국 인디 패션 브랜드

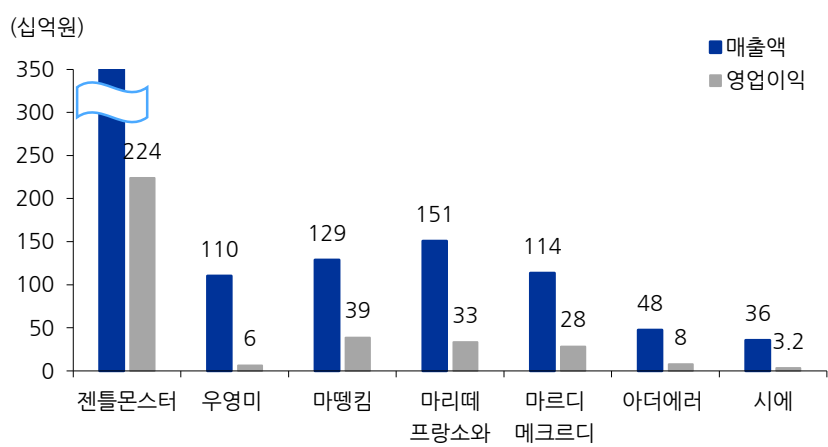
- 국내의 안정적인 매출을 바탕으로 해외로 진출하는 비상장 인디 브랜드 다수. 화장품 극초기와 비슷한 모습으로 매출다각화 및 성장 확보 긍정적
- 젤몬스터: 해외에서 인지도 가장 높은 국내 자체 브랜드. 2024년 해외 매출 비중 40%. 국내외 브랜드력 여전하므로 높은 영업이익률 유지중
- 마르디메크르디: 2024년 매출 1,138억원, 영업이익 282억원 기록. 국내 2개, 해외 10개 오픈 예정(현재 해외 39개 운영중)
- 마리떼프랑소와: 2024년 매출 1,507억원, 영업이익 335억원 기록. 국내/해외 합산 47개 오픈 예정(해외 상반기 7개, 하반기 7개 오픈 예정)
- 마뎡킴: 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)
젤몬스터	아이아이컴바인드		789.1	223.9
우영미	썸리드		110.3	6.2
마뎡킴	하고하우스		128.7	38.7
마리떼프랑소와	레이어		150.7	33.5
마르디메크르디	피스피스스튜디오		113.8	28.2
아더에러	파이브스페이스		47.5	7.9
시에	시즌리스		35.6	3.2

자료: 각 사, 유진투자증권
주: 젤몬스터 외 별도 기준 실적

패션 브랜드 2024년 매출액 및 영업이익



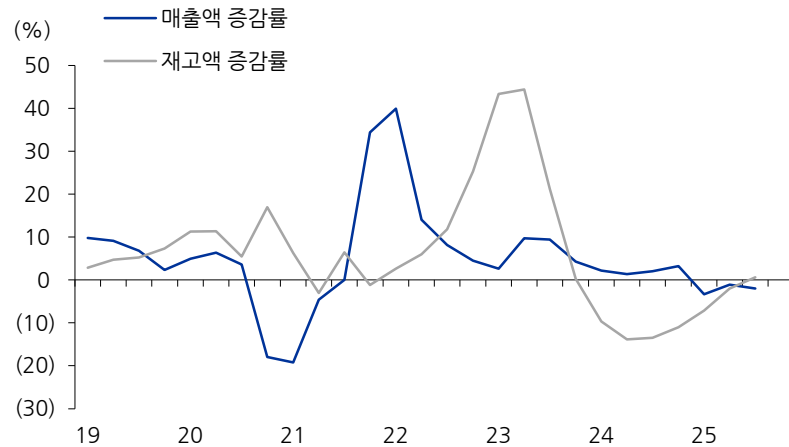
자료: 각 사, 유진투자증권

II. 패션 OEM

반등 기회 노리기

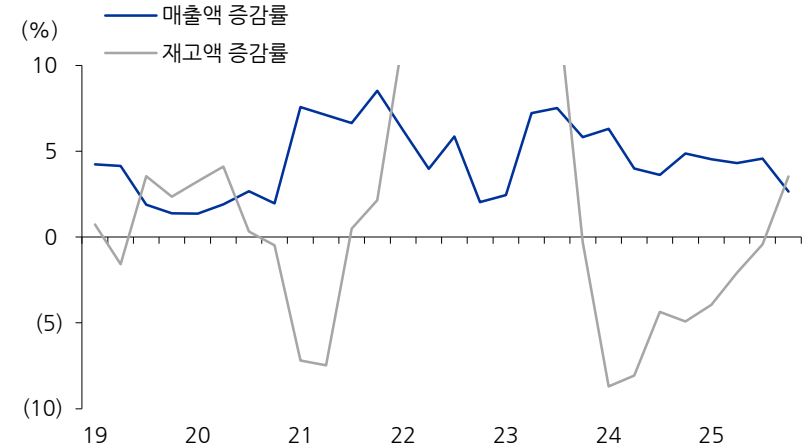
- 전방 시장인 글로벌 의류 전망은 아직 난항. 관세 협상 일단락되었으나 잔존 리스크로 재고 대규모 수주 힘들.
- Walmart(4Q25 컨콜): We have to acknowledge that we are in an uncertain time. And we don't want to get out over our skis here
- Target(4Q25 컨콜): Persistent economic uncertainty has consumers taking a cautious approach to spending, particularly 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 소비재 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	미국매출비중	생산국가	대응 전략
한세실업	약 90%	베트남 40%, 중미 50%	중미 비중 확대, Texolini 활용, 바이어와 관세 분담 협상
영원무역	약 30%	방글라데시 중심	유럽 거래선 확대, 방글라데시 외 생산지 확보 추진
화승엔터	약 20%	베트남 50%, 인도네시아 40%, 중국 10%	인도네시아 생산 비중 확대, 미국 유럽 수출 확대
세아상역	약 60%	베트남, 방글라데시, 아이티	아이티 생산 확대, 유럽 바이어 확대, 필요 시 신규 투자

자료: 각 사, 유진투자증권

미국 트럼프 정부의 국가별 관세

	1기	4/2 발표 상호관세율	현재 관세	국가별 대응 상황
한국	-	25%	10%	7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중
대만	-	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
과테말라	-	10%	10%	7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중
캄보디아	-	49%	10%	7월 8일 이전 상호관세 면제 위해 협상 진행 중
인도	-	26%	10%	7월 8일까지 임시 무역 협정 체결 예정 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

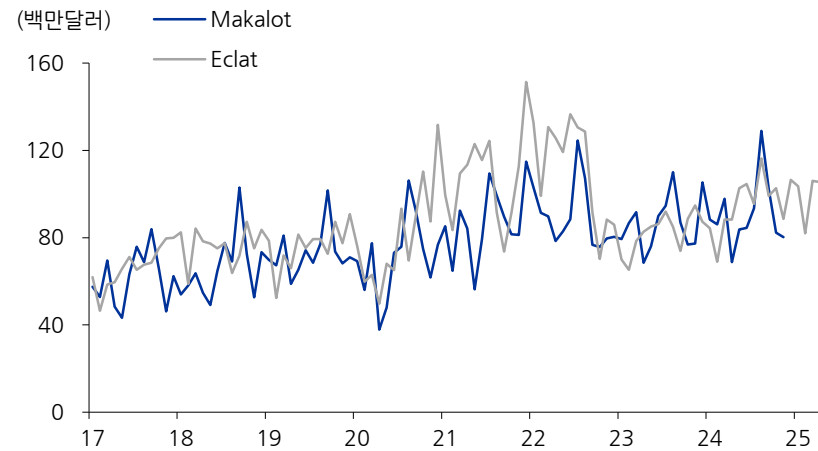
자료: 언론종합, 유진투자증권

II. 패션 OEM

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

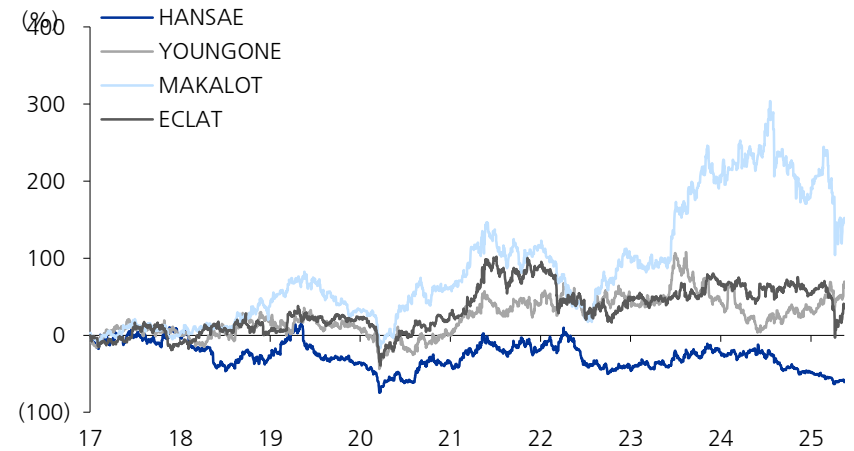
- Makalot 1월 증감율 +23.2%(1월 이후 발표 없음), Eclat 4월 누적 증감율 +20.4%
- Pouchen 4월 누적 증감율 +3.8%, Yueyuen 4월 누적 증감율 +1.2%
- 한세실업은 Makalot과 바이어(Walmart, Target, Kohl's, H&M, Fast Retailing) 공유/ Uniqlo 비공유
- 영원무역은 Eclat과 바이어(Lululemon, Under Armour) 공유
- 화승엔터프라이즈는 Pouchen, Yueyuen과 바이어(Adidas) 공유

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	Feng Tay
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 턴어라운드 예상. 더현대서울점 임차료 구조에 따른 기저 부담은 2분기부터 상쇄
- 면세점: 면세 산업 경쟁 강도 완화로 대량 판매 마진을 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	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전	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
비유동이자부채	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
자배지분	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)
비자배지분	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
자산상각비	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
기타영업외손익	(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(%)	적전	적지	흑전	(2.7)	33.3
지배주주지분	(80)	(36)	208	203	270
증가율(%)	적전	적지	흑전	(2.7)	33.3
비지배지분	40	35	52	51	68
EPS(원)	(3,409)	(1,589)	9,210	8,959	11,944
증가율(%)	적전	적지	흑전	(2.7)	33.3
수정EPS(원)	(3,409)	(1,589)	9,210	8,959	11,944
증가율(%)	적전	적지	흑전	(2.7)	33.3

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/자기자본	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 단가 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
인터내셔널	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
인터내셔널	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
인터내셔널	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
비유동이자부채	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
자배지분	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)
비자배지분	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
자산상각비	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)
기타영업외손익	(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
지배주주지분	225	108	203	225	248
증가율(%)	(44.6)	(52.1)	88.4	10.9	10.0
비지배지분	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)	(5.4)	(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	4.0	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
비유동이자부채	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
자배지분	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
비자배지분	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
자산상각비	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
기타영업외손익	(1)	(1,136)	50	38	74
세전순이익	184	(1,021)	246	264	336
증가율(%)	흑전	적전	흑전	7.2	27.6
법인세비용	15	(27)	34	13	17
당기순이익	169	(994)	212	250	319
증가율(%)	흑전	적전	흑전	18.3	27.6
지배주주지분	174	(968)	184	244	311
증가율(%)	흑전	적전	흑전	32.5	27.6
비지배지분	(5)	(26)	28	6	8
EPS(원)	6,165	(34,219)	6,508	8,621	11,003
증가율(%)	흑전	적전	흑전	32.5	27.6
수정EPS(원)	6,165	(34,219)	6,508	8,621	11,003
증가율(%)	흑전	적전	흑전	32.5	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(%)					
영업이익율	3.5	3.4	4.2	4.3	4.4
EBITDA이익율	11.6	11.4	13.3	13.6	13.3
순이익율	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 할인을 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 가능성이 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
비유동이자부채	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
자배지분	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
비자배지분	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
자산상각비	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)
기타영업외손익	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
지배주주지분	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
- 건식, 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
비유동이자부채	911	881	881	881	881
기타	42	41	43	45	47
자본총계	1,074	1,184	1,326	1,464	1,613
자배지분	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
비자배지분	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
자산상각비	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)
기타영업외손익	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
지배주주지분	196	195	204	209	222
증가율(%)	1.2	(0.3)	4.7	2.3	6.1
비지배자분	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 기존점 성장률 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
%	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
%	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
%	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
%	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
%	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
%	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
비유동이자부채	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
자배지분	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)
비자배지분	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
자산상각비	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)
기타영업외손익	(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
지배주주지분	18	3	119	137	156
증가율(%)	(56.3)	(85.6)	4,573.1	15.4	13.7
비지배지분	4	7	(9)	7	8
EPS(원)	169	30	1,424	1,643	1,869
증가율(%)	(56.3)	(82.0)	4,573.1	15.4	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
비유동이자부채	319	178	178	178	178
기타	263	246	256	266	277
자본총계	5,549	5,686	5,926	6,174	6,440
자배지분	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)
비자배지분	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
자산상각비	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
자본비용	10	6	5	5	5
기타영업외손익	(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
지배주주지분	143	189	281	312	332
증가율(%)	(39.7)	32.5	48.5	11.0	6.6
비지배지분	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
비유동이자부채	51	73	66	66	66
기타	150	289	290	302	315
자본총계	4,873	5,326	5,598	5,881	6,186
자배지분	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)
비자배지분	(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)
자산상각비	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
현금 증감	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)
기타영업외손익	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
지배주주지분	180	593	351	367	396
증가율(%)	33.9	229.4	(40.8)	4.3	8.1
비지배지분	(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	흑전	흑전	흑전	흑전	-23.3	107.5	적전	72.2	-6.5	1.0	적지	흑전	흑전	-17.9	흑전
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연우	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	흑전	적지	-2.5	-26.9	적지	적지	-0.5	0.8	흑전	-95.7	적전	흑전	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
비유동이자부채	249	352	352	362	362
기타	58	54	56	58	60
자본총계	1,419	1,506	1,621	1,764	1,921
자배지분	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
비자배지분	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
자산상각비	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)
기타영업외손익	(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
지배주주지분	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, 바이체링, 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
%	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
국내	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
해외	2.1	(0.8)	4.2	(0.3)	0.5	7.8	4.4	2.7	7.3	6.0	2.2	2.5	7.6	7.4	4.7	2.8	1.4	4.0	4.5	5.6
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
%	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
국내	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
중국	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
미국	(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)
동남아	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
yoy																				
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	흑전	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	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	적지
동남아	흑전	적전	적지	흑전	9,787.9	흑전	적지	적전	-48.2	224.7	흑전	흑전	237.4	130.7	-44.4	380.6	적지	흑전	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
비유동이자부채	143	223	207	207	207
기타	66	88	89	93	96
자본총계	359	509	557	685	848
자배지분	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)
비자배지분	(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
자산상각비	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(%)	흑전	133.9	63.3	15.7	19.1
지배주주지분	57	86	125	155	169
증가율(%)	174.1	50.2	45.6	23.7	9.2
비지배지분	(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(%)					
영업이익율	6.5	8.1	8.8	9.2	9.6
EBITDA이익율	9.9	11.3	11.4	11.2	11.3
순이익율	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 홀딩스

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
비유동이자부채	173	157	152	152	152
기타	28	29	31	32	33
자본총계	1,318	1,577	1,893	2,239	2,595
자배지분	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)
비자배지분	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
자산상각비	74	101	52	30	25
기타비현금성손익	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
기타영업손익	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
자본법손익	8	33	(3)	(3)	(3)
기타영업외손익	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
지배주주지분	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 가이드는 매출액 통화 중립 기준 +mid-single-digit 성장(이지 제외 시 +10%), 영업이익률 5%대 중반 제시로 긍정적
- 올해부터는 주요 모델(삼바, 스탠스미스, 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
비유동이자부채	65	53	54	54	54
기타	17	21	22	23	23
자본총계	559	564	441	514	597
자배지분	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
비자배지분	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
자산상각비	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
기타영업외손익	(3)	(9)	(7)	(6)	(4)
세전순이익	(19)	41	78	94	106
증가율(%)	적전	흑전	92.0	19.7	12.7
법인세비용	7	6	12	15	17
당기순이익	(25)	34	66	79	89
증가율(%)	적지	흑전	92.0	19.7	12.7
지배주주지분	(26)	33	64	76	86
증가율(%)	적지	흑전	92.0	19.7	12.7
비지배지분	1	1	2	3	3
EPS(원)	(434)	546	1,049	1,256	1,414
증가율(%)	적지	흑전	92.0	19.7	12.7
수정EPS(원)	(434)	546	1,049	1,256	1,414
증가율(%)	적지	흑전	92.0	19.7	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, 갭/올드네이비) 오더는 비교적 나은 수준
- 베트남 공장 라인 증설과 인도네시아 우븐 공장 가동 시작으로 운영 비용 증가하며 당분간 영업이익 하락 요소로 작용. 가동을 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
판매비	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
비유동이자부채	64	103	120	120	120
기타	29	44	46	48	50
자본총계	644	710	733	797	869
자배지분	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)
비자배지분	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
자산상각비	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

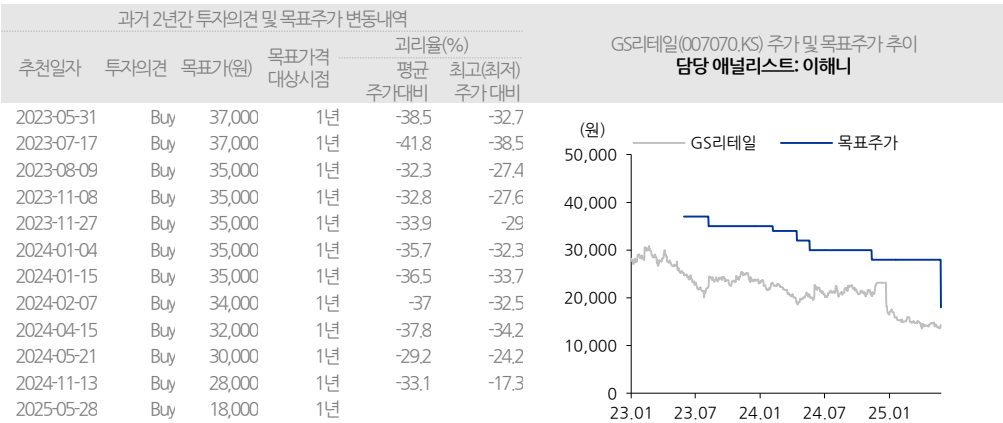
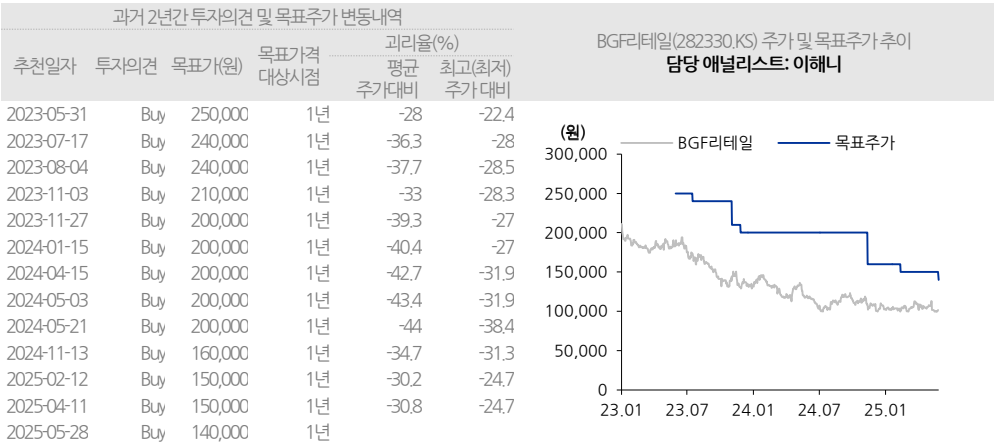
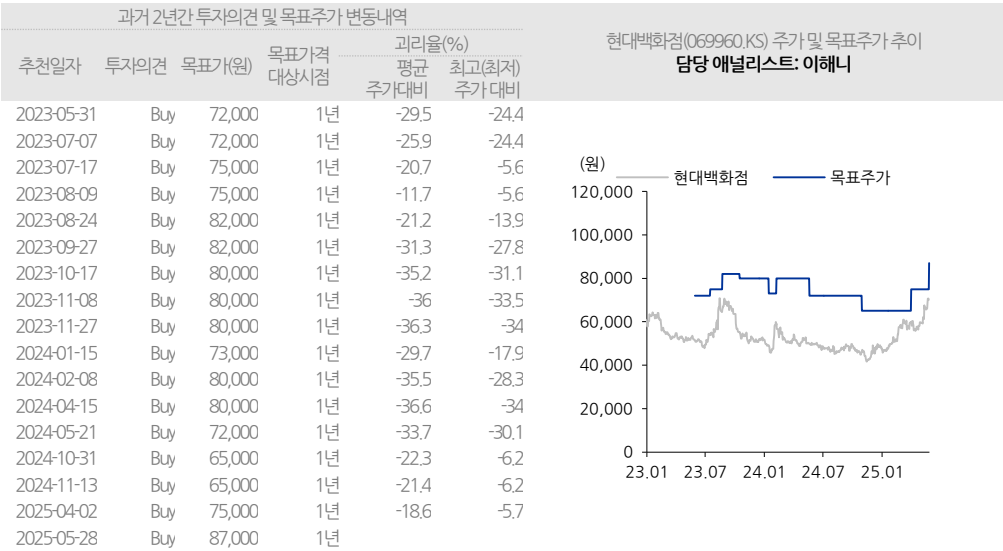
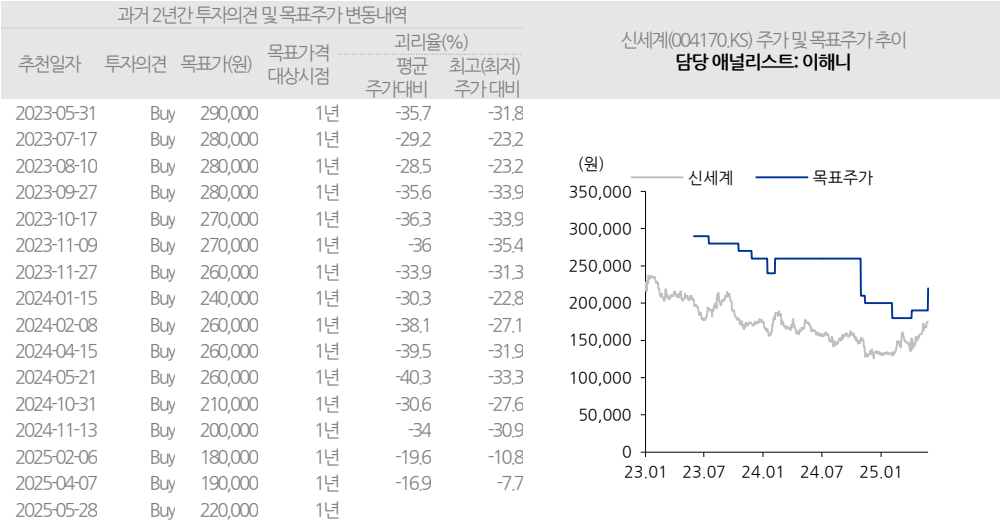
손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,709	1,798	1,922	1,968	2,015
증가율(%)	(22.5)	5.2	6.9	2.4	2.4
매출원가	1,388	1,489	1,611	1,648	1,686
매출총이익	321	308	311	320	330
판매 및 일반관리비	153	166	184	184	184
기타영업손익	(3)	9	10	0	0
영업이익	168	142	127	136	145
증가율(%)	(6.3)	(15.5)	(10.7)	7.0	6.8
EBITDA	200	176	319	228	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)
기타영업외손익	(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
지배주주지분	112	58	77	84	92
증가율(%)	30.8	(48.2)	32.6	9.6	9.1
비지배지분	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

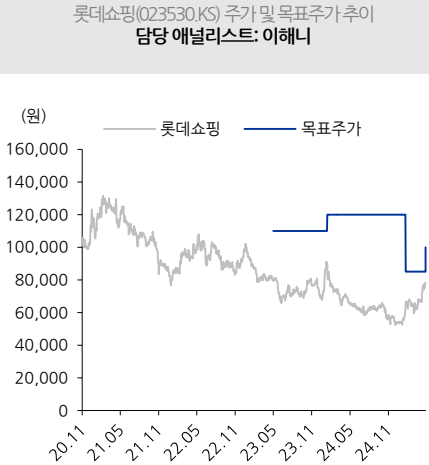
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게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

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율				당사 투자의견 비율 (%)
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)				
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상			0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만			96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만			4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만			0%
				(2025.03.31 기준)



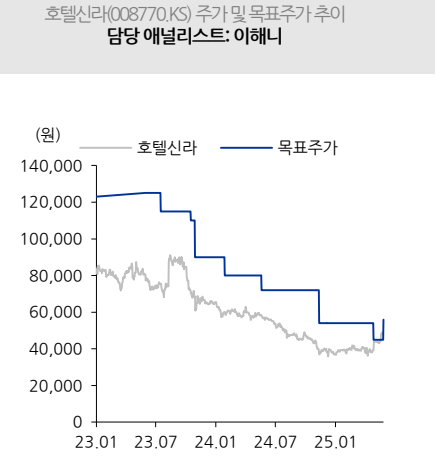
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가 대비	

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			



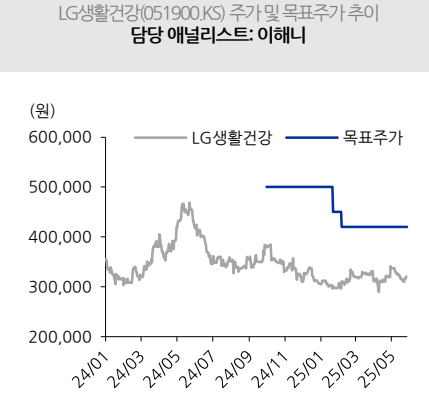
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가 대비	

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			



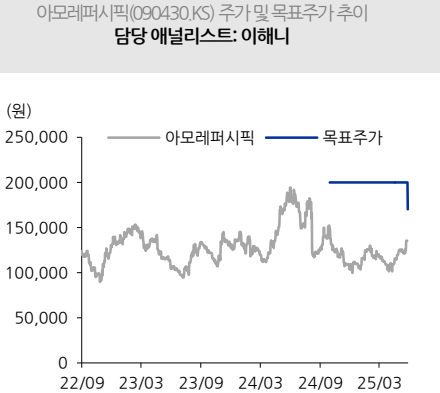
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가 대비	

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			

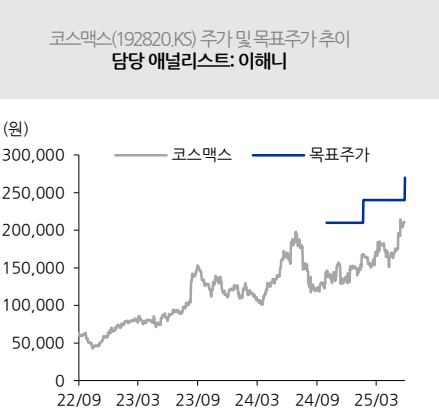


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		
				평균 주가대비	최고(최저) 주가 대비	

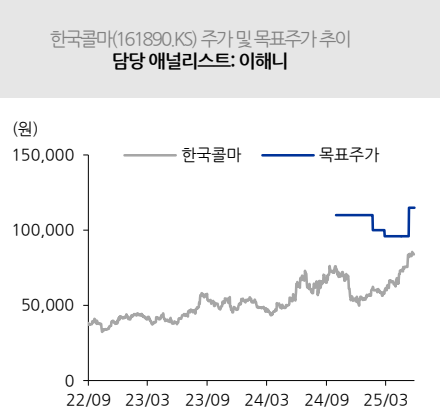
2024-09-30	Buy	200,000	1년	-41.9	-31.4	
2025-01-21	Buy	200,000	1년	-41.6	-32.3	
2025-02-07	Buy	200,000	1년	-42.1	-32.3	
2025-05-02	Buy	200,000	1년	-37.4	-32.3	
2025-05-28	Buy	170,000	1년			



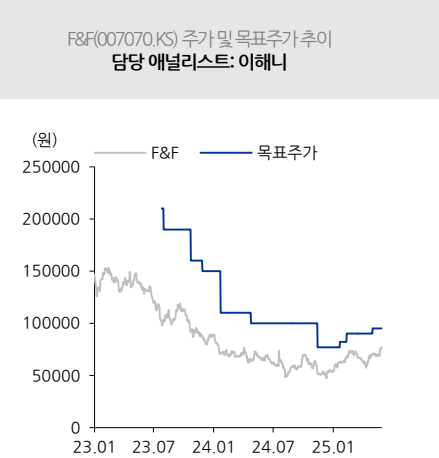
과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2024-09-30	Buy	210,000	1년	-31.6	-19.9
2025-01-21	Buy	240,000	1년	-27.8	-10.8
2025-02-25	Buy	240,000	1년	-25.5	-10.8
2025-04-25	Buy	240,000	1년	-18.5	-10.8
2025-05-28	Buy	270,000	1년		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
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		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
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		



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
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		

